

# 티웨이항공 (091810)

## 표면 위로 떠오른 경영권 분쟁

Flash Note

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

### Check Point

소노그룹은 이미 티웨이항공에 1,897억원을 투자, 경영권 확보에 진심  
 자금이 필요한 티웨이항공, 소액주주의 표심이 중요  
 대명소노그룹의 큰 그림, 티웨이홀딩스의 대응도 조만간 나올 것으로 예상

### Buy (Maintain)

|                |            |
|----------------|------------|
| 목표주가(12M)      | 3,700원(유지) |
| 종가(2025.01.20) | 3,065원     |
| 상승여력           | 20.7 %     |

### 대명소노그룹의 본격적인 활동, 3월 주주총회가 향방 가를 것

언론 보도에 따르면 대명소노그룹은 티웨이항공 측에 기존 경영진 퇴진, 유상증자 등을 포함한 내용증명을 보냈다. 안전 및 기재 추가 투자의 필요성을 주장하며 소액주주들의 의견권 확보를 위해 노력하는 것으로 보인다. 만약 대명소노그룹이 이번 티웨이항공 정기주주 총회에서 일정 이사진을 확보하지 못한다면 향후 티웨이항공 경영권 확보의 난이도가 굉장히 높아질 수 있다. 대명소노그룹은 티웨이항공 뿐만 아니라 에어프레미아의 경영권도 노릴 것으로 보이며 향후 항공 업계의 큰 변화를 일으킬 수 있다.

### 대명소노그룹은 이미 티웨이항공에 1,897억원을 투자, 경영권 확보에 진심

2025년 1월 20일 조선비즈가 보도한 '티웨이항공 경영권 분쟁 시작... 대명소노, 경영개선 요구서 발송'에 따르면, 대명소노그룹은 1) 나성훈 부회장을 포함한 기존 경영진의 퇴진을 요구하고, 2) 유상증자 등을 통한 자금조달을 요구하는 내용증명을 현 경영진에게 발송했다고 한다.

대명소노그룹은 이미 티웨이항공 지분 26.77% 매입을 위해 1,897억원을 투자했고, 최대주주(티웨이홀딩스, 예림당)과의 지분 차이가 2.97%에 불과하다는 점을 고려할 때, 대명소노그룹의 티웨이항공의 경영권 확보 의지는 확실하다고 판단한다. 3월 예정되어 있는 티웨이항공 제22기 정기주주총회에서 대명소노그룹은 티웨이항공의 신규 이사진에 자신들의 의사를 대변할 이사진을 일정 부분 확보하려고 노력할 것으로 예상된다. 이를 위해 현 경영진을 비판하고, 유상증자의 필요성을 소액주주들에게 주장하며, 이들의 의견권 확보를 꾀할 것으로 예상된다.

티웨이항공의 현재 이사진은 총 7명(사내이사 4명, 사외이사 3명)으로 이 중 사내이사 2명(대표이사 포함), 사외이사 2명의 임기가 2025년 3월 31일부로 만료되어 이번 주주총회 때 4명의 이사들에 대하여 연임 혹은 신규 선임을 결정할 수 있다(티웨이항공의 이사는 3명 이상 12명 이내로 결정). 정관에 따르면 이사의 선임은 주주총회 출석 주주의 과반 이상, 그리고 발행주식총수의 1/4 이상으로 만약 소액주주 대다수를 대명소노 측으로 포섭할 수 있다면 대명소노그룹은 티웨이항공의 이사진 과반수를 확보할 수 있게 된다. 임기가 남은 이사의 해임의 경우 특별결의가 필요하기 때문에, 출석 주주 주식 수의 2/3 이상과 발행주식총수의 1/3 이상의 찬성이 필요하다(상법 제434조). 이 경우 양 측의 현재 지분율 수준으로는 달성하지 못할 가능성이 크다.

만약 대명소노그룹이 이번 티웨이항공 정기주주 총회에서 일정 이사진을 확보하지 못한다면 경영권 확보의 난이도가 굉장히 높아질 수 있다. 티웨이항공은 이사회 결의로 유상증자를 실시할 수 있으며, 금번 주주총회 이후 이사진의 변동이 없으면 티웨이홀딩스 측의 현재 이사진은 향후 제3자배정 유상증자를 통해 경영권을 방어할 수 있다. 이미 관련하여 투자자를 모집했을 가능성을 배제할 수 없다. 상법 제418조에 따르면 3자배정 유상증자는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성을 위해 발행할 수 있다고 하나, 적법의 여부는 법원이 판단할 문제라 제3자배정 유상증자 리스크를 배제하기 어렵다.

