

SK 텔레콤 (030200)

주가 (7월 16일)
시가총액

89,100원
19,266.7십억원

[Analyst] 김아람 선임연구원
✉ kimaram@shinhan.com

지금 주가에서는 업사이드 리스크가 더 커 (2)

엔트로픽 상장 타임라인 Update

- 7/16 블룸버그에 따르면 엔트로픽은 ‘이르면 10월 상장’을 타겟으로 복수의 투자자와 미팅 모색 중. 6/1 비밀리에 IPO를 신청했으며(비밀 S-1 초안 제출) 주관사는 모건스탠리, 골드만삭스, JP모건체이스 선정. 경쟁사 오픈AI는 당초 2026년 가을 상장을 목표했으나 2027년 중으로 연기한 것으로 알려짐
- 당사는 엔트로픽 상장 전까지 SK텔레콤 주가의 오버슈팅 가능성이 크다는 의견. 특히나 고점 대비 29% 하락한 현재 주가 레벨에서는 상방 열린 구간
- 1) 엔트로픽 기업가치 추가 상승 가능성: 엔트로픽 기업가치는 24년 180억달러에서 26년 5월말 9,650억달러로 2년 만에 약 50배 상승. 그러나 이보다 더 높은 기업가치로 상장 유력. B2B AI 선두주자로서 여전히 시장 관심 뜨겁고, 7/8 SemiAnalysis는 Bull case 기준 엔트로픽 시가총액이 최대 6조달러까지 높아질 수 있다고 주장. 직전 대형 상장 사례인 스페이스X는 xAI 합병 직후 기업가치 1.25조달러에서 몸값 높여 2조달러에 상장, 시가총액이 최고 2.9조달러까지 상승한 바 있음
- 2) 데이터센터로 인한 본업 멀티플 리레이팅 가능성, 3) 펀더멘털 회복: 가입자 순증과 데이터센터 고성장이 어지며 26년 영업이익(1.99조원)은 해킹사태 이전인 24년 수준을 회복할 전망. 기저 효과에 2~4분기 호실적 예상되고, 4Q26부터 비과세 배당 유력. 외국인 투자자 수급 유입 역시 긍정적. 외국인 투자자들은 6월초 젠슨 황 방한 이후 주가 급등하자 차익 실현에 나섰으나 최근 순매수 전환 관찰

엔트로픽 상장 타임라인 정리

미국 상장 절차	엔트로픽 현황	내용
① Organizational meeting	완료	주관사, 발행사, 법무법인, 회계법인이 모여 일정, 상장 구조, 감사보고서 범위 등을 확정
② Confidential DRS (Draft Registration Statement)	6/1	비공개 상장 신청의 경우, 비공개로 S-1 초안 제출
③ SEC comment rounds		Division of Corporation Finance가 일반적으로 30일 내 첫 코멘트 발송
④ Testing-the-waters Meetings	7/15 언론보도	회사는 수정본(DRS/A)을 재제출, 보통 2~4개 라운드 진행. 총 2~4개월 소요 적격기관투자자(QIB)와 기관 선정 투자자 대상 미팅 통해서 기관 수요 사전 타진 여기서 나온 피드백을 기반으로 밸류에이션 밴드와 딜 사이즈 선정
⑤ S-1 공개		로드쇼 시작 최소 15일 전까지 S-1과 그동안의 모든 DRS/수정본 공개
⑥ Red herring & 로드쇼		가격 밴드가 들어간 예비투자설명서 배포 7~10 영업일간 로드쇼, 거래소 상장 신청, 티커 확정
⑦ Pricing, Effectiveness		공모가 결정, SEC가 등록 효력 발생 선언
⑧ 상장 완료	10월 예상	

