

Not Rated

# 흥아해운 (003280)

기업코멘트 | 조선/운송

2013년 04월 19일

Analyst 심원섭 ☎ 02 6915 5678 [wsshim@ibks.com]

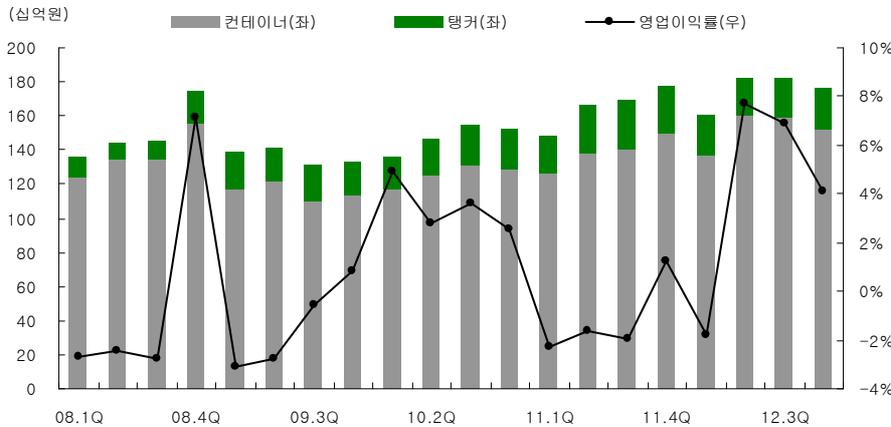
## 중국에서 동남아로... 제조공장 이전 수혜

### 아시아권역 소형 컨테이너 선사

흥아해운은 아시아 권역 내 컨테이너 및 케미컬탱커 정기선 서비스를 영위하는 선사로 2012년 흑자전환에 성공하면서 시장의 관심을 받고 있다. 탐방결과, 동사의 2012년 흑자전환은 ▲ 동남아 권역 물동량 증가, ▲ 타이트한 소형 선박 수급상황, ▲ 적자사업부인 케미컬탱커 부문의 구조조정에 근거한 것으로 보인다. 결론적으로, 2012년의 수익성 회복은 일시적인 사항이 아닌 것으로 판단하며, 동남아 물동량 성장의 수혜를 장기간 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

동사의 주요 사업은 일본, 중국, 동남아 지역에 70여 개의 해외 대리점망을 이용하여 연간 85만 TEU를 운송하는 컨테이너 정기선 서비스이다. 컨테이너 서비스 지역은 총 43개 항로로 일본 11개 노선, 중국 14개 노선, 동남아 18개 노선이며, 해당 사업부문의 매출비중은 2012년 기준 86%(케미컬탱커 13%)이다.

그림 1. 흥아해운 분기별 실적추이



주: 개별기준 자료: 흥아해운, IBK투자증권

과잉 선복량과 수요부진으로 어려움을 겪고 있는 글로벌 선사들과 달리, 동사는 물동량 성장률이 가장 높은 아시아 권역에 특화된 노선을 보유하고 있어 꾸준한 성장을 보이고 있다. 또 한, 중국의 인건비 상승으로 국내 대표 가전업체들이 제조공장을 베트남 등지로 이전하면서 안정적인 수요를 확보할 수 있을 것으로 판단한다. 글로벌 선사들이 동남아

### Valuation 지표

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증가율	PER	ROE	Company Data	
2009	671.3	-5.6	-12.6	-16.0	-331.3	적전	-2.1	-18.6	현재가 (4/18)	1,515원
2010	829.7	37.5	18.8	9.3	131.5	흑전	8.8	7.6	시가총액	107십억원
2011	684.3	-6.6	-19.7	-20.2	-285.7	적전	-2.6	-17.1	발행주식수	70,713천주
2012	726.5	32.9	16.9	15.4	218.0	흑전	4.3	13.0	52 주 최고가	1,520원
2013F	740.0	39.0	23.0	20.0	283.1	29.8	5.3	15.8	최저가	735원

자료: Company data, BK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

권역에 진출하지 못하고 있는 이유는 동남아의 주요 항구의 Draft(흘수)가 베트남 1,000TEU, 태국 1,300TEU, 인도네시아 2,500TEU 등에 불과해 소형 선박만이 접안이 가능하기 때문이다. 동사는 사선 13척, 용선 10척 등 총 23척의 컨테이너선을 보유하고 있으며, 적당 크기는 927TEU에 불과하여 동남아 항구에 특화된 것으로 보인다. 한편 Infra 구축은 육지 교통망과 연계하여 건설되어야 하므로 대형 선박이 접안할 수 있는 신항만 건설까지는 오랜 시간이 소요되기 때문에 현재 동남아 지역의 소형선 특수는 장기화될 가능성이 높다.

