

The Next Connectivity

: Mobile to AI



통신서비스 (Overweight) 30 Jun. 2026

DAOL 다올투자증권

이다연 통신/음식료 | dayeonlee@daolfn.com

CONTENTS

03	I. Summary & Focus Chart
08	II. 업종 주가를 결정짓는 요인
08	II-1. 규제 · 이익 · 주주환원이 결정짓는 주가
09	II-2. 연도별 주가 Driver 체크
17	III. 데이터센터 및 전방 밸류체인에서 통신사는?
17	III-1. 통신사가 보유한 경쟁 우위 세 가지
19	III-2. 데이터센터 수익모델이 확장된다
24	III-3. 각기각색 통신3사의 AI 전략 비교
35	IV. 예전과 달라진 점
35	IV-1. 마케팅 경쟁의 구조적 완화
39	IV-2. 매해 안정적인 증익 구조 구축
42	IV-3. 이익의 질도 함께 개선
44	IV-4. 배당 안정성·가시성 강화
47	V. 잠재 리스크 점검
56	VI. 투자전략
65	VII. 종목별 투자의견
66	SK텔레콤 (017670) _ Top Pick
82	KT (030200)
100	LG유플러스 (032640)

I. Summary & Focus Chart

이익의 규모와 질이
동시에 향상되는 중

통신서비스 업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현재 통신서비스 업종은 매해 본업의 LSD(Low-Single-Digit) 성장에 더해, B2B 부문 실적 기여에 따라 전사 매출액은 매해 MSD(Mid-Single-Digit) 이상의 성장까지도 바라볼 수 있는 상황이 됐다. 이러한 가운데, 주요 영업비용인 마케팅비, 인건비, 감가상각비는 경쟁 완화, 인력구조 슬림화, 본업 투자 축소로 하향 안정화되는 국면이다.

이에 다음 세대 전환기 전까지 통신서비스 업종은 매해 외형 성장폭을 상회하는 안정적인 증익 기초를 이어나갈 전망이다. 뿐만 아니라, 선택약정할인 가입자 비중 증가로 일시 현금 유출(공시지원금)은 감소하고, 매출 차감으로 회계처리되는 판매비 비중이 높아지며, 현금흐름 변동성이 완화되고 실적 예측 가시성이 높아지고 있다. 결론적으로, 이익의 규모와 질이 동시에 향상되고 있으며, 이에 따라 배당의 지속 가능성 역시 확대되고 있다.

데이터센터 사업은
코로케이션 → DBO,
GPUaaS로 수익모델
다변화 중

데이터센터 수요는 AI 컴퓨팅 수요 증가와 함께 폭발적으로 증가 중이다. 이에 따라 통신사의 데이터센터 역시 과거 공간·회선 임대 중심의 코로케이션에서 초저지연 네트워크, 고성능 서버, 고집적 전력·냉각 설비를 갖춘 AI 데이터센터로 고도화되고 있으며, 수익모델 역시 함께 진화 중이다. 전통적인 코로케이션 수익모델의 한계는 수익화 시점이 늦다는 점과, 장기 계약 특성상 유연한 판가 전이가 어렵다는 점이다.

그러나 최근 데이터센터 DBO(Design, Build, Operation) 사업모델 확산으로 수익화 기간이 앞당겨지고 있으며, 클라우드를 기반으로 컴퓨팅 자원을 제공하는 AI 인프라 구독 모델(GPUaaS)의 확대로 서버 단위당 창출 가능한 부가가치가 확대되고 있다. 아울러 사용량 기반 과금 체계를 바탕으로 보다 유연한 가격 전가가 가능해지며, 통신사의 데이터센터 사업은 AI 컴퓨팅 수요 증가의 수혜를 보다 직접적으로 누리게 될 전망이다.

통신서비스 업종의
주가 Driver 세 가지

통신서비스 업종의 주가를 결정짓는 핵심 변수는 규제, 이익 창출력, 그리고 주주환원이다. 우선 대표적인 규제 산업으로, 정부의 요금 인하 정책, 단통법 등 경쟁 관련 규제가 업종 주가와 실적에 영향을 미친다. 네트워크 투자, 주파수 경매·재할당 등의 투자계획 및 규모도 정부의 정책 집행 기조에 따라 달라지는 경향이 있다. 둘째, 배당주 성격이 강한 만큼 이익 창출력 역시 주가의 핵심 변수다. 실제로 과거 세대 전환기에는 인프라 구축을 위한 Capex 집행 확대, 가입자 유치 경쟁에 따른 마케팅비 지출 확대로 이익이 훼손되며 업종 투자 매력도가 감소했다. 셋째, 증익 구간에서는 주주환원 모멘텀이 동반 확대된다. 5G 투자 회수기인 '21-'22년 당시 각 기업은 배당 및 자사주 매입 확대, 중간배당 도입 등 다방면으로 주주환원을 강화한 바 있으며, 이는 주가 상승 요인으로 작용했다.

'26년 실적 전망:
SK텔레콤의 회복
두드러질 것

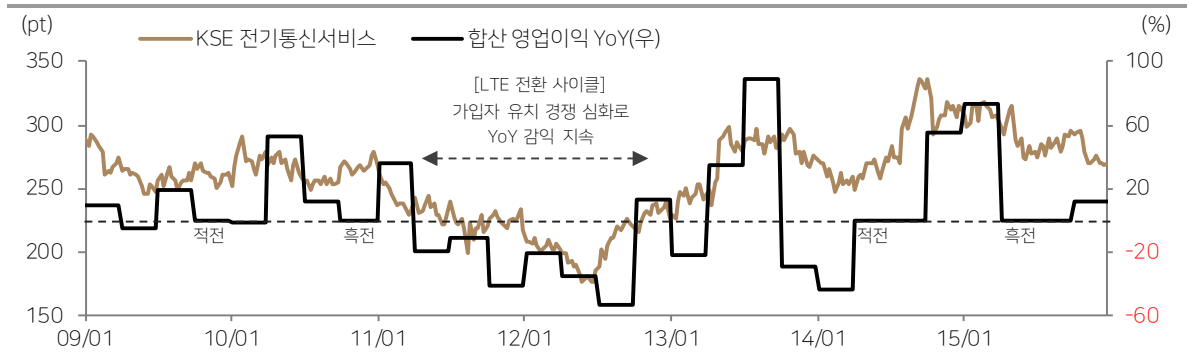
'26년 통신 3사의 합산 매출액은 전년대비 +0.7%, 영업이익은 +11.0% 증가 전망한다. 전년 보안 사고 관련 직·간접 비용은 이미 대부분 반영된 가운데, 전년 가입자 이동 증가에 따라 자산화된 마케팅비를 제외하면 추가적인 비용 증가 요인은 제한적이다. 또한 '24년 KT, '25년 LG유플러스, 4Q24·4Q25 SK텔레콤의 희망퇴직 시행으로 인건비 부담이 완화되었으며, 3사 합산 연결 감가상각비 역시 '20년 이후 연간 10조원에서 안정적으로 유지되고 있다.

각 사별 전년대비 '26년 매출액 성장률은 SK텔레콤 +4.6%, KT -1.5%, LG유플러스 +0.5%, 영업이익 증가율은 SK텔레콤 +80.2%, KT -19.7%, LG유플러스 +12.6%를 전망한다. SK텔레콤은 전년 보안 사고 기저와 ARPU·가입자수 회복에 힘입어 가장 큰 폭의 실적 성장을 기록할 전망이다. 반대로 KT는 '25년 상반기 경쟁사 보안 사고 반사수혜 역기저와 '26년 1월 위약금 면제 기간 동안의 가입자 이탈로 전년 대비 매출과 영업이익이 감소할 전망이다. 마지막으로 LG유플러스는 저수익 신사업 정리, 인력 재배치 등 비용 효율화 효과 가시화로 1조원대 영업이익 안착을 전망한다.

최선호주로 SK텔레콤
제시

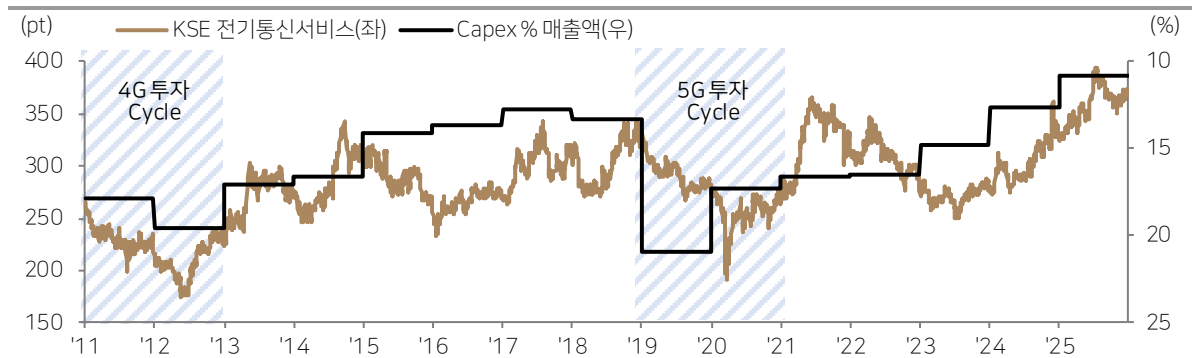
SK텔레콤을 통신서비스 업종 최선호주로 제시한다. '26년 3사 중 가장 큰 폭의 증익을 전망하며, 통신 본업 매출이 연결 매출액의 대부분을 차지하는 사업 구조상, 가입자 회복 속도가 예상보다 빨라질 경우 영업 레버리지 효과가 극대화되며 증익폭이 확대될 수 있다. 물론 배당 정상화라는 재료는 이미 주가에 반영되었고, '26년 연간 주당 배당금은 보수적으로 3,320원을 전망하며(vs. '24년 3,540원), 주가는 YTD +65.2% 상승해(vs. KT +0.6%, LG유플러스 -4.9%) 배당수익률 면에서 열위다. 그러나 3사 간 배당수익률 차이가 크지 않은 만큼(컨센서스 기준 '26년 배당수익률 SK텔레콤 3.84%, KT 4.62%, LG유플러스 5.02%), 향후 주가는 실적 추정치 상향, 증익 모멘텀에 의해 좌우될 가능성이 높다고 판단한다. 더불어 AI 수익모델 고도화 과정 속 리레이팅 기회도 가장 풍부하다.

Focus Chart 1 마케팅 경쟁 격화 시기 수익성 훼손과 업종 주가 하락 패턴



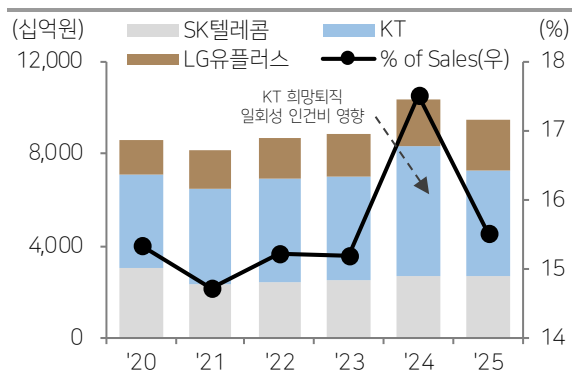
Source: 각 사, Quantiwise, 다음투자증권

Focus Chart 2 세대 전환기 Capex 집행 확대 국면에서는 업종 주가도 부진했던 경향



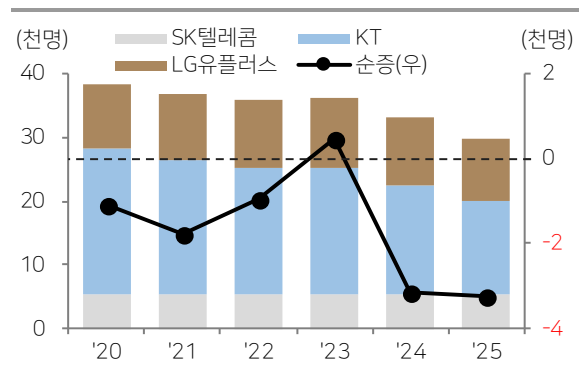
Source: 각 사, Quantiwise, 다음투자증권

Focus Chart 3 통신3사 합산 인건비 추이



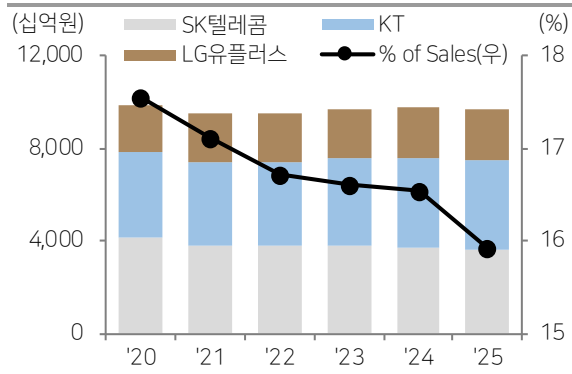
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 연결 기준

Focus Chart 4 통신3사 합산 본사 직원수 추이



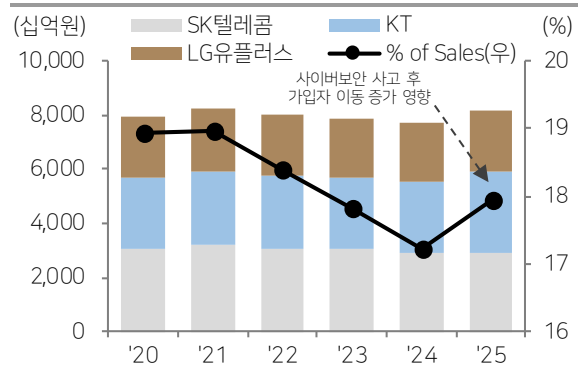
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 본사 기준, Dart 직원의 현황 기준

Focus Chart 5 통신3사 합산 감가상각비 추이



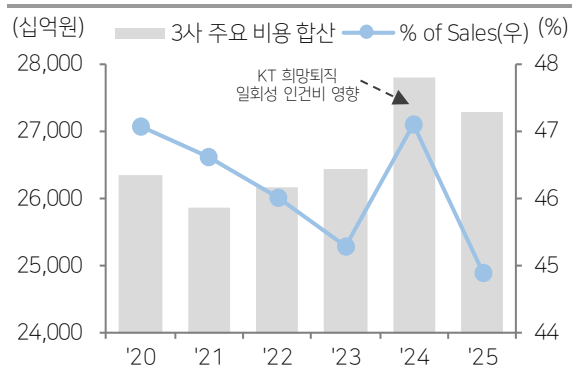
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 연결 기준

Focus Chart 6 통신3사 합산 마케팅비 추이



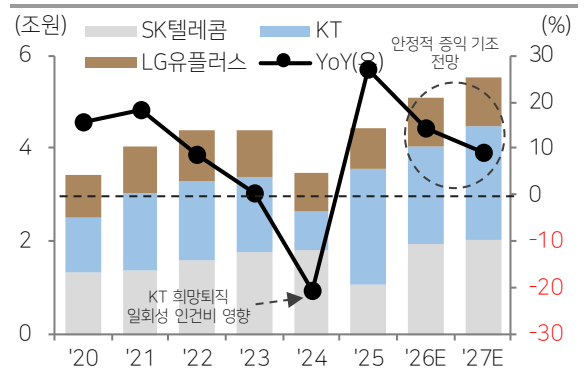
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 별도 기준

Focus Chart 7 통신3사 합산 주요 비용 추이



Source: Dart, 다음투자증권
Note: 인건비(연결), 감가상각비(연결), 마케팅비(별도) 합산 기준

Focus Chart 8 통신3사 합산 연결 영업이익 추이 및 전망



Source: Dart, 다음투자증권 추정

Focus Chart 9 통신서비스 업종 이익의 질 개선

자금제 확산 + 휴대전화의 교체주기 연장

단통법('14) 이후 10년 간 선택약정 이용자 비중이 지속적으로 증가

공시지원금
(단말 할인-영업비용에 반영)

개통일 일시 현금 지출
통신사 → 대리점
분기 지출 변동성 발생 가능

선택 약정
(요금 할인-매출차감 반영)

현금 지출 없음
매월 요금 할인만 반영(매출차감항목)
FCF에 직접적으로 기여

실적 예측이 어려움
신형 플래그십의 흥행 여부, 경쟁사의 마케팅 정책에 따라 분기별로 마케팅비용 지출 변동성 커짐

실적 예측 가능성이 높아짐
약정 구조상 분기 변동 최소화 가능
실질적인 Cash Out 없이 예측가능범위 내 발생

FCF 개선+ 이익의 질 향상

배당 가시성 및 주주환원 매력도 부각 가능

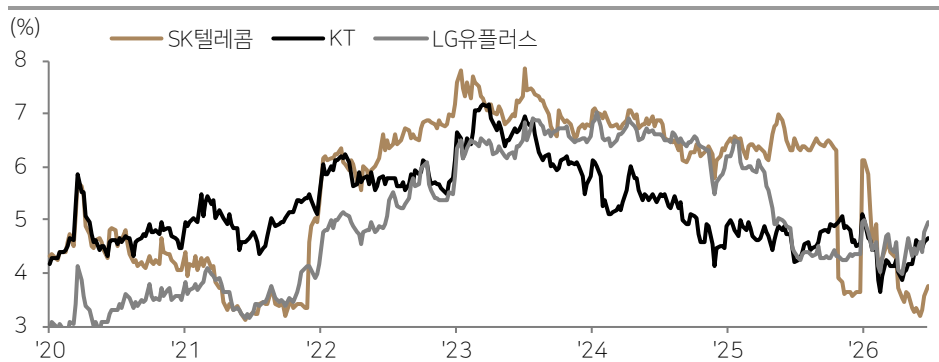
Source: 다음투자증권

Focus Chart 10 각 사 배당정책

기업	배당주기	적용연도	배당정책
SK 텔레콤	분기배당	FY '24-'26	- 연결 조정 당기순이익의 50% 이상 현금배당 및 자사주 매입·소각
KT	분기배당	FY '26-'28	- 별도 조정 당기순이익의 50% 현금배당 및 자사주 매입·소각 - '25-'28년 누적 자사주 매입·소각 1조원 시행
LG 유플러스	반기배당	FY '24-'26	- 총 주주환원율 40-60% (별도 조정 당기순이익의 40% 이상 배당 + 자사주 매입·소각 0-20%)

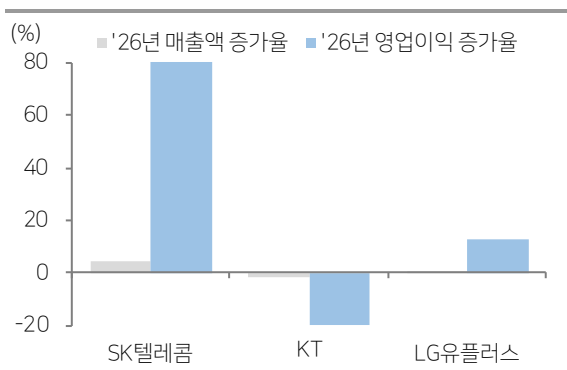
Source: 각 사, 다올투자증권

Focus Chart 11 통신3사의 배당수익률 추이



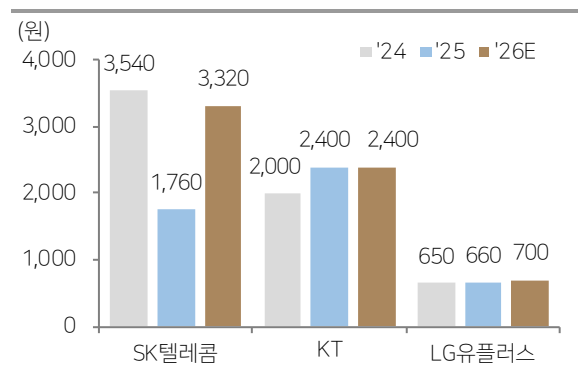
Source: Quantwise, 다올투자증권

Focus Chart 12 통신3사 '26년 연간 실적 전망



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Chart 13 통신3사 연간 주당배당금 추이 및 전망



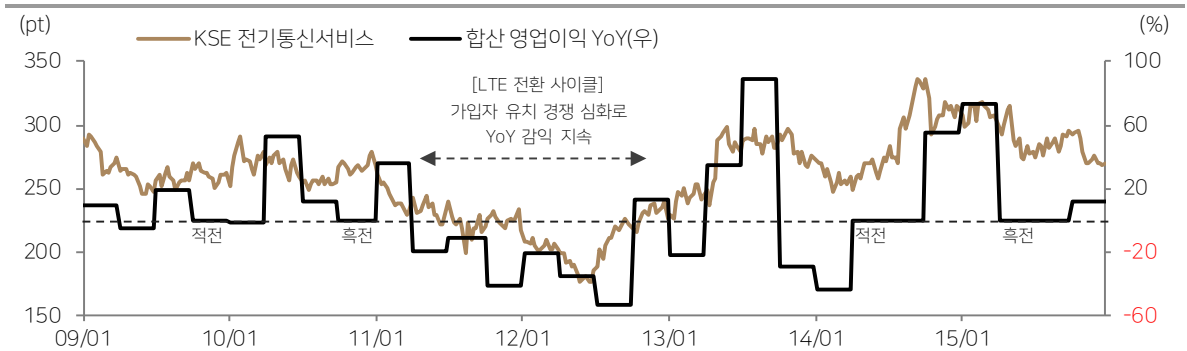
Source: 각 사, 다올투자증권 추정

II. 업종 주가를 결정짓는 요인

II-1. 규제 · 이익 · 주주환원이 결정짓는 주가

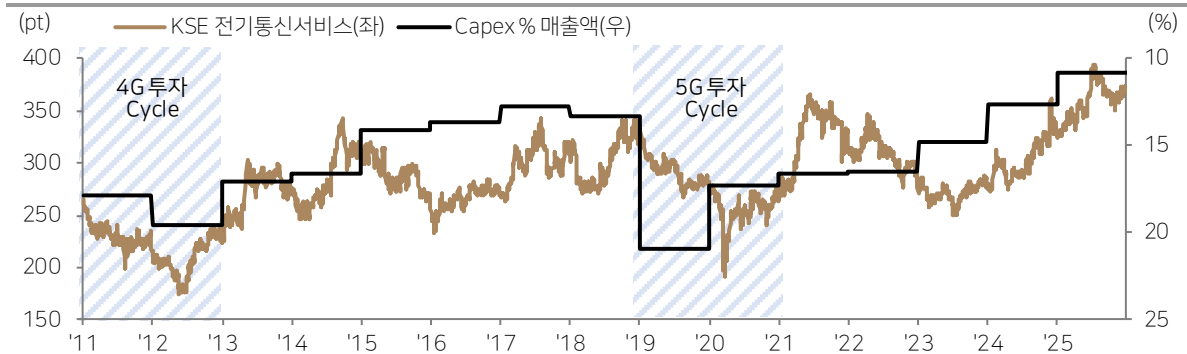
통신서비스 업종의 주가를 결정짓는 핵심 변수는 규제, 이익 창출력, 그리고 주주환원이다. 우선 대표적인 규제 산업으로, 정부의 요금 인하 정책, 단통법 등 경쟁 관련 규제가 업종 주가와 실적에 영향을 미친다. 네트워크 투자, 주파수 경매·재할당 등의 투자계획 및 규모도 정부의 정책 집행 기조에 따라 달라지는 경향이 있다. 둘째, 배당주 성격이 강한 만큼 이익 창출력 역시 주가의 핵심 변수다. 실제로 과거 세대 전환기에는 인프라 구축을 위한 Capex 집행 확대, 가입자 유치 경쟁에 따른 마케팅비 지출 확대로 이익이 훼손되며 업종 투자 매력도가 감소했다. 셋째, 증익 구간에서는 주주환원 모멘텀이 동반 확대된다. 5G 투자 회수기인 '21-'22년 당시 각 기업은 배당 및 자사주 매입 확대, 중간배당 도입 등 다방면으로 주주환원을 강화한 바 있으며, 이는 주가 상승 요인으로 작용했다. 이에 다음 장에서부터는 규제 환경, 이익 사이클, 주주환원이라는 세 가지 요소를 중심으로 연도별 업종 주가를 살펴보고자 한다.

Fig. 1: 마케팅 경쟁 격화 시기 수익성 훼손과 업종 주가 하락 패턴



Source: 각 사, Quantwise, 다음투자증권

Fig. 2: 세대 전환기 Capex 집행 확대 국면에서는 업종 주가도 부진했던 경향



Source: 각 사, Quantwise, 다음투자증권

II-2. 연도별 주가 Driver 체크

2010-2011년

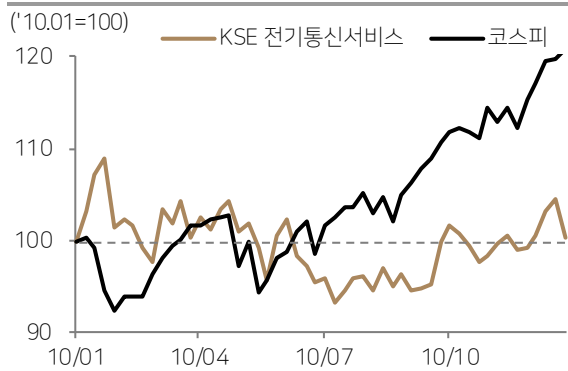
이명박 정부 출범 직후 연이은 요금 인하 압박 지속('08년 가계 통신비 인하 공약 이행, '10년 초당 과금제 도입, '11년 통신 기본료 인하 등)과 함께 ARPU 하락으로 업종 투자심리가 악화됐다. 더불어 국내 아이폰 출시('09년), LTE 상용화('11년)와 함께 심화된 가입자 유치 경쟁과 LTE 인프라 투자 비용 증가로 이익이 훼손됐다. 이에 '10-'11년 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

Fig. 3: 2010-2011년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'08년 05월	요금 압박 규제	결합상품 할인을 확대 규제 (기존: 10% → 변경: 20%)
'09년 11월	경쟁 심화 이벤트	KT의 아이폰 독점 출시
'10년 03월	요금 압박 규제	초당 과금제 도입 의무화 (기존: 10초 단위 과금제 → 변경: 실제 사용한 초당 과금)
'10년 06월	경쟁 심화 이벤트	SKT의 갤럭시S 독점 출시
'10년 08월	경쟁 심화 이벤트	SKT의 3G 무제한 요금제 최초 출시 후 확산 (출혈 경쟁 심화)
'11년 06월	요금 압박 규제	기본료 강제 인하 (1,000원 인하) 대책 확정
'11년 07월	경쟁 심화 이벤트	LTE 상용화 후 단말기 보조금 경쟁 심화
'11년 08월	비용 증가 이벤트	통신사 주파수 경매 제도 도입 → 무형자산상각비 증가

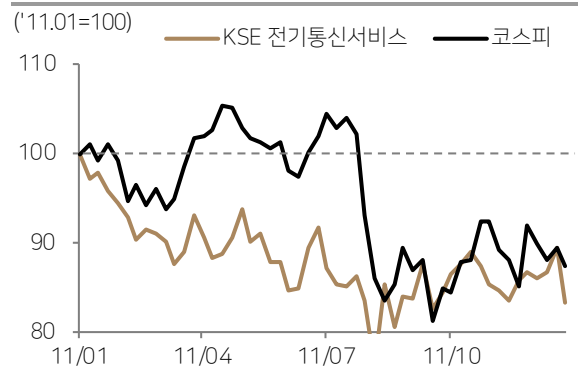
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 2010년 상대주가



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 5: 2011년 상대주가



Source: Quantwise, 다올투자증권

2012-2013년

요금 압박 정책과 LTE 전환 사이클이 맞물리며 하락하던 ARPU는 '12년 하반기를 기점으로 전년동기대비 증가 흐름으로 전환됐으며, 이후 증익 기조가 이어져 '12년 하반기 업종 주가는 시장을 아웃퍼폼했다.

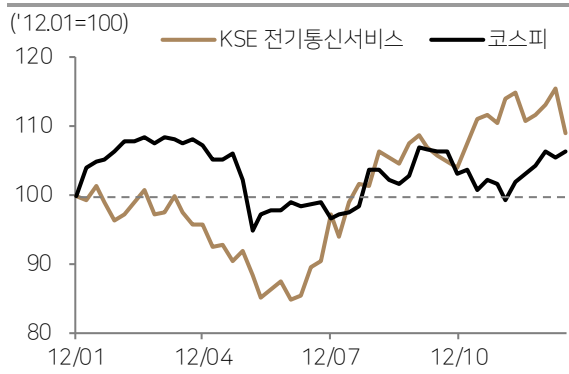
'12년 하반기 플래그십 스마트폰 출시와 함께 다시금 단말기 보조금 경쟁이 심화되며 '13년 통신3사에 순차 영업정지 처분이 내려졌다. 그러나 이는 오히려 마케팅비 피크 아웃 기대감으로 작용해, '13년 업종 주가는 시장을 아웃퍼폼했다.

Fig. 6: 2012-2013년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'12년 08월	경쟁 심화 이벤트	플래그십 디바이스 (갤럭시 S3) 출시와 함께 단말기 보조금 경쟁 심화
'13년 01월	사법·행정 제재	1-3월 통신3사 순차 영업정지 (단말기 보조금 가이드라인 위반, 약 20일)

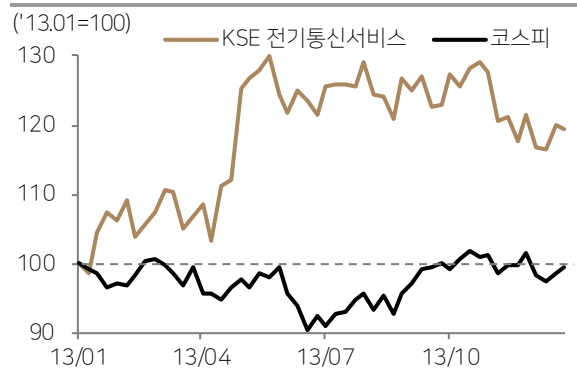
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 2012년 상대주가



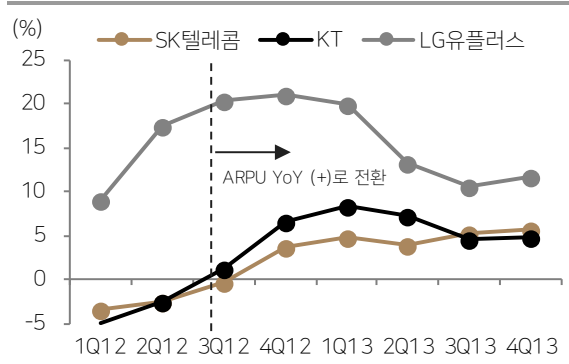
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 8: 2013년 상대주가



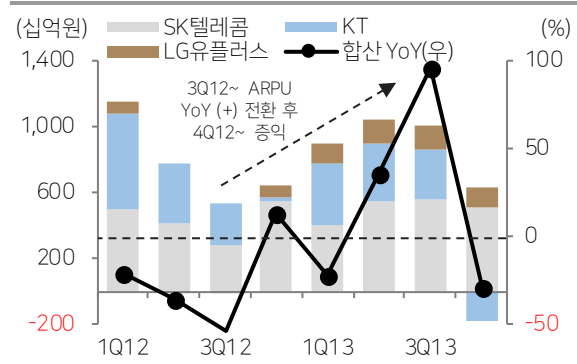
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 9: 3Q12부터 YoY ARPU 증가 흐름으로 전환 후



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 10: 4Q12부터 YoY 증익 시작



Source: 각 사, 다올투자증권

2014-2015년

‘14년에도 단말기 보조금 가이드라인 위반에 따른 영업정지 처분이 내려졌다. 동시에 KT가 대규모 희망퇴직을 실시했고, 비용 부담 확대에 따라 배당이 미지급되며 투자심리가 악화됐다. 반면 하반기에는 KT의 빅배스 후 턴어라운드 기대감, 단통법 시행 후 경쟁 완화 기대감이 주가에 반영됐다. 이에 ‘14년 주가는 전약후강의 모습을 보였다.

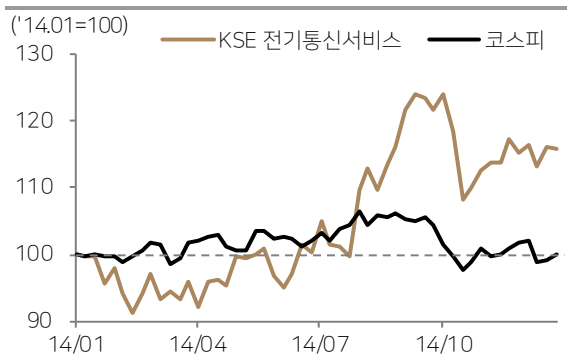
‘15년에는 단통법 시행(‘14.10) 후 기기변경 감소로 통신3사 합산 매출이 역성장으로 돌아선 가운데, 기기값 상승에 대한 소비자 불만이 확대되며 요금 인하 압박이 심화됐다. 이에 ‘15년 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

Fig. 11: 2014-2015년 주요 이벤트

시기	구분	내용
‘13년 09월	경쟁 심화 이벤트	주요 플래그십 디바이스 순차 출시 (9월 갤럭시 노트3, 10월 아이폰 5S) 로 보조금 경쟁 심화
‘14년 03월	사법·행정 제재	3-5월 통신3사 동시·순차 영업정지 (단말기 보조금 가이드라인 위반, 약 45일로 최장 기간)
‘14년	비용 부담 확대	KT의 대규모 희망퇴직 시행, 연간 영업적자 전환, 배당 미시행
‘14년 10월	경쟁 완화 이벤트	단통법 시행 (가입 유형에 따른 지원금 차별 금지, 선택약정 요금할인 15% 신설)
‘15년 04월	요금 압박 규제	선택약정 할인율 상향 (기존: 15% → 변경: 20%)

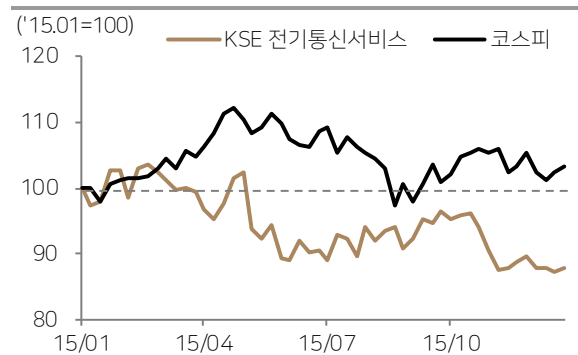
Source: 다올투자증권

Fig. 12: 2014년 상대주가



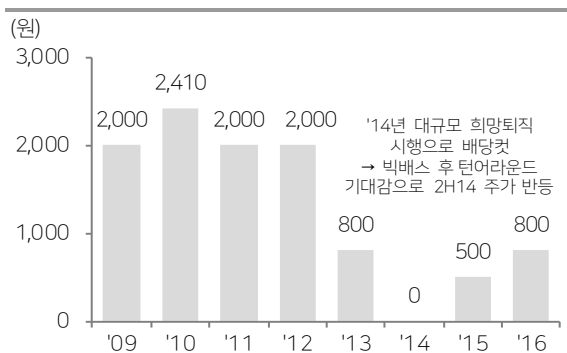
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 13: 2015년 상대주가



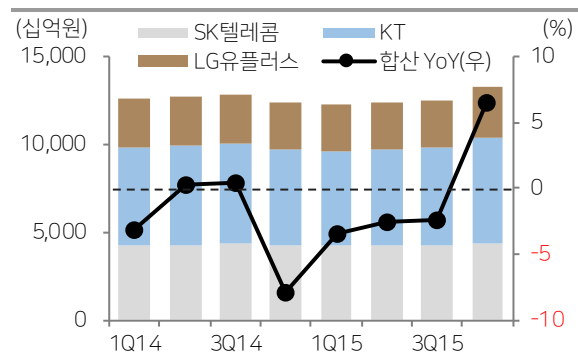
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 14: ‘14년 KT 배당컷



Source: KT, 다올투자증권

Fig. 15: 단통법 시행 (‘14.10) 후 매출액 감소



Source: 각 사, 다올투자증권

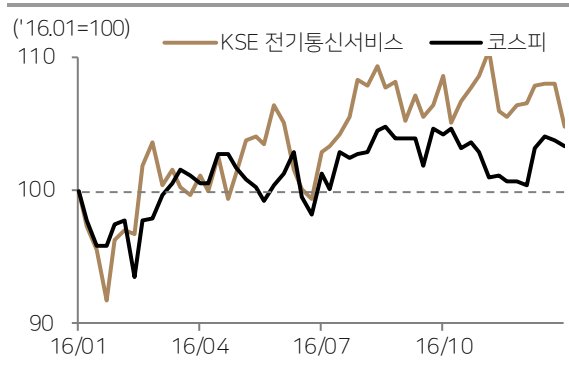
2016-2017년 단통법 시행('14.10) 이후 출혈 경쟁 완화 효과는 '16년 실적부터 반영되기 시작했다. 전년동기대비 증익 추세 전환으로 '16년 업종 주가는 시장을 소폭 아웃퍼폼했다. 이러한 증익 흐름은 '17년까지도 지속되었으나, 문재인 정부 출범('17.10) 전후로 요금 인하 리스크가 확대되며 '17년 하반기 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

Fig. 16: 2016-2017년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'17년	요금 압박 규제	(현실화 X) 보편요금제 도입 리스크 (정부가 가격을 지정하는 표준 요금제 의무 출시)
'17년 09월	요금 압박 규제	선택약정 할인율 상향 (기준: 20% → 변경: 25%)

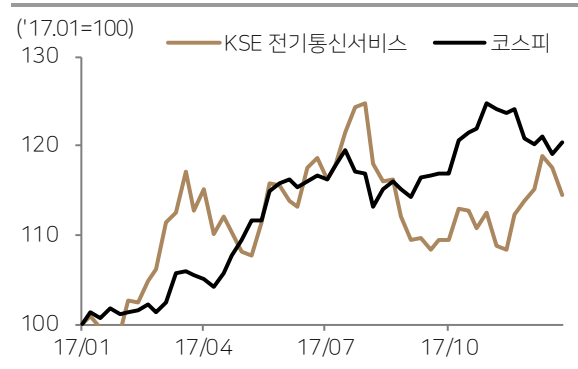
Source: 다올투자증권

Fig. 17: 2016년 상대주가



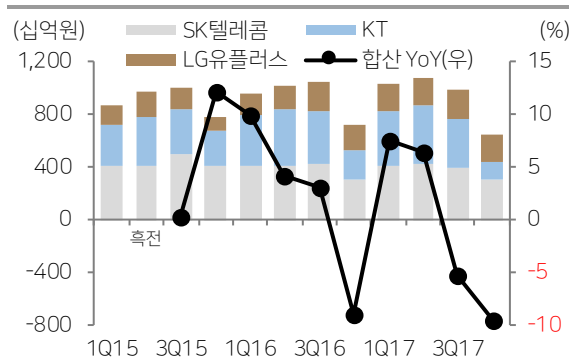
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 18: 2017년 상대주가



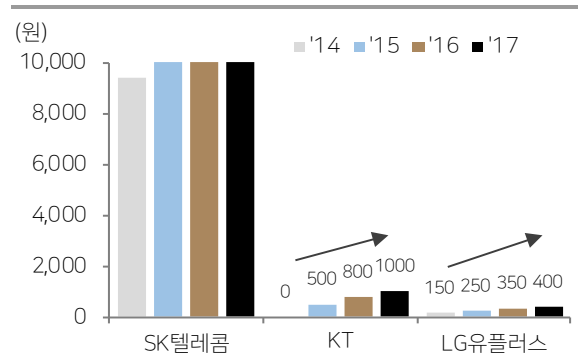
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 19: 단통법 시행 ('14.10) 후 YoY 증익 기조 전환



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 20: 증익 기조 바탕 배당 정상화·확대 ('16-'17년)



Source: 각 사, 다올투자증권 / Note: SKT는 SK스퀘어 분할 전 기준

2018-2019년 '18년 하반기는 미중 무역전쟁 리스크 확대로 배당주에 대한 투자매력이 확대됐고, 동시에 '19년 5G 상용화를 앞두고 관련 기대감이 주가에 반영되며, '18년 업종 주가는 전약후강의 모습을 보였다.

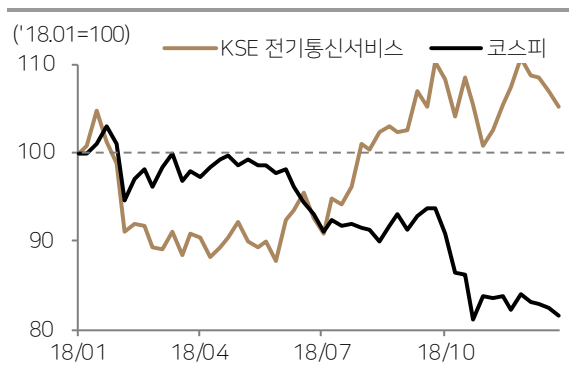
반면 '19년은 5G 상용화 후 관련 재료에 대한 소멸 인식, 5G 가입자 유치 목적 출혈 경쟁 심화 및 5G 투자비용 증가로 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

Fig. 21: 2018-2019년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'18년 02월	경쟁 심화 이벤트	LG유플러스의 최초 LTE 무제한 요금제 출시 (KT: 5월 출시, SKT: 7월 출시)
'19년 04월	경쟁 심화 이벤트	5G 상용화 (이후 마케팅 경쟁 심화되며 사실상 단통법 무력화)

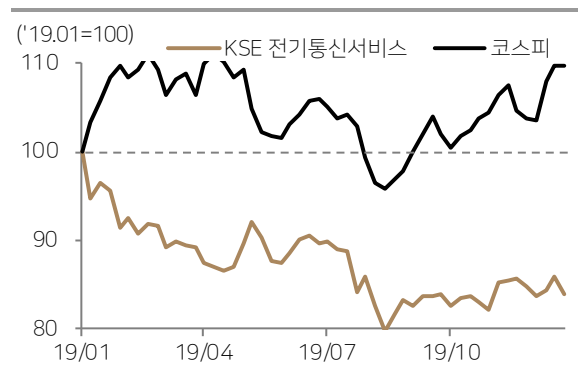
Source: 다올투자증권

Fig. 22: 2018년 상대주가



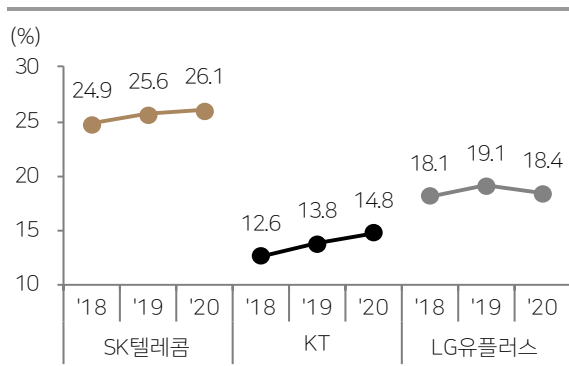
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 23: 2019년 상대주가



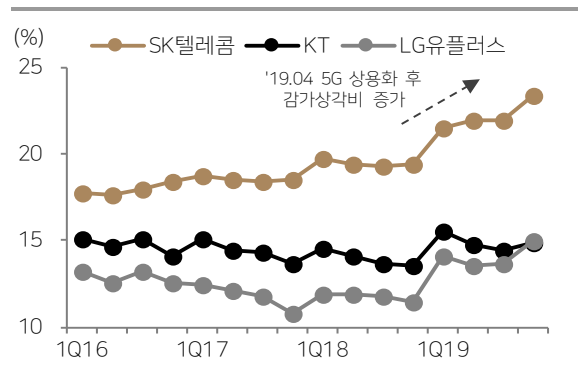
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 24: '19년 4월 5G 상용화 후 마케팅비 증가



Source: 각 사, 다올투자증권 / Note: SKT(별도), KT(별도), LG유플러스(연결)

Fig. 25: '19년 4월 5G 상용화 후 감가상각비 증가



Source: 각 사, 다올투자증권 / Note: SKT, KT, LG유플러스 모두 연결 기준

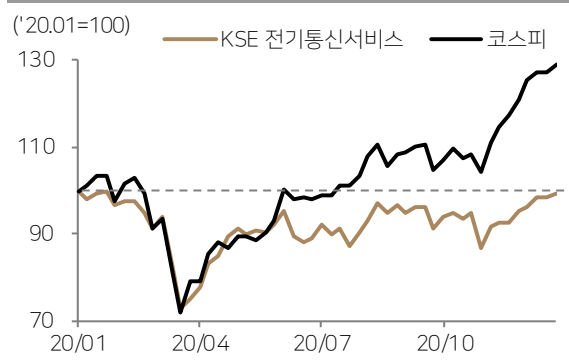
2020-2021년 '20년 유동성 확대 국면에서 통신 업종에 대한 상대적 투자매력이 감소했으며, 하반기 단통법 위반에 따른 과징금 처분이 더해지며 '20년 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다. 반면, '21년에는 5G 침투율 확대에 따른 ARPU 상승 효과로 전년동기대비 증익이 가시화됐고, 주당배당금 상향, 분기·반기배당 도입, 자사주 매입·소각 등 업종 전반 주주환원 강화로 업종 주가는 시장을 아웃퍼폼했다.

Fig. 26: 2020-2021년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'20년 07월	사법·행정 제재	단통법 위반 혐의로 통신3사에 총 512억원의 과징금 부과
'20년 12월	규제 완화	통신요금 인가제 폐지 및 유보신고제 도입

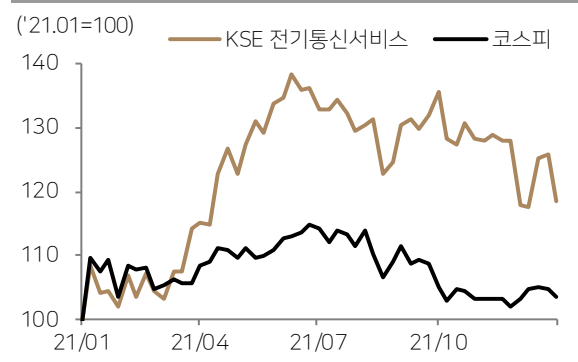
Source: 다올투자증권

Fig. 27: 2020년 상대주가



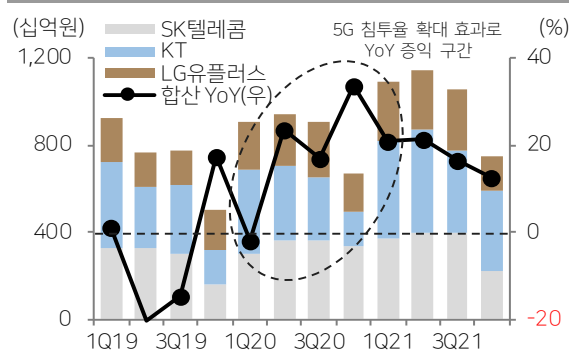
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 28: 2021년 상대주가



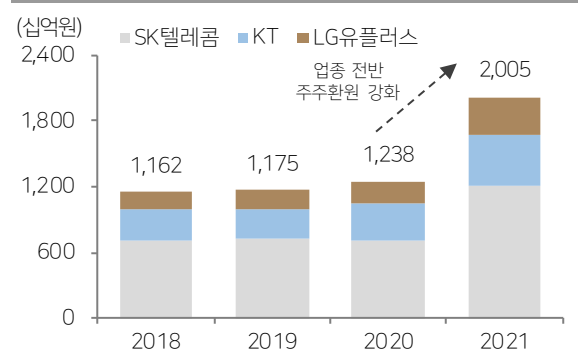
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 29: 5G 침투 확대에 YoY 증익 구간 진입



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 30: 증익 기초 속 업종 전반 총주주환원액 증가



Source: 각 사, 다올투자증권 / Note: 총주주환원액에 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 당기에 소각되지 않은 자사주 매입은 포함

2022-2023년

'22년은 3월 대선 직후 규제 관련 불확실성 해소, 업종 증익 흐름 지속, 미 연준의 연이은 금리 인상이 업종 주가에 호재로 작용했다. 이에 하반기 신정부의 요금 압박에도 불구하고, '22년 주가는 시장을 아웃퍼폼했다.

