

[통신]

OVERWEIGHT

2026.07.21

In-Depth Report

AIDC, 통신업 성장 신항로

[통신/Mid-Smallcap]

신희철 2122-9187

shc4235@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

Summary	4
I. 투자전략	11
II. 구조적 이익 개선 사이클 돌입	18
III. AI, 통신사의 신규 성장 축	30
IV. NTN(Non Terrestrial Network) 시대의 개화	48
V. Appendix: 6G 함의 및 표준화 일정	76

[기업분석]

SK텔레콤 (017670)	81
KT (030200)	103
LG유플러스 (032640)	117
인텔리안테크 (189300)	130
썬리드 (050890)	143



산업분석

Summary

Key Charts

I. 투자전략

II. 구조적 이익 개선 사이클 돌입

1. 5G 투자 확대기에서 투자 회수기로
2. 비용 효율화 → 이익률 개선 국면
3. 현금흐름 회복에 따른 주주환원 여력 확대에 주목

III. AI, 통신사의 신규 성장 축

1. AI, 통신사의 성장 신항로
2. AIDC: AI 인프라 사업자로의 변모
3. 지분투자를 통한 AI 밸류체인 노출 및 가치 재평가

IV. NTN(Non Terrestrial Network) 시대의 개화

1. NTN: 통신 장비 업종의 신성장 동력
2. NTN 인프라 시장 규모 및 밸류체인
 - ① 위성통신 네트워크 필수 인프라 Ground Gateway 시장
 - ② 위성 통신 End-user向 위성 단말/안테나 시장
3. [참고] SpaceX가 개화한 NTN 시장

V. Appendix: 6G 함의 및 표준화 일정

Summary

통신주의 전통적 강점은 ①낮은 실적 변동성, ②안정적인 현금흐름, ③준수한 주주환원이다. 이는 무선이동통신, IPTV, 초고속인터넷 등 통신사의 핵심 서비스가 필수소비재에 가까운 성격을 지니고 있으며, 가입자 수와 ARPU를 기반으로 한 반복매출 구조를 통해 높은 이익 가시성을 확보하고 있기 때문이다.

단기적으로 통신 업종의 강점은 더욱 부각될 전망이다. 현재 통신3사는 '18~'22년 5G 인프라 투자 이후 본격적인 이익 회수기 국면에 진입했다. 감가상각비 감소, 인건비 효율화와 마케팅 경쟁 완화가 더해지며 비용 구조 개선에 따른 이익률 제고가 전망된다. 이는 잉여 현금흐름 확대 → 주주환원 여력 증가로 이어질 전망이다.

이후 쟁점은 MNO 사업자들이 안정적인 현금흐름을 바탕으로 신성장 동력을 구축할 수 있는가이다. 향후 통신업에서 중장기 성장 옵션은 크게 두 축으로 정리된다. ①AI, ②NTN(Non-Terrestrial Network) 위성통신이다. 결론적으로 AI 서비스의 확산은 통신 3사, NTN 위성통신의 개화는 통신장비 기업을 중심으로 수혜 강도가 높을 것으로 전망한다.

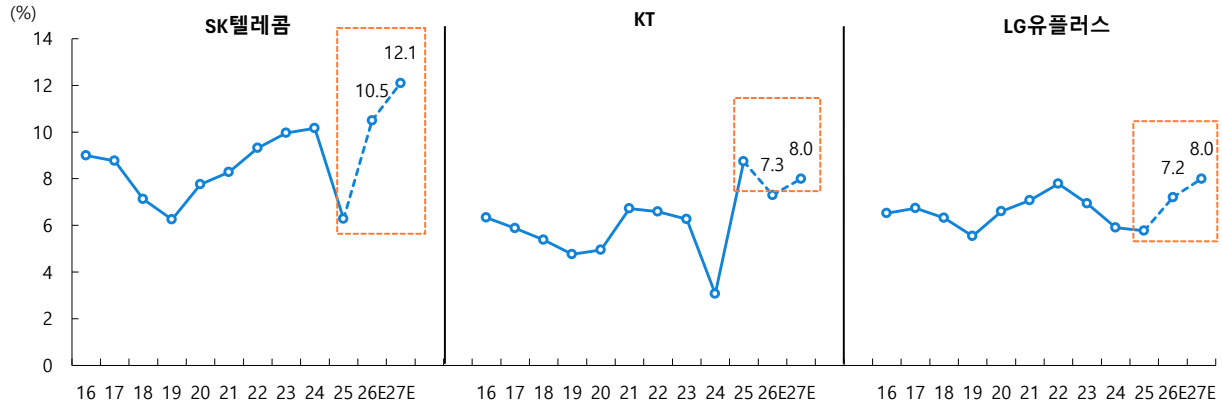
현재 통신 업종의 최근 가장 큰 환경 변화 중 하나는 AI 시대의 도래다. 국내 통신 3사는 AI 시대에 맞춰 각자의 중장기 로드맵을 제공하고 있다. 기업마다 전략의 차이는 존재하나, 큰 관점에서의 공통점은 크게 두 축으로 설명된다. ①첫째는 AIDC를 통한 신규 실적 성장 동력 확보이며, ②둘째는 AI 지분투자를 통한 AI 밸류체인 편입과 기업가치 재평가다. AI-ready DC Colocation, GPUaaS와 같은 B2B 중심의 수익모델은 현재 저성장 국면을 보이는 B2C 무선통신 사업의 한계를 보완할 수 있는 돌파구로 작용할 전망이다.

NTN 위성통신 시장은 상용화 초기 단계로, 최종 소비자향 서비스를 제공하는 통신 3사보다 인프라 구축 과정에서 Capex 수혜를 받는 통신장비 업종이 선호될 것으로 전망한다. 저궤도(LEO) 위성통신망은 지상국 게이트웨이 안테나, End user용 단말/안테나 등 여러 인프라 투자를 필요로 한다. 이에 따라 주요 위성 사업자의 밸류체인을 선점한 통신 장비 업체에 주목할 필요성이 있다.

통신업에서의 Top Pick으로 SK텔레콤을, 통신장비 업종 Top Pick으로는 인텔리안테크를 제시한다. SK텔레콤은 중장기적으로 1GW 이상의 AI 팩토리 구축을 계획하고 있으며, 이에 따라 B2B 중심의 사업 포트폴리오 전환 효과가 가장 뚜렷하게 나타날 것으로 판단한다. 인텔리안테크의 경우 글로벌 위성통신 사업자와의 레퍼런스를 바탕으로, 향후 위성 통신 인프라 구축 과정에서 Gateway 안테나, 위성 단말 시장의 TAM 확대 수혜를 받을 것으로 기대한다.

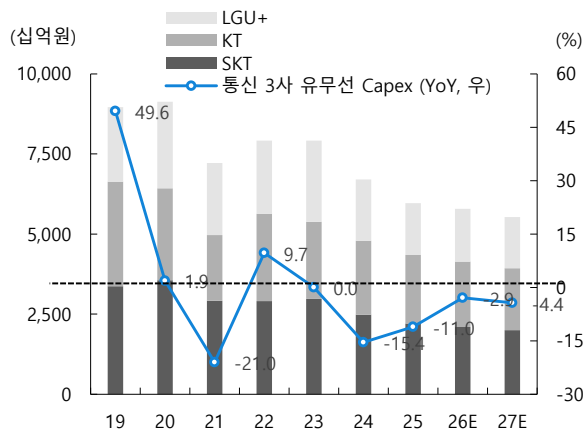
Key Charts

그림1. 단기적으로 통신 3사 영업이익률은 5G 투자 회수기, 비용 효율화 속, 과거 사이클 상단 수준까지 상승할 전망



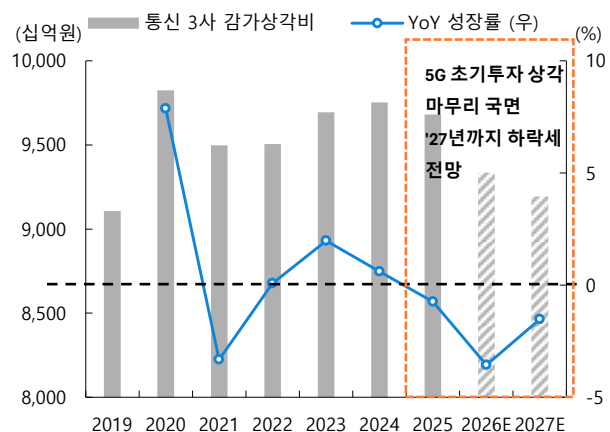
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림2. 5G 성숙기에 진입하면서 통신 3사의 유무선 CAPEX는 '27년까지 감소할 것으로 전망되며



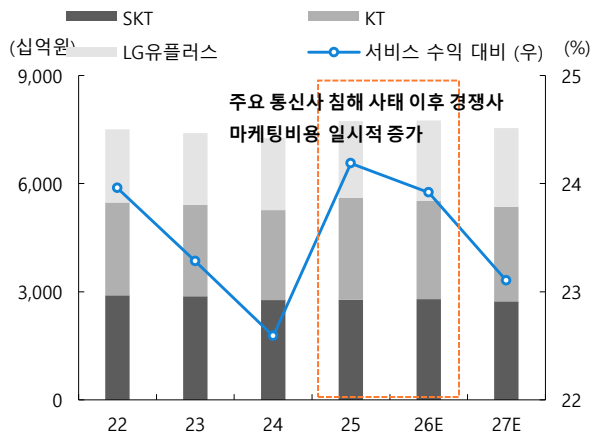
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림3. 5G 초기 투자 상각이 마무리 국면에 진입하며 감가상각비는 감소할 것



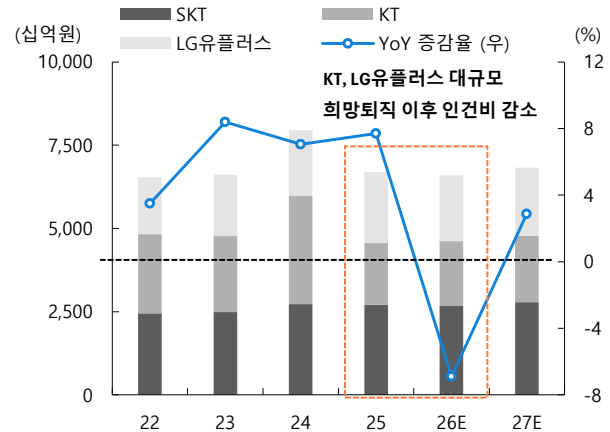
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림4. '25년 주요 통신사 침해 사태 이후 마케팅 비용 일시적 상승, 5G 경쟁 강도 약화 속 마케팅 비용 장기적으로 안정화



자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림5. '24~25 대규모 희망퇴직 이후 인건비 감소 효과는 '26년부터 본격적으로 반영



자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

표1. 통신3사의 주주환원계획 적용 시 총 주주환원율은 큰 폭으로 개선될 여지가 있음

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		SK텔레콤					
당기순이익		375	1,194	1,302	1,468	1,575	1,713
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	55%		657	716	807	867	942
	60%	353	716	781	881	945	1,028
	65%		776	847	954	1,024	1,114
발행주식수		214,790	214,790	214,790	214,790	214,790	214,790
DPS	55%		3,057	3,335	3,758	4,034	4,387
	60%	1,643	3,335	3,638	4,100	4,401	4,786
	65%		3,613	3,942	4,441	4,768	5,184
자사주매입액							
총주주환원액		353	716	781	881	945	1,028
시가총액		11,491	19,266	19,266	19,266	19,266	19,266
주주환원수익률		3.1	4.0	4.4	5.0	5.3	5.8

SK텔레콤의 경우 과거 배당환원율은 60~65%. 65% 적용 시 '26E DPS 3,400, '27E DPS 3,600 수준

SK텔레콤은 또한 1.7조원의 자본잉여금을 배당재원으로 활용하겠다고 발표. 해당 배당금은 '27년부터 주주총회를 통해 활용 가능

5년에 걸쳐 배당 가정 시, 기존 현금배당+비과세 배당을 고려했을 때 '27년 총 현금배당액은 약 1조원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 4.0%, 4.4%

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		KT					
당기순이익		1,062	1,048	1,296	1,336	1,354	1,508
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	50%		524	648	668	677	754
	55%	581	582	713	735	745	830
	60%		629	778	802	813	905
발행주식수		252,022	252,022	252,022	252,022	252,022	252,022
DPS	50%		2,080	2,572	2,651	2,687	2,992
	55%	2,400	2,309	2,829	2,917	2,956	3,292
	60%		2,496	3,086	3,182	3,225	3,591
자사주매입액		250	250	250	250		
총주주환원액		831	879	963	985	745	830
시가총액		13,597	13,205	13,205	13,205	13,205	13,205
주주환원수익률		6.1	6.3	6.8	7.0	5.6	6.3

KT는 별도 기준 당기순이익 대비 50%를 배당재원으로 활용하겠다고 발표

향후 4년 간 1조원 규모의 자사주 매입 발표. 매년 약 2,500억원 자사주 매입 전망

26년, '27년 총 주주환원액은 약 8,790억원, 9,640억원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 6.3%, 6.8% 전망

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		LG유플러스					
당기순이익		509	638	733	950	1,056	1,187
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	45%		287	330	428	475	534
	50%	281	305	366	475	528	593
	55%		351	403	523	581	653
발행주식수		429,828	429,828	429,828	429,828	429,828	429,828
DPS	45%		667	767	995	1,105	1,242
	50%	654	710	852	1,105	1,228	1,380
	55%		816	937	1,216	1,351	1,518
자사주매입액		61	64	73	95	106	119
총주주환원액		342	369	403	523	581	653
시가총액		6,298	6,205	6,205	6,205	6,205	6,205
주주환원수익률		5.4	5.9	6.5	8.4	9.4	10.5

LG유플러스는 매년 당기순이익의 40% 이상 현금 배당 재원으로 활용할 전망. '26년 당기순이익 고려 시 주주환원율은 45~50% 사이 예상됨

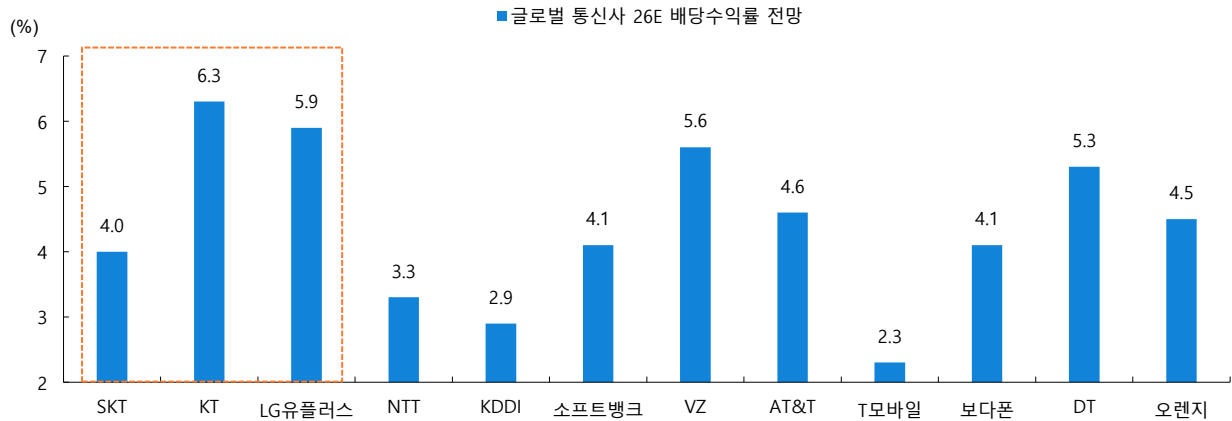
또한 별도 당기순이익의 최대 20%를 자사주매입에 활용할 전망. 10% 자사주매입 가정 시 '26~'27년 자사주매입 금액은 640억원, 730억원

26년, '27년 총 주주환원액은 약 3,690억원, 4,030억원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 5.9%, 6.5%까지 확대될 수 있음

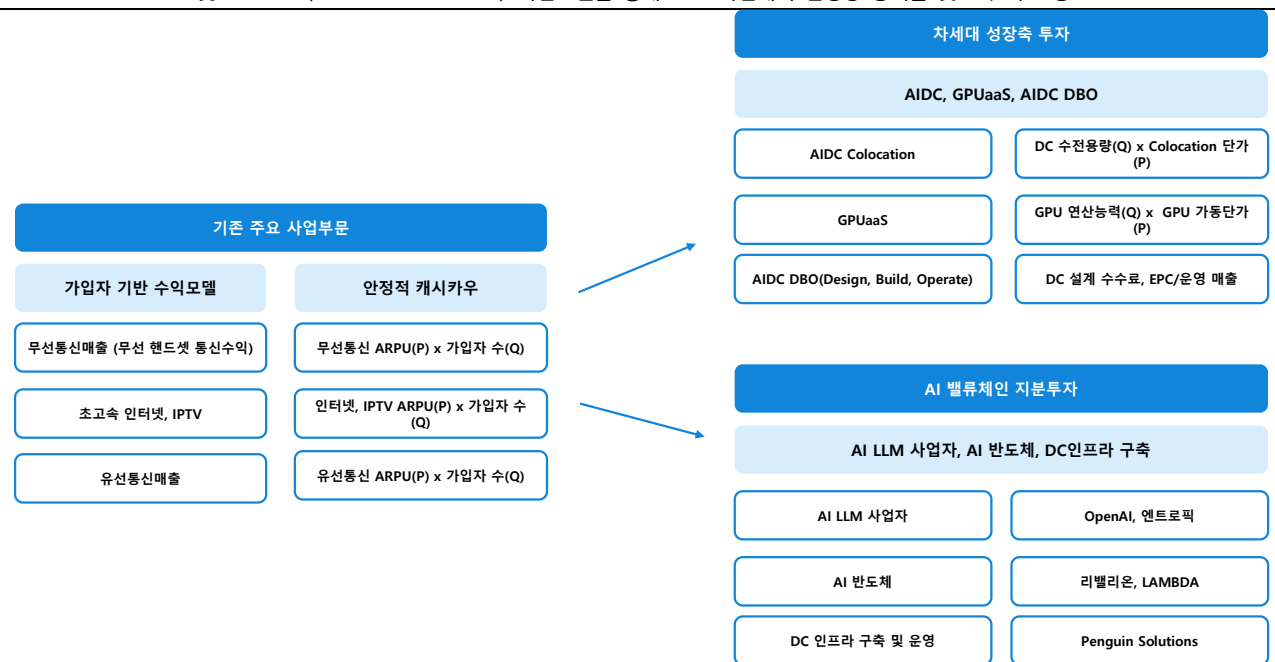
자료: 통신 3사, iM증권 리서치본부

그림6. 통신 3사 예상 주주환원수익율은(현금배당+자사주매입액) 글로벌 통신사와 비교했을 때에도 매력적인 수준



자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림7. 장기적으로는 개선된 이익 및 현금흐름을 바탕으로 차세대 성장 축에 대한 투자가 필요. 통신 3사는 보유 AIDC 용량 확대 이후 Colocation 및 GPUaaS(GPU-as-a-Service) 사업모델을 통해 B2B 사업에서 신성장 동력을 찾으려 시도 중.



자료: iM증권 리서치본부

표2. 통신 3사 향후 AIDC 로드맵

구분	SK텔레콤	KT	LG유플러스
2027	울산 AIDC 1차 가동 목표 (40MW)	가산 DC 이후 신규 DC 순차 확대	파주 AIDC 1차 완공 목표 (50MW)
2028~2029	울산 AIDC 확장 (103MW)	가산 DC 이후 신규 DC 순차 확대	파주 AIDC 2~4동 순차적 착공
2030	울산 AIDC 완공, 총 DC 용량 300MW 이상	총 AIDC 용량 1GW 목표	파주 AIDC 2~4동 완공 (200MW)
장기	울산 AIDC 확대, 총 AIDC 용량 1GW+ 목표	중장기 AIDC 목표 용량 미공개	'30년 목표 AIDC 용량 400MW

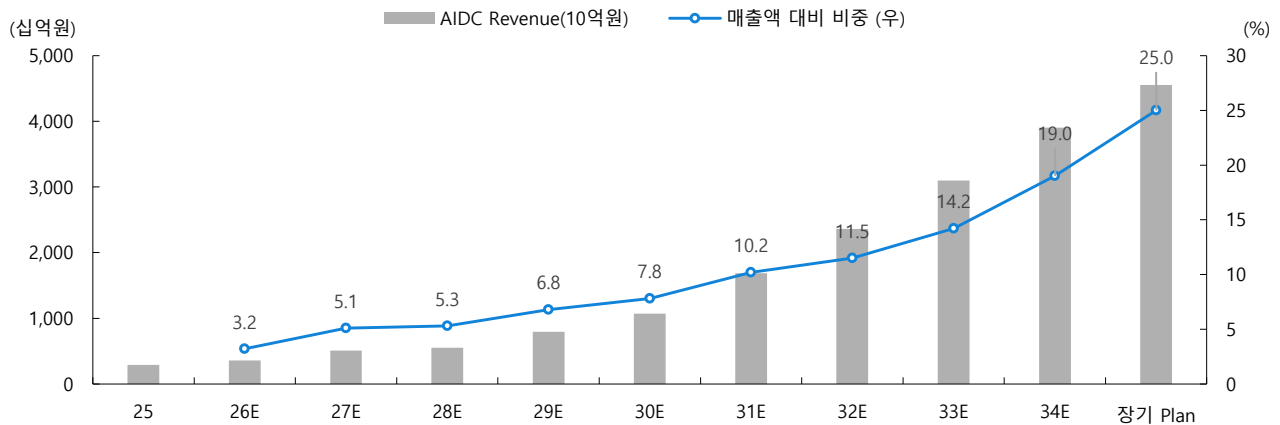
자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

표3. SK텔레콤 향후 AIDC Colocation 수익 추정. 가동률 80%, Colocation 단가 Low 기준. 연간 매출액은 4.5조원까지 증가할 전망

구분		25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	장기 Plan
데이터센터 용량 (MW)		119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
Colocation 가격 (달러/kW)	Low	171	185	199	215	233	251	264	277	291	305	321
	Average	194	210	226	244	264	285	299	314	330	346	364
	High	217	234	253	273	295	319	335	352	369	388	407
가동률 80%	Operating MW	95.2	109.6	144	144	192	240	360	480	600	720	800
	Revenue(10억원)	289	359	510	551	793	1,071	1,687	2,361	3,099	3,905	4,556
가동률 85%	Operating MW	101	116	153	153	204	255	383	510	638	765	850
	Revenue(10억원)	307	382	542	585	843	1,138	1,792	2,509	3,293	4,149	4,841
가동률 90%	Operating MW	107	123	162	162	216	270	405	540	675	810	900
	Revenue(10억원)	325	404	574	620	892	1,205	1,898	2,657	3,487	4,393	5,126
가동률 95%	Operating MW	113	130	171	171	228	285	428	570	713	855	950
	Revenue(10억원)	343	427	606	654	942	1,272	2,003	2,804	3,681	4,637	5,410
가동률 100%	Operating MW	119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
	Revenue(10억원)	361	449	638	689	992	1,339	2,108	2,952	3,874	4,882	5,695

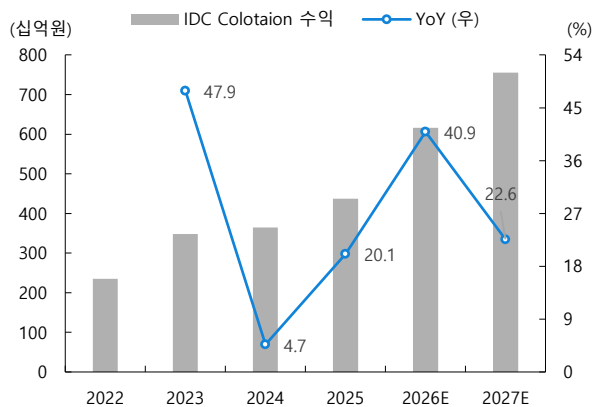
자료: CRBE, iM증권 리서치본부

그림8. AIDC 용량이 1GW까지 확대될 경우 중장기적으로 AIDC Colocation 매출액은 약 4.5조원, '25년 동사 매출액 대비 25%까지 상승할 것으로 전망



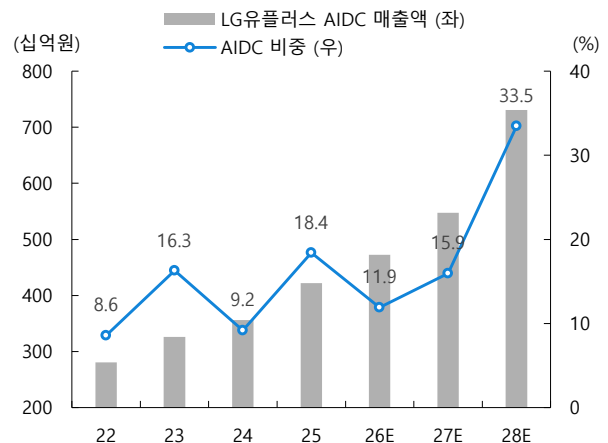
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림9. KT는 작년 하반기 코람코로부터 인수한 가산 AIDC 가동률 증가와 속 Colocation 매출이 빠르게 증가 중



자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림10. LG유플러스의 경우 '27년 하반기 46MW 규모 파주 AIDC 구축과 함께 AIDC부문 매출 고성장 전망



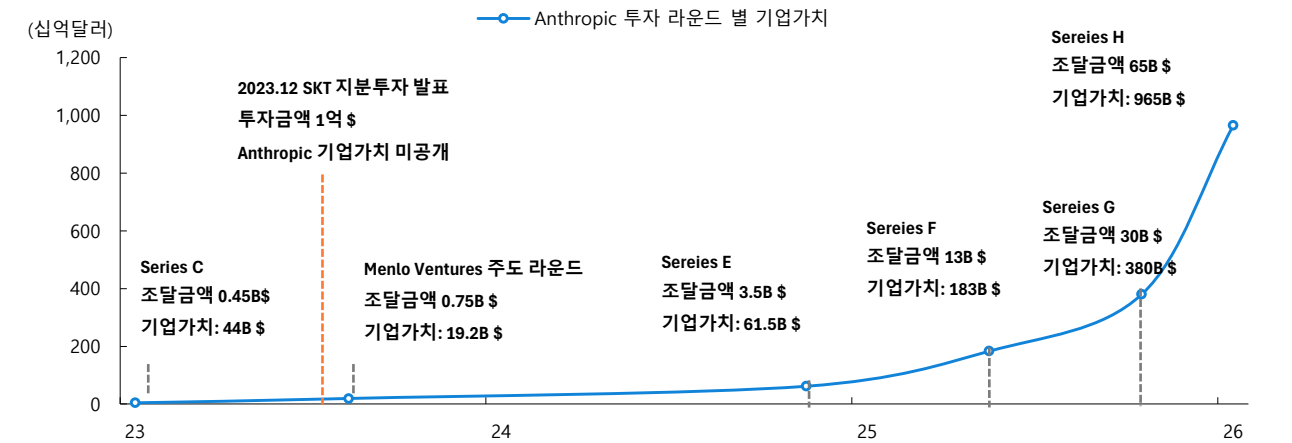
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

표4. 통신 3사 별 AI 벤처기업 지분투자 사례

구분	핵심 전략	투자 행보의 의미
SK텔레콤	글로벌 AI 인프라 AI 에이전트	Anthropic, Perplexity, Lambda, Rebellions/SAPEON, Penguin Solutions 등 지분 투자 AI DC 구축 및 AI 지분투자를 통한 AI Full-Stack 기업을 지향
KT	B2BAX, AICT 소버린 클라우드	KT인베스트먼트를 통해 Rebellions, Lunit, SoundHound, MegazoneCloud 등 다수 기업 투자 및 Exit 마이크로소프트와의 제휴를 통해 기업용 AI 전환 사업자 목표
LG유플러스	실증형 AI SW, AI Agent, 보안	LG그룹 CVC와 자체 Shift 펀드를 활용, 페어리, 르몽, 테크노매트릭스 등 AI 스타트업에 대한 투자 진행 대규모 모델, 인프라 베팅보다는 AI 서비스를 빠르게 검증하고 통신 상품에 붙이는 전략

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

그림11. Anthropic 투자라운드 별 기업가치 추이



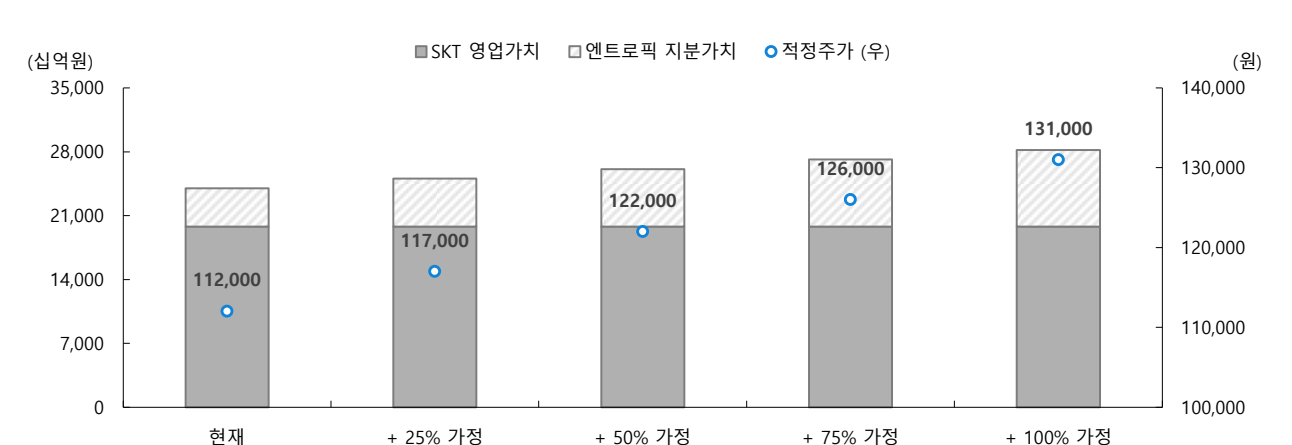
자료: Anthropic, iM증권 리서치본부

표5. Anthropic 초기 지분율 가정에 따른 현재 SK텔레콤 지분가치 민감도 분석

투자 라운드	지분 희석률	0.50%	0.48%	0.46%	0.44%	0.42%	0.40%
		SK텔레콤 Anthropic 초기 지분율 가정 (상) / 라운드 별 지분율 추정 (하)					
Menlo Ventures 주도	3.9%	0.481%	0.461%	0.442%	0.423%	0.404%	0.384%
Series E	5.7%	0.453%	0.435%	0.417%	0.399%	0.381%	0.362%
Series F	7.7%	0.418%	0.401%	0.385%	0.368%	0.351%	0.335%
Series G	7.9%	0.385%	0.370%	0.354%	0.339%	0.324%	0.308%
Series H	6.7%	0.359%	0.345%	0.331%	0.316%	0.302%	0.288%
SK텔레콤 지분가치(억달러)		34.7	33.3	31.9	30.5	29.1	27.7

자료: Anthropic, iM증권 리서치본부

그림12. 엔트로픽의 기업가치는 IPO 이후 상승할 가능성 존재, 이후 SKT의 엔트로픽 지분가치 확대는 기업 가치 상승으로 연결될 수 있음



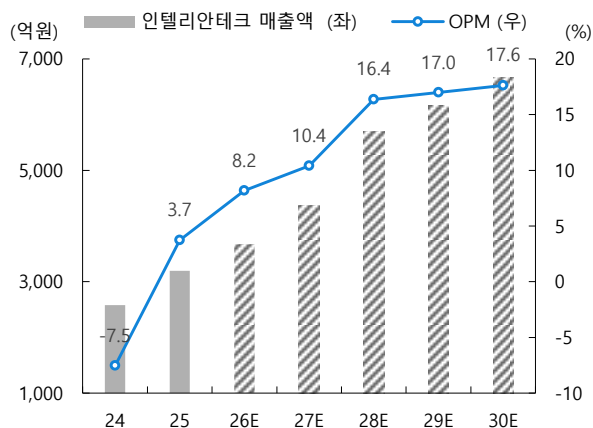
자료: iM증권 리서치본부

그림13. 위성통신 밸류체인별 글로벌, 국내 대표 기업. 국내 기업은 위성 통신 개화에 따른 지상국 Gateway, 위성 단말/안테나와 같은 초기 인프라 구축 국면에서 통신장비업종 중심으로 수혜를 받을 가능성이 높음.

Upstream		Mid/Downstream	
위성 제조, 발사체, 핵심 부품		위성망 운영 / 게이트웨이 / 위성단말기	
Upstream①: 발사체		Midstream: 지상국/Gateway, 위성망운영	
발사체 제조	발사 서비스	지상국/Gateway	위성망운영
SpaceX	SpaceX	Gilat Satellite Networks	SpaceX
RocketLab	RocketLab	Hughes	Amazon Leo
Blue Origin	Blue Origin	Kratos	Eutelsat Oneweb
한화에어로스페이스	한화에어로스페이스	컨텍	Telesat Lightspeed
이노스페이스	이노스페이스	인텔리안테크	KT SAT
Upstream②: 위성 제조 / 부품 및 소재		Downstream: 위성단말, 위성서비스 판매	
위성 제조	위성 부품/소재	위성 단말	위성서비스 판매
SpaceX	Rocket Lab	Starlink (SpaceX)	Starlink (SpaceX)
Boeing	Honeywell Aerospace	Amazon LEO	AST SpaceMobile
Airbus Defense and Space	Northrop Grumman	Gilat Satellite Networks	Amazon LEO
한국항공우주	스피어	인텔리안테크	SK텔레콤(SK텔레콤)
세트렉아이	에이치브이엠	AP위성	KT SAT(KT)

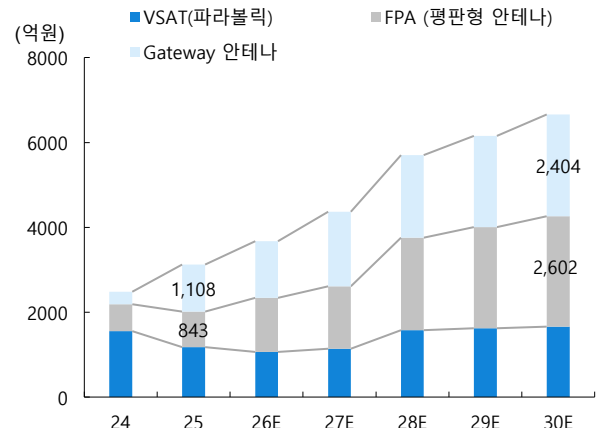
자료: iM증권 리서치본부

그림14. 인텔리안테크 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림15. Gateway, FPA안테나 매출 증가가 탑라인 성장을 견인할 것



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

I. 투자전략

통신업종 투자의견 OVERWEIGHT를 제시하며 커버리지를 개시한다. 통신업종 OVERWEIGHT를 제시한 이유는 ①단기적으로 5G 회수기에 진입에 따른 통신 3사 수익성 개선이 주주환원 확대에 연결될 것으로 예상하며, ②중장기적으로는 AIDC와 같은 신성장 옵션이 통신업종의 밸류에이션 재평가 요인으로 작용할 가능성이 있으며, ③위성통신 시장 개화와 함께 확대되는 NTN(Non-Terrestrial Network) 인프라 수요가 통신장비 업종의 수혜로 연결될 것이기 때문이다.

5G 투자 회수기에 위치한
통신 3사. 비용효율화에
따른 이익 개선 사이클

국내 통신업종은 5G 회수기에 따른 비용 효율화 속 수익성이 가파르게 개선되는 국면이다. 이에 따라 통신 3사의 이익률은 과거 상단 수준에 근접할 전망이다. 개선된 이익체력을 바탕으로 통신 업종은 배당 성향의 50% 이상 수준의 배당 정책과 자사주 매입을 진행하며, '26년~'27년 주주환원수익률은 6~7%대까지 확대될 전망이다.

AI 인프라 사업자로 확장될
수 있는 초기 국면에 진입

과거와의 차별점은 통신업종이 AI 인프라 사업자로 확장될 수 있는 초기 국면에 진입했다는 점이다. 중장기적으로는 통신사가 보유한 네트워크, 데이터센터, 클라우드 역량을 통해 신성장 동력을 구축할 수 있다는 점에 주목할 필요성이 있다. 통신 3사는 AI-ready DC부터 GPUaaS(GPU-as-a-Service)까지 다양한 AI 인프라 신사업을 추진하고 있다.

NTN 시장 개화에 따른
Gateway, FPA 시장 확장은
통신장비 수혜로 연결

한편 위성통신 시장 개화에 따른 수혜는 통신사업자보다는 통신장비 업종에서 강하게 나타날 것으로 전망한다. NTN(Non-Terrestrial Network)은 기존 지상망 중심 통신 인프라를 위성망으로 확장하는 구조다. 초기 시장에는 위성 본체, 지상국 게이트웨이, 사용자 단말, 선박/항공용 안테나, RF 장비 등 인프라 구축 수요가 먼저 발생한다. 이러한 인프라 구축 과정에서 장비사는 수주와 매출 증가가 직접적으로 나타날 것으로 판단한다.

그림16. 과거 통신 세대별 통신 3사 시가총액 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Valuation

시장 성숙 이후 낮은
밸류에이션을 받아왔던 통신
업종

국내 통신사 Valuation은 과거 일부 성장기를 제외하면 대체로 12개월 선행 P/E 기준 5~10배의 낮은 수준에서 형성되어 왔다. 현재 국내 통신 3사 Valuation은 12개월 선행 P/E 기준 SK텔레콤은 13.7배, KT 8.7배, LG유플러스가 7.8배 수준이다. SK텔레콤은 이미 과거 상단을 넘어선 반면, KT와 LG유플러스의 밸류에이션은 과거 평균 밸류에이션 수준에 위치해 있다.

낮은 밸류에이션의 가장 큰
원인은 통신 본업의 저성장
한계

타 업종 대비 저 밸류에이션을 부여받는 핵심 원인은 통신 본업의 낮은 성장성이다. 내수 시장 중심의 사업 구조상 가입자 수의 추가 확대 여력이 제한적이고, ARPU도 가파르게 상승하기 어렵다. 월정액 반복매출과 안정적인 현금흐름, 준수한 배당은 기존 밸류에이션 밴드 하방을 지지할 수는 있으나 리레이팅을 이끌기에는 한계가 있다.

AIDC 중심의 B2B 부문
신성장 동력은 밸류에이션
재평가 요인

이러한 관점에서 AIDC 중심의 B2B 사업은 밸류에이션 재평가 요인으로 작용할 수 있다. SK텔레콤은 울산 AIDC, KT는 가산, LG유플러스는 파주 AIDC를 거점으로 향후 AIDC 용량을 합산 2GW까지 확대할 전망이다. 이에 따라 AIDC 기반 B2B 사업부문은 연평균 20% 수준의 성장이 가능할 것으로 전망된다. 특히 이익 안정성이 뛰어난 섹터에서의 성장력 확보는 미래 이익에 대한 가시성이 높다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능하다.

SK텔레콤은 AI 부문에서
가장 적극적인 투자와
로드맵을 제시

최근 SK텔레콤이 타 통신사 대비 높은 기업가치를 형성하는 것도 유사한 맥락이라고 해석된다. SK텔레콤은 AI 부문 투자에서 가장 적극적인 투자와 로드맵을 제시하고 있다. 본업 수익성 개선 및 주주환원 정상화와 더불어, B2B AIDC 중심의 사업 포트폴리오 개선이 가장 뚜렷하게 발생할 수 있다는 기대감이 밸류에이션 프리미엄으로 작용하고 있다고 판단한다.

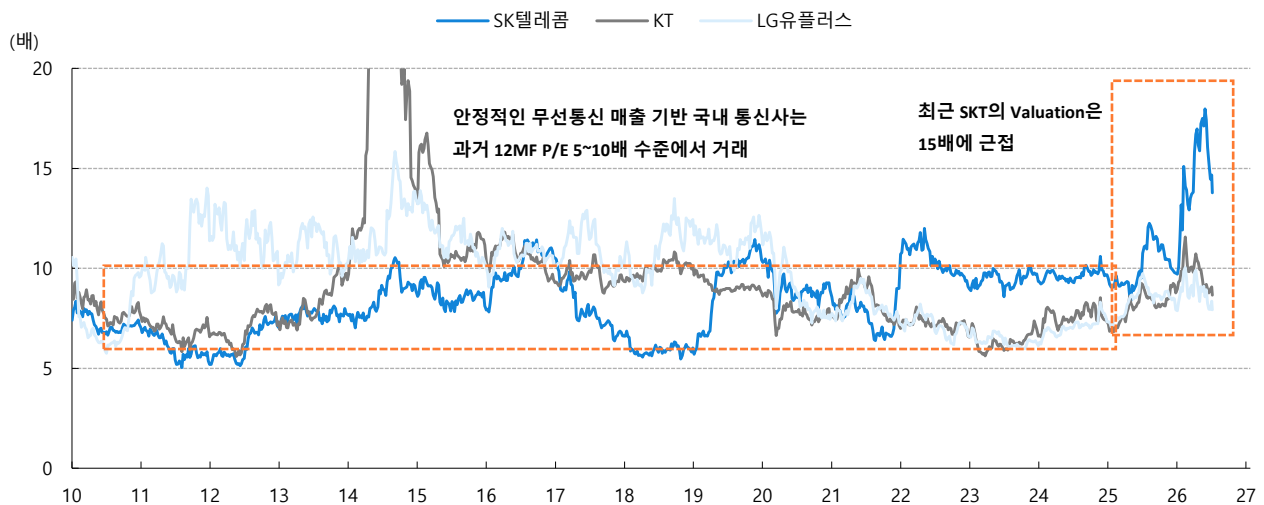
해외 통신사에서도 AI 전략에 따른 valuation 차별화가 나타나고 있다. 대표적으로 일본의 Softbank는 OpenAI와의 Stargate 프로젝트, Arm을 중심으로 한 반도체 밸류체인 노출, AIDC 인프라 투자 등을 통해 AI 밸류체인 전반에 걸친 Full Stack 전략을 강화하고 있다. 이에 전통 통신사와 달리 AI 인프라, 지분가치가 반영되며 15~20배 수준의 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다.

표6. 통신업종 종목별 투자이건 및 투자포인트

종목	투자이건	목표주가	현재주가	상승여력	투자포인트
SK텔레콤 (TopPick)	BUY	112,000	84,700	32.3%	- 이동통신 1위 사업자. '25년 해킹사태 이후 가입자 회복에 따른 본업 정상화 - 울산 AIDC 중심 1GW 규모의 중장기 AIDC 로드맵 제시. 1GW 기준 연간 DC Colocation 수익은 5조원 규모까지 상승 가능. 메가프로젝트 현실화 시 '30년 최대 5GW AIDC 확보 - 현재 엔트로픽 지분가치 약 4.2조원. 엔트로픽 IPO 진행 시 지분가치 업사이드 존재, 이는 NAV 상승으로 연결될 전망
KT	BUY	70,000	53,500	30.8%	- 매년 별도 기준 당기순이익의 50%, 향후 4년간 약 1조원 규모 자사주 매입 계획. 배당 계획 고려 시 '27년 주주환원수익률 6.8% 수준까지 확대 전망 - 26년 인건비 하락, '27년 감가상각비 개선 속 7~8%대 OPM 지속 기대 - 향후 수도권, 비수도권 포함 총 1GW 규모 데이터센터 확대 계획
LG유플러스	BUY	19,500	14,500	34.4%	- Target 주주환원률 40~60%, '27년 주주환원수익률 6.5%까지 확대될 전망 - 영업비용 개선 속 '27년 예상 영업이익률 8.0%로 역대 최고 수익성 달성 전망 - '27년 파주 AIDC 1동(50MW) 준공, 향후 200MW까지 확대 계획
인텔리안테크 (TopPick)	BUY	89,000	58,100	53.9%	- 주요 LEO 사업자형 FPA 공급 확대 전망. 동사는 선제적 R&D를 통해 24년부터 OneWEB형 FPA 양산 레퍼런스 보유 - '26년 하반기 CompanyA향 미 Gateway 안테나 신공장 준공 이후 매출 증가 기대 - 하이브리드 통신 수요에 따른 부진했던 해상 VSAT 시장 개선 전망

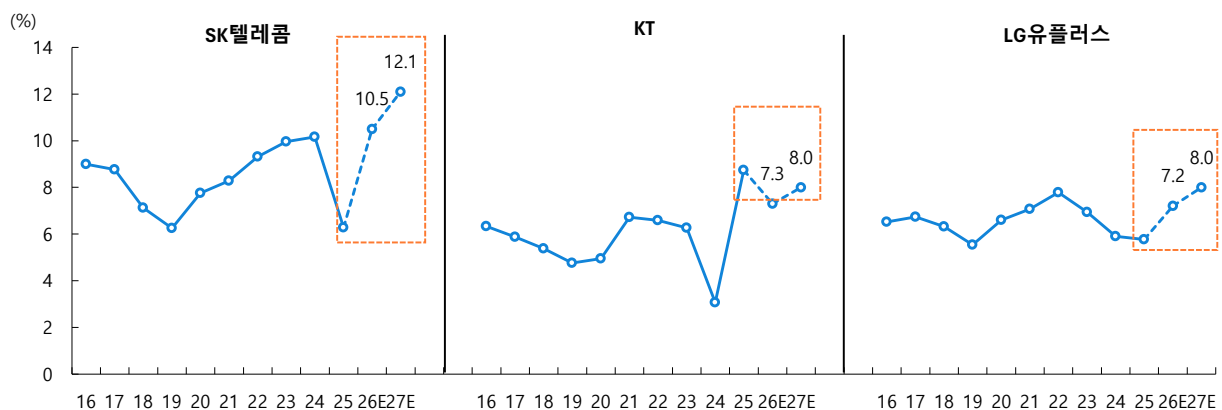
자료: iM증권 리서치본부

그림17. 국내 통신 3사 12개월 선행 P/E 추이: 과거 5~10배 수준에서 거래



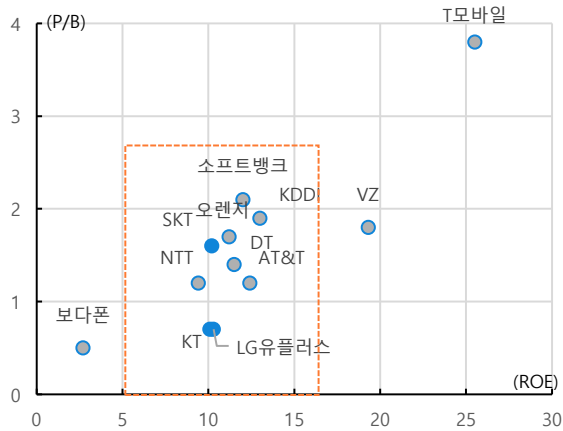
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림18. 비용 효율화 속 통신 3사 영업이익률은 과거 사이클 상단 수준까지 상승할 전망



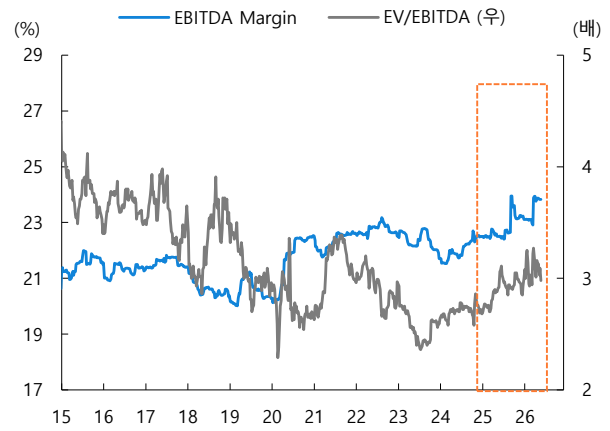
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림19. LG유플러스, KT의 경우 이익률 제고, 배당 확대에 따른 ROE 개선에도 불구하고 낮은 자산가치를 평가받고 있음



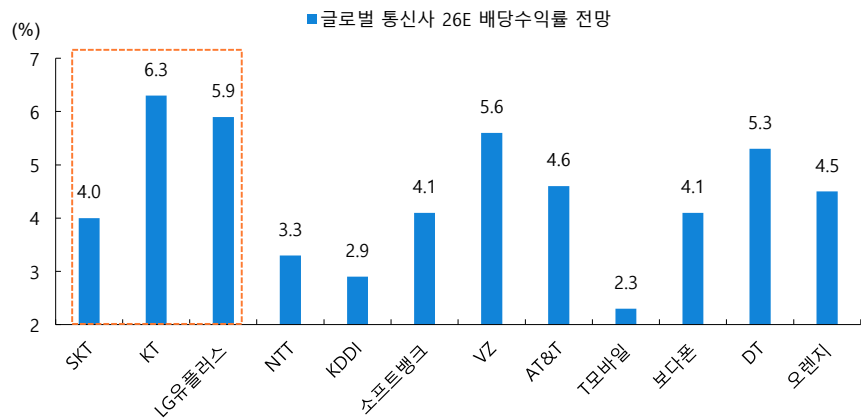
자료: 통신3사, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림20. 통신 3사 수익률은 크게 개선되고 있으나 밸류에이션은 여전히 15~20년 밸류에이션을 하회



자료: 통신3사, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림21. 국내 통신 3사 '26년 예상 주주환원수익률은 타 글로벌 통신사와 대비했을 때 매력적인 수준에 위치.



자료: 통신3사, Bloomberg, iM증권 리서치본부

표7. 국내 및 글로벌 통신 사업자 주요 수익성 및 밸류에이션 지표

(십억, Local)	한국			일본			미국			유럽			
	SK 텔레콤	KT	LG 유플러스	NTT	KDDI	Soft Bank	버라이즌	AT&T	T모바일	보다폰	DT	오렌지	
시가총액	22,553	14,138	6,702	13,311	10,896	10,129	200.9	163.8	204.6	26.7	138.8	47.4	
매출액	25	17,099	28,244	15,452	13,705	5,836	6,544	138.2	125.6	88.3	37.4	119.1	40.4
	26E	17,729	27,941	15,694	14,409	6,072	7,039	142.7	129.4	94.6	40.5	122.8	43.1
	27E	18,079	28,502	16,031	14,950	6,395	7,437	144.8	132.3	99.0	43.4	126.9	46.0
영업이익	25	1,073	2,469	892	1,650	1,060	989	29.3	24.2	18.3	-0.3	24.8	3.6
	26E	1,875	2,121	1,122	1,706	1,059	1,043	33.7	27.5	19.9	3.2	27.8	6.2
	27E	1,999	2,280	1,202	1,751	1,196	1,127	35.1	29.4	24.0	5.3	30.9	7.0
EBITDA	25	4,660	6,338	3,588	3,372	1,744	1,737	53.1	51.0	36.7	10.5	48.8	12.2
	26E	5,387	5,981	3,842	3,497	1,748	1,828	53.5	48.0	37.4	15.7	46.7	14.1
	27E	5,454	6,078	3,914	3,524	1,912	1,929	55.0	49.9	40.6	12.8	50.1	15.3
순이익	25	408	1,731	524	1,000	655	526	17.2	22.0	11.0	-4.2	9.6	0.5
	26E	1,212	1,435	723	1,037	707	551	20.2	15.8	11.2	-0.4	9.9	2.8
	27E	1,327	1,554	797	1,031	753	583	21.3	16.8	13.9	1.4	11.4	3.2
OPM	25	6.3	8.7	5.8	12.0	18.2	15.1	21.2	19.2	20.7	-0.8	20.8	9.0
	26E	10.6	7.6	7.1	11.8	17.4	14.8	23.6	21.3	21.1	8.0	22.7	14.4
	27E	11.1	8.0	9.2	11.7	18.7	15.2	24.3	22.2	24.3	12.3	24.3	15.2
EBITDA MARGIN	25	27.3	22.4	23.2	24.6	29.9	26.5	38.5	40.6	41.6	28.1	40.9	30.1
	26E	30.4	22.6	24.5	24.3	28.8	26.0	37.5	37.1	39.6	38.8	38.1	32.8
	27E	30.2	23.7	24.4	23.6	29.9	25.9	38.0	37.7	41.1	29.4	39.5	33.3
NPM	25	2.4	6.1	3.4	7.3	11.2	8.0	12.4	17.5	12.4	-11.1	8.1	1.3
	26E	6.8	5.1	4.6	7.2	11.6	7.8	14.2	12.2	11.9	-1.0	8.1	6.4
	27E	7.3	5.5	5.0	6.9	11.8	7.8	14.7	12.7	14.0	3.3	9.0	7.0
P/E	25	55.2	8.2	12.8	13.3	16.6	19.3	11.7	7.5	18.6	-6.4	14.4	88.2
	26E	18.6	9.9	9.3	12.8	15.4	18.4	9.9	10.4	18.2	-67.1	14.0	17.2
	27E	17.0	9.1	8.4	12.9	14.5	17.4	9.5	9.7	14.7	18.6	12.2	14.8
P/B	25	1.7	0.7	0.7	1.2	2.0	2.4	1.9	1.3	3.5	0.5	1.5	1.4
	26E	1.6	0.7	0.7	1.3	1.9	2.2	1.8	1.3	3.8	0.5	1.5	1.7
	27E	1.6	0.7	0.7	1.2	1.9	2.1	1.8	1.2	3.8	0.5	1.4	1.7
EV/ EBITDA	25	6.7	3.4	3.6	6.9	8.0	8.4	6.8	6.0	8.7	5.9	5.6	6.4
	26E	5.6	3.6	3.1	8.1	8.3	8.3	6.7	6.3	7.8	4.1	5.8	5.6
	27E	5.3	3.4	2.8	7.6	7.6	7.6	6.4	6.1	7.3	4.6	5.4	5.2
ROE	25	3.2	8.9	5.8	8.8	11.8	12.3	16.2	17.1	18.6	-7.7	10.4	1.6
	26E	8.8	7.1	7.6	10.1	12.6	11.8	18.5	12.1	20.8	-0.7	10.6	9.8
	27E	9.3	7.3	8.0	9.4	13.0	12.0	19.3	12.4	25.5	2.7	11.5	11.2
배당 수익률	25	2.8	4.5	4.2	3.3	2.6	4.0	5.7	5.0	2.0	6.7	4.6	4.2
	26E	3.7	4.8	4.9	3.3	2.8	4.1	6.0	4.8	2.2	4.1	4.8	4.3
	27E	4.0	5.2	5.6	3.3	2.9	4.1	6.2	4.6	2.3	4.1	5.5	4.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Top Picks: SK텔레콤(017670), 인텔리안테크(189300)

통신사 Top Pick: SK텔레콤(017670)

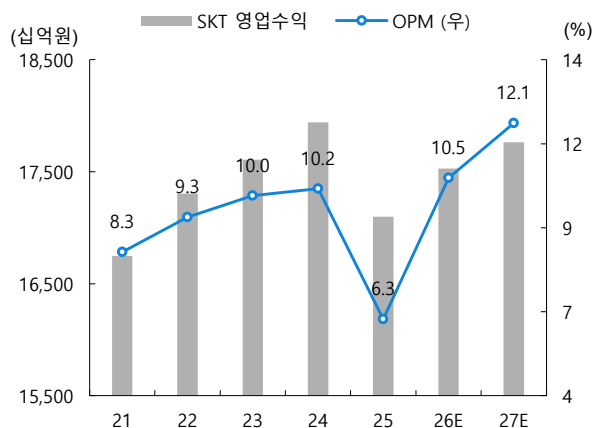
통신사 Top Pick으로 SK텔레콤을 제시한다. 주요 투자 포인트는 ①무선통신 매출 및 주주환원 정상화, ②AIDC 외형 확대, ③엔트로픽 IPO 단계 돌입에 따른 지분가치 상승 기대다.

첫번째는 이익률 및 주주환원 정상화이다. '25년 고객 정보 유출 이후 가입자 이탈에 따른 매출 감소, 주주환원 중단 등의 우려가 존재했으나, 이는 '26년 모두 정상화될 것으로 전망한다. 실적이 정상궤도로 돌입함에 따라 '25년 중지되었던 주주환원 역시 재개될 것으로 판단한다.

두번째로는 AIDC 외형 확대에 따른 B2B 부문 성장 가속화다. 단기적으로는 가산 AIDC, '25년 하반기 가동이 시작된 판교 IDC 가동률이 상승하며 '26년 SK브로드밴드의 AIDC 매출액은 4,350억원(+23.2% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 울산 AIDC 용량은 2029년 100MW, 장기적으로 최대 1GW까지 확대되며 동사의 B2B 사업부문 탑라인 성장을 견인할 것으로 전망한다.

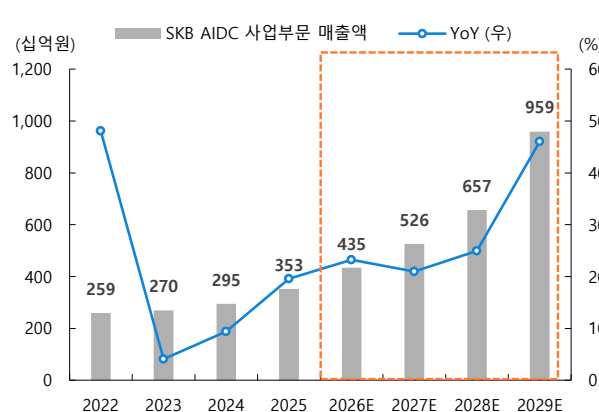
세번째는 엔트로픽 지분가치 상승 기대감이다. 26년 5월 엔트로픽은 Series H 투자 라운드를 거치며 기업 가치가 9,650억 달러(기존 3,600억달러)까지 상승했다. 이에 따라 동사의 엔트로픽 지분가치 역시 4.2조원(지분율 0.28%, 원달러 환율 1,500원 가정)으로 확대되었다. 이와 더불어 '26년 6월 엔트로픽이 IPO 단계를 돌입하며 향후 공모 기업가치는 더욱 상향될 가능성이 높다. 이에 따라 동사가 보유한 엔트로픽 지분 가치는 더욱 확대될 여지가 있으며 동사의 NAV 상승 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

그림22. SK텔레콤 '22~'26 매출액 및 OPM 추이 및 전망치



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림23. SKB AIDC 사업부문 탑라인의 가파른 성장이 기대됨



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

통신장비 Top Pick: 인텔리안테크

위선통신장비 업종 Top Pick으로 인텔리안테크를 제시한다. 주요 투자 포인트는 ① 주요 LEO 사업자향 FPA 공급 확대, ② 지상 게이트웨이 안테나를 통한 성장 확대, ③ 해상용 VSAT 시장 회복에 있다.

