

## 대한항공 003490

## 2Q22 Review: 예상을 뛰어넘는 화물운임

## 운송/조선/기계

Analyst 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

## RA 오정하

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

## 화물이 이끈 다시 한번의 서프라이즈

대한항공의 2분기 매출액은 3조 3,324억원(+ 70.8% YoY, +18.8% QoQ), 영업이익은 7,359억원(+273.7% YoY, -6.7% QoQ), 세전이익은 6,231억원(+175.8% YoY, -16.8% QoQ), 당기순이익 4,504억원(+130.0% YoY, -17.2% QoQ)를 기록함. 글로벌화물인덱스의 하락에도 제한된 공급과 고수요 상황이 지속되며 동사의 화물 Yield는 전분기대비 소폭 상승함.

## 여객부문 매출액 8,742억원(+307.4% YoY, +143.0% QoQ)

국내선 여객의 경우 매출액은 1,311억원(+88.4% YoY, +69.4% QoQ)으로 COVID-19 전 수준의 매출액을 회복함. ASK(공급)는 7.82억 석·km(+21.6% YoY, +15.3% QoQ)로 확대했으며, L/F(탑승률)은 88.7%로 역사상 최고치를 경신한 효과임.

국제선 여객의 경우 매출액은 7,431억원(+412.5% YoY, +163.1% QoQ)으로 2019년 2분기 매출액의 41% 수준임. 무리한 공급 확대보다는 국제선 여객 수요에 맞춰서 운항을 확대하려는 전략을 선택함. ASK(공급)는 69.46억 석·km(+42.1% YoY, +22.5% QoQ), L/F(탑승률)은 79.1%를 기록함.

## 화물부문 매출액 2조 1,712억원(+43.7% YoY, +1.1% QoQ)

화물 Yield가 856.5원을 기록하며 최고치를 다시 한번 경신했고, 2분기 실적 서프라이즈의 이유임. ATK(공급)은 30.64억 톤·km(-2.3% YoY, -1.1% QoQ)으로 추가 공급은 없었지만 아시아태평양지역의 수요가 유지되며 Yield 상승세를 견인함.

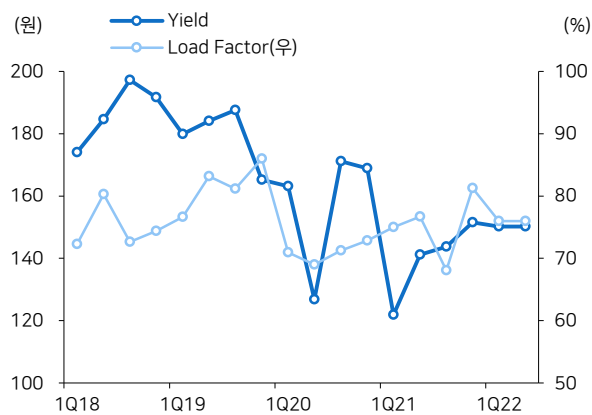
하반기 화물 Yield의 향방은 1) 중국 항공사들의 운영기재 확충 여부, 2) 국제선 여객기의 Belly Cargo 확대 여부에 따라 영향을 받을 개연성이 있음. 중국은 하늘길에 대한 평소 수준만큼의 개방을 유보하고 있음. 하반기 국제선 여객기의 증편이 미주/구주가 아닌 동남아 지역 위주로 진행된다면 아시아태평양지역의 항공화물 공급에 미치는 영향은 제한적임.

표1 대한항공 2Q22 실적 Review (별도 기준)

| (십억원) | 2Q22P   | 2Q21    | (% YoY) | 1Q22    | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff.) | 당사 예상치  | (% diff.) |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액   | 3,332.4 | 1,950.8 | 70.8    | 2,805.2 | 18.8    | 3,021.6 | 10.3      | 2,579.7 | 29.2      |
| 영업이익  | 735.9   | 196.9   | 273.7   | 788.4   | -6.7    | 370.0   | 98.9      | 71.9    | 923.0     |
| 세전이익  | 623.1   | 175.8   | 254.4   | 748.7   | -16.8   |         |           | 453.7   | 37.3      |
| 순이익   | 450.4   | 130.0   | 246.6   | 543.9   | -17.2   |         |           |         |           |
| 영업이익률 | 22.1    | 10.1    |         | 28.1    |         | 12.2    | 9.8p      | 2.8     | 19.3p     |
| 순이익률  | 13.5    | 6.7     |         | 19.4    |         | 0.0     | 13.5p     | 0.0     | 13.5p     |

