

華航 (2610 TT) China Airlines

客貨運業績穩定成長，惟市佔率下滑

持有-超越同業 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$25.0

收盤價 (2024/07/15)：NT\$23.4
隱含漲幅：6.8%

營收組成 (1H24)

客運 65%、貨運 27%、其他 7%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	--
目標價 (NT\$)	25.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	202.4	--
2024年EPS	1.9	--

交易資料表

市值	NT\$141,310百萬元
外資持股比率	14.1%
董監持股比率	39.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$13.25
負債比	73.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	150,722	184,817	202,443	205,460
營業利益	2,585	10,157	16,015	9,788
稅後純益	2,860	6,819	11,376	6,200
EPS (元)	0.48	1.13	1.88	1.02
EPS YoY (%)	-71.3	135.4	66.2	-45.4
本益比 (倍)	48.7	20.7	12.4	22.8
股價淨值比 (倍)	2.0	1.9	1.8	1.6
ROE (%)	3.0	10.0	15.2	7.9
現金殖利率 (%)	2.0%	3.0%	3.2%	1.8%
現金股利 (元)	0.46	0.69	0.75	0.41

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 華航客運以亞洲航線為主，客運市佔率為台灣第二大，以累計前五月載客人次來看僅恢復至疫情前 84%，低於產業平均。

◆ 2Q24 客/貨運營收分別年增 0.6%/8.5%，貨運維持台灣市佔第一，營收成長優於客運，貨運成長動能來自經濟復甦。

◆ 因客運市場需求仍強，貨運需求則受惠 2024 年全球經濟復甦，AI 出貨潮帶動，惟華航市佔率較疫情前滑落，給予中性本淨比 1.7 倍評價。

機隊汰舊換新，載客人次尚未恢復至疫情前，且低於產業平均

華航 1Q24 亞洲航線營收佔比 61%，2024 年累計前五月台灣國際線市佔率 31%(以旅客計算)，為台灣第二大。疫後國人旅遊熱潮延續，2024 年累計前五月整體機場出入境及過境人次恢復至疫情前 2019 年 99%，航班次數則恢復至疫情前 85%，而華航載客人次僅恢復至疫情前 84%(載客率 75.5%)，低於整體平均，主要是客機汰舊換新，2019 年客機 70 架下降至 64 架(1Q24)。

貨運營收成長優於客運，2Q24 單位收益季增 13%

2Q24 營收 502.4 億元(季增 3.3%/年增 6.5%)，其中客運/貨運營收佔比分別是 63%/29%，客運營收 265.9 億元(年增 0.6%)，成長幅度較小主要是 2023 年同期報復性旅遊、高票價，單位旅客收益年減 6.9%，然受惠航班數持續增加，使付費旅客公里(RPK)及可提供載客公里(ASK)分別年增 9.3%/8.4%；貨運營收 147.1 億元(年增 8.5%)，主因 2024 年全球經濟轉佳，以及 6M24 貨運運價上漲，使 2Q24 貨運單位收益季增 13.4%。根據 2Q24 航空燃油年增 7.6%至 99 USD/BBL，然因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，研究中心預估成本費用仍會年增 6%，預估毛利率 17.3% (年增 0.3ppt、季增 1.7ppt)、營利率 10.5% (年增 0.4ppt、季增 2.5ppt)，預估稅後淨利年增 13.4%/季增 20.5%至 37.4 億元，EPS 0.62 元。

獲利維持正數，推翻疫情前虧損型態，給予中性本淨比評價

華航疫情前歷史區間本淨比 0.9-1.3 倍，疫後復甦後本淨比區間落在 1.6-2 倍，兩岸開放有助於提升航點加密，推升客貨運營運，因華航在疫情期間積極整頓機隊，仍在汰舊換新，累計前五月客運市佔率較疫情前下降 0.97ppt 至 21.9%，但仍位市場第二，因目前市場需求仍強，且疫後公司獲利皆為正數，有改過往虧損型態，因此依據 2025 年預估每股淨值 14.56 元，給予中性本淨比 1.7 倍評價，目標價 25 元，評價尚屬合理，投資建議為持有。

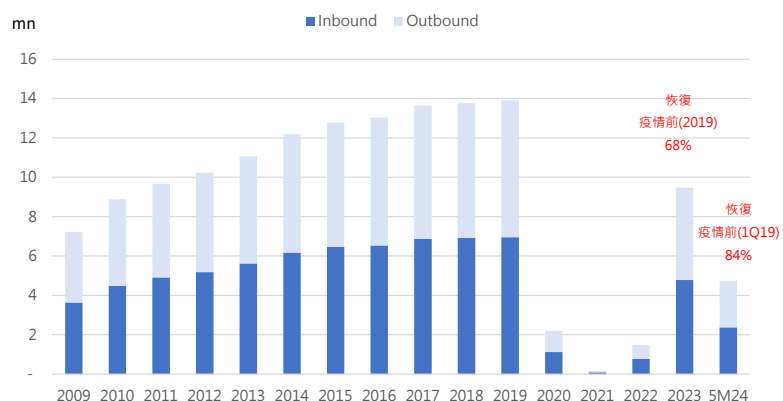
華航機隊持續汰舊換新，航班及航點皆有恢復空間

華航提供國際客貨運運輸服務，其中以客運為主，1H24 客機/貨機收入占比 65%/27%。客運以亞洲線為主，貨運則以越太平洋為主，截至 2024 年 3 月，機隊共 84 架航機，其中客機 64 架、貨機 20 架。華航台灣航空客運/貨運市佔率達 22%/37%，分別為台灣第二/一大業者。此外，華航旗下子公司台灣虎航，為台灣唯一低成本航空公司，華航持股約 79%，2023 年貢獻華航營收/稅後淨利的 5.3%/21%，目前飛機數量達 15 架，以日本、韓國為主要營運航線。

華航客運主要經營東北亞、東南亞、香港、中國等亞洲航線(疫情前佔營收約 70%)，疫後因歐美航線復甦較快，且兩岸尚未開放交流，1Q24 亞洲航線營收佔比 61%，2024 年累計前五月華航整體台灣國際線市佔率 31% (以旅客計算)，為台灣第二大之航空公司。疫後國人旅遊熱潮延續，2024 年累計前五月整體機場出入境及過境人次恢復至疫情前 2019 年 99%，航班次數則恢復至疫情前 85%，而華航載客人次僅恢復至疫情前 84%，低於整體平均，主要是客機汰舊換新，2019 年客機 70 架，1Q24 則下降至 64 架。

展望 2H24，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，以累計前五月華航航班數已恢復至疫情前 87% (優於整體市場之 85%)，而載客數僅恢復至疫情前 84% (低於整體市場之 95%)，主要是公司的機隊數下降，然而因國人出國需求持續成長之下，再加上下油價與人力等航空成本上升，有望支撐票價維持高檔區間，預期 2024 年公司客運營收有望年增 9.6%。