자료: SEC, 언론 종합, 신한투자증권

SK텔레콤 목표주가

(십억원, 배)	Value	27F EBITDA	Multiple	비고
(A) SK텔레콤 본업가치	24,498	5,568	4.4	EV/EBITDA 4.4배는 인적분할 이후~엔트로픽 지분가치가 부각되기 전 21년 11월~25년 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 최상단 (C)에 할인을 0% 적용
(B) 엔트로픽 지분 가치	4,343			
(C) 지분 가치 계산	4,343			
- 예상 기업가치 (십억달러)	965			엔트로픽 최근 투자 라운드 기업가치 반영 상장 이전까지 추가적으로 높아질 수 있다고 봄 환율 1,500원 가정 4Q25 감사보고서 기준, 지분율 희석 감안하지 않음
- 예상 기업가치 (십억원)	1,447,500			
- 예상 지분율	0.3			
(E) 순차입금	7,170			4Q25 기준 (F) = (A) + (B) - (E) 100,900원이나 내림 처리
(F) 목표 시가총액	21,670			
목표 주가(원)	100,000			
현재주가 (원)	89,100			
상승 여력 (%)	12.2			

자료: 신한투자증권

전세계 시가총액 순위

순위	회사명	시총 (조달러)	순위	회사명	시총 (조달러)
1	엔비디아	5.14	10	사우디아람코	1.71
2	애플	4.81	11	테슬라	1.48
3	구글	4.51	12	삼성전자	1.18
4	마이크로소프트	2.94	13	일라이일리	1.09
5	아마존	2.74	14	버크셔해서웨이	1.05
6	TSMC	1.96	15	마이크론	1.02
7	브로드컴	1.88	16	SK하이닉스	1.01
8	스페이스X	1.79		엔트로픽	0.97
9	메타	1.73		오픈AI	0.85

자료: Trading View, 신한투자증권

주: 엔트로픽, 오픈AI는 마지막 투자 라운드 기준 기업가치 기업

엔트로픽 기업가치에 가정에 따른 SK텔레콤 목표가

엔트로픽 기업가치 (십억달러)	엔트로픽 지분가치 (십억원)	목표 시가총액 (십억원)	목표주가 (원)	지분가치 20% 할인 목표주가 (원)
965	4,343	21,670	100,900	96,800
1,000	4,500	21,827	101,600	97,400
1,500	6,750	24,077	112,100	105,800
2,000	9,000	26,327	122,600	114,200
2,500	11,250	28,577	133,000	122,600
3,000	13,500	30,827	143,500	131,000
4,000	18,000	35,327	164,500	147,700

자료: 신한투자증권

주: 1) SOTP 밸류에이션에서 엔트로픽 기업가치만 변경

2) 추가 투자에 따른 지분율(0.3%) 희석은 감안하지 않음

미래에셋증권 시가총액 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

엔트로픽 Bull Case 최대 6조달러까지 상승 전망

Anthropic confidentially filed for IPO on June 1st. Over 1 month later, equity raises from hyperscalers loom, and a reported OpenAI push out of their own IPO until 2027 has led some to question the ability of the labs to raise. However, Anthropic is the clear clubhouse leader in capturing the B2B market today and is doing so in a profitable manner against an unfocused and money-burning competitor.

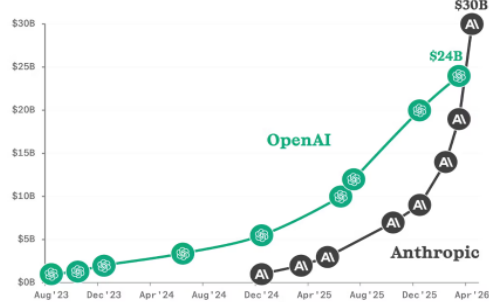
With this lead, we expect Anthropic to take advantage of their superior business model and margins to invest in further in new models that help extend their lead and monetization over closed and open source competitors. Anthropic has the ability to truly make OpenAI dance and we see Anthropic as the first \$6T company as a base-case possibility if they continue to execute. Pricing power, gross margins, business model, and profitability are all reasons for Anthropic to IPO first and put the impetus on OpenAI to open their financials and raise the necessary capital to compete and fund the massive AI buildout still to come.

