

운송 (Overweight)

대한항공-아시아나 합병 관련 투자 전략

Industry Brief

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

2월 14일까지 EC(유럽연합 집행위원회) 조건부 승인 예정

EC(유럽연합 집행위원회)는 대한항공의 아시아나항공 합병을 조건부로 승인해줄 확률이 높은 것으로 보인다. EC의 결과는 2월 14일전까지 발표될 예정이다. 조건부 승인 이후에도 불확실성이 심했던 아시아나항공 화물사업부 매각 성사 여부도, 제주항공의 인수 의지가 확고하다면 대거 해소될 것으로 보인다. EC의 조건부 승인이 확정되면 티웨이항공의 큰 수혜가 기대되며, 합병 불확실성 해소 차원에서 대한항공 주가에도 긍정적인 영향이 기대된다.

수혜는 티웨이항공 > 아시아나항공 > 대한항공으로 판단

티웨이항공: EC의 조건부 승인에는 대한항공이 인천 - 파리, 프랑크푸르트, 로마, 바르셀로나 4개의 노선에 대한 슬롯을 티웨이항공에 이관하는 것을 전제하고 있다. 예상 반납 슬롯은 21~23개로 파악된다. 현재 티웨이항공은 장거리 기종으로 A330-300 3대를 보유하고 있다. 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. 아시아나항공의 경우 해당 노선으로(주간 21회 운항) 23년 기준 연간 5,300억원 수준의 매출액이 발생한 것으로 추정된다.

아시아나항공: 대한항공의 아시아나항공 인수는 아시아나항공 주가에 긍정적이다. 불안정한 재무구조가 크게 개선될 여지가 있다. 차입금은 2조원이나 모두 1년 이내 만기도래가 예정되어 있고, 리스부채는 4.9조원으로 리스부채 포함 순차입금은 6.6조원(리스부채 제외 5,000억원)이다. 경쟁당국의 합병 승인이 완료되고, 3자배정 유상증자가 완료되면 7,500억원이 추가로 납입되어 만기도래 차입금은 충분히 대응이 가능할 것으로 판단한다. 최대주주 변경 이후에는 대한항공은 아시아나항공 재무건전성 확보를 위해 1) 리스부채를 줄이고, 2) 사모전환영구사채(1.16조원)를 일부 조기상환할 가능성이 있다.

대한항공: 대한항공은 합병 승인은 그간 대한항공 주가를 누르던 합병 불확실성의 해소 차원에서 긍정적이라고 판단한다. 대한항공 현재 주가는 12개월 포워드 P/E 7.3배, P/B 0.80배, EV/EBITDA 3.7배로 저평가 구간이다. 24년 실적 역시 호실적이 예상된다(1.8조원, -6.3% YoY). 합병에 따른 부작용(아시아나항공 화물 사업부 매각, 유럽, 미국 노선의 슬롯 반납 등)도 있지만, 중장기적인 비용 절감(유류비, 정비비 감소)과 여객 수익성 제고의 가시성이 높다.

Buy (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
티웨이항공(005380)	Buy	3,400(유지)

