동양종합금융증권

2010.10.19

기업분석팀

소재-중화학 파트

아시아나항공 [020560]

3Q10 Review : 여객부문의 눈부신 이익 기여 확인

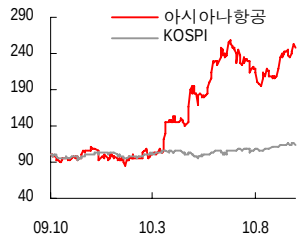
Buy(M)

TP: 15,000원 (M)

항공

Analyst 강성진
3770-3592
hiool@myasset.com

주가	9,900원
자본금	8,809억원
시가총액	17,441억원
주당순자산	4,157원
부채비율	일부잠식%
총발행주식수	176,173,547주
60일 평균 거래대금	181억원
60일 평균 거래량	2,032,197주
52주 고	10,100원
52주 저	3,305원
주요주주	금호산업외 3인 47.5%
외인지분율	8.90%



3분기 매출액 1.4조원, 영업이익 2,391억원 … 국제여객부문의 호조 반영

동사의 3분기 매출액은 1.4조원 (YoY +34.1%, QoQ +11.1%), 영업이익은 2,391억원 (YoY 흑자전환, QoQ +34.7%)을 기록했다. 3분기 영업이익은 분기 역대 최대규모일 뿐만 아니라, 컨센서스 영업이익 2,107억원을 13.5% 초과한 것이다. 영업이익이 대폭 증가한 것은 환율안정과 경기회복으로 국제여객 매출이 전분기대비 1,579억원 증가함에 따라 화물매출의 감소 (-361억원)을 메우고 남았기 때문이다. 3분기 인천공항에서 아시아나항공을 이용한 국제여행객은 전년동기대비 23.8% 증가했다. 경기회복과 환율안정으로 내국인의 해외여행이 늘었고, 중국인 비자 발급 완화 등으로 중국인 입국도 급증했기 때문이다.

4분기 영업이익 1,302억원 전망 … 분기 사상최대 실적낼 가능성 높아

동사는 4분기에도 분기 사상최대 실적을 기록할 가능성이 매우 높다. 동사의 4분기 매출액은 1.2조원(YoY +7.2%, QoQ -15.1%), 영업이익은 1,302억원 (YoY +210.3%, QoQ -45.6%)을 기록할 전망이다. 전통적인 여객의 성수기는 지나갔지만, 여전히 국제선 항공권에 대한 수요는 높은 것으로 관측되고 있다. 달러가치의 지속적인 하락으로 여행수요는 당분간 견조한 모습을 보일 것으로 전망된다. 8월 중국인 비자 완화조치의 영향으로 중국인 이용객이 늘어, 비수기 내국인 여객 감소도 상당부분 커버될 전망이다. 여객부문의 호조가 지속되면서 화물부문의 부진을 계속 만회할 것으로 예상된다. 부진하다는 화물부문도, 과열되었던 상반기대비 냉각된 수준일 뿐, 절대적 수준은 여전히 높다.

투자의견 BUY, 목표주가 15,000원 유지

아시아나항공에 대한 목표주가 15,000원을 유지한다. 9천 억원의 EBITDA 를 창출할 수 있는 영업력에 비해 1.7조원에 불과한 현재의 시가총액은 충분히 저평가되어있다는 판단이다. (대한항공 EBITDA 2.2조원 시총 5.2조원과 비교시)

Earnings Estimate

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	매출액	매출증가율	영업이익	순이익	EPS	증가율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROA	ROE
2008	42,234	15.7	-527	-2,272	-1,297	적전	-4.1	1.2	22.4	-4.5	-24.0
2009	38,872	-8.0	-2,367	-2,663	-1,520	적지	-2.5	0.9	-122.8	-4.5	-35.1
2010E	49,591	27.6	6,621	2,675	1,519	흑전	6.4	1.7	4.6	4.6	31.1
2011E	50,783	2.4	6,275	2,193	1,245	-18.1	7.8	1.4	4.6	3.8	20.0
2012E	54,756	7.8	7,061	2,858	1,622	30.3	6.0	1.1	3.8	5.0	21.2

