

# 티웨이항공 (091810)

## 1Q24 Review: 견조한 여객 수요와 고운임 지속

### 투자의견 Buy, 목표주가 3,400원 유지

티웨이항공에 대해 투자의견 Buy와, 목표주가 3,400원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA 2,623억원에 Target E/V 3.4배를 적용하고 예상 순차입금을 차감해 산정했다. 1Q24 호실적을 기록했고, '픽크 아웃' 우려가 무색하게 2024년에도 높은 운임은 바탕으로 영업이익은 전년대비 증가(+15.9% YoY)가 예상된다. 티웨이항공은 이르면 6월말 파리 노선(주 4회) 취항이 예정되어 있고, 계획된 노선의 취항을 완료 시 주간 23회로 유럽 주요 도시를 운항할 예정이다. 견조한 실적이 유지되고 재무건전성이 높아지는 가운데, 향후 유럽 노선 취항을 통한 구조적인 기업가치 증대가 기대된다는 점에서 티웨이항공을 항공업종 최선호주로 추천한다.

### 1Q24 영업이익 753억원, 컨센서스 상회

별도 기준 티웨이항공의 1Q24 매출액은 4,229억원(+17.9% YoY, +17.8% QoQ), 영업이익은 753억원(-9.0% YoY, +3,949% QoQ)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 710억원을 상회했다(+6.7%). 국제선 RPK는 +33.4% YoY, +14.2% QoQ, L/F는 90.8%(+2.9%p YoY, +2.8%p QoQ)를 기록했다. 노선별 매출액에서 동남아 +43% YoY, 일본 +19% YoY 성장이 두드러졌고, 탑승률도 매우 높았다. 국제선 운임은 100원/km로 +1.0% YoY, +13.6% QoQ 기록했다.

영업비용은 3,477억원(+25.9% YoY, -2.5% QoQ)를 기록했다. 연료비는 1,197억원(+17.1%, -1.4% QoQ)을 기록했다. 제트유가 하락(-4.3% YoY, -4.6% QoQ)로 수송량 증가 폭 대비 연료비 증가 폭이 적었다. 인건비는 560억원(+37.7% YoY, -30.0% QoQ)을 기록했는데, 운항횟수 정상화 및 유럽 노선 취항을 대비하여 인력이 빠르게 늘어난 영향이다. 정비비가 큰 폭으로 늘어난 483억원(+8.4% YoY)을 기록했는데 정비충당부채의 외화환산손실도 일부 반영되었다.

### 2Q 비수기 진입, 하지만 장기적 이익 성장 가능할 것

티웨이항공의 국제선 여객 수요는 2Q24에도 전년대비 늘어날 것으로 예상되지만(+35% YoY), 국제선 운임은 전년과 유사한 77원/km(+0.9%YoY)이 예상된다. 다만 영업비용 측면에서 인건비가 인력 충원과 연간 인센티브의 선제적 반영의 가능성도 있어 큰 폭으로 증가(+15% YoY)하고, 제트유가 상승(+7.1% YoY)도 예상되어 영업이익은 전년대비 20.7% 감소한 159억원이 예상된다.

다만 티웨이항공의 유럽 노선 취항으로 장기적인 이익 성장이 기대된다. 6월말 파리(주 4회)를 시작으로 8월 로마(주 5회), 바르셀로나 9월(주 7회), 프랑크푸르트 10월(주 7회)에 취항 예정이다. 인천-파리 노선의 경우 현재 티웨이항공 취항을 위해 국토교통부와 프랑스 당국이 협상을 진행하고 있어 취항이 6월말에서 일부 지연될 가능성이 있다. 당사는 연환산 기준 티웨이항공의 유럽 노선 취항으로 약 4,000~4,500억원의 매출 증가가 가능하다고 예상하며, 영업이익률 기준으로 미드 싱글 수준은 가능할 것으로 예상된다. 이에 2025년 200~300억원의 영업이익 증가가 예상되며, 이는 2025년 추정 영업이익 1,425억원에서 16~22%의 증분을 의미한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	3,400원(유지)
증가(2024.05.09)	2,825원
상승여력	20.4%

