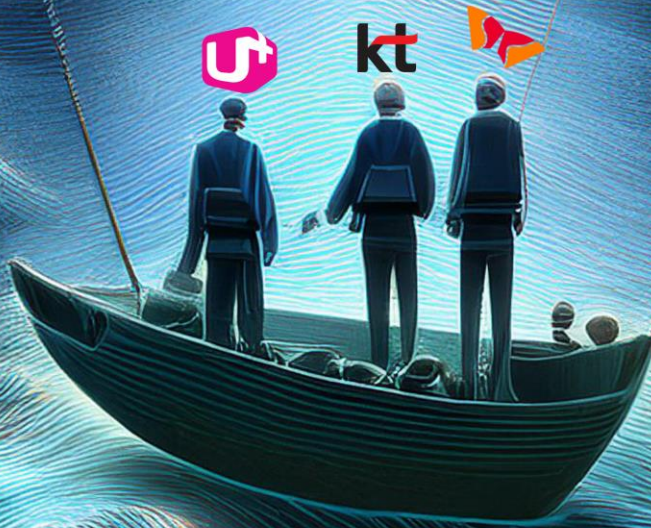


통신서비스 Initiate

가치 상승으로

통하는

신항로



20250204

통신서비스 이찬영

02)368-6167_cylee@eugenefn.com

유진투자증권 

Glossary

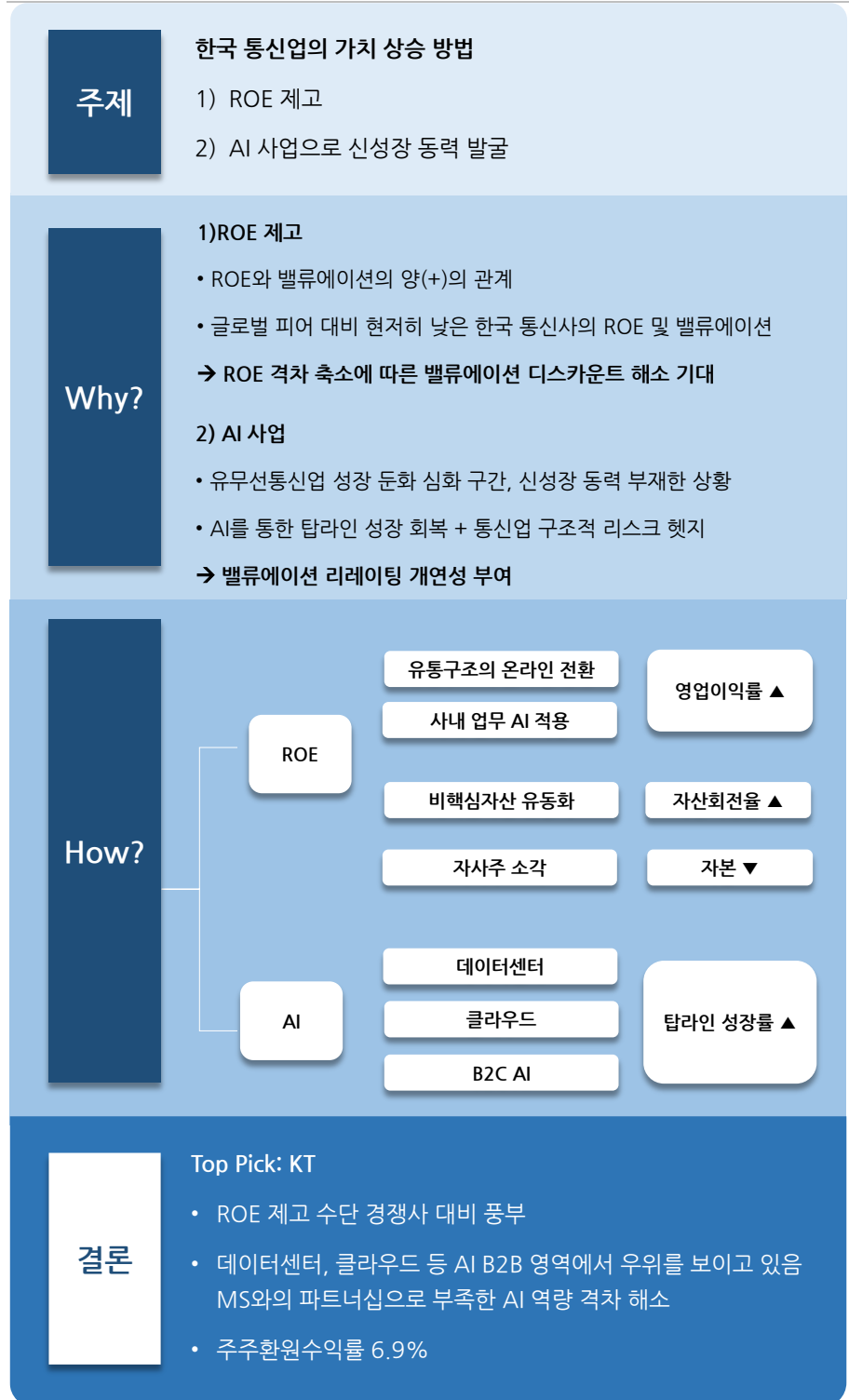
용어	정의
MNO(Mobile Network Operator)	자체 통신망을 보유하고 직접 이동통신 서비스를 제공하는 사업자로 한국의 SK 텔레콤, KT, LG 유플러스가 해당됨
MVNO (Mobile Virtual Network Operator)	MNO의 통신망을 임대하여 통신서비스를 제공하는 사업자
알뜰폰	MVNO 사업자가 제공하는 이동통신 서비스를 일컫는 한국식 통칭으로, MNO 대비 저렴한 요금제가 특징
ARPU(Average Revenue Per User)	가입자 1인당 월평균 매출액. 요금제 및 부가 서비스 이용에 따라 결정됨
마케팅비	통신사가 신규 가입자 유치 및 기존 고객 유지를 위해 지출하는 비용으로, 주로 단말기 보조금과 판매수수료로 구성됨
ROE(Return on Equity)	자기자본이익률, 통신사의 자기자본 대비 순이익 비율을 나타내는 지표
MNP(Mobile Number Portability)	번호이동. 기존 번호를 유지한 채 다른 통신사로 이동하는 것을 의미

Contents

Summary	4
I. 투자전략 및 Top Pick	16
II. 통신업 가치 상승의 key	17
III. ROE 높이기	18
뚜렷한 ROE와 밸류에이션의 관계	18
ROE 분해하기	20
비용을 절감해라	24
기타 ROE 제고 수단들	37
IV. AI로 신성장 동력 마련하기	44
통신업의 불편한 진실	44
새로운 돌파구로 AI를 제시한다	47
AI 시대에 빠질 수 없는 인프라, 데이터센터	52
클라우드 시장을 잡아라	63
B2C에서의 기회	74
무엇을 기대해야 하는가	79
V. 단통법 폐지 영향 분석	83
VI. 2025년 통신업 전망	90
Appendix. 글로벌 통신사 한 눈에 보기	96
기업분석	97
KT(030200) - Top Pick	
LG 유플러스(032640)	
SK 텔레콤(017670)	

Summary

도표1. 통신 섹터 투자 아이디어



자료: 유진투자증권

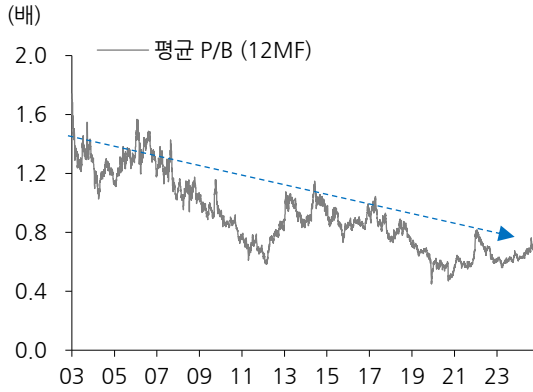
도표2. 커버리지 기업 및 투자포인트

		KT (030200.KS)	LG 유플러스 (032640.KS)	SK 텔레콤 (017670.KS)
투자의견		BUY - Top Pick	BUY	BUY
목표주가		62,000 원	12,500 원	65,000 원
Upside		32%	25%	17%
투자 매력도	단기	上	中	下
	중장기	上	中	上
투자 포인트	ROE 제고로 밸류에이션 디스카운트 해소	ROE 제고 수단 및 상승 여력 가장 풍부	이익 턴어라운드 구간 진입에 신규 자사주 매입소각 정책으로 ROE 제고 기대	이미 우수한 ROE, 조직 효율화 전략으로 추가적 ROE 상승 기대
	AI 사업을 통한 타라인 성장 반등	우수한 AI B2B 사업 경쟁력. MS와의 파트너십을 통해 기술적 역량 공백 해소	하이퍼스케일급 데이터센터 사업에 기반한 타라인 성장 회복	글로벌 스케일의 AI 청사진, B2C 영역에서의 트래픽 성과 우수 잠재적 ARPU 상승 기회
	주주환원수익률	6.9%	7.8%	6.4%
	기타	보유 비영업자산 3 조원으로 3사 중 가장 많음, 유동화를 통한 조직 체질 개선 및 주주환원 확대 기대	보유 현금과 기업가치간의 괴리 축소 기대	모범적 수준의 주주환원, 그룹 리스크 해소 시 추가 자사주 매입소각 기대 가능

자료: 유진투자증권
 주: 2025년 2월 3일 종가 기준

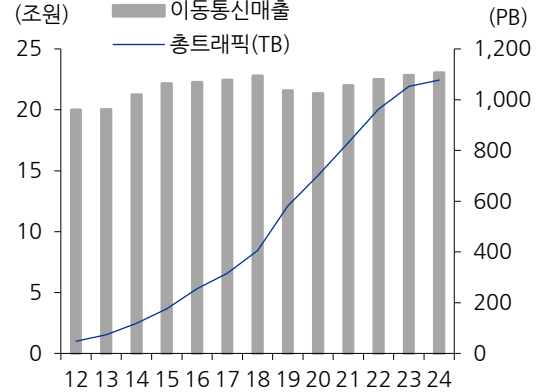
Key Charts

도표 3. 통신 3사 평균 P/B(12MF) 추이



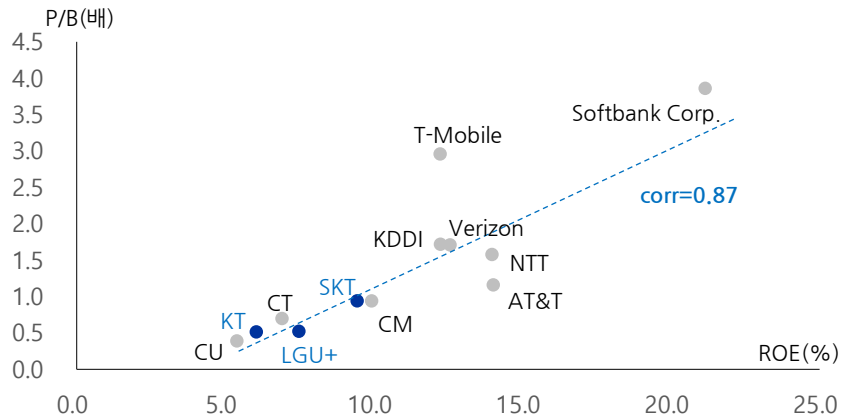
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 4. 증가하는 트래픽, 이동통신 매출은 제자리



자료: 각 사, 과기부, 유진투자증권

도표 5. ROE와 P/B 간의 관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 한국, 중국, 일본, 미국 대표 통신사로 피어 선정함

도표6. 글로벌 통신사 피어 비교

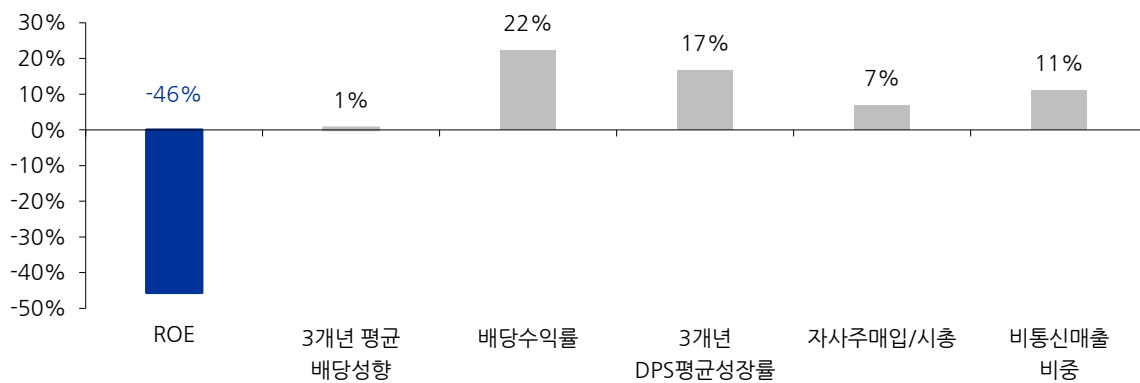
국가	통신사	ROE	3개년 평균 배당성향	3개년 DPS 평균성장률	배당수익률	자사주매입/ 시총	비통신매출 비중	P/E(배)	P/B(배)
한국	SK 텔레콤	9.4%	70%	4%	7.1 %	2.7%	23%	10.7	0.9
	KT	6.0%	40%	1%	5.7 %	3.5%	46%	9.3	0.5
	LG 유플러스	7.5%	40%	9%	7.1 %	0	21%	8.8	0.5
일본	Softbank Corp	21.1%	79%	0%	4.4 %	1.1%	43%	18.3	3.9
	KDDI	12.2%	44%	6%	3.3 %	3.2%	41%	16.6	1.7
	NTT	14.0%	34%	5%	3.0 %	1.3%	30%	11.3	1.6
중국	차이나모바일	9.7%	65%	10%	3.9 %	0	14%	9.6	0.9
	차이나유니콤	16.4%	50%	19%	4.4 %	0	34%	7.3	0.4
	차이나텔레콤	33.2%	65%	14%	3.8 %	0	29%	10.3	0.7
미국	AT&T	14.0 %	42%	-27%	6.6 %	4.6%	17%	7.2	1.2
	Verizon	12.6 %	65%	2%	7.0 %	0	24%	8.3	1.7
	T-mobile	12.2 %	3%	-	0.4 %	6.8%	1%	19.9	3.0
평균		14.0 %	50 %	5%	3.9%	1.9%	27%	11.5	1.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주 1: 비통신사업 기준: B2C 유무선통신업 제외한 모든 사업

주 2: ROE, 배당성향, 배당수익률, 비통신매출 비중은 FY23 기준

도표7. 한국 통신사 글로벌 평균치 대비 괴리율



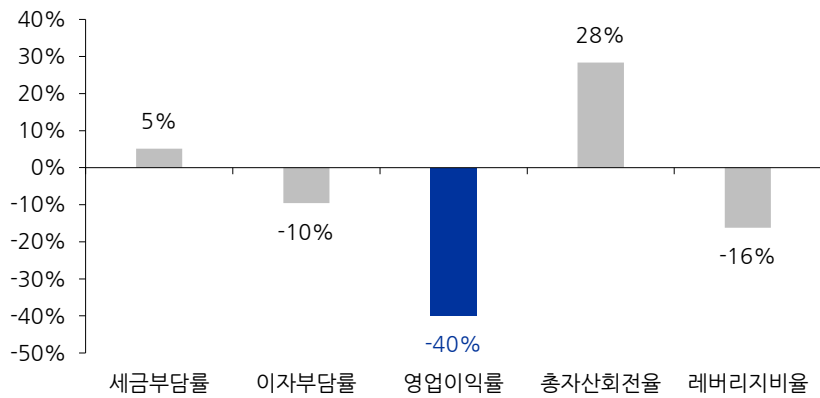
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표8. ROE 분해 비교

국가	기업	세금부담률	이자부담률	영업이익률	총자산회전율(배)	레버리지비율(배)	ROE(%)
한국	SKT	72%	79%	11%	0.6	2.7	9.4
	KT	76%	79%	6%	0.6	2.5	6.0
	LGU+	81%	76%	7%	0.7	2.4	7.5
일본	Softbank Corp.	61%	92%	14%	0.4	6.6	21.1
	KDDI	64%	99%	17%	0.4	2.5	12.2
	NTT	65%	94%	16%	0.5	3.0	14.0
중국	차이나 모바일	77%	98%	17%	0.5	1.5	9.9
	차이나 유니콤	82%	92%	7%	0.6	1.9	5.4
	차이나 텔레콤	78%	99%	8%	0.6	1.9	6.9
미국	AT&T	72%	75%	22%	0.3	4.0	14.0
	Verizon	68%	75%	17%	0.4	4.1	12.6
	T-mobile	76%	77%	18%	0.4	3.1	12.2
Average		73%	86%	13%	0.5	3.0	10.9
평균치 괴리율	SKT	-1%	-8%	-17%	22%	-11%	-14%
	KT	5%	-8%	-55%	22%	-17%	-45%
	LGU+	12%	-12%	-47%	42%	-21%	-31%

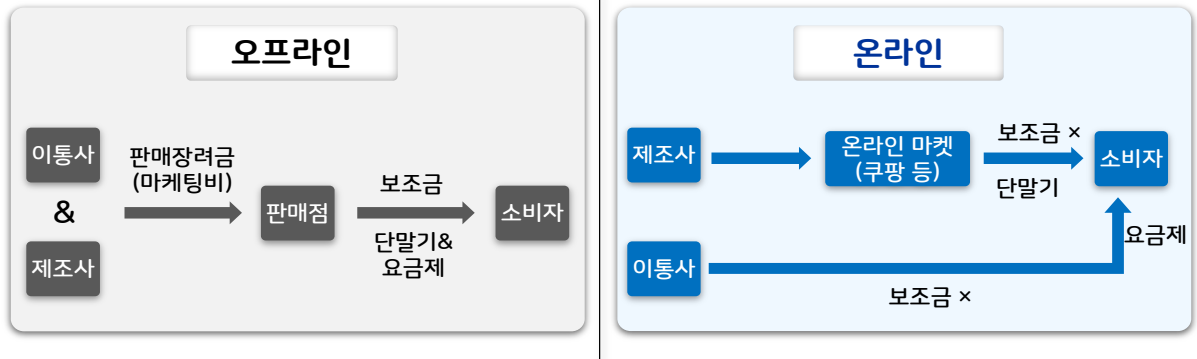
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표9. 한국 통신사 글로벌 평균치 대비 괴리율



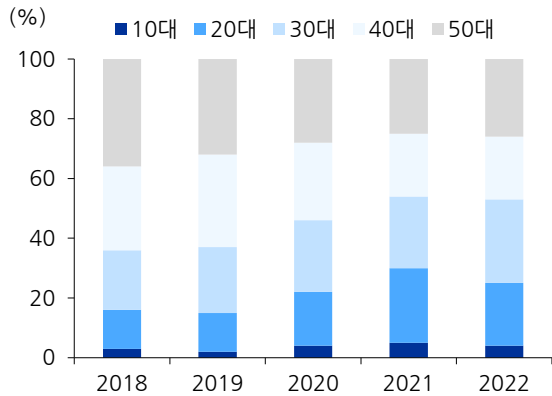
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 10. 통신 유통구조



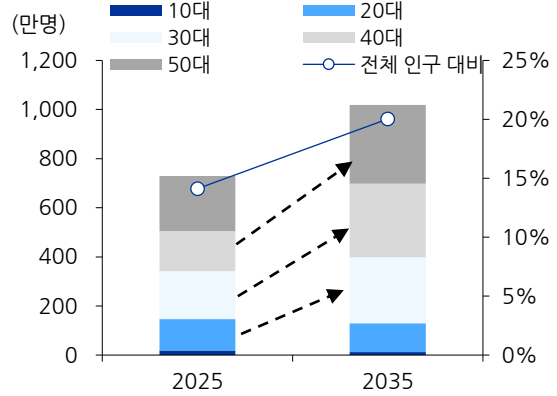
자료: 유진투자증권

도표 11. 알뜰폰 이용 연령층 비율



자료: 컨슈머인사이트, 유진투자증권

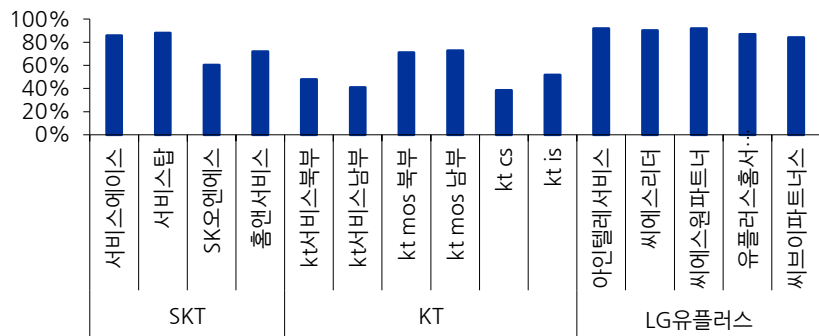
도표 12. 온라인요금제 이용자 전망



자료: 통계청, 유진투자증권

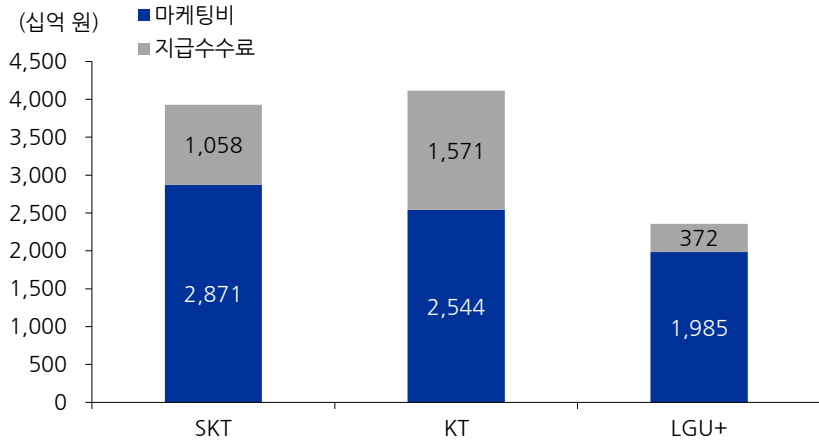
주: 2025년 온라인요금제 이용자들은 2035년에도 온라인요금제를 이용할 것이라고 가정

도표 13. 통신서비스(고객응대, 네트워크 유지보수 등) 자회사 인건비 비중



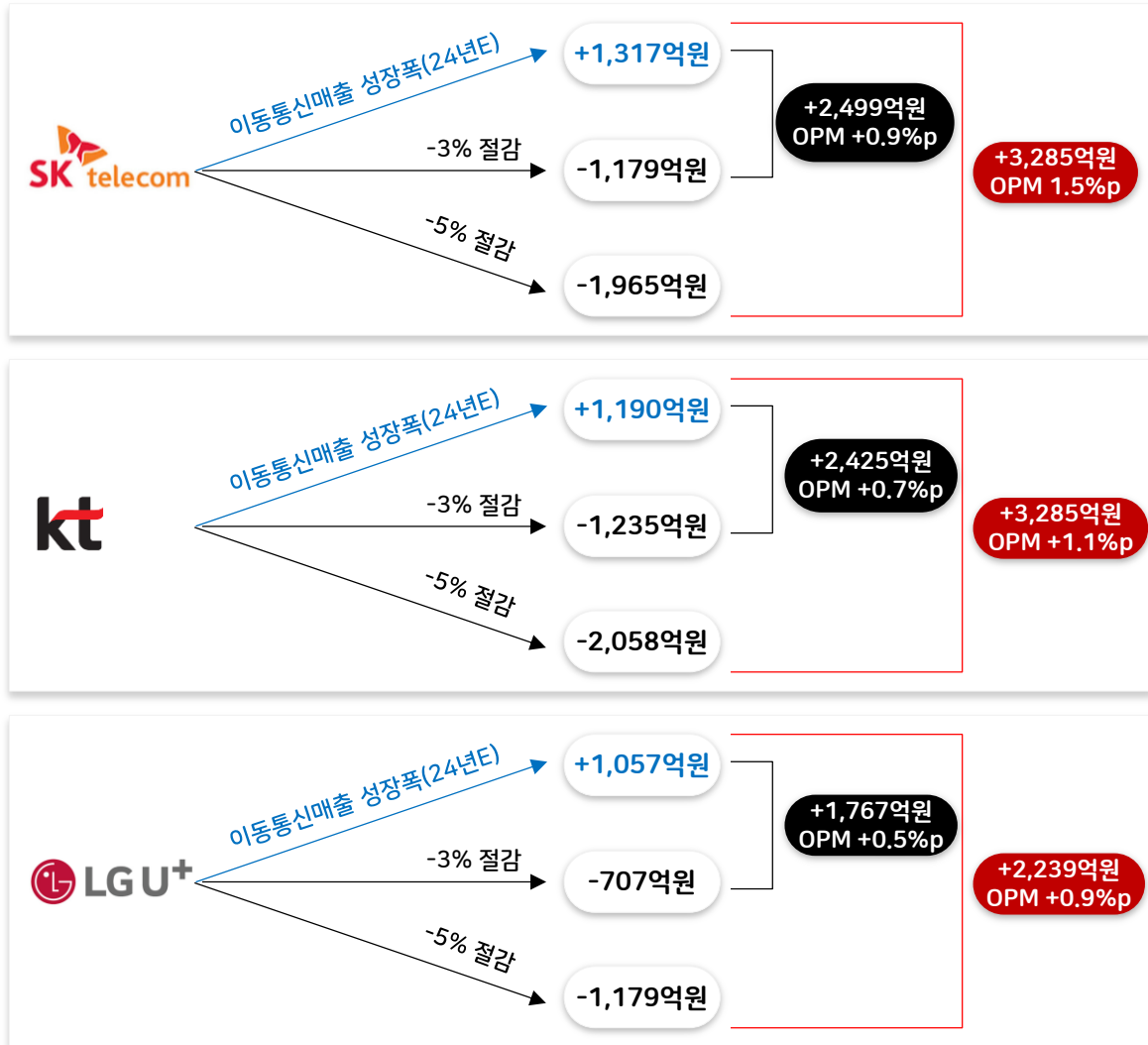
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 14. 통신 3사 절감 가능 영역



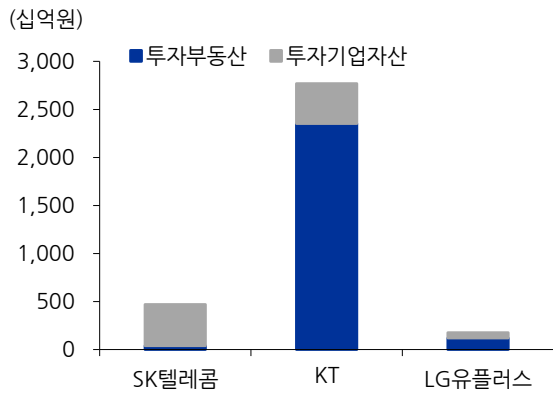
자료: 유진투자증권
주: 2023년 기준

도표 15. 비용 절감의 이익스프레드 효과 추정



자료: 유진투자증권

도표 16. 통신 3사 비핵심자산 규모



자료: 사업보고서, 유진투자증권

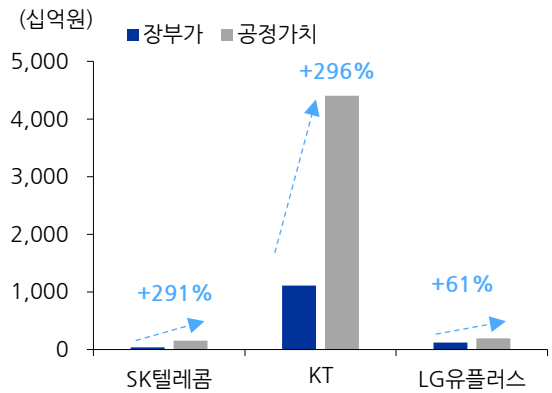
주 1: 비핵심자산 = 투자부동산 + 관계기업 및 공동기업투자자산

주 2: SK 텔레콤은 계열사 지분 제거

주 3: KT는 광진구 PF 건을 반영하기 위해 SPC인 넥스트커넥트 PFV 자산 포함

주 4: 3Q24 별도 기준

도표 17. 통신 3사 투자부동산 장부가 vs 공정가치

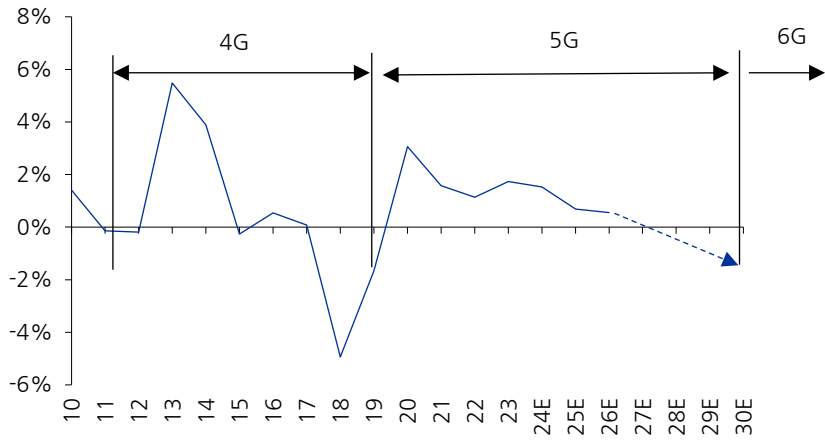


자료: 사업보고서, 유진투자증권

주 1: 3사의 장부가는 2023년 기준,

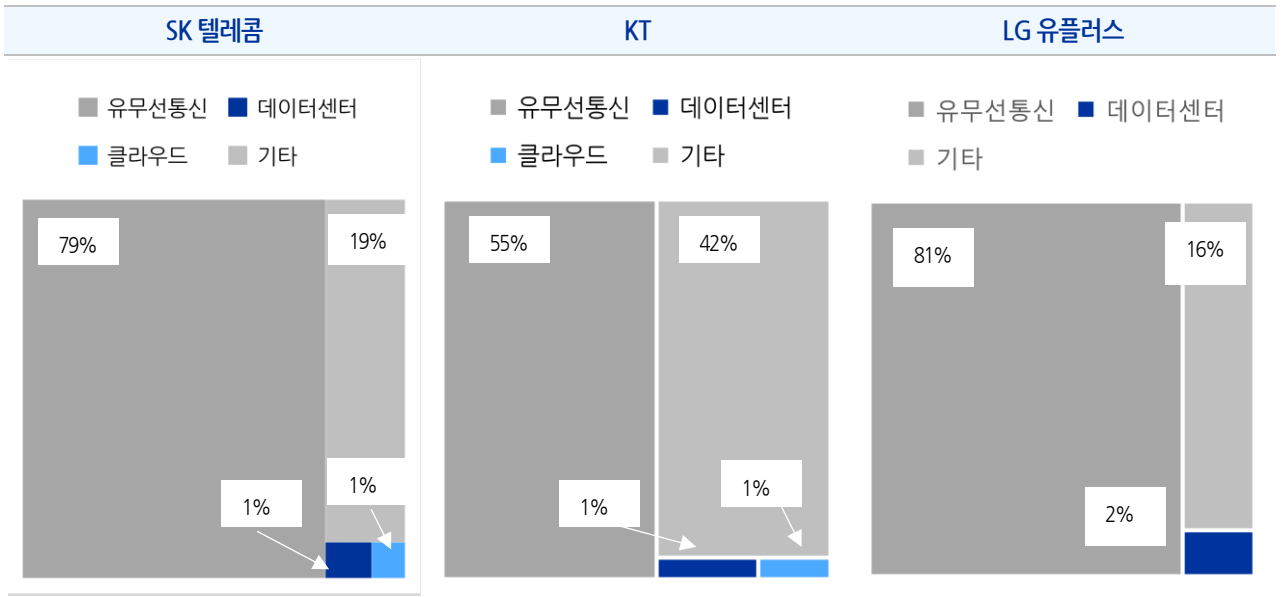
주 2: SK 텔레콤, KT의 공정가치는 2023년 기준, LG 유플러스의 공정가치는 2022년 기준

도표 18. 통신 3사 합산 이동통신매출 성장률 추이



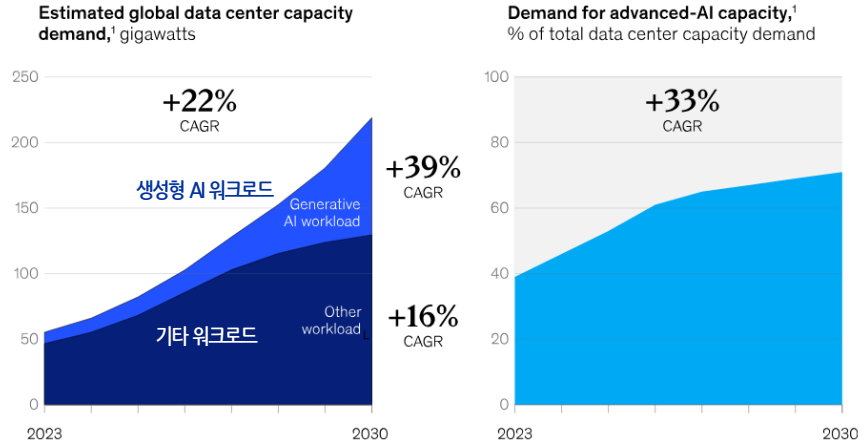
자료: 유진투자증권

도표 19. 통신 3사 사업별 매출 비중



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2023년 기준

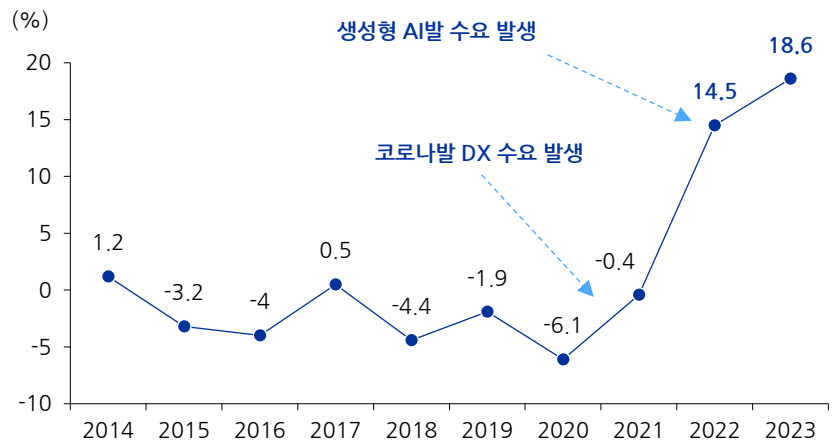
도표 20. 향후 데이터센터의 주요 드라이버가 될 AI



¹Midrange scenario is based on analysis of AI adoption trends; growth in shipments of different types of chips (application-specific integrated circuits, graphics processing units, etc) and associated power consumption; and the typical compute, storage, and network needs of AI workloads. Demand is measured by power consumption to reflect the number of servers a facility can house.
Source: McKinsey Data Center Demand model

자료: 맥킨지

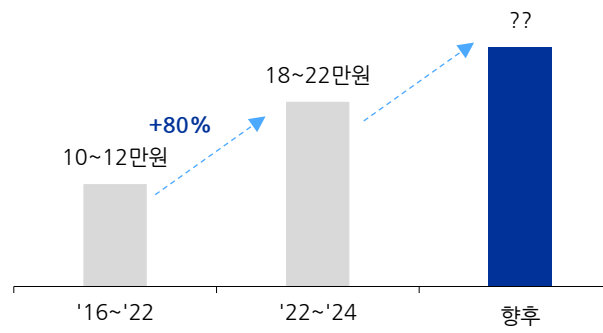
도표 21. 북미 데이터센터 임대료 성장률 추이



자료: CBRE

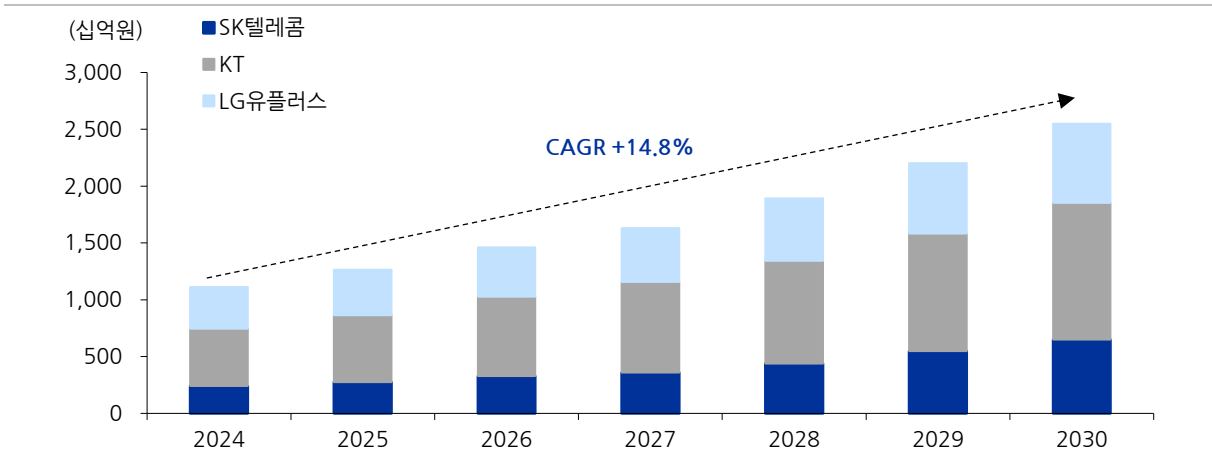
도표 22. 데이터센터 임대료 구조 및 기대 추이

A	기본요금	(원/kW)
B	평균 전력 사용량	(0.6~1.0)
C	전력 요금	(원/kW*h)
D	PUE	(1.3~1.8)
E	사용 시간	(24h* 30 일)
기본 임대료: A + (B*C*D*E)		



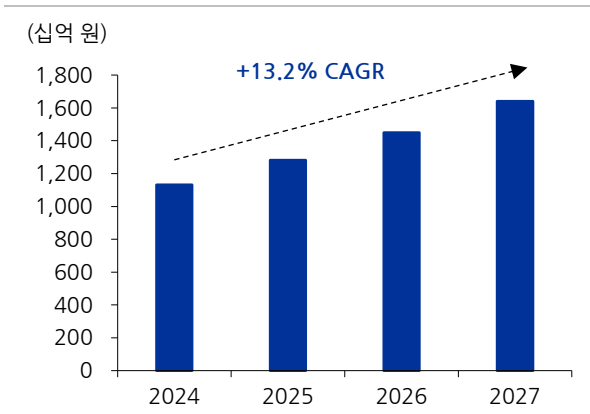
자료: lightyear, 업계자료 취합, 유진투자증권

도표 23. 통신 3사 데이터센터 매출 전망



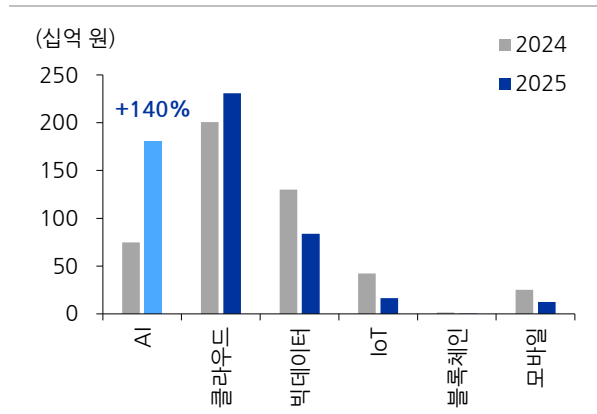
자료: 유진투자증권

도표 24. MSP 시장 규모 전망



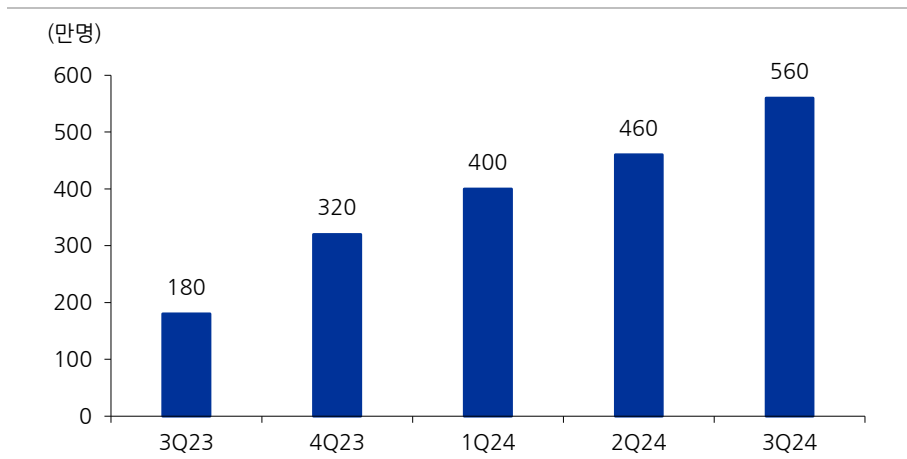
자료: IDC, 유진투자증권

도표 25. 공공부문 유형별 SW 구축 사업금액



자료: NIPA, 유진투자증권

도표 26. 에이닷 누적 가입자 수 추이



자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 27. 퍼플렉시티 한국 google trend 추이

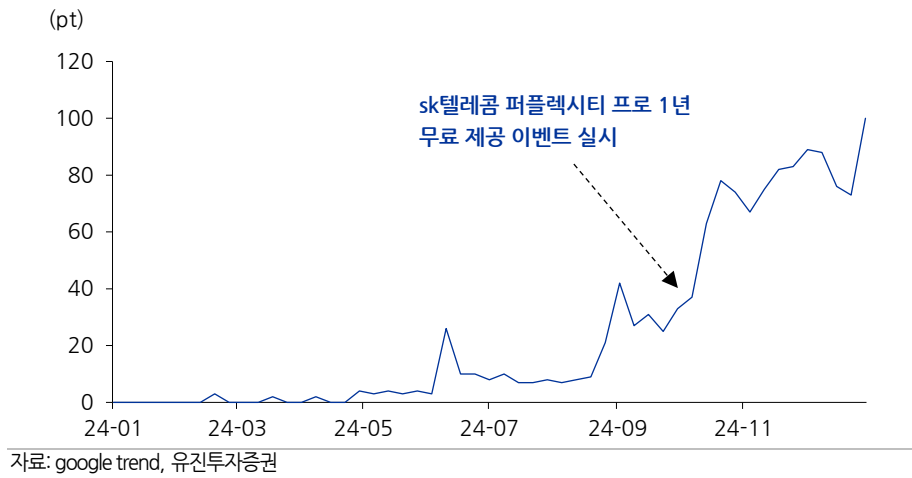


도표 28. 통신 3사 2022년 대비 2023년 매출 증분 기여도

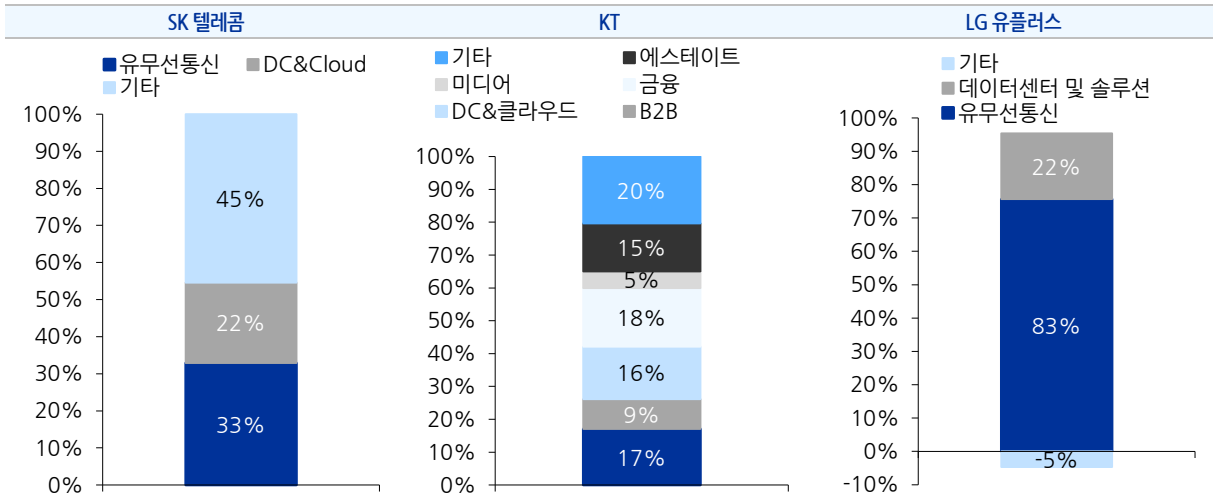
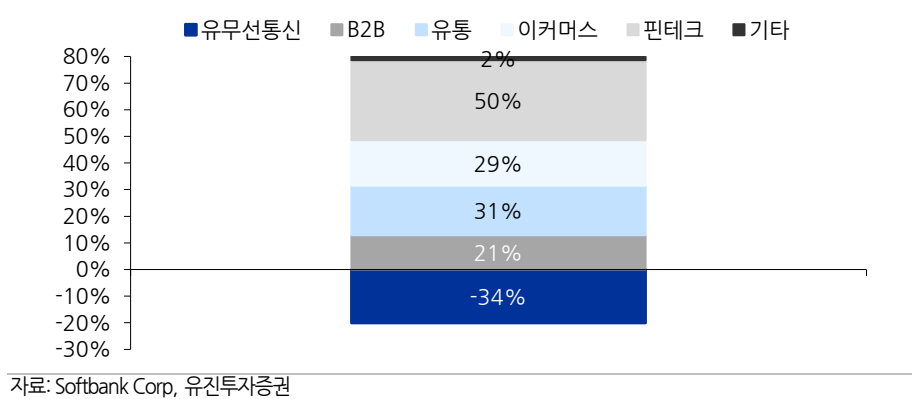


도표 29. 모범사례: 소프트뱅크 (FY22 대비 FY23 매출 증분 기여도)



I. 투자전략 및 Top Pick

통신서비스 업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다. 2025년 통신 3사 모두의 이익 증가가 예상되는 가운데 규제 리스크도 현 시점에서는 제한적인 상황이다. 또한 각 사의 기업가치제고 계획 발표를 기점으로 ROE 제고를 위한 구조적인 변화가 추진되고 있으며, AI 사업이 본격 전개되면서 통신업의 구조적 리스크를 헷지할 수 있는 업황 변화가 예상된다.

Top Pick 으로는 KT(030200.KS)를 제시한다. KT는 경쟁사 대비 ROE 제고를 위한 수단이 가장 풍부하며, AI 전략 측면에서도 데이터센터와 클라우드 등 B2B 영역에서 우위를 보이고 있다. 특히 마이크로소프트라는 글로벌 최상위 AI 기업과의 파트너십을 통해 통신사의 기술력 격차를 해소할 수 있을 것으로 기대된다. 2024년 주가가 27% 상승했음에도 불구하고 주주환원수익률이 6.9%로 우수한 수준의 수익률을 유지하고 있다.

