



Delta Airlines, Inc. (DAL.US)

여름아! (운임을)부탁해

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Not Rated

Bloomberg 컨센서스 목표가: USD 53.1

현재 주가(4/15, USD)	42.36
상승여력	▲25.2
시가총액(백만 USD)	27,156
발행주식수(천주)	641,077
52 주 최고가 / 최저가(USD)	48.54 / 29.75
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	576.2

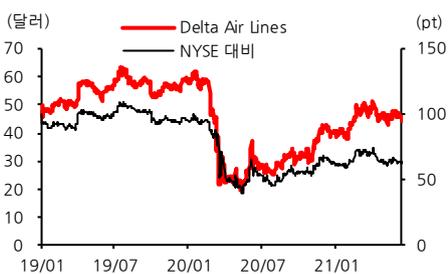
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	DAL US Equity
산업	항공

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.7	5.1	3.3	-9.2
상대수익률(NYSE)	13.0	9.6	5.6	-11.0

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	17,095	29,899	43,273	50,314
영업이익	-12,469	1,886	2,924	5,890
EBITDA	-9,138	4,747	4,745	7,789
지배주주 순이익	-12,385	280	1,056	3,348
EPS	-19.49	0.44	2.14	5.80
순차입금	21,452	23,360	21,157	18,673
PER	-	-	19.8	7.3
PBR	16.7	6.4	5.8	2.5
EV/EBITDA	-	10.2	9.0	5.5
배당수익률	-	-	-	0.3
ROE	-81.0	-98.9	25.6	52.7

주가 추이



1~2 월 다소 추운 겨울을 보낸 Delta 항공은 3 월부터 찾아온 봄을 만끽하며 여름 성수기를 맞이할 준비가 한창입니다. 여객 수요의 가파른 위상 향이 당연해 보이는 지금, 역시 “운임”이 가장 중요할 것으로 보입니다.

1~2월 < 3월 < 2분기

Delta 항공의 1분기 실적 발표는 자신감으로 시작해서 자신감으로 끝났다고 해도 과언이 아니다. 동사는 1분기 매출액 93.5억달러, 영업적자 -7.8억달러를 기록했다. 2월까지 오미크론 확산 영향을 받아 1분기 영업 적자 전환이 불가피했다. 그러나 3월로만 놓고 보면 영업이익률 10%를 기록하며 영업 흑자로 다시금 돌아섰다. 이 외에도 좌석 당 매출액(TRASM) 등도 3월에는 ‘19년 수준을 회복하는 등 대다수 지표들이 팬데믹 이전 수준을 회복한 것으로 추정된다. 동사는 이 같은 좋은 흐름이 2분기에도 계속될 것으로 전망하며, 영업이익률 12%~14%를 가이던스로 제시했다.

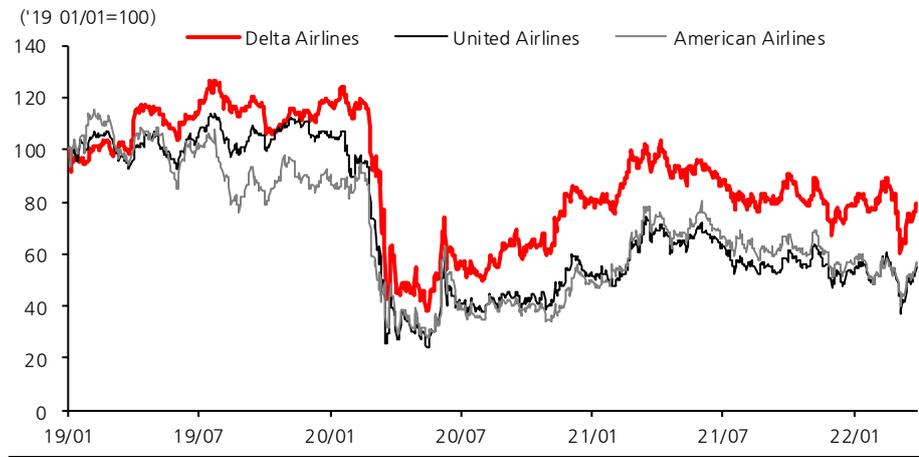
올라오는 수요에 “맞게” 공급도 확대

동사는 기존에 제시했던 연간 CapEx 60억달러를 유지한다고 밝혔다. Fleet 리뉴얼 등에 투자를 집중할 것으로 보이며, 올해 총 70대의 항공기를 신규 도입할 전망이다. 신규 도입 예정인 항공기에는 A321neo 기종 26대도 포함된다. 이미 도입 중인 해당 기종은 주로 국내선 노선에 투입돼 프리미엄 좌석 수요 증가에 따른 공급 확대 전략에 맞게 활용되고 있는 것으로 보인다. 동사는 항공기 도입 외에도 신규 인력 4,000명을 채용해 여름 성수기를 준비 중이다.

