

티웨이항공 (091810)

티웨이항공은 소노에어가 될 수 있을까?

Flash Note

[건설/운송] 배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

Check Point

대명소노그룹은 티웨이항공의 경영권 확보를 위한 행동을 개시할 가능성
시나리오 1) 대명소노의 예림당 측의 티웨이항공 지분 매입, 2) 경영권 분쟁
예상대비 빨라진 타임라인, 조만간 이벤트 발생 예상, 현실적으로 1)의 가능성이 큼

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	3,700원(유지)
종가(2024.08.01)	2,605원
상승여력	42.0 %

대명소노그룹은 티웨이항공의 경영권 확보를 위한 행동을 개시할 가능성

8월 1일 대명소노시즌은 더블유벨류업으로부터 티웨이항공 지분율을 10%(708.6억원, 주당 3,290원)를 양수했다. 더블유벨류업의 잔여 지분 1.87%도 대명소노그룹이 지정한 개인 혹은 관계사가 인수한 것으로 보인다. 이로써 대명소노의 티웨이항공 지분율은 26.77%가 되었다. 티웨이홀딩스/예림당(이하 예림당 측)이 29.74%로 양 회사간의 지분율은 2.97%에 불과하다. 현재까지 대명소노가 티웨이항공 지분 매입을 위해 투자한 금액은 1,897억원이며, 대명소노는 이제 본격적으로 티웨이항공의 경영권을 확보를 위한 행동을 개시할 것으로 예상된다.

기대할 수 있는 시나리오 1) 대명소노그룹의 예림당/티웨이홀딩스 티웨이항공 지분 매입, 2) 경영권 분쟁

기업간 M&A는 핵심 내부관계자가 아닌 이상 진행 상황에 대한 정보를 습득하는 것이 매우 제한적이다. 다만 현재까지의 이벤트를 기반으로 의사결정의 배경과 향후 발생할 수 있는 시나리오를 예측해보고자 한다. 향후 기대할 수 있는 시나리오는 1) 예림당 측 지분(29.74%)를 대명소노그룹이 매입하는 것과, 2) 대명소노그룹과 예림당 측과의 티웨이항공 경영권 분쟁이다.

① 대명소노의 예림당 측 티웨이항공 지분 매입: 현재로서 가장 가능성이 높은 시나리오다. 이미 올해 초부터 JKL파트너스의 전환우선주의 보통주 전환으로 JKL파트너스와 예림당 측과의 티웨이항공 지분율이 비슷해졌고, 투자 기간도 3년에 가까워져 예림당 측과 액시 논의를 수 차례 진행했을 것으로 예상된다. JKL파트너스는 지분 동반 매각을 예림당에게 제의했을 것이고, 예림당 측은 현실적인 자금조달능력과 지분율 차이를 고려했을 시, 이를 최종적으로 응했을 것으로 예상된다. 대명소노는 여러 티웨이항공 원매자 후보군 중 예림당도 동의한 후보라고 추정된다. 다만 아직까지 대명소노가 예림당 측의 지분을 양수하지 못한 것은 인수금액에 대한 이견일 것으로 추정된다. JKL파트너스는 주당 3,290원(기업가치 7,086억원)로 대명소노에 지분을 매각했지만, 예림당 측은 그 이상으로 협의를 진행하고 있을 것으로 예상된다. 경영권 프리미엄을 감안 시 주당 4,000원 수준에서 협의를 진행하고 있을 것으로 추정된다. 자금조달능력면에서 대명소노가 예림당 측보다는 확연한 우위를 가지고 있기 때문에, 최종적으로 예림당 측은 경영권 분쟁보다는 합리적인 가격으로 대명소노에 지분을 매각하는 시나리오를 바랄 수 있다. 주당 4,000원(기업가치 8,615억원)이라고 가정하면 대명소노는 2,562억원을 예림당 측에 지불해야한다.