도표 30. 커버리지 기업 및 투자포인트

		KT (030200.KS)	LG 유플러스 (032640.KS)	SK 텔레콤 (017670.KS)
투자의견		BUY - Top Pick	BUY	BUY
목표주가		62,000 원	12,500 원	65,000 원
Upside		32%	25%	17%
투자 매력도	단기	上	中	下
	중장기	上	中	上
투자 포인트	ROE 제고로 밸류에이션 디스카운트 해소	ROE 제고 수단 및 상승 여력 가장 풍부	이익 턴어라운드 구간 진입에 신규 자사주 매입소각 정책으로 ROE 제고 기대	이미 우수한 ROE, 조직 효율화 전략으로 추가적 ROE 상승 기대
	AI 사업을 통한 타라인 성장 반등	우수한 AI B2B 사업 경쟁력. MS와의 파트너십을 통해 기술적 역량 공백 해소	하이퍼스케일급 데이터센터 사업에 기반한 타라인 성장 회복	글로벌 스케일의 AI 청사진, B2C 영역에서의 트랙픽 성과 우수 잠재적 ARPU 상승 기회
	주주환원수익률	6.9%	7.8%	6.4%
	기타	보유 비영업자산 3 조원으로 3사 중 가장 많음, 유동화를 통한 조직 체질 개선 및 주주환원 확대 기대	보유 현금과 기업가치간의 괴리 축소 기대	모범적 수준의 주주환원, 그룹 리스크 해소 시 추가 자사주 매입소각 기대 가능

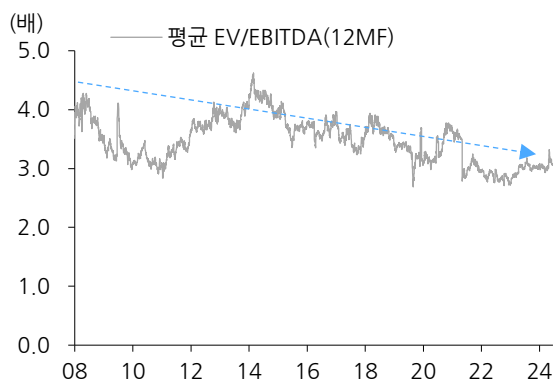
자료: 유진투자증권
주: 2025년 2월 3일 종가 기준

II. 통신업 가치 상승의 key

통신업계는 구조적인 가치 하락 국면에 직면해 있다. 인구 감소 추세와 지속적인 요금 인하 압력이라는 규제 리스크가 상존하는 가운데, 데이터 트래픽 급증 대비 통신 인프라에서의 유의미한 부가가치 창출 실패로 인해 통신사들의 자산 가치는 지속적인 하락세를 보이고 있다.

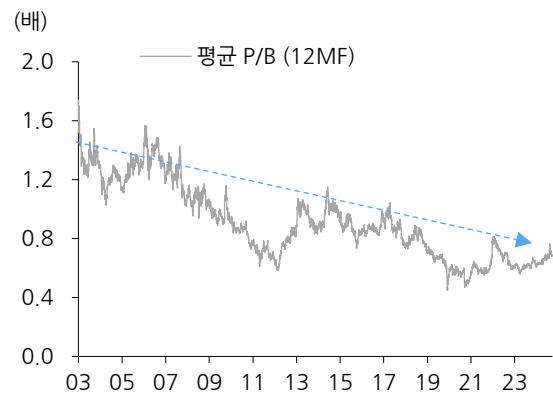
2024년 4분기 통신 3사가 발표한 기업가치제고(밸류업) 계획은 통신업계의 가치 상승을 위한 주요 동인을 제시하고 있다. 당사는 이를 1) ROE 개선과 2) AI 전략 고도화의 두 가지 핵심 변수로 규정한다. 향후 이 두 가지 요소에 대한 효과적인 전략 실행 여부가 각 통신사의 기업가치 상승을 좌우할 것으로 전망한다.

도표 31. 통신 3사 평균 EV/EBITDA(12MF) 추이



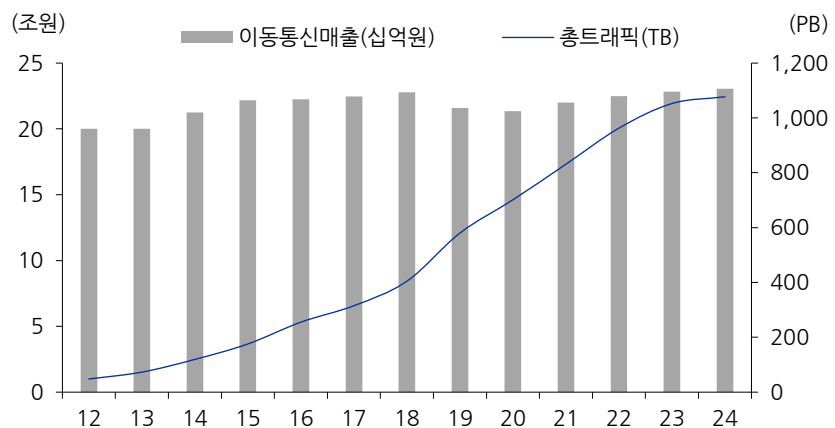
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 32. 통신 3사 평균 P/B(12MF) 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 33. 증가하는 트래픽, 이동통신 매출은 제자리



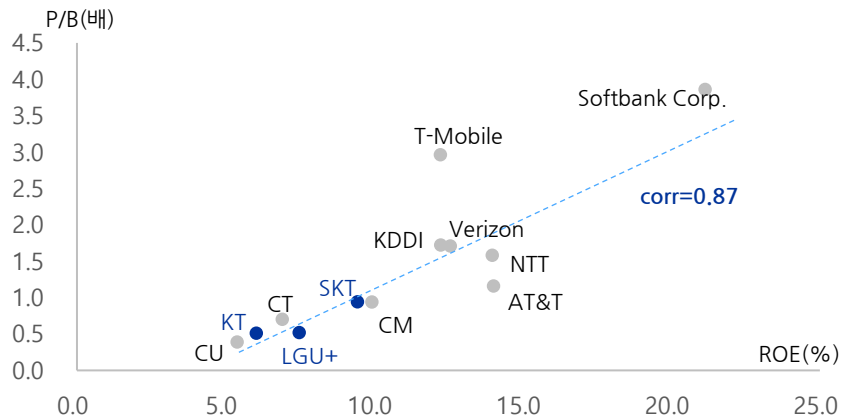
자료: 각 사, 과기부, 유진투자증권

Ⅲ. ROE 높이기

뚜렷한 ROE 와 밸류에이션의 관계

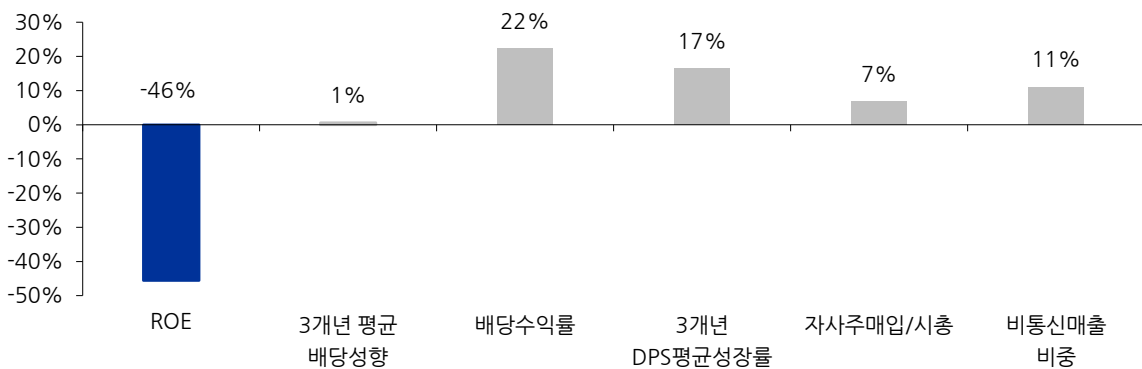
통신사의 ROE 와 밸류에이션 간에는 뚜렷한 양(+)의 상관관계가 존재한다. 현재 국내 통신사들의 ROE 는 글로벌 피어 대비 현저히 낮은 수준을 기록하고 있으며, 이는 밸류에이션 디스카운트의 주요 요인으로 작용하고 있다. 따라서 국내 통신사들의 ROE 가 글로벌 피어 수준으로 개선될 경우, 현재의 밸류에이션 갭이 해소될 수 있는 촉매제가 될 것으로 판단한다.

도표 34. ROE 와 P/B 간의 관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주 1: 한국, 중국, 일본, 미국 대표 통신사로 피어 선정함
 주 2: FY23 기준

도표 35. 한국 통신사 글로벌 평균치 대비 괴리율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 36. 글로벌 통신사 피어 비교

국가	통신사	ROE	3개년 평균 배당성향	3개년 DPS 평균성장률	배당수익률	자사주매입/ 시총	비통신매출 비중	P/E(배)	P/B(배)
한국	SK 텔레콤	9.4%	70%	4%	7.1 %	2.7%	23%	10.7	0.9
	KT	6.0%	40%	1%	5.7 %	3.5%	46%	9.3	0.5
	LG 유플러스	7.5%	40%	9%	7.1 %	0	21%	8.8	0.5
일본	Softbank Corp	21.1%	79%	0%	4.4 %	1.1%	43%	18.3	3.9
	KDDI	12.2%	44%	6%	3.3 %	3.2%	41%	16.6	1.7
	NTT	14.0%	34%	5%	3.0 %	1.3%	30%	11.3	1.6
중국	차이나모바일	9.7%	65%	10%	3.9 %	0	14%	9.6	0.9
	차이나유니콤	16.4%	50%	19%	4.4 %	0	34%	7.3	0.4
	차이나텔레콤	33.2%	65%	14%	3.8 %	0	29%	10.3	0.7
미국	AT&T	14.0 %	42%	-27%	6.6 %	4.6%	17%	7.2	1.2
	Verizon	12.6 %	65%	2%	7.0 %	0	24%	8.3	1.7
	T-mobile	12.2 %	3%	-	0.4 %	6.8%	1%	19.9	3.0
평균		14.0 %	50 %	5%	3.9%	1.9%	27%	11.5	1.4



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주 1: 비통신사업 기준: B2C 유무선통신업 제외한 모든 사업

주 2: ROE, 배당성향, 배당수익률, 비통신매출 비중은 FY23 기준

이러한 맥락에서 국내 통신 3사는 최근 발표한 밸류업 계획에서 공통적으로 ROE 제고를 최우선 과제로 제시하였다. 이는 경영진이 글로벌 스탠다드 대비 저조한 ROE 수준과 이로 인한 밸류에이션 디스카운트 문제를 명확히 인식하고 있음을 시사한다. ROE 제고가 중장기 경영 목표로 공식화된 만큼, 향후 이를 달성하기 위한 실질적인 개선 조치가 이어질 것으로 전망한다.

도표 37. 통신 3사 밸류업 정리

			
기존 주주환원정책	연결 조정 당기순이익 50% 이상 배당 및 자사주 매입소각	별도 조정 당기순이익 50% 이상 배당 및 자사주 매입소각	별도 조정 당기순이익 40% 이상 배당 및 자사주 매입소각
자사주 매입소각 추가 계획	별도의 언급 없음	향후 4년동안 누적 1조원 자사주 추가 매입소각	별도 순이익의 0~20% 자사주 매입소각
목표 ROE	ROE 10% 이상	ROE 9%~10%	ROE 8%-10%

자료: 각 사, 유진투자증권

ROE 분해하기

국내 통신사의 ROE 열위 원인을 진단하기 위해 ROE 를 5 개 요소로 분해한 결과, 영업이익률이 글로벌 평균 대비 가장 큰 괴리를 보이는 것으로 나타났다. 이는 영업이익률 개선이 ROE 제고에 가장 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

도표 38. ROE 분해

ROE	세금부담률	이자부담률	영업이익률	자산회전율	레버리지비율	
=	×	×	×	×	×	
당기순이익 / 평균 자기자본	당기순이익 / 세전이익	세전이익 / 영업이익	영업이익 / 매출액	매출액 / 평균 총자산	평균 총자산 / 평균 자기자본	
	효율적 자본 운영, 높은 수익성 및 경쟁력, 우수한 주주 가치 창출력	적은 세금부담, 낮은 법인세	낮은 이자비용 및 영업외손익 부담	효율적 비용 통제, 고부가가치 상품 판매	효율적 자산 활용, 높은 운영 효율성	높은 투자수익 잠재력, 높은 재무위험, 높은 자산주소각
	비효율적 자본 운영, 수익성 저하 및 경쟁력 약화, 미흡한 주주 가치 창출력	높은 세금부담, 높은 법인세	높은 이자비용 및 영업외손익 부담	비효율적 비용 통제, 저부가가치 상품 판매	비효율적 자산 활용, 낮은 운영 효율성	안정적 재무구조, 제한적 성장 기회, 낮은 자산주소각

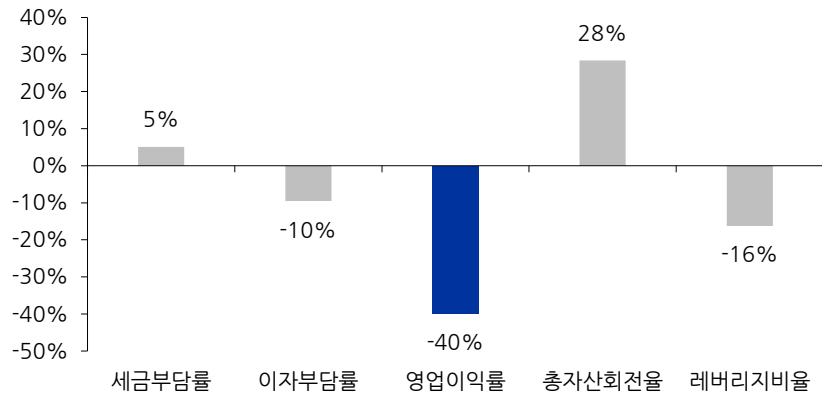
자료: 유진투자증권

도표 39. ROE 분해 비교

국가	기업	세금부담률	이자부담률	영업이익률	총자산회전율(배)	레버리지비율(배)	ROE(%)
한국	SKT	72%	79%	11%	0.6	2.7	9.4
	KT	76%	79%	6%	0.6	2.5	6.0
	LGU+	81%	76%	7%	0.7	2.4	7.5
일본	Softbank Corp.	61%	92%	14%	0.4	6.6	21.1
	KDDI	64%	99%	17%	0.4	2.5	12.2
	NTT	65%	94%	16%	0.5	3.0	14.0
중국	차이나 모바일	77%	98%	17%	0.5	1.5	9.9
	차이나 유니콤	82%	92%	7%	0.6	1.9	5.4
	차이나 텔레콤	78%	99%	8%	0.6	1.9	6.9
미국	AT&T	72%	75%	22%	0.3	4.0	14.0
	Verizon	68%	75%	17%	0.4	4.1	12.6
	T-mobile	76%	77%	18%	0.4	3.1	12.2
Average		73%	86%	13%	0.5	3.0	10.9
평균치 괴리율	SKT	-1%	-8%	-17%	22%	-11%	-14%
	KT	5%	-8%	-55%	22%	-17%	-45%
	LGU+	12%	-12%	-47%	42%	-21%	-31%

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: FY23 기준

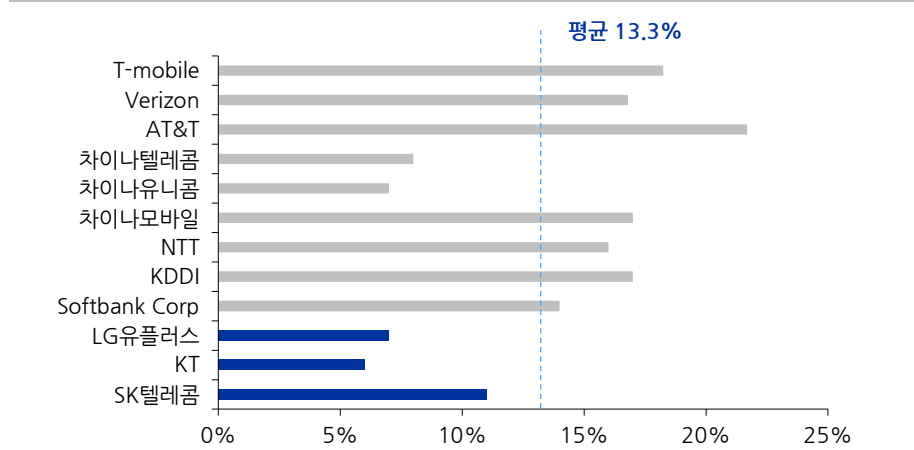
도표40. 한국 통신사 글로벌 평균치 대비 괴리율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

영업이익률 개선의 실마리는 비용에

도표 41. 영업이익률 비교

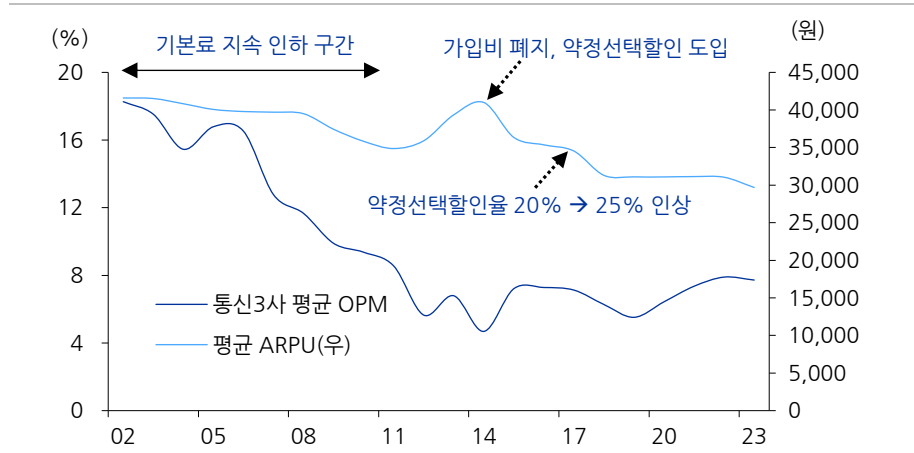


자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주: FY23 기준

국내 통신사의 영업이익률은 글로벌 피어 대비 현저히 낮은 수준을 기록하고 있다. 영업이익률은 1) 기존 서비스의 가격 인상, 2) 고부가가치 상품/서비스 판매 확대, 3) 비용 통제 강화를 통해 개선이 가능하다.

과거 국내 통신사들은 높은 수준의 영업이익률을 향유했으나, 정부의 요금 인하 압박 등 규제로 인해 ARPU(인당 평균 매출액)가 하락하며 수익성이 악화되었다. 요금 인하 압박이 상시적으로 존재하는 상황에서 기존 서비스의 가격 인상을 통한 이익률 개선 가능성은 제한적이다.

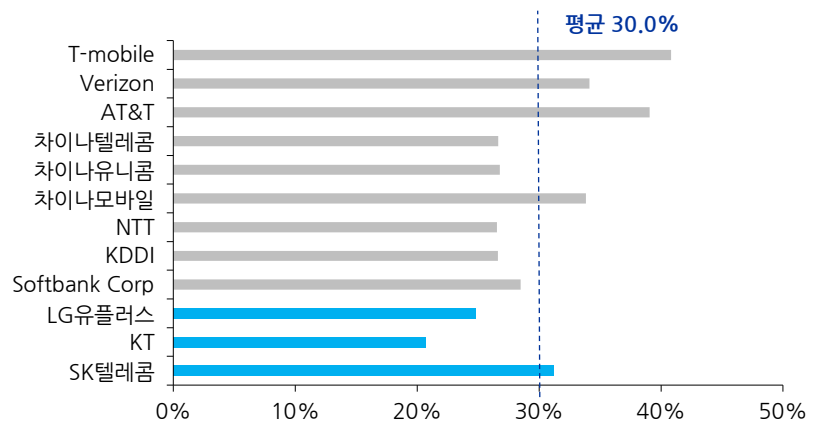
도표 42. 통신 3사 평균 OPM 과 ARPU 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

따라서 영업이익률 개선의 실마리는 매출 확대보다 비용 효율화에서 찾아야 한다는 결론에 도달한다. 국내 통신사의 EBITDA 마진은 평균 대비 열위에 있으나, 서비스 품질 유지를 위한 일정 수준의 CAPEX는 불가피하다. 이에 감가상각비를 제외한 통제 가능한 영업비용 측면의 혁신이 필요한 시점이다.

도표 43. EBITDA 마진 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: FY23 기준

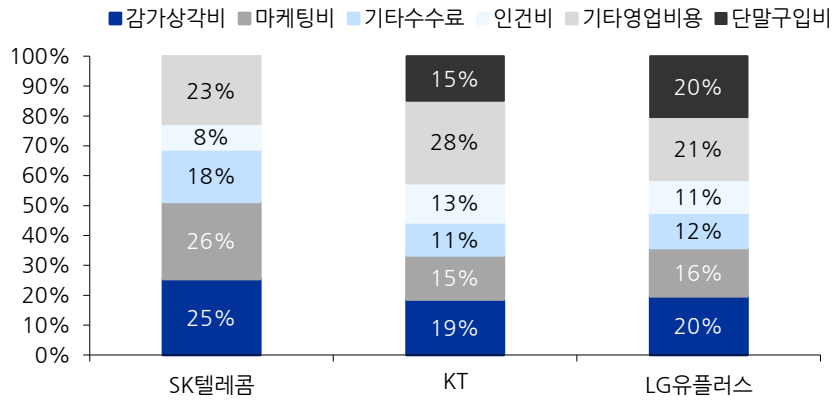
비용을 절감해라

통신업 비용 구조

통신업의 주요 비용 구조는 1) 통신 설비 관련 감가상각비, 2) 판매촉진 목적의 보조금(마케팅비), 3) 고객 응대 및 네트워크 유지보수 등 서비스 운영비용, 4) 기타 영업비용으로 구분된다. 이 중 고객 응대와 네트워크 유지보수 등 서비스 영역은 주로 통신사 자회사를 통해 외주 운영되고 있으며, 이는 별도 재무제표상 기타수수료/지급수수료/외주용역비로 계상되고 연결 재무제표에는 자회사의 영업비용으로 반영된다.

이러한 비용 구조에서 마케팅비와 서비스 운영비용은 통신사가 직접적으로 통제 가능한 영역으로 판단한다. 이에 통신 3 사는 1) 유통 구조의 온라인 전환 가속화와 2) 내부 업무 프로세스의 AI 도입을 통해 구조적인 비용 효율화를 추진함으로써 영업이익률 제고를 도모하고 있다.

도표 44. 통신 3사 항목별 비용 비중



자료: 유진투자증권
주: 2023년 별도 기준

도표 45. 비용 구조 개선 전략 및 기대효과

전략	방법	기대효과
유통구조의 온라인 전환	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 요금제의 공격적 프로모션 진행 중 오프라인 판매점 숫자 줄이는 추세 B2C 상품/유통 혁신 (KT, 밸류업 공시) 디지털 채널 비중 목표 5.8% -> 25% (LGU+, 밸류업 공시) 	<ul style="list-style-type: none"> 마케팅비 절감 유통사 운영비용 절감 단말기 구입비용 절감
내부 업무 AI 적용	<ul style="list-style-type: none"> 생성 AI를 내부 업무에 적용(고객 응대, 네트워크 유지 보수 등) Telco BM의 AIx화 (SKT, 밸류업 공시) AI 기반 NW 혁신, AX 성장 가속화(KT, 밸류업 공시) 네트워크, 고객센터 등 사내 업무 AI 적용(LGU+, 밸류업 공시) 	<ul style="list-style-type: none"> 지급수수료/외주비용 절감(별도) 자회사 운영비용 절감(연결) 업무 생산성 향상

자료: 유진투자증권

유통구조의 온라인 전환

통신 3사는 온라인 채널 확대에 주력하고 있다. SK 텔레콤의 'T-Direct', KT의 '요고 다이렉트', LG 유플러스의 '다이렉트샵'과 '너겟' 등을 통해 단말기 구매/기기 변경 및 요금제 가입/변경 서비스를 제공하고 있다. 오프라인 유통채널 이용 감소는 보조금 지급 축소로 이어져 마케팅비 절감 효과를 창출한다. 특히 온라인 채널은 1) 자급제+온라인 요금제 조합의 경제성, 2) 약정 제약 해소, 3) 시공간 제약 없는 편의성으로 소비자들의 호응을 얻고 있다.

실제로 자급제와 온라인 요금제 조합은 중간 유통마진 제거로 인해 오프라인 요금제(약정 25% 할인 또는 단말기 공시지원금) 대비 가격 경쟁력을 보유하고 있다.

도표 46. 통신 유통구조



자료: 유진투자증권

도표 47. 자급제 + 온라인 요금제 조합의 장단점

	자급제	통신사
장점	<ul style="list-style-type: none"> • 약정 및 위약금 없음 • 자유로운 통신사 선택 가능 • 경우에 따라 매우 저렴 • 어느 곳이든 가격 동일 	<ul style="list-style-type: none"> • 기종에 따라 지원금/할인을 유리 • 멤버십 혜택 유리
단점	<ul style="list-style-type: none"> • 멤버십 등 각종 혜택 제한 • 프로모션 종료 마다 옮겨 다녀야 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 매장마다 지원금 상이 • 약정기간 내 중도해지 시 위약금 • 고가 요금제 유도

자료: 유진투자증권

도표 48. 일반요금제 VS 온라인요금제

(원)	온라인요금제		일반요금제	
	다이렉트 62	5GX 프라임(약정할인)	5GX 프라임(공시지원금)	
가격	갤럭시 S24 256GB			
	요금	62,000	66,750	89,000
	단말기값	1,005,450	1,005,450	453,450
	월요금	103,894	117,888	115,698
	아이폰 16 256GB			
	요금	62,000	66,750	89,000
	단말기값	1,358,000	1,358,000	875,000
	월요금	118,583	128,603	129,468
	아이폰 16 프로 256GB			
	요금	62,000	66,750	89,000
	단말기값	1,649,000	1,649,000	1,476,500
	월요금	130,708	141,752	156,365
시공간제약	24 시간 오픈, 장소 제약 없음		판매점 위치 및 개장 시간 제약	
약정여부	없음		있음	

자료: SK 텔레콤, 세티즌, 유진투자증권

주 1: 약정 24개월 가정, 자급제 단말기값은 쿠팡 시가 사용

주 2: 추가지원금 15% 가정, 번호이동 기준

주 3: 2025.01.22 일 기준

알뜰폰과의 경쟁 측면에서도 통신 3사의 온라인 요금제는 경쟁력을 갖추고 있다. 알뜰폰은 저가 요금제를 제공하나 무제한 요금제 부재, 데이터 셰어링 미지원 등의 서비스 제약이 존재한다. 특히 과기부 발표 기준 인당 평균 월 데이터 소비량인 20GB 수준의 요금제는 2~4만원대로 저렴하지가 않다. 또한 알뜰폰은 초저가 요금제를 이용하기 위해 프로모션 기간에 많이 가입하는데, 이 기간(6개월~1년)이 종료될 때 마다 이용자들은 새로운 알뜰폰 사업자로 전환해야 하는 불편함이 존재한다.

반면 통신 3사는 온라인 요금제 경쟁력 강화를 위해 OTT, 유튜브 프리미엄 등 구독서비스 무료 제공, 네이버포인트 페이백, 각종 할인쿠폰 등 실용적인 혜택을 제공하고 있다. 이러한 혜택들은 일상생활에서 필수적으로 자리잡은 서비스들로, 실질적인 월 요금 효용 측면에서 알뜰폰 대비 충분한 경쟁력을 확보하고 있다.

도표 49. 통신 3사 온라인 요금제 실질 혜택 비교

(원)	SK 텔레콤 (0 청년 다이렉트 62)		KT (요금 61)		LG 유플러스 (다이렉트플러스 65)	
기본 월요금	62,000		61,000		65,000	
제공 데이터	무제한		무제한		무제한	
부가혜택	넷플릭스 광고요금제	5,500	OTT (티빙, 유튜브프리미엄, 디즈니+ 택 1)	9,900	넷플릭스 베이직	9,900
	영화관람권 50% 할인	6,000	지니뮤직, 밀리의서재, 블라이스셀렉트 택 1	9,900	유튜브프리미엄	14,900
	커피 50% 할인	2,500				
	로밍 50% 할인, t 우주상품 1개 할인	-				
혜택 반영 월요금	48,000		41,200		40,200	
이벤트	신규가입/번호이동 대상 네이버페이 포인트	25,000	KT VIP 혜택(영화관람권 등)	10,000	네이버페이	10,000
			쿠폰팩 (스타벅스, 배달의민족 등)	-		
이벤트 반영 월요금	23,000		31,200		30,200	

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 50. 2만원대 이하의 알뜰폰 주요 요금제

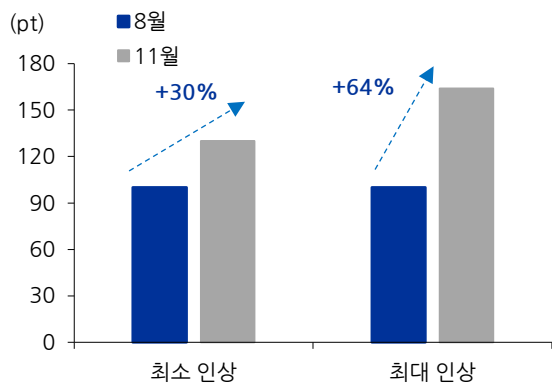
SK7 모바일						
요금제	기본 월요금	제공 데이터	추가 데이터	전화/문자	부가혜택	프로모션 적용가
LTE 유심 10GB+	50,600	10GB	1Mbps 속도	무제한	X	19,200
LTE 유심 7GB+	48,400	7GB	프로모션 적용시 +5GB, 소진 후 1Mbps	무제한	X	19,800
LTE 유심 2GB	27,500	2GB	X	2000분 /2000건	X	6,380
KT 엠모바일						
요금제	기본 월요금	제공 데이터	추가 데이터	전화/문자	부가혜택	프로모션 적용가
모두다 맘껏 10GB+	39,600	10GB	프로모션 적용시 +10GB, 소진 후 1Mbps	무제한	밀리의서재(9900원)	18,900
모두다 맘껏 7GB+	35,200	7GB	프로모션 적용시 +5GB, 소진 후 1Mbps	무제한	밀리의서재(9900원)	16,200
모두다 맘껏+	20,900	0GB	400kpbs	무제한	X	6,900
미디어로그						
10%적립(7GB+)	17,900	7GB	1Mbps 속도	무제한	네이버페이 10% 적립 (1790원)	-
교보문고 북앤무비 (10GB+)	42,950	10GB	1Mbps 속도	무제한	롯데시네마 관람권 2매	19,900
리브모바일						
LTE 무제한 7GB (SKT 망)	22,000	7GB	프로모션 적용시 +5GB, 소진 후 1Mbps	무제한	X	17,600
LTE 실속 10GB (SKT 망)	19,800	10GB	-	100분/100건	X	15,400
LTE 실속 2GB (SKT 망)	11,000	2GB	-	200분/100건	X	6,600
EG 모바일						
이지 무제한 10GB+	24,200	10GB	1Mbps 속도	무제한	X	9,000 (7개월 이후 24,200원)

자료: 각 사, 유진투자증권

알뜰폰 시장은 구조적인 어려움에 직면해 있다. 통신사 자회사형 알뜰폰은 모회사의 온라인 요금제 강화로 인한 지원금 축소에 직면해 있으며, 독립계 알뜰폰은 2025년부터 단계적으로 부과되는 전파사용료(가입자당 약 1,200 원)로 인해 수익성 압박이 예상된다. 특히 독립계 알뜰폰의 평균 연간 영업이익이 3.3 억원, 영업이익률이 3~4%에 불과한 상황에서(한국알뜰통신사업자협회, 2023), 전파사용료는 상당한 부담으로 작용할 전망이다.

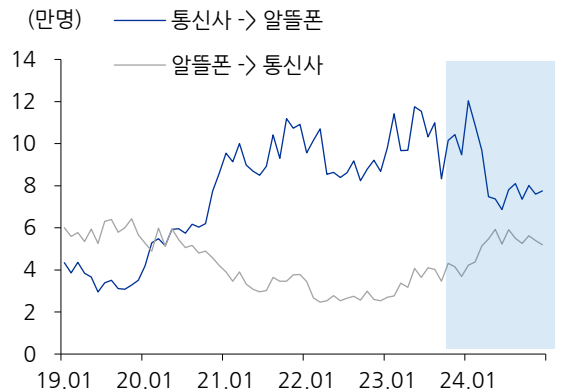
이러한 구조적 변화로 인해 알뜰폰의 평균 요금은 상승 추세에 있으며, 독립계 사업자의 시장 이탈이 가속화되고 있다. 실제로 알뜰폰으로의 번호이동이 감소하고 오히려 알뜰폰에서 통신사로의 회귀 현상이 증가하고 있으며, 이러한 추세는 2025년에도 지속될 것으로 전망한다.

도표 51. 알뜰폰 평균 요금 가격 추이



자료: 폰비, 유진투자증권

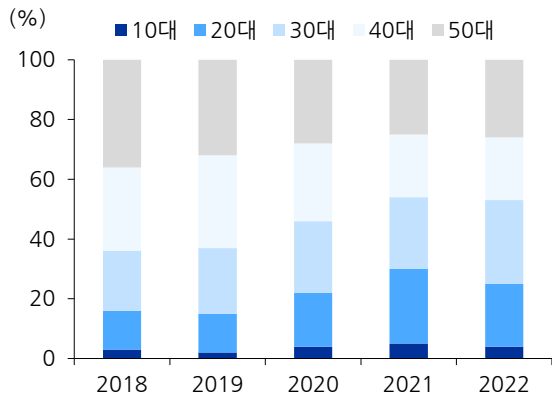
도표 52. 번호이동(통신사 변경)자 추이



자료: KTOA, 유진투자증권

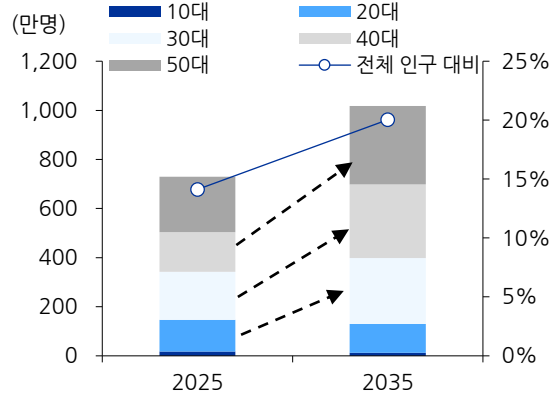
인구 구조적 측면에서도 온라인 요금제 확대가 예상된다. 쿠팡, 네이버쇼핑 등 온라인 쇼핑 플랫폼의 성장으로 20-30 대를 중심으로 자급제폰과 온라인 요금제에 대한 인식이 확산되고 있다. 이들 세대는 지출에 민감하고 합리적 소비를 추구하는 특성을 보이며, 한번 온라인 요금제를 경험한 후에는 노년층까지도 지속 사용할 가능성이 높다. 또한 디지털 네이티브인 10 대가 20 대로 진입하면서 지출 관리와 온라인 서비스에 익숙한 특성으로 인해 온라인 요금제로의 유입이 확대될 것으로 전망한다.

도표 53. 알뜰폰 이용 연령층 비율



자료: 컨슈머인사이트, 유진투자증권

도표 54. 온라인요금제 이용자 전망

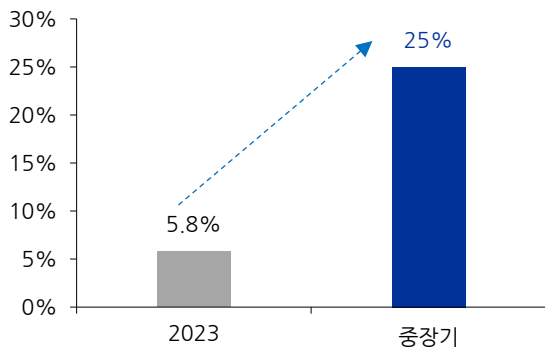


자료: 통계청, 유진투자증권

주: 2025년 온라인요금제 이용자들은 2035년에도 온라인요금제를 이용할 것이라고 가정

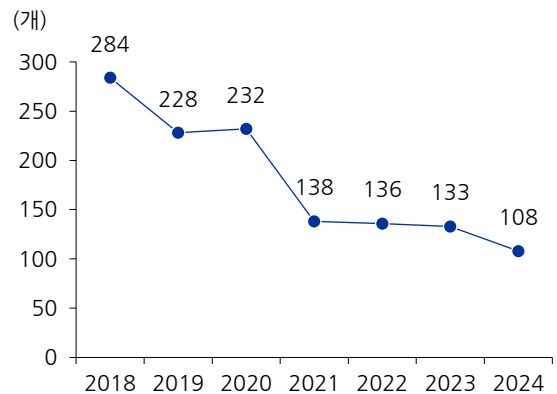
LG유플러스는 2023년 기준 5.8%인 온라인 채널 침투율을 중장기적으로 25%까지 확대하겠다는 목표를 제시했다. 타 통신사들 역시 통신사업의 AI 전환(AI)을 선언하며 온라인 채널 강화에 적극적으로 나설 것으로 전망된다. 이러한 유통구조 혁신은 마케팅비용의 구조적 절감으로 이어질 것으로 기대된다.

도표 55. LG 유플러스 디지털 채널 비중 목표



자료: LG 유플러스, 유진투자증권

도표 56. LG 유플러스 오프라인 직영 매장 수 추이



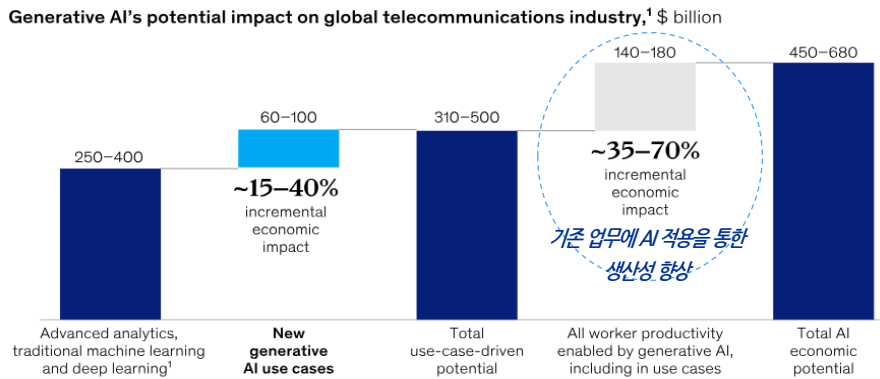
자료: LG 유플러스, 유진투자증권

내부 업무 AI 적용

AI 기술의 혁신적 발전으로 통신업계는 내부 업무 프로세스에 AI 를 적용하여 획기적인 비용 절감이 가능해졌다. 특히 통신업은 신규 서비스 개발보다 통제 변수가 많은 내부 업무에 AI를 적용함으로써 더 큰 경제적 효과를 창출할 수 있을 것으로 전망한다.

통신업의 주요 비용 항목 중 고객센터/AS 센터 운영과 네트워크 유지보수는 높은 인건비 비중이 특징이다. 이러한 인력 기반 업무에 AI 를 적용하여 생산성이 향상될 경우, 인력 구조의 효율화가 가능하다. 비록 국내 환경상 급격한 구조조정은 제한적이거나, 신규 채용 수요 감소와 자연 감소를 통해 장기적으로 인건비 절감이 실현될 것으로 예상된다.

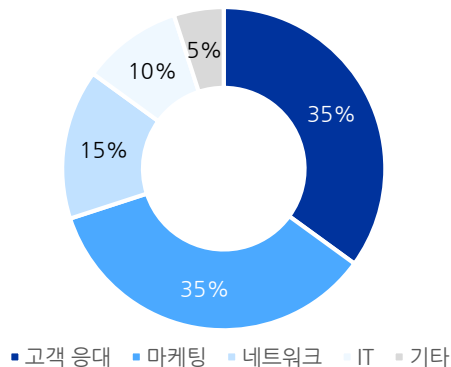
도표 57. AI 내재화의 경제적 영향



¹Updated use case estimates from "Notes from the AI frontier: Applications and value of deep learning," McKinsey Global Institute, April 17, 2018. Source: McKinsey Global Institute, *The economic potential of generative AI*, June 14, 2023

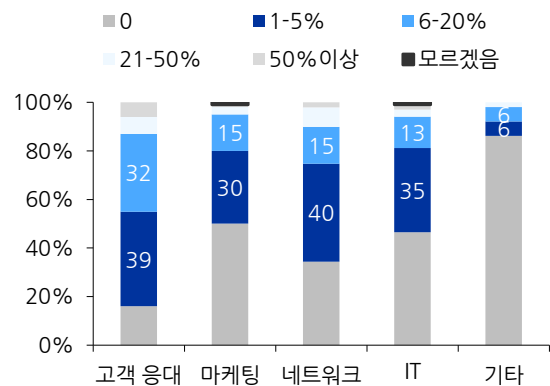
자료: 맥킨지, 유진투자증권

도표 58. 영역별 AI 영향력 분포



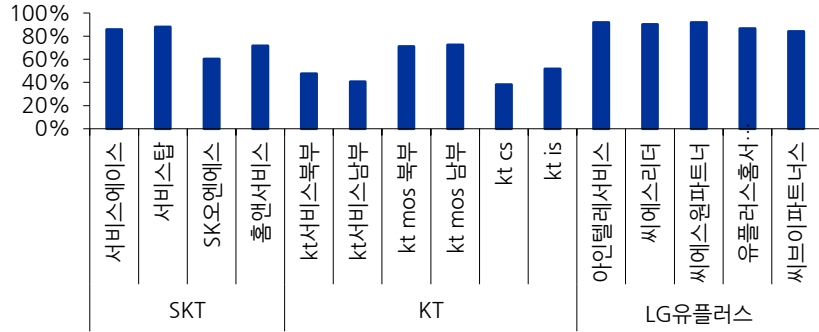
자료: 맥킨지

도표 59. 영역별 가능 비용절감 비율



자료: 맥킨지

도표 60. 통신서비스(고객응대, 네트워크 유지보수 등) 자회사 인건비 비중



자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 61. 통신서비스 주요 자회사 정리

(십억원)	기업	사업 개요	보유 지분	매출	영업비용	인건비	인건비 비중	특수관계자 영업수익
SK 텔레콤								
자회사	서비스에이스	고객센터 관리 서비스업	100%	198	195	167	86%	125
	서비스탑	고객센터 관리 서비스업	100%	179	177	156	88%	128
	SK 오엔에스	기지국 유지 보수	100%	346	343	206	60%	326
	홈앤서비스	유선 유지보수	74%	486	480	344	72%	479
총합								1,058
KT								
자회사	kt 서비스북부	유선 유지보수	100%	242	239	114	48%	230
	kt 서비스남부	유선 유지보수	100%	291	288	117	41%	265
	kt mos 북부	네트워크 유지보수	100%	101	91	64	71%	101
	kt mos 남부	네트워크 유지보수	100%	101	93	68	73%	100
	kt cs	콜센터	100%	1,035	1,017	390	38%	542
	kt is	콜센터	100%	593	572	296	52%	333
총합								1,571
LG유플러스								
자회사	아인텔레서비스	텔레마케팅서비스	100%	83	82	76	92%	83
	씨에스리더	텔레마케팅서비스	100%	45	45	41	90%	43
	씨에스원파트너	텔레마케팅서비스	100%	92	90	83	92%	92
	유플러스홈서비스	유선 유지보수	100%	105	113	98	87%	105
	씨브이파트너스	텔레마케팅서비스	50%+1	50	48	40	84%	49
총합								372

자료: 사업보고서, 유진투자증권

주: 2023년 기준

고객 응대 영역에서는 AICC(AI Contact Center) 도입이 핵심이다. AICC는 통신 서비스 데이터가 학습된 LLM을 기반으로 고객 상담, 자동 응답, 데이터 분석, 업무 자동화 등을 수행한다. 자연어 기반 정보 검색, 서류 자동 처리 등 서비스 고도화를 통해 상담 생산성이 향상되며, 이는 추가 인력 수요 감소로 이어질 전망이다. 이미 글로벌 통신사들은 생성형 AI 도입을 통해 고객 응대, 마케팅, 네트워크 영역에서 유의미한 비용 절감 효과를 경험하고 있다고 보고한 바가 있다.

도표 62. 글로벌 통신사 AI 효과 사례

통신사	효과
Vodafone	콜센터 고객 문의 12% 연간 감소, SuperTOBi(보다폰 AI 챗봇)로 첫 응답 해결률 50% 향상. TOBi가 70% 해결률로 고객 상호작용의 60% 처리
One NZ	Microsoft Fabric으로 통화 응답 시간을 45초에서 27초로 단축
PLDT	통화 처리 시간 6분에서 3분으로 50% 감소, 생산성 33% 향상
ERGO	가상 상담원 83%의 통화를 처리, 고객 만족도 85%
Proximus	고객 서비스 지원을 위해 디지털 어시스턴트에 생성형 AI를 통합하여 이해도와 영향력 향상
Community Fibre	평균 처리 시간 85% 감소, 26,000 시간의 업무 시간 절약
Telkomsel	고객 서비스 상담원 통화량 일 8,000 건에서 1,000 건으로 감소, 셀프 서비스 이용률 19%에서 45%로 증가, 사용자당 평균 메시지 140% 증가, 고객 불만 15% 감소
VOCALLS	연간 5,000만 건 이상의 상호작용 자동화, 평균 처리 시간 120초에서 90초로 78% 감소, 가상 상담원이 120% 더 많은 통화 처리, 88%의 고객이 매우 높은 평가,
AIMEE	150만 건의 대화 달성, +70 NPS 점수, 고객 문의의 60% 이상 이해
Ally	AI 요약으로 상담원의 통화 후 업무량 30% 감소, 85% 정확도
Telstra	직원 90%가 시간 절약 및 효율성 증가, 고객 후속 연락 20% 감소

자료: 마이크로소프트, 유진투자증권

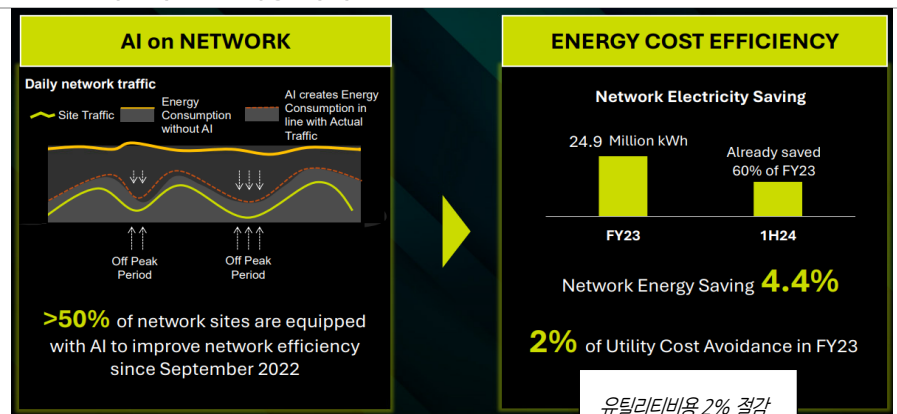
네트워크 운영 측면에서는 AI 기반 모니터링 솔루션이 주목받고 있다. 해당 솔루션은 복잡한 네트워크 인프라의 자동 제어, 실시간 모니터링, 예측 유지보수를 가능케 하여 수동 운영을 최소화하는 동시에 네트워크 안정성과 비용 효율성을 제고한다. 국내 통신 3 사도 자체 개발 및 협력을 통해 관련 솔루션을 개발하여 시범 운영 중이다. 단기적 효과는 제한적이거나, 장기적 관점에서 비용 구조 개선 효과를 주목할 필요가 있다.

