

2023. 6. 28



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

-원

현재주가 (6.27)

7,690 원

상승여력

-

KOSDAQ 874.14pt

시가총액 1,995억원

발행주식수 2,594만주

유동주식비율 42.20%

외국인비중 2.98%

52주 최고/최저가 8,010원/4,820원

평균거래대금 13.1억원

주요주주(%)

케이티 31.17

LS전선 21.44

주가상승률(%)

1개월

6개월

12개월

절대주가 5.3 51.7 41.4

상대주가 1.6 22.2 24.6

주가그래프



KT서브마린 060370

해상풍력의 시작은 해저로부터

- ✓ 해저 케이블 시공 회사. 대주주 변경 후 통신에서 전력으로 사업 구조 대전환 중
- ✓ 국내 해상풍력 개화 시 최대 수혜주 중 하나. 2024년부터 본격적인 수주 개시
- ✓ LS전선과의 시너지 기대. 2023년 하반기부터는 대만 시장을 기점으로 수출 도전
- ✓ 2024년부터 1,000억원 내외 매출 가능. 강력한 영업 레버리지 효과 전망
- ✓ 신규 선박 발주 통해 양적 성장 전망. 포설선 쇼티지 발생 시 도급비 증가도 기대

통신에서 전력으로, 대주주 변경과 함께 사업 구조 대전환

KT서브마린은 1995년 설립, 해저 케이블을 시공하고 유지보수하는 사업을 영위해 왔다. 그간 KT의 자회사로서 통신 케이블을 주로 시공했지만, 2023년부터는 전력 케이블 시공이 전사 매출 중 약 60%를 차지할 전망이다. 2023년 1월 LS전선으로부터 전력 케이블 포설선을 매입한 것이 중요 계기가 되었다. 2023년 7월 LS전선이 콜옵션을 행사하게 되면 최대주주로 올라선다. 향후 LS전선이 기자재, KT서브마린이 시공을 맡는 형식으로 두 회사 간 시너지가 기대된다.

국내 해상풍력 개화 시 최대 수혜주 중 하나. 2H23~1H24 수주 본격화

6월 수주한 전남 해상풍력 1단지(580억원, 99MW)는 2024년 중 대부분의 매출이 인식될 전망이다. 국내 해상풍력 개화로 큰 폭의 실적 성장을 이뤄내는 대표적인 사례다. 향후 안마(530MW), 신안우이(400MW) 등 2024년 착공 계획 중인 국내 해상풍력 프로젝트들은 이보다 더 크다. 공사 일정 감안 시 2024년 상반기에는 본격적인 추가 수주가 기대된다. 다만 역시 하반기부터 Round 3 발주를 시작하는데, 아직 유럽 회사들과 경쟁하기는 어렵지만 일부 공정의 수주는 가능해 보인다. 향후 신규 선박 발주를 통해 해외 수출 참여를 늘려나갈 계획이다.

강력한 영업 레버리지. 실적 전망치에 상한을 둘 수 없는 종목

동사의 원가 구조는 고정비 비중이 높다. 매출 확대 시 강력한 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 역사적인 영업이익률 고점은 2014년 +14.1%이지만, 이를 상한으로 규정할 필요는 없다. 또한 케이블 포설선 쇼티지가 발생하고 용선료가 급등하는 시나리오를 가정하면, 동사의 도급비도 이에 비례하여 상승할 수 있다.

