

티웨이항공 (091810)

풍부한 Equity Story

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 3,700원으로 상향

티웨이항공에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 3,400원에서 3,700원으로 상향한다. 목표주가 상향은 신규 유럽 노선 매출액을 추정치에 반영하며 12개월 선행 EBITDA 추정치를 기존 대비 23% 상향한 결과다. 티웨이항공은 유럽 4개 노선(파리, 로마, 바르셀로나, 프랑크푸르트)의 운수권을 대한항공으로부터 확보했으며 8월 로마를 시작으로 순차적으로 운항이 예정되어 있다. 특히 운수권 확보가 어려운 파리, 로마 노선 확보했다는 점에서 기업 가치 증대가 기대된다. 6월 28일 소노인터내셔널은 티웨이항공의 2대주주 더블유벨류업(JKL파트너스, 기존 지분율 26.77%)의 지분 14.90%를 주당 3,290원(총 1,056억원)에 인수했다. 궁극적으로 소노인터내셔널은 최대주주(티웨이홀딩스, 예림당)의 지분을 매입하여 티웨이항공의 경영권을 확보할 가능성이 높다고 판단한다.

신규 노선 확보에 따른 기업 가치 증대

티웨이항공의 유럽 노선 취항은 향후 발생할 수 있는 수익과 더불어 확보가 매우 어려운 운수권(파리, 로마)을 확보한 점에서 기업가치 증대가 기대되는 부분이다. 인천 - 로마, 파리, 바르셀로나, 프랑크푸르트는 연평균 탑승률 80% 중후반대의 우수한 노선이고, 특히 파리, 바르셀로나, 로마 노선의 탑승률이 매우 높다.

티웨이항공은 8월 로마를 시작으로, 순차적으로 파리, 바르셀로나, 프랑크푸르트에 취항할 예정이다. 티웨이항공의 신규 노선에 따른 2025년 매출 증가분은 3,900~4,700억원 수준을 기대할 수 있다. 여객 매출이 3,000~3,700억원, 화물 등 부가서비스 매출이 900~1,000억원으로 추정된다[5~6p]. FSC대비 ASK당 비용 절감이 가능하다고 판단하며, 영업이익 기준으로 5% 이상 달성이 가능하다고 판단한다.

이를 감안할 때 미드 싱글의 Yield YoY 하락을 감안해도 티웨이항공의 2025년 매출액과 영업이익은 각각 2.0조원(+21.9% YoY), 1,785억원(+11.7% YoY)이 예상된다.

소노인터내셔널의 더블유벨류업 지분 인수, 장기적 경영권 확보 예상

6월 28일 소노인터내셔널은 티웨이항공의 2대주주 더블유벨류업(JKL파트너스, 기존 지분율 26.77%)의 지분 14.90%를 주당 3,290원(1,056억원)에 인수했다. 소노인터내셔널은 더블유벨류업의 잔여 지분 11.87%도 매수할 수 있는 콜옵션을 보유하고 있다. 당사는 소노인터내셔널이 궁극적으로 티웨이홀딩스 및 예림당이 보유하고 있는 지분(29.74%)도 매입하여 경영권을 확보할 가능성이 크다고 판단한다. 경영권 분쟁 가능성은 낮다고 판단하는데 1) 티웨이홀딩스 및 예림당의 자금력이 매우 부족하고, 2) 소노인터내셔널 입장에서 경영권 분쟁 현실화 시 막대한 추가 비용이 발생할 리스크가 있다. 소노인터내셔널의 최대주주(티웨이홀딩스 등)의 지분에 대한 주당 매입가액과 그 시점은 쉽사리 예측할 수 없지만, 2024년 2월 티웨이홀딩스 등이 더블유벨류업의 전환우선주에 대한 콜옵션을 포기한 점을 감안할 때, 최대주주의 지분 매각은 이미 동기가 전제되었다고 간접적으로 파악할 수 있다[11~13p].

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	3,700원(상향)
증가(2024.07.01)	2,725원
상승여력	35.8%

Stock Indicator

자본금	105십억원
발행주식수	21,538만주
시가총액	587십억원
외국인지분율	1.9%
52주 주가	1,995~3,300원
60일평균거래량	976,170주
60일평균거래대금	2.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	-3.9	2.1	-16.3
상대수익률	-8.9	-5.7	-3.0	-25.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,349	1,671	2,033	2,158
영업이익(십억원)	139	160	178	211
순이익(십억원)	99	105	122	142
EPS(원)	494	487	565	661
BPS(원)	783	1,200	1,765	2,425
PER(배)	4.7	5.5	4.8	4.1
PBR(배)	3.1	2.2	1.5	1.1
ROE(%)	63.1	40.6	32.0	27.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	2.7	2.5	2.2	1.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

① 신규 노선 확보에 따른 기업 가치 증대

대한항공의 아시아나항공 인수에 따른 유럽 노선 획득

티웨이항공의 유럽 노선 취항은 향후 발생할 수 있는 수익과 더불어 확보가 매우 어려운 운수권(파리, 로마)을 확보한 점에서 기업가치 증대가 기대되는 부분이다.

대한항공은 2020년 아시아나항공 인수를 결정했고, 이를 위한 합병결합심사에서 현재까지 영국, 중국, 일본 등 12개국의 합병 승인을 받았다. EU의 경우 조건부 승인, 미국의 경우 반독점 심사가 진행 중이다. 티웨이항공은 EU의 조건부 승인의 이행을 위해서 대한항공이 기존 운항하던 파리, 로마, 바르셀로나, 프랑크푸르트의 일부 운수권을 이관 받아 8월부터 취항을 준비하고 있다.

국제항공운수권이란 국가간 항공회담을 통해 획득한 운수권을 일정한 기준에 따라 항공사에 배분하는 행정처분을 말한다. 항공자유화협정을 맺은 미국, 일본 등과 다르게 일부 유럽 국가, 동남아, 중동 지역은 국가간 항공 협정을 통해 운수권을 획득해 항공사에게 배분하는 형식이다. 인천 - 로마, 바르셀로나의 경우 기존 대한항공과 아시아나항공만이 운항하는 노선이었고, 인천 - 파리 노선은 대한항공, 에어프랑스, 아시아나항공, 인천 - 프랑크푸르트 노선은 대한항공, 아시아나항공, 루프트한자만이 운항하는 노선이었다. 그 마저 파리 노선은 에어프랑스는 대한항공과 스카이팀 얼라이언스를 맺고 있어 코드셰어로 운항하는 구간이다.

