

# 통신서비스/소프트웨어 (비중확대)

25년은 통신도 소프트웨어도 AI 올인



김수진  
soojin.kim@miraeasset.com

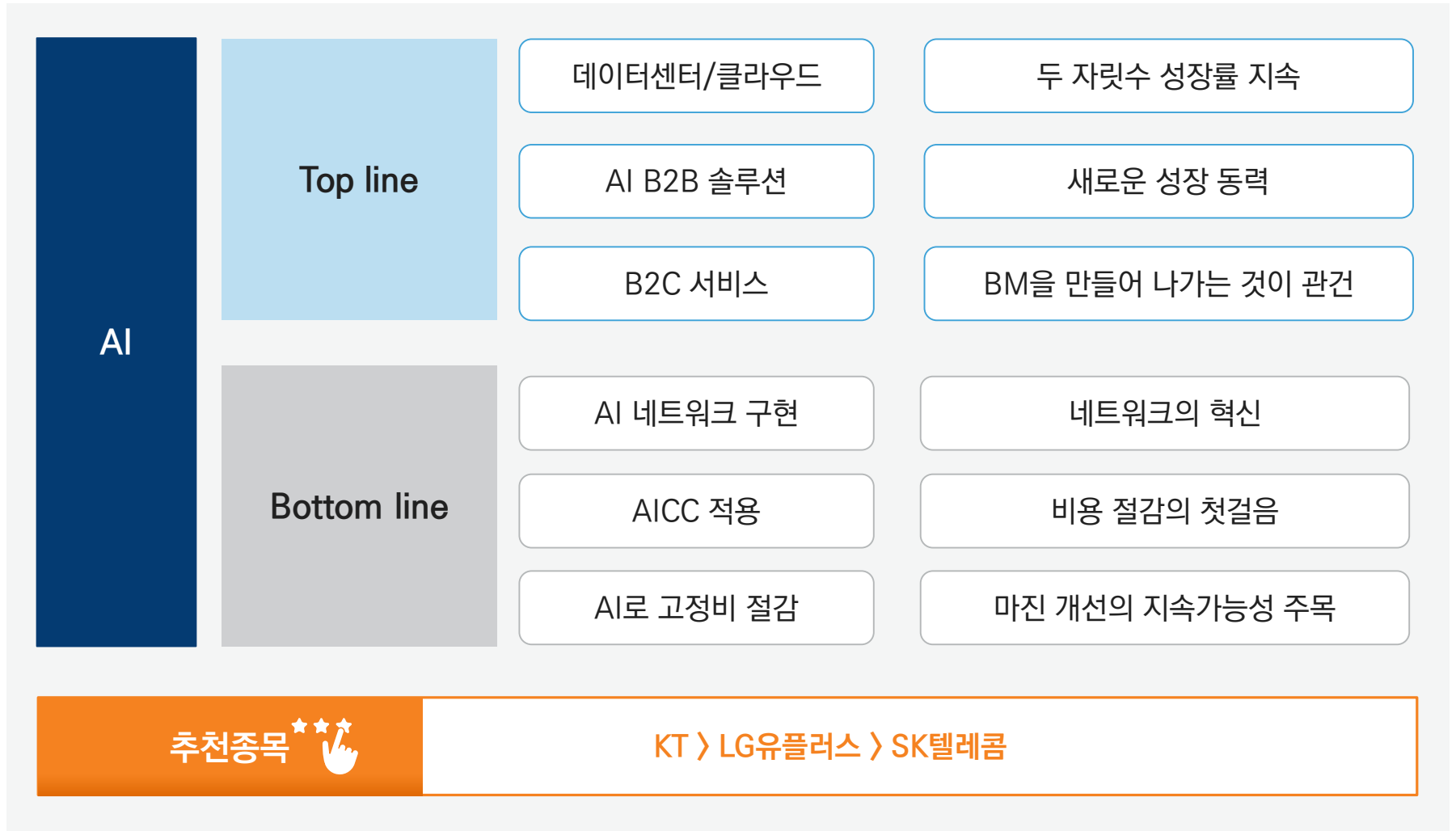
# CONTENTS

[요약] 통신서비스: AI에 모든 것을 맡기는 2025년	3p
[요약] 25년은 AI 수익화 시작으로 소프트웨어 리레이팅 시작될 것	4p
I. 산업 분석 - 통신	5p
II. 산업 분석 - IT서비스/소프트웨어	25p
종목 분석	
KT (030200) <b>Top picks</b>	44p
더존비즈온 (012510) <b>Top picks</b>	47p
SK텔레콤 (017670)	50p
LG유플러스 (032640)	53p
삼성SDS (018260)	56p
현대오토에버 (307950)	59p
한글과컴퓨터 (030520)	62p
엠로 (058970)	65p



# [요약] 통신서비스: AI에 모든 것을 맡기는 2025년

& 경기 불황 본격화 된다면, 총주주환원율 확대까지 더해져 방어주 성격도 강조될 것



# [요약] 25년은 AI 수익화 시작으로 소프트웨어 리레이팅 시작될 것

## 소프트웨어로의 로테이션 본격화에 관심이 쏠린다

### AI의 방향성

Use Case가 구체적일수록  
빠른 고객사 도입 결정  
→ 매출 인식 본격화

산업별 특화 솔루션의 확산 예상(vertical solutions)  
→ 헬스케어, 광고마케팅, 제조업, 유통

사람을 대체하는 AI, AI agent 활용 본격화  
→ 인터페이스, 임베딩, 데이터 통합 등 경쟁력

### 한국 소프트웨어 2025년 투자포인트

- 1 클라우드 비중 확대 → ASP 증가, 고마진, FCF 개선
- 2 글로벌 진출 본격화 → TAM 확대와 Q의 증가, 높은 ASP
- 3 AI 모멘텀 → 업셀링으로 ASP 증가
- 4 정부 투자 확대 → TAM 확대
- 5 밸류에이션 → 구독 비중 확대로 PSR 멀티플 타당성 확대

### 추천종목

[Top Pick] 더존비즈온  
[관심종목] 한글과컴퓨터, 엠로

I

—

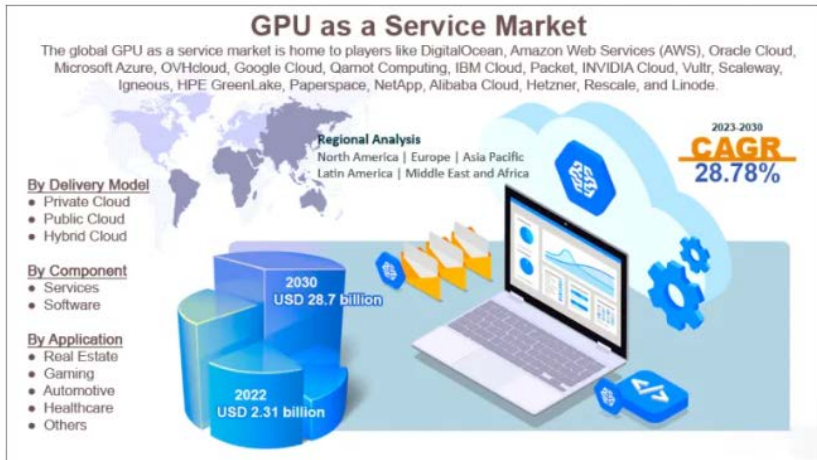
# 산업 분석 - 통신

# [통신] AI 전략과 수익화 가능성: SK텔레콤

## 1) 데이터센터와 클라우드

- AI 수요 확대로 데이터센터 역할 커지는 중, 특히 GPU 서버에 대한 수요 확대 기대
- SKT는 투자사 람다를 통해 12월 AI 데이터센터를 가산 디지털단지 센터에 오픈하겠다고 발표
- GPU as a Service 형태의 AI DC는 마진이 높다는 특징이 있는 만큼 실적 기여도가 커질 것으로 기대

### 람다의 GPU as a Service – 가산 디지털 단지



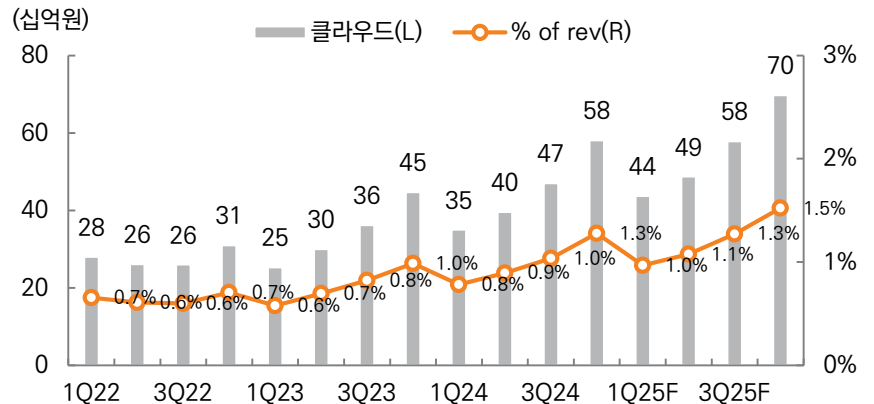
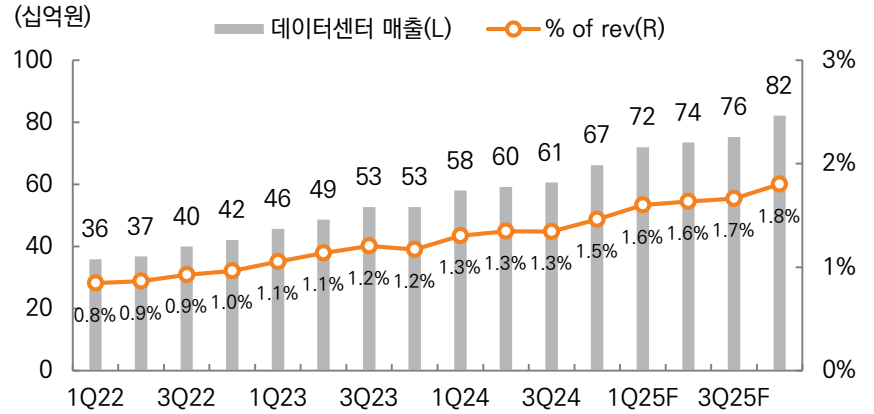
**가산 IDC**

**AI 데이터센터로 탈바꿈하는 가산 IDC**

- 대규모 'GPU Farm' 구축
- 국내 최고 수준의 44kW 전력밀도 구현
- AI 클라우드 서비스 'GPUaaS' 출시
- 람다, 아시아태평양 지역 최초 리전 설치

자료: onlias, SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### SK텔레콤 데이터센터/클라우드 사업부 매출 및 매출 비중



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] AI 전략과 수익화 가능성: SK텔레콤

## 2) 솔루션: B2B와 B2C

- SK텔레콤은 경쟁사 중 가장 먼저 B2B 뿐만 아니라 B2C에서도 AI 솔루션 ‘에이닷’ 서비스를 시작
- 올 하반기는 에이닷에 글로벌 AI 검색엔진인 ‘Perplexity’ 유료 버전을 1년 간 무료로 서비스하면서 사용자들의 긍정적인 반응을 유도 → 1년 지난 후 시점부터 Perplexity 유료 수익 중 일부 수수료를 수취하는 형태의 비즈니스 모델을 가져갈 것
- B2B는 데이터센터 인프라 기반으로 기업들에게 Use Case를 만들어 나가는 중: 광고, HR, AICC 등 그 종류는 다양해지는 중

### SK텔레콤의 광고 자동 생성 솔루션



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### 에이닷 웹버전

#### AI에게 물어보세요

<p><b>A.X</b></p> <p>지구 자전 속도 변할 수 있나?</p> <p>30P</p>	<p><b>GPT 4o mini</b></p> <p>아이들 놀이 추천해줘</p> <p>30P</p>	<p><b>Perplexity Sonar</b></p> <p>최신 프로젝트 관리법 소개해줄래?</p> <p>100P</p>	<p><b>A.X</b></p> <p>주식 시장 작동 방식과 투자 이유는?</p> <p>30P</p>
---	---	--	--

**Perplexity Sonar** > 1회 가능

궁금하거나 필요한 것을 말씀해 주세요

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] AI 전략과 수익화 가능성: KT

## 1) 빅테크와의 협력

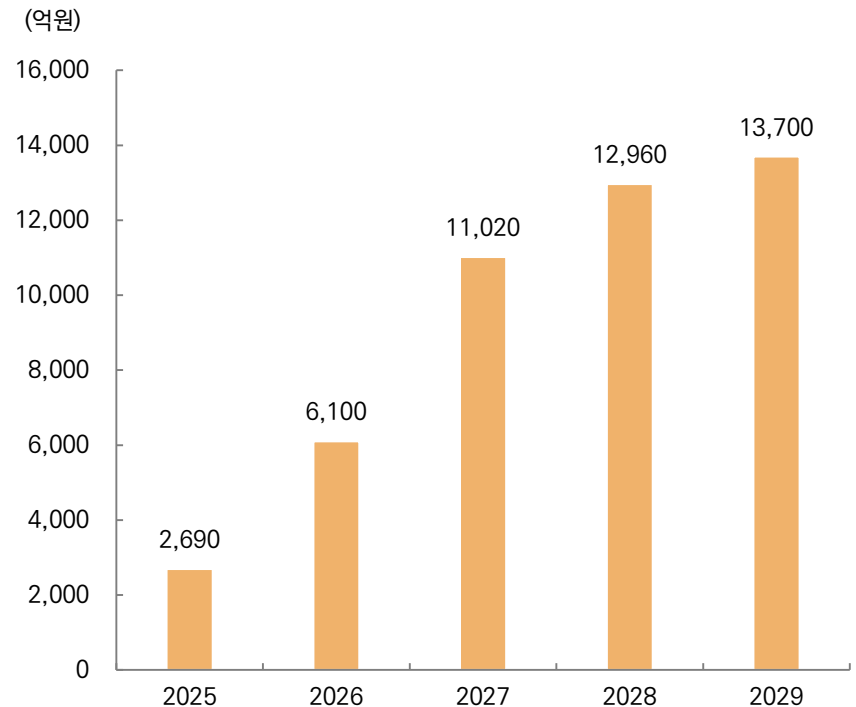
- KT는 지난 10월, 1년여 기간 동안 준비해 온 마이크로소프트(MS)와의 파트너십 내용을 발표
- 핵심은 ① MS가 KT의 데이터센터를 통해 AI 서비스를 할 것이고, ② 공공기관에 제공할 수 있는 소버린 AI를 MS의 기술력과 KT의 노하우로 함께 개발할 것이며, ③ 이 밖에 리서치 자회사를 신설해 기업이 AI를 사용할 수 있는 Use Case에 대해 함께 연구한다는 것
- 이를 통해 KT클라우드에만 5년 간 5,850억원 매출이 발생 할 것이고, 전체적인 부가가치 창출 규모는 누적 4.6조원 수준일 것으로 예상 → **자본이 주가 되는 AI 기술적 문제를 빅테크와 파트너십으로 극복**

### 마이크로소프트와 KT의 파트너십 내용

키워드	내용
투자	- 2.4조원 규모 투자 예정 - 50%는 GPU/IDC 등 인프라 투자, 그 외는 한국형 AI 모델 공동 개발비
누적 매출	- 5년간 매출 4.6조원 예상
KT 데이터센터 매출	- 5년간 5,850억원
소버린 클라우드	- 공공부문' 강조된 '시큐어 퍼블릭 클라우드 (Secure Public Cloud) 11월 프리뷰 공개, 내년 상반기 상용화 예정 - 이는 KT 클라우드에 MS 클라우드가 추가되는 형태 - KT는 MS Azure에 MSP 역할을 하게 되는 것
리서치 자회사 신설	- AX 전문기업으로, B2B에서 AI 사용할 수 있는 Use Case 개발과 컨설팅 등 진행 - MS와 KT 인력 공동 협력 예정

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### MS와의 파트너십을 통한 2029년까지의 기대 매출 (KPMG 추정)



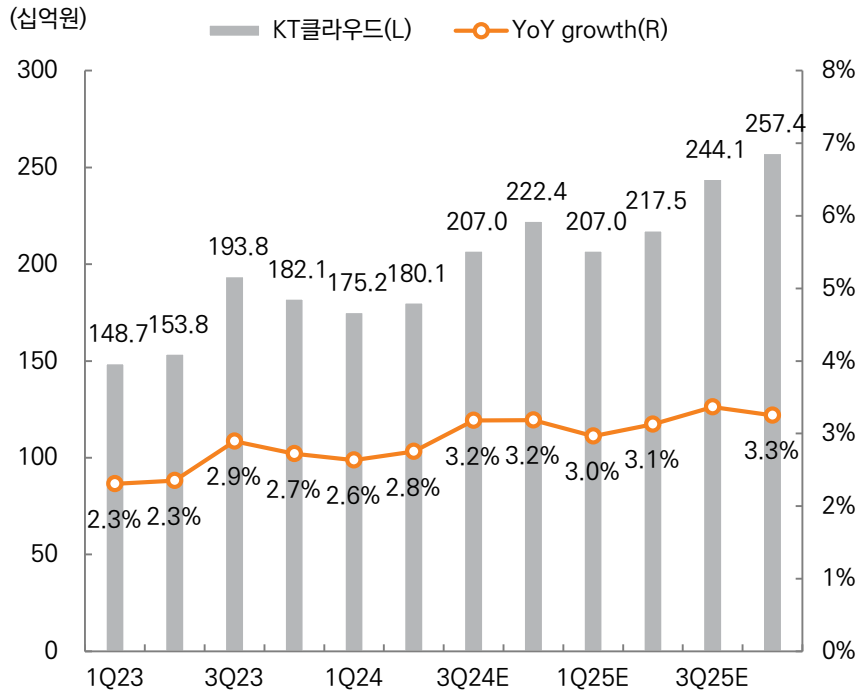
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] AI 전략과 수익화 가능성: KT

## 2) 매출 기여폭 확대 기대

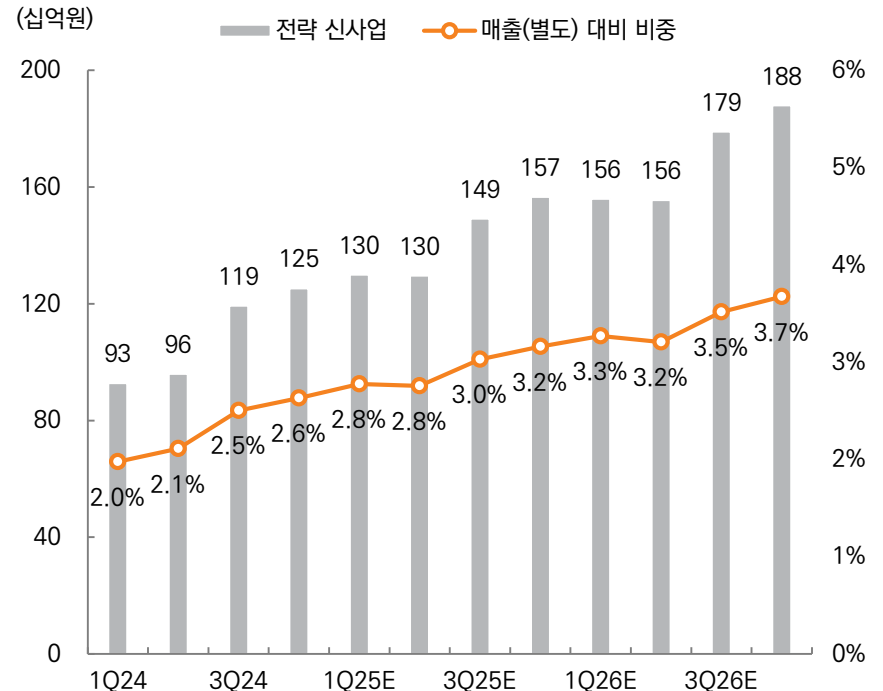
- 23년 KT에서 분사된 KT클라우드의 24년 매출은 7,847억원(+15.7% YoY), 25년 매출은 9,260억원(+18% YoY)으로 예상 → MS의 데이터센터 사용 기여도가 25년부터 반영되기 시작할 것
- 24년부터 공시한 전략신사업(AICC, IoT, 스마트 모빌리티, 스마트공간, Energy 등) 매출이 24년 3,432억원에서 25년 4,334억원(+26.3% YoY)로 두 자릿수 성장 기대 → Use Case 확대에 따라 신사업에서 추가적인 매출 확보가 가능할 것으로 기대

KT클라우드 매출 및 매출성장률 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

전략 신사업(AI 등) 매출 추이 및 전망



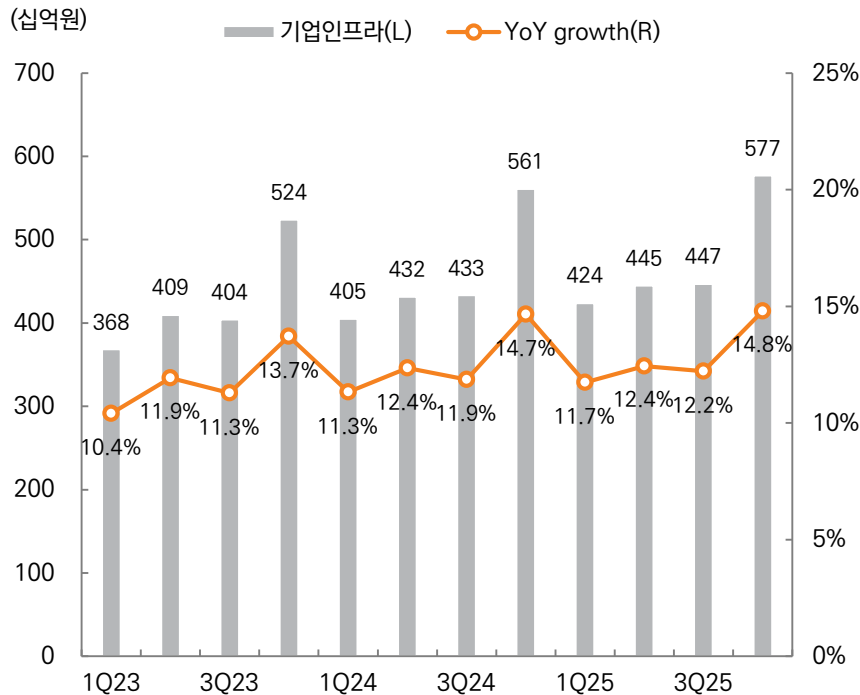
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] AI 전략과 수익화 가능성: LG유플러스

## AI 전략으로 부가가치 창출 본격화

- 2028년까지 연간 4,000~5,000억원을 투입해 AI에 총 2~3조원을 투자할 계획
- 여러 모델을 선택/결합해 안정적으로 운영·관리하는 AI 오케스트레이션 역량 구축에 주력할 예정
- B2C는 현재 수익 창출보다 가치를 더 높이는 일에 집중할 예정
- AIDC, 기업용 AI 토탈 솔루션 '익시 엔터프라이즈' 등 B2B에서 우선적으로 수익화가 이뤄질 전망
- 기업인프라 매출 24년 1.8조원(+7.3% YoY), 25년 1.9조원(+3.4% YoY) 전망

LG유플러스 기업서비스(IDC, 솔루션, 기업회선) 사업부 매출 추정



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

LG유플러스 AI 전략 요약

분류	내용
1. 투자규모	- AI분야에 연 4,000~5,000억원, 2028년까지 총 2~3조원을 투자할 계획
2. 자체 AI 모델	- 올해 6월 LG AI연구원의 생성형 AI인 엑사원(EXAONE)을 기반으로 통신에 최적화된 경량화 생성형 AI 익시젠(ixi-GEN) 개발 - LG AI연구원과 협업한 AI 개발 플랫폼 익시 솔루션(ixi-Solution)도 출시
3. B2B 사업 전략	- 올해 7월 B2B 사업에서 인프라, 플랫폼, 데이터 등 기술 혁신에 집중해 AI 응용 서비스를 고도화하는 올인(All in) AI 전략 공개 - 국내외 빅테크 모두를 가입자로 보유한 AI 데이터센터 사업과 익시젠 기반의 AI 토탈 솔루션 익시 엔터프라이즈를 강점으로 다양한 B2B 사업을 전개할 계획
4. B2C 에이전트 전략	- 모바일 에이전트로 시작해 LG전자와의 협업 통해 홈 에이전트의 영역으로 '퍼스널 AI 에이전트 예코 시스템' 구축 계획 - 통신 사업 기반 통화 영역 선진출 후, 기반 형성이 되면 AI 에이전트와 접목 목표 - 구글과 높은 완성도의 모바일 에이전트 서비스 개발을 위해 협력할 계획 - 익시오는 타사와 달리 AI 통화 에이전트 서비스의 대부분 기능을 온디바이스 환경에서 구현한 것이 차별점 → 단기적 목표는 1년 안에 사용자 100만명을 확보하는 것 - 현재 애플 아이폰 14 이상에서만 익시어를 사용할 수 있으나, 내년 1월 갤럭시 S25 출시에 맞춰 안드로이드 버전을 선보이고 적용 대상 단말도 확대할 계획

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 3사 데이터센터 현황: 2030년 200MW 이상 목표

## 통신 3사 데이터센터 현황

### IT load 기준 보유 현황

- SKT: 98MW
- KT: 118MW
- LGU+: 165MW

기업명	데이터센터명	내용
SKT	가산	- 서울 시내 최대 규모 (46MW) 시내구간 전용회선 연동에 유리 - 랙당 최대 20kW로 high density 고객 수용 가능 / Uptime사의 Tier3 인증 획득 - 엔비디아 GPU H100 배치 예정
	서초	- 2000년 5월, 연건평 12,000평 규모로 설립된 국내 최대 규모의 인터넷데이터센터 전용건물 확보
	일산	- 2007년 4월, 연건평 9,050평 규모로 설립 (지하 3층, 지상 10층)
	분당	- 2015년 8월, 연건평 3,500평 규모로 설립 (지하 1층, 지상 8층)
	양주(예정)	- 연면적 3,721평에 3층 규모로 연내 완공 예정
KT	용산	- 국내 데이터센터 사업자 최초로 154kV 변전소 이원화 통해 전력 공급받는 중 - 최대 400MW까지 수전 확장 가능 / UPS 총 용량 약 40,800kW, 총 랙 수용: 약 5,000개 (지하 6층, 지상 7층) - 데이터 전송량: 600Gbps(1초 당 6,000억비트 전송)
	목동1	- 서울권역 내 데이터센터 전용 최초의 건물(모듈화 설계방식) 및 모든 인프라설비를 Tier4 레벨로 구축 - 서울시 내 가장 많은 전력량(40,000kW) 소비 및 이중화 이원화 수전
	목동2	- 목동 1센터와의 DC를 통한 멀티 DC 구현으로 서비스 확장 제공 (지하 2층, 지상 12층) - 저집적존(3kW급), 고집적존(10kW)급으로 설계 / Cloud, CDN 등 유틸리티 컴퓨팅을 제공하는 하이브리드 존 구축 - 타 데이터센터 대비 평균적으로 약 20%의 TCO 절감 가능
	분당	- 고집적존(20kW 이상)을 수용할 수 있는 AI 연구 및 상용화 인프라 환경과 운영 컨설팅을 지원하는 '하이퍼스케일 시즌' 구축 - 서버실면적: 지하 1층 820평, 지상 1층-6층 층당 820평
	강남	- 타 수도권DC와 One DC 형태로 거대한 원구조의 망 형성되어 대용량 트래픽에서 레이턴시 없는 서비스 제공 - 서버실 면적 4-13층(전체 지하 7층-지상 14층)
	여의도	- KT 19, 20층을 리모델링한 전자금융감독규정 및 글로벌 기준을 충족한 유일한 데이터센터 - DC서버룸에서 KRX 전송실로 직결하여 단 1개의 HOP를 통해 전송 / 24시간 365일 무중단 데이터센터 구축
	가산(예정)	- 26MW IT 용량 및 10만대 이상 서버 수용 가능한 하이퍼스케일 데이터센터 / 지하 5층-지상 10층 규모로 2025년 준공 예정 - 고성능 컴퓨팅 환경이 필요한 Cloud/IT 기업을 위해 랙 당 12kW 이상의 고집적 서버실 환경 마련 - 국내 최초로 설계, 구축, 운영 및 임대까지 총괄하는 사업
LGU+	평촌 메가센터	- 국내 IDC 최초로 Uptime Tier3 설계 인증을 받은 데이터센터로 유지보수 시에도 서비스 중단 없이 이용 가능 - 일반 IDC 대비 4배 가량 많은 165,000kW 전력 및 1개당 평균 8kW 전력 수용하는 고집적 랙 제공 - 국내 최고 층고인 6M, 전산실 총 8,400평
	상암	- LTE 네트워크 활용 가능 데이터센터 / Tier3 등급의 고가용성 확보 / 전력: 20,000kW 및 UPS 전력: 평당 4.4kW
	가산	- 전원 설비를 이중화 하여 안정적으로 이용 가능 / 항온, 항습 설비를 통해 항상 일정한 온도와 습도를 유지 - Tier3 등급의 고가용성 확보 / 전력: 40,000kW, 2회선 / UPS 전력: 평당 3.0kW
	서초1	- 미국 기업 'EYP'의 글로벌 기준으로 설계되어, 해외 비즈니스에 최적화된 IDC - 전력: 9,500kW, 2회선 / UPS 전력: 1평당 2.2kW
	서초2	- Tier3 등급의 고가용성 확보 / 전력: 7,500kW, 2회선 / UPS 전력: 평당 2.2kW
	논현	- 강남 내 위치한 LGU+ IDC 중 가장 큰 규모 (연면적 8,488평, 전산실 면적 4,000평) - Tier3 등급의 고가용성 확보 / 전력: 20,000kW, 2회선 / UPS 전력: 평당 2.2kW

