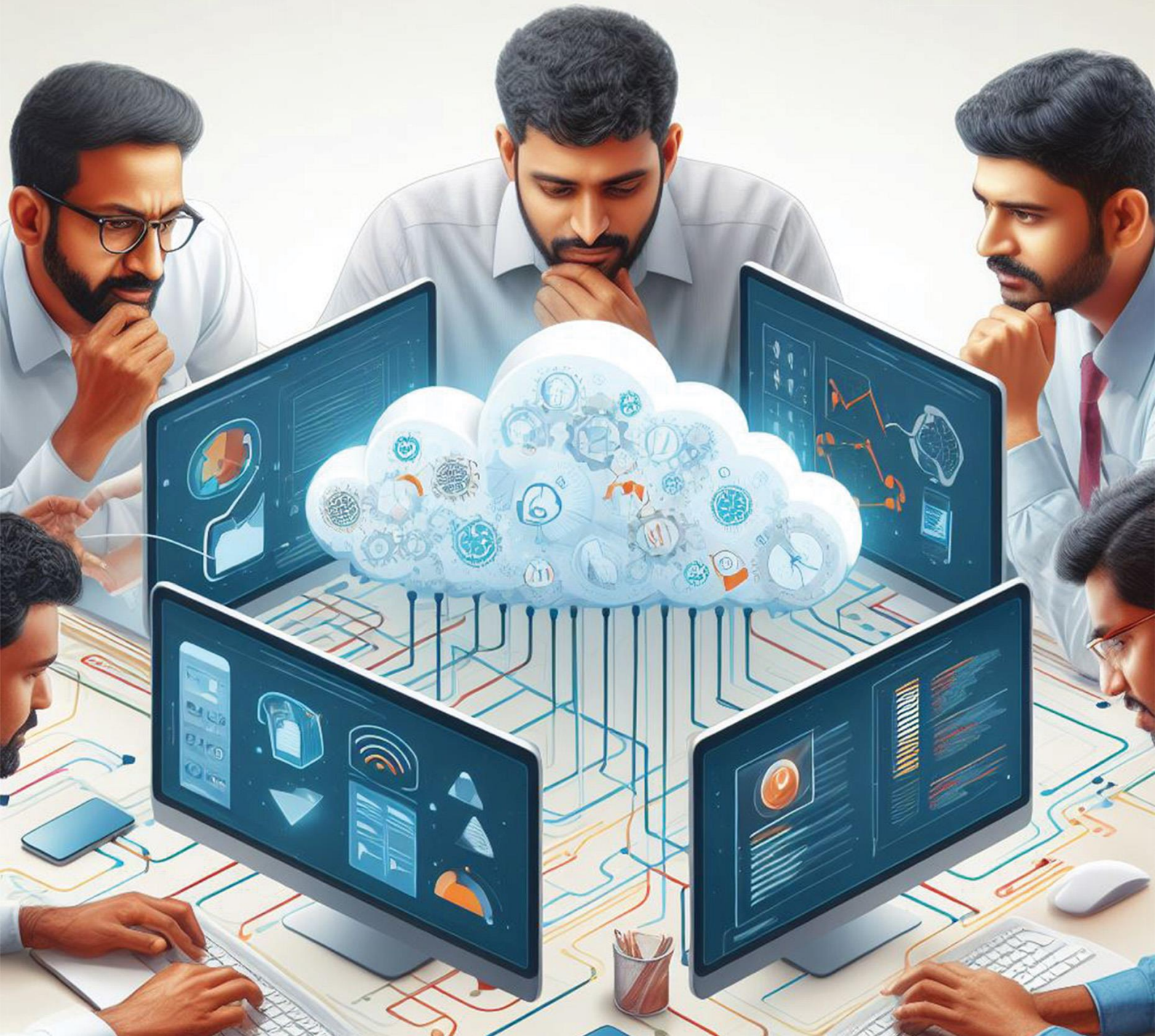


# 인도 - IT서비스

## 인(人)프라, 인도의 경쟁력



## CONTENTS

<b>Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>I. 글로벌 IT 서비스 시장 전망</b>	<b>5</b>
IT 서비스 개요	5
스타벅스 사이렌 오더 앱 관련 IT 서비스	6
글로벌 IT 서비스 시장: 아웃소싱 비중 확대로 구조적 성장 중	7
글로벌 IT 서비스 시장 성장 가속화 예상	9
<b>II. 눈에 띄는 인도 IT 서비스 기업들의 점유율 확대</b>	<b>10</b>
<b>III. 생성형 인공지능(Generative AI) 영향 분석</b>	<b>14</b>
<b>IV. 인도 IT 서비스 시장 단기 전망</b>	<b>17</b>
<b>V. 밸류에이션</b>	<b>19</b>
<b>VI. 투자 리스크 점검</b>	<b>26</b>
<b>Global Company Analysis</b>	<b>29</b>
타타 컨설턴시 서비스	30
인포시스	40
LTI 마인드트리	48
HCL 테크놀로지스	58
위프로	66

## Investment Summary

### 인도 IT 서비스 산업: 구조적 산업 성장 + 확실한 경제적 해자

인도는 서비스 강국이며, 서비스 산업의 가장 선두에 IT 서비스 산업이 있다. 미국 실리콘밸리 스타트업 창업자의 약 25%, 미국 항공 우주국(NASA) 과학자 중 35%가 인도인/인도계 미국인일만큼, 인도의 IT 관련 인적 역량은 매우 우수하다. 인도 IT 서비스 업종이 인도 증시에서 차지하는 비중도 13.8%로 인도 지수에서 3번째로 크다.

본 리포트는 당사의 인도 뭄바이 법인 리서치센터 IT/인터넷 담당 Ashis Dash 애널리스트와 협업하여 1) 글로벌 IT 서비스 시장 전망, 2) 인도 IT 서비스 기업들의 핵심 경쟁력 분석, 3) 최근 이슈인 생성형 인공지능(Generative AI) 시장 영향 분석 및 4) 투자 리스크를 점검하고 5) 산업 내에 장기 리레이팅이 예상되는 개별 주식 투자 아이디어를 선정하였다.

향후 인도 IT 서비스 업종은 글로벌 IT 서비스 시장의 구조적 성장과 인도 개별 기업들의 확실한 경제적 해자(원가 경쟁력을 갖춘 고급 IT 인력 소싱 및 관리)를 바탕으로 장기적으로 초과수익률을 기록할 것으로 판단한다.

### 구조적 산업 성장: 글로벌 IT 서비스 시장 성장 가속화

가트너에 따르면, 달러 기준 글로벌 IT 서비스 시장은 향후 2년간 연평균 9.8% 성장하며, 지난 4년간 연평균 성장률(6.2%)을 상회할 것으로 전망하고 있다. 생성형 인공지능(AI) 및 클라우드 마이그레이션 투자가 가속화될 것으로 전망하기 때문이다. 컨센서스 기준, 주요 인도 IT 서비스 기업들의 동기간 달러 기준 평균 매출 성장률은 8%에 불과하여 시장 점유율 상승이 지속되고 있는 인도 IT 서비스 기업들의 매출 성장 관련 시장 기대치는 보수적인 것으로 판단한다.

### 확실한 경제적 해자: 인도 IT 서비스 기업들의 시장 지배력 확대

인도 IT 서비스 산업은 뛰어난 IT 인재와 저렴한 인건비를 바탕으로 전세계 IT 서비스 시장에서 점유율을 빠르게 끌어 올리고 있다. 글로벌 상위 25개 IT 서비스 기업 기준 인도 IT 서비스 기업들의 합산 시장 점유율(매출액 기준)은 2010년 5.7%에서 2022년 17.3%까지 증가했다. IT 서비스 기업의 가장 큰 비용 항목은 인건비이며, 고급 인력들의 인건비가 낮을수록 기업은 수주 경쟁에서 경쟁력을 강화할 수 있다. 타타 컨설턴시의 인건비는 연간 2.4만달러/명으로 미국, 프랑스 기업들의 3.5만~5.8만 달러/명 대비 현저히 낮다. 향후에도 인도 고급 IT 인력들의 임금 경쟁력은 지속되어, 인도 IT 서비스 산업의 매출액 기준 시장 점유율은 FY27년 20%까지 상승할 것으로 전망한다.

### 생성형 인공지능(Generative AI) 영향 분석: 오히려 긍정적

생성형 인공지능(AI) 기술이 IT 서비스 기업의 BPO 서비스를 대체하면서 IT 서비스 기업의 장기 성장성에 부정적 영향을 미칠 것이라는 우려가 있다. 우리는 기존 BPO 서비스 대체로 인한 부정적 영향보다 생성형 인공지능(AI) 관련 1) 신규 수주 증가 및 2) IT 서비스 기업의 자체 생산성 향상으로 인한 긍정적 영향이 더 클 것으로 예상된다. 우리의 민감도 분석에 따르면, 생성형 인공지능(AI) 시장 성장으로 인도 주요 IT 서비스 기업들의 영업이익은 평균 7.3% 증가할 것으로 예상하는데(FY26년 기준), 이는 아직 시장 컨센서스에는 온전히 반영되어 있지 않다.

### 인도 IT 서비스 업종 관심 종목

#### 타타 컨설턴시 서비스(TCS IN): 명불허전(名不虛傳)

효율적인 인력관리와 IT 소프트웨어 강점을 바탕으로 인도 IT 서비스 기업 중 가장 가파르게 점유율을 확장(2010년 1.8%에서 2022년 6.0%로 증가)했고, 향후에도 이 추세는 지속될 것으로 예상된다.

#### 인포시스(INFO IN): 높은 퀄리티

수주 모멘텀, 생성형 인공지능(AI)의 적극적 투자로 시장 점유율을 확대할 가능성이 있으며, 2024년부터 예상되는 글로벌 IT 서비스 시장의 완만한 개선에 힘입어 내년 추가 수익률 회복을 예상된다.

#### LTI 마인드트리(LTIM IN): 이제부터 본격적으로 시작

인도 1위 건설 기업인 라르센&투브로의 계열사로 L&T 인포테크(LTI)와 마인드트리가 합병하여 시가 총액 기준 인도에서 5번째로 큰 IT 서비스 기업이 되었다. 합병으로 인한 수주 증가(매출 증가) 및 내부 효율성 증대(이익률 개선)로 인한 견고한 이익 성장성(향후 3년간 EPS 성장률 10%후반~20%초반)을 고려하면, 업계 평균 밸류에이션 대비 프리미엄은 부담스럽지 않다고 판단한다.

표 1. 인도 주요 IT 서비스 기업 밸류에이션 요약

(십억INR, 배)

종목명	티커	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		순이익		PER		EV/EBITDA	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
타타 컨설턴시 서비스	TCS IN	221.2	2,427	2,657	590	659	464	516	30.4	27.3	21.4	19.2
인포시스	INFO IN	102.6	1,544	1,675	323	358	247	280	26.5	23.4	17.4	15.8
LTI 마인드트리	LTIM IN	28.4	361	407	60	71	49	58	37.1	31.1	25.7	21.9
HCL 테크놀로지스	HCLT IN	63.4	1,098	1,205	200	225	157	177	25.7	22.9	16.0	14.4
위프로	WPRO IN	36.5	901	960	136	152	113	127	21.2	18.7	12.8	11.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 글로벌 IT 서비스 시장 전망

생성형 인공지능(AI) 및 클라우드 마이그레이션 투자 가속화로 글로벌 IT 서비스 시장 (달러 기준)은 향후 2년간 연평균 9.8% 성장하여, 지난 4년간 연평균 성장률(6.2%)을 상회할 것으로 예상된다(가트너 기준).

인도 IT 서비스 기업의 주 무대인 글로벌 IT 서비스 시장 분석에 앞서, 먼저 IT 하드웨어 시장에는 익숙하지만 IT 소프트웨어(서비스) 시장에는 다소 생소한 투자자를 위해서 구체적 사례를 통해 IT 서비스란 무엇인지 살펴보자.

### IT 서비스 개요

가트너(Gartner)에 따르면 IT 서비스는 정보기술(Information Technology; IT)을 사용하여 고객의 비즈니스 요구 사항을 충족시키기 위한 서비스를 의미한다. IT 서비스는 크게 1) 신규 서비스 및 인프라/소프트웨어 개발을 위한 IT 컨설팅, 2) IT 컨설팅으로 개발이 확정된 서비스 및 인프라/소프트웨어 등을 구축/관리하는 IT 관리 서비스, 3) BPO(Business Process Outsourcing) 서비스로 나눌 수 있다.

IT 컨설팅은 기업 내부 IT 조직 관리를 효율화 하거나, 새로운 애플리케이션 개발 등에 도움이 되는 조언을 제공하는 서비스이다.

두번째 IT 서비스인 IT 관리 서비스는 컨설팅으로 개발된 인프라/소프트웨어의 기능이 잘 구현될 수 있도록 유지/관리/운영하고 해당 기능을 개선하고 사용자 지원 등을 포함하는 서비스이다.

마지막으로 BPO란 비즈니스·프로세스·아웃소싱의 약자로 콜 센터 업무 및 일부 총무나 인사 등의 업무를 외부에 지속적으로 위탁하는 것을 의미한다. 부서의 핵심 업무에 직결되지 않는 업무를 외부 사업자에게 위탁함으로써 회사 직원이 주 업무(코어 업무)에 집중할 수 있게 하는 것이다. 이에 따라 업무 효율화와 비용 절감 효과를 기대할 수 있다. BPO로 IT 서비스 기업에 위탁할 수 있는 대상 업무는 비단 콜센터 업무 뿐만 아니라 채용, 경리, 시스템 개발, 고객 데이터 처리 및 마케팅 업무까지 다양하다.

#### IT 서비스

- 1) IT 컨설팅,
- 2) IT 관리 서비스,
- 3) BPO

## 스타벅스 사이렌 오더 앱 관련 IT 서비스

IT 서비스의 이러한 정의에도 불구하고, 우리 일상 생활과 직접 연관이 있는 제품과 서비스가 아니기 때문에 추상적이고 쉽게 이해가 되지 않는다. 따라서, 우리가 일상생활에서 익숙한 사례를 통해 IT 서비스를 살펴보자.

스타벅스의 사이렌 오더 애플리케이션

이미 우리에게 친숙한 커피 전문점 스타벅스가 모바일 주문 시스템(사이렌 오더)을 내부 IT 부서가 아닌 외부 IT 서비스 기업을 통해 개발/구현하려고 한다고 가정하자.

사이렌 오더 시스템은 매장 밖에서도 주문/결제 가능하고 해당 주문을 매장에서 받아 바로 음료 제작에 들어가는 시스템이다. 사이렌 오더는 몇 가지 입력만으로 음료 주문이 가능하지만 이를 구현하기 위해서는 주문을 처리하고, 충전을 위해 고객이 사용하는 카드 회사와 결제 정보를 주고받고, 해당 주문을 매장에서 인식할 수 있는 인프라와 소프트웨어가 갖춰져야 한다.

모바일 주문 시스템을 구현하기 위해서는 주문을 받아들일 수 있는 단말기, 해당 주문을 처리할 인력 등 다양한 것들이 요구된다. 이때 고객사(스타벅스)의 인적, 물적 자원을 고려해 시스템의 구축 및 운영, 보수를 최적의 방향으로 나아가길 수 있도록 조언해주고 효율적인 시스템을 기획해 주는 서비스가 IT 컨설팅이다.

또한, 이렇게 컨설팅으로 개발된 사이렌 오더 애플리케이션을 구축하고 문제없이 운영될 수 있도록 유지/관리/모니터링하고 추가적으로 애플리케이션을 개선하는 서비스가 IT 관리 서비스이다. 사이렌 오더의 인터페이스를 개선하고 고객 문의 등을 관리하는 것도 IT 관리 서비스의 일환이다. 마지막으로 사이렌 오더 앱 관련 문제 발생 시 외부 기업에서 소비자를 응대해 주는 콜센터를 운영한다면 이는 BPO 서비스이다.

그림 1. 스타벅스 사이렌 오더 앱 관련 IT 서비스



자료: 미래셋증권 리서치센터

외주 IT 서비스 지출  
전체 IT 관련 지출 비용의 40%로  
가장 큰 비중을 차지

### 글로벌 IT 서비스 시장: 아웃소싱 비중 확대로 구조적 성장 중

전 세계 기업들이 IT 관련해서 지출하는 비용을 전체 100%로 가정했을 때, 2022년 기준 외주 IT 서비스 관련 지출이 글로벌 IT 관련 지출 비용의 40%를 차지하였고, 소프트웨어 구매 비용이 25%, 장비 및 데이터센터 관련 비용이 14%를 차지하였다.

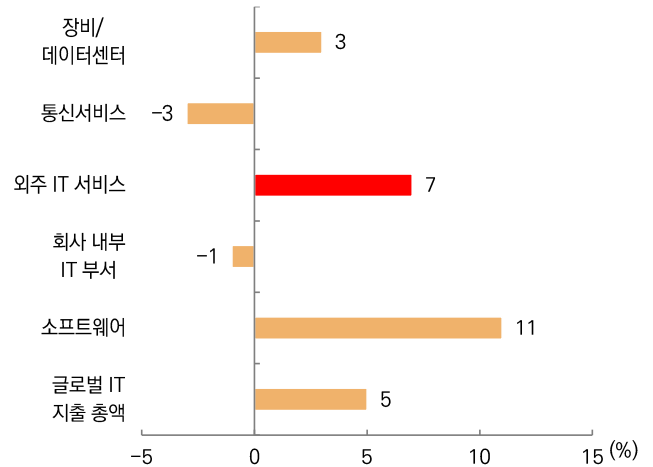
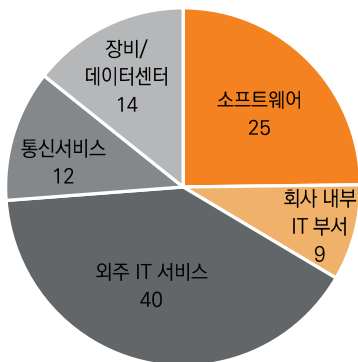
한편, 내부 IT 부서를 위해 지출한 비용은 전체 9%를 차지하였고, 지난 3년 동안 매년 감소(연평균 -1%)했다. 반면, 동 기간 외주 IT 서비스 관련 비용은 연평균 7% 성장했다. 이는 각 기업들이 전체 IT 관련 지출은 늘리되, 기존 내부 IT 부서의 업무를 점차 효율성이 높은 외부 IT 서비스 기업에게 외주를 맡기기 때문이다.

이러한 흐름은 최근 제조업/서비스업에서 빠르게 변화하는 기술 및 고객 수요에 더 효율적으로 대응하기 위해 OEM/ODM 추세가 강화되고 있는 것과 일맥상통한다. 향후, 외주 IT 서비스가 글로벌 IT 관련 지출 비용에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

그림 2. 글로벌 IT 관련 지출 구성 (2022년)

그림 3. 글로벌 IT 지출 항목별 연평균 성장률 (19~22년)

(%)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

IT 관리 서비스 연평균 8.4% 성장

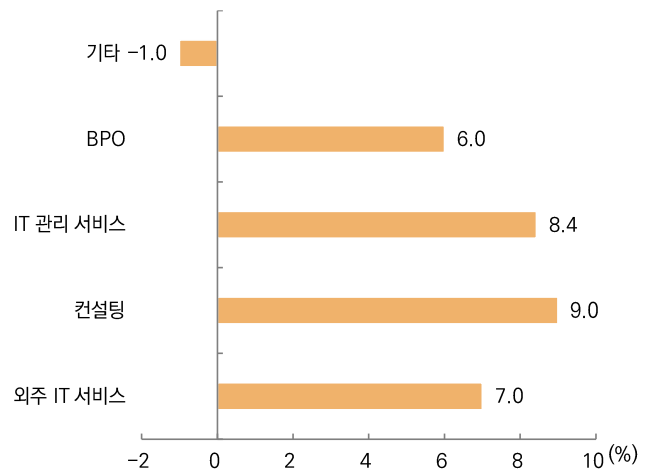
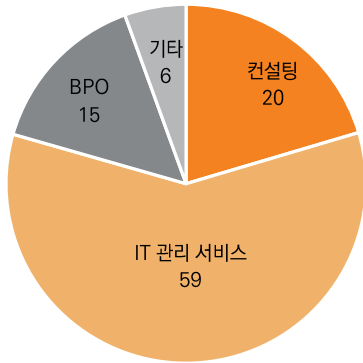
전체 글로벌 기업들이 지출하는 총 IT 비용의 40%를 차지하는 외주 IT 서비스 관련 비용을 다시 세분화하면, 1) IT 컨설팅, 2) IT 관리 서비스 및 3) BPO(Business Process Outsourcing) 서비스로 나눌 수 있다.

산업 자료에 따르면, IT 컨설팅 서비스가 전체 외주 IT 서비스에 차지하는 비중은 20%이며 과거 3년간 연평균 성장률도 9%로 비교적 높다. IT 관리 서비스는 59%를 차지하며 연평균 성장률 8.4%를 기록하였다. 마지막으로 위 두 서비스보다는 비교적 단순하며 노동 집약적인 BPO 서비스의 비중은 15%로 매년 비중이 감소하고 있다.

그림 4. 외주 IT 서비스 비용 구성 (2022년)

그림 5. 외주 IT 서비스 비용 항목별 연평균 성장률 (19~22년)

(%)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터



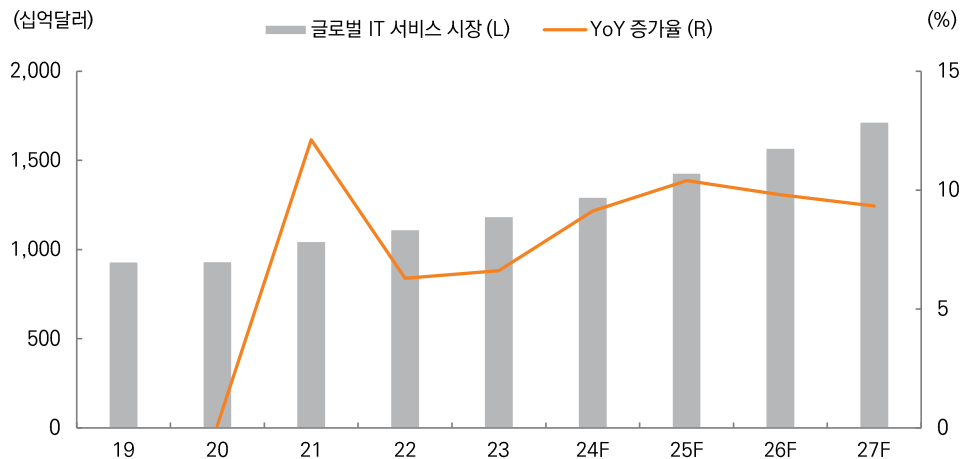
인도 IT 서비스 기업들의 매출 성장 관련 시장 기대치는 보수적

### 글로벌 IT 서비스 시장 성장 가속화 예상

가트너에 따르면, 달러 기준 글로벌 IT 서비스 시장은 향후 2년간 연평균 9.8% 성장하며, 지난 19년 이후 4년간 연평균 성장률 6.2%를 상회할 것으로 전망하고 있다. 이는 생성형 인공지능(AI)과 클라우드 마이그레이션에 대한 투자 확대가 예상되기 때문인 것으로 추정한다.

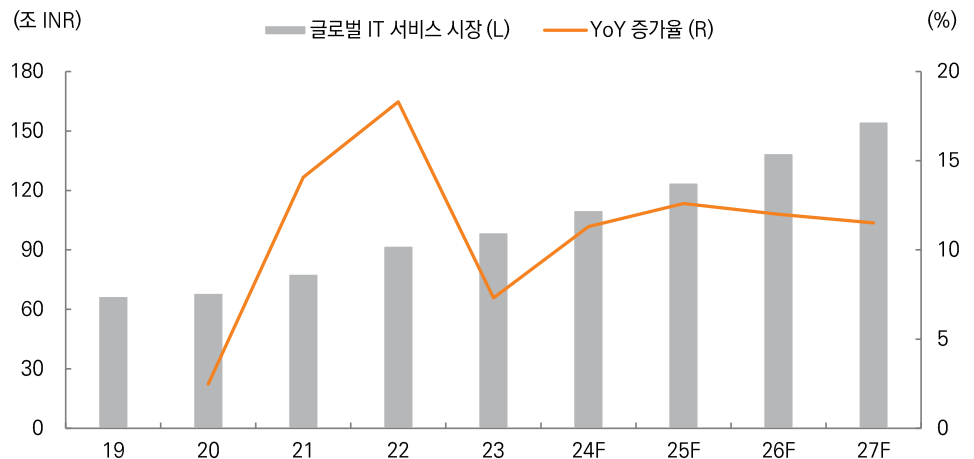
현재 블룸버그 컨센서스 기준 주요 인도 IT 서비스 기업들의 향후 2년간 루피화 기준 연평균 성장률은 9%이다. 2년 동안 달러 대비 루피화의 연평균 평가 절하 2%를 가정한다면, 주요 인도 IT 서비스 기업들의 동기간 달러 기준 매출 성장률 컨센서스는 7%에 불과하다. 따라서 현재 인도 IT 서비스 기업의 매출 성장에 대한 시장의 기대치는 보수적인 것으로 판단한다.

그림 6. 글로벌 IT 서비스 시장 전망 (달러 기준)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 IT 서비스 시장 전망 (루피화 기준)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 눈에 띄는 인도 IT 서비스 기업들의 점유율 확대

### 인도 IT 서비스 산업의 글로벌 점유율: FY27년 20%까지 상승 전망

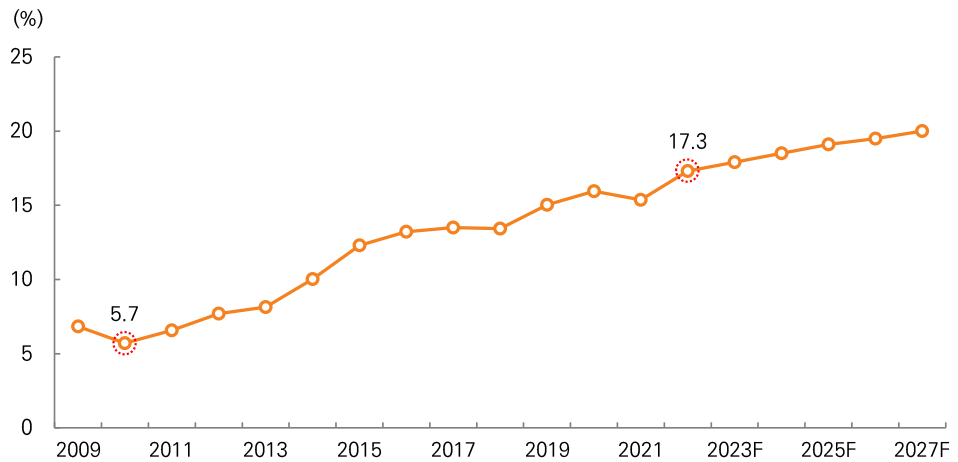
1991년 인도의 경제 개방 이후 미국, 유럽 등 서구 국가들이 IT 관련 업무를 아웃소싱 하면서 인도의 IT 서비스 산업은 빠르게 발전해왔다.

미국 실리콘밸리 스타트업 창업자의 약 25%, 미국 항공 우주국(NASA) 과학자 중 35%가 인도인/인도계 미국인일만큼, 인도의 IT 관련 인적 역량은 매우 풍부하다.

인도는 이렇게 뛰어난 IT 인적 역량을 바탕으로 전세계 IT 서비스 시장 점유율을 빠르게 끌어 올리고 있다. 글로벌 상위 25개 IT 서비스 기업 기준으로 인도 IT 서비스 기업들의 합산 시장 점유율(매출액 기준)은 2010년 5.7%에서 2022년 17.3%까지 증가했다.

