

## COMPANY ANALYSIS

BUY

## Stock Price

목표주가	32,800원
현재주가	23,800원
상승여력	37.8%

## Stock Information

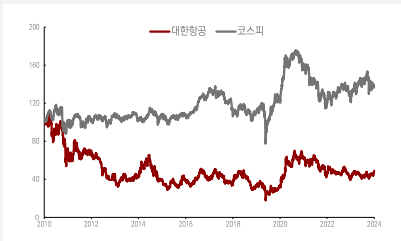
시가총액	87,637억원
발행주식수	36,822만주
유동주식비율	65.5%
52주 최고가	24,500원
52주 최저가	19,400원
외국인 지분율	17.3%
KOSPI	2531.8
KOSDAQ	728.8

## Valuation Wide

Multiple	2023	2024F	2025F
P/E	8.3	5.4	4.3
MKT P/E	8.3	6.5	6.0

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	11.1	13.1	13.9
상대주가(원)	11.3	17.4	11.5

## Price Trend



## KUVIC Research Team 1

메일 kuvic\_korea@naver.com

팀장	41기 Senior 지성준
팀원	41기 Senior 이동진
	40기 Senior 이송우
	42기 Junior 유승민
	42기 Junior 이유빈
	42기 Junior 정주이

## Who We Are



## 대한항공 (003490)

## 국가권력급 인수합병

## Key Point

인수합병 시나리오의 끝이 보이기 시작했다. EU 집행위원회와 미국 경쟁당국의 승인만이 남은 시점에서 합병 시 동사의 Key Point는 두 가지로 볼 수 있다. 1) 합병 시 중복노선에서의 운임 상승 효과와 2) 합병 이전부터 길러온 동사의 탄탄한 이익체력이다. 주요 장거리 노선인 미주와 구주 중복노선에서의 P 상승이 기대되며 대형기단을 운영하는 FSC에게 있어 P 상승으로 인한 매출 상승은 고정비의 레버리지 효과를 통해 영업이익에 기여할 수 있다. 더불어 동사의 매출성장과 견조한 영업이익률이 합병을 뒷받침하였는데, 별도 기준으로 여객과 화물의 성장, 순차입금의 감소 등 합병 이슈를 놓고 보더라도 매력적인 구간에 진입했다.

업사이드 요인들도 다수 존재한다. 미·중 무역갈등으로 인한 미·중 직항편 감소를 인천공항이 환승 허브로 수요를 가져오고 있으며 중국 무비자 입국, 유가 안정화 추세 등 호재의 요인만 가득한 항공업종에서 규모의 경제와 차별화된 이익 전략을 가지고 있는 동사는 대한민국 1위를 넘어 글로벌 TOP 항공사로 거듭날 준비를 마쳤다.

## 2025E 매출액 25조 4,217억, 영업이익 3조 4,593억 전망

동사의 2024E 매출액은 17조 9,423억 원(YoY +11.4%), 영업이익 2조 4,126억 원(YoY +34.8%)로 전망한다. 탄탄한 이익체력과 견조한 항공 수요로 합병 전 토대 다지기에 들어가는 동사의 매출은 다시 한번 성장할 것이다. 2025E 매출액은 25조 4,217억 원(YoY +41.7%), 영업이익 3조 4,593억 원(YoY +43.4%)를 전망한다. 아시아나항공의 매출이 연결실적으로 반영될 것이며, 합병을 통한 P 상승 효과는 레버리지 효과를 통해 영업이익에 기여할 것이다.

## 투자 의견 'Buy', 목표주가 '32,800원'

2025E 상승여력 38.1%와 함께 투자 의견 'Buy', 목표주가 '32,800원' 제시한다. 목표주가 산출을 위해 EV/EBITDA와 Peer PER Valuation을 진행하였으며 아시아나와의 합병을 반영하여 매출과 비용을 추정 후 목표 EV/EBITDA 3배와 Target Multiple 6배를 각각 곱해주었다. 현 시점 주가는 EV/EBITDA와 PER 밴드의 하단부에 위치하고 있으며 이는 현저한 저평가 상태이다.

## Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	14,096	16,112	17,942	25,422	26,453
YoY (%)	56	14.3	11.4	42	4.1
영업이익 (십억원)	2,831	1,790	2,413	3,459	3,835
YoY (%)	100	-37	34.8	43.4	10.9
영업이익률 (%)	20.1	11.1	13.4	13.6	14.5
당기순이익 (십억원)	1,728	1,061	1,623	2,015	2,292
EPS (원)	4,787	2,866	4,412	5,473	6,223
P/E (배)	4.8	8.3	5.4	4.3	3.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024(E)	2025(E)		2026(E)			
				합병 전	아시아나	합병 후	합병 전	아시아나	합병 후
매출액	14,096	16,112	17,942	18,710	6,712	25,422	19,289	7,045	26,334
YoY(%)	56%	14%	11%	4%		42%	3%		4%
국내 여객	464	479	480	480	583	1,064	485	612	1,097
국제 여객	3,890	8,535	9,339	9,768	5,373	15,141	10,349	5,640	15,989
화물	7,724	4,030	4,399	4,645	-	4,645	4,526	-	4,645
기타	1,335	1,532	1,992	2,048	755	2,804	2,106	793	2,899
연결	683	1,537	1,732	1,786	-	1,768	1,823	-	1,823
매출원가	10,245	12,850	14,137	14,536	5,797	20,060	14,864	6,084	20,660
% of Sales	73%	80%	79%	78%	86%	79%	77%	86%	78%
매출총이익	3,851	3,261	3,805	4,174	915	5,361	4,425	961	5,674
판매비와 관리비	1,020	1,471	1,392	1,433	469	1,902	1,465	493	1,958
% of Sales	7%	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%
영업이익	2,831	1,790	2,413	2,741	-469	3,459	2,960	468	3,716
OPM(%)	20%	11%	13%	15%	-7%	14%	15%	7%	14%
금융수익	383	438	438	438	52	491	438	52	491
금융비용	433	591	591	591	427	1,017	591	427	1,017
기타손익	-219	-62	-62	-62	-121	-201	-62	-121	-210
법인세비용차감전순이익	2,562	1,576	2,198	2,527	-32	2,731	2,745	-10	3,107
법인세비용	833	447	575	662	0	716	720	0	815
당기순이익	1,730	1,129	1,623	1,865	-32	2,015	2,026	-10	2,292
NPM(%)	12%	7%	9%	10%		8%	11%		9%

## CONTENTS

<b>I. Executive Summary</b>	<b>4</b>
<b>II. 산업분석</b>	<b>6</b>
더 나빠질 요인은 없다	6
고래 싸움에 새우깡 먹는다	7
바쁘다 바빠 화물사회	8
<b>III. 기업분석</b>	<b>10</b>
합병은 문제이지만 최강	10
팬데믹 대응전략: 화물운송으로 시장독식	11
지배구조의 과거부터 미래까지	12
주가 추이 분석	13
<b>IV. 투자 Point</b>	<b>15</b>
합병은 진짜 굿	15
혼자서도 잘해요	16
<b>V. 투자 Risk</b>	<b>19</b>
인수합병 비용에 대한 과한 우려	19
<b>VI. Valuation</b>	<b>20</b>
매출 추정 논리	20
비용 추정 논리	21
Valuation Method	21

# I. Executive Summary

## 나 혼자만 레벨업

2020년 11월부터 시작된 대한항공 - 아시아나 인수합병은 끝을 향해 달려가고 있다. EU 집행위원회 조건의 아시아나 화물사업 매각이 마무리되면 미국 경쟁당국의 허가도 수월하게 마무리될 예정이며 사측에서도 12월부터 아시아나의 매출이 연결로 들어갈 것이라 언급한 바 있다. 결론부터 말하자면, 대한항공은 아시아나항공과 합병으로 인해 높은 하늘을 향해 비상할 일만 남았다.

고환율 시대의 뉴노멀 환경에서 대한항공은 코로나 팬데믹과 같은 위기 상황에서도 견고한 이익체력을 바탕으로 회복해 나가고 있으며, 이 합병이 완료되면 항공 업계의 최종 승자로 자리매김할 가능성이 크다. 2020년, 전 세계를 강타한 코로나 팬데믹으로 항공업계는 큰 충격을 받았지만, 대한항공은 화물사업에 집중하여 위기를 극복했다. 여객 수요가 급감했지만 화물 운임의 급등과 고부가가치 화물 운송 수요가 증가함에 따라 화물 부문 매출이 크게 성장했다. 특히, 대한항공은 기존에도 대규모 화물기 보유와 글로벌 운송망, 특수화물 운송 역량에서 우위를 가지고 있었기 때문에 팬데믹 기간 동안 이를 적극 활용하여 경쟁력을 더욱 강화할 수 있었다. 이러한 배경에서 대한항공의 이익체력은 확고해졌고, 그 덕분에 아시아나항공 인수라는 대규모 합병을 추진할 수 있었다.

합병이 완료되면 양사의 매출이 연결되면서 대한항공은 글로벌 메가캐리어로 도약하게 된다. 합병은 시장 내 경쟁 강도를 완화하고, 시너지 효과를 통해 여객 운임의 상승 가능성을 높인다. 여객 운임의 상승은 대한항공의 영업이익 증가에 중요한 역할을 해왔으며, 특히 주요 장거리 노선에서 두드러질 것으로 예상된다. 대한항공과 아시아나의 합병으로 인해 미주 및 유럽과 같은 주요 장거리 노선에서 평균 4.3%의 운임 상승이 2025년부터 2026년까지 예상된다. 이 운임 상승으로 인해 대한항공의 국제 여객 매출은 2025년 약 4,128억 원, 2026년 약 4,256억 원가량 증가할 것으로 보인다.

