

2024. 3. 22



Company Analysis | 운송

Analyst 이재혁

jaehyuklee@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	3,200 원
현재주가	2,610 원
상승여력	23.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (3/21)	2,754.86 pt
시가총액	5,589 억원
발행주식수	215,379 천주
52주 최고가/최저가	3,650 / 1,995 원
90일 일평균거래대금	48.55 억원
외국인 지분율	1.4%
배당수익률(24.12E)	0.0%
BPS(24.12E)	1,163 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -14.7%
	6개월 +4.3%
	12개월 -34.4%
주주구성	티웨이홀딩스 (외 13인) 30.0%
	더블유밸류업 (외 1인) 26.8%
	티웨이항공우리아사주 (외 1인) 3.4%

Stock Price



티웨이항공 (091810)

이참에 저도 유럽여행을 고민 중입니다

4Q23 Review / 1Q24 Preview: 예방정비의 시간을 지나

티웨이항공의 4Q23 연결기준 영업실적은 매출액 3,590 억원(YoY +67.8%), 영업이익 23 억원(YoY -172.8%)으로 컨센서스(OP 223억원) 대비 90% 하회했다. 분기 기준 역대 최고 매출액을 시현하였음에도 불구하고 막대한 어닝 쇼크를 기록한 것은 1)Covid-19 기간 중 이연된 미사용연차수당 및 임직원 상여비용 집행(246억원), 2) 환율 상승에 따른 정비충당부채 외화환산손실 인식(36억원), 3)리스개량자산 비용조정(42 억원) 등 대규모의 일회성 비용을 인식한 까닭이다.

동사의 1Q24 연결기준 영업실적은 매출액 3,940억원(YoY +9.9%), 영업이익 480억 원(YoY -42.1%)으로 컨센서스 대비 하회할 것으로 전망한다. 일본, 동남아 노선의 호 실적을 바탕으로 또 한번 분기 기준 역대 최고 매출액을 경신하며 외형성장을 지속하는 분기가 될 것이다. 다만 선제적 인력 충원에 따른 인건비 부담과 여전히 높은 항공유 가격, 해외 현지 공항들의 시설사용료, 외주조업비용 인상 기조 등을 고려할 때 1Q23 대비 눈높이를 낮추어야 할 필요가 있다.

대한항공-아시아나항공 합병 수혜 기대. 중장기 안정적 외형성장 전망

KE-OZ의 합병절차가 마무리 단계에 접어들어 따라 양사 합병의 직접적인 수혜를 받는 티웨이항공의 추가 모멘텀이 연중 부각될 것으로 전망한다. 동사는 KE-OZ의 EU 합병 승인 절차와 관련하여 유럽 4개노선(파리, 로마, 프랑크푸르트, 바르셀로나)의 운수권/슬롯과 A330-200 기종 5대, 파견 조종사 100명을 대한항공으로부터 지원받는다. 다만 2024년 연중 실적 단에서의 수혜 가능성은 다소 제한적인데, 이는 1)통상적인 판매 일정 대비 다소 촉박한 판매일정과 2)시베리아 영공 우회(non-TRSA)에 따른 운항 비효율, 3)여전히 팬데믹의 영향을 벗어나지 못한 한국-유럽노선 여객 수요, 4)4개노선의 정상 왕복운항을 가능케 할 추가 기종 확보에 대한 불확실성에 기인한다.

단기적인 손익 불확실성에도 불구하고 동사의 사업 전략이 HSC(Hybrid-Service Carrier)로서의 중장기적 비전에 무게를 두고 있다는 점에 꾸준히 주목할 필요가 있다. 역사상 유례없는 팬데믹은 HDC현산-OZ 인수 협상을 좌절시켰고, 대한항공이 새로운 원매자로 나선 이래 국내 LCC들은 새로운 미래 성장 동력을 확보할 기회를 얻게 되었다. 동사는 업종 생태계를 둘러싼 거대한 불확실성을 오히려 기회로 삼아 지속가능한 외형성장을 도모하고 있다. 미래 단거리 여객 시장의 제한된 규모와 항공공간 경쟁 격화가 LCC 산업의 성장성을 저해하는 트리거로서 서서히 작용해갈수록 동사의 성장가치는 더욱 조명받을 것이다. 마침 그간 주가를 짓눌러온 CPS 지분회석 Risk 또한 해소되었다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	214	526	1,349	1,540	1,693
영업이익	-148	-104	139	136	131
순이익	-156	-119	100	87	82
EPS (원)	-1,424	-828	519	413	382
증감률 (%)	적지	적지	흑전	-20.4	-7.6
PER (x)	n/a	n/a	6.4	7.9	8.4
PBR (x)	7.5	6.7	4.1	2.8	1.4
영업이익률 (%)	-69.2	-19.8	10.3	8.8	7.7
EBITDA 마진 (%)	-26.3	-2.2	17.8	16.3	15.5
ROE (%)	-190.2	-222.4	92.1	43.2	22.2

