

티웨이항공 (091810)

이어지는 성장통

투자의견

HOLD(하향)

목표주가

3,700 원(유지)

현재주가

4,110 원(01/24)

시가총액

514(십억원)

운송/기계/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 지난 주, 소노인터내셔널이 티웨이항공 측에 경영개선 요구서를 제출하며 경영권 분쟁 표면화. 안전 운항 및 경영 개선을 위해 경영진 교체 및 유상증자 요구하고, 주주명부 열람도 요청. 3월 정기주총에서 이사회 과반 확보 여부 관심. 3Q24 기준 티웨이홀딩스&예림당 지분율 29.77%, 대명소노그룹 26.77%로 지분 격차는 3%pt. 정기 주총 까지 단기 주가 변동성 확대 불가피. 대명소노그룹은 별도로 인수 진행 중인 에어프레미아와 티웨이항공의 합병도 구상. 대한항공 그룹과 규모의 차이는 크나, 유럽과 미국의 양 날개를 갖춘 중장거리 항공사 탄생 가능성도 있음
- 목표주가 3,700원 유지하나, 현 주가와 목표주가 괴리 고려 투자 의견은 Hold로 하향. 목표주가는 유럽 노선 안정화 예상되는 25~26년 당기순이익 평균값에 경쟁사 17~18년(성장기) 평균 P/E를 10% 할인 적용. 실적 추정치는 인력 증가에 따른 비용 증가, 기재 도입 지연 등을 반영하여 하향 조정했으나, 중장거리 LCC로서 성장 모멘텀 확보한 점 고려해 멀티플은 상향 적용. 4Q24 실적은 매출액 4,275억원, 영업손실 128억원으로 추정. 유럽 운항 증가, A333 간선 투입에 따른 공급력 증가로 매출액은 전년비/전분기 대비 증가하나, 비용 부담 계속되며 영업손실 전망
- 유럽 노선은 주당 파리 5회, 로마 4회, 바르셀로나 4회, 프랑크푸르트 4회 운항 중이며, 자그레브는 작년 가을 이후 중단. 올해 3분기 성수기에 로마 7회, 프랑크푸르트 7회로 늘리고, 자그레브 3회 복항 예정. 장거리 신기재 B773ER 2대 도입 진행 중. 1호기는 도색 완료. 2분기 투입 예상. 장거리 노선 수익성의 벽으로 여겨졌던 A332의 적은 좌석 수 문제를 B773ER로 해결 기대. 화물 수송량도 지속 증가 중인 점 긍정적. 다만, 아직 국내 FSC와 최저가 기준 운임 격차는 절반 수준으로 당초 기대했던 80% 수준에는 미치지 못하고 있으며, 탑승률도 비수기 영향으로 취항 이래 80% 수준. 유럽 노선은 외항사와의 경쟁도 심해 수익성 확보 및 안정화까지는 조금 더 시간 필요

주가(원, 01/24) 4,110
시가총액(십억원) 885

발행주식수 215,379천주
52주 최고가 4,170원
최저가 2,305원
52주 일간 Beta 0.55
60일 일평균거래대금 251억원
외국인 지분율 4.4%
배당수익률(2024F) 0.0%

주주구성
티웨이홀딩스(외 17인) 30.1%
소노인터내셔널(외 2인) 26.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	60.1%	63.4%	32.5%
절대기준	64.1%	55.4%	35.2%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	-
목표주가	3,700	3,700	-
영업이익(24)	36	139	▼
영업이익(25)	77	160	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	1,349	1,571	1,824	1,991
영업이익	139	36	77	146
세전손익	112	4	53	125
당기순이익	99	2	42	99
EPS(원)	494	11	195	458
증감률(%)	흑전	-97.8	1,655.6	134.9
PER(배)	4.8	370.1	21.1	9.0
ROE(%)	91.6	1.5	24.3	40.6
PBR(배)	3.2	5.8	4.6	3.0
EV/EBITDA(배)	2.4	8.9	13.8	7.1