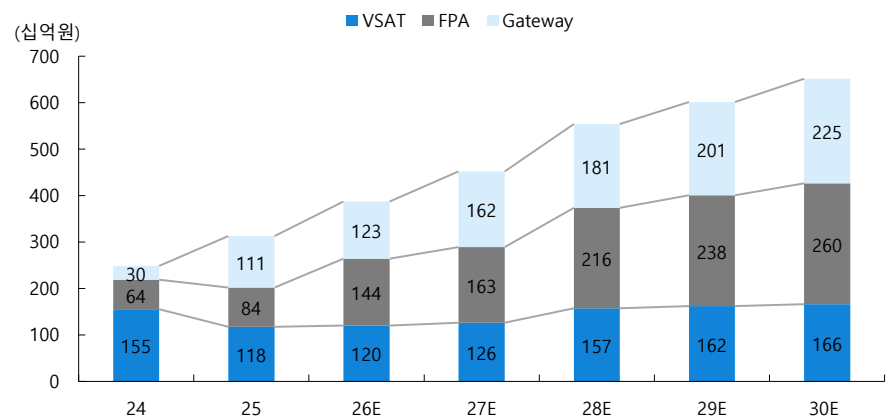
인텔리안테크는 해상용 VSAT 안테나부터 LEO/MEO/GEO 위성통신 단말과 게이트웨이 안테나까지 넓은 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. NTN 시장이 개화되기 위해서는 위성망과 지상을 연결하는 게이트웨이와 단말 수요 증가가 필수적이다.

동사는 기존 파라볼릭 해상용 VSAT를 넘어 LEO 위성통신용 FPA 안테나까지 사업 포트폴리오를 확대중이다. 4Q23부터 Eutelsat OneWeb향 FPA를 양산 중이며, 그 외 AST SpaceMobile, Telesat Lightspeed와도 End-user향 FPA 개발을 진행중에 있다.

또한 Company A향 Gateway 안테나를 '24년도부터 공급한 레퍼런스를 보유하고 있으며, '26년 하반기부터는 Company A향 물량 대응을 위해 미국 현지 공장 역시 가동이 예정되어 있다.

非Starlink 주요 위성사업자들의 서비스 상용화 시점인 '27년을 기점으로 Gateway 인프라 및 FPA 위성단말 TAM은 구조적으로 높은 성장률을 보일 것으로 전망하며, 주요 밸류체인을 선점한 동사의 수혜강도는 더욱 높을 것으로 판단한다.

그림24. 동사는 FPA, Gateway 매출 확대와 함께 탑라인 성장 전망



자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

II. 구조적 이익 개선 사이클 돌입

5G 투자 확대기에서 투자 회수기로

관건은 비용 효율화를 통한 이익 개선과 주주환원

5G 이익 회수 국면에 진입한
통신 3사. 투자 강도가
완화되는 구간

현재 통신 3사는 5G 투자 사이클 이후의 이익 회수 국면에 있다. 과거 5G 상용화 초기에는 네트워크 커버리지 확대, 주파수 확보, 기지국 구축 등 5G 인프라 구축을 위한 대규모 Capex가 집행되었으나, 현재 유·무선 사업부문의 투자 강도는 완화되는 구간이다.

타라인 성장은 제한되나,
Cost 하락이 이익률 개선의
핵심 변수

이에 따라 통신 업종 실적의 단기적인 Key point는 비용 효율화를 통한 이익률 개선이다. 국내 무선통신 시장은 이미 성숙기에 진입해 가입자 수 증가(Q 증가) 및 ARPU(P) 상승이 제한적이다. 결국 외형 성장보다는 ①CAPEX 사이클 이후의 감가상각비 부담 완화, ②마케팅 경쟁 강도 하락에 따른 마케팅비 안정화, ③인력 및 네트워크 운영비 효율화 등이 실적 개선의 핵심 변수이다.

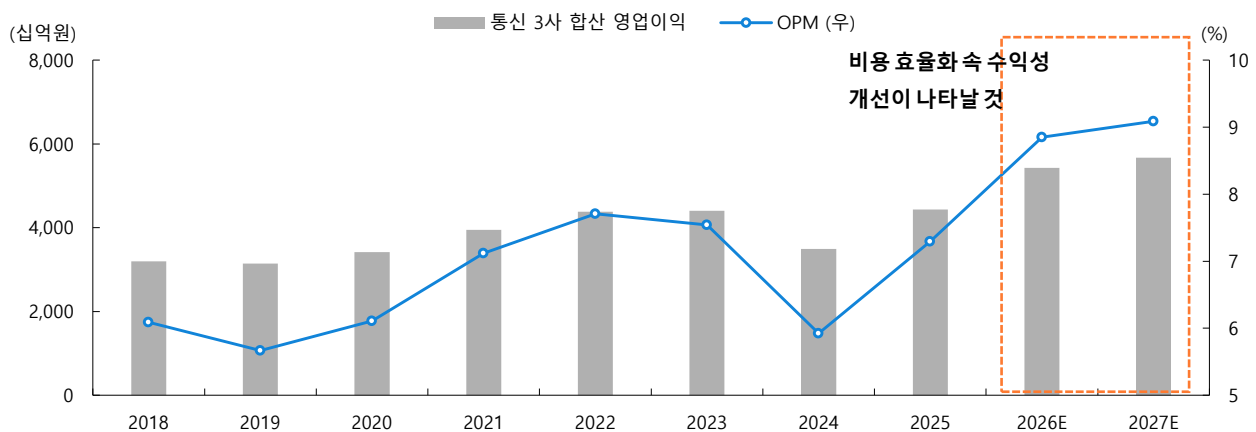
통신 3사 OPM은 과거 고점
수준 혹은 상회하는
수익성을 보일 것

비용 효율화 속 통신 3사의 영업이익률은 과거 사이클 상단 수준을 회복할 것으로 판단한다. SK텔레콤, KT, LG유플러스의 '26년 영업이익은 각각 1조 8,254억원(+70.1% YoY, OPM 10.3%), 1조 9,970억원(-19.1% YoY, OPM 7.3%), 1조 1,136억원(+24.8% YoY, OPM 7.2%)으로 전망한다.

이익률 개선 이후의 관건은
주주환원 확대 가능 여부

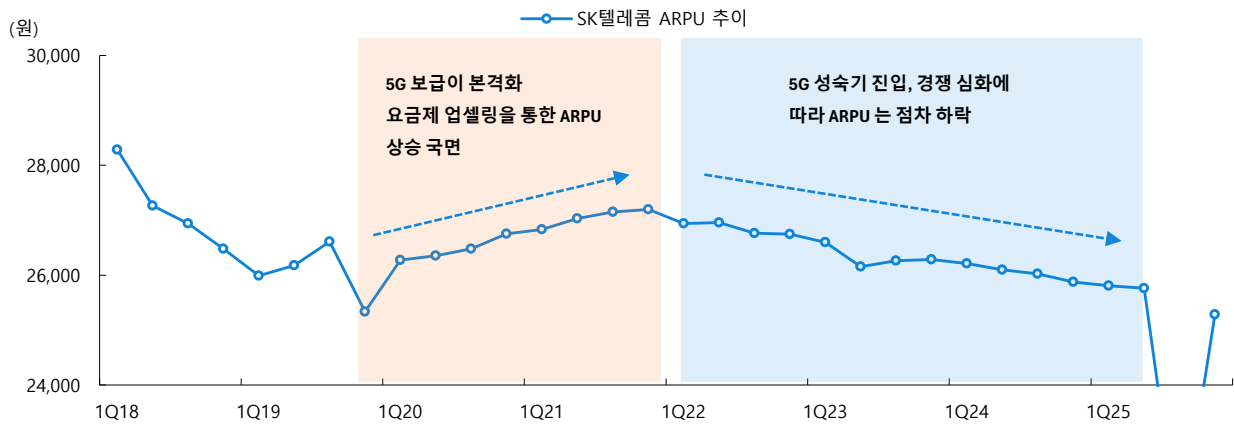
이익률 개선 이후의 관건은 주주환원이다. 통신업은 대규모 설비투자가 필요한 산업이지만, 투자사이클이 완료된 이후 가입자 수 기반의 무선통신매출은 안정적인 캐시카우로서의 역할을 한다. 이에 따라 이익 체력이 개선되고 Capex 부담이 낮아지는 현재 국면에서 통신사의 배당 확대, 자사주 매입과 같은 주주환원 여력은 확대될 것으로 전망한다.

그림25. 5G 성숙기 속 타라인은 성장은 제한되지만 투자 회수기에 따른 비용 효율화 속 통신 3사 수익성은 개선될 전망



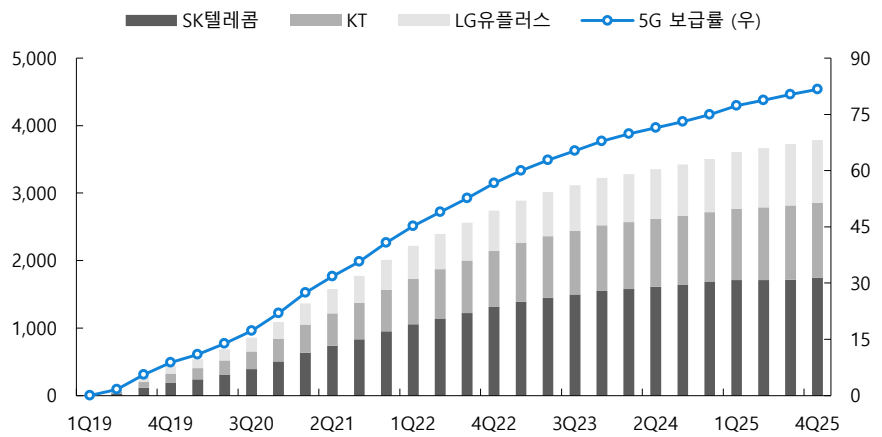
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림26. 5G 네트워크 세대가 성숙기에 진입하며 ARPU는 하락국면에 진입



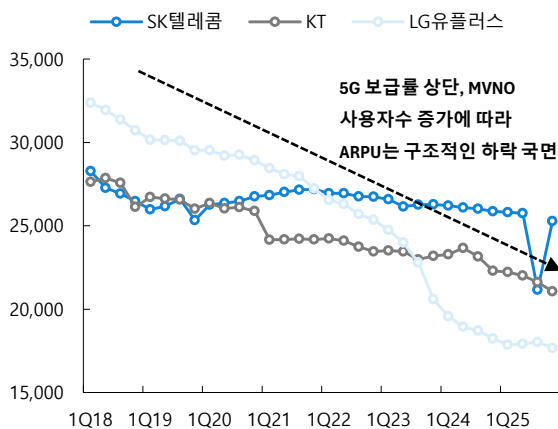
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림27. 2019년 5G 상용화 이후 2025년 4분기 기준 5G 보급률은 80%를 상회



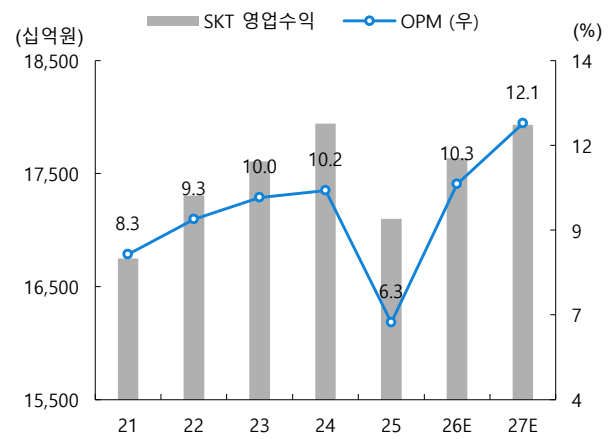
자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림28. 5G 보급률이 상단에 도달했고, MVNO 요금제 수요 증가에 따라 전체 ARPU는 구조적으로 하락 국면



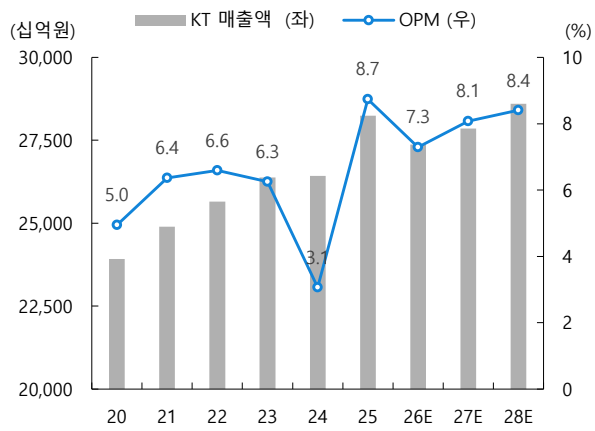
자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림29. SK텔레콤 매출액 및 OPM 전망



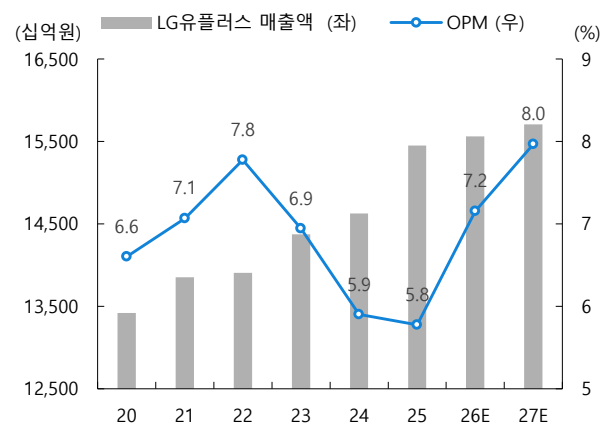
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림30. KT 매출액 및 OPM 전망



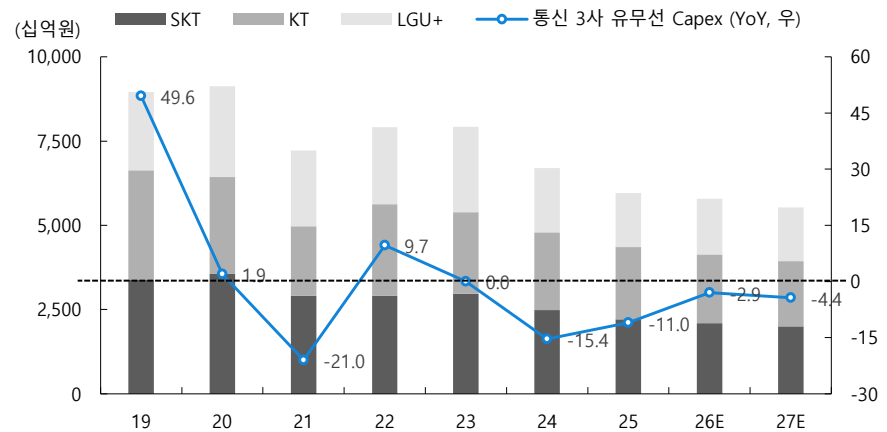
자료: KT, iM증권 리서치본부

그림31. LG유플러스 매출액 및 OPM 전망



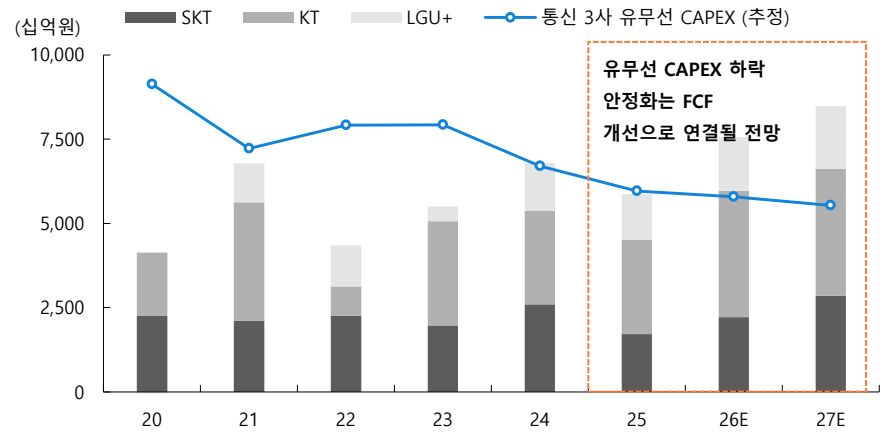
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림32. 통신 3사 유무선 CPAEX는 하락 안정화 지속될 전망



자료: 통신 3사, iM증권 리서치본부

그림33. 유무선 CAPEX 하락 안정화 속 통신 3사 잉여현금흐름은 개선될 전망



자료: 통신 3사, iM증권 리서치본부

1). 감가상각비: 5G 초기투자상각 마무리에 따른 '27년까지의 하락 국면

5G 인프라 투자 마무리 국면
속 감가상각비는 하락
안정화

5G 네트워크 세대가 성숙기에 도달함에 따라 통신 3사의 네트워크 CAPEX는 하락 국면에 있으며, 5G 초기 투자에 대한 유형자산상각이 점차 마무리되며 감가상각비 부담은 점진적으로 완화될 것으로 판단한다. 이에 따라 IDC와 같은 非네트워크 부문의 CAPEX 증가에도 불구하고 연결기준 감가상각비는 플랫폼 수준을 유지하거나 하락국면에 진입할 것으로 전망한다.

SK브로드밴드 CAPEX
증가에도 불구하고 감가상각비는
플랫폼 수준

SK텔레콤은 SK브로드밴드의 IDC 사업부문 CAPEX 증가에도 불구하고 '27년까지 감가상각비가 플랫폼 수준을 유지할 것으로 판단한다. 연결 기준 감가상각비는 '26년 3.49조원(-2.8% YoY), '27년 3.55조원(+1.7% YoY)로 전망한다. 특히 네트워크 부문의 CAPEX 하락 속 별도 기준 감가상각비는 '26년 2.48조원(-5.5% YoY), '27년 2.25조원(-9.4% YoY)로 크게 완화될 것으로 전망한다.

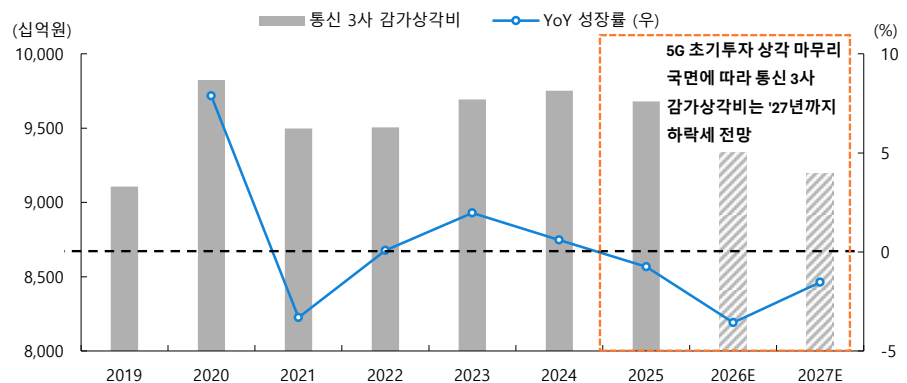
초기 투자된 5G 인프라
유형자산상각이 점차
마무리되는 국면

KT의 연결 기준 감가상각비는 '26년 3.7조원(-3.9% YoY), '27년 3.6조원(-2.1% YoY)로 상승이 제한될 것으로 전망한다. KT 역시 초기 투자된 5G 인프라의 유형자산상각이 점차 마무리되며 별도 기준 감가상각비는 '26년 3조원(-4.9% YoY), '27년 2.9조원(-3.2% YoY)로 하락할 것으로 전망한다.

LG유플러스 감가상각비는
'27년부터 본격적인 하락세
전망

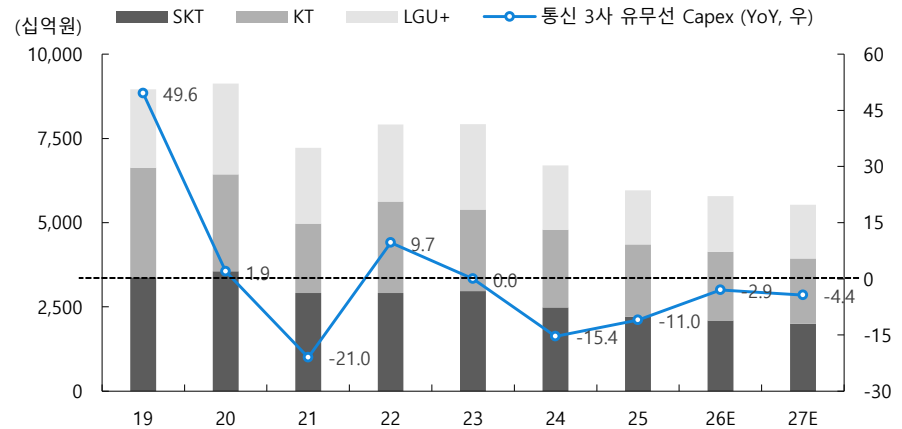
LG유플러스의 연결 기준 유형자산상각비는 '26년 2.1조원(-4.2% YoY), '27년 2조원(-5.8%)으로 점진적인 하락세가 전망된다. '24년부터 시작된 CAPEX 둔화가 기조가 '26년까지까지 이어지며['26년 CAPEX는 1.4조원(-5.8% YoY)] 감가상각비 완화가 지속될 것으로 전망한다.

그림34. 5G 초기투자 상각 마무리 국면에 따라 통신 3사 감가상각비는 '27년까지 하락 안정화 전망



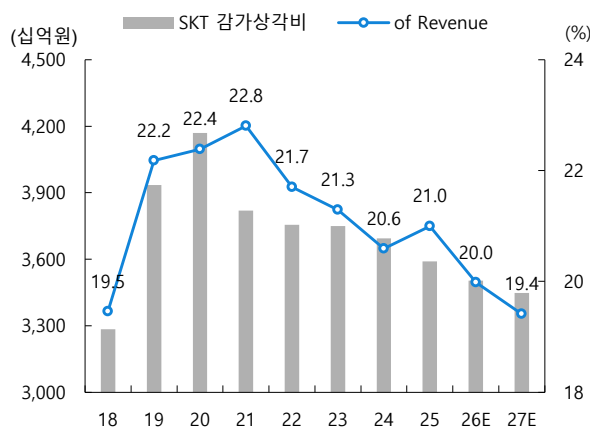
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림35. 통신 3사 유무선 CPAEX는 하락 안정화 지속될 전망



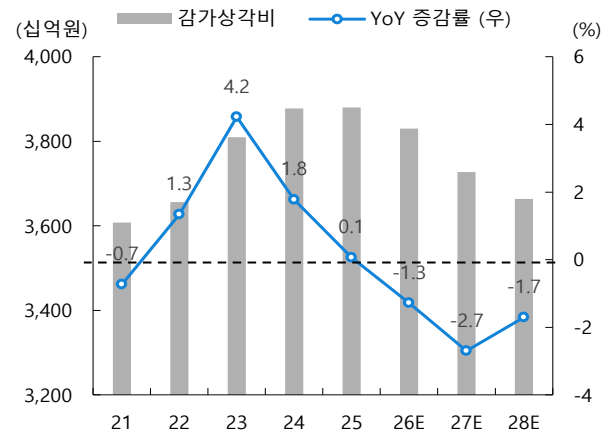
자료: 통신 3사, iM증권 리서치본부

그림36. SK텔레콤 감가상각비 전망



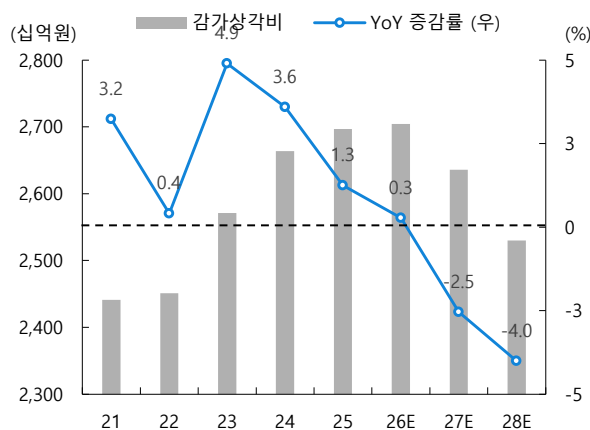
자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림37. KT 감가상각비 전망



자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림38. LG유플러스 감가상각비 전망



자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

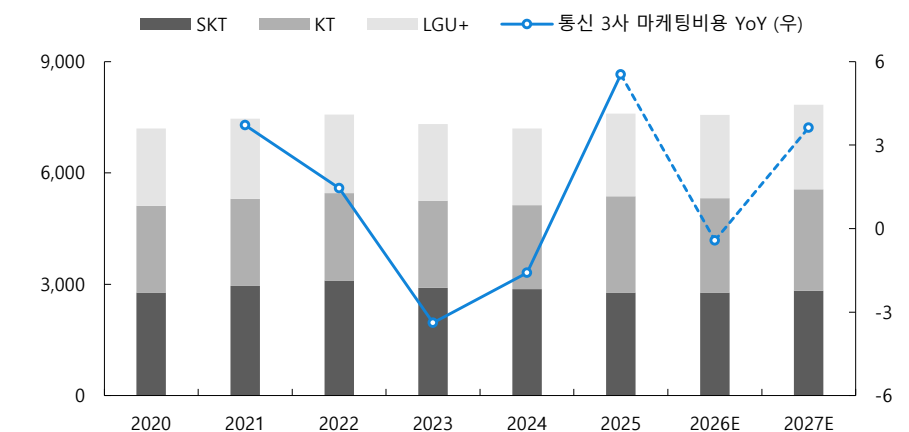
2). 마케팅비용: 고객유치 경쟁강도 완화 속 마케팅비 통제 국면 진입

5G 고객 유치 경쟁 약화 속
마케팅비용 하락 안정화
국면 진입

현재 통신 3사의 5G 보급률은 83% 수준으로 성숙 국면에 진입한 상황이다. 이에 따라 5G 초기 국면 당시와 같은 고객 신규 고객 유치를 위한 공격적인 마케팅비 지출은 제한될 것으로 판단한다. 이에 따라 통신 3사는 고객 이탈을 제한하는 선에서 마케팅비용을 통제하는 전략을 취할 것으로 전망한다.

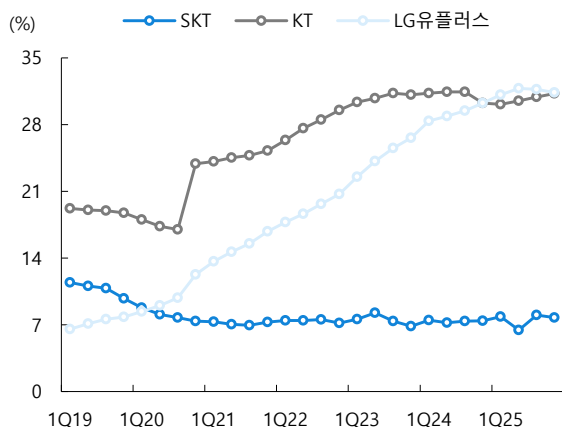
특히 최근에는 5G 프리미엄 요금제보다는 오히려 MVNO(알뜰폰) 요금제 수요가 증가하는 등 요금제 업셀링을 위한 마케팅 비용 증액 유인이 부재한 상황이다. 이에 따라 통신 3사의 마케팅비는 서비스 매출액 대비 20%인 현재 수준 선에서 하향 안정화 기조가 유지될 것으로 판단한다.

그림39. 통신 3사 마케팅비용 합산 추이 및 전망: 신규 고객 유치 경쟁 강도 약화 속 마케팅 비용은 점진적으로 안정화될 전망



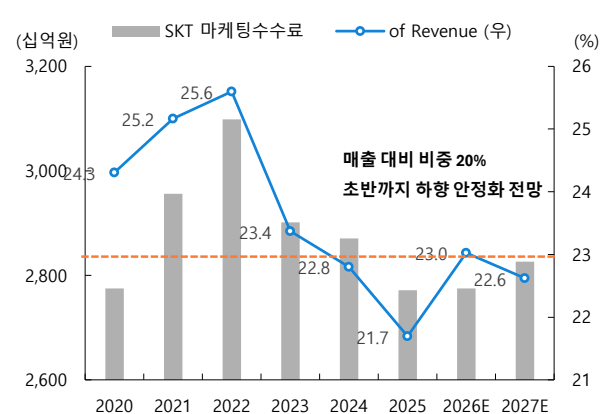
자료: 통신3사, iM증권 리서치본부

그림40. 통신 3사 MVNO 비중 알뜰폰 수요 증가 → 요금제 업셀링 경쟁을 위한 마케팅 비용 증액 유인이 부재한 상황



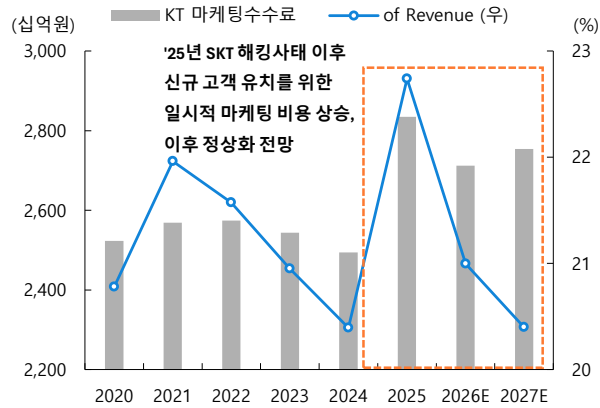
자료: 통신3사, 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림41. SK텔레콤 마케팅수수료 전망: 매출액 대비 비중 20% 초반까지 하향 안정화 전망



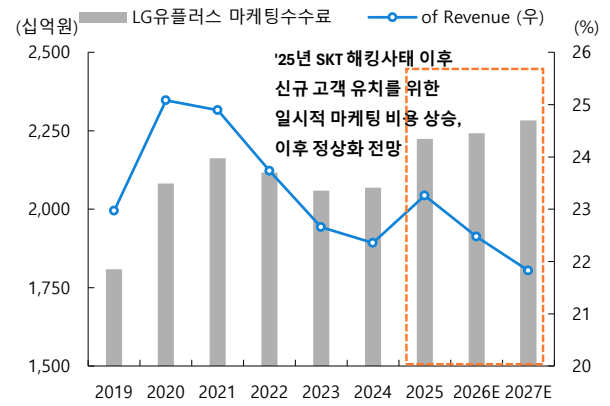
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림42. KT 마케팅수수료 전망: '25년 SKT 해킹사태 이후 이탈 고객 유치를 위한 일시적 마케팅비용 상승, 향후 정상화 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림43. LG유플러스 마케팅수수료 전망: '25년 SKT 해킹사태 이후 이탈 고객 유치를 위한 일시적 마케팅비용 상승, 향후 정상화 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

3). 인건비: '24~'25년 구조조정에 따른 인력 효율화

'24~'25년 인력 효율화에
따른 인건비 절감 효과가
나타날 시기

통신 3사는 '24~'25년 구조조정에 이후 인건비 부담이 완화되는 국면에 있다. 특히 KT는 '24년 본사 대규모 구조조정 이후 매출액 대비 인건비 비중이 기존 13%에서 '25년 10% 수준까지 하락했으며, LG유플러스 역시 '25년 3분기 희망퇴직 실시 이후 '26년부터 본격적인 인건비 절감 효과가 나타날 것이다.

KT '24년 대규모 구조조정
이후 '25년부터 인건비 절감
효과 본격화

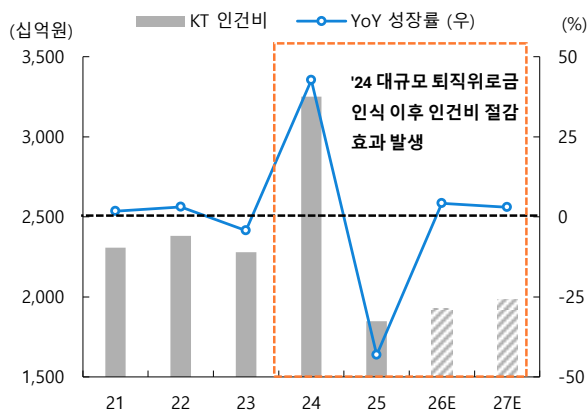
대표적으로 KT는 '24년 대규모 구조조정을 통해 과거 별도 기준 '21~'23년 2.3조원 수준의 인건비가 '25년 1.8조원 수준으로 큰 폭으로 감소했다. '24년 희망퇴직에 따른 퇴직위로금 등 일회성 비용이 크게 반영되었으나, '25년부터는 인력 효율화에 따른 인건비 절감 효과가 본격적으로 나타나기 시작했다. 이에 따라 매출액 대비 비중 역시 기존 13%에서 10% 수준으로 완화될 전망이다.

LG유플러스의 인건비 하락은
올해부터 가시화될 것으로
전망

LG유플러스의 인건비 절감 효과는 '26년부터 본격화될 전망이다. LG유플러스는 '25년 3분기 희망퇴직을 실시했으며, 규모는 전체 임직원의 약 6% 수준이다. 이에 따라 '26년 인건비는 1.9조원(YOY -13.2%) 수준까지 하락할 것으로 판단한다.

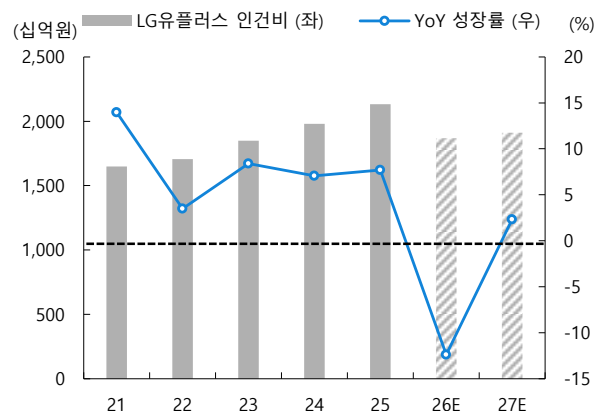
SK텔레콤은 타 통신사 대비 희망퇴직과 같은 대규모 구조조정은 없었으나, 신규 채용 감소, 조직개편과 같은 인력효율화 전략을 실시하고 있으며 향후 인건비는 '25년 대비 유사한 수준을 유지할 것으로 보인다.

그림44. KT의 경우 '24년 대규모 희망퇴직 이후 별도기준 인건비가 큰 폭으로 하락



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림45. LG유플러스는 3Q25 희망퇴직 실시 이후 '26년부터 인건비 절감 효과가 나타날 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

현금흐름 회복에 따른 주주환원 여력 확대에 주목

통신 3사 배당 여력은 확대될 전망

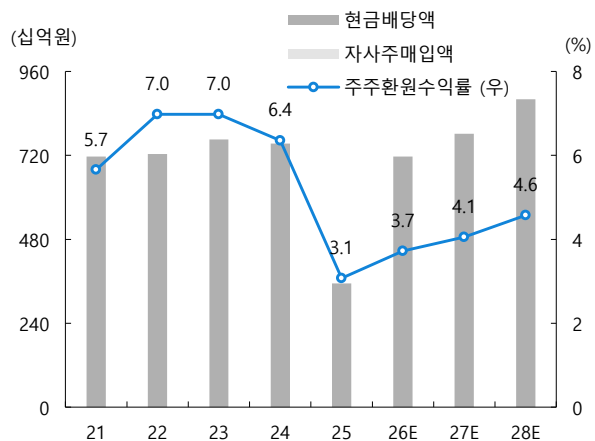
이익률 상승에 따른
현금흐름 개선은 배당 여력
확대로 연결

개선된 현금흐름은 통신사의 주주환원 여력 확대에 연결된다. SKT의 현금배당액은 연결당기순이익 대비 50~60% 수준으로 전망되며 '26년 DPS는 3,400원이 전망된다.

KT 역시 개선된 현금흐름을 바탕으로 '26년, '27년 DPS가 각각 2,500원 이상으로 확대될 수 있다. 또한 4년 간 약 1조원의 자사주 매입을 통해 '28년까지 약 2,500억원 수준의 자사주 매입이 병행될 것으로 전망한다.

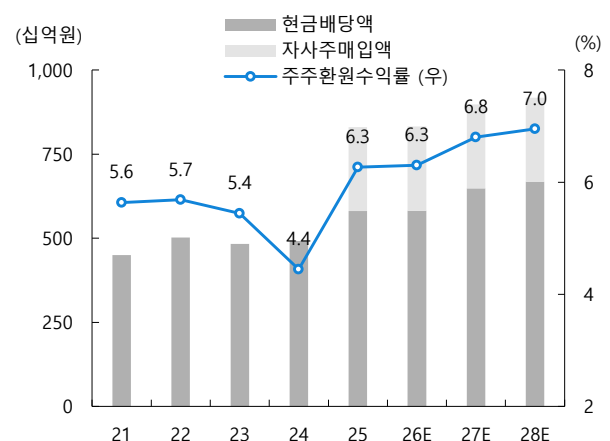
LG유플러스는 별도 당기순이익 기준 약 50%를 현금배당 재원으로 사용, 현금배당액이 3,200억원, DPS는 710[기존 660원]원까지 상승할 것으로 전망한다.

그림46. SK텔레콤 주주환원액 및 주주환원수익률 추이 전망



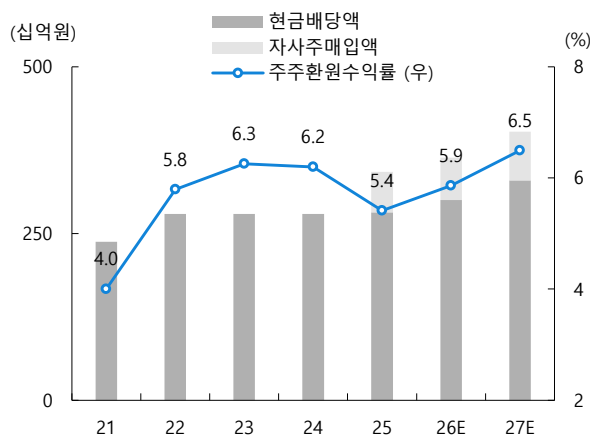
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림47. KT 주주환원액 및 주주환원수익률 추이 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림48. LG유플러스 주주환원액 및 주주환원수익률 추이 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

표8. 통신3사의 주주환원계획 적용 시 총 주주환원율은 큰 폭으로 개선될 여지가 있음

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		SK텔레콤					
당기순이익		375	1,194	1,302	1,468	1,575	1,713
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	55%		657	716	807	867	942
	60%	353	716	781	881	945	1,028
	65%		776	847	954	1,024	1,114
발행주식수		214,790	214,790	214,790	214,790	214,790	214,790
DPS	55%		3,057	3,335	3,758	4,034	4,387
	60%	1,643	3,335	3,638	4,100	4,401	4,786
	65%		3,613	3,942	4,441	4,768	5,184
자사주매입액							
총주주환원액		353	716	781	881	945	1,028
시가총액		11,491	19,266	19,266	19,266	19,266	19,266
주주환원수익률		3.1	4.0	4.4	5.0	5.3	5.8

SK텔레콤의 경우 과거 배당환원율은 60~65%, 65% 적용 시 '26E DPS 3,400, '27E DPS 3,600 수준

SK텔레콤은 또한 1.7조원의 자본잉여금을 배당재원으로 활용하겠다고 발표, 해당 배당금은 '27년부터 주주총회를 통해 활용 가능

5년에 걸쳐 배당 가정 시, 기존 현금배당+비과세 배당을 고려했을 때 '27년 총 현금배당액은 약 1조원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 4.0%, 4.4%

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		KT					
당기순이익		1,062	1,048	1,296	1,336	1,354	1,508
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	50%		524	648	668	677	754
	55%	581	582	713	735	745	830
	60%		629	778	802	813	905
발행주식수		252,022	252,022	252,022	252,022	252,022	252,022
DPS	50%		2,080	2,572	2,651	2,687	2,992
	55%	2,400	2,309	2,829	2,917	2,956	3,292
	60%		2,496	3,086	3,182	3,225	3,591
자사주매입액		250	250	250	250		
총주주환원액		831	879	963	985	745	830
시가총액		13,597	13,205	13,205	13,205	13,205	13,205
주주환원수익률		6.1	6.3	6.8	7.0	5.6	6.3

KT는 별도 기준 당기순이익 대비 50%를 배당재원으로 활용하겠다고 발표

향후 4년 간 1조원 규모의 자사주 매입 발표, 매년 약 2,500억원 자사주 매입 전망

26년, '27년 총 주주환원액은 약 8,790억원, 9,640억원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 6.3%, 6.8% 전망

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		LG유플러스					
당기순이익		509	638	733	950	1,056	1,187
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	45%		287	330	428	475	534
	50%	281	305	366	475	528	593
	55%		351	403	523	581	653
발행주식수		429,828	429,828	429,828	429,828	429,828	429,828
DPS	45%		667	767	995	1,105	1,242
	50%	654	710	852	1,105	1,228	1,380
	55%		816	937	1,216	1,351	1,518
자사주매입액		61	64	73	95	106	119
총주주환원액		342	369	403	523	581	653
시가총액		6,298	6,205	6,205	6,205	6,205	6,205
주주환원수익률		5.4	5.9	6.5	8.4	9.4	10.5

LG유플러스는 매년 당기순이익의 40% 이상 현금 배당 재원으로 활용할 전망, '26년 당기순이익 고려 시 주주환원율은 45~50% 사이 예상됨

또한 별도 당기순이익의 최대 20%를 자사주매입에 활용할 전망, 10% 자사주매입 가정 시 '26~'27년 자사주매입 금액은 640억원, 730억원

26년, '27년 총 주주환원액은 약 3,690억원, 4,030억원

이를 반영한 '26년, '27년 주주환원수익률은 각각 5.9%, 6.5%까지 확대될 수 있음

자료: iM증권 리서치본부

[참고] 통신3사 주주가치 제고 계획

통신 3사는 주주가치 제고계획을 통해 중장기 주주환원 계획을 수립, 강화하는 중이다. SK텔레콤은 매년 연결 당기순이익의 50% 이상 주주환원, KT 및 LG 유플러스는 매년 별도 당기 순이익의 40%~60%의 주주 환원을 계획하고 있다.

SK텔레콤

SK텔레콤 Target ROE는
10%, 1.7조원 규모의 비과세
배당 재원 마련

SK텔레콤은 FY2026년까지 매년 연결 당기순이익의 50%이상 (주주환원을 50%), 그리고 2026년 Target ROE를 10% 이상을 계획하고 있다. 또한 2025년 약 1.7조원의 자본준비금을 이익잉여금으로 감액, 비과세 배당을 재원을 마련한 상황이다. 2025년 고객 정보 해킹에 따른 가입자 보상, 위약금 면제 등에 따라 2025년 3~4분기 분기 배당을 지급하지 못했으나, 2026년 1분기 830원의 주당 배당금을 발표하며 배당 수준은 다시 정상화될 것으로 전망한다.

KT

KT의 '28년 Target ROE
10%, 4년 간 총 1조원
규모의 자사주 매입 계획

KT가 제시한 '28년 Target ROE는 9~10% 수준이며, 그 외에도 약 1조원 규모의 자사주 매입, 소각 진행을 목표로 하고 있다. 비핵심 자산 유동화 등을 통해 배당 확대 여력은 충분하며, '26년 분기배당을 기존 주당 500원에서 600원으로 상향했다. 다만 외국인 지분율이 전기통신사업법상 한도에 근접해 있어(외국인 한도 50%), 자사주 소각은 외국인 지분 한도 여유가 발생하는 시점에 진행될 것으로 예상된다.

LG유플러스

LG 유플러스는 당기순이익의
40% 이상 현금배당, 최대
20%를 자사주 매입

LG유플러스는 중장기적으로 별도 기준 당기순이익의 40%~60% 현금배당과 순이익의 최대 20% 수준의 자사주 매입을 계획하고 있다. 이에 따른 중장기 목표 ROE는 8~10%다. '24년 8월 약 1,000억원 규모의 자사주를 소각한데 이어, '26년 5월에는 약 800억원 규모의 자사주[약 540만주]를 추가적으로 소각했다.

표9. 통신 3사별 중장기 주주가치 제고계획

구분	SK텔레콤	KT	LG유플러스
정책 기간	FY2024~FY2026	FY2025~FY2028	FY2024~FY2026
핵심 환원 기준	매년 연결 기준 조정 당기순이익의 50% 이상 2026년 Target ROE 10% 이상	별도 기준 당기순이익의 50% 4년간 1조원 규모 추가 자사주 매입/소각 중장기 연결기준 Target ROE 9%~10%	별도 기준 조정 당기순이익의 40% ~ 60% 중장기 ROE 8%~10% 목표
환원 방식	현금배당 + 자사주 매입/소각	배당 + 자사주 매입/소각	당기순이익의 40% 이상 배당 0~20% 자사주 매입
DPS	2025년 DPS 1,660원 확정	2025년 기말 DPS 2,400원	2025년 DPS 660원
최근 특이사항	1.7조원 자본준비금 감액 → 비과세 배당 재원 마련	2025~2028년 누적 1조원 자사주 매입/소각 계획	기존 자사주 1,000억원 소각 2026년 5월 800억원 추가 소각 발표
투자 포인트	배당 정상화와 세후 배당수익률 개선 여부	자산효율화/AICT 전환/자사주 소각 이행 여부	배당 안정성 + 자사주 매입 확대 가능성
체크포인트	2026년 분기배당 정상화, 비과세 배당 실제 시행	자사주 매입/소각 속도, 외국인 한도, 자산 유동화	FCF 확보 여부, 60% 환원율까지 확대 가능성

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

III. AI, 통신3사의 신규 성장 축

AI, 통신사의 성장 신항로

통신 3사는 현재 안정적인 현금흐름을 통해 새로운 성장동력을 구축할 필요성 존재

과거 통신서비스의 수익구조는 가입자 수(Q) x ARPU(P)의 함수로 설명되지만, 국내 시장은 이미 성숙기에 진입하며 탑라인 성장은 한계에 근접했다. 결국 통신사는 무선통신 매출이라는 안정적인 캐시카우를 바탕으로 주주환원을 넘어 새로운 성장 동력을 구축할 필요성이 있다.

글로벌 통신사들은 이미 AIDC 등 AI 인프라 사업자로의 전환 시도

성장의 돌파구는 현재 확대되는 AI 시장에서 나타날 것으로 판단한다. 해외 글로벌 통신사들 역시 AI 시대를 맞이하며 새로운 생존 전략을 취하고 있다. 글로벌 통신사들은 기존 통신망을 단순 연결 인프라가 아닌 AI 데이터센터, 컴퓨팅, 네트워크 플랫폼으로 정의하는 시도를 하고 있다

주요 AI 전략은 AIDC와 AI 지분투자 전략

국내 통신 3사 역시 AI 시대에 맞춰 각자의 중장기 로드맵을 제공하고 있다. 기업마다 세부적인 전략의 차이는 존재하나, 큰 관점에서의 공통점은 크게 두 축으로 설명된다. ①첫째는 AIDC를 통한 신규 실적 성장 동력 확보이며, ②둘째는 AI 지분투자를 통한 AI 밸류체인 편입과 기업가치 재평가다.

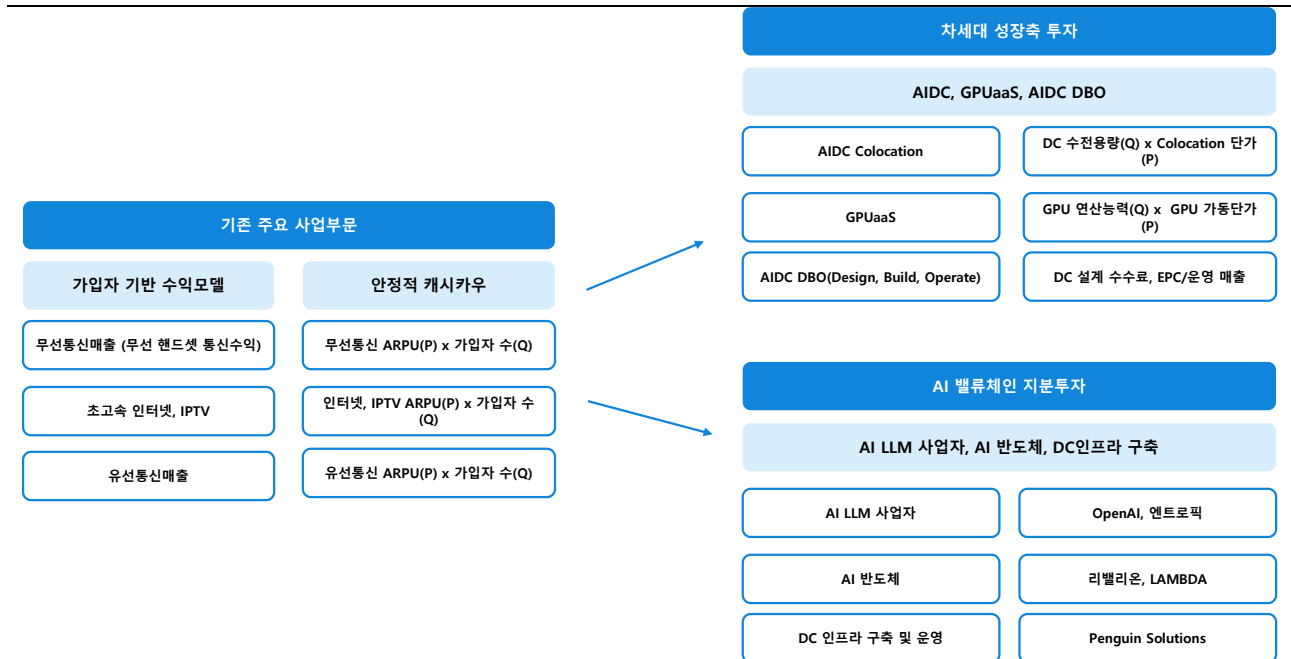
AIDC는 통신사가 AI 수요를 매출화할 수 있는 가장 가시적인 성장 축

AIDC는 통신사가 AI 수요를 직접 수익화 할 수 있는 가장 가시적인 신규 성장 축이다. 생성형 AI 확산으로 GPU, 전력, 네트워크, 데이터센터 수요가 구조적으로 증가하고 있으며, 통신사는 기존 IDC 운영 경험과 네트워크 인프라, 기업고객 기반을 활용해 AI 인프라 사업자로 확장될 전망이다.

AI 지분투자를 통한 AI 밸류체인 노출 및 보유 지분가치 재평가

기업가치 재평가 측면에서는 AI 밸류체인에 대한 지분투자가 해법이 될 수 있다. 예를 들어 SK텔레콤은 엔트로픽, 리벨리온, Penguin Solutions 등 AI 핵심 기업에 대한 지분투자를 진행한 사례가 있다. 이는 당장의 매출 성장으로 연결되지는 않지만, 향후 해당 기업들의 기업가치가 후속 투자 라운드와 사업 확장을 통해 상승할 경우, 통신사의 보유 지분가치 역시 재평가되며 본업 외 기업가치 상방으로 연결될 수 있다.

그림49. 통신사는 안정적인 캐시카우를 기반으로 AI 산업 내 신성장 동력을 구축할 것으로 전망



자료: iM증권 리서치본부

표10. 글로벌 주요 통신사들의 AI, NTN 투자 전략 사례

분류	기업	주요 내용	수익화 방식
1. AI 인프라형	NTT(일본)	- NTT는 글로벌 20개국에 약 2.1GW 규모의 데이터센터를 보유 - 약 190개국 네트워크, 클라우드, 데이터센터 서비스를 제공중 - 데이터센터 간 광 네트워크 연결을 통해 여러 DC를 하나의 컴퓨팅 자원으로 연결	- Colocation - GPUaaS(GPU-as-a-Service) - DC 간 네트워크 연결 수익
	Deutsche Telekom (유럽)	- NVIDIA·Polarise와 독일 Industrial AI Cloud를 공식 출범 - 약 10,000개 NVIDIA Blackwell GPU 기반으로 독일·유럽 기업, 공공기관, 연구기관에 sovereign AI computing power를 제공	- GPUaaS(GPU-as-a-Service) - sovereign cloud - 기업용 AI 인프라
	SoftBank Group(일본)	- OpenAI, 오라클과의 Stargate 프로젝트를 통해 AI 밸류체인에 직접 노출 - OpenAI에 약 636억달러 투자 계획, 최종 지분 13%의 지분가치 확보 목표 - ARM, SB Energy 등 AI 인프라 기업 인수 및 지분 확보	- OpenAI 지분가치 상승 - 전력/반도체/컴퓨팅 등 DC 밸류체인 수혜
2. 네트워크 플랫폼형	Verizon(미국)	- AI Connect를 통해 AI workload에 필요한 B2B 인프라 솔루션 제공 - 2025년 11월 AWS 데이터센터 간 장거리/고용량/저지연 fiber route 구축 계약	- GPUaaS(GPU-as-a-Service) - 네트워크 연결 B2B 솔루션
	T-Mobile(미국)	- NVIDIA, 에릭슨, 노키아와 AI-RAN 실증 연구 진행 - NVIDIA RTX PRO 6000 Blackwell 기반 AI RAN을 통해 Edge computing 인프라 구축	- Private 5G 사용료 - edge AI Computing 사용료 - AI-RAN 기반 B2B 솔루션
3. NTN·커버리지 확장형	KDDI(일본)	- Starlink와 제휴, 소비자에게 D2C 위성 서비스 제공을 통해 음영지역 보완	- 위성 로밍 부가서비스 요금제
	T-Mobile(미국)	- Starlink와 제휴, 소비자에게 D2C 위성 서비스 제공을 통해 음영지역 보완	
	Vodafone (유럽)	- AST SpaceMobile과 유럽 D2D 위성 서비스 추진	

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI 투자를 위한 잉여 현금 흐름은 충분

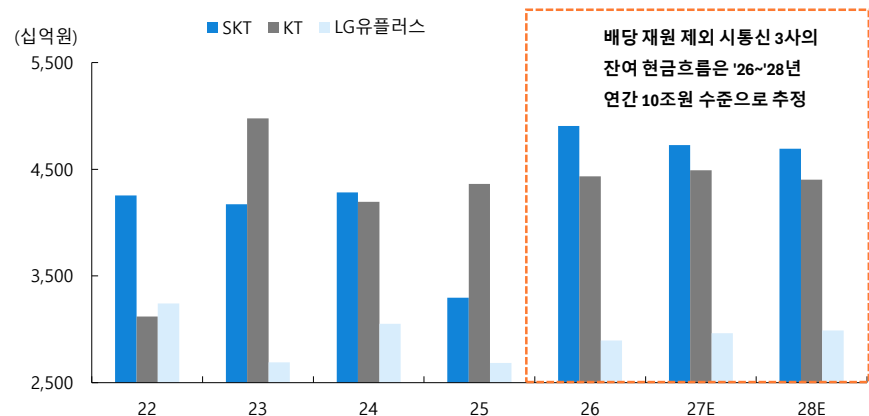
통신3사 합산 CAPEX 가능 재원은 연간 10조원 수준

현재 배당 재원을 제외, 통신
3사의 여유 현금흐름은 연간
3~4조원

통신 3사의 '26년~'28년 연간 영업현금흐름에서 주주환원에 활용될 재원을 제외한 금액은 연간 10조원 수준으로 추정된다. 통상적으로 통신 서비스 품질 유지를 위해 활용되는 경사 CAPEX를 차감하더라도, 잔여 FCF는 연간 약 3~4조원 정도 수준이다.

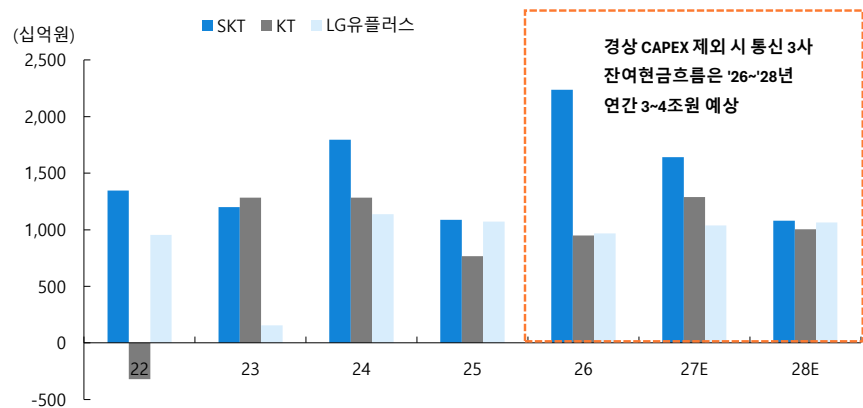
통신 3사별로 봤을 때, SK텔레콤의 경우 '28년까지 누적 5조원, KT, LG유플러스는 약 3조원의 잉여현금흐름이 창출될 것으로 전망한다. 해당 재원은 향후 AIDC colocation 사업을 위한 인프라 증설, 더 나아가 GPUaaS를 위한 GPU 구매 등 AI 사업 확대를 위해 활용될 것으로 전망된다.

그림50. 유지 및 예정된 CAPEX를 제외하더라도 연간 3~4조원의 잉여현금흐름이 남음



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림51. 유지 및 예정된 CAPEX를 제외하더라도 연간 3~4조원의 잉여현금흐름이 남음



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

통신사업자, AI 인프라 사업자로의 변모

통신사업자의 강력한 B2B 사업모델로 떠오르고 있는 AIDC

AI 연산에 필요한 컴퓨팅 파워는 AIDC 인프라 수요 증가로 연결

AI 연산에 필요한 컴퓨팅 파워 증가는 거대 데이터센터 인프라 수요 증가로 연결되고 있다. 국내 통신 3사의 경우 기존 서울/경기권에 확보해온 교환국, 백홀용 부지가 AIDC 입지로 전환이 가능하며, 자체 광통신 백본을 보유하고 있어 신규 DC 사업자 대비 빠르게 데이터센터 시장에 진입할 수 있다.

통신 3사의 기존 강점, 소버린 AI 트렌드 속 AIDC는 강력한 B2B 수익 모델로 부상

또한 최근 국가적 차원에서 데이터 안보 문제와 연결되는 소버린 AI(Sovereign AI) 트렌드 역시 국내 통신사에게 강력한 B2B 수익 모델로 작용하고 있다. 기업이나 공공기관, 금융권이 보유한 민감한 보안 데이터를 AWS나 구글 클라우드와 같은 해외 빅테크가 아닌, 통제 가능한 국내 통신사의 AIDC와 인공지능을 학습시키려는 수요가 증가하고 있기 때문이다.

두 가지 사업모델: AI-ready DC, GPUaaS 기반 AI Factory

AI-ready DC는 DC 인프라 제공에 대한 임대료 수취 구조

AI 인프라 사업은 투자 범위와 수익화 방식에 따라 AI-ready DC, GPUaaS 기반 AI Factory로 구분된다. AI-ready DC는 통신사가 GPU 제외한 전력, 냉각, 네트워크 접속 인프라만 제공하는 사업 모델이다. 통신사는 이를 통해 전력 사용료, 회선 접속료 등의 Colocation 수익을 수취하는 수익구조를 가진다.

AI팩토리는 AI 서버까지 직접 구매하여 GPU 사용료를 수취

반면 GPUaaS(GPU as a Service), 혹은 AI 팩토리는 통신사가 데이터센터 인프라뿐만 아니라 GPU가 포함된 AI 서버까지 직접 구축한다. 통신사는 데이터센터 가동에 필요한 인프라와 AI 연산 자원을 고객사에게 풀스택으로 공급하며, GPU 가동률에 따라 GPU-hour 단가 등의 사용료를 수취한다.

AI팩토리는 AI-ready DC 대비 고 CAPEX를 요구

투자 범위에 따라 인프라 구축을 위한 CAPEX 역시 크게 달라진다. Colocation 수익모델인 AI-ready DC의 경우 GPU 서버를 제외한 인프라만 구축하면 되며, 일반적으로 100MW 규모 DC당 필요 CAPEX는 약 1.5조원 수준으로 파악된다. 반면 AI 서버까지 풀스택으로 제공하는 AI-Factory의 경우 엔비디아 블랙웰 기준 100MW 당 CAPEX가 약 8조원까지 확대될 수 있다.

