

Industry

Focus

# Taking off

대한항공과 아시아나항공 통합에 따른  
항공업 영향

삼일PwC경영연구원  
December 2024



삼일회계법인

# 들어가며

2020년 11월, 대한항공과 아시아나항공 통합이 발표된 지 4년 만에 유럽연합집행위원회의 최종승인으로 양사 통합의 여정이 마무리되었습니다.

항공운송산업은 국가의 여객과 화물을 수송하는 중요한 국가기반산업 중의 하나입니다. 그러나 운송산업은 그 본질적 특성상 국내외 경기 변동에 민감하여 항공 여객 과 화물 수요에 미치는 영향이 크고, 글로벌 이벤트에 따라 수요가 급변하기도 합니다. 이미 우리는 코로나를 통해 이를 경험을 했습니다. 또한 금리, 환율, 유가 등의 매크로 변수에 따른 수익변동성도 심합니다.

이러한 특성 때문에 항공운송산업의 역사를 통해 수많은 항공사들의 진출입과 구조조정, 인수합병이 활발하게 일어나는 산업입니다. 델타항공이나 아메리칸항공과 같이 인수 합병을 통해서 글로벌 Top Tier 항공사로 성장한 항공사들도 다수 존재합니다.

항공운송산업은 대규모 자본력이 소요되고 진입장벽이 높은 규제산업이자, IT집약적인 산업이기도 합니다. 이에 따라 규모의 경제가 필수적으로 수반되어야 하므로, 역사적으로 항공사의 인수합병은 대체로 긍정적인 결과를 불러 일으켰습니다.

본 보고서에서는 금번 대한항공-아시아나항공의 통합을 통해 국내 항공운송산업에 나타나는 변화와 영향을 살펴보고 한단계 도약하기 위한 방안을 고민해 보고자 합니다.



# 목차

---

## I. 대한항공-아시아나항공 통합에 따른 항공운송산업 영향

---

- 1. 통합 개요 **03**
  - 2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향 **07**
- 

## II. 항공운송산업의 현황과 전망

---

- 1. '24년 Review 및 '25년 전망 **22**
- 

## III. 시사점 및 전략적 제언

---

- 1. 시사점 **24**
  - 2. 전략적 제언 **25**
- 

## IV. Appendix

---

- 1. 항공운송산업의 특징 **31**
  - 2. 상장항공사 재무 실적 추이(별도 기준) **33**
- 



# I-1. 통합 개요

## (1) 통합 과정 및 배경

- **개요: 대한항공 주체로 아시아항공의 지분 인수하여 양사 통합('20년 11월 발표)**
- **통합 과정**
  - 대한항공의 아시아항공 인수 발표('20.11월) 이후 4년 만에 인수 마무리 국면에 진입
  - 국내외 경쟁당국 14개 국가의 기업결합신고 통과 필요하며 12월 유럽연합의 최종승인을 끝으로 모든 경쟁당국의 승인 완료
  - '24. 12월 대한항공의 아시아항공 유상증자 완료 후 아시아항공은 대한항공의 연결자회사로 편입 완료
- **통합 목적: 국내 항공운송산업의 경쟁력 제고 및 아시아항공의 재무구조 개선**
- **통합 배경**
  - ① **아시아항공의 누적된 실적 부진 및 재무구조 악화**
    - 글로벌 및 국내 항공산업 경쟁 심화, 코로나로 인한 항공업 침체로 코로나 종식 이후에도 경영 정상화 어렵다는 판단 작용
    - 누적적자 1조원 상회, 24년 2Q 별도재무제표 기준 아시아항공의 부채비율 3,000% 육박
  - ② **국내 항공산업 공급과잉 및 경쟁 심화**
    - 인구 및 국가 면적, 인근 국가의 LCC와의 경쟁을 고려시 FSC(Full-Service Carrier, 대형항공사), LCC(Low-Cost Carrier, 저비용항공사)의 수가 많아 경쟁 심화되어 왔음
    - 국내 운송수단으로서 육상, 철도 교통 대비 경쟁력이 높지 않음
  - ③ **지난 20년간 미국과 유럽 중심으로 항공사들이 규모의 경제를 이루기 위한 통폐합 진행**
    - 인구 1억명 이상의 국가(美, 中, 日), 한국을 제외한 대부분이 「1국가 1국적항공사 체제」 로 재편
    - FSC 합병 사례: 델타-노스웨스트 항공, 아메리칸항공-US항공, 에어프랑스-KLM 등
    - 최근 에어프랑스-KLM의 SAS(스칸디나비아항공) 지분 인수

### 대한항공-아시아항공 통합 일지

시기	주요 내용
~'19년	부채비율 1000%에 육박하는 등 재무구조 악화에 따른 유동성 우려
'19.04월	아시아항공 매각 결정, 금호산업 보유 지분 전량 매각 결정(유동성 확보 및 재무구조 개선 목적)
'19.07/12월	아시아 매각 입찰 공고('19.7월)- HDC현대산업개발, 금호산업과 주식매매계약체결('19.12월)
'20.09월	산업은행, 아시아항공 매각 무산선언, HDC에 계약해지 통보
'20.11월	대한항공, 아시아항공 인수 검토, 대한항공-아시아항공 합병 추진 발표
'21.01월	대한항공, 필수 신고국에 기업결합 신고/ 대한항공, 기업결합 신고서 韓공정위 제출
'22.02월	공정거래위원회, 기업결합 조건부 승인
'23.01월	대한항공, 유럽연합 경쟁당국에 기업결합 신고서 제출
'23.03/05월	영국 등 11개국 기업결합 승인(5월), EU 중간심사 보고서"여객·화물 경쟁제한 우려" 표명
'23.11월	아시아항공, 화물사업 분리매각안 가결, 시정조치안 EU 집행위에 제출
'24.02월	EU, 조건부 기업결합 승인
'24.06월	아시아항공 화물사업부 인수대상자 에어인천 결정
'24.10월	티웨이항공, 대한항공 유럽 노선 이관
'24.11월	유럽연합 집행위원회 기업결합 최종 승인
'24.12월	미 법무부 최종 승인 대한항공, 아시아항공 인수

Source: 공정거래위원회, 대한항공, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

# I-1. 통합 개요

## 주요 국가별 심사당국 승인 조건

신고 구분	국가	심사결과	시정조치	승인여부 및 시기
필수 신고국 <sup>1)</sup>	터키	기업결합 심사 통과	X	O('21.2월)
	태국	사전 심사 대상 아니라고 판단	X	O('21.5월)
	대만	기업결합 심사 통과	X	O('21.5월)
	베트남	향후 베트남 경쟁법 규정 준수 요청	X	O('21.11월)
	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>국제선 26개, 국내선 14개 노선에서의 경쟁 제한 우려 크다고 판단</li> <li>국제선: 중복노선 총 65개 중 26개 노선(미주 5, 유럽 6, 중국 5, 일본 1, 동남아 6, 기타 3)</li> <li>국내선: 총 22개 중 제주 14개 노선</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내 공항 슬롯<sup>3)</sup> 반납 의무화</li> <li>운수권<sup>4)</sup> 반납 의무화: 경쟁제한노선 중 운수권이 필요한 총 11개 노선</li> <li>해외슬롯 이전 등 기타 조치</li> <li>행태적 조치: 운임 인상 제한, 좌석 공급 축소 금지, 서비스 축소 금지, 마일리지 통합 불리하게 변경 금지 등</li> </ul>	O('21.12월)
	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>4개 노선(서울~베이징/상하이/창사/톈진) 경쟁제한 우려 표명</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중복노선 9개에 신규진입 희망하는 항공사에 슬롯 이전 등 지원</li> </ul>	O('22.12월)
	일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>여객: 한국~일본 노선에서 12개 노선 중 7개 노선 시정조치 요구</li> <li>화물: 시정조치 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>서울 4개 노선과 부산 3개 노선에 대해 진입항공사(Remedy Taker)<sup>5)</sup> 운항 요청시 슬롯 일부 양도</li> </ul>	O('24.1월)
	EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU 경쟁당국(EC)으로부터 기업결합 조건부 승인</li> <li>여객: 4개 중복 노선에 신규 항공사의 노선 진입 지원</li> <li>화물: 아시아항공 화물기 사업 부문 분리 매각</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인천~파리, 로마, 바르셀로나, 프랑크푸르트 4개 노선 티웨이항공 진입 지원</li> <li>아시아항공 화물 부문 에어인천에 매각</li> </ul>	O('24.2월, 조건부 승인)
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>특별한 심사 없이 미 법무부(DOJ)가 2-3개월 내에 특별히 소를 제기하지 않을 경우 자동 심사 종료</li> <li>24년 11월 소제기 하지 않기로 통보</li> </ul>		O	
임의 신고국 <sup>2)</sup>	필리핀	신고대상이 아니므로 절차 종결	X	O('21.5월)
	말레이시아	기업결합 승인	X	O('21.9월)
	영국	기업결합 승인	런던 히스로 공항의 최대 주 7개 슬롯을 영국 항공사 '버진애틀랜틱'에 제공	O('23.3월)
	호주	기업결합 승인	X	O('22.9월)
	싱가포르	기업결합 승인	X	O('22.2월)

<sup>1)</sup> 필수신고국: 합병을 위해 기업결합 신고 및 당국 승인이 필수적인 국가

<sup>2)</sup> 임의신고국: 기업결합 신고가 필수는 아니지만 향후 당국 조사 가능성을 고려해 자발적으로 신고해야 하는 국가.

임의신고국에서 영업활동을 포기하는 조건이면 허가 받지 않아도 됨

<sup>3)</sup> 슬롯: 공항에서 이착륙 등을 위하여 배분된 시간 자료: 언론보도 등

<sup>4)</sup> 운수권: 비자유화노선 등의 경우 운항을 위하여 필요한 권리

<sup>5)</sup> 진입항공사(Remedy Taker): 특정 노선의 경쟁제한성 해소 등을 목적으로 취항하는 항공사

# I-1. 통합 개요

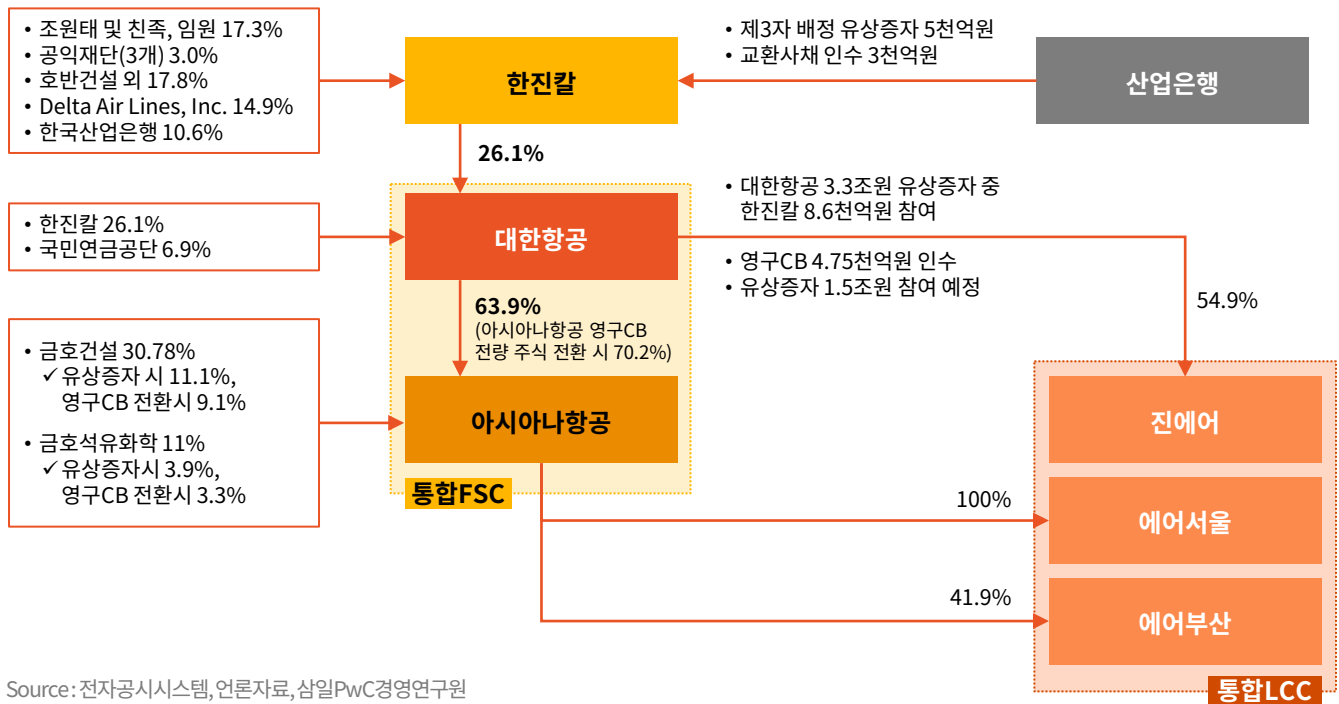
## (2) 거래 구조 및 자금 흐름

### ■ 거래 구조 및 자금 소요

- 통합방안: 2개 대형 항공사 및 양사 산하의 3개 LCC를 통합하여 1개 대형 항공사 및 1개의 대형 LCC 탄생
- 산업은행의 한진칼투자(8천억원, 한진칼 유상증자 참여/교환사채(이하 EB) 인수) → 한진칼의 대한항공 유상증자 참여(8,600억원) → 대한항공의 아시아항공 유상증자 참여(1.5조원) 및 영구전환사채(이하 영구CB) 인수(4,750억원)
- 아시아항공 유상증자 완료 시 대한항공의 예상 지분율은 63.9%, 전환사채 전량 전환 시 지분율 70% 상회

### 양사 통합 거래 구조도

주주현황('24.09 기준)



Source: 전자공시시스템, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

### 자금 흐름

시기	주요내용
'20.11	• KDB산업은행-한진그룹 투자합의서 체결
'20.12	• 산업은행, 한진칼의 5,000억원 규모 유상증자 참여, 3,000억원 규모 교환사채(EB) 발행 • 한진칼, 대한항공에 8,000억원 금전 대여(아시아항공 인수 관련 자금 및 운영자금) • 대한항공, 아시아항공에 계약금(3,000억원) 지급 및 실사
'21.03	• 대한항공, 3.3조원 규모 유상증자(사용처: 채무상환 1조8천억, 아시아나 유상증자 1조5천억) • 한진칼, 대한항공 유상증자 8,636억원 참여(대한항공 대여금과 상계)
'23.11	• 아시아나, 전환사채 3천억원 발행(채무상환자금으로 사용) • 대한항공, 아시아나 유상증자 거래종결일 2024.12.20 까지로 변경
'24.06	• 대한항공, 1,750억원 아시아나 영구CB 취득(누적 4,750억원), 채무상환자금으로 사용 예정
'24.12	• 대한항공, 아시아항공에 1.5조원 유상증자 예정

Source: 전자공시시스템, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

# I-1. 통합 개요

## (3) 통합 항공사 지위

- **기재 경쟁력 강화-기재 200대 이상의 메가 캐리어 탄생 예고**
  - 양사 통합에 따라 기재는 약 220대가 넘는 글로벌 대형 항공사로 거듭날 전망
  - 통합 발표 당시 통합 항공사는 기재 약 240대, 글로벌 항공사 순위 7위로 올라설 것으로 예상되었으나 해외 경쟁당국의 기업결합 승인 조건 실행에 따라 당초 계획보다는 다소 축소되어 24년 3Q기준 아시아나항공의 화물기 제외한 단순 합산 기재는 227대, 글로벌 10위 수준이 될 전망

### 글로벌 항공사 순위(수송량 기준)

순위	2019		2022	
	여객(RPK <sup>6)</sup> )	화물(CTK <sup>7)</sup> )	여객(RPK)	화물(CTK)
1	에미레이트항공	카타르항공	아메리칸항공	페덱스
2	라이언에어	에미레이트항공	유나이티드항공	UPS
3	카타르항공	캐세이퍼시픽	델타항공	카타르항공
4	유나이티드항공	페덱스	사우스웨스트항공	에미레이트항공
5	루프트한자	<b>대한항공</b>	에미레이트항공	<b>대한항공</b>
	⋮	⋮	⋮	⋮
	<b>18위 대한항공</b>	<b>23위 아시아나항공</b>	<b>47위 대한항공</b>	<b>20위 아시아나항공</b>
	<b>32위 아시아나항공</b>		<b>79위 아시아나항공</b>	

<sup>6</sup> RPK(Revenue Passenger Kilometer): 유상여객킬로미터, 각 운항구간의 유상여객 수에 구간거리를 곱한 값  
<sup>7</sup> CTK(Cargo Ton Kilometer): 항공화물수요, 수송한 화물의 무게에 비행거리를 곱한 값

Source: IATA, 항공정보포털시스템, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

### 대한항공-아시아나항공의 통합 전후 기재현황

구분	기종	대한항공	아시아나항공	통합 후	화물사업부 매각후	
여객기	소형기	B737-800/900	17		17	17
		B737-8	5		5	5
		A320/321		12	12	12
		A321-200/200 NEO	12	10	22	22
		A220-300	10		10	10
	소계	44	22	66	66	
	중대형기	B747-8	8		8	8
		B767		1	1	1
		B777	37	9	46	46
		B787-9	13		13	13
B787-10		3		3	3	
A380		8	6	14	14	
A330		23	15	38	38	
A350			15	15	15	
소계	92	46	138	138		
합계	136	68	204	204		
화물기	B747F	11	12	23	11	
	B767F		1	1	0	
	B777F	12		12	12	
	합계	23	13	36	23	
총계	159	81	240	227		

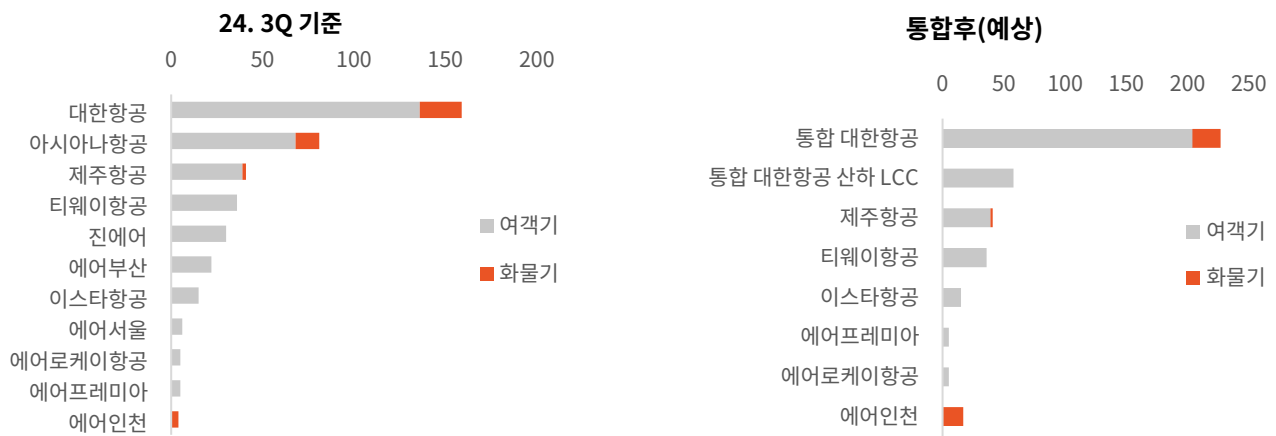
Source: 각사 IR자료, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (1) 항공사의 대형화와 사업자 지위 변동: 여객부문-항공사 대형화

