

- CAPITAL
- LAND
- POWER
- CONSTRUCTION
- GROWTH



- OPERATIONS
- CASH FLOW
- STABILITY
- RETURN
- SUSTAINABILITY



The Next Horizon

: SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석

통신서비스 (Overweight)

11 Sep. 2026

DAOL 다올투자증권

이다연 통신/음식료 | dayeonlee@daolfn.com

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

08 II. SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석

- 08 II-1. SK호라이즌 설립 개요
- 10 II-2. SK호라이즌 Valuation
- 14 II-3. SK호라이즌, SK하이퍼 설립 Implication
- 17 II-4. 연결 SK텔레콤 영향 분석
- 19 II-5. FI Exit Risk 분석

23 III. 우리도 GPUaaS 해요

- 23 III-1. 연산력 초과 수요 수혜의 최전선에 위치한 네오클라우드
- 24 III-2. 초과 수요는 폭발적인 매출 성장으로 이어진다
- 26 III-3. 우리도 GPUaaS 해요

29 VI. 투자전략

32 VII. 종목별 투자 의견

- 33 SK텔레콤 (017670) _ Top Pick

I. Summary & Focus Chart

투자전략	현재 SK텔레콤 주가는 1) 무선 EV/EBITDA 3배, 유선 1배의 통신 본업 De-Rating 시나리오 하에서, 2) 이미 알려진 재료들(SK호라이즌 투자유치, Anthropic IPO Target 기업가치 \$2T)이 반영된 수준이다. 단기적으로는 11월 예정된 Anthropic 상장이 관건이다. 관련 Upside Risk는 열려 있으나, 상장 직전·직후로는 셀온 가능성이 높다. 이에 상장 이전에는 트레이딩 매매, 이후 셀온에 매수하는 전략이 유효하다. 상장 이벤트 소화 후 형성될 주가가 락바텀이며, 이후 SK하이퍼의 개발 파이프라인 구체화, 글로벌 빅테크의 SI 참여 및 장기계약 체결 등 신규 AI DC 모멘텀이 등장할 때마다 주가는 강한 상방 탄력을 나타낼 것이다.
SK호라이즌 설립 개요	SK텔레콤은 8/27일 100% 자회사 SK브로드밴드에서 데이터센터, 해저케이블 사업을 인적분할해 'SK호라이즌(가칭)' 분할신설법인 설립을 공시했다. 신설회사 구주 매각과 신주 발행으로 SK텔레콤은 약 3.1조원을 조달한다. 신주 발행 대금은 SK호라이즌의 신규 데이터센터(울산, 구로) 건설에, 구주 매각 대금은 SK텔레콤 본사로 유입돼 성장 사업 투자에 활용될 예정이다.
SK호라이즌 Valuation은 적정 수준	이번 투자 유치 과정에서 SK호라이즌이 인정받은 기업가치는 Post-Money Equity Value 6.3조원, Post-Money Enterprise Value 6.6조원, Pre-Money EV 5.4조원이다. 여기에 '25년 추정 EBITDA 1,391억원을 대입하면 Trailing EV/EBITDA 배수는 39배, '31년 연간 추정 EBITDA(현재 계획된 용량이 전량 정상 가동되는 시점)을 대입하면 Fwd. EV/EBITDA 배수는 20배다. '24년 Blackstone의 Airtrunk 인수 당시 Trailing EV/EBITDA는 70배, Run-Rate EBITDA는 24배였다. 이에 SK호라이즌이 인정받은 Valuation은 정당화 가능하다고 판단한다.
SK호라이즌, SK하이퍼 설립 Implication: 자금조달 효율성 ↑	이번 공시는 동사의 5GW('29년~)·15GW(장기) 데이터센터 구축 목표 달성에 있어 자금 조달 방법이 구체화됐다는 의미가 있다. 대규모 자금이 소요되는 데이터센터 사업은 외부 자본 유치와 차입을 필요로 하는데, 본체가 이를 직접 진행할 경우 재무 건전성 저하로 배당 재원이 훼손될 수 있다. 이에 동사는 해당 사업 부문을 분리해 본체의 재무 부담을 제한하는 구조를 마련했다. 또한 초기 고위험·고수익 개발 단계는 SK하이퍼로, 기존 운영 데이터센터 8곳과 건설중인자산 2곳은 SK호라이즌으로 자산 포트폴리오를 분리해 자본비용을 낮추고 자금 조달 효율성을 높였다.

향후 연결 재무 부담
수준 가늠 척도:
개발 파이프라인의
실적 우수성

데이터센터 사업 부문을 자회사로 분리했음에도, 연결 SK텔레콤의 순차입금 증가는 불가피하다. 다만 자회사의 투자 확대가 연결 재무제표에 미칠 영향은 여러 변수에 따라 크게 달라지므로, 현 시점에서 이를 예단하기는 어렵다. 결국 동사의 향후 재무 부담 정도를 가늠할 본질적인 척도는 각 프로젝트의 현금창출력, 즉 개발 역량이다. 일례로 1) 고집적 랙(Rack) 기반 임대료 프리미엄을 수취할 수 있는 자산, 2) 선임차 확약을 바탕으로 빠른 가동률 상승이 기대되는 자산, 3) 빅테크 등 우량 사업자를 앵커 테넌트로 확보해 안정적인 수익 기반을 확보한 자산의 현금창출력이 높다.

SK호라이즌 Exit
시나리오: 만기가
길어질수록 Risk ↑

FI의 IRR(요구수익률)을 5년 만기 9-15%, 7년 만기 8-14%로 가정, 매해 배당수익률 5%에 해당하는 배당금을 수취한다고 가정, 배당금은 재투자된다고 가정해 역산한 만기 시점 매각 가치는 5년 만기 3.8-5.2조원(Equity Value 7.8-10.5조원), 7년 만기 3.9-6.1조원(Equity Value 8.0-12.4조원)이다. 즉, 펀드 만기 시점에 해당 Equity Value를 인정받아야 FI의 IRR을 충족할 수 있다. 이를 충족시키는 만기 시점 연간 매출액을 비교한 결과, 5년 만기 기준 Exit Risk는 제한적이며 만기가 길수록 리스크는 확대된다. 결론적으로 만기 시점 실적이 Base Case에 부합하고, Exit 시점 Cap Rate가 당사 가정치를 크게 벗어나지 않는 가운데, 계약서상 독소 조항이 없다면 Exit 관련 Risk는 제한적이다.

추가 리레이팅 요소:
GPUaaS 사업 확대

CoreWeave 등 글로벌 네오클라우드의 실적 성장 속도가 가파르다. GPUaaS는 일반 코로케이션 대비 단위당 창출 가능한 절대 수익의 규모가 크고, 서비스 개시 시점부터 계약 연산력에 해당하는 수익이 전액 인식된다. 즉, Active Power 증분이 매 분기 실적에 온기 반영되며 가파른 실적 성장을 시현하고 있다. 국내 통신사들도 GPUaaS 비즈니스를 확대하는 추세다. '26년 누적 기준 SK텔레콤의 AI DC 매출액은 2,676억원 규모로, 이 중 GPUaaS의 비중은 약 15%다. 향후 GPUaaS 용량 증가 및 관련 역량 확대 시에는 추가적인 리레이팅 요소로 작용 가능하다.

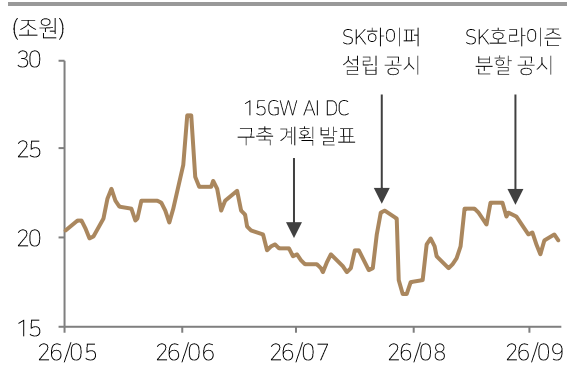
Focus Chart 1 SK텔레콤 투자전략

(단위: 십억원)

구분	가치	비고		
1) 영업가치	17,751	EBITDA	적정배수	① 본업 최악의 디레이팅 시나리오 가정
SKT 별도	16,447	5,482	3	'26 년 기준
SKB 별도	1,304	1,456	1	(SKB '26 년 EBITDA 추정치) - (SK 호라이즌 '26 년 EBITDA 추정치)
2) 순차입금	8,149	2Q26 말 연결 기준		
3) 자산가치	10,989			
관계기업투자자산	2,356	2Q26 말 연결 기준		
투자부동산	26	2Q26 말 연결 기준		
Anthropic 지분가치	5,400	② Anthropic 상장 이벤트 소환 후 형성될 주가가 락바텀 / 기업가치 \$2T, 환율 1,350 원, 지분율 0.2%		
SK 호라이즌 (DC 운영)	3,207	KKR/IMM 투자 유치 Valuation 에 지분율 51% 적용		
SK 하이퍼 (DC 개발)	-	③ 상장 이벤트 소환 후 락바텀에서 매수 → 향후 SK 하이퍼 개발 모멘텀에서 강력한 Upside Risk 예상		
공정가치	20,592	1)-2)+3)		
시가총액(9/11)	19,524			
주당가치(공정가치)	96,428			
총가(9/11)	90,700			

Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

Focus Chart 2 SK텔레콤 최근 주가 추이 (박스권 등락)



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 3 Anthropic의 ARR 추이 및 Valuation

구분	ARR (십억달러)	Target P/S (배)	기업가치 (조달러)
'25 말	9		
'26.05	47		
'26.07	65		
'26 말	100~120	20	2.0~2.4

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 4 SK호라이즌 EBITDA 추정 (Base Case: 연간 임대료 매해 3%씩 상승 가정)

연도	기말 총용량 (MW)	가동률 (%)	기말 유효용량 (MW)	MW 당 연 임대료 (십억원)	연 매출액 (십억원)	EBITDA 마진율 (%)	연 EBITDA (십억원)	EBITDA YoY(%)	EV/EBITDA (배)
'25A	140	80%	112	3.10	347.7	40%	139.1		39.0
'26E	140	85%	119	3.20	380.5	40%	152.2	9.4%	35.6
'27E	181	79%	142	3.29	469.0	35%	164.2	7.8%	40.3
'28E	181	85%	155	3.39	524.8	40%	209.9	27.9%	31.6
'29E	243	77%	188	3.49	655.9	35%	229.6	9.4%	28.9
'30E	318	72%	229	3.60	823.5	30%	247.0	7.6%	26.8
'31E	318	81%	256	3.71	949.8	35%	332.4	34.6%	19.9
'32E	318	85%	271	3.82	1,035.5	40%	414.2	24.6%	16.0
'33E	318	90%	286	3.93	1,125.6	40%	450.2	8.7%	14.7
'34E	318	90%	286	4.05	1,159.4	40%	463.8	3.0%	14.3

Source: Dart, 다올투자증권 추정

Note1: '25A, '26E EV/EBITDA는 Pre-Money EV 기준, '27E~는 Post-Money EV 기준

Note2: '25A MW당 임대료는 공시상 SK호라이즌 연 매출액(3,477억원)에 기말 유효용량(112MW)을 역산해 산출한 값

Note3: 울산 1단계('27년) 41MW, 울산 2단계('29년) 62MW, 구로('30년) 75MW 반영

Focus Chart 5 Exit 시점 필요 매각가치 추산

	투자 원금	투자 기간	목표 IRR	투자원금의 Exit 시점 가치	지급 배당금의 미래가치 합	Exit 시점 매각가치	Exit 시점 요구 지분가치	누적 배당금 단순 합계	총 목표 회수액	MoIC
단위	조원	년	%	조원	십억원	조원	조원	십억원	조원	배
수식	a	b	c	$a \times (1+c)^b = d$	e	$d - e = f$	$f \div 49\% = g$	h	$h + f = i$	$i \div a$
Case1	3.1	5	9%	4.7	922.0	3.8	7.8	770.3	4.6	1.5
Case2	3.1	5	12%	5.4	978.7	4.5	9.1	770.3	5.2	1.7
Case3	3.1	5	15%	6.2	1,038.7	5.2	10.5	770.3	5.9	1.9
Case4	3.1	7	8%	5.3	1,374.6	3.9	8.0	1,078.4	5.0	1.6
Case5	3.1	7	11%	6.4	1,507.2	4.9	10.0	1,078.4	6.0	1.9
Case6	3.1	7	14%	7.7	1,653.1	6.1	12.4	1,078.4	7.1	2.3

Source: 다올투자증권 / Note1: 배당수익률은 연 5%로 매해 동일하게 가정, 지급 배당금의 미래가치 합(e) = 각 해마다 지급된 배당금을 만기 시점 미래가치로 환산한 값, 누적 배당금 단순 합계(h) = 만기까지 해마다 지급된 배당금을 단순 합산한 값