圖 1：華航 5M24 累計載客人次僅恢復疫情前 84%



資料來源：民航局、元大投顧

機隊持續汰舊換新，主要節省燃油成本及修護折舊費用

華航機隊持續汰舊換新，貨機方面分別在 5M23/8M23/3M24 出售 12 架 747-400F 貨機，汰換主要是 747-400F 貨機為四個引擎飛機，油耗較高，相比 777F 油耗高 30%，公司在 2019 年起與波音訂購 10 架飛機(其中有 7 架 777F)，已陸續在 2023-24 年交機，至 2Q24 共有 8 架 777F，預期至 2024 年底將陸續交機至 10 架 777F；客機方面，公司 2019 年底公告將向空中巴士訂購 11 架 A321NEO 客機及 5 架選購權，預期 A321NEO 客機將在 2024-2026 年陸續交機，且在 2022 年與波音簽約訂購 16 架 787-9 客機及 8 架選購機，並在 2Q23 將 8 架選購機轉為 787-9，原先 6 架 787-9 轉為 787-10，因疫後供應鏈、人力短缺以及飛安問題等，使波音跟空巴皆面臨遞延交機，市場預期 2026 年才會恢復正常供給，公司機隊汰舊換新有助於 1) 新機油耗減少，可節省燃油成本；2) 處分舊機，有助於降低維修費用及折舊費用，預期華航 2024 年底客貨機將有 84 架(66 架客機、18 架貨機)。

圖 2：華航空機隊數量

機型		飛機架數			
		2021	2022	2023	2024F
客機	B737-800	15	12	10	10
	A330-300	23	20	19	16
	B777-300ER	10	10	10	10
	A350-900	14	14	14	15
	A321neo	-	10	10	15
貨機	B747-400F	18	17	13	8
	B777F	3	5	7	10
總計		83	88	83	84

資料來源：公司資料、元大投顧預估

虎航航點以日韓東南亞為主，持續貢獻華航獲利

虎航為桃園機場市佔率最高之低成本航空公司，在疫情前以日本、韓國為主要營運航線，佔總旅客人數約 68%，分別佔台灣日本、台灣韓國航線市佔率 12%、4%，華航目前持有虎航股權 79%，虎航自 2019 年機隊 11 架(10 架租賃、1 架自有)擴張至 1Q24 15 架(8 架租賃、7 架自有)，以桃園、台中、高雄為中心持續拓展以日本、韓國、泰國、越南為主等 29 個航點，2024 年累計前五月日本航線載客率皆達 80%以上，自 2017 年獲利轉虧為盈後逐年成長，1Q24 營收年增 64.2%至 42.5 億元，毛利率年增 6 個百分點至 35.9% (優於華航 15.6%)，主要是虎航為低成本航空，營業利益年增 124%至 12.4 億元，貢獻華航營收/營業利益的 6.9%/25%。

低成本航空毛利率相較傳統航空高因素：1) 機型單一，簡化維護作業；2) 機內裝設精簡，營運成本低；3) 區域航線近，無機組人員外站成本；4) 航站以二三線機場為主等，以上皆可降低營運成本，使低成本航空只要載客率佳，獲利能力提升大。

圖 3：虎航空機隊數量

機型		飛機架數			
		2021	2022	2023	2024F
客機	A320 ceo	11	11	9	9
	A320 neo	2	4	6	8
總計		13	15	15	17

資料來源：公司資料、元大投顧預估

貨運營收成長優於客運，主因為 2023 年基期較低

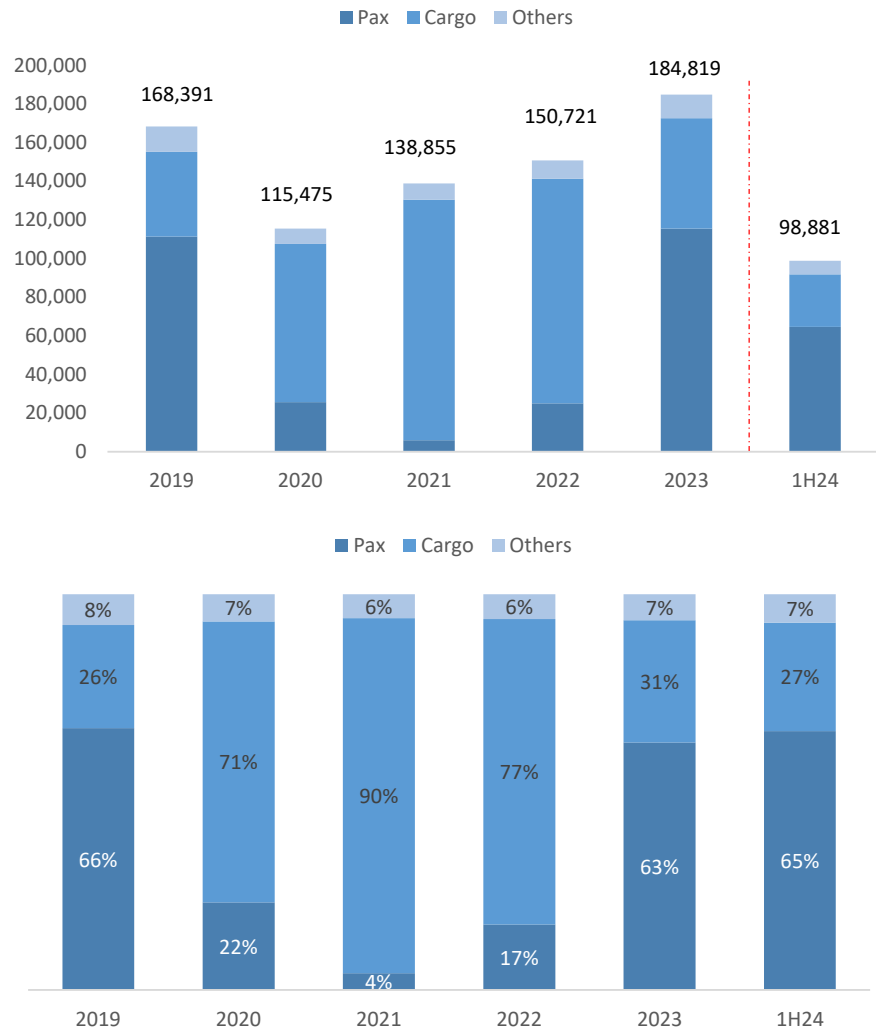
華航 2Q24 營收 502.4 億元(季增 3.3%/年增 6.5%)，其中客運/貨運營收佔比分別是 63%/29%，客運營收 265.9 億元(年增 0.6%)，成長幅度較小主要是 2023 年同期報復性旅遊、高票價，單位旅客收益年減 6.9%，然受惠歐美長程需求強載客率約 80%-90%、亞洲航點大部分皆有 75-85%載客率，航班數持續增加，使付費旅客公里(RPK)及可提供載客公里(ASK)分別年增 9.3%/8.4%；貨運營收 147.1 億元(年增 8.5%)，主因 2024 年全球經濟轉佳，以及 6M24 貨運運價上漲，使 2Q24 貨運單位收益季增 13.4%。根據 2Q24 航空燃油(SIN JET FUEL)季減 3.8%/年增 7.6%至 99 USD/BBL，然因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，研究中心預估成本費用仍會年增 6%，預估毛利率 17.3% (年增 0.3ppt、季增 1.7ppt)、營利率 10.5% (年增 0.4ppt、季增 2.5ppt)，預估稅後淨利年增 13.4%/季增 20.5%至 37.4 億元，EPS 0.62 元。

圖 4：2024 年第 2 季財務預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	47,193	48,645	50,240	3.3%	6.5%	49,415	1.7%
營業毛利	8,006	7,597	8,694	14.4%	8.6%	8,055	7.9%
營業利益	4,767	3,852	5,259	36.5%	10.3%	4,215	24.8%
稅前利益	4,210	4,251	4,882	14.8%	16.0%	4,040	20.8%
稅後淨利	3,294	3,099	3,736	20.5%	13.4%	3,273	14.1%
調整後 EPS (元)	0.55	0.51	0.62	21.0%	12.2%	0.54	14.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	17.0%	15.6%	17.3%	1.7	0.3	16.3%	1.0
營業利益率	10.1%	7.9%	10.5%	2.5	0.4	8.5%	1.9
稅後純益率	7.0%	6.4%	7.4%	1.1	0.5	6.6%	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：受惠客運復甦，華航 1H24 客運佔比回升至 65%