- 1 Global 대형항공사, 1 대형 LCC, 기타 LCC로 재편: 사실상 대한항공 중심으로 재편
  - 항공사 player 수 감소하는 반면, 항공사 규모 확대
- 항공사에 있어 기재 규모는 직관적인 공급능력을 나타내며, 이는 곧 사업경쟁력임
  - 공급능력의 확대는 1)고객에게 제공 노선 및 서비스 확대를 의미하며, 2) 통합 대한항공의 경우 항공사 얼라이언스 내에서 위상 제고, 항공사간 공동운항에 있어 유리하여 수익창출 능력 개선이 예상

### 통합 전후 국내 항공사업자의 기재현황 변화



Source: 각사IR자료, 항공정보포털시스템, 삼일PwC경영연구원

### 대한항공-아시아항공 통합 전후 주요 지표

(단위: 억원)

구분	대한항공		아시아항공		양사 합산	
	2023	24. 3Q	2023	24. 3Q	2023	24. 3Q
여객매출액	90,139	74,040	42,624	34,911	132,763	108,951
ASK <sup>8)</sup>	80,777	68,097	43,119	36,868	123,896	104,965
RPK	68,053	57,110	35,777	31,367	103,830	88,477
Load Factor(%)	84.2%	83.9%	83.0%	85.1%	83.8%	84.3%
화물 매출액	40,297	32,136	16,054	12,049	56,351	44,185
ATK <sup>9)</sup>	11,757	9,080	4,852	3,627	16,609	12,707
RTK <sup>10)</sup>	8,431	6,615	3,770	2,629	12,201	9,244
Load Factor(%)	71.7%	72.9%	77.7%	72.5%	73.5%	72.7%
매출	145,751	120,870	65,321	52,481	211,072	173,351
영업이익	15,869	14,681	4,007	665	19,875	15,346
영업이익률	10.89%	12.15%	6.13%	1.27%	9.42%	8.85%

\* 증자완료 및 화물 사업부 매각, 부채 상환만을 고려한 단순 합산 실적임

<sup>8)</sup> ASK(Available Seat Kilometers): 유효좌석킬로미터, 항공기에 장착된 판매 가능한 좌석 수

<sup>9)</sup> ATK(Available Ton Kilometer): 유효톤킬로미터, 항공기가 운송할 수 있는 최대운송능력

<sup>10)</sup> RTK(Revenue Ton Kilometer): 유효톤킬로미터, CTK와 동일하게 쓰임

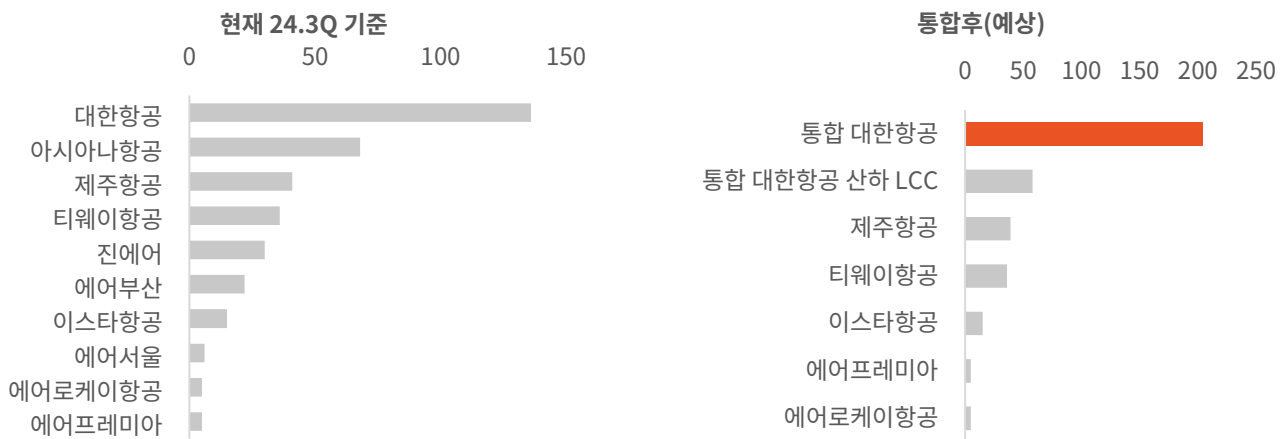


## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ■ 통합 대한항공의 여객 점유율 강화

- 통합 대한항공 및 대한항공 산하 LCC가 국제선 여객의 47.5%, 국내선은 62.8% 수준 ('24년 3분기 기준)
- 통합 대한항공의 노선 이관 및 재배분 실시를 감안 시 상기 언급한 통합 대한항공의 단순 합산 점유율 보다는 낮아질 수 있으나, 추후 기재 도입 및 신규노선 확장 등 예상됨에 따라 점유율의 극적인 변화는 발생하지 않을 전망

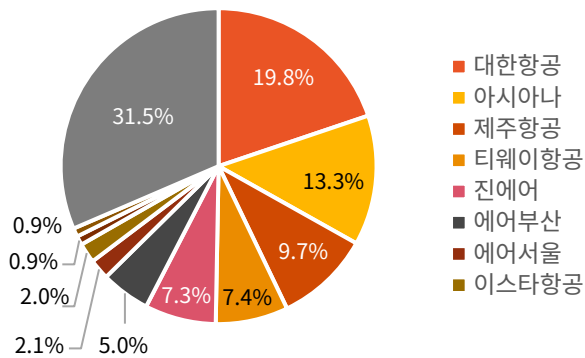
### 통합 전후 국내 항공사 기재(여객기)



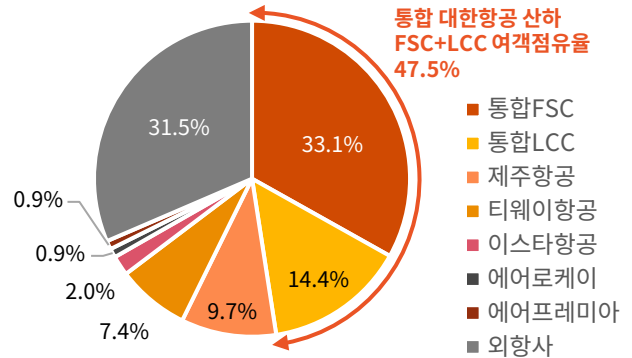
Source: 각사IR자료, 항공정보포털시스템, 삼일PwC경영연구원

### 여객 점유율 변화

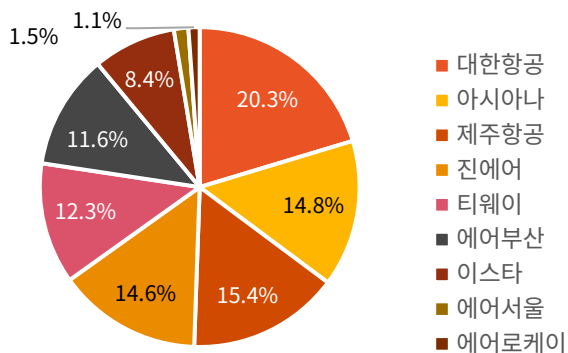
국제선 여객 점유율-24. 3Q 현재



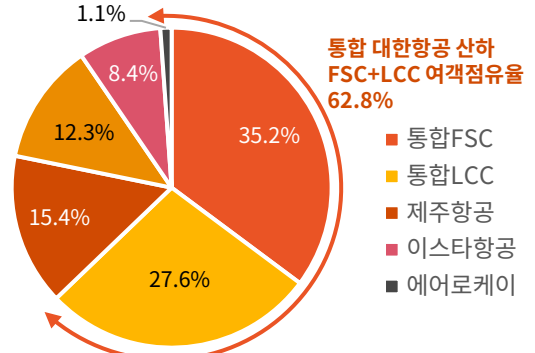
국제선 여객 점유율-통합 후



국내선 여객 점유율-24. 3Q 현재



국내선 여객 점유율-통합 후



Source: 각사IR자료, 항공정보포털시스템, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ■ LCC 대형화 및 점유율 변화

- 현재 LCC구도는 1위 제주항공, 티웨이항공과 진에어가 유사한 규모로 2, 3위에 위치하며 상위 3개사의 점유율이 70%를 상회함. 그 이하에 아시아항공 자회사인 에어부산과 에어서울의 합산 점유율이 약 20%를 차지함
- 통합 대한항공 산하 LCC는 LCC내 점유율이 41%로 상승('23년 별도 매출액 기준)하여 점유율 1위로 등극

### ■ 티웨이항공과 에어프레미아 장거리 노선 확장 등으로 외형 확대 예상

- 티웨이항공과 에어프레미아는 각각 유럽노선과 미주노선을 대한항공으로부터 이관받아 장거리 노선 확장됨
- 티웨이, 에어프레미아 항공은 장거리 운항서비스 확대 뿐만 아니라 국내외 항공사와의 인터라인<sup>11)</sup> 협정을 통해 노선 확장 실시, 장거리 노선의 환승객을 확대하는 효과를 누림
- 국내 LCC들의 인터라인 협정 확대하는 추세. LCC의 경우 주요 얼라이언스에 편입되기에는 규모가 다소 적어 국내외 항공사와 인터라인 협정을 통해 노선 서비스 확장 효과를 누릴 수 있음
  - 티웨이항공: 호주 버진오스트레일리아와 인터라인 협정을 통해 호주 노선 확대
  - 에어프레미아: 대한항공과 미주노선에 대한 인터라인 협정으로 미주노선 고객의 아시아 노선 연계를 통해 고객 확대 가능

<sup>11)</sup> **인터라인협정(Interline Agreement)**: 한 개의 항공사가 가진 항공 스케줄의 한계를 보완하고 타 항공사 판매망을 통해 자사 구간 판매를 증대할 필요가 있으며, 이때 다른 항공사와의 (연결) 판매를 가능하게 하기 위한 항공사간의 기본 계약. 직접 취항하는 부담을 덜면서도 해외 네트워크를 넓힐 수 있다는 장점 때문에 LCC들의 인터라인협정이 증가하는 추세임

### 국내외 경쟁당국의 경쟁 제한 우려 노선

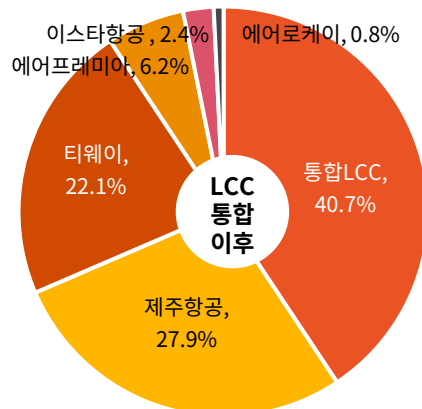
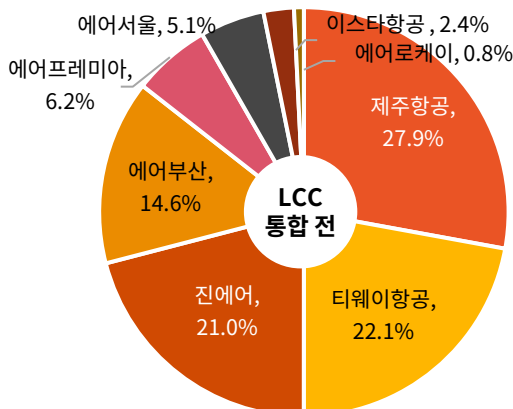
분류	총 노선	중복 노선	경쟁제한성 발생 가능 (공정위/해외당국)
미주	13	5	5
유럽	15	6	6/5(EC 4개, 영국 1개)
중국	58	18	5/9
일본	36	12	1/1
동남아	44	19	6
기타	5개 이상	5	3

### 통합 대한항공의 미주, 유럽노선 이관현황

항공사	현재 노선 현황	노선 이관 및 예정 현황
티웨이항공	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일본: 도쿄, 오사카 외 5개</li> <li>• 중국: 칭다오, 홍콩 외 8개 노선</li> <li>• 동남아: 나트랑, 방콕, 싱가포르 외 6개</li> <li>• 대양주: 괌, 사이판, 시드니</li> <li>• 중앙아시아: 비슈케크, 울란바타르</li> </ul>	유럽 4개 노선 이관 완료 (파리, 로마, 바르셀로나, 프랑크푸르트)
에어프레미아	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일본: 도쿄</li> <li>• 동남아: 방콕</li> <li>• 미주: 로스앤젤레스, 뉴욕(뉴욕), 샌프란시스코</li> </ul>	대한항공 뉴욕, 로스앤젤레스, 샌프란시스코, 시애틀, 하와이 등 5개 노선 일부 이관하여 항공기, 임직원 등 지원 예정

Source: 언론자료, 공정거래위원회, 삼일PwC경영연구원

### LCC 통합 전후 점유율 (매출액 기준, '23년)



Source: 각사R자료, 전자공시시스템, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (1) 항공사의 대형화와 사업자 지위 변동: 화물 부문 - 2위 사업자의 변동

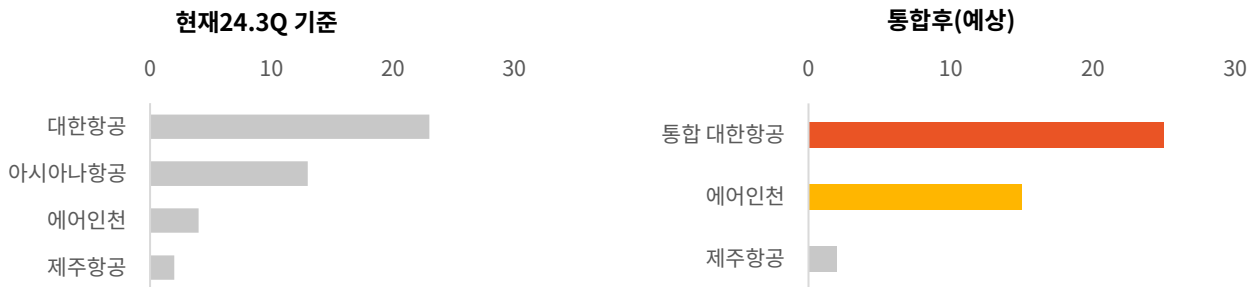
#### ■ 기존사업자 규모 축소, 2위 에어인천의 부상

- EU 경쟁당국의 기업결합 승인 요건으로 아시아항공의 화물사업부문 매각을 주문. 에어인천이 이를 인수할 예정
- 에어인천은 아시아항공 화물사업부문 인수 후 국내 화물 부문 2위 사업자로 부상
- 화물사업부 매각가는 4,700억원, 화물 사업부문의 매출액은 약 1.6조원 규모('23년 기준), 보통 화물전용기가 화물수송량에서 차지하는 규모는 일반적으로 전체의 약 60~70%로 매출액 규모는 약 1조원 수준임
- 1조원 규모의 매출이 예상되는 사업부문 인수 가격이 예상보다 낮은 이유는 화물사업부문의 부채없이 자산만을 양수하고, 격납고 및 전문지상조업은 매각 대상에서 제외되며, 화물기 기령은 20년을 상회하여 퇴역시기가 가깝다는 점 등 매각조건을 고려할 때 적절한 매각가라고 업계에서는 평가됨

#### ■ 에어인천의 외형경쟁력 향상

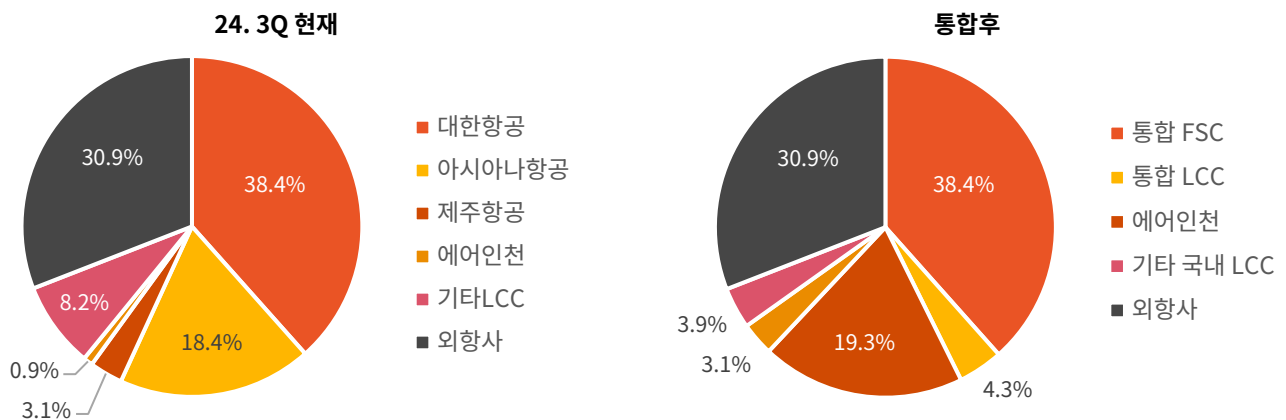
- 아시아항공내 화물사업부만큼의 실적을 낼 수 있을지 여부는 미지수이고 격납고, 지상조업부문 외주 필요성이 있음
- 기존고객의 유지 여부 및 IT화된 물류시스템 등 고려시 경쟁력을 끌어올리는 데는 시일이 걸릴 것으로 사료됨
- 다만 에어인천의 최대주주인 소시에어스에이비에이션(소시에어스PE) 주요 참여자로 인화정공, 현대글로벌비스 등 전략적 투자자가 포함되어 있어 향후 시너지 창출시 경쟁력 제고 가능

### 통합 전후 국내 항공사 기재-화물기



Source: 각사 IR자료, 항공정보통계시스템, 삼일PwC경영연구원

### 화물 점유율(수송량 기준)



Source: 각사 IR자료, 전자공시시스템, 삼일PwC경영연구원  
 Note: 에어인천의 점유율은 아시아항공의 화물 사업부 수송량을 단순 합산함

