

SK COMPANY Analysis



Analyst
나민식, CFA
 minsik@sk.co.kr
 02-3773-9503

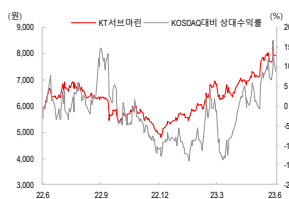
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	2,594 만주
자사주	27 만주
액면가	1,000 원
시가총액	205 십억원
주요주주	
케이티	31.17%
LS전선	21.44%
외국인지분율	2.67%
배당수익률	0.4%

Stock Data

주가(23/07/03)	7,910 원
KOSDAQ	889.29 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	8,220 원
52주 최저가	4,820 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.2%	7.5%
6개월	64.1%	24.6%
12개월	33.8%	9.8%

KT 서브마린 (060370/KQ | 매수(신규편입) | T.P 12,000 원(신규편입))

해상풍력이 미래다

- LS 전선으로 대주주 변경되며 구조적인 변화가 나타나고 있음
- 신규 선박 GL2030 호 추가되면서 흑자전환 가능
- 국내 해상풍력 준공은 25~28 년에 예정되어 있음, 시장 개화기를 맞이하는 단계
- KT 서브마린은 해상풍력 총 사업비의 5~10%를 매출액으로 인식
- 고정비 비중이 높기 때문에 매출액 상승이 가파른 수익성개선으로 이어질 수 있음

KT 서브마린을 봐야하는 3 가지 이유

KT 서브마린은 선박으로 해저케이블을 설치하는 업체. 해저케이블은 대륙간 통신 또는 송전을 목적으로 설치함. 주요 고객은 통신사업자, ISP(Internet Service Provider) 또는 전력기기업체가 있다. 동사는 국내에서 과점사업자의 지위에 있음.

투자 포인트는 다음과 같음. ① LS 전선으로 대주주 변경됨에 따라서 시너지 효과가 예상된다. LS 그룹은 해저전력케이블 제조(LS 전선) → 시공(KT 서브마린)까지 수직계열화 함으로 수주경쟁력이 높아졌다. 또한 KT 서브마린은 LS 전선으로부터 신규 선박인 GL2030 호를 양수받음으로 흑자전환이 가능한 체력으로 회복했음. ② 해상풍력 시장이 KT 서브마린의 새로운 성장동력으로 작동할 것으로 예상된다. 국내 해상풍력 준공 예정은 25~28 년에 몰려있기 때문에 시장 개화기를 맞이하고 있다. 동사는 해상풍력 총 사업비의 5~10%를 매출액으로 인식. ③ 10 차 송변전계획에서 발표한 HVDC 역시 동사에 기회요인으로 보임. 동사는 제주-육지 HVDC 건설사업에 참여한 경험이 있음. 국내에서 독보적인 경쟁력을 보유함.

목표주가 12,000 원으로 신규커버리지 개시

23 년 매출액 630 억원(+47.2% YoY), 영업이익 66 억원(흑자전환, OPM: 10.6%)을 전망한다. 20 년 Responder 호 소실된 이후 영업적자를 기록했으나, 23 년 신규 선박인 GL2030 호를 투입하면서 3 년만에 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 목표주가 산출은 Target EV/EBITDA 15 배를 적용했다. 해상풍력 수혜가 예상되는 씨에스윈드, SK 오션플랜트 2 개사 평균치를 사용했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	52	30	43	63	98	108
yoy	%	-5.3	-42.8	43.2	47.2	55.6	10.2
영업이익	십억원	-4	-5	-7	7	15	29
yoy	%	-518.5	23.9	28.7	-200.6	129.1	90.6
EBITDA	십억원	7	3	4	18	27	41
세전이익	십억원	2	-4	-15	6	15	29
순이익(지배주주)	십억원	1	-3	-12	4	12	23
영업이익률%	%	-7.9	-17.2	-15.4	10.6	15.5	26.9
EBITDA%	%	13.9	11.6	9.8	28.9	27.8	38.0
EPS(계속사업)	원	55	-145	-467	168	462	878
PER	배	97.1	-37.2	-10.6	47.2	17.2	9.0
PBR	배	1.1	1.2	1.1	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	13.1	17.9	13.1	9.0	5.4	2.8
배당수익률	%	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	%	1.2	-3.1	-11.4	3.8	9.9	16.5
순차입금	십억원	-21	-57	-73	-35	-51	-84
부채비율	%	13.7	10.8	7.0	9.8	13.7	12.8

1. 기업개요

KT 서브마린은 해저케이블 시공업을 영위하고 있다. 해저케이블은 대륙간, 국가간, 또는 육지와 섬 사이를 이어서 통신과 송전을 목적으로 설치한다. 종류에 따라서는 통신케이블, 전력케이블로 나뉜다.

해저케이블 밸류체인은 발주처, 시스템 공급사, 해저케이블 시공업체 세 축으로 이루어졌다. 통신선 발주처는 통신사 또는 ISP(Internet Service Provider)가 있으며, 전력선 발주처는 한국전력 또는 해상풍력 개발업체가 프로젝트를 기획한다. 시스템 공급사는 해저케이블 프로젝트를 수주하는 주계약자가 되는 사업자를 의미한다. 대표적으로 해저케이블을 생산하는 LS 전선, Prysmian, NEC 와 같은 전력기기 업체들이 있다. 마지막으로 KT 서브마린이 포함된 시공업체는 시스템 공급사로부터 해저케이블 건설계약을 수주한다.

해저통신케이블 지도



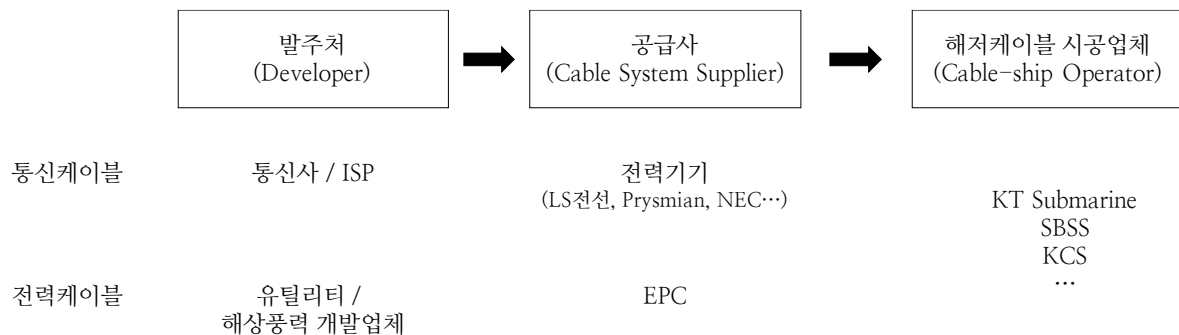
자료: Submarine cable map

유럽 해저전력케이블 지도



자료: European Commission (2015)

Value-chain



자료: SK 증권

해저케이블 시공 공정은 크게 5 단계로 나뉜다.

① 해양조사: 최적의 해저케이블 루트를 선정하는 단계다. 수심측량, 지층탐사, 잠수조사 등을 한다. ② 천해부공사(Shore-End Work): 해저케이블 끝을 육지에 안착시키기 위해서 연안 수심에서 해저케이블을 공사하는 단계. 수심이 얇은 연안에서 작업해서 선박이 접안하지 못한다. 때문에 잠수부가 직접 작업한다. ③ 루트청소(Pre Laying Grapnel Run): 선박에 Grapnel(낚 모양 갈고리)를 장착하여 해저케이블 매설시 사고를 유발할 수 있는 장애물을 제거하는 작업. ④ 포설 및 매설(Main Lay): 해저케이블 건설의 주 공사로 케이블을 루트에 따라서 매설한다. ⑤ 포설 후 점검 및 매설(Post Lay Inspection & Burial): 매설된 해저케이블 상태를 확인한다.

