

케이프 (064820/KQ)

커질 수밖에 없는 신조와 안정적 매출원 A/S

SK증권 리서치센터

Not Rated

목표주가: -

현재주가: 4,375 원

상승여력: -

**Analyst**
한승한shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	3,090 만주
시가총액	135 십억원
주요주주	
템퍼스인베스트먼트(외5)	34.18%
케이에이치아이(외6)	16.77%

Stock Data

주가(24/02/27)	4,375 원
KOSDAQ	853.75 pt
52주 최고가	5,100 원
52주 최저가	3,390 원
60일 평균 거래대금	십억원

주가 및 상대수익률



기업소개

케이프는 1983 년에 설립되어 이후 2007 년에 코스닥에 상장했으며, 주요 사업으로 금융투자업과 선박엔진부품 제조업을 영위하고 있다. 주요 제품인 선박 저속엔진용(주 엔진용) 실린더라이너(Cylinder Liner)를 생산 및 납품하는 기업으로, 국내 주요 엔진 업체인 HD 현대중공업, HSD 엔진, STX 중공업과 해외 엔진 전문 업체 등을 고객사로 두고 있다.

커질 수밖에 없는 신조 시장과 안정적 매출원 A/S 시장

역대 최고수준의 글로벌 노후선대 비중에 따른 신조 발주가 이루어질 수밖에 없으며, 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제와 맞물려 친환경 선대로의 교체 발주 수요는 계속 해서 확대되는 중이다. 일부 탱커(Tanker) 혹은 LNG 운반선의 친환경 이중연료(DF) 엔진 신조 발주는 주 엔진 2대가 장착되어 기존 대비 2배의 실린더라이너가 필요하다. 또한 이중연료(D/F) 엔진에 필요한 실린더라이너의 판가 또한 기존 컨벤셔널 엔진 대비 좀 더 높다. 선박의 대형화 및 친환경 선대 교체 사이클 속 동사는 점진적인 외형 및 실적 성장을 보여줄 것으로 전망한다. 실린더라이너의 교체주기는 약 5~7 년으로, A/S 사업은 신조 산업의 경기변동과는 달리 선대 규모에 연동한 안정적인 매출원 확보가 가능하다. 또한 신조 발주 대비 적은 규모의 척 수로 발주가 진행되기 때문에 계약 마진이 상대적으로 높게 형성되는 편으로, 동사의 안정적인 매출원 및 실적 개선의 역할을 할 전망이다.

독보적 경쟁우위를 기반으로 높아진 가격협상력

블록식 사형 주조 설계를 통해 주조 후 깎아내야 하는 부분이 적어 주물사 사용량 저감을 통한 높은 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 경쟁사와 달리 주물과 가공 공장이 같은 곳에 위치해 있기 때문에 운송비 절감효과를 누릴 수 있다. 최근 원재료 가격 안정화에 따라 고객사의 납품 단가 인하 압박은 있으나, 이행되지 않고 있는 것으로 파악된다. 상대적으로 가격협상력이 낮은 경쟁업체들 또한 동사가 높은 납품 단가를 유지하는 것을 원하고 있기 때문이며, 엔진부품사업부문에서 25% 이상의 영업이익률 유지가 가능할 것으로 전망한다.

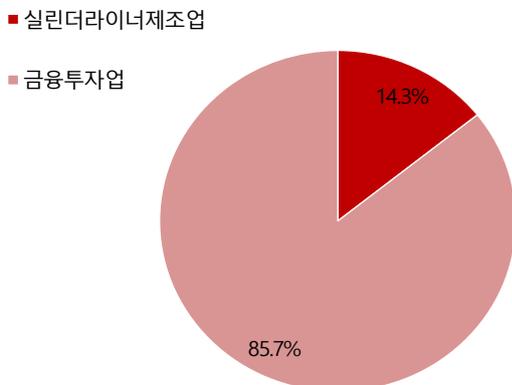
1. 기업소개

케이프는 1983년에 설립되어 이후 2007년에 코스닥에 상장했으며, 주요 사업으로 실린더라이너제조업과 금융투자업을 영위하고 있다. 주요 제품인 선박 저속엔진용 (주엔진용) 실린더라이너(Cylinder Liner)를 생산 및 납품하는 기업으로, 국내 주요 엔진업체인 HD 현대중공업, HSD 엔진, STX 중공업과 해외엔진 전문 업체들을 고객사로 두고 있다.