資料來源：公司資料、元大投顧

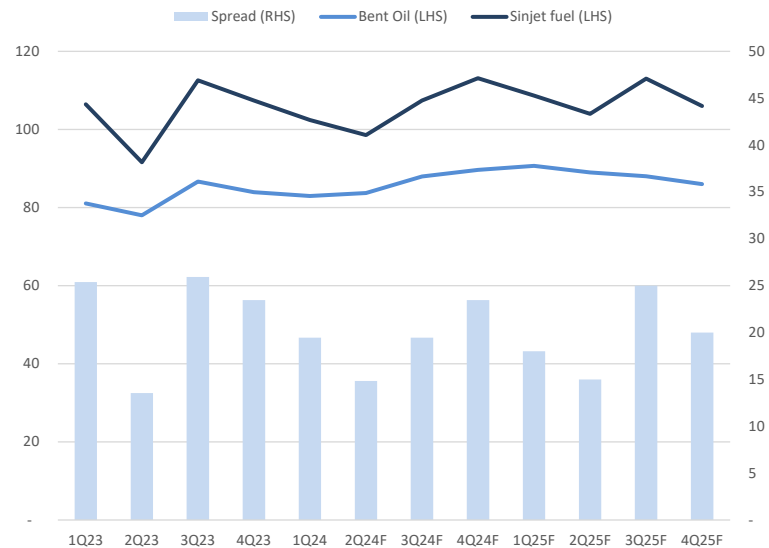
華航成本費用比重在疫情後略為改變，疫情前固定成本(包括折舊、維修及人事成本等)約佔 5 成，折舊費用主要為飛航設備，飛機機身及發動機耐用年限為 18 年，變動成本則主要為燃油成本，佔總成本約 28-32%，疫情過後，因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，燃油成本佔比上升至 35-40%，變動成本波動加劇影響公司營利率，不利於公司營利率穩定成長。

圖 6：航空燃油成本較疫情前水準高



資料來源：WIND、元大投顧

圖 7：航空燃油假設預估



資料來源：WIND、EIA、元大投顧

展望 3Q24，3Q 為旅遊旺季，機票價格通常為一年中最高，且貨運開始進入旺季，預期營收將季增 5.2%/年增 10.9%至 528.7 億元，然第三季為用油旺季，根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季增 5.1%，將影響毛利率季減 0.9 個百分點/年增 3.8 個百分點至 16.4%，營業利益季減 5.7%/年增 99.8%至 49.6 億元，預估 3Q24 獲利將季減 5.5%/年增 53.6%至 35.3 億元，EPS 0.58 元。

圖 8：2024 年第 3 季財務預估比較

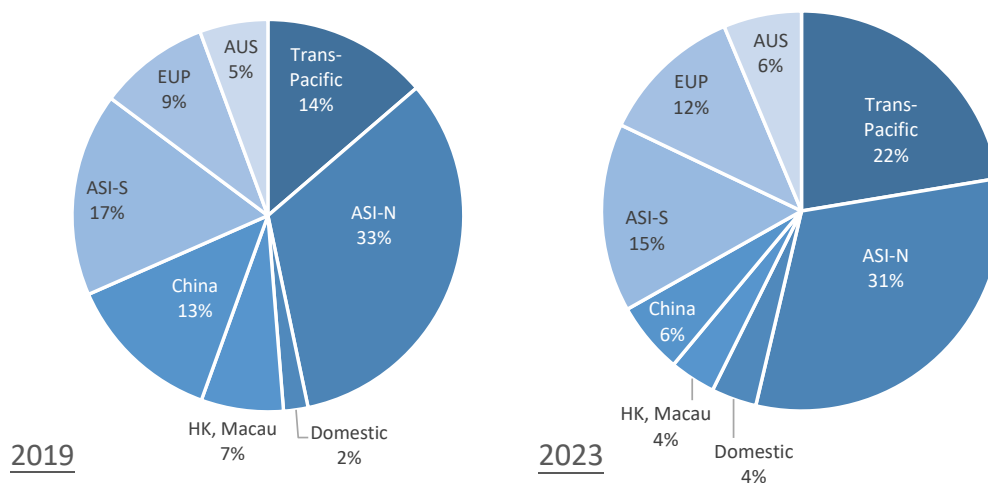
(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	47,682	50,240	52,872	5.2%	10.9%	49,820	6.1%
營業毛利	5,994	8,694	8,682	-0.1%	44.8%	8,270	5.0%
營業利益	2,481	5,259	4,958	-5.7%	99.8%	4,379	13.2%
稅前利益	3,139	4,882	4,717	-3.4%	50.3%	4,275	10.3%
稅後淨利	2,297	3,736	3,530	-5.5%	53.6%	3,463	1.9%
調整後 EPS (元)	0.38	0.62	0.58	-5.5%	53.5%	0.57	1.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	12.6%	17.3%	16.4%	-0.9	3.8	16.6%	-0.2
營業利益率	5.2%	10.5%	9.4%	-1.1	4.2	8.8%	0.6
稅後純益率	4.8%	7.4%	6.7%	-0.8	1.9	7.0%	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧

兩岸開放有譜，有望支撐華航 2025 年客運營運

疫情前，大陸客運航線佔華航營收佔比為 13% (2019 年)，疫後因兩岸航線尚未開放，並未完全復航，僅 2M23 開放港澳自由行，故 2023 年大陸客運航線營收佔比僅 6%，近期大陸釋出善意有望重啟兩岸觀光，疫情前華航大陸航點共有 26 個，目前僅復飛 9 個航點，預期在 2H24 起將有航點陸續復飛，若兩岸順利開放交流、航點加密，有助於支撐 2025 年整體客運營收年增 2.9%。

圖 9：2023 年華航大陸客運航線營收佔比僅恢復至 6% (2019 年佔 13%)