주: IFRS 연결 기준

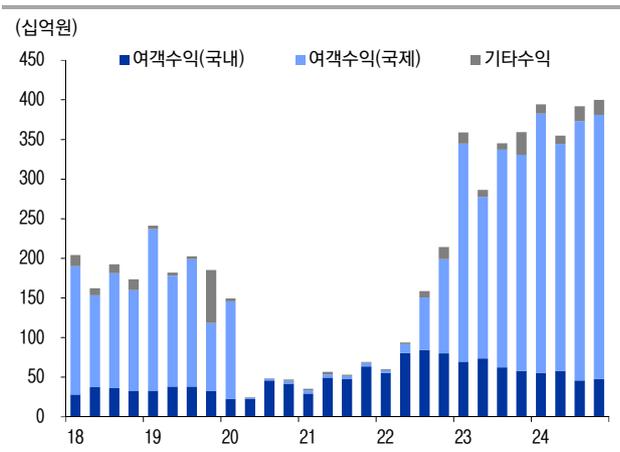
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 티웨이항공 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	526	1,349	1,540	359	286	345	359	394	355	392	400
%YoY	+145.3	+156.5	+14.2	+500.9	+205.2	+117.8	+67.8	+9.9	+24.0	+13.5	+11.4
%QoQ	+0.0	+0.0	+0.0	+67.6	-20.3	+20.6	+4.0	+9.8	-10.0	+10.4	+2.1
Jet Fuel (\$/bbl)	124	105	103	107	92	113	108	103	101	100	98
%YoY	+68.0	-15.5	-2.1	-0.1	-35.3	-12.6	-8.8	-4.4	+9.9	-11.0	-8.6
여객수익 (국내선)	299	263	207	70	73	62	58	56	58	46	48
%YoY	+58.1	-12.1	-21.4	+26.6	-8.7	-26.0	-27.7	-20.3	-21.4	-26.2	-17.7
ASK (백만인 km)	2,143	1,754	1,507	465	465	417	407	395	395	350	366
%YoY	+1.2	-18.2	-14.1	-12.6	-17.3	-20.0	-22.0	-15.0	-15.0	-16.0	-10.0
RPK (백만인 km)	1,904	1,621	1,380	413	438	389	381	368	364	319	330
%YoY	+4.1	-14.9	-14.9	-9.8	-14.1	-13.7	-21.4	-11.0	-17.0	-18.1	-13.5
L/F (%)	89	92	92	89	94	93	93	93	92	91	90
Yield (원/km)	157	162	150	169	168	160	158	151	159	144	144
여객수익 (국제선)	200	1,026	1,274	275	204	275	273	327	287	327	333
%YoY	+1,105.9	+413.1	+24.2	+7,223.7	+1,739.1	+312.9	+129.8	+18.9	+40.7	+19.1	+22.2
ASK (백만인 km)	3,118	13,109	17,171	2,997	2,988	3,628	3,496	3,896	3,825	4,680	4,770
%YoY	+1,734.1	+320.4	+31.0	+6,869.8	+1,481.0	+162.1	+132.8	+30.0	+28.0	+29.0	+36.5
RPK (백만인 km)	2,258	11,409	14,532	2,634	2,516	3,184	3,075	3,429	3,213	3,931	3,959
%YoY	+3,125.7	+405.3	+27.4	+12,442.9	+2,146.4	+271.5	+142.5	+30.2	+27.7	+23.5	+28.8
L/F (%)	72	87	85	88	84	88	88	88	84	84	83
Yield (원/km)	89	90	88	104	81	86	89	95	89	83	84
영업이익	-104	139	136	82	20	35	2	48	26	36	27
%OPM	-19.8	10.3	8.8	23.0	7.0	10.0	0.6	12.1	7.3	9.1	6.7
순이익(지배)	-119	100	87	46	10	15	29	33	16	23	16
%NPM	-22.6	7.4	5.7	12.9	3.5	4.4	8.0	8.3	4.4	5.9	4.0