도표 63. 통신 3 사의 네트워크 AI 기술 적용 현황

통신사	SKT	KT		LGU+
기술	AI 오케스트레이터	AI 마이스터	AI 오퍼레이터	AI 클라우드 RAN
설명	<ul style="list-style-type: none"> 코드형 인프라를 통해 네트워크 운영하는 소프트웨어 정의 네트워크(SDN)를 자동화한 플랫폼 네트워크 운용자가 본인에게 익숙한 프로그래밍 언어로 스크립트를 입력하면 각 장비별 명령어로 자동번역해 전국 수 만대의 장비를 통합 점검, 제어 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 생성형 AI로 네트워크 장비 SW 측면의 관리를 보조 조치 방법 제안, 시스템 진단, 상태 해석, 기술지식 검색 등 4개의 프롬프트 엔진으로 구성됨 네트워크 운용에 필요한 노하우를 대화 형태로 제공 	<ul style="list-style-type: none"> 네트워크 장비 물리적 관리 보조 모바일 작업관리 시스템, 안전관리 시스템 통합 손으로 진행했던 시스템 입력 방식을 STT(Speech to Text)로 바꾸는 기능 추가 	<ul style="list-style-type: none"> 복수의 장비사에서 공급한 기지국 등 무선접속망 장비를 클라우드에서 통합 관리하는 기술
기능	<ul style="list-style-type: none"> 수 만대의 장비를 일괄 점검/제어함으로써 운용효율성 및 안정성을 향상시킬 수 있음 망 운용 안전성 강화 변경사항 추적 용이로 신속하게 문제 복구 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 비숙련자도 전문가 수준으로 업무 수행 가능 네트워크망에서 발생하는 방대한 양의 정보가 실시간으로 전달되어 서비스 안전성 향상 	<ul style="list-style-type: none"> 현장에서 신속하고 안전하게 관리 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 장비사 종속성 탈피하여 네트워크 유연성/확장성/비용효율성 등을 향상시킬 수 있음 비숙련자도 쉽게 기지국 설치 가능 장애 발생 시 자동으로 서비스 복구에 필요한 어플리케이션을 배포해 업무 효율성 제고 가능 총운용비용 절감 효과 기존 대비 20%
단계	<ul style="list-style-type: none"> 5G/LTE 유선망 적용 	<ul style="list-style-type: none"> 유선 네트워크 장비 적용, 향후 무선으로 확대될 계획 	<ul style="list-style-type: none"> 현장 직원 활용, 유무선업무 모두 수행 	<ul style="list-style-type: none"> 델 테크놀로지스와 검증 단계

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 64. 네트워크 AI 적용 사례

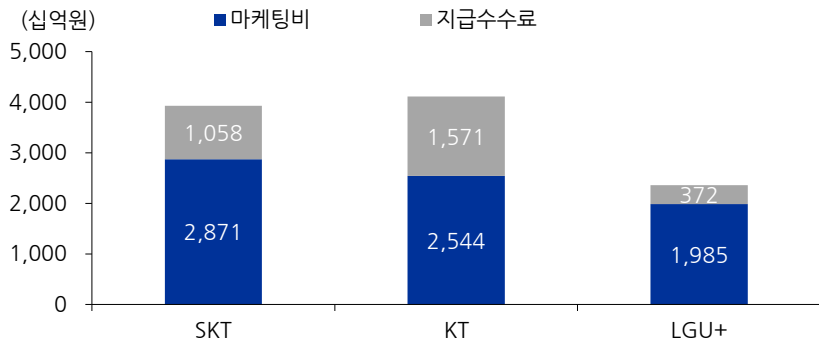


자료: AIS

재무 영향 점검

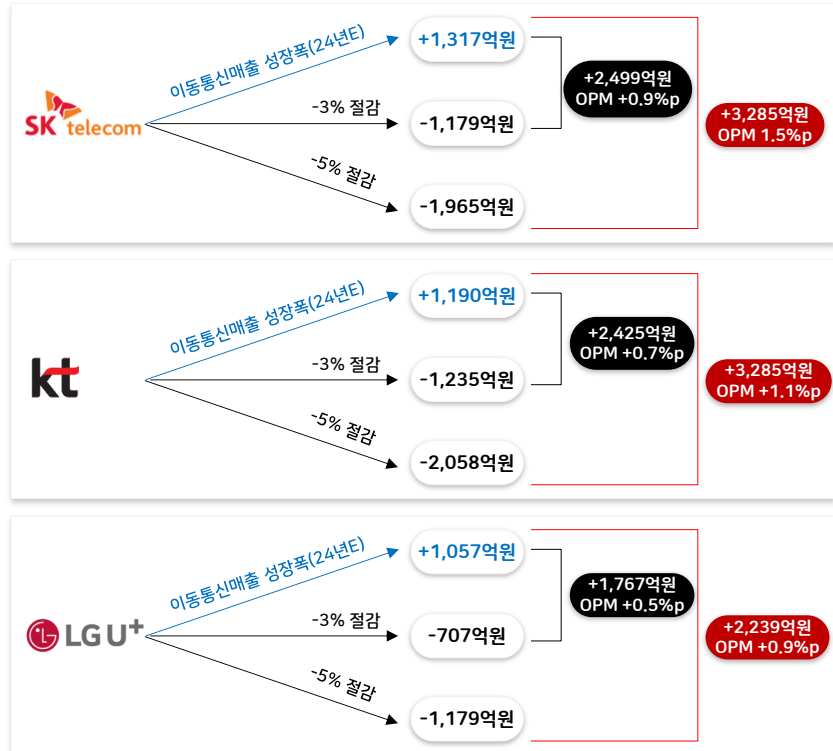
비용 효율화의 재무적 영향을 분석해보면, 통신사들의 잠재적 비용 절감 규모(마케팅비 + 자회사 지급수수료)는 SK 텔레콤 약 4 조원, KT 약 4.1 조원, LG 유플러스 약 2.3 조원에 달한다. 이러한 비용 기반에서 3~5% 수준의 절감만 달성하더라도 이동통신 매출 성장을 상회하는 경제적 효과를 창출할 수 있을 것으로 분석된다. 특히 매출의 견조한 성장세에 비용 절감 효과가 더해질 경우, 이익 스프레드 확대를 통한 영업이익률 개선이 가시화될 것으로 전망한다.

도표 65. 통신 3사 절감 가능 영역



자료: 유진투자증권
주: 2023년 기준

도표 66. 비용 절감의 이익스프레드 효과 추정



자료: 유진투자증권

구조조정도 하나의 Key

통신사들은 영업이익률 제고를 위한 수단으로 조직 구조조정을 적극 추진하고 있다. 우선적으로 비핵심 및 적자 사업의 정리가 진행되고 있다. 그동안 통신사들은 메타버스, NFT, 게이밍, 물류 등 다양한 비통신 사업 영역에 진출했으나, 유의미한 매출 창출은 물론 수익화에도 실패하며 적자가 누적되어 왔다. 2024 년 들어 조직의 성장 방향성이 'AI'로 집중되면서, AI 외 사업들은 과감히 정리되고 있으며, 이는 이익률 개선과 함께 조직의 역량을 AI에 집중할 수 있는 계기가 되고 있다.

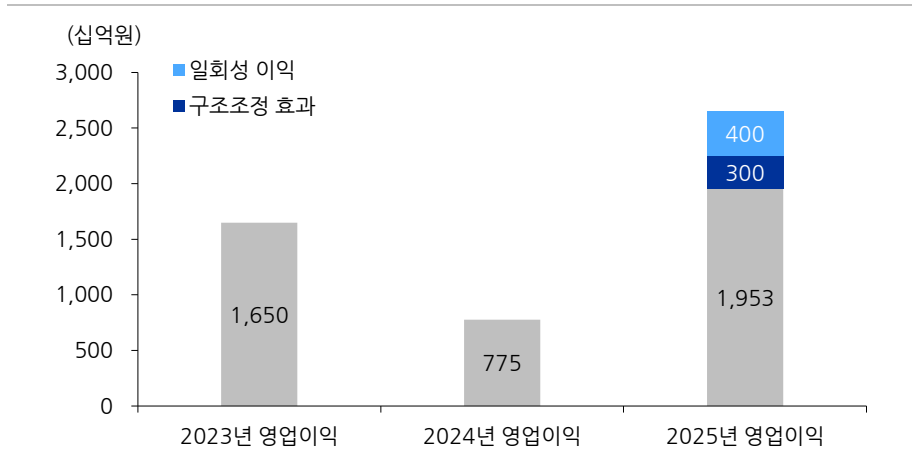
도표 67. 통신 3사의 사업 정리 현황 (2024년~2025년)

기업	분야	내용	종료/보도 시기
SK 텔레콤	메타버스	메타버스 플랫폼 'ifland' 서비스 종료	2025.03
	web3	web3 전담조직 해체. 관련 서비스(탑포트 등) 종료 유력	2025.01
	클라우드게이밍	구독서비스로 제공하던 '게임패스 얼티밋' 운영 종료	2024.09
	반려동물	반려동물 건강관리 플랫폼 '팻도닥' 서비스 종료	2024
	천문 콘텐츠	천문 콘텐츠 플랫폼 '스타허그' 서비스 종료	2024
KT	모빌리티	모바일 내비게이션 서비스 '원내비' 서비스 종료	2025.01
	운송	화물운송 플랫폼 운영사 '롤랩' 지분 매각 및 사업 철수	2024
	NFT	NFT 플랫폼 '민클' 서비스 종료	2024.03
	메타버스	메타버스 플랫폼 '메타라운지', '지니버스' 서비스 종료	2024
	중고폰	중고폰 매입서비스 '그린폰' 서비스 종료	2024
	헬스케어	베트남 헬스케어 사업 중단	2024
	소상공인	상권분석 플랫폼 '잘나가게' 서비스 종료	2024.06
	AI 영상 제작	가상인간 영상 제작 플랫폼 'AI 휴먼 스튜디오' 서비스 종료	2024.12
	탄소중립	탄소중립 활동 참여 플랫폼 '탄탄 zero' 서비스 종료	2024.01
LG 유플러스	운송	화물 배차 중개 서비스 '화물잇고' 서비스 종료	2025.01
	NFT	NFT 웹사이트 moononft.com 폐쇄	2024.07
	엔터	K 팝 콘텐츠 플랫폼 '아이돌플러스' 서비스 종료	2024.06
	헬스케어	홈트레이닝 서비스 '홈트나우' 서비스 종료	2024.09
	스포츠	스포츠 플랫폼 '스포키' 서비스 종료 검토	2025.01
	홈쿨링	홈쿨링 서비스 'U+초등나라' 서비스 종료	2025.01
	드론 배달	드론 배달 서비스 'U+ 스마트드론' 서비스 종료	2025.01

자료: 언론보도, 유진투자증권

사업 포트폴리오 정비와 더불어 대규모 인력 재배치도 진행되고 있다. 2024년 3분기 KT는 본사 전체 직원의 23%에 해당하는 4,500명(네트워크 유지보수, CS 부문을 대상으로 자회사 진출 또는 특별희망퇴직을 실시했다. 이 중 2,800명은 명예퇴직을 선택했으며, 나머지 1,700명은 2025년 신설될 자회사 KT OSP와 KT P&M으로 진출될 예정이다. 이는 네트워크 유지보수 인력의 최소화와 외주 체제로의 전환을 의미한다. 구조조정 관련 비용은 약 1조원이 예상되나, 이후 연간 약 3천억원의 인건비 절감 효과가 전망된다.

도표 68. KT 인력 구조조정 효과



자료: 유진투자증권

이러한 인력 구조조정은 글로벌 통신업계의 공통된 현상이다. 통신업의 성장 정체 국면에서 AI 등 기술 발전을 통한 생산성 향상이 가능해짐에 따라, 글로벌 통신사들은 지난 1년간 중장기 비용 효율화 전략 및 인력 구조조정 계획을 연이어 발표하고 있다.

도표 69. 글로벌 통신사 비용 절감 및 인력 구조조정 계획 목록

기업	내용
Verizon	2025년까지 20-30억달러 비용 절감 프로그램. 4,800명 절감
AT&T	20억달러 비용 감축, 3Q24 2,400명 감원
BT	2030년안까지 전체 인력의 40%인 55,000명 감축 예고
Vodafone	독일, 스페인 지사 구조조정 실시. 각각 2,000명, 1,200명.
Telia	인력의 15% 해당되는 3,000명 대상의 구조조정
Telstra	2,800명 대상의 구조조정
Bell Canada	4,800명 대상의 구조조정
Telefonica	인력의 20% 해당되는 342명 대상의 구조조정
T-Mobile	5,000명 대상의 구조조정

자료: 각 사, 언론 보도, 유진투자증권

기타 ROE 제고 수단들

영업이익률 외에도 다양한 영역에서 ROE 제고가 가능하다. ROE 구성요소인 세금부담률, 이자부담률, 자산회전율, 레버리지비율 등은 글로벌 평균과 큰 격차를 보이지는 않으나, 이들 지표의 개선 역시 ROE 상승에 기여할 수 있다.

도표 70. ROE 분해 비교

국가	기업	세금부담률	이자부담률	영업이익률	총자산회전율(배)	레버리지비율(배)	ROE(%)
한국	SKT	72%	79%	11%	0.6	2.7	9.4
	KT	76%	79%	6%	0.6	2.5	6.0
	LGU+	81%	76%	7%	0.7	2.4	7.5
일본	Softbank Corp.	61%	92%	14%	0.4	6.6	21.1
	KDDI	64%	99%	17%	0.4	2.5	12.2
	NTT	65%	94%	16%	0.5	3.0	14.0
중국	차이나 모바일	77%	98%	17%	0.5	1.5	9.9
	차이나 유니콤	82%	92%	7%	0.6	1.9	5.4
	차이나 텔레콤	78%	99%	8%	0.6	1.9	6.9
미국	AT&T	72%	75%	22%	0.3	4.0	14.0
	Verizon	68%	75%	17%	0.4	4.1	12.6
	T-Mobile	76%	77%	18%	0.4	3.1	12.2
Average		73%	86%	13%	0.5	3.0	10.9
평균치 괴리율	SKT	-1%	-8%	-17%	22%	-11%	-14%
	KT	5%	-8%	-55%	22%	-17%	-45%
	LGU+	12%	-12%	-47%	42%	-21%	-31%

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: FY23 기준

주주환원 촉진세제 재추진

작년 제동이 걸렸던 주주환원 촉진세제 등의 기업 밸류업 세제개편이 재추진 되고 있다. 동 특례는 기업가치 제고를 위한 주주환원 촉진을 목적으로 하며, 코스피·코스닥 상장법인 중 1) 기업가치 제고 계획을 공시하고 2) 주주환원(배당 및 자사주소각액) 금액이 전년 및 직전 3년 평균 대비 5% 이상 증가한 기업을 대상으로 한다. 공제 금액은 직전 3년 평균 대비 주주환원금액 5% 초과 증가분에 비지배주주 지분비율을 적용한 금액의 5%이며(한도는 당해연도 총 주주환원금액의 1%), 2025년부터 2027년까지 3년간 적용된다.

도표 71. 세법개정안: 주주환원 촉진세제 신설

분류	내용	
개정취지	세제 인센티브를 통해 경영자와 투자자 간 유인구조를 일치시킴으로써 주주환원 확대를	
대상	코스피, 코스닥 상장법인	
요건	1. 기업가치 제고 계획 공시 2. 주주환원(배당 + 자사주 소각) 금액 전년 대비 증가 + 직전 3년 평균 대비 5% 이상 증가	
과세특례	주주환원금액 5% 초과 증가분에 대해 세액공제	
공제대상금액	[당해연도 주주환원금액 - (직전 3년 평균 주주환원금액)*1.05] * (1-지배주주 등 지분비율)	
공제율	5%	
공제한도	당해연도 총 주주환원금액의 1%	
적용기한	2025.01.01~2027.12.31	
예시	가정	주주환원금액이 '22~'24년 평균 1조원, '25년 1.2조원, 지배주주 지분비율 20%
	세액공제 대상 금액	1,200억원 = [1.2조원 - (1조원 * 1.05)]*(1-20%)
	세액공제 금액	60억원 = Min [1,200억원*5%, 공제한도(=1.2조원 * 1%)]

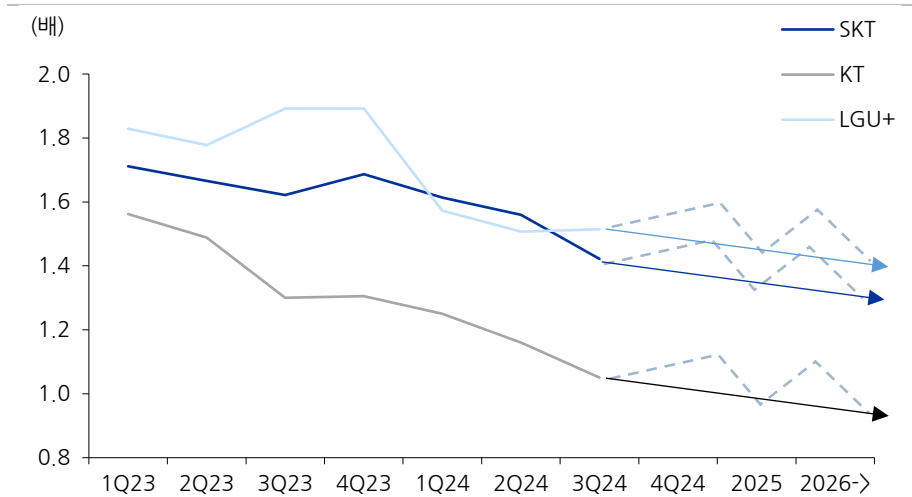
자료: 기획재정부

해당 법안의 통과 여부는 미정이나, 통과 시 세제 혜택으로 인한 법인세 감소가 ROE 상승으로 이어질 것으로 판단된다. 통신 3사는 이미 밸류업 계획을 공시하여 첫 번째 요건을 충족한 상태이며, 향후 주주환원 규모의 지속적 확대 여부가 과세특례 적용의 관건이 될 전망이다.

순부채 상환하기

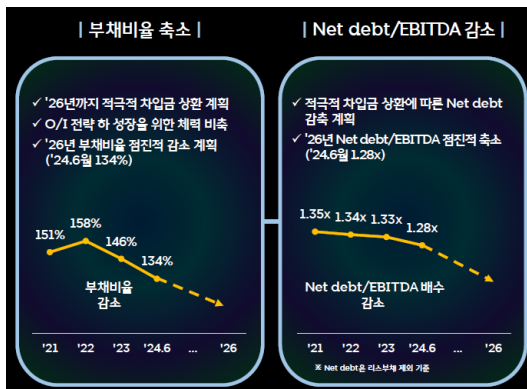
저성장 산업 환경 하에서는 추가 차입보다 순부채 상환을 통한 이자비용 절감이 ROE 제고에 더 효과적인 전략이 될 것으로 판단한다. 실제로 통신 3 사의 순부채비율은 5G 투자가 마무리되는 시점부터 지속적인 하락세를 보이고 있으며, 이러한 추세는 6G 상용화 시점까지 유지될 것으로 전망된다. 특히 통신사들이 밸류업 계획에서 순부채 상환을 명시적으로 언급한 만큼, 향후 유의미한 수준의 순부채 감소가 실현될 것으로 기대된다.

도표 72. 통신 3 사 순부채비율 추이



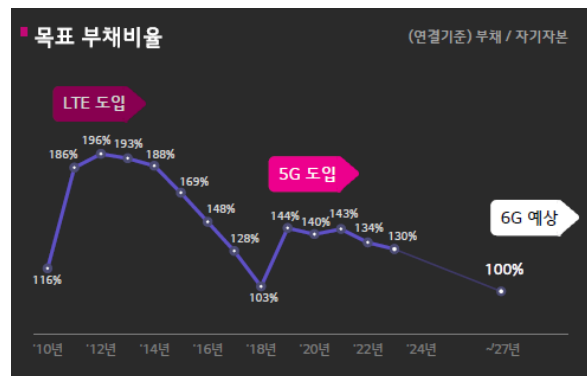
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 73. 밸류업 계획에서 언급된 전략 (SKT)



자료: SK 텔레콤

도표 74. 밸류업 계획에서 언급된 전략 (LGU+)



자료: LG 유플러스

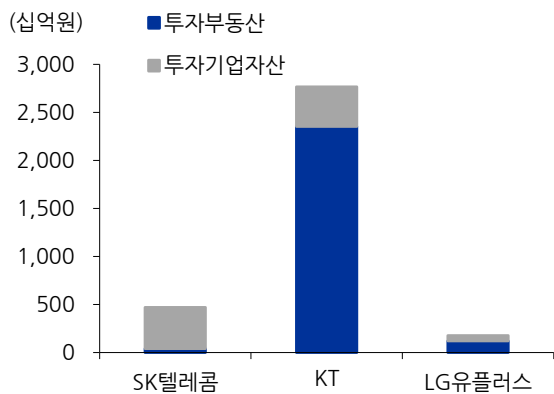
비핵심자산 가치 찾기!

자산회전을 제고를 통한 ROE 개선의 핵심 수단으로 비핵심자산 유동화가 주목 받을 수 있다. 실제로 통신 3사의 밸류업 플랜에서도 비핵심자산 유동화를 통한 ROE 제고가 공통적으로 언급되었다.

비핵심자산은 주로 투자부동산과 기업투자자산으로 구분된다. 일반적으로 비핵심자산은 영업활동과의 연관성이 낮아 큰 주목을 받지 못했으나, 5G 상용화 6년 차를 맞아 통신업이 회수기에 진입하면서 그 가치가 부각될 수 있는 시점이다. 일례로 서버 사이클 호황기에 SK 하이닉스의 실적 개선으로 SK 텔레콤의 지분 가치가 부각되며 주가 상승을 견인한 바 있다.

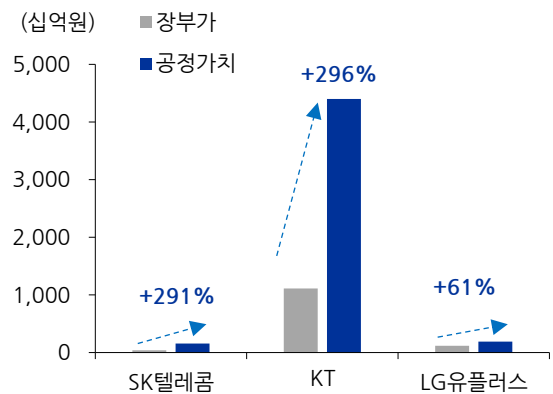
현재 통신 3사가 보유한 비핵심자산(투자부동산 및 기업투자자산)의 규모는 합산 3조원대에 달한다. 투자부동산의 경우 공정가치가 장부가액을 상회하여 유동화 시 차익 실현과 자산 감소 효과가 기대된다. 기업투자자산의 경우 투자 목적이 퇴색되었거나 지속적인 실적 악화로 지분법손실 또는 영업권상각을 통해 실적에 부정적 영향을 미치는 자산들이 존재한다. 이러한 자산의 처분은 이익 방어와 자산회전을 제고에 기여할 것으로 전망된다.

도표 75. 통신 3사 비핵심자산 규모



자료: 사업보고서, 유진투자증권
 주 1: 비핵심자산 = 투자부동산 + 관계기업 및 공동기업투자자산
 주 2: SK 텔레콤은 계열사 지분 제거
 주 3: KT는 광진구 PF 건을 반영하기 위해 SPC 인 넥스트커넥트 PFV 자산 포함
 주 4: 3Q24 별도 기준

도표 76. 통신 3사 투자부동산 장부가 vs 공정가치



자료: 사업보고서, 유진투자증권
 주 1: 3사의 장부가는 2023년 기준,
 주 2: SK 텔레콤, KT의 공정가치는 2023년 기준, LG 유플러스의 공정가치는 2022년 기준

도표 77. 통신 3사 관계기업투자 목록 (3Q24 기준)

	피투자회사	사업 개요	소유 지분율	장부금액	투자목적	지분법손익 (FY23)	지분법손익 (3Q24 누적)
SKT	SK China Company Ltd.	-	27%	601.2		24.1	4.8
	Korea IT Fund	-	63%	221.0		10.3	1.2
	SK Technology Innovation Company	-	49%	45.9		-0.2	5.9
	SM C&C	콘텐츠 제작, 광고업, 매니저먼트 등	23%	41.6	VR/메타버스 콘텐츠 협력	0.6	-1.6
	SK South East Asia Investment Pte. Ltd.	-	20%	344.2		-12.9	2.1
	Citadel Pacific Telecom Holdings	-	15%	36.5		2.6	0.0
	씨메스	로봇 자동화 솔루션 개발	8%	5.5	AI 로봇 물류분야 사업 추진	0.0	-0.8
	코난테크놀로지	AI 기술 개발	21%	22.4	AI 협력	-2.1	-3.4
	기타	-	-	103.6	-	-	-
KT	KIF 투자조합		33%	178.7		5.4	1.2
	HD 현대로보틱스	로봇 제조	10%	47.6	로봇 사업 협력	-1.8	0.1
	메가존클라우드	MSP 클라우드	7%	130.8	클라우드 사업 협력	-2.4	-1.1
	기타		-	1,221.9		-	-
LG 유플러스	데이콤크로싱	광대역 국제회선 서비스	51%	6.0	-	2.3	-
	지니뮤직	음원 스트리밍	10%	21.1	구독 서비스 포함	2.2	0.5
	레뷰코퍼레이션	인플루언서 광고 플랫폼	8%	7.2	소상공인 사업 협력	0.3	0.3
	KB 통신 3사 ESG 펀드	-	25%	10.0	-	-	-
	송씨닷컴	여가 플랫폼	11%	3.0	플랫폼 사업 협력	-	-
	플레이몽키	키즈 콘텐츠	20%	0.2	키즈 콘텐츠 사업 협력	-	-
	벳칭	동물병원 진료	11%	3.0	반려동물 사업 확대	-	-
	케이컴퍼니	데이팅 서비스 기업	19%	0.3	-	-	-
	통신대안평가준비법인	-	26%	6.5	-	-	-
	유니아이	스마트팜 솔루션	5%	0.1	스마트양계 사업 제휴	-	-
	미니멀메이즈	숏폼 콘텐츠 제작	21%	0.4	-	-	-

자료: 사업보고서, 유진투자증권

주: 당사가 유통화 가능성이 높다고 판단한 자산(투자목적 상실, 지속적 지분법 손실 등)에 음영 처리

이의 연장선으로 2025년에는 대규모 적자 발생 또는 핵심 사업과의 연관성이 낮은 자회사들에 대한 M&A도 예상된다. SK텔레콤은 이미 그룹 차원에서 자회사 매각을 추진 중이며, 다수의 자회사를 보유한 KT 역시 일부 자회사의 매각 및 합병을 진행했으며 추가적인 M&A도 검토될 것으로 전망된다.

도표 78. 통신 3사 자회사 M&A 및 현황

(십억원)	대상	내용	사업개요	기보유지분	자산	자본	매출	이익
SKT	SK 커뮤니케이션즈	삼구아이앤씨에게 매각	싸이월드, 네이트, 네이트온 운영	100%	35	26	28(-7%yoy)	-8(적전)
	SK 엠앤서비스	삼구아이앤씨에게 매각	복지서비스	100%	154	65	247(+17%yoy)	1(-70%yoy)
	F&U 신용정보	삼구아이앤씨에게 매각	채권추심업 및 신용조사업	50%	35	20	72(+9%yoy)	3(+31%yoy)
KT	이니텍	우선협상대상자 선정	금융 보안 IT 서비스	67.3%	115	112	26(-25%yoy)	2.8(+143%yoy)
	KT 링커스	KT 서비스남부에 흡수합병	공중전화 유지 보수	92.4%	55	-0.2	59(-1%yoy)	-1(적전)
	KT 넥스알	KT에 흡수합병	IT 서비스	100%	8	2	17(-15%yoy)	-0.9(적전)

자료: 사업보고서, 언론보도, 유진투자증권

주 1: SK텔레콤 자회사의 재무상태 및 실적은 2023년 기준

주 2: KT 자회사의 재무상태 및 실적은 3Q24 기준(KT 넥스알은 2023년 기준)

자사주 소각

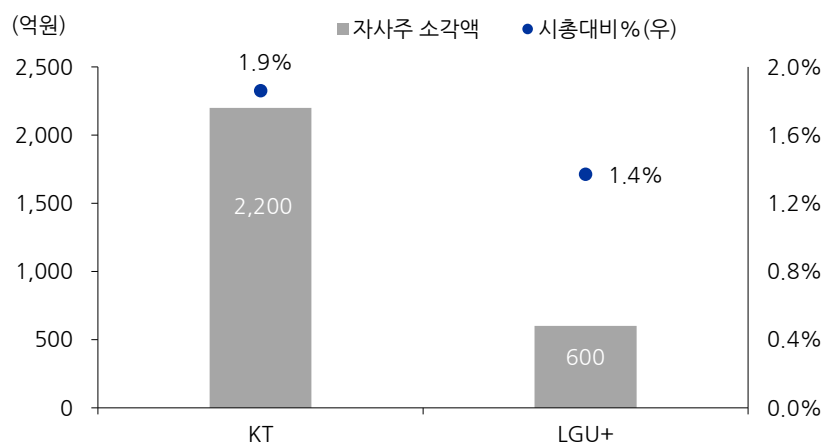
배당 확대와 자사주 소각을 통한 자본 축소는 ROE 제고의 효과적인 수단이 될 수 있다. 이번 밸류업 공시에서 배당 정책은 기존 주주환원 정책이 유지됨에 따라 큰 변화가 없었으나, KT와 LG 유플러스는 신규 자사주 매입소각 정책을 발표했다. 2025년 기준 KT는 2,200억원, LG 유플러스는 600억원 규모의 자사주 소각을 실시할 것으로 전망하며, 이는 각각 시가총액 대비 1.9%, 1.4%에 해당하는 유의미한 규모라고 판단한다.

도표 79. 통신 3사 밸류업 정리

			
기존 주주환원정책	연결 조정 당기순이익 50% 이상 배당 및 자사주 매입소각	별도 조정 당기순이익 50% 이상 배당 및 자사주 매입소각	별도 조정 당기순이익 40% 이상 배당 및 자사주 매입소각
자사주 매입소각 신규 계획	별도의 언급 없음	향후 4년동안 누적 1조원 자사주 추가 매입소각	별도 순이익의 0~20% 자사주 매입소각
목표 ROE	ROE 10% 이상	ROE 9%~10%	ROE 8%-10%

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 80. 2025년 예상 자사주 소각액



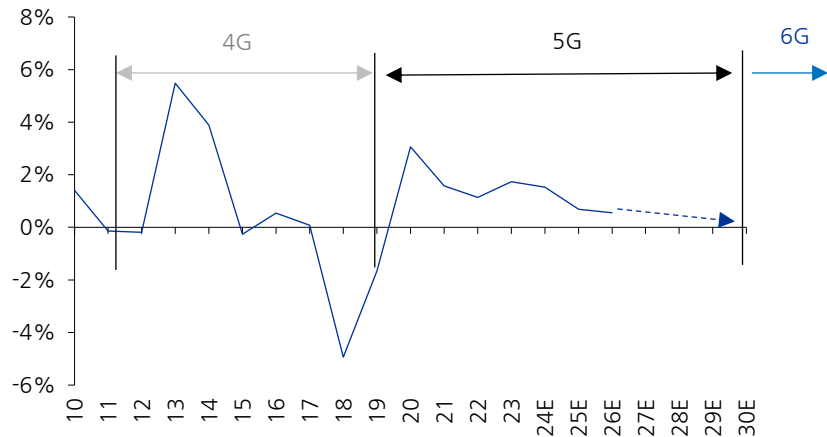
자료: 유진투자증권
주: 2025.2.3 종가 기준

IV. AI로 신성장 동력 마련하기

통신업의 불편한 진실

현재 통신업계는 그 어느 때보다 사업 다각화가 절실한 시점에 직면해 있다. B2C 기반의 통신업 사업모델은 인구 감소 추세, 이동통신 사업 둔화, 상시적 규제 리스크 노출 등으로 인해 성장의 한계에 봉착했다.

도표 81. 통신 3사 합산 이동통신매출 성장률 추이



자료: 유진투자증권

도표 82. 통신업 지수 추이: 규제 리스크는 상수

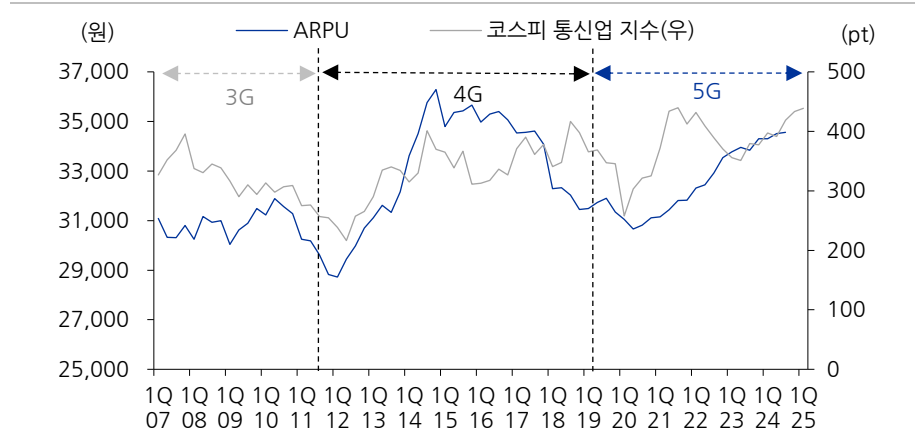


자료: Quantivise, 유진투자증권

주: KRX 통신업 지수 사용

6G가 통신업 반전의 계기가 될 것이라는 기대도 있으나, 투자 정당성에 대한 불확실성이 상존한다. 휴대폰이 대중화되어 가입자 수가 포화 상태에 도달한 이후 (2G 시대), 통신사의 주가 흐름은 핸드셋 ARPU와 높은 연관성을 보여왔다.

도표 83. 핸드셋 ARPU와 통신업 주가 관계



자료: KT, 유진투자증권
 주: KT ARPU 사용

네트워크 세대 교체마다 투입되는 조 단위의 CAPEX와 마케팅비는 ARPU 상승을 통해 정당화되어야 한다. 3G는 킬러 서비스였던 인터넷의 낮은 속도와 높은 요금, 화상전화의 효용 부족으로 ARPU 상승에 실패했다. 4G는 스마트폰 대중화와 합리적인 인터넷 요금으로 ARPU 인상에 성공했으며, 5G는 성능에 대한 논란에도 불구하고 단말기의 5G 전용화로 인해 ARPU가 상승했다.

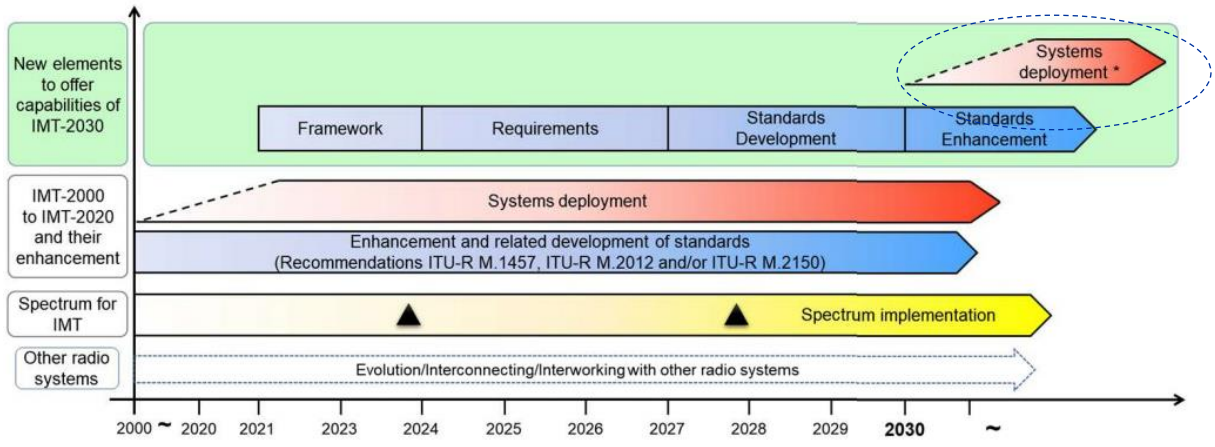
도표 84. ARPU 상승/하락 요인

네트워크 세대	마케팅 킬러서비스	요인	비고
3G	화상전화, 인터넷	<ul style="list-style-type: none"> 화상전화: 메리트 부족 인터넷: 부족한 속도 및 지나치게 비싼 요금 	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷 속도: 1~3Mbps 인터넷 요금: 0.5KB당 1.75원 → 4MB MP3 곡 하나에 13,000원
4G	인터넷	<ul style="list-style-type: none"> 스마트폰 대중화로 인터넷 수요 증가 인터넷 요금 대폭 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷 속도: 158Mbps(2019년) 인터넷 요금: 부분 종량제(무제한 도입)
5G	고속 인터넷, 메타버스, 클라우드게이밍 등	<ul style="list-style-type: none"> 5G 전용 단말기 출시로 반강제적 가입 	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷 속도: 939.14Mbps(2023년) 인터넷 요금: 부분 종량제(사실상 정액제)

자료: 과기부, 언론보도, 유진투자증권

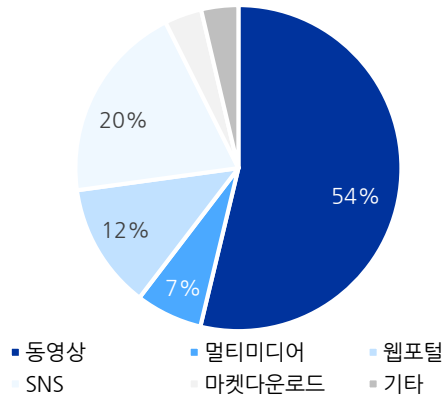
6G 역시 ARPU 상승이 관건이 될 것이나, 현재로서는 전망이 밝지 않다. 현재 소비되는 대부분의 콘텐츠는 4G, 5G 수준에서 충분히 구현 가능하며, 5G 단말기 의무화 정책 종료(2023년 11월)와 자급제폰 사용 증가 추세를 고려할 때, 5년 내 혁신적인 킬러 서비스가 등장하지 않는다면 ARPU 인상에 대한 사회적 공감대를 형성하기 어려울 것으로 전망한다.

도표 85. 6G의 예상 상용화 시점은 2030년



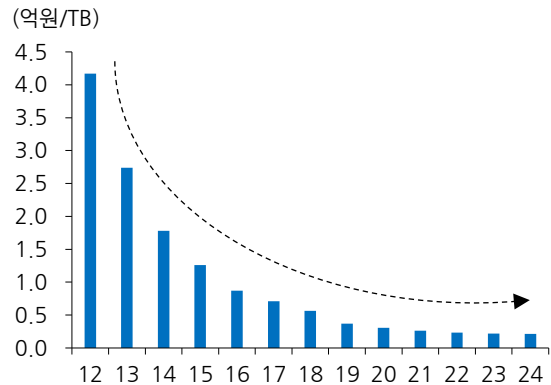
자료: ITU

도표 86. 콘텐츠 유형별 이동통신 트래픽 현황



자료: 과기부, 유진투자증권

도표 87. 무선 트래픽 당 수익 추이



자료: 과기부, 유진투자증권

새로운 돌파구로 AI를 제시한다

통신사업 외 영역에서의 유의미한 사업모델 발굴은 통신사업자의 숙명적 과제이다. 이러한 맥락에서 통신 3사는 'AI'를 새로운 돌파구로 제시하고 있다. 구체적으로 AI 시대의 핵심 인프라인 '데이터센터', AI 도입의 필수 요소인 '클라우드', 그리고 'B2C AI 서비스'를 3대 전략 영역으로 설정했다.

인터넷의 등장 이후 모바일, 플랫폼으로 이어지는 패러다임 변화 과정에서 통신사의 가치는 지속적으로 하락해왔다. 통신 인프라라는 핵심 자산을 보유했음에도 유의미한 부가가치 창출에 실패했으며, 오히려 인프라 기반의 타 사업자들만이 가치 상승을 실현했다. 통신사들의 다양한 신사업 시도 역시 대부분 사업 철수로 귀결되었다.

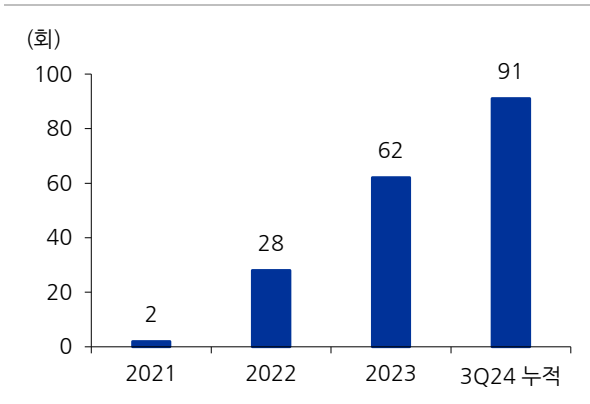
현재 AI라는 새로운 패러다임의 변화가 도래한 가운데, 통신사들은 과거 '자력' 성장이 아닌 '협업'을 핵심 성장 전략으로 채택하고 있다. 통신 3사는 외부 사업자들과의 전략적 협업을 통해 기술 격차 해소를 도모하고 있다. SK텔레콤은 2년간 엔트로픽, 퍼플렉시티 등 글로벌 탑티어 AI 기업에 누적 5천억원을 투자하여 원천기술 사용권을 확보했으며, KT는 마이크로소프트와의 중장기 파트너십을 통해 기술역량을 강화하고 있다. LG유플러스 또한 모회사 LG의 LLM 엑사원 등 AI 기술을 활용하여 기술 격차 해소와 비용 절감을 추진하고 있다.

도표 88. 키워드는 '협력'






자료: 유진투자증권

도표 89. 실적발표 컨콜 AI 언급 횟수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 90. 통신 3사 슬로건 및 비전

	글로벌 AI 컴퍼니
	고객의 보다 나은 미래를 만드는 AI 파트너
	Growth Leading AX company

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 91. SK 텔레콤 AI 관련 주요 투자내역

투자시점	피투자회사	투자 규모(억원)	밸류에이션	회사 특징	시너지
22.12	코난테크놀로지	224	2,875 억원	AI 개발사, 자체 LLM 'Konan' 보유	AI 동시통역 솔루션 사업 공동 전개
23.04	스캐터랩	150	-	AI 아바타 '이루다' 개발사	SK 텔레콤 AI 서비스 '에이닷'에 이루다 탑재
23.08	엔트로픽	1,323	56 조원	오픈 AI 출신 인사들이 설립한 회사. LLM 'Claude' 개발	텔코 LLM 공동개발. 에이닷에 claude 모델 탑재
24.02	람다	267	2.1 조원	GPUaaS(GPU cloud) 기업	가산 데이터센터에 람다 GPU 탑재. GPUaaS 사업 공동 전개
24.06	퍼플렉시티	138	12.6 조원	AI 검색 Perplexity.ai 개발/운영	SKT 이용자에게 퍼플렉시티 pro 1년 무료 제공 에이닷 및 글로벌 AI agent에 검색 모델 탑재
24.07	핑귄 솔루션(SGH)	2,766	1.4 조원	GPU 클러스터 관련 솔루션 제공 주요 레퍼런스: 메타, 볼티지 파크 등	전략적 협업을 통해 향후 AI 인프라 역량 강화

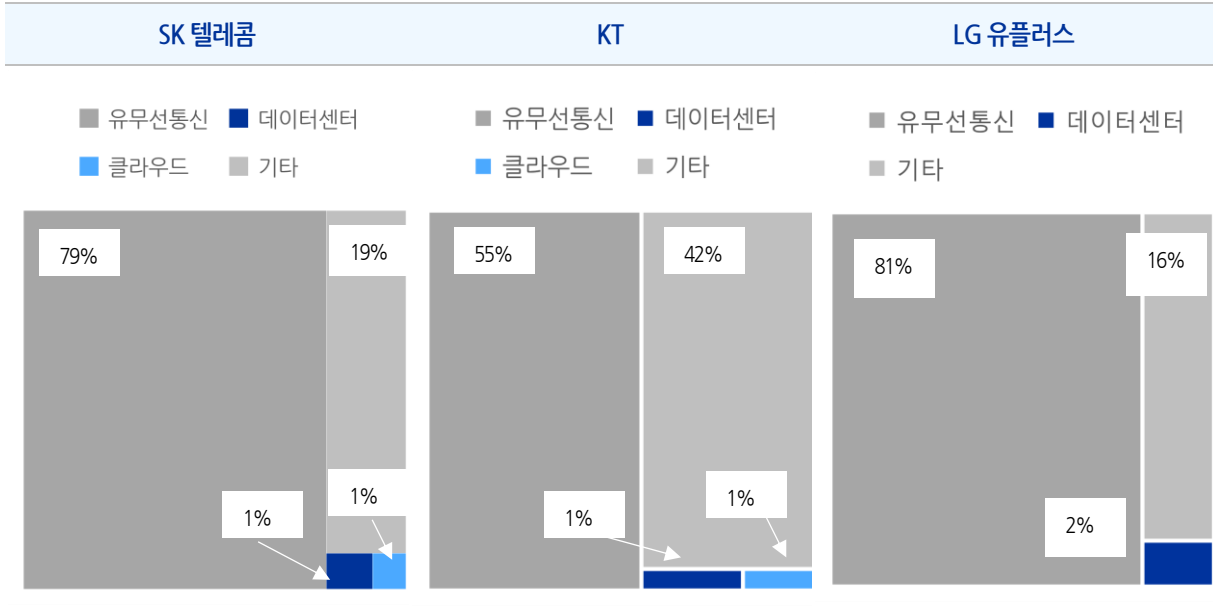
자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 92. 통신 3사 AI 전략 정리

		SKT	KT	LGU+
지향점		전반적 AI 밸류체인(인프라, AI B2B, AI B2C)의 Player 되기	AI 및 클라우드 전문적 역량 강화	AI 인프라 Player 및 사내 AX 추진
파트너십 전략		엔트로픽, 퍼플렉시티 등 탑티어 AI 기업 지분투자로 기술 레버리지 및 사업 협력	마이크로소프트와의 중장기 파트너십 체결을 통해 기술 레버리지 및 사업 협력	모회사 LG의 AI 기술 레버리지
목표		총매출 대비 AI 비중 35% by 2030년	23년 대비 AI/IT 매출 3배 성장 by 2028년	AI B2B 매출 2조원 by 2028년
데이터센터	BM	상면임대료(코로케이션) + 기타서비스(호스팅, 회선, 매니징 등)		
	산업 투자포인트	클라우드 및 AI 성장에 따른 수요 증대 + AI 워크로드 확대에 따른 임대료 상승 기대		
	매출 현황(23년 기준)	2,020억원	3,930억원	3,260억원
	사업 현황	총 6개의 데이터센터 운영 중 (98MW)	총 14개의 데이터센터 운영 중 (122MW)	총 13개의 데이터센터 운영 중 (142MW)
	목표	추가 112MW 증설 (양주, 구로, 부산)	추가 128MW 증설 (가산, 부천, 기타)	파주 하이퍼스케일급 데이터센터 증설 (64MW급 예상)
클라우드	BM	CSP: 사용량 기반의 종량제 과금 or 정기구독요금 MSP: 클라우드 재판매 수수료 및 고객대상 컨설팅, 설계, 구축, 운영 등의 전문서비스 제공 보수		클라우드 관련 사업은 LG CNS에서 진행
	산업 투자포인트	AI 도입에 따른 클라우드 수요 확대 + 연쇄적으로 이어지는 MSP 수요		
	매출 현황(23년 기준)	1,460억원	2,780억원	
	사업 현황	MSP 사업, GPUaaS 사업 영위 중	CSP 사업 영위 중 마이크로소프트 파트너십 이후 MSP 사업도 함께 할 예정	
	목표	MSP Top 5 목표	23년 대비 3배 이상	
AI B2C	BM	구독 기반의 수익모델 예상		
	산업 투자포인트	단순 질의응답을 넘어 ~해주는 AI 등장. 전반적 일상 및 업무에 녹아 들어 생산성 향상을 기대		
	매출 현황	-	-	-
	사업 현황	AI 통화녹음 기반 서비스 '에이닷' 부가서비스: AI 챗봇(gpt, claude 등) Aggregator 기능 북미 AI Agent 서비스 'Astra' 베타테스트 예정	아직 무계획	AI 통화녹음 기반 서비스 '익시오' 부가서비스: AI 대리응답, 보이스피싱 탐지 등
	목표	이용자 기반 확보 우선	-	이용자 기반 확보 우선
AI 사내적용	효과	업무 효율성 향상, 인력 총원 필요성 감소 → 궁극적으로 비용 감소로 이어짐		
	적용 계획	고객센터 AI 적용(AICC), AI 네트워크 모니터링 솔루션 등		

자료: 유진투자증권

도표 93. 통신 3사 사업별 매출 비중



자료: 각 사, 유진투자증권
 주: 2023년 기준

참고. 해외 통신사도 AI를 판다

이러한 움직임은 글로벌 통신업계의 공통된 현상이다. 대다수의 글로벌 통신사들이 신성장동력으로 AI를 선택하면서, 이는 확고한 글로벌 트렌드로 자리매김하고 있다.