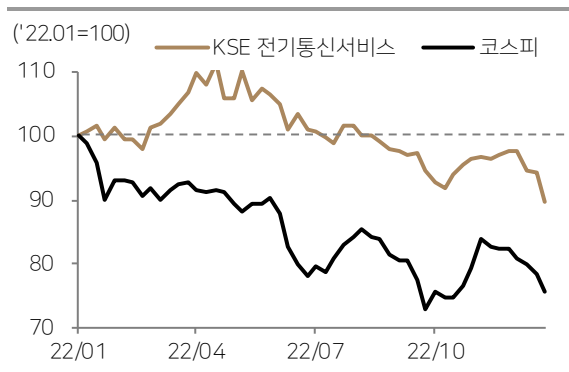
'23년 상반기는 LG유플러스 디도스 침해, KT 경영권 공백 등 기업 개별 이슈가 상존했고, 주도 업종 랠리에 따른 수급 소외로 업종 주가는 시장을 언더더포했다. 반면 하반기는 KT의 지배구조 리스크 해소, SK텔레콤의 자사주 매입이 호재로 작용해 '23년 하반기 업종 주가는 상반기 하락폭을 만회했다.

Fig. 31: 2022-2023년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'22년 07월	요금 압박 규제	5G 중간요금제 도입 (1차 도입기)
'23년 04월	요금 압박 규제	5G 요금제 구간 초세분화 (2차 도입기)

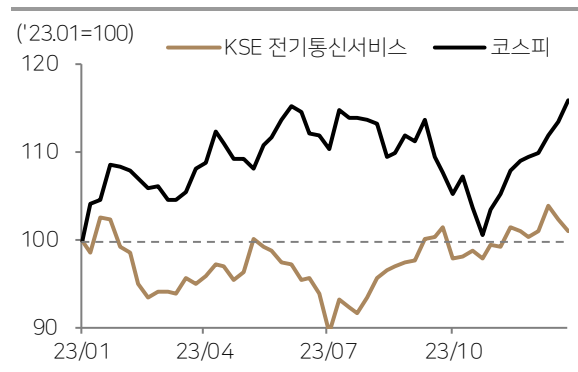
Source: 다올투자증권

Fig. 32: 2022년 상대주가



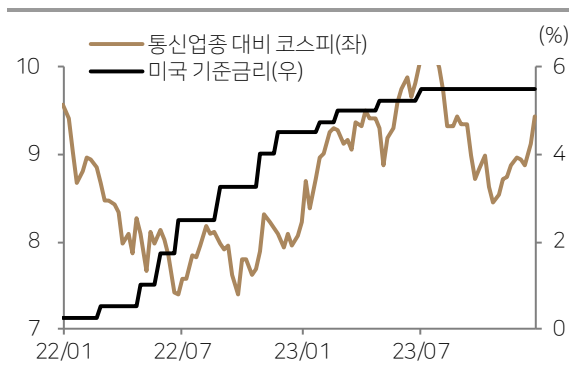
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 33: 2023년 상대주가



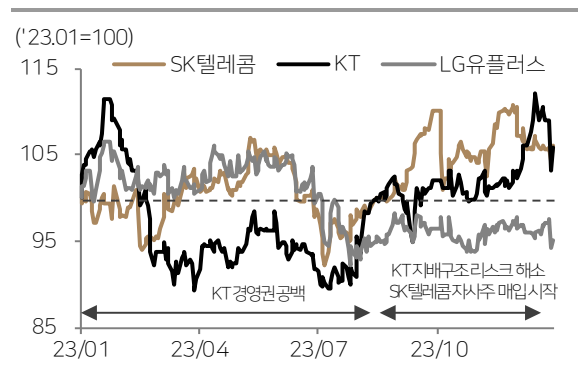
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 34: '22년 금리인상기 업종은 코스피를 아웃퍼폼



Source: Bloomberg, Quantwise, 다올투자증권

Fig. 35: '23년 KT 지배구조 리스크 해소 후 주가 반등



Source: Quantwise, 다올투자증권

2024-2025년 '24년 초 전환지원금 제도 도입으로 마케팅 경쟁 심화 우려가 부각되며 상반기 업종 주가는 부진한 모습을 보였다. 그러나 하반기 실적에서 오히려 마케팅 비용 하향 안정화 흐름이 확인된 반면, 시장은 미국 경기 둔화 및 반도체 피크아웃 우려로 약세를 보이며 '24년 업종 주가는 시장을 아웃퍼폼했다.

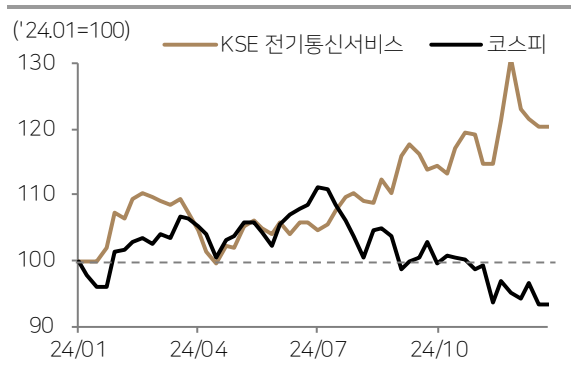
'25년 발생한 보안 사고로 업종 펀더멘털과 투자심리가 동반 악화된 가운데, SK텔레콤은 분기 배당을 지급하지 못했다. 반면 시장은 신정부 출범 후 정책 기대감, 하반기 반도체 랠리로 연이어 신고가를 기록해, '25년 업종 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

Fig. 36: 2024-2025년 주요 이벤트

시기	구분	내용
'24년 01월	요금 압박 규제	5G 요금제 하한선 인하 (기존: 하한선 3만원 후반~4만원 초반 → 변경: 3만원 초반)
'24년 03월	경쟁 촉진 규제	전환지원금 제도 도입 (번호이동 고객 대상 전환지원금 지급 합법화)
'25년 07월	사법·행정 제재	대리점 판매장려금 담합 적발로 통신3사에 총 963억원의 과징금 부과
'25년 07월	경쟁 촉진 규제	단통법 공식 폐지 (지원금 차별금지 조항 소멸)

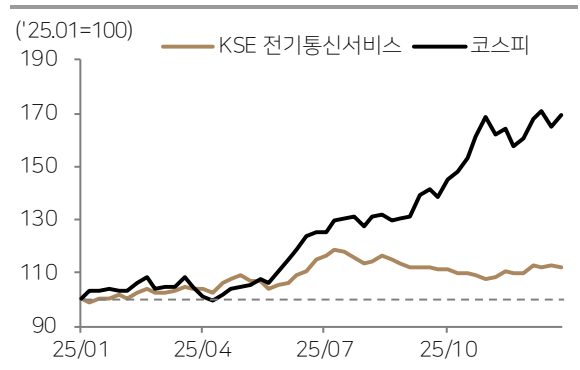
Source: 다올투자증권

Fig. 37: 2024년 상대주가



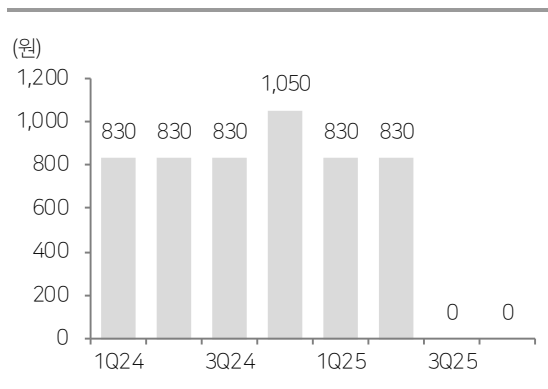
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 38: 2025년 상대주가



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 39: SK텔레콤 사이버보안 사고로 인한 배당컷



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 40: '25년 통신 업종 사이버보안 사고 타임라인

일자	기업	내용
25.04.28~	SK 텔레콤	전 고객 대상 무상 유심 교체 개시
25.05.05~	SK 텔레콤	신규영업 중단 기간 (~'25.06.23)
25.07.15~	SK 텔레콤	위약금 면제 신청 개시
25.08	SK 텔레콤	8월 한달간 전 고객 대상 통신요금 50% 할인
25.08~25.12	SK 텔레콤	전 고객 대상 5달간 매달 데이터 50GB 제공
25.08.27	SK 텔레콤	과징금 부과 의결 (약 1,347 억원 규모)
25.08.26	KT	가입자 대상 무단 소액결제 피해 발생
25.10.29	KT	피해 결제 금액 대납 처리 발표 (약 2.4 억원)
25.11.05	KT	전 고객 대상 무상 유심 교체 개시
25.11~현재	KT	고객 보답 프로그램 시행 개시
26.01.14~	KT	위약금 면제 신청 개시

Source: 각 사, 언론 보도, 다올투자증권

III. 데이터센터 및 전방 밸류체인에서 통신사는?

III-1. 통신사가 보유한 경쟁 우위 세 가지

글로벌 데이터센터
수요 폭증 이유

글로벌 데이터센터 수요는 1) 학습에서 실시간 추론 중심의 AI 패러다임 전환, 2) 산업 전반 DX 가속화에 따른 멀티모달 데이터 증가와 클라우드 네이티브 환경 확대, 3) 데이터 주권의 중요도 강화로 권역별 소버린 클라우드 분산 구축 수요가 맞물리며 폭발적으로 증가하는 양상이다. 이에 따라 통신사의 데이터센터 역시 과거 공간·회선 임대 중심의 코로케이션과 역할에서 벗어나, 초저지연 네트워크, 초고성능 서버, 고집력 전력·냉각 설비를 갖춘 AI 데이터센터로 고도화되고 있다.

통신사가 갖는
경쟁 우위 세 가지

통신사가 AI 데이터센터에서 가지는 핵심 경쟁력은 아래 세 가지다. 첫째, 데이터센터 구축에 있어 가장 큰 병목인 부지 확보, 전력 공급 문제에서 상대적으로 자유롭다. 전국 각지에 보유한 IDC·국사 내 서버 증설, 인프라 고도화 등 일부 프로세스만 거치면 AI 연산에 최적화된 AI 데이터센터를 구축할 수 있기 때문이다. 실제로 SK텔레콤은 기존 IDC였던 가산 데이터센터를 AI DC로 전환해 람다(GPUaaS 제공사) 리전을 유지하고, 잔여 공간에 자체 GPU Cluster를 구축해 이를 바탕으로 GPUaaS를 제공 중이다.

둘째, AI 추론 데이터 증가와 함께 이들이 보유한 전국 각지의 데이터센터가 옛지 AI의 핵심 인프라로 기능할 전망이다. 생성형AI 기반 서비스 대중화, Physical AI 확산으로 실시간·초저지연 판단을 요구하는 AI 추론 트래픽은 나날이 증가하고 있다. 이들이 전국 각지에 보유한 데이터센터는 사용자와 가장 가까운 접점에서 해당 트래픽을 처리하는 핵심 인프라로 그 가치가 부각될 것이다.

셋째, 자체 백본망(광 네트워크)을 보유하고 있다는 점 역시 중요한 경쟁 우위다. 비통신 계열 데이터센터 사업자는 통신사에 망 사용료를 지불해야 하는 반면, 통신사는 자체 네트워크를 활용할 수 있어 관련 비용이 발생하지 않는다. 결과적으로 이러한 원가 우위는 입주사에 다양한 형태의 TCO(총소유비용) 절감 옵션을 제공할 수 있는 배경이 되어, 수익성 훼손 없는 가격 경쟁력 우위로 작용할 수 있다.

Fig. 41: IDC에서 AI DC로 전환된 SK텔레콤의 가산 DC



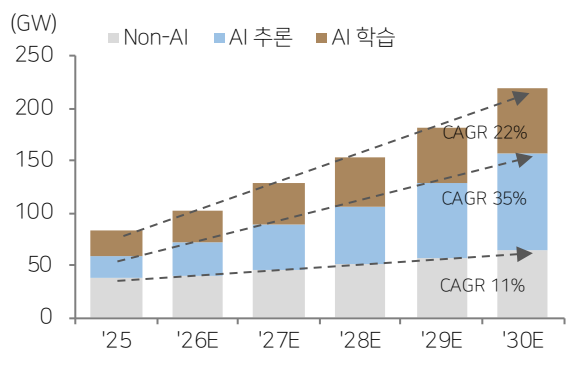
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 42: KT DC 분포 (엣지 추론 수요 대응에 유리)



Source: KT, 다올투자증권

Fig. 43: 워크로드별 글로벌 데이터센터 수요 전망



Source: Mckinsey, 다올투자증권

Fig. 44: 초저지연 서비스별 5G 네트워크 요구사항

서비스	DL bitrates (다운로드 속도 요구치) (Mbps)	UL bitrates (업로드 속도 요구치) (Mbps)	Latency (one-way) (단방향 지연시간 요구치) (ms)
Cloud Gaming	8-30	~0.3	10-30
VR	30-100	< 2	5-20
AR	2-60	2-20	5-50
자율주행	~1	~25	< 5

Source: Ericsson, 한국전자파학회논문지, 다올투자증권

III-2. 데이터센터 수익모델이 확장된다

코로케이션 BM 장점

- 1) 영업 레버리지,
- 2) 안정적 현금흐름

전통적인 데이터센터의 수익모델은 상면 공간을 장기 임대하고 임대료를 수취하는 코로케이션(Colocation)이다. 사업 특성상 초기 투자 부담은 크지만, 구축 이후에는 감가상각비와 유틸리티 비용 외 추가 비용 부담이 제한적이므로 입주율 상승과 함께 높은 영업 레버리지 효과를 누릴 수 있다. 또한 장기 계약 기반 사업 모델인 만큼 실적 변동성이 낮고 안정적인 현금흐름 창출이 가능하다는 특성이 있다.

코로케이션 BM 한계

- 1) 낮은 수익화 시점,
- 2) 즉시 가격 전가 X

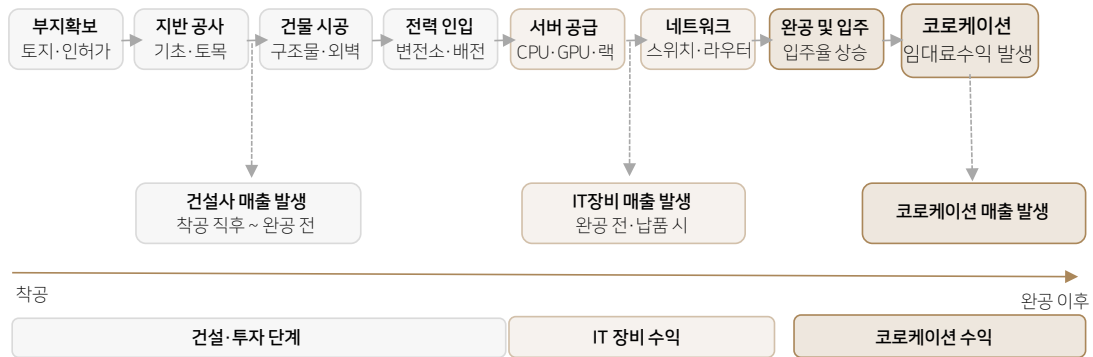
이러한 장기 임대 기반의 사업 구조는 데이터센터 밸류체인 내 다른 영역과는 상이한 수익화 구조를 낳는다. 우선 완공 및 입주가 완료된 시점부터 매출이 발생하는 특성상 밸류체인 내에서 수익 인식 시점이 가장 늦은 편에 속한다. 분양 구조도 아니기에 현금흐름 시차 역시 존재한다. 또한 장기 계약 중심 사업 모델 특성상, 쇼티지가 확인되더라도 이를 즉시 임대료에 전가하기 어렵다는 한계로 실적 모멘텀이 약한 편이다.

Fig. 45: 코로케이션 수익모델의 영업 레버리지 효과 시뮬레이션

입주율	30%	50%	70%	90%
매출액(백만원)	30	50	70	90
고정비(백만원)	40	40	40	40
변동비(백만원)	6	10	14	18
영업이익(백만원)	-16	0	16	32
영업이익률(%)	-53.3	0.0	22.9	35.6
상면당 매출액(만원)	100	100	100	100
상면당 변동비(만원)	20	20	20	20

Source: 다올투자증권

Fig. 46: 코로케이션 BM의 특성: 데이터센터 밸류체인 내 수익화 시점이 가장 늦음



Source: 다올투자증권

수익모델 확장 ①
DBO 모델 확대로
짧아진 수익화 Cycle

그러나 최근에는 이러한 사업 모델에도 유의미한 변화가 나타나고 있다. 최근 자산운용사, 전문 디벨로퍼 등 여러 사업 주체가 데이터센터 분야에 진출하면서, 소유권은 FI가 갖고, 데이터센터 설계·구축·운영은 관련 역량을 보유한 통신사가 수행하는 DBO (Design, Build, Operation) 사업 모델이 빠르게 확산되는 추세다. 이에 통신사는 투자비용 부담 없이 데이터센터 준공 전부터 관련 매출을 인식할 수 있게 되어 수익화 시점이 앞당겨졌다.

현재 KT, LG유플러스가 DBO 사업을 확대하는 추세이며, LG유플러스는 코람코자산운용과의 파트너십을 바탕으로 향후 해당 운용사의 DBO를 추가 수행할 가능성이 높다. KT 역시 부천, 용인, 전남 장성 등 7개 이상의 DBO에 참여 중인 것으로 보인다. FI가 개발하는 데이터센터는 대부분 하이퍼스케일급이라는 점을 감안할 때, 향후 DBO 사업의 실적 기여분은 유의미하게 확대될 전망이다.

Fig. 47: 자체 데이터센터 운영 BM vs. DBO BM 차이점

구분	자사 소유 데이터센터	DBO (Design, Build, Operation) 데이터센터	
		마스터리스 (통신사가 최종 고객 유치/계약)	순수 위탁 운영 (O&M) (운용사가 최종 고객 유치/계약)
통신사 마진율	높음 ~ 매우 높음 (임대료 지출이 없어 매출 증가가 곧바로 이익으로 직결)	상당히 높음 (시장이 호황일수록, AI 단가가 오를수록 마진율 확대)	보통 ~ 안정적 (투입원가에 일정 비율(%)만 얹어 받는 구조)
매출 규모	수천억 원대 대형 매출 가능 (공간 임대료, 전력, 인프라, 회선 매출까지 전체 밸류체인을 독식)	수천억 원대 대형 매출 가능 (최종 고객의 전체 임대료, 인프라 비용이 통신사 매출로 인식)	수십억 ~ 백억 원대 수준 (순수 인건비 위주의 용역 수수료만 매출로 인식)
ROIC	낮음 (수천억원 대 Capex 투입 필요)	매우 높음 (자산운용사 자본 활용)	
재무구조 영향	재무 부담 큼 (대규모 차입금 발생)	재무 부담 적음 (리스 부채로 관리 가능)	
시장 대응 속도	느림 (부지 매입~준공까지 3~4년 소요)	빠름 (지어지는 건물을 선점해 설계/구축/운영 매출 즉각 발생 가능)	
최대 리스크	공실 리스크 및 고정비 부담 (초기 고객 유치 실패 시 금융 비용, 감가상각비 등 부담 확대)	공실 리스크 (초기 고객 유치 실패 시 마스터리스 임대료 비용 부담 확대)	인력 관리 리스크 (운영 장애 발생 시 손해배상(SLA) 청구 리스크)

Source: 다올투자증권

Fig. 48: KT클라우드의 데이터센터 DBO 현황

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	2025	가산 AI DC	AI DC	DBO	26MW	-	KT 마스터리스 계약 바탕 운영 중
수도권	2H26 (예상)	부천 AI DC	AI DC	DBO	48MW	-	6MW 우선 공급 / 1 개동-자사 사용, 1 개동-재임대
비수도권	2027 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	200MW	-	PUE 효율 1.4 대입 시 IT Load 150MW 추정
비수도권	2028 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	17MW	-	수전용량 60MW 까지 확장 예정
수도권	2028 (예상)	용인 덕성 AI DC	AI DC	DBO	56MW	-	KT 마스터리스 용량 14MW (추가 14MW 확장 가능)
수도권	2028 (예상)	구로 AI DC	AI DC	DBO	-	30MW	1Q25 착공, KT 클라우드가 MEP 공사 및 운영 담당
비수도권	2025	경북 AI CDC	AI DC	DBO	6MW	-	민관협력형 DC (KT 클라우드가 1,100 억원 투자)

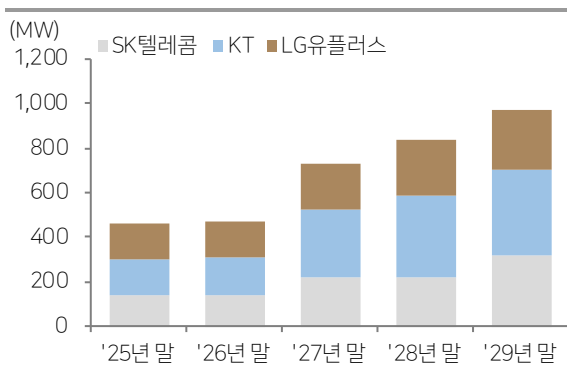
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 49: LG유플러스의 데이터센터 DBO 현황

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	'25.07	가산 2	AI DC	DBO	26MW	40MW	3Q25~ DBO 매출 발생, '26년 매출 기여 확대 예상
비수도권	2028 (목표)	부산 장림	AI DC	DBO	-	40MW	DBO 착수 (4Q25), 착공 (1H26)

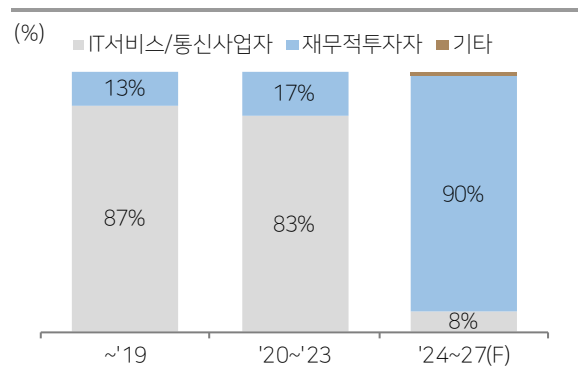
Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 50: 통신3사 데이터센터 용량 전망 (DBO 포함)



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 51: 국내 데이터센터 사업 주체 비중 전망



Source: Savills Korea, 다올투자증권

수익모델 확장 ②
AI 인프라 구독 모델로
사용량 기반 과금

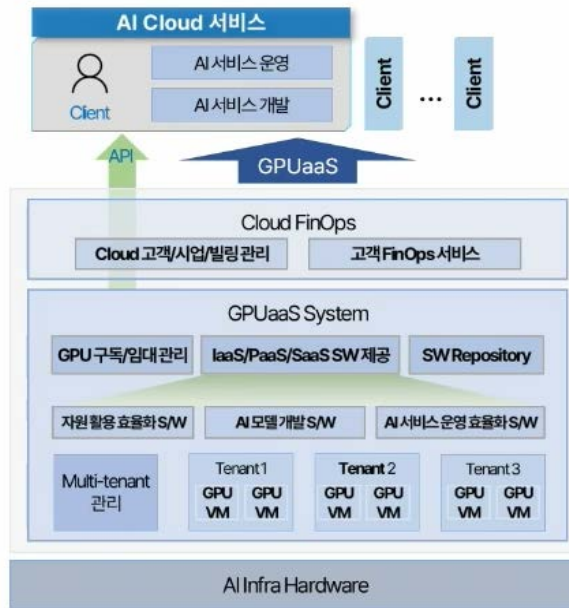
또한 GPUaaS 등 클라우드를 기반으로 컴퓨팅 자원을 제공하는 AI 인프라 구독 사업 모델이 확대되는 추세다. 즉, AI 데이터센터(컴퓨팅 자원)를 클라우드화(IaaS)해 개발자 지원 플랫폼(PaaS)과 통합 판매하거나, 프론트엔드에서 소프트웨어(SaaS) 형태로 제공해 GPU 인프라(백엔드)의 부가가치를 높여 판매하는 사례가 증가하고 있다.

자세히 살펴보면, GPUaaS는 단순 서버 임대 사업이 아니라는 것을 알 수 있다. GPUaaS는 1) 가상화 솔루션을 바탕으로 물리 서버의 컴퓨팅 자원을 클라우드 환경으로 구현하고, 2) 이 가상화된 컴퓨팅 자원을 고객 요청에 따라 분배·제공하며(IaaS), 3) 나아가 MLOps 플랫폼(PaaS)을 통해 AI 개발환경 구축, 모델 배포·운영 지원까지 포괄하는 서비스다. 실제로 자체 LLM이나 AI 에이전트를 개발하는 기업은 컴퓨팅 자원뿐만 아니라 MLOps 환경까지 함께 필요로 하는 경우가 많아, IaaS(인프라)에서 PaaS(개발 플랫폼)로의 자연스러운 번들링 효과를 창출할 수 있다.

앞서 설명한 사례가 개발자가 GPU 자원을 임대해 직접 서비스를 개발하는 경우라면, 자체 개발 역량이 없거나 추가적인 튜닝 없이 완성된 솔루션을 간편하게 이용하고자 하는 고객은 AI SaaS를 선택하게 된다. SaaS는 완제품 형태로 제공되므로, 프론트엔드 단에서는 백엔드의 컴퓨팅 인프라가 드러나지 않는다. 그러나 AI SaaS 역시 GPU 인프라 위에서 구동되며, 특히 LLM 추론 등의 서비스는 백엔드에서 GPU 자원을 지속적으로 소모하므로, 인프라 대여 매출에 더해 소프트웨어 마진까지 추가적으로 확보할 수 있는 형태다. 더불어 향후 SaaS의 영역이 현재의 텍스트·음성 모달리티 중심에서 제조·물류·디지털트윈 등 다연산 요구 영역으로 확장될 경우, 프론트엔드(소프트웨어) 매출과 백엔드(인프라) 매출의 동반 증가 효과가 극대화되어 나타날 수 있다.

결론적으로, GPUaaS는 AI 데이터센터라는 인프라 위에서 각종 클라우드 솔루션의 크로스셀링을 유도, 서버 한 단위가 창출하는 부가가치를 높이는 솔루션이다. 아울러 사용량 기반 과금 체계로 보다 유연한 가격 전가가 가능해짐으로써, 통신사의 데이터센터 비즈니스는 AI 컴퓨팅 수요 증가의 수혜를 보다 직접적으로 누리게 될 전망이다.

Fig. 52: AI Infra Hardware 위에서, GPUaaS(GPUaaS System+Cloud FinOps)를, AI Cloud 서비스 형태로 제공



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

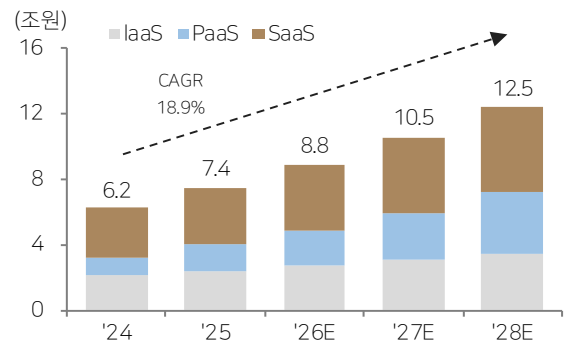
Fig. 53: 부가가치 확대: IaaS → PaaS → SaaS

On-site	IaaS	PaaS	SaaS
Applications	Applications	Applications	Applications
Data	Data	Data	Data
Runtime	Runtime	Runtime	Runtime
Middleware	Middleware	Middleware	Middleware
O/S	O/S	O/S	O/S
Virtualization	Virtualization	Virtualization	Virtualization
Servers	Servers	Servers	Servers
Storage	Storage	Storage	Storage
Networking	Networking	Networking	Networking

■ You manage ■ Service provider manages

Source: 다올투자증권

Fig. 54: 국내 퍼블릭 클라우드 서비스 시장규모 전망



Source: IDC Semiannual Public Cloud Services Tracker, 다올투자증권

III-3. 각기각색 통신3사의 AI 전략 비교

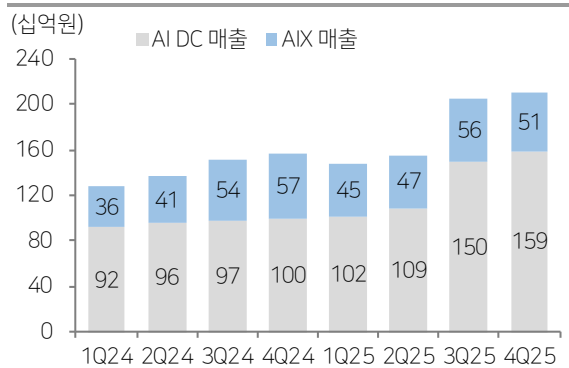
SK텔레콤:
GPUaaS의 선두주자

SK텔레콤은 앞서 언급한 GPUaaS 솔루션의 선두주자다. 가산 AI 데이터센터 내 GPU 클러스터 ‘해인’, AI 서버 전용 가상화 솔루션 ‘Petasus AI Cloud’, AI 개발·운영 플랫폼 ‘AI Cloud Manager’, ‘AI Marketplace’(SaaS 마켓플레이스) 내 여러 SaaS 솔루션 등 관련 인프라 전반을 이미 내재화했다. 또한 다수 글로벌 AI 기업들과의 파트너십으로 데이터센터 물리 인프라 구축에 필요한 역량을 간접 확보하고 있다. 대표적으로 칩·서버 영역은 Nvidia, SuperMicro, Penguin Solutions, 리벨리온과, 냉각·전력 영역은 Schneider Electric과 협력한다.

최근 동사는 엔비디아의 디지털 트윈 플랫폼 ‘옵니버스’를 기반으로 SK하이닉스 공장의 디지털트윈 구현 및 실증을 완료했다. 플랫폼 자체는 엔비디아의 것이나, 공장 내 미세한 제조 데이터를 최적화해 실시간으로 처리하는 핵심 기술 ‘Agentic Digital Twin’은 자체 역량이다. 이는 앞서 언급했듯, 생성형 AI의 활용 범위가 기존 음성·텍스트에서 제조·물류 등 다연산이 요구되는 산업 현장으로 확대되는 흐름과 맞닿아 있다. 향후 동사가 해당 기술을 산업 현장에 활용 가능한 AI SaaS 솔루션으로 상용화할 경우, SaaS 매출 증가와 함께 이를 구동하는 GPU 컴퓨팅 매출도 확대되는 시너지가 극대화될 수 있다.

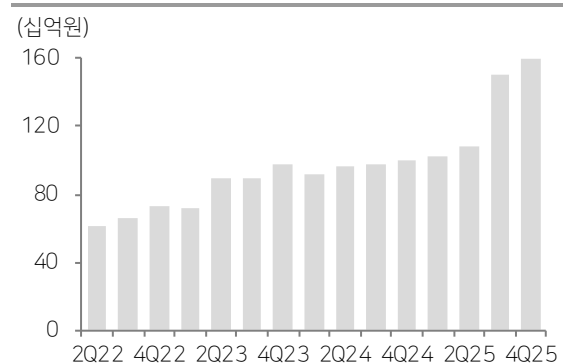
결론적으로, 자사 및 글로벌 파트너십 기반 역량을 결합해 구축한 AI 인프라 위에서 고부가가치 SaaS 매출이 확대되는 형태로 동사의 사업 모델 고도화를 전망한다.

Fig. 55: SK텔레콤의 AI 관련 매출액 추이



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 56: SK텔레콤의 데이터센터 매출액 추이



Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: 1Q24부터 데이터센터 매출 인식 기준 변경. 이를 감안해 2Q22~4Q23 데이터센터 매출은 기존 데이터센터 매출에 클라우드 매출을 더해 구함

Fig. 57: SK텔레콤의 AI Full Stack 전략

[Infra] AI DC 인프라 (물리 인프라 구축)

⇒ 여러 파트너십, 지분투자를 통해 AI DC 물리 인프라 구축 역량 확보

칩/서버 조달	서버 Clustering	냉각/전력 시스템 구축
Nvidia (GPU) 리벨리온 (NPU) SuperMicro (서버)	Penguin Solutions (Clustering) 파네시아 (CXL 반도체 Fabless)	SK 브로드밴드 (자체 역량) Schneider Electric (전력 관리 솔루션)

Platform (IaaS/PaaS) GPUaaS (물리 인프라를 클라우드로 전환해 서비스화, PaaS 바탕 업셀링 강화)

⇒ DC 물리 인프라를 GPUaaS로 제공하기 위한 자체 엔진 확보 완료 (IaaS), 개발자 지원 도구 (PaaS) 제공 바탕 Upselling 강화

GPU 가상화 솔루션	개발자 지원 도구
페타수스 AI Cloud (SKT 자체 엔진) <small>*물리 GPU 인프라를 가상화하여 클라우드 자원으로 쪼개고 분배하는 백엔드 가상화 엔진</small>	AI Cloud Manager (SKT 자체 플랫폼) <small>*CUDA, Nvidia Container Toolkit, NVIDIA NIM 등 개발환경 세팅을 도와주는 프론트엔드 MLOps 서비스</small>

Service (SaaS) SaaS 화 (부가가치 극대화)

⇒ GPU 인프라 바탕 서비스(SaaS) 확대로 부가가치 극대화

Modality	두뇌 (LLM)	완제품 (SaaS)
Text / Voice	AX (자체개발 LLM) Anthropic (지분투자) Perplexity (지분투자) Organize (지분투자)	엔터프라이즈 AI 마켓 (기업 자체 생성형 AI 챗봇 제작 솔루션) AICC (생성형 AI 기반 고객센터 구축 솔루션) AI 동시통역 (맥락 인지형 다국어 통역 솔루션) 에이닷 (B2C 용 AI 개인비서 솔루션)
Vision / Video	LVM (Vision) / LMM (Multi-Modal) SAM (by Meta) GPT-4V (by OpenAI)	AI 산업안전 솔루션 (공장/건설 현장 CCTV 실시간 분석) AI 로봇 비전 (공장 내 반도체/배터리셀 초고해상도 사진 분석)
Bio / Healthcare	Bio-FM AlphaFold (by Google Deepmind)	엑스칼리버 (동물 의료 보조 SaaS) 임프리메드 (ImpriMed) 연동 솔루션 (최적 항암제 예측 SaaS)
Physics / 3D Space	World Model / Physics AI Modulus (by Nvidia)	Agentic Digital Twin (사례: SK 하이닉스 공장 디지털트윈 구현)

Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 58: SK텔레콤의 AI 관련 파트너십

시기	기업	파트너사 설명	주요 협력 내용
'26년	Nvidia	AI반도체 제조사	- 울산에 최대 5GW 규모의 AI 팩토리 구축 - AI 팩토리에서 GPUaaS 안정성/수익성 실증 - SK텔레콤은 엔비디아 클라우드 파트너에 합류
'24년	Lamda	Nvidia 파트너 기반 GPUaaS 기업	- 지분투자 및 파트너십 - 람다 GPU 리전 유치 및 GPUaaS 공동 출시
'24년	Penguin Solutions	AI DC 설계/구축/관리 전문 기업	- 지분투자 (2억달러, 지분 10% 확보) 및 파트너십 - 'AI DC 하드웨어 풀 패키지' 직접 수출 및 R&D 관련 협력
'24년	Perplexity	생성형 AI 기반 검색엔진 개발사	- 지분투자 (1천만달러) 및 파트너십 - SK텔레콤의 AI 비서 '에이닷'에 Perplexity 탑재 - 생성형AI 검색엔진 고도화 관련 협력 계획
'24년	SuperMicro	고성능 서버/스토리지 시스템 제조사	- 슈퍼마이크로가 SK텔레콤의 AI DC에 서버 공급 - 슈퍼마이크로의 서버에 사피온 NPU 도입 협력 계획
'25년	Schneider Electric	데이터센터 MEP(기계/전기/배관) 공급사	- 울산 AI DC 구축을 위한 MEP 통합 구매 계약 체결 - 향후 전략적 협력 범위 확대
'26년	SuperMicro & Schneider Electric	-	- Pre-Fab 모듈러 방식의 차세대 AI DC 솔루션 공동 개발 - 슈퍼마이크로는 GPU 클러스터 구축 지원, 슈나이더는 전력 관리/냉각 설계/운영 지원
'26년	파네시아	CXL 반도체 Fabless 스타트업	- 칩을 초고속으로 연결하여 AI DC의 자원 효율을 높이는 'CXL 기반 차세대 AI DC 아키텍처' 공동 개발
'26년	사피온	AI 반도체(NPU) 설계 기업	ARM의 CPU와 리벨리온의 NPU를 탑재한 서버를 SK텔레콤의 DC에 탑재해 성능/안정성 실증 계획
'24년	GTAA	글로벌 거대 통신사 연합체	- 통신 특화 다국어 LLM 개발을 위한 JV 설립 및 글로벌 AI 인프라 공동 대응 협력
'23년	Anthropic	Claude 개발/운영사	- '23.05 Series C 참여, '23.08 SI 투자, '26.06 Series H 참여 - 다국어 지원 통신 특화 LLM 공동 개발 협력 체결

Source: SK텔레콤, 언론 보도, 다올투자증권

Fig. 59: SK브로드밴드의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	비고
수도권	2000	서초	IDC	자사	12MW	
비수도권	2003	부산 센텀	IDC	자사	-	
수도권	2007	일산 1	IDC	자사	14MW	
수도권	2015	분당 1	IDC	자사	10MW	
수도권	2021	일산 2	IDC	자사	10MW	
수도권	2021	가산	AI DC	자사	46MW	'24.12 람다 리전 유치, '25.08 GPU Cluster '해인' 가동 시작
수도권	2022	구로 1	AI DC	자사	-	통신국사를 데이터센터로 구축. 슈퍼컴퓨터 '타이탄' 가동 중
수도권	'23.04	분당 2	IDC	자사	6MW	
수도권	'24.11	양주	AI DC	자사	12MW	'25.02 AI 인프라 도입
수도권	'25.06 (인수)	판교	IDC	자사	30MW	SK C&C 로부터 매수
비수도권	2027 (예정)	울산	AI DC	지분 매각 중	100MW	1H27 1 단계 40MW, '29년 최종 100MW, GPU 6만개 규모
수도권	2027 (예정)	구로 2	AI DC	자사	40MW+	1H23 인허가 후 착공 지연했으나, 1H26 중 착공
비수도권	미정	미정	AI DC	방식 검토 중	100MW+	오픈 AI 전용 DC (유력), JV 방식 (유력), 현재 부지 선정 단계

Source: SK텔레콤, 다올투자증권

KT:
 소버린 클라우드
 지배력 강화 전략

KT는 Microsoft와의 전략적 협력을 통해 확보한 MS Azure 사업 역량과 자체 보안 아키텍처(KT Secure Public Cloud)를 바탕으로, 공공·금융권의 AI 전환 수요를 흡수하며 공공 클라우드 시장 지배력을 강화하고 있다.

KT Cloud는 국내 공공 클라우드 1위 사업자다. 다만 '23년 정부의 클라우드 보안인증(CSAP) 제도 개편으로 물리적 망분리 의무가 완화('하' 등급에 한해서는 소프트웨어 중심 망분리도 허용)됨에 따라 외산 클라우드의 공공 시장 진입이 가능해졌다. 이에 더해 공공·금융 기관의 생성형AI 도입 수요가 확대되며, 기존의 국산 클라우드 중심 서비스만으로는 변화하는 경쟁 환경과 고객사의 AI 관련 수요에 대응하기 어렵게 됐다.

이러한 환경 속 KT는 자사 클라우드 생태계 내에서 MS Azure 기반의 최신 AI 서비스를 사용할 수 있는 KT Secure Public Cloud(KT SPC)를 출시해 공공 시장 지배력을 강화하고 있다. 국내 공공·금융기관은 엄격한 데이터 주권 규제로 인해 해외 퍼블릭 클라우드를 직접 도입하는 데 제약이 존재한다(*해외 CSP의 진입이 허용된 '하' 등급 공공 시장은 개인정보를 포함하지 않는 공공 데이터에만 적용되며, 그 외의 데이터에는 '중' 등급 이상의 보안 규제가 적용됨). KT SPC는 이러한 보안 규제를 충족시키는 소버린 클라우드로, 데이터 저장·운영 환경을 규제에 부합하도록 설계·분리해 자체적으로 통제하면서도, 해당 클라우드 환경 내에서 MS Azure 기반 인프라와 생성형 AI 기능을 활용할 수 있도록 구현했다. 이에 따라 공공기관은 보안 요건을 충족하면서도 Azure 기반의 최신 AI 서비스를 업무에 도입할 수 있게 됐다. 더불어, KT SPC에도 저장할 수 없는 초민감 정보는 순수 국산 클라우드인 KT Cloud에 보관하고, 학습·추론 연산은 MS Azure 기반의 KT SPC에서 수행하는 하이브리드 클라우드 영업 기반도 강화됐다. 이 경우 1) KT SPC 매출(MS Azure 총판 마진 + 소버린 클라우드 기능 프리미엄), 2) 자사 클라우드 판매 수익, 3) 하이브리드 클라우드 구축 및 유지보수(MSP) 매출이 동시에 발생한다.

결론적으로 Microsoft와의 협업은 KT Cloud의 인프라(DC), 클라우드(KT SPC 및 KT Cloud), MSP(하이브리드 클라우드 구축 및 유지보수) 밸류체인 전반 사업 역량을 강화하는 동시에, 공공·금융권의 AI 전환 수요를 흡수함으로써 해당 시장 지배력을 강화하는 결과로 이어질 전망이다.

KT:
 DBO 중심 데이터센터
 매출 확대 전략

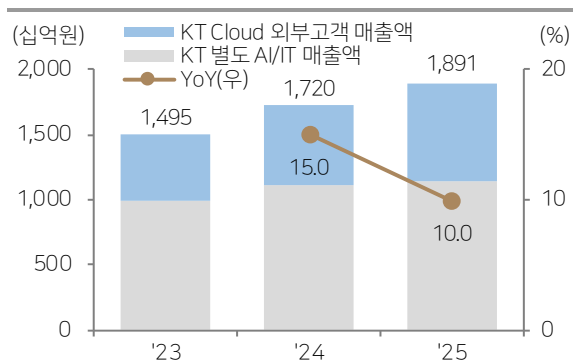
KT클라우드사는 '22년 분사 직후 선제적으로 데이터센터 DBO 사업에 진출해 관련 매출을 확대하고 있으며, 이에 따라 데이터센터 수익화 시점에 대폭 앞당겨졌다. 동사는 현재 가산, 경북에 위치한 데이터센터를 마스터리스로 운영하고 있으며, 부천, 용인, 구로, 전남 장성 2곳 등 다수의 DBO 프로젝트에 참여 중이다. FI가 개발하는 데이터센터는 대부분 하이퍼스케일급 데이터센터라는 점을 감안할 때, 향후 DBO 사업의 실적 기여분은 유의미하게 확대될 전망이며, DBO 용량 포함 시 통신3사 중 가장 빠른 데이터센터 용량 확장이 기대된다.

