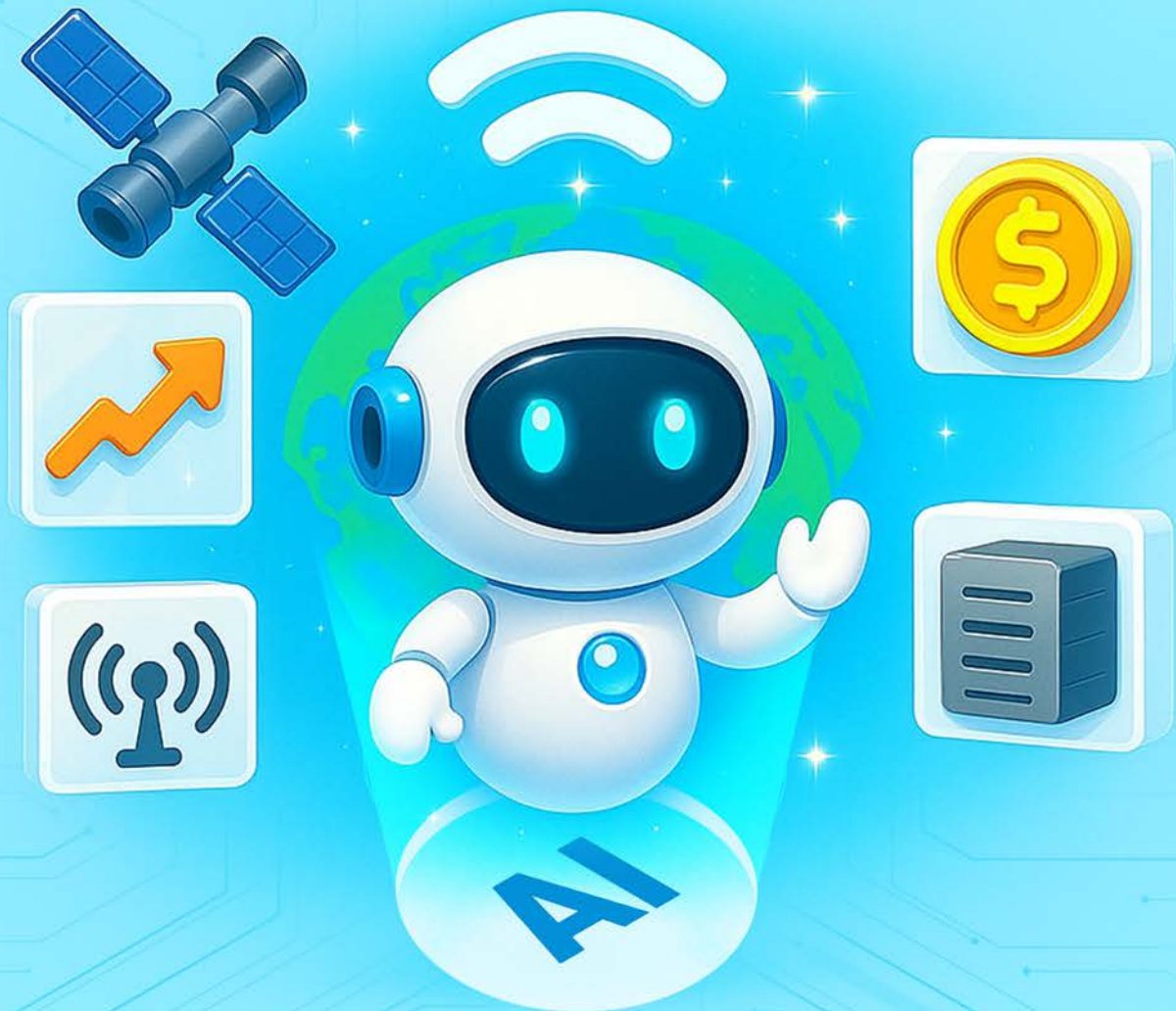


통신서비스 (비중확대/신규) 보여줄게 완전히 달라진 통신



CONTENTS

Executive Summary	3
보여줄게 완전히 달라진 통신	3
투자포인트	9
증익구간 진입. 수익성 개선을 위한 구조적 변화 시작	9
잉여현금흐름 증가에 따른 주주환원 여력 확대	22
AI 관련 수익화 및 포트폴리오 다변화 (ft. 데이터센터, 클라우드, AI 에이전트)	24
글로벌 패권주의 본격화 (ft. 국내 AI 정책, AI 네트워크, 위성통신)	33
국내 AI 정책에 따른 통신 3사의 직접적인 수혜 예상	33
AI 네트워크: 비용 효율성 및 품질 경쟁력 강화	35
Space X와의 협력을 통한 글로벌 위성 네트워크 구축 지속	36
투자 전략	38
본격적인 증익 사이클 진입. 1) 높은 이익 성장률, 2) 주주환원, 3) AI 수익화	38
Top Pick: SK텔레콤 제시	39
글로벌 Peer Valuation	42
Global Company Analysis	50
SK텔레콤	51
KT	69
LG유플러스	86

Executive Summary

보여줄게 완전히 달라진 통신

1) 증익구간 진입, 2) 주주환원 여력 확대, 3) AI 사업 수익화 및 포트폴리오 다변화

26년 국내 통신서비스 산업은 외형성장의 원년이 될 것으로 판단한다. 1) 증익구간 진입, 2) 주주환원 여력 확대, 3) AI 사업 수익화 및 포트폴리오 다변화가 본격적으로 이루어질 것으로 예상하기 때문이다.

MNO ARPU

Mobile Network Operator Average Revenue Per User/Unit의 약자.
이동통신사의 가입자 1인당 평균 수익

국내 통신서비스 3사는 증익 구간에 진입할 것으로 판단하며 이에 따른 26년 합산 영업이익은 약 5.1조원(+8.4% YoY)일 것으로 예상된다. 1) 적극적인 비용 효율화를 통한 수익성은 개선될 것이라는 점, 2) MNO ARPU 상승으로 인한 무선 매출서비스의 성장이 기대된다는 점, 3) 비핵심자산매각 가능성 및 부채비율 하락이 지속될 것이라는 점을 고려 시 외형성장의 원년이 될 것으로 판단한다.

잉여현금흐름 개선으로 인한 주주환원 확대 가능성 또한 높다고 판단한다. 26년 SK텔레콤, KT, LG유플러스의 주주환원율은 각각 6.6%, 7.1%, 5.4%일 것으로 예상하며 추가적인 자사주 매입/소각 및 배당 관련 주주환원 정책을 강화해나갈 수 있다고 판단한다.

하이퍼스케일 데이터센터

최소 서버랙 10만대 및 연면적 2만 2,510㎡ 제곱미터 이상 상면을 갖춘 데이터센터로 대량의 데이터 처리와 저장 지원

전통적인 통신서비스 산업 뿐만 아니라 AI 관련 사업 진출을 통한 포트폴리오 다변화에 주목해야하는 시기라고 판단한다. 그동안 진행되었던 투자에 대한 수익화가 시작될 것으로 예상하기 때문이다. 국내 통신서비스 3사의 1) 하이퍼스케일 데이터센터 및 GPU as a Service 시장 확대, 2) 국내 클라우드 침투율 상승 지속, 3) AI 에이전트 활용을 통한 MNO 향으로의 가입자가 유입되며 통신 3사의 탑라인은 본격적으로 성장할 것으로 판단한다.

Top pick: SK텔레콤 제시

미래에셋증권 26년도 통신서비스 섹터 탑픽은 SK텔레콤(목표주가 73,000원)으로 제시한다. 26년 및 27년 EPS 6,006원에 타겟 P/E 멀티플 12.1배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 타겟 P/E는 과거 3개년 평균 P/E 값에 20% 할증한 값이다.

동사는 1) 내년 영업이익 성장 가시성(이익 성장률 +53.5% YoY)이 가장 높으며, 2) 주주환원이 확대될 가능성 또한 존재하며, 3) AI 사업 관련 포트폴리오 다변화 및 B2B 시장 진출의 수익화가 본격적으로 시작될 것으로 예상하기 때문이다.

26년 영업이익 성장률에 주목해야 한다고 판단한다. 1) AI 투자에 대한 수익화, 2) 전반적인 비용 효율화, 3) 포트폴리오 다변화를 통해 상대적으로 이익 성장률이 가장 높은 한 해를 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라, 26년 연결 기준 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY)일 것으로 예상한다.

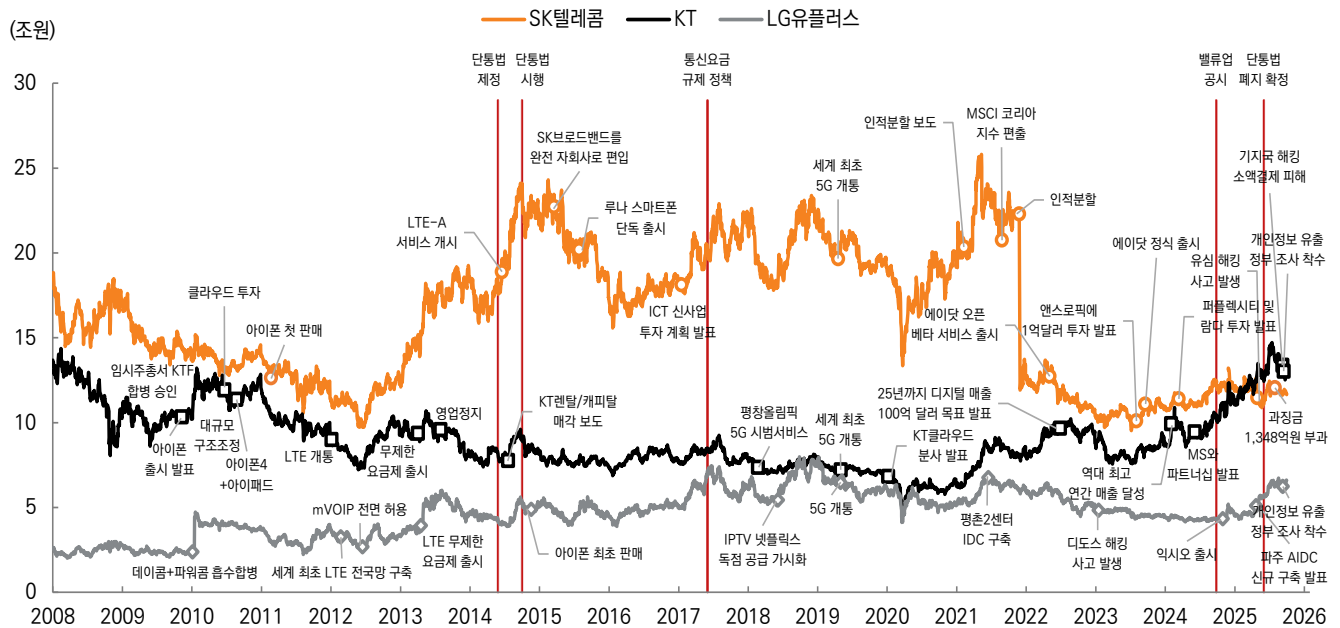
잉여현금흐름 증가로 인한 주주환원 여력 자체가 커졌다. 이에 따라, 26년에도 주주환원 정책은 강화될 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당배당금은 3,600원, 배당성향은 약 62.6%일 것으로 예상한다. 주주환원 수익률은 약 6.6%일 것으로 예상한다.

또한, 그동안 AI 관련 사업에 투자하였던 결실이 수익화로 이어지는 한 해인 점도 매력적이다. 'AI 피라미드 2.0'이 수익화로 이어지는 국면에 진입할 것으로 판단한다. 1) AI DC 포트폴리오 다변화를 통한 공급 확대, 2) AI B2B 수주 증가, 3) AI B2C 서비스 확장을 통한 에이전트 가입자 수 증가가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

가동률 상승 및 양주 지역의 신규 데이터센터 개소에 기반한 데이터센터 수익화가 본격적으로 시작될 것으로 전망한다. 중장기적인 측면에서도 매력적이다. GPU as a Service 형태의 AI 데이터센터는 마진이 높다는 점을 감안 시 수익성 증가 또한 기대된다. EBITDA 마진 기준 40%인 것으로 추정한다.

클라우드의 견조한 성장과 AI 비전 및 AICC를 포함한 AI B2B 관련 수주가 지속적으로 증가할 것으로 예상한다. 마이그레이션, 운영 관리, 보안 솔루션 등 클라우드 이용에 필요한 서비스를 커스터마이징하여 제공하기에 추가적인 고객사 확보가 가능할 것으로 판단한다. AI use case는 계열사와의 시너지 강화를 바탕으로 확대될 것으로 판단한다.

그림 1. 통신 3사 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 쉐어포인트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 통신서비스 신규 커버리지 투자포인트

기업	코드번호	투자이견	목표주가	상승여력	투자포인트
SK텔레콤	017670KS	매수	73,000원	34.4%	- 증익 구간 진입. 26년 이익 성장률 +53.5% YoY - 주주환원율 6.6%. 산업 평균 상회 - AI 수익화 사이클 국면 진입 시작
KT	030200KS	매수	63,000원	26.4%	- 구조적인 수익성 개선. 포트폴리오 최적화 및 주요 비용 절감 - 풍부한 잉여현금흐름을 기반으로 한 주주환원 확대 가능성 - B2B 비즈니스 외형성장. 추가적인 매출 확보 가능성
LG유플러스	032640KS	매수	19,000원	27.3%	- 이익 레버리지 확대. 26년 영업이익 1.1조원(+13.4% YoY) - 주주환원 확대 흐름 지속. 탄력적인 자사주 매입 및 소각 - 고부가가치 AX 서비스 확장 및 AI 인프라 경쟁력 강화

자료: 각 사, 쉐어포인트, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

Key Charts

그림 2. 통신 3사 영업이익 추이 및 전망: 26년 OP 약 5.1조원(+8.4% YoY)

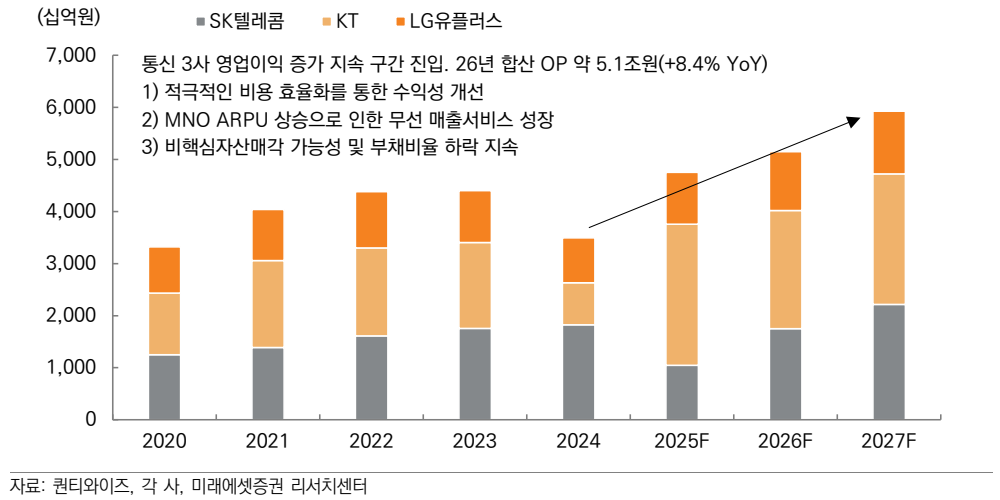


그림 3. 통신 3사 마케팅비 추이 및 전망

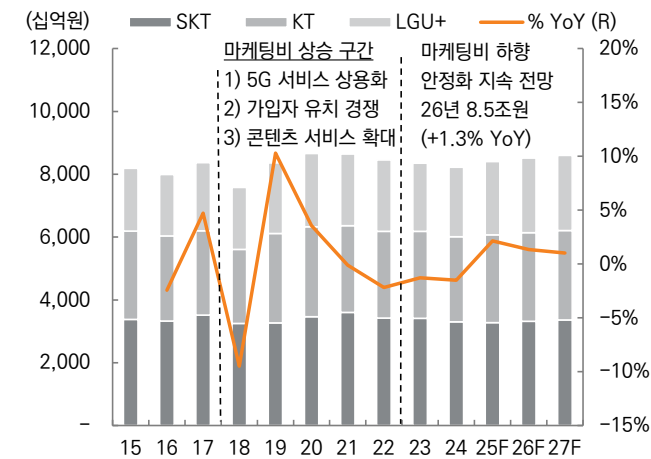


그림 4. 통신 3사 인건비 추이 및 전망

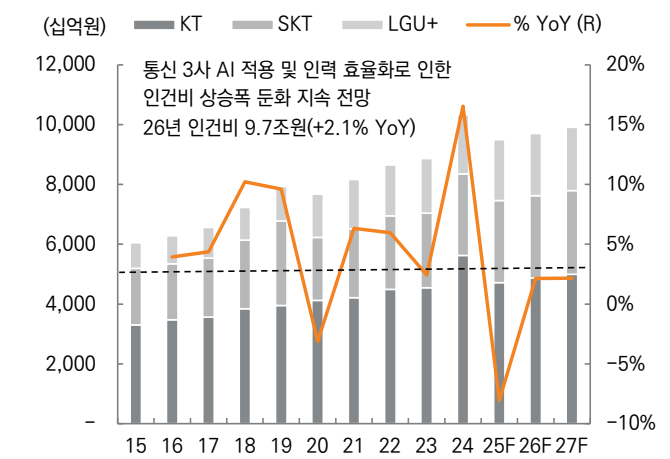


그림 5. 통신 3사 Capex 추이 및 전망

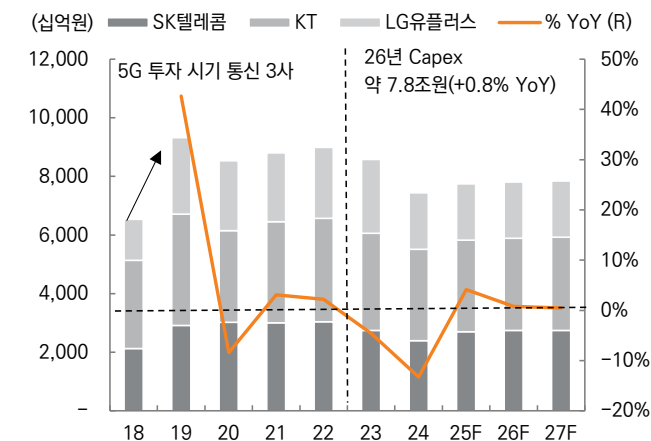


그림 6. 통신 3사 감가상각비 추이 및 전망

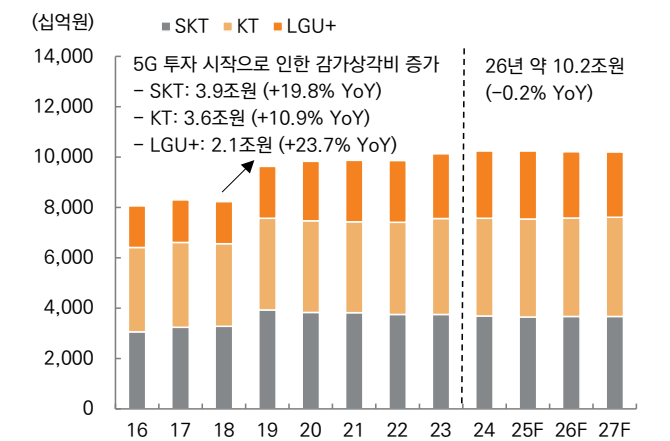
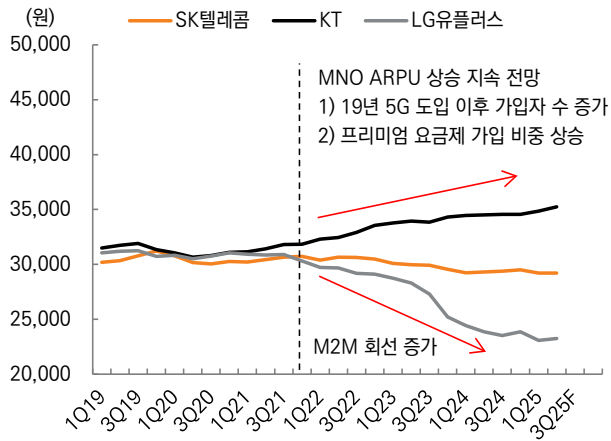
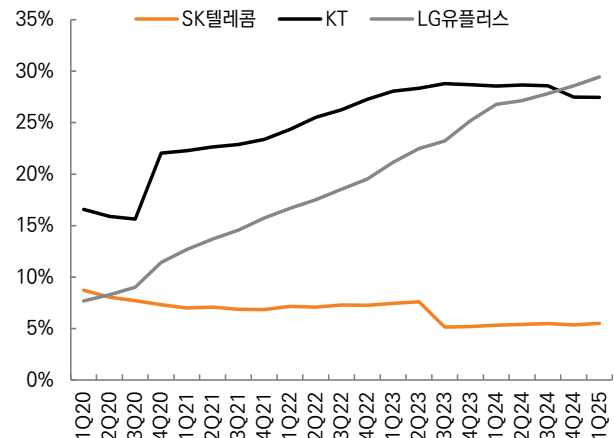


그림 7. MNO ARPU 추이 및 전망



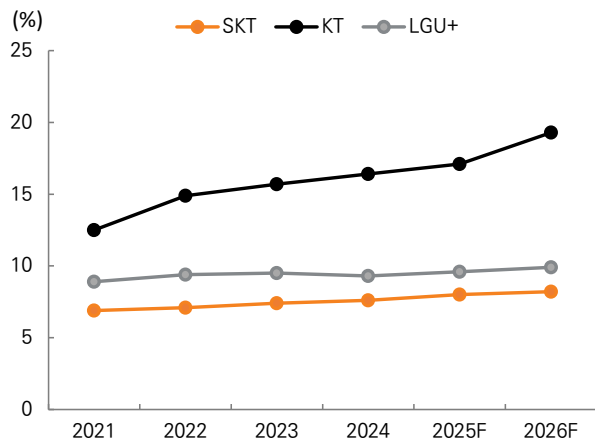
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 총 가입자 대비 MNVO 비중 추이



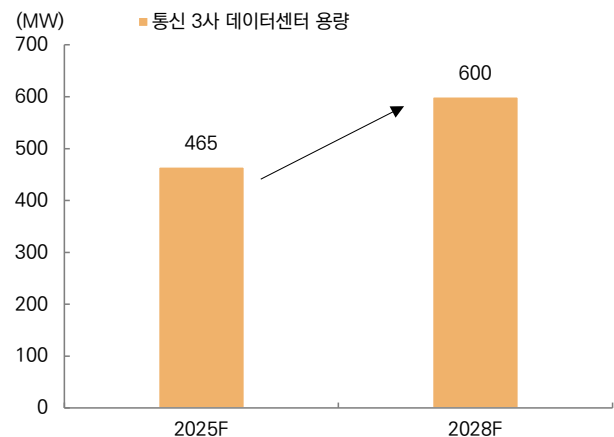
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 3사 B2B 매출 비중 추이 및 전망



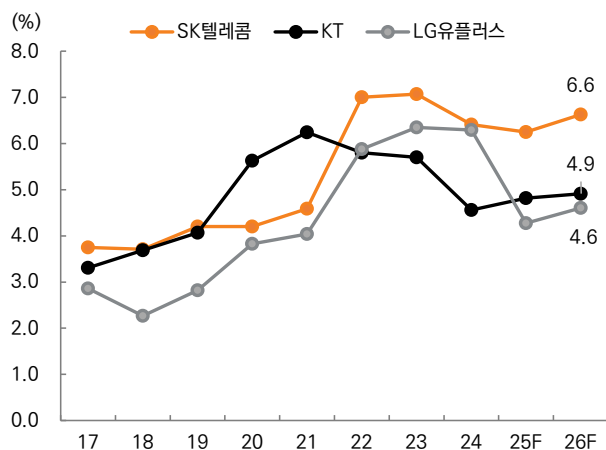
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 통신 3사 데이터센터 보유 현황



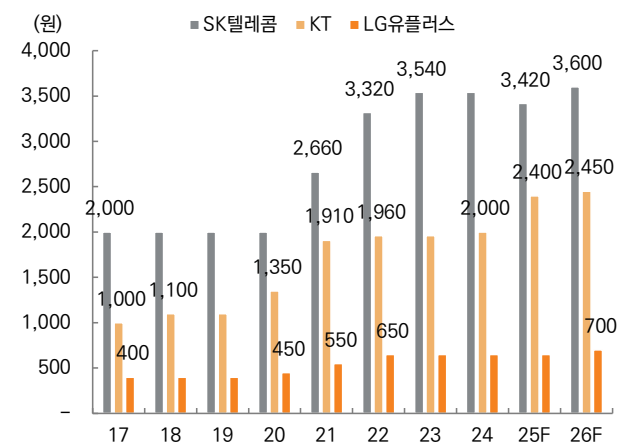
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 통신 3사 배당수익률 추이 및 전망



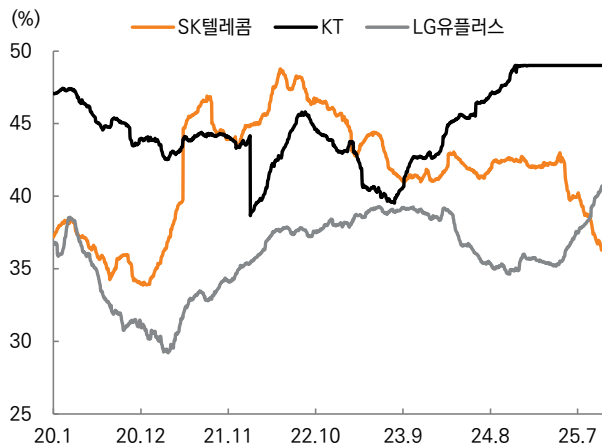
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 통신 3사 DPS 추이 및 전망



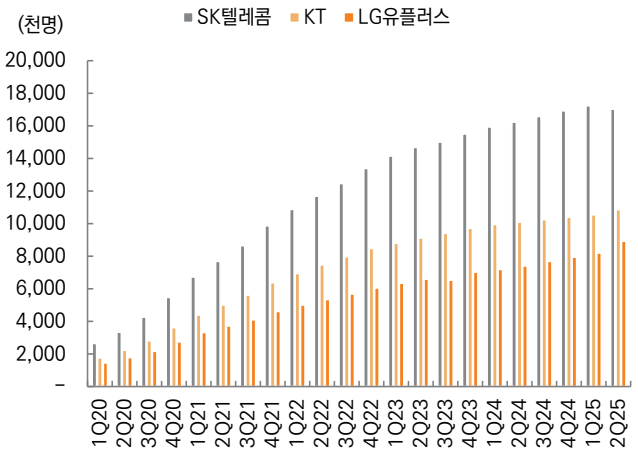
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 통신 3사 외국인 지분율 추이



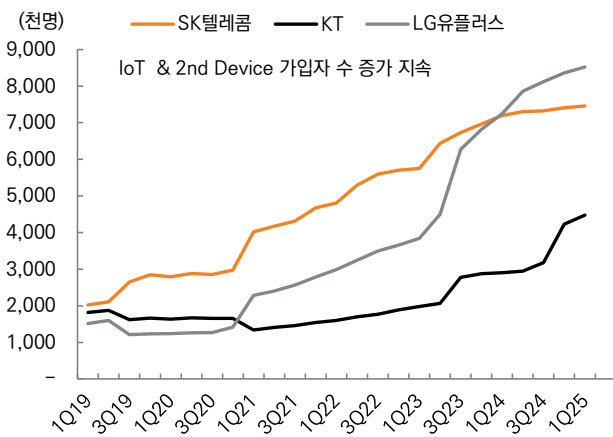
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 14. 통신 3사 5G 가입자 수 추이



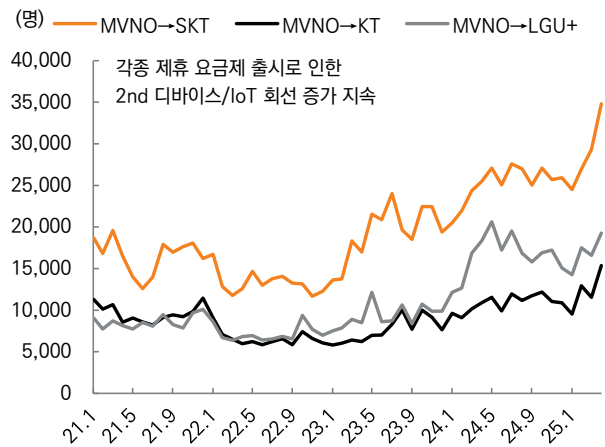
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 통신 3사 IoT & 2nd Device 가입자 수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 통신 3사 가입자 기반 단말장치 가입자 수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

증익구간 진입. 수익성 개선을 위한 구조적 변화 시작

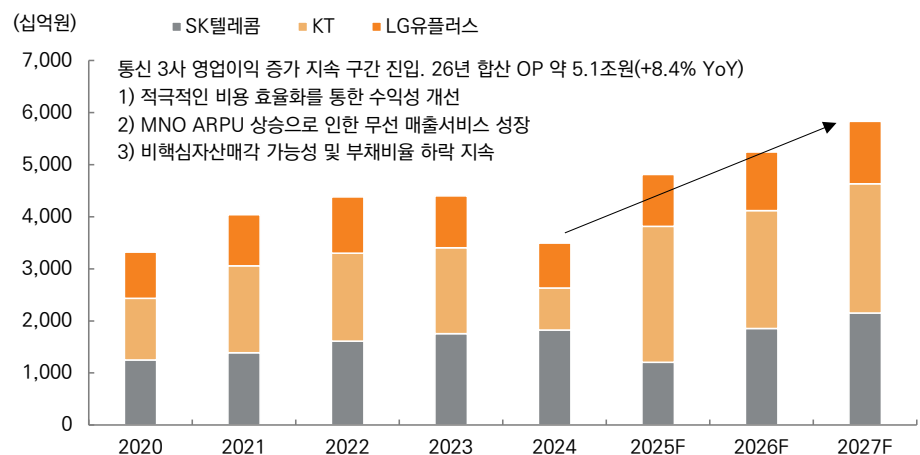
국내 통신서비스 3사는 증익 구간에 진입할 것으로 판단하며 이에 따른 26년 합산 영업이익은 약 5.1조원(+8.4% YoY)일 것으로 예상된다. 1) 적극적인 비용 효율화를 통한 수익성 개선 될 것이라는 점, 2) MNO ARPU 상승으로 인한 무선 매출서비스의 성장이 기대된다는 점, 3) 비핵심자산매각 가능성 및 부채비율 하락이 지속될 것이라는 점을 고려 시 외형성장의 원년이 될 것으로 판단한다.

체질개선을 위한 구조조정 작업으로 인건비 부담이 감소한다는 점을 감안 시 영업 레버지리 효과를 기대해볼 수 있는 구간이라고 판단한다. 마케팅 비용 또한 안정화 추세를 지속할 것으로 판단한다. 1) 프리미엄 서비스로의 확대, 2) 단말기의 소비 형태 변화, 3) 휴대폰 교체 주기 증가에 따른 마케팅비용 상승은 제한적이기 때문이다. 감가상각비는 5G 투자에 대한 이익 회수기 국면에 진입함에 따라 안정화 추세를 지속할 것으로 전망한다. 중장기 측면에서는 증가할 수 있다고 판단하는데, IDC/클라우드 수요 증가 및 유선 네트워크가 주요 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

MNO ARPU는 성장세를 보이며 무선서비스 매출 증가를 주도할 것으로 예상된다. 1) 각종 제휴 요금제를 통한 프리미엄 요금제 가입 비중 증가, 2) 2nd 디바이스 및 IoT 가입자 수 증가 지속이 주요 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

또한, 통신서비스 3사 모두 비핵심자산매각 등을 통한 포트폴리오 최적화가 지속되며 추가적인 이익 창출이 가능할 것으로 판단한다.

그림 17. 통신 3사 영업이익 추이 및 전망: 26년 OP 약 5.1조원(+8.4% YoY)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

적극적인 비용 효율화를 통한 수익성 개선

비용 절감의 효과가 본격적으로 반영될 시기이다. 많은 비중을 차지하고 있는 영업비용인 인건비, 감가상각비, 마케팅비는 안정화 추세를 보일 것으로 예상된다.

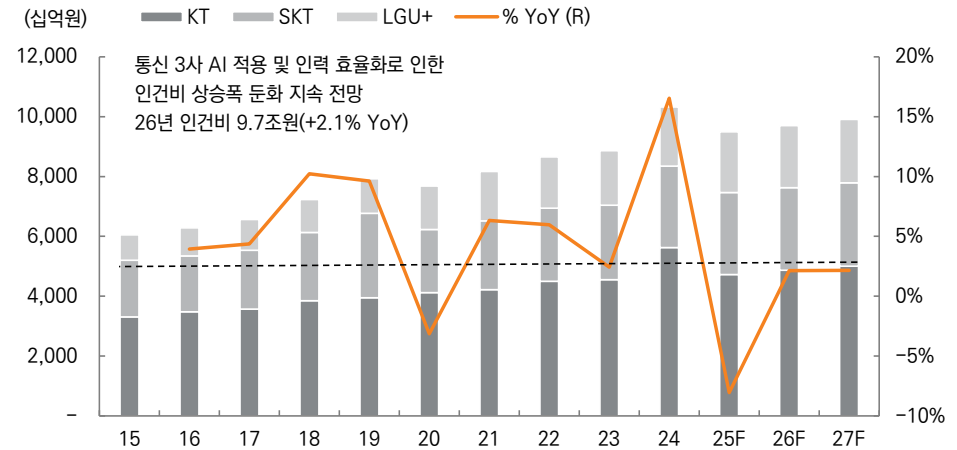
체질개선을 위한 구조조정 작업으로 인건비 부담이 감소한다는 점을 감안 시 영업 레버지리 효과를 기대해볼 수 있는 구간이라고 판단한다. 이에 따라, 통신 3사 인건비는 약 9.7조원(+2.1% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

SK텔레콤의 인건비는 약 2.7조원(+0.5% YoY)으로 서비스 수익 대비 매출액은 15.7% 수준일 것으로 예상된다. 지난해 4분기 대규모 희망퇴직으로 인한 일회성 비용 반영 및 신사업 확대에 따른 전문인력 채용으로 인해 전년 동기 대비 약 +20.8% YoY 상승하였으나 26년부터 상승폭이 둔화되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다.

KT의 경우 연결 기준 인건비는 안정화 추세를 지속하며 서비스 수익 대비 비중은 약 19.9% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 26년 인건비는 전년 동기 대비 약 +3.2% YoY 증가한 4.9조원을 기록할 것으로 예상된다. 24년 말부터 시작된 희망퇴직 및 대규모 구조조정으로 인한 인건비 절감 효과가 본격화될 것으로 판단하는데, 25년 인건비는 전년 동기 대비 약 -16.0% YoY 감소한 약 4.7조원을 기록할 것으로 예상하며 서비스 수익 대비 비중은 약 19.3%인 수준일 것으로 전망한다.

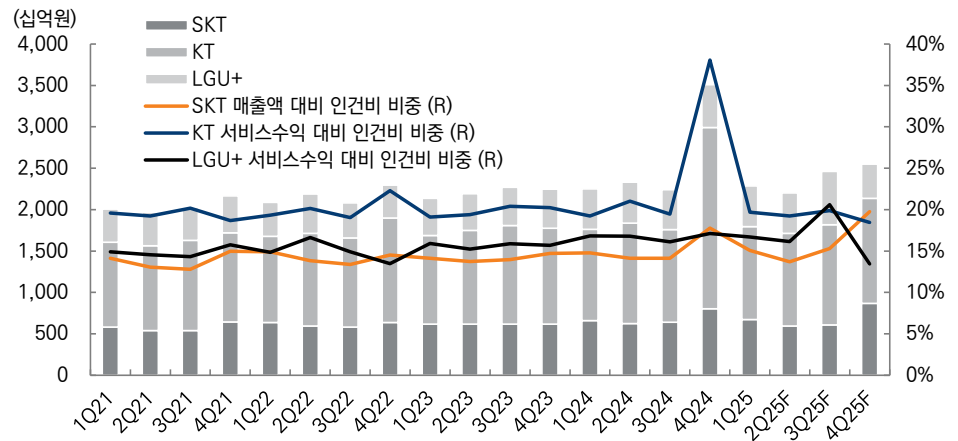
LG유플러스는 AX 사업 경쟁력 강화를 위한 인력 확충으로 인해 인건비 상승폭은 23년 및 24년 각각 약 +6.9% YoY, +8.5% YoY로 확대되었으나 26년부터는 상승폭이 둔화되며 +2.0% YoY 수준까지 축소될 것으로 예상하여 약 2.1조원 수준에서 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다.

그림 18. 통신 3사 인건비 추이 및 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 통신 3사 분기 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

마케팅 비용 하향 안정화 지속 전망

통신 3사의 마케팅 비용 또한 안정화 추세를 지속할 것으로 판단한다. 1) 프리미엄 서비스로의 확대, 2) 단말기의 소비 형태 변화, 3) 휴대폰 교체 주기 증가에 따른 마케팅비용 상승은 제한적이기 때문이다. 이에 따라, 26년 통신 3사 합산 마케팅 비용은 약 8.5조원(+1.3% YoY)으로 예상된다.

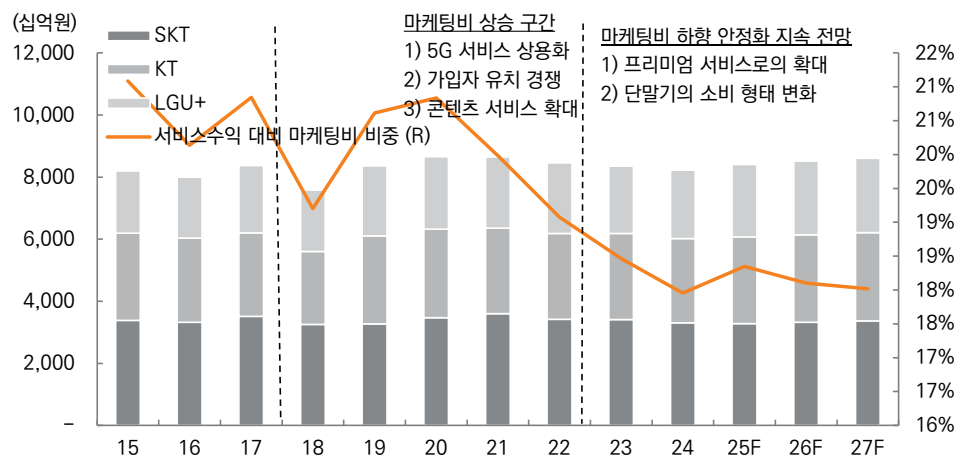
마케팅비 상승 구간(18년~21년)에서는 5G 서비스 상용화, 가입자 유치 경쟁, 그리고 콘텐츠 서비스 확대 등으로 서비스 수익 대비 마케팅비 비중은 약 21%로 확대되었다. 신규 가입자 수수료 및 단말기 지원금 지출이 주 요인으로 작용하였다. 이후, 가입자수 포화상태에 따라 MNO 가입자수 감소세가 진행되며 단말기 판매량 둔화로 인한 지원금 중요도 하락하면서 단말기 지원금을 포함한 직접 비용에서 간접 비용인 프리미엄 서비스 이전으로 확대되며 하향 안정화 추세를 지속할 것으로 전망한다.

또한, 휴대폰 교체 주기가 점진적으로 증가(24년 35.6개월 → 1H25 38.5개월)함에 따른 마케팅비는 안정화 추세를 지속할 수 있다고 판단한다. 단말기 사양의 상향 평준화 및 폼팩터의 미미한 변화로 인한 교체 수요가 상대적으로 감소하였기 때문이다.

업체 별 차별화가 있을 수는 있으나 SK텔레콤의 단기적인 가입자 이탈이 KT 및 LG유플러스의 연간 마케팅비 확대에 이어질 가능성은 낮다고 판단한다. 별다른 비용 지출 없이 가입자 순증 효과가 나타나고 있기 때문이다. 또한, SK텔레콤에서의 추가적인 가입자 유출은 제한적이라고 판단한다.

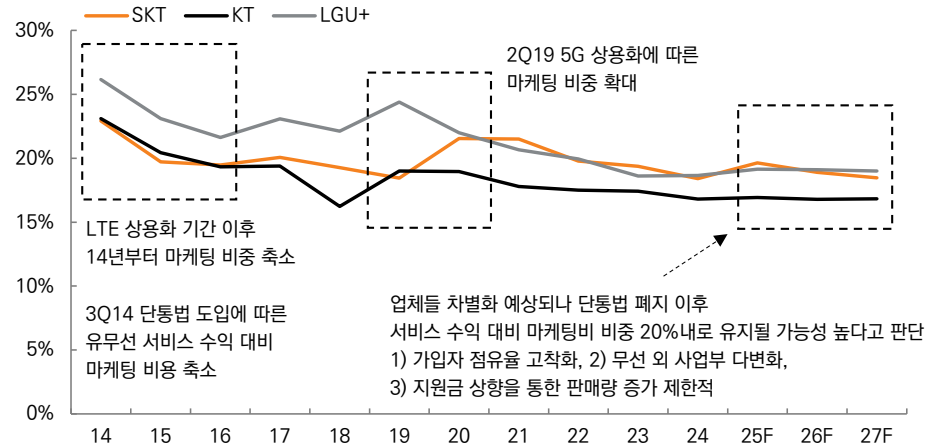
SK텔레콤 마케팅비는 약 3.3조원(+1.4% YoY)으로 전년 동기 대비 상승폭 확대는 제한적일 것으로 판단한다. 별도 기준 마케팅비는 약 2.8조원(+0.7% YoY)을 기록할 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 약 16.6%일 것으로 예상된다. LG유플러스의 경우 단기적으로 증가할 가능성은 존재하나 상승폭은 제한적일 것으로 판단한다. 가입자 유입에 따른 고객 이탈 방지를 위해 불가피한 비용 투입은 있을 수 있으나 점진적으로 감소되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따른 26년 마케팅비는 약 2.4조원(+2.1% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

그림 20. 통신 3사 마케팅비 추이 및 전망: 안정화 추세 지속될 것으로 판단



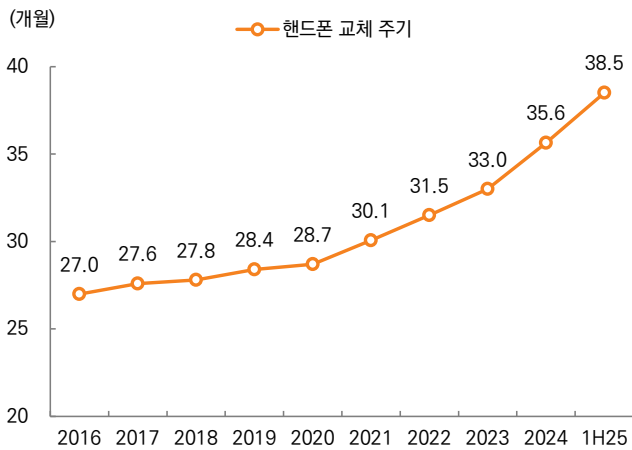
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 통신 3사 서비스수익 대비 마케팅비 비중 추이 및 전망



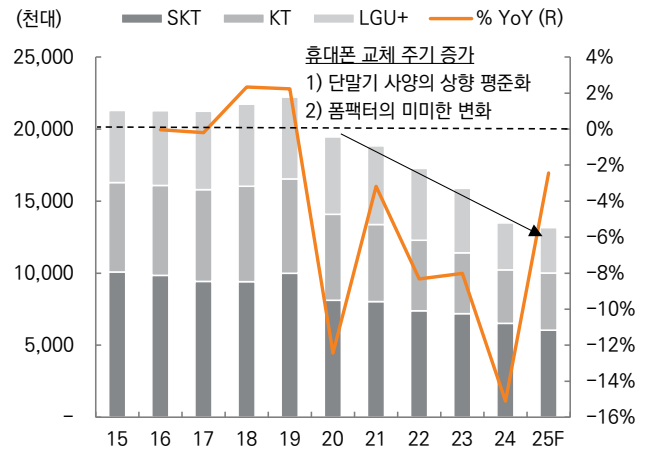
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 핸드폰 교체 주기



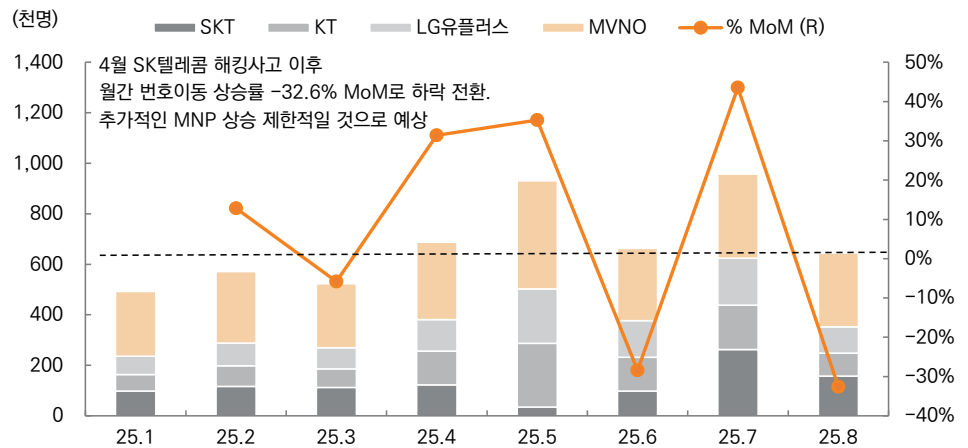
자료: 카운터포인트, 컨슈머인사이트, SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 통신 3사 휴대폰 판매량 추이 및 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 월별 번호이동자수 추이



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 통신 3사 플래그쉽 출시일

구분		모델명	SK텔레콤	KT	LG유플러스
삼성	S 시리즈	갤럭시 S 갤럭시 U 갤럭시 K 갤럭시 S 호핀	2010-07-01 - - 2011-01-24	- - 2010-10-11 -	- 2010-08-19 - -
		갤럭시 S II 갤럭시 S II LTE 갤럭시 S II HD LTE	2011-04-28 2011-09-28 2011-10-27	2011-04-28 - 2011-10-27	2011-04-28 - 2011-10-27
		갤럭시 S III	2012-06-25	2012-06-25	2012-06-25
		갤럭시 S4 갤럭시 S4 LTE-A 갤럭시 S4 미니 갤럭시 S4 줌 갤럭시 S4 액티브	2013-04-26 2013-06-26 - 2013-10-14 2013-12-18	2013-04-26 2013-07-12 2013-08-28 2013-10-14 -	2013-04-26 2013-07-18 - 2013-10-14 -
		갤럭시 S5 갤럭시 S5 광대역 LTE-A	2014-03-27 2014-06-19	2014-03-27 2014-06-27	2014-03-27 2014-06-27
		갤럭시 S6 갤럭시 S6 엣지 갤럭시 S6 엣지+	2015-04-10 2015-04-10 2015-08-20	2015-04-10 2015-04-10 2015-08-20	2015-04-10 2015-04-10 2015-08-20
		갤럭시 S7 갤럭시 S7 엣지	2016-03-11 2016-03-11	2016-03-11 2016-03-11	2016-03-11 2016-03-11
		갤럭시 S8 갤럭시 S8+	2017-04-21 2017-04-21	2017-04-21 2017-04-21	2017-04-21 2017-04-21
		갤럭시 S9 갤럭시 S9+	2018-03-16 2018-03-16	2018-03-16 2018-03-16	2018-03-16 2018-03-16
		갤럭시 S10e 갤럭시 S10 갤럭시 S10+ 갤럭시 S10 5G	2019-03-08 2019-03-08 2019-03-08 2019-04-05	2019-03-08 2019-03-08 2019-03-08 2019-04-05	2019-03-08 2019-03-08 2019-03-08 2019-04-05
		갤럭시 S20 갤럭시 S20+ 갤럭시 S20 Ultra 갤럭시 S20 FE	2020-03-06 2020-03-06 2020-03-06 2020-10-16	2020-03-06 2020-03-06 2020-03-06 2020-10-16	2020-03-06 2020-03-06 2020-03-06 2020-10-16
		갤럭시 S21 갤럭시 S21+ 갤럭시 S21 Ultra	2021-01-29 2021-01-29 2021-01-29	2021-01-29 2021-01-29 2021-01-29	2021-01-29 2021-01-29 2021-01-29
		갤럭시 S22 갤럭시 S22+ 갤럭시 S22 Ultra	2022-02-25 2022-02-25 2022-02-25	2022-02-25 2022-02-25 2022-02-25	2022-02-25 2022-02-25 2022-02-25
		갤럭시 S23 갤럭시 S23+ 갤럭시 S23 Ultra 갤럭시 S23 FE	2023-02-17 2023-02-17 2023-02-17 2023-12-08	2023-02-17 2023-02-17 2023-02-17 2023-12-08	2023-02-17 2023-02-17 2023-02-17 2023-12-08
		갤럭시 S24 갤럭시 S24+ 갤럭시 S24 Ultra 갤럭시 S24 FE	2024-01-31 2024-01-31 2024-01-31 2024-11-01	2024-01-31 2024-01-31 2024-01-31 2024-11-01	2024-01-31 2024-01-31 2024-01-31 2024-11-01
		갤럭시 S25 갤럭시 S25+ 갤럭시 S25 Ultra 갤럭시 S25 엣지	2025-02-07 2025-02-07 2025-02-07 2025-05-21	2025-02-07 2025-02-07 2025-02-07 2025-05-21	2025-02-07 2025-02-07 2025-02-07 2025-05-21

구분			모델명	SK텔레콤	KT	LG유플러스
Z 시리즈	Z 폴드 시리즈	Z 폴드 시리즈	갤럭시 Z 폴드	2019-09-06	2019-09-06	2019-09-06
			갤럭시 Z 폴드2	2020-09-23	2020-09-23	2020-09-23
			갤럭시 Z 폴드3	2021-08-27	2021-08-27	2021-08-27
			갤럭시 Z 폴드4	2022-08-26	2022-08-26	2022-08-26
			갤럭시 Z 폴드5	2023-08-11	2023-08-11	2023-08-11
			갤럭시 Z 폴드6	2024-07-24	2024-07-24	2024-07-24
			갤럭시 Z 폴드 스페셜 에디션	2024-10-25	2024-10-25	2024-10-25
	Z 플립 시리즈	Z 플립 시리즈	갤럭시 Z 플립	2020-02-14	2020-02-14	2020-02-14
			갤럭시 Z 플립 5G	2020-09-18	2020-09-18	2020-09-18
			갤럭시 Z 플립3	2021-08-27	2021-08-27	2021-08-27
			갤럭시 Z 플립4	2022-08-26	2022-08-26	2022-08-26
			갤럭시 Z 플립5	2023-08-11	2023-08-11	2023-08-11
			갤럭시 Z 플립6	2024-07-24	2024-07-24	2024-07-24
애플	메인시리즈	메인시리즈	iPhone 3GS		2009-11-28	
			iPhone 4		2010-09-10	
			iPhone 4s	2011-11-11	2011-11-11	
			iPhone 5	2012-12-07	2012-12-07	
			iPhone 5s/5c	2013-10-25	2013-10-25	
			iPhone 6/6 Plus	2014-10-31	2014-10-31	2014-10-31
			iPhone 6s/6s Plus	2015-10-23	2015-10-23	2015-10-23
			iPhone 7/7 Plus	2016-10-21	2016-10-21	2016-10-21
			iPhone 8/8 Plus	2017-11-03	2017-11-03	2017-11-03
			iPhone X	2017-11-24	2017-11-24	2017-11-24
			iPhone XS/XS Max	2018-11-02	2018-11-02	2018-11-02
			iPhone XR	2018-11-02	2018-11-02	2018-11-02
			iPhone 11/11 Pro/11 Pro Max	2019-10-25	2019-10-25	2019-10-25
			iPhone 12/12 mini/12 Pro/12 Pro Max	2020-10-30	2020-10-30	2020-10-30
			iPhone 13/13 mini/13 Pro/13 Pro Max	2021-10-08	2021-10-08	2021-10-08
			iPhone 14/14 Plus/14 Pro/14 Pro Max	2022-10-07	2022-10-07	2022-10-07
			iPhone 15/15 Plus/15 Pro/15 Pro Max	2023-10-13	2023-10-13	2023-10-13
			iPhone 16/16 Plus/16 Pro/16 Pro Max	2024-09-20	2024-09-20	2024-09-20

자료: 삼성전자, 애플, 미래에셋증권 리서치센터

감가상각비 및 CAPEX 안정화 지속될 것으로 예상

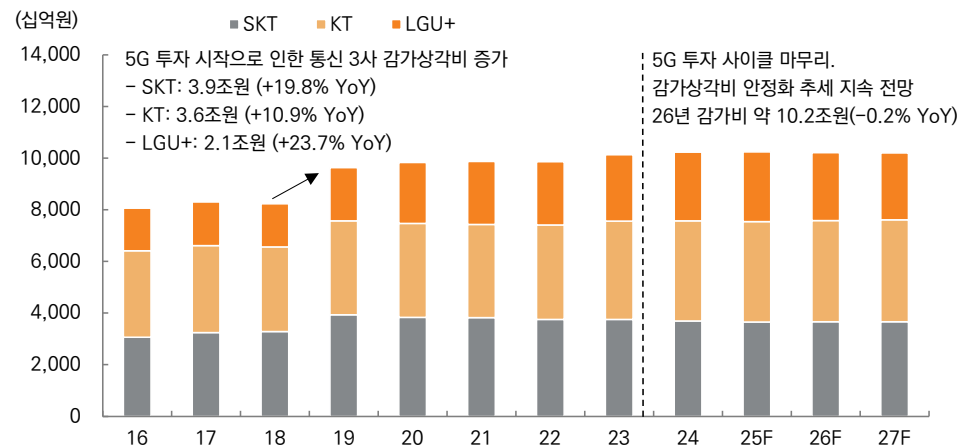
감가상각비는 5G 투자에 대한 이익 회수기 국면에 진입함에 따라 안정화 추세를 지속할 것으로 전망한다. Capex의 경우 26년부터 5G 초기 투자에 대한 감가상각은 마무리가 될 것으로 예상되는 점을 고려 시 단기적인 측면에서 제한적인 확대가 예상된다. 중장기 측면에서는 증가할 수 있다고 판단하는데, IDC/클라우드 수요 증가 및 유선 네트워크가 주요 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 이에 따라, 통신 3사 26년 감가상각비는 약 10.2조원(-0.2% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. Capex는 약 7.8조원(+0.8% YoY)를 기록할 것으로 예상된다.