Focus Chart 6 NOI(Net Operating Profit) 기반 FI 요구수익률 달성 가능성 판단

	Exit 시점 예상 매출액			Exit 시점	Exit 시점	Exit 시점	Exit	필요	필요	충족 여부		
	Bear	Base	Bull	요구 지분가치	순차입금	요구 EV	Cap Rate	NOI	매출액	Bear	Base	Bull
단위	십억원	십억원	십억원	조원	조원	조원	%	십억원	십억원			
수식				g	(가)	$g+(가)=(나)$	(다)	$(나) \times (다) = (라)$	$(라) \times 60\%$			
Case1				7.8	0.5	8.3	5%	415	691	O	O	O
Case2	903	1,036	1,185	9.1	0.5	9.6	5%	479	799	O	O	O
Case3				10.5	0.5	11.0	5%	551	919	X	O	O
Case4				8.0	0.5	8.5	6%	508	847	O	O	O
Case5	972	1,159	1,378	10.0	0.5	10.5	6%	629	1,048	X	O	O
Case6				12.4	0.5	12.9	6%	772	1,286	X	X	O

Source: 다올투자증권

Note1: Case1 - 5년(만기), 9%(IRR) / Case2 - 5년, 12% / Case3 - 5년, 15% / Case4 - 7년, 8% / Case5 - 7년, 11% / Case6 - 7년, 14%

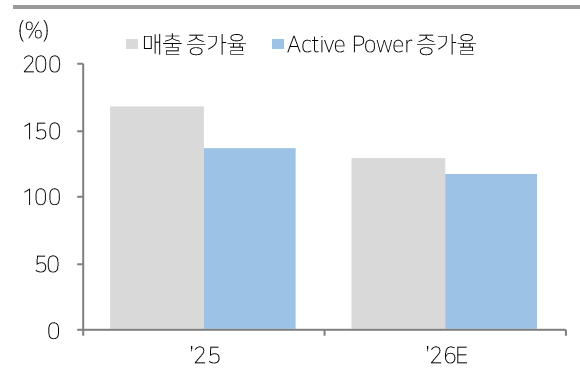
Note2: Bear Case - 매해 임대료 +1% / Base Case - +3% / Bull Case - +5% 가정

Focus Chart 7 Coreweave의 매출액, Active Power

	'24	'25	'26E	'27E
매출액 (\$mn)	1,915	5,131	11,750	24,806
Active Power (MW)	360	850	1,850	2,850
가중평균 Active Power (MW)	360	605	1,350	2,350
MW 당 매출액 (\$mn)	5.3	8.5	8.7	8.7

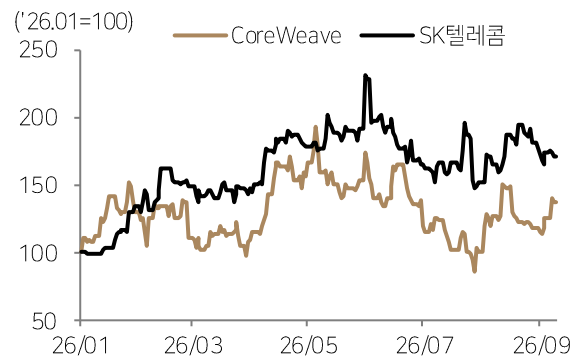
Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권 / Note: '27년 매출액은 '26년 MW당 매출액과 회사 Active Power 가이드스를 기반으로 추정

Focus Chart 8 Coreweave 매출 vs. Active Power 증가율



Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권

Focus Chart 9 CoreWeave, SK텔레콤 상대주가



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 10 SK텔레콤 가산 AI DC 내 GPU Cluster



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

II. SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석

II-1. SK호라이즌 설립 개요

SK브로드밴드 인적분할 개요	SK텔레콤은 8/27일 100% 자회사 SK브로드밴드에서 데이터센터, 해저케이블 사업을 인적분할해 'SK호라이즌(가칭)' 분할신설법인 설립을 공시했다. 분할비율은 '26년 3월 말 순자산가액에 따라 존속회사(SK브로드밴드) 83.51%, 신설회사(SK호라이즌) 16.49%로 산정됐다.
인적분할과 함께 3조 811억원 규모 Equity 조달	SK텔레콤은 신설회사 구주 매각으로 1조 8,811억원, 신주 발행으로 1조 2,000억원, 합산 3조 811억원을 조달할 예정이다. 구주와 신주 모두 KKR, IMM-스톤브릿지 컨소시엄이 인수 약정했으며, 신주 인수까지 완료 후 지분율은 SK텔레콤 51%, KKR 29%, IMM컨소시엄 20%로 SK텔레콤의 지배력은 유지될 전망이다. 조달한 자금 중 신주 대금은 SK호라이즌의 신규 데이터센터(울산 103MW, 구로 75MW) 건설에, 구주 매각 대금은 SK텔레콤 본사의 성장 사업 투자에 활용될 예정이다.

Fig. 1: SK호라이즌 인적분할 개요

[분할존속회사]					
- 회사명 : 에스케이브로드밴드 주식회사					
- 사업부문 : 분할대상 사업부문을 제외한 사업부문(유선통신업 등)					
[분할신설회사]					
- 회사명 : 에스케이호라이즌 주식회사(가칭)					
- 사업부문 : 데이터센터(CDN 서비스 포함)와 자가 해저케이블 기반의 국제전용회선 서비스 제공을 목적으로 하는 사업부문					
[분할기일]					
- 2027.02.01					
[분할비율]					
- 분할존속회사 : 0.8351323					
- 분할신설회사 : 0.1648677					
[분할비율 산정근거]					
- 분할신설회사 순자산(475,816,816,055 원) / 분할전 분할회사 순자산(2,886,053,220,578 원)=0.1648677					
분할 후 존속회사	회사명	에스케이브로드밴드 주식회사			
	분할 후 재무내용(십억원)	자산총계	4,978	부채총계	2,568
		자본총계	2,410	자본금	1,679
	존속사업부문 최근 사업연도 매출액(십억원)	4,193			
분할설립회사	회사명	에스케이호라이즌 주식회사(가칭)			
	설립시 재무내용(십억원)	자산총계	2,061	부채총계	1,585
		자본총계	476	자본금	331
	신설사업부문 최근 사업연도 매출액(십억원)	348			

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 2: SK호라이즌 신설법인 설립 후 구주 매각 개요

1. 발행회사	회사명	SK Horizon Co., Ltd.(가칭)
	자본금(십억원)	331
	발행주식총수(주)	66,216,598
2. 처분내역	처분주식수(주)	24,481,427
	처분금액(십억원)	1,881
3. 처분후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	41,735,171
	지분비율(%)	63.03
4. 처분목적	성장사업 투자재원 확보	
5. 처분예정일자	2027-03-04	
6. 처분대상	KKR, IMM-스톤브릿지컨소시엄	

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 3: SK호라이즌 신설법인 설립 후 신주 발행 개요 (세부 내역 변경 가능)

1. 발행회사	회사명	SK Horizon Co., Ltd.(가칭)
	자본금(십억원)	331
	발행주식총수(주)	66,216,598
2. 신주발행계획	발행주식수(주)	15,617,069
	발행금액(십억원)	1,200
3. 인수자	KKR, IMM-스톤브릿지컨소시엄	

Source: Dart, 다올투자증권

II-2. SK호라이즌 Valuation

Post Equity Value 이번 투자 유치 과정에서 SK호라이즌이 인정받은 기업가치는 Post-Money Equity Value 기준 6조 2,880억원, 순차입금을 더한 Post-Money Enterprise Value(EV)는 6조 6,234억원, 투자 유치(신주 발행) 전 Pre-Money Enterprise Value(EV)는 5조 6조 6,234억원 4,234억원이다.

Trailing EV/EBITDA: 분할된 SK호라이즌의 '25년 연간 매출액은 3,477억원으로, EBITDA 마진을 40%를 적용하면 '25년 연간 EBITDA는 1,391억원이다. 이는 Trailing EBITDA이므로, Pre-Money EV(5조 4,234억원)와 비교하면 '25년 EV/EBITDA 배수는 39배다. '25년 SK호라이즌 39배, Equinix 23배, AirTrunk 70배 Equinix, Digital Realty의 EV/EBITDA 23배 대비 비싸지만, 최근 비상장 거래 사례와 비교하면 부담스러운 수준은 아니다. '24년 9월 Blackstone이 AirTrunk(APAC 지역 최대 규모 DC 개발 운영 기업) 지분 88%를 인수할 당시 Pre-Money EV는 약 205억호주달러, 당시 가동 중이던 기존 데이터센터 실적은 약 3억호주달러로, Trailing EV/EBITDA는 약 70배였다.

Forward EV/EBITDA: Forward 기준으로도 무리 없는 Valuation이다. '24년 Blackstone의 AirTrunk 인수 SK호라이즌 20배, 당시 AirTrunk의 Run-Rate EBITDA(확약된 전력 용량 및 계약 파이프라인이 모두 정상 가동된다고 가정했을 때 창출될 연간 환산 예상 실적)는 향후 1GW 이상의 파이프라인 가치가 반영된 약 10억호주달러였다. 이를 Post EV에 대입하면 Fwd. EV/EBITDA는 24배다. AirTrunk 24배 (확약 파이프라인 전량 정상 가동 시점 기준)

SK호라이즌은 SK브로드밴드가 건설 중인 178MW 규모 신규 데이터센터 2곳(울산, 구로)을 승계한다. 순차적으로 '27년 울산 1단계(41MW), '29년 울산 2단계(62MW), '30년 구로(75MW) 가동 예정이며, '30년까지 기존 용량(140MW) 대비 2배 이상의 용량 확장이 가능하다. 해당 용량이 모두 정상 가동되는 시점을 '31년으로 가정하고, 가동률 Cap 90%, EBITDA 마진을 Cap 40%, 1MW당 임대료 매해 3% 상승 가정 시 '31년 연간 EBITDA는 3,324억원이다. 이를 Post EV에 대입하면 SK호라이즌의 Fwd. EV/EBITDA는 20배다.

정리하면, Trailing EV/EBITDA 기준 SK호라이즌 39배 vs. AirTrunk 70배 vs. Equinix 23배, Forward EV/EBITDA 기준 SK호라이즌 20배, AirTrunk 24배다. 현재 동사의 신규 데이터센터는 모두 건설중인자산으로, 가장 병목이 심한 구간은 이미 지나왔다. 이에 특별한 변수가 없는 한 가동 지연 Risk는 낮으며, 해당 Valuation은 정당화 가능하다고 판단한다.

Fig. 4: SK호라이즌 기업가치 역산

(십억원, 주, %)

구분	항목	구주 매각	신주 발행	합계/산출치	비고
I. 매각 내역	매각 대상 주식수	24,481,427	15,617,069	40,098,496	
	매각 대금	1,881	1,200	3,081	
	주당 가액(원)	76,839	76,839	76,839	
II. Equity Value	기존 발행 주식수			66,216,598	
	신주 발행 후 총 주식수			81,833,667	
	투자자 지분율			49.0%	KKR 29%, IMM 20%
	Pre-Money 지분가치			5,088	
	Post-Money 지분가치			6,288	
III. Enterprise Value	순차입금			335	
	Pre-Money EV			5,423	
	Post-Money EV			6,623	

Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 5: SK호라이즌 EBITDA 추정

(Base Case: Full 가동률 90%, EBITDA 마진 Cap 40%, 연간 임대료 매해 3%씩 상승 가정)

연도	기말 총용량 (MW)	가동률 (%)	기말 유효용량 (MW)	MW 당 연 임대료 (십억원)	연 매출액 (십억원)	EBITDA 마진율 (%)	연 EBITDA (십억원)	EBITDA YoY(%)	EV/EBITDA (배)
'25A	140	80%	112	3.10	347.7	40%	139.1		39.0
'26E	140	85%	119	3.20	380.5	40%	152.2	9.4%	35.6
'27E	181	79%	142	3.29	469.0	35%	164.2	7.8%	40.3
'28E	181	85%	155	3.39	524.8	40%	209.9	27.9%	31.6
'29E	243	77%	188	3.49	655.9	35%	229.6	9.4%	28.9
'30E	318	72%	229	3.60	823.5	30%	247.0	7.6%	26.8
'31E	318	81%	256	3.71	949.8	35%	332.4	34.6%	19.9
'32E	318	85%	271	3.82	1,035.5	40%	414.2	24.6%	16.0
'33E	318	90%	286	3.93	1,125.6	40%	450.2	8.7%	14.7
'34E	318	90%	286	4.05	1,159.4	40%	463.8	3.0%	14.3
'35E	318	90%	286	4.17	1,194.2	40%	477.7	3.0%	13.9
'36E	318	90%	286	4.30	1,230.0	40%	492.0	3.0%	13.5