영업실적 추이 및 전망

영업실적	단위	2009	2010	2011	2009 1Q	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q
국제여객 RPK	백만 km	22,849	26,621	27,222	5,501	5,122	6,227	5,998	6,793	6,539	6,935	6,355	6,681	6,564	7,331	6,647
YoY	%	0.6%	16.5%	2.3%	-4.8%	-10.0%	4.6%	13.2%	23.5%	27.7%	11.4%	5.9%	-1.7%	0.4%	5.7%	4.6%
QoQ	%				3.8%	-6.9%	21.6%	-3.7%	13.3%	-3.7%	6.1%	-8.4%	5.1%	-1.7%	11.7%	-9.3%
국제여객 L/F	%	70.8%	78.1%	77.2%	69.4%	66.4%	74.9%	72.2%	79.6%	76.9%	78.1%	77.8%	78.3%	75.9%	77.3%	77.5%
국제여객 Yield	센트	28.6	35.4	37.3	7.2	6.6	7.3	7.5	8.2	8.6	9.7	8.9	9.1	9.2	9.6	9.4
YoY	%	-23.7%	23.8%	5.4%	-25.2%	-28.9%	-28.2%	-11.0%	13.2%	30.4%	33.5%	18.7%	12.1%	7.1%	-1.3%	5.0%
QoQ	%				-14.7%	-8.4%	10.2%	3.5%	8.4%	5.4%	12.8%	-8.0%	2.5%	0.7%	3.9%	-2.1%
항공화물 FTK	백만 km	3,137	3,567	3,600	703	741	785	908	889	929	879	870	841	885	947	927
YoY	%	-6.1%	13.7%	0.9%	-18.4%	-14.5%	-5.9%	16.8%	26.6%	25.4%	11.9%	-4.3%	-5.4%	-4.8%	7.7%	6.7%
QoQ	%				-9.6%	5.5%	6.0%	15.7%	-2.1%	4.5%	-5.4%	-1.1%	-3.2%	5.1%	7.0%	-2.0%
항공화물 L/F	%	75.3%	78.5%	75.6%	69.1%	76.6%	76.4%	78.7%	81.6%	80.7%	76.7%	75.3%	76.1%	74.6%	75.8%	75.9%
항공화물 Yield	센트	100.6	127.6	132.0	19.3	21.7	25.9	33.7	30.6	34.3	31.3	31.5	32.0	34.3	32.2	33.4
YoY	%	-19.7%	26.9%	3.4%	-5.7%	-17.5%	-16.4%	5.2%	36.7%	48.3%	21.3%	-6.1%	0.9%	-4.3%	-3.7%	6.2%
QoQ	%				-28.4%	2.2%	16.3%	23.7%	-7.0%	10.8%	-4.9%	-4.2%	-0.1%	5.1%	-4.3%	5.6%