SK텔레콤의 연결 기준 감가상각비는 약 3.7조원(Flat YoY)으로 27년까지 플랫한 수준을 유지할 것으로 판단한다. 향후 1~2년 내 Capex 증가는 제한적이며 오히려 감소할 것으로 예상된다.

KT의 연결 기준 감가상각비는 또한 플랫한 수준을 유지할 것으로 판단하며 3.9조원(Flat YoY)일 것으로 예상된다. 무선 사업의 Capex 축소 및 B2B 사업의 효율화 기조 감안 시 27년까지 감가상각비 상승폭 확대는 제한적일 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 16% 수준을 유지할 것으로 판단한다. 별도 기준 마케팅비는 약 2.8조원(+0.7% YoY)을 기록할 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 약 16.6%일 것으로 예상된다.

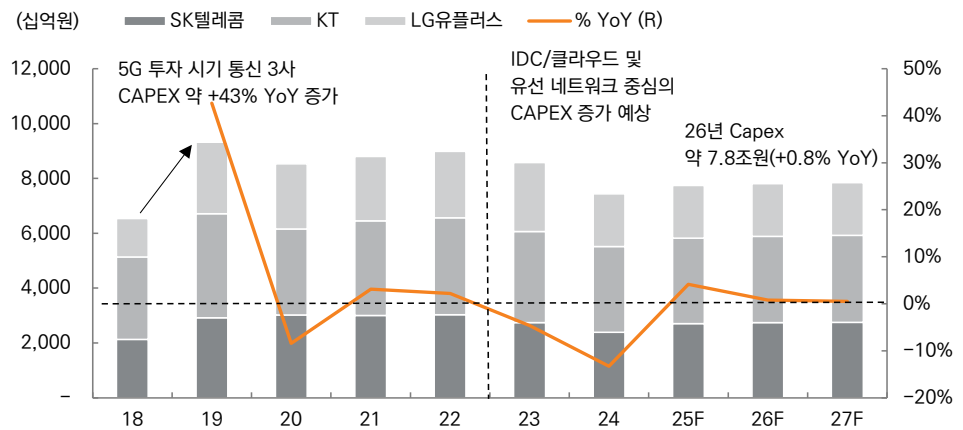
LG유플러스 감가상각비 상승폭은 둔화될 것으로 예상된다. 23년부터 약 2년 동안 진행된 IT시스템 업그레이드로 인해 감가상각비는 전년 동기 대비 약 +4.9% YoY 증가하였으나 26년부터 안정화 추세에 접어들며 약 2.6조원(-2.7% YoY) 수준일 것으로 예상된다.

그림 25. 통신 3사 감가상각비 추이 및 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 통신 3사 Capex 추이 및 전망



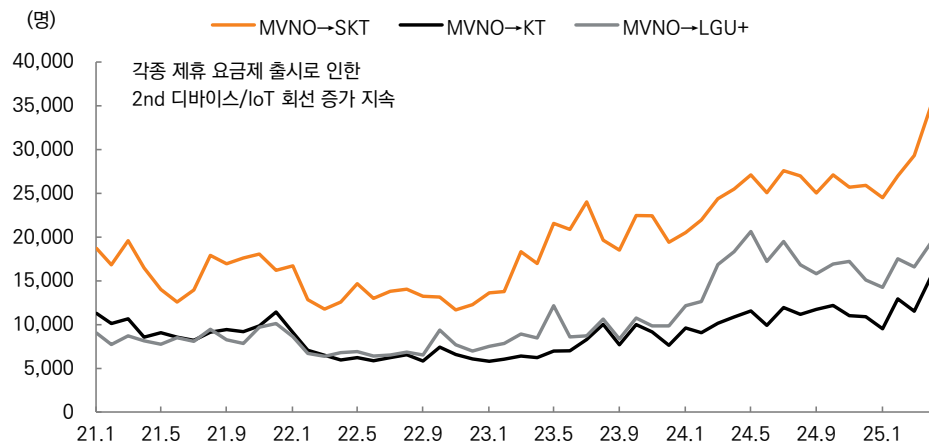
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

MNO ARPU 상승이 이끄는 무선서비스 매출 성장

MNO ARPU는 성장세를 보이며 무선서비스 매출 증가를 주도할 것으로 예상된다. 1) 각종 제휴 요금제를 통한 프리미엄 요금제 가입 비중 증가, 2) 2nd 디바이스 및 IoT 가입자 수 증가 지속이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 이에 따라, 26년 통신 3사 접속수익 제외 무선서비스 매출액은 약 4.4조원(+2.8% YoY)을 기록할 것으로 예상된다.

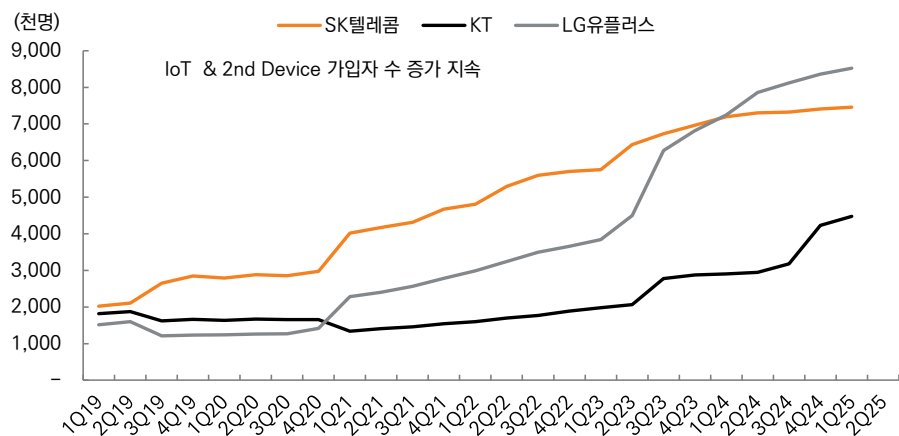
국내 통신서비스 3사 모두 다양한 제휴 요금제 출시를 통해 무선서비스 매출 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단한다. OTT플랫폼인 넷플릭스, 유튜브 프리미엄, 디즈니+, 티빙, 지니, 밀리의 서재 등이 포함된 프리미엄 요금제 출시를 통하여 가입자 비중은 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 가입 및 유지비용 대비 매출 기여 효율성이 높은 2nd 디바이스 및 IoT 가입자 증가 또한 무선서비스 매출 증가의 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 27. MNO 간 이동 수 추이: 각종 제휴 요금제 출시 및 2nd 디바이스/ IoT 회선 증가 지속



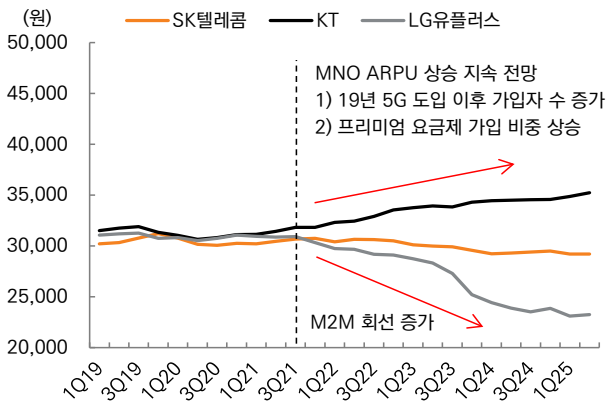
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 통신 3사 2nd 디바이스 및 IoT 회선 추이



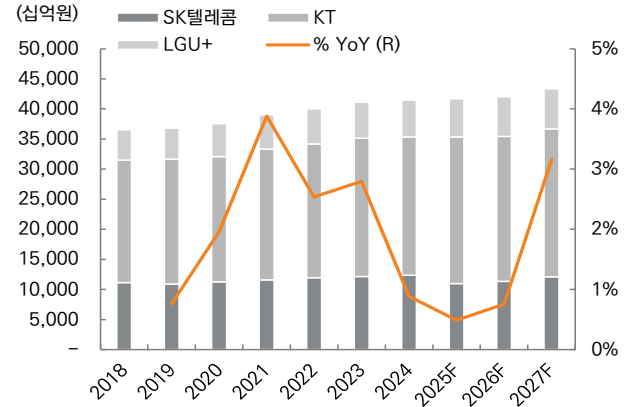
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 통신 3사 MNO ARPU 추이



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 통신 3사 무선서비스 매출액 추이 및 전망



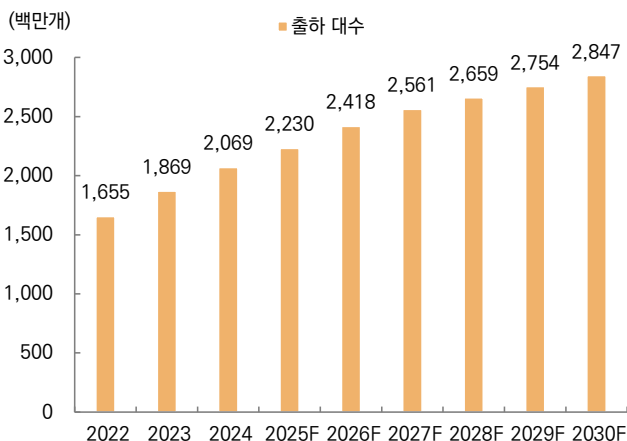
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 통신 3사 프리미엄 요금제 정리 Table

업체	요금제	월 요금 (원)	선택약정 반영 요금(원)
SK텔레콤	5GX 플래티넘 (넷플릭스, 스마트기기, T 우주)	125,000	93,705
	5GX 프리미엄 (유튜브 프리미엄, 넷플릭스, 디즈니+, 스마트기기, T 우주)	109,000	81,720
	5GX 프라임플러스 (넷플릭스, 디즈니+, T 우주)	99,000	74,250
	5GX 프라임(넷플릭스)	89,000	66,725
	0 청년 109 (유튜브 프리미엄, 넷플릭스, 디즈니+, 스마트기기, T 우주)	109,000	81,720
	0 청년 99 (넷플릭스, 디즈니+, T 우주)	99,000	74,250
	0 청년 89 (넷플릭스)	89,000	66,725
KT	5G 초이스 프리미엄(티빙/지니/밀리/블라이스, 유튜브 프리미엄, 디바이스, 디즈니+, 넷플릭스, 삼성, 폰케어, 소상공인)	130,000	-
	5G 초이스 스페셜 (티빙/지니/밀리/블라이스, 유튜브 프리미엄, 디바이스, 디즈니+, 넷플릭스, 삼성, 폰케어, 소상공인)	110,000	-
	5G 초이스 베이직 (티빙/지니/밀리/블라이스, 유튜브 프리미엄, 디바이스, 디즈니+, 넷플릭스, 삼성, 폰케어, 소상공인)	90,000	-
	5G 스페셜	100,000	-
LG유플러스	5G 시그니처	130,000	92,250
	5G 프리미어 슈퍼	115,000	81,000
	5G 프리미어 플러스	105,000	73,500
	5G 프리미어 레귤러	95,000	66,000
	5G 프리미어 에센셜	85,000	58,500

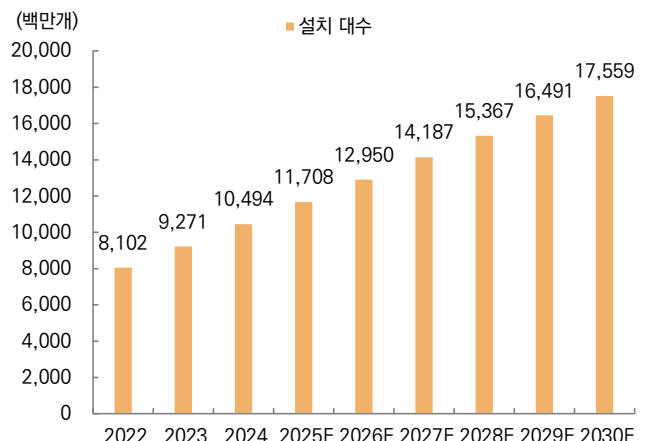
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 상위 20대 사용 사례별 IoT 출하 대수 전망



자료: 가트너, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 글로벌 상위 20대 사용 사례별 IoT 설치 대수 전망



자료: 가트너, 미래에셋증권 리서치센터

비핵심자산매각 기반 포트폴리오 최적화. 추가적 이익 창출 가능성에 주목

통신서비스 3사 모두 비핵심자산매각 등을 통한 포트폴리오 최적화가 지속되며 추가적인 이익 창출이 가능할 것으로 판단한다.

SK텔레콤은 24년 말 SK커뮤니케이션즈, F&U 신용정보, SK엠앤서비스 등 수익성이 상대적으로 낮은 자산을 매각하였으며 지난 4월 카카오 지분 매각을 통해 약 4,133억원을 확보하였다. 지난 22년 비용 통제 프로그램(OI)을 시작한 이후 작년 이익률은 12%(22년 10.6%)를 기록하였다. 26년에도 보유 지분 및 자산 매각을 통해 이익 성장률을 극대화할 것으로 판단한다.

KT는 그룹 차원에서의 포트폴리오 최적화를 진행하며 이익개선 효과는 약 700억원 수준으로 예상한다. 올해 이익개선 효과는 약 500억원을 기록할 것으로 예상한다. 유희 부동산, 금융증권, 사업 지분 등을 매각 혹은 유동화하는 방안으로 진행될 것으로 추정하며 본격적으로 실적에 반영될 원년이라고 판단한다. 헬스케어, 물류솔루션, 태양광 구축 등을 포함한 약 20개의 사업을 합리화하는 동시에 스마트시티, AICC 구축형, C-ITS 등을 포함한 약 9개 사업에 대한 수익구조 개선이 진행될 것으로 예상한다.

LG유플러스는 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편 효과가 수익성 측면에서 본격적으로 반영될 것으로 예상한다. 26년까지 영업이익률은 약 +1%p 상승할 것으로 판단한다. 스포키 및 아이돌 플러스를 포함한 콘텐츠 및 플랫폼 서비스 사업은 종료되었으며 키즈월드 및 스튜디오 X는 구조조정 및 사업 재편이 진행되었다. 향후에도 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편은 지속될 것이며 이는 수익성에 긍정적으로 기여할 것으로 판단한다.

표 4. SK텔레콤 보유 지분 및 주요 자산 매각 리스트

날짜	사업	내용
24	SK커뮤니케이션즈	자산 매각
24	F&U 신용정보	자산 매각
24	SK엠앤서비스	자산 매각
24.04	카카오	지분 매각을 통해 약 4,133억원 확보

자료: SK텔레콤, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. KT 포트폴리오 최적화 주요 내용 정리

유형	항목	
투자자산	매각	매도가능증권 웹케시, 파두, 비즈플레이 등
		그룹사 이니텍(3.31 매각), 플레이다(4.3 매각), 롤랩, KT VH, 주스
	합병	그룹사 kt NexR-KT, kt서비스 남부-kt 링크스
부동산	매각 및 개발	유희 부동산 보유가치가 낮은 한계자산

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. LG유플러스, 서비스 종료된 비핵심 사업 리스트

날짜	사업	내용
24.06	아이돌 플러스	K-pop 콘텐츠 플랫폼
24.09	홈트 나우	홈트레이닝 콘텐츠 서비스
25.01	화물잇고	화물 중개 플랫폼
25.01	U+ 스마트드론	이동통신 및 원격제어 기능 탑재해 관제와 실시간 영상 전송 가능한 드론 서비스
25.02	U+ 초등나라	홈스쿨링 서비스
25.03	U+ 가족지킴이	휴대폰 또는 키즈워치로 보호대상자의 위치를 확인할 수 있는 앱 서비스
25.03	스포키	통합 스포츠 커뮤니티 플랫폼
25.03	메타슬랩 및 유버스	메타버스 서비스, 메타슬랩 중단. 유버스 축소
25.03	U+뉴스	데이터 기반 맞춤형 뉴스 구독 서비스
25.03	베터	일상기록 플랫폼
25.04	머니Me	금융 마이데이터 사업
25.06	U+부모나라	부모 육아 교육 콘텐츠 플랫폼
25.07	포동	반려견 서비스 플랫폼
25.08	답다	마음관리 플랫폼

자료: LG유플러스, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

잉여현금흐름 증가에 따른 주주환원 여력 확대

통신서비스 3사의 주주환원을 탄력적으로 이행할 가능성이 높다고 판단한다. 잉여현금흐름이 증가하며 여력 자체가 커졌기 때문이다. 26년 SK텔레콤, KT, LG유플러스의 주주환원율은 각각 6.6%, 7.1%, 5.4%일 것으로 예상하며 추가적인 자사주 매입/소각 및 배당 관련 주주환원 정책을 강화해나갈 수 있다고 판단한다.

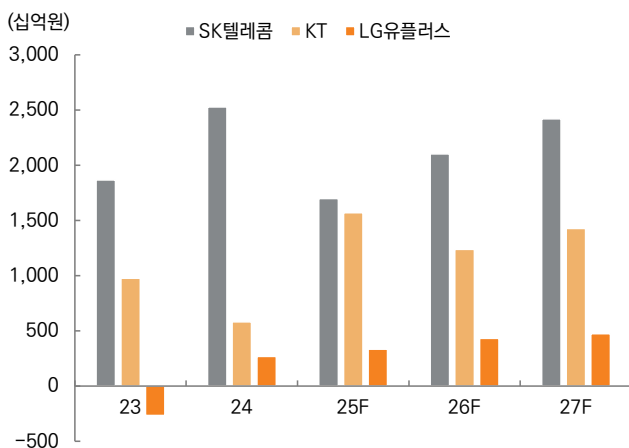
SK텔레콤은 당기순이익의 50% 이상의 주주환원 정책을 유지할 가능성이 높다고 판단한다. KT는 올해부터 28년까지 총 1조원 규모의 자사주 매입을 발표하였으며 지난 8월 13일을 기점으로 약 2,500억원 매입을 완료하였다. 관련한 자사주 소각 시점은 외국인 한도를 고려하여 추후 결정할 예정인 것으로 파악한다. LG유플러스는 26년에도 자사주 매입 및 소각 우상향 흐름은 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 올해 자사주 800억원 매입 계획을 발표하였으며 200억원은 매입을 완료하고, 올해 8월 초까지 소각을 완료하였다.

배당금 상향 조정에 주목할 필요가 있다고 판단한다. SK텔레콤의 26년 주당 배당금은 3,600원(24년 3,540원)일 것으로 예상하며 배당성향은 약 62.6%(24년 58.9%)일 것으로 예상된다. 배당수익률은 약 6.6%를 기록할 것으로 예상된다.

KT는 AICT 고성장 및 포트폴리오 최적화를 기반으로 추가적인 주주환원 여력은 존재한다고 판단한다. 이에 따라, 26년 주당배당금은 2,450원(24년 2,000원 → 25년 2,400원)일 것으로 예상하며, 배당수익률은 약 4.9% 수준일 것으로 예상된다. 안정적인 현금배당액 및 자사주 매입 규모를 바탕으로 주주환원율은 약 7.1%일 것으로 예상된다.

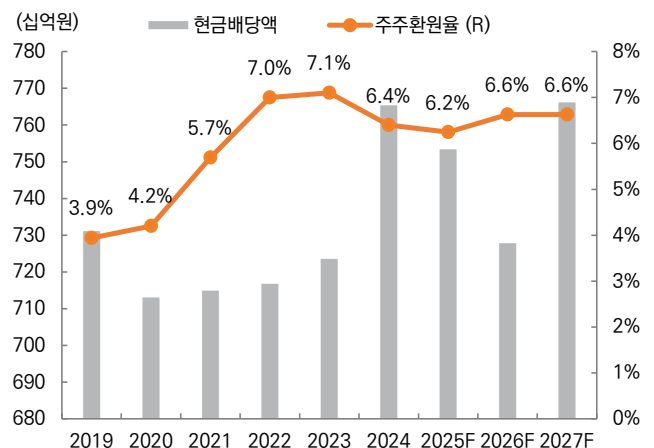
LG유플러스의 26년 주당배당금은 700원(24년 650원)일 것으로 예상하며 배당성향은 약 41.9%일 것으로 예상된다. 배당수익률은 약 4.6%를 기록할 것으로 전망한다.

그림 33. 통신 3사 잉여현금흐름 추이 및 전망



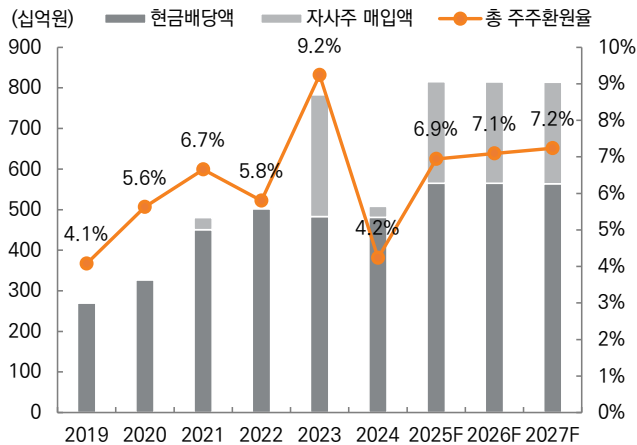
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. SK텔레콤 주주환원 규모 및 주주환원율 추이 및 전망



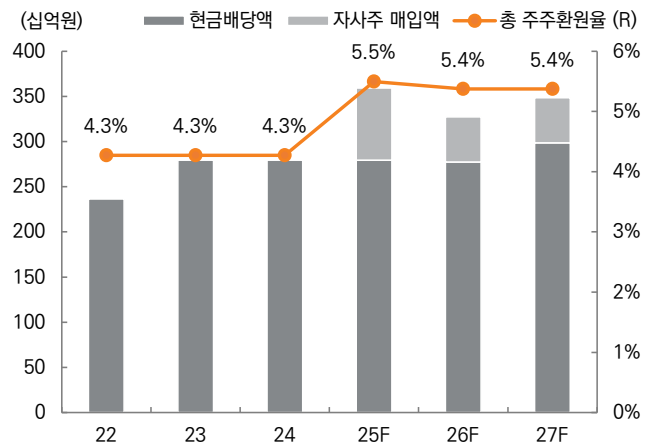
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. KT 주주환원 규모 및 주주환원을 추이 및 전망



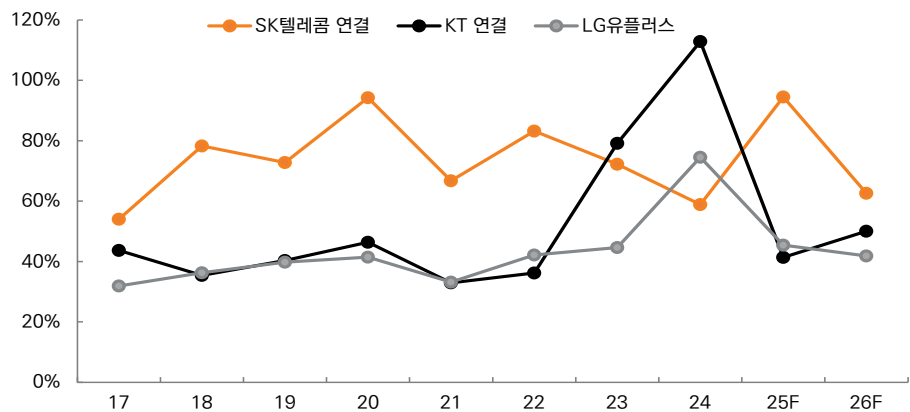
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. LG유플러스 주주환원 규모 및 주주환원을 추이 및 전망



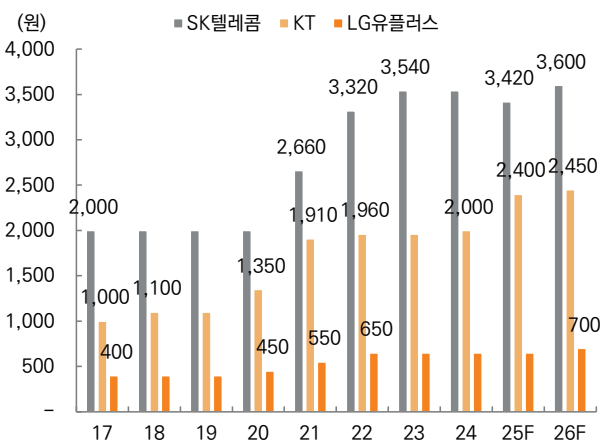
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 통신3사 배당성향 추이 및 전망



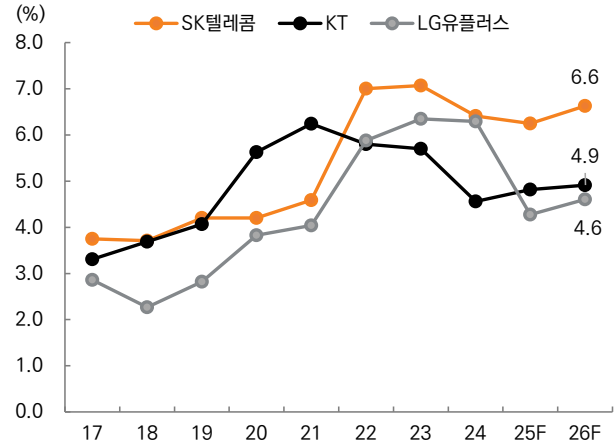
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 통신 3사 DPS 추이 및 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 통신 3사 배당 수익률 추이 및 전망



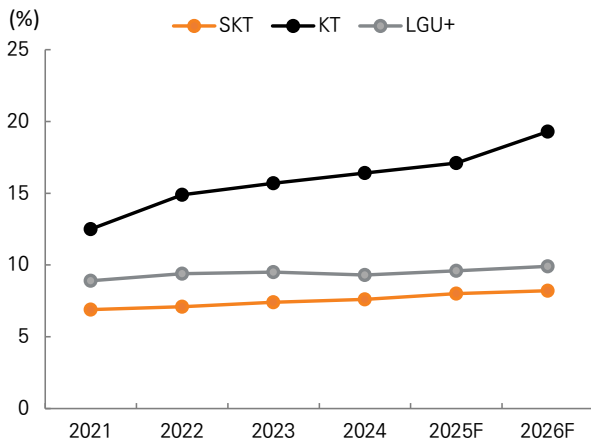
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

AI 관련 수익화 및 포트폴리오 다변화 (ft. 데이터센터, 클라우드, AI 에이전트)

국내 통신서비스 3사의 AI 관련 사업 부문에서의 수익화가 본격적으로 시작하는 원년이다. 포트폴리오 다변화가 경쟁력 우위를 지속할 수 있게 한 주 요인으로 작용한 것으로 판단한다. 특히, 국내 데이터센터의 약 80%를 통신서비스 3사가 보유하고 있다.

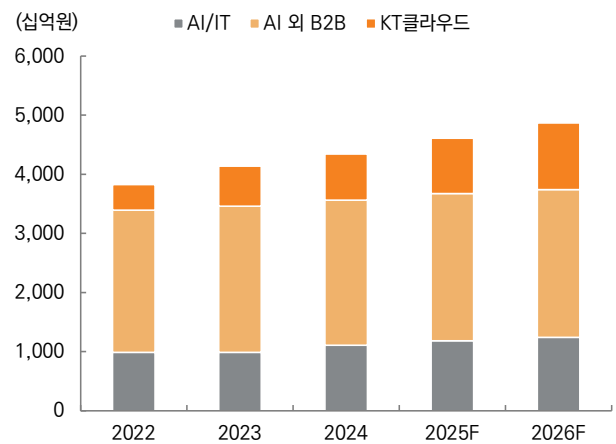
1) 수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속, 2) 빅테크 협력 및 공공기관 중심 클라우드로의 전환 수요, 3) 통신 구독자 수를 활용한 AI 에이전트 서비스 확대를 바탕으로 통신 3사의 탐라인은 본격적으로 성장할 것으로 판단한다.

그림 40. 통신 3사 B2B 매출 비중 추이 및 전망



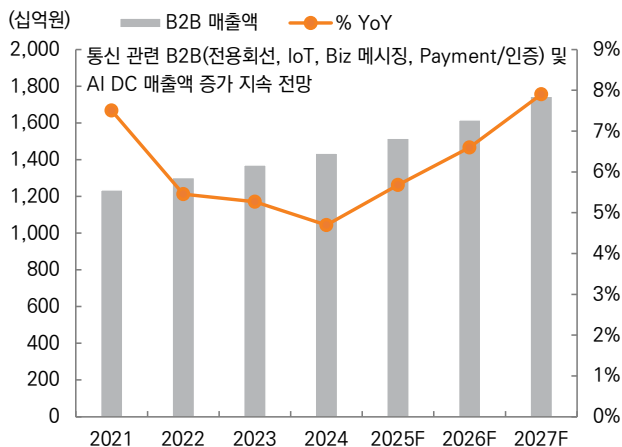
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. KT B2B 사업부문별 매출액 추이 및 전망



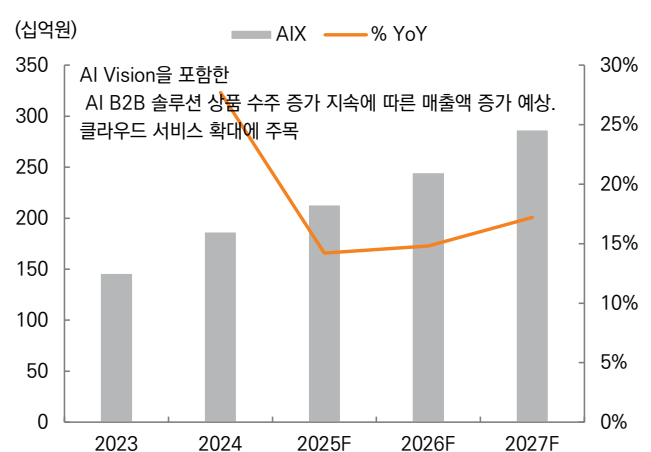
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. SK텔레콤 통신 관련 B2B 매출액 추이 및 전망



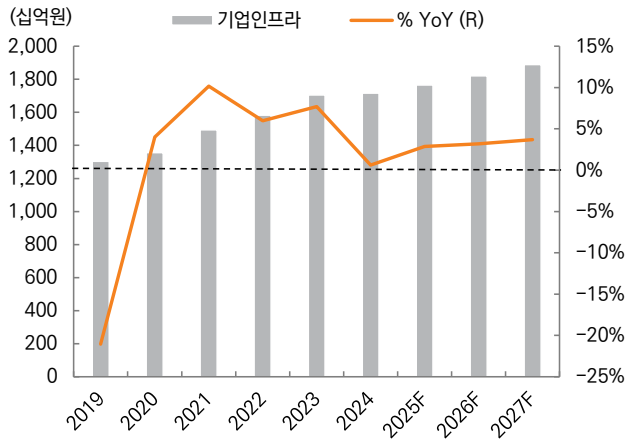
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. SK텔레콤 AIX 매출액 추이



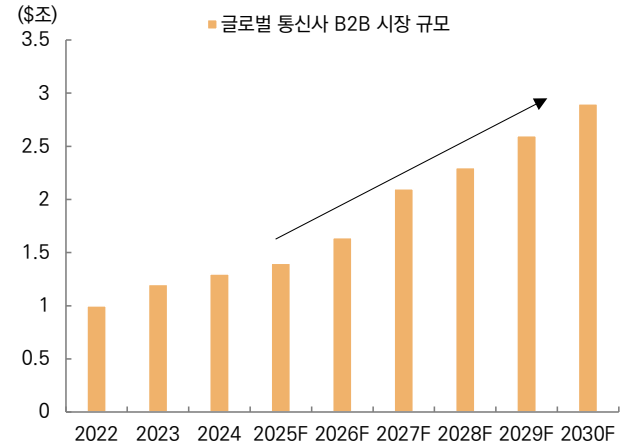
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. LG유플러스 기업인프라 매출액 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 글로벌 통신사 B2B 시장 규모 추이 및 전망



자료: GSMA Intelligence, 미래에셋증권 리서치센터

데이터센터

클라우드 서버와 스토리지,
네트워크 장비 등이 구축된
IT 인프라 제공

하이퍼스케일 데이터센터

최소 서버랙 10만대 및 연면적
2만 2,510㎡ 제곱미터 이상
상면을 갖춘 데이터센터로 대량의
데이터 처리와 저장을 지원

수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속. 통신 3사 합산 용량 427MW

데이터센터 수요는 지속해서 증가할 것으로 판단한다. GPU 서버 중심으로 증가할 것으로 예상하는데, 고마진 DC인 GPU as a Service 형태의 AI 데이터센터를 보유한 업체들의 실적 성장이 기대된다. 이에 따라, 통신서비스 3사 모두 공급 포트폴리오 다변화를 통한 데이터센터 용량 확대는 지속될 것으로 판단한다. 특히, 26년부터 본격적으로 SK텔레콤의 DC 투자가 수익화로 이어질 것이라는 점에 주목해야 한다고 판단한다.

SK텔레콤은 가동률 상승 및 양주 지역의 신규 데이터센터 개소에 따른 지속적인 매출 성장이 예상된다. 현재 가동률은 90% 수준인 것으로 파악하며 수요 확대에 따른 추가적인 상승 가능성이 매우 높다고 판단한다. 이에 따라, 매출액은 5,300억원(+17.5% YoY), EBITDA 마진은 약 40% 수준일 것으로 전망한다. 27년 울산 AI 데이터센터 가동이 예정되어있다. 글로벌 1위 클라우드 사업자 AWS와 하이퍼스케일 데이터센터 구축 계약을 지난 2분기에 체결하였으며 15년 간 협력하며 안정적인 매출 성장세를 이어갈 것으로 판단한다. 가동률 100% 기준 매출액은 연간 1조원 수준으로 예상한다.

KT는 1) 공격적인 인프라 확보를 기반하여 시장 주도권을 강화해나가고 있다는 점, 2) HCX/코로케이션 등 차별화된 서비스를 제공하고 있다는 점을 감안 시 수익성 우상향 흐름이 기대된다. 25년 경북DC 준공 완료 후 가산 하이퍼스케일DC 준공이 진행될 예정이다. 26년 부천 등 추가로 신규 데이터센터 개소가 예정되어 있으며 이에 따른 용량은 약 56MW일 것으로 추정한다. 점진적으로 수도권 하이퍼스케일 위주로의 확장이 이루어질 것으로 예상하며 28년과 30년 각각 262MW, 300MW 이상으로 확대될 것으로 예상한다.

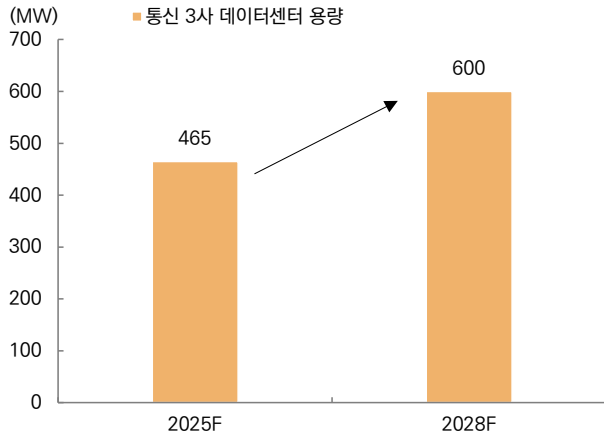
LG유플러스는 1) 하이퍼스케일 DC의 유리한 입지, 2) 안정적인 고객사 확보, 3) 통신 서비스와의 시너지 창출이 당사의 AI 경쟁력 강화를 지속할 것으로 판단한다. 27년부터 액체 냉각 기술을 적용하여 인프라 역량을 강화해나갈 것으로 예상하며, 장기적으로는 파주 부지를 활용하여 2035년까지 IDC 파이프라인을 선제적으로 확보하였다. 이에 따른 캐파는 120mwh로 확대될 가능성이 있다. AWS, Google, Microsoft, 네이버, 카카오 등을 고객사로 보유하고 있으며 전체 매출 비중의 약 80%를 차지하고 있기 때문에 안정적인 수익성 확보가 가능할 것으로 판단한다. 이를 바탕으로 영업이익률은 더블디жит도 달성할 가능성이 높다고 판단한다.

표 7. 통신 3사 데이터센터 현황

업체	개수	용량(MW)	지역	내용
SK텔레콤	8	137	가산 서초 일산 분당 양주 판교 (예정)	서울 시내 최대 규모 (46MW) / 랙당 최대 20kW / 엔비디아 GPU H100 배치 예정 2000년 5월, 연건평 12,000평 규모로 설립된 국내 최대 규모의 인터넷데이터센터 전용건물 확보 2007년 4월, 연건평 9,050평 규모로 설립 (지하 3층, 지상 10층) 2015년 8월, 연건평 3,500평 규모로 설립 (지하 1층, 지상 8층) 2025년 2월, 연면적 3,721평에 3층 규모로 완공 2025년 5월, SKB가 SK C&C의 30MW 규모 데이터센터 양수 결정 (6월 30일까지 양도 절차 마무리) 울산 - SK케미칼로부터 토지 283억원 매입(5/17)-> 100MW 규모 건설 예정 / 구로 - 빅테크와 파트너십, DC 예상(100MW)
KT	16	162	분당 강남 목동1 천안 여의도 목동2 용산 남구로 백석 경북 가산(예정) 부천(예정)	하이퍼스케일 AI존 구축, 고집적 AI 환경 및 컨설팅 인프라 제공 수도권 DC들과 레이턴시 없는 One DC망 형성, 서버실 면적 지하7~지상14층 데이터 전송량 600Gbps, 서울권역 최초 Tier4 인프라 및 40,000kW 전력 소비 공공 전용 클라우드 존 KT 19·20층 개조, 금융감독 기준 충족 / KRX 전송실과 단일 HOP 연결 목동1과 DCI 연동, 저집적~고집적 존 구성 및 최대 20% TCO 절감 효과 154kV 이원화 변전소 기반 전력공급 / 최대 400MW 수전 확장 가능 및 약 5,000개 랙 수용 335랙 수용 고효율 차세대 냉각기술 적용. HXC를 통한 원DC 네트워크 및 글로벌 CSP 전용화선 서비스 제공 25년 5월 준공식. 경상북도, 예천군청 등과 협력해 설립하여 국내 최초 민간협력 시설 준공 25년 하반기(9~10월) 준공 예정. 10만 대 서버 수용 가능한 하이퍼스케일 DC 80MW. 26년 7월 준공 예정
LG유플러스	14	160	평촌메가센터 상암 가산 서초1 서초2 논현 파주(예정)	국내 최초 Tier3 설계 인증 및 166,000kW 전력, 평당 8kW 수용 고집적 랙 제공 LTE망 연동 IDC / Tier3 등급 고가용성 / UPS 전력: 평당 4.4kW 전원 이중화 및 항온·항습 제어 / Tier3, 전력 40,000kW / UPS 평당 3.0kW 글로벌 기준 설계로 해외 비즈니스 최적화 / 전력: 9,500kW / UPS 2.2kW Tier3 등급 확보 / 전력: 7,500kW / UPS 2.2kW LGU+ 강남권 최대 IDC(연면적 8,488평) / 전산실 4,000평, 전력: 20,000kW / UPS 2.2kW 3번째 하이퍼스케일러급 IDC / 평촌 메가센터 대비 4배 규모 / 지하1층~지상5층 구성/ 연면적 4만6013㎡

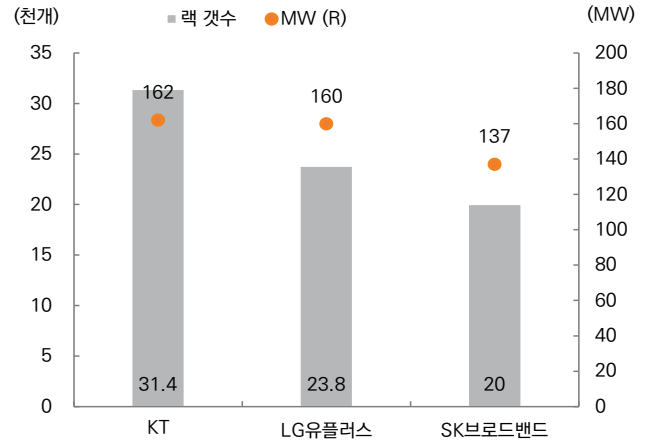
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 통신 3사 데이터센터 용량



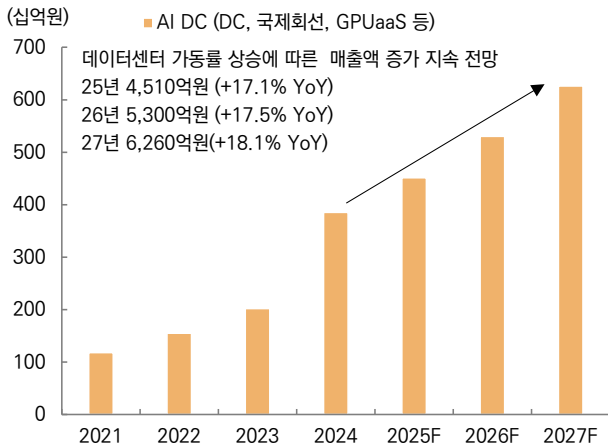
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 통신 3사 랙 개수 및 용량



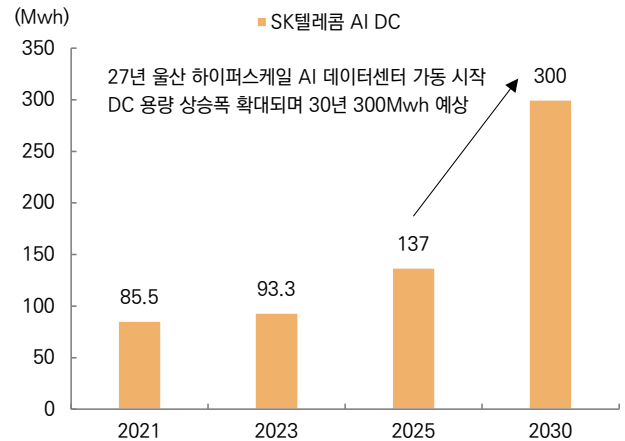
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. SK텔레콤 AI DC 매출액 추이 및 전망



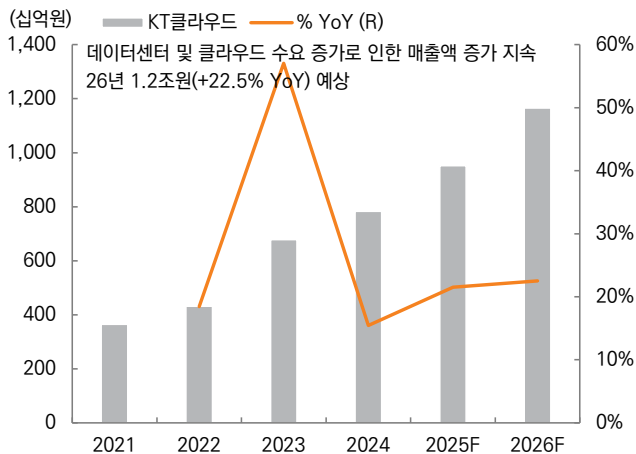
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. SK텔레콤 AI DC 용량 추이 및 전망



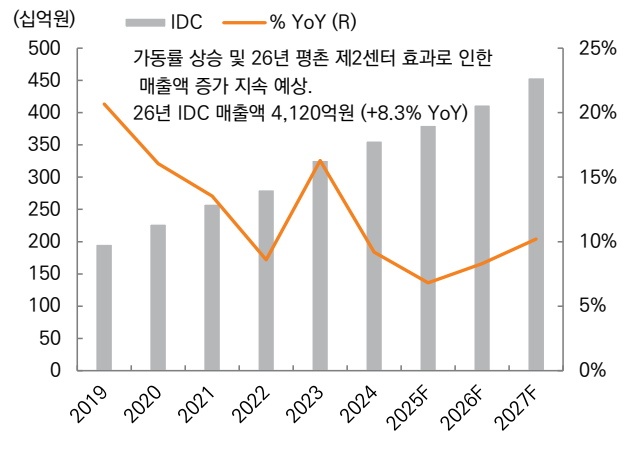
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. KT 데이터센터 및 클라우드 연간 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. LG유플러스 IDC 부문 연간 매출액 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

클라우드

인터넷을 통해 컴퓨팅 자원, 데이터 저장, 소프트웨어, 플랫폼 등의 IT 관련 서비스를 원격 제공

IaaS (Infrastructure as a Service)

서비스형 인프라로 서버, 스토리지, 네트워크 등 인프라 자원을 클라우드를 통해 제공하는 서비스

PaaS (Platform as a Service)

서비스형 플랫폼으로 어플리케이션을 개발, 테스트, 배포, 관리하는데 필요한 플랫폼 환경(개발 언어, 라이브러리, 데이터베이스, 미들웨어 등)을 클라우드를 통해 제공하는 서비스

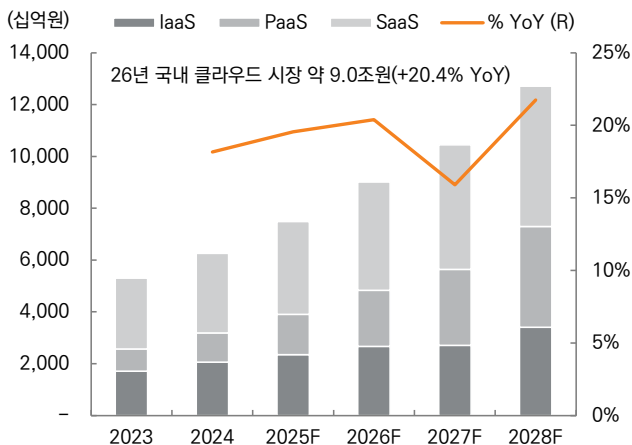
건조한 클라우드 성장. 빅테크 협력 및 공공 기관 중심 전환 수요 증가

클라우드 또한 건조한 성장이 이어질 것으로 예상된다. 빅테크와의 협력이 지속적으로 이어지고 있으며 공공 기관 중심의 클라우드 전환 수요는 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

SK텔레콤의 AI use case는 계열사와의 시너지 강화를 기반으로 한 수주 증가가 기대된다. 마이그레이션, 운영 관리, 보안 솔루션 등 클라우드 이용에 필요한 서비스를 커스터마이징하여 제공하기에 추가적인 고객사 확보가 용이하기 때문이다. 이에 따라, 26년 AIX 매출액은 2,450억원(+14.8% YoY)으로 전망한다.