Source: Dart, 다올투자증권 추정

Note1: '25A, '26E EV/EBITDA는 Pre-Money EV 기준, '27E~는 Post-Money EV 기준

Note2: '25A MW당 임대료는 공시상 SK호라이즌 연 매출액(3,477억원)에 기말 유효용량(112MW)을 역산해 산출한 값

Note3: 울산 1단계('27년) 41MW, 울산 2단계('29년) 62MW, 구로('30년) 75MW 반영

Fig. 6: SK호라이즌 Peer Valuation

		매출액 (백만달러)	YoY (%)	EBITDA (백만달러)	YoY (%)	Margin (%)	영업이익 (백만달러)	Margin (%)	PSR (배)	EV/EBITDA (배)	PER (배)	PBR (배)
Equinix	'24	8,748	6.8	3,566	1.0	40.8	1,328	15.2	10.3	27.7	85.3	6.8
	'25	9,217	5.4	4,129	15.8	44.8	1,848	20.0	8.1	22.3	53.0	5.3
	'26E	10,273	11.5	5,266	27.5	51.3	2,406	23.4	9.8	22.9	59.7	7.0
	'27E	11,335	10.3	5,885	11.8	51.9	2,784	24.6	8.9	20.5	52.4	7.0
Digital Realty	'24	5,555	1.4	2,397	1.0	43.2	472	8.5	10.3	27.7	249.7	2.9
	'25	6,113	10.0	2,712	13.1	44.4	658	10.8	8.6	23.5	102.6	2.4
	'26E	7,115	16.4	3,832	41.3	53.9	1,288	18.1	9.8	22.6	59.4	2.6
	'27E	7,900	11.0	4,288	11.9	54.3	1,442	18.3	8.8	20.2	57.6	2.7

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: SK브로드밴드, SK호라이즌의 데이터센터 현황 및 준공 예정 내역 (Highlight는 준공 전 DC)

구분	권역	준공 일시	위치	구분	IT LOAD
SK 호라이즌	수도권	2000	서초	IDC	12MW
SK 호라이즌	비수도권	2003	부산 센텀	IDC	미확인
SK 호라이즌	수도권	2007	일산 1	IDC	14MW
SK 호라이즌	수도권	2015	분당 1	IDC	10MW
SK 호라이즌	수도권	2021	일산 2	IDC	10MW
SK 호라이즌	수도권	2021	가산	AI DC	46MW
SK 브로드밴드	수도권	2022	구로 1	AI DC	미확인
SK 호라이즌	수도권	'23.04	분당 2	IDC	6MW
SK 호라이즌	수도권	'24.11	양주	AI DC	12MW
SK 호라이즌	수도권	'25.06 (인수)	판교	IDC	30MW
SK 호라이즌	비수도권	2027 (예정)	울산	AI DC	103MW
SK 호라이즌	수도권	2030 (예정)	구로 2	AI DC	75MW
미정	비수도권	미정	미정	AI DC	100MW+

Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 8: SK브로드밴드 분할존속회사, 분할신설회사 B/S

(십억원)

계정	분할전	분할존속회사	분할신설회사
자산			
유동자산	1,679	1,026	653
현금및현금성자산	694	113	581
매출채권및기타채권	517	454	63
재고자산	13	13	0
유동파생금융상품	7	0	7
매각예정비유동자산	5	5	0
기타유동자산	442	441	1
비유동자산	5,361	3,952	1,409
장기금융상품	0	0	0
장기투자자산	11	11	0
장기성매출채권및기타채권	96	61	36
중속기업및관계기업투자	37	37	0
유형자산	3,540	2,567	973
투자부동산	22	22	0
무형자산	608	604	4
사용권자산(IFRS16)	504	194	310
기타비유동자산	379	379	0
확정급여자산	6	5	0
비유동파생금융상품	157	72	85
자산총계	7,039	4,978	2,061
부채			
유동부채	1,368	1,275	93
미지급금및기타채무	765	731	34
차입금및사채	320	320	0
기타금융부채	110	78	32
유동계약부채	112	88	24
유동성충당부채	5	5	0
당기법인세부채	15	15	0
기타유동부채	42	39	3
비유동부채	2,785	1,293	1,492
장기성매입채무및기타채무	3	2	1
장기성차입금및사채	1,971	1,054	917
기타비유동금융부채	453	162	291
비유동계약부채	277	18	259
충당부채	4	0	4
고정이연법인세부채	64	45	20
기타비유동부채	13	12	1
부채총계	4,153	2,568	1,585
자본			
자본금	2,010	1,679	331
기타불입자본	487	342	145
이익잉여금	386	386	0
기타자본구성요소	2	2	0
자본총계	2,886	2,410	476
부채및자본총계	7,039	4,978	2,061

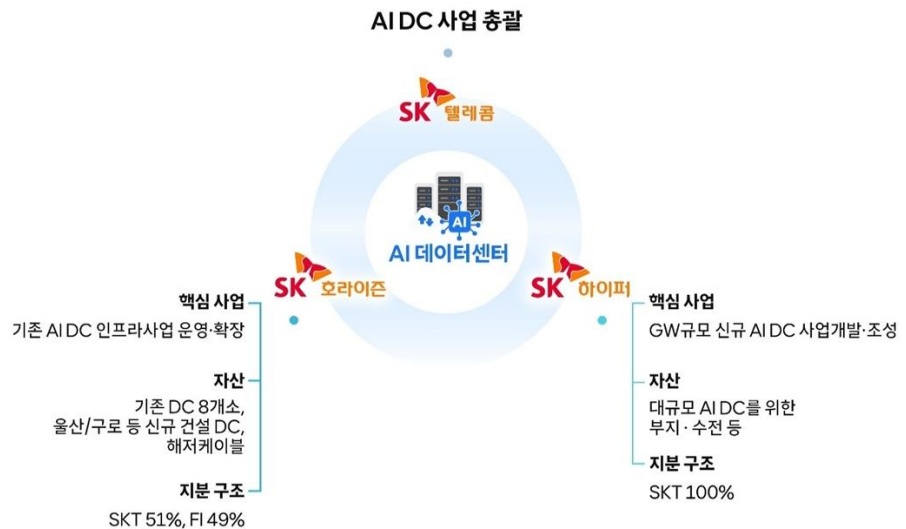
Source: Dart, 다올투자증권

II-3. SK호라이즌, SK하이퍼 설립 Implication

GW급 DC 구축 자금
조달 방법 구체화,
동시에 SKT 본체
재무 부담은 제한

이번 공시는 그동안 막연했던 5GW(‘29년~)·15GW(장기) DC 구축 목표 달성에 있어 자금 조달 방법이 구체화됐다는 의미가 있다. 1GW 규모의 AI DC 구축에는 통상 20~30조원의 자금이 소요되는 만큼, 이를 SK텔레콤 단독으로 조달하는 것은 현실적으로 불가능하다. 결국 외부 자본을 유치하거나 차입을 해야 하는데, SK텔레콤 본체가 해당 사업을 직접 영위하는 구조 하에서는 외부 자본 유치에 제약이 크다. 또한 본체가 대규모 차입을 진행할 경우에는 재무 건전성 저하, 조달 금리 상승으로 배당 재원이 훼손될 수 있다. 이에 SK텔레콤은 데이터센터 사업을 자회사(SK하이퍼, SK호라이즌)로 분리해 외부 자본 유치를 용이하게 하고, 동시에 본체의 재무 부담은 제한하는 구조를 마련했다.

Fig. 9: SK텔레콤 - SK하이퍼 - SK호라이즌 역할 구조도



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

자산 포트폴리오 분리
설계로 외부 자본
조달 효율성 ↑

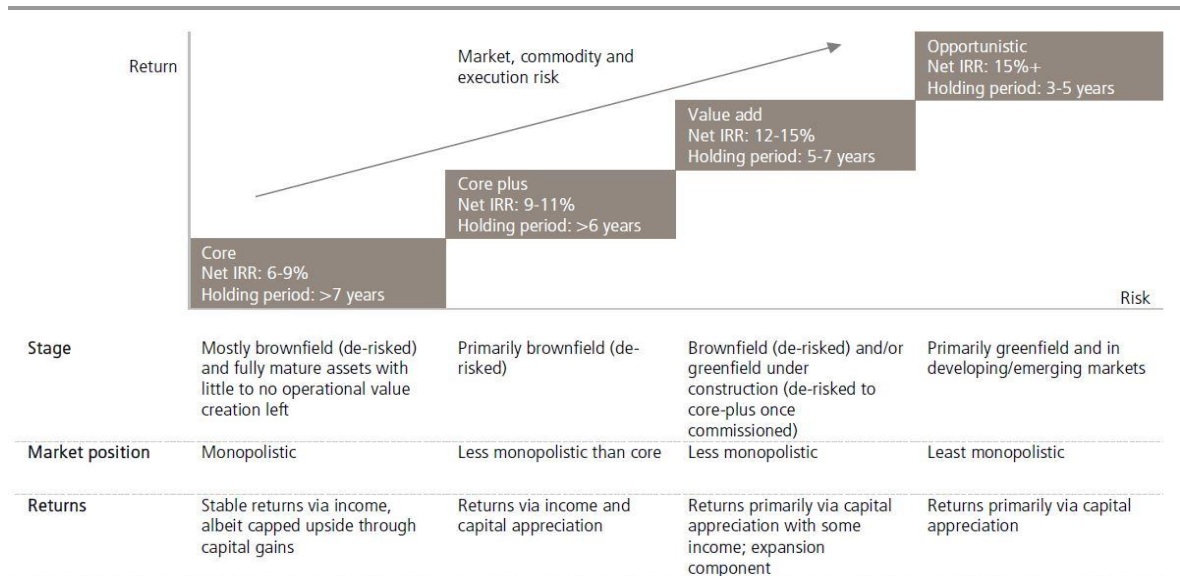
이와 더불어, 각 투자자별 요구수익률과 Risk 선호도에 맞춰 자산 포트폴리오를 분리 설계함으로써 외부 자본(Equity) 조달 효율성을 극대화했다. 자회사별로 SK호라이즌은 가동 중인 데이터센터 8곳의 안정적 현금흐름을 바탕으로 하는 안정형·안정성장형(Core, Core+) 자본의 성격을, SK하이퍼는 초기 고위험·고수익 개발 단계를 담당하는 수익형·개발형(Value-Add, Opportunistic) 자본의 성격을 지닌다.

자산 포트폴리오의 분리는 타인자본(Debt) 조달 측면에서도 자본비용을 최적화하는 기반이 된다. SK호라이즌의 승계 대상 자산은 가동 중 데이터센터 8곳, 건설중인자산 2곳으로 Risk가 낮고 현금흐름 가시성이 높은 자산 중심으로 구성되어 있다. 즉 초기 개발 Risk가 없는 가운데, 가동 중인 센터에서 창출되는 현금흐름을 담보로 선순위 담보대출(Term Loan)이나 인프라 금융을 보다 유리한 조건으로 조달할 수 있다. 아울러 대규모 외부 Equity 유치를 통해 자기자본 Buffer를 선제 확보한 점도 향후 타인자본 조달 시 우호적인 조건으로 작용 가능하다. 반면 SK하이퍼는 신규 개발에 필요한 PF 대출을 프로젝트별 SPC 단위로 독립 실행하게 되며, 본체는 하위 SPC에 Equity를 출자하고 관리하는 플랫폼 역할을 수행하게 될 전망이다.