2월 14일까지 EC(유럽연합 집행위원회) 조건부 승인 예정

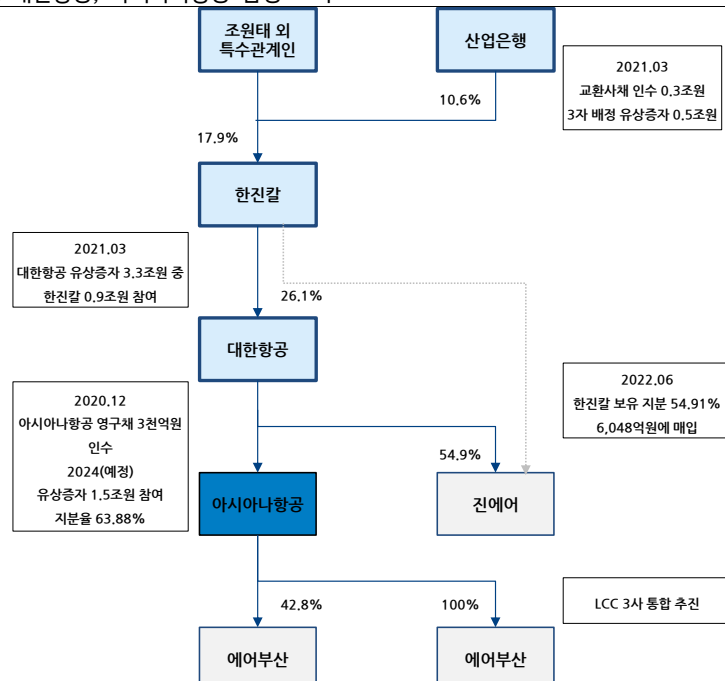
2월까지 대한항공, 아시아항공 합병에 진척이 있을 것으로 보인다. 지금까지의 언론 보도를 종합했을 때 EC(유럽연합 집행위원회)는 대한항공의 아시아항공 합병을 조건부로 승인해줄 확률이 높다. EC의 결과는 2월 14일전까지 발표될 예정이다.

EC의 조건부 승인은 대한항공의 아시아항공 화물사업부 매각, 일부 유럽 노선(프랑크푸르트, 로마, 파리, 바르셀로나)의 슬롯(공항을 이착륙할 권리)를 티웨이항공에 이관하는 것을 전제로 한다. EC가 이 두 가지 전제의 이행 기한은 연말로 설정할 확률이 높다고 판단하고, 대한항공 측은 자력으로 이행할 수 있는 티웨이항공으로의 슬롯 분배를 우선 실행할 가능성이 높다고 판단한다.

EC의 승인 이후 아직 미국과 일본의 합병결합심사가 남아있다. 일본의 경우 대한항공, 아시아항공이 이미 많은 LCC와 이미 경쟁 구도에 있기 때문에 슬롯 반납 등의 조치가 나올 확률은 적을 것으로 예상하지만, 미국은 이미 한국 공정위에서 일부 노선(인천 - LA, 인천 - 시애틀 등)에서 독과점 우려를 제시한만큼 추가적인 슬롯 반납 등의 이슈 가능성도 배제할 수 없다.

아시아항공 화물 사업부 매각, 미국, 일본 경쟁당국의 결합심사가 마무리되면 대한항공과 아시아항공이 1.5조원의 3자배정 유상증자를 실시하며 인수는 마무리 될 것으로 보인다.

그림 1. 대한항공, 아시아항공 합병 도식도



자료: Dart, 하이투자증권

표1. 아시아나항공 화물 사업부 인수 후보군(2022 년말 기준)

날짜	내용
20/11	아시아나항공 인수 결정
21/3	PMI 계획 확정/대한항공 유상증자 완료(3.3조원)
22/2	한국 공정위 기업결합 승인
23/3	UK 기업결합 승인(한국, 터키, 태국 대만 등 11개국 승인 완)
23/11	유럽경쟁당국(EC)에 시정조치안 제출
24/02(예정)	EC 조건부 승인 결과
24(예정)	미국, 일본 경쟁당국 승인
24(예정)	아시아나항공 1.5조원 3자배정 유상증자
~24/12(예정)	아시아나항공 화물사업부 매각 및 티웨이항공으로의 일부 유럽 노선 이관

자료: 대한항공, 하이투자증권

티웨이항공에게는 새로운 기회

티웨이항공은 대한항공, 아시아나항공 합병으로 인해 가장 큰 수혜를 입을 것으로 보인다. EC의 조건부 승인은 대한항공에게 인천 - 파리, 프랑크푸르트, 로마, 바르셀로나 4개의 노선에 대한 슬롯을 티웨이항공에 이관하는 것을 전제하고 있다.

