

티웨이항공 (091810)

4Q23 Review: 성과급 반영으로 컨센서스 하회

투자의견 Buy, 목표주가 3,400원 유지

티웨이항공에 대해 투자의견 Buy와, 목표주가 3,400원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA 2,829억원에 Target E/V 3.2배를 적용해 산정했다. 여객기 공급 증가 속도가 빠르지 않아, 현재 높은 운임이 유지되고 있고, 이러한 추세는 2024년에도 상당기간 유지될 것으로 보인다. 2024년 영업이익을 기존 추정 대비 32% 상향한다. 다만 최근 전반적인 LCC 주가 약세로 Target E/V를 기존 3.7배에서 3.2배로 하향해 목표주가는 유지한다. 티웨이항공은 이르면 6월부터 유럽 노선에 취항할 예정이고, 이로 인해 구조적인 기업가치 증대가 기대된다. 2월 26일 더블유벨류업(KL파트너스)의 잔여 CPS가 모두 보통주로 전환되어 지분율은 26.77%(티웨이홀딩스 및 특수관계자 29.89% 추정)가 되었다. 더블유벨류업의 향후 지분 용처가 티웨이항공의 주가에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다.

4Q23 영업이익 23억원, 컨센서스 크게 하회

티웨이항공의 4Q23 매출액은 3,589억원(+67.8% YoY, +4.0% QoQ), 영업이익은 23억원(흑전, -93.4% QoQ)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 210억원을 크게 하회했다. 영업이익 하회의 주요 요인은 임직원 성과급으로 4Q23에만 약 225억원이 반영되었다. 추가로 영업외로 인식했던 정비충당부채의 외화환산손익을 4Q23부터 영업이익으로 반영하며 36억원의 비용이 추가로 반영되었다. 이를 제외할 시 영업이익은 300억원을 상회했을 것으로 추정된다. 4Q23 티웨이항공의 국제선 RPK(수송)은 비수기임에도 전분기대비 3.6% 감소했고, 원화 기준 국제선 운임은 오히려 전분기대비 6% 상승했다. 항공 업계 전반적으로 여객 운임이 높은 수준을 유지하는 가운데, 전조한 일본과 동남아행 수요가 이어진 영향이다.

1Q24 영업이익 870억원(+5.5% YoY) 예상

연결기준 1Q24 티웨이항공의 매출액은 4,328억원(+20.6% YoY), 영업이익은 870억원(+5.5% YoY, OPM 20.1%)이 예상된다. 항공 성수기인 1월, 2월 티웨이항공의 국제선 운임 106원/km으로 추정되며 이는 전년동월대비 플랫한 수준이다. RPK는 전년동월대비 30% 이상 늘어난 것으로 추정된다. 영업비용 중 유류비는 가장 높은 비중을 차지하지만(2023년 기준 35%), 유류단가가 전년동기대비 4% 이상 하락할 것으로 예상됨에 따라 인건비, 공항관련비 등 기타비용 증가에도 영업비용은 25% 늘어나는데 그칠 것으로 보인다.

대한항공과 유럽 노선 이관 협상 진행 중

대한항공은 현재 인천 - 파리, 프랑크푸르트, 로마, 바르셀로나 4개 노선(23개 슬롯)을 티웨이항공에 이관하는 작업을 진행하고 있다. 이관 협상에는 티웨이항공에 A330-200 5대 임대 계획도 포함되어 있는 것으로 보인다. 티웨이항공은 이르면 6월부터 파리 노선 취항을 시작할 것으로 보인다. 당사는 연환산 기준 해당 유럽 노선에 대해 4,500~5,000억원 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 보이나, 아직 협상 진행 중으로 리스 비용 등을 자세히 추정할 수 없어, 실제 실적 추정에는 이를 반영하지 않았다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	3,400원(유지)
증가(2024.03.02)	2,820원
상승여력	20.6%

