



기업분석 | 운송

Analyst

박우성

02 3779 8732

woosung.park @ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>8,000 원</b>
현재주가	<b>6,020 원</b>

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (7/8)	2,064.17 pt
시가총액	2,828 억원
발행주식수	46,975 천주
52 주 최고가/최저가	11,850 / 6,020 원
90 일 일평균거래대금	23.36 억원
외국인 지분율	0.2%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	5,221 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -14.0%
	6 개월 -21.7%
	12 개월 n/a
주주구성	티웨이홀딩스 (외 2 인) 58.3%
	티웨이항공우리아주 (외 1 인) 9.3%

Stock Price



# 티웨이항공 (091810)

## 지연되는 밸류에이션 개선 스토리

### 2분기 기존 추정치 하회 예상

동사의 2분기 실적은 매출액 1,771억원(YoY +9.1%), 영업이익 -178억원(YoY 적자전환)을 기록하며 동사 기존 추정치를 크게 하회할 것으로 예상된다. 국제여객은 ASK +29.8%, RPK +21.3% 증가할 것이나 탑승률과 Yield 전년동기대비 크게 훼손되며 수익성이 악화될 것으로 보인다. 동사 비중이 높은 대구공항에서의 탑승률이 70% 초반에 불과한 것으로 파악된다. 보잉 737 MAX 기종의 도입이 제한적인 가운데 신규기재 MR 비용 절감 등 CASK 절감 시나리오 역시 연기된 상황으로 비수기 영업적자가 불가피하다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 8,000원으로 하향

투자의견 Buy는 유지하나, 연간 실적추정치 하향에 따라 목표주가를 8,000원으로 하향한다. 수급 악화 구간에서 경쟁사 대비 높은 CASK는 분명 부담 요인으로, 경쟁사 대비 밸류에이션 디스카운트를 정당화하는 요인으로 작용한다. 보잉737 MAX 이슈를 고려하지 않더라도, 저비용항공사 전반적으로 기재를 공격적으로 도입하기 어려운 업황이다. 기재 도입에 따른 규모의 경제 외에도 타이트한 비용관리가 필요한 시점으로 판단한다.

### Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	584	732	841	994	1,130
영업이익	47	48	50	69	87
세전계속사업손익	45	49	12	36	50
순이익	40	38	10	28	39
EPS (원)	n/a	806	213	604	835
증감률 (%)	n/a	n/a	-73.6	183.7	38.2
PER (x)	n/a	9.3	28.3	10.0	7.2
PBR (x)	n/a	1.6	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	-1.8	1.6	1.9	0.8	0.0
영업이익률 (%)	8.1	6.5	5.9	6.9	7.7
EBITDA 마진 (%)	10.4	8.2	17.5	18.5	19.1
ROE (%)	n/a	28.9	4.2	10.9	13.4
부채비율 (%)	518.3	90.9	235.4	217.5	195.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 티웨이항공 실적추정