위 노선으로 지나가는 대한항공의 주간 운항횟수(공동 운항 제외)는 23개(파리 7개, 프랑크푸르트 7개, 로마 5개, 바르셀로나 4개), 아시아나는 21개(파리 6개, 프랑크푸르트 7개, 로마 5개, 바르셀로나 3개다). 각 노선별로 3~5대의 기체가 정기적으로 운용되고 있는 것으로 파악된다. 21~23대 슬롯을 운영하기 위해 8~9대의 장거리 기체가 필요하다.

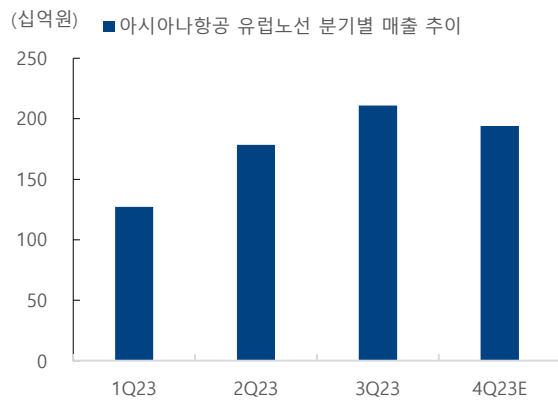
티웨이항공으로 이관될 예정인 슬롯은 21~23개로 파악된다. 현재의 대한항공의 아시아나항공 인수 전이기 때문에, 당장은 대한항공의 슬롯들이 티웨이항공에 이관될 것으로 예상된다. 현재 티웨이항공은 장거리 기체로 A330-300 3대를 보유하고 있다. 24년에는 A330-300 두 대를 추가로 도입할 예정이다. A330-300의 항속거리는 10,800km 수준으로 본래 서유럽까지 접근이 가능하나, 러-우 전쟁으로 인해 항로를 우회하는 점을 감안할 때 서유럽까지 도달하기에는 무리가 있다. 따라서 당장은 대한항공으로부터 장거리 기체를 임대하고, 운항승무원을 파견 받아 운행할 것으로 보인다. 현재 21~23개의 유럽 노선 슬롯이 이관될 경우 발생할 수 있는 매출액은 정확히 산정이 어려우나, 3Q23 누적 기준 아시아나항공의 유럽노선 매출액이 5,167억원이고, 이 중 해당 노선이 75%의 운항 횟수 비중을 차지하고 있는 점을 감안할 때 23년 기준 연간 5,300억원 수준의 매출액이 발생한 것으로 추정된다.

표2. 대한항공, 아시아항공 유럽 노선(파리, 로마, 바르셀로나, 프랑크푸르트) 편도 기준

항공사	노선	편명	주간 운항횟수
대한항공	인천 → 파리	KE901	주 7회
	인천 → 프랑크푸르트	KE946	주 7회
	인천 → 로마	KE931	주 5회
	인천 → 바르셀로나	KE915	주 4회
아시아나	인천 → 파리	OZ501	주 6회
	인천 → 프랑크푸르트	OZ541	주 7회
	인천 → 로마	OZ561	주 5회
	인천 → 바르셀로나	OZ511	주 3회

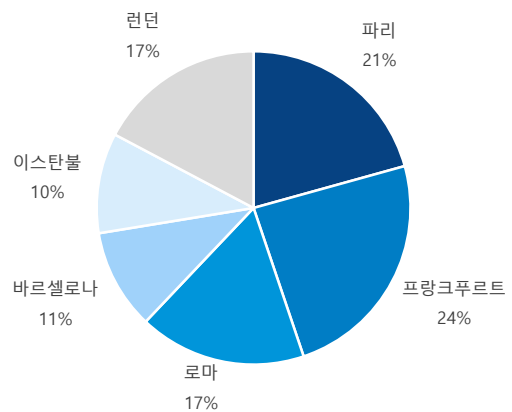
자료: 대한항공, 아시아항공, 하이투자증권

그림 2. 아시아항공 유럽노선 분기별 매출 추이



자료: 아시아항공, 하이투자증권 리서치본부

그림 3. 아시아항공 유럽노선(운항횟수 기준)



자료: 아시아항공, 하이투자증권 리서치본부

제주항공은 아시아나항공 화물사업부를 가져갈까?

