

# 티웨이항공 (091810)

2024.01.16

## 픽아웃을 무난히 이길 유럽 노선 취항

[건설/운송] 배세호

2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 3,400원으로 하향

티웨이항공에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 3,400원을 유지한다. 목표주가 산정은 12개월 선행 EBITDA 2,380억원에 EV 배수 3.7배(제주항공 12개월 EV/EBITDA 대비 10% 할인) 부여하고 순차입금을 차감해 산정했다. 유럽 노선 슬롯 확보에 대한 기대감은 벨류에이션에 계산에 적용하지 않았다. 24년 높은 운임이 상당기간 지속되며 호실적이 예상되고, 벨류에이션도 굉장히 매력적인 상황이지만, 2대주주 지분(더블유벨류업)과 운임 픽아웃에 대한 우려가 주가 상방을 제한하고 있다. 유럽 노선 취항이 현실화되면 위 우려보다는 구조적인 실적 변화가 더욱 주가에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다.

### 대한항공, 아시아나항공 합병 최대 수혜주

티웨이항공은 대한항공, 아시아나항공 합병으로 인해 가장 큰 수혜를 입을 것으로 보인다. EC의 조건부 승인이 유력한 가운데, 대한항공은 인천 - 파리, 프랑크푸르트, 로마, 바르셀로나 4개의 노선에 대한 슬롯을 티웨이항공에 이관하는 것을 전제하고 있는 것으로 파악된다. 예상 반납 슬롯은 21~23개로 파악된다. 현재 티웨이항공은 장거리 기종으로 A330-300 3대를 보유하고 있다. 24년에는 A330-300을 두 대 추가로 도입할 예정이다. A330-300의 항속거리는 10,800km 수준으로 본래 서유럽까지 접근이 가능하나, 러-우 전쟁으로 인해 항로를 우회하는 점을 감안할 때 서유럽까지 도달하기에는 무리가 있다. 따라서 당장은 대한항공으로부터 장거리 기종을 임대하고, 운항승무원을 파견 받아 운행할 것으로 보인다. 21~23개의 유럽 노선 슬롯이 이관될 경우 발생할 수 있는 매출액은 정확히 산정이 어려우나, 아시아나항공의 경우 해당 노선으로(주간 21회 운항) 23년 기준 연간 5,300억원 수준의 매출액이 발생한 것으로 추정된다.

### 4Q23 영업이익 201억원(흑전 YoY) 예상

연결 기준 티웨이항공의 매출액은 3,726억원(+74.1% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익은 201억원(흑전 YoY, -42.0% QoQ)가 예상된다. 건조한 해외 여행 수요로 국제 여객 수송이 전년동기대비 154%, 전분기대비 1.0% 증가한 것으로 보인다. 국제 여객 운임은 88원/km(-2.1% YoY, +6.2% QoQ)로 높은 운임 수준을 유지했다. 제트유가 하락(-9.3% YoY, -4.9% QoQ)으로 유류비 감소 효과에도 연차보상금 등 인건비가 늘어나며 영업비용은 3,525억원(+62.3% YoY, +13.5% QoQ)이 예상된다.

## Buy (Maintain)

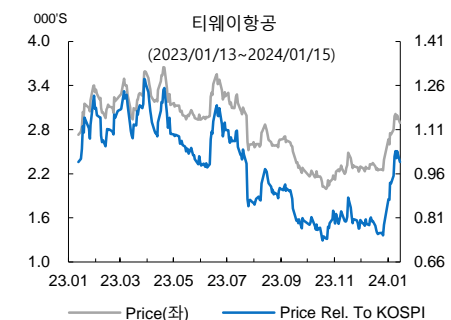
목표주가(12M)	3,400원(유지)
증가(2024.01.15)	2,890원
상승여력	17.6 %

### Stock Indicator

자본금	96십억원
발행주식수	20,077만주
시가총액	580십억원
외국인지분율	1.6%
52주 주가	1,995~3,650원
60일평균거래량	1,061,151주
60일평균거래대금	2.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.2	33.8	-8.5	5.9
상대수익률	24.7	31.0	-4.7	0.0