Stock Indicator

자본금	96십억원
발행주식수	20,077만주
시가총액	566십억원
외국인지분율	1.4%
52주 주가	1,995~3,650원
60일평균거래량	1,557,013주
60일평균거래대금	4.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	22.6	5.8	-14.2
상대수익률	-8.4	17.1	2.7	-22.8

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	526	1,349	1,521	1,499
영업이익(십억원)	-104	139	175	139
순이익(십억원)	-119	100	113	93
EPS(원)	-740	499	526	431
BPS(원)	371	752	1,153	1,507
PER(배)		5.6	5.0	6.5
PBR(배)	6.7	4.0	2.5	1.9
ROE(%)	-200.3	65.9	40.6	25.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	2.9	2.6	3.1

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 티웨이항공 4Q23P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q22	YoY %	4Q23E	Diff %	4Q23E	Diff %
매출액	359	214	67.8	336	6.7	373	-3.8
영업이익	2	-3	흑전	21	-89.1	20	-88.6
세전이익	20	35	-40.8	19	7.3	16	27.6
지배주주순이익	29	23	26.9	17	68.2	12	138.9

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	1,521	1,349	12.7	1,385	9.8	1,432	6.2
영업이익	175	139	25.8	128	37.0	133	31.8
세전이익	151	112	34.9	115	31.5	107	41.1
지배주주순이익	113	100	13.0	93	21.4	80	41.6

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표3. 티웨이항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,521	1,499	1,432	1,549	6.2	-3.2
영업이익	175	139	133	150	31.8	-7.7
영업이익률	11.5	9.2	9.3	9.7	2.2	-0.4
EBITDA	288	257	238	278	21.1	-7.6
세전이익	151	124	107	135	41.1	-8.3
지배주주순이익	113	93	80	102	41.6	-9.0
지배주주순이익률	7.4	6.2	5.6	6.6	1.8	-0.4
EPS	538	441	380	483	41.7	-8.6
BPS	1,325	1,766	1,088	1,571	21.7	12.4

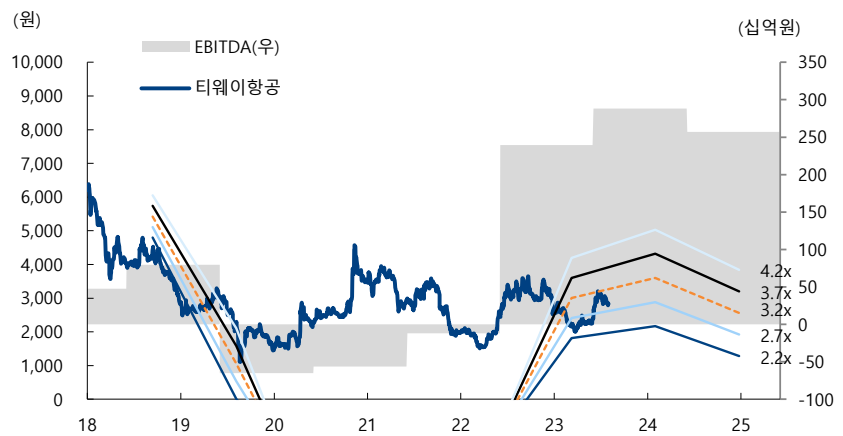
자료: 하이투자증권

표4. 목표주가 산정

(십억원, 원, 배, 백만주, %)	Valuation	비고
12M fwd EBITDA (a)	283	
Target EV/EBITDA (b)	3.2	
목표 EV(c)	905	(a) x (b)
순차입금(d)	180	2024년말 예상 순차입금
주식 가치(e)	725	(c) - (d)
발행 주식수(f)	215	(e) x 10 ³ / (f)
목표 주가	3,400	Target P/B 2.7배, Target P/E 7.0배
현재주가	2,820	
상승여력	20.6	

자료: 하이투자증권

그림 1. 티웨이항공 EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림 2. 티웨이항공 P/B Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림 3. 티웨이항공 P/E Band