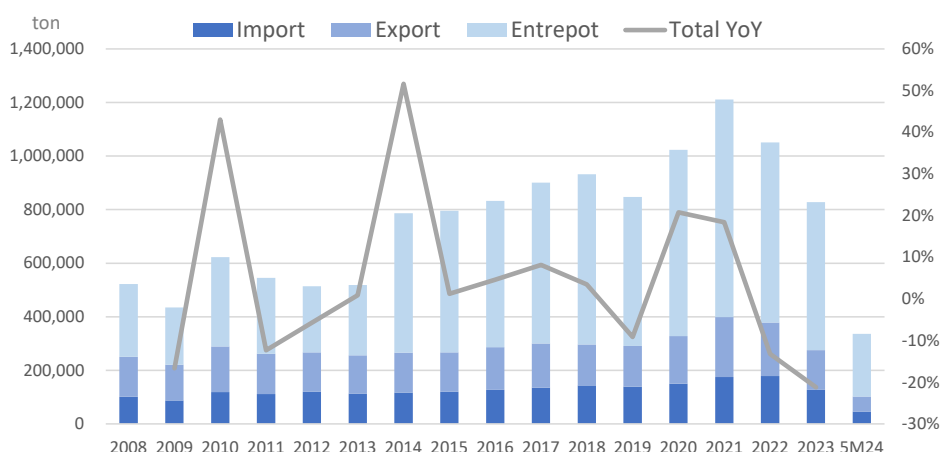
資料來源：公司資料、元大投顧

貨運隨著經濟復甦，有望恢復正成長

在貨運方面，疫情前貨運營收佔華航營收比約 30%，以貨運噸數計台灣市佔率 60%，排市場第一，自 2021 年起，因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021-22 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，推升 2021-22 年華航貨運營收佔比達 80-90%；2023 年國境開放後，貨運營收佔比回落至 35%，另外一個使貨運營收下降的原因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使華航 2023 年貨運營收年減 50.9%至 701.7 億元。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增；2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1% (優於 2023 年 1.31%)，雖國際航班陸續復飛，2024 年累計前五月華航貨運市佔 53%，低於疫情前市佔率 60%，主要是長榮航及星宇運量持續增加，搶攻貨運市場，兩家市佔率分別從 2019 年 38%/0.1%上升至 5M24 44%/2%，因近期電商包機及電子業出貨旺季，自 6M24 起空運運價開始飆升，2M-3M24 台北飛美國價格約 150-170 元/KG，6M24 因需求上升，使價格飆升至 230-270 元/KG，6M24 貨運收入年增 17.6%，7M24 最新報價更上升至 300-310 元/KG，有望推升華航 3Q24 貨運營收年增 22%，2024 年貨運營收年增 4.2%。

圖 10：華航貨運運量



資料來源：民航局、元大投顧

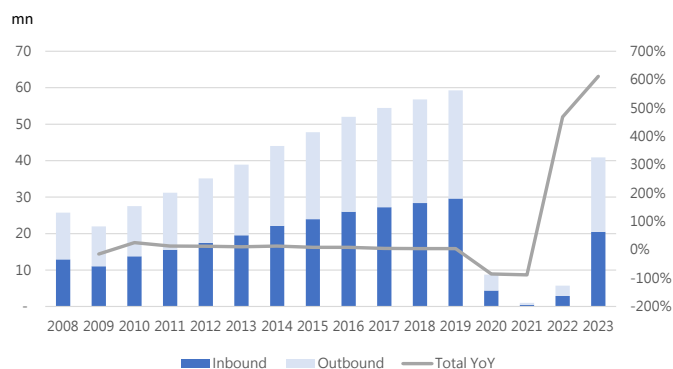
客運需求疫後迅速回升，2023 年機場旅客人次恢復至疫情前近 7 成

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸客運量在 2019 年達高峰 5,992 萬人次，然在 COVID-19 疫情下各國施行出入境管制、邊境封鎖，使得疫情期間客運量大幅滑落，2021 年出入境旅客僅剩 102 萬人次(年減 88%)。

2023 年疫後復甦，台灣出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 81%，而航班復航速度較慢，乃因人力流失及航點等問題所牽制，雖然歐美地區較早解封，歐美航線恢復速度較快，然國人出國人次最高仍為日本，佔 2023 年台人出國比重 36%，惟因日本機場人力不足，使得機票價格大增，華航 2023 年載客數僅恢復至疫情前 68%，低於整體市場之 81%，主要是機隊汰舊換新調整，2019 年客機 70 架，2023 年下降至 63 架，客運航班數僅恢復至疫情前水準 75%，平均載客率達 78%。

10M22 起台灣解除邊境管制，疫情期間禁足在台灣三年的國人，在疫後湧現出國熱潮，帶動 2022 年機場旅客人數迅速回升至 578 萬人(年增 465%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，機場客運量迅速回到 4,104 萬人次(年增 610%)，已恢復到疫情前的 69%；1M-5M24 累積出入境人次已來到 2,569 萬人次，恢復至 2019 年同期的 85%。

圖 11：國際及兩岸旅客人次 2023 年已回復到疫情前近 7 成



資料來源：民航局、元大投顧

客運運能 2023 年已回升至疫情前的 4 成，需求帶動載客率回升至疫情前水準

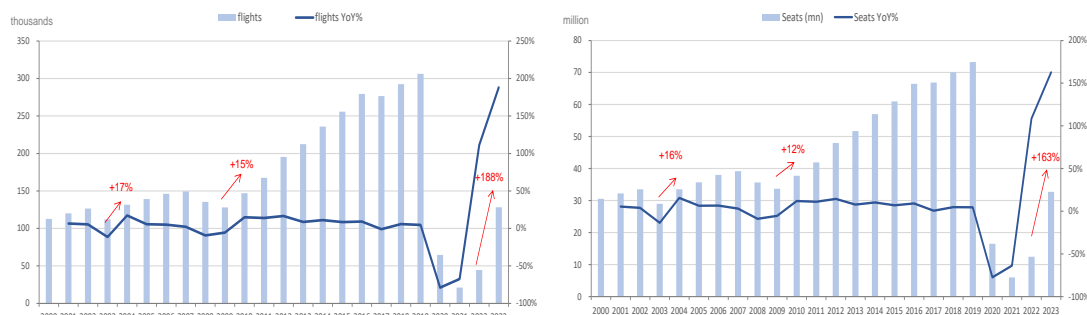
2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班，座位數僅剩 600 萬個，10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%。

載客率過往多維持在 70-80%，疫情間因邊境管制、旅遊需求銳減，航空業者縮減航班，但載客率仍大幅下滑，2021 年低達 16.9%，然在邊境解封後，大量的旅遊需求帶動航班載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準，2024 年累計前五月載客率更持續回升到 79%。

國籍航空市佔率較疫情前高，顯示國際航班尚未完全恢復

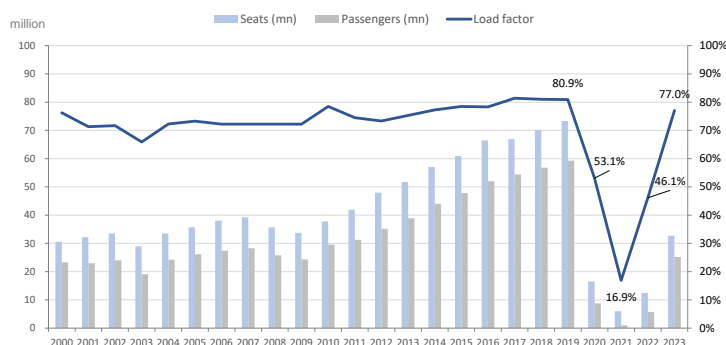
目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，2023 年客運市佔率分別為 23%、28%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市佔率跳升，2023 年國籍航空市佔率約 63.6%，顯示疫後各國國際航班營運尚在恢復中。

圖 12：國際及兩岸航空客運班次、座位數回升，客運運能已回升至疫情前水準的 4 成



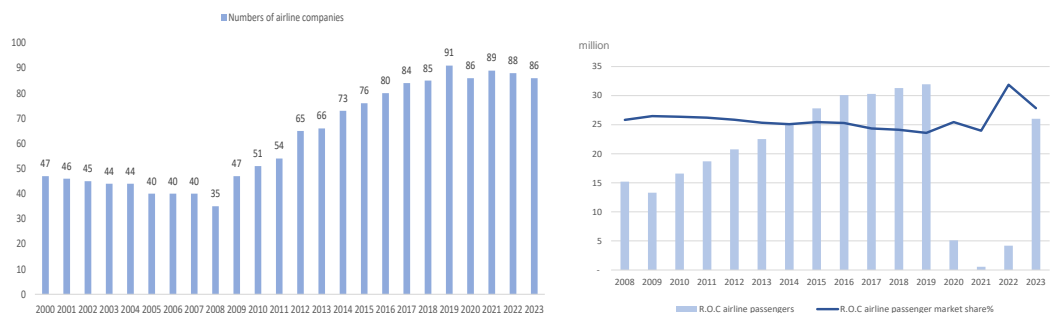
資料來源：民航局、元大投顧

圖 13：2023 年客運航班載客率回升至 77%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 14：2023 年在台營運航空公司 86 家，國籍航空市佔率 63.6%