Fig. 60: KT의 소버린 클라우드 전략

구분	영역	내용
KT Cloud	데이터센터 (비중 70%)	데이터센터 임대 및 운영 - 상면 공간 임대료 및 인프라 이용료 수취 (코로케이션 매출) - DBO (데이터센터 Design, Build, Operation) 대형 매출 인식
	클라우드 (IaaS) (비중 30%)	[하이퍼스케일러 임대] 글로벌 CSP (MS Azure, AWS 등) 유치 [자사 활용] 자체 클라우드 'KT Cloud' 운영에 활용
KT 본체	MSP	클라우드 인프라 구축/운영/보안/유지보수 전문 대행 - KT Cloud, MS Azure, AWS 등 여러 Cloud를 고객의 사용 목적에 맞게 구축 및 운영
	(+) w/ MS Azure (소버린 클라우드 구축)	KT Secure Public Cloud (KT SPC) 공동개발 및 판매 - MS Azure를 공공/금융기관도 사용할 수 있게 만든 보안 패키지 (소버린 클라우드) - 민감 데이터는 KT Cloud에, 학습/추론 데이터는 MS Azure 기반 KT SPC에 저장 가능 ⇒ MS와의 파트너십을 바탕으로 소버린 클라우드 기반 하이브리드 클라우드 역량 강화
	SaaS	자체 AI 엔진 (LLM '민음') 기반 구독형 AI/DX 솔루션 (SaaS) 공급 - KT AICC (by A'Cen Cloud) - KT Digico Mobility (차량 관제 솔루션) - KT LogisFO (물류 최적화 운영 솔루션) - KT Bizmeka EZ (클라우드 기반 그룹웨어) - KT AI Factory (산업 안전 및 로봇 관제 솔루션)
	(+) w/ MS Azure (MS Azure 엔진 이식)	- SaaS에 Azure 엔진 (MS Copilot, GPT-4o, Azure AI Studio 등)을 이식해 편의성 강화 ⇒ KT SPC 기반 하이브리드 클라우드 + SaaS 패키지 판매로 업셀링 및 크로스셀링 확대

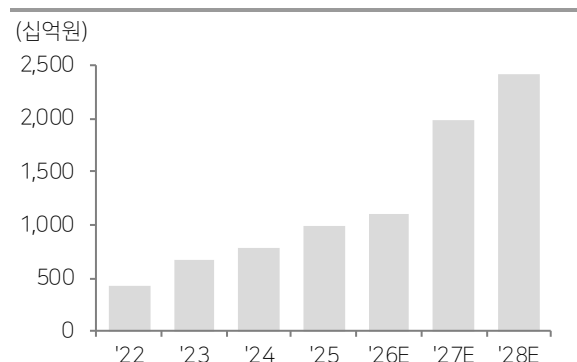
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 61: KT의 AI 관련 매출액 추이



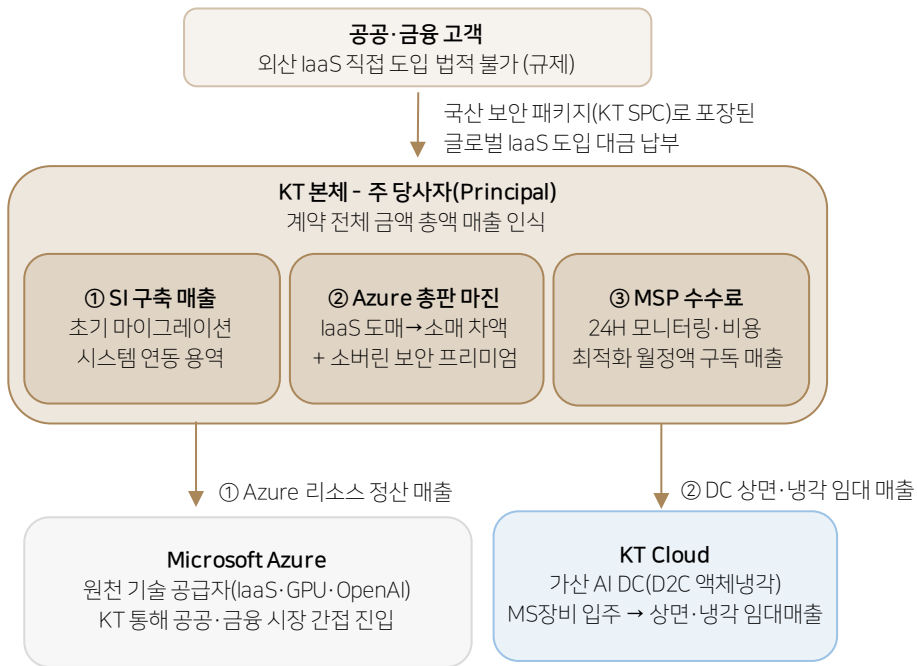
Source: KT, Dart, 다올투자증권 / Note: KT 별도 AI/IT 매출액은 AICC, IoT, 멀티/하이브리드 클라우드, 스마트모빌리티 등 AX 플랫폼 기반 매출 포함, KT클라우드 외부고객 매출액은 KT클라우드 연결 매출액에서 KT 내부거래 매출액을 제외한 것

Fig. 62: KT클라우드의 연간 매출액 추이 및 전망



Source: KT클라우드, 다올투자증권

Fig. 63: KT와 Microsoft의 협력 시너지



KT SPC(시큐어 퍼블릭 클라우드) 규제 우회 구조

알맹이: 가산 DC 내 MS Azure GPU(H200·블랙웰) → 연산력은 글로벌 최고 수준
 겹데기: 데이터 저장 위치 = 국내(가산 DC), 제어권·보안 방화벽 = KT 전담 → 보안 컴플라이언스 충족

Source: KT, 다올투자증권

Fig. 64: KT클라우드의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	2001	분당 DC	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2007	강남 DC	IDC	자사	-	10MW	
수도권	2008	목동 DC 1	IDC	자사	-	40MW	
수도권	2015	여의도 DC	IDC	자사	-	9MW	
수도권	2016	목동 DC 2	IDC	자사	-	40MW	
수도권	2020	용산 DC	IDC	자사	-	60MW	
수도권	2021	남구로 DC	IDC	자사	-	-	
수도권	2024	고양 백석 AI DC	AI DC	자사	-	-	
수도권	2025	가산 AI DC	AI DC	DBO	26MW	-	KT 마스터리스 계약 바탕 운영 중
수도권	2H26 (예상)	부천 AI DC	AI DC	DBO	48MW	-	6MW 우선 공급 / 1 개동-자사 사용, 1 개동-재임대
비수도권	2027 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	200MW	-	PUE 효율 1.4 대입 시 IT Load 150MW 추정
비수도권	2028 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	17MW	-	수전용량 60MW 까지 확장 예정
수도권	2028 (예상)	용인 덕성 AI DC	AI DC	DBO	56MW	-	KT 마스터리스 용량 14MW (추가 14MW 확장 가능)
수도권	2028 (예상)	구로 AI DC	AI DC	DBO	-	30MW	1Q25 착공, KT 클라우드가 MEP 공사 및 운영 담당
미확인	미확인	미확인	AI DC	자사	미확인	-	'26.04 월 건물/기계장치 5,352 억원 취득 공시
비수도권	2011	김해 GDH	GDH	자사	-	-	KT-소프트뱅크 JV (KT GDH) 소유
비수도권	2017	대전 DC	IDC	자사	-	-	
비수도권	2017	청주 AIDC	AI DC	자사	-	-	
비수도권	2017	천안 CDC	CDC	자사	-	10MW	Cloud Data Center: 클라우드 서비스 최적화 DC
비수도권	2024	부산 송정 GHC	GHC	자사	-	-	Global Hub Center: 관문형 DC (해저 광케이블과 연결)
비수도권	2025	경북 AI CDC	AI DC	DBO	6MW	-	민관협력형 DC (KT 클라우드가 1,100 억원 투자)

Source: KT, 다올투자증권

Fig. 65: KT 클라우드의 데이터센터 매출액 전망 (Cloud 매출액 상승은 고려하지 않음) (MHz, 십억원)

	'23	'24	'25	'26E	'27E	'28E	'29E	비고
DC 용량	115	130	162	168	310	371	385	부천, 전남 장성(2 곳), 용인, 구로 반영
DC 매출액	671	783	998	1,055	1,986	2,424	2,566	'25-'29E CAGR 20.8%
100MHz 당 매출액	583	603	616	628	641	653	666	물가, AI DC 확대 반영 매년 +2% 가정

Source: KT, 다올투자증권 / Note: 상기한 DC 매출액은 KT 클라우드의 연결 매출액으로, KT 클라우드의 데이터센터 코로케이션 매출 비중이 70%임을 고려, 클라우드 매출을 따로 Breakdown해 계산하지 않았음. DC 매출액 전망치 역시 클라우드 매출액 증가는 고려하지 않은 수치

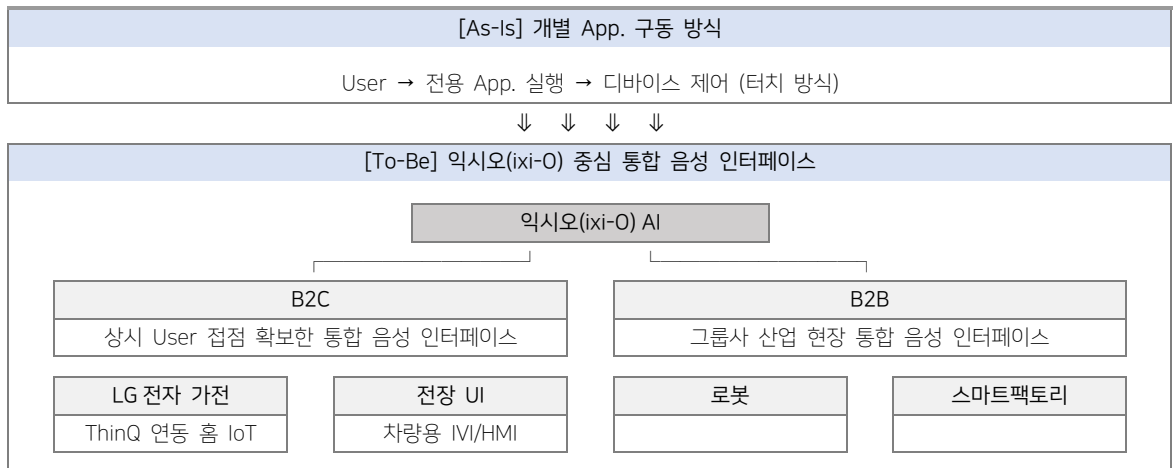
LG유플러스:
'익시오' 인터페이스
확장 전략

동사는 자사 음성 AI 플랫폼 '익시오(ixa-O)'를 바탕으로 향후 구독형 소프트웨어로의 수익모델 확대를 지향하고 있다. 일례로 '익시오'는 현재 주요 활용처인 통신서비스 영역(스마트폰 개인비서, 고객센터 솔루션 등)을 넘어, 그룹사의 가전·전장·로봇 등 여러 디바이스를 제어하는 공통 음성 인터페이스 역할을 수행할 수 있다. 현재 스마트홈 환경에서는 사용자가 기기 제어 전용 어플리케이션을 실행해 가전을 제어하는 방식이 일반적이다. 음성 기반 인터페이스가 고도화될 경우, 사용자는 별도 앱 실행 없이, AI 에이전트를 통해, 음성으로 다양한 기기를 통합 제어할 수 있게 된다. 향후 스마트팩토리 환경 등 다양한 영역으로 적용처가 확대돼 더 많은 디바이스가 익시오 생태계로 편입될수록, 플랫폼 효과가 강화되며 관련 소프트웨어 매출액이 증가할 수 있다.

LG유플러스:
AI DC 구축 역량 바탕
DBO 매출 확대 전망

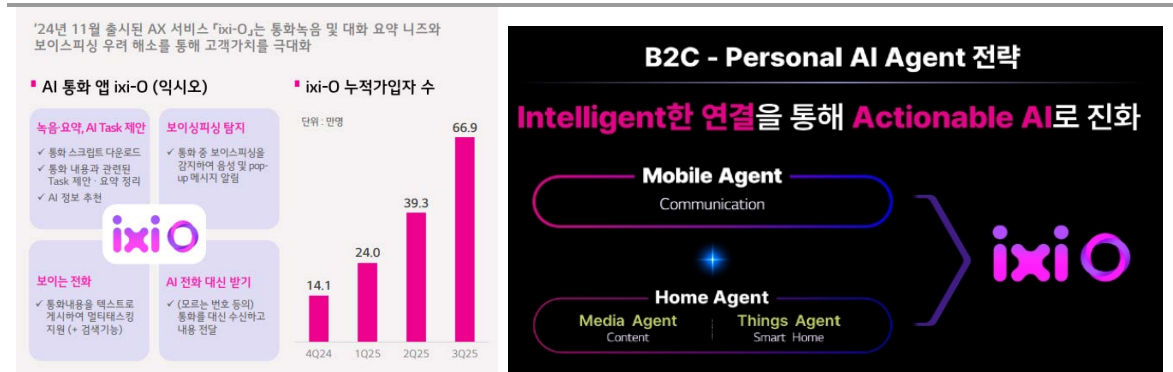
'27년 상반기 파주 AI 데이터센터 준공과 함께 동사의 AI 인프라 역량 역시 한층 강화될 전망이다. 파주 AI 데이터센터는 고집적 GPU 서버 운영에 최적화된 전력·냉각 시스템을 갖춘 IT Load 40MW의 하이퍼스케일 데이터센터로, AI 워크로드 수요 증가에 발맞춰 현재 파주 2단계 투자를 검토 중이다. 파주 데이터센터 준공은 동사의 AI 데이터센터 구축 및 운영 역량을 입증하는 사례가 될 전망이며, 이를 레퍼런스로 향후 DBO 매출액 확대가 기대된다. 실제로 동사는 코람코자산운용과의 전략적 협업을 바탕으로 DBO 프로젝트 수주를 본격화하고 있으며, 이에 따라 데이터센터 사업에서의 매출 인식 시점이 앞당겨질 전망이다.

Fig. 66: LG유플러스의 Voice 솔루션 기반 AI 전략



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 67: LG유플러스의 익시오 활용 전략 (Mobile Agent → Home Agent)



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 68: LG유플러스의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	1999	논현	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2001	서초 1	IDC	자사	-	9.5MW	
수도권	2002	서초 2	IDC	자사	-	7.5MW	
수도권	2009	가산	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2013	상암	IDC	자사	-	19.3MW	이중수전
수도권	2015	평촌 메가	IDC	자사	165MW	-	하이퍼스케일, 고집적 설계
수도권	'23.10	평촌 2	AI DC	자사	24MW	-	1H24~ 고객사 입주, '25년~ 대형 고객 신규 입주
수도권	'25.07	가산 2	AI DC	DBO	26MW	40MW	3Q25~ DBO 매출 발생, '26년 매출 기여 확대 예상
수도권	'27.05 (예상)	파주	AI DC	자사	40MW	50MW	하이퍼스케일, 고성능 GPU 클러스터 구축 특화 센터
수도권	검토 단계	파주 (2 단계)	AI DC	자사	미정	미정	파주 추가 수요 예상됨에 따라 투자 확대 검토 중
비수도권	-	안양	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	대전	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	부산	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	대구	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	광주	IDC	자사	-	-	
비수도권	2028 (목표)	부산 장림	AI DC	DBO	-	40MW	DBO 착수 (4Q25), 착공 (1H26)

Source: LG유플러스, 다올투자증권

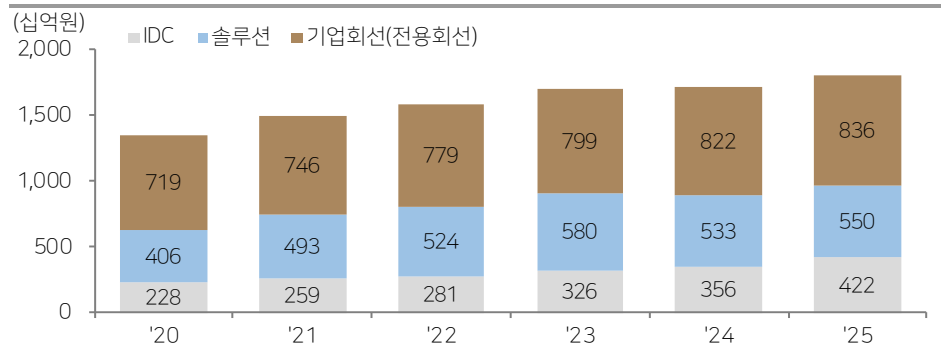
Fig. 69: LG유플러스의 데이터센터 매출액 전망

(MHz, 십억원)

	'23	'24	'25	'26E	'27E	'28E	'29E	비고
DC 용량	-	-	165	165	185	225	245	파주 (40MW), 부산 (40MW) 반영
DC 매출액	326	356	422	430	492	611	678	'25-'29E CAGR 10.0%
100MHz 당 매출액	-	-	255.8	260.9	266.1	271.4	276.8	물가, AI DC 확대 반영 매년 +2% 가정

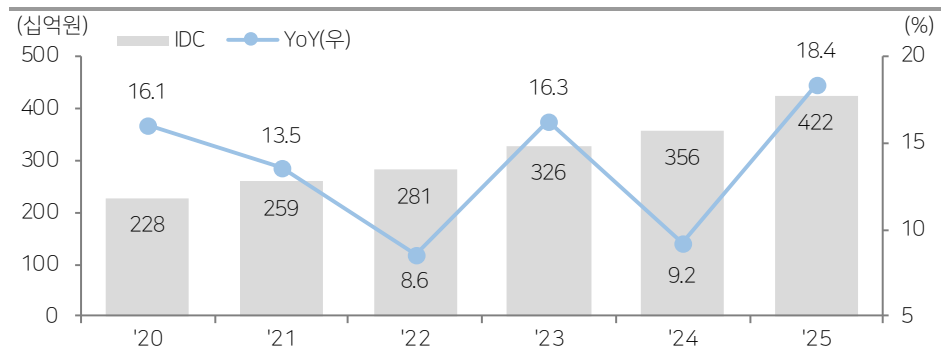
Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 70: LG유플러스의 기업인프라 매출액 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 71: LG유플러스의 IDC 매출액 추이



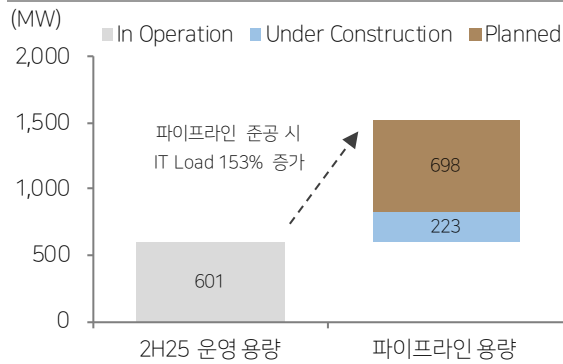
Source: LG유플러스, 다올투자증권

Appendix. 국내 데이터센터 공급 전망

국내 상업용 DC 공급 전망

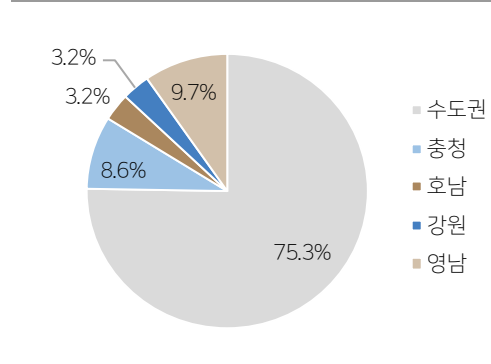
향후 데이터센터 공급 가능 용량은 집계 기준에 따라 그 결과값이 매우 상이하다(국내 상업용 데이터센터 '28년 IT Load 전망: KDCC-2GW, IDC-3GW, Savills-5GW 등). 이에 현재 파이프라인(Under Construction+Planned) 기준 보수적으로 추정함이 타당하다고 판단한다. 한 부동산 자산운용사에 따르면, 2H25 수도권 기준 상업용 데이터센터의 운영 용량은 601MW, 파이프라인 용량은 921MW로, 파이프라인이 모두 준공되었을 시 IT Load는 현재 운영 용량 대비 약 150% 증가한다. 이와 더불어 AIDC 특별법 통과와 함께 비수도권 전력계통영향평가가 면제돼 비수도권 데이터센터 착공·계획 물량이 증가하고 있음을 고려하면, 국내(수도권+비수도권) 상업용 데이터센터 공급 가능 용량은 '29-'30년까지 3배 이상 증가할 전망이다.

Fig. 72: 국내 수도권 상업용 데이터센터 IT Load 전망



Source: Cushman & Wakefield, 다올투자증권
 Note: 수도권 기준, 상업용 기준, 2H25 기준

Fig. 73: 국내 민간 데이터센터 권역별 비중



Source: 에너지경제연구원, 다올투자증권
 Note: 민간 데이터센터 기준, '24년 기준

Fig. 74: 이동통신3사의 비수도권 데이터센터 착공·계획 현황 ⇒ 향후 비수도권 개발 확대 전망

기업	준공 일시	위치	구분	IT Load	비고
SK 텔레콤	1H27 (1 단계) / 2029 (최종)	울산	자사	40MW (1 차) / 100MW (최종)	장기적으로 1GW 이상 확장 계획
SK 텔레콤	미정	SK-오픈 AI 합작	자사	100MW+	부지 선정 단계 (전남권 또는 호남권)
KT	2027 (예상)	전남 장성 황룡면	DBO	150MW (예상)	PUE 효율 1.4 대입 시 IT Load
KT	2028 (예상)	전남 장성 남면	DBO	17MW	수전용량 60MW 까지 확장 예정
LG 유플러스	2028 (목표)	부산 장림	DBO	40MW	1H26 착공 예정
합계				407MW	

Source: 각 사, 다올투자증권 / Note: DBO 포함

IV. 예전과 달라진 점

IV-1. 마케팅 경쟁의 구조적 완화

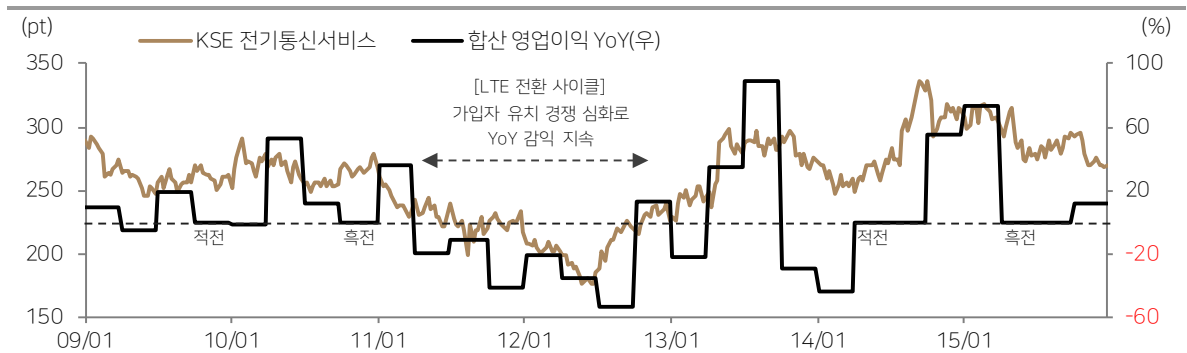
과거:
세대 전환, 플래그십
기기 출시 시기마다
극심했던 보조금 경쟁

과거 통신 세대 전환기에는 통신3사 간 가입자 유치 경쟁이 극심했다. 특히 단통법 시행 이전에는 단말기 보조금 및 대리점 리베이트 경쟁에 따른 수익성 훼손이 빈번하게 나타났다.

대표적인 사례는 '09년 11월 KT의 국내 아이폰 독점 출시다. 당시 아이폰 열풍 확산과 함께 SK텔레콤 가입자들의 대거 번호이동이 일어났고, 이에 대응해 SK텔레콤은 단말기 구매 고객을 대상으로 대규모 보조금 정책을 시행했다. 특히 삼성전자와의 협력을 바탕으로 당시 최고가 플래그십 단말기인 옴니아2, 햅틱, 갤럭시S 등에 대규모 리베이트를 투입했고, 이는 수익성에 큰 부담으로 작용했다.

'11년 7월 LTE 상용화 당시에도 유사한 양상의 출혈 경쟁이 재현됐다. 당시 3G 경쟁력이 약했던 LG유플러스가 LTE 시장 선점을 위해 공격적인 보조금 정책을 펼치자, 가입자 이탈을 우려한 SK텔레콤과 KT가 대리점 리베이트를 확대했고, 이러한 경쟁은 이른바 '공짜폰 대란'으로 이어졌다. 통신사들이 주말 간 기습적으로 대리점에 지급하는 번호이동 리베이트를 대폭 상향하면, 대리점은 이를 재원으로 삼아 단말기를 사실상 무상으로 제공하는 방식이었다. 결과적으로 '11~'12년 LTE 전환 사이클에서 통신3사의 마케팅 비용은 다시 한번 큰 폭으로 증가해 수익성 악화로 이어졌다.

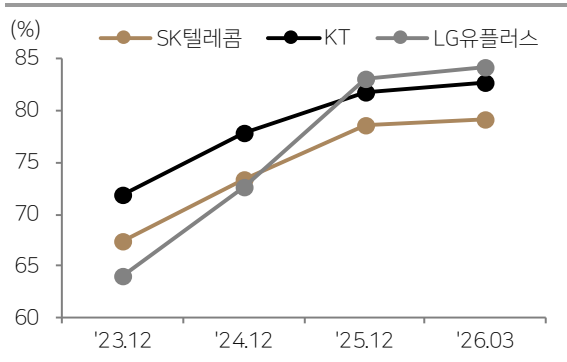
Fig. 75: 마케팅 경쟁 격화 시기 수익성 훼손과 통신 업종 주가 하락 패턴



Source: Quantiwise, 각 사, 다올투자증권

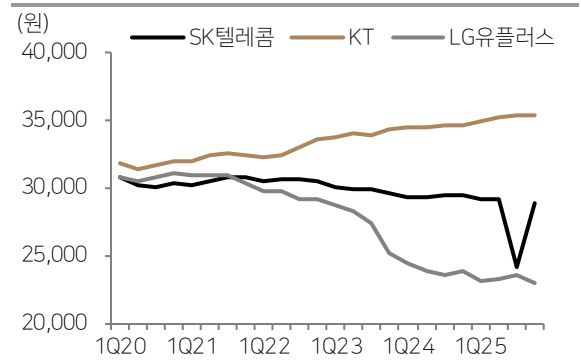
<p>현재: 구조적 마케팅 경쟁 완화 추세</p>	<p>현재는 과거 LTE·5G 도입기와 같은 수준의 가입자 유치 경쟁이 재현될 가능성은 매우 낮다. 그 이유는 세 가지다.</p>
<p>사유 1) 무선통신 시장 성숙</p>	<p>첫째, 무선통신 시장이 매우 성숙했다. 과거 5G 전환기에는 LTE 가입자를 5G 요금제로 전환시키는 과정에서 자연스러운 ARPU 상승 효과를 기대할 수 있었다. 반면, 현재는 5G 침투가 상당 부분 진행된 가운데(26년 3월 기준 5G 핸드셋 침투율 80~85%), 충분한 양의 데이터를 제공하는 중저가 5G 요금제가 보편화됐다. 상위 요금제로의 전환을 유도할 만한 신규 킬러 서비스는 아직 부재하며, 모바일 트래픽의 상당 부분을 차지하는 동영상 스트리밍 역시 중저가 5G 요금제 내에서 충분히 이용 가능한 상황이다. 이에 소비자 입장에서 더 높은 요금제를 선택할 유인은 크지 않고, 통신사 입장에서도 마케팅 비용 투입으로 과거와 같은 ARPU 상승 효과를 기대하기 어렵게 됐다.</p>
<p>사유 2) 기기 교체 Cycle 장기화</p>	<p>둘째, 스마트폰 기기 교체 주기가 장기화되고 있다. 이동통신 시장에서 가입자 이동은 대부분 기기 교체 시점에 발생한다. 과거에는 주요 플래그십 스마트폰 출시가 단말기 교체 수요를 크게 자극했고, 통신사들은 이 시기를 활용해 보조금을 확대하며 가입자 확보 경쟁을 펼쳤다. 그러나 최근 스마트폰 성능의 상향 평준화로 신규 단말기 출시가 소비자의 교체 수요를 과거만큼 자극하지 못하고 있으며, 실제로 핸드셋 교체 주기도 '12년 15.7개월(LTE 상용화 직후), '19년 25.2개월(5G 상용화 직후)에서 '24년 35.6개월로 길어졌다. 이 같은 환경 속에서는 투입 마케팅비 대비 가입자 유치 효과가 낮아질 수밖에 없다.</p>
<p>사유 3) 자급제 중심 기기 유통구조 변화</p>	<p>셋째, 단말기 유통 구조가 자급제 중심으로 변화하고 있다. 알뜰폰 가입자 증가, 온라인 유통망 확대에 힘입어 국내 자급제 단말기 이용률은 '18년 6.9%에서 '24년 33.7%로 상승했다. 이는 가입자 유치 과정에서 대리점의 영향력이 점차 축소되고 있음을 의미한다. '25년 단통법 폐지 후 과거와 같은 리베이트 경쟁이 반복되지 않는 이유도 이와 일맥상통한다.</p>

Fig. 76: 통신사별 5G 핸드셋 침투율



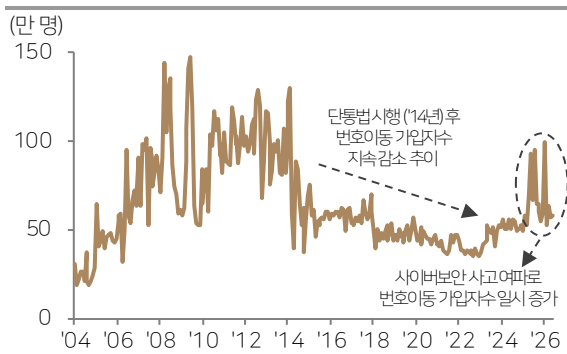
Source: 과학기술정보통신부, 다음투자증권

Fig. 77: 통신3사의 무선 ARPU 추이



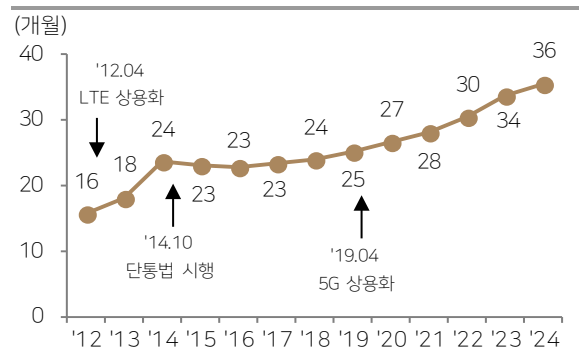
Source: 각 사, 다음투자증권

Fig. 78: 이동전화 번호이동 가입자수 추이



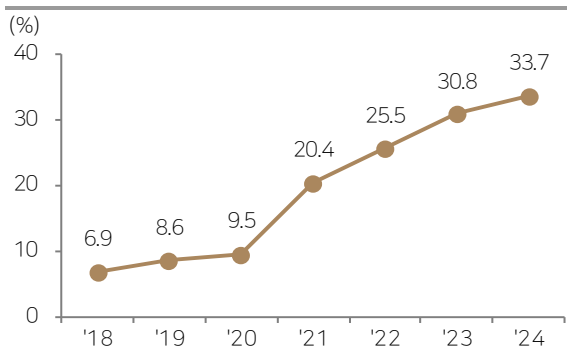
Source: 과학기술정보통신부, 다음투자증권

Fig. 79: 모바일 단말기 교체 주기 추이



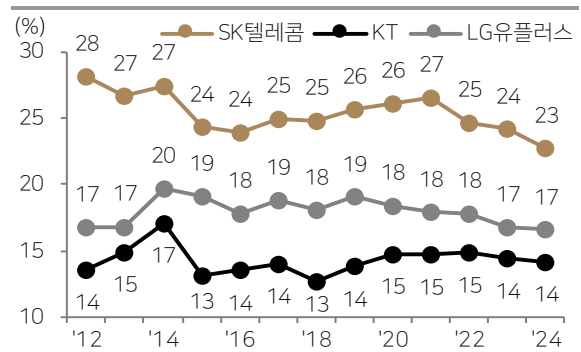
Source: Technisight, 과학기술정보통신부, 다음투자증권

Fig. 80: 국내 자급제 단말기 이용률 추이



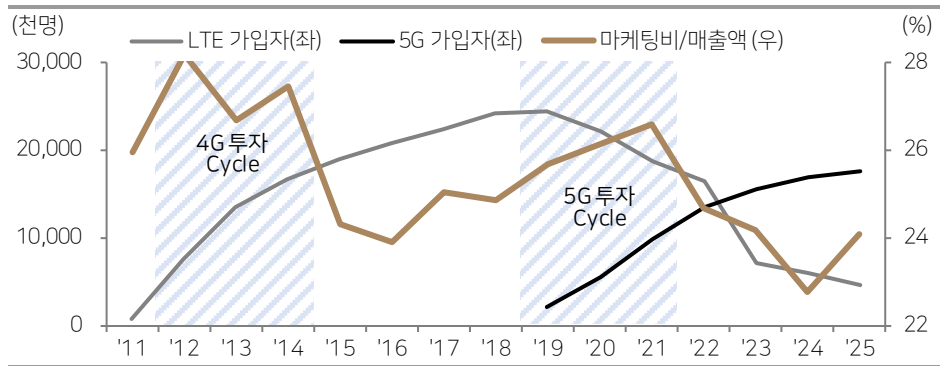
Source: 과학기술정보통신부, 다음투자증권
 Note: 고객용 이동전화 기준, '24년은 3월 기준, 그 외는 12월 기준

Fig. 81: 통신3사 연간 마케팅비 비중



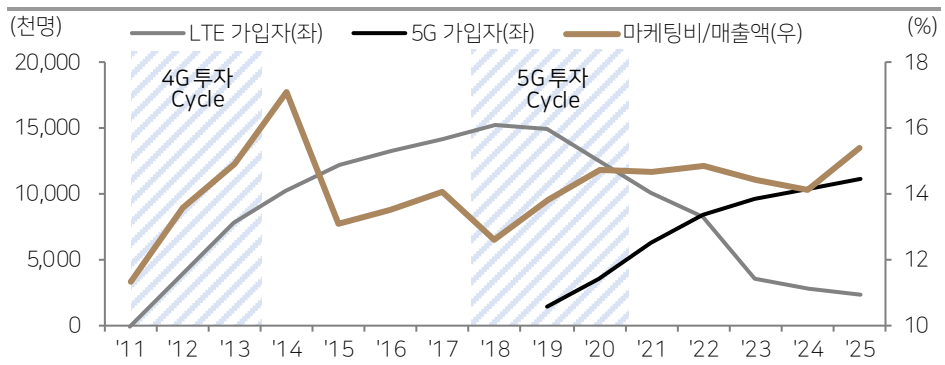
Source: 각 사, 다음투자증권
 Note: SK텔레콤, KT는 별도 기준, LG유플러스는 연결 기준

Fig. 82: SK텔레콤 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



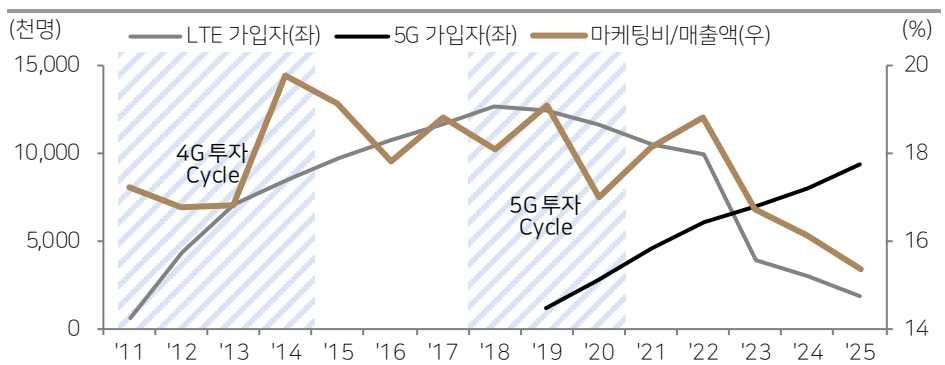
Source: SK텔레콤, Dart, 다음투자증권

Fig. 83: KT 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



Source: KT, Dart, 다음투자증권

Fig. 84: LG유플러스 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)

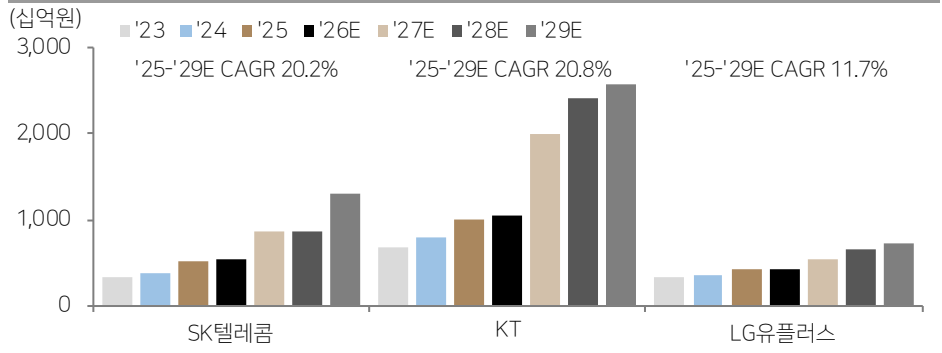


Source: LG유플러스, Dart, 다음투자증권 / Note: ~19년까지는 연결 대비 연결 비중, 20년부터는 별도 대비 별도 비중

IV-2. 매해 안정적인 증익 구조 구축

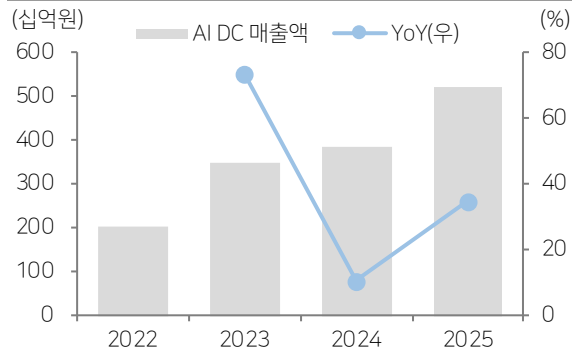
무선통신은 LSD 성장, 전사 매출은 LSD에서 MSD 성장 전망	<p>향후 이동통신3사의 무선서비스 매출액은 매해 LSD(Low-Single-Digit) 수준의 완만한 성장을 예상된다. ARPU(P)는 6G 개화 및 킬러 서비스 등장 전까지는 현재 수준에서 정체될 전망이다. MNO 가입자(Q)는 증가할 것이다. 인구의 대부분이 스마트폰을 사용하는 매우 성숙한 시장에서도 가입자가 매해 증가할 것이라고 생각하는 이유는, 1) 스마트폰 주변기기 수요 확대에 따른 핸드셋 외(IoT·M2M 등) 회선 증가, 2) 외국인 가입자 증가, 3) MNO(이동통신3사)의 중저가 요금제 확대와 함께 MNO로 복귀하는 MVNO(알뜰폰) 고객이 증가하고 있기 때문이다. 실제로 최근 이동통신3사의 무선 ARPU(P)는 전년동기대비 Flat 또는 약보합 추세이나, MNO 가입자는 전년동기대비 LSD-MSD 증가, MNO 핸드셋 가입자는 Flat-LSD 증가 추이가 관찰된다.</p> <p>B2B·AI 부문의 실적 기여는 더욱 확대될 전망이다. 자체 데이터센터 용량 증가에 따른 코로케이션 매출 확대와 더불어, 클라우드 네이티브 환경 보편화와 함께 클라우드·MSP·SaaS 등 전방 밸류체인 매출의 동반 증가가 예상된다. 또한 데이터센터 비즈니스 모델이 기존 코로케이션에서 DBO로 확장되고 있어, 향후 B2B·AI 부문의 실적 기여가 예상보다 빠르게 확대될 수 있다고 판단한다.</p>
영업비용은 하향 안정화 국면	<p>반면, 앞서 언급한 마케팅비를 포함, 인건비·감가상각비 등 주요 비용은 하향 안정화 국면이다(연결 매출액 대비 인건비+감가상각비+마케팅비 비중 약 60%). 인건비의 경우 지난 2-3년에 걸친 희망퇴직 시행에 따라 상당 부분 효율화가 이루어졌다. 감가상각비 역시 '19년 5G 상용화 이후 대규모 네트워크 투자가 일단락된 가운데, 후속 투자 제한으로 3사 합산 기준 연결 감가상각비는 '20년 이후 약 10조원 수준에서 유지되고 있다.</p>
매해 안정적인 증익 시현 예상	<p>종합하면, 이동통신3사의 외형은 본업(무선사업)의 안정적인 LSD 성장에 더해, B2B·AI 실적 기여 확대에 따라 매해 MSD(Mid-Single-Digit) 이상의 성장까지 바라볼 수 있는 상황이다. 반면, 인건비·감가상각비·마케팅비 등 주요 비용은 안정화 국면에 진입한 만큼, 매해 외형 성장폭을 상회하는 안정적인 증익 구조가 구축됐다고 판단한다.</p>

Fig. 85: 통신3사의 데이터센터 매출액 추정



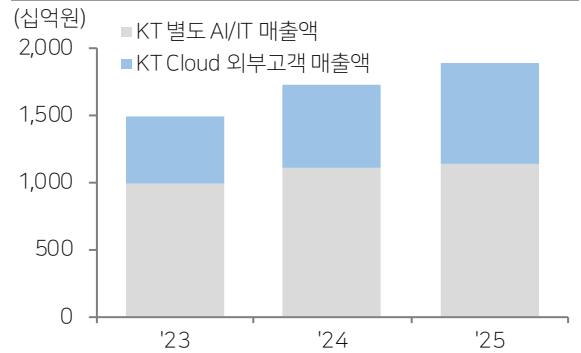
Source: 각 사, 다올투자증권 추정
 Note1: SK텔레콤 '23-'25년 DC 매출액의 경우, '23-'24년 매출액 인식 기준과 '25년 매출액 인식 기준이 상이함을 고려, '25년 매출액에 '25년 전년동기비 증가율 (+34.9%)을 적용해 '24년 매출액을 구했고, '24년 전년동기비 증가율 (+13.1%)을 적용해 '23년 매출액을 구함
 Note2: KT의 DC 매출액은 KT클라우드의 연결 매출액으로, KT클라우드의 코로케이션 매출 비중이 약 70%임을 고려, 클라우드를 따로 Breakdown해 계산하지 않았음. DC 매출액 전망치 역시 클라우드 매출액 증가는 고려하지 않음

Fig. 86: SK텔레콤의 AI DC 매출액 추이



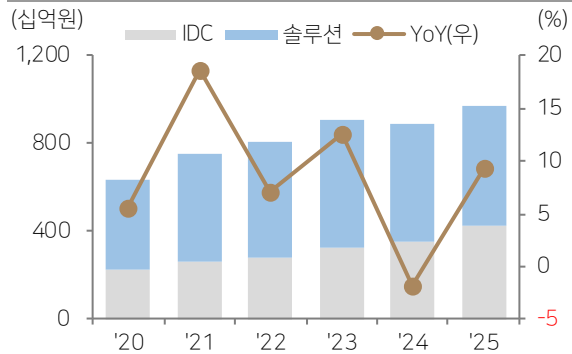
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: 엔터프라이즈 부문 내 매출액 인식 기준 변경을 조정 ('22-'23년)한 값

Fig. 87: KT의 AI·B2B 매출 추이



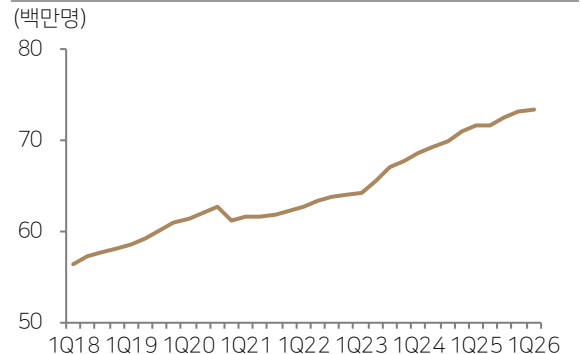
Source: KT, KT Cloud, 다올투자증권

Fig. 88: LG유플러스의 DC·B2B 솔루션 매출액 추이



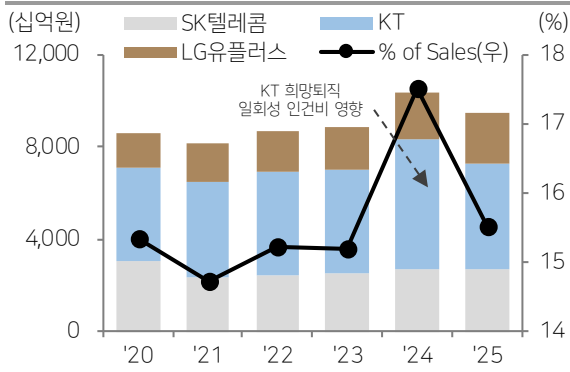
Source: LG유플러스, 다올투자증권 / Note: 기업인프라 매출액 (IDC, 솔루션, 기업회선) 매출액에서 기업회선은 제외

Fig. 89: 통신3사 합산 MNO 가입자 수 추이



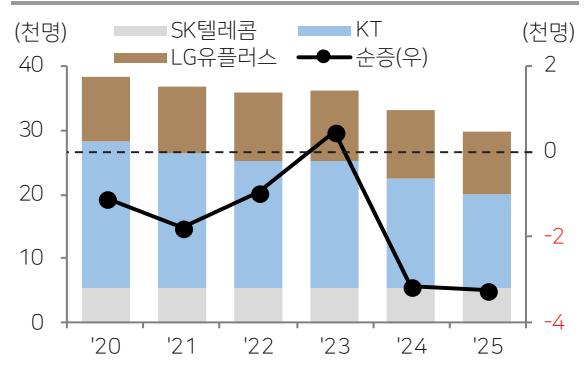
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 90: 통신3사 합산 인건비 추이



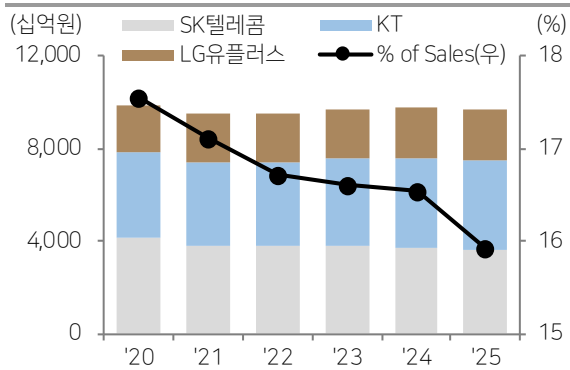
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 연결 기준

Fig. 91: 통신3사 본사 직원수 추이



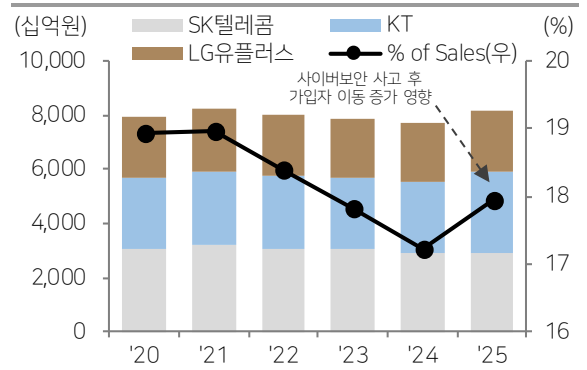
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 본사 기준, Dart 직원의 현황 기준

Fig. 92: 통신3사 합산 감가상각비 추이



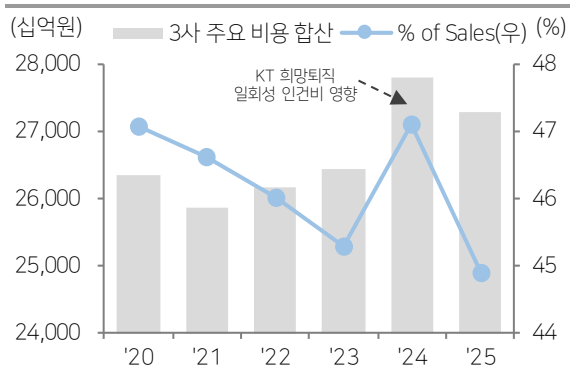
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 연결 기준

Fig. 93: 통신3사 합산 마케팅비 추이



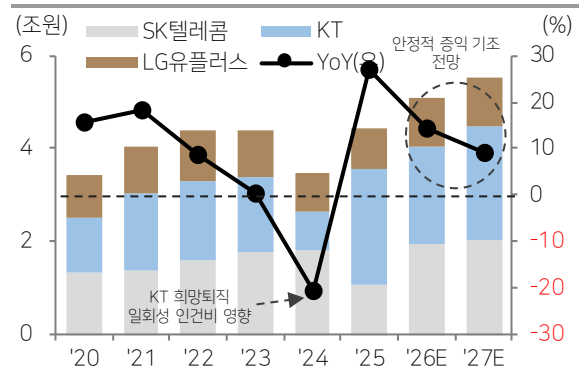
Source: Dart, 다음투자증권 / Note: 별도 기준

Fig. 94: 통신3사 합산 주요 비용 추이



Source: Dart, 다음투자증권
Note: 인건비(연결), 감가상각비(연결), 마케팅비(별도) 합산 기준

Fig. 95: 통신3사 합산 연결 영업이익 추이 및 전망



Source: Dart, 다음투자증권 추정

IV-3. 이익의 질도 함께 개선

선택약정할인 가입자
증가 중

주목할 점은 이익의 질 역시 개선되고 있다는 점이다. 지급제 가입자 확대, 스마트폰 교체 주기 장기화에 따라 선택약정할인 가입자 비중이 꾸준히 상승하고 있으며, 이에 따라 현금흐름 변동성이 완화되고 실적 예측 가능성이 높아지고 있기 때문이다.