동사는 케이프인베스트먼트와 케이프투자증권을 자회사로 보유하고 있으며, 해당 자회사들을 통해 금융투자업 또한 영위하고 있다. 사업부문별 매출 비중은 실린더라이너제조업이 14.3%, 금융투자업이 85.7%를 차지한다.

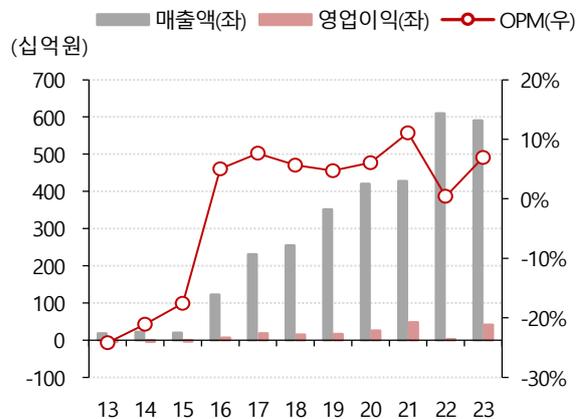
국내 실린더라이너 시장은 동사를 포함해 총 4개(케이프, 삼영중공업, 광희, TSP)의 업체만이 생산하고 있는 과점 상태이며, 대형 및 전문적 설비가 필요하기 때문에 높은 진입장벽을 보유하고 있다. 글로벌 대형 실린더라이너 시장 점유율은 정확하게 알려진 바는 없으나, 동사가 약 30%, 일본의 Toakoki 가 약 30%, 삼영중공업 약 15%, 중국 Hulin 중공업이 약 10%를 차지하고 있는 것으로 추정된다.

케이프 주요사업부문별 매출 비중



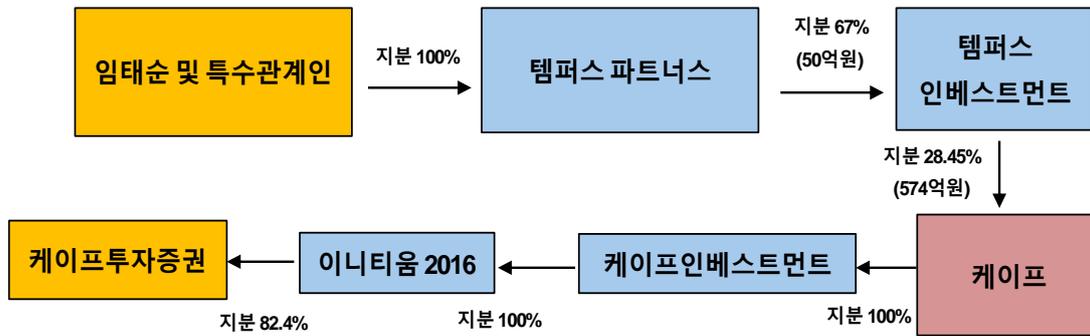
자료: 케이프, SK증권
 주: '23년 3분기 연결재무제표 기준

케이프 연결기준 실적 추이



자료: 케이프, SK증권

케이프 지배구조



자료: 케이프, SK 증권
 주: 2023년 3분기 기준

주물 공정(Casting)과 가공 공정(Processing)

	12.5T 전기로 2대 180T/day	소재 투입	용해	주물 틀 주입	냉각	탈사(주물 틀 해제)
주물공정 (Casting)						
	항삭 가공	소기홀 가공	냉각홀 가공	정삭 가공	보링, 태핑, 기타 홀 가공, 사상, 고압세척	완제품
가공공정 (Processing)						

자료: 케이프, SK 증권

2. 투자포인트

(1) 커질 수밖에 없는 신조 시장, 안정적인 매출원 A/S 시장

실린더라이너(Cylinder Liner)란, 엔진 피스톤의 왕복운동 통로이자 실린더커버와 더불어 분사된 연료의 압축 및 폭발공간을 형성하는 선박 엔진에 필수적으로 사용되는 핵심부품이다.

엔진 한 개당 약 5~14 개의 실린더라이너가 필요하며, 교체주기는 약 5~7 년으로, 선박의 수명을 약 25 년이라고 가정했을 때 약 3~4 번의 교체가 발생한다. 선박 한 척의 생애주기 당 약 15~40 개의 실린더라이너가 필요하기 때문에 선박 신조 산업의 경기변동과는 무관하게 선대 규모에 연동한 안정적인 매출원 확보가 가능하다. 또한 A/S 사업은 신조 발주 대비 적은 규모의 척 수로 발주가 진행되기 때문에 계약 마진이 상대적으로 높게 형성되는 편이다.