### Stock Indicator

자본금	105십억원
발행주식수	21,538만주
시가총액	608십억원
외국인지분율	1.7%
52주 주가	1,995~3,555원
60일평균거래량	1,088,930주
60일평균거래대금	3.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.4	-0.9	22.3	-7.4
상대수익률	4.2	-4.4	10.5	-15.4

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,349	1,519	1,538	1,554
영업이익(십억원)	139	162	143	123
순이익(십억원)	99	104	91	73
EPS(원)	494	481	424	337
BPS(원)	783	1,211	1,635	1,972
PER(배)	4.7	5.8	6.7	8.4
PBR(배)	3.1	2.3	1.7	1.4
ROE(%)	63.1	39.7	25.9	17.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	2.7	2.7	3.0	3.1

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 티웨이항공 1Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q23	YoY %	1Q24E	Diff %	1Q24E	Diff %
매출액	423	359	17.9	407	3.9	428	-1.2
영업이익	75	82	-8.7	71	6.7	73	3.1
세전이익	62	61	1.4	68	-8.1	54	15.3
지배주주순이익	47	46	1.9	50	-6.2	41	15.2
영업이익률	17.8	23.0	-5.2	17.3	0.5	17.0	0.8
지배주주순이익률	11.2	12.9	-1.7	12.4	-1.2	9.5	1.7

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표2. 티웨이항공 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023P	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	1,519	1,349	12.6	1,520	-0.1	1,533	-0.9
영업이익	162	139	15.9	146	11.0	151	7.0
세전이익	138	112	22.9	120	15.0	124	10.9
지배주주순이익	104	99	4.6	95	9.6	93	11.5
영업이익률	10.6	10.3	0.3	9.6	1.1	9.9	0.7
지배주주순이익률	6.8	7.4	-0.5	6.2	0.6	6.1	0.7

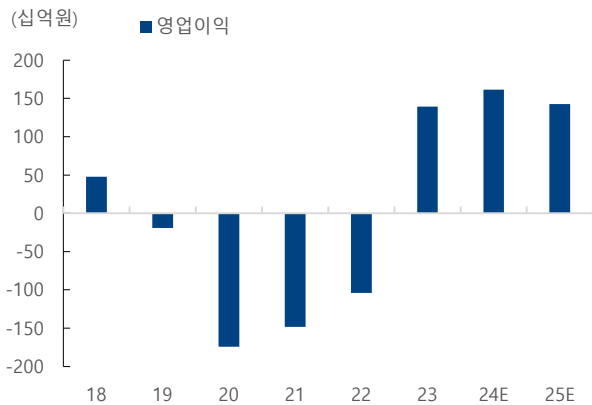
자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표3. 티웨이항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,519	1,538	1,533	1,506	-0.9	2.2
영업이익	162	143	151	126	7.0	13.1
영업이익률	10.6	9.3	9.9	8.4	0.7	0.9
EBITDA	267	254	266	247	0.2	2.8
세전이익	138	122	124	103	10.9	18.2
지배주주순이익	104	91	93	77	11.5	18.6
지배주주순이익률	6.8	5.9	6.1	5.1	0.7	0.8
EPS	481	424	433	358	11.2	18.4
BPS	1,211	1,635	1,163	1,521	4.1	7.5

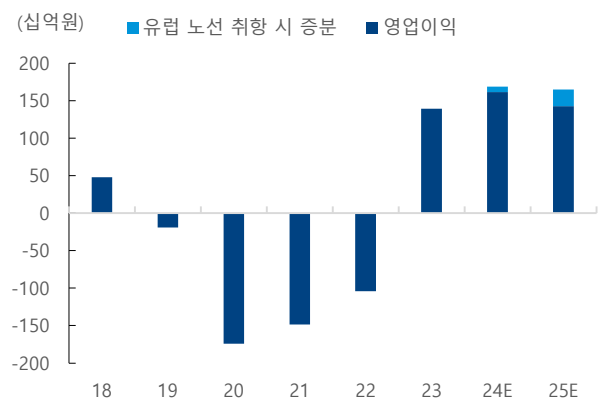
자료: 하이투자증권

그림1. 티웨이항공 영업이익 추이 및 전망



자료: 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 티웨이항공 영업이익 추이 및 전망(유럽 노선 취항 시)