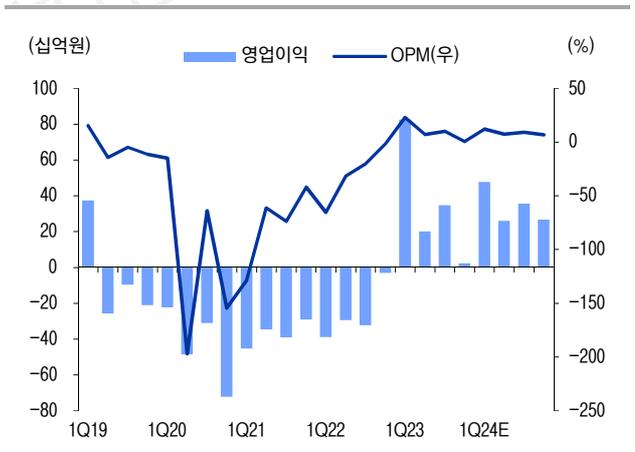
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 티웨이항공 매출액 추이 및 전망



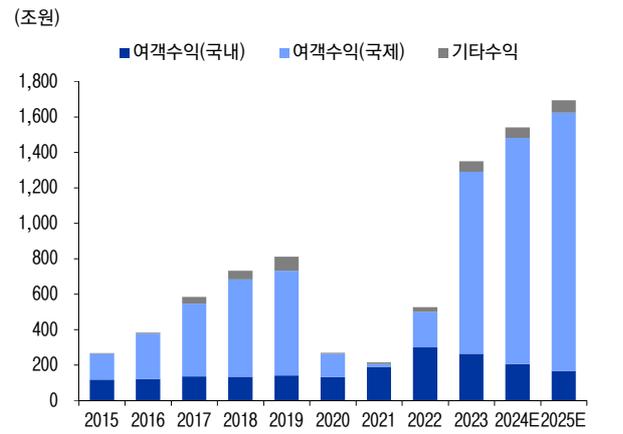
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 티웨이항공 영업이익 추이 및 전망



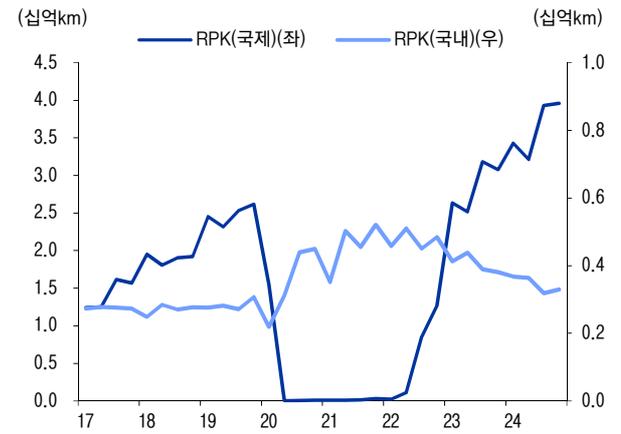
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 티웨이항공 부문별 연간 실적 추이 및 전망



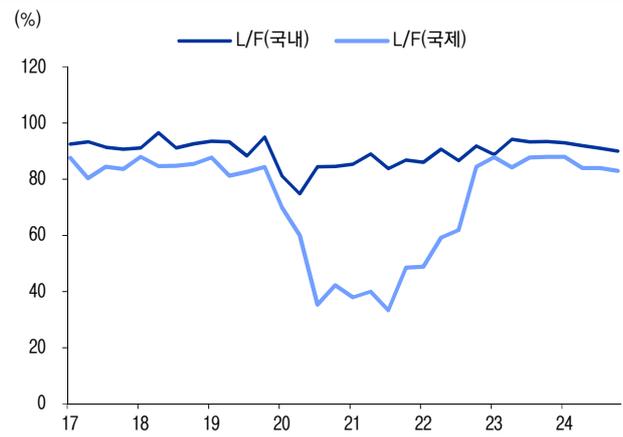
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 티웨이항공 RPK 추이 및 전망



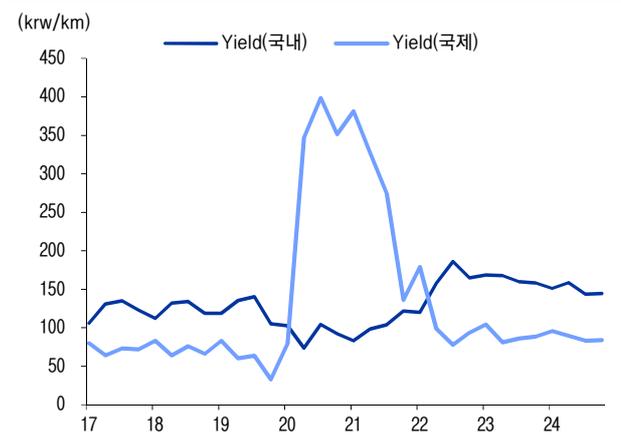
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 티웨이항공 탑승율 추이 및 전망