'24년 1월 기준 글로벌 15년 이상의 노후선대 비중은 약 26.6%로 가장 높은 수치이며, 20년 이상의 노후선대 비중 또한 약 9.3%로 역대 최고 수준이다. 이들의 폐선시기에 맞춰 신조 발주가 이뤄질 수밖에 없으며, 점진적으로 강화되는 IMO 환경 규제에 맞추어 노후선대 교체에 대한 발주 수요는 계속해서 확대되는 중이다.

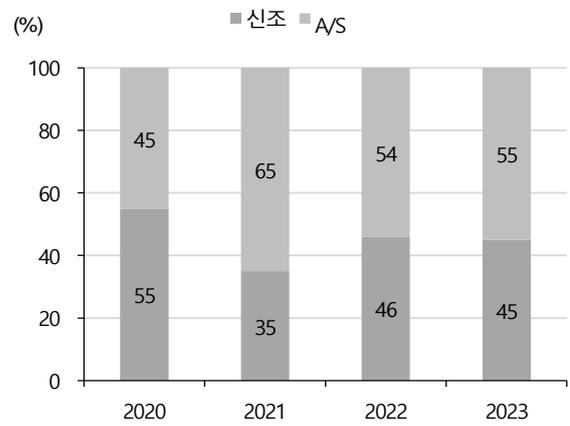
최근 발주되는 일부 탱커(Tanker) 혹은 절반 정도의 LNG 운반선의 친환경 이중연료(Dual Fuel) 엔진 신조 발주는 주 엔진 2 대가 장착되어 기존 대비 2 배의 실린더라이너가 필요하다. 또한 이중연료(D/F) 엔진에 필요한 실린더라이너의 판가 또한 기존 컨벤셔널 엔진 대비 좀 더 높다. 선박의 대형화 및 친환경 선대 교체 사이클 속 동사는 점진적인 외형 및 질적 성장을 보여줄 것으로 전망한다.

케이프 분기별 엔진부품 수주잔고 및 시가총액 추이



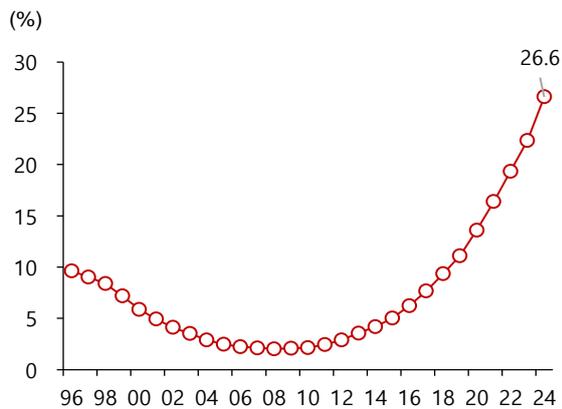
자료: 케이프, SK 증권

케이프 실린더라이너 신조 vs. A/S 매출 비중 추이



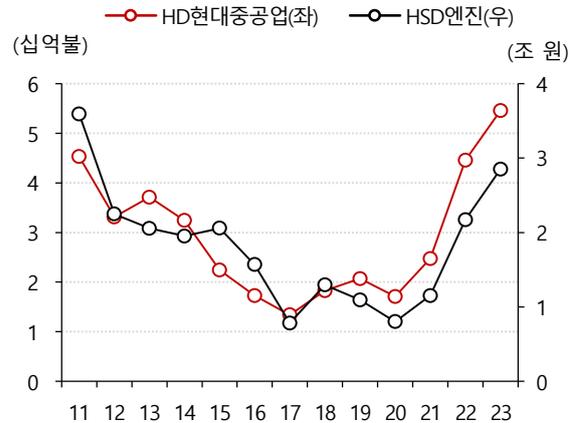
자료: 케이프, SK 증권
주: 2023 년은 3분기 기준

글로벌 노후선대 비중 (15년 이상)