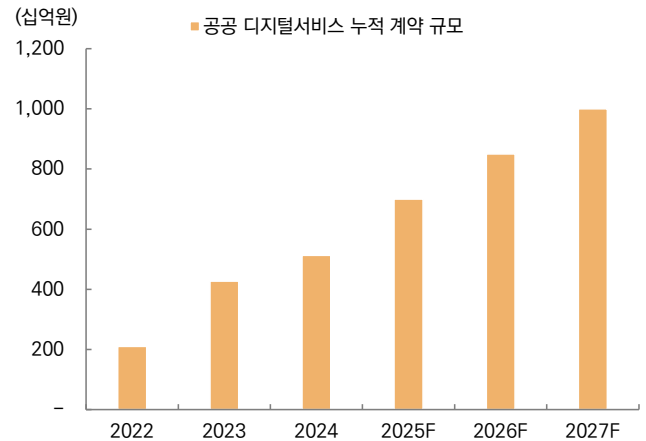
KT는 클라우드 서비스 모델 확대 및 라인업을 강화를 바탕으로 당사의 외형성장이 지속될 것으로 판단한다. IaaS/PaaS 서비스에 대한 선제적인 투자가 진행되면서 1) 민관 협력형 PPP(Public Private Partnership) 모델을 통한 시장 확장, 2) 안정적인 글로벌 고객사와의 협력 강화, 3) Gen AI 및 RAG을 기반한 AI 파운드리를 통한 산업별 AI 가속화가 진행될 것으로 예상하며 26년 시장 점유율은 약 50% 수준일 것으로 예상된다.

그림 52. 국내 클라우드 시장 규모 추이 및 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 국내 공공 디지털서비스 누적 계약 규모 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 디지털서비스 이용지원시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. SK텔레콤 AI B2B 사업 주요 내용

	BM	주요 내용
AI B2B	Enterprise AI	- 생성형 AI, AICC(고객센터), AI Vision(인공지능 감시), AI 로봇, LLM 등 다양한 AI 솔루션 제공
	AI Cloud	- 글로벌 클라우드 기업의 인프라 및 SK텔레콤 AI 기술 결합하여 클라우드 관리 서비스 제공 - 마이그레이션, 운영 관리, 보안 솔루션 등 클라우드 이용에 필요한 서비스를 맞춤형으로 제공
	AI Use Case	- 일반 문서 작업부터 제조 영역까지 AI 적용하여 기업이 일하는 방식을 근본적으로 전환하며 B2B 매출 창출 - 25년 SK그룹 멤버사에 적용 시작. 그룹 내 검증된 사례 기반 외부 기업에 확산 및 사업화 예정

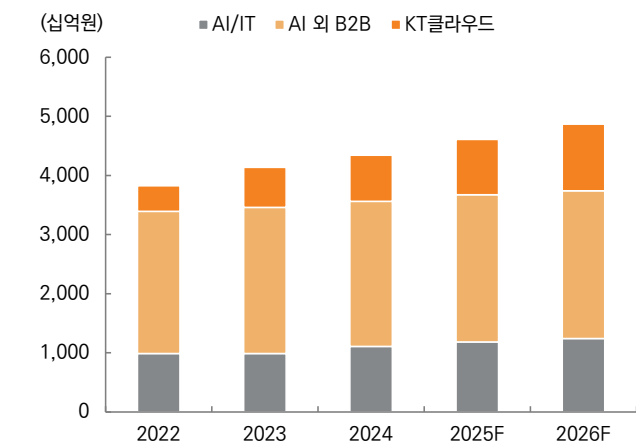
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. SK텔레콤 AI 관련 업체 투자 내용 정리

날짜	업체	AI 사업 구분	주요 사업 내용	투자 규모
2022.10	코난 테크놀로지	AI 서비스	AI 소프트웨어(LLM) 개발	224억원
2023.04	스캐터랩	AI 서비스	AI 에이전트 개발, AI 챗봇	150억원
2023.08	Anthropic	AI 인프라(Telco LLM)	생성형 AI LLM	\$1억
2023.08	페르소나 AI	AIX	AICC 솔루션	50억원
2023.11	Organize	AIX	LLM 올인원 솔루션	\$400만
2024.02	Lamda	AI 인프라(AI DC), AIX	생성형 AI용 GPU 클라우드	\$2천만
2024.06	Perplexity	AI 서비스	생성형 AI 검색엔진	\$1천만
2024.06	사피온	AI 인프라(AI 칩)	AI 반도체 X330	500억원
2024.07	펭귄 솔루션즈	AI 인프라(AI DC, Edge AI)	AI 데이터센터 통합 솔루션	\$2억
2024.11	트웹브랩스	AIX	AI 영상분석	\$300만
2025.02	투게더 AI	AI 인프라(AI 칩)	AI 클라우드 및 오픈소스	-

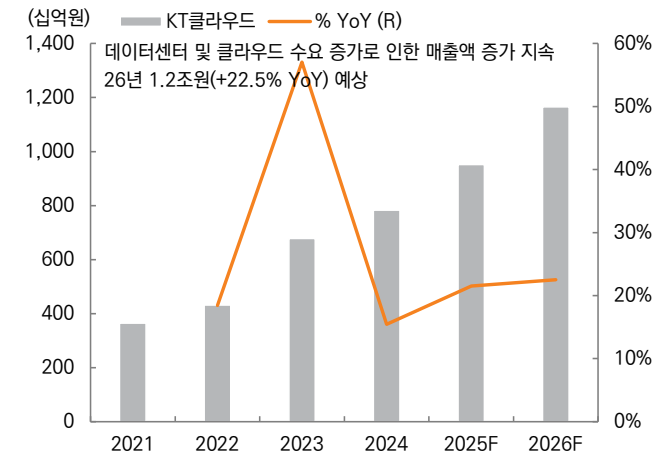
자료: SK텔레콤, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. KT B2B 부문 별 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. KT클라우드 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. KT클라우드 파트너사와의 협력을 통한 AI 서비스 제공

기술 영역	주요 파트너사	내용
버티컬 솔루션	타이거컴퍼니 등	제조, 의료, 법률 등 다양한 AI 패키지
RAG	업스테이지 폴라리스오피스 디노티시아	AI 기반 문서 처리 및 Vector DB
MLOps	래블업	모델 자동화 및 협업 관리
GPUaaS/NPU	래블업/리벨리온	탄력적 운용 지원 및 추론용 NPU 공급
클라우드	KT클라우드	클라우드 네이티브 기반 AI 시스템 운영

자료: KT클라우드, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. KT AI 관련 파트너십 및 수주

날짜	대상	주요 내용
2024-06-01	마이크로소프트	- 한국적 AI 모델 및 서비스 공동 개발. 오픈 AI의 'GPT-4o' 기반, MS의 대화형 AI 'copilot' 도입 - Secure Public Cloud 출시. MS Azure 기반. AX 인프라와 맞춤형 AI 서비스를 패키지로 구현 - AX 딜리버리 전문센터. 고객 맞춤형 AX 사업 공동 개발 - 인프라 공급 계약. 네트워크/DC 등 인프라 공급. 계약기간은 24.09.27~29.9.30이며 인프라 약정 금액은 \$4.5억
2025-03-01	팔란티어	- 전략적 파트너십 체결 및 국내 산업계 AX 협력 계획 - 금융업 등 국내 AX 시장 대상 공동 비즈니스 - Secure Public Cloud 협력을 통한 보안 강화 - 한국형 AIP 부트캠프 공동 개발. 팔란티어 솔루션 실습형 프로토타입 프로그램 - 임직원 AI/데이터 역량 교육 - 팔란티어 소프트웨어 사내 도입
2025-05-26	NH 농협은행	퍼블릭 클라우드 기반 소산 백업 시스템 수주
2025-05-27	Viettel	1,300억원 규모의 AX 사업 수주
2025-06-30	Intel	AI·클라우드 사업 협력을 위한 업무 협약 체결 - 인텔의 첨단 반도체 기술 및 서비스를 KT클라우드의 AI 서비스 플랫폼 '시파운드리'에 접목해 AI 및 클라우드 서비스의 성능 극대화 및 비용 효율성을 높여 고객에게 혁신적인 솔루션을 제공하기 위해 추진 - 인텔의 AI 가속기인 가우디(Gaudi) 도입을 통한 추론용 인프라 가성비 높이는 방향성

자료: KT, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

통신서비스 구독자 수를 활용한 B2C 확장. 기대되는 AI 에이전트

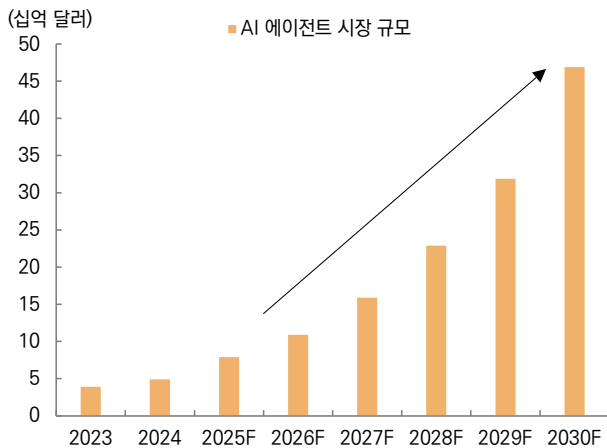
통신서비스의 가장 큰 강점인 구독자수를 기반으로 B2C를 확장해나가고 있다. AI 에이전트에 대한 점진적인 관심이 필요하다고 판단한다.

SK텔레콤은 신규 LLM 추가 탑재 및 오픈AI와의 협력을 통해 누적 가입자 수를 지속적으로 증가해나갈 것으로 판단한다. 일정 관리, 음악 추천, 통화 녹음 및 요약 등 일상에서 니즈가 강한 기능들을 탑재해나갈 점진적인 수요 증가가 기대된다. 2Q25 기준 가입자는 9.1백만명 수준이다. 또한, 지난 9월 오픈 AI와 B2C 서비스를 제공할 예정이라고 발표하였다. AI B2C 서비스도 잘 갖추어가고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

KT는 올해 AI 에이전트 서비스를 출시할 예정이다. 마이KT 앱을 개편하는 형태로 출시할 예정이며 마이크로소프트와의 협력으로 고도화 기능(일정 관리, 통화 녹음 분석, 개인 비서 등)을 추가로 탑재하여 경쟁력을 강화해나갈 예정이다.

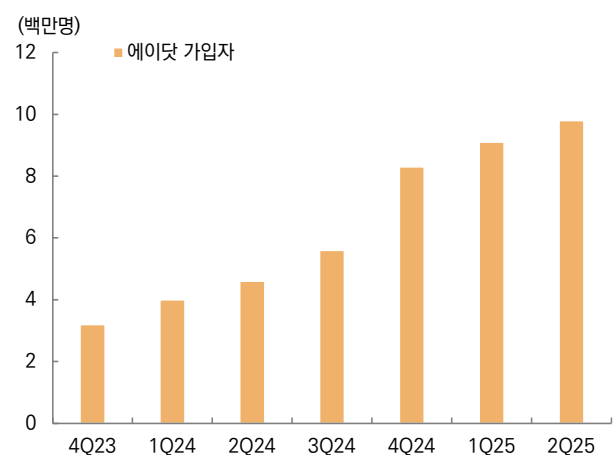
LG유플러스는 익시오 강화를 통해 AI 에이전트 서비스 가치를 높여갈 것으로 예상하며 궁극적으로는 수익화가 가능한 영역이라고 판단한다. AI 통화 에이전트 서비스 기능을 온디바이스 환경에서 구현할 수 있다는 점이 차별화로 작용할 것으로 판단하며, 아이폰 뿐만 아니라 안드로이드 버전에서의 적용 대상 단말도 확대될 수 있다는 점을 고려 시 단기적으로 유저를 약 100만명 확보할 것으로 예상된다. 또한, 자체 AI 모델을 통해 클라우드 서버를 거치지 않는 온디바이스 AI를 목표로 NPU를 사용하는 온디바이스 SLM을 개발 중인 것으로 파악한다.

그림 56. 글로벌 AI 에이전트 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. SK텔레콤 AI 에이전트 구독자수 증가 지속



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. SK텔레콤 AI B2C 사업 주요 내용

	BM	주요 내용
AI B2C	A.(에이닷)	- 23년 9월 출시한 AI Agent 서비스 - 일정 관리, 음악 추천, 통화 녹음·요약 등 음성 명령으로 쉽게 실행. 사용 패턴에 따라 맞춤형 기능
	A*(에스티)	- 25년 3월 북미 지역에서 베타 서비스 진행 이후 하반기 정식 출시 - Telco 역량 기반 글로벌 확장 예정 - 글로벌 통신 업체들과 고객 기반 및 멤버십 혜택 공유 논의 - 지역 서비스 공급업체와 협력 예정

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 패권주의 본격화 (ft. 국내 AI 정책, AI 네트워크, 위성통신)

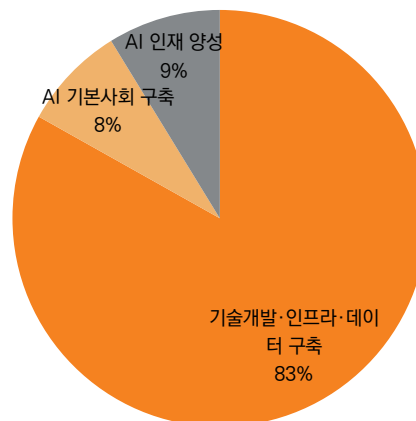
국내 AI 정책에 따른 통신 3사의 직접적인 수혜 예상

통신서비스 산업의 AI 관련 사업에서의 구조적인 기회가 창출될 것으로 예상된다. AI 데이터센터를 국가 기반시설로 규정하고 전국 단위로 GPU 기반 센터를 확충할 계획하는 점을 고려 시 데이터센터 설계·운영 경험과 GPU 인프라를 보유한 통신 3사 및 자회사들의 직접적인 수혜로 이어질 것으로 예상된다.

지난 6월 과학기술정보통신부는 5년 간 AI 분야에 약 16.7조원의 예산을 투입한다고 발표하였다. 이 중 12.3조원은 인프라, 데이터, 기술 및 기업 지원에 사용될 것이라고 언급하였다. 주요 AI 정책으로는 1) 기술 개발 및 AI 인프라 구축, 2) 데이터 확보 및 활용 생태계 구축, 3) 소프트웨어 및 클라우드 산업 성장 기반 마련, 6) AI 활용 확산 및 접근권 보장, 7) 디지털 특구 및 글로벌 전략, 8) 통신차세대 네트워크 인프라 기술 개발 등을 발표하였다.

KT클라우드, SK브로드밴드, LG그룹은 자체 AIDC 및 신규 센터 투자 확대 및 AI·B2B 클라우드 서비스를 지속적으로 강화해나가고 있어 경쟁력 우위를 지속할 것으로 전망한다. 또한, AI 네트워크, 위성통신, Open-RAN 등 차세대 네트워크 인프라 기술을 개발 중이다. 이에 따라, 국내 통신 3사의 직접적인 수혜가 예상된다.

그림 58. 국내 AI 예산 편성: 향후 5년 간 AI 분야에 약 16조원



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 국내 주요 AI 정책 정리

정책	내용
기술 개발 및 AI 인프라 구축	- 총 12조 3,000억 원 규모의 기술개발·인프라·데이터 구축 예산 투입 - 국민, 연기금, 민간 등이 참여하는 100조 원 규모 AI 투자펀드 조성 - 투자자 대상 소득세·법인세 감면 등 세제 혜택 제공 - AI 데이터센터를 국가 SOC로 규정하고 전국에 최신 GPU 기반 센터 건설 - 2027년까지 고성능 AI용 GPU 5만장, 2030년까지 10만장 확보 - 고속도로망처럼 전국 단위의 'AI 고속도로 조성' 및 '국가 AI 지도' 인프라 구축 - 국내 AI 반도체(NPU, PIM 등) 기술 개발 및 국산화 지원 - 양자정보통신(Quantum ICT) 기술 상용화 위한 R&D 지원 강화 - AI 열관리, GPU 클러스터 관리 등 데이터센터 요소 기술 육성 - 산업지원형 AI 데이터센터와 소규모 엣지AI 데이터센터 연계
데이터 확보 및 활용 생태계	- AI 학습용 데이터 집적 클러스터 조성 및 고품질 학습데이터 확보 - 기 구축된 데이터의 품질 미흡·중복 수해 해소, 데이터 통합·체계화 추진 - 공공데이터를 기계판독(Machine Readable) 형식으로 개방, AI 데이터 허브 확충 - 데이터 가치평가·품질인증·익명화 등을 통해 데이터 거래 시장 활성화 - 데이터 바우처 지원 확대 (중소기업, 소상공인, 연구소 등 대상) - 산업별 데이터 결합·융합 촉진 위한 규제 개선 - 공공·민간 문화데이터 분석, 저작권 문제 없는 학습데이터 구축
인재 양성 및 교육 혁신	- 총 1조 2,800억 원 투입, 산업 맞춤형 실전형 인재 양성 - 국내외 AI 인재 확보를 위해 연간 최대 20억 원 인건비·연구비 지원 - 2030년까지 AX 대학원 15개 설립, 기업·대학 협력 교육 강화 - AI 부트캠프, 계약학과 확대, 비전공자 대상 AI+X 융합 교육 강화 - 군 복무 중 AI·SW 전공자 활용, 교육인증 연계 채용 가점 부여 - 재직자·구직자·퇴직자 대상 맞춤형 재교육 및 전문강사 양성 - AI 디지털교과서 정책 개편 및 통합 학습관리시스템(LMS) 구축 - 판교 AI 캠퍼스, 대구 디지털 교과서 특화도시 추진 - 디지털 리터러시 교육 확대 (가짜뉴스 판별, 알고리즘 이해 등)
산업 전환 및 스타트업 활성화	- 산업 AI 전환 선도 프로젝트 1,000건 이상 선정·지원 - 제조업 등 비참여 기업 대상 AI 파운데이션 모델 보급 (500개사 목표) - AI 기술 중심의 스타트업 창업 지원, AI 창작도구·클라우드 바우처 통합 제공 - 국내외 기업 주도 AI 스타트업·벤처 성장펀드 조성 및 투자 확대 - 대학·기업 중심의 혁신 창업 프로젝트 장려 및 'AI 스피노프' 제도 활성화 - K-산업용 로봇 100만 대, K-휴머노이드 10만 대 이상 보급 (2030년 목표) - AI 콘텐츠 규제 자유특구 조성, 콘텐츠 제작 인력 및 펀드 지원
소프트웨어 및 클라우드 산업 성장 기반 마련	- SW 공약 4대 축: 인재 양성 / 규제 혁신 / SW·IT 융합 / 수출 활성화 - 기업·대학 연계 인턴십, 오픈소스 기반 융합 기술 장려 - 지역·중소 SW기업 대상 기술·금융 지원 확대 - GovTech 수출 및 AI 기술협력을 통한 해외시장 공략 - 공공 SW 발주 구조 개편: 수요예보제, 과업 변경 금지, 대가 현실화 등 - 공공 클라우드의 민간 전환, 중소기업 대상 SeCaaS, 클라우드 전환 지원
AI 활용 확산 및 접근권 보장	- '모두의 AI' 프로젝트: 전 국민 고성능 AI 무료 활용 환경 조성 - 국가대표 LLM 개발 및 오픈소스화, 민간 서비스 개발 유도 - AI Testbed Korea 조성: 국민 AI 친숙도 향상 및 실증 플랫폼 구축 - AI 소외계층에 맞춤형 교육·디지털 기기·서비스 지원 확대 - 공공 와이파이 품질 향상 및 AI 기본역량센터(디지털 튜터 포함) 설치
디지털 특구 및 글로벌 전략	- '데이터특구 특별법' 제정: 압수수색 제한 기반 독립 신뢰구역 조성 - 글로벌 중립국과 데이터 관할권 협약 체결 (예: 스위스, 리히텐슈타인) - 규제기준국가제 도입: 외국 기준 인정, 규제심판원 설치, 특례기간 10년 등 - 부산을 디지털 특구 시범도시로 지정: 전력·통신·냉각 인프라 우수 - 법인세 감면, 전기료 할인, 국유지 임대 등 세제 인센티브 제공 - 글로벌 AI·클라우드 기업 유치 기반 확보 (OTT, 고용량 콘텐츠 등 타깃)
통신	- AI 네트워크(6G)·위성통신·Open-RAN 등 차세대 네트워크 인프라 기술 개발 - 가계통신비 부담 경감과 통신 서비스 이용자의 선택권 대폭 강화

자료: 과학기술정보통신부, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

AI 네트워크: 비용 효율성 및 품질 경쟁력 강화

국내 통신 3사는 네트워크 고도화를 통한 비용 효율성 및 품질 경쟁력 강화를 지속할 것으로 판단한다. AI RAN 및 AI 오케스트레이션 기술을 활용할 것으로 예상된다. 글로벌 통신 서비스 업체를 시작으로 국내 통신서비스 업체 또한 파트너십을 체결을 확장해나갈 가능성이 존재한다고 판단한다.

AI-RAN

인공지능 기술을 무선접속망인 RAN 네트워크에 적용. RAN은 기지국, 데이터 처리장치(DU), 원격 무선장치(RU)로 구성

소프트뱅크와 엔비디아는 지난 5월 AI 및 5G를 결합한 AI-RAN 기술 개발 파트너십을 체결하였다. 무선접속망(RAN)에 AI를 접목해 네트워크 효율성을 극대화하는 기술인 AI RAN을 통하여 캐리어급 5G 성능을 달성하게 하였으며 네트워크의 초과 용량을 사용하여 AI 추론 워크로드의 동시 실행이 가능할 것으로 판단한다. AI 오케스트레이션 기술은 코어망, 전송망, 무선접속망, 디바이스 등 전체 통신망 구성요소에 AI를 적용하는 기술이다.

표 14. 글로벌 통신사 AI 하드웨어 파트너십 체결 내역

국가	발표일	통신사	파트너사	내용
한국	2025-08	SK텔레콤	엔비디아, 슈퍼마이크로	Blackwell 기반 소버린 AI 인프라 구축 발표
	2025-02	KT클라우드	엔비디아	GPUaaS에 H200 적용 발표
	2025-06	KT클라우드	인텔	가우디 3 가속기 중심 AI 및 클라우드 협력 MOU 발표
미국	2024-12	버라이즌	엔비디아	프라이빗 5G + MEC에 엔비디아 AI 결합 엣지 솔루션 발표
	2024-09	티모바일	엔비디아, 에릭슨, 노키아	AI-RAN Innovation Center 설립 파트너십 발표
	2023-03	AT&T	엔비디아	전사 운영 고도화를 위한 엔비디아 AI 도입 협력 발표
일본	2024-11	소프트뱅크	엔비디아	후지사와 AI-RAN 실외 필드 트라이얼 및 블랙웰/그레이스 블랙웰 계획 발표
	2023-09	NTT 도코모	엔비디아, 후지쯔, 원드리버	세계 최초 GPU 가속 상용 5G Open RAN 상용화 발표
	2025-02	KDDI	샤프, HPE, 엔비디아 등	오사카 사카이 F 데이터센터를 샤프, HPE, 엔비디아와 공동 구축하는 프로젝트
중국	2025-08	차이나모바일	바이두	쿤룬신 AI 칩 10억 위안 이상 주문 수주 발표
	2025-04	차이나텔레콤	화웨이	어센드 '슈퍼 노드' 공동 공개
	2024-06	차이나모바일	베이징시	베이징 컴퓨팅파워센터 가동. AI 가속카드 약 4,000장·국산 33% 구성 발표
유럽	2025-06	도이체텔레콤	엔비디아	유럽 최초 산업용 AI 클라우드 구축 파트너십 발표(10,000 GPU)
	2025-08	도이체텔레콤	엔비디아, 브룩필드	NRW AI '기가팩토리' 추진 협력(정부, 민간 합동)
	2025-06	오렌지 비즈니스	엔비디아	프랑스 내 소버린 AI 인프라 및 서비스 협력 발표
	2025-05	보다폰	엔비디아	분산 AI-RAN(ARC-Compact) 평가·협력 업데이트 게시
캐나다	2025-03	텔러스	엔비디아	소버린 AI Factory 구축 계획 발표
싱가포르	2024-02	싱텔	엔비디아	소버린 AI를 동남아에 도입하는 협력 발표
중동	2024-06	우레두 그룹	엔비디아	중동·북아프리카 데이터센터에 엔비디아 AI 슈퍼컴퓨팅 도입 협력 발표

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. AI 네트워크: 소프트뱅크-엔비디아 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 - AI-RAN 인프라에 1달러의 자본을 투자할 때마다 약 5달러의 AI 추론 수익 창출 - 소프트뱅크는 인프라에 추가하는 모든 AI-RAN 서버에 대해 최대 219%의 수익 창출 가능

자료: 엔비디아, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

Space X와의 협력을 통한 글로벌 위성 네트워크 구축 지속

지상망과 위성망의 연결이 구체화되고 있다. 위성통신에 대한 관심이 필요하다. 국내 통신 서비스 3사는 스타링크와의 협업을 통해 경쟁력을 강화해나갈 것으로 판단한다. 지난 5월 말, 과학기술정보통신부는 스타링크코리아가 Space X와 체결한 국경 간 공급 협정 및 한화 시스템, KT SAT이 OneWeb과 체결한 국경 간 공급 협정 등 저궤도 위성통신 서비스의 국내 공급에 관한 총 3건의 협정을 모두 승인하였다. 전파법에 따라 각 업체들의 서비스에 이용되는 이용자용 단말기에 대한 적합성 평가 후 본격적으로 국내 서비스가 시작될 것으로 판단한다.

SK텔레콤은 스타링크와의 협력을 통하여 서비스 확장을 해나갈 것으로 예상된다. 현재는 인마넷 위성 및 임대 위성을 통하여 서비스를 제공하고 있으나 스타링크와 인마넷 위성통신을 지원할 것으로 예상된다. 이에 따라, 해상 및 항공기 뿐만 아니라 민간과 공공 분야의 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

KT SAT는 자체 보유 위성을 기반으로 정지궤도 위성통신서비스 및 저궤도 위성통신서비스를 결합한 요금제를 신규로 출시하였다. 스타링크와의 협력을 통해 저궤도 및 정지궤도 위성망과 호환되는 단말기 및 통신서비스를 제공할 것으로 예상된다.

LG유플러스는 직접 참여를 통하여 스타링크와 협력 체계를 확립하였다. 중장기 NTN 및 6G 확장을 해나갈 것으로 파악한다.

표 16. SK텔레콤 위성통신 사업 현황 타임라인

날짜	내용
2023-09	SK텔레콤, 스타링크와 리셀러 계약 및 시스템 연동 완동
2024-02	SK텔레콤, 해군 상용 위성 서비스(MVSAT) 사업 수주('24~'25)
2025-04	SK텔레콤-SK텔레콤, T 기내 Wi-Fi 자동로밍 출시(파나소닉 위성통신 연동)
2025-05	과학기술정보통신부, 스타링크 코리아-스페이스X/한화시스템-원웹/KT SAT-원웹 간 국경간 공급협정 승인
2025-06	장비 적합성 평가 인증 진행
2025-08	스타링크 안테나 1종(UTA-252) 적합성 통과

자료: SK텔레콤, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. KT 위성통신 사업 현황 타임라인

날짜	내용
2024-09	KT-KT SAT, GEO(무궁화 6)-지상 5G NTN 연동 기술 확보 발표
2024-11	KT-KT SAT-KAI, 6G 및 저궤도 위성 사업 협력 MOU 체결
2025-02	XWAVE-ONE(무궁화+스타링크 결합) 해양 통합 솔루션 출시
2025-05	과학기술정보통신부, 스타링크 코리아-스페이스X/한화시스템-원웹/KT SAT-원웹 간 국경간 공급협정 승인
2025-06	인텔리안 원웹 한국 상용화 규제 라이선스 공지
2025-08	KT SAT, 원웹 국내 PoP 구축 및 지상망 연동 진행 발표
2025-09	KT SAT-KT-HD현대, 조선소 전 공정에 스타링크를 적용하는 3자 MOU 체결

자료: KT, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. LG유플러스 위성통신 사업 현황 타임라인

날짜	내용
2024-01	스타링크와 협상 완료 보도
2024-09	NTN 6G 백서 발간
2025-05	과학기술정보통신부, 스타링크 코리아-스페이스X/한화시스템-원웹/KT SAT-원웹 간 국경간 공급협정 승인

자료: LG유플러스, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 스타링크 사업 내용 정리

구분	내용
한국 진출	- 2025년 5월 30일에 과기정통부가 저궤도(LEO) 위성통신 국경간 공급 협정 3건을 승인하며 법적 기반이 완성됨 - 이 승인으로 스타링크 코리아와 미국 본사 간 제공 구조가 가능해짐 - 이후 8월에는 국립전파연구원(RRA)이 스타링크 지구국 장비(모델 UTA-252) 적합성 평가를 마침 - 규제 및 인증 측면의 관문은 넘었고 실제 상용화는 사업자(리셀러 포함)의 출시 여부에 달림 - 출시는 B2B와 모빌리티(해상, 조선소, 항공, 원격 현장, 공공/재난 백업)부터 풀릴 예정 - 지난 9월, KT SAT-KT-HD현대가 조선소 전 공정에 스타링크를 적용하는 3자 MOU 체결. - 선박 제조/인도 단계에서의 LEO 활용까지 구체화 - 동시에 SK텔링크는 스타링크 코리아의 공식 리셀러로서 시스템 연동을 끝내고 판매 및 기술지원 체계를 갖추
글로벌 가입자 및 서비스	- 25년 6월 기준 글로벌 이용자 수 600만명 이상, 국가 140개국 이상 확보 - 25년 6월 기준 미국 피크 시간대 중앙값 지연 25.7ms라는 수치를 기록하며 지상사업자 일부를 능가하는 저지연 지형을 구축 - 미국 피크 시간대 중앙값 다운로드 속도는 약 200Mbps, 누적 추가 네트워크 용량은 약 450Tbps - 현재 전체 누적 발사 9,868기, 궤도 8,543기(작동/비작동 모두 포함), 작동 중 궤도 8,527기, 운영 궤도 배치 7,456기 - 항공 분야에서는 Hawaiian Airlines가 에어버스 기단에 무료 스타링크 Wi-Fi를 적용 - United Airlines는 지난 9월 26일에 737-800 기종 FAA 승인을 받아 10-15 첫 상업편 탑재를 예고 - 해상·항공 모빌리티에서 대형 레퍼런스가 늘어나며 상용 사례가 축적되고 있는 상황 - 지난 7월 24일 소프트웨어 이슈로 대규모 접속 장애가 있었으나 수 시간 내 복구 완료
D2C(Direct-to-Cell) 기술	- D2C는 기존 스마트폰이 특수 단말 없이 궤도상의 위성 기지국(스타링크 위성)과 직접 교신하는 기술 - 2024년 1월 첫 문자 송수신을 성공하며 링크 버짓을 입증 - 2025년 3월에는 FCC가 고출력 운용을 조건부 승인하며 상용화를 위한 규제 발판이 마련됨 - 지상 기지국이 닿지 않는 데드존을 메워 재난 및 원격지 안전통신을 근본적으로 개선하고 기존 이동통신과 겹치지 않는 보완적 커버리지를 제공한다는 점에서 중요한 기술 - 미국에서는 위성에 LTE eNB 페이로드를 탑재해 스마트폰과 직접 문자 연결하는 구조가 베타→상용으로 전환 중 - T-Mobile이 지난 7월 문자/MMS 상용을 시작했고 오는 10월 1일부터 데이터 서비스를 열 계획 - 문자 베타를 일반 개방(요금 가이드 포함)하는 등 단계적 개시가 진행 중이고 음성 및 데이터는 순차 확대 계획 - 초기에는 선택 앱 중심의 제한적 데이터지만, 전개가 진행될수록 망 혼잡 및 간섭 관리, 단말 호환성, 출력 규제 등 기술 및 규제 과제를 단계적으로 풀게 될 것 - 한국 역시 제도 정합성만 갖춰지면, 공백지대 안전통신과 공공 커버리지 보강이 가능해질 것
발사체	- 발사 역량은 백본 확장을 좌우 - 지난 8월 26일 스타십 10번째 시험비행(IFT-10)에서 모의 스타링크 위성 전개를 최초로 시연 - 슈퍼헤비(1단) 분리 후, 상단(Ship 37)이 첫 페이로드 운용 시험을 수행 - 상단이 스타링크 모의위성 8기를 'PEZ 디스펜서' 방식으로 사상 최초 우주 방출하며 스타십의 대량 위성 투입 방식 검증 - 1단은 걸프만 수상 착수(대체 엔진 구성 시험)를 수행했고, 상단은 인도양 방향 하강·수상 착수까지 진행 - 전 비행에서 페이로드 도어 미개방으로 배포에 실패했던 이슈(IFT-9)를 이번엔 해결했다는 것이 의미 - 대형 V2 위성의 다량 투입(스타십 정기화)로 네트워크 용량/단가 개선 가속 기대

자료: Space X, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

투자 전략

본격적인 증익 사이클 진입. 1) 높은 이익 성장률, 2) 주주환원, 3) AI 수익화

26년 국내 통신서비스 섹터는 이익 성장 기대감이 높아지며 멀티플 확장 국면에 진입할 것으로 예상된다. 1) 상대적으로 이익 성장률이 높으며, 2) 주주환원 정책을 강화해나갈 가능성이 존재하며, 3) AI 투자에 대한 수익화가 본격적으로 시작될 업체에 주목한다.

적극적인 비용 효율화를 통해 수익성은 개선될 것으로 판단한다. 인건비, 감가상각비, 그리고 마케팅비의 비용 절감의 효과가 본격적으로 반영되는 시기이다. 체질개선을 위한 구조조정 작업으로 인한 인건비 부담이 감소될 것으로 예상된다. 마케팅비는 하향 안정화 기조가 유지될 것으로 판단하는데 1) 프리미엄 서비스로의 확대, 2) 단말기의 소비 형태 변화, 3) 휴대폰 교체 주기 증가가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 감가상각비의 경우 5G 투자에 대한 이익 회수기 국면에 진입함에 따라 안정화 추세가 지속될 것으로 판단한다. 또한, 비핵심자산매각을 통한 추가적인 이익 창출도 기대된다.

주주환원 정책은 강화될 가능성이 높다고 판단한다. 잉여현금흐름이 증가하며 여력 자체가 커졌기 때문이다. 26년 SK텔레콤, KT, LG유플러스의 주주환원율은 각각 6.6%, 7.1%, 5.4%일 것으로 예상하며 추가적인 자사주 매입/소각 및 배당 관련 주주환원 정책을 강화해나갈 수 있다고 판단한다.

전통적인 통신서비스에 AI 사업 투자 확대에 대한 결실이 맺어지는 원년이다. 특히, AI/AX 관련 산업 진출을 통한 포트폴리오 다변화에 주목해야 한다. 국내 통신서비스 3사의 1) 수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속, 2) 빅테크 협력 및 공공기관 중심 클라우드로의 전환 수요, 3) 통신 구독자 수를 활용한 AI 에이전트 서비스 확대를 바탕으로 통신 3사의 탑라인은 본격적으로 성장할 것으로 판단한다.

Top Pick: SK텔레콤 제시

미래에셋증권 26년도 통신서비스 섹터 Top pick은 SK텔레콤(목표주가 73,000원)으로 제시한다. 동사는 1) 26년 영업이익의 성장 가시성(26년 +53.5% YoY)이 상대적으로 높으며, 2) 주주환원 여력이 확대될 가능성 또한 존재하며, 3) AI 사업 관련 포트폴리오 다변화 및 B2B 시장 진출의 수익화가 본격적으로 시작될 것으로 예상하기 때문이다.

동사는 1) 내년 영업이익의 성장 가시성(이익 성장률 +53.5% YoY)이 가장 높으며, 2) 주주환원 여력이 확대될 가능성 또한 존재하며, 3) AI 사업 관련 포트폴리오 다변화 및 B2B 시장 진출의 수익화가 본격적으로 시작될 것으로 예상하기 때문이다.

26년 영업이익의 성장률에 주목해야한다고 판단한다. 1) AI 투자에 대한 수익화, 2) 전반적인 비용 효율화, 3) 포트폴리오 최적화를 통해 상대적으로 이익 성장률이 가장 높은 한 해를 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라, 26년 연결 기준 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY)일 것으로 예상한다.

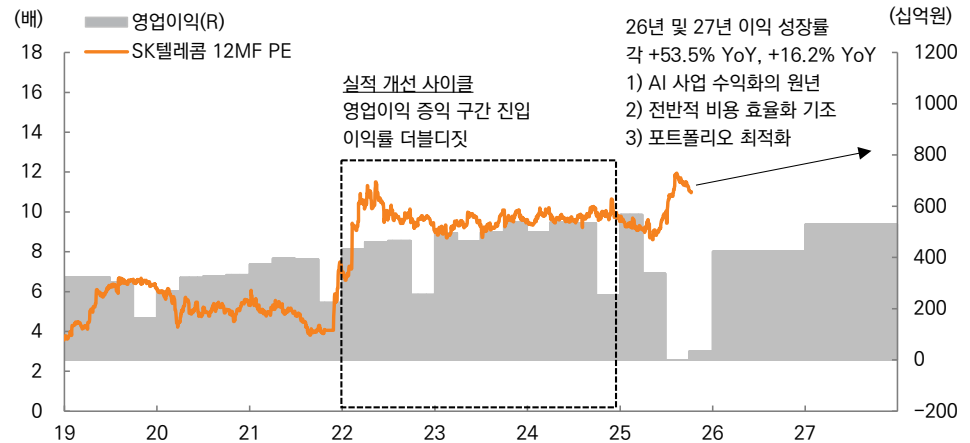
잉여현금흐름 증가로 인한 여력 주주환원 여력 자체가 커졌다. 이에 따라, 26년에도 주주환원 정책은 강화될 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당배당금은 3,600원, 배당성향은 약 62.6%일 것으로 예상한다. 주주환원 수익률은 약 6.6%일 것으로 예상한다.

또한, 그동안 AI 관련 사업에 투자하였던 결실이 수익화로 이어지는 한 해인 점도 매력적이다. 'AI 피라미드 2.0'이 수익화로 이어지는 국면에 진입할 것으로 판단한다. 1) AI DC 포트폴리오 다변화를 통한 공급 확대, 2) AI B2B 수주 증가, 3) AI B2C 서비스 확장을 통한 에이전트 가입자 수 증가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

현 시점에서 전통적인 통신서비스 산업의 성장률보다는 잉여현금흐름을 감안한 주주환원 가능성이 더 중요한 요소라는 점을 고려 시 P/E 밸류에이션에 주목해야 한다고 판단한다. 국내 통신서비스 3사의 설비투자 주기 및 시점을 고려 시 향후 1~2년 내 CAPEX 확대는 제한적이다. 현재 SK텔레콤의 26년, 27년 P/E는 각각 11.5배, 9.5배 수준이다. KT의 26년, 27년 P/E는 7.8배이다. LG유플러스의 26년, 27년 P/E는 각각 9.0배, 8.4배 수준이다. 1) 증익 사이클 진입, 2) 주주환원 확대, 3) AI 수익화의 원년이라는 점을 고려 시 현재 밸류에이션 멀티플은 부담스러운 수준은 아니라고 판단한다.

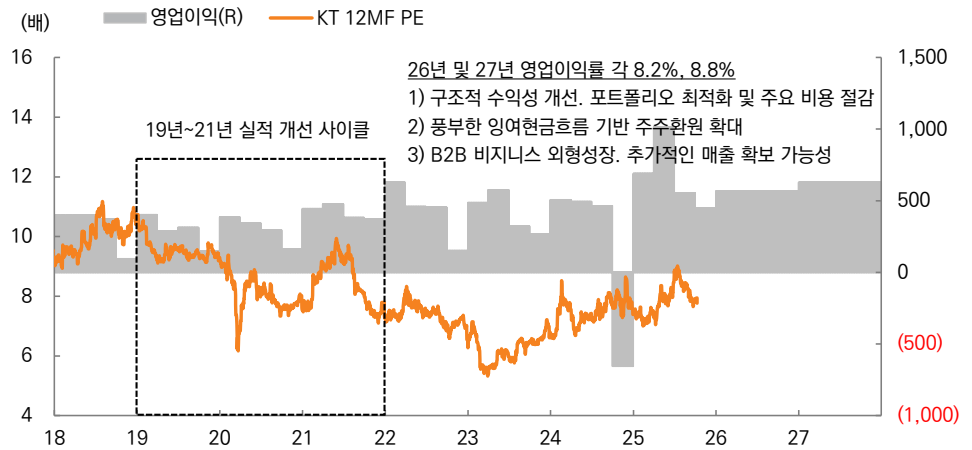
KT의 경우, Sum of the Parts(SOTP) 밸류에이션 멀티플 내 통신 부문은 P/E 밸류에이션을 선정하였으며 KT클라우드 등을 포함한 자회사는 EV/EBITDA 밸류에이션을 적용하였다. 영업이익의 20~30%가 비통신 부문에서 발생하는 점을 고려하였다.