표11. AI-ready DC, AI 팩토리 주요 특징 및 수익모델

구분	AI-ready DC	GPUaaS / AI Factory
사업 성격	전력, 냉각, 네트워크 접속, 보안, 운영 인프라 제공	데이터센터 인프라 + GPU 서버까지 Full Stack으로 제공
GPU 서버 소유	고객사	사업자
주요 고객	CSP, LLM 기업, GPU 서버 보유 기업, 대형 엔터프라이즈	AI 스타트업, LLM 개발사, 연구기관, 엔터프라이즈, 정부
100MW 당 CAPEX	약 1.5 조원	약 8조원
수익모델	랙 임대료, 전력 사용료, 회선 접속료 기반 Colocation 수익	GPU-hour, GPU 가동률 당 과금

자료: iM증권 리서치본부

통신 3사 AIDC 로드맵

AIDC Colocation은 매출
가시화가 가장 뚜렷한 AI
B2B 모델

통신 3사는 현재 AIDC 로드맵을 제시하고 있으나, 구체화된 계획은 대부분은 GPU를 직접 보유, 운영하는 GPUaaS 보다는 고객사 GPU 서버를 수용하는 AI-ready DC 중심으로 전개되고 있다. 다만 SK텔레콤은 가산 DC에서 일부 GPUaaS를 제공 중이며, 향후 계획된 DC 일부가 Full-Stack AI Factory 모델로 전환될 가능성도 있다.

SKT 울산 AIDC 용량은
장기적으로 1GW까지
확대될 전망

SK텔레콤은 2027년 울산 AIDC 1차 가동을 시작으로 2029년까지 전사 AIDC 용량을 300MW를 목표로 하고 있다. 또한 중장기적으로 울산 AIDC 용량을 1GW까지 확대할 계획이다. 최근 발표한 '메가 프로젝트'에서는 '30년까지 최대 5GW 데이터센터 확보를 발표했다.

KT의 중장기 AIDC 목표
용량은 1GW

KT는 기존 ktcloud의 DC자산을 포함 현재 수도권, 비수도권에 163MW 규모의 데이터센터를 보유하고 있으며, 2030년까지 1GW의 데이터센터 추가 확보를 목표로 하고 있다. 추가 확보 DC는 일부 물량을 리스 방식으로 가져감으로서 목표 용량 대비 CAPEX 규모는 비교적 작을 예정이다.

LG유플러스 파주 AIDC IT
수전 용량은 200MW
규모로 계획

LG유플러스는 2027년 파주 AIDC 완공을 목표로 하고 있으며, 2028~2029년 파주 AIDC 확대를 검토중이다. '27년 50MW 규모 파주 AIDC 1동 가동을 시작으로 '2030년까지 총 200MW 규모의 파주 AIDC 로드맵을 제시하고 있다.

표12. 통신 3사 향후 AIDC 로드맵

구분	SK텔레콤	KT	LG유플러스
2027	울산 AIDC 1차 가동 목표 (40MW)	가산 DC 이후 신규 DC 순차 확대	파주 AIDC 1차 완공 목표 (50MW)
2028~2029	울산 AIDC 확장 (103MW)	가산 DC 이후 신규 DC 순차 확대	파주 AIDC 2~4동 순차적 착공
2030	울산 AIDC 완공, 총 DC 용량 300MW 이상	총 AIDC 용량 1GW 목표	파주 AIDC 2~4동 완공 (200MW)
장기	울산 AIDC 확대, 총 AIDC 용량 1GW+ 목표	중장기 AIDC 목표 용량 미공개	'30년 목표 AIDC 용량 400MW

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

100MW 규모 AI-ready DC 당 CAPEX 추정 금액은 약 1.2조원

과거 통신 3사의 사례를 봤을 때, 코로케이션/IDC 인프라에 집행되는 CAPEX는 DC 수전 용량 100MW 용량 당 약 1.2조원 수준으로 추정된다.

SK브로드밴드의 46MW 규모의 가산 데이터센터, kt cloud의 26MW 규모 가산 AIDC에는 각각 약 5,000억원, 3,000억원의 CAPEX가 집행되었다. 역산 시 MW 당 약 100억원 정의 공사비가 집행된 것으로 추정되며, 100MW로 환산했을 시 필요한 CAPEX는 약 1.15조원 수준이다. LG 유플러스의 파주 AIDC 역시 2027년 준공 목표로 약 6,200억원의 투자 규모가 예상되고 있으며, 환산 시 100MW 당 소요 CAPEX는 1.23조원 수준이다.

기존 통신망 유지 관련 CAPEX 및 배당 관련 재원을 제외하더라도 통신 3사의 잔여 현금 흐름은 '28년까지 누적 약 10조원 정도 추정된다. 이에 따라 향후 공사비 상승, 고밀도 전력/냉각 인프라 확대에 따른 CAPEX 증가 요인을 감안하더라도 AI 포트폴리오 확대를 위한 투자 재원은 충분하다고 판단된다.

표13. 과거 및 최근 통신 3사 데이터센터 준공 IT Load 용량 및 집행된 CAPEX 추이

기준	용량	CAPEX	MW당 CAPEX	100MW 환산
SKB 가산 기준	IT Load 46MW	약 5,000억원	약 109억원/MW	약 1.09조원
KT 가산 기준	IT Load 26MW	약 3,000억원	약 115억원/MW	약 1.15조원
LGU+ 파주 기준	약 50MW 추정	약 6,200억원	약 123억원/MW	약 1.23조원
국내 통신사 사례 평균			116억원/MW	1.16조원

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

글로벌 및 국내 사례를 통해 보는 데이터센터 Colocation 단가

북미 DC Colocation 단가의
경우 kw/월 단가 기준 약
203달러로 추정

Colocation 수익 단가는 월간 사용 전력 량, kw/month로 책정한다. 데이터센터
지역이나 임대 기간 등 각각의 계약 구조마다 colocation 단가는 상이하지만,
글로벌 상업용 부동산 서비스 기업인 CRBE 리서치에 따르면 북미 기준 월간
Colocation 단가는 kw당 평균 193달러, 원화 환산 시 23만원 수준이다. 단가는
계약 구조, 지역마다 낮게는 kw당 180달러, 높게는 kw당 203달러까지 책정된다.

한국, 일본의 Colocation
kw/월 단가는 약 180달러
수준

국내 통신사나 일본 NTT의 데이터센터 매출 사례를 보더라도 단가는 비슷하다.
2025년 SK텔레콤의 데이터센터 CAPA 137MW, 가동률 90% 기준 AIDC 부문
매출액은 3,256억원이며 이를 역산했을 때 kw당 단가는 171달러로 추정된다.

NTT의 2025년 데이터센터 매출액은 약 5조원이며, 데이터센터보유 용량은
1,630MW이다. 보유 용량 및 매출액을 고려했을 때 kw당 colocation 단가 역시
178달러 수준으로 SK텔레콤 및 북미 Colocation 임대 단가와 비슷한 수준이다.

표14. 북미 지역별 데이터센터 Colocation 월간, kw당 단가

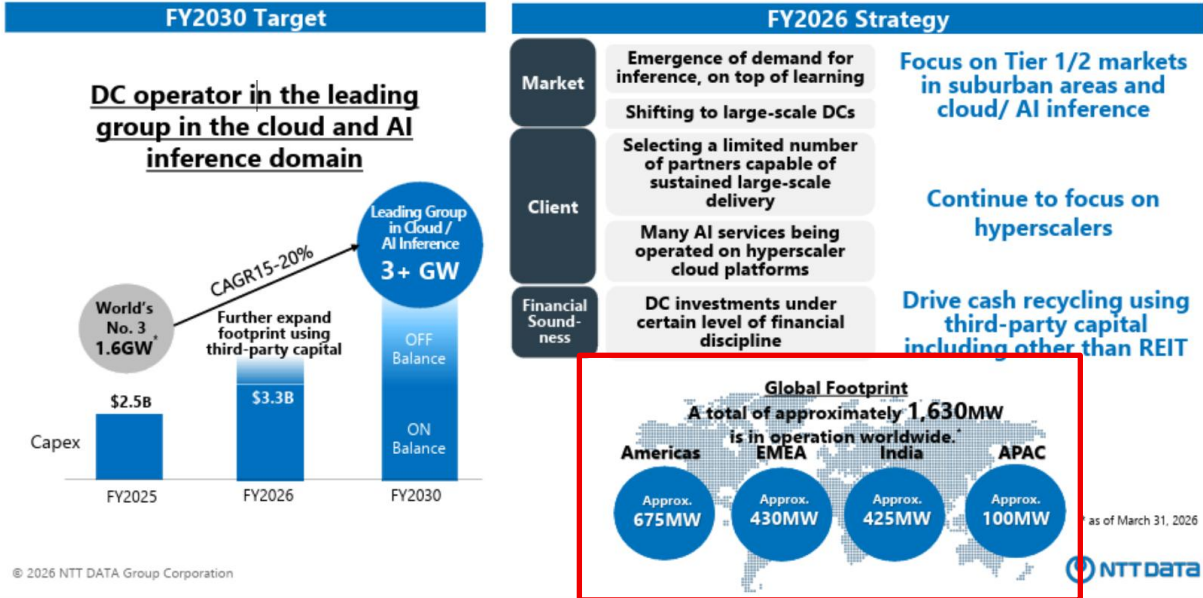
Market	DC 용량(MW)	공실률	Colocation 단가 (kW/달러, 월환산)		
			Low	Mid	High
Northern Virginia	4039	0.5%	190	213	235
Atlanta	1459	2.0%	465	325	185
Dallas	1067	2.4%	140	158	175
Chicago	904	1.9%	190	205	220
Phoenix	807	1.3%	170	190	210
Silicon Valley	489	4.7%	180	228	275
Hillsboro	475	0.2%	175	200	225
New York	190	7.2%	180	203	225
Central Washington	402	2.9%	150	163	175
San Antonio	216	1.6%	160	175	190
Southern California	200	12.7%	175	213	250
Seattle	155	5.9%	150	165	180
Houston	154	11.9%	150	168	185
Denver	130	13.8%	155	160	165
Minneapolis	65	22.6%	130	160	190
Charlotte Raleigh	85	13.4%	160	165	170
Average			183	193	203

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

그림52. NTT의 FY2025년 기준 총 데이터센터 용량은 1,630MW

Data Center Strategy

As we position data centers as core infrastructure in the AI era, we aim to drive the business as our priority domain and expand investments using third-party capital as well.



자료: CRBE, iM증권 리서치본부

그림53. NTT의 FY2025년 데이터센터부문 매출액은 약 5,203억엔

Status of the Data Center Business (Overseas Segment)

■ Operating Results of the Data Center Business *1*2*3

	FY2024 Results	FY2025 Results	YoY (Amount)	FY2026 Forecasts	YoY (Amount)
New orders received	692.8 (4,540)	1,088.2 (7,217)	+395.3 (+2,678)		
Order backlog (at period-end)	2,239.1 (14,974)	3,199.7 (20,007)	+960.6 (+5,033)		
Net sales	371.2 (2,432)	520.3 (3,473)	+149.2 (+1,041)	544.0 (3,595)	+23.7 (+122)
EBITDA	137.0 (898)	262.1 (1,693)	+145.1 (+995)	226.0 (1,502)	-56.1 (-391)
EBITDA margin (%)				42%	-
Incl. gain on DC transfer	37%	55%	-		
EBITDA margin (%)	37%	39%	-		
Excl. gain on DC transfer					
Operating profit (before allocation of common head-office costs)	70.5 (462)	209.0 (1,408)	+138.5 (+946)		
Operating profit margin (%)	19%	41%	-		
Incl. gain on DC transfer					
Operating profit margin (%)	19%	20%	-		
Excl. gain on DC transfer					
Investment amount	413.0 (2,706)	377.9 (2,506)	-35.1 (-200)	505.0 (3,322)	+127.1 (+816)
Assets	As of March 31, 2025	As of March 31, 2026	YoY (Amount)		
Repost) Non-current assets	2,637.0 (17,635)	3,092.2 (19,335)	+455.2 (+1,699)		
Liabilities	2,150.7 (14,383)	2,451.2 (15,327)	+300.5 (+944)		
Repost) Interest-bearing liabilities	1,599.5 (10,697)	1,832.1 (11,455)	+232.6 (+759)		

■ Power Capacity (Unit: MW, all figures are approximate)

	FY2024 Results	FY2025 Results	By Region	North America	EMEA	India	APAC	Total
Total Capacity			Current capacity (As of March 31, 2026)	675	430	425	100	1,630
New capacity	380	130	Planned capacity(As of March 31, 2026)	370	260	80	60	770
Current capacity (at period-end)	1,500	1,630						

*1 The figures refer to management figures (non-audit) for calculating the balance of the DC Business under GTSS. They include transactions between NTT, which is the parent company, and the Group, and were calculated in certain methods such as the allocation of common costs with other businesses of GTSS.

*2 Some common head-office costs are not included in EBITDA/operating profit.

*3 Gain on DC transfer (results) is based on the transaction-date rate of JPY147.03.

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

AIDC Revenue 시나리오: AIDC Colocation 중장기 수익 추정

국내 통신사의 AIDC
매출액은 연간 5조원
이상까지 증가할 수 있음

글로벌 데이터센터 Colocation 단가 및 국내 통신사의 AIDC 확장 계획을 고려했을 때, 국내 통신사의 AIDC Colocation 매출액은 중장기적으로 약 5조원 이상까지 증가할 수 있다. 데이터센터 용량은 향후 중장기 목표를 가장 명확하게 제시한 SK텔레콤을 기준으로 했으며, 가동률(Occupancy Rate)은 80%로 가정했다. 수익 추정에 적용한 가정은 다음과 같다.

Price: Colocation 단가

Colocation 단가 및
성장률은 CRBE 리서치의
북미 데이터센터 단가를
적용

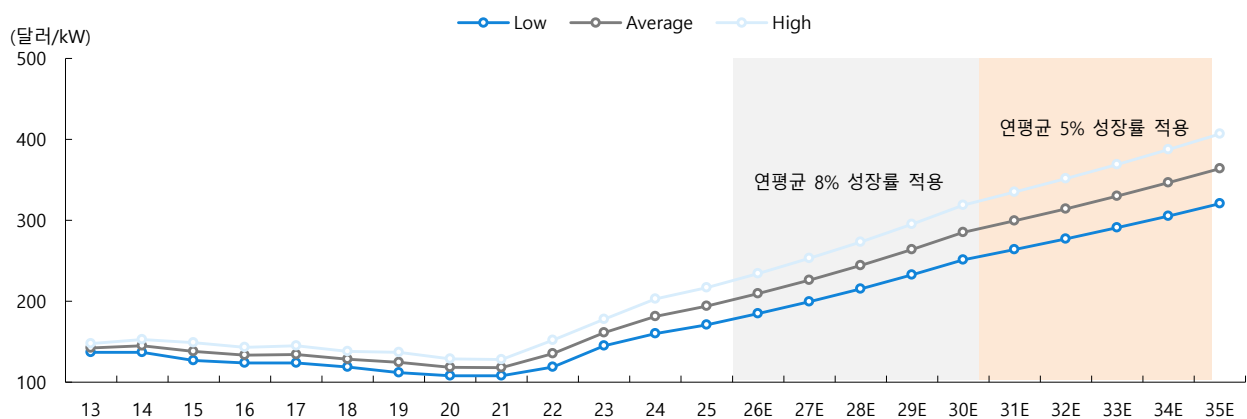
CRBE에 따르면 북미 데이터센터 Colocation 단가는 2024년 연간 13%, 2025년 연간 7% 상승했으며, 2030년까지 연간 8%의 상승률이 나타날 것으로 추정하고 있다. 2030년 이후 증가율은 보수적으로 연간 5%를 가정했다. 북미 데이터센터 Colocation 단가의 Low, Average, High 값에 증가율을 적용하여 시나리오별로 매출을 추정했다.

Quantity: AI-ready DC 수전용량

SK텔레콤의 AIDC 용량은
중장기적으로 1GW까지
확대될 전망

SK텔레콤의 경우 2025년 기준 137MW의 데이터센터 용량을 보유하고 있으며, 2030년까지 울산 AIDC 확장 및 구로 AIDC 완공에 따라 총 300MW의 데이터센터 용량을 보유할 계획이다. 중장기적으로는 울산 AIDC를 거점으로 데이터센터 수전용량을 1GW까지 확대하는 것을 목표로 하고 있다. 이에 따라 '30년 300MW '35년 1GW까지 DC 용량이 점진적으로 증가하는 것을 가정했다.

그림54. 북미 기준 데이터센터 Colocation 월 환산 kW / 달러 연간 추이 및 향후 전망, Low/Average/High



자료: CRBE, iM증권 리서치본부

표15. Bear 시나리오: SK텔레콤 향후 AIDC Colocation 수익 추정. 가동률 80%, Colocation 단가 Low 기준.

구분		25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	장기 Plan
데이터센터 용량 (MW)		119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
Colocation 가격 (달러/kW)	Low	171	185	199	215	233	251	264	277	291	305	321
	Average	194	210	226	244	264	285	299	314	330	346	364
	High	217	234	253	273	295	319	335	352	369	388	407
가동률 80%	Operating MW	95.2	109.6	144	144	192	240	360	480	600	720	800
	Revenue(10억원)	289	359	510	551	793	1,071	1,687	2,361	3,099	3,905	4,556
가동률 85%	Operating MW	101	116	153	153	204	255	383	510	638	765	850
	Revenue(10억원)	307	382	542	585	843	1,138	1,792	2,509	3,293	4,149	4,841
가동률 90%	Operating MW	107	123	162	162	216	270	405	540	675	810	900
	Revenue(10억원)	325	404	574	620	892	1,205	1,898	2,657	3,487	4,393	5,126
가동률 95%	Operating MW	113	130	171	171	228	285	428	570	713	855	950
	Revenue(10억원)	343	427	606	654	942	1,272	2,003	2,804	3,681	4,637	5,410
가동률 100%	Operating MW	119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
	Revenue(10억원)	361	449	638	689	992	1,339	2,108	2,952	3,874	4,882	5,695

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

표16. Base 시나리오: SK텔레콤 향후 AIDC Colocation 수익 추정. 가동률 80%, Colocation 단가 Mid 기준.

구분		25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	장기 Plan
데이터센터 용량 (MW)		119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
Colocation 가격 (달러/kW)	Low	171	185	199	215	233	251	264	277	291	305	321
	Average	194	210	226	244	264	285	299	314	330	346	364
	High	217	234	253	273	295	319	335	352	369	388	407
가동률 80%	Operating MW	95.2	109.6	144	144	192	240	360	480	600	720	800
	Revenue(10억원)	328	408	579	625	900	1,215	1,914	2,679	3,516	4,431	5,169
가동률 85%	Operating MW	101	116	153	153	204	255	383	510	638	765	850
	Revenue(10억원)	349	433	615	664	956	1,291	2,033	2,847	3,736	4,707	5,492
가동률 90%	Operating MW	107	123	162	162	216	270	405	540	675	810	900
	Revenue(10억원)	369	459	651	703	1,012	1,367	2,153	3,014	3,956	4,984	5,815
가동률 95%	Operating MW	113	130	171	171	228	285	428	570	713	855	950
	Revenue(10억원)	390	484	687	742	1,069	1,443	2,272	3,181	4,176	5,261	6,138
가동률 100%	Operating MW	119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
	Revenue(10억원)	410	510	723	781	1,125	1,519	2,392	3,349	4,395	5,538	6,461

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

표17. Bull 시나리오: SK텔레콤 향후 AIDC Colocation 수익 추정. 가동률 80%, Colocation 단가 High 기준.

구분		25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	장기 Plan
데이터센터 용량 (MW)		119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
Colocation 가격 (달러/kW)	Low	171	185	199	215	233	251	264	277	291	305	321
	Average	194	210	226	244	264	285	299	314	330	346	364
	High	217	234	253	273	295	319	335	352	369	388	407
가동률 80%	Operating MW	95.2	109.6	144	144	192	240	360	480	600	720	800
	Revenue(10억원)	367	456	647	699	1,007	1,359	2,140	2,997	3,933	4,956	5,782
가동률 85%	Operating MW	101	116	153	153	204	255	383	510	638	765	850
	Revenue(10억원)	390	485	688	743	1,070	1,444	2,274	3,184	4,179	5,266	6,143
가동률 90%	Operating MW	107	123	162	162	216	270	405	540	675	810	900
	Revenue(10억원)	413	513	728	786	1,133	1,529	2,408	3,371	4,425	5,575	6,504
가동률 95%	Operating MW	113	130	171	171	228	285	428	570	713	855	950
	Revenue(10억원)	436	542	769	830	1,195	1,614	2,542	3,559	4,671	5,885	6,866
가동률 100%	Operating MW	119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
	Revenue(10억원)	459	570	809	874	1,258	1,699	2,676	3,746	4,916	6,195	7,227

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

AI 지분투자를 통한 AI 밸류체인 노출 및 가치 재평가

국내 통신 3사는 직접투자 및 CVC 투자를 통해 AI 지분투자를 진행중

지분투자를 통한 AI
밸류체인 노출 및 NAV 상승
기대

통신3사는 AIDC 인프라 투자뿐만 아니라, AI 밸류체인에 대한 지분투자 역시 주요 전략으로 내세우고 있다. 이는 크게 두 가지 영향을 끼친다. ①첫째는 보유 투자자산의 가치상승에 따른 NAV 재평가이며, ②두번째는 지분투자를 통한 전략적 제휴와 사업화 기회 확대이다. 이는 재무적인 투자를 넘어, 통신사가 AI 생태계 내 핵심 기업과 연결되어 사업 영역을 확장할 수 있는 기반으로 작용한다.

통신 3사는 직접투자 및
자사 CVC를 통해 AI
지분투자 진행중

대표적인 사례로는 SKT의 엔트로픽, 리벨리온 투자가 있다. SKT는 2022년 AI 반도체 스타트업 사피온의 지분을 취득하며 AI 반도체 밸류체인에 대한 전략적 투자를 진행했다. 또한 2023년에는 글로벌 LLM 선두업체 Anthropic에 약 1억 달러를 투자한 바 있다.

KT 역시 KT인베스트먼트를 통해 리벨리온, Soundhound, MegazoneCloud 등 AI 및 클라우드 관련 기업에 투자하며 AI 인프라와 B2B AX 생태계 노출을 확대하고 있으며, LG유플러스는 페어리, 르몽, 테크노매트릭스 등 국내 초기 AI 스타트업에 대한 투자를 진행하고 있다.

표18. 통신 3사 별 AI 벤처기업 지분투자 사례

구분	핵심 전략	투자 행보의 의미
SK텔레콤	글로벌 AI 인프라 AI에이전트	Anthropic, Perplexity, Lambda, Rebellions/SAPEON 지분 투자 AIDC 구축을 통해 AI 통신사를 넘어 AI 인프라 플랫폼 기업을 지향
KT	B2BAX, AICT 소버린 클라우드	KT인베스트먼트를 통해 Rebellions, Lunit, SoundHound, MegazoneCloud 등 다수 기업 투자 및 Exit 마이크로소프트와의 제휴를 통해 기업용 AI 전환 사업자 목표
LG유플러스	실증형 AI SW, AI Agent, 보안	LG그룹 CVC와 자체 Shift 펀드를 활용, 페어리, 르몽, 테크노매트릭스 등 AI 스타트업에 대한 투자 진행 대규모 모델, 인프라 베테랑보다는 AI 서비스를 빠르게 검증하고 통신 상품에 붙이는 전략

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI 지분투자 대표 사례: SK텔레콤의 Anthropic 투자

SK텔레콤의 Anthropic 지분율은 약 0.28% 내외로 추정

Anthropic 기업가치는
193억달러에서 현재
9,650억 달러까지 상승

지분가치 상승에 따른 NAV 상승의 대표적 사례로는 SK텔레콤의 Anthropic 투자가 있다. SK텔레콤은 2023년 Anthropic에 1억달러를 투자했으며, 투자 당시 약 192억달러였던 Anthropic의 투자가치는 '26년 5월 Series H 기준 약 9,650억달러까지 가파르게 상승했다.

SK텔레콤의 초기 Anthropic
지분율은 0.4% 내외로 추정

SK텔레콤이 1억달러 투자를 발표한 2023년 8월 SK텔레콤의 Anthropic 지분율은 0.4% 내외로 추정된다. 당시 Anthropic의 기업가치는 비공개였으나, 4개월 뒤 Menlo Ventures가 주도한 투자 라운드에서 Anthropic의 기업가치가 192억달러로 산정됐다는 점을 감안하면, SK텔레콤의 투자 라운드 역시 이와 유사한 수준의 기업가치를 전제로 이뤄졌을 가능성이 높다.

현재 Anthropic 지분율은
0.3% 내외, 지분 가치는 약
4.2조원

이후 Anthropic의 투자라운드에서의 지분 희석률을 고려하면, 현재 최종적으로 SK텔레콤의 Anthropic 지분율은 약 0.28% 내외일 것으로 추정된다. '26년 5월 Series H 투자라운드에서 Anthropic의 Post-money Valuation은 약 9,650억달러로, 지분을 고려 시 SK텔레콤이 보유한 Anthropic의 지분 가치는 28억달러, 원화 환산 기준 약 4.2조원까지 상승한 것으로 판단된다.

그림55. Anthropic 투자라운드 별 기업가치 추이

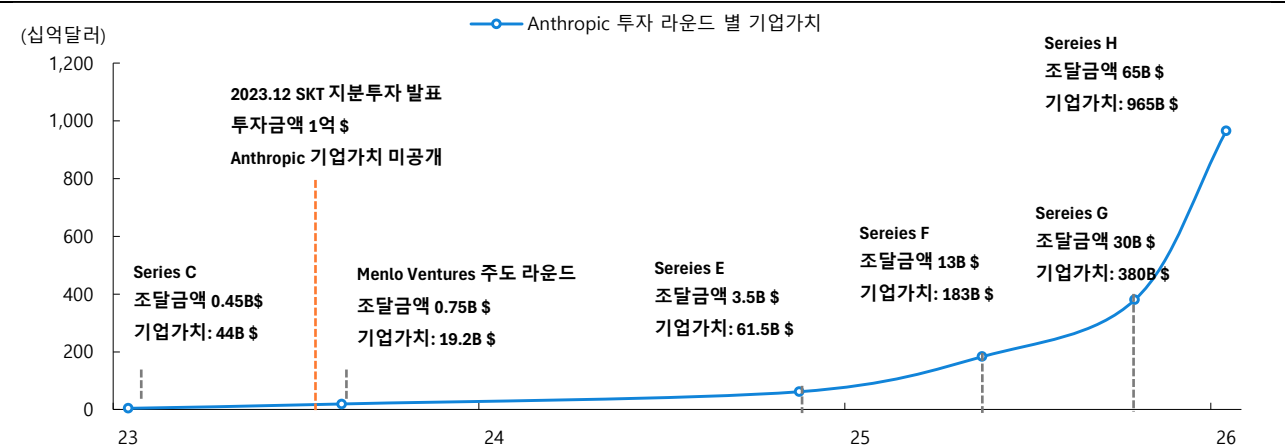


표19. Anthropic 과거 투자라운드 당시 조달금액 및 Post-money Valuation

시점	투자 라운드	조달금액	Post-money valuation	해당 라운드 회석률 (조달금액/Post-money Valuation)
2023.12	Menlo Ventures 주도	7.5억달러	약 191.5억달러	약 3.9%
2025.03	Series E	35억달러	615억달러	약 5.7%
2025.09	Series F	130억달러	1,830억달러	약 7.1%
2026.02	Series G	300억달러	3,800억달러	약 7.9%
2026.05	Series H	650억달러	9,650억달러	약 6.7%

자료: Anthropic, iM증권 리서치본부

표20. Anthropic 초기 지분율 가정에 따른 현재 SK텔레콤 지분가치 민감도 분석

투자 라운드	지분 회석률	0.50%	0.48%	0.46%	0.44%	0.42%	0.40%
		SK텔레콤 Anthropic 초기 지분율 가정 (상) / 라운드 별 지분율 추정 (하)					
Menlo Ventures 주도	3.9%	0.481%	0.461%	0.442%	0.423%	0.404%	0.384%
Series E	5.7%	0.453%	0.435%	0.417%	0.399%	0.381%	0.362%
Series F	7.7%	0.418%	0.401%	0.385%	0.368%	0.351%	0.335%
Series G	7.9%	0.385%	0.370%	0.354%	0.339%	0.324%	0.308%
Series H	6.7%	0.359%	0.345%	0.331%	0.316%	0.302%	0.288%
SK텔레콤 지분가치(억달러)		34.7	33.3	31.9	30.5	29.1	27.7

자료: Anthropic, iM증권 리서치본부

Anthropic의 지분가치는 SKT 기업가치의 약 20% 수준

SK텔레콤이 보유한
엔트로픽 지분가치는 약
4.2조원으로 추정

당사 이익 전망치 및 Target EV/EBITDA 5.1배 기준 SKT의 적정 기업가치는 약 22조원 수준이다. 현재 SK텔레콤이 보유한 Anthropic 지분 가치는 약 4.2조원으로, SK텔레콤 기업가치의 20%에 해당하는 규모이다. 이는 단순 투자자산을 넘어 기업가치 재평가에 유의미한 영향을 줄 수 있는 비중이다.

엔트로픽의 IPO 이후 기업
가치는 현재 9,650억달러를
상회할 가능성이 높음

중요한 점은 현재 엔트로픽이 '26년 6월 confidential S-1을 제출하며 IPO 준비 단계에 진입했다는 점이다. IPO 단계에서 인정받는 기업 가치는 현재 지분가치 산정에 반영된 Series H 기준 9,650억 달러를 상회할 가능성이 높으며, 그렇다면 SK텔레콤이 보유한 지분가치 역시 더욱 확대될 여지가 있다.

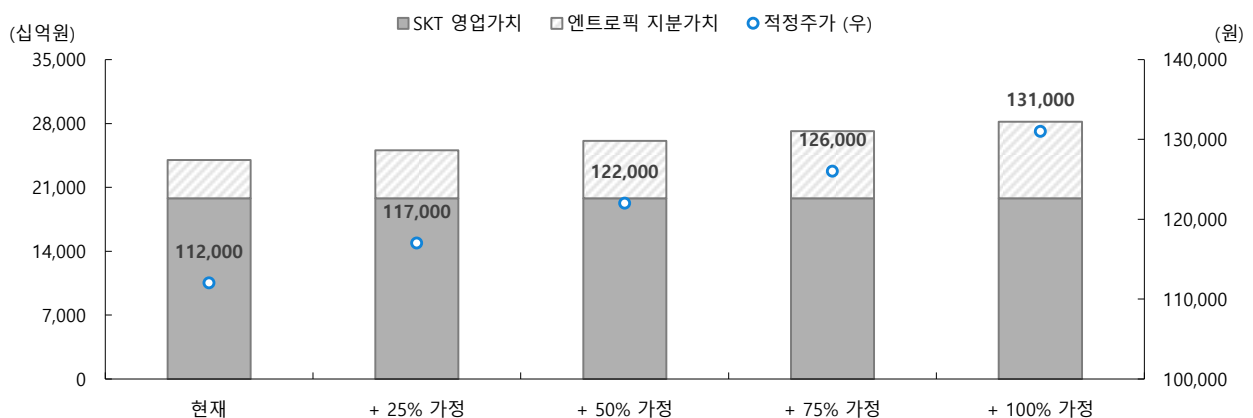
IPO 이후 SK텔레콤이
보유한 엔트로픽 지분가치는
더욱 확대될 것

최근 투자라운드 단계에서 가장 유사한 기업가치를 평가받았던 SpaceX의 사례를 보면, SpaceX는 마지막 투자 라운드 단계에서 8,000억달러의 기업가치를 받았으며, 실제 IPO 목표 가치는 1.75조달러로 약 2배 이상 상향 조정되었다.

현재 AI LLM 시장에서 가장 선두를 달리고 있는 만큼 엔트로픽 역시 IPO 단계에서 공모 기업 가치가 크게 상향 조정될 가능성이 높다. 극단적으로 SpaceX와 같은 사례를 대입하면 엔트로픽의 공모가치는 1.9조달러까지 확대될 수 있으며, 이 경우 SK텔레콤의 엔트로픽 지분가치는 약 8조원에 근접한다.

IPO 신주 발행에 따른 지분 희석, IPO 이후 보호예수 등 여러 할인 요인을 감안하면 해당 가치를 100% 반영하는 것은 공격적인 접근이다. 다만 IPO 이후 Anthropic의 기업가치 상승이 SK텔레콤 기업가치의 잠재적 상승 옵션이 될 수 있다는 방향성은 변함이 없다.

그림56. Anthropic의 기업가치는 IPO 이후 상승할 가능성 존재, 이에 따른 SKT의 엔트로픽 지분가치 확대는 기업 가치 상승으로 연결될 수 있음



자료: iM증권 리서치본부

AI 지분투자를 통한 밸류체인 확보

SK텔레콤은 일본의 Softbank와 유사하게, ①외부 기업과의 지분투자 및 ②전략적 제휴를 통해 AI 밸류체인에 선점하려는 노력도 진행 중이다. SK텔레콤은 AI 모델, AI 반도체, 기업용 AI 솔루션 등에서 글로벌, 국내 파트너를 동시에 확보하고 있다.

가장 대표적인 사례는 Anthropic 투자다. SK텔레콤은 2023년 Anthropic에 1억달러 투자를 진행했으며, Anthropic 지분은 약 0.3% 내외로 추정된다. 해당 가치는 현재 약 11억 달러까지 상승하며 성공적인 AI 프런티어 투자로 거론되고 있다. 또한 해당 투자는 단순 투자수익을 넘어, AI 기업 투자를 통해 모델 기술 접근성, LLM 공동 개발 등의 전략적 투자라는 지분 가치 상승 이상의 의미가 있다.

AI 반도체 영역에서는 사피온과 리벨리온 투자 사례가 있다. 2022년 SKT는 AI 반도체 스타트업인 사피온에 500억원을 투자, 62.5%의 지분을 취득했다. 이후 2024년 AI 추론용 NPU 반도체 기업 리벨리온과 사피온 합병을 통해 리벨리온에 전략적 투자를 진행했다. 이를 통해 SK텔레콤은 NVIDIA GPU 의존도를 낮추고 향후 AI 추론용 NPU 생태계에 참여하려는 전략을 취하고 있다.

또한 2026년 4월에는 SKT, ARM, 리벨리온이 차세대 AI용 추론 서버 솔루션 개발을 위한 MOU를 체결했다. ARM의 데이터센터 CPU와 리벨리온의 AI 가속기를 결합하여 서버를 개발하고, SKT가 보유한 AIDC 내에서 성능을 검증할 계획이다.

표21. SK텔레콤의 AI 밸류체인 기업 지분투자 리스트

기업명	구분	투자시점	투자금액	지분율 / 조건
코난테크놀로지	국내 AI SW / LLM	2022.10	224억원	20.77% 취득, 2대 주주
씨메스	AI 로봇 / 자동화	2022~2023	약 100억원	비공개
ScatterLab	AI 챗봇 / 감성 AI	2022~2023	약 150억원	비공개
Anthropic	AI 모델 / LLM	2023.08	1억달러	0.3% 내외 추정
Lambda	GPU 클라우드	2024.02	2,000만달러	비공개
Perplexity	AI 검색 / Agent	2024.06	1,000만달러	비공개
SMART Global Holdings	AIDC 통합 솔루션	2024.07	2억달러	우선주 20만주. 보통주 전환 시 약 10% 지분 보도
SAPEON	AI 반도체	2022	SKT, SK하이닉스, SK스퀘어 합산 500억원	SKT 62.5%, SK하이닉스 25%, SK스퀘어 12.5%
Rebellions / SAPEON 합병	AI 반도체 (NPU)	2024.12	합병을 통한 지분 취득	합병비율 SAPEON:Rebellions 1:2.4.

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

[참고] 해외 통신사 Case Study ① AI 인프라형 전략

SoftBank: Stargate 프로젝트를 통한 AI 밸류체인 선점

Softbank는 오라클,
OpenAI와 함께 Stargate
프로젝트를 추진

Softbank는 오라클, OpenAI와 함께 Stargate 프로젝트를 추진하며 향후 4년간 최대 5,000억달러를 투자, 미국 내 OpenAI용 AI 인프라 구축을 진행중이다. Softbank는 OpenAI라는 최대 AI 컴퓨팅 수요처를 중심으로, AI인프라 서비스로 연결되는 AI 밸류체인에 합류하는 전략을 취하고 있다.

Softbank의 수익화 구조는 크게 지분가치 상승과 밸류체인 수익으로 나뉜다.

투자 라운드 완료 시
Softbank의 OpenAI 최종
지분율은 약 13%

첫째는 OpenAI의 지분가치 상승이다. Softbank의 OpenAI에 최종적으로 약 646억달러를 투자할 것으로 계획하고 있으며, 투자 완료 시 Softbank의 OpenAI 지분율은 약 13%다. 현재 누적 446억달러를 투자한 상황이고, 올해 7월, 10월 두 차례에 걸쳐 200억달러를 추가적으로 투자할 계획이다.

반도체 및 전력 인프라 기업
투자를 통한 AI 밸류체인
연결 수익 창출

둘째는 밸류체인 수익이다. Softbank는 ARM을 보유하고 있으며, Arm 기반 데이터센터 CPU 기업인 Ampere Computing도 '25년 11월 인수를 완료해 Softbank의 100% 자회사가 됐다. 또한 전력 인프라 기업인 SB Energy에도 10억달러를 투자한 상황이다, Stargate가 확대될수록 GPU뿐만 아니라 CPU, 전력효율, 전력인프라 수요도 함께 커진다. 이에 따라 Softbank가 보유한 기업들을 통해 수익을 창출하는 구조다.

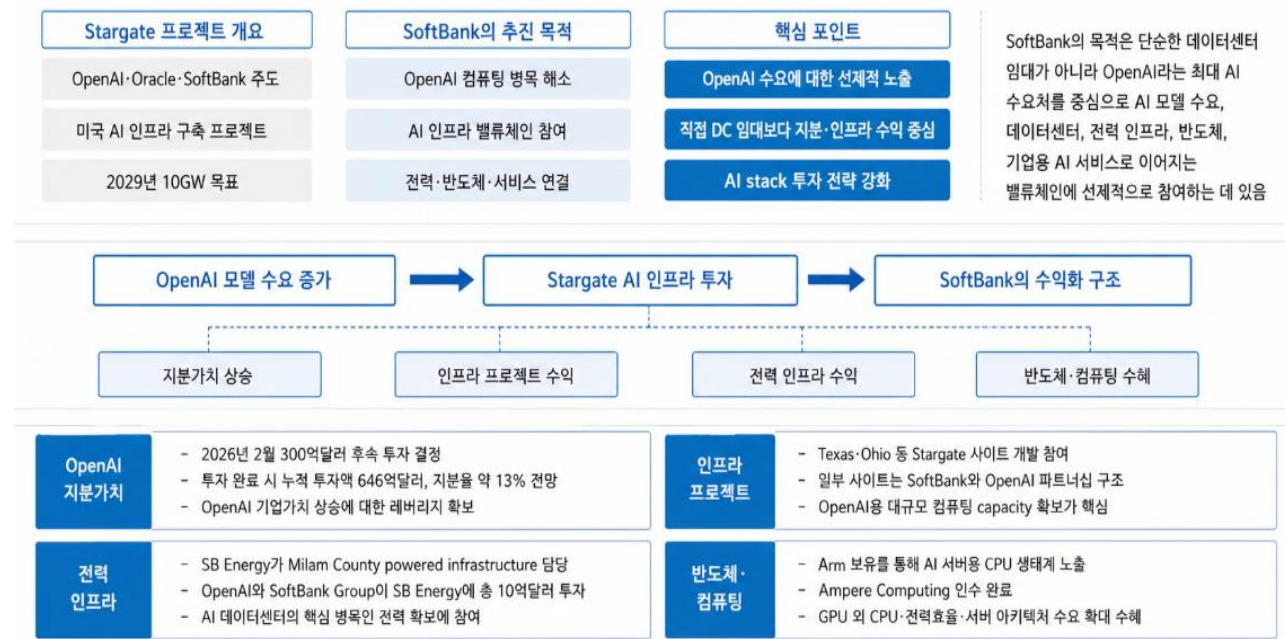
결론적으로 Stargate는 직접 OpenAI의 컴퓨팅 병목을 해결해 서비스 확장을 가능하게 하려 하고 있고, 그 과정에서 자본을 투자하여 AI 밸류체인에 직접 참여하려는 전략을 취하고 있다.

표22. Softbank의 OpenAI 지분 투자 개요

구분	1차 투자	2차 투자	3차 투자
OpenAI 기업 가치	7,300억달러		
SBG 투자금액	100억달러	100억달러	100억달러
SBG 투자 시점	2026년 04월 01일	2026년 07월 01일	2026년 10월 01일
SBG 투자 주체	SoftBank Vision Fund 2	SoftBank Vision Fund 2	SoftBank Vision Fund 2
투자 대상	OpenAI Group PBC	OpenAI Group PBC	OpenAI Group PBC

자료: Softbank, iM증권 리서치본부

그림57. Softbank는 Stargate 프로젝트 및 지분투자를 통해 AI 밸류체인에 직접적으로 노출되는 것을 목표로 하고 있음



자료: iM증권 리서치본부

IV. NTN(Non Terrestrial Network) 시대의 개화

NTN: 통신 장비 업종의 신성장 동력

NTN 위성통신 개화에 따른
인프라 구축은 통신장비주
수혜로 연결

NTN 시대에서 수혜 강도는 무선통신 사업자보다는 통신 장비 업종에 더 강하게 나타날 것으로 전망한다. 위성통신 시장은 상용화 초기 단계로, 위성 통신 사업자와 제휴를 맺어 최종 소비자向 서비스를 제공하는 통신 3사의 실익은 적다. 서비스 제공을 위한 인프라 구축 과정에서 Capex 수혜를 받을 통신 장비 업체들의 실적 가시성이 먼저 부각될 것으로 판단한다. 이에 따라 주요 위성 사업자의 밸류체인을 선점한 통신 장비 업체들의 수주와 매출 증가가 선행될 가능성이 높다.

저궤도 위성 상용화에는
게이트웨이 안테나, 사용자
단말 등 여러 인프라를 필요

저궤도(LEO) 위성통신이 작용하기 위해서는 위성 본체뿐 아니라 지상국 게이트웨이 안테나, 사용자 단말, 선박/항공용 안테나 등 여러 인프라를 필요로 한다. 사용자가 위성 단말을 통해 신호를 송수신하면, 해당 신호는 사용자 단말 → 저궤도 위성 → 지상국 게이트웨이 → 통신사 백홀망 → 인터넷으로 연결되는 구조다.

NTN 밸류체인 내에서 국내 통신장비 업체들이 현실적으로 기회를 창출할 수 있는 시장은 크게 ①Gateway와 같은 지상 인프라와 ②위성 단말/안테나 시장으로 판단한다. Gateway는 위성 통신망에서 위성과 지상망, 코어망, 인터넷망을 연결하는 필수 인프라다. 위성 단말(위성 안테나)은 위성 통신 사용자가 위성통신 서비스를 실제로 이용하기 위해 필요한 장비에 해당한다.

국내 통신장비 업체들이 노릴 수 있는 위성통신 밸류체인 TAM은 향후 非Starlink 진영의 성장과 크게 좌우될 것으로 판단한다. Starlink는 발사체, 위성 제조, 지상 인프라, 가입자 단말, 서비스 운영까지 수직계열화한 구조를 보유하고 있다. 그러나 Eutelsat OneWeb이나 AST Space Mobile, Amazon LEO와 같은 非Starlink 위성통신 사업자들은 특정 밸류체인을 내재화하지 않아 국내 통신 장비 업체에 기회로 작용할 수 있다.

NTN 인프라 시장 규모 및 밸류체인

NTN 밸류체인은 크게 세가지로 나뉜다. Upstream: 위성/발사체 제조 및 발사서비스, Midstream: 위성운영 및 지상국 게이트웨이, Downstream: 위성 통신 사용자 단말 및 위성통신서비스 판매다.

Upstream: 위성제조 및 부품/소재, 발사체 운영

위성 통신의 인프라를 물리적으로 구축하는 단계다. 위성을 제조하거나 위성에 들어가는 부품/소재를 공급하는 기업, 그리고 제작된 위성을 궤도에 안착시키기 위한 발사체 및 발사서비스 기업이 이에 해당한다.

SpaceX는 위성 제작과 발사, 서비스 운영까지 수직계열화 구조를 확보

글로벌 기업으로는 SpaceX가 대표적이다. SpaceX는 로켓과 우주선을 설계, 제조, 발사하는 기업이며, Starlink 위성망의 경우 위성 제작과 발사, 서비스 운영까지 수직계열화한 구조를 갖추고 있다.

그 외 발사체 측면에서는 로켓랩, 블루 오리진 등이 있다. 국내 기업으로는 발사체 부문에서는 한화에어로스페이스, 이노스페이스가 대표적이다. 위성 제조 및 부품으로는 쉘트랙아이, 에이치브이엠 등이 있다.

MidStream: 위성망 운영 / 지상국 게이트웨이

MidsStream 내 주요 인프라는 지상국 Gateway 안테나

발사체를 통해 궤도에 안착한 위성망을 운영하거나, 위성 신호를 지상 통신망과 연결하는 단계다. 위성 네트워크 운영 사업자, 지상국 게이트웨이, 통신사 백홀망 연동 장비 등이 포함된다. 위성망 운영 부분에서는 SpaceX, Amazon Kuiper, OneWeb 등 글로벌 대형 위성사업자가 대표적이다. 국내에서는 지상국 네트워크와 위성 운영 서비스를 제공하는 컨텍, 지상 게이트웨이를 제작 및 납품하는 인텔리안테크가 있다.

Downstream: 위성통신 사용자 단말, 위성서비스 판매

Downstream 내 주요 시장 기회는 End-user 향 안테나 모듈 및 통신 단말

최종 사용자가 위성통신을 이용할 수 있도록 위성 단말과 서비스를 제공하는 단계다. 가정용 위성, 인터넷 단말, 선박/항공용 안테나, D2C 위성 서비스, 위성통신 요금제 판매 등이 포함된다.

위성 서비스 판매 측면에서는 SpaceX의 Starlink, AST SpaceMobile, Amazon Kuiper 등이 대표적이다. Starlink는 전용 사용자 단말을 통해 이미 가정용, 항공/해상 위성 인터넷 서비스를 제공하고 있다. 국내 통신사들은 위성사업자와 제휴해 최종 서비스를 판매하거나, 주파수를 제공하는 역할을 하며 통신 커버리지를 보완하는 구조다. 사용자 단말 측면에서는 국내 기업에서는 인텔리안테크와 AP위성이 대표적이다. 인텔리안테크는 해상/원격지역 위성 인터넷 접속용 VSAT 안테나와 다중궤도 안테나 솔루션을 제공한다. AP위성은 위성통신 단말 제조와 GMPCS 서비스를 경험을 보유하고 있다.

그림58. 위성통신 밸류체인별 글로벌, 국내 대표 기업

Upstream		Mid/Downstream	
위성 제조, 발사체, 핵심 부품		위성망 운영 / 게이트웨이 / 위성단말기	
Upstream①: 발사체		Midstream: 지상국/Gateway, 위성망운영	
발사체 제조	발사 서비스	지상국/Gateway	위성망운영
SpaceX	SpaceX	Gilat Satellite Networks	SpaceX
RocketLab	RocketLab	Hughes	Amazon Leo
Blue Origin	Blue Origin	Kratos	Eutelsat Oneweb
한화에어로스페이스	한화에어로스페이스	컨텍	Telesat Lightspeed
이노스페이스	이노스페이스	인텔리안테크	KT SAT
Upstream②: 위성 제조 / 부품 및 소재		Downstream: 위성단말, 위성서비스 판매	
위성 제조	위성 부품/소재	위성 단말	위성서비스 판매
SpaceX	Rocket Lab	Starlink (SpaceX)	Starlink (SpaceX)
Boeing	Honeywell Aerospace	Amazon LEO	AST SpaceMobile
Airbus Defense and Space	Northrop Grumman	Gilat Satellite Networks	Amazon LEO
한국항공우주	스피어	인텔리안테크	SK텔링크(SK텔레콤)
썬트렉아이	에이치브이엠	AP위성	KT SAT(KT)

자료: iM증권 리서치본부

인텔리안테크: Gateway, FPA 안테나 시장 확대 수혜

NTN 인프라 구축 단계에서
수익 가시성이 높은
Gateway, FPA 안테나

NTN 인프라 구축에 있어서 실적 가시성이 가장 높은 영역은 지상국 Gateway 안테나와 위성단말·안테나이다. 해당 영역에 있어서 국내 통신 장비 기업 인텔리안테크는 이미 대형 위성 사업자로 지상국 Gateway 안테나 및 전자식 평판형 안테나(FPA: Flat Pannel Antena)를 양산하고 있다.

인텔리안테크는 이미 대형
위성사업자형 Gateway, FPA
안테나를 양산

이에 따라 인텔리안테크 매출액은 '26년 3,872억원(+ 21% YoY), '27년 4,518억원(+16.7% YoY)의 가파른 성장이 전망된다. 기존 주력 사업부문인 해상용 VSAT 안테나의 매출 증가율은 둔화될 예정이나, Gateway 안테나 및 평판형 안테나 사업부문이 탑라인 성장을 견인할 것으로 판단한다.

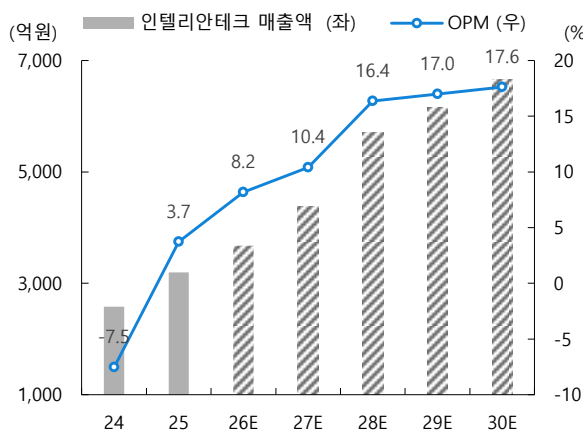
Gateway 안테나 사업부문

Gateway 안테나 매출액은 '26년 1,230억원(+ 11.1% YoY), '27년 1,620억원(+ 32% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. '26년 하반기 Company A형 미국 생산 공장 가동을 시작으로 매출 성장이 본격화될 것이며, Gateway 안테나 매출액은 장기적으로 '2030년 2,250억원까지 증가할 것으로 판단한다.

전자식 FPA(평판형 안테나) 사업부문

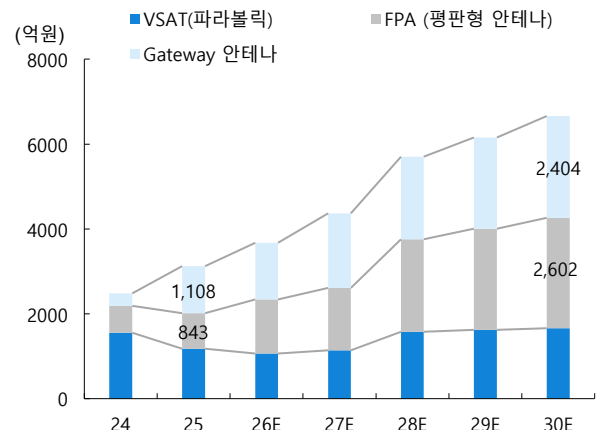
FPA 안테나 매출액은 '25년 840억원에서 중장기적으로 2,660억원까지 증가할 것으로 전망한다. 해상/항공 중심의 LEO 위성통신서비스가 본격화되면서, 기존 파라볼릭 안테나 대비 설치가 용이한 전자식 FPA 안테나 수요는 구조적으로 확대될 예정이다.

그림59. 인텔리안테크 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림60. Gateway, FPA안테나 매출 증가가 탑라인 성장을 견인할 것



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

NTN 기획 ①: Ground Gateway 시장

NTN 인프라 구축 단계에서
수익 가시성이 높은 지상국
Gateway

NTN 인프라 중 가장 수익 가시성이 가장 높은 영역은 지상국 Gateway다. 지상국 Gateway는 저궤도 위성망과 지상 통신망을 연결하는 핵심 인프라다. 사용자 단말이 위성과 직접 통신하면, 위성은 Gateway를 통해 지상 인터넷망 또는 통신사업자의 코어망과 연결되는 구조다.

Starlink 및 글로벌 위성통신
사업자는 서비스 제공을
위해 Gateway 인프라 구축

현재 저궤도 위성통신 시장에서 가장 앞서 있는 사업자는 Starlink다. Starlink는 2030년까지 Gateway 사이트를 약 400개 수준까지 확대할 계획인 것으로 파악된다. 이 외 Oneweb, Amazon Leo, AST SpaceMobile 등 주요 非Starlink 위성사업자들도 2030년까지 합산 약 500개 내외의 Gateway 사이트를 확보할 것으로 추정된다.

접근 가능성이 높은 시장은
非Starlink 진영의 Gateway
시장

통신장비 기업이 실질적으로 접근할 수 있는 시장은 Starlink보다는 非Starlink 위성사업자의 Gateway 시장으로 판단된다. 非Starlink 사업자들의 2030년 Gateway 사이트 수가 약 500개로 확대된다고 가정하면, 해당 구간은 국내 통신장비 업체의 잠재적인 신규 수요처가 될 수 있다.

반면 SpaceX의 Starlink의 경우 위성, 발사체, 사용자 단말, 나아가 Gateway까지 수직계열화된 사업 구조를 보유하고 있어, 국내 업체들의 밸류체인 진입이 제한적이다.

Gateway 안테나의 ASP는
대략 20만 달러 내외로 추정

Gateway 관련 장비 가격은 사이트 구성, 안테나 수 등에 따라 편차가 존재하나, 2025년 기준 대략 20만~40만 달러 수준으로 추정된다. 이를 기반으로 시장 규모를 산출하면, Gateway 관련 장비 시장은 2025년 약 4,000억원 수준에서 2030년 약 1.5조원 규모까지 확대될 가능성이 있다.

非 Starlink Gateway 시장에서 찾는 국내 통신장비 업종 기회

주요 글로벌 위성 통신 사업자들의 Gateway 사이트 목표 및 사이트 당 Gateway 안테나 전망치를 고려했을 때, 非Starlink 진영의 Gateway 시장은 '25년 4,660억원에서 2030년 1.5조원까지 약 4배 성장할 것으로 전망한다.

인텔리안테크는 이미 글로벌 위성사업자로부터 Gateway 안테나 수주 경험 존재

국내 통신장비 업체 중 인텔리안테크는 이미 Company A와 '23년부터 Gateway 안테나 수주를 받으면서 대형 위성 통신 사업자와 레퍼런스를 구축했다. 이와 더불어 Company A향 수요 대응을 위해 미 캘리포니아에 Gateway 안테나 신규 공장을 증설 중에 있으며, '26년 하반기부터 본격적인 가동에 돌입할 전망이다.

그 외에도 SES3b, Telesat Lightspeed, AST Space Mobile와 지상 Gateway 안테나 개발을 진행중에 있어, 향후 타 위성 통신 사업자의 Gateway 인프라 구축에 있어서도 수혜를 볼 것으로 전망된다.

그림61. 인텔리안테크는 OneWeb FPA를 이미 양산 중. 그 외 다수의 위성통신 사업자와 FPA 설계 및 개발 단계에 있음

INVESTMENT HIGHLIGHTS

DEVELOPMENT ROADMAP | 25년 말 기준 수주잔고 : 4,440억 원



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

국내 통신장비 업종 Gateway 매출액 시나리오

非Starlink 진영의 서비스
상용화 시점은 '27년 전후로
추정

Company A와 더불어 ASTS 등 여러 위성사업자들의 서비스 상용화 시점은 '27년 전후로 전망된다. 이에 따라 인텔리안테크의 Gateway 매출액은 '25년 1,110억원에서 '30년 2,580억원까지 고성장을 기록할 것으로 전망한다. 주요 가정은 다음과 같다.

지상 Gateway ASP

현재 Gateway 안테나
단가는 20만 달러, 판가
변동은 크게 없을 것으로
추정

'24~'25년 인텔리안테크의 지상 Gateway 사업 부문 매출액 및 Gateway 안테나 생산량을 역산했을 때, 지상 Gateway 안테나 단가는 약 20만달러로 추정된다. '24~'25년 기성된 Gateway 안테나의 경우 대부분 Company A향으로 추정되며, 향후 타 고객사향 Gateway 안테나 단가는 상이할 수 있으나 이에 대한 정량적 추정 근거가 부재함으로 Gateway 안테나 판가는 20만달러 수준이 유지될 것으로 가정했다. 판가에 영향을 끼칠 주요 변수는 원/달러 환율에 변동에 따른 환율 효과만 가정했다.

지상 Gateway Q

'30년까지 非Starlink 진영의
Gateway 안테나 수요는
3천개 내외로 추정

주요 위성사업자 별로 Gateway Site 수, Site 당 안테나 수는 상이하다. 다만 현재까지 발표된 주요 기업 별 Gateway 목표치를 고려했을 때 2030년까지 非Starlink 사업자의 추가적인 Gateway 안테나 수요는 총 3천개 내외로 추정된다. 그 중 이미 양산 레퍼런스가 있는 Company A의 중장기 Gateway 안테나 목표치 1,500개와 설계/개발 단계에 있는 AST Space Mobile의 Gateway 안테나 목표치 720개를 인텔리안테크의 주요 TAM으로 가정했다. OneWeb의 경우 이미 Gen1 Gateway 구축을 완료했고, Gen2 Gateway를 준비 중으로 잠재적인 고객사 중 하나로 전망된다.

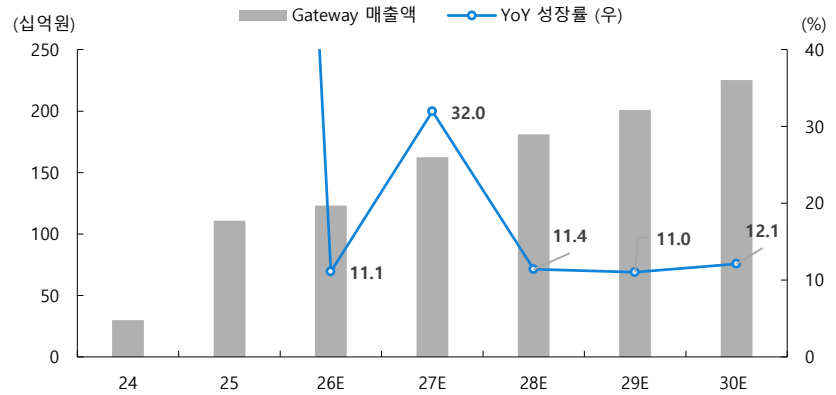
기존 주요 고객사향 점유율을 80%, 잠재적인 고객사향 공급 점유율을 50% 수준으로 가정했을 때, 인텔리안테크의 '26년~'30년 Gateway 총 판매량은 약 3,000개 수준으로 추정되며 이에 따른 매출액은 동기간 약 8,120억원으로 전망된다. Gateway 가동률은 Company A향 미국 신규 공장이 가동될 '26년 하반기 및 타 위성 사업자들의 Gateway 인프라 구축이 본격화될 '27년부터 본격적으로 증가할 것으로 전망된다.