자료: 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

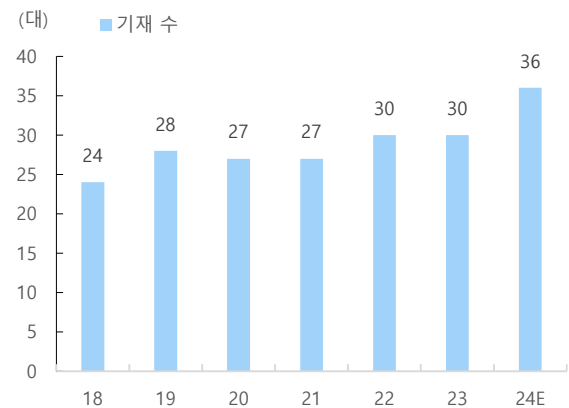
주: 2025년 기준 연환산 매출액 4,500억원, 영업이익률 5% 가정

그림3. 티웨이항공 유럽 노선 취항 일정

노선	주간 운항횟수	예상 취항 시기	기재
인천 → 파리	주 4회	24년 6~7월	A330-200
인천 → 로마	주 5회	24년 8월	
인천 → 바르셀로나	주 7회	24년 9월	
인천 → 프랑크푸르트	주 7회	24년 10월	

자료: 언론 보도, 하이투자증권 리서치본부

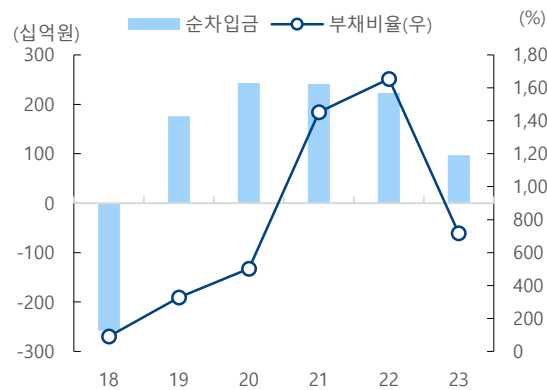
그림4. 티웨이항공 기재 수 추이 및 전망



자료: 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

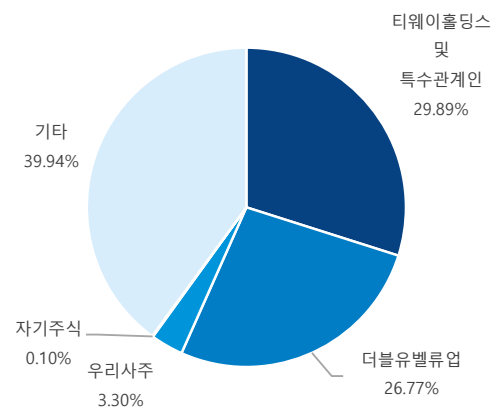
주: 1Q24 기준 31대, A330-200 5대 임대기 포함

그림5. 티웨이항공 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 티웨이항공 지분 구조(2024년 5월 기준, 추정)