인도의 IT 서비스 기업들의 합산 시장 점유율(매출액 기준)은 2010년 5.7%에서 2022년 17.3%로 증가

그림 8. 인도 IT 서비스 산업의 시장 점유율 (매출액 기준)

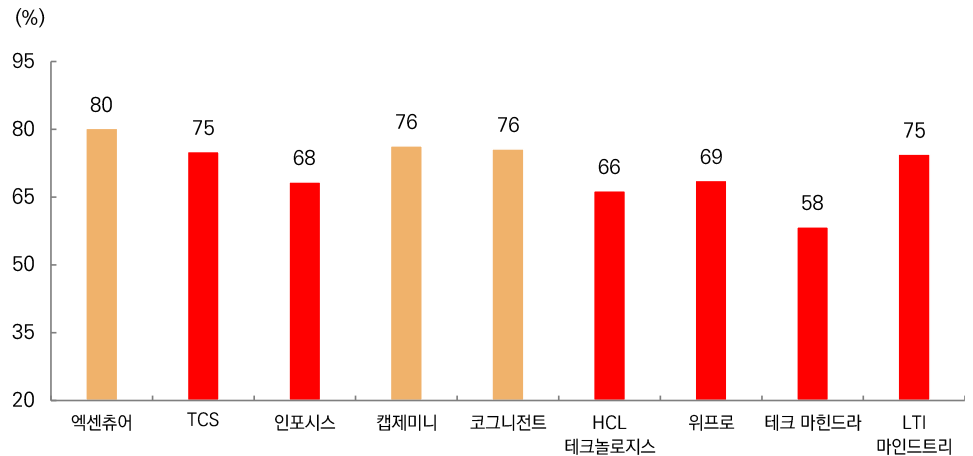


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 글로벌 상위 25개 IT 서비스 기업 기준

뛰어난 IT 인력들의 높은 임금 경쟁력

인도 IT 서비스 기업들의 점유율 상승 요인은 뛰어난 IT 인력과 높은 임금 경쟁력인 것으로 판단한다. IT 서비스 기업의 가장 큰 비용 항목은 인건비이며 인건비가 IT 기업들의 원가에 차지하는 비중은 58~80%로 절대적으로 높다. 고급 인력들의 인건비가 낮을수록 IT 서비스 기업은 수주 경쟁에서 경쟁력을 확보할 수 있다.

그림 9. 주요 글로벌 IT 서비스 기업: 인건비가 총 영업비용에서 차지하는 비중



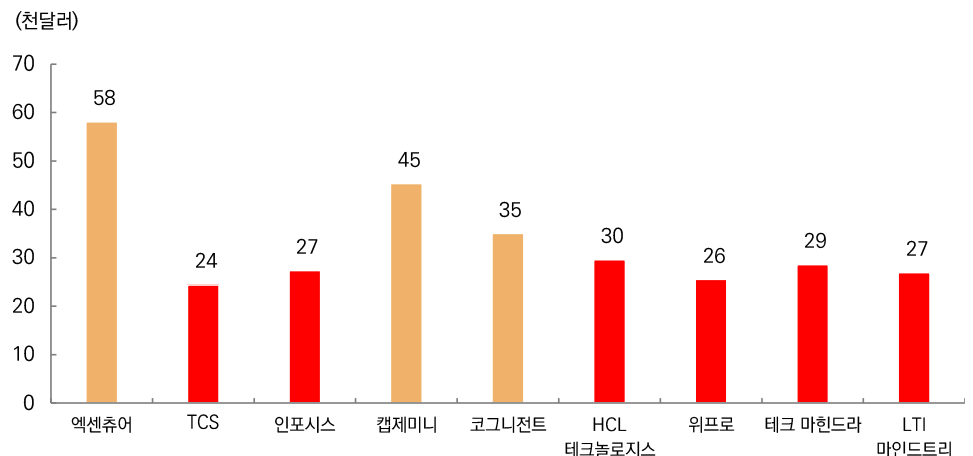
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 기업 순서는 시가 총액 순, 붉은 색 그래프는 인도 IT 서비스 기업

글로벌 IT 서비스 기업 시가총액 기준 1~3위 기업은 미국의 엑센추어, 인도의 TCS, 인포시스로 각각 72만, 59만, 31만명의 직원을 고용하고 있다. 글로벌 주요 IT 서비스 기업들의 직원당 인건비를 비교하면 엑센추어(미국)가 연 5.8만달러/명으로 가장 높고 뒤를 이어 캡제미니(프랑스)와 코그니전트(미국)가 각각 4.5만달러/명, 3.5만달러/명을 기록하고 있다.

인도 IT 서비스 산업의 매출액 기준 점유율은 FY27년 20%까지 상승할 것으로 전망

인도 기업들은 저렴한 인건비 덕분에 글로벌 IT 서비스 기업들 대비 현저히 낮은 인건비를 지출하고 있다. TCS의 인건비는 2.4만달러/명으로 인건비가 저렴한 인도 기업 가운데에서도 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 향후에도 인도 IT 기업들의 임금 경쟁력은 지속되어, 인도 IT 서비스 산업의 매출액 기준 점유율은 FY27년 20%까지 상승할 것으로 전망한다(FY22년 17.3%).

그림 10. 주요 글로벌 IT 서비스 기업의 직원당 연간 인건비 비교 (FY22)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 기업 순서는 시가 총액 순, 붉은 색 그래프는 인도 IT 서비스 기업

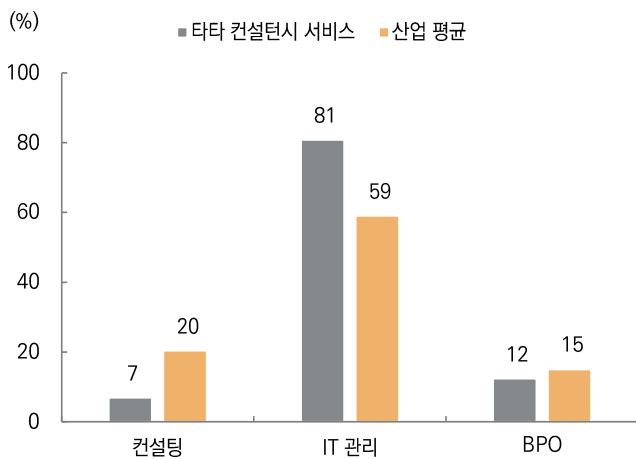
역외 아웃소싱  
회사의 자체 인력이 사내에서  
수행하던 서비스 및 상품 생산  
업무를 회사 외부의 해외 인력을  
고용해서 대신하게 만드는  
비즈니스 방식

초기 인도 IT 서비스 산업은 글로벌 IT 기업의 하청업체로서 코딩과 같은 단순하고 표준화된 작업을 위해 고객사에 인력을 파견하는 것부터 시작했다. 하지만, 80년대 중후반부터 시작된 글로벌 기업들의 본격적인 역외 아웃소싱으로 인도 IT 서비스 산업은 단순 인력 파견에서 벗어나기 시작했다. 인도 IT 서비스 기업들은 파견 인력 관리, 통제 그리고 글로벌 기업의 고객 데이터베이스 등을 확보하고 각종 소프트웨어를 개발하면서 IT 컨설팅, IT 관리 서비스와 같이 부가가치가 높은 서비스의 비중을 확대하였다.

인도 IT 서비스 산업  
예상보다 낮은 BPO 서비스 매출

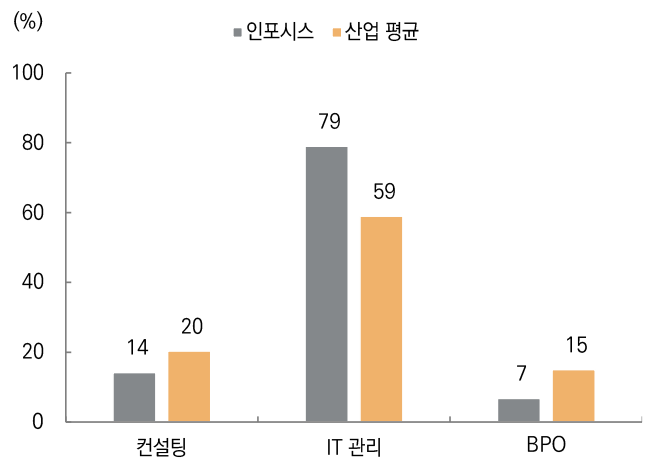
주요 인도 IT 기업들의 매출 구성을 서비스 형태로 살펴보면, IT 관리 서비스가 70% 후반~80% 중반 대로 글로벌 IT 서비스 산업 평균인 59%보다 높으며, IT 컨설팅 서비스 비중은 7~15% 수준으로 산업 평균인 20%보다 낮다. 노동 집약적이며 진입 장벽이 상대적으로 낮은 BPO 서비스가 인도 기업 매출에 차지하는 비중은 0~13% 수준으로 예상과 달리 산업 평균 15% 대비 현저히 낮은 편이다.

그림 11. 타타 컨설턴시 서비스 부문별 매출 구성비



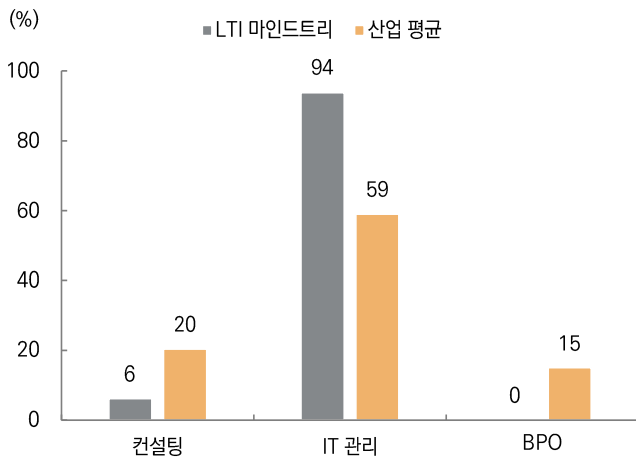
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 인포시스 부문별 매출 구성비



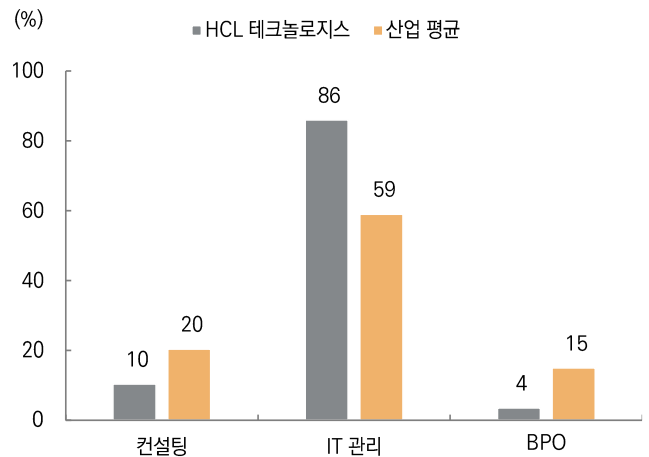
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. LTI 마인드트리 부문별 매출 구성비



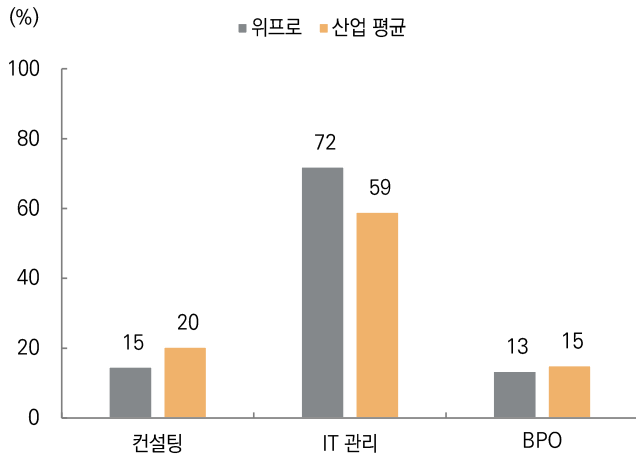
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. HCL 테크놀로지스 부문별 매출 구성비



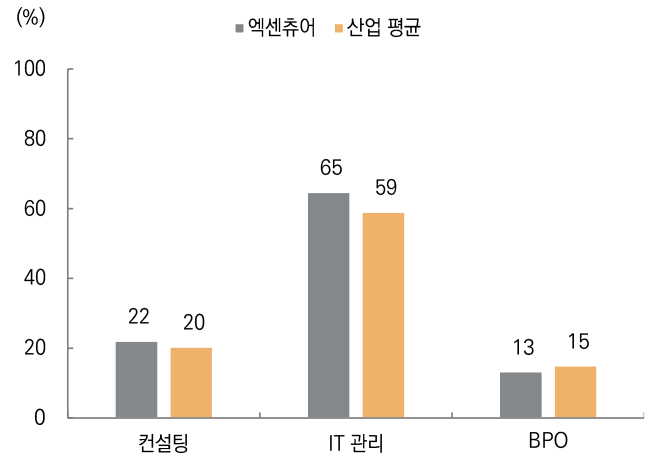
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 위프로 부문별 매출 구성비



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 액센츄어 부문별 매출 구성비

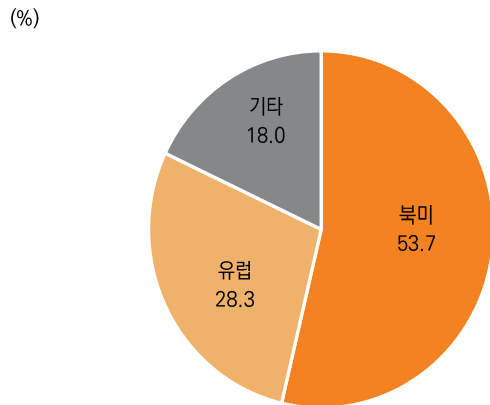


자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 매출 비중  
북미(53.7%), 유럽(28.3%)

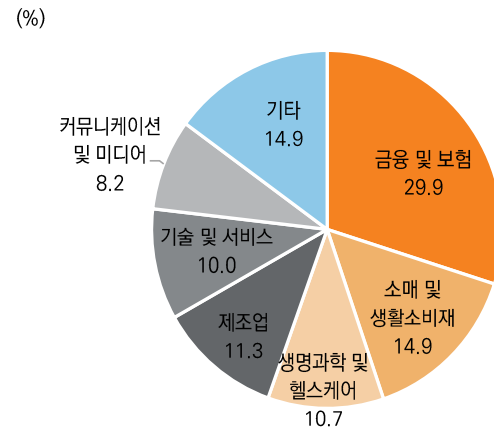
인도 주요 IT 서비스 기업들의 지역별 매출을 보면, 북미에서 53.7%가 발생하며, 영국, EU를 포함하는 유럽에서 28.3%가 발생하고 있다. 또한, 서비스 제공 고객 산업군도 금융산업(BFSI), 소매 및 유통, 통신, 제조, 생명과학/헬스케어 및 하이테크 등으로 다양하다.

그림 17. 인도 주요 IT 기업 합산 고객 지역 구성 (FY23)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 인도 주요 IT 기업 합산 고객 전방 산업 구성 (FY23)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 생성형 인공지능(Generative AI) 영향 분석

생성형 인공지능(AI) 기술이 IT 서비스 기업 장기 성장성에 부정적 영향을 줄 것이라는 우려는 지나치다고 판단

오픈AI의 챗GPT, 구글 바드 등 누구나 이용할 수 있는 AI 서비스가 빠르게 확대되고 있는 가운데 기업용 생성형 인공지능(AI) 시장도 빠르게 커지고 있다. 생성형 인공지능(AI)이 IT 서비스 기업이 제공하는 BPO 서비스를 대체하면서 IT 서비스 기업의 매출 성장에 부정적 영향을 줄 것이라는 우려가 있다.

생성형 인공지능(AI)이 인도 IT 서비스 기업들에 미치는 영향은 크게 세 가지로 나눌 수 있다.

- 1) 생성형 AI가 현재 인도 IT 서비스 기업들이 제공하고 있는 BPO 서비스 대체 (-)
- 2) 생성형 AI 관련 신규 수주 증가로 매출 증대 효과 (+)
- 3) 생성형 AI를 통한 내부 생산성 향상으로 비용 절감 효과 (+)

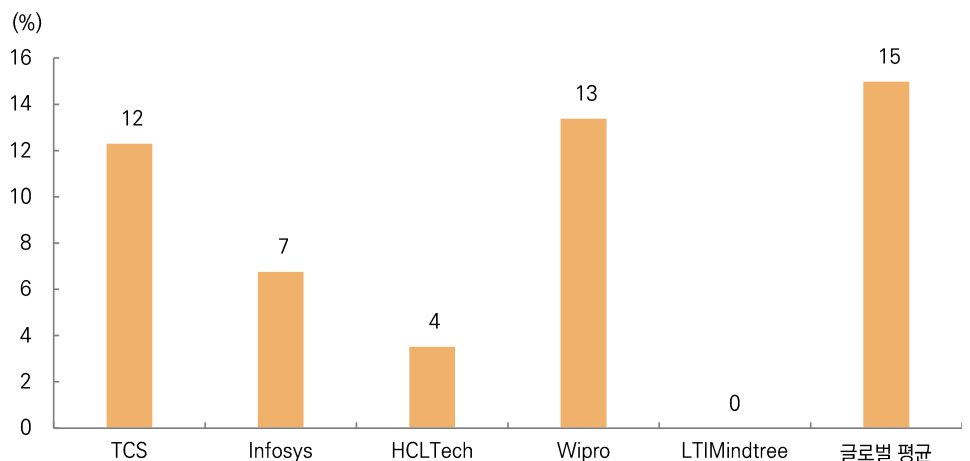
생성형 인공지능(AI)이 인도 IT 서비스 기업들에 미치는 영향은 긍정적일 것으로 판단

우리는 생성형 인공지능(AI)이 인도 IT 서비스 기업들에게 긍정적인 영향을 미칠 것이라 판단한다. BPO 서비스 대체로 인한 부정적인 영향보다는 신규 수주로 인한 매출 증대 효과와 생산성 향상으로 인한 비용 절감 효과가 더 클 것으로 예상된다.

인도 IT 서비스 업체들 전체 매출의 0~13%를 차지하고 있는 BPO 사업의 매출 감소로 인한 부정적인 영향은 불가피(-)

장기적으로 보면 생성형 인공지능(AI) 기술은 현재 IT 서비스 업체들이 하고 있는 비교적 정형화되어 있고 노동집약적인 코딩, 콜센터 운영 등과 같은 BPO(Business Process Outsourcing) 서비스를 대체할 가능성이 높다. 따라서, 인도 IT 서비스 업체들 전체 매출의 0~13%를 차지하고 있는 BPO 사업의 매출 감소로 인한 부정적인 영향은 불가피하다. 인도 IT 서비스 기업들 중 BPO 서비스 비중이 가장 높은 기업은 위프로이고, LTI 마인드트리외의 경우 BPO 서비스를 제공하지 않는다.

그림 19. 인도 주요 IT 서비스 기업 BPO 매출 비중 비교



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그러나, 생성형 인공지능(AI) 및 클라우드 관련 수주 증가(+)

생성형 인공지능(AI)으로 인한 긍정적인 영향들은 이미 인도 IT 서비스 기업들에게 나타나고 있다. 인도 IT 서비스 기업들은 고객사로부터 생성형 인공지능(AI) 기술을 이용한 계약 관리 자동화, 고객 서비스 챗봇 자동화, 데이터 자동화 관련 수주를 받고 있다. 또한, AI 서비스 사용 증가는 결국 클라우드 컴퓨팅 사용량 증가로 이어진다. 증가된 클라우드 사용량은 클라우드 마이그레이션 속도를 더욱 가속화하면서 이와 관련된 수주도 함께 늘어날 것으로 예상된다.

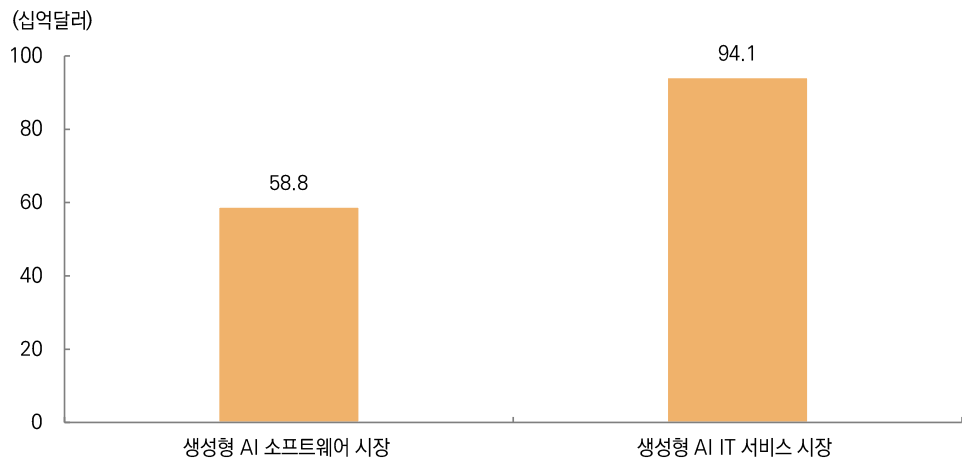
2027년 생성형 인공지능(AI) 관련 IT 서비스 시장은 941억달러에 달할 전망

블룸버그 따르면, 2022년 기준 글로벌 생성형 인공지능(AI) 소프트웨어 시장 규모는 15억 달러에 불과하였으나 2027년까지 연평균 100% 이상 급성장하여, 588억달러까지 확대될 것으로 전망한다. 일반적으로 소프트웨어 시장 규모 대비, 글로벌 IT 서비스 시장 규모가 과거 평균 1.6배 규모였다는 점을 고려하면, 2027년 생성형 인공지능(AI) 관련 IT 서비스 시장은 941억달러에 달할 전망이다.

생성형 인공지능(AI) 수주로 인해서 증가하는 매출(27년 기준 전체 매출의 4.5%)은 생성형 인공지능(AI)으로 인해 타격이 예상되는 BPO 서비스 매출 비중 7.2%를 상당 부분 상쇄

상위 5개 인도 IT 서비스 기업의 매출이 글로벌 전체 IT 서비스 시장에서 차지하는 비중이 약 4.5% 수준임을 감안하면, 생성형 인공지능(AI) 수주로 인해 상위 5개 인도 IT 서비스 기업의 매출은 42.3억달러가 증가한다(2027년 기준 전체 매출의 4.5%). 이는 생성형 인공지능에 의해 사라질 것으로 우려되는 BPO 서비스 매출 비중인 7.2%의 상당 부분을 상쇄한다.

그림 20. 생성형 AI 소프트웨어 및 IT 서비스 시장 전망 (2027F)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

생성형 인공지능(AI)을 통해서 IT 서비스 기업들이 생산성을 빠르게 끌어올려 원가 절감 가능(+)

생성형 인공지능(AI)의 다른 긍정적인 측면은 IT 서비스 기업들이 생산성을 빠르게 끌어올려 원가를 낮출 수 있다는 점이다.

생성형 인공지능(AI)을 활용하면 코드 작성 및 테스트, 버그 감지 자동화 등으로 직원 생산성을 끌어올려 인건비를 낮출 수 있다. 언론에 따르면, 인포시스는 자사 생성형 AI 제품인 토파즈(Topaz)를 사용한 결과 동일한 프로젝트를 완료하는데 필요한 비용이 인공지능(AI)을 사용하지 않았을 때 대비 30% 감소하였다. 또한, 미국 IT 서비스 기업인 엑센츄어도 언론에서 생성형 인공지능(AI)을 활용하여 향후 매년 직원들의 생산성을 10% 이상 끌어 올릴 계획이라고 밝혔다.

생성형 인공지능(AI) 관련 증가하는 영업이익은 시장 컨센서스에는 반영되지 않은 것으로 판단

우리의 민감도 분석에 따르면, 생성형 인공지능(AI) 기술 도입으로 인도 주요 IT 서비스 기업들의 원가가 5% 감소할 경우, 영업이익은 매년 평균 7.3% 증가할 것으로 추정한다. 생성형 인공지능(AI) 관련 증가하는 영업이익은 시장 컨센서스에는 반영되지 않은 것으로 판단한다(FY26년 기준).

표 2. 인도 IT 서비스 기업의 생성형 인공지능(AI) 영향 분석

항목	영향 규모	
BPO서비스 감소	매출의 7.2%	(-)
생성형 인공지능(AI) 관련 수주 증가	매출의 4.5%	(+)
생성형 인공지능(AI) 관련 생산성 증가	영업이익의 22% 증가 (매출의 4.1% 증가 효과)	(+)
순증가분	영업이익의 7.3% 증가 (매출의 1.4% 증가 효과)	(+)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 주요 인도 IT 서비스 기업 생성형 인공지능(AI) 관련 최근 코멘트

기업	경영진 코멘트
타타 컨설턴트 서비스	<ul style="list-style-type: none"> <li>현재 많은 고객들이 신기술과 비즈니스 운영 모델의 혁신을 위해 대규모 프로젝트를 맡기고 있는 상황</li> <li>특히, 생성형 인공지능(AI)에 대한 고객사의 높은 관심도를 통해 장기적인 성장 전망에 확신을 가지고 있음</li> <li>10만명에 달하는 생성형 인공지능(AI) 컨설턴트와 엔지니어 풀을 보유하고 있으며, 이들은 이미 수백개의 생성형 인공지능(AI) 프로젝트에 참여</li> </ul>
인포시스	<ul style="list-style-type: none"> <li>생성 AI 관련 자사 제품인 Topaz의 채택이 증가하면서 시장 점유율 확대에 도움이 되고 있음</li> <li>Topaz는 12,000개 이상의 AI 사용 사례 및 아이디어, 150개의 훈련된 AI 모델을 제공하고 있음</li> <li>90개가 넘는 생성형 인공지능(AI) 프로그램을 개발하고 있으며, 57,000명의 직원들을 대상으로 생성형 인공지능(AI) 교육을 진행</li> </ul>
HCL 테크놀로지스	<ul style="list-style-type: none"> <li>직원들의 효율성과 생산성 향상을 위해 기업 내부적으로 생성형 인공지능(AI)을 적용하고 있음</li> <li>인력, 재무, 리스크와 컴플라이언스, 영업 및 마케팅 분야 등 다양하게 활용 중</li> <li>미국의 통신 기업인 버라이즌(Verizon)은 인공 지능과 자동화 기술을 사용하는 플랫폼 사용을 위해 당사와 계약</li> </ul>
위프코	<ul style="list-style-type: none"> <li>직원들이 AI 기반의 미래에 대비하도록 교육 및 재교육을 진행했으며 현재 180,000명을 대상으로 생성형 인공지능(AI) 교육 완료</li> <li>업무 전반적으로 생성형 인공지능(AI)을 도입하고 있으며 향후 3년간 AI에 10억달러를 투자할 계획</li> </ul>
LTI 마인드트리	<ul style="list-style-type: none"> <li>고객사의 AI 전환을 가속하기 위해 클라우드에서 AI 모델을 관리하는 KenAI와 생성형 인공지능(AI)인 Canvas.ai 등을 개발</li> <li>3Q24에 10,000명의 직원을 대상으로 생성형 인공지능(AI) 교육을 진행할 예정이며, 이미 생성형 인공지능(AI) 관련 20개의 프로젝트 진행 중</li> </ul>

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터



## IV. 인도 IT 서비스 시장 단기 전망

주요 인도 IT 기업들의 지난 분기(2Q24) 매출 및 이익 실적은 낮아진 시장 기대치를 충족하거나 소폭 하회하였다. 글로벌 경기 둔화 우려로 고객사들이 단기에 꼭 지출하지 않아도 되는 IT 서비스 비용(Discretionary IT service expenses)을 줄이기 위해 IT 서비스 기업들과 진행하고 있는 프로젝트를 연기 내지는 속도를 늦추고 있기 때문이다. 주요 IT 서비스 기업들의 전년 대비 2Q24 매출 성장률은 0~8.5%로 성장이 둔화되었으며, 영업이익 증가율도 낮은 한자리~10% 초반 수준으로 부진하였다.

인도 주요 IT 서비스 기업들의 성장 둔화는 회계 연도 3Q24(23년 10~12월)에도 지속될 것으로 전망

지난 2분기 연속 매출 및 이익 성장 모멘텀 약화에도 불구하고 인도 주요 IT 서비스 기업들의 성장 둔화는 회계연도 3Q24(23년 10~12월)에도 지속될 것으로 전망한다. 전통적으로 3분기는 연말이라 고객들의 비용 절감 노력이 가장 집중되는 분기이며, 전반적인 글로벌 경기 둔화 우려로 고객들이 단기에 꼭 지출하지 않아도 되는 IT 서비스 비용을 지속적으로 줄일 것으로 예상하기 때문이다.