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	526	1,362	1,432	1,549
영업이익(십억원)	-104	157	133	150
순이익(십억원)	-119	84	80	102
EPS(원)	-618	400	380	483
BPS(원)	309	708	1,088	1,571
PER(배)		6.9	7.3	5.7
PBR(배)	6.7	4.4	2.9	2.0
ROE(%)	-222.3	86.9	47.8	41.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	2.9	3.1	2.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 티웨이항공 4Q23E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q22	YoY %	4Q23E	Diff %	4Q23E	Diff %
매출액	373	214	74.1	324	14.8	342	8.9
영업이익	20	-3	흑전	17	18.1	20	0.4
세전이익	16	35	-52.8	19	-15.7	15	8.6
지배주주순이익	12	23	-45.9	14	-9.8	11	11.1

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표2. 티웨이항공 연간 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,362	1,432	1,338	1,398	1.8	2.4
영업이익	157	133	155	126	1.4	5.3
영업이익률	11.5	9.3	11.6	9.0	-0.1	0.3
EBITDA	255	238	253	233	0.6	2.2
세전이익	108	107	113	94	-4.6	13.4
지배주주순이익	84	80	88	70	-4.8	14.2
지배주주순이익률	6.1	5.6	6.5	5.0	-0.4	0.6
EPS	398	380	416	335	-4.3	13.4
BPS	708	1,088	724	1,059	-2.2	2.7

자료: 하이투자증권

표3. 목표주가 산정

(원, 배, %)	Valuation	비고
12M fwd EBITDA (a)	238	
Target EV/EBITDA (b)	3.7	제주항공 12개월 선행 EV/EBITDA 배수 10% 할인
목표 EV	889	(a) x (b)
순차입금	150	2023년말 예상 순차입금
주식 가치	739	
발행 주식수(백만주)	215	전환우선주 100% 전환 가정
목표 주가	3,400	Target P/B 3.2배, Target P/E 9.0배
현재주가	2,890	
상승여력	18.7	

자료: 하이투자증권

그림 1. 티웨이항공 EV/EBITDA Band



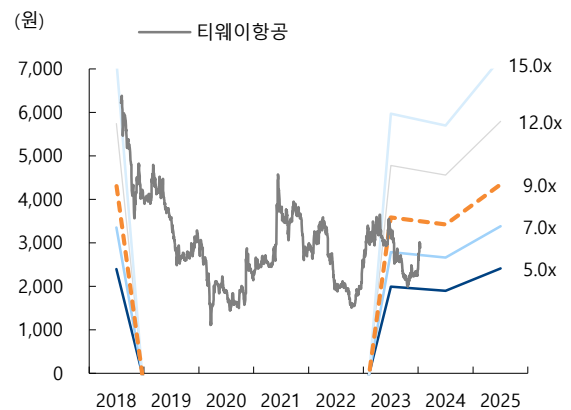
자료: Quntiwise, 하이투자증권

그림 2. 티웨이항공 P/B Band



자료: Quntiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림 3. 티웨이항공 P/E Band