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019	2020
원/달러(avg)	1,072.3	1,078.6	1,121.6	1,127.5	1,124.2	1,147.9	1,151.4	1,155.0	1,130.4	1,100.0	1,144.6
yoy	-7.1%	-4.5%	-0.9%	2.0%	4.8%	6.4%	2.7%	2.4%	-2.6%	-2.7%	4.1%
Jet Fuel(\$/bbl)	77.8	84.6	86.1	83.4	74.6	80.3	76.7	73.2	64.5	83.0	76.2
yoy	21.4%	41.0%	37.0%	17.6%	-4.1%	-5.2%	-10.9%	-12.2%	22.0%	28.7%	-8.2%
<b>매출액</b>	<b>2,038</b>	<b>1,623</b>	<b>1,923</b>	<b>1,733</b>	<b>2,411</b>	<b>1,771</b>	<b>2,320</b>	<b>1,912</b>	<b>5,840</b>	<b>7,318</b>	<b>8,414</b>
국내선	281	374	362	332	317	370	376	332	1,378	1,349	1,395
ASK	273	294	296	299	295	309	309	311	1,196	1,162	1,224
RPK	249	284	270	277	276	290	282	284	1,100	1,080	1,132
L/F	91.2%	96.6%	91.2%	92.6%	93.6%	93.8%	91.1%	91.5%	92.0%	92.9%	92.5%
Yield(원)	112.0	131.7	134.1	119.9	115.0	127.7	133.4	116.9	125.3	124.9	124.3
Yield(cent)	10.4	12.2	12.0	10.6	10.2	11.1	11.6	10.1	11.1	11.4	10.9
국제선	1,627	1,153	1,443	1,265	1,914	1,265	1,766	1,434	4,152	5,488	6,379
ASK	2,217	2,133	2,249	2,249	2,795	2,769	2,789	2,598	6,761	8,848	10,950
RPK	1,951	1,807	1,906	1,922	2,454	2,192	2,392	2,239	5,674	7,586	9,277
L/F	88.0%	84.7%	84.7%	85.5%	87.8%	79.2%	85.8%	86.2%	83.9%	85.7%	84.7%
Yield(원)	83.4	63.8	75.7	65.8	78.0	57.7	73.8	64.0	73.2	72.3	68.5
Yield(cent)	7.8	5.9	6.8	5.8	6.9	5.0	6.4	5.5	6.5	6.6	6.0
기타	130	97	118	136	180	136	178	147	221	164	212
<b>YoY</b>											
국내선	-4.7	1.9	-3.5	-2.6	13.0	-1.1	3.9	0.0	0.0	-2.1	3.4
ASK	-7.5	-1.3	-2.0	-0.7	8.1	5.0	4.5	3.8	0.0	-2.8	5.0
RPK	-8.8	2.2	-2.2	1.5	10.8	2.0	4.4	2.5	0.0	-1.8	4.8
L/F	-1.3	3.3	-0.2	1.9	2.4	-2.8	-0.1	-1.2	0.0	1.0	-0.7
Yield(원)	3.6	-0.2	-1.3	-4.0	2.7	-3.0	-0.5	-2.5	0.0	-0.3	-0.5
Yield(cent)	11.6	4.5	-0.4	-5.9	-2.1	-8.9	-3.1	-4.8	0.0	2.5	-4.4
국제선	62.5	41.0	20.7	11.2	17.6	9.7	22.4	13.4	0.0	32.2	16.2
ASK	56.3	37.2	17.6	19.9	26.1	29.8	24.0	15.5	0.0	30.9	23.8
RPK	57.1	44.7	18.0	22.6	25.8	21.3	25.5	16.5	0.0	33.7	22.3
L/F	0.4	4.4	0.3	1.8	-0.2	-5.5	1.0	0.7	0.0	1.8	-0.7
Yield(원)	3.5	-2.6	2.2	-9.3	-6.5	-9.5	-2.5	-2.7	0.0	-1.1	-5.3
Yield(cent)	11.4	2.0	3.2	-11.0	-10.8	-15.0	-5.0	-5.0	0.0	1.6	-5.0
영업비용	1,575	1,606	1,801	1,858	2,038	1,949	2,041	1,888	5,369	6,840	7,916
<b>영업이익</b>	<b>464</b>	<b>18</b>	<b>122</b>	<b>-125</b>	<b>373</b>	<b>-178</b>	<b>279</b>	<b>24</b>	<b>471</b>	<b>478</b>	<b>499</b>
OPM	22.8%	1.1%	6.3%	-7.2%	15.5%	-10.0%	12.0%	1.3%	8.1%	6.5%	5.9%