향후 두 자회사 간
자금조달 경로 역시
상이하게 전개될 것

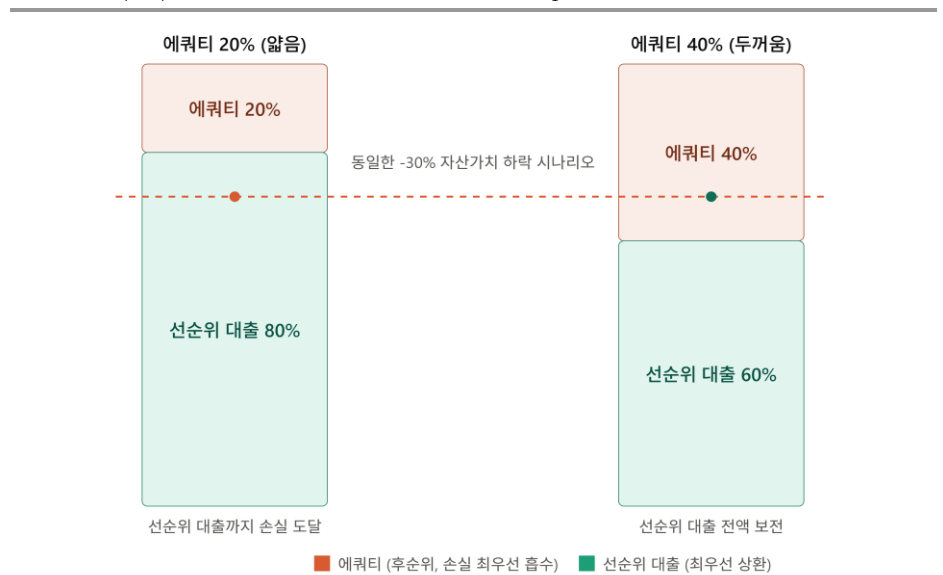
향후 두 법인 간 추가 자금 조달 경로 역시 상이하게 전개될 가능성이 높다. 우선 SK텔레콤의 초기 지분율이 100%로 설정되어 있는 SK하이퍼는 향후 지분율 희석을 감내할 수 있는 여력이 있다. 이에 향후 대규모 CapEx 집행 시 외부 자본 유치를 검토할 여지가 있다. 일례로 핵심 테넌트를 개별 SPC의 전략적 투자자로 유치하거나, 특정 프로젝트 단위의 JV를 설립하는 방안도 고려 가능하다. 개발 단계에서 빅테크의 지분 투자를 유치함과 동시에 장기 임대차 계약을 조기에 확정지을 경우, 공실 리스크 완화로 조달 금리 하락 효과도 기대할 수 있다. 반면 SK호라이즌은 모회사 지분율이 51%로 설정되어 있어, 지배력 유지 요건을 감안할 시 가동 중인 자산의 현금흐름을 바탕으로 한 타인자본 조달에 무게를 둘 가능성이 높다.

Fig. 10: Infrastructure Risk Profiles



Source: 다올투자증권

Fig. 11: Equity Buffer 확보 시 향후 Debt Financing에 유리



Source: 다올투자증권

II-4. 연결 SK텔레콤 영향 분석

연결 실적 인식 방법

두 법인은 모두 SK텔레콤의 연결 대상 자회사로, 각 회사의 자산·부채 및 손익은 모회사의 연결 재무제표에 반영된다. 100% 자회사인 SK하이퍼는 하위 SPC를 통해 개발 사업을 진행할 가능성이 높아, 각 SPC가 연결 대상인지 지분법 적용 대상인지에 따라 해당 SPC의 자산·부채·손익이 SK하이퍼 재무제표에 반영되는 방식이 달라질 전망이다. SK호라이즌은 구주·신주 거래 후 SK텔레콤이 지분 51%를 보유할 예정이다. 지분율이 절반에 불과하지만 향후 추가 지분 희석 가능성이 낮아 모회사의 지배력은 유지될 전망이다.

다양한 변수가 존재해 연결 B/S 영향은 현재 파악 불가하나,

향후 대규모 개발 프로젝트가 본격화될수록 SK호라이즌, SK하이퍼 연결 SPC의 차입금 증가로 SK텔레콤 연결 순차입금 증가와 부채비율 상승은 불가피하다. 다만, 자회사의 투자 확대가 연결 재무상태표에 미칠 영향은 1) 하위 SPC의 연결 편입 여부(Off-Balance 처리 가능성), 2) 개발 단계별 자산 비중(*동시다발적 신규 DC 개발 시 차입금 증가 속도가 EBITDA 증가 속도를 상회할 수 있음), 3) 프로젝트별 자본 구조(Equity·Loan 비중), 4) 부채 조달 환경 및 이자 지급 구조, 5) 모회사의 자회사 채무 상환 지원 구조(자급보증, 자금보충약정, 채무인수 등), 6) 개별 프로젝트의 현금 창출력 및 자체 상환능력 등 여러 변수에 따라 크게 달라진다. 이에 현 시점에서 데이터센터 투자가 향후 SK텔레콤 연결 재무제표에 미칠 영향을 예단하기는 어렵다.

결국 가장 중요한 건 “현금 창출력 높은 자산”을 개발하는 것

결국 SK하이퍼, SK텔레콤의 향후 재무 구조를 가늠할 본질적인 척도는 차입금·현금흐름 부담을 지탱할 각 데이터센터 프로젝트의 현금창출력, 즉 개발 역량이다. 일례로 1) 고집적 랙(Rack) 기반 임대료 프리미엄을 수취할 수 있는 자산, 2) 선임차 계약을 바탕으로 빠른 가동률 상승이 기대되는 자산, 3) 빅테크 등 우량 사업자를 앵커 테넌트로 확보해 안정적인 수익 기반을 확보한 자산, 4) 그 결과로 리파이낸싱 조달 경쟁력을 확보해 금융비용 부담을 완화한 자산의 현금창출력이 높다. 결론적으로 질적 우량성을 갖춘 파이프라인의 가시화가 향후 CapEx 확대 국면에서 SK텔레콤의 재무 건전성 훼손 정도를 가늠할 수 있는 핵심 지표라고 판단한다.

향후 배당 정책 시나리오 전망	향후 SK텔레콤의 배당정책은 AI DC 투자 성과와 전사 현금흐름 방어 수준에 따라 달라질 수 있다. 이에 영업현금흐름의 시작점이 되는 EBITDA, 실제 배당 지급 여력을 보여주는 FCF(Free Cash Flow)에 대한 분석이 요구된다. 참고로 현재 SK텔레콤은 연결 기준 배당정책(지배순이익의 50%)을 택하고 있다.
1) EBITDA	우선 EBITDA 훼손에 따른 배당컷 가능성은 낮다. SK텔레콤 본체는 연간 4조원 규모 EBITDA를 매해 창출하는 가운데, 데이터센터 자회사 두 곳에서 이익 기여가 확대될 것이기 때문이다.
2) FCF	EBITDA가 실제 주주에게 지급할 수 있는 현금(FCF)으로 전환되는 과정에서는 여러 항목들이 차감된다 (* $FCF = EBITDA - \text{운전자본변동} - \text{법인세} - \text{이자비용} - \text{CapEx}$). 즉, 영업 펀더멘털이 양호하더라도 1) 대규모 설비투자 집행, 2) 금융비용 급증, 3) 운전자본 부담 확대 시에는 FCF가 급감해 배당컷 압박이 확대될 수 있다. 회사는 이와 같은 영향으로부터 FCF를 방어하는 여러 완충 장치를 마련할 수 있으나 (e.g. Off-Balance 구조로 SPC의 CapEx·이자비용 부담 격리, PF 대출을 Roll-Up 구조로 설계해 공사기간 중 이자에 대한 현금유출 통제), 데이터센터에서 창출되는 EBITDA가 CapEx·금융비용 증가분을 상쇄해 전사 FCF를 기존 수준 이상으로 유지할 수 있을지에 대해서는 모니터링이 필요하다.
결론	결국 동사의 배당정책은 데이터센터 투자 성과, 전사 현금흐름의 방어 수준에 따라 변경될 여지가 있다. 우선 연결 기준 배당정책이 유지되는 시나리오다. 데이터센터에서 창출되는 EBITDA가 CapEx·금융비용 증가분을 상회해 전사 FCF 훼손이 미미할 경우, 연결 기준 배당정책을 유지하며 신사업 성과가 주주환원 확대에 직결될 것이다. 반면 연결 편입에 따른 재무 부담으로 FCF 훼손 압박이 커질 경우, 별도 기준 배당 정책으로의 선회가 이루어질 수 있다. 이 경우, 데이터센터 투자 리스크를 본체에서 차단해 배당 하방은 지켜내겠지만, 데이터센터 성장 과실이 배당 재원에서 제외되면서 배당금 상향 여력이 제한될 수 있다.

II-5. FI Exit Risk 분석

자본금 1.53조원,
부채비율 103%
로 출범

재무구조 관련된 리스크뿐만 아니라 향후 FI의 Exit 관련 리스크도 점검할 필요가 있다. 금번 투자 유치 과정에서의 신주 발행 대금 1.2조원은 SK호라이즌으로 유입돼 SK호라이즌은 자본금 1조 5,311억원으로 출범한다. 또한 분할 과정에서 울산 AI DC 관련 회사채 약 9,166억원을 승계해 출범 부채비율은 103%다.

Exit 시점 EquityValue는
5년 만기 IRR 9-15%
기준: 7.8-10.5조원,
7년 만기 IRR 8-14%
기준: 8.0-12.4조원 필요

일반적인 Buyout 펀드는 레버리지를 일으켜 Net IRR 15-20%에 달하는 고수익을 추구하나, 금번 딜에서는 초기 인수금융 레버리지가 배제되었다. 이에 당사는 FI의 요구수익률 눈높이를 5년 만기 기준 9-15%, 7년 만기 기준 8-14%로 가정했다. 수취 연간 배당금은 매해 동일하게 배당수익률 5%를 기준으로 산정했으며, 해당 배당금의 재투자자를 가정해 역산한 만기 시점 매각 가치(지분율 49%에 해당)는 5년 만기 기준 3.8-5.2조원(전체 Equity Value 7.8-10.5조원), 7년 만기 기준 3.9-6.1조원(전체 Equity Value 8.0-12.4조원)이다. 즉, 펀드 만기 시점에 해당 Equity Value를 인정받아야 FI의 요구수익률을 충족할 수 있다.

Fig. 12: Exit 시점 필요 매각가치 추산

	투자 원금	투자 기간	목표 IRR	투자원금의 Exit 시점 가치	지급 배당금의 미래가치 합	Exit 시점 매각가치	Exit 시점 요구 지분가치	누적 배당금 단순 합계	총 목표 회수액	MolC
단위	조원	년	%	조원	십억원	조원	조원	십억원	조원	배
수식	a	b	c	$a \times (1+c)^b = d$	e	$d - e = f$	$f \div 49\% = g$	h	$h + f = i$	$i \div a$
Case1	3.1	5	9%	4.7	922.0	3.8	7.8	770.3	4.6	1.5
Case2	3.1	5	12%	5.4	978.7	4.5	9.1	770.3	5.2	1.7
Case3	3.1	5	15%	6.2	1,038.7	5.2	10.5	770.3	5.9	1.9
Case4	3.1	7	8%	5.3	1,374.6	3.9	8.0	1,078.4	5.0	1.6
Case5	3.1	7	11%	6.4	1,507.2	4.9	10.0	1,078.4	6.0	1.9
Case6	3.1	7	14%	7.7	1,653.1	6.1	12.4	1,078.4	7.1	2.3

Source: 다올투자증권 / Note1: 배당수익률은 연 5%로 매해 동일하게 가정, 지급 배당금의 미래가치 합(e) = 각 해마다 지급된 배당금을 만기 시점 미래가치로 환산한 값, 누적 배당금 단순 합계(h) = 만기까지 해마다 지급된 배당금을 단순 합산한 값

만기별 분석(5년): 신규 구축 건('27년 초 울산 1단계, '29년 울산 2단계, '30년 구로)이 계획대로 진행될 경우, 설립 IRR 충족 가능성 높음 5년차인 '32년 연 예상 매출액은 9,027억원(Bear Case), 1조 355억원(Base Case), 1조 1,848억원(Bull Case)이다.

펀드 만기(5년) 시점 주요 가정치로 1) 순차입금 5천억원(*분할 직후 순차입금 3,354억원), 2) Exit EV/EBITDA 20배(Cap Rate 5%), 3) NOI(Net Operating Income) 마진을 60%를 적용하면, 펀드의 요구수익률을 충족시킬 수 있는 5년차('32년) 매출액은 IRR 9% 기준 6,911억원, IRR 12% 기준 7,987억원, IRR 15% 기준 9,190억원이다.

Range 상단인 IRR 15% Case에서 요구하는 '32년 매출액(9,190억원)과, 당사가 Bear Case 하 추정한 '32년 매출액(9,027억원)이 유사한 수준임을 감안하면, 5년 만기 펀드 기준 Exit 관련 Risk는 제한적이라고 판단한다.

Fig. 13: NOI(Net Operating Profit) 기반 FI 요구수익률 달성 가능성 판단 (5년 만기 기준)

	Exit 시점 예상 매출액			Exit 시점 요구 지분가치	Exit 시점 순차입금	Exit 시점 요구 EV	Exit Cap Rate	필요 NOI	필요 매출액	충족 여부		
	Bear	Base	Bull							Bear	Base	Bull
단위	십억원	십억원	십억원	조원	조원	조원	%	십억원	십억원			
수식				g	(가)	g+(가)=(나)	(=나)	(나)X(다)=(라)	(라)X60%			
Case1				7.8	0.5	8.3	5%	415	691	O	O	O
Case2	903	1,036	1,185	9.1	0.5	9.6	5%	479	799	O	O	O
Case3				10.5	0.5	11.0	5%	551	919	X	O	O

Source: 다올투자증권

Note1: Case1 - 5년(만기), 9%(IRR) / Case2 - 5년, 12% / Case3 - 5년, 15% / Case4 - 7년, 8% / Case5 - 7년, 11% / Case6 - 7년, 14%

Note2: Bear Case - 매해 임대료 +1% / Base Case - +3% / Bull Case - +5% 가정

만기별 분석(7년): 울산·구로 외 추가 증설이 없고, 이후 실적 성장 Driver가 가동률, 임대료 상승뿐이라 가정하면 설립 7년차인 '34년 예상 매출액은 9,718억원(Bear Case), 1조 1,594억원(Base Case), 1조 3,785억원(Bull Case)이다.