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

표5. 티웨이항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
주요 가정											
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,300	1,285	1,270	1,270	1,291	1,303	1,281
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	1.9	-2.3	-3.3	-3.0	12.8	1.0	-1.7
제트유가(달러/배럴)	107	92	113	107	103	94	91	91	127	105	95
YoY	-4.2	-37.8	-12.7	-9.3	-4.2	2.7	-19.3	-15.2	68.5	-17.3	-9.6
국제선											
ASK	2,997	2,988	3,628	3,496	3,933	3,795	4,166	4,064	3,118	13,109	15,958
YoY	6,869.8	1,481.0	162.1	132.8	31.2	27.0	14.8	16.2	82.3	320.4	21.7
RPK	2,634	2,516	3,184	3,075	3,527	3,351	3,736	3,605	2,258	11,409	14,219
YoY	12,443	2,146	272	143	33.9	33.2	17.3	17.2	3,125.7	405.3	24.6
L/F	88	84	88	88	90	88	90	89	72	87	89
YoYp	39.1	24.9	25.8	3.5	1.8	4.1	1.9	0.8	68.3	14.6	2.1
Yield(원)	99.0	76	83	88	98	78	81	75	86	86	83
YoY	-36.1	-21.6	9.2	-2.2	-0.7	2.3	-2.8	-14.8	-32.5	1.0	-4.2
국내선											
ASK	465	465	417	407	370	389	366	391	2,143	1,754	1,516
YoY	-12.6	-17.3	-20.0	-22.9	-20.4	-16.4	-12.3	-3.9	1.2	-18.2	-13.6
RPK	413	438	389	381	339	359	331	357	2,479	2,358	2,350
YoY	-10	-14	-14	-21	-18	-18	-15	-6	30.7	-4.9	-0.3
L/F	89	94	93	94	92	92	90	91	116	134	155
YoYp	2.7	3.4	6.7	1.8	2.7	-1.8	-2.8	-2.3	26.1	18.8	20.6
Yield(원)	158	158	149	151	148	155	165	161	150	154	157
YoY	41.1	2.6	-12.9	-7.9	-6.3	-1.7	10.5	6.9	57.3	2.5	2.0
실적 추정											
매출액	359	286	345	359	433	344	386	357	526	1,349	1,521
YoY	500.9	205.2	117.8	67.8	20.6	20.3	11.9	-0.4	145.3	156.5	12.7
국제 여객	261	191	264	271	347	260	301	270	193	987	1,179
국내 여객	65	69	58	58	50	56	54	58	286	250	218
화물 및 기타	41	31	27	36	41	33	35	34	46	112	124
영업비용	276	266	310	357	346	325	334	340	630	1,209	1,345
YoY	180.0	115.8	62.8	64.3	25.2	22.1	7.7	-4.5	73.6	92.0	11.2
유류비	102	90	113	121	125	109	113	111	255	538	583
감가상각비	25	24	24	28	27	28	29	29	138	212	237
인건비	41	44	61	80	67	69	68	76	162	338	404
공항관련비	15	13	16	16	16	16	17	17	66	172	191
영업이익	82	20	35	2	87	19	52	17	-104	139	175
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	5.5	-2.7	49.9	645.5	적지	흑전	25.8
영업이익률	23.0	7.0	10.0	0.6	20.1	5.7	13.4	4.7	-19.8	10.3	11.5
영업외손익	-21	-10	-15	18	-16	-2	-2	-5	-46	-28	-24
세전이익	61	10	20	20	71	18	50	12	-150	112	151
지배주주순이익	46	10	15	29	53	13	38	9	-119	100	113
YoY	흑전	흑전	흑전	26.9	14.9	31.6	148.2	-68.0	적지	흑전	13.0
순이익률	12.9	3.5	4.4	8.0	12.3	3.9	9.7	2.6	-22.6	7.4	7.4