KT 서브마린은 프로젝트에 따라서 전체 공정을 모두 포함해서 수주하거나, 개별 공정 별로 따로 수주한다. 일반적으로 해양조사, 천해부공사는 외부업체에 외주를 맡기며, 나머지 포설선이 필요한 공정은 동사가 직접 수행한다.

케이블 육양 (② 천해부 공사)



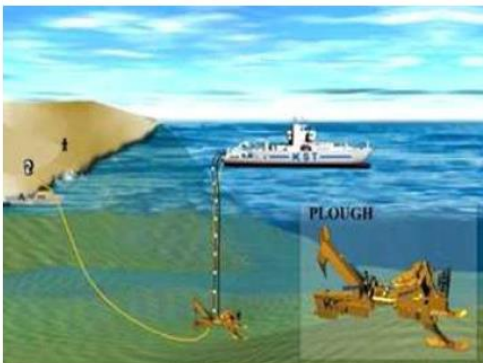
자료: 해양안전심판원

부이 제거 (② 천해부 공사)



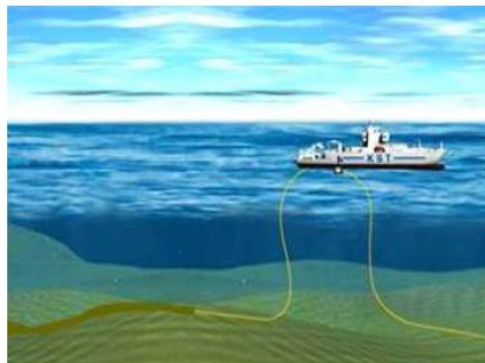
자료: 해양안전심판원

심해작업 (③ 루트청소→ ④ 포설 및 매설)



자료: 해양안전심판원

최종 연결작업 (⑤ 포설 후 점검 및 매설)



자료: 해양안전심판원

동사는 세계로, 미래로, GL2030 호 3척의 선박을 보유하고 있다. 해저케이블 설치를 위해서 해상에서 정지된 상태를 유지해야하기 때문에 특수 선박이 필요하다. 세계로호는 98년에 취득한 포설선, 미래로호는 11년에 취득한 다목적 선박이다. 가장 최근에 인수한 GL2030은 23년 LS 전선으로부터 391억원에 양수했다. 15년에 취득한 Responder호는 20년 화재사건으로 인해 침몰했다. 선박의 주요 자원 및 연도별 보유 현황은 아래의 표에 정리했다.

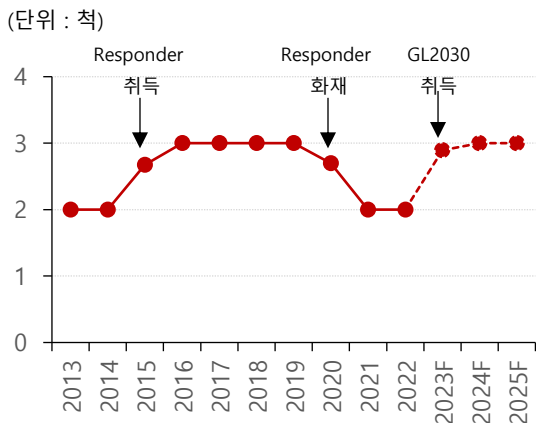
현재 보유한 선박기준으로 동사가 도달할 수 있는 최대 매출액은 약 900~1,200억 원 수준으로 추정한다. 과거 선박 1척당 매출액 추이를 살펴보자. 13~14년 선박당 매출액은 380~410억 원을 기록한 바 있다.

보유선박 자원 및 사진

구분	세계로	미래로	Responder	GL2030
				
취득연도	1998년	2011년	2015년	2023년
용도	포설선	다목적 선박	포설선	포설선
총길이	116m	70m	106m	92m
폭	20m	15m	20m	36m
총톤수	8,323 G/T	1,999 G/T	6,298 G/T	8,030 G/T
수용인원	62명	52명	68명	60명
기타			2020년 화재	

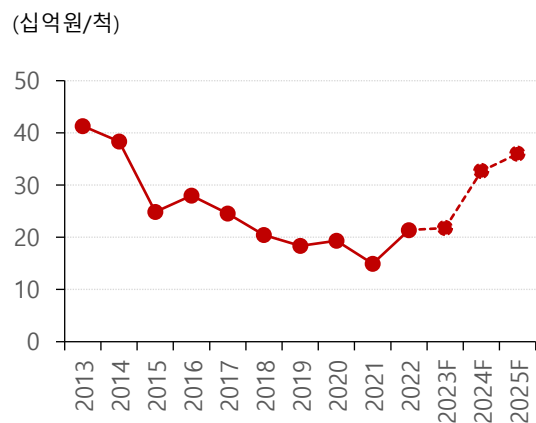
자료: SK 증권, KT 서브마린

연도별 보유선박 추이



자료: SK 증권

선박당 매출액 추이



자료: SK 증권

사업보고서 기준으로 매출액은 건설공사, 유지보수 두개 부문으로 나뉜다. 유지보수 부문에서는 매년 130~150 억원의 매출액이 발생한다. 해저통신케이블 유지보수 협정에 의해서 매출액이 발생하기 때문에 매년 안정적인 흐름이 특징이다. 반대로 성장은 건설공사 부문에서 기대할 수 있다. 신규 해저케이블을 건설하는 프로젝트 매출액은 건설공사로 들어간다.

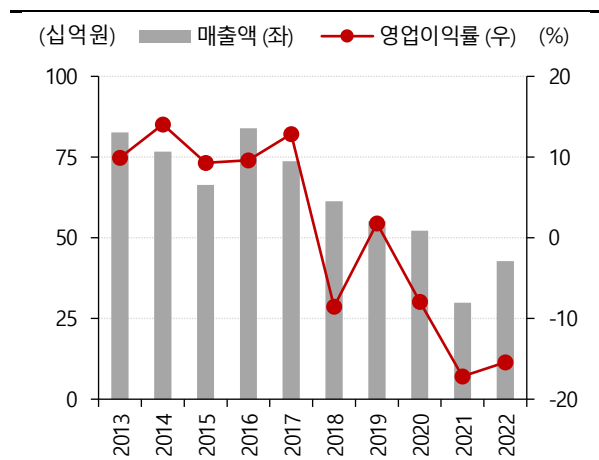
참고로 22 년 기준으로 매출액 대부분은 통신케이블이 차지했으며, 23 년은 통신케이블이 40%, 전선케이블은 60%를 차지할 것으로 전망한다.

전세계 해저케이블은 지역을 구분하여 유지보수를 진행한다. 유지보수협정은 크게 대서양 협정(ACMA), 태평양-인도양 협정(PIOCMA), 지중해 협정(MECMA) 3 개의 협정이 있으며, 작게는 협정 안에 Zone 이 정해진다. 협정별로 유지보수를 담당하는 케이블선박이 지정되면 해저케이블 소유자를 대신하여 사고 발생시 유지보수를 담당한다. KT 서브마린은 태평양-인도양협정에서 요코하마 Zone 에 가입되어 있다.

동사의 영업이익률은 절대적인 매출액 크기가 결정하는 것으로 판단한다. 보유한 선박을 최대한 활용해서 매출액을 키우면서 고정비 레버리지효과를 활용하는 방식이다.