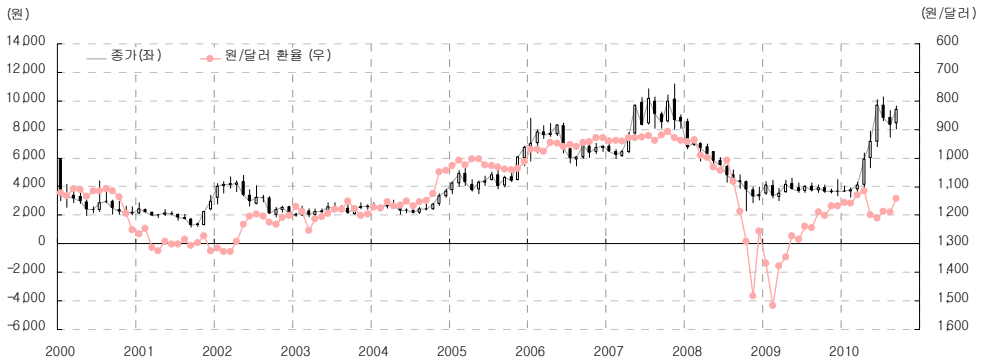
자료: 동양종합금융증권 리서치센터

주요 손익항목 추이 및 전망

손익계산서	단위	2009	2010	2011	2009 1Q	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q
매출액	억 원	38,872	49,591	50,783	9,229	8,483	10,262	10,898	11,758	12,388	13,765	11,681	11,954	12,228	13,730	12,871
YoY	%	-8.0%	27.6%	2.4%	-5.0%	-17.9%	-11.5%	2.8%	27.4%	46.0%	34.1%	7.2%	1.7%	-1.3%	-0.2%	10.2%
QoQ	%				-13.0%	-8.1%	21.0%	6.2%	7.9%	5.4%	11.1%	-15.1%	2.3%	2.3%	12.3%	-6.3%
국내여객	억 원	2,622	2,553	2,503	570	718	700	634	567	691	702	593	555	678	689	582
YoY	%	-15.6%	-2.6%	-2.0%	-11.0%	-12.5%	-21.3%	-16.1%	-0.5%	-3.7%	0.3%	-6.4%	-2.0%	-2.0%	-1.8%	-2.0%
QoQ	%				-24.7%	26.1%	-2.6%	-9.3%	-10.7%	22.0%	1.5%	-15.5%	-6.4%	22.0%	1.7%	-15.6%
국제여객	억 원	22,061	28,648	29,687	5,736	4,703	5,989	5,632	6,772	6,732	8,397	6,748	7,139	6,937	8,201	7,410
YoY	%	-6.9%	29.9%	3.6%	2.4%	-16.0%	-8.5%	-5.4%	18.0%	43.1%	40.2%	19.8%	5.4%	3.1%	-2.3%	9.8%
QoQ	%				-3.6%	-18.0%	27.3%	-6.0%	20.2%	-0.6%	24.7%	-19.6%	5.8%	-2.8%	18.2%	-9.6%
항공화물	억 원	10,082	13,655	13,688	1,923	2,065	2,523	3,571	3,275	3,768	3,400	3,212	3,105	3,432	3,514	3,636
YoY	%	-11.4%	35.4%	0.2%	-21.6%	-28.0%	-20.0%	22.9%	70.3%	82.5%	34.8%	-10.1%	-5.2%	-8.9%	3.4%	13.2%
QoQ	%				-33.8%	7.4%	22.2%	41.5%	-8.3%	15.1%	-9.8%	-5.5%	-3.3%	10.5%	2.4%	3.5%
기타	억 원	4,107	4,723	4,905	1,001	996	1,050	1,061	1,145	1,196	1,253	1,128	1,155	1,181	1,326	1,243
YoY	%	1.5%	15.0%	3.9%	-1.6%	-3.7%	4.7%	6.9%	14.4%	20.1%	19.4%	6.3%	0.8%	-1.3%	5.8%	10.2%
QoQ	%				0.9%	-0.5%	5.4%	1.1%	7.9%	4.5%	4.7%	-10.0%	2.3%	2.3%	12.3%	-6.3%
항공원가	억 원	35,292	36,504	37,891	8,866	8,386	9,090	8,950	9,069	8,998	9,580	8,857	8,860	9,059	10,075	9,896
YoY	%	-4.6%	3.4%	3.8%	11.2%	-8.8%	-8.5%	-9.4%	2.3%	7.3%	5.4%	-1.0%	-2%	1%	5%	12%
QoQ	%				-10.3%	-5.4%	8.4%	-1.5%	1.3%	-0.8%	6.5%	-7.5%	0%	2%	11%	-2%
판관비	억 원	5,947	6,466	6,618	1,565	1,392	1,461	1,529	1,536	1,614	1,794	1,522	1,558	1,593	1,789	1,677
YoY	%	3.0%	8.7%	2.3%	12.1%	6.5%	3.4%	-7.7%	-1.8%	15.9%	22.7%	-0.4%	1%	-1%	0%	10%
QoQ	%				-5.5%	-11.0%	5.0%	4.6%	0.5%	5.1%	11.1%	-15.1%	2%	2%	12%	-6%
영업이익	억 원	-2,367	6,622	6,275	-1,201	-1,295	-290	420	1,153	1,776	2,391	1,302	1,536	1,575	1,866	1,298
YoY	%	흑전	-379.8%	-5.2%	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	210.3%	33%	-11%	-22%	0%
QoQ	%				적지	적지	적지	흑전	174.8%	54.0%	34.7%	-45.6%	18%	3%	18%	-30%
순이익	억 원	-2,663	2,675	2,193	-2,623	471	7	-519	958	91	1,210	416	647	569	634	343
YoY	%	적지	흑전	-18.0%	적전	흑전	흑전	적지	흑전	-80.7%	16871%	흑전	-32%	526%	-48%	-18%
QoQ	%				적지	흑전	-98.5%	적전	흑전	-90.5%	1230.2%	-65.6%	56%	-12%	11%	-46%