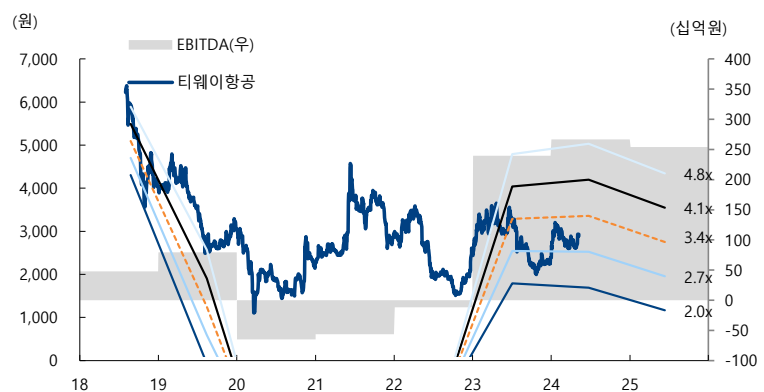
자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

표4. 목표주가 산정

(십억원, 원, 배, 백만주, %)	Valuation	비고
12M fwd EBITDA (a, 십억원)	262	
Target EV/EBITDA (b, 십억원)	3.4	
목표 EV(c, 십억원)	892	(a) x (b)
순차입금(d, 십억원)	150	2024년말 예상 순차입금
주식 가치(e, 십억원)	742	(c) - (d)
발행 주식수(f, 백만주)	215	(e) x 10 <sup>3</sup> / (f)
목표 주가(원)	3,400	Target P/B 2.5배, Target P/E 7.4배
현재주가	2,825	
상승여력	20.4	

자료: 하이투자증권 리서치본부

그림7. 티웨이항공 EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 티웨이항공 P/B Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 티웨이항공 P/E Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

표5. 티웨이항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>											
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
<b>국제선</b>											
ASK	2,997	2,988	3,628	3,496	3,871	3,798	4,159	4,040	13,109	15,868	16,987
YoY	6,869.8	1,481.0	162.1	132.8	29.2	27.1	14.6	15.5	320.4	21.0	7.1
RPK	2,634	2,516	3,184	3,075	3,513	3,418	3,801	3,649	11,409	14,381	15,332
YoY	12,443	2,146	272	143	33.4	35.9	19.4	18.7	405.3	26.1	6.6
L/F	88	84	88	88	91	90	91	90	87	91	90
YoYp	39.1	24.9	25.8	3.5	2.9	5.8	3.6	2.4	14.6	3.6	-0.4
Yield(원)	99.0	76	83	88	100	77	83	77	86	84	80
YoY	-36.1	-21.6	9.2	-2.2	1.0	0.9	0.4	-12.0	1.0	-2.5	-4.8
<b>국내선</b>											
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	145	140	145	154	143	142
YoY	41.1	2.6	-12.9	-7.9	-10.1	-8.3	-5.7	-4.2	2.5	-7.2	-0.7
<b>실적 추정</b>											
<b>매출액</b>	<b>359</b>	<b>286</b>	<b>345</b>	<b>359</b>	<b>423</b>	<b>342</b>	<b>392</b>	<b>362</b>	<b>1,349</b>	<b>1,519</b>	<b>1,538</b>
YoY	500.9	205.2	117.8	67.8	17.9	19.7	13.6	0.8	156.5	12.6	1.3
국제 여객	261	191	264	271	351	262	317	283	987	1,213	1,230
국내 여객	65	69	58	57	51	55	50	56	250	211	209
화물 및 기타	41	31	27	36	25	30	30	28	112	95	99
<b>영업비용</b>	<b>276</b>	<b>266</b>	<b>310</b>	<b>357</b>	<b>348</b>	<b>326</b>	<b>342</b>	<b>341</b>	<b>1,209</b>	<b>1,357</b>	<b>1,396</b>
YoY	180.0	115.8	62.8	64.3	25.9	22.7	10.3	-4.5	92.0	12.2	2.8
유류비	102	90	113	121	120	119	130	122	539	587	596
감가상각비	25	24	24	28	25	26	27	28	212	200	210
인건비	41	44	61	80	56	65	67	72	338	355	376
공항관련비	15	13	16	16	18	16	18	18	173	165	170
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>2</b>	<b>75</b>	<b>16</b>	<b>49</b>	<b>21</b>	<b>139</b>	<b>162</b>	<b>143</b>
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-8.7	-20.7	42.8	820.3	흑전	15.9	-11.8
영업이익률	23.0	7.0	10.0	0.6	17.8	4.6	12.6	5.8	10.3	10.6	9.3
<b>영업외손익</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>18</b>	<b>-13</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-21</b>
<b>세전이익</b>	<b>61</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>62</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>23</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>122</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>47</b>	<b>7</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>91</b>
YoY	흑전	흑전	흑전	22.2	1.9	-33.6	112.8	-36.5	흑전	4.6	-11.9
순이익률	12.9	3.5	4.4	7.7	11.2	2.0	8.2	4.8	7.4	6.8	5.9