표 1. 보유 선박 내역

구분	컨테이너선			캐미칼탱커		
	척	TEU	TEU/척	척	CBM	CBM/척
사선	13	7,929	610	8	56,899	7,112
용선	10	13,402	1,340	5	53,326	10,665
합계	23	21,331	927	13	110,225	8,479

자료: 흥아해운, IBK투자증권

### 동남아 소형 컨테이너선 공급부족 장기화로 안정적인 이익유지 가능

아시아 해운시장은 전세계에서 가장 빠른 물동량 성장세를 시현하고 있으나, 동남아 시장은 소형 컨테이너선 공급부족으로 수요 성장 수혜를 충분히 누리지 못하고 있다. 금융위기를 전후로 해서 1000TEU급 이하의 소형선박을 제작하는 조선사들은 상당부분 구조조정이 되었기 때문으로 보인다. 중형급 컨테이너 조선사들 역시 소형선박에 제작시 물리적 제약 때문에 소형 선박제작에 어려움을 겪고 있다. 한편, 소형 컨테이너 선사들은 선박 품질에 대한 확신 부족으로 발주를 꺼리고 있어 이들 선종에 대한 공급부족은 최소한 2015년까지 지속될 것으로 보인다. 이에 따라 동사의 안정적인 이익은 장기간 유지될 가능성이 높다.

동사는 최근 일본 Kyokuyo 조선사와 1,100TEU급 연료절감 컨테이너선 계약을 체결하여 2014년말~2015년 초에 인도받을 것으로 계획하고 있다. 추가적인 선박 도입에 의한 본격적인 외형성장은 2015년부터 가능할 것으로 판단한다.

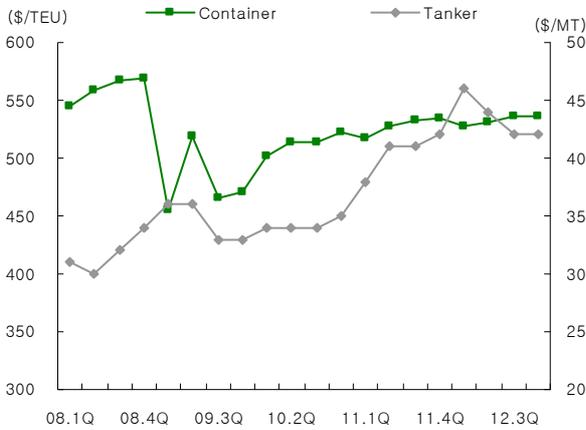
### 매출성장률은 한자리에 머물렀으나 수익성은 추가 개선 가능

동사는 2012년 별도기준 매출액과 영업이익으로 각각 7,041억원(+6.2% YoY), 311억원(흑전)을 기록했다. 적자의 주변이었던 탱커선을 매각 및 반선을 통해서 2011년 17척에서 13척으로 선대를 축소시킨 것이 흑자전환의 주요인으로 보인다. 선대 축소의 영향으로 탱커부문의 실적은 2011년 107억원 적자에서 2012년 10억원으로 흑자전환했다. 2013년 실적에 대한 회사측의 가이드는 없으나, 전년대비 두자리수 이상의 이익 증가가 가능할 것으로 판단한다. 2012년 실적에는 일회성 비용인 반선 패널티가 400만달러 포함되어 있고, 타이트한 소형 선박시황을 감안하면 비수기인 1분기를 넘어서면서 운임 인상도 가능하기 때문이다.

연결실적은 자회사인 피팅밸브업체인 피케이밸브가 2012년 실적을 바닥으로 회복세에 접어들 것으로 보여 별도실적 보다 더 높은 이익성장세를 시현할 것으로 판단한다. 참고로, 흥아해운은 2012년 피케이밸브의 상장을 준비했으나, IPO 시장 침체로 잠정 중단했다. 피케이밸브의 실적이 2012년을 바닥으로 2013년부터 개선세를 보일 것으로 예상되기 때문에 IPO 시황에 따라 이르면 상반기 중으로 IPO를 재추진할 계획으로 알려졌다.