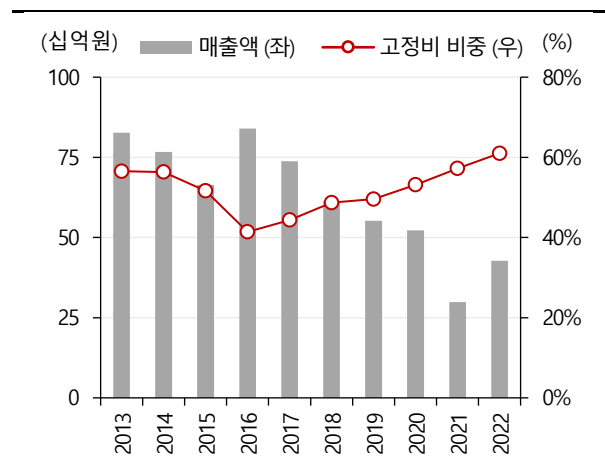
최대 매출액을 갱신한 16 년, 그리고 최저 매출액을 기록한 21 년을 비교해보자. 16 년 매출액은 840 억원, 영업비용에서 고정비 비중은 41%, 영업이익률은 9.6%를 기록했다. 반대로 21 년 매출액 299 억원, 영업비용에서 고정비가 차지하는 비중이 57%까지 올라가며, 영업이익률 -17.2%를 기록했다. 아래 차트를 보면 직관적으로 동사의 매출액과 영업이익률간 관계에 대해서 이해할 수 있다.

매출액, 영업이익률 과거 흐름



자료: SK 증권

매출액, 고정비 비중 과거 추이



자료: SK 증권

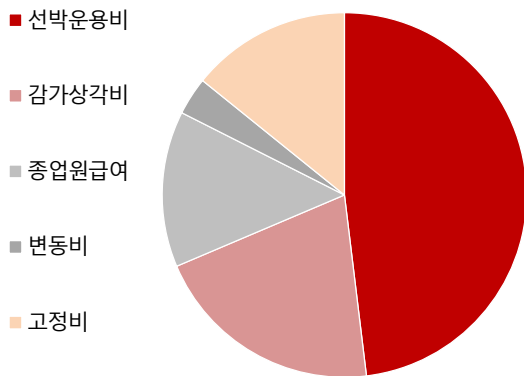
동사의 영업비용은 크게 3 가지 카테고리로 나뉜다.

① 선박운용비: 선박운용에 필요한 선원급여, 유류비, 수리비가 포함된 항목이다. 선박 운용에 필요한 항해사, 기관사는 외주를 맡기며 관련 비용을 선박운용비 항목으로 인식한다. 선박운용비는 변동비 성격으로 매출액의 약 35~50%를 차지한다.

② 감가상각비: 보유선박과 관련된 감가상각비가 대부분이다. 연도별 선박당 감가상각비는 약 30 억~45 억원을 인식했다. 22 년의 경우에는 이례적으로 선박당 감가상각비가 53 억원까지 상승했다. 20 년에 발생한 Responder 호 화재사건 이후 후속조치로 인해서 증가한 것으로 보인다.

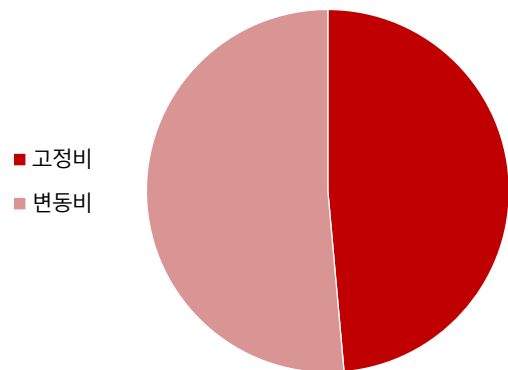
③ 종업원급여: KT 서브마린 임직원은 케이블 포설에 필요한 기술인력으로 구성되어 있다. 연도별 종업원수는 보유 선박에 연동해서 변동한다.

영업비용 비중 (23년 추정)



자료: SK 증권

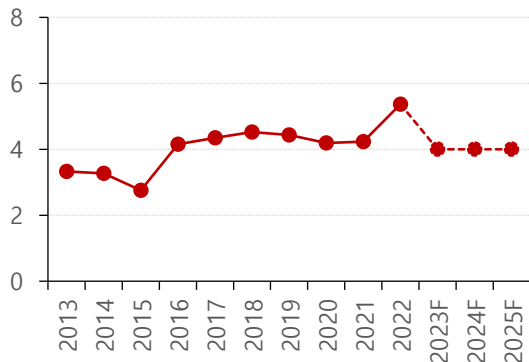
변동비/고정비 비중 (23년 추정)



자료: SK 증권

선박당 감가상각비

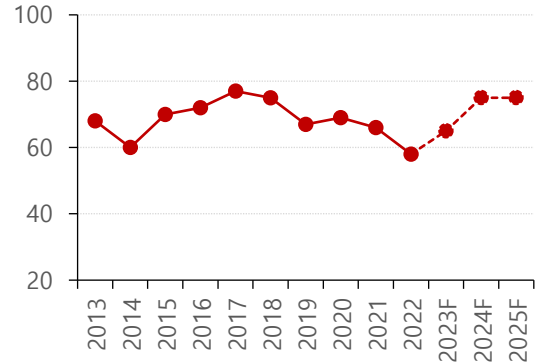
(십억원)



자료: SK 증권

임직원 수

(명)



자료: SK 증권

2. 투자포인트

(1) 대주주 변경

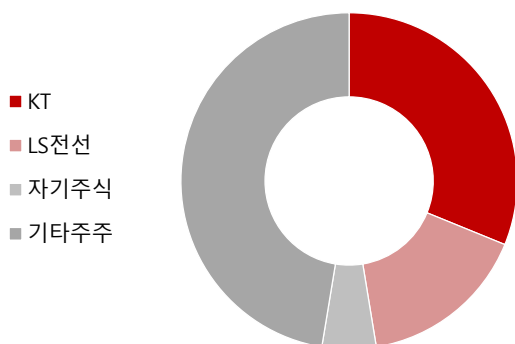
대주주 변경으로 LS 전선과 시너지 효과가 예상된다. ① LS 그룹은 전력케이블 제조(LS 전선) → 시공(KT 서브마린)까지 수직계열화를 함으로 수주경쟁력이 높아졌다. 발주처에서는 턴키 방식으로 프로젝트를 진행하기 때문에 수직계열화된 업체를 선호할 것이다. ② 신규 포설선인 GL2030 호가 투입되면서 흑자전환이 가능한 체력으로 회복했다고 판단한다. 23년 1월 LS 전선이 보유하던 GL2030 호를 KT 서브마린이 양수를 받았다.

22년 10월, LS 전선은 제3자배정 유상증자를 통해서 KT 서브마린의 지분 18.4%를 확보했다. 유상증자를 통해서 약 252 억원 자금조달을 했다. 발행가는 6,230 원으로 기준주가 대비 0.7 배에 결정되었다는 점이 특이사항이다.

유상증자와 함께 LS 전선은 KT 서브마린이 소유한 6,290,558 주에 대해서 매수 청구권(call-option)을 가졌다. 행사기간은 23년 4월 1일부터 4개월간, 행사가격은 7,134 원이다. 동시에 KT 는 LS 전선이 소유한 매수 청구권 행사 종결일로부터 소유주식 전부 중에서 LS 전선이 매수 청구권을 행사하지 않은 잔여 주식에 대해 매도 청구권(put-option)을 가진다. 행사가격은 마찬가지로 7,134 원이다.

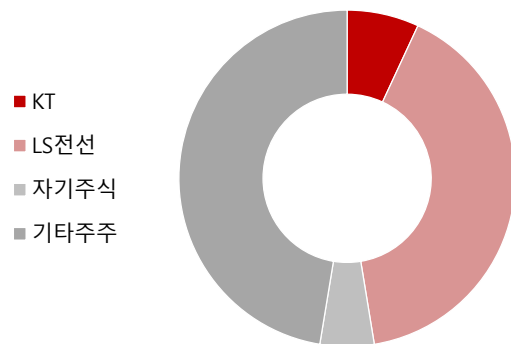
결론적으로, KT 서브마린은 늦어도 23년 7월 이후부터는 LS 전선으로 대주주가 변경될 예정이다. 매수 청구권 행사 이후 지분은 LS 전선 45.0%, KT 6.9%, 자기주식 5.2% 순서로 바뀔 것이다.