그러나, IT 서비스 기업들의 TCV(총 계약 금액)는 빠른 회복을 보이면서, 인도 IT 서비스 기업들의 장기 매출 성장 회복의 가시성은 여전히 높다고 판단

단기 매출 및 이익 성장 둔화에도 불구하고, IT 서비스 기업들의 TCV(총 계약 금액)는 빠른 회복을 보이면서, 인도 IT 서비스 기업들의 장기 매출 성장 회복의 가시성은 여전히 높다고 판단한다.

표 4. 전년 대비 매출 성장률 추이 (USD 기준)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
타타 컨설턴시 서비스	2.1	10.0	21.6	16.8	14.4	11.8	10.2	8.6	8.4	7.5	6.6	4.8
인포시스	8.4	13.0	21.2	20.7	20.9	18.5	17.5	13.9	9.6	6.4	3.9	3.6
위프로	-1.1	3.8	25.7	29.5	27.5	26.5	13.3	8.5	6.2	3.7	0.8	-3.7
HCL 테크놀로지스	2.9	6.0	15.5	11.3	13.8	11.0	11.2	10.4	9.0	8.1	5.8	4.6
LTI 마인드트리	4.8	6.9	21.3	29.0	30.8	28.4	25.5	19.1	14.0	11.9	8.1	5.2
평균	3.4	7.9	21.1	21.5	21.5	19.2	15.5	12.1	9.4	7.5	5.0	2.9

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 영업이익률 추이

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
타타 컨설턴시 서비스	26.6	26.8	25.5	25.6	25.0	25.0	23.1	24.0	24.5	24.5	23.2	24.3
인포시스	25.4	24.5	23.7	23.6	23.5	21.6	20.1	21.5	21.5	21.0	20.8	21.2
위프로	21.7	21.0	18.8	17.8	17.6	17.0	15.0	15.1	16.3	16.3	16.0	16.1
HCL 테크놀로지스	22.9	20.3	19.6	19.0	19.0	18.0	17.0	17.9	19.6	18.2	17.0	18.5
LTI 마인드트리					18.5	18.0	17.3	17.5	13.9	16.4	16.7	16.0

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. Deal TCVs (총 계약 금액) 추이

(백만달러)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
타타 컨설팅시 서비스	6,800	9,200	8,100	7,600	7,600	11,300	8,200	8,100	7,800	10,000	10,200	11,200
인포시스	7,129	2,111	2,570	2,152	2,525	2,257	1,691	2,700	3,300	2,100	2,300	7,700
위프로	1,200	1,400	715	580	600	405	1,100	780	1,000	1,100	1,200	1,275
HCL 테크놀로지스	1,302	3,100	1,664	2,250	2,135	2,260	2,054	2,384	2,347	2,074	1,565	3,969
LTI 마인드트리	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,250	1,350	1,410	1,300
전년 대비 (%)												
타타 컨설팅시 서비스					11.8	22.8	1.2	6.6	2.6	-11.5	24.4	38.3
인포시스					-64.6	6.9	-34.2	25.5	30.7	-7.0	36.0	185.2
위프로					-50.0	-71.1	53.8	34.5	66.7	171.6	9.1	63.5
HCL 테크놀로지스					64.0	-27.1	23.4	6.0	9.9	-8.2	-23.8	66.5

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

## V. 밸류에이션

인도 IT 서비스 업종은 현재 FY24F P/E 기준으로 24.9배에 거래, 과거 5년 +1 표준 편차 수준에서 거래되고 있다.

타타 컨설턴시, 인포시스 등 시가총액 상위 업체들은 과거 평균 수준에서 거래되고 있으나, 테크 마힌드라, HCL 테크놀로지스, 위프로, 퍼시스턴트 등 중견 IT 서비스 업체들은 최근 인도 주식 시장 전반에 걸친 중소형주 강세 현상 등에 힘입어 과거 평균 대비 +2 표준편차 수준에서 거래되고 있다.

그림 21. 인도 IT 서비스 업종 P/E 밴드차트

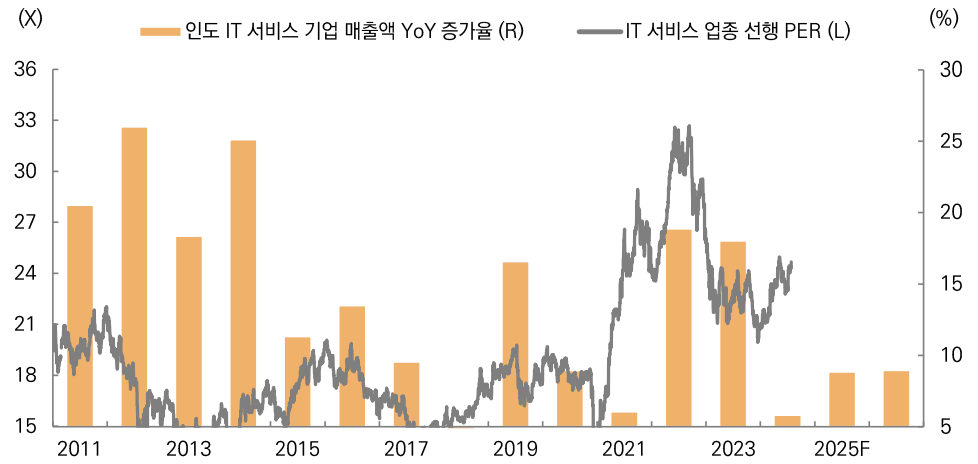


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인도 IT 서비스 업종은 전통적으로 성장 산업으로 분류되어, 동 업종의 P/E 밸류에이션은 IT 서비스 기업들의 매출 성장률과 높은 상관 관계를 보이고 있다.

향후, 글로벌 매크로의 불확실성 완화로 인한 글로벌 고객사들의 IT 서비스 지출 가속화 및 인도 IT 기업들의 지속적인 시장 점유율 확대를 예상한다. 주요 인도 IT 서비스 기업의 매출 성장 모멘텀은 FY24년 이후 회복하면서, 업종 주가センチ먼트에 긍정적인 것으로 예상된다.

그림 22. IT 서비스 업종 선행 PER 및 기업 합산 매출액 성장률 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**타타 컨설턴시 서비스(TCS IN): 명불허전(名不虛傳)**

동사는 FY24년 P/E 30.4배에 거래, 과거 5년 평균 수준에 거래되고 있다. 확실한 핵심 역량과 경쟁력(효율적 인력 관리)으로 안정적인 분기 실적과 대규모 프로젝트 수주를 이어 나가고 있다. 가속화되고 있는 글로벌 IT 기술 발달에 따른 IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요 및 지속적인 점유율 상승을 감안하면, 동사의 장기 주가 매력도는 높다고 판단한다.

**인포시스(INFO IN): 높은 퀄리티**

동사 주가는 지난 12개월 8% 하락, 현재 FY24년 P/E 26.5배에 거래 중이다(과거 5년 평균 수준). 수주 모멘텀, 생성형 인공지능(AI)의 적극적 투자로 시장 점유율을 확대할 가능성이 있으며, 2024년부터 예상되는 글로벌 IT 서비스 시장의 완만한 개선에 힘입어 내년 주가 수익률 회복을 예상한다.

**LTI 마인트트리(LTIM IN): 이제부터 본격적으로 시작!**

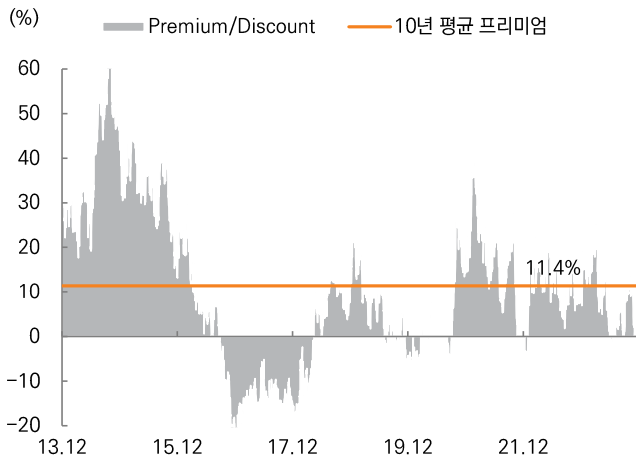
동사는 FY24년 P/E 37.1배에 거래, 과거 5년 평균 대비 +1 표준편차 수준에 거래되고 있다. 또한, 업계 1위인 타타 컨설턴시 서비스(TCS)에 비해서도 22% 할증 거래되고 있어 밸류에이션 부담이 있어 보인다. 그러나, LTI와 마인트트리가 합병하여 생길 수주 증가(매출 증가) 및 내부 효율성 증대로(이익률 개선)인한 견고한 이익 성장성(향후 3년간 EPS 성장률 10%후반~20%초반)을 고려하면, 동사의 업계 평균 밸류에이션 대비 프리미엄은 부담스럽지 않다고 판단한다.

표 7. 글로벌 IT 서비스 업체 밸류에이션 비교

기업명	타타 컨설턴시 서비스	인포시스	LTI 마인드트리	HCL 테크놀로지스	위프로	엑센츄어	
블룸버그 코드	TCS IN EQUITY	INFO IN EQUITY	LTIM IN EQUITY	HCLT IN EQUITY	WPRO IN EQUITY	ACN US EQUITY	
지역 통화	INR	INR	INR	INR	INR	USD	
현재 추가 (INR, USD)	3,861.00	1,578.40	6,129.30	1,491.30	446.55	343.22	
매출액 (지역 통화)	2023	2,255	1,468	332	1,015	905	64
	2024F	2,427	1,544	361	1,098	901	66
	2025F	2,657	1,675	407	1,205	960	71
	2026F	2,893	1,837	461	1,319	1,027	77
영업이익 (지역 통화)	2023	542	309	54	185	135	9
	2024F	590	323	60	200	136	10
	2025F	659	358	71	225	152	11
	2026F	720	397	84	249	167	12
순이익 (지역 통화)	2023	421	241	44	149	114	7
	2024F	464	247	49	157	113	8
	2025F	516	280	58	177	127	8
	2026F	567	311	68	196	140	9
영업이익률 (%)	2023	24.1	21.1	16.2	18.2	14.9	13.7
	2024F	24.3	20.9	16.6	18.3	15.1	15.5
	2025F	24.8	21.4	17.5	18.7	15.9	15.7
	2026F	24.9	21.6	18.2	18.9	16.3	15.8
순이익률 (%)	2023	18.7	16.4	13.3	14.6	12.5	10.7
	2024F	19.1	16.0	13.5	14.3	12.5	11.8
	2025F	19.4	16.7	14.4	14.7	13.2	11.9
	2026F	19.6	16.9	14.7	14.9	13.7	12.0
ROE (%)	2023	46.4	32.0	28.6	23.3	15.8	28.8
	2024F	48.7	31.3	26.8	23.6	14.8	28.0
	2025F	49.8	32.6	27.4	25.5	15.9	27.7
	2026F	50.5	32.8	27.7	27.2	16.0	28.0
EPS (지역 통화)	2023	115.2	57.5	148.8	54.8	20.7	10.8
	2024F	127.1	59.6	165.0	58.0	21.1	12.2
	2025F	141.4	67.4	197.0	65.2	23.8	13.3
	2026F	156.0	74.7	233.6	72.3	26.4	14.9
EPS 성장률 (%)	2024F	10.3	3.6	10.9	5.9	2.0	13.4
	2025F	11.3	13.0	19.4	12.3	12.9	9.2
	2026F	10.3	10.8	18.6	11.0	10.8	11.4
P/E (x)	2023	27.8	24.8	31.9	19.8	17.6	27.8
	2024F	30.4	26.5	37.1	25.7	21.2	28.1
	2025F	27.3	23.4	31.1	22.9	18.7	25.7
	2026F	24.7	21.1	26.2	20.6	16.9	23.1

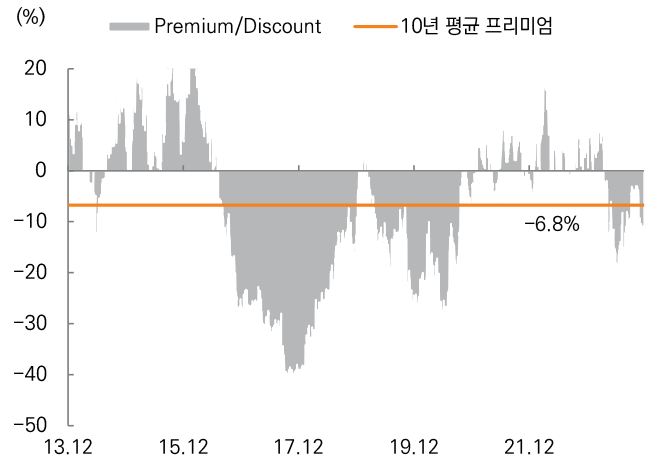
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 타타 컨설턴시: 액센츄어 대비 12개월 선행 P/E



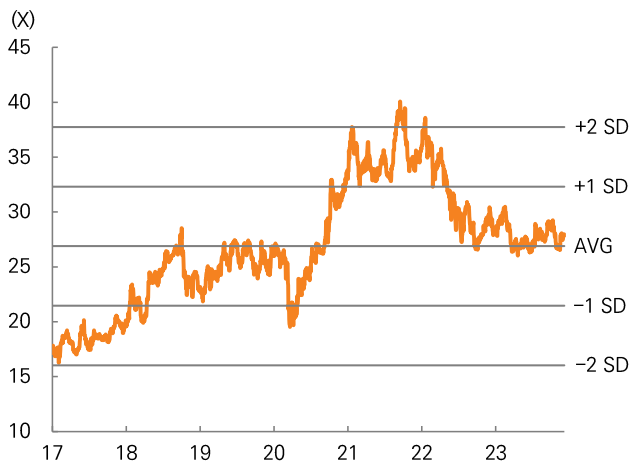
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 인포시스: 액센츄어 대비 12개월 선행 P/E



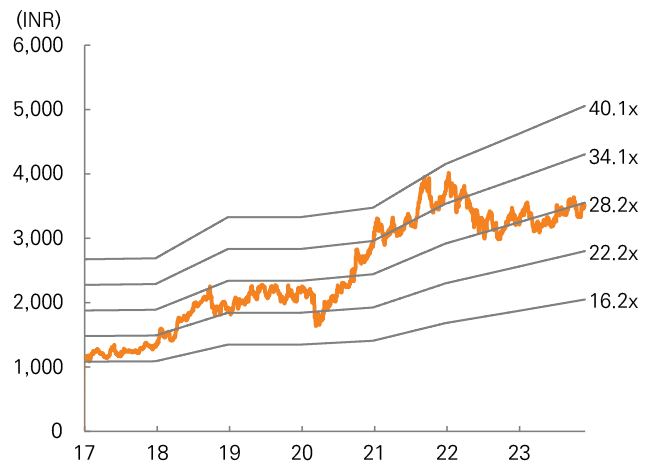
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 타타 컨설턴시 12개월 선행 P/E 밴드차트 I



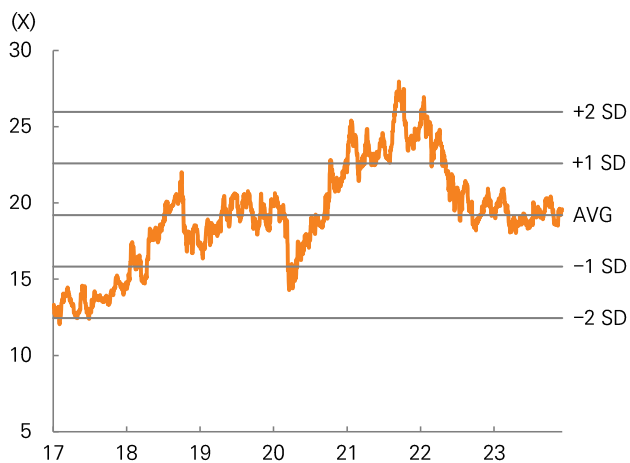
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 타타 컨설턴시 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



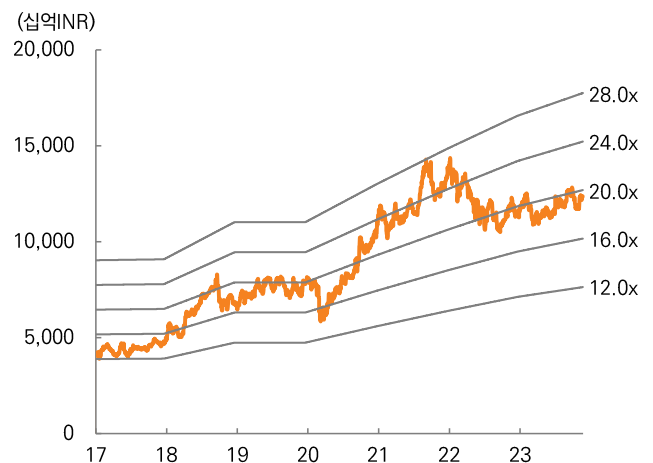
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 타타 컨설턴시 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 타타 컨설턴시 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II



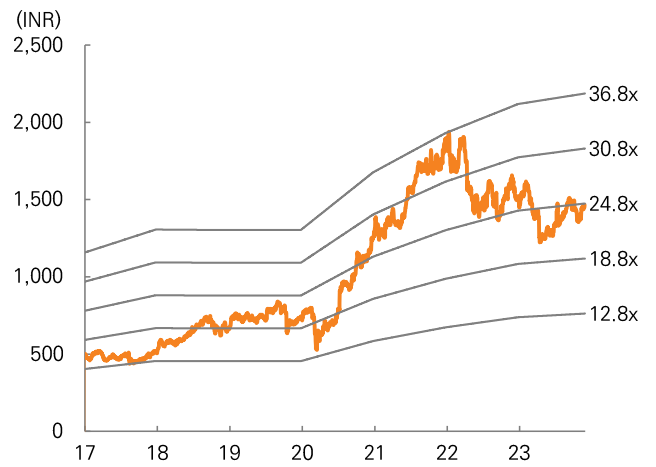
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 인포시스 12개월 선행 P/E 밴드차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 인포시스 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



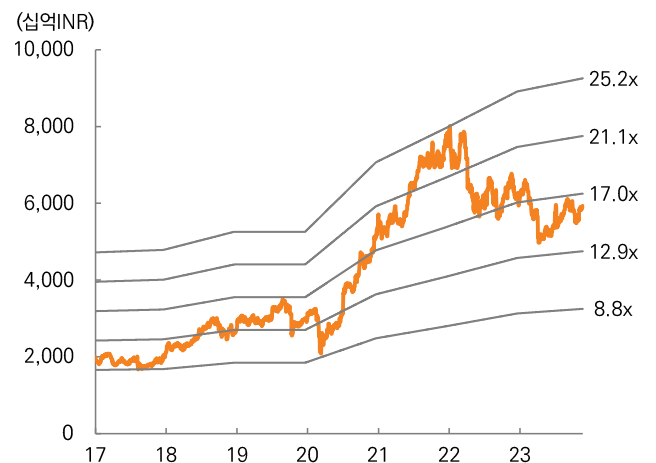
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 인포시스 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 인포시스 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II



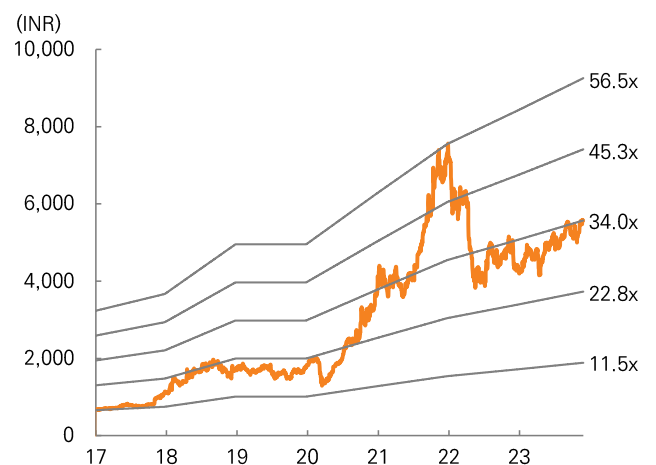
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. LTI 마인드트리 12개월 선행 P/E 밴드차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. LTI 마인드트리 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



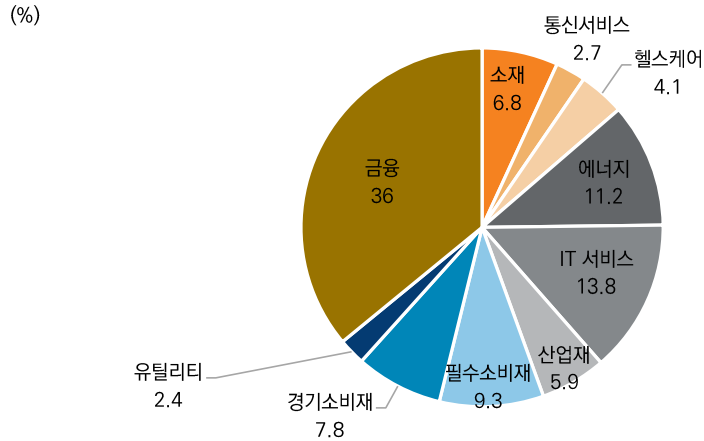
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인도 IT 서비스 업종이 니프티 50 지수에 차지하는 비중은 13.8%

### 인도 IT 서비스 섹터: 인도 지수 비중 13.8%

인도 시가총액 상위 50개 상장 기업으로 구성된 NIFTY50 지수에서 IT 서비스 업종이 차지하는 비중은 13.8%로 금융(36%), 광의의 소비재(경기 소비재+필수 소비재+기타 소비재, 32%)에 이어 3번째로 크다.

그림 35. NIFTY50에서 IT 서비스 업종 시가총액 비중

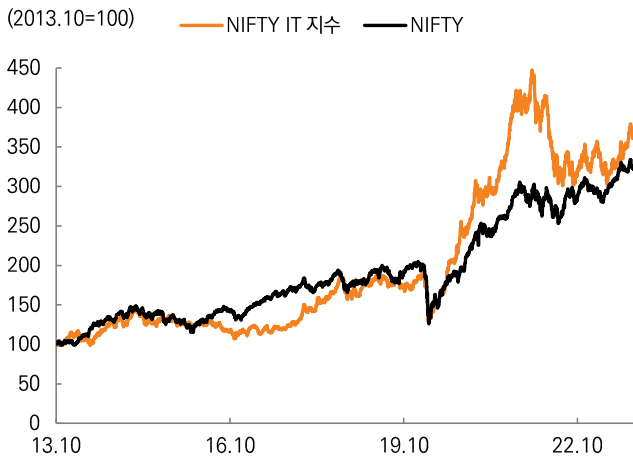


자료: NSE, 미래에셋증권 리서치센터

2013년 이후 인디아 IT 지수가 인도 NIFTY50 지수 대비 초과 수익률을 기록

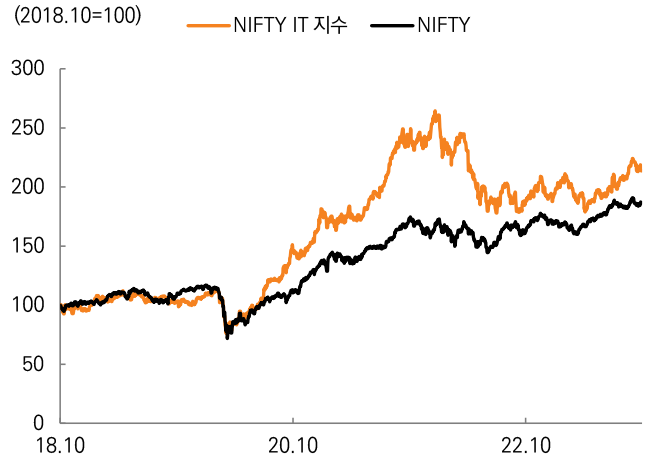
인도 주요 IT 서비스 기업들은 대부분 인도 주식 시장(NSE)에 상장되어 있다. 10개 인도 IT 서비스 기업들로 구성된 니프티 인디아 IT 지수(NIFTY India IT Index)는 글로벌 IT 서비스 시장 성장과 지속적인 점유율 상승에 힘입어 지난 2013년 이후 362% 상승, 인도 NIFTY50 지수 대비(327%) 소폭 초과 수익률을 기록하고 있다.

그림 36. NIFTY IT 지수 vs. NIFTY 50 지수 (13.10 이후)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. NIFTY IT 지수 vs. NIFTY 50 지수 (18.10 이후)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

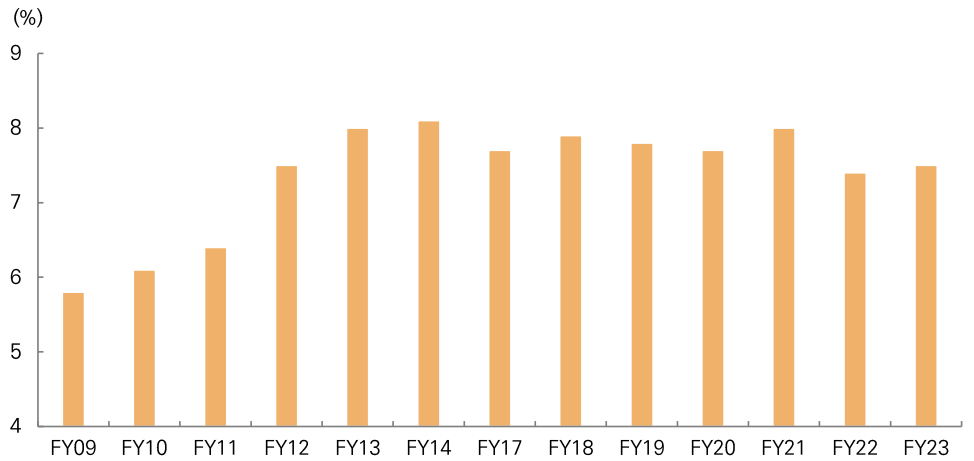


표 8. 니프티 인디아 IT 지수(NIFTY India IT Index) 구성 종목

기업명 (국문)	기업명 (영문)	블룸버그 코드	종가 (루피)	시총 (십억 INR)	시총 (조원)	PER (x)		EV/EBITDA (x)	
						24F	25F	24F	25F
타타 컨설팅시 서비스	TCS	TCS IN EQUITY	3,861	14,128	221.2	30.4	27.3	21.4	19.2
인포시스	Infosys	INFO IN EQUITY	1,578	6,551	102.6	26.5	23.4	17.4	15.8
HCL 테크놀로지스	HCL Technologies	HCLT IN EQUITY	1,491	4,047	63.4	25.7	22.9	16.0	14.4
위프로	Wipro	WPRO IN EQUITY	447	2,333	36.5	21.2	18.7	12.8	11.7
LTI 마인드트리	LTIMindtree	LTIM IN EQUITY	6,129	1,814	28.4	37.1	31.1	25.7	21.9
테크 마힌드라	Tech Mahindra	TECHM IN EQUITY	1,306	1,275	20.7	34.4	21.4	21.0	14.4
L&T 테크놀로지	L&T Technology	LTTS IN EQUITY	5,263	556	9.0	42.8	37.2	28.3	24.6
엠펙시스	Mphasis	MPHL IN EQUITY	2,659	502	8.2	31.1	26.9	20.0	17.4
퍼시스턴트 시스템즈	Persistent Systems	PSYS IN EQUITY	7,225	556	9.0	49.2	39.4	31.5	26.1
코포지	Coforge	COFORGE IN EQUITY	6,440	397	6.4	42.7	33.6	25.8	21.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. IT 서비스 산업: GDP 차지 비중 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

## VI. 투자 리스크 점검

### 인도 주요 IT 서비스 기업 탐방

지난 22년 11월과 올해 11월 두차례에 걸쳐, 당사의 인도 뭘바이 법인 리서치센터 IT/인터넷 담당 애널리스트(Ashis Dash)와 함께 인도 주요 IT 서비스 기업 경영진들과 미팅을 진행하였다.