자료: 유진투자증권

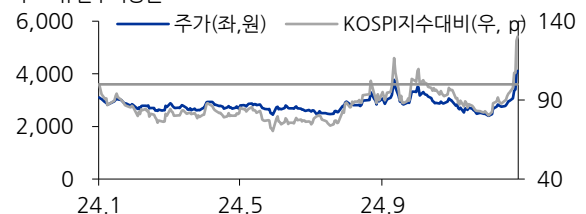


도표 1. 티웨이항공 실적(별도 기준) 추이 및 전망

구분(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	359	286	345	359	423	326	395	427	1,349	1,572	1,825
yoy%	500.9	205.2	117.8	67.8	17.9	13.9	14.4	19.0	156.5	16.5	16.1
qoq%	67.6	-20.2	20.6	4.0	17.8	-22.9	21.2	8.2			
영업이익	83	20	34	2	75	-22	-7	-13	138	34	74
yoy%	흑전	흑전	흑전	흑전	-9.0	적전	적전	적전	흑전	-75.6	121.6
qoq%	흑전	-76.2	70.8	-94.5	3,951.1	-적전	적지	적지			
opm%	23.0	6.9	9.7	0.52	17.8	-6.7	-1.8	-3.0	10.2	2.1	4.1
(1) 국내선	70	73	62	61	54	61	55	55	266	225	217
ASK(백만 km)	465	464	417	407	387	389	394	400	1,753	1,570	1,572
RPK(백만 km)	413	438	388	381	359	365	360	373	1,620	1,457	1,458
L/F(%)	89	94	93	94	93	94	91	93	92	93	93
Yield(원)	169	168	160	159	149	167	154	148	164	154	149
(2) 국제선	275	204	275	283	359	265	342	348	1,037	1,315	1,510
ASK(백만 km)	2,997	2,988	3,628	3,496	3,871	3,629	4,293	5,068	13,109	16,861	21,502
RPK(백만 km)	2,634	2,517	3,183	3,075	3,513	3,205	3,755	4,378	11,409	14,851	18,758
L/F(%)	88	84	88	88	91	88	87	86	87	88	87
Yield(원)	104	81	86	92	102	83	91	79	91	89	80

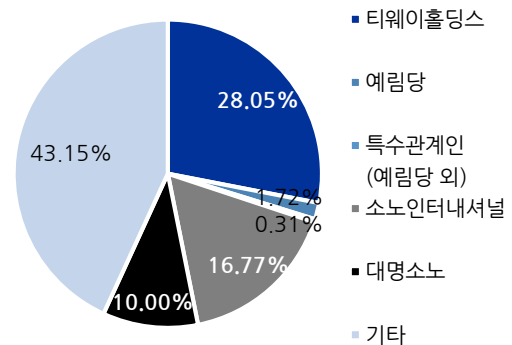
자료: 유진투자증권
주) 별도 기준

도표 2. 티웨이항공 밸류에이션

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉓ 당기순이익	70	25~26 년 AVG
㉔ Target PER(배)	11.5	제주항공, 진에어 17~18 년 AVG
㉕ 기업가치	807	㉓=㉔×㉕
㉖ 주식수(천주)	215,174	
㉗ 주당가치(원)	3,749	㉕=㉖/㉗
㉘ 목표주가(원)	3,700	
현재주가(원)	4,111	

자료: 유진투자증권

도표 3. 티웨이항공 주주 구성(3Q24)



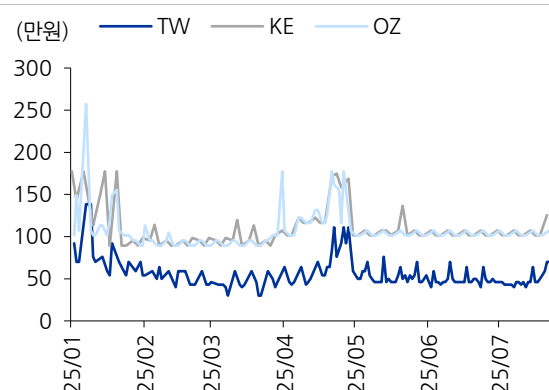
자료: 유진투자증권

도표 4. 티웨이항공 보유 기재

기종	좌석 수	25 년 예상 대수 (추가 대수)
A330-200	246 석 & 260 석	5
A330-300	347 석 & 377 석	5(+1)
B777-300ER	294 석 & 368 석	2(+2)
B737-800	189 석	26
B737-8	189 석	2

자료: 유진투자증권

도표 5. 인천-로마 최저가 비교(24 년말 기준)