지분률 변경전



자료: KT 서브마린, SK 증권

지분률 변경후



자료: KT 서브마린, SK 증권

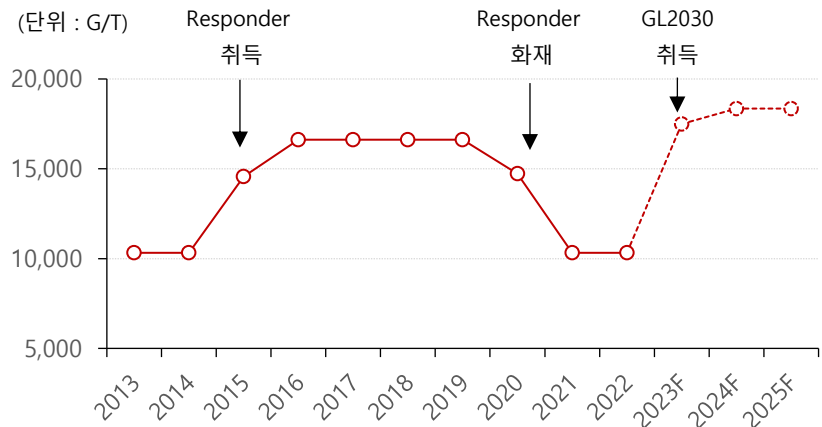
23년 1월 KT 서브마린은 해저 케이블 포설선인 GL2030호를 391억원에 취득하는 공사를 했다. GL2030호는 LS 전선이 해저케이블 포설을 목적으로 22년 4월에 취득한 선박이다. 이후 LS 전선이 KT 서브마린 대주주로 올라서면서 양도한 것으로 파악한다.

GL2030 자원

구분	내용
자산명	GL2030
선박의 종류	CLB(Cable Laying Barge)
진수시기	2010-07-05
개조시기	2022-04-09
양수금액 (십억 원)	39
자산총액대비 (%)	35
자금조달	전액 내부 보유자금
양수목적	해저전력케이블 포설 시공 역량 확보
계약체결일	2023-01-31

자료: LS 전선, KT 서브마린, SK 증권

연도별 보유선박 추이 (G/T 기준)

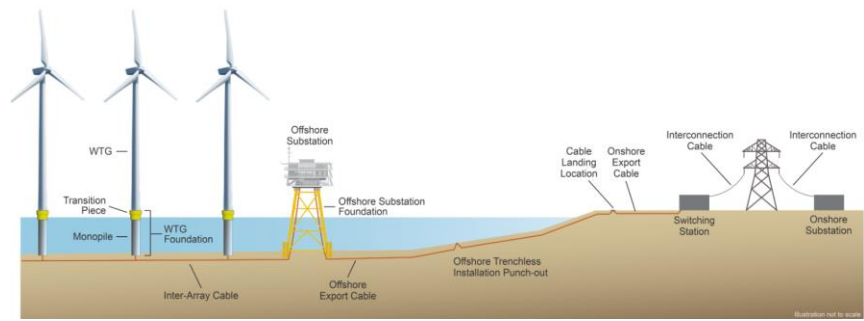


자료: SK 증권

(2) 해상풍력

해상풍력 시장이 KT 서브마린의 새로운 성장동력으로 작동할 것으로 판단한다. 아래의 해상풍력발전 단지 조감도를 보자. 풍력발전기에서 변전소까지(Inter-array cable) 그리고 변전소에서 육지까지(export cable) 송전선을 연결해야한다. 여기서 해저전력선을 시공하는 부분이 KT 서브마린의 몫이다.

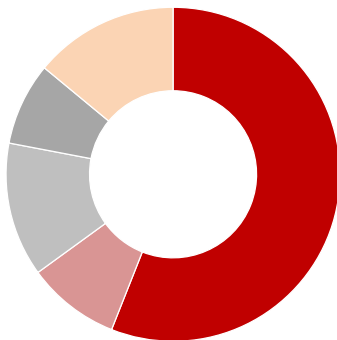
해상풍력단지 구조



자료: Coastalwind

육상풍력 LCOE 비중

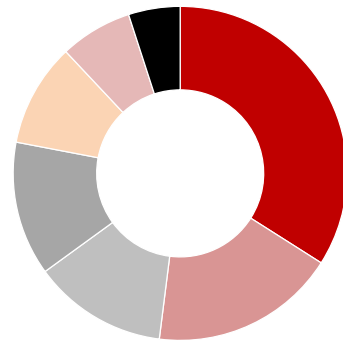
- 터빈
- 전력인프라
- 설치
- 금융
- 타워



자료: DOE, SK 증권

해상풍력 LCOE 비중

- 터빈
- 전력인프라
- 하부구조물
- 금융
- 설치, 조립
- 기타 BoS
- 기타



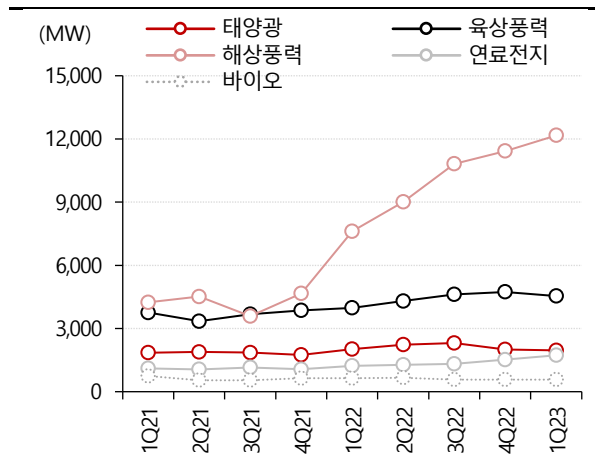
자료: DOE, SK 증권

국내에서 해상풍력 사업이 활발하게 진행되고 있다. 전력거래소는 20MW 이상 신재생 에너지 발전기 대상으로 분기별 발전소 건설사업 추진현황을 발표한다. 22 년을 시작으로 발전사업허가를 통과한 신재생에너지 발전소가 증가하고 있다. 그리고 신재생에너지 발전소에서 해상풍력 비중이 증가하고 있으며, 절대적으로도 발전사업허가를 통과한 사업장이 빠르게 성장하고 있다.

그렇다면 해상풍력은 언제 완공될 것이며, 어느 시점부터 KT 서브마린 실적으로 연결될 수 있을까? 마찬가지로 전력거래소에서 발표하는 발전소 건설사업추진현황을 보면 힌트를 얻을 수 있다. 물론 사업자가 자체 기준에 따라서 제출하기 때문에 액면 그대로 볼 수는 없지만, 어렵짐작을 할 수 있다고 생각한다.

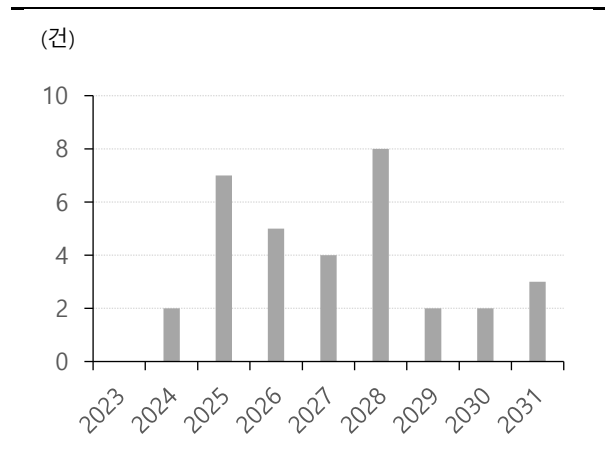
23 년 1 분기를 기준으로 국내에서 발전사업허가를 통과한 해상풍력 프로젝트는 총 44 건이다. 그리고 이 44 건의 프로젝트 준공예정일은 25~28 년에 몰려있는 것을 확인할 수 있다. KT 서브마린은 착공시점부터 진행기준으로 매출액을 인식한다. 일반적으로 해상풍력 발전소는 착공에서 준공까지 3 년이 소요된다. 즉, 해상풍력 시장이 KT 서브마린 매출액/수주에 영향을 주는 시점을 22~25 년 시점으로 추정할 수 있다.