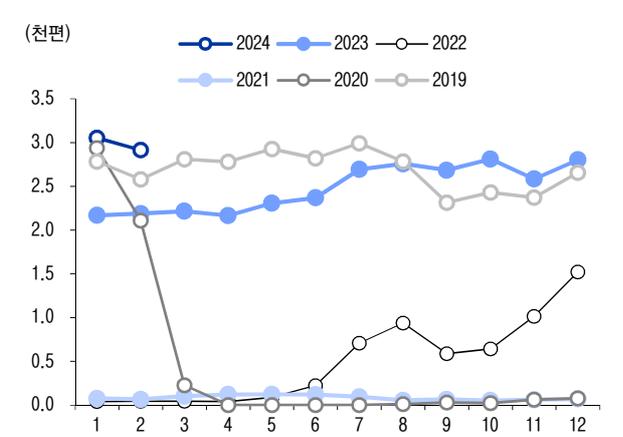
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 티웨이항공 여객 Yield 추이 및 전망



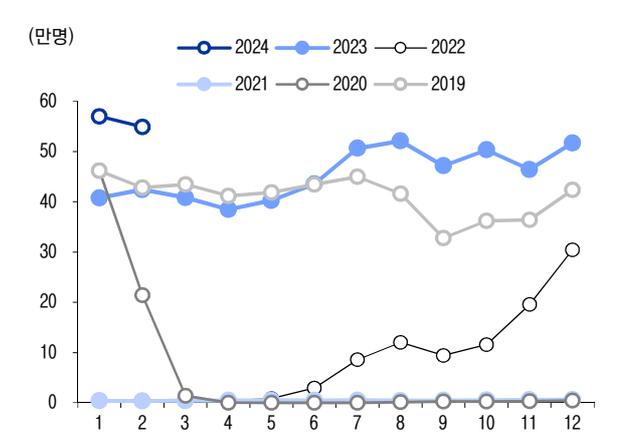
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 티웨이항공 월별 국제선 운항편수



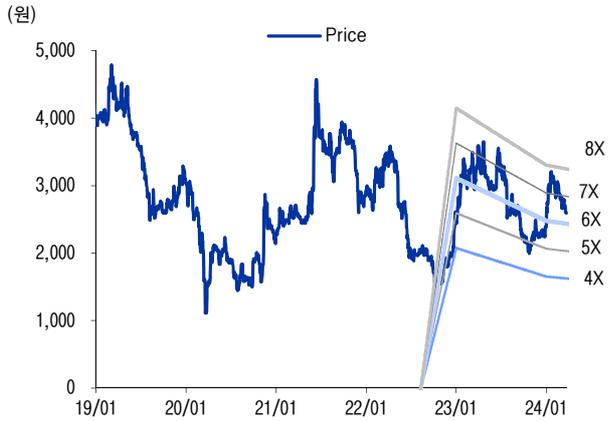
자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 티웨이항공 월별 국제선 탑승객수



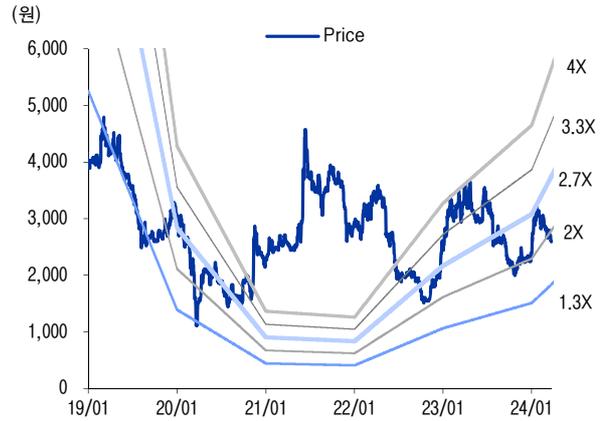
자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 티웨이항공 12MF PER Band Chart



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 티웨이항공 12MF PBR Band Chart



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 티웨이항공 12MF PBR 추이



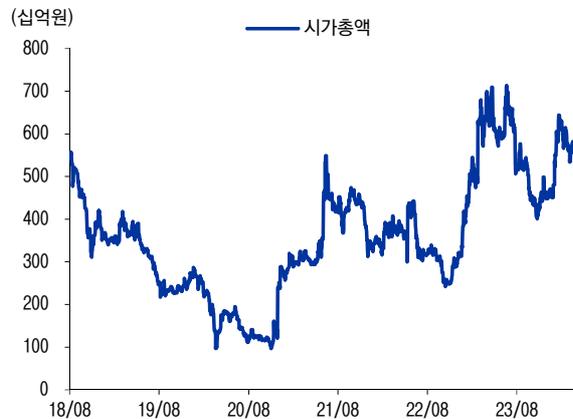
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 티웨이항공 12MF EV/EBITDA Band Chart