표23. 주요 글로벌 위성통신사업자 Gateway 안테나 목표치 및 향후 TAM 전망

구분		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
지상 Gateway Site 수								
Starlink		78	129	190	240	300	350	400
ONEWEB		37	45	45	45	50	55	60
AST SpaceMobile		0	15	30	60	90	100	120
Amazon LEO		0	23	50	75	150	200	300
Site 당 Gateway 안테나 수								
Starlink		9	9	9	9	9	9	9
ONEWEB		30	30	30	30	30	30	30
AST SpaceMobile		8	8	8	8	8	8	8
Amazon LEO		6	6	6	6	6	6	6
Starlink 안테나 수 추정		702	1161	1710	2160	2700	3150	3600
非 Starlink 안테나 수 추정		1110	1608	1890	2280	3120	3650	4560
Gateway 안테나 단가 (달러)	High	200,000	206,000	212,180	218,545	225,102	231,855	238,810
	Mid	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
	Low	200,000	194,000	188,180	182,535	177,059	171,747	166,594
Global Gateway 시장규모 (십억달러)	Bull	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.9
	Base	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2	1.4	1.6
	Bear	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
Global Gateway 시장규모 (십억원)	Bull	525	827	1,108	1,407	1,900	2,286	2,826
	Base	525	803	1,044	1,288	1,688	1,972	2,366
	Bear	525	779	982	1,175	1,494	1,693	1,971
非 Starlink Gateway 시장규모 (십억달러)	Bull	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	1.1
	Base	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
	Bear	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.8
非 Starlink Gateway 시장규모 (십억원)	Bull	322	480	581	723	1,018	1,227	1,579
	Base	322	466	548	661	905	1,059	1,322
	Bear	322	452	516	603	801	909	1,102

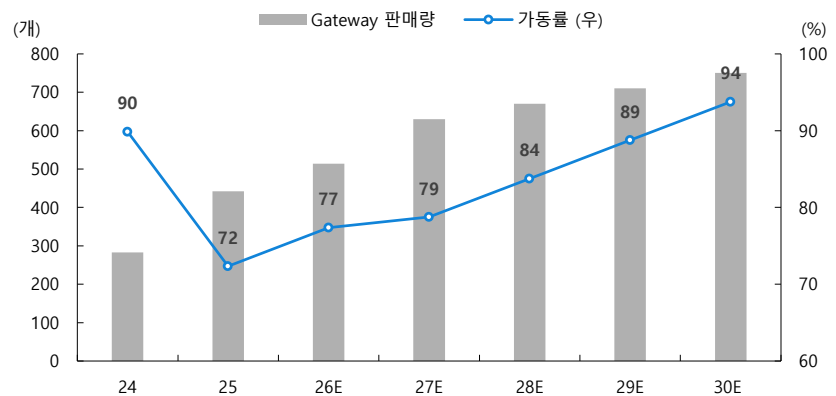
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림62. 인텔리안테크 Gateway 매출액은 주요 위성사업자 인프라 구축이 본격화될 '27년 가파른 성장 이후 매년 약 더블디짓 수준의 성장률을 기록할 것으로 전망



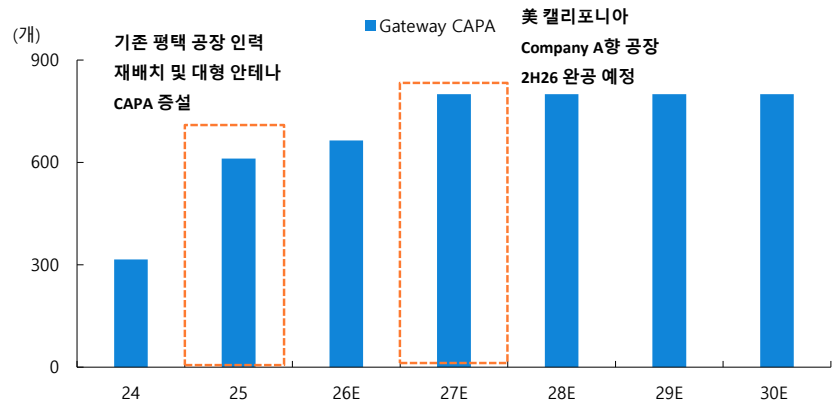
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림63. 주요 위성사업자 Gateway 구축이 본격화됨에 따라 인텔리안테크 '26~'30 Gateway 누적 판매 대수는 약 3,000대까지 증가할 것으로 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림64. 인텔리안테크 Gateway CAPA는 2H26 미 캘리포니아 Company A항 공장 증설과 함께 연간 800대 수준으로 증가할 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

NTN 기획 ②: 위성 통신 End-user向 위성 단말/안테나 시장

위성단말/안테나는
엔드유저가 위성 서비스를
사용하기 위해 필요한 핵심
하드웨어

위성 단말 및 안테나는 최종 사용자가 위성통신 서비스를 실제로 이용하기 위한 접속 장비다. 위성망 사업자가 궤도 위성과 지상 Gateway를 구축하더라도, 최종 사용자가 서비스를 직접 이용하기 위해서는 위성과 직접 통신할 수 있는 단말 안테나가 필요하다. 따라서 위성 단말은 위성통신 밸류체인에서 End-user와 위성 네트워크를 연결하는 역할을 하는 핵심 하드웨어로 볼 수 있다.

최근 설치, 유지보수, 휴대성
측면에서 용이한 전자식
평판형 안테나(FPA) 시장
확대

최근 위성 단말 시장에서는 ESA 기반(Electronically Steered Antenna, 전자식 안테나) FPA(Flat Pannel Antenna) 수요가 빠르게 증가하고 있다. 전자식 FPA 안테나는 파라볼릭 안테나 대비 크기가 작아 설치 공간, 무게, 유지보수, 이동성 측면에서 유리하다. 또한 전자적으로 빔 방향을 조정할 수 있어 물리적 회전 없이 위성 추적이 가능하다. 이는 이동 중에도 위성을 추적해야 하는 항공/해상/차량용 환경에서 유리하다.

FPA 시장은 현재 1조원에서
'30년 2.2조원 수준까지
확대될 전망

시장조사기관별 추정치는 산정 범위와 방법론에 따라 차이가 존재하나, '25년 LEO 위성통신용 FPA 시장은 약 1조원 수준으로 추정된다. Fortune Business Insights는 FPA 시장이 연평균 17% 성장률 속 '30년까지 약 2.2조원 규모에 도달할 것으로 예상하고 있으며, Global Market Insights 등 타 시장조사 기관은 '30년까지 연평균 32% 성장률을 통해 시장 규모가 약 4.3조원까지 확대될 것으로 전망한다.

위성통신 보급이 확대될수록
FPA 시장은 구조적으로
성장

시장조사 기관별로 전망치의 절대 수준은 상이하나, FPA 시장의 구조적 성장에 대한 방향성은 일치한다. LEO 기반 항공/해상 인터넷, 군 통신 등 신규 사용처가 확대될 수록 FPA 수요는 구조적으로 증가할 수밖에 없다. 특히 Eutelsat OneWeb, Amazon Leo, Telesat Lightspeed 등 非Starlink 진영의 상용화가 확대될수록, 위성 단말 및 안테나 시장 성장은 가속화될 전망이다.

그림65. 기존 위성통신에 활용되던 파라볼릭 안테나의 경우 크기가 크고 기계적으로 위성을 추적하기 때문에 설치 및 이동성 측면에서 제약이 존재



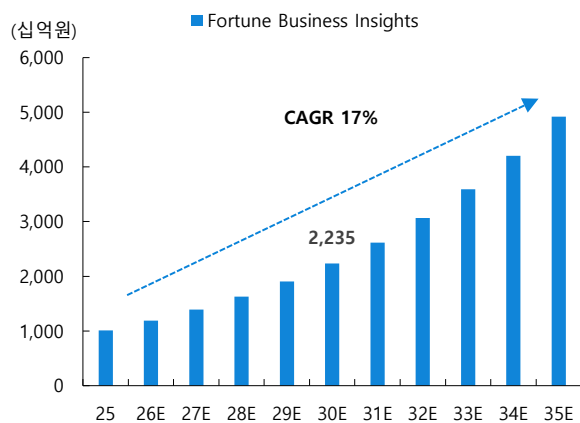
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림66. ESA 기반(전자식 안테나) FPA(Flat Pannel Antenna)의 경우 부피가 작고, 물리적 회전 없이 위성을 추적하기 때문에 LEO 기반 위성통신에 유리



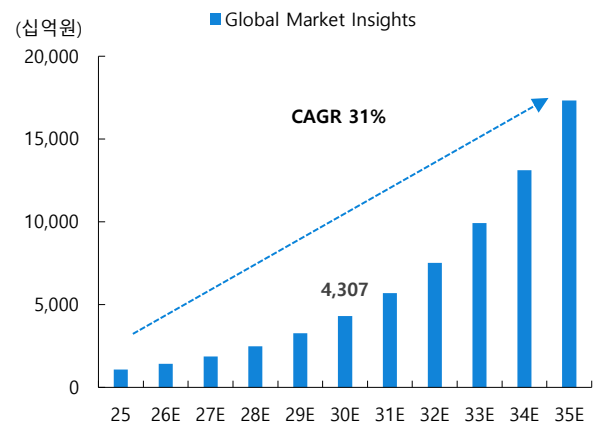
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림67. Fortune Business Insights는 LEO FPA 시장이 2030년까지 연평균 17%의 성장률을 보일 것으로 전망



자료: Fortune Business Insights, iM증권 리서치본부

그림68. Global Market Insights는 LEO FPA 시장이 2030년까지 연평균 31%의 성장률을 기록할 것으로 전망



자료: Global Market insights, iM증권 리서치본부

非 Starlink 위성사업자들의 서비스 상용화 시점은 '27~'28년 전후

현재 非스타링크 진영에서
FPA 양산이 진행된
사업자는 OneWeb이 유일

FPA(평판형 안테나) 시장은 보수적인 시장 전망치를 적용하더라도 2030년까지 2배 이상 성장하며 약 2조원 규모의 TAM을 형성할 것으로 전망된다. 핵심은 非Starlink 진영의 상용화 속도다. 2025년 현재 LEO 위성통신용 FPA 시장은 Starlink 중심으로 형성되어 있으며, 非Starlink 진영에서 FPA를 본격 양산하고 있는 사업자는 Eutelsat OneWeb이 사실상 유일하다.

'27년 전후로 OneWeb 외
여러 위성사업자들의 서비스
상용화가 기대

다만 2027년 이후부터는 OneWeb 외에도 非Starlink 진영의 시장 기여도가 점진적으로 확대될 가능성이 있다. Amazon Leo는 자체 위성통신 서비스 상용화를 준비 중이며, 항공/해상용 B2B FPA 개발을 진행중으로 양산 예상 시점은 27년 전후로 예상된다.

Telesat Lightspeed는 27년 글로벌 LEO 서비스 출시를 목표로 네트워크 구축을 진행 중이다. 역시 항공용 FPA 개발을 진행중으로, 위성통신 서비스 상용화 시점을 2027년 전후로 목표로 하고 있다.

이에 따라 Starlink 중심으로 형성되어 있던 FPA 및 위성 단말 시장은 중장기적으로 非Starlink 사업자의 상용화와 함께 점유율 재편이 진행될 것으로 판단한다.

표24. SpaceX Falcon9의 재사용 발사체를 가능케 했던 프로토타입 Grosshopper의 발사 타임라인

사업자/서비스	서비스 상용화 시점	FPA 양산 예상 시점
Eutelsat OneWeb	2024년부터 양산	2024년 양산
Amazon Leo / Kuiper	2026년 상용화 계획	해상/항공용 FPA 개발 진행중, 2026~2027년 양산 전망
Telesat Lightspeed	2026년 말 첫 위성, 2027년 본격 서비스 목표	2025년 FPA 설계/제조 진행중. 양산 시점 2027년 전후 전망
Panasonic Avionics	OneWeb Aviation 서비스는 2025년 상용화	2025년부터 점진적 상용화 전망
AST SpaceMobile	D2D 서비스 단계적 상용화	해상/항공용 FPA 개발 진행중, 2026~2027년 양산 전망
Blue Origin / TeraWave	2027년 이후 위성 배치 시작 예상	2028년~2029년 전후 상용화 전망

자료: iM증권 리서치본부

인텔리안테크 FPA 매출액 부문 시나리오

인텔리안테크의 FPA
사업부문 매출액은 가파르게
성장할 것

인텔리안테크는 OneWeb향 FPA를 양산 중이며, 그 외에도 Telesat Lightspeed와 SES3b, Panasonic Avionics와 FPA 설계 및 개발을 진행 중이다. 이에 따라 향후 非Starlink 위성통신 사업자의 서비스 상용화와 함께 FPA 시장 성장의 수혜를 직접적으로 받을 것으로 판단한다. 인텔리안테크의 FPA 사업부문 매출액은 2025년 840억원에서 2030년 2,660억원까지 증가할 것으로 전망한다. 주요 가정은 다음과 같다.

Price: FPA 안테나 ASP(Average Selling Price)

현재 FPA 안테나 ASP는
5,000~7,500달러 수준으로
추정

‘25년 인텔리안테크의 FPA 사업부문 매출액과 판매량 기준으로 현재 FPA 안테나의 ASP는 약 5,000~7,500 달러 수준으로 추정된다. 향후 제품 사양 고도화에 따라 ASP 상승 여지는 있으나, FPA가 대량생산이 필요한 End-user향 단말이라는 점을 감안하면 구조적인 판가 상승은 제한될 것이다.

Market Share: 인텔리안테크의 글로벌 FPA 시장 점유율

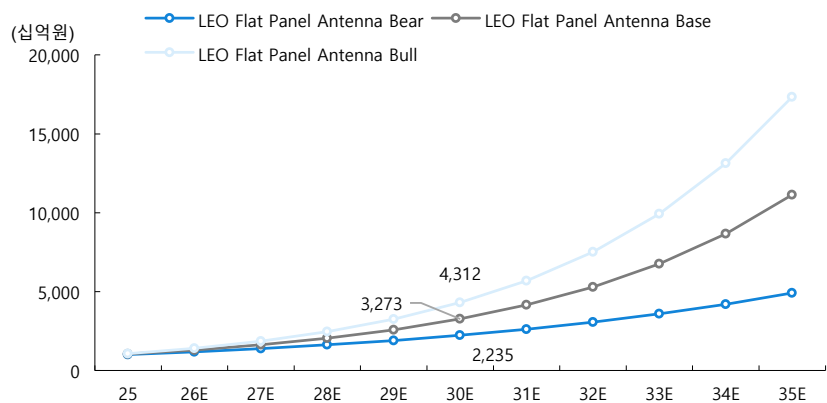
인텔리안테크는 이미
OneWeb향 FPA 양산을
진행 중

2030년 기준 인텔리안테크의 FPA 시장 점유율은 약 33% 수준으로 가정했다. 이는 현재 OneWeb향 FPA 공급 점유율이 80% 수준에서 50% 수준으로 하락하더라도, 현재 설계·개발 중인 타 위성통신 사업자향 FPA에서 약 30% 수준의 점유율을 확보한다는 가정에 기반한다.

Telesat, SES3b 등 타
위성통신 사업자와도 FPA
설계 및 개발 진행중

인텔리안테크는 Telesat Lightspeed와 SES3b, Panasonic Avionics와 FPA 설계 및 개발을 진행하고 있으며, 이에 따라 향후 非Starlink 위성통신 사업자의 서비스 상용화 시 FPA 시장 성장의 직접적인 수혜를 받을 것으로 판단한다.

그림69. 글로벌 시장 조사 기관에 따르면 LEO FPA TAM은 2030년까지 보수적으로 2.2조원, Bull 시나리오 하에는 4조원까지 성장할 것으로 전망됨



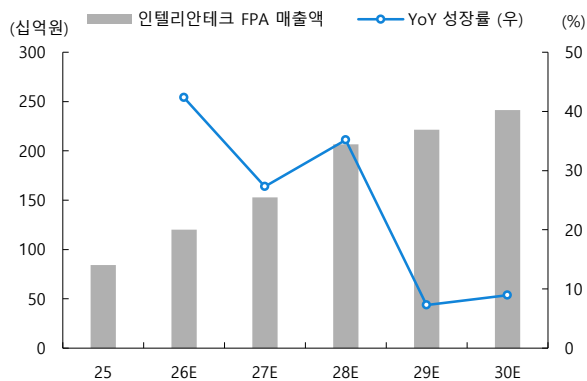
자료: Fortune Business Insights, Global Market Insights, Futer Market Insights, iM증권 리서치본부

표25. LEO FPA 시장 TAM 추정 및 인텔리안테크 FPA 매출액 전망 및 주요 가정

구분	시나리오	Growth	25	26E	27E	28E	29E	30E
LEO FPA TAM (십억원)	Bear	17%	1,015	1,189	1,392	1,630	1,909	2,235
	Base	25%	1,043	1,302	1,631	2,050	2,586	3,273
	Bull	32%	1,072	1,416	1,870	2,471	3,264	4,312
Starlink 점유율			90%	88%	82%	76%	70%	64%
非 Starlink 점유율			10%	12%	18%	24%	30%	36%
非 Starlink FPA TAM (십억원)			102	143	251	391	573	805
非 Starlink 기업 Market Share								
EUTELSAT ONEWEB			100%	100%	80%	60%	40%	30%
Company A			0%	0%	10%	20%	25%	30%
AST Sapce Mobile			0%	0%	3%	10%	15%	20%
TELESAT			0%	0%	3%	6%	9%	10%
기타			0%	0%	3%	4%	11%	10%
인텔리안테크 점유율			83%	84%	61%	41%	35%	33%
인텔리안테크 FPA 매출액 (십억원)			84	120	153	160	199	266
FPAASP (십억원)			0.00	0.14	0.13	0.13	0.14	0.15
FPA 판매량 (개)			7,444	9,487	9,971	14,184	15,407	16,114

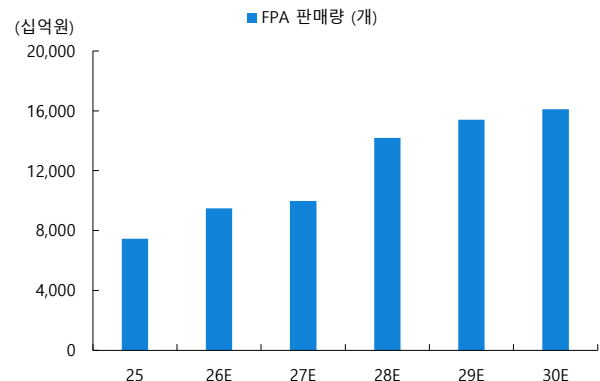
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림70. 인텔리안테크 FPA 사업부문 매출액은 '28년을 기점으로 가파른 성장 기대



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림71. FPA 판매량 역시 타 주요 위성사업자들의 서비스 상용화가 시작될 '27년 전후로 급격히 상승할 것으로 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

참고: NTN(Non-Terrestrial Network)이란 무엇인가?

6G의 핵심 시나리오
중 하나는 통신망의
커버리지를 지상 외 물리적
반경으로 확장하는 것

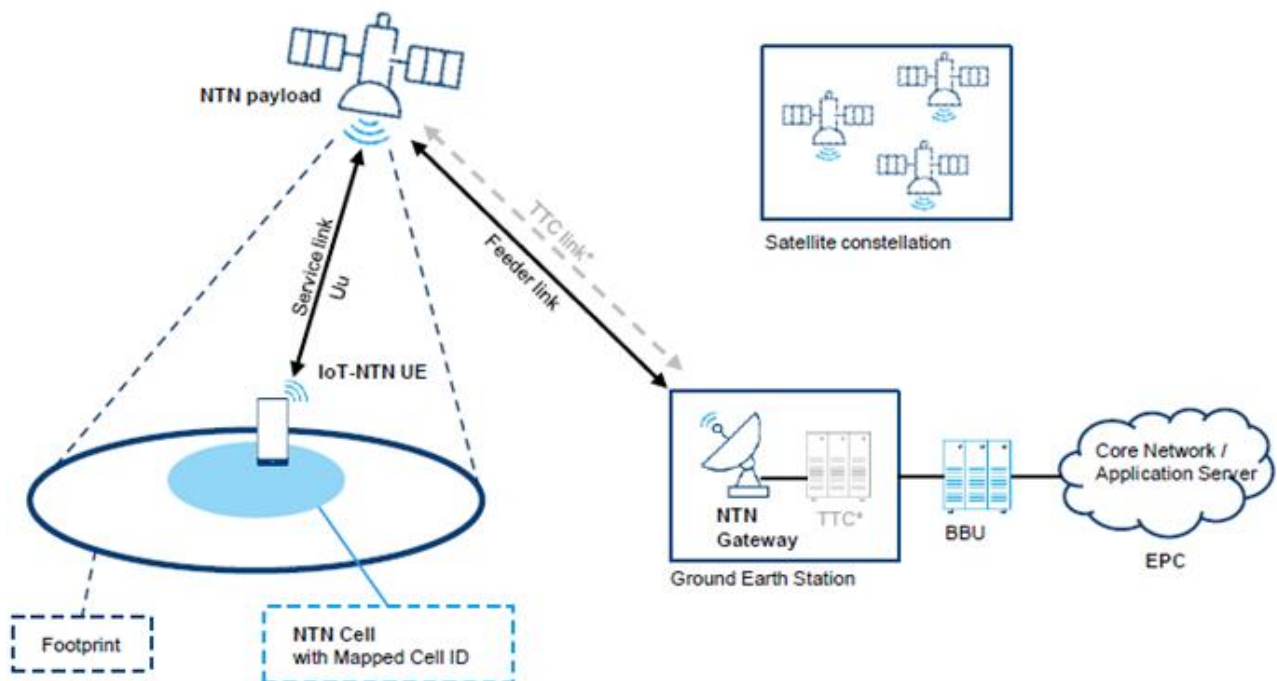
ITU의 IMT-2030은 6G의 핵심 시나리오 중 하나로 Ubiquitous connectivity, 초연결 사회를 제시한다. 이는 단순히 지상에서 빠르고 안정적인 통신을 구현하는 수준을 넘어, 통신망의 커버리지를 지상 외의 반경을 확장하는 개념이다. 통신 인프라 구축이 어려워 커버리지가 제한된 산간지역, 도서지역, 해상, 항공지역, 그리고 더 나아가 우주 공간까지 사실상 모든 물리적 공간을 하나의 연결된 네트워크로 포괄하는 것을 의미한다.

NTN 통신 중 현재 상용화
가능성이 가장 높은 방식은
저궤도 위성을 통한 통신망

이러한 배경에서 부각되는 개념이 NTN(Non-Terrestrial Network)이다. 언급한 초연결 통신망을 구축하기 위해서는 기존 기지국과 광케이블만으로 구성된 전통적인 지상망(terrestrial networks)만으로는 한계가 존재하기에, 이를 보완하기 위해서는 하늘과 우주 기반의 통신 인프라가 필수적이다.

대표적으로 거론되는 대안으로는 저궤도 위성통신망(LEO: Low Earth Orbit)이 있으며, 그 외에도 HAPS(High Altitude Platform Station: 고고도 플랫폼), 드론 기반 중계망, 기타 공중 플랫폼 기반 통신 인프라 등이 있다.

그림72. 위성통신은 사용자 단말 → 저궤도 위성 → 지상국 게이트웨이 → 통신사 백홀망 → 인터넷으로 연결되는 구조



자료: 3GPP, iM증권 리서치본부

왜 저궤도(LEO: Low Earth Orbit) 통신망인가

지구의 궤도는 지상과의 왕복 거리에 따라 GEO(정지궤도, 약 36,000km), MEO(중궤도, 약 2,000~20,000km), LEO(저궤도, 300~2,000km)로 나뉜다. 각 궤도에 따라 장단이 있으나, 결론적으로 NTN 위성 통신이 일반 B2C 통신 서비스로 확장되기 위해서는 저궤도(LEO)가 필수이다.

고궤도→저궤도로 갈수록
단위 위성 당 커버리지는
감소하나 속도는 빨라짐

GEO(정지궤도)의 경우 지구 자전과 같은 속도로 공전하기에, 지상에서 보면 항상 같은 위치에 떠 있다. 이에 따라 위성 약 3개로도 지구 대부분을 커버할 수 있어 방송, 광역 데이터에 효율적이다. 다만 지상과의 왕복거리가 72,000km에 달해 통신 지연이 600ms 이상이고, 이에 따라 실시간 통신 서비스나 인터넷 브라우징 등에는 체감 품질이 떨어진다.

MEO(중궤도)의 대표적인 사례는 GPS 위성이다. 지상과의 왕복 거리가 약 4,000~40,000km로 GEO 대비는 짧지만, 이 역시 지연 속도가 100~200ms 수준으로 실시간 B2C 서비스에는 한계가 있다.

저궤도 위성통신의 경우
전통 지상망과 유사한
서비스 품질을 제공 가능

LEO(저궤도)의 경우 지상과의 왕복거리가 최단 600km로 짧아 지연이 20~50ms 수준이다. 이는 전통 지상망을 통한 음성통화, 웹서핑 등과 유사한 수준의 서비스 품질을 제공할 가능성이 가장 높음을 의미한다.

표26. GEO(정지궤도), MEO(중궤도), LEO(저궤도) 별 특징 및 통신 용도

위성 궤도	높이	통신 지연	특징	용도
GEO (정지궤도)	36,000km	600ms 이상	넓은 지역을 지속적으로 커버해야 하는 서비스. 적은 수의 위성으로 지구 전체를 커버가 가능. 다만 지연이 커 광역 커버리지, 고정형 서비스에 강점	위성방송, 광역 통신 백홀, 기상위성, 재난, 공공안전 통신
MEO (중궤도)	2,000~ 20,000km	100~200ms	지연, 커버리지, 필요한 위성 수가 중간적인 특성. 일반적으로 GPS, 네비게이션 등의 서비스로 쓰임	위성항법, 특수목적 통신, 감시 위성, GPS 위성 등
LEO (저궤도)	300~ 2,000km	20~50ms	지상과의 거리가 가까워 지연이 낮아 실시간, 저지연 서비스로 적합. 다만 위성 한 기당 커버리 지역이 좁아 대량의 위성이 필요	저지연 위성 브로드밴드 인터넷, 지구관측, DTC(Direct-to-Cell) NTN 서비스

자료: Globaldata, 회사 자료, iM증권 리서치본부

SpaceX를 통해 개화된 NTN 통신서비스 시장

NTN 시장은 SpaceX의
발사체 재사용에 따른
경제성 확보와 함께 개화

NTN 시장이 개화한 가장 큰 이유는 경제성이다. 과거에도 위성통신은 존재했으나, 선박, 항공기, 군용과 같은 극히 제한된 시장만 커버했다. 위성 통신 인프라를 구축하기 위한 비용 자체가 매우 컸으며, 이에 따라 서비스 비용도 높았기에 일반 소비자 시장을 공략하기에는 한계가 존재했다.

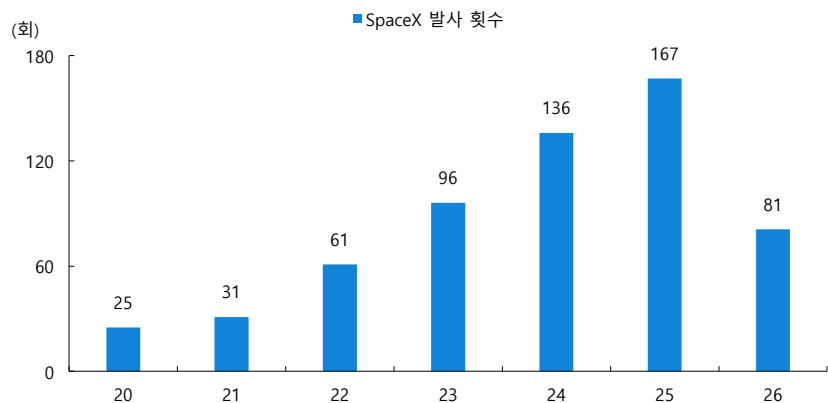
Falcon9 기준 kg당 발사
비용은 약 2,500불까지 하락

이러한 구조를 바꾼 건 일론머스크의 SpaceX이다. 결론적으로, SpaceX는 발사체 재사용을 통해 발사 비용의 혁명을 일으키며 우주 화물 운송비용을 비약적으로 개선시켰다. 현재 SpaceX의 Falcon9은 kg당 비용은 약 2,500불로 이는 과거 스페이스셔틀 시대 대비 약 15~20배 저렴하다. 또한 차세대 Starship이 상용화된다면 kg당 비용은 궁극적으로 100~150달러까지 하락해, 과거 스페이스셔틀 대비 300~500배 저렴한 발사가 가능해진다.

NASA의 스페이스셔틀과 같이 전통적 로켓은 1회 후 폐기되지만, SpaceX는 초기부터 로켓의 재사용을 지향했다. 2012~2013년 Falcon9의 프로토타입인 'Grasshopper'를 통해 수직 이착륙 기술을 검증했으며, 2015년 12월에는 Falcon9이 역사상 최초로 궤도급 발사 이후 수직 착륙에 성공하며 1단 발사체 재사용에 성공했다.

이후 재사용 횟수는 빠르게 늘었다. 2025년 SpaceX는 단일 Falcon9의 1단 부스터를 384회 이상 재사용 했다고 밝혔다. 개별 부스터 기준으로 재사용 횟수는 계속 늘어나 2025년에는 30회 이상 비행한 사례도 존재했다. 부스터 1회 재사용마다 약 수백만 달러의 건조 비용이 절감되며, SpaceX는 이처럼 저렴한 발사 비용을 강점으로 2025년 165회의 발사를 수행하며 전세계 궤도 발사 325회 중 51%를 차지했다.

그림73. 발사 비용 감소와 함께 SpaceX 발사 횟수는 지속 증가중



자료: SpaceX, iM증권 리서치본부

표27. SpaceX Falcon9의 재사용 발사체를 가능케 했던 프로토타입 Grosshopper의 발사 타임라인

날짜	높이	발사시간	비고
2012-09-12	1.8m(6ft)	3초	탱크가 거의 비어있는 상태에서의 짧은 도약
2012-11-01	5.4m(1.7ft)	8초	
2012-12-17	40m(131ft)	29초	기체 크기 비교용 카우보이 마네킹을 포함한 첫 비행
2013-03-07	80m(262ft)	34초	착지 시점 추력대중량비가 1을 초과한 비행. 착지 시점에서 엔진의 힘이 기체 무게보다 강해, 기체를 제어할 수 있는 상태를 의미. 즉 하강 중인 기체를 감속할 수 있고, 착륙 직전 미세 제어가 가능할 수 있음
2013-04-17	250m(820ft)	58초	바람이 부는 환경에서도 기체를 안정적인 유지 가능함을 검증
2013-06-14	325m(1,070ft)	68초	정밀 착륙용 신규 항법 센서를 시험. 향후 F9-R(Falcon9 Reusable) 정밀 착륙에 필요했던 장비
2013-08-13	250m(820ft)	60초	100m 측면 기동 후 다시 패드로 돌아오는 횡이동 테스트를 성공
2013-10-07	744m(2,440ft)	79초	Grosshopper의 마지막 비행

자료: Globaldata, 회사 자료, iM증권 리서치본부

발사비용의 하락 이후의 파급효과: LEO의 경제성을 가능케 하다

SpaceX의 발사 비용 혁신은 위성 산업 전체의 경제 모델 구조를 바꾸는 결과를 야기했다. 가장 큰 변화는 ①위성 설계가 저가, 대량생산 모델로 변화했으며, ②저궤도(LEO) 위성망을 구축하는 것이 현실적으로 가능해졌다.

위성의 저가, 대량생산 모델

발사비용 하락은 저가형
위성 대량생산 모델의
경제성을 성립

과거에는 발사 비용이 극도로 높았기 때문에, 위성 역시 최대한 고가, 고성능, 장수명으로 제작되었다. 고장 시 교체가 사실상 불가능했으며, 이에 따라 위성 수명은 일반적으로 15~20년으로 설계되었다.

그러나 발사체 재사용 이후 발사 비용이 기하급수적으로 낮아지면서, SpaceX는 저가의 위성을 대량으로 설치하는 방법을 채택할 수 있었다. 개별 위성의 수명이 짧더라도 저렴한 발사 비용을 통해 위성을 교체하면 기존의 성능을 유지하면서 경제성을 쟁길 수 있었다.

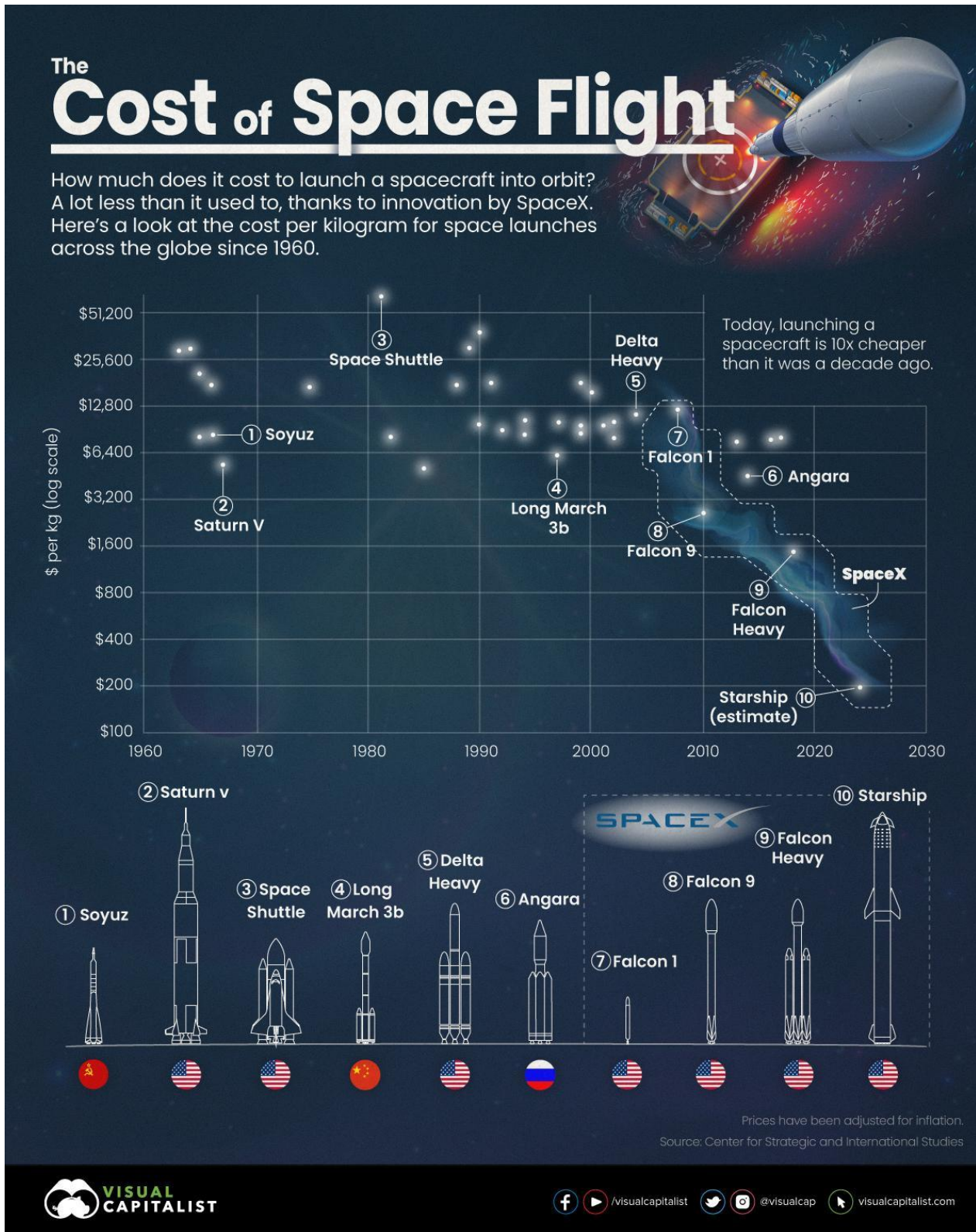
대규모 저궤도(LEO) 위성망 구축

저궤도 위성은 통신 지연은
낮으나 단위 위성당
커버리지가 좁음

저궤도 위성을 통한 통신은 지연이 낮아 실시간 통신에 적합하지만, 궤도를 빠르게 이동하고 단위 위성당 커버리지가 좁기 때문에 전 지구를 커버하기 위해서는 위성 수천기가 필요하다.

예를 들어 1990년대 이리듐 프로젝트가 66기의 LEO 위성을 통해 위성 음성통신 사업을 시도했으나, 부족한 커버리지와 높은 비용으로 파산한 것이 대표적인 사례다. 다만 SpaceX의 경우 저렴한 발사비용을 강점으로 수천 기의 LEO 위성망을 만들어 통신 서비스의 경제성을 성립시켰다.

그림74. 재사용 발사체 속 kg당 우주 화물 비용은 급격하게 하락. Starship의 경우 kg당 우주화물 비용은 200달러까지 하락할 전망



자료: Visual Capitalist, iM증권 리서치본부

SpaceX-Starlink: NTN 통신 서비스를 통한 수익화 모델 구축

저궤도 위성망 구축 이후
위성통신 사업에 진출 →
반복매출을 통한 현금흐름을
확보

SpaceX는 발사체 재활용을 통한 발사 비용 혁명을 강점으로 저궤도 위성에 대한 경제성을 성립할 수 있었고, 이를 통신 서비스라는 반복매출로 전환했다. SpaceX는 Falcon9의 재사용으로 발사 단가를 낮추고, 낮아진 발사 단가를 바탕으로 Starlink 위성을 발사해 저궤도 위성망을 구축했다. 이를 통해 B2C, B2B형 통신 서비스를 제공하는 구조이다.

SpaceX 내
Starlink(통신부문) 매출액은
50% 이상을 차지하는 핵심
사업

현재 SpaceX는 저궤도 LEO 성좌를 통해 가정용 인터넷(B2C), 항공, 해상(B2B), Direct-to-Cell(B2C) 서비스를 판매하고 있으며, 여기서 창출된 현금흐름을 다시 위성 제조, 추가 발사 등에 재투자하고 있다. 2025년 SpaceX 매출은 약 150억~160억 달러, EBITDA는 약 80억 달러 수준으로 추정되며 그 중 Starlink는 전체 매출의 약 50% 이상을 차지하는 핵심 사업이다. Starlink의 구체적인 사업 모델은 다음과 같다.

가정용, 소규모 사업장용 브로드밴드

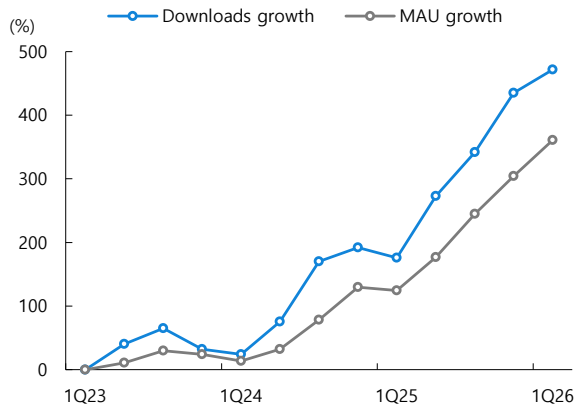
광케이블이나 전통 통신망 커버리지가 닿지 않는 도서산간, 농촌, 그리고 통신 인프라 발전이 더딘 신흥국 등에 월정액 인터넷을 판매한다. 안테나와 라우터가 포함된 Starlink Kit가 별도로 필요하며, 해당 안테나가 위성과 통신하고, 이를 통해 통신 네트워크 서비스를 제공하는 구조이다.

Starlink 출시 이후 통신
서비스 사용자 수는 가파른
성장 진행 중

‘23~1Q26까 Starlink의 월간 활성 사용자 수 및 설치 수는 각각 471.5%, 360.8% 증가하며 꾸준한 성장을 보이고 있다. 특히 신흥국 중심으로 강한 성장을 보이고 있는데, 올해 1월부터 3월까지 브라질의 Starlink 이용자 수는 약 400% 급증했으며, 아르헨티나 역시 139% 증가했다. 두 국가의 이용자 수는 전 세계 활성 사용자 수의 약 20%를 차지하는 것으로 파악된다.

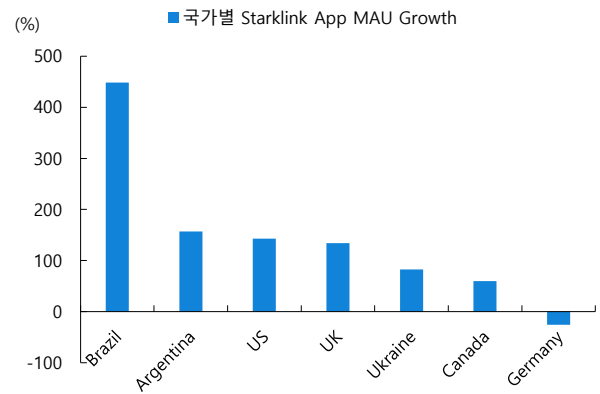
Starlink의 최대 시장인 미국 또한 강력한 성장세가 나타나고 있다. 1월~3월까지 미국 내 Starlink 데이터 앱 다운로드 수는 작년 동기 대비 약 3배 이상 증가하며 (120만건) 가입자 증가가 가속화되고 있다.

그림75. 2023년 이후 Starlink app 다운로드 건수는 475%, 월간 이용자 수는 360% 상승



자료: Reruters, Apptopia, iM증권 리서치본부

그림76. '26년 1월~3월 Starlink 사용자 증가율: 브라질, 아르헨티나 등 신흥국 중심으로 가정용 브로드밴드 이용자 수가 급격하게 상승



자료: Starlink, iM증권 리서치본부

그림77. Starlink 안테나 키트 사진. 가정용 브로드밴드의 경우 별도의 안테나 및 통신장비를 설치해야 Starlink 위성통신 서비스를 사용 가능



자료: SpaceX, iM증권 리서치본부

고부가 Mobility 통신

항공/해상 B2B향 Starlink
서비스는 ARPU가 높은
고부가 사업 부문

항공기나 대형 선박, 해양플랜트, 더 나아가 캠핑카 등 지상망으로 커버하지 못하거나, 품질 서비스가 떨어지는 Mobility를 대상으로 제공하는 통신 서비스이다. 특히 항공/해양 서비스의 경우 B2B 서비스로 일반 가정용 브로드밴드 대비 ARPU가 높다.

해당 서비스 역시 별도의 전용 항공/해상용 안테나 및 터미널 설치가 필요하며, 설치한 안테나가 Starlink 위성과 통신하며 사용자들에게 통신 서비스를 제공한다. Starlink 공식 홈페이지에 따르면 현재 Aviation 서비스의 경우 20만 편 이상의 비행편에서 사용되고 있으며, 누적 54만 시간 이상의 비행시간을 기록했다.

기업, 정부, 국방 수요

정부, 국방 전용 위성 통신
서비스인 Starshield를 운영

원격 광산이나 재난 대응, 군 훈련작전 등에 사용되는 통신망으로 일반적으로 가격보다는 신속한 배치나 넓은 커버리지가 중요한 분야이다. SpaceX는 정부, 국방 전용 서비스로 Starshield를 별도로 운영하며, 정부 기관 전용 보안 위성 네트워크 등 서비스를 제공한다.

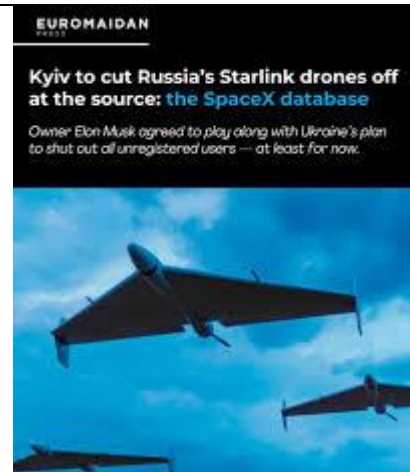
특히 미 국방 분야에서 전쟁용 드론 관련 통신 운영 등에도 역시 Starlink가 사용되고 있다. 미 국방부는 2023년부터 SpaceX와 Starlink 위성 통신 계약을 체결해 우크라이나군용 위성통신을 제공했으며, 미 해군 역시 무인수상정 운용을 SpaceX 네트워크에 운용하고 있는 것으로 파악되고 있다. 단순 B2C 대비 해지율이 낮고 단가가 높은 B2B 수요 역시 확보하고 있는 상황이다.

그림78. Starlink Aviation B2B 서비스, 40~200Mbps의 속도, 데이터 용량에 따라 요금제 차별화



자료: Starlink, iM증권 리서치본부

그림79.러-우 전쟁 당시 우크라이나 드론 사례 등 미 국방 분야에서 전쟁용 드론 관련 통신 운영에 Starlink가 사용되는 걸로 추정



자료: Reuters, iM증권 리서치본부

Direct-to-Cell: 위성-휴대폰 직접 연결 서비스

Direct-to-Cell은 별도의 위성 단말 없이 위성과 휴대폰이 직접 연결되는 통신 방식

Starlink의 Direct-to-Cell은 위성과 휴대폰이 직접 연결되는 통신 방식이다. 탄 서비스와의 가장 큰 차이점은 서비스 이용을 위한 별도의 하드웨어가 필요하지 않다는 점이다.

기존 위성통신은 전용 단말기나(위성 휴대폰), 혹은 안테나, 라우터 등의 별도 키트가 필요했다. 다만 D2C 서비스는 현재 쓰고 있는 휴대폰만으로도 서비스가 이용이 가능하다. SpaceX는 D2C 서비스를 기존 통신 서비스의 음영지역을 제거하고, 소비자들에게 더 넓은 통신 커버리지를 제공한다.

현재 Starlink의 D2C 이용자는 약 1,200만명, 여러 글로벌 국가에서 서비스 상용화 준비

SpaceX는 2024년 1월 첫 D2C 위성을 발사한 이후, 2025년까지 650기 이상의 D2C 위성을 발사하며 1세대 Direct-to-Cell 위성군 구축을 완료했다. 이용 규모 및 상용화 지역 역시 빠르게 확대되고 있다, SpaceX 2025 Progres에 따르면 Starlink D2C 이용자는 1,200만명까지 늘어난 것으로 파악된다. 또한 미국, 뉴질랜드 외 호주, 캐나다, 칠레, 일본 등 여러 국가에서 상용화 준비를 진행중이다.

표28. Starlink Direct-to-Cell 및 기타 위성 통신 서비스 차이점

분	기존 위성전화	Starlink 일반 서비스	Starlink D2C (Direct-to-Cell)
이용 단말	전용 위성전화	Starlink 안테나·라우터	일반 스마트폰
별도 하드웨어	필요	필요	불필요
주요 서비스	음성·저속 데이터	고속 인터넷	메시징·제한적 데이터
주 사용처	해상·오지·군/공공	가정·선박·항공·기업	지상망 음영지역
목적	위성통신	고속 위성 인터넷	모바일 커버리지 보완

자료: iM증권 리서치본부

Starlink의 Direct-to-Cell은 기존 MNO 사업자를 잠식하는가?

D2C 모델이 전통 MNO
사업자들의 역할을
잠식하기에는 시기 상조

현재 Starlink의 Direct-to-Cell 위성 통신이 현재 일반 소비자가 사용하는 단말만으로도 통신 서비스를 사용 가능하다는 점에서, 이러한 D2C 모델이 전통 통신사들의 역할을 잠식할 것이라는 우려가 존재한다. 다만 현재 D2C 서비스는 기존 이동통신사의 지상망을 본격적으로 대체하는 단계보다는, MNO 사업자와 상생 관계라고 보는 것이 적합하다.

이유는 크게 3가지이다. ①아직까지 D2C는 메시지가나 저용량 데이터 사용에 제한되어 있으며, ②현재 제공하는 서비스 역시 기존 통신사의 협업을 통해 제공되고 있다. 또한 ③국가별 주파수 관련 규제 및 정책에서 자유롭지 못해 독립적인 서비스 제공에 한계가 존재하기 때문이다.

D2C: 지상망 서비스를 대체하기에는 아직 기술적 한계 존재

현재 SpaceX의 D2C는
아직까지 문자와 저용량
데이터 사용까지만 상용화된
상태

SpaceX의 D2C 서비스는 현재 위성 “메세징” 서비스만 제공이 가능하며, IoT, 데이터, 음성서비스는 제한적이다. 즉 아직까지는 문자와 저용량의 데이터 사용까지만 상용화가 된 상태로, 일반 지상망처럼 대용량 데이터와 음성 서비스를 제공하는 단계와는 거리가 멀다.

이는 기술적 제약이 존재하기 때문이다. 저궤도 위성의 경우 지상 기지국 대비 훨씬 높은 고도에 위치해 있고, 고정된 지상 기지국에 비해 지구를 공전하며 빠른 속도로 이동한다. 반면 스마트폰의 경우 본래 가까운 지상 기지국과 통신하도록 설계되었기 때문에, 수백km 상공을 빠르게 이동하는 위성과의 직접 연결되는 과정에서 구조적인 기술적 문제가 발생한다.

LEO 위성을 통한 D2C
서비스에는 도플러 보정,
송신 출력 약화와 같은
기술적 한계가 존재

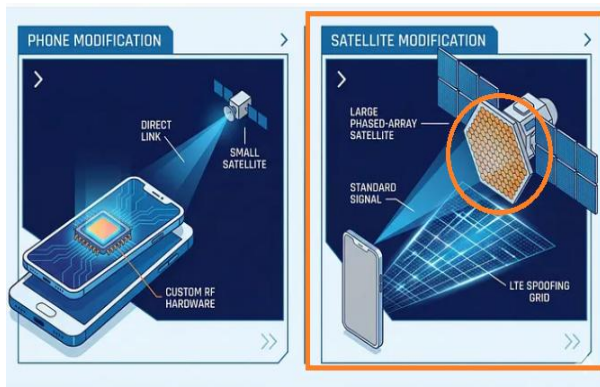
SpaceX나 3GPP(3rd Generation Partnership Project)는 이와 관련해 도플러 보정, 통신 지연, 송신 출력 제한과 같은 난제를 해결해야 한다고 설명한다. 쉽게 말해 LEO 위성은 고속으로 이동하기 때문에 주파수가 틀어지는 문제가 발생하고, 지상과의 거리가 멀기 때문에 지상망 대비 통신 지연이 발생하며 송출 신호가 약화된다. 현재 스마트폰은 지상망 통신에 맞춰 설계되었기 때문에, 안테나 성능과 송신 전력 측면에서 먼 거리의 위성과 통신하기에는 한계가 존재한다.

표29. D2C가 아직 지상 통신망을 아예 대체하기에는 기술적 제약이 존재

기술적 제약	의미	영향
도플러 보정 문제 (Doppler compensation)	LEO 위성이 빠르게 이동하면서 전파 주파수가 원래 값에서 흔들리는 현상	연결 실패, 안정성 저하
전파 지연	위성과의 거리가 물리적으로 멀어, 신호 왕복 시간이 물리적으로 김	음성, 영상과 같은 실시간 서비스 제한
낮은 단말 안테나 성능	스마트폰 안테나가 가까운 지상국과의 통신에 맞춰 설계되어 있어, 먼 거리의 위성으로부터 신호를 안정적으로 수신하기 어려움	실내 환경에서 품질 저하 가능성 확대
송신 출력 능력 제한	멀리 있는 위성까지 충분히 강한 신호를 보내기 어려움	업링크 품질 제약, 서비스 가능 환경 제한

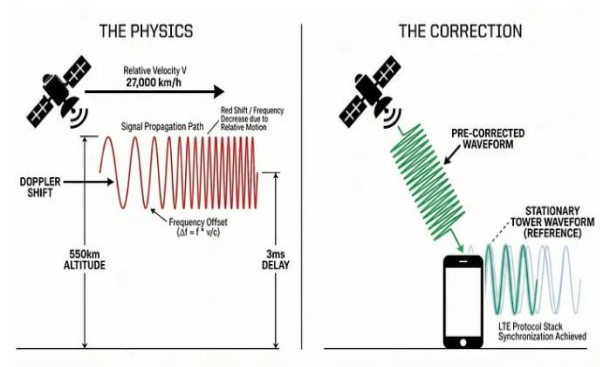
자료: SpaceX, 3GPP, iM증권 리서치본부

그림80. 스마트폰의 경우 송신 출력이 가까운 지상 기지국 대상으로 설계되어 있기 때문에, 위성까지 충분히 강한 신호를 보내기 어려움. 이에 따라 Starlink 위성은 거대한 위상 배열 안테나를 필요로 함



자료: Reruters, Apptopia, iM증권 리서치본부

그림81. LEO 위성의 경우 27,000km/h로 빠르게 움직이기에 실제 지상의서의 주파수와 실제 수신 주파수 간 편차가 발생 (도플러 보정 문제)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

현재 D2C 서비스는 기존 이동통신사와의 협업 구조하 제공 중

Starlink의 D2C는 자체
주파수 대역이 아닌 MNO
사업자들의 지상망 주파수
대역을 활용

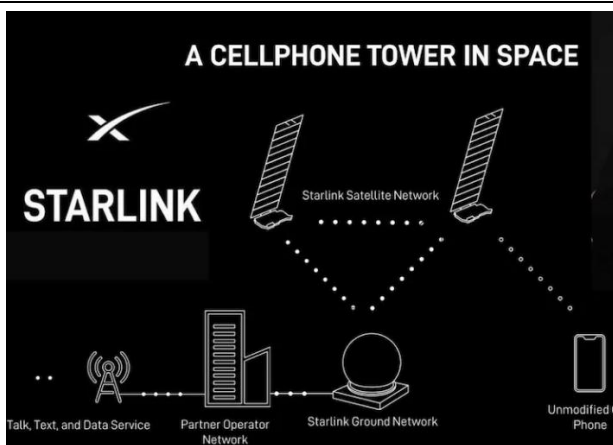
SpaceX의 D2C 서비스는 독립적인 신규 이동통신망이라기 보다는, 기존 이동통신사와 결합된 서비스 모델로 설계되어 있다. SpaceX는 공식 자료에서 파트너사(이동통신사)들이 지상 이동통신망을 운영하고 있으며, 이들이 제공하는 1.6~2.7GHz 대역의 LTE 주파수를 통해 위성 신호를 송수신 한다고 설명한다. 즉 Starlink는 자체 주파수를 통해 서비스를 제공하는 것이 아닌, 기존 이동통신사가 가진 주파수 자산을 활용하는 방식으로 서비스를 상용화하고 있다.

단독 서비스 제공 보다는
이동통신사업자와의 제휴를
통한 서비스 제공

실제로 SpaceX는 Starlink D2C가 이동 통신사와 “표준 로밍 파트너”처럼 통합된다고 설명하고 있다. 즉 기존 통신사 서비스의 연장선에서 위성 통신 서비스를 제공한다는 뜻이다. SpaceX가 보유한 위성망이 단독으로 소비자 시장을 개척하는 것이 아닌, 기존 통신사의 코어망, 가입자와 연동되는 방향으로 서비스가 설계되어 있다는 뜻이다.

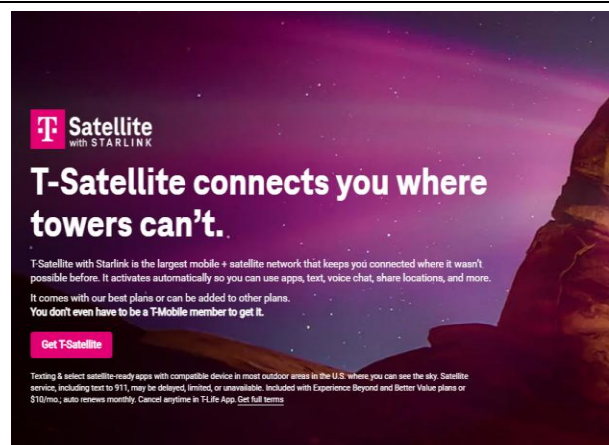
현재 상용화되고 있는 사례도 모두 이런 기존 이동통신사업자와 협업하고 있는 구조로 이뤄지고 있다. Starlink는 2025년 2월 기준 미국과 뉴질랜드에서 D2C 서비스를 제공하고 있는데, 이는 각각 T-mobile과 One NZ와의 제휴를 통해 이뤄진 것이며, 상용화 과정까지 파트너사와의 네트워크 통합 및 시험 과정을 거쳤다고 밝히고 있다. 결국 현 단계의 D2C 서비스는 기존 이동통신사의 서비스를 잠식하거나 그들과의 경쟁 구도가 아닌, 통신사와 공동으로 서비스를 제공하며 서비스 범위를 확장하는 협업 관계에 있음을 알 수 있다.

그림82. Starlink Direct-to-Cell의 경우 파트너사 대역을 통해 D2C 서비스를 제공



자료: Starlink, iM증권 리서치본부

그림83. 대표적으로 미국의 T-Mobile은 Starlink와 제휴를 맺고 최종 소비자에게 위성통신 서비스를 제공



자료: T-mobile, iM증권 리서치본부

D2C가 이동 통신사를 잠식하기에는 국가 차원에서의 규제적 한계 존재

D2C 서비스의 의미는
통신사 대체가 아닌 지상망
커버리지 보완

D2C는 통신사 대체가 아닌 커버리지 보완을 전제로 설계되어 있다. 미 FCC는 2024년 SCS(Supplemental Coverage Space) 제도를 확정하면서, 해당 제도의 목적을 지상 이동통신 가입자에게 추가 커버리지를 제공 및 보완하는 것이라고 명시했다. 즉 D2C 서비스가 독립적인 위성망의 시장 진입이 아닌, 기존 지상망의 서비스를 보완하는 것에 제도적으로 초점이 맞춰져 있다는 뜻이다.

D2C 서비스는 이동통신사의
주파수 자산 임대 및 협업을
통해 운영

또한 SCS에 따르면 D2C 서비스는 주파수 면허를 보유한 이동통신사의 주파수 자산을 임대, 및 협업 계약을 통해 운영되어야 한다. 즉 법적으로 위성 사업자는 통신사의 면허와 주파수 권한을 빌려서 소비자에게 통신서비스를 제공하는 것이지, 소비자에게 직접 통신 서비스를 제공하는 것이 아니다.

지역별 주파수는 각국의
인허가 체계에서 관리,
통제되는 주요 전략자산

또한 주파수와 통신 서비스는 본질적으로 국가의 인허가 체계 하에 존재한다. 각 국가는 자국의 전파, 국경 간 커버리지, 간섭관리 등을 통제한다. 결국 D2C가 기술적으로 전세계 어디에서나 현재 이동통신사들이 제공하는 퀄리티의 서비스를 제공할 수 있더라도, 각국의 주파수 정책과 면허 체계라는 장벽이 존재한다는 뜻이다. 결국 Starlink와 같은 D2C 위성통신 사업자가 해외 각국의 이동통신사를 잠식하기 보다는, 각국의 통신사와 제휴하고 그들의 주파수 면허를 임대하여 서비스 커버리지를 보완하는 형태로 나아갈 가능성이 크다.