그림 1. 유럽 4개 노선 운항횟수 변경

노선	현행 운항횟수(주간)	향후 운항횟수(주간)
프랑크푸르트	대한항공: 주 7회(B777-300ER, 277석) 아시아나항공: 주 7회(A350-900, 311석)	아시아나항공: 주 7회(A350-900, 311석) 티웨이항공: 주 7회(A330-200, 247석)
로마	대한항공: 주 7회(B777-300ER, 277석) 아시아나항공: 주 7회(B777-200ER, 311석)	대한항공: 주 2~3회(B777-300ER, 277석) 아시아나항공: 주 7회(B777-200ER, 311석) 티웨이항공: 주 5회(A330-200, 247석)
파리	대한항공: 주 7회(B747-8i, 368석) 아시아나항공: 주 6회(A350-900, 311석)	대한항공: 주 7회(B777-300ER, 277석) 아시아나항공: 주 6회(A350-900, 311석) 티웨이항공: 주 4회(A330-200, 247석)
바르셀로나	대한항공: 주 4회(B787-9, 269석) 아시아나항공: 주 4회(A350-900, 311석)	아시아나항공: 주 4회(A350-900, 311석) 티웨이항공: 주 7회(A330-200, 247석)

자료: 언론보도, 하이투자증권 리서치본부

특히 인천 - 파리, 로마, 바르셀로나 확보가 핵심

① 인천 - 파리 노선의 경우 전통적으로 매우 견조한 탑승률을 기록하는 구간으로 2019년 기준으로 연평균 탑승률 86%, 성수기에는 90%를 상회하는 노선으로 알려져 있다. 프랑스의 운수권은 '단위'의 개념을 사용하는데, 현재 한국의 프랑스 운수권은 총 30.5단위(300석 기준 주 15.25회)를 보유하고 있다. 2014년 24단위(300석 기준 주당 12회) → 28단위(주 14회)로 늘어났고, 2020년 이후 30.5단위까지 확대되었다. 2024년 6월 기준으로 대한항공이 18.5단위, 아시아나항공이 12단위를 보유하고 있으며, 8월경 티웨이항공이 대한항공이 보유한 운수권에서 6단위를 가져갈 예정이다. 탑승률이 매우 높고, 10여년간 운수권이 고작 주간 3회 슬롯 수준이 늘어난 점을 고려할 때, 인천 - 파리 노선 확보가 이번 노선 이관의 핵심이라고 판단한다.

② 인천 - 로마 노선은 코로나 이전 연평균 탑승률 80% 중반대를 기록한 노선이다. 한국과 이탈리아 운수권은 2017년 주 14회에서 21회로 늘어나, 현재 대한항공이 주 10회, 아시아나항공이 주 11회를 보유하고 있는 것으로 파악된다. 본래 알리탈리아 항공이 2015년부터 주 3회로 간격으로 인천 - 로마 노선을 운항했으나, 항공사의 경영난으로 2020년 3월 이후 단항해 현재 로마 노선은 대한항공과 아시아나항공만이 운항하고 있다. 수요가 견조한 가운데, 공급도 줄어들어 2024년 로마 노선의 탑승률은 연평균 80% 후반~ 90% 초반을 기록할 것으로 예상된다. 티웨이항공은 대한항공으로부터 주 5회의 운항을 이관받는다.

③ 인천 - 바르셀로나 노선 역시 매우 인기 있는 노선이다. 2023년 이미 2019년 여객 수를 기록했고, 탑승률 역시 90% 초반을 기록했다. 현재 대한항공이 인천 - 바르셀로나 주 4회, 인천 - 마드리드 주 3회, 아시아나항공이 인천 - 바르셀로나 노선 주 4회 운항하고 있다. 티웨이항공은 이 중 대한항공으로부터 주 7회를 이관받을 예정이다. 현재 한국과 스페인은 한국자유화협정을 맺어 양국의 공항 간 협의만 있으면 슬롯이 있으면 운항이 가능한 노선이다. 다만 EC의 승인 전제 조건이 '점유율' 문제이기 때문에 향후 대한항공만이 바르셀로나 노선을 일방적으로 늘릴 수는 없을 것으로 예상된다.

④ 인천 - 프랑크푸르트 노선은 4개 노선 중 탑승률 기준으로는 가장 저조한 노선이다. 2023년 기준 80% 초반의 탑승률을 기록했다. 항공사별로 대한항공이 80.9%, 아시아나항공이 82.1%, 루프트한자가 84.3%, 에어프레미아가 82.8%를 기록했다. 에어프레미아의 경우 2022년 주 5회의 독일 운수권을 확보하여 2023년부터 프랑크푸르트 노선을 운항했으나, 기재 부족 및 미주 노선 집중 전략으로 2023년말 휴항했다. 프랑크푸르트 암마인 공항의 경우 유럽 내 대표적인 환승 공항으로 마일리지 적립 이점이 있는 항공 동맹 소속 항공사가 유리할 수 밖에 없다. 티웨이항공은 대한항공으로부터 주 7회의 운항을 이관받으나, 당분간은 공급량을 조절할 가능성이 높다고 판단한다.

표1. 유럽 4개 노선 여객 수 및 탑승률(2018, 2019년)

도시	항공사	2018			2019		
		공급좌석	여객(명)	탑승률	공급좌석	여객(명)	탑승률
바르셀로나	아시아나	42,794	35,378	82.5	126,446	104,438	82.5
	대한항공	113,956	93,807	82.2	113,703	99,244	87.2
로마	아시아나	181,128	153,136	84.5	177,471	154,350	86.9
	알리탈리아	95,966	81,456	84.7	102,986	86,166	83.5
	대한항공	237,728	186,642	78.4	228,003	190,366	83.4
파리	아시아나	157,314	138,804	88.0	159,050	139,453	87.4
	에어프랑스	304,360	261,652	85.7	320,368	283,010	88.1
	대한항공	309,318	260,885	84.1	319,583	263,510	82.2
프랑크푸르트	아시아나	361,156	310,056	85.6	355,242	293,271	82.3
	루프트한자	228,620	186,357	81.2	263,140	235,440	89.2
	대한항공	257,503	198,244	76.8	248,700	191,150	76.6