그림 59. SK텔레콤 12개월 선행 P/E 및 영업이익 추이



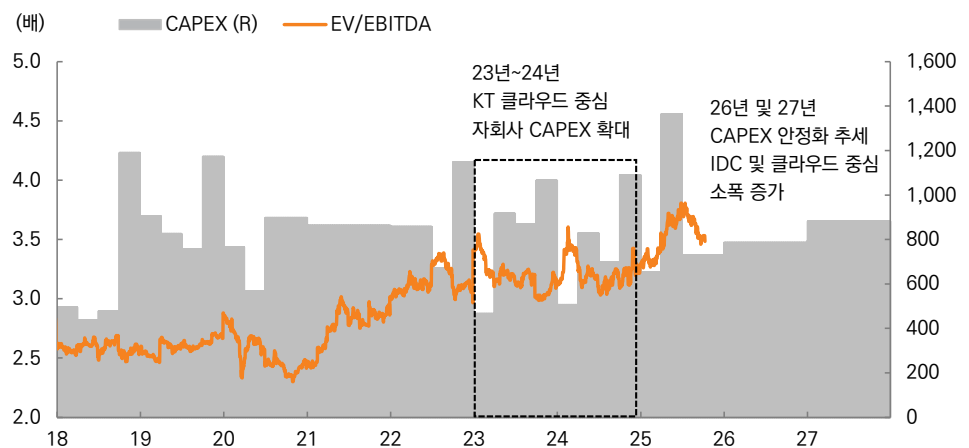
자료: 퀀티와이즈, SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. KT 12개월 선행 P/E 및 영업이익 추이



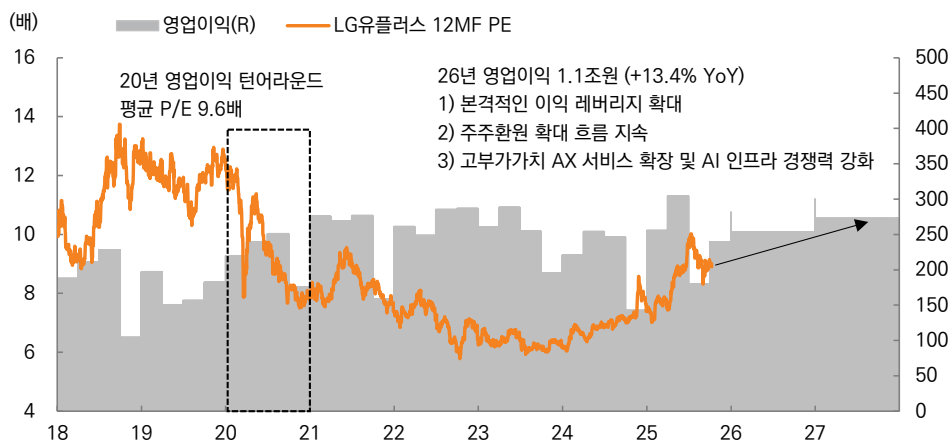
자료: 퀀티와이즈, KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. KT 12개월 선행 EV/EBITDA 및 CAPEX 추이



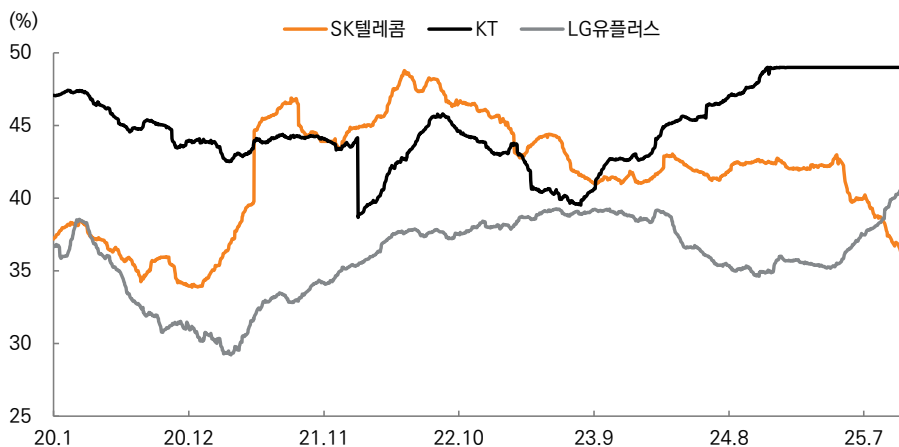
자료: 퀀티와이즈, KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. LG유플러스 12개월 선행 P/E 및 영업이익 추이



자료: 퀀티와이즈, LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 통신 3사 외국인 지분율 추이



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

글로벌 Peer Valuation

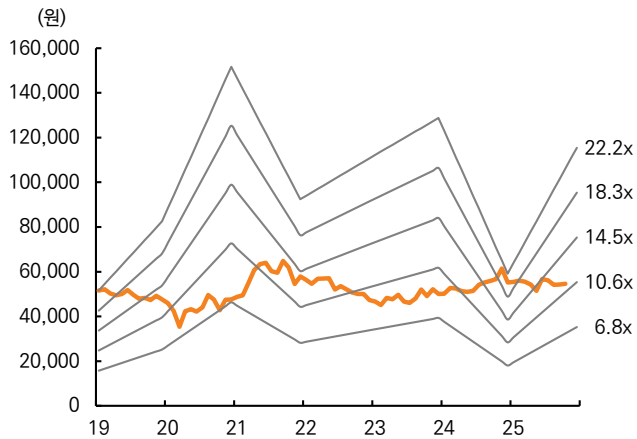
표 20. 글로벌 통신사 피어테이블

(십억원, 백만달러, 배, %)

국가	업체	시가총액	수익률				P/E		EV/EBITDA		DPS			배당수익률			배당성향		
			1M	3M	6M	1Y	12MF	24MF	24	25F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
한국	SK텔레콤	8,134	-1.8	-2.9	-4.2	-2.9	10.2	17.0	3.6	4.1	2.6	2.5	2.4	6.5	6.6	6.4	61.3	67.6	108.3
	KT	8,742	-3.4	-14.7	4.6	23.3	21.7	6.9	4.4	3.3	1.5	1.4	1.7	3.4	4.1	4.8	104.8	88.2	33.2
	LG유플러스	4,513	-1.1	0.1	39.8	54.0	12.3	9.7	3.2	3.1	0.5	0.4	0.5	4.3	4.3	4.5	74.6	52.8	43.4
미국	버라이즌	168,021	-9.4	-4.3	-8.9	-7.3	8.7	8.5	6.4	6.2	2.7	2.7	2.7	6.8	6.7	6.9	64.7	58.6	58.3
	AT&T	184,980	-12.5	-4.1	-3.4	21.1	11.7	12.5	7.3	7.0	1.1	1.1	1.1	4.3	4.3	4.3	76.4	50.6	53.9
	T모바일	257,485	-5.3	0.5	-11.6	7.4	24.3	21.7	10.6	9.9	3.7	2.8	3.6	1.5	1.2	1.6	37.9	29.9	34.5
일본	NTT	91,075	-5.4	0.0	4.4	3.2	11.8	11.5	7.8	7.6	0.0	0.0	0.0	3.4	3.4	3.5	33.7	40.0	39.8
	KDDI	64,904	-5.7	-2.8	-4.8	-0.1	13.6	12.2	7.7	7.4	0.5	0.5	0.5	3.3	3.1	3.4	45.8	42.2	41.7
	소프트뱅크	215,245	22.0	110.1	231.5	148.4	42.2	42.1	17.2	18.8	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	-	8.3	8.3
아시아	차이나 모바일	238,802	-3.8	-2.8	4.4	13.4	12.0	11.5	4.3	4.2	0.6	0.7	0.7	6.2	6.1	6.4	72.8	73.2	74.0
	싱텔	54,249	-1.8	4.4	21.7	35.2	27.5	24.1	20.8	20.3	0.1	0.1	0.1	4.4	3.9	4.4	311.6	107.6	105.8
	에어텔	132,173	2.8	1.7	11.3	15.9	45.9	41.0	15.0	12.1	0.1	0.2	0.2	0.8	0.7	1.1	61.8	31.3	43.9
	Telstra	35,787	-2.5	-0.3	8.7	25.3	25.3	23.6	8.6	8.3	0.1	0.1	0.1	3.9	3.9	4.1	128.2	99.2	97.0
	Telkom	18,052	-2.6	10.6	29.6	2.7	12.7	13.1	4.8	4.9	0.0	0.0	0.0	7.0	6.0	6.5	89.0	78.6	85.7
유럽	도이치 텔레콤	168,943	-1.2	-2.9	-3.4	9.2	15.8	14.9	7.0	6.8	1.0	0.9	1.2	3.0	3.0	3.5	39.3	47.7	51.6
	보다폰	27,334	-2.7	6.2	29.1	15.8	11.7	10.8	5.4	5.3	0.1	0.1	0.1	4.4	4.8	4.8	202.2	55.3	51.9
	오렌지	42,006	-2.2	4.6	11.3	35.3	13.4	19.2	6.2	6.0	0.8	0.8	0.9	5.5	5.5	5.6	101.4	73.3	107.7
	스위스콤	37,985	-0.9	5.1	14.0	6.2	19.0	22.6	10.7	7.1	25.0	24.1	31.9	3.7	3.7	4.4	73.9	71.2	99.2
	Telenor	22,537	-2.4	6.4	16.5	24.7	12.0	18.6	9.3	9.0	0.9	0.9	1.0	5.7	5.8	5.8	70.6	69.1	108.4

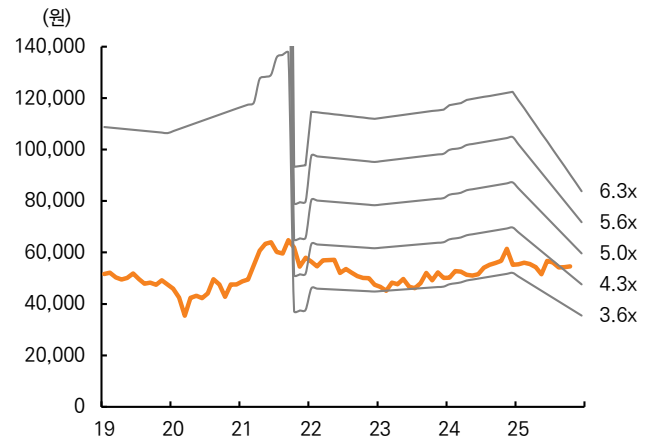
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 64. SK텔레콤 12개월 선행 P/E 밴드차트



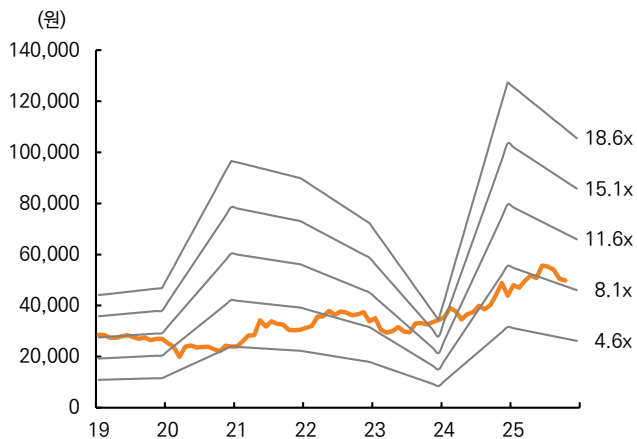
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 65. SK텔레콤 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



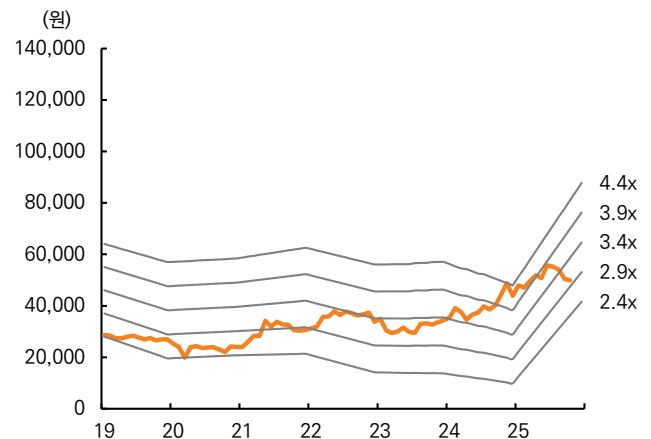
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 66. KT 12개월 선행 P/E 밴드차트



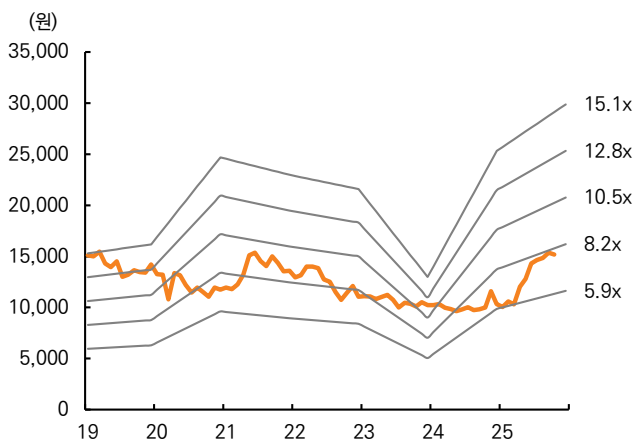
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 67. KT 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



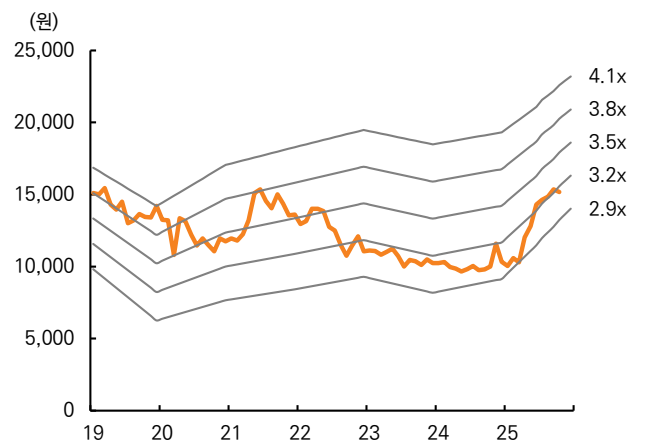
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 68. LG유플러스 12개월 선행 P/E 밴드차트



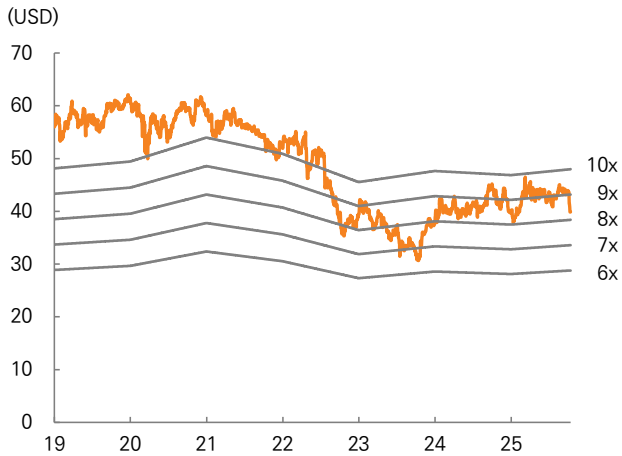
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 69. LG유플러스 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



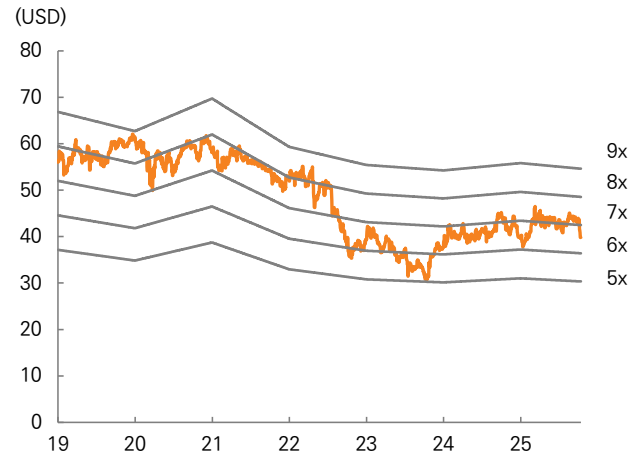
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 70. 버라이즌12개월 선행 P/E 밴드차트



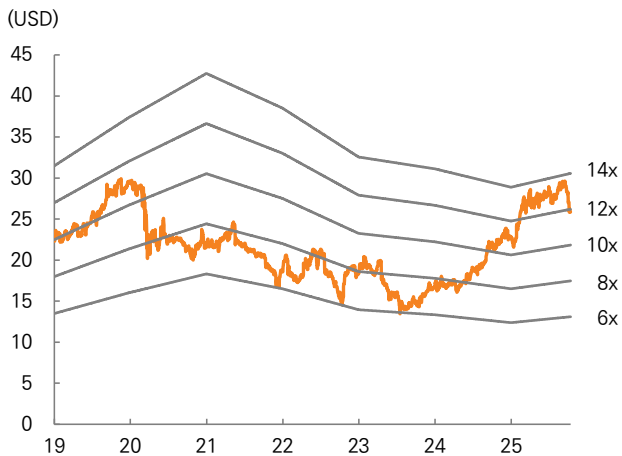
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 71. 버라이즌12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



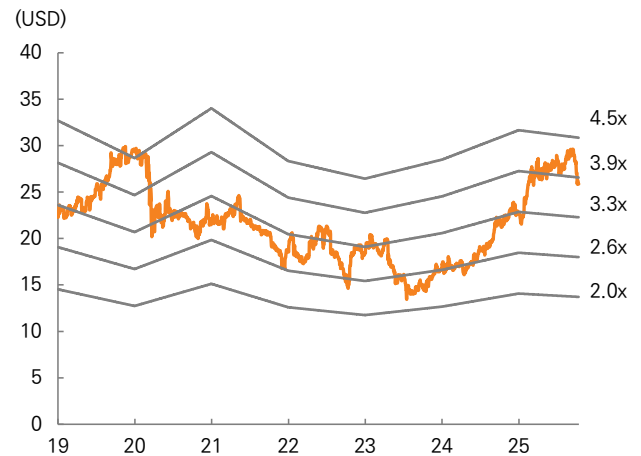
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 72. AT&T 12개월 선행 P/E 밴드차트



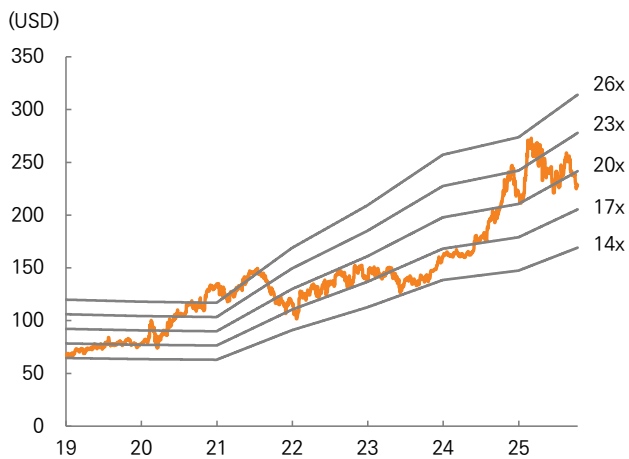
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 73. AT&T 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



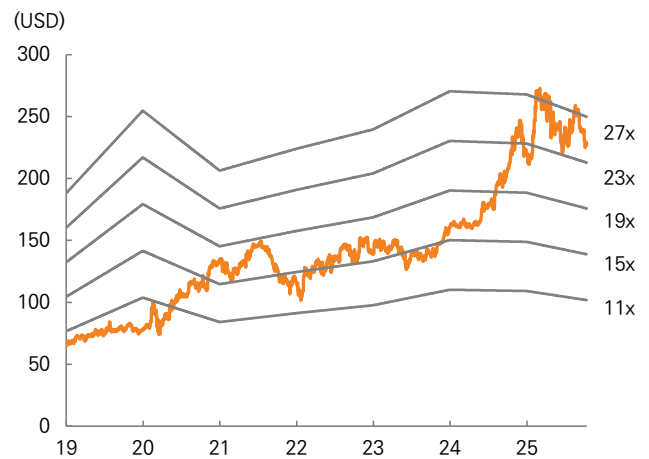
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 74. T모바일 12개월 선행 P/E 밴드차트



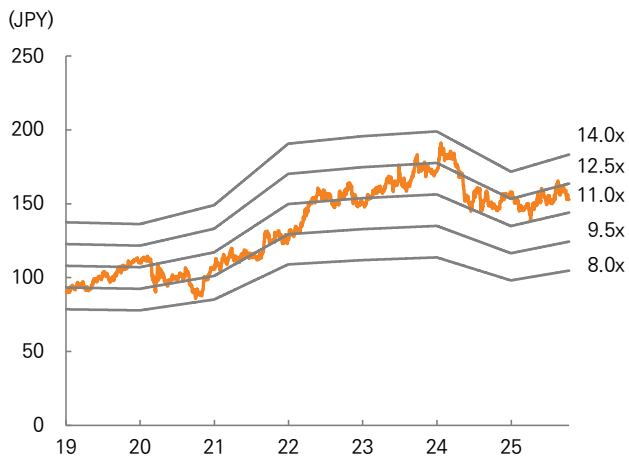
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 75. T모바일 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



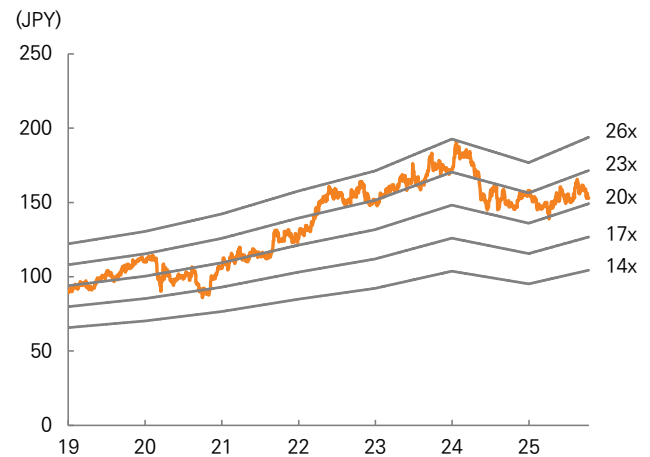
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 76. NTT 12개월 선행 P/E 밴드차트



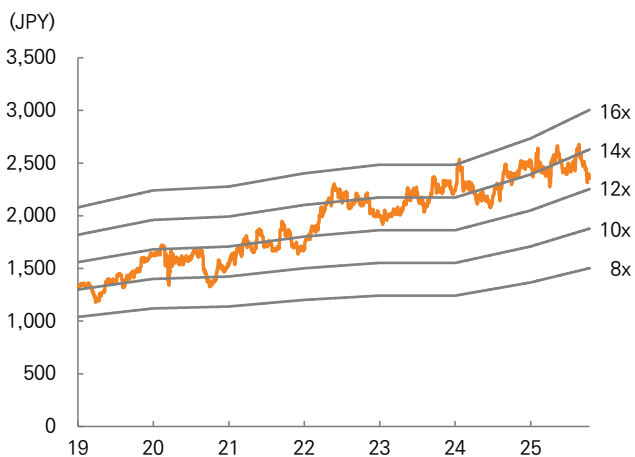
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 77. NTT 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



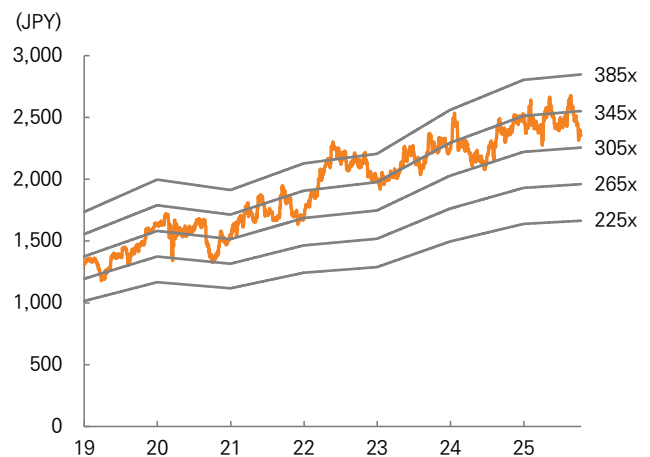
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 78. KDDI 12개월 선행 P/E 밴드차트



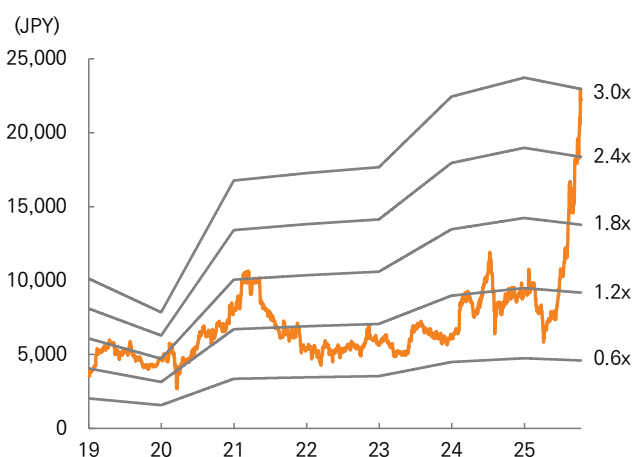
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 79. KDDI 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



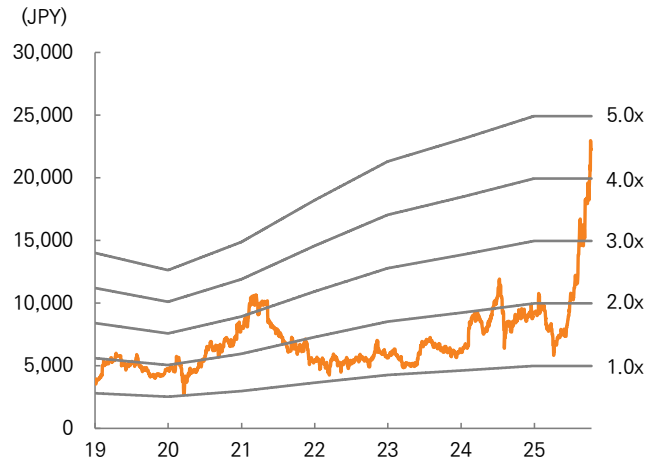
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 80. 소프트뱅크 12개월 선행 P/B 밴드차트



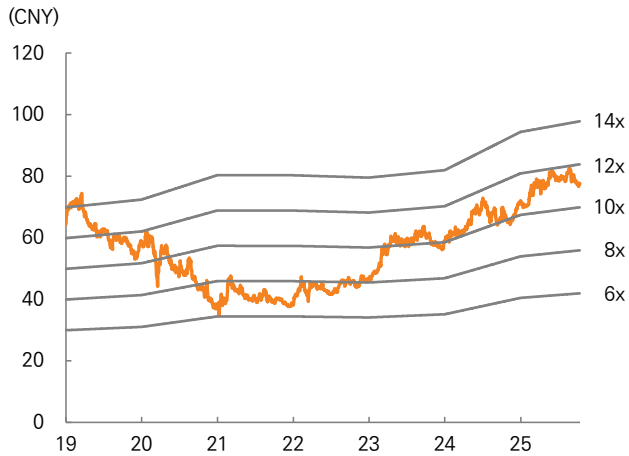
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 81. 소프트뱅크 12개월 선행 P/S 밴드차트



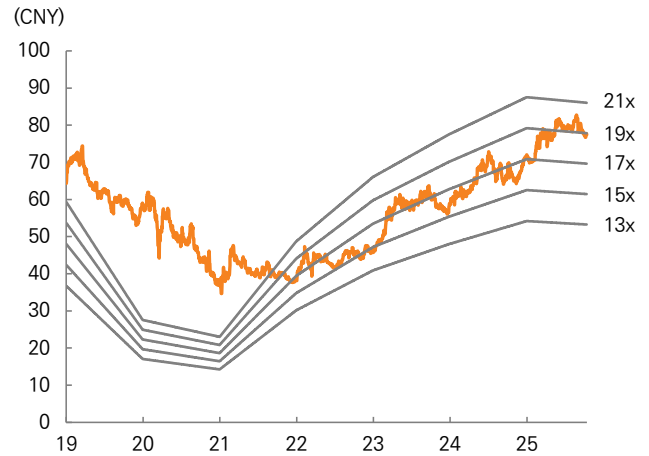
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 82. 차이나 모바일 12개월 선행 P/E 밴드차트



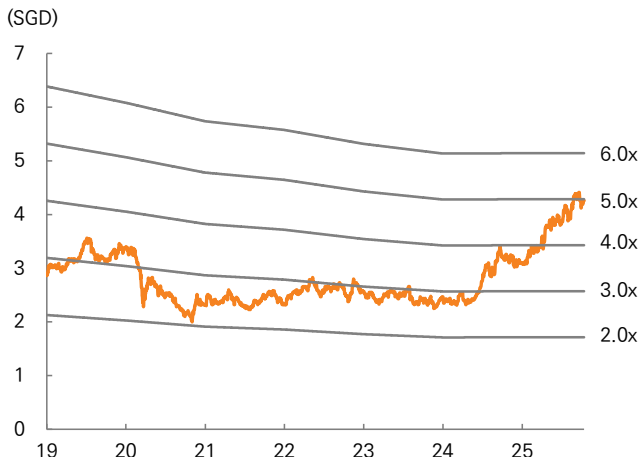
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 83. 차이나 모바일 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



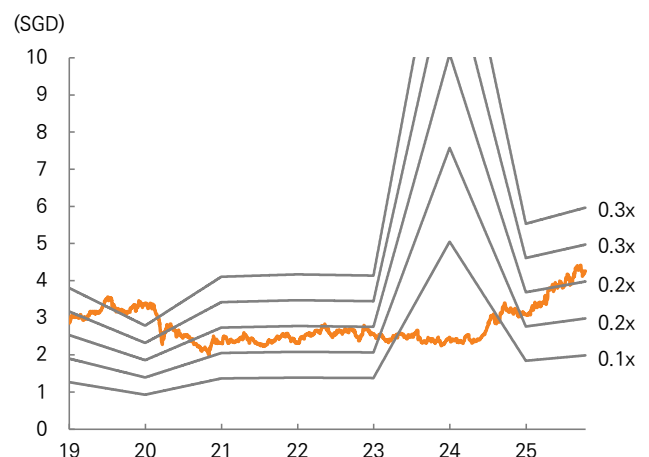
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 84. 싱텔 12개월 선행 P/S 밴드차트



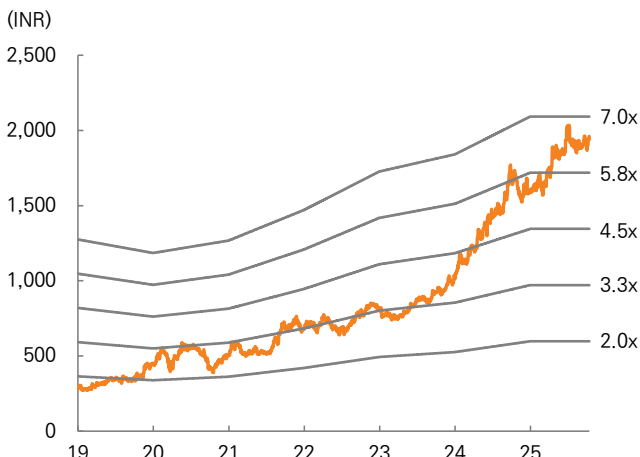
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 85. 싱텔 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



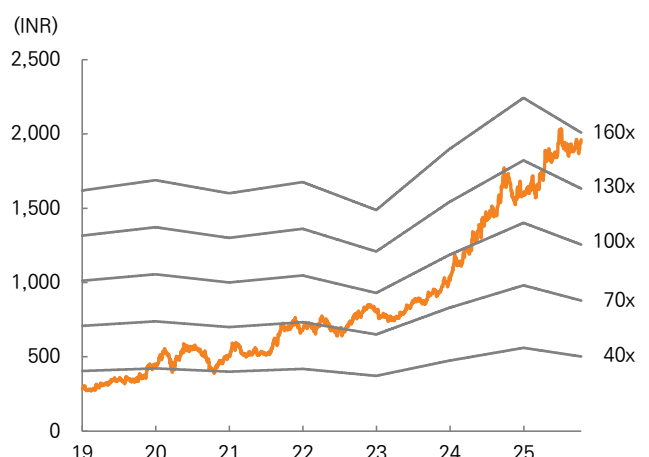
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 86. 에어텔 12개월 선행 P/S 밴드차트



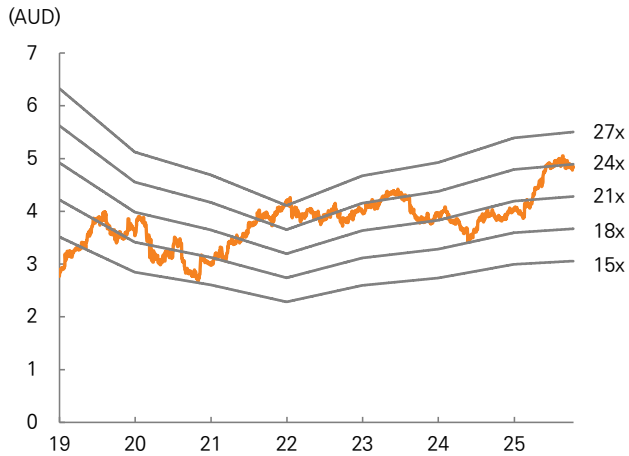
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 87. 에어텔 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



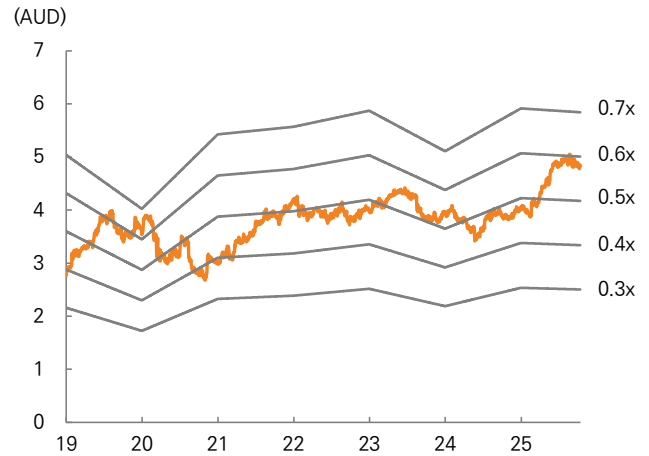
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 88. 텔스트라 12개월 선행 P/E 밴드차트



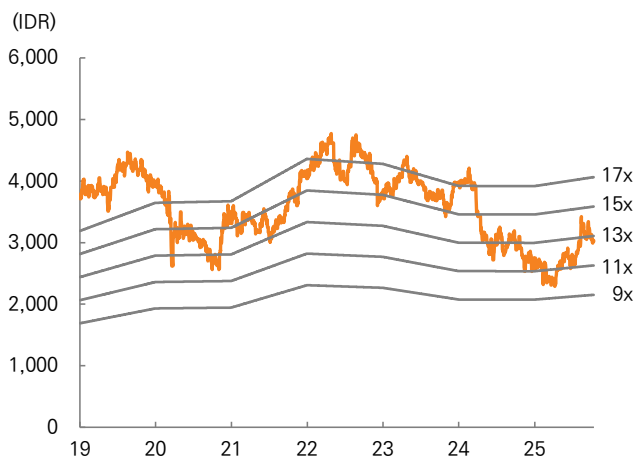
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 89. 텔스트라 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



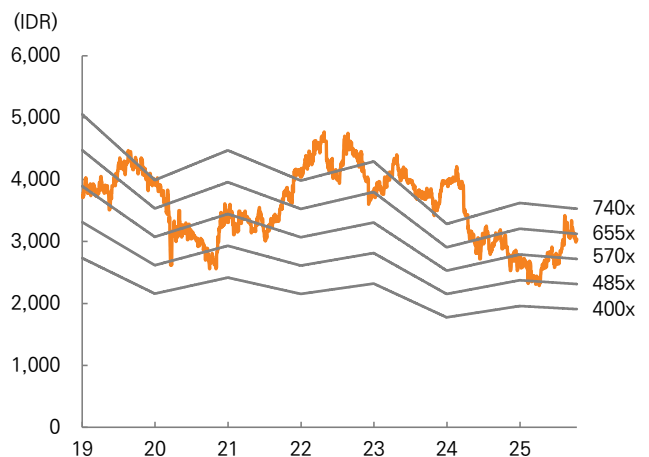
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 90. 텔콤셀 12개월 선행 P/E 밴드차트



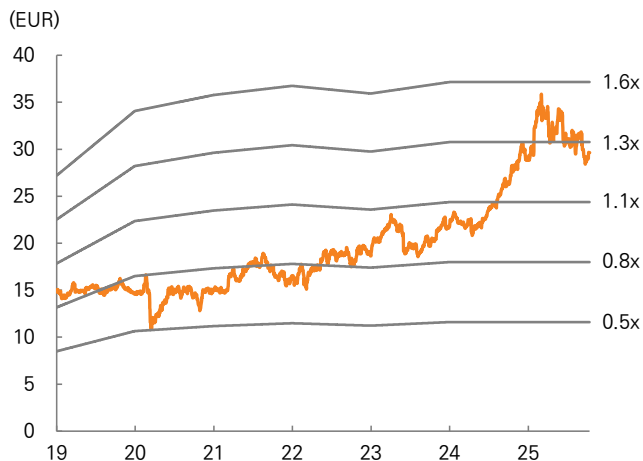
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 91. 텔콤셀 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



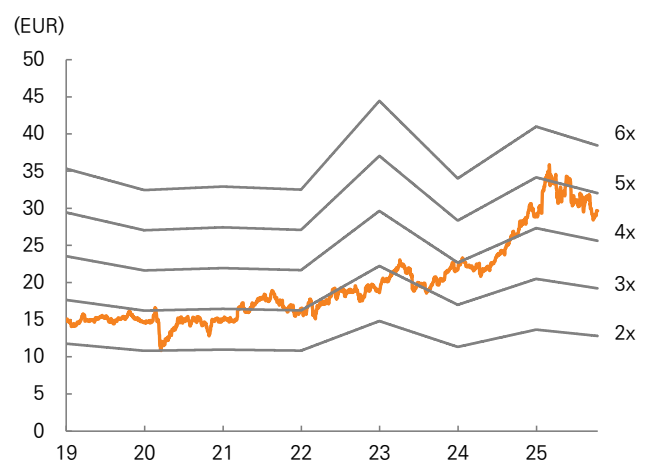
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 92. 도이치 텔레콤 12개월 선행 P/S 밴드차트



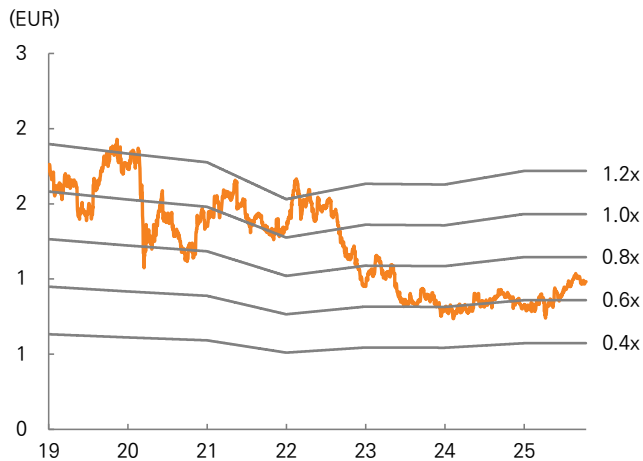
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 93. 도이치 텔레콤 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



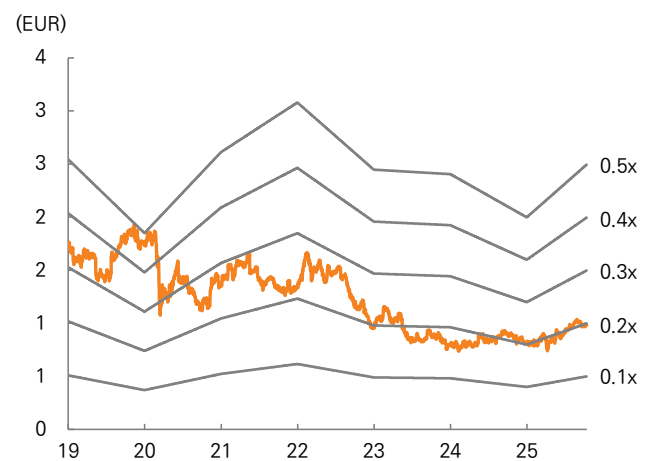
자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 94. 보다폰 12개월 선행 P/S 밴드차트



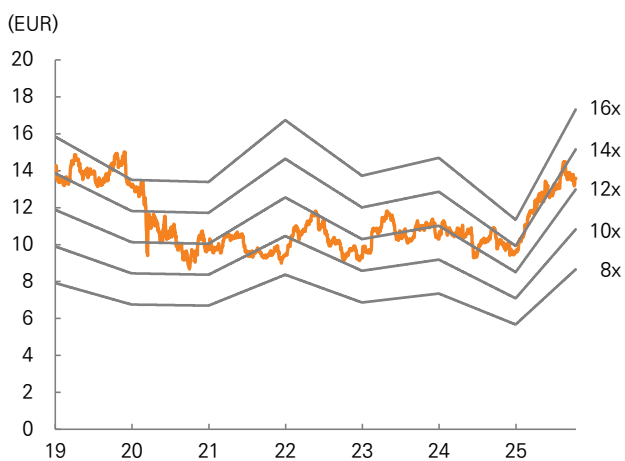
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 95. 보다폰 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



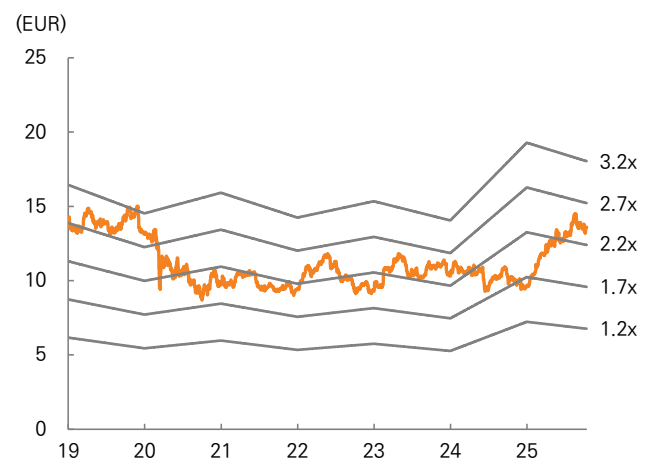
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 96. 오렌지 12개월 선행 P/E 밴드차트



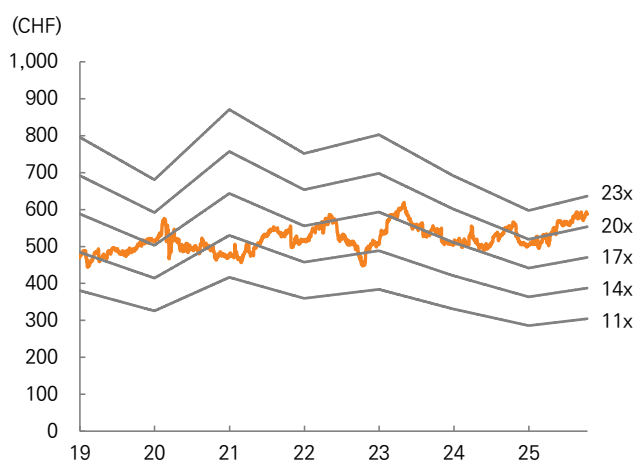
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 97. 오렌지 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



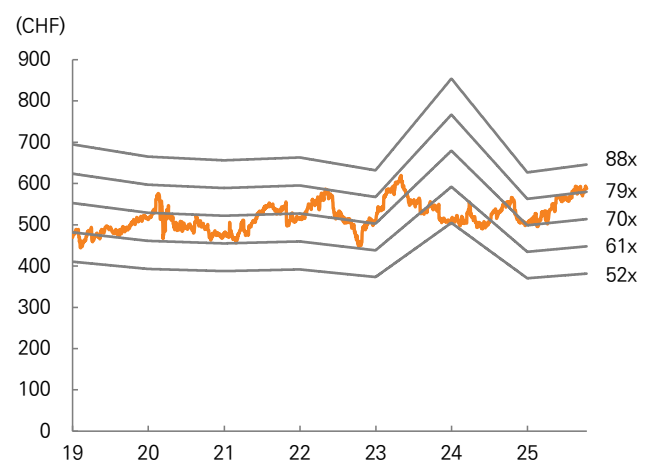
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 98. 스위스콤 12개월 선행 P/E 밴드차트



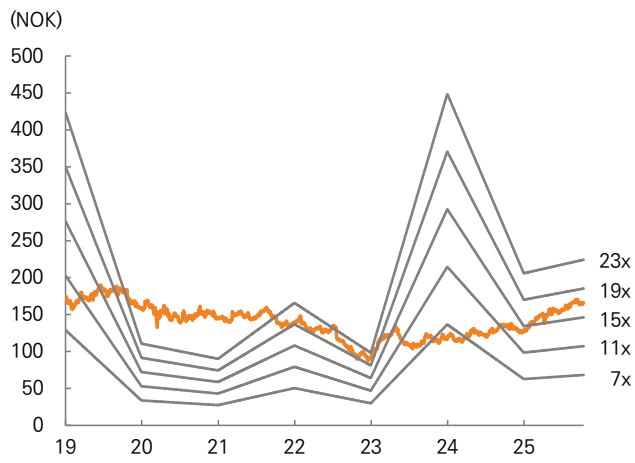
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 99. 스위스콤 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



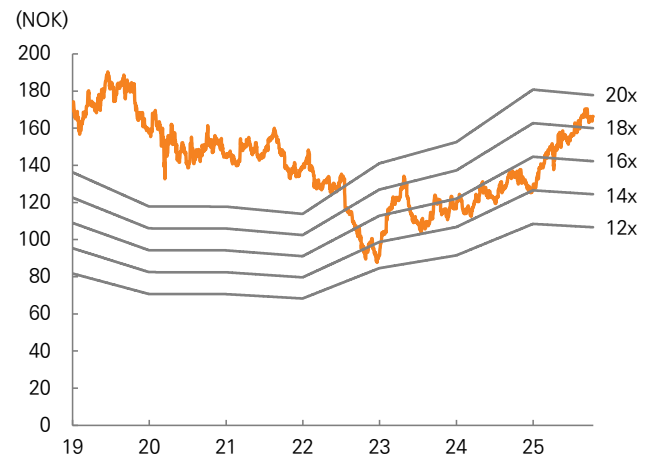
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 100. 텔레노르 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

그림 101. 텔레노르 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



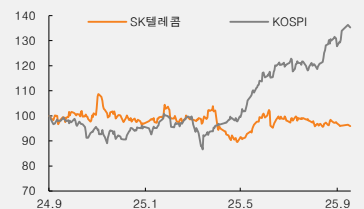
자료: 쿼티와이즈, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터(10월 13일 기준)

Global Company Analysis

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	73,000원
현재주가(25/10/13)	54,300원
상승여력	34.4%

영업이익(25F, 십억원)	1,206
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,205
EPS 성장률(25F, %)	-45.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.7
P/E(25F, x)	17.0
MKT P/E(25F, x)	13.3
KOSPI	3,584.55
시가총액(십억원)	11,663
발행주식수(백만주)	215
유동주식비율(%)	61.4
외국인 보유비중(%)	36.3
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	50,700
52주 최고가(원)	61,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.5	-3.9	-2.5
상대주가	-6.6	-34.8	-29.4



[통신서비스]

최유진

choi.yoojin@miraesasset.com

장다현

dahyun.jang@miraesasset.com

SK텔레콤

26년 이익성장률 +53.5%YoY. 증익 구간 진입

투자 의견 매수, 목표주가 73,000원으로 커버리지 개시

SK텔레콤에 대한 투자 의견은 '매수', 목표주가는 73,000원으로 커버리지를 개시한다. 26년 및 27년 EPS 6,006원에 타겟 P/E 멀티플 12.1배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 타겟 P/E는 과거 3개년 평균 P/E 값에 20% 할인한 값이다.

투자포인트 1. 증익 구간 진입. 26년 이익 성장률 +53.5% YoY

동사의 26년 영업이익 성장률에 주목해야한다고 판단한다. 1) AI 투자에 대한 수익화, 2) 전반적인 비용 효율화, 3) 포트폴리오 최적화를 통해 상대적으로 이익 성장률이 가장 높은 한 해를 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라, 26년 연결 기준 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY)일 것으로 예상한다.

투자포인트 2. 주주환원을 6.6%. 산업 평균 상회

매년 연결 기준 조정 당기순이익의 50% 이상에 해당하는 규모의 주주환원을 탄력적으로 이행할 가능성이 높다고 판단한다. 잉여현금흐름이 증가하며 여력 자체가 커졌기 때문이다. 26년에도 주주환원 정책은 강화될 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당배당금은 3,600원, 배당성향은 약 62.6%일 것으로 예상한다. 주주환원 수익률은 약 6.6%일 것으로 예상한다.

투자포인트 3. AI 수익화 사이클 국면 진입 시작

'AI 피라미드 2.0'이 수익화로 이어지는 국면에 진입할 것으로 판단한다. 1) AI DC 포트폴리오 다변화를 통한 공급 확대, 2) AI B2B 수주 증가, 3) AI B2C 서비스 확장이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 지난 9월 동사는 향후 5년간 누적 5조원 투자 및 30년 AI 매출 5조원 타겟을 발표하였다.

향후 전망

26년 연결 매출액은 18.0조원(+4.6% YoY), 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY), 그리고 영업이익률은 10.3%를 기록할 것으로 전망한다. SK텔레콤 매출액은 12.6조원으로 전년 동기 대비 약 +5.5% YoY 증가할 것으로 예상한다. SK브로드밴드 매출액은 4.7조원(+2.9% YoY)일 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	17,609	17,941	17,159	17,955	18,428
영업이익 (십억원)	1,753	1,823	1,206	1,852	2,152
영업이익률 (%)	10.0	10.2	7.0	10.3	11.7
순이익 (십억원)	1,094	1,250	685	1,192	1,414
EPS (원)	4,997	5,810	3,190	5,551	6,581
ROE (%)	9.6	10.8	5.9	10.1	11.4
P/E (배)	10.0	9.5	17.0	9.8	8.3
P/B (배)	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	7.1	6.4	6.3	6.6	6.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 Valuation

목표주가 73,000원으로 커버리지 개시

SK텔레콤에 대한 투자 의견은 '매수', 목표주가는 73,000원으로 커버리지를 개시한다. 26년 및 27년 EPS 6,006원에 타겟 P/E 멀티플 12.1배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 타겟 P/E는 과거 3개년 평균 P/E 값에 20% 할증한 값이다.

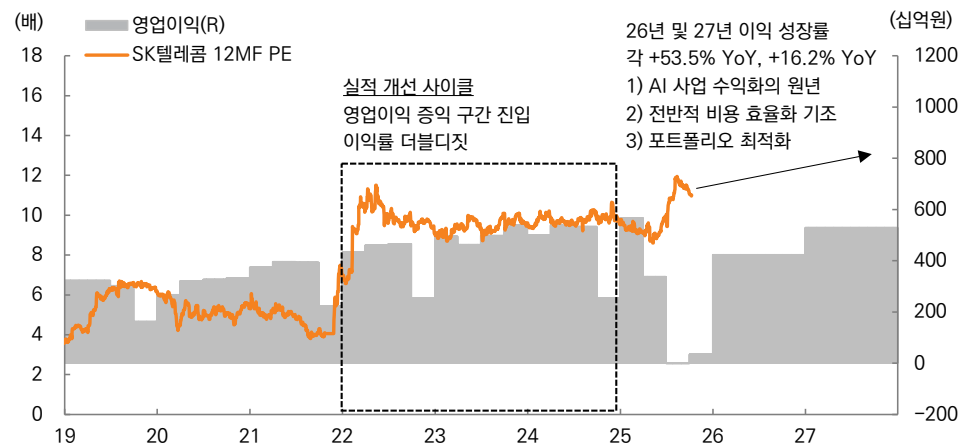
26년은 1) AI 투자에 대한 수익화가 본격적으로 이루어지는 원년이며, 2) 전반적인 비용 효율화가 지속될 것이며, 3) 포트폴리오 최적화를 통한 동사의 수익화가 본격적으로 이루어지는 시점이라는 점을 감안 시 타겟 P/E는 부담스러운 수준은 아니라고 판단한다.

표 21. SK텔레콤 목표주가 산정 Table

구분	비고
26년 및 27년 평균 EPS (원)	6,066
타겟 P/E (배)	12.1 과거 3개년 평균 P/E 값에 20% 할증
적정주가 (원)	73,398
목표주가 (원)	73,000
현재주가 (원)	54,300 10월 13일 기준
상승여력	34.4%

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. SK텔레콤 P/E 밴드차트



자료: SK텔레콤, 쿼타와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. SK텔레콤 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

26년 매출액 18.0조원(+4.6% YoY), 영업이익 1.9조원(+53.5% YoY) 예상

26년 연결 매출액은 18.0조원(+4.6% YoY), 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY), 그리고 영업이익률은 10.3%를 기록할 것으로 전망한다. SK텔레콤은 실적 개선 사이클에 본격적으로 진입할 것으로 예상하는데, 이는 1) 유무선 서비스 매출액 증가, 2) 데이터센터 등 B2B 사업 성장으로 인한 탑라인 턴어라운드와 3) 감가상각비 및 인건비를 포함한 주요 비용 안정화가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

SK텔레콤 매출액은 12.6조원으로 전년 동기 대비 약 +5.5% YoY 증가할 것으로 예상하는데, 이는 유무선서비스 회복 및 AI B2B 솔루션 상품 수주에 따른 AIX 매출액 증가에 기인한다. AI 클라우드의 견조한 성장 및 AI Vision, AICC를 포함한 AI B2B 사업 부문에서의 수주 증가에 주목해야하는 시점이라고 판단한다.

SK브로드밴드 매출액은 4.7조원(+2.9% YoY)일 것으로 예상된다. B2B사업 부문에서의 매출 증가 및 기가인터넷 가입자 증가 지속이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. B2B 사업의 경우 데이터센터의 가동률 상승 및 신규 데이터센터 오픈에 따른 매출액 증가는 지속될 것으로 판단한다. 또한, 기가인터넷 등을 포함한 프리미엄 가입자 비중 확대는 지속될 것으로 예상된다.

26년 영업비용은 16.1조원(+0.9% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 사이버 침해 사고에 따른 추가적인 가입자 감소는 제한적일 것이며 이에 따른 유심교체를 포함한 비용 지출 또한 제한적일 것으로 판단한다.

인건비는 약 2.7조원(+0.5% YoY)으로 서비스 수익 대비 매출액은 15.7% 수준일 것으로 예상된다. 지난해 4분기 대규모 희망퇴직으로 인한 일회성 비용 반영 및 신사업 확대에 따른 전문인력 채용으로 인해 전년 동기 대비 약 +20.8% YoY 상승하였으나 26년부터 상승폭이 둔화되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다.