資料來源：民航局、元大投顧

飛機製造廠商訂單量雙位數成長，顯示航空業呈復甦態勢

波音(Boeing) 2023 年交付 396 架飛機(年增 10%)，空中巴士(Airbus)則交付 735 架(年增 8.9%)，再度拿下 2023 年全球最大飛機製造商寶座，交機量持續提升，顯示疫情後全球航空業報復性復甦，2023 年波音市佔率約為 42% (2019 年為 50%)，主要是 737 MAX 系列飛機事件重創波音營運。

波音近期出現飛機製造品質問題，使產量受限；自從阿拉斯加航空艙門空中脫落事件後(2024/01/05)，美國聯邦航空管理局加大對波音的監管，每月最多只能生產 38 架飛機，使波音 1Q24 的交機量為 83 架(年減 36%)，而競爭對手空中巴士 1Q24 交機數量則年增 11.8%。以訂單量來看，波音 1Q24 淨訂單量為 126 架(年增 17.8%)，空中巴士新接訂單量為 170 架(年增 19.7%)，皆有雙位數成長，顯示疫情後全球航空業報復性復甦。

疫後航空成本墊高，市場預期高票價恐維持至 2025 年

疫後國人出國需求大爆發，然航空業者因人力回流、航班復飛等因素，造成供需不平衡，再加上近年通膨嚴重，推升所有航空成本，尤其是人力成本及油價，航空業者人事以及機場作業費用等都上漲，航空用油則因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，使油價成為影響航空業毛利率最大因素，且飛機製造商因缺工及原物料短缺，再加上波音近期飛安事件，導致新機交付延遲，機位數供給無法快速恢復至疫情前水準，支撐票價維持高檔，市場預期高票價恐維持至 2025 年。

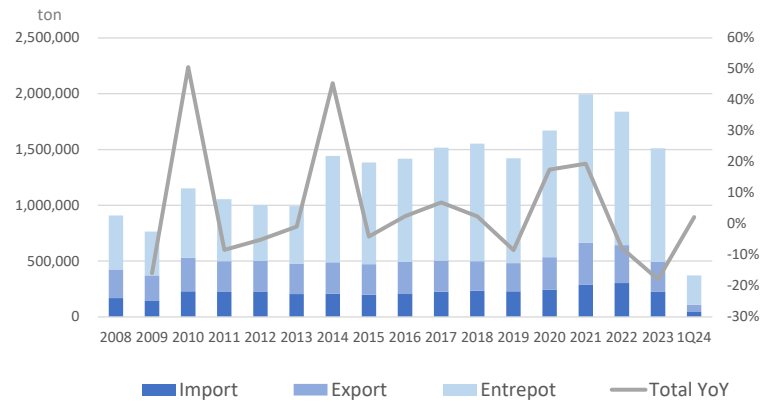
貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

2009-2019 年台灣航空貨運市場運量 CAGR 僅 3%，出口/進口/轉口分別佔 30/30/40%，其中轉口及出口運量與美國 PMI 走勢呈正向，轉口貨承載中國及東南亞轉口至北美貨品，進口則根據國內需求成長，故與台灣 GDP 正相關。

2020 年疫情爆發後，因台灣疫情相對穩定，轉口貨年增 18%，惟國際航班大幅減少 9 成，供需失衡下國航貨運運價年增 50-70%，台灣航空貨運運量年增 5.3%，2021 年起更因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，2021 年台灣航空貨運運量年增 20.5%；疫後國境開放，航空客運復甦，2023 年台灣總貨運量年減 16.4%至 216.3 萬噸，主因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使市場貨運需求較低。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增；2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1% (優於 2023 年 1.31%)；3) 中國跨境電商貨量增加，迎 618 購物節，空運包機需求穩定；4) 兩大國籍航空皆取得冷鏈運輸行業最高標準 CEIV Pharma 認證，有利國航貨運業務成長，推升 2024 年貨運營運。

圖 15：國際及兩岸航空貨運量有望回歸成長軌道



資料來源：民航局、元大投顧

獲利調整與股票評價

因航空成本大漲，再加上市場需求仍強，新機交機時程推延，使多家航空公司航點復飛不易，預期 2025 年票價仍會高於疫情前水準，位居高檔，陸客則有望在 2025 年見明顯復甦，帶動華航 2024/25 年客運營收有望年增 9.6%/2.9%，根據 EIA 預估 2025 年布蘭特原油價格將微幅年增 2.3%，再加上通膨因素，預期人力成本及其他成本費用仍會持續上升，預估 2025 年營業利益率將年減 3.1ppt 至 7.9%，但仍相較疫情前 2019 年 1.6%改善，預期 2025 年稅後淨利 62 億元(年減 45%)，EPS 1.02 元。

華航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 1.8/1.6 倍本淨比評價，疫情前歷史區間本淨比 0.9-1.3 倍，疫後復甦後本淨比區間落在 1.6-2 倍，兩岸開放有助於提升華航兩岸航點加密，推升客貨運營運，因華航在疫情期間積極整頓機隊，機隊仍在汰舊換新，累計前五月客運市佔率相較疫情前下降 0.97ppt 至 21.9%，但仍位市場第二，因目前市場需求仍強，且疫後公司獲利皆為正數，有改過往虧損型態，因此依據 2025 年預估每股淨值 14.56 元，給予中性本淨比 1.7 倍評價，目標價 25 元，評價尚屬合理，投資建議為持有。

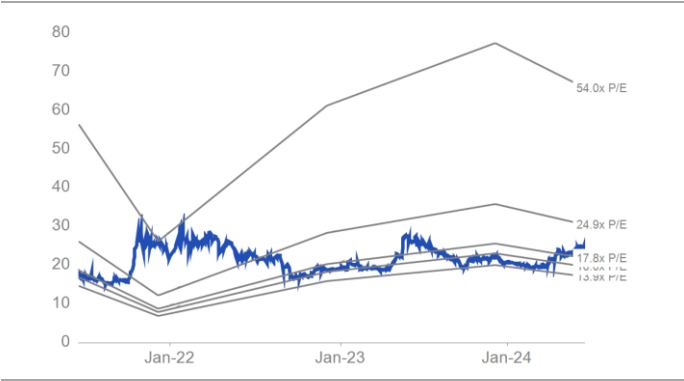
投資風險：1) 政治因素遞延兩岸開放；2) 中東局勢不穩定，使油價再飆升。

圖 16：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	202,443	195,089	205,460	187,024	3.8%	9.9%
營業毛利	30,664	31,424	25,167	27,434	-2.4%	-8.3%
營業利益	16,015	15,974	9,788	11,796	0.3%	-17.0%
稅前利益	15,299	15,267	8,758	10,956	0.2%	-20.1%
稅後淨利	11,376	12,396	6,200	8,874	-8.2%	-30.1%
調整後 EPS (元)	1.88	2.05	1.02	1.47	-8.2%	-30.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.1%	16.1%	12.2%	14.7%	-1.0	-2.4
營業利益率	7.9%	8.2%	4.8%	6.3%	-0.3	-1.5
稅後純益率	5.6%	6.4%	3.0%	4.7%	-0.7	-1.7

