

2024. 4. 23



▲ 조선/기계/운송

Analyst **백기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Buy (신규)**

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월) 10,000 원**

**현재주가 (4.22) 5,240 원**

**상승여력 90.8%**

KOSDAQ 845.82pt

시가총액 1,619억원

발행주식수 3,090만주

유동주식비율 57.22%

외국인비중 1.43%

52주 최고/최저가 5,240원/3,390원

평균거래대금 3.4억원

**주요주주(%)**

템퍼스인베스트먼트 외 4 인 33.07

케이에이치아이 외 6 인 16.77

백수영 7.11

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월

절대주가 15.4 25.1 47.2

상대주가 23.4 13.7 51.2

**주가그래프**



# 케이프 064820

## 업황 개선의 채찍효과 수혜

- ✓ 2024년, 2025년 영업이익 19.2%, 16.3%씩 고성장
- ✓ 실린더라이너 시장 내 독과점 지위를 바탕으로 2025년까지 Q(물량) +15.0%, P(가격) +4.6%를 예상. 원재료가격은 하향 안정화 가정
- ✓ 2023년 주주환원을 68.1%, 배당수익률 5.7%. 향후 주주환원의 점진적 강화를 기대
- ✓ 2025년 케이프(연결) 적정가치는 3,111억원으로 판단. 적정주가 10,000원

### 고수익성 입증. 2024~25년 영업이익률 +30.4~32.1%

조선소→선박엔진→ 실린더라이너로 이어지는 밸류체인에서 업황개선의 채찍 효과를 기대한다. 2024년 케이프(본사) 매출액은 816억원(+9.5% YoY), 영업이익은 248억원(+19.2% YoY)이며 영업이익률은 +30.4%로 추정한다. 2025년은 매출액 899억원(+10.1% YoY), 영업이익 289억원(+16.3% YoY), 영업이익률 +32.1%로 실적의 추가 개선을 예상한다.

### 신조 수요 증가 사이클, AS 수요 견조

신조용 실린더라이너 판매량을 2024년 1,807대(+2.6% YoY), 2025년 2,133대(+18.0% YoY)로 전망하며 전방산업인 선박엔진 및 신조선 시장을 후행하는 물량 증가율을 기대한다. AS 수요의 경우 2024년 1,753대(+10.0% YoY), 2025년 1,727대(-1.5% YoY)로 추정한다. IMO2020로 인한 대규모 선박 개조 흐름으로 실린더라이너 교체 수요도 확대된 효과로 인해 AS 수요는 견조할 전망이다.

### 두가지 우려감 해소를 기대하며, 적정주가 10,000원 제시

연결기준 적정가치를 3,111억원으로 추정한다. 2025년 실적을 반영한 1) 본사의 가치 4,171억원과 2) 케이프투자증권 보유 가치 149억원, 3) 순차입금 1,209억원을 반영해 도출했다. 적정주가 10,000원, 투자의견 매수를 제시한다.

증권사의 부동산 PF 우려는 상존하나 익스포저 금액은 255억원이기 때문에 우려를 모두 반영했을 때 적정가치 훼손의 정도는 8.2%에 불과하다. 오버행 이슈의 경우, 최대주주의 전환사채 만기 도래 일정과 케이프의 주주환원정책 확대기조(2023년 주주환원을 68.1%)를 고려했을 때 우려감이 경감될 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	59.0	9.7	-0.3	-9	적전	6,203	-521.2	0.7	15.9	-0.1	48.6
2023	74.6	20.8	24.3	787	흑전	6,737	5.5	0.6	8.2	12.2	49.8
2024E	81.6	24.8	25.9	838	6.5	7,302	6.3	0.7	8.2	11.9	46.2
2025E	89.9	28.9	29.0	938	11.9	7,698	5.6	0.7	6.9	12.5	41.8
2026E	91.3	29.0	21.3	690	-26.4	7,756	7.6	0.7	6.9	8.9	38.7

# Contents

---

1. [Valuation] ROE +12.5%, OPM +32.1% vs PBR 0.6배, PBR 5.8배 Why not?	3
2. 2023년 영업이익률 +27.9%까지 급등, 고수익성은 구조적으로 지속	5
2024~25년 영업이익률은 +30.4~32.1%	5
고객사별 / 내수vs수출 / 신조vsAS 매출 비중	6
독과점적 지위의 케이프	7
M/S 파워를 이용한 케이프의 가격 협상력	8
공정의 효율화: 시장 지배력 강화의 시작과 양의 피드백 원천	9
Appendix. 주물공정+가공공정 일괄생산체제로 국내 유일	9
3. 물량 증가 및 가격 상승으로 2025년 매출액은 2023년 대비 18.9% 성장	11
조선업황 개선으로 신조용 실린더라이너 매출 증가 국면	12
글로벌 선대 창정비 주기를 고려한 AS용 매출 성장의 가속화는 2026년. 촉매가 있다면 이른 시작도 가능	13
우려를 넘어 1) 케이프투자증권	14
우려를 넘어 2) 오버행 이슈	16
4. 개선된 수익성이 주주환원으로 이어질 개연성	17
순이익 성장이 주주환원의 재원 마련	17
주주환원을 강화 예상	18