단통법 시행 후 이동통신 가입자는 공시지원금(단말 할인)과 선택약정할인(요금 할인) 중 하나를 선택해 혜택을 받을 수 있게 됐다. 이후 선택약정할인에 대한 선호도는 꾸준히 높아져, '25년 8월 이동통신 3사 합산 가입자 중 선택약정할인을 택한 가입자의 비중은 51.3%에 달했다(*무약정 가입자 25.2%, 공시지원금 가입자 20.3%).

선택약정은 매출차감
vs. 공시지원금은
영업비용

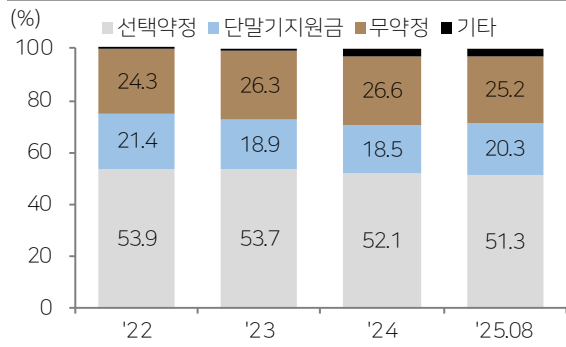
상기한 선택약정할인 비중 확대 추세는 통신사의 현금흐름 구조를 체질적으로 개선시키는 요인이다. 회계상 선택약정할인은 매월 청구 요금에서 일정 비율(25%)을 차감하는 매출 차감 항목으로 처리되어 직접적인 현금 유출이 없는 반면, 공시지원금은 가입자 유치 시 대리점에 일시 지급되는 비용으로, 개통 시점에 현금 유출이 발생한다. 참고로 공시지원금은 IFRS15상 선급비용 자산으로 인식된 뒤 약정 기간에 걸쳐 영업비용(지급수수료)으로 분할 인식되기 때문에 장부상 손익에 미치는 영향은 분산되나, 현금 유출은 일시에 발생한다.

현금흐름 안정성,
실적 예측 가능성 ↑

더불어 선택약정할인 비중 확대는 실적 예측 가능성을 높이는 요인으로도 작용한다. 과거 공시지원금 중심 시장에서는 신규 플래그십 스마트폰 흥행 여부나 경쟁사의 보조금 정책에 따라 마케팅 비용과 현금 지출 규모가 분기별로 크게 변동했다. 반면 선택약정할인은 가입자가 매월 납부하는 통신요금에서 일정 비율을 할인하는 구조인 만큼, 비용 변동성이 낮아 실적 가시성 확보에 유리하다.

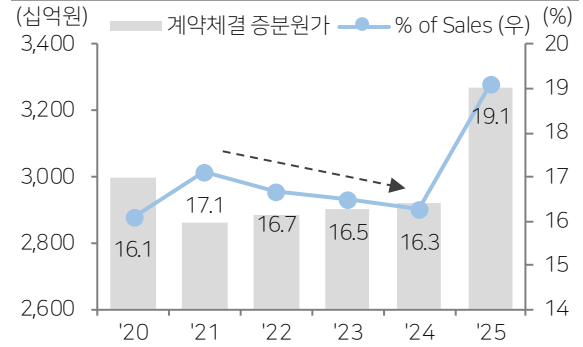
즉, 선택약정할인 비중 확대는 통신사의 현금흐름과 실적 가시성을 개선시키고, 나아가 배당의 지속 가능성을 강화하는 요인으로 작용하고 있다.

Fig. 96: 이동통신3사 합산 기준 유형별 가입자 수 현황



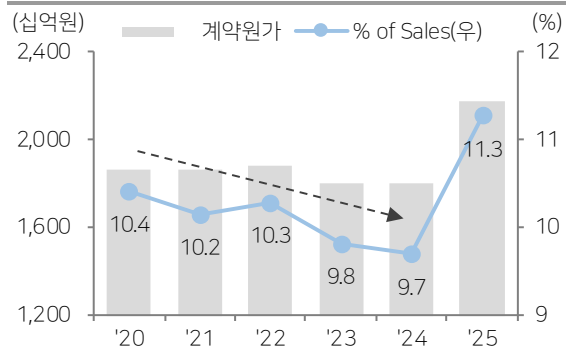
Source: 한국소비자원, 다올투자증권

Fig. 97: SK텔레콤의 상각 대상 판매장려금 추이



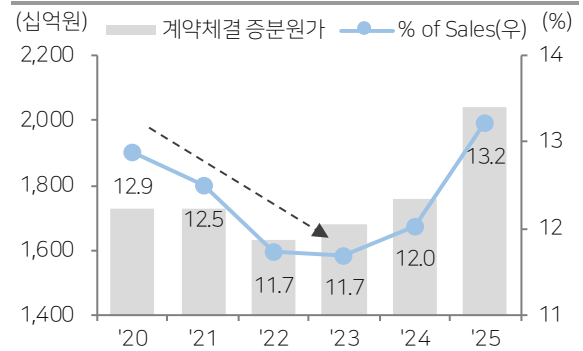
Source: Dart, 다올투자증권 / Note: 연결 기준

Fig. 98: KT의 상각 대상 판매장려금 추이



Source: Dart, 다올투자증권 / Note: 별도 기준

Fig. 99: LG유플러스의 상각 대상 판매장려금 추이



Source: Dart, 다올투자증권 / Note: 연결 기준

Fig. 100: 통신서비스 업종 이익의 질 개선

자급제 확산 + 휴대전화의 교체주기 연장

단통법('14) 이후 10년 간 선택약정 이용자 비중이 지속적으로 증가

공시지원금
(단말 할인-영업비용에 반영)

개통일 일시 현금 지출
통신사 → 대리점
분기 지출 변동성 발생 가능

선택약정
(요금 할인-매출차감 반영)

현금 지출 없음
매월 요금 할인만 반영(매출차감항목)
FCF에 직접적으로 기여

실적 예측이 어려움
신형 플래그십의 흥행 여부, 경쟁사의 마케팅 정책에 따라 분기별로 마케팅비용 지출 변동성 커짐

실적 예측 가능성이 높아짐
약정 구조상 분기 변동 최소화 가능
실질적인 Cash Out 없이 예측가능범위 내 발생

FCF 개선+ 이익의 질 향상
배당 가시성 및 주주환원 매력도 부각 가능

Source: 다올투자증권

IV-4. 배당 안정성·가시성 강화

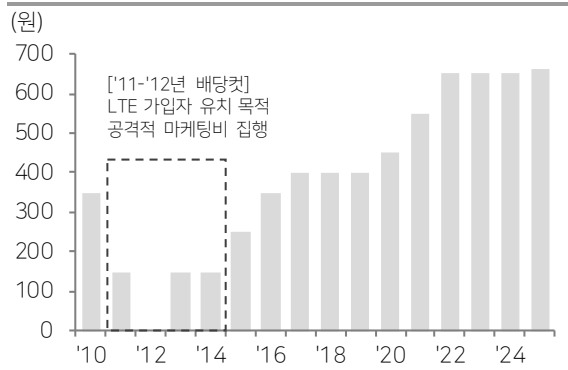
이익의 규모·질 모두 ↑
→ 배당 안정성 확대

이익의 규모, 이익의 질 상향은 향후 업종의 배당 안정성과 가시성을 더욱 높이는 요인으로 작용할 것이다.

과거 국내 기업들의 배당컷 사례를 살펴보면, 당시 사업 환경과 각 회사의 이익 체력이 지금과는 상당한 차이가 있었음을 확인할 수 있다. 첫 번째는 '11-'12년 LG유플러스의 사례다. 3G 후발주자였던 동사는 LTE 도입 초기 가입자 확보를 위해 공격적인 판매장려금 정책을 펼쳤고, 마케팅비 부담 급증으로 2Q12-3Q12 연속 분기 영업적자를 기록해 배당을 지급하지 못했다. 두 번째는 '13-'14년 KT의 사례다. 당시 경영진의 Fair Price(단말기 가격 정찰제) 전략은 '12-'13년 대규모 가입자 이탈을 낳았고, 무선 통신 경쟁력 약화로 '13년 배당이 급감했다. '14년 신입 경영진 출범과 함께 인력구조 개선을 위한 대규모 희망퇴직이 실시됐으며, 일회성 인건비 부담에 따른 연간 영업이익자로 '14년에는 배당을 지급하지 못했다. 즉, 과거 배당 리스크는 가입자 유지 경쟁 심화에 따른 마케팅비 급증, 본업 경쟁력 약화에 따른 비용 지출 확대에서 비롯됐다.

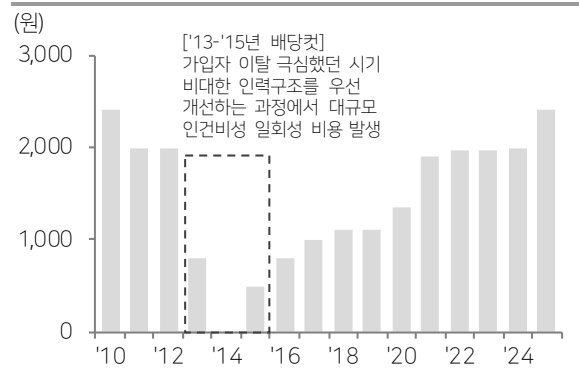
현재는 이러한 배당 리스크를 자극했던 요인들은 대부분 해소됐다. 이에 더해 단통법 시행 이후 선택약정할인제도가 시장에 안착하면서 기업들의 현금흐름 안정성 역시 크게 개선됐다. 잉여현금흐름은 자사주를 활용한 주주환원의 핵심 재원이라는 점에서, 강화된 현금 창출력은 향후 업종 주주환원 매력을 강화하는 요인으로 작용할 것이다.

Fig. 101: LG유플러스 연간 DPS ('11-'12년 배당컷 사례)



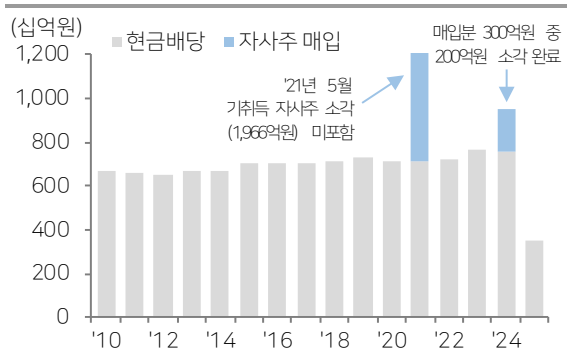
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 102: KT 연간 DPS ('13-'14년 배당컷 사례)



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 103: SK텔레콤의 총주주환원액 추이



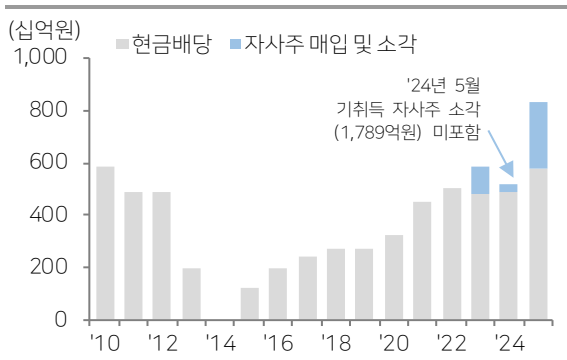
Source: SK텔레콤, 다올투자증권
 Note: 그래프에 표시한 자사주 매입 및 소각에서 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 취득 후 소각하지 않은 부분 미포함

Fig. 104: SK텔레콤의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액 (십억원)	수량 (천주)	발행주식수 대비 (%)
매입	2021-04-30	500	2,097	
소각(기취득)	2021-05-06	1,966	8,686	10.8
매입	2024-01-26	300	6,090	
소각(매입분)	2024-02-25	200	4,043	1.8

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 105: KT의 총주주환원액 추이



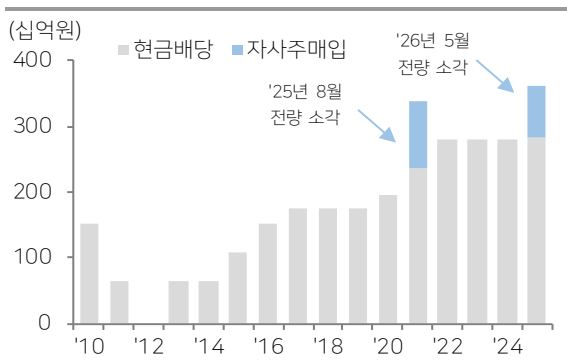
Source: KT, 다올투자증권
 Note: 그래프에 표시한 자사주 매입 및 소각에서 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 취득 후 소각하지 않은 부분 미포함

Fig. 106: KT의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액 (십억원)	수량 (천주)	발행주식수 대비(%)
매입	2023-08-09	300	9,756	
소각(매입분)	2023-08-10	100	3,251	1.2
매입	2024-03-15	27	696	
소각(매입분)	2024-03-25	27	696	
소각(기취득)	2024-05-09	179	5,143	2.0
매입	2025-08-13	250	4,841	
소각(매입분)	2026-02-10	250	4,216	1.7

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 107: LG유플러스의 총주주환원액 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권
 Note: 그래프에 표시한 자사주 매입 및 소각에서 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 취득 후 소각하지 않은 부분 미포함

Fig. 108: LG유플러스의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액 (십억원)	수량 (천주)	발행주식수 대비 (%)
매입	2021-06-09 (약 5 달간)	100	6,783	
소각	2025-08-05	100	6,783	1.6
매입	2025-08-04 (약 6 달간)	80	5,401	
소각	2026-05-15	80	5,401	1.3

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 109: 각 사 배당정책

기업	배당주기	적용연도	배당정책
SK 텔레콤	분기배당	FY '24-'26	- 연결 조정 당기순이익의 50% 이상 현금배당 및 자사주 매입·소각
KT	분기배당	FY '26-'28	- 별도 조정 당기순이익의 50% 현금배당 및 자사주 매입·소각 - '25-'28년 누적 자사주 매입·소각 1조원 시행
LG 유플러스	반기배당	FY '24-'26	- 총 주주환원율 40-60% (별도 조정 당기순이익의 40% 이상 배당 + 자사주 매입·소각 0-20%)

Source: 각 사, 다올투자증권

V. 잠재 리스크 점검

V-1. LTE·5G 통합요금제 도입 ⇒ 실질적 리스크가 아님

기존 요금제 vs. 통합
요금제 간 월정액 차이
미미
→ ARPU 하락 제한적

‘26년 7월부터 LTE·5G 통합요금제가 전면 도입된다. ‘24년 단말 종류에 따른 교차 가입 제한이 해제된 데 이어, 이번 개편은 LTE와 5G로 분리돼 있던 요금 체계를 하나로 통합해 세대별 망 구분을 사실상 없애는 것이 핵심이다. 이에 통합요금제 가입자 증가 시 ARPU가 하락할 것이라는 우려가 제기되고 있다.

그러나 통합요금제 도입이 실제 무선 ARPU에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. SK 텔레콤, KT가 공개한 통합요금제 라인업을 살펴보면, 동일한 데이터 제공량 기준 5G 요금제와 통합요금제 간 월정액 차이가 사실상 없다. 즉, 5G 요금제 가입자가 통합요금제로 이동하더라도 ARPU 하락이 발생하지 않는 구조다.

LTE 요금제 가입자의 통합요금제 전환 역시 ARPU에 미치는 영향은 미미할 것이다. ‘23~‘24년 5G 중간요금제 도입 이후 동일한 데이터 제공량 기준 LTE·5G 요금제 간 가격 차이가 거의 사라졌기 때문에, 앞서 설명한 5G→통합요금제 Case와 마찬가지로 요금제 전환 과정에서 ARPU 하락이 발생하는 구조가 아니다.

현재 무선통신 ARPU는 구조적 업셀링 모멘텀이 부재한 상황이나, 반대로 다운셀링 요인 역시 제한적이다. 통합요금제 역시 요금 인하보다는 상품 구조 단순화를 위한 체계 개편에 가깝다는 판단이며, 이에 시장에서 우려하는 통합요금제 도입은 사실상 업종 리스크가 아니라고 생각한다.

Fig. 110: SK텔레콤의 기존 LTE·5G 요금제 및 통합 요금제 목록

기존 LTE 요금제			기존 5G 요금제			LTE/5G 통합 요금제 ('26.07 출시 예정)			
데이터 제공량	월정액요금	요금제명	데이터 제공량	월정액요금	요금제명	데이터 제공량	월정액요금	요금제명	
무제한	100,000	T 플랜 맥스	무제한	125,000	5GX 플래티넘	무제한	129,000	베스트 Max	
				109,000	5GX 프리미엄		119,000	베스트 Pro	
				109,000	0 청년 109		109,000	베스트 109	
				99,000	5GX 프라이م플러스		99,000	베스트 99	
				99,000	0 청년 99		89,000	베스트 89	
				89,000	5GX 프라이م				
				89,000	0 청년 89				
				76,000	다이렉트 5G 76				
				69,000	다이렉트 5G 69				
				69,000	0 청년 다이렉트 69				
				62,000	다이렉트 5G 62				
				62,000	0 청년 다이렉트 62				
								300GB+5Mbps	79,000
250GB+5Mbps	79,000	5GX 레귤러플러스	다이렉트 5G 55						
160GB+5Mbps	60,900	0 청년 69	0 청년 다이렉트 48						
150GB+5Mbps	79,000	T 플랜 스페셜	136GB+1Mbps	68,000	0 청년 59 100GB 업				
100GB+5Mbps	55,000	0 플랜 슈퍼히어로	110GB+5Mbps	69,000	5GX 레귤러	110GB+5Mbps	69,000	라이트 69	
				48,000	다이렉트 5G 48				
			99GB+1Mbps	68,000	베이직플러스 75GB 업				
			96GB+1Mbps	66,000	0 청년 59 60GB 업				
			74GB+1Mbps	66,000	베이직플러스 50GB 업				
			72GB+1Mbps	64,000	0 청년 59 36GB 업				
			54GB+1Mbps	64,000	베이직플러스 30GB 업				
			51GB+1Mbps	62,000	0 청년 59 15GB 업				
			37GB+1Mbps	62,000	베이직플러스 13GB 업				
			36GB+1Mbps	59,000	0 청년 59				
				42,000	0 청년 다이렉트 42				
			24GB+1Mbps	59,000	베이직플러스	24GB+1Mbps	59,000	라이트 59	
				42,000	다이렉트 5G 42				
			15GB+1Mbps	55,000	슬림	15GB+1Mbps	55,000	라이트 55	
				38,000	다이렉트 5G 38				
			15GB+400kbps	49,000	0 청년 49				
				34,000	0 청년 다이렉트 34				
			11GB+1Mbps	55,000	5G 행복누리 슬림				
			11GB+400kbps	49,000	베이직	11GB+400kbps	49,000	라이트 49	
				34,000	다이렉트 5G 34				
			9GB+1Mbps	45,000	0 틴 5G				
			8GB+400kbps	45,000	컴팩트 플러스	8GB+400kbps	45,000	라이트 45	
				43,000	0 청년 43				
				31,000	다이렉트 5G 31				
				30,000	0 청년 다이렉트 30				
6GB+1Mbps	33,000	0 플랜 히어로	6GB+400kbps	39,000	컴팩트	6GB+400kbps	39,000	라이트 39	
				37,000	0 청년 37				
				27,000	다이렉트 5G 27				

Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: 부가세 포함

Fig. 111: KT의 기존 LTE·5G 요금제 및 통합 요금제 목록

기존 LTE 요금제			기존 5G 요금제			LTE/5G 통합 요금제 ('26.07 출시)		
데이터 제공량	월정액	요금제명	데이터 제공량	월정액	요금제명	데이터 제공량	월정액	요금제명
무제한	89,000	데이터 ON 프리미엄 Y 데이터 ON 프리미엄 군인 77 Plus	무제한	130,000	5G 초이스 프리미엄	무제한	130,000	초이스 130
	89,000			120,000	5G 초이스 더블		120,000	초이스 120
	77,000			110,000	5G 초이스 스페셜		110,000	초이스 110
				100,000	5G 스페셜		90,000	초이스 90
				100,000	5G Y 스페셜		100,000	베이직 100
				90,000	5G 초이스 베이직		80,000	베이직 80
				80,000	5G 베이직			
				80,000	5G Y 베이직			
				69,000	요금 69 모바일			
				61,000	요금 61 모바일			
			200GB+5Mbps	55,000	요금 55 모바일			
			120GB+5Mbps	49,000	요금 49 모바일			
110GB+5Mbps	69,000	데이터 ON 비디오 플러스 Y 데이터 ON 비디오 플러스	110GB+5Mbps	69,000	5G 심플 110GB	110GB	69,000	베이직 110GB
	69,000			69,000	5G 심플 복지			
100GB+5Mbps	55,000	군인 55 Plus 다이렉트 45						
	45,000							
			90GB+1Mbps	67,000	5G 심플 90GB	90GB	67,000	베이직 90GB
			80GB+1Mbps	46,000	요금 46 모바일			
			70GB+1Mbps	65,000	5G 심플 70GB	70GB	65,000	베이직 70GB
			50GB+1Mbps	63,000	5G 심플 50GB	50GB	63,000	베이직 50GB
			40GB+1Mbps	44,000	요금 44 모바일			
			35GB+1Mbps	42,000	요금 42 모바일			
			30GB+1Mbps	61,000	5G 심플 30GB	30GB	61,000	베이직 30GB
				40,000	요금 40 모바일			
			25GB+1Mbps	38,000	요금 38 모바일			
			21GB+1Mbps	58,000	5G 슬림 21GB, (이월)	21GB	58,000	베이직 21GB
			20GB+1Mbps	36,000	요금 36 모바일			
			15GB+1Mbps	49,000	5G 시니어 베이직			
			15GB+400Kbps	34,000	요금 34 모바일			
			14GB+1Mbps	55,000	5G 슬림 14GB, (이월)	14GB	55,000	베이직 14GB
				55,000	5G Y 슬림			
			10GB+1Mbps	47,000	5G Y 틴	10GB	50,000	베이직 10GB
				44,000	5G 시니어 A형			
			10GB+400Kbps	50,000	5G 슬림 10GB, (이월)			
				32,000	요금 32 모바일			
			9GB+1Mbps	42,000	5G 시니어 B형			
			8GB+1Mbps	41,000	5G 시니어 C형			
			8GB+400Kbps	30,000	요금 30 모바일			
			7GB+400Kbps	45,000	5G 슬림 7GB, (이월)	7GB	45,000	베이직 7GB
			5GB+5Mbps	59,000	5G 웰컴 5			
			5GB+1Mbps	38,000	5G 주니어			
			4GB+400Kbps	37,000	5G 슬림 4GB, (이월)	4GB	37,000	베이직 4GB
2.5GB+밀당	33,000	Y 베이직 Y 틴 ON	3GB+400Kbps	28,000	5G 주니어 슬림			
2.5GB+400Kbps	33,000		3GB+3Mbps	49,000	5G 웰컴 3			
2GB+밀당	33,000	시니어 베이직 순 선택형 100 분 Y 주니어 ON 베이직 순 망내무한 선택형 180 분 순 망내무한 선택형 100 분	1GB+1Mbps	39,000	5G 웰컴 1	1.4GB	33,000	베이직 1.4GB
2GB	30,800							
1.5GB+400Kbps	24,000							
1.4GB+밀당	33,000							
1GB	35,200							
	32,230							

Source: KT, 다올투자증권 / Note: 부가세 포함

Fig. 112: LG유플러스의 LTE·5G 요금제 및 통합 요금제 목록

기존 LTE 요금제			기존 5G 요금제			LTE/5G 통합 요금제 ('26.06 출시 완료)				
데이터 제공량	월정액	요금제명	데이터 제공량	월정액	요금제명	데이터 제공량	월정액	요금제명		
무제한	105,000	속도용량격정없는 데이터 105	무제한	130,000	5G 시그니처	무제한	130,000	플러스플랜 130		
	88,000	속도용량격정없는 데이터 88		115,000	5G 프리미어 슈퍼		115,000	플러스플랜 115		
	78,000	속도용량격정없는 데이터 78		105,000	5G 프리미어 플러스		105,000	플러스플랜 105		
				95,000	5G 프리미어 레귤러		95,000	플러스플랜 95		
				85,000	5G 프리미어 에센셜		85,000	데이터플랜 MAX		
				150GB+5Mbps	75,000		5G 스탠다드	150GB+5Mbps	75,000	데이터플랜 150GB
				125GB+5Mbps	70,000		5G 스탠다드 에센셜	125GB+5Mbps	70,000	데이터플랜 125GB
				95GB+3Mbps	68,000		5G 데이터 슈퍼	95GB+3Mbps	68,000	데이터플랜 95GB
				80GB+1Mbps	66,000		5G 데이터 플러스	80GB+1Mbps	66,000	데이터플랜 80GB
		50GB+1Mbps	63,000	5G 데이터 레귤러	50GB+1Mbps	63,000	데이터플랜 50GB			
		31GB+1Mbps	61,000	5G 심플+	31GB+1Mbps	61,000	데이터플랜 31GB			
		24GB+1Mbps	59,000	5G 베이직+	24GB+1Mbps	59,000	데이터플랜 24GB			
		14GB+1Mbps	55,000	5G 라이트+	14GB+1Mbps	55,000	데이터플랜 14GB			
6.6GB+1Mbps	59,000	추가요금격정없는 데이터 59	5GB+400kbps	47,000	5G 슬림+	9GB+400Kbps	47,000	데이터플랜 9GB		
3.5GB+1Mbps	49,000	추가요금격정없는 데이터 49								
2.5GB+400kbps	44,000	추가요금격정없는 데이터 44								
						1.5GB+400Kbps	33,000	데이터플랜 1.5GB		
						750MB+400Kbps	29,000	데이터플랜 750MB		
						300MB+400Kbps	28,000	데이터플랜 300MB		

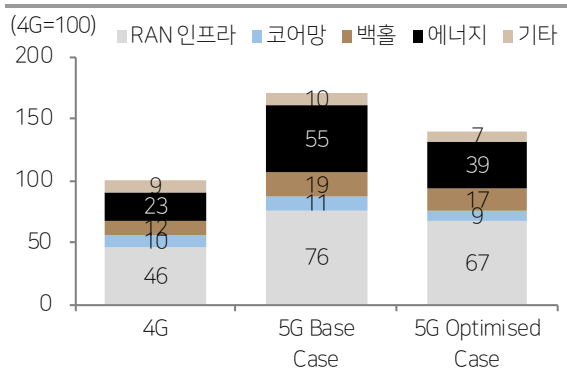
Source: LG유플러스, 다올투자증권 / Note: 부가세 포함

V-2. 각종 투자 비용 증가 ⇒ 우려할 수준은 아님

1) 5G SA 도입에 따른 ‘26년 하반기부터 5G SA 전환 목적의 Capex 집행이 본격 개시될 전망이다. 현재 국내 무선통신망은 대다수 5G NSA(Non-StandAlone) 기반으로, 코어망은 LTE망을 공유하고, 신호만 5G를 이용하는 형태다. 5G SA 전환에 따라 코어망을 5G 전용으로 업그레이드하는 과정에서 관련 투자 확대로 이익이 훼손될 수 있다는 우려와, 초저지연 네트워크를 요구하는 전방 시장의 개화 속도가 더딘 탓에 투자 회수가 빠르게 이루어지지 않을 것이라는 우려가 존재한다.

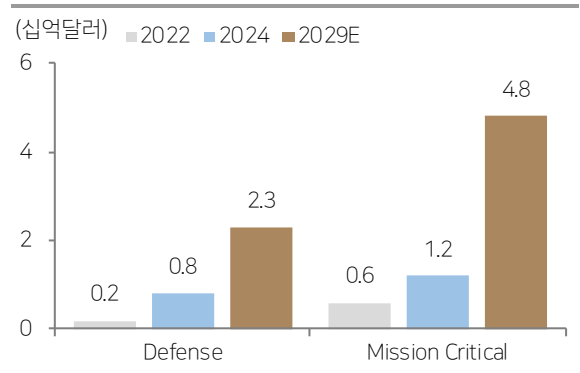
그러나 아래 세 가지 이유로 관련 투자로 인한 이익 훼손이 나타날 가능성은 크지 않다고 본다. 1) 우선 소프트웨어 업그레이드 위주 투자로, 투자 규모 자체가 크지 않다. 실제로 5G SA 전환의 골자인 코어망 업그레이드는 전체 네트워크 투자에서 차지하는 비중이 매우 작다. 5G 전환기 TCO(‘21-‘25년 연평균 총소유비용)는 LTE 전환기 대비 71% 증가했는데, 해당 증분의 대부분은 RAN 인프라 비용(+65%)과 에너지 비용(+139%)이 차지했으며, 코어망 비용은 +10% 증가에 그쳤다. 따라서 코어망 고도화 위주의 5G SA 투자가 우려할만한 수준의 비용 부담으로 이어지지는 않을 것이다. 2) 5G SA·6G 초저지연을 필수로 요구하는 Mission Critical 전방시장 규모 역시 확대되는 추세로, 투자 회수 기간도 예상 대비 빨라질 수 있다.

Fig. 113: 세대별 인프라 투자비용 Breakdown
⇒ 코어망 투자 증가분은 미미함



Source: GSMA, 다올투자증권
Note: 유럽 이동통신 사업자의 '21-'25년 TCO(연평균 총소유비용) 기준

Fig. 114: 5G 네트워크 서비스 전방 시장 규모 전망



Source: Ericsson Mobility Report, GSA, 다올투자증권

2) 보안 사고 관련
간접비용 확대 우려

‘25년 이동통신 3사 모두 사이버보안 이슈를 경험했다. 다만, 관련 직·간접 비용은 이미 대부분 인식된 상태로 향후 추가적인 이익 훼손 가능성은 제한적이라고 판단한다.

SK텔레콤의 경우 유심 정보 유출 사태 직후 바로 대규모 직접 보상(무상 유심 교체, 1개월 50% 요금 할인) 및 간접 보상(데이터 무상 제공 등)을 진행해 직·간접 비용 지출은 마무리된지 오래다. 이에 무선 ARPU는 1Q26를 기점으로 사이버보안 사고 이전 레벨(1H25)로 회복이 완료되었으며, 가입자 이탈 위약금 면제 기간(‘25년 7월) 후 5G 가입자, 무선 가입자도 각각 4Q25, 1Q26를 기점으로 순증으로 전환했다. 이에 사이버보안 사고의 ARPU·가입자수·비용 영향은 일단락됐다고 판단하며, ‘26년 연간 배당 역시 최소 3,320원(분기 830원) 수준으로 회복될 전망이다.

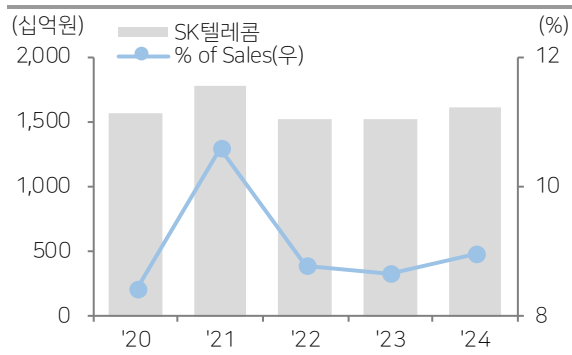
사고 발생 시점이 늦었던 KT도 ‘26년 1월 위약금 면제 기간 이후 가입자 순증 추이로 전환했다. 현재 매달 데이터 추가 제공 등 각종 혜택이 포함된 ‘고객 보답 프로그램’이 진행되고 있으나, ‘26년 중 발생이 확정된 비용은 ‘25년 말 기준으로 인식이 완료됐기에, 해당 비용의 향후 이익 영향은 제한적일 전망이다.

‘25년 연이어 발생한 보안 사고로 향후 보안 관련 고정비 투자 확대 우려가 존재하나, 과거 경성적인 수준을 벗어나는 규모는 아니라고 판단한다. 보안 사고 직후 각 기업에서 밝힌 향후 5년간 보안 투자 금액(SK텔레콤 7천억원, KT 1조원, LG유플러스 7천억원)을 살펴보면, 과거 수준인 매출액의 8-10%을 크게 벗어나지 않는다. 이에, 우발적인 사고가 또 다시 발생하지 않는 이상, 관련 비용 부담은 제한적일 것이다.

3) 주파수 재할당
이용료 증가 우려

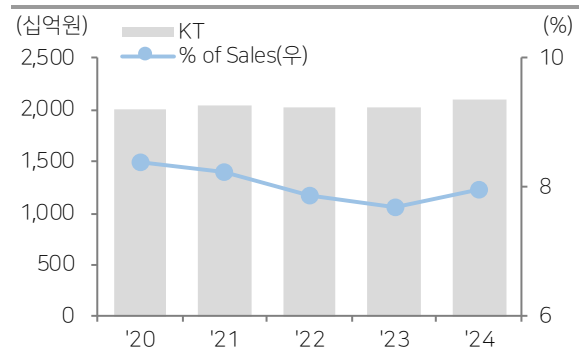
‘26년 하반기 주파수 이용 기간 만료로 재할당 시기가 도래하면서 주파수 무형자산상각비 증가에 대한 우려가 존재하나, 관련 비용 증가폭은 미미할 전망이다. 과거 주파수 경매 및 재할당 시기 통신3사 합산 주파수자산상각비는 연간 약 2,000억원 증가에 그쳤고, 대역폭 재할당(290MHz)만 진행됐던 ‘21년 3사 합산 주파수자산상각비는 전년 대비 2,330억원 증가했다. ‘26년 하반기 재할당 대상 대역폭(6월·12월 만료분 합산)은 약 370MHz로 ‘21년과 유사한 수준임을 고려할 때, 통신3사 합산 2,000억원 중반 규모에서 큰 변동은 없을 것이며, 이는 다올투자증권 추정치 기준 ‘26년 통신3사 합산 연간 연결 매출액의 0.4%에 불과한 수치다. 오히려 무선통신 본업에 집행되는 Capex가 지속 하향 안정화되고 있음을 고려할 시, 유형·무형자산 상각비 부담에 따른 이익 훼손 가능성은 낮다.

Fig. 115: SK텔레콤 연간 보안지출 비용 추이



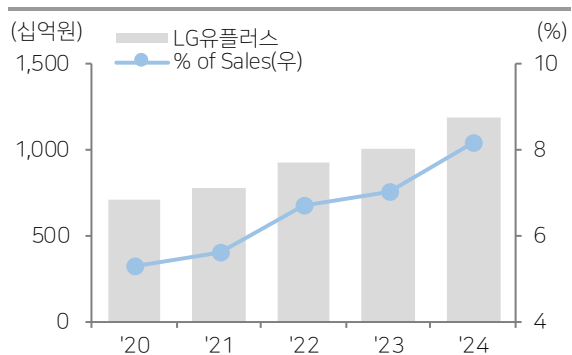
Source: KISA 정보보호공시종합포털, 다음투자증권 / Note: 정보기술부문 투자액과 정보보호부문투자액을 합친 금액, SK브로드밴드 지출은 미포함

Fig. 116: KT 연간 보안지출 비용 추이



Source: KISA 정보보호공시종합포털, 다음투자증권 / Note: 정보기술부문 투자액과 정보보호부문투자액을 합친 금액

Fig. 117: LG유플러스 연간 보안지출 비용 추이



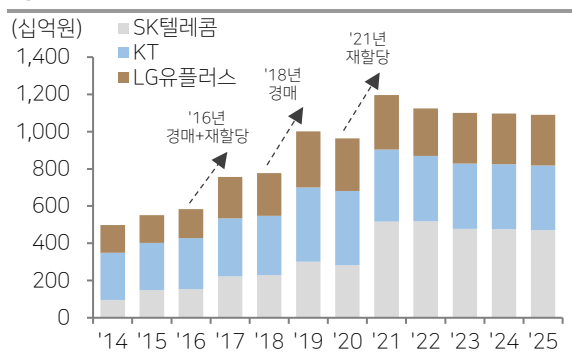
Source: KISA 정보보호공시종합포털, 다음투자증권 / Note: 정보기술부문 투자액과 정보보호부문투자액을 합친 금액

Fig. 118: '25년 보안사고 후 직·간접 비용 발생 타임라인

일자	기업	내용
25.04.28~	SK 텔레콤	전 고객 대상 무상 유심 교체 개시
25.05.05~	SK 텔레콤	신규영업 중단 기간 (~25.06.23)
25.07.15~	SK 텔레콤	위약금 면제 신청 개시
25.08	SK 텔레콤	8월 한달간 전 고객 대상 통신요금 50% 할인
25.08~25.12	SK 텔레콤	전 고객 대상 5달간 매달 데이터 50GB 제공
25.08.27	SK 텔레콤	과징금 부과 의결 (약 1,347억원 규모)
25.08.26	KT	가입자 대상 무단 소액결제 피해 발생
25.10.29	KT	피해 결제 금액 대납 처리 발표 (약 2.4억원)
25.11.05	KT	전 고객 대상 무상 유심 교체 개시
25.11~현재	KT	고객 보답 프로그램 시행 개시
26.01.14~	KT	위약금 면제 신청 개시

Source: 각 사, 언론 보도, 다음투자증권

Fig. 119: 통신3사 주파수이용권 상각비 추이



Source: Dart, 다음투자증권

Fig. 120: 국내 주파수 경매 및 재할당 타임라인

시기	구분	대역폭
'11	신규 LTE 경매 (1차) + 재할당	경매 (50MHz) 재할당 (70MHz)
'13	신규 LTE 경매 (2차)	경매 (115MHz)
'16	신규 LTE 경매 (3차) + 재할당	경매 (100MHz) 재할당 (80MHz)
'18	신규 5G 경매	경매 (2,680MHz) -3.5GHz: 280MHz -28GHz: 2,400MHz
'21	주파수 재할당 (3G/LTE)	재할당 (290MHz)
'22	주파수 재할당 (LG유플러스 단독)	재할당 (20MHz)

Source: 과기부, 언론 보도, 다음투자증권

Fig. 121: 국내 주파수 경매 및 재할당 타임라인 세부 내역

일자	구분	낙찰사	대역	대역폭	낙찰가(억원)	비고
2011	재할당	SK텔레콤	800Mhz	30MHz	7,960	
		KT	1.8GHz	20MHz	3,960	
		LG유플러스	1.8GHz	20MHz	3,430	
	경매	SKT	1.8GHz	20MHz	9,950	LTE 구축 목적
		KT	800Mhz	10MHz	2,610	LTE 구축 목적
LG유플러스		2.1GHz	20MHz	4,455	LTE 구축 목적	
2013	경매	SK텔레콤	1.8GHz	35MHz	10,500	LTE-A 대응 목적
		KT	1.8GHz	40MHz	9,001	LTE-A 대응 목적
		LG유플러스	2.6GHz	40MHz	4,788	LTE-A 대응 목적
2016	경매	SK텔레콤	2.6GHz	60MHz	9,500	트래픽 대응 목적
		KT	1.8GHz	20MHz	4,513	광대역 LTE 강화 목적
		LG유플러스	2.1GHz	20MHz	3,816	LTE 용량 확대 목적
	재할당	SK텔레콤	2.1GHz	40MHz	5,685	
		KT	2.1GHz	40MHz	5,685	
2018	경매	SK텔레콤	3.5GHz	100MHz	12,185	5G 전국망 구축 목적
			28GHz	800MHz	2,073	
		KT	3.5GHz	100MHz	9,680	5G 전국망 구축 목적
			28GHz	800MHz	2,078	
		LG유플러스	3.5GHz	80MHz	8,095	5G 전국망 구축 목적
			28GHz	800MHz	2,072	
2021	재할당	SK텔레콤	800MHz	20MHz	미공개	기존망 사용 연장
			1.8GHz	35MHz	미공개	기존망 사용 연장
			2.1GHz	40MHz	미공개	기존망 사용 연장
		KT	900MHz	20MHz	미공개	기존망 사용 연장
			1.8GHz	35MHz	미공개	기존망 사용 연장
			2.1GHz	40MHz	미공개	기존망 사용 연장
		LG유플러스	800MHz	20MHz	미공개	기존망 사용 연장
			2.1GHz	40MHz	미공개	기존망 사용 연장
			2.6GHz	40MHz	미공개	기존망 사용 연장
2022	재할당	LG유플러스	3.5GHz	20MHz	미공개	
	할당 취소	KT	28GHz	800MHz	-	
		LG유플러스	28GHz	800MHz	-	
2023	할당 취소	SK텔레콤	28GHz	800MHz	-	

Source: 과학기술정보통신부, 각 사, 언론보도, 다올투자증권

Fig. 122: 통신3사의 주파수 보유 현황

기업	주파수	대역폭	확보연도	이용 종료연도
SK 텔레콤	800MHz	20MHz	2021	2026
	1.8GHz	35MHz	2021	2026
	2.1GHz	40MHz	2021	2026
	2.6GHz	60MHz	2016	2026
	3.5GHz	100MHz	2018	2028
KT	900MHz	20MHz	2021	2026
	1.8GHz	55MHz	2021	2026
	2.1GHz	40MHz	2021	2026
	3.5GHz	100MHz	2018	2028
LG 유플러스	800MHz	20MHz	2021	2026
	2.1GHz	40MHz	2021	2026
	2.6GHz	40MHz	2021	2026
	3.5GHz	100MHz	2018	2028

Source: 전파누리, 각 사, 다올투자증권

VI. 투자전략

이익의 규모와 질이 모두 상향되는 중

통신서비스 업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현재 통신서비스 업종은 매해 본업의 LSD(Low-Single-Digit) 성장에 더해, B2B 부문 실적 기여 확대에 따라 전사 매출액은 매해 MSD(Mid-Single-Digit) 이상 성장까지도 바라볼 수 있는 상황이다. 이러한 가운데, 주요 비용인 마케팅비, 인건비, 감가상각비는 경쟁 완화, 인력구조 슬림화, 본업 투자 축소로 하향 안정화 국면이다. 이에 다음 세대 전환기 전까지 통신서비스 업종은 매해 외형 성장폭을 상회하는 안정적인 증익 기조를 이어나갈 전망이다.

뿐만 아니라, 선택약정할인 가입자 비중 증가로 일시 현금 유출(공시지원금)은 감소하고, 매출차감으로 회계처리되는 판매비 비중이 높아지며, 현금흐름 변동성이 완화되고 실적 예측 가시성이 높아지고 있다. 결론적으로, 이익의 규모와 질이 동시에 상향되고 있으며, 이에 따라 배당의 지속 가능성 역시 확대되는 국면이다.

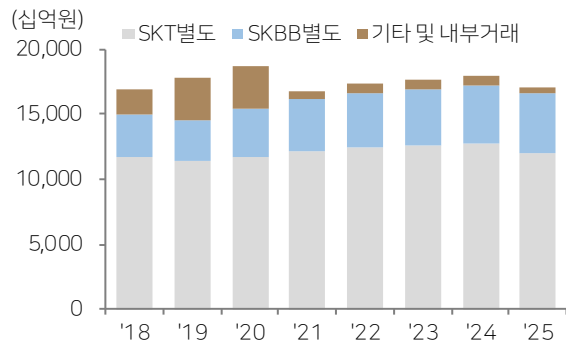
AI 컴퓨팅 수요 증가 수혜를 더 직접적으로 누리게 될 DC 사업

데이터센터 수요는 AI 컴퓨팅 수요 증가와 함께 폭발적으로 증가하고 있다. 이에 따라 통신사의 데이터센터 역시 과거 공간·회선 임대 중심의 코로케이션에서 벗어나 초저지연 네트워크, 고성능 서버, 고집적 전력·냉각 설비를 갖춘 AI 데이터센터로 고도화되고 있으며, 수익모델 역시 함께 진화 중이다. 전통적인 코로케이션 수익모델의 한계는 수익화 시점이 늦다는 점과, 장기 계약 특성상 유연한 평가 전이가 어렵다는 점이었다.

그러나 최근 데이터센터 DBO(Design, Build, Operation) 사업모델 확대로 수익화 기간이 단축되고 있으며, 클라우드를 기반으로 컴퓨팅 자원을 제공하는 AI 인프라 구독 모델(GPUaaS)의 확대로 서버 단위당 창출 가능한 부가가치가 확대되고 있다. 아울러 사용량 기반 과금 체계를 바탕으로 보다 유연한 가격 전가가 가능해지며, 통신사의 데이터센터 사업은 AI 컴퓨팅 수요 증가의 수혜를 보다 직접적으로 누리게 될 전망이다.