실제로 한국 역시 이동통신용 주파수는 정부가 할당, 경매하는 자원이며, 해당 주파수로 서비스를 하려면 기간통신사업자 지위와 관련 인허가를 필요로 한다. 또한 기간통신사업 지위를 가진 기업은 외국인 지분 제한이 걸려 있어, 외국인 지분율이 49%를 초과할 수 없다. 즉 SpaceX가 한국 내 이동통신용 주파수를 직접 낙찰받아 기존 통신3사와 같은 MNO 사업을 영위하기 위해서는, 단순 서비스 제공을 위한 기술적 역량뿐만 아니라 이에 맞는 사업구조와 지배구조를 맞춰야 한다는 제도적 한계가 분명히 존재한다.

V.Appendix: 6G 합의 및 향후 표준화 일정

ITU가 제시하고 있는 6G의 정의

ITU(국제전기통신연합: International Telecommunication Union)은 6G 표준을 공식적으로 IMT-2030으로 정하고, 6G를 다음 4가지 단어로 정의했다.

- ① Sustainability: 지속가능성
- ② Security and resilience: 보안 및 회복력
- ③ Connecting the unconnected: 초연결
- ④ Ubiquitous intelligence: 보편적 지능

ITU가 제시한 6G를 정의하는 4가지 단어 중 핵심은 초연결(Connecting the unconnected)과 보편적 지능(Ubiquitous Intelligence)로 볼 수 있다. 전자는 NTN(Non-Terrestrial Network)을 통한 커버리지의 확장을, 후자는 AI-Native Network, AI 기술을 통한 네트워크망 운영 효율화를 의미한다.

6G는 과거 통신세대와 달리
통신 속도보다는 커버리지
확장 및 AI 운영 효율화가
초점

6G와 과거 통신 세대(2G~5G)의 가장 큰 차이점은, 통신이 추구하는 가치가 ‘속도(저지연)’라는 단일 축에서 벗어났다는 점이다. 과거 통신 세대가 데이터 전송 속도(저지연)와 대규모 접속과 같은 지상에서의 네트워크 성능에 초점이 맞춰져 있었다면, 6G는 ①통신 커버리지의 ‘물리적 범위 확장(지상→항공/해상/우주)’과 ②AI를 통한 네트워크망 운영 효율화를 핵심 축으로 정의하고 있다. 쉽게 말해 통신의 보편적 영역이 기존 2차원(지상)에서 3차원(항공/우주)로 확장되고, 네트워크는 AI를 통한 고효율 운영 시스템으로 전환되는 것이다.

표30. ITU가 정의하는 6G Key Word: 지속가능성, 보안, “초연결”, “보편적 지능”. 통신 서비스의 물리적 커버리지 확대와 AI 적용이 주요 포인트

핵심 정의	의미
Sustainability (지속가능성)	에너지 효율성과 환경 영향을 고려한 네트워크 설계
Security and resilience (보안 및 회복력)	물리적/사이버 위협에 대한 내성 강화
Connecting the Unconnected (초연결)	지상 커버리지가 닿지 않는 지역까지를 포함한 보편적 연결성. 보편적 통신 커버리지의 물리적 범위가 우주까지 확대
Ubiquitous Intelligence (보편적 지능)	단말-기지국-코어망-엣지 전 계층에 AI가 내재된 네트워크 ‘AI Native Network’

자료: ITU, iM증권 리서치본부

네트워크 성능에 초점이 맞춰져 있었던 과거 통신 세대

과거 통신 세대별 특징을 돌아보면, 2G~5G를 거쳐가며 기술적 진보에 따라 통신 세대의 정의가 달라졌지만, 결국 핵심 축은 통신의 ‘속도’와 대규모 접속에 초점이 맞춰져 있었다.

1G(1980년대): 아날로그 음성 통신 시대. 음성 통화만 가능한 시대였으며, 아날로그 방식이었기 때문에 음질이 낮고 보안에 취약했다.

2G(1990년~2000년 초): 디지털화 SMS의 시작. 휴대폰이 단순 전화 용도를 넘어 메시지라는 새로운 통신 수단을 제공한 세대이다. 1991년 핀란드에서 GSM(Global System for Mobile Communications)를 통해 세계 최초로 2G 서비스가 상용화되었다. 가장 큰 변화는 ①아날로그 → 디지털 음성 통화로의 전환과 ②데이터를 통한 문자 서비스가 등장했다는 점이다.

3G(2000년대 중반): 2007년 Apple의 스마트폰 출시와 함께 스마트폰 시대가 개화되었으며, 모바일 인터넷이 본격화된 세대이다. 3G의 핵심 변화는 휴대폰을 통해 전화, 문자를 넘어 웹 브라우징, 이메일과 같은 모바일 인터넷 서비스 사용이 가능했다는 점이다. ITU의 IMT-2000이 공식 프레임워크로 채택되었고, CDMA2000, WCDMA 등의 기술을 기반으로 상용화되었다.

4G(2010년대 초): 모바일 브로드밴드와 영상 콘텐츠의 시대. 최대 1Gbps의 속도를 제공하며, 5ms 수준의 저지연을 구현했다. 스마트폰 보급이 본격적으로 진행되고, Youtube, Netflix와 같은 영상서비스가 킬러 콘텐츠로 작용하며 데이터 트래픽이 폭증한 세대이다. 이에 따라 “속도”, “저지연”과 같은 네트워크 품질이 가장 중요시되었다.

5G(2019년 상용화): ITU의 IMT-2020 프레임워크를 따르며, 핵심 키워드는 초고속, 초저지연, 초연결. 이론상 최대 20Gbps의 속도와 1ms 수준의 지연을 제공했으며, 평방킬로미터당 100만 디바이스 연결을 목표로 했다. 타 세대와의 차이점은, 5G는 최초로 응용처별로 네트워크를 세분화하려는 시도가 있었다는 점이다. 5G부터는 자율주행, 스마트팩토리, IoT, 더 나아가 공장, 항만, 물류 등 고신뢰, 초저지연(URLCC, Ultra-Reliable and low Latency Communication: 1ms 이하 지연과 99.999% 이상의 높은 신뢰성)을 요구로 하는 B2B 전용망 개념이 처음으로 도입되었다.

표31. 과거 통신 세대 별(2G~5G) 특징

세대	상용화 시기	최대 속도	지연	킬러 콘텐츠/용도	ITU 정식명칭
1G	1979~1980년대	2.4 kbps	-	아날로그 음성통화	-
2G	1991	64 kbps	~500ms	디지털 음성, SMS, MMS	-
3G	2001	2 Mbps	~100ms	모바일 인터넷, 화상통화	IMT-2000
4G	2009	1 Gbps	~5ms	OTT 영상(YouTube/Netflix), SNS	IMT-Advanced
5G	2019	20 Gbps	~1ms	(약속: 자율주행, VR, IoT)	IMT-2020

자료: iM증권 리서치본부

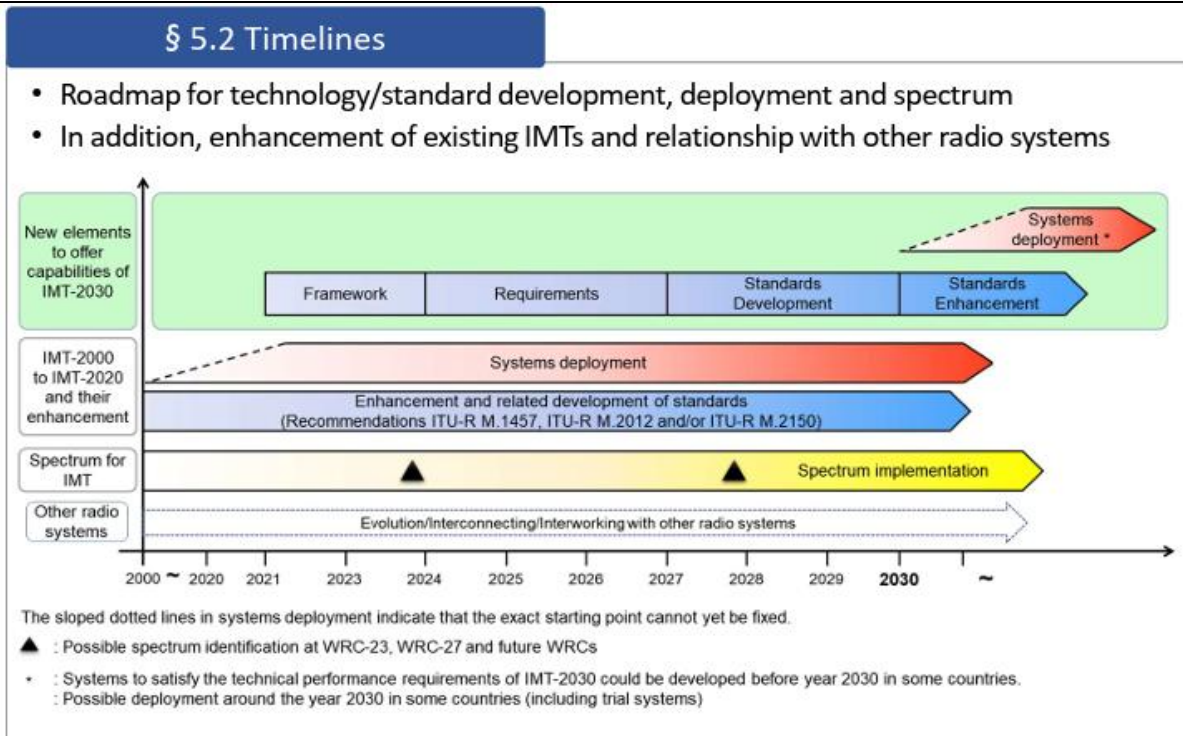
6G 표준화 일정: 2030년 내외

6G 상용화 시점은
2029~2030년 내외로 전망

6G 상용화 시점은 2029~2030년 내외로 예상된다. 3GPP(국제 통신 표준화 협력기구)는 2025년 하반기부터 6G 표준화에 본격 착수했으며 2028년 말~2029년 초까지 ITU에 기술제안서를 제출하는 것을 목표로 하고 있다. 이후 ITU는 2030년까지 IMT-2030 사양을 완성하는 것을 계획하고 있다. 과거 5G 표준화 역시 3GPP에서 5G의 기술적 기본 사양을 확정 후, ITU가 IMT-2020을 승인하는 패턴이었다.

다만 산업단에서의 6G에 대한 논의는 2026년 MWC(Mobile World Congress)를 기점으로 점차 활발하게 진행되고 있는 상황이다. 2026년 2월 NVIDIA는 Cisco, 에릭슨, 노키아, Softbank, SK텔레콤 등 글로벌 MNO 사업자 및 통신장비 업체들과 함께 'AI-Native 6G'를 Open and Secure Platform으로 구축한다는 공동 성명을 발표했다.

그림84. ITU에 따르면 6G 상용화 시점은 2030년 내외로 전망



자료: ITU, iM증권 리서치본부



기업분석

SK텔레콤(017670) [Buy/ TP 112,000원]

AI 투자에 가장 적극적인 국내 MNO 사업자

KT(030200) [Buy/ TP 70,000원]

구조적으로 개선되는 수익성

LG유플러스(032640) [Buy/ TP 19,500원]

주주환원 확대와 파주 AIDC 기대감

인텔리안테크(189300) [Buy/ TP 89,000원]

NTN 개화: Gateway부터 FPA 안테나까지

솔리드(050890) [NR]

미 FCC 주파수 경매 대표 수혜주

SK텔레콤(017670)

AI 투자에 가장 적극적인 국내 MNO 사업자

[통신/Mid-Smallcap] 신희철
2122-9187 shc4235@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시

SK텔레콤 투자의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation으로 산출했다. 산출된 기업가치는 23조 5,300억원이며, SK텔레콤의 영업가치에 엔트로픽의 지분가치 4.2조원을 가산했다. '25년 유심 해킹 사태 이후 악화되었던 실적은 정상 궤도로 복귀할 것으로 전망하며, 비용 효율화 속 이익을 역시 과거 고점 수준(OPM 10%)을 회복할 것으로 판단한다.

이익 및 배당 정상궤도 돌입 전망

동사는 '26년 매출액 17조 6,370억원(+3.1% YoY), '27년 17조 9,310억원을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라 '26년 영업이익은 1조 8,250억원(+YoY 70.1%, OPM 10.3%), '27년 2조 1,780억원(+YoY 19.3%, OPM 12.1%)를 기록하며 이익 성장이 나타날 것이다. 탑라인 및 이익 개선의 이유는 1) '25년 유심 해킹 사태 이후 유출되었던 무선 가입자 수 회복, 2) 5G 이익 회수기에 따른 비용 효율화에 있다.

실적이 정상궤도로 돌입함에 따라 '25년 중지되었던 주주환원 역시 재개될 것으로 판단한다. 이에 따른 '26년 예상 DPS는 3,400원이다. 동사는 또한 1.7조원 규모의 자본 잉여금을 감액배당 재원으로 마련했다.

울산 AIDC 중심 AI B2B 탑라인 성장 가속화

'25년 하반기 인수한 판교 DC 가동률 증가와 함께 '26년 SK브로드밴드의 AIDC 매출액은 4,346억원(+23.2% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. '27년 역시 40MW IT 부하 용량의 울산 AIDC 1차 가동과 함께 AIDC 사업부문 매출액은 5,256억원(+20.9% YoY)의 매출 성장을 기록할 것으로 전망한다.

울산 AIDC 용량은 2029년 100MW, 장기적으로 1GW까지 확대될 예정이다. 또한 동사는 최근 '메가 프로젝트'를 통해 전사 AIDC 용량을 5GW까지 확보하겠다고 발표했다.

엔트로픽 IPO 단계 돌입, 지분가치 상승 기대

'26년 5월 엔트로픽은 Series H 투자 라운드를 거치며 기업 가치가 9,650억 달러(기존 3,600억달러)까지 상승했다. 이에 따라 동사의 엔트로픽 지분가치 역시 4.2조원(지분율 0.28%, 원달러 환율 1,500원 가정)으로 확대되었다. 엔트로픽은 '26년 6월 IPO 단계에 돌입하며 향후 공모 기업가치는 더욱 상향될 가능성이 높다. 이에 따라 동사의 엔트로픽 지분 가치는 현재 동사의 시가총액 대비 20%에서 더욱 확대, 동사 기업 가치의 재평가 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

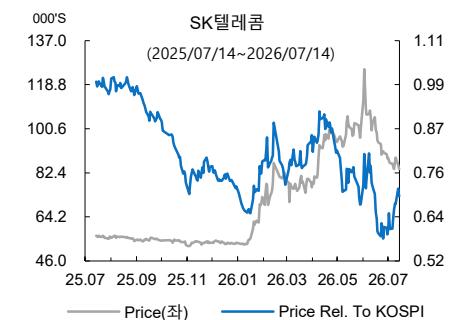
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	112,000원(신규)
증가(2026.07.20)	84,700원
상승여력	32.2 %

Stock Indicator	
자본금	30십억원
발행주식수	21,479만주
시가총액	18,021십억원
외국인지분율	38.4%
52주 주가	52,100~125,200원
60일평균거래량	1,421,873주
60일평균거래대금	145.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.4	-14.5	52.8	49.8
상대수익률	-0.6	-27.0	9.9	-63.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	17,099	17,637	17,931	18,258
영업이익(십억원)	1,073	1,825	2,178	2,241
순이익(십억원)	408	1,088	1,376	1,440
EPS(원)	1,901	5,067	6,406	6,703
BPS(원)	59,887	61,434	63,873	66,114
PER(배)	28.1	16.6	13.1	12.5
PBR(배)	0.9	1.4	1.3	1.3
ROE(%)	3.3	8.4	10.2	10.3
배당수익률(%)		4.2	4.8	5.4
EV/EBITDA(배)	4.1	4.7	4.3	4.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시

SK텔레콤의 투자의견을 Buy, 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. EV/EBITDA를 통해 산출된 SK텔레콤의 영업가치와 엔트로픽 지분가치를 합산하여 SOTP 방식을 통해 목표주가를 산출했다. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA 5조 5,340억원에 Target EV/EBITDA 5.0배를 적용했다. Target EV/EBITDA는 향후 수익성 개선을 고려하여 과거 이익 사이클 호황 시기의 밸류에이션 값을 적용했다.

통신업 밸류에이션 기준점으로는 LG유플러스를 참고했다. LG유플러스는 KT, SK텔레콤 대비 비통신 자회사 및 투자자산 비중이 작아 국내 통신사업의 순수 밸류에이션을 가장 잘 반영한다고 판단했다. 과거 LG유플러스는 매출 성장률과 수익성이 동시에 개선되는 구간에서 EV/EBITDA 기준 4배 수준의 밸류에이션을 부여받았다. 현재 SK텔레콤이 유사하게 매출 회복과 비용 효율화가 동시에 진행되는 점을 감안하면 최소 4배 수준의 EV/EBITDA 적용은 합리적이다.

다만 SK텔레콤은 추가적인 프리미엄을 받을 여지가 있다. 동사는 국내 이동통신 시장에서 약 48%의 점유율을 보유한 1위 사업자로 경쟁사 대비 우위가 뚜렷하며, 향후 AI 투자에 있어서도 가장 구체적인 계획 및 적극적인 투자를 진행하고 있는 만큼 20%의 프리미엄을 적용한 5.0배 EV/EBITDA를 적용했다.

이에 따라 당사 추정치 12개월 선행 EBITDA 5.3조원에 EV/EBITDA 5.0배를 적용하면 SK텔레콤 통신사업의 적정 EV는 약 27조 6,500원으로 산출된다. 여기서 순부채 약 7.8조원을 차감하면 SK텔레콤 통신사업의 적정 시가총액은 약 19조원이다. Anthropic 등 AI 관련 지분가치가 추가로 반영될 경우, SK텔레콤의 적정가치는 통신 본업 가치 이상으로 확장될 수 있다. '26년 5월 SeriesH 투자 단계에서 엔트로픽의 기업가치는 약 9,650억 달러이며, SK텔레콤이 보유한 지분을 고려 시 지분 가치는 4.2조원으로 추산된다.

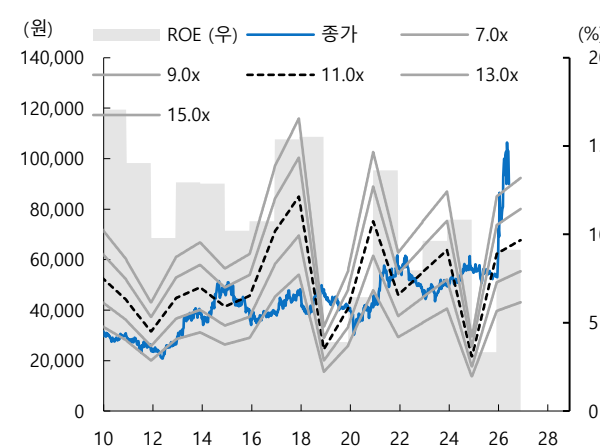
결국 현 주가는 통신 본업의 이익 회복과 수익성 개선 고려 시 상승 여력이 충분하며, AI 지분가치는 향후 추가적인 밸류에이션 상승 옵션으로 남아 있다. 통신 본업의 멀티플 정상화와 AI 투자자산의 재평가가 동시에 진행될 경우, 동사는 국내 통신 3사 중 가장 뚜렷한 밸류에이션 리레이팅 가능성을 보유한 사업자로 판단한다.

표1. SK텔레콤의 기업 가치 및 목표 주가 Valuation 산정 방식

구분		비고
영업가치	27,650	
Target EV/EBITDA (배)	5.0	이익 사이클 호황 당시 EV/EBITDA 적용, 국내 통신시장 점유율 고려 20% 프리미엄 부여
EBITDA (십억원)	5,530	12개월 Fwd. 기준
Anthropic 지분가치(십억원)	4,198	원달러 환율 1,500원 적용
Anthropic 기업가치(십억달러)	965	Series H 기준 (26.05)
SK텔레콤 지분율(%)	0.29	
SK텔레콤 보유 지분가치(십억달러)	2.80	
순차입금	7,845	12mf Forward
적정 시가총액 (십억원)	24,003	
발행주식수 (천주)	214,790	
적정주가	111,750	
목표주가	112,000	상승여력 +32.9%
현재주가	84,700	

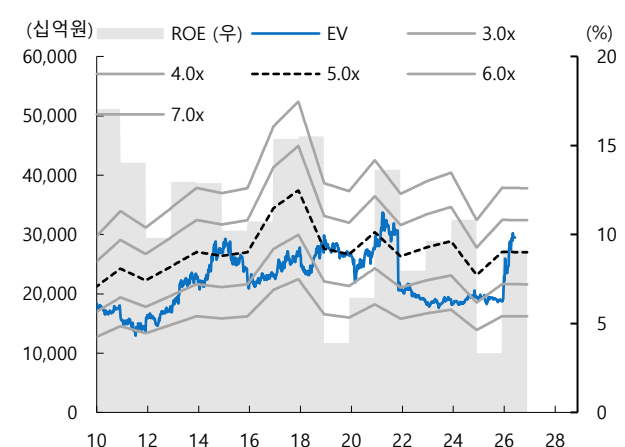
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK텔레콤 12개월 선행 P/E Band 추이



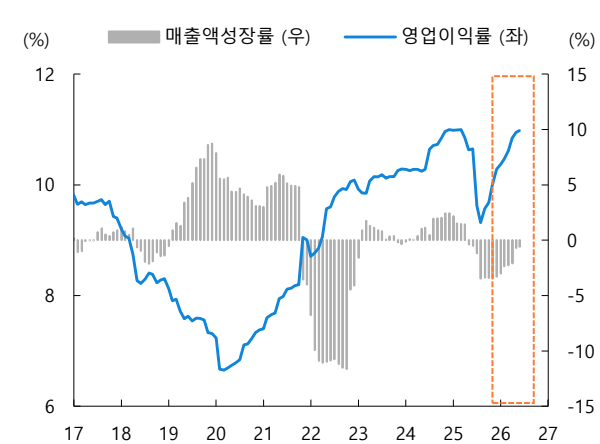
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림2. SK텔레콤 12개월 선행 EV/EBITDA Band 추이



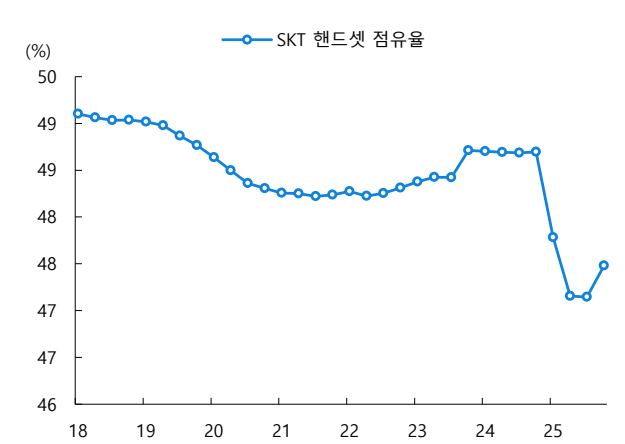
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림3. SK텔레콤은 매출액 증가율 및 이익률 개선세가 동시에 진행되고 있음



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림4. SK텔레콤의 핸드셋 점유율은 40% 후반대로 내수 시장 내 점유율 1위를 지속적으로 유지중



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

2Q26 Preview: 수익성 개선 지속

동사의 2Q26 매출액 및 영업이익을 각각 4조 3,786억원(-QoQ 0.3%, +0.9% YoY), 5,465억원(+1.7% QoQ, +61.6% YoY, OPM 14.3%)으로 전망한다. 기타 자회사 부진 속 매출액이 소폭 감소했으나, ①본사 이동통신부문의 수익성 개선 및 ②판교 IDC 가동률 확대에 따른 SKB 매출액 증가가 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다.

무선통신 가입자수 회복 및
비용 효율화 속 이익률 개선
기대

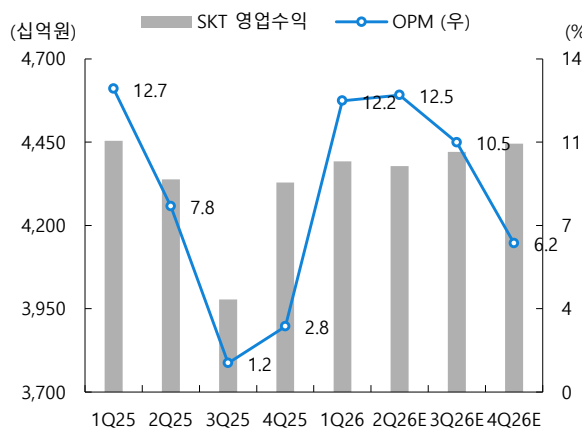
2Q26 SKT 별도 기준 예상 매출액은 3.1조원(+0.4% QoQ, -0.5% YoY), 영업이익은 4,369억원(+0.4% QoQ, OPM 16.3%)으로 1Q26 OPM 15.2% 대비 1.1%p의 수익성 개선이 기대된다. 이는 MNO 가입자 수 순증세 지속과 더불어, 2분기 선거철에 따른 비즈메세징 수요 증가와 같은 비경상적 이익 증가에 기인한다.

판교 IDC 가동률은 100%에
근접한 수준까지 확대

SKB 매출액은 1조 1,598억원(+0.9% QoQ, +3.6% YoY), 영업이익 1,247억원(+6.9% QoQ, +35.7% YoY, OPM 12.0%)이 예상된다. 영업이익 개선의 가장 큰 이유는 판교 IDC 가동률 증가다.

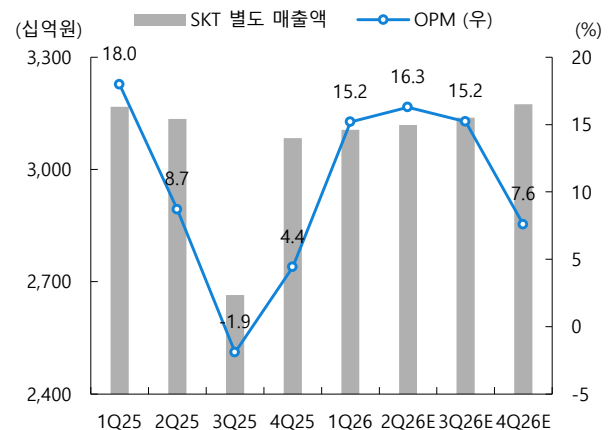
2H25 판교 IDC 인수 이후 2분기 가동률은 100%에 근접한 수준까지 올라온 것으로 파악된다. 이에 따라 SKB AIDC 사업부문 매출액은 1,092억원(+35.9% YoY)의 고성장을 기록할 것으로 전망한다. 다만 유희 용량 가동률이 100%에 근접한 만큼 '27년 울산 1차 AIDC 준공 이전까지 매출 성장세는 둔화될 가능성이 높다.

그림5. SK텔레콤 분기별 매출액 및 OPM 추이



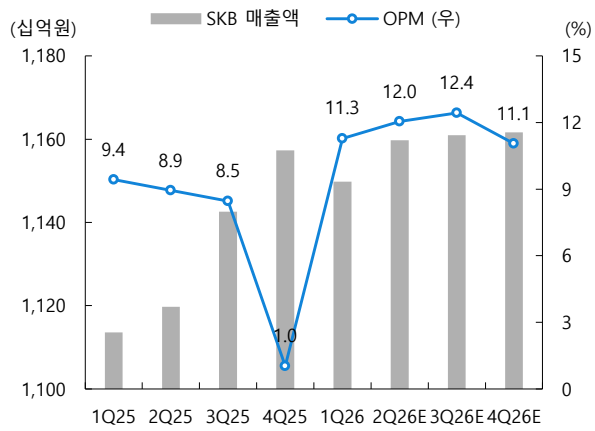
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림6. SK텔레콤 별도 기준 분기별 매출액 및 OPM 추이



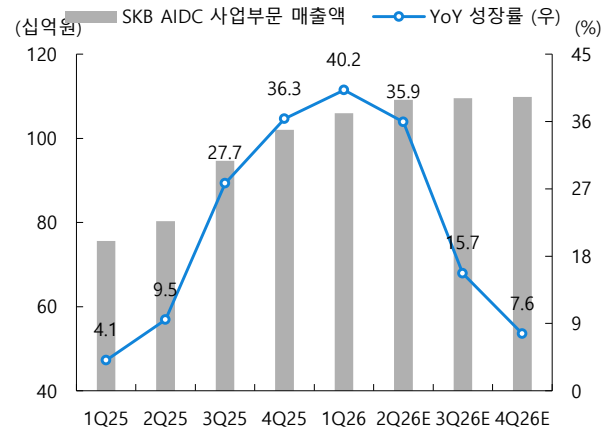
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림7. SK브로드밴드 분기별 매출액 및 OPM 추이 및 전망치



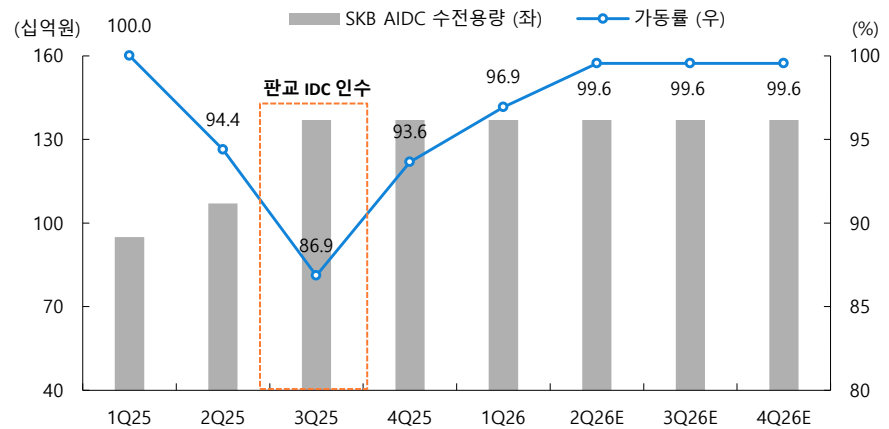
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림8. SKB AIDC 사업부문 분기별 매출액 및 성장률 전망치



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림9. 2H25 판교 IDC 인수 이후 동사 Colocation 임대율은 100%에 근접한 것으로 추정



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

표2. SK텔레콤 분기, 연도별 영업수익, 영업비용 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,379	4,421	4,445	17,099	17,637	17,931
YoY (%)	-0.5	-1.9	-12.2	-4.1	-1.4	0.9	11.1	2.7	-4.7	3.1	1.7
QoQ (%)	-1.3	-2.6	-8.3	8.8	1.5	-0.3	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
SK텔레콤	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,119	3,139	3,174	12,051	12,537	12,737
YoY (%)	-0.7	-1.8	-16.8	-3.3	-1.9	-0.5	17.8	2.9	-5.7	4.0	1.6
QoQ (%)	-0.7	-1.0	-15.0	15.7	0.7	0.4	0.6	1.1	0.0	0.0	0.0
이동전화수익	2,661	2,623	2,124	2,538	2,581	2,591	2,607	2,632	9,946	10,411	10,522
망접속수익	97	94	95	94	91	92	92	94	380	370	385
기타	409	419	446	452	433	436	439	448	1,725	1,757	1,830
YoY Growth											
이동전화수익	-0.1	-1.9	-20.5	-4.6	-3.0	-1.2	22.7	3.7	-6.8	4.7	1.1
망접속수익	-13.7	-13.6	-10.9	9.3	-6.4	-1.9	-2.3	-0.1	-8.2	-2.7	4.2
기타	-0.7	2.2	4.9	1.9	6.0	4.2	-1.5	-0.8	2.1	1.8	4.2
SK브로드밴드	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,160	1,161	1,162	4,533	4,632	4,740
YoY (%)	2.0	2.4	3.4	3.2	3.3	3.6	1.6	0.4	2.8	2.2	2.3
QoQ (%)	-0.7	0.5	2.0	1.3	-0.6	0.9	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
초고속인터넷	267	269	268	277	275	280	281	284	1,081	1,120	1,161
유료방송	478	475	478	475	472	469	467	465	1,905	1,873	1,836
B2B	346	359	381	387	383	392	394	394	1,473	1,562	1,667
YoY Growth											
초고속인터넷	3.8	3.4	2.0	0.9	3.1	4.1	4.8	2.4	2.5	3.6	3.7
유료방송	0.4	-0.3	-1.1	-2.2	-1.3	-1.2	-2.2	-2.1	-0.8	-1.7	-2.0
B2B	1.9	6.1	12.0	11.1	10.4	9.3	3.5	1.7	7.8	6.1	6.7
영업비용	3,886	4,001	3,930	4,210	3,855	3,832	3,957	4,168	16,026	15,812	15,753
YoY (%)	-2.3	3.0	-1.7	-1.1	-0.8	-4.2	0.7	-1.0	-0.6	-1.3	-0.4
QoQ (%)	-8.7	2.9	-1.8	7.1	-8.4	-0.6	3.3	5.3			
급여	672	594	605	840	634	626	641	772	2,711	2,673	2,781
지급/판매수수료	1,325	1,398	1,367	1,405	1,365	1,357	1,401	1,426	5,495	5,550	5,417
감가상각비	898	894	898	901	879	875	875	875	3,590	3,503	3,448
광고선번비	34	35	41	73	28	50	53	89	183	220	208
망접속비용	164	162	144	166	154	165	167	176	635	662	678
전용회선료	68	68	66	65	63	68	67	67	267	265	266
상품매출원가	328	270	362	310	325	280	354	341	1,270	1,300	1,326
기타영업비용	398	580	446	451	406	412	400	421	1,875	1,639	1,630
of Cost (%)											
급여	17.3	14.9	15.4	20.0	16.4	16.3	16.2	18.5	16.9	16.9	17.7
지급/판매수수료	34.1	34.9	34.8	33.4	35.4	35.4	35.4	34.2	34.3	35.1	34.4
감가상각비	23.1	22.4	22.8	21.4	22.8	22.8	22.1	21.0	22.4	22.2	21.9
광고선번비	0.9	0.9	1.1	1.7	0.7	1.3	1.3	2.1	1.1	1.4	1.3
망접속비용	4.2	4.1	3.7	3.9	4.0	4.3	4.2	4.2	4.0	4.2	4.3
전용회선료	1.8	1.7	1.7	1.5	1.6	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7
상품매출원가	8.4	6.7	9.2	7.4	8.4	7.3	8.9	8.2	7.9	8.2	8.4
기타영업비용	10.3	14.5	11.3	10.7	10.5	10.7	10.1	10.1	11.7	10.4	10.3
영업이익	567	338	48	119	538	547	464	278	1,073	1,825	2,178
OPM (%)	12.7	7.8	1.2	2.8	12.2	12.5	10.5	6.2	6.3	10.3	12.1
YoY (%)	13.8	-37.1	-90.9	-53.1	-5.2	61.6	857.4	133.0	-41.1	70.1	19.3
QoQ (%)	123.2	-40.4	-85.7	145.9	351.3	1.7	-15.1	-40.2			
당기순이익	362	83	-167	97	235	376	305	156	408	1,167	1,383
NPM (%)	8.1	1.9	-4.2	2.2	5.4	8.6	6.9	3.5	2.4	6.6	7.7
YoY (%)	-0.1	-76.2	적전	-75.4	-35.0	352.0	흑전	60.8	-67.3	185.8	18.4
QoQ (%)	-8.4	-77.0	적전	흑전	142.4	60.1	-19.0	-48.8			

자료: iM증권 리서치본부

이익 및 주주환원 정상궤도 진입 전망

‘26E 영업이익 성장률 +70.1% YoY 전망

동사는 ‘26년 매출액 17조 6,370억원(+3.1% YoY), ‘27년 17조 9,310억원(+1.7% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따라 ‘26년 영업이익은 1조 8,250억원(+YoY 70.1%, OPM 10.3%), ‘27년 2조 1,780억원(+YoY 19.3%, OPM 12.1%)를 기록하며 이익 성장이 나타날 것이다.

무선통신 가입자수 회복 및
비용 효율화 속 이익률 개선
기대

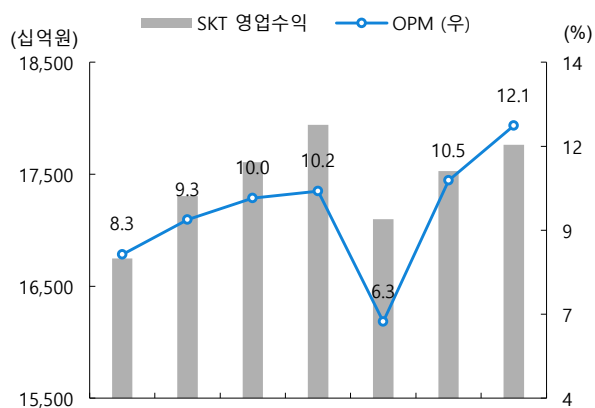
이익의 가파른 성장은 1) ‘25년 유심 해킹 사태 이후 순유출을 기록했던 무선 통신 가입자 수 회복, 2) 5G 회수기 속 비용 효율화에 따른 이익률 개선에 기인한다. 이에 따라 ‘26년, ‘27년 동사의 영업이익률은 과거 고점 수준을 회복할 것으로 전망한다.

2Q25 해킹 사태 이후 가입자 수 및 ARPU 회복

5G 핸드셋 가입자 수는 해킹
사태 이후 순증가세 지속

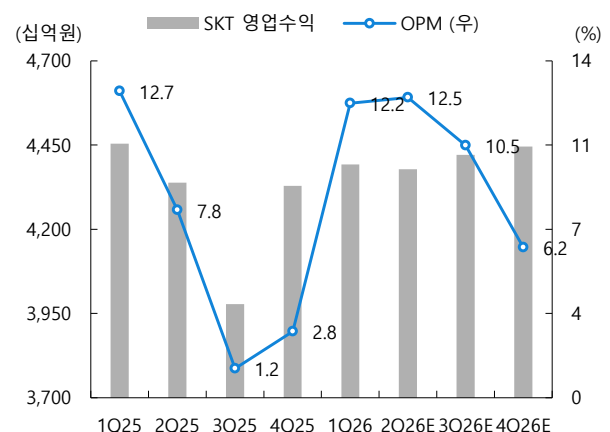
유심 해킹 사태 이후 순유출을 기록하던 SK텔레콤의 핸드셋 가입자 수는 1Q26부터 순증가세로 전환했으며, 올해 해킹 이전 수준을 회복할 것으로 전망한다. 또한 高 ARPU 위주의 5G 이용자 수는 해킹 사태 이후에도 순증가세를 기록하며 역대 최대 가입자 수를 기록한 상황이다. 총 핸드셋 가입자 수 회복과 더불어 5G 가입자 수 비중 증가는 ARPU 상방 요인으로 작용하며 탑라인 성장을 견인할 전망이다.

그림10. SK텔레콤 ‘22~’27E 매출액 및 OPM 추이 및 전망치



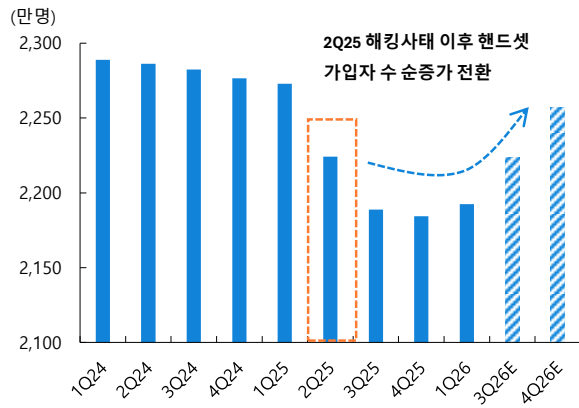
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림11. SK텔레콤 분기별 매출액 및 OPM 추이 및 전망치



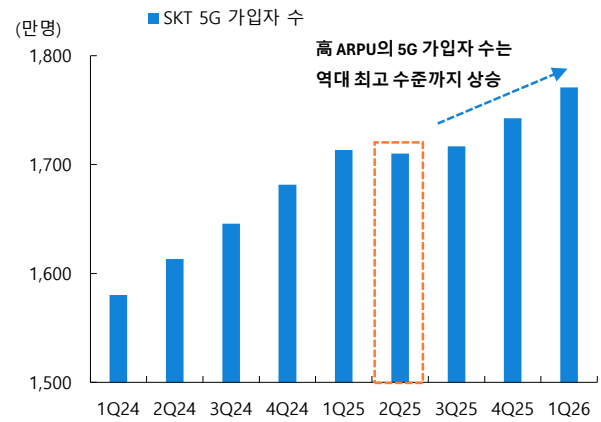
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림12. 2Q25 유심 해킹 사태 이후 SKT 가입자 수는 1Q26 처음 순증가세로 전환. 올해 과거 해킹 이전 수준을 회복할 것



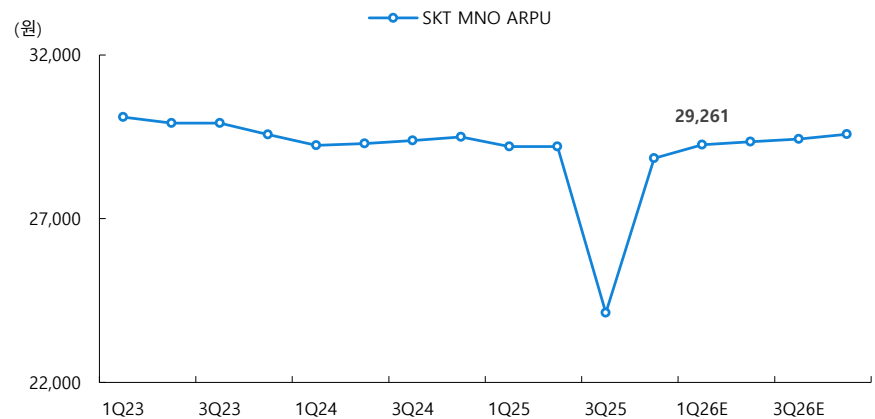
자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림13. 高 ARPU의 5G 가입자 수는 해킹사태 이후 순증가 지속하며 역대 최대



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림14. 5G 가입자 수 증가와 함께 올해 ARPU는 상승세 보일 것으로 전망



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

5G 회수기에 따른 비용효율화 속 이익률 개선 기대

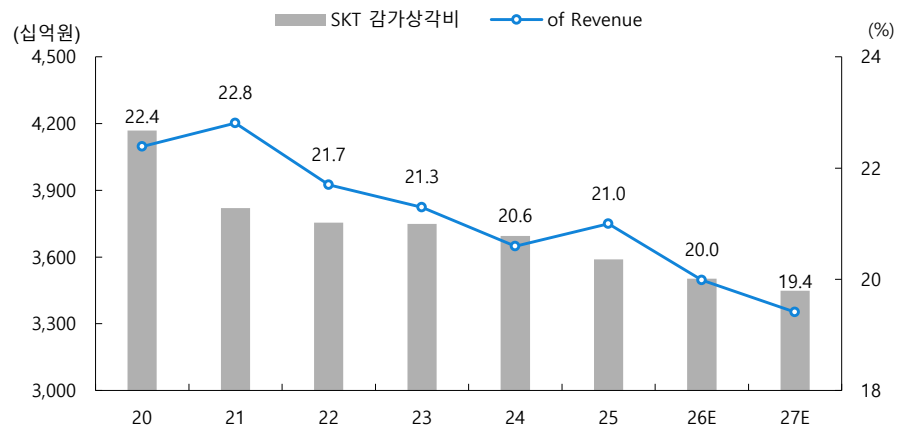
감가상각비, 마케팅 비용
하락 속 탑라인 성장과 영업
비용은 감소가 동시에
나타날 것

5G 회수기 진입에 따라 비용 감소 효과가 나타날 전망이다. 과거 5G 통신 인프라의 감가상각 마무리 시기가 돌입하며 감가상각비는 점진적으로 하락할 전망이다. 이에 따라 동사 감가상각비는 매출액 대비 20% 수준까지 낮아질 것으로 판단한다.

마케팅 비용 역시 감소할 것으로 예상된다. 올해 동사의 마케팅 수수료는 매출액 대비 22.3% 수준으로 전망되며 '25년(매출액 대비 24%) 대비 개선세를 보일 것이다. 5G 고객 유치 경쟁이 약화됨에 따라 마케팅 수수료는 안정화 기조는 향후에도 지속될 것으로 판단한다.

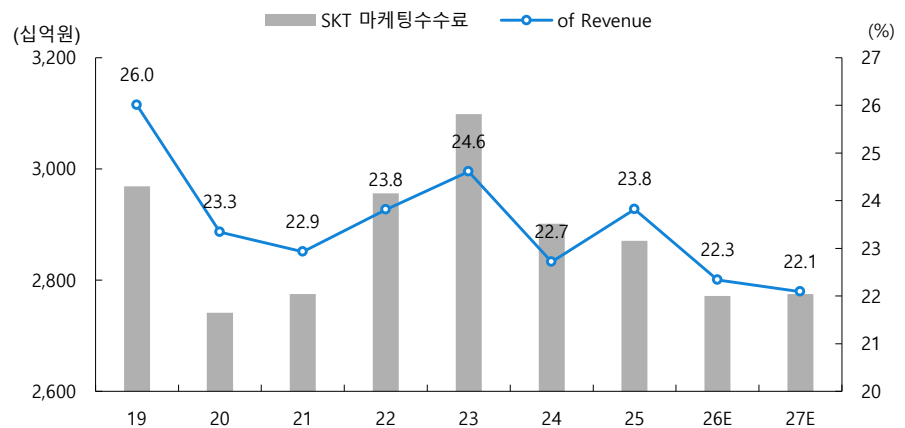
이에 따라 올해 SK텔레콤의 연결 기준 영업비용은 약 15조 8,120억원(-YoY 1.3%)으로 감소세를 보일 것으로 전망한다. 비용 효율화 속 동사의 영업이익률은 '26년 10.3%, '27년 12.1%까지 개선될 것이다.

그림15. 5G 인프라 상각 기간 마무리 시기에 돌입하며 감가상각비는 하향 안정화될 전망



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림16. SK텔레콤 별도 기준 마케팅수수료는 5G 고객 유치 경쟁 약화 속 하락세 지속



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

이익률 개선 → 현금흐름 회복 → 주주환원 정상화

'26E DPS는 3,400원 으로
과거 수준을 회복할 전망

동사의 매출액 및 영업이익률이 과거 수준으로 회복함에 따라 '25년 중지되었던 주주환원 역시 재개될 것으로 전망한다. 이에 따른 올해 DPS는 3,400원, 예상 현금 배당액은 약 7,300억원이다.

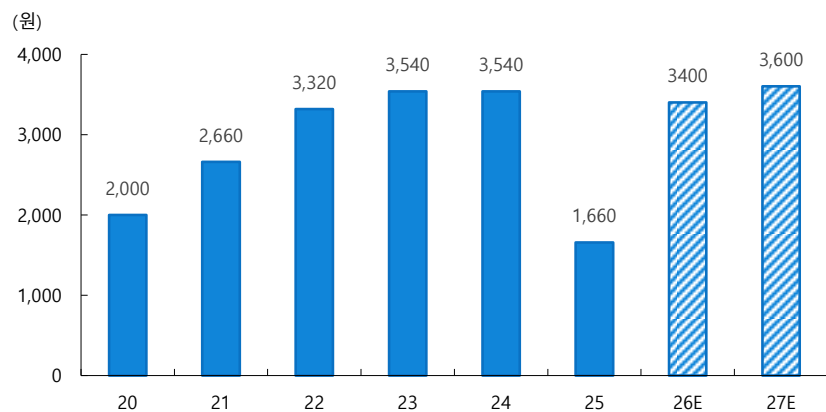
올해 예상 FCF 고려 시 배당
성향 목표치 달성은 충분히
가능

올해 동사의 잉여 현금 흐름은 2.5조원 수준으로 전망하며, 이는 최근 5개년 최고치 ('24년 2.6조원)에 근접한 수준이다. 현금흐름 개선과 함께 동사의 배당 성향 목표치 (연결 당기순이익의 50% 이상) 달성은 충분히 가능하다고 판단한다.

자본잉여금 1.7조원을 감액
배당 재원으로 활용할 전망

동사는 또한 자본잉여금 1.7조원을 배당 재원으로 활용할 전망이다. 해당 배당 재원은 빠르면 '26년 기말 배당 혹은 '27년부터 사용이 가능하다. 자본잉여금을 통한 배당은 비과세 배당인만큼 보다 주주친화적 환원이 가능할 것으로 판단된다.

그림17. SK텔레콤은 올해 분기배당 830원을 확정. 현금흐름 회복과 함께 올해 DPS는 3,600원 전망



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

표3. SK텔레콤은 자본잉여금 1.7조원을 감액 결의, 해당 재원은 '26년 기말배당부터 비과세 배당으로 활용 가능

구분	시점	의미
자본준비금 감액 결의	2026년 3월 주총	비과세 감액배당 재원 1.7조원 마련
활용 가능 조건	2026년 재무제표 확정 후	2026년 결산 완료 필요
최초 활용 가능 배당	2026년 기말 배당	2026년 귀속 배당
결의 및 지급 시점	2027년 초~정기주총 전후	'27년 초 정기주총과 함께 구체적인 감액배당 계획이 확정될 가능성 높음

자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

울산 AIDC 중심 AI B2B 탑라인 성장 가속화

SKB AIDC 외형확대 지속

AIDC 매출 성장 가속화는
SKB 탑라인 성장을 견인

가산 AIDC와 더불어 '25년 하반기부터 개시된 판교 IDC 역시 가동이 본격화되며 '26년 SK브로드밴드의 AIDC 매출액은 4,346억원(+23.2% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 현재 전체 IDC Colocation 포트폴리오의 가동률은 90%를 상회하는 것으로 판단한다.

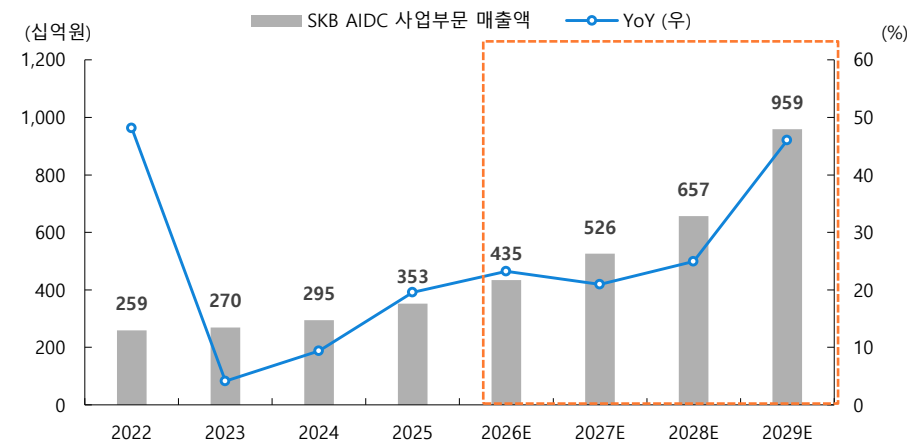
'27년 1차 울산 AIDC 가동이
본격적으로 시작될 전망

'27년 역시 40MW IT 부하 용량의 울산 AIDC 1차 가동과 함께 AIDC 사업부문 매출액은 5,256억원(+20.9% YoY)의 매출 성장을 기록할 것으로 전망한다. 울산 AIDC는 SK텔레콤의 중장기 핵심 AI 전략으로, SK 그룹과 AWS가 공동으로 추진하는 약 7조원 규모의 대형 AI 데이터센터 프로젝트이다.

울산 AIDC 용량은
중장기적으로 1GW까지
확대될 것

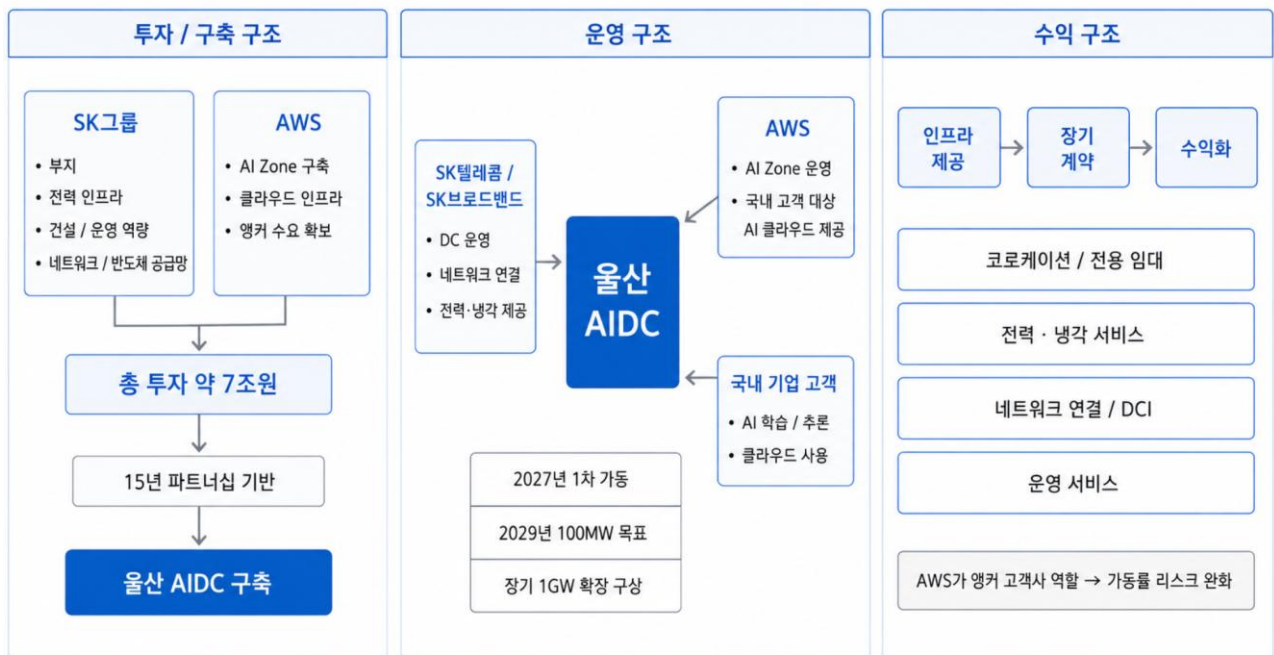
울산 AIDC 용량은 2029년 100MW, 장기적으로 최대 1GW까지 확대되며 동사의 B2B 사업부문 탑라인 성장을 견인할 것으로 전망한다. 특히 울산 AIDC는 AWS라는 하이퍼스케일러 고객사를 이미 확보했다는 점에서 고객 유치 리스크에서 비교적 자유롭고, 수익화 가시성이 높다고 판단한다.

그림18. SKB AIDC 사업부문 매출액은 '29년 1조원을 상회할 전망



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림19. 울산 AIDC 투자, 운영, 수익구조 모식도



자료: iM증권 리서치본부

표4. SK텔레콤 보유 및 계획된 데이터센터

거점 위치	설립시점	용량	수익 구조	비고
서초	2000.05	-	일반 IDC	
일단	2007.04	-	일반 IDC	
분당	2015.08	-	일반 IDC	
가산	2021.07	46MW	colocation + GPUaaS	Lambda 협력 기반 GPUaaS 상용화 거점
양주	2025.02	12MW	colocation	
판교	2025.07	30MW	colocation	SKAX 보유 DC를 SKB에 양도
울산	2027~2030 예정	100MW	colocation	고객사 AWS 확보, 1차 2027년 가동, 2차 2030년 최종 100MW 가동 예정. 중장기 목표 1GW
구로	2030 예정	60MW	미정	
서남권	미정	미정	미정	OpenAI 합작 프로젝트, 미확정 프로젝트, 잠재 파이프라인

2030년 목표 DC 용량: 300MW+ (중장기 1GW)

자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

중장기 AIDC Plan 적용시 동사의 AIDC 매출액은 5조원까지 확대 가능

1GW 규모 데이터센터 완공
시 AIDC 사업부문 매출액은
5조원까지 확대될 전망

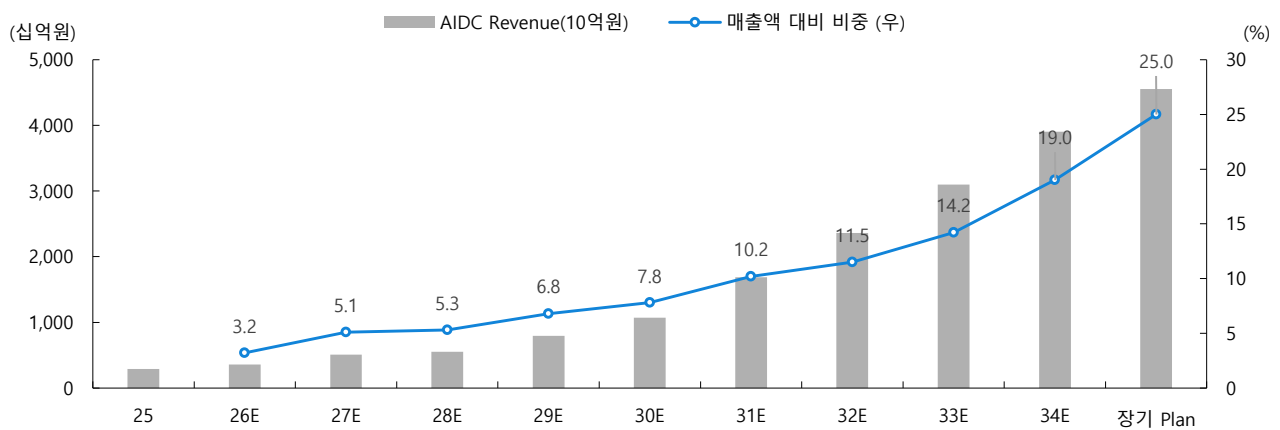
아직 구체적인 계획은 미정이나, 동사는 중장기적으로 울산을 중심으로 AIDC 용량을 1GW 규모까지 확대할 전망이다. 현재 동사의 Colocation 단가 및 CRBE 리서치의 북미 기준 데이터센터 Colocation 단가 전망치를 고려했을 때, 동사의 AIDC 매출액은 향후 5조원까지 증가할 가능성이 있다.

‘25년 데이터센터 Colocation 단가는 kw/월 기준 193달러 수준이었으며, CRBE 리서치는 데이터센터 Colocation 단가가 2030년까지 연평균 8%의 성장률을 보일 것으로 전망한다.

동사의 주요 AIDC 거점이 이미 AWS라는 주요 고객사를 확보해 가동률이 높은 수준을 기록할 것으로 전망하는 바, 평균 가동률 80% 가정 시 2030년 300MW 데이터센터 용량 기준 동사의 AIDC 매출액은 1조원 규모까지 증가할 것으로 전망한다.