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] Next Core Technology: AI 네트워크

## 6G보다 먼저 AI 네트워크

- AI 네트워크의 구현 방식
- AI RAN이란 무선접속망(RAN)에 AI를 접목해 네트워크 효율성을 극대화하는 기술
- AI 오케스트레이션 기술 - 코어망, 전송망, 무선접속망, 디바이스 등 전체 통신망 구성요소에 AI를 적용해서 이들을 컨트롤하는 AI 오케스트레이션이 필요
- Edge AI: 통신사들이 보유한 국사, 기지국 등에 소규모 AI GPU 서버를 구축에 소규모 데이터센터로 구성할 수 있음

### 소프트뱅크와 엔비디아의 파트너십

구분	내용
슈퍼컴퓨터	- 세계 최초로 NVIDIA DGX™ B200 시스템을 공급받을 예정 - NVIDIA Blackwell 플랫폼을 사용해 일본 내 가장 강력한 AI 슈퍼컴퓨터를 구축
	- 차기 슈퍼컴퓨터에 NVIDIA Grace Blackwell 플랫폼을 사용할 계획
AI-RAN	- NVIDIA 가속 AI-RAN 솔루션이 캐리어급 5G 성능을 달성 - 이번 실험에서 NVIDIA AI Enterprise를 사용해 자율주행 자동차 원격 지원 등 실제 AI 추론 애플리케이션 구축 - 네트워크의 초과 용량을 사용해 AI 추론 워크로드의 동시 실행이 가능함을 입증
	- 기존 5G 네트워크 인프라보다 40% 적은 전력을 소모하는 NVIDIA Aerial RAN 컴퓨터-1 시스템을 향후 자사 솔루션에 통합할 계획
	- 향후 NVIDIA AI Enterprise 소프트웨어를 사용해 로컬 보안 AI 컴퓨팅에 대한 수요를 충족할 수 있는 AI 마켓플레이스 구축 계획
	- AI-RAN 인프라에 1달러의 자본을 투자할 때마다 약 5달러의 AI 추론 수익을 얻을 수 있을 것으로 예상 - 소프트뱅크는 인프라에 추가하는 모든 AI-RAN 서버에 대해 최대 219%의 수익을 달성할 수 있을 전망

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

### 통신 네트워크에 위치별로 AI를 활용하는 방법

구분	온디바이스 AI	엣지(edge) AI 인프라	하이퍼스케일 AI DC
위치	단말	유무선 인프라 (중계기부터 교환국사)	중앙 집중
구성	Low-end GPU/NPU/CPU	xPU (GPU, NPU, CPU 등)	High end GPU
규모	디바이스 내장 (전력과 크기에 제약)	소규모 서버랙, Telco 장비 내재화	대규모 서버 랙 (수천개 이상)
활용 용도	일부 추론	추론, 파인튜닝, sLLM, 통신서비스	대규모 학습, 추론
효과	유리함	-	불리함

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 국내외 위성 네트워크 구축 현황

## SpaceX 주도의 국내외 위성 네트워크 구축: **지상망과 위성망의 연결이 구체화되기 시작하는 것에 대한 관심 확대**

구분	기업명	내용
해외	SpaceX	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>美 정보기관 국가정찰국(NRO)과 정찰용 위성 네트워크 구축 위해 2021년 18억달러 규모의 계약 체결</b></li> <li>- 정찰용 위성 네트워크 구축은 스페이스X의 군사용 위성 서비스 '스타실드' 사업부가 담당</li> <li>- 해당 네트워크는 이미지 처리 센서를 갖춘 대형 위성과 수많은 중계 위성으로 구성</li> <li>- 해당 위성 네트워크가 성공적으로 구축될 시, 美 정부와 군은 거의 전세계 모든 곳에서 잠재적 표적을 신속히 발견 및 대응 가능</li> </ul>
국내	SpaceX	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>한국 사업을 전담할 자회사 스타링크코리아 설립 후 이를 기간통신사업자로 등록 ('23.3)</b></li> <li>- 지난 10월 15일, 과기정통부 소속 국립전파연구원이 스타링크 단말기의 국내 사용이 가능하도록 국내 기술 기준 개정을 예고</li> <li>- 관련한 행정 절차에는 통상적으로 3~4개월의 시간이 소요 → 내년 초쯤 사실상 서비스 가능</li> <li>- 이후 사업자인 스타링크코리아가 자율적으로 서비스 개시 시기를 결정</li> <li>- <b>국내 통신 3사 모두(SKT 자회사 SK텔링크, KT 자회사 KT SAT, LG유플러스)와 사업 확대에 나설 전망</b></li> </ul>
	KT SAT	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>독일 저궤도 위성 사업자 '리바다 스페이스 네트워크'와 MOU 체결 ('24.5)</b></li> <li>- Multi-orbit(다중궤도) 사업 토대 확보를 위한 글로벌 저궤도 사업자와의 제휴</li> <li>- 리바다 서비스를 활용해 군·정부, 금융 분야 등 보안에 민감한 고객을 중심으로 고속의 위성망을 제공할 계획</li> <li>- 특히 석유 및 가스 탐사 기업, 해운 등 물류 기업에 대한 연결 서비스를 강화할 예정</li> <li>- 리바다는 2028년까지 총 600개의 저궤도 위성을 발사하고 위성 간 레이저 통신을 통해 글로벌 PTP 통신망을 구축할 예정</li> <li>▪ <b>SpaceX와 협력 통해 스타링크의 저궤도 위성 서비스를 국내 시장에 도입할 계획 ('23.11)</b></li> <li>- 스타링크는 전 세계 이용자에게 고속, 저지연 인터넷을 제공하기 위해 스페이스X가 운영하는 저궤도 위성통신 시스템</li> <li>- KT SAT는 우선 모빌리티 분야에 스타링크를 제공할 계획</li> <li>- 최소 6개월 이상의 장기간 항해가 보편적인 해양통신 분야에서의 큰 성장이 예상</li> <li>- 스타링크코리아가 정부 승인을 받는 대로 국내 서비스를 시작할 계획</li> </ul>
	SK텔링크	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>산림청과 스타링크 저궤도 위성을 활용한 긴급 통신 기술 개발 추진 ('24.4)</b></li> <li>- SK텔링크는 스타링크 국내 공식 파트너로서 저궤도 위성 링크를 제공</li> <li>- SK텔레콤은 대형 산불로 통신망이 소실될 산악지역에서 신속하게 긴급 통신망을 확보할 수 있는 기술을 개발</li> <li>- 본격적인 실증은 스타링크코리아가 과학기술정보통신부로부터 주파수 사용 허가를 취득한 후 추진될 예정</li> <li>▪ <b>2024~2025년도 대한민국해군 상용위성 서비스 제공 사업자로 선정 ('24.2)</b></li> <li>- 파병 및 연합훈련 등 해군 함정을 대상으로 위성통신 서비스와 휴대용 상용위성전화기 서비스 등을 구축 및 제공하는 사업</li> <li>▪ <b>스타링크와 국내 최초 저궤도 위성통신 서비스 제공 목적의 전략적 제휴 계약 공식 체결 ('23.9)</b></li> <li>- 단말 설치부터 전국 영업망을 통한 마케팅 등 스타링크의 국내 저궤도 위성통신 서비스 판매를 위한 전방위 협력 제공 예정</li> </ul>
	LG유플러스	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>스페이스X와 서비스 협상 완료 ('24.1)</b></li> </ul>

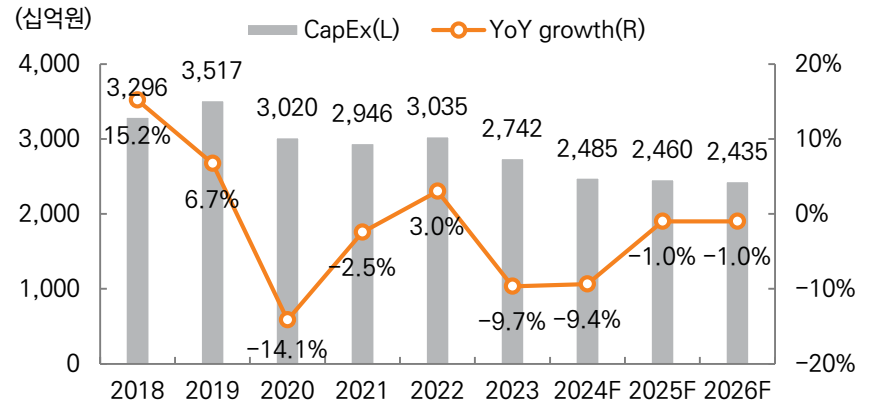
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 통신 3사 CapEx 현황 및 전망

## 25년 CapEx 전망

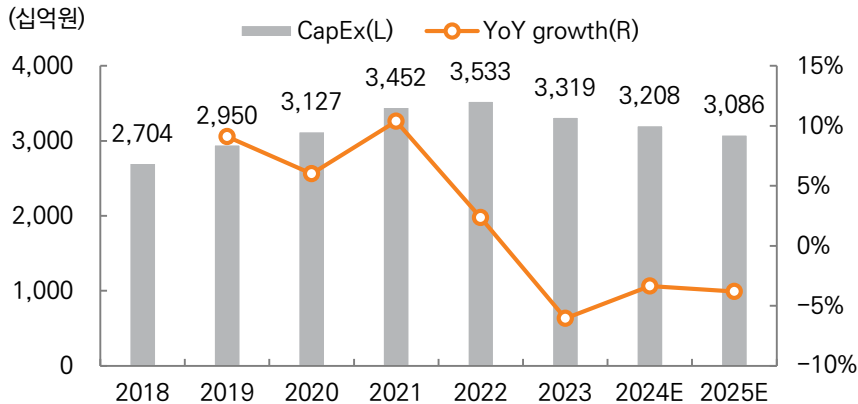
- CapEx 증가 가능성: 데이터센터 투자, GPU 확보 규모에 영향 받을 것으로 예상
- SK텔레콤은 가산 AI 데이터센터와 양주 데이터센터 구축 중
- KT는 가산에 하이퍼스케일 데이터센터 구축 중
- LG유플러스는 파주에 데이터센터 구축 준비 중
- 기존 데이터센터 구축에 소요되는 금액은 3,000~4,000억원 수준이었으나, GPU 서버가 들어가고 하이퍼스케일 규모로 커지면서 비용이 큰 폭으로 증가
- CPU 중심의 DC의 경우 100MW 추가 당 1조원 정도 비용 발생하는 걸로 알려졌다, GPU 중심의 DC는 6~7배

### SK텔레콤 CapEx 추이 (연결 기준)



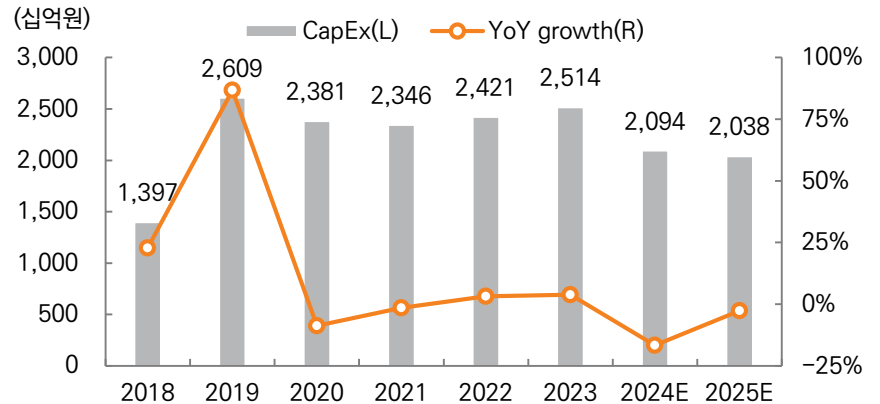
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### KT CapEx 추이 (연결 기준)



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 CapEx 추이 (별도 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

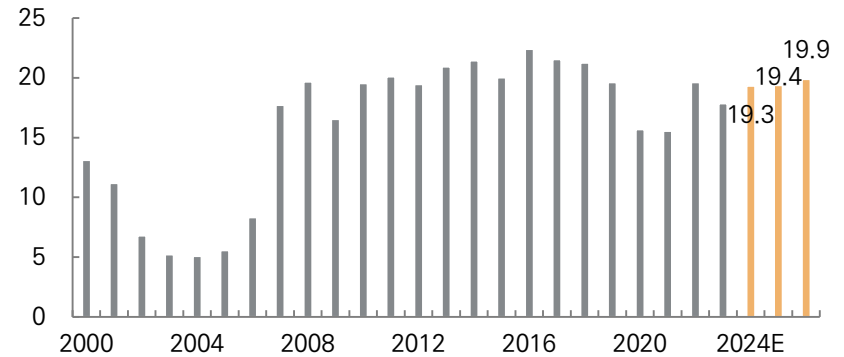
# [통신] 미국 통신사 CapEx 추이 증가세 “무선네트워크의 현대화”

## 美 통신사 CapEx

- **AT&T**
  - 무선 네트워크 현대화에 따라 4Q 더 높은 수준의 CapEx 예상
  - 2025년에 극적인 CapEx 변화는 없을 것이라고 언급
- **Verizon**
  - FY25 CapEx 가이드선으로 175-185억달러 제시
  - C-Band의 지속적 출시가 포함된 수치
- **T-Mobile**
  - FY4Q24 CapEx 가이드선으로 88-90억달러 제시
  - FY24 CapEx 가이드선으로 90-100억달러 제시

### AT&T CapEx 추이

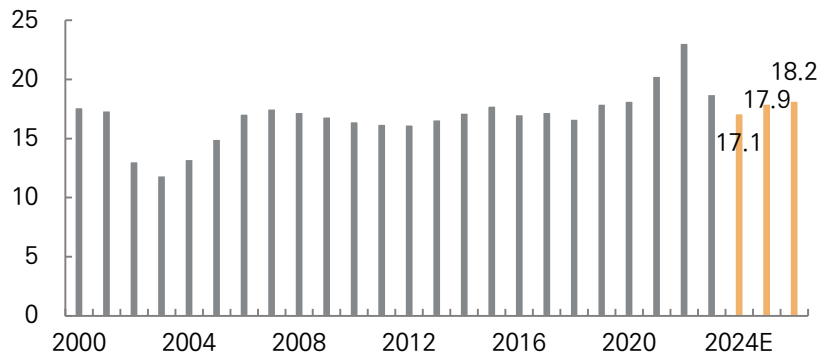
(십억달러)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### Verizon CapEx 추이

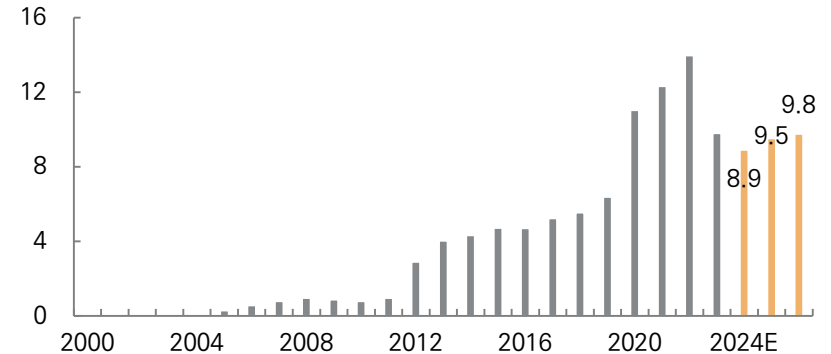
(십억달러)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### T-Mobile CapEx 추이

(십억달러)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 밸류업: SK텔레콤

- 핵심지표로 ROE(26년 10% 이상)와 주주환원율(연결 기준 조정 당기순이익 50% 이상)을 설정
- 장기 vision으로 2030년 총매출 30조원 및 AI 비중 35%를 제시하여 미래 성장 의지 강조
- 11월 13일 SK텔레콤은 태광산업과 미래에셋이 보유한 SK브로드밴드 지분 각각 16.75%와 8.01%를 1조1,459억원에 인수하겠다고 공시 → SKT의 브로드밴드 지분은 99.14%로 증가
- 인수재원 확보 위해 비핵심자산 매각 혹은 회사채 발행 검토 중 (현재 SK텔레콤의 9월말 기준 현금성자산 2.2조원)
- 이번 지분 인수로 지배구조 불확실성이 해소되고, IPO로 인한 비용이 사라지며, 무엇보다 데이터센터가 중요한 AI 산업에서 SKT와 브로드밴드 시너지가 강화될 것으로 판단

## SK텔레콤 기업가치 제고 계획

### 목표 1

2026년  
10% 이상의 ROE 달성

### 목표 2

연결 기준 조정 당기순이익의  
50% 이상을 주주환원

### 목표 3

2030년까지  
총매출 30조원, AI 비중 35% 달성

### 달성 방안 1

#### 자본효율성 향상 및 재무건전성 개선

- O/I(Operation Improvement)를 통한 핵심사업의 본원적 경쟁력 강화
- 통신과 AI 두가지 포트폴리오 선택과 집중
- 비핵심/비효율자산 유동화 검토

### 달성 방안 2

#### 안정적인 주주환원

- 상한 제거로 주주환원 성장의지 강조
- 연결 기준 자회사 및 투자성과도 공유
- 안정적이고 예측 가능하며 지속가능한 주주환원 정책 추진

### 달성 방안 3

#### AI 중심의 신성장동력

- AI Vision 2030 설정
- AI 피라미드 전략 및 'AI로 돈 버는 방법'
- 통한 수익화 방안 구체화
- AI 사업 협력 확대 및 투자 지속

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 밸류업: KT

- 핵심지표로 ROE와 COE(자기자본 비용)을 고려해 2028년 연결 ROE 목표를 9-10%로 설정
- AICT 기업으로의 사업구조 전환을 통한 수익성 개선, 추가 주주환원 등 자본 효율화를 통해 기업가치 제고 추진
- 특히 4년간 누적 1조원 자사주 매입/소각 계획을 구체적으로 발표하며 주주환원을 상승 기대감 커진 상황  
→ 25년에는 부동산 일회성 이익으로 자사주 매입/소각 진행할 것
- 다만 외국인 지분율이 자사주 소각에 걸림돌이 될 것이므로, 시점은 자유롭지 못할 것으로 해석

## KT 기업가치 제고 계획

### 중장기 목표

2028년 연결 ROE 9-10% 달성

#### 달성 방안 1

##### 23년 대비 AI/IT 매출 3배 성장

- CT→AICT로 성장 패러다임 전환
- AICT를 통한 본업 혁신 (통신, 미디어 등)
- AICT를 통한 B2B AX 성장 실현
- 역량/인력/사업 구조 혁신

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

#### 달성 방안 2

##### 연결 영업이익률 9% 달성

- 저수익 사업 합리화 등 비핵심 투자자산 적극 효율화 통해 영업이익 개선
- 유휴 부동산, 투자자산 등 비영업자산의 유동화 추진 통한 자산가치 제고

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

#### 달성 방안 3

##### 4년 간 누적 1조원 자사주 매입/소각

- AICT 구조전환 통한 수익성 개선과 비핵심 자산 유동화 통한 잉여 현금 확대
- 이를 추가 주주환원 등 ROE 개선 위한 자본 배치에 활용

# [통신] 밸류업: LG유플러스

- 연결 기준 ROE를 8-10% 수준으로 끌어올리고 주주환원율도 최대 60% 수준을 달성하겠다는 중장기 목표 설정
- 기업가치 및 주주가치 제고 달성을 위해 1) 수익성 강화와 2) 적극적 주주환원 정책을 핵심지표로 선정

## LG유플러스 기업가치 제고 계획

### 중장기 목표

연결 ROE 8-10% 및 주주환원율 40-60% 달성

#### 달성 방안 1

##### 고수익사업 중심 구조개편/운영효율성 개선

- B2B: AIDC를 통한 성장동력 강화
- High-single 이상의 IDC 매출성장 목표
- B2C: 디지털 기반 유통구조 전환
- 중장기 디지털 채널 비중 목표 25%
- AX 추진 및 사업구조 개선

#### 달성 방안 2

##### 부채비율 100% 중장기 적정자본구조 설정

- 6G 도입이 예상되는 시점 전까지 목표 부채비율을 100% 수준 (순레버리지 비율 약 1.1배)로 설정
- 잉여현금 흐름 중 차입금 상환액을 제외한 부분을 주주환원 재원으로 확보

#### 달성 방안 3

##### 현금흐름 감안한 탄력적 자사주 매입 실행

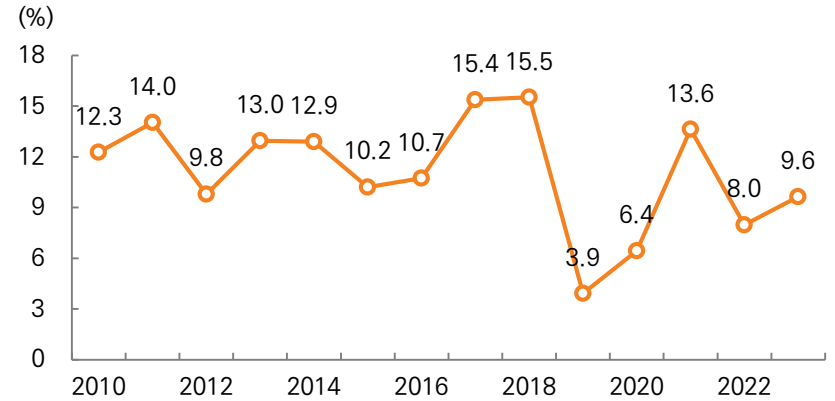
- 영업활동현금흐름 3조원 가정 시, 투자금액 2.4조원, 부채상환 3천억원, 주주환원 3천억원 배분 예정
- 주주환원율 최대 60% 수준까지 자사주 매입 실행 예정이며 현 배당정책은 유지

# [통신] 밸류업 - ROE의 개선을 기대

## ROE

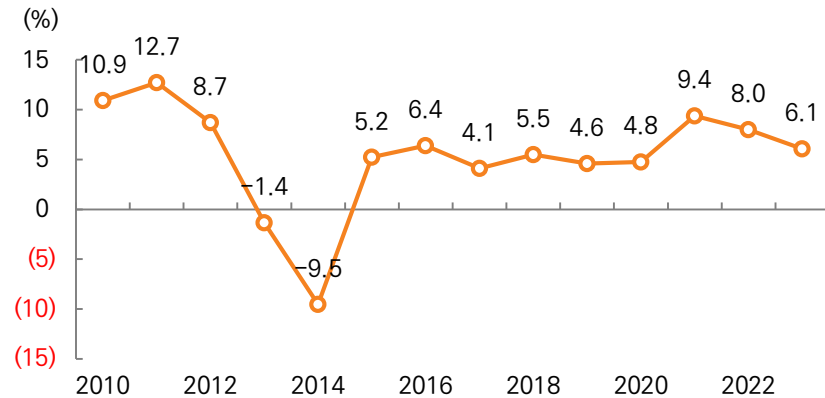
- 통신 3사 ROE는 현재 SK텔레콤이 가장 높은 상황
- ROE 개선으로 주주 환원 강화하고, 기업 재무건전성을 강화에 대한 기대감 확대

### SK텔레콤 ROE 추이



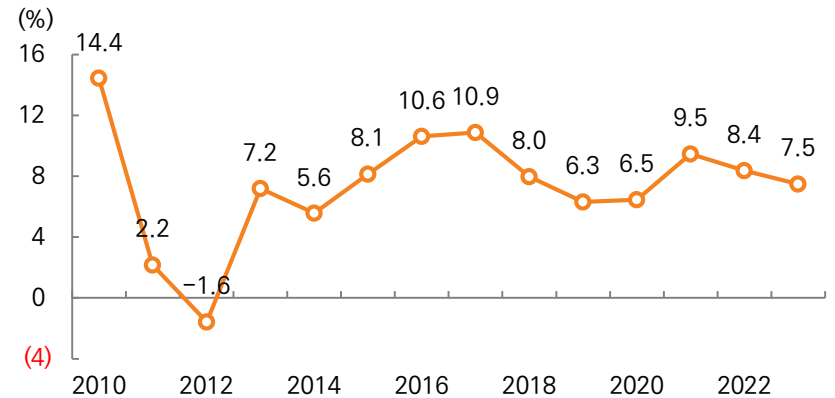
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### KT ROE 추이



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 ROE 추이



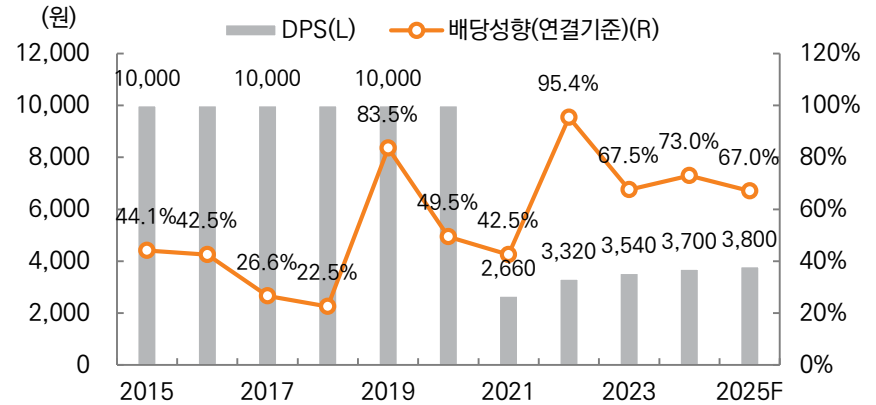
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 통신 3사 배당 및 주주환원 현황