자료: 한국공항공사, 하이투자증권

표2. 유럽 4개 노선 여객 수 및 탑승률(2022, 2023년)

도시	항공사	2022			2023		
		공급좌석	여객(명)	탑승률	공급좌석	여객(명)	탑승률
바르셀로나	아시아나	28,639	25,390	88.5	87,711	80,538	91.7
	에어프레미아				20,666	19,557	94.6
	대한항공	29,550	23,886	80.7	106,571	95,677	89.7
로마	아시아나	41,008	35,335	86.0	132,328	113,205	85.5
	대한항공	29,550	23,886	80.7	173,206	152,636	88.0
파리	아시아나	85,933	74,074	86.0	187,222	161,451	86.1
	에어프랑스	164,068	124,583	75.6	249,344	213,371	85.3
	대한항공	155,103	120,015	77.1	255,095	224,124	87.6
프랑크푸르트	아시아나	176,959	124,366	69.9	227,206	187,327	82.1
	에어프레미아				68,256	56,656	82.8
	루프트한자	142,426	115,030	80.4	226,394	191,313	84.3
	대한항공	96,241	65,382	67.7	173,292	140,703	80.9

자료: 한국공항공사, 하이투자증권

주: 에어프레미아 바르셀로나 노선은 부정기선

표3. 2024년 6월 기준 유럽 4개 노선 운항 현황

항공사/노선	프랑크푸르트	로마	파리	바르셀로나
대한항공	주 7회(B777-300ER, 277석)	주 7회(B77-300ER, 277석)	주 7회(B747-8i, 368석)	주 4회(B787-9, 269석)
아시아나	주 7회(A350-900, 311석)	주 7회(B77-200ER, 278석)	주 6회(A350-900, 311석)	주 4회(A350-900, 311석)
에어프랑스	-	-	주 7회(A350-900, B777-200ER, B777-300ER)	-
루프트한자	주 7회(B747-8i, 364석)	-	-	-

자료: Airportal, 하이투자증권

티웨이항공의 신규 노선에 따른 2025년 매출 증가분은 3,900~4,700억원 수준을 기대할 수 있다. 여객 매출이 3,000~3,700억원, 화물 등 부가서비스 매출이 900~1,000억원 수준이 예상된다.

2025년 신규 노선의 여객 매출은 3,000~3,700억원 수준이 예상된다. 이는 다음과 같은 가정하에 산출했다. 1) 운항거리(km)는 최단 거리인 대권거리에서 러-우 전쟁 영향으로 15% 늘어났다. 2) 좌석수는 246석으로 A330-200을 사용한다. 3) 4개 노선의 탑승률은 과거 탑승률을 기반으로 82~90%로 각각 다르게 설정했다. 4) 운임은 70~85원/km 수준이다. 5) 프랑크푸르트, 바르셀로나 주간 운항 횟수를 7회에서 5회로 줄여 운항 가능 횟수에서 83%만을 사용한다고 가정했다.

표4. 신규 유럽 노선 여객 매출액 추정(신규 운수권 100% 활용 시)

도시	운항거리 (km)	좌석수	연환산 운항횟수	연환산 공급 좌석	탑승률 (%)	연환산 여객 수	연환산 여객 매출액(십억원)			
							70원/km	75원/km	80원/km	85원/km
프랑크푸르트	9,850	246	728	179,088	82	146,852	101.3	108.5	115.7	122.9
로마	10,335	246	520	127,920	86	110,011	79.6	85.3	91.0	96.6
파리	10,293	246	416	102,336	90	92,102	66.4	71.1	75.8	80.6
바르셀로나	11,060	246	728	179,088	88	157,597	122.0	130.7	139.4	148.2
합산			2,392	588,432	86	506,563	369.2	395.6	421.9	448.3

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 운항거리는 러-우 전쟁 영향으로 대권거리에서 15% 증분

표5. 신규 유럽 노선 여객 매출액 추정(프랑크푸르트, 바르셀로나 슬롯 각 7개 중 5개 활용 시)

도시	운항거리 (km)	좌석수	연환산 운항횟수	연환산 공급 좌석	탑승률 (%)	연환산 여객 수	연환산 여객 매출액(십억원)			
							70원/km	75원/km	80원/km	85원/km
프랑크푸르트	9,850	246	520	127,920	82	104,894	72.3	77.5	82.7	87.8
로마	10,335	246	520	127,920	86	110,011	79.6	85.3	91.0	96.6
파리	10,293	246	416	102,336	90	92,102	66.4	71.1	75.8	80.6
바르셀로나	11,060	246	520	127,920	88	112,570	87.1	93.4	99.6	105.8
합산			1,976	486,096	86	419,578	305.4	327.2	349.0	370.9

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 운항거리는 러-우 전쟁 영향으로 대권거리에서 15% 증분

연환산 화물 매출은 800~900억원대로 추산된다. 이는 다음과 같은 가정 하에 산출했다. 1) A330-200의 화물적재능력은 20톤으로, 수화물 중량(인당 20kg 가정)을 제외한 15톤을 화물칸으로 사용한다, 2) 적재율은 70%다. 3) 톤킬로미터당 운임은 400원이다.

이 외에도 수화물 추가, 기내서비스 등 매출도 연간 100억원 수준을 기대할 수 있다.

표6. 화물 매출액 추정

항목	(kg, %, FTK, 백만원, 십억원)
A330-200 화물 적재량(kg)	20,000
수화물 중량(kg)	3,173
- 인당 수화물 평균 중량(kg)	15
- 평균 탑승객 수	211.6
수화물 제외 화물칸 적재량(kg) - a	16,827
적재율(%) - b	70
평균 운항거리(km) - c	10,000
FTK(천톤km) - $d = a * b * c / 10^3$	117,786
톤km 운임(원) - e	400
운항 당 매출액(백만원) - $f = d * e$	47.1
연 운항 횟수(회) - g	1,976
연 화물 매출액(십억원) - $f * g / 10^3$	93.1

자료: 하이투자증권 리서치본부

장거리 노선에서의 LCC의 경제적 해자는 가능할 것

LCC(Low Cost Carrier)의 모델의 본질은 항공권 가격을 FSC 대비 낮추는 동시에, 불필요한 서비스를 없애고(No-frills), 기재 효율을 높여 수익성을 높이는 것이다. 글로벌 항공 컨설팅사 Aviation Strategy에 따르면 LCC는 FSC에 비해 단위비용(ASK당 운영비용)이 FSC 대비 적게는 25%, 많게는 40%까지 줄어든다.