또한, 대한항공과 아시아나항공의 합병은 국내의 시장 점유율 측면에서 압도적인 우위를 점할 수 있는 계기가 될 것이다. 올해 상반기 기준 두 항공사의 시장 점유율은 탑승객 수 기준 69.3%에 달하며, 공급석과 운항편수 기준으로도 70.4%, 66.6%를 기록하고 있다. 이는 항공시장 내 지배력을 강화하는 동시에 서비스 경쟁력 향상을 통한 프리미엄 수요 확보에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

추가적으로 중국에서도 긍정적인 소식이 들려오고 있다. 최근 중국 정부의 한국인 무비자 입국 정책 시행으로 중국 노선 수요 회복이 가속화될 전망이다. 2019년 대비 약 80% 회복된 중국 노선 수요는 주요 대도시 운수권을 다수 보유한 대한항공과 아시아나항공에 큰 수혜가 될 것으로 보인다. 또한, 미-중 갈등 지속으로 한국을 경유하는 환승 수요가 증가할 가능성이 높아, 대한항공이 반사이익을 얻을 것으로 예상된다.

화물 부문에서는 글로벌 항공 화물시장이 2024년 8월 기준 YoY +11.4% 성장을 기록하며 9개월 연속 두 자릿수 증가세를 보이고 있으며, 2027년까지 연평균 5.3% 성장할 전망이다. E-commerce 화물 비중도 2019년 4.2%에서 2024년 15%로 증가했으며, 동사의 화물운송 매출에서 C-commerce의 비중이 높은 만큼 지속적인 성장세를 기대할 수 있다. 특히 Aliexpress와 Temu의 해외 매출은 각각 YoY +32%, +87% 증가하며 글로벌 확장을 이어가고 있어 미국의 대중 규제가 C-commerce 수요에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

### Appendix 1. 대한항공 - 아시아나 인수합병 타임라인

시기	주체	주요 내용
<b>2020년 11월</b>	<b>대한항공</b>	<b>아시아나항공 인수 결정</b>
2020년 12월	산업은행 → 한진칼	3자배정 유상증자(5천억원), 교환사채 발행(3천억원)
2020년 12월	아시아나항공	무상감자 결정
2020년 12월	대한항공 → 아시아나항공	영구전환사채 발행(3천억원), 인수 계약금(3천억원) 지급
2021년 1월	대한항공 → 필수신고국가	기업결합신고 진행
2021년 2월	터키 경쟁당국	기업결합심사 승인
2021년 3월	대한항공	주주배정 유상증자(2.5조원 계획 → 3.3조원 조달)
2021년 3월	대한항공 → 미국 법무부	기업결합심사 신고서 제출
2021년 3월	대한항공 → 아시아나항공	인수 중도금(4천억원) 지급
2021년 3월	대한항공 → 산업은행	아시아나항공 인수 통합계획안(PMI) 제출
2021년 6월	대한항공	아시아나항공 인수 통합계획안(PMI) 확정
2021년 8월	대한항공 → 일본 공정위	기업결합심사 신고서 제출
2021년 11월	영국 경쟁시장청	기업결합심사 결정 유예
2022년 2월	싱가포르 소비자위원회	기업결합심사 승인
<b>2022년 2월</b>	<b>한국 공정거래위원회</b>	<b>기업결합심사 조건부 승인</b>
2022년 9월	호주 소비자위원회	기업결합심사 승인
2022년 11월	미국 법무부	기업결합심사 기간 연장
2022년 12월	중국 국가시장 감독관리총국	기업결합심사 승인
2023년 1월	대한항공 → EU 집행위원회	기업결합심사 신고서 제출
2023년 2월	EU 집행위원회	기업결합심사 기간 연장
2023년 3월	영국 경쟁시장청	기업결합심사 승인
2023년 5월	EU 집행위원회	경쟁제한 우려된다는 심사보고서 발송
2023년 9월	대한항공 → EU 집행위원회	합병 시정조치안 초안 제출 한국-유럽 4개 여객 노선 운수권을 티웨이항공에 이관 아시아나항공 화물 사업부를 분리 매각하는 방안이 포함
2023년 10월	대한항공 → EU 집행위원회	합병 시정서 제출
2024년 1월	일본 공정취인위원회	기업결합심사 승인 서울 4개 노선, 부산 3개 노선 슬롯 양보 등 시정조치
<b>2024년 2월</b>	<b>EU 집행위원회</b>	<b>기업결합심사 조건부 승인</b> <b>1) 아시아나항공 화물사업 매각</b> <b>2) 티웨이항공 유럽 여객 4개 노선 진입 지원</b>
2024년 4월	대한항공 → 티웨이항공	유럽 노선 이관 관련 계약 체결
2024년 6월	대한항공/아시아나 → 에어인천	아시아나항공 화물사업 매각 우선협상대상자 선정
2024년 8~10월	티웨이항공	유럽 4개노선 취항
2024년 4분기 예상	EU 집행위원회	기업결합심사 최종승인
2024년 4분기 예상	미국 경쟁당국	기업결합심사 결과 발표
TBD	대한항공 → 아시아나항공	3자배정 유상증자 참여(1조 5천억원)
	대한항공/아시아나항공	진에어, 에어부산, 에어서울 통합
	정부/대한항공/아시아나항공	MRO 통합법인 출범

## II. 산업분석

### 더 나빠질 요인은 없다

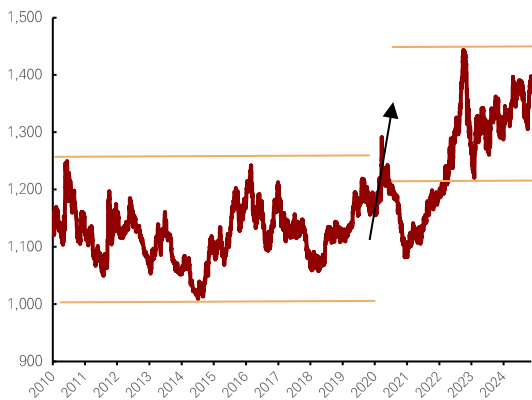
FSC(Full Service Carrier):  
기내식, 음료, 수하물,  
엔터테인먼트와 같은 다양한  
서비스를 제공하는 항공사

항공업종을 볼 때 가장 중요한 매크로 지표는 **환율, 금리, 유가**이다. 세 지표를 통해 항공업종에 대한 구조적인 이해와 방향성을 살펴볼 수 있다. 결론부터 말하자면 더 나빠질 요인은 없다. 환율 1,400원대를 바라보는 ‘뉴노멀’의 상황에서도 이익체력을 보유하는 FSC, 금리 인하 사이클, 안정화 추세로 접어든 유가의 삼박자는 항공업종의 최종 승자가 누가 될 것인지를 이미 말해주고 있다.

고환율은 부담스러워

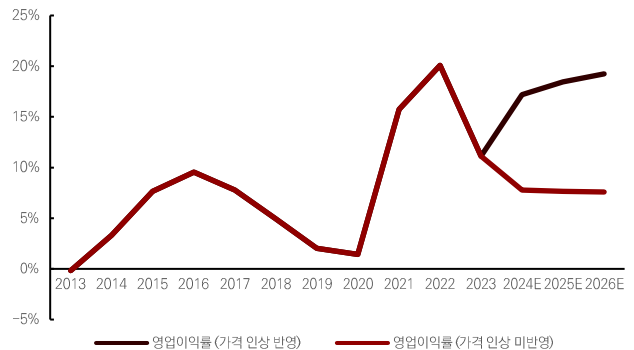
국내 항공업종에서 환율은 1) 통화별 수입/지출 균형화와 2) 차입 부채와 외화평가손익의 두 가지 측면에 영향을 미친다. 통화별 수입/지출 균형화의 경우, 항공사는 **유류비, 항공기 리스비, 정비비 등 고정비 대부분을 달러로 지급**하는데 해당 계정들은 비용에서 큰 비중을 차지하고 있기에 달러 수입보다 달러 지출이 큰 상황이 발생한다. 대한항공의 경우 연간 예상 달러 부족량이 14억 달러 수준으로 **환율이 10원 상승하면 140억 원의 Cash 손실**이 발생한다. 환율이 오르면 달러로 차입한 부채가 늘어나는 효과 또한 발생한다. 대한항공의 외화 부채는 45억 달러 수준으로 환율이 10원 상승하면 450억 원의 외화평가손익이 발생하며 아시아나항공은 환율이 10% 상승 시 세전순이익 감소분이 3,800억 원이 발생한다.

자료 1. USD/KRW 환율 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 2. 대한항공 영업이익률



자료: 대한항공 공시자료, KUVIC 리서치 1팀

2010년대 1,000원~1,250원의 환율에서 코로나를 겪으며 1,200~1,450원의 고환율 시기로 진입한 항공 업계이지만 FSC, 특히 국내의 대한항공의 경우 영업이익을 건조하게 유지하고 있으며 오히려 코로나 이전의 시기보다 높은 영업이익률을 보여주고 있다.

금리는 이제 하락 사이클의 시작

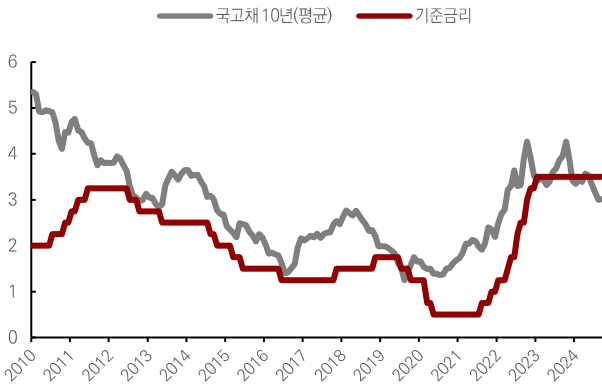
금리는 기준금리, 시장금리의 측면에서 항공업종에 영향을 준다. 기준금리의 추이는 실물경기를 이해할 수 있는 지표로 금리의 인하 사이클은 실물경기가 좋지 않다는 시그널로 인식되고 있다. 시장금리는 항공기 리스 등 차입을 해야 하는 항공업종 입장에서 민감하게 반응할 수 있는 지표이다. 시장금리 및 기준금리는 코로나 이후 인상 사이클 구간에 위치하였는데 올해 10월 한은의 기준금리 25bp 인하를 시작으로 **인하 사이클에 돌입**했다.