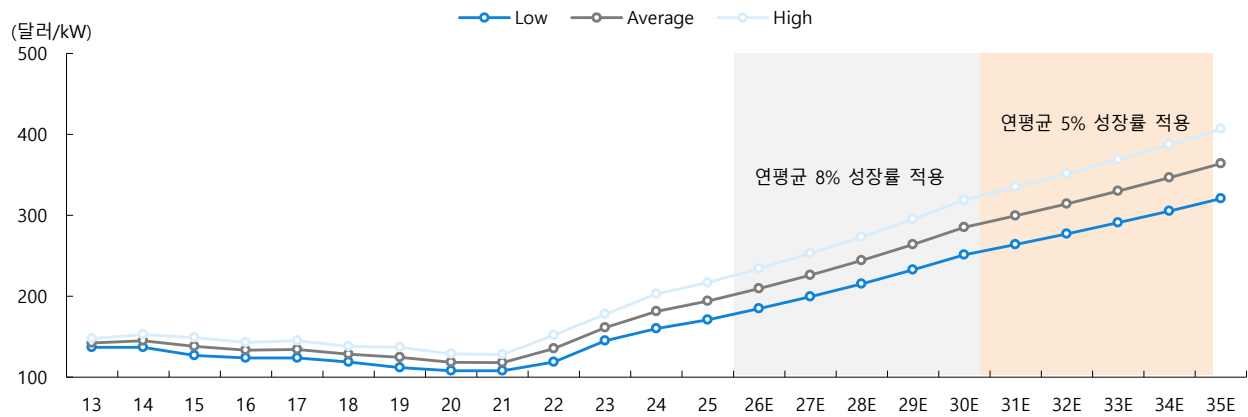
이와 더불어 중장기 Plan인 1GW 규모 데이터센터가 2035년 전후로 준공된다는 가정 하에, 가동률 80% 기준 동사의 AIDC 매출액은 연간 4.5조원까지 증가할 것으로 전망된다. 이는 ‘25년 동사의 연결 기준 매출액 17조원의 25% 수준으로 유의미한 사업 포트폴리오 개선을 이끌 것으로 판단한다.

그림20. AIDC 용량이 1GW까지 확대될 경우 중장기적으로 AIDC Colocation 매출액은 약 4.5조원, ‘25년 동사 매출액 대비 25%까지 상승할 것으로 전망



자료: SK텔레콤, iM증권 리서치본부

그림21. 북미 기준 데이터센터 Colocation 월 환산 kW / 달러 연간 추이 및 향후 전망, Low/Average/High



자료: CRBE, iM증권 리서치본부

표5. SK텔레콤 향후 AIDC Colocation 수익 추정. 가동률 80%, Colocation 단가 Low 기준. 연간 매출액은 4.5조원까지 증가할 전망

구분		25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	장기 Plan
데이터센터 용량 (MW)		119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
Colocation 가격 (달러/kW)	Low	171	185	199	215	233	251	264	277	291	305	321
	Average	194	210	226	244	264	285	299	314	330	346	364
	High	217	234	253	273	295	319	335	352	369	388	407
가동률 80%	Operating MW	95.2	109.6	144	144	192	240	360	480	600	720	800
	Revenue(10억원)	289	359	510	551	793	1,071	1,687	2,361	3,099	3,905	4,556
가동률 85%	Operating MW	101	116	153	153	204	255	383	510	638	765	850
	Revenue(10억원)	307	382	542	585	843	1,138	1,792	2,509	3,293	4,149	4,841
가동률 90%	Operating MW	107	123	162	162	216	270	405	540	675	810	900
	Revenue(10억원)	325	404	574	620	892	1,205	1,898	2,657	3,487	4,393	5,126
가동률 95%	Operating MW	113	130	171	171	228	285	428	570	713	855	950
	Revenue(10억원)	343	427	606	654	942	1,272	2,003	2,804	3,681	4,637	5,410
가동률 100%	Operating MW	119	137	180	180	240	300	450	600	750	900	1000
	Revenue(10억원)	361	449	638	689	992	1,339	2,108	2,952	3,874	4,882	5,695

자료: CRBE, iM증권 리서치본부

SK텔레콤 메가 프로젝트: AIDC 확대를 위한 의지

메가프로젝트 하 SKT AIDC
목표용량은 '30년 5GW

최근 산업통상부에서 개최된 3대 메가 프로젝트에서 SK, GS, 네이버는 '30년까지
합산 8GW의 데이터센터를 구축한다고 밝혔다. 그 중 SK텔레콤은 1단계 투자로
'30년까지 5GW의 AIDC, 향후 2단계 프로젝트를 통해 최종적으로 15GW의
AIDC 구축을 발표했다.

SK텔레콤의 기존 중장기 계획이 울산 AIDC 중심 1GW였음을 고려하면 매우
공격적인 투자 계획이다. 세부적으로는 울산 1GW, 충남권 2GW, 기타 지역
확장 등이 거론되고 있다.

5GW AIDC에 대한
SK텔레콤의 예상 총
투자액은 350조원

8GW(SK, GS, 네이버 합산) AIDC 구축에 언급되는 총 투자액은 550조원으로,
AI-Factory[DC 인프라부터 GPU까지 자체 구매]에 대한 투자로 추정된다.
여기서 SK텔레콤의 투자분[AIDC 5GW]은 약 350조원으로 계산된다.

실제 투자를 위한 자금 조달
및 수익구조에 대한 계획은
아직 미정

다만 투자액 규모를 감안했을 때, 해당 중장기 메가 프로젝트는 SK텔레콤 단독
재무구조로 추진하기에는 현실적으로 한계가 존재한다. SI/FI 참여, 그룹 차원의
컨소시엄, JV 또는 소수지분 투자 구조 등 다양한 형태로 전개될 가능성이 있으나
구체화된 부분은 없는 것으로 파악된다. 또한 실제로 5GW를 전부 AI-Factory
형식으로 구축을 할지, 일부는 AI-ready DC 사업모델로 가져갈지 여부 역시
아직은 알 수 없는 상황이다.

결국 현재 시점에서 메가 프로젝트는 수익 모델, 데이터센터 건설 부지, 자금조달
계획, 지분 구조, 고객사 등 세부 내용이 구체화되지 않은 만큼 이를 바탕으로 한
실적 추정은 제한적이다. 다만 SK텔레콤이 대규모 투자를 바탕으로 AI 인프라
사업자로서의 포트폴리오 전환을 적극적으로 추진하려 한다는 점은 긍정적이다.

표6. SK텔레콤의 AIDC 로드맵. 기존 장기 목표는 1GW 수준이었으나, 최근 산업통상부에서 발표된 메가 프로젝트에서는 '30년 5GW까지
AIDC 용량을 확대할 것이라고 발표

구분	기존 검토	메가 프로젝트
중기 프로젝트(~2030)	울산AIDC 100MW, 구로 AIDC 100MW 구축과 함께 전사 AIDC 용량을 300MW+까지 확대	울산 1GW, 충남권 2GW 등 전사 AIDC 용량을 5GW까지 확대
장기 프로젝트(~2030 이후)	중장기적으로 울산 AIDC를 1GW까지 확대	장기적으로 전사 AIDC 용량을 15GW로 확대
예상 필요 CAPEX (Colocation 기준)	약 15조원 (1GW 기준)	약 75조원 (5GW 기준)
예상 필요 CAPEX (AI-Factory 기준)	약 70조원 (1GW 기준)	약 350조원 (5GW 기준)

자료: 산업통상부, SK텔레콤, iM증권 리서치본부

메가프로젝트 현실화 시 확연히 달라질 사업포트폴리오

기존 AIDC 로드맵 및
메가프로젝트 목표 용량의
중간값은 3GW

현재까지 구체적인 투자 계획이 제시되지 않은 만큼 SK텔레콤이 '30년까지 5GW의 AIDC 용량을 확보할 수 있을지는 불명확하다. 이에 따라 실적에 반영하기에는 한계가 있으나, 기존 동사의 AIDC 목표 용량[1GW]와 현재 신규 계획[5GW]의 중간값인 3GW AIDC 용량을 확보한다고 시나리오 테스트를 해 보았을 때, 동사의 사업포트폴리오는 확연하게 달라질 수 있다.

AIDC 사업모델은 서버를 직접 구매하여 컴퓨팅 자원을 판매하는 GPUaaS와 인프라를 임대하는 Colocation 병행을 전제로 했다. 주요 가정은 다음과 같다.

GPUaaS(GPU-as-a-Service) 매출 산정

AWS, Lambda,
Coreweave의 시간당 GPU
단가는 평균 4달러 내외

현재 GPUaaS를 진행하는 Coreweave, Lambda, AWS의 시간당 GPU 단가는 평균 약 3달러 수준이다. 다만 B200, B300 등 GPU 스펙에 따라 시간당 단가는 12달러에서 14달러까지 증가한다. H100 GPU 8개가 탑재된 NVIDIA DGX H100 서버 기준 시스템 전력은 10.2kW로, AIDC 1MW당 탑재되는 GPU 개수는 약 580개로 계산된다.

이를 바탕으로 1MW당 월간 GPUaaS 매출액은 가동률 100% 기준 140만 달러, 원화 환산 19억원이 계산된다. 주요 산식은 다음과 같다.

[월매출 = GPU 수(580개) x GPU 시간단가(3달러) x 월시간(720시간) x 가동률]

GPUaaS 가동률 100% 기준
AIDC 연간 예상 매출액은 약
68조원

결과적으로 3GW AIDC를 전부 GPUaaS 방식으로 운영할 경우 가동률 100% 기준 SK텔레콤의 연간 AIDC 예상 매출액은 68조원이다. 보수적으로 80%의 가동률 적용 시 연간 AIDC 매출액은 약 55조원 수준이다. 이는 '25년 기준 동사 매출액 17조원의 3배 이상으로 실제 3GW AIDC 확보가 현실화된다면 동사의 사업 구조는 기존 통신 중심에서 AI 인프라 중심으로 전환된다.

표7. GPUaaS 매출 추정 로직 및 주요 가정

사업자 별 예시	GPU 시간당 단가 (달러)	비고
CoreWeave H100 Reserved	2.2	장기계약 최저 단가
Lambda H100 SXM On-demand	4.0	단기계약 단가
AWS P5 Capacity Block (H100)	4.7	
AWS P6 Capacity Block (B200)	12.3	
평균 단가 (달러, H100 기준)	4.1	
조정	75%	장기 계약에 따른 GPU 이용 단가 할인 가정
GPU 시간단가 (달러, H100 기준) (a)	3.1	(a)
NVIDIA DGX H100 최대전력 (kW)	10.2	
NVIDIA DGX H100 GPU 개수 (개)	8	
냉각 등 데이터 센터 인프라 전력 비율	25%	
1MW 당 GPU 개수 (b)	588	(b)
월 시간 (c)	720	(c)
가동률 (%) (d)	100%	(d)
1MW 당 GPUaaS 월 환산 수익 (십억원) (e)	1.9	(a)*(b)*(c)*(d), 환율 1,450원 가정
3GW GPUaaS 연환산 수익 (십억원)	68,232	(e) * 3000 * 12개월

자료: AWS, Coreweave, Lambda, iM증권 리서치본부

GPUaaS와 Colocation 사업모델 병행 시 매출액 가정

GPUaaS, Colocation 비중에
따른 3GW AIDC 연간 예상
매출액은 55조원~13조원

3GW AIDC 사업모델을 GPUaaS와 Colocation 1:1 구조로 확보한다고 가정했을 때, 가동률 80% 기준 연간 AIDC 매출액은 34조원으로 추산된다. GPUaaS 매출액은 앞서 언급한 가정치를 바탕으로 계산했으며, Colocation 매출액의 경우 CRBE 리서치의 북미 IDC Colocation 단가를 적용하여 산출했다[그림95].

가동률 80%를 동일하게 적용할 경우, SK텔레콤의 AIDC 연환산 매출액은 3GW 기준 GPUaaS:Colocation 비중에 따라 최대 54.6조원에서 최소 13.4조원 내에서 형성될 것으로 전망한다.

표8. GPUaaS(GPU-as-a-Service), Colocation 병행 시 가동률에 따른 연환산 AIDC 매출액 가정

AIDC 매출액 (조원)		GPUaaS (GPU-as-a-Service)/Colocation 비율										
		100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%	0%
가동률	100%	68.2	63.1	57.9	52.8	47.7	42.5	37.4	32.2	27.1	21.9	16.8
	90%	61.4	56.8	52.2	47.5	42.9	38.3	33.6	29.0	24.4	19.7	15.1
	80%	54.6	50.5	46.4	42.2	38.1	34.0	29.9	25.8	21.7	17.6	13.4
	70%	47.8	44.2	40.6	37.0	33.4	29.8	26.2	22.6	19.0	15.4	11.8
	60%	40.9	37.9	34.8	31.7	28.6	25.5	22.4	19.3	16.3	13.2	10.1
	50%	34.1	31.5	29.0	26.4	23.8	21.3	18.7	16.1	13.5	11.0	8.4
	40%	27.3	25.2	23.2	21.1	19.1	17.0	14.9	12.9	10.8	8.8	6.7
	30%	20.5	18.9	17.4	15.8	14.3	12.8	11.2	9.7	8.1	6.6	5.0
	20%	13.6	12.6	11.6	10.6	9.5	8.5	7.5	6.4	5.4	4.4	3.4
	10%	6.8	6.3	5.8	5.3	4.8	4.3	3.7	3.2	2.7	2.2	1.7

자료: iM증권 리서치본부

GPUaaS 감가상각비 및 영업이익률 추정

GPUaaS 사업모델의 BEP를
위한 예상 가동률은 70%
이상

GPUaaS 사업모델은 가동률 70% 이상부터 (+)영업이익률을 기록할 것으로
전망된다. 가동률 100% 기준 AIDC 사업부문 영업이익률은 약 21%로, 3GW
용량 기준 영업이익은 약 14.5조원으로 계산된다. Coreweave의 EBITDA Margin
60%를 적용했으며, 감가상각비 계산에 대한 가정은 다음과 같다.

1GW AIDC 구축에 필요한
서버 CAPEX는 약 40조원

1GW AIDC 구축에 필요한 CAPEX는 약 70조원으로 추정되며, 그 중 GPU
서버에 소요되는 비용은 약 40조원으로 추정된다. H100 GPU 8개가 탑재된
NVIDIA DGX H100 서버의 가격이 약 380,000달러로 GPU 당 단위 가격은
5만달러 수준이다. 1MW AIDC 구축에 필요한 GPU 개수가 약 600개임을
감안했을 때 3GW 규모의 서버 구축에 소요되는 CAPEX는 약 120조원이
계산된다. 최신 GPU인 B200 기준으로 서버 CPAEX는 더 확대될 수 있다.

3GW AIDC 연간
감가상각비는 약 26조원으로
추정

이에 따라 3GW 규모 데이터센터 당 소요되는 연간 감가상각비는 약 26조원
수준이다. GPU 내용연수는 미국 빅테크 사례를 참고하여 5.5년을 적용했으며,
서버를 제외한 시설 및 인프라의 내용연수는 12년을 적용하여 계산했다.

표9. GPUaaS 기준 AIDC 감가상각비 추정 로직 및 주요 가정

구분		비고
1MW 당 GPU 개수 (a)	600	(a) x (b) x 환율 1,450원
GPU 구매 단가 (달러) (b)	47,500	
3GW GPU 서버 CAPEX (십억원) (c)	119,843	
GPU 내용연수 (d)	5.5년	
연간 GPU 감가상각비 (십억원) (e)	19,974	(c) / (d)
서버 외 인프라 감가상각비 (십억원) (f)	6,667	내용연수 12년 가정
총 연간 감가상각비 (십억원)	26,640	(e) + (f)

자료: iM증권 리서치본부

표10. GPUaaS(GPU-as-a-Service) 가동률에 따른 AIDC 매출액 및 영업이익률 가정 [EBITDA Margin 60% 가정]

구분 (조원)	GPUaaS 가동률 (AIDC 용량 3GW 기준)									
	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
매출액	68.5	61.7	54.8	48.0	41.1	34.3	27.4	20.6	13.7	6.9
EBITDA	41.1	37.0	32.9	28.8	24.7	20.6	16.4	12.3	8.2	4.1
연간 감가상각비	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6
AIDC 영업이익	14.5	10.4	6.3	2.1	-2.0	-6.1	-10.2	-14.3	-18.4	-22.5
AIDC 영업이익률	21.1%	16.8%	11.4%	4.5%	-4.8%	-17.7%	-37.2%	-69.6%	-134.4%	-328.7%

자료: iM증권 리서치본부

엔트로픽 IPO 단계 돌입, 지분가치 상승 기대

엔트로픽 기업가치 Series H 이후 추가 상승 여지 존재

엔트로픽 지분가치 2배 이상 증가, 지분율은 약 0.29% 내외

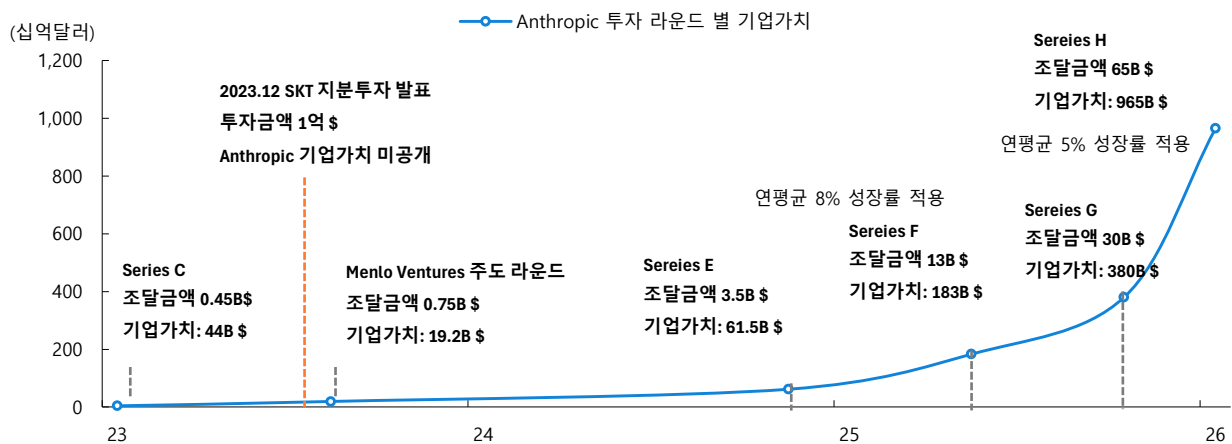
엔트로픽 기업가치는 '26년
5월 기준 약 9,650억달러

동사가 보유한 엔트로픽의 기업가치 추가 상승 가능성이 존재하며, 이는 보유 지분가치 상승에 따른 NAV 상승으로 연결될 수 있다. 엔트로픽 기업가치는 동사가 1억달러를 투자했던 '23년 8월 약 190억 달러에서 '26년 5월 Series H 단계에서 약 9,650억달러까지 증가했다.

예상 지분율 0.29% 고려 시
동사가 보유한 엔트로픽
지분가치는 약 4.2조원

투자 라운드를 거치며 동사의 엔트로픽 투자 지분율은 희석되어 현재 지분율은 약 0.29%으로 추정된다(최초 지분율 0.4% 가정). 동사 지분율과 Series H 당시 엔트로픽의 기업가치 감안 시 동사가 보유한 지분가치는 약 4.2조원으로, 이는 동사 현재 시가총액 23조원의 약 20% 수준이다.

그림22. Anthropic 투자라운드 별 기업가치 추이



자료: CRBE, iM증권 리서치본부

표11. Anthropic 과거 투자라운드 당시 조달금액 및 Post-money Valuation

시점	투자 라운드	조달금액	Post-money valuation	투자 라운드 지분 희석률
2023.12	Menlo Ventures 주도	7.5억달러	약 191.5억달러	약 3.9%
2025.03	Series E	35억달러	615억달러	약 5.7%
2025.09	Series F	130억달러	1,830억달러	약 7.1%
2026.02	Series G	300억달러	3,800억달러	약 7.9%
2026.05	Series H	650억달러	9,650억달러	약 6.7%

자료: Anthropic, iM증권 리서치본부

IPO 진행 시 엔트로픽 기업가치는 더욱 확대될 가능성 존재

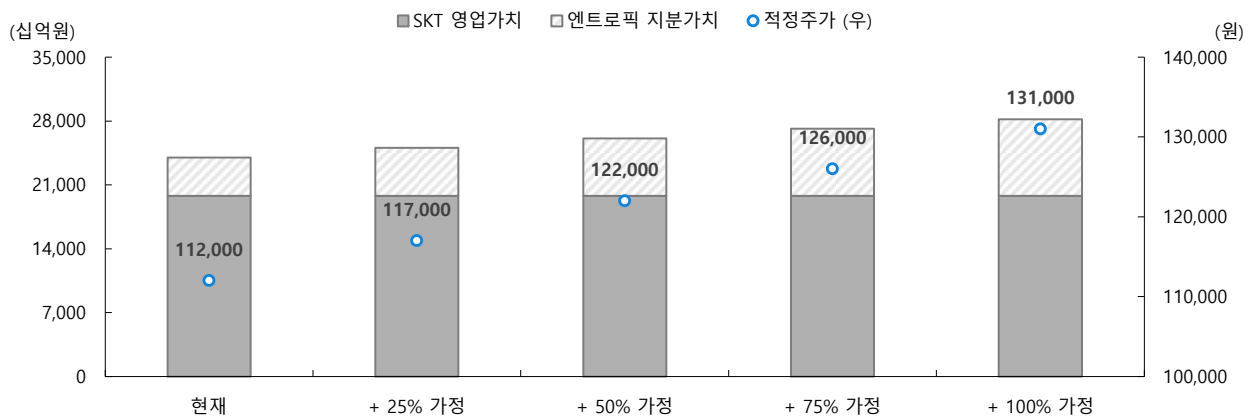
엔트로픽은 '26년 6월 confidential S-1을 제출하며 IPO 준비 단계에 진입했다. IPO 단계에서 인정받는 기업 가치는 현재 지분가치 산정에 반영된 Series H 기준 9,650억 달러를 상회할 가능성이 높다.

투자라운드 단계에서 가장 유사한 기업가치를 평가받았던 SpaceX의 사례를 보면, SpaceX는 마지막 투자 라운드 단계에서 8,000억달러의 기업가치를 받았으며, IPO 기업가치는 1.75조달러로 약 2배 이상 상향 조정되었다.

현재 AI LLM 시장에서 가장 선두를 달리고 있는 만큼 엔트로픽 역시 IPO 단계에서 공모 기업 가치가 크게 상향 조정될 가능성이 높다. 극단적으로 SpaceX와 같은 사례를 대입하면 엔트로픽의 공모가치는 1.9조달러까지 확대될 수 있으며 이 경우 SK텔레콤의 엔트로픽 지분가치는 최대 8.3조원까지 상승한다.

IPO 이후 지분 희석 등을 고려 시 해당 가치를 100% 반영하는 것은 공격적인 접근이나, 해당 시나리오 반영 시 SK텔레콤의 기업 가치는 25조원 이상까지 상승할 여력이 존재한다.

그림23. Anthropic의 기업가치는 IPO 이후 상승할 가능성 존재, 이에 따른 SKT의 엔트로픽 지분가치 확대는 기업 가치 상승으로 연결될 수 있음



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,727	6,996	7,465	7,896
현금 및 현금성자산	1,490	1,653	1,978	2,253
단기금융자산	256	282	310	341
매출채권	2,710	2,785	2,825	2,871
재고자산	168	173	176	179
비유동자산	23,381	23,152	22,964	22,973
유형자산	11,902	11,659	11,456	11,449
무형자산	3,783	3,817	3,852	3,888
자산총계	30,108	30,148	30,429	30,868
유동부채	6,530	6,668	6,682	6,882
매입채무	4,046	4,246	4,454	4,673
단기차입금	130	130	130	130
유동성장기부채	1,491	1,430	1,235	1,215
비유동부채	10,623	10,192	9,936	9,694
사채	7,294	7,149	7,006	6,865
장기차입금	300	127	114	103
부채총계	17,152	16,860	16,618	16,575
지배주주지분	12,863	13,195	13,719	14,201
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	22,938	23,273	23,799	24,282
기타자본항목	-12,275	-12,277	-12,279	-12,281
비지배주주지분	92	92	92	92
자본총계	12,955	13,288	13,811	14,293

현금흐름표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,924	4,544	4,876	4,919
당기순이익	375	1,088	1,376	1,440
유형자산감가상각비	3,590	3,503	3,448	3,435
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,737	-1,129	-1,118	-1,304
유형자산의 처분(취득)	-1,966	-2,497	-2,483	-2,665
무형자산의 처분(취득)	-107	-34	-35	-36
금융상품의 증감	-1,205	20	20	20
재무활동 현금흐름	-2,712	-2,766	-2,959	-2,875
단기금융부채의증감	30	-62	-195	-19
장기금융부채의증감	-259	-319	-156	-152
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-628	-530	-754	-850
현금및현금성자산의증감	-534	163	325	275
기초현금및현금성자산	2,024	1,490	1,653	1,978
기말현금및현금성자산	1,490	1,653	1,978	2,253

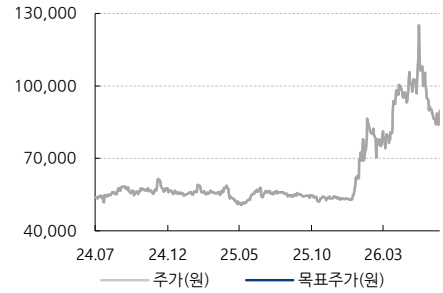
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,099	17,637	17,931	18,258
증가율(%)	-4.7	3.1	1.7	1.8
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	17,099	17,637	17,931	18,258
판매비와관리비	16,026	15,812	15,753	16,017
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,073	1,825	2,178	2,241
증가율(%)	-41.1	70.1	19.3	2.9
영업이익률(%)	6.3	10.3	12.1	12.3
이자수익	73	81	96	109
이자비용	383	366	350	340
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-25	-136	-136	-136
세전계속사업이익	722	1,451	1,834	1,920
법인세비용	347	363	459	480
세전계속이익률(%)	4.2	8.2	10.2	10.5
당기순이익	375	1,088	1,376	1,440
순이익률(%)	2.2	6.2	7.7	7.9
지배주주귀속 순이익	408	1,088	1,376	1,440
기타포괄이익	1,530	-2	-2	-2
총포괄이익	1,905	1,086	1,374	1,438
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	1,901	5,067	6,406	6,703
BPS	59,887	61,434	63,873	66,114
CFPS	18,616	21,376	22,460	22,695
DPS	-	3,540	3,990	4,490
Valuation(배)				
PER	28.1	17.7	14.0	13.4
PBR	0.9	1.5	1.4	1.4
PCR	2.9	4.2	4.0	4.0
EV/EBITDA	4.1	4.9	4.5	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.3	8.4	10.2	10.3
EBITDA이익률	27.3	30.2	31.4	31.1
부채비율	132.4	126.9	120.3	116.0
순부채비율	57.7	51.9	44.9	40.0
매출채권회전율(x)	6.2	6.4	6.4	6.4
재고자산회전율(x)	90.6	103.6	102.8	102.9

자료 : SK텔레콤, iM증권 리서치본부

SK텔레콤 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-07-21	Buy	112,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

KT(030200)

구조적으로 개선되는 수익성

[통신/Mid-Smallcap] 신희철
2122-9187 shc4235@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

KT의 투자의견을 Buy, 목표주가 70,000원(상승여력 30.8%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 통해 산출했으며, 당사 이익전망치 4조 5800억원에 Target EV/EBITDA 4.0배를 적용하여 산출했다. Target EV/EBITDA는 과거 이익 사이클 호황기인 '10~12년 밸류에이션을 적용했다. 비용효율화에 따른 구조적인 이익개선 국면 및 향후 AI 인프라 사업부문 성장성을 고려했을 때 과거 호황기 수준의 밸류에이션 배수 적용은 충분히 가능하다고 판단한다.

일시적 매출 감소, 다만 수익성은 좋아지는 방향

동사는 '26년 매출액 27조 3,722억원(-3.1% YoY), '27년 27조 7,640억원(+1.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따른 '26년 영업이익 전망치는 1조 9,970억원(-19.1% YoY, OPM 7.3%), '27년 2조 2,170억원(+11.0% YoY, OPM 8.0%)이다.

'25년 말 침해사고에 따른 매출 감소에도 불구하고, 1) '25년 대규모 구조조정 이후 인건비 하락 안정화, 2). 감가상각비, 마케팅비 등 영업비용 효율화 속 수익성은 높은 수준을 유지할 것으로 전망한다.

4년간 약 1조원 자사주 매입 등 주주환원 확대

동사의 현금배당액 및 자사주 매입 규모 고려 시 '26년, '27년 주주환원수익율은 각각 6.3%, 6.8%까지 확대될 것으로 전망한다. 동사는 4년 간 별도 기준 당기순이익의 약 50%를 배당으로 활용할 것으로 전망되며, 이에 따른 '26년 예상 DPS는 2,500원('25년 2,400원)으로 추정된다. 또한 동사는 향후 4년간 약 1조원 규모의 자사주 매입/소각을 목표로 하고 있다.

AI/AX 등 B2B 부문 외형확대 기대

기존 강점인 kt cloud, B2B 통신망 등을 기반으로 동사의 B2B 비즈니스는 외형 성장을 지속할 것으로 판단한다. 4Q25 가동을 시작한 가산 AIDC를 기점으로 동사의 Kt Cloud 매출액은 '26년 1.2조원(+YoY 25.1%), '27년 1조 4,858억원(+19.1%)의 증가세가 전망된다. 또한 중장기적으로 '30년까지 1GW 규모의 데이터센터 확보를 계획중이다.

Microsoft와의 전략적 제휴를 통한 AICT Company로의 전환 역시 주목할 필요성이 있다. 동사는 Microsoft의 cloud for Sovereignty를 기반으로 국내 공공기관을 대상으로 한 Secure Public Cloud 서비스를 제공할 전망이다. 기존의 B2B 고객망과 데이터 보안에 민감한 국내 공공기관, 금융사를 대상으로 한 B2B 서비스 확대를 통한 클라우드 솔루션 부문 성장이 기대된다.

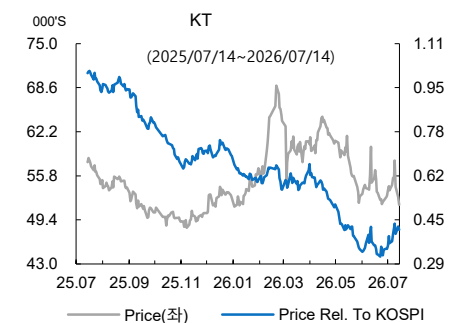
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	70,000원(신규)
종가(2026.07.20)	53,500원
상승여력	30.8 %

Stock Indicator	
자본금	1,564십억원
발행주식수	25,202만주
시가총액	13,206십억원
외국인지분율	49.0%
52주 주가	48,250~68,900원
60일평균거래량	469,833주
60일평균거래대금	26.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	-18.0	-2.2	-8.4
상대수익률	23.0	-28.2	-41.3	-122.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	28,244	27,372	27,764	28,371
영업이익(십억원)	2,469	1,997	2,217	2,323
순이익(십억원)	1,731	1,448	1,648	1,760
EPS(원)	6,869	5,744	6,538	6,982
BPS(원)	70,056	73,373	77,006	80,892
PER(배)	7.7	9.1	8.0	7.5
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	10.2	8.0	8.7	8.8
배당수익률(%)	4.6	4.8	5.7	6.1
EV/EBITDA(배)	3.0	3.0	2.8	2.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

KT의 투자의견을 Buy, 목표주가 70,000원(상승여력 30.8%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 통해 산출했으며, KT 별도의 통신 부문 영업가치는 당사 12개월 선행 EBITDA 전망치 4조 5,800억원에 Target EV/EBITDA 4.0배를 통해 계산했다. Target EV/EBITDA는 과거 이익 사이클 호황기인 '10~12년 EV/EBITDA를 적용했다.

동사는 '24년 대규모 인력 구조조정 및 5G 초기 인프라 상각 기간 종료와 함께 고정비 부담이 완화되는 국면에 진입했다. 이에 따라 '26~'27 영업이익률은 7~8%대 수준을 기록하며 구조적 이익 개선 사이클에 돌입할 것으로 판단한다.

주주환원 역시 긍정적이다. 동사는 별도 기준 당기순이익의 50%를 배당 재원으로 활용, 향후 4년간 약 1조원 규모의 자사주 매입을 계획하고 있다. FCF 개선 고려 시 주주환원 재원은 충분하며, 이에 따라 주주환원수익률도 '25년 4.3%에서 '26년 6.2%까지 확대될 것으로 파악된다.

중장기적으로는 AI 인프라 수요 확대 속 kt cloud의 AIDC Colocation 수익이 확대될 것으로 전망한다. 동사는 가산 AIDC를 거점으로 중장기적으로 1GW까지 데이터센터 용량을 확대할 전망이며, 이에 따라 kt cloud 매출액은 '27년까지 연평균 약 20%의 고성장이 기대된다.

표1. KT 목표주가 산출

구분	내용		비고
KT 별도 영업가치	18,320		(a) x (b)
12MFEBITDA (a)	4,580		12개월 선행 별도 기준
Target EV/EBITDA (b)	4.0		'10~'12 이익사이클 호황기 당시 EV/EBITDA
구분	내용	지분율	비고
자회사 영업가치 (c)	5,511		주요 자회사 지분가치 합산 x 할인율
스카이라이프	61	50.5%	3개월 평균 시가총액 x 지분율
BC카드	872	69.5%	1Q26 자본가치 x Peer P/B x 지분율
kt cloud	3,408	92.6%	23.06 post-money valuation 4.6조원 x 지분율 x 비상장할인율
kt estate	865	100.0%	1Q26 자본가치 x 지분율 x 비상장 할인율
스튜디오지니	306	100%	1Q26 자본가치 x 지분율 x 비상장 할인율
순차입금 (d)	6,291		1Q26 별도 기준 순차입금
적정시가총액	17,540		KT 별도 영업가치 + (c) - (d)
발행주식수	252,022		
적정주가	69,597		
목표주가	70,000		
현재주가	53,500		
상승여력	30.8%		

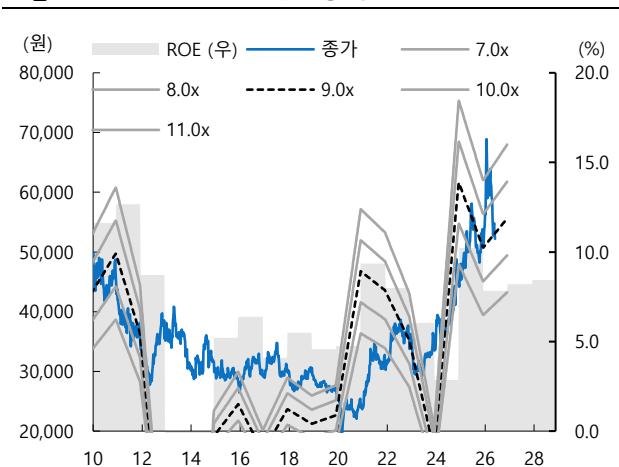
자료: iM증권 리서치본부

표2. KT 분기, 연도별 영업수익, 영업비용 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	6,845	7,427	7,127	6,845	6,778	6,824	6,843	6,927	28,244	27,372	27,764
YoY (%)	2.9	13.5	7.1	4.1	-1.0	-8.1	-4.0	1.2	6.9	-3.1	1.4
QoQ (%)	4.1	8.5	-4.0	-4.0	-1.0	0.7	0.3	1.2			
KT 별도	4,682	4,773	5,109	4,760	4,835	4,616	4,692	4,774	19,324	18,917	19,436
YoY (%)	-0.3	4.9	7.2	4.1	3.3	-3.3	-8.2	0.3	4.0	-2.1	2.7
QoQ (%)	2.4	1.9	7.0	-6.8	1.6	-4.5	1.6	1.7			
무선	1,753	1,782	1,810	1,811	1,757	1,728	1,745	1,772	7,155	7,002	7,052
유선	1,312	1,335	1,332	1,333	1,322	1,321	1,322	1,324	5,311	5,288	5,306
기업서비스	892	923	933	859	872	908	947	989	3,606	3,717	4,197
주요자회사	1,501	1,539	1,601	1,695	1,600	1,654	1,679	1,739	6,336	6,673	6,800
BC카드	872	910	918	935	874	917	945	973	3,635	3,709	3,719
KT Cloud	249	222	249	278	250	267	316	340	998	1,174	1,377
스카이라이프	243	247	247	247	239	233	230	227	984	929	889
KT estate	137	160	187	235	237	236	189	198	719	861	816
영업비용	6,156	6,413	6,589	6,618	6,296	6,255	6,284	6,541	25,775	25,375	25,547
YoY (%)	0.1	5.9	6.4	-8.5	2.3	-2.5	-4.6	-1.2	0.6	-1.6	0.7
QoQ (%)	-14.9	4.2	2.7	0.4	-4.9	-0.6	0.5	4.1			
인건비	1,122	1,119	1,168	1,184	1,174	1,133	1,168	1,242	4,593	4,717	4,831
감가상각비	969	976	966	970	957	957	958	958	3,880	3,830	3,727
서비스구입비	738	756	779	701	746	706	714	742	2,974	2,907	2,818
판매관리비	598	615	633	875	653	667	643	648	2,721	2,610	2,511
상품구입비	1,042	1,283	1,284	1,069	1,130	1,085	1,110	1,123	4,678	4,448	4,554
기타사업경비	588	531	621	640	598	569	563	619	2,379	2,349	2,380
of Cost (%)											
인건비	18.2	17.5	17.7	17.9	18.6	18.1	18.6	19.0	17.8	18.6	18.9
감가상각비	15.7	15.2	14.7	14.7	15.2	15.3	15.2	14.6	15.1	15.1	14.6
서비스구입비	12.0	11.8	11.8	10.6	11.9	11.3	11.4	11.3	11.5	11.5	11.0
판매관리비	9.7	9.6	9.6	13.2	10.4	10.7	10.2	9.9	10.6	10.3	9.8
상품구입비	16.9	20.0	19.5	16.1	18.0	17.3	17.7	17.2	18.1	17.5	17.8
기타사업경비	9.5	8.3	9.4	9.7	9.5	9.1	9.0	9.5	9.2	9.3	9.3
영업이익	689	1,015	538	227	483	569	560	386	2,469	1,997	2,217
OPM (%)	10.1	13.7	7.6	3.3	7.1	8.3	8.2	5.6	8.7	7.3	8.0
YoY (%)	36.0	105.4	16.0	-134.7	-29.9	-44.0	4.0	69.6	205.0	-19.1	11.0
QoQ (%)	-205.1	47.4	-47.0	-57.7	112.3	17.8	-1.5	-31.1			
당기순이익	567	733	445	91	388	451	442	255	1,731	1,448	1,648
NPM (%)	8.3	9.9	6.2	1.3	5.7	6.6	6.5	3.7	6.1	5.3	5.9
YoY (%)	44.2	78.6	16.2	-111.9	-31.5	-38.5	-0.8	179.0	268.1	-16.4	13.8
QoQ (%)	-173.6	29.4	-39.3	-79.5	324.7	16.1	-1.9	-42.3			

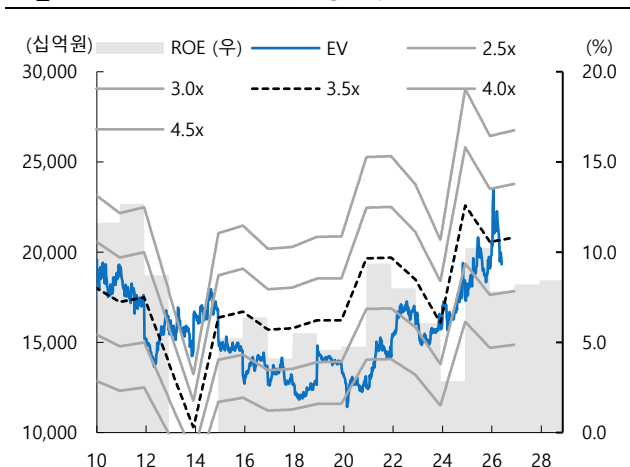
자료: iM증권 리서치본부

그림1. KT 2010~현재 12개월 선행 P/E Band



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림2. KT 2010~현재 12개월 선행 EV/EBITDA Band



자료: KT, iM증권 리서치본부

2Q26 Preview: 일시적 매출 감소, 개선될 수익성

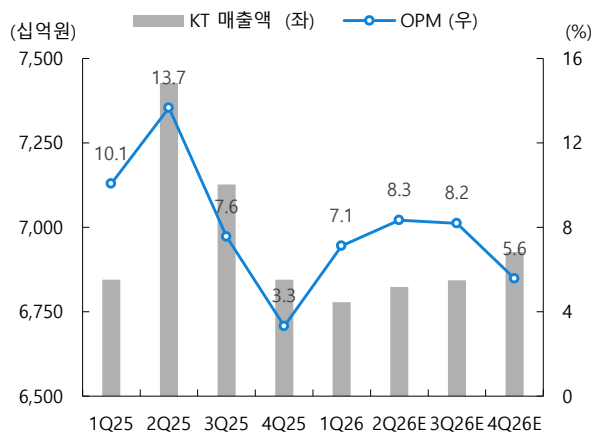
동사의 2Q26 매출액 및 영업이익 전망치는 각각 6조 8,236억원(+0.7% QoQ, -8.1% YoY), 5,687억원(-44.0% YoY, OPM 8.3%)으로 전년동기 대비 감소할 것으로 전망한다. ①작년 말 침해사고 속 고객 보답 프로그램 시행에 따른 무선 서비스 수익 감소와 ②지난해 가입자 유치 과정에서 집행한 판매비 상각 부담이 실적에 부정적으로 작용할 전망이다.

동사는 작년 말 침해 사고 보상을 위해 '26년 2월부터 100GB 무료 데이터를 제공한 바 있다. 이에 따라 일부 가입자의 요금제 다운그레이드가 발생하면서, ARPU 하락 효과가 발생했다. 이에 따라 무선 통신 부문 매출은 1조 7,283억원(-2.9% YoY)의 역성장을 보일 것으로 전망한다.

다만 KT cloud 예상 매출액은 2,673억원(+20.7% YoY)의 견조한 성장세가 전망된다. 가산 IDC 등 주요 데이터센터 가동률이 빠르게 올라오고 있으며, 일부 고객사의 계약 갱신에 따라 Colocation 단가 역시 상승하는 효과가 나타날 것으로 보인다.

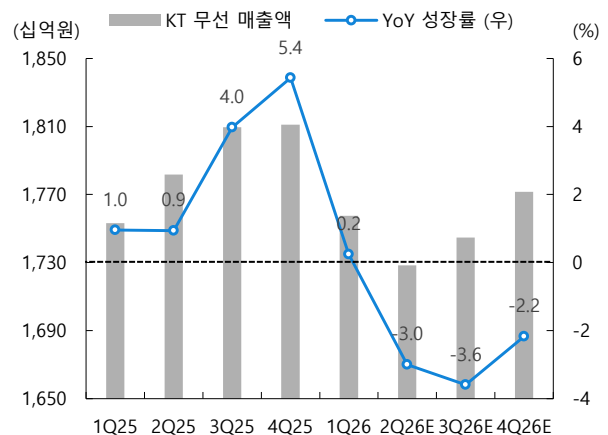
또한 동사는 7월 초 AIDC 목표 용량을 '30년 1GW까지 확대하겠다고 밝혔다. 예상 투자액은 약 5조원으로, 이미 일부 사이트는 착공 준비 단계에 들어간 것으로 파악된다. 용량 대비 CAPEX가 낮은 이유는 일부 DC를 직접 구축하는 것이 아닌 리스로 확보할 계획이기 때문이다. 고객사 등 파이프라인은 구체화된 부분이 많아, 준공 이후 가동률은 빠르게 증가하며 실적 성장에 기여할 것이다.

그림3. KT 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림4. KT 무선부문 매출액 추이 및 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

‘25년 구조조정 이후 비용 효율화 지속, 과거 대비 높은 이익률 지속 전망

5G 성숙기 진입, 비용 효율화에 따른 이익 개선세 확대

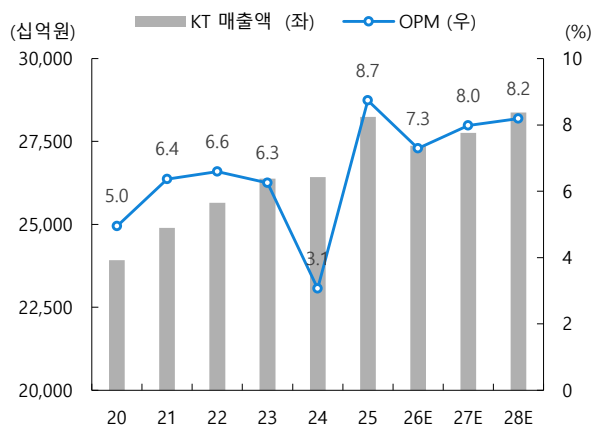
동사는 ‘26년 매출액 27조 3,722억원(-3.1% YoY), ‘27년 27조 7,640억원(+1.2% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따른 ‘26년 영업이익 전망치는 1조 9,970억원(-19.1% YoY, OPM 7.3%), ‘27년 2조 2,170억원(+YoY 11.0%, OPM 8.0%)이다.

‘25년 말 침해사고 이후 고객 이탈에 따른 매출 감소에도 불구하고, 1) ‘25년 대규모 구조조정 이후 인건비 하락 안정화, 2). 감가상각비, 마케팅비 등 영업비용 효율화 속 수익성은 높은 수준을 유지할 것이다.

‘24년 대규모 구조조정 이후 별도 기준 인건비 2.3조원 → 1.9조원

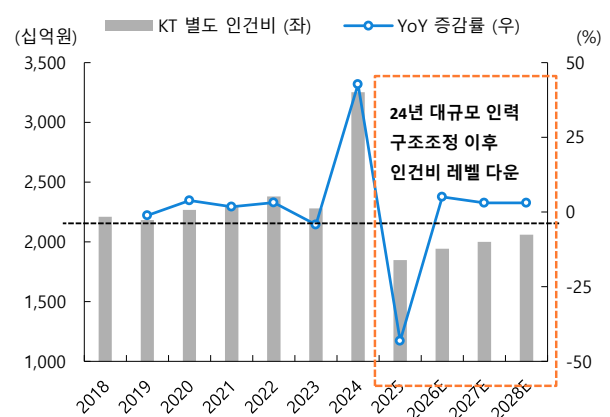
동사는 ‘24년 대규모 구조조정을 이후 별도 기준 인건비가 ‘21~’23년 2.3조원 수준에서 ‘26년 1.9조원 수준으로 약 3,000억원 이상 감소했다. ‘24년 희망퇴직에 따른 퇴직위로금 등 일회성 비용이 크게 반영되었으나, ‘25년부터 인력효율화에 따른 인건비 절감 효과가 본격적으로 나타나기 시작했다. 인건비 레벨이 크게 감소하면서 동사의 매출액 대비 인건비 비중은 14%에서 10% 수준까지 크게 완화될 것이다.

그림5. KT 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림6. KT 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



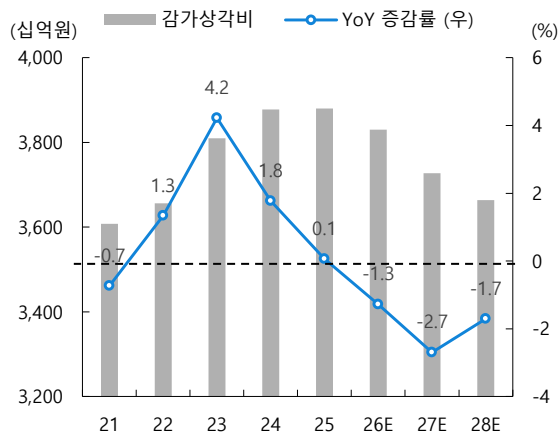
자료: KT, iM증권 리서치본부

감가상각비, 마케팅비(판매비) 등 영업 비용 효율화에 따른 이익률 개선세 확대

감가상각비의 경우 '25년 약 3.8조원 이후 피크아웃하며 점진적으로 하락 안정화될 것으로 전망한다. 5G 성숙기에 따른 무선 통신 사업 부문 CAPEX가 축소와 더불어 기존 5G 통신 인프라의 내용 연수가 점진적으로 마무리되면서 감가상각비는 완화된 것으로 판단한다.

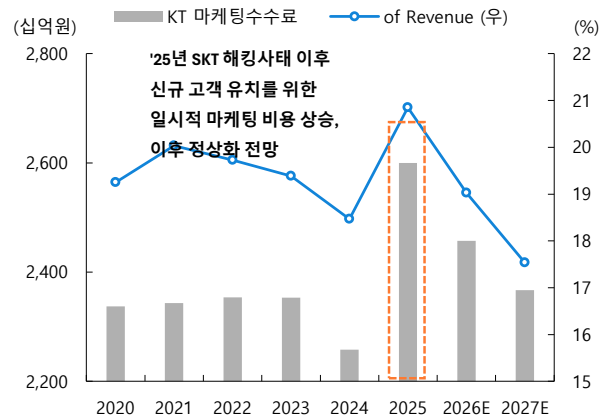
기존 매출액 대비 19% 수준에서 책정되었던 마케팅비용 역시 5G 고객 유치 경쟁 구도 약화 속 개선될 전망이다. KT 별도 기준 판매비는 '25년 SK텔레콤 해킹 사태 이후 신규 고객 유치를 위해 일시적으로 급등했으나, '26년 이후 매출액 대비 18% 수준에서 하락 안정화될 전망이다.

그림7. KT 감가상각비는 '25년 피크아웃 이후 점진적으로 하락 안정화 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림8. KT 마케팅 수수료는 '25년 SKT 유심 해킹 사태 이후 신규 고객 유치를 위해 일시적으로 상승, 이후 매출액 대비 17% 수준에서 하락 안정화 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

4년간 약 1조원 자사주 매입 등 주주환원 확대

별도 당기순이익의 50% 배당, 향후 4년 1조원 자사주 매입

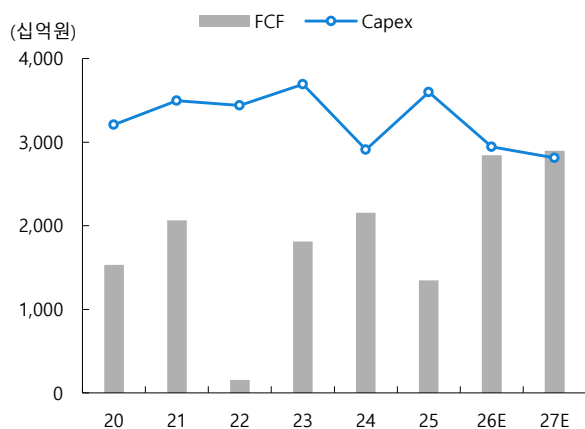
동사는 이익률 개선에 따른 현금흐름 개선과 더불어, 주주환원 재원으로 활용 가능한 다양한 비핵심 자산을 보유함으로써 주주환원 확대 여력은 충분하다고 판단한다. 동사는 올해 별도 기준 당기순이익의 약 50%를 배당으로 활용할 것으로 전망되며, 이에 따른 예상 DPS는 2,500원('25년 2,400원)으로 추정된다.

동사의 잉여 현금 흐름은 인건비, 마케팅비와 같은 주요 영업비용 감소와 더불어 CAPEX 부담 완화 속 '26년부터 개선세를 이어갈 것으로 전망한다. '26년, '27년 FCF는 각각 1.5조원 수준으로 추정되며, DPS 2,500원 기준 현금 배당액은 약 6,000억원으로 주주 환원 확대 여력은 충분하다고 판단한다.

'26년 2월 공시 기준 KT는 이미 약 1,092만주, 발행주식 총수 대비 약 4.3%의 자사주를 보유하고 있으며 동사는 추가로 향후 4년간 총 1조원의 자사주 매입을 계획하고 있다.

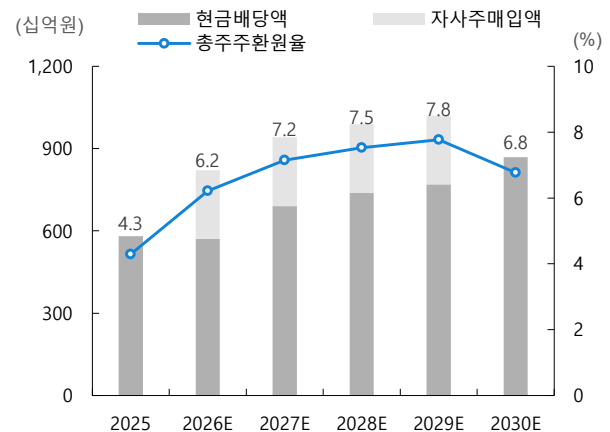
다만 현재 KT의 외국인 지분율은 49%로, 기간통신사업자 외국인 지분율 49% 한도 고려시 매입 직후 자사주 소각은 제한되는 상황이다. 다만 동사는 여건 개선 시 즉각적인 소각 의지를 밝히고 있는 등 주주 환원 확대 의지는 강력한 것으로 판단한다.

그림9. KT FCF 과거 추이 및 전망: 인건비 감소, CAPEX 부담 완화 속 FCF 개선세



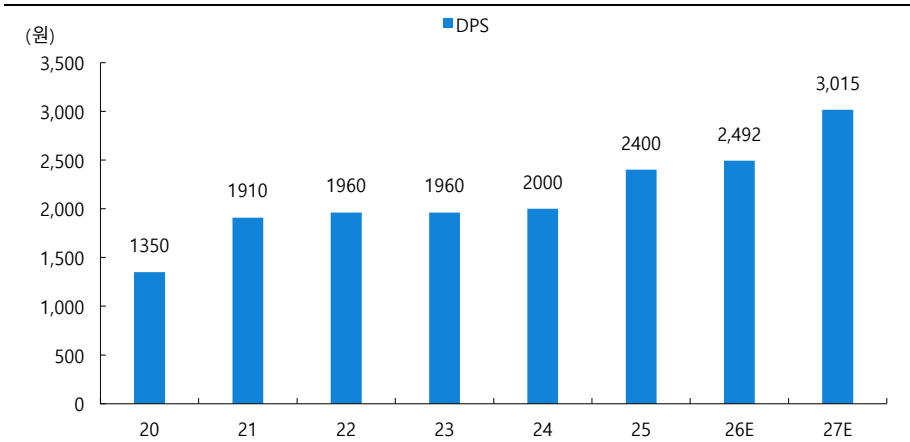
자료: KT, iM증권 리서치본부

그림10. 순이익의 50% 수준 주주환원율, 4년간 1조원 규모의 자사주 매입 고려시 총주주환원율은 7%대까지 상승 전망



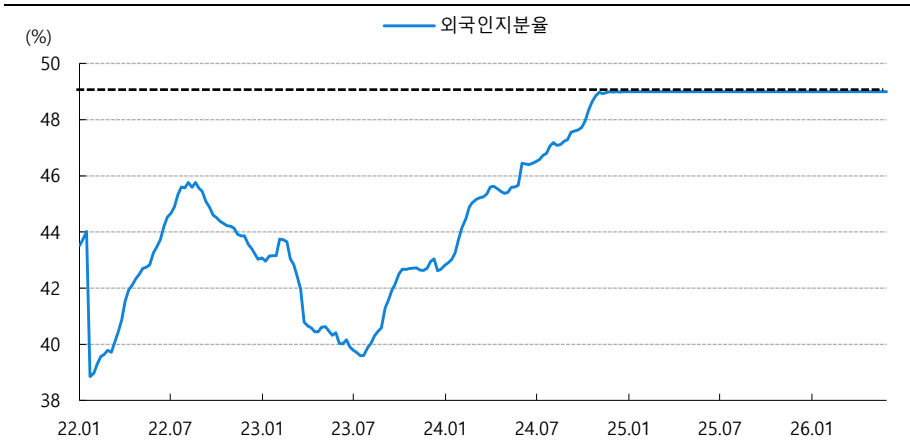
자료: KT, iM증권 리서치본부

그림11. KT는 별도 기준 당기순이익의 약 50% 주주환원 목표. 이에 따른 동사의 '26년, '27년 DPS는 각각 2,500원, 3,000원 수준으로 추정됨



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림12. 현재 동사의 외국인 지분율은 49%로 기간통신사업자 외국인 지분율 한도에 다다른 상황. 이에 따라 향후 자사주 매입 이후에도 대규모 소각은 한동안 제한될 수 있음



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표3. KT는 당기순이익의 약 50% 배당, 4년 간 1조원 자사주 매입 계획. 이에 따른 동사의 '26년, '27년 주주환원수익률은 6.3%, 6.8%까지 확대 가능

		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
KT							
당기순이익		1,062	1,048	1,296	1,336	1,354	1,508
당기순이익 대비 (%)							
현금배당액	50%		524	648	668	677	754
	55%	581	582	713	735	745	830
	60%		629	778	802	813	905
발행주식수		252,022	252,022	252,022	252,022	252,022	252,022
DPS	50%		2,080	2,572	2,651	2,687	2,992
	55%	2,400	2,309	2,829	2,917	2,956	3,292
	60%		2,496	3,086	3,182	3,225	3,591
자사주매입액		250	250	250	250		
총주주환원액		831	879	963	985	745	830
시가총액		13,597	13,205	13,205	13,205	13,205	13,205
주주환원수익률		6.1	6.3	6.8	7.0	5.6	6.3

자료: KT, iM증권 리서치본부

AIDC, AX솔루션 등 B2B 부문 외형확대 기대

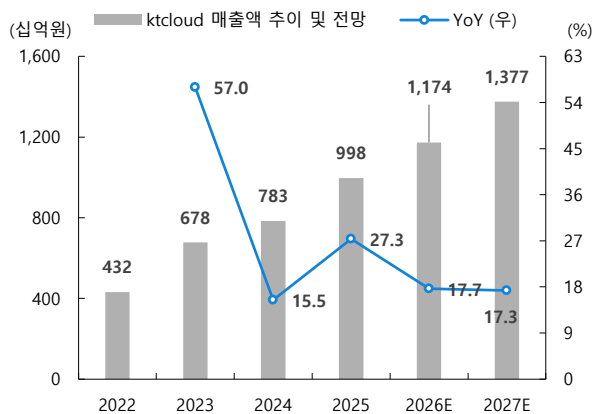
DC 포트폴리오 확대 속 KT 클라우드 외형확대 기대

동사의 기존 강점인 kt cloud, B2B 통신망 등을 기반으로 동사의 B2B 비즈니스는 외형 성장을 지속할 것으로 판단한다. 4Q25 가동을 시작한 가산 AIDC를 기점으로 동사의 Kt Cloud 매출액은 '26년 1.2조원(+YoY 25.1%), '27년 1조 4,858억원(+19.1%)를 기록하며 외형 확대가 지속될 것으로 전망된다.

4Q25 40MW 규모의 가산 AIDC가 추가되며 현재 동사가 보유한 데이터센터 용량은 163MW 수준으로 추정된다. 가산 AIDC 외 경북, 천안, 용산 등 다수의 데이터센터 포트폴리오를 기반으로 kt cloud의 탑라인은 고성장을 이룰 것으로 전망한다.