### 바탕업 측면에서의 개별 기업단의 투자 리스크는 크지 않은 것으로 판단

대부분 인도 IT 서비스 기업 경영진들은 합리적이고 이성적인 성장 전략을 구사하는 편이고, 그 전략을 실행할 수 있는 내부 인프라 시스템이 체계적으로 잘 구축 및 운영되고 있었다. 따라서, 바탕업 측면에서의 개별 기업들의 투자 리스크는 크지 않은 것으로 판단한다.

### 치열한 가격 경쟁 보다는 서비스 위주의 경쟁을 하고 있어서 시장 경쟁 심화로 인한 이익률 훼손의 가능성도 낮음

또한, 미국, 프랑스 및 인도 IT 서비스 기업들이 서로 경쟁하기는 하나, 치열한 가격 경쟁보다는 서비스 위주의 경쟁을 하고 있어서 가격 경쟁 심화 등으로 인한 이익률 훼손의 가능성도 낮은 것으로 판단한다.

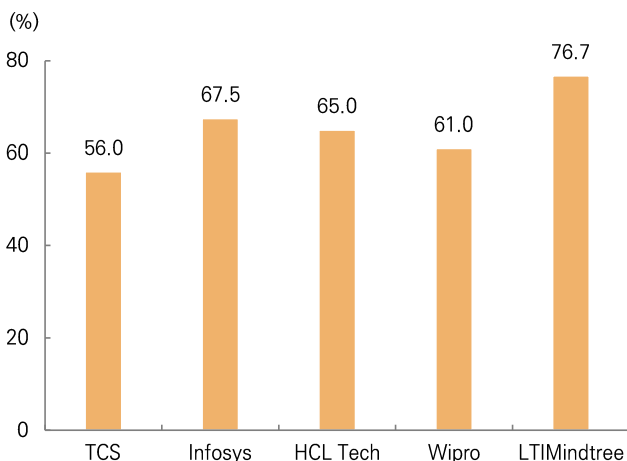
### 인도 루피 가치 상승

따라서, 인도 IT 서비스 섹터의 투자 리스크는 대부분 환율 및 글로벌 경기 등과 관련한 탐다운 매크로 리스크이다.

인도 IT 서비스 기업들의 주요 고객은 미국 및 유럽의 글로벌 금융, 소비재, 제조, IT, 헬스케어 기업들이다. 따라서, 매출의 대부분은 달러, 유로화, 파운드 등 외환으로 발생한다. 외환 비중에서 달러 비중은 주요 인도 IT 서비스 기업 매출의 56~77%로 가장 높다. 따라서, 달러 대비 인도 루피화의 평가 절상(절하)은 인도 IT 서비스 기업들의 매출 및 이익에 부정적(긍정적)이다.

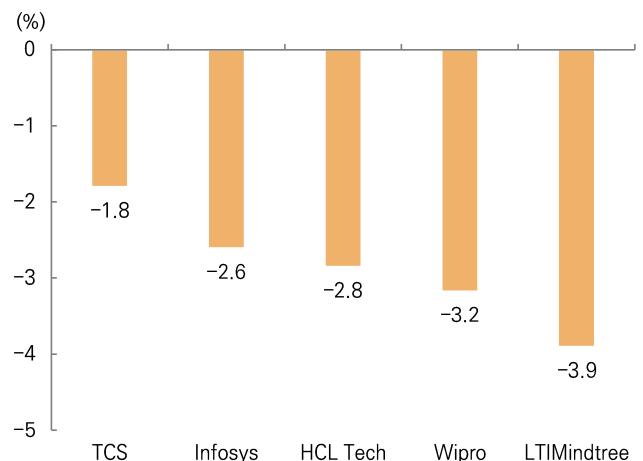
우리의 민감도 분석에 따르면, 달러 대비 인도 루피화가 1% 평가 절상(달러화 대비 가치 상승)될 경우, 인도 IT 서비스 회사들의 FY24 영업이익은 1.8~3.9% 감소한다.

그림 39. 인도 주요 IT 서비스 기업 매출액 달러 비중 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 달러 대비 루피화 1% 평가 절상 시 영업이익의 민감도



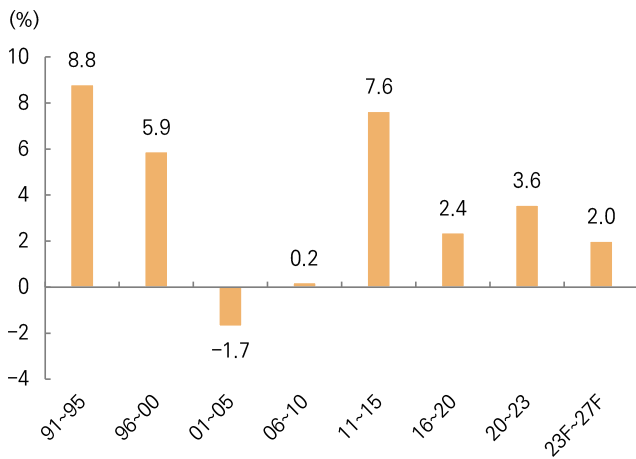
자료: 미래에셋증권 리서치센터

지난 91년 이후(2001~2005년 제외) 만성적인 경상 수지 적자 등으로 달러 대비 인도 루피화는 지속적으로 가치가 하락하였다. 모디 정부 이후에도 인도 루피화는 달러 대비 연평균 3.5% 평가 절하되었다.

장기적으로 달러 대비 인도 루피화의 평가 절하는 지속될 것으로 예상. 그러나, 평가 절하의 폭은 과거 대비 줄어들(연평균 2% 수준) 가능성이 높음

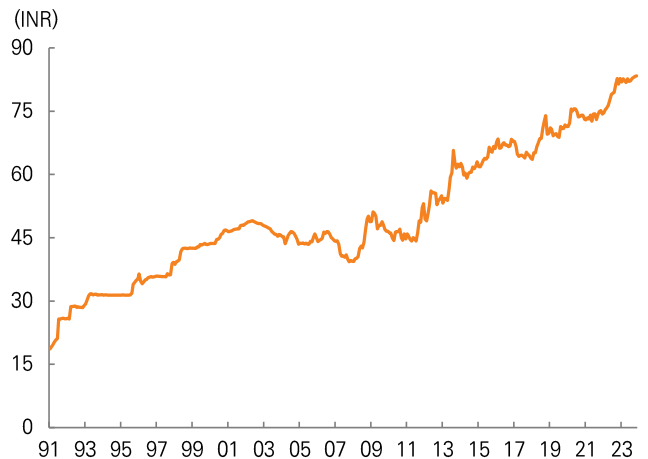
우리는 장기적으로 달러 대비 인도 루피화의 평가 절하는 지속될 것으로 예상하지만, 평가 절하의 폭은 과거 대비 줄어들(연평균 2% 수준) 가능성이 높을 것으로 판단한다. 왜냐하면, 현 정부의 “메이크 인 인디아(Make In India)”와 “생산연계 인센티브(Production-Linked Incentive)”와 같은 정부의 제조업 육성 정책으로 느리지만 수입 비중이 줄어 경상 수지 적자폭이 완화될 것으로 판단하기 때문이다. 또한, 미·중 패권 경쟁의 수혜 및 우호적인 정부 정책 영향으로 인도의 외국인직접투자(FDI) 및 주식 투자 순유입액 등이 늘면서 자본 수지도 과거 대비 개선될 것으로 예상하기 때문이다.

그림 41. 기간별 루피/달러 연평균 평가 절하 폭 추이



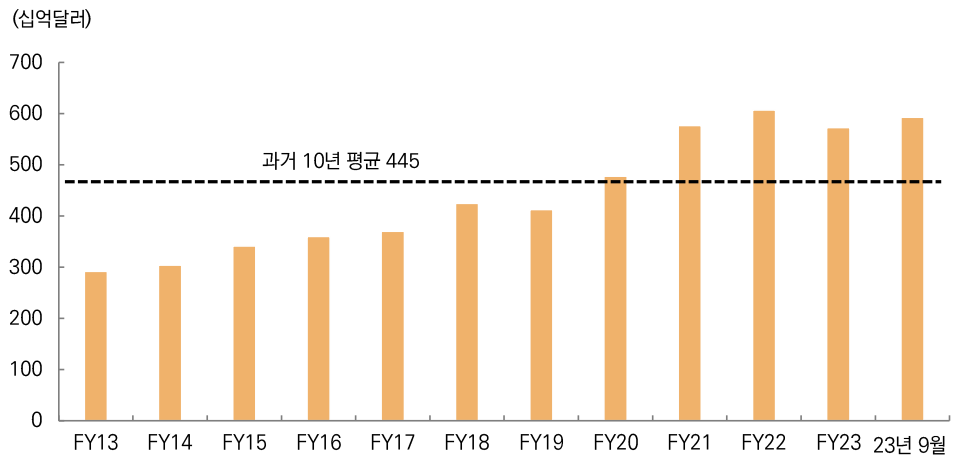
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 달러 대비 루피(INR) 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 인도 외환보유고 추이



자료: RBI Database, Ministry of Commerce, 미래에셋증권 리서치센터

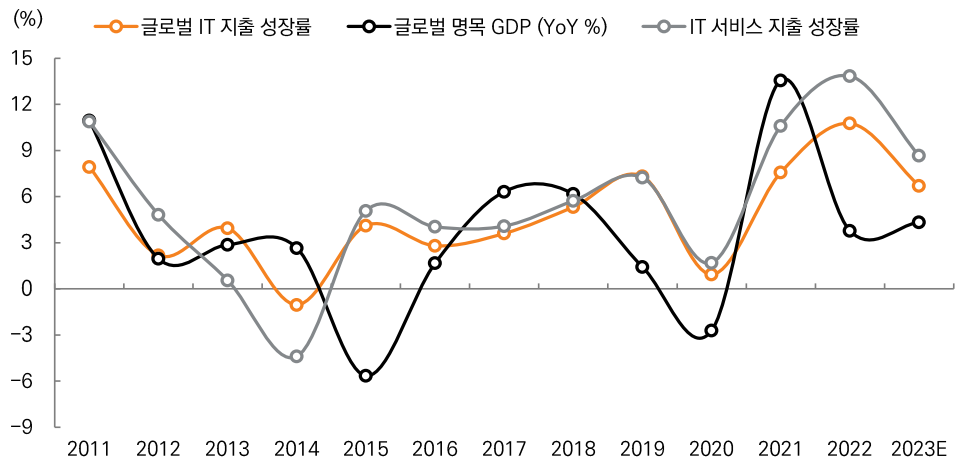
글로벌 경기 둔화

생성형 인공지능(AI), 클라우드 마이그레이션 등 IT 기술 발달의 가속화, 기업들의 비용 최적화를 위한 IT 서비스 외주화에 힘입어 글로벌 IT 서비스 시장의 장기 구조적 성장은 향후 지속될 수밖에 없다. 그러나, 단기적으로는 IT 서비스 업체들의 고객사들이 글로벌 경기 사이클에 따라 탄력적으로 IT 서비스 관련 비용을 조정하기 때문에, 글로벌 경기 둔화가 지속될 경우 인도 IT 서비스 기업들의 매출 성장률은 영향을 받을 수밖에 없다.

글로벌 명목 GDP 성장률이 1%pts 하락하면, 주요 인도 IT 서비스 기업들의 영업이익은 4.1~6.2% 감소

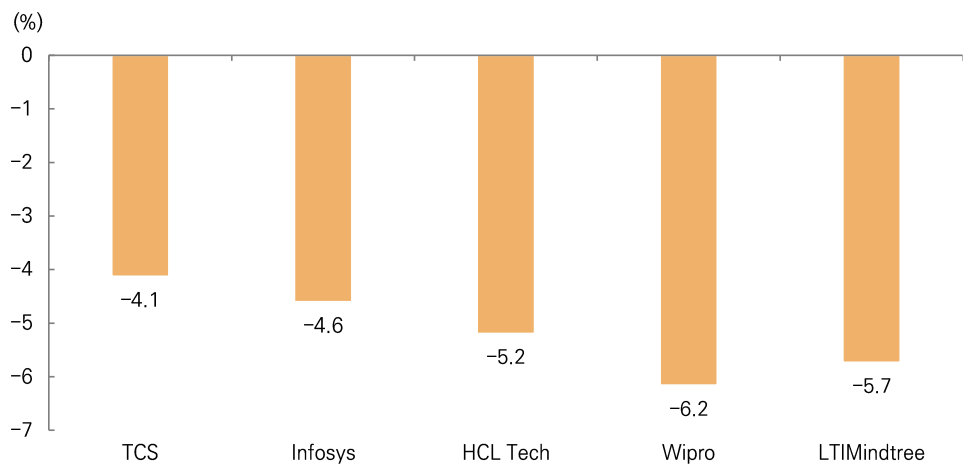
우리의 민감도 분석에 따르면, 글로벌 명목 GDP 성장률이 1%pts 하락하면, 글로벌 IT 서비스 시장 성장률은 1.6%pts 하락하고, 주요 인도 IT 서비스 기업들의 영업이익은 4.1~6.2% 감소한다.

그림 44. 글로벌 명목 GDP 성장률과 IT 서비스 지출 성장률



자료: Bloomberg, IMF, 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 글로벌 명목 GDP 성장률 1%pts 하락 시 영업이익 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

# Global Company Analysis

(Analyst) 정우창 wchung@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

TCS IN · IT서비스 · 인도

# 타타 컨설턴시 서비스

## 명불허전(名不虛傳)

Not Rated

Refinitiv 최고목표주가

INR 4,350.00

상승여력

12.7%

현재주가(23/12/15)

INR 3,861.00

NSE(p)	21,456.65	시가총액(십억INR)	14,127.60	시가총액(조원)	221.21	유통주식수(백만주)	837.36
--------	-----------	-------------	-----------	----------	--------	------------	--------

### Report summary

#### 퀄리티 높은 인도 최대 IT 서비스, 컨설팅 기업

금융, 통신, 운송, 소매, 제약 및 유틸리티 등 다양한 산업군에 맞춤형 IT 서비스, 컨설팅 및 비즈니스 솔루션을 제공하는 인도 1위 IT 서비스 및 컨설팅 기업

#### 시장 지배력 확대 지속 예상

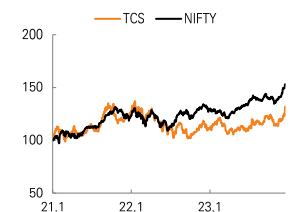
효율적인 인력 관리와 IT 소프트웨어 강점을 바탕으로 인도 IT 서비스 기업 중 가장 가파르게 점유율을 확장(2010년 1.8%에서 2022년 6.0%로 증가). 향후 이 추세는 지속될 것으로 예상

#### 높은 장기 주가 매력도

동사는 FY24년 P/E 30.4배에 거래, 과거 5년 평균 수준에 거래. 가속화되고 있는 글로벌 IT 기술 발달에 따른 IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요 및 지속적인 점유율 상승으로 동사의 장기 주가 매력도는 높음

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.9	10.1	8.8
상대주가	-0.3	-0.2	-2.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (3월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억INR)	1,918	2,255	2,427	2,657	2,893
영업이익 (십억INR)	484	542	590	659	720
영업이익률 (%)	25.3	24.0	24.3	24.8	24.9
순이익 (십억INR)	382	421	464	516	567
EPS (INR)	103.17	115.13	127.05	141.41	156.03
ROE (%)	43.0	46.4	48.7	49.8	50.5
P/E (배)	36.1	27.8	30.4	27.3	24.7
P/B (배)	15.4	12.7	13.5	12.2	11.3

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 타타 컨설턴시 서비스, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

### 기업 개요

인도 최대 IT 서비스, 컨설팅 기업

타타 컨설턴시 서비스(TCS)는 타타 그룹 계열사로 1968년 설립된 인도 최대 IT 서비스, 컨설팅 기업이다. 설립 초기에는 자회사의 카드 서비스와 인도 중앙은행의 지점간 시스템, 증권 거래소의 자동화 작업 등을 처리하는데 그쳤으나, 현재는 금융, 통신, 운송, 소매, 제약 및 유틸리티 등 다양한 산업군에 맞춤형 IT 관리 서비스, 컨설팅 및 비즈니스 솔루션을 제공하고 있다. 또한, 현재 전세계 55개국에서 약 60만명의 IT 전문가를 고용하고 있다.

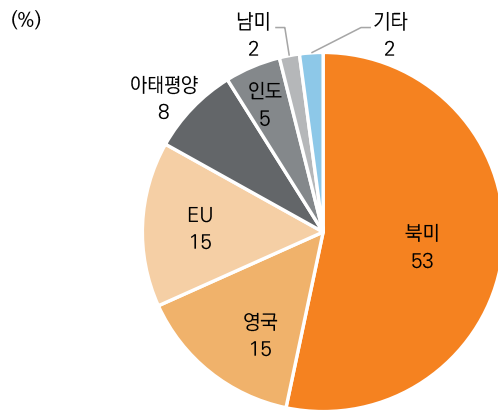
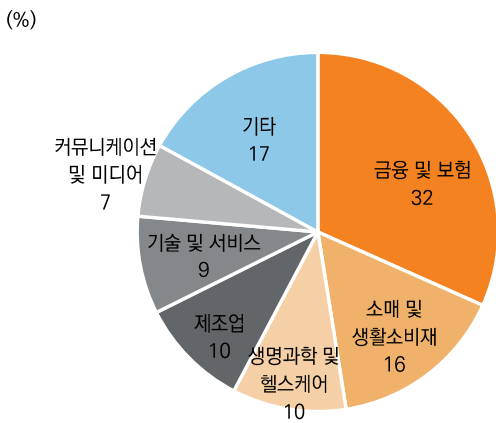
동사는 2004년 인도 국립 증권거래소(NSE)에 상장되어 현재 인도 니프티(NIFTY 50)에서 2위를 차지하고 있다(시가총액 기준). 최근 몇 년간 글로벌 최대 IT 컨설팅 기업 액센츄어(Accenture)의 시가총액을 추월해, 전 세계 IT 서비스 기업 1위에 오르기도 했다.

지역별 매출 비중  
북미가 53%, 유럽이 30%를 차지. 인도 매출 비중은 5%에 불과

동사의 주요 비즈니스는 IT 관리 서비스 및 컨설팅이다. IT 솔루션을 제공하는 사업영역별 매출 비중은 금융 및 보험이 32%로 가장 높고, 소매 및 생활소비재가 16%로 뒤를 잇는다. 동사는 비즈니스 전략 특성상 인도를 거점으로 하여 각국에 서비스를 제공하고 있다. 지역별 매출 비중은 북미가 53%, 유럽이 30%를 차지하고 있으며 인도의 매출 비중은 5%밖에 되지 않는다.

그림 46. 사업영역별 매출 비중 (FY23)

그림 47. 지역별 매출 비중 (FY23)



자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

효율적 인력 관리가 곧 수주 가격 경쟁력이자 영업이익률을 좌우하는 핵심 역량

동사의 5개년 평균 영업이익률은 26.8%로 인도 IT 서비스 기업 중에서 가장 높음

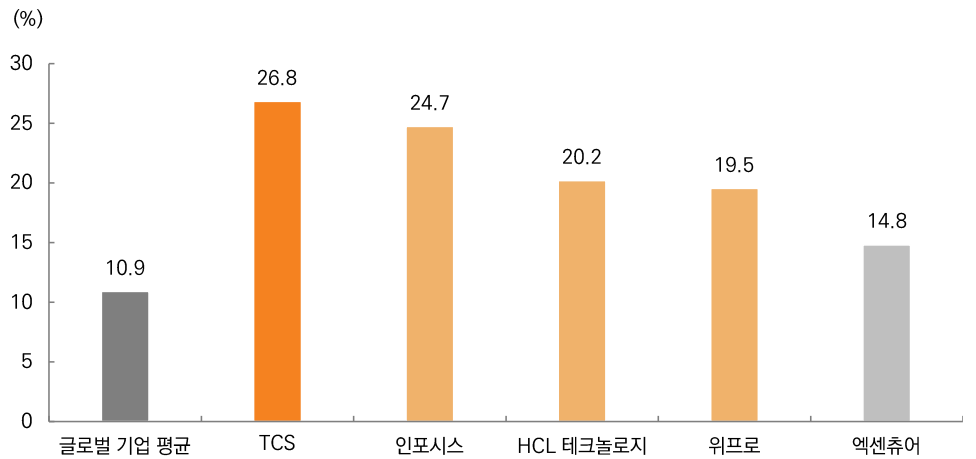
동사의 인건비 연 2.4만달러/명으로 인건비가 저렴한 인도 기업 가운데에서도 가장 낮은 수준을 기록

### 핵심 역량

IT 서비스 산업의 핵심 역량이 IT 인력인만큼, 효율적 인력 관리가 곧 수주 가격 경쟁력 이자 영업이익률을 좌우하는 핵심 역량이 된다. 인도 IT 서비스 기업들은 우수한 IT 인 력을 낮은 비용으로 채용할 수 있어 글로벌 기업보다 높은 영업이익률을 보여주고 있다.

글로벌 TOP 25 IT 서비스 기업의 영업이익률 평균은 10% 초반대지만, 동사를 포함한 인도 기업의 영업이익률 평균은 20% 초반대를 상회하고 있다. 특히, 동사의 5개년 평균 영업이익률은 26.8%로 인도 IT 서비스 기업 중에서 가장 높다. 이는 글로벌 IT 서비스 1위 기업인 액센츄어의 5개년 평균 영업이익률 14.8%보다 12.0%p 높은 수치이다.

그림 48. 글로벌 주요 IT 서비스 기업 영업이익률 비교

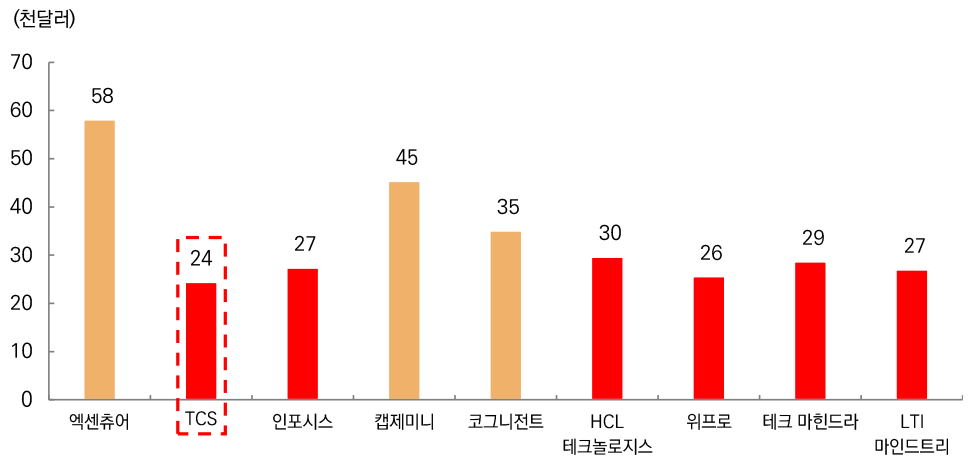


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 5년 평균, 글로벌 기업은 시가총액 기준 TOP 25개 기업 평균치

글로벌 IT 서비스 상위 3개 기업(시가총액 기준)은 액센츄어, 타타 컨설턴시 서비스, 인 포시스이다. 이들 기업은 각각 72만, 59만, 31만명의 직원을 고용하고 있다. 글로벌 주 요 IT 기업들의 직원당 인건비를 비교하면 액센츄어(미국)가 연 5.8만달러/명으로 가장 높고 뒤를 이어 캡제미니(프랑스)와 코그니전트(미국)가 각각 연 4.5만달러/명, 3.5만달 러/명을 기록하고 있다. 동사의 인건비는 2.4만달러/명으로 인건비가 저렴한 인도 기 업 가운데에서도 가장 낮은 수준을 기록하고 있다.



그림 49. IT 서비스 기업 직원 1인당 인건비 비교 (FY22)

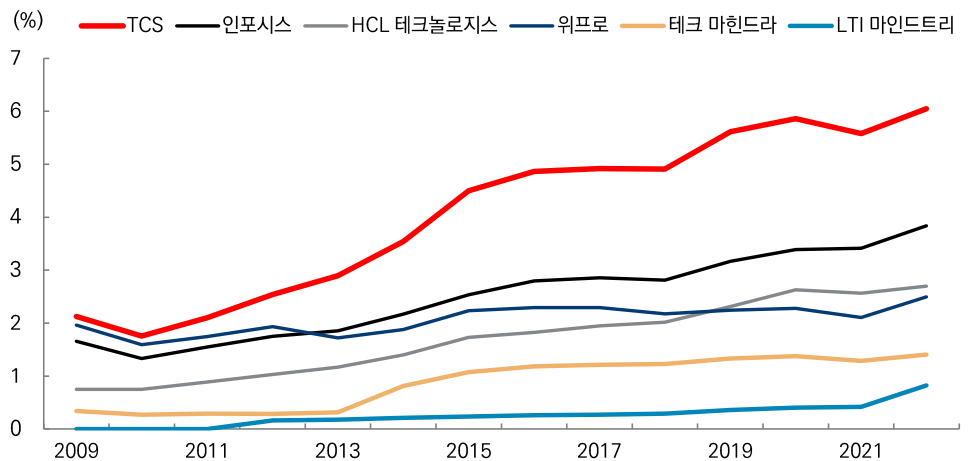


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 붉은 색은 인도 IT 서비스 기업, 순서는 시가총액 순서

동사는 낮은 인건비와 많은 IT 인력을 이용해 인도 IT 서비스 기업 중 가장 가파르게 점유율을 확장했는데 앞으로도 이 추세는 지속될 것으로 예상

동사는 인도 2위 IT 서비스 기업인 인포시스 보다 두 배 가량 더 많은 IT 인력을 보유하고 있으나, 직원 당 총 비용은 TOP 25개 IT 서비스 기업 중 가장 낮은 수준을 유지하고 있다. 동사는 낮은 인건비와 많은 IT 인력을 이용해 인도 IT 서비스 기업 중 가장 가파르게 점유율을 확장했는데 앞으로도 이 추세는 지속될 것으로 예상된다.

그림 50. 글로벌 주요 IT 서비스 기업 매출액 기준 점유율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 글로벌 Top 25개 기업 기준

### 최근 실적 동향

대체로 시장 기대치에 부합

타타 컨설턴시 서비스의 2Q24 기준 매출액은 전년 대비 +7.9% 성장하면서, 시장 예상치(전년 대비 +9.2%)를 소폭 하회하였다. 그러나, 영업이익은 비용 효율화로 시장 예상치에 부합하였고, 영업이익률은 2Q23년 24.0%에서 2Q24년 24.3%로 증가하였다. 다만, 비용 효율화 과정에서 전분기 대비 직원수가 6,333명(-1.0% QoQ) 감소했다. 동사는 앞으로도 비용 효율화로 수익성을 지속적으로 개선할 예정이다.

매출의 32%를 차지하는 금융 및 보험(BFSI) 부문이 부진할 것이란 당초 시장 예상과 달리 +8.2%의 견고한 성장을 보여주면서 금리 인상과 경기 우려로 인한 금융 부문 매출 둔화에 대한 시장의 우려가 과도했음을 보여주었다.