### 자금이 필요한 티웨이항공, 소액주주의 표심이 중요

티웨이항공은 대한항공, 아시아나항공 통합 관련하여 유럽 4개 노선(파리, 프랑크푸르트, 로마, 바르셀로나)의 운항을 시작했으며, 아직은 기재 부족, 티켓 프로모션, 유럽 노선 경험 부족, 과도한 인력 확충 등으로 수익성 측면에서는 어려움을 겪고 있다.

티웨이항공은 유럽 노선 외에도 밴쿠버 등 장거리 노선의 신규 취항을 준비하고 있으며 장거리 노선의 성공적인 안착을 위해서는 추가 투자는 필요하다. 또한 티웨이항공은 2024년 12월 인천국제공항 정비시설 개발 사업을 위한 투자 계획(1,525억원)도 공시한 바 있다. 3Q24말 기준 티웨이항공의 현금성자산은 2,100억원이며, 순차입금은 2,000억원 수준(리스부채 포함)으로 안정적이나, 유럽 노선의 수익성 부진과 신규 기재 도입 등으로 4Q24, 2025년 현금흐름은 악화될 것으로 예상된다.

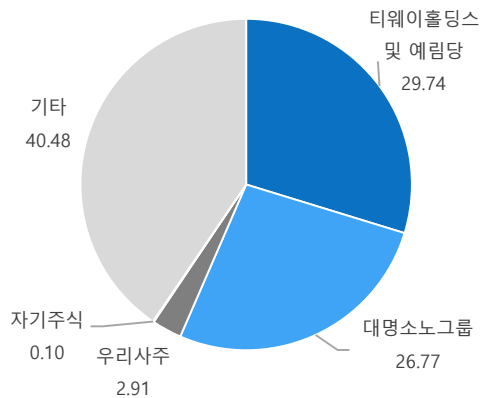
### 대명소노그룹의 큰 그림, 티웨이홀딩스의 대응도 조만간 나올 것으로 예상

당사는 본래 주주권리 확정일인 2024년 12월 31일 이전에 양 측의 주가 지분 확보가 있을 것으로 예상했으나, 표면적인 추가 지분 매입은 없었다. 1) 대명소노그룹이 티웨이홀딩스의 티웨이항공 주식 매각가액에 대한 협의를 이끌어냈거나, 2) 타 기관을 통해서 양 측 모두 일정 부분의 지분을 확보했을 것으로 판단했다. 1)의 경우 이번 대명소노그룹이 티웨이항공 경영진에게 보낸 내용증명을 감안할 때 협상이 결렬된 것으로 유추할 수 있다. 2)의 경우 아직은 가능성을 배제할 수 없으나, 양 측 모두 압도적인 지분율을 보유하고 있지는 않은 것으로 예상된다.

대명소노그룹은 2024년 10월 미주 노선을 운영하는 에어프레미아의 지분 22%를 보유한 제이씨에비에이션제1호(이하 JC+소노 측) 지분 50%를 581억원에 확보한 바 있으며, 2025년 6월 해당 펀드의 잔여지분 50%를 매수할 수 있는 콜옵션을 보유하고 있다. 에어프레미아의 현재 최대 주주 AP홀딩스 측(우호지분 46% 주장)은 오는 5월 JC+소노 측 지분에 대한 콜옵션을 행사할 수 있으며, 만약 콜옵션을 행사하지 못한다면(높은 행사가에 대한 부담감), JC+소노 측은 AP홀딩스 측 지분을 포함한 전체 68%를 제3자에게도 매각할 수 있는 드래그얼롱을 행사할 수 있다. 대명소노그룹은 티웨이항공 1,897억원 투자에 이어 에어프레미아에도 581억원(잠재적 1,162억원)을 투자했으며, 티웨이항공과 마찬가지로 에어프레미아의 경영권 확보 의지도 있는 것으로 보인다. 이 경우 티웨이항공과 에어프레미아를 합병하여 장거리 노선을 다수 확보한 거대 LCC를 만드는 계획도 구상하고 있는 것으로 예상된다.