이제 관전 포인트는 “운임”

Adobe data에 따르면, 미국 국내선 여객 운임은 3월 기준 ‘19년 대비 20% 가량 올랐던 것으로 파악된다. 1분기 Delta항공의 평균 급유단가가 ‘19년 1분기 대비 약 35% 상승했던 것보다는 상승폭이 작다. 4/15 일 기준 항공유 가격은 134달러를 넘겼다. 인력 채용, 신규 항공기 도입 등의 여름 성수기 시즌 맞이 준비가 물거품되지 않기 위해서는 유류비 상승분을 상회하는 운임 상승이 필요하다. 운임은 결국 Delta 항공뿐만 아니라 우리나라를 비롯한 글로벌 주요 항공사들의 이후 실적에 있어 가장 큰 Driver가 될 것이다.

[그림1] 미국 주요 FSC 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국내외 주요 항공사 Valuation Table

(단위: 십억달러, 달러, %, 배)

기업명	시총 (\$bn)	주가 (USD)	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
			1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
FSC															
대한항공	8.9	25.6	-0.5	4.0	17.2	11.3	34.4	12.9	14.8	1.5	1.4	5.8	5.9	12.0	9.7
아시아나항공	1.3	17.6	-4.1	2.3	22.9	1.3	59.2	-58.8	52.4	2.8	3.3	6.6	5.9	-8.8	-5.1
ANA	9.5	19.6	1.3	-2.6	7.5	-2.2	9.7	N/A	64.8	1.3	1.2	77.1	9.4	-11.8	2.4
JAL	7.7	17.6	1.5	-2.1	7.1	-4.3	6.1	N/A	95.1	1.2	1.2	N/A	6.8	-18.0	2.1
China Airlines	5.6	1.0	6.8	0.2	17.3	68.4	56.6	10.0	17.2	2.0	1.9	4.5	4.5	21.4	17.3
Air China	19.5	1.6	6.5	9.8	20.9	33.7	19.1	N/A	41.3	2.5	2.4	23.7	8.5	-10.2	6.9
EVA Air	6.6	1.2	9.2	10.8	47.6	94.4	112.6	12.7	22.5	2.0	1.9	5.2	5.5	16.9	13.6
Cathay Pacific	6.3	1.0	3.6	-14.3	32.1	18.8	33.0	N/A	20.2	0.8	0.8	9.2	6.5	-6.8	4.3
Singapore Airlines	11.9	4.0	3.9	2.0	14.0	-1.4	-7.3	N/A	385.0	1.5	1.5	13.7	7.2	-6.1	0.1
Lufthansa	9.2	7.7	1.1	0.1	9.9	28.3	0.9	N/A	11.1	2.2	1.9	6.7	4.7	-4.8	14.9
Delta Airlines	27.2	42.4	16.5	11.0	10.9	5.1	-14.5	19.8	7.3	5.8	2.5	9.0	5.5	25.6	52.7
United Airlines	14.7	45.1	8.8	5.9	2.4	-4.2	-24.6	N/A	7.0	3.2	2.3	11.1	4.5	-25.8	47.1
American Airlines	12.3	19.0	14.5	11.8	8.6	-3.1	-19.1	N/A	13.3	N/A	N/A	66.6	7.6	32.6	-7.7
Average								14.2	62.3	2.3	1.8	22.7	6.4	1.2	14.0
LCC															
진에어	0.8	16.1	-4.6	5.2	28.1	1.2	33.9	-9.6	26.5	19.1	12.0	-144.0	7.7	-95.7	56.2
제주항공	1.0	19.7	1.2	9.7	48.2	17.4	26.7	-8.1	17.5	23.2	9.7	-40.1	7.3	-121.6	80.5
티웨이항공	0.3	2.8	-0.4	0.3	26.2	4.6	55.7	-5.1	9.5	15.1	5.8	-48.2	3.2	-264.9	88.6
Juneyao Airlines	4.5	2.3	4.7	2.5	-1.1	-10.4	3.7	23.9	15.0	2.4	2.1	17.8	12.2	9.4	14.0
Vietjet	3.2	5.9	2.1	-5.6	11.4	-1.3	-12.4	118.3	23.8	N/A	N/A	38.6	15.4	6.8	19.8
Southwest	27.7	46.8	12.7	6.3	7.8	-5.4	-30.4	40.4	14.7	2.5	2.2	8.8	5.6	7.0	17.9
JetBlue Airways	4.1	12.8	8.1	-14.1	-8.1	-14.6	-42.4	N/A	9.1	1.1	0.9	10.4	3.7	-4.5	12.8
Spirit Airlines	2.7	25.1	-2.9	12.0	13.7	6.4	-37.2	N/A	12.1	1.3	1.1	46.6	6.2	-11.5	11.7
Ryanair	18.1	15.9	10.1	-4.4	-13.6	-21.9	-21.4	N/A	12.3	3.8	3.0	56.0	8.4	-7.4	23.7
Average								60.9	14.5	2.2	1.9	29.7	8.6	-0.0	16.6