자료: 유진투자증권

티웨이항공 (091810.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,042	1,284	1,427	1,494	1,630
유동자산	241	454	405	384	427
현금성자산	186	277	239	216	250
매출채권	24	64	39	40	43
재고자산	14	22	36	37	40
비유동자산	802	830	1,022	1,109	1,203
투자자산	748	755	886	922	960
유형자산	52	72	132	183	239
기타	2	3	3	4	4
부채총계	983	1,127	1,275	1,300	1,338
유동부채	411	465	511	518	536
매입채무	102	152	173	178	194
유동성이자부채	131	79	101	101	101
기타	179	235	237	240	242
비유동부채	572	661	764	782	801
비유동이자부채	281	295	311	311	311
기타	291	366	453	471	490
자본총계	59	157	152	194	292
지배지분	59	157	152	194	292
자본금	96	105	108	108	108
자본잉여금	343	345	41	41	41
이익잉여금	(385)	(296)	(0)	42	140
기타	5	3	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	59	157	152	194	292
총차입금	412	374	412	412	412
순차입금	226	97	172	196	161

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	166	415	254	65	130
당기순이익	(119)	99	2	42	99
자산상각비	92	100	82	1	1
기타비현금성손익	83	174	107	18	19
운전자본증감	108	40	22	4	11
매출채권감소(증가)	(22)	(38)	28	(1)	(4)
재고자산감소(증가)	(5)	(8)	(14)	(1)	(3)
매입채무증가(감소)	30	30	10	4	16
기타	104	56	(2)	1	1
투자현금	(106)	(142)	(206)	(93)	(99)
단기투자자산감소	(37)	(33)	(41)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	11	38	70	51	56
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
재무현금	8	(162)	(103)	0	0
차입금증가	(85)	(128)	(76)	0	0
자본증가	120	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	68	111	(54)	(28)	30
기초현금	16	84	195	140	113
기말현금	84	195	140	113	143
Gross Cash flow	57	373	231	62	119
Gross Investment	(39)	70	143	85	85
Free Cash Flow	96	303	88	(24)	35

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	526	1,349	1,571	1,824	1,991
증가율(%)	145.3	156.5	16.5	16.1	9.2
매출원가	569	1,096	1,385	1,572	1,654
매출총이익	(43)	252	186	252	337
판매 및 일반관리비	60	113	149	175	191
기타영업손익	54	87	32	17	10
영업이익	(104)	139	36	77	146
증가율(%)	적지	흑전	(73.9)	112.2	88.7
EBITDA	(12)	239	118	79	147
증가율(%)	적지	흑전	(50.7)	(33.6)	87.5
영업외손익	(46)	(28)	(33)	(24)	(21)
이자수익	3	10	12	12	12
이자비용	28	34	37	38	38
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(21)	(4)	(8)	1	4
세전순이익	(150)	112	4	53	125
증가율(%)	적지	흑전	(96.9)	1,413.2	134.9
법인세비용	(31)	13	1	11	26
당기순이익	(119)	99	2	42	99
증가율(%)	적지	흑전	(97.6)	1,655.6	134.9
지배주주지분	(119)	99	2	42	99
증가율(%)	적지	흑전	(97.6)	1,655.6	134.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(740)	494	11	195	458
증가율(%)	적지	흑전	(97.8)	1,655.6	134.9
수정EPS(원)	(740)	494	11	195	458
증가율(%)	적지	흑전	(97.8)	1,655.6	134.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(740)	494	11	195	458
BPS	309	747	705	900	1,358
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	4.8	370.1	21.1	9.0
PBR	8.0	3.2	5.8	4.6	3.0
EV/ EBITDA	n/a	2.4	8.9	13.8	7.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	8.4	1.3	3.8	14.4	7.4
수익성(%)					
영업이익율	(19.8)	10.3	2.3	4.2	7.3
EBITDA이익율	(2.2)	17.8	7.5	4.3	7.4
순이익율	(22.6)	7.3	0.2	2.3	5.0
ROE	(222.3)	91.6	1.5	24.3	40.6
ROIC	(26.4)	46.1	8.6	17.1	27.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	380.7	61.6	113.4	101.0	55.1
유동비율	58.5	97.6	79.3	74.2	79.6
이자보상배율	(3.7)	4.1	1.0	2.1	3.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	1.2	1.2	1.2	1.3
매출채권회전율	37.9	30.5	30.4	46.4	47.9
재고자산회전율	44.4	74.4	54.4	50.4	52.0
매입채무회전율	6.7	10.6	9.7	10.4	10.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