## 배당 정책

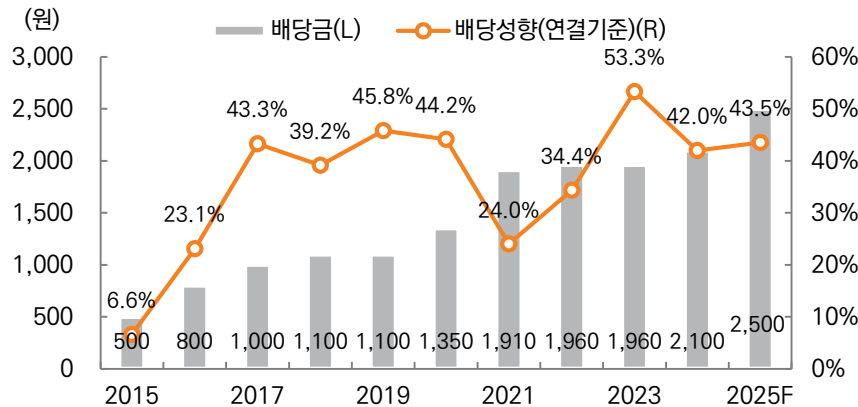
- 통신3사 24년 배당수익률 SK텔레콤 6.5%, KT 4.7%, LG유플러스 5.9%로 예상
- 25년에는 KT와 LG유플러스가 주주가치 재고 방안에 자사주 매입/소각 명시하면서, 더 적극적인 주주환원 정책 나타날 가능성 높다고 판단. 이에 따라 7~8%대의 TRS(총주주환원율) 기록 가능성 커진 상황
- 현재 SK텔레콤과 KT는 분기 배당 시행 중이고, LG유플러스는 반기 배당 시행 중

### SK텔레콤 배당금 및 배당성향 추이



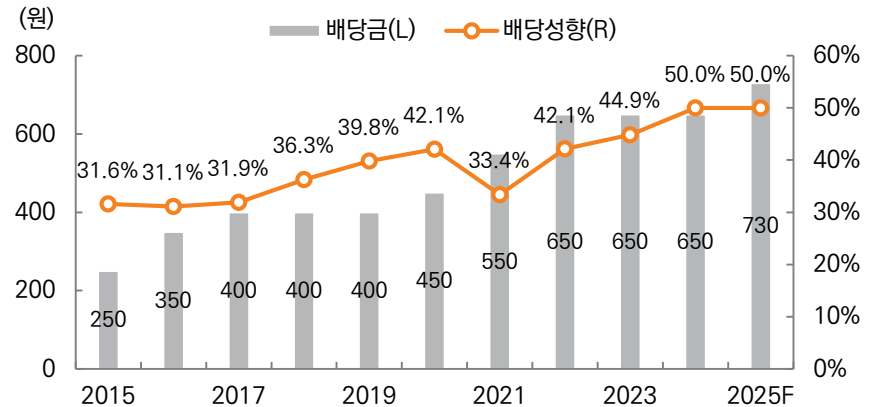
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### KT 배당금 및 배당성향 추이



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 배당금 및 배당성향 추이



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 외국인 지분율

## 외국인 지분율

- KT의 외국인 지분율이 49% 한도를 터치함에 따라 11월 MSCI에서 편출됨
- SK텔레콤과 LG유플러스는 아직까지 여유가 있는 상황이며, 25년 한국 경기 둔화가 가시화되면 방어주인 통신주의 매력도가 커질 것으로 기대

### KT 외국인 지분율 추이



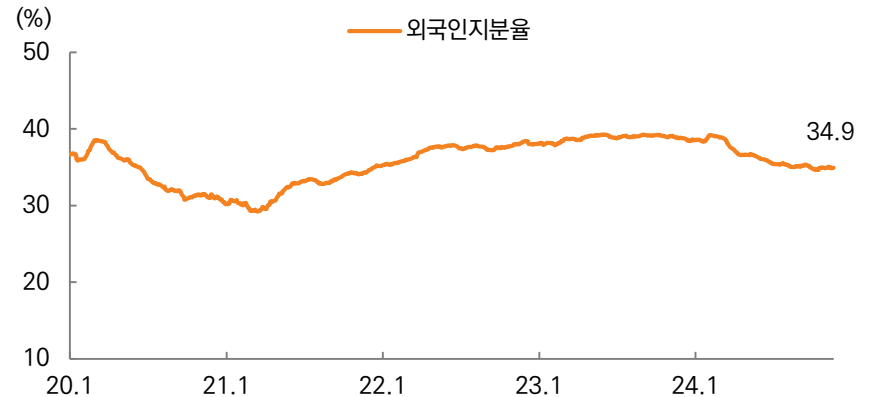
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### SK텔레콤 외국인 지분율 추이



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 외국인 지분율 추이



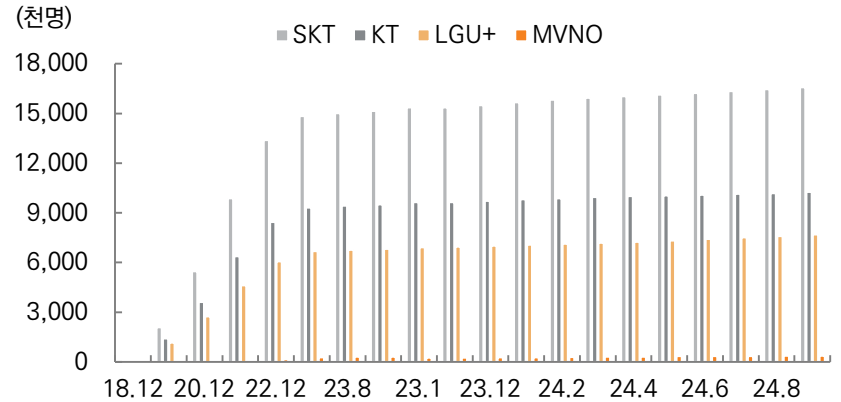
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 통신3사 가입자 현황

## 가입자 현황

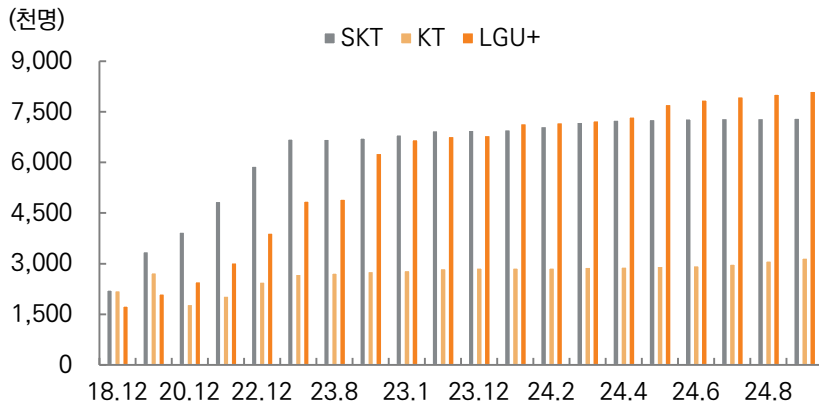
- 5G 침투율 70% 돌파
- 5G 가입자 수는 SKT 1,658만명, KT 1,026만명, LGU+ 769만명
- IoT 및 M2M 가입자 증가세 지속
- 통신 3사 전체에서 IoT 비중 46.4%, M2M 비중 7.4%

### 5G 가입자 수



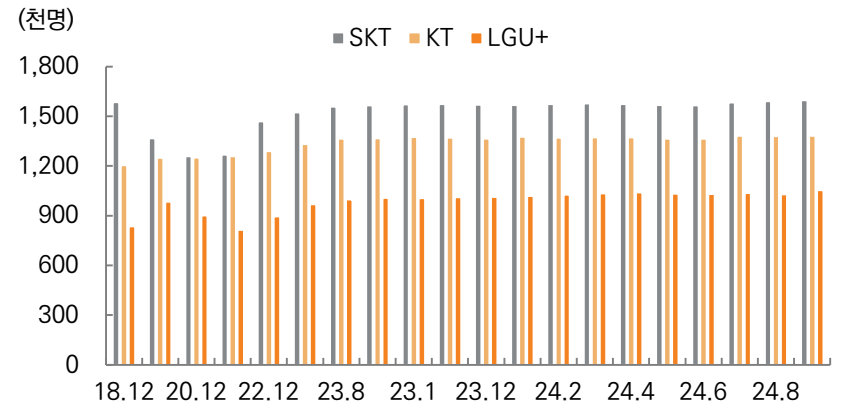
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

### IoT 가입자 수



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

### 가입자기반 단말장치 가입자 수

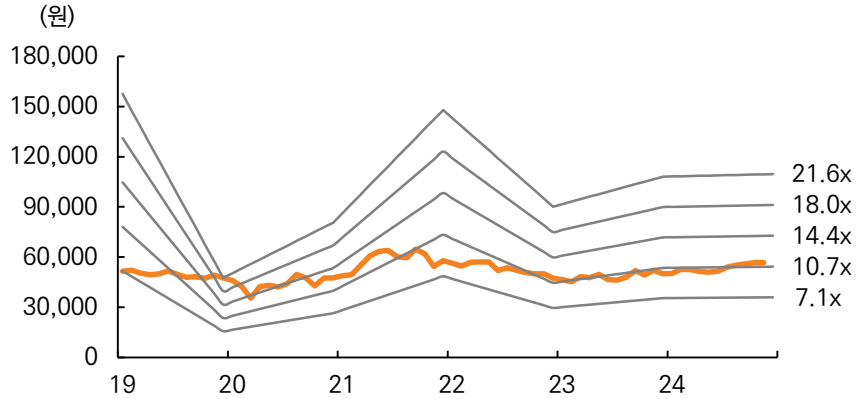


자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 밸류에이션 - PER

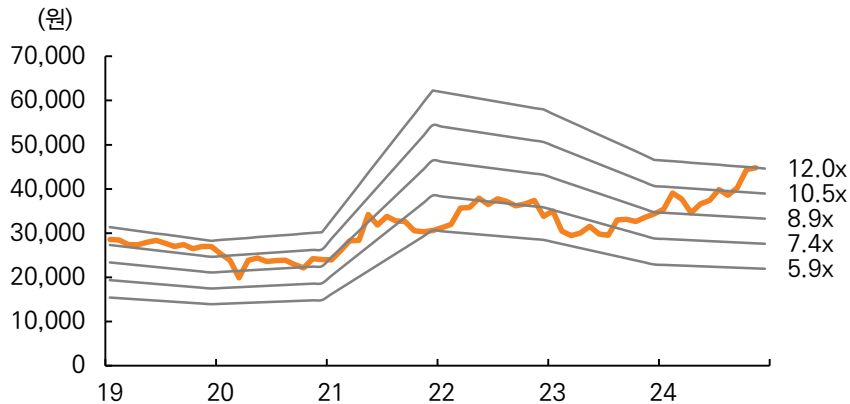
## PER

### SK텔레콤 PER 추이



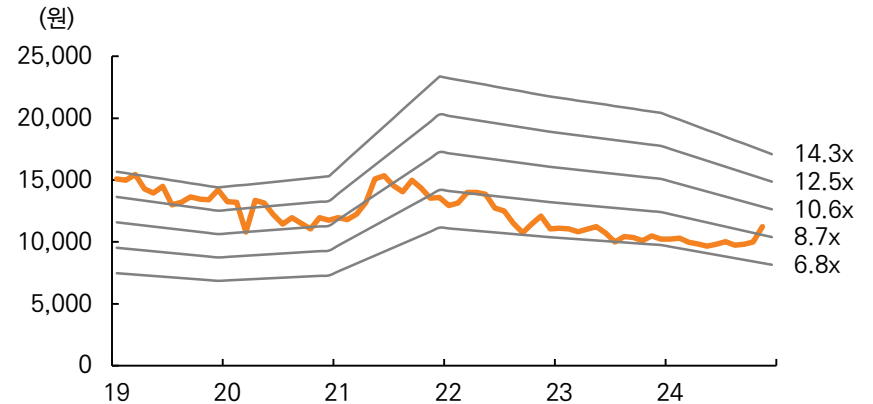
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### KT PER 추이



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 PER 추이

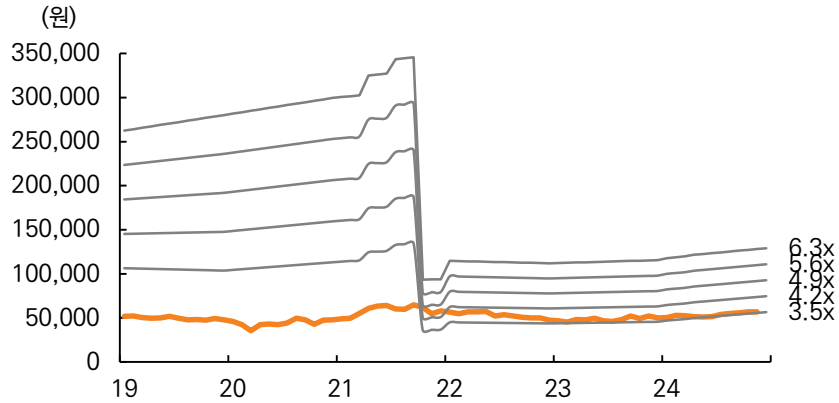


자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# [통신] 밸류에이션 - EV/EBITDA

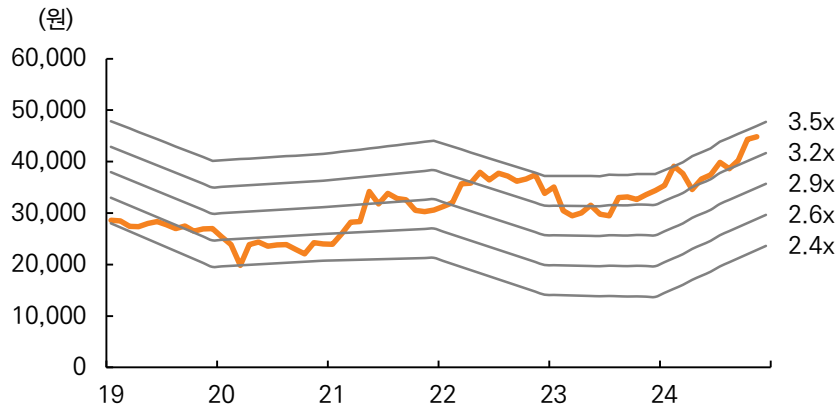
## EV/EBITDA

### SK텔레콤 EV/EBITDA 추이



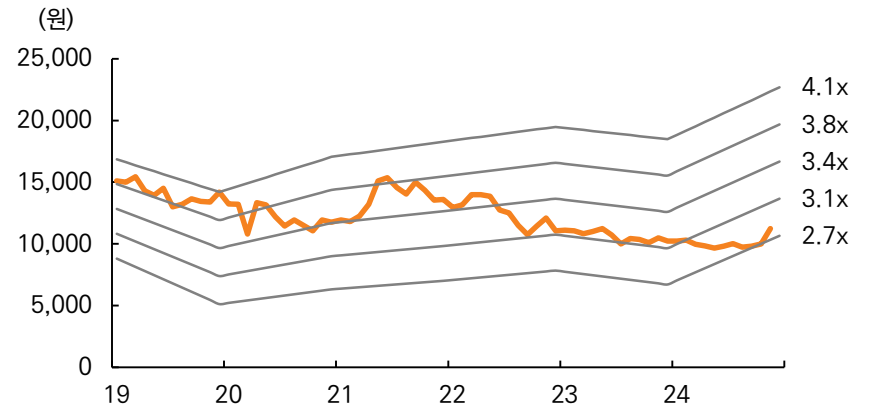
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

### KT EV/EBITDA 추이



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### LG유플러스 EV/EBITDA 추이



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

## II

—

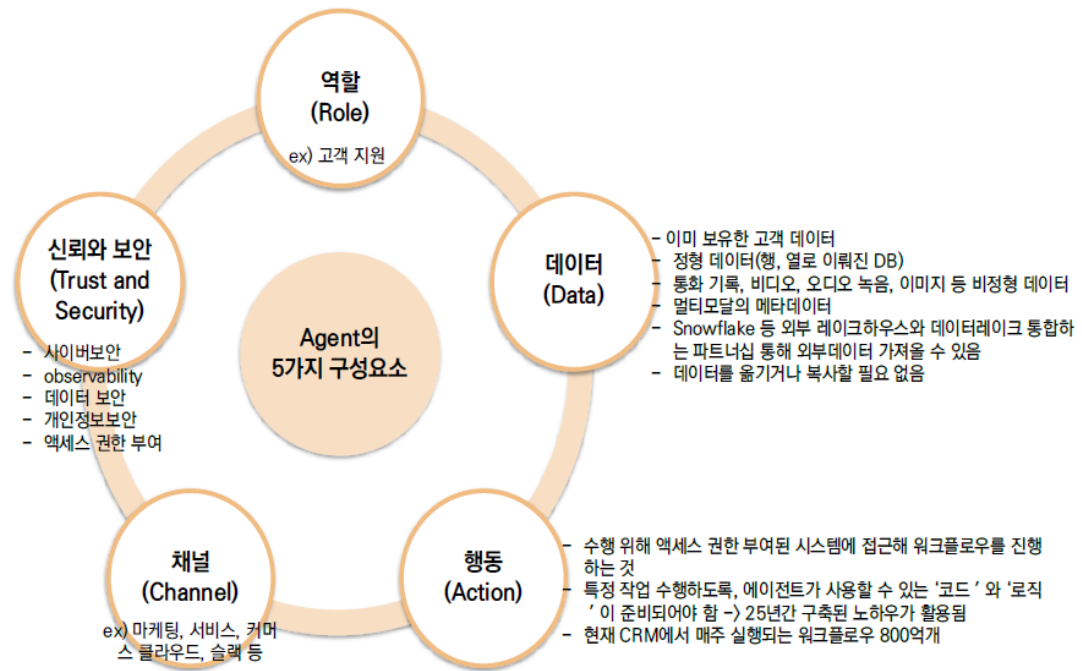
# 산업 분석 - IT서비스/소프트웨어

# [소프트웨어] AI Agent의 확산 본격화

## AI agent > Copilot

- AI의 사용 방법은 1세대 Chat-bot → 2세대 AI agent → 3세대 Multi-agent System으로 향함
- Chat-bot은 오픈시가 주도했다면, AI agent는 세일즈포스가 주도 중
- 물론 세일즈포스 이외에 타 기업들도 AI agent 형태의 서비스를 출시 중
- 현재 마이크로소프트의 Copilot보다 세일즈포스의 Agentforce가 B2B에서 훨씬 좋은 반응을 얻는 중
- 따라서, 25년에는 구조조정 심화와 함께 사람을 대체할 수 있는 AI Agent의 Use Case가 기업 현장에서 급증할 것으로 전망 → 이를 위해서는 각 업무에 맞는 Use Case를 만들어야 함

### 세일즈포스의 Agentforce 5가지 구성요소



자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] AI Agent의 확산 본격화

## 우후죽순 AI agent로

- Chat-bot 형태 다음은 AI-agent, 그리고 그 다음은 멀티모달 agent
- 24년 하반기 들어 기업들이 우후죽순 AI agent 출시 시작
- 그중 Use Case 확보와 Data platform 구축 되어 있는 세일즈포스가 가장 앞서 나간다는 평가
- 앞으로 Use Case + Data platform + LLM 기술력의 차이에 따라 성과 차별화 나타날 것
- AI agent 확산은 추론 연산 데이터량 증가로 AI 시장에 본격적인 업사이클링 가져올 것

### 글로벌 대표 기업의 AI agent 현황

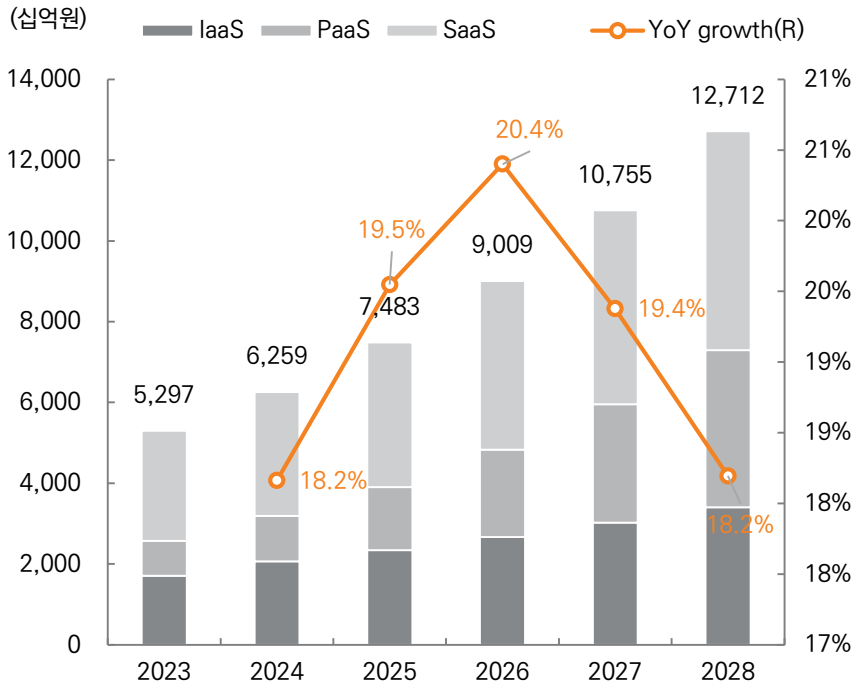
기업명	공표일	내용
OpenAI	2024.11	- 내년 1월을 목표로 코드명 'Operator'라는 AI 비서 공개를 준비 중 - 개발자용 프로그램 인터페이스에 탑재해 연구자들을 대상으로 선보일 계획
Google	2024.10	- 사람 대신 인터넷에서 제품 구매, 항공권 예약, 자료 수집 등을 수행하는 AI 서비스로 프로젝트 코드명은 'Jarvis' - 인간의 지시에 따라 행동하기 전에 컴퓨터 화면에 있는 내용을 스크린샷으로 찍고 해석한 뒤 버튼을 클릭하거나 텍스트를 입력 - 일상적 웹 기반 작업을 자동화하고자 하는 소비자를 타겟
Anthropic	2024.10	- 최신 AI 모델 'Claude 3.5 Sonnet' 기반의 'Computer Use' 기능 공개 - AI 모델에게 파일을 주고 특정 내용을 찾으라고 명령하거나, 찾은 내용을 문서화하라고 주문하는 등 단계별로 작업을 맡겼던 기존 방식보다 한 단계 진화하여, 한꺼번에 작업 수행이 가능한 모델
Microsoft	2024.10	- 지난 10월, 스스로 판단하고 행동하는 AI 시스템 Autonomous Agents(자율 에이전트) 기능을 발표 - 지난 11월 18일(현지시간), 'Ignite 2024' 행사에서 AI 에이전트 신제품을 공개 ① 특정 사이트, 파일, 폴더가 AI 에이전트와 연동돼 정보를 쉽게 찾을 수 있는 검색 전문 'Agent in SharePoint' ② Teams에서 실시간 음성 통역을 지원하는 'Interpreter agent' ③ 직원이 휴가 신청, 급여 및 복지 정보 확인 등을 쉽게 처리할 수 있도록 돕는 'Employee Self-Service Agent' ④ 작업 관리 도구 플래너에서 프로젝트 계획 수립부터 실행까지의 과정을 자동화하는 'Project Manager agent' - AI 기반 에이전트를 설계하고 관리할 수 있도록 지원하는 플랫폼 'Copilot Studio'도 업데이트
Salesforce	2024.9	- 9월 17일 열린 연례 컨퍼런스인 Dreamforce 2024에서 신제품 '에이전트포스(Agentforce)' 공개 - 차세대 자율형 AI 에이전트로, 1) 로우코드 기반으로 사용자가 쉽게 AI 에이전트를 구축할 수 있고, 2) '아틀라스 추론 엔진'을 기반으로 사람의 지시 없이 자율적으로 고객 문의에 대응할 수 있다는 특징 보유 - 5가지 요소로 구성: 역할(Role), 데이터(Data), 행동(Action), 채널(Channel), 신뢰와 보안(Trust and Security)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 국내 2025년 IT 소프트웨어 투자 전망

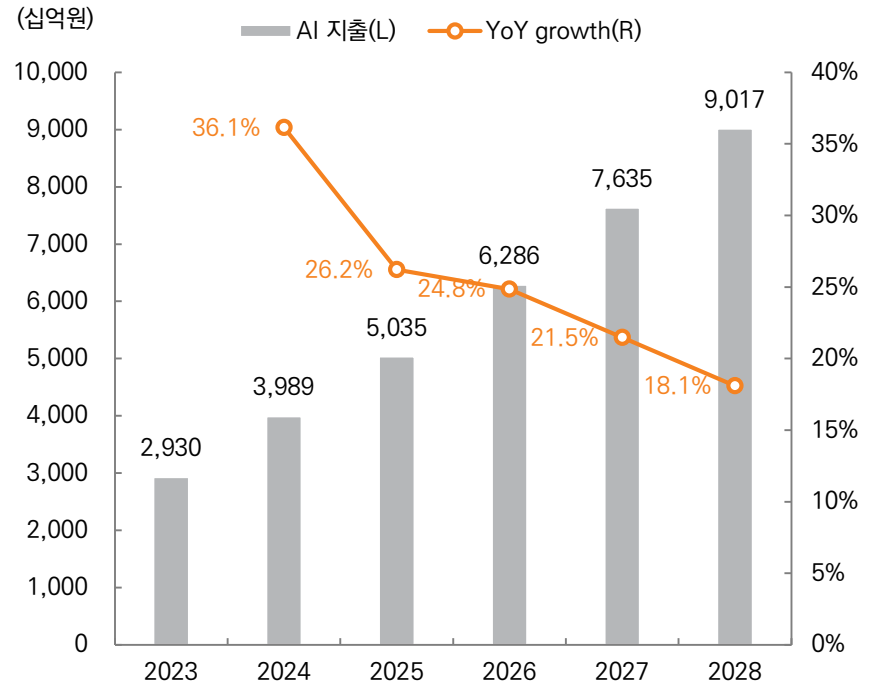
- IT 서비스 시장은 24년 10.7조원, 25년 11조원 규모이고, 5년간의 CAGR은 1.9%
- 최근 국내 SI 기업들은 직접 클라우드 및 AI 등 솔루션 매출 비중이 늘어나고 있는 추세이므로, IT 서비스 보다는 추가 탑라인 성장을 가져올 수 있는 클라우드와 AI 시장 등의 성장성에 주목해야 함
- 클라우드 시장은 24년 6.3조원(+18.2% YoY), 25년 7.5조원(+19.5% YoY), 2028년 12.7조원(+18.2%)로 CAGR 19%. 글로벌 시장에서의 비중은 0.6%. 글로벌 시장 규모는 24년 8,118억달러(약 1,135조원), 28년 1.6조달러(약 2,274조원)
- 한국의 AI 시장은 24년 4조원, 28년 9조원 규모로 예상되며, CAGR은 25%로 가장 높음. 글로벌 시장에서의 비중은 1% 정도이며, 글로벌 AI 시장은 24년 2,340억달러(약 327조원)이고 28년에는 6,320억달러(약 883조원)