감가상각비는 약 3.7조원(Flat YoY)으로 27년까지 플랫폼 수준을 유지할 것으로 판단한다. 향후 1~2년 내 Capex 확대는 제한적일 것으로 예상하며 오히려 감소할 가능성이 높을 것으로 예상하기 때문이다.

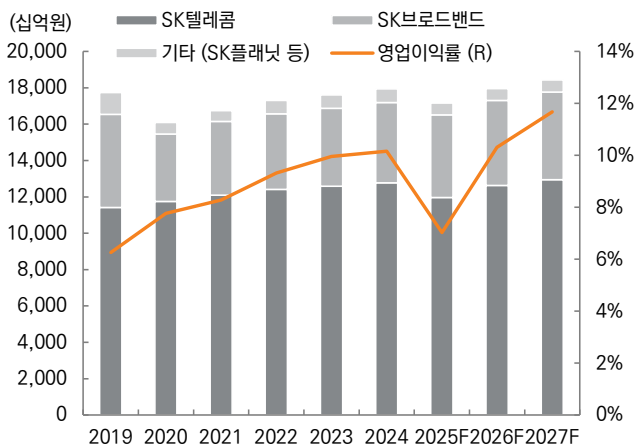
마케팅비는 약 3.3조원(+1.4% YoY)으로 전년 동기 대비 상승폭 확대는 제한적일 것으로 판단한다.

표 22. SK텔레콤 연간 실적 추정 Table

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,092	17,520	16,874	17,744	16,088	16,749	17,305	17,609	17,941	17,159	17,955	18,428
% YoY	-0.3%	2.5%	-3.7%	5.2%	-9.3%	4.1%	3.3%	1.8%	1.9%	-4.4%	4.6%	2.6%
SK텔레콤	12,350	12,468	11,706	11,416	11,747	12,103	12,415	12,589	12,775	11,973	12,630	12,945
이동전화수익	10,810	10,865	10,000	9,722	9,989	10,257	10,462	10,554	10,670	9,842	10,433	10,679
망접속정산수익	656.0	624.3	565.4	518.9	502.2	512.2	485.5	445.3	413.9	382.9	387.5	387.5
신사업 및 기타	884	979	1,140	1,176	1,255	1,334	1,467	1,590	1,691	1,747	1,810	1,878
SK브로드밴드	3,551	3,738	4,218	5,127	3,716	4,049	4,156	4,279	4,411	4,541	4,673	4,825
기타	1,190	1,314	951	1,201	625	597	735	740	755	645	652	658
영업비용(연결)	15,556	15,983	15,672	16,634	14,839	15,361	15,693	15,855	16,117	15,953	16,103	16,276
% YoY	0.8%	2.7%	-1.9%	6.1%	-10.8%	3.5%	2.2%	1.0%	1.7%	-1.0%	0.9%	1.1%
인건비	1,870	1,966	2,289	2,823	2,109	2,301	2,450	2,488	2,726	2,741	2,754	2,791
지급수수료 및 판매수수료	5,377	5,486	5,003	5,002	5,103	5,426	5,519	5,550	5,564	5,427	5,575	5,670
광고선전비	438.5	522.8	468.5	434.6	272.1	233.4	252.4	235.8	186.3	178.7	186.7	191.7
감가상각비	3,067.7	3,247.0	3,283.5	3,935.2	3,834.5	3,819.8	3,755.3	3,749.6	3,694.6	3,653.3	3,668.6	3,668.6
망접속정산비용	954.4	875.0	808.4	752.3	770.7	749.6	715.3	678.4	693.0	647.9	652.5	652.5
전용회선/전파사용료	1,885.0	1,850.1	2,024.3	1,853.5	1,644.3	1,664.1	1,733.3	1,886.8	1,927.0	1,861.2	1,939.9	1,976.4
상품매출원가	1,964.0	2,036.0	1,796.2	1,833.3	1,106.0	1,167.5	1,268.1	1,266.4	1,326.1	1,264.6	1,301.8	1,325.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	180.0	25.0	0.0
영업이익(연결)	1,535.7	1,536.6	1,201.8	1,110.0	1,248.6	1,387.1	1,612.1	1,753.3	1,823.4	1,206.3	1,852.0	2,151.7
% YoY	-10.1%	0.1%	-21.8%	-7.6%	12.5%	11.1%	16.2%	8.8%	4.0%	-33.8%	53.5%	16.2%
영업이익률	9.0%	8.8%	7.1%	6.3%	7.8%	8.3%	9.3%	10.0%	10.2%	7.0%	10.3%	11.7%
법인세차감전순이익	2,096.1	3,403.3	3,976.0	1,162.6	905.2	1,718.2	1,236.2	1,488.1	1,761.7	972.3	1,618.7	1,919.3
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,132.0	861.9	1,500.5	2,419.0	947.7	1,145.9	1,387.1	688.4	1,197.9	1,420.3

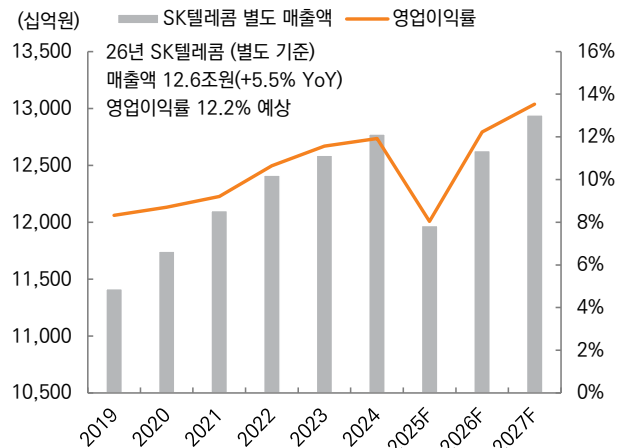
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 연간 매출액 추이 및 전망 (별도 기준)



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

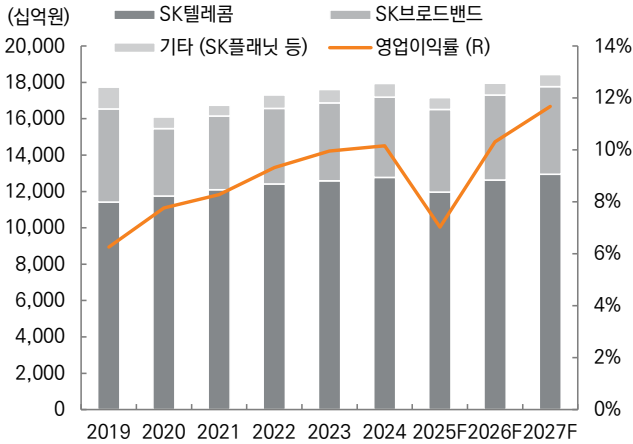
표 23. SK텔레콤 분기 실적 추정 Table

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
매출액	4,372.2	4,306.4	4,402.6	4,527.3	4,474.6	4,422.4	4,532.1	4,511.5	4,453.7	4,338.8	3,975.9	4,391.0
% YoY	2.2%	0.4%	1.4%	3.0%	2.3%	2.7%	2.9%	-0.3%	-0.5%	-1.9%	-12.3%	-2.7%
SK텔레콤	3,117.3	3,119.2	3,148.4	3,204.3	3,189.0	3,192.0	3,203.2	3,190.6	3,167.5	3,135.1	2,675.0	2,995.2
이동전화수익	2,627.0	2,617.9	2,654.1	2,654.5	2,664.0	2,673.3	2,671.9	2,660.9	2,661.5	2,622.8	2,157.7	2,400.6
망접속정산수익	115.4	111.5	107.0	111.4	112.9	108.4	106.2	86.4	97.5	93.6	94.6	97.2
신사업 및 기타	374.9	389.8	387.3	438.4	412.1	410.3	425.1	443.3	408.5	418.7	422.7	497.4
SK브로드밴드	1,062.0	1,068.0	1,069.0	1,080.0	1,092.0	1,093.0	1,105.0	1,121.0	1,114.0	1,120.0	1,128.0	1,179.6
기타	192.9	119.2	185.2	243.0	193.6	137.4	223.9	199.9	172.2	130.0	173.0	216.2
영업비용(연결)	3,877	3,843	3,905	4,230	3,976	3,885	3,999	4,257	3,886	4,000	3,958	4,116
% YoY	0.8%	0.3%	0.7%	2.2%	2.5%	1.1%	2.4%	0.6%	-2.3%	3.0%	-1.0%	-3.3%
인건비	617.6	590.8	614.2	665.6	660.6	624.0	639.4	801.8	671.6	594.2	607.5	867.3
지급수수료 및 판매수수료	1,356.2	1,352.3	1,381.1	1,460.4	1,379.6	1,367.2	1,370.1	1,447.5	1,306.0	1,397.6	1,379.1	1,353.8
광고선전비	43.6	49.2	51.5	91.5	34.7	36.3	46.7	68.6	33.9	34.5	40.3	68.2
감가상각비	933.3	948.8	927.7	939.8	930.1	916.9	920.6	927.0	916.6	894.4	912.4	929.9
망접속정산비용	172.5	167.2	160.9	177.8	176.9	169.5	175.2	171.4	163.9	162.1	155.6	166.3
전용회선/전파사용료	440.0	457.4	466.7	522.7	463.9	482.5	483.1	497.5	466.6	648.1	412.1	334.5
상품매출원가	314.2	277.3	302.5	372.4	330.3	288.5	363.7	343.6	327.8	269.5	291.1	376.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	160.0	20.0
영업이익(연결)	494.8	463.4	498.0	297.1	498.5	537.5	533.3	254.1	567.4	338.3	17.8	274.7
% YoY	14.4%	0.8%	7.0%	16.7%	0.7%	16.0%	7.1%	-14.5%	13.8%	-37.1%	-96.7%	8.1%
영업이익률	11.3%	10.8%	11.3%	6.6%	11.1%	12.2%	11.8%	5.6%	12.7%	7.8%	0.4%	6.3%
법인세차감전순이익	420.9	449.8	400.0	217.4	440.7	478.2	364.7	478.1	507.9	240.4	-42.2	228.6
당기순이익	302.5	347.8	308.2	187.4	361.9	350.2	280.2	394.8	361.6	83.2	-31.2	237.2

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

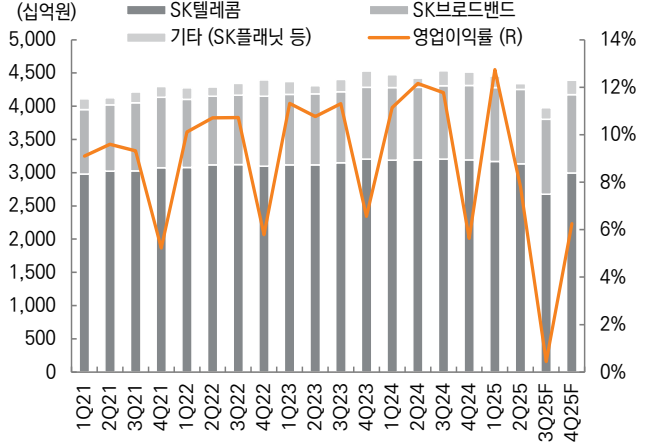
SK텔레콤 주요 지표

그림 106. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



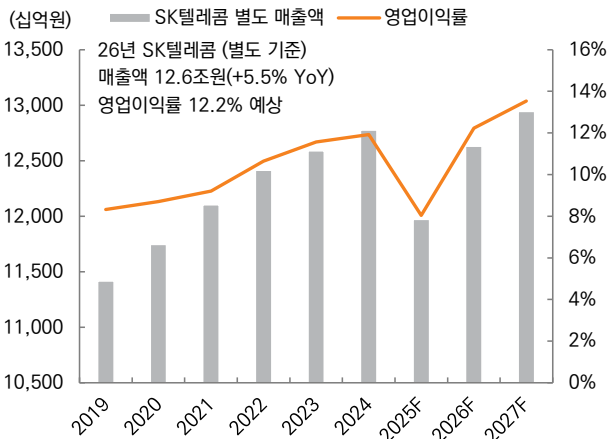
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 분기 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



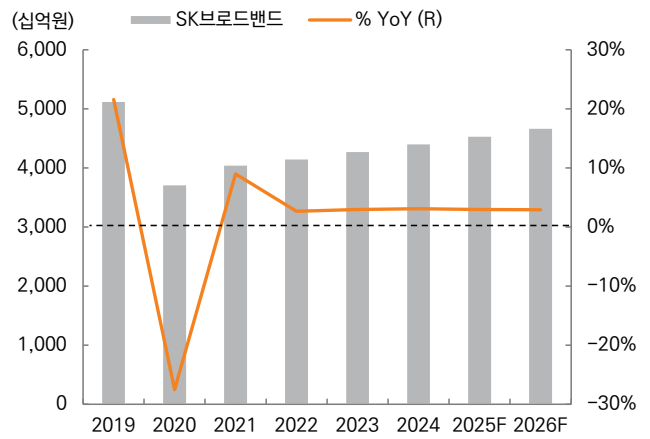
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 연간 매출액 추이 및 전망 (별도 기준)



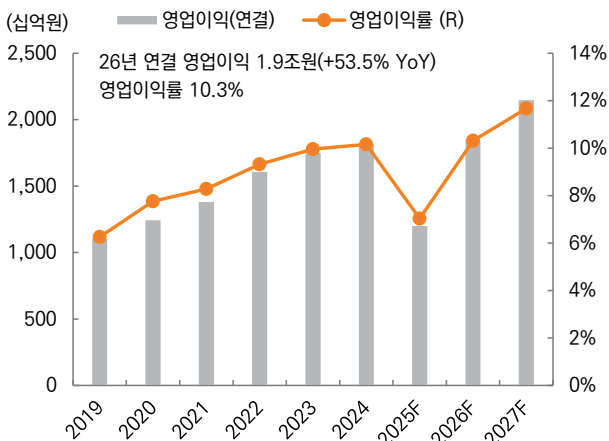
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. SK브로드밴드 매출액 추이 및 전망



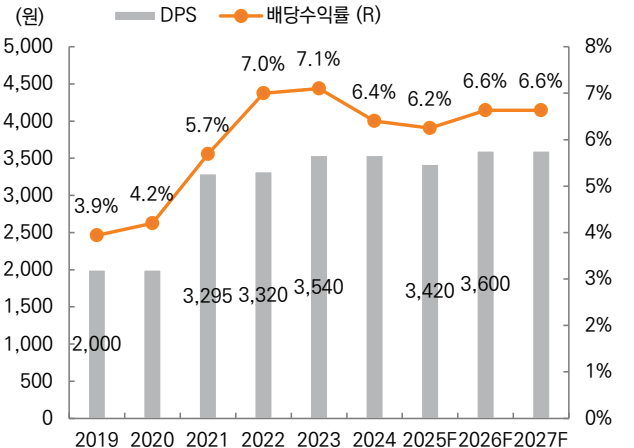
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 연간 영업이익 추이 및 전망 (연결 기준)



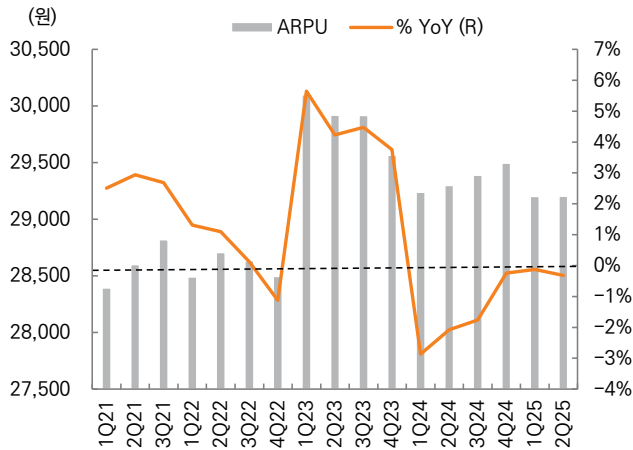
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



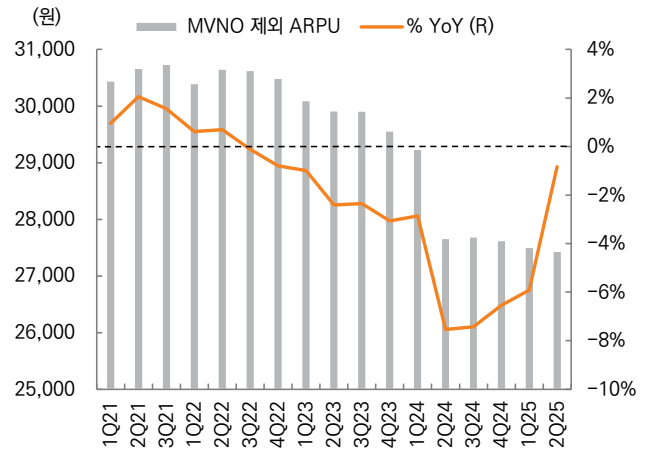
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. ARPU 추이



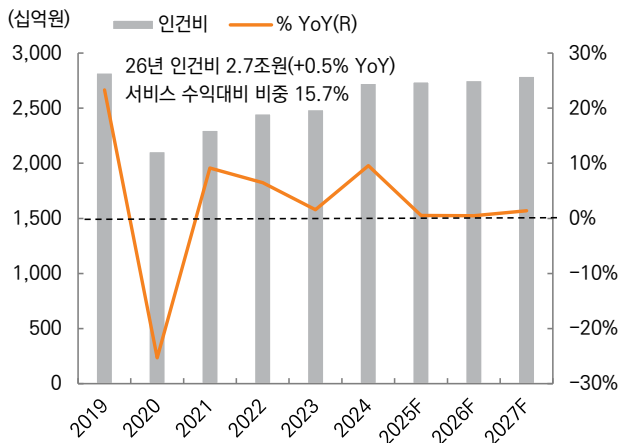
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. MVNO제외 ARPU 추이



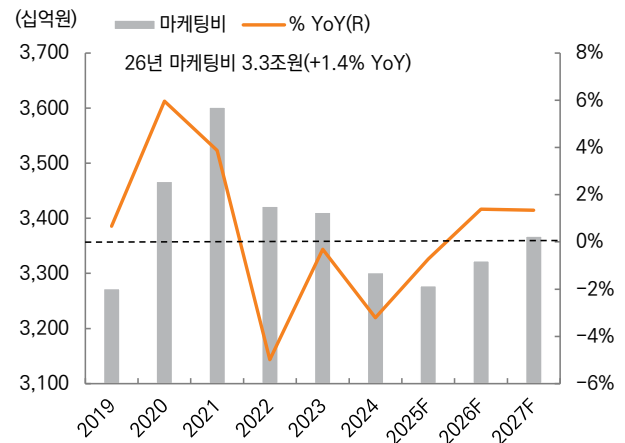
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 인건비 추이 및 전망



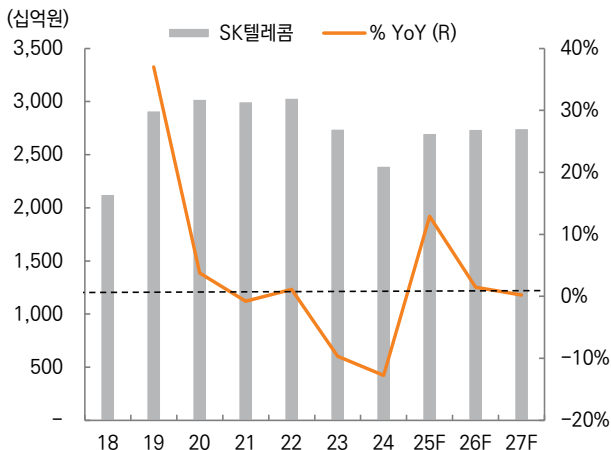
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 마케팅비 추이 및 전망



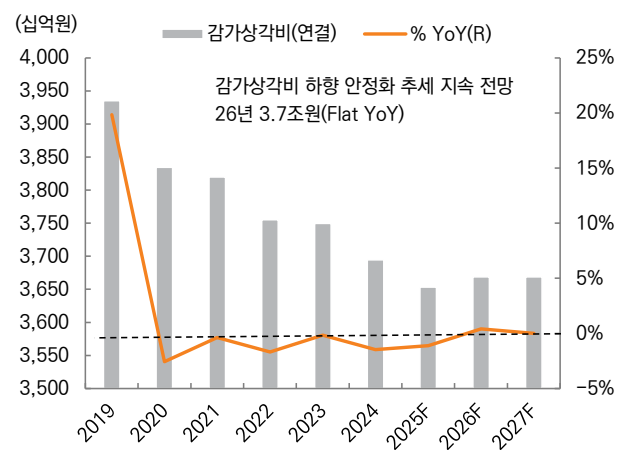
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. Capex 추이 및 전망



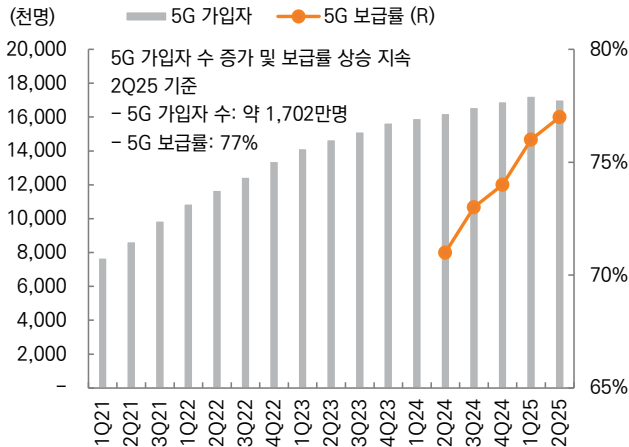
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 감가상각비 추이 및 전망



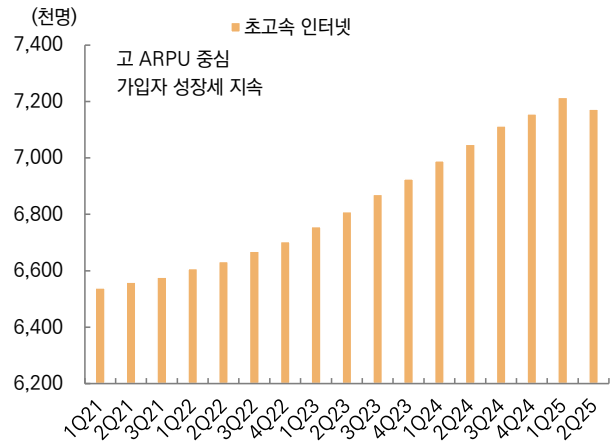
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 5G 가입자 수 추이



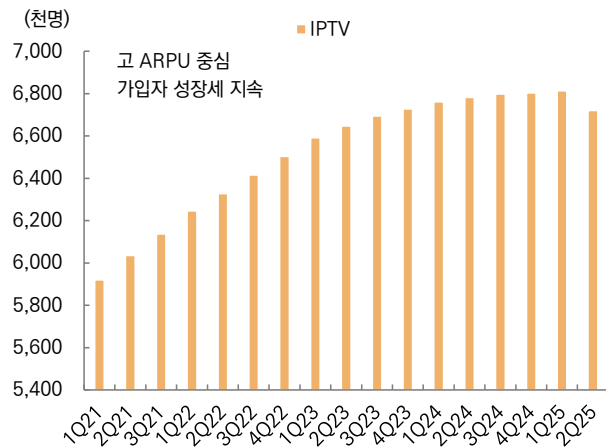
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 초고속 인터넷 가입자 수 추이



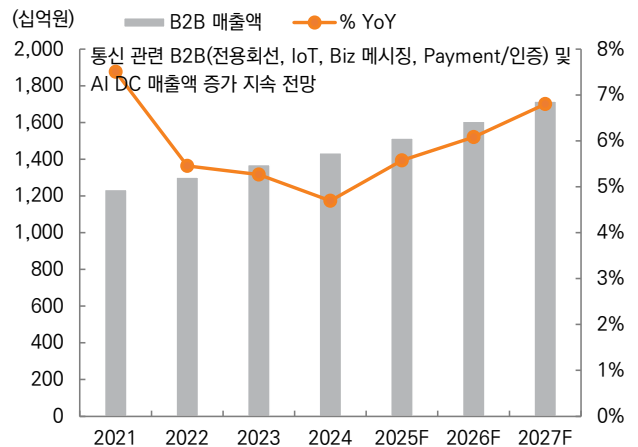
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. IPTV 가입자 수 추이



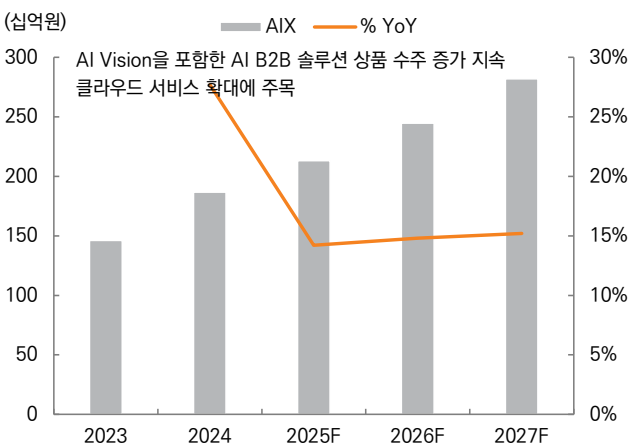
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 통신 관련 B2B 매출 추이



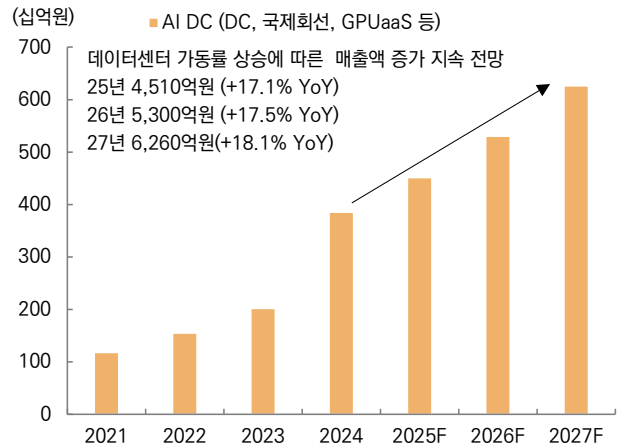
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. AIX 매출 추이



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. AI DC 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

26년 이익 성장률 +53.5% YoY. AI 투자 수익화 및 전반적 비용 효율화 시작

동사의 26년 영업이익 성장률에 주목해야한다고 판단한다. 1) AI 투자에 대한 수익화, 2) 전반적인 비용 효율화, 3) 포트폴리오 최적화를 통해 상대적으로 이익 성장률이 가장 높은 한해를 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라, 26년 연결 기준 영업이익은 1.9조원(+53.5% YoY)일 것으로 예상한다.

1) AI 사업 수익화의 원년. 데이터센터 EBITDA 마진 40% 전망

그동안 진행되었던 동사의 AI 관련 투자에 대한 수익화가 이루어지는 원년이다. 데이터센터 부문 및 B2B 솔루션에서의 수익성 확대가 동사의 이익 성장률 증가에 기여할 것으로 판단한다. AI DC 부문에서는 GPU 서버 수요 확대에 의한 마진 증가가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. GPU as a Service 형태의 데이터센터는 고마진 창출이 가능한 영역이라는 점을 감안 시 EBITDA 마진은 약 40%를 기록할 것으로 전망한다. B2B 솔루션 부문에서는 계열사와의 시너지 강화 및 기업형 AI 서비스 use case 확대가 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

2) 전반적인 비용 효율화 기조. 사이버 침해 사고에 따른 추가적 지출 또한 제한적

적극적인 체질개선 작업을 통해 인건비 및 감가상각비를 포함한 주요 영업비용은 안정화 추세가 시작될 것으로 전망한다. MNP 감소에 대한 비용은 26년까지 이어질 가능성도 존재한다. 다만, 그 외 추가적인 비용 지출은 올해 내로 마무리될 것으로 예상한다.

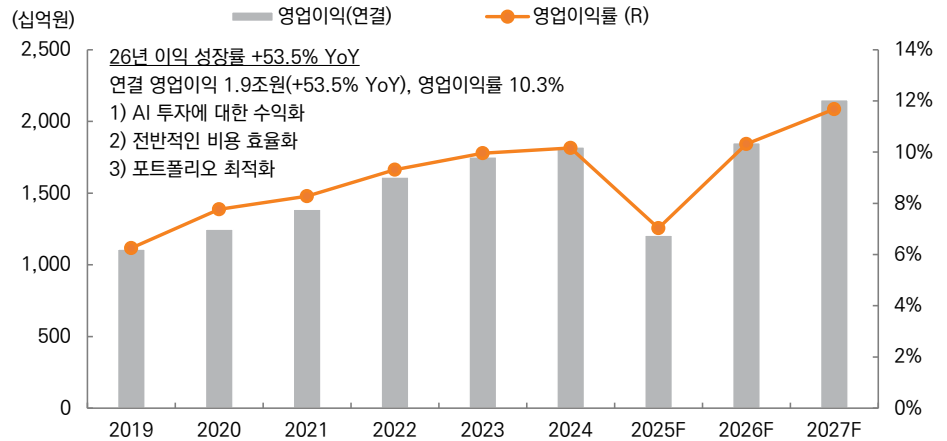
인건비는 약 2.7조원(+0.5% YoY)으로 서비스 수익 대비 매출액은 15.9% 수준일 것으로 예상한다. 지난해 4분기 대규모 희망퇴직으로 인한 일회성 비용 반영 및 신사업 확대에 따른 전문인력 채용으로 인해 전년 동기 대비 약 +20.8% YoY 상승하였으나 26년부터 상승 폭이 둔화되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상한다.

감가상각비는 약 3.7조원(Flat YoY)으로 27년까지 플랫한 수준을 유지할 것으로 판단한다. 마케팅비는 약 3.3조원(+1.4% YoY)으로 전년 동기 대비 큰 폭 상승은 제한적일 것으로 판단한다.

3) 포트폴리오 최적화

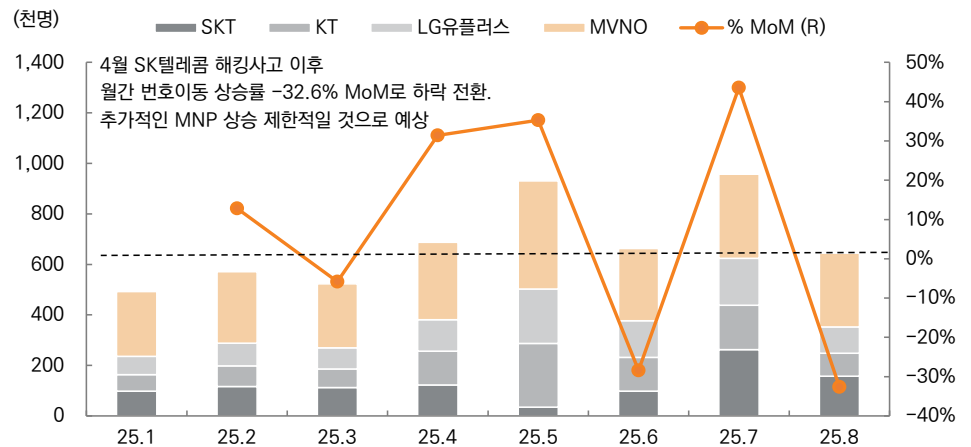
동사의 포트폴리오 최적화 통한 추가적인 이익 창출이 가능할 것으로 판단한다. 24년 말 SK커뮤니케이션즈, F&U 신용정보, SK엠앤서비스 등 수익성이 상대적으로 낮은 자산을 매각하였으며 지난 4월 카카오 지분 매각을 통해 약 4,133억원을 확보하였다. 지난 22년 비용 통제 프로그램(OI)을 시작한 이후 작년 이익률은 12%(22년 10.6%)를 기록하였다. 26년에도 보유 지분 및 자산 매각을 통해 이익 성장률을 극대화할 것으로 판단한다.

그림 124. SK텔레콤 연결 영업이익의 추이 및 전망: 26년 OP 약 1.7조원(+53.5% YoY) 예상



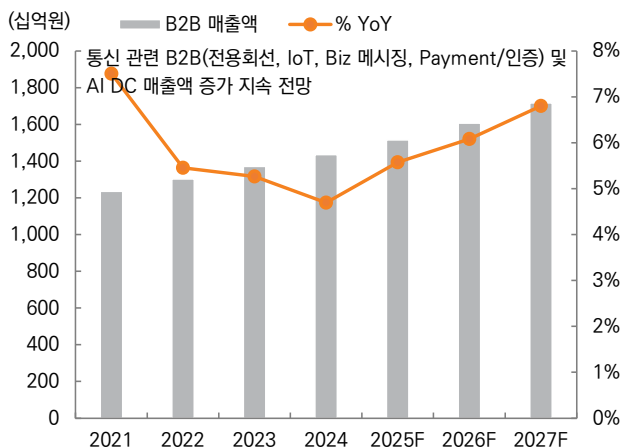
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 월별 번호 이동자 수 추이: 추가적인 MNP 상승 제한적일 것으로 전망



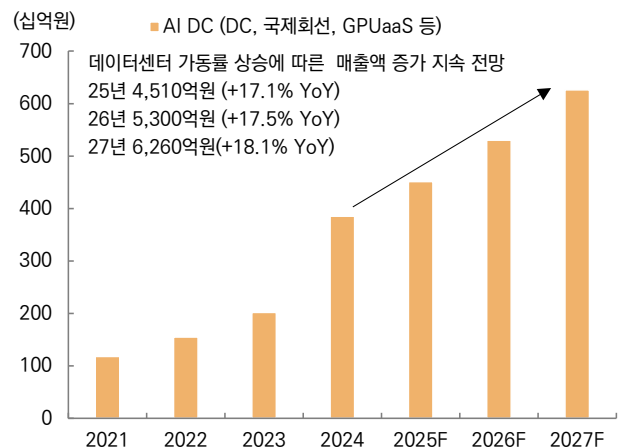
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 통신 관련 B2B 매출액 추이 및 전망



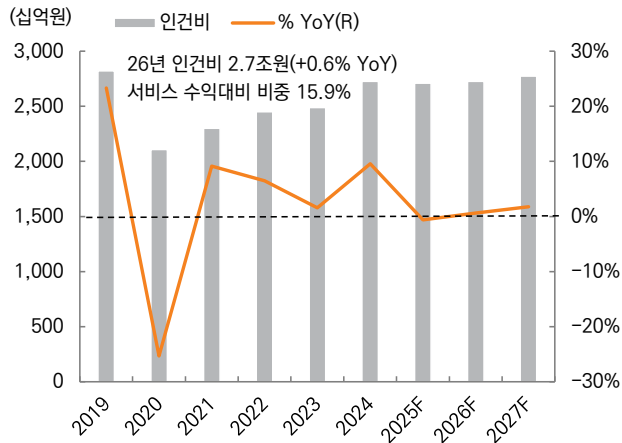
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. AI DC 매출액 추이 및 전망



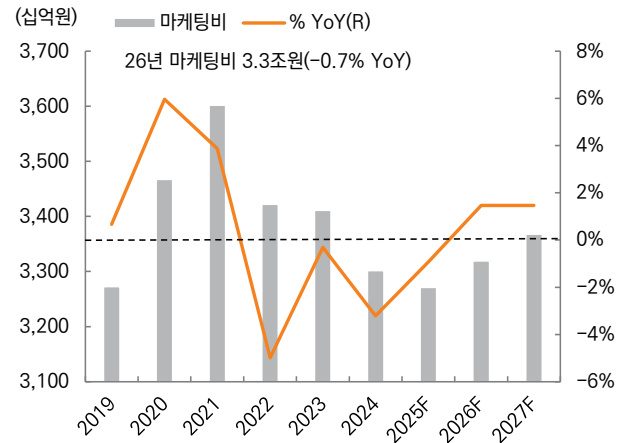
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 인건비 추이 및 전망



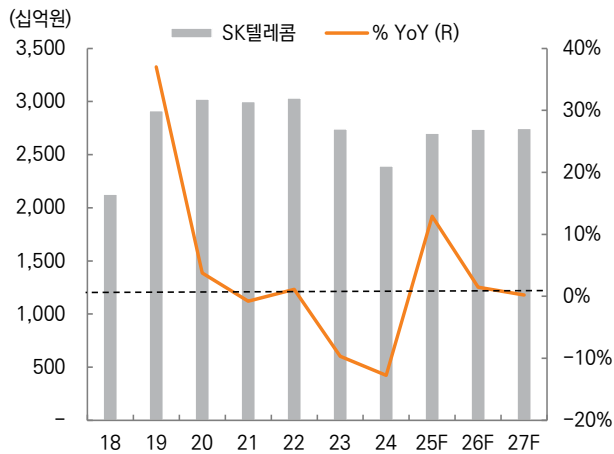
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 마케팅비 추이 및 전망



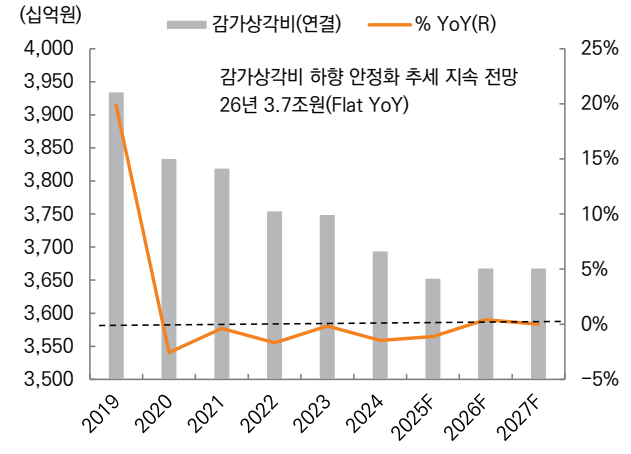
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. Capex 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 감가상각비 추이 및 전망



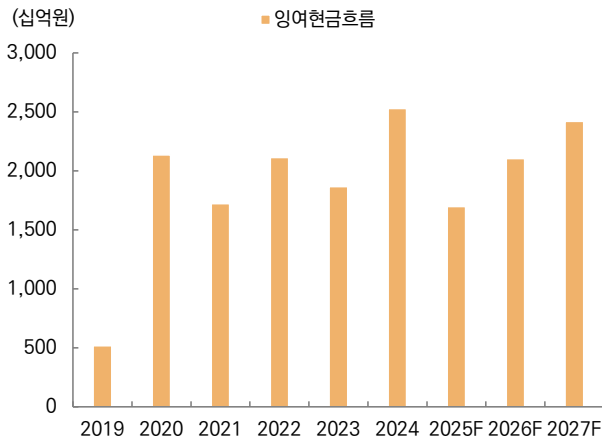
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

주주환원율 6.6%. 산업 평균 상회

매년 연결 기준 조정 당기순이익의 50% 이상에 해당하는 규모의 주주환원을 탄력적으로 이행할 가능성이 높다고 판단한다. 잉여현금흐름이 증가하며 여력 자체가 커졌기 때문이다.

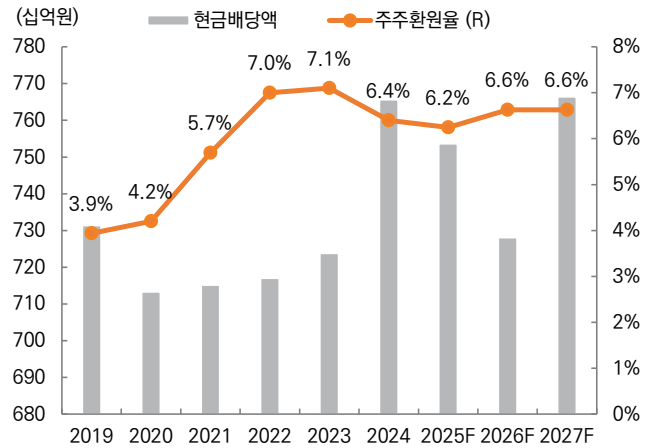
26년에도 주주환원 정책은 강화될 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당 배당금은 3,600원(24년 3,540원)일 것으로 예상하며 배당성향은 약 62.6%(24년 58.9%)일 것으로 예상된다. 이에 따라, 총 주주환원 규모는 약 7,280억원 수준일 것으로 예상하며 주주환원 수익률은 약 6.6%일 것으로 예상된다. 동사의 유의미한 주주환원 확대 흐름은 26년에도 지속될 것으로 판단한다.

그림 132. SK텔레콤 잉여현금흐름 추이 및 전망



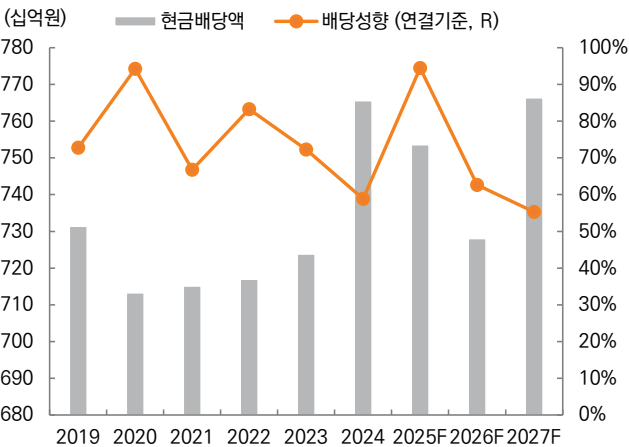
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. SK텔레콤 현금배당액 및 주주환원율 전망



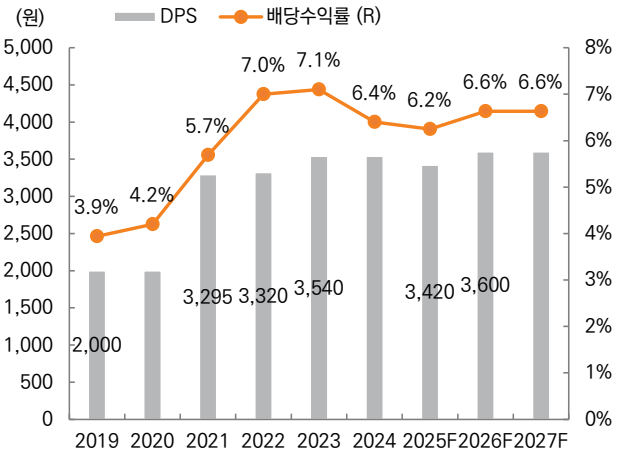
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 현금배당액 및 배당성향 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. DPS 및 배당수익률 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

AI 수익화 사이클 국면 진입 시작

‘AI 피라미드 2.0’이 수익화로 이어지는 국면에 진입할 것으로 판단한다. 1) AI DC 포트폴리오 다변화를 통한 공급 확대, 2) AI B2B 수주 증가, 3) AI B2C 서비스 확장이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 지난 9월 말 동사는 향후 5년간 누적 5조원 투자 및 30년 AI 매출 5조원 타겟을 발표하였다.

1) AI 데이터센터: 가동률 90%. 공급 포트폴리오 다변화를 통한 DC 확장

동사의 데이터센터 수익화가 본격적으로 시작될 것으로 전망한다. 1) 초고집적 서버 랙 밀도 구현 및 2) DCIM(Data Center Infrastructure Management) 솔루션 적용이 경쟁력 우위를 지속 가능하게 한 요인이었던 것으로 파악한다.

AI DC 부문은 가동률 상승 및 양주 지역의 신규 데이터센터 개소에 따른 지속적인 매출 성장이 예상된다. 현재 가동률은 90% 수준인 것으로 파악하며 수요 확대에 따른 추가적인 상승 가능성이 매우 높다고 판단한다. 이에 따라, 매출액은 5,300억원(+17.5% YoY), EBITDA 마진은 약 40% 수준일 것으로 전망한다.

중장기적인 측면에서도 매력적이다. GPU as a Service 형태의 AI 데이터센터는 마진이 높다는 점을 감안 시 수익성 증가 또한 기대된다. IT Load 기준 DC 용량은 25년 137MW → 29년 240MW → 30년 300MW으로 확대될 것으로 판단한다. 이에 따라, 가동률 100% 기준 매출액은 연간 1조원 수준으로 예상한다.

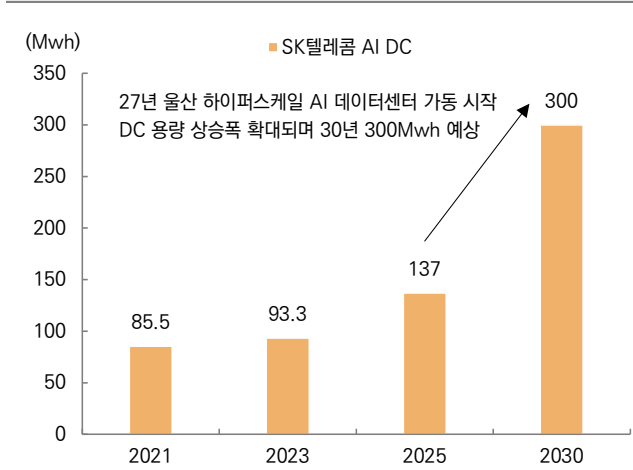
2) AI B2B 수주 증가. 계열사와의 시너지 강화

클라우드의 견조한 성장 및 AI 비전 및 AICC를 포함한 AI B2B 관련 수주가 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 마이그레이션, 운영 관리, 보안 솔루션 등 클라우드 이용에 필요한 서비스를 커스터마이징하여 제공하기에 추가적인 고객사 확보가 가능할 것으로 판단한다. AI use case는 계열사와의 시너지 강화를 바탕으로 확대될 것으로 판단한다. 이에 따라, 26년 AIX 매출액은 2,450억원(+14.8% YoY)으로 전망한다.