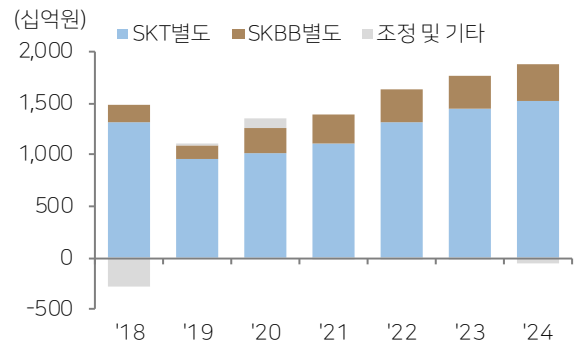
<p>'26년 실적 전망: SK텔레콤의 실적 회복 두드러질 것</p>	<p>'26년 통신 3사의 합산 매출액은 전년대비 +0.7%, 영업이익은 +11.0% 증가 전망한다. 전년 보안 사고 관련 직·간접 비용은 이미 대부분 반영된 가운데, 전년 가입자 이동 증가에 따라 자산화된 마케팅비를 제외하면 추가적인 비용 증가 요인은 제한적이다. 또한 '24년 KT, '25년 LG유플러스, 4Q24·4Q25 SK텔레콤의 희망퇴직 시행으로 인건비 부담이 구조적으로 낮아졌으며, 3사 합산 연결 감가상각비 역시 '20년 이후 연간 약 10조원에서 안정적으로 유지되고 있다. 회사별 전년대비 '26년 매출액 성장률은 SK텔레콤 +4.6%, KT -1.5%, LG유플러스 +0.5%, 전년대비 영업이익 증가율은 SK텔레콤 +80.2%, KT -19.7%, LG유플러스 +12.6% 전망한다.</p>
<p>SK텔레콤: 회복의 '26년, AI 수익모델 고도화 과정 속 리레이팅 기대</p>	<p>SK텔레콤을 통신서비스 업종 최선호주로 제시한다. '26년 3사 중 가장 큰 폭의 증익을 전망하며, 통신 본업 매출이 연결 매출액의 대부분을 차지하는 사업 구조상 가입자 회복 속도가 예상보다 빨라질 경우 영업 레버리지 효과가 극대화되며 증익폭이 확대될 수 있다. 물론 배당 정상화라는 재료는 이미 주가에 반영되었고, '26년 연간 주당배당금은 보수적으로 3,320원을 전망하며(vs. '24년 3,540원), 주가는 YTD +65.2% 상승해(vs. KT +0.6%, LG유플러스 -4.9%) 배당수익률 면에서 열위다. 그러나 3사 간 배당수익률 차이가 크지 않은 만큼('26년 배당수익률 컨센서스 SK텔레콤 3.84%, KT 4.62%, LG유플러스 5.02%), 향후 주가는 실적 추정치 상향, 증익 모멘텀에 의해 좌우될 가능성이 높다고 판단한다. 더불어 AI 수익모델 고도화 과정 속 리레이팅 기회도 가장 풍부하다.</p>
<p>LG유플러스: '26년 가장 강한 주주환원 모멘텀</p>	<p>LG유플러스를 차선호주로 제시한다. 동사는 '26년 통신3사 중 가장 강력한 주주환원 모멘텀을 보유하고 있다. 저수익 신사업 정리, 인력 재배치 등 비용 효율화를 통한 이익 레벨 상향('26년 연간 영업이익 1조원 돌파 전망)과 꾸준한 가입자 증가 기조를 고려할 시, 전년에 이어 자사주 매입이 진행될 가능성이 높고, 배당도 전년대비 상향 여력이 충분하다. 6/30일 기준 FY1 배당수익률은 5.02%(컨센서스 기준)으로, 5%에 달하는 배당수익률 역시 투자 매력을 높이는 요인이다.</p>
<p>KT: 단단한 주가 하방</p>	<p>KT는 현재 2,500억원 규모 자사주 매입을 진행하고 있어, 주가 하방이 단단하다. 매입한 자사주는 전년 기취득분과 함께 외국인 지분한도 여유 발생 시 즉시 소각할 예정이다. 더불어 지난 1분기 실적발표에서 연간 주당배당금 하한선(연간 DPS 2,400원) 설정을 발표해 배당 가시성도 높아졌다. 비핵심자산 매각 대금은 향후 성장 투자 자원 또는 주주환원에 활용될 예정이라고 밝혀, 사업구조 개편에 따른 중장기적 ROE 상승을 기대한다.</p>

Fig. 123: SK텔레콤의 연결 매출액 구성



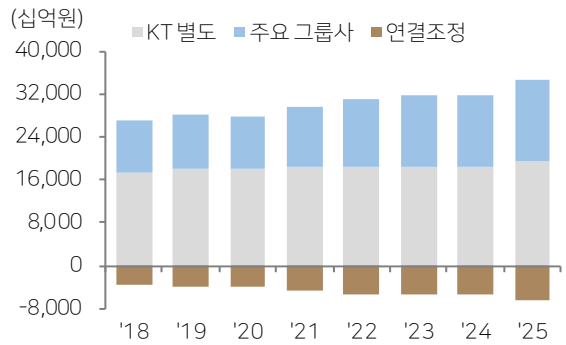
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 124: SK텔레콤의 연결 영업이익 구성



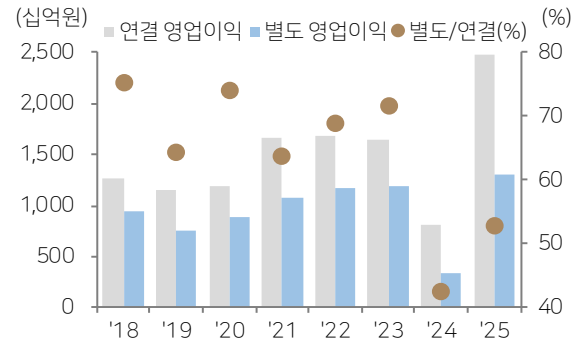
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 125: KT의 연결 매출액 구성



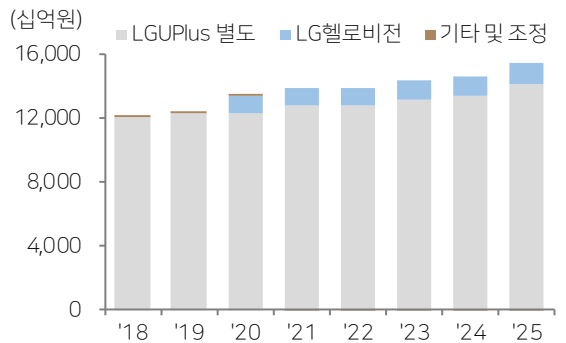
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 126: KT의 연결 영업이익 vs. 별도 영업이익



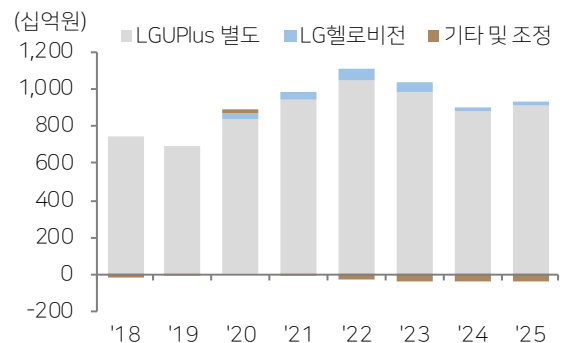
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 127: LG유플러스의 연결 매출액 구성



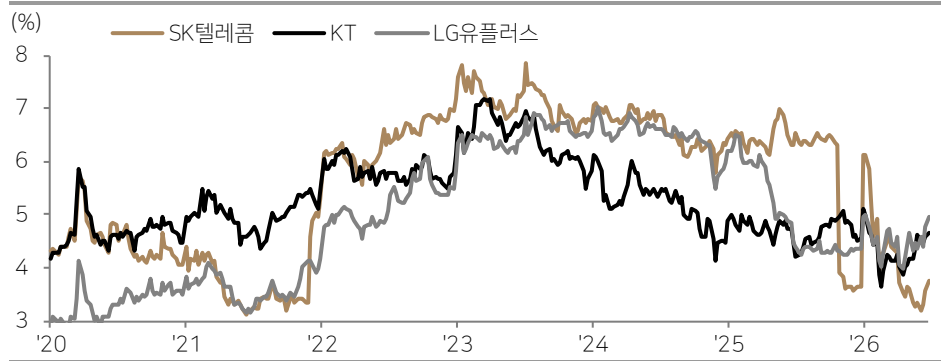
Source: LG유플러스, 다올투자증권
 Note: LG헬로비전은 '19년 12월 인수 후 '20년부터 실적 반영

Fig. 128: LG유플러스의 연결 영업이익 구성



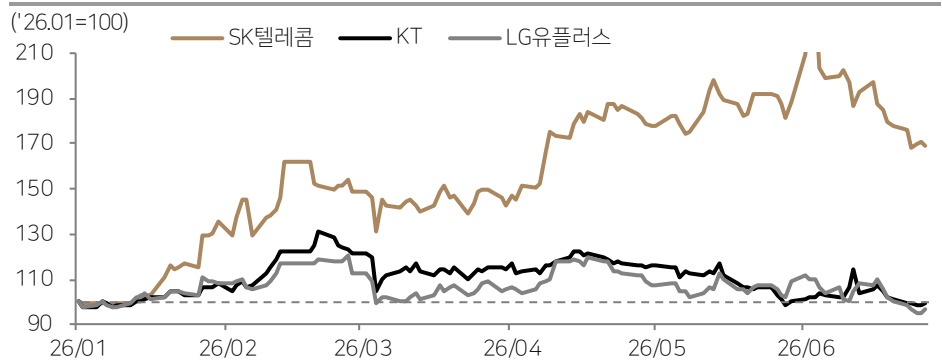
Source: LG유플러스, 다올투자증권
 Note: LG헬로비전은 '19년 12월 인수 후 '20년부터 실적 반영

Fig. 129: 통신3사의 배당수익률 추이



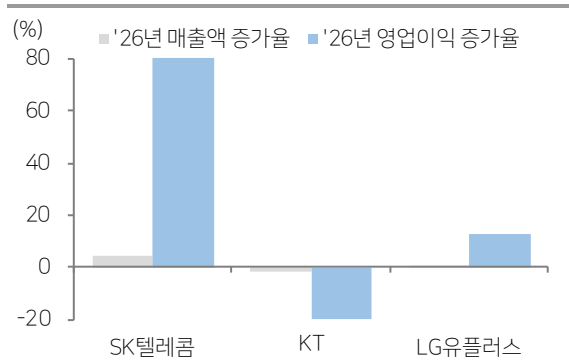
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 130: 통신3사 '26년 상대주가



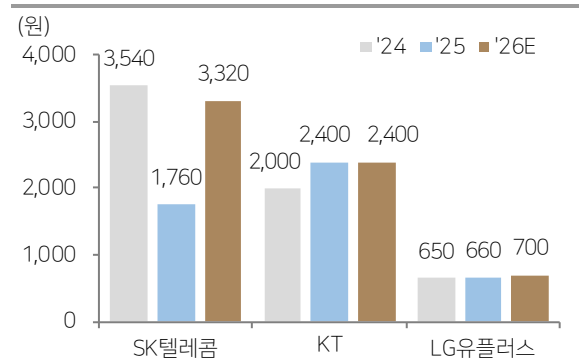
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 131: 통신3사 '26년 연간 실적 전망



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 132: 통신3사 연간 주당배당금 추이 및 전망



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

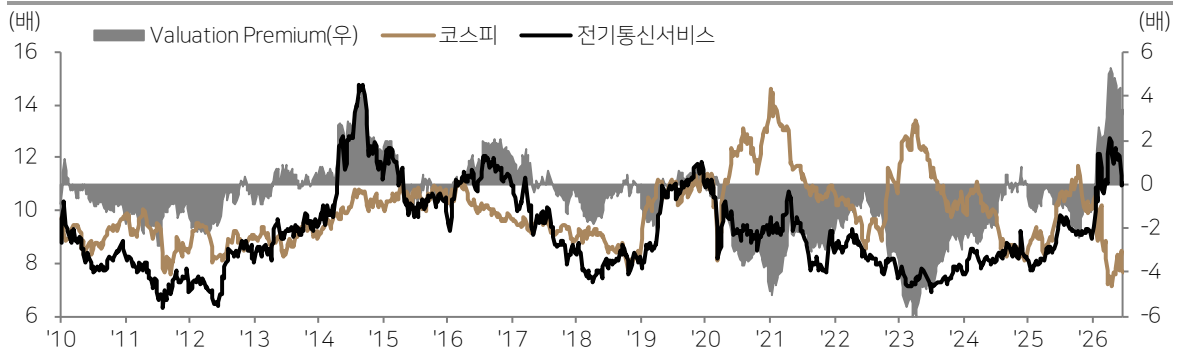
Fig. 133: 통신서비스 커버리지 기업 실적 및 Valuation (컨센서스 기준)

구분		SK텔레콤	KT	LG유플러스
투자이건		BUY	BUY	BUY
적정주가(원)		130,000	72,000	20,000
종가(원)		88,400	52,900	14,000
상승여력(%)		47.1	36.1	42.9
시가총액(조원)		19.0	13.4	6.0
주가수익률(%)	1M	-13.1	-0.4	-20.2
	3M	16.3	-11.9	-10.7
	6M	65.6	1.3	-5.0
	12M	56.3	-4.5	-1.7
P/E(배)	2024	9.6	23.0	11.9
	2025	29.3	7.4	12.1
	2026E	16.0	9.0	8.3
	2027E	14.7	8.3	7.5
P/B(배)	2024	1.0	0.7	0.5
	2025	0.9	0.7	0.7
	2026E	1.4	0.7	0.6
	2027E	1.3	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	2024	3.7	4.1	3.1
	2025	4.3	3.4	3.5
	2026E	5.1	3.8	2.9
	2027E	5.0	3.7	2.8
ROE(%)	2024	10.8	3.6	6.2
	2025	2.3	10.2	6.5
	2026E	9.0	8.1	8.1
	2027E	9.3	8.4	8.4
매출액(조원)	2024	17.9	26.4	14.6
	2025	17.1	28.2	15.5
	2026E	17.7	27.9	15.7
	2027E	18.1	28.5	16.0
영업이익(십억원)	2024	1,823	809	863
	2025	1,073	2,469	892
	2026E	1,878	2,125	1,120
	2027E	2,002	2,278	1,201
매출액성장률(%)	2024	1.9	0.2	1.8
	2025	-4.7	6.9	5.7
	2026E	3.7	-1.2	1.5
	2027E	2.0	2.0	2.1
영업이익성장률(%)	2024	4.0	-50.9	-13.5
	2025	-41.1	205.0	3.4
	2026E	75.0	-13.9	25.6
	2027E	6.6	7.2	7.2
영업이익률(%)	2024	10.2	3.1	5.9
	2025	6.3	8.7	5.8
	2026E	10.6	7.6	7.1
	2027E	11.1	8.0	7.5

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 6월 30일 종가 기준, 컨센서스 기준
DAOL Investment & Securities | 60

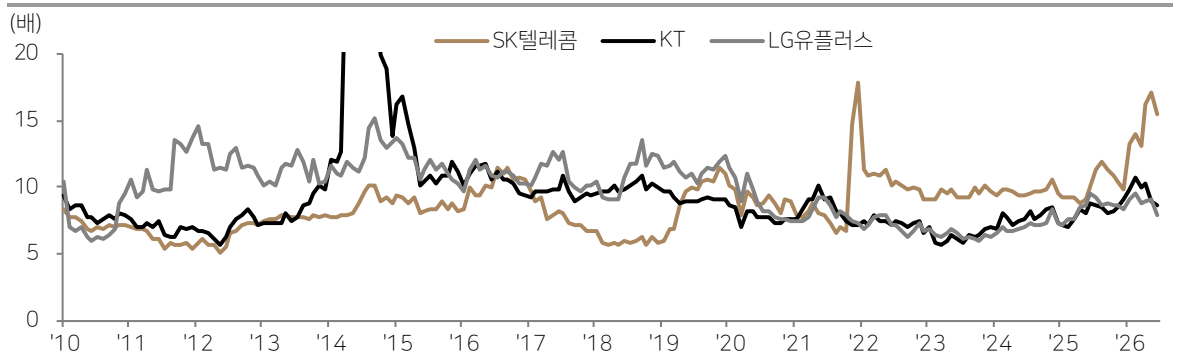
Appendix

Fig. 134: 통신서비스 업종 P/E Valuation



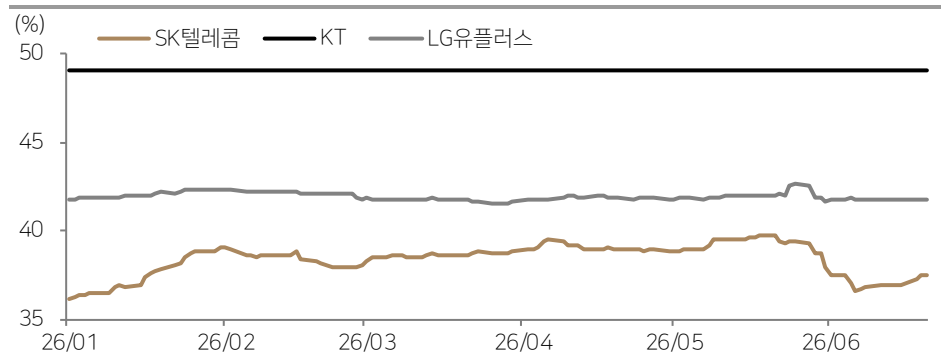
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 135: 통신서비스 3사 12M Fwd. P/E 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

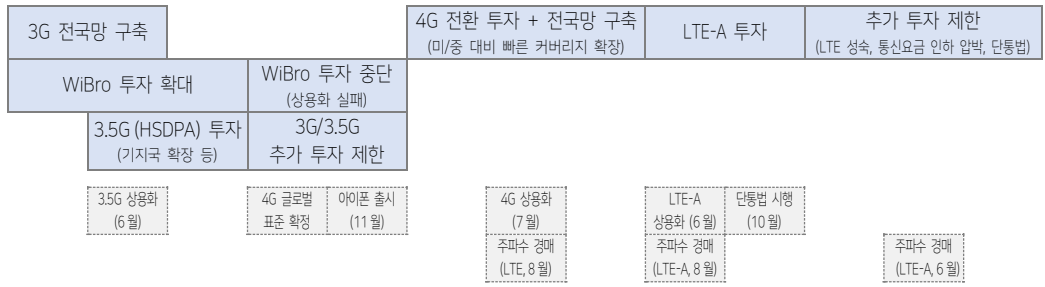
Fig. 136: 통신서비스 3사 외국인 지분율 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 137: 3G·LTE 사이클 당시 이동통신 3사의 연간 Capex 추이 (Bloomberg 기준)

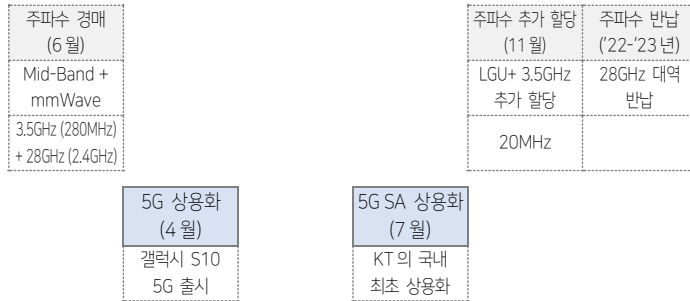
(십억원)	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17
3사 합산	4,603	4,287	5,016	5,452	5,599	5,417	6,017	7,525	9,100	7,704	8,006	6,970	6,538
YoY(%)	-6.9	17.0	8.7	2.7	-3.3	11.1	25.1	20.9	-15.3	3.9	-12.9	-6.2	-3.0
SK 텔레콤	1,417	1,498	1,816	2,237	2,162	2,142	2,961	3,394	2,879	3,008	2,479	2,490	2,716
KT	2,871	3,518	3,636	3,362	2,774	2,713	3,208	3,760	3,088	2,853	3,116	2,764	2,442
LG유플러스	-	-	-	-	480	1,161	1,357	1,946	1,736	2,145	1,375	1,284	1,183



Note: '05~'08년 3사 합산 Capex에는 LG유플러스 미포함
 Source: 과기부, Bloomberg, 각 사, 다올투자증권

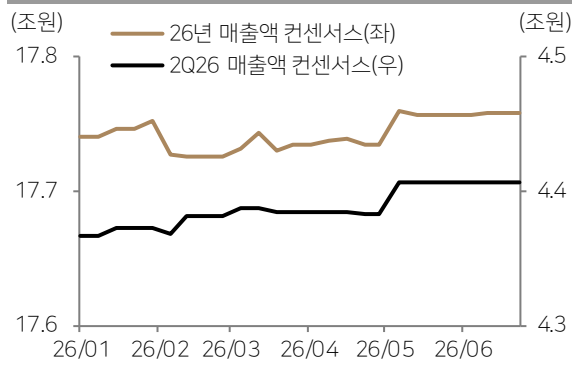
Fig. 138: 5G 사이클 당시 이동통신 3사의 연간 Capex 추이 (Bloomberg 기준)

(십억원)	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25
3사 합산	6,341	6,274	8,972	9,475	8,666	8,639	9,204	7,328	7,415
YoY(%)	-3.0	-1.0	43.0	5.6	-8.5	-0.3	6.5	-20.4	1.2
SK 텔레콤	2,716	2,792	3,376	3,558	2,916	2,908	2,974	2,487	2,207
KT	2,442	2,261	3,270	3,213	3,499	3,442	3,694	2,926	3,597
LG유플러스	1,183	1,221	2,327	2,703	2,251	2,288	2,536	1,915	1,611



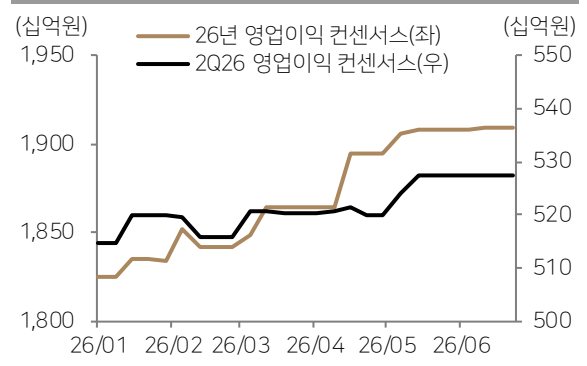
Source: Bloomberg, 각 사, 다올투자증권

Fig. 139: SK텔레콤의 매출액 컨센서스 추이



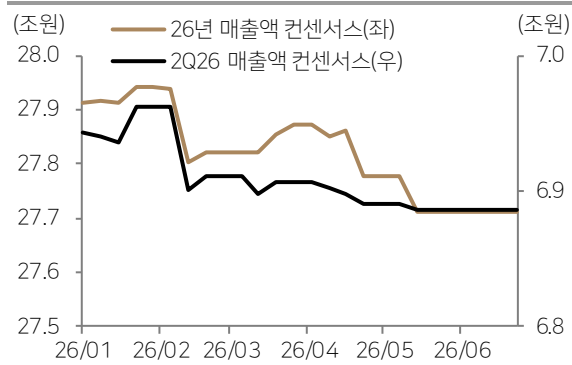
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 140: SK텔레콤의 영업이익 컨센서스 추이



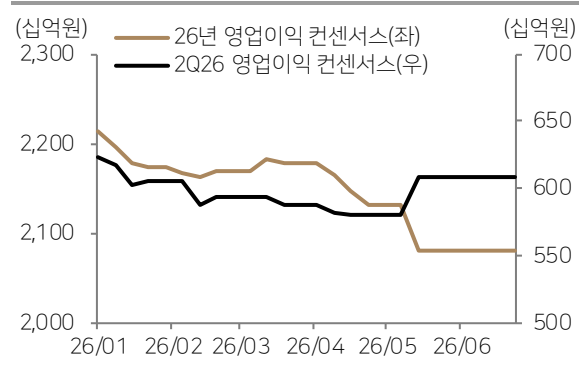
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 141: KT의 매출액 컨센서스 추이



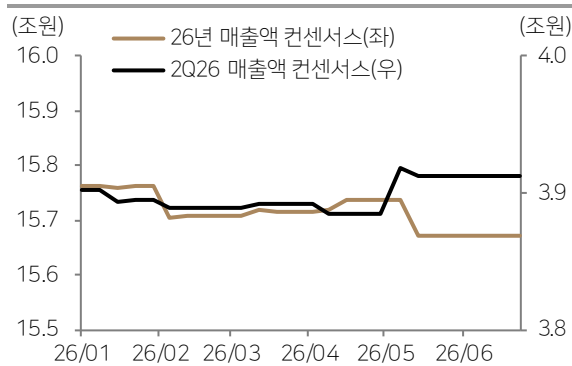
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 142: KT의 영업이익 컨센서스 추이



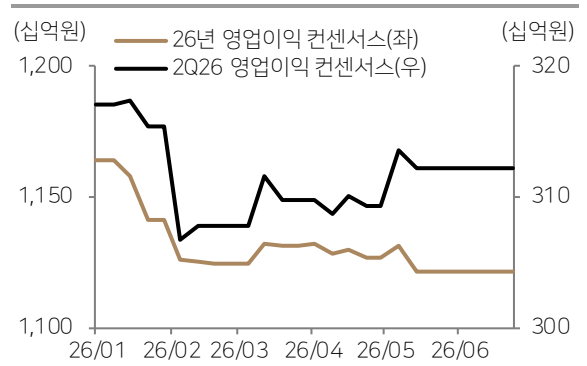
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 143: LG유플러스의 매출액 컨센서스 추이



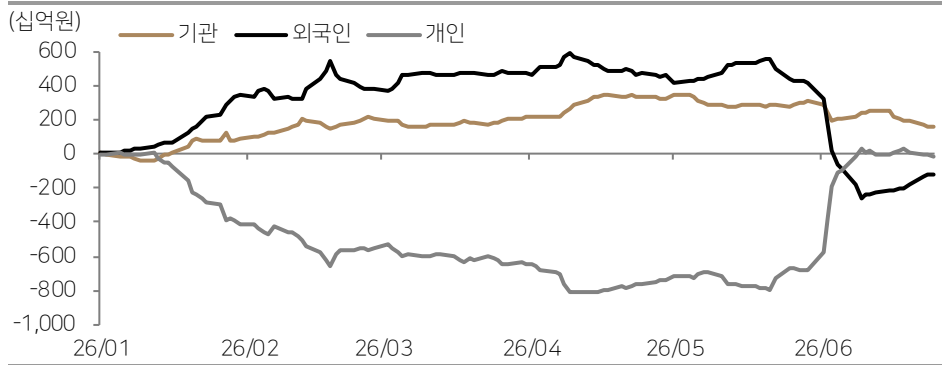
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 144: LG유플러스의 영업이익 컨센서스 추이



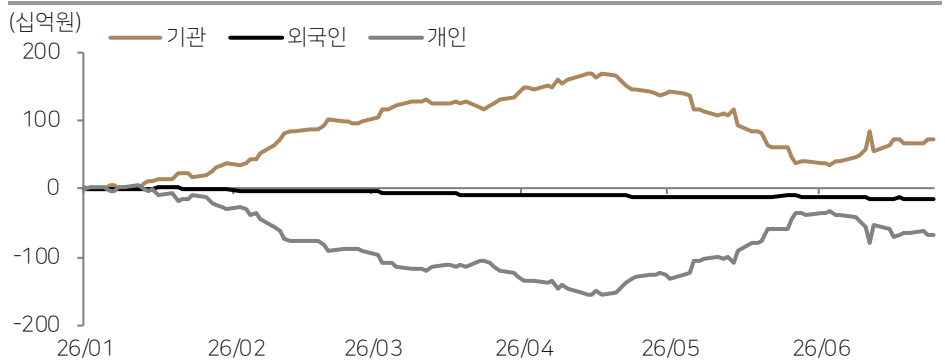
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 145: SK텔레콤의 주체별 누적 순매수대금 추이



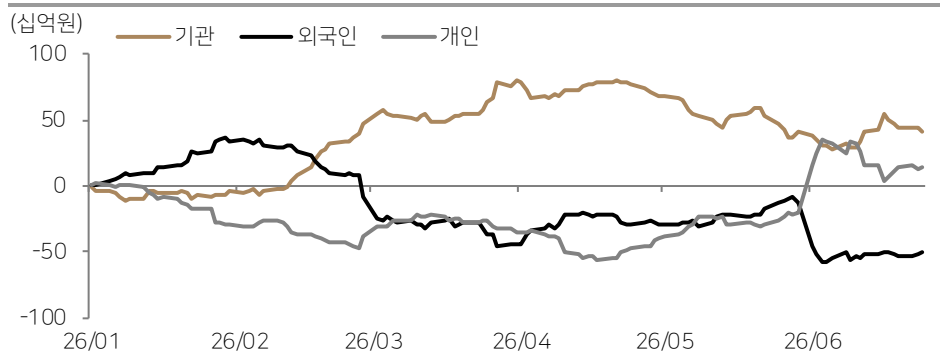
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 146: KT의 주체별 누적 순매수대금 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 147: LG유플러스의 주체별 누적 순매수대금 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

VII. 종목별 투자의견

SK텔레콤 (017670) _ Top Pick

KT (030200)

LG유플러스 (032640)



SK텔레콤

(017670)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	130,000		신규

Earnings

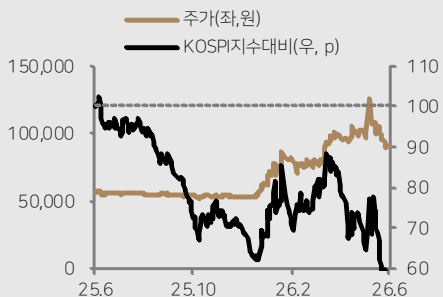
Stock Information

현재가 (6/30)	88,400원
예상 증가상승률	47.1%
시가총액	189,874억원
비중(KOSPI내)	0.28%
발행주식수	214,790천주
52주 최저가 / 최고가	52,100 - 125,200원
3개월 일평균거래대금	1,468억원
외국인 지분율	37.6%
주요주주지분율(%)	
SK (외 10인)	30.6
국민연금공단 (외 1인)	7.5
자사주 (외 1인)	0.8

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	28.1	15.1	13.9
PBR(배)	1.3	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	4.4	4.9	5.0
배당수익률(%)	3.1	3.8	4.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(12.1)	65.2	55.9	65.2
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(12.1)	(35.9)	(120.0)	(35.9)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

본업은 정상화, 데이터센터 수익화 기회는 확대

Issue

적정주가 13만원으로 커버리지 개선

Pitch

Valuation은 SKT(무선) 및 SKB(유선) 기업가치에 주요 투자자산 가치를 반영한 SOTP 방식으로 진행. 국내 무선통신 1위 기업임을 감안, 경쟁사 대비 높은 EV/EBITDA Multiple(5배) 적용. Anthropic 지분가치는 최근 라운드 Valuation에 지분율 0.3% 유지 가정 바탕으로 반영

Rationale

- '26년 통신3사 중 가장 큰 폭의 증익(YoY +80%) 전망. 무선 ARPU는 보안 사고 이전 레벨로 회복 완료되었고, 가입자도 연말까지 완전한 회복 전망. Pure Play 특성상, 가입자 증가 속도가 예상보다 빨라질 경우 영업 레버리지 효과 극대화로 증익폭이 확대될 수 있음
- 데이터센터의 BM은 과거 코로케이션에서 현재는 컴퓨팅 자원(DC)을 클라우드화(IaaS)해 플랫폼(PaaS)과 통합 판매하거나, 프론트엔드에서 소프트웨어(SaaS) 형태로 제공하는 사용량 기반 과금 BM으로 변화 중. 동사는 물리 인프라, GPUaaS 솔루션을 포함한 AI Full Stack을 갖추고 있으며, 이를 바탕으로 서버 단위당 창출 가능한 부가가치가 확대될 전망. 동시에 사용량 기반 과금 BM 확대로 동사 데이터센터 사업은 AI 컴퓨팅 증가의 수혜를 더욱 직접적으로 누리게 될 것
- 연간 주당배당금은 보수적으로 3,320원(분기 830원) 전망. 감액배당이 배당 매력도를 높일 수 있음. 3사 간 배당수익률 차이가 크지 않은 만큼 향후 주가는 실적 추정치 상향과 증익 모멘텀에 의해 좌우될 가능성이 높음. AI 수익모델 고도화 과정 속 리레이팅 기회도 가장 풍부

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	17,941	17,099	17,889	18,017	18,414	18,889	19,366
영업이익	1,823	1,073	1,934	2,016	2,003	2,098	2,114
EBITDA	5,523	4,663	5,418	5,265	5,133	5,289	5,360
지배주주순이익	1,250	408	1,258	1,369	1,350	1,418	1,433
순차입금	8,604	9,030	7,699	7,401	7,185	7,272	7,041
매출증가율	1.9	(4.7)	4.6	0.7	2.2	2.6	2.5
영업이익률	10.2	6.3	10.8	11.2	10.9	11.1	10.9
지배주주순이익률	7.0	2.4	7.0	7.6	7.3	7.5	7.4
EPS증가율	16.5	(67.3)	208.0	8.8	(1.4)	5.0	1.0
ROE	12.0	3.1	9.7	10.0	9.3	9.5	9.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

SK텔레콤은,

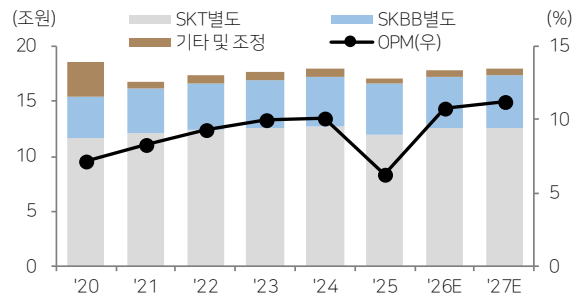
SK텔레콤은 국내 대표 이동통신 사업자로, 1984년 한국전기통신공사의 자회사인 ‘한국이동통신서비스’로 설립되었다. 1989년 코스피에 상장했으며, ‘21년 인적분할로 SK스퀘어와 현재의 SK텔레콤으로 분리됐다.

무선통신 매출액이 연결 매출액의 상당 부분을 차지하며, 자회사 SK브로드밴드를 통해 IPTV·초고속인터넷 등 유선망 기반 서비스를 제공하고 있다. B2B 부문은 기업회선·데이터센터·AI솔루션 등으로 구성되어 있으며, AI 수요 증가로 매출 기여가 점차 확대되는 추세다.

최대주주는 SK(주) (지분율 30.6%), 2대주주는 국민연금공단 (지분율 7.45%)이다.

Financials

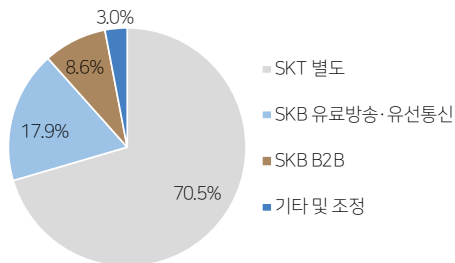
- 국내 무선통신 시장 성숙에도 불구하고, 우량 유무선 가입자 기반 바탕 견조한 LSD 성장 추이 및 10% 내외의 수익성 유지 중
- 마케팅 경쟁 완화, 5G 후속 투자 제한으로 비용 효율화 추이 지속
- ‘25년 유심 해킹 사고로 상당한 직간접 비용이 발생해 수익성이 훼손되었으나, ‘26년에는 다시 정상 수준으로 회복 전망



Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

- SK텔레콤 별도 매출액이 연결 매출액의 70.5%를 차지하며, 주요 자회사 SK브로드밴드(연결)의 유료 방송·유선통신이 17.9%, B2B 부문이 8.6%를 차지
- ‘25년 연간 AI DC·AIX 매출액은 7,186억원으로, 연결 매출액의 4.2%를 차지하며, 이를 포함한 통신 관련 B2B 매출액은 약 1조 9천억원으로 연결 매출액의 11%에 해당



Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: 모두 '25년 연간 연결 기준

주가

- ‘20년 5G 침투 확대로 증익 구간 진입하며 주가는 점진적 우상향 추이. 이후 5G 성숙과 함께 횡보
- ‘25년 4월 유심 해킹 사고 발발 및 배당컷 우려 확대로 주가 급락
- ‘26년 초 Anthropic의 IPO 계획 소식이 전해지며 지분가치 상승 기대감으로 주가 급등



Source: Quantiwise, SK텔레콤, 다올투자증권

I. 투자포인트

I-1. AI Full Stack 고도화가 만드는 AI 컴퓨팅 수요 증가의 직접 수혜

동사는 국내 GPUaaS의 선두주자다. 가산 데이터센터 내 GPU 클러스터 ‘해인’, AI 서버 전용 가상화 솔루션 ‘Petasus AI Cloud’, AI 개발·운영 플랫폼 ‘AI Cloud Manager’, ‘AI Marketplace’(SaaS 마켓플레이스) 내 SaaS 솔루션 등 관련 인프라 전반을 이미 내재화했다. 또한 다수 글로벌 AI 기업과의 파트너십으로 데이터센터 물리 인프라 구축에 필요한 역량을 간접 확보하고 있다. 대표적으로 칩·서버는 Nvidia, SuperMicro, Penguin Solutions, 리벨리온과, 냉각·전력 영역은 Schneider Electric과 협력한다.

최근 동사는 엔비디아의 디지털 트윈 플랫폼 ‘옵니버스’를 기반으로 SK하이닉스 공장의 디지털트윈 구현 및 실증을 완료했다. 플랫폼 자체는 엔비디아의 것이나, 공장 내 미세한 제조 데이터를 최적화해 실시간으로 처리하는 핵심 기술 ‘에이전틱 디지털 트윈 모델링’은 자체 역량이다. 이는 앞서 언급했듯, 생성형 AI의 활용 범위가 기존 음성·텍스트에서 제조·물류 등 다연산이 요구되는 산업 현장으로 확대되는 흐름과 맞닿아 있다. 향후 동사가 해당 기술을 산업 현장에 활용 가능한 AI SaaS 솔루션으로 상용화할 경우, SaaS 매출 증가와 함께 이를 구동하는 GPU 인프라 매출도 확대되는 시너지가 극대화될 수 있다.

결론적으로, 자사 및 글로벌 파트너십 기반 역량을 결합해 구축한 AI 인프라 위에 고부가가치 SaaS 매출이 확대되는 형태로 동사의 사업 모델 고도화를 전망한다.

Fig. 148: SK텔레콤의 AI Full Stack 전략

[Infra] AI DC 인프라 (물리 인프라 구축)

⇒ 여러 파트너십, 지분투자를 통해 AI DC 물리 인프라 구축 역량 확보

칩/서버 조달	서버 Clustering	냉각/전력 시스템 구축
Nvidia (GPU) 리벨리온 (NPU) SuperMicro (서버)	Penguin Solutions (Clustering) 파네시아 (CXL 반도체 Fabless)	SK 브로드밴드 (자체 역량) Schneider Electric (전력 관리 솔루션)

Platform (IaaS/PaaS) GPUaaS (물리 인프라를 클라우드로 전환해 서비스화, PaaS 바탕 업셀링 강화)

⇒ DC 물리 인프라를 GPUaaS로 제공하기 위한 자체 엔진 확보 완료 (IaaS), 개발자 지원 도구 (PaaS) 제공 바탕 Upselling 강화

GPU 가상화 솔루션	개발자 지원 도구
페타수스 AI Cloud (SKT 자체 엔진) <small>*물리 GPU 인프라를 가상화하여 클라우드 자원으로 쪼개고 분배하는 백엔드 가상화 엔진</small>	AI Cloud Manager (SKT 자체 플랫폼) <small>*CUDA, Nvidia Container Toolkit, NVIDIA NIM 등 개발환경 세팅을 도와주는 프론트엔드 MLOps 서비스</small>

Service (SaaS) SaaS 화 (부가가치 극대화)

⇒ GPU 인프라 바탕 서비스(SaaS) 확대로 부가가치 극대화

Modality	두뇌 (LLM)	완제품 (SaaS)
Text / Voice	A.X (자체개발 LLM) Anthropic (지분투자) Perplexity (지분투자) Organize (지분투자)	엔터프라이즈 AI 마켓 (기업 자체 생성형 AI 챗봇 제작 솔루션) AICC (생성형 AI 기반 고객센터 구축 솔루션) AI 동시통역 (맥락 인지형 다국어 통역 솔루션) 에이닷 (B2C 용 AI 개인비서 솔루션)
Vision / Video	LVM (Vision) / LMM (Multi-Modal) SAM (by Meta) GPT-4V (by OpenAI)	AI 산업안전 솔루션 (공장/건설 현장 CCTV 실시간 분석) AI 로봇 비전 (공정 내 반도체/배터리셀 초고해상도 사진 분석)
Bio / Healthcare	Bio-FM AlphaFold (by Google Deepmind)	엑스칼리버 (동물 의료 보조 SaaS) 임프리메드 (ImpriMed) 연동 솔루션 (최적 항암제 예측 SaaS)
Physics / 3D Space	World Model / Physics AI Modulus (by Nvidia)	Agentic Digital Twin (사례: SK 하이닉스 공장 디지털트윈 구현)

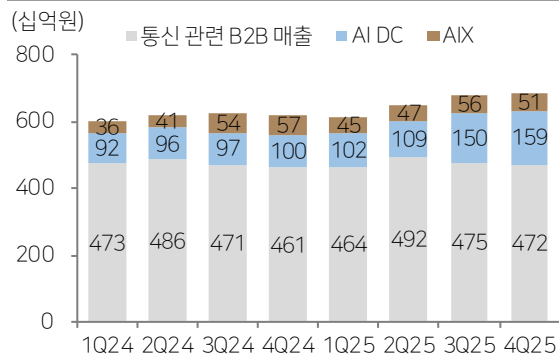
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 149: SK텔레콤의 AI 관련 파트너십

시기	기업	파트너사 설명	주요 협력 내용
'26년	Nvidia	AI반도체 제조사	- 울산에 최대 5GW 규모의 AI 팩토리 구축 - AI 팩토리에서 GPUaaS 안정성/수익성 실증 - SK텔레콤은 엔비디아 클라우드 파트너에 합류
'24년	Lamda	Nvidia 파트너 기반 GPUaaS 기업	- 지분투자 및 파트너십 - 람다 GPU 리전 유치 및 GPUaaS 공동 출시
'24년	Penguin Solutions	AI DC 설계/구축/관리 전문 기업	- 지분투자 (2억달러, 지분 10% 확보) 및 파트너십 - 'AI DC 하드웨어 풀 패키지' 직접 수출 및 R&D 관련 협력
'24년	Perplexity	생성형 AI 기반 검색엔진 개발사	- 지분투자 (1천만달러) 및 파트너십 - SK텔레콤의 AI 비서 '에이닷'에 Perplexity 탑재 - 생성형AI 검색엔진 고도화 관련 협력 계획
'24년	SuperMicro	고성능 서버/스토리지 시스템 제조사	- 슈퍼마이크로가 SK텔레콤의 AI DC에 서버 공급 - 슈퍼마이크로의 서버에 사피온 NPU 도입 협력 계획
'25년	Schneider Electric	데이터센터 MEP(기계/전기/배관) 공급사	- 울산 AI DC 구축을 위한 MEP 통합 구매 계약 체결 - 향후 전략적 협력 범위 확대
'26년	SuperMicro & Schneider Electric	-	- Pre-Fab 모듈러 방식의 차세대 AI DC 솔루션 공동 개발 - 슈퍼마이크로는 GPU 클러스터 구축 지원, 슈나이더는 전력 관리/냉각 설계/운영 지원
'26년	파네시아	CXL 반도체 Fabless 스타트업	- 칩을 초고속으로 연결하여 AI DC의 자원 효율을 높이는 'CXL 기반 차세대 AI DC 아키텍처' 공동 개발
'26년	사피온	AI 반도체(NPU) 설계 기업	ARM의 CPU와 리벨리온의 NPU를 탑재한 서버를 SK텔레콤의 DC에 탑재해 성능/안정성 실증 계획
'24년	GTAA	글로벌 거대 통신사 연합체	- 통신 특화 다국어 LLM 개발을 위한 JV 설립 및 글로벌 AI 인프라 공동 대응 협력
'23년	Anthropic	Claude 개발/운영사	- '23.05 Series C 참여, '23.08 SI 투자, '26.06 Series H 참여 - 다국어 지원 통신 특화 LLM 공동 개발 협력 체결

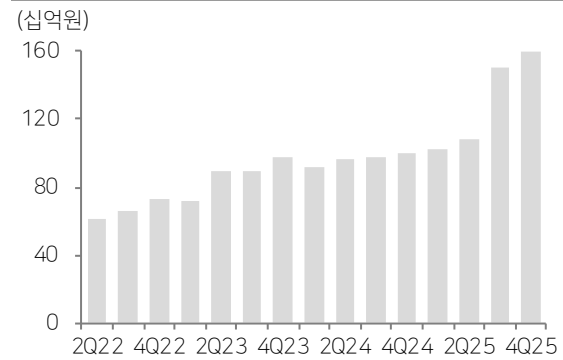
Source: SK텔레콤, 언론 보도, 다올투자증권

Fig. 150: SK텔레콤의 B2B 및 AI 관련 매출액 추이



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 151: SK텔레콤의 데이터센터 매출액 추이



Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: 1Q24부터 데이터센터 매출 인식 기준 변경. 이를 감안해 2Q22~4Q23 데이터센터 매출은 기존 데이터센터 매출에 클라우드 매출을 더해 구함

Fig. 152: SK브로드밴드의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	비고
수도권	2000	서초	IDC	자사	12MW	
비수도권	2003	부산 센텀	IDC	자사	-	
수도권	2007	일산 1	IDC	자사	14MW	
수도권	2015	분당 1	IDC	자사	10MW	
수도권	2021	일산 2	IDC	자사	10MW	
수도권	2021	가산	AI DC	자사	46MW	'24.12 람다 리전 유치, '25.08 GPU Cluster '해인' 가동 시작
수도권	2022	구로 1	AI DC	자사	-	통신국사를 데이터센터로 구축. 슈퍼컴퓨터 '타이탄' 가동 중
수도권	'23.04	분당 2	IDC	자사	6MW	
수도권	'24.11	양주	AI DC	자사	12MW	'25.02 AI 인프라 도입
수도권	'25.06 (인수)	판교	IDC	자사	30MW	SK C&C 로부터 매수
비수도권	2027 (예정)	울산	AI DC	지분 매각 중	100MW	1H27 1 단계 40MW, '29년 최종 100MW, GPU 6 만개 규모
수도권	2027 (예정)	구로 2	AI DC	자사	40MW+	1H23 인허가 후 착공 지연됐으나, 1H26 중 착공
비수도권	미정	미정	AI DC	방식 검토 중	100MW+	오픈 AI 전용 DC (유력), JV 방식 (유력), 현재 부지 선정 단계

Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 153: SK텔레콤의 데이터센터 매출액 추이 및 전망

(MHz, 십억원)

	'23	'24	'25	'26E	'27E	'28E	'29E	비고
DC 용량	93	-	137	137	217	217	317	울산, 구로, 오픈 AI 반영
DC 매출액	341	385	520	530	857	874	1,302	'25-'29E CAGR 20.2%
100MHz 당 매출액	366	-	379	387	395	403	411	물가, AI DC 확대 반영 매년 +2% 가정

Source: SK텔레콤, 다올투자증권

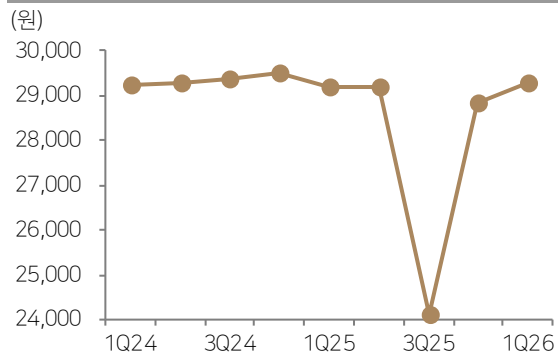
Note1: '23-'25년 DC 매출액의 경우, '23-'24년 매출액 인식 기준과 '25년 매출액 인식 기준이 상이함을 고려, '25년 매출액에 '25년 전년동기비 증가율 (+34.9%)을 적용해 '24년 매출액을 구했고, '24년 전년동기비 증가율 (+13.1%)을 적용해 '23년 매출액을 구함

I-2. 3사 중 가장 큰 증익폭, 연말이면 가입자도 정상화될 것

'26년 통신3사 중 가장 큰 폭의 증익을 전망한다. 전년 사이버보안 사고로 인한 직·간접 비용 인식은 이미 완료되었고, 무선 ARPU 역시 1Q26를 기점으로 사이버보안 사고 이전 레벨(1H25)로 회복됐다. MNO 가입자 수 또한 '26년 말에는 사고 이전 수준에 도달할 가능성이 높다고 판단한다. 특히 통신 본업 매출이 연결 매출액의 대부분을 차지하는 사업 구조를 감안, 가입자 회복 속도가 예상보다 빨라질 경우 영업 레버리지 효과 극대화로 전년대비 증익폭이 가팔라질 수 있다.