## 케이프 (064820)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>59.0</b>	<b>74.6</b>	<b>81.6</b>	<b>89.9</b>	<b>91.3</b>
매출액증가율(%)	25.5	26.4	9.5	10.1	1.6
매출원가	44.7	48.6	50.2	54.2	55.4
매출총이익	14.3	26.0	31.5	35.7	35.9
판매관리비	4.6	5.2	6.7	6.8	6.9
<b>영업이익</b>	<b>9.7</b>	<b>20.8</b>	<b>24.8</b>	<b>28.9</b>	<b>29.0</b>
영업이익률(%)	16.4	27.9	30.4	32.1	31.8
금융손익	0.7	0.3	0.3	0.4	0.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-4.4	-4.4	-4.9
기타영업외손익	-8.6	9.7	13.8	13.8	4.0
세전계속사업이익	1.8	30.8	34.5	38.7	28.4
법인세비용	2.1	6.5	8.6	9.7	7.1
<b>당기순이익</b>	<b>-0.3</b>	<b>24.3</b>	<b>25.9</b>	<b>29.0</b>	<b>21.3</b>
지배주주지분 순이익	-0.3	24.3	25.9	29.0	21.3

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>93.5</b>	<b>106.6</b>	<b>99.2</b>	<b>99.3</b>	<b>87.7</b>
현금및현금성자산	5.7	8.5	9.3	11.9	6.8
매출채권	10.0	11.0	13.3	14.0	13.3
재고자산	19.0	22.5	22.5	22.5	22.5
<b>비유동자산</b>	<b>191.3</b>	<b>205.2</b>	<b>230.6</b>	<b>238.1</b>	<b>244.7</b>
유형자산	75.3	74.9	75.0	75.1	75.1
무형자산	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
투자자산	109.2	120.4	145.7	153.1	159.7
<b>자산총계</b>	<b>284.9</b>	<b>311.8</b>	<b>329.8</b>	<b>337.4</b>	<b>332.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>62.6</b>	<b>84.1</b>	<b>79.9</b>	<b>70.7</b>	<b>55.4</b>
매입채무	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
단기차입금	41.0	53.0	49.0	41.0	29.0
유동성장기부채	5.0	18.8	16.0	14.0	10.0
<b>비유동부채</b>	<b>30.6</b>	<b>19.5</b>	<b>24.2</b>	<b>28.8</b>	<b>37.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	10.0	12.8	16.8	24.8
<b>부채총계</b>	<b>93.2</b>	<b>103.6</b>	<b>104.2</b>	<b>99.5</b>	<b>92.7</b>
자본금	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
자본잉여금	77.4	77.4	77.4	77.4	77.4
기타포괄이익누계액	27.0	27.5	27.5	27.5	27.5
이익잉여금	78.6	101.5	118.9	131.2	133.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>191.7</b>	<b>208.2</b>	<b>225.6</b>	<b>237.9</b>	<b>239.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9.2</b>	<b>13.1</b>	<b>32.9</b>	<b>34.3</b>	<b>27.7</b>
당기순이익(손실)	-0.3	24.3	25.9	29.0	21.3
유형자산상각비	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2.2	-6.6	4.7	3.0	4.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1.1</b>	<b>-14.4</b>	<b>-19.6</b>	<b>-9.0</b>	<b>-5.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1.4	-1.9	-2.4	-2.4	-2.4
투자자산의감소(증가)	7.9	-11.2	-25.4	-7.4	-6.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-5.4</b>	<b>4.1</b>	<b>-12.5</b>	<b>-22.7</b>	<b>-27.5</b>
차입금의 증감	3.8	14.0	-4.0	-6.0	-8.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.6	2.8	0.9	2.5	-5.1
기초현금	3.0	5.7	8.5	9.3	11.9
기말현금	5.7	8.5	9.3	11.9	6.8

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,909	2,413	2,641	2,908	2,955
EPS(지배주주)	-9	787	838	938	690
CFPS	459	793	1,182	1,312	986
EBITDAPS	384	747	878	1,009	1,014
BPS	6,203	6,737	7,302	7,698	7,756
DPS	100	300	600	700	500
배당수익률(%)	2.3	7.0	11.5	13.4	9.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-521.2	5.5	6.3	5.6	7.6
PCR	9.7	5.4	4.4	4.0	5.3
PSR	2.3	1.8	2.0	1.8	1.8
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	11.9	23.1	27.1	31.2	31.3
EV/EBITDA	15.9	8.2	8.2	6.9	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	12.2	11.9	12.5	8.9
EBITDA 이익률	20.1	31.0	33.2	34.7	34.3
부채비율	48.6	49.8	46.2	41.8	38.7
금융비용부담률	3.4	4.7	4.5	3.9	3.4
이자보상배율(x)	4.8	6.0	6.7	8.3	9.2
매출채권회전율(x)	6.2	7.1	6.7	6.6	6.7
재고자산회전율(x)	3.3	3.6	3.6	4.0	4.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**케이프 (064820) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