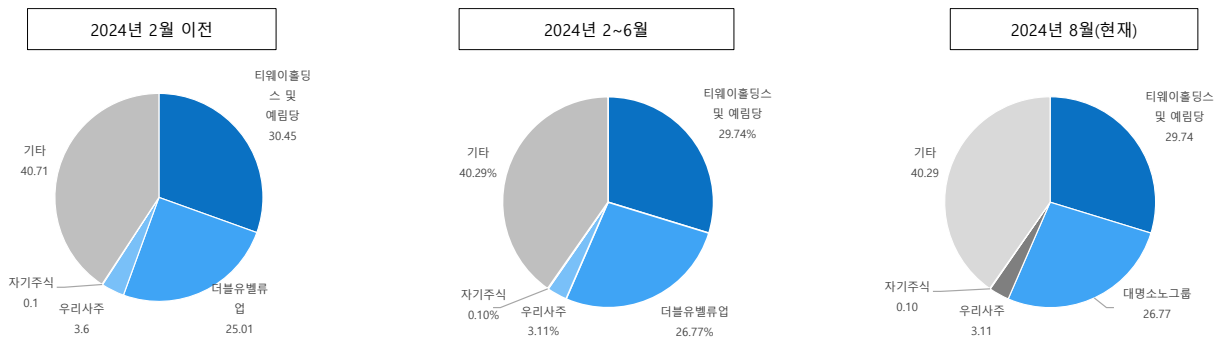
② 경영권 분쟁: 최종 협상금액에 대한 이견, 그리고 만약 나성훈 부회장의 티웨이항공 경영권에 대한 의지가 확고하다면 경영권 분쟁으로도 변질 수 있다. 현재 대명소노의 티웨이항공 경영권 확보 의지가 명확하고, 만약 예림당과의 협상이 최종적으로 결렬된다면 기타주주들의 지분을 추가로 매입할 수 있다. 예림당 측 역시 이 경우 기타주주들의 지분을 매입해야 한다. 경영권 분쟁 시 50%에 가까운 지분율을 확보해야하기 때문에 대명소노는 티웨이항공의 지분을 23.2%, 티웨이홀딩스는 20.3%를 더 확보해야 한다. 단순히 현재 종가(2,605원) 기준으로 대명소노 측은 1,303억원, 예림당 측은 1,137억원을 추가로 지불해야 하지만, 경영권 분쟁 목적의 지분 매입은 필히 공개 정보가 될 수밖에 없기 때문에, 이 경우 위 종가 기준 매입금액에서 2~3배의 금액을 지불할 수 있다. 따라서 이는 현실 가능성이 거의 없다고 판단한다. 현실적으로 공개 매수가 더욱 합리적인 방법이 될 수 있다. 대명소노가 JKL파트너스로부터의 주당 매입금액(3,290원)에 23.2%의 지분을 공개 매수하면 1,646억원으로 경영권을 확보할 수 있고, 이는 예림당 측에 지불해야하는 매각대금보다 더욱 경제적인 인수 방법이 될 수 있다.

하지만 공개 매수 역시 예림당 측의 맞불 공개 매수의 가능성이 있기 때문에 조심스러운 접근 방법이다. 대명소노 측이 제시하는 인수가액보다 예림당 측이 더 높은 매수가격을 설정하고, 다시 대명소노 측이 또 다시 매수가격을 높이면 결국 장내 지분 매수와 비용의 차이가 없을 수 있다. 예림당 측의 자금조달능력은 대명소노 대비 크게 부족한 것이 사실이지만, 예림당 역시 사모펀드 등 기타 기관을 포섭할 가능성이 없는 것은 아니다. 또한 예림당 소유 성수동 건물(성수동 아차산로 153)의 활용도 고려할 수 있다. 대지 1,237m2, 연면적 7,179m2(지하 2층 - 지상 11층)의 건물은 인근 실거래 가격을 고려 시 800~1,000억원에 시세가 형성되어 있을 것으로 판단된다. 건물을 담보로 대출을 받고, 기타 기관과 연합하는 시나리오도 충분히 고려할 수 있다.

예상대비 빨라진 타임라인, 조만간 이벤트 발생 예상

대명소노는 본래 9월말까지 행사할 수 있었던 더블유밸류업의 잔여 지분(11.87%)의 콜옵션을 8월 1일 행사했다. 이로써 티웨이항공의 경영권 확보 의지는 확실해졌고, 조만간 위 예상했던 시나리오가 발발할 가능성이 크다고 판단한다. 경영권 분쟁의 가능성도 존재하지만 상대 측의 자금조달능력, 기타 세력 등의 변수가 매우 크기 때문에, 예림당 측과의 인수가액 협상으로 끝날 가능성이 경영권 분쟁 대비 더욱 크다고 판단한다.