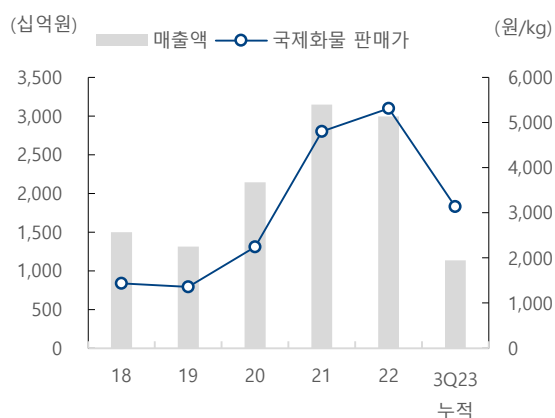
복수의 언론보도(서울경제 등)에 따르면 제주항공은 아시아나항공 화물사업부 매각 건에 대해 단독입찰 할 것으로 보인다. 당초 EC의 조건부승인에 가장 큰 불안요인은 아시아나항공 화물사업부 매각의 성사 여부였고, 제주항공의 인수 의지가 확고하다면 이 불확실성은 대거 해소될 것으로 보인다.

제주항공은 2022년 6월 B737 화물기를 최초 도입한 데 이어, 23년 10월 B737 2호기를 도입했다. 제주항공은 코로나 팬데믹을 거치면서 여객과 화물 매출 다각화를 추구하고 있다. 현재 제주항공은 인천에서 일본, 베트남, 중국 노선에서 화물 사업을 영위하고 있다.

제주항공은 아시아나항공 화물사업부 인수를 통해 미주, 유럽 노선의 화물 영업망과 11대의 기재를 확보할 수 있다. 3Q23 누적 기준 아시아나항공 화물사업부 매출은 1.1조원으로 화물 운임 하락을 감안해도 연간 1조원 이상의 매출이 가능한 사업부다.

아시아나항공 화물사업부의 매각 가격은 5,000~7,000억원, 부채는 1조원 수준으로 추산된다. 제주항공의 3Q23 현금성자산은 3,500억원, 순차입금도 3,500억원(리스부채 제외 시 210억원)로 아시아나항공 화물 사업부를 인수하는데 여유로운 자금 상황은 아니다. 제주항공은 영구채, 유상증자, 차입금 발행 등 다양한 자금조달 방안을 실행할 가능성도 있다.

그림 4. 아시아나항공 화물사업부 매출 추이



자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치본부

그림 5. 아시아나항공 화물사업부 기재 현황

기종	등록기호	제작년도	기재 연령
B747-400BDSF	HL7413	1991	32
B747-400BDSF	HL7415	1992	31
B747-400BDSF	HL7417	1993	30
B747-400BDSF	HL7421	1996	27
B747-400BDSF	HL7423	1997	26
B747-400BDSF	HL7620	1999	24
B747-400F	HL7419	1994	29
B747-400F	HL7420	1995	28
B747-400F	HL7436	2002	21
B747-400F	HL7616	2004	19
B767-38EF	HL7507	1996	27