한국 클라우드 시장 규모 추이 및 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

한국 AI 시장 규모 추이 및 전망

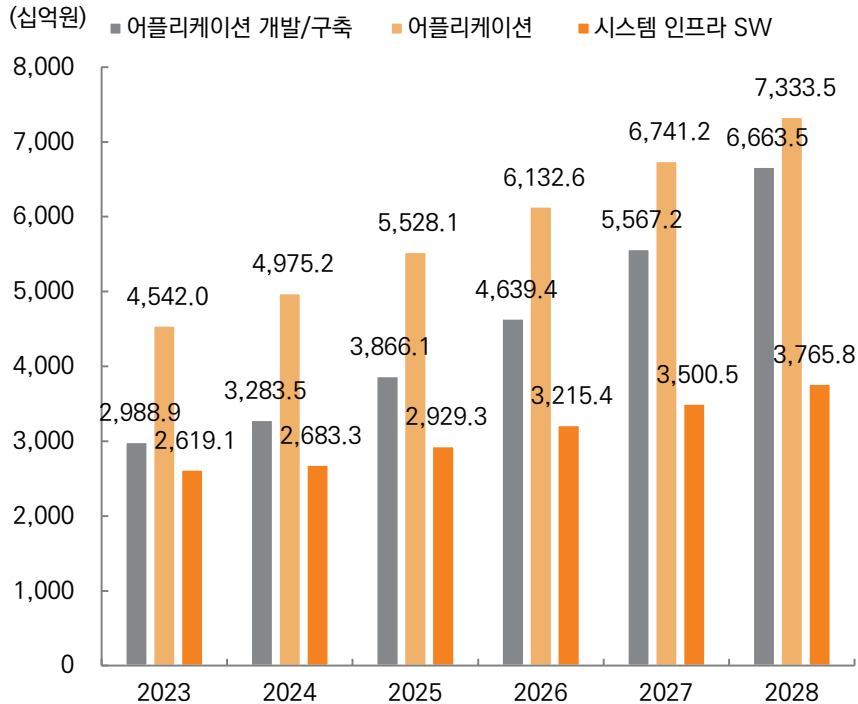


자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 국내 2025년 IT 소프트웨어 투자 전망

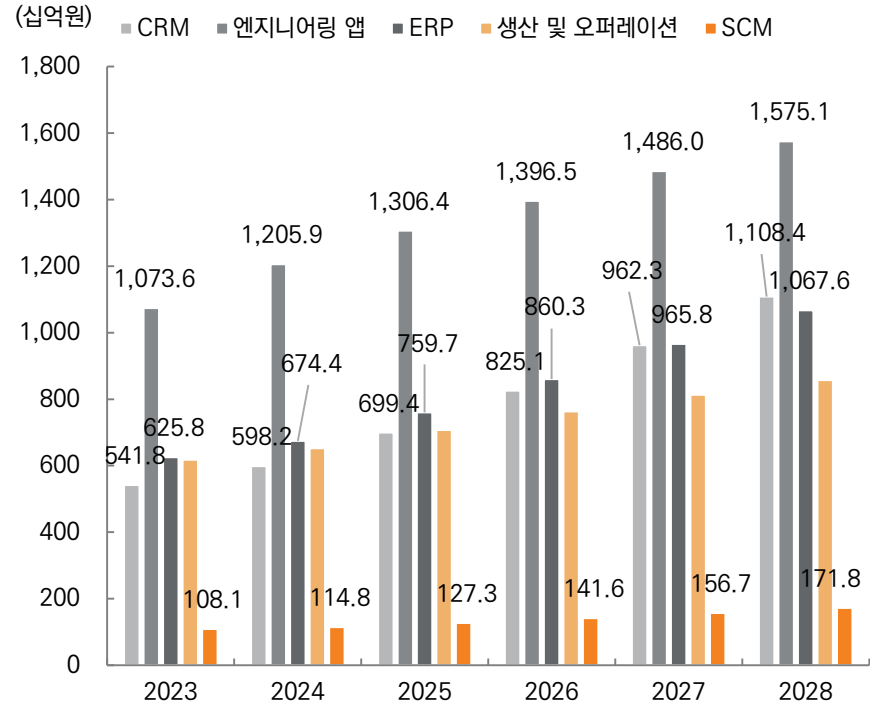
- IDC에 따르면 한국의 소프트웨어 시장은 24년 10.94조원(+7.8% YoY), 25년 12.3조원(+12.6% YoY) 규모이며, 28년 17.8조원으로 성장. 5년간의 CAGR은 12%.
- 소프트웨어 시장은 어플리케이션 개발/구축, 어플리케이션, 시스템 인프라 SW 3개 카테고리 분류  
→ 각각 비중은 30%, 46%, 25%이며, CAGR은 각각 17.4%, 10%, 8%로 개발/구축이 가장 높은 성장
- 그 중에서 한국 기업용 어플리케이션 SW 시장은 24년 3.24조원, 25년 3.6조원, 28년 4.8조원으로 성장 예상하는데, 어플리케이션은 크게 5가지인 ① CRM, ② 엔지니어링 어플리케이션, ③ ERP, ④ 생산 및 오퍼레이션, ⑤ SCM으로 구분
- 기업용 어플리케이션 각각의 5년 간 CAGR은 15.4%, 8%, 11.3%, 6.8%, 9.7%로 예상

한국 소프트웨어 시장 규모 및 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

한국 기업용 어플리케이션 소프트웨어 시장 규모 및 추이



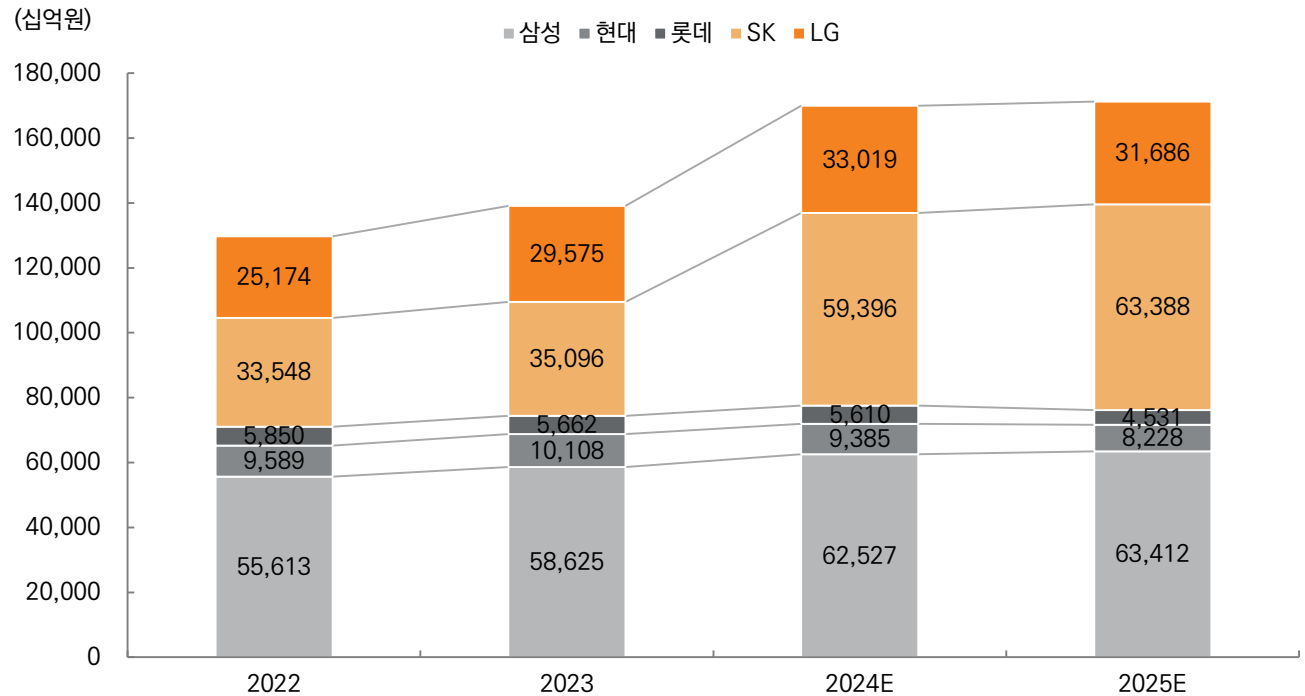
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 국내 주요 그룹사 CapEx 투자 전망

## 불안한 CapEx 전망 하지만 디커플링 심화

- 23년 대비 24년에는 주요 그룹들의 CapEx 투자가 증가했으나, 25년도에는 일부 기업들의 CapEx 투자가 감소할 것이란 전망이 나타나는 중
- 금리 인상에 우려가 커지고, 경기 불황이 본격화 될 수 있다는 전망이 나오기 때문으로 해석
- 그러나 우리는 IT지출에 대해서는 다른 견해를 가지고 있음
- AI와 클라우드 중심의 소프트웨어 투자는 현재 시점 기업의 경쟁력을 결정하는 핵심 요인이기 때문에, GPU와 이를 활용할 수 있는 소프트웨어 투자는 우선순위에서 앞에 놓일 것으로 전망

국내 주요 그룹사 CapEx 투자 전망



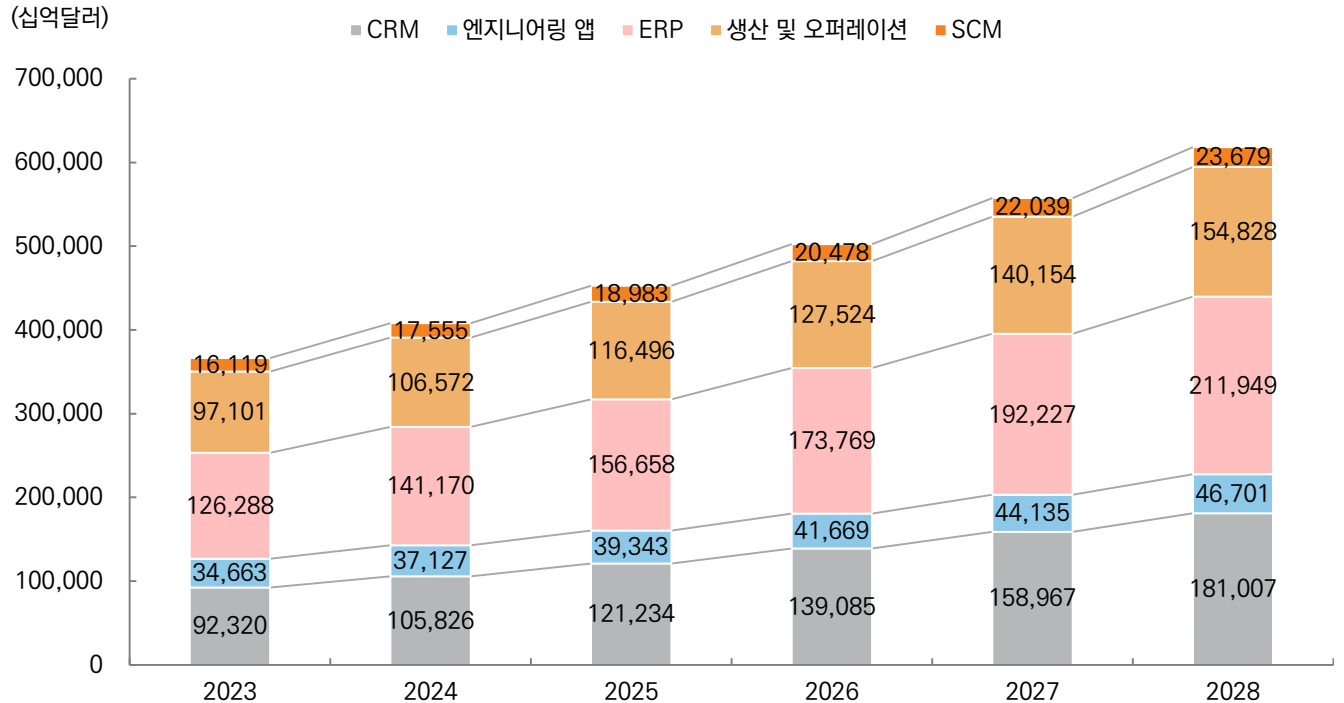
자료: 블룸버그, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 1. 내수 산업 아니다. 글로벌 진출 본격화

## 글로벌 진출 기대해보자

- 한국 소프트웨어 시장의 글로벌 진출이 확산될 수 있는 근본적인 이유는 '클라우드'
- 한국 소프트웨어가 글로벌 시장에서 판매될 수 있는 방법 두 가지
  - ① 소수의 클라우드 서버(아마존 AWS, MS Azure, 구글 클라우드, 오라클)의 마켓플레이스를 통해 제품 판매가 가능해짐
  - ② 대형 하이퍼스케일러들은 퍼블릭 클라우드 서버로만 SaaS 솔루션을 서비스하기 때문에, 프라이빗 클라우드로 서비스함으로써 경쟁력 확보 가능

### 글로벌 소프트웨어 시장 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 1. 내수 산업 아니다. 글로벌 진출 본격화

## 국내 소프트웨어 기업 글로벌 진출 현황 및 계획

기업명	진출국	내용
더존비즈온	일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 6월, 일본 현지 법인 '제노랩' 설립 완료 ('24.6)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본에서 옴니이솔을 주력으로 SaaS 방식으로 제공하고 이 때 클라우드 서비스는 AWS를 이용할 예정</li> <li>- AWS는 일본에서 가장 대중적인 퍼블릭 클라우드로, 현지 선호도가 높고 다수 SI 기업 및 파트너사들과 광범위한 네트워크 구축 중</li> <li>- 현재까지는 시장 조사 단계이나, 올해 말까지 현지화 개발을 수행하고 내년부터 해당 성과가 가시화될 전망</li> </ul> </li> </ul>
엠로	미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 하반기, 매출 5~6조원 규모의 미국 전자 제조사(EMS)와 자사 미국 제품 Caidentia의 첫 계약 체결               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 내 영업/마케팅은 삼성SDS 미주 법인에서 진행 중</li> <li>- SDS 미주법인과 소프트웨어 공급계약을 체결하고, SDS에 일정 수수료를 지급하는 형태로 진행</li> <li>- 현재 논의 중인 글로벌 기업은 점점 늘어나고 있으며, 향후에는 진행되는 계약 규모도 점점 커질 것</li> </ul> </li> </ul>
한글과컴퓨터	대만	<ul style="list-style-type: none"> <li>케이단모바일과 공동 개발한 대만 오피스 소프트웨어 '케이단오피스(Kdan Office)' 공식 출시 ('23.9)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 한컴이 공급한 SDK를 기반으로 케이단모바일이 대만의 현지 수요자의 요구에 맞게 사용자 위주로 설계·개발한 제품</li> <li>- 한컴이 해외시장에 SDK(소프트웨어개발키트)를 수출한 첫 사례</li> </ul> </li> </ul>
	일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본 최대 IT 전시회인 '2024 재팬 IT 워크 어텀' 참가 통해 일본 시장 진출 본격화 ('24.10)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- AI 기반 자동 문서 작성 도구 '한컴어시스턴트', AI 학습용 데이터 추출 SDK '한컴데이터로더' 등의 AI 서비스 소개</li> <li>- 최근 설립한 일본 법인을 거점으로 현지 파트너들과의 협력 네트워크를 강화하고 기술 및 마케팅 협력을 진행할 계획</li> </ul> </li> </ul>
	미국/유럽	<ul style="list-style-type: none"> <li>자회사 씽크프리가 미국 테슬라 거버먼트와 계약 체결하고 '씽크프리 오피스' 공급(9/27) -&gt; 웹기반 오피스 제품으로 러시아 제품 대신해 납품하며, MS는 제공하지 않는 제품</li> <li>11월 유럽 최대 LLM 개발사인 Mistral AI와의 파트너십을 발표하며, 씽크프리의 프랑스 등 유럽 진출도 가능할 것으로 기대</li> </ul>
이스트소프트	일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본의 LLM 응용 서비스 스타트업 스파이럴AI와 AI 휴먼 공동사업 추진 MOU 체결 ('24.2)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본 내 최대 낱싱 케어 사업자를 위한 말벗 서비스 공동 개발 프로젝트 착수 예정</li> <li>- 일본 시장 내 새로운 형태의 AI 서비스 구축을 위해 SDK 형태로 제공할 계획</li> <li>- 이를 바탕으로 대화형 AI 휴먼 'AI 마코토'를 제작하고, 이를 활용한 시니어케어 실증 실험 시작 -&gt; 내년 상용화 목표 ('24.6)</li> </ul> </li> <li>일본 지자체에 AI 휴먼 기반의 공공서비스 구축 방안 제안 ('24.9)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 자사 AI 휴먼 기술 포트폴리오를 활용해 일본 지자체가 가지고 있는 노인돌봄 및 관광객 급증 등의 문제 해결을 돕는 솔루션을 제시</li> </ul> </li> </ul>
	미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>Microsoft Teams에 AI 휴먼 영상 제작 앱 '페르소(PERSON)' 탑재 ('24.2)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 페르소를 실행한 뒤 AI 휴먼 캐릭터, 영상 구도, 국가, 음성 등 기본적인 설정을 마치고 텍스트를 입력하면 영상이 바로 생성</li> <li>- MS의 협조를 끌어내 가장 효과적인 방법으로 글로벌 시장 진출을 본격화할 계획</li> </ul> </li> </ul>
파수	중동	<ul style="list-style-type: none"> <li>중동 보안기업 사이버나이트와 파트너십 체결 ('23.8)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 사이버나이트는 현지 고객들에게 파수의 문서보안 솔루션 '파수 엔터프라이즈 디알엠'을 공급할 예정</li> <li>- 사이버나이트는 내년 파수의 솔루션 매출 목표를 1백만 달러로 잡고, 2026년에는 4백만 달러로 확대할 계획</li> </ul> </li> <li>중동 최대의 IT 전시회인 'GITEX Global 2024' 참가 ('24.10)</li> </ul>
	미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 데이터 거너번스 및 협업 플랫폼 기업 이그나이트(Egnyte)와 데이터보안 위한 파트너십 체결 ('23.9)</li> <li>美 법률 및 지식산업 전문 플랫폼 제공 기업인 아이매니지(iManage)와 데이터보안 위한 파트너십 체결 ('23.10)</li> <li>美 에너지 및 엔지니어링 기업 S사에 데이터 보안 솔루션 '파수 엔터프라이즈 디알엠(FED)' 공급 계약 체결 ('23.12)</li> </ul>

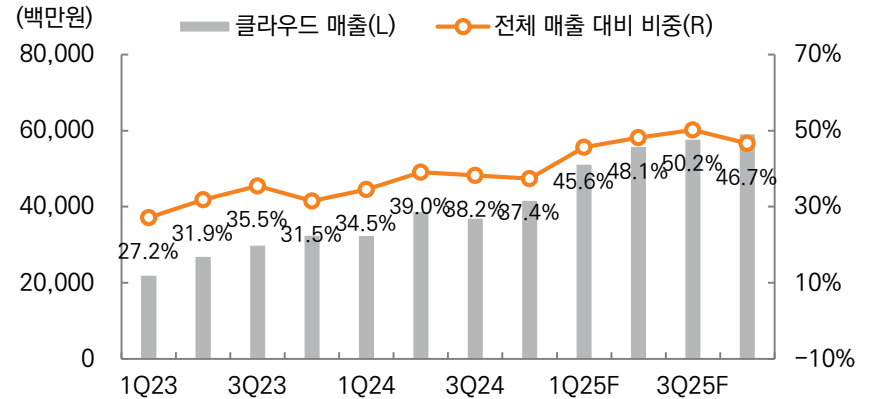
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 2. 클라우드 전환 가속화

클라우드 전환 가속화 ⇒ 탑라인 뿐만 아니라 이익과 현금흐름 모두 ↑ ⇒ 멀티플 PSR 적용 타당성 강화

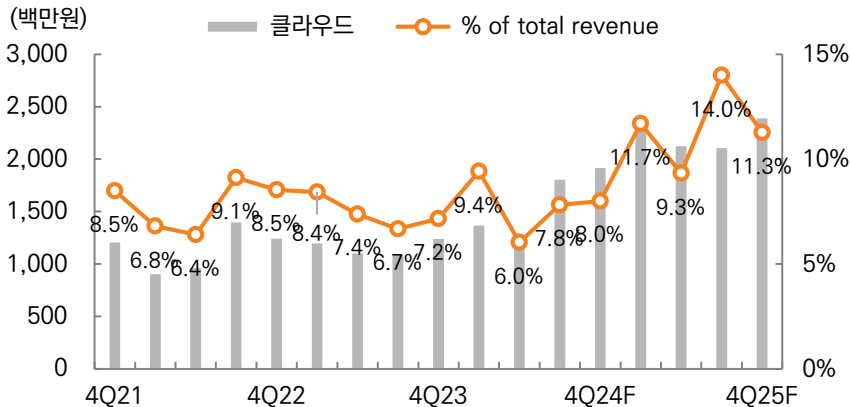
- 클라우드 전환율이 가속화되면서, 전체 매출에서 클라우드가 차지하는 비중이 커지고 있는 중
- 더존비즈온은 25년 매출에서 차지하는 비중 50% 돌파할 것으로 기대
- 엠로는 글로벌 제품이 모두 클라우드로 판매되는데, 글로벌 제품 단가가 더 높기 때문에 매출에서 클라우드가 차지하는 비중 26년부터 빠르게 올라올 수 있을 것으로 예상
- 한글과컴퓨터는 공공기관의 하이브리드 클라우드 도입 정책으로 별도 기준에서 클라우드 매출 비중 30% 돌파

더존비즈온 클라우드 매출 비중 추이 (미래에셋 추정)



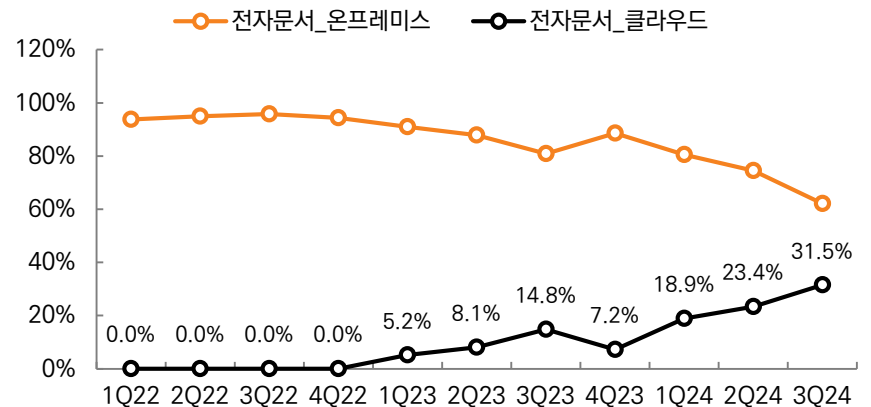
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

엠로 클라우드 매출 비중 추이



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

한글과컴퓨터 클라우드 매출 비중 추이



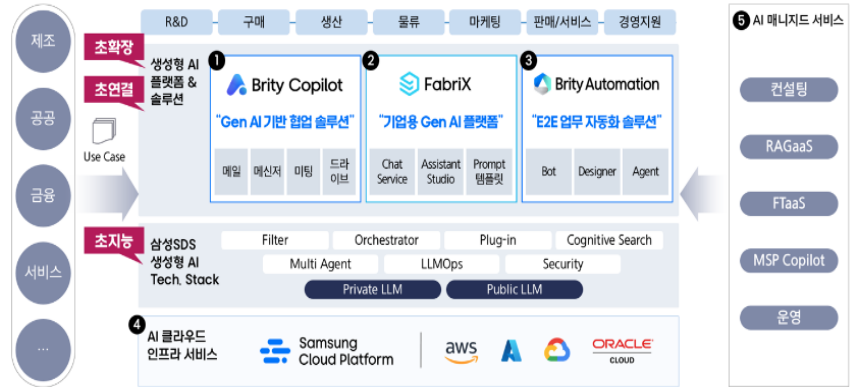
자료: 한글과컴퓨터, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 3. AI

## 성장 핵심 동력 AI 필두로 하는 기업 확대

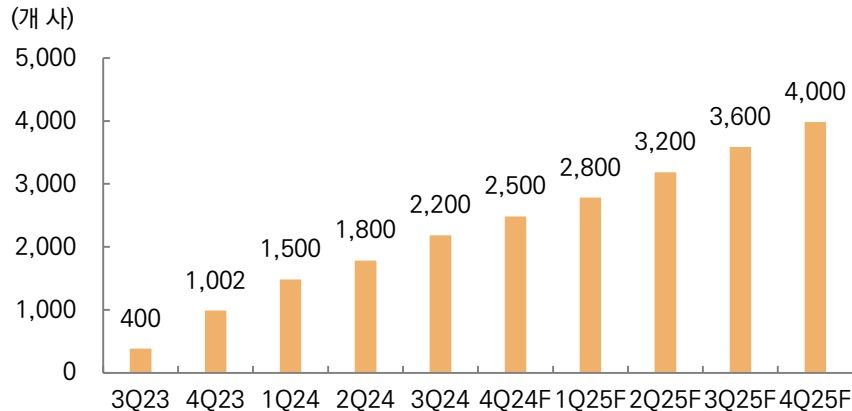
- 국내 소프트웨어/SI 기업들도 생성AI 직접 솔루션 출시 중
- 24년은 출시 후 첫 영업/마케팅의 시간이었다면
- 25년은 성과가 나타나는 시간이 될 것으로 예상
- 현재 선두주자는 더존비즈온의 OneAI로 24년 6월 출시 이후 10월 말까지 1,000개 고객사 유치 성공
- 한글과컴퓨터는 한컴독스에 이어 11월에 한컴어시스턴트와 한컴피디아 등 AI 솔루션을 확대 출시
- 삼성SDS는 그룹사를 타겟한 Brity Copilot과 생성AI 플랫폼 FabriX를 출시해 Captive 뿐만 아니라 금융권 등 Non-Captive에서도 마케팅 강화

### 삼성SDS의 생성AI 솔루션



자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

### 더존비즈온의 One AI 고객사 증가세 추정



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

### 한글과컴퓨터의 생성AI 솔루션

**한컴어시스턴트**

고객의 업무 효율을 혁신적으로 끌어올릴 수 있는  
지능형 문서 작성 도구입니다. 사용자의 의도를 분석하여  
목적에 맞는 문서를 작성할 수 있도록 도와줍니다.

[더 알아보기](#)

**HANCOM Pedia**

한컴피디아

자원이 및 키워드 검색 기능을 통해  
문서 파일 내의 내용을 효율적으로  
검색할 수 있도록 도와주는 솔루션입니다.