수요 둔화 우려는 시기상조

시장금리의 하락은 이자비용의 하락으로 이어지기에 항공업종에 우호적이나 기준금리 인하는 경기 둔화에 대한 중앙은행의 반응이라는 점에서 대표적인 시클릭 업종으로 볼 수 있는 항공업종의 여객 수요 둔화 우려를 낳을 수 있다. 그러나 국제선 여객은 오히려 증가의

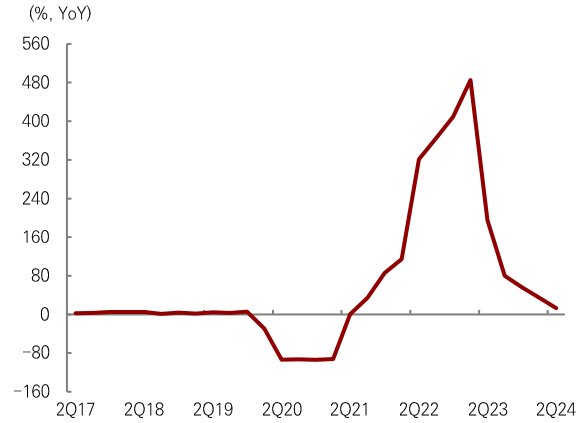
추세를 보이며 경기 둔화 우려가 무색하게 호조를 보이고 있다. 9월 국제선 여객 수송 실적은 YoY +22% 성장하였으며 리오프닝 이후 처음으로 2019년 수준을 상회했다. 23년 높아진 기저에도 불구하고 성장하고 있으며, 아직까지 여객 이연수요를 소화하고 있는 구간임을 보여주고 있다.

자료 3. 금리 추이



자료: 한국은행, KUVIC 리서치 1팀

자료 4. 대한항공 국제여객 수송 성장률

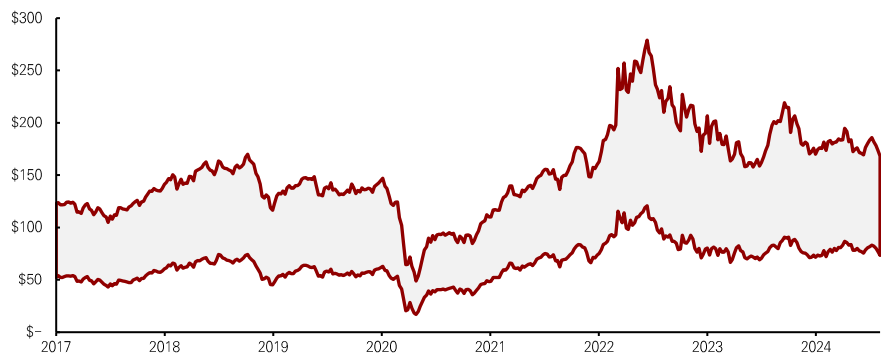


자료: 대한항공 공시자료, KUVIC 리서치 1팀

중동 리스크는 제한적, 유가 안정화 추세

유가, 특히 항공유는 안정화 추세를 보이고 있다. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁과 중동의 지정학적 분쟁에 의해 빠르게 상승했던 유가는 하락세를 보이고 있으며 최근 중동 리스크 또한 제한적이라고 판단한다. 이스라엘과 이란의 대리 무장세력 간의 분쟁이 전면전으로 확대되지 않는 이상 유가에 미치는 영향은 미미할 것이며 특히 트럼프 대통령의 당선으로 미국이 힘을 통한 리스크 억제에 중점을 둘 것으로 전망한다.

자료 5. 원유 - 항공유 스프레드



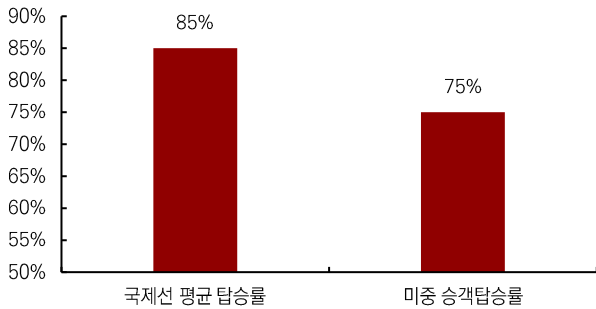
자료: KUVIC 리서치 1팀

### 고래 싸움에 새우깡 먹는다

직항 말고 경유로 간다

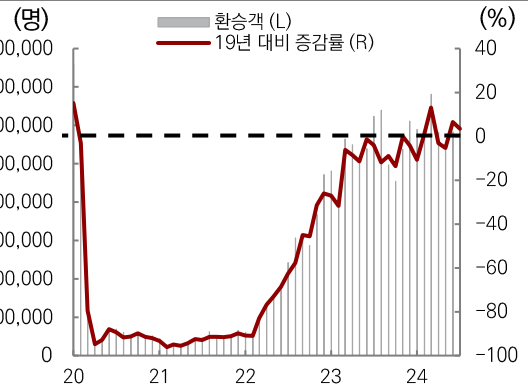
코로나 이후 여객운송에서 가장 큰 변화가 있는 노선은 바로 미국-중국 직항노선이다. 2019년 대비 85% 수준까지 회복한 승객 탑승률은 미·중 노선에서 크게 하회하는 모습을 보이고 있다. 항공편 운항 횟수 또한 2019년 7월 대비 2023년 7월 데이터는 23.6%에 불과했으며 이는 양국 간 비자 발급의 어려움과 더불어 경유 노선의 선호 현상이 나타났기 때문이다. 인천공항을 통과하는 환승객은 코로나 이전보다 10만명 이상 증가했으며 특히 올해 1~7월 중국 환승객 수는 61만 3,725명으로 2019년 1~7월(51만 504명)보다 20% 이상 늘어난 수치를 기록했다.

자료 6. 국제선 평균 탑승률 vs 미중 승객 탑승률



자료: IATA, KUVIC 리서치 1팀

자료 7. 인천공항 환승 여객 추이



자료: 인천국제공항, KUVIC 리서치 1팀

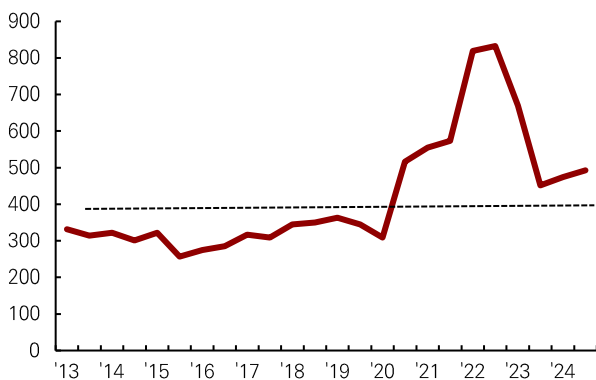
게다가 강경한 대중국 기조를 가진 트럼프 행정부 아래에서 미중 갈등은 쉽게 해소되지 않을 것으로 보이기에 한국을 거치는 환승 수요가 커질 가능성이 높다. 앞서 바이든 행정부가 중국 항공사의 미국 직항노선 증편계획을 발표했지만, 이 또한 새 정부 기조 아래에서 무산될 가능성이 크므로 국내 항공업종은 반사이익을 충분히 얻을 것으로 예상된다.

### 바쁘다 바빠 화물사회

경기 둔화 우려에도 여전히 좋은 화물

항공 화물 부문은 팬데믹을 기점으로 기록적인 상승세를 보여주었다. 여객기 운항 감소와 의료용품 수요 급증으로 인해 항공 화물 Yield(P)가 급격히 상승했으며, 팬데믹 이후 정상화가 이루어진 이후에도 2019년 대비 31% 높은 수준을 유지하며 올해 반등에 성공했다. 특히, 2023년까지 항공 화물 수요는 제조업 PMI와 높은 상관관계를 보였으나, 2023년 이후부터는 제조업 PMI가 보험세를 보이며 경기 회복이 둔화된 상황에서도 글로벌 화물 FTK(Q)가 증가하는 새로운 흐름이 나타났다.

자료 8. 대한항공 화물 Yield 추이(단위: 원/FTK)



자료: 대한항공, KUVIC 리서치 1팀

자료 9. 제조업 지수가 낮아짐에도 화물 수요는 올라오는 중



자료: 인천국제공항공사, e-marketer, KUVIC 리서치 1팀

알리 테무 쉬인 랫츠고

화물 P와 Q가 동시에 증가하고 있으며, 글로벌 이커머스 시장의 성장이 주요 요인으로 작용하고 있다. 전세계적으로 C-커머스 플랫폼이 인기를 끌면서, 이커머스 시장은 2019년 대비 73% 성장했으며, 화물 내 이커머스 비중도 지속적으로 증가하고 있다. 이커머스 상품의 특성상 신속한 배송이 필수적이기 때문에 약 80%가 항공 운송을 통해 수송되고 있다. 최근 C-커머스 물량에 대해 피크아웃 우려가 있음에도 항공 화물 사업의 실적발표에



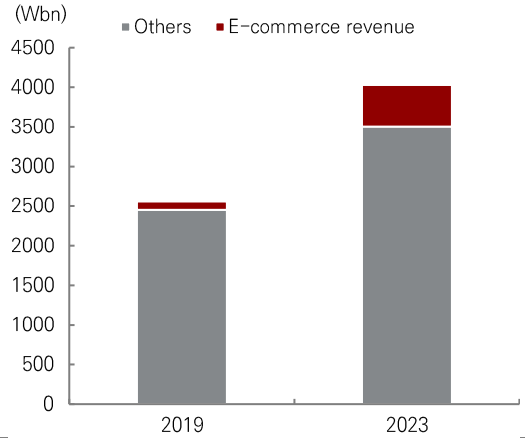
서 화물 단가는 여전히 높고 수요가 견조하다고 밝힌 만큼 하방을 지지해주는 역할을 할 것이다.