표 9. 타타 컨설턴시 서비스 2Q24 실적 추이

(십억INR)

	2Q24	2Q23	% Chg (YoY)	2Q24 (예상치)	% Diff
매출액	597	553	7.9	604	-1.1
금융 및 보험 (BFSI)	228	211	8.2	188	21.2
소매 및 생활소비재	98	92	5.8	95	2.5
생명과학 및 헬스케어	66	60	10.4	64	2.8
제조업	58	52	11.9	63	-7.4
커뮤니케이션 및 미디어	96	94	2.3	-	-
기타	51	44	14.9	-	-
영업이익	145	133	9.1	144	0.4
당기순이익	113	104	8.7	114	-0.2
이익률 (%)					
영업이익률	24.3	24.0		23.9	
당기순이익률	19.0	18.9		18.8	

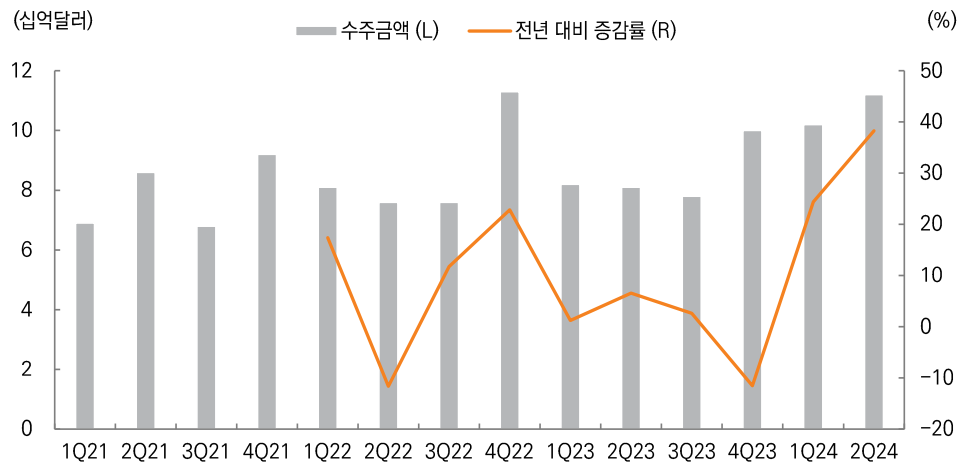
자료: TCS, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2Q24 총계약금액 (Total Contract Value; TCV)은 전년 대비 38% 증가한 112억달러를 기록

한편, 매출 부진에도 불구하고, CEO 크리시바산은 여전히 신기술과 디지털화에 대한 수요가 강해 대규모 프로젝트 수주가 이어지고 있다고 밝혔다. 2Q24 총계약금액(Total Contract Value; TCV)은 전년 대비 38% 증가한 112억달러를 기록하였다.

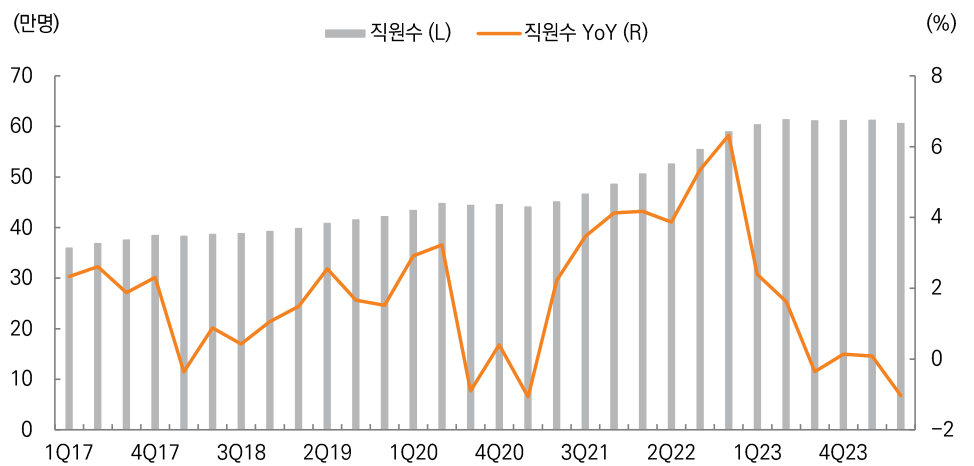
이번 회계 분기에서 규모가 가장 큰 계약은 BSNL의 통신 인프라 구축 프로젝트이다. 해당 프로젝트는 인도 전역에 10만개의 통신 타워를 4~5G 통신 인프라로 업그레이드 하는 작업으로, 네트워크의 공급, 계획, 설계, 설치 및 시운전, 최적화가 포함된다. 프로젝트 규모는 10억달러이며, 향후 12~18개월내로 프로젝트를 완료할 계획이다. 또한 프로젝트를 진행하면서 연간 유지 관리와 같은 후속 수주들을 추가적으로 계약할 가능성이 높다고 밝혔다. 또한 이번 분기에 타타 모터스의 100% 자회사 JLR(Jaguar Land Rover)과 10억달러 규모의 메가 딜도 체결했다.

그림 51. 분기별 총계약금액(TCV) 추이



자료: TCS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 분기별 직원 수 추이



자료: TCS, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 경영진

타타 컨설팅시 서비스는 1968년 설립 이후 단 4명의 CEO로 비교적 안정적으로 회사를 운영하고 있다. 올해 6월에 회사의 사장이자 금융서비스 및 보험(BFSI) 부문 글로벌 총괄이었던 K.크리티바산(K.Krithivasan)이 CEO로 승진하였다. 그는 1989년 타타 컨설팅시 서비스에 입사해 34년째 동사에서 근무하고 있다.

클라우드, 사이버 보안, 5G, IoT, 생성 AI 등과 같은 핵심 영역에 투자 지속

올해 실적 발표에서 리더십 변화에 대해 크리티바산 CEO는 “리더십 변화가 전략 변화를 의미하는 것은 아니다”고 밝혔다. 또한 동사가 다음 단계로 나아가기 위해서 클라우드, 사이버 보안, 5G, IoT, 생성형 인공지능(AI) 등과 같은 핵심 영역에 투자를 지속할 것이라 밝혔다. 크리티바산 CEO는 2023년 8월 AI 기반 프로젝트에 집중하기 위해 AI.Cloud라는 사업부를 신설했다. 또한 AI에 집중하기 위해 10만명 이상의 직원들을 교육했으며, 이들은 이미 250여개의 생성형 AI 프로젝트에서 활약하고 있다.

그림 53. 역대 TCS CEO



자료: 언론사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 크리티바산 CEO



자료: 언론사, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요 및 지속적인 점유율 상승을 고려할 때, 장기 주가 매력도는 높음

동사는 FY24년 P/E 30.4배에 거래, 과거 5년 평균 수준에 거래되고 있다. 확실한 핵심 역량과 경쟁력(효율적 인력 관리)으로 글로벌 경기 둔화로 인한 단기 매출 및 이익 성장 우려에도 불구하고 안정적인 분기 실적과 대규모 프로젝트 수주를 이어 나가고 있다.

가속화되고 있는 글로벌 IT 기술 발달에 따른 IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요 및 지속적인 점유율 상승으로 동사의 장기 주가 매력도는 높다고 판단한다.

그림 55. 12개월 선행 P/E 밴드차트 I

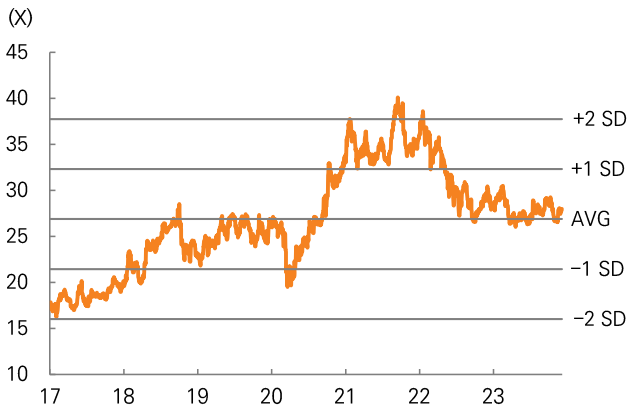


그림 56. 12개월 선행 P/E 밴드차트 II

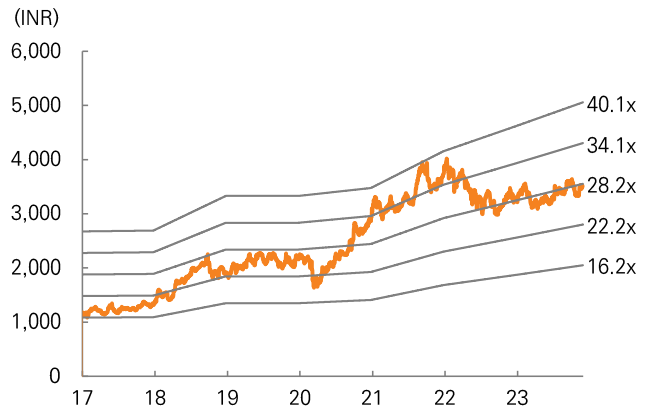


그림 57. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I

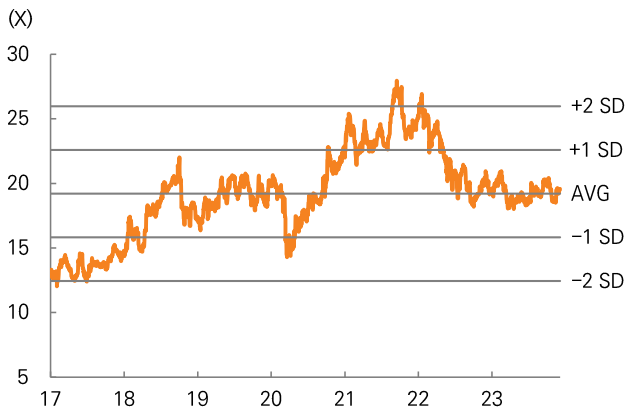


그림 58. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II

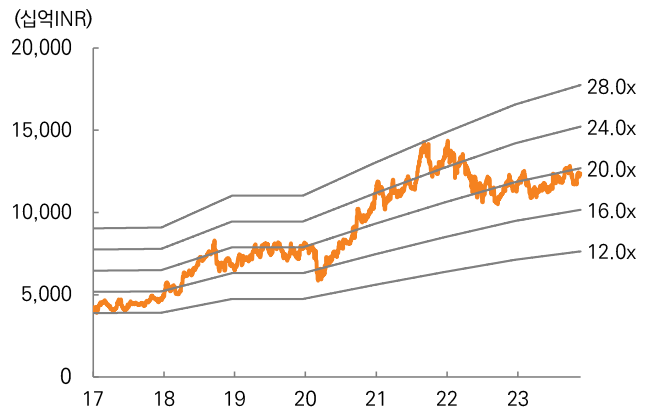


그림 59. TCS: 액센츄어 대비 12개월 선행 P/E

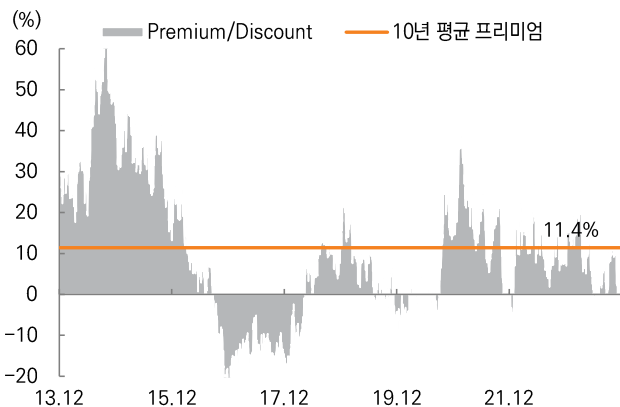
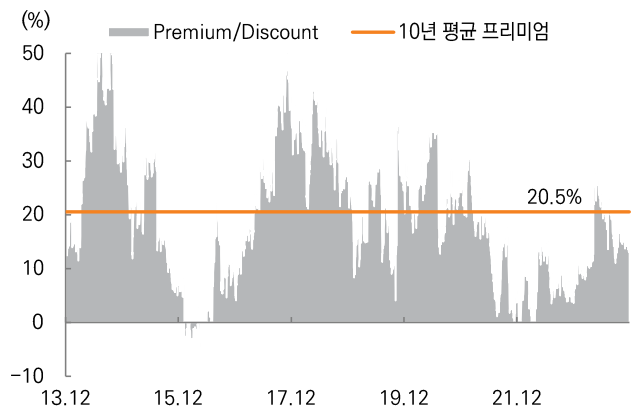


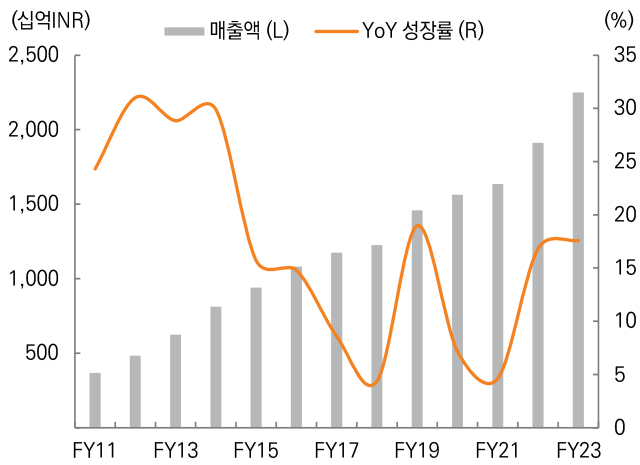
그림 60. TCS: 인포시스 대비 12개월 선행 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

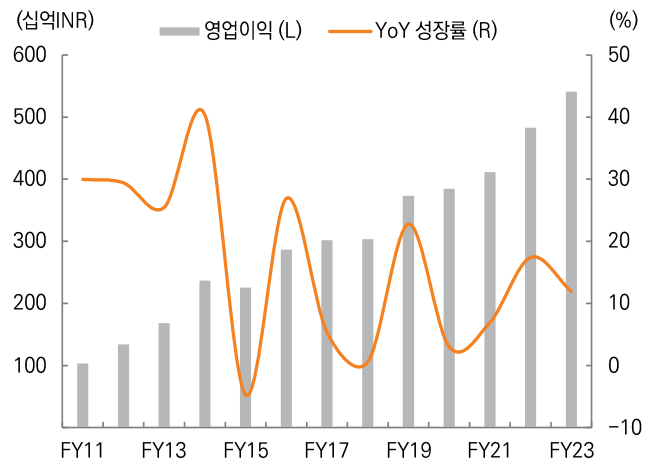
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 매출액 및 YoY 성장률 추이



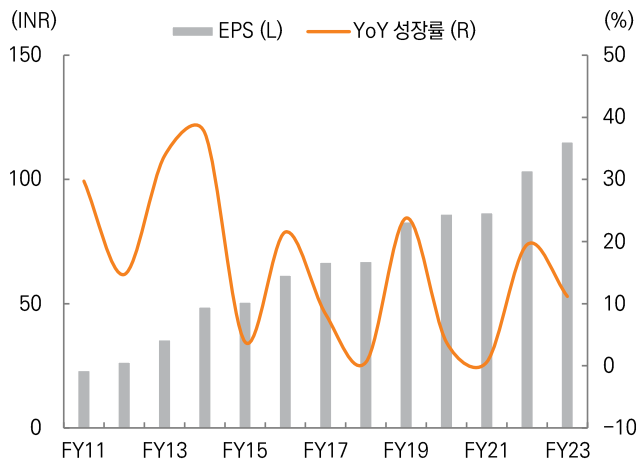
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



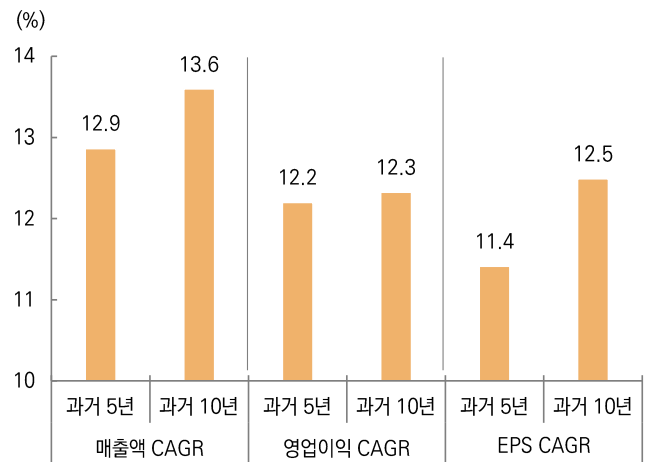
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. EPS 및 YoY 성장률 추이



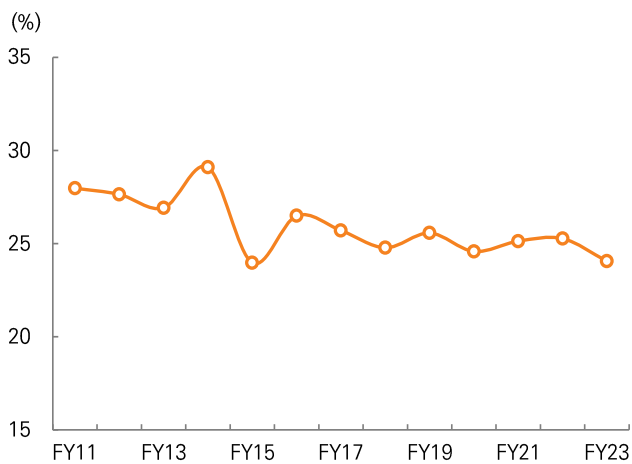
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률 (CAGR) 추이



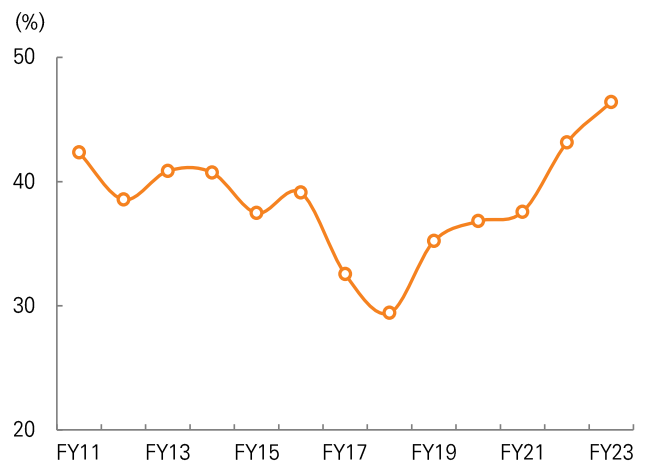
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 요약 손익계산서

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,180	1,231	1,465	1,569	1,642	1,918	2,255	2,427	2,657	2,893
영업이익	303	305	375	386	413	484	542	590	659	720
세전이익	345	341	416	422	438	517	569	628	698	765
순이익	263	258	315	323	324	382	421	464	516	567
현금성 영업이익(EBITDA)	323	325	394	421	464	531	592	638	710	783
(성장률, YoY)										
매출액		4.4%	19.0%	7.2%	4.6%	16.8%	17.6%	7.7%	9.5%	8.9%
영업이익		0.6%	22.8%	3.0%	7.0%	17.4%	11.9%	8.6%	11.7%	9.4%
순이익		-1.8%	21.9%	2.8%	0.3%	18.2%	10.0%	10.1%	11.2%	9.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		0.6%	21.3%	6.8%	10.3%	14.2%	11.7%	7.7%	11.3%	10.2%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 요약 대차대조표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	803	812	921	902	993	1,083	1,103	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	457	426	417	356	383	483	472	N/A	N/A	N/A
비유동자산	250	272	249	307	336	332	355	N/A	N/A	N/A
자산총계	1,054	1,084	1,171	1,209	1,329	1,415	1,458	N/A	N/A	N/A
유동부채	145	178	221	271	342	424	436	N/A	N/A	N/A
단기차입금	2	2	0	13	0	0	0	N/A	N/A	N/A
비유동부채	22	29	30	91	95	93	89	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	1	1	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
부채총계	167	208	250	362	437	517	524	N/A	N/A	N/A
자본총계	887	876	920	847	892	898	933	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 요약 현금흐름표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	276	282	317	352	411	420	445	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	-191	-3	-17	48	-111	-36	-33	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	-20	-19	-21	-31	-28	-25	-27	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	-110	-268	-277	-390	-320	-329	-471	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	-27	13	23	14	-18	56	-54	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	256	263	296	321	383	395	418	438	476	520

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	66.7	67.1	83.1	86.2	86.7	103.2	115.1	127.1	141.4	156.0
주당장부가액(BPS)	224.1	227.9	244.0	224.2	239.4	243.6	252.9	267.9	295.0	319.1
주당배당액(DPS)	23.5	25.0	30.0	73.0	38.0	43.0	115.0	75.4	105.4	113.7
자기자본수익률(ROE)	32.6	29.4	35.2	36.8	37.6	43.0	46.4	48.7	49.8	50.5
총자산수익률(ROA)	26.7	24.2	27.9	27.2	25.6	27.9	29.3	34.2	34.8	35.1
배당성향	35.2	37.1	35.8	131.1	43.3	41.1	158.0	59.3	74.5	72.9
순차입금	-454	-424	-417	-343	-383	-483	-472	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-51.2	-48.4	-45.3	-40.5	-42.9	-53.7	-50.6	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 정우창 wchung@miraeasset.com

INFO IN · IT서비스 · 인도

# 인포시스

## 높은 퀄리티

Not Rated

Refinitiv 최고목표주가

INR 1,838.00

상승여력

16.4%

현재주가(23/12/15)

INR 1,578.40

NSE(p)	21,456.65	시가총액(십억INR)	6,551.05	시가총액(조원)	102.56	유통주식수(백만주)	3,075.99
--------	-----------	-------------	----------	----------	--------	------------	----------

### Report summary

#### 아웃소싱을 기반으로 하는 인도 2위 IT 서비스 및 컨설팅 기업

은행 솔루션 피나클(Finacle), 인공지능 플랫폼 인포시스 NIA(Infosys NIA), 보험 플랫폼 매카미시(McCamish), 파나야(Panaya) 등을 인도 외에도 북미, 유럽 전 세계 유수의 기업에 제공

#### 눈에 띄는 제조업 고객 매출 증가

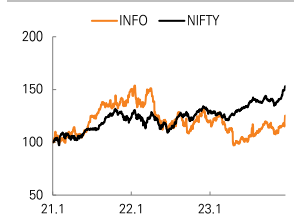
최근 5년간 동사의 연평균 매출 성장률은 경쟁사보다 높은 수준을 유지. 높은 제조업 고객향 매출 성장이 동사의 매출 성장을 견인. 동사의 2Q24 TCV(총 계약 금액)는 77억달러(+186% YoY)로 역대 최대 규모

#### 부담스럽지 않은 밸류에이션

동사 주가는 지난 12개월 8% 하락, 현재 FY24년 P/E 26.5배에 거래 중(과거 5년 평균 수준). 수주 모멘텀, 생성형 인공지능(AI)의 적극적 투자에 따른 점유율 확대 가능성 등 개별 기업 단에서의 긍정적인 변화와 내년부터 예상되는 글로벌 IT 서비스 시장의 완만한 개선에 힘입어 내년 주가 수익률 회복이 예상

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.0	14.4	-8.2
상대주가	-2.1	3.7	-17.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (3월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억INR)	1,216	1,468	1,544	1,675	1,837
영업이익 (십억INR)	282	312	323	358	397
영업이익률 (%)	23.2	21.3	20.9	21.4	21.6
순이익 (십억INR)	221	242	247	280	311
EPS (INR)	52.51	57.84	59.63	67.40	74.69
ROE (%)	29.1	32.1	31.3	32.6	32.8
P/E (배)	36.3	24.8	26.5	23.4	21.1
P/B (배)	10.6	7.8	7.3	6.7	6.1

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 인포시스, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터



### 기업 개요

인도 2위 IT 서비스 기업

1981년 설립된 인포시스는 콜센터부터, IT 관리 서비스, 컨설팅까지 기업 업무의 A to Z를 대행해주는 아웃소싱 모델의 원조격 기업이다. 인도 벵갈루루에 본사를 두고 있으며, 인도 IT 서비스 업계에서 타타 컨설턴시 서비스(TCS)에 이어 2위 기업이다. 주요 성공 전략은 '지역에 상관없이 고객의 모든 업무를 싼 비용으로 대신 처리해주는 것'이다. 그 바탕엔 인도의 저렴한 인건비와 인포시스만의 인재육성이 있었다. 그 결과, 동사는 250달러 벤처기업에서 글로벌 탑티어 아웃소싱 기업(2023년 기준 글로벌 IT 서비스 기업 3위)으로 성장할 수 있었다.

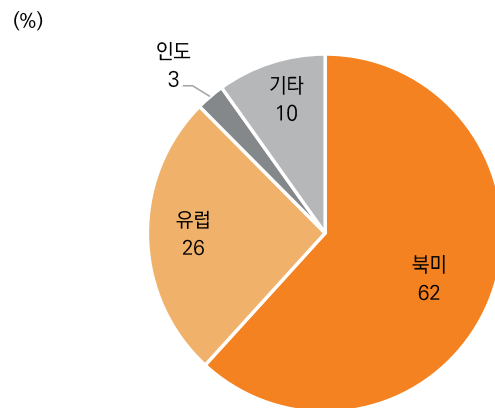
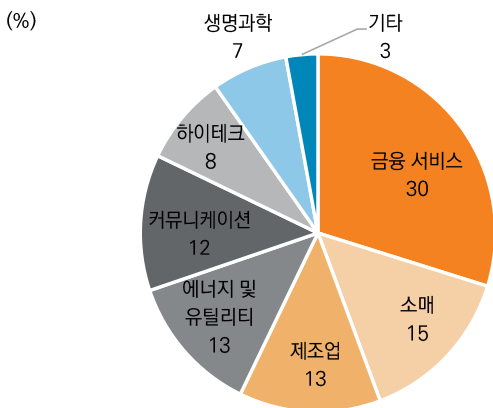
현재는 주력 제품인 은행 솔루션 피나클(Finacle), 인공지능 플랫폼 인포시스 NIA(Infosys NIA), 보험 플랫폼 매카미시(McCamish), 파나야(Panaya) 등을 인도 외에도 북미, 유럽 전 세계 유수의 기업에 제공하고 있다.

동사의 주요 비즈니스는 아웃소싱을 기반으로 하는 IT 관리 서비스 및 컨설팅이다. IT 솔루션을 제공하는 사업영역별 매출 비중은 금융 서비스가 30%로 가장 높고, 소매 부문이 15%로 뒤를 잇는다.

동사는 비즈니스 전략 특성상 주로 인도를 거점으로 각국에 서비스를 제공하기 때문에 글로벌 매출 비중이 높다. 지역별 매출 비중은 북미 지역이 62%로 가장 높고, 그 뒤로 유럽이 26%를 차지하고 있다.

그림 67. 사업영역별 매출 비중 (FY23)

그림 68. 지역별 매출 비중 (FY23)



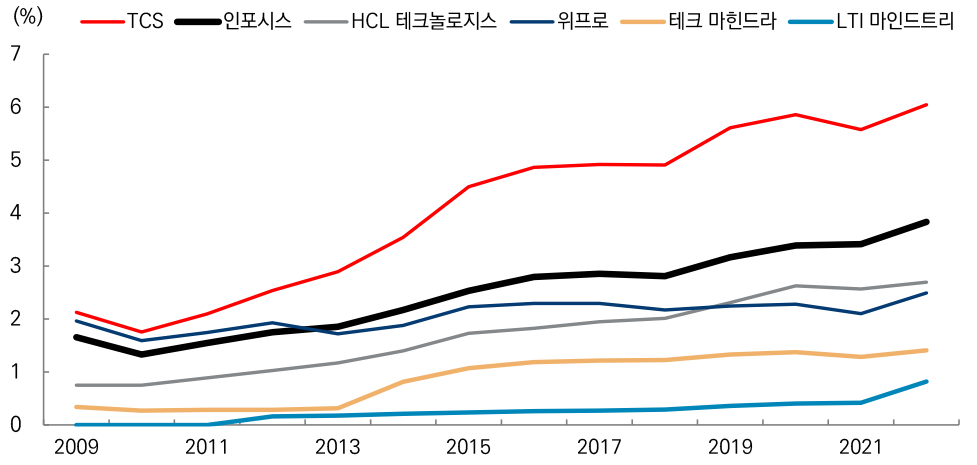
자료: 인포시스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 인포시스, 미래에셋증권 리서치센터

### 코로나 기간 제조업 고객향 매출 급증

인포시스는 타타 컨설턴시와 마찬가지로 안정적으로 20%대 영업이익률을 기록하고 있다. 동사의 글로벌 IT Top25개 기업 매출액 기준 점유율은 2010년 1.3%에서 2020년 3.8%로 증가했다.