발전소 건설사업 현황 (발전사업허가 통과)



자료: 한국전력거래소, SK 증권

해상풍력 준공예정연도



자료: 한국전력거래소, SK 증권

해상풍력 시장이 KT 서브마린의 잠재 매출액에 미치는 영향은 약 3,000 억원이며 연간 매출액으로 환산하면 1,000 억원으로 추정한다.

23 년 1 분기를 기준으로 송배전이용계약을 체결한 해상풍력 발전소 규모는 8,052MW 를 기록했다. 발전사업허가를 기준으로 할 경우에는 실제로 풍력발전 사업추진 동력이 없는 발전소까지 포함되기 때문에 송배전이용계약을 체결한 발전소를 기준으로 사용했다.

송배전이용계약 이후에도 환경영향평가 등 다양한 인허가를 획득해야 하며 이 과정에서 프로젝트가 좌초된다. 착공 확률은 30%를 가정했다. 일반적으로 해상풍력발전소 총 사업비는 MW 당 50 억원으로 추산한다. 이를 기반으로 계산하면 해상풍력발전소 총 사업비를 12,077 십억원 규모로 추산이 가능하다.

총 사업비에서 해저케이블 시공 비중은 5~10%이다, 보수적으로 5%를 가정했다. 현재 KT 서브마린은 국내에서 과점사업자로서 독보적인 지위를 차지하고 있다. 그러나 성장 산업에서 추가 경쟁업체가 들어올 것을 가정하여 KT 서브마린의 시장점유율은 50%까지 낮아질 것으로 추정했다. 여기까지 계산하면 동사의 잠재 매출액은 약 3,000 억원 규모로 추산된다. 해상풍력은 착공에서 완공까지 3 년이 걸린다고 가정하면 연간 매출액 규모는 1,000 억원으로 추정한다.

해상풍력 잠재 매출액 계산

구분		Min	Max	참고
송배전이용계약		8,052 MW	8,052MW	1Q23 발전사업 추진 현황 기준
착공확률	×	30 %	100%	
MW 단위 총 사업비	×	5 십억원	5 십억원	
총사업비	=	12,077 십억원	40,258 십억원	
해저케이블 시공 비중	×	5%	10%	5~10%: 프로젝트에 따라서 변동
해저케이블 시공 금액	=	604 십억원	4,026 십억원	
시장점유율	×	50%	80%	50%: 경쟁심화/ 80%: 시장지위 유지
KT 서브마린 잠재 매출액	=	302 십억원	3,221 십억원	
해상풍력 착공~완공 기간	÷	3 년	3 년	해상풍력 건설기간
연간 매출액	=	101 십억원	1,074 십억원	

자료: SK 증권

주) 착공 확률, 해저케이블 시공 비중, 시장점유율이 중요한 변수

동사는 22년 6월, 580억원 규모의 전남해상풍력 1단지 해저케이블 EPCi 건설계약을 공시했다. 이 공시의 의미는 다음과 같다.

① 풍력발전 해저케이블 건설 계약은 단위 시간당 매출액이 높다. 총 계약금액은 580억원, 계약기간은 약 2.3년(22년 6월~24년 9월), 연간 약 250억원 규모다. 지난 5년간 단일판매 공시 건 중에서 연간 계약금액이 가장 높다는 사실을 확인할 수 있다.

② 해상풍력 프로젝트의 총 사업비중에서 약 5~10%가 해저케이블 시공업체 몫으로 추정된다. 전남해상풍력 1단계 설비용량 96MW, 총 사업비 5,370억원 규모의 사업이다. 동사가 공시한 계약금액 580억원(일부 자재비 포함)에서 총 사업비 5,370억원을 나누면 약 10%가 나오는 것을 알 수 있다.

③ 전남해상풍력 프로젝트는 총 3단계로 진행될 예정이다. 각 단계별 설비용량 규모는 1단계(96MW) → 2단계(399MW) → 3단계(399MW)로 확장될 예정이다. 설비용량 규모로 미루어 보아 앞으로 진행할 2~3단계 프로젝트 총 사업비는 1단계에서 진행된 것보다 더 커질 것으로 추측할 수 있다.

수주공시계약

공시일자	내용	계약 상대방	판매, 공급지역	계약금액 (십억 원)	기간 (년)	연간계약금액 (십억 원/년)
2023-06-12	원거리탐지용 음향센서(A해역) 수중설치	LIG 넥스원(주)	동해 지역	17	1.6	10
2023-04-27	Marine Installation Subcontract For ECHO V#4_International	NEC Corporation	싱가폴 지역	4	0.2	×
2023-04-27	Marine Installation Subcontract For ECHO V#4_Indonesia	NEC Indonesia	인도네시아 지역	5	0.2	×
2023-03-24	Asia Direct Cable(ADC) Marine Installation Subcontract	NEC Corporation	태국, 베트남 지역	3	0.1	×
2023-03-16	완도-제주 #3 HVDC 해저케이블 건설사업의 매설 공사	LS전선 주식회사	완도 및 제주 해상	20	0.4	×
2023-02-21	포설 공정용 선박 공급 계약	LS전선 주식회사	완도 및 제주 해상	6	0.2	×
2023-01-04	PLIB of the DSCPA2-Palawan Resiliency	FiberHome Phils, Inc.	필리핀 영해	4	1.0	×
2022-06-09	전남해상풍력 1단지 해저케이블 EPCi 건설 계약	전남해상풍력(주)	전남 신안군 해상	58	2.3	25
2022-04-04	센서 수리 작업(선박)	LIG 넥스원	서해, 남해, 동해	3	1.0	×
2022-01-11	Marine Installation Subcontract for ECHO V#1	NEC corporation	미국 서부 지역	10	1.4	7
2021-12-28	요코하마존 해저통신케이블 유지보수 계약 체결	요코하마존 MA	요코하마존	55	7.3	8
2020-08-24	CANI/SJC2 해저케이블 건설공사	NEC Corporation, NEC TI	인도 및 베트남	32	1.6	20
2020-02-10	Jupiter 해저 케이블 건설공사	SubCom, LLC	동남아	12	1.4	8
2019-11-05	North-western Submarine Project	Huawei Marine Networks	유럽 지역	10	0.5	×
2019-05-27	중동지역 해저케이블 건설 공사	-	중동	10	0.5	×
2019-03-21	Megacable&IGW 해저케이블 건설공사	Huawei Marine Networks	남미	9	0.6	×
2019-01-31	수원고지검청사 위탁개발사업 전기공사	한국자산관리공사	경기도 수원시	3	2.3	1
2018-05-30	대만 Penghu 지역 3차 전력 케이블 매설 공사	SUMITOMO	대만 일대	2	0.1	×
2018-05-14	수중설치공사	LIG 넥스원	동해안 일대	13	0.6	×
2018-02-26	인도네시아 IGG 해저통신케이블 설치 공사	PT BNP Ltd	인도네시아	5	0.3	×
2018-01-09	수중건설로봇사업단 실험역테스트 선박 임차 및 용역	한국해양과학기술원	경상북도 포항시	4	0.8	×

자료: SK 증권

(3) HVDC

23년 4월 10차 송변전계획이 발표되었다. 송변전계획은 매 2년마다 발표하는 계획으로 향후 15년동안 국내 송배전 투자계획에서 중요한 이정표가 된다. 이번 10차 송변전계획에서 특이사항은 서해안-수도권을 연결하는 HVDC(High Voltage Direct Current, 고압직류성전) 건설계획에 있다.