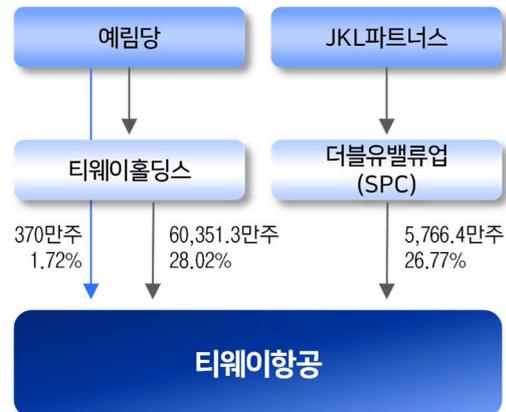
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 티웨이항공 시가총액 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 티웨이항공 지배구조도



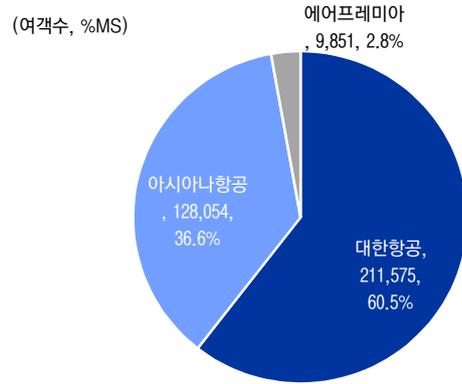
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 티웨이항공 KE-OZ 합병 수혜



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 '24.02 YTD 국적사 유럽노선 여객 점유율



자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 티웨이항공 유럽노선 신규취항 개요 및 일정

취항노선	국가	신규취항일	운항 일정	주력 기재
인천-자그레브	크로아티아	2024.05.16	주 3회	A330-300
인천-파리	프랑스	2024.06.26	주 4회	A330-200
인천-로마	이탈리아	2024.08	주 5회	A330-200
인천-프랑크푸르트	독일	2024.09	주 7회	A330-200
인천-바르셀로나	스페인	2024.10	주 7회	A330-200

자료: 언론 보도, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 Airbus A330-300, A330-200 기재 제원 비교

기종	A330-300	A330-200
좌석수	300	246
최대이륙중량(톤)	230	230
전장(m)	64	59
전폭(m)	60	60
동체폭(m)	6	6
순항속도(km_h)	883	883
항속거리(km)	11,300	13,400
연료탑재량 (GAL)	25,765	36,750
이륙활주 길이(m)	2,390	2,577
착륙활주 길이(m)	1,719	1,720

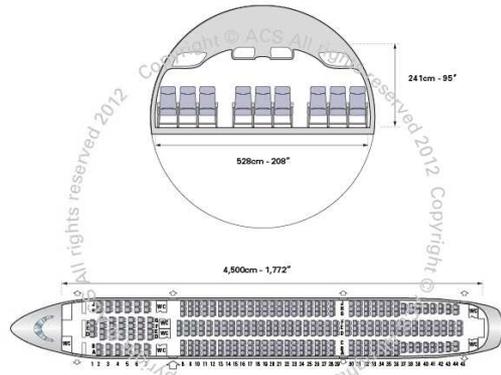
자료: 한국공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 티웨이항공 여객기 기단 규모 추이 및 전망



자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 Airbus A330-200 Layout



자료: Aircharter Service

표4 티웨이항공 유럽노선 연간 기대 매출액 추정

A330-200 기재 탑재 좌석수 (석, *추정)		246
Target 유상 L/F (%)		75
Target PAX (명/편)		185
유상승객 1명당 평균 운임 Target (원)		700,000
① 항공편당 항공권 Target 매출액 (원)		129,150,000
노선별 주당 운항횟수		
파리		4
로마		5
프랑크푸르트		7
바르셀로나		7
합계		23
Head-haul / Back-haul	x	2
주당 운항편수 (편)	=	46.0
② 연간 운항편수 (52weeks 환산, 편)		2,392
유럽노선 연간 Target Revenue (십억원) (=① x ②)		308.9