도표 94. 글로벌 통신사 AI 사업

국가	기업	내용
일본	Softbank Corp.	<ul style="list-style-type: none"> Sharp 공장 부지 매입을 통해 AI 데이터센터 시공 중. 데이터센터 운영 IT Load 목표 250MW 엔비디아와 공식 협업 발표. H100 6,000 개 확보, FY25 상반기까지 B200 4,000 개 추가 확보 예정 자회사 ARM의 협력으로 AI 칩 활용 4,600억개의 매개변수를 지닌 일본어 LLM 개발 마이크로소프트와의 협력을 통한 AICC 솔루션 개발 가입자에게 퍼플렉시티 프로 무료 1년 이용권 제공
	KDDI	<ul style="list-style-type: none"> Sharp 공장 부지 매입을 통해 AI 데이터센터 시공. 외에도 기존 부지 활용을 통해 데이터센터 CAPA 확대 AI 인프라 투자 총 1,000억엔 규모 일본어 LLM 'Elyza' 개발 중 AICC 솔루션 개발 중(Altius Link)
	NTT	<ul style="list-style-type: none"> AI 데이터센터에 향후 5년간 110억 달러 투자 예고 일본어 LLM 'tsuzumi' 개발
중국	China Mobile	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼스케일 컴퓨팅 센터 운영/시공 중(hohhot, Harbin). 확보한 컴퓨팅서버 10,000 개 자체 LLM 'Jiutian' 개발. 1,000 건 이상의 산업 작업에 활용 중
	China Unicom	<ul style="list-style-type: none"> AI 데이터센터, 클라우드 등 인프라 사업 영위 중. 자체 LLM 'UniAI 2.0' 공개
	China Telecom	<ul style="list-style-type: none"> 클라우드 플랫폼 'Xirang' 10,000 GPU 확보 및 운용 자체 멀티모달 LLM 'Xingchen' 개발 AI 내부 적용을 통해 마케팅비 0.8%p 절감 등의 효율성 제고 사례 발표
미국	AT&T	<ul style="list-style-type: none"> 엔비디아와 협업 발표. AI를 통한 데이터처리 및 서비스차량 라우팅 최적화 달성 직원 지원 및 교육을 위한 디지털 아바타 생성 by 엔비디아
	Verizon	<ul style="list-style-type: none"> 엔비디아와 협업을 통해 5G 프라이빗 네트워크와 엔비디아 AI 플랫폼을 결합한 솔루션을 개발 생성 AI 내부 업무 적용을 통한 효율성 향상
	T-Mobile	<ul style="list-style-type: none"> 엔비디아, 에릭슨, 노키아와 협력을 통해 AI RAN 연구 및 개발 오픈 AI와 협력을 통해 통신업무 AI 플랫폼(IntentCX) 개발 AICC 솔루션 'DialPad' 출시
동남아	Singtel	<ul style="list-style-type: none"> 2026년까지 데이터센터 운영 IT Load 200MW 목표 GPUaaS 사업 시작. 엔비디아와의 파트너십을 통해 GPU 확보
	AIS	<ul style="list-style-type: none"> 사내 AICC 적용을 통해 인력 20% 감소 네트워크 AI 적용을 통한 효율성 제고로 유틸리티비용 2% 절감 AI 솔루션 개발 및 판매(analyticX, AI Transformation)
유럽	Deutsche Telecom	<ul style="list-style-type: none"> 소버린 AI LLM 구축(Teuken) 엔비디아, 에릭슨, 노키아와 협력을 통해 AI RAN 연구 및 개발 고객응대 챗봇 'Tinka' 도입 AI 솔루션 연구개발 중(eLIZA)
	Vodafone	<ul style="list-style-type: none"> 마이크로소프트와의 협업을 통해 B2B 향 AI 서비스 개발 및 판매, AI 솔루션 사내적용(Tobi 등), 기보유 데이터센터 활용

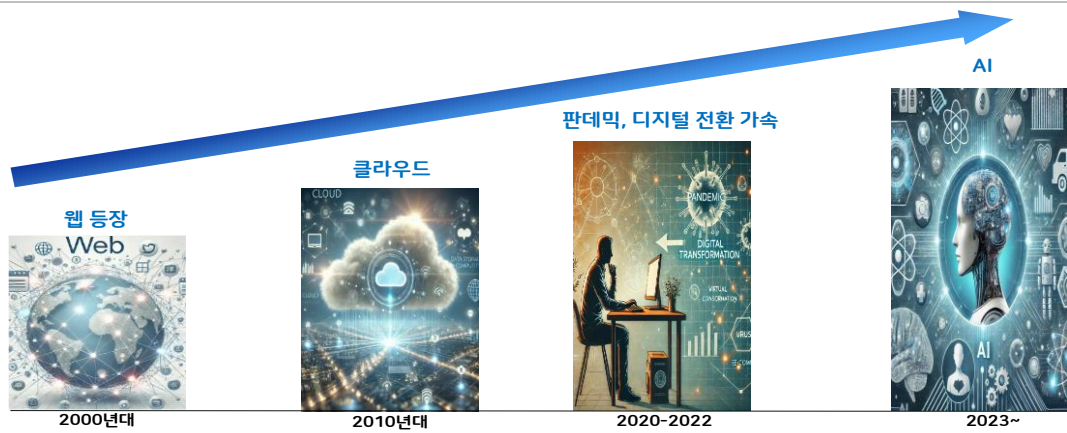
자료: 각 사, 유진투자증권

AI 시대에 빠질 수 없는 인프라, 데이터센터

웹서비스와 클라우드 컴퓨팅의 보편화, 코로나 19 팬데믹으로 인한 디지털 전환 가속화, 그리고 최근의 AI 혁신이 강력한 성장 모멘텀으로 작용하며 데이터센터 시장은 가파른 성장세를 보이고 있다.

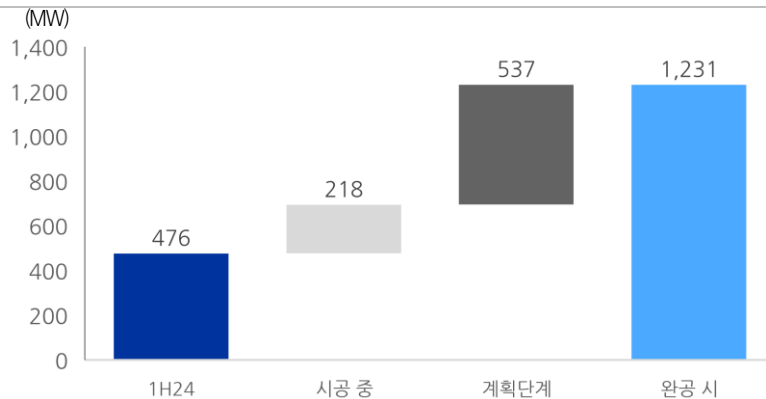
국내 통신 3사는 데이터센터 사업을 오래전부터 영위해 왔으며, 최근에는 생성형 AI로 인한 워크로드 증가에 대비해 선제적이고 공격적인 증설을 진행하고 있다. 현재 통신 3사가 운영 중인 데이터센터의 총 IT Load는 약 361MW로, 이는 국내 전체 운영 IT Load의 약 67%에 해당하는 높은 시장 점유율이다. 통신 3사가 발표한 증설 계획이 전량 이행된다고 가정하면, 이들의 운영 IT Load는 668MW까지 확대될 전망이며 시장 내 독보적인 지위를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다. 이러한 압도적인 시장 지배력을 바탕으로, AI 확산에 따른 데이터센터 수요 급증 시 통신 3사는 핵심 수혜자가 될 것으로 전망한다.

도표 95. 데이터센터 수요 증진 모멘텀



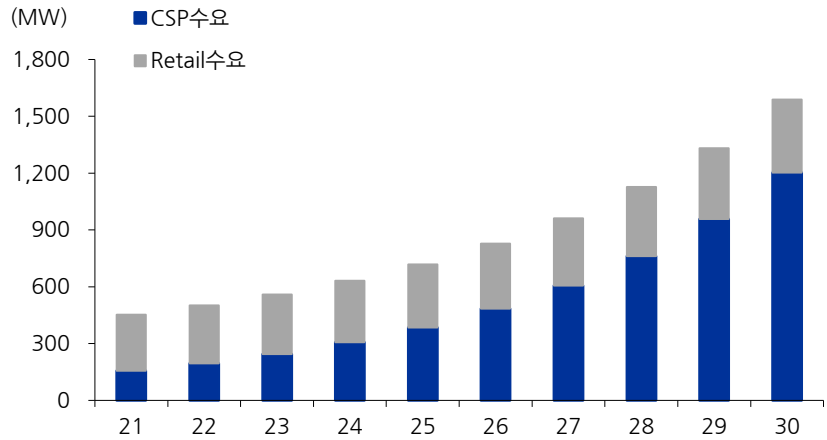
자료: 유진투자증권

도표 96. 국내 데이터센터 시장 규모 추이



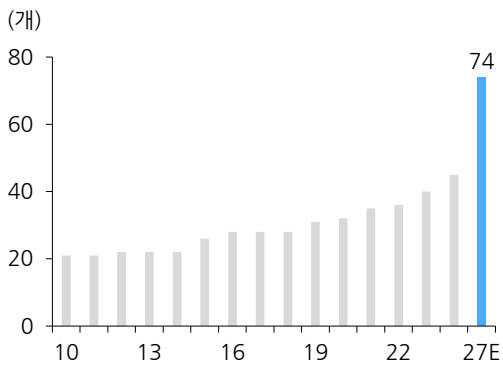
자료: C&W, 유진투자증권

도표 97. 국내 데이터센터 수요 전망



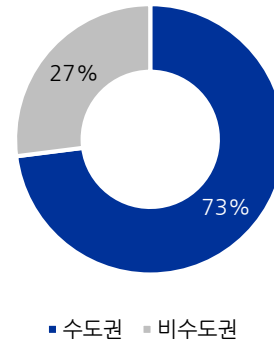
자료: SK 브로드밴드, 유진투자증권

도표 98. 데이터센터 개수 전망



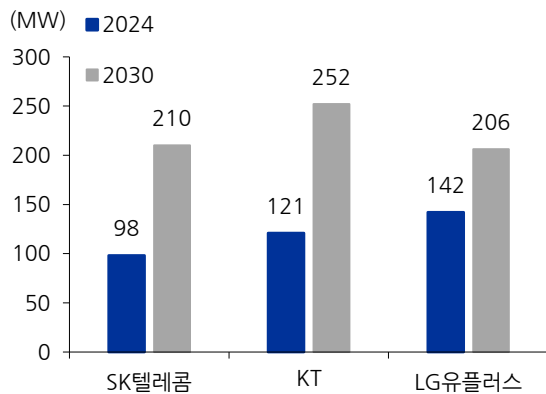
자료: 데이터센터연합회, 유진투자증권

도표 99. 데이터센터 수도권 점유율



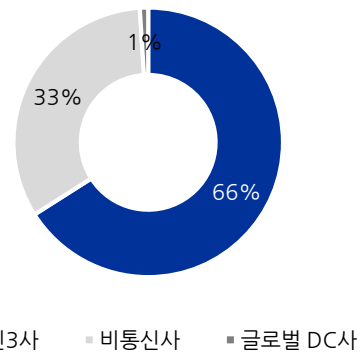
자료: C&W, 유진투자증권

도표 100. 통신 3사 데이터센터 운영 IT Load



자료: 각 사, 유진투자증권
주: LG 유플러스는 당사 추정

도표 101. 데이터센터 시장 점유율



자료: C&W, 유진투자증권

도표 102. 국내 데이터센터 현황

구분	사업자	보유 센터	예정	운영 용량(IT Load)
통신사	SK 텔레콤(SK 브로드밴드)	서초, 일산, 분당, 가산, 일산 2 (5 개)	양주, 구로, 부산 (3 개)	98MW
	KT	용산, 분당, 목동 1, 목동 2, 강남, 천안, 대전, 김해, 청주, 대구, 부산, 여의도, 남구로, 송정, 백석 (14 개)	가산, 부산 (2 개)	122MW
	LG 유플러스	평촌 1, 평촌 2, 서초 1, 서초 2, 상암, 가산, 논현, 대구, 전주, 대전, 광주, 안양, 부산 (13 개)	파주 (1 개)	수전용량: 352MW
	세종텔레콤	분당 (1 개)	-	4MW
SI	삼성 SDS	구미, 수원, 상암, 춘천, 동탄 (5 개)	-	28MW
	LG CNS	상암, 가산, 부산, 인천 (4 개)	-	64MW
	SK C&C	판교, 보라매, 대덕	-	25MW
	롯데이노베이트	가산, 대전, 용인 1, 용인 2	-	26MW
중견 IDC	드림마크원	구로, 인천 등 (3 개)	-	18MW
	케이아이엔엑스	도곡, 상암 1, 상암 2, 분당 1, 분당 2, 평촌, 가산, 과천 (8 개)	-	24MW
글로벌 DC 운영사	디지털 리얼티	상암 (1 개)	김포 (1 개)	12MW
	에퀴닉스	상암 (1 개)	고양 (1 개)	23MW
	디지털 엣지	역삼, 부산 (2 개)	부평 (1 개)	125MW
	엠피리온 DC	양재 (1 개)	강남 (1 개)	26MW

자료: 각 사, 업계 및 언론자료 종합, 유진투자증권

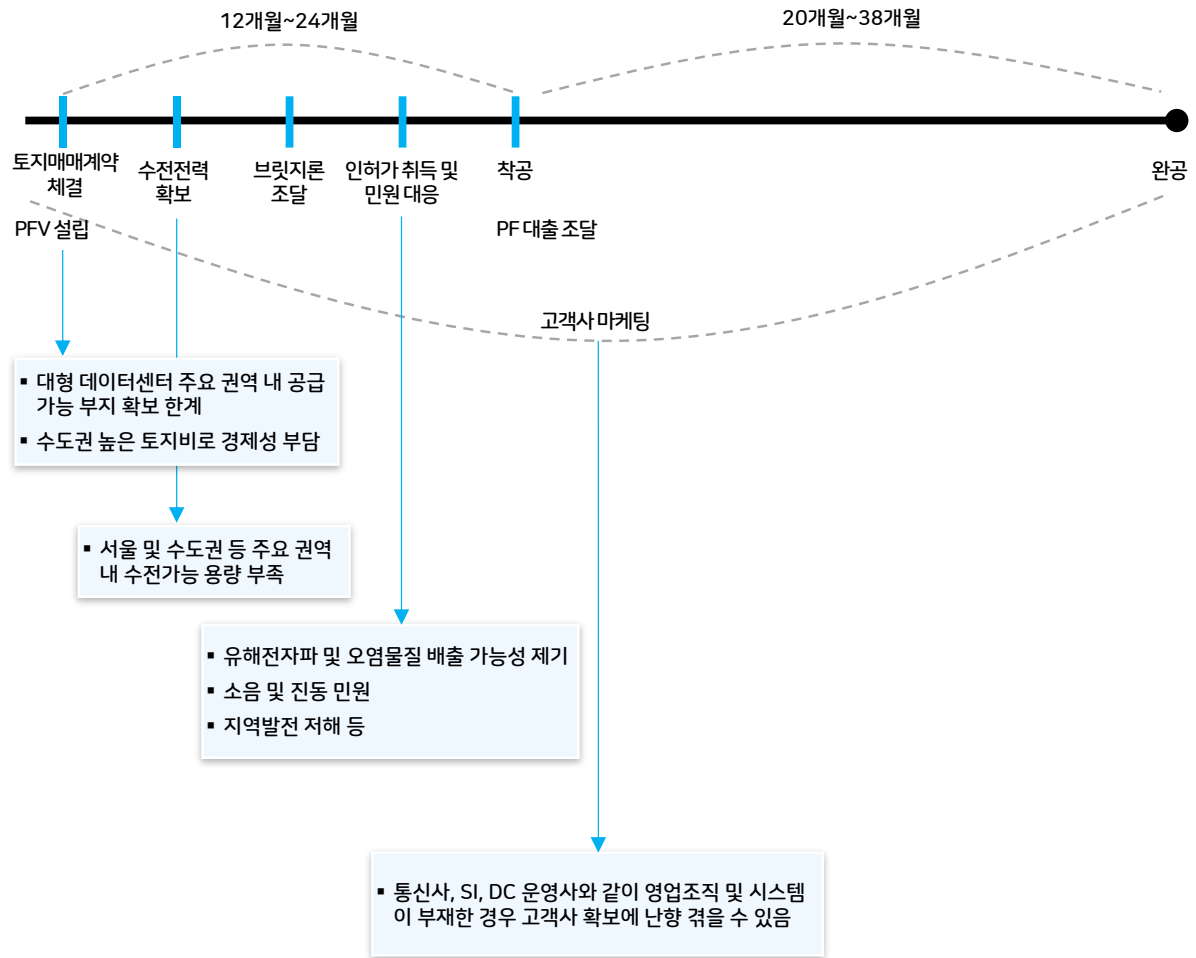
통신사의 경쟁우위가 부각되는 시장 환경

국내 데이터센터 시장에서 통신 3사가 운영하는 데이터센터 규모는 도합 300MW로 점유율 1위를 차지하고 있다. 타 운영업체들의 증설 계획을 고려하더라도 통신사들의 높은 점유율은 견고히 유지될 전망이다. 데이터센터는 부지 확보, 인허가 획득, 지역 주민 합의 등 착공 전 절차부터 완공까지 장기간이 소요되는 특성이 있다. 자본집약적 산업 특성, 통신 네트워크의 과점적 구조, 전문 인력 부족 등으로 신규 공급이 제한적인 상황에서, 통신사의 기존 구축 자산은 확실한 경쟁우위로 작용할 것으로 예상된다.

제한적 공급 환경 또한 통신사들에게 유리하게 작용하고 있다. 우수한 인프라와 접근성으로 인해 고객사들의 수도권 선호도가 높아 전체 데이터센터의 73%가 수도권에 밀집해 있다. 다만 최근 데이터센터 개발 수요 과열 및 한전의 수도권 데이터센터 전력공급 제한 정책으로 인해 향후 수도권에서의 전력 및 부지 확보에 제약이 예상된다.

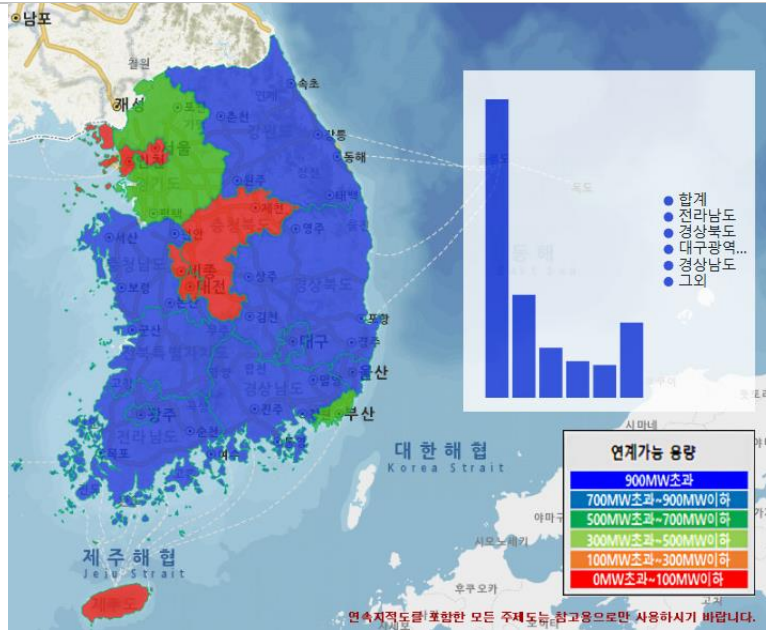
더불어 인허가 및 민원 이슈도 부각되며 개발 일정 지연이 발생하고 있다. 이러한 환경에서 수도권 내 최다 데이터센터를 보유한 통신사들의 우위가 더욱 강화될 전망이다. 수도권 내 통신사 보유 데이터센터의 임대상면이 빠르게 소진되며 수익성 제고가 기대되며, 우수한 시설 및 입지 경쟁력을 바탕으로 양호한 임대 수익이 예상된다.

도표 103. 데이터센터 PF 주요 변수들



자료: 유진투자증권

도표104. 전국 전력 공급여유 분포도: 서울 공급여유 0MW



자료: 한국전력
주: 2024년 기준

도표105. 민원으로 인해 사업 지연 및 철회된 사례

사업자	시기	지역	주요 민원사유	결과
네이버	17~19	경기도 용인	전자파, 오염물질 배출, 저조한 고용창출효과	건설 계획 철회
NHN	20~23	경상남도 김해	전자파, 열섬 현상 발생	건설 계획 철회
에브리쇼 (효성 JV)	21~23	경기도 안양	전자파, 소음, 거주지 일조권/조망권 침해	건설 계획 철회
다우기술	2022	경기도 용인	전자파, 오염물질 배출 등	용인시 착공신고서 반려 → 민원 대응 → 합의 → 공사 재개
디지털 리얼티	2022	경기도 김포	전자파, 오염물질 배출 등	착공 허가 불허한 김포시 상대로 행정 소송 → 공사 재개
마그나 PFV (GS 건설)	2024	경기도 고양	전자파, 오염물질 배출 등	착공신고서 반려 → 행정 소송 → 착공신고 허가
SK 에코플랜트& 디지털엠텔지 JV	23~24	경기도 인천	전자파, 오염물질 배출 등	도로굴착 공사 중지 → 공사 재개

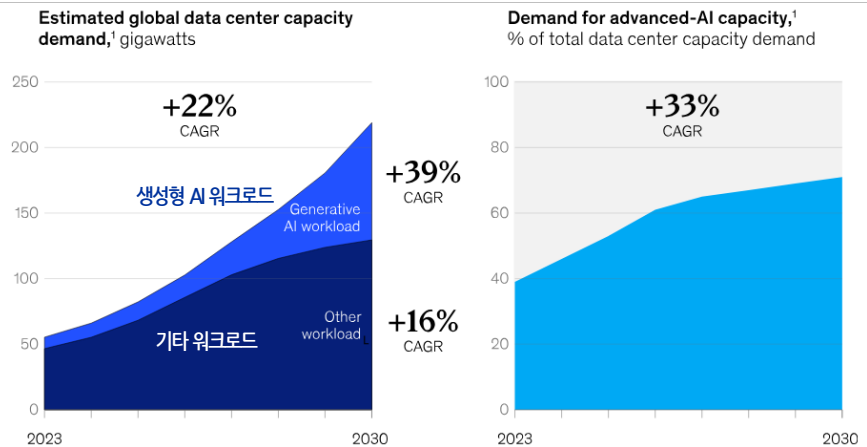
자료: 언론 종합, 유진투자증권

AI 수요 확대에 따른 성장 기회

현재 국내 데이터센터 수요는 클라우드가 주도하고 있으나, AI가 새로운 성장 동력으로 부상할 가능성이 있다. 이러한 전망은 미국 시장의 사례를 통해 가능해볼 수 있다.

미국의 데이터센터 수요는 2030년까지 연평균 22% 성장이 예상되며, 특히 생성형 AI 워크로드가 이러한 성장을 견인할 것이라는 전망이 제시되고 있다. 시사점은 생성 AI 수요 증가로 인한 데이터센터 수요 상승이 데이터센터 임대료 상승으로 이어지고 있다는 것이다.

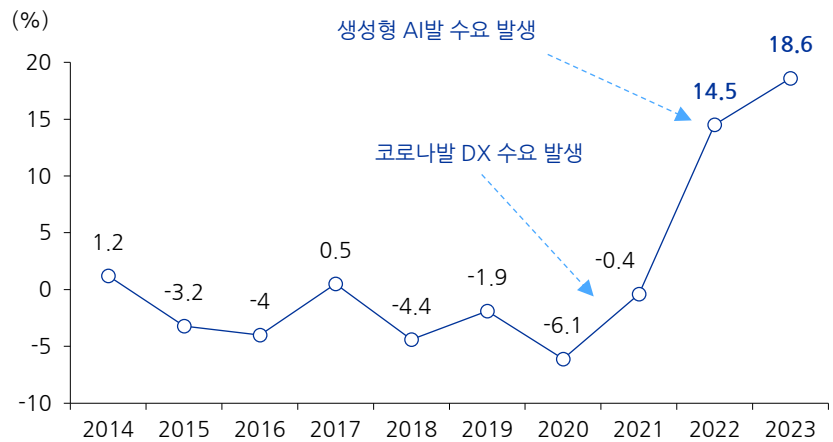
도표 106. 향후 데이터센터의 주요 드라이버가 될 AI



¹Midrange scenario is based on analysis of AI adoption trends; growth in shipments of different types of chips (application-specific integrated circuits, graphics processing units, etc) and associated power consumption; and the typical compute, storage, and network needs of AI workloads. Demand is measured by power consumption to reflect the number of servers a facility can house.
Source: McKinsey Data Center Demand model

자료: 맥킨지

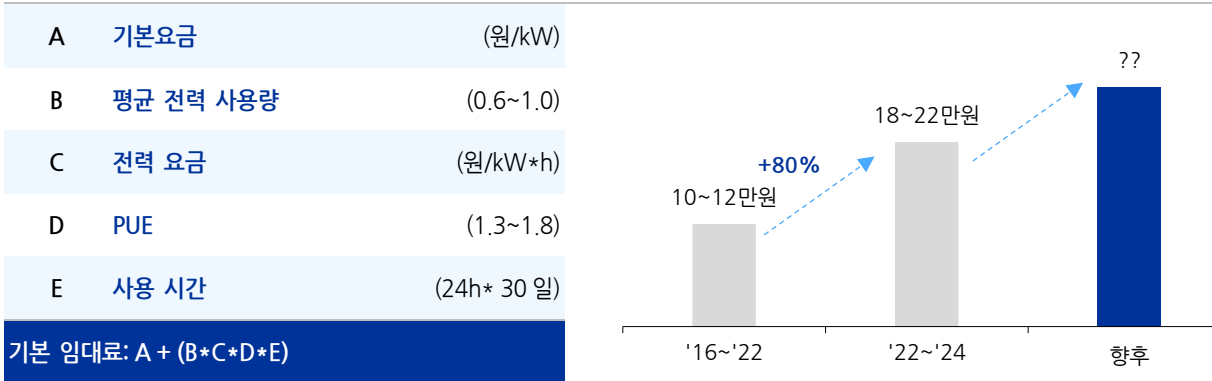
도표 107. 북미 데이터센터 임대료 성장률 추이



자료: CBRE

국내 시장 역시 유사한 시나리오가 전개될 가능성이 있다. AI 시장이 본격화될 경우 데이터센터 수요가 한층 강화되며, 운영업체들의 임대료 인상 여력이 확대 될 것으로 전망한다. 실제로 국내 데이터센터 임대료는 주요 성장 계기 마다 상승세를 보여왔다. 2016~2022 년 CSP 대상 임대료가 kW 당 월 10~12 만원 수준이었다면, 현재는 18~22 만원 수준으로 상승했다. AI 모멘텀이 가시화된다면 추가적인 임대료 상승도 기대해볼 수 있다.

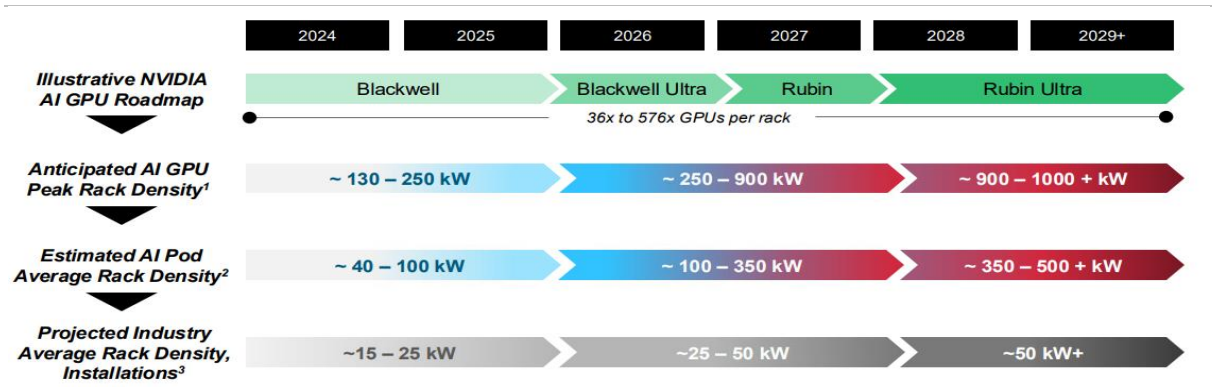
도표 108. 데이터센터 임대료 구조 및 기대 추이



자료: lightyear, 업계자료 취합, 유진투자증권

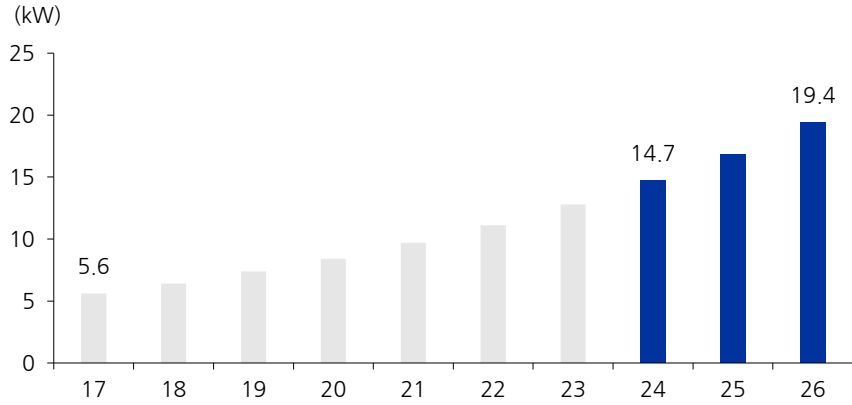
AI 워크로드의 급격한 증가로 인해 고성능 컴퓨팅 장비 사용이 확대되면서 데이터센터의 랙당 전력밀도가 지속적으로 상승하고 있다. 이러한 고밀도 환경을 효과적으로 수용하기 위해서는 데이터센터의 새로운 설계 기준이 요구되며, 국내 통신 3사는 이에 대응하기 위한 선제적 투자를 진행 중이다. SK 텔레콤은 SK 그룹 계열사 및 파트너사들과의 협력을 통해 고효율 차세대 반도체와 액침냉각 솔루션을 접목한 AI 특화 데이터센터 설계를 추진하고 있다. KT는 백석 데이터센터에 고집적, 고효율 차세대 냉각기술을 도입하는 등 관련 기술 투자를 지속하고 있으며, LG 유플러스는 GST와의 액체냉각 솔루션 개발을 위한 MOU 체결을 통해 기술 준비에 박차를 가하고 있다.

도표 109. 컴퓨팅 파워 증가에 따른 요구 랙밀도



자료: Vertiv

도표 110. 요구 랙밀도 추이



자료: 슈나이더 일렉트릭

도표 111. 일반 데이터센터 vs AI 데이터센터

	일반 데이터센터	AI 데이터센터
주요 목적	범용 연산 및 데이터 저장·관리	AI 학습 및 추론 작업 최적화
하드웨어	CPU 기반의 서버	AI에 특화된 고성능 전용 하드웨어 사용 (GPU, TPU 등)
연산 처리 능력	데이터 처리와 네트워킹에 중점	대량의 병렬 연산 및 고성능 컴퓨팅 지원
스토리지 요구사항	주로 대용량 저장소를 요구	고속 입출력(I/O) 및 대용량 데이터 처리
전력 소모	AI 데이터센터 대비 낮은 전력 소모	AI 연산으로 인한 높은 전력 소모
냉각 시스템	표준 냉각 시스템 사용	고성능 하드웨어를 위한 특수 냉각 필요
주요 기능	범용 컴퓨팅 기술	고속 메모리 공유, 고성능 냉각 시스템

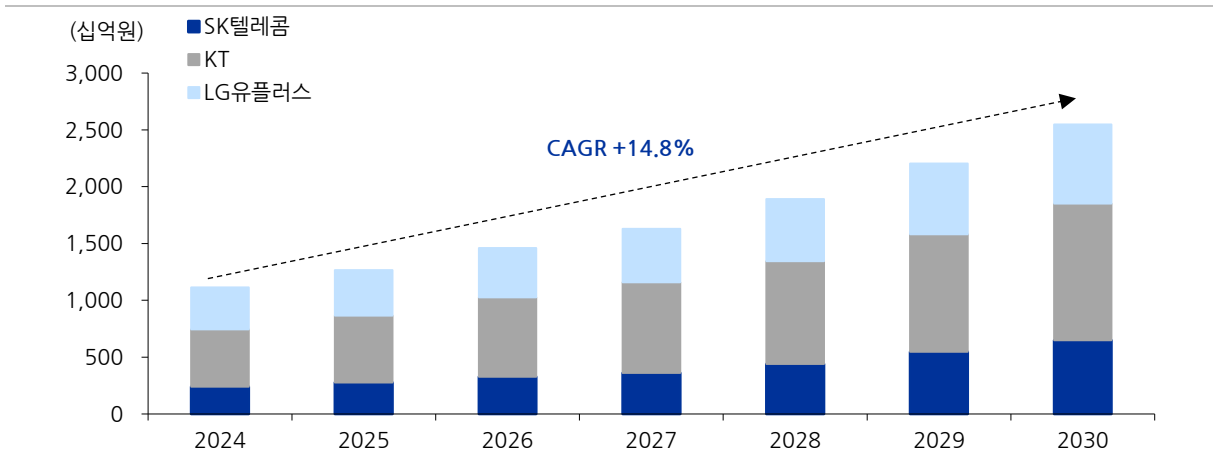
자료: SK 텔레콤

데이터센터 매출 기대치

통신 3사가 발표한 데이터센터 증설 계획이 전량 이행된다는 가정 하에, 2030년 통신 3사의 데이터센터 CAPA는 2024년 대비 1.9배 증가할 것으로 예상하며, 매출은 2.3배 성장할 것으로 전망한다. 이는 2016~2022년 대비 데이터센터 임대료가 큰 폭으로 상승한 최근의 시장 추세를 고려할 때, 2030년에도 현재 수준 대비 두 자릿수 이상의 임대료 상승이 나타날 것이라는 전제를 반영한 것이다.

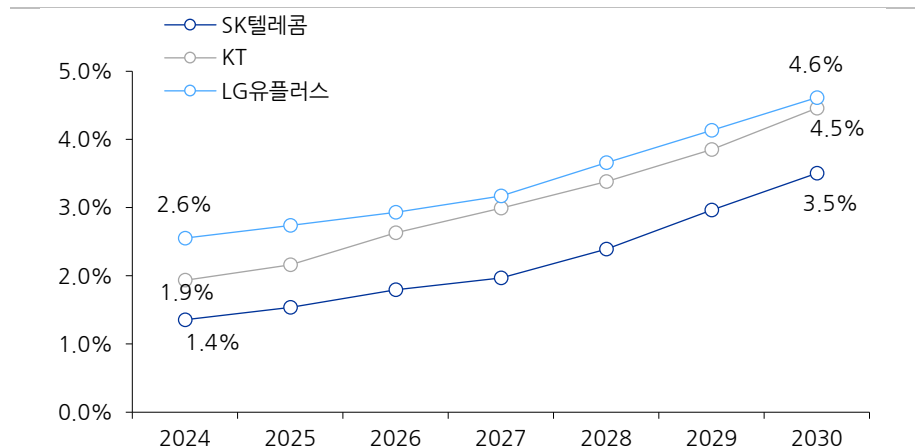
2030년 통신 3사의 데이터센터 매출은 약 2.5조원에 달할 것으로 추정되며, 이는 2024년 전망치인 1.1조원 대비 약 127% 증가한 수준이다. 이는 통신 3사의 전체 매출 규모인 60조원 대비 상대적으로 작은 비중이나, 새로운 매출 성장 동력을 확보했다는 점에서 전략적 의미가 있다고 판단한다.

도표 112. 통신 3사 데이터센터 매출 전망



자료: 유진투자증권

도표 113. 데이터센터 매출 비중 전망



자료: 유진투자증권

주: 2027년부터 데이터센터 외의 매출 성장률은 CAGR 0.4%로 가정함

도표 114. 데이터센터 매출 추정 모델

(십억원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
SK 텔레콤							
데이터센터 매출	240	276	327	361	440	547	650
yoy	19%	15%	19%	10%	22%	24%	19%
코로케이션	204	235	278	307	374	465	552
기타	36	41	49	54	66	82	97
총 CAPA	98	98	110	110	185	210	210
가동률	81%	88%	88%	92%	63%	65%	73%
운영 CAPA	80	87	97	101	116	137	154
평균 임대료(KW/월/원)	213,746	226,075	239,115	252,907	267,495	282,925	299,244
KT							
데이터센터 매출	505	589	699	797	904	1,035	1,203
yoy	29%	17%	19%	14%	13%	14%	16%
코로케이션	429	501	594	678	769	880	1,022
기타	76	88	105	120	136	155	180
총 CAPA	122	148	172	172	172	252	252
가동률	84%	77%	74%	80%	86%	63%	70%
운영 CAPA	103	114	127	137	147	160	175
평균 임대료(KW/월/원)	347,290	367,322	388,509	410,919	434,621	459,690	486,206
LG 유플러스							
데이터센터 매출	368	400	435	472	547	621	695
yoy	13%	9%	9%	9%	16%	13%	12%
코로케이션	312	340	369	401	465	527	591
기타	55	60	65	71	82	93	104
총 CAPA	142	142	142	142	206	206	206
가동률	89%	92%	94%	97%	73%	78%	83%
운영 CAPA	126	130	134	137	150	161	171
평균 임대료(KW/월/원)	205,997	217,879	230,446	243,739	257,798	272,668	288,395

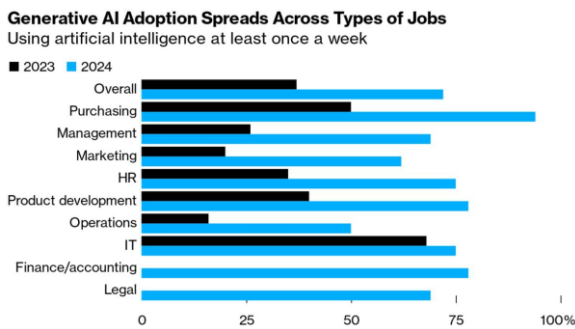
자료: 유진투자증권

클라우드 시장을 잡아라

기업들의 AI 도입은 이제 선택이 아닌 필수가 되어가고 있다. ChatGPT의 등장 이후 AI 모델 및 서비스가 급속도로 고도화되면서 기업들의 생성형 AI 도입이 본격화되고 있다. 글로벌 컨설팅사 Accenture의 생성형 AI 관련 매출이 1년 만에 9배 증가한 사례에서 볼 수 있듯이, 기업들의 AI 도입 수요가 가시화되고 있으며, 그 채택 속도는 스마트폰, 태블릿 등 과거 혁신기술의 확산 속도를 상회하고 있다. 2025년부터는 생성형 AI의 활용 사례가 더욱 확대될 것으로 전망한다.

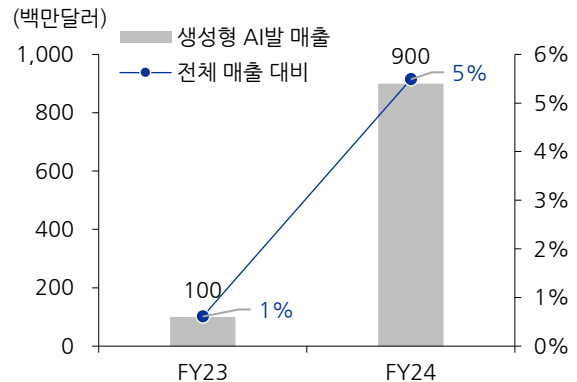
AI 도입이 가속화됨에 따라 클라우드는 핵심 인프라로서의 입지를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다. 클라우드는 크게 네 가지 측면에서 기업들에게 핵심적인 가치를 제공한다. 첫째, GPU 등 AI 학습 및 추론을 위한 컴퓨팅 인프라를 제공하고, 둘째, 급증하는 데이터의 정제·관리·분석을 가능하게 하며, 셋째, AI 모델 및 서비스 개발을 위한 플랫폼을 제공하고, 마지막으로 최종 사용자를 위한 서비스 및 애플리케이션을 제공한다.

도표 115. 생성 AI 도입률 증가 추세 확인



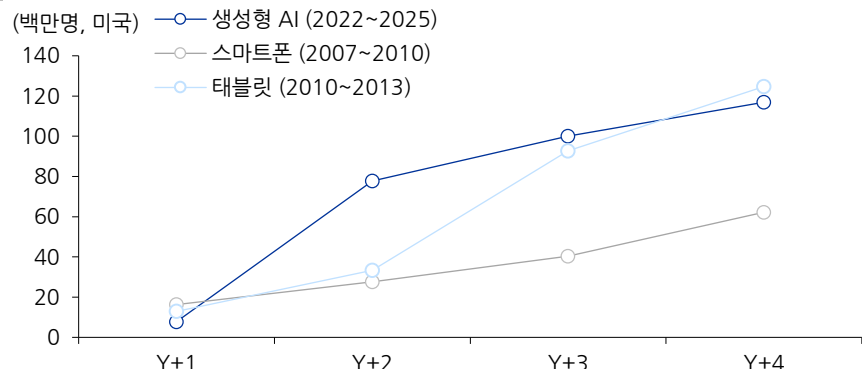
자료: Wharton

도표 116. 컨설팅 기업 Accenture의 생성 AI발 매출



자료: Accenture, 유진투자증권

도표 117. 생성 AI의 채택 속도는 과거 혁신 기술을 상회하고 있음



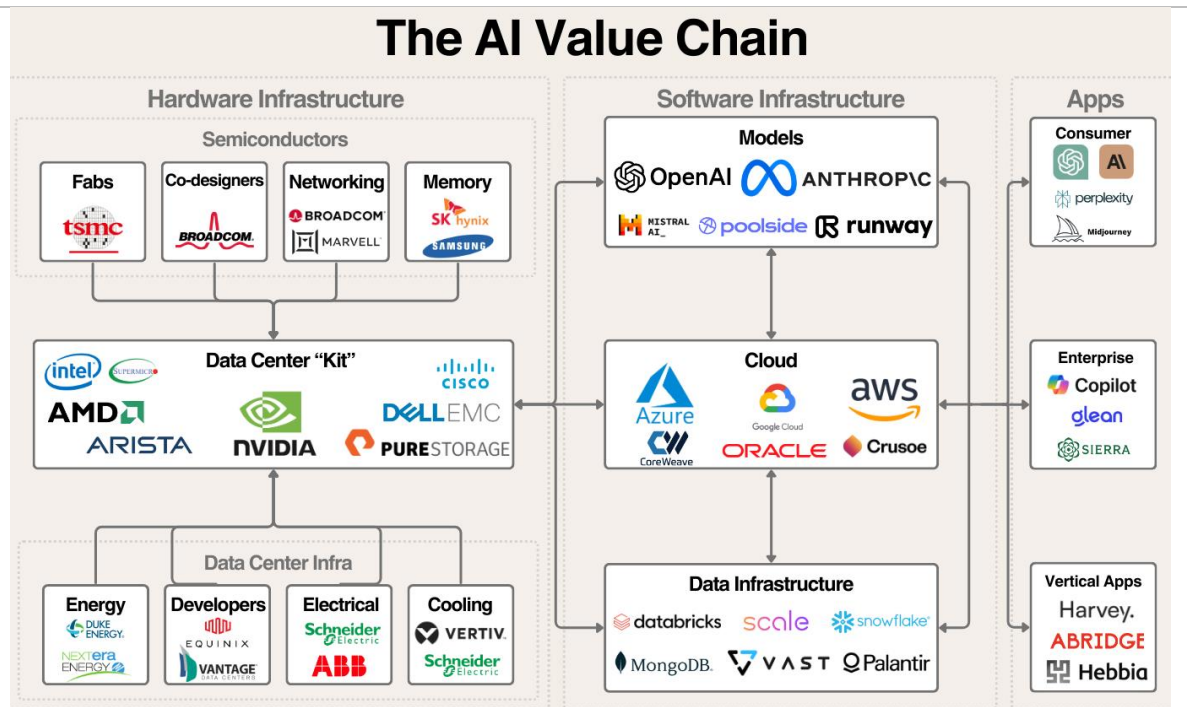
자료: eMarketer

생성 AI 시대의 클라우드 역할

기업의 생성형 AI 도입은 크게 네 가지 방식으로 구분된다. 첫째, 깃허브 Copilot 이나 어도비 Firefly 와 같이 완성된 서비스를 최종단에서 직접 사용하는 방식이다. 둘째, 에이닷과 같이 기존 AI 모델의 API 를 활용하여 자체 AI 서비스를 구축하는 방식이다. 셋째, BloombergGPT 처럼 기존 AI 모델에 자사 고유 데이터를 학습시키는 '파인튜닝' 과정을 통해 산업 및 용도에 특화된 AI 모델을 만드는 방식이다. 마지막으로, GPT-1에서 ChatGPT로 이어지는 사례와 같이 AI 모델 구축부터 프롬프트 설계, 애플리케이션 구축까지 전 과정을 자체적으로 수행하는 방식이다. 후자로 갈수록 비용과 시간 투입은 증가하나 기술적 자율성이 확보된다는 장점이 있다.