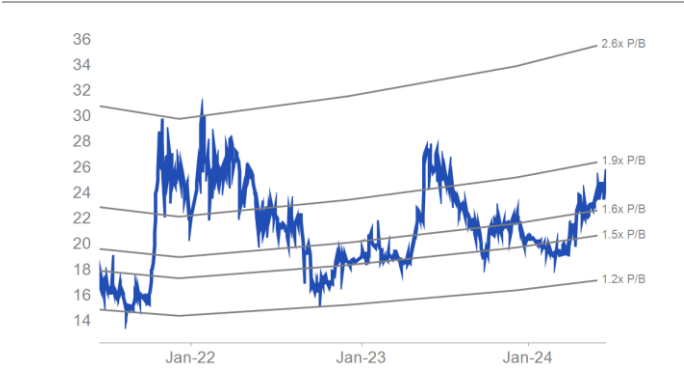
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 19：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華航	2610 TT	持有-超越同業	23.4	4,282	1.13	1.88	1.02	20.7	12.4	22.8	135.4	66.2	(45.4)
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.3	6,952	1.2	1.2	1.2	6.8	7.0	7.0	--	(2.4)	(0.6)
Korean Airlines	003490 KS	未評等	22150.0	5,587	3356.4	2885.3	2680.5	6.6	7.7	8.2	(33.3)	(14.0)	(7.1)
Dalta Airlines	DAL US	未評等	43.6	32,279	6.1	6.6	7.3	7.3	6.8	6.2	100.6	7.9	10.1
United Airlines	UAL US	未評等	44.7	16,660	9.9	10.1	11.9	4.6	4.5	3.8	356.7	2.6	17.1
國外同業平均					843.4	725.8	675.2	6.3	6.5	6.3	141.3	(1.5)	4.9
國內同業													
長榮航	2618 TT	買進	34.3	5,916	4.0	2.9	3.0	8.7	11.9	11.5	199.3	(26.7)	3.1
台灣虎航	6757 TT	未評等	63.7	498	4.3	--	--	15.7	--	--	--	--	--
星宇航空	2646 TT	未評等	28.5	1,666	0.1	--	--	357.5	--	--	--	--	--
國內同業平均					2.8	2.9	3.0	127.3	11.9	11.5	199.3	(26.7)	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華航	2610 TT	持有-超越同業	23.4	4,282	10.0	15.2	7.9	12.33	13.25	14.56	1.9	1.8	1.6
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.3	6,952	12.4	13.4	12.4	9.3	9.0	9.8	0.9	0.9	0.9
Korean Airlines	003490 KS	未評等	22150.0	5,587	11.0	10.9	9.7	25870.4	28163.6	29756.3	0.9	0.8	0.7
Dalta Airlines	DAL US	未評等	43.6	32,279	46.1	32.9	29.4	17.4	23.6	31.0	2.6	1.9	1.5
United Airlines	UAL US	未評等	44.7	16,660	41.2	27.8	24.3	28.4	44.4	49.9	1.6	1.0	0.9
國外同業平均					27.7	21.2	19.0	6481.4	7060.1	7461.8	1.5	1.2	1.0
國內同業													
長榮航	2618 TT	買進	34.3	5,916	21.7	13.7	12.8	19.8	22.2	24.1	1.8	1.6	1.5
台灣虎航	6757 TT	未評等	63.7	498	70.9	--	--	9.9	--	--	6.8	--	--
星宇航空	2646 TT	未評等	28.5	1,666	1.7	--	--	5.4	--	--	5.3	--	--
國內同業平均					31.4	13.7	12.8	11.7	22.2	24.1	4.6	1.6	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	48,645	50,240	52,872	50,686	48,855	48,785	53,203	54,617	202,443	205,460
銷貨成本	(41,048)	41,546	44,190	44,995	43,568	43,099	45,988	47,637	(171,779)	(180,293)
營業毛利	7,597	8,694	8,682	5,691	5,287	5,685	7,215	6,980	30,664	25,167
營業費用	(3,744)	3,435	3,724	3,746	3,974	3,563	3,876	3,966	(14,649)	(15,379)
營業利益	3,852	5,259	4,958	1,945	1,312	2,123	3,340	3,014	16,015	9,788
業外利益	399	(377)	(241)	(496)	(123)	(310)	(293)	(305)	(716)	(1,030)
稅前純益	4,251	4,882	4,717	1,449	1,189	1,813	3,047	2,709	15,299	8,758
所得稅費用	(841)	976	943	290	238	363	609	542	(3,051)	(1,752)
少數股東權益	311	170	244	148	244	170	244	148	873	806
歸屬母公司稅後純益	3,099	3,736	3,530	1,011	707	1,280	2,194	2,019	11,376	6,200
調整後每股盈餘(NT\$)	0.51	0.62	0.58	0.17	0.12	0.21	0.36	0.33	1.88	1.02
調整後加權平均股數(百萬股)	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052
重要比率										
營業毛利率	15.6%	17.3%	16.4%	11.2%	10.8%	11.7%	13.6%	12.8%	15.1%	12.2%
營業利益率	7.9%	10.5%	9.4%	3.8%	2.7%	4.4%	6.3%	5.5%	7.9%	4.8%
稅前純益率	8.7%	9.7%	8.9%	2.9%	2.4%	3.7%	5.7%	5.0%	7.6%	4.3%
稅後純益率	6.4%	7.4%	6.7%	2.3%	2.0%	3.0%	4.6%	4.0%	5.6%	3.0%
有效所得稅率	19.8%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	19.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	3.0%	3.3%	5.2%	-4.1%	-3.6%	-0.1%	9.1%	2.7%		
營業利益	255.5%	36.5%	-5.7%	-60.8%	-32.5%	61.8%	57.3%	-9.8%		
稅後純益	--	20.5%	-5.5%	-71.4%	-30.1%	81.0%	71.4%	-8.0%		
調整後每股盈餘	--	21.0%	-5.5%	-71.3%	-30.1%	81.0%	71.3%	-8.0%		
年增率(%)										
營業收入	13.9%	6.5%	10.9%	7.3%	0.4%	-2.9%	0.6%	7.8%	9.5%	1.5%
營業利益	111.0%	10.3%	99.8%	79.5%	-65.9%	-59.6%	-32.6%	55.0%	57.7%	-38.9%
稅後純益	137.3%	13.4%	53.6%	--	-77.2%	-65.7%	-37.8%	99.7%	66.2%	-45.4%
調整後每股盈餘	131.8%	12.2%	53.5%	--	-77.1%	-65.7%	-37.9%	99.6%	66.2%	-45.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

華航成立於 1959 年，提供國際客貨運運輸服務，其中以客運為主，2023 年客機/貨機收入占比 61%/35%。客運以亞洲線為主，貨運則以越太平洋為主，截至 2024 年 3 月，機隊共 84 架航機，其中客機 64 架、貨機 20 架。華航台灣航空客運/貨運市佔率達 22%/37%，分別為台灣第二/一大業者。此外，華航旗下子公司台灣虎航，為台灣唯一低成本航空公司，華航持股約 79%，2023 年貢獻華航營收/稅後淨利的 5.3%/21%，目前飛機數量達 15 架，以日本、韓國為主要營運航線。

圖 22：權益法投資子公司

投資公司	轉投資子公司	持股百分比
華航	台灣虎航	79%
華航	台灣飛機維修	100%
華航	華美投資	100%
華航	華航(亞洲)	100%
華航	華夏航科國際	100%
華航	華航園區	100%
華航	華航大飯店	100%
華航	先啟資訊系統	94%
華航	華信航空	97%
華航	華儲	59%
華航	高雄空廚	54%
華航	桃園航勤	49%
華航	台灣航勤	48%
華航	全球聯運	25%
華美投資	中美企業	100%
華美投資	夏威夷酒店	100%
台灣航勤	台灣航勤(薩摩亞)	100%