그림 69. 인도 IT 서비스 기업 매출액 기준 점유율 추이

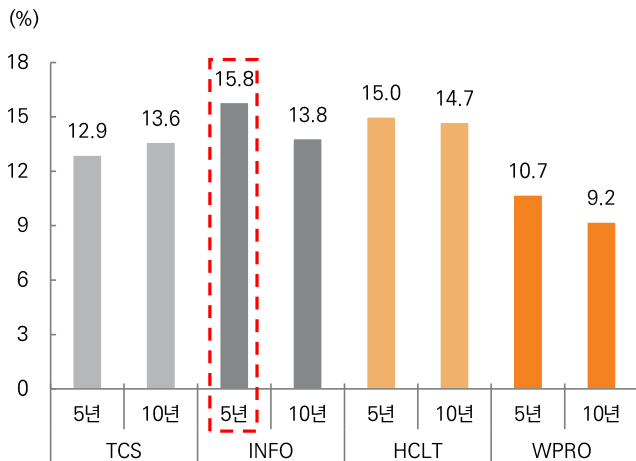


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 글로벌 Top 25개 기업 기준

최근 5년간 동사의 연평균 매출 성장률은 경쟁사보다 높은 수준을 유지

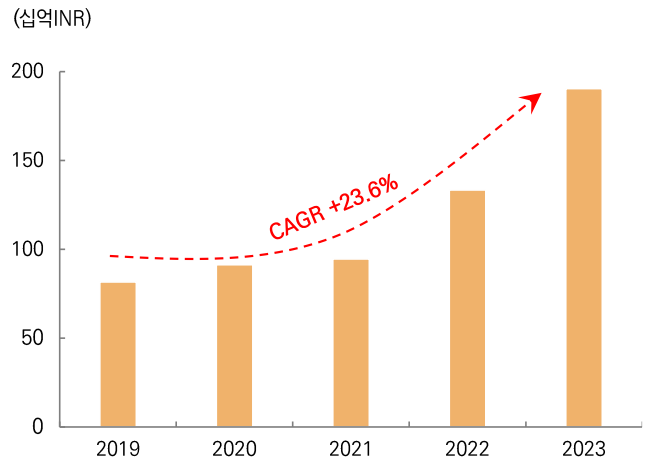
최근 5년간 인포시스의 연평균 매출 성장률은 15.8%로 타타 컨설턴시 서비스, HCL 테크놀로지, 위프로보다 높은 수준을 유지하고 있다. 제조업 고객향 매출의 높은 성장이 동사의 매출 성장을 이끌었다. 동사는 코로나19, 공급망 병목, 에너지 및 원자재 가격 상승에 제조업이 대응할 수 있도록 클라우드, 인공지능, 사물 인터넷 등을 포함한 산업 클라우드를 제공하여 제조업 부문에서 빠르게 매출이 증가할 수 있었다.

그림 70. 인도 IT 서비스 연평균 매출 성장률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 인포시스 제조업 고객 매출액 급성장



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 최근 실적 동향

2Q24 실적  
시장 기대치와 대체로 유사

인포시스의 2Q24 매출액은 전년 대비 +6.7% 성장하면서, 시장 기대치를 소폭 상회하였다. 주요 사업 영역인 금융 서비스 부문 매출액은 전년대비 감소했지만(-4.0%), 생명과학이 24.4%, 제조업이 19.0%, 소매가 14.1% 성장하면서 전체 매출 성장을 견인하였다. 특히, 동사는 코로나로 가속화된 제조업 디지털화의 수혜를 누리며 성장했다.

2Q24 TCV(총 계약 금액)는 77억달러(+186% YoY)로 역대 최대 규모의 TCV를 달성

동사 CEO 살릴 파레크는 상반기 대규모 수주 확보로 FY25년에 매출 성장을 회복할 것이라 밝혔다. 동사의 2Q24 TCV(총 계약 금액)는 77억달러(+186% YoY)로 역대 최대 규모의 TCV를 달성했다. 다만, 거래의 대다수가 매출 주기가 긴 생산 효율화, 비용 절감 시스템 개발 등과 같은 장기적인 프로젝트가 주를 이루고 있기 때문에, 단기간 급격한 매출 성장 회복은 어려울 것이라 밝혔다. 77억달러 규모의 TCV는 4Q23부터 매출로 반영될 계획이다.

자사 생성 인공지능(AI) 제품인 토파즈(Topaz)의 채택이 증가하면서 시장 점유율 확대에 기여

생성형 인공지능(AI)에 대한 관심의 증가와 더불어 자사 생성형 인공지능(AI) 제품인 토파즈(Topaz)의 채택이 증가하면서 시장 점유율 확대에 도움이 되고 있다고 밝혔다. 인포시스의 토파즈(Topaz)는 생성형 인공지능(AI) 기술을 사용하는 AI 서비스, 솔루션 및 플랫폼을 제공하는 서비스로 12,000개 이상의 AI 사용 사례와 아이디어, 150개 이상의 사전 훈련된 AI 모델 등을 제공한다.

이익률 극대화를 목표로 하는 프로젝트 막시무스(Project Maximus)를 진행. 향후 18개월 동안 지속될 예정

동사는 고객의 일시적 IT 지출 감소에 대응하기 위해 이익률 극대화를 목표로 하는 프로젝트 막시무스(Project Maximus)를 진행하고 있다. 동사 CFO nilanjan Roy에 따르면 해당 프로젝트로 1분기 영업이익률(20.8%) 대비 개선된 2분기 영업이익률(21.2%)을 보여줄 수 있었다고 밝혔다. 다만, 비용 효율화 과정에서 전분기 대비 직원수가 7,530명(-2.2% QoQ) 감소했다. 프로젝트 막시무스는 향후 18개월 동안 지속될 예정이다.

표 14. 인포시스 2Q24 실적 추이

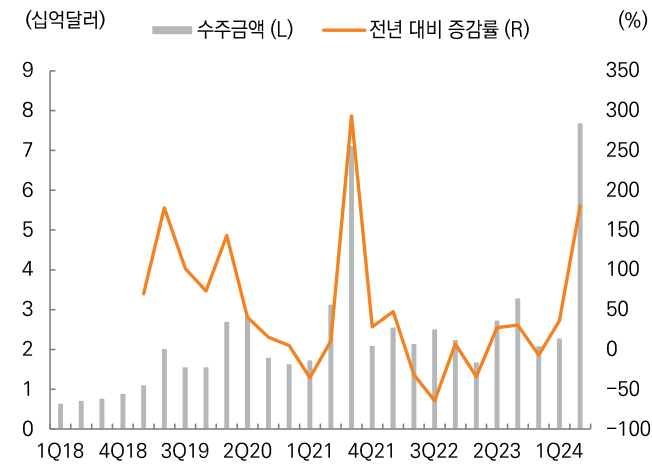
(십억INR)

	2Q24	2Q23	% Chg (YoY)	2Q24 (예상치)	% Diff
매출액	390	365	6.7	385	1.3
금융서비스	107	111	-4.0	114	-5.7
소매	59	52	14.1	55	7.0
커뮤니케이션	45	45	-0.8	44	0.6
에너지 및 유틸리티	50	45	10.2	49	0.6
제조업	56	47	19.0	54	2.9
하이테크	31	30	2.8	31	-0.8
생명과학	31	25	24.4	28	9.5
기타	13	11	16.4	10	30.6
영업이익	83	79	4.5	81	2.3
당기순이익	62	60	3.2	62	0.0
이익률 (%)					
영업이익률	21.2	21.7		21.0	
당기순이익률	15.9	16.5		16.1	

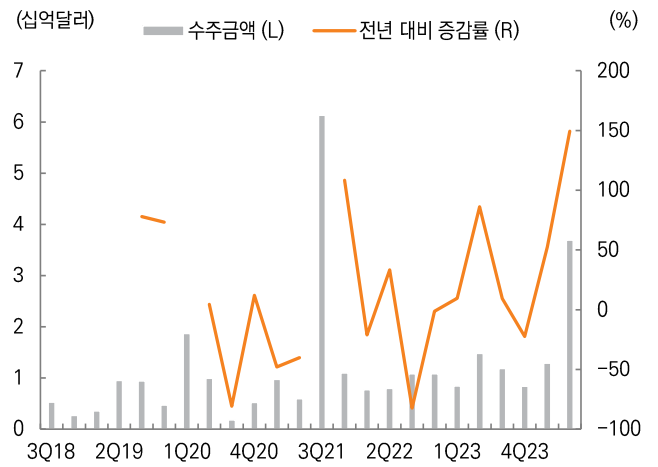
자료: 인포시스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 분기별 총계약금액(TCV) 추이

그림 73. 분기별 신 계약금액 추이

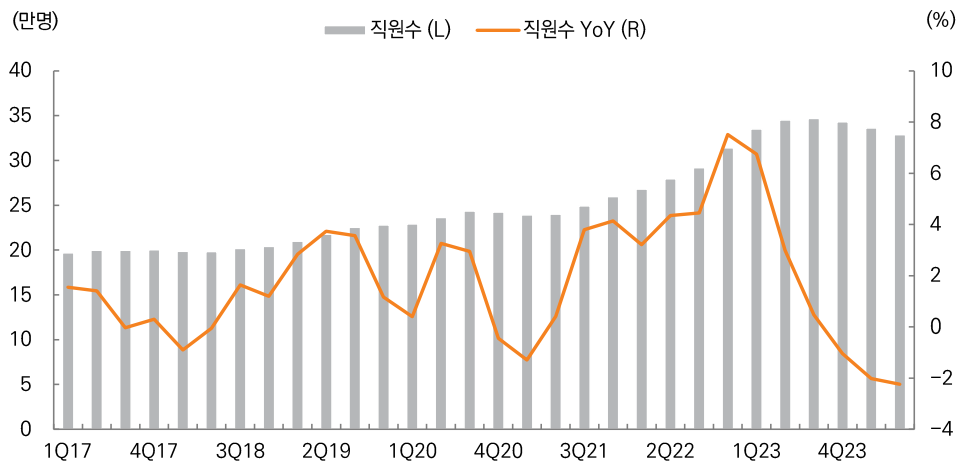


자료: 인포시스, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 인포시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 분기별 직원수 추이



자료: 인포시스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

개별 기업 단에서의 긍정적인 변화와 내년부터 예상되는 글로벌 IT 서비스 시장의 완만한 개선에 힘입어 내년 주가 수익률 회복 예상

글로벌 고객사들의 일시적인 IT 서비스 지출 감소로 인한 단기 매출 및 이익 성장률 둔화로 동사 주가는 지난 12개월 8% 하락, 현재 FY24년 P/E 26.5배에 거래(과거 5년 평균 수준) 중이다.

최근 역대 최대 규모의 총 계약 금액(TCV) 달성, 생성형 인공지능(AI)의 적극적 투자에 따른 시장 점유율 확대 가능성, 프로젝트 막시무스(Project Maximus) 도입으로 인한 이익률 개선 등 개별 기업 단에서의 긍정적인 변화와 내년부터 예상되는 글로벌 IT 서비스 시장의 완만한 개선에 힘입어 내년 주가 수익률 회복이 예상된다.

그림 75. 12개월 선행 P/E 밴드차트 I

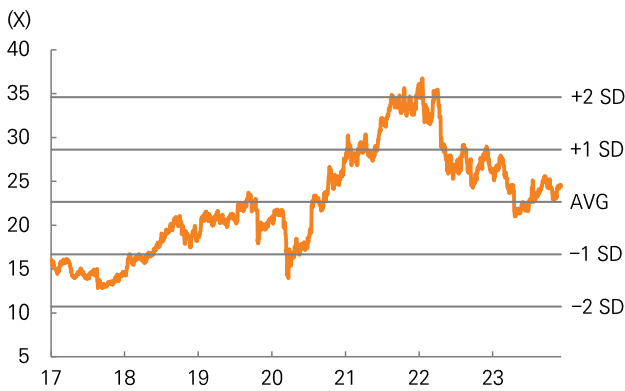


그림 76. 12개월 선행 P/E 밴드차트 II

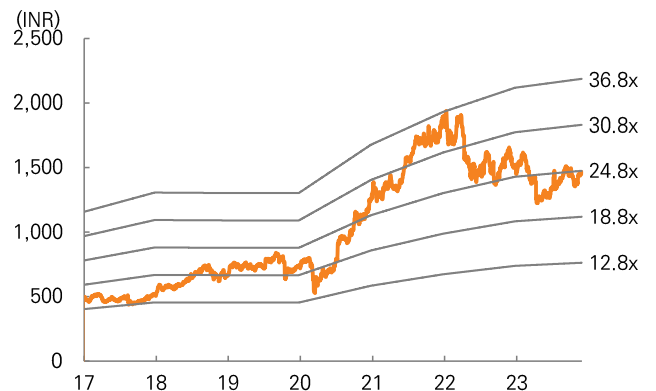


그림 77. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I



그림 78. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II

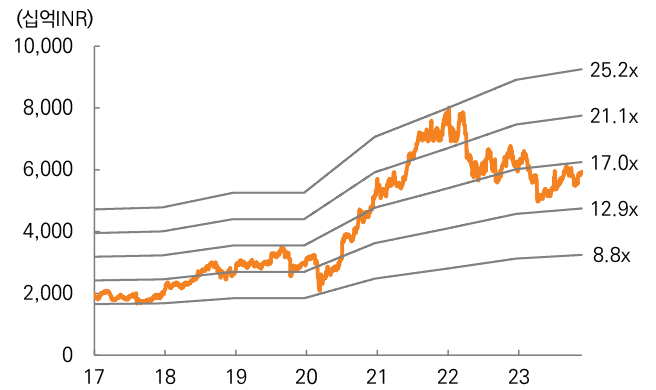


그림 79. 인포시스: 액션츄어 대비 12개월 선행 P/E

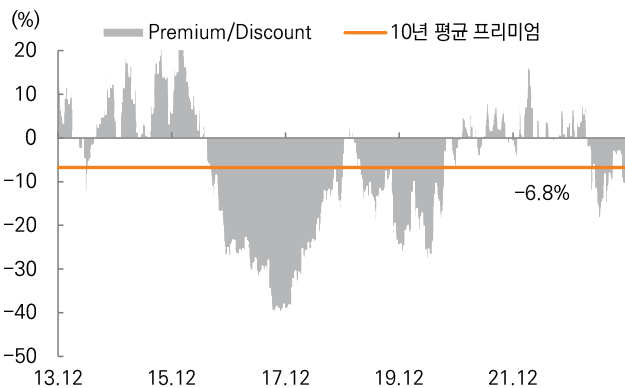
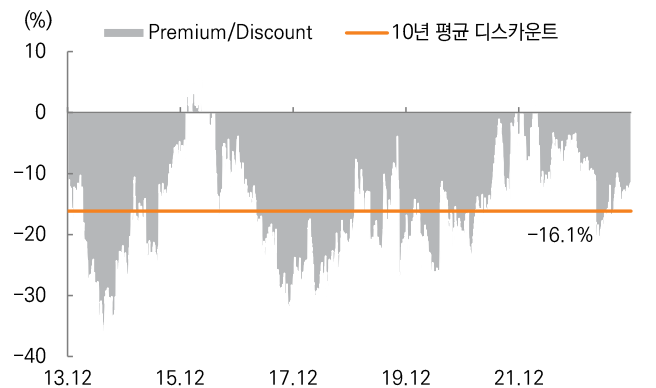


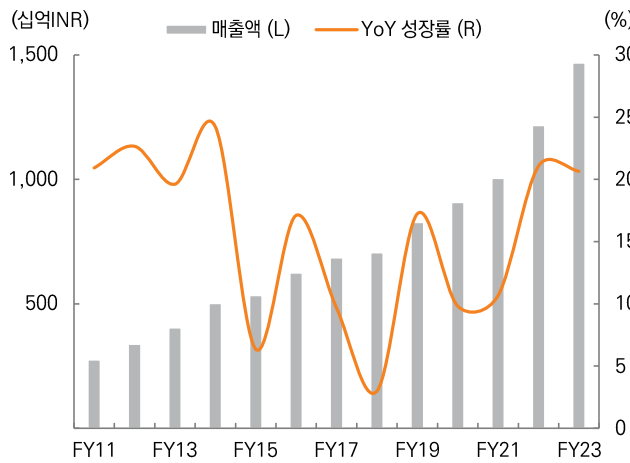
그림 80. 인포시스: 타타 컨설턴시 대비 12개월 선행 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

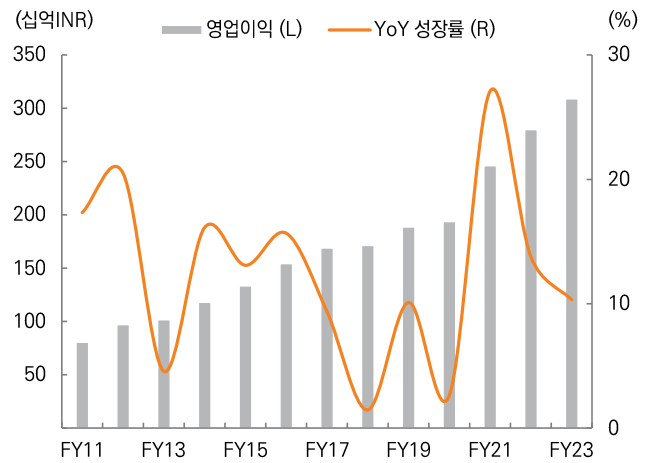
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 매출액 및 YoY 성장률 추이



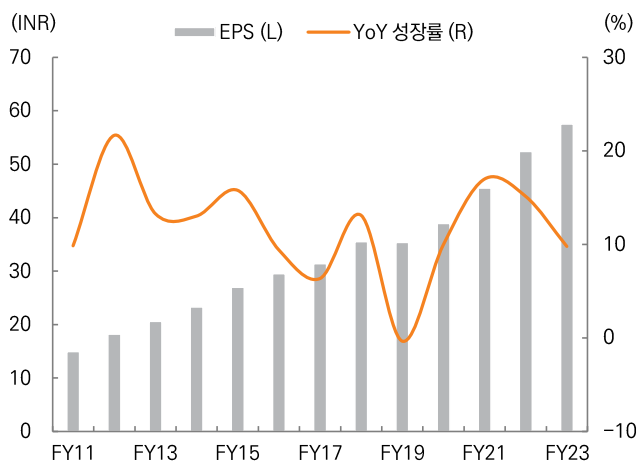
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



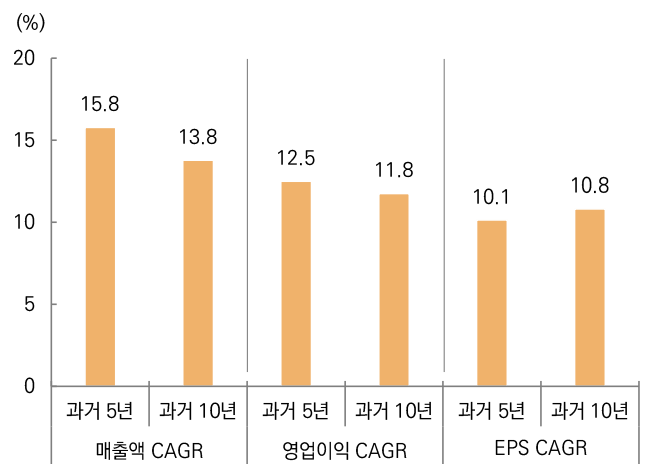
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. EPS 및 YoY 성장률 추이



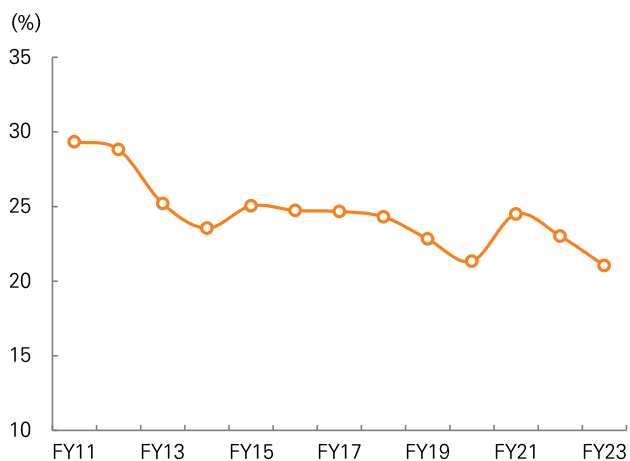
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률 (CAGR) 추이



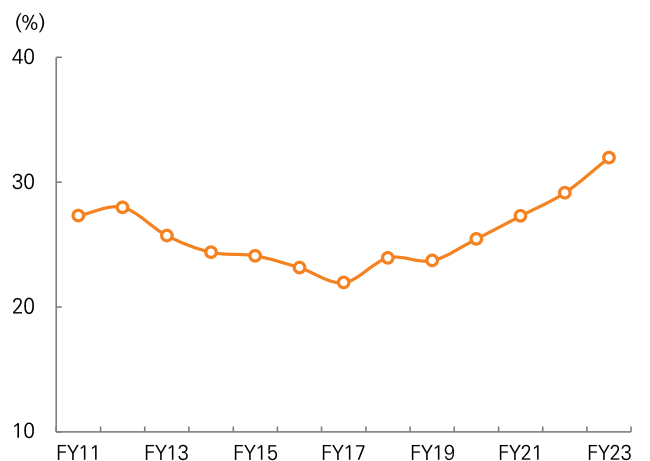
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 요약 손익계산서

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	685	705	827	908	1,005	1,216	1,468	1,544	1,675	1,837
영업이익	169	171	189	194	246	282	312	323	358	397
세전이익	200	203	210	220	266	301	333	344	383	424
순이익	144	160	154	166	194	221	242	247	280	311
현금성 영업이익(EBITDA)	187	190	209	224	281	317	354	369	405	447
(성장률, YoY)										
매출액		3.0%	17.2%	9.8%	10.7%	21.1%	20.7%	5.2%	8.5%	9.7%
영업이익		1.5%	10.1%	2.6%	27.1%	13.8%	10.3%	4.4%	10.9%	11.0%
순이익		11.7%	-3.9%	7.7%	16.6%	14.3%	9.0%	2.7%	13.1%	11.0%
현금성 영업이익(EBITDA)		1.4%	9.9%	7.4%	25.1%	12.8%	11.9%	4.1%	9.8%	10.3%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 요약 대차대조표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	537	500	529	546	607	672	709	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	326	262	262	233	271	241	191	N/A	N/A	N/A
비유동자산	297	299	319	382	477	507	549	N/A	N/A	N/A
자산총계	834	799	847	928	1,084	1,179	1,258	N/A	N/A	N/A
유동부채	140	141	186	209	239	336	392	N/A	N/A	N/A
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
비유동부채	4	9	11	61	77	85	108	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
부채총계	144	150	197	269	316	421	500	N/A	N/A	N/A
자본총계	690	649	650	658	768	757	758	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 요약 현금흐름표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	143	150	164	189	246	258	240	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	-173	27	-21	-22	-89	-83	-27	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	-28	-20	-24	-33	-21	-22	-26	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	-69	-205	-145	-176	-98	-246	-267	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	-101	-28	-3	-9	61	-72	-53	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	115	130	140	156	225	236	214	252	261	314

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	31.4	35.5	35.4	38.9	45.5	52.5	57.8	59.6	67.4	74.7
주당장부가액(BPS)	150.9	149.4	149.8	154.3	179.9	179.7	182.3	200.0	218.5	243.7
주당배당액(DPS)	12.9	16.8	17.5	17.5	27.0	31.0	34.0	43.4	48.7	52.4
자기자본수익률(ROE)	22.0	23.9	23.7	25.5	27.3	29.1	32.1	31.3	32.6	32.8
총자산수익률(ROA)	18.1	19.6	18.7	18.7	19.2	19.5	19.8	19.4	20.4	20.3
배당성향	41.0	59.0	60.5	44.7	59.2	58.8	58.4	72.8	72.3	69.8
순차입금	-326	-262	-262	-233	-271	-241	-191	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-47.3	-40.4	-40.3	-35.4	-35.2	-31.9	-25.2	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 정우창 wchung@miraeeasset.com  
(Contributor) Ashis Dash ashis.dash@miraeeassetcm.com



LTIM IN · IT서비스 · 인도

# LTI 마인드트리

## 이제부터 본격적으로 시작!

Not Rated

Refinitiv 최고목표주가  
INR 8,140.00

상승여력  
32.8%

현재주가(23/12/15)  
INR 6,129.30

NSE(p)	21,456.65	시가총액(십억INR)	1,813.76	시가총액(조원)	28.40	유통주식수(백만주)	81.38
--------	-----------	-------------	----------	----------	-------	------------	-------

### Report summary

#### 인도 1위 건설 기업인 라르센&투브로 계열의 IT 서비스 기업

L&T Infotech(LTI)와 마인드트리의 합병으로 인도에서 시가 총액 기준으로 5번째로 큰 IT 서비스 기업. 동사는 노동 집약적이며 진입 장벽이 상대적으로 낮은 BPO 서비스 비중이 없는 것이 특징

#### 합병 이후 예상되는 강력한 시너지

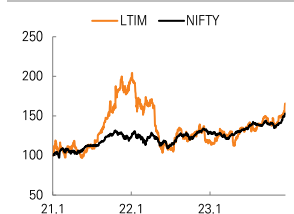
1) 합병하는 두 회사의 상호 보완적인 비즈니스 성격, 2) 인재풀의 강화로 높아질 것으로 예상되는 대형 수주 확보 능력, 3) 비용 측면에서의 효율성 증가로 IT 서비스 기업 가운데 가장 높은 이익 성장 기대

#### 당연한 프리미엄

동사는 FY24년 P/E 37.1배에 거래, 업계 1위인 TCS에 비해서 22% 할증. 그러나, 합병으로 인한 수주 경쟁력 및 내부 효율성 증대로 인한 매출 증가, 이익률 개선으로 인한 견고한 이익 성장성(향후 3년간 EPS 성장률 10%후반~20%초반)을 고려하면, 업계 평균 밸류에이션 대비 프리미엄은 부담스럽지 않다고 판단

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.7	15.0	20.3
상대주가	1.4	4.3	7.8

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억INR)	261	332	361	407	461
영업이익 (십억INR)	47	54	60	71	84
영업이익률 (%)	17.8	16.2	16.6	17.5	18.2
순이익 (십억INR)	39	44	49	58	68
EPS (INR)	133.67	149.07	165.01	197.04	233.61
ROE (%)	36.6	28.6	26.9	27.4	27.7
P/E (배)	46.0	31.9	37.1	31.1	26.2
P/B (배)	12.7	8.5	8.6	7.3	6.3

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: LTI 마인드트리, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터



### 기업 개요

인도 1위 건설 기업인 라르센&투브로의 계열사로 시가 총액 5위 IT 서비스 기업

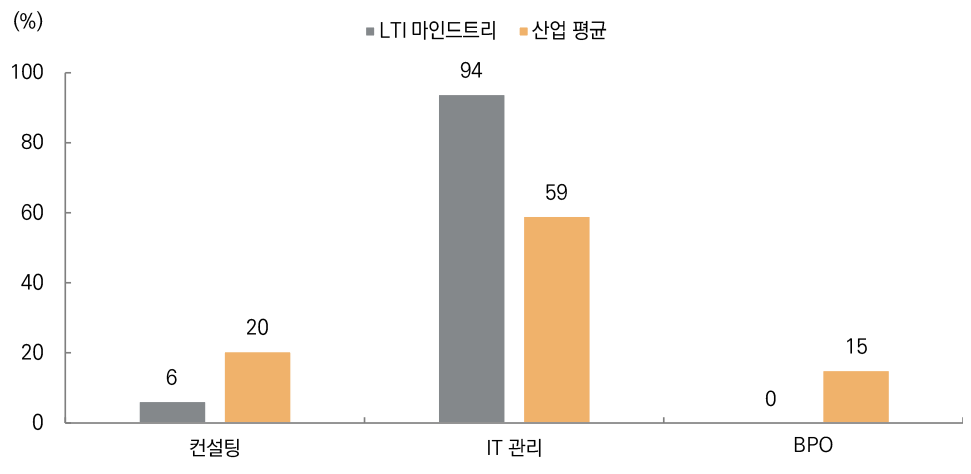
인도 1위 건설 기업인 라르센&투브로의 계열사인 LTI 마인드트리(LTI)와 마인드트리의 합병으로 인도에서 시가 총액 기준으로 5번째로 큰 IT 서비스 기업이 되었다. 2019년 라르센&투브로가 마인드트리의 지분 61.1%를 인수한 이후 LTI와 마인드트리는 공동으로 다양한 딜을 추진했다. 2022년 11월 LTI와 마인드트리가 합병하면서 사명을 LTI 마인드트리로 변경했다.