자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치본부

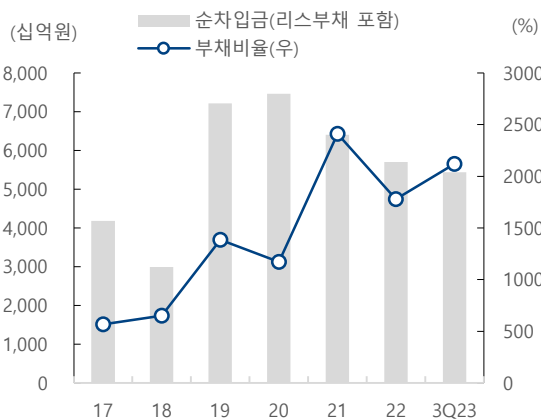
재무안정성이 높아질 아시아나항공

대한항공의 아시아나항공 인수는 아시아나항공 주가에 긍정적이다. 불안정한 재무구조가 크게 개선될 여지가 있다. 3Q23 기준 아시아나항공의 현금성자산은 1.5조원이다. 하지만 이 중 7,277억원은 대한항공의 3자배정 유상증자(1.5조원)의 중도금이 이미 납입되어 있는 것이고, 2,177억원은 HDC현산과 소송(과거 신주인수계약 관련 계약금, 1심 아시아나항공 승소)으로 사용이 제한되어 있다.

차입금은 2조원이나 모두 1년내 만기도래가 예정되어 있고, 리스부채는 4.9조원으로 리스부채 포함 순차입금은 6.6조원(리스부채 제외 5,000억원)이다. 경쟁당국의 합병 승인이 완료되고, 3자배정 유상증자가 완료되면 7,500억원이 추가로 납입되어 만기도래 차입금은 충분히 대응이 가능할 것으로 판단한다.

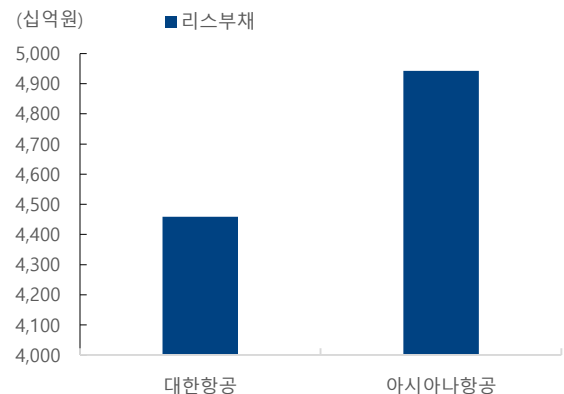
그 후 본격적으로 합병 절차에 들어가게 되는데, 대한항공은 아시아나항공 재무건전성 확보를 위해 1) 리스부채를 줄이고, 2) 사모전환영구사채를 조기상환할 가능성이 있다. 현재 아시아나항공이 발행한 영구채는 총 1조1,550억원으로 가중평균금리는 6.2%에 달한다. 이 중 대한항공에게 차입한 3,000억원(104회 사모영구전환사채)을 제외한 8,550억원은 최대주주 변경 이후 조기상환권을 청구할 여지가 있다고 판단한다. 아시아나항공 화물사업부 매각에 성공하면 매각 대금도 위 부채를 줄이는 데 사용될 것으로 보인다.

그림 6. 아시아나항공 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치본부

그림 7. 아시아나항공 리스부채(3Q23 기준)



자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치본부

표3. 아시아나항공 사모전환사채 발행 내역

회차	권면총액(십억원)	이자율	차입처	전환가능가액(원)	전환행사 가능 주식 수(백만주)
92 회	400	7.2	산업은행	17,616	22.7
93회	100	7.2	산업은행, 수출입은행	14,777	6.8
97회	120	7.2	산업은행	13,719	8.7
99회	60	7.3	산업은행	13,237	4.5
103회	175	4.7	유진투자증권 등	16,713	10.5
104회	300	4.7	대한항공	11,130	27.0
합계	1,155				80.2