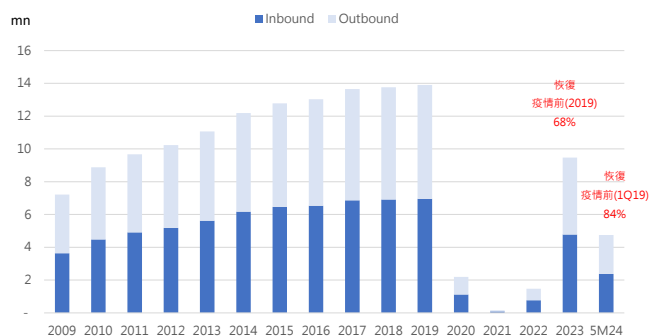
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：華航前十大股東

股東	持股比重
華航基金會	30.85%
行政院國發基金	8.58%
新制勞退基金	1.00%
JP Morgan 挪威中央銀行投資專戶	0.54%
華航員工持股信託	0.47%
萬海航運	0.41%
大通託管先進星光先進總合國際股票指數	0.37%
大通託管先進信託股票指數 II 投資專戶	0.31%
林鴻聯	0.31%
JP Morgan 政府退休金投資專戶	0.29%

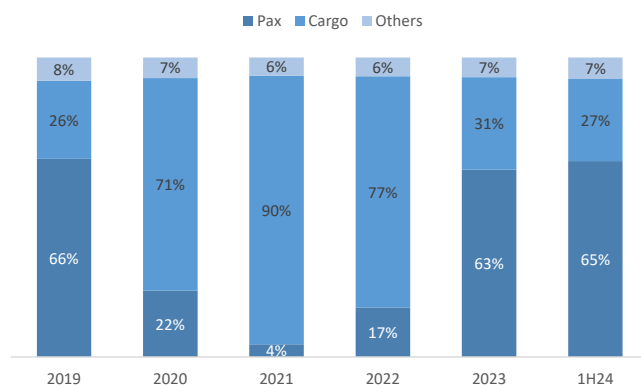
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 24：華航客運載客僅恢復到疫情前的 84%



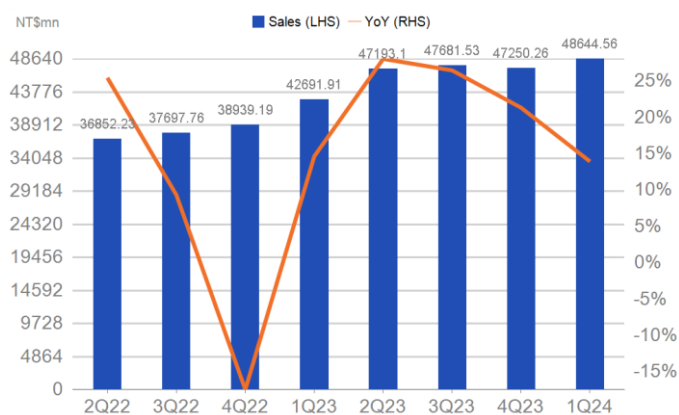
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：營收組成



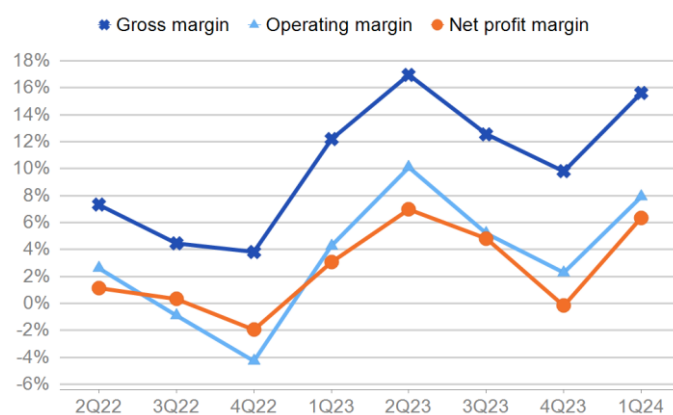
資料來源：公司資料

圖 26：營收趨勢



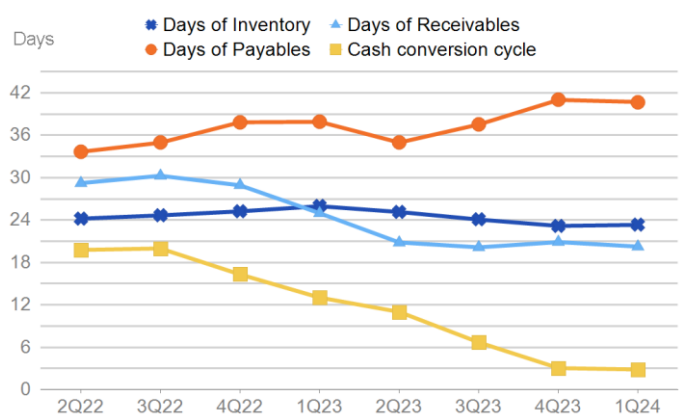
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



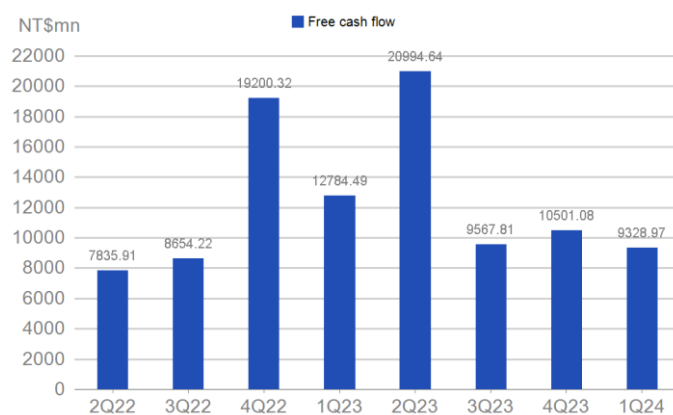
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**華航整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在航空產業的公司中也排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**華航的整體曝險屬於中等水準，但整體曝險大於航空產業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源及碳排放管理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**華航在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的外部環境管理系統及認證、產品及服務安全管理規範，尤其在飛安議題格外注重。

圖 30：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	51.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	62.1
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	6

資料來源：Sustainalytics (2024/7/15)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	45,270	34,980	30,392	29,624	28,370
存貨	8,815	10,775	10,679	10,967	11,962
應收帳款及票據	13,476	11,131	10,017	10,195	10,736
其他流動資產	18,289	12,935	18,606	20,167	20,281
流動資產	85,850	69,822	69,693	70,954	71,349
採用權益法之投資	1,555	1,453	1,737	2,200	2,200
固定資產	129,632	128,207	123,343	133,233	152,679
無形資產	1,009	883	792	754	754
其他非流動資產	76,675	94,046	95,678	98,161	98,561
非流動資產	208,871	224,590	221,549	234,347	254,193
資產總額	294,721	294,412	291,242	305,302	325,542
應付帳款及票據	1,246	1,676	2,053	1,856	1,804
短期借款	1,932	835	35	272	331
什項負債	50,061	68,744	87,958	92,326	96,522
流動負債	53,239	71,255	90,046	94,454	98,657
長期借款	85,069	65,109	46,478	45,894	48,417
其他負債及準備	79,208	85,595	77,240	80,996	85,764
長期負債	164,277	150,704	123,718	126,891	134,181
負債總額	217,516	221,959	213,764	221,345	232,838
股本	59,412	60,135	60,513	60,515	60,515
資本公積	2,695	3,120	3,887	3,889	3,889
保留盈餘	9,254	7,310	10,912	20,322	23,728
什項權益	2,683	(565)	(721)	(4,534)	0
歸屬母公司之權益	74,044	70,000	74,591	80,191	88,132
非控制權益	3,161	2,453	2,888	3,766	4,572
股東權益總額	77,205	72,453	77,479	83,957	92,704