[더 알아보기](#)

자료: 한글과컴퓨터, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 4. 정부 소프트웨어 투자 확대

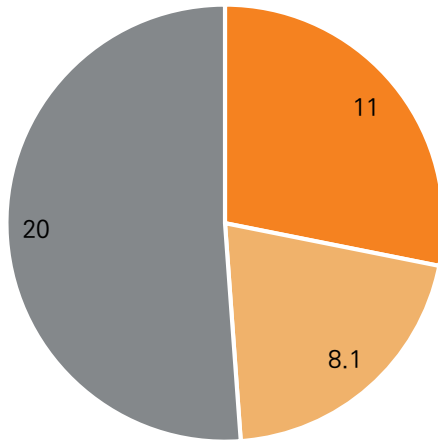
## 과기정통부 예산안

- 2024년 과기정통부 총 예산안 17.9조원 중 디지털 확산에 1.3조원 편성
- 이 중 초거대 AI 기반 서비스 개발 지원에 110억원, 사이버 보안펀드 조성에 신규로 200억원 편성
- 2024년에 SaaS 등 소프트웨어 산업 육성 위한 7,308억원 규모의 예산 투자 계획 공표
- 2025년 과기정통부 총 예산안 19조원 중 AI 및 디지털 혁신에 0.88조원(24년 0.84조원) 투입
- 신규 예산으로 소프트웨어 공급망 보안 관리체계 적용 및 확산에 60억원 편성

### 2024년 디지털 확산 예산 (1.3조원)

- 초거대 AI 기반 서비스 개발 지원
- 디지털플랫폼 정부 혁신서비스 테스트베드 운영
- 사이버 보안펀드 조성

(단위: 십억원)

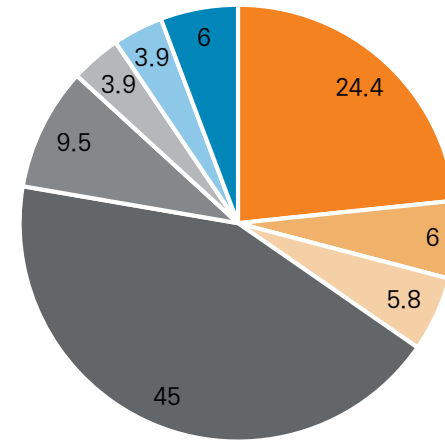


자료: 과기정통부, 미래에셋증권 리서치센터

### 2025년 AI 및 디지털 혁신 예산 (0.88조원)

- AI 반도체 실증 지원
- AI 안전연구소 운영
- 지속가능한 데이터센터 산업 발전 지원
- 오픈랜 실증단지 조성
- K-CareNetwork
- AI 혁신기금
- 암호이용 활성화
- SW 공급망 보안 관리체계 적용·확산

(단위: 십억원)



자료: 과기정통부, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 4. 1) SaaS 혁신 펀드 조성

## 333억원 이상 규모의 SaaS 혁신 펀드 조성

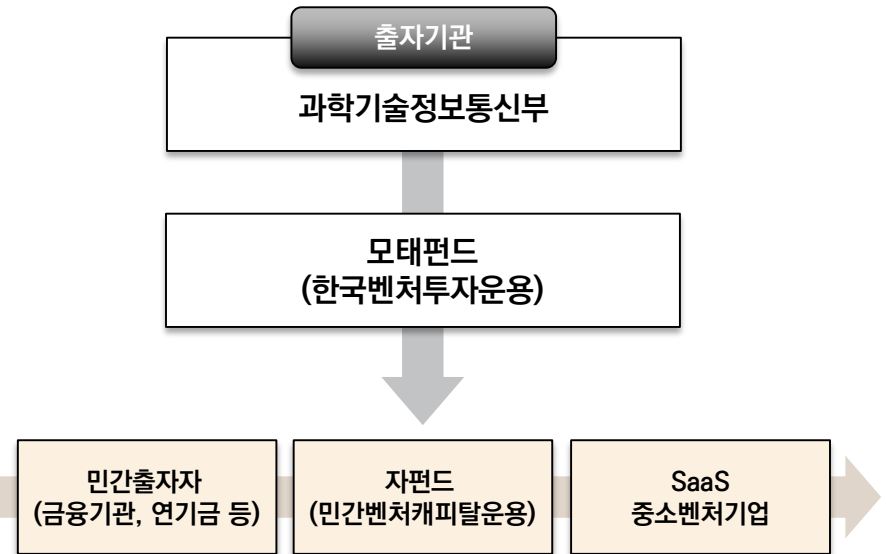
- 전 세계적인 소프트웨어 이용 패러다임이 '서비스 자체 구축 및 구매'에서 SaaS 활용으로 변화 중
- SaaS 분야 스타트업 및 중소기업의 시장 정착 및 글로벌 경쟁력 도모가 목표
- 최소 333억원 이상(정부 200억원 + 민간 133억원 이상)의 규모로 4년 간 투자
- 회수 재원은 향후 다시 SaaS 관련 분야에 재투자 통해 투자-성장-재투자의 선순환 고리 형성 예정

### SaaS 혁신 펀드 세부 내용

분류	내용
목표	- SaaS 분야 스타트업 및 중소기업의 시장 정착 및 글로벌 경쟁력 도모
방식	- 과기정통부가 모태펀드(한국벤처투자운용)에 200억원 출자 - 선정된 운용사 2곳(인탑스인베스트먼트 외 1개사)가 민간 자금 추가 유치를 통해 자펀드 결성 및 투자
규모	- 333억원 이상 (정부 200억원 + 민간 133억원 이상) - 정부 출자비율은 60% 이하 - 자조합별 최대출자액은 100억원
투자 대상	- SaaS 제공 또는 SaaS로 전환 중인 중소 및 벤처 기업에 약정총액의 60% 이상 투자 - 국내 IaaS 기반 SaaS 기업에 약정총액의 20% 이상 투자
투자 기간	- 존속 기간 8년 및 투자 기간 4년 - 회수 재원은 향후 다시 SaaS 관련 분야에 재투자함으로써 '투자-성장-재투자'의 선순환 고리 형성 예정

자료: 과기정통부, 미래에셋증권 리서치센터

### SaaS 혁신 펀드 사업방식



자료: 과기정통부, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 4. 2) AI 반도체 활용 K-클라우드 기술개발사업

## 4천억원 이상 규모의 K-클라우드 기술개발사업

- 2025년부터 2030년까지 6년 간 총 4,031억원(국비 3,426억원) 투자
- 국가전략자산인 AI컴퓨팅 인프라 경쟁력 확보를 위해 국산 AI반도체 기반 세계 최고 수준의 AI 컴퓨팅 HW·SW 핵심기술 확보가 목적
- MLPerf 기준 추론과 학습 성능효율 글로벌 TOP3 및 국내 AI 데이터센터 국산화율 20% 달성이 목표

### K-클라우드 기술개발사업의 3대 전략분야 11대 중점기술



자료: 과기정통부, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 4. 3) 클라우드 네이티브 전환 추진

## 약 500억원 규모의 클라우드 네이티브 전환 사업

- 21년부터 본격적 클라우드 전환 추진을 통해 전체 19,000여개 정보시스템 중 6,000여개 전환 완료
- 그러나, 클라우드로 전환된 시스템에 네이티브 방식이 적용되지 않아 사용자가 갑자기 집중되는 경우 접속이 지연되는 등 안정성에 한계 존재
- 이에 따라, 대국민 디지털서비스의 중단 없는 제공과 장애 발생 시 즉각적 개선을 위해 약 500억원을 투입해 클라우드 네이티브 전환 본격 추진

### 클라우드 네이티브 전환 사업 세부 내용

분류	내용
목표	대국민 디지털서비스의 중단 없는 제공 및 장애 발생 시 즉각 개선
대상	국토정보플랫폼, 고용산재보험 서비스 등 10개 기관 13개 정보시스템
규모	약 500억원 투입
일정	- 24년 4월-11월: 차질 없는 수행 기반 마련 위해 컨설팅 사업 진행 - 25년까지 클라우드 네이티브 전환을 추진할 예정
방식	- 각 시스템을 통째로 클라우드로 단순 이동하는 방식으로 추진 X - 안정성과 확장성 등을 최대한 발휘할 수 있도록 시스템을 여러 개 작은 응용프로그램으로 분리해 전환하는 MSA 방식으로 추진 - 13개 정보시스템은 사전 컨설팅 등을 통해 시스템당 평균 9개의 작은 응용프로그램으로 분할되어 클라우드 네이티브 방식으로 전환될 예정
기대 효과	① 평균 시스템 중단 시간 95% 감축 ② 서비스 요청처리 시간 26% 단축 ③ 이용자 폭증 시 용량 4.5배 자동 확장

자료: 행정안전부, 미래에셋증권 리서치센터

### 클라우드 네이티브 적용 효과

구분	클라우드 네이티브 적용 전	클라우드 네이티브 적용 후
안정성 (기능분리)	일부 기능 장애가 전체 서비스 장애를 초래	독립된 구조로 인해 개별 서비스 장애가 전체 서비스로 전파되지 않음
확장성 (자동확장)	특정 기능에 대한 부하 발생 시 전체 자원 확장 필요	특정 기능에 대한 부하 발생 시 해당 자원만 자동으로 확장
신속성 (자동배포)	일부 기능 개선 시, 전체 서비스 수정 후 배포 필요	일부 기능 개선 시, 해당 기능만 수정하여 자동으로 배포 가능

자료: 행정안전부, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 투자포인트 4. 3) 클라우드 네이티브 전환 추진

## 전환 이후에도 지속 관리 예정

- 올해는 국민 수요가 많고 24시간 안정적 가동이 필요한 공공시스템 중 대상시스템을 선정
- 클라우드 네이티브 전환 이후에도 성과관리가 이뤄질 수 있도록 사업 성과관리 지표를 만들어 지속 관리할 예정
- 클라우드 네이티브를 개별적으로 도입하는 기관도 자체적으로 성과관리가 가능하도록 해당 지표를 전 행정·공공기관과 공유할 계획

### 클라우드 네이티브 사업 대상 및 주요 기대 효과

No.	기관명	시스템명	배정 예산	주요 기대 효과
1	근로복지공단	고용산재보험 토탈서비스	86억 1,400만원	- 일평균 사용자(7만명) 및 연계 시스템(14개)에 대한 무중단 서비스 제공 - 사용자 집중(평소 3.1배) 시 서버 자원 즉시 확장 - 기능 배포(월평균 112건)를 중단 없이 신속하게 배포
2	예술경영지원센터	공연예술통합전산망	13억 1,732만원	- 전산 발권된 공연 입장권 예매·취소 데이터 및 통계정보에 대한 무중단 서비스 제공
3	행정안전부	긴급신고공동관리센터	59억 3,800만원	- 일평균 사용자(1,700명) 및 연계 시스템(43개)에 대한 무중단 서비스 운영 - 사용자 집중(평소 3배) 시 서버 자원 즉시 확장
4	울주군청	스마트 방사능방재 지휘	27억 8,848만원	- 국민의 생명·안전에 해당하는 시스템으로 무중단 서비스 운영
5	국민건강보험공단	대표홈페이지	83억 5,649만원	- 일평균 사용자(100만명)에 대한 무중단 서비스 운영 - 기능 배포(월평균 199건)를 중단 없이 신속하게 배포
6	국토지리정보원	국토정보플랫폼 국토공간정보 지각변동감시	-	- 일평균 사용자(4만명) 및 연계 시스템(12개)에 대한 무중단 서비스 제공 - 기능 배포(월평균 83건)를 중단 없이 신속하게 배포
7	서울소방재난본부	긴급구조통제 소방안전지도	25억 2,767만원	- 국민의 생명·안전에 해당하는 시스템으로 무중단 서비스 제공
8	경기소방학교	스마트 교육관리	29억 2,375만원	- 소방공무원 및 의용소방관 등 민간인을 위한 교육 플랫폼 모듈로 확산
9	경기도	공공기관 G-포털	-	- 경기도 및 시·군 산하, 공공기관을 통합하고, 중복투자 방지, 확대하는 기반 마련
10	한국연구재단	한국연구자정보	29억 6,276만원	- 일평균 사용자(9,337명) 및 연계 시스템(12개)에 대한 무중단 서비스 제공 - 사용자 집중(평소 2.5배) 시 서버 자원 즉시 확장

자료: 행정안전부, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 소프트웨어 계약에 필요한 인증

## 소프트웨어 정부 인증 종류

- 공공기관에 소프트웨어를 납품하기 위해서는 정부가 요구하는 기준을 통과하는 인증을 받아야 함
- 이는 한국 뿐만 아니라 미국 등 전세계 공통적인 현상
- 특히 정부기관 소프트웨어는 보안 가이드라인을 반드시 따라야하기 때문에 특별한 인증이 강조됨
- 한국에서는 클라우드 형태로 솔루션을 제공하기 위해서는 CSAP 인증을 취득해야 하고, 그 밖에 보안 가이드라인을 준수해야 함

### 한국 정부 소프트웨어 계약에 필요한 인증 종류

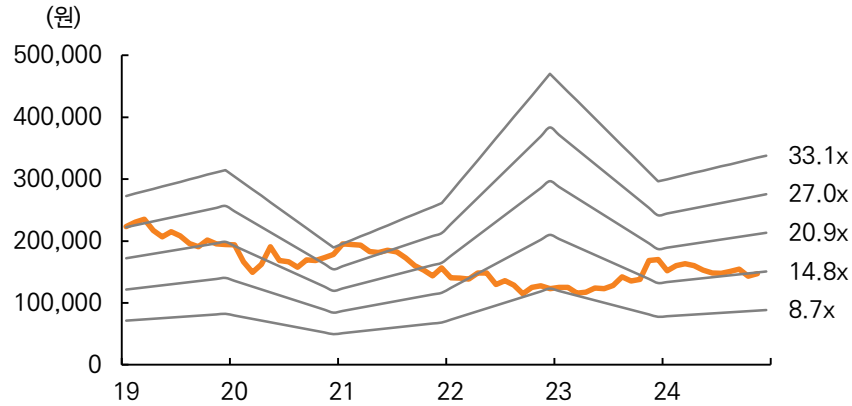
분야	인증명	설명	발급기관
클라우드	클라우드 서비스 보안인증(CSAP)	공공기관에 클라우드 서비스를 제공하기 위해 필요한 보안 인증. 서비스 유형에 따라 IaaS, SaaS 등으로 구분	한국인터넷진흥원(KISA)
AI	인공지능 제품·서비스 품질인증	AI 제품 및 서비스의 성능과 품질을 평가하여 인증	정보통신산업진흥원(NIPA)
보안	정보보호 및 개인정보보호 관리체계 (ISMS-P)	정보보호와 개인정보보호를 위한 관리체계 인증으로, 공공기관과의 거래 시 신뢰성 증진	한국인터넷진흥원(KISA)
일반 SW	소프트웨어 품질인증(GS인증)	소프트웨어의 품질을 평가하여 인증하는 제도로, 공공기관에 납품 시 신뢰성 확보 가능	한국정보통신기술협회(TTA)
개발보안	소프트웨어 개발보안 가이드 준수	소프트웨어 개발 시 보안 약점을 최소화하기 위한 가이드라인 준수	행정안전부
공급망 보안	소프트웨어 공급망 보안 가이드라인 준수	소프트웨어 공급망 보안을 강화하기 위한 지침 준수	과학기술정보통신부, 국가정보원 등

자료: 각 기관, 미래셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 밸류에이션

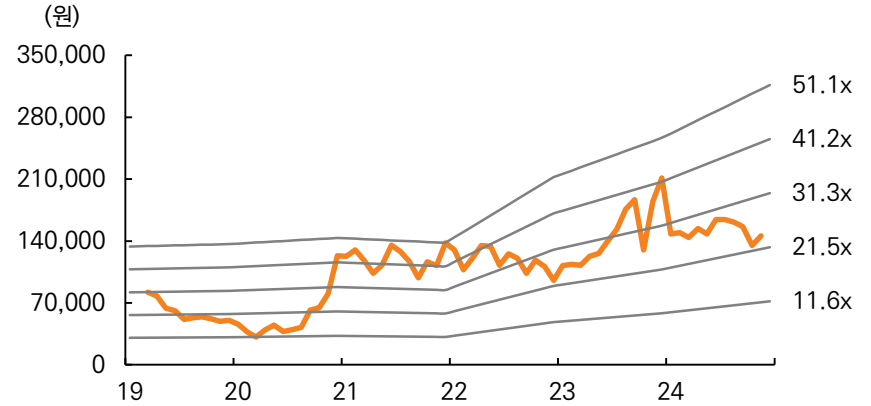
클라우드 전환 가속화 ⇒ 탑라인 뿐만 아니라 이익과 현금흐름 모두 ↑ ⇒ 멀티플 PSR 적용 타당성 강화

## 삼성SDS PER



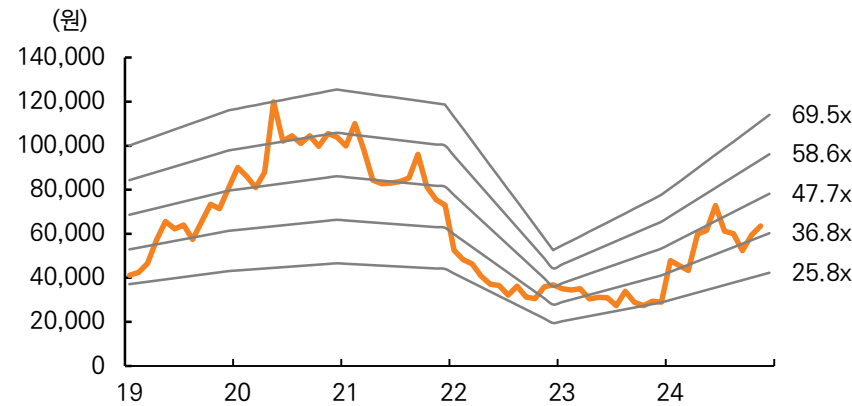
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

## 현대오트에버 PER



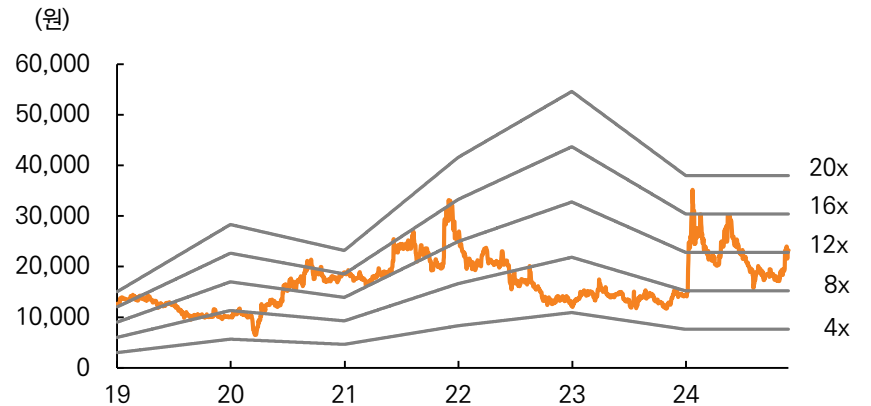
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

## 더존비즈온 PER



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

## 한글과컴퓨터 PER



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

# [소프트웨어] 밸류에이션 – Peer Group

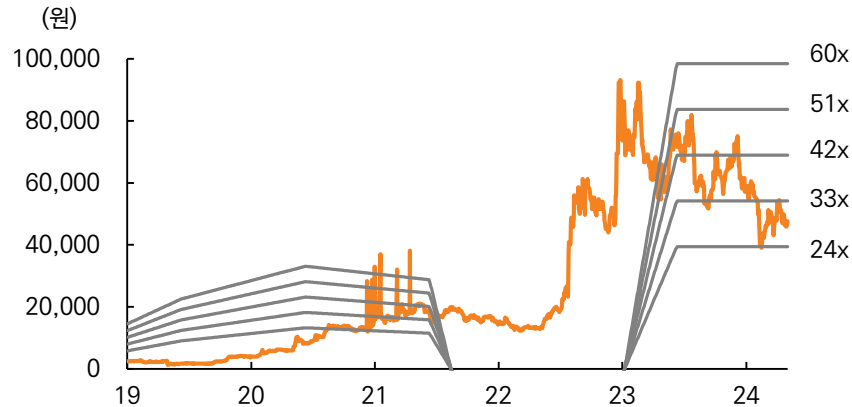
국내 소프트웨어 및 통신 Peer Table

(십억원, %, 배)

구분	기업명	티커	시가총액	매출	영업이익	주가수익률				ROE	P/E(x)	P/B(x)	PSR(x)
				0FY	0FY	YTD	1M	6M	1Y		1FY	1FY	1FY
소프트웨어	삼성에스디에스	018260 KS	11,491	13,277	914	-12.6	4.7	-11.6	-4.3	8.0	14.7	1.2	0.8
	현대오토에버	307950 KS	3,905	3,065	205	-32.7	0.1	-7.0	-17.5	9.5	22.2	2.2	1.1
	더존비즈온	012510 KS	2,036	354	82	131.4	24.1	10.6	133.0	9.4	38.7	4.0	5.1
	엠로	058970 KS	785	63	7	-4.1	42.1	-6.8	5.1	19.0	-	-	-
	한글과컴퓨터	030520 KS	567	271	45	64.3	36.7	-19.1	53.8	5.4	12.3	1.5	1.8
	롯데이노베이트	286940 KS	306	1,197	41	-31.1	-9.4	-32.9	-28.6	6.7	11.8	0.7	0.3
	이스트소프트	047560 KS	179	92	-10	4.4	26.9	-36.2	8.6	-20.4	-	-	1.7
통신	SK텔레콤	017670 KS	12,200	17,609	1,866	13.4	-1.2	9.7	9.7	9.6	10.4	1.0	0.7
	KT	030200 KS	11,240	26,376	1,730	29.7	0.9	22.7	35.6	6.9	10.7	0.6	0.4
	LG유플러스	032640 KS	4,829	14,373	916	8.1	11.0	13.2	6.9	6.3	8.5	0.5	0.3

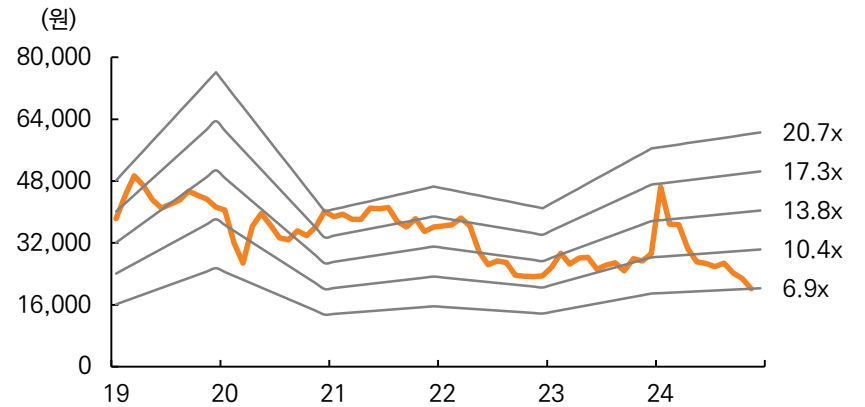
주: 시가총액, 추가수익률 및 ROE는 11월 24일 종가 기준  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 엠로 PER



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

## 롯데이노베이트 PER



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터



## 압도적인 25년

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 55,000원
현재주가(24/11/26)	45,500원
상승여력	20.9%

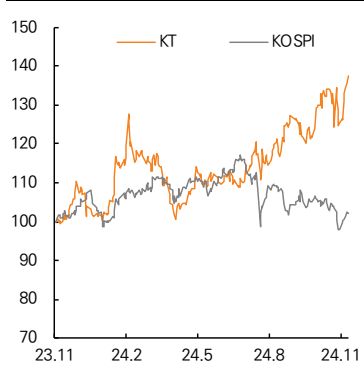
영업이익(24F, 십억원)	1,151
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,180
EPS 성장률(24F, %)	-4.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	12.2
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36
시가총액(십억원)	11,467
발행주식수(백만주)	252
유동주식비율(%)	69.8
외국인 보유비중(%)	49.0
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	32,900
52주 최고가(원)	45,500
(%)	1M    6M    12M
절대주가	2.9    25.2    38.3
상대주가	5.5    33.5    37.0

### 투자포인트

- 1. 광진구 부동산 프로젝트로 일회성 매출 9,000억원, 일회성 이익 5,000억원 발생 예상 → 특별 주주환원 2,000억원 이상 기대(주주제고 가치 계획 중 28년까지 1조원의 주주환원 정책에도 부합)
- 2. 구조조정으로 4Q 1조원 규모 일회성 비용 처리 후, 25년부터 별도 기준 30% 이상 인건비 감소
- 3. 마이크로소프트와 생성 AI 파트너십으로 공공기관 AI 구축 경쟁력 확보
- 목표주가를 LTE 4~7년 평균 12MF EV/EBITDA에 기존 프리미엄 30%에서 40%로 상향한 3.8배 적용해 기존 52,000원에서 55,000원으로 5.8% 상향. AI 및 클라우드 성장과 이익 개선 흐름 반영

### 25년 실적 전망

- 연결기준 영업수익 24년 26.6조원(+0.8% YoY), 25년 27.3조원(+2.7% YoY) 전망
- 연결기준 24년 영업이익 1.15조원(OPM 4.3%), 25년 2.47조원(OPM 9.1%)
- 24년 DPS 2,300원(배당수익률 5.9%) 전망, 밸류업 계획 시작되는 25년부터 Total shareholder return(TSR) 8%대 수준으로 본격 증가할 것으로 기대
- 혁신적인 성장 전략과 비용 감축 통한 마진 개선은 멀티플 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 판단**



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	24,898	25,650	26,376	26,592	27,307
영업이익 (십억원)	1,672	1,690	1,650	1,151	2,474
영업이익률 (%)	6.7	6.6	6.3	4.3	9.1
순이익 (십억원)	1,357	1,262	1,010	946	1,581
EPS (원)	5,197	4,835	3,887	3,723	6,271
ROE (%)	9.4	8.0	6.1	5.5	8.8
P/E (배)	5.9	7.0	8.9	12.2	7.3
P/B (배)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
배당수익률 (%)	6.2	5.8	5.7	5.1	5.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

KT 실적 테이블

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>영업수익(연결)</b>	<b>6,443.7</b>	<b>6,547.5</b>	<b>6,697.4</b>	<b>6,687.6</b>	<b>6,654.6</b>	<b>6,546.4</b>	<b>6,654.6</b>	<b>6,736.3</b>	<b>6,564.2</b>	<b>6,674.4</b>	<b>6,976.2</b>	<b>7,092.0</b>
YoY growth	2.6%	3.7%	3.4%	1.6%	3.3%	0.0%	-0.6%	0.7%	-1.4%	2.0%	4.8%	5.3%
KT(별도)	4,619.0	4,487.5	4,758.6	4,592.1	4,694.8	4,548.3	4,765.0	4,760.3	4,682.2	4,701.9	4,923.3	4,958.3
YoY growth	0.2%	-0.7%	3.7%	0.4%	1.6%	1.4%	0.1%	3.7%	-0.3%	3.4%	3.3%	4.2%
무선	1,707.2	1,722.2	1,708.1	1,732.2	1,736.5	1,765.1	1,740.0	1,770.7	1,776.0	1,803.8	1,782.1	1,813.7
YoY growth	2.4%	2.5%	1.6%	2.8%	1.7%	2.5%	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%
유선	1,308.9	1,320.7	1,330.1	1,311.4	1,322.4	1,316.6	1,312.6	1,321.6	1,324.9	1,332.8	1,338.4	1,342.1
YoY growth	0.9%	1.2%	1.8%	0.0%	1.0%	-0.3%	-1.3%	0.8%	0.2%	1.2%	2.0%	1.5%
인터넷	607.9	612.4	615.9	620.3	620.8	618.5	622.2	634.2	639.3	644.7	651.0	654.2
미디어	506.9	518.0	505.8	507.8	518.6	522.6	518.2	516.0	516.0	520.1	521.2	523.3
기업서비스	852.2	891.3	903.8	813.1	895.0	882.7	926.4	868.4	868.2	921.4	973.4	934.1
YoY growth	5.6%	3.5%	1.6%	-2.7%	5.0%	-1.0%	2.5%	6.8%	-3.0%	4.4%	5.1%	7.6%
단말	666.4	468.8	738.7	650.8	654.2	500.3	696.0	715.9	621.5	535.3	709.9	766.0
그룹사	2,782.2	3,386.4	3,048.4	3,238.8	2,954.7	3,286.9	3,096.7	3,250.9	3,091.7	3,241.1	3,259.5	3,367.8
YoY growth	-0.7%	7.2%	-4.8%	-7.1%	6.2%	-2.9%	1.6%	0.4%	4.6%	-1.4%	5.3%	3.6%
BC카드	953.2	1,049.2	995.7	1,026.9	935.6	977.7	931.4	996.1	968.3	1,002.1	968.7	1,024.0
YoY growth	5.7%	5.9%	1.2%	0.9%	-1.8%	-6.8%	-6.5%	-3.0%	3.5%	2.5%	4.0%	2.8%
스카이라이프	254.8	261.3	260.5	262.2	254.4	254.6	256.9	257.0	256.9	257.1	259.5	262.1
YoY growth	5.8%	2.8%	-2.8%	-3.3%	-0.2%	-2.6%	-1.4%	-2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.0%
콘텐츠자회사	142.5	158.8	191.1	194.6	138.6	135.4	156.2	175.1	137.2	136.8	157.8	176.9
YoY growth	3.0%	2.8%	9.5%	6.4%	-2.7%	-14.7%	-18.3%	-10.0%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
에스테이트	112.8	145.4	142.3	194.0	135.7	155.8	147.5	199.1	209.1	230.0	236.9	248.7
YoY growth	-25.0%	48.8%	30.3%	48.2%	20.3%	7.2%	3.7%	2.6%	54.1%	47.6%	60.6%	24.9%
KT클라우드	148.7	153.8	193.8	182.1	175.2	180.1	207.0	222.4	207.0	217.5	244.1	257.4
YoY growth	19.5%	27.1%	45.6%	25.5%	17.8%	17.1%	6.8%	22.1%	18.2%	20.7%	17.9%	15.7%
<b>영업비용(연결)</b>	<b>5,957.6</b>	<b>5,971.4</b>	<b>6,375.5</b>	<b>6,432.8</b>	<b>6,148.1</b>	<b>6,052.4</b>	<b>6,190.5</b>	<b>7,049.5</b>	<b>5,882.3</b>	<b>6,032.0</b>	<b>6,325.6</b>	<b>6,592.4</b>
인건비	1,069.1	1,131.5	1,191.0	1,157.8	1,100.9	1,213.0	1,118.3	2,070.4	1,109.6	1,096.7	1,037.8	1,051.3
판매비	564.6	600.5	581.4	606.8	559.1	554.4	568.3	698.3	568.5	570.6	573.9	579.2
감가상각비	929.4	929.2	937.9	1,013.6	973.7	966.2	964.8	1,056.6	842.2	852.1	863.1	920.4
<b>영업이익(연결)</b>	<b>486.1</b>	<b>576.1</b>	<b>321.9</b>	<b>254.8</b>	<b>506.5</b>	<b>494.0</b>	<b>464.1</b>	<b>-313.1</b>	<b>681.9</b>	<b>642.4</b>	<b>650.6</b>	<b>499.6</b>
영업이익률	7.5%	8.8%	4.8%	3.8%	7.6%	7.5%	7.0%	-4.6%	10.4%	9.6%	9.3%	7.0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,415.5</b>	<b>1,505.3</b>	<b>1,259.8</b>	<b>1,268.4</b>	<b>1,480.2</b>	<b>1,460.2</b>	<b>1,428.9</b>	<b>743.4</b>	<b>1,524.1</b>	<b>1,494.5</b>	<b>1,513.7</b>	<b>1,419.9</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>296.6</b>	<b>394.5</b>	<b>264.3</b>	<b>54.4</b>	<b>375.5</b>	<b>393.1</b>	<b>357.4</b>	<b>-179.5</b>	<b>376.0</b>	<b>387.7</b>	<b>441.6</b>	<b>376.0</b>
<b>영업이익(별도)</b>	<b>388.6</b>	<b>407.6</b>	<b>279.2</b>	<b>196.4</b>	<b>393.8</b>	<b>358.9</b>	<b>338.9</b>	<b>-431.9</b>	<b>422.3</b>	<b>337.6</b>	<b>396.9</b>	<b>203.9</b>
영업이익률	8.4%	9.1%	5.9%	4.3%	8.4%	7.9%	7.1%	-9.1%	9.0%	7.2%	8.1%	4.1%