주: 4/15일 종가 기준

자료: Bloomberg, WiseFn, 한화투자증권

Delta 항공의 1분기 실적 발표는 자신감으로 시작해서 자신감으로 끝났다고 해도 과언이 아니다. 동사는 1분기 매출액 93.5억달러, 영업적자 -7.8억달러를 기록했다. 2월까지 오미크론 확산 영향을 받아 1분기 영업 적자 전환이 불가피했다. 그러나 오미크론 영향에서 벗어난 3월 실적을 거듭 강조하며 2분기를 향한 강한 자신감을 내비쳤다. 3월로만 놓고 보면 영업이익률 10%를 기록하며 영업 흑자로 다시금 돌아섰다. 이 외에도 좌석당 매출액(TRASM) 등도 3월에는 '19년 수준을 회복하는 등 대다수 지표들이 팬데믹 이전 수준을 회복한 것으로 추정된다.

동사의 1분기 여객 공급량은 '19년 공급량(이하 Capa)의 83% 수준까지 회복하며, 지난해 4분기 제시했던 가이드스에 부합했다. 뿐만 아니라 전체 매출액은 '19년의 89.3%까지 회복하며 가이드스(72%~76%)를 상회했다. 2분기에는 Capa 84% 수준, 전체 매출액 최대 97% 수준까지 회복할 수 있을 것으로 전망했다. 유류비 상승에도 불구하고 높은 티켓 가격 및 프리미엄 좌석 수요 증가 등이 전망됨에 따라 매출의 빠른 회복을 자신하는 것으로 보인다.

[표2] Delta Airlines 1Q22 실적 및 Outlook

	1Q22 Forecast	1Q22	2Q22 Forecast
Capacity(% vs'19)	83%~85%	83.0%	~84%
Total Revenue(% vs'19)	72%~76%	89.3%	93%~97%
Fuel Price(\$/gal)	\$2.35~\$2.50	2.79	\$3.20~\$3.35
Adjusted Net Debt	~\$22bn	\$20.9bn	~\$20bn

자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[표3] Delta Airlines 주요 영업 실적

(단위: 백만달러, %)