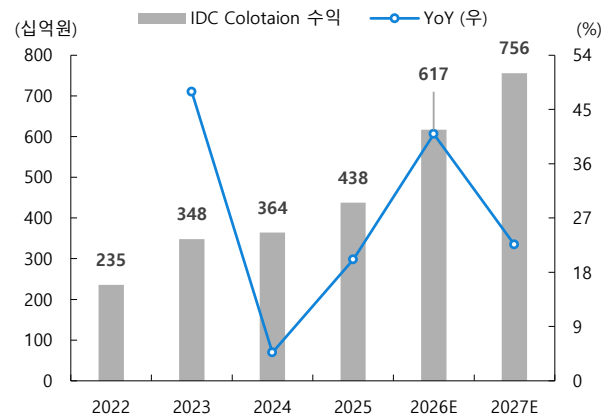
KT는 최종적으로 수도권, 비수도권 포함 '30년까지 총 1GW 규모의 데이터센터 확보를 계획하고 있다. 이에 따라 약 5조원 규모의 CAPEX 투자가 집행될 예정이며, 용량 대비 CAPEX 규모가 적은 이유는 일부 DC는 리스 방식으로 확보할 예정이기 때문이다. 또한 예정된 DC의 경우 고객사 및 파이프라인이 이미 구체화된 상황으로, 준공 이후 가동률이 빠르게 증가하며 탑라인 성장에 기여할 전망이다.

그림13. IDC Colocation 수익 확대 속 ktcloud는 외형 성장을 지속할 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

그림14. KT cloud의 Colocation 수익은 '27년까지 20% 대 성장을 지속 전망



자료: KT, iM증권 리서치본부

Microsoft와의 제휴를 통해 AICT 사업자로의 변모

KT는 Microsoft와의 제휴를 통한 AX 솔루션, 그리고 Secure Public Cloud 서비스를 기반으로 기업, 공공 고객의 AI 전환을 돕는 AICT 사업자로의 전환을 계획하고 있다. Microsoft와의 5년 전략적 파트너십을 기반으로 한국형 AI, 산업별 AX 솔루션, 기업용 AI 컨설팅을 제공하는 것이 주 사업 방향이다.

AI를 자체 소비자 서비스로 활용하기보다는, 기존 강점인 B2B 통신망, 기업고객, IDC, kt cloud를 기반으로 AI 전환 서비스를 판매하는 구조를 지향하고 있다.

Microsoft 제휴: KT AI 전략의 핵심 축

KT의 AI 전략의 가장 큰 전환점은 Microsoft와의 전략적 제휴이다. KT와 Microsoft는 2024년 9월, AI 및 클라우드 분야에서 5년 간 수조원 규모의 전략적 파트너십을 체결했다. KT는 이를 AICT Company 전환의 핵심으로 설명하며, 한국형 AI와 클라우드 생태계를 공동 구축하겠다는 방향성을 제시했다.

양사는 Secure Public Cloud, 한국형 AI 모델, 산업별 AI 솔루션 개발을 추진한다. 특히 KT는 Microsoft Azure와 국내 기업의 AI 전환을 돕고, 향후 ASEAN 등 해외 시장 확장도 검토하고 있다.

표4. KT AI 투자전략 개요

협력 분야	주요 내용	수익화 방향
한국형 AI 솔루션	한국어·국내 산업 특화 AI 모델	산업별 AI 솔루션 제공
Secure Public Cloud	데이터 주권·보안형 클라우드	공공/금융기관 대상 클라우드 및 컴퓨팅 파워 대여 서비스 제공.
AX 전문기업	AI 전환 컨설팅·구축·운영	프로젝트형 B2B 매출
AI R&D 생태계	국내 AI 기술·인력 육성	장기 기술 내재화
AICT 전환	통신+IT+AI 결합	KT 사업모델 재정의

자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

Microsoft와의 제휴를 통한 AI 역량 강화

KT와 Microsoft의 협력 방향성은 크게 ①한국형 AI 모델 개발, ②Secure Public Cloud, ③AX 전문 서비스 회사 설립으로 나뉜다. 이를 통해 최종적으로는 국내 AI R&D 생태계를 강화하고 KT의 AICT 전환을 목표로 하고 있다. Microsoft의 AI, 클라우드 기술을 기반으로 국내 규제 환경과 기업 고객 수요에 맞춘 AI 서비스를 공동 개발하는 구조이다.

한국형 AI 모델 개발

한국어와 국내 산업 환경에 맞춘 AI 모델을 개발하는 것으로, 범용 LLM과는 차이가 있다. 한국어 문맥, 국내 업무 프로세스, 공공, 금융 기관의 산업별 데이터 활용 환경에 맞춰 AI 모델을 조정하는 것이 핵심이다. 이를 통해 단순 챗봇 형태가 아닌, 국내 기업 고객의 업무 자동화, 데이터 분석 등 AI 솔루션을 제공하는 것이 목표이다.

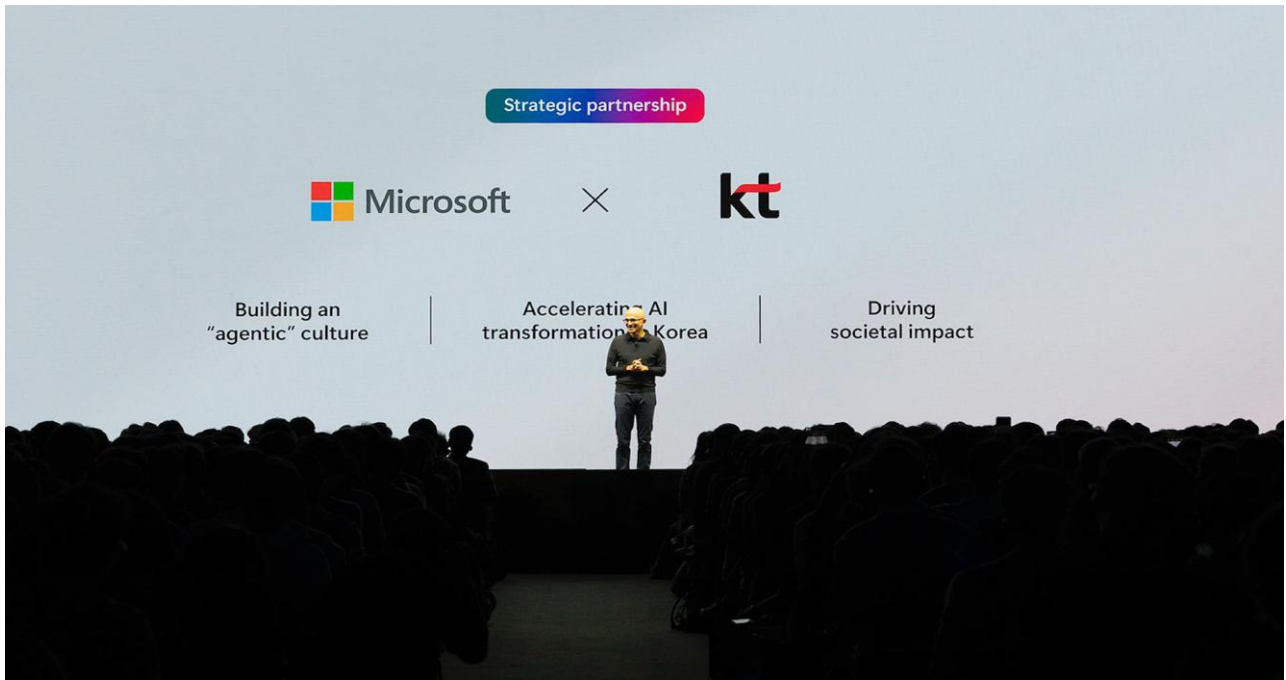
Secure Public Cloud

Microsoft Cloud for Sovereignty를 기반으로 KT가 국내 규제 산업에 맞춰 제공하는 보완형 클라우드다. 국내 공공기관, 금융사, 대기업은 접근 권한, 개인정보 보호 등의 규제 준수가 중요하기 때문에 일반 클라우드 도입에 제약이 존재한다. KT는 이러한 기업 고객을 대상으로 국내 데이터 주권과 보안 요건을 충족할 수 있는 Microsoft Azure의 클라우드 서비스를 제공한다.

AX 전문 서비스 회사로의 포지셔닝

KT는 Microsoft와 국내 기업의 AX 전환을 지원하는 전문 조직을 구축하고, 기업 고객의 AI 도입 전략 수립부터 클라우드 전환, AI 모델 적용, 운영까지 토털 솔루션을 지원하는 방향을 추진하고 있다. 단순 클라우드 리셀러 역할에 머무르는 것이 아닌, 기업 고객의 AI 전환 프로젝트를 돕는 B2B AX 사업자로 포지셔닝 하려는 목표이다. 향후에는 국내를 넘어 ASEAN 등 해외 시장 확장도 검토 중이다

그림15. KT는 마이크로소프트와 제휴를 통해 Sovereign Cloud 사업 역량 확대



자료: T-Satellite, iM증권 리서치본부

그림16. KT Secure Public Cloud 개요

01. KT Secure Public Cloud (SPC) 란

KT는 우리나라 기업 고객의 AX 추진의 근간이 되는 데이터 보안 강화를 위해, 글로벌 하이퍼스케일 클라우드 컴퓨팅 파워 기반 데이터 주권 (Data Sovereignty) 특화 한국적 Secure Public Cloud 서비스를 MS와 공동 제공함



자료: T-Satellite, iM증권 리서치본부

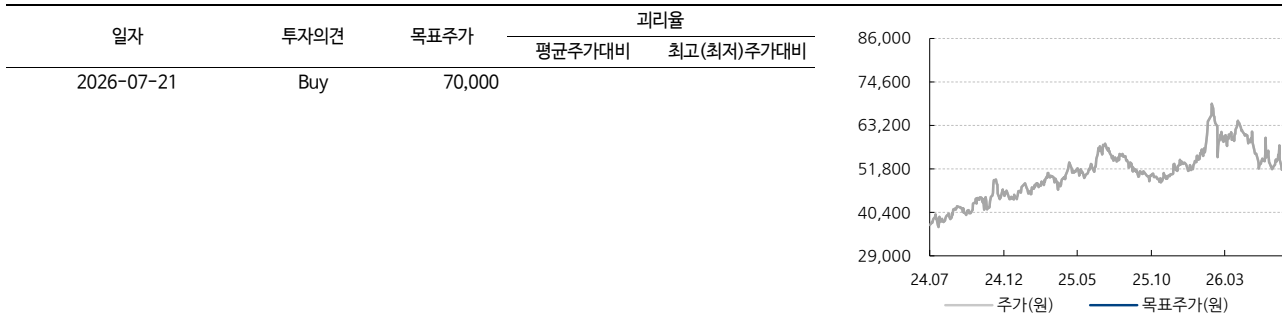
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	13,978	14,225	15,258	16,120	매출액	28,244	27,372	27,764	28,371
현금 및 현금성자산	3,507	3,791	4,575	5,133	증가율(%)	6.9	-3.1	1.4	2.2
단기금융자산	1,514	1,589	1,669	1,752	매출원가	-	-	-	-
매출채권	7,914	7,734	7,815	7,941	매출충이익	28,244	27,372	27,764	28,371
재고자산	416	403	409	418	판매비와관리비	25,775	25,375	25,547	26,049
비유동자산	28,971	28,693	28,378	28,245	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	14,258	13,965	13,643	13,502	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,557	1,564	1,564	1,564	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	42,949	42,918	43,637	44,365	영업이익	2,469	1,997	2,217	2,323
유동부채	11,693	11,509	11,803	11,993	증가율(%)	205.0	-19.1	11.0	4.8
매입채무	6,869	7,120	7,436	7,776	영업이익률(%)	8.7	7.3	8.0	8.2
단기차입금	710	710	710	710	이자수익	259	278	322	355
유동성장기부채	1,790	1,426	1,471	1,385	이자비용	366	335	320	302
비유동부채	11,798	11,027	10,435	9,887	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	7,044	6,447	6,125	5,818	기타영업외손익	76	115	115	115
장기차입금	1,242	1,230	1,107	996	세전계속사업이익	2,418	2,022	2,302	2,458
부채총계	23,491	22,535	22,238	21,880	법인세비용	581	486	553	591
지배주주지분	17,656	18,492	19,407	20,387	세전계속이익률(%)	8.6	7.4	8.3	8.7
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	당기순이익	1,837	1,536	1,748	1,867
자본잉여금	1,443	1,443	1,443	1,443	순이익률(%)	6.5	5.6	6.3	6.6
이익잉여금	14,964	15,809	16,734	17,722	지배주주귀속 순이익	1,731	1,448	1,648	1,760
기타자본항목	-316	-325	-334	-343	기타포괄이익	490	-9	-9	-9
비지배주주지분	1,802	1,891	1,991	2,099	총포괄이익	2,327	1,527	1,739	1,858
자본총계	19,458	20,382	21,399	22,485	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	4,942	5,678	5,477	5,581	주당지표(원)				
당기순이익	1,837	1,536	1,748	1,867	EPS	6,869	5,744	6,538	6,982
유형자산감가상각비	3,330	3,237	3,134	3,070	BPS	70,056	73,373	77,006	80,892
무형자산상각비	608	593	593	593	CFPS	22,492	20,943	21,326	21,518
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,400	2,500	3,000	3,200
투자활동 현금흐름	-4,518	-3,151	-3,015	-3,137	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,539	-2,944	-2,811	-2,929	PER	7.7	9.1	8.0	7.5
무형자산의 처분(취득)	-438	-601	-593	-593	PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	-665	-8	-8	-8	PCR	2.3	2.5	2.5	2.4
재무활동 현금흐름	-631	-1,784	-1,233	-1,456	EV/EBITDA	3.0	3.0	2.8	2.5
단기금융부채의증감	-	-364	45	-86	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	426	-609	-445	-417	ROE	10.2	8.0	8.7	8.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	22.7	21.3	21.4	21.1
배당금지급	-578	-581	-603	-723	부채비율	120.7	110.6	103.9	97.3
현금및현금성자산의증감	-210	284	784	558	순부채비율	29.6	21.7	14.8	9.0
기초현금및현금성자산	3,717	3,507	3,791	4,575	매출채권회전율(x)	3.6	3.5	3.6	3.6
기말현금및현금성자산	3,507	3,791	4,575	5,133	재고자산회전율(x)	41.6	66.8	68.4	68.6

자료 : KT, iM증권 리서치본부

KT 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

LG유플러스(032640)

주주환원 확대와 파주 AIDC 기대감

[통신/Mid-Smallcap] 신희철
2122-9187 shc4235@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 19,500원으로 커버리지 개시

LG유플러스의 투자의견을 Buy, 목표주가 19,500원(상승여력 34.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 Target EV/EBITDA 4.0배를 적용하여 산출했다. Target EV/EBITDA는 국내 통신 3사의 과거 평균 거래 배수와 동사의 구조적 이익 개선 사이클, 주주환원 확대, 파주 AIDC 성장성을 감안해 적용했다.

'26년 영업비용 하락세 본격화에 따른 이익개선 사이클 돌입

동사는 '26년 매출액 15조 5,604억원(+0.7% YoY), '27년 15조 7,813억원(+1.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따른 '26년 영업이익 전망치는 1조 1,124억원(+YoY 26.1%, OPM 7.2%), '27년 1조 2,516억원(+YoY 12.4%, OPM 8.0%)이다. 1) '26년 MNO 핸드셋 가입자 수 증가세가 견조하며 2) '25년 구조조정 이후 인건비 하락 효과가 '26년부터 나타나기 시작하고, 3) '27년부터는 본격적으로 5G 인프라 상각 마무리 기간이 도래하며 감가상각비 하락 안정화가 기대된다.

Target 주주환원을 40~60%, '26E 주주환원수익률 5.9% 전망

동사는 당기순이익의 40% 이상을 배당, 최대 20%를 자사주 매입에 활용함으로써 총주주환원율을 50% 이상까지 확대할 계획이다. 이에 따라 '26년 DPS는 715원('25년 DPS 660원), 주주환원수익률은 5.9%까지 확대될 것으로 전망한다.

목표 주주환원 정책 적용 시 당기순이익 전망치 6,150억원 기준 약 3,000억원 이상이 배당 재원으로 활용될 전망이며, 최대 자사주 매입 가능 금액은 1,200억원 수준이다. 주주환원에 활용될 현금은 약 3,600억원 수준으로 전망되며, 동사 '26년 잉여현금흐름이 약 9,500억원임을 감안했을 때 주주환원 확대 여력은 충분하다고 판단한다.

파주AIDC 중심 AI 인프라 확대

동사는 현재 200MW 규모급 파주 AIDC를 계획 중이며, 50MW 규모의 1동은 '27년 6월 준공될 예정이며 이미 대부분의 계약은 완료한 상황이다. 1동 가동이 본격화될 '27년 AIDC Colocation 매출액은 5,556억원(+21% YoY)의 고성장을 기록할 전망이다. 동사는 파주 AIDC를 통해 '30년까지 누적 수주 5조원을 목표로 하고 있으며, 나머지 150MW 규모의 2~4동이 준공될 '30년 이후 동사의 AIDC Colocation 매출액은 연간 1조원까지 증가할 것으로 전망한다.

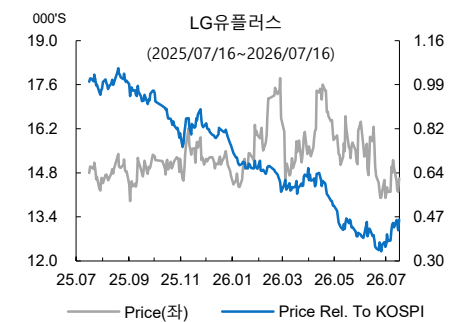
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	19,500원(신규)
종가(2026.07.20)	14,500원
상승여력	34.4%

Stock Indicator	
자본금	2,574십억원
발행주식수	42,443만주
시가총액	6,205십억원
외국인지분율	41.7%
52주 주가	13,900~17,810원
60일평균거래량	1,324,420주
60일평균거래대금	20.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	-16.9	-2.9	-2.5
상대수익률	24.0	-27.1	-42.0	-116.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	15,452	15,560	15,708	15,977
영업이익(십억원)	892	1,114	1,252	1,534
순이익(십억원)	524	723	838	1,065
EPS(원)	1,208	1,682	1,950	2,477
BPS(원)	20,629	21,579	22,738	24,414
PER(배)	12.2	8.7	7.5	5.9
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	6.0	8.0	8.8	10.5
배당수익률(%)	4.5	5.1	5.5	5.5
EV/EBITDA(배)	3.1	2.9	2.8	2.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 19,500원으로 커버리지 개시

LG유플러스의 투자의견을 Buy, 목표주가 19,500원(상승여력 34.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 과거 이익 사이클 상단인 '16~17년도 Target EV/EBITDA 4.0배를 적용하여 산출했다. Target EV/EBITDA는 국내 통신 3사의 과거 평균 거래 배수와 동사의 구조적 이익 개선 사이클, 주주환원 확대, 파주 AIDC 성장성을 감안해 적용했다.

동사는 '25년 희망퇴직에 따른 인건비 절감 효과가 '26년부터 반영될 전망이며, 5G 투자 상각 기간도 '27년부터 마무리됨에 따라 감가상각비 역시 하락 국면에 있다. 영업비용 하락과 함께 동사의 '26 OPM은 7.2%, 감가상각비 하락이 본격화될 27년 OPM은 8.0%으로 개선될 것이다.

동사는 별도 기준 당기순이익의 40% 이상, 최대 20%를 자사주 매입에 활용할 전망이다. 이에 따른 '26년 예상 DPS는 710원('25년 660원), 주주환원수익율은 5.9%로 전망한다.

파주 AIDC 1동(50MW)이 완공될 '27년 하반기부터는 AIDC Colocation 사업부문 역시 높은 성장률을 보일 것으로 전망한다. 향후 파주 AIDC는 '30년까지 200MW로 확대되며, 이에 따라 동사의 B2B 기업인프라 사업부문 매출 비중은 20%까지 상승하며 체질 개선이 나타날 것으로 판단한다.

표1. LG유플러스 목표주가 산출

구분	내용	비고
영업가치	14,478	(a) x (b)
12MFEBITDA (a)	3,810	
Target EV/EBITDA (b)	4.0	이익 사이클 상단 EV/EBITDA 적용
순차입금	6,105	
적정시가총액	8,373	
발행주식수	429,828	
적정주가	19,480	
목표주가	19,500	
현재주가	14,500	
상승여력	34.4%	

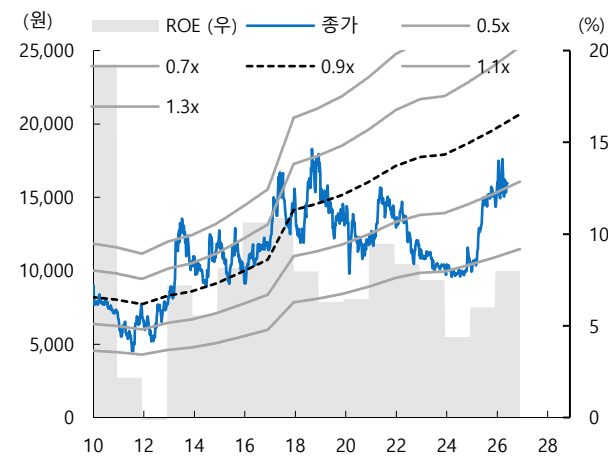
자료: iM증권 리서치본부

표2. LG유플러스 분기, 연도별 영업수익, 영업비용 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	3,748	3,844	4,011	3,848	3,804	3,869	3,887	4,000	15,452	15,560	15,708
YoY (%)	4.8	10.0	5.5	2.5	1.5	0.6	-3.1	4.0	5.7	0.7	0.9
QoQ (%)	-0.1	2.6	4.3	-4.0	-1.2	1.7	0.5	2.9			
모바일	1,601	1,645	1,702	1,679	1,653	1,694	1,701	1,708	6,626	6,755	6,759
무선통신수익	1,532	1,577	1,617	1,605	1,588	1,619	1,622	1,625	6,330	6,454	6,456
접속수익	69	69	84	74	65	74	79	82	296	301	303
스마트홈	631	637	673	649	656	656	662	668	2,590	2,642	2,711
IPTV	330	331	334	332	335	333	334	336	1,327	1,338	1,350
초고속인터넷	297	302	311	314	320	323	328	332	1,224	1,303	1,361
전화	84	85	85	87	85	84	82	84	340	334	316
인터넷전화	41	41	41	41	41	41	41	40	165	163	159
기업/국제전화	42	44	43	46	44	43	41	43	175	172	157
기업인프라	410	428	428	542	436	449	452	547	1,808	1,884	2,001
AIDC	87	96	103	135	114	118	120	120	422	472	548
기업솔루션	119	126	120	185	118	123	124	196	550	561	584
기업회선	204	205	205	222	203	207	208	232	836	850	869
영업비용	3,493	3,540	3,849	3,678	3,532	3,563	3,628	3,724	14,560	14,447	14,456
YoY (%)	4.1	9.3	8.3	1.9	1.1	0.7	-5.7	1.3	5.8	-0.8	0.1
QoQ (%)	-3.3	1.4	8.7	-4.4	-4.0	0.9	1.8	2.6			
인건비	491	487	631	523	478	479	505	522	2,132	1,984	2,042
감가상각비	666	673	670	689	687	685	684	684	2,697	2,740	2,627
지급수수료	420	443	469	469	415	425	427	454	1,801	1,721	1,738
판매수수료	530	541	577	577	601	588	595	602	2,224	2,386	2,347
광고선전비	50	45	53	61	46	51	59	62	210	218	215
상품구입비	824	816	882	783	781	792	773	780	3,305	3,126	3,170
영업이익	255	305	162	171	272	306	259	277	892	1,114	1,252
OPM (%)	6.8	7.9	4.0	4.4	7.2	7.9	6.7	6.9	5.8	7.2	8.0
YoY (%)	15.6	19.9	-34.3	20.0	6.6	0.5	60.2	62.2	3.4	24.8	12.4
QoQ (%)	79.7	19.2	-46.9	5.5	59.6	12.4	-15.4	6.8			
당기순이익	101	96	96	73	55	68	67	66	509	704	821
NPM (%)	2.7	2.5	2.4	1.9	1.5	1.8	1.7	1.6	3.3	4.5	5.2
YoY (%)	-2.4	-12.4	-0.2	-20.4	-45.0	-28.7	-30.4	-9.2	61.9	38.2	16.7
QoQ (%)	10.2	-5.0	0.5	-24.4	-23.8	23.1	-1.9	-1.4			

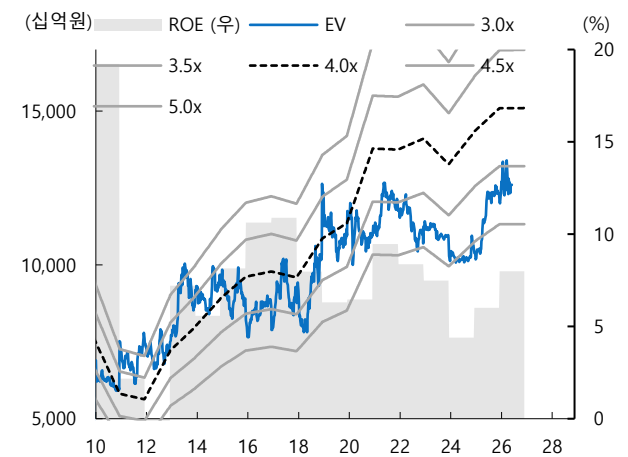
자료: iM증권 리서치본부

그림1. LG유플러스 12개월 선행 P/B band 추이



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림2. LG유플러스 12개월 선행 EV/EBITDA band 추이



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

2Q26 Preview: 서비스 수익 개선 및 가산 IDC 성장 확인

매출액은 전분기 대비
증가세가 지속될 것으로
전망

동사의 2Q26 예상 매출액은 3조 8,688억원(+1.7% QoQ, +0.6% YoY)으로 전분기 대비 증가세가 지속될 것으로 전망한다. 이에 따른 영업이익 전망치는 3,059억원(+12.4% QoQ, +0.5% YoY)이다. 유·무선통신 매출이 안정적으로 성장하는 가운데, 이익률이 높은 데이터센터 매출 증가에 따른 믹스개선 및 인건비 등 비용절감 효과가 수익성 개선으로 연결될 것으로 판단한다.

작년 하반기 이후
가입자수는 안정적인 수준
유지

2Q26 서비스 매출은 2조 8,825억원(+1.9% QoQ, +3.0% YoY)로 안정적인 증가세를 보일 것으로 전망한다. 작년 2분기 경쟁사 해킹 사태에 따른 가입자 순증 이후 무선 가입자 수가 유지되고 있으며, 스마트홈 부문 역시 6,558억원(+3.0% YoY)의 양호한 성장률을 기록할 것으로 보인다.

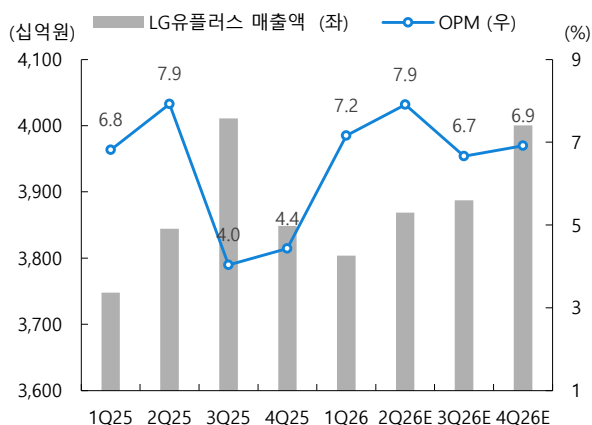
데이터센터 매출은 전분기에
이어 두자릿수 성장률 지속

IDC 사업부문 역시 긍정적이다. '23년 10월 오픈한 평촌2 데이터센터에 대한 신규 고객 입주가 진행되고 있으며, 작년 하반기 코람코로부터 위탁운영을 시작한 가산 DC의 가동률 역시 증가하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 IDC 매출액은 1,181억원(+22.6% YoY)을 기록, 전분기에 이어 두 자릿수 성장률을 지속할 것으로 전망한다.

희망퇴직 이후 인건비
절감효과 있으나, 마케팅비
소폭 증가 전망

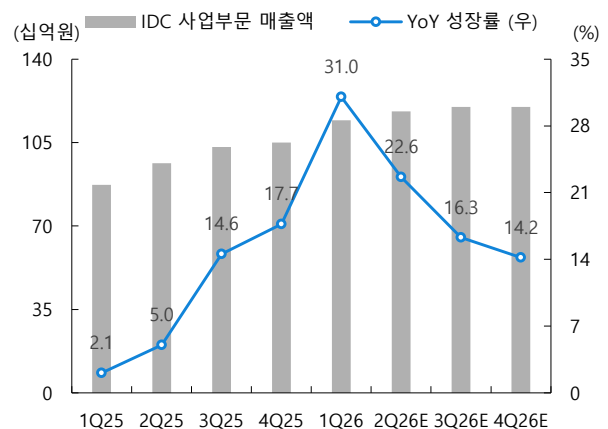
2Q26 인건비는 3,515억원(-2.0% YoY)을 기록하며 25년 3분기 희망퇴직 이후 감소세가 이어질 것이다. 다만 작년 하반기 경쟁사 해킹 사태 이후 신규 가입자 유입에 따른 판매 수수료 증가 이후 상각 효과가 지속되며 마케팅 비용은 전년 동기 대비 소폭 증가하는 방향성이 나타날 것으로 전망한다.

그림3. LG유플러스 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림4. IDC 사업부문 매출액 및 성장률 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

‘26년 영업비용 하락세 본격화에 따른 이익개선 사이클 돌입

‘27년 예상 OPM은 8.2%으로 역대 최대 수익성을 경신할 전망

수익성 개선은 지속될 전망,
‘26년 OPM 약 6.7% 예상

동사는 ‘26년 매출액 15조 5,604억원(+0.7% YoY), ‘27년 15조 7,813억원(+1.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 이에 따른 ‘26년 영업이익 전망치는 1조 1,124억원(+YoY 26.1%, OPM 7.2%), ‘27년 1조 2,516억원(+YoY 12.4%, OPM 8.0%)을 기록하며 역대 최대 OPM을 갱신할 것으로 전망한다.

견조한 흐름을 보이고 있는
MNO 핸드셋 가입자 수
흐름은 탑라인 성장을 방어

우선 타 MNO 사업자 대비 핸드셋 가입자 수가 견조한 증가세를 보이고 있는 것이 긍정적이다. 동사의 핸드셋 가입자 수는 ‘25년 경쟁사 해킹사태 이후 가입자 약 12만명을 흡수, 이후 해지율이 1%대까지 개선되며 견조한 가입자수 흐름을 보이고 있다. 이에 따라 무선 통신 사업부문 매출액이 탑라인 성장을 견인하는 흐름이다.

3Q25 희망퇴직에 따른
인건비 절감 효과는 ‘26년
발생할 것

이와 동사는 ‘25년 3분기 희망퇴직 실시 이후 인건비 절감 효과가 ‘26년부터 본격화될 전망이다. 구조조정 규모는 전체 임직원의 6% 수준으로 추정되며, ‘25년 퇴직금 등 일회성 비용 반영 이후 ‘26년 인건비는 1조 9,846억원(-6.9% YoY) 개선되며 수익성 상향에 기여할 전망이다.

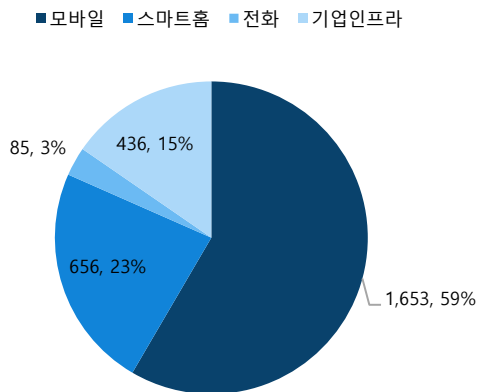
‘26년부터 감가상각비 절감
효과는 본격적으로 나타날
전망

‘27년도부터는 과거 5G 인프라 투자에 대한 유형자산 상각 기간이 마무리되며 감가상각비가 본격적으로 개선되는 점 역시 긍정적이다. 유형자산상각비의 경우 이미 ‘25년부터 상승률 둔화가 확인되었으며, ‘26년은 2조 1,470억원(-2.8% YoY), ‘27년 2조 220억원(-5.8% YoY)로 하락하며 매출액 대비 비중이 약 13% 초반 수준까지 개선될 것으로 전망한다.

고정비 절감과 같은 비용
효율화 속 구조적 이익개선
사이클 진입

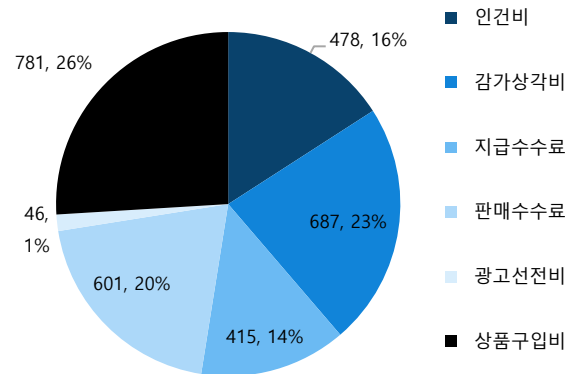
이처럼 감가상각비, 인건비 등 주요 고정비 부담이 점진적으로 완화되면서 동사의 비용 효율화 국면은 본격화될 전망이다. 이에 따라 영업비용은 ‘26년 14조 5,120억원(-0.3% YoY), ‘27년 14조 3,690억원(-1.0% YoY)으로 하락하며, 비용 효율화가 탑라인 성장 제한을 상쇄하는 구간에 진입할 것으로 판단한다. 특히 5G 투자 회수기 진입과 함께 단순한 일회성 비용 절감이 아닌 비용 구조 정상화에 기반한 구조적 이익 개선 사이클에 진입할 것으로 전망한다.

그림5. LG유플러스 사업부문별 매출비중



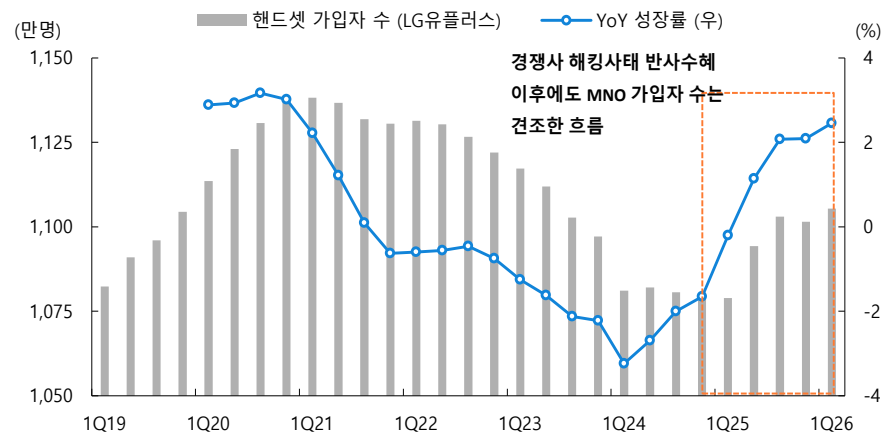
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림6. LG유플러스 주요 비용 구조



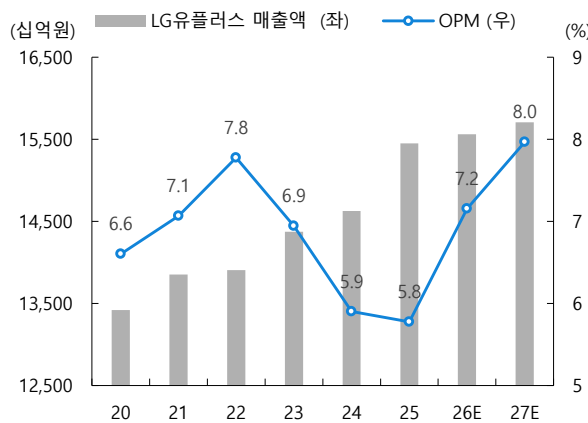
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림7. LG유플러스 가입자 수는 경쟁사 해킹사태 반사수혜 이후 견조한 흐름



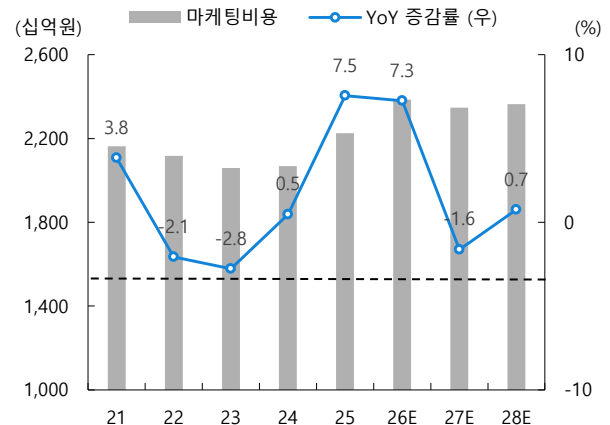
자료: iM증권 리서치본부

그림8. LG유플러스 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



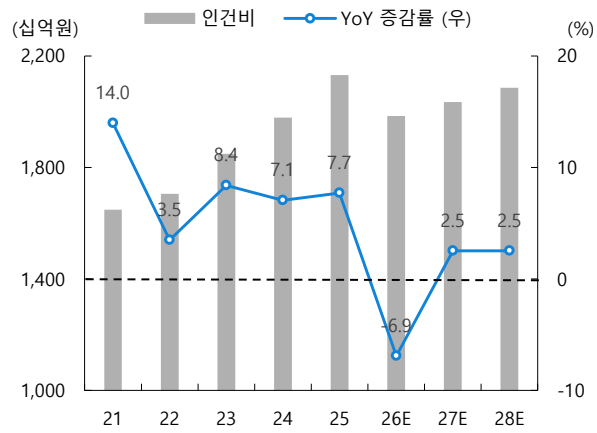
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림9. LG유플러스 마케팅비용 추이 및 전망



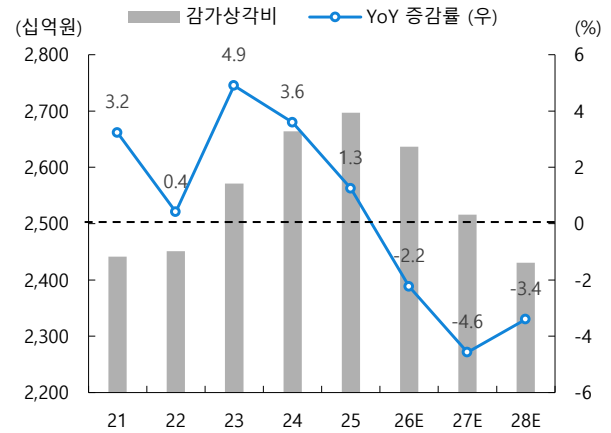
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림10. '25년 희망퇴직에 따른 인건비 절감 효과 '26년 발생



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림11. 감가상각비는 '26년부터 하락 안정화 국면에 진입



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

Target 주주환원율 40~60%, '26년 주주환원율 5.9% 전망

견조한 현금흐름을 바탕으로 확대될 주주환원 여력

주주환원 정책은 배당과
자사주 매입을 병행하는
구조로 전환

동사의 주주환원 정책은 기존 배당 중심에서 배당과 자사주 매입을 병행하는 구조로 강화되는 추세다. 동사는 별도 기준 당기순이익의 40% 이상을 배당 재원으로 활용하는 기존 정책을 유지하는 동시에, 자본구조와 현금흐름을 감안해 당기순이익의 0~20% 범위 내에서 탄력적으로 자사주 매입 및 소각을 실시할 계획이다.

점진적으로 주주환원율은
목표 범위인 40~60%
내에서 확대될 가능성

'25년에는 별도 당기순이익의 약 54%를 배당 재원으로 활용했으며, '25년 7월에는 기존에 매입한 800억원의 자사주를 소각했다. 이처럼 향후 총주주환원율은 중장기 목표 범위인 40~60% 내에서 점진적으로 확대될 가능성이 높다.

배당성향 50% 적용 시 올해
배당 재원은 약 3,100억원,
DPS는 710원

올해 역시 비슷한 수준을 유지할 것으로 판단한다. '26년 당기순이익 추정치 6,210억원을 기준으로 배당성향 50% 적용시 예상 현금배당액은 3,100억원, DPS는 약 710원 수준이다. 또한 당기순이익의 최대 20%를 자사주 매입에 활용할 경우 자사주 매입 가능 금액은 1,200억원 수준이다.

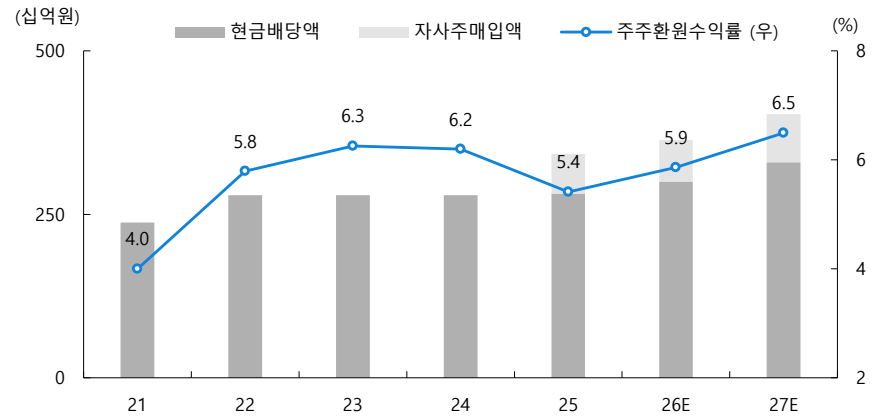
예상 잉여현금흐름은
주주환원 규모를 충분히
상회

중요한 점은 이러한 주주환원 확대가 재무 부담을 동반하지 않는다는 점이다. 동사의 '26년 잉여현금흐름은 약 9,500억원 수준으로 추정되며, 예상 주주환원 규모가 약 3,000~4,000억 수준을 충분히 상회한다.

배당 및 자사주 매입 규모
고려 시 '26년 예상
주주환원수익율은 5.9%

총 주주환원 규모 고려 시 자사주 매입을 포함한 배당수익률은 '26년 5.9%, '27년 7.3%까지 확대될 것으로 전망되며, 이러한 중장기적인 주주환원 정책은 단기적인 배당 매력뿐만 아니라 ROE 개선, 주당가치 제고를 통해 밸류에이션 상승을 견인하는 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

그림12. '24년 대규모 구조조정 이후 KT 별도 기준 인건비는 2.3조원 수준에서 1.9조원 수준까지 하락



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

표3. LG유플러스는 당기순이익의 약 40~60% 배당, 최대 20%까지 자사주 매입 계획. 이에 따른 동사의 '26년, '27년 주주환원수익률은 5.9%, 6.5%까지 확대 가능

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
LG유플러스						
당기순이익	509	638	733	950	1,056	1,187
당기순이익 대비 (%)						
45%		287	330	428	475	534
현금배당액	281	305	366	475	528	593
50%		351	403	523	581	653
55%						
발행주식수	429,828	429,828	429,828	429,828	429,828	429,828
45%		667	767	995	1,105	1,242
DPS	654	710	852	1,105	1,228	1,380
50%		816	937	1,216	1,351	1,518
55%						
자사주매입액	61	64	73	95	106	119
총주주환원액	342	369	403	523	581	653
시가총액	6,298	6,205	6,205	6,205	6,205	6,205
주주환원수익률	5.4	5.9	6.5	8.4	9.4	10.5

자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

파주AIDC 중심 B2B AI 인프라 매출 확대

2030년까지 200MW 규모급 파주 AIDC 캠퍼스 계획

50MW 규모 1동은 '27년
6월 준공, 이후 '30년까지
순차적으로 200MW 규모급
AIDC 완공 예정

동사는 현재 200MW 규모급 파주 AIDC 캠퍼스를 계획 중이다. 이번 파주 AIDC는 기존 IDC 대비 높은 전력 밀도, 저지연 네트워크를 요구함과 동시에 수도권에 입지한 가장 큰 규모의 AIDC라는 점에서 경쟁력이 있다. 이 중 50MW 규모의 1동은 '27년 6월 준공될 예정이며, 수요 계약은 이미 완료된 것으로 파악된다. 일반적으로 데이터센터 사업은 대규모 선투자 이후 초기 가동률 확보가 수익성에 핵심 변수인데, 준공 이후 가동률 리스크가 제한적이라는 점에서 긍정적이다.

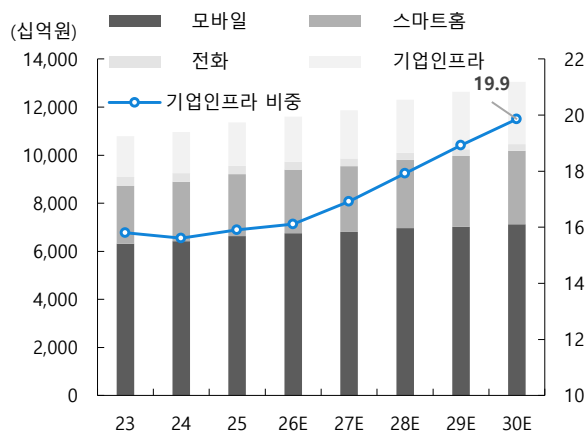
'27년 AIDC 매출액은 YoY
21%의 고성장 기록 전망

'27년 1동 가동이 시작되는 '27년 동사의 AIDC 매출액은 5,476억원으로 전년 동기 대비 15.9%의 고성장을 기록할 전망이다. 특히 AIDC는 장기 계약 기반의 안정적 매출 창출이 가능하다는 점에서 매출의 질적 측면에서도 긍정적이다.

파주 AIDC를 통해 '30년까지
누적 수주 5조원을 목표

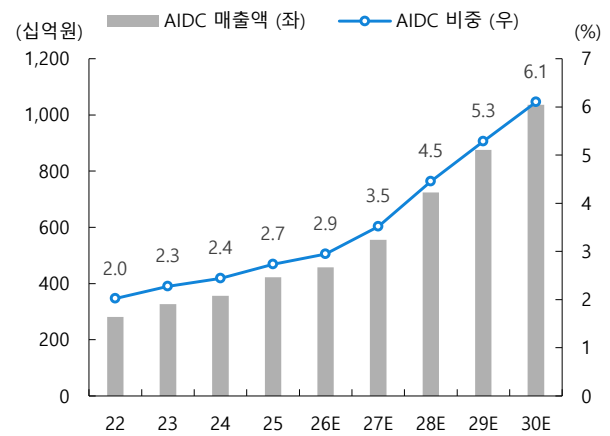
중장기적으로는 파주 AIDC 2~4동의 순차적 준공이 동사의 B2B 인프라 매출 성장을 견인할 것으로 판단한다. 동사는 파주 AIDC를 통해 2030년까지 누적 수주 5조원을 목표로 하고 있으며, 나머지 150MW 규모의 증설이 완료되는 2030년 이후 AIDC Colocation 매출액은 1조원 수준까지 확대될 것으로 전망한다.

그림13. 동사 기업인프라 매출 비중은 '30년까지 약 20% 수준까지 확대될 전망



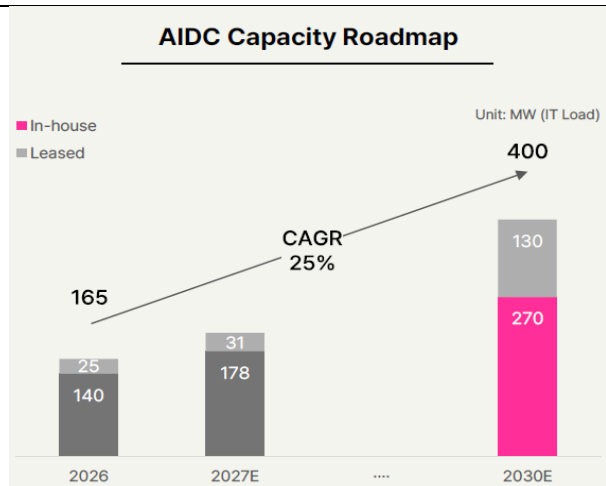
자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림14. 200MW 파주 AIDC 완공될 '30년 AIDC Colocation 매출액은 연간 1조, 전체 매출액 대비 6%까지 확대될 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림15. LG유플러스 AIDC CAPA 로드맵. 파주AIDC 완공과 함께 2030년 IT Load 기준 400MW까지 확대할 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

그림16. LG 유플러스 파주 AIDC는 '27년 1동 준공, 이후 '30년까지 순차적으로 4동까지 완공될 전망



자료: LG유플러스, iM증권 리서치본부

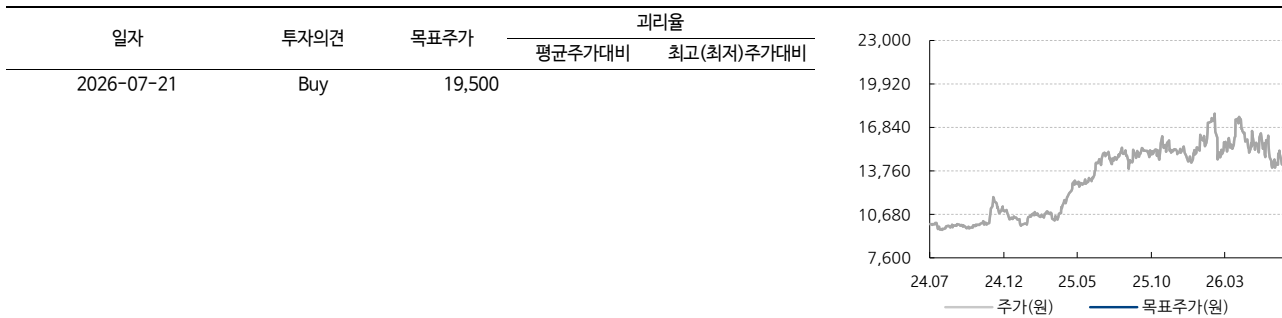
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,414	6,095	6,395	6,779	매출액	15,452	15,560	15,708	15,977
현금 및 현금성자산	794	1,084	1,064	1,075	증가율(%)	5.7	0.7	0.9	1.7
단기금융자산	144	176	216	264	매출원가	-	-	-	-
매출채권	2,398	2,519	2,538	2,573	매출충이익	15,452	15,560	15,708	15,977
재고자산	210	211	213	217	판매비와관리비	14,560	14,447	14,456	14,442
비유동자산	14,267	14,063	13,826	13,815	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	10,625	10,553	10,449	10,568	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,460	1,324	1,189	1,056	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,682	20,157	20,221	20,594	영업이익	892	1,114	1,252	1,534
유동부채	4,676	4,943	4,699	4,543	증가율(%)	3.4	24.8	12.4	22.6
매입채무	2,739	2,614	2,497	2,387	영업이익률(%)	5.8	7.2	8.0	9.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	57	77	78	82
유동성장기부채	1,402	1,793	1,667	1,621	이자비용	261	268	257	250
비유동부채	5,938	5,759	5,592	5,430	지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
사채	3,493	3,380	3,263	3,152	기타영업외손익	2	27	27	27
장기차입금	975	909	859	809	세전계속사업이익	680	939	1,089	1,383
부채총계	10,614	10,702	10,291	9,973	법인세비용	171	236	274	348
지배주주지분	8,867	9,275	9,773	10,494	세전계속이익률(%)	4.4	6.0	6.9	8.7
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	당기순이익	509	703	815	1,035
자본잉여금	872	872	872	872	순이익률(%)	3.3	4.5	5.2	6.5
이익잉여금	5,474	5,882	6,380	7,099	지배주주귀속 순이익	524	723	838	1,065
기타자본항목	-53	-52	-52	-51	기타포괄이익	130	1	1	1
비지배주주지분	201	180	157	127	총포괄이익	639	703	815	1,035
자본총계	9,068	9,456	9,930	10,621	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,964	3,328	3,440	3,549	주당지표(원)				
당기순이익	509	703	815	1,035	EPS	1,208	1,682	1,950	2,477
유형자산감가상각비	2,210	2,254	2,142	2,021	BPS	20,629	21,579	22,738	24,414
무형자산상각비	487	486	485	483	CFPS	7,424	8,056	8,061	8,303
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2	DPS	660	740	800	810
투자활동 현금흐름	-2,019	-2,612	-2,465	-2,570	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,596	-2,221	-2,067	-2,163	PER	12.2	8.5	7.3	5.8
무형자산의 처분(취득)	-371	-350	-350	-350	PBR	0.7	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	-22	-5	-5	-5	PCR	2.0	1.8	1.8	1.7
재무활동 현금흐름	-1,045	-344	-882	-823	EV/EBITDA	3.1	2.8	2.7	2.5
단기금융부채의증감	-1,806	391	-126	-46	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,375	-179	-167	-162	ROE	6.0	8.0	8.8	10.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	23.2	24.8	24.7	25.3
배당금지급	-279	-281	-315	-341	부채비율	117.1	113.2	103.6	93.9
현금및현금성자산의증감	-102	289	-20	11	순부채비율	54.4	51.0	45.4	39.9
기초현금및현금성자산	896	794	1,084	1,064	매출채권회전율(x)	6.4	6.3	6.2	6.3
기말현금및현금성자산	794	1,084	1,064	1,075	재고자산회전율(x)	66.9	73.9	74.0	74.3

자료 : LG유플러스, iM증권 리서치본부

LG유플러스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

인텔리안테크(189300)

NTN 개화: Gateway부터 FPA 안테나까지

[통신/Mid-Smallcap] 신희철
2122-9187 shc4235@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 89,000원으로 커버리지 개시

인텔리안테크의 투자의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 89,000원으로 커버리지를 개시한다. 기업가치는 12개월 선행 당기순이익 325억원에 Global Peer 평균 밸류에이션을 10% 할인한 30배를 적용하여 계산했다. 동사는 현재 위성통신 시대 개화와 함께 주요 인프라 및 단말 안테나인 Gateway 및 FPA(평판형 안테나)를 개발 단계에 있으며, 주요 위성 사업자 측 다수의 레퍼런스도 보유하고 있다. '27년 주요 위성통신 기업들의 상용화 시점 도래와 함께 FPA 양산 및 Gateway 수주 확대는 동사의 탑라인 성장을 견인할 전망이다.

주요 LEO 사업자향 FPA 및 Gateway 공급 확대

동사는 '26년 매출액 3,672억원(+14.9% YoY), '27년 4,369억원(+19.0% YoY)을 기록하며 가파른 탑라인 성장이 나타날 것으로 판단한다. 특히 '26년은 레퍼러지 효과가 극대화되며, '26년, '27년 영업이익은 각각 300억원(+YoY 151.4%, OPM 8.2%), '27년 455억원(+YoY 51.3%, OPM 10.4%)으로 전망한다.

동사는 다수의 주요 위성사업자와의 레퍼런스를 기반으로 LEO 위성통신 개화와 함께 FPA(평판형 안테나), Gateway 시장 확대의 수혜를 받을 것으로 판단한다. 또한 기존 주요 사업부문인 해상용 VSAT 시장의 개선 역시 실적 긍정 요인으로 작용할 전망이다.

① **다수 위성사업자와 FPA 개발 진행중:** 동사의 FPA(평판형 위성단말 안테나) 매출액은 '25년 840억원에서 '26년 1,420억원(+68% YoY)의 고성장을 이룰 것으로 판단한다. 동사는 '4Q23부터 Eutelsat OneWeb향 FPA 양산을 시작했으며, 현재 SES, Telesat Lightspeed 등 주요 LEO 사업자와도 End-user향 FPA 개발을 진행 중인 것으로 파악된다.

② **'27년 Gateway 매출 고성장 전망:** '26년, '27년 Gateway 매출액은 각각 1,230억원(+11% YoY), 1,620억원(+32% YoY)을 기록할 전망이다. 동사는 Company A, AST SpaceMobile과 같은 주요 고객사향 Gateway 양산 레퍼런스를 확보하고 있다. '27년은 주요 위성사업자들의 서비스 상용화가 예상되는 시점이며, '26년 7월 캘리포니아 Gateway 신규 공장 가동 시작과 함께 Gateway 사업부문 매출액의 고성장이 전망된다.

③ **해상용 VSAT 시장 회복:** '23~'24년 부진했던 해상용 VSAT 시장은 해상 통신 시장에서의 하이브리드 통신 수요가 확대됨에 따라 점진적으로 개선될 것으로 전망한다. 최근 해상용 VSAT 시장은 단일 위성통신망을 사용하는 것이 아닌, GEO, MEO, LEO, LTE 등 다수의 네트워크를 동시에 사용하는 추세로 전환하고 있다. 이에 따라 VSAT 수요 및 시장 확대가 진행되고 있다. 동사는 해상용 VSAT점유율 1위 기업으로 시장 회복의 수혜를 받을 것으로 전망한다.

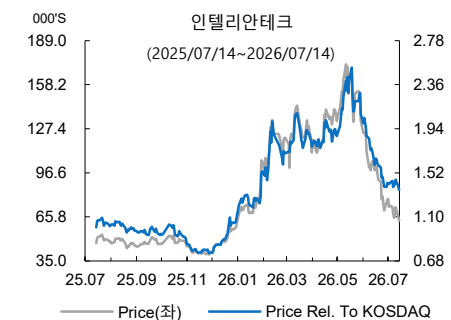
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	89,000원(신규)
증가(2026.07.20)	58,000원
상승여력	53.9%

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	1,074만주
시가총액	680십억원
외국인지분율	25.4%
52주 주가	39,400~172,400원
60일평균거래량	167,836주
60일평균거래대금	20.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-35.6	-53.8	-7.5	23.6
상대수익률	-11.4	-21.8	10.1	27.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	320	367	437	570
영업이익(십억원)	12	30	45	93
순이익(십억원)	7	28	35	74
EPS(원)	695	2,625	3,256	6,914
BPS(원)	24,808	27,392	30,607	37,480
PER(배)	85.6	24.1	19.4	9.2
PBR(배)	2.4	2.3	2.1	1.7
ROE(%)	28	10.1	11.2	20.3
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	20.3	13.2	10.5	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 89,000원으로 커버리지 개시

인텔리안테크의 투자의견을 Buy, 목표주가 89,000원으로 커버리지를 개시한다. 기업가치는 12개월 선행 당기순이익 325억원에 Global Peer 평균 33배를 10% 할인한 30배를 적용하여 계산했다. Global Peer의 경우 미국의 VSAT, Gateway 등 위성통신 장비를 제조하는 Gilat Satellite Networks와 Echo Star, KTOS를 참고했다.

동사는 현재 위성통신시대 개화와 함께 End-user 향 단말/안테나인 FPA와 지상국 Gateway를 다수의 위성사업자들과 개발 및 양산 단계에 있다. 통신 장비의 신뢰성 및 안정성이 중요한 만큼 동사가 보유한 레퍼런스를 중심으로 향후 위성통신 상용화와 함께 동사의 실적 수혜 강도는 확대될 것으로 전망한다.

다만 아직까지 FPA 및 Gateway가 양산 초입인 만큼, Global Peer의 12개월 선행 평균 P/E를 10% 할인하여 적용했으며, 향후 非Starlink 위성 사업자향 제품 양산이 본격화될 시점에는 탑라인 확대와 함께 밸류에이션 상승이 나타날 수 있을 것으로 전망한다.