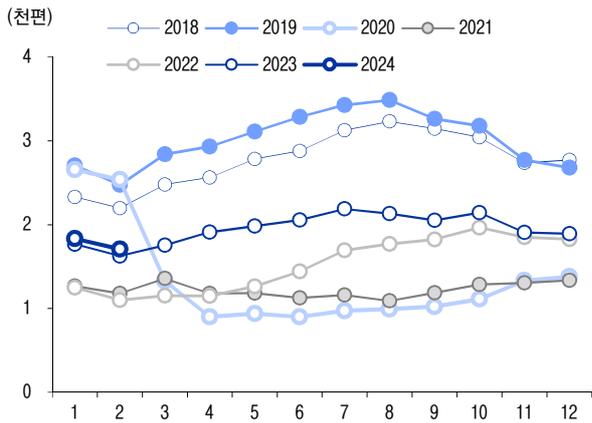
주*) A330-200 기재 탑재 좌석수는 한국공항공사의 표준 제원치를 준용함
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 티웨이항공 유럽노선 연간 정상 운항시 예상 매출액 Scenario

(단위: 십억원) 항공편당 평균 운임(원)											
탑승률	500,000	550,000	600,000	650,000	700,000	750,000	800,000	850,000	900,000	950,000	1,000,000
50%	147	162	177	191	206	221	235	250	265	280	294
55%	162	178	194	210	227	243	259	275	291	307	324
60%	177	194	212	229	247	265	282	300	318	335	353
65%	191	210	229	249	268	287	306	325	344	363	382
70%	206	227	247	268	288	309	330	350	371	391	412
75%	221	243	265	287	309	331	353	375	397	419	441
80%	235	259	282	306	330	353	377	400	424	447	471
85%	250	275	300	325	350	375	400	425	450	475	500
90%	265	291	318	344	371	397	424	450	477	503	530
95%	280	307	335	363	391	419	447	475	503	531	559
100%	294	324	353	382	412	441	471	500	530	559	588

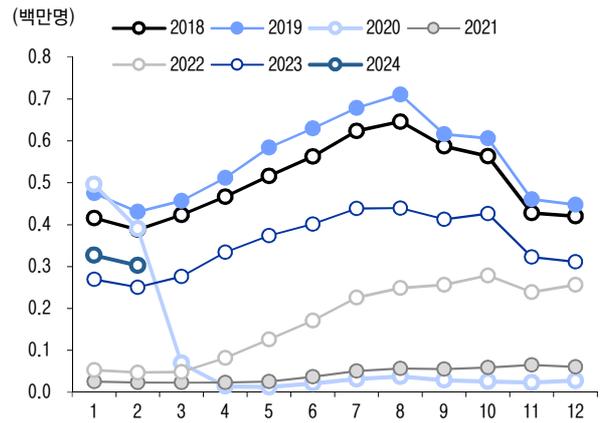
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 유럽노선 월별 운항편수 추이