서해와 호남지역은 태양광/풍력발전 발전소가 집중되어 전력수요 대비 발전량이 과다한 상황이다. 반대로 수도권은 인구와 산업이 밀집되어 지역내 발전소가 부족하다. 두 지역의 수요공급을 맞춰주기 위해서 대규모 지역간 송배전 건설이 필요하다. 그러나 육지에 건설하는 대형 송전탑은 지역 수용성 문제로 건설에 어려움을 겪고 있다. 지역주민이 송전탑이 주는 시각적인 위압감 그리고 전자파가 인체에 해롭다고 생각하기 때문에 건설을 반대한다.

때문에 육지가 아닌 해저에 서해안-수도권을 이어주는 HVDC 건설계획을 발표한 것이다. 구체적으로 이번 10차 송변전계획에서 신규 HVDC 프로젝트 6개를 발표했다. 이 중 해저 HVDC는 4개, 육지 HVDC는 2개 프로젝트로 나뉜다. 각각 내역을 보면 발표된 신규 프로젝트 대부분이 해저에 서해안-수도권을 이어주는 전력케이블임을 확인할 수 있다.

국내 HVDC 현황

지속/신규	사업명	구분	길이	준공시기
지속사업	북당진-고덕	지중	34km	23년 06월
	완도-동제주	해저	96km	23년 12월
	신한울-신가평	육상	226km	25년 06월
	신한울-수도권	육상	266km	26년 06월
	양주 Btb	육상	-	-
	신부평 Btb (1 단계, 2 단계)	육상	-	-
신규반영	신해남-태안화력	해저	350km	32년 이후
	태안화력-서인천복합	해저	80km	32년 이후
	새만금-태안화력	해저	150km	32년 이후
	태안화력-영흥화력	해저	40km	32년 이후
	당진화력-서화성	육상	35km	31년 12월
	신세종개폐소 Btb	육상	-	32년 이후

자료: 10차 송변전계획, SK 증권

해저 HVDC 프로젝트는 끊임 없이, 한 번에 장거리를 시공해야 하기 때문에 기술장벽이 높다. KT 서브마린은 과거 제주-육지 연계선 시공 및 유지보수 경험이 있기 때문에 국내에서 독보적인 경쟁력을 보유했다. (98 년) 제주-해남을 연결하는 제 1 연계선에는 유지보수 업체로 참여했다. (14 년) 제주~진도 제 2 연계선에는 시공업체로 1,000 억원 규모의 수주를 올렸었다. (23 년) 제주~완도 제 3 연계선에는 GL2030 호가 투입되었다.

제주-육지 연계선 현황



자료: LS 전선

제주-육지 연계선 현황

구분	HVDC #1 제주-해남	HVDC #2 제주-진도	HVDC #3 제주-완도
규모	300MW	400MW	200MW
전압	180kv	250kv	150kv
케이블 길이	96km	105km	89km
유형	전류형	전류형	전압형
착공일	-	12년 07월	22년 04월
준공일	98년 03월	14년 04월	23년 12월
총 사업비	-	6,000 억원	4,700 억원
케이블제조	넥상스	LS 전선	LS 전선
변환소	GEC-알스톰	알스톰	ABB
케이블 시공	-	KT 서브마린	LS 전선

자료: LS 전선, 산업부, 언론기사 취합

3. Valuation

목표주가 12,000 원을 신규로 제시한다. 목표주가 산출에는 EV/EBITDA 를 사용했다. ① 21~22 년 당기순이익이 적자를 기록하면서 PER 은 데이터 연속성이 떨어진다. ② 반대로 영업 적자인 상황에서도 감가상각비를 가산한 EBTIDA 는 흑자를 보여주며 데이터 연속성을 확보했다. ③ 향후 매출액성장이 해상 풍력에 있기 때문에 사이클산업에 설명력이 높은 PBR 보다는 EV/EBITDA 가 적합하다고 생각한다. Target EV/EBITDA 는 씨에스윈드, SK 오션플랜트 2 개사 평균치를 사용했다. 향후 매출액 성장이 해상풍력에서 나올 것으로 기대되기에 비교기업으로 풍력발전 업체를 뽑았다.

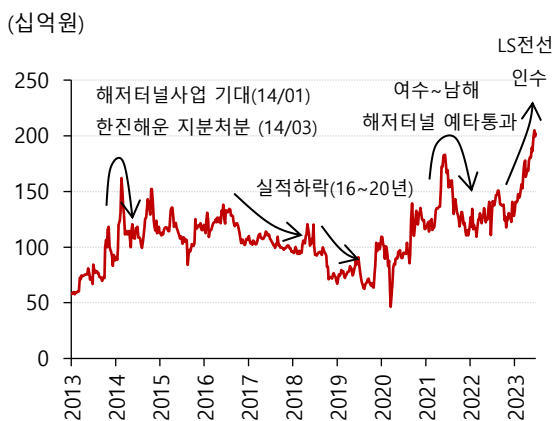
23 년 매출액 630 억원(YoY +47.2%), 영업이익 66 억원(흑자전환, OPM: 10.6%)을 예상한다. 동사는 20 년 Responder 호 화재사건 이후부터 매출액이 감소하면서 3 년연속으로 영업적자를 기록했다. 그러나 23 년은 GL2030 호를 매입으로 매출액 증가 및 영업이익 흑자를 전망한다.

Target Price Table

구분	금액	단위	참조
EBITDA	18	(십억 원)	23 년 추정치 사용
Target EV/EBITDA	15	(배)	씨에스윈드(17.2 배), SK 오션플랜트 평균(12.6 배) 평균
Enterprise Value	273	(십억 원)	
차입금	0	(십억 원)	
현금성자산	35	(십억 원)	
목표시가총액	308	(십억 원)	
발행주식수	25,938	(천 주)	
목표주가	12,000	(원)	
현재주가	7,910	(원)	
상승여력	+52	(%)	

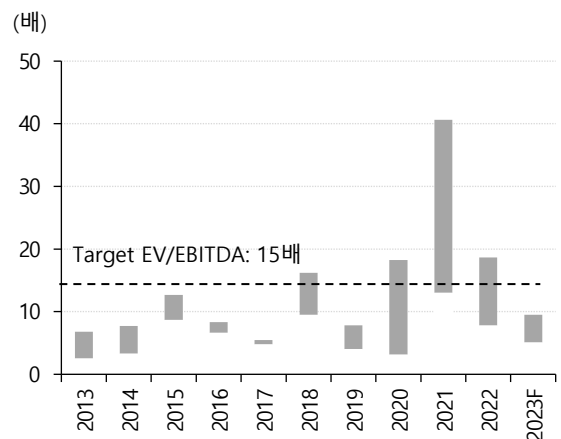
자료: SK 증권

과거 시가총액 변동 및 이벤트



자료: SK 증권

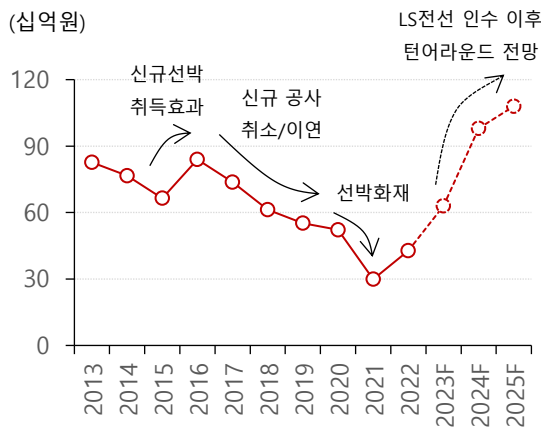
EV/EBITDA 추이



자료: SK 증권

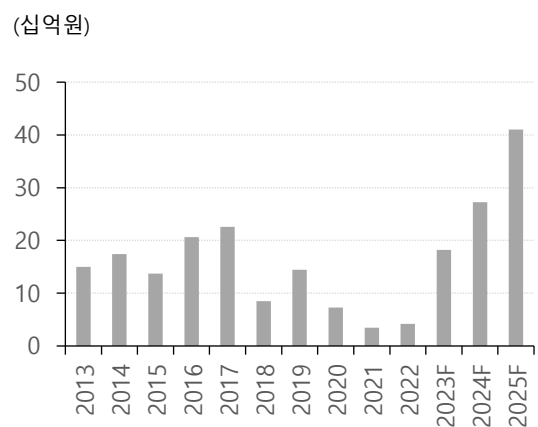
지난 3년간 적자를 기록했음에도 불구하고 단단한 재무상태표가 특징이다. EBITDA 기준으로는 매년 흑자를 기록하며 현금흐름 자체는 안정적이었기 때문이다. 과거 15년 Responder 호를 매입하면서 약 370 억원까지 차입금이 증가했으나, 20년까지 전액 상환을 끝냈다. 23년 GL2030 매입 자금은 유상증자 및 보유현금으로 조달했기 때문에 차입금 증가는 없었다.