펀드 만기(7년) 시점 주요 가정치로 1) 순차입금 5천억원(*분할 직후 순차입금 3,354억원), 2) EV/EBTIDA 배수 16.7배(Cap Rate 6%, 자산 성숙 감안), 3) NOI 마진율 60%를 적용하면, 펀드의 요구수익률을 충족시킬 수 있는 7년차('34년) 매출액은 IRR 8% 기준 8,471억원, IRR 11% 기준 1조 479억원, IRR 14% 기준 1조 2,861억원이다.

이 경우, Range 상단인 IRR 14% 달성에 필요한 매출액(1조 2,860억원)을 충족하는 시나리오는 연간 임대료 5% 상승을 가정한 Bull Case가 유일하다. 즉, 울산·구로 외 추가 증설을 통한 외형 성장폭 확대나 Exit 배수 향상이 전제되지 않는다면, 펀드 만기가 길어질수록 FI의 요구수익률을 충족하기 어려워진다.

Fig. 14: NOI(Net Operating Profit) 기반 FI 요구수익률 달성 가능성 판단 (7년 만기 기준)

	Exit 시점 예상 매출액			Exit 시점 요구 지분가치	Exit 시점 순차입금	Exit 시점 요구 EV	Exit Cap Rate	필요 NOI	필요 매출액	충족 여부		
	Bear	Base	Bull							Bear	Base	Bull
단위	십억원	십억원	십억원	조원	조원	조원	%	십억원	십억원			
수식				g	(가)	g+(가)=(나)	(다)	(나)×(다)=(라)	(라)×60%			
Case4				8.0	0.5	8.5	6%	508	847	O	O	O
Case5	972	1,159	1,378	10.0	0.5	10.5	6%	629	1,048	X	O	O
Case6				12.4	0.5	12.9	6%	772	1,286	X	X	O

Source: 다올투자증권

Note1: Case1 - 5년(만기), 9%(IRR) / Case2 - 5년, 12% / Case3 - 5년, 15% / Case4 - 7년, 8% / Case5 - 7년, 11% / Case6 - 7년, 14%

Note2: Bear Case - 매해 임대료 +1% / Base Case - +3% / Bull Case - +5% 가정

결론

종합하면, 5년 만기 기준으로는 예상 매출액 하단인 Bear Case(매해 임대료 +1%)에서도 FI의 요구수익률 충족이 가능해 Exit 리스크가 제한적이다. 반면, 7년 만기 시나리오 하에서는 Base Case(매해 임대료 +3%) 이상의 외형 성장이 뒷받침되어야 IRR 11%을 충족할 수 있고, 상단 IRR 14% 달성을 위해서는 Bull Case(매해 임대료 +5%)가 실현되거나 추가 증설에 따른 Multiple 상향이 동반되어야 한다.

물론 실질적인 Exit Risk를 가늠하기 위해서는 주주간 계약서 내 세부 조건에 대한 확인이 필요하다. 다만 앞선 분석대로 만기 시점 실적이 Base Case에 안착하고, Exit 시점 시장 Cap Rate가 당사 가정치(5-6%)에서 크게 벗어나지 않는 가운데, 계약서상 독소 조항이 없다면 Exit 관련 Risk는 제한적이다.

III. 우리도 GPUaaS 해요

III-1. 연산력 초과 수요 수혜의 최전선에 위치한 네오클라우드

너무 좋은 수요

네오클라우드 기업들의 실적 성장 속도가 가파르다. 수요 강세에 힘입어 가격 전가력 또한 확대되는 추세다.

일례로 Nebius Group는 최근 컨퍼런스콜에서 “수요가 매우 강해 ‘27년 계획된 유효 용량(Capacity)까지 전량 판매할 수 있지만, 향후 단가 상승을 기대해 의도적으로 사전 판매(Pre-sell)를 제한하고 있다”고 밝혔다. 또한 2Q26 처음 실시한 Blackwell 용량 경매에서 낙찰된 금액은 역사적 최고가 대비 15%, 기존 단가 대비 20% 높았다. CoreWeave는 ‘26년 7월 모든 SKU의 가격을 25% 인상했으며, 그 결과 신규 계약의 공헌이익률(Contribution Margin)이 기존 대비 5-10%p 개선됐다고 밝혔다.

최근 빅테크, AI 기업 간 차세대 모델 주도권 경쟁이 심화되고 있다. 신규 데이터센터 준공을 기다릴 여유가 없는 이들 입장에서는, 프리미엄을 지불하더라도 즉시 가용할 수 있는 연산력을 확보하려는 유인이 커질 수밖에 없다. 특히 전력 등 병목으로 신규 인프라 완공이 지연되는 환경 속에서, 전력망과 수전이 완비된 Site를 선제적으로 확보한 네오클라우드 기업들의 리드타임 경쟁력이 부각되고 있다. 이러한 해자를 바탕으로 이들은 연산 자원이 시급한 고객의 수요를 선점해 빠르게 수익화하고 있다.

Fig. 15: 2Q26 Nebius Group Conference Call 중 ⇒

“우리의 사업 모델은 미리 용량을 확보하되, 미리 판매하지 않는 것”,
“Capacity를 Deploy 시점에 더 가깝게 판매함으로써 가격 경쟁력을 높이고 있음”

Arkady, CEO, Nebius Group: Yes, you're right. The market is evolving rapidly, actually, even more rapidly than everybody expected. The good thing about our business model and our platform as well is that they both allow us to evolve rapidly with the market. I will give you a couple of examples from just this quarter. First, as we all see, prices are changing fast, they're growing. Our model was built to build capacity in advance, but not to pre-sell it in advance. That is why we have this available capacity now that can allow us to allocate it to shorter term and much higher margin contracts. The second example

prepayment, then duration. So a bit wider than purely ACV per megawatt. We have also, at the same time, tactically shortened how far in advance we sell capacity. In effect, selling closer to deployment, which at the end of the day, has improved the pricing that we can derive while preserving our agility. We're deliberately allocating a portion of capacity for short-term and immediate needs because that is where we currently see the highest potential for combined realized value.

Source: Nebius Group, 다올투자증권

III-2. 초과 수요는 폭발적인 매출 성장으로 이어진다

초과 수요는 그대로 폭발적인 매출 성장으로 직결된다. GPUaaS 비즈니스가 특히 더 가파른 매출액 성장을 기록할 수 있는 이유는 아래 세 가지 구조적 요인에 기인한다.

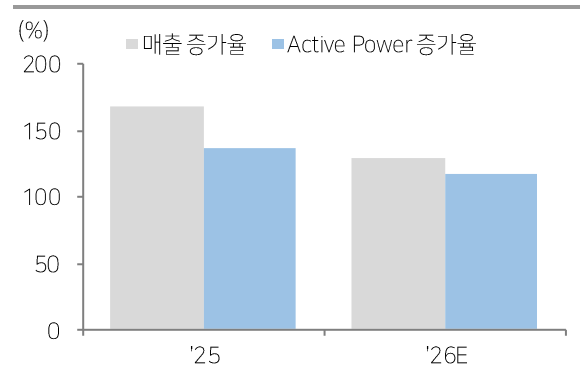
- | | |
|--------------------------------------|--|
| 1) MW당 창출 가능한 수익의 절대 규모 ↑ | 우선 MW당 창출 가능한 수익의 절대 규모가 다르다. GPUaaS는 상면, 전력·냉각 등 기초 인프라에 더해 서버, InfiniBand 네트워크, S/W까지 통합 제공하는 서비스다. 실제로 코로케이션의 MW당 매출액이 연 30억원 수준인 데 반해 GPUaaS는 MW당 약 120억원의 수익을 창출한다 (*CoreWeave 2Q26 누적 기준). 즉, 동일 Active Power (코로케이션의 경우 IT Load) 증분당 네오클라우드의 외형 성장률이 더 가파른 구조다. |
| 2) 인도 시점부터 계약 물량의 100%가 수익으로 찍히는 구조 | 수익 인식 속도에서도 격차가 있다. 준공 후 서버 입고, 랙 마운팅, 광케이블 연결 등 물리적 세팅 절차를 필요로 하는 코로케이션은 순차 입주에 따라 가동률이 서서히 상승하는 램프업 구조를 지닌다. 반면, GPUaaS는 Turn-Key 형태로 구축돼 서비스 개시 시점부터 계약 연산력의 100%가 즉시 가동 가능한 상태로 인도된다. 이에 단위 (MW)당 연 120억원 수준의 매출이 즉각 수익으로 인식된다. |
| 3) 엔비디아 파트너 지위 기반 칩 공급력 | 여기에 엔비디아 공급망 우선권에 기반한 짧은 리드타임이 가세한다. CoreWeave와 Nebius는 엔비디아가 지분을 투자한 핵심 파트너로, GPU부터 NVLink, InfiniBand, CUDA로 이어지는 Full-Stack 엔비디아 아키텍처를 채택하고 있다. 글로벌 전력난과 칩 쇼티지라는 이중고 속에서도 엔비디아로부터 칩을 우선적으로 배정받기 때문에, 타사 대비 설비 투입 리드타임이 짧다. |
| 결론) Active Power 증분은 즉각적으로 매출액으로 이어짐 | 즉 네오클라우드 기업은 단위(MW)당 매출 체급, 램프업 지연이 없는 즉시 인도 체계를 바탕으로 Active Power 증분을 즉각적으로 수익화할 수 있는 사업 모델을 보유하고 있다. 실제로 CoreWeave의 '24-'26E Active Power 증가율 궤적과 동 기간 매출액 성장을 추이는 거의 일치한다. |

Fig. 16: Coreweave의 매출액, Active Power

	'24	'25	'26E	'27E
매출액 (\$mn)	1,915	5,131	11,750	24,806
Active Power (MW)	360	850	1,850	2,850
가중평균 Active Power (MW)	360	605	1,350	2,350
MW 당 매출액 (\$mn)	5.3	8.5	8.7	8.7

Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권 / Note: '27년 매출액은 '26년 MW당 매출액과 회사 Active Power 가이드를 기반으로 추정

Fig. 17: Coreweave 매출 vs. Active Power 증가율



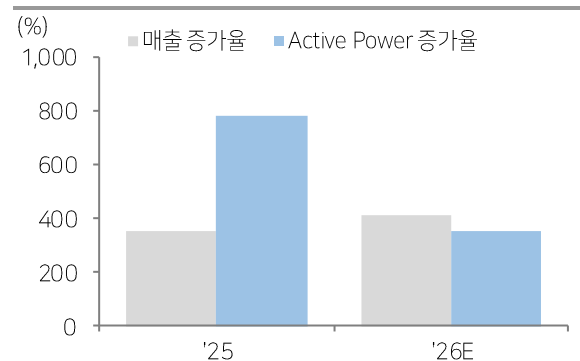
Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권

Fig. 18: Nebius의 매출액, Active Power

	'24	'25	'26E	'27E
매출액 (\$mn)	118	534	2,726	8,043
Active Power (MW)	25	220	1,000	1,800
가중평균 Active Power (WM)	25	122.5	610	1,400
MW 당 매출액 (\$mn)	4.7	4.4	4.5	4.5

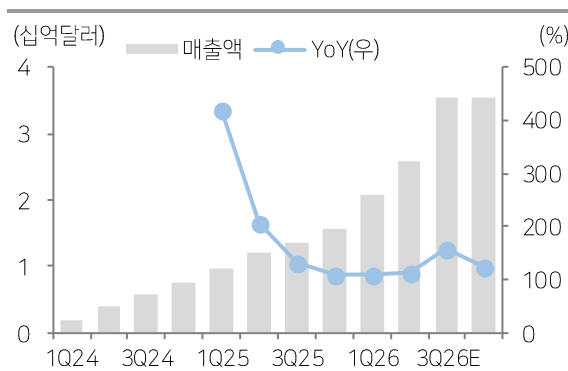
Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권 / Note: '27년 매출액은 '26년 MW당 매출액과 회사 Active Power 가이드를 기반으로 추정