향후 생성형 인공지능(AI)이 BPO 서비스를 대체하면서 발생하는 매출 감소 우려 없음

동사는 IT 컨설팅이나 IT 관리 서비스 대비 노동 집약적이며 진입 장벽이 상대적으로 낮은 BPO 서비스 비중이 없다(주요 인도 IT 서비스 기업 BPO 서비스 매출 비중은 4~13%). 따라서, 향후 생성형 인공지능(AI)이 BPO 서비스를 대체하면서 발생하는 매출 감소 우려도 없다.

대형 IT 서비스 기업들이 2010년대 중반 BPO(Business Process Outsourcing) 서비스에 집중된 것과 달리 동사는 기존 성장성이 낮은 레거시 비즈니스보다는 디지털 및 클라우드, 데이터 분석 등에 선제적으로 투자하였기 때문이다.

그림 87. LTI 마인드트리 부문별 매출 구성비



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

## 인공지능(AI)

동사는 고객사의 인공지능(AI) 전환을 가속화하기 위해 클라우드에서 인공지능(AI) 모델을 관리하는 KenAI와 생성형 인공지능(AI)인 Canvas.ai 등 다양한 플랫폼을 개발했다. 그 외에도 AI/ML 기반의 품질 관리 플랫폼인 Cosmos QE 플랫폼 등 기업의 품질 관리에 도움이 되는 인공지능(AI) 서비스도 제공하고 있다. 동사는 회계연도 2024년에 인공지능(AI) 역량 강화와 제품 개발을 위해 4~5천만달러를 투자할 계획이다.

## 합병은 마무리 단계

LTI와 마인드트리리는 합병 이전부터 다양한 딜을 공동으로 추진해왔기 때문에 합병 과정은 비교적 수월하게 진행되었다. 합병 과정에서의 경영진 교체와 리더십 변화로 일부 리더들은 조직을 떠났으나, 핵심 인력들은 유지되었다. 현재 합병은 완료되었고, 이에 따라 인력 유출에 대한 시장의 우려는 상당 부분 해소될 것으로 보인다.

현재 합병은 완료되어 인력 유출에 대한 시장의 우려는 해소

### 합병 이후 예상되는 강력한 시너지

LTI와 마인드트리리는 다음의 세가지 이유로 합병 이후 강력한 시너지를 발휘할 것으로 예상된다. 1) 상호 보완적인 성격이 강한 두 기업의 결합이며, 2) 인재풀의 강화로 향후 대형 딜 성사 능력이 제고될 것이며, 3) 비용 측면에서의 효율성이 증가할 것이기 때문이다. 합병 시너지로 향후 IT 서비스 기업 가운데 가장 높은 매출 및 이익 성장을 기대한다.

#### 1) 상호 보완적인 성격이 강한 두 기업의 결합

LTI는 인프라 관리와 엔터프라이즈 애플리케이션 관리에 강점이 있고, 마인드트리리는 웹사이트, 애플리케이션, 키오스크 등 사용자들이 이용하는 UI/UX 부문에서 강점을 가진 IT 서비스 기업이다. 또한 두 기업의 주요 사업 영역이 다르기 때문에 고객 간의 중복이 적다.

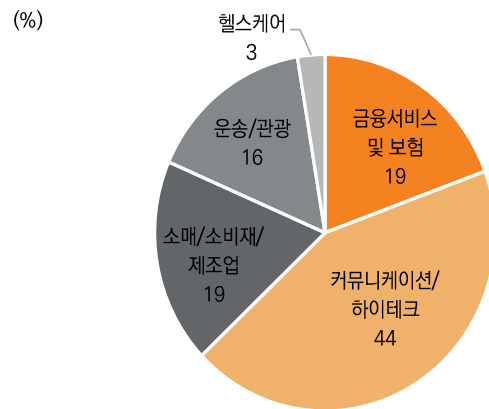
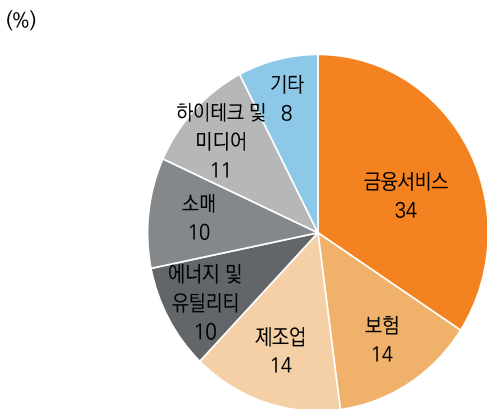
합병 전 두 기업의 주요 사업 영역이 다르고 고객 간의 중복이 적음

따라서, 합병 이후 교차 판매(Cross-Selling)와 업셀링(Up-Selling)의 가능성이 높음

LTI 마인드트리리의 700곳 이상의 고객사 가운데 10~12곳만이 LTI와 마인드트리리의 중복되는 고객이다. 따라서 합병 이후 교차 판매(Cross-Selling)와 업셀링(Up-Selling)의 가능성이 높다. 아직은 합병으로 인한 매출 시너지가 크지 않으나, 향후 확장 가능성이 제한적인 소규모 고객을 정리하고 대형 고객에 집중할 계획이라 교차 판매와 업셀링 매출이 증가할 것으로 기대한다. 경영진은 향후 1~2년간 대형 계약(2~5천만달러 규모의 계약)이 증가할 것이며, 3~4년간 매출액 시너지가 10억달러(FY23 매출의 25%) 이상 발생할 것으로 전망하고 있다.

그림 88. LTI의 사업영역별 매출 비중 (합병 이전)

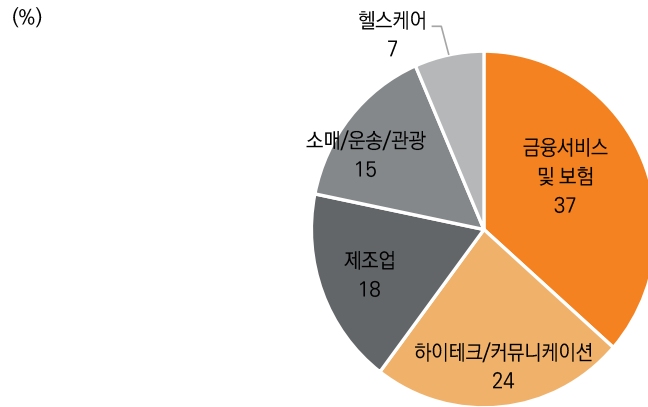
그림 89. 마인드트리리의 사업영역별 매출 비중 (합병 이전)



자료: LTI 마인드트리, 미래에셋증권 리서치센터

자료: LTI 마인드트리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. LTI 마인드트리 사업영역별 매출 비중 (합병 이후)



자료: LTI 마인드트리, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 2Q24 기준

표 19. 주요 IT 서비스 기업의 고객 규모별 구성 비교

	TCS	Infosys	Wipro	HCL Tech	LTIMindtree
고객 수	N/A	1,884	1,393	N/A	737
\$ 100 mn	61	39	22	20	2
\$ 50 mn	137	80	51	49	14
\$ 20 mn	292	-	122	132	41
\$ 10 mn	483	312	207	243	90
\$ 5 mn	688	-	313	402	146
\$ 1 mn	1,272	951	774	971	391

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 인재풀 강화로 인한 대형 딜 성사 능력 향상

합병 전 LTI와 마인드트리의 직원 수는 각각 5만명, 4만명 규모였다. 합병 이후 인재풀을 통합하면서 2Q24 기준 8.4만명의 직원 수를 보유, 고객에게 더 폭넓은 서비스를 제공할 수 있게 되었다. 또한, 인력과 기업의 규모가 커짐에 따라 더 많은 대형 수주 입찰에 참여하기 시작했다.

인력과 기업의 규모가 커짐에 따라 더 많은 대형 수주 입찰에 참여하기 시작

표 20. 합병 후 증가한 직원 당 생산성

직원	LTI	마인드트리	LTI 마인드트리
소프트웨어 전문가	48,686	36,092	78,276
영업 및 지원	2,295	2,198	5,256
합계	50,981	38,290	83,532
직원 당 매출 (달러)	48,202	44,581	51,747

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: LTI, 마인드트리는 2Q23 기준, LTI 마인드트리는 2Q24 기준

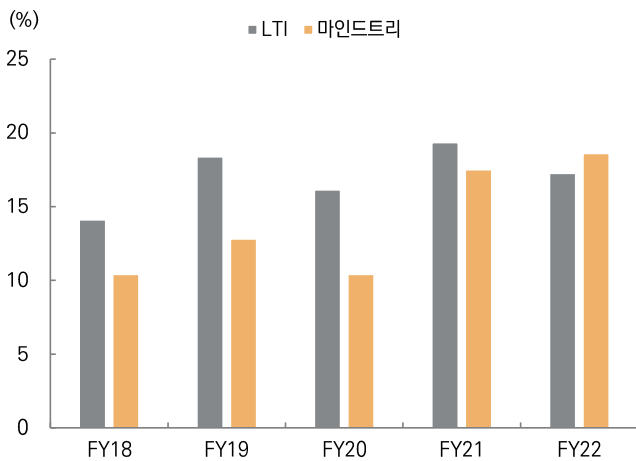
### 3) 비용 측면에서의 효율성 증가

합병 전 LTI와 마인드트리의 FY22년 영업이익률은 각각 17.3%, 18.6%를 기록하였다. 그러나, 합병 후 LTI 마인드트리의 FY23년 영업이익률은 16.2%로 합병전보다 낮아졌다. 이는 합병과 관련한 일회성 비용들이 발생하였기 때문이다.

합병 완료 후, 동사는 비용 최적화에 집중 → 영업이익률은 FY25년까지 18.4%로 상승할 것으로 예상

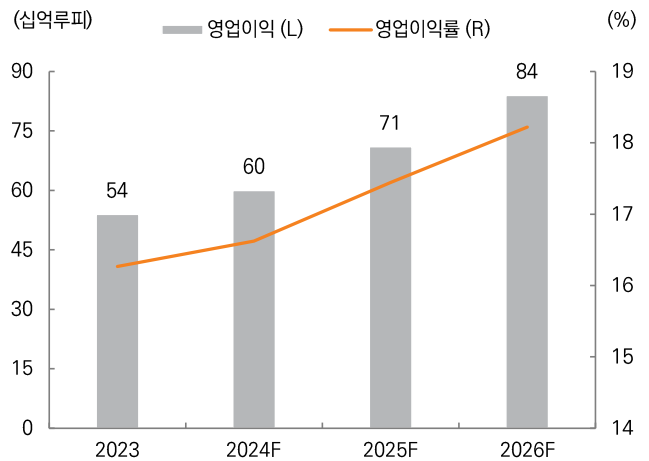
합병이 거의 마무리가 된 상황에서, 동사는 비용 최적화를 진행하고 있어 영업이익률이 FY25년까지 18.4%로 상승할 것으로 시장은 예상하고 있다. LTI 마인드트리는 비용을 효율적으로 관리하기 위해 1) 라이트 쇼어링(Right-Shoring)을 확대하고 있고, 2) 하청 비용을 절감하고, 3) 재량적 지출을 줄이고, 4) 직원들의 효율성을 높일 계획이다. 참고로 라이트 쇼어링(Right-Shoring)이란 자원을 저렴한 비용으로 적절한 장소에 제공하는 전략이다. 동사 경영진은 매출 시너지, 비용 시너지, 고수익 사업 집중, 운영 효율성 등을 통해 FY27년까지 19~20%의 영업이익률 달성을 목표하고 있다.

그림 91. 합병 이전 LTI와 마인드트리의 영업이익률



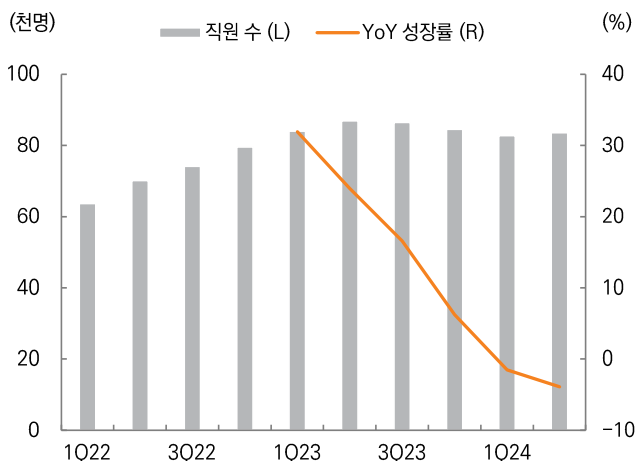
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 영업이익 및 영업이익률 전망



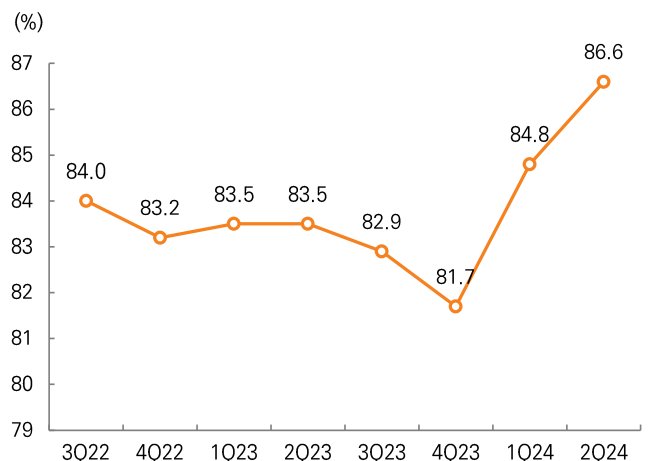
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 직원 수 추이



자료: LTI 마인드트리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 프로젝트 투입률 추이: 투입률 상승 중



자료: LTI 마인드트리, 미래에셋증권 리서치센터

### 최근 실적 동향

LTI 마인드트리 2Q24 기준 매출액은 전년대비 +8.2% 성장하면서, 시장 예상치에 부합했다. 영업이익과 당기순이익은 시장 예상치를 소폭 상회하였다.

작년의 역기저효과로 하이테크/커뮤니케이션, 헬스케어 부문의 매출 성장은 각각 1.3%, 3.9%에 그쳤다. 그러나, 경기 부진에도 보험 분야의 고객들이 여전히 지속적인 투자를 진행하고 있고, 제조업 부문 역시 투자를 이어 나가고 있어 금융 서비스 및 보험 부문의 매출 성장은 전년대비 9.2%, 제조업 부문의 매출 성장은 전년대비 19.5%를 달성했다.

이번 분기에 30개의 신규 고객이 추가되었으며, 전년 동기와 비교했을 때 1천만달러 이상의 수주 고객 수는 13곳이 늘었고, 2천만달러, 5천만달러 수주 고객 수는 각각 3곳이 늘었다. CEO 데바시스는 교차 판매와 업셀링 전략이 유효하게 작용되고 있어 이러한 성과가 가능했다고 밝혔다. 또한, 인도 IT 서비스 기업 중 유일하게 전분기 대비 직원 수가 증가하였다(+1% QoQ).

경영진은 3분기 현재 다양한 산업 부문에서 수주가 확정되고 있어 하반기(2H24)에는 상반기(1H24)보다 더 높은 이익 성장이 가능할 것이라 밝히며, FY24년 영업이익률 목표치를 17~18%로 제시하였다.

표 21. LTI 마인드트리 2Q24 실적 추이

(십억INR)

	2Q24	2Q23	% Chg (YoY)	2Q24 (예상치)	% Diff
매출액	89	82	8.2	89	0.1
금융서비스 및 보험	33	30	9.2	-	-
하이테크/커뮤니케이션	21	21	1.3	-	-
제조업	16	13	19.5	-	-
소매/운송/관광	14	13	7.6	-	-
헬스케어	6	6	3.9	-	-
영업이익	14	14	-1.2	14	2.3
당기순이익	12	12	-2.2	11	1.8
이익률 (%)					
영업이익률	16.0	17.5		15.6	
당기순이익률	13.0	14.4		12.8	

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

동사는 FY24년 P/E 37.1배에 거래, 과거 5년 평균 대비 +1 표준편차 수준에 거래되고 있다. 또한, 업계 1위인 타타 컨설턴시 서비스(TCS)에 비해서도 22% 할증 거래되고 있어 밸류에이션 부담이 있어 보인다.

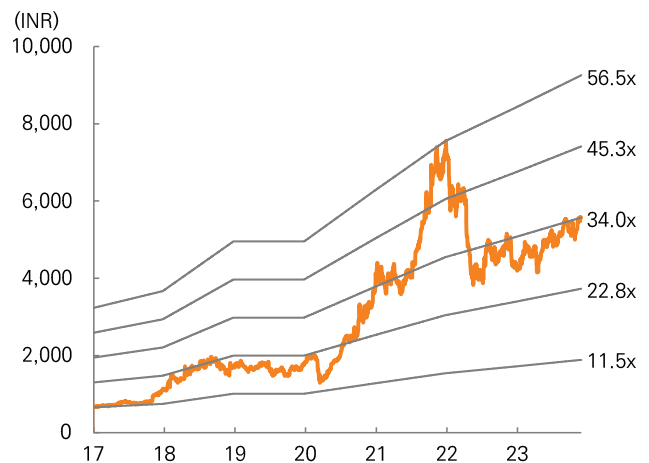
동사의 업계 평균 대비 프리미엄 밸류에이션은 부담스럽지 않다고 판단

그러나, LTI와 마인트트리의 합병으로 인한 수주 경쟁력 확보 및 내부 효율성 증대로 인한 매출 증가와 이익률 개선으로 인한 견고한 이익 성장성(향후 3년간 EPS 성장을 10%후반~20%초반)을 고려하면, 동사의 업계 평균 밸류에이션 대비 프리미엄은 부담스럽지 않다고 판단한다.

구조적 성장이 예상되는 IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요 및 점유율 상승으로 동사의 장기 주가 매력도는 높다고 판단한다.

그림 95. 12개월 선행 P/E 밴드차트 I

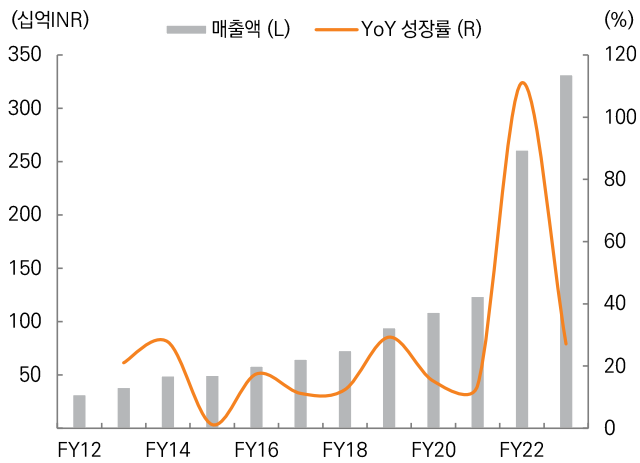
그림 96. 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

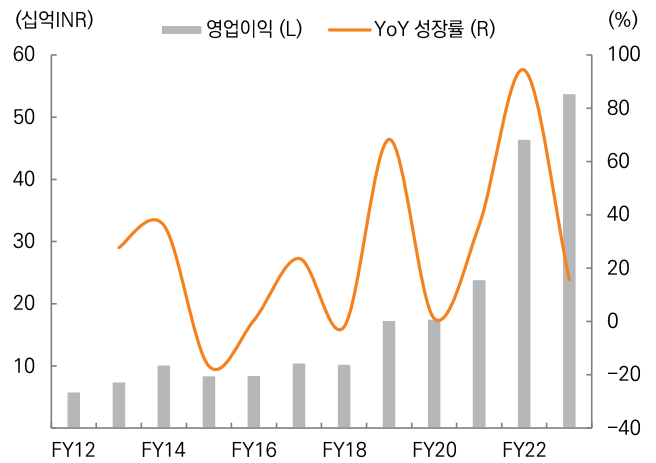
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 매출액 및 YoY 성장률 추이



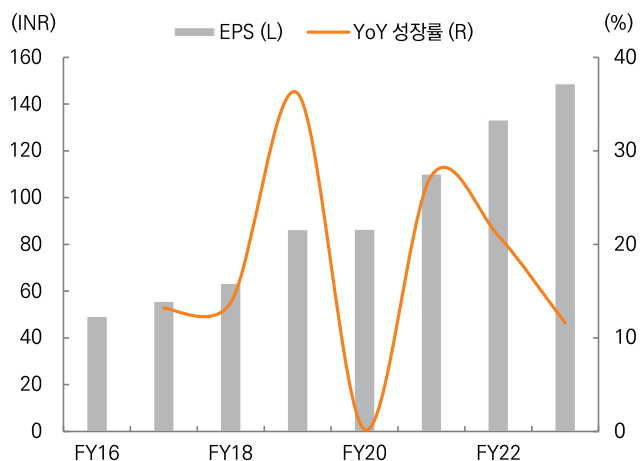
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



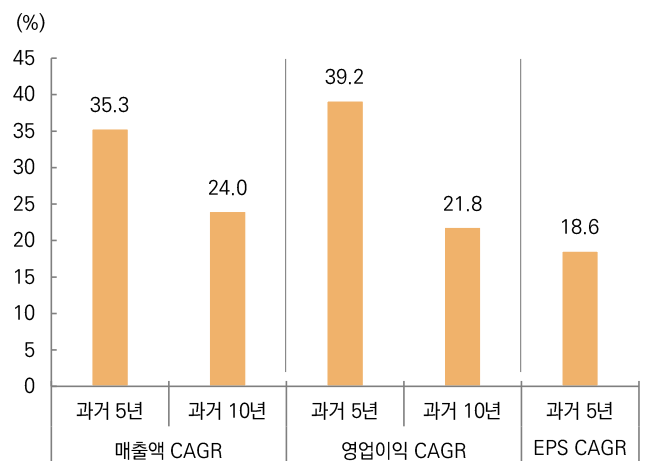
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. EPS 및 YoY 성장률 추이



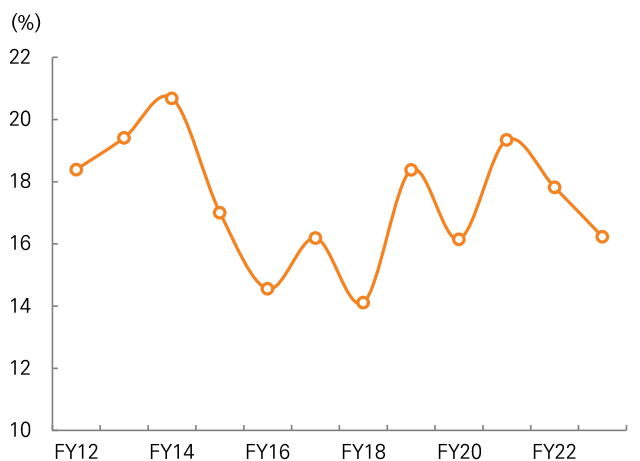
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률 (CAGR) 추이



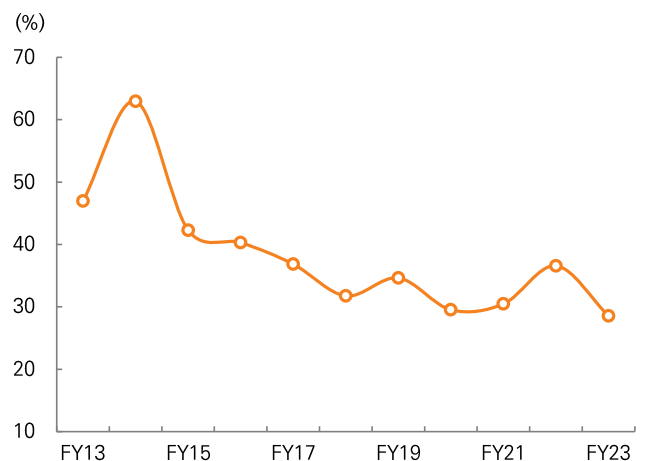
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



표 22. 요약 손익계산서

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	65	73	94	109	124	261	332	361	407	461
영업이익	11	10	17	18	24	47	54	60	71	84
세전이익	12	14	20	20	26	53	58	65	78	91
순이익	10	11	15	15	19	39	44	49	58	68
현금성 영업이익(EBITDA)	12	12	19	20	27	52	61	68	80	94
(성장률, YoY)										
매출액		12.4%	29.3%	15.2%	13.7%	111.1%	27.1%	9.1%	12.6%	13.6%
영업이익		-2.0%	68.4%	1.2%	36.2%	94.4%	15.8%	11.9%	18.4%	18.1%
순이익		14.6%	36.3%	0.3%	27.4%	103.9%	11.7%	11.0%	19.5%	16.7%
현금성 영업이익(EBITDA)		-3.6%	58.6%	7.8%	34.3%	92.6%	16.4%	11.8%	17.4%	17.0%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 요약 대차대조표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	33	42	52	63	81	149	172	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	13	16	22	27	44	72	77	N/A	N/A	N/A
비유동자산	11	12	15	25	26	56	63	N/A	N/A	N/A
자산총계	44	54	67	88	107	206	235	N/A	N/A	N/A
유동부채	12	14	16	23	26	51	55	N/A	N/A	N/A
단기차입금	0	0	0	0	0	0	1	N/A	N/A	N/A
비유동부채	0	1	1	11	8	12	14	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
부채총계	13	15	18	34	34	63	69	N/A	N/A	N/A
자본총계	31	39	49	54	73	143	166	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 요약 현금흐름표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	12	9	15	17	25	32	31	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	-10	-5	-8	-8	-18	-17	-5	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	-1	-1	-2	-2	-3	-11	-9	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	0	-4	-6	-9	-5	-16	-18	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	2	0	1	1	2	-1	9	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	11	8	13	15	22	21	21	41	48	57

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	55.8	63.5	86.4	86.6	110.3	133.7	149.1	165.0	197.0	233.6
주당장부가액(BPS)	183.9	224.4	282.0	310.3	417.9	483.3	560.9	655.5	771.1	903.9
주당배당액(DPS)	16.6	21.5	28.0	28.0	40.0	45.0	60.0	66.7	79.5	90.0
자기자본수익률(ROE)	36.8	31.8	34.6	29.5	30.5	36.6	28.6	26.9	27.4	27.7
총자산수익률(ROA)	25.6	22.7	25.2	19.6	19.8	25.2	20.0	20.7	21.8	22.5
배당성향	29.2	33.3	32.0	32.1	36.1	41.2	40.3	40.4	40.3	38.4
순차입금	-13	-16	-22	-27	-43	-72	-75	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-42.0	-42.2	-44.0	-50.2	-59.5	-50.6	-45.5	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 정우창 wcchung@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

HCLT IN · IT서비스 · 인도

# HCL 테크놀로지스

## 아쉬운 밸류에이션

Not Rated

Refinitiv 최고목표주가

INR 1,590.00

상승여력

6.6%

현재주가(23/12/15)

INR 1,491.30

NSE(p)	21,456.65	시가총액(십억INR)	4,046.89	시가총액(조원)	63.39	유통주식수(백만주)	929.57
--------	-----------	-------------	----------	----------	-------	------------	--------

### Report summary

#### 인도 3위 IT 서비스/컨설팅 기업

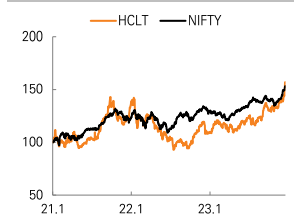
금융 서비스, 제조업, 생명과학 및 헬스케어 등 다양한 분야에 IT 서비스를 제공. 매출 비중: 금융 서비스 19%, 제조업 17%, 생명과학/헬스케어 15%, IT 13%

#### 경쟁 IT 서비스 업체 대비 단기 밸류에이션 부담이 존재

업황 부진에도 불구하고 동사 주가는 인도 주식 시장에서 중소형주 강제 현상에 힘입어 동반 상승, 현재 FY24년 P/E 25.7배에 거래, 과거 5년 평균 대비 +2 표준편차 수준에 거래 중. 경쟁 IT 서비스 업체 대비 단기 밸류에이션 부담이 존재. 내년도 글로벌 IT 서비스 시장의 점진적 회복 기대가 이미 현재 주가에 상당 부분 반영되어 있다고 판단

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.4	17.8	20.2
상대주가	-2.7	6.8	7.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (3월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억INR)	855	1,015	1,098	1,205	1,319
영업이익 (십억INR)	162	183	200	225	249
영업이익률 (%)	18.9	18.1	18.3	18.7	18.9
순이익 (십억INR)	134	147	157	177	196
EPS (INR)	49.34	54.16	58.03	65.19	72.33
ROE (%)	21.7	23.0	23.7	25.4	27.2
P/E (배)	22.9	19.8	25.7	22.9	20.6
P/B (배)	5.1	4.5	5.4	5.2	5.0

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: HCL 테크놀로지스, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

### 기업 개요

#### 인도 3위 IT 서비스/컨설팅 기업

HCL 테크놀로지스는 1991년 설립된 인도 3위 IT 서비스/컨설팅 기업이다. 인도 노이 다에 본사를 두고 있으며, 1978년 인도 8비트 컴퓨터를 출시한 HCL社의 소프트웨어 기술 자회사이다.