자료 10. 인천공항 화물량 추이 (단위: 만 톤)



자료: 인천국제공항공사, KUVIC 리서치 1팀

자료 11. 늘어나는 화물 내에서의 이커머스 매출 비중



자료: 대한항공, KUVIC 리서치 1팀

### III. 기업분석

#### 합병은 문제이지만 최강

과거를 통해 미래 보기

대한항공과 아시아나의 합병을 앞두고 가장 중요한 점은 과거를 살펴보는 것이다. 동사의 아시아나 합병과 유사한 과거 사례에서 드러난 수익성 변화, 재무구조 변화를 통해 동사의 아시아나 항공 합병의 성공도 내다볼 수 있다. 대한항공과의 유사한 사례로는, **델타 항공의 노스웨스트 합병, 유나이티드 항공의 콘티넨탈 항공 합병, 그리고 아메리칸 항공의 US 에어웨이즈 항공 합병**이 있다.

자료 12. 주요 항공사별 M&A 이후 재무데이터 증감률

	주요 이슈	매출액	영업이익	인건비 지출
델타 항공+노스웨스트 항공	합병 전 고액 부채	150%	269%	-1%
유나이티드 항공+콘티넨탈 항공	중복 노선 일부 양도	137%	216%	28%
아메리칸 항공+US에어웨이즈 항공	중복 노선 일부 매각	84.9%	484.5%	-15%

자료: KUVIC 리서치 1팀

2008년 델타 항공과 노스웨스트 항공은 합병 계획을 발표했다. 당시 델타 항공은 노스웨스트 항공보다 1.54배 큰 규모를 가지고 있었고, 대한항공 역시 아시아나항공 대비 2.5배의 매출 규모를 기록하고 있어 유사한 합병 사례로 의미 있게 비교할 수 있다. 또한, 델타 항공은 아시아나와 마찬가지로 고액 부채를 안고 있었다는 점에서 구조적 유사성을 보였다. 델타 항공은 미국 내 3위 항공사임에도 불구하고 2008년 70.2억 달러에 달하는 큰 부채를 안고 있었다. 합병 후 2009년에는 부채가 69.2억 달러로 약간 감소하는 데 그쳤으나, 2010년에는 14.2억 달러로 급감하며 **약 79.5%의 부채 감소**를 이뤄냈다. 합병은 델타 항공의 수익성에도 긍정적인 변화를 가져왔다. **델타 항공의 영업이익은 합병 이후 269% 증가**하였으며, 이를 통해 합병이 재정 상태 개선에 크게 기여했음을 알 수 있었다.

#### 중복 노선 이관, No Problem!

장거리 중복 노선 이관, 교통정리에 들어간 대한항공

델타 항공과 노스웨스트 항공이 합병한 지 2년 후인 2010년, 유나이티드 항공과 콘티넨탈 항공은 합병 계획을 공개했다. 당시 유나이티드 항공은 콘티넨탈 항공보다 1.3배 큰 규모를 가지고 있었으며, 이는 대한항공과 아시아나항공의 규모 비율과 유사했다. 또한 유나이티드와 콘티넨탈 항공은 대한항공-아시아나 합병에서 중요한 이슈인 중복 노선 이관 문제를 경험한 바 있어, 참고할 사례로 주목할 만하다. 대한항공-아시아나 합병의 경우, 미주 중복 노선 5개, 유럽 중복 노선 11개, 기타 국가의 중복 노선 54개를 보유하고 있다. 합병 과정에서 대한항공은 유럽 4개 노선을 이관하였으며, 미국 법무부가 우려하는 미주 중복 노선에 대해서도 이관할 계획이다. 유나이티드-콘티넨탈 합병 사례를 통해 중복 노선 이관이 수익성이나 매출 측면에서 큰 문제를 야기하지 않았음을 확인할 수 있었다.

매출 감소가 아닌 영업 이익 상승

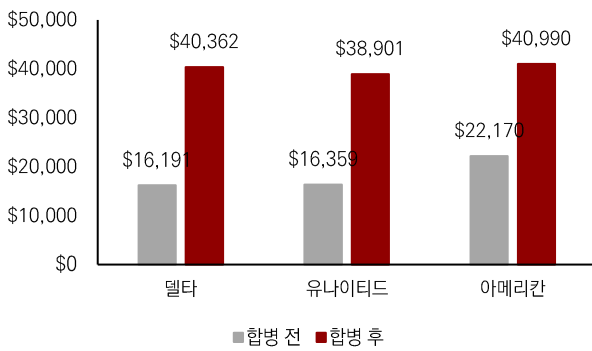
미국 법무부가 유나이티드-콘티넨탈 합병을 승인하는 데는 뉴욕 리버티 공항 허브 간의 중복 노선 문제가 존재하였다. 당시 콘티넨탈 항공은 뉴욕 리버티 공항에서 약 70%의 높은 점유율을 보유하고 있었다. 결국 유나이티드와 콘티넨탈 항공은 법무부의 독점 우려를 해소하기 위해 유나이티드 항공이 뉴욕 리버티 공항에서 사우스웨스트 항공에 일부 슬롯을 양도하고, 콘티넨탈 항공이 사우스웨스트에 18쌍의 슬롯을 임대하는 데 동의했다. 높은 점유율을 유지해오던 뉴욕 리버티 공항에서의 일부 슬롯 양도로 인해 매출 감소에 대한 우려가 있었으나, 합병 이후 유나이티드 항공은 **216%의 영업이익 상승**을 기록하며

이러한 우려를 불식시켰다.

중복노선은 큰 문제가 아님

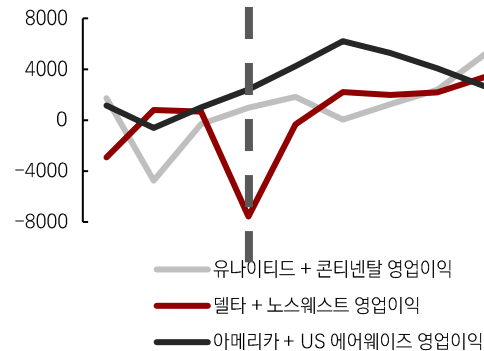
2014년, 아메리칸 항공과 US 에어웨이즈는 합병 계획을 공개했다. 아메리칸 항공의 모회사인 AMR 코퍼레이션은 약 290억 달러의 부채로 인해 2011년 파산 보호를 신청할 정도로 심각한 재정 위기에 처해 있었다. 이에 아메리칸 항공은 재정을 안정화하고 부채를 재구조화하기 위해 US 에어웨이즈와의 합병을 추진하게 되었다. 아메리칸 항공과 US 에어웨이즈의 합병 과정에서도 반독점 우려가 제기되어, 워싱턴 레이건 내셔널 공항과 뉴욕 라과디아 공항에서 일부 슬롯을 매각하는 결정을 내렸다. 이러한 조치에도 불구하고, 2008년부터 하락하던 아메리칸 항공의 영업이익은 2013년 US 에어웨이즈와의 합병을 기점으로 484.54% 성장하며 강력한 회복세를 보였다.

자료 13. 합병 후 규모 변화 (단위: 백만 달러)



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 14. 합병 후 영업이익 변화 (단위: 백만 달러)



자료: KUVIC 리서치 1팀

팬데믹 대응전략: 화물운송으로 시장독식

여객 → 화물로의 민첩한 태세전환

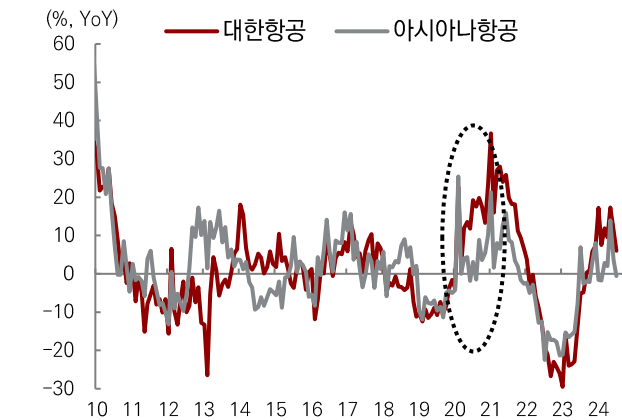
새로운 길을 찾아 떠난다

2020년 초, 코로나19 팬데믹이 전 세계의 하늘길을 폐쇄시키면서 글로벌 항공사들은 영업 악화로 심한 고통을 겪었다. 대한항공의 1Q20 실적도 566억원의 영업적자를 기록했다. 그러나 동사는 타 항공사들이 여전히 적자의 늪에서 허우적거릴 때, **화물운송 부문에 모든 역량을 집중시키는 과감한 결단을 내리며 실적 방어에 사활**을 걸었다. 정부와의 긴밀한 협조 아래 여객기를 화물기로 개조, 기종 당 평균 50%의 추가 적재량을 확보하는 기민한 대응책으로 노하우가 부족한 LCC들을 제치며 화물운송 시장을 독식하기 시작했다. 동사의 1Q21 매출에서 화물사업 비중은 약 78%에 달한다. 이는 팬데믹 이전, 2019년도에 20% 수준이었던 것을 감안하면 엄청난 신장이라고 볼 수 있다.