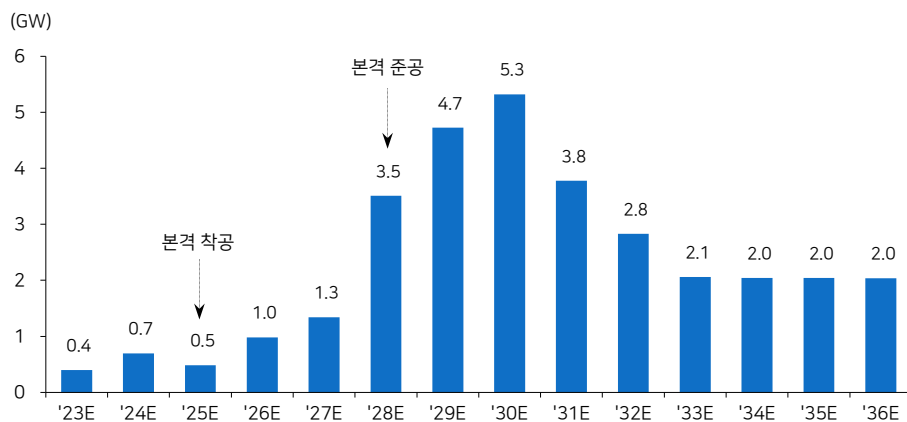
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	61.3	-5.2	-4.3	-196	적전	4,711	N/A	0.7	9.9	-4.2	26.7
2019	55.2	1.0	0.5	22	흑전	4,680	211.2	1.0	7.0	0.5	18.0
2020	52.2	-4.1	1.2	55	144.6	4,693	96.9	1.1	13.3	1.2	13.7
2021	29.9	-5.1	-3.2	-145	적전	4,550	N/A	1.2	17.8	-3.2	10.8
2022	42.8	-6.6	-12.1	-545	적지	4,332	N/A	1.1	13.1	-10.8	7.0

이제 시작되는 국내 해상풍력, 케이블은 누가 까나?

안마(530MW), 신안우이(400MW) 등 2024년 착공 계획 중인 국내 해상풍력 프로젝트들이 풍부하다. MW 당 케이블 시공 공사 규모를 4~5억원으로 가정하면 각각 1,500~2,500억원 규모의 케이블 시공 시장이 열리는 셈이다. 1)LS전선과의 시너지와 2)동사 이외의 경쟁사들은 영세한 규모인 점 등을 고려하면 동사가 이 중 상당분을 가져갈 가능성이 높다.

하반기 대만 시장에도 도전해 볼만 하다. 대만 해상풍력 Round 3(Phase 1만 해도 9GW) 발주가 2023년 하반기 시작될 예정인데, Round 1,2 합산(5.7GW)보다 규모가 상당히 커지면서 신규 사업자 진입 가능성이 높아졌다. 아직 시공 레퍼런스는 유럽 경쟁사 대비 부족하지만, LS전선의 채널이 도움이 될 것으로 예상된다.