자료: SemiAnalysis, 신한투자증권

엔트로픽 vs. 오픈AI 런레이트 매출액 비교

Anthropic Tops \$30 Billion In ARR, Surpassing OpenAI's Reported Revenue

Annual Revenue Run Rate (\$ billions, irregular reports)

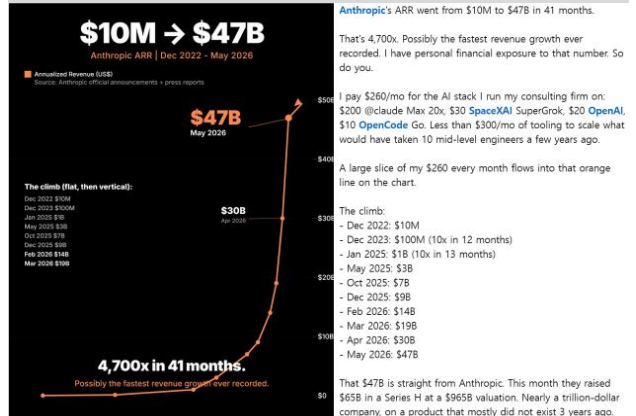


CHART

Source: Companies and media reports

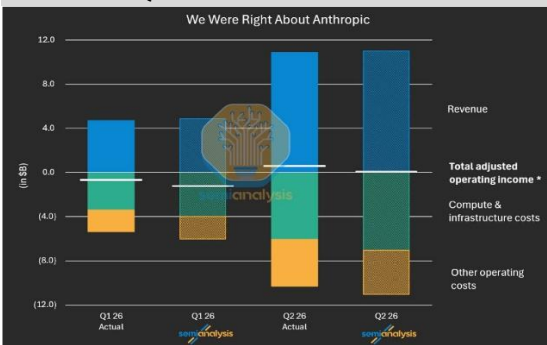
자료: Vally AI, 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

엔트로픽 5월 런레이트 매출액 470억달러 돌파



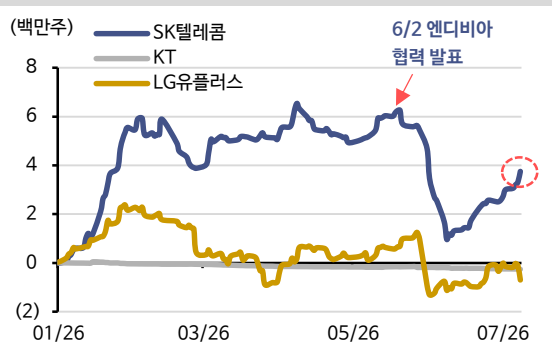
자료: @James Fredley, 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

엔트로픽 2Q26 영업이익 5.6억달러(흑전) 추정



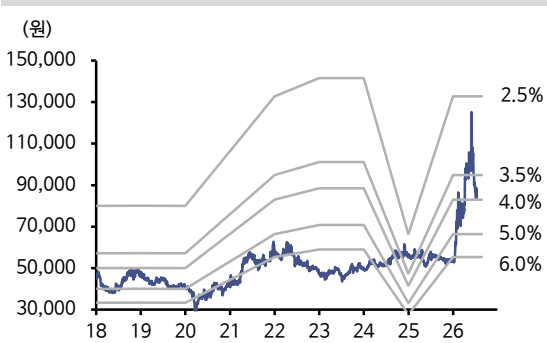
자료: SemiAnalysis, 신한투자증권

외국인 순매수 수량 - 다시 순매수 전환



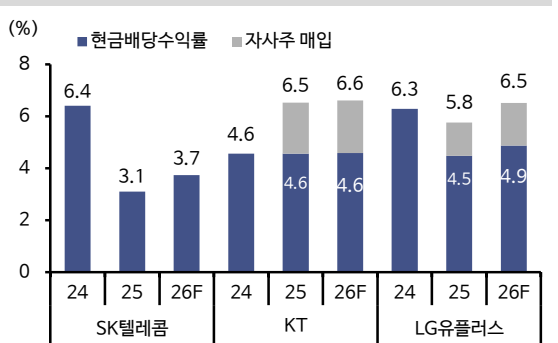
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