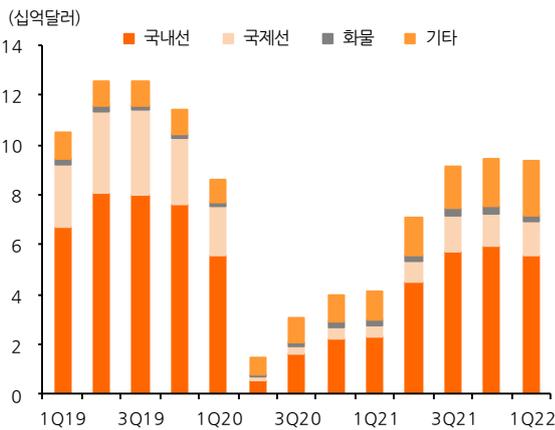
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
매출액	10,472	11,368	12,560	11,439	8,592	1,468	3,062	3,973	4,150	7,126	9,154	9,470	9,348
국내선	6,713	8,071	7,971	7,612	5,601	564	1,647	2,229	2,280	4,478	5,759	5,951	5,563
국제선	2,541	3,297	3,439	2,632	1,968	114	291	469	468	861	1,432	1,290	1,344
Atlantic	1,103	1,880	2,060	1,338	818	64	132	157	142	288	730	617	539
Latin America	855	760	683	703	765	18	97	234	264	485	564	560	680
Pacific	583	657	696	591	385	32	62	78	62	88	138	113	125
화물	192	186	189	187	152	108	142	204	215	251	262	304	289
기타	1,026	982	961	1,007	871	682	982	1,071	1,187	1,536	1,701	1,925	2,152
영업비용	9,452	10,408	10,489	10,040	9,002	6,283	9,448	4,831	5,548	6,310	6,949	9,207	10,131
인건비	2,639	2,752	2,884	2,949	2,771	2,086	1,956	1,940	2,202	2,328	2,566	2,632	2,826
연료유류비	1,978	2,291	2,239	2,012	1,595	372	486	723	1,017	1,487	1,552	1,577	2,092
감가상각비	615	713	631	622	678	591	545	499	492	501	501	504	506
경비비	476	434	424	417	469	43	106	204	294	287	433	386	465
항공기임차료	102	107	110	105	100	96	99	104	104	104	105	118	122
기타	3,642	4,111	4,201	3,935	3,389	3,095	6,256	1,361	1,439	1,603	1,792	3,990	4,120
영업이익	1,020	960	2,071	1,399	-410	-4,815	-6,386	-858	-1,398	816	2,205	263	-783
영업이익률	9.7	8.4	16.5	12.2	-4.8	-328.0	-208.6	-21.6	-33.7	11.5	24.1	2.8	-8.4

자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

1분기 매출액을 사업별로 나눠 보면, 화물 매출액은 강한 화물 시장이 지속됨에 따라 여전히 '19년 대비 50% 이상 증가한 수준을 유지하며 전체 사업 실적을 견인했다. 여객의 경우 국제선보다 국내선 회복이 더 빠르게 이뤄지는 모습이다. 동사가 공개한 3월 실적에서 가장 눈길을 끌었던 것은 상용 수요 회복이었다. 3월부터 미국 본토 내 방역 수준이 크게 완화되며 비즈니스 수요가 크게 올라온 것으로 보인다. 비즈니스 수요 회복세는 기업向 매출 회복세로 확인할 수 있었다. 1분기 기준 국내선 B2B 매출액은 '19년의 50%까지 회복했으며, 3월로만 놓고 보면 70%선까지 회복한 것으로 보인다. 국제선의 경우도 3월로 갈수록 강하게 올라온 모습이 비슷하다. 국제선 B2B 매출액은 1분기와 3월 각각 '19년 같은 기간의 35%, 50% 수준까지 회복했다.

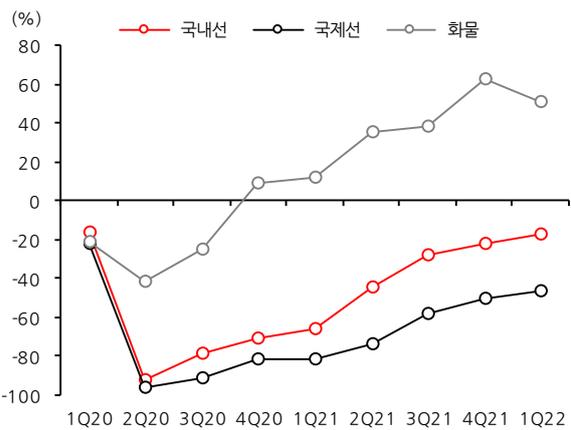
또한 프리미엄 좌석 수요 회복세가 일반석을 추월한 점도 고무적이다. 3월 기준, 국내선 프리미엄석 매출액은 '19년 수준을 100% 회복했다. 1분기 기준 전체 여객 매출액으로 보더라도 프리미엄석 회복세가 일반석을 추월한 것으로 확인된다.