3) AI B2C 서비스 확장. 에이닷 구독자 증가 지속 및 오픈AI와의 협력

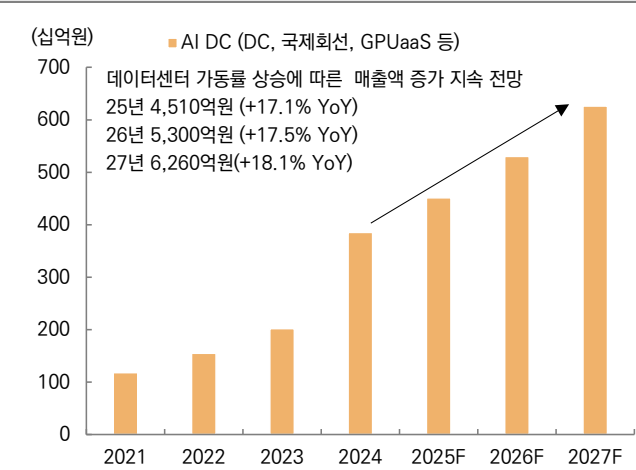
AI 에이전트 에이닷은 신규 LLM을 추가로 탑재함으로써 누적 가입자는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 일정 관리, 음악 추천, 통화 녹음 및 요약 등 일상에서 니즈가 강한 기능들을 탑재해나가고 있다. 2Q25 기준 가입자는 9.1백만명 수준이다. 또한, 지난 9월 오픈AI와 국내 통신 업체 최초로 B2C 서비스를 제공할 예정이라고 발표하였다. AI B2C 서비스도 잘 갖추어가고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 136. SK텔레콤 AI 데이터센터 용량 본격적인 증가 예상



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. SK텔레콤 AI DC 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. SK텔레콤 AI 데이터센터 사업 주요 내용

BM		주요 내용
AI 데이터센터	GPUaaS (GPU-as-a-Service)	- 구독형 AI 클라우드 - 고성능 GPU 직접 구매하지 않고도 필요한만큼 구독하여 AI 개발 및 연산에 활용할 수 있는 서비스 - 최신 GPU 칩 대규모 확보 - 국내 평균 대비 약 9배 높은 전력 밀도 및 자체 AI 데이터센터 운영솔루션(DCIM) 기반 안정적인 서비스 제공 - 램다, 팅글솔루션 등 인프라 운영 관련 글로벌 기업 및 SK하이닉스(HBM), SK엔무브/기가바이트(액침냉각 도입), 리벨리온(NPU 등) 기술력 시너지 강화 가능
	Modular AI DC	- 모듈(단위 블록) 형태의 AI 데이터센터 - 단기간 내 비용 효율적인 데이터센터 구축 - 이동형 모듈러 DC 기술 보유한 전문 파트너사와 협력 - 빠른 구축 기간으로 단기간 내 수익화 가능
	Dedicated AI	- 단일 고객 요구에 맞춰 설계, 건설, 운영까지 맞춤형 제공 - AI 데이터센터 구축의 단계별 주요 병목(GPU 칩 확보, 전력 공급, 시설 건축, 시스템 운영 등) 한번에 해소할 수 있는 통합 솔루션
	Hyperscale AI	- 글로벌 빅테크 기업들이 요구하는 초대규모/고성능 데이터센터 - 대용량 처리, 빠른 구축 속도, 비용 효율성, 고품질 네트워크 - 국내 주요 거점에 구축 예정이며 글로벌 진출하며 APAC AI DC Hub화

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. SK텔레콤 데이터센터 보유 현황 및 주요 내용 정리

업체	개수	용량	지역	내용
SK텔레콤	8	137MW	가산	서울 시내 최대 규모 (46MW) / 랙당 최대 20kW / 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	2025년 2월, 연면적 3,721평에 3층 규모로 완공
			판교	2025년 5월, SKB가 SK C&C의 30MW 규모 데이터센터 양수 결정 (6월 30일까지 양도 절차 마무리)
			(예정)	울산 - SK케미칼로부터 토지 283억원 매입(5/17)-> 100MW 규모 건설 예정 구로 - 빅테크와 파트너십, DC 예상(100MW)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. SK텔레콤 AI B2B 사업 주요 내용

BM		주요 내용
AI B2B	Enterprise AI	- 생성형 AI, AICC(고객센터), AI Vision(인공지능 감시), AI 로봇, LLM 등 다양한 AI 솔루션 제공
	AI Cloud	- 글로벌 클라우드 기업의 인프라 및 SK텔레콤 AI 기술 결합하여 클라우드 관리 서비스 제공 - 마이그레이션, 운영 관리, 보안 솔루션 등 클라우드 이용에 필요한 서비스를 맞춤형으로 제공
	AI Use Case	- 일반 문서 작업부터 제조 영역까지 AI 적용하여 기업이 일하는 방식을 근본적으로 전환하며 B2B 매출 창출 - 25년 SK그룹 멤버사에 적용 시작. 그룹 내 검증된 사례 기반 외부 기업에 확산 및 사업화 예정

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. SK텔레콤 AI 관련 업체 투자 내용 정리

날짜	업체	AI 사업 구분	주요 사업 내용	투자 규모
2022.10	코난 테크놀로지	AI 서비스	AI 소프트웨어(LLM) 개발	224억원
2023.04	스캐터랩	AI 서비스	AI 에이전트 개발, AI 챗봇	150억원
2023.08	Anthropic	AI 인프라(Telco LLM)	생성형 AI LLM	\$1억
2023.08	페르소나 AI	AIX	AICC 솔루션	50억원
2023.11	Organize	AIX	LLM 올인원 솔루션	\$400만
2024.02	Lamda	AI 인프라(AI DC), AIX	생성형 AI용 GPU 클라우드	\$2천만
2024.06	Perplexity	AI 서비스	생성형 AI 검색엔진	\$1천만
2024.06	사파온	AI 인프라(AI 칩)	AI 반도체 X330	500억원
2024.07	펍컨 솔루션즈	AI 인프라(AI DC, Edge AI)	AI 데이터센터 통합 솔루션	\$2억
2024.11	트웰브랩스	AIX	AI 영상분석	\$300만
2025.02	투게더 AI	AI 인프라(AI 칩)	AI 클라우드 및 오픈소스	-

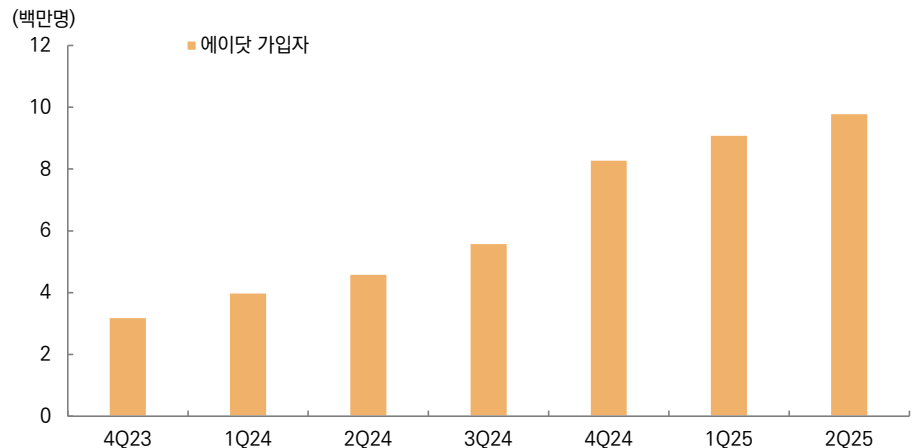
자료: SK텔레콤, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. SK텔레콤 AI B2C 사업 주요 내용

BM		주요 내용
AI B2C	A.(에이닷)	- 23년 9월 출시한 AI Agent 서비스 - 일정 관리, 음악 추천, 통화 녹음·요약 등 일상에서 자주 사용하는 기능을 음성 명령으로 쉽게 실행하고, 개인의 사용 패턴에 따라 맞춤형된 기능
	A*(에스터)	- 25년 3월 북미 지역에서 베타 서비스 진행 이후 하반기 정식 출시 - Telco 역량 기반 글로벌 확장 예정 - 글로벌 통신 업체들과 고객 기반 및 멤버십 혜택 공유 논의 - 지역 서비스 공급업체와 협력 예정

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 에이닷 가입자 추이



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

SK텔레콤은 1984년 설립되어 1989년 11월 상장된 국내 1위 이동통신사업자이다. 주요 주주 구조는 24년 기준 SK(주) 34.0%, 자사주 4.0%, 기관 투자자 28.6%, 외국인 투자자 21.9%, 개인 투자자 11.5%로 구성되어 있다. 사업부별 매출 비중은 24년 기준 무선사업 74%, 유선사업 26%이다.

그림 139. SK텔레콤 지분 구조 (2024년 기준)

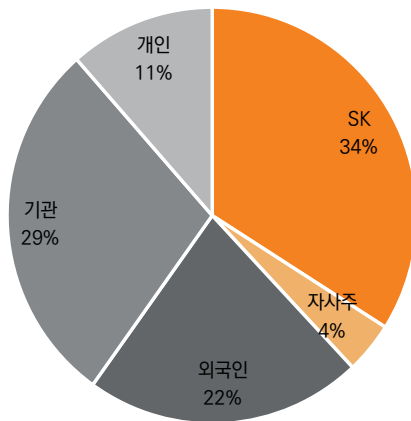
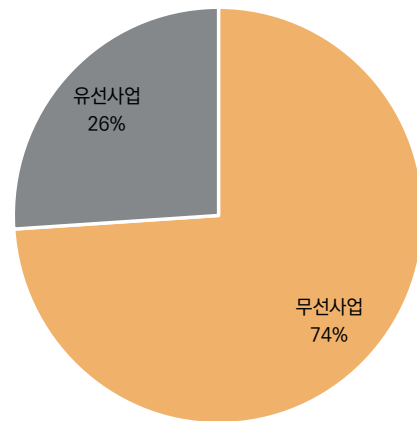


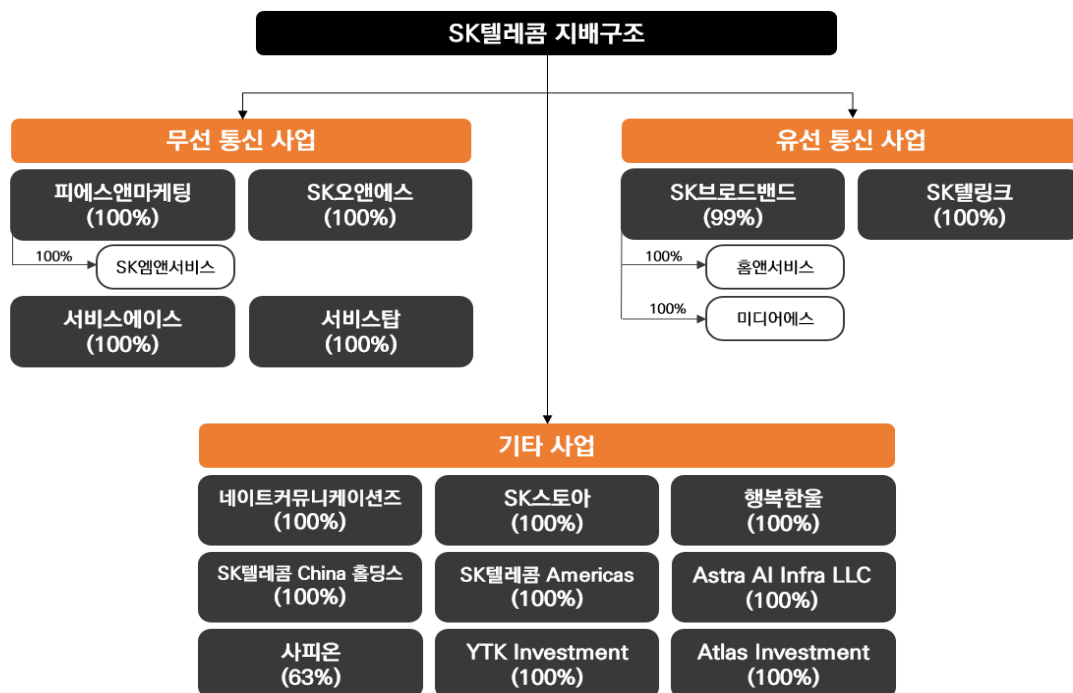
그림 140. 사업부별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. SK텔레콤 지배구조 (2024년 기준)



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,941	17,159	17,955	18,428
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,941	17,159	17,955	18,428
판매비와관리비	16,117	15,953	16,103	16,276
조정영업이익	1,823	1,206	1,852	2,152
영업이익	1,823	1,206	1,852	2,152
비영업손익	-61	-234	-233	-233
금융손익	-316	-250	-151	-58
관계기업등 투자손익	322	0	0	0
세전계속사업손익	1,762	972	1,619	1,919
계속사업법인세비용	375	284	421	499
계속사업이익	1,387	688	1,198	1,420
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,387	688	1,198	1,420
지배주주	1,250	685	1,192	1,414
비지배주주	137	3	6	7
총포괄이익	1,548	688	1,198	1,420
지배주주	1,409	627	1,090	1,293
비지배주주	139	62	107	127
EBITDA	5,523	3,954	3,893	3,667
FCF	2,600	3,353	3,370	3,020
EBITDA 마진율 (%)	30.8	23.0	21.7	19.9
영업이익률 (%)	10.2	7.0	10.3	11.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	4.0	6.6	7.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,477	7,147	9,867	12,188
현금 및 현금성자산	2,024	1,943	4,422	6,600
매출채권 및 기타채권	2,358	2,244	2,348	2,410
재고자산	210	201	210	215
기타유동자산	2,885	2,759	2,887	2,963
비유동자산	23,039	20,131	18,206	16,759
관계기업투자등	2,342	2,240	2,344	2,405
유형자산	12,617	9,870	7,829	6,314
무형자산	4,267	4,267	4,267	4,267
자산총계	30,515	27,278	28,073	28,948
유동부채	9,224	6,122	6,402	6,567
매입채무 및 기타채무	2,925	2,798	2,928	3,005
단기금융부채	3,279	436	452	461
기타유동부채	3,020	2,888	3,022	3,101
비유동부채	9,463	9,393	9,465	9,507
장기금융부채	7,857	7,857	7,857	7,857
기타비유동부채	1,606	1,536	1,608	1,650
부채총계	18,688	15,516	15,866	16,074
지배주주지분	11,699	11,630	12,069	12,728
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	22,976	22,908	23,346	24,006
비지배주주지분	129	132	138	145
자본총계	11,828	11,762	12,207	12,873

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,087	3,353	3,370	3,020
당기순이익	1,387	688	1,198	1,420
비현금수익비용가감	4,313	3,238	2,569	2,029
유형자산감가상각비	3,700	2,748	2,041	1,515
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	613	490	528	514
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-109	-102	116	69
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	16	87	-88	-52
재고자산 감소(증가)	-36	9	-9	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-172	-6	6	3
법인세납부	-266	-284	-421	-499
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,712	33	-34	-20
유형자산처분(취득)	-2,440	0	0	0
무형자산감소(증가)	-39	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-213	33	-34	-20
기타투자활동	-20	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,810	-3,615	-754	-760
장단기금융부채의 증가(감소)	-192	-2,843	16	9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-804	-754	-754	-754
기타재무활동	-814	-18	-16	-15
현금의 증가	569	-81	2,479	2,178
기초현금	1,455	2,024	1,943	4,422
기말현금	2,024	1,943	4,422	6,600

자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

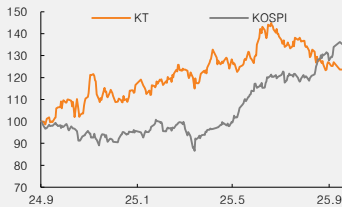
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.5	17.0	9.8	8.3
P/CF (x)	2.1	3.0	3.1	3.4
P/B (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	3.7	4.5	3.9	3.5
EPS (원)	5,810	3,190	5,551	6,581
CFPS (원)	26,491	18,278	17,537	16,057
BPS (원)	54,898	54,579	56,621	59,694
DPS (원)	3,540	3,420	3,600	3,600
배당성향 (%)	54.3	109.5	62.6	55.3
배당수익률 (%)	6.4	6.2	6.6	6.6
매출액증가율 (%)	1.9	-4.4	4.6	2.6
EBITDA증가율 (%)	0.4	-28.4	-1.6	-5.8
조정영업이익증가율 (%)	4.0	-33.8	53.5	16.2
EPS증가율 (%)	16.3	-45.1	74.0	18.6
매출채권 회전율 (회)	9.0	8.8	9.2	9.1
재고자산 회전율 (회)	92.1	83.6	87.5	86.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	2.4	4.3	5.0
ROE (%)	10.8	5.9	10.1	11.4
ROIC (%)	7.7	5.0	10.2	13.5
부채비율 (%)	158.0	131.9	130.0	124.9
유동비율 (%)	81.1	116.7	154.1	185.6
순차입금/자기자본 (%)	72.7	49.8	27.7	9.3
조정영업이익/금융비용 (x)	4.5	3.5	6.2	7.2

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	63,000원
현재주가(25/10/13)	49,850원
상승여력	26.4%

영업이익(25F, 십억원)	2,611
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,644
EPS 성장률(25F, %)	256.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.7
P/E(25F, x)	7.6
MKT P/E(25F, x)	13.3
KOSPI	3,584.55
시가총액(십억원)	12,563
발행주식수(백만주)	252
유동주식비율(%)	56.3
외국인 보유비중(%)	49.0
베타(12M) 일간수익률	0.09
52주 최저가(원)	40,200
52주 최고가(원)	58,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	5.3	24.0
상대주가	-8.0	-28.6	-10.2



[통신서비스]

최유진

choi.yoojin@miraeeasset.com

장다현

dahyun.jang@miraeeasset.com

핵심 포트폴리오 기반 견조한 매출 성장

투자 의견 매수, 목표주가 63,000원으로 커버리지 개시

KT에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. SOTP(Sum of the Parts) Valuation을 적용해 KT 및 KT 자회사 주요 사업가치를 각 13.2조원, 1.2조원으로 산출하였다. KT클라우드 등을 포함한 자회사는 타겟 EV/EBITDA 멀티플 4.5배를 적용하여 산출하였다.

투자포인트 1. 구조적인 수익성 개선. 포트폴리오 최적화 및 주요 비용 절감

1) 그룹 전체 포트폴리오 최적화 및 2) 적극적인 비용 절감이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 동사의 이익개선 효과는 25년 약 500억원, 26년 약 700억원 이상일 것으로 추정한다. 유희 부동산, 금융증권, 사업 지분 등을 매각 혹은 유동화하는 방안으로 진행될 것으로 추정하며 본격적으로 실적에 반영될 원년이다.

투자포인트 2. 풍부한 잉여현금흐름을 기반으로 한 주주환원 확대 가능성

주주환원 재원으로 활용 가능한 다양한 비핵심 자산을 보유하고 있다는 점을 고려 시 주주환원 확대 가능성은 높다고 판단한다. 26년 DPS는 2,450원, 배당수익률은 약 4.9%, 그리고 주주환원율은 약 7.1%를 기록할 것으로 예상된다.

투자포인트 3. B2B 비즈니스 외형성장. 추가적인 매출 확보 가능성

B2B 비즈니스의 외형성장이 본격화될 것으로 예상하며 신사업에서 추가적인 매출 확보 가능성에 주목해야 할 필요가 있다고 판단한다. 이에 따라, KT클라우드의 26년 매출액은 1.2조원(+22.5% YoY)일 것으로 전망한다. 1) 클라우드 서비스 모델 확대 및 AI 서비스 라인업 강화 및 2) 수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

향후 전망

26년 연결 매출액은 27.7조원(-1.0% YoY), 영업이익은 2.3조원(-13.3% YoY), 영업이익률은 8.2%를 기록할 것으로 전망한다. 이는 시장 컨센서스를 각 +0.4% 하회, +1.0%를 상회하는 수치이다. 동사는 통신, IDC 및 클라우드, 부동산 등 핵심 포트폴리오를 중심으로 한 견조한 매출 성장은 지속될 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	26,376	26,431	28,014	27,740	28,319
영업이익 (십억원)	1,650	809	2,611	2,264	2,481
영업이익률 (%)	6.3	3.1	9.3	8.2	8.8
순이익 (십억원)	1,010	470	1,660	1,427	1,573
EPS (원)	3,887	1,850	6,587	5,662	6,243
ROE (%)	6.1	2.9	9.9	8.0	8.3
P/E (배)	8.9	23.7	7.6	8.8	8.0
P/B (배)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	5.7	4.6	4.8	4.9	5.0

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

목표주가 및 Valuation

목표주가 63,000원으로 커버리지 개시

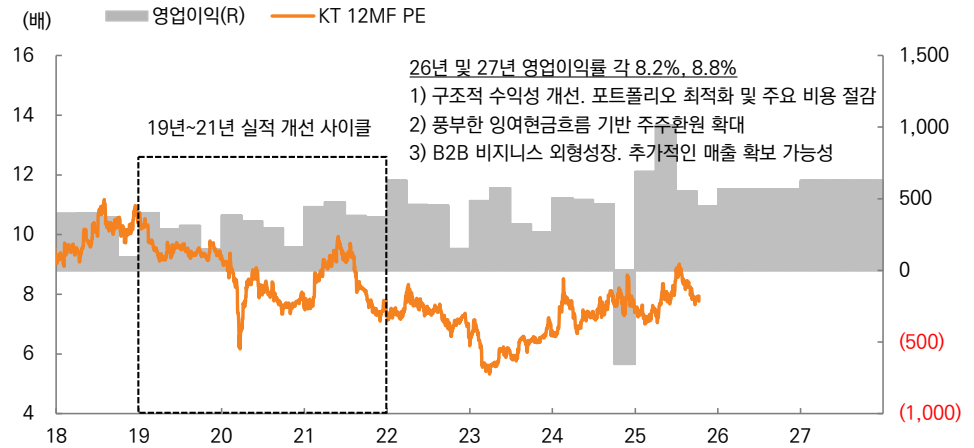
KT에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. SOTP(Sum of the Parts) Valuation을 적용해 KT 및 KT 자회사 주요 사업가치를 각 13.2조원, 1.2조원으로 산출하였다. KT 통신서비스 부문은 타겟 P/E 멀티플 8.7배를 적용하여 산정하였는데, 이는 19~21년 실적 개선 사이클 P/E 값이다. KT클라우드 등을 포함한 자회사는 타겟 EV/EBITDA 멀티플 4.5배를 적용하여 산출하였다.

표 29. KT 목표주가 산출

구분	적정가치	비고
KT 별도 시장 가치 (십억원)	13,187	
별도 순이익 (십억원)	1,516	
Target P/E (배)	8.7	19~21년 실적 개선 구간
주요 자회사 가치(십억원)	1,231	지분가치 30% 할인
나스미디어	70.9	
BC카드	212.0	
스카이라이프	120.3	
지니뮤직(콘텐츠)	41.3	
에스테이트	265.0	
KT클라우드	734.5	시장가치 30% 할인. KT클라우드 23~24년 매출액 확대 시기
순차입금(십억원)	3,895	
총 기업가치(십억원)	14,418	
발행주식수(백만주)	230.5	
목표주가(원)	63,000	
현재주가(원)	49,850	10월 13일 기준
상승여력(%)	26.4%	

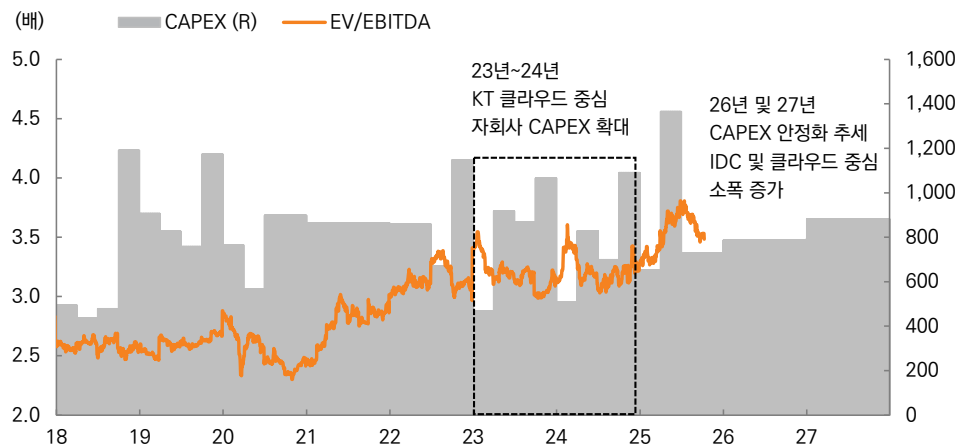
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. KT 12개월 선행 P/E 및 영업이익의 추이



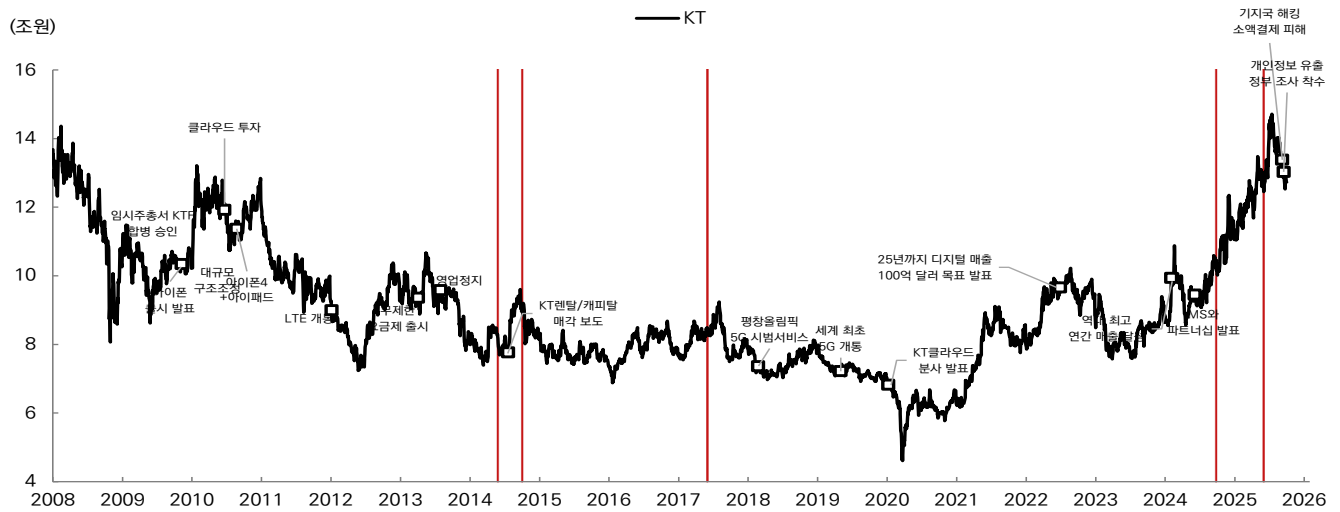
자료: KT, 쿼터와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. KT 12개월 선행 EV/EBITDA 및 CAPEX 추이



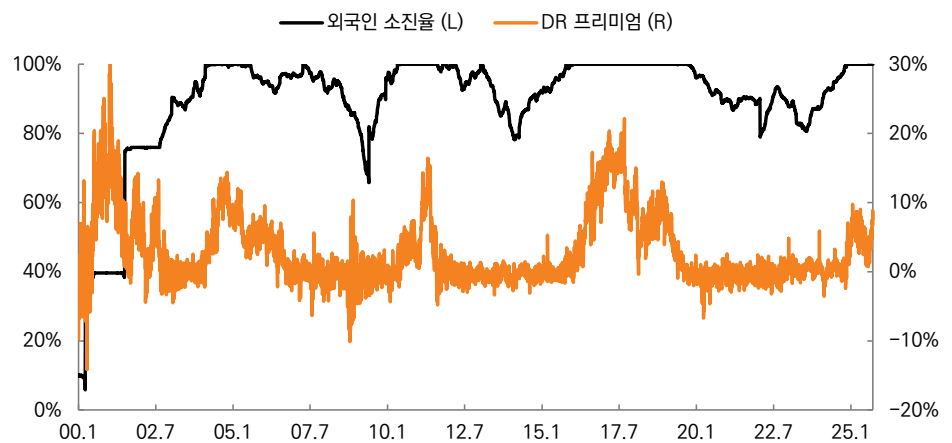
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. KT 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. KT 외국인 소진율 및 DR 프리미엄 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

26년 매출액 27.7조원(-1.0% YoY), 영업이익 2.3조원(-13.3% YoY) 예상

26년 연결 매출액은 27.7조원(-1.0% YoY), 영업이익은 2.3조원(-13.3% YoY), 영업이익률은 8.2%를 기록할 것으로 전망한다. 이는 시장 컨센서스를 각 +0.4% 하회, +1.0%를 상회하는 수치이다. 동사는 통신, IDC 및 클라우드, 부동산 등 핵심 포트폴리오를 중심으로 한 건조한 매출 성장은 지속될 것으로 예상한다.

영업이익의 경우 1) 전사적 포트폴리오 최적화 및 2) 적극적인 비용 절감으로 인해 수익성 개선이 지속될 것으로 판단한다. 인건비는 전년 동기 대비 약 +3.2% YoY 증가한 4.9조원을 기록할 것으로 예상하며 서비스 수익 대비 비중은 약 20% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 감가상각비는 플랫한 수준을 유지할 것으로 판단하며 26년 감가상각비는 3.9조원(Flat YoY)일 것으로 예상된다. 무선 사업의 Capex 축소 및 B2B 사업의 효율화 기조 감안 시 27년까지 감가상각비 상승폭 확대는 제한적일 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 16% 수준을 유지할 것으로 판단한다.

별도 매출액은 19.4조원(+1.6% YoY), 영업이익은 1.8조원(+11.0% YoY), 영업이익률은 9.3%일 것으로 예상된다. 무선 서비스 매출액은 약 7.3조원(+2.3% YoY)으로 예상하는데, 이는 1) 5G 가입자 및 MNO 가입자 증가, 2) 요금제 강화, 온라인 채널 확대 등을 통한 차별화가 주 요인일 것으로 예상된다. 유선 서비스의 경우 매출액은 약 5.4조원(+0.8% YoY)으로 예상하는데, 가입자 순증 및 프리미엄 요금제를 중심으로 한 고객 기반 확대가 주 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

KT클라우드의 26년 매출액은 1.2조원(+22.5% YoY)일 것으로 전망한다. 1) 클라우드 서비스 모델 확대 및 AI 서비스 라인업 강화 및 2) 수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. B2B 비즈니스의 외형성장이 본격화될 것으로 예상하며 민관협력 등을 포함한 포트폴리오 확장에서 추가적인 매출 확보 가능성에 주목해야 할 필요가 있다고 판단한다.

표 30. KT 연간 실적 추정 Table

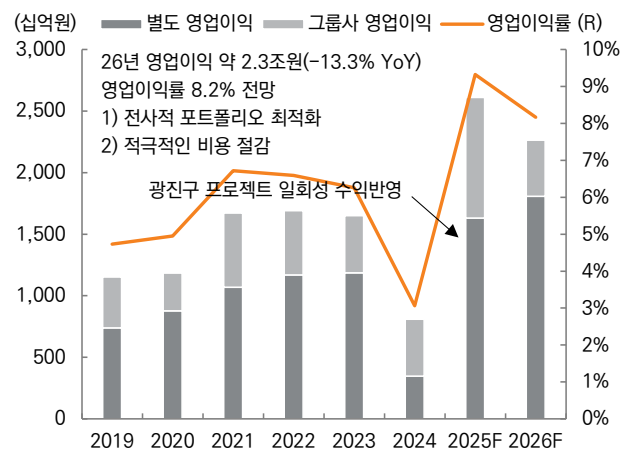
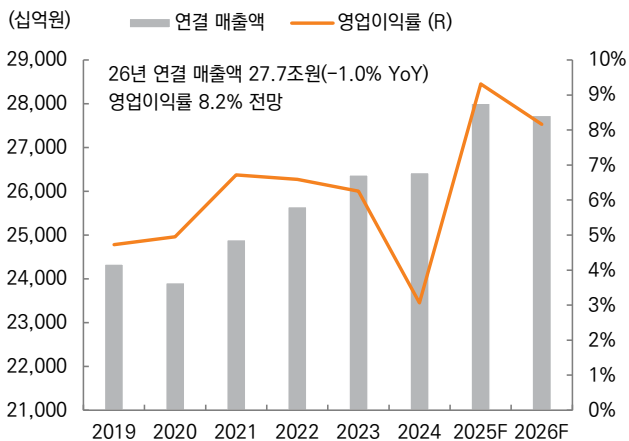
(십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	24,898	25,650	26,376	26,431	28,014	27,740	28,319
% YoY	4.1%	3.0%	2.8%	0.2%	6.0%	-1.0%	2.1%
서비스수익	21,728	22,245	22,995	23,006	24,485	24,244	24,751
상품수익	3,170.5	3,405.0	3,381.7	3,425.4	3,529.8	3,495.2	3,568.3
KT	18,388	18,289	18,372	18,580	19,079	19,392	19,562
무선 매출액	6,555	6,713	6,870	6,960	7,171	7,333	7,373
유선 매출액	5,142	5,220	5,271	5,269	5,337	5,377	5,396
인터넷	2,318	2,393	2,460	2,487	2,535	2,576	2,595
미디어	1,939	2,011	2,057	2,083	2,110	2,130	2,149
휴유선전화	885	816	754	699	692	672	651
기업서비스	3,117	3,394	3,460	3,561	3,770	3,843	3,915
부동산, 기타	692	440	331	364	364	364	364
단말	2,883	2,522	2,439	2,426	2,437	2,475	2,514
그룹사	11,100.7	12,646.3	13,273.5	13,256.2	14,604.5	14,215.7	14,831.0
BC카드	3,580	3,896	4,025	3,806	3,844	3,883	3,921
스카이라이프	763	1,034	1,039	1,023	1,002	1,012	1,023
콘텐츠	430	650	687	594	614	645	668
에스테이트	577	488	595	605	623	642	661
KT클라우드	365	432	678	783	952	1,166	1,485
기타	5,751	6,146	6,250	6,445	7,569	6,868	7,073
영업비용	23,226	23,960	24,726	25,622	25,404	25,476	25,838
% YoY	2.2%	3.2%	3.2%	3.6%	-0.9%	0.3%	1.4%
인건비	4,216	4,496	4,549	5,622	4,720	4,869	4,999
사업경비	9,751	10,389	10,871	10,867	10,974	11,228	11,373
서비스구입비	2,997	3,010	2,890	2,750	3,214	2,845	2,865
판매관리비	2,426	2,469	2,504	2,410	2,569	2,598	2,627
상품구입비	3,837	3,597	3,912	3,973	3,927	3,935	3,974
영업이익	1,672	1,690	1,650	810	2,611	2,264	2,481
% YoY	41.2%	1.1%	-2.4%	-50.9%	222.4%	-13.3%	9.6%
영업이익률	6.7%	6.6%	6.3%	3.1%	9.3%	8.2%	8.8%
EBITDA	5,280	5,346	5,460	4,688	6,501	6,154	6,422

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 연간 매출액 및 영업이익률 전망 (연결 기준)

그림 147. 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. KT 분기 실적 추정 Table

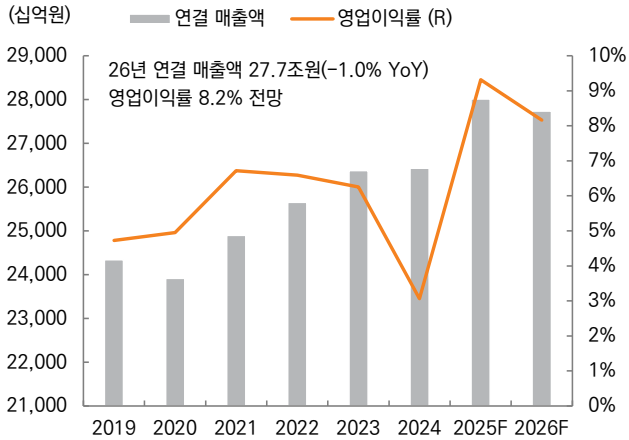
(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
매출액	6,444	6,548	6,697	6,688	6,655	6,546	6,655	6,576	6,845	7,427	7,001	6,741
% YoY	2.6%	3.7%	3.4%	1.6%	3.3%	0.0%	-0.6%	-1.7%	2.9%	13.5%	5.2%	2.5%
서비스수익	5,598	5,834	5,843	5,720	5,723	5,777	5,752	5,755	5,700	5,818	6,091	6,876
상품수익	846.2	713.1	854.9	967.4	931.9	769.8	902.6	820.9	1,144.7	1,609.6	910.1	-134.6
KT	4,619	4,487	4,673	4,592	4,695	4,548	4,765	4,572	4,682	4,773	4,946	4,678
무선 매출액	1,707	1,722	1,708	1,732	1,737	1,765	1,740	1,718	1,753	1,782	1,829	1,807
유선 매출액	1,309	1,321	1,330	1,311	1,322	1,317	1,313	1,317	1,312	1,335	1,352	1,339
인터넷	607.9	612.4	619.4	620.3	620.8	618.5	622.2	625.4	628.7	631.4	647.8	626.6
미디어	506.9	518.0	524.4	507.8	518.6	522.6	518.2	523.2	519.2	526.9	528.4	535.8
휴유선전화	194.1	190.4	186.3	183.3	183.0	175.6	172.2	168.6	163.8	176.2	175.3	177.1
기업서비스	852.2	891.3	903.8	813.1	895.0	882.7	926.4	856.5	892.2	922.7	1,083.4	871.6
부동산, 기타	84.3	84.4	78.0	84.5	86.7	83.6	89.6	104.4	87.5	92.8	97.4	86.6
단말	666.4	468.8	653.0	650.8	654.2	500.3	696.0	575.8	637.5	641.1	585.0	573.0
그룹사	3,038.2	3,298.8	3,341.3	3,595.2	3,202.2	3,286.9	3,248.8	3,518.3	3,524.2	4,159.5	3,835.5	3,085.3
BC카드	953.2	1,049.2	995.7	1,026.9	935.6	977.7	931.4	961.4	872.0	909.8	900.7	1,161.7
스카이라이프	254.8	261.3	260.5	262.2	254.4	254.6	256.9	257.0	242.9	247.2	244.5	267.9
콘텐츠	142.5	158.8	191.1	194.6	138.6	135.4	156.2	163.4	143.7	143.5	169.5	157.7
에스테이트	112.8	145.4	142.3	194.0	135.7	155.8	147.5	165.9	137.3	160.4	182.7	142.7
KT클라우드	148.7	153.8	193.8	182.1	175.2	180.1	207.0	221.0	249.1	221.5	257.4	223.7
기타	1,426	1,530	1,558	1,735	1,563	1,583	1,550	1,750	1,879	2,477	2,081	1,132
영업비용	5,958	5,971	6,376	6,422	6,148	6,052	6,191	7,231	6,156	6,413	6,517	6,318
% YoY	5.4%	2.0%	5.8%	-0.1%	3.2%	1.4%	-2.9%	12.6%	0.1%	5.9%	5.3%	-12.6%
인건비	1,069	1,132	1,191	1,158	1,101	1,213	1,118	2,190	1,122	1,119	1,210	1,268
사업경비	2,604	2,691	2,733	2,844	2,674	2,708	2,693	2,791	2,656	2,640	2,724	2,954
서비스구입비	717.2	662.9	784.5	725.5	726.4	656.7	699.7	667.5	738.4	755.7	758.3	961.7
판매관리비	601.0	633.8	623.2	645.9	599.6	600.6	600.9	608.5	598.0	615.2	744.0	611.4
상품구입비	966.3	852.6	1,044.0	1,049.1	1,046.9	873.5	1,078.9	974.0	1,042.3	1,282.6	1,080.0	521.7
영업이익	486.1	576.1	321.9	265.6	506.5	494.0	464.1	-655.1	688.8	1,014.8	483.5	423.6
% YoY	-22.4%	25.5%	-28.9%	75.4%	4.2%	-14.3%	44.2%	적전	36.0%	105.4%	4.2%	흑전
영업이익률	7.5%	8.8%	4.8%	4.0%	7.6%	7.5%	7.0%	-10.0%	10.1%	13.7%	6.9%	6.3%
EBITDA	1,416	1,505	1,260	1,279	1,480	1,460	1,429	318	1,658	1,991	1,456	1,396

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

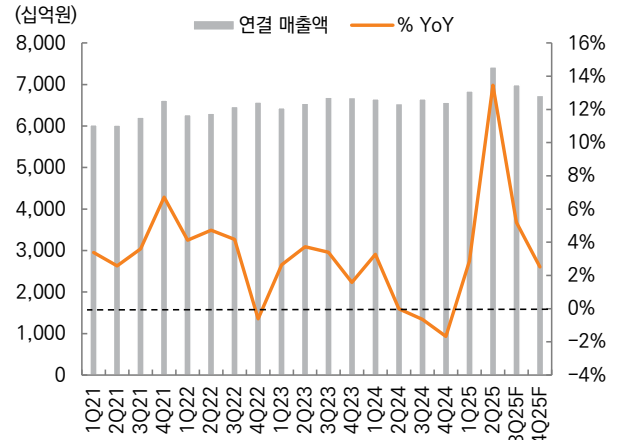
KT 주요 지표

그림 148. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



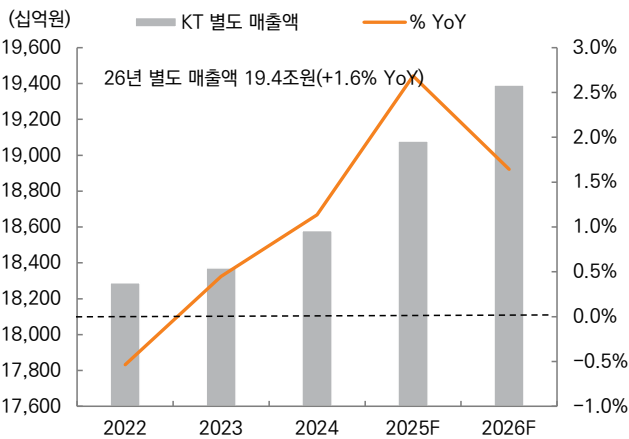
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 분기 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



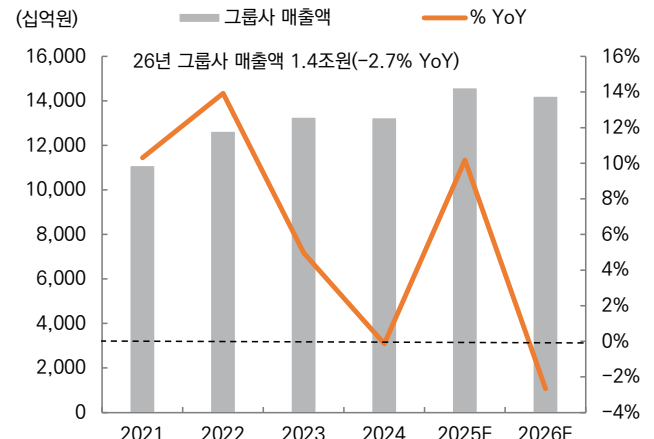
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 연간 매출액 추이 및 전망 (별도 기준)



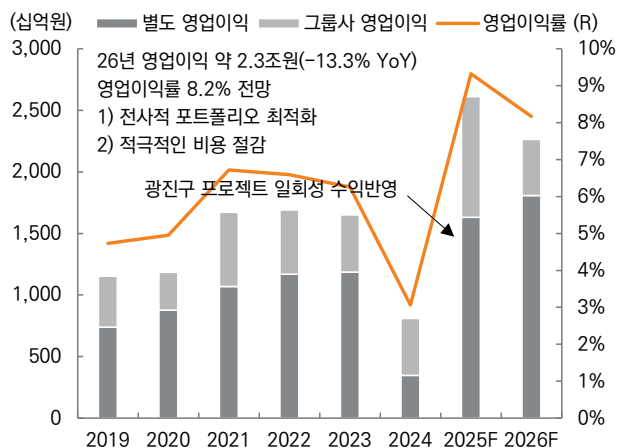
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 연간 그룹사 매출액 추이 및 전망



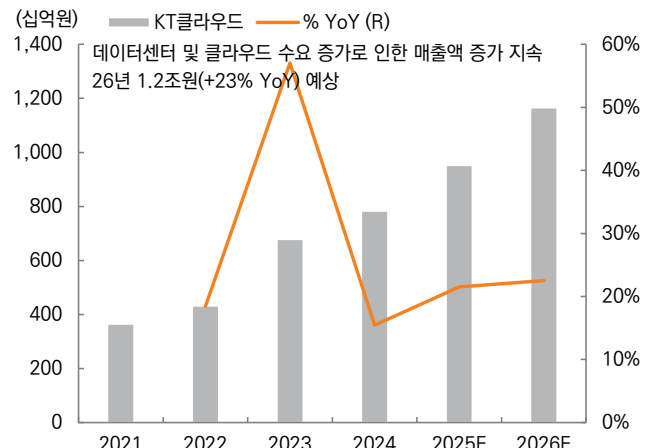
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 연간 영업이익 추이 및 전망



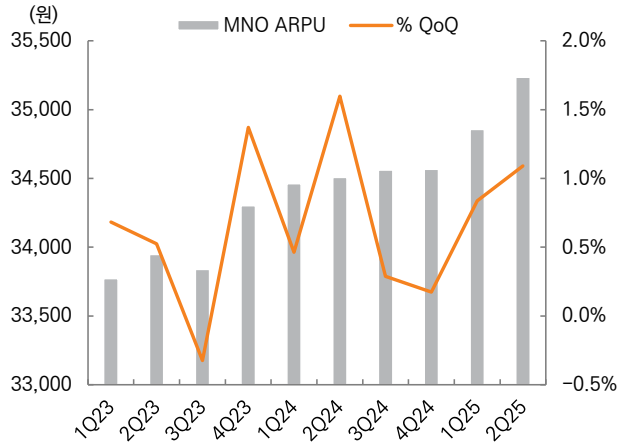
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. KT클라우드 매출 추이 및 전망



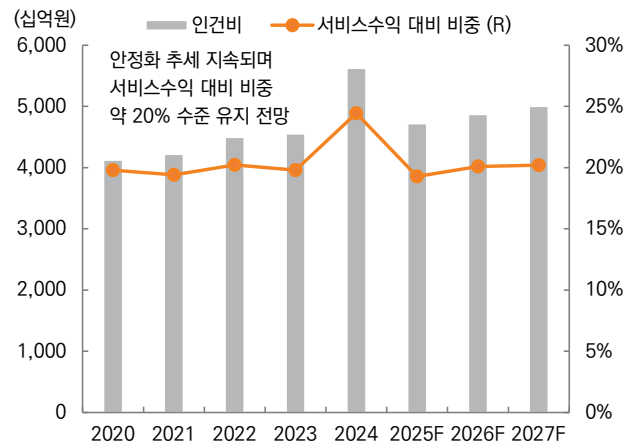
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. ARPU 추이



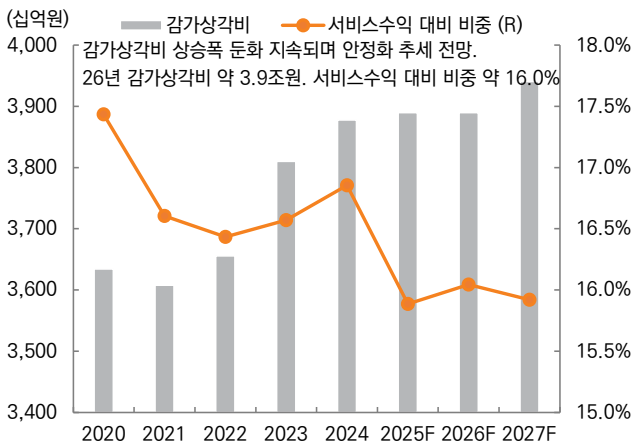
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 인건비 추이 및 전망



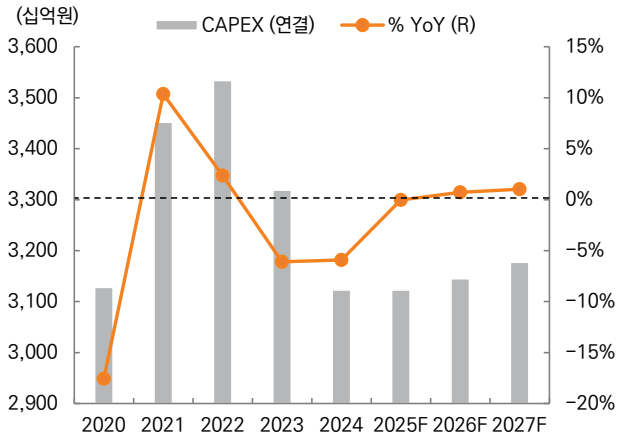
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 감가상각비 추이 및 전망



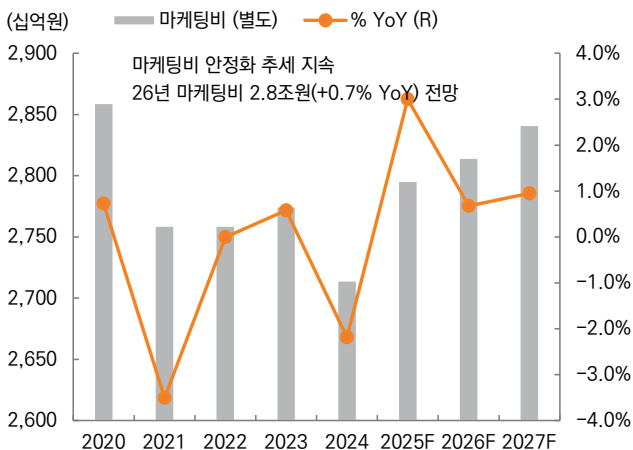
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. CAPEX 추이 및 전망



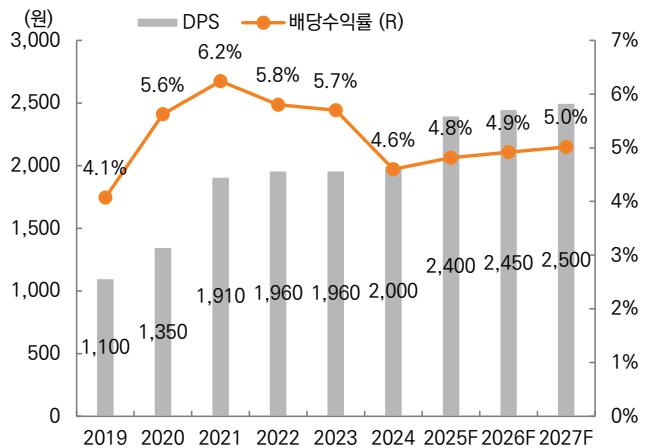
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 마케팅비 추이 및 전망 (별도 기준)



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

구조적인 수익성 개선 지속. 포트폴리오 최적화 및 주요 비용 절감 가능성 주목

KT의 구조적인 수익성 개선은 지속될 것으로 판단한다. 1) 전사적 포트폴리오 최적화 및 2) 적극적인 비용 절감이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다. 이에 따라, 당사의 26년 영업 이익은 약 2.3조원(-13.3% YoY)일 것으로 예상된다.

1) 그룹 전체 포트폴리오 최적화. 이익개선 효과 약 700억원 이상일 것으로 예상

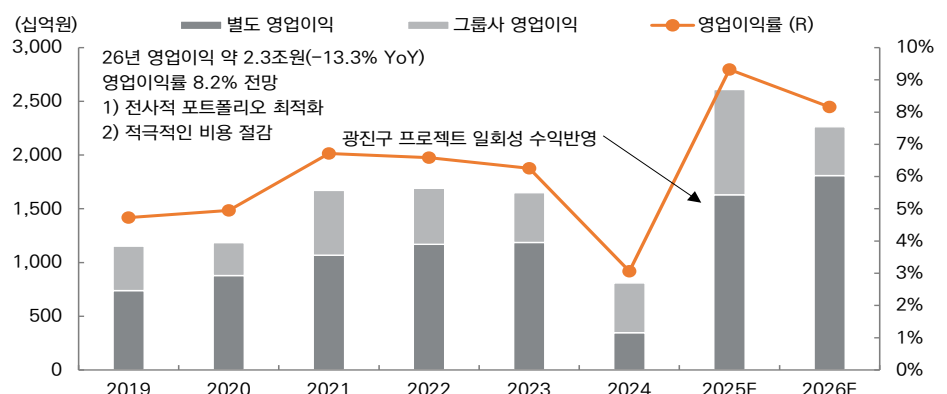
저수익 사업 합리화 진행이 수익성 개선에 본격적으로 반영되는 시기라고 판단한다. 이로 인한, 동사의 이익개선 효과는 25년 약 500억원, 26년 약 700억원 이상일 것으로 추정한다. 유휴 부동산, 금융증권, 사업 지분 등을 매각 혹은 유동화하는 방안으로 진행될 것으로 추정하며 본격적으로 실적에 반영될 원년이라고 판단한다. 헬스케어, 물류솔루션, 태양광 구축 등을 포함한 약 20개의 사업 합리화하는 동시에 스마트시티, AICC 구축형, C-ITS 등을 포함한 약 9개 사업에 대한 수익구조 개선이 진행될 것으로 예상된다.