이러한 기업의 다양한 AI 도입 방식을 지원하는 핵심 인프라가 바로 클라우드 서비스이다. 클라우드는 AI 모델의 구축, 학습, 추론에 필요한 GPU 등 컴퓨팅 인프라를 제공하고, 팔란티어나 스노우플레이크와 같이 서비스-사용자 간 상호 작용으로 생성되는 방대한 데이터의 정제·관리·분석을 위한 툴을 제공한다. 또한 Azure AI Studio, Vertex AI 등의 AI 플랫폼과 Adobe Firefly 같은 최종 서비스도 제공한다. 즉, 데이터센터가 AI 를 위한 물리적 인프라를 제공한다면, 클라우드는 AI 를 위한 가상 인프라를 제공하는 것으로 이해할 수 있다.

도표 118. AI 밸류체인



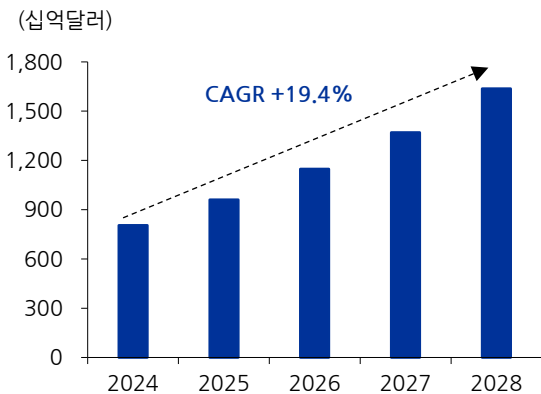
자료: Generative Value

도표 119. 생성 AI 도입 방법



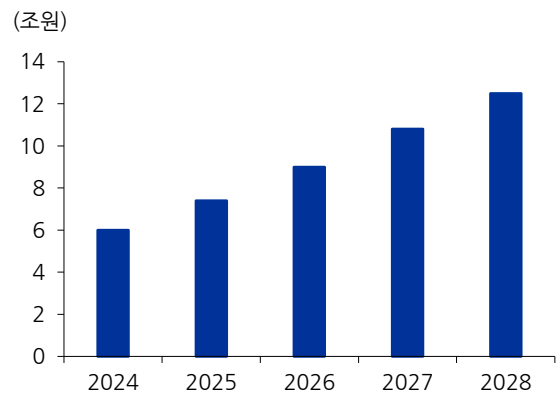
자료: Gartner 자료 재구성

도표 120. 클라우드 시장 규모 전망



자료: IDC

도표 121. 국내 클라우드 시장 규모 전망



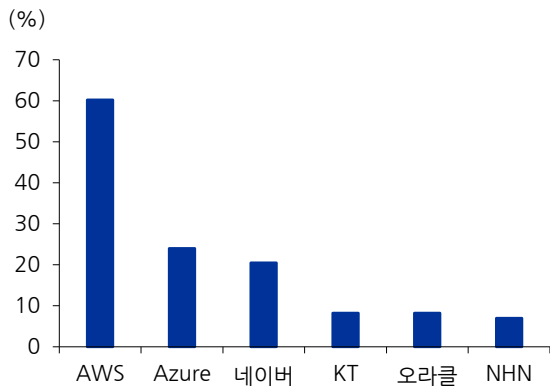
자료: IDC

통신사의 기회 점검

국내 민간 클라우드 시장은 AWS, Azure 등 글로벌 빅테크 CSP(Cloud Service Provider)가 주도하고 있는 상황이다. 국내 CSP 들은 기술력과 자본력 측면에서 상대적 열위에 있어, 민간 영역에서 글로벌 CSP 의 시장 점유율을 단기간 내 극복하기는 어려울 것으로 판단한다.

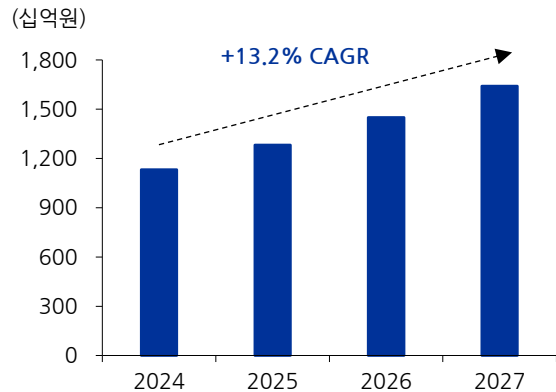
반면, MSP(Managed Service Provider) 영역은 여전히 성장 기회가 존재한다. MSP 는 CSP 와 고객을 연결하고 IT 인프라 및 시스템의 관리 업무를 대행하는 서비스를 제공한다. 기업들은 생산성 향상을 위해 AI 기반 디지털 전환을 추진하고자 하나, 클라우드 도입과 운영의 복잡성으로 인해 자체 인력만으로는 대응에 한계가 있다. MSP는 이러한 간극을 메우며, 최적화된 클라우드 인프라의 선택과 구축, 운영, 유지보수, 비용관리 등 포괄적인 관리 서비스를 제공한다.

도표 122. 국내 클라우드 CSP 점유율



자료: 과기부
주: 복수응답

도표 123. MSP 시장 규모 전망



자료: IDC

도표 124. MSP 주요 역할

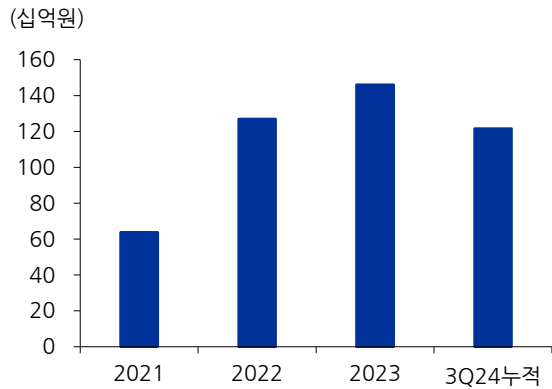


자료: 드림마크

SK 텔레콤의 MSP 사업은 의미 있는 성과를 보이고 있다. 2024 년 3 분기 누적 기준 클라우드 매출은 1,216억원으로 전년 동기 대비 20% 성장하는 등 규모는 작으나 높은 성장세를 시현하고 있다. MSP 시장의 확대 추세에 따라 동사의 클라우드 사업도 지속적인 성장이 예상된다.

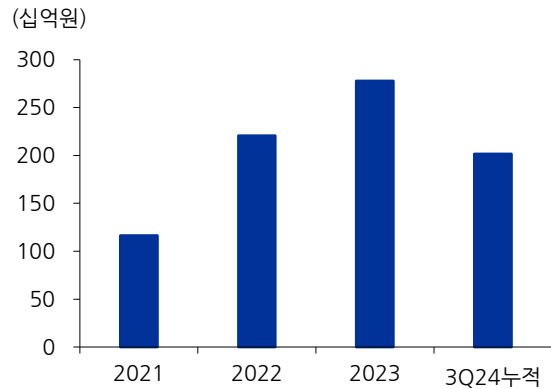
KT 역시 마이크로소프트와의 중장기 전략적 파트너십 체결을 통해 MSP 유사 시장 진출을 모색하고 있다. 2024 년 하반기에 체결된 이번 파트너십의 일환으로, KT 는 기업의 AI 도입을 지원하고 컨설팅하는 AX(AI transformation) 전문 기업을 2025 년 신설할 예정이며, 마이크로소프트의 전문 인력을 일부 포함하여 조직을 구성할 계획이다.

도표 125. SK 텔레콤 클라우드 매출 추이



자료: SK 텔레콤

도표 126. KT 클라우드 클라우드 매출 추이



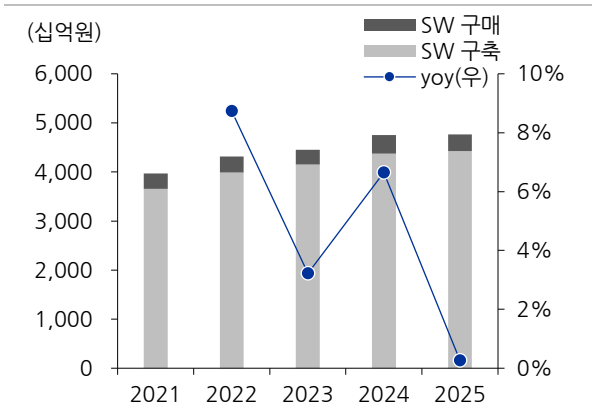
자료: KT 클라우드

공공시장에서 피어나는 AI 관심

국내 공공 AI 시장이 국내 CSP(Cloud Service Provider)들에게 새로운 기회의 영역으로 부상하고 있다. 정보통신산업진흥원(NIPA)의 '2025년 공공 SW 수요조사'에 따르면 공공부문의 전체 SW 사업 예산은 약 5.8 조원(+0.2% YoY)으로 전년과 유사한 수준을 유지하고 있으나, AI를 포함한 신기술 SW 구축 예산은 5,235 억원으로 전년 대비 10% 증가했다. 특히 AI SW 구축 예산이 약 1,800 억원으로 전년 대비 141% 급증하며 공공기관의 높은 AI 도입 의지를 반영하고 있다.

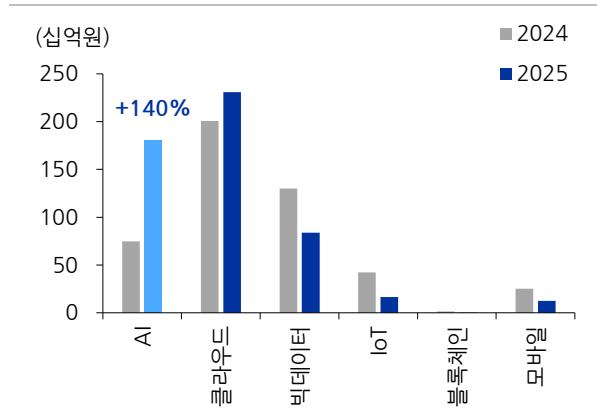
행정부 역시 공공시스템의 디지털 전환에 대한 강력한 의지를 표명하고 있다. '공공부문 정보자원 클라우드 전환 계획'에 따르면, 2026년까지 현행 및 신규시스템의 50%를 클라우드 네이티브로 전환하는 것을 목표로 설정했다. 2023년 기준 정보시스템의 클라우드 이용률은 45.4%인 반면, 클라우드 네이티브 전환률은 아직 10% 미만 수준에 머물러 있다. 최근 발표된 '클라우드 전환 기본원칙 및 기준'에서는 2030년까지 현행 정보시스템의 클라우드 네이티브 전환률 90% 달성을 목표로 제시하는 등 단계적인 클라우드 전환이 가속화될 전망이다

도표 127. 공공부문 SW 사업금액 규모 추이



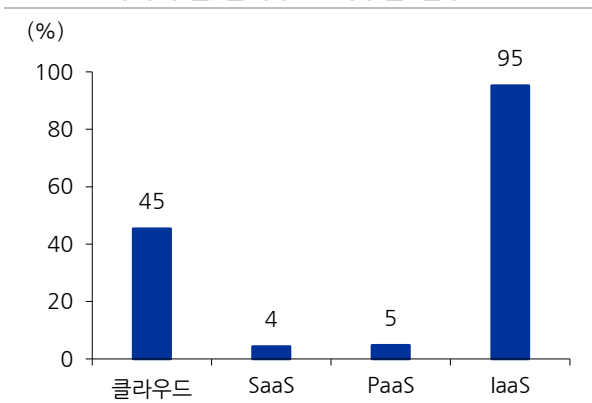
자료: NIPA

도표 128. 유형별 SW 구축 사업금액



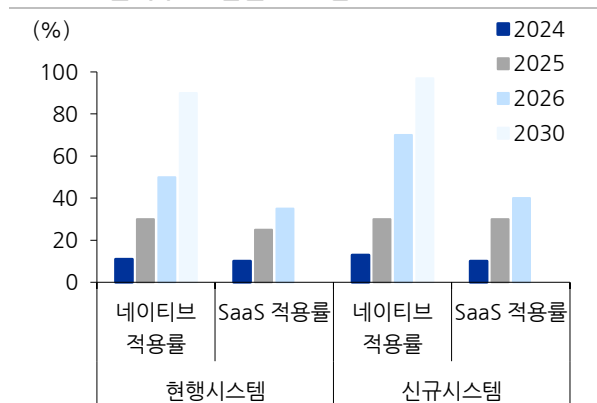
자료: NIPA

도표 129. 공공부문 클라우드 이용률 현황



자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 130. 클라우드 전환 로드맵



자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 131. 공공시스템 AI 개발 사업 목록: 공공사업자들은 이렇게 AI를 활용하려 한다 (1)

기관유형	기관명	사업분류	사업개요	총사업금액 (억원)
공공기관	전력거래소	계속사업	기존 전력 IT 시스템(전력계통운영시스템, 전력거래시스템) 내용연수 도래로 차세대 IT 시스템(EMS)도입	355
공공기관	한국교육과정평가원	신규사업	AI 기반 학력진단 시스템 국가기초학력지원포털 신규 구축	227
공공기관	한국지능정보사회진흥원	계속사업	클라우드 기반 블랜디드 통합수업체계, 지능형 학습플랫폼, 교육 유통 생태계 마련을 위한 'AI 맞춤형 교수학습플랫폼 1차 구축	140
지자체	경기도청	신규사업	경기도 데이터 통합관리를 통해 데이터 품질을 강화하고 민간·산업별 데이터, 정부·시군 공공기관 데이터 연계 강화 및 다양한 융·복합 데이터 활용 활성화 기반 구축	135
국가기관	외교부	신규사업	지능형 외교안보 데이터 플랫폼 구축(1단계)	106
국가기관	국세청	신규사업	홈택스 고도화 구축 사업	66
공공기관	서울특별시 120 다산클래더	계속사업	1. 빅데이터 분석 시스템 구축 2. 민원상담 AI 콜봇 3. 이슈알리미 4. 다국어 채팅상담	65
국가기관	중앙노동위원회	신규사업	디지털노동위원회 구축(1차년)	62
지자체	경상남도교육청미래교육원	계속사업	미래교육 AI 서버구축	61
공공기관	한국자산관리공사	신규사업	-모바일 기반 국유재산 실태조사를 통해 실태조사 업무의 효율성 향상 -촬영시기가 다른 두개의 항공영상을 분석하여 국유재산의 이용이 변화된 재산만을 추출하여 실태조사에 활용	58
국가기관	대법원	신규사업	법원 AI 플랫폼 구축 및 법률자료 지능형 검색 모델 개발	47
공공기관	한국철도공사	신규사업	Chat-Gpt 4.0 과 같은 생성형 AI를 공사 내부망에 구축	34
공공기관	국방기술품질원	계속사업	데이터 기반 과학적, 예방적 품질관리를 위한 생성형 AI 기반의 빅데이터 분석 체계 및 차세대 품질종합정보체계(IQIS) 구축사업임	25
공공기관	한국토지주택공사	신규사업	임대주택 유지보수 업무 효율화를 위한 메타버스 상담환경 구축 및 유지보수 유형을 자동 판단/분류하는 비전 AI 도입	20
지자체	강원특별자치도교육청 진로교육원	신규사업	AI 진로상담시스템구축	20
공공기관	한국토지주택공사	신규사업	문서초안생성, 유형분류 등 부서 수요기반 10개 Task 구현 및 기 구축한 질의응답 서비스의 고도화 추진	20
국가기관	국무조정실	계속사업	규제데이터와 인공지능 기반으로 규제정보의 디지털 전환 추진	18
국가기관	특허청	계속사업	AI 등 디지털 기술을 적용하여 노후화된 특허심판시스템 지능화 및 고도화 (23~25년 총 3개년 사업) 전체 추진전략 : 1. 대민 서비스 강화 2. 심판방식 고도화 3. 심판 심리지원 강화 4. 심판 인프라 강화 25년 주요 추진과제 : 심결문 점검지원 시스템 구축, AI 기반 유사 심판결문 추천, 성능 개선, 외부기관 연계	16
지자체	전라남도 광양시청	신규사업	AI 스마트 아이키움 플랫폼 구축 및 확산(스마트빌리지 공모)	15
공공기관	대한적십자사	신규사업	혈액정보 인공지능 플랫폼 및 서비스 구축으로 고객경험개선과 프로세스 최적화를 통한 혈액사업 통찰력 개발	14
국가기관	농림축산식품부	계속사업	공무원 중심의 농림사업정보시스템을 농업인 중심의 비대면 서비스로 전면 전환하여 AI기반의 맞춤형 서비스 및 농업 보조금 부정수급 방지	13
지자체	전북특별자치도 남원시청	신규사업	조사료 생산, 비닐하우스 운영, 농지이용실태조사	13
공공기관	한국남동발전	신규사업	생성형 AI 기술을 접목한 일하는 방식 전환	12
공공기관	한국문화정보원	계속사업	지능형 로봇 구축 사업	12
지자체	경기도청	신규사업	경기도 아동급식지원 플랫폼 고도화(AI 빅데이터 분석기능 탑재)를 통해 부정 사용 모니터링, 보조금 투명성 증진 및 행정업무 효율성 제고	10
지자체	경기도인재개발원	신규사업	○사업명: 2025년 교육관리시스템 고도화사업(G 맘대로톡 플랫폼 구축) ○추진목적: 수요자 맞춤형 교육환경 조성을 위한 AI 기반 교육시스템 구현 ○사업내용: 수요자 중심 소통형 학습플랫폼 구축, AI 교육비서' 구현	9
공공기관	한국소비자원	계속사업	위해정보 통합처리 플랫폼 구축 2차	9
공공기관	한국서부발전	신규사업	생성형 AI를 활용한 지식검색시스템 전면 개편	8

자료: NIPA, 유진투자증권

도표 132. 공공시스템 AI 개발 사업 목록: 공공사업자들은 이렇게 AI를 활용하려 한다 (2)

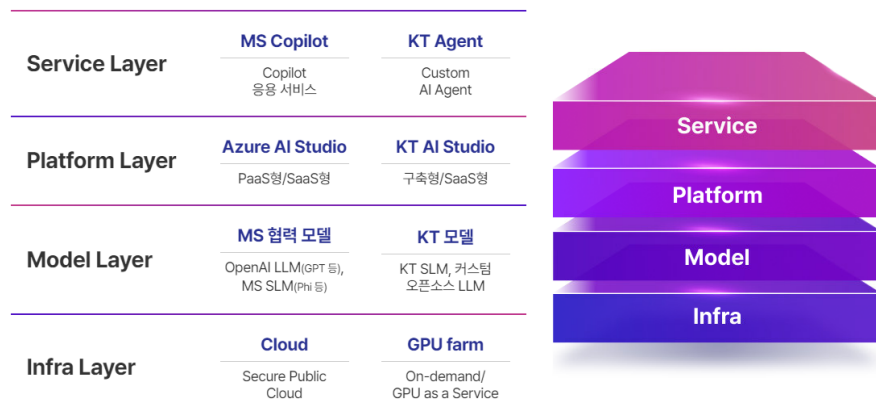
기관유형	기관명	사업분류	사업개요	총사업금액 (억원)
국가기관	농촌인적자원개발센터	계속사업	AI 기반 지능형 학습서비스 구축 - 학습자 맞춤형 교육을 위한 AI 학습큐레이션 구축 - 학습이력과 과정특성을 분석하여 개인 맞춤형 학습경로 생성	7
지자체	전북특별자치도 군산시청	신규사업	군산시 홈페이지 전면 개편	7
지자체	경기도청	신규사업	디지털·AI 등 업무환경변화에 선제적으로 대응하기 위한 감사정보시스템 도입	5
공공기관	한국교통안전공단	신규사업	TS 생성형 AI 시스템 구축 업무 프로세스 혁신 및 효율성 향상	5
공공기관	한국인터넷진흥원	신규사업	인터넷 이용자가 해킹 의심메일 수신시 악성여부를 분석하고 검사결과를 안내 하는 서비스 개발 구축	5
지자체	전라남도 곡성군청	신규사업	2025년도 스마트빌리지 확산·보급사업으로 스마트 마을기록관 플랫폼(온담) 구축	5
지자체	경기도청	신규사업	대표적인 도민 소통공간인 경기도 홈페이지에 생성형 AI 기술을 활용하여 공공 채널 정책을 대화하듯 소통함으로 행정정보 제공 편의성 증진	4
국가기관	식품의약품안전처	계속사업	기 구축·운영 중인 수입식품통합시스템(20년~)에 '인공지능 위험예측', '수입검사 자동화' 기능을 대폭 강화한 '위험예측 기반 수입식품 검사·관리 시스템'으로 고도화하여, 과학적·효율적 안전관리체계 구현 도모	3
지자체	경기도청	계속사업	디지털로 수행 가능한 단순·반복적 행정업무를 발굴, 업무자동화 기술(RPA)적용을 통해 시간절감, 업무처리의 효율성 증대	3
지자체	경상북도 포항시청	신규사업	공공분야에 민간의 최신 AI 기술 활용으로 '디지털 플랫폼 정부' 비전에 부합한 디지털 행정 추진	3
공공기관	삼천포발전본부	신규사업	현장 CCTV 모니터링 방식 개선을 위해 CCTV 오버레이 시스템 및 영상분석 AI 도입	3
지자체	경상북도 영주시청	신규사업	인공지능 기반 민원상담시스템 구축	1.2
지자체	서울특별시청	계속사업	[도시공간본부]AI 대화명 분석기능재개발	1.1
공공기관	한국전력공사	계속사업	AI 돌봄 서비스 2종(1 인가구 안부살핌, AI 안부드든) 기능 고도화 - 관리자/사용자 편의기능 보강, 민간 서비스 연계, VOC 반영 등	1.0
지자체	서울특별시 서대문구청	신규사업	지능형 선별관제시스템의 구축	1.0
지자체	서울특별시 중구청	계속사업	AI 민원시스템기능개발	0.5
지자체	울산광역시청	계속사업	사업내용 - 환경, 교통분야 등 질의응답 데이터 구축 - 초보자도 쉽게 이용할 수 있는 실시간 채팅 상담 제공 등	0.5
지자체	경기도청	신규사업	AI 도슨트 및 챗봇 등 전사 안내 서비스 탑재한 무인 정보단말기(키오스크) 설치	0.4
지자체	경상북도 포항시청	신규사업	로봇 기반 업무 자동화 기술 도입으로 부가가치가 높은 핵심 업무에 역량을 집중함으로써 업무 효율성 향상	0.4
지자체	경기도 연천군청	신규사업	PC 개인정보 이미지 데이터 검출	0.2
지자체	경기도 평택시청	신규사업	단순 반복되는 행정업무의 자동화시스템(RPA) 구축	0.2
지자체	서울특별시 광진구청	신규사업	RPA 기술을 이용해 업무자동화 추가 구축(1개) 업무자동화 시스템의 안정적인 운영 관리	0.2
지자체	경기도 용인특례시청	신규사업	콜센터 AI 보이스봇 구축	0.1

자료: NIPA, 유진투자증권

KT는 공공클라우드 시장에서 52%의 점유율을 보유한 1위 사업자로서, 기존의 레퍼런스를 기반으로 AI 분야에서도 꾸준한 실적을 쌓아가고 있다. 대표적으로 과기부&NIPA 주관의 '고성능 컴퓨팅 지원사업'에서 KT 클라우드는 중소기업, 스타트업, 대학교 등 연구기관을 대상으로 AI 개발에 필요한 클라우드 기반 컴퓨팅 자원을 제공하고 있으며, 해당 사업의 시장점유율을 2023년 37%에서 2024년 70%로 확대하며 공공기관 주도의 AI 컴퓨팅 사업을 선도하고 있다.

2025년부터는 마이크로소프트와의 전략적 파트너십을 통해 더욱 다양한 AI 서비스 포트폴리오를 구축하고, 고도화된 보안이 적용된 공공/금융 클라우드 서비스(Secure Public Cloud)를 제공할 예정이다. 신규 서비스들은 Azure 기반으로 구축되거나 마이크로소프트와의 공동 개발을 통해 제공될 예정이다. 이는 KT가 마이크로소프트의 기술력을 활용하여 신규 서비스를 개발·판매할 수 있고, 마이크로소프트는 KT의 공공분야 네트워크와 레퍼런스를 통해 시장 점유율을 확대할 수 있는 상호 보완적 협력 관계로 해석된다.

도표 133. KTX 마이크로소프트 AI 서비스 포트폴리오



자료: KT

도표 134. 마이크로소프트와 공동 개발하는 'Secure Public Cloud'



자료: KT

GPU 불모지에 필요한 사업, GPUaaS

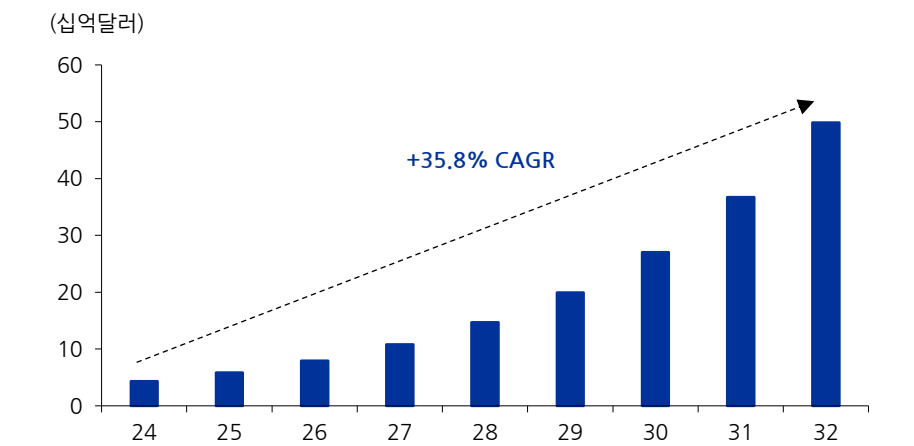
데이터센터를 보유한 통신사들이 이를 기반으로 GPU 를 확보하여 GPUaaS (GPU-as-a-Service) 사업에 진출하는 추세가 확대되고 있다.

GPUaaS 는 클라우드 환경에서 GPU 를 종량제 형태로 제공하는 서비스로, 글로벌 빅테크 대비 상대적으로 저렴한 가격과 고객 맞춤형 컴퓨팅 리소스 조정이 가능하다는 장점을 바탕으로, GPU 수요가 다양한 조직들에게 효과적인 대안이 될 것으로 전망한다.

국내 통신사들도 GPUaaS 시장 진출을 가속화하고 있다. SK 텔레콤은 지분투자를 단행한 람다와의 협업을 통해 SK 브로드밴드의 가산 데이터센터에 3MW 를 할당하여 람다 보유 GPU 를 설치했으며, 2024 년 12 월부터 GPUaaS 사업을 개시했다. KT 는 2024 년 'AI Train' 서비스를 출시했으며, 과기부&NIPA 주관의 '고성능 컴퓨팅 지원 사업'을 통해 중소기업, 스타트업, 대학교 등 연구기관을 대상으로 AI 개발에 필요한 클라우드 기반 컴퓨팅 자원을 제공하고 있다.

SK텔레콤 유영상 대표에 따르면 한국의 H100 보유량은 2천개 수준에 불과하며, 과기부 산하 기관의 설문조사에서도 국내 주요 1,441 개 AI 기업이 보유한 H100 은 2023 년 말 기준 1,961 개로 집계되었다. 글로벌 빅테크의 평균 GPU 보유량이 15 만개인 점을 감안하면 국내 GPU 보유량은 현저히 낮은 수준이다. 국내 GPU 공급이 제한적인 상황에서 AI 학습 및 추론 수요가 한국 기업들 사이에서 활성화될 경우, 국내 GPUaaS 시장의 성장이 가속화될 것으로 전망된다.

도표 135. GPUaaS 시장 규모 전망



자료: Fortune Business Insights

도표 136. GPUaaS 사업을 시작하는 글로벌 통신사들

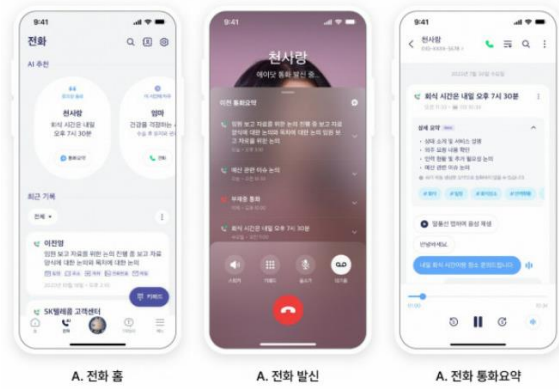
국가	기업	내용
말레이시아	Maxis	Singtel 및 Bridge Alliance 와 파트너십을 맺어 지역 전반에 걸쳐 Singtel 의 GPUaaS 서비스를 활용
싱가포르	Singtel	Bridge Alliance, GMI Cloud, Nscale 과 전략적 파트너십을 구축. 동남아시아와 유럽 전역에 GPUaaS 서비스를 확대
태국	AIS	Singtel 및 Bridge Alliance 와 파트너십을 맺어 GPUaaS 를 제공
한국	SK Telecom	가산 데이터센터에 NVIDIA GPU 클러스터를 배치하기 위해 GPU 클라우드 제공업체인 Lambda Labs 와 파트너십 체결
한국	KT	엔비디아 GPU 를 확보하여 AI Train 서비스 개시
말레이시아	Telekom Malaysia	Radian Arc 와 파트너십 체결
인도네시아	Indosat Ooredoo Hutchison	NVIDIA 와, 기업 및 공공 부문을 위한 AI 와 생성형 AI 솔루션을 강화하기 위해 Google Cloud 와 파트너십을 체결

자료: 각 사, 유진투자증권

B2C에서의 기회

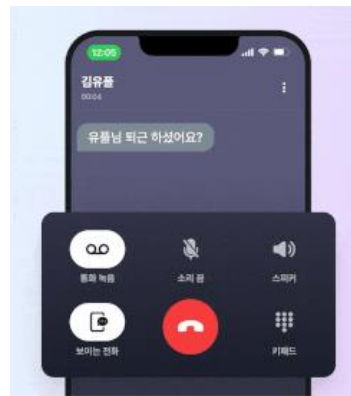
통신사들은 AI를 활용하여 B2C 영역으로의 사업 확장을 도모하고 있다. SK 텔레콤은 AI 기반 통화녹음 서비스 '에이닷', LG 유플러스는 '익시오'를 출시하여 서비스 중이다. 두 서비스는 통화녹음을 기본으로 하되 차별화된 방향성을 보이고 있는데, 에이닷은 GPT, Claude, Perplexity 등 글로벌 최상위 AI 모델들을 하나의 플랫폼에서 이용할 수 있는 통합 서비스를 제공하는 반면, 익시오는 대리 응답, 보이스피싱 탐지 등 통신 특화 서비스에 중점을 두고 있다. 특히 에이닷은 누적 가입자 800 만명을 달성하며 이용자 확보 측면에서 주목할 만한 성과를 보이고 있다.

도표 137. 에이닷의 통화녹음 기능



자료: 에이닷

도표 138. 익시오의 통화녹음 기능



자료: 익시오

도표 139. 에이닷의 AI Aggregator 기능



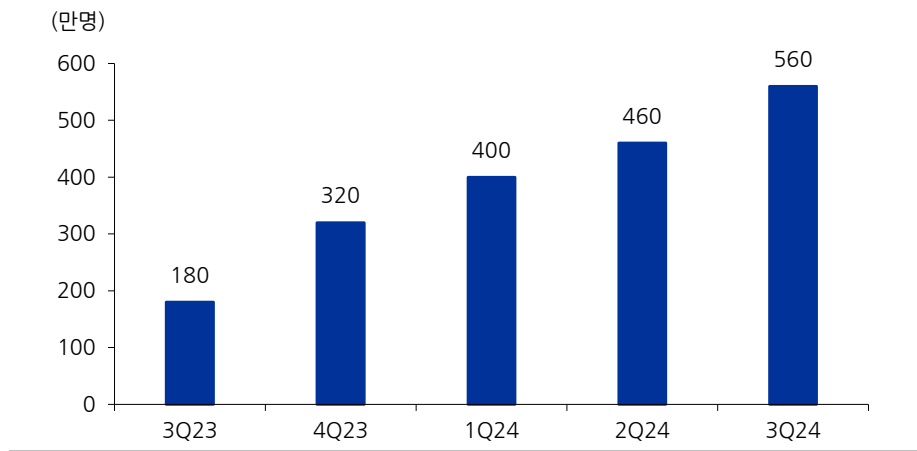
자료: 에이닷

도표 140. 익시오의 통신 특화 서비스



자료: 익시오

도표 141. 에이닷 누적 가입자 수 추이



자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

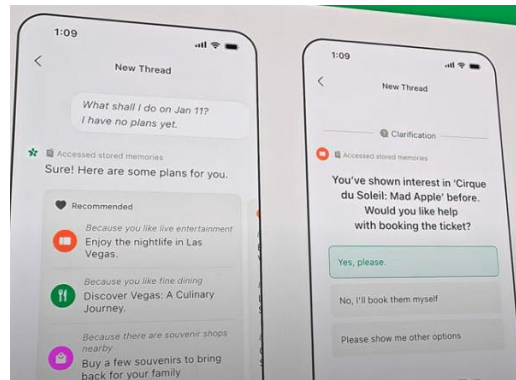
SK 텔레콤은 AI Agent 를 통한 해외 진출도 준비하고 있다. SK 텔레콤이 설립한 자회사 Gap.Co(Global AI Platform Corporation)는 미국 시장을 겨냥한 AI Agent 'Aster'를 개발 중이며, 네이버 클로바 출신의 정석근 대표와 정민영 CTO가 프로젝트를 주도하고 있다. 2025년 3월 북미 베타테스트가 예정되어 있으며, Aster는 SK텔레콤이 지분투자한 Perplexity의 모델을 기반으로 기술적 과제들을 해결했을 것으로 추정된다. 신생 브랜드인 만큼 해외 시장 진출을 위해 다양한 외부 파트너사들과의 협력이 예상되며, 특히 단순 질의응답을 넘어 실제 행동(Action)까지 수행하는 AI Agent의 특성상, 외부 파트너사의 API를 활용한 서비스 구현이 예상된다. 다만 북미 시장에서 빅테크 및 글로벌 AI 기업들과의 치열한 경쟁이 불가피할 것으로 전망한다.

도표 142. Aster의 기능



자료: SK 텔레콤

도표 143. Aster 예시 화면



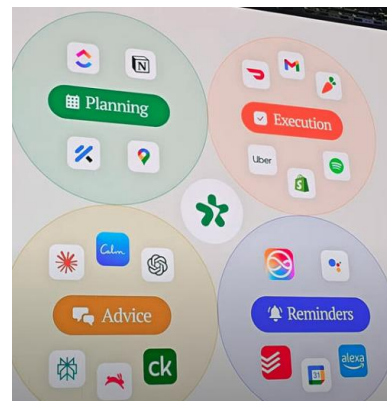
자료: SK 텔레콤

도표 144. Gap.Co 직원 수 추이



자료: LinkedIn

도표 145. 외부 파트너사와 협력할 Aster



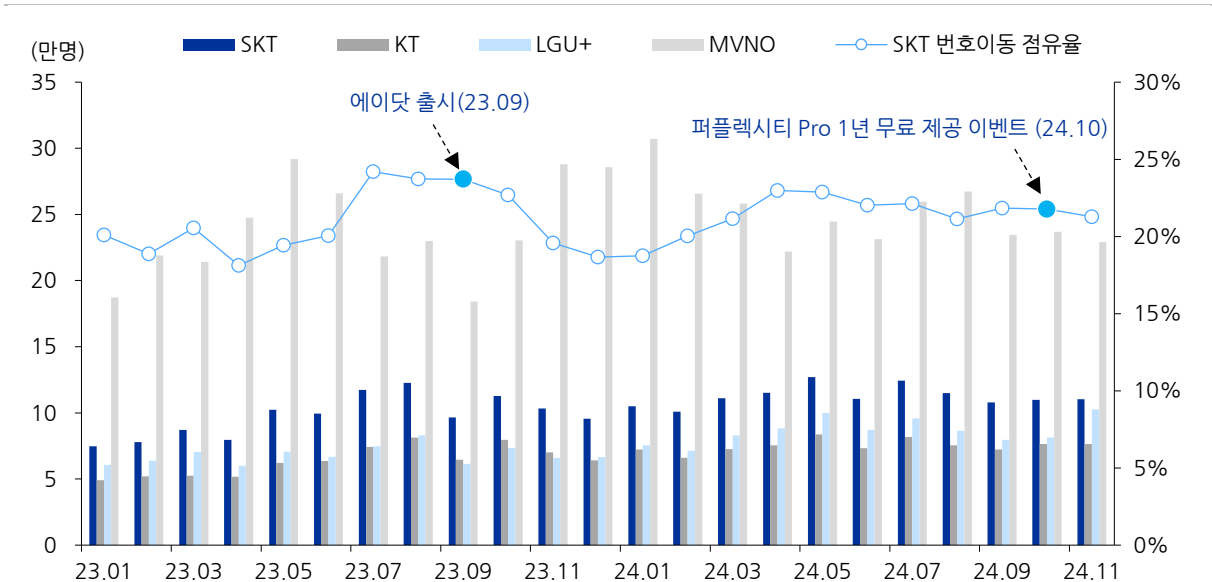
자료: SK 텔레콤

실질적 효용에 대해

통신사의 AI Agent 는 직접 수익화, 가입자 유치, 요금제 업셀링이라는 세 가지 측면에서 효용을 기대할 수 있다. 직접 수익화 측면에서는 에이닷과 익시오 모두 기본 기능 외 부가 서비스에 대한 유료화가 예상되나, 제한적인 국내 이용자 기반과 낮은 유료 전환 수요로 인해 단기 수익화는 어려울 것으로 전망된다. OpenAI의 COO가 ChatGPT의 유료 전환율이 6%에 불과하다고 밝힌 점(2024년 9월)에서도 알 수 있듯이, 생성형 AI 서비스의 대중화는 아직 진행 중이다. 글로벌 선도 기업들과 마찬가지로 통신사들도 당분간은 수익화보다 이용자 기반 확보에 주력할 것으로 예상된다.

가입자 유치 효과 역시 아직은 현재 수준의 서비스로는 제한적일 것으로 판단된다. 2023년 9월 출시된 에이닷의 사례는 이를 잘 보여주는데, 통신 3사 중 유일한 통화녹음 독점 서비스였음에도 유의미한 가입자 이동이 발생하지 않았다. 이는 가족결합할인, 장기고객 혜택 등으로 구축된 국내 이동통신 시장의 높은 진입 장벽을 보여주는 사례로, AI Agent가 효과적인 가입자 유치 수단이 되기 위해서는 보다 혁신적이고 차별화된 서비스가 필요할 것으로 보인다.

도표 146. 번호이동자 수 추이: 에이닷 출시 이후 유의미한 변화 없음

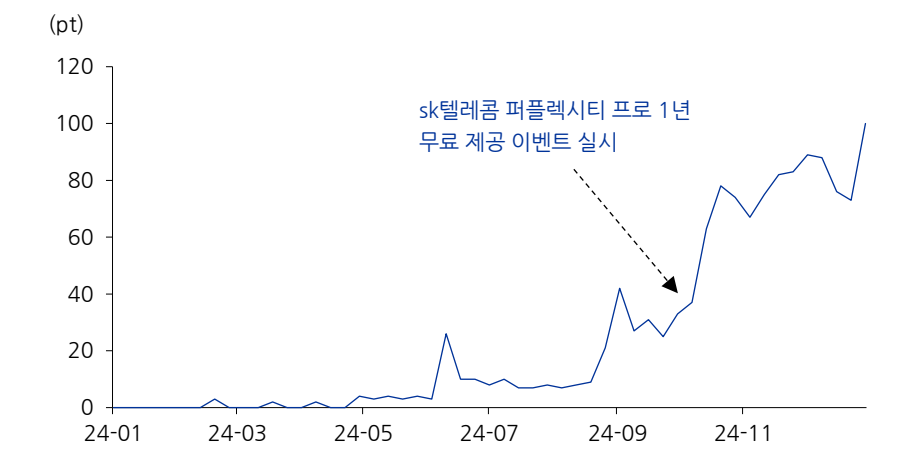


자료: KTOA, 유진투자증권
 주: 번호이동 = 통신사 이동

요금제 업셀링 관련해서는 아직 공식화된 전략은 없으나, 유료 AI 서비스를 고가 요금제의 부가 혜택으로 포함시켜 ARPU 상승을 도모할 가능성이 있다. 현재도 통신사들은 유튜브 프리미엄, 넷플릭스, 디즈니플러스 등 인기 구독서비스를 고가 요금제의 부가혜택으로 제공하고 있어, 월구독 기반 AI 서비스도 이러한 전략의 연장선상에서 고려될 수 있다.

SK 텔레콤의 경우 Perplexity와의 제휴를 통해 자사 가입자에게 1년간 유료 버전을 무상 제공하는 이벤트를 진행한 바 있으며, 이를 통해 Perplexity 의 인지도가 크게 상승했다. 1년 이벤트 종료 시점에 SK 텔레콤이 Perplexity Pro 를 부가혜택으로 포함한 요금제를 출시할 가능성이 있으며, AI 검색 분야의 선도 서비스인 만큼 유의미한 수요가 있을 것으로 예상된다.

도표 147. 퍼플렉시티 한국 google trend 추이



자료: google trend, 유진투자증권

도표 148. 퍼플렉시티 프로가 고가요금제에 부가혜택으로 편입된다면?

5GX 플래티넘(넷플릭스)

무제한

테더링/공유 120GB

집/이동전화 무제한, 영상/부가통화 300분 · 문자 기본 제공

넷플릭스 프리미엄 제공

T 멤버십 VIP 혜택

스마트기기 2회선 이용요금 무료

월 125,000원

선택약정 반영 시 93,705원

자료: SK 텔레콤

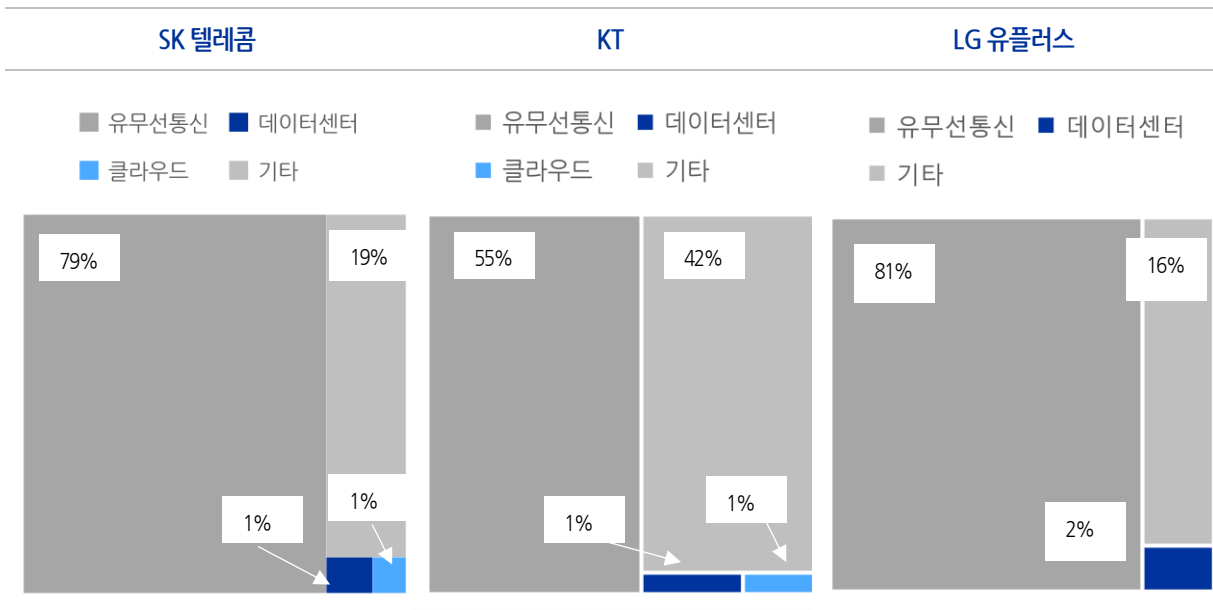
무엇을 기대해야 하는가

연간 11 조~14 조원의 유무선통신 매출을 기록하는 통신사들에게 AI 신사업이 단기간 내 유의미한 매출 비중을 차지하기는 현실적으로 어려울 것으로 보인다. 특히 데이터센터, 클라우드, B2C 서비스 등이 현재로서는 내수시장을 주요 타깃으로 하고 있어, 시장 규모의 특성상 창출 가능한 매출에도 한계가 있다.

그러나 통신업의 핵심적인 과제는 제한적인 매출 성장에 있다. 현재는 5G 투자 회수기까지 약 5 년이 남아있고, 6G 상용화까지는 약 10 년이 소요될 것으로 예상되어 당분간 성장 모멘텀을 찾기 어려운 상황이다. 이러한 맥락에서 AI 사업이 통신사의 전체 매출 성장을 하락을 방어하고 반등의 모멘텀을 제공할 수 있다면 이는 상당한 전략적 의미가 있는 것으로 평가한다.

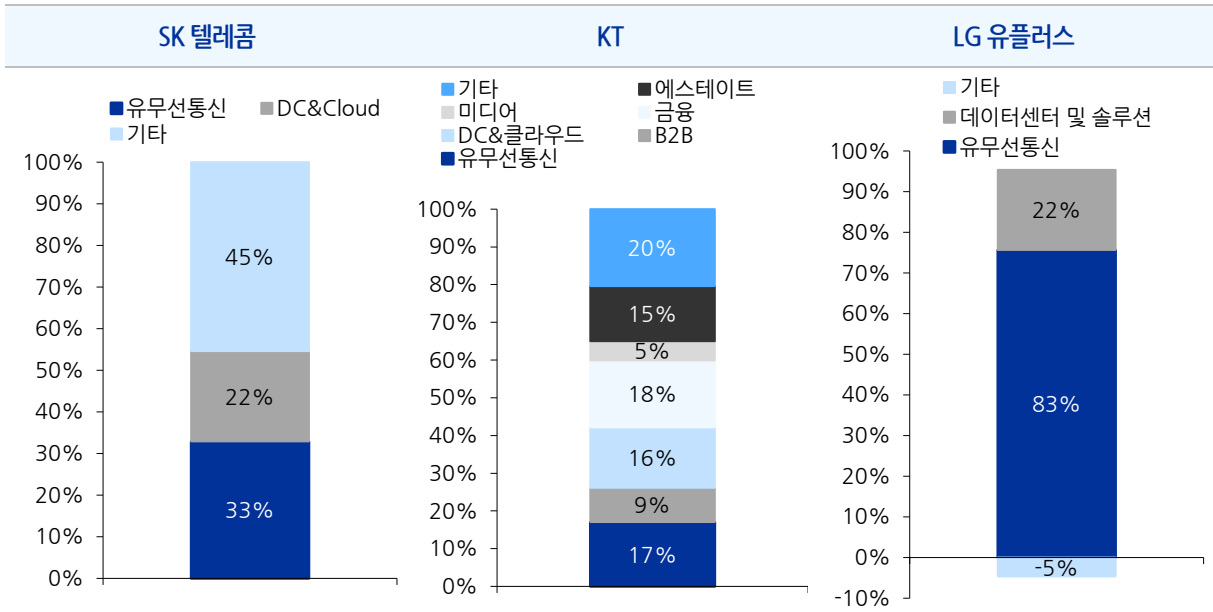
글로벌 통신사 중 높은 밸류에이션 멀티플을 기록하고 있는 Softbank Corp. 의 사례는 이러한 관점에서 주목할 만하다. 동사는 유무선통신 매출이 하락세를 보이고 있음에도 불구하고, 여타 사업 영역에서의 성장이 전체 매출 성장을 견인하고 있어 통신사가 지향해야 할 이상적인 성장 모델을 보여주고 있다. 또한 데이터센터, 클라우드, AI B2C 플랫폼 등은 본질적으로 고마진 사업 구조를 가지고 있다. 규모의 경제를 달성한다면 고마진 매출 비중 확대를 통해 통신사의 전체 영업이익률 개선에 기여할 것으로 전망한다.