다만 LCC의 강점은 단거리 노선에서 특히 발휘되는데 특정 노선에서의 항공기 가동률을 크게 높이며 운영 효율을 높이는 동시에, 공항 체류 시간을 줄여 공항 관련 비용을 줄일 수 있다는 것이 핵심이다. 이러한 강점은 장거리 노선에서는 FSC 비용이 크게 차이날 수 없다. 다만 총운항비용에서 25% 수준을 차지하는 간접비에서 비용을 절감할 여지가 있다. 이 중 가장 비용을 절감할 수 있는 것은 객실 비용으로 서비스 수준을 낮추고, 인력을 적게 투입하는 것이다. 공항 지상직 직원을 줄이고, 공항에 임대하는 데스크를 줄이는 비용 절감도 가능하다. Aviation Strategy의 2017년 연구 자료에 따르면 장거리에서도 저비용항공사는 FSC 대비 10~25%의 비용을 절감할 수 있다.

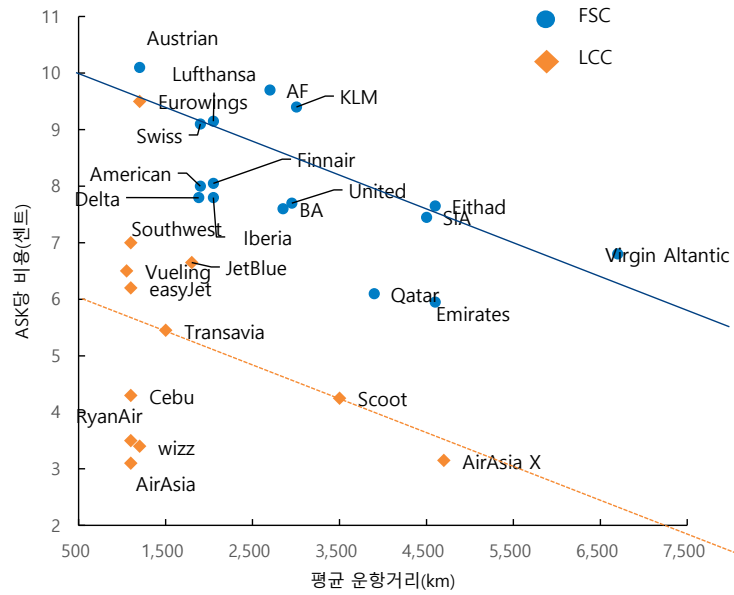
티웨이항공의 A330-200(246석)의 경우 본래 대한항공이 218석으로 운영할 때 객실승무원이 8명이 탑승했다면 티웨이항공의 경우 그보다 1~2명 줄어든 것으로 보인다. 항공안전법상 객실승무원 최소 탑승인원은 50석당 1명이 필요하여, 246석의 경우 최소 인원이 5명이다. 또한 기내식 2회를 제외하고, 음료, 간식 등은 유료로 판매하고 있어 서비스 비용을 낮출 수 있다. 티웨이항공은 대한항공으로부터 리스받은 A330-200의 좌석을 기존 218석(일등석 6석, 프레스티지 24석, 일반석 188석)에서 246석(비즈니스 18석, 이코노미 228석)으로 변경했다. 일등석, 프레스티지 12석이 이코노미 40석으로 변경된 것이다. 매출 기준으로는 비슷하거나 기존 좌석 기준이 더 많을 것으로 보이나, 비용 통제 효과를 감안할 때는 좌석 수 변경이 수익성에 유리하다고 판단한다.

표7. IATA 회원 항공사 운영비 구조 및 비중(2017년)

직접운영비	(%)
운항비	47.1
- 운항승무원비(급여, 비용, 훈련비)	8.8
- 항공유	22.8
- 공항시설 이용료	6.7
- 항공기 리스료, 보험료	7.0
- 기타 운항비	1.8
정비비	10.3
항공기 감가상각비	7.0
간접운영비	(%)
스테이션 및 계류장 사용료	7.8
여객서비스비(객실승무원 인건비 등)	8.2
발권, 판매, 프로모션비	6.7
기타	14.2

자료: 항공사 경제학 및 마케팅(저자: Rigas Doganis), IATA, 하이투자증권 리서치본부

그림1. FSC, LCC별 운항거리당 단위비용 (2016년)



자료: Aviation Strategy, 하이투자증권 리서치본부

그림2. A330-200 좌석 배치 변경



자료: 대한항공, 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공의 챌린지: 항공 동맹, 추가 기재 도입

장거리 노선을 운항하는 항공사는 항공 동맹 소속이 유리하다. 항공 동맹은 노선을 공유하는 코드셰어 뿐만 아니라 스케줄 협업, 마일리지 결합 등 다양한 파트너십 구축하며 시장 지배력을 높일 수 있고, 정비시설 공유, 지상 시스템 공유를 통해 비용을 절감하는 효과가 있다. 그래서 항공 동맹은 허브 공항에서 큰 장점을 발휘한다. 티웨이가 신규 취항이 예정되어있는 유럽 4개 공항 중 파리 샤를 드골 공항과 프랑크푸르트 암마인 공항은 유럽 내에서도 대표적인 허브 공항이다. 이 두 공항을 통해 유럽 전역과 대서양으로의 이동이 용이하다.

현재 글로벌 얼라이언스는 Oneworld, Skyteam, Star Alliance 3곳으로 이루어져 있다. 이 중 대한항공은 Skyteam, 아시아나항공은 Star Alliance에 소속되어있다. 대한항공의 아시아나항공 인수가 완료되면 아시아나항공은 Star Alliance를 탈퇴하게 될 것으로 보인다. 티웨이항공이 항공 동맹을 추진한다면 Lufthansa, SAS, LOT 등 다수 유럽 항공사가 가입되어 있는 Star Alliance가 유력하다. 다만 Star Alliance 가입을 위해서는 높은 품질 및 서비스, 운영 능력, 네트워크 등에 대한 조건이 필요하기 때문에 진입 장벽은 높은 편이다. 또한 가입비 역시 무시할 수 없는 요소다.

단기적으로 티웨이항공이 글로벌 항공 동맹에 가입할 수 있는 여건은 아니라고 판단하지만, 장기적으로 티웨이항공 입장에서는 유럽 노선의 안정적인 운영이 필요하고, Star Alliance 입장에서는 연간 700만명 이상의 환승 수요가 있는 인천공항의 활용 필요성이 대두될 수 있다.