수요는 오르고 공급은 줄고

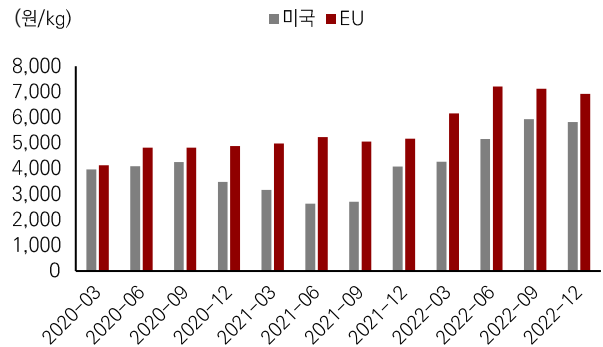
또한 해당 시기 **항공화물 운송운임이 높은 수준을 계속 유지**한 부분도 주요한 요인이다. 여객운항이 줄어들며 belly 카고 CAPA가 감소하는 와중에, 팬데믹으로 적체된 물동량이 몰리면서 1Q21 국제 항공화물 운송운임은 3\$/kg를 상회했다. 항공화물의 로드도 50~60%로 적체 추세가 꾸준히 지속되었고, 경기 회복으로 인해 반도체&IT제품군 운송수요가 다시금 증가한 것 또한 큰 영향을 미쳤다.

자료 15. FSC 국제화물 증감률



자료: 인천국제공항, KUVIC 리서치 1팀

자료 16. 2020~2022 한국 항공운송 비용 추이



자료: 통계청, KUVIC 리서치 1팀

### 지배구조의 과거부터 미래까지

#### 메가캐리어의 탄생

한진그룹은 2022년 오너일가의 경영권 분쟁이 끝나고 조원태 회장의 지배력이 굳건해졌으며, 순환출자고리를 끊고 지주사인 한진칼을 정점으로 그룹을 수직계열화하는 지배구조 개편 작업은 그 이전부터 진행되어왔다. 조원태 회장을 중심으로 재정비된 한진그룹은 이제 대한항공의 아시아나 항공 인수에 통합 대형항공사(FSC)를 출범시키고, 동시에 대한항공 하의 진에어, 아시아나 항공 하의 에어부산과 에어서울을 통합하는 통합 저비용항공사(LCC) 구축까지 목표로 하고 있다. 전례없는 규모의 FSC와 LCC가 합쳐진 메가캐리어가 탄생하는 것이다.

대한항공은 경쟁당국의 심사 절차가 완료되는대로 아시아나 항공이 진행할 1.5조 규모의 제3자 배정 유상증자에 참여해 아시아나 항공의 최대주주(지분 63.9%)가 될 것이다. 대한항공 측은 11월 중 최종 승인이 완료되면 12월 20일까지 아시아나 항공 지분을 취득할 계획이라 밝혔다. 이렇게 된다면 아시아나 항공의 현 최대주주인 금호건설의 지분율은 30.8%에서 11.1%로 감소할 것이다. 아시아나 항공의 자회사들인 아시아나아이디티, 아시아나세이버, 에어부산은 한진칼의 증손회사로 편입될 예정이며, 결과적으로 한진칼(지주사) → 대한항공(자회사) → 아시아나항공(손자회사) → 아시아나 IDT 등(증손회사) 순의 지배구조가 완성될 것이다.

다만 아래 표와 같이 대한항공과 아시아나 항공은 겹치는 계열사들이 많기에 계열사 교통정리가 필요하다. 중복되는 업무를 하는 계열사들은 하나로 통합될 가능성이 높는데, 다만 공정거래법상 지주사인 한진칼의 증손회사가 있으려면 손자회사인 아시아나 항공은 증손회사의 지분 100%를 가지거나 2년 안에 지분을 처분하여 지분 문제를 해결해야 한다.

자료 17. 대한항공과 아시아나 항공의 계열사

구분	대한항공	아시아나항공
LCC	진에어	에어부산, 에어서울
지상조업	한국공항	아시아나에어포트
IT	한진정보통신	아시아나IDT
발권	토파스여행정보	아시아나세이버
화물	한국글로벌로지스틱스시스템	-
일본 현지 조업	-	아시아나스태프서비스
보험대리점업	-	아시아나티앤아이

자료: KUVIC 리서치 1팀

LCC의 경우 대한항공의 자회사인 진에어와 아시아나항공의 자회사인 에어부산, 에어서울을 합친 통합 LCC를 구축하고 사명은 진에어로 유지할 예정이다. 진에어가 향후 에어부산과 에어서울의 지분을 사들여 통합 LCC는 대한항공의 자회사로 운영될 것이다. 지상조업의 경우 이미 올해 초 통합지원팀을 만드는 등 통합 절차에 착수했으며, 나머지 사업들은 상황에 따라 독립적으로 유지시키거나 통합을 위해 잔여지분을 확보하는 식으로 정리가 될 것으로 보인다.

비용적인 측면에서 유상증자와 아시아나항공 계열사의 잔여지분 취득을 위해 필요한 최소 금액을 계산해 본다면 1.5조 규모의 유상증자 예상금액에서 이미 지급한 중도금과 계약금을 제외한 8천억원, 그리고 에어부산의 잔여지분을 취득하기 위한 약 1,623억원을 더한 9,623억원 정도가 필요할 것이라 볼 수 있다.

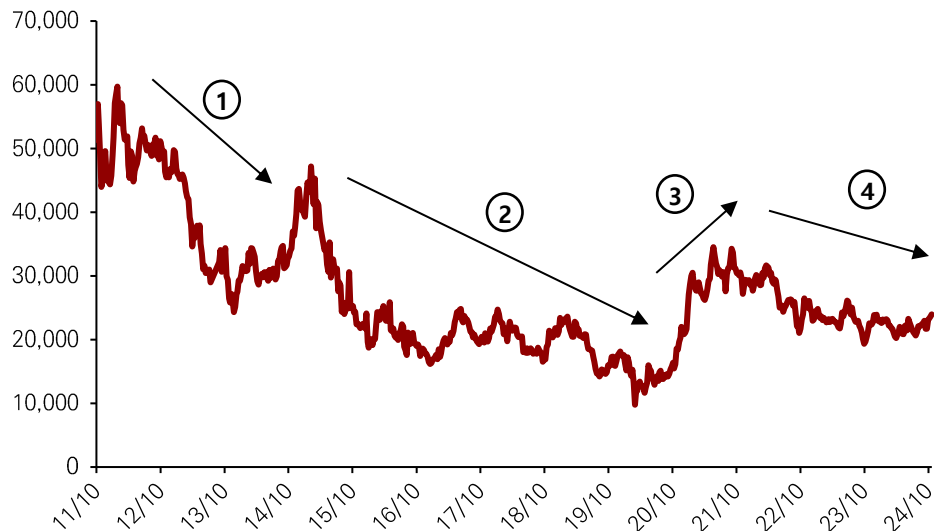
자료 18. 아시아나 계열사 및 시가총액 기준 잔여지분 환산금액

구분	사업장	주요 영업활동	지분율		취득 필요한 잔여지분율	24/11/04 기준 시가총액(억원)	잔여지분 환산금액(억원)
			지배기업	종속기업			
아시아나 IDT	한국	정보통신사업	76.22%		23.78%	2001.3	475.9
아시아나세이버	한국	컴퓨터예약서비스중개	80.00%				
아시아나스태프서비스	일본	기타항공운송지원	100.00%				
아시아나에어포트	한국	기타항공운송지원	100.00%				
에어부산	한국	정기항공운송	41.89%		58.11%	2793.5	1623.3
에어서울	한국	정기항공운송	100.00%				
아시아나티앤아이	한국	기타금융업		80.00%			

자료: KUVIC 리서치 1팀

### 주가 추이 분석

자료 19. 주가 추이 분석



자료: KUVIC 리서치 1팀

1) 2011~2012년의 유럽 재정위기는 유로존 국가들의 과도한 부채와 재정적자에서 발단이 되어 유럽 여객노선 수요 감소에 결정적인 영향을 미쳤고, 동사는 주요 노선의 좌석 점유율 저하와 함께 1Q12 매출이 전년 대비 4% 감소하는 등 수익성 악화를 겪었다. 또한 2013년 미국 연방준비제도(FED)가 테이퍼링에 들어가면서 원/달러 환율이 상승했고, 리스 비용과 연료비 등을 모두 달러화로 처리하는 동사의 비용부담이 대폭 가중되었다. 미

국의 금리인상 우려로 인해 미국행 항공수요 또한 줄어들어 주요 노선 수익성 악화도 불가피했다. 그러나 다행히도 2014년 미국의 셰일오일 생산증가와 함께 OPEC이 생산량 유지 기조를 이어가면서 유가가 하락했던 부분이 동사에게 수혜 요인으로 작용한 바 있다.

- 2) 2015년 발생한 메르스 사태는 동기간 해외 여객 수요를 40%가량 감소시키며 실적을 악화시키는 데에 주요한 역할을 하였다. 그러나 다행히도 2014년 말부터 시작된 유가하락은 2016년에 배럴당 30\$까지 내려가며 저점을 기록, 동사의 연료비 부담 완화에 큰 도움을 주었다. 그리고 2018년에는 미중 무역갈등이 본격화되면서 글로벌 경제 불확실성을 가중시켜 중국 노선 수요에 악영향을 미치기도 했다.

특히나 해당 기간 LCC들은 무서운 성장세를 보이며 업계에 새로운 바람을 일으켰다. 가격 경쟁력을 앞세워 시장 점유율을 빠르게 확대하며 FSC들에게 강한 수익성 압박을 가했는데, 동사는 장거리 여객 부문에서 강점을 발휘하며 해당 경쟁을 극복할 수 있었다. 2018년 동사의 여객 매출 중에서 미국&유럽 등 장거리노선의 비중은 약 70% 이상에 달했고, 미주 노선 매출은 3조원에 육박하며 주요 수익 창출원 역할을 톡톡히 수행했다. 장거리 노선비중이 높기에 자연스럽게 단가 우위에 설 수 있었고, 증가하는 프리미엄 여객 수요 또한 완벽히 충족시키며 견조한 수익성을 유지할 수 있었다.