자료: Dart, 하이투자증권

주: 현재 발행주식수 744.1만주, 유상증자 예정 발행주식수 1,315.6만주

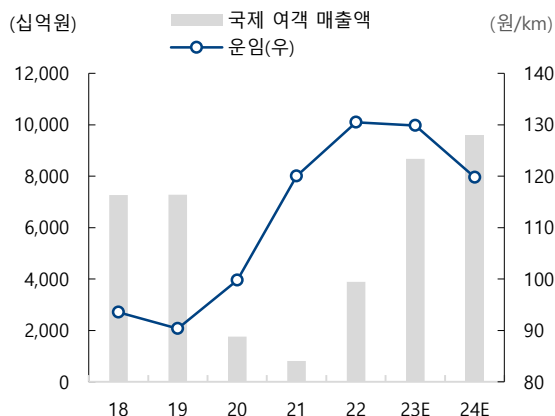
대한항공: 불확실성 해소 구간

대한항공은 합병 승인은 그간 대한항공 주가를 누르던 합병 불확실성의 해소 차원에서 긍정적이라고 판단한다. 대한항공 현재 주가는 12개월 포워드 P/E 7.3배, P/B 0.80배, EV/EBITDA 3.7배로 저평가 구간이다. 24년 실적 역시 1.8조원(-6.3% YoY, 10.8% OPM)으로 전망하고 있어, 24년 화물 운임 하락(-8.6% YoY)을 가정해도 견조한 여객 수익으로 호실적도 예상된다.

대한항공이 아시아나항공 인수에 필요한 자금이 대한항공의 재무건전성에 유의미한 영향을 미치지 않을 것으로 보인다. 현재 대한항공의 보유 현금성자산은 6.4조원에 달한다. 리스부채를 포함한 순차입금은 4.3조원, 리스부채를 포함하지 않을 시 소폭의 순현금 상황이다(600억원). 이미 아시아나항공에 1.2조원에 가까운 금액을 납입(영구채 5천억원, 유상증자 중도금 7,277억원)한 상황이고, 추가 아시아나항공의 3차 배정 유상증자 시 현금은 7,500억원 수준이 더 납입될 예정이다. 향후 아시아나항공에 추가적인 지원이 있을 가능성도 있지만 현재의 재무 수준에서 영향이 크지 않을 것으로 예상된다.

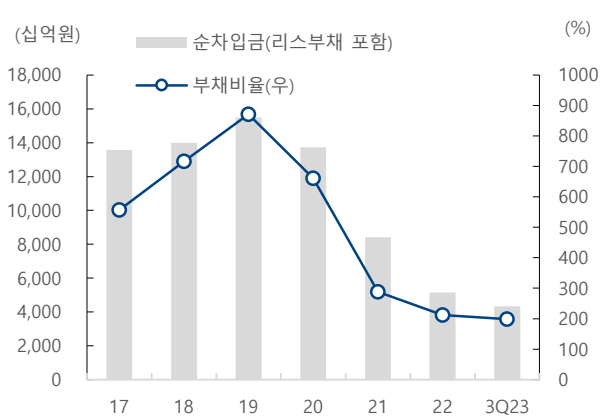
단기적으로는 아시아나항공 화물 사업부 매각, 유럽, 미국 노선의 슬롯 반납 등 부정적인 요인이 부각될 수도 있지만, 중장기적으로 비용 절감 측면에서의 가시성(유류비, 정비비 감소)이 매우 높고, 장거리 부문에서의 압도적인 점유율로 여객 수익을 제고할 수 있다는 것이 더욱 긍정적이라 판단한다.

그림 8. 대한항공 국제 여객 매출액/운임 추이 및 전망



자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

그림 9. 대한항공 순차입금 추이(리스부채 포함)



자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

한진칼의 주가는 왜 올랐을까?

한진칼의 주가는 2023년 10월 이후 3개월간 88% 급등했다. 1월 15일 종가 기준 한진칼의 시가총액은 5.3조원으로 주요 관계회사인 대한항공(8.5조원, 지분율 26.05%), 한진(3,408억원, 지분율 24.16%)과 기타종속회사(장부가액 3,849억원)의 지분가치와 순차입금을 고려한 NAV(Net Asset Value)는 2.3조원 수준으로 이미 한진칼의 시가총액은 NAV의 230% 수준이다.