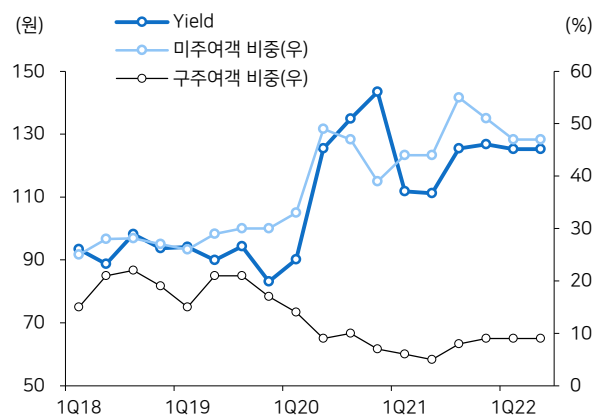
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내선 Yield 추이 &amp; Load Factor 추이



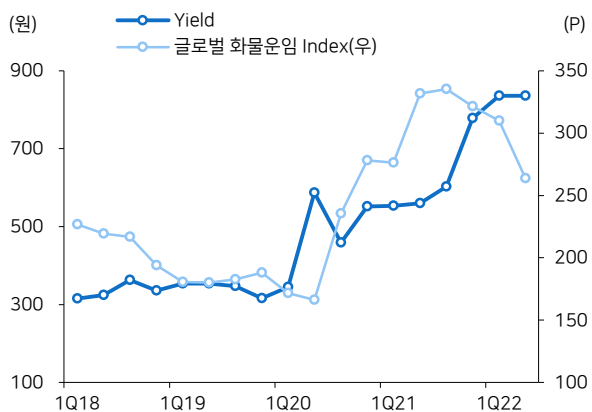
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국제선 Yield 추이 &amp; 미주/구주여객 비중



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림3 화물 Yield &amp; 글로벌 화물운임 Index



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

표2 하반기 소형기 도입 계획, 대형기는 2023년으로 지연

| (대)  |              | 2021 | 2022 |
|------|--------------|------|------|
| 중대형기 | A380         | 10   | 10   |
|      | A330         | 30   | 30   |
|      | B747-8I      | 10   | 9    |
|      | B777         | 41   | 41   |
|      | B787-9       | 10   | 10   |
| 소형기  | B737-800/900 | 20   | 18   |
|      | B737-8       | -    | 3    |
|      | A220         | 10   | 10   |
| 합계   |              | 131  | 131  |
| 화물기  | B747F        | 4    | 4    |
|      | B747-8F      | 7    | 7    |
|      | B777F        | 12   | 12   |
| 합계   |              | 23   | 23   |

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Conference Call Q&A

### Q1 국내선, 국제선 사업량은?

A1 ■ 국내선 ASK 782백만KM, RPK 694백만KM / 국제선 6,946백만KM, 국제선 5,492백만KM

### Q2 화물 실적이 좋은데, 글로벌 화물 인덱스와 차별화되는 이유는?

A2 ■ 9분기 연속으로 추가 공급이 없고, 수요는 유지되는 상황이 지속되고 있음. 경기 침체 우려에도 항공 운송 수요는 지속, 1분기와 유사한 수준  
■ 글로벌 인덱스가 아닌 중국 인덱스가 꺾이는 상황인 것으로 봄. 연중 지속될 것으로 전망

### Q3 화물 Yield 하락 가능성은?

A3 ■ 현재까지는 공급 쪽에서 여객기가 증가하는 지역은 미국 국내, 유럽 역내임  
■ 동사가 영위하는 한국발 여객기는 9월까지 2019년 대비 50%까지 늘리기로 한 상황. 미주, 구주는 많이 늘어나있는 상태고, 동남아 위주로 증편이 있을 것  
■ 추가되는 노선 자체는 항공화물에 있어 큰 영향을 미치지 못해 여객기 Belly space로 유의미한 화물 공급 증가는 없을 것  
■ 대한항공 외 항공사의 경우에도 화물기는 최대치로 운영 중이고, 여객기도 유럽의 경우 증편하고 싶어 도 못하는 상황임  
■ 아시아에서 미주로 가는 경우 대한항공도 과거 수준대비 80%까지 확대한 상황임. 중국이 취항하지 않는 한 추가 공급은 어려움. 3분기에도 상황이 지속될 전망

### Q4 환율 민감도에 변동이 있는지?

A4 ■ 변동금리 차입금을 줄이고, 원화 고정금리 차입금을 확대함. 환산손익에 영향을 미치는 원화 차입금은 51%, 외화 차입금은 49% 수준임  
■ 영업측면에서는 현재 외화수입 비중이 더 커서, 환율 상승 시 영업이익이 늘어나고, 영업비용 증가 폭은 더 작은 상황