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	8,957	2,245	7,471	12,248	7,006
折舊及攤提	29,950	30,327	30,657	8,335	37,525
本期營運資金變動	(4,924)	470	(912)	398	1,587
其他營業資產 及負債變動	15,903	13,807	18,629	--	--
營運活動之現金流量	49,885	46,849	55,846	55,261	64,680
資本支出	(2,477)	(2,569)	(1,998)	(39,657)	(56,748)
本期長期投資變動	(416)	(102)	284	4,371	526
其他資產變動	(13,772)	(17,511)	(28,947)	(6,168)	10
投資活動之現金流量	(16,665)	(20,181)	(30,660)	(41,454)	(56,212)
股本變動	5,202	723	378	2	0
本期負債變動	(16,107)	(19,681)	(13,667)	1,200	7,290
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	0	(5,201)	(3,025)	(4,175)	(4,545)
其他調整數	(4,363)	(12,526)	(13,499)	(6,168)	10
融資活動之現金流量	(15,267)	(36,685)	(29,813)	(15,367)	(9,722)
匯率影響數	191	(272)	39	792	0
本期產生現金流量	18,144	(10,289)	(4,589)	(767)	(1,255)
自由現金流量	47,408	44,280	53,848	94,918	121,429

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	138,841	150,722	184,817	202,443	205,460
銷貨成本	(115,487)	(139,352)	(160,986)	(171,779)	(180,293)
營業毛利	23,354	11,370	23,831	30,664	25,167
營業費用	(8,386)	(8,785)	(13,673)	(14,649)	(15,379)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	0	0	0	0	0
其他費用	(8,386)	(8,785)	(13,673)	0	0
營業利益	14,968	2,585	10,157	16,015	9,788
利息收入	156	640	1,803	1,889	1,895
利息費用	(2,407)	(2,537)	(2,608)	(1,461)	(1,459)
利息收入淨額	(2,251)	(1,897)	(805)	428	436
投資利益(損失)淨額	(401)	(75)	417	1	1
匯兌損益	(3)	797	809	400	469
其他業外收入(支出)淨額	(1,186)	1,251	(1,273)	(1,545)	(1,936)
稅前純益	11,127	2,661	9,305	15,299	8,758
所得稅費用	(2,170)	(415)	(1,834)	(3,051)	(1,752)
少數股權淨利	(423)	(614)	653	873	806
歸屬母公司之稅後純益	9,380	2,860	6,819	11,376	6,200
稅前息前折舊攤銷前淨利	43,484	35,529	42,571	24,349	47,313
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.67	0.48	1.13	1.88	1.02

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	20.5	8.6	22.6	9.5	1.5
營業利益	585.2	(82.7)	293.0	57.7	(38.9)
稅前息前折舊攤銷前淨利	28.7	(18.3)	19.8	(42.8)	94.3
稅後純益	6365.4	(71.3)	135.4	66.2	(45.4)
調整後每股盈餘	6365.4	(71.3)	135.4	66.2	(45.4)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.8	7.5	12.9	15.2	12.3
營業利益率	10.8	1.7	5.5	7.9	4.8
稅前息前淨利率	6.3	0.1	3.6	7.9	4.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	31.3	23.6	23.0	12.0	23.0
稅前純益率	8.0	1.8	5.0	7.6	4.3
稅後純益率	6.8	1.9	3.7	6.1	3.4
資產報酬率	3.1	0.8	2.6	4.1	2.2
股東權益報酬率	13.0	3.0	10.0	15.2	7.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	281.7	306.4	275.9	263.6	251.2
淨負債權益比(%)	54.1	42.7	20.8	19.7	22.0
利息保障倍數 (倍)	5.6	2.1	4.6	11.5	7.0
流動比率 (%)	161.3	98.0	77.4	75.1	72.3
速動比率 (%)	144.7	82.9	65.5	63.5	60.2
淨負債 (NT\$百萬元)	41,731	30,964	16,121	16,542	20,378
調整後每股淨值 (NT\$)	12.46	11.64	12.33	13.25	14.56
評價指標 (倍)					
本益比	14.0	48.7	20.7	12.4	22.8
股價自由現金流量比	3.0	3.2	2.6	1.5	1.2
股價淨值比	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.3	4.0	3.3	5.8	3.0
股價營收比	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7

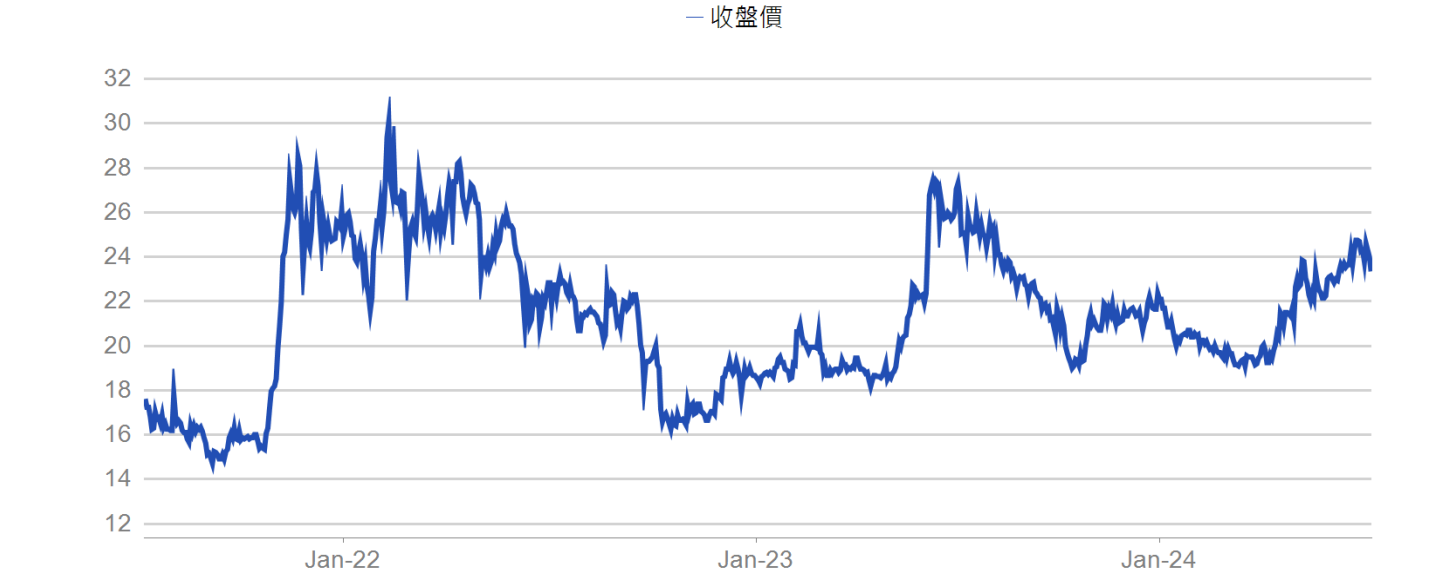
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

華航 (2610 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.