- 3) 2020년, 코로나 팬데믹이 전 세계를 덮치며 글로벌 항공업계는 매우 큰 타격을 받았다. 특히나 동사는 장거리 노선이 거의 정지되면서 여객 부문 매출은 전년 대비 약 74% 감소하는 등 큰 위기에 맞닥뜨렸는데, 빠르게 여객기를 화물기로 개조하는 판단을 내리며 화물 사업부문에 역량을 총 집중, 난관 극복에 나섰다. 팬데믹으로 인해 전 세계적 화물 운송 수요가 증가했으며, 특히나 의약품, 방역물품, 전자제품 등 고부가가치 상품 수요가 급증하며 동사의 화물부문 실적 증가를 이끌었다. 동기간 화물 운임도 전년 대비 약 2배 이상 상승하며 동사의 2020년 전년대비 매출 70% 성장에 일조했다. 기존에도 대규모 화물기 보유, 효율적인 글로벌 운송망과 특수화물 운송 역량 측면에서 타사 대비 화물부문 강점을 가지던 동사였기에, 빠른 대처로 팬데믹 시대의 급증하는 화물 수요를 선제적으로 흡수한 것이 더욱 시너지를 낼 수 있었다.

- 4) 팬데믹이 전 세계를 한바탕 휩쓸고 난 후, 2021년 하반기부터 백신 보급과 방역정책 완화로 인해 리오프닝으로 인한 항공여객 수요가 급증했다. 특히나 장거리 노선 수요가 크게 늘어나며 항공 운임이 팬데믹 이전대비 약 20~30% 상승함에 따라 동사는 더욱 큰 수혜를 입게 되었다. 그간 폭발적인 수요 증가세 보이던 항공화물은 해상 운임과 글로벌 물류망이 안정화되며 22년 후반부터 정상화 구간에 돌입, 동사의 화물부문 수익성은 소폭 조정을 받기도 했다. 그리고 동사와 아시아나 항공 간의 합병문제 또한, EU/미주 승인이 올해 내로 이루어질 것이 거의 확실시되며 시너지 기대감을 한껏 끌어올리고 있다. 팬데믹 동안 재무건전성을 큰 폭으로 개선한 동사는, 이제 글로벌 여객 수 측면 7위, 화물 부문 5위권의 메가캐리어 출범으로 글로벌 경쟁력을 한층 강화할 전망이다.

## IV. 투자 Point

### 합병은 진짜 굿

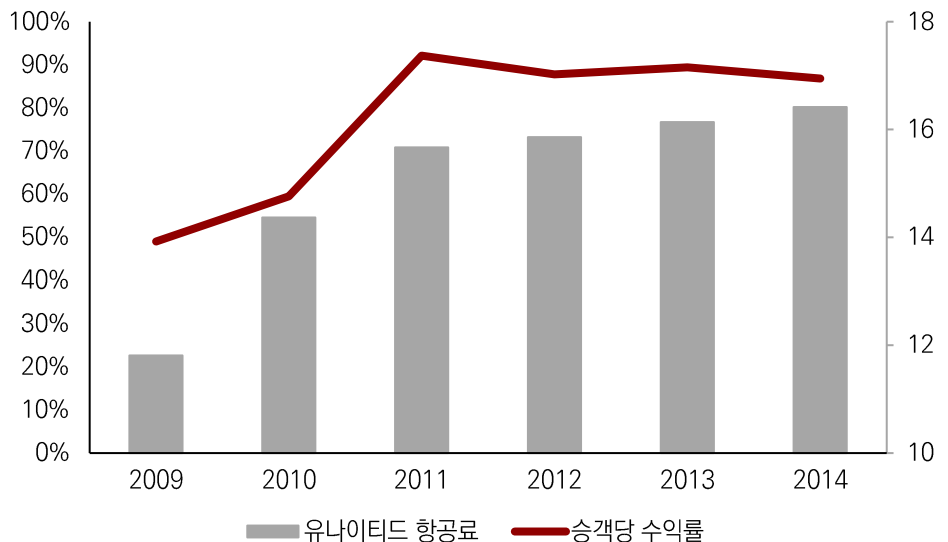
P 상승 굿

대한항공-아시아나의 중복 노선이 많아 폭발적인 성장이 어렵다는 우려도 나오지만, 오히려 이번 통합은 독점적 위치를 강화해 수익성에 긍정적인 변화를 가져올 황금 기회가 될 것으로 보인다. 유나이티드 항공과 콘티넨탈 항공의 합병 사례는 중복 노선에서의 항공료 인상과 이에 따른 승객당 수익률 증가 가능성을 보여준다. 'Market competition and market price: Evidence from United/Continental airline merger'에 따르면, 직항 노선에서 유나이티드와 콘티넨탈 항공이 합병하기 전 경쟁 관계에 있던 노선의 **항공료는 합병 이후 7.8%p 증가했다. 이는 중복 노선에서 항공료가 실제로 상승했음을 의미하며, 실제로 유나이티드 항공의 yield 변화를 통해 확인할 수 있다. 합병 전인 2009년 11.81c였던 yield는 합병 후 2010년에 14.37c로 증가했다.**

수익률도 굿

이러한 항공료 상승이 승객당 수익률에 미치는 직접적인 영향을 확인할 수 있는데, 2009년에서 2010년으로의 변화를 보면, 항공료는 11.81c에서 14.37c로 상승하며 **Yield YoY가 21.67%p 증가했고, 승객당 수익률은 49%에서 59.5%로 상승하여 승객당 수익률 YoY가 21.31%p 증가한 것**을 확인할 수 있다. 두 수치는 유사한 상승률을 보이며 긴밀히 연관되어 있어, **항공료 상승이 승객당 수익률 증가에 직접적인 영향을 미친다는 점**을 보여준다.

자료 20. 항공료 상승에 따른 승객당 수익률 변화 (단위: ¢)



자료: KUVIC 리서치 팀

이와 같은 맥락에서 대한항공-아시아나의 합병 시나리오에서도 유사한 효과가 기대된다. 대한항공과 아시아나항공의 합병으로 인해 주요 노선에서 가격 인상이 발생할 것으로 예상되며 특히 미주 및 유럽과 같은 장거리 주요 노선에서 2025년부터 2026년까지 **평균 4.3%p의 가격 인상**이 예상된다. 이번 합병을 통한 가격(P) 상승이 수익성에 미치는 민감도는 아래와 같이 분석된다. Bull Case 시나리오에서 가격(P)이 1%p 상승할 경우, 2025년과 2026년의 국제여객매출은 각각 9,768억 원에서 9,864억 원으로, 10,349억 원에서 10,553억 원으로 증가할 것으로 예측된다. 즉, **1%p 상승 시 매출 증가분은 2025년에 960억 원, 2026년에 2040억 원**으로 예상된다. 평균 4.3%의 가격상승을 고려할 때, **2025년에는 항공료 상승으로 인한 4128억 원의 매출 상승**이 예상

된다.

앞선 유나이티드 항공-콘티넨탈 항공 합병의 사례를 통해 이는 매출증가에서 그치지 않고 영업이익률 증가로 이어질 것이라는 예측을 할 수 있는데, 2024년 영업이익률 13.4%에서 2025년 14.7%로 **YoY 9.7%p 상승이 기대된다.**

운임 상승이 중요하게 작용하는 이유는 영업이익에 직결되는 항목이기 때문이다. 대한항공의 과거 사례를 보면 이를 알 수 있는데, 대한항공의 과거 7년간 국제선 여객 매출은 약 5.9조원에 달했으며, 2018~2019년에는 평균 7조원 수준을 기록했다. 이 시기에 여객 수송은 증가하였음에도 매출 증가가 적은 모습을 보여주었는데 주요 원인은 국제선 운임 하락이었다. 하지만 합병 후 향후 운임 경쟁 강도가 낮아지면서 2024년 대비 2025년 여객 운임은 높을 전망이다. 연평균 여객 매출이 6조원 수준임을 감안하면 운임 상승이 이익 증가에 미치는 영향력이 높음을 알 수 있다.

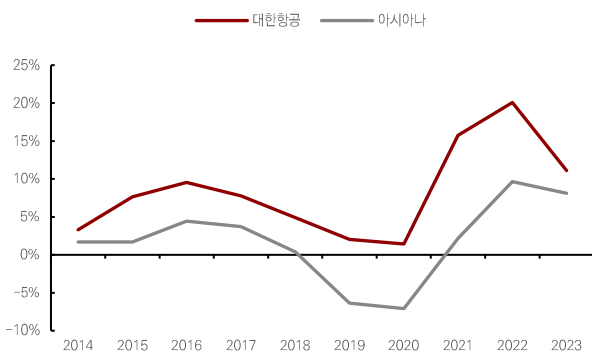
위와 같은 운임 상승이 일어날 수 있는 이유는 **합병으로 인한 경쟁 감소와 시장 지배력 강화**가 가능해지기 때문이다. 아시아나항공은 그동안 대한항공과 함께 국내 매출 1, 2위를 차지하던 경쟁사로서, 국내외 노선에서 대한항공과의 시장 점유율 경쟁 이어왔지만 합병을 통해 경쟁 구도에서 벗어날 수 있게 되었다. 대한항공과 아시아나의 시장 점유율은 올해 상반기 탑승객 수 기준 69.3%인 것으로 나타났으며 공급석과 운항편수 기준으로 보면 대한항공-아시아나 합병 시 각각 70.4%, 66.6%의 점유율을 기록했다. 이는 항공시장에서 상당한 우위를 점할 수 있는 점유율로 볼 수 있다. 이에 더불어 프리미엄 수요 등 서비스 경쟁력 강화로 인한 운임 상승까지 기대해볼 수 있다. 실제로, 델타항공은 합병 이후 브랜드 파워를 증대시키는 방향으로 추진해 경쟁사들보다 10%가량 평균운임이 높은 운임으로 운영하였다.