그림1 국내 풍력 발전 용량 순증: 2028년부터 확대. 이를 위해서는 2025년 본격 착공 필요



자료: 10차 전력수급기본계획(산업통상자원부), 메리츠증권 리서치센터

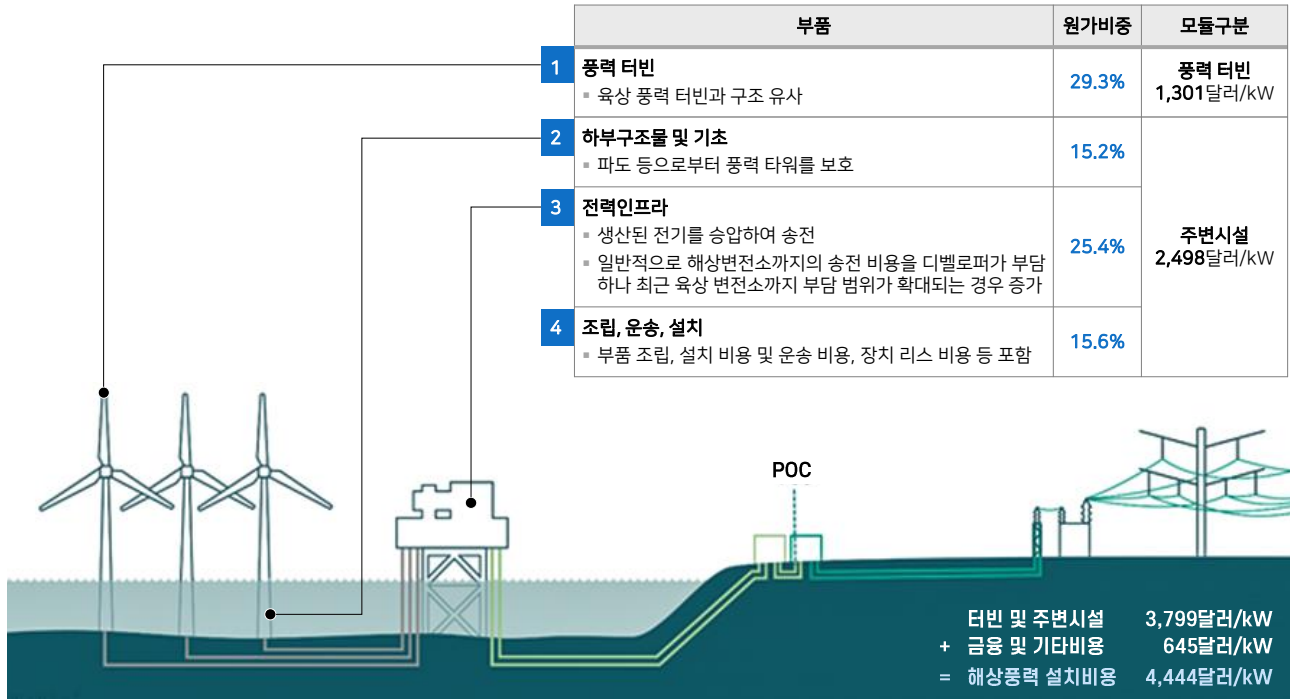
표1 착공이 임박한 해상풍력 프로젝트 목록

	낙월 해상풍력	안마 해상풍력	신안우이 해상풍력
개발 주체	낙월블루하트 (명운산업개발 80%, 서부발전 20%)	전남개발공사, 한수원, 현대엔지니어링, 한국풍력산업 컨소시엄 (삼진일렉스 26.8%, 대명에너지 26.5%, 씨에스윈드 26.5%)	한화건설, 한국남동발전, SK D&D
사업 부지	전라남도 영광군 낙월면 안마도, 송이도 해상 일원	전남 영광군 안마도 서측 해상	전라남도 신안군 우이도 남측 해상
단지면적	55.3km ²	83.9Km ² (31.7km ² +52.2km ²)	67.7km ²
설비 용량	364.8MW (5.7MW × 64기)	532MW (14MW × 38기)	400MW
건설 기간	2023.1Q~2026.1Q (3년)	2022.5~2027.12 (5년 7개월)	2024년 4Q~2028년 예상
총 사업비	약 2.0조원 예상	약 3.4조원 예상	약 2.4조원 예상
주요 진행 상황	현재 추진 여부 불확실 서부발전 투자 철회. 시공 및 터빈 공급 계약 불투명	환경영향평가 본안 심의 중(2023.01). 연말 완료 예상 FEED 설계 진행 중	환경영향평가 본안 심의 중 (2022.10)

주: 환경영향평가 본협의를 완료/진행 중인 프로젝트 기준

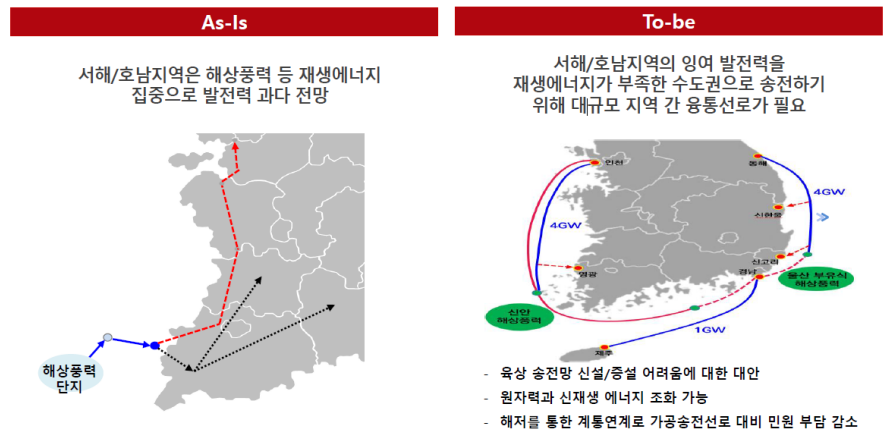
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해상풍력 설치 원가 구성: KT 서브마린의 사업 영역인 전력인프라 중 일부 시공 영역