매출액 추이



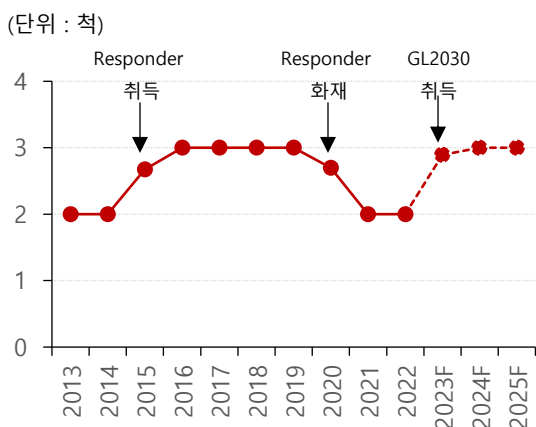
자료: SK 증권

EBITDA 추이



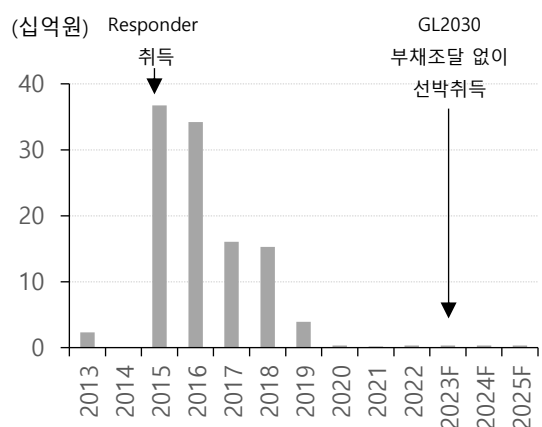
자료: SK 증권

보유선박 추이



자료: SK 증권

차입금 추이



자료: SK 증권

보유선박

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Responder			취득					소실					
미래로													
세계로													
GL2030											취득		

자료: SK 증권

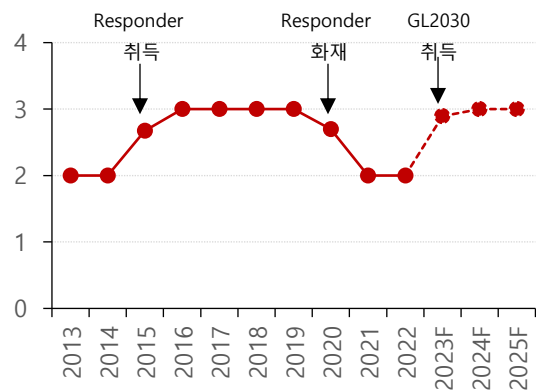
실적추정

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	83	77	66	84	74	61	55	52	30	43	63	98	108
YoY	19.9%	-7.2%	-13.4%	26.4%	-12.2%	-16.9%	-10.0%	-5.3%	-42.8%	43.2%	47.2%	55.6%	10.2%
건설공사	57	50	44	67	58	44	40	36	19	29	35	50	60
유지보수	10	14	13	12	16	13	13	15	11	13	13	13	13
기타	16	13	10	5	0	4	2	1	0	1	15	35	35
영업비용	74	66	60	76	64	67	54	56	35	49	56	83	79
선박운용비	28	26	27	39	33	32	26	25	14	18	27	44	46
감가상각비	7	7	8	13	13	14	13	11	9	11	12	12	12
종업원급여	7	7	7	7	8	7	9	7	7	9	8	10	10
변동비	4	3	3	6	3	2	2	1	1	1	2	4	5
고정비	29	23	17	12	7	12	5	11	4	10	8	13	5
영업이익	8	11	6	8	9	-5	1	-4	-5	-7	7	15	29
영업이익률	9.9%	14.1%	9.3%	9.6%	12.8%	-8.5%	1.8%	-7.9%	-17.2%	-15.4%	10.6%	15.5%	26.9%
YoY	-17.2%	31.3%	-42.7%	30.7%	17.3%	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	129.1%	90.6%
금융수익	2	2	3	2	3	1	1	2	3	5	3	3	3
금융비용	2	1	5	3	2	1	1	6	2	2	4	3	3
영업외수익	0	1	1	0	0	0	0	58	1	0	0	0	0
영업외비용	0	1	1	1	0	0	0	47	1	11	0	0	0
종속/관계기업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	2	3	1	2	2	-1	0	1	-1	-3	1	3	6
순이익	6	9	4	5	8	-4	0	1	-3	-12	4	12	23
순이익률	7.5%	11.8%	6.2%	6.1%	11.2%	-7.0%	0.9%	2.3%	-10.7%	-28.3%	6.9%	12.2%	21.1%
YoY	-22.4%	46.1%	-54.0%	24.2%	60.2%	적전	흑전	146.2%	적전	적지	흑전	174.8%	90.0%

자료: SK 증권

연도별 보유선박 추이

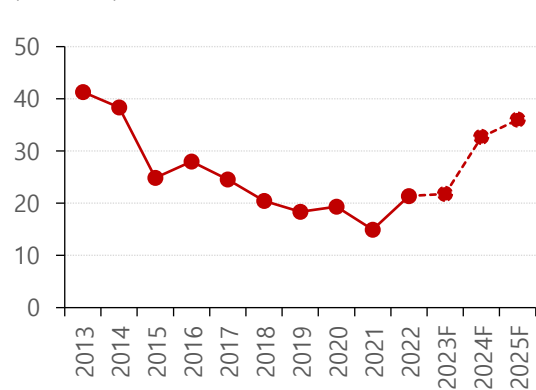
(단위 : 척)



자료: SK 증권

선박당 매출액 추이

(십억원/척)



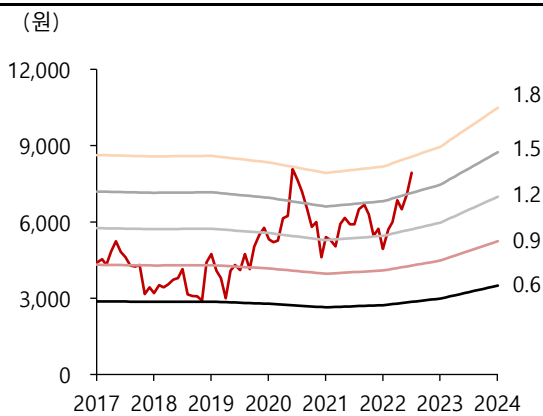
자료: SK 증권

종력발전 Valuation Table

(십억원, %)		씨에스윈드	씨에스베어링	SK 오션플랜트	SK 디앤디	KT 서브마린
매출액	2021	1,195	96	503	882	30
	2022	1,375	49	692	563	43
	2023E	1,810	124	920	718	63
	2024E	2,310	186	1,089	942	98
매출액 성장률	2021	23	-8	18	26	-43
	2022	15	-49	38	-36	43
	2023E	32	152	33	27	47
	2024E	28	50	18	31	56
영업이익	2021	101	0	26	210	-5
	2022	42	-9	72	64	-7
	2023E	156	7	85	242	7
	2024E	247	19	106	104	15
영업이익률	2021	8.5	0.5	5.3	23.8	-17.2
	2022	3.1	-18.0	10.4	11.4	-15.4
	2023E	8.6	5.8	9.2	33.8	10.6
	2024E	10.7	10.3	9.7	11.0	15.5
EBITDA	2021	139	5	46	239	3
	2022	107	-4	83	97	4
	2023E	232	11	99	275	18
	2024E	339	23	124	136	27
PER	2023E	33.5	71.7	20.8	3.1	45.7
	2024E	19.3	44.9	36.1	5.6	16.6
PBR	2023E	3.7	3.9	1.9	0.6	1.7
	2024E	3.3	3.4	1.8	0.6	1.5
EV/EBITDA	2023E	17.2	35.6	12.6	5.4	9.0
	2024E	11.9	16.4	9.6	11.4	5.4