## 혼자서도 잘해요

### 위기는 곧 기회

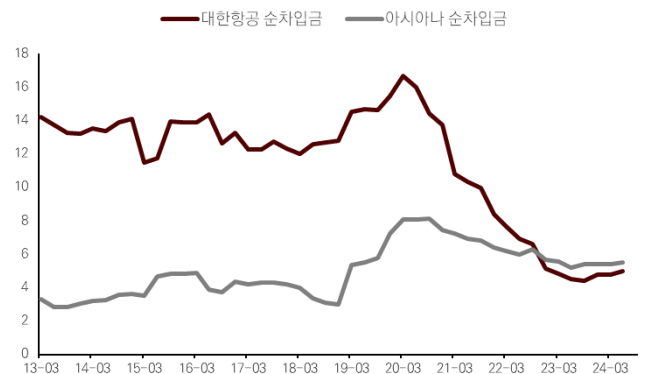
대한항공이 아시아나와 가장 큰 차이를 벌린 기간은 팬데믹 시절이었다. 화물 사업의 정상화로 이익체력이 꺾이지 않았고 영업이익률 또한 유지할 수 있었다. 해당 시기에 동사는 순차입금 규모를 줄이며 재무건전성 또한 확보하였다. 2020년 초 아시아나의 2배 이상의 순차입금을 가지고 있던 동사는 화물사업의 호조에 힘입어 2023년 아시아나보다 낮은 수준의 순차입금을 보유할 수 있게 되었다.

자료 21. 대한항공-아시아나 영업이익률



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 22. 대한항공-아시아나 순차입금 규모 (단위:조 원)



자료: KUVIC 리서치 1팀

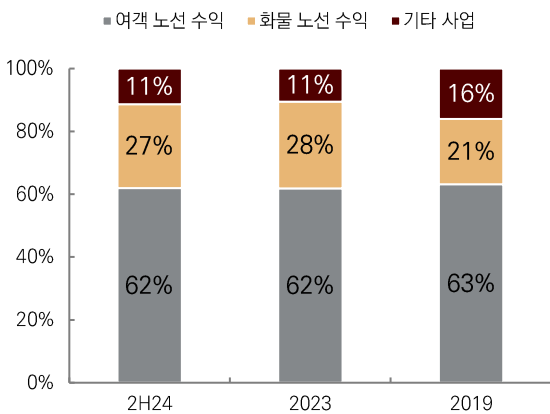


**기존 화물은 시클리컬과 관련이 있지만, 크게 꺾이지 않을 전망**

동사의 화물 사업 부문도 그간의 탄탄한 흐름을 이어갈 전망이다. 우선 기존화물 물동량은 유가나 금리, 각종 세계경제 등 글로벌 매크로 상황과 밀접하게 엮여 있기에 시클리컬한 성격이 짙다. 올해 초 예멘 후티 반군의 공격으로 인해 수에즈 운하 물동량이 45% 가까이 감소, 그로 인해 3Q24 인천공항 항공화물이 72.7만 톤으로 전년 대비 5% 증가한 것이 그 예이다.

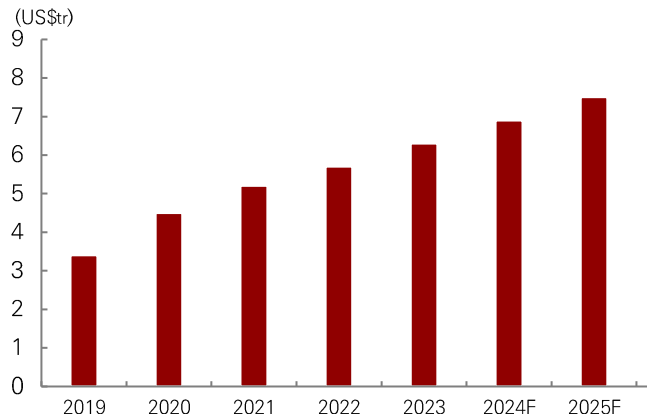
글로벌 국제 항공 운송협회(IATA)의 보고서에 따르면, 항공화물 시장의 성장세는 2024년 8월 기준, 전년 동월 대비 항공 화물 수요량 (CTK) 실적이 11.4% 증가하여 2023년 이후 9개월 연속 두 자릿수의 성장을 이루어 냈다. 그리고 오는 2027년까지 세계 항공화물 시장은 연평균 5.3% 성장할 것이다.

**자료 23. 화물 수익은 큰 비중을 차지하고 있음**



자료: 대한항공, KUVIC 리서치 1팀

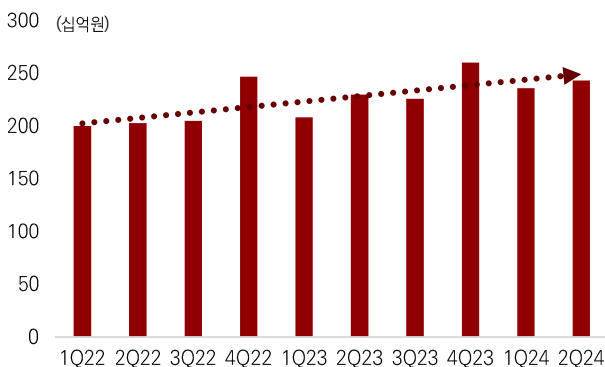
**자료 24. 글로벌 화물 물동량 전망 (~2026년)**



자료: IATA, KUVIC 리서치 1팀

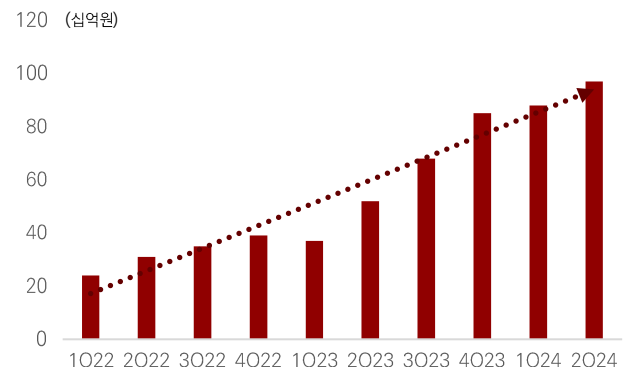
한편 새로운 트럼프 행정부가 중국산 제품에 높은 관세를 부과하겠다는 계획을 밝힘에 따라, 일각에서 제기되는 이커머스 항공화물의 수요감소 우려는 다소 시기상조라고 판단된다. Temu는 핀둬둬의 글로벌 물류 네트워크를 적극 활용해, 전 세계 주요 지역으로의 배송속도를 높이며 올해 2분기 신규 입점 상인 수 QoQ +90% 증가세를 보여주는 등 빠른 성장세를 보여주고 있다. 동기간 Aliexpress는 유럽 및 동남아 시장에서의 주문량 급증에 힘입어 매출의 대폭 성장을 기록한 바, 글로벌 시장을 적극 개척 중이기에 미국의 대중규제가 항공화물 수요를 대폭 끌어내릴 것이란 우려는 과도하다고 판단된다.

**자료 25. 2022~2024 알리바바 매출액 추이**



자료: IATA, KUVIC 리서치 1팀

**자료 26. 2022~2024 핀둬둬 매출액 추이**

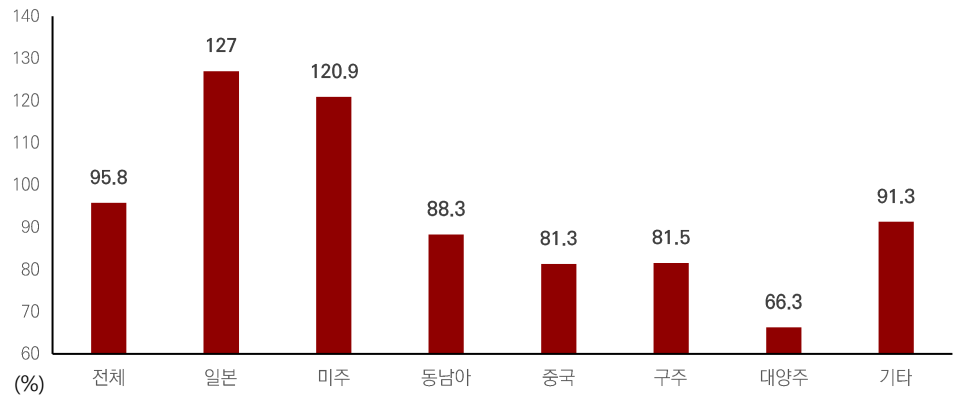


자료: IATA, KUVIC 리서치 1팀

### 여객 상황도 너무나 우호적

특히 최근 중국 정부가 실시한 한국인 무비자 입국 정책은 마지막 관건이었던 중국 노선 수요 회복의 문제를 상당 부분 해결해 줄 것으로 기대된다. 현재 중국 노선 수요는 2019년 대비 약 80% 정도 회복된 상황이며, 이번 조치가 표면적으로는 근거리 노선 의존도가 높은 LCC들에게 큰 수혜를 안겨줄 것으로 보일 수 있다. 그러나 해당 정책이 완전한 중국 내 항공 자유화까지 허용하는 것은 아니라는 점을 상기할 필요가 있다. 따라서 운수권을 가진 항공사만 운항할 수 있다는 중국 노선의 특성을 감안한다면, 주요 대도시(베이징, 상하이 등) 노선 운수권을 다수 확보하고 있는 동사와 아시아나항공의 반사 수혜가 더욱 클 것으로 전망한다.

자료 27. 2019년 평균 여객 대비 2024년 9월 노선별 수요 회복률



자료: 인천공항공사, KUVIC 리서치 1팀

## V. 투자 Risk

### 인수합병 비용에 대한 과한 우려

일회성 비용이 발생할 수 있으나 합병의 시너지 효과가 더 클 것

동사가 아시아나 항공을 인수하고 난 뒤, 사업 안정화 과정에서 들어갈 일회성 비용에 대한 시장의 막연한 우려가 있다. 허나 해외 항공사들의 합병 사례를 통해 인수합병과 관련된 일회성 비용의 규모를 가늠해볼 수 있는데, 미국 항공업계의 인수합병 사례를 참고하면 델타 항공은 합병 직후 1,2년차에 전체 매출에서 합병관련 일회성 비용이 차지하는 비중의 평균은 1.4%였으며, 유나이티드 항공은 1.7%, 아메리칸 항공은 2.25%에 불과하였다.