[그림2] 사업 부문별 매출액 추이



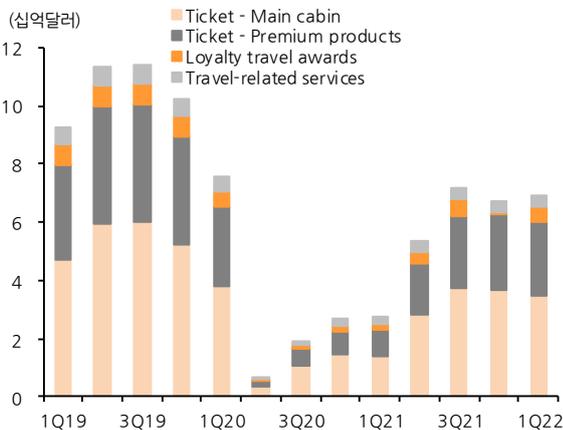
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업 부문별 매출액 '19년 대비 증감률 추이



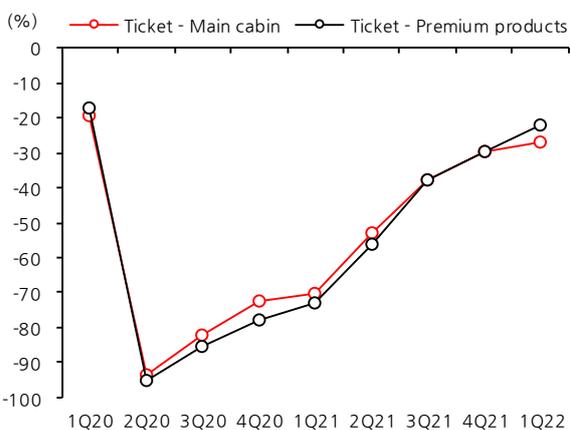
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 여객 매출액 세부 부문별 추이



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 일반석 및 프리미엄석 매출액 '19년 대비 증감률 추이

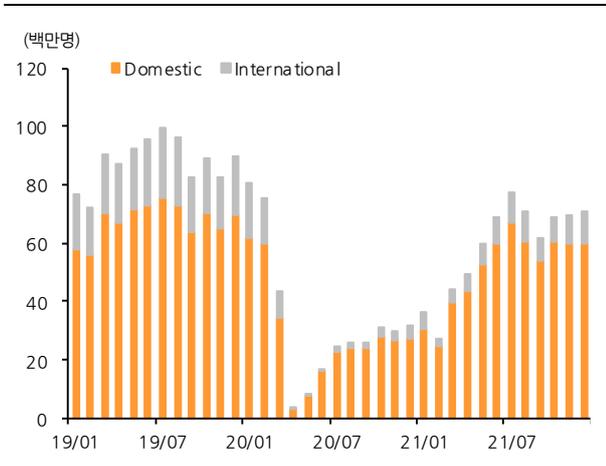


자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

앞서 말한 것처럼, Delta 항공의 여객 수요가 국내선을 우선으로 회복 중이라는 것은 미국 노선별 항공편 이용객 수로도 확인이 가능하다. 비록 집계가 느려 지난해 12월까지만 확인되고 있으나 국내선 이용객수의 상대적으로 더 강하고 빠른 회복세를 확인할 수 있다. 또한 실시간으로 집계 가능한 미국 공항 보안검색대 통과 인원 수를 보면, 전체 항공 여객 수가 빠르게 '19년 수준에 가까워지는 중임을 확인할 수 있다.

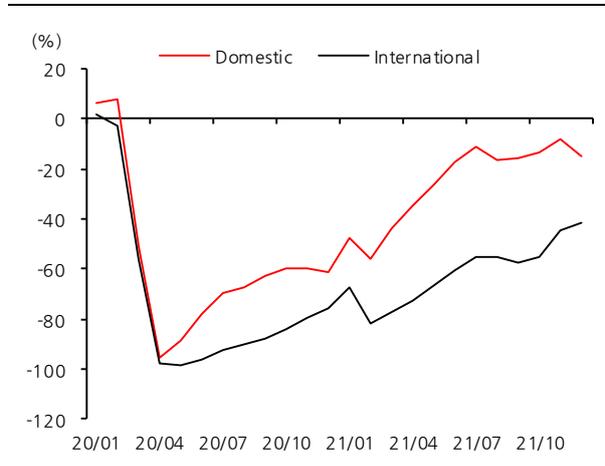
동사는 특히 3월말 이후 한국의 입국 제한 규정이 완화됨에 따라 L/F(탑승률)는 3월 50% 수준에서 6월 90%대까지도 올라올 수 있을 것으로 기대한다고 밝혔다. 이 같은 전망은 미주 노선을 운항하는 국내 주요 항공사들에게도 동일하게 적용될 수 있을 것으로 판단된다.