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (2) 항공사업자간 경쟁구도 변화

#### (2)-1. 여객부문 경쟁강도 완화로 수익성 및 효율성 개선 전망

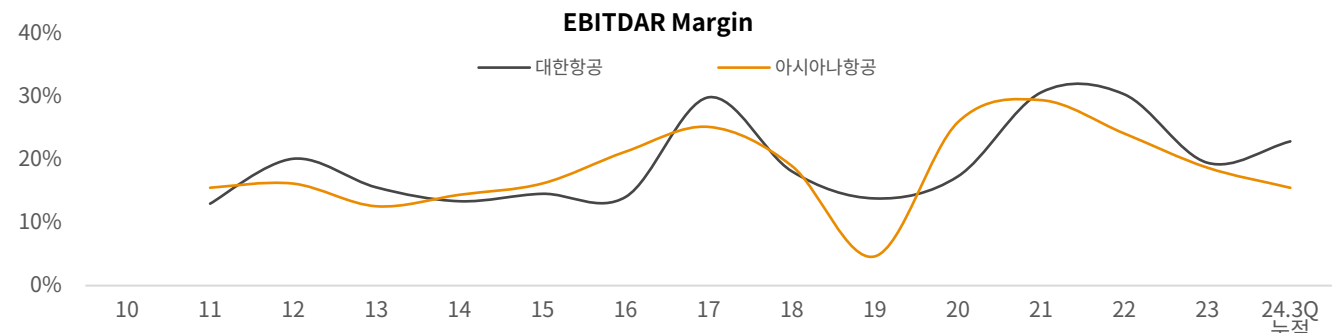
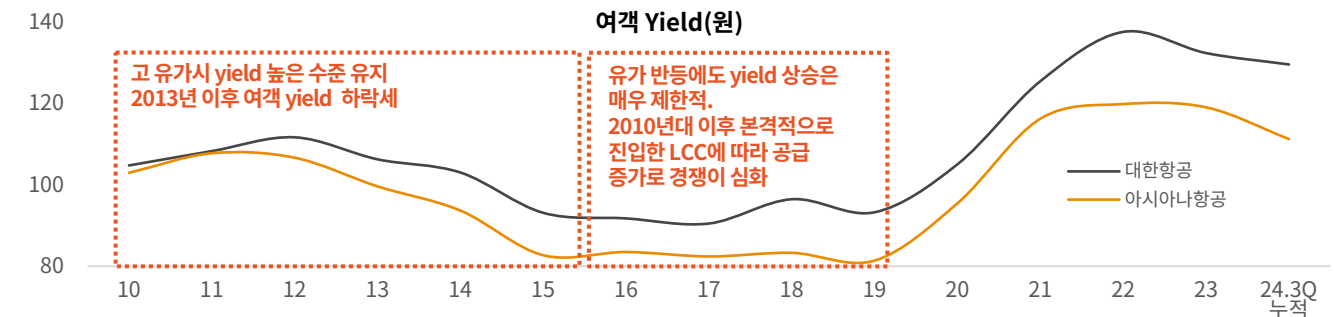
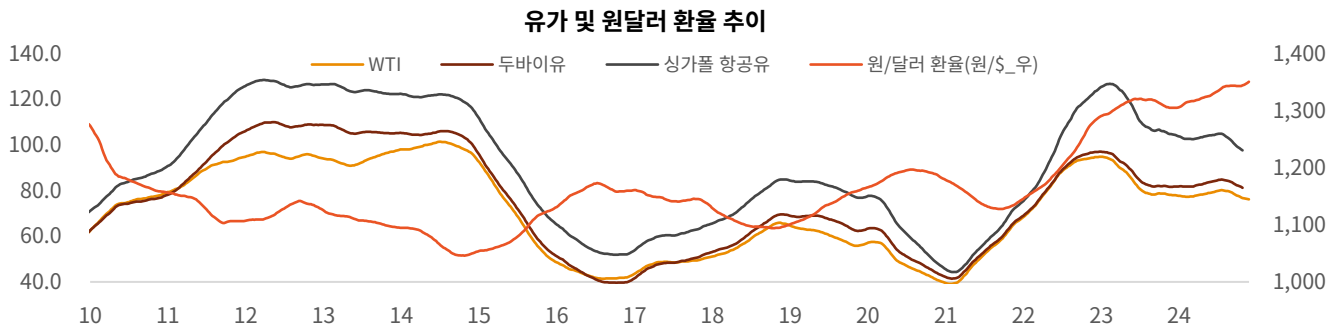
##### ■ 여객 경쟁강도 완화

- 국가규모 대비 많은 LCC 숫자로 인해 항공 공급 과잉으로 경쟁이 심하였음
- 2010년대부터 LCC들의 공급 증가 및 외항사들과의 경쟁으로 항공 좌석 가격 경쟁을 해옴
- 그러나 항공사 수 감소 및 항공사 규모 확대, 이로 인한 사업자 구도 변화에 따라 높아졌던 경쟁강도는 완화될 전망

##### ■ 운항 효율성 증대

- 양사 중복노선 87개 중 40개 노선에서 경쟁제한 우려 존재하여 슬롯 및 운수권 이전 계획
- 노선 재분배 및 효율화를 통해 지나친 **가격 경쟁 축소**
- 기존 노선의 재분배(유럽, 미주노선을 티웨이, 에어프레미아에 이관) 및 신규 노선 개발을 통해 **고객 선택지 확대**
- 대한항공은 미주, 유럽노선 이관에도 불구하고 신규노선 개발하여 노선 서비스를 확충함  
(신규: 인천-구마모토, 인천-마카오, 인천-리스본, 재개: 인천-푸저우, 부산-칭다오 등)

### 유가, 환율, Yield, EBITDA 변화 추이

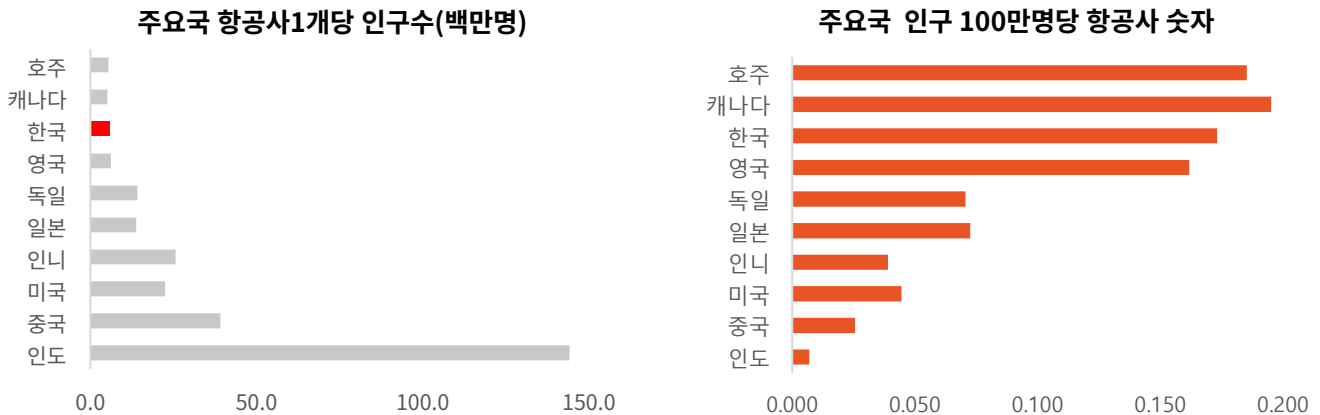


Source: 각사R자료, 전자공시시스템, Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### 주요국 항공사 1개당 인구수 - 한국이 타 국가 대비 상대적 항공사 숫자가 많음

- 국내 항공사 1개당 인구수는 5.8백만명, 인구 100만명당 항공사 숫자는 0.17개로 인구대비 항공사 숫자가 많음
- 우리나라와 유사한 국가는 캐나다, 호주 등이 있으나 이 국가들은 영토가 넓어 항공 운송은 효율적 운송수단이 될 수 있음



Source: IMF, 삼일 PwC경영연구원

### (2)-2. 비용 절감 및 운용 효율성 개선

#### ■ 규모의 경제를 통한 비용 절감

- 항공사의 비용구조 상 높은 비중을 차지하고 있는 항목은 유류비, 인건비, 감가상각비, 공항관련비, 정비비 등임. 열거한 대부분의 항목에서 규모의 경제효과를 누릴 수 있을 것으로 예상
- 비용의 30% 이상을 차지하는 유류비의 경우 통합 대한항공과 LCC까지 고려하면 대량 구입에 따른 단가 인하 효과 발생
- 유사한 업무를 수행하는 중복 자회사(지상조업, IT시스템 등)를 통합함에 따라 Overhead cost 감소와 규모의 경제 효과 발생 가능할 것임
- 인천공항 슬롯 배분에도 유리하게 작용할 것으로 예상됨
- 정비비의 경우 아시아항공은 현재 기재 경정비를 외주를 주고 있는 반면 대한항공은 자체 정비 인력을 보유하고 있음
- 통합 이후에 기재와 엔진의 종류 단순화하여 경정비 및 기재 면장 관리도 효율적으로 운영할 수 있을 것(기종별 면허 관리 효율화)

#### ■ 기재관련 구매 협상력 강화 및 운영 효율성 개선

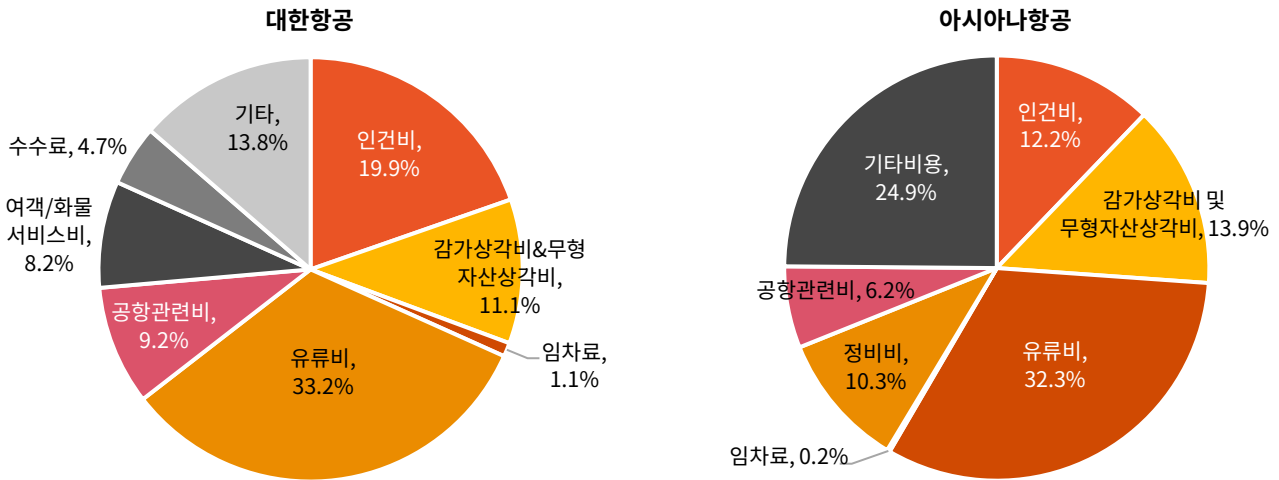
- 항공기 기종 단일화로 항공기 구매 비용 절감 및 구매 협상력 확대

#### ■ 재무구조 개선

- 대한항공의 유상증자 완료 및 화물사업부 매각 이후 아시아항공은 채무 상환으로 재무구조 개선 효과 기대
- 24. 3Q 별도재무제표 기준 부채비율은 2,600% 수준으로, 유상증자 및 채무상환 이후에는 약 600%대 수준으로 하락할 것으로 추산됨 → 이는 신용등급에서도 유리하게 작용하여 추후 기재도입시 이자비용 축소로 연결될 전망

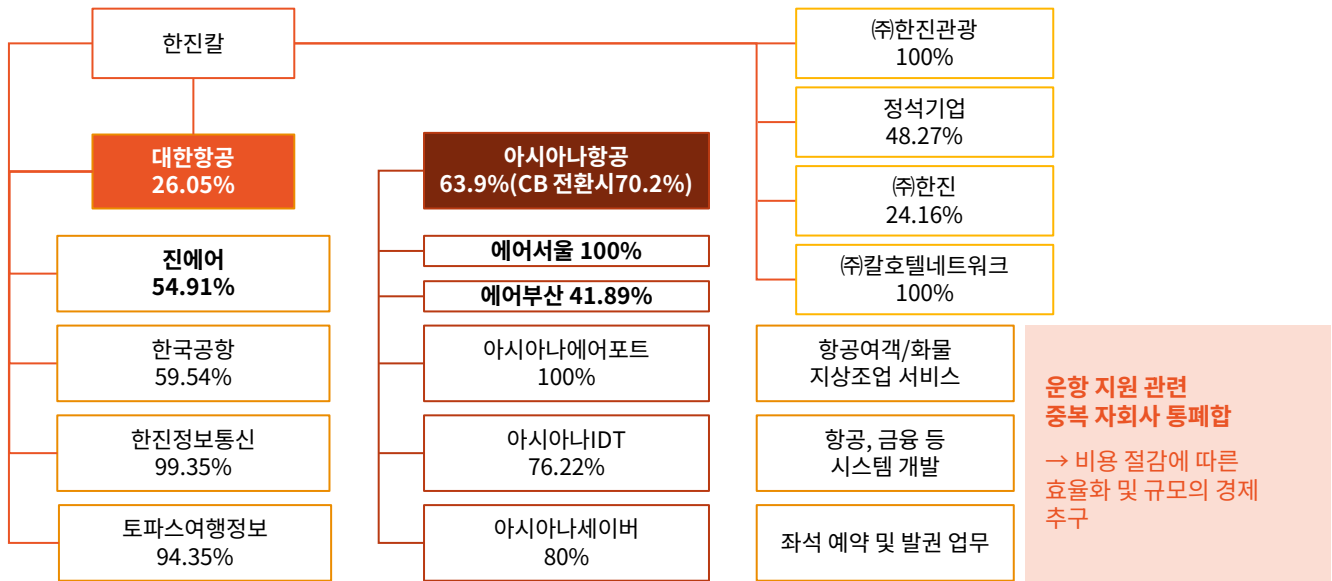
## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

대형항공사비용 구조('24.3Q 누적 기준)



Source: 전자공시시스템, 삼일 PwC경영연구원

대한항공과 아시아나항공의 중복 계열사 구조



Source: 언론자료, 전자공시시스템, 삼일 PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (3) 신규진입자 출현으로 인한 시장 성장

#### (3)-1. 신규 진입자 (여객) - 대명소노그룹

##### ■ 대명소노그룹의 LCC 지분 확대

- 대명소노그룹이 계열사의 자금을 동원하여 지난해부터 티웨이항공 및 에어프레미아의 지분을 매입
- 티웨이항공 지분 JKL 파트너스로부터 26.8% 취득하여 2대 주주 등극
- 에어프레미아 항공 지분 11.0%를 JC 파트너스로부터 취득, JC 파트너스 지분 22% 전량 매입시 2대 주주에 등극 가능

##### ■ 리조트사업 중심으로 항공업과 시너지 창출을 위한 항공업 투자

- 대명소노그룹이 계열사 자금 활용하여 지난해부터 티웨이항공 및 에어프레미아의 지분을 매입
- 기존 호텔, 리조트 사업과의 연계 및 시너지를 내기 위함인 것으로 알려짐. 유럽, 미주 지역의 호텔 및 리조트 인수, 티웨이항공과 에어프레미아 확장 노선과 맞물려 본격적인 레저/항공의 사업 연계 모색할 가능성 존재
- 주목할 사항은 '25년에 JC 파트너스 보유 에어프레미아의 잔여지분 취득 여부와 티웨이항공 지분 추가 매입 여부일 것

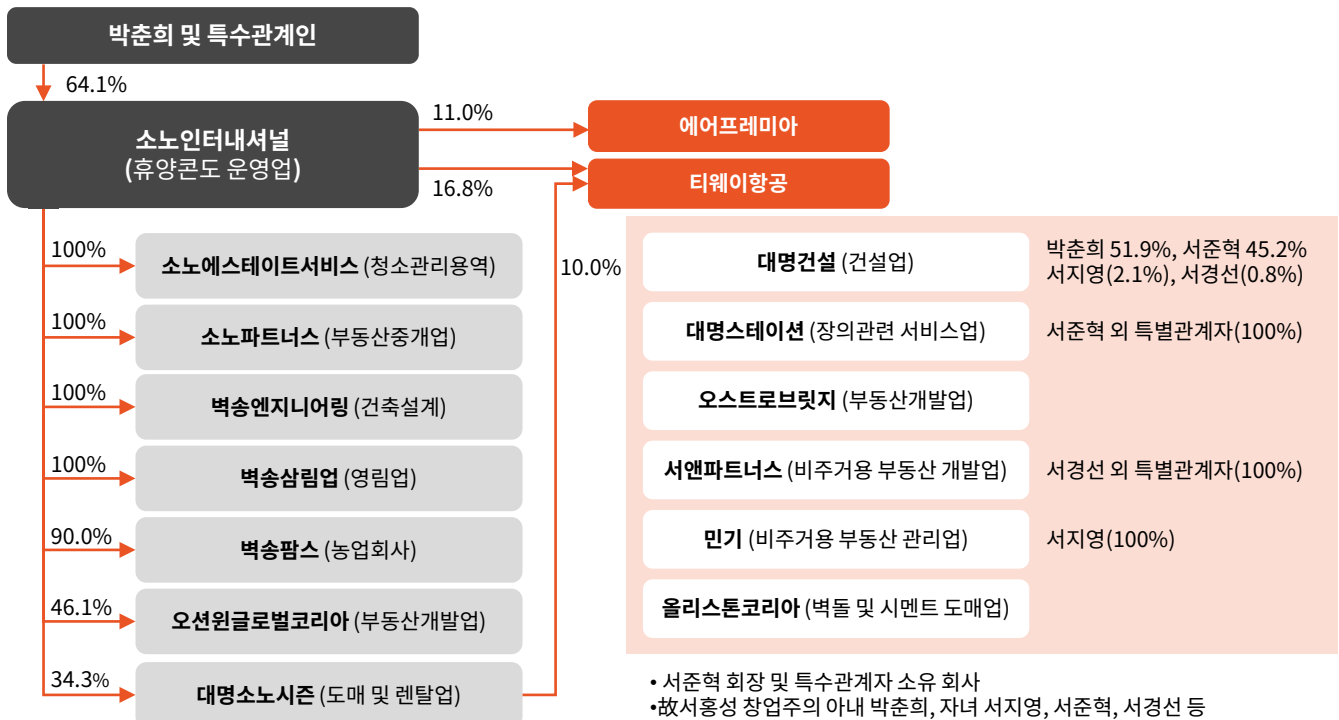
##### ■ 신규 여객 수요 창출 예상

- 신규사업자의 노선 다변화 및 기존 FSC대비 다소 경쟁력있는 좌석 가격 제시, 기존사업자의 신규노선 개발로 인해 고객 선택권 확대가 예상되어 **신규 수요 창출, 여객시장 성장에 기여할 수 있을 전망**