Fig. 19: Nebius 매출 vs. Active Power 증가율



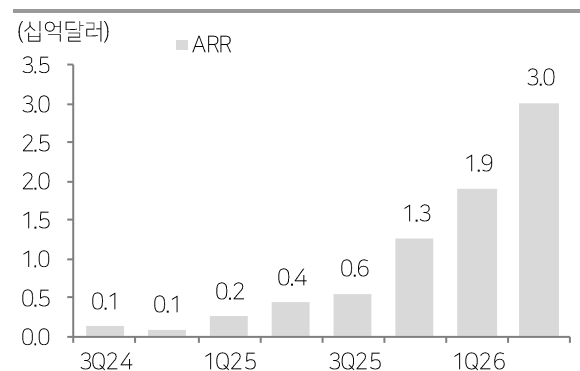
Source: Bloomberg, Nebius Group, 다올투자증권

Fig. 20: CoreWeave의 매출액 추이



Source: Bloomberg, CoreWeave, 다올투자증권

Fig. 21: Nebius의 ARR 추이



Source: Bloomberg, Nebius Group, 다올투자증권 / Note: ARR은 분기 마지막 달 매출을 12배에 환산한 수치 (계약형 반복매출과는 다름)

III-3. 우리도 GPUaaS 해요

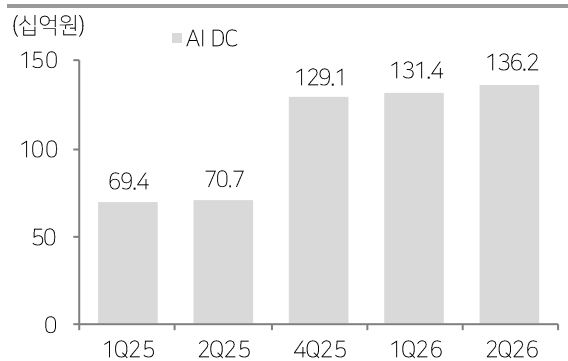
AI DC 매출액 내
GPUaaS 비중 15%

국내 통신사들도 GPUaaS 비즈니스를 확대하는 추세다. '26년 누적 기준 SK텔레콤의 AI DC 매출액은 2,676억원 규모로, 이 중 GPUaaS의 비중은 약 15%다. 동사는 현재 가산 AI DC에 GPU 클러스터를 구축해 GPUaaS 서비스를 제공하고 있으며, 이 때문에 글로벌 네오클라우드 기업 주가와 동사 주가가 연동되는 모습이 나타나기도 한다.

GPUaaS 전용 공간은
점진적으로 확대될 것

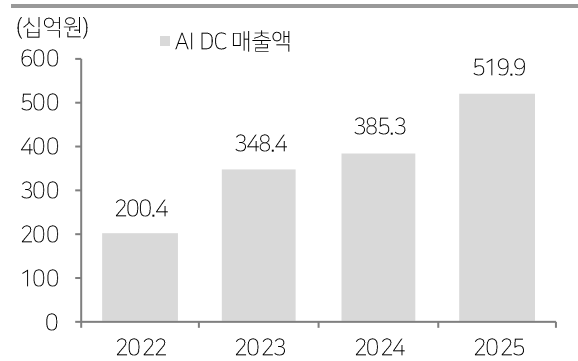
동사 신규 착공 데이터센터 물량의 대부분은 코로케이션 물량으로 추정되며, 현재로서는 GPUaaS Capa 확충 관련 구체적으로 확인된 바는 없다. 다만 가산 AI DC 사례처럼 기존 IDC를 AI DC로 전환하는 과정에서 GPUaaS 전용 공간을 점진적으로 확대할 가능성은 있다. 아울러 동사는 그룹사 및 Nvidia, Lamda, Supermicro 등 핵심 하드웨어 조달 역량을 보유한 기업과의 파트너십을 다수 확보하고 있다. 이를 바탕으로 한 인프라 조달 우위는 향후 동사 GPUaaS 사업의 강점으로 부각될 수 있다.

Fig. 22: SK텔레콤의 AI DC 매출액 추이
*매출액 인식 기준 변경 후



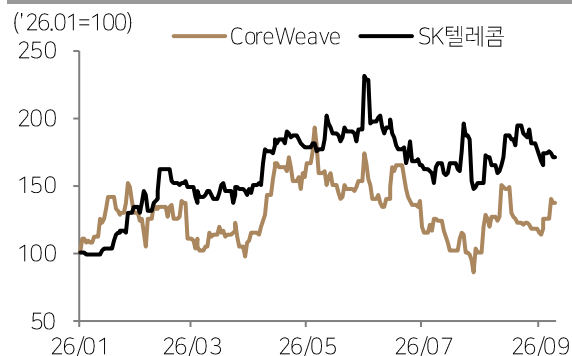
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: GPUaaS 매출액 포함

Fig. 23: SK텔레콤의 AI DC 매출액 추이
*매출액 인식 기준 변경 전



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 24: CoreWeave, SK텔레콤 상대주가



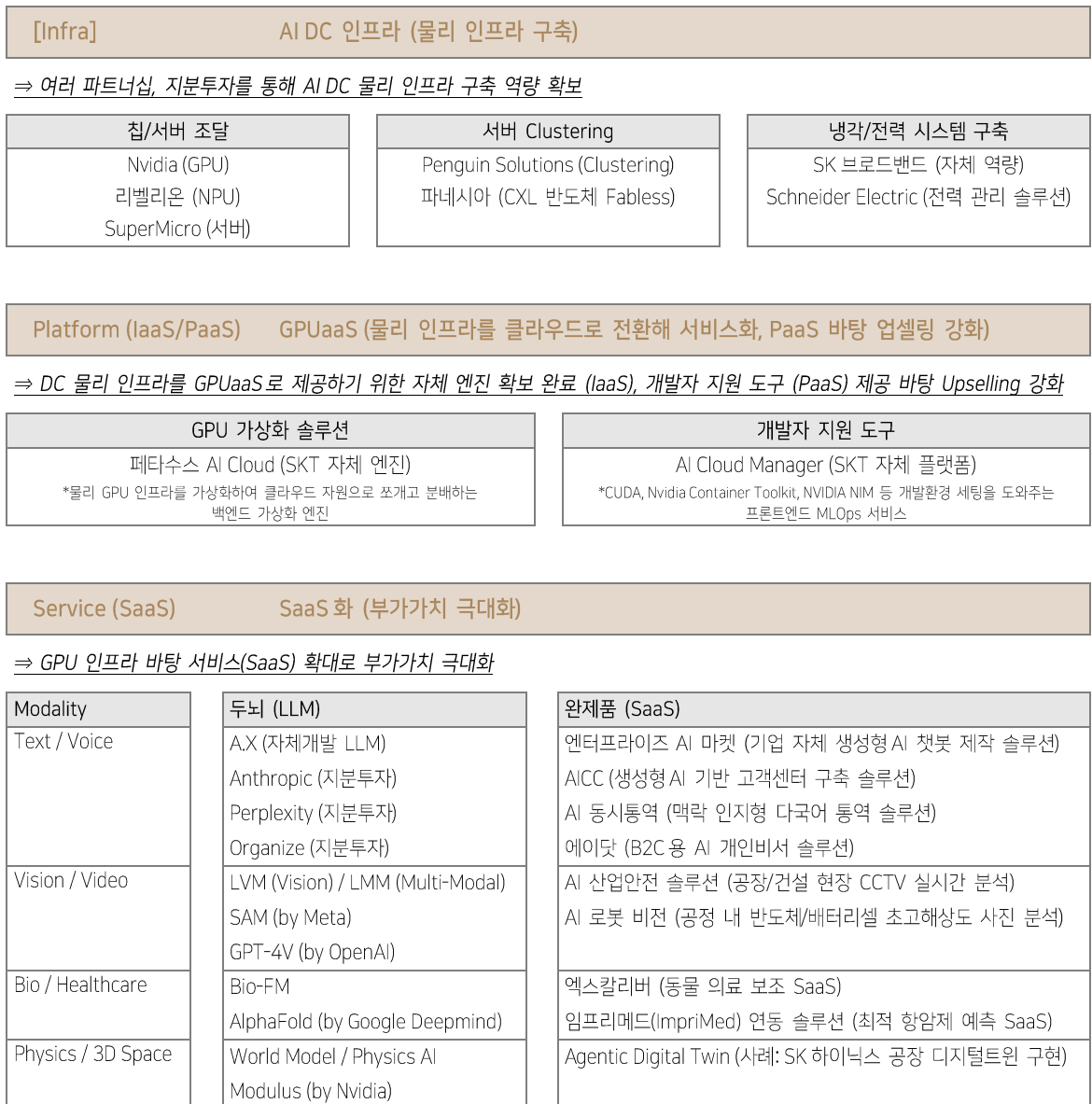
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 25: SK텔레콤 가산 AI DC 내 GPU Cluster



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 26: SK텔레콤의 AI Full Stack 전략



Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 27: SK텔레콤의 AI 관련 파트너십

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

Source: SK텔레콤, 언론 보도, 다올투자증권

IV. 투자전략

De-Rating 가정 통신
본업 가치 9.6조원
(+) Anthropic 지분
가치 5.4조원
(+) SK호라이즌 지분
가치 3.2조원
= 기업가치 20.6조원
≒ 시가총액 19.5조원

현재 주가에서의 Downside Risk를 확인하기 위해 통신 본업에 대한 극단적인 De-Rating 시나리오를 상정해 Valuation을 진행해 보았다. 무선 본업 EV/EBITDA 배수를 기존 5배→3배로, 유선은 2배→1배로 하향 조정할 경우 본업 영업가치는 17.75조원으로 축소된다. 여기에 2Q26말 연결 순차입금(8.15조원) 차감 시 산출되는 통신 본업 지분 가치는 9.6조원이다. 해당 값에 SK호라이즌 지분가치(51%) 3.2조원, Anthropic 지분 가치 5.4조원(기업가치 \$2T, 환율 1,350원, 지분율 0.2%), 기타 투자지분가치 2.4조원을 합산하면 SK텔레콤의 최종 기업가치는 20.6조원이다. 통신 본업 가치를 최대한 낮춰 반영했음에도, 현재 시가총액 19.5조원과 거의 괴리가 없다.

Anthropic 상장
전에는 트레이딩 매매,
해당 이벤트 소화한
주가가 락바텀,
이후 SK하이퍼
Upside Risk 높음

즉, 현재 주가는 1) 무선 EV/EBITDA 3배, 유선 1배(청산가치) 수준의 극단적인 본업 De-Rating 시나리오 하에서, 2) 이미 알려진 재료들(KKR·IMM 투자유치, Anthropic IPO Target 기업가치 \$2T)이 반영된 수준이다. 단기적으로는 11월 예정된 Anthropic 상장이 관건이다. 관련 Upside Risk는 열려 있으나, 상장 직전·후로는 셀은 가능성이 높다. 이에 11월 상장 전에는 트레이딩 매매, 이후 셀온에 매수하는 전략이 유효하다. 상장 이벤트 소화 후 형성될 주가가 락바텀이며, 이후 SK하이퍼의 개발 파이프라인 구체화, 글로벌 빅테크의 SI 참여 및 장기계약 체결 등 신규 AI DC 모멘텀이 등장할 때마다 주가는 강한 상방 탄력을 나타낼 것이다.