표8. 글로벌 주요 항공 동맹

동맹/항공사	Oneworld(총 16개)	Skyteam(총 20개)	Star Alliance(총 26개)
항공사	Alaska Airlines, American British Airways, Cathay Pacific FinnAir, Iberia Japan Airlines, Malaysia Airlines Qantas, Qatar Airways Royal Air Maroc, Royal Jordanian SriLankan Airlines, S7 Airlines(중단) FJI Airways, Oman Air(예정)	Aeroflot(중단), Aerolineas Argentinas Aeromexico, Air Europa Air France, China Airlines China Eastern, Czech Airlines Delta Air Lines, Garuda Indonesia ITA Airways, Kenya Airways KLM, Korean Air Middle East Airlines, Saudia TAROM, Vietnam Airlines Virgin Atlantic, XiamenAir	Aegean Airlines, Air Canada Air China, Air India Air New Zealand, ANA Asiana Airlines , Austrian Airlines Avianca, Brussels Airlines Copa Airlines, Croatia Airlines Egypt Air, Ethiopian Airlines EVA Air, LOT Lufthansa, SAS Shenzhen Airlines, Singapore Airlines South African Airways, Swiss TAP Air Portugal, Thai Airways Turkish Airlines, United Airlines
점유율(2022년 기준)	11.9%	13.7%	17.4%

자료: Oneworld, Skyteam, Star Alliance, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공은 운항 가능한 모든 유럽 노선 슬롯을 운용하기 위해서는 추가 기재가 필요하다.

2024년 6월 기준 티웨이항공의 기재 수는 34대로 B737-8(MAX) 2대, B737-800 27대, A330-300(3대), A330-200(2대)다. 이 중 B737-8과 B737-800은 단거리용이고, A330-300과 A330-200이 장거리용이다.

A330-200의 경우 대한항공으로부터 리스 받은 기재로 246석에 최대 운항거리가 12,210km로 신규 유럽 노선을 커버할 수 있는 기재다. 총 5대의 리스 계약을 체결했고, 현재 1, 2호기가 도입되었다. 잔여 3대는 2024년 중으로 인도될 예정이다. A330-300은 티웨이항공이 20

21년 장거리 노선을 진출하기 위해 도입한 기종으로 347석의 좌석 수와 최대 운항거리가 10,186km다. 대권거리 기준으로는 신규 유럽 4개 노선 운항이 가능하지만, 러-우 전쟁으로 유럽 서부까지 운항이 불가능한 상황으로 현재 시드니, 싱가포르, 자그레브 노선에 투입하고 있다.

주 23회의 유럽 노선(파리 4회, 로마 5회, 바르셀로나 7회, 프랑크푸르트 7회)을 안정적으로 운항하기 위해서는 최소 8대의 장거리 기재가 필요한 상황이다. 러-우 전쟁이 종식되지 않는 A330-200으로만 신규 유럽 노선을 운항할 수 있다. 현재 티웨이항공은 신규 기재로 2024년말까지 A330-300 2대 도입을 추진하고 있다. 장기적으로는 항속거리 12,000km 이상인 A330-900(A330neo), A350-1000 도입을 검토 중인 것으로 파악된다.

표9. 티웨이항공 보유 장거리 기재 및 도입 검토 중인 기재

재원/기재	A330-300	A330-200	A330-900(A330neo)	A350-1000
그림				
최대 운항거리	12,210km	10,816km	13,334km	16,112km
좌석 수	246석	347석	295석(표준좌석 기준)	366석(표준좌석 기준)
항공기 길이	58.82m	60.30m	63.76m	73.9m
항공기 높이	17.39m	16.83m	16.79m	17.05m
티웨이 보유 기재 수	3대(2024년말 +2대)	2대(2024년말 +3대)	-	-

자료: 언론 보도, 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

② 최대 주주 변경 예상

소노인터내셔널의 더블유벨류업 지분 인수, 장기적으로는 경영권 인수 예상

6월 28일 소노인터내셔널은 티웨이항공의 2대주주 더블유벨류업(JKL파트너스, 기존 지분율 26.77%)의 지분 14.90%를 주당 3,290원(1,056억원)에 인수했다. 소노인터내셔널은 더블유벨류업의 잔여 지분 11.87%도 매수할 수 있는 콜옵션을 보유하고 있다.

당사는 소노인터내셔널이 궁극적으로 티웨이홀딩스 및 예림당이 보유하고 있는 지분(29.74%)도 매입하여 경영권을 확보할 가능성이 크다고 판단한다. 우선적으로 소노인터내셔널은 더블유벨류업의 잔여 지분 11.87%의 콜옵션을 행사할 가능성이 매우 높다.

더블유벨류업 입장에서는 충분히 안정적인 수익률을 달성했다. 잔여 지분을 금번 달과 마찬가지로 주당 3,290원에 매각한다고 가정해도, IRR 21.1%를 기록할 수 있다. 참고로 더블유벨류업은 2021년 4월에 최초로 티웨이항공에 투자하여 투자 기간은 3년 3개월이 경과했고, 총 투자금액은 주주배정 유상증자를 포함하여 총 1,017억원이다.

소노인터내셔널 입장에서는 현재의 지분율 14.90%는 티웨이홀딩스 및 예림당(이하 최대 주주) 29.74%에 절반 수준에 불과하여 티웨이항공에 유의미한 영향력을 행사할 수 없다. 7월 1일 종가 기준 +20.7%의 프리미엄을 주고 지분을 인수했고, 더블유벨류업의 잔여 지분에 대한 콜옵션도 계약 조건에 포함된 것을 감안할 때 우선적으로 더블유벨류업의 지분 모두를 인수할 가능성은 매우 높다.