자료: Dart, 하이투자증권

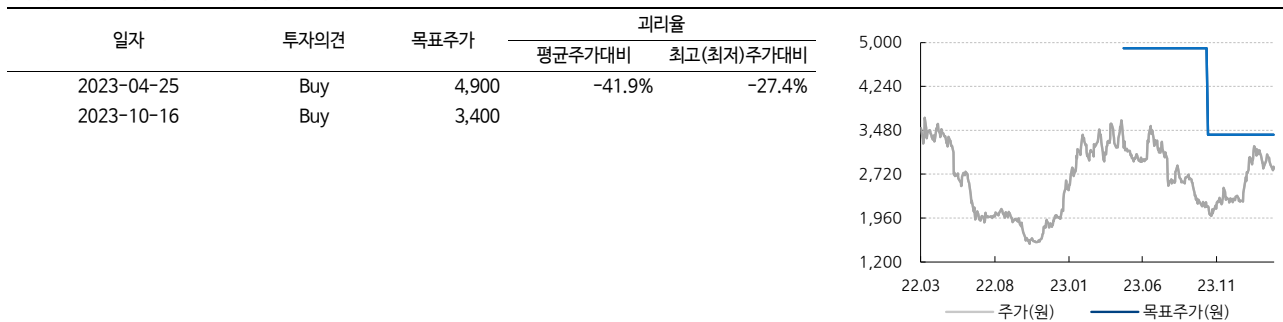
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	241	298	294	289	매출액	526	1,349	1,521	1,499
현금 및 현금성자산	84	187	182	174	증가율(%)	145.3	156.5	12.7	-1.4
단기금융자산	100	39	39	39	매출원가	569	1,100	1,223	1,237
매출채권	25	34	35	36	매출총이익	-43	249	298	262
재고자산	14	21	21	22	판매비와관리비	60	110	123	124
비유동자산	802	821	860	880	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	52	52	92	112	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	1	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,042	1,119	1,154	1,169	영업이익	-104	139	175	139
유동부채	411	420	352	286	증가율(%)	적지	흑전	25.8	-21.0
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	-19.8	10.3	11.5	9.2
단기차입금	35	10	10	20	이자수익	3	10	10	10
유동성장기부채	92	85	68	52	이자비용	28	32	28	28
비유동부채	572	572	572	572	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	2	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-150	112	151	124
부채총계	983	992	924	858	법인세비용	-31	25	38	31
자배주지분	59	140	243	324	세전계속이익률(%)	-28.6	8.3	9.9	8.3
자본금	96	105	108	108	당기순이익	-119	87	113	93
자본잉여금	343	343	343	343	순이익률(%)	-22.6	6.4	7.4	6.2
이익잉여금	-385	-284	-171	-78	지배주주귀속 순이익	-119	100	113	93
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	10	-12	-2	-2
비지배주주지분	-	-13	-13	-13	총포괄이익	-108	75	112	91
자본총계	59	126	230	311	지배주주귀속총포괄이익	-108	75	112	91

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	166	331	316	323	주당지표 (원)				
당기순이익	-119	87	113	93	EPS	-740	499	526	431
유형자산감가상각비	-	95	95	95	BPS	371	752	1,153	1,507
무형자산상각비	1	1	0	0	CFPS	-802	974	1,038	873
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-106	-41	-99	-101	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11	-44	-40	-43	PER		5.6	5.0	6.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	6.7	4.0	2.5	1.9
금융상품의 증감	-35	61	-	-	PCR	-3.1	2.9	2.7	3.2
재무활동 현금흐름	8	-50	-40	-33	EV/EBITDA	-	2.9	2.6	3.1
단기금융부채의증감	-	-26	-2	8	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	-200.3	65.9	40.6	25.0
자본의증감	120	9	2	-	EBITDA이익률	-2.2	17.4	18.9	17.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	1,655.0	784.7	401.4	275.8
현금및현금성자산의증감	68	102	-5	-7	순부채비율	-95.5	-103.9	-62.1	-45.7
기초현금및현금성자산	16	84	187	182	매출채권회전율(x)	36.1	45.4	44.3	42.2
기말현금및현금성자산	84	187	182	174	재고자산회전율(x)	44.4	75.7	71.0	69.2

자료 : 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공 투자 의견 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-mail 등을 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-