[그림6] 월별 미국 본토 내 국내선 및 국제선 이용객 수 추이



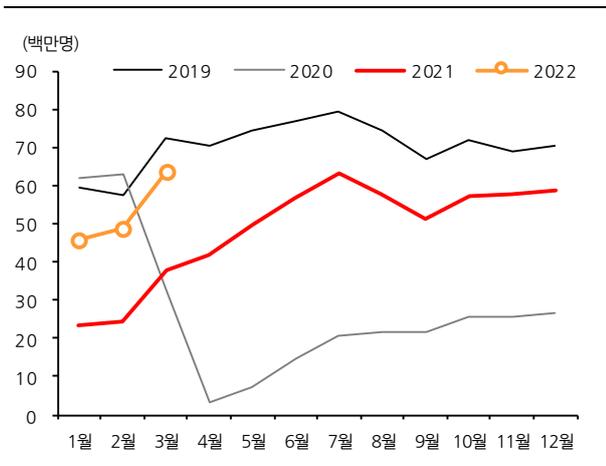
주: '21년 12월까지
자료: Bureau of Transportation Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 월별 항공편 이용객 수 '19년 대비 증감률 추이



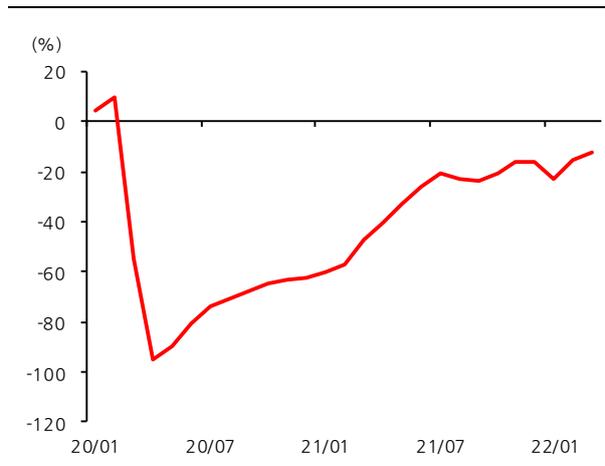
주: '21년 12월까지
자료: Bureau of Transportation Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 월별 보안검색대 통과 인원 수 추이



주: '22년 3월까지
자료: TSA, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 월별 보안검색대 통과 인원 수 '19년 대비 증감률 추이



주: '22년 3월까지
자료: TSA, 한화투자증권 리서치센터

1분기에는 오미크론 확산 및 지정학적 리스크 확대에 따라 좌석 당 매출액(TRASM)은 감소한 반면, 좌석 당 비용은 증가했다. 다만 고무적인 부분은 앞서 말한 것처럼 3월에는 TRASM이 상승한 것으로 파악된다는 점이다.