자료: Clarksons, SK 증권
주: 2024년 1월 말 기준

국내 주요 엔진업체 수주잔고 추이



자료: 각 사, SK 증권
주: HSD 엔진은 3Q23, HD 현대중공업은 4Q23 기준

(2) 독보적 경쟁우위를 기반으로 높아진 가격 협상력

주조 부문

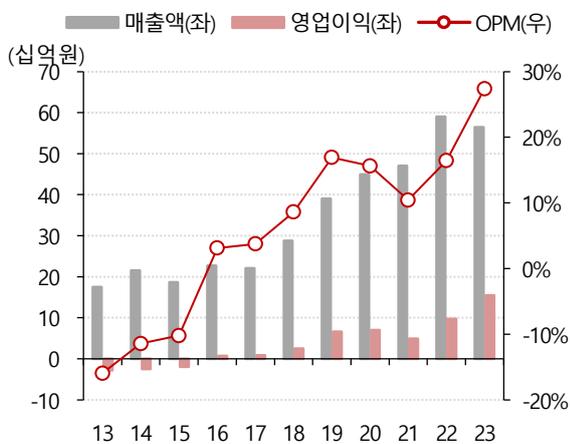
최적의 주조 생산 방식으로 원가 절감을 한다. 블록식 사형 주조 설계를 통해 주조 후 깎아내야 하는 부분이 적어, 통형으로 주조하는 경쟁 업체 대비 원재료 투입이 덜 필요하다. 따라서 주물사 사용량 저감을 통한 높은 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 또한 동사는 실린더라이너 생산을 위한 다양한 전용설비 구축으로 소/중/대형의 전 타입 생산이 가능하다. 경쟁사와 비교했을 때 보다 넓은 구경(70~90cm)의 대형 실린더라이너를 주로 제조하고 있어 상대적으로 높은 마진을 확보할 수 있다.

가공 부문

국내 유일의 주물 단계부터 가공 및 포장까지 실린더라이너 생산 및 납품 일괄 체제를 갖추고 있다. 경쟁사와 달리 주물 공장과 가공 공장이 같은 곳에 위치해 있기 때문에 운송비 절감효과를 통한 원가 경쟁력을 보유하고 있다.

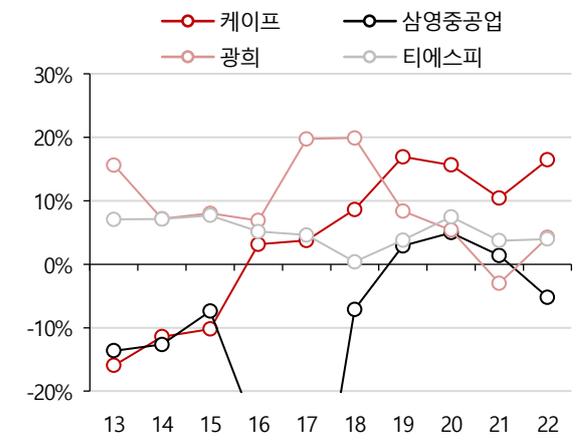
공급자 우위 시장의 형성으로 '22년부터 '23년까지 주요 원재료 가격 상승에도 불구하고 가격전가가 가능했다. 최근 원재료 가격 안정화에 따라 고객사의 납품 단가 인하 압박은 있으나, 쉽게 반영되지 않고 있는 것으로 추정된다. 상대적으로 마진이 크게 차이나는 경쟁사 또한 동사가 높은 납품 단가를 유지하는 것을 원하고 있기 때문이며, 이에 따라 동사의 엔진부품 사업부문은 25% 이상의 OPM 유지가 가능할 것으로 전망한다.

케이프 엔진부품 사업부문 별도 실적 추이



자료: 케이프, SK증권
 주: 2023년은 3분기 기준

경쟁사와 케이프 엔진부품 사업부문 OPM 추이



자료: 각 사, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	36	43	48	38	96
현금및현금성자산	13	20	14	5	7
매출채권 및 기타채권	7	7	10	9	10
재고자산	10	13	13	17	19
비유동자산	122	125	125	124	76
장기금융자산	1	1	1	0	0
유형자산	90	95	95	95	75
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,219	1,950	2,081	2,213	2,329
유동부채	107	48	55	141	63
단기금융부채	100	34	43	133	46
매입채무 및 기타채무	1	1	0	1	1
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	90	153	140	46	130
장기금융부채	80	143	129	11	102
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,036	1,757	1,867	1,966	2,092
지배주주지분	141	144	156	164	156
자본금	13	13	15	15	15
자본잉여금	89	92	102	74	74
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-7
자기주식	0	0	0	0	6
이익잉여금	42	48	57	83	80
비지배주주지분	39	40	40	46	43
자본총계	183	193	213	247	237
부채외자본총계	2,219	1,950	2,081	2,213	2,329