자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 유럽노선 월별 탑승객수 추이



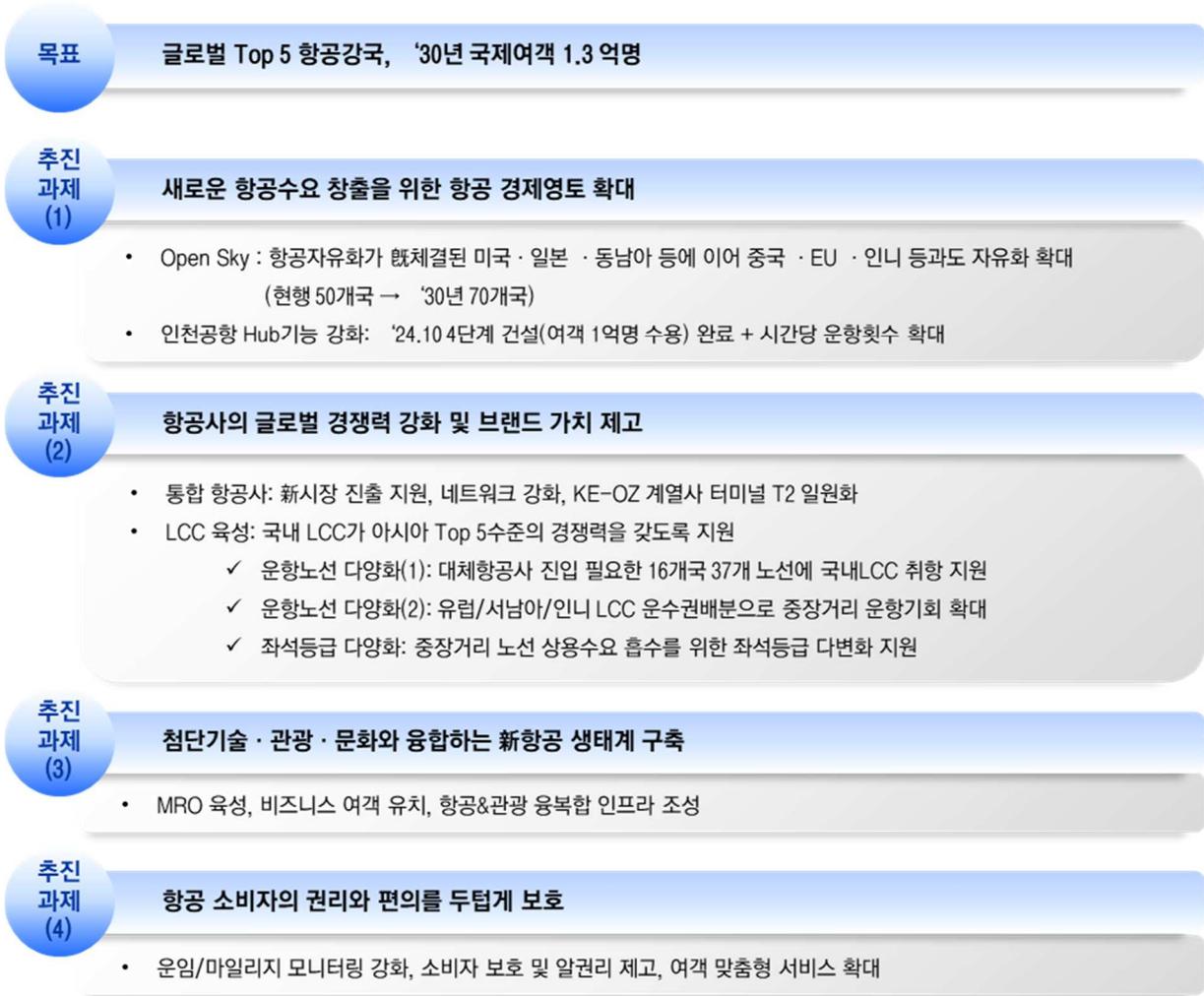
자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 '24.02 YTD 주요 항공사 노선별 여객 Exposure

(단위: %)	일본	대만	홍콩	동남아시아	중국	유럽	미주
대한항공	24	3	3	32	13	8	17
아시아나항공	34	4	3	29	12	7	10
제주항공	48	6	3	37	6	0	0
진에어	51	9	0	38	1	0	0
티웨이항공	45	9	4	38	3	0	0
에어부산	61	7	0	27	5	0	0
에어서울	71	0	0	27	2	0	0
에어프레미아	26	0	0	24	0	9	41

주*) 국내 6개 주요공항 잠정통계 합산 기준
 자료: Airportal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 '24.03 국토부 항공·해운·물류 발전방안 - 항공산업 경쟁력 강화 방안 정리



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	105	241	454	501	815
현금 및 현금성자산	82	184	330	365	669
매출채권 및 기타채권	4	25	66	75	83
재고자산	9	14	22	25	28
기타유동자산	10	17	36	36	36
비유동자산	630	802	831	1,057	1,123
관계기업투자등	2	4	0	0	0
유형자산	50	52	72	72	72
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	735	1,043	1,285	1,558	1,938
유동부채	248	411	465	510	530
매입채무 및 기타채무	56	102	152	173	190
단기금융부채	126	128	79	81	84
기타유동부채	67	182	235	256	256
비유동부채	440	572	661	802	913
장기금융부채	197	281	295	387	441
기타비유동부채	243	291	356	414	472
부채총계	688	983	1,127	1,312	1,443
자배주주지분	47	59	158	246	495
자본금	71	96	105	105	105
자본잉여금	248	343	345	0	0
이익잉여금(결손금)	-274	-385	-295	137	386
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	47	59	158	246	495

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	35	166	415	392	400
당기순이익(손실)	-156	-119	100	87	82
비현금수익비용가감	155	175	273	315	331
유형자산감가상각비	91	91	99	115	130
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	105	114	161	176	176
영업활동 자산부채변동	36	108	40	9	7
매출채권 감소(증가)	-1	-22	-38	-9	-7
재고자산 감소(증가)	2	-5	-8	-3	-2
매입채무 증가(감소)	2	30	30	22	17
기타자산, 부채변동	34	104	56	0	0
투자활동 현금흐름	-34	-106	-142	-174	-78
유형자산 처분(취득)	-3	-11	-38	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	4	-37	-45	-174	-78
기타투자활동	-34	-58	-58	0	0
재무활동 현금흐름	-17	8	-162	-116	-18
차입금의 증가(감소)	0	0	-35	0	0
자본의 증가(감소)	80	120	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-97	-112	-127	-116	-18
현금의 증가	-16	68	111	101	304
기초현금	32	17	84	195	296
기말현금	17	84	195	296	600