#### ※ 대명소노 그룹 주요 사업

- 소노인터내셔널이 실질적인 지배기업으로서, 소노인터내셔널 중심으로 약 50여개 계열사 보유
- 리조트 사업을 중심으로 건설업, 조경업, 투자업 등 다양한 영역으로 사업 확장
- 소노인터내셔널 주요사업: 콘도미니엄 분양·관리 및 운영, 골프장 및 테마파크 사업 등
- 대명소노시즌: 대명소노그룹의 유일한 상장사로, 소모성자재 구매대행업 및 도소매업 영위
- 기타: 부동산 개발 및 공급업 계열사(서앤파트너스, 벽송엔지니어링건축사무소, 벽송삼림업, 벽송팜스 등)

#### 대명소노그룹 지분 구조도



Source: 언론자료, 전자공시시스템, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (3)-2. 신규 진입자(화물) - 현대글로벌비스

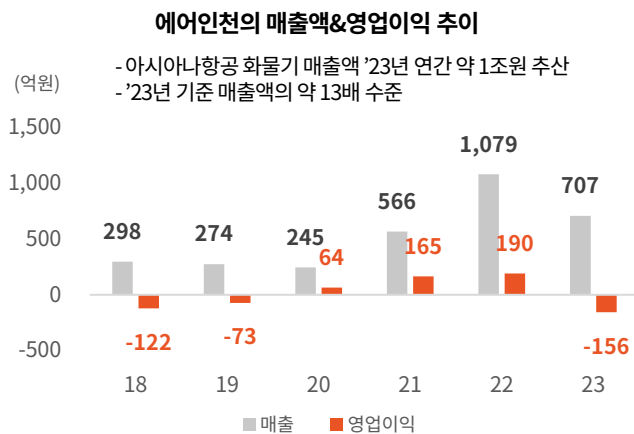
#### ■ 에어인천에 대한 현대글로벌비스의 간접 투자

- 에어인천의 최대주주는 소시어스에비에이션(주)으로 80.3% 지분 보유('23년말 기준), 에어인천의 아시아항공 화물 사업부 인수를 위해 소시어스 제5호가 실시한 유상증자에 현대글로벌비스 주요 출자자로 참여, 출자액은 총 1,500억원임 (소시어스에비에이션(주)은 소시어스 5호를 통해 에어인천 지분 보유)
- 에어인천의 아시아항공의 화물사업부 매출액은 '23년도에 약 1.6조원, 화물기와 Belly Cargo의 비중이 약 6:4라고 하면 **아시아항공 화물기 인수를 통한 매출액은 약 1조원 수준. 이는 에어인천의 매출액 대비 13배 수준**
- 현대글로벌비스가 참여함으로써 간접적으로 에어인천을 통한 항공화물사업에 진출이 가능. 추후 소시어스 청산시 에어인천 지분에 대한 우선매수권 보유(기존 최대 출자자인 인화정공은 우선매수권 없음)

#### ■ 물류 경쟁력을 확대하려는 현대글로벌비스의 전략

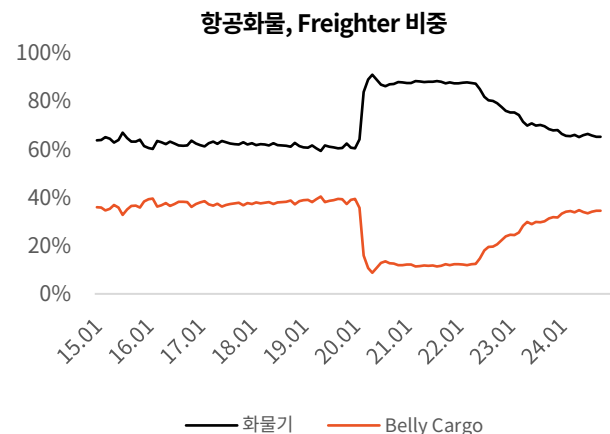
- 현대글로벌비스의 네트워크 화물 물류확대, 3자물류 확대에 따른 시너지 발생시 기업의 외형 확장 뿐만 아니라 **국내 항공 화물 시장 규모 성장에도 기여할 전망**
- 중장기적인 종합 물류기업으로써 성장을 위한 항공물류 인프라 구축 차원. 현대차 부품 운송 등 그동안 항공운송에 대한 고객 니즈가 높아졌으며 증가하는 추세에 따라 항공물류 Capa 확보가 중요해짐
- 글로벌 해운사들도 항공, 육상 등의 물류 인프라를 구축하여 종합물류 기업으로 확대하려는 행보가 나타나고 있음

#### 에어인천 손익 추이



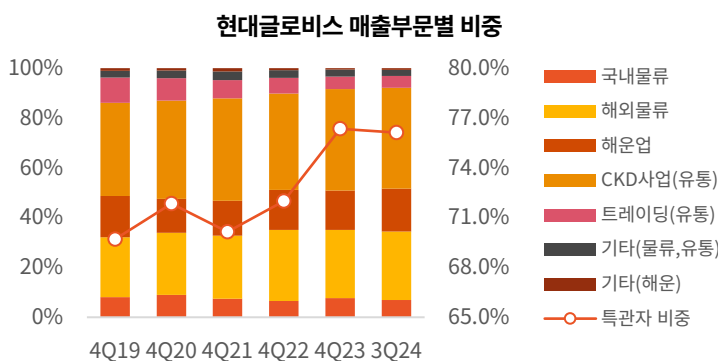
Source: 아시아항공, 삼일PwC경영연구원

#### 항공화물의 화물기/Belly Cargo 적재 비중



Source: 항공정보포털시스템, 삼일PwC경영연구원

#### 해운사의 항공화물 자회사



Source: 전자공시시스템, 삼일PwC경영연구원

#### 현대글로벌비스의 중장기 매출 전망(밸류업 방안)

구분	주요내용
매출액 목표	'20년 17조원 → '24년 26~27조원 → '30년 40조원+α
외형 성장 기본 방향	※ 3가지 성장 전략 → 기존사업 확대, 비계열 강화, 신사업 전개 ※ 「비계열 강화」 주요 내용 • 해외물류, 포워딩 사업 비계열 고객 확장 • 자동차선 비계열 OEM 고객 확대 • '30년 글로벌포워딩부문 비계열매출비중 60% 수준달성

Source: 현대글로벌비스 밸류업 프로그램, 삼일PwC경영연구원



## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ■ 글로벌 해운사들의 물류 공급망 확대 전략

- 글로벌 해운사들이 초대형 컨테이너선을 늘리는 '규모의 경제' 경쟁과 운임 인하 경쟁을 넘어 육상, 해상, 항공 물류를 아우르는 종합 물류 기업으로의 경쟁력 강화하려는 추세
- 최근 몇 년 새 글로벌 Top3 해운사인 MSC, 머스크(Maersk), CMA CGM은 항공기나 트럭 매입 등 물류 영역 확장 중
- 해운 물류망 혼란으로 인해 고운임이지만 상대적으로 안정적인 항공운송을 선호하는 화주들이 증가함에 따라 해운선사들의 항공운송 서비스를 확대하는 추세
- 리쇼어링(Reshoring; 해외 생산시설의 국내 회귀), 니어쇼어링(Near-shoring; 인접국 제조) 등으로 글로벌 물동량이 줄어든 영향도 존재

### 해운사의 항공화물 확대 사례 및 현황

<p><b>머스크 (Maersk)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• '22년 8월, 아시아 육상 물류 LF로지스틱스 인수(37억달러)</li> <li>• <b>'22년 6월 독일 항공물류사 세나토 인수(644백만달러)</b></li> <li>• 세나토 인수 후 항공기 수를 늘려 항공운송 처리 능력을 2배로 증가</li> <li>• <b>선박 발주를 줄이고 항공이나 육상으로 공격적 투자 진행 중</b></li> <li>• <b>'22년 4월 머스크 에어카고 설립, 머스크 에어카고는 덴마크 제2공항인 빌룬공항을 허브로 사용</b></li> <li>• 기존 항공물류 계열사인 스타에어 사업을 머스크 에어카고로 이관</li> <li>• 기재 투자를 통해 현재 보잉 767 화물기 20대, 보잉 777 1대 보유</li> <li>• '24년, 항공 포워드 'DB셴커' 매각 입찰에도 시도하였으나 철회</li> </ul>
<p><b>MSC</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MSC-루프트한자 컨소시엄 결성하여 이탈리아항공운수(ITA항공) 인수전에 참여하였으나, 에어프랑스-KLM/델타 컨소시엄이 우선 협상자 선정되며 독자 진출 선언</li> <li>• '22년 미국 아틀라스 에어(Atlas air)와 함께 'MSC 에어카고' 항공 화물 진출</li> <li>• <b>'23년 화물전용 항공사 알리스 카고 합병</b></li> <li>• MSC 에어카고는 보잉 777-200기 5대 운영 중, 최근 밀라노와 홍콩 노선 주2편 정기 운항을 시작</li> <li>• 델타항공과 에미레이트항공 등에서 28년간 화물사업 경력 책임자 영입. M&amp;A나 파트너사와의 제휴 등의 방식으로 사업 확장을 모색 중</li> </ul>
<p><b>CMA-CGM</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• '20년 프랑스 듀브레이 아에로그룹(2개의 항공사를 자회사로 보유) 지분 30% 인수하여 항공화물 운송 부문 진출</li> <li>• '22년 6월 에어프랑스-KLM 지분 9% 인수하며 항공화물 파트너십 체결, 항공화물공간(벨리스페이스) 공유</li> <li>• '21년 3월 CMA-CGM 에어카고 설립하여 종합물류기업으로 확장</li> <li>• 에어버스 A330 3대, 보잉 777 2대 보유, 보잉 777 1대와 에어버스 350F 8대 도입 예정</li> <li>• '24년 7월 항공 자회사로 아시아~북미 화물 운항 시작, 아시아에서 서울, 상하이, 홍콩, 방콕, 북미지역에서는 시카고, 애틀랜타를 연계한 항공화물 전용기 운항하여 항공물류 확장</li> </ul>
<p><b>에버그린(대만)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대만 국적 항공사인 에바항공과 사업 결합을 통해 물류업 강화에 나섬</li> </ul>

Source: 언론자료, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### (4) M&A 증가

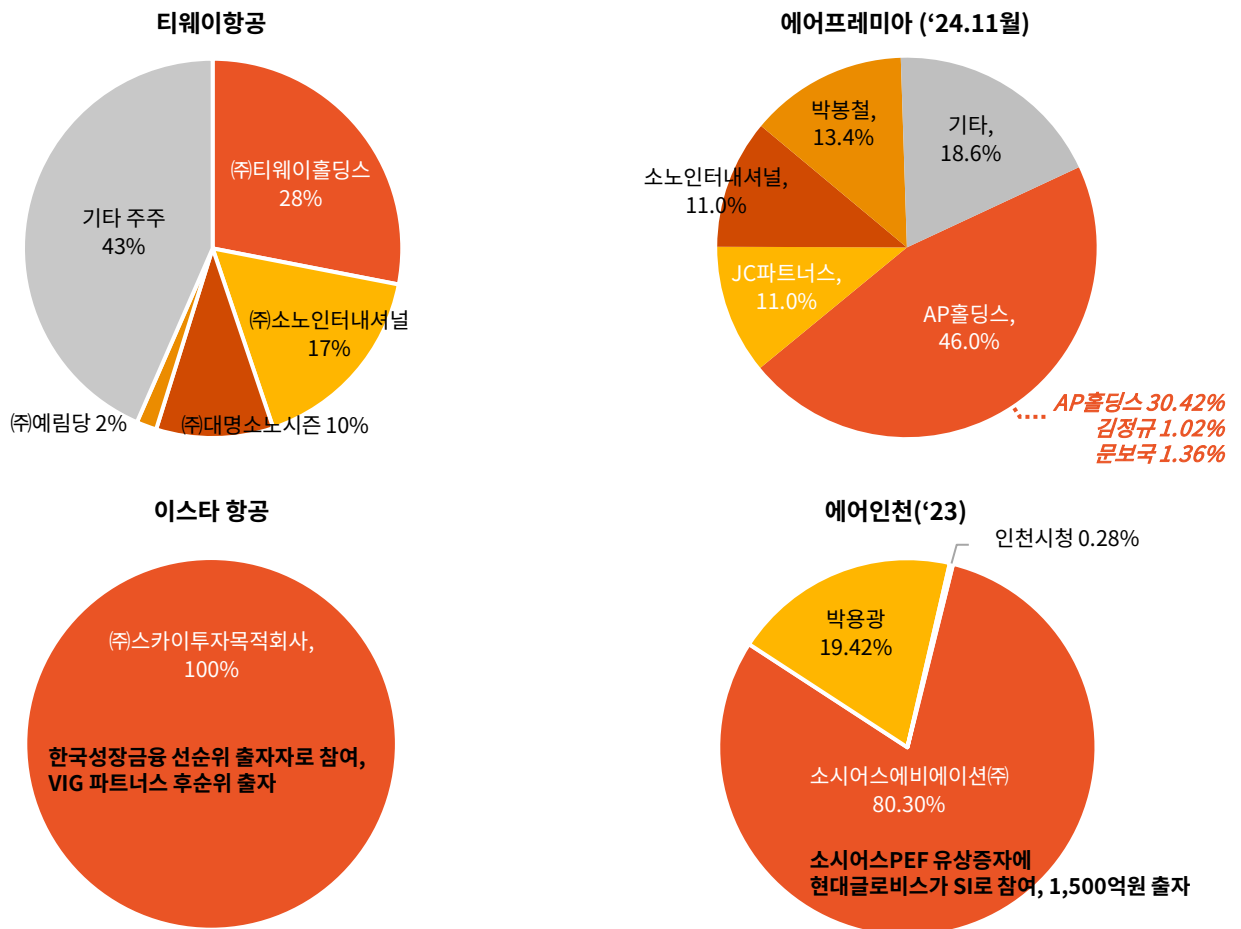
#### ■ 인수 합병 확대

- 대한항공-아시아항공 통합 이후 PMI 작업 과정에서의 중복회사의 교통정리 및 양사 산하 LCC 통합 예상
- 특히 LCC 중심의 통합 및 주주 변경이 활발히 이루어질 전망
- **인수합병 확대의 근거**
  - ① 대형 LCC의 탄생 예고, 티웨이 항공 및 에어프레미아의 장거리 노선 확대에 따른 외형 성장 및 신규 사업자 진출이 활발해짐에 따라 **LCC들이 시장점유율 확대를 위한 항공사 통합/인수합병의 욕구가 증가**할 수 있음
  - ② **일부 LCC의 대주주 혹은 주요 주주가 사모펀드인 항공사의 경우 사모펀드의 투자지분에 대한 EXIT 예상**되기 때문. 코로나 시기를 거치며 LCC의 대주주 및 주요주주가 사모펀드로 변경된 사례가 증가하였고, 최근 몇 년 사이에 항공사의 주주가 사모펀드로 변경되었거나 이미 EXIT 을 한 사례도 있음

#### ■ 사모펀드의 항공사 지분 투자 현황

- 이스타항공 - (주)스카이투자목적주식회사(VIG 파트너스) 100% 보유
- JKL 파트너스 - '21년 티웨이항공 지분 취득 후 최근 대명소노그룹에 매각
- JC 파트너스 - 에어프레미아의 2대 주주였으나 최근 보유지분 절반 대명소노그룹에 매각
- 에어인천 - 소시어스 PE 가지분 80% 보유

### 사모펀드가 지분 참여한 국내 LCC의 지분구조



Source: 전자공시시스템, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

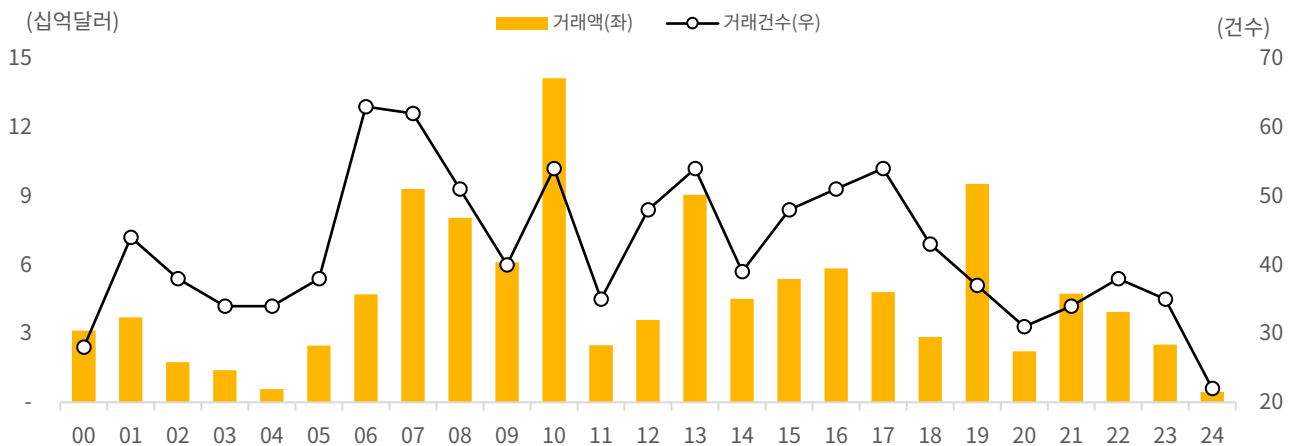
### ■ 글로벌 항공산업의 M&A 현황

- 경쟁심화와 글로벌 이벤트 등을 거치며 항공산업은 구조조정과 인수 합병, 항공사간 합종연횡이 활발하게 발생함
- 항공산업은 글로벌 경기, 소비 심리, 기업 경기 등을 선제적으로 반영하는 산업으로 경기민감도가 높고 국제 경기와 무역에 영향을 미치는 이벤트에 취약한 구조를 가지고 있음
- '01년 911테러로 항공여행 심리 위축, '08년 글로벌 금융위기 발생으로 소비 심리 위축, '20~'22 코로나 창궐 등과 같이 글로벌 교역과 이동에 제약을 주는 이벤트 발생시마다 항공산업은 위기를 겪어옴
- 또한 2000년대 들어서부터 LCC가 미국, 유럽에서 활발하게 진출하며 기존의 대형항공사들에 도전, 경쟁이 심화되어 시장내 경쟁력 제고를 위한 합종연횡도 활발히 나타났음
- 고유가와 항공사간 경쟁심화, 글로벌 경기 침체 및 이벤트 발생으로 델타항공, 아메리칸항공, 에어프랑스-KLM 등과 같은 현재의 글로벌 대형항공사들은 파산보호신청 등 위기를 겪고 인수 합병을 통해 재무구조 개선 및 경쟁력이 제고된 사례임