주: IFRS 연결 기준

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

## 티웨이항공 (091810)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	156	325	410	553	717
현금 및 현금성자산	108	219	274	408	563
매출채권 및 기타채권	14	16	16	19	21
재고자산	7	9	8	10	11
기타유동자산	28	81	111	116	121
<b>비유동자산</b>	69	106	413	316	206
관계기업투자등	2	0	0	0	0
유형자산	31	51	-28	-142	-269
무형자산	4	4	3	3	2
<b>자산총계</b>	<b>226</b>	<b>431</b>	<b>823</b>	<b>869</b>	<b>923</b>
<b>유동부채</b>	166	173	255	271	285
매입채무 및 기타채무	49	47	51	61	68
단기금융부채	0	0	64	64	64
기타유동부채	117	126	141	146	152
<b>비유동부채</b>	23	32	322	324	325
장기금융부채	0	0	283	283	283
기타비유동부채	23	32	39	41	43
<b>부채총계</b>	<b>189</b>	<b>205</b>	<b>577</b>	<b>595</b>	<b>610</b>
<b>지배주주지분</b>	37	226	245	274	313
자본금	17	23	23	23	23
자본잉여금	32	178	178	178	178
이익잉여금	-13	23	42	71	110
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>37</b>	<b>226</b>	<b>245</b>	<b>274</b>	<b>313</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>109</b>	<b>31</b>	<b>145</b>	<b>154</b>	<b>177</b>
당기순이익(손실)	40	38	10	28	39
비현금수익비용가감	27	32	131	117	130
유형자산감가상각비	13	11	96	114	127
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	3	0	33	2	2
영업활동 자산부채변동	42	-28	11	9	8
매출채권 감소(증가)	-13	-2	0	-3	-2
재고자산 감소(증가)	-3	-3	1	-2	-1
매입채무 증가(감소)	20	-3	6	10	7
기타자산, 부채변동	37	-20	4	4	4
<b>투자활동 현금</b>	<b>-17</b>	<b>-74</b>	<b>-75</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>
유형자산처분(취득)	-11	-23	-14	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-38	-30	-3	-3
기타투자활동	-6	-12	-31	-18	-18
<b>재무활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>152</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	0	0	-16	0	0
자본의 증가(감소)	0	152	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>91</b>	<b>112</b>	<b>55</b>	<b>134</b>	<b>156</b>
기초현금	16	108	219	274	408
기말현금	108	219	274	408	563

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터, \*IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>584</b>	<b>732</b>	<b>841</b>	<b>994</b>	<b>1,130</b>
매출원가	486	621	718	838	945
<b>매출총이익</b>	<b>98</b>	<b>111</b>	<b>124</b>	<b>155</b>	<b>185</b>
판매비 및 관리비	51	63	74	87	98
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>87</b>
(EBITDA)	61	60	147	184	215
금융손익	0	1	-37	-32	-37
이자비용	0	1	31	35	40
관계기업등 투자손익	-2	-1	0	0	0
기타영업외손익	-1	2	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>50</b>
계속사업법인세비용	5	12	2	8	11
계속사업이익	40	38	10	28	39
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>39</b>
지배주주	40	38	10	28	39
<b>총포괄이익</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>39</b>
매출총이익률 (%)	16.9	15.1	14.7	15.6	16.4
영업이익률 (%)	8.1	6.5	5.9	6.9	7.7
EBITDA마진률 (%)	10.4	8.2	17.5	18.5	19.1
당기순이익률 (%)	6.8	5.2	1.2	2.9	3.5
ROA (%)	24.5	11.5	1.6	3.4	4.4
ROE (%)	n/a	28.9	4.2	10.9	13.4
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	27.5	30.0

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	9.3	28.3	10.0	7.2
P/B	n/a	1.6	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	-1.8	1.6	1.9	0.8	0.0
P/CF	n/a	5.0	2.0	2.0	1.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	52.6	25.3	15.0	18.1	13.7
영업이익	267.3	1.5	4.3	37.9	26.7
세전이익	1,700.0	10.6	-75.1	196.1	38.2
당기순이익	1,898.5	-4.6	-73.6	183.7	38.2
EPS	n/a	n/a	-73.6	183.7	38.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	518.3	90.9	235.4	217.5	195.0
유동비율	94.3	187.8	160.5	203.8	251.7
순차입금/자기자본(x)	-296.1	-114.2	1.5	-48.6	-93.1
영업이익/금융비용(x)	162.0	47.1	1.6	1.9	2.2
총차입금 (십억원)	0	0	347	347	347
순차입금 (십억원)	-108	-258	4	-133	-291
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	806	213	604	835
BPS	1,080	4,805	5,221	5,825	6,660
CFPS	n/a	1,498	2,996	3,086	3,597
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

티웨이항공 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최저 대비	최고 대비	평균 대비			최저 대비	최고 대비	평균 대비
2018.09.11	Buy	15,000	-33.3	-46.7							
2018.12.26	공표제외										
2019.05.27	변경	박우성									
2019.05.27	Buy	8,700	-18.5	-22.3							
2019.07.09	Buy	8,000									

**Compliance Notice**

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

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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 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 (향후 12개월)	투자의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)