도표 149. 통신 3 사 사업별 매출 비중



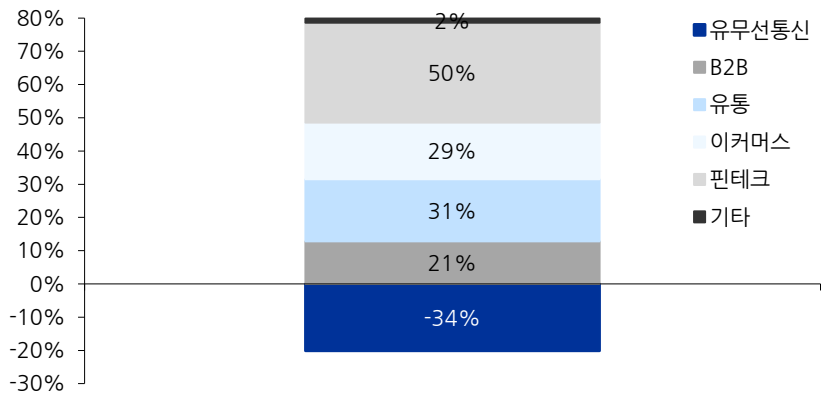
자료: 각 사, 유진투자증권
 주: 2023 년 기준

도표 150. 통신 3사 2022년 대비 2023년 매출 증분 기여도



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 151. 모범사례: 소프트뱅크 (FY22 대비 FY23 매출 증분 기여도)

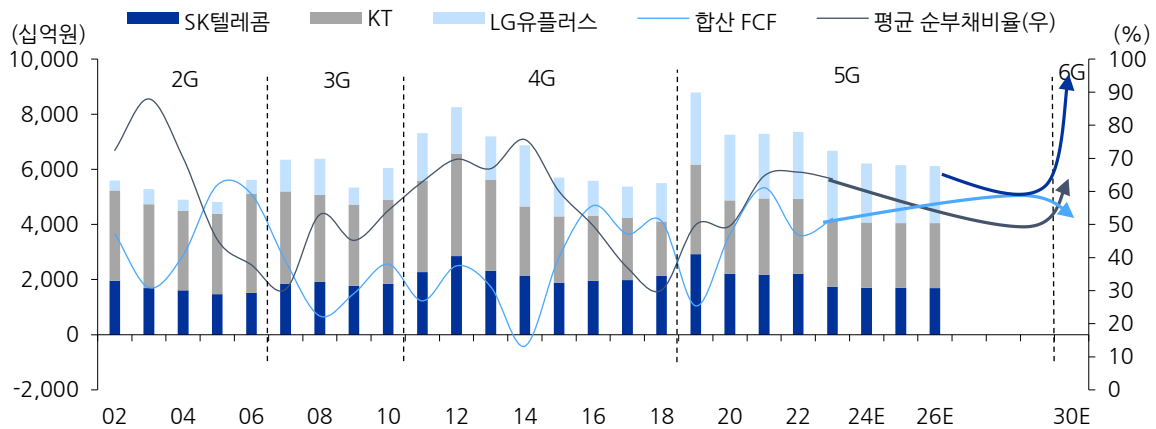


자료: Softbank Corp, 유진투자증권

Q. AI 사업 투자로 인한 현금흐름 및 비용 부담은?

현재 통신업계는 5G 전국망 구축 완료로 이익 회수기에 진입했다. 6G 상용화 예상 시점인 2030년까지 네트워크 관련 투자는 지속적으로 감소할 전망으로, 향후 4-5년간 네트워크 투자 감소에 따른 자원 여력이 AI 관련 투자 비용을 일부 상쇄할 것으로 예상된다.

도표 152. CAPEX 추이 전망

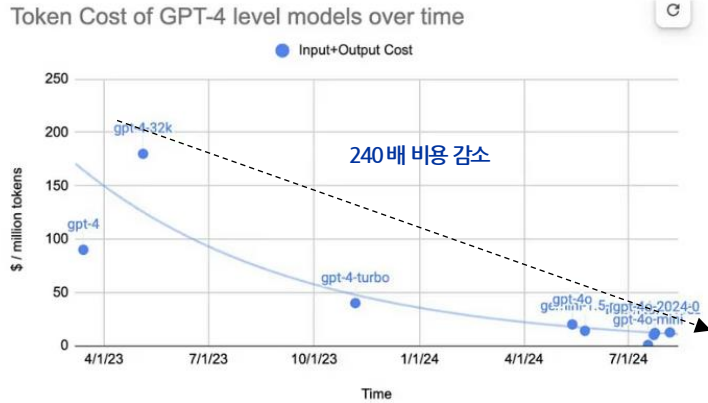


자료: 유진투자증권

통신 3사의 AI 전략은 '협력'을 핵심 키워드로 설정하고 있다. 자체 리소스 의존도를 낮추고 국내외 파트너사와의 협력을 통해 사업을 전개하는 방식이다. 예컨대 SK텔레콤은 GPUaaS 사업에서 람다랩스의 GPU를 공급받아 자사 데이터센터에 할당함으로써 비용 부담과 GPU 공급 부족 문제를 동시에 해결했다.

클라우드 및 B2C 서비스의 핵심인 생성 AI 기술력 격차도 협력을 통해 극복하고 있다. KT는 마이크로소프트와의 전략적 파트너십을 통해 GPT, Phi 등 AI 모델과 관련 서비스를 포트폴리오에 추가했으며, LG유플러스는 모회사 LG의 AI 모델 '엑사원'을 파인튜닝하여 '익시원'을 비교적 저렴한 비용으로 확보했다. SK텔레콤의 '에이닷'은 글로벌 AI 모델의 API 호출 구조를 채택했는데, AI 모델의 토큰 비용이 2년간 240배 하락하는 등 비용 부담이 대폭 완화되었다.

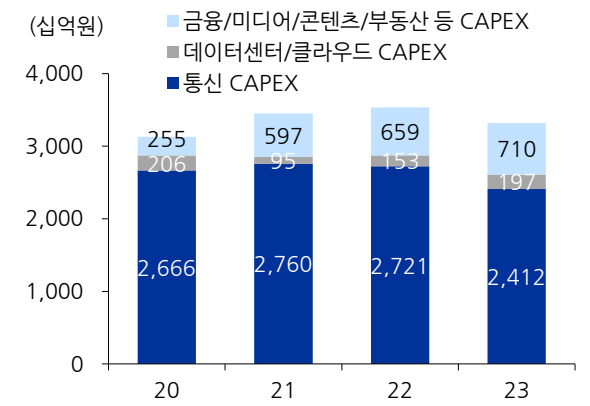
도표 153. AI 모델 API 호출 비용의 급격한 감소



자료: Elad Gil

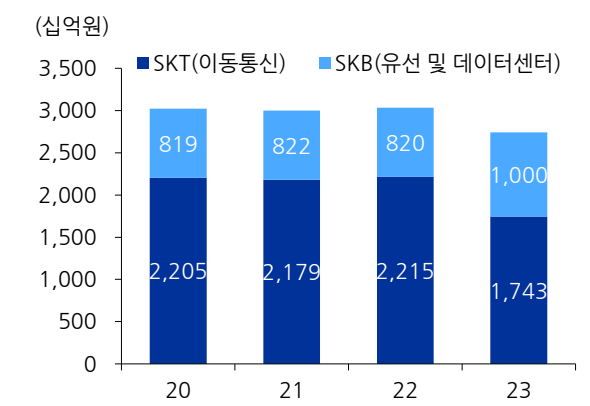
통신사의 CAPEX 추이를 보면 네트워크 투자는 감소 또는 정체된 반면, 데이터 센터, AI 등 기술 영역 투자는 증가하고 있다. 이는 글로벌 통신사들에서도 확인 되는 공통된 현상으로, 네트워크 CAPEX 감소와 AI 관련 CAPEX 증가의 조합은 한국을 포함한 글로벌 통신업계의 흔히 보일 양상이 될 것으로 전망한다.

도표 154. KT CAPEX 추이



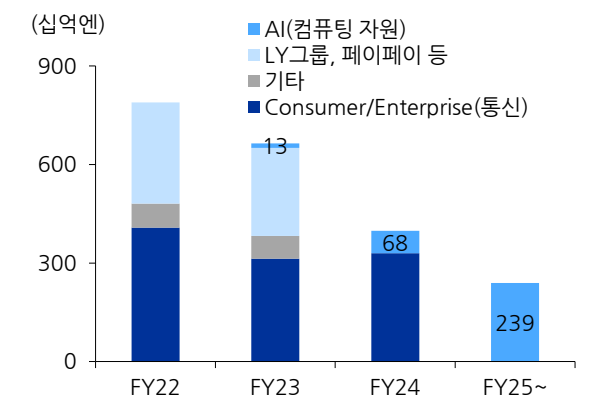
자료: KT, 유진투자증권

도표 155. SK 텔레콤 CAPEX 추이



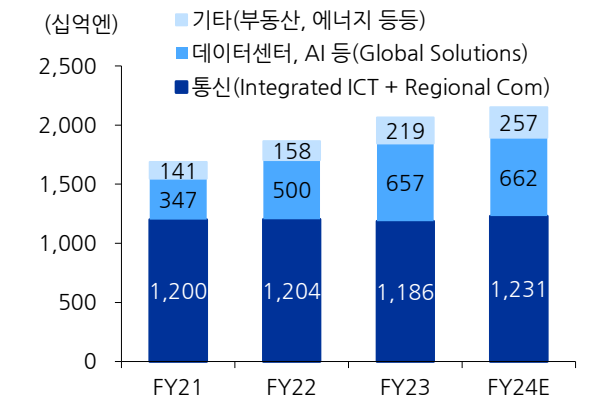
자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 156. 소프트뱅크 CAPEX 추이



자료: 소프트뱅크, 유진투자증권

도표 157. NTT CAPEX 추이



자료: NTT, 유진투자증권

V. 단통법 폐지 영향 분석

단말기유통구조개선법(이하 '단통법')이 2025년 7월 22일부로 폐지될 예정이다. 단말기 보조금 상한 규제가 해제됨에 따라 시장은 두 가지 방향으로 전개될 수 있다. 하나는 통신사들이 시장점유율 확대를 위해 공격적인 보조금 경쟁을 재개하여 마케팅비가 급증하는 시나리오이며, 다른 하나는 과열 경쟁을 지양하고 마케팅비를 합리적 수준에서 통제하는 시나리오이다.

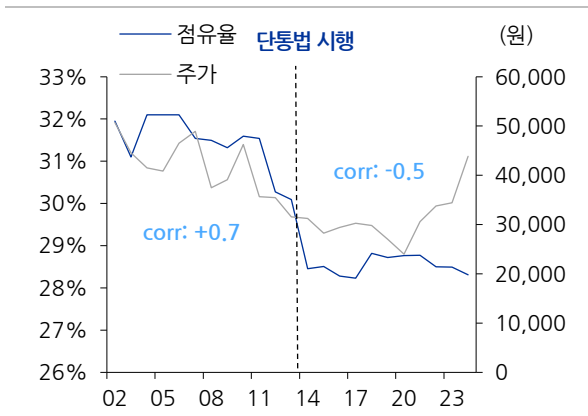
당사의 분석에 따르면, 통신사들이 마케팅비 통제를 통해 질서 있는 시장 경쟁을 유지할 것으로 전망되며, 이는 다음의 4가지 근거에 기반한다.

1. 산업 밸류 포인트의 차이

단통법 도입 이전에는 이동통신사업자(MNO)의 가입자 시장점유율이 주가 방향성을 결정하는 핵심 변수였다. 그러나 현재는 주주환원, 이익률, 비통신 사업의 성과 등 다양한 요소들이 주가에 더 큰 영향을 미치고 있으며, 가입자 시장점유율의 중요성은 상대적으로 감소했다.

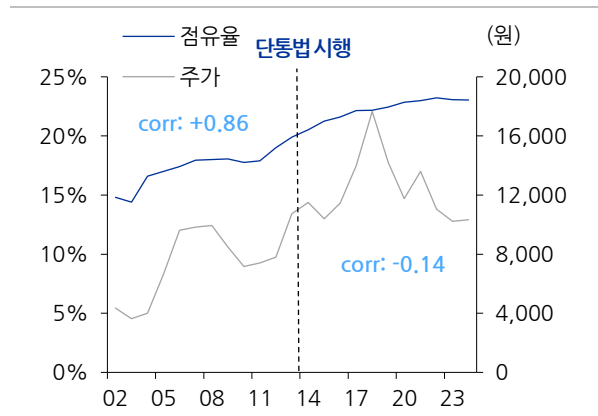
이는 통신산업의 환경 변화와 맞물린다. 통신업 자체에서 창출할 수 있는 부가가치가 지속적으로 축소되면서 영업성과의 중요성이 하락했으며, 과거 매출 성장을 전적으로 견인하던 이동통신 사업과 달리, 현재는 통신업 외에도 매출을 창출할 수 있는 다양한 사업 영역이 존재하기 때문이다.

도표 158. KT 핸드셋 회선 점유율 및 주가



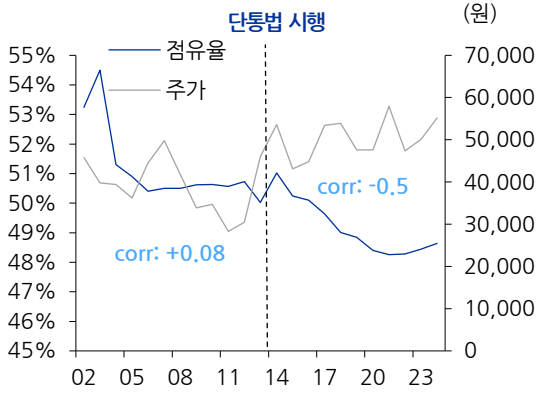
자료: KT, 유진투자증권

도표 159. LG 유플러스 핸드셋 회선 점유율 및 주가



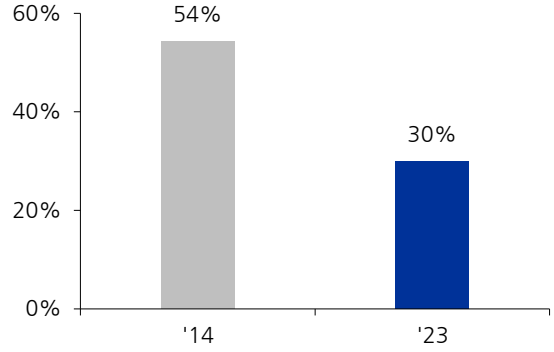
자료: LG 유플러스, 유진투자증권

도표 160. SK 텔레콤 핸드셋 회선 점유율 및 주가



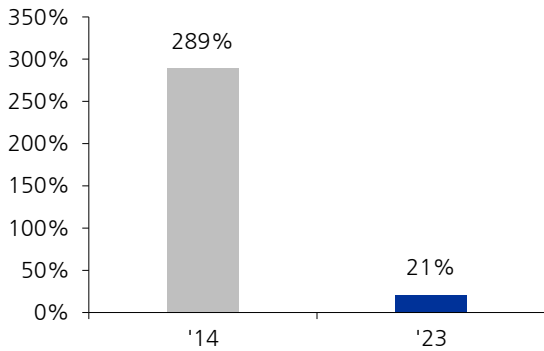
자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 161. SK 텔레콤 매출 증가 이동통신 의존도



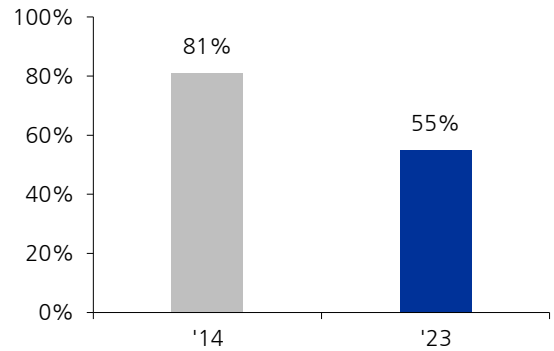
자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 162. KT 매출 증가 이동통신 의존도



자료: KT, 유진투자증권
주: 단말기수익 제외

도표 163. LG 유플러스 매출 증가 이동통신 의존도



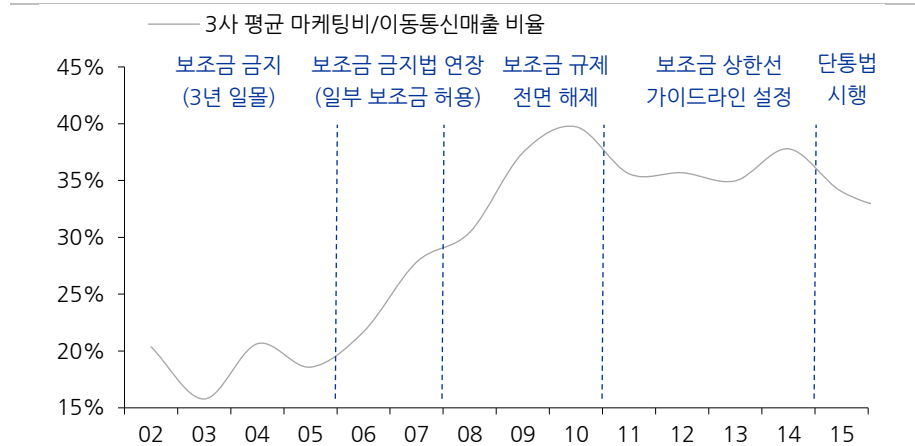
자료: LG 유플러스, 유진투자증권
주: 단말기수익 제외

2. 나는 이 게임을 해봤어요! (Feat. 과거 사례)

보조금 경쟁은 필연적으로 출혈을 수반한다. 보조금 경쟁이 투자자들에게 정당화되기 위해서는 가입자 시장점유율 확대를 통한 경제적 효과가 보조금 지출 비용을 상회해야 한다. 그러나 과거 사례를 분석한 결과, 단통법 폐지 이후 전개될 수 있는 보조금 경쟁은 득보다 실이 클 것으로 판단한다.

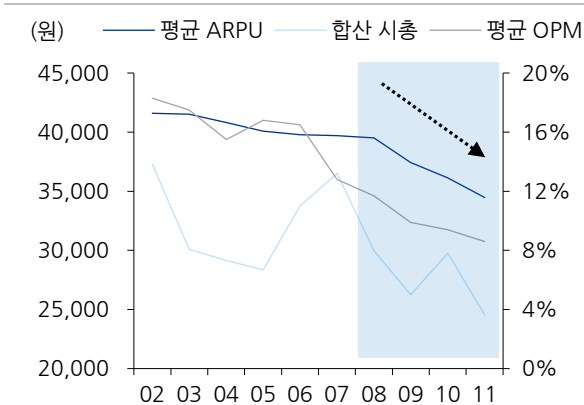
보조금 규제 완화의 역사적 사례를 살펴보면, 2006년부터 규제가 완화되어 2008년~2010년 기간 동안 보조금 경쟁이 전면 허용된 바 있다. 해당 기간 마케팅비는 급증한 반면, 이동통신 수익성의 핵심 지표인 ARPU는 하락하며 수익성이 악화되었고 주가 역시 부진했다. 그러나 목표했던 시장점유율의 유의미한 변동은 발생하지 않았다. 이는 소비자들이 통신사들의 지속적인 번호이동 보조금 상향으로 인해 특정 통신사에 정착할 필요성을 느끼지 못했기 때문이다.

도표 164. 보조금 규제 기조에 따른 경쟁 강도 추이



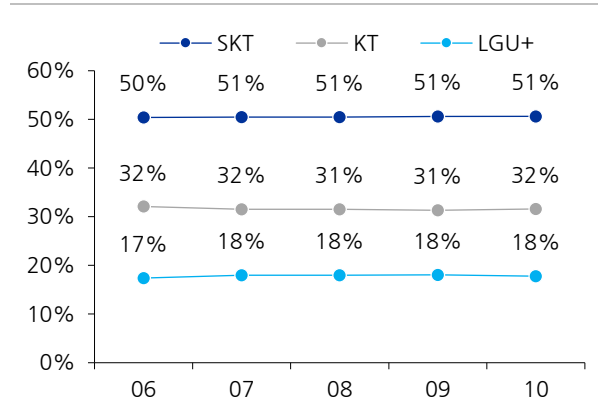
자료: 유진투자증권

도표 165. ARPU, OPM, 시가총액 모두 하락



자료: 유진투자증권

도표 166. 결국 점유율 변동은 없었다



자료: 과기부, 유진투자증권

현재 상황을 보면, 단통법 하에서도 이른바 '성지'로 불리는 곳에서는 우회적인 방법으로 대량의 보조금이 지급되고 있으나, 10-12 만원대의 고가요금제 6 개월 가입 및 번호이동이 전제조건이다. 단통법 폐지 후에도 유사한 조건이 유지될 것으로 예상되는데, 6 개월 의무가입 기간 종료 후 타사 이동이나 저가요금제 전환 가능성이 높아 2008~2010 년과 유사하게 마케팅비 증가 대비 경제적 효과는 제한적일 것으로 전망된다.

도표 167. 성지 시세표 예시

(만원)	SKT			KT			LGU+		
	요금제	번이	기변	요금제	번이	기변	요금제	번이	기변
아이폰 16 256GB	10.9	37	70	11.0	11	21	11.5	-11	5
아이폰 16 프로 256GB	10.9	65	103	11.0	72	82	11.5	30	59
갤럭시 S24 256GB	10.9	-20	1	11.0	-12	-4	11.5	-25	-1
갤럭시 S24 울트라 256GB	10.9	33	56	11.0	30	39	11.5	16	54
필요 조건	<ul style="list-style-type: none"> • 현금 완납 기준 시세표. 할부로 진행 시 +5만원 추가금 발생 • 요금제 유지기간은 6개월, 약정은 24개월 • 각종 부가서비스 미가입시 추가금 발생 								

자료: 유진투자증권

시뮬레이션 분석 결과, 과거 수준의 마케팅비 증가를 정당화하기 위해서는 46% 수준의 ARPU 상승이 필요한 것으로 나타났다. 그러나 ARPU 는 연간 1% 미만의 변동성을 보이는 안정적 지표이며, 현재 5G 보급률이 74%로 포화상태에 근접한 상황에서 4~6%의 ARPU 상승 가능성은 극히 제한적이다.

도표 168. 보조금 상향에 따른 이동통신(무선)매출 마케팅비 스프레드 시뮬레이션

(십억 원)	ARPU 인상률	23FY	1%	3%	5%	10%	BEP	비고
SKT	가입자(천명)	22,982	22,982	22,982	22,982	22,982	22,982	
	ARPU(원)	38,269	38,652	39,417	40,183	42,096	39,914	23년 대비 4.3% 증가
	이동통신매출	10,554	10,660	10,871	11,082	11,609	11,008	
	마케팅비비율	27.2%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	
	마케팅비	2,871	3,219	3,283	3,347	3,506	3,325	
	이동매출 - 마케팅비 스프레드	7,683	7,440	7,587	7,735	8,103	7,683	
KT	가입자(천명)	13,517	13,517	13,517	13,517	13,517	13,517	
	ARPU(원)	34,302	34,645	35,331	36,017	37,732	36,421	23년 대비 6.2% 증가
	이동통신매출	6,870	6,925	7,037	7,148	7,426	7,213	
	마케팅비비율	37.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
	마케팅비	2,544	2,772	2,817	2,861	2,973	2,365	
	이동매출 - 마케팅비 스프레드	4,326	4,153	4,220	4,286	4,453	4,326	
LGU+	가입자(천명)	10,944	10,944	10,944	10,944	10,944	10,944	
	ARPU(원)	35,532	35,887	36,598	37,309	39,085	37,831	23년 대비 6.5% 증가
	이동통신매출	6,308	6,355	6,448	6,542	6,775	6,610	
	마케팅비비율	34.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	
	마케팅비	2,165	2,371	2,406	2,441	2,528	1,854	
	이동매출 - 마케팅비 스프레드	4,144	3,984	4,042	4,101	4,247	4,144	

가정

- M/S 변동 없음에 따라 가입자는 고정. 한 축에서 보조금을 올리면 나머지 두 축에서 점유율 방어를 위해 보조금 상향으로 대응할 것 결과적으로 08~10년때처럼 M/S의 변동은 없을 것
- 마케팅비 비율은 +3%p 일괄적으로 3사 모두 적용

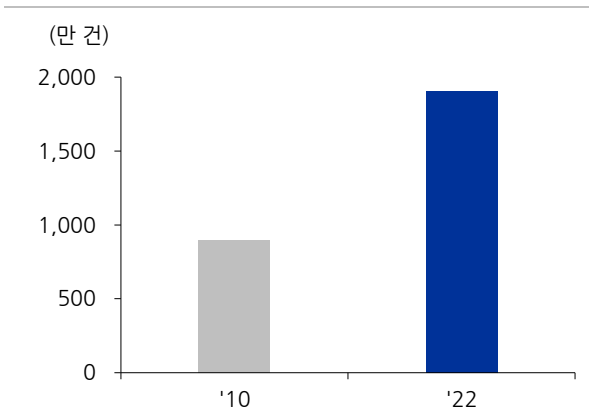
자료: 유진투자증권

3. 전환비용의 상승

통신사의 고객 유치 전략이 과거 보조금 중심의 가격 경쟁에서 결합상품, 장기가 입혜택, 부가혜택 등 다양한 형태의 인센티브를 통한 고객 락인 전략으로 진화했다. 실제로 보조금 경쟁이 활발했던 2010년 결합상품 계약건수는 897만건이었으나, 2022년에는 1,903만건으로 2.1배 증가했다. 특히 가족 이동전화 합산 가입연수 기준의 장기가입자 할인은 높은 할인율로 인해 이용자의 체감 전환비용이 매우 높아 이탈 가능성이 제한적이다.

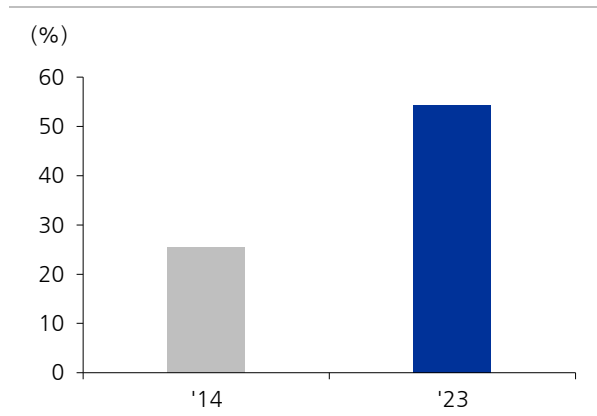
이처럼 결합상품 및 장기가입 요금할인 혜택 상실이라는 기회비용이 소비자의 전환비용으로 작용하고 있어, 통신사들은 보조금 확대 없이도 가입자 유지가 가능한 상황이다.

도표 169. 결합상품 계약건수 비교



자료: 정보통신정책연구원[통신시장 경쟁상황 평가], 유진투자증권

도표 170. 휴대폰 가입자 수 대비 결합가입 이동전화 회선 수 비중



자료: 정보통신정책연구원[통신시장 경쟁상황 평가], 유진투자증권

도표 171. SK 텔레콤 장기가입 할인

가족이동전화와 인터넷 가입 기간 연수의 합	~10년	10년~20년	20년~30년	30년 이상
이동전화	-	-	10%	30%
초고속인터넷	10%	20%	30%	50%

자료: SKT 이용약관

4. 신뢰도의 문제

통신 3사는 밸류업 계획을 통해 1) 통신사업의 구조적 개혁을 통한 수익성 개선과 2) AI를 통한 성장성 회복이라는 목표를 공식화했다. 이러한 계획은 시장의 긍정적 평가를 받으며 2024년 주가 상승의 핵심 동인으로 작용했다. 시장은 출혈적 성격의 보조금 경쟁이 수익성에 미치는 부정적 영향을 인지하고 있기에, 수익성 개선을 우선과제로 설정한 통신사들이 과도한 경쟁을 자제할 것이라는 신뢰를 형성하고 있다. 이러한 신뢰를 바탕으로 단통법 폐지 이슈에도 주가가 안정적인 흐름을 보이고 있다.

만약 2025년 7월 단통법 폐지 이후 보조금 경쟁이 격화되어 마케팅비 증가로 인한 수익성 악화가 현실화된다면, 주가 하락은 물론 시장의 신뢰를 반영구적으로 상실할 수 있다. 따라서 통신사들은 통제 가능한 수준에서 마케팅 자금을 운용할 것으로 전망한다.

도표 172. 단통법 폐지 관련 이슈에 따른 통신업 주가 반응



자료: Quantivise, 유진투자증권
주: KRX 통신업 지수 사용

도표 173. 통신 3사 밸류업 공시 내용 발췌

SK 텔레콤	통신사업의 운영 내실화/효율화 진행, 'ROE의 질적 개선 및 양적 증대 추구'
KT	AI 기반 B2C 상품/유통/NW 혁신, 'AICT 사업구조 전환을 통한 수익성 개선'
LG 유플러스	온라인 유통 채널 고도화 및 디지털 가입 비용 증대로 획득비 효율성 제고'

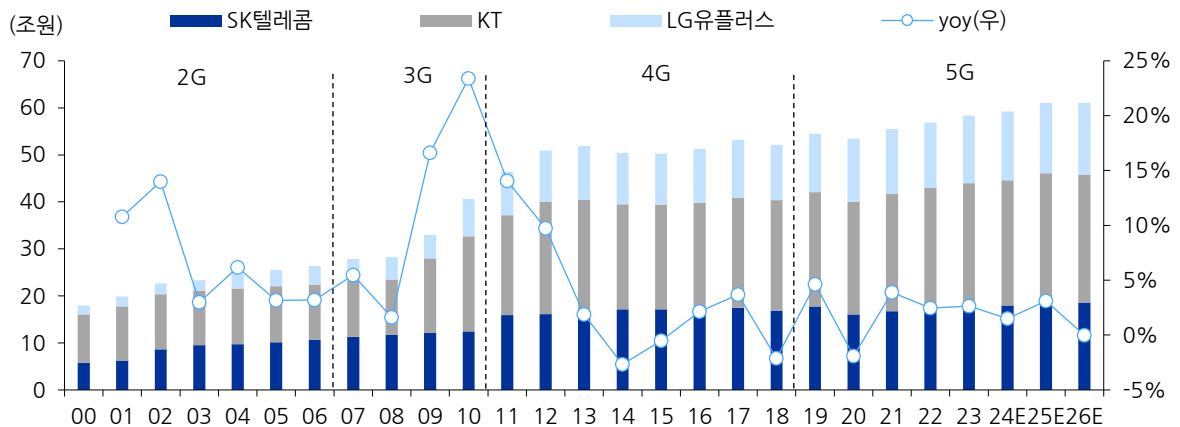
자료: 각 사, 유진투자증권

VI. 2025년 통신업 전망

실적 전망

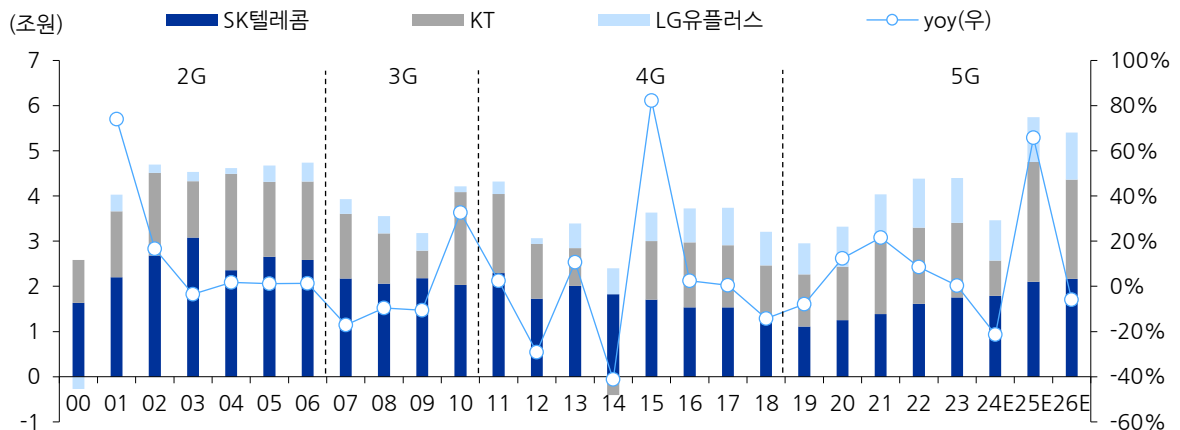
2025년 국내 통신 3사의 실적은 매출 61조 812억원(YoY +3.1%), 영업이익 5조 7,452억원(YoY +65.9%)을 기록할 것으로 예상된다. 유무선 통신 사업의 안정적인 매출 기조가 이어지는 가운데, 마케팅비용과 감가상각비 등 주요 비용의 안정화가 진행되고 있다. 또한 구조조정에 따른 비용 절감과 일회성 수익 인식 등 영업외 요인이 더해지며 이익 성장 구간에 진입할 것으로 전망한다.

도표 174. 통신 3사 매출 전망



자료: 유진투자증권

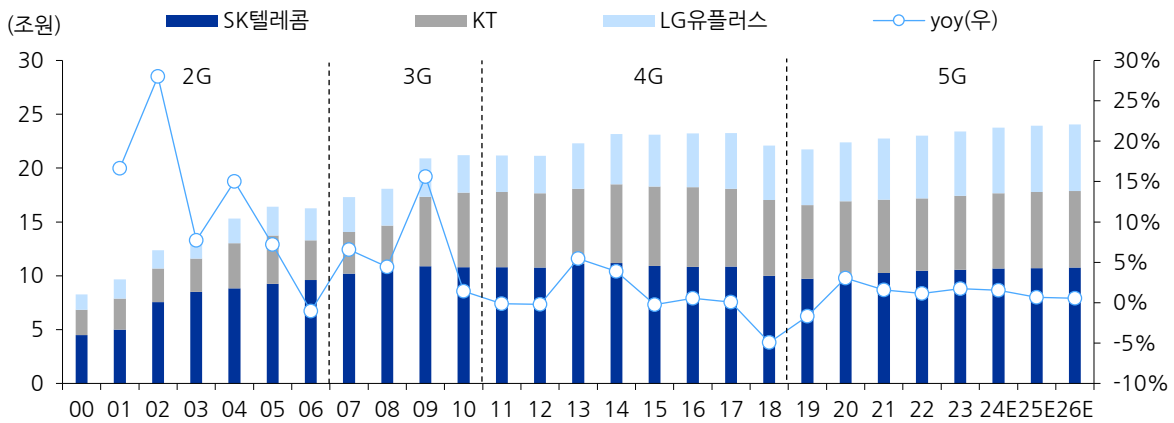
도표 175. 통신 3사 영업이익 전망



자료: 유진투자증권

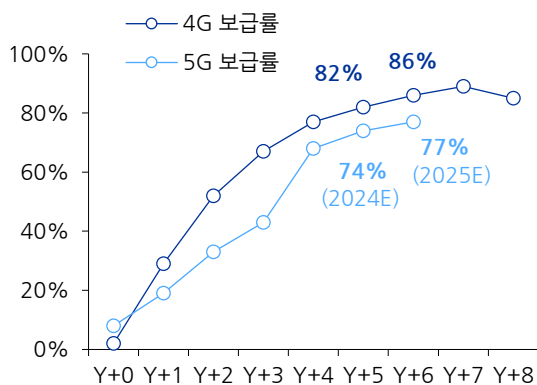
이동통신 부문의 성장 둔화는 더욱 심화될 전망이다. 2025년 통신 3사의 합산 이동통신 매출은 23조 9,244 억원으로, 전년 대비 성장률이 0.8%p 하락할 것으로 예상된다. 이는 국내 1인당 휴대폰 보급률이 이미 100%를 상회하여 가입자 수 증가의 한계에 봉착했기 때문이다. 또한, ARPU(가입자당평균매출) 상승 여력도 제한적일 것으로 보인다. 최근 수년간 ARPU 상승을 견인하던 5G 서비스의 보급률이 73%로 포화 상태에 도달했으며, 보급 속도도 현저히 둔화되고 있다. 이는 4G 대비 낮은 체감 효용성으로 인해 전환 속도가 더딘 것으로 분석된다.

도표 176. 통신 3사 이동통신 매출 전망



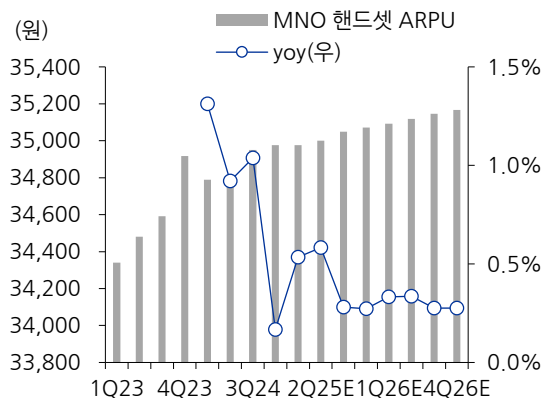
자료: 유진투자증권

도표 177. 5G 보급률 전망



자료: 과기부, 유진투자증권

도표 178. ARPU 전망

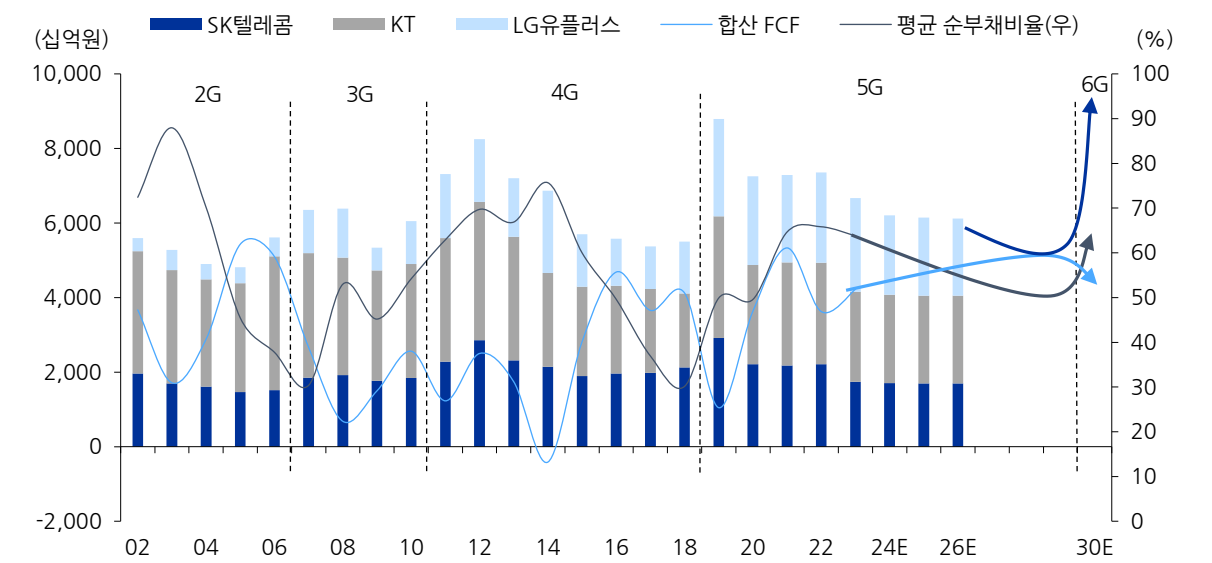


자료: KT, LG 유플러스, 유진투자증권

주: IoT 계외 MNO 핸드셋 ARPU를 제공하는 KT와 LG 유플러스의 평균치 사용

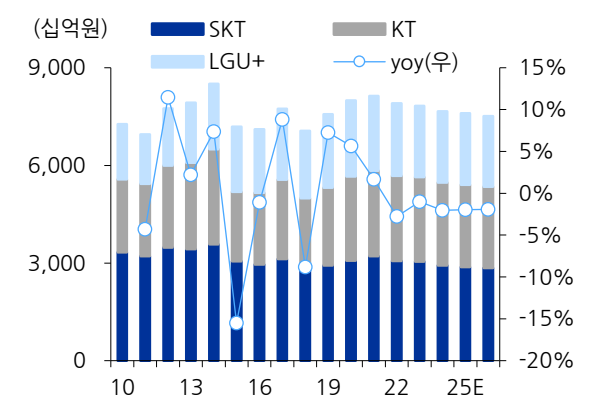
비용 측면에서는 2024 년에 이어 2025 년에도 효율적인 운영 기조가 유지될 것으로 전망한다. 업계 경쟁 기조 완화로 마케팅비용은 지속적인 감소세를 보이고 있으며, 통신사들은 공격적인 보조금 정책과 같은 출혈 경쟁의 실효성이 낮다고 판단하고 있다. 감가상각비 또한 안정화 국면에 진입할 것으로 예상된다. 5G 전국망 구축이 완료됨에 따라 CAPEX가 점진적으로 감소하고 있어, 이에 연동되는 감가상각비 부담도 순차적으로 완화될 것으로 전망한다.

도표 179. CAPEX 추이 전망



자료: 유진투자증권

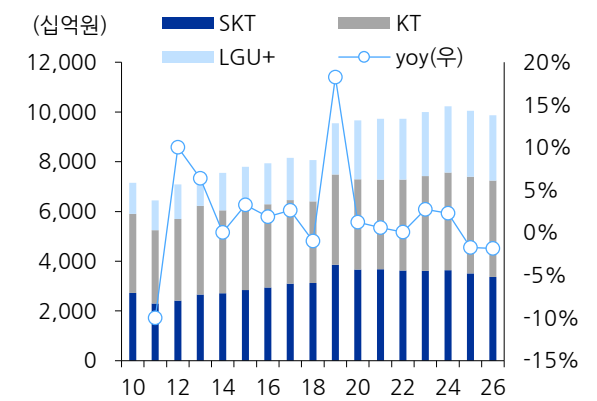
도표 180. 마케팅비 전망



자료: 유진투자증권

주: 별도 기준

도표 181. 감가상각비 전망

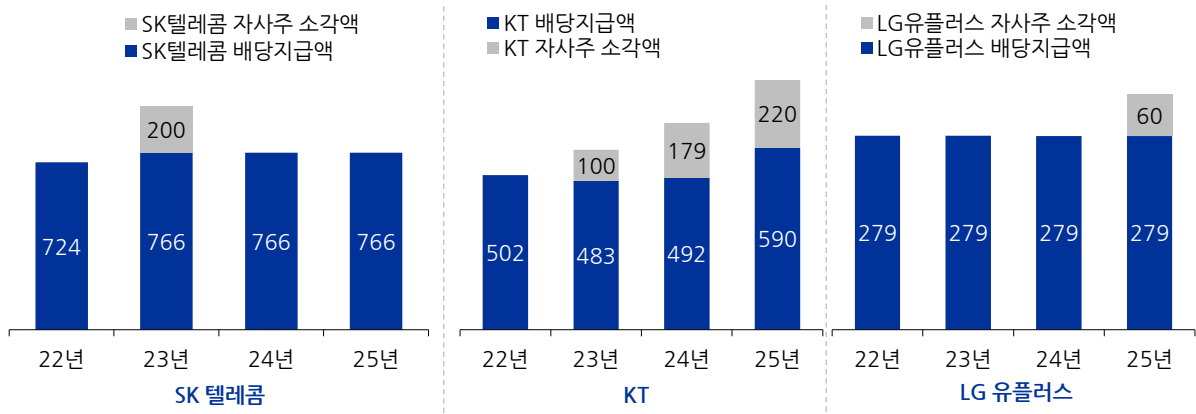


자료: 유진투자증권

주주환원 점검

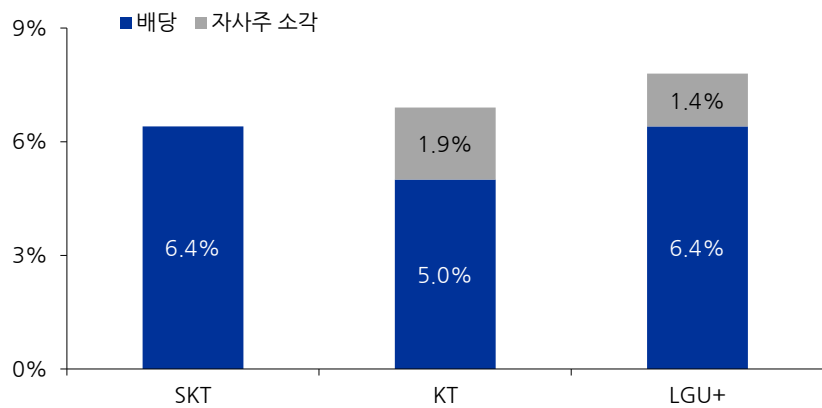
밸류업 계획 공시를 기점으로 통신 3사의 주주환원정책이 획기적인 전환점을 맞이했다. SK 텔레콤은 배당기준을 별도 순이익에서 연결 순이익으로 확대 전환하여 SK브로드밴드의 실적이 주주환원에 전면 반영되는 구조를 확립했다. KT는 향후 4년에 걸쳐 누적 1조원 규모의 자사주매입소각을 단행하기로 결정했으며, LG 유플러스는 현금흐름 상황을 고려하여 별도 순이익의 최대 20%까지를 자사주매입소각에 할당하는 탄력적 정책을 도입했다. 이러한 정책 변화는 통신 3사가 주주가치 제고에 대한 의지를 명확히 표명한 것으로 해석된다.

도표 182. 통신 3사 주주환원 규모 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 183. 통신 3사 2025년 기대 주주환원수익률 비교



자료: 유진투자증권

주 1: KT 자사주 2,200억원 소각 가정

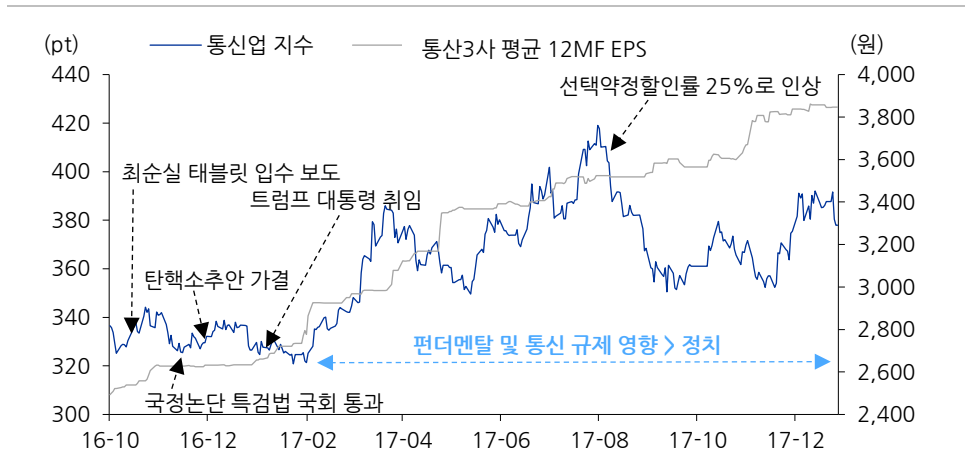
주 1: LG 유플러스 자사주 600억원 소각 가정

주 2: 2025.2.3 증가 기준

대외적 리스크 점검

일각에서는 대통령 탄핵과 조기 정권 교체 가능성이 제기되는 상황에서, 민생 안정화를 위한 추가 규제 우려가 있을 수 있다. 그러나 박근혜 대통령 탄핵 사례를 분석해보면, 통신업종의 주가 흐름은 정치적 변수보다 기업의 펀더멘탈이 더 큰 영향을 미친 것으로 확인된다. 즉, 정권 교체라는 정치적 리스크가 주가에 선반영되는 경향은 나타나지 않았다.