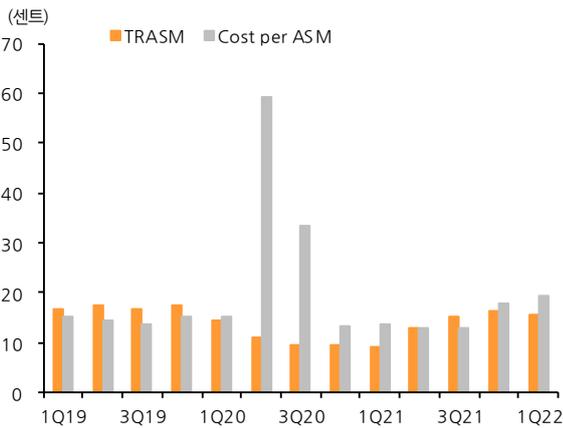
[표4] Delta Airlines 영업 관련 주요 지표

(단위: mnRPM, %, cents, gallon, \$/gal)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
RPM	51,617	63,173	66,862	56,028	43,062	3,621	11,545	15,183	17,948	33,285	43,057	40,402	38,700
ASM	62,416	71,754	75,742	65,468	58,885	10,596	28,290	36,569	40,118	48,529	54,083	51,744	51,810
L/F	82.7	88.0	88.3	85.6	73.1	34.2	40.8	41.5	44.7	68.6	79.6	78.1	74.7
Yield	17.93	18.00	17.06	18.28	17.58	18.72	16.79	17.77	15.31	16.04	16.70	17.92	17.85
TRASM	16.70	17.42	16.57	17.47	14.59	11.10	9.35	9.66	9.00	13.08	15.31	16.29	15.75
Cost per ASM	15.14	14.51	13.85	15.34	15.30	59.30	33.40	13.21	13.83	13.00	12.85	17.79	19.56
연료사용량	962	1,099	1,154	999	880	165	391	498	545	690	789	755	751
평균급유단가	2.06	2.08	1.94	2.01	1.81	2.25	1.25	1.45	1.87	2.16	1.97	2.09	2.79

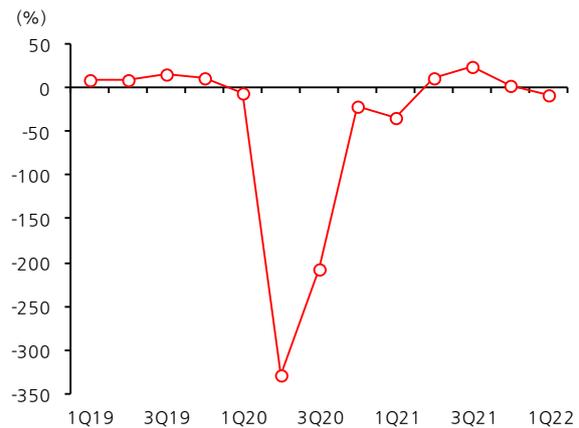
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 공급 좌석당 매출액 및 비용 추이



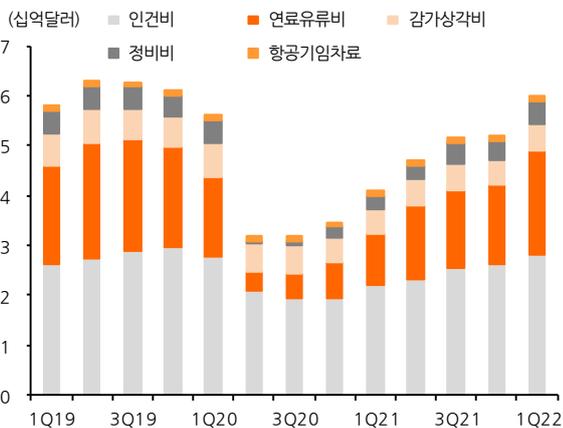
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 영업이익률 추이



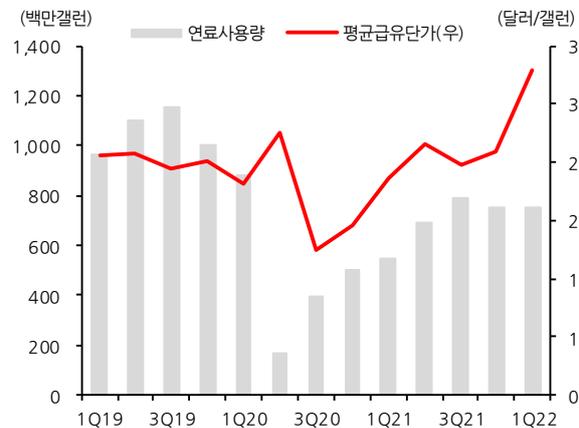
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 영업비용 내 주요 항목