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	25,650	26,376	26,592	27,307
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	25,650	26,376	26,592	27,307
판매비와관리비	23,960	24,726	25,440	24,832
조정영업이익	1,690	1,650	1,151	2,474
영업이익	1,690	1,650	1,151	2,474
비영업손익	204	-326	195	-271
금융손익	-22	-77	6	-108
관계기업등 투자손익	-17	-43	-28	-43
세전계속사업손익	1,894	1,324	1,346	2,203
계속사업법인세비용	506	335	347	552
계속사업이익	1,388	989	999	1,651
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,388	989	999	1,651
지배주주	1,262	1,010	946	1,581
비지배주주	125	-21	53	70
총포괄이익	1,385	996	1,269	1,651
지배주주	1,237	1,014	1,201	1,590
비지배주주	149	-17	68	61
EBITDA	5,401	5,518	5,437	6,435
FCF	157	1,810	1,831	2,439
EBITDA 마진율 (%)	21.1	20.9	20.4	23.6
영업이익률 (%)	6.6	6.3	4.3	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.9	3.8	3.6	5.8

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	12,682	14,518	14,525	14,674
현금 및 현금성자산	2,449	2,880	2,981	2,584
매출채권 및 기타채권	3,090	3,258	3,281	3,455
재고자산	709	912	919	967
기타유동자산	6,434	7,468	7,344	7,668
비유동자산	28,299	28,192	27,903	27,210
관계기업투자등	1,481	1,557	1,568	1,651
유형자산	14,772	14,872	14,978	14,679
무형자산	3,130	2,534	1,969	1,487
자산총계	40,981	42,710	42,428	41,883
유동부채	10,699	13,147	12,657	12,494
매입채무 및 기타채무	1,151	1,298	1,307	1,376
단기금융부채	2,152	3,689	3,130	2,463
기타유동부채	7,396	8,160	8,220	8,655
비유동부채	11,867	11,001	10,290	8,908
장기금융부채	9,448	8,785	8,058	6,558
기타비유동부채	2,419	2,216	2,232	2,350
부채총계	22,566	24,149	22,947	21,402
지배주주지분	16,612	16,749	17,596	18,526
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,443	1,443	1,443
이익잉여금	14,257	14,494	14,631	15,561
비지배주주지분	1,803	1,812	1,885	1,956
자본총계	18,415	18,561	19,481	20,482

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	7.0	8.9	11.6	6.9
P/CF (x)	1.6	1.5	1.9	1.7
P/B (x)	0.5	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	3.7	3.7	3.6	2.8
EPS (원)	4,835	3,887	3,723	6,271
CFPS (원)	21,583	23,068	22,613	24,869
BPS (원)	64,396	66,498	70,672	74,364
DPS (원)	1,960	1,960	2,300	2,500
배당성향 (%)	36.2	48.8	72.8	44.1
배당수익률 (%)	5.8	5.7	5.4	5.8
매출액증가율 (%)	3.0	2.8	0.8	2.7
EBITDA증가율 (%)	1.5	2.2	-1.5	18.3
조정영업이익증가율 (%)	1.1	-2.4	-30.2	114.9
EPS증가율 (%)	-7.0	-19.6	-4.2	68.5
매출채권 회전을 (회)	8.4	8.3	8.1	8.1
재고자산 회전을 (회)	41.9	32.5	29.0	29.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.6	2.4	2.3	3.9
ROE (%)	8.0	6.1	5.5	8.8
ROIC (%)	5.7	5.6	3.9	9.1
부채비율 (%)	122.5	130.1	117.8	104.5
유동비율 (%)	118.5	110.4	114.8	117.4
순차입금/자기자본 (%)	49.5	51.4	35.6	25.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.8	4.6	4.0	6.5

## 한국 대표 AI 기업으로 도약하는 25년

투자이건(유지)	매수
목표주가(유지)	82,000원
현재주가(24/11/26)	67,800원
상승여력	20.9%

영업이익(24F, 십억원)	82
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	83
EPS 성장률(24F, %)	46.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	41.3
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36
시가총액(십억원)	2,060
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	69.5
외국인 보유비중(%)	10.5
베타(12M) 일간수익률	-0.31
52주 최저가(원)	28,700
52주 최고가(원)	75,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	25.6 11.9 135.8
상대주가	28.7 19.3 133.6

### 투자포인트

- 1. 25년은 생성 AI 솔루션이 본격적으로 확대되고 수익이 창출되는 해로, 24년 준비해 온 OneAI, 옴니이솔 등의 솔루션들이 본격적으로 매출로 인식되기 시작할 것으로 기대
- 2. 마진 개선 주목: 3Q24 별도 기준 영업이익률 28% 기록 - 클라우드 매출 비중 커지고 생성AI 활용해 외주용역비 등 절감, 이런 추세 이어진다면 이익 개선 통한 주가 리레이팅 본격화 가능
- 3. 인터넷 뱅크, 25년 본격적으로 진행될 것으로 예상

### 25년 실적 전망

- 24년 연결 기준 연간 매출 4,026억원(+13.5% YoY), 25년 매출 4,711억원(+17% YoY) 전망
- 24년 연결 기준 연간 영업이익 821억원(+18.8% YoY, OPM 20.3%), 25년 영업이익 1,036억원(+26.2% YoY, OPM 22.1%) 전망
- 클라우드 비중 커지고, 생성AI로 비용 절감 및 추가적인 매출 발생해 컨센서스 뛰어넘는 실적 기록할 수 있을 것으로 기대. **소프트웨어 섹터 Top-Pick으로 추천**



계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	319	304	354	403	471
영업이익 (십억원)	71	46	69	82	104
영업이익률 (%)	22.3	15.1	19.5	20.3	22.1
순이익 (십억원)	54	24	35	52	62
EPS (원)	1,707	757	1,117	1,640	1,969
ROE (%)	12.1	5.1	8.2	10.8	11.2
P/E (배)	42.8	48.7	25.9	41.3	34.4
P/B (배)	4.6	2.3	1.7	3.5	3.2
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.7	0.7	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

## 더존비즈온 실적 테이블

(백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>매출액(연결 기준)</b>	<b>81,398</b>	<b>84,956</b>	<b>84,713</b>	<b>103,563</b>	<b>94,413</b>	<b>99,423</b>	<b>97,036</b>	<b>111,734</b>	<b>112,383</b>	<b>116,163</b>	<b>115,382</b>	<b>127,126</b>
YoY growth	7.6%	13.5%	9.4%	35.7%	16.0%	17.0%	14.5%	7.9%	19.0%	16.8%	18.9%	13.8%
<b>매출액(별도 기준)</b>	<b>79,392</b>	<b>83,111</b>	<b>82,131</b>	<b>87,465</b>	<b>84,677</b>	<b>87,959</b>	<b>87,587</b>	<b>101,678</b>	<b>101,707</b>	<b>105,709</b>	<b>105,228</b>	<b>116,320</b>
YoY growth	7.2%	13.6%	8.0%	17.6%	6.7%	5.8%	6.6%	16.3%	20.1%	20.2%	20.1%	14.4%
<b>클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)</b>												
Cloud	22,111	27,060	30,061	32,654	32,580	38,814	37,073	41,805	51,301	55,920	57,878	59,322
YoY growth	18.4%	32.9%	45.9%	46.4%	47.3%	43.4%	23.3%	28.0%	57.5%	44.1%	56.1%	41.9%
% of total revenue	27.2%	31.9%	35.5%	31.5%	34.5%	39.0%	38.2%	37.4%	45.6%	48.1%	50.2%	46.7%
Tradition	53,079	51,572	47,615	50,250	47,434	44,241	45,255	47,943	44,806	43,317	42,363	43,098
YoY growth	2.1%	4.8%	-7.2%	4.6%	-10.6%	-14.2%	-5.0%	-4.6%	-5.5%	-2.1%	-6.4%	-10.1%
% of total revenue	65.2%	60.7%	56.2%	48.5%	50.2%	44.5%	46.6%	42.9%	39.9%	37.3%	36.7%	33.9%
<b>사업부별 매출</b>												
Lite ERP	21,294	22,195	24,115	23,914	22,470	23,317	22,605	24,691	28,332	29,948	30,373	30,716
YoY growth	4.9%	-0.6%	20.1%	9.2%	5.5%	5.1%	-6.3%	3.3%	26.1%	28.4%	34.4%	24.4%
% of total revenue	26.2%	26.1%	28.5%	23.1%	23.8%	23.5%	23.3%	22.1%	25.2%	25.8%	26.3%	24.2%
위하고	8,087	10,322	13,628	12,876	12,639	13,870	13,418	15,047	18,362	19,903	20,484	20,877
YoY growth	82.6%	50.4%	144.6%	88.4%	56.3%	34.4%	-1.5%	16.9%	45.3%	43.5%	52.7%	38.7%
% of Lite ERP	38.0%	46.5%	56.5%	53.8%	56.2%	59.5%	59.4%	60.9%	64.8%	66.5%	67.4%	68.0%
Standard ERP	26,631	27,055	23,634	28,931	27,506	29,956	29,331	32,267	35,184	36,615	37,243	38,144
YoY growth	455	456	457	458	459	460	461	462	463	464	465	466
% of total revenue	32.7%	31.8%	27.9%	27.9%	29.1%	30.1%	30.2%	28.9%	31.3%	31.5%	32.3%	30.0%
Amaranth10	2,397	4,510	4,850	7,893	8,452	13,626	12,621	14,609	18,730	20,863	22,115	23,141
YoY growth	-23.8%	170.3%	105.7%	159.3%	252.7%	202.1%	160.3%	85.1%	121.6%	53.1%	75.2%	58.4%
% of Standard ERP	9.0%	16.7%	20.5%	27.3%	30.7%	45.5%	43.0%	45.3%	53.2%	57.0%	59.4%	60.7%
Extended ERP	19,780	20,749	21,573	20,673	21,010	20,121	22,516	21,351	20,588	20,424	20,482	21,355
YoY growth	14.3%	47.3%	19.4%	30.6%	6.2%	-3.0%	4.4%	3.3%	-2.0%	1.5%	-9.0%	0.0%
% of total revenue	24.3%	24.4%	25.5%	20.0%	22.3%	20.2%	23.2%	19.1%	18.3%	17.6%	17.8%	16.8%
<b>종속 기업</b>												
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	-	6,905	6,974	7,043	13,468	6,974	7,043	7,114	13,737
% of total revenue	-	-	-	-	7.3%	7.0%	7.3%	12.1%	6.2%	6.1%	6.2%	10.8%
<b>영업이익(연결기준)</b>	<b>14,068</b>	<b>16,517</b>	<b>14,916</b>	<b>23,570</b>	<b>18,115</b>	<b>20,418</b>	<b>20,085</b>	<b>23,464</b>	<b>23,969</b>	<b>25,896</b>	<b>24,573</b>	<b>29,176</b>
영업이익률	17.3%	19.4%	17.6%	22.8%	19.2%	20.5%	20.7%	21.0%	21.3%	22.3%	21.3%	23.0%
<b>영업이익(별도기준)</b>	<b>14,555</b>	<b>16,802</b>	<b>15,246</b>	<b>23,736</b>	<b>19,083</b>	<b>20,364</b>	<b>24,901</b>	<b>28,157</b>	<b>26,366</b>	<b>28,486</b>	<b>30,716</b>	<b>33,553</b>
영업이익률	18.3%	20.2%	18.6%	27.1%	22.5%	23.2%	28.4%	27.7%	25.9%	26.9%	29.2%	28.8%
<b>순이익(연결 기준)</b>	<b>7,425</b>	<b>8,866</b>	<b>7,619</b>	<b>10,418</b>	<b>36,578</b>	<b>10,672</b>	<b>14,280</b>	<b>14,280</b>	<b>12,769</b>	<b>16,378</b>	<b>17,925</b>	<b>16,319</b>
<b>EPS(연결 기준)</b>	<b>235.9</b>	<b>281.7</b>	<b>242.1</b>	<b>331.0</b>	<b>1,162.0</b>	<b>339.0</b>	<b>453.7</b>	<b>405.6</b>	<b>520.3</b>	<b>569.4</b>	<b>518.4</b>	<b>488.3</b>

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	304	354	403	471
매출원가	184	201	222	254
매출총이익	120	153	181	217
판매비와관리비	74	84	99	113
조정영업이익	46	69	82	104
영업이익	46	69	82	104
비영업손익	-15	-24	2	-25
금융손익	-7	-14	-16	-16
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	31	45	84	79
계속사업법인세비용	8	11	12	13
계속사업이익	23	34	72	66
중단사업이익	0	0	1	0
당기순이익	23	34	74	66
지배주주	24	35	52	62
비지배주주	-1	-1	23	4
총포괄이익	30	24	74	66
지배주주	31	25	32	29
비지배주주	-1	-1	42	37
EBITDA	77	106	124	157
FCF	60	76	-20	25
EBITDA 마진율 (%)	25.3	29.9	30.8	33.3
영업이익률 (%)	15.1	19.5	20.3	22.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	9.9	12.9	13.2

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	144	126	182	214
현금 및 현금성자산	54	54	104	126
매출채권 및 기타채권	40	49	53	60
재고자산	2	1	1	1
기타유동자산	48	22	24	27
비유동자산	689	758	811	828
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	369	373	408	434
무형자산	57	104	141	132
자산총계	833	883	992	1,042
유동부채	138	415	421	414
매입채무 및 기타채무	20	15	16	18
단기금융부채	20	272	301	311
기타유동부채	98	128	104	85
비유동부채	257	23	23	26
장기금융부채	252	7	6	6
기타비유동부채	5	16	17	20
부채총계	394	438	445	439
지배주주지분	431	427	528	579
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	475	475
이익잉여금	268	286	121	172
비지배주주지분	7	18	20	24
자본총계	438	445	548	603

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	48.7	25.9	40.4	33.7
P/CF (x)	13.7	8.1	17.0	13.8
P/B (x)	2.3	1.7	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	17.0	10.5	18.0	14.1
EPS (원)	757	1,117	1,640	1,969
CFPS (원)	2,696	3,578	3,906	4,817
BPS (원)	16,186	16,765	19,441	21,061
DPS (원)	123	217	500	550
배당성향 (%)	15.0	17.7	18.9	23.4
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.7	0.8
매출액증가율 (%)	-4.5	16.2	13.9	17.0
EBITDA증가율 (%)	-23.1	37.6	17.2	26.7
조정영업이익증가율 (%)	-36.0	51.7	18.8	26.2
EPS증가율 (%)	-55.7	47.6	46.8	20.1
매출채권 회전을 (회)	6.8	8.3	8.2	8.7
재고자산 회전을 (회)	150.3	226.2	333.9	351.6
매입채무 회전을 (회)	61.9	85.2	87.5	90.3
ROA (%)	2.7	4.0	7.9	6.5
ROE (%)	5.1	8.2	10.8	11.2
ROIC (%)	9.0	13.2	15.3	16.3
부채비율 (%)	89.9	98.3	81.1	72.9
유동비율 (%)	104.5	30.2	43.1	51.7
순차입금/자기자본 (%)	41.8	48.5	35.4	30.0
조정영업이익/금융비용 (x)	4.8	4.8	5.0	6.1

## AI 원년을 만들자

투자이건(유지)	매수
목표주가(유지)	70,000원
현재주가(24/11/26)	58,300원
상승여력	20.1%

영업이익(24F, 십억원)	1,897
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,911
EPS 성장률(24F, %)	1.4
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	11.5
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36

시가총액(십억원)	12,522		
발행주식수(백만주)	215		
유동주식비율(%)	61.7		
외국인 보유비중(%)	42.4		
베타(12M) 일간수익률	0.06		
52주 최저가(원)	48,900		
52주 최고가(원)	58,400		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.4	12.5	12.5
상대주가	3.9	20.0	11.5

### 투자포인트

- 1. 생성AI B2B 성과가 성장 동력 될 것 – 데이터센터/클라우드 매출 증가와, AI 솔루션 사업에서 성과 본격화
- 2. 생성 AI B2C 비즈니스 모델 구축 기대 – Perplexity, 에이닷 등 유저수 확보 시너지 및 글로벌에서 AI로 수익화 시현
- 3. 비용 효율화 정책 통해 마진 개선 이어질 것

### 25년 실적 전망

- 24년 연결 기준 매출 17.98조원(+2.1% YoY), 25년 18.28조원(+1.7% YoY) 예상
- 24년 연결 기준 영업이익 1조8,970억원(OPM 10.6%), 25년 2조290억원(OPM 11.1%) 예상
- 24년 DPS 3,700원(배당수익률 6.5%) 전망
- **AI의 성과가 실적 서프라이즈의 주역이 될 수 있을 것**



계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	16,749	17,305	17,609	17,977	18,284
영업이익 (십억원)	1,387	1,612	1,753	1,897	2,029
영업이익률 (%)	8.3	9.3	10.0	10.6	11.1
순이익 (십억원)	2,408	912	1,094	1,090	1,246
EPS (원)	6,841	4,169	4,997	5,068	5,800
ROE (%)	13.6	8.0	9.6	9.3	10.2
P/E (배)	8.5	11.4	10.0	11.5	10.1
P/B (배)	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
배당수익률 (%)	4.6	7.0	7.1	6.1	6.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

# SK텔레콤 (017670)

## SK텔레콤 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>영업수익(연결)</b>	<b>4,372.0</b>	<b>4,306.0</b>	<b>4,403.0</b>	<b>4,527.0</b>	<b>4,474.6</b>	<b>4,422.0</b>	<b>4,532.0</b>	<b>4,547.8</b>	<b>4,518.3</b>	<b>4,539.9</b>	<b>4,580.2</b>	<b>4,645.9</b>
SK텔레콤	3,117.3	3,119.3	3,155.1	3,153.0	3,194.7	3,305.8	3,180.4	3,225.2	3,195.2	3,206.6	3,229.4	3,255.2
이동전화수익	2,627.0	2,618.0	2,654.0	2,655.0	2,664.3	2,673.0	2,672.0	2,704.7	2,681.8	2,673.9	2,713.6	2,751.0
기타	374.9	389.8	388.5	379.5	411.5	518.0	392.4	398.5	390.9	414.4	396.4	378.6
SK브로드밴드	1,062.0	1,068.0	1,069.0	1,090.5	1,092.0	1,102.0	1,112.6	1,152.6	1,163.1	1,173.4	1,190.8	1,210.7
유선통신	264.0	265.0	268.0	270.0	276.0	279.0	283.0	283.9	284.4	286.3	287.5	288.4
유료방송(IPTV+CATV)	472.0	474.0	479.0	480.0	476.0	477.0	483.0	486.3	494.2	497.1	504.0	506.9
엔터프라이즈 사업부	382.0	392.6	396.7	431.4	415.4	434.2	427.5	441.4	433.0	439.7	450.7	469.8
기타자회사	192.7	118.8	140.0	150.0	193.9	160.0	160.0	170.0	160.0	160.0	160.0	180.0
<b>영업비용</b>	<b>3,877.4</b>	<b>3,843.0</b>	<b>3,904.6</b>	<b>4,230.2</b>	<b>3,976.0</b>	<b>3,884.0</b>	<b>3,998.9</b>	<b>4,219.6</b>	<b>3,982.0</b>	<b>4,034.1</b>	<b>4,011.8</b>	<b>4,227.4</b>
인건비	617.6	590.8	614.2	665.6	660.6	624.0	639.4	680.2	662.3	662.5	661.4	701.8
지급수수료	1,356.2	1,352.3	1,381.1	1,460.4	1,379.6	1,367.0	1,370.1	1,527.8	1,442.2	1,455.1	1,420.4	1,533.4
감가상각비	933.3	948.8	927.7	939.8	930.1	916.9	920.6	936.9	941.7	936.9	946.5	951.4
<b>영업이익</b>	<b>494.6</b>	<b>463.0</b>	<b>498.4</b>	<b>296.8</b>	<b>498.6</b>	<b>538.0</b>	<b>533.1</b>	<b>328.2</b>	<b>536.2</b>	<b>505.9</b>	<b>568.4</b>	<b>418.5</b>
<b>영업이익률</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.8%</b>	<b>7.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.4%</b>	<b>9.0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,427.9</b>	<b>1,411.8</b>	<b>1,426.1</b>	<b>1,236.6</b>	<b>1,428.7</b>	<b>1,454.9</b>	<b>1,453.7</b>	<b>1,265.1</b>	<b>1,477.9</b>	<b>1,442.8</b>	<b>1,514.9</b>	<b>1,369.9</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>290.5</b>	<b>329.2</b>	<b>297.9</b>	<b>176.0</b>	<b>353.0</b>	<b>337.3</b>	<b>269.3</b>	<b>130.7</b>	<b>372.0</b>	<b>312.2</b>	<b>339.9</b>	<b>221.5</b>

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,305	17,609	17,977	18,284
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,305	17,609	17,977	18,284
판매비와관리비	15,693	15,855	16,079	16,255
조정영업이익	1,612	1,753	1,897	2,029
영업이익	1,612	1,753	1,897	2,029
비영업손익	-376	-265	-404	-212
금융손익	-270	-320	-325	-300
관계기업등 투자손익	-82	11	25	34
세전계속사업손익	1,236	1,488	1,493	1,817
계속사업법인세비용	288	342	360	524
계속사업이익	948	1,146	1,132	1,293
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	948	1,146	1,132	1,293
지배주주	912	1,094	1,090	1,246
비지배주주	35	52	42	47
총포괄이익	642	1,122	1,229	1,293
지배주주	601	1,073	1,194	1,243
비지배주주	40	49	35	49
EBITDA	5,367	5,504	5,605	5,805
FCF	2,251	1,973	2,832	2,219
EBITDA 마진율 (%)	31.0	31.3	31.2	31.7
영업이익률 (%)	9.3	10.0	10.6	11.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	6.2	6.1	6.8

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	7,219	6,586	7,079	7,008
현금 및 현금성자산	1,882	1,455	1,925	1,743
매출채권 및 기타채권	2,450	2,323	2,333	2,384
재고자산	166	180	181	185
기타유동자산	2,721	2,628	2,640	2,696
비유동자산	24,089	23,534	22,375	21,555
관계기업투자등	1,889	1,915	1,924	1,965
유형자산	13,322	13,006	12,262	11,396
무형자산	5,400	4,936	4,599	4,599
자산총계	31,308	30,119	29,454	28,563
유동부채	8,047	6,994	6,789	6,897
매입채무 및 기타채무	2,517	2,053	2,062	2,107
단기금융부채	2,896	2,362	2,136	2,144
기타유동부채	2,634	2,579	2,591	2,646
비유동부채	11,107	10,897	9,806	8,348
장기금융부채	8,890	8,966	7,866	6,366
기타비유동부채	2,217	1,931	1,940	1,982
부채총계	19,153	17,891	16,595	15,245
지배주주지분	11,318	11,389	12,032	12,444
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	22,464	22,800	22,870	23,281
비지배주주지분	837	839	827	874
자본총계	12,155	12,228	12,859	13,318

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	11.4	10.0	11.2	9.8
P/CF (x)	1.8	1.9	2.2	2.1
P/B (x)	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	3.8	3.9	3.7	3.3
EPS (원)	4,169	4,997	5,068	5,800
CFPS (원)	25,898	26,012	26,099	27,005
BPS (원)	51,889	53,424	56,451	58,367
DPS (원)	3,320	3,540	3,540	3,660
배당성향 (%)	76.4	66.8	66.6	60.3
배당수익률 (%)	7.0	7.1	6.3	6.5
매출액증가율 (%)	3.3	1.8	2.1	1.7
EBITDA증가율 (%)	-2.4	2.5	1.8	3.6
조정영업이익증가율 (%)	16.2	8.8	8.2	6.9
EPS증가율 (%)	-39.1	19.9	1.4	14.4
매출채권 회전을 (회)	8.9	8.9	9.1	9.1
재고자산 회전을 (회)	93.3	101.7	99.8	100.1
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.0	3.7	3.8	4.5
ROE (%)	8.0	9.6	9.3	10.2
ROIC (%)	6.1	6.7	7.5	8.0
부채비율 (%)	157.6	146.3	129.0	114.5
유동비율 (%)	89.7	94.2	104.3	101.6
순차입금/자기자본 (%)	77.5	77.6	59.8	47.9
조정영업이익/금융비용 (x)	4.9	4.5	4.7	5.4

## 기대되는 25년

투자 의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 13,900원
현재주가(24/11/26)	11,570원
상승여력	20.1%

영업이익(24F, 십억원)	935
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	942
EPS 성장률(24F, %)	-16.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	9.7
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36
시가총액(십억원)	5,052
발행주식수(백만주)	437
유동주식비율(%)	60.8
외국인 보유비중(%)	35.6
베타(12M) 일간수익률	0.35
52주 최저가(원)	9,510
52주 최고가(원)	11,570
(%)	1M 6M 12M
절대주가	16.2 18.4 11.8
상대주가	19.1 26.3 10.7

### 투자포인트

- 1. AI 기술 B2B와 B2C에 모두 적극 적용 – B2B에서부터 매출 기여 강해질 것으로 기대
- 2. AI와 전기차 충전 사업 등 신사업에서 본격적으로 성과가 나타날 것으로 예상
- 3. 낮은 밸류에이션, 밸류업 통한 주주가치 제고 적극적 시행과 성장성 회복과 이익 개선으로 반등 가능성 커진 상황
- 목표주가 fwd EV/EBITDA에 적용한 멀티플을 기존 3.3배에서 3.4배(LTE 도입 5~7년치 평균 fwd EV/EBITDA)로 상향해 11,900원에서 13,900원으로 16.8% 상향조정 및 투자 의견 '매수'로 상향