도표 184. 박근혜 대통령 탄핵 시기 통신업 지수 반응



자료: Quantwise, 유진투자증권
주: KRX 통신업 지수 사용

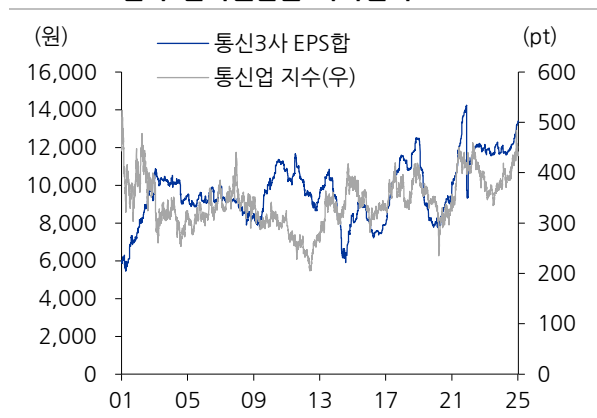
통신업은 내수 중심 산업이라는 특성으로 인해 원화 약세에 따른 실적 가치 하락 우려가 제기될 수 있다. 그러나 과거 사례를 살펴보면 통신주는 환율 변동보다는 실적이라는 본질적 가치에 더 충실하게 연동되는 모습을 보여왔다.

도표 185. 환율과 통신 주가의 관계



자료: Quantwise, 유진투자증권
주: KRX 통신업 지수 사용

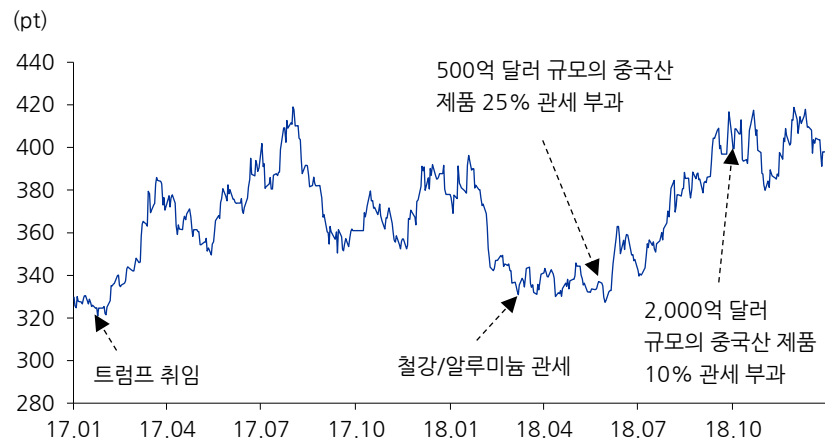
도표 186. 결국 펀더멘탈을 따라간다



자료: Quantwise, 유진투자증권
주: KRX 통신업 지수 사용

통신업은 글로벌 관세 리스크에서 또한 자유롭다. 2018년 하반기 트럼프 정부의 관세 정책이 본격 가시화되면서 국내 증시가 부진한 모습을 보였으나, 통신업종 주가는 건조한 상승세를 시현하였다. 이는 내수 중심이라는 산업 특성에 기인하여 관세 정책 변화의 직접적 영향을 회피할 수 있기 때문이다.

도표 187. 트럼프 1기 관세 정책에 따른 통신업 주가 흐름



자료: Quantiverse, 유진투자증권
 주: KRX 통신업 지수 사용

Appendix. 글로벌 통신사 한 눈에 보기

(십억 원, 배)	기업명	시총	FY24			Fwd 12M			주가수익률			
			매출	영업이익	EPS	PER	PBR	EV/EBITDA	1M	6M	1Y	YTD
한국	SK 텔레콤	11,706	17,980	1,884	4,954	9.1	1.0	3.3	-2.7%	1.3%	10.2%	-1.3%
	KT	11,480	26,657	1,153	4,043	10.7	0.6	3.7	1.9%	21.5%	35.2%	3.9%
	LG 유플러스	4,327	14,644	928	1,449	7.6	0.5	2.6	-9.0%	-0.9%	1.6%	-4.1%
미국	버라이즌	235,588	193,626	42,923	3,606	8.4	1.7	6.2	-2.3%	-0.2%	-1.4%	-2.4%
	AT&T	231,447	175,796	36,318	2,574	10.4	1.6	6.3	-1.1%	21.2%	33.9%	-1.2%
	T-모바일 US	365,323	116,453	26,084	9,173	21.4	4.0	9.9	-0.4%	23.7%	33.5%	-0.6%
중국	차이나모바일	304,036	205,291	30,185	1,136	12.6	1.1	-	-0.5%	-0.7%	17.6%	-2.1%
	중국 전신	115,815	104,651	8,411	61	8.9	1.8	-	-1.2%	-1.2%	28.4%	-1.6%
일본	NTT	125,416	125,459	16,865	138	10.7	1.3	-	-3.2%	-5.8%	-21.2%	-4.7%
	KDDI	97,262	53,859	10,276	2,754	40.0	1.9	-	-2.9%	4.4%	-4.8%	-4.3%
	소프트뱅크	85,285	60,416	9,018	94	-	3.7	-	-1.1%	-2.9%	-2.3%	-2.3%
유럽	도이치 텔레콤	223,364	172,189	38,681	5,045	15.0	2.5	6.2	3.5%	23.3%	28.3%	3.5%
	텔레포니카	32,442	61,140	6,600	-138	-	1.1	3.8	-2.5%	-7.3%	0.4%	-2.7%
	보다폰 그룹	30,742	55,763	6,494	60	9.6	29.8	-	2.6%	-3.1%	0.2%	-0.1%
	BT 그룹	24,984	36,269	5,963	144	221.3	112.6	3.1	-2.3%	0.2%	23.1%	-1.7%
중동/인도/호주	바르티 에어텔	162,107	28,432	7,808	209	34.8	15.3	11.7	3.4%	11.4%	45.2%	2.8%
	E&	57,255	22,826	7,442	422	13.8	20.8	6.3	6.0%	2.2%	-16.2%	3.3%
	텔스트라	41,310	21,573	3,583	123	-	27.1	6.3	-0.3%	2.8%	-0.8%	-1.0%
동남아	싱텔	53,844	15,250	1,411	47	-	15.3	-	-1.3%	1.0%	28.9%	0.0%
	청화 텔레콤	42,262	10,073	2,079	200	25.4	2.6	-	1.2%	3.3%	4.6%	0.8%
	AIS	36,399	8,925	2,121	367	-	9.7	-	5.5%	26.8%	33.8%	0.7%
	타이완 모바일	17,922	9,026	877	182	-	4.1	-	-2.7%	6.3%	13.4%	-3.1%
	셀콤디지털	14,338	4,163	900	38	23.8	2.7	-	6.8%	2.2%	-10.6%	4.4%

자료: Bloomberg, 유진투자증권

기업분석

KT(030200) - Top Pick
BUY(신규) / TP 62,000 원
아직 열린 성장판

LG 유플러스(032640)
BUY(신규) / TP 12,500 원
판은 깔아졌다

SK 텔레콤(017670)
BUY(신규) / TP 65,000 원
청사진의 실현을 기다리며

KT

(030200)

아직 열린 성장판

투자의견

BUY(신규)

목표주가

62,000 원(신규)

현재주가

46,900 원(02/03)

시가총액

11,820(십억원)

통신서비스 이찬영_02)368-6167_cylee@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 62,000원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 12MF EBITDA에 Target EV/EBITDA 3.3배(지난 1년간의 멀티플 평균치 +10%할증) 적용. 구조적 상승 추세를 반영하여 멀티플 할증 적용
- 2025년 연결 매출액은 27조 8,371억원(+4.6%yoy), 영업이익은 2조 6,527억원(+242.2%yoy) 전망
- 본업의 완만한 성장세에 KT Cloud, KT 에스테이트 등의 자회사 실적과 광진구 PF 관련 일회성 매출이 더해지며 외형성장은 업계 대비 높은 수준을 시험할 것으로 전망. 영업이익은 구조조정에 따른 영구적 고정비 절감으로 PF 관련 일회성 이익을 제거하더라도 이익 레벨이 크게 개선됨
- 주주환원수익률은 6.9%로 여전히 우수한 편
- 기존 낮은 수익성과 비효율적 조직 구조가 역설적으로 ROE 제고를 위한 다양한 모멘텀을 창출하고 있음
- 전년도 주가수익률이 27%를 기록했으나 현 수준의 주주환원수익률과 실적 전망을 고려할 때 Upside는 여전히 높은 상황임. 섹터 내 최선호주로 추천

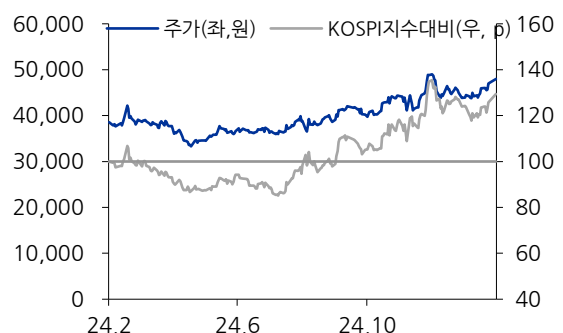
주가(원, 2/3)	46,900
시가총액(십억원)	11,820
발행주식수	252,022천주
52주 최고가	50,000원
최저가	33,000원
52주 일간 Beta	0.20
60일 일평균거래대금	363억원
외국인 지분율	49.0%
배당수익률(2024F)	4.3%
주주구성	
현대자동차 (외 2인)	8.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.9	29.0	27.8
절대기준	5.4	20.7	21.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	62,000	-	-
영업이익(24)	775	-	-
영업이익(25)	2,653	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	25,650	26,376	26,610	27,837
영업이익	1,690	1,650	775	2,653
세전손익	1,894	1,324	818	2,208
당기순이익	1,388	989	410	1,695
EPS(원)	4,835	3,916	1,592	6,328
증감률(%)	-7.0	-19.0	-59.4	297.6
PER(배)	7.0	8.8	29.5	7.4
ROE(%)	8.0	6.1	2.4	9.5
PBR(배)	0.5	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.3	3.3	4.6	3.1

자료: 유진투자증권



밸류에이션 및 실적 전망

밸류에이션

KT에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 연결 EBITDA에 Target EV/EBITDA 3.3배를 적용하여 산출했다. 통신업의 특성상 감가상각비가 비용의 상당 부분을 차지하는 만큼 현금성을 가장 잘 반영하는 EBITDA 기반의 밸류에이션 방법이 가장 적절하다고 판단한다.

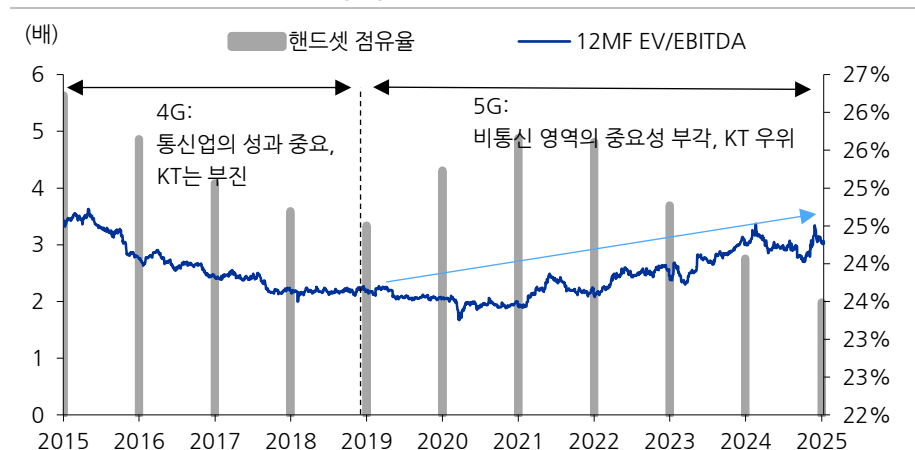
Target 멀티플은 지난 1년간의 평균 멀티플에 10% 할증을 적용하였다. 이는 통신업 내 경쟁보다 비통신 사업의 중요성이 증대되고 있으며, 최근의 밸류업을 계기로 비효율적 자산의 정리와 주주환원 강화 등 기업 가치의 구조적 상승 국면에 진입했다는 판단에 근거한다. 이러한 기대감을 반영하여 10%의 프리미엄을 부여하였다.

도표 188. 목표주가 산출

(배, 십억원, 원)		비고
12MF EBITDA	6,602	
Target EV/EBITDA	3.3	지난 1년간의 멀티플 평균치 +10% 할증. 구조적 상승 추세 반영
EV	21,688	
순차입금	5,940	3Q24 기준
시가총액	15,615	
목표주가	62,000	
업사이드	32%	

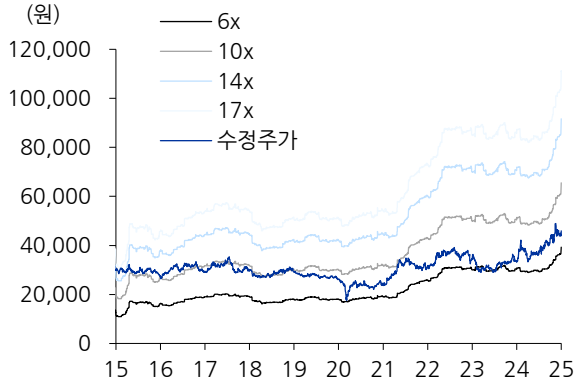
자료: 유진투자증권
주: 2025.2.3 종가 기준

도표 189. 12MF EV/EBITDA 추이



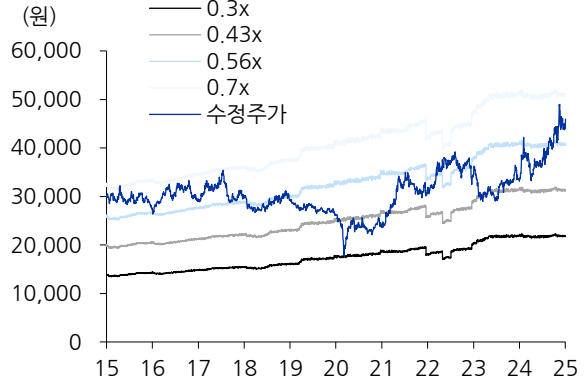
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 190. 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 191. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 192. 배당수익률 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

실적 전망

2025 년 연결 기준 매출은 27 조원 8,371 억원(+4.6%yoy), 영업이익은 2 조 6,527 억원(+242.2%yoy)으로 전망한다. 무선부문 매출은 7 조 502 억원 (+0.9%yoy)으로 예상되며, 이는 5G 침투율의 포화(77%) 및 ARPU 상승 둔화를 반영한 것이다. 금융업은 BC 카드의 고객사 이탈에 따른 매출 역성장이 예상되며, 미디어 부문은 업황 악화에 반등의 조짐이 아직 가시화되지 않아 성장 둔화를 전망한다. 다만 KT Cloud 의 데이터센터 및 클라우드 사업의 고성장과 KT 에스테이트의 분양매출이 이를 상쇄할 것으로 예상되며, 광진구 PF 사업 마무리에 따라 연결 매출 1 조원이 추가 반영될 것이다.

영업이익의 큰 폭 상승은 전년도 인력 구조조정에 따른 일회성 비용 1 조원 반영으로 인한 기저효과가 주요 원인이다. 또한 인건비의 영구적 감소와 적자성 사업들의 합리화 등의 효과로 인해 이익률이 전반적으로 상승할 것으로 전망한다.

도표 193. 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출	6,655	6,546	6,655	6,755	6,966	6,787	7,062	7,022	26,610	27,837
yoy	3.3%	0.0%	-0.6%	1.0%	0.9%	-0.1%	2.4%	0.2%	0.9%	0.9%
KT(별도)	4,695	4,548	4,765	4,642	4,696	4,514	4,797	4,675	18,650	18,683
무선	1,737	1,765	1,740	1,747	1,753	1,763	1,767	1,767	6,989	7,050
유선	1,322	1,317	1,313	1,309	1,308	1,305	1,302	1,300	5,260	5,214
기업서비스	895	883	926	851	879	866	893	875	3,555	3,513
기타	87	84	90	86	89	80	104	84	346	357
단말수익	654	500	696	650	667	500	731	650	2,501	2,548
자회사										
BC 카드	936	978	931	990	907	939	896	951	3,835	3,693
스카이라이프	254	255	257	262	252	257	256	263	1,028	1,028
KT 클라우드, KT 에스테이트	175	180	207	215	212	213	227	236	777	888
콘텐츠자회사	139	135	156	157	183	158	169	180	587	690
영업비용	6,148	6,052	6,191	7,444	6,276	6,037	6,426	6,445	25,835	25,184
yoy	3.2%	1.4%	-2.9%	15.9%	0.1%	-2.2%	1.9%	-15.2%	4.5%	-2.5%
KT(별도)	4,301	4,189	4,426	5,396	4,264	4,054	4,442	4,304	18,313	17,064
인건비	3,625	3,697	3,689	4,714	3,549	3,561	3,680	3,619	15,724	14,409
사업경비	1,777	1,804	1,833	1,892	1,798	1,806	1,853	1,886	7,306	7,343
서비스구입비	673	631	686	609	626	630	697	610	2,598	2,564
판매관리비	634	631	636	641	631	631	634	628	2,542	2,525
영업이익	507	494	464	-689	690	750	636	576	775	2,653
yoy	4.2%	-14.3%	44.2%	적전	36.3%	51.9%	37.0%	흑전	-53.0%	242.2%
OPM	7.6%	7.5%	7.0%	-10.2%	9.9%	11.1%	9.0%	8.2%	2.9%	9.5%
KT(별도)	394	359	339	-754	432	460	355	371	337	1,618
세전이익	529	557	509	-777	525	659	557	467	818	2,208
순이익	393	411	383	-777	381	503	447	364	410	1,695
yoy	26.9%	-5.1%	32.9%	적전	-3.2%	22.5%	16.8%	흑전	-58.6%	314.2%
KT(별도)	354	315	310	-811	368	359	305	270	168	1,303

자료: 유진투자증권

투자포인트

풍부한 ROE 상승 모멘텀

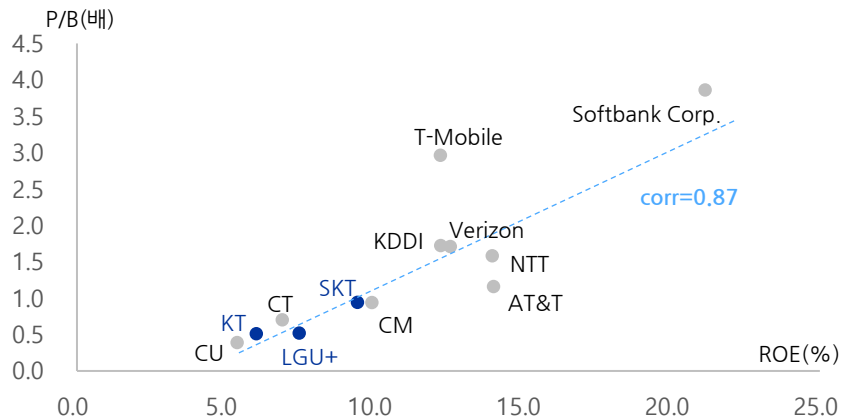
통신 3사 중 KT는 ROE 제고를 위한 수단이 가장 풍부한 것으로 판단한다. 특히 3사 중 밸류업 공시를 통해 ROE 제고를 위한 실행 방안을 가장 구체적으로 제시하였다는 점이 주목할 만하다. ROE와 기업가치는 양(+)의 상관관계를 가지므로, KT가 목표로 제시한 9~10% 수준의 ROE(2023년 대비 최대 +4%p 상승)를 달성할 경우 중장기적 관점에서 기업가치의 상승을 예상한다.

도표 194. 통신 3사 ROE 제고 수단 평가

	SKT	KT	LGU+
2023년 ROE	9.4%	6.0%	7.5%
목표 ROE(밸류업)	10% 이상	9~10%	8~10%
영업이익률 높이기	온라인 유통구조 확대, 사내 업무 AI 적용, 비핵심사업 정리, 구조조정 등		
세제 혜택	주주환원 지속 확대 불확실	주주환원 지속 확대 확정	높은 확률의 주주환원 지속 확대
이자비용 낮추기	순부채상환		
자산회전을 높이기	비핵심자산 유동화		
	비핵심자산 규모 약 4.7 천억원	비핵심자산 규모 약 2.8 조원	비핵심자산 규모 약 1.8 천억원
재무레버리지 낮추기	자사주소각을 통한 자본 낮추기		
	자사주소각 계획 X	자사주소각 계획 ○ 향후 4년간 누적 1조원 자사주 매입소각	자사주소각 계획 ○ 별도 순이익의 0~20% 자사주 매입소각
ROE 제고 매력도	中	上	中

자료: 유진투자증권

도표 195. ROE와 P/B 간의 관계



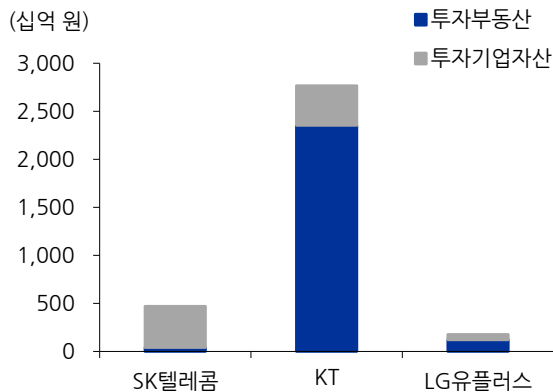
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 한국, 중국, 일본, 미국 대표 통신사로 피어 선정함

KT 의 차별화 요소는 압도적인 규모의 비영업자산 가치에 있다. 이는 통신업 성장 둔화 등으로 인해 영업자산의 가치가 하락하는 상황에서 더욱 핵심 경쟁력으로 부각될 것으로 전망된다. KT 는 밸류업 공시를 통해 비핵심자산의 유동화를 통한 주주환원 재원 마련 계획을 공식화하였다.

KT 가 보유한 비핵심자산의 규모는 약 3 조원에 달한다. 이 중 광진구 PF 사업의 가치가 약 1 조원으로, 2025 년 1 분기 청산 시 약 4 천억원의 이익 인식이 예상된다. 또한 KT 는 5성급 호텔 5 개를 포함한 다수의 투자부동산을 보유하고 있으며, 현재 복수의 회계법인을 통해 매각자문을 진행 중인 것으로 파악된다. 사업 보고서 상 투자부동산의 공정가치는 장부가 대비 200% 이상 높은 수준을 기록하고 있다. 이러한 비핵심자산의 유동화를 통해 ROE 제고와 주주환원 강화라는 두 가지 목표를 동시에 달성할 수 있다는 점이 KT 만의 경쟁력으로 평가된다.

도표 196. 통신 3사 비핵심자산 규모



자료: 사업보고서, 유진투자증권

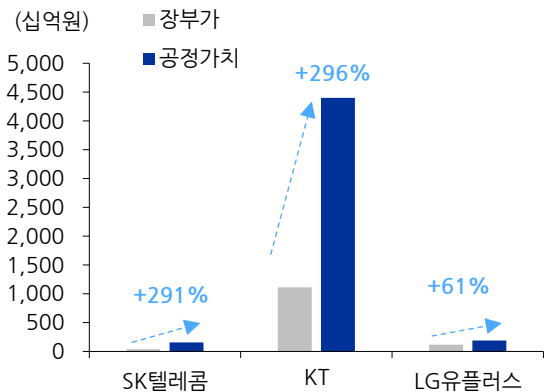
주 1: 비핵심자산 = 투자부동산 + 관계기업 및 공동기업투자자산

주 2: SK 텔레콤은 계열사 지분 제거

주 3: KT는 광진구 PF 건을 반영하기 위해 SPC인 넥스트커넥트 PFV 자산 포함

주 3: 3Q24 별도 기준

도표 197. 통신 3사 투자부동산 장부가 vs 공정가치



자료: 사업보고서, 유진투자증권

주 1: 3사의 장부가는 2023년 기준,

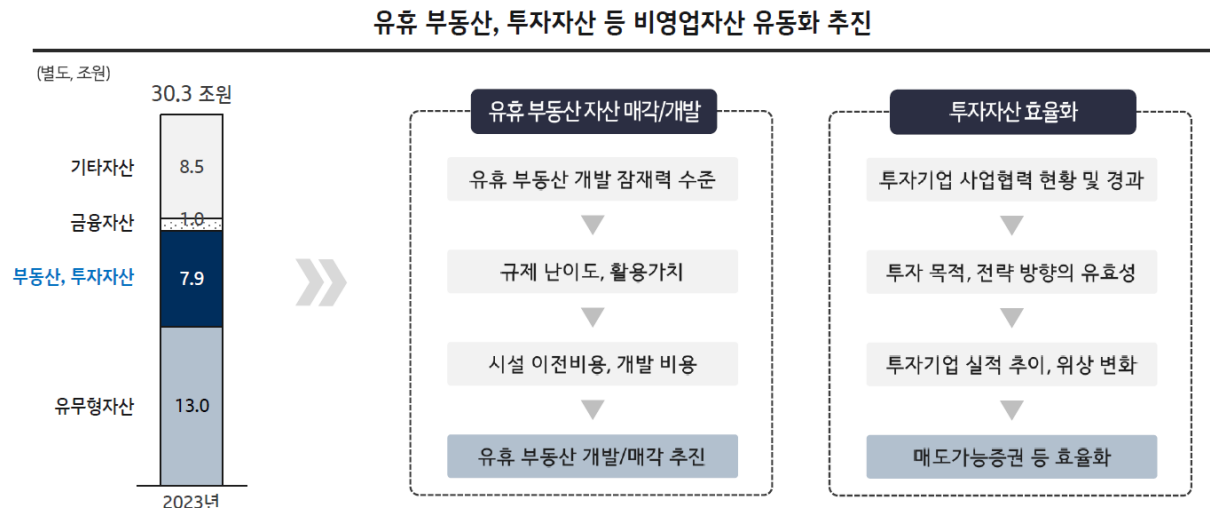
주 2: SK 텔레콤, KT의 공정가치는 2023년 기준, LG 유플러스의 공정가치는 2022년 기준

도표 198. KT 소유 호텔들



자료: 언론 보도

도표 199. 밸류업 공시에서 밝힌 비핵심자산 유동화 계획



자료: KT

마이크로소프트와 함께 AI 시대를 준비한다

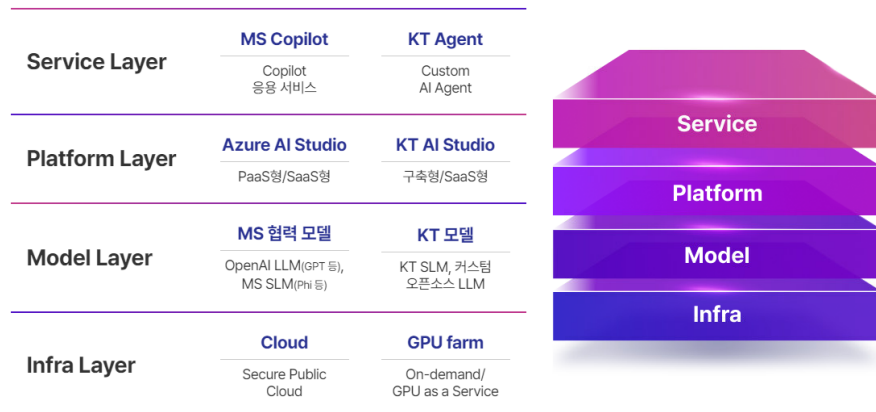
KT 는 마이크로소프트와 5 년간의 전략적 파트너십 체결을 통해 AI 사업 역량을 한층 강화하였다. 본 파트너십의 주요 협력 방안은 크게 세 가지로 구분된다. 첫째, 마이크로소프트의 GPT-4 와 Phi 모델, Azure AI Studio 등 플랫폼을 활용하여 한국 특화 AI 모델 및 서비스를 공동 개발한다. 둘째, 공공/금융 등 규제 산업 고객을 대상으로 한 Secure Public Cloud 서비스를 출시한다. 셋째, KT 와 마이크로소프트의 전문 인력으로 구성된 AX(AI Transformation) 조직을 설립하여 내부 시스템의 AI 전환을 지원한다. 이러한 협력을 통해 KT 는 규제 완화 추세에 있는 공공/금융 부문의 클라우드 및 AI 시장 진출이 가능해졌으며, 민간 영역에서도 마이크로소프트의 전문성을 활용한 경쟁력 확보가 기대된다.

도표 200. KT X 마이크로소프트 파트너십 내용

목표	내용
한국 AI 모델 및 서비스 공동개발	<ul style="list-style-type: none"> GPT-4o, Phi 등 활용. 한국 문화 및 산업에 최적화된 AI 모델 공동개발 고객서비스 챗봇 등 B2B 고객을 위한 산업별 특화 AI 솔루션 구축 Microsoft Copilot Studio를 활용하여 다양한 산업군을 겨냥한 한국 AI 서비스 개발
Secure Public Cloud 출시	<ul style="list-style-type: none"> 공공, 금융 등 규제 산업고객을 위한 클라우드 서비스 개발 철저한 보안성을 담보, 국내 개인정보보호 및 규제요건을 준수 최신 AI 및 클라우드 서비스를 빠르고 폭넓게 활용할 수 있는 범용성 보유
AX 토탈 서비스 전문기업 설립	<ul style="list-style-type: none"> AI, 클라우드, IT분야 전문인력으로 구성된 AX 전문기업 설립 고객과 기업의 상황에 맞춰 AI 환경을 조성하는 원스톱 서비스 제공 Microsoft에서 전문인력지원 예정. 글로벌 시장으로 사업 확대
국내 AI 생태계 확대	<ul style="list-style-type: none"> 이노베이션 센터 설립을 통해 글로벌 AI 및 클라우드 기술혁신의 중추로 자리매김 전문가 지원, 오픈형 솔루션 개발, 국내외 AI 스타트업 투자/생태계 활성화 Microsoft 리서치와 AI 신기술 및 미래 네트워크 등 공동연구 프로젝트 추진

자료: KT

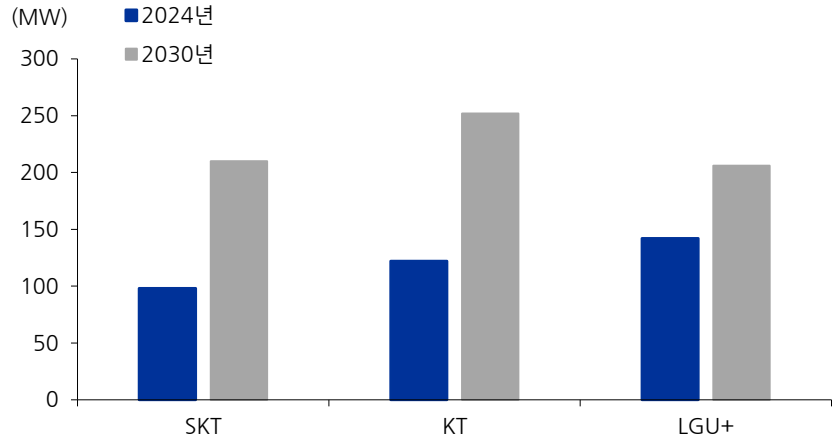
도표 201. AI 포트폴리오 with 마이크로소프트



자료: KT

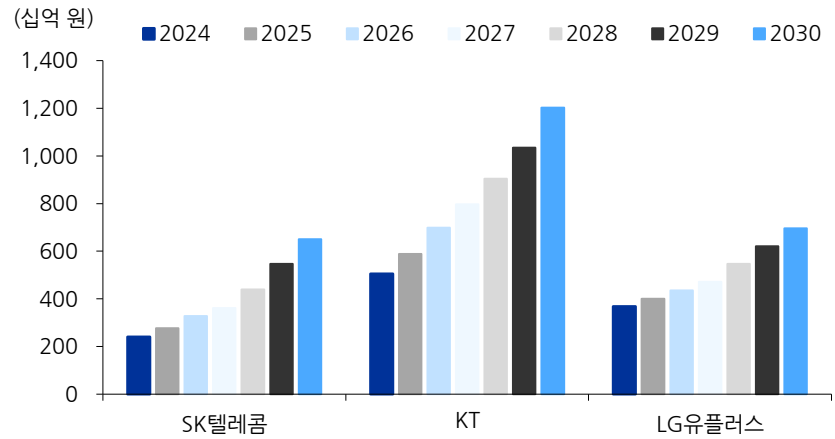
데이터센터 사업에서도 KT는 우위를 점하고 있다. 통신 3사의 증설 계획이 100% 이행된다는 가정 하에, KT는 2030년까지 통신사 중 최대 규모의 데이터센터 CAPA를 확보할 것으로 전망되며, 이에 따른 매출 규모도 3사 중 최대가 될 것으로 예상된다.

도표 202. 통신 3사 데이터센터 CAPA 비교



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 203. 통신 3사 데이터센터 매출 전망 비교



자료: 유진투자증권

KT(030200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	40,981	42,710	41,528	42,431	42,489
유동자산	12,682	14,518	13,619	14,383	14,186
현금성자산	2,493	2,931	2,111	2,525	2,511
매출채권	6,098	7,170	7,020	7,298	7,105
재고자산	709	912	948	985	959
비유동자산	28,299	28,192	27,909	28,048	28,303
투자자산	10,397	10,786	10,963	11,408	11,871
유형자산	14,772	14,872	14,877	14,788	14,798
기타	3,130	2,534	2,069	1,852	1,633
부채총계	22,566	24,149	23,326	23,138	22,278
유동부채	10,699	13,147	14,468	14,798	14,593
매입채무	7,333	8,055	8,001	8,317	8,098
유동성이자부채	2,152	3,689	5,049	5,049	5,049
기타	1,214	1,404	1,418	1,432	1,446
비유동부채	11,867	11,001	8,858	8,340	7,685
비유동이자부채	9,448	8,785	6,791	6,212	5,494
기타	2,418	2,216	2,067	2,128	2,191
자본총계	18,415	18,561	18,202	19,293	20,210
지배지분	16,612	16,749	16,320	17,411	18,328
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,443	1,443	1,443	1,443
이익잉여금	14,257	14,494	13,950	15,041	15,959
기타	(650)	(753)	(638)	(638)	(638)
비지배지분	1,803	1,812	1,882	1,882	1,882
자본총계	18,415	18,561	18,202	19,293	20,210
총차입금	11,600	12,474	11,840	11,261	10,543
순차입금	9,107	9,543	9,728	8,736	8,032

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	3,597	5,503	3,170	5,740	5,674
당기순이익	1,388	989	410	1,695	1,619
자산상각비	3,711	3,868	3,952	3,949	3,935
기타비현금성손익	537	1,137	307	(28)	(2)
운전자본증감	(1,800)	(246)	(1,418)	(20)	(22)
매출채권감소(증가)	(44)	(124)	(395)	(277)	192
재고자산감소(증가)	(171)	(250)	(29)	(37)	26
매입채무증가(감소)	(368)	122	174	316	(219)
기타	(1,217)	6	(1,168)	(21)	(21)
투자현금	(4,839)	(4,621)	(3,097)	(4,057)	(4,161)
단기투자자산감소	(774)	(472)	668	(33)	(35)
장기투자증권감소	(246)	(99)	(54)	(114)	(121)
설비투자	3,440	3,693	3,233	3,242	3,326
유형자산처분	178	100	36	0	0
무형자산처분	(525)	(472)	(435)	(401)	(401)
재무현금	669	(453)	(1,663)	(1,303)	(1,563)
차입금증가	1,013	(301)	(857)	(579)	(718)
자본증가	(477)	(827)	(510)	(724)	(845)
배당금지급	477	527	483	504	605
현금 증감	(571)	430	(1,590)	381	(49)
기초현금	3,020	2,449	2,880	1,289	1,670
기말현금	2,449	2,880	1,289	1,670	1,620
Gross Cash flow	5,636	5,994	4,854	5,760	5,697
Gross Investment	5,864	4,395	5,183	4,043	4,149
Free Cash Flow	(228)	1,599	(329)	1,717	1,548

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,650	26,376	26,610	27,837	27,240
증가율(%)	3.0	2.8	0.9	4.6	(2.1)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,650	26,376	26,610	27,837	27,240
판매 및 일반관리비	23,960	24,726	25,835	25,184	25,041
기타영업손익	3	3	4	(3)	(1)
영업이익	1,690	1,650	775	2,653	2,199
증가율(%)	1.1	(2.4)	(53.0)	242.2	(17.1)
EBITDA	5,401	5,518	4,727	6,602	6,135
증가율(%)	1.5	2.2	(14.3)	39.7	(7.1)
영업외손익	204	(326)	42	(445)	(124)
이자수익	272	280	365	317	313
이자비용	294	356	360	317	299
지분법손익	237	(8)	90	64	64
기타영업외손익	(11)	(241)	(53)	(509)	(202)
세전순이익	1,894	1,324	818	2,208	2,076
증가율(%)	(4.3)	(30.1)	(38.2)	170.0	(6.0)
법인세비용	506	335	408	513	456
당기순이익	1,388	989	410	1,695	1,619
증가율(%)	(4.9)	(28.7)	(58.6)	313.9	(4.5)
지배주주지분	1,262	1,010	401	1,595	1,522
증가율(%)	(7.0)	(20.0)	(60.3)	297.6	(4.5)
비지배지분	125	(21)	8	100	97
EPS(원)	4,835	3,916	1,592	6,328	6,040
증가율(%)	(7.0)	(19.0)	(59.4)	297.6	(4.5)
수정EPS(원)	4,835	3,916	1,592	6,328	6,040
증가율(%)	(7.0)	(19.0)	(59.4)	297.6	(4.5)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,835	3,916	1,592	6,328	6,040
BPS	63,621	64,954	64,757	69,085	72,725
DPS	1,960	1,960	2,000	2,400	2,600
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	8.8	29.5	7.4	7.8
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.3	3.3	4.6	3.1	3.2
배당수익률	5.8	5.7	4.3	5.1	5.5
PCR	1.6	1.5	2.4	2.1	2.1
수익성(%)					
영업이익률	6.6	6.3	2.9	9.5	8.1
EBITDA이익률	21.1	20.9	17.8	23.7	22.5
순이익률	5.4	3.7	1.5	6.1	5.9
ROE	8.0	6.1	2.4	9.5	8.5
ROIC	5.5	5.2	1.6	8.7	7.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	49.5	51.4	53.4	45.3	39.7
유동비율	118.5	110.4	94.1	97.2	97.2
이자보상배율	5.8	4.6	2.2	8.4	7.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	4.6	4.0	3.8	3.9	3.8
재고자산회전율	41.9	32.5	28.6	28.8	28.0
매입채무회전율	3.7	3.4	3.3	3.4	3.3

LG 유플러스

(032640)

판은 깔아졌다

투자의견

BUY(신규)

목표주가

12,500 원(신규)

현재주가

10,020 원(02/03)

시가총액

4,375(십억원)

통신서비스 이찬영_02)368-6167_cylee@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 12,500원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 12MF EBITDA에 Target EV/EBITDA 3.0(5G 상용화 이후~현재까지의 평균치 +5%할증) 적용. 밸류업 기점의 주주환원 강화로 경쟁사와의 격차 축소에 따라 멀티플 할증 적용
- 2025년 연결 매출액은 14조 9,011억원(+1.6%yoy), 영업이익은 9,902억원(+10.7%yoy) 전망
- 총주주환원수익률은 7.8% 전망. 당사는 동사가 기보유 자사주 600억 소각할 것으로 예상
- 주요 비용의 하향안정화, 4Q24 자회사 대규모 손상차손 인식, 컨설팅 출신 CEO 신규 선임으로 턴어라운드를 위한 판이 마련된 상황. 2025년은 실질적 성과 창출 여부가 기업가치 재평가의 핵심 분기점이 될 것으로 판단함

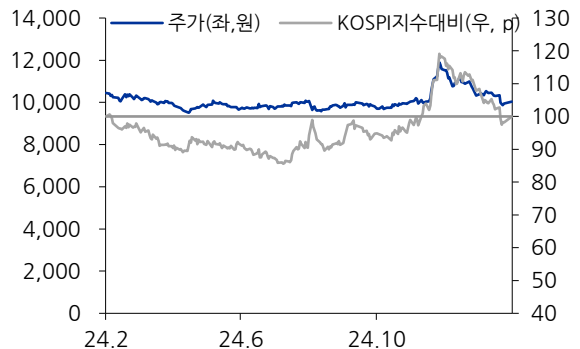
주가(원, 2/3)	10,020
시가총액(십억원)	4,375
발행주식수	436,611천주
52주 최고가	12,010원
최저가	9,510원
52주 일간 Beta	0.23
60일 일평균거래대금	130억원
외국인 지분율	35.6%
배당수익률(2024F)	6.5%
주주구성	
LG(외 4인)	37.7%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.6	7.8	2.1
절대기준	-4.1	-0.5	-4.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	12,500	-	-
영업이익(24)	894	-	-
영업이익(25)	990	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	13,906	14,373	14,671	14,901
영업이익	1,081	998	894	990
세전손익	857	771	696	791
당기순이익	663	630	536	647
EPS(원)	1,519	1,426	1,223	1,422
증감률(%)	-6.9	-6.1	-14.2	16.3
PER(배)	7.3	7.2	8.2	7.0
ROE(%)	8.4	7.5	6.2	7.0
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.1	3.1	3.0	2.9

자료: 유진투자증권



밸류에이션 및 실적 전망

밸류에이션

LG 유플러스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025 년 연결 EBITDA 에 Target EV/EBITDA 3.0 배를 적용하여 산정했다. 통신업의 특성상 감가상각비가 비용의 상당 부분을 차지하는 만큼 현금성을 가장 잘 반영하는 EBITDA 기반의 밸류에이션 방법이 가장 적절하다고 판단한다.

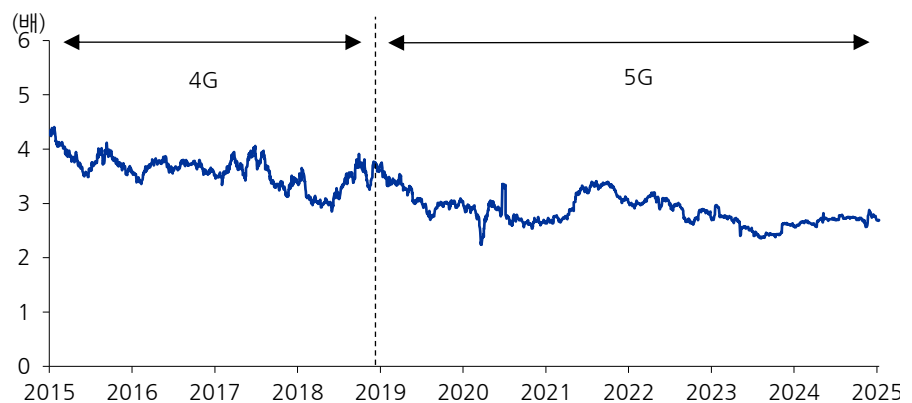
Target 멀티플은 5G 상용화 이후 현재까지의 평균치인 2.9 배에 밸류업 계획 발표를 계기로 확대될 것으로 예상되는 주주환원 기대감을 반영하여 5% 할증한 3.0 배를 적용했다. 동사의 주요 디스카운트 요인이었던 타사 대비 상대적으로 낮은 주주환원 수준이 이번 밸류업을 기점으로 개선될 것으로 전망되어 멀티플 할증은 합리적이라고 판단한다.

도표 204. 목표주가 산출

(배, 십억원, 원)		비고
12MF EBITDA	3,679	
Target EV/EBITDA	3.0	5G 상용화 이후~현재까지의 평균치(2.9 배)에 밸류업 공시 기점으로 확대되는 주주환원 기대감을 반영하여 5% 할증
EV	10,958	
순차입금	5,453	3Q24 기준
시가총액	5,505	
목표주가	12,500	
업사이드	25%	

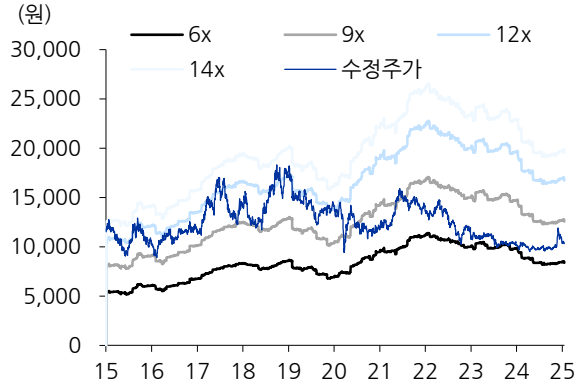
자료: 유진투자증권

도표 205. 12MF EV/EBITDA 추이



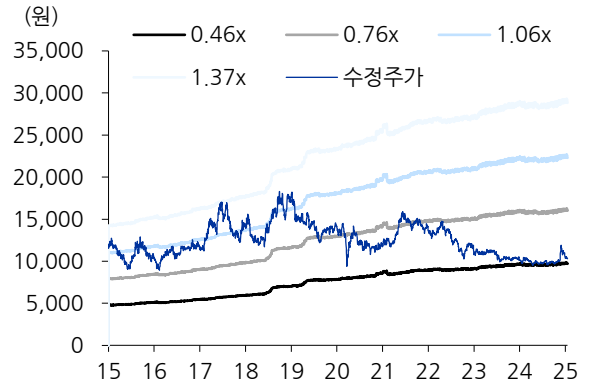
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 206. 12MF PER 밴드



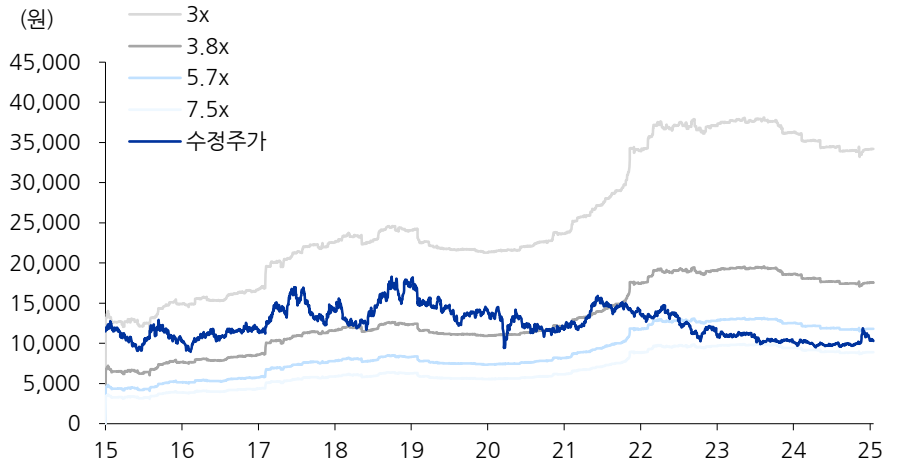
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 207. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 208. 배당수익률 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

실적 전망

2025년 연결 기준 매출액은 14조 9,011억원(+1.6yoy), 영업이익은 9,902억원(+10.7%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 모바일 매출 6조 4,426억원(+1.0%yoy)을 포함한 주요 유무선통신 사업에서의 성장세 둔화로 인해 전체 매출 성장률은 전년과 비슷한 수준을 보여줄 것으로 예상된다. 5G 가입자 비율이 2024년 기준 73%에 도달하며 전환 속도가 둔화될 것으로 보여 제한적인 ARPU 상승을 전망한다. 반면 평균 2센터의 가동률 상승으로 데이터센터 매출은 3,999억원(+8.7% YoY)의 고성장세를 지속할 것으로 예상된다.