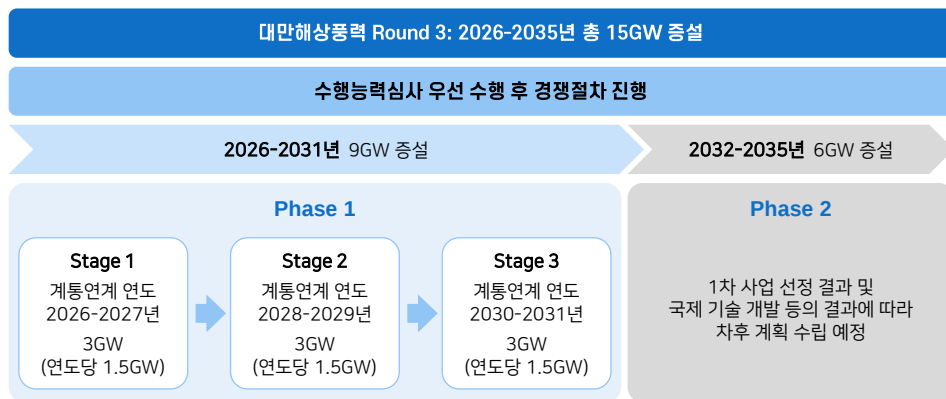
자료: NREL, 메리츠증권 리서치센터

그림3 서해안에 추진 중인 '전력 고속도로' 사업도 잠재적인 사업 기회



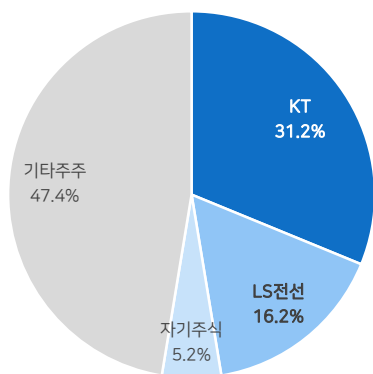
자료: KT서브마린

그림4 대만 해상풍력 Round 3 발주 2023년 하반기 시작되며 해외 수주 기회 열릴 것



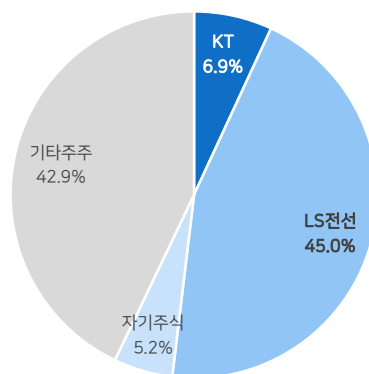
자료: 대만 Ministry of Economic Affairs, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KT서브마린 지분구조(2022년 말)



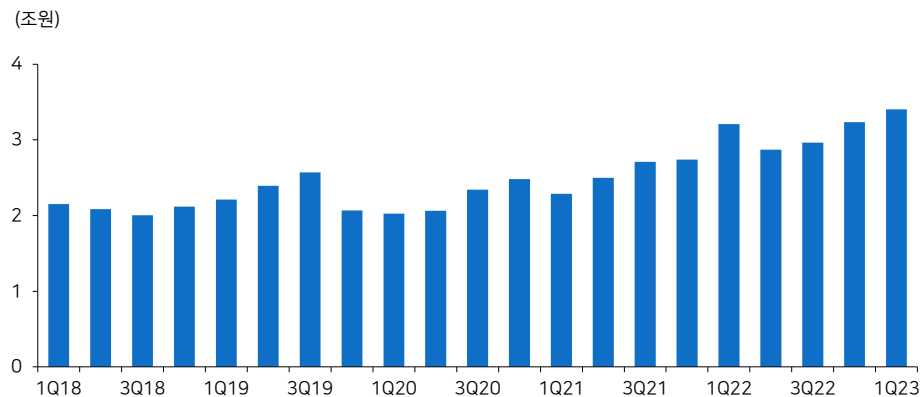
자료: KT서브마린, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대주주 변경 후 지분구조: LS와의 시너지 기대