SK텔레콤 배당수익률 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

통신업종 주주환원수익률 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

SK텔레콤 실적 추이 및 전망 - 프리뷰 자료와 동일

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
연결											
매출액	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,361	4,503	4,441	17,099	17,698	17,896
SK텔레콤	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,116	3,155	3,167	12,051	12,543	12,652
이동전화	2,661	2,623	2,124	2,538	2,581	2,595	2,605	2,611	9,946	10,393	10,467
SK브로드밴드	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,161	1,178	1,187	4,533	4,676	4,765
유료방송	478	475	478	475	472	473	477	475	1,905	1,897	1,897
유선통신	273	275	274	284	281	283	285	287	1,106	1,135	1,163
B2B사업	346	359	381	387	383	394	406	414	1,473	1,596	1,658
영업이익	567	338	48	119	538	530	522	406	1,073	1,995	2,109
지배순이익	364	90	(158)	113	322	418	278	161	408	1,179	1,319
영업이익률	12.7	7.8	1.2	2.8	12.2	12.2	11.6	9.1	6.3	11.3	11.8
순이익률	8.2	2.1	(4.0)	2.6	7.3	9.6	6.2	3.6	2.4	6.7	7.4
%YoY											
매출액	(0.5)	(1.9)	(12.2)	(4.1)	(1.4)	0.5	13.2	2.6	(4.7)	3.5	1.1
영업이익	13.8	(37.1)	(90.9)	(53.1)	(5.3)	56.7	977.5	240.5	(41.1)	85.9	5.7
이동전화	(0.1)	(1.9)	(20.5)	(4.6)	(3.0)	(1.1)	22.7	2.9	(6.8)	4.5	0.7
B2B사업	1.8	6.1	12.0	11.1	10.4	9.9	6.6	6.9	7.8	8.4	3.9
별도											
매출액	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,116	3,155	3,167	12,051	12,543	12,652
마케팅비	692	728	732	763	741	751	770	784	2,916	3,046	3,026
영업이익	482	251	(52)	131	410	419	407	290	812	1,526	1,590
순이익	475	37	(207)	106	333	287	273	165	411	1,058	1,059
영업이익률	15.2	8.0	(2.0)	4.2	13.2	13.4	12.9	9.2	6.7	12.2	12.6
순이익률	15.0	1.2	(7.8)	3.4	10.7	9.2	8.6	5.2	3.4	8.4	8.4
%YoY											
매출액	(0.7)	(1.8)	(16.8)	(3.3)	(1.9)	(0.6)	18.4	2.7	(5.7)	4.1	0.9
마케팅비	(3.8)	1.7	0.9	2.1	7.0	3.3	5.1	2.7	0.2	4.5	(0.6)
영업이익	10.5	(44.3)	(111.4)	(31.3)	(15.1)	67.0	(879.7)	122.0	(47.1)	87.9	4.2
SKB											
매출액	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,161	1,178	1,187	4,533	4,676	4,765
영업이익	96	92	89	12	117	120	117	122	289	476	517
영업이익률	8.6	8.2	7.8	1.0	10.1	10.3	9.9	10.3	6.4	10.2	10.8
%YoY											
매출액	2.0	2.5	3.4	3.2	3.3	3.7	3.1	2.6	2.8	3.1	1.9
영업이익	22.9	8.9	1.4	(88.5)	21.5	30.8	30.9	937.5	(18.1)	64.8	8.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김아람)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조분분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조분분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조분분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.