자료 28. 합병 후 각 사 매출에서의 합병관련 일회성 비용의 비중

항공사	티커	합병 당해연도	합병 후 1년차	합병 후 2년차	비고
델타 항공	DAL	4.9%	1.4%	1.4%	2008년 노스웨스트 항공사를 인수
유나이티드 항공	UAL	2.4%	1.4%	2.0%	2010년 콘티넨탈 항공사를 인수
아메리칸 항공	AAL	2.1%	1.9%	2.6%	2013년 US에어웨이즈를 인수

자료: KUVIC 리서치 1팀

또한 위 표의 인수 기업과 피인수 기업의 매출 규모의 상대적인 비율을 동사와 아시아나 항공의 매출 규모 비율과 비교해보았을 때, 다른 피인수 기업들보다 아시아나 항공의 상대적인 매출 규모가 더 작음을 알 수 있다. 즉, 피인수 기업의 상대적인 매출 규모가 더 작기에 동사의 합병관련 일회성 비용의 비중이 위 사례들보다 더 커질 것이라고 보기에는 어렵다. 따라서 동사 또한 향후 2년동안 합병 관련 일회성 비용이 발생하더라도 전체 매출에서 1-2%대의 비중을 차지할 것이라고 가늠해볼 수 있다.

자료 29. 항공사 합병 사례에서 인수 기업과 피인수 기업의 매출 규모 비교(합병 전년도 기준)

인수 기업(A)	피인수 기업(B)	매출 규모의 비율(A:B)
델타 항공	노스웨스트 항공	1:0.65
유나이티드 항공	콘티넨탈 항공	1:0.77
아메리칸 항공	US에어웨이즈	1:0.53
대한 항공	아시아나 항공	1:0.40

자료: KUVIC 리서치 1팀

인건비 영향도 크지 않을 전망이다. 앞서 언급한 세 사례에서 델타 항공은 150%, 유나이티드 항공은 137%, 아메리칸 항공은 84.9%의 성장률을 기록하며 큰 폭의 매출 증가를 보였다. 인건비 지출 부분에 있어서는 인건비 지출의 전년 대비 비율이 줄었거나 늘었더라도 매출액 대비 미미한 수준이다. 이를 통해 대한항공과 아시아나의 합병의 경우에도 인건비 절감을 통한 수익성의 증대를 기대할 수 있다.

## VI. Valuation

### 매출 추정 논리

자료 30. Base Case 매출 추정

Base Case	2021	2022	2023	2024E	2025E			2026E		
					합병 전	아시아나	합병 후	합병 전	아시아나	합병 후
국내선여객	269	464	479	480	480	583	1,064	485	612	1,097
YoY(%)		72.5%	3.3%	0.3%	0.0%			1.0%		
국제선여객	815	3,890	8,535	9,339	9,768	5,373	15,141	10,349	5,640	15,989
YoY(%)		377.1%	119.4%	9.4%	4.6%			5.9%		
화물	6,695	7,724	4,030	4,399	4,645		4,645	4,526		4,645
YoY(%)		15.4%	-47.8%	9.2%	5.6%			-2.6%		
기타	975	1,335	1,532	1,992	2,048	755	2,804	2,106	793	2,899
YoY(%)		37.0%	14.7%	30.1%	2.8%			2.8%		
별도매출	8,753	13,413	14,575	16,211	16,942	-	23,653	17,466	-	24,631
YoY(%)		53.2%	8.7%	11.2%	4.5%			3.1%		
연결 및 기타	263	683	1,537	1,732	1,768	-	1,768	1,823	-	1,823
YoY(%)		159.4%	124.9%	12.7%	2.1%			3.1%		
연결매출	9,017	14,096	16,112	17,942	18,710	-	25,422	19,289	-	26,453
YoY(%)		56.3%	14.3%	11.4%	4.3%			3.1%		

자료: KUVIC 리서치 1 팀

자료 31. Bear Case 매출 추정

Base Case	2021	2022	2023	2024E	2025E			2026E		
					합병 전	아시아나	합병 후	합병 전	아시아나	합병 후
국내선여객	269	464	479	480	480	583	1,064	485	612	1,097
국제선여객	815	3,890	8,535	9,339	9,572	5,373	14,945	9,882	5,640	15,521
화물	6,695	7,724	4,030	4,399	4,645		4,645	4,526		4,645
기타	975	1,335	1,532	1,992	2,048	755	2,804	2,106	793	2,899
별도매출	8,753	13,413	14,575	16,211	16,942	-	23,653	17,466	-	24,631
연결 및 기타	263	683	1,537	1,732	1,768	-	1,768	1,823	-	1,823
연결매출	9,017	14,096	16,112	17,942	18,710	-	25,422	19,289	-	26,453

자료: KUVIC 리서치 1 팀

매출추정은 국내, 해외여객과 화물, 기타로 나눠 추정하였다.

Case를 나눠 추정한 것은 국제선 여객으로 장거리 노선인 미주와 구주 노선에서 중복노선에 대해 P 상승이 가능한 것이 Base Case, 가격 상승을 하지 못하는 것을 Bear Case로 놓고 진행하였다. 항공권 사이트에서 대한항공, 아시아나, 제3 항공사의 가격을 도출한 뒤 가격 괴리율을 통해 P를 분리 운영하는 향후 2년간 4.3% 늘릴 수 있을 것이라 가정하고 추정을 진행하였다.

Bull Case는 케이스를 따로 나눈 것이 아닌 민감도 분석을 진행하였다. Base Case 기준 P를 1%p 올렸을 때 매출 단에서의 민감도를 분석하였으며, 요금이 1%p 상승시 2025년

기준 매출이 960억 Add, 26년 기준 2,040억이 Add됨을 도출하였다.

아시아나 화물의 경우 매각으로 반영하지 않았으며, 기타 매출 등은 Flat한 추이로 갈 것임을 가정하였다. 또한 유가와 환율의 경우 유가는 80의 안정추세, 환율은 1,370원으로 고정하고 추정을 진행하였다.

### 비용 추정 논리

비용 추정은 연료유류비와 수수료 등을 변동비, 감가상각 및 급여 등을 고정비로 처리하였다. 특히 감가상각의 경우 EBITDA를 도출하기 위해 DA&CAPEX 추정을 진행하였고 2025년부터 반영될 아시아나 또한 추정을 진행하였다. 더불어 합병 시 생기는 일회성 비용을 매출의 1.5%로 가정하고 회계 처리를 진행하였다.

자료 32. 비용추정 - Base

Cost(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
연결매출	9,017	14,096	16,112	17,942	25,422	26,453
매출원가	6,912	10,245	12,850	14,137	21,961	22,614
판관비	687	1,020	1,471	1,392	2,371	2,451
영업이익	1,418	2,831	1,790	2,413	3,459	3,835
EBITDA	3,113	4,480	3,513	4,774	7,289	7,776
법인세차감전순이익	843	2,562	1,576	2,198	2,731	3,107
당기순이익	579	1,730	1,129	1,623	2,015	2,292

자료: KUVIC 리서치 1팀

### Valuation Method - EV/EBITDA, Peer PER Valuation

감가상각이 대규모로 발생하며 항공 자산에 대한 평가를 진행하고자 EV/EBITDA, 글로벌 FSC와의 비교를 해보고자 Peer PER Valuation을 동시에 진행하였다.

동사의 EV 밴드는 3~4배 정도로 형성되어 있었고 인수 시 순부채가 늘어날 수 있는 점을 고려하여 EV 하단인 3배를 제시하여 밸류에이션을 진행하였다.

자료 33. Valuation - EV/EBITDA (2025E)

2025E EBITDA (단위: 원)	7,289,013,875,568
목표 EV/EBITDA	3
기업가치 (단위: 원)	21,867,041,626,704
순부채	9,799,696,174,738
목표 시가총액	12,067,345,451,966
유통주식수	368,220,613
현재주가	23,800
목표주가	32,800
상승여력	38.1%

자료: KUVIC 리서치 1팀

PEER의 경우 JAL, CHINA EASTERN, CATHAY PACIFIC을 Peer로 선정하였다. 합병 시 규모가 가장 유사하다고 판단하였으며 ROE와 매출액 단에서도 유사한 면을 보였기 때문이다. 해당 기업들의 12 fwd PER의 평균치인 7.5를 20% 할인하여 6배의 멀티플을 적용하였다. 1) 대한항공의 12 fwd PER이 6.4배로 낮다는 점 2) 합병 시 아시아나의 재무구조 개선 등을 위해 이익성이 훼손될 수 있다는 점에서 할인을 적용하였다.

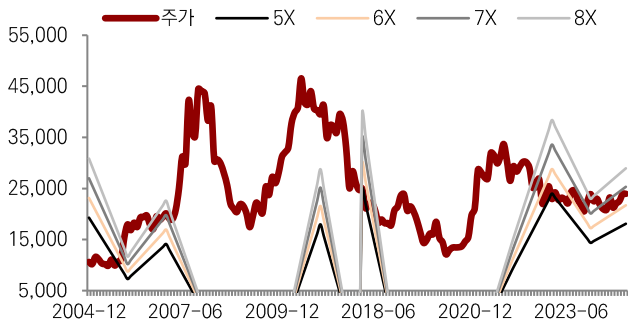
두 방법을 동시에 적용하여 목표주가 32,800원, 상승여력 38.1% 제시하면서 매수 의견 제시한다.

**자료 34. Valuation – Peer PER (2025E)**

<b>2025E 당기순이익 (단위: 십억 원)</b>	<b>2,015</b>
유통주식수	368,220,613
2025E EPS (단위: 원)	5,473
PER	4.3
Target Multiple	6
현재주가	23,800
<b>목표주가</b>	<b>32,800</b>
상승여력	38.1%

자료: KUVIC 리서치 1팀

**자료 35. 12 fwd PER Band**



자료: KUVIC 리서치 1팀

**자료 36. EV/EBITDA Band**



자료: KUVIC 리서치 1팀

**Compliance Notice**

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.