한진칼의 최근의 주가 급등은 외인들의 중심으로 이루어졌다. 23년 10월 이후 외인들은 1,263억원, 기관(금융투자 제외)은 170억원의 한진칼 주식을 순매수했다. 23년 10월 이후 한진칼의 주가 급등은 외인들이 ‘대한항공과 아시아나항공 합병 부결과 이에 따른 다시 발생할 수 있는 한진칼의 경영권 분쟁’을 염두해두고 있는 것으로 보인다. 최근에는 2월 MSCI 편입 가능성도 주가 상승을 견인하고 있는 것으로 보인다.

하지만 현재 한진칼의 지분 구조 상 조원태 회장 측의 경영권은 매우 안정적이다. 한진칼의 지분 구조는 조원태 및 특수관계인 17.9%, 호반건설 17.6%, Delta Air Lines 15.0%, 한국산업은행 10.6%, LX판토스 3.9%(추정)로 조원태 한진그룹 회장 측의 우호 지분이 47.4%(호반건설 제외)로 이미 과반에 가까운 지분을 확보하고 있다. 하지만 대한항공, 아시아나항공의 합병 무산 시 산업은행 지분 10.6%의 향방은 예측하기 어려워져, 경영권 분쟁의 발발 가능성도 배제할 수 없다. 다만 2월 14일 전까지 EC의 대한항공, 아시아나항공 합병 조건부 승인이 날 확률이 높아, 단기적으로 한진칼 주가는 조정 국면으로 접어들 가능성이 높다고 판단한다.

표4. 한진칼 SOTP Valuation

구분	회사	지분율(%)	지분 가치(십억원)	비고
상장 회사	대한항공	26.05	2,201	(a)
	한진	24.16	82.3	(b)
비상장 회사	토파스여행	94.35	384.9	(c)
	(주)칼호텔네트워크	100.0		
	(주)한진관광	100.0		
	정석기업(주)	48.27		
한진칼 순차입금	386.7			(d)
한진칼 NAV	2,281			⟨(a) + (b) + (c)⟩ - (d)
현재 시총	5,321			

자료: Dart, 하이투자증권

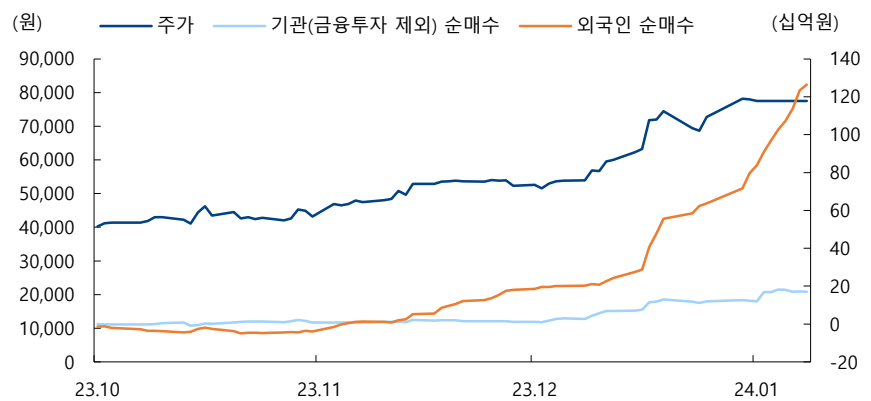
주: 상장회사는 전일 종가 기준, 비상장회사는 장부가액 기준, 순차입금은 3Q23 별도 기준

표5. 한진칼 주주 구성

주주명	주식 수	지분율
조원태 및 특수 관계인	11,890,706	17.93
Delta Air Lines	9,947,508	15.00
한국산업은행	7,062,146	10.65
LX판토스(추정)	2,560,000	3.86
호반건설	11,645,800	17.56
발행주식수	66,761,264	
자기주식수	440,037	
유통주식수	66,321,227	

자료: Dart, 하이투자증권

그림 10. 한진칼 수급 추이



자료: Quntwise, 하이투자증권

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)