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	-456	238	-239	19	18
당기순이익(손실)	4	8	12	36	-1
비현금성항목등	5	6	3	-9	-3
유형자산감가상각비	3	5	5	5	5
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	1	-0	-3	-15	-8
운전자본감소(증가)	-459	232	-251	-4	37
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	0	-3	6	-1
재고자산의감소(증가)	-1	-2	-0	-4	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	-0	-0	1	-0
기타	-456	234	-247	-6	41
법인세납부	-6	-8	-3	-4	-15
투자활동현금흐름	28	24	22	29	67
금융자산의감소(증가)	-2	2	-8	6	-8
유형자산의감소(증가)	-1	-2	-2	-5	-2
무형자산의감소(증가)	-1	-0	-0	-1	-1
기타	32	24	33	28	78
재무활동현금흐름	552	-23	159	-58	-28
단기금융부채의증가(감소)	512	-88	43	-62	-95
장기금융부채의증가(감소)	68	96	140	37	107
자본의증가(감소)	1	0	2	0	0
배당금지급	-2	-2	-1	-13	-5
기타	-28	-30	-24	-20	-36
현금의 증가(감소)	113	-49	25	-35	23
기초현금	25	139	90	114	79
기말현금	139	90	114	79	102
FCF	-457	236	-241	14	16

자료 : 케이프, SK증권 추정

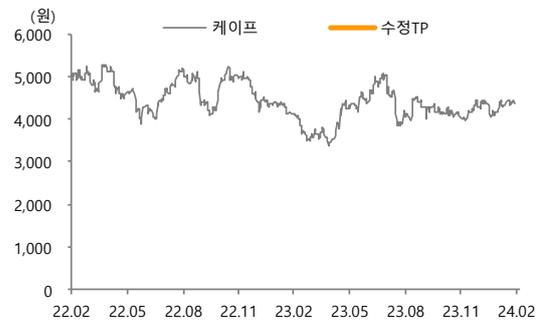
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	255	351	420	428	610
매출원가	173	264	320	284	530
매출총이익	81	87	101	144	80
매출총이익률(%)	31.9	24.8	24.0	33.6	13.1
판매비와 관리비	67	71	75	96	78
영업이익	14	17	25	47	2
영업이익률(%)	5.6	4.7	6.0	11.1	0.4
비영업손익	-8	-5	-7	25	-6
순금융손익	-6	-7	-5	-5	-6
외환관련손익	-0	0	-0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	12	19	72	-4
세전계속사업이익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업법인세	3	4	7	37	-3
계속사업이익	4	8	12	36	-1
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4	8	12	36	-1
순이익률(%)	1.6	2.3	2.8	8.4	-0.1
지배주주	2	7	9	29	0
지배주주귀속 순이익률(%)	0.9	1.9	2.2	6.7	0.0
비지배주주	2	2	3	7	-1
총포괄이익	4	9	10	35	1
지배주주	2	8	9	29	1
비지배주주	2	2	1	6	-1
EBITDA	18	23	32	53	8

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
성장성 (%)					
매출액	10.4	38.0	19.6	1.8	42.6
영업이익	-18.5	15.4	53.4	86.5	-95.0
세전계속사업이익	-55.7	39.1	84.2	442.9	적전
EBITDA	-16.0	24.2	39.4	67.9	-84.8
EPS	170.7	169.8	21.7	194.2	-99.2
수익성 (%)					
ROA	0.2	0.4	0.6	1.7	-0.0
ROE	1.7	4.5	5.6	15.3	0.1
EBITDA마진	7.1	6.4	7.5	12.4	1.3
안정성 (%)					
유동비율	33.7	90.4	86.2	26.6	153.0
부채비율	1,114.6	912.7	875.5	796.7	884.5
순차입금/자기자본	90.3	80.8	68.7	53.7	54.4
EBITDA/이자비용(배)	2.7	3.4	5.7	9.8	1.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	96	260	316	931	7
BPS	5,538	5,503	5,138	5,327	5,269
CFPS	250	496	528	1,110	191
주당 현금배당금	0	0	100	100	100
Valuation지표(배)					
PER	19.2	8.3	16.3	5.1	600.4
PBR	0.3	0.4	1.0	0.9	0.8
PCR	7.4	4.4	9.8	4.2	23.2
EV/EBITDA	11.3	9.0	6.5	4.1	26.1
배당수익률	0.0	0.0	1.9	2.1	2.3

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 추가대비
2024.02.02	Not Rated			



Compliance Notice

작성자(한승환)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 29일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------