### ■ 항공산업 내 M&A의 Rationale

- 항공산업의 특성상, 규모를 키워 노선 네트워크를 확장하여 시장 점유율을 늘리고, 규모의 경제를 이뤄 수익성을 개선하는 것이 항공사 경쟁력 제고의 핵심이며 이를 달성하기 위한 M&A가 진행되어옴

### 글로벌 M&A 규모 및 거래건수



Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

### 항공업 M&A의 목적

M&A의 목적	주요 내용	대표 사례
시장 통합	• 분열된 시장의 통합 필요성 • 경쟁 제한 및 시장 점유율 확보로 주요 지역에서의 입지 강화	• 아메리칸 항공과 US항공의 합병으로 유나이티드항공 및 델타항공과 더 효과적으로 경쟁할 수 있게 함 → 미국 항공시장 대형화
노선 네트워크 확장	• 노선 네트워크 확장 및 신시장에 접근 용이	• 델타항공, 노스웨스트항공을 인수하여 아시아-태평양 시장에 노선 확대 • 브리티시 에어웨이즈가 이베리아항공과 합병하여 라틴아메리카에서의 입지 강화
통합 시너지 추구	• 공동 기단 운영, 공동 구매 및 통합 유지 보수 작업과 같은 운영상의 시너지 추구 → 상당한 비용 절감 및 효율성 향상	• 델타항공-노스웨스트항공, 사우스웨스트-에어트랜, 에어프랑스-KLM 합병 사례
저비용 항공사 경쟁력 강화	• 저비용 항공사들의 성장에 따른 대형화 추구, 대형항공사 대비 경쟁력을 갖추기 위한 LCC간 합병	• 사우스웨스트-에어트랜 합병은 신시장 확장 및 경쟁력 있는 가격 모델을 유지하는데 기여

Source: 언론자료, 삼일PwC경영연구원

## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ※ 글로벌 대형항공사의 통합사례

#### (1) 델타항공-노스웨스트 항공

##### ■ 통합 형태/방식

- 2008년 합병 계획 발표. 총 거래 규모는 31억 달러에 달함

##### ■ 통합 목적

- 9.11테러 이후 항공수요 회복 미진, 유가 급등, LCC 출현에 따른 경쟁심화로 양사 모두 심각한 경영난을 겪고 있었음
- 노선 포트폴리오 다각화로 글로벌 입지 확대 효과 기대
  - 노스웨스트항공은 아시아와 북미 노선에 집중, 반면 델타항공은 남미와 미국 동부 노선에 집중
  - 합산 노선 약 300여개 중 중복 노선은 단 4개로, 델타항공은 합병을 통해 더 많은 국제 노선 추가하여 글로벌 항공시장 내 입지 확대

##### ■ 통합 후 변화 및 효과

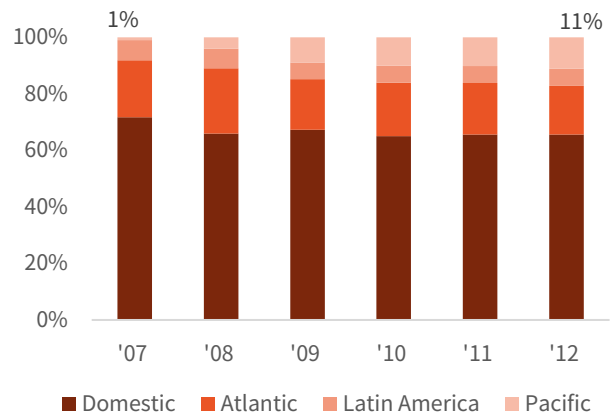
- 델타항공은 아시아 시장 확장이 용이해졌으며, 노스웨스트항공은 국내선 및 남미 시장 진출로 확장함
- 합병 이후 800대 이상의 항공기 보유, 하루 6,400편 이상의 항공편을 운영함
- 델타항공은 노스웨스트 항공의 아시아 허브공항이었던 일본 나리타 공항을 이어받아 일본 노선 22개를 운항하며 큰 성공을 이뤘으며, 기존 노스웨스트항공의 디트로이트-상하이 노선과 델타의 애틀랜타-상하이/베이징 노선이 합쳐지며 중국 항네트워크도 강화됨
- 합병 직후 '07년 기준 영업이익률 5.7%에서 '10년 기준 영업이익률은 8.4%로 2.7%p 개선

#### 합병 전후 주요 지표 변화

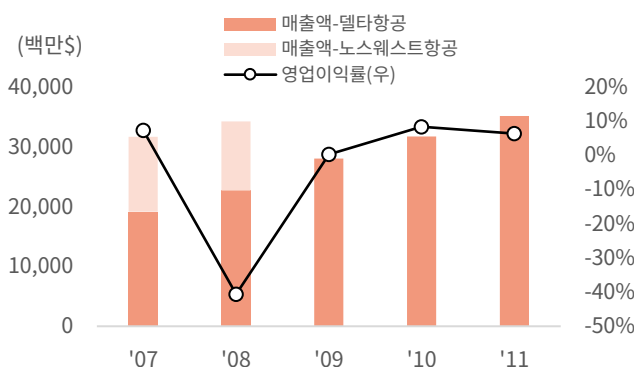
	Delta('07)	Northwest('07)	Delta('10)
매출액	19,154	12,528	31,755
영업이익	1,096	1,104	2,667
당기순이익	1,612	2,093	593
직원 수	55,044명	30,306명	80,000명
자산	32,423	24,517	43,188
부채	22,310	17,140	42,291
부채비율	220.6%	232.3%	4,714.7%
유상여객마일	122,065	78,320	193,169
유효좌석마일	151,764	93,328	232,684
유상탑승률	80.4%	84.7%	83%
기단 규모	578대	568대	815대

Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

#### 노선별 매출액 비중 추이-아시아태평양 노선 비중 확대



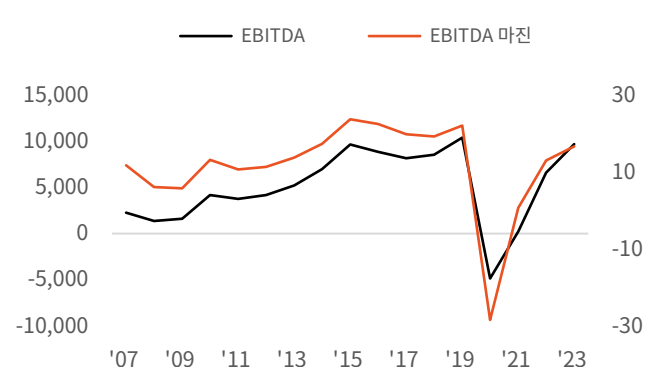
#### 합병 전후 매출액 & 영업이익률



Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

#### 델타항공 EBITDA 추이

(좌: 백만\$ 우: %)



## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ※ 글로벌 대형항공사의 통합사례

#### (2) 에어프랑스-KLM 네덜란드 항공

##### ■ 통합 형태/방식

- '03년 말 양사 합병 계획 발표, 총 거래규모는 7억 84백만 유로
- 두 항공사는 각 브랜드와 회사를 유지하며 '에어프랑스-KLM' 지주회사 설립

##### ■ 통합 사유/근거

- '00년대 초반, KLM은 여러 차례 동맹에 실패함. 알리탈리아와의 협력이 무산되며 1억75백만 유로의 합의금을 지불함
- 글로벌 경쟁력 강화를 위해 강력한 파트너십 또는 통합이 필요한 상황 직면한 KLM은 Sky team 가입을 고려
- 단순 제휴만으로는 충분한 시너지 효과를 얻을 수 없다고 판단하여 에어프랑스와의 합병 추진함
- 양사는 합병 후 5년 안에 연간 385백만유로~495백만유로 사이의 시너지 창출 효과 예상(판매/유통 100백만유로, 네트워크 및 항공기 운영 130~195백만유로, 화물부문 35백만유로, 유지보수 관련 65백만 유로, IT시스템 통합 50~70백만 유로, 기타비용 절감 10~30백만 유로)

##### ■ 통합 후 변화 및 효과

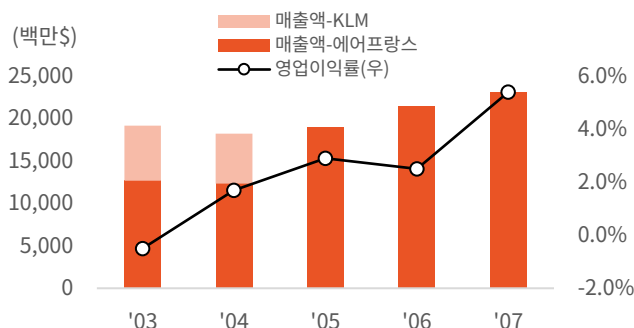
- 에어프랑스는 40개, KLM은 90개의 신규 노선을 얻게 됨. 노선 연결을 공유함에 따라 더 많은 목적지와 편리한 환승을 제공함
- 파리 샤를로 공항과 네덜란드 스키폴 공항은 이후 유럽의 3대 허브공항으로 발돋움함
- 유상 여객 마일은 합병 후 3년 만에 25% 증가하였으며, 유효 좌석 마일 또한 3년 간 19% 증가함
- 유상 탑승률은 '03년 약 77%에서 '07년 기준 81%로 4%p 증가함
- Sky team 일원이 됨으로써, 에어프랑스-KLM은 더 넓은 글로벌 네트워크와 통합된 서비스 제공을 통해 고객 만족도 상승

#### 합병 전후 주요 지표 변화

	에어프랑스('03)	KLM('03)	에어프랑스-KLM('07)
매출액	12,687	6,485	23,073
영업이익	146	-133	1,240
당기순이익	120	-416	891
직원 수	71,525명	33,038명	103,050명
자산	12,608	8,165	26,670
부채	8,581	8,040	18,258
부채비율	213%	6,432%	217%
유상여객마일	99,960	59,417	199,510
유효좌석마일	131,247	74,825	245,066
유상탑승률	76.2%	78.2%	81.4%
기단 규모	360대	약 100여대	569대

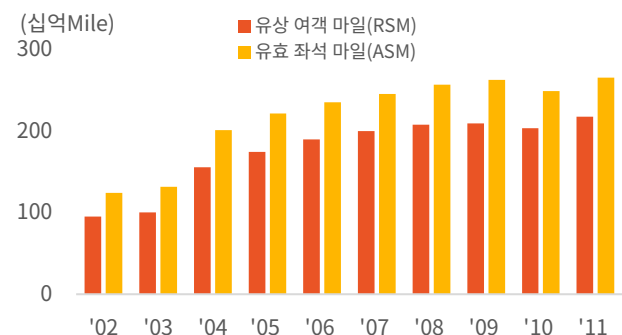
Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

#### 합병 전후 매출액 & 영업이익률



Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

#### 합병 전후 여객 공급- 수요



## I-2. 양사 통합이 항공운송산업에 미치는 영향

### ※ 글로벌 대형항공사의 통합사례

#### (3) 유나이티드 항공-콘티넨탈 항공

##### ■ 통합 형태/방식

- 유나이티드 항공과 콘티넨탈 항공은 '10년 합병 계획을 발표. 총 거래 규모는 31억 7000만 달러
- 합병 후 유나이티드 항공의 브랜드를 유지하여 운영

##### ■ 통합 사유/근거

- 경쟁심화 및 상호 노선 네트워크 보완에 따른 노선 확장 가능
- '04년 에어프랑스-KLM, '05년 아메리카 웨스트-US항공, '08년 델타-노스웨스트 등 항공사들의 잇따른 합병과 저비용 항공사들의 등장에 따른 경쟁 심화로 대응책 필요
- 노선 네트워크 확장: 콘티넨탈항공은 미 남부 및 동부지역 노선에 집중 vs 유나이티드: 미 서부 및 아시아 노선 집중

##### ■ 통합 후 변화 및 효과

- 합병 전 '09년 기준 양사의 매출 합산액은 289억달러 → '11년 371억달러로 2년 만에 매출이 28% 증가
- 영업이익률은 '09년 3.1%에서 2년 만에 '11년 6.5% 달성, 비용 절감 효과 나타남
- 합병 후 1,200대 이상의 항공기를 보유하며 세계 TOP3 항공사로 거듭남

#### (4) 아메리칸 항공-US항공

##### ■ 통합 형태/방식

- '13년 합병 계획 발표. 거래 규모 23억 8백만 달러
- 합병 후 아메리칸 항공의 브랜드를 유지하여 운영

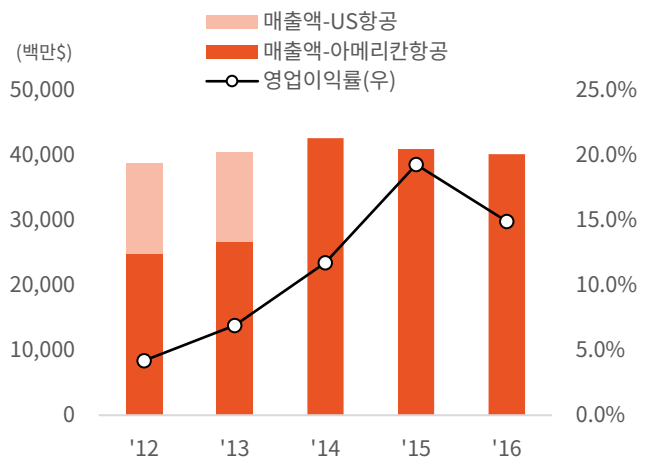
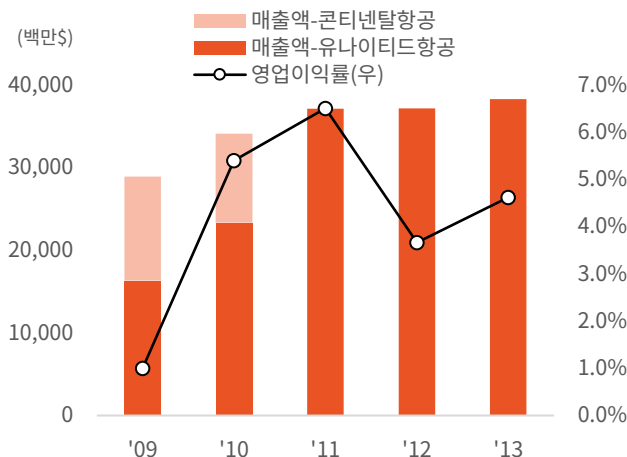
##### ■ 통합 사유/근거

- 노선 네트워크 확대: 아메리칸 항공 북미, 남미, 유럽, 아시아 노선 집중 vs US항공은 미동부 지역과 카리브해 지역, 유럽 및 중동 시장 노선도 일부 보유
- 상호 보완적인 노선 네트워크를 결합하고 운영 효율성 강화
- 아메리칸 항공의 경우 '11년 파산 신청하였으며, US항공 또한 '00년대 초반 두 차례 파산 신청하여 회복한 이력이 있음

##### ■ 통합 후 변화 및 효과

- 합병 이후 1,500대 이상의 항공기를 보유하며, 시가 총액 110억 달러의 세계 최대 규모의 항공사 탄생
- 합병 이후 아메리칸 항공은 북미, 남미, 유럽, 아시아로의 노선 확장됨. 특히 미국 내 노선 네트워크 강화 효과를 얻음
- 합병 전 '12년 기준 아메리칸 항공의 영업이익률은 2.6%, US항공은 6.2%로 평균 4.4%였으나, 합병 직후 '14년 기준 영업이익률은 11.7%로 7%p 개선

### 통합 전후 매출액 - 영업이익률 변화



Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

# II-1. '24년 Review 및 '25년 전망

## ■ '24년 Review 및 항공업 현황

- [여객] '24년 국제선 여객수는 코로나 팬데믹 시기 이후 꾸준히 회복되어, '23년에는 코로나 팬데믹 이전인 '19년 수준에는 못 미쳤으나 '24년에는 회복될 것으로 예상
- 단거리 여행수요는 빠르게 회복되었으나 미주, 유럽 등의 장거리 여객수 회복은 상대적으로 더딘 상황
- [화물] 엔데믹 이후 화물 부문 역기저효과 발생하여 탑재율 둔화되었으나 '24년도 탑재율은 전년대비 개선

## ■ '25년 항공업 전망

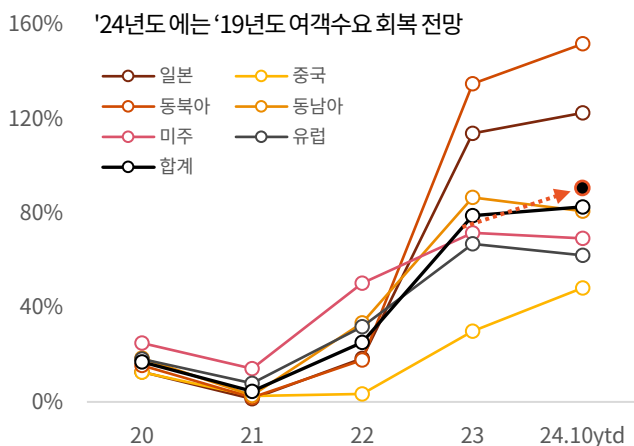
- [여객] 중국의 무비자 입국 허용 국가에 한국이 편입되며 견조한 여객수요 전망. 다만 매크로 측면에서의 소비심리 위축은 여객수요 개선을 제한하는 요인
- 대한항공-아시아나항공 통합에 따라 항공공간 경쟁 완화, 규모의 경제 효과로 수익성 개선, 중장기적 주주환원 확대 예상
- [화물] 미국의 대중국 규제 및 보호무역주의로 교역 위축은 물동량 위축 요인
- 인천공항의 2터미널 면적 확대로 연간 수용능력 증가, 환승객 유치 용이해질 전망
  - 여객 수용능력: 연 7,700만명 → 1억600만명(+37.7%)로 증가, 세계 3위 규모로 도약
  - 화물 처리능력: 연 500만톤 → 630만톤(+26.0%)까지 증설, 세계 2위의 항공물류능력 구축
- 노선 재분배 및 노선 네트워크 확대, 인천공항 수용능력 확대로 항공업 전반적 성장하는 계기가 될 것임