### 25년 실적 전망

- 연결기준 24년 영업수익 14.76조원(+2.7% YoY), 25년 영업수익 15.03조원(+1.9% YoY) 예상
- 연결기준 영업이익 9,340억원(-6.4% YoY, OPM 6.3%), 25년 1.02조원(+8.6% YoY, OPM 6.8%)
- 고객관리시스템 구축 감가상각비로 인해 24년 이익 감소 효과 나타났지만, 25년에 기저효과 사라지면서 이익 개선과 신사업에서의 신규 업사이드 기대



계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,851	13,906	14,373	14,758	15,033
영업이익 (십억원)	979	1,081	998	935	1,015
영업이익률 (%)	7.1	7.8	6.9	6.3	6.8
순이익 (십억원)	712	663	623	522	586
EPS (원)	1,632	1,519	1,426	1,194	1,343
ROE (%)	9.5	8.4	7.5	6.1	6.6
P/E (배)	8.3	7.3	7.2	9.7	8.6
P/B (배)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
배당수익률 (%)	4.0	5.9	6.4	5.6	5.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

# LG유플러스 (032640)

## LG유플러스 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>영업수익(연결)</b>	<b>3,541</b>	<b>3,429</b>	<b>3,581</b>	<b>3,821</b>	<b>3,577</b>	<b>3,493</b>	<b>3,801</b>	<b>3,886</b>	<b>3,694</b>	<b>3,650</b>	<b>3,717</b>	<b>3,973</b>
YoY growth	3.9%	1.3%	2.3%	5.8%	1.0%	1.9%	6.2%	1.7%	3.3%	4.5%	-2.2%	2.2%
LG유플러스(별도)	3,281	3,163	3,308	3,487	3,323	3,228	3,496	3,588	3,411	3,370	3,432	3,668
YoY growth	4.5%	1.4%	3.9%	4.5%	1.3%	2.1%	5.7%	2.9%	2.6%	4.4%	-1.8%	2.2%
무선사업부	1,561	1,576	1,587	1,584	1,581	1,593	1,620	1,624	1,634	1,640	1,671	1,681
YoY growth	3.0%	2.3%	2.7%	0.6%	1.3%	1.0%	2.1%	2.5%	3.4%	3.0%	3.1%	3.5%
스마트홈	594	603	607	594	612	618	651	613	614	620	630	631
YoY growth	2.2%	4.0%	2.8%	0.2%	2.9%	2.5%	7.2%	3.2%	0.4%	0.3%	-3.3%	3.0%
IPTV	334	337	338	320	334	335	336	332	330	333	337	338
초고속인터넷	261	266	269	275	278	283	287	282	284	287	293	293
전화	93	92	90	93	89	91	87	86	90	93	89	88
기업인프라	368	409	404	524	405	432	429	545	424	445	442	561
YoY growth	1.7%	1.5%	7.9%	17.2%	9.9%	5.4%	6.1%	4.0%	4.6%	3.1%	3.1%	2.9%
IDC	77	80	83	87	86	92	90	98	94	96	95	103
YoY growth	20.1%	15.5%	18.1%	12.2%	11.6%	14.9%	8.8%	12.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
기업 회선	189	201	192	213	197	209	209	222	205	215	215	231
YoY growth	0.7%	0.3%	-1.2%	8.4%	4.7%	4.0%	8.8%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	4.0%
<b>영업비용</b>	<b>3,281</b>	<b>3,141</b>	<b>3,327</b>	<b>3,625</b>	<b>3,356</b>	<b>3,240</b>	<b>3,555</b>	<b>3,672</b>	<b>3,469</b>	<b>3,369</b>	<b>3,431</b>	<b>3,749</b>
인건비	449	441	461	461	487	494	482	531	558	547	571	570
판매수수료	507	519	516	518	508	509	527	517	517	517	517	518
감가상각비	520	529	535	550	544	547	552	541	548	535	539	551
무형자산상각비	99	100	109	129	123	119	123	141	139	137	134	139
<b>영업이익</b>	<b>260</b>	<b>288</b>	<b>254</b>	<b>196</b>	<b>221</b>	<b>253</b>	<b>246</b>	<b>214</b>	<b>225</b>	<b>280</b>	<b>286</b>	<b>224</b>
YoY growth	-0.4%	16.0%	-10.8%	-31.6%	-15.1%	-12.0%	-3.2%	9.5%	1.8%	10.6%	16.1%	4.7%
영업이익률	7.3%	8.4%	7.1%	5.1%	6.2%	7.3%	6.5%	5.5%	6.1%	7.7%	7.7%	5.6%
<b>EBITDA</b>	<b>880</b>	<b>917</b>	<b>899</b>	<b>874</b>	<b>887</b>	<b>920</b>	<b>921</b>	<b>897</b>	<b>912</b>	<b>953</b>	<b>959</b>	<b>914</b>
지배주주순이익	152	213	157	101	131	165	134	93	129	196	157	108

## LG유플러스 밸류에이션 테이블

목표 추가 산출	값	참고
예상 fwd EBITDA	3,737.9	FY25 fwd EBITDA
Target EV/EBITDA	3.4	LTE 도입 5~7년치 평균 fwd EV/EBITDA
기업가치(EV)	12,671.5	
(-순차입금)	6,708	
전체 기업가치	5,963.5	
주식 수	0.4	
목표주가	13,900	
현재주가(24/11/25)	11,240	
상승여력	23.7%	

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	13,906	14,373	14,758	15,033
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	13,906	14,373	14,758	15,033
판매비와관리비	12,825	13,375	13,823	14,018
조정영업이익	1,081	998	935	1,015
영업이익	1,081	998	935	1,015
비영업손익	-224	-227	-252	-278
금융손익	-129	-185	-227	-188
관계기업등 투자손익	3	2	51	0
세전계속사업손익	857	771	683	737
계속사업법인세비용	194	141	138	147
계속사업이익	663	630	545	590
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	663	630	523	590
지배주주	663	623	522	586
비지배주주	0	7	2	3
총포괄이익	753	591	524	590
지배주주	750	586	522	586
비지배주주	3	5	2	3
EBITDA	3,532	3,569	3,650	3,738
FCF	1,217	439	1,924	450
EBITDA 마진율 (%)	25.4	24.8	24.7	24.9
영업이익률 (%)	7.8	6.9	6.3	6.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.8	4.3	3.5	3.9

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	5,043	4,964	6,512	6,513
현금 및 현금성자산	835	560	2,033	1,934
매출채권 및 기타채권	1,864	1,886	1,918	1,961
재고자산	226	354	360	369
기타유동자산	2,118	2,164	2,201	2,249
비유동자산	14,731	15,136	13,862	14,697
관계기업투자등	72	75	76	78
유형자산	10,574	11,066	10,457	11,141
무형자산	2,342	2,166	1,912	2,061
자산총계	19,775	20,101	20,374	21,210
유동부채	4,818	5,607	5,577	6,122
매입채무 및 기타채무	1,223	1,036	1,053	1,077
단기금융부채	1,646	2,514	2,431	2,906
기타유동부채	1,949	2,057	2,093	2,139
비유동부채	6,507	5,737	5,807	5,827
장기금융부채	5,403	4,875	4,931	4,931
기타비유동부채	1,104	862	876	896
부채총계	11,325	11,344	11,384	11,949
지배주주지분	8,165	8,472	8,732	8,999
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	864	864
이익잉여금	4,867	5,168	5,407	5,675
비지배주주지분	285	285	258	262
자본총계	8,450	8,757	8,990	9,261

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	7.3	7.2	9.4	8.4
P/CF (x)	0.8	0.7	1.0	1.3
P/B (x)	0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	3.2	3.2	2.8	2.9
EPS (원)	1,519	1,426	1,194	1,343
CFPS (원)	13,891	14,043	11,230	8,355
BPS (원)	18,930	19,633	20,227	20,841
DPS (원)	650	650	650	650
배당성향 (%)	42.2	44.3	53.4	47.4
배당수익률 (%)	5.9	6.4	6.5	6.5
매출액증가율 (%)	0.4	3.4	2.7	1.9
EBITDA증가율 (%)	3.3	1.0	2.3	2.5
조정영업이익증가율 (%)	10.4	-7.7	-6.3	8.5
EPS증가율 (%)	-6.9	-6.1	-16.3	12.4
매출채권 회전을 (회)	8.0	8.3	8.4	8.4
재고자산 회전을 (회)	59.5	49.5	41.3	41.2
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.4	3.2	2.6	2.8
ROE (%)	8.4	7.5	6.1	6.6
ROIC (%)	5.7	5.4	5.0	5.3
부채비율 (%)	134.0	129.5	126.6	129.0
유동비율 (%)	104.7	88.5	116.8	106.4
순차입금/자기자본 (%)	72.4	76.6	57.9	62.4
조정영업이익/금융비용 (x)	6.0	4.1	3.3	4.2

## 위축되는 내년 전망

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 231,000원
현재주가(24/11/26)	151,500원
상승여력	52.5%

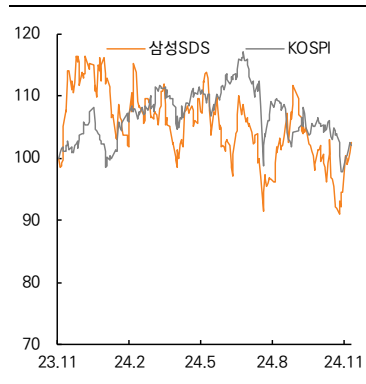
영업이익(24F, 십억원)	991
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	949
EPS 성장률(24F, %)	14.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	14.7
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36
시가총액(십억원)	11,723
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	50.9
외국인 보유비중(%)	18.9
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	134,300
52주 최고가(원)	172,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	6.8 -9.8 -2.4
상대주가	9.4 -3.8 -3.3

## 투자포인트

- 1. 생성 AI 매출 24년 1,500억원, 25년 2,000억원 목표(25년 가이드스 하향조정)
- 2. 주주가치 재고 정책 기대감 유효
- 3. 그룹사 상황 어렵지만 최근 AI를 비롯한 IT 투자는 기업의 근본적인 경쟁력으로 연결되므로 소프트웨어에 대한 투자 지속될 것으로 전망

## 25년 실적 전망 하향조정, 목표주가 23만1,000원으로 5.3% 하향조정

- 24년 연간 매출 13.8조원(+4.4% YoY), 25년 매출 14.9조원(+7.3% YoY)로 각각 0.6%, 1.3% 하향조정
- 24년 연간 영업이익 9,910억원(OPM 7.2%), 25년 1.11조원(OPM 7.5%)로 각각 9.9%와 11.8% 하향조정
- 고마진 제품인 AI와 클라우드 비중 확대에 따라 탐라인과 바텀라인 모두 성장 지속 예상하나, 결국은 그룹사의 투자 규모에 따라 영향 받을 것으로 예상
- 목표주가는 실적 하향조정과 따라 FY25 EPS에 Target P/E 12MF 20배(코로나 이전 성장률 유사했던 17~19년 평균 PER) 적용한 23만1,000원으로 5.3% 하향조정



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,630	17,235	13,277	13,860	14,877
영업이익 (십억원)	808	916	808	991	1,111
영업이익률 (%)	5.9	5.3	6.1	7.2	7.5
순이익 (십억원)	611	1,100	693	796	894
EPS (원)	7,899	14,213	8,962	10,290	11,560
ROE (%)	8.8	14.2	8.2	8.7	8.9
P/E (배)	19.8	8.7	19.0	14.7	13.1
P/B (배)	1.7	1.2	1.5	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.5	2.6	1.6	1.8	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

# 삼성SDS (018260)

## 삼성SDS 실적 테이블

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>매출액</b>	<b>3,401</b>	<b>3,291</b>	<b>3,208</b>	<b>3,377</b>	<b>3,247</b>	<b>3,369</b>	<b>3,570</b>	<b>3,675</b>	<b>3,620.6</b>	<b>3,737.9</b>	<b>3,706.7</b>	<b>3,812.2</b>
YoY growth	-18.9%	-28.4%	-23.6%	-20.5%	-4.5%	2.4%	11.3%	8.8%	11.5%	10.9%	3.8%	3.7%
IT서비스	1,470	1,511	1,509	1,616	1,554	1,586	1,630	1,744	1,734.1	1,794.7	1,860.7	1,947.8
YoY growth	1.2%	0.0%	1.5%	6.5%	5.7%	5.0%	8.0%	7.9%	11.6%	13.1%	14.2%	11.7%
매출 비중	43.2%	45.9%	47.0%	47.9%	47.8%	47.1%	45.7%	47.5%	47.9%	48.0%	50.2%	51.1%
총이익률	12.9%	13.5%	13.8%	13.9%	15.1%	14.8%	14.5%	16.3%	15.6%	15.2%	15.4%	16.0%
SI	287.0	288.8	276.0	299.7	288.1	267.8	256.5	297.7	286.5	276.3	299.7	296.1
YoY growth	-30.0%	-29.3%	-21.5%	-4.6%	0.4%	-7.3%	-7.1%	-0.7%	-0.5%	3.2%	16.8%	-0.5%
매출 비중	8.4%	8.8%	8.6%	8.9%	8.9%	7.9%	7.2%	8.1%	7.9%	7.4%	8.1%	7.8%
ITO	773.0	777.4	762.6	760.7	734.7	762.6	736.1	756.2	761.9	815.8	820.0	833.1
YoY growth	-2.6%	-6.3%	-8.8%	-11.7%	-5.0%	-1.9%	-3.5%	-0.6%	3.7%	7.0%	11.4%	10.2%
매출 비중	22.7%	23.6%	23.8%	22.5%	22.6%	22.6%	20.6%	20.6%	21.0%	21.8%	22.1%	21.9%
Cloud	409.9	444.5	470.7	555.6	530.8	556.0	637.0	690.6	685.6	702.6	741.1	818.6
YoY growth	64.6%	63.0%	57.3%	62.6%	29.5%	25.1%	35.3%	24.3%	29.2%	26.4%	16.3%	18.5%
매출 비중	12.1%	13.5%	14.7%	16.5%	16.3%	16.5%	17.8%	18.8%	18.9%	18.8%	20.0%	21.5%
CSP	130.9	140.9	168.5	187.1	188.4	209.5	236.8	252.7	230.8	239.2	256.6	297.8
YoY growth	36.5%	38.4%	48.6%	50.8%	43.9%	48.7%	40.5%	35.1%	22.5%	14.2%	8.4%	17.8%
매출 비중	31.9%	31.7%	35.8%	33.7%	35.5%	37.7%	37.2%	36.6%	33.7%	34.0%	34.6%	36.4%
MSP	206.3	229.0	213.0	276.7	254.7	248.1	294.2	321.2	336.4	339.5	354.2	388.2
YoY growth	142.7%	148.4%	90.9%	92.8%	23.5%	8.3%	38.1%	16.1%	32.1%	36.8%	20.4%	20.8%
매출 비중	50.3%	51.5%	45.3%	49.8%	48.0%	44.6%	46.2%	46.5%	49.1%	48.3%	47.8%	47.4%
SaaS	72.7	74.6	88.6	91.8	87.7	98.4	106.0	116.6	118.5	123.9	130.3	132.6
YoY growth	6.8%	-5.2%	19.4%	23.7%	20.6%	31.9%	19.6%	27.0%	35.1%	25.9%	22.9%	13.8%
매출 비중	17.7%	16.8%	18.8%	16.5%	16.5%	17.7%	16.6%	16.9%	17.3%	17.6%	17.6%	16.2%
물류	1,931	1,780	1,699	1,761	1,694	1,783	1,940	1,930	1,886.5	1,943.1	1,846.0	1,864.4
YoY growth	-29.5%	-42.3%	-37.3%	-35.5%	-12.3%	0.1%	14.2%	9.6%	11.4%	9.0%	-4.9%	-3.4%
매출 비중	56.8%	54.1%	53.0%	52.1%	52.2%	52.9%	54.3%	52.5%	52.1%	52.0%	49.8%	48.9%
<b>판매비</b>	<b>246</b>	<b>237</b>	<b>249</b>	<b>256</b>	<b>264</b>	<b>279</b>	<b>263</b>	<b>309</b>	<b>311</b>	<b>291</b>	<b>302</b>	<b>298</b>
<b>영업이익</b>	<b>194</b>	<b>206</b>	<b>193</b>	<b>215</b>	<b>226</b>	<b>221</b>	<b>253</b>	<b>292</b>	<b>255</b>	<b>277</b>	<b>268</b>	<b>311</b>
OPM	5.7%	6.3%	6.0%	6.4%	7.0%	6.6%	7.1%	7.9%	7.0%	7.4%	7.2%	8.2%
IT서비스 OPM	10.0%	11.2%	11.1%	11.6%	10.9%	12.5%	13.7%	14.2%	12.6%	13.9%	12.4%	13.7%
물류 OPM	2.5%	2.1%	1.5%	1.6%	3.3%	1.3%	1.5%	2.3%	1.9%	1.4%	2.0%	2.3%
<b>당기순이익</b>	<b>208</b>	<b>170</b>	<b>177</b>	<b>146</b>	<b>217</b>	<b>191</b>	<b>185</b>	<b>248</b>	<b>208</b>	<b>232</b>	<b>218</b>	<b>306</b>
YoY growth	2.5%	-35.4%	-54.9%	-41.8%	4.2%	2.3%	1.4%	61.7%	-8.7%	21.7%	12.7%	23.6%

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

# 삼성SDS (018260)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,235	13,277	13,860	14,877
매출원가	15,334	11,481	11,754	12,565
매출총이익	1,901	1,796	2,106	2,312
판매비와관리비	984	988	1,115	1,201
조정영업이익	916	808	991	1,111
영업이익	916	808	991	1,111
비영업손익	216	178	168	140
금융손익	82	143	139	162
관계기업등 투자손익	7	6	-38	-60
세전계속사업손익	1,132	986	1,159	1,251
계속사업법인세비용	2	284	319	286
계속사업이익	1,130	701	840	965
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,130	701	840	965
지배주주	1,100	693	796	894
비지배주주	30	8	44	70
총포괄이익	1,212	687	1,145	1,165
지배주주	1,180	682	1,087	1,096
비지배주주	31	5	58	69
EBITDA	1,428	1,421	1,571	1,695
FCF	698	1,010	1,116	1,003
EBITDA 마진율 (%)	8.3	10.7	11.3	11.4
영업이익률 (%)	5.3	6.1	7.2	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	5.2	5.7	6.0

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	8,006	8,160	8,959	9,197
현금 및 현금성자산	1,392	1,788	2,025	2,003
매출채권 및 기타채권	2,551	2,229	2,425	2,516
재고자산	41	24	26	27
기타유동자산	4,022	4,119	4,483	4,651
비유동자산	3,947	4,161	4,636	5,202
관계기업투자등	119	111	103	103
유형자산	1,520	1,654	1,954	1,959
무형자산	713	819	998	1,559
자산총계	11,952	12,321	13,594	14,399
유동부채	2,493	2,392	2,861	2,878
매입채무 및 기타채무	797	839	913	947
단기금융부채	193	211	279	199
기타유동부채	1,503	1,342	1,669	1,732
비유동부채	992	954	780	662
장기금융부채	676	657	456	326
기타비유동부채	316	297	324	336
부채총계	3,485	3,345	3,641	3,539
지배주주지분	8,223	8,658	9,595	10,431
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	8,034	8,670
비지배주주지분	244	318	359	429
자본총계	8,467	8,976	9,954	10,860

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	8.7	19.0	14.5	12.9
P/CF (x)	6.0	8.7	7.1	6.8
P/B (x)	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	3.9	6.2	4.2	3.7
EPS (원)	14,213	8,962	10,290	11,560
CFPS (원)	20,600	19,509	21,027	22,043
BPS (원)	106,294	111,913	124,021	134,818
DPS (원)	3,200	2,700	2,700	3,400
배당성향 (%)	21.9	29.8	24.9	24.0
배당수익률 (%)	2.6	1.6	1.7	2.1
매출액증가율 (%)	26.4	-23.0	4.4	7.3
EBITDA증가율 (%)	14.2	-0.5	10.6	7.9
조정영업이익증가율 (%)	13.4	-11.8	22.6	12.1
EPS증가율 (%)	79.9	-36.9	14.8	12.3
매출채권 회전을 (회)	9.7	8.5	9.0	9.1
재고자산 회전을 (회)	404.6	412.1	564.1	570.3
매입채무 회전을 (회)	20.5	16.8	16.3	16.4
ROA (%)	10.1	5.8	6.5	6.9
ROE (%)	14.2	8.2	8.7	8.9
ROIC (%)	23.1	13.0	16.2	17.3
부채비율 (%)	41.2	37.3	36.6	32.6
유동비율 (%)	321.1	341.2	313.1	319.6
순차입금/자기자본 (%)	-49.1	-51.5	-53.4	-52.1
조정영업이익/금융비용 (x)	31.8	21.2	21.0	26.6

## 커지는 역할

투자이건(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 210,000원
현재주가(24/11/26)	140,400원
상승여력	49.6%

영업이익(24F, 십억원)	218
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	22.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.0
P/E(24F, x)	22.9
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,520.36
시가총액(십억원)	3,850
발행주식수(백만주)	27
유동주식비율(%)	24.5
외국인 보유비중(%)	1.6
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	127,800
52주 최고가(원)	211,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-1.3 -8.3 -18.7
상대주가	1.1 -2.2 -19.5

## 투자포인트

- 1. 현대차 인도 진출로 공장 확대 등 신규 투자에 대한 수혜 기대
- 2. 임금 협상 결과에 따른 인건비 증가로 3Q 이익 예상 하회했으나, 중장기 성장성은 지속 가능
- 3. 차량용 소프트웨어 사업부의 역할 커지고 있으며, 기술 고도화 될수록 제품 단가 및 마진도 올라가는 구조

## 25년 실적 전망

- 24년 연간 매출 3.56조원(+16% YoY), 25년 매출 4.02조원(+13% YoY) 전망
- 24년 연간 영업이익 2,180억원(OPM 6.1%), 25년 영업이익 2,440억원(OPM 6.1%) 전망
- SI 가운데 가장 견조한 전방 산업, 이에 따른 안정적 성장 이어질 것으로 전망
- 목표주가 21만원으로 14% 하향조정, 투자이건 '매수' 유지. FY25 EPS에 최근 주가 조정에 따라 멀티플 21~22년 평균 fwd P/E에서 10% 할인한 30배 적용



계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,070	2,755	3,065	3,556	4,019
영업이익 (십억원)	96	142	181	218	244
영업이익률 (%)	4.6	5.2	5.9	6.1	6.1
순이익 (십억원)	70	114	138	168	191
EPS (원)	2,702	4,154	5,023	6,130	6,953
ROE (%)	7.3	8.0	9.0	10.3	10.9
P/E (배)	51.1	23.0	42.1	22.9	20.2
P/B (배)	2.8	1.8	3.7	2.3	2.1
배당수익률 (%)	0.5	1.2	0.7	1.0	1.5

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대오토에버, 미래에셋증권 리서치센터

# 현대오토에버 (307950)

## 현대오토에버 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	666	754	746	899	731	918	905	1,002	824	1,025	1,047	1,124
YoY growth	19.0%	19.6%	2.1%	7.8%	9.8%	21.8%	21.3%	11.4%	12.7%	11.6%	15.7%	12.2%
SI	232	241	237	300	237	331	331	333	271	352	348	385
YoY growth	10.6%	10.5%	-3.0%	4.1%	2.0%	37.3%	39.6%	11.2%	14.6%	6.4%	5.0%	15.6%
매출 비중	34.8%	32.0%	31.8%	33.3%	32.3%	36.0%	36.6%	33.3%	32.9%	34.3%	33.2%	34.3%
ITO	289	348	356	424	323	373	378	457	349	423	468	482
YoY growth	16.8%	20.2%	-1.4%	6.8%	11.7%	7.2%	6.2%	7.9%	8.4%	13.7%	23.9%	5.4%
매출 비중	43.4%	46.1%	47.7%	47.1%	44.1%	40.6%	41.8%	45.6%	42.4%	41.3%	44.7%	42.8%
차량SW	145	165	153	176	172	215	195	212	204	249	231	257
YoY growth	41.4%	34.4%	22.4%	17.8%	18.5%	29.8%	28.0%	20.3%	18.1%	16.2%	18.0%	21.5%
매출 비중	21.8%	21.9%	20.5%	19.6%	23.6%	23.4%	21.6%	21.1%	24.7%	24.3%	22.0%	22.9%
판관비	37.0	34.6	39.8	46.3	37.5	39.0	43.9	44.1	41.2	54.3	51.5	56.4
영업이익	30.6	52.7	45.2	52.9	30.7	68.5	52.5	66.1	37.1	59.6	68.9	78.5
영업이익률	4.6%	7.0%	6.1%	5.88%	4.20%	7.47%	5.80%	6.60%	4.50%	5.81%	6.58%	6.98%
EPS	1,135	1,381	1,302	1,206	926	1,880	1,592	1,813	1,135	1,929	1,965	2,253

자료: 현대오토에버, 미래에셋증권 리서치센터

# 현대오토에버 (307950)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,755	3,065	3,556	4,019
매출원가	2,455	2,726	3,174	3,572
매출총이익	300	339	382	447
판매비와관리비	157	158	164	203
조정영업이익	142	181	218	244
영업이익	142	181	218	244
비영업손익	13	1	15	20
금융손익	11	22	10	10
관계기업등 투자손익	-2	-5	10	20
세전계속사업손익	155	182	233	264
계속사업법인세비용	39	41	60	68
계속사업이익	116	140	173	196
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	116	140	173	196
지배주주	114	138	168	191
비지배주주	2	3	5	5
총포괄이익	134	135	177	196
지배주주	130	132	169	186
비지배주주	3	3	9	10
EBITDA	256	306	340	360
FCF	151	183	204	222
EBITDA 마진율 (%)	9.3	10.0	9.6	9.0
영업이익률 (%)	5.2	5.9	6.1	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.1	4.5	4.7	4.8

자료: 현대오토에버, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,696	1,834	2,008	2,237
현금 및 현금성자산	560	483	503	549
매출채권 및 기타채권	727	805	897	1,006
재고자산	8	5	5	6
기타유동자산	401	541	603	676
비유동자산	924	1,009	1,034	1,043
관계기업투자등	31	35	39	44
유형자산	110	113	115	124
무형자산	566	546	535	530
자산총계	2,619	2,843	3,042	3,280
유동부채	884	923	978	1,054
매입채무 및 기타채무	503	506	564	633
단기금융부채	68	41	-4	-48
기타유동부채	313	376	418	469
비유동부채	245	328	372	395
장기금융부채	108	157	182	182
기타비유동부채	137	171	190	213
부채총계	1,129	1,251	1,350	1,448
지배주주지분	1,478	1,580	1,674	1,809
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	773	773	773	773
이익잉여금	692	789	880	1,014
비지배주주지분	12	12	18	23
자본총계	1,490	1,592	1,692	1,832

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	23.0	42.1	23.4	20.6
P/CF (x)	10.4	20.5	11.5	10.6
P/B (x)	1.8	3.7	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	8.0	17.1	9.7	8.8
EPS (원)	4,154	5,023	6,130	6,953
CFPS (원)	9,177	10,325	12,433	13,475
BPS (원)	53,926	57,615	61,053	65,964
DPS (원)	1,140	1,430	1,430	2,100
배당성향 (%)	26.9	27.9	22.7	29.4
배당수익률 (%)	1.2	0.7	0.8	1.2
매출액증가율 (%)	33.0	11.3	16.0	13.0
EBITDA증가율 (%)	38.5	19.8	10.9	5.8
조정영업이익증가율 (%)	48.1	27.4	20.1	12.0
EPS증가율 (%)	53.8	20.9	22.0	13.4
매출채권 회전을 (회)	4.5	4.3	4.4	4.4
재고자산 회전을 (회)	494.6	486.7	695.7	703.2
매입채무 회전을 (회)	7.8	8.6	9.6	9.7
ROA (%)	4.7	5.1	5.9	6.2
ROE (%)	8.0	9.0	10.3	10.9
ROIC (%)	11.0	13.0	14.2	15.4
부채비율 (%)	75.8	78.5	79.8	79.1
유동비율 (%)	191.9	198.7	205.3	212.3
순차입금/자기자본 (%)	-38.5	-36.7	-39.0	-43.2
조정영업이익/금융비용 (x)	23.7	29.9	0.0	0.0