자료: KT서브마린, 메리츠증권 리서치센터

그림7 LS전선 수주잔고 추이



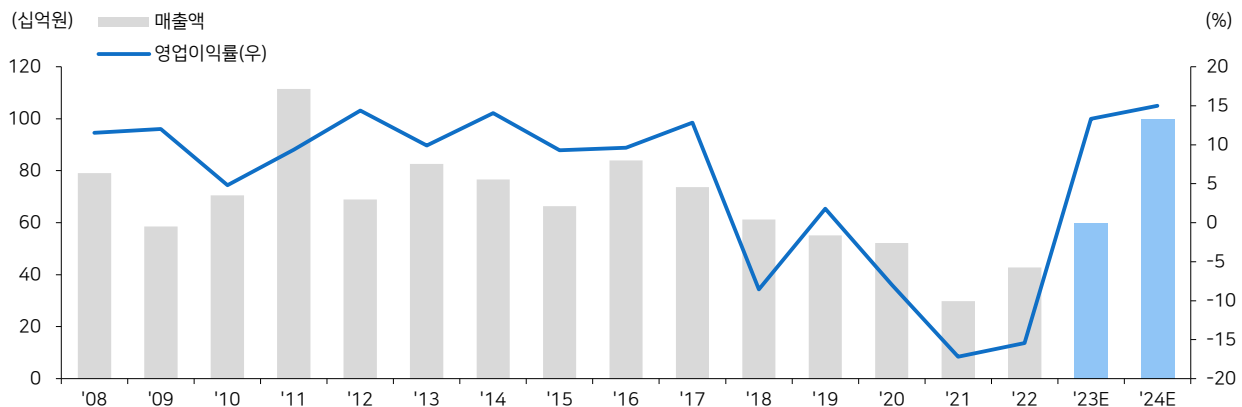
자료: LS, 메리츠증권 리서치센터

이미 시작된 강력한 영업 레버리지 효과

동사의 원가 구조는 고정비 비중이 높다(2022년 기준 선박운용비가 매출의 33%, 감가상각비 22%, 인건비가 19%). 매출 확대 시 강력한 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 역사적인 영업이익률 고점은 2014년 14.4%이지만, 전력 시공이 통신 시공보다 마진이 높다는 점을 감안했을 때 이를 상한으로 규정할 필요는 없다. 1Q23에도 이미 17.4%의 영업이익률을 기록하며 흑자 전환한 바 있다.

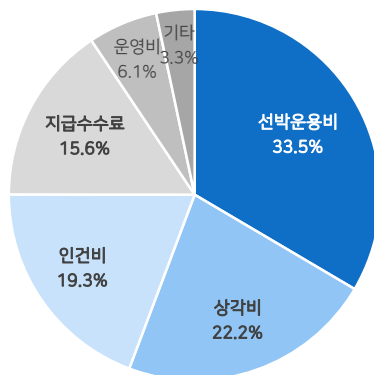
또한 해상풍력 설치 수요 급증으로 케이블 포설선 쇼티지, 용선료 급등이 발생한다면 동사의 도급비도 상승할 잠재력이 있다. Q 측면에서도 중장기적 성장이 기대된다. 동사는 해상풍력 시공 전용 선박 발주를 준비 중이며, 이르면 2026년부터 가동이 예상된다. 풀 가동 시 500억원 이상의 추가 매출 발생이 예상된다.