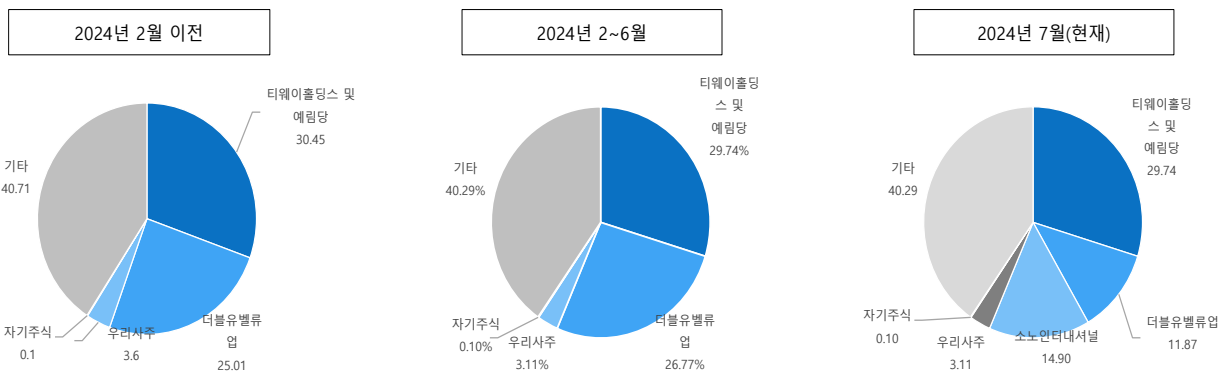
궁극적으로 소노인터내셔널은 최대 주주의 지분 모두를 매입할 가능성이 높다고 판단한다. 소노인터내셔널은 더블유벨류업의 잔여 지분을 모두 매입하면 최대주주와의 지분율 차이는 2.97%p에 불과하다. 소노인터내셔널은 이번 달을 경영권을 염두해두고 접근했을 가능성이 매우 높다는 것이다.

향후 발생할 수 있는 시나리오로 최대주주와의 경영권 분쟁도 기대할 수 있지만, 이는 가능성이 낮다고 판단한다. 우선 1) 최대주주와 나성훈 부회장의 자금력이 부족하다. 예림당과 티웨이홀딩스의 현금성자산은 합산 442억원(예림당 400억원, 티웨이홀딩스 42억원)에 불과하다. 유의미한 대출이 가능한 담보물(유형자산 및 부동산)도 없다. 실제로 티웨이홀딩스 및 나성훈 부회장은 더블유벨류업의 전환우선주(보통주 환산 시 6.78%)에 대한 콜옵션을 2024년 2월 포기했다. 전환우선주에 대한 콜옵션의 행사가는 360억원이었다(240억원에 대한 IRR 15%, 3년).

2) 소노인터내셔널 역시 경영권 분쟁 가시화 시 투자비용이 크게 증가할 수 밖에 없다는 점이 부담이다. 더블유벨류업의 잔여 지분 인수 시, 소노인터내셔널의 지분율은 26.77%로 산술적인 최대주주에 등극하기 위해서는 210억원(2.97% 매입, 주당 3,290원 가정)이 필요하다. 하지만 위 매입가액과 지분율은 단순 자연수에 불과하다. 기존 최대주주 지분율에서 +1~2%p 수준의 추가 매입은 상시 기존 최대주주의 추가 투자 리스크가 잔존하기 때문에, 기존 최대주주 지분 인수 없이 안정적인 경영권 확보를 위해서는 그 비용은 2천억원도 초과할 가능성이 있다.

위와 같은 이유로 소노인터내셔널은 궁극적으로 최대주주(티웨이홀딩스, 예림당)의 지분도 인수하여 티웨이항공의 지분 56.51%를 확보할 것으로 예상된다. 소노인터내셔널의 최대주주의 티웨이항공 지분에 대한 주당 매입가액과 그 시점은 쉽사리 예측할 수 없지만, 2024년 2월 티웨이홀딩스, 예림당이 더블유벨류업의 전환우선주에 대한 콜옵션을 포기한 점을 감안할 때, 최대주주의 지분 매각은 이미 동의를 전제되었다고 간접적으로 파악할 수 있다.

그림3. 티웨이항공 지분율 변동 추이



자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

표10. 티웨이항공 지분(2024년 7월 기준, 추정)

2024년 7월 기준	보통주 주식 수	지분율(%)
발행 주식수	215,378,976	100.00
티웨이홀딩스/에림당	64,051,346	29.74
- 티웨이홀딩스	60,351,346	28.02
- 에림당	3,700,000	1.72
소노인터내셔널	32,091,467	14.90
더블유벨류업	25,572,742	11.87
우리사주	6,690,729	3.11
자기주식	205,390	0.10

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

표11. 더블유벨류업 티웨이항공 취득 단가

투자 금액(십억원)	102.0
주식 수	57,664,209
한 주당 금액(원)	1,769
현재 주가(원)	3,290
투자 기간(최초 투자 기준)	3년 3개월
누적 수익률(%)	86.00
IRR(%)	21.10

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

주: 잔여 지분 주당 3,290원 매각 가정 시

표12. 더블유벨류업 티웨이항공 투자 타임라인

날짜	내용
2021년 4월	우선주 800억원 투자, 지분율 16.6%
2022년 4월	주주배정 유상증자 217억원 투자, 지분율 21.7%
2023년 2월	우선주 70% 보통주 전환, 지분율 25.8%
2024년 3월	잔여 우선주 30% 보통주 전환(티웨이홀딩스 우선주 콜옵션 포기), 지분율 26.8%
2024년 6월	소노인터내셔널에 지분 14.90%를 주당 3,290원(1,056억원)에 매각, 지분율 11.87%

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

소노인터내셔널의 티웨이항공의 경영권 인수 현실화 시 티웨이항공의 장거리 기재 도입 등 추가 투자도 가속화될 것으로 예상된다. 소노인터내셔널의 토지 및 건물을 감안할 때 충분한 투자 여력이 있다.

소노인터내셔널은 콘도미니엄 분양, 관리 운영업, 골프장 등 종합 리조트 사업을 영위하고 있다. 대표적으로 강원도 홍천군의 비발디 파크를 운영하고 있다. 최대주주 박춘희 및 특수관계자가 소노인터내셔널 지분의 64.07%를 소유하고 있다.

소노인터내셔널의 2023년말 기준 현금성자산(단기금융상품 포함)은 4,922억원, 순현금은 1,376억원으로 안정적인 재무 상황을 보유하고 있다. 이와 더불어 토지 및 건물은 장부가액 기준 합산 3.6조원에 육박한다(기담보 설정 5,296억원). 경영권 인수 현실화 시 소노인터내셔널이 추가 투자 의지가 있다면 충분히 투자가 가능한 재무 여력을 보유하고 있는 것이다.