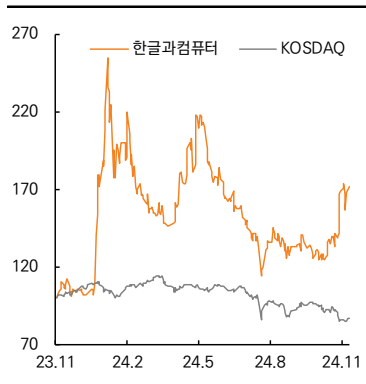
## 클라우드와 AI의 조화로운 성공 방정식

	Not Rated
목표주가	-
현재주가(24/11/26)	23,700원
상승여력	-

영업이익(24F, 십억원)	-		
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-		
EPS 성장률(24F, %)	-		
MKT EPS 성장률(24F, %)	-		
P/E(24F, x)	-		
MKT P/E(24F, x)	-		
KOSDAQ	693.15		
시가총액(십억원)	573		
발행주식수(백만주)	24		
유동주식비율(%)	66.4		
외국인 보유비중(%)	6.3		
베타(12M) 일간수익률	-0.23		
52주 최저가(원)	13,970		
52주 최고가(원)	35,150		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	38.2	-18.3	55.4
상대주가	45.0	-1.0	82.7

### 투자포인트

- 1. 공공기관 클라우드 확대 기조 이어지며 24년 클라우드 매출 비중 전체의 30% 돌파
- 2. 공공기관과 일반 기업 모두 AI 도입 관심 높아지며 동사의 AI 솔루션 판매 증가 예상
- 3. 글로벌 진출 본격화: 대만, 일본 진출에 이어 미국과 유럽 진출도 박차 가하는 중
- 자회사 씽크프리가 미국 테슬라 거버먼트와 계약 체결하고 '씽크프리 오피스' 공급(9/27)  
→ 웹기반 오피스 제품으로 러시아 제품 대신해 납품하며, MS는 제공하지 않는 제품
- 11월 유럽 최대 LLM 개발사인 Mistral AI와의 파트너십을 발표하며, 씽크프리의 프랑스 등 유럽 진출도 가능할 것으로 기대



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	319	401	242	242	271
영업이익 (십억원)	33	68	40	25	34
영업이익률 (%)	10.3	17.0	16.5	10.3	12.5
순이익 (십억원)	19	37	18	47	15
EPS (원)	818	1,515	723	1,855	606
ROE (%)	8.9	14.7	6.6	15.8	4.6
P/E (배)	12.2	12.4	36.7	6.6	23.5
P/B (배)	1.0	1.6	2.3	0.9	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한글과컴퓨터, 미래에셋증권 리서치센터

# 한글과컴퓨터 (030520)

## 한글과컴퓨터 실적 테이블

(백만원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
<b>매출액(연결)</b>	<b>50,354</b>	<b>61,213</b>	<b>54,810</b>	<b>75,632</b>	<b>41,789</b>	<b>78,464</b>	<b>56,970</b>	<b>93,881</b>	<b>54,615</b>	<b>90,519</b>	<b>71,160</b>
YoY growth	-43.84%	-42.77%	-32.96%	-306.36%	-17.01%	28.18%	3.94%	24.13%	30.69%	15.36%	24.91%
QoQ growth	-237.39%	21.57%	-10.46%	37.99%	-44.75%	87.76%	-27.39%	64.79%	-41.82%	65.74%	-21.39%
한글과컴퓨터	31,158	33,613	28,168	33,195	28,705	35,042	28,310	36,010	33,806	45,473	37,588
YoY growth	15.21%	8.80%	4.70%	8.99%	-7.87%	4.25%	0.50%	8.48%	17.77%	29.77%	32.77%
QoQ growth	2.3%	7.9%	-16.2%	17.8%	-13.5%	22.1%	-19.2%	27.2%	-6.1%	34.5%	-17.3%
전자문서_온프레미스	29,226	31,899	26,985	31,303	26,122	30,802	22,903	31,905	27,214	33,877	23,342
YoY growth	11.40%	6.56%	14.63%	7.96%	-10.62%	-3.44%	-15.13%	1.92%	4.18%	9.98%	1.92%
QoQ growth	0.8%	9.1%	-15.4%	16.0%	-16.6%	17.9%	-25.6%	39.3%	-14.7%	24.5%	-31.1%
전자문서_클라우드	0	0	0	0	1,493	2,838	4,190	2,593	6,389	10,641	11,840
YoY growth	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	328.0%	274.9%	182.6%
QoQ growth	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.2%	47.6%	-38.1%	146.4%	66.5%	11.3%
기타매출	1,932	1,714	1,183	1,892	1,091	1,402	1,217	1,512	203	955	2,406
한컴라이프케어	15,073	22,242	20,038	42,767	8,619	35,515	20,563	48,892	13,637	36,284	23,551
기타매출	4,123	5,358	6,604	-331	4,464	7,907	8,096	8,979	7,172	8,763	10,021
<b>영업이익</b>	<b>4,194</b>	<b>13,702</b>	<b>4,388</b>	<b>2,740</b>	<b>2,430</b>	<b>18,301</b>	<b>3,263</b>	<b>10,668</b>	<b>6,365</b>	<b>19,920</b>	<b>8,480</b>
영업이익률	8.3%	22.4%	8.0%	3.6%	5.8%	23.3%	5.7%	11.4%	11.7%	22.0%	11.9%
YoY growth	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-42.1%	33.6%	-25.6%	289.4%	161.9%	8.8%	159.9%
QoQ growth	0.0%	226.7%	-68.0%	-37.6%	-11.3%	653.0%	-82.2%	226.9%	-40.3%	212.9%	-57.4%
<b>매출액(별도)</b>	<b>31,158</b>	<b>33,613</b>	<b>28,168</b>	<b>33,195</b>	<b>28,705</b>	<b>35,042</b>	<b>28,310</b>	<b>36,010</b>	<b>33,806</b>	<b>45,473</b>	<b>37,588</b>
YoY growth	-43.8%	-42.8%	-33.0%	-306.4%	-17.0%	28.2%	3.9%	24.1%	30.7%	15.4%	24.9%
QoQ growth	-237.4%	21.6%	-10.5%	38.0%	-44.7%	87.8%	-27.4%	64.8%	-41.8%	65.7%	-21.4%
<b>영업이익(별도)</b>	<b>10,024</b>	<b>13,910</b>	<b>8,324</b>	<b>10,047</b>	<b>9,254</b>	<b>14,132</b>	<b>5,899</b>	<b>11,943</b>	<b>12,148</b>	<b>17,527</b>	<b>12,248</b>
YoY growth	0	0	0	0	-7.7%	1.6%	-29.1%	18.9%	31.3%	24.0%	107.6%
QoQ growth	0	38.8%	-40.2%	20.7%	-7.9%	52.7%	-58.3%	102.5%	1.7%	44.3%	-30.1%
<b>한글과컴퓨터 매출액 비중</b>											
전자문서_온프레미스	93.8%	94.9%	95.8%	94.3%	91.0%	87.9%	80.9%	88.6%	80.5%	74.5%	62.1%
전자문서_클라우드	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	8.1%	14.8%	7.2%	18.9%	23.4%	31.5%
기타매출	6.2%	5.1%	4.2%	5.7%	3.8%	4.0%	4.3%	4.2%	0.6%	2.1%	6.4%

자료: 한글과컴퓨터, 미래에셋증권 리서치센터

# 한글과컴퓨터 (030520)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	401	242	242	271
매출원가	194	102	95	112
매출총이익	207	140	147	159
판매비와관리비	139	100	122	125
조정영업이익	68	40	25	34
영업이익	68	40	25	34
비영업손익	-8	-16	-40	-55
금융손익	-7	-1	1	5
관계기업등 투자손익	-1	-7	9	10
세전계속사업손익	60	24	-15	-21
계속사업법인세비용	13	14	7	7
계속사업이익	47	10	-22	-27
중단사업이익	0	-5	38	0
당기순이익	47	4	17	-27
지배주주	37	18	47	15
비지배주주	10	-14	-30	-43
총포괄이익	46	4	17	-30
지배주주	37	17	47	13
비지배주주	9	-13	-29	-43
EBITDA	96	67	53	58
FCF	42	39	7	32
EBITDA 마진율 (%)	23.9	27.7	21.9	21.4
영업이익률 (%)	17.0	16.5	10.3	12.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	7.4	19.4	5.5

자료: 한글과컴퓨터, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	287	361	314	288
현금 및 현금성자산	91	163	107	81
매출채권 및 기타채권	56	47	40	39
재고자산	61	57	43	52
기타유동자산	79	94	124	116
비유동자산	435	486	381	343
관계기업투자등	14	9	11	8
유형자산	98	111	103	104
무형자산	244	259	156	88
자산총계	722	847	695	632
유동부채	175	204	163	104
매입채무 및 기타채무	99	103	64	25
단기금융부채	42	55	51	10
기타유동부채	34	46	48	69
비유동부채	95	93	51	57
장기금융부채	61	61	26	38
기타비유동부채	34	32	25	19
부채총계	270	297	214	161
지배주주지분	269	278	316	335
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	94	102	102	108
이익잉여금	177	194	241	234
비지배주주지분	184	272	165	136
자본총계	453	550	481	471

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	12	37	7	24
P/CF (x)	4	8	5	6
P/B (x)	2	2	1	1
EV/EBITDA (x)	6	12	6	6
EPS (원)	1,515	723	1,855	606
CFPS (원)	4,278	3,150	2,477	2,478
BPS (원)	11,554	11,602	13,480	14,030
DPS (원)	0	0	0	410
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	-35.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	2.9
매출액증가율 (%)	25.7	-39.8	0.1	12.0
EBITDA증가율 (%)	59.7	-30.0	-20.9	9.7
조정영업이익증가율 (%)	105.4	-42.0	-36.8	36.5
EPS증가율 (%)	85.2	-52.3	156.8	-67.3
매출채권 회전을 (회)	7.8	5.4	5.9	7.0
재고자산 회전을 (회)	8.3	4.1	4.9	5.7
매입채무 회전을 (회)	10.4	5.0	7.0	19.8
ROA (%)	6.8	0.6	2.2	-4.1
ROE (%)	14.7	6.6	15.8	4.6
ROIC (%)	14.7	4.6	12.0	17.7
부채비율 (%)	59.6	54.0	44.5	34.3
유동비율 (%)	164.3	176.9	192.5	277.2
순차입금/자기자본 (%)	-12.7	-23.0	-28.6	-23.2
조정영업이익/금융비용 (x)	7.7	19.4	10.4	20.1

## 25년에는 글로벌 기업 굳히기

	Not Rated
목표주가	-
현재주가(24/11/26)	66,900원
상승여력	-

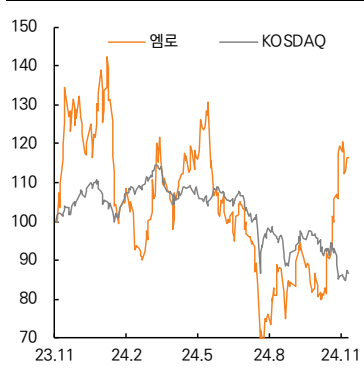
영업이익(24F, 십억원)	-
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	-
KOSDAQ	693.15
시가총액(십억원)	793
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	57.1
외국인 보유비중(%)	5.3
베타(12M) 일간수익률	1.00
52주 최저가(원)	39,100
52주 최고가(원)	81,900
(%)	1M    6M    12M
절대주가	43.6    -5.8    6.2
상대주가	50.7    14.1    24.9

### 투자포인트

- 1. 25년 본격적으로 글로벌 성과가 나타날 것으로 기대 → 25년 10월 삼성전자 프로젝트 매출 인식이 종료되면, 글로벌 매출을 이어서 인식할 수 있을 것
- 2. 클라우드 제품 비중 늘어나면서 탑라인과 이익 모두 개선세
- 3. 트럼프 당선은 supply-chain management(SCM) 솔루션 확대에 긍정적 환경으로 수혜 기대

### 25년 실적 전망

- 24년 매출 867억원(+37.2% YoY), 25년 매출 1,096억원(+26.4% YoY) 전망
- 24년 영업이익 106.5억원(+128.4% YoY, OPM 12.3%), 25년 영업이익 172억원(+61.5% YoY, OPM 15.7%)
- 클라우드 비중 늘어나며 탑라인과 이익 개선 함께 발생 중으로, 글로벌 제품 전체가 클라우드면서 단가도 더 높은 만큼 지속적인 성장 기대



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	0	45	47	59	63
영업이익 (십억원)	0	6	7	6	5
영업이익률 (%)	-	13.3	14.9	10.2	7.9
순이익 (십억원)	0	4	5	6	-27
EPS (원)	0	345	502	578	-2,385
ROE (%)	-	51.0	19.5	13.9	-67.7
P/E (배)	-	17.1	40.6	22.8	-28.9
P/B (배)	-	3.9	5.3	2.9	27.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

## 엠로 실적 테이블

(백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
<b>매출액(연결)</b>	<b>14,288.0</b>	<b>15,027.0</b>	<b>16,456.0</b>	<b>17,403.0</b>	<b>14,625.0</b>	<b>19,200.0</b>	<b>23,199.0</b>	<b>24,063.4</b>	<b>24,915.4</b>	<b>27,194.2</b>	<b>28,687.2</b>	<b>28,806.6</b>
YoY growth	6.7%	-0.8%	6.7%	18.7%	2.4%	27.8%	41.0%	38.3%	70.4%	41.6%	23.7%	19.7%
Seasonality	22.6%	23.8%	26.0%	27.5%	16.9%	22.1%	26.8%	27.0%	22.7%	24.8%	26.2%	26.3%
SCM 구축/컨설팅	8,081.0	9,657.0	11,174.0	12,007.0	9,202.0	12,824.0	15,903.0	16,242.8	12,987.2	15,520.0	17,958.0	19,296.8
YoY growth	-6.2%	3.0%	19.5%	34.4%	13.9%	32.8%	42.3%	35.3%	41.1%	21.0%	12.9%	18.8%
% of total revenue	56.6%	64.3%	67.9%	69.0%	62.9%	63.1%	64.3%	67.5%	60.5%	63.1%	64.3%	65.0%
라이선스	2,519.0	1,942.0	1,823.0	1,559.0	1,296.0	1,998.0	2,451.0	2,767.3	6,360.7	3,838.2	3,577.2	3,160.2
YoY growth	62.5%	-16.2%	-14.7%	-18.1%	-48.6%	2.9%	34.4%	77.5%	390.8%	92.1%	45.9%	14.2%
% of total revenue	17.6%	12.9%	11.1%	9.0%	8.9%	14.1%	12.5%	11.5%	14.6%	14.1%	12.5%	11.0%
기술료	2,483.0	2,452.0	2,360.0	2,590.0	2,750.0	2,750.0	2,750.0	3,128.2	0.4	0.4	0.3	0.3
YoY growth	-3.6%	-1.2%	-3.8%	9.7%	6.2%	0.0%	0.0%	13.8%	23.2%	-1.2%	-3.8%	9.7%
% of total revenue	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%	18.2%	17.9%	12.3%	51.6%	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%
클라우드	1,205.0	1,109.0	1,099.0	1,247.0	1,377.0	1,159.0	1,812.6	1,925.1	2,318.6	2,133.9	2,114.6	2,399.4
% of total revenue	8.4%	7.4%	6.7%	7.2%	9.4%	6.0%	7.8%	8.0%	11.7%	9.3%	14.0%	11.3%
<b>수주</b>	<b>46,500.0</b>	<b>46,800.0</b>	<b>49,300.0</b>	<b>50,900.0</b>	<b>61,000.0</b>	<b>94,700.0</b>	<b>96,000.0</b>	-	-	-	-	-
수주잔고 대비 매출	13%	9%	13%	13%	31%	102%	95%	-	-	-	-	-
<b>매출총이익</b>	<b>- 17,379.0</b>	<b>5,656.0</b>	<b>6,363.0</b>	<b>6,693.0</b>	<b>5,165.0</b>	<b>8,329.0</b>	<b>10,897.0</b>	<b>11,333.8</b>	<b>11,710.2</b>	<b>12,645.3</b>	<b>13,368.2</b>	<b>13,481.5</b>
총이익률	-121.6%	37.6%	38.7%	38.5%	35.3%	43.4%	47.0%	47.1%	47.0%	46.5%	46.6%	46.8%
<b>판매비와 관리비</b>	<b>- 11,999.0</b>	<b>4,493.0</b>	<b>5,066.0</b>	<b>5,595.0</b>	<b>5,134.0</b>	<b>6,578.0</b>	<b>6,505.0</b>	<b>6,858.1</b>	<b>7,225.5</b>	<b>8,185.5</b>	<b>9,237.3</b>	<b>9,362.2</b>
YoY growth	-398.0%	11.8%	18.2%	39.7%	-142.8%	46.4%	28.4%	22.6%	40.7%	24.4%	42.0%	36.5%
% of total revenue	-84.0%	29.9%	30.8%	32.1%	35.1%	34.3%	28.0%	28.5%	29.0%	30.1%	32.2%	32.5%
<b>영업이익</b>	<b>- 5,380.0</b>	<b>1,163.0</b>	<b>1,297.0</b>	<b>1,098.0</b>	<b>31.0</b>	<b>1,751.0</b>	<b>4,392.0</b>	<b>4,475.8</b>	<b>4,484.8</b>	<b>4,459.9</b>	<b>4,131.0</b>	<b>4,119.3</b>
YoY growth	-967.7%	-35.0%	-40.2%	-42.4%	-100.6%	50.6%	238.6%	307.6%	14367.0%	154.7%	-5.9%	-8.0%
영업이익률	-37.7%	7.7%	7.9%	6.3%	0.2%	9.1%	18.9%	18.6%	18.0%	16.4%	14.4%	14.3%
<b>당기순이익</b>	<b>- 5,231.0</b>	<b>- 14,977.0</b>	<b>- 7,859.0</b>	<b>- 4,971.0</b>	<b>619.0</b>	<b>8,717.0</b>	<b>6,153.0</b>	<b>3,447.2</b>	<b>4,224.7</b>	<b>3,266.7</b>	<b>2,881.6</b>	<b>2,880.2</b>
YoY growth	-413.4%	-1260.1%	-511.5%	-390.0%	-111.8%	-158.2%	-178.3%	-169.3%	582.5%	-62.5%	-53.2%	-16.4%
순이익률	-36.6%	-99.7%	-47.8%	-28.6%	4.2%	45.4%	26.5%	14.3%	17.0%	12.0%	10.0%	10.0%

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

# 엠로 (058970)

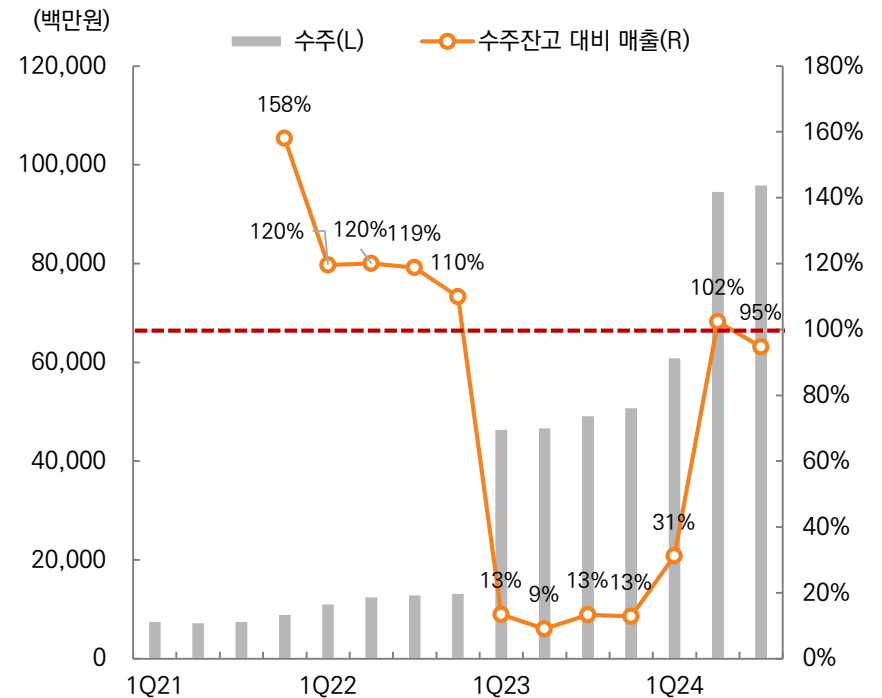
- SaaS 기반의 클라우드 비중 확대는 PSR 멀티플 적용 정당화 가능성 강화할 것
- 수주 잔고 삼성전자 프로젝트 수주 및 기존 고객사 업셀링 지속되며 급성장 중으로 글로벌로 이어나가길 기대

## PSR 밸류에이션 차트

Target EV/Revenue	7.00	8.00	9.00	10.00
예상 매출	109,603	FY25 매출		
Target EV	767,223	876,827	986,430	1,096,034
Net debt(cash)	55,000	55,000	55,000	55,000
시가총액	822,223	931,827	1,041,430	1,151,034
주식수	11.853	11.853	11.853	11.853
Target Price	69,400	78,700	87,900	97,200
현재주가(24/11/25)	66,900	66,900	66,900	66,900
상승여력	3.7%	17.6%	31.4%	45.3%

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

## 수주 잔고 및 수주 잔고 대비 매출 비중 추이



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	45	47	59	63
매출원가	28	27	36	39
매출총이익	17	20	23	24
판매비와관리비	10	13	16	19
조정영업이익	6	7	6	5
영업이익	6	7	6	5
비영업손익	-2	0	2	-32
금융손익	0	0	0	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	7	8	-27
계속사업법인세비용	0	1	1	-1
계속사업이익	4	5	7	-26
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	4	5	7	-26
지배주주	4	5	6	-27
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	4	7	7	-27
지배주주	4	7	7	-28
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	9	10	8
FCF	5	3	-26	5
EBITDA 마진율 (%)	20.0	19.1	16.9	12.7
영업이익률 (%)	13.3	14.9	10.2	7.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.9	10.6	10.2	-42.9

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	16	33	18	27
현금 및 현금성자산	4	19	4	11
매출채권 및 기타채권	6	8	9	6
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	6	6	5	10
비유동자산	21	23	56	64
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	7	8	39	13
무형자산	9	9	8	7
자산총계	37	56	74	92
유동부채	13	12	11	60
매입채무 및 기타채무	2	2	4	3
단기금융부채	8	0	3	47
기타유동부채	3	10	4	10
비유동부채	10	2	11	3
장기금융부채	1	0	10	1
기타비유동부채	9	2	1	2
부채총계	23	14	23	63
지배주주지분	14	42	51	28
자본금	3	3	6	6
자본잉여금	6	22	21	21
이익잉여금	8	13	20	-7
비지배주주지분	0	0	0	1
자본총계	14	42	51	29

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

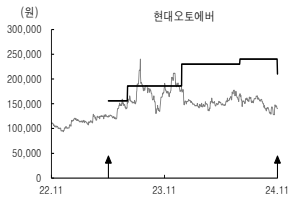
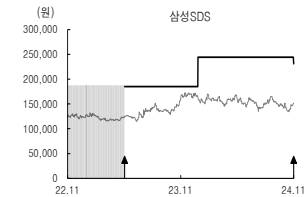
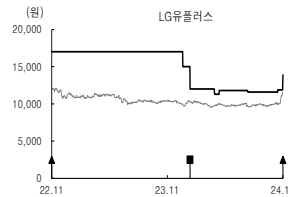
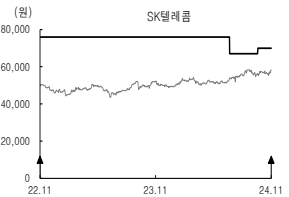
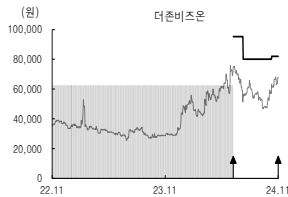
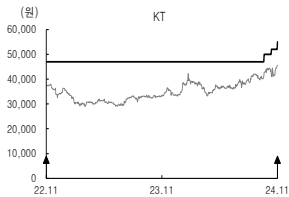
	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	17	41	23	-29
P/CF (x)	6	20	12	67
P/B (x)	4	5	3	27
EV/EBITDA (x)	7	21	16	100
EPS (원)	345	502	578	-2,385
CFPS (원)	1,029	1,032	1,086	1,029
BPS (원)	1,523	3,833	4,519	2,524
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	4.8	24.7	7.8
EBITDA증가율 (%)	-	1.0	1.8	-15.5
조정영업이익증가율 (%)	-	4.2	-3.7	-28.1
EPS증가율 (%)	-	45.3	15.2	적전
매출채권 회전을 (회)	16.7	6.9	6.9	8.3
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	36.5	15.4	14.0	12.6
ROA (%)	20.3	11.6	10.2	-32.0
ROE (%)	51.0	19.5	13.9	-67.7
ROIC (%)	51.9	27.4	14.5	10.7
부채비율 (%)	162.2	33.6	44.6	217.5
유동비율 (%)	119.4	273.5	157.6	46.1
순차입금/자기자본 (%)	34.2	-46.5	18.1	129.3
조정영업이익/금융비용 (x)	12.0	22.5	462.4	4.1

# Compliance

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
KT (030200)					2024.08.08	Trading Buy	11,600	-15.03	-12.07
2024.11.27	매수	55,000	-	-	2024.05.10	Trading Buy	11,800	-16.64	-14.58
2024.11.08	매수	52,000	-16.86	-12.50	2024.04.25	Trading Buy	11,300	-12.42	-10.80
2024.10.16	매수	50,000	-12.78	-11.30	2024.02.08	Trading Buy	12,000	-16.73	-13.50
2023.10.25	1년 경과 이후	47,000	-21.93	-10.21	2024.01.16	매수	15,000	-32.88	-30.40
2022.10.25	매수	47,000	-30.74	-19.26	2023.10.25	1년 경과 이후	17,000	-39.51	-38.24
더존비즈온 (012510)					2022.10.25	매수	17,000	-35.52	-28.53
2024.11.06	매수	82,000	-	-	삼성SDS (018260)				
2024.08.06	매수	80,000	-30.99	-17.63	2024.11.27	매수	231,000	-	-
2024.07.05	매수	95,200	-29.50	-20.90	2024.01.23	매수	244,000	-37.25	-30.29
SK텔레콤 (017670)					2023.05.31	매수	185,000	-23.35	-7.03
2024.10.16	매수	70,000	-	-	현대오토에버 (307950)				
2024.07.19	매수	67,000	-17.01	-12.84	2024.11.27	매수	210,000	-	-
2023.10.25	1년 경과 이후	76,000	-32.61	-28.82	2024.07.29	매수	240,000	-37.46	-30.50
2022.10.25	매수	76,000	-36.77	-31.58	2024.01.23	매수	230,000	-33.20	-22.52
LG유플러스 (032640)					2023.08.01	매수	186,000	-7.41	29.03
2024.11.27	매수	13,900	-	-	2023.05.31	매수	156,000	-12.86	1.92
2024.11.11	Trading Buy	11,900	-11.70	-2.77					

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



# Compliance

## 투자의견 분류 및 적용기준

### 기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상  
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상  
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상  
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

### 산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승  
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준  
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK텔레콤,삼성SDS,KT,LG유플러스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.