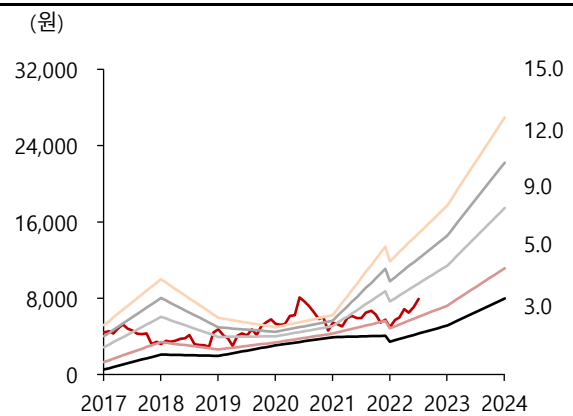
자료: SK 증권, Bloomberg 주) KT 서브마린은 SK 증권 추정치

KT 서브마린 Forward PBR 밴드



자료: SK 증권, Fnguide

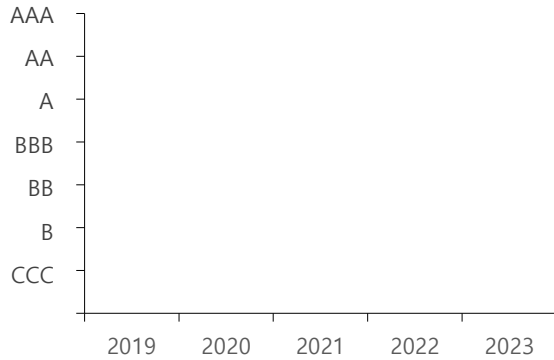
KT 서브마린 Forward EV/EBITDA 밴드



자료: SK 증권, Fnguide

ESG 하이라이트

KT 서브마린의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
KT 서브마린 종합 등급			
환경(Environment)			
사회(Social)			
지배구조(Governance)			
<비교업체 종합 등급>			
삼일기업공사			
에스씨엔지니어링			
남화토건			

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 KT 서브마린 ESG 평가

자료: SK 증권

KT 서브마린의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

KT 서브마린의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	68	89	57	87	122
현금및현금성자산	57	70	35	52	84
매출채권 및 기타채권	9	11	16	25	28
재고자산	1	2	3	4	4
비유동자산	42	32	70	58	46
장기금융자산	0	1	0	0	0
유형자산	39	26	64	52	40
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	110	120	127	145	168
유동부채	8	8	11	17	19
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	3	3	10	16	18
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11	8	11	17	19
지배주주지분	100	112	116	127	149
자본금	22	26	26	26	26
자본잉여금	13	34	34	34	34
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	67	54	58	69	91
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	100	112	116	127	149
부채와자본총계	110	120	127	145	168

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	10	1	13	17	32
당기순이익(손실)	-3	-12	4	12	23
비현금성항목등	9	19	13	15	18
유형자산감가상각비	8	11	12	12	12
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	1	8	2	3	6
운전자본감소(증가)	7	-6	-4	-6	-2
매출채권및기타채권의감소(증가)	9	-3	-5	-9	-3
재고자산의감소(증가)	-1	-0	-1	-1	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	-1	7	6	2
기타	-1	-1	-4	-2	-0
법인세납부	-3	-0	-1	-3	-6
투자활동현금흐름	27	-12	-47	1	1
금융자산의감소(증가)	-0	-3	4	0	0
유형자산의감소(증가)	-2	-9	-50	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	0	0	0	0
기타	29	1	-1	1	1
재무활동현금흐름	-1	-1	-1	-1	-1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	0	0
자본의증가(감소)	0	25	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-0	-25	0	0	0
현금의 증가(감소)	37	13	-35	17	32
기초현금	20	57	70	35	52
기말현금	57	70	35	52	84
FCF	8	-8	-37	17	32

자료 : KT서브마린, SK증권 추정

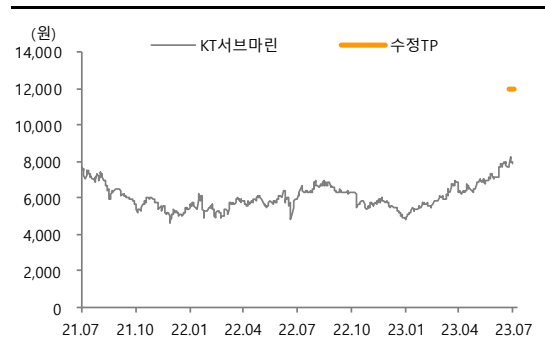
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	30	43	63	98	108
매출원가	30	42	48	71	68
매출중이익	-0	0	15	27	40
매출총이익률(%)	-0.0	0.8	23.1	27.4	37.2
판매비와 관리비	5	7	8	12	11
영업이익	-5	-7	7	15	29
영업이익률(%)	-17.2	-15.4	10.6	15.5	26.9
비영업손익	1	-9	-1	0	0
순금융손익	0	1	0	0	0
외환관련손익	2	1	-1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	-15	6	15	29
세전계속사업이익률(%)	-13.8	-35.5	8.9	15.7	27.0
계속사업법인세	-1	-3	1	3	6
계속사업이익	-3	-12	4	12	23
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	-12	4	12	23
순이익률(%)	-10.7	-28.3	6.9	12.2	21.1
지배주주	-3	-12	4	12	23
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.7	-28.3	6.9	12.2	21.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-3	-12	4	12	23
지배주주	-3	-12	4	12	23
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	3	4	18	27	41

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-42.8	43.2	47.2	55.6	10.2
영업이익	적지	적지	흑전	129.1	90.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	174.8	90.0
EBITDA	-52.4	21.6	333.5	49.5	50.7
EPS	적전	적지	흑전	174.8	90.0
수익성 (%)					
ROA	-2.8	-10.5	3.5	8.8	14.5
ROE	-3.1	-11.4	3.8	9.9	16.5
EBITDA마진	11.6	9.8	28.9	27.8	38.0
안정성 (%)					
유동비율	812.6	1,169.6	516.9	505.1	648.3
부채비율	10.8	7.0	9.8	13.7	12.8
순차입금/자기자본	-56.7	-65.0	-29.8	-40.5	-56.1
EBITDA/이자비용(배)	551.7	406.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	-19.4	-6.1	16.9	6.2	3.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-145	-467	168	462	878
BPS	4,633	4,402	4,542	4,976	5,826
CFPS	247	-51	614	925	1,341
주당 현금배당금	30	30	30	30	30
Valuation지표 (배)					
PER	-37.2	-10.6	47.2	17.2	9.0
PBR	1.2	1.1	1.7	1.6	1.4
PCR	21.9	-97.3	12.9	8.6	5.9
EV/EBITDA	17.9	13.1	9.0	5.4	2.8
배당수익률	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.06.28	매수	12,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(나민식)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.
 공모 BW 인수 계약 체결
 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 (2023년 06월 28일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------