표13. 소노인터내셔널 재무 추이

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	694	932	926	847
영업이익	-32	1	158	97
순이익	-62	9	73	85
자산	3,117	3,036	3,401	3,589
- 현금성자산	117	175	516	492
- 토지	1,386	1,379	1,614	1,882
- 건물	1,645	1,702	1,669	1,678
부채	2,525	2,675	3,006	3,065
- 단기차입금 등	145	169	144	167
- 사채/장기차입금	228	149	297	188
자본	592	361	395	524
순현금	-257	-143	75	138
영업활동현금흐름	192	322	545	337
투자활동현금흐름	-257	-32	-545	-246
재무활동현금흐름	4	-231	465	-63

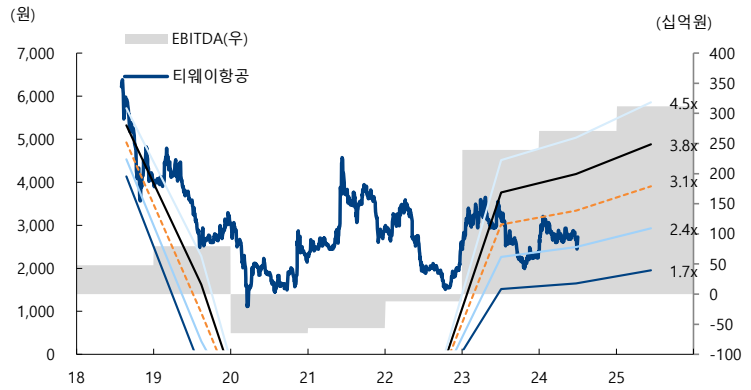
자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

표 14. 티웨이항공 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	비고
EBITDA(십억원)	-65	-56	-12	239	271	312	지배주주순이익 기준
-영업이익	-174	-148	-104	139	160	178	
-감가상각비	109	92	92	100	111	133	
EPS (원)	-1,117	-1,266	-740	494	487	565	
BPS (원)	948	383	370	783	1,200	1,765	
고점 P/E (배)	-	-	-	7.4			
평균 P/E (배)	-	-	-	5.7			
저점 P/E (배)	-	-	-	4.0			
고점 EV/EBITDA(배)	-	-	-	3.4			
평균 EV/EBITDA(배)	-	-	-	2.7			
저점 EV/EBITDA(배)	-	-	-	2.0			
ROE(%)	-117.8	-330.1	-199.8	63.1	40.6	32.0	
적용 EBITDA (십억원)					291		12개월 선행 EBITDA
Target EV 배수					3.1		2023년 중상단
순차입금					120		2024년말 예상 순차입금
주식수(백만주)					215.4		
목표주가 (원)					3,700		Target P/E 7.0배
전일 증가 (원)					2,725		
상승 여력					35.8		

자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. 티웨이항공 EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 티웨이항공 P/B Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 티웨이항공 P/E Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

표15. 티웨이항공 2Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2Q23	YoY%	2Q24E	Diff%	2Q24E	Diff%
매출액	349	286	22.0	332	5.2	342	1.9
영업이익	10	20	-51.3	13	-23.8	16	-38.6
세전이익	4	10	-62.0	5	-21.3	9	-55.9
지배주주순이익	3	10	-70.7	5	-36.8	7	-55.9
영업이익률	2.8	7.0	-4.2	3.9	-1.1	4.6	-1.8
지배주주순이익률	0.8	3.5	-2.7	1.4	-0.6	2.0	-1.1

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표16. 티웨이항공 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023P	YoY%	2024E	Diff%	2024E	Diff%
매출액	1,671	1,349	23.9	1,545	8.1	1,519	10.0
영업이익	160	139	14.6	150	6.3	162	-1.7
세전이익	139	112	24.3	123	12.8	138	0.5
지배주주순이익	105	99	5.8	97	7.9	104	0.5
영업이익률	9.6	10.3	-0.8	9.7	-0.2	10.7	-1.1
지배주주순이익률	6.3	7.4	-1.1	6.3	0.0	6.9	-0.6

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표17. 티웨이항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,671	2,033	1,519	1,538	10.0	32.2
영업이익	160	178	162	143	-1.7	24.9
영업이익률	9.6	8.8	10.7	9.3	-1.1	-0.5
EBITDA	271	312	267	254	1.4	22.6
세전이익	139	162	138	122	0.5	32.9
지배주주순이익	105	122	104	92	0.5	32.9
지배주주순이익률	6.3	6.0	6.9	6.0	-0.6	0.0
EPS	487	565	485	425	0.5	32.9
BPS	1,200	1,765	1,214	1,639	-1.2	7.6