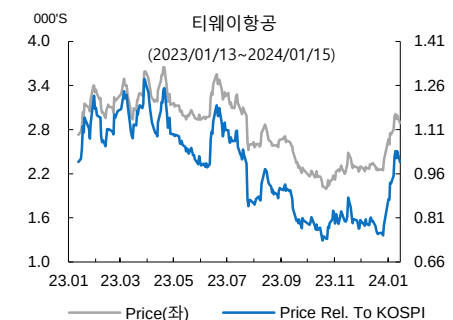
목표주가(12M)	3,400원(유지)
증가(2024.01.15)	2,890원
상승여력	17.6 %

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



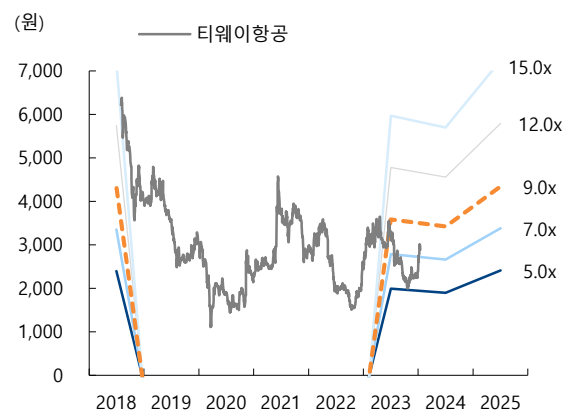
자료: Quntiwise, 하이투자증권

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
주요 가정											
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
국제선											
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
국내선											
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
실적 추정											
매출액	359	286	345	372.6	394	326	359	353	526	1,362	1,432
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
영업비용	276	266	310	352	323	314	317	345	630	1,205	1,299
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
영업이익	82	20	35	20	70	13	42	8	-104	157	133
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
영업외손익	-21	-10	-15	-4	-16	-4	-2	-5	-46	-49	-26
세전이익	61	10	20	16	54	9	40	3	-150	108	107
지배주주순이익	46	10	15	12	41	7	30	2	-119	84	80
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

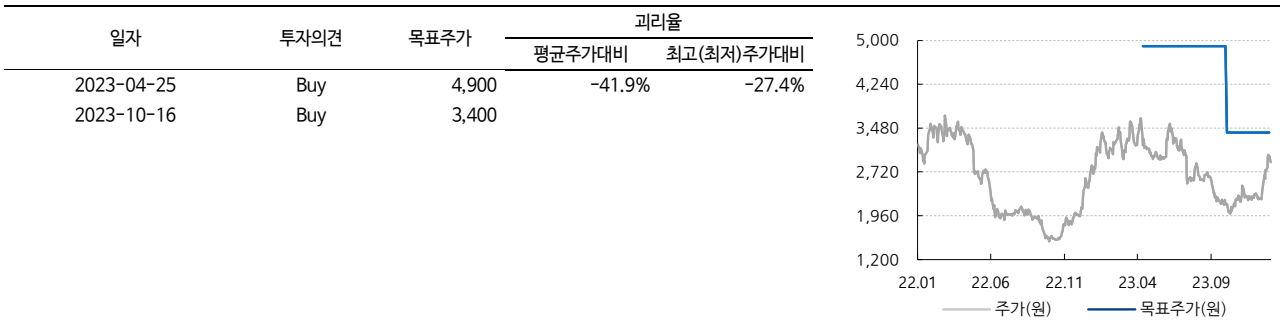
현금흐름표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	166	328	242	259
당기순이익	-119	84	80	102
유형자산감가상각비	-	95	95	95
무형자산감가상각비	1	1	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-106	-169	-74	-76
유형자산의 처분(취득)	-11	-14	-10	-13
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0
금융상품의 증감	-35	-97	-5	-5
재무활동 현금흐름	8	-50	-43	-33
단기금융부채의증감	-	-26	-2	8
장기금융부채의증감	-	-	-	-
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%	-