그림8 KT서브마린 실적 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 성격별 비용 구성(2022년도 기준)



자료: KT서브마린, 메리츠증권 리서치센터

그림10 발주 준비 중인 신규 선박 주요 스펙

구분	신규 선박 주요 스펙
선체	길이: ~150m, 폭: ~30m, 흘수: ~9m
Carousel 용량	7,000톤 ~ 10,000톤(~28m)
DP 시스템	DP2 or DP3
매설장비	3M Plough, 3M ROV
승선인원	80 ~ 90명
선박속도	12 ~ 14노트
건조 금액	1.2 ~ 1.4억 달러

자료: KT서브마린, 메리츠증권 리서치센터

KT 서브마린 (060370)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	61.3	55.2	52.2	29.9	42.8
매출액증가율 (%)	-16.9	-10.0	-5.3	-42.8	43.2
매출원가	62.3	48.8	51.5	29.9	42.5
매출총이익	-1.0	6.4	0.7	-0.0	0.3
판매관리비	4.2	5.4	4.8	5.1	6.9
영업이익	-5.2	1.0	-4.1	-5.1	-6.6
영업이익률	-8.5	1.8	-7.9	-17.2	-15.4
금융손익	-0.1	-0.1	-4.7	0.4	2.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.1	10.8	0.6	-11.1
세전계속사업이익	-5.5	0.7	2.0	-4.1	-15.2
법인세비용	-1.2	0.3	0.8	-0.9	-3.1
당기순이익	-4.3	0.5	1.2	-3.2	-12.1
지배주주지분 순이익	-4.3	0.5	1.2	-3.2	-12.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	18.3	21.2	69.3	67.9	88.6
현금및현금성자산	1.4	5.3	19.9	56.7	70.1
매출채권	14.9	5.4	11.6	2.4	8.4
재고자산	0.8	1.8	0.4	1.3	1.7
비유동자산	112.4	99.8	47.5	42.5	31.7
유형자산	109.8	97.0	44.6	38.9	25.9
무형자산	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1
투자자산	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
자산총계	130.7	121.0	116.8	110.4	120.3
유동부채	18.4	12.5	10.0	8.4	7.6
매입채무	5.9	8.5	5.9	6.2	6.9
단기차입금	5.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	6.7	3.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.1	6.0	4.1	2.4	0.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	27.5	18.5	14.0	10.7	7.9
자본금	21.9	21.9	21.9	21.9	25.9
자본잉여금	12.9	12.9	12.9	12.9	33.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	70.2	69.6	69.8	66.7	54.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	103.2	102.5	102.8	99.7	112.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	-1.0	18.0	-1.6	10.3	1.7
당기순이익(손실)	-4.3	0.5	1.2	-3.2	-12.1
유형자산상각비	13.6	13.3	11.3	8.5	10.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-8.1	2.9	-5.6	6.9	-5.6
투자활동 현금흐름	-2.3	-1.4	20.5	26.5	-12.5
유형자산의증가(CAPEX)	3.0	0.4	4.3	2.0	9.3
투자자산의감소(증가)	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-2.3	-12.7	-4.3	-0.8	24.2
차입금의 증감	-1.4	-8.6	0.1	-1.9	-1.5
자본의 증가	-7.9	-3.2	-1.8	-1.6	-2.3
현금의 증가(감소)	-5.5	3.8	14.6	36.8	13.4
기초현금	6.9	1.4	5.3	19.9	56.7
기말현금	1.4	5.3	19.9	56.7	70.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	2,798	2,519	2,385	1,364	1,923
EPS(지배주주)	-196	22	55	-145	-545
CFPS	596	717	5,532	468	701
EBITDAPS	387	658	332	158	189
BPS	4,711	4,680	4,693	4,550	4,332
DPS	30	30	30	30	30
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	211.2	96.9	N/A	N/A
PCR	5.4	6.6	1.0	11.5	7.0
PSR	1.1	1.9	2.2	4.0	2.6
PBR	0.7	1.0	1.1	1.2	1.1
EBITDA	8.5	14.4	7.3	3.5	4.2
EV/EBITDA	9.9	7.0	13.3	17.8	13.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.2	0.5	1.2	-3.2	-10.8
EBITDA 이익률	13.8	26.1	13.9	11.6	9.8
부채비율	26.7	18.0	13.7	10.8	7.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-10.9	2.6	-59.1	-513.0	-660.0
매출채권회전율(x)	5.5	5.4	6.1	4.3	7.9
재고자산회전율(x)	63.8	42.6	48.1	34.7	28.1

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%
2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	