주: IFRS 연결 기준

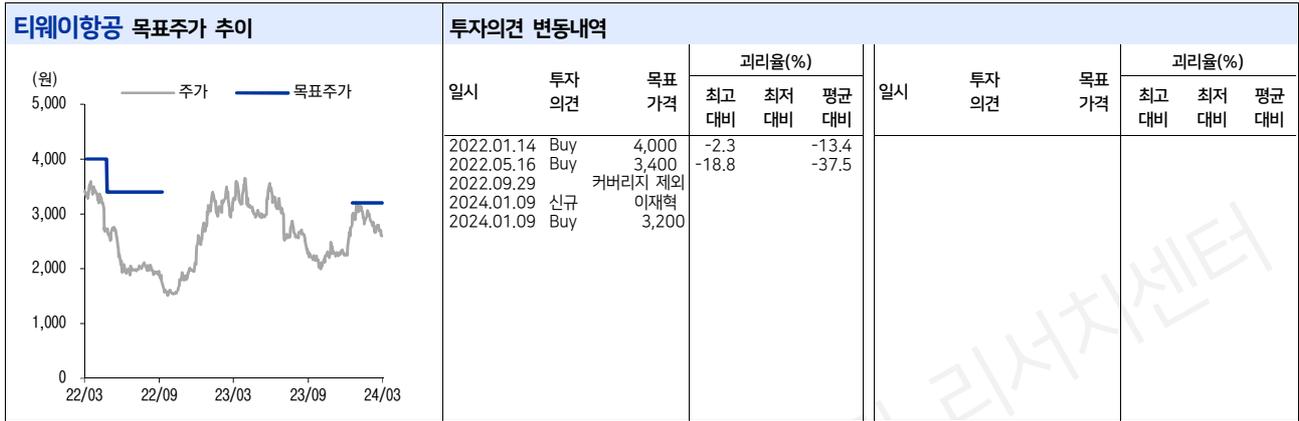
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	214	526	1,349	1,540	1,693
매출원가	324	569	1,096	1,278	1,429
매출총이익	-109	-43	252	262	264
판매비 및 관리비	39	60	113	126	133
영업이익	-148	-104	139	136	131
(EBITDA)	-56	-12	239	251	262
금융손익	-50	-48	-28	-25	-26
이자비용	26	28	34	36	37
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	0	0	0
세전계속사업이익	-198	-150	112	111	105
계속사업법인세비용	-42	-31	12	23	23
계속사업이익	-156	-119	100	87	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	-119	100	87	82
지배주주	-156	-119	100	87	82
총포괄이익	-150	-108	87	87	82
매출총이익률 (%)	-50.9	-8.3	18.7	17.0	15.6
영업이익률 (%)	-69.2	-19.8	10.3	8.8	7.7
EBITDA 마진률 (%)	-26.3	-2.2	17.8	16.3	15.5
당기순이익률 (%)	-72.9	-22.6	7.4	5.7	4.9
ROA (%)	-21.7	-13.4	8.6	6.1	4.7
ROE (%)	-190.2	-222.4	92.1	43.2	22.2
ROIC (%)	-40.8	-29.3	61.8	30.7	29.1

주요 투자지표

	2021	2022	2023	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	6.4	7.9	8.4
P/B	7.5	6.7	4.1	2.8	1.4
EV/EBITDA	n/a	n/a	2.9	3.2	2.1
P/CF	10.1	2.4	1.5	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-20.4	+145.3	+156.5	+14.2	+9.9
영업이익	적지	적지	흑전	-2.5	-3.7
세전이익	적지	적지	흑전	-1.1	-4.8
당기순이익	적지	적지	흑전	-12.8	-6.0
EPS	적지	적지	흑전	-20.4	-7.6
안정성					
부채비율 (%)	1453%	1655%	712%	533%	292%
유동비율 (%)	42%	58%	98%	98%	154%
순차입금/자기자본(x)	5.1	3.8	0.3	0.4	-0.3
영업이익/금융비용(x)	-2.0	-1.3	1.8	3.7	3.6
총차입금 (십억원)	323	409	374	468	525
순차입금 (십억원)	241	224	44	104	-144
주당지표 (원)					
EPS	-1,424	-828	519	413	382
BPS	430	418	819	1,163	2,301
CFPS	319	1,167	2,149	1,852	1,860
DPS	0	0	0	0	0



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이재혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.6% 8.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)