2) 적극적인 비용 절감. 본격적인 인건비 절감 효과 반영

비용 절감의 효과가 본격적으로 반영될 것으로 판단한다. 인건비는 안정화 추세를 지속하며 서비스 수익 대비 비중은 약 19.9% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 26년 인건비는 전년 동기 대비 약 +3.2% YoY 증가한 4.9조원을 기록할 것으로 예상된다. 24년 말부터 시작된 희망퇴직 및 대규모 구조조정으로 인한 인건비 절감 효과가 본격화될 것으로 판단하는데, 25년 인건비는 전년 동기 대비 약 -16.0% YoY 감소한 약 4.7조원을 기록할 것으로 예상하며 서비스 수익 대비 비중은 약 19.3%인 수준일 것으로 전망한다.

감가상각비는 플랫한 수준을 유지할 것으로 예상하며 26년 감가상각비는 3.9조원(Flat YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 무선 사업의 Capex 축소 및 B2B 사업의 효율화 기조 감안 시 27년까지 감가상각비 상승폭 확대는 제한적일 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 16% 수준을 유지할 것으로 판단한다. 별도 기준 마케팅비는 약 2.8조원(+0.7% YoY)을 기록할 것으로 예상하며 서비스수익 대비 비중은 약 16.6%일 것으로 예상된다.

그림 160. KT 영업이익 추이 및 전망: 26년 OP 약 2.3조원(-13.3% YoY) 예상



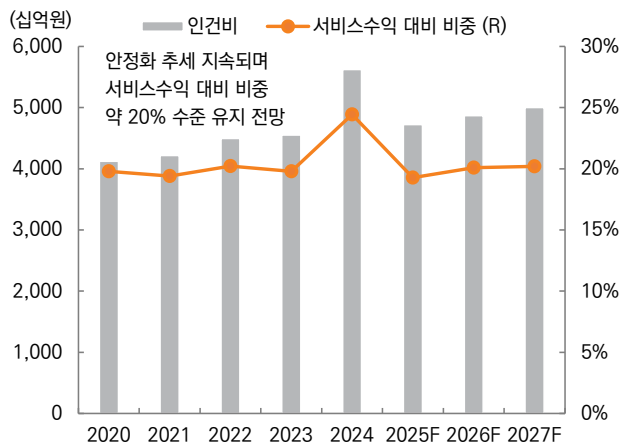
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. KT 포트폴리오 최적화 주요 내용 정리

유형	항목	
투자자산	매각	매도가능증권 웹케시, 파두, 비즈플레이 등 그룹사 이니텍(3.31 매각), 플레이디(4.3 매각), 롤랩, KT VH, 주스
	합병	그룹사 kt NexR-KT, kt서비스 남부-kt 링커스
부동산	매각 및 개발	유허 부동산 보유가치가 낮은 한계자산

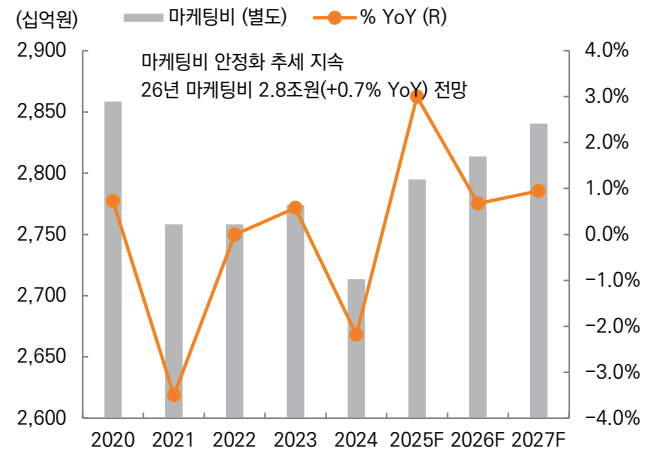
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 인건비 추이 및 전망



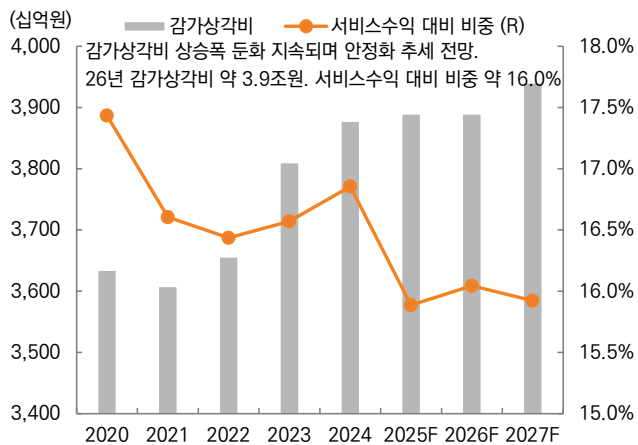
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 마케팅비 추이 및 전망



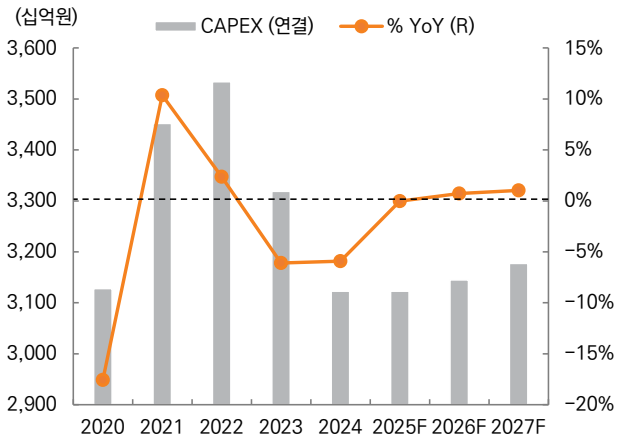
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 감가상각비 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. CAPEX 추이 및 전망



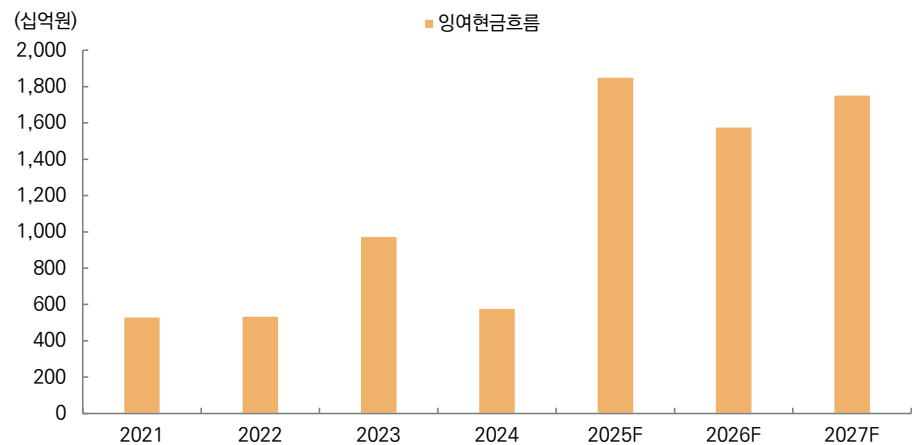
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

풍부한 잉여현금흐름을 기반으로 한 주주환원 확대 가능성

자본구조 최적화 및 주주환원 재원으로 활용 가능한 다양한 비핵심 자산을 보유하고 있다는 점을 고려 시 주주환원 확대 가능성은 높다고 판단한다. 올해부터 28년까지 총 1조원 규모의 자사주 매입을 발표하였으며 지난 8월 13일을 기점으로 약 2,500억원 매입을 완료하였다. 관련한 자사주 소각 시점은 외국인 한도를 고려하여 추후 결정할 예정인 것으로 파악한다.

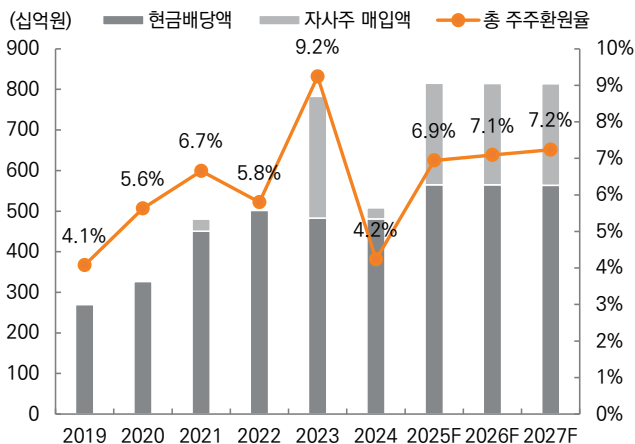
향후에도 AICT 고성장 및 포트폴리오 최적화를 기반으로 추가적인 주주환원 여력은 존재한다고 판단한다. 이에 따라, 26년 주당배당금은 2,450원(24년 2,000원 → 25년 2,400원)일 것으로 예상하며, 배당수익률은 약 4.9% 수준일 것으로 예상된다. 안정적인 현금배당액 및 자사주 매입 규모를 바탕으로 주주환원율은 약 7.1%일 것으로 예상된다.

그림 165. KT 잉여현금흐름 추이 및 전망



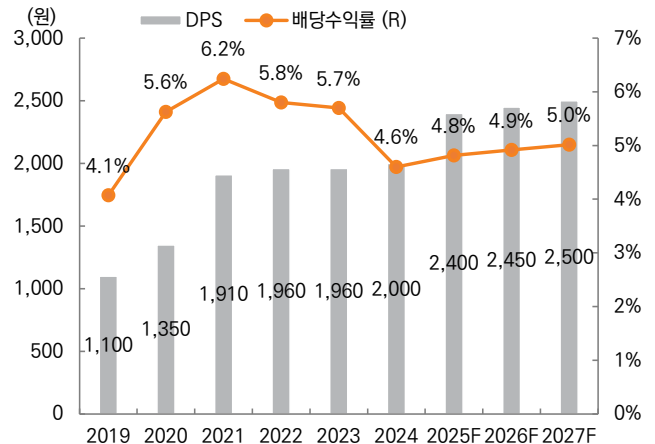
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. KT 주주환원 규모 및 주주환원율 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. KT DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

B2B 비즈니스 외형성장 본격화. 신사업에서 추가적인 매출 확보 가능성

B2B 비즈니스의 외형성장이 본격화될 것으로 예상하며 신사업에서 추가적인 매출 확보 가능성에 주목해야 할 필요가 있다고 판단한다. 이에 따라, KT클라우드의 26년 매출액은 1.2조원(+22.5% YoY)일 것으로 전망한다. 1) 클라우드 서비스 모델 확대 및 AI 서비스 라인업 강화 및 2) 수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

클라우드 서비스 모델 확대 및 AI 서비스 라인업 강화

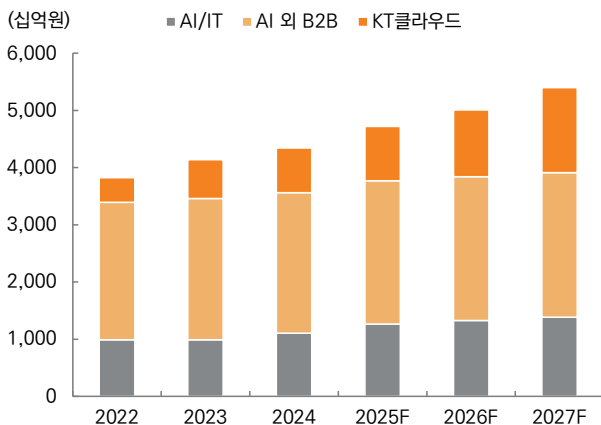
클라우드 서비스 모델 확대 및 AI 서비스 라인업 강화를 바탕으로 당사의 외형성장이 지속될 것으로 판단한다. IaaS/PaaS 서비스에 대한 선제적인 투자가 진행되면서 1) 민관 협력형 PPP(Public Private Partnership) 모델을 통한 시장 확장, 2) 안정적인 글로벌 고객사와의 협력 강화, 3) Gen AI 및 RAG을 기반한 AI 파운드리를 통한 산업별 AX 가속화가 진행될 것으로 예상하며 26년 시장 점유율은 약 50% 수준일 것으로 예상된다.

동사는 공공 기관 중심의 클라우드 전환 수요 증가 수혜를 볼 것으로 예상된다. 작년 2월 경북CDC 수용 정보 시스템 설계를 시작하였으며 26년부터 1~5차 클라우드 전환이 시작될 것으로 예상된다. 또한, 보안 특화 모델 서비스를 제공함으로써 점진적으로 시장을 확장해나갈 것으로 판단한다.

마이크로소프트 및 팔란티어를 포함한 안정적인 글로벌 고객사들과의 협력을 통한 성과가 26년부터 본격적으로 매출에 반영되며 KT클라우드 매출액은 약 1.2조원으로 전년 동기 대비 +22.5% YoY 증가할 것으로 판단한다. 28년까지의 AX 매출액 3조원으로 예상하는데, MS와의 협업 매출 1.3조원, 기업/공공부문 수주 매출 1.5조원, B2C/미디어 등 신규 서비스 매출 약 2천억원을 기록할 것으로 예상된다.

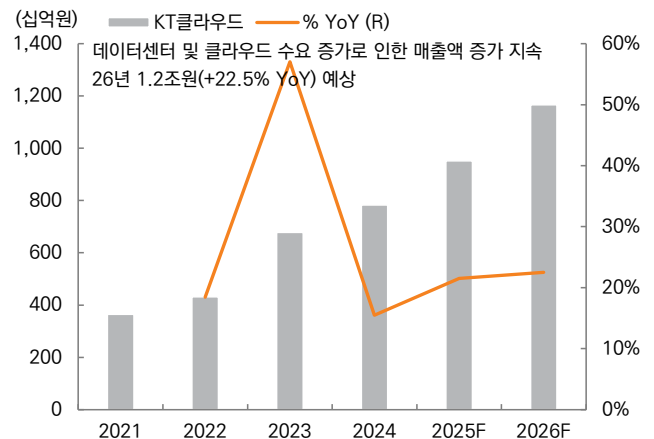
또한, KT클라우드의 AI 파운드리를 활용하여 금융, 제약, 이커머스 등 여러 산업별 AX 가속화를 주도할 가능성이 높다. 버티컬 솔루션, RAG, MLOps, GPUaaS/NPU, 그리고 클라우드의 기술적 영역에서 타이거컴퍼니, 래블업을 파트너사와 제조, 공공/금융, 의료 산업에 AI 서비스를 제공함으로써 추가적인 매출을 확보할 여력이 존재한다고 판단한다.

그림 168. KT B2B 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. KT클라우드 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. KT AI 관련 파트너십 및 수주

날짜	대상	주요 내용
2024-06-01	마이크로소프트	- 한국적 AI 모델 및 서비스 공동 개발. 오픈 AI의 'GPT-4o' 기반, MS의 대화형 AI 'copilot' 도입 - Secure Public Cloud 출시. MS Azure 기반. AX 인프라와 맞춤형 AI 서비스를 패키지로 구현 - AX 딜리버리 전문센터. 고객 맞춤형 AX 사업 공동 개발 - 인프라 공급 계약. 네트워크/DC 등 인프라 공급. 계약기간은 24.09.27~29.9.30이며 인프라 약정 금액은 \$4.5억
2025-03-01	팔란티어	- 전략적 파트너십 체결 및 국내 산업계 AX 협력 계획 - 금융업 등 국내 AX 시장 대상 공동 비즈니스 - Secure Public Cloud 협력을 통한 보안 강화 - 한국형 AIP 부트캠프 공동 개발. 팔란티어 솔루션 실습형 프로토타입 프로그램 - 임직원 AI/데이터 역량 교육 - 팔란티어 소프트웨어 사내 도입
2025-05-26	NH 농협은행	퍼블릭 클라우드 기반 소산 백업 시스템 수주
2025-05-27	Viettel	1,300억원 규모의 AX 사업 수주
2025-06-30	Intel	AI-클라우드 사업 협력을 위한 업무 협약 체결 - 인텔의 첨단 반도체 기술 및 서비스를 KT클라우드의 AI 서비스 플랫폼 'AI파운드리'에 접목해 AI 및 클라우드 서비스의 성능 극대화 및 비용 효율성을 높여 고객에게 혁신적인 솔루션을 제공하기 위해 추진 - 인텔의 AI 가속기인 가우디(Gaudi) 도입을 통한 추론용 인프라 가성비 높이는 방향성

자료: KT, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. KT클라우드 파트너사와의 협력을 통한 AI 서비스 제공

기술 영역	주요 파트너사	내용
버тика컬 솔루션	타이거컴퍼니 등	제조, 의료, 법률 등 다양한 AI 패키지
RAG	업스테이지 폴라리스오피스 디노티시아	AI 기반 문서 처리 및 Vector DB
MLOps	래블업	모델 자동화 및 협업 관리
GPUaaS/NPU	래블업/리벨리온	탄력적 운용 지원 및 추론용 NPU 공급
클라우드	KT클라우드	클라우드 네이티브 기반 AI 시스템 운영

자료: KT클라우드, 미래에셋증권 리서치센터

수요 대응을 위한 데이터센터 용량 확대 지속

공급 포트폴리오 다변화를 통한 데이터센터 용량 확대는 지속될 것으로 판단한다. 1) 공격적인 인프라 확보를 기반으로 시장 주도권을 강화해나가고 있다는 점, 2) HCX/코로케이션 등 차별화된 서비스를 제공하고 있다는 점을 감안 시 수익성 우상향 흐름이 기대된다.

수요 대응을 위한 데이터센터의 용량은 지속적으로 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 보유하고 있는 DC의 자산가치를 증대하는 동시에 외부 데이터센터 인수를 통해 코로케이션 매출을 확보하는 전략을 구사할 것으로 예상된다.

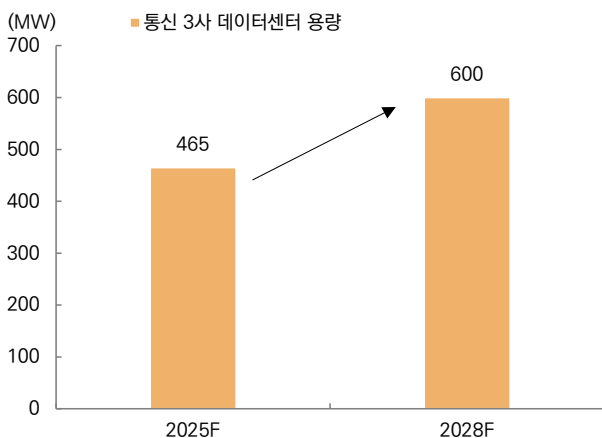
25년 경북DC 준공 완료 후 가산 하이퍼스케일DC 준공이 진행될 예정이다. 26년 부천 등 추가로 신규 데이터센터 개소가 예정되어 있으며 이에 따른 용량은 약 56MW일 것으로 추정한다. 점진적으로 수도권 하이퍼스케일 위주로의 확장이 이루어질 것으로 예상하며 28년과 30년 각각 262MW, 300MW 이상으로 확대될 것으로 예상된다.

표 35. KT 데이터센터 보유 현황 및 주요 내용 정리

업체	개수	용량	지역	내용
KT	16	162MW	분당	하이퍼스케일 시존 구축, 고집적 AI 환경 및 컨설팅 인프라 제공
			강남	수도권 DC들과 레이턴시 없는 One DC망 형성, 서버실 면적 지하7~지상14층
			목동1	데이터 전송량 600Gbps, 서울권역 최초 Tier4 인프라 및 40,000kW 전력 소비
			천안	공공 전용 클라우드 존
			여의도	KT 19·20층 개조, 금융감독 기준 충족 / KRX 전송실과 단일 HOP 연결
			목동2	목동1과 DCI 연동, 저집적~고집적 존 구성 및 최대 20% TCO 절감 효과
			용산	154kV 이원화 변전소 기반 전력공급 / 최대 400MW 수전 확장 가능 및 약 5,000개 랙 수용
			남구로	335랙 수용
			백석	고효율 차세대 냉각기술 적용. HCX를 통한 원DC 네트워크 및 글로벌 CSP 전용회선 서비스 제공
			경북	10MW. 25년 5월 준공식. 경상북도, 예천군청 등과 협력해 설립하여 국내 최초 민간협력 시설 준공
			가산(예정)	40MW. 25년 하반기(9~10월) 준공 예정. 10만 대 서버 수용 가능한 하이퍼스케일 DC
			부천(예정)	80MW. 26년 7월 준공 예정. 하이퍼스케일 DC

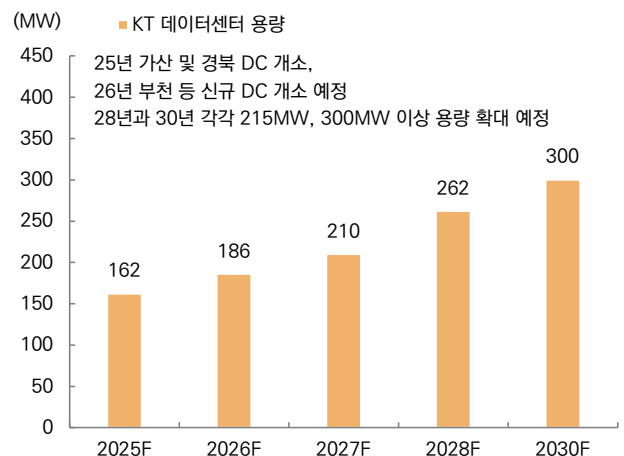
자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 통신 3사 데이터센터 용량



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. KT 데이터센터 용량 확대 지속



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

동사는 1981년 3월 설립되었으며 1998년 12월 상장된 이후 2002년 3월 민영화된 정보통신업체로 유선전화, 초고속인터넷, 이동통신, IPTV 등의 통신서비스와 더불어 미디어 및 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 24년 매출액은 26.4조원(+0.2% YoY)이며 매출 비중은 무선서비스 26%, 유선서비스 20%, 기업서비스 13% 이다. 24년 기준 지분구조는 국민연금 7.8%, 신한은행 5.8%, 현대자동차 4.9%, Silchester 4.1%, 현대모비스 3.2%, 우리사주 3.2%, 자사주 3.2%, 그리고 기타 67.8%로 구성되어 있다.

그림 172. KT 지분구조 (2024년 기준)

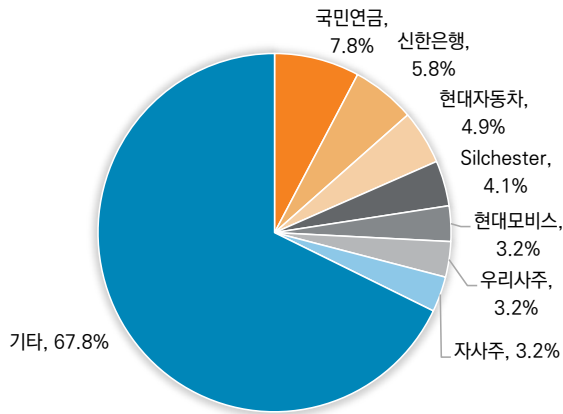
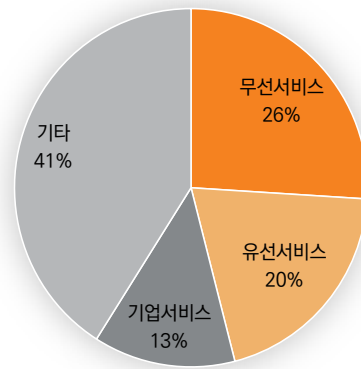


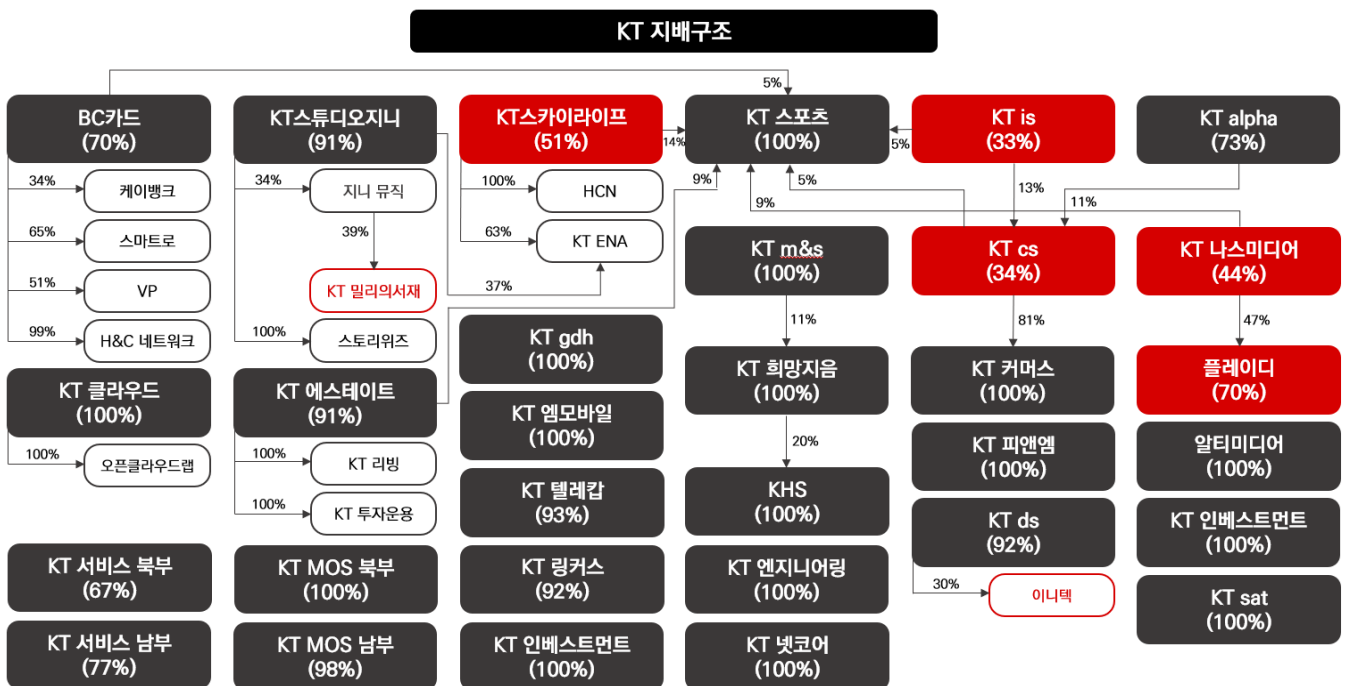
그림 173. 사업부별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. KT 지배구조



자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

주1: 빨간 하이라이트는 상장 기업, 회색 하이라이트는 비상장 기업, 주2: 2024년 12월 말 기준 지분율

KT (030200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	26,431	28,014	27,740	28,319
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	26,431	28,014	27,740	28,319
판매비와관리비	25,622	25,404	25,476	25,838
조정영업이익	809	2,611	2,264	2,481
영업이익	809	2,611	2,264	2,481
비영업손익	-224	-149	-148	-147
금융손익	-71	32	224	433
관계기업등 투자손익	9	0	0	0
세전계속사업손익	585	2,462	2,116	2,334
계속사업법인세비용	168	677	582	642
계속사업이익	417	1,785	1,534	1,692
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	417	1,785	1,534	1,692
지배주주	470	1,660	1,427	1,573
비지배주주	-53	125	107	118
총포괄이익	327	1,785	1,534	1,692
지배주주	354	1,934	1,663	1,834
비지배주주	-27	-150	-129	-142
EBITDA	4,739	5,654	4,624	4,313
FCF	2,156	4,950	3,873	3,569
EBITDA 마진율 (%)	17.9	20.2	16.7	15.2
영업이익률 (%)	3.1	9.3	8.2	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	5.9	5.1	5.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,252	15,756	19,063	22,326
현금 및 현금성자산	3,717	4,659	8,063	11,121
매출채권 및 기타채권	2,922	3,097	3,066	3,131
재고자산	940	997	987	1,007
기타유동자산	6,673	7,003	6,947	7,067
비유동자산	27,628	24,694	22,316	20,524
관계기업투자등	1,562	1,656	1,640	1,674
유형자산	14,826	12,245	10,213	8,613
무형자산	1,863	1,401	1,073	840
자산총계	41,880	40,450	41,378	42,850
유동부채	13,875	11,027	10,923	11,142
매입채무 및 기타채무	1,037	1,099	1,088	1,111
단기금융부채	4,606	1,203	1,195	1,211
기타유동부채	8,232	8,725	8,640	8,820
비유동부채	10,009	10,126	10,106	10,149
장기금융부채	8,049	8,049	8,049	8,049
기타비유동부채	1,960	2,077	2,057	2,100
부채총계	23,883	21,153	21,029	21,291
지배주주지분	16,211	17,386	18,331	19,422
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,443	1,443	1,443	1,443
이익잉여금	13,780	14,955	15,900	16,991
비지배주주지분	1,786	1,911	2,018	2,137
자본총계	17,997	19,297	20,349	21,559

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,066	4,950	3,873	3,569
당기순이익	417	1,785	1,534	1,692
비현금수익비용가감	4,864	3,613	2,643	1,966
유형자산감가상각비	3,278	2,581	2,032	1,600
무형자산상각비	652	462	328	232
기타	934	570	283	134
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	69	122	-21	45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	-175	30	-64
재고자산 감소(증가)	-29	-56	10	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-234	62	-11	23
법인세납부	-351	-677	-582	-642
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,845	-27	5	-10
유형자산처분(취득)	-2,806	0	0	0
무형자산감소(증가)	-432	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-286	-27	5	-10
기타투자활동	679	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,390	-3,888	-489	-467
장단기금융부채의 증가(감소)	180	-3,403	-7	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-872	-485	-482	-482
기타재무활동	-698	0	0	0
현금의 증가	837	942	3,404	3,058
기초현금	2,880	3,717	4,659	8,063
기말현금	3,717	4,659	8,063	11,121

자료: KT, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.7	7.6	8.8	8.0
P/CF (x)	2.1	2.3	3.0	3.4
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	4.6	3.1	3.1	2.7
EPS (원)	1,850	6,587	5,662	6,243
CFPS (원)	20,773	21,417	16,574	14,513
BPS (원)	65,177	69,841	73,590	77,920
DPS (원)	2,000	2,400	2,450	2,500
배당성향 (%)	117.9	45.7	53.1	48.1
배당수익률 (%)	4.6	4.8	4.9	5.0
매출액증가율 (%)	0.2	6.0	-1.0	2.1
EBITDA증가율 (%)	-14.1	19.3	-18.2	-6.7
조정영업이익증가율 (%)	-50.9	222.5	-13.3	9.6
EPS증가율 (%)	-52.4	256.0	-14.0	10.3
매출채권 회전율 (회)	8.6	9.3	9.0	9.1
재고자산 회전율 (회)	28.5	28.9	28.0	28.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.0	4.3	3.8	4.0
ROE (%)	2.9	9.9	8.0	8.3
ROIC (%)	2.7	10.3	10.1	12.9
부채비율 (%)	132.7	109.6	103.3	98.8
유동비율 (%)	102.7	142.9	174.5	200.4
순차입금/자기자본 (%)	48.6	16.8	-0.8	-14.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.2	8.0	8.2	9.0

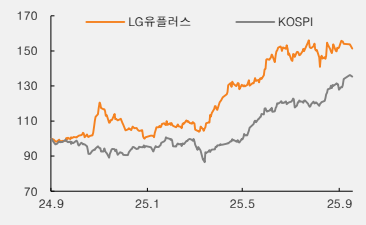
투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	19,000원
현재주가(25/10/13)	14,930원
상승여력	27.3%

영업이익(25F, 십억원)	993
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,034

EPS 성장률(25F, %)	95.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.7
P/E(25F, x)	8.9
MKT P/E(25F, x)	13.3
KOSPI	3,584.55

시가총액(십억원)	6,417
발행주식수(백만주)	430
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	40.8
베타(12M) 일간수익률	0.35
52주 최저가(원)	9,740
52주 최고가(원)	15,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.5	39.1	53.3
상대주가	-6.7	-5.6	11.1



[통신서비스]

최유진
choi.yoojin@miraeeasset.com

장다현
dahyun.jang@miraeeasset.com

LG유플러스

이익 레버리지 확대 시작

투자 의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

LG유플러스에 대한 투자 의견은 '매수', 목표주가는 19,000원으로 커버리지를 개시한다. 2026년 EPS 1,974원에 타겟 P/E 9.6배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 타겟 P/E는 동사의 영업 턴어라운드 시기였던 2020년 평균 P/E 값이다.

투자포인트 1. 이익 레버리지 확대. 26년 영업이익 1.1조원(+13.4% YoY)

LG유플러스의 이익 레버리지 확대가 본격적으로 시작될 것으로 예상된다. 1) 모바일 부문에서의 MNO/MVNO 가입회선 증가 지속, 2) 인건비 개선 및 감가상각비 안정화 지속, 3) 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편 효과로 인해 이익 레버리지는 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라, 동사의 26년 영업이익은 약 1.1조원(+13.4% YoY)일 것으로 예상된다.

투자포인트 2. 주주환원 확대 흐름 지속. 탄력적인 자사주 매입 및 소각

당기순이익의 20%에 해당하는 규모의 자사주 매입 및 소각을 탄력적으로 이행할 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당배당금은 700원일 것으로 예상하며 배당성향은 약 41.9%일 것으로 예상된다. 이에 따라, 총 주주환원 규모는 약 3,490억원 수준일 것으로 예상하며 주주환원 수익률은 약 5.4%일 것으로 예상된다.

투자포인트 3. 고부가가치 AX 서비스 확장 및 AI 인프라 경쟁력 강화

AI 밸류체인 구축하는 동시에 AX 중심의 제품 포트폴리오를 강화하며 경쟁력 우위를 지속할 것으로 전망한다. 특히, IDC 부문이 기업인프라 탑라인 증가를 견인할 것으로 판단한다. 1) 하이퍼스케일 DC의 유리한 입지, 2) 안정적인 고객사 확보, 3) 통신 서비스와의 시너지 창출이 당사의 AI 경쟁력 강화를 지속해나갈 수 있는 요인으로 작용할 것으로 예상하기 때문이다.

향후 전망

26년 연결 매출액은 15.9조원(+2.1% YoY), 영업이익은 1.1조원(+13.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 영업이익은 1) 모바일 매출 성장 지속, 2) 구조적인 원가 경쟁력으로 인해 전년 동기 대비 약 +2.3% 증가할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	14,373	14,625	15,530	15,853	16,090
영업이익 (십억원)	998	863	993	1,127	1,202
영업이익률 (%)	6.9	5.9	6.4	7.1	7.5
순이익 (십억원)	623	374	726	849	922
EPS (원)	1,426	858	1,673	1,974	2,146
ROE (%)	7.5	4.4	8.3	9.1	9.3
P/E (배)	7.2	12.0	8.9	7.6	7.0
P/B (배)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	6.4	6.3	4.3	4.6	4.6

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

목표주가 및 Valuation

목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

LG유플러스에 대한 투자 의견은 '매수', 목표주가는 19,000원으로 커버리지를 개시한다. 2026년 EPS 1,974원에 타겟 P/E 9.6배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 타겟 P/E는 동사의 영업 턴어라운드 시기였던 2020년 평균 P/E 값이다.

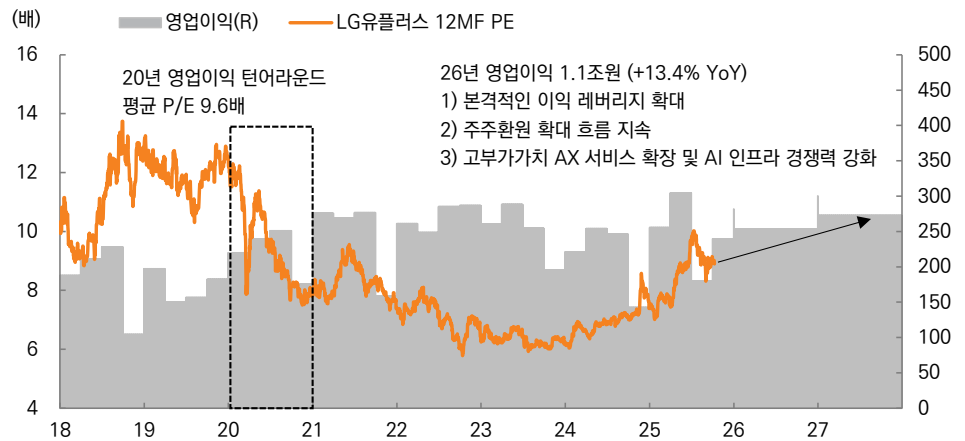
동사의 1) 이익 레버리지 확대가 본격적으로 시작될 것이라는 점, 2) 주주환원 확대 흐름이 지속될 것이라는 점, 3) 고부가가치 AX 서비스 확장 및 AI 인프라 경쟁력을 강화해나갈 것이라는 점을 고려 시 타겟 P/E 9.6배는 부담스러운 수준은 아니라고 판단한다.

표 36. LG유플러스 목표주가 산출

구분	비고
2026F EPS (원)	1,974
타겟 P/E (배)	9.6 2020년 평균 P/E. 영업이익 턴어라운드 시기
적정주가 (원)	18,954
목표주가 (원)	19,000
현재주가 (원)	14,930 10월 13일 기준
상승여력	27.3%

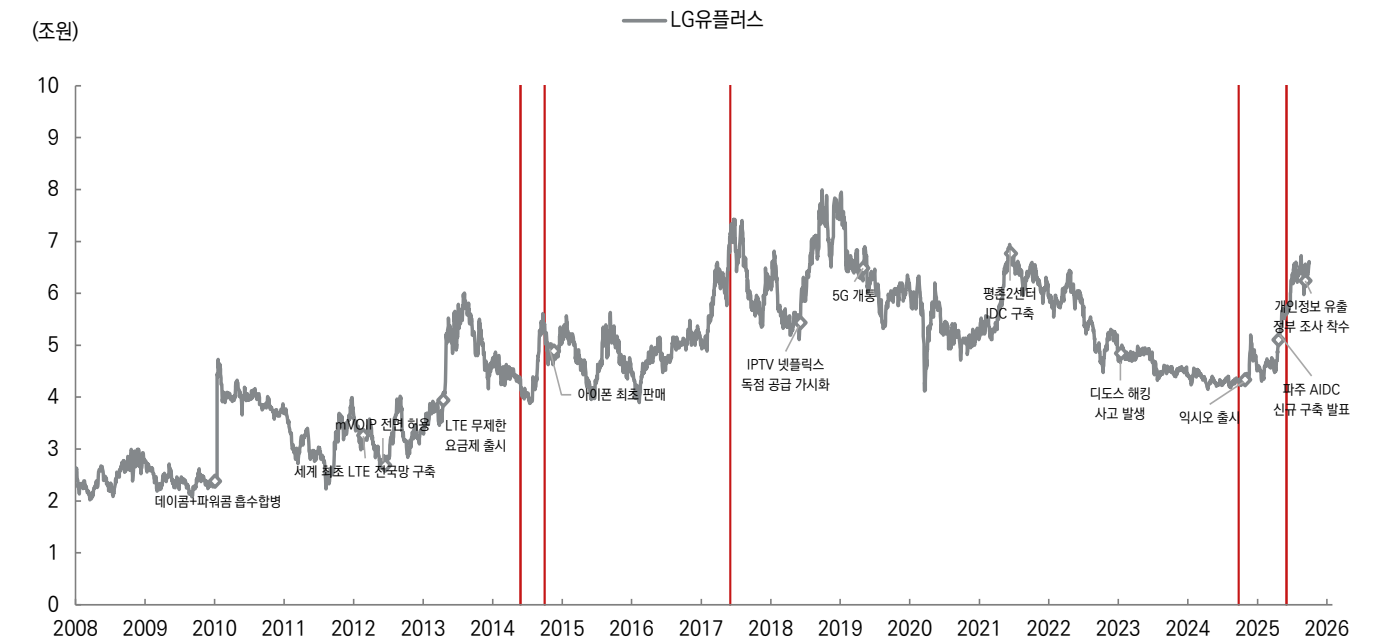
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. LG유플러스 12개월 선행 P/E 및 영업이익 추이



자료: LG유플러스, 쿼터와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. LG유플러스 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

26년 매출액 15.9조원(+2.1% YoY), 영업이익 1.1조원(+13.4% YoY) 예상

26년 연결 매출액은 15.9조원(+2.1% YoY), 영업이익은 1.1조원(+13.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 매출액의 경우 1) 모바일 매출 성장 지속, 2) 구조적인 원가 경쟁력으로 인해 전년 동기 대비 약 +2.1% 증가할 것으로 예상한다.

서비스수익 매출액은 12.4조원(+2.3% YoY)으로 예상하는데 안정적인 유무선 사업 성장 기반 매출 증가는 지속될 것으로 판단한다. 단말수익 매출액은 3.5조원(+2.4% YoY)으로 예상한다.

모바일 서비스수익은 6.6조원(+3.3% YoY)으로 예상한다. 1) MNO, MVNO 가입회선 증가로 인한 전체 모바일 가입회선은 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

스마트홈 부문 매출액은 IPTV 및 기가인터넷가입자 증가 지속으로 인해 2.6조원(+2.3% YoY)으로 예상한다. 기업인프라 부문은 IDC 가동률 상승에 따른 매출액 증가가 견인할 것으로 판단하며 매출액은 약 1.8조원(+3.2% YoY)으로 전망한다.

연결 기준 영업비용은 약 14.7조원(+1.3% YoY) 일 것으로 예상한다. 인건비 및 감가상각비를 포함한 주요 영업비용은 안정화 추세가 시작될 것으로 전망한다. 특히, AX 사업 경쟁력 강화를 위한 인력 확충으로 인해 인건비 상승폭은 23년 및 24년 각각 약 +6.9% YoY, +8.5% YoY로 확대되었으나 26년부터 상승폭이 둔화되며 +2.0% YoY 수준까지 축소되어 약 2.1조원 수준에서 안정화 추세를 지속할 것으로 예상한다.

감가상각비 상승폭 또한 둔화될 것으로 예상한다. 23년부터 약 2년 동안 진행된 IT시스템 업그레이드로 인해 감가상각비는 전년 동기 대비 약 +4.9% YoY 증가하였으나 26년부터 안정화 추세에 접어들며 약 2.6조원(-2.7% YoY) 수준일 것으로 예상한다.

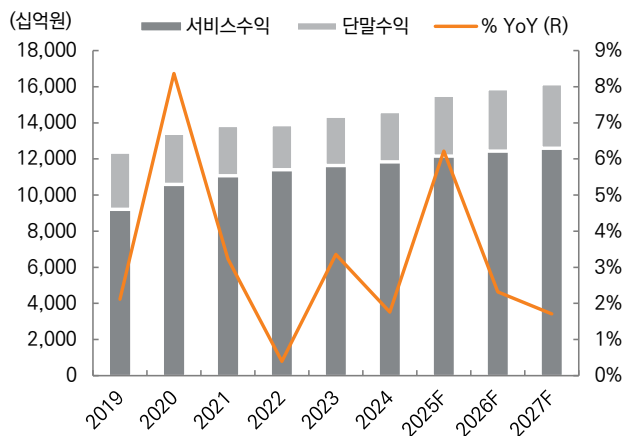
마케팅비는 단기적으로 증가할 가능성은 존재하나 상승폭은 제한적일 것으로 판단한다. 가입자 유입에 따른 고객 이탈 방지를 위해 불가피한 비용 투입은 있을 수 있으나 점진적으로 감소되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상한다. 이에 따른 26년 마케팅비는 약 2.4조원(+2.1% YoY)일 것으로 전망한다.