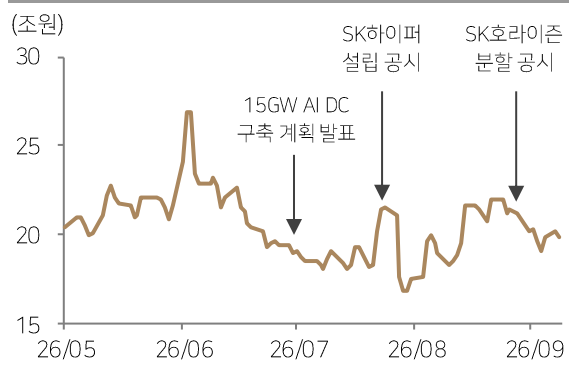
Fig. 28: SK텔레콤 투자전략

(단위: 십억원)

구분	가치	비고
1) 영업가치	17,751	EBITDA 적정배수 ① 본업 최악의 디레이팅 시나리오 가정
SKT 별도	16,447	5,482 3 '26년 기준
SKB 별도	1,304	1,456 1 (SKB '26년 EBITDA 추정치) - (SK 호라이즌 '26년 EBITDA 추정치)
2) 순차입금	8,149	2Q26 말 연결 기준
3) 자산가치	10,989	
관계기업투자자산	2,356	2Q26 말 연결 기준
투자부동산	26	2Q26 말 연결 기준
Anthropic 지분가치	5,400	② Anthropic 상장 이벤트 소화 후 형성될 주가가 락바텀 / 기업가치 \$2T, 환율 1,350 원, 지분율 0.2%
SK 호라이즌 (DC 운영)	3,207	KKR/IMM 투자 유치 Valuation 에 지분율 51% 적용
SK 하이퍼 (DC 개발)	-	③ 상장 이벤트 소멸 후 락바텀에서 매수 → 향후 SK하이퍼 개발 모멘텀에서 강력한 Upside Risk 예상
공정가치	20,592	1)-2)+3)
시가총액(9/11)	19,524	
주당가치(공정가치)	96,428	
총가(9/11)	90,700	

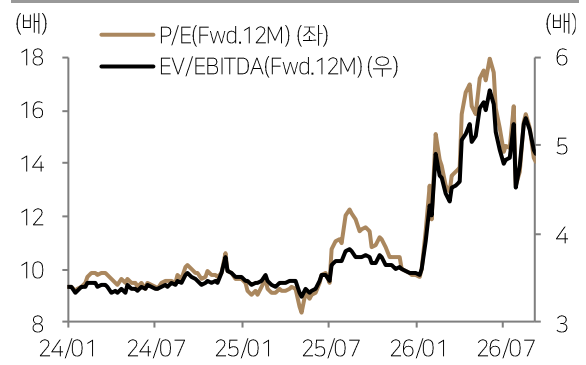
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

Fig. 29: SK텔레콤 최근 주가 추이 (박스권 등락)



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 30: SK텔레콤 Valuation



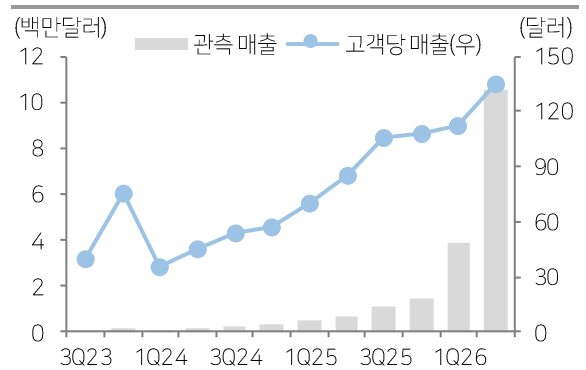
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 31: Anthropic의 ARR 추이

구분	ARR (십억달러)	Target P/S (배)	기업가치 (조원)
'25 말	9		
'26.05	47		
'26.07	65		
'26 말	100~120	20	2.0~2.4

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 32: Anthropic의 고객당 매출 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 33: 잠재 데이터센터 파이프라인



지난해 10월 최태원 SK그룹 회장과 샘 올트먼 오픈AI 최고경영자(CEO)가 서울 중로구 SK서린빌딩에서 메모리 공급 의향서(LOI)와 서남권 AI 데이터센터 협력에 관한 양해각서(MOU)를 체결한 뒤 기념촬영하고 있다.

©SK그룹

Source: SK, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

VII. 종목별 투자의견

SK텔레콤 (017670) _ Top Pick



SK텔레콤

(017670)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	140,000	130,000	상향
Earnings			

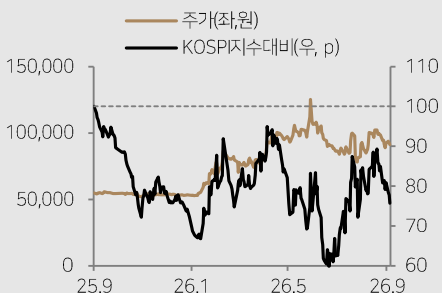
Stock Information

현재가 (9/11)	90,900원
예상 주가상승률	54.0%
시가총액	195,244억원
비중(KOSPI내)	0.34%
발행주식수	214,790천주
52주 최저가 / 최고가	52,100 - 125,200원
3개월 일평균거래대금	1,289억원
외국인 지분율	34.4%
주요주주지분율(%)	
SK (외 10인)	30.6
국민연금공단 (외 1인)	8.5
자사주 (외 1인)	0.8

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	28.1	14.4	14.2
PBR(배)	1.3	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	4.4	5.0	5.1
배당수익률(%)	3.1	3.7	4.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	5.7	16.7	65.6	69.9
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(3.2)	(6.5)	(41.0)	5.9

Price Trend



DAOL 다올투자증권

AI DC 전략 구체화, 더 기대할 게 많다

Issue

SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석 (Full Report 참고)

Pitch

SK호라이즌 지분가치를 반영해 적정주가를 14만원으로 상향 조정

Rationale

- 동사는 8/27일 공시를 통해 100% 자회사 SK브로드밴드에서 데이터 센터, 해저케이블 사업을 인적분할해 신설법인 'SK호라이즌' 설립 계획을 밝힘. 이와 함께 동사는 KKR, IMM컨소시엄으로부터 구주·신주 합산 약 3.1조원의 투자를 유치함. 이와 관련, 1) 투자유치 Valuation에 대한 평가, 2) 금번 인적분할의 Implication, 3) 자회사의 투자 확대에 따른 향후 SK텔레콤 연결 재무제표 영향 분석과 배당정책 시나리오, 4) FI Exit 관련 리스크 분석은 Full Report 참고
- [투자전략] 현재 동사 주가는 1) 무선 EV/EBITDA 3배, 유선 1배의 통신 본업 De-Rating 시나리오 하, 2) 이미 알려진 재료들(SK호라이즌 투자유치, Anthropic IPO Target 기업가치 \$2T)이 반영된 수준. 단기적으로는 11월 중 예정된 Anthropic 상장이 관건. 관련 Upside Risk는 열려 있으나, 상장 직전·후로는 셀은 가능성 높음. 이에 상장 전 트레이딩 매매, 셀온에 매수 전략 유효. 상장 이벤트 소화 후 형성될 주가가 락바텀이며, 이후 SK하이퍼의 개발 파이프라인 구체화, 글로벌 빅테크의 SI 참여 및 장기계약 체결 등 신규 AI DC 모델템 등장 시 주가는 강한 상방 탄력을 나타낼 것
- [Valuation] SK호라이즌 지분가치 반영, Anthropic 지분가치 상향 조정을 반영해 적정주가를 13→14만원으로 상향 조정. 향후 SK하이퍼 개발 파이프라인 가시화 시 해당 가치를 Valuation에 반영할 예정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,305	17,609	17,941	17,099	17,718	17,855	18,246
영업이익	1,612	1,753	1,823	1,073	1,944	1,996	1,993
EBITDA	5,367	5,504	5,523	4,663	5,425	5,237	5,109
지배주주순이익	912	1,094	1,250	408	1,358	1,378	1,373
순차입금	9,420	9,491	8,604	9,030	7,597	7,276	7,020
매출증가율	3.3	1.8	1.9	(4.7)	3.6	0.8	2.2
영업이익률	9.3	10.0	10.2	6.3	11.0	11.2	10.9
지배주주순이익률	5.3	6.2	7.0	2.4	7.7	7.7	7.5
EPS증가율	(62.1)	19.9	16.5	(67.3)	232.5	1.5	(0.4)
ROE	8.3	10.1	12.0	3.1	10.4	10.0	9.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 34: SK텔레콤 SOTP Valuation

구분	가치	비고		
1) 영업가치	30,020	EBITDA	적정배수	
SKT 별도 (무선)	27,412	5,482	5	'26년 기준
SKB 별도 (유선)	2,608	1,304	2	(SKB '26년 EBITDA 추정치)-(SK 호라이즌 '26년 EBITDA 추정치)
2) 순차입금	8,149	2Q26말 연결 기준		
3) 자산가치	8,407			
관계기업투자자산	2,356	2Q26말 연결 기준		
투자부동산	26	2Q26말 연결 기준		
Anthropic 지분가치	3,780	기업가치 \$2T, 환율 1,350 원, 지분율 0.2% 적용, 지분가치 할인 30% 적용		
SK 호라이즌 (DC 운영)	2,245	KKR/IMM 투자 유치 Valuation에 지분율 51% 적용, 자회사 할인 30% 적용		
SK 하이퍼 (DC 개발)	-	추후 파이프라인 구체화 시 기업가치에 반영 예정		
공정가치	30,279	1)-2)+3)		
시가총액(9/11)	19,524			
주당가치(공정가치)	140,968	적정주가 140,000 원 제시		
종가(9/11)	90,700			

Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

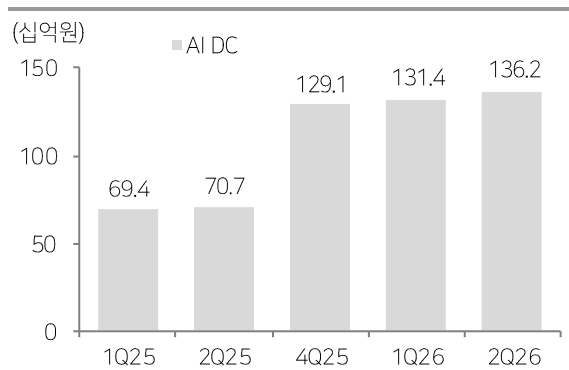
Fig. 35: SK텔레콤의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,359	4,496	4,471	17,099	17,718	17,855
SKT(별도)	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,117	3,121	3,113	12,051	12,457	12,456
이동전화	2,651	2,612	2,113	2,526	2,568	2,563	2,553	2,543	9,902	10,226	10,169
접속수익	97	94	95	94	91	91	98	93	380	373	373
기타수익	419	429	457	464	447	463	470	478	1,769	1,858	1,913
SKB(연결)	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,160	1,173	1,181	4,533	4,664	4,766
유료방송	478	475	478	474	472	471	471	469	1,905	1,883	1,869
유선통신	289	286	285	295	295	297	298	301	1,155	1,191	1,212
B2B	346	359	381	387	383	392	404	410	1,473	1,589	1,685
YoY(%)	-0.5	-1.9	-12.2	-4.1	-1.4	0.5	13.0	3.3	-4.7	3.6	0.8
SKT(별도)	-0.7	-1.8	-16.8	-3.3	-1.9	-0.6	17.1	1.0	-5.7	3.4	-0.0
이동전화	-0.5	-2.3	-20.9	-5.1	-3.1	-1.9	20.8	0.7	-7.2	3.3	-0.6
접속수익	-13.7	-13.6	-10.9	9.3	-6.4	-3.0	3.3	-1.3	-8.2	-1.9	0.2
기타수익	1.8	4.8	7.4	4.6	6.7	7.8	3.0	3.0	4.7	5.0	3.0
SKB(연결)	2.0	2.4	3.4	3.2	3.2	3.6	2.7	2.0	2.8	2.9	2.2
유선방송	0.4	-0.2	-1.0	-2.3	-1.4	-0.8	-1.5	-1.0	-0.8	-1.2	-0.7
유선통신	4.7	2.5	0.7	2.4	2.2	3.8	4.7	2.0	2.6	3.2	1.8
B2B	1.8	5.9	12.1	11.2	10.7	9.3	6.0	6.0	7.8	7.9	6.0
영업비용	3,886	4,001	3,930	4,210	3,855	3,793	3,944	4,182	16,026	15,773	15,859
인건비	672	594	605	840	634	620	623	775	2,711	2,653	2,599
지급수수료/판매수수료	1,325	1,398	1,367	1,405	1,365	1,391	1,379	1,447	5,495	5,582	5,552
광고선전비	34	35	41	73	28	29	48	77	183	181	184
감가상각비	898	894	898	901	879	876	888	895	3,590	3,538	3,605
당접속정산비용	164	162	144	166	154	153	162	161	635	630	637
전용회선료/전파사용료	68	68	66	65	63	57	67	66	267	253	260
상품매출원가	328	270	362	310	325	266	335	314	1,270	1,240	1,248
기타비용	398	580	446	451	406	402	442	447	1,875	1,696	1,774
영업이익	567	338	48	119	538	566	551	289	1,073	1,944	1,996
YoY(%)	13.8	-37.1	-90.9	-53.1	-5.3	67.3	1,038.7	142.8	-41.1	81.2	2.6
OPM(%)	12.7	7.8	1.2	2.8	12.2	13.0	12.3	6.5	6.3	11.0	11.2
지배순이익	364	90	-158	113	322	471	315	250	408	1,358	1,378
YoY(%)	3.2	-73.4	적전	-61.3	-11.5	425.0	흑전	122.4	-67.3	232.5	1.5
NIM(%)	8.2	2.1	-4.0	2.6	7.3	10.8	7.0	5.6	2.4	7.7	7.7