자료: Dart, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	454	556	607	611	매출액	1,349	1,519	1,538	1,554
현금 및 현금성자산	195	199	239	253	증가율(%)	156.5	12.6	1.3	1.0
단기금융자산	82	178	183	173	매출원가	1,096	1,234	1,269	1,300
매출채권	64	67	71	72	매출총이익	252	285	269	254
재고자산	22	22	23	23	판매비와관리비	113	124	127	130
비유동자산	830	751	707	770	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	72	72	72	72	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	3	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,284	1,306	1,314	1,380	영업이익	139	162	143	123
유동부채	465	381	297	291	증가율(%)	흑전	15.9	-11.8	-13.4
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	10.3	10.6	9.3	7.9
단기차입금	-	-	10	20	이자수익	10	12	12	12
유동성장기부채	79	62	46	30	이자비용	34	37	37	37
비유동부채	661	661	661	661	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	112	138	122	97
부채총계	1,127	1,042	959	952	법인세비용	13	34	30	24
지배주주지분	157	264	355	428	세전계속이익률(%)	8.3	9.1	7.9	6.2
자본금	105	108	108	108	당기순이익	99	104	91	73
자본잉여금	345	345	345	345	순이익률(%)	7.3	6.8	5.9	4.7
이익잉여금	-296	-193	-101	-29	지배주주귀속 순이익	99	104	91	73
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	86	90	78	59
자본총계	157	264	355	428	지배주주귀속총포괄이익	86	90	78	59

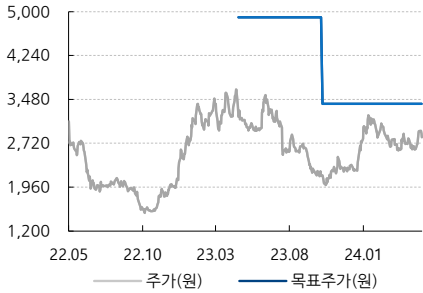
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	415	366	342	303	주당지표(원)				
당기순이익	99	104	91	73	EPS	494	481	424	337
유형자산감가상각비	-	101	101	-	BPS	783	1,211	1,635	1,972
무형자산상각비	1	2	2	-	CFPS	511	967	901	337
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-142	-242	-158	-148	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-38	-21	-27	-32	PER	4.7	5.8	6.7	8.4
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	3.1	2.3	1.7	1.4
금융상품의 증감	19	-95	-5	10	PCR	4.7	2.9	3.1	8.4
재무활동 현금흐름	-162	-49	-41	-41	EV/EBITDA	2.7	2.7	3.0	3.1
단기금융부채의증감	-	-2	8	8	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	63.1	39.7	25.9	17.1
자본의증감	-	3	-	-	EBITDA이익률	17.8	17.5	16.5	15.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	717.0	394.8	269.9	222.5
현금및현금성자산의증감	111	4	41	13	순부채비율	-126.3	-118.9	-103.0	-87.8
기초현금및현금성자산	84	195	199	239	매출채권회전율(x)	30.5	23.2	22.4	21.8
기말현금및현금성자산	195	199	239	253	재고자산회전율(x)	74.4	68.6	67.7	67.2

자료 : 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	4,900	-41.9%	-27.4%
2023-10-16	Buy	3,400		



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	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 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 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-