### '25년 항공업의 긍정적/부정적 요인

구분	긍정적 요인	부정적 요인
주요 내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국, 중국의 무비자 입국 허용국에 편입되며 중국 접근성 확대 → 중국 노선 수요 증가 예상</li> <li>• 대한항공-아시아나항공 통합에 따른 산업 구조 개편의 긍정적 효과                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- LCC 중심으로 인수합병 활성화 예상</li> <li>- 여객부문 경쟁 완화 및 규모의 경제로 수익성 개선</li> </ul> </li> <li>• 항공사의 전반적인 재무상태 개선</li> <li>• 보잉의 항공기 공급 차질로 인한 기재 공급 둔화로 항공사 Yield 및 탑재율(Load Factor) 개선에 기여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 비우호적인 Macro 변수                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 원달러 환율 불확실성, 금리 하락세 제한적</li> <li>- 경제성장률 둔화 및 이에 따른 소비심리와 여행 심리 위축, 여객수요 둔화 가능성</li> </ul> </li> <li>• 중국 무역 규제, 트럼프 보호무역주의에 따른 교역 위축 우려</li> <li>• 코로나 팬데믹 이전 수준까지 여객수 회복 → 기저효과 소멸</li> </ul>

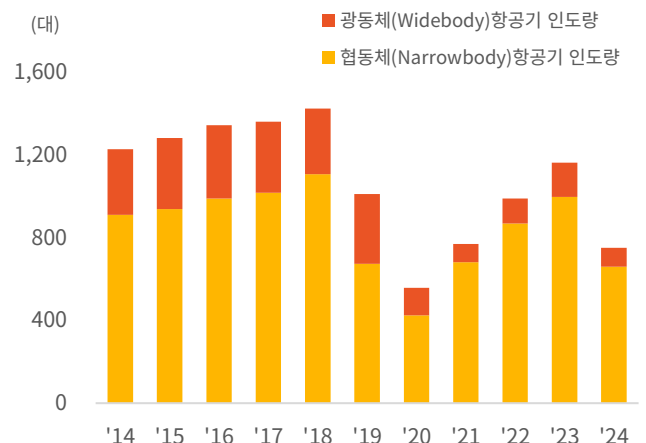
Source: 삼일PwC경영연구원

### '19년 대비 노선별 여객 회복률



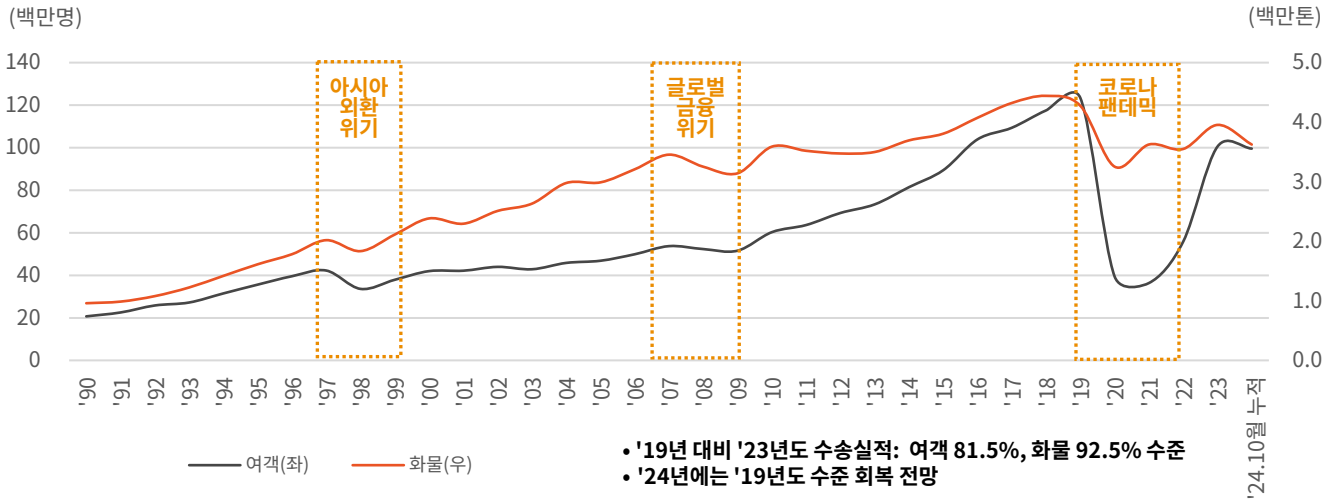
Source: 항공정보포털시스템, CAPA, 업계 자료, 삼일PwC경영연구원

### 연간 항공기 인도량 - 코로나 이전 대비 인도량 저하



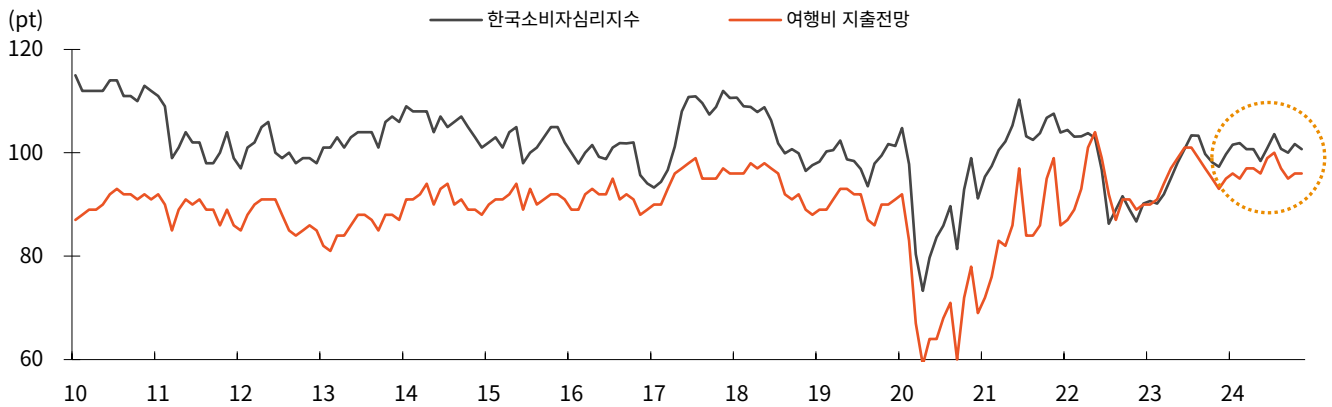
# II-1. '24년 Review 및 '25년 전망

## 연도별 항공운송 실적- '24년도는 '19년 수준으로 회복 전망



Source: 항공정보포털시스템, 삼일PwC경영연구원

## 소비심리 및 여행지출 심리 개선폭 둔화



Source: 한국은행, 삼일PwC경영연구원



# III-1. 시사점

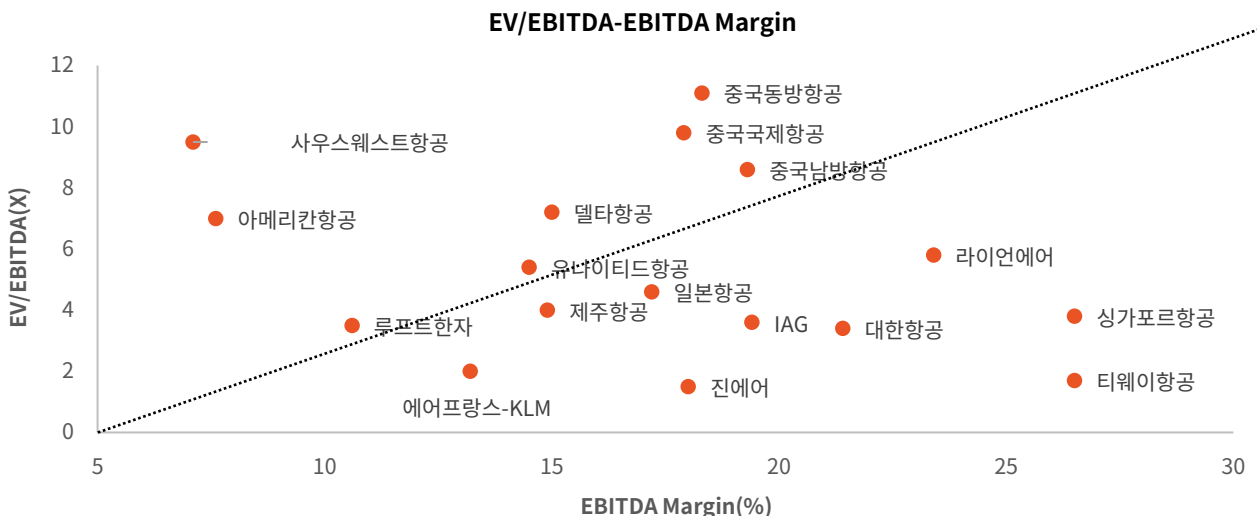
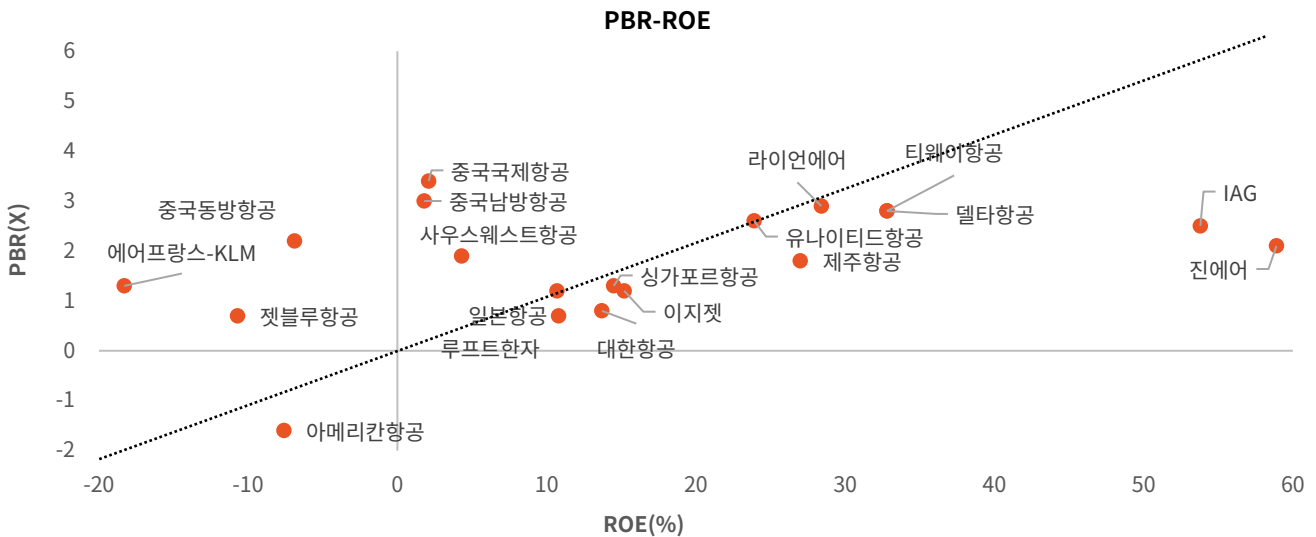
## ■ 항공산업의 구조적 변화 시작

- 대한항공-아시아나항공의 통합은 단순히 2개 항공사 결합 이상의 의미가 존재함
- 글로벌 메가캐리어로 발돋움하는 동시에 국가의 규모나 여객수요 대비 항공사가 많은 점 등을 고려할 때 국내 항공산업의 사업구조도 및 경쟁 구도의 본격적인 변화를 초래하는 이벤트임
- 글로벌 FSC 등장, LCC 통합이 되면서 불필요한 가격 경쟁이 축소됨과 동시에 수익성 개선과 규모의 경제 실현, 재무구조 개선으로 외부변수에 의한 실적 변동성 및 매크로 지표에 대한 취약성이 다소 약화될 수 있는 계기도 될 것
- 통합 진에어 등장과 티웨이, 에어프레미아의 성장 예상에 따라 LCC간의 규모 확대도 이어질 것으로 판단
- LCC의 주인이 바뀌는 과정에서 신규 참여자들이 진입할 경우 국내 항공운송시장의 외형 성장도 기대됨

## ■ 재무구조 및 수익성 개선 추세로 대형항공사의 밸류에이션 재평가 기대

- 글로벌 대형 항공사들의 PBR은 약 2배 내외, EV/EBITDA 6배 전후에 형성되어 있는 반면 대한항공의 경우 각각 0.8배, 3배 수준임. 글로벌 대형 캐리어 계열 진입, 재무구조 개선 등을 고려시 밸류에이션 재평가도 기대할 수 있음

글로벌 항공사 밸류에이션 지표('24년 예상 실적, '24.11.24일 기준)



Source: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

## III-2. 전략적 제언

제언 ①

항공운송산업 고유의 취약점 극복을 위한 성장전략 추구

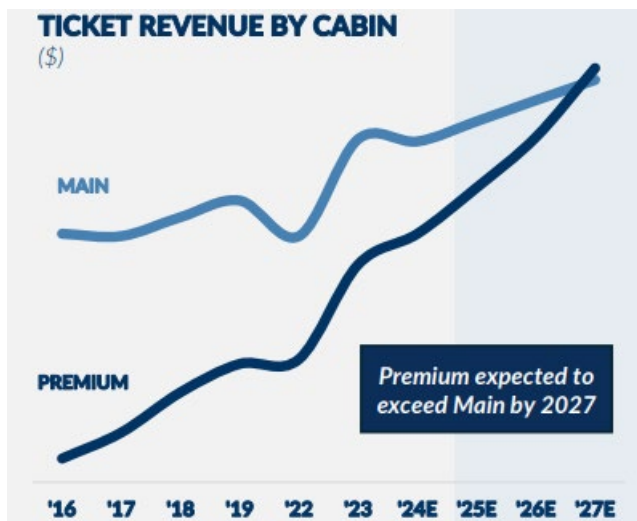
■ 항공산업 고유의 취약점 극복을 위한 항공사 개별의 노력 및 항공사간의 협력 필요

- 규모의 경제를 이루기 위해 항공사들간의 협력에서 통합/합병에이르기까지 전략적 선택이 필요
- 대형항공사와 LCC가 선택할 수 있는 확장 전략 선택이 필요할 것임 → FSC의 경우 노선 밀도와 네트워크 확대를 위한 Hub & Spoke 및 LCC를 통한 Point to Point 전략을 혼합하여 노선 및 서비스 다양화 필요(p.26~27 참조)

■ 서비스 차별화 및 고도화

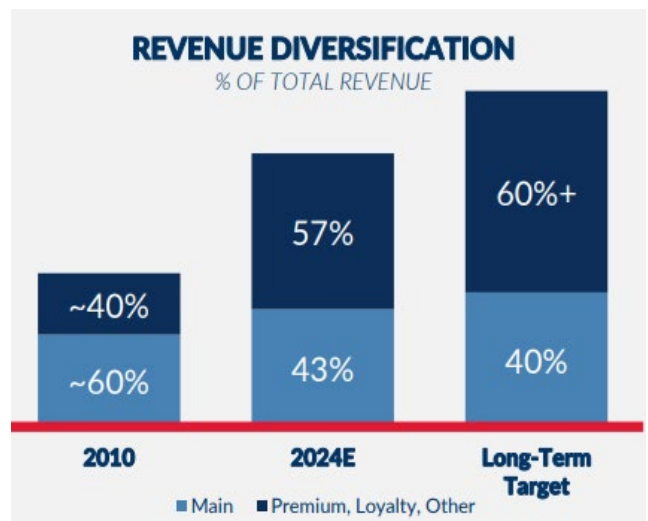
- 현재는 여객부문에서 서비스 차별화가 크지 않음. 좌석 Class 세분화를 통해 다양한 소비자 요구를 충족시킬 필요 있음 (Economy/(Premium Economy)/ Business(Prestige)/ First class로 3,or 4개 클래스로 구성)
- 이는 델타항공의 '24년11월 Investor Day를 통해 발표한 현재 항공업 트렌드 및 중장기 계획에서도 엿볼 수 있음
- 델타항공은 현재 프리미엄 여객 수요 증가가 지속될 것으로 예상됨에 따라 프리미엄 좌석을 확대, 좌석 클래스 세분화 및 고객서비스 고도화 실시할 계획임

프리미엄 좌석 매출 성장 가속화



Source: 델타항공, 삼일PwC경영연구원

중장기 여객 매출 비중 변화



델타항공의 중장기 좌석 Class 세분화 계획



Source: 델타항공, 삼일PwC경영연구원

## III-2. 전략적 제언

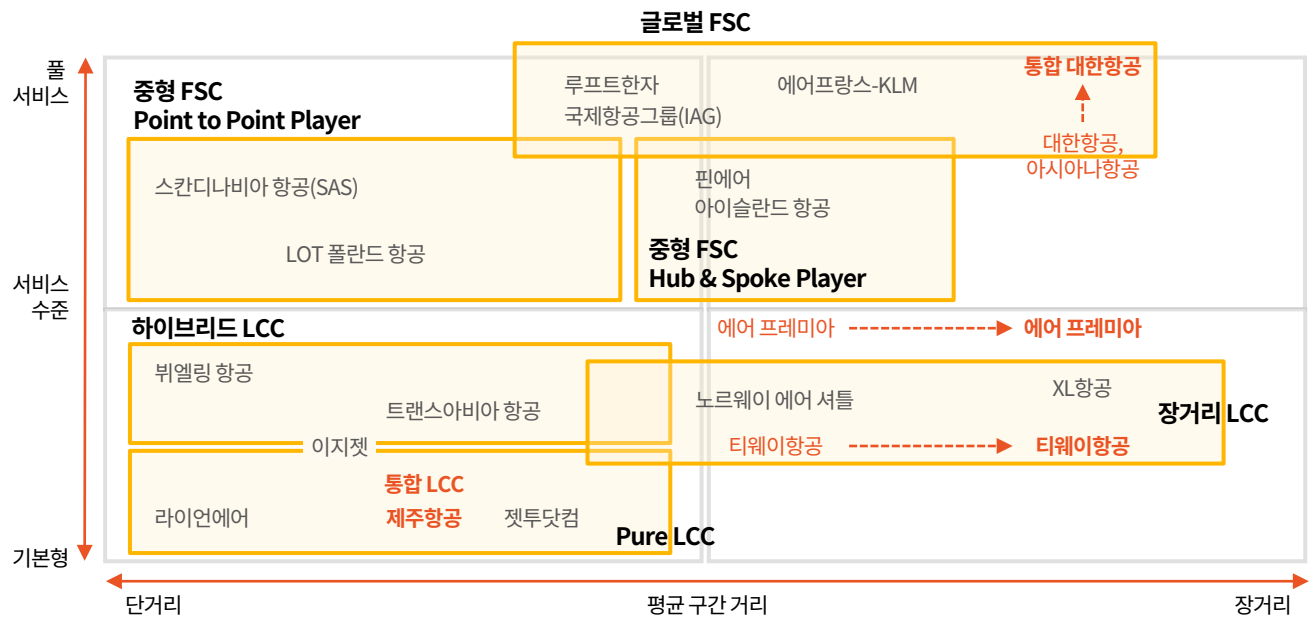
### ※ BCG의 유럽 항공사 분류와 성장전략으로 본 국내 항공사의 위치와 전략적 선택