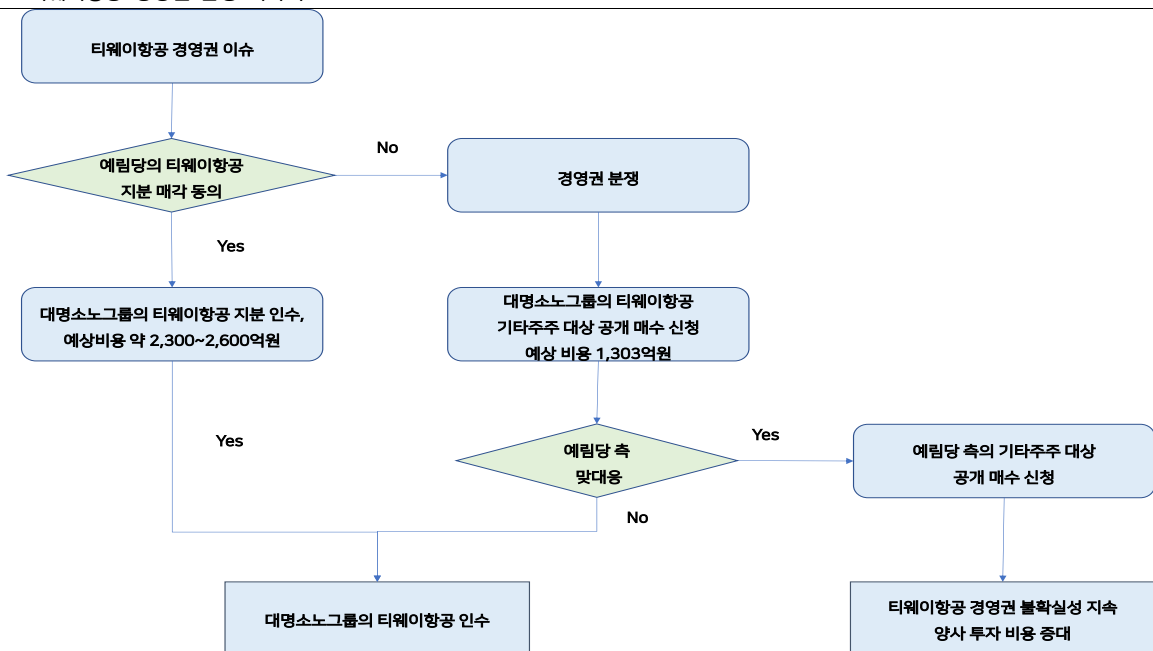
그림1. 티웨이항공 지분율 변동 추이



자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

주: 티웨이홀딩스 지분율은 티웨이홀딩스 28.02%, 예림당 1.72%, 대명소노그룹 지분율은 소노인터내셔널 14.9%, 대명소노지슨 10.00%, 그리고 대명소노가 지정한 개인/기관의 1.87%

그림2. 티웨이항공 경영권 분쟁 시나리오



자료: 하이투자증권 리서치본부

표1. 소노인터내셔널, 예림당 재무 비교(연결 기준)

(십억원)	소노인터내셔널		예림당	
	2022	2023	2022	2023
매출액	926	847	26	21
영업이익	158	97	0	-3
순이익	73	85	-23	18
자산	3,401	3,589	211	227
- 현금성자산	516	492	45	46
- 토지 및 건물	3,283	3,560	37	36
부채	3,006	3,065	24	25
- 단기차입금 등	144	167	11	8
- 사채/장기차입금	297	188	10	8
자본	395	524	187	201
순현금	75	138	25	30
영업활동현금흐름	545	337	-1	2
투자활동현금흐름	-545	-246	2	-6
재무활동현금흐름	465	-63	-11	3

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 예림당 소유 예림출판문화센터 개요

내용	예림출판문화센터
위치	
주소	서울특별시 성동구 아차산로 153
대지	1,237m2(374평)
연면적	7,179m2(2,175평)
건축비용(신축)	92억원
토지대	110억원(추정)
매입시기	토지 매입 2009년, 건축완료 2011년
현재 가치	800~1,000억원 추정

자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 예림당 주요 투자 이력

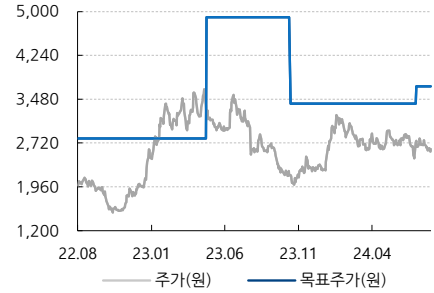
	티웨이항공	예림출판문화센터
매입 시기	2012년	2009년
매입 금액	70억원	약 200억원(건축비용 포함)
현재 가치	1,669억원	800~1,000억원
누적 투자 수익률	2,284%	300~400%
IRR	31.2%	9.5~11.2%

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 티웨이항공의 현재가치는 8월 2일 종가 기준

티웨이항공 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	4,900	-41.9%	-27.4%
2023-10-16	Buy	3,400	-22.6%	-5.7%
2024-07-02	Buy	3,700		



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 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

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%