자료: Quntiwise, 하이투자증권 리서치본부

표4. 티웨이항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>주요 가정</b>											
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,290	1,285	1,270	1,270	1,291	1,303	1,279
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	1.1	-2.3	-3.3	-3.0	12.8	1.0	-1.9
제트유가(달러/배럴)	107	92	113	107	93	94	91	91	127	105	92
YoY	-4.2	-37.8	-12.7	-9.3	-13.5	2.7	-19.3	-15.2	68.5	-17.3	-12.0
<b>국제선</b>											
ASK	2,997	2,988	3,628	3,659	3,814	3,681	3,947	3,997	3,118	13,272	15,439
YoY	6,869.8	1,481.0	162.1	143.6	27.3	23.2	8.8	9.2	82.3	325.7	16.3
RPK	2,634	2,516	3,184	3,216	3,377	3,208	3,480	3,533	2,258	11,550	13,598
YoY	12,443	2,146	272	154	28	27	9	10	3,125.7	411.5	17.7
L/F	88	84	88	88	89	87	88	88	72	87	88
YoYp	39.1	24.9	25.8	3.5	0.6	2.9	0.4	0.5	68.3	14.6	1.0
Yield(원)	99.0	76	83	88	92	76	79	75	86	87	81
YoY	-36.1	-21.6	9.2	-2.1	-7.0	0.2	-4.3	-14.4	-32.5	1.1	-6.7
<b>국내선</b>											
ASK	465	465	417	421	383	402	378	405	2,143	1,768	1,569
YoY	-12.6	-17.3	-20.0	-20.2	-17.6	-13.5	-9.3	-3.9	1.2	-17.5	-11.3
RPK	413	438	389	397	353	374	344	372	2,479	2,403	2,538
YoY	-10	-14	-14	-18	-14	-15	-11	-6	30.7	-3.1	5.6
L/F	89	94	93	94	92	93	91	92	116	136	162
YoYp	2.7	3.4	6.7	2.4	3.3	-1.2	-2.2	-2.3	26.1	20.2	25.9
Yield(원)	158	158	149	145	142	149	158	154	150	153	151
YoY	41.1	2.6	-12.9	-11.9	-10.4	-5.9	5.8	6.9	57.3	1.4	-1.3
<b>실적 추정</b>											
<b>매출액</b>	<b>359</b>	<b>286</b>	<b>345</b>	<b>372.6</b>	<b>394</b>	<b>326</b>	<b>359</b>	<b>353</b>	<b>526</b>	<b>1,362</b>	<b>1,432</b>
YoY	500.9	205.2	117.8	74.1	9.8	14.1	4.0	-5.3	145.3	159.1	5.1
국제 여객	261	191	264	283	311	244	276	267	193	1,000	1,098
국내 여객	65	69	58	57	50	56	54	57	286	250	217
화물 및 기타	41	31	27	38	38	31	33	34	46	113	117
<b>영업비용</b>	<b>276</b>	<b>266</b>	<b>310</b>	<b>352</b>	<b>323</b>	<b>314</b>	<b>317</b>	<b>345</b>	<b>630</b>	<b>1,205</b>	<b>1,299</b>
YoY	180.0	115.8	62.8	62.3	17.1	17.9	2.2	-2.1	73.6	91.4	7.8
유류비	102	90	113	122	112	110	112	114	255	540	565
감가상각비	25	24	24	25	25	26	27	27	138	210	222
인건비	41	44	61	86	63	62	57	80	162	345	379
공항관련비	15	13	16	17	18	17	18	18	66	175	188
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>70</b>	<b>13</b>	<b>42</b>	<b>8</b>	<b>-104</b>	<b>157</b>	<b>133</b>
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-14.8	-36.1	20.3	-60.4	적지	흑전	-15.6
영업이익률	23.0	7.0	10.0	5.4	17.8	3.9	11.6	2.3	-19.8	11.5	9.3
<b>영업외손익</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>	<b>-16</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-46</b>	<b>-49</b>	<b>-26</b>
<b>세전이익</b>	<b>61</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>54</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>3</b>	<b>-150</b>	<b>108</b>	<b>107</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>41</b>	<b>7</b>	<b>30</b>	<b>2</b>	<b>-119</b>	<b>84</b>	<b>80</b>
YoY	흑전	흑전	흑전	-45.9	-12.2	-31.4	97.4	-80.1	적지	흑전	-4.6
순이익률	12.9	3.5	4.4	3.3	10.3	2.1	8.3	0.7	-22.6	6.1	5.6