#### ■ BCG의 분류방식에 따른 국내 항공사의 위치

- Boston Consulting Group(2016, Consolidation in European Airlines)은 경쟁이 심화된 유럽항공사들에 대해 규모와 운영 방식에 따라 항공사를 6가지로 분류하고 이에 따라 8가지의 분류별 성장 전략을 제시함
- LCC의 시장진입, 항공사간 경쟁 심화, M&A를 먼저 경험하였던 유럽 항공운송시장에 대한 전략을 살펴봄으로써 본격적인 통합이 예상되는 국내 항공사들의 성장전략에 응용해 보는 것은 의미가 있음
- 해당 보고서에서 LCC들의 적극적인 시장진입과 중동항공사들의 유럽진출 등으로 경쟁이 심화되었으며 이런 유럽 항공환경에서 복잡성과 난이도 등을 고려하여 항공사의 통합, 즉 외형확장을 강조함
- BCG의 분류로 보면 통합 대한항공은 중대형 FSC에서 글로벌 FSC로의 자리매김하게 되며, 금번 합병에 따라 외형확대 수혜를 입는 에어프레미아와 티웨이항공의 경우, 중단거리 LCC에서 장거리 서비스를 확대하며 중장거리 LCC로서 입지를 굳히는 계기가 됨. 이에 따라 가능한 선택지가 달라지게 될 것임

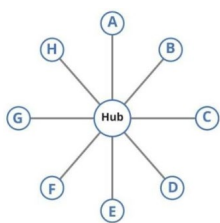
### 유럽 항공사들의 성격별 구분 및 통합 후 국내 항공사들의 포지션

\*BCG가 분류한 유럽항공사 항목에 국내 항공사 사업 모델 적용  
회색 항공사명은 유럽 항공사



Source: BCG Analysis, 삼일PwC경영연구원

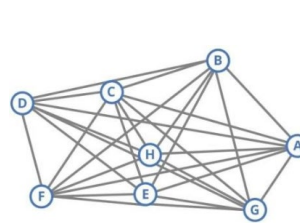
#### Hub & Spoke model



- 주요 허브(거점) 공항을 통해 여러 목적지(스포크)로 여객과 상품을 운송 및 배분하는 시스템
- 주로 FSC가 사용하는 전략
- 대량 수송에 따른 효율성이 있으나 허브공항에 트래픽 집중시 수송 지연 등 네트워크 집중의 문제점 발생

Source: 삼일PwC경영연구원

#### Point to Point Model



- 항공사가 출발지와 도착지 트래픽에만 집중하는 경로로 촘촘한 노선 보유가 필요
- 단거리에 최대한 많은 경로로 수송
- 주로 LCC들이 사용하는 전략
- 복잡한 노선 설계를 요하지 않음

## III-2. 전략적 제언

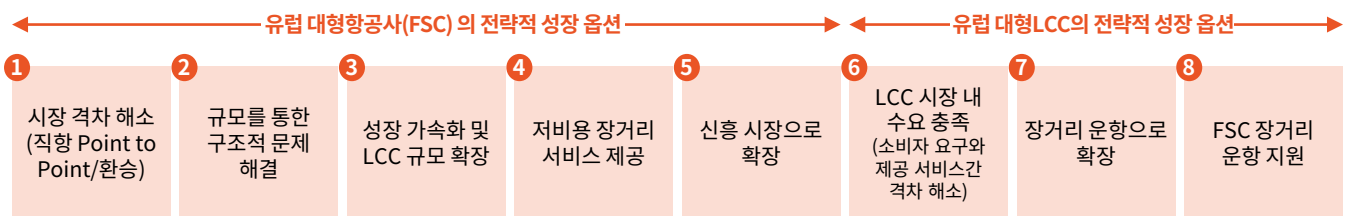
### ■ 국내 항공사의 성장을 위한 전략적 선택지

- FSC는 Hub & Spoke 전략과 동시에 LCC를 통한 Point to Point 전략을 직간접적으로 접목 가능
- 브랜드 유지를 2년간 거친 후 합병 수순을 밟는 통합 대한항공은 규모를 확대시켜 구조적 경쟁력과 수익성 개선이 예상되고, 산하의 통합 LCC를 통해서 글로벌 노선 확장 및 노선의 밀도를 제고시킬 수 있을 것임
- 인천공항을 허브공항으로 두고 허브공항간 연결성을 강화함과 동시에 자회사 LCC 활용 및 국내외 주요 LCC들과의 인터라인 협정, 얼라이언스내 항공사들과의 공동운항을 통해 노선을 촘촘하게 확장하는 전략 가능(①②③ 전략사용)
- LCC의 경우 얼라이언스에 편입되기에는 규모가 작은 편. 장거리 노선 진출에 이어 인터라인 협정 확대 및 파트너십을 통한 여객CAPA 확대 노력, 서비스 차별화에 중점을 두는 전략 선택 가능(⑥⑦ 전략)

### 항공사들의 통합 및 성장 전략 방식(복잡성의 정도에 따른 구분)

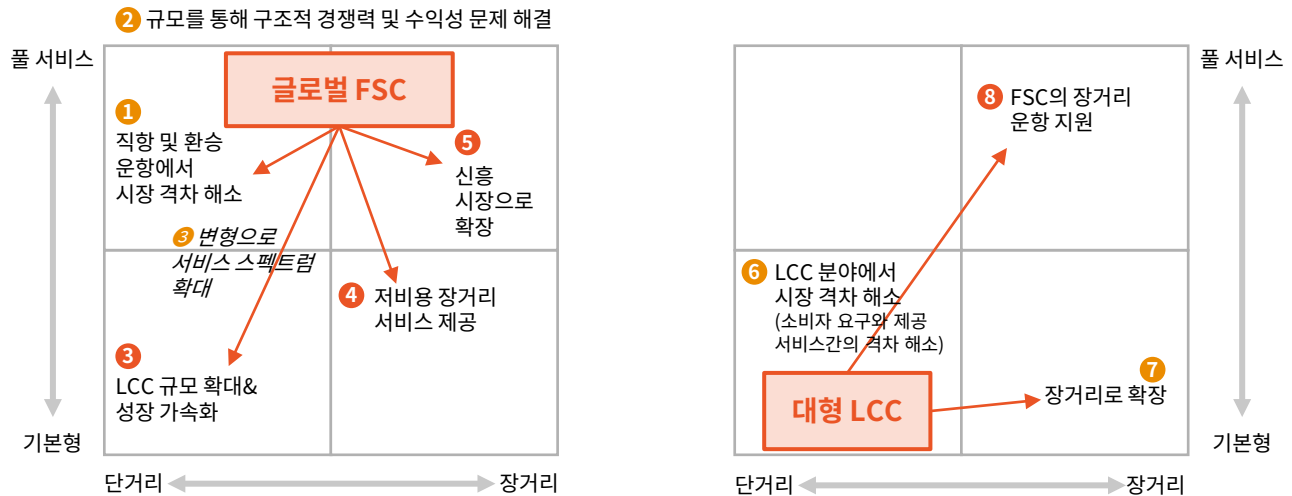


### 항공사 분류별 전략적 옵션



Source: BCG analysis, 삼일PwC 경영연구원

### 글로벌 FSC 및 대형 LCC를 위한 8가지 전략적 성장 옵션



Source: BCG analysis, 삼일PwC 경영연구원

## III-2. 전략적 제언

### 제언 ②

### 탄소 배출 규제강화 대비 필요

#### ■ 항공산업에서의 탄소 배출 규제 현황

- 항공운송이 글로벌 탄소배출에서 차지하는 비중은 2000년대 이후 약 2.0~2.5%수준, 코로나 시기에는 약 1.5%~1.8%로 낮아졌으나 엔데믹 이후 항공 수송량 증가로 비중이 상승할 전망
- CORSIA<sup>12)</sup> 하에서는 '27년부터 탄소 감축 의무이행 시기에 돌입함
- 항공업계에서는 운영효율성 및 항공기 개선, 탄소배출권 구매, SAF(지속가능항공유) 사용을 통해 이를 대비할 수 있음. 그러나 이중 SAF 사용이 가장 현실적인 대안으로 SAF에 주목
- SAF<sup>13)</sup> 의무 사용 규제 시행: EU가 가장 적극적으로 시행 중이며, EU는 '25년부터 전체 항공유의 2%를 의무혼합비율로 정하여 규제함. 우리나라 또한 '27년부터 모든 국내 출발 국제선 항공편 전체 항공유의 1%를 사용해야 함
- SAF 사용 비중 확대시 항공사 부담 확대됨에 따라 이에 대한 선제적 준비 필요
  - ① SAF 가격은 항공유보다 약 2~3배 높고,
  - ② SAF 생산시설의 30% 이상이 미국에 분포되어 있어 미 차기정부의 친환경 후퇴 정책으로 인해 SAF 공급 축소시 항공사 부담 확대될 수 있으며,
  - ③ 중장기적으로 혼합비율이 높아질 경우 기체 부품 및 연료 탱크 등 CAPEX의 부담이 될 수 있기 때문

#### ■ SAF 수요 급증 전망

- 글로벌 수요: '22년 24만톤 → '30년 1,835만톤으로 약 76배 성장(IATA)
- 글로벌 시장 규모: '23년 11억달러(약 1.5조원) → '30년 168억달러(약 22조원)로 성장(Market and Markets)

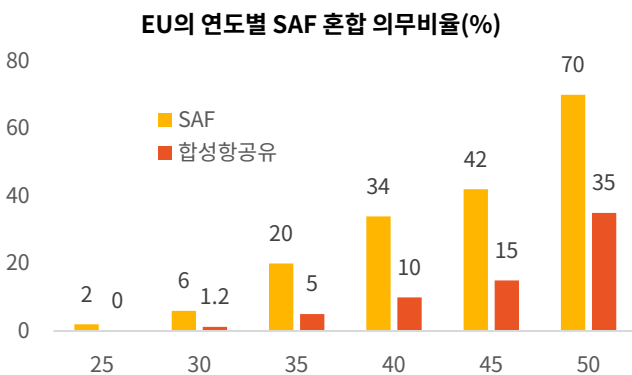
#### Note:

#### <sup>12)</sup> CORSIA(Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation, 국제항공 탄소감축·상쇄제도)

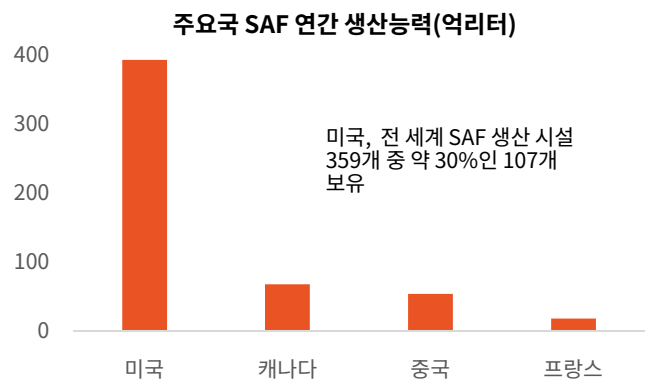
- 정의: 국제 항공업계 온실가스 배출량을 2019년 수준으로 동결하고 초과량은 배출권을 구매해 상쇄 하는 제도, ICAO(International Civil Aviation, 국제 민간항공기구)가 2016년부터 이 제도를 이행하기로 결의
- 이행단계: 총 3단계로 구성. 1단계('21~'23년) 시범운영, 2단계('24~'26년) 자발적 참여, 3단계('27~'35년) 의무 참여
- 참여 현황: 글로벌 116개국 이 참여, 국내 참여 항공사는 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어, 이스타항공, 티웨이항공, 에어부산, 에어프레미아, 에어로케이 등 9개사가 참여함.

<sup>13)</sup> SAF(sustainable Aviation Fuel, 지속가능항공유): 폐식용유, 폐플라스틱, 산업 폐기물 등을 이용해 생산한 친환경 대체 연료로 탄소배출량을 기존항공유 대비 80%까지 감소시킬 수 있음. CORSIA 인정 연료: 지속가능항공유(SAF)와 저탄소항공연료(LCAF)임

### EU의 SAF 혼합 의무비율 상승 → 항공사 부담 가중



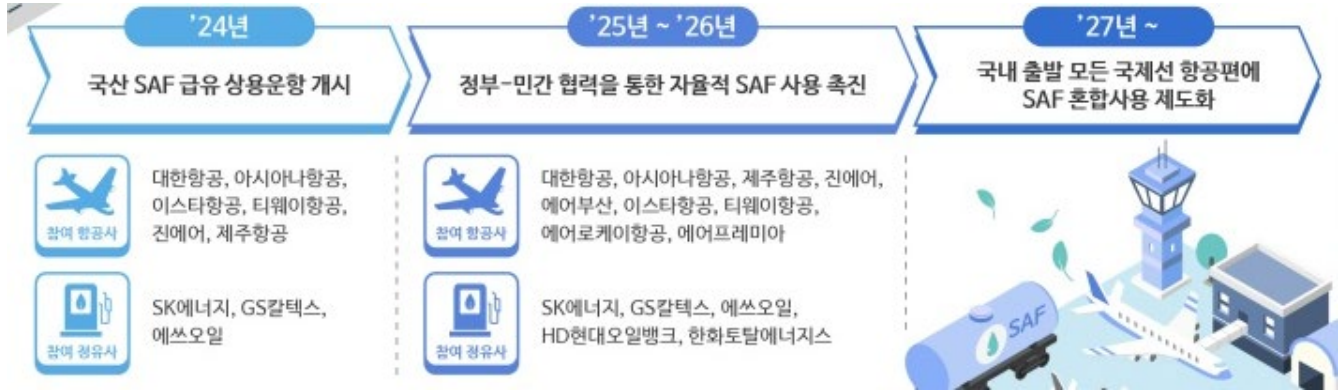
### SAF 생산능력- 미국의 공급 영향력 大



Source: EU, ICAO, 언론자료, 삼일PwC경영연구원

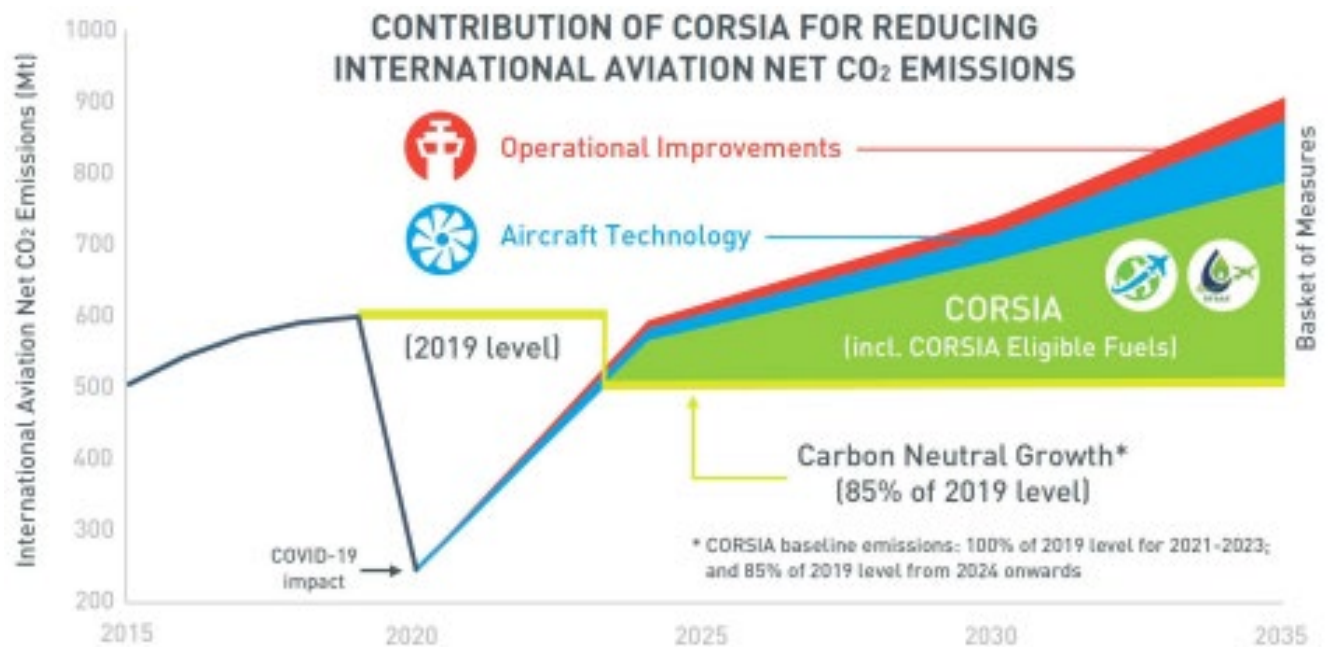
## III-2. 전략적 제언

### 국산 SAF 급유 상용운항 참여 항공사 및 정유사



Source: 지속가능항공유(SAF)확산 로드맵, 국토교통부

### CORSIA의 국제항공 CO2 순배출량 감축 기여도



Source: ICAO, 삼일PwC경영연구원

## III-2. 전략적 제언

### 제언 ③

#### 디지털 전환 및 운영 환경 고도화

##### ■ 항공산업 디지털 전환을 위한 투자 확대

- 고객 편의 확대, 데이터 기반의 수요 분석을 통해 운영 프로세스 효율화, 고객에 대한 디지털 경험 확대 추구
- 활용한 스마트 물류 시스템을 통한 효율성 및 수익성 제고 필요→ 항공물류에서도 디지털화가 진전되고 있는 만큼 인공지능, 빅데이터 등 IT 기술을 활용하여 항공물류 프로세스와 운영의 최적화 및 효율성, 신뢰성, 지속 가능성, 안전 및 보안 수준 등을 제고할 필요 있음
- 항공운송산업의 고도화로 디지털 전환 투자 확대