자료: 하이투자증권

표18. 티웨이항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
주요 가정											
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,329	1,350	1,350	1,300	1,303	1,332	1,270
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	4.2	2.7	2.8	-0.7	1.0	2.2	-4.7
제트유가(달러/배럴)	107	92	113	107	102	98	97	96	105	98	96
YoY	-4.2	-37.8	-12.7	-9.3	-4.3	7.1	-14.0	-10.5	-17.3	-6.0	-2.4
국제선											
ASK	2,997	2,988	3,628	3,496	3,871	3,817	4,573	5,187	13,109	16,121	22,914
YoY	6,869.8	1,481.0	162.1	132.8	29.2	27.7	26.0	48.4	320.4	23.0	42.1
RPK	2,634	2,516	3,184	3,075	3,513	3,443	4,189	4,715	11,409	14,673	20,665
YoY	12,443	2,146	272	143	33.4	36.8	31.6	53.3	405.3	28.6	40.8
L/F	88	84	88	88	91	90	92	91	87	91	90
YoYp	39.1	24.9	25.8	3.5	2.9	6.0	3.8	2.9	14.6	4.0	-0.8
Yield(원)	99.0	76	83	88	100	77	83	82	86	85	80
YoY	-36.1	-21.6	9.2	-2.2	1.0	0.9	0.4	-6.5	1.0	-1.2	-6.1
국내선											
ASK	465	465	417	407	387	408	385	415	1,754	1,595	1,616
YoY	-12.6	-17.3	-20.0	-22.9	-16.8	-12.2	-7.8	2.1	-18.2	-9.1	1.3
RPK	413	438	389	380	359	382	353	384	1,620	1,478	1,474
YoY	-10	-14	-14	-22	-13	-13	-9	1	-14.9	-8.8	-0.3
L/F	89	94	93	93	93	94	92	93	92	93	91
YoYp	2.7	3.4	6.7	1.5	3.9	-0.5	-1.6	-0.9	3.5	0.3	-1.5
Yield(원)	158	158	149	151	142	155	151	155	154	151	153
YoY	41.1	2.6	-12.9	-7.9	-10.1	-1.6	1.2	2.9	2.5	-2.0	1.0
실적 추정											
매출액	359	286	345	359.0	423	349	428	471	1,349	1,671	2,033
YoY	500.9	205.2	117.8	67.8	17.9	22.0	23.9	31.3	156.5	23.9	21.7
국제 여객	261	191	264	271	351	264	326	313	987	1,254	1,281
국내 여객	65	69	58	57	51	59	53	60	250	223	225
화물 및 기타	33	26	23	31	21	26	29	35	90	81	99
영업비용	276	266	310	357	347	339	384	441	1,209	1,511	1,855
YoY	180.0	115.8	62.8	64.3	25.5	27.5	23.8	23.5	92.0	24.9	22.8
유류비	102	90	113	121	120	120	142	153	516	616	750
감가상각비	25	24	24	28	25	26	28	33	190	192	232
인건비	41	44	61	80	56	70	82	105	316	393	517
공항관련비	15	13	16	16	18	18	21	24	150	161	192
영업이익	82	20	35	2	76	10	43	31	139	160	178
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-7.7	-51.3	24.9	1,242.1	흑전	14.6	11.7
영업이익률	23.0	7.0	10.0	0.6	18.0	2.8	10.1	6.5	10.3	9.6	8.8
영업외손익	-21	-10	-15	18	-13	-6	-5	4	-27.5	-20.7	-16.2
세전이익	61	10	20	20	63	4	38	34	112	139	162
지배주주순이익	46	10	15	28	48	3	28	26	99	105	122
YoY	흑전	흑전	흑전	22.2	3.5	-70.7	87.6	-7.3	흑전	5.8	16.0
순이익률	12.9	3.5	4.4	7.7	11.3	0.8	6.6	5.4	7.4	6.3	6.0

자료: Dart, 하이투자증권

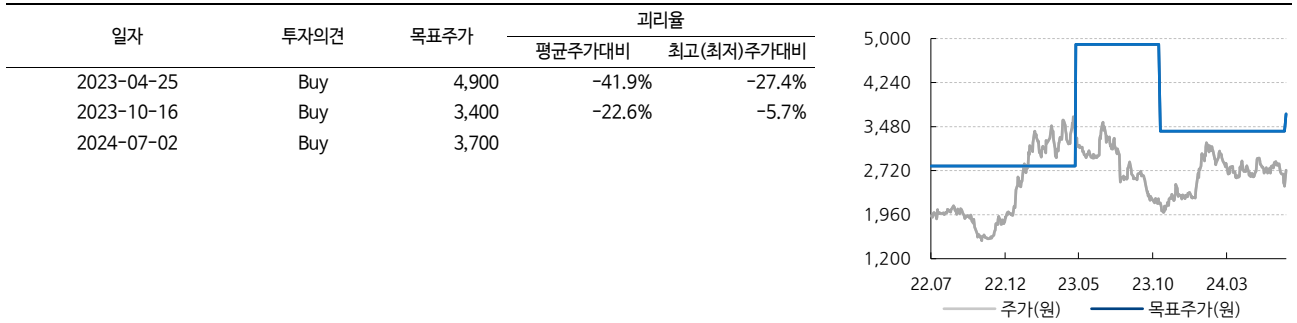
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	454	576	659	739	매출액	1,349	1,671	2,033	2,158
현금 및 현금성자산	195	203	274	357	증가율(%)	156.5	23.9	21.7	6.2
단기금융자산	82	188	193	183	매출원가	1,096	1,373	1,686	1,770
매출채권	64	67	73	78	매출총이익	252	297	347	389
재고자산	22	28	30	31	판매비와관리비	113	138	169	177
비유동자산	830	752	709	772	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	72	72	72	72	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	4	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,284	1,328	1,369	1,511	영업이익	139	160	178	211
유동부채	465	402	320	320	증가율(%)	흑전	14.6	11.7	18.5
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	10.3	9.6	8.8	9.8
단기차입금	-	-	10	20	이자수익	10	13	13	13
유동성장기부채	79	73	57	40	이자비용	34	33	33	33
비유동부채	661	661	661	661	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	112	139	162	190
부채총계	1,127	1,063	982	981	법인세비용	13	34	41	47
지배주주지분	157	265	387	529	세전계속이익률(%)	8.3	8.3	8.0	8.8
자본금	105	108	108	108	당기순이익	99	105	122	142
자본잉여금	345	345	345	345	순이익률(%)	7.3	6.3	6.0	6.6
이익잉여금	-296	-191	-70	73	지배주주귀속 순이익	99	105	122	142
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	86	92	108	129
자본총계	157	265	387	529	지배주주귀속총포괄이익	86	92	108	129

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	415	370	372	372	주당지표 (원)				
당기순이익	99	105	122	142	EPS	494	487	565	661
유형자산감가상각비	-	100	100	-	BPS	783	1,200	1,765	2,425
무형자산감가상각비	1	1	1	-	CFPS	511	967	1,036	661
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-142	-282	-208	-177	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-38	-52	-77	-62	PER	4.7	5.5	4.8	4.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	3.1	2.2	1.5	1.1
금융상품의 증감	19	-105	-5	10	PCR	4.7	2.8	2.6	4.1
재무활동 현금흐름	-162	-38	-41	-41	EV/EBITDA	2.7	2.5	2.2	1.7
단기금융부채의증감	-	-1	8	8	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	91.6	49.7	37.3	31.1
자본의증감	-	3	-	-	EBITDA0이익률	17.8	16.2	15.3	16.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	717.0	400.8	253.7	185.5
현금및현금성자산의증감	111	8	71	83	순부채비율	-126.3	-119.7	-103.2	-90.5
기초현금및현금성자산	84	195	203	274	매출채권회전율(x)	30.5	25.4	29.1	28.7
기말현금및현금성자산	195	203	274	357	재고자산회전율(x)	74.4	66.6	70.3	70.7

자료 : 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
 · 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 · 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 · 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 · 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 · 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 · 본 연구원은 2024.06.11~2024.06.14까지 티웨이항공(091890)의 자그레브 답사 행사에 참석하였습니다.
 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%