자료: Dart, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	241	407	486	597
현금 및 현금성자산	84	136	212	312
단기금융자산	100	197	202	207
매출채권	25	35	34	38
재고자산	14	22	21	23
비유동자산	802	721	636	554
유형자산	52	52	52	52
무형자산	2	1	1	1
자산총계	1,042	1,128	1,122	1,150
유동부채	411	423	349	288
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	35	10	10	20
유동성장기부채	92	85	68	52
비유동부채	572	572	572	572
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	983	994	921	860
자배주지분	59	133	201	291
자본금	96	105	105	105
자본잉여금	343	343	343	343
이익잉여금	-385	-301	-221	-119
기타자본항목	3	3	3	3
비자배주지분	-	0	0	0
자본총계	59	133	201	291

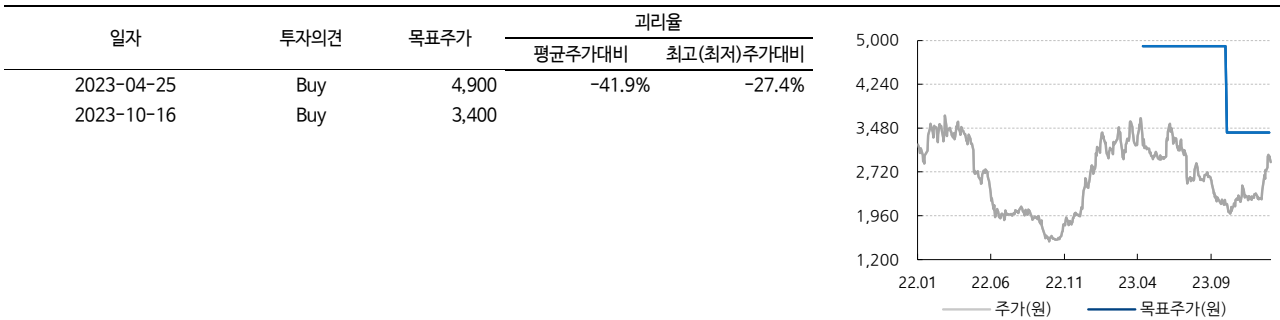
현금흐름표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	166	328	242	259
당기순이익	-119	84	80	102
유형자산감가상각비	-	95	95	95
무형자산감가상각비	1	1	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-106	-169	-74	-76
유형자산의 처분(취득)	-11	-14	-10	-13
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0
금융상품의 증감	-35	-97	-5	-5
재무활동 현금흐름	8	-50	-43	-33
단기금융부채의증감	-	-26	-2	8
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	120	9	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	68	52	76	100
기초현금및현금성자산	16	84	136	212
기말현금및현금성자산	84	136	212	312

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	526	1,362	1,432	1,549
증가율(%)	145.3	159.1	5.1	8.2
매출원가	569	1,096	1,181	1,272
매출총이익	-43	266	251	277
판매비와관리비	60	109	118	127
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-104	157	133	150
증가율(%)	적지	흑전	-15.6	13.1
영업이익률(%)	-19.8	11.5	9.3	9.7
이자수익	3	10	10	10
이자비용	28	32	28	28
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	0	0	0
세전계속사업이익	-150	108	107	135
법인세비용	-31	24	27	34
세전계속이익률(%)	-28.6	7.9	7.4	8.7
당기순이익	-119	84	80	102
순이익률(%)	-22.6	6.1	5.6	6.6
지배주주귀속 순이익	-119	84	80	102
기타포괄이익	10	-12	-2	-2
총포괄이익	-108	72	78	100
지배주주귀속총포괄이익	-108	72	78	100

주요투자지표				
	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	-618	400	380	483
BPS	309	708	1,088	1,571
CFPS	-802	892	872	979
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		6.9	7.3	5.7
PBR	6.7	4.4	2.9	2.0
PCR	-3.1	3.2	3.3	3.0
EV/EBITDA	-	2.9	3.1	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-222.3	86.9	47.8	41.3
EBITDA0이익률	-2.6	18.7	16.7	16.8
부채비율	1,655.0	745.7	457.3	295.6
순부채비율	-95.5	-178.8	-166.8	-153.7
매출채권회전율(x)	36.1	44.9	41.2	42.8
재고자산회전율(x)	44.4	74.8	66.1	70.2

자료 : 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공 투자의견 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 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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%	-