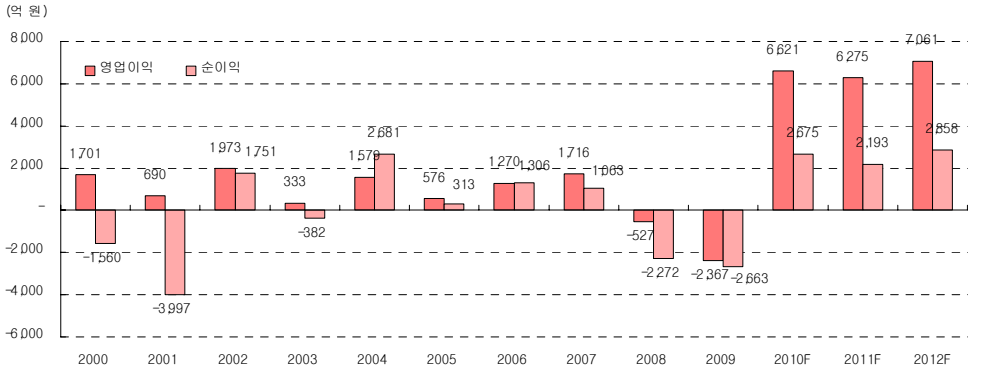
자료: 동양종합금융증권 리서치센터

아시아나항공 종가 및 원/달러 환율 차트



자료: 동양종합금융증권 리서치센터

아시아나항공 영업이익 및 순이익 추이



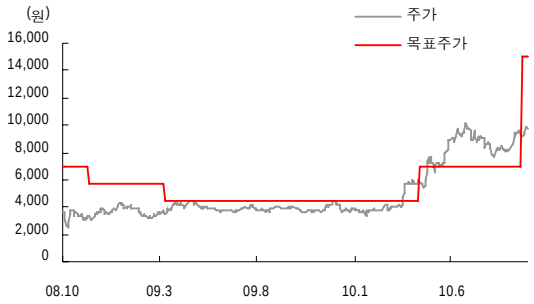
자료: 동양종합금융증권 리서치센터

아시아나항공 밸류에이션

구분	금액	비고
기업가치	29,863	
사업가치 (A)	22,703	
적정 사업가치 EV	60,228	2011년 예상 EBITDA 0.9조원 X 적정 EV/EBITDA (7.08)
2010년말 예상 순차입금	37,525	
투자자산가치 (B)	6,159	대한통운 지분 등
워런트행사시 유입금액 (C)	950	
보통주가치 (D) = (A) + (B) + (C)	29,813	
발행주식수 (E)	19,517	단위 : 만주, 워런트 전체 희석반영
주당가치 (D/E)	15,275	단위 : 원

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

아시아나항공 (020560) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2008/12/01	Buy	5,700원
2009/03/30	Buy	4,500원
	담당자변경	
2009/05/23	Buy	4,500원
2010/05/03	Buy	7,000원
2010/10/11	Buy	15,000원

자료: 동양종합금융증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 강성진
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료공표일 현재 동주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.