### Q5 여객 L/F가 80%를 초과하는 상황에서 공급 확대는 없을지? 중국봉쇄, 방역 Capa의 제약이 있는지?

A5 ■ 현재는 수요에 맞춰 공급을 늘려야 하는 상황임. 공급이 수요를 창출할 수 없음  
■ 과거 이스탄불 노선 등 동사가 취항하며 수요를 창출한 경험이 있으나 현재는 노선별 수요 차이가 큼  
■ 8, 9월은 추석 및 휴가철으로 2분기 대비 수요가 조금 더 늘어남. 출장 및 유학생 수요의 미주나 하와이 등 관광지는 인기 있으나 그 외 노선은 추가 유입이 없음  
■ 아직 변동성이 심해 여객 수요 회복이 느린 상황으로 50%정도 확대해놓고 4분기 추이를 지켜볼 것  
■ 공급 확대 방식은 1) 운항 횟수 증가와 2) 대형기로 기재 교체가 있음. 예약률 100%라면 기재를 교체해 수요에 따라 예약을 받고 있음

### Q6 유가 헛지 비중은?

A6 ■ 고유가로 헛지를 많이 못하고 있음. 유류할증료 인상으로 절반 정도 커버하는 수준

### Q7 항공우주, 호텔사업 영업 현황은?

A7 ■ 항공우주: 큰 변동은 없음. 팬데믹으로 생산차질이 발생해 신규 기재 도입이 지연되고 있음. 납품이 원활이 들어오고 있지 않음. 1분기와 비슷한 수준으로 적자는 아님  
■ 호텔: 객실 투숙률은 개선되고 있지만 컨벤션이 없어 행사 및 식음료 매출이 없음. 1분기 실적과 유사

**Q8** 인건비 일회성 비용 있는지? 직원 복귀 비율은 어느 정도인지? 향후 인건비는 어느 정도 수준일지?

- A8**
- 임금 협상분이 4월부터 적용되어 이번 2분기 실적에 상승분이 반영되어 있고, 2분기에 휴업복귀가 많았던 것도 반영됨
  - 이번 분기 수준이 지속될 것으로 예상함
  - 다만, 파일럿 임금협상이 완료되지 않아 변수로 존재함. 10% 이상 인상 시 하반기에 반영됨
  - 현재 휴업률은 20% 미만. 본사 및 Operation인력은 거의 다 복귀했음. 휴업의 영향은 미미할 것

**Q9** 진에어는 언제부터 연결로 반영될지?

- A9**
- 6월말 직전에 인수해 이번 분기에 연결로 반영될 예정임

**Q10** 2분기 환율이 상승했는데, 외환차익 증가분은?

- A10**
- 외화환산손실 있었으나 CRS 등 파생상품이익이 발생함

**Q11** 인력난 문제는 없는지?

- A11**
- 대한항공, 한국공항 등 한국에서는 인력난 문제는 없음. 승무원들도 복귀를 기다리고 있음
  - 해외에서는 심각한 상황
  - 유럽은 9월까지 좌석을 못 파는데, 연장될 개연성이 높음. 독일도 임금협상으로 파업예정임. 취항지의 문제로 공급이 제한되고 있음
  - 연말까지 지속되고, 2023년에도 해결될 지는 미지수임

**Q12** 현금성 자산이 4.8조원 수준인데, 부채를 유지하는 이유가 있을지? 연말 현금, 부채는 어느 정도 수준일지?

- A12**
- 과거에는 1조원 수준의 현금을 유지했으나, 팬데믹을 겪으며 더 많은 현금을 보유하기로 함
  - 포스트 팬데믹에는 1.5~2조원 유지 계획
  - 아시아나항공 인수자금, 기제도입비, 차입금 상환 등이 필요함. 유가 헷지도 부족해 현금을 극대화해 변동성에 대비하려함
  - 최소한 1년은 현금 확보 기조를 유지할 것
  - 팬데믹때 선수금 늘어난 부분은 비행기가 취소 시 돌려줘야 하기 때문. 한동안 현금 최대치 보유 계획

**Q13** 하반기 기재 도입 업데이트?

- A13**
- 불확실성이 커진 상황
  - 소형기 4~5대 도입 계획이 있음. 몇 천억 수준임
  - 보잉, 에어버스 생산차질로 대형기 도입은 2023년으로 미뤄짐

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.