표1. 인텔리안테크 목표주가 산출

구분	내용	비고
당기순이익 (십억원) (a)	32.5	12MFForward 기준
Target P/E (b)	30	글로벌 peer 평균(Gilat,KTOS,ECHO) 20% 할인
목표 시가총액 (c)	1,056	(a) x (b)
발행주식수	10,733	
목표주가	89,000	
현재주가	58,000	
상승여력	53.9%	

자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표2. 인텔리안테크 밸류에이션 시나리오

시나리오	적용 Multiple	논리	적용주가
Bear (-10%)	30	VSAT 부진 + FPA/Gateway 초기 매출 반영	89,000
Base	33	OneWeb FPA 양산 + Gateway 수주 확대 + 해상 VSAT 회복	100,000
Bull (+10%)	36	非Starlink LEO 사업자향 FPA/Gateway 양산 본격화,	110,000

자료: iM증권 리서치본부

2Q26 Preview: 명확해지는 성장 기조

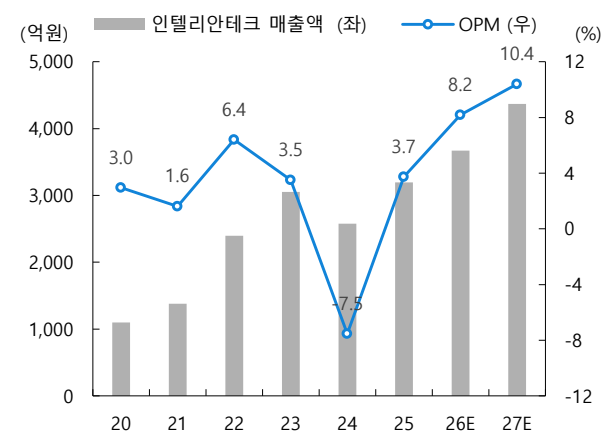
동사의 2분기 예상 매출액은 841억원(+30.0% QoQ, +12.6% YoY)으로 두 자릿수 견조한 증가세를 보일 것으로 전망한다. 이에 따라 올해 2분기 동사는 영업이익 44억원(+151.2% YoY, OPM 5.3%)을 기록할 것으로 판단한다. '26년 연간 기준으로는 매출액 및 영업이익 전망치를 각각 3,672억원(+15% YoY), 300억원(+YoY 151%, OPM 8.2%)으로 제시한다.

사업부 별로는 계절적 비수기 영향으로 부진했던 VSAT(해상용 안테나) 사업이 2분기부터 회복되는 가운데, FPA(평판형 안테나) 역시 견조한 증가세가 지속되는 것으로 파악된다. 특히 방산용 FPA[Manpack] 관련 프로젝트가 4Q25, 1Q26에 이어 2분기에도 순조롭게 진행되면서 안정적인 흐름이 이어지고 있다.

미국 캘리포니아 Gateway 신공장도 준공 이후 시험 가동 및 생산 안정화 단계에 들어간 것으로 파악된다. 이미 일부 PO를 확보한 상태이며, 현지 인력 채용 및 부품 조달만 완료된다면 가동률은 빠르게 증가할 가능성이 높다. 신공장은 연간 약 300억원의 CAPA 수준이며, 향후 점진적으로 증가할 것으로 보인다.

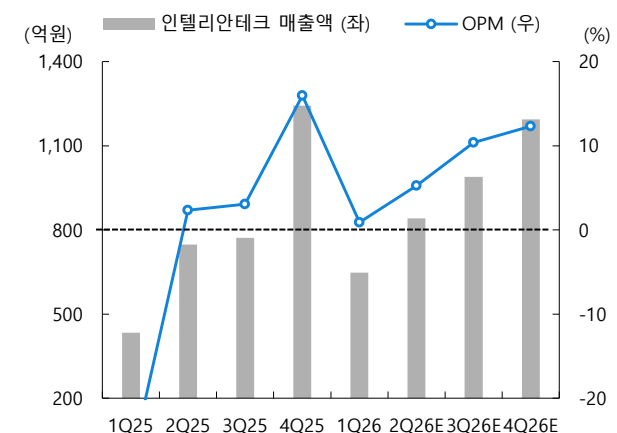
비용 단에서는 신공장 가동과 신규 생산인력 채용에 따른 비용 증가가 일부 발생할 수 있다. 다만 동사의 전체 비용 중 가장 큰 부분을 차지하는 연구개발비가 '25년부터 매출액 대비 10% 수준에서 안정적으로 유지될 전망되어, 전사 비용 증가폭은 제한적일 것이다. 결국 올해는 FPA(평판형안테나), Gateway 사업 부문에서의 탑라인 성장이 진행되며 본격적으로 이익 레버리지 효과가 발생할 것으로 전망한다.

그림1. 인텔리안테크 연도별 매출액 및 OPM 추이



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림2. 인텔리안테크 분기별 매출액 및 OPM 추이



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표3. 인텔리안테크 사업부문별 매출액, 영업이익 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	434	747	772	1,243	647	841	989	1,195	3,196	3,672	4,369
YoY (%)	-7.2	4.2	23.8	61.4	49.3	12.6	28.1	-3.9	24.0	14.9	19.0
QoQ (%)	-43.7	72.4	3.3	61.0	-47.9	30.0	17.5	20.8			
VSAT(파라볼릭 안테나)					230	257	263	315	1,176	1,066	1,141
YoY (%)									-24.2	-9.4	7.1
QoQ (%)						11.9	2.2	19.9	0	0	0.0
FPA (평판형 안테나)					275	306	315	380	843	1,275	1,473
YoY (%)									32.8	51.3	15.5
QoQ (%)						11.3	2.9	20.6	0	0	0.0
Gateway					142	278	411	500	1,108	1,331	1,755
YoY (%)									269.3	20.1	31.9
QoQ (%)						95.8	47.8	21.5	0	0	0.0
of Revenue											
VSAT					35.5	30.6	26.6	26.4	36.8	29.0	26.1
FPA					42.5	36.4	31.8	31.8	26.4	34.7	33.7
Gateway					21.9	33.0	41.6	41.8	34.7	36.2	40.2
매출총이익	179	280	305	485	309	325	394	464	1,249	1,491	1,770
GPM (%)	41.4	37.4	39.5	39.0	47.8	38.6	39.8	38.8	39.1	40.6	40.5
YoY (%)	2.5	-7.7	26.3	76.5	72.4	16.1	29.0	-4.3	25.6	19.4	18.7
QoQ (%)	-34.7	55.9	9.1	58.8	-36.2	5.0	21.2	17.9			
영업이익	-120	18	24	199	6	44	103	147	120	300	455
OPM (%)	-27.8	2.4	3.1	16.0	0.9	5.3	10.4	12.3	3.7	8.2	10.4
YoY (%)	적지	93.4	흑전	흑전	흑전	151.2	334.3	-25.8	흑전	151.5	51.3
QoQ (%)	적지	흑전	34.7	738.0	-97.0	649.2	132.9	43.2			
당기순이익	-141	-41	34	223	135	23	67	100	75	282	349
NPM (%)	-32.6	-5.4	4.4	17.9	20.8	2.7	6.8	8.3	2.3	6.4	8.3
YoY (%)	적지	적전	흑전	97.1	흑전	흑전	99.0	-55.4	흑전	216.3	54.4
QoQ (%)	적전	적지	흑전	564.0	-39.6	-83.0	192.0	48.8			

자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

NTN 시장 개화와 함께 성장할 FPA(위성평판안테나) 시장

‘26년 FPA 매출액 1,280억원(+51.3% YoY)의 고성장을 전망

LEO 위성망 확산과 함께
평판형 안테나(FPA) 수요
확대

위성통신 시장은 기존 GEO 기반의 대형 파라볼릭 안테나 중심 구조에서 저궤도 위성을 활용한 고속, 저지연 통신 구조로 전환 중이다. LEO 위성망이 확산되기 위해서는 위성과 사용자를 연결하는 단말 및 안테나 공급이 필수적이며, 특히 최근에는 설치가 용이한 평판형 안테나의 수요가 확대되고 있다. 동사는 선제적으로 FPA 개발에 투자해 왔으며, 이미 일부 고객사향으로는 제품 양산 단계에 진입했다.

동사는 이미 Eutelsat
OneWeb향 FPA 양산
레퍼런스를 보유

동사는 4Q23부터 Eutelsat OneWeb향 FPA 양산을 시작했으며, 이는 非Starlink 진영에서 매우 중요한 레퍼런스다. Starlink는 자체 생태계를 중심으로 단말을 공급하는 반면, OneWeb, Telesat, AST SpaceMobile 등 非 Starlink 사업자들은 외부 장비 업체와의 협력이 필요하다. 동사는 이미 보유한 양산 레퍼런스를 바탕으로 타 LEO 사업자향 수주 경쟁에서 우위를 확보할 가능성이 높다.

SES3b, Telesat 등 다수
LEO 사업자와 FPA 개발
진행중

현재 동사는 SES3b, Telesat Lightspeed 등 주요 LEO 사업자와도 End-user향 FPA 개발을 진행 중인 것으로 파악된다. 이들 사업자의 서비스 상용화 시점은 대체로 2027년 전후로 예상되며, 상용화가 본격화될 경우 개발 프로젝트가 양산 매출로 전환될 가능성이 있다. 위성통신 단말은 위성망 구축 이후 서비스 확산에 따라 수요가 후행적으로 발생하기 때문에, 양산 확대는 2027년 이후부터 발생할 것으로 판단한다.

FPA 시장은 '25년 1조원
규모에서 '30년 2.2조원
규모까지 확대될 전망

중요한 점은 FPA가 기존 VSAT 대비 시장 확장성이 훨씬 크다는 점이다. 기존 해상용 VSAT는 선박 중심의 제한된 시장이었으나, FPA는 육상 고정형, 차량, 항공, 군용, 기업용 네트워크 등 다양한 수요처로 확산될 수 있다. 시장조사기관 추정치에 따르면 LEO 위성통신용 FPA 시장은 '25년 약 1조원에서 '30년 약 2.2조원 규모에 도달할 것으로 예상한다.

동사의 FPA 매출액은 '25년
840억원에서 '30년
2,660억원까지 고성장을
이룩할 전망

이에 따라 동사 FPA 매출액은 '25년 840억원에서 '30년 2,660억원까지 증가할 것으로 전망한다. '30년 기준 인텔리안테크의 FPA 시장 점유율은 약 33% 수준으로 가정했다. 이는 OneWeb향 FPA 공급 점유율이 향후 50% 수준으로 하락하더라도, 현재 설계 및 개발을 진행 중인 타 위성통신 사업자향 FPA의 30% 수준의 점유율을 확보한다는 가정에 기반한다. 즉, 기존 OneWeb향 매출의 안정성과 신규 위성통신 사업자향 고객 확장이 동시에 반영된 추정치다.

그림3. 기존 위성통신에 활용되던 파라볼릭 안테나의 경우 크기가 크고 기계적으로 위성을 추적하기 때문에 설치 및 이동성 측면에서 제약이 존재



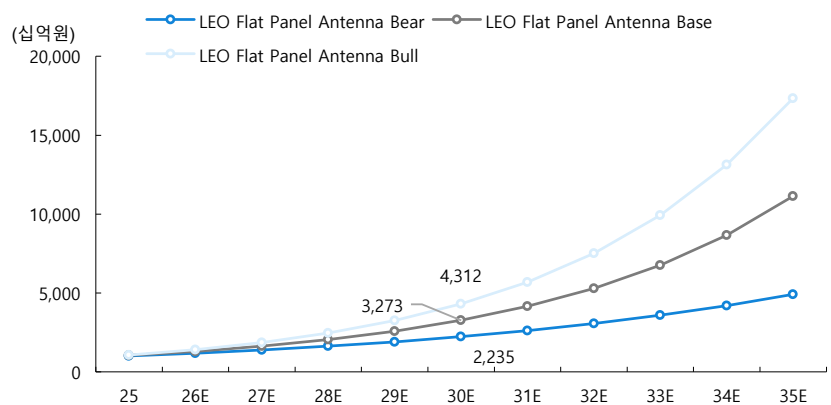
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림4. ESA 기반(전자식 안테나) FPA(Flat Panel Antenna)의 경우 부피가 작고, 물리적 회전 없이 위성을 추적하기 때문에 LEO 기반 위성통신에 유리



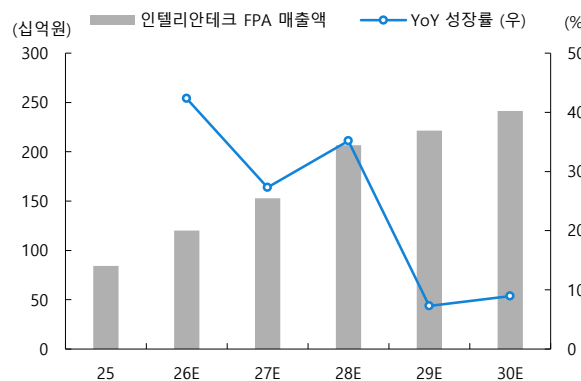
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림5. 글로벌 시장 조사 기관에 따르면 LEO FPA TAM은 2030년까지 보수적으로 2.2조원, Bull 시나리오 하에는 4조원까지 성장할 것으로 전망됨



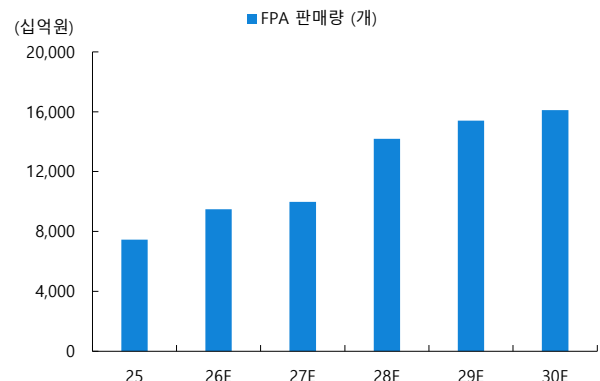
자료: Fortune Business Insights, Global Market Insights, Futer Market Insights, iM증권 리서치본부

그림6. FPA 매출액은 '27년부터 고성장을 보이며 '30년 2,000억원을 상회할 것으로 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림7. LEO 위성통신 상용화 속 FPA 판매량은 큰 폭으로 상승



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림8. 인텔리안테크는 OneWeb FPA를 이미 양산 중. 그 외 다수의 위성통신 사업자와 FPA 설계 및 개발 단계에 있음

INVESTMENT HIGHLIGHTS

DEVELOPMENT ROADMAP | 25년 말 기준 수주잔고 : 4,440억 원



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표4. LEO FPA 시장 TAM 추정 및 인텔리안테크 FPA 매출액 전망 및 주요 가정

구분	시나리오	Growth	25	26E	27E	28E	29E	30E
LEO FPA TAM (십억원)	Bear	17%	1,015	1,189	1,392	1,630	1,909	2,235
	Base	25%	1,043	1,302	1,631	2,050	2,586	3,273
	Bull	32%	1,072	1,416	1,870	2,471	3,264	4,312
Starlink 점유율			90%	88%	82%	76%	70%	64%
非 Starlink 점유율			10%	12%	18%	24%	30%	36%
非 Starlink FPA TAM (십억원)			102	143	251	391	573	805
非 Starlink 기업 Market Share								
EUTELSAT ONEWEB			100%	100%	80%	60%	40%	30%
Company A			0%	0%	10%	20%	25%	30%
AST Sapce Mobile			0%	0%	3%	10%	15%	20%
TELESAT			0%	0%	3%	6%	9%	10%
기타			0%	0%	3%	4%	11%	10%
인텔리안테크 점유율			83%	84%	61%	41%	35%	33%
인텔리안테크 FPA 매출액 (십억원)			84	120	153	160	199	266
FPA ASP (십억원)			0.00	0.14	0.13	0.13	0.14	0.15
FPA 판매량 (개)			7,444	9,487	9,971	14,184	15,407	16,114

자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

NTN 위성통신 필수 인프라 지상 Gateway

다수의 위성통신사업자와 Gateway 개발 진행중

‘27년은 주요
위성사업자들의 서비스
상용화 시점

Gateway 안테나 시장 역시 동사의 중장기 성장축 중 가시성이 높은 영역이다. 동사는 Company A, AST SpaceMobile 등 다수 주요 고객사 향 Gateway 개발 및 양산 레퍼런스를 확보하고 있다. ‘27년은 주요 위성사업자들의 서비스 상용화가 예상 시점이며, 동사의 Company A향 캘리포니아 공장 가동이 본격화될 시점이다. 이에 따라 동사의 Gateway 사업은 동사의 탑라인 성장을 견인하는 핵심 성장 축으로 자리잡을 전망이다.

NTN 서비스 제공을 위해
Gateway는 필수 인프라

NTN 시장이 본격적으로 개화되기 위해서는 위성망과 지상 인터넷망을 연결하는 지상국, 즉 Gateway 인프라가 함께 확충되어야 한다. Gateway는 위성에서 수신한 데이터를 지상망으로 연결하고, 반대로 지상망의 데이터를 위성으로 송신하는 핵심 인프라다. 따라서 LEO/MEO 위성 수가 증가하고 서비스 커버리지가 확대될수록 Gateway 안테나 수요도 구조적으로 증가한다.

동사는 이미 다수의 위성
통신 사업자와 Gateway를
양산 및 개발 단계에 있음

인텔리안테크는 이미 지상 ‘24년부터 Company A향 Gateway 안테나를 공급한 경험이 있으며, 다수의 고객사와 Gateway 안테나를 개발 및 연구 단계에 있다. ‘24년 Ses 3b, Telesat으로부터 각각 123억원, 290억원의 Gateway 개발 수주를 받은 이력이 있으며, ‘25년은 AST SpaceMobile로부터 약 280억원의 수주 잔고를 보유하고 있다.

‘2030년까지 Starlink는 Gateway 사이트를 약 400개 수준까지 확대할 계획으로 파악되며, 이 외 OneWeb, Company A, AST SpaceMobile 등 주요 非Starlink 사업자들도 ‘30년까지 합산 약 500개 내외의 Gateway 사이트를 확보할 계획이다.

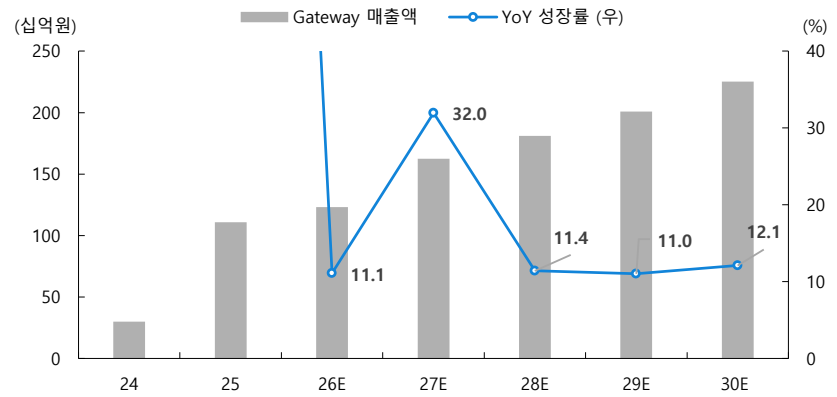
Gateway 안테나 가격은
‘25년 기준 대략 30만 달러
수준

Gateway 관련 장비 가격은 ‘25년 기준 대략 20만달러 수준으로 추정된다. 이를 기반으로 시장 규모를 창출하면, Gateway 안테나 시장은 ‘25년 약 4,000억원 수준에서 30년 1.5조원 규모까지 확대될 가능성이 있다.

‘26~‘30년 간 동사의
Gateway TAM은 약
8,000억원 수준으로 추산

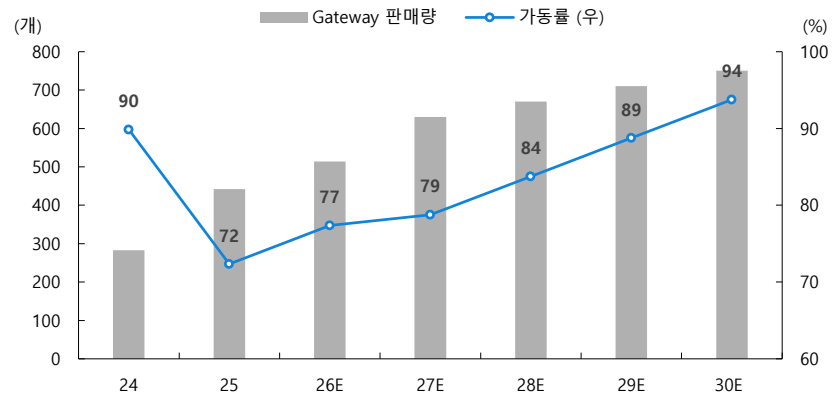
기존 주요 고객사향 동사의 납품 점유율을 80%, 잠재적인 고객사향 공급 점유율을 50% 수준으로 가정했을 때 동사의 Gateway 매출액은 ‘25년 1,110억원에서 ‘30년 2,400억원까지 증가할 것으로 전망된다. Gateway 가동률은 Company A향 미국 신규 공장이 가동될 ‘26년 하반기 및 타 위성 사업자들의 Gateway 인프라 구축이 본격화될 ‘27년부터 본격적으로 증가할 것으로 전망된다.

그림9. 인텔리안테크 Gateway 매출액은 주요 위성사업자 인프라 구축이 본격화될 '27년 가파른 성장 이후 매년 약 더블디짓 수준의 성장률을 기록할 것으로 전망



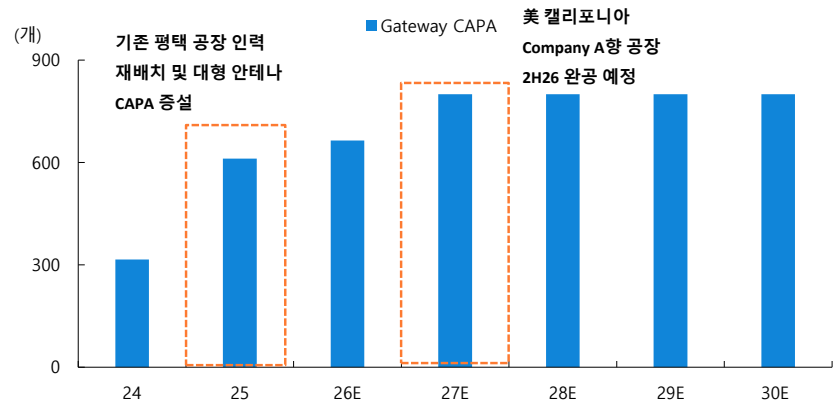
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림10. 주요 위성사업자 Gateway 구축이 본격화됨에 따라 인텔리안테크 '26~'30 Gateway 누적 판매 대수는 약 3,000대까지 증가할 것으로 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림11. 인텔리안테크 Gateway CAPA는 2H26 미 캘리포니아 Company A항 공장 증설과 함께 연간 800대 수준으로 증가할 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표5. 주요 글로벌 위성통신사업자 Gateway 안테나 목표치 및 향후 TAM 전망

구분		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
자상 Gateway Site 수								
Starlink		78	129	190	240	300	350	400
ONEWEB		37	45	45	45	50	55	60
AST SpaceMobile		0	15	30	60	90	100	120
Amazon LEO		0	23	50	75	150	200	300
Site 당 Gateway 안테나 수								
Starlink		9	9	9	9	9	9	9
ONEWEB		30	30	30	30	30	30	30
AST SpaceMobile		8	8	8	8	8	8	8
Amazon LEO		6	6	6	6	6	6	6
Starlink 안테나 수 추정		702	1161	1710	2160	2700	3150	3600
非 Starlink 안테나 수 추정		1110	1608	1890	2280	3120	3650	4560
Gateway 안테나 단가 (달러)	High	200,000	206,000	212,180	218,545	225,102	231,855	238,810
	Mid	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
	Low	200,000	194,000	188,180	182,535	177,059	171,747	166,594
Global Gateway 시장규모 (십억달러)	Bull	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.9
	Base	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2	1.4	1.6
	Bear	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
Global Gateway 시장규모 (십억원)	Bull	525	827	1,108	1,407	1,900	2,286	2,826
	Base	525	803	1,044	1,288	1,688	1,972	2,366
	Bear	525	779	982	1,175	1,494	1,693	1,971
非 Starlink Gateway 시장규모 (십억달러)	Bull	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	1.1
	Base	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
	Bear	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.8
非 Starlink Gateway 시장규모 (십억원)	Bull	322	480	581	723	1,018	1,227	1,579
	Base	322	466	548	661	905	1,059	1,322
	Bear	322	452	516	603	801	909	1,102

자료: iM증권 리서치본부

하이브리드통신 수요에 따른 해상 VSAT 시장 회복

해상 통신 시장에서 LEO, GEO 위성통신은 상생 구도로 전환

동사의 해상용 VSAT 매출액은 '26년 1,202억원(+2.2% YoY), '27sus 1,264억원(+5.1% YoY)로 개선될 전망이다.

하이브리드 통신으로의
재편과 함께 해상용 VSAT
시장은 회복될 전망

동사는 해상용 VSAT 시장 글로벌 점유율 1위 기업이며, 기존 해상용 VSAT은 동사 매출액의 약 60~70%를 차지하는 주요 사업이었다. '23~'24년 VSAT 시장이 전방 수요 둔화 속 부진한 흐름을 보였으나, 향후 VSAT 시장은 멀티 오빗, 하이브리드 통신으로 재편되며 회복될 것으로 전망한다. 이에 따라 동사의 주요 사업 부문인 VSAT 매출액 역시 개선될 것으로 전망한다.

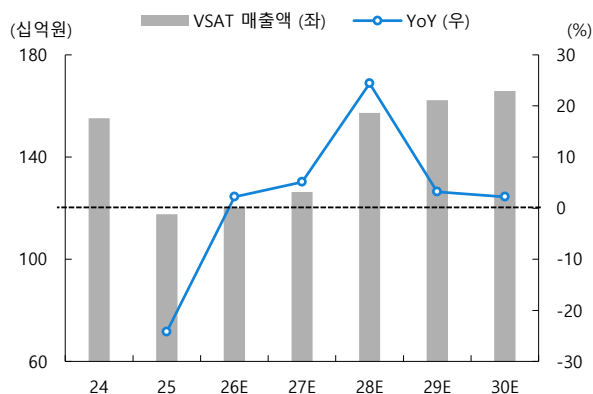
Nexus wave는 다수의
네트워크를 묶어 해상 통신
안정성 및 커버리지를
높이는 상품

해상 통신 시장에서는 최근 여러 궤도의 위성망 및 주파수 대역을 조합한 하이브리드 서비스 수요가 증가하고 있다. 대표적인 예가 Inmarsat Maritime이 출시한 NexusWave 통신 상품이다. NexusWave란 GEO(정지궤도), MEO, LEO, LTE 등을 여러 네트워크를 묶어 통신 안정성 및 커버리지를 높이는 방식이다.

LEO 위성 통신은 기존 GEO
VSAT 수요를 잠식하는 것이
아닌 상생 관계로 재편

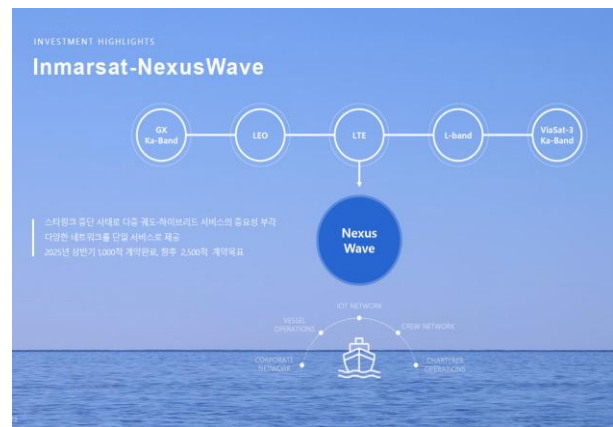
중요한 점은 이러한 트렌드 속 LEO 기반 해상 통신 서비스 확산이 기존 GEO VSAT 수요를 대체하는 것이 아닌 상생하는 구조로 전환되는 점에 있다. 이에 따라 멀티 orbit 환경에 대응 가능한 VSAT, FPA 단말의 병행 설치 수요가 확대될 것으로 판단한다. 동사는 기존 VSAT 시장 내 선두 지위를 가지고 있음과 동시에 차세대 LEO 단말인 FPA 포트폴리오를 동시에 보유하고 있어, 이러한 해상 통신 시장 회복 및 하이브리드 전환의 수혜가 가능할 전망이다.

그림12. 해상용 VSAT 시장 회복과 함께 동사의 VSAT 매출액 역시 개선되는 흐름 보일 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림13. 최근 해상 통신에서는 다수의 네트워크를 동시에 사용하면서 LEO 통신 확대가 VSAT 시장을 잠식하는 것이 아닌 상생 구조로 나아가는 중



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

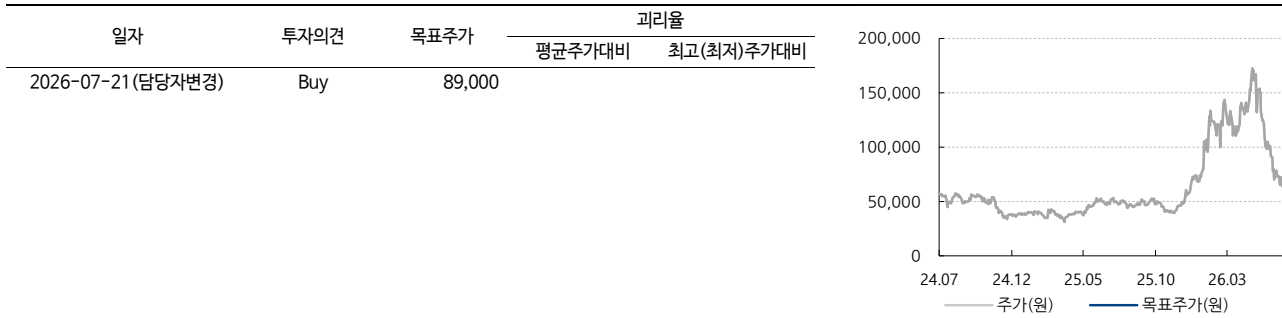
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	277	297	327	419	매출액	320	367	437	570
현금 및 현금성자산	33	45	24	13	증가율(%)	24.0	14.9	19.0	30.5
단기금융자산	1	0	0	0	매출원가	195	218	260	325
매출채권	133	131	154	212	매출총이익	125	149	177	245
재고자산	101	113	140	179	판매비와관리비	113	119	132	151
비유동자산	220	222	231	228	연구개발비	35	40	47	62
유형자산	109	114	126	126	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	44	42	39	36	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	496	519	558	647	영업이익	12	30	45	93
유동부채	148	142	156	178	증가율(%)	흑전	151.4	51.3	105.3
매입채무	46	45	55	74	영업이익률(%)	3.7	8.2	10.4	16.4
단기차입금	64	64	64	64	이자수익	1	2	3	3
유동성장기부채	15	11	11	12	이자비용	5	6	6	6
비유동부채	83	83	74	67	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	20	20	20	20	기타영업외손익	-6	3	-2	1
장기차입금	41	41	32	25	세전계속사업이익	7	35	46	97
부채총계	230	225	230	245	법인세비용	-1	7	11	23
지배주주지분	266	294	329	402	세전계속이익률(%)	2.1	9.6	10.5	17.0
자본금	5	5	5	5	당기순이익	7	28	35	74
자본잉여금	211	211	211	211	순이익률(%)	2.3	7.7	8.0	13.0
이익잉여금	63	89	122	194	지배주주귀속 순이익	7	28	35	74
기타자본항목	-13	-11	-10	-8	기타포괄이익	2	2	2	2
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	9	30	37	76
자본총계	266	294	329	402	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-18	62	43	33	주당지표(원)				
당기순이익	7	28	35	74	EPS	695	2,625	3,256	6,914
유형자산감가상각비	17	19	19	14	BPS	24,808	27,392	30,607	37,480
무형자산상각비	8	10	10	10	CFPS	2,999	5,271	5,980	9,197
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	16	-25	-34	-17	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-8	-24	-32	-14	PER	85.6	24.1	19.4	9.2
무형자산의 처분(취득)	-19	-7	-7	-7	PBR	2.4	2.3	2.1	1.7
금융상품의 증감	1	-	-	-	PCR	19.8	12.0	10.6	6.9
재무활동 현금흐름	13	-11	-16	-13	EV/EBITDA	20.3	13.2	10.5	6.7
단기금융부채의증감	2	-4	0	1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	25	0	-9	-7	ROE	2.8	10.1	11.2	20.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.5	15.9	17.1	20.7
배당금지급	-1	-2	-2	-2	부채비율	86.4	76.5	69.9	60.9
현금및현금성자산의증감	11	12	-21	-11	순부채비율	39.7	31.0	31.4	26.8
기초현금및현금성자산	21	33	45	24	매출채권회전율(x)	3.1	2.8	3.1	3.1
기말현금및현금성자산	33	45	24	13	재고자산회전율(x)	3.4	3.4	3.5	3.6

자료 : 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

인텔리안테크 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

솔리드(050890)

미 FCC 주파수 경매 대표 수혜주

[통신/Mid-Smallcap] 신희철
2122-9187 shc4235@imfnsec.com

'26년, '27년 개선될 북미 통신 인프라 확충 수요

동사의 '26년 실적은 매출액 3,353억원(+13.7% YoY)을 기록할 전망이다. 이는 1)미국향 중계기 수출 증가, 2)자회사 솔리드원텍의 국방 사업 부문 매출 증가에 기인한다.

'27년 예상 매출액은 3,599억원(+7.3% YoY)으로 탑라인 성장이 지속될 것으로 판단한다. 美 FCC 주파수 경매 등 통신 인프라 수요를 자극할 주요 이벤트가 예정되어 있어 북미향 수출이 개선될 가능성이 크며, 중장기적으로는 O-RAN 시장 개화에 따른 통신사 CAPEX 확대가 동사 실적 수혜로 연결될 전망이다.

- DAS 시장의 견조한 성장:** 시장 리서치 기관에 따르면 전세계 DAS 시장은 2025년 113억 달러에서 2030년 267억달러로 성장하며 연평균 18.6%의 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 동사는 이미 미국, 유럽에 위치한 다수의 Neutral Host를 대상으로 DAS 중계기를 공급하며 시장 점유율을 확대한 상황으로, TAM 성장은 고스란히 동사에 수혜로 연결될 전망이다.
- FCC 주파수 경매:** '26년 6월 Auction 113, '27년 7월 Upper 중대역 주파수 경매 일정이 예정되어 북미 내 MNO 업체들의 CAPEX 회복이 기대된다. 더불어 '26년 개최된 북중미 월드컵을 중심으로한 대형 스타디움 및 주변 인프라 중심의 인빌딩 수요는 올해 여러 DAS 프로젝트를 견인할 전망이다.
- Open-RAN 시장에서의 Reference:** 아직 O-RAN 시장이 본격 개화되지는 않았으나, '24년 11월 미 AT&T는 향후 자사 인프라의 70%를 O-RAN으로 전환할 것을 발표하는 등 향후 O-RAN 시장은 더욱 확대될 전망이다. 동사는 이미 실제로 O-RAN 매출을 기록하며 글로벌 통신사를 대상으로 Reference를 쌓고 있어, 향후 해당 시장 개화 시 직접적인 수혜로 작용할 전망이다.

12개월 선행 P/E Valuation 17배

솔리드의 현재 12개월 선행 P/E는 17배 수준으로 과거 역사적 밸류에이션 대비 높은 구간에 위치해 있다. 다만 대표적 Peer 업체인 미 DAS 중계기 전문 기업 Amphenol의 12개월 선행 P/E가 현재 28.3배이고, 글로벌 점유율[Amphenol 27%, 솔리드 18%]을 고려하여 해당 P/E를 30% 할인[19.8배]하더라도 상승률이 남아있다고 판단한다. 동사는 1) 글로벌 DAS 시장에서의 높은 점유율 [18%]을 바탕으로 미 FCC 주파수 경매에 따른 수혜를 받을 전망이며, 2)Neutral Host향 DAS 매출 확대를 통해 국내 MNO 사업자들의 무선통신 CAPEX 하락 국면에서도 준수한 이익 안정성을 보여줄 것으로 전망한다.

NR

액면가 500원
종가(2026.07.20) 9,440원

Stock Indicator

자본금	31십억원
발행주식수	6,076만주
시가총액	574십억원
외국인지분율	18.4%
52주 주가	6,140~18,850원
60일평균거래량	3,937,100주
60일평균거래대금	66.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-44.0	28.8	35.6
상대수익률	-2.1	-11.7	47.0	39.1

Price Trend



FY	2022	2023	2024	2025
매출액(십억원)	280	321	331	295
영업이익(십억원)	29	36	35	33
순이익(십억원)	30	41	46	36
EPS(원)	490	672	761	610
BPS(원)	3,738	4,452	5,275	5,805
PER(배)	11.8	9.0	8.7	12.1
PBR(배)	1.6	1.4	1.3	1.3
ROE(%)	14.1	16.3	15.5	10.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	9.7	10.1	9.5	10.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

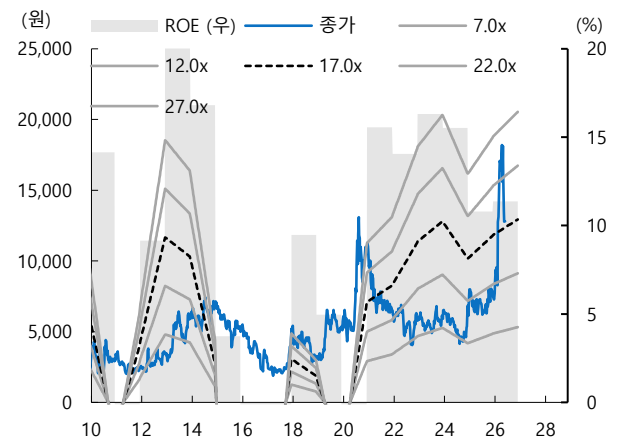
12개월 선행 P/E Valuation 17배

쏠리드의 현재 12개월 선행 P/E는 17배 수준으로 과거 역사적 밸류에이션 대비 높은 구간에 위치해 있다. 다만 대표적 Peer 업체인 미 DAS 중계기 전문 기업 Amphenol의 12개월 선행 P/E가 현재 28.3배이고, 글로벌 점유율[Amphenol 27%, 쏠리드 18%]을 고려하여 해당 P/E를 30% 할인[19.8배]하더라도 상승 여력은 아직 충분하다고 판단한다. 근거는 다음과 같다.

동사는 글로벌 DAS 시장에서의 높은 점유율[글로벌 점유율 18%]을 바탕으로 견조한 탑라인 성장이 예상된다. 특히 '26~'27년 미 FCC 주파수 경매 재개에 따른 미국 내 통신 Capex 사이클 반등이 가시화되는 만큼, 직접적인 수혜가 기대된다.

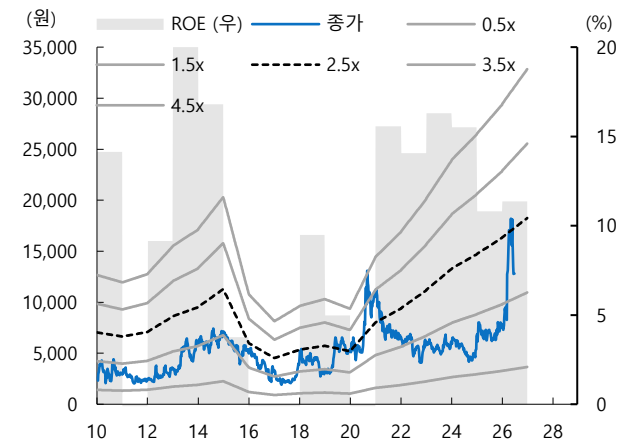
또한 Neutral Host向 DAS 매출 확대를 통해 준수한 이익률을 유지하고 있으며, 국내외 MNO 사업자를 제외하고도 다양한 고객 포트폴리오를 보유하고 있다. 이에 따라 최근 국내 MNO 사업자들의 무선통신 CAPEX 지출 하락 국면에도 타 통신업체 대비 준수한 이익 안정성을 보여줄 것으로 전망한다.

그림1. 쏠리드 2010~현재 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: 쏠리드, iM증권 리서치본부

그림2. 쏠리드 2010~현재 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: 쏠리드, iM증권 리서치본부

DAS(광중계기) 시장의 견조한 성장

DAS 시장 확대는 동사 탑라인 성장으로 직결

견조한 성장세를 보일
글로벌 DAS 중계기 시장

시장 조사 기관에 따르면 DAS 시장은 2025년 113억달러 규모에서 연 평균 18.7%의 견조한 성장세를 보이며 2030년 267억달러까지 성장할 것으로 전망된다. 통신 세대가 넘어갈수록 (4G → 5G → 6G) 사용 주파수는 고주파 대역으로 이동하며 투과성이 저하되기에, 음영 지역을 해소하는 중계기 수요는 확대된다. 또한 이동통신 트래픽의 약 60% 이상이 실내에서 발생하고 있는 만큼 실내 커버리지 및 서비스 품질 향상 중요성은 더욱 부각된다.

동사의 DAS 매출액 비중은
약 72%, 글로벌 시장 내
점유율은 15%

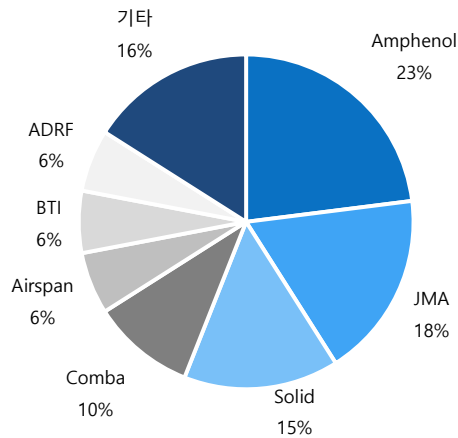
동사의 전체 매출액 중 DAS가 차지하는 비중은 약 72% 수준으로, 이러한 DAS 시장의 성장은 동사 실적 성장에 주효하게 작용할 것이다. 동사는 2024년 기준 글로벌 DAS(광중계기) 시장의 내 15%의 점유율을 확보하고 있다. DAS 시장은 소수에 기업들이 과점하고 있는 시장으로, 동사는 미국의 Amphenol(23%), JMA Wireless(18%)에 이어 글로벌 3위의 점유율을 차지하고 있다.

대형 빌딩, 지하철과 같은
음영지역의 통신 커버리지를
확장하는 DAS 중계 시스템

DAS란 기지국 신호의 Remote Unit을 광선로를 통해 연결하여 통신 Coverage를 확장하는 중계 시스템이다. 5G에서 사용되는 고주파 대역은 투과성이 낮아 대형 빌딩이나 지하 터널과 같은 복잡한 구조물 내에서 음영지역이 발생하는데, DAS는 RF(무선 주파수)를 광신호로 변환해 전송한 후 RF로 다시 복원하여 이를 해결한다. 이는 초기 투자 비용은 높으나, 1)여러 통신사의 신호를 동시에 처리할 수 있고, 2)통신 세대 전환 시에도 주파수 확장이 용이하다는 장점을 가지고 있다.

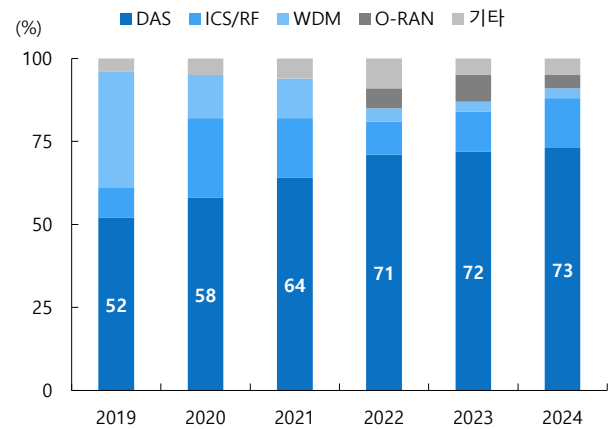
미국, 유럽과 같은 선진 시장은 Neutral Host가 DAS 인프라를 구축하는 구조가 일반화되어 있다. DAS는 복수 통신사의 신호를 공용으로 처리할 수 있어 비용 효율성이 높다. 이에 따라 이에 Neutral Host가 선투자를 통해 DAS 인프라를 구축한 후, 통신사로부터 사용료(OPEX)를 수취하는 구조가 정착되었다. 이는 통신사 입장에서 CAPEX 부담을 줄일 수 있는 대안으로 작용하고 있다.

그림3. 글로벌 DAS(광중계기) 시장 점유율



자료: Mobile Experts, iM증권 리서치본부

그림4. 솔리드 DAS 매출비중은 2024년 73%까지 확대



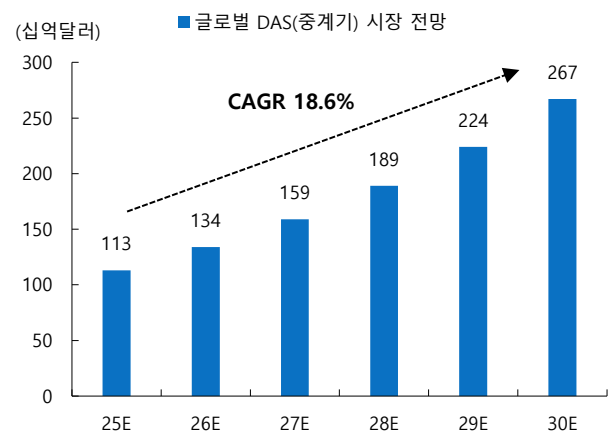
자료: 솔리드, iM증권 리서치본부

그림5. DAS(광중계기) 구조 및 특징



자료: 솔리드, iM증권 리서치본부

그림6. 글로벌 DAS(광중계기) 시장 전망



자료: 솔리드, iM증권 리서치본부

Neutral Host향 DAS 확대에 따른 수익성 및 이익 안정성 제고

동사는 다수의 Neutral Host를 고객사로 확보중

동사는 글로벌 DAS 시장에서 통신사(MNO)뿐 아니라 다수의 Neutral Host를 주요 고객사로 확보하고 있어, 1) 더 높은 가격 결정력을 보유하고 있으며, 2) 타 통신장비 업체 대비 이익 안정성이 우수하다는 강점을 보유하고 있다.

Neutral Host향 DAS는 MNO향 제품 대비 수익성이 높음

Neutral Host향 DAS는 MNO향 대비 수익성이 높다(Neutral Host 20%, MNO 5%, OPM 기준). 이는 요구되는 높은 기술력 때문이다. Neutral Host향 프로젝트는 설치 환경과 주파수 조합, 커버리지 요구 수준이 상이해 표준화된 장비 공급이 어렵고, 커스터마이징 역량을 요구로 한다.

동사는 다수의 제품 포트폴리오를 보유

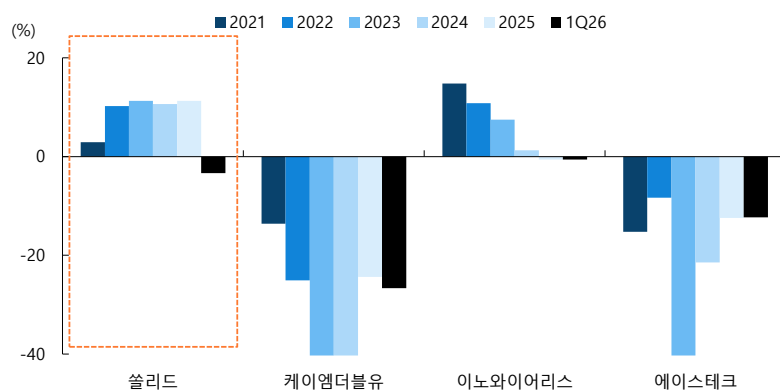
동사는 선제적인 R&D 투자를 통해 다양한 주파수 대역과 설치 환경에 대응 가능한 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 이를 바탕으로 오랜 기간 레퍼런스를 쌓으며 가격 결정력이 높은 Neutral Host향 매출 비중을 확대해 왔다.

'25년 기준 동사의 수출 비중은 약 70%에 달하며, 이는 글로벌 고객 맞춤형 수요를 안정적으로 흡수할 수 있는 사업 구조와 기술 경쟁력을 보유하고 있음을 의미한다.

Neutral Host향 DAS 수요는 MNO CAPEX 사이클 의존도가 낮음

이러한 구조는 동시에 MNO 기업들의 CAPEX 하락 국면에서의 이익 안정성으로 귀결된다. 통신사 투자가 둔화되는 국면에서도 Neutral Host향 DAS 수요는 상대적으로 안정적인 흐름을 유지하기 때문이다. 이는 국내 MNO 기업들의 CAPEX 사이클 의존도가 지나치게 큰 국내 타 통신장비 업체 대비 강점으로 작용한다.

그림7. 주요 통신장비 업체 영업이익률: 솔리드는 타 통신장비업체 대비 높은 이익안정성을 보여줌



자료: 솔리드, iM증권 리서치본부

‘26~’27 통신 인프라 수요 확대 이벤트 예정

2026년, 2027년은 북미 통신 인프라 투자 사이클이 재개될 수 있는 주요 이벤트가 집중된 시기이다. 우선 미국 FCC(Federal Communications Commission) 주파수 경매 재개가 핵심이다. ‘26년 6월 Auction 113, 즉 AWS-113 주파수 재경매가 개시되었으며 ‘27년에는 Upper C-band 경매 절차가 예정되어 있다.

올해 6월 재개된 Auction 113(AWS-3)은 1.7GHz 및 2.1GHz 대역의 중대역 주파수로 커버리지 용량 보강에 유용했으나, 경매 초반 수요는 강하지 않았던 것으로 파악한다. 다만 장기간 중단되었던 FCC 주파수 경매가 재개되었다는 점에서 미 통신 인프라 투자 심리 회복의 분기점이 되었다는 점에서 유의미하다.

반면 ‘27년 예정된 Upper C-band는 최소 100MHz 이상, 경우에 따라 최대 180MHz까지 공급될 수 있는 대형 중대역 이벤트로, MNO 사업자들의 5G Advanced 및 향후 6G 전환을 위한 네트워크 고도화 수요를 자극할 가능성이 있다.

2026년 개최한 북중미 월드컵 역시 단기 모멘텀 측면에서 긍정적이다. 관중이 집중되는 대형 스타디움 및 공항, 호텔 등 주요 거점을 중심으로 트래픽 해소를 위한 인빌딩 수요가 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다. 특히 이번 월드컵의 경우 미국, 캐나다, 멕시코 3개국 공동 개최로 역대 최대 규모인 만큼, 통신 인프라 투자범위와 규모 또한 과거 대비 클 것으로 전망된다.

Open-RAN 시장에서의 Reference

동사는 O-RAN 시장에서 이미 실질적인 매출과 글로벌 Reference를 확보하고 있다는 점에서 중장기 성장 잠재력을 보유하고 있다. 2025년 기준 O-RAN 관련 매출 비중은 4.4%로 아직 크지 않으나, 상용 단계에서 실제 납품과 매출이 발생하고 있다는 점이 중요하다. O-RAN 초기 시장에서 실적 기반 Reference를 보유한 업체는 제한적인 만큼, 동사는 향후의 수주 경쟁에서 유의미한 강점을 이미 보유했다고 볼 수 있다.

O-RAN은 장비와 소프트웨어를 분리하고 공통 규격을 적용, 지역이나 용도에 따라 서로 다른 업체의 장비를 사용할 수 있다. 이에 따라 통신사는 장비 업체를 상대로 가격 협상력을 얻게 되어, 신규 망 구축이나 추가 증설 구간에서 초기 투자 부담을 낮출 수 있다. 이에 따라 동사 입장에서는 기존 기지국 장비 업체들이 독점하던 RU(Radio Unit) 시장에 신규로 진출할 수 있다는 장점이 있다.

O-RAN의 시장은 아직 개화 속도는 제한적이나, '24년 11월 AT&T가 향후 자사 인프라의 70%를 O-RAN 기반으로 전환하겠다고 발표하는 등 주요 글로벌 통신사를 중심으로 방향성은 점차 명확해지고 있다. 시장 조사 기관에 따르면 O-RAN 시장은 2025년 34억 달러에서 연평균 32.6%의 성장률로 2035년 571억 달러까지 성장할 것으로 전망되고 있다.

표1. 미 FCC 주파수 경매 개요

구분	Auction 113 / AWS-3	Upper C-band
상태	입찰 진행 중	규칙 제정·의견수렴 단계
입찰 일정	2026년 6월 2일 입찰 개시	2027년 7월까지 경매 완료 의무
대역	1695~1710MHz, 1755~1780MHz, 2155~2180MHz	3.98~4.2GHz
공급 폭	총 65MHz	최소 100MHz, 최대 180MHz 논의
라이선스 수	200개 지역 기반 라이선스	최소 100MHz를 20MHz 블록 단위로 경매하는 방안 논의
주요 용도	5G 커버리지 보강, 업링크/다운링크 보완, 특정 지역 용량 확충	5G Advanced 및 6G 전환용 중대역 핵심 주파수
투자 강도	중간 이하	높음
장비 수요 영향	특정 지역 기지국, 중계기 보완 투자 중심	대규모 기지국, RU, 중계기, DAS, 스몰셀 투자 가능성
동사 수혜 포인트	단기적으로 복미 커버리지 보강 수요에 따른 DAS 수요	2027년 이후 본격적인 중대역 네트워크 고도화 수혜

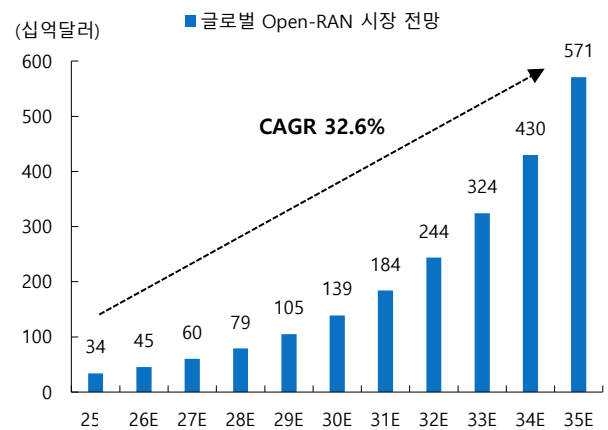
자료: FCC, iM증권 리서치본부

표2. 폐쇄형 RAN 및 Open-RAN 차이점

구분	기존 RAN (전통적 RAN)	O-RAN (Open RAN)
구조	RU·DU·CU를 단일 벤더가 패키지 공급	RU·DU·CU 분리, 규격 통일
벤더	특정 벤더 종속 구조	멀티 벤더 조합 가능
장점	높은 안정성	벤더 유연화 가격 협상력
단점	벤더 변경 제한 적은 가격 협상력	초기 성능 및 안정성 검증 필요
RU 선택	기지국 벤더 전용 RU 사용 (화웨이, 에릭슨 등)	서드파티 O-RAN RU 사용 가능 (타 통신 장비 진출 가능)

자료: 쉘리드, iM증권 리서치본부

그림8. 글로벌 Open-RAN 시장 전망



자료: Research Nester, iM증권 리서치본부

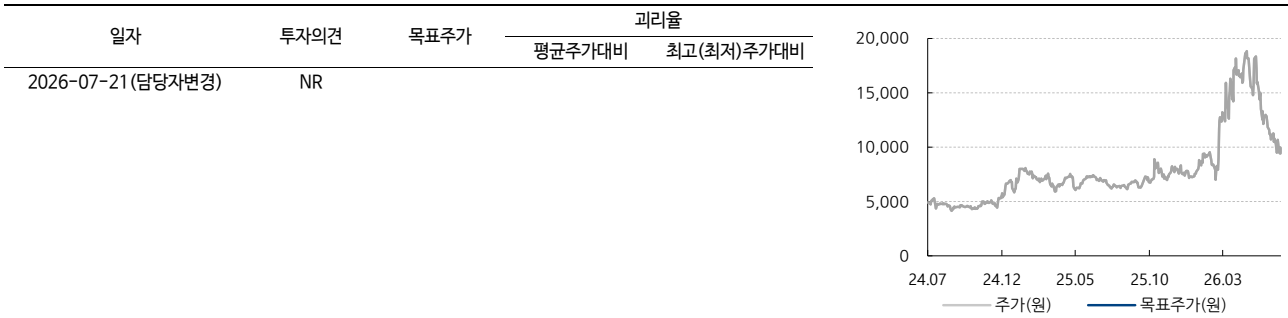
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024	2025	(십억원, %)	2022	2023	2024	2025
유동자산	216	218	240	252	매출액	280	321	331	295
현금 및 현금성자산	72	64	101	90	증가율(%)	31.8	14.9	3.0	-10.9
단기금융자산	3	24	27	29	매출원가	172	200	207	163
매출채권	54	55	61	72	매출총이익	108	121	124	132
재고자산	76	68	44	51	판매비와관리비	79	85	89	98
비유동자산	218	240	257	285	연구개발비	26	35	34	40
유형자산	62	96	100	106	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	44	38	36	36	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	434	457	497	537	영업이익	29	36	35	33
유동부채	195	135	146	150	증가율(%)	366.4	26.8	-3.1	-5.3
매입채무	22	31	15	27	영업이익률(%)	10.2	11.3	10.6	11.3
단기차입금	85	79	72	99	이자수익	1	3	3	4
유동성장기부채	7	2	23	2	이자비용	3	5	5	4
비유동부채	11	50	28	33	지분법이익(손실)	0	0	-1	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	26	3	-	세전계속사업이익	36	49	54	40
부채총계	205	184	174	183	법인세비용	6	8	8	3
지배주주지분	229	273	322	353	세전계속이익률(%)	13.0	15.3	16.4	13.4
자본금	31	31	31	31	당기순이익	-	-	-	-
자본잉여금	108	108	108	108	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	68	106	148	180	지배주주귀속 순이익	30	41	46	36
기타자본항목	28	34	42	43	기타포괄이익	4	6	8	1
비지배주주지분	-	0	1	1	총포괄이익	33	47	55	38
자본총계	229	273	323	353	지배주주귀속총포괄이익	33	47	55	38

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	15	55	57	23	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS	490	672	761	610
유형자산감가상각비	6	6	6	7	BPS	3,738	4,452	5,275	5,805
무형자산상각비	4	4	3	1	CFPS	652	838	908	743
지분법관련손실(이익)	0	0	-1	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-9	-28	-9	-25	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	2	4	-	-	PER	11.8	9.0	8.7	12.1
무형자산의 처분(취득)	2	0	1	0	PBR	1.6	1.4	1.3	1.3
금융상품의 증감	0	0	-1	0	PCR	8.9	7.2	7.3	9.9
재무활동 현금흐름	10	-36	-15	-8	EV/EBITDA	9.7	10.1	9.5	10.4
단기금융부채의증감	14	19	-5	27	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1	20	-1	-25	ROE	14.1	16.3	15.5	10.8
자본의증감	0	0	-2	-4	EBITDA이익률	13.7	14.4	13.3	14.0
배당금지급	-	-3	-3	-3	부채비율	89.8	67.5	53.9	51.9
현금및현금성자산의증감	17	-9	33	-10	순부채비율	7.2	6.8	-9.1	-5.1
기초현금및현금성자산	54	72	64	101	매출채권회전율(x)	5.5	5.9	5.7	4.4
기말현금및현금성자산	72	64	101	90	재고자산회전율(x)	4.5	4.4	5.9	6.2

자료 : 솔리드, iM증권 리서치본부

솔리드 투자이건 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-