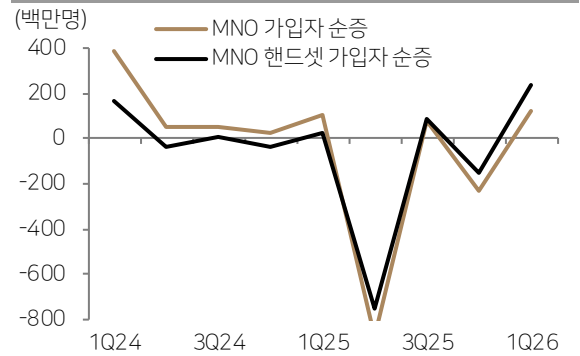
'25년 가입자 이동 증가로 '26년 연간 마케팅비는 소폭 증가(별도 기준 YoY +4%) 전망하나, (*참고: 가입자 유치 시 대리점에 지급하는 지급수수료는 가입자의 약정 기간 동안 정액으로 분배해 마케팅비 인식), 인건비는 전년과 유사한 수준에서 집행될 예정이며, 무선통신 Capex 우하향 기조로 감가상각비 역시 안정적으로 유지될 전망이다. 이에 '26년 연결 영업이익은 '24년 대비해서도 6% 증가한 1조 9,338억원을 예상하며, '25년 대비 +80.2% 증가해 통신3사 중 가장 큰 폭의 증익을 기록할 전망이다.

Fig. 154: SK텔레콤 무선 ARPU 추이



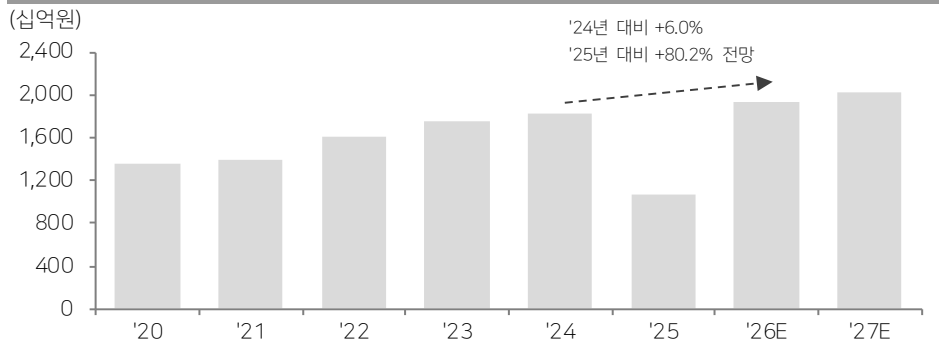
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 155: SK텔레콤의 MNO 가입자 순증 추이



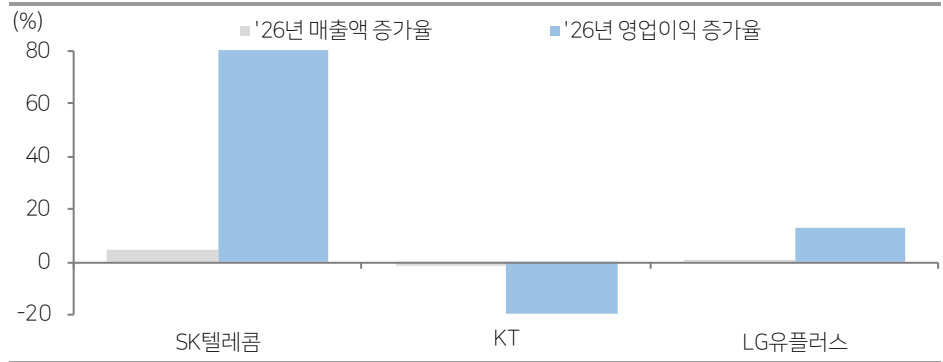
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 156: SK텔레콤의 연결 영업이익 추이 및 전망



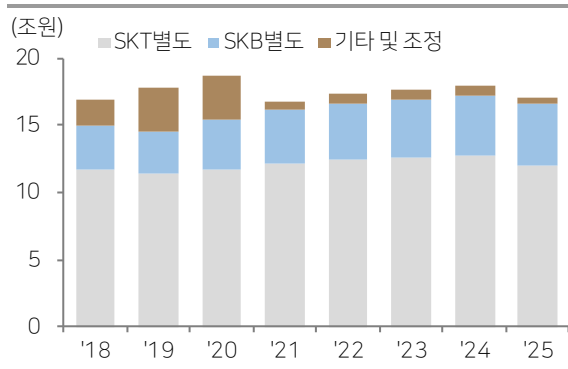
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

Fig. 157: '26년 통신3사 매출액 및 영업이익 증가율 전망



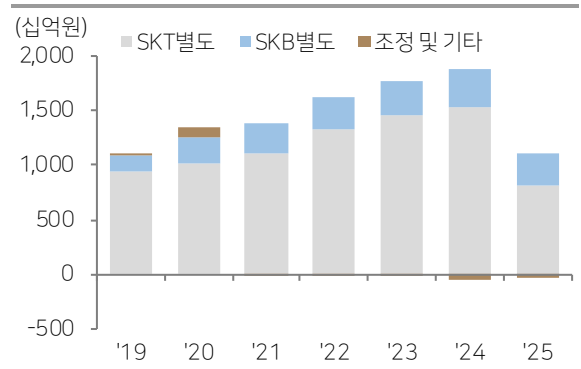
Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 158: SK텔레콤의 연결 매출액 구성
⇒ Pure 통신 특성상 영업 레버리지 효과 ↑



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 159: SK텔레콤의 연결 영업이익 구성
⇒ Pure 통신 특성상 영업 레버리지 효과 ↑

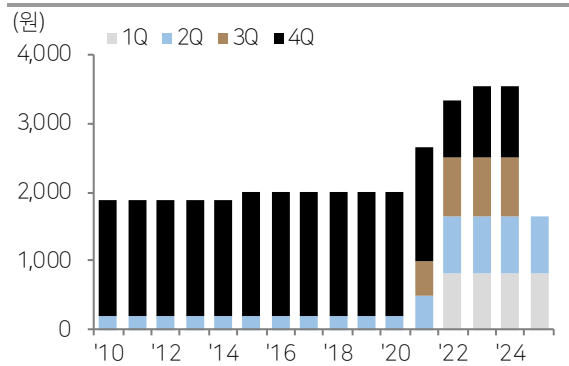


Source: SK텔레콤, 다올투자증권

I-3. 배당 정상화, 비과세 배당

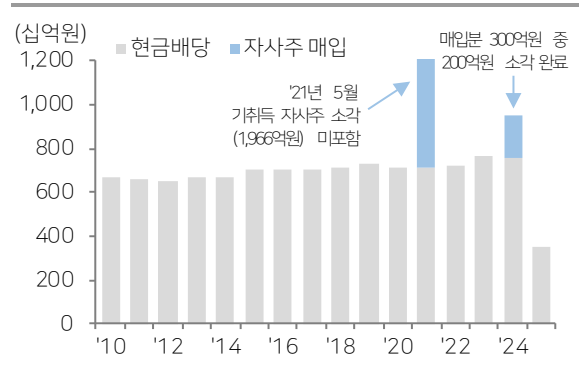
지난 3Q25, 4Q25 배당 미지급 이후, 동사는 1Q26 배당으로 주당배당금 830원을 지급해 배당 정상화는 완료되었다. 이에 '26년 연간 주당배당금으로 최소 3,320원('23-'24년 3,540원)을 전망한다. 물론 배당 정상화에 대한 기대감은 이미 주가에 반영되었다고 판단하나, 연초 의결한 감액배당이 배당에 대한 매력도를 높일 수 있다. 동사는 지난 주주총회를 통해 자본준비금(주식발행초과금)의 1조 7천억원을 감액해 배당이 가능한 이익잉여금으로 전환하는 안건을 통과시켰다. 빠르면 이번 2분기 배당부터 해당 재원을 사용한 배당이 진행될 수 있으며, 이와 함께 주당배당금 상향이 동시에 이루어질 시, 이는 주가 트리거로 작용 가능하다고 판단한다.

Fig. 160: SK텔레콤의 DPS 추이



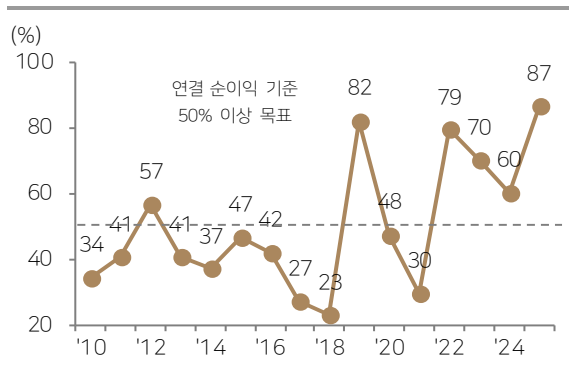
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note1: 21년 10월 28일 진행된 액면분할 (5분의 1)을 이전 시기에 모두 소급 적용함 / Note2: '21년 2분기부터 분기배당 실시, 그 이전에는 반기배당 실시

Fig. 161: SK텔레콤의 주주환원액 추이



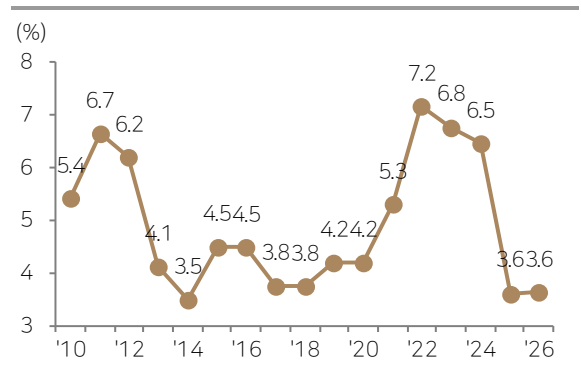
Source: SK텔레콤, 다올투자증권
Note: 그래프에 표시한 자사주 매입 및 소각에서 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 취득 후 소각하지 않은 부분 미포함

Fig. 162: SK텔레콤의 연결 배당성향 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 163: SK텔레콤의 배당수익률 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 164: SK텔레콤의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액 (십억 원)	소각 수량 (천 주)	발행주식수 대비 (%)
매입	2021-04-30	500	2,097	
소각(기취득 포함)	2021-05-06	1,966	8,686	10.8
매입	2024-01-26	300	6,090	
소각(매입분)	2024-02-25	200	4,043	1.8

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 165: SK텔레콤의 주주환원정책 ('24~'26년)

⇒ 연결 기준 조정 당기순이익의 50% 이상을 배당 및 자사주 매입·소각에 사용



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

II. Valuation 및 실적 전망

SK텔레콤에 적정주가 13만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation은 SOTP 방식으로 진행했으며, SKT(무선) 및 SKB(유선) 기업가치에 주요 투자자산 가치를 반영했다. 동사가 '23년 SI로 투자에 참여한 Anthropic의 경우 최근 라운드('26.05월)에서 650억 달러를 조달하며 약 9,650억 달러 Valuation을 인정받았다. 1Q26 분기보고서 기준 동사의 Anthropic 지분율은 0.3%로, 최근 라운드에서도 추가 지분 투자를 단행한 바 있어, 지분율 유지 가정을 바탕으로 동사 기업가치에 반영했다.

SK텔레콤의 '26년 연결 매출액 17조 8,894억원(YoY +4.6%), 영업이익 1조 9,338억원(YoY +80.2%, OPM +10.8%)을 전망한다. 무선 ARPU는 1Q26를 기점으로 사이버 보안 사고 이전 레벨(1H25)로 회복이 완료됐고, MNO 가입자 수 역시 '26년 말에는 사이버보안 사고 이전 수준(1Q25 3,188만명)에 도달할 가능성이 높다고 판단한다. '25년 하반기 가입자 이동 증가에 따라 '26년 연간 마케팅비는 소폭 증가(YoY +4%) 전망하나(*참고: 가입자 유치 시 대리점에 지급하는 지급수수료는 가입자의 약정 기간 동안 정액으로 분배해 마케팅비로 인식), 인건비는 전년과 유사한 수준에서 집행될 예정이다. 감가상각비 역시 우하향 기조가 예상돼 본업 이익 창출력은 이전 수준('23~'24년)으로 회복 전망한다.

Fig. 166: SK텔레콤의 SOTP Valuation

(십억원, 원)

구분	가치	비고
1) 영업가치	30,269	'26년 EBITDA
SKT 별도	27,407	5,481
SKB 별도	2,862	1,431
2) 순차입금	8,485	1Q26 말 연결 기준
3) 자산가치	6,358	
관계기업투자자산	2,134	1Q26 말 연결 기준, Anthropic 장부가(1,376 억원) 차감
투자부동산	27	1Q26 말 연결 기준
Anthropic 지분가치	4,198	최근 라운드('26.05) Post Money Valuation(\$965B)에 환율 1,450 원 적용, 지분율 0.3% 유지 가정
공정가치	28,141	1)-2)+3)
시가총액(6/30)	18,987	
주당가치(공정가치)	131,019	적정주가 130,000 원 제시
증가(6/30)	88,400	
상승여력(%)	47.1	

Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

Fig. 167: SK텔레콤의 실적 추이 및 전망

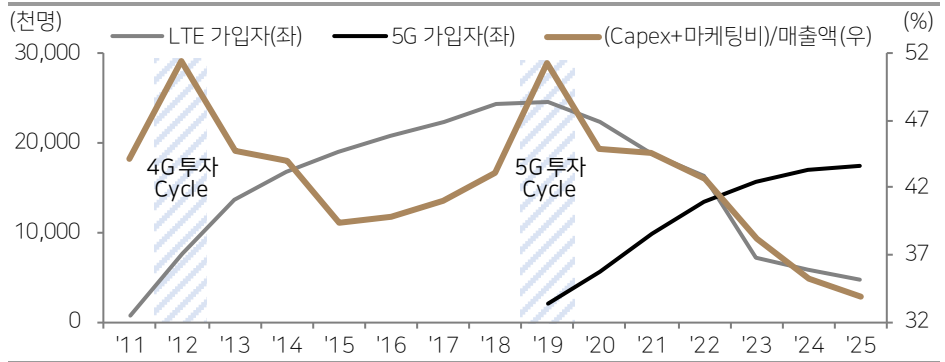
(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,418	4,552	4,527	17,099	17,889	18,017
SKT(별도)	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,155	3,175	3,168	12,051	12,603	12,615
이동전화	2,661	2,623	2,124	2,538	2,581	2,623	2,614	2,605	9,946	10,424	10,381
접속수익	97	94	95	94	91	100	101	97	380	390	392
기타수익	409	419	446	452	433	431	459	465	1,725	1,789	1,843
SKB(연결)	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,148	1,173	1,180	4,533	4,651	4,752
유료방송	478	475	478	474	472	472	472	470	1,905	1,886	1,873
유선통신	289	286	285	295	295	296	297	300	1,155	1,188	1,208
B2B	346	359	381	387	382	381	404	410	1,473	1,577	1,672
YoY(%)	-0.5	-1.9	-12.2	-4.1	-1.4	1.8	14.4	4.6	-4.7	4.6	0.7
SKT(별도)	-0.7	-1.8	-16.8	-3.3	-1.9	0.6	19.1	2.7	-5.7	4.6	0.1
이동전화	-0.1	-1.9	-20.5	-4.6	-3.0	0.0	23.1	2.7	-6.8	4.8	-0.4
접속수익	-13.7	-13.6	-10.9	9.3	-6.4	7.0	7.2	3.2	-8.2	2.7	0.4
기타수익	-0.7	2.2	4.9	1.9	6.0	3.0	3.0	3.0	2.1	3.7	3.0
SKB(연결)	2.0	2.4	3.4	3.2	3.2	2.5	2.7	2.0	2.8	2.6	2.2
유료방송	0.4	-0.2	-1.0	-2.3	-1.3	-0.7	-1.3	-0.8	-0.8	-1.0	-0.7
유선통신	4.7	2.5	0.7	2.4	2.2	3.3	4.4	1.6	2.6	2.9	1.6
B2B	1.8	5.9	12.1	11.2	10.5	6.0	6.0	6.0	7.8	7.1	6.0
영업비용	3,886	4,001	3,930	4,210	3,855	3,905	3,954	4,241	16,026	15,956	16,001
인건비	672	594	605	840	634	559	581	777	2,711	2,551	2,498
지급수수료/판매수수료	1,325	1,398	1,367	1,405	1,365	1,388	1,397	1,466	5,495	5,616	5,598
광고선전비	34	35	41	73	28	41	49	78	183	195	190
감가상각비	898	894	898	901	879	883	889	897	3,590	3,548	3,609
망접속정산비용	164	162	144	166	154	167	167	166	635	654	660
전용회선료/전파사용료	68	68	66	65	63	69	70	69	267	271	275
상품매출원가	328	270	362	310	325	330	354	337	1,270	1,347	1,360
기타비용	398	580	446	451	406	469	447	452	1,875	1,775	1,811
영업이익	567	338	48	119	538	513	598	286	1,073	1,934	2,016
YoY(%)	13.8	-37.1	-90.9	-53.1	-5.3	51.5	1,134.3	140.0	-41.1	80.2	4.2
OPM(%)	12.7	7.8	1.2	2.8	12.2	11.6	13.1	6.3	6.3	10.8	11.2
지배순이익	364	90	-158	113	322	343	347	246	408	1,258	1,369
YoY(%)	3.2	-73.4	적전	-61.3	-11.5	282.7	흑전	118.6	-67.3	208.0	8.8
NIM(%)	8.2	2.1	-4.0	2.6	7.3	7.8	7.6	5.4	2.4	7.0	7.6

Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

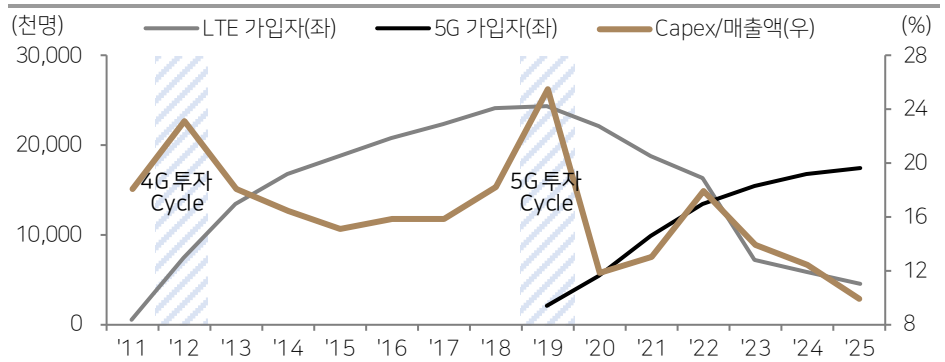
III. Appendix

Fig. 168: SK텔레콤 매출액 대비 Capex+마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



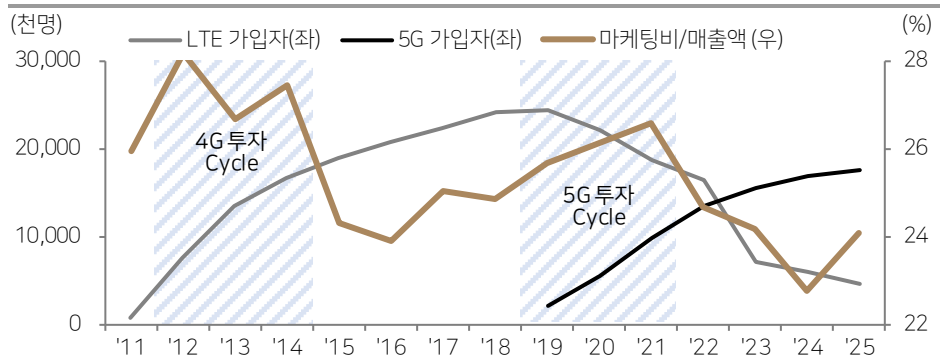
Source: SK텔레콤, Dart, 다음투자증권

Fig. 169: SK텔레콤 매출액 대비 Capex 비중 추이 (별도 기준)



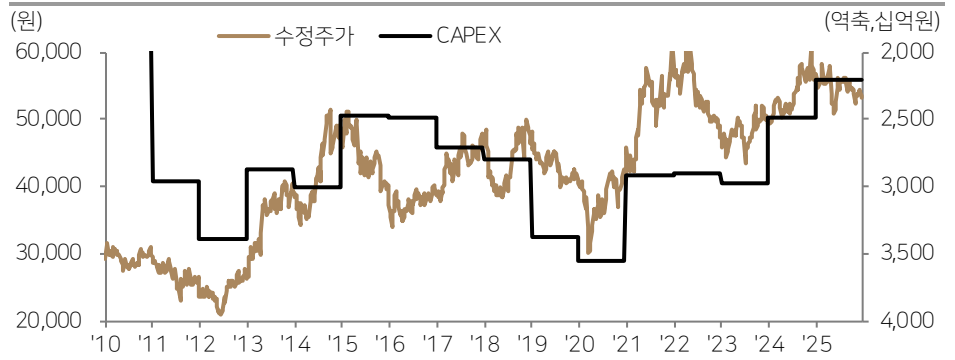
Source: SK텔레콤, Dart, 다음투자증권

Fig. 170: SK텔레콤 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



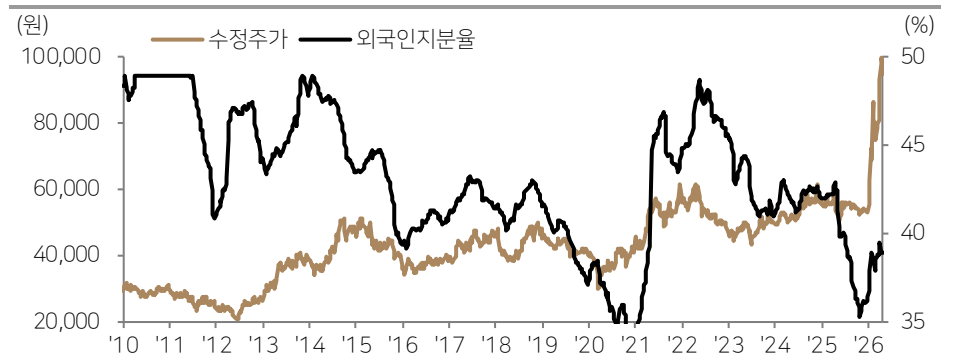
Source: SK텔레콤, Dart, 다음투자증권

Fig. 171: SK텔레콤: 주가는 CAPEX의 역축과 연동되는 경향



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 172: SK텔레콤의 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권



등급	자산규모	평가기기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	통신 서비스
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	91.7	177/1299	2/6

연도별 성과

2023	AA
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT	SK브로드밴드
5천억이상	-	-
5천억미만	에스케이텔레링크	인스코비

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
76.9	58.1	15%	▲
86.0	65.3	중	▲
77.8	60.5	중	▲
50.0	37.5	하	▲
100.0	100.0	하	-
66.4	59.0	35%	▲
89.1	69.1	중	▲
94.3	71.0	중	▲
72.5	64.9	중	▲
100.0	75.4	하	▲
77.0	66.8	50%	▲
86.7	79.9	상	▲
88.5	75.3	하	▲
89.3	68.0	상	▲
96.5	84.7	하	▲
47.5	65.0	중	▼
100.0	67.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

- [2025상] 사회, Level5, '번호이동 담합' 1,140억 과징금 부과
- [2025상] 사회, Level5, 해킹 공격으로 유심(USIM)칩 관련 고객정보 유출

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	79.3%	42.1%	-12.8%
2023	70.0%	47.8%	13.6%
2024	60.3%	74.6%	15.4%

SK텔레콤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,476.7	6,727.1	7,953.8	8,340.5	8,952.0
현금성자산	2,532.3	1,718.1	2,612.9	2,810.9	3,227.1
매출채권	2,482.3	2,369.2	2,555.8	2,557.0	2,610.7
재고자산	209.8	167.6	190.5	190.6	194.6
비유동자산	23,038.6	23,380.7	22,809.7	23,165.2	23,338.6
투자자산	6,153.8	7,695.4	8,492.5	9,454.2	9,697.4
유형자산	12,617.4	11,902.2	10,633.2	9,905.8	9,722.2
무형자산	4,267.4	3,783.1	3,684.0	3,805.2	3,919.0
자산총계	30,515.3	30,107.8	30,763.4	31,505.7	32,290.5
유동부채	9,224.3	6,529.8	6,455.3	6,501.3	6,652.4
매입채무	5,376.9	4,045.7	4,217.3	4,219.2	4,054.4
유동성이자부채	3,279.2	2,034.9	1,711.2	1,611.2	1,811.2
비유동부채	9,463.3	10,622.7	10,643.1	10,722.4	10,804.8
비유동이자부채	7,856.8	8,712.9	8,601.0	8,601.0	8,601.0
부채총계	18,687.6	17,152.5	17,098.5	17,223.7	17,457.2
자본금	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	1,771.0	1,771.0	71.0	71.0	71.0
이익잉여금	22,976.1	22,938.3	25,340.6	25,957.6	26,509.0
자본조정	(13,079.0)	(11,876.7)	(11,839.9)	(11,839.9)	(11,839.9)
자기주식	(93.0)	(88.5)	(88.0)	(88.0)	(88.0)
자본총계	11,827.6	12,955.3	13,664.9	14,282.0	14,833.3
투자자본	16,211.6	16,558.0	15,289.9	14,846.5	15,154.2
순차입금	8,603.7	9,029.7	7,699.4	7,401.3	7,185.1
ROA	4.6	1.2	4.2	4.5	4.2
ROE	12.0	3.1	9.7	10.0	9.3
ROIC	8.4	3.4	9.0	10.2	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	5,087.3	3,923.8	5,504.0	5,343.6	5,077.1
당기순이익	1,387.1	375.1	1,282.8	1,395.6	1,347.6
자산상각비	3,699.9	3,590.2	3,483.7	3,249.8	3,129.8
운전자본증감	(108.8)	(144.2)	126.5	(42.6)	(244.2)
매출채권감소(증가)	15.8	38.0	(117.7)	(1.2)	(53.7)
재고자산감소(증가)	(35.7)	33.4	(22.9)	(0.1)	(4.0)
매입채무증가(감소)	(171.8)	213.0	276.1	1.9	(164.8)
투자현금	(2,711.8)	(1,737.1)	(3,004.6)	(3,508.2)	(3,277.3)
단기투자자산감소	(5.6)	95.3	(124.7)	(14.5)	(15.1)
장기투자증권감소	70.0	19.9	(421.5)	(650.7)	13.5
설비투자	(2,487.4)	(2,206.6)	(2,250.9)	(2,522.4)	(2,946.3)
유무형자산감소	7.9	133.9	(78.9)	(121.3)	(113.7)
재무현금	(1,809.9)	(2,711.8)	(1,140.6)	(851.8)	(598.7)
차입금증가	(483.1)	(601.5)	(236.2)	(100.0)	200.0
자본증가	(820.1)	(628.4)	(530.3)	(751.8)	(798.7)
배당금지급	804.3	628.4	530.3	751.8	798.7
현금 증감	568.7	(533.7)	766.5	183.6	401.2
총현금흐름(Gross CF)	5,700.3	4,811.7	5,477.3	5,386.2	5,321.3
(-) 운전자본증가(감소)	(1,117.7)	1,514.9	82.6	42.6	244.2
(-) 설비투자	2,487.4	2,206.6	2,250.9	2,522.4	2,946.3
(+) 자산매각	7.9	133.9	(78.9)	(121.3)	(113.7)
Free Cash Flow	2,879.7	2,930.4	2,599.2	1,835.4	1,799.8
(-) 기타투자	(70.0)	(19.9)	421.5	650.7	(13.5)
잉여현금	2,949.6	2,950.3	2,177.7	1,184.7	1,813.4

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,940.6	17,099.2	17,889.4	18,017.0	18,414.2
증가율 (Y-Y%)	1.9	(4.7)	4.6	0.7	2.2
영업이익	1,823.4	1,073.2	1,933.8	2,015.6	2,003.1
증가율 (Y-Y%)	4.0	(41.1)	80.2	4.2	(0.6)
EBITDA	5,523.3	4,663.4	5,417.5	5,265.4	5,132.9
영업외손익	(61.6)	(351.0)	(196.6)	(179.3)	(230.0)
순이자수익	(280.1)	(253.1)	(216.5)	(221.7)	(223.1)
외화관련손익	7.1	(2.8)	2.9	0.0	0.0
지분법손익	321.8	(63.6)	73.5	111.7	40.9
세전계속사업손익	1,761.8	722.3	1,737.2	1,836.3	1,773.1
당기순이익	1,387.1	375.1	1,282.8	1,395.6	1,347.6
지배기업당기순이익	1,250.2	408.4	1,258.0	1,368.9	1,350.0
증가율 (Y-Y%)	21.0	(73.0)	242.0	8.8	(3.4)
NOPLAT	1,435.6	557.3	1,428.0	1,531.8	1,522.4
(+) Dep	3,699.9	3,590.2	3,483.7	3,249.8	3,129.8
(-) 운전자본투자	(1,117.7)	1,514.9	82.6	42.6	244.2
(-) Capex	2,487.4	2,206.6	2,250.9	2,522.4	2,946.3
OpFCF	3,765.9	426.1	2,578.3	2,216.6	1,461.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.3	(0.4)	0.5	0.1	2.5
영업이익증가율(3Yr)	9.5	(12.7)	3.3	3.4	23.1
EBITDA증가율(3Yr)	0.1	(4.6)	(0.5)	(1.6)	3.2
순이익증가율(3Yr)	(16.9)	(26.6)	3.8	0.2	53.2
영업이익률(%)	10.2	6.3	10.8	11.2	10.9
EBITDA마진(%)	30.8	27.3	30.3	29.2	27.9
순이익률(%)	7.7	2.2	7.2	7.7	7.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	5,820	1,901	5,857	6,373	6,285
BPS	34,598	42,274	46,176	48,484	50,522
DPS	3,540	1,660	3,320	3,600	3,800
Multiples(x,%)					
PER	9.5	28.1	15.1	13.9	14.1
PBR	1.6	1.3	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	3.7	4.4	4.9	5.0	5.1
배당수익률	6.4	3.1	3.8	4.1	4.3
PCR	2.1	2.4	3.5	3.5	3.6
PSR	0.7	0.7	1.1	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	158.0	132.4	125.1	120.6	117.7
Net debt/Equity	72.7	69.7	56.3	51.8	48.4
Net debt/EBITDA	155.8	193.6	142.1	140.6	140.0
유동비율	81.1	103.0	123.2	128.3	134.6
이자보상배율	6.5	4.2	8.9	9.1	9.0
이자비용/매출액	2.2	2.2	2.4	2.5	2.4
자산구조					
투자자본(%)	65.1	63.8	57.9	54.8	54.0
현금+투자자산(%)	34.9	36.2	42.1	45.2	46.0
자본구조					
차입금(%)	48.5	45.3	43.0	41.7	41.2
자기자본(%)	51.5	54.7	57.0	58.3	58.8

KT
(030200)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	72,000		신규

Earnings

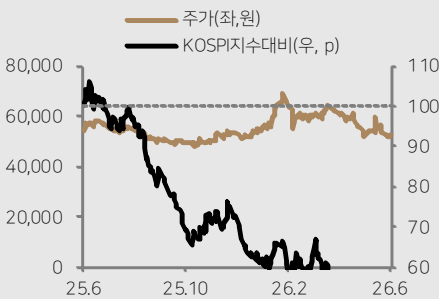
Stock Information

현재가 (6/30)	52,900원
예상 주가상승률	36.1%
시가총액	133,319억원
비중(KOSPI내)	0.19%
발행주식수	252,022천주
52주 최저가 / 최고가	48,250 - 68,900원
3개월 일평균거래대금	271억원
외국인 지분율	49.0%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 2인)	8.1
국민연금공단 (외 1인)	7.1
신한은행 (외 3인)	5.7

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	7.7	10.1	7.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.6	3.9	3.5
배당수익률(%)	4.6	4.5	4.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	0.2	0.6	(5.0)	0.6
KOSPI 대비 상대수익률(%)	0.2	(100.6)	(181.0)	(100.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

주가 하방은 단단, 공공 클라우드 시장 지배력은 확대

Issue

적정주가 72,000원으로 커버리지 개시

Pitch

KT 별도 영업가치에 주요 자회사 지분가치를 반영한 SOTP Valuation 을 적용, 적정주가 72,000원 제시

Rationale

- Microsoft와의 협력을 바탕으로 공공 클라우드 시장 지배력 확대 중. ‘KT Secure Public Cloud(KT SPC)’는, 데이터 저장·운영 환경을 자사의 물리(데이터센터)·가상(클라우드) 환경으로 제한해 규제를 충족 하면서도, 해당 환경 내에서 MS Azure의 AI 기능을 활용할 수 있도록 구현한 소버린 클라우드 솔루션. 이를 바탕으로 공공·금융 시장의 AI 전환 수요를 흡수할 뿐만 아니라, 하이브리드 클라우드 구축 사례 역시 확대 전망. 이 경우 1) KT SPC 매출(MS Azure 총판 마진에 소버린 프리미엄), 2) 자사 클라우드 판매 수익, 3) 하이브리드 클라우드 구축·유지보수(MSP) 매출이 동시에 발생해 번들링 효과 극대화 가능
- 데이터센터 DBO(Design, Build, Operation) 수주 확대로 데이터센터 사업의 수익화 시점이 앞당겨지는 중. 현재 당사는 7곳 이상의 DBO에 참여 중으로, FI가 사업 주체인 데이터센터는 대부분 하이퍼스케일급이라는 점을 감안, 향후 유의미한 수준의 실적 기여 전망
- 현재 2,500억원 규모의 자사주 매입 진행 중이며('24년 발표한 '25-'28년 누적 자사주 매입 1조원 계획의 이행), 외국인 지분률도 여유 발생 시 즉시 소각 예정. 또한 주당배당금 하한선(연간 2,400원) 설정으로 배당 가시성 확대. 비핵심자산 매각 대금은 향후 성장 투자와 주주환원에 활용될 예정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	26,431	28,244	27,824	29,126	29,748	30,495	31,207
영업이익	809	2,469	1,982	2,443	2,379	2,267	2,047
EBITDA	4,739	6,407	5,894	6,422	6,439	6,486	6,408
지배주주순이익	470	1,731	1,321	1,687	1,666	1,569	1,414
순차입금	8,754	9,707	9,789	9,380	9,213	9,606	9,874
매출증가율	0.2	6.9	(1.5)	4.7	2.1	2.5	2.3
영업이익률	3.1	8.7	7.1	8.4	8.0	7.4	6.6
지배주주순이익률	1.8	6.1	4.7	5.8	5.6	5.1	4.5
EPS증가율	(52.4)	268.1	(23.7)	27.7	(1.2)	(5.8)	(9.8)
ROE	2.5	10.8	7.8	9.4	8.9	8.0	7.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

KT는,

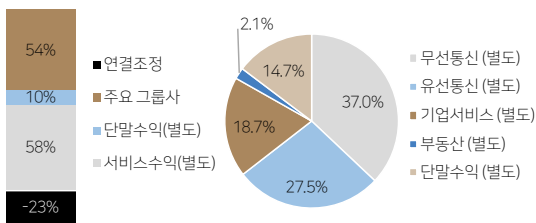
KT는 1981년 한국전기통신공사로 설립되어 국가 기간통신망 구축 및 유선전화 서비스를 전담했으며, 1998년 코스피 상장 후 2002년 정부 지분 전량 매각과 함께 민영화되었다. 유선전화 사업을 모태로, 민영화 후 이동통신·초고속인터넷으로 사업 영역을 확대했다.

본업에서는 유무선통신, B2B(기업회선, AI·IT 솔루션, MSP, SI 등)를 중심으로 안정적인 매출을 창출하고 있다. BC카드·KT클라우드·KT에스테이트 및 콘텐츠 자회사 매출이 연결 매출액 대비 약 54%로 높은 비중을 차지한다.

소유분산기업으로 국민연금 지분율은 7.05%이며, 전략적 협력을 목적으로 지분을 교환한 현대자동차(4.86%), 현대모비스(3.21%)가 주요 주주다.

사업부문 Breakdown

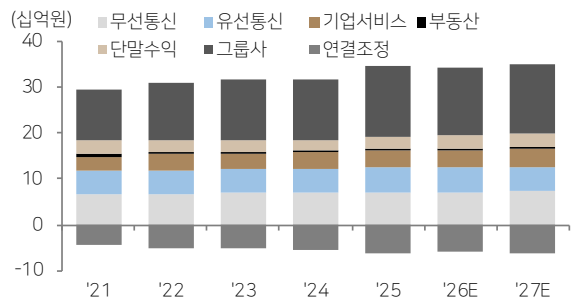
- '25년 연결 매출액 28조 2,442억원(YoY +6.9%) 기록. KT 별도 서비스수익 58%, 단말수익 10%, 주요 그룹사 매출액이 54%를 차지
- KT 별도 매출액 기준 무선통신 37.0%, 유선통신 27.5%, 기업서비스 18.7%, 부동산 2.1%, 단말 수익 14.7%로 유선통신 매출 비중이 높은 특성



Source: KT, 다올투자증권 / Note: '25년 연간 기준

Financials

- '25년 연결 매출액 28조 2,442억원(YoY +6.9%), 영업이익 2조 4,691억원(YoY +205%, OPM 8.7%) 기록
- '25년 연간 무선 수익은 전년 경쟁사 가입자 이탈 수혜로 YoY +2.8% 기록. 유선 수익은 YoY +0.8%로 낮은 로우싱글 성장을 이어감. 기업서비스는 저수익 사업 합리화에도 전용회선 및 AI/IT 사업 성장으로 YoY +1.3% 기록
- '26년 매출액과 영업이익은 전년 기저 영향 소폭 감소 전망하나, 향후 점차적인 가입자 기반 확대 및 AI·IT 매출액 증가를 바탕으로 LSD-MSD 수준의 성장을 이어갈 전망



Source: KT, 다올투자증권 추정 / Note: 부동산은 KT 별도 기준

주가

- '23년 경영권 공백으로 횡보하던 주가는 관련 불확실성 해소 및 '24년 밸류업 관련 기대감으로 우상향 추이를 나타냄
- '24년 11월 4년간 1조원 규모의 자사주 매입·소각 발표. 비핵심자산 매각 병행 등 적극적인 주주환원과 경쟁사 반사수혜 등으로 '25년에도 주가는 우상향



Source: Quantwise, 다올투자증권

I. 투자포인트

I-1. MS 파트너십은 오히려 KT의 소버린 클라우드 지위를 강화할 것

KT는 Microsoft와의 전략적 협력을 통해 확보한 MS Azure 사업 역량과 자체 보안 아키텍처(KT Secure Public Cloud)를 바탕으로, 공공·금융권의 AI 전환 수요를 흡수하며 공공 클라우드 시장 지배력을 강화하고 있다.

KT Cloud는 국내 공공 클라우드 1위 사업자다. 다만 '23년 정부의 클라우드 보안인증(CSAP) 제도 개편으로 물리적 망분리 의무가 완화('하' 등급에 한해서는 소프트웨어 중심 망분리도 허용됨)에 따라 외산 클라우드의 공공 시장 진입이 가능해졌다. 이에 더해 공공·금융 부문의 생성형AI 도입 수요가 확대되며, 기존의 국산 클라우드 중심 서비스만으로는 변화하는 경쟁 환경과 고객사의 AI 관련 수요에 대응하기 어렵게 됐다.

이러한 환경 속 KT는 자사 클라우드 생태계 내에서 MS Azure 기반의 최신 AI 서비스를 사용할 수 있는 KT Secure Public Cloud(KT SPC)를 출시해 공공 시장 지배력을 강화하고 있다. 국내 공공·금융기관은 엄격한 데이터 주권 규제로 인해 해외 퍼블릭 클라우드를 직접 도입하는 데 제약이 존재한다(*해외 CSP의 진입이 허용된 '하' 등급 공공 시장은 개인정보를 포함하지 않는 공공 데이터에만 적용되며, 그 외의 데이터에는 '중' 등급 이상의 보안 규제가 적용됨). KT SPC는 이러한 보안 규제를 충족시키는 소버린 클라우드로, 데이터 저장·운영 환경을 규제에 부합하도록 설계·분리해 자체적으로 통제하면서도 해당 클라우드 환경 내에서 MS Azure 기반 AI 인프라와 생성형 AI 기능을 활용할 수 있도록 구현했다. 이에 따라 공공기관은 보안 및 컴플라이언스 요건을 충족하면서도 Azure 기반의 최신 AI 서비스를 업무에 도입할 수 있게 됐다. 더불어, KT SPC에도 저장할 수 없는 초민감 정보는 순수 국산 클라우드인 자사 KT Cloud에 보관하고, 학습·추론 연산은 MS Azure 기반 KT SPC에서 수행하는 하이브리드 클라우드 영업 기반도 강화됐다. 이 경우 1) KT SPC 매출(MS Azure 총판 마진 + 소버린 클라우드 기능 프리미엄), 2) 자사 클라우드 판매 수익, 3) 하이브리드 클라우드 구축 및 유지보수(MSP) 매출이 동시에 발생한다.

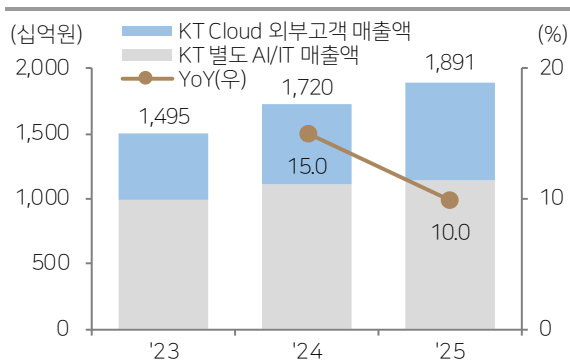
결론적으로 Microsoft와의 협업은 KT Cloud의 인프라(DC), 클라우드(KT SPC 및 KT Cloud), MSP(하이브리드 클라우드 구축 및 유지보수) 밸류체인 전반 사업 역량을 강화하는 동시에, 공공·금융권의 AI 전환 수요를 흡수함으로써 해당 시장 지배력을 강화하는 결과로 이어질 전망이다.