수익성 측면에서는 2023년 하반기에 진행된 신규 전산망 업데이트로 인한 상각비 부담이 안정화되며 턴어라운드 예상된다. 2024년 무형자산상각비는 전년 대비 18% 증가한 반면, 2025년에는 전년 대비 0.3% 감소할 전망이다. 안정적인 매출 성장과 비용 안정화가 동시에 나타나며 큰 폭의 이익 반등이 예상된다.

도표 209. 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출	3,577	3,494	3,801	3,799	3,650	3,551	3,741	3,959	14,671	14,901
yoy	1.0%	1.9%	6.2%	-0.6%	2.0%	1.6%	-1.6%	4.2%	1.8%	1.6%
LGU+(별도)	3,323	3,228	3,496	3,504	3,387	3,286	3,450	3,658	13,551	13,781
서비스수익	2,682	2,730	2,777	2,844	2,754	2,783	2,800	2,918	11,034	11,255
모바일	1,581	1,593	1,620	1,587	1,594	1,606	1,616	1,626	6,381	6,443
스마트홈	616	620	651	629	636	641	647	652	2,516	2,576
전화	89	91	87	86	85	85	84	84	352	339
기업인프라	405	432	429	542	438	451	453	556	1,807	1,898
단말수익	641	498	719	660	633	503	650	740	2,518	2,526
영업비용	3,356	3,240	3,555	3,626	3,431	3,283	3,466	3,730	13,777	13,911
yoy	2.3%	3.1%	6.9%	0.0%	2.2%	1.3%	-2.5%	2.9%	3.0%	1.0%
LGU+(별도)	3,102	2,976	3,243	3,337	3,170	3,016	3,171	3,431	12,658	12,788
감가비	630	629	636	630	631	630	630	631	2,525	2,522
마케팅비	529	537	555	570	541	540	545	567	2,191	2,194
인건비	361	372	359	417	393	378	366	395	1,509	1,532
영업이익	221	254	246	173	219	268	275	228	894	990
yoy	-15.1%	-11.8%	-3.2%	-11.3%	-0.9%	5.4%	11.8%	31.7%	-10.5%	10.7%
OPM	6.2%	7.3%	6.5%	4.6%	6.0%	7.5%	7.4%	5.8%	6.1%	6.6%
LGU+(별도)	221	252	253	167	218	270	279	227	893	993
세전이익	166	205	196	130	167	218	221	186	696	791
순이익	130	165	135	106	136	178	180	152	536	647
yoy	-15.9%	-22.8%	-13.9%	0.9%	4.4%	8.3%	33.8%	43.3%	-15.0%	20.7%
LGU+(별도)	157	214	162	113	135	163	158	88	646	544

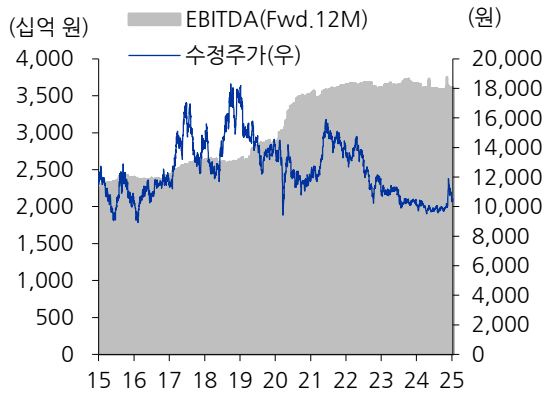
자료: 유진투자증권

투자포인트

보유 현금 대비 저평가된 기업

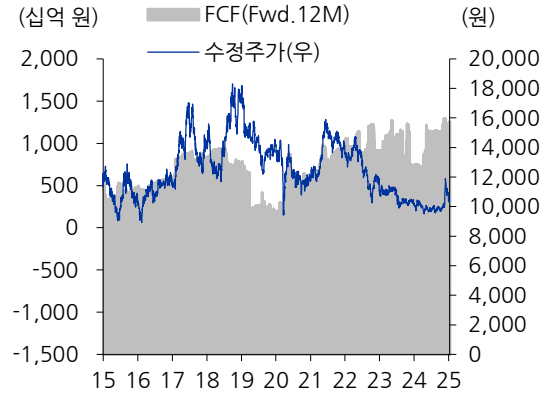
통신사 가치평가에서 보유 현금은 주주환원의 직접적 재원이자 핵심 투자 포인트로서 일반적으로 주가와 높은 상관관계를 보인다. SK텔레콤과 KT가 이러한 패턴을 충실히 보여왔으나, LG 유플러스는 예외적으로 보유 현금 대비 주가 괴리가 크게 나타나고 있다.

도표 210. LG 유플러스 EBITDA&주가 추이



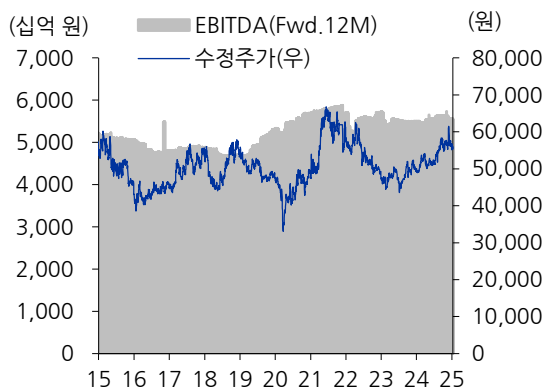
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 211. LG 유플러스 FCF&주가 추이



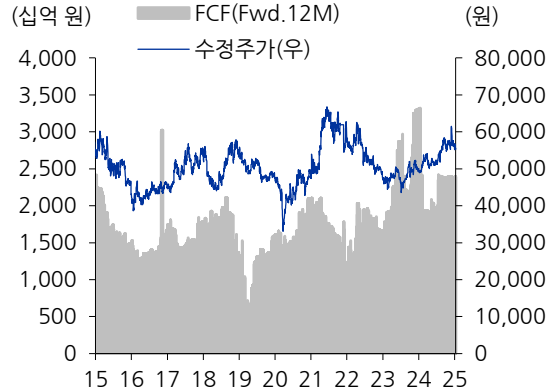
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 212. SK 텔레콤 EBITDA&주가 추이



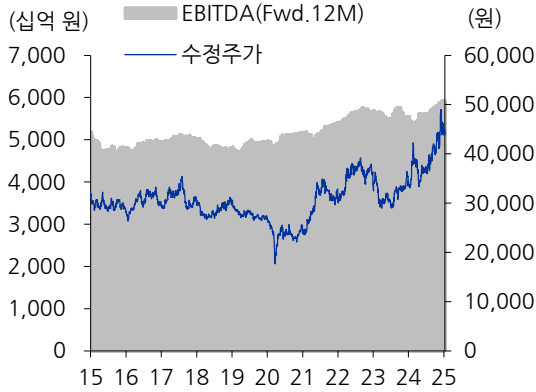
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 213. SK 텔레콤 FCF&주가 추이



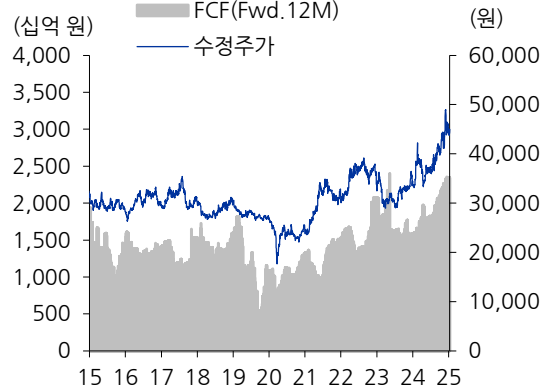
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 214. KT EBITDA&주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

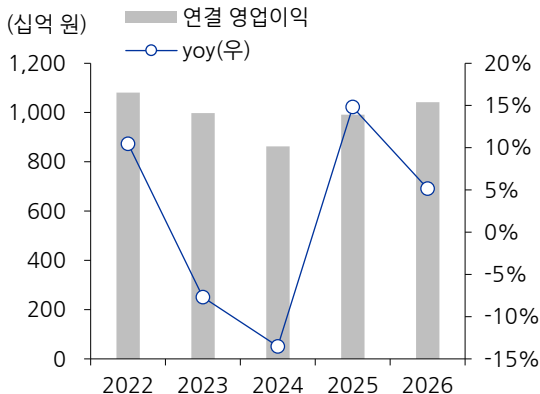
도표 215. KT FCF&주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

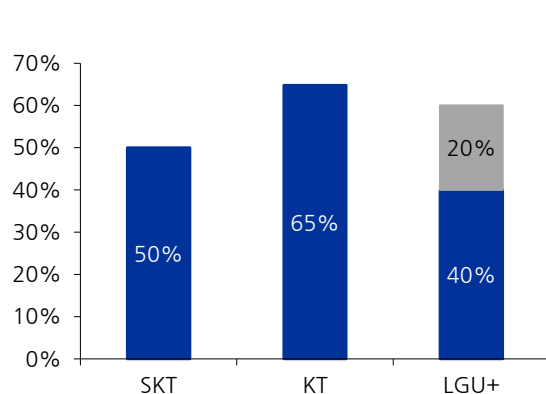
이러한 현상의 배경으로는 1) 신규 전산망 투자에 따른 통신 3사 중 유일한 연간 감익 기록, 2) 상대적으로 낮은 주주환원 수준, 3) 신성장 전략의 불확실성을 들 수 있다. 그러나 2025년을 기점으로 이러한 우려 요인들의 해소가 예상된다. 전산망 투자 비용 안정화로 실적 턴어라운드 전망되며, 밸류업 계획에 따른 이익의 0~20% 자사주매입소각 추가 정책으로 총주주환원률은 60%까지 확대될 것으로 기대된다. 신성장 전략과 관련해서는 현재 데이터센터 사업 외의 가시적인 성과는 제한적이나, 2024년 11월 취임한 컨설팅 전략 출신의 신임 CEO 주도로 2025년부터 과감한 구조조정과 M&A를 통한 새로운 성장 동력 확보가 기대된다.

도표 216. LG 유플러스 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

도표 217. 통신 3사 2025년 총주주환원률



자료: 유진투자증권

주 1: 총주주환원률 = (배당+자사주 소각) / 연결 or 별도 당기순이익
 주 2: KT의 2025년 자사주 매입소각액은 2,200억원으로 가정

주주환원 강화

밸류업을 기점으로 LG 유플러스의 주주환원 정책이 강화되었다. 순이익의 0~20%를 자사주매입소각에 활용한다는 신규 정책을 발표했으며, 2021년 실시한 1,000억원 규모의 기보유 자사주에 대해서도 2025년 일부 또는 전량 소각을 계획하고 있다. 기보유 자사주의 전량 소각 시 수익률은 7.8%에 달하며, 이익의 20%인 1,200억원을 추가 자사주매입소각에 투입할 경우 총 수익률은 9.1%까지 확대될 수 있다. 특히 2029년까지 신규 통신 CAPEX 부담이 제한적인 상황에서 충분한 현금흐름을 고려하면 자사주매입소각 정책의 실현 개연성이 높다고 판단한다.

당사는 2025년에는 기보유 자사주의 소각을 우선적으로 진행하고, 이후 지속적인 신규 자사주매입소각을 통해 주주환원을 확대할 것으로 전망한다. 이를 통해 경쟁사와의 주주환원 격차가 점진적으로 해소될 것으로 예상된다.

도표 218. 시나리오별 주주환원

시나리오	% of 이익	총주주환원 수익률
기보유 자사주 600억 소각	10%	7.8%
기보유 자사주 전량(1,000억) 소각	16%	8.7%
기보유 자사주 전량 소각 + 200억 신규 자사주 매입소각	20%	9.1%

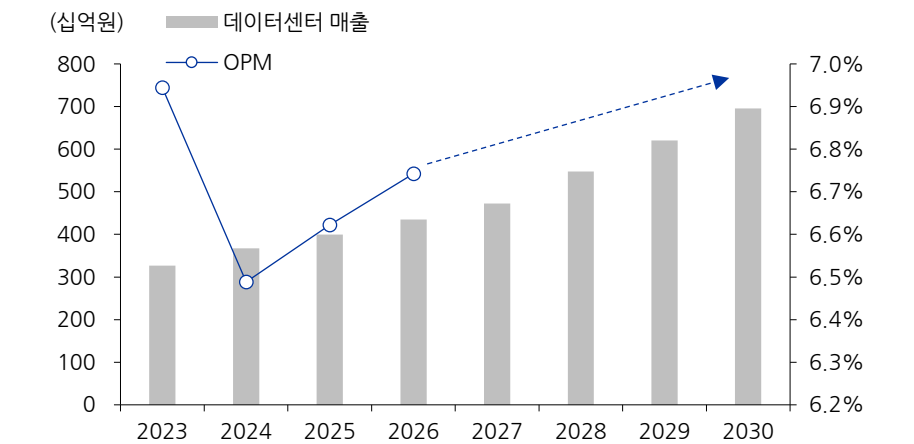
자료: 유진투자증권
 주 1: 2021년에 당사는 1,000억원의 자사주 매입을 실시함
 주 2: 2025.2.3 종가 기준

AI를 통한 ROE 개선

LG 유플러스의 ROE는 2023년 기준 7.3%로 업계 평균을 하회하고 있으나, AI 관련 전략을 통한 개선 가능성이 존재한다. 우선 동사가 주력하고 있는 데이터센터 사업은 수익성 개선에 기여할 것으로 전망된다.

현재 유무선통신이 90%대의 매출 비중을 차지하는 상황에서 영업이익률은 5~7%대에 머물러 있으나, 데이터센터 코로케이션 사업은 일반적으로 EBITDA 마진을 30%대, 영업이익률 10%대의 고수익 사업구조를 보유하고 있다. 2023년 11월 개소한 평촌 메가 2 데이터센터의 가동률이 상승 중이며, 클라우드 및 AI 워크로드 수요 증가에 따른 추가 상승이 예상된다. 또한 국내 최대 규모로 계획된 파주 데이터센터는 이미 부지를 확보한 상태로 2025년 하반기 또는 2026년 착공하여 2028년 하반기~2029년 가동 개시가 전망된다.

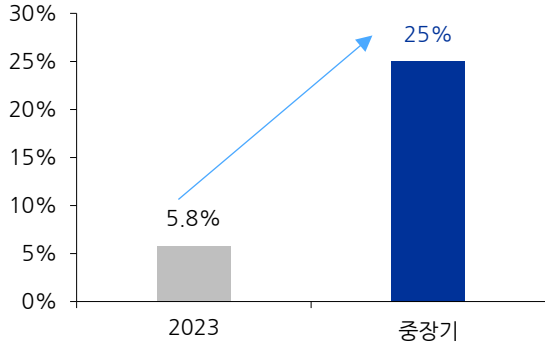
도표 219. 데이터센터 매출 및 OPM



자료: 유진투자증권

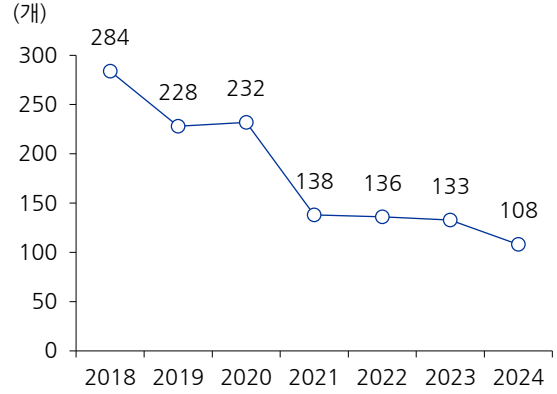
AI의 사내 업무 적용 또한 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 현재 온라인 채널 침투율이 2023년 기준 5.8%인 가운데, 회사 측은 침투율 1%p 상승 시 약 100억원의 이익 개선 효과가 있다고 밝혔다. 온라인 채널 확대는 마케팅비와 판매점 운영비용 절감으로 이어지며, 동사가 밸류업 계획에서 제시한 중장기 목표인 25% 달성을 위해 적극적인 추진이 예상된다.

도표 220. LG 유플러스 디지털 채널 비중 목표



자료: LG 유플러스, 유진투자증권

도표 221. LG 유플러스 오프라인 직영 매장 수 추이



자료: LG 유플러스, 유진투자증권

도표 222. 사내 업무 AI 적용을 통한 효율성 제고



자료: LG 유플러스

LG유플러스(032640.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,775	20,101	20,220	20,912	21,575
유동자산	5,043	4,964	5,342	5,967	6,635
현금성자산	931	680	969	1,475	2,103
매출채권	1,932	1,943	2,110	2,199	2,217
재고자산	226	354	256	267	269
비유동자산	14,731	15,136	14,879	14,945	14,940
투자자산	1,816	1,904	1,861	1,936	2,015
유형자산	10,574	11,066	11,117	11,311	11,390
기타	2,342	2,166	1,901	1,698	1,534
부채총계	11,325	11,344	11,211	11,566	11,864
유동부채	4,818	5,607	5,468	5,539	5,303
매입채무	2,689	2,691	2,424	2,526	2,546
유동성이자부채	1,646	2,514	2,638	2,603	2,343
기타	483	402	406	411	415
비유동부채	6,507	5,737	5,743	6,027	6,560
비유동이자부채	5,403	4,875	4,770	5,015	5,507
기타	1,104	862	973	1,012	1,053
자본총계	8,450	8,757	9,009	9,346	9,711
지배지분	8,165	8,472	8,762	9,099	9,463
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	872	872	872
이익잉여금	4,867	5,168	5,416	5,754	6,118
기타	(112)	(106)	(100)	(100)	(100)
비지배지분	285	285	247	247	247
자본총계	8,450	8,757	9,009	9,346	9,711
총차입금	7,049	7,389	7,408	7,618	7,850
순차입금	6,119	6,708	6,439	6,142	5,748

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	3,505	2,975	3,338	3,376	3,384
당기순이익	663	630	536	647	675
자산상각비	2,451	2,571	2,657	2,658	2,629
기타비현금성손익	2,951	2,930	2,225	85	95
운전자본증감	(2,356)	(2,704)	(1,790)	(14)	(16)
매출채권감소(증가)	23	(118)	217	(89)	(18)
재고자산감소(증가)	14	(128)	103	(11)	(2)
매입채무증가(감소)	(173)	(34)	223	102	20
기타	(2,220)	(2,424)	(2,333)	(16)	(16)
투자현금	(2,867)	(2,998)	(3,495)	(2,768)	(2,669)
단기투자자산감소	0	0	(8)	(32)	(34)
장기투자증권감소	5	670	66	(24)	(24)
설비투자	2,288	2,536	2,228	2,428	2,329
유형자산처분	14	17	16	0	0
무형자산처분	(552)	(402)	(527)	(221)	(217)
재무현금	(574)	(252)	(232)	(135)	(121)
차입금증가	(312)	32	48	209	233
자본증가	(262)	(284)	(279)	(344)	(354)
배당금지급	262	284	279	284	284
현금 증감	64	(275)	(388)	474	594
기초현금	770	835	560	172	646
기말현금	835	560	172	646	1,240
Gross Cash flow	6,065	6,131	5,436	3,390	3,400
Gross Investment	5,223	5,703	5,277	2,749	2,651
Free Cash Flow	842	429	160	641	748

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,906	14,373	14,671	14,901	15,148
증가율(%)	0.4	3.4	2.1	1.6	1.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	13,906	14,373	14,671	14,901	15,148
판매 및 일반관리비	12,825	13,375	13,777	13,911	14,107
기타영업손익	(0)	4	3	1	1
영업이익	1,081	998	894	990	1,041
증가율(%)	10.4	(7.7)	(10.4)	10.7	5.1
EBITDA	3,532	3,569	3,552	3,648	3,670
증가율(%)	3.3	1.0	(0.5)	2.7	0.6
영업외손익	(224)	(227)	(198)	(199)	(215)
이자수익	52	58	67	51	52
이자비용	181	243	272	251	268
지분법손익	3	(2)	(5)	(11)	(11)
기타영업손익	(99)	(40)	12	12	13
세전순이익	857	771	696	791	826
증가율(%)	(5.3)	(10.0)	(9.7)	13.7	4.4
법인세비용	194	141	160	144	151
당기순이익	663	630	536	647	675
증가율(%)	(8.5)	(4.9)	(15.0)	20.7	4.4
지배주주지분	663	623	534	621	648
증가율(%)	(6.9)	(6.1)	(14.2)	16.3	4.4
비지배지분	(0)	7	2	26	27
EPS(원)	1,519	1,426	1,223	1,422	1,484
증가율(%)	(6.9)	(6.1)	(14.2)	16.3	4.4
수정EPS(원)	1,519	1,426	1,223	1,422	1,484
증가율(%)	(6.9)	(6.1)	(14.2)	16.3	4.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,519	1,426	1,223	1,422	1,484
BPS	18,701	19,404	20,068	20,840	21,674
DPS	650	650	650	650	650
밸류에이션(배, %)					
PER	7.3	7.2	8.2	7.0	6.8
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8
배당수익률	5.9	6.4	6.5	6.5	6.5
PCR	0.8	0.7	0.8	1.3	1.3
수익성(%)					
영업이익률	7.8	6.9	6.1	6.6	6.9
EBITDA이익률	25.4	24.8	24.2	24.5	24.2
순이익률	4.8	4.4	3.7	4.3	4.5
ROE	8.4	7.5	6.2	7.0	7.0
ROIC	5.9	5.5	4.5	5.3	5.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	72.4	76.6	71.5	65.7	59.2
유동비율	104.7	88.5	97.7	107.7	125.1
이자보상배율	6.0	4.1	3.3	4.0	3.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	7.1	7.4	7.2	6.9	6.9
재고자산회전율	59.5	49.5	48.1	57.0	56.5
매입채무회전율	5.2	5.3	5.7	6.0	6.0

SK 텔레콤

(017670)

청사진의 실현을 기다리며

투자의견

BUY(신규)

목표주가

65,000 원(신규)

현재주가

55,900 원(02/03)

시가총액

12,007(십억원)

통신서비스 이찬영_02)368-6167_cylee@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 12MF EBITDA에 Target EV/EBITDA 3.9배(SK스퀘어 인적분할 이후의 멀티플 평균치 +15% 할증) 적용. AI 사업 기대감 반영에 따라 멀티플 할증 적용
- 2025년 연결 매출은 18조 2,400억원(+1.6%yoy), 영업이익은 2조 1,014억원(+17.1%yoy) 전망
- '24년에 이어 '25년에도 전사적 비용 효율화 프로그램(OE) 실시할 계획. 견고한 본업 성장이 지속되며 전년과 같은 두 자릿수의 영업이익률을 시현할 전망
- 단기 주가 상승 모멘텀의 부재는 아쉬우나 동사는 우수한 조직 운영 능력과 모범적인 주주환원 정책을 지속적으로 입증해 왔음. 향후 언젠든 주주환원 확대를 할 수 있다는 가능성을 열어둬야 함
- 이외 동사의 AI 사업 수익화가 유의미한 수준으로 가시화될 경우, 실적 개선은 물론 밸류에이션 리레이팅에 대한 개연성도 높아질 것으로 전망함

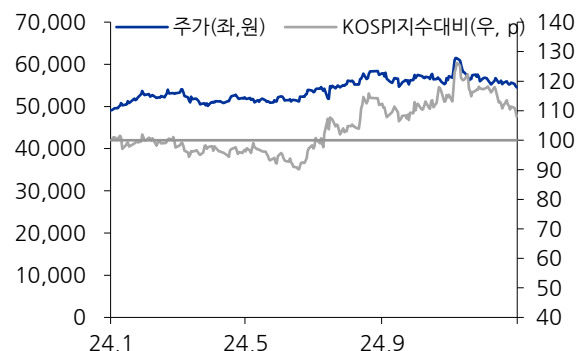
주가(원, 2/3)	55,900
시가총액(십억원)	12,007
발행주식수	214,790천주
52주 최고가	61,900원
최저가	49,900원
52주 일간 Beta	0.00
60일 일평균거래대금	317억원
외국인 지분율	42.0%
배당수익률(2024F)	6.3%
주주구성	
SK(외 11인)	30.6%
국민연금공단(외 1인)	8.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-1.9	11.4	17.3
절대기준	-1.4	3.1	11.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	65,000	-	-
영업이익(24)	1,794	-	-
영업이익(25)	2,101	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	17,305	17,609	17,955	18,240
영업이익	1,612	1,753	1,794	2,101
세전손익	1,236	1,488	1,444	1,776
당기순이익	948	1,146	1,116	1,368
EPS(원)	4,169	4,997	5,031	6,241
증감률(%)	-62.1	19.9	0.7	24.1
PER(배)	11.4	10.0	11.1	9.0
ROE(%)	8.0	9.6	9.6	11.8
PBR(배)	0.9	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	3.7	4.1	3.8

자료: 유진투자증권



밸류에이션 및 실적 전망

밸류에이션

SK텔레콤에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 65,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 EBITDA에 Target EV/EBITDA 3.9 배를 적용하여 산정했다. 통신업의 특성상 감가상각비가 비용의 상당 부분을 차지하는 만큼 현금성을 가장 잘 반영하는 EBITDA 기반의 밸류에이션 방법이 가장 적절하다고 판단한다.

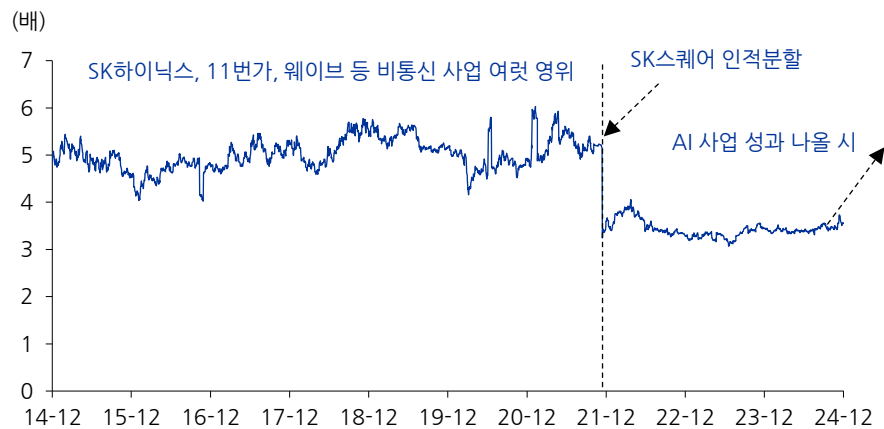
2021년 SK스퀘어 인적분할로 SK하이닉스(반도체), ADT캡스(보안), 11번가(이커머스), 웨이브(미디어) 등 상대적 고성장 비통신 자회사들이 분리되면서 밸류에이션 디스카운트가 발생했다. 향후 리레이팅은 현재 추진 중인 AI 사업들의 성과에 달려있다고 판단되며, 2025년부터 본격화될 것으로 예상되는 AI 사업의 매출 성장 기대감을 반영하여 멀티플을 조정했다.

도표 223. 목표주가 산출

(배, 십억원, 원)		비고
12MF EBITDA	5,614	
Target EV/EBITDA	3.9	SK스퀘어 인적분할 이후의 멀티플 평균치(3.4 배)에 본격 AI 사업 기대감 반영하여 +15% 할증
EV	21,610	
순차입금	7,927	3Q24 기준
시가총액	14,024	
목표주가	65,000	
업사이드	17%	

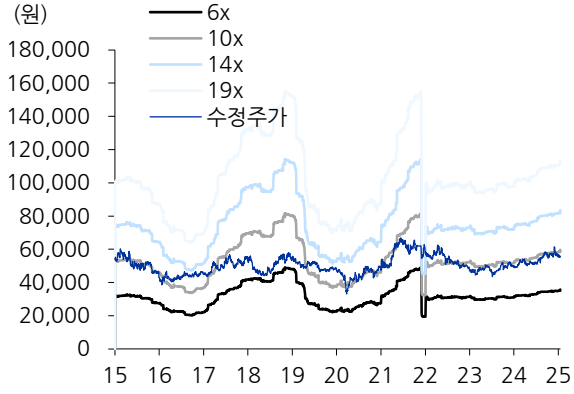
자료: 유진투자증권

도표 224. 12MF EV/EBITDA 추이



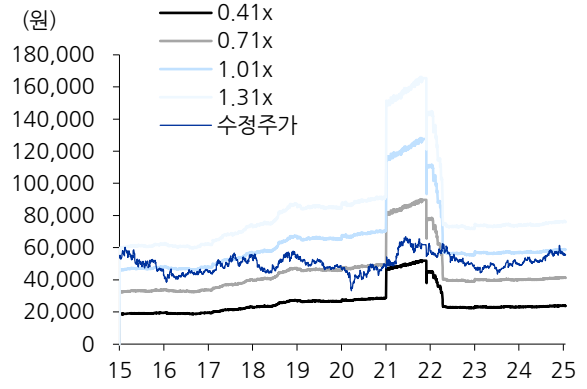
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 225. 12MF PER 밴드



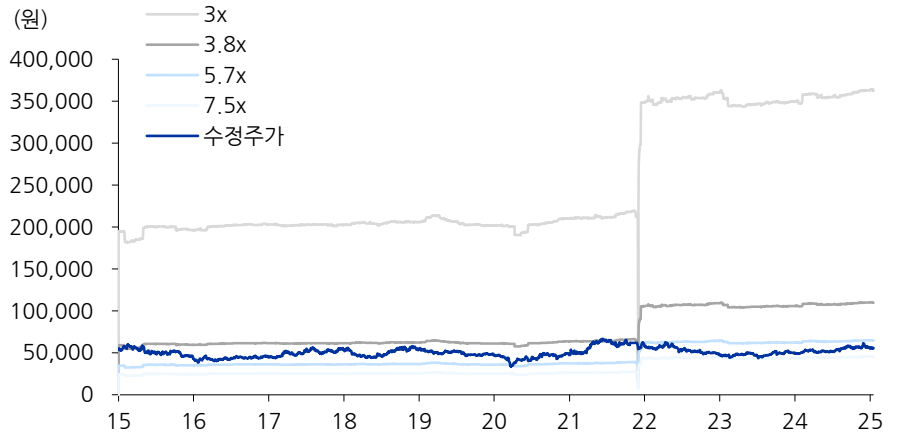
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 226. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 227. 배당수익률 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

실적 전망

2025 년 연결 기준 매출액은 18 조 2,400 억원(+1.6%yoy), 영업이익은 2 조 1,014억원(+17.1%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 이동통신 매출(10조 7,196 억원, +0.3%yoy)의 성장세 둔화가 전체 매출 성장을 약화로 이어질 것으로 예상된다. 5G 가입자 비율이 77.4%로 포화상태에 근접함에 따라 전환 속도가 점진적으로 둔화될 것으로 보여 제한적인 ARPU 상승을 전망한다. 다만 영업비용의 효율적 통제가 지속되며 영업이익은 상대적으로 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상된다.

2025 년 상반기 SK 브로드밴드의 잔여 지분 22% 전량 취득으로 100% 지분 보유가 예상되며, 이에 따라 동사의 지배순이익은 SK 브로드밴드의 이익을 전액 반영하게 된다. SK 브로드밴드가 운영하는 데이터센터 부문의 2025 년 매출은 2,761 억원(+14.9%yoy)으로 전망되며, 이는 2023 년 개소한 가산 데이터센터의 지속적인 가동률 상승을 반영한 수치이다.

도표 228. 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출	4,475	4,422	4,532	4,525	4,530	4,543	4,576	4,592	17,954	18,240
yoy	2%	3%	3%	0%	1%	3%	1%	1%	2.0%	1.6%
SKT(별도)	3,189	3,192	3,203	3,212	3,214	3,222	3,235	3,250	12,795	12,922
이동전화	2,664	2,673	2,672	2,676	2,674	2,679	2,682	2,685	10,686	10,720
접속수익	113	108	106	106	105	105	105	105	434	420
기타	412	410	425	429	435	438	448	460	1,676	1,782
SKB(연결)	1,090	1,093	1,105	1,112	1,125	1,130	1,137	1,143	4,400	4,534
초고속인터넷	257	260	263	266	269	272	275	278	1,046	1,093
IPTV	386	385	392	394	396	399	403	405	1,557	1,603
CATV	91	92	91	90	89	88	87	86	363	350
집전화	7	7	7	7	6	6	6	6	28	24
B2B	340	338	340	343	352	353	354	355	1,361	1,413
영업비용	3,976	3,885	3,999	4,301	3,988	3,918	4,012	4,221	16,160	16,139
yoy	2.5%	1.1%	2.4%	1.7%	0.3%	0.9%	0.3%	-1.8%	1.9%	-0.1%
SKT(별도)	2,752	2,741	2,746	3,005	2,745	2,749	2,751	2,891	11,244	11,136
감가비	700	690	693	686	683	683	683	686	2,768	2,735
마케팅비	719	716	726	767	703	706	715	754	2,929	2,878
인건비	265	239	243	410	280	252	259	300	1,157	1,091
영업이익	499	538	533	225	542	625	564	370	1,794	2,101
yoy	0.7%	16.0%	7.0%	-24.3%	8.7%	16.2%	5.8%	64.7%	2.3%	17.1%
OPM	11.1%	12.2%	11.8%	5.0%	12.0%	13.8%	12.3%	8.1%	10.0%	11.5%
SKT(별도)	436	451	457	207	469	474	485	359	1,551	1,786
SKB(연결)	78	84	88	85	89	93	88	86	335	356
세전이익	441	478	363	161	452	552	490	282	1,442	1,776
순이익	362	350	280	124	348	425	378	217	1,116	1,368
yoy	19.6%	0.7%	-9.1%	-34.0%	-3.8%	21.4%	34.7%	75.3%	-2.6%	22.6%
지배순이익	353	337	269	121	341	417	370	213	1,081	1,340
SKT(별도)	492	280	222	60	494	300	312	177	1,054	1,283

자료: 유진투자증권

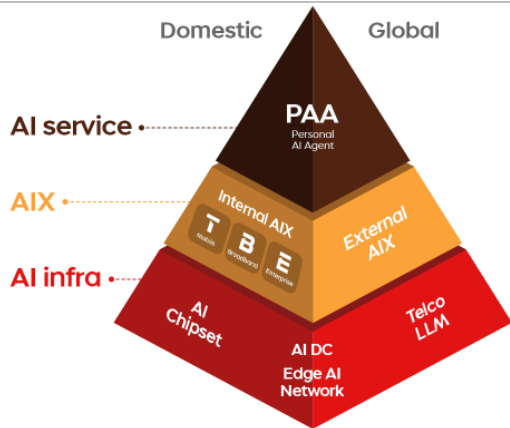
투자포인트

글로벌 스케일의 AI 청사진

SK 텔레콤은 통신 3사 중 가장 광범위한 AI 전략을 추진하고 있다. AI 인프라인 데이터센터, 클라우드(GPUaaS)부터 에이닷과 같은 AI B2C 서비스까지 AI 밸류체인 전반을 아우르는 청사진을 제시하고 있으며, 전사적 AI 도입과 함께 'AI Company'로의 슬로건 변경 등 적극적인 조직 혁신을 추진 중이다.

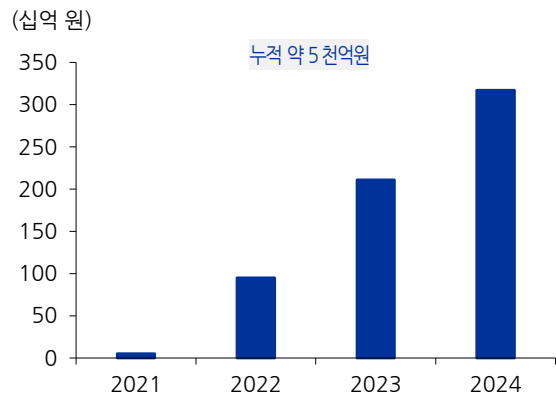
자본과 기술력의 한계 극복을 위해 AI 기업 지분투자과 파트너십 구축도 활발히 진행 중이다. SK 계열사(SK 하이닉스: HBM, SK 엔무브: 액침냉각 솔루션)와 기투자한 SGH(GPU 클러스터 구축 솔루션)와의 협력을 통해 AI 데이터센터 인프라 구축 역량을 확보했으며, 람다랩스와의 협력으로 2024년 12월부터 GPUaaS 서비스를 개시했다.

도표 229. SK 텔레콤 AI 피라미드 전략



자료: SK 텔레콤

도표 230. AI 기업 지분투자 규모 추이



자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 231. SK 텔레콤 AI 관련 주요 투자내역

투자시점	피투자회사	투자 규모(억원)	밸류에이션	회사 특징	시너지
22.12	코난테크놀로지	224	2,875 억원	AI 개발사, 자체 LLM 'Konan' 보유	AI 동시통역 솔루션 사업 공동 전개
23.04	스캐터랩	150	-	AI 아바타 '이루다' 개발사	SK 텔레콤 AI 서비스 '에이닷'에 이루다 탑재
23.08	엔트로픽	1,323	56 조원	오픈 AI 출신 인사들이 설립한 회사. LLM 'Claude' 개발	텔코 LLM 공동개발. 에이닷에 claude 모델 탑재
24.02	람다	267	2.1 조원	GPUaaS(GPU cloud) 기업	가산 데이터센터에 람다 GPU 탑재. GPUaaS 사업 공동 전개
24.06	퍼플렉시티	138	12.6 조원	AI 검색 Perplexity.ai 개발/운영	SKT 이용자에게 퍼플렉시티 pro 1년 무료 제공 에이닷 및 글로벌 AI agent 에 검색 모델 탑재
24.07	펍권 솔루션(SGH)	2,766	1.4 조원	GPU 클러스터 관련 솔루션 제공 주요 레퍼런스: 메타, 볼티지 파크 등	전략적 협업을 통해 향후 AI 인프라 역량 강화

자료: 유진투자증권

도표 232. 람다 랩스와 함께 GPUaaS 사업 개시



자료: SK 텔레콤

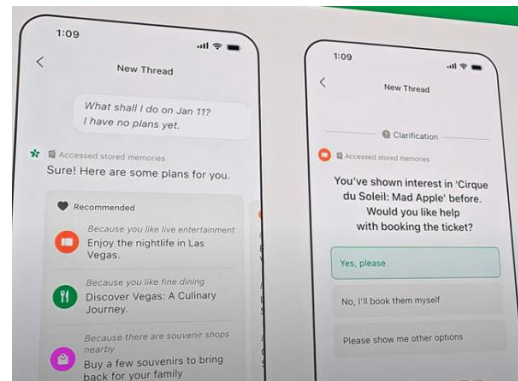
동사의 AI 전략은 글로벌 시장으로도 확장되고 있다. 자회사 Gap.Co 가 개발한 AI Agent 'Aster'의 북미 출시를 준비 중이며, 글로벌 파트너사들과의 협력을 통한 기능 고도화가 예상된다. 또한 도이치텔레콤, 싱텔, 소프트뱅크, e& 등 글로벌 통신사들과 함께 GTAA(Global Telco AI Alliance)를 결성하여 통신 AI 업계를 선도하고 있다. 약 13억 명의 가입자 기반을 보유한 GTAA는 통신 특화 데이터를 활용한 AI 모델 개발 및 글로벌 서비스 제공을 목표로 하고 있으며, 2025년 JV 설립이 예정되어 있다.

도표 233. Aster의 기능



자료: SK 텔레콤

도표 234. Aster 예시 화면



자료: SK 텔레콤

SK 텔레콤은 타 통신사 대비 가장 광범위한 AI 비전을 제시하고 있으나, 현재 가치적 성과는 데이터센터에 국한되어 있어 여타 사업들은 중장기적 관점의 접근이 필요하다. 다만 의미있는 사업 진전과 AI 매출의 고성장이 입증된다면 통신사에서 'AI Company'로의 인식 전환이 가능할 것이며, 이는 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 전망이다.

도표 235. 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

B2C AI에서의 기회

SK 텔레콤은 통신 3사 중 B2C AI 영역에서 가장 큰 성과를 보이고 있다. AI 서비스 '에이닷'의 누적 가입자가 800 만명을 돌파하며 향후 트래픽 수익화 가능성이 열려있으며, 2024 년 실시한 퍼플렉시티 프로 1 년 무료 제공 이벤트의 파급 효과도 주목할 만하다.

비록 공식화되지는 않았으나, SKT 고가요금제에 퍼플렉시티의 편입 가능성을 고려할 필요가 있다. 현재 SKT 의 고가요금제는 무제한 데이터와 함께 넷플릭스, 유튜브 프리미엄 등 인기 유료 구독 서비스를 제공하고 있는데, 퍼플렉시티 프로 역시 이러한 부가혜택 패키지의 일부가 될 수 있다. 1 년 무료 제공 이벤트 종료 후, 퍼플렉시티의 락인 효과로 인해 SKT 가입자들이 해당 서비스가 포함된 고가 요금제로 전환할 가능성이 있으며, 이는 ARPU 상승으로 이어질 것으로 전망된다.

도표 236. 퍼플렉시티 한국 google trend 추이






자료: google trend, 유진투자증권

도표 237. 퍼플렉시티 프로가 고가요금제에 부가혜택으로 편입된다면?

5GX 플래티넘(넷플릭스)

무제한

테더링/공유 120GB
 집/이동전화 무제한, 영상/부가통화 300분 · 문자 기본 제공

-  넷플릭스 프리미엄 제공
-  T 멤버십 VIP 혜택
-  스마트기기 2회선 이용요금 무료

월 125,000원

선택약정 반영 시 93,705원

자료: SK 텔레콤

SK텔레콤(017670.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	31,308	30,119	29,031	29,828	30,388
유동자산	7,219	6,586	6,246	7,268	7,902
현금성자산	2,367	1,837	1,344	2,304	2,865
매출채권	2,565	2,457	2,551	2,589	2,636
재고자산	166	180	217	221	225
비유동자산	24,089	23,534	22,784	22,560	22,487
투자자산	5,367	5,591	5,617	5,845	6,082
유형자산	13,322	13,006	12,732	12,717	12,686
기타	5,400	4,936	4,436	3,998	3,718
부채총계	19,153	17,891	17,150	17,368	17,347
유동부채	8,047	6,994	7,931	7,992	8,067
매입채무	4,826	4,295	3,881	3,938	4,010
유동성이자부채	2,896	2,362	3,710	3,710	3,710
기타	324	336	340	343	347
비유동부채	11,107	10,897	9,219	9,376	9,280
비유동이자부채	8,890	8,966	7,636	7,750	7,610
기타	2,216	1,931	1,584	1,626	1,670
자본총계	12,155	12,228	11,880	12,460	13,042
지배지분	11,318	11,389	11,062	11,642	12,223
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	22,464	22,800	23,042	23,622	24,204
기타	(12,947)	(13,212)	(13,782)	(13,782)	(13,782)
비지배지분	837	839	819	819	819
자본총계	12,155	12,228	11,880	12,460	13,042
총차입금	11,786	11,328	11,346	11,460	11,320
순차입금	9,420	9,491	10,002	9,156	8,455

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	5,159	4,947	3,922	4,857	4,723
당기순이익	948	1,146	1,116	1,368	1,369
자산상각비	3,755	3,751	3,639	3,513	3,371
기타비현금성손익	964	796	(158)	(96)	(94)
운전자본증감	118	(274)	(301)	(2)	2
매출채권감소(증가)	(80)	99	(176)	(37)	(47)
재고자산감소(증가)	40	(18)	(39)	(3)	(4)
매입채무증가(감소)	268	(138)	(286)	57	72
기타	(109)	(217)	199	(18)	(18)
투자현금	(2,808)	(3,353)	(3,104)	(3,267)	(3,278)
단기투자자산감소	266	(45)	28	(16)	(17)
장기투자증권감소	662	(13)	(17)	(109)	(115)
설비투자	2,908	2,974	2,887	2,813	2,780
유형자산처분	16	13	15	0	0
무형자산처분	(127)	(102)	(218)	(246)	(281)
재무현금	(1,350)	(2,021)	(1,324)	(646)	(901)
차입금증가	(62)	(705)	(295)	114	(140)
자본증가	(904)	(1,059)	(781)	(760)	(760)
배당금지급	904	774	766	760	760
현금 증감	1,010	(427)	(503)	944	544
기초현금	873	1,882	1,455	952	1,896
기말현금	1,882	1,455	952	1,896	2,440
Gross Cash flow	5,667	5,692	4,692	4,858	4,720
Gross Investment	2,956	3,582	3,433	3,252	3,259
Free Cash Flow	2,711	2,110	1,259	1,606	1,461

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,305	17,609	17,955	18,240	18,573
증가율(%)	3.3	1.8	2.0	1.6	1.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,305	17,609	17,955	18,240	18,573
판매 및 일반관리비	15,693	15,855	16,160	16,139	16,407
기타영업손익	2	1	2	(0)	2
영업이익	1,612	1,753	1,794	2,101	2,166
증가율(%)	16.2	8.8	2.3	17.1	3.1
EBITDA	5,367	5,504	5,433	5,614	5,537
증가율(%)	(2.4)	2.5	(1.3)	3.3	(1.4)
영업외손익	(376)	(265)	(350)	(325)	(388)
이자수익	61	113	116	112	114
이자비용	328	390	400	404	401
지분법손익	(82)	11	34	37	37
기타영업외손익	(27)	1	(99)	(70)	(137)
세전순이익	1,236	1,488	1,444	1,776	1,778
증가율(%)	(28.1)	20.4	(2.9)	23.0	0.1
법인세비용	288	342	328	409	409
당기순이익	948	1,146	1,116	1,368	1,369
증가율(%)	(60.8)	20.9	(2.6)	22.6	0.1
지배주주지분	912	1,094	1,081	1,340	1,342
증가율(%)	(62.1)	19.9	(1.2)	24.1	0.1
비지배지분	35	52	35	27	27
EPS(원)	4,169	4,997	5,031	6,241	6,246
증가율(%)	(62.1)	19.9	0.7	24.1	0.1
수정EPS(원)	4,169	4,997	5,031	6,241	6,246
증가율(%)	(62.1)	19.9	0.7	24.1	0.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,169	4,997	5,031	6,241	6,246
BPS	51,721	52,044	51,500	54,201	56,907
DPS	3,320	3,540	3,540	3,540	3,540
밸류에이션(배, %)					
PER	11.4	10.0	11.1	9.0	8.9
PBR	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/ EBITDA	3.7	3.7	4.1	3.8	3.7
배당수익률	7.0	7.1	6.3	6.3	6.3
PCR	1.8	1.9	2.6	2.5	2.5
수익성(%)					
영업이익율	9.3	10.0	10.0	11.5	11.7
EBITDA이익율	31.0	31.3	30.3	30.8	29.8
순이익율	5.5	6.5	6.2	7.5	7.4
ROE	8.0	9.6	9.6	11.8	11.2
ROIC	6.8	7.4	7.6	8.9	9.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	77.5	77.6	84.2	73.5	64.8
유동비율	89.7	94.2	78.8	91.0	98.0
이자보상배율	4.9	4.5	4.5	5.2	5.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.8	7.0	7.2	7.1	7.1
재고자산회전율	93.3	101.7	90.4	83.3	83.4
매입채무회전율	3.8	3.9	4.4	4.7	4.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