주: 이외 기타 항목은 제외 / 자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

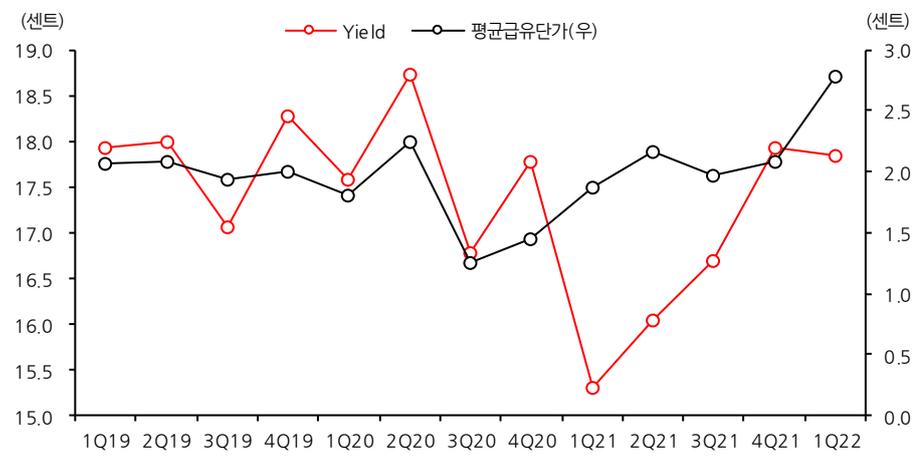
[그림13] 분기별 연료사용량 및 평균 급유단가 추이



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

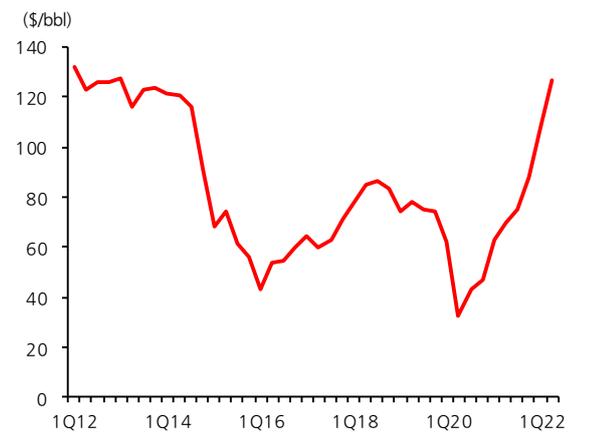
4월 15일 기준 항공유 가격은 배럴당 134.54달러를 기록 중이다. 지정학적 리스크가 최고조에 달했던 3월 초 배럴당 150달러 선을 돌파했을 당시보다는 내려왔으나 여전히 부담스러운 수준이 유지되고 있다. 항공사들의 전체 영업비용에서 유류비가 통상 차지하는 비중은 25% 가량 된다. Adobe data에 따르면, 미국 국내선 여객 운임은 3월 기준 '19년 대비 20% 가량 올랐던 것으로 파악된다. 1분기 Delta항공의 평균 급유단가가 '19년 1분기 대비 약 35% 상승했던 것보다는 상승폭이 작다. 이후 운임과 유가에 대한 지속적인 확인이 필요하다. Delta 항공뿐만 아니라 우리나라를 비롯한 글로벌 주요 항공사들의 이후 실적에 있어 가장 큰 Driver는 유류비 상승분을 상회하는 운임 상승이 될 것으로 보인다.

[그림14] 여객 운임 및 평균급유단가 추이



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 분기별 평균 항공유 가격 추이



주: '22년 2분기는 4/15일까지 평균
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 분기별 평균 WTI 가격 추이



주: '22년 2분기는 4/15일까지 평균
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표5] Delta Airlines 주요 재무 지표

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	47,007	17,095	29,899	43,273	50,314
영업이익	6,618	-12,469	1,886	2,924	5,890
영업이익률(%)	14.1	-72.9	6.3	6.8	11.7
세전이익	6,198	-15,587	398	1,955	5,162
지배주주순이익	4,767	-12,385	280	1,056	3,348
순이익률(%)	10.1	-72.4	0.9	2.4	6.7
EBITDA	10,212	-9,138	4,747	4,745	7,789
EBITDA margin(%)	21.7	-53.5	15.9	11.0	15.5
EPS	7.3	-19.5	0.4	2.1	5.8
EPS 증가율	28.6	-366.3	-102.3	385.7	171.2
BPS	23.9	2.4	4.7	7.3	17.1
DPS	1.5	0.4	0.0	0.0	0.1
ROA	7.6	-18.1	0.7	1.4	4.4
ROE	32.9	-81.0	-60.2	25.6	52.7
배당수익률	-	-	-	0.0	0.3
배당성향	20.6	-	0.0	0.0	2.0
순차입금	14,373	21,452	23,360	21,157	18,673
PER	8.0	-	-	19.8	7.3
PBR	2.4	16.7	9.1	5.8	2.5
EV/EBITDA	5.1	-	10.8	9.0	5.5
CAPEX	-4,936	-1,899	-3,247	-6,180	-5,313
FCFF	3,489	-5,692	17	-544	1,754

자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 4월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%