Fig. 173: KT의 소버린 클라우드 전략

구분	영역	내용
KT Cloud	데이터센터 (비중 70%)	데이터센터 임대 및 운영 - 상면 공간 임대료 및 인프라 이용료 수취 (코로케이션 매출) - DBO (데이터센터 Design, Build, Operation) 대형 매출 인식
	클라우드 (IaaS) (비중 30%)	[하이퍼스케일러 임대] 글로벌 CSP (MS Azure, AWS 등) 유치 [자사 활용] 자체 클라우드 'KT Cloud' 운영에 활용
KT 본체	MSP	클라우드 인프라 구축/운영/보안/유지보수 전문 대행 - KT Cloud, MS Azure, AWS 등 여러 Cloud를 고객의 사용 목적에 맞게 구축 및 운영
	(+) w/ MS Azure (소버린 클라우드 구축)	KT Secure Public Cloud (KT SPC) 공동개발 및 판매 - MS Azure를 공공/금융기관도 사용할 수 있게 만든 보안 패키지 (소버린 클라우드) - 민감 데이터는 KT Cloud에, 학습/추론 데이터는 MS Azure 기반 KT SPC에 저장 가능 ⇒ MS와의 파트너십을 바탕으로 소버린 클라우드 기반 하이브리드 클라우드 역량 강화
	SaaS	자체 AI 엔진 (LLM '민음') 기반 구독형 AI/DX 솔루션 (SaaS) 공급 - KT AICC (by A'Cen Cloud) - KT Digico Mobility (차량 관제 솔루션) - KT LogisFO (물류 최적화 운영 솔루션) - KT Bizmeka EZ (클라우드 기반 그룹웨어) - KT AI Factory (산업 안전 및 로봇 관제 솔루션)
	(+) w/ MS Azure (MS Azure 엔진 이식)	- SaaS에 Azure 엔진 (MS Copilot, GPT-4o, Azure AI Studio 등)을 이식해 편의성 강화 ⇒ KT SPC 기반 하이브리드 클라우드 + SaaS 패키지 판매로 업셀링 및 크로스셀링 확대

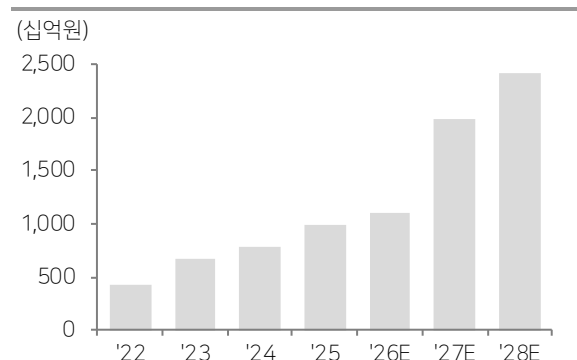
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 174: KT의 AI 관련 매출액 추이



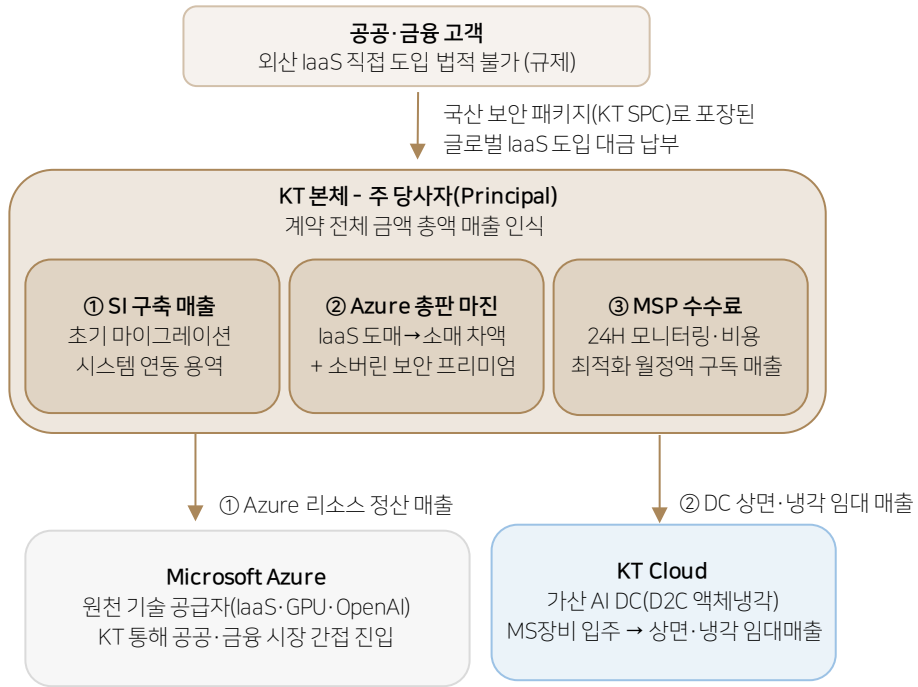
Source: KT, Dart, 다올투자증권 / Note: KT 별도 AI/IT 매출액은 AICC, IoT, 멀티/하이브리드 클라우드, 스마트모빌리티 등 AX 플랫폼 기반 매출 포함, KT클라우드 외부고객 매출액은 KT클라우드 연결 매출액에서 KT 내부거래 매출액을 제외한 것

Fig. 175: KT클라우드의 연간 매출액 추이 및 전망



Source: KT클라우드, 다올투자증권

Fig. 176: KT와 Microsoft의 협력 시너지



KT SPC(시큐어 퍼블릭 클라우드)규제 우회 구조

알맹이: 가산 DC 내 MS Azure GPU(H200·블랙웰) → 연산력은 글로벌 최고 수준
 겹테기: 데이터 저장 위치 = 국내(가산 DC), 제어권·보안 방화벽 = KT 전담 → 보안 컴플라이언스 충족

Source: KT, 다올투자증권

I-2. DBO 모델 확대로 짊어진 데이터센터 수익화 Cycle

KT클라우드스는 '22년 분사 직후 데이터센터 DBO 사업에 진출해, DBO 및 마스터리스 수익을 확대하고 있다. 최근 자산운용사 및 전문 디벨로퍼의 데이터센터 사업 진출이 확대되며 소유권은 FI가 갖고, 데이터센터 설계·구축·운영은 관련 역량을 보유한 통신사에게 맡기는 DBO(Design, Build, Operation) 사업 모델이 빠르게 확산되는 추세다. 이에 앞서 선제적으로 DBO 사업에 진출한 동사는 투자비용 부담 없이 데이터센터 준공 전부터 관련 매출을 인식할 수 있게 되어 수익화 시점을 앞당겼다.

동사는 현재 가산, 경북에 위치한 데이터센터를 마스터리스로 운영하고 있으며, 부천(2H26 준공), 용인('28년 준공), 구로('28년 준공), 전남 장성 황룡면('27년 준공), 전남 장성 남면('28년 준공) 등 다수의 DBO 프로젝트에 참여 중이다. FI가 개발하는 데이터센터는 대부분 하이퍼스케일급 데이터센터라는 점을 감안할 때, 향후 DBO 사업의 실적 기여분은 유의미하게 확대될 전망이며, DBO 용량 포함 시 통신3사 중 가장 빠른 데이터센터 용량 확장이 기대된다.

Fig. 177: KT클라우드스의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	2001	분당 DC	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2007	강남 DC	IDC	자사	-	10MW	
수도권	2008	목동 DC 1	IDC	자사	-	40MW	
수도권	2015	여의도 DC	IDC	자사	-	9MW	
수도권	2016	목동 DC 2	IDC	자사	-	40MW	
수도권	2020	용산 DC	IDC	자사	-	60MW	
수도권	2021	남구로 DC	IDC	자사	-	-	
수도권	2024	고양 백석 AI DC	AI DC	자사	-	-	
수도권	2025	가산 AI DC	AI DC	DBO	26MW	-	KT 마스터리스 계약 바탕 운영 중
수도권	2H26 (예상)	부천 AI DC	AI DC	DBO	48MW	-	6MW 우선 공급 / 1 개동-자사 사용, 1 개동-재임대
비수도권	2027 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	200MW	-	PUE 효율 1.4 대입 시 IT Load 150MW 추정
비수도권	2028 (예상)	전남 장성 AI DC	AI DC	DBO	17MW	-	수전용량 60MW 까지 확장 예정
수도권	2028 (예상)	용인 덕성 AI DC	AI DC	DBO	56MW	-	KT 마스터리스 용량 14MW (추가 14MW 확장 가능)
수도권	2028 (예상)	구로 AI DC	AI DC	DBO	-	30MW	1Q25 착공, KT 클라우드스가 MEP 공사 및 운영 담당
미확인	미확인	미확인	AI DC	자사	미확인	-	'26.04 월 건물/기계장치 5,352 억원 취득 공시
비수도권	2011	김해 GDH	GDH	자사	-	-	KT-소프트뱅크 JV (KT GDH) 소유
비수도권	2017	대전 DC	IDC	자사	-	-	
비수도권	2017	청주 AIDC	AI DC	자사	-	-	
비수도권	2017	천안 CDC	CDC	자사	-	10MW	Cloud Data Center: 클라우드 서비스 최적화 DC
비수도권	2024	부산 송정 GHC	GHC	자사	-	-	Global Hub Center: 관문형 DC (해저 광케이블과 연결)
비수도권	2025	경북 AI CDC	AI DC	DBO	6MW	-	민관협력형 DC (KT 클라우드가 1,100 억원 투자)

Source: KT, 다올투자증권

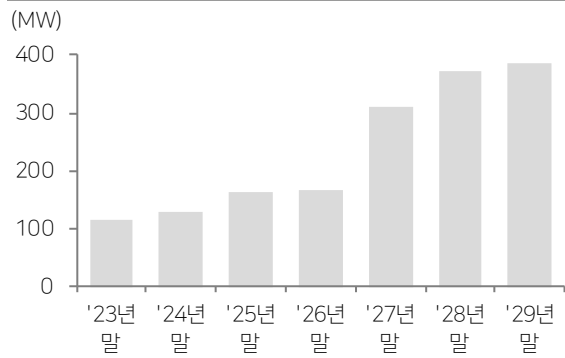
Fig. 178: KT 클라우드의 데이터센터 매출액 전망 (Cloud 매출액 상승은 고려하지 않음)

(MHz, 십억원)

	'23	'24	'25	'26E	'27E	'28E	'29E	비고
DC 용량	115	130	162	168	310	371	385	부천, 전남 장성(2곳), 용인, 구로 반영
DC 매출액	671	783	998	1,055	1,986	2,424	2,566	'25-'29E CAGR 20.8%
100MHz 당 매출액	583	603	616	628	641	653	666	물가, AI DC 확대 반영 매년 +2% 가정

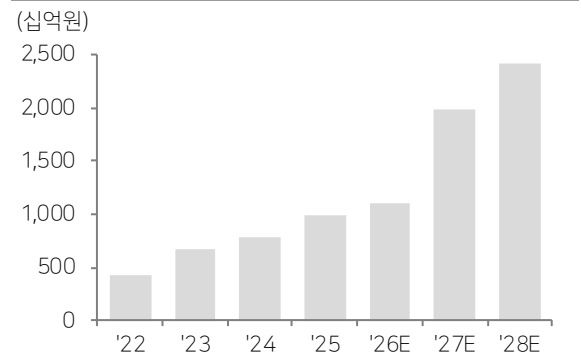
Source: KT, 다음투자증권 / Note: 상기한 DC 매출액은 KT 클라우드의 연결 매출액으로, KT 클라우드의 데이터센터 코로케이션 매출 비중이 70%임을 고려, 클라우드 매출을 따로 Breakdown해 계산하지 않았음. DC 매출액 전망치 역시 클라우드 매출액 증가를 고려하지 않은 수치

Fig. 179: KT클라우드의 DBO 포함 DC 용량 전망



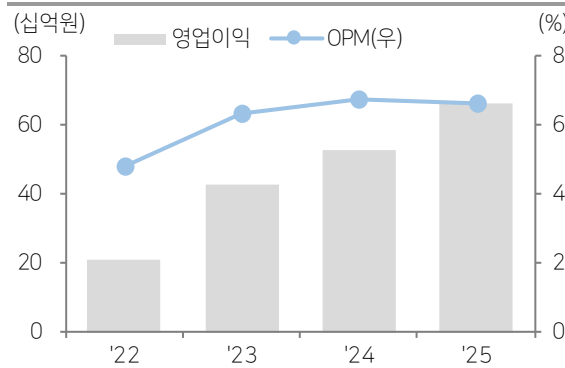
Source: KT클라우드, 언론 보도, 다음투자증권 추정

Fig. 180: KT클라우드의 연간 매출액 추이 및 전망



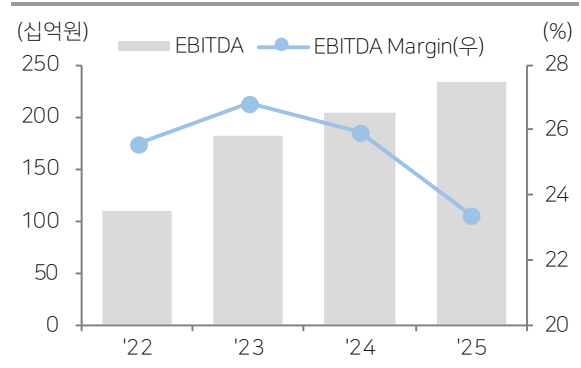
Source: KT클라우드, 다음투자증권

Fig. 181: KT클라우드의 연간 영업이익 추이



Source: Dart, 다음투자증권

Fig. 182: KT클라우드의 연간 EBITDA 추이



Source: Dart, 다음투자증권 / Note: EBITDA는 영업이익에 감가상각비, 무형자산상각비, 사용권자산상각비, 투자부동산상각비를 더해 산출

Fig. 183: 자체 데이터센터 운영 vs. DBO 간 차이점

구분	자사 소유 데이터센터	DBO (Design, Build, Operation) 데이터센터	
		마스터리스 (통신사가 최종 고객 유치/계약)	순수 위탁 운영 (O&M) (운영사가 최종 고객 유치/계약)
통신사 마진율	높음 ~ 매우 높음 (임대료 지출이 없어 매출 증가가 곧바로 이익으로 직결)	상당히 높음 (시장이 호황일수록, 시 단가가 오를수록 마진율 확대)	보통 ~ 안정적 (투입원가에 일정 비율(%)만 얹어 받는 구조)
매출 규모	수천억 원대 대형 매출 가능 (공간 임대료, 전력, 인프라, 회선 매출까지 전체 밸류체인을 독식)	수천억 원대 대형 매출 가능 (최종 고객의 전체 임대료, 인프라 비용이 통신사 매출로 인식)	수십억 ~ 백억 원대 수준 (순수 인건비 위주의 용역 수수료만 매출로 인식)
ROIC	낮음 (수천억원 대 Capex 투입 필요)	매우 높음 (자산운용사 자본 활용)	
재무구조 영향	재무 부담 큼 (대규모 차입금 발생)	재무 부담 적음 (리스 부채로 관리 가능)	
시장 대응 속도	느림 (부지 매입~준공까지 3~4년 소요)	빠름 (지어지는 건물을 선정해 설계/구축/운영 매출 즉각 발생 가능)	
최대 리스크	공실 리스크 및 고정비 부담 (초기 고객 유치 실패 시 금융 비용, 감가상각비 등 부담 확대)	공실 리스크 (초기 고객 유치 실패 시 마스터리스 임대료 비용 부담 확대)	인력 관리 리스크 (운영 장애 발생 시 손해배상(SLA) 청구 리스크)

Source: 다올투자증권

Fig. 184: KT Cloud의 데이터센터 DBO 모델



Source: KT Cloud, 다올투자증권

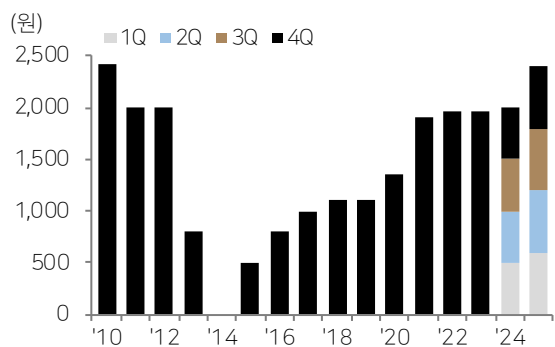
I-3. 자사주 매입 -ing, 단단한 주가 하방

KT는 지난 '24년 밸류업 프로그램을 통해 '25년부터 4년간 1조원 규모의 자사주 매입·소각을 시행하겠다고 밝혔다. '25년 2,500억원 규모의 자사주 매입을 완료했고, '26년 현재 2,500억원 규모의 자사주 매입을 진행하고 있어, 주가 하방이 단단하다. 매입한 자사주는 외국인 지분한도 여유 발생 시 즉시 소각할 예정이다. 더불어 지난 1분기 실적발표에서 연간 주당배당금 하한선(연간 DPS 2,400원) 설정을 발표해, 배당에 대한 가시성도 높아졌다.

동사는 한국통신(국영기업) 시절 보유하던 전국 각지 대규모 전화국(통신국사)을 '02년 민영화 당시 다수 취득했고, '10년에는 KT에스테이트를 설립해 해당 유휴 국사 부지를 호텔 등으로 개발했다. 다만, AI 트래픽 및 AX 전환 수요 증가의 초입 국면에서 AI 인프라 투자 요구에 대응할 필요성이 커졌고, 이에 호텔 등 본업과 무관한 부동산, 전략적 중요도가 감소한 종속기업·매도가능증권 등 비핵심자산을 매각하고 있다.

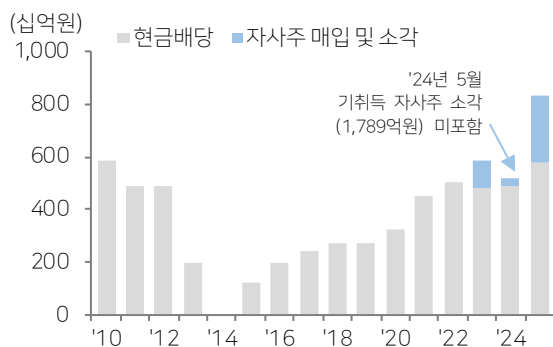
동사는 비핵심 부동산·투자자산 매각으로 1Q24-3Q25 누적 약 현금 2,758억원을 확보한 바 있다. 현재 동사가 보유한 비통신 부동산 가치는 장부가 기준 약 2.2조원으로, 자산 매각 대금을 바탕으로 향후 성장 투자 및 주주환원 여력이 더욱 확대될 전망이다. 또한 이를 바탕으로 한 사업구조 단순화는 통신 본업의 경쟁력을 더욱 부각시키는 효과를 가져올 수 있다. 저수익 자산 매각 재원으로 AX 전환 등 고부가가치 영역에 투자하는 등 사업구조 개편 노력으로 중장기적인 기업가치 재평가가 기대된다.

Fig. 185: KT의 DPS 추이



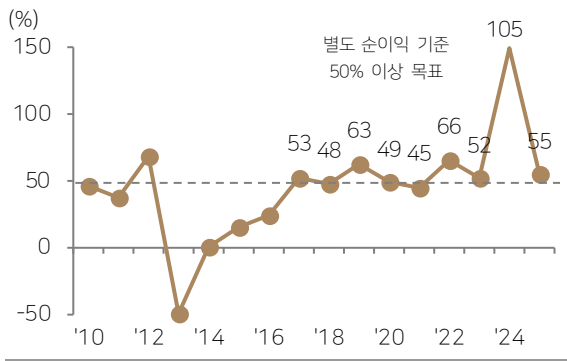
Source: KT, 다올투자증권

Fig. 186: KT의 주주환원액 추이



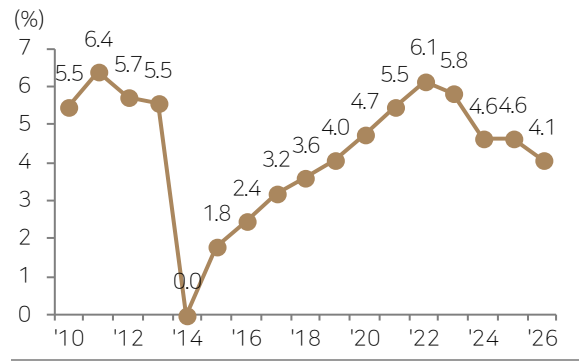
Source: KT, 다올투자증권
 Note: 그래프에 표시한 자사주 매입 및 소각에서 1) 기취득 자사주 소각 미포함, 2) 취득 후 소각하지 않은 부분 미포함

Fig. 187: KT의 별도 배당성향 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 188: KT의 배당수익률 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 189: KT의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액(십억원)	수량(천주)	발행주식수 대비(%)
매입	2023-08-09	300	9,756	
소각(매입분)	2023-08-10	100	3,251	1.2
매입	2024-03-15	27	696	
소각(매입분)	2024-03-25	27	696	
소각(기취득)	2024-05-09	179	5,143	2.0
매입	2025-08-13	250	4,841	
매입 중 (6개월간)	2026-02-10	250	4,216	1.7

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 190: KT의 '26-'28년 중기 주주환원 정책

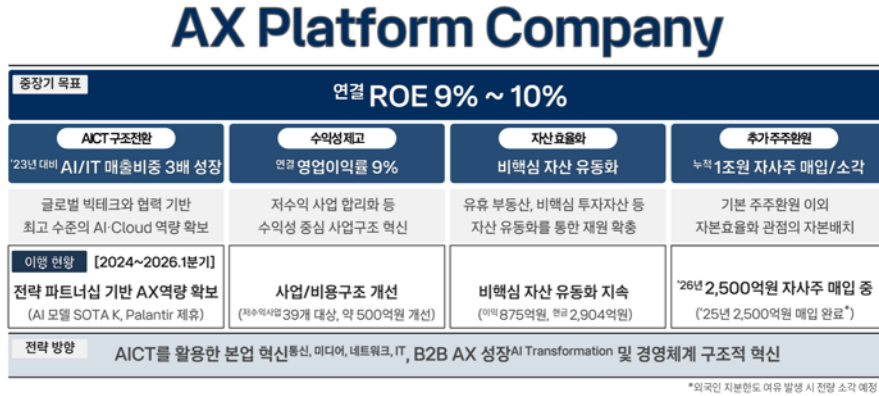
FY 26-28 중기 주주환원 정책

- ✓ 환원재원: 별도 기준 조정 당기순이익의 50%
- ✓ 환원방법: 현금배당 및 자사주 매입/소각
- ✓ 조정항목: 비현금성 및 비경상 손익
- ✓ FY26 연간 현금배당은 최소 주당 2,400원 제시

Source: KT, 다올투자증권

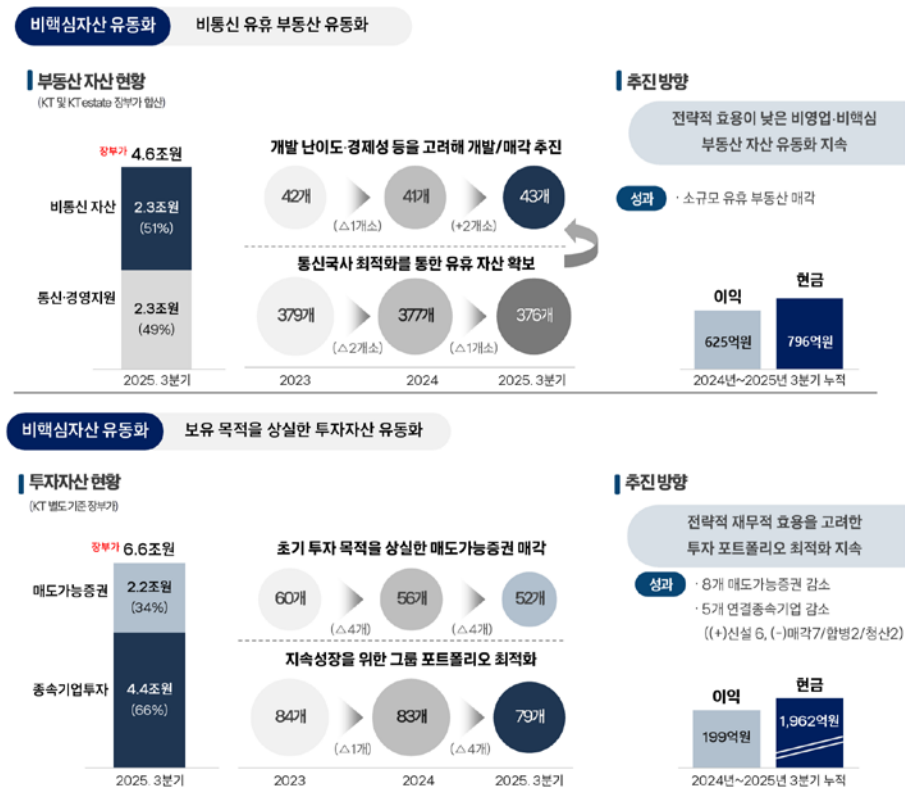
Fig. 191: KT의 주주환원 정책 ('25~'28년 적용)

2-1 2028년 중장기 목표 및 달성방안



Source: KT, 다음투자증권

Fig. 192: '25년 3분기 기준 비핵심자산 유동화 현황 (유유 부동산 및 각종 투자자산)



Source: KT, 다음투자증권

Fig. 193: KT가 매각·합병·청산한 매도가능증권 및 종속회사

구분	회사명	상장 여부	사업의 내용
본업/IT	KT NexR	합병	빅데이터 전문기업
	KT 서비스남부	합병	통신 인프라 유지보수
	파두	매각	고성능·저전력 반도체 팹리스
미디어/커머스	플레이디	매각	디지털 광고 대행사
	주스	매각	AI 음악 스타트업
금융	이니텍	매각	종합 정보보안·IT 서비스 기업
	웹캐시	매각	B2B 금융 핀테크 기업
	비즈플레이	매각	경비지출관리 솔루션 기업
기타	롤랩	매각	AI 기반 물류 중개 플랫폼

Source: Dart, 다올투자증권 / Note: '24년부터 현재까지 기준

Fig. 194: KT의 부문별 주요 자회사

구분	회사명	상장 여부	연결 여부	사업의 내용
본업	케이티	상장	본체	통신사
	케이티클라우드	비상장	연결대상	CSP 및 DC 운영
	케이티디에스	비상장	연결대상	SI 기업
	케이티오에스	비상장	연결대상	통신시설 유지보수
	메가존클라우드	비상장	지분법	MSP
	케이티넷코어	비상장	연결대상	ICT 인프라 운영/관리
	케이티피앤엠	비상장	연결대상	ICT 인프라 운영/관리
	케이티엠앤에스	비상장	연결대상	이동통신 단말기 유통
케이티셋	비상장	연결대상	위성통신	
미디어/커머스	케이티스카이라이프	상장	연결대상	위성방송
	케이티에이치씨엔	비상장	연결대상	종합유선방송
	케이티스튜디오지니	비상장	연결대상	콘텐츠 제작/배급
	케이티엔에이	비상장	연결대상	종합 콘텐츠 기업
	케이티지니뮤직	상장	연결대상	음악 플랫폼
	스토리워즈	비상장	연결대상	웹소설/웹툰 플랫폼
	케이티나스미디어	상장	연결대상	미디어랩
	케이티아이에스	상장	연결대상	고객센터 운영사
	케이티씨에스	상장	연결대상	고객센터 운영사
	케이티알파	상장	연결대상	T 커머스/콘텐츠 유통
	케이티커머스	비상장	연결대상	커머스 플랫폼
케이티밀리의서재	비상장	연결대상	도서 플랫폼	
금융	비씨카드	비상장	연결대상	카드사
	스마트로	비상장	연결대상	결제 VAN 사
	브이피	비상장	연결대상	결제 인증 서비스
	케이뱅크	상장	지분법	인터넷 문은행
기타	케이티에스테이트	비상장	연결대상	부동산 개발/운영
	케이티엔지니어링	비상장	연결대상	시공사

Source: Dart, 다올투자증권 / Note: 1Q26 분기보고서 기준

II. Valuation 및 실적 전망

KT에 대해 적정주가 72,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation은 SOTP 방식으로 진행했으며, KT 별도 영업가치에 주요 자회사 가치를 반영했다. KT클라우드의 기업가치는 '23년 5월 펀드레이징 당시 Post Money Valuation 4.6조원을 그대로 적용해 보수적으로 반영했다.

KT의 '26년 연간 연결 매출액 27조 8,238억원(YoY -1.5%), 영업이익 1조 9,815억원(YoY -19.7%, OPM 7.1%)을 전망한다. '25년 경쟁사의 해킹사고 반사수혜 기저로 전년 대비 감익은 불가피하나, 절대적인 영업비용 부담은 완화되고 있어 KT 별도 영업이익은 전년 대비 소폭 증가(YoY +1.7%) 전망한다. 현재 '고객 보답 프로그램'이 진행 중이나, '26년 중 발생이 확정된 비용은 '25년 말 기준으로 인식이 완료되었기에 추가적인 비용 부담은 미미할 것이다.

Fig. 195: KT의 SOTP Valuation

(십억원, 원)

구분	가치	비고		
1) 영업가치		EBITDA	적정배수	
KT 별도	18,097	4,524	4	'26년 기준
2) 지분가치	6,591			
주요 상장 자회사	84	시가총액	지분율	
스카이라이프	55	219	50.5%	3m Avg. 시가총액에 상장 할인 50% 적용
KT 나스미디어	28	129	44.1%	3m Avg. 시가총액에 상장 할인 50% 적용
주요 비상장 자회사	6,507	기업가치	지분율	
BC카드	826	1,981	69.5%	1Q26 자본총계에 Peer P/B 감안 40% 할인
KT에스테이트	866	1,732	100.0%	4Q25 자본총계에 Peer P/B 감안 50% 할인
KT 스튜디오지니	556	611	90.9%	4Q25 자본총계 기준
KT클라우드	4,260	4,600	92.6%	Post Money Valuation ('23.05) 4.6조원
3) 순차입금	6,467			1Q26 별도 기준
공정가치	18,221			1)+2)-3)
시가총액(6/30)	13,332			
주당가치(공정가치)	72,300			적정주가 72,000원 제시
증가(6/30)	52,900			
상승여력	36.1%			

Source: KT, 다올투자증권 추정

Fig. 196: KT의 실적 추이 및 전망

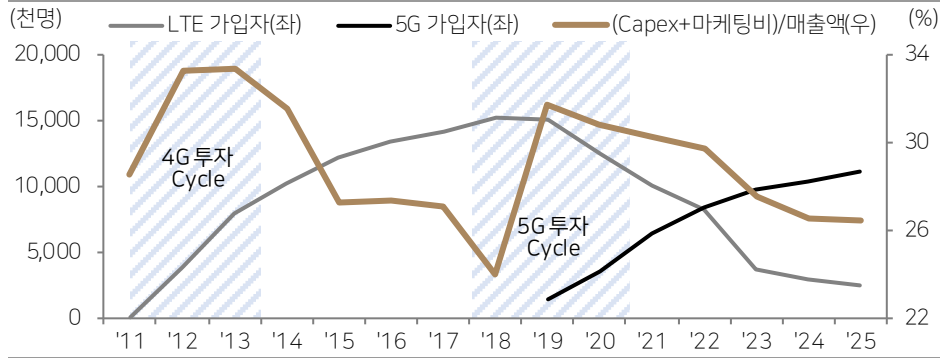
(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	6,845	7,427	7,127	6,845	6,778	6,984	7,077	6,984	28,244	27,824	29,126
KT(별도)	4,682	4,773	5,109	4,760	4,835	4,739	4,967	4,720	19,324	19,261	19,662
무선	1,753	1,782	1,810	1,811	1,757	1,773	1,765	1,771	7,155	7,066	7,204
유선	1,312	1,335	1,332	1,333	1,322	1,347	1,334	1,345	5,311	5,348	5,392
기업서비스	892	923	933	859	872	960	964	881	3,606	3,678	3,814
부동산/기타	87	93	106	120	118	90	98	113	406	419	420
단말	638	641	929	638	766	570	806	609	2,845	2,750	2,833
그룹사	3,524	4,160	3,681	3,913	3,430	3,742	3,517	3,773	15,278	14,462	15,772
YoY(%)	2.9	13.5	7.1	4.1	-1.0	-6.0	-0.7	2.0	6.9	-1.5	4.7
KT(별도)	-0.3	4.9	7.2	4.1	3.3	-0.7	-2.8	-0.8	4.0	-0.3	2.1
무선	1.0	0.9	4.0	5.4	0.2	-0.5	-2.5	-2.2	2.8	-1.3	2.0
유선	-0.8	1.4	1.5	1.2	0.8	0.9	0.2	0.9	0.8	0.7	0.8
기업서비스	-0.3	4.5	0.7	0.2	-2.2	4.0	3.4	2.6	1.3	2.0	3.7
부동산/기타	0.8	11.0	17.9	15.1	34.6	-3.4	-7.2	-5.5	11.4	3.2	0.3
단말수익	-2.6	28.1	33.5	10.8	20.1	-11.1	-13.3	-4.5	17.3	-3.3	3.0
그룹사	10.1	26.5	13.3	11.2	-2.7	-10.0	-4.5	-3.6	15.3	-5.3	9.1
영업비용	6,156	6,413	6,589	6,618	6,296	6,296	6,600	6,651	25,775	25,842	26,683
인건비	1,122	1,119	1,168	1,184	1,174	1,175	1,226	1,243	4,593	4,818	5,041
사업경비	2,656	2,640	2,726	2,789	2,593	2,679	2,739	2,844	10,810	10,855	11,146
감가상각비	969	976	966	970	957	961	954	959	3,880	3,832	3,925
판매관리비	598	615	633	875	653	665	667	766	2,721	2,751	2,678
영업이익	689	1,015	538	227	483	689	477	333	2,469	1,982	2,443
YoY(%)	36.0	105.4	16.0	흑전	-29.9	-32.1	-11.4	46.4	205.0	-19.7	23.3
OPM(%)	10.1	13.7	7.6	3.3	7.1	9.9	6.7	4.8	8.7	7.1	8.4
지배순이익	540	688	392	112	352	551	188	230	1,731	1,321	1,688
YoY(%)	43.8	75.0	9.6	흑전	-34.7	-19.9	-51.9	106.1	268.1	-23.7	27.7
NIM(%)	7.9	9.3	5.5	1.6	5.2	7.9	2.7	3.3	6.1	4.7	5.8

Source: KT, 다올투자증권 추정

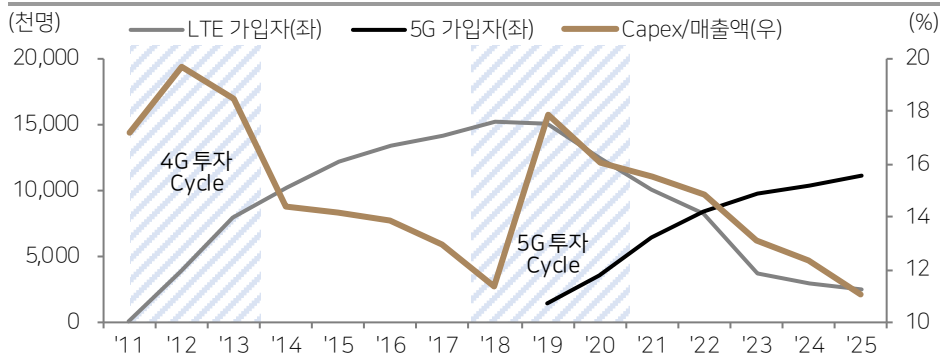
III. Appendix

Fig. 197: KT 매출액 대비 Capex+마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



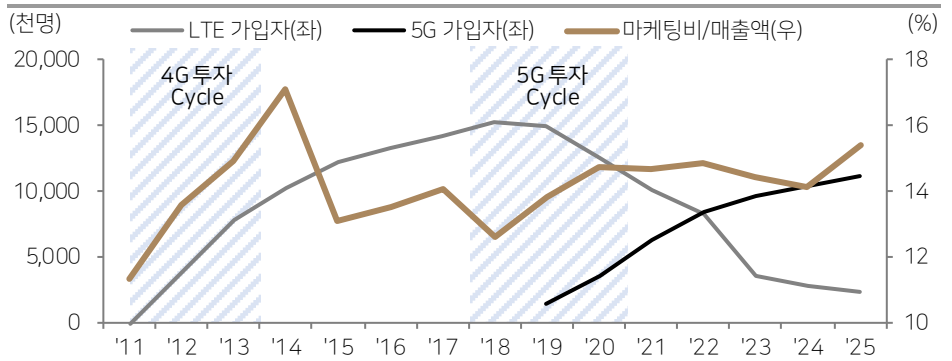
Source: KT, Dart, 다음투자증권

Fig. 198: KT 매출액 대비 Capex 비중 추이 (별도 기준)



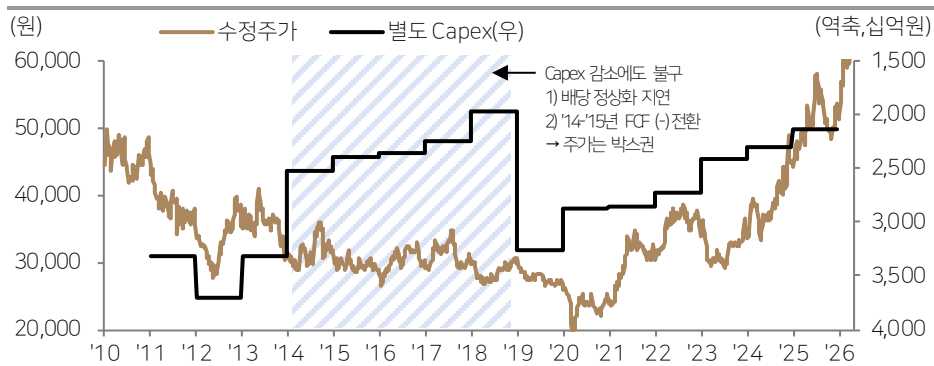
Source: KT, Dart, 다음투자증권

Fig. 199: KT 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



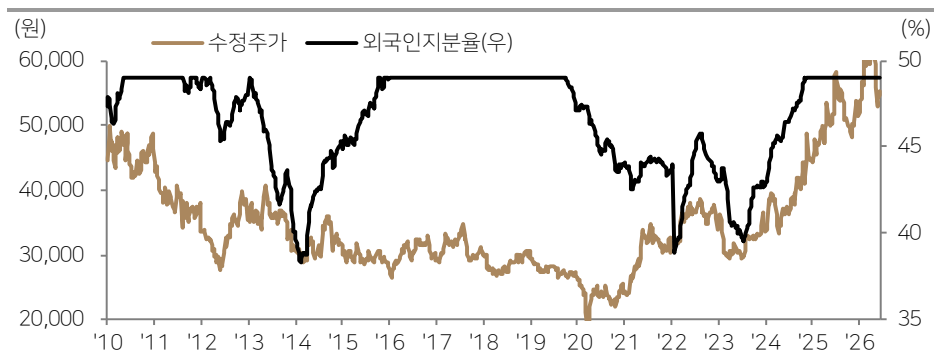
Source: KT, Dart, 다음투자증권

Fig. 200: KT: 주가는 CAPEX의 역추과 연동되는 경향



Source: Quantiwise, KT, 다올투자증권

Fig. 201: KT의 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권



등급	자산규모	평가기기	섹터
AA	2조이상	2025 하반기	통신 서비스
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	94.6	119/1299	1/6

연도별 성과

2023	A
2024	AA
2025	AA

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT	SK브로드밴드
5천억이상	-	-
5천억미만	에스케이텔링크	인스코비

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
	S(사회)
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
82.6	58.1	15%	▲
82.0	65.3	중	▲
95.1	60.5	중	▲
50.0	37.5	하	▲
100.0	100.0	하	-
56.0	59.0	35%	▼
85.4	69.1	중	▲
94.3	71.0	중	▲
75.0	64.9	중	▲
96.8	75.4	하	▲
86.0	66.8	50%	▲
86.1	79.9	상	▲
75.1	75.3	하	▼
97.3	68.0	상	▲
100.0	84.7	하	▲
60.0	65.0	중	▼
97.1	67.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (3개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

- [2025하] 사회, Level5, 해킹을 통한 무단 소액결제 및 고객 개인정보 유출
- [2025하] 사회, Level5, '통신사 공공사업 입찰 담합' KT, 12억원 손배소 최종 패소 및 정부 2억원 배상 판결
- [2025상] 사회, Level5, '번호이동 담합' 1,140억 과징금 부과

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	39.8%	42.1%	16.9%
2023	47.8%	47.8%	7.7%
2024	104.5%	74.6%	32.6%

KT 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	14,251.9	13,977.5	14,347.5	14,977.6	15,444.3
현금성자산	3,900.4	3,620.4	3,438.4	3,747.2	4,015.1
매출채권	6,147.5	5,845.1	6,280.9	6,540.6	6,686.2
재고자산	940.2	416.1	491.3	511.6	523.0
비유동자산	27,628.0	28,971.0	29,357.0	30,076.8	30,965.0
투자자산	10,939.5	13,155.9	14,011.7	14,473.1	14,951.0
유형자산	14,825.8	14,258.5	14,143.5	14,450.1	14,890.8
무형자산	1,862.7	1,556.6	1,201.8	1,153.6	1,123.1
자산총계	41,880.0	42,948.6	43,704.5	45,054.4	46,409.3
유동부채	13,874.7	11,692.8	12,877.2	13,185.5	13,364.9
매입채무	7,394.8	6,868.7	7,110.4	7,404.4	7,569.3
유동성이자부채	4,605.6	3,404.9	4,333.5	4,333.5	4,333.5
비유동부채	10,008.7	11,797.8	10,904.8	10,874.4	11,046.9
비유동이자부채	8,048.6	9,922.5	8,894.1	8,794.1	8,894.1
부채총계	23,883.4	23,490.6	23,782.0	24,060.0	24,411.8
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,443.1	1,443.1	1,443.1	1,443.1	1,443.1
이익잉여금	13,779.8	14,964.3	15,564.6	16,636.5	17,639.6
자본조정	(576.7)	(316.3)	(455.5)	(455.5)	(455.5)
자기주식	(215.2)	(461.1)	(461.1)	(461.1)	(461.1)
자본총계	17,996.5	19,458.0	19,922.5	20,994.4	21,997.5
투하자본	22,690.7	24,440.4	24,452.4	25,009.6	25,736.7
순차입금	8,753.9	9,707.1	9,789.2	9,380.4	9,212.5
ROA	1.0	4.3	3.2	4.0	3.8
ROE	2.5	10.8	7.8	9.4	8.9
ROIC	2.5	8.0	6.2	7.5	7.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	5,065.8	4,941.7	5,627.2	6,100.2	6,171.0
당기순이익	417.1	1,836.8	1,398.7	1,753.8	1,750.7
자산상각비	3,929.5	3,937.4	3,912.3	3,979.2	4,060.5
운전자본증감	68.6	(1,775.3)	(75.7)	(13.0)	(19.5)
매출채권감소(증가)	(79.5)	(181.3)	(120.0)	(259.7)	(145.6)
재고자산감소(증가)	(29.2)	729.5	(61.0)	(20.3)	(11.4)
매입채무증가(감소)	(233.8)	135.1	345.7	294.0	164.9
투자현금	(2,845.4)	(4,518.3)	(4,475.3)	(4,689.8)	(4,938.9)
단기투자자산감소	432.2	(696.3)	(210.3)	(10.5)	(11.0)
장기투자증권감소	(27.4)	(7.7)	(75.4)	(86.2)	(87.4)
설비투자	(2,909.5)	(3,596.5)	(3,400.2)	(3,786.4)	(4,016.0)
유형자산감소	(328.4)	(380.4)	(431.1)	(451.2)	(454.8)
재무현금	(1,390.1)	(631.5)	(730.4)	(714.8)	(563.0)
차입금증가	(549.4)	14.2	(149.7)	(100.0)	100.0
자본증가	(899.5)	(827.8)	(578.6)	(614.8)	(663.0)
배당금지급	872.4	577.8	578.6	614.8	663.0
현금 증감	837.1	(209.7)	(328.3)	298.2	256.9
총현금흐름(Gross CF)	5,280.6	7,074.7	5,850.7	6,113.2	6,190.5
(-) 운전자본증가(감소)	(1,045.9)	986.9	296.0	13.0	19.5
(-) 설비투자	2,909.5	3,596.5	3,400.2	3,786.4	4,016.0
(+) 자산매각	(328.4)	(380.4)	(431.1)	(451.2)	(454.8)
Free Cash Flow	2,503.8	781.1	1,299.7	1,410.4	1,232.1
(-) 기타투자	27.4	7.7	75.4	86.2	87.4
잉여현금	2,476.4	773.4	1,224.3	1,324.2	1,144.7

자료: 다음투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	26,431.2	28,244.2	27,823.8	29,125.9	29,748.1
증가율 (Y-Y%)	0.2	6.9	(1.5)	4.7	2.1
영업이익	809.5	2,469.1	1,981.5	2,442.9	2,378.6
증가율 (Y-Y%)	(50.9)	205.0	(19.7)	23.3	(2.6)
EBITDA	4,739.0	6,406.5	5,893.8	6,422.1	6,439.1
영업외손익	(224.8)	(51.0)	(138.8)	(134.1)	(73.8)
순이자수익	(2.2)	(34.8)	(131.3)	(183.9)	(100.3)
외화관련손익	(405.3)	83.7	(167.5)	0.0	0.0
지분법손익	72.3	51.9	41.2	19.8	20.7
세전계속사업손익	584.7	2,418.1	1,842.7	2,308.8	2,304.8
당기순이익	417.1	1,836.8	1,398.7	1,753.8	1,750.7
지배기업당기순이익	470.3	1,731.0	1,320.9	1,686.7	1,666.1
증가율 (Y-Y%)	(57.8)	340.4	(23.8)	25.4	(0.2)
NOPLAT	577.4	1,875.5	1,504.1	1,855.6	1,806.8
(+) Dep	3,929.5	3,937.4	3,912.3	3,979.2	4,060.5
(-) 운전자본투자	(1,045.9)	986.9	296.0	13.0	19.5
(-) Capex	2,909.5	3,596.5	3,400.2	3,786.4	4,016.0
OpFCF	2,643.4	1,229.4	1,720.2	2,035.4	1,831.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.0	3.3	1.8	3.3	1.7
영업이익증가율(3Yr)	(21.5)	13.5	6.3	44.5	(1.2)
EBITDA증가율(3Yr)	(3.8)	5.9	2.2	10.7	0.2
순이익증가율(3Yr)	(34.1)	9.8	12.3	61.4	(1.6)
영업이익률(%)	3.1	8.7	7.1	8.4	8.0
EBITDA마진(%)	17.9	22.7	21.2	22.0	21.6
순이익률(%)	1.6	6.5	5.0	6.0	5.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,866	6,869	5,241	6,693	6,611
BPS	56,931	63,880	67,117	71,561	75,662
DPS	2,000	2,400	2,400	2,600	2,800
Multiples(x,%)					
PER	23.5	7.7	10.1	7.9	8.0
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	4.2	3.6	3.9	3.5	3.5
배당수익률	4.6	4.6	4.5	4.9	5.3
PCR	2.1	1.9	2.3	2.2	2.2
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	132.7	120.7	119.4	114.6	111.0
Net debt/Equity	48.6	49.9	49.1	44.7	41.9
Net debt/EBITDA	184.7	151.5	166.1	146.1	143.1
유동비율	102.7	119.5	111.4	113.6	115.6
이자보상배율	367.9	70.9	15.1	13.3	23.7
이자비용/매출액	1.4	1.3	3.0	3.3	3.3
자산구조					
투하자본(%)	60.5	59.3	58.4	57.9	57.6
현금+투자자산(%)	39.5	40.7	41.6	42.1	42.4
자본구조					
차입금(%)	41.3	40.7	39.9	38.5	37.6
자기자본(%)	58.7	59.3	60.1	61.5	62.4



	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	20,000		신규

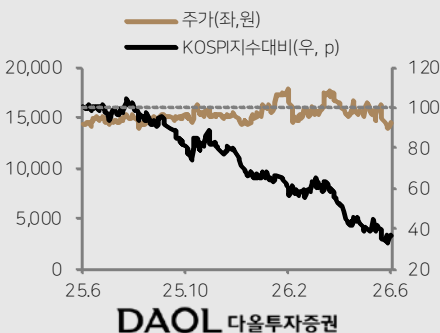
Stock Information

현재가 (6/30)	14,000원
예상 증가상승률	42.9%
시가총액	59,420억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	424,428천주
52주 최저가 / 최고가	13,900 - 17,810원
3개월 일평균거래대금	210억원
외국인 지분율	41.9%
주요주주지분율(%)	
LG (외 4인)	38.8
국민연금공단 (외 1인)	7.5
Kopernik Global Investors, LLC (외 1인)	6.3

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	12.1	9.3	8.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.5	3.1	3.1
배당수익률(%)	4.5	5.0	5.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.2)	(4.9)	(2.1)	(4.9)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(13.2)	(106.0)	(178.1)	(106.0)

Price Trend



주주환원 모멘텀은 강화, '익시오' 적용처 확대는 긴 호흡에서

Issue

적정주가 20,000원으로 커버리지 개시

Pitch

Valuation은 본사 영업가치에 순차입금과 자산가치를 가감한 SOTP 방식으로 진행, 적정주가 20,000원 제시

Rationale

- 동사는 자사 음성 AI 플랫폼 '익시오(ixi-O)'를 바탕으로 향후 구독형 소프트웨어의 수익모델 확대를 지향. 일례로 현재 주요 적용처인 통신서비스 영역(스마트폰 개인버서, 고객센터 솔루션)을 넘어, 가전·전장·로봇 등 여러 디바이스를 제어하는 공통 음성 인터페이스 역할을 수행할 수 있음. 향후 더 많은 디바이스가 익시오 생태계 내 편입 될수록, 플랫폼 효과 강화로 관련 소프트웨어 매출이 증가할 수 있음
- '27년 상반기 파주 AI 데이터센터 준공과 함께 AI 인프라 역량 강화 전망. 해당 센터는 고집적 GPU 운영에 최적화된 하이퍼스케일급 데이터센터로, 동사의 AI 데이터센터 구축·운영 역량을 입증하는 사례 가 될 전망. 이는 자사 데이터센터 매출 증가뿐만 아니라, 데이터센터 DBO(Design, Build, Operation) 수주 역량 확대에 이어질 수 있음
- 통신3사 중 가장 강력한 주주환원 모멘텀 보유. 비용 효율화 효과 가 시화 및 가입자 증가 기조 고려 시, 전년에 이어 자사주 매입이 진행 될 가능성이 높고 배당 역시 전년대비 상향 여력 있음. 동사는 저수익 신사업 정리, 인력 재배치, 희망퇴직 시행 등으로 비용 효율화 노력을 이어갔고, 해당 효과는 이미 '25년 실적에서부터 확인된 바 있음. '26년 연간 영업이익은 전년대비 12.6% 증가해 1조원 레벨 안착 전망하며, 절대 이익 레벨 상향에 따른 주주환원 확대 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	14,625	15,452	15,522	15,875	16,157	16,496	16,831
영업이익	863	892	1,005	1,058	1,092	905	1,032
EBITDA	3,527	3,589	3,730	3,746	3,763	3,626	3,786
지배주주순이익	374	524	650	697	720	570	652
순차입금	6,168	6,104	5,512	5,547	5,790	6,488	6,724
매출증가율	1.8	5.7	0.5	2.3	1.8	2.1	2.0
영업이익률	5.9	5.8	6.5	6.7	6.8	5.5	6.1
지배주주순이익률	2.6	3.4	4.2	4.4	4.5	3.5	3.9
EPS증가율	(39.9)	42.1	24.1	7.2	3.3	(20.8)	14.4
ROE	3.7	5.8	7.2	7.5	7.4	5.6	6.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

LG유플러스는,

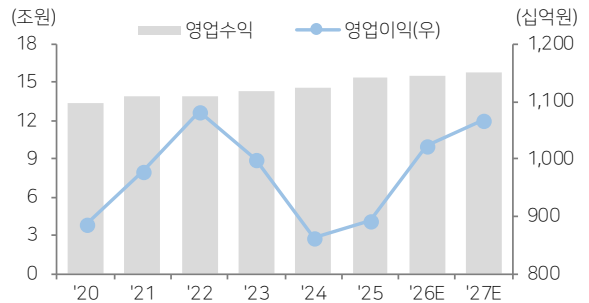
LG유플러스는 1996년 LG텔레콤으로 설립되어 국내 최초로 PCS(개인휴대통신) 서비스를 상용화했으며, 그룹 통신 계열사(LG데이콤, LG파워콤) 합병을 거쳐 2010년 유·무선을 아우르는 통합 법인으로 출범했다. 2019년에는 CJ헬로비전을 인수하며 케이블TV 및 알뜰폰 사업 역량을 강화했다.