### 제언 ④

#### 항공산업 발전을 위한 정부지원 강화

##### ■ 항공산업 구조조정 및 성장을 위한 정부 지원

- 대한항공-아시아나항공의 합병을 계기로 국내 항공산업 구조 개편과 노선 분배 효율화 등 규모의 경제 달성 및 항공 산업 도약을 위한 지원 필요

##### ■ SAF 사용확대를 위해 업계 실정을 감안한 현실적인 정부지원책 확대

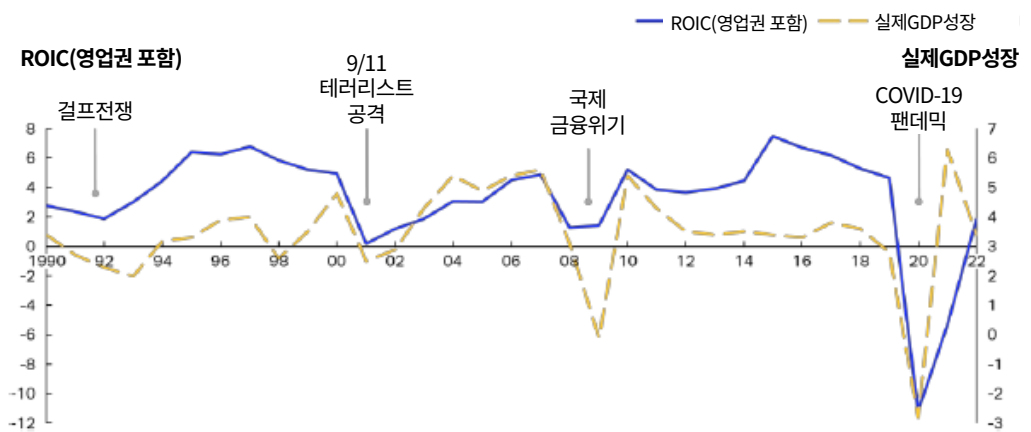
- 생산·구매 비용 부담 완화 등 수요와 공급 강화 방안
- 정유사, 생산설비 투자 보조금이나 세액 공제 등 지원 확대(정유 4사, '30년까지 SAF 전용시설에 6조원 투자 계획)
- 항공사, SAF 사용 확대를 위한 인센티브 제공

# IV-1. 항공운송산업의 특징

## ■ 항공운송산업의 특징

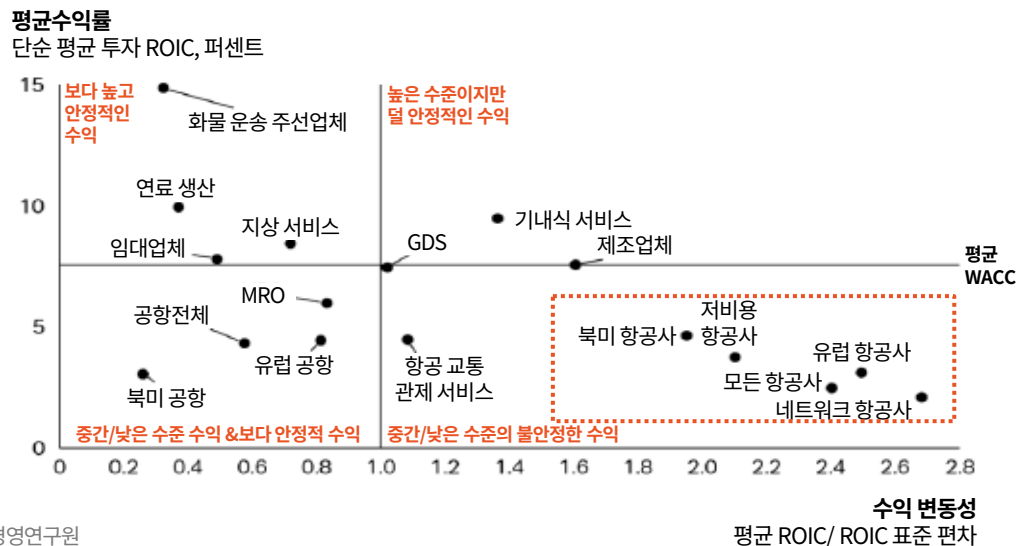
- ① **대규모자본 소요:** 항공기 도입 및 첨단 IT결합된 산업으로 대규모 자본 요구됨
- ② **규제 산업:** 신규 진입, 노선 배분, 국제 항공정책 영향 등 국내외 규제를 직·간접적으로 받음
- ③ **경기·매크로·외생 변수에 대한 높은 민감도:** 거시경제변수에 민감하며 변동성이 큼
  - 수익: 여객(여가 수요 및 상업수요), 화물(해운과 달리 고부가가치, 세밀하고 민감하며, 유통기한이 짧고, 트렌드에 민감한 제품 중심-반도체, IT소비재, 식품, 패션, 화장품 등)
  - 비용: 환율, 유가, 금리에 민감. 유류비용이 전체의 30% 상회하며 비용과 수익 대부분 달러 결제임. 또한 기제도입시 금융/운용리스 혹은 항공기 금융을 사용함
  - 전쟁, 자연재해, 전염병 등의 외부 이벤트에도 수요가 민감하게 반응
- ④ **규모의 경제와 더불어 밀도의 경제 필수적**
  - 연료비와 착륙료, 인건비와 정비비, 감가상각비나 리스료 등 고정비 비중이 높은 반면, 기내식, 지상조업 등과 같은 변동비 비중이 낮아 규모의 경제 필수적 (p. 13 참고)
  - 더불어 비행기 이륙 이후에 좌석이 사라지는 즉, 재고 소멸로 수익도 사라지므로 Load Factor(탑승률/탑재율)가 높을수록 수익성이 개선됨에 따라 밀도의 경제가 요구되는 산업

**실질 GDP성장률과 ROIC 추이(1990~2022)**  
 - 경기와 글로벌 이벤트 영향을 크게 받음



Source: IATA, McKinsey, 삼일PwC경영연구원

**항공운송업 밸류체인 내 플레이어의 ROIC 평균과 변동성의 관계**  
 - 항공사 변동성 높음



Source: IATA, McKinsey, 삼일PwC경영연구원



# IV-1. 항공운송산업의 특징

■ 항공운송산업 밸류체인내의 경쟁 구조

- ① 예약/발권, 공항·정비·기내 서비스 및 마일리지 등 통합서비스를 제공하여 타산업에 미치는 전후방 연관효과가 큰 핵심 기간산업
- ② 밸류체인상의 주요 참여자가 과점화되어 있어 공급자의 협상력이 높지 않음
  - 공항 지역내 한 개 존재, 항공기 및 엔진 제작업체도 대형 제작사 2개 위주로 형성
- ③ 항공사의 공급 조절 제한적
  - 공급자 과점의 영향으로 신규 기재 도입시 항공기 제작업체 제작 차질이 발생할 경우 신규 공급에 영향을 크게 미침
  - 수요의 변동에도 탄력적으로 공급조절이 어려움(예: 코로나 팬데믹 당시 여객수요 급감으로 수익성 급감)
- ④ 구매자의 가격민감도 높음
  - 규모의 경쟁력 키워 항공사 협상력 강화가 요구됨

## 항공산업 Value Chain



Source: IATA, McKinsey, 삼일PwC경영연구원

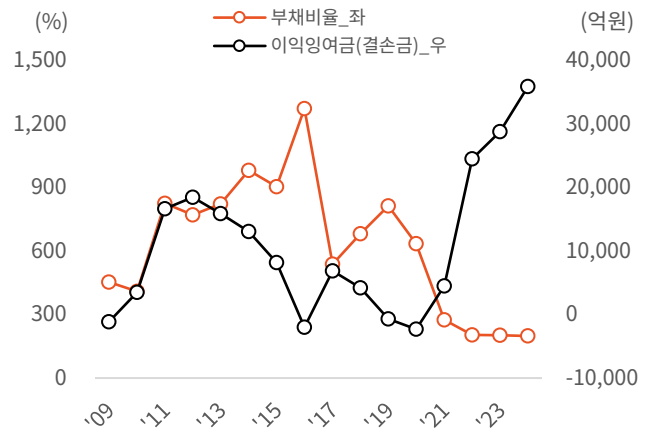
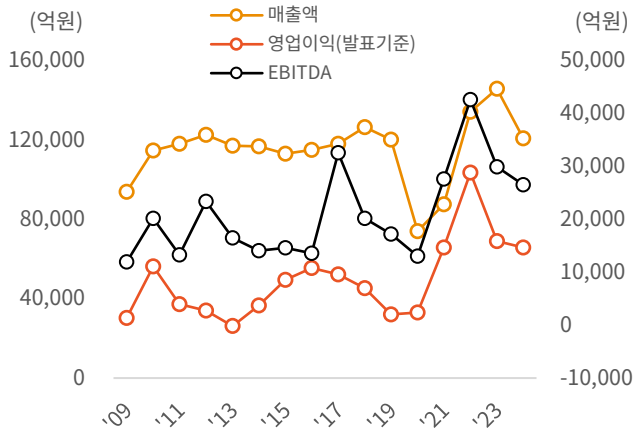
## Michael Porter의 경쟁 프레임워크



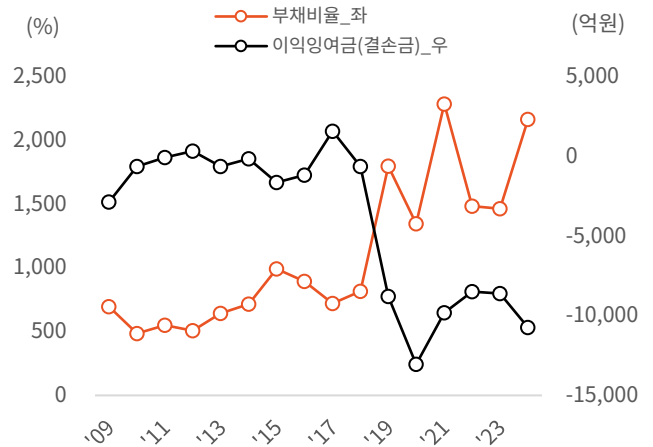
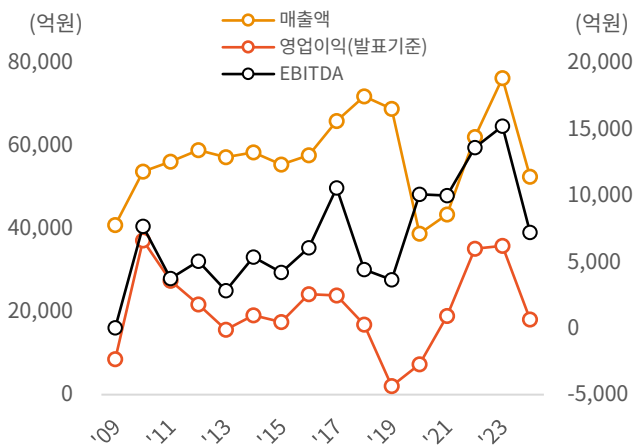
Source: IATA, McKinsey, 삼일PwC경영연구원

## IV-2.상장 항공사 재무 실적 추이(별도 기준)

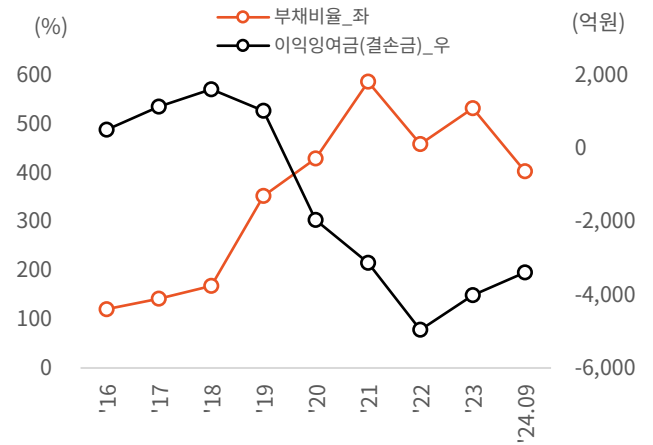
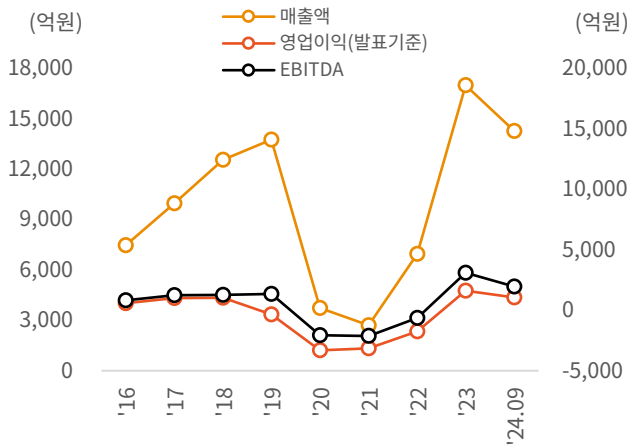
### 대한항공



### 아시아나항공

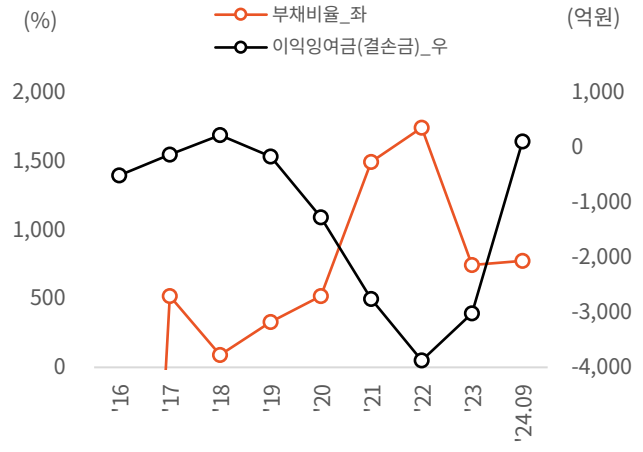
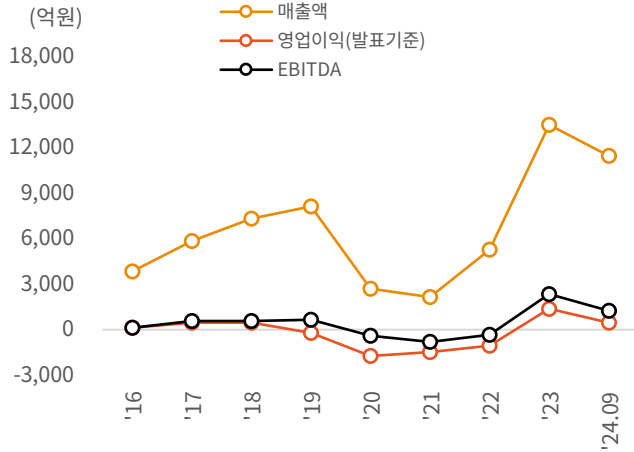


### 제주항공

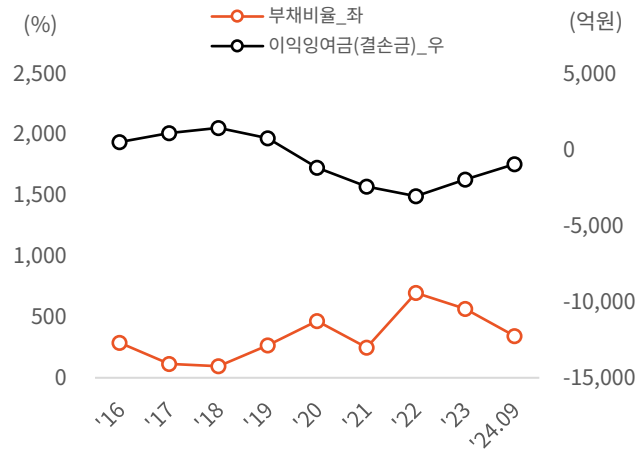
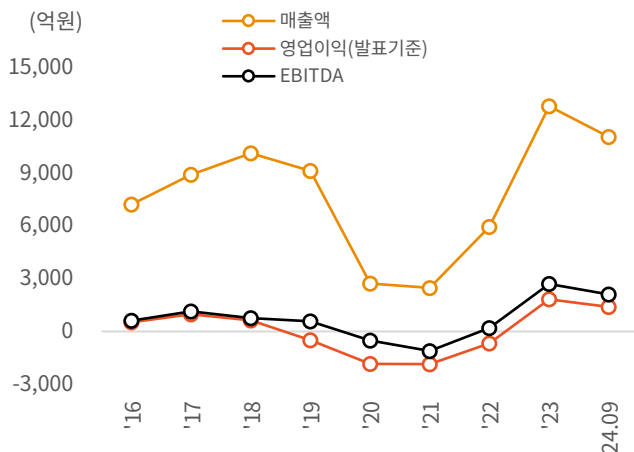


# IV-2.상장 항공사 재무 실적 추이(별도 기준)

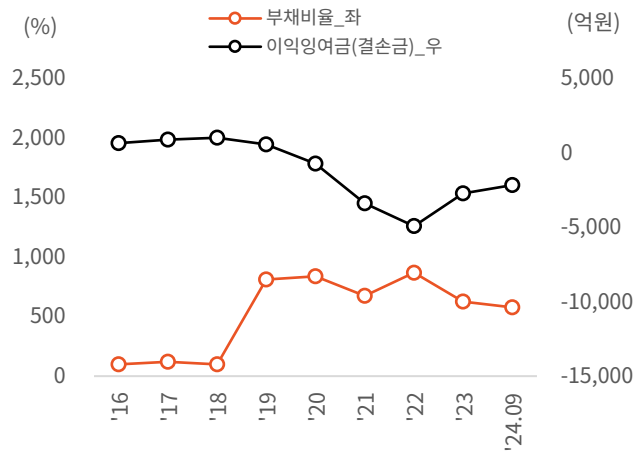
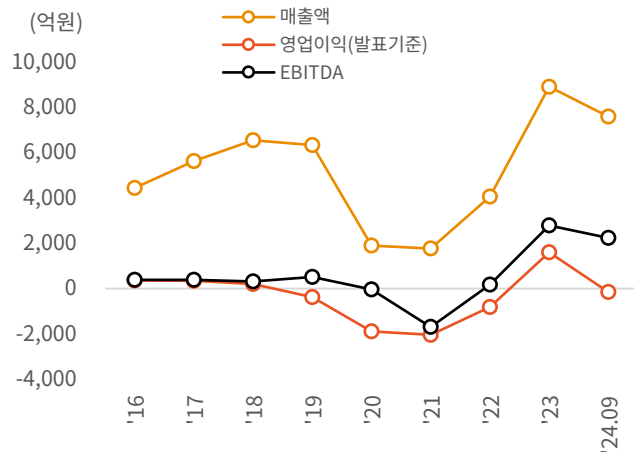
## 티웨이항공



## 진에어



## 에어부산



## Author Contacts

**이 희 정** 수석연구위원

삼일PwC 경영연구원

heuijung.lee@pwc.com

**권 기 태** 선임연구원

삼일PwC 경영연구원

kitae.kweon@pwc.com

## 삼일PwC 경영연구원

**최 재 영** 경영연구원장

jaeyoung.j.choi@pwc.com

## Business Contacts

### Assurance

**정낙열 Partner**  
nakyul.jeong@pwc.com

**백봉준 Partner**  
bong-jun.baeg@pwc.com

**원치형 Partner**  
chihyung.won@pwc.com

**최기혁 Partner**  
gi-hyuk.choi@pwc.com

**허재진 Partner**  
jae-jin.hur@pwc.com

### Tax

**허윤제 Partner**  
yun-je.heo@pwc.com

### Deal

**최창대 Partner**  
chang-dae.choi@pwc.com

**박치홍 Partner**  
chihong.park@pwc.com

[www.samil.com](http://www.samil.com)

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조언을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2411W-RP-069

© 2024 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.