표 37. LG유플러스 연간 실적 Table

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,451	12,279	12,125	12,382	13,418	13,851	13,906	14,373	14,625	15,530	15,853	16,090
% YoY	6.1%	7.2%	-1.3%	2.1%	8.4%	3.2%	0.4%	3.4%	1.8%	6.2%	2.1%	1.5%
서비스수익	9,028	9,406	9,344	9,206	10,591	11,068	11,411	11,636	11,843	12,157	12,399	12,516
모바일	5,432	5,570	5,438	5,517	5,813	6,055	6,179	6,308	6,427	6,637	6,797	6,828
서비스수익	5,002	5,180	5,060	5,164	5,464	5,693	5,827	5,982	6,117	6,341	6,515	6,557
접속수익	420	390	378	353	349	362	352	327	310	296	282	270
스마트홈	1,336	1,538	1,632	1,844	2,014	2,204	2,345	2,399	2,469	2,550	2,609	2,634
IPTV	612	746	885	1,032	1,145	1,256	1,326	1,328	1,328	1,340	1,345	1,342
인터넷	723	793	747	811	868	948	1,018	1,070	1,141	1,211	1,265	1,292
전화	632	587	549	508	454	418	395	367	358	341	328	322
인터넷전화	249	231	214	200	189	181	176	170	165	163	159	155
기업/국제전화	383	356	336	308	265	237	219	197	194	178	169	168
기업인프라	1,598	1,604	1,652	1,304	1,357	1,494	1,584	1,706	1,716	1,765	1,822	1,889
IDC	153	157	163	196	228	259	281	326	356	381	412	454
솔루션	670	729	747	397	410	490	524	584	537	553	570	587
기업회선	742	718	743	711	719	746	779	795	822	831	840	848
단말수익	2,424	2,873	2,781	3,176	2,827	2,783	2,495	2,736	2,782	3,373	3,454	3,574
영업비용	10,705	11,453	11,394	11,696	12,531	12,872	12,825	13,375	13,762	14,537	14,726	14,889
% YoY	5.3%	7.0%	-0.5%	2.6%	7.1%	2.7%	-0.4%	4.3%	2.9%	5.6%	1.3%	1.1%
인건비	939	1,026	1,096	1,153	1,446	1,648	1,706	1,824	1,979	2,035	2,075	2,117
감가상각비 및 무형자산상각비	1,654	1,689	1,672	2,057	2,365	2,441	2,452	2,571	2,664	2,706	2,632	2,591
판매수수료	1,489	1,819	1,702	1,809	2,082	2,162	2,117	2,059	2,068	2,161	2,205	2,216
광고선전비	382.8	433.0	271.1	291.1	236.8	244.4	208.0	220.8	210.9	236.4	241.1	246.0
상품구입비	2,597	2,930	3,002	3,438	2,980	2,855	2,651	2,872	2,926	3,518	3,634	3,754
영업이익	746.5	826.3	731.0	686.3	886.2	979.0	1,081.3	998.0	863.1	993.2	1,126.7	1,201.9
% YoY	18.1%	10.7%	-11.5%	-6.1%	29.1%	10.5%	10.5%	-7.7%	-13.5%	15.1%	13.4%	6.7%
영업이익률	6.5%	6.7%	6.0%	5.5%	6.6%	7.1%	7.8%	6.9%	5.9%	6.4%	7.1%	7.5%
법인세비용차감전순이익	642.6	666.8	648.3	573.9	373.3	905.2	856.8	770.9	450.6	781.8	920.0	1000.0
법인세비용	149.8	119.7	166.7	133.0	120.8	181.0	194.2	140.6	136.0	172.0	207.0	225.0
당기순이익	492.7	547.1	481.6	438.8	478.1	724.2	662.6	630.3	314.6	609.8	713.0	775.0
당기순이익률 (%)	4.3%	4.5%	4.0%	3.5%	3.6%	5.2%	4.8%	4.4%	2.2%	3.9%	4.5%	4.8%

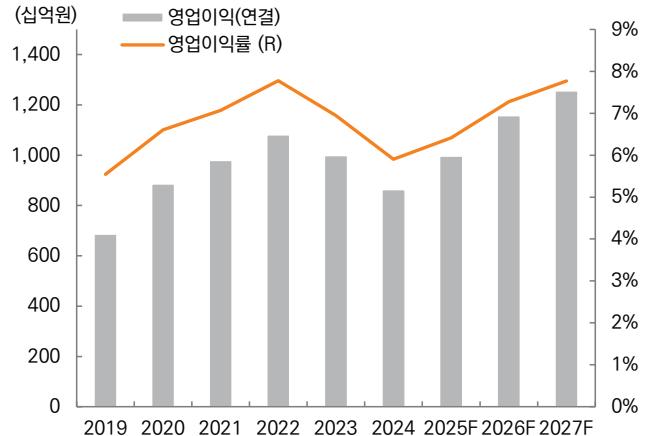
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

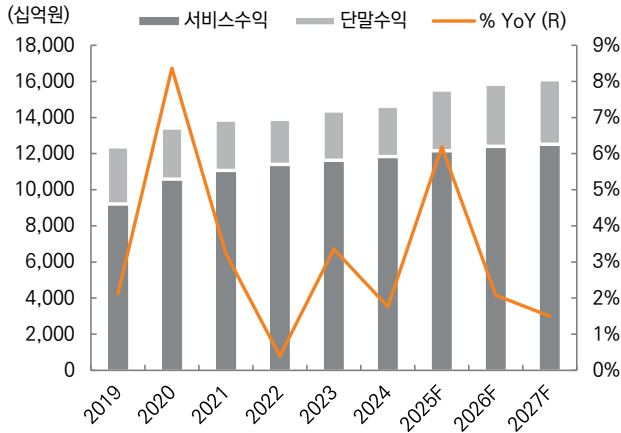
표 38. LG유플러스 분기 실적 Table

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
매출액	3,541	3,429	3,581	3,821	3,577	3,494	3,801	3,753	3,748	3,844	3,959	3,978
% YoY	3.9%	1.3%	2.3%	5.8%	1.0%	1.9%	6.1%	-1.8%	4.8%	10.0%	4.2%	6.0%
서비스수익	2,824	2,897	2,905	3,010	2,894	2,944	2,990	3,015	2,939	3,016	3,123	3,078
모바일	1,561	1,576	1,587	1,584	1,581	1,593	1,620	1,633	1,612	1,654	1,684	1,687
서비스수익	1,479	1,494	1,507	1,501	1,507	1,520	1,547	1,543	1,543	1,586	1,610	1,602
접속수익	82.4	81.8	79.9	82.7	73.9	72.5	73.9	90.1	69.4	68.6	73.3	85.1
스마트홈	594.2	603.0	607.2	594.3	611.6	618.2	622.9	615.8	626.6	632.7	639.2	651.9
IPTV	333.6	336.9	338.1	319.8	334.1	334.9	335.7	322.9	330.1	330.5	332.7	346.7
인터넷	260.6	266.1	269.1	274.5	277.5	283.3	287.2	292.9	296.5	302.2	306.5	305.3
전화	92.7	91.6	89.9	92.5	89.2	90.6	86.5	91.9	83.6	84.6	82.5	90.3
인터넷전화	43.3	42.4	41.9	42.5	41.8	41.2	40.6	40.9	41.4	41.0	40.7	39.8
기업/국제전화	49.4	49.2	48.0	50.0	47.4	49.4	45.9	51.0	42.2	43.6	41.9	50.5
기업인프라	368.4	409.4	404	523.8	401.3	431.4	428.5	454.7	409.7	427.7	433.5	494.4
IDC	76.6	79.8	82.7	87.3	85.5	91.7	90.0	89.2	87.3	96.3	98.4	98.6
솔루션	103.2	128.8	129.2	223.1	118.4	130.8	129.4	158.6	118.9	126.0	127.3	181.2
기업회선	188.6	200.8	192.1	213.4	197.4	208.9	209.1	206.9	203.5	205.4	207.9	214.6
단말수익	717.0	532.2	675.9	811.1	683.1	549.8	810.9	738.0	809.2	828.0	836.3	899.9
영업비용	3,281.1	3,141.3	3,326.8	3,625.4	3,356.1	3,239.7	3,555.3	3,611.0	3,492.7	3,539.9	3,842.7	3,679.0
% YoY	4.2%	0.2%	3.4%	9.1%	2.3%	3.1%	6.9%	-0.4%	4.1%	9.3%	8.1%	1.9%
인건비	449.3	441.1	461.03	472.3	487.0	493.9	481.9	516.3	490.7	486.7	643.0	414.1
감가상각비 및 무형자산상각비	619.4	628.8	644.3	678.7	666.4	666.2	674.6	656.6	665.9	672.7	676.5	678.9
판매수수료	506.7	518.5	515.7	517.8	508.4	509.0	526.5	524.5	529.8	540.9	565.3	525.5
광고선전비	41.1	53.1	62.0	64.6	42.3	50.5	59.9	58.2	50.3	45.5	62.5	78.2
상품구입비	731.5	539.9	687.24	913.6	723.6	562.8	833.5	806.3	824.3	815.8	900.9	977.4
영업이익	260.2	288.0	254.3	195.5	220.9	254.0	246.0	142.2	255.4	304.5	116.7	299.1
% YoY	-0.4%	15.9%	-10.8%	-31.8%	-15.1%	-11.8%	-3.3%	-27.3%	15.6%	19.9%	-52.6%	110.3%
영업이익률	7.3%	8.4%	7.1%	5.1%	6.2%	7.3%	6.5%	3.8%	6.8%	7.9%	2.9%	7.5%
법인세비용차감전순이익	211.0	247.1	194.0	118.8	165.8	204.5	196.0	-115.7	200.5	272.3	65.1	226.4
법인세비용	55.9	33.8	37.3	13.6	35.4	39.9	61.1	-0.4	38.1	55.2	14.3	64.4
당기순이익	155.1	213.3	156.7	105.2	130.4	164.6	134.9	-115.3	162.5	217.1	50.8	162.0
당기순이익률 (%)	4.4%	6.2%	4.4%	2.8%	3.6%	4.7%	3.5%	-3.1%	4.3%	5.6%	1.3%	4.1%

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

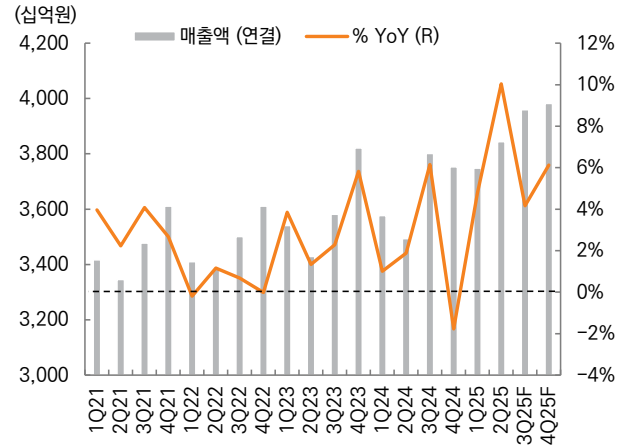
LG유플러스 주요 지표

그림 179. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



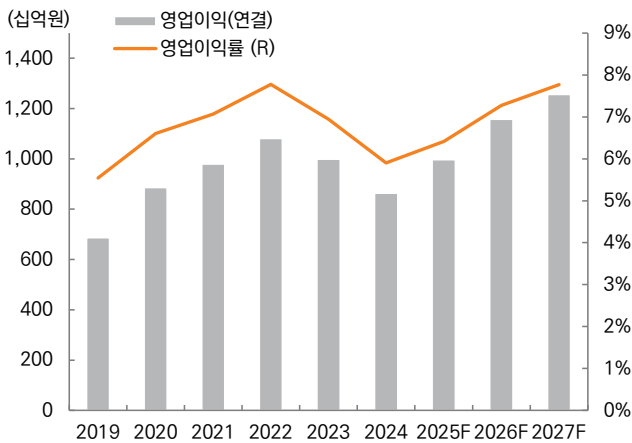
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 분기 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



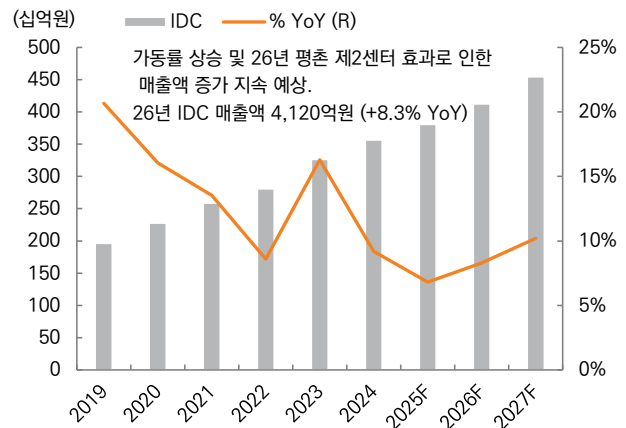
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 연간 영업이익 추이 및 전망



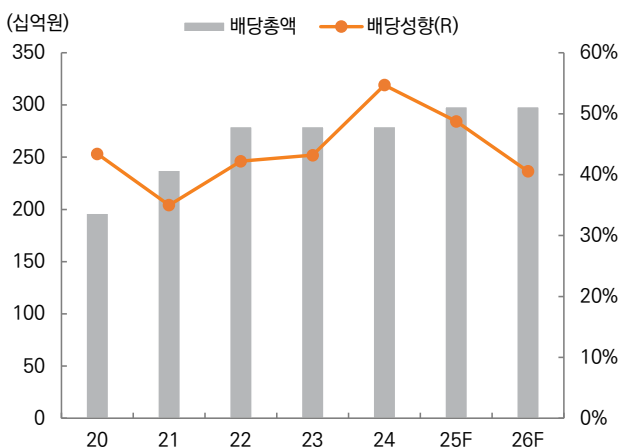
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. IDC 부문 연간 매출액 추이 및 전망



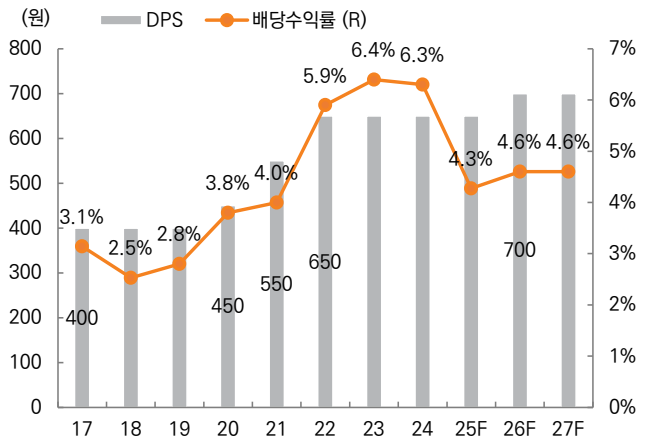
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 배당총액 및 배당성향 추이 및 전망



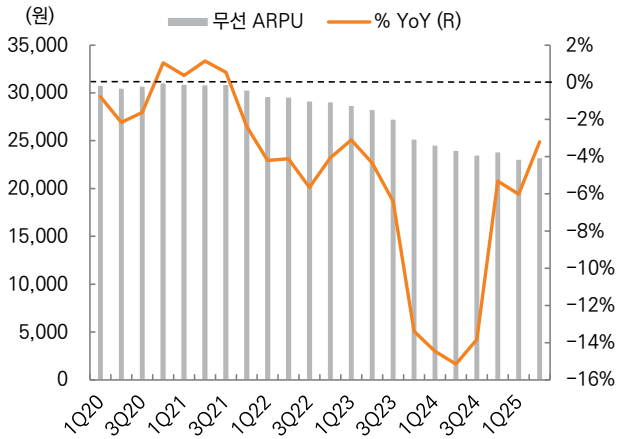
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



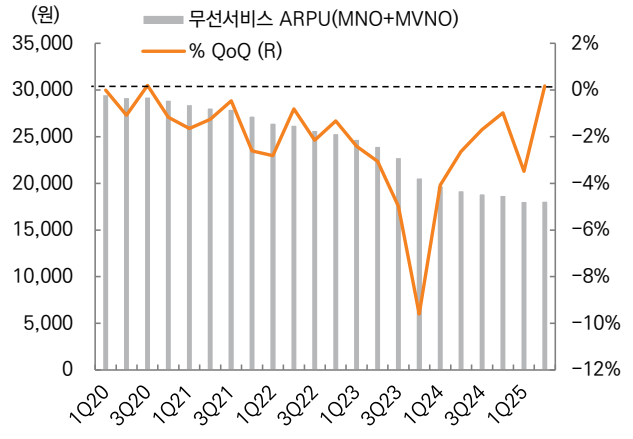
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. LG유플러스 무선 ARPU 추이



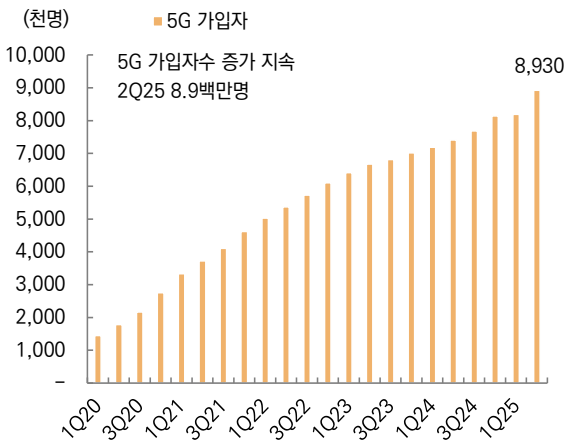
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 무선서비스 ARPU (MNO+MVNO) 추이



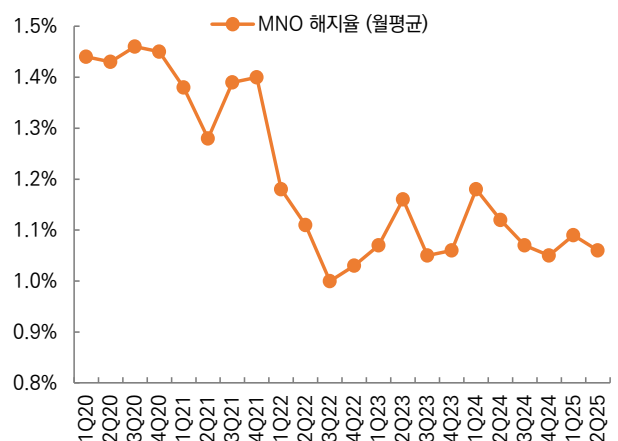
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. LG유플러스 5G 가입자수 추이



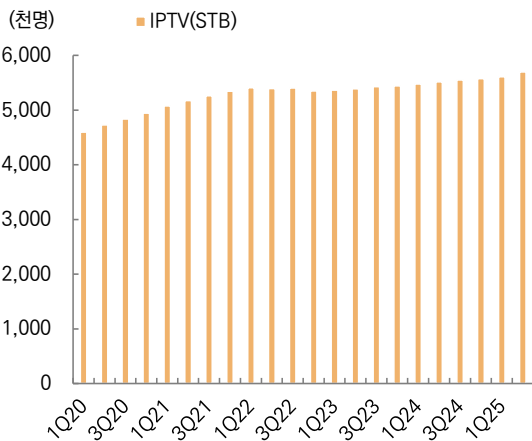
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. LG유플러스 MNO 해지율 추이



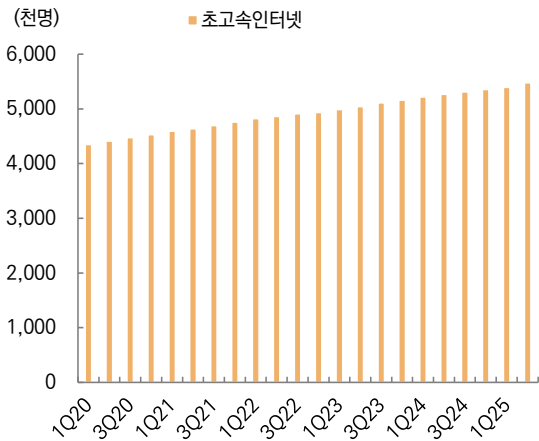
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. IPTV 가입자수 추이



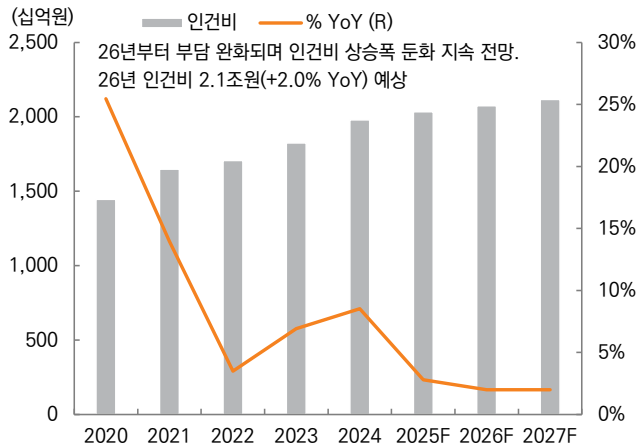
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 초고속인터넷 가입자수 추이



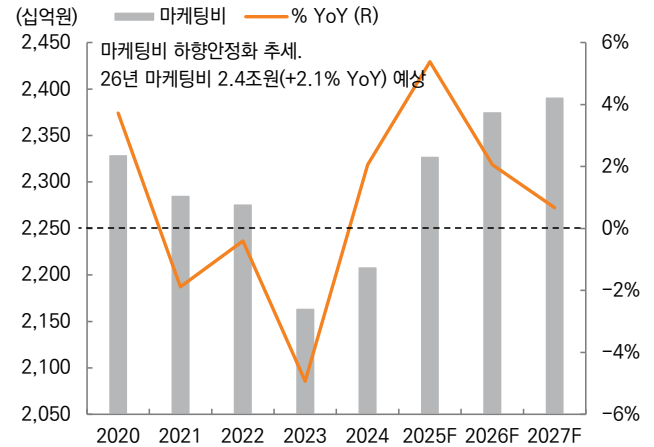
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 인건비 추이 및 전망 (연결 기준)



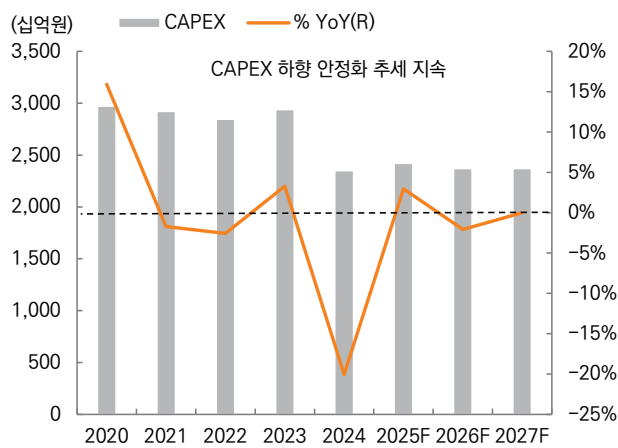
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 마케팅비 추이 및 전망 (연결 기준)



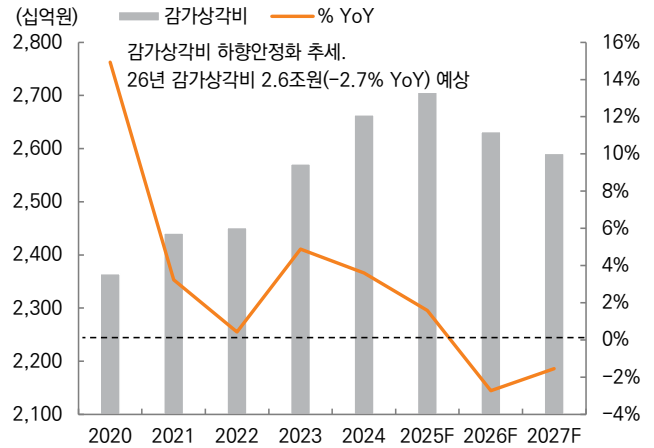
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 193. Capex 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 감가상각비 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

이익 레버리지 확대 시작. 26년 영업이익 약 1.1조원(+13.4% YoY) 전망

LG유플러스의 이익 레버리지 확대가 본격적으로 시작될 것으로 예상된다. 1) 모바일 부문에서의 MNO/MVNO 가입회선 증가 지속, 2) 인건비 개선 및 감가상각비 안정화 지속, 3) 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편 효과로 인해 이익 레버리지는 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라, 당사의 26년 영업이익은 약 1.1조원(+13.4% YoY)일 것으로 예상된다.

1) 모바일 MNO 및 MVNO 가입회선 증가 지속

MNO 및 MVNO 가입회선 증가는 지속될 것으로 예상되어 26년 모바일 서비스 수익은 약 6.6조원(+3.3% YoY)일 것으로 판단한다. 익시오 고도화 및 고객군 별 다양한 요금제 도입 등이 주 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

2) 인건비 및 감가상각비 안정화 지속

인건비 및 감가상각비를 포함한 주요 영업비용은 안정화 추세가 시작될 것으로 전망한다. 특히, AX 사업 경쟁력 강화를 위한 인력 확충으로 인해 인건비 상승폭은 23년 및 24년 각각 약 +6.9% YoY, +8.5% YoY로 확대되었으나 26년부터 상승폭이 둔화되며 +2.0% YoY 수준까지 축소되어 약 2.1조원 수준에서 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다.

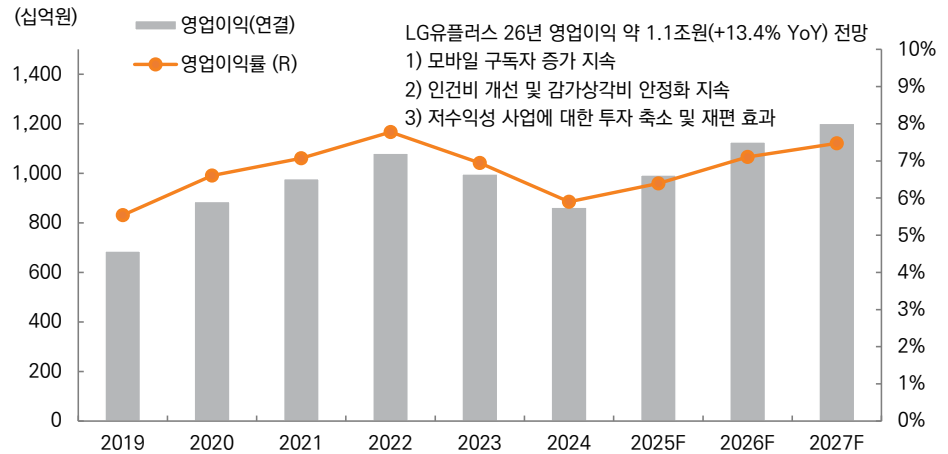
감가상각비 상승폭 또한 둔화될 것으로 예상된다. 23년부터 약 2년 동안 진행된 IT시스템 업그레이드로 인해 감가상각비는 전년 동기 대비 약 +4.9% YoY 증가하였으나 26년부터 안정화 추세에 접어들며 약 2.6조원(-2.7% YoY) 수준일 것으로 예상된다.

마케팅비는 단기적으로 증가할 가능성은 존재하나 상승폭은 제한적일 것으로 판단한다. 가입자 유입에 따른 고객 이탈 방지를 위해 불가피한 비용 투입은 있을 수 있으나 점진적으로 감소되며 안정화 추세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따른 26년 마케팅비는 약 2.4조원(+2.1% YoY)일 것으로 전망한다.

3) 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편 효과

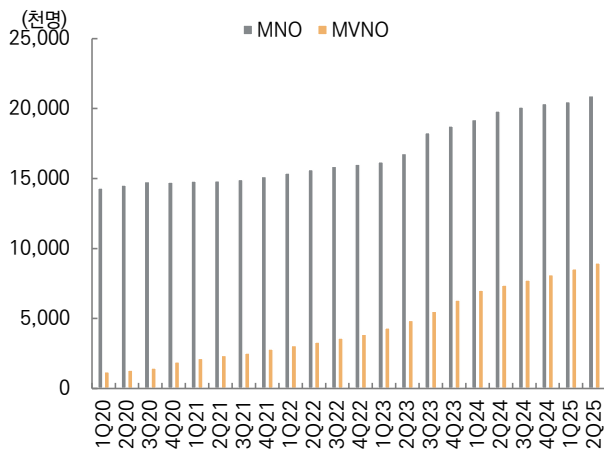
작년부터 이루어진 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편 효과가 수익성 측면에서 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 26년까지 영업이익률은 약 +1%p 상승할 것으로 판단한다. 스포키 및 아이돌 플러스를 포함한 콘텐츠 및 플랫폼 서비스 사업은 종료되었으며 키즈월드 및 스튜디오 X는 구조조정 및 사업 재편이 진행되었다. 향후에도 저수익성 사업에 대한 투자 축소 및 재편은 지속되며 수익성에 긍정적으로 기여할 것으로 판단한다.

그림 195. LG유플러스 영업이익의 추이 및 전망: 26년 OP 약 1.1조원(+13.4% YoY) 예상



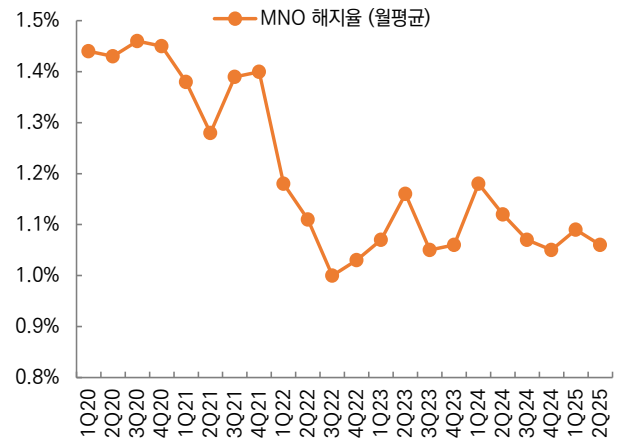
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. LG유플러스 MNO 및 MVNO 추이



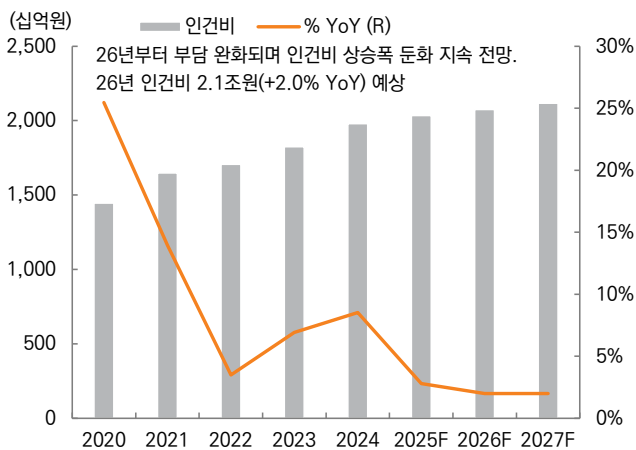
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. LG유플러스 MNO 해지율 추이



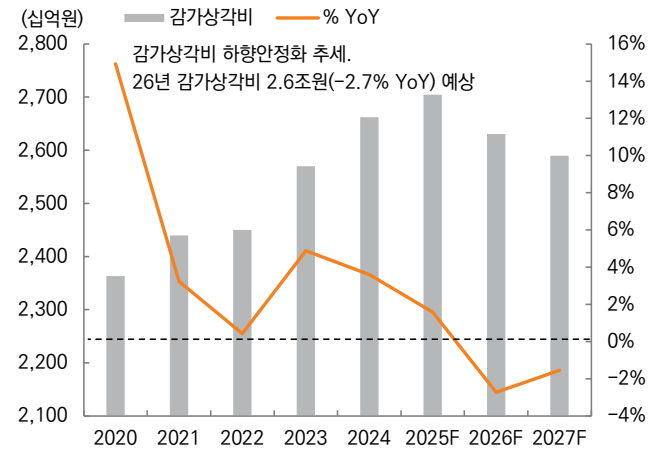
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. LG유플러스 인건비 추이 및 전망



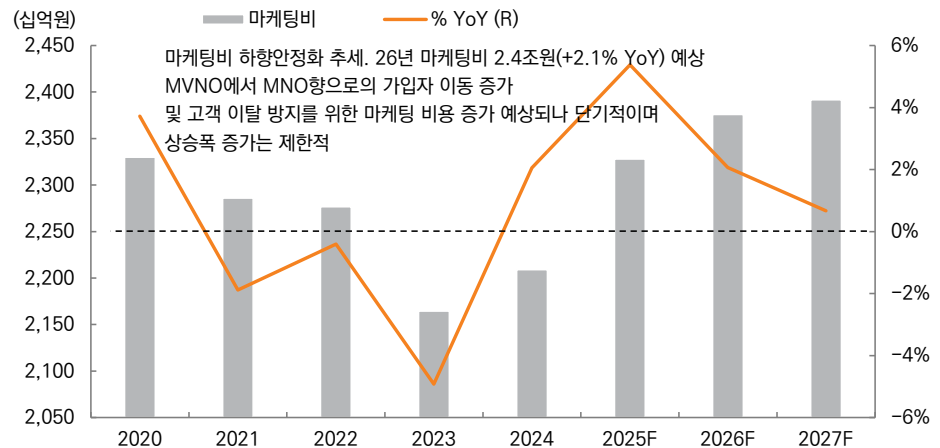
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. LG유플러스 감가상각비 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. LG유플러스 마케팅 비용 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. LG유플러스, 서비스 종료된 비핵심 사업 리스트

날짜	사업	내용
24.06	아이돌 플러스	K-pop 콘텐츠 플랫폼
24.09	홈트 나우	홈트레이닝 콘텐츠 서비스
25.01	화물잇고	화물 중개 플랫폼
25.01	U+ 스마트드론	이동통신 및 원격제어 기능 탑재해 관제와 실시간 영상 전송 가능한 드론 서비스
25.02	U+ 초등나라	홈스쿨링 서비스
25.03	U+ 가족자킴이	휴대폰 또는 키즈워치로 보호대상자의 위치를 확인할 수 있는 앱 서비스
25.03	스포키	통합 스포츠 커뮤니티 플랫폼
25.03	메타슬랩 및 유버스	메타버스 서비스, 메타슬랩 중단. 유버스 축소
25.03	U+뉴스	데이터 기반 맞춤형 뉴스 구독 서비스
25.03	베터	일상기록 플랫폼
25.04	머니Me	금융 마이데이터 사업
25.06	U+부모나라	부모 육아 교육 콘텐츠 플랫폼
25.07	포동	반려견 서비스 플랫폼
25.08	답다	마음관리 플랫폼

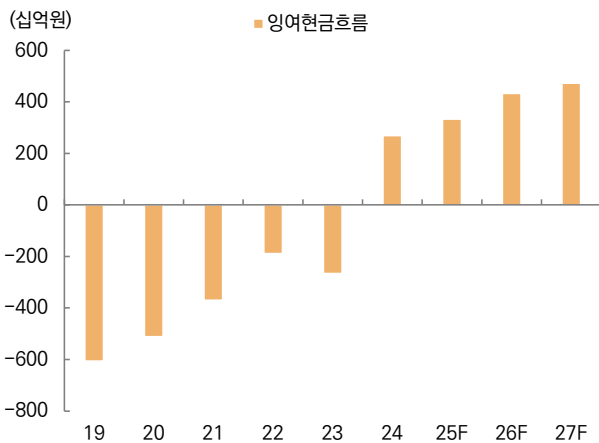
자료: LG유플러스, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

주주환원 확대 흐름 지속. 탄력적 자사주 매입 및 소각 지속 예상

당기순이익의 20%에 해당하는 규모의 자사주 매입 및 소각을 탄력적으로 이행할 가능성이 높다고 판단한다. 잉여현금흐름이 증가하며 주주환원 여력 자체가 커졌기 때문이다. 25년 자사주 800억원 매입 계획을 발표하였으며 200억원은 매입을 완료하고, 올해 8월 초까지 소각을 완료하였다.

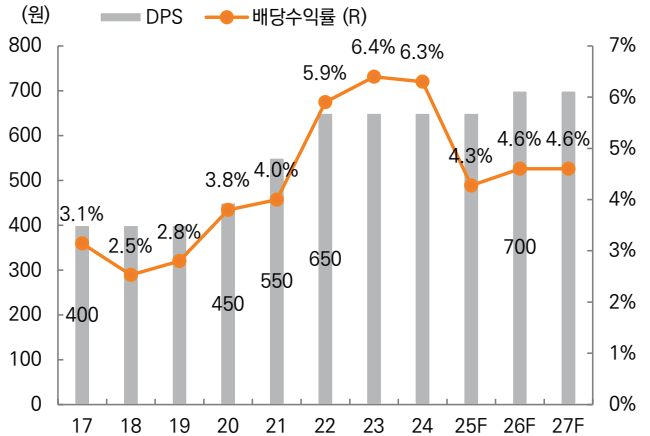
26년에도 자사주 매입 및 소각 우상향 흐름은 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 26년 주당배당금은 700원(24년 650원)일 것으로 예상하며 배당성향은 약 41.9%일 것으로 예상한다. 이에 따라, 총 주주환원 규모는 약 3,490억원 수준일 것으로 예상하며 주주환원 수익률은 약 5.4%일 것으로 예상한다. 동사의 유의미한 주주환원 확대 흐름은 26년에도 지속될 것으로 판단한다.

그림 201. LG유플러스 잉여현금흐름 추이 및 전망



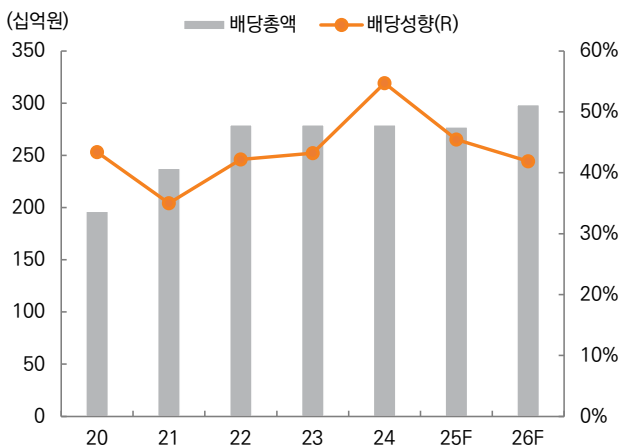
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. LG유플러스 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



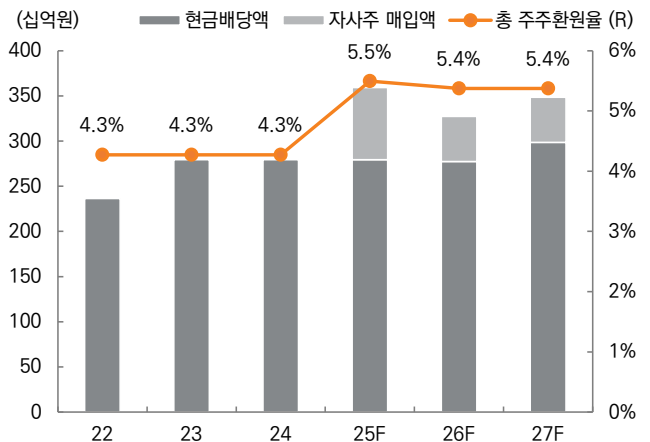
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 203. LG유플러스 배당총액 및 배당성향 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. LG유플러스 주주환원율 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

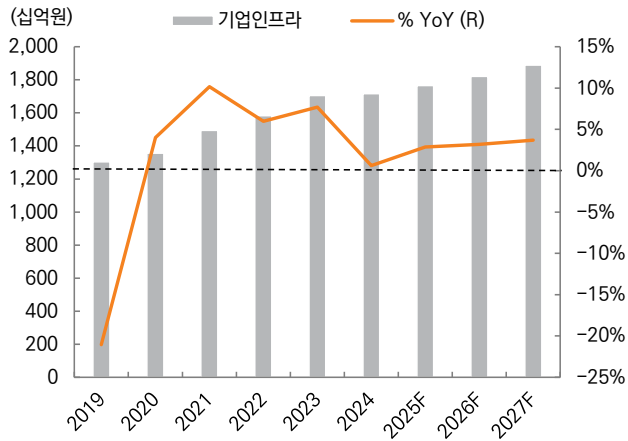
고부가가치 AX 서비스 확장 및 AI 인프라 분야에서의 경쟁력 강화

AI 밸류체인 구축하는 동시에 AX 중심의 제품 포트폴리오를 강화하며 경쟁력 우위를 지속할 것으로 전망한다. 특히, IDC 부문이 기업인프라 탑라인 증가를 견인할 것으로 판단한다. 1) 하이퍼스케일 DC의 유리한 입지, 2) 안정적인 고객사 확보, 3) 통신 서비스와의 시너지 창출이 당사의 AI 경쟁력 강화를 지속해나갈 수 있는 요인으로 작용할 것으로 예상하기 때문이다.

중장기 로드맵도 잘 갖추어져있다고 판단한다. 27년부터 액체 냉각 기술을 적용하여 인프라 역량을 강화해나갈 것으로 예상하며, 장기적으로는 파주 부지를 활용하여 2035년까지 IDC 파이프라인을 선제적으로 확보하였다. 이에 따른 캐파는 120MW까지 확대될 가능성이 있다. AWS, Google, Microsoft, 네이버, 카카오 등을 고객사로 보유하고 있으며 전체 매출 비중의 약 80%를 차지하고 있기 때문에 안정적인 수익성 확보가 가능할 것으로 판단한다. 이를 바탕으로 영업이익률은 더블디짓도 달성할 가능성이 높다고 판단한다.

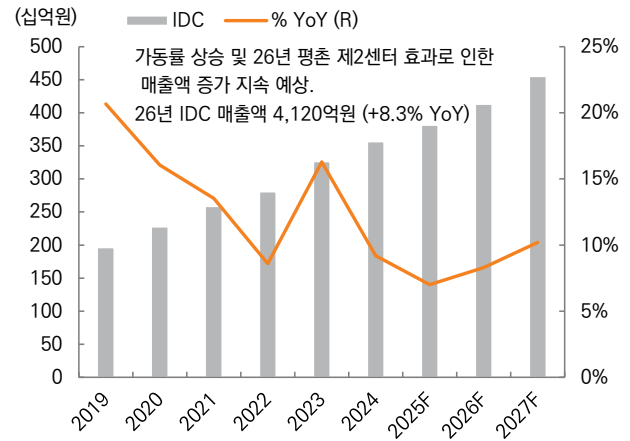
B2C 사업 또한 기대된다. 익시오 강화를 통해 AI 에이전트 서비스 가치를 높여갈 것으로 예상하며 궁극적으로는 수익화가 가능한 영역이라고 판단한다. AI 통화 에이전트 서비스 기능을 온디바이스 환경에서 구현할 수 있다는 점이 차별화로 작용할 것으로 판단하며, 아이폰 뿐만 아니라 안드로이드 버전에서의 적용 대상 단말도 확대될 수 있다는 점을 고려 시 단기적으로 유저를 약 100만명 확보할 것으로 예상한다. 또한, 자체 AI 모델을 통해 클라우드 서버를 거치지 않는 온디바이스 AI를 목표로 NPU를 사용하는 온디바이스 SLM을 개발 중인 것으로 파악한다.

그림 205. LG유플러스 기업인프라 매출액 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 206. LG유플러스 IDC 매출액 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. LG유플러스 데이터센터 보유 현황 및 주요 내용 정리

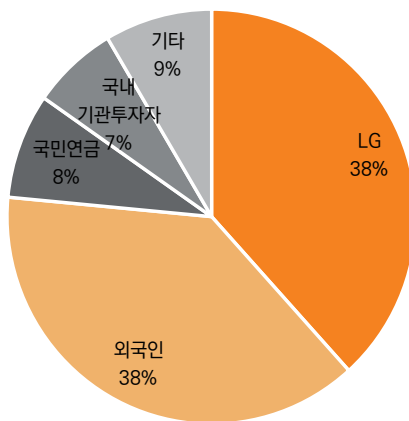
업체	개수	용량(MW)	지역	내용
LG유플러스	14	160	평촌메가센터	국내 최초 Tier3 설계 인증 및 166,000kW 전력, 평당 8kW 수용 고집적 랙 제공
			상암	LTE망 연동 IDC / Tier3 등급 고가용성 / UPS 전력: 평당 4.4kW
			가산	전원 이중화 및 항온·항습 제어 / Tier3, 전력 40,000kW / UPS 평당 3.0kW
			서초1	글로벌 기준 설계로 해외 비즈니스 최적화 / 전력: 9,500kW / UPS 2.2kW
			서초2	Tier3 등급 확보 / 전력: 7,500kW / UPS 2.2kW
			논현	LGU+ 강남권 최대 IDC(연면적 8,488평) / 전산실 4,000평, 전력: 20,000kW / UPS 2.2kW
			파주(예정)	3번째 하이퍼스케일러급 IDC / 평촌 메가센터 대비 4배 규모 / 지하1층~지상5층 구성/ 연면적 4만6013㎡. 25mwh → 120mwh까지 확장 가능성

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

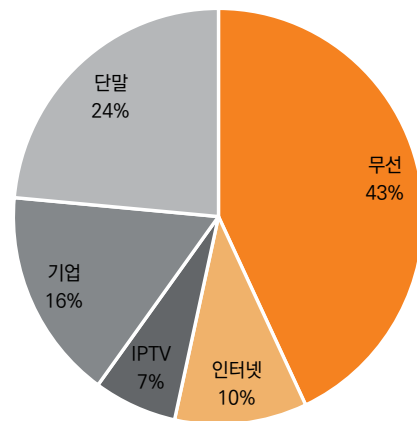
LG유플러스 1996년 7월 설립되어 2000년 9월 상장된 이동통신사업자이다. 점유율 기준 국내 3위 이동통신사업자로 24년 기준 매출액은 14.6조원(+1.8% YoY)이며 매출 비중은 무선서비스 43%, 단말서비스 24%, 기업서비스 16%, 인터넷 10%, IPTV 7%이다. 지분 구조는 LG 38%, 외국인 38%, 국민연금 8%, 국내 기관투자자 7%, 그리고 기타 9%로 구성되어있다.

그림 207. LG유플러스 지분율 (2024년 기준)



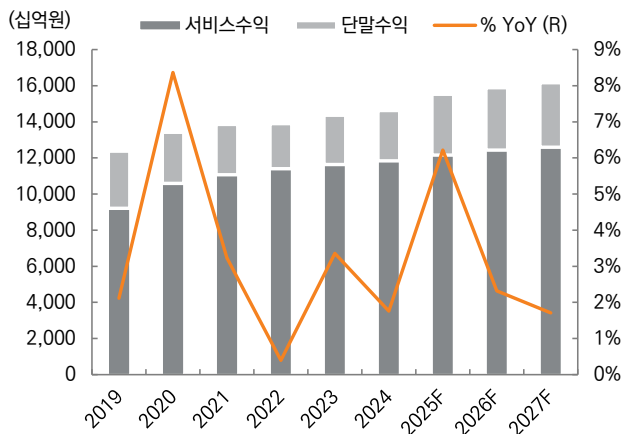
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 208. LG유플러스 매출 비중 (2024년 기준)



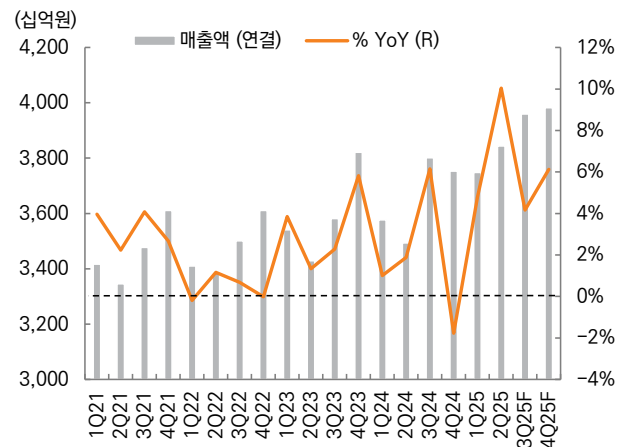
자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. 연간 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 분기 매출액 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

LG유플러스 (032640)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	14,625	15,530	15,853	16,090
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	14,625	15,530	15,853	16,090
판매비와관리비	13,762	14,537	14,726	14,889
조정영업이익	863	993	1,127	1,202
영업이익	863	993	1,127	1,202
비영업손익	-412	-211	-207	-202
금융손익	-201	-88	100	276
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	451	782	920	1,000
계속사업법인세비용	136	172	207	225
계속사업이익	315	610	713	775
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	315	610	713	775
지배주주	374	726	849	922
비지배주주	-60	-116	-136	-147
총포괄이익	266	610	713	775
지배주주	329	753	880	957
비지배주주	-62	-143	-167	-182
EBITDA	3,527	3,131	2,844	2,582
FCF	1,420	2,712	2,419	2,147
EBITDA 마진율 (%)	24.1	20.2	17.9	16.0
영업이익률 (%)	5.9	6.4	7.1	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	4.7	5.4	5.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,264	6,916	9,154	11,094
현금 및 현금성자산	896	2,274	4,415	6,283
매출채권 및 기타채권	1,827	1,945	1,986	2,016
재고자산	252	268	273	278
기타유동자산	2,289	2,429	2,480	2,517
비유동자산	14,444	11,563	9,848	8,470
관계기업투자등	73	78	80	81
유형자산	10,709	8,936	7,494	6,322
무형자산	1,805	1,440	1,165	957
자산총계	19,708	18,479	19,002	19,563
유동부채	5,116	3,516	3,589	3,643
매입채무 및 기타채무	206	219	223	227
단기금융부채	2,024	233	238	241
기타유동부채	2,886	3,064	3,128	3,175
비유동부채	5,823	5,864	5,879	5,890
장기금융부채	5,158	5,158	5,158	5,158
기타비유동부채	665	706	721	732
부채총계	10,939	9,380	9,468	9,532
지배주주지분	8,556	9,003	9,573	10,218
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	872	872	872	872
이익잉여금	5,204	5,651	6,221	6,865
비지배주주지분	212	96	-39	-187
자본총계	8,768	9,099	9,534	10,031

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,335	2,712	2,419	2,147
당기순이익	315	610	713	775
비현금수익비용가감	5,760	2,397	1,822	1,328
유형자산감가상각비	2,180	1,773	1,442	1,172
무형자산상각비	484	365	275	208
기타	3,096	259	105	-52
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-2,355	-35	-11	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-67	-105	-37	-28
재고자산 감소(증가)	107	-16	-6	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	79	13	5	3
법인세납부	-174	-172	-207	-225
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,391	-8	-3	-2
유형자산처분(취득)	-1,896	0	0	0
무형자산감소(증가)	-485	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	11	-8	-3	-2
기타투자활동	-21	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-611	-2,071	-273	-275
장단기금융부채의 증가(감소)	-206	-1,792	5	4
자본의 증가(감소)	35	0	0	0
배당금의 지급	-284	-279	-278	-278
기타재무활동	-156	0	0	-1
현금의 증가	337	1,378	2,141	1,869
기초현금	560	896	2,274	4,415
기말현금	896	2,274	4,415	6,283

자료: LG유플러스, 미래에셋증권 리서치센터

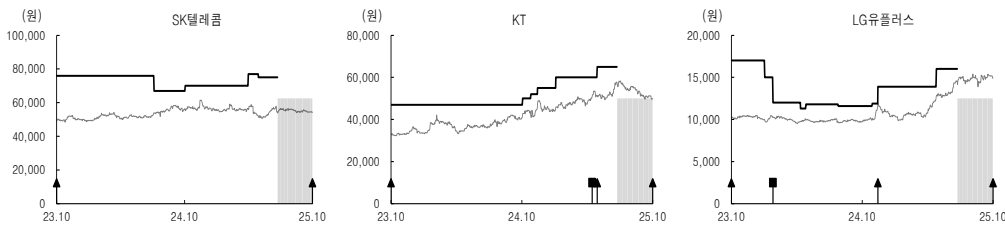
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	12.0	8.9	7.6	7.0
P/CF (x)	0.7	2.2	2.5	3.1
P/B (x)	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.1	3.0	2.5	2.0
EPS (원)	858	1,673	1,974	2,146
CFPS (원)	13,914	6,930	5,899	4,892
BPS (원)	19,825	21,178	22,505	24,004
DPS (원)	650	650	700	700
배당성향 (%)	88.8	45.5	41.9	38.5
배당수익률 (%)	6.3	4.3	4.6	4.6
매출액증가율 (%)	1.8	6.2	2.1	1.5
EBITDA증가율 (%)	-1.2	-11.2	-9.2	-9.2
조정영업이익증가율 (%)	-13.5	15.1	13.4	6.7
EPS증가율 (%)	-39.9	95.1	18.0	8.7
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.9	8.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	48.2	59.7	58.6	58.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.6	3.2	3.8	4.0
ROE (%)	4.4	8.3	9.1	9.3
ROIC (%)	4.0	5.8	7.6	9.3
부채비율 (%)	124.8	103.1	99.3	95.0
유동비율 (%)	102.9	196.7	255.0	304.5
순차입금/자기자본 (%)	70.3	32.9	8.9	-10.1
조정영업이익/금융비용 (x)	3.1	4.2	5.5	5.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK텔레콤 (017670)					2024.10.16	매수	50,000	-12.78	-11.30
2025.10.14	매수	73,000	-	-	2023.10.25	1년 경과 이후	47,000	-21.93	-10.21
2025.07.07	분석 대상 제외		-	-	2022.10.25	매수	47,000	-30.74	-19.26
2025.05.13	매수	75,000	-28.23	-22.80	LG유플러스 (032640)				
2025.04.14	매수	77,000	-27.76	-23.64	2025.10.14	매수	19,000	-	-
2024.10.16	매수	70,000	-19.26	-12.14	2025.07.07	분석 대상 제외		-	-
2024.07.19	매수	67,000	-17.01	-12.84	2025.05.09	매수	16,000	-16.86	-8.75
2023.10.25	1년 경과 이후	76,000	-32.61	-28.82	2024.11.27	매수	13,900	-22.44	-10.14
2022.10.25	매수	76,000	-36.77	-31.58	2024.11.11	Trading Buy	11,900	-11.70	-2.77
KT (030200)					2024.08.08	Trading Buy	11,600	-15.03	-12.07
2025.10.14	매수	63,000	-	-	2024.05.10	Trading Buy	11,800	-16.64	-14.58
2025.07.07	분석 대상 제외		-	-	2024.04.25	Trading Buy	11,300	-12.42	-10.80
2025.05.12	매수	65,000	-19.72	-11.23	2024.02.08	Trading Buy	12,000	-16.73	-13.50
2025.04.28	Trading Buy	60,000	-19.45	-10.83	2024.01.16	매수	15,000	-32.88	-30.40
2025.01.17	매수	60,000	-20.06	-15.50	2023.10.25	1년 경과 이후	17,000	-39.51	-38.24
2024.11.27	매수	55,000	-17.42	-10.91	2022.10.25	매수	17,000	-35.52	-28.53
2024.11.08	매수	52,000	-16.86	-12.50					

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG유플러스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 SK텔레콤,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 압력이나 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.