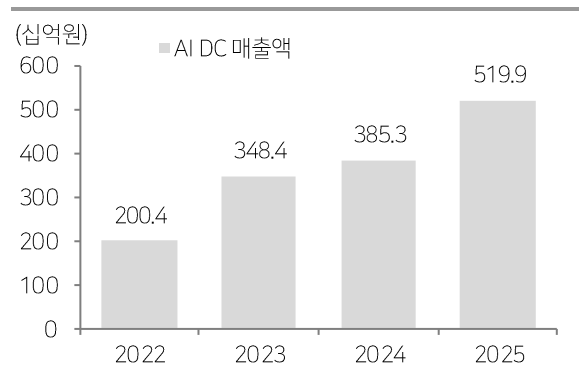
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 추정

Fig. 36: SK텔레콤의 AI DC 매출액 추이
*매출액 인식 기준 변경 후



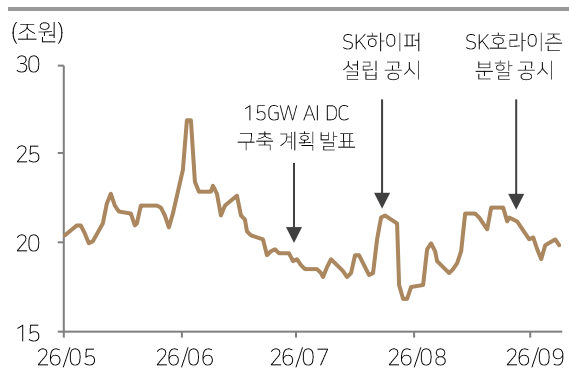
Source: SK텔레콤, 다올투자증권 / Note: GPUaaS 매출액 포함

Fig. 37: SK텔레콤의 AI DC 매출액 추이
*매출액 인식 기준 변경 전



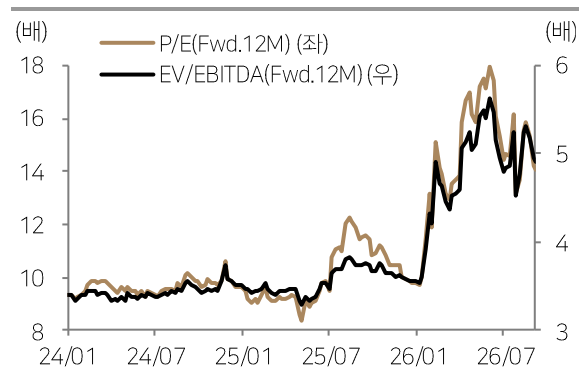
Source: SK텔레콤, 다올투자증권

Fig. 38: SK텔레콤 최근 주가 추이 (박스권 등락)



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 39: SK텔레콤 Valuation



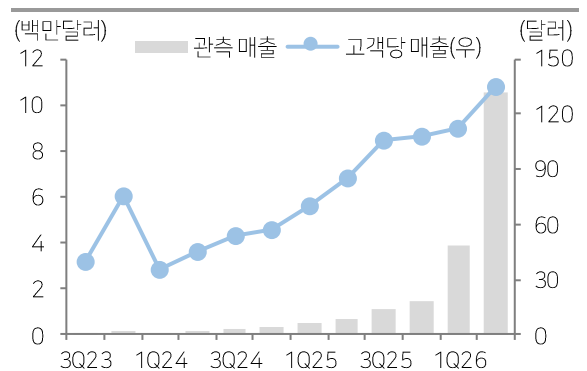
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 40: Anthropic의 ARR 추이

구분	ARR (십억달러)	Target P/S (배)	기업가치 (조달러)
'25 말	9		
'26.05	47		
'26.07	65		
'26 말	100~120	20	2.0~2.4

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 41: Anthropic의 고객당 매출 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

SK텔레콤

연도별 성과

2023	AA
2024	A
2025	A

ESG 성과

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

섹터내 규모별 기업비교

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

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

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

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

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

[2025상] 사회, Level5, 해킹 공격으로 유심(USIM)칩 관련 고객정보 유출

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

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

주주환원정책

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

SK텔레콤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,476.7	6,727.1	8,021.5	8,432.2	9,082.2
현금성자산	2,532.3	1,718.1	2,715.0	2,936.7	3,392.1
매출채권	2,482.3	2,369.2	2,523.9	2,525.4	2,578.5
재고자산	209.8	167.6	188.2	188.3	192.2
비유동자산	23,038.6	23,380.7	22,789.0	23,130.6	23,290.1
투자자산	6,153.8	7,695.4	8,492.5	9,454.2	9,697.4
유형자산	12,617.4	11,902.2	10,612.6	9,871.2	9,673.8
무형자산	4,267.4	3,783.1	3,684.0	3,805.2	3,919.0
자산총계	30,515.3	30,107.8	30,810.6	31,562.8	32,372.4
유동부채	9,224.3	6,529.8	6,402.7	6,449.2	6,602.3
매입채무	5,376.9	4,045.7	4,164.6	4,167.1	4,004.3
유동성이자부채	3,279.2	2,034.9	1,711.2	1,611.2	1,811.2
비유동부채	9,463.3	10,622.7	10,643.1	10,722.4	10,804.8
비유동이자부채	7,856.8	8,712.9	8,601.0	8,601.0	8,601.0
부채총계	18,687.6	17,152.5	17,045.8	17,171.5	17,407.1
자본금	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	1,771.0	1,771.0	71.0	71.0	71.0
이익잉여금	22,976.1	22,938.3	25,440.4	26,067.0	26,640.9
자본조정	(13,079.0)	(11,876.7)	(11,839.9)	(11,839.9)	(11,839.9)
자기주식	(93.0)	(88.5)	(88.0)	(88.0)	(88.0)
자본총계	11,827.6	12,955.3	13,764.8	14,391.3	14,965.2
투하자본	16,211.6	16,558.0	15,287.7	14,830.1	15,121.2
순차입금	8,603.7	9,029.7	7,597.3	7,275.6	7,020.2
ROA	4.6	1.2	4.5	4.5	4.3
ROE	12.0	3.1	10.4	10.0	9.3
ROIC	8.4	3.4	9.2	10.1	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	5,087.3	3,923.8	5,539.9	5,330.4	5,070.4
당기순이익	1,387.1	375.1	1,375.4	1,402.9	1,366.3
자산상각비	3,699.9	3,590.2	3,480.3	3,241.1	3,116.8
운전자본증감	(108.8)	(144.2)	108.2	(42.5)	(241.4)
매출채권감소(증가)	15.8	38.0	(85.7)	(1.5)	(53.0)
재고자산감소(증가)	(35.7)	33.4	(20.5)	(0.1)	(4.0)
매입채무증감(감소)	(171.8)	213.0	223.4	2.4	(162.7)
투자현금	(2,711.8)	(1,737.1)	(2,938.3)	(3,471.3)	(3,231.4)
단기투자자산감소	(5.6)	95.3	(124.7)	(14.5)	(15.1)
장기투자증권감소	70.0	19.9	(379.3)	(636.5)	32.5
설비투자	(2,487.4)	(2,206.6)	(2,226.9)	(2,499.7)	(2,919.4)
유무형자산감소	7.9	133.9	(78.9)	(121.3)	(113.7)
재무현금	(1,809.9)	(2,711.8)	(1,140.6)	(851.8)	(598.7)
차입금증가	(483.1)	(601.5)	(236.2)	(100.0)	200.0
자본증가	(820.1)	(628.4)	(530.3)	(751.8)	(798.7)
배당금지급	804.3	628.4	530.3	751.8	798.7
현금 증감	568.7	(533.7)	868.6	207.2	440.4
총현금흐름(Gross CF)	5,700.3	4,811.7	5,531.5	5,372.8	5,311.9
(-) 운전자본증감(감소)	(1,117.7)	1,514.9	100.9	42.5	241.4
(-) 설비투자	2,487.4	2,206.6	2,226.9	2,499.7	2,919.4
(+) 자산매각	7.9	133.9	(78.9)	(121.3)	(113.7)
Free Cash Flow	2,879.7	2,930.4	2,701.3	1,859.1	1,839.0
(-) 기타투자	(70.0)	(19.9)	379.3	636.5	(32.5)
잉여현금	2,949.6	2,950.3	2,322.0	1,222.6	1,871.6

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,940.6	17,099.2	17,717.8	17,855.1	18,246.2
증가율 (Y-Y,%)	1.9	(4.7)	3.6	0.8	2.2
영업이익	1,823.4	1,073.2	1,944.3	1,995.6	1,992.6
증가율 (Y-Y,%)	4.0	(41.1)	81.2	2.6	(0.2)
EBITDA	5,523.3	4,663.4	5,424.7	5,236.8	5,109.3
영업외손익	(61.6)	(351.0)	(126.5)	(149.8)	(194.7)
순이익	(280.1)	(253.1)	(198.0)	(209.6)	(211.0)
외화관련손익	7.1	(2.8)	2.9	0.0	0.0
지분법손익	321.8	(63.6)	115.7	125.9	59.9
세전계속사업손익	1,761.8	722.3	1,817.8	1,845.9	1,797.8
당기순이익	1,387.1	375.1	1,375.4	1,402.9	1,366.3
지배기업당기순이익	1,250.2	408.4	1,357.9	1,378.4	1,372.6
증가율 (Y-Y,%)	21.0	(73.0)	266.7	2.0	(2.6)
NOPLAT	1,435.6	557.3	1,471.1	1,516.7	1,514.3
(+) Dep	3,699.9	3,590.2	3,480.3	3,241.1	3,116.8
(-) 운전자본투자	(1,117.7)	1,514.9	100.9	42.5	241.4
(-) Capex	2,487.4	2,206.6	2,226.9	2,499.7	2,919.4
OpFCF	3,765.9	426.1	2,623.7	2,215.6	1,470.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.3	(0.4)	0.2	(0.2)	2.2
영업이익증가율(3Yr)	9.5	(12.7)	3.5	3.1	22.9
EBITDA증가율(3Yr)	0.1	(4.6)	(0.5)	(1.8)	3.1
순이익증가율(3Yr)	(16.9)	(26.6)	6.3	0.4	53.9
영업이익률(%)	10.2	6.3	11.0	11.2	10.9
EBITDA마진(%)	30.8	27.3	30.6	29.3	28.0
순이익률(%)	7.7	2.2	7.8	7.9	7.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	5,820	1,901	6,322	6,417	6,390
BPS	34,598	42,274	46,641	48,993	51,136
DPS	3,540	1,660	3,320	3,600	3,800
Multiples(x,%)					
PER	9.5	28.1	14.4	14.2	14.2
PBR	1.6	1.3	1.9	1.9	1.8
EV/ EBITDA	3.7	4.4	5.0	5.1	5.2
배당수익률	6.4	3.1	3.7	4.0	4.2
PCR	2.1	2.4	3.5	3.6	3.7
PSR	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	158.0	132.4	123.8	119.3	116.3
Net debt/Equity	72.7	69.7	55.2	50.6	46.9
Net debt/EBITDA	155.8	193.6	140.1	138.9	137.4
유동비율	81.1	103.0	125.3	130.7	137.6
이자보상배율	6.5	4.2	9.8	9.5	9.4
이자비용/매출액	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4
자산구조					
투하자본(%)	65.1	63.8	57.7	54.5	53.6
현금+투자자산(%)	34.9	36.2	42.3	45.5	46.4
자본구조					
차입금(%)	48.5	45.3	42.8	41.5	41.0
자기자본(%)	51.5	54.7	57.2	58.5	59.0

Compliance Notice

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

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

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

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

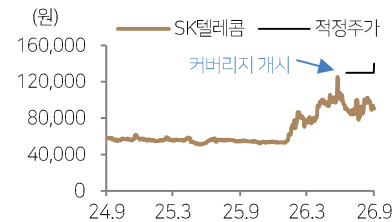
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

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

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

SK텔레콤 (017670)



일자	커버리지	2026.06.30	2026.09.11
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		130,000원	140,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2026.06.30	130,000원	90,760원	102,300원	-30.18	-21.31
	2026-09-11	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 11일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무

김현

hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산

최광식

gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산

박영도

ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지

유지웅

jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오

이지수

jislee@daolfn.com

금융

김지원

jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장

고영민

ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기

박종현

alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저

김혜영

hyyy@daolfn.com

음식료 · 통신

이다연

dayeonlee@daolfn.com

철강 · 비철금속

이정우

jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트

임도영

dy.lim@daolfn.com

전기전자

김연미

ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략

조병현

bhcho@daolfn.com

계량분석

김경훈

aimhigh2027@daolfn.com

채권분석

허정인

jeongin@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.07.02	박영도	건설 · 부동산 - CYCLE IS BACK
2026.07.03	박종현	화장품/의료기기 - K-뷰티의 확장
2026.07.09	김지원	금융 2H26 전망 - 보험/은행/증권(Overweight) - Seesaw Game
2026.07.13	이다연	음식료 - 같은 얼굴, 새로운 맛

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

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