무선통신 매출액이 연결 매출액의 절반 가량을 차지하며, IPTV·초고속인터넷 등 유선망 기반 서비스를 함께 제공하고 있다. B2B 부문은 IDC, 솔루션, 기업회선 등으로 구성되어 있다.

2000년 코스닥 상장 후 2008년 코스피로 이전 상장했으며, 최대주주는 LG (38.74%), 국민연금공단 지분율은 7.48%이다.

Financials

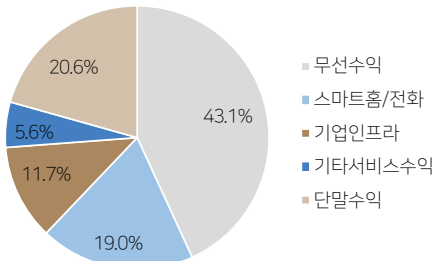
- '25년 연결 매출액 15조 4,518억원 (YoY +5.7%), 영업이익 8,921억원 (YoY +3.4%, OPM 5.8%) 기록. 하반기 인식된 희망퇴직 관련 비용 제외 시 연간 영업이익은 1조원 이상
- 비용 효율화 기조 및 전년 대비 핸드셋 가입자 증가 지속으로 '26년 연간 영업이익 1조원 이상, 영업이익률은 전년대비 0.8%p 개선 예상
- 코람코자산운용과의 파트너십을 바탕으로 한 DBO 매출 확대, '27년 파주 AI 데이터센터 오픈을 바탕으로 향후 IDC 매출 기여 확대 전망



Source: LG유플러스, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

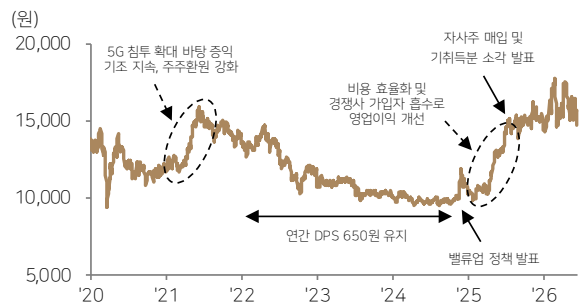
- '25년 연결 매출액 기준, 부문별로 무선수익 43%, 스마트홈·전화 19%, 기업인프라 12%, 단말수익 21%로 구성
- 기업인프라 매출은 IDC, 솔루션, 기업회선으로 구분되며, 부문 내 각각 23%, 31%, 46%를 차지



Source: LG유플러스, 다올투자증권

주가

- '21년 5G 침투 확대로 전년대비 증익 기조 이어지는 가운데, 자사주 매입·소각 및 배당 확대로 주가 상승
- '22년 이후 본업 성장 둔화 국면 속 인건비 증가로 연간 DPS는 650원에서 유지되었음
- '24년 11월 밸류업 정책 발표, '25년 비용 효율화 효과 가시화 및 경쟁사 가입자 이탈 반사수혜로 실적 개선되며 주가 상승



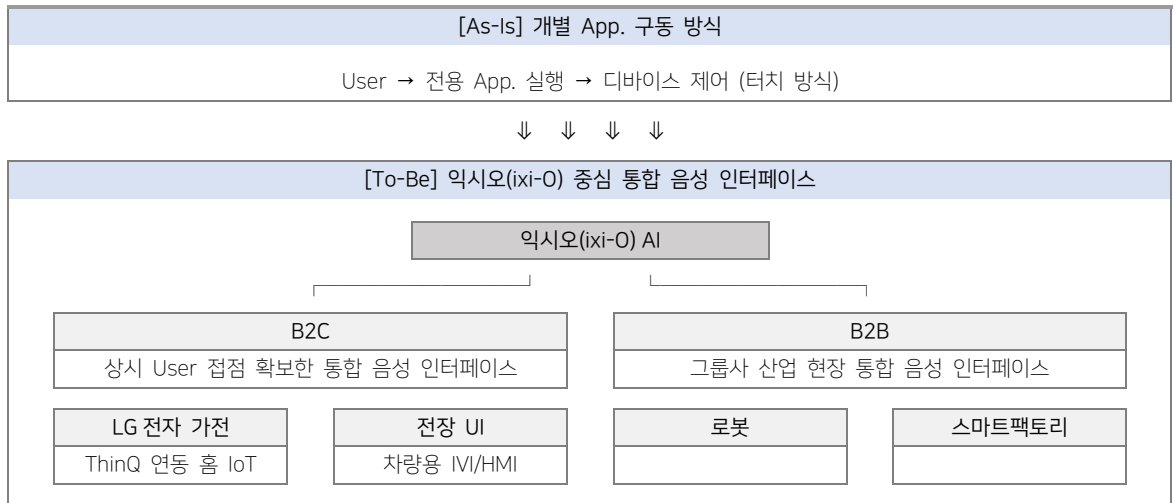
Source: Quantwise, 다올투자증권

I. 투자포인트

I-1. '익시오' 기반 음성 제어 인터페이스 적용 디바이스 확대

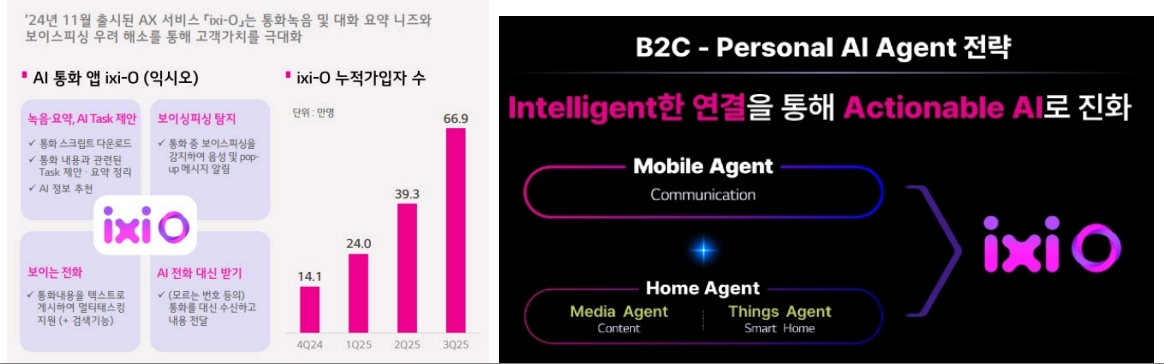
동사는 자사 음성 AI 플랫폼 '익시오(ixi-O)'를 바탕으로 향후 구독형 소프트웨어로의 수익모델 확대를 지향하고 있다. 일례로 '익시오'는 현재 주요 활용처인 통신서비스 영역(스마트폰 개인비서, 고객센터 솔루션 등)을 넘어, 그룹사의 가전·전장·로봇 등 여러 디바이스를 제어하는 공통 음성 인터페이스 역할을 수행할 수 있다. 현재 스마트홈 환경에서는 사용자가 기기 제어 전용 어플리케이션을 실행해 가전을 제어하는 방식이 일반적이다. 음성 기반 인터페이스가 고도화될 경우, 사용자는 별도 앱 실행 없이 AI 에이전트를 통해 음성으로 다양한 기기를 통합 제어할 수 있게 된다. 향후 스마트팩토리 환경 등 여러 영역으로 적용처가 확대돼 더 많은 디바이스가 익시오 생태계로 편입될수록, 플랫폼 효과가 강화되며 관련 소프트웨어 매출액이 증가할 수 있다.

Fig. 202: LG유플러스의 Voice 솔루션 기반 AI 전략



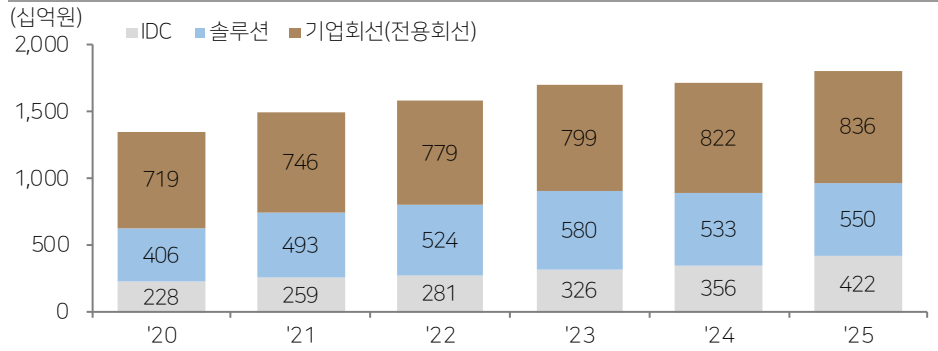
Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 203: LG유플러스의 익시오 활용 전략 (Mobile Agent → Home Agent)



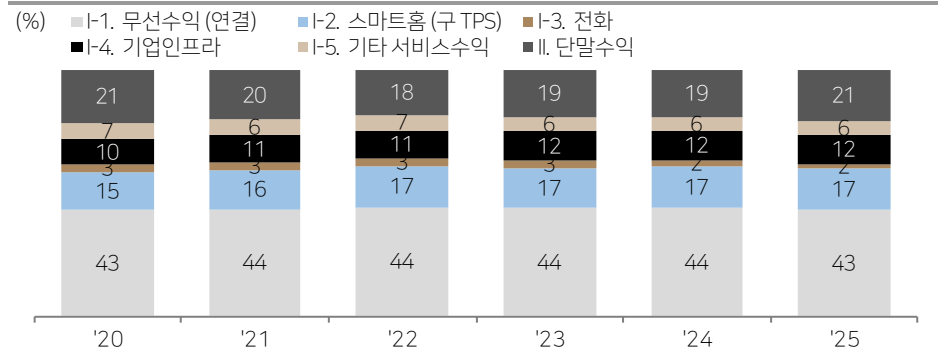
Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 204: LG유플러스의 기업인프라 매출액 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 205: LG유플러스의 부문별 매출액 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권

I-2. AI DC 구축·운영 역량 바탕 DBO 매출 확대 전망

‘27년 상반기 파주 AI 데이터센터 준공과 함께 동사의 AI 인프라 역량 역시 한층 강화될 전망이다. 파주 AI 데이터센터는 고집적 GPU 서버 운영에 최적화된 전력·냉각 시스템을 갖춘 IT Load 40MW의 하이퍼스케일 데이터센터로, AI 워크로드 수요 증가에 발맞춰 현재 파주 2단계 투자를 검토 중이다. 파주 데이터센터 준공은 동사의 AI 데이터센터 구축 및 운영 역량을 입증하는 사례가 될 전망이며, 이를 레퍼런스로 향후 DBO 매출액 확대가 기대된다. 실제로 동사는 코람코자산운용과의 전략적 협업을 바탕으로 DBO 프로젝트 수주를 본격화하고 있으며, 이에 따라 데이터센터 사업에서의 매출 인식 시점이 앞당겨질 전망이다.

Fig. 206: LG유플러스의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역 (하이라이트는 준공 예정 DC)

권역	준공 일시	위치	구분	구분	IT LOAD	수전용량	비고
수도권	1999	논현	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2001	서초 1	IDC	자사	-	9.5MW	
수도권	2002	서초 2	IDC	자사	-	7.5MW	
수도권	2009	가산	IDC	자사	-	20MW	
수도권	2013	상암	IDC	자사	-	19.3MW	이중수전
수도권	2015	평촌 메가	IDC	자사	165MW	-	하이퍼스케일, 고집적 설계
수도권	'23.10	평촌 2	AI DC	자사	24MW	-	1H24~ 고객사 입주, '25년~ 대형 고객 신규 입주
수도권	'25.07	가산 2	AI DC	DBO	26MW	40MW	3Q25~ DBO 매출 발생, '26년 매출 기여 확대 예상
수도권	'27.05 (예상)	파주	AI DC	자사	40MW	50MW	하이퍼스케일, 고성능 GPU 클러스터 구축 특화 센터
수도권	검토 단계	파주 (2 단계)	AI DC	자사	미정	미정	파주 추가 수요 예상됨에 따라 투자 확대 검토 중
비수도권	-	안양	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	대전	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	부산	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	대구	IDC	자사	-	-	
비수도권	-	광주	IDC	자사	-	-	
비수도권	2028 (목표)	부산 장림	AI DC	DBO	-	40MW	DBO 착수 (4Q25), 착공 (1H26)

Source: LG유플러스, 다올투자증권

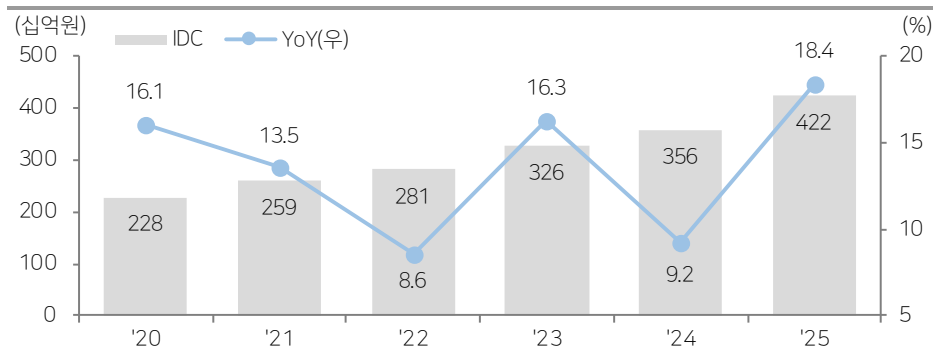
Fig. 207: LG유플러스의 데이터센터 매출액 전망

(MHz, 십억원)

	'23	'24	'25	'26E	'27E	'28E	'29E	비고
DC 용량	-	-	165	165	185	225	245	파주 (40MW), 부산 (40MW) 반영
DC 매출액	326	356	422	430	492	611	678	'25-'29E CAGR 10.0%
100MHz 당 매출액	-	-	255.8	260.9	266.1	271.4	276.8	물가, AI DC 확대 반영 매년 +2% 가정

Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 208: LG유플러스의 IDC 매출액 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 209: 코람코자산운용의 데이터센터 개발 현황 및 계획

개발·투자 기초	
2028년까지 5조원 규모 데이터센터 개발 펀드 조성	
2032년까지 총 10조원 규모 데이터센터 투자 진행 계획	
주요 타임라인	
'25.06	LG 유플러스와 데이터센터 개발 및 운용에 관한 MOU 체결
'25.09	케이스퀘어데이터센터 가산 준공
'26.06	안산 성곡 데이터센터 착공 (수전용량 40MW)
잔여 파이프라인	
부산 장림 (40MW, PF 구조 확정)	
의정부 용현 (수전용량 100MW, 1H27 착공 예정)	

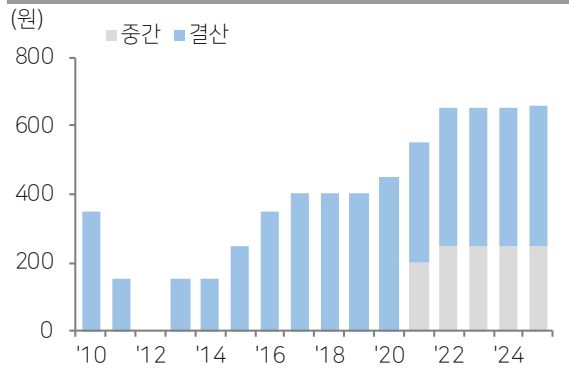
Source: 언론 보도, 다올투자증권

I-3. '26년 가장 매력적인 주주환원 모멘텀

동사는 '24년 11월 주주환원정책 발표를 통해 연간 주주환원율 40-60% 목표(별도 기준 배당성장 40% 이상 + 자사주 매입·소각 0-20%)를 제시했다. '25년 8월 기취 득 자사주 1,000억원을 소각했으며, '25년 8월부터 약 6달간 800억원의 자사주를 취득해 '26년 5월 전량 소각했다. 비용 효율화 및 가입자 증가 기조를 고려하면, '26년에도 자사주 매입이 진행될 가능성이 높다.

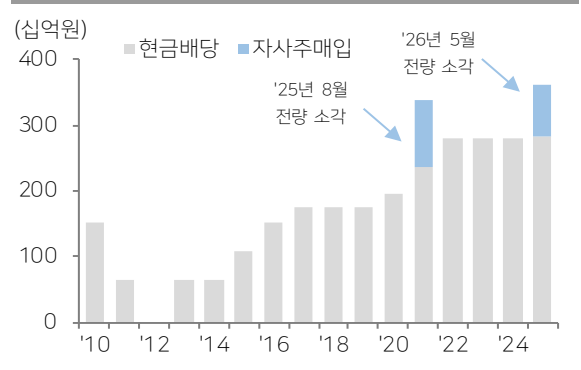
배당 역시 전년 대비 증가할 가능성이 높다. 동사는 '25년 저수익 신사업 정리, 인력 재배치, 희망퇴직 시행(전사 인력의 약 6%) 등으로 비용 효율화 노력을 이어가고 있으며, 해당 효과는 이미 '25년 실적에서부터 드러난 바 있다(3Q25 희망퇴직 관련 비용 약 1,500억원 제외 시 연간 영업이익 1조원 돌파). 인력 슬림화 효과는 '26년 온기 반영되며 전년 경쟁사의 가입자 이탈 상황 속에서도 무리한 마케팅 지출이 발생하지 않았음을 고려, '26년 마케팅비 역시 하향 안정화될 가능성이 높다. MNO 핸드셋 가입자도 2Q25를 기점으로 전년동기대비 2%대의 성장을 지속하고 있어, '26년 연간 영업이익은 전년대비 +12.6% 증가한 1조 48억원을 전망한다. 절대 이익 레벨 상향에 따라 '26년 연간 배당은 전년 660원 대비 상향될 가능성이 충분하다고 판단한다.

Fig. 210: LG유플러스의 DPS 추이



Source: LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 211: LG유플러스의 총주주환원액 추이



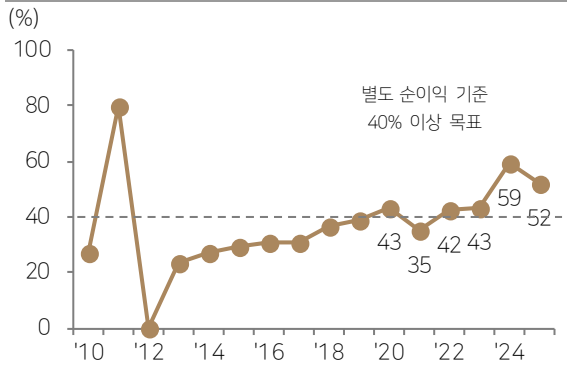
Source: LG유플러스, 다올투자증권 / Note: 자사주 매입과 현금배당액 합산 기준, 소각은 총 주주환원액에 포함하지 않음

Fig. 212: LG유플러스의 자사주 매입·소각 이력

구분	일시	금액(십억원)	수량(천주)	발행주식수 대비(%)
매입	2021-06-09 (약 5 달간)	100	6,783	
소각	2025-08-05	100	6,783	1.6
매입	2025-08-04 (약 6 달간)	80	5,401	
소각	2026-05-15	80	5,401	1.3

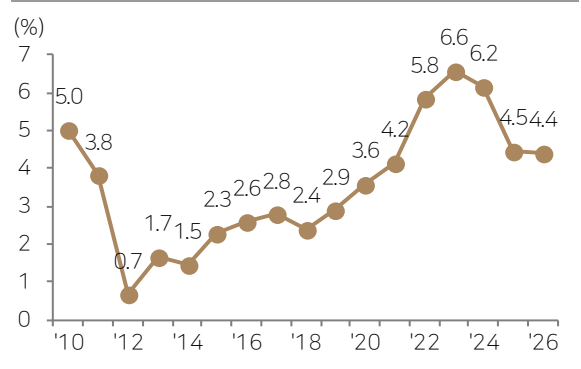
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 213: LG유플러스의 별도 기준 배당성향 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 214: LG유플러스의 배당수익률 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 215: LG유플러스의 주주환원 정책 ('24년 11월 발표)

- ① 중장기 ROE 8-10%
- ② 주주환원율 40-60% (별도 기준 배당성향 40% 이상 + 자사주 매입/소각 0-20%)

기업가치 · 주주가치 제고를 달성하기 위해 ① 수익성 강화와 ② 적극적인 주주환원 정책을 핵심지표로 선정

핵심 지표	2023	중장기 Target	세부 내용 · 방향
			1 ROE
2 주주환원율*	43.2%	40-60%	· 배당정책은 현재 수준으로 유지 (별도 기준 순이익 40% 이상) · 자본구조 및 현금흐름을 감안한 탄력적 자사주 매입/소각 (0-20%)

* 별도 기준, 일회성 이익 제외

주주환원 확대 추진 지속

2021년	2022년 ~ 2024년	2024년 ~
<ul style="list-style-type: none"> 중간배당 실시 자사주 매입 (1천억원) 	<ul style="list-style-type: none"> 배당성향 상향 (30%→40%) '24~'26년 DPS 650원+ <small>Dividend per share</small> 	<ul style="list-style-type: none"> 탄력적 자사주 매입/소각 정책 도입 '21년 매입분 소각 검토 <small>678만주 중 전부 또는 일부</small>
<ul style="list-style-type: none"> 배당정책 심진화 주주환원 정책 다변화 	<ul style="list-style-type: none"> 타 통신사 수준 배당성향 지향 배당 가시성 및 안정성 보장 	<ul style="list-style-type: none"> 주주환원율에 기반한 주주환원 정책 수립 및 신뢰 제고

Source: LG유플러스, 다올투자증권

II. Valuation 및 실적 전망

LG유플러스에 대해 적정주가 20,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation은 SOTP 방식으로 진행했으며, 본사 영업가치에 순차입금과 자산가치를 가감했다.

LG유플러스 '26년 연간 연결 매출액 15조 5,222억원(YoY +0.5%), 영업이익 1조 48억원(YoY +12.6%, OPM 6.5%)을 전망한다. 전년 희망퇴직 실시와 함께 관련 인건비성 비용이 1,500억원 가량 반영되었던 기저와 더불어, 인력구조 슬림화 효과가 본격적으로 반영될 전망이다. 전년 경쟁사의 보안 사고 여파로 양질의 MNO 이용자가 동시에 유입되며 나타난 ARPU 상승 효과도 누릴 수 있다고 본다.

Fig. 216: LG유플러스의 SOTP Valuation

(십억원, 원)

구분		비고
1) 영업가치	14,174	
EBITDA	3,730	'26년 기준 (연결)
적정배수	3.8	
2) 순차입금	5,512	2026년 말 추정치
3) 자산가치	109	
관계기업투자자산	56	1Q26 기준 (연결)
투자부동산	53	1Q26 기준 (연결)
공정가치	8,771	1)-2)+3)
시가총액(6/30)	5,942	
주당가치(공정가치)	20,665	적정주가 20,000 원 제시
증가(6/30)	14,000	
상승여력	42.9%	

Source: LG유플러스, 다올투자증권 추정

Fig. 217: LG유플러스의 실적 추이 및 전망

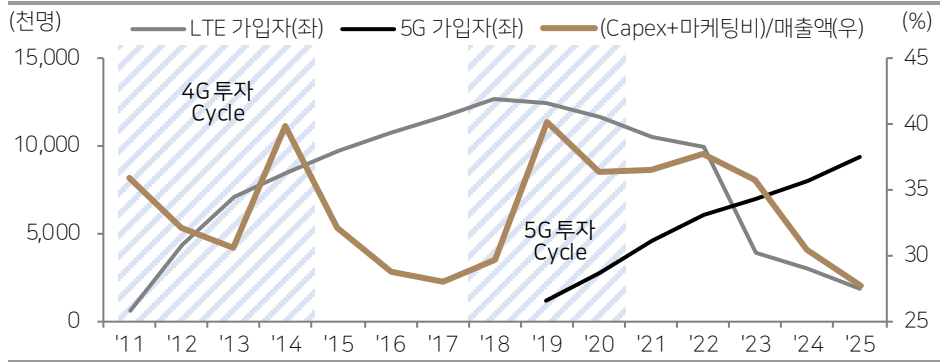
(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	3,748	3,844	4,011	3,848	3,804	3,829	3,965	3,925	15,452	15,522	15,875
서비스수익	2,939	3,016	3,117	3,191	3,037	3,061	3,100	3,204	12,263	12,401	12,641
모바일	1,612	1,654	1,711	1,689	1,653	1,655	1,659	1,654	6,667	6,620	6,691
스마트홈	631	637	673	649	656	663	694	673	2,590	2,686	2,770
전화	84	85	85	87	85	83	83	85	340	336	329
기업인프라	410	428	428	542	436	444	445	564	1,808	1,888	1,965
기타서비스	203	213	219	223	208	217	219	227	859	871	886
단말수익	809	828	894	657	767	767	865	722	3,188	3,121	3,234
YoY(%)	4.8	10.0	5.5	2.5	1.5	-0.4	-1.2	2.0	5.7	0.5	2.3
서비스수익	1.6	2.5	4.2	5.8	3.3	1.5	-0.5	0.4	3.5	1.1	1.9
모바일	2.0	3.8	5.6	3.4	2.5	0.0	-3.1	-2.1	3.7	-0.7	1.1
스마트홈	2.4	2.7	3.4	4.8	4.1	4.1	3.1	3.7	3.3	3.7	3.1
전화	-6.3	-6.6	-2.2	-5.2	1.1	-2.0	-2.0	-2.0	-5.1	-1.3	-2.0
기업인프라	1.2	-0.9	1.8	19.3	6.3	3.8	3.9	4.0	5.6	4.5	4.0
단말수익	18.5	50.6	10.3	-11.0	-5.2	-7.3	-3.3	9.9	14.6	-2.1	3.6
영업비용	3,493	3,540	3,849	3,678	3,531	3,599	3,688	3,699	14,560	14,517	14,817
인건비	491	487	631	523	478	477	471	513	2,132	1,939	2,025
유무형자산상각비	666	673	670	689	687	678	675	689	2,697	2,728	2,740
지급수수료	420	443	469	469	415	466	467	476	1,801	1,823	1,878
마케팅비	580	586	630	637	647	643	636	617	2,434	2,542	2,525
상품구입비	824	816	882	783	781	771	871	824	3,305	3,247	3,360
기타비용	511	535	568	577	524	566	567	581	2,191	2,238	2,289
영업이익	255	305	162	171	272	229	277	226	892.1	1,005	1,058
YoY(%)	15.6	19.9	-34.3	19.9	6.6	-24.7	71.3	32.7	3.4	12.6	5.2
OPM(%)	6.8	7.9	4.0	4.4	7.2	6.0	7.0	5.8	5.8	6.5	6.7
지배순이익	166	220	50	89	177	150	178	145	524	650	697
YoY(%)	26.4	34.1	-63.9	흑전	6.8	-31.8	258.7	63.5	39.9	24.2	7.2
NIM(%)	4.4	5.7	1.2	2.3	4.7	3.9	4.5	3.7	3.4	4.2	4.4

Source: LG유플러스, 다올투자증권 추정

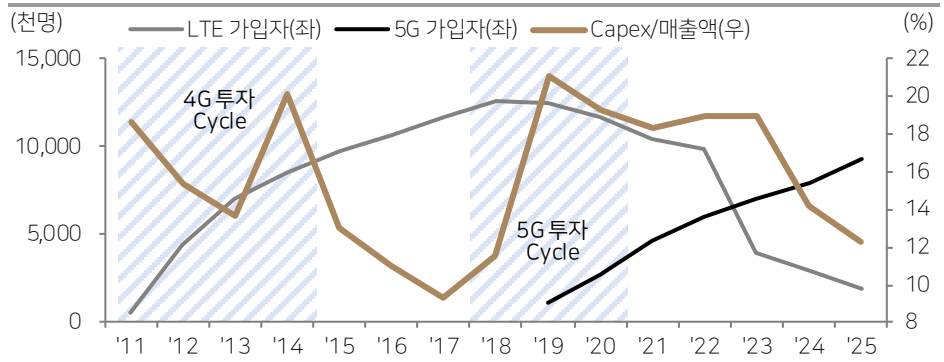
III. Appendix

Fig. 218: LG유플러스 매출액 대비 Capex+마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



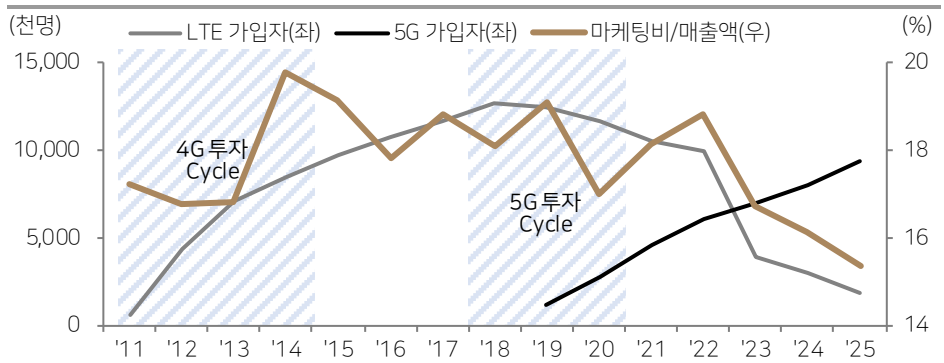
Source: LG유플러스, Dart, 다음투자증권 / Note: ~19년까지는 연결 대비 연결 비중, 20년부터는 별도 대비 별도 비중

Fig. 219: LG유플러스 매출액 대비 Capex 비중 추이 (별도 기준)



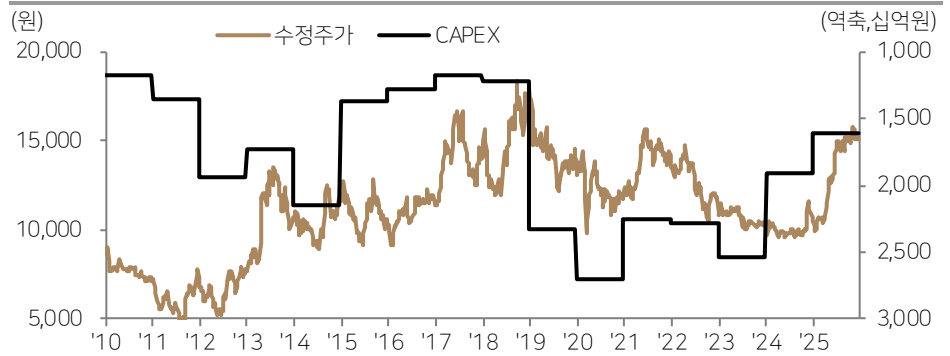
Source: LG유플러스, Dart, 다음투자증권 / Note: ~19년까지는 연결 대비 연결 비중, 20년부터는 별도 대비 별도 비중

Fig. 220: LG유플러스 매출액 대비 마케팅비 비중 추이 (별도 기준)



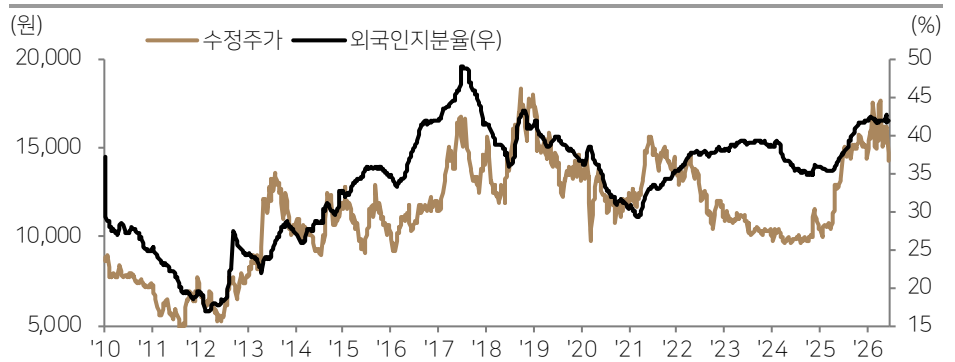
Source: LG유플러스, Dart, 다음투자증권 / Note: ~19년까지는 연결 대비 연결 비중, 20년부터는 별도 대비 별도 비중

Fig. 221: LG유플러스: 주가는 CAPEX의 역축에 연동되는 경향



Source: Quantiwise, LG유플러스, 다올투자증권

Fig. 222: LG유플러스의 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

LG유플러스

연도별 성과

2023	BB
2024	A
2025	A

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	
	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	
	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	
	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회와 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	통신 서비스
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	91.7	180/1299	3/6

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT	SK브로드밴드
5천억이상	-	-
5천억미만	에스케이텔링크	인스코비

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
77.2	58.1	15%	▲
85.0	65.3	중	▲
79.2	60.5	중	▲
50.0	37.5	하	▲
100.0	100.0	하	-
78.5	59.0	35%	▲
83.6	69.1	중	▲
94.3	71.0	중	▲
85.1	64.9	중	▲
93.6	75.4	하	▲
71.4	66.8	50%	▲
67.5	79.9	상	▼
58.5	75.3	하	▼
77.5	68.0	상	▲
86.0	84.7	하	▲
87.5	65.0	중	▲
100.0	67.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (1개)

[2025상] 사회, Level5, '변호비용 담합' 1,140억 과징금 부과

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터증양값	TSR (총주주환원율)
2022	42.1%	42.1%	-14.3%
2023	44.9%	47.8%	-1.5%
2024	74.6%	74.6%	3.6%

LG유플러스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,263.9	5,414.4	6,146.7	6,558.5	6,799.9
현금성자산	1,014.2	939.9	954.8	819.8	476.9
매출채권	1,930.2	1,902.1	2,150.9	2,174.9	2,228.8
재고자산	252.3	209.8	258.1	261.0	267.5
비유동자산	14,443.8	14,267.4	13,757.2	13,649.4	13,782.9
투자자산	1,930.2	2,182.9	2,237.0	2,343.4	2,455.5
유형자산	10,709.0	10,625.0	10,317.2	10,150.9	10,191.0
무형자산	1,804.6	1,459.6	1,203.1	1,155.0	1,136.4
자산총계	19,707.7	19,681.8	19,903.9	20,207.9	20,582.8
유동부채	5,116.3	4,676.3	5,262.8	5,216.2	5,224.1
매입채무	2,681.0	2,738.5	2,452.0	2,479.4	2,540.9
유동성이자부채	2,024.4	1,618.9	2,359.2	2,359.2	2,359.2
비유동부채	5,823.1	5,937.9	5,479.6	5,435.3	5,393.3
비유동이자부채	5,158.2	5,424.8	4,107.8	4,007.8	3,907.8
부채총계	10,939.4	10,614.3	10,742.5	10,651.6	10,617.4
자본금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금	871.5	871.5	871.5	871.5	871.5
이익잉여금	5,204.0	5,474.4	5,670.4	6,065.3	6,474.3
자본조정	(93.4)	(53.1)	(154.2)	(154.2)	(154.2)
자기주식	(100.0)	(60.5)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
자본총계	8,768.4	9,067.5	9,161.5	9,556.3	9,965.3
투하자본	14,616.9	14,826.7	14,299.8	14,698.8	15,317.4
순차입금	6,168.4	6,103.8	5,512.2	5,547.2	5,790.1
ROA	1.6	2.6	3.2	3.4	3.5
ROE	3.7	5.8	7.2	7.5	7.4
ROIC	4.0	4.5	5.3	5.5	5.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	3,335.3	2,963.8	3,593.3	3,589.0	3,608.6
당기순이익	314.6	509.2	642.8	691.2	711.2
자산상각비	2,663.8	2,697.0	2,725.5	2,688.8	2,671.0
운전자본증감	(2,354.7)	(3,154.7)	(1,184.8)	(593.4)	(576.4)
매출채권감소(증가)	(66.9)	(94.1)	2.4	(24.0)	(53.9)
재고자산감소(증가)	107.0	41.5	(48.9)	(2.9)	(6.5)
매입채무증가(감소)	78.9	13.9	417.9	27.4	61.4
투자현금	(2,390.8)	(2,019.3)	(2,424.4)	(2,586.6)	(2,810.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(2.4)	(3.3)	(3.4)
장기투자증권감소	814.1	101.0	(1.3)	(33.3)	(36.1)
설비투자	(1,915.0)	(1,611.4)	(1,943.2)	(2,063.7)	(2,262.0)
유형자산감소	(466.0)	(355.3)	(419.1)	(410.7)	(430.5)
재무현금	(610.5)	(1,045.2)	(456.1)	(402.3)	(410.8)
차입금증가	(355.8)	(705.3)	(153.9)	(100.0)	(100.0)
자본증가	(284.0)	(339.9)	(302.1)	(302.3)	(310.8)
배당금지급	284.0	279.4	282.7	302.3	310.8
현금 증감	336.7	(101.9)	80.4	(138.3)	(346.3)
총현금흐름(Gross CF)	6,075.0	6,469.1	4,837.2	4,182.4	4,185.0
(-) 운전자본증가(감소)	(32.7)	259.2	871.2	593.4	576.4
(-) 설비투자	1,915.0	1,611.4	1,943.2	2,063.7	2,262.0
(+) 자산매각	(466.0)	(355.3)	(419.1)	(410.7)	(430.5)
Free Cash Flow	1,329.5	1,295.1	1,228.0	1,002.3	798.0
(-) 기타투자	(814.1)	(101.0)	1.3	33.3	36.1
잉여현금	2,143.5	1,396.1	1,226.7	969.1	761.9

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	14,625.2	15,451.7	15,522.2	15,874.7	16,156.9
증가율 (Y-Y%)	1.8	5.7	0.5	2.3	1.8
영업이익	863.1	892.1	1,004.8	1,057.5	1,092.1
증가율 (Y-Y%)	(13.5)	3.4	12.6	5.2	3.3
EBITDA	3,526.9	3,589.2	3,730.3	3,746.3	3,763.1
영업외손익	(412.5)	(211.7)	(168.2)	(148.1)	(156.2)
순이자수익	(200.9)	(202.6)	(184.8)	(174.9)	(173.0)
외화관련손익	0.1	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.7)	(15.4)	(3.2)	(2.5)	(2.7)
세전계속사업손익	450.6	680.5	836.6	909.4	935.9
당기순이익	314.6	509.2	642.8	691.2	711.2
지배기업당기순이익	374.5	523.9	650.4	697.1	719.9
증가율 (Y-Y%)	(50.1)	61.9	26.2	7.5	2.9
NOPLAT	602.6	667.6	772.0	803.7	830.0
(+) Dep	2,663.8	2,697.0	2,725.5	2,688.8	2,671.0
(-) 운전자본투자	(32.7)	259.2	871.2	593.4	576.4
(-) Capex	1,915.0	1,611.4	1,943.2	2,063.7	2,262.0
OpFCF	1,384.1	1,494.1	683.1	835.3	662.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.8	3.6	2.6	2.8	1.5
영업이익증가율(3Yr)	(4.1)	(6.2)	0.2	7.0	7.0
EBITDA증가율(3Yr)	1.0	0.5	1.5	2.0	1.6
순이익증가율(3Yr)	(24.3)	(8.4)	0.7	30.0	11.8
영업이익률(%)	5.9	5.8	6.5	6.7	6.8
EBITDA마진(%)	24.1	23.2	24.0	23.6	23.3
순이익률(%)	2.2	3.3	4.1	4.4	4.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	858	1,219	1,513	1,622	1,675
BPS	15,463	17,233	18,051	19,081	20,076
DPS	650	660	700	720	740
Multiples(x,%)					
PER	12.0	12.1	9.3	8.6	8.4
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	3.0	3.5	3.1	3.1	3.1
배당수익률	6.3	4.5	5.0	5.1	5.3
PCR	0.7	1.0	1.2	1.4	1.4
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	124.8	117.1	117.3	111.5	106.5
Net debt/Equity	70.3	67.3	60.2	58.0	58.1
Net debt/EBITDA	174.9	170.1	147.8	148.1	153.9
유동비율	102.9	115.8	116.8	125.7	130.2
이자보상배율	4.3	4.4	5.4	6.0	6.3
이자비용/매출액	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
자산구조					
투하자본(%)	83.2	82.6	81.8	82.3	83.9
현금+투자자산(%)	16.8	17.4	18.2	17.7	16.1
자본구조					
차입금(%)	45.0	43.7	41.4	40.0	38.6
자기자본(%)	55.0	56.3	58.6	60.0	61.4

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7% HOLD : 8.3% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

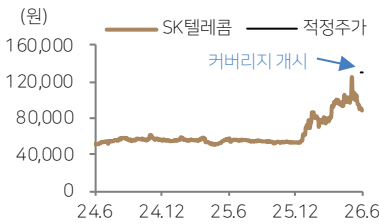
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

SK텔레콤 (017670)



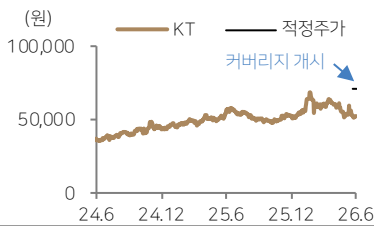
일자	커버리지	2026.06.30
투자 의견	개시	BUY
적정주가		130,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
		2026-06-30	130,000원	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 6월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

KT (030200)



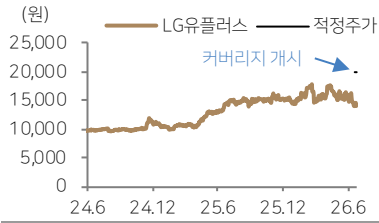
일자	커버리지	2026.06.30
투자 의견	개시	BUY
적정주가		72,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
		2026-06-30	72,000원	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 6월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

LG유플러스 (032640)



일자	커버리지	2026.06.30
투자의견	개시	BUY
적정주가		20,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2026-06-30	20,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 6월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산 최광식 gs.choie@daolfn.com	건설 · 부동산 박영도 ypark@daolfn.com	자동차 · 이차전지 유지웅 jwyoo@daolfn.com	제약 · 바이오 이지수 jislee@daolfn.com
금융 김지원 jiwonkim@daolfn.com	반도체 · 소부장 고영민 ym.ko@daolfn.com	화장품 · 의료기기 박종현 alex.park@daolfn.com	인터넷 · 게임 · 레저 김혜영 hyyy@daolfn.com
음식료 · 통신 이다연 dayeonlee@daolfn.com	철강 · 비철금속 이정우 jungwoo@daolfn.com	엔터테인먼트 임도영 dy.lim@daolfn.com	전기전자 김연미 ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략 조병현 bhcho@daolfn.com	계량분석 김경훈 aimhigh2027@daolfn.com	채권분석 허정인 jeongin@daolfn.com
---------------------------------	---------------------------------------	-----------------------------------

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.04.07	최광식	조선 - 해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP
2026.04.23	임도영	엔터테인먼트 - 실적과 멀티플의 괴리 속에서
2026.05.06	유지웅 · 오정하	자동차&로봇 - 메가트렌드의 시작
2026.05.21	고영민	반도체/소부장 2H26 전망 - 꺼지지 않는 초록불
2026.05.25	최광식	방산 - 실전, 현지화, 그래서 K-방산 : 파이프라인 가치 Valuation
2026.05.28	조병현 · 박영찬 · 정현하	2026년 하반기 매크로 전망: 달라지는 관계들
2026.05.28	김연미	전기전자 - AI는 기판 위에서 흐른다
2026.05.28	김혜영	인터넷·게임·레저 - 월드 모델을 타고 AGI로 가자
2026.05.29	박종현	의료기기 - Sex and the diagnostics
2026.06.02	이지수	제약 · 바이오 - Who's Ready?: K-BIO, 준비됐는가?
2026.06.05	조병현 · 김지현	2026년 하반기 주식시장 전망: Climb a little higher
2026.06.08	고영민 · 김연미	Computex 2026 참관기: Ecosystem-Wide Innovation

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.