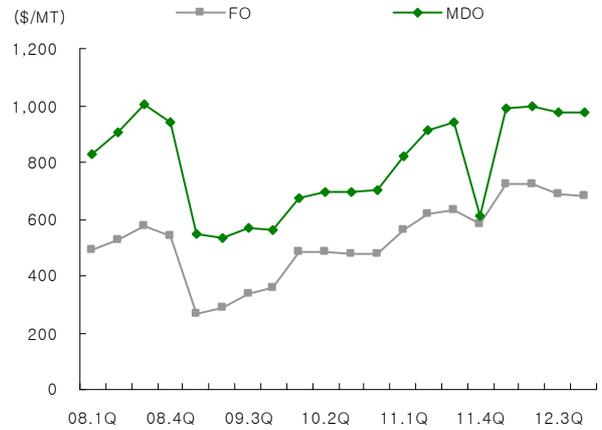
현재 동사의 P/B는 2013년 예상기준 0.7배(ROE 15.8%), EV/EBITDA 5.6배 수준으로 해운사 중 가장 매력적인 주가 수준으로 판단한다. 향후 EBITDA가 500억원 대를 유지할 것으로 전망되며, 공격적인 CAPEX는 계획되고 있지 않아 2,000억원의 순차입금은 부담스럽지 않은 수준이다.

그림 2. 컨테이너선, 탱크선 운임 추이



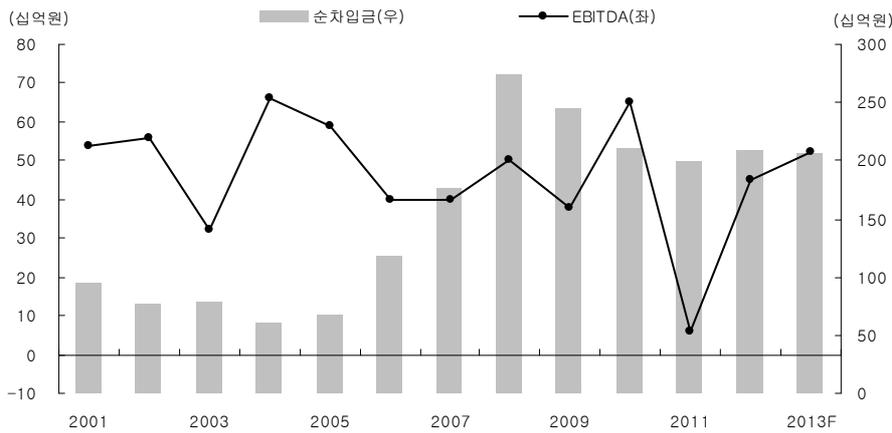
자료: 흥아해운, IBK투자증권

그림 3. 주요 원재료(유류비) 단가 추이



자료: 흥아해운, IBK투자증권

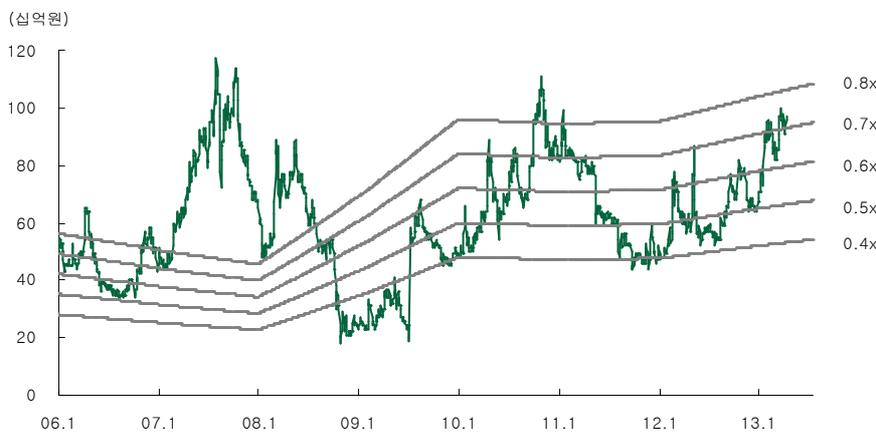
그림 4. 순차입금, EBITDA 추이



주: 개별기준

자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 흥아해운 PBR Chart



자료: Quantwise, IBK투자증권

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행면련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중개한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이건 안내

종목 투자이건 (절대수익률 기준)		업종 투자이건 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			

흥아해운 [ Not Rated ]