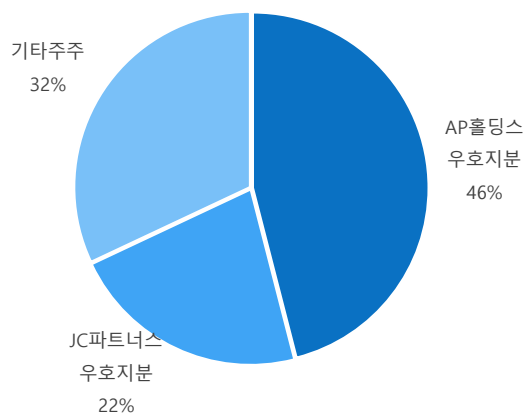
티웨이홀딩스 측은 대명소노그룹의 지분 확보와 관련하여 외부로 아무런 의견을 표명하지 않았지만, 대명소노그룹이 '경영개선 요구서'로 본격적인 경영권 확보 활동을 시작한 것을 감안할 때, 이제는 우호 의결권 확보를 위한 활동을 개시할 것으로 예상된다. 2024년 7월 대명소노그룹이 티웨이항공 지분을 확보하며 경영권 확보 의지를 보였지만, 아직까지도 티웨이홀딩스의 티웨이항공 지분이 매각되지 않은 것은 매각가액에 대한 이견이 지속됐거나, 경영권에 대한 의지가 강한 것으로 추정할 수 있다.

그림1. 티웨이항공 지분율(3Q24말)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림3. 에어프레미아 지분율(에어프레미아 제공)



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림2. 티웨이항공, 대명소노그룹 타임라인

| 일시      | 내용                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|
| 2024.07 | 소노인터네셔널 티웨이항공 지분 14.90% 인수 (1,056억원, 주당 3,290원)                 |
| 2024.08 | 대명소노시즌 등 대명소노그룹 티웨이항공 지분 11.87% 인수(709억원, 주당 3,290원), 합산 26.77% |
| 2024.10 | 대명소노그룹 티웨이항공 경영권 인수 의사 부인                                       |
| 2025.01 | 대명소노그룹 티웨이항공에 경영진 퇴진 등 내용증명 발송                                  |
| 2025.03 | 제 22기 정기 주주총회(이사 7명 중 4명 임기 만료)                                 |

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림4. 에어프레미아, 대명소노그룹 타임라인

| 일시           | 내용                                                                        |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 2024.10      | 소노인터네셔널이 JC파트너스의 에어프레미아 투자 펀드 50% 인수(581억원, 기업가치 약 5,000억원, 실효 지분율 11.6%) |
| 2024/11 (취소) | 주주대상 유상증자 1,000억원(취소)                                                     |
| 2025.05 이후   | AP홀딩스의 콜옵션 행사 가능(행사가 기업가치 4,700억원 추산)                                     |
| 2025.06 이후   | 소노인터네셔널의 JC파트너스 에어프레미아 투자 펀드 잔여 지분 인수 콜옵션 행사 가능                           |
| 2025.06 이후   | JC+소노 지분과 AP홀딩스 지분 드래그일롱 행사 가능 (제3자 매각 가능)                                |

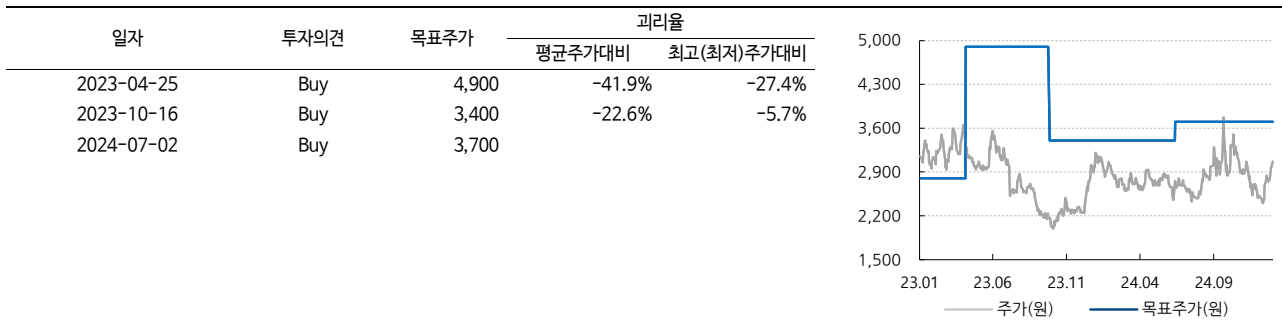
자료: Dart, iM증권 리서치본부

표3. 티웨이항공 기재 추이 및 전망

| (대)             | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|-----------------|------|------|------|-------|
| B737-800NG(단거리) | 26   | 25   | 27   | 27    |
| B737-8 MAX(단거리) | 1    | 2    | 2    | 4     |
| A330-300(장거리)   | 3    | 3    | 3    | 3     |
| A330-200(장거리)   |      |      | 4    | 5     |
| B777-300ER(장거리) |      |      |      | 2     |
| 합계              | 30   | 30   | 37   | 41    |

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

## 티웨이항공 투자이전 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 2024-12-31 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.4% | 6.9%   | 0.7% |