동사는 인공지능(AI), 자동화, IoT, 사이버보안, 클라우드 및 디지털 분야의 비즈니스 제품을 출시하여 차세대 기술 포트폴리오를 확보했다. 2018년에는 IBM의 소프트웨어 브랜드 BigFix, Appscan 등을 인수하여 외형 성장을 이어갔다.

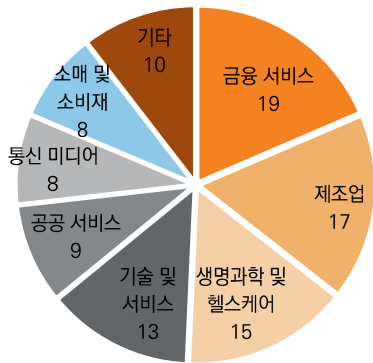
산업별로는 금융 서비스, 제조업, 생명과학 및 헬스케어 등 다양한 분야에 IT 서비스 및 소프트웨어를 제공하고 있다. 현재 동사의 소프트웨어 및 제품을 사용하는 고객 규모는 1만이 넘는다. 주요 파트너로는 아마존, 마이크로소프트, 엔비디아, 인텔, IBM 등 글로벌 대형 IT기업이 포함되어 있다.

사업영역별 매출 비중을 살펴보면, 금융 서비스 19%, 제조업 17%, 생명과학/헬스케어 15%, IT가 13%를 차지하고 있다. 지역별 매출 비중은 미국이 64%로 가장 높고, 유럽이 28%를 차지하고 있다.

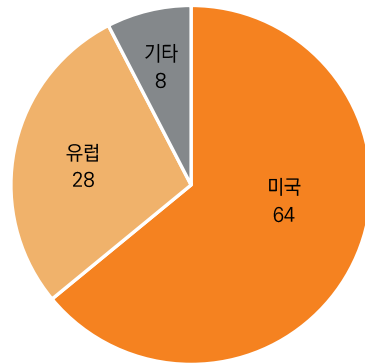
그림 103. 사업영역별 매출 비중 (FY23)

그림 104. 지역별 매출 비중 (FY23)

(%)



(%)



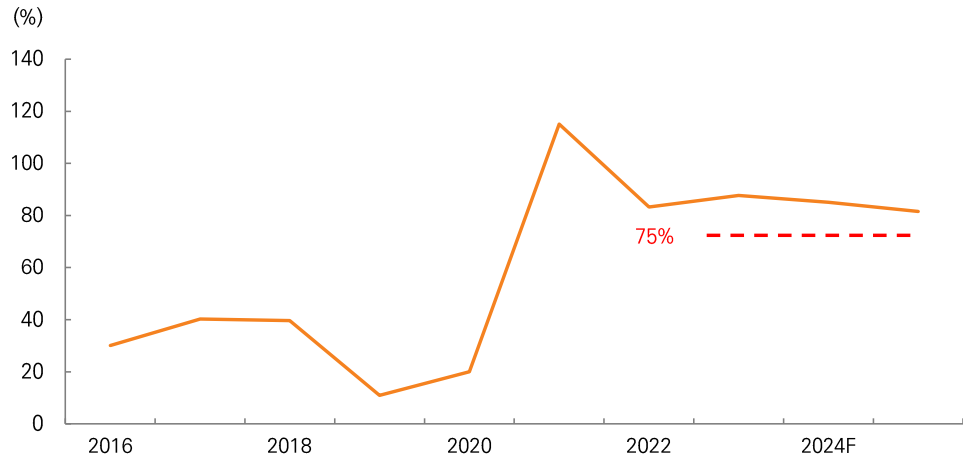
자료: HCL 테크놀로지스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: HCL 테크놀로지스, 미래에셋증권 리서치센터

높은 배당 성향

2022년 11월 HCL 테크놀로지스는 향후 4년간 75% 이상의 배당성향(배당지급액/당기순이익)을 유지할 계획이라고 밝혔다. 회계연도 23년 동사의 배당성향은 87.7%로 기존 가이드스보다 12.7%p 높은 수준의 배당성향을 보였다. FY24~25년도에는 FY23년보다 다소 배당성향은 줄어들 것으로 예상되지만, 여전히 80%대의 배당성향을 보일 것으로 예상된다.

그림 105. HCL 테크놀로지스 배당성향 추이 및 예상



자료: HCL 테크놀로지스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 최근 실적 동향

견고했던 2Q24 실적

동사의 2Q24 매출액은 전년대비 +8.5% 성장하였다. 금융 서비스가 전년 대비 15.2%, 생명과학 및 헬스케어가 13.7% 성장하면서 매출액은 시장 기대치에 부합했고, 영업이익은 시장 기대치를 소폭 상회했다.

경영진은 환율 효과 제외(constant currency) 기준 FY24년 매출액 성장 가이드를 6~8%에서 5~6%으로 하향 조정했다. 매출액 가이드는 하향 조정했지만, 영업이익률 목표치는 18~19%를 유지했다. 동사 CEO C.비제야쿠마르(C Vijayakumar)는 이번 분기에 고객 서비스의 효율성을 높였고, 하청업체 의존도를 크게 줄이고, 동분기에 반드시 지출하지 않아도 되는 비용(discretionary expenses)을 통제하여 전분기 대비 높은 영업이익률(18.4%, +154bps QoQ)을 달성했다고 밝혔다.

동사는 2분기에 미국 통신업체인 버라이즌(Verizon)과 21억달러 규모의 계약을 체결했다. 이는 전세계적인 네트워크 관리 서비스(MNS) 공급에서 버라이즌의 주요 파트너가 되는 계약이다. 버라이즌이 영업, 솔루션 제공 및 고객 확보를 주도하면 동사는 판매된 서비스를 구현하고 지속적인 지원을 제공한다. CEO는 이번 계약을 통해 버라이즌의 고객 중 일부도 동사의 신규 고객이 될 수 있을 것이라 밝혔다.

또한, 동사 CEO는 2분기 실적 컨퍼런스에서 11월부터 버라이즌 관련 수주가 매출로 인식되기 시작하면서 3~4분기에 의미 있는 매출 성장 회복을 기대한다고 밝혔다. 동사의 직원수는 전분기대비 2,299명(-1.0% QoQ) 감소하여 9월말 기준 22.3만명이다.

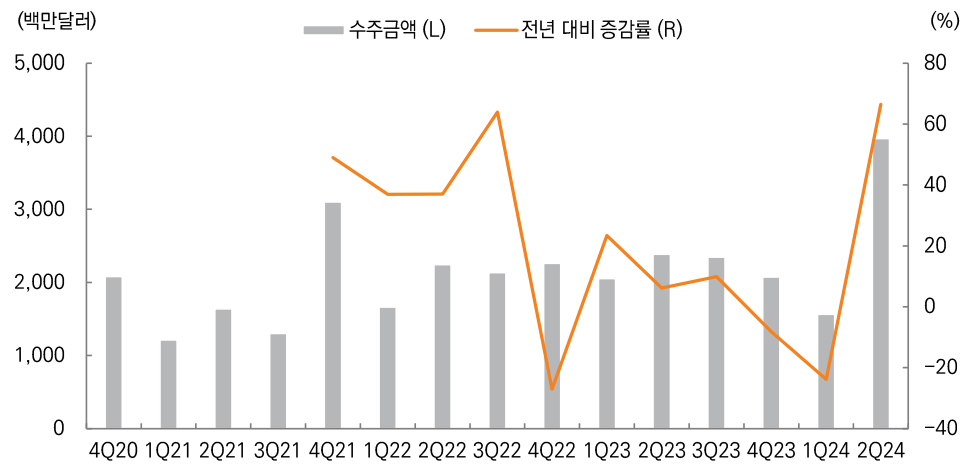
표 26. HCL 테크놀로지스 2Q24 실적 추이

(십억INR)

	2Q24	2Q23	% Chg (YoY)	2Q24 (예상치)	% Diff
매출액	267	246	8.5	269	-1.0
금융 서비스	60	52	15.2	55	10.4
제조업	51	47	9.2	-	-
기술 및 서비스	35	34	3.0	-	-
소매 및 소비자	26	24	6.3	23	9.1
통신 미디어	21	23	-6.9	20	7.5
생명과학 및 헬스케어	47	41	13.7	45	4.4
공공 서비스	27	25	8.2	43	-38.3
영업이익	49	44	11.1	47	3.6
당기순이익	38	35	9.8	38	2.0
이익률 (%)					
영업이익률	18.4	18.0		17.6	
당기순이익률	14.4	14.2		13.9	

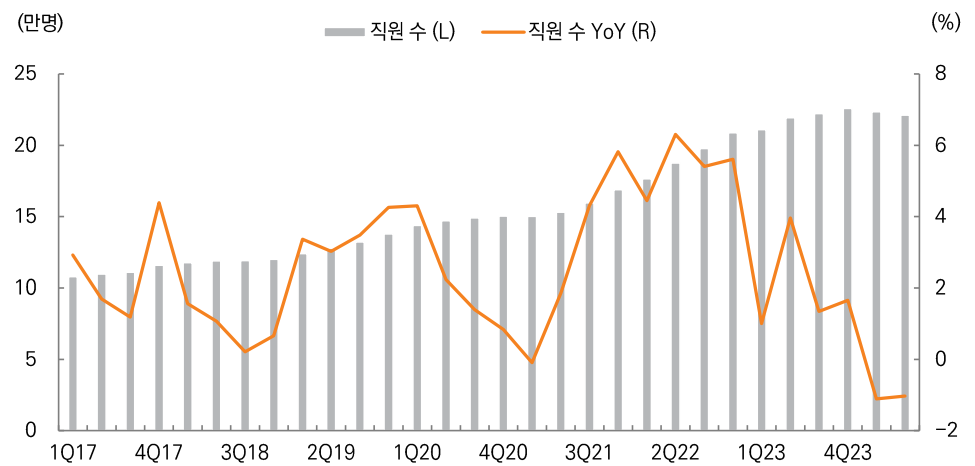
자료: HCL 테크놀로지스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 분기별 총 계약 금액(TCV) 추이



자료: HCL 테크놀로지스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 분기별 직원 수 추이



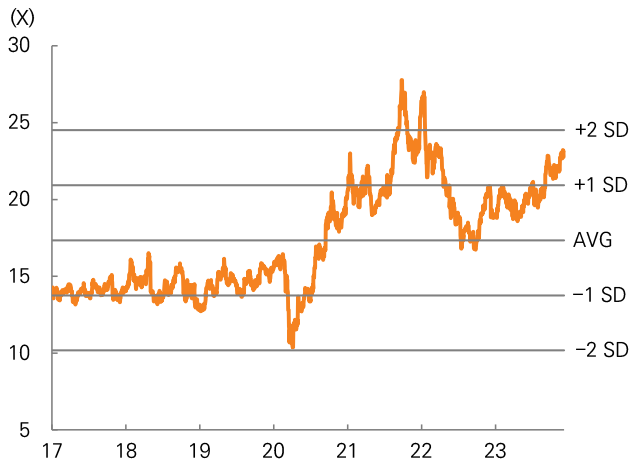
자료: HCL 테크놀로지스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

경쟁 IT 서비스 업체 대비 단기 밸류에이션 부담이 존재

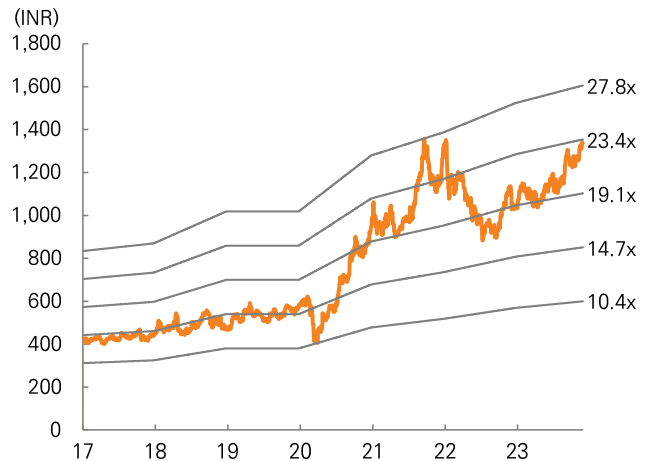
업황 부진에도 불구하고 동사 주가는 인도 주식 시장 중소형주 강세 현상에 힘입어 동반 상승, 현재 FY24년 P/E 25.7배에 거래, 과거 5년 평균 대비 +2 표준편차 수준에 거래되고 있어 경쟁 IT 서비스 업체 대비 단기 밸류에이션 부담이 존재한다. 내년도 글로벌 IT 서비스 시장의 점진적 회복 기대가 이미 현재 주가에 상당 부분 반영되어 있다고 판단한다.

그림 108. 12개월 선행 P/E 밴드차트 I



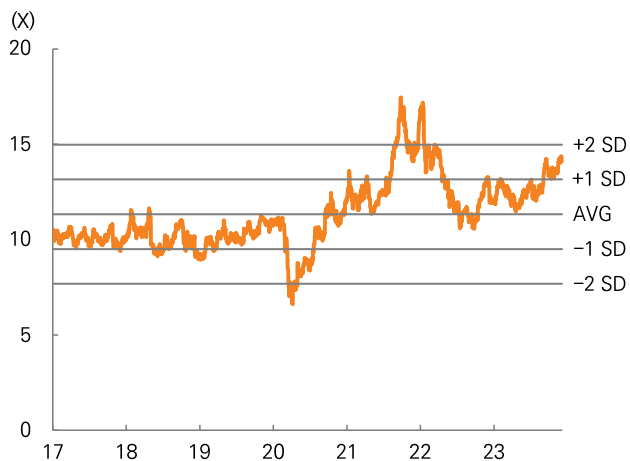
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



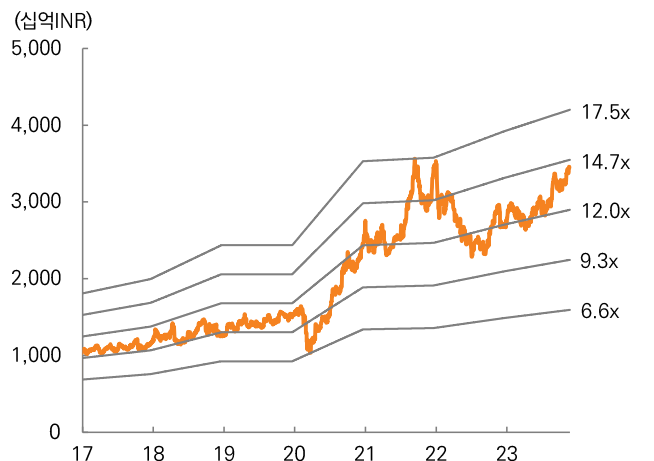
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I



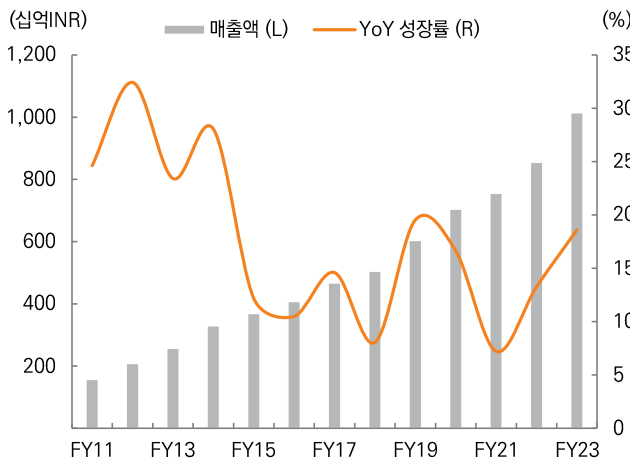
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II



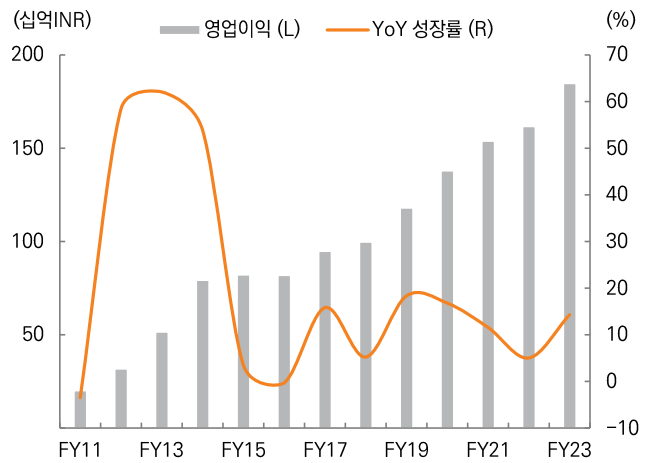
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 매출액 및 YoY 성장률 추이



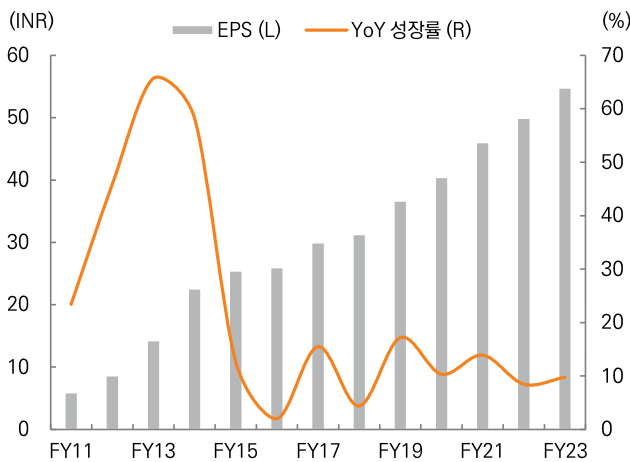
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



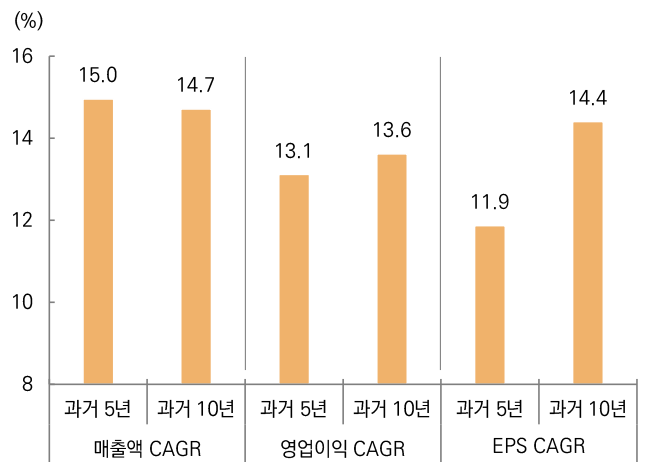
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. EPS 및 YoY 성장률 추이



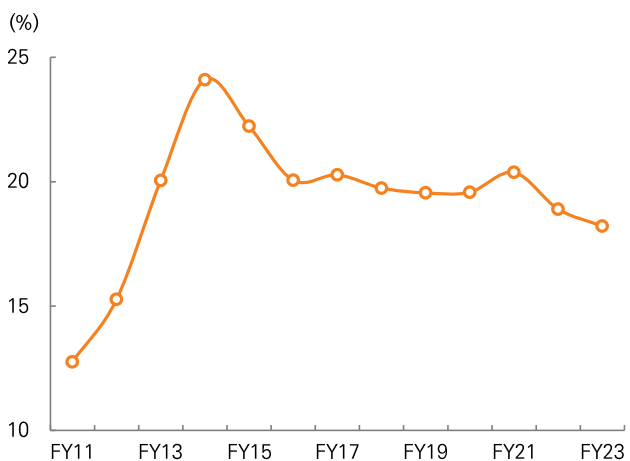
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률 (CAGR) 추이



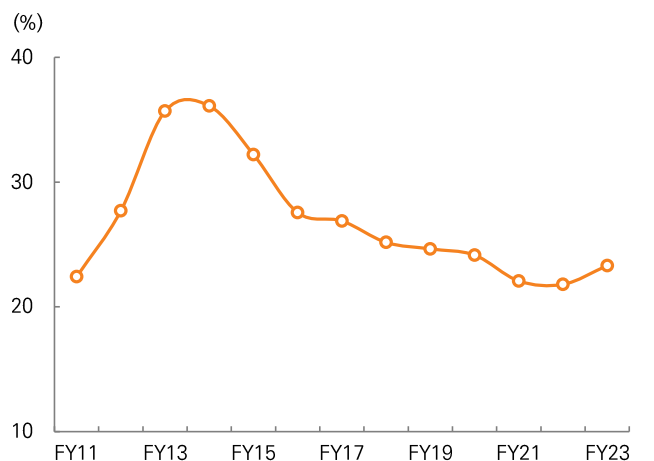
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



표 27. 요약 손익계산서

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	468	505	604	705	755	855	1,015	1,098	1,205	1,319
영업이익	95	100	118	138	154	162	183	200	225	249
세전이익	104	111	126	140	161	169	195	210	236	262
순이익	85	88	101	110	125	134	147	157	177	196
현금성 영업이익(EBITDA)	103	114	140	166	202	205	225	242	270	295
(성장률, YoY)										
매출액		8.0%	19.5%	16.6%	7.2%	13.2%	18.6%	8.2%	9.7%	9.5%
영업이익		5.2%	18.4%	16.8%	11.6%	5.0%	14.3%	8.4%	12.4%	10.6%
순이익		3.6%	14.9%	9.3%	13.3%	7.9%	10.3%	6.0%	12.5%	10.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		10.8%	22.1%	19.1%	21.7%	1.3%	9.6%	7.7%	11.4%	9.5%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 요약 대차대조표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	265	245	298	383	431	481	536	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	127	98	114	153	205	219	201	N/A	N/A	N/A
비유동자산	196	239	293	446	447	411	398	N/A	N/A	N/A
자산총계	461	484	591	829	878	892	934	N/A	N/A	N/A
유동부채	111	101	123	236	174	188	214	N/A	N/A	N/A
단기차입금	0	0	7	18	0	0	1	N/A	N/A	N/A
비유동부채	15	15	44	73	83	83	66	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	5	3	29	28	38	0	21	N/A	N/A	N/A
부채총계	126	116	167	309	256	271	280	N/A	N/A	N/A
자본총계	335	368	424	520	621	621	654	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 요약 현금흐름표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	94	87	94	124	193	174	186	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	-44	-27	-35	-126	-64	9	-46	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	-13	-13	-19	-17	-19	-16	-17	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	-44	-57	-12	-10	-113	-144	-158	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	6	4	42	-15	19	37	-14	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	81	74	74	107	174	158	169	147	173	181

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	30.0	31.3	36.6	40.4	46.0	49.3	54.2	58.0	65.2	72.3
주당장부가액(BPS)	118.6	129.5	151.3	186.3	222.6	228.6	241.0	246.4	255.9	267.7
주당배당액(DPS)	12.1	12.2	4.0	8.0	44.5	41.3	48.0	49.6	53.1	58.4
자기자본수익률(ROE)	26.9	25.2	24.6	24.1	22.1	21.7	23.0	23.7	25.4	27.2
총자산수익률(ROA)	19.3	18.7	18.1	15.9	14.6	15.2	16.3	17.3	18.8	19.6
배당성향	40.2	39.7	11.0	20.1	115.0	83.2	87.7	85.5	81.5	80.7
순차입금	-121	-95	-78	-106	-167	-219	-178	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-36.3	-25.7	-18.5	-20.5	-26.8	-35.3	-27.3	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 정우창 wchung@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

WPRO IN · IT서비스 · 인도

# 위프로

## 낮은 단기 이익 가시성

Not Rated

Refinitiv 최고목표주가

INR 480.00

상승여력

7.5%

현재주가(23/12/15)

INR 446.55

NSE(p)	21,456.65	시가총액(십억INR)	2,332.64	시가총액(조원)	36.52	유통주식수(백만주)	1,171.11
--------	-----------	-------------	----------	----------	-------	------------	----------

### Report summary

#### 금융 고객 비중이 높은 인도 4대 IT 서비스 기업

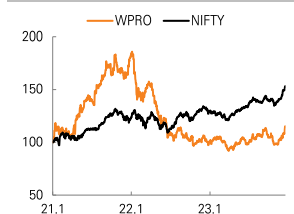
IT 서비스의 영역별 매출 비중은 금융 및 보험이 35%로 가장 높고, 소비재가 19%, 나머지 헬스케어, 에너지 및 유틸리티, 기술영역이 10% 내외로 유사. 2021년 3월, 금융 기관 특화 컨설팅 기업인 캡코(Capco)를 145억달러에 인수

#### 인내가 필요

동사 주가는 FY24년 P/E 21.2배에 거래, 과거 5년 평균 수준에 거래 중. 최근 IT 서비스 업체들 중 가장 낮은 매출 및 이익 성장률을 기록하며, 매출 성장률 가이드선스 하향 조정 폭 및 분기 실적의 기대치 하회 폭도 비교적 컸음. 이는 금융 컨설팅 사업부문이 타 사업부문보다 글로벌 매크로 불확실성으로 인한 영향을 크게 받기 때문인 것으로 판단. 향후 단기 실적 가시성이 회복될 것으로 예상되는 FY25년 2Q까지 주가 약세가 예상

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.2	4.0	3.1
상대주가	1.9	-5.8	-7.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (3월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억INR)	791	905	901	960	1,027
영업이익 (십억INR)	133	133	136	152	167
영업이익률 (%)	16.9	14.7	15.1	15.9	16.3
순이익 (십억INR)	119	112	113	127	140
EPS (INR)	21.86	20.36	21.10	23.82	26.41
ROE (%)	19.7	15.5	14.8	15.9	16.0
P/E (배)	26.5	17.6	21.2	18.7	16.9
P/B (배)	4.9	2.6	3.0	2.7	2.5

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 위프로, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

### 기업 개요

#### 인도 4대 IT 서비스 기업

위프로(Wipro)는 인도 4대 IT 서비스 기업 중 하나다. 1945년 식용유 제조회사에서 시작하여 오늘날 세계 최대의 IT 서비스 벤더 중 하나가 된 위프로는 67개국에서 IT 컨설팅, ERP 등 다양한 서비스를 제공하고 있으며, 포춘 500대 기업 가운데 100개사를 고객사로 확보하고 있다.

위프로의 주요 성공전략은 1) 품질관리, 2) 사업다각화이다. 동사의 제품은 미국 소프트웨어 엔지니어 협회가 최고 기술 기업에 부여하는 SEI-CMM 5등급을 받았으며, 이외에도 ISO9001과 ITAA2000 인증을 획득했다.

#### 2021년 3월, 금융 기관 특화 컨설팅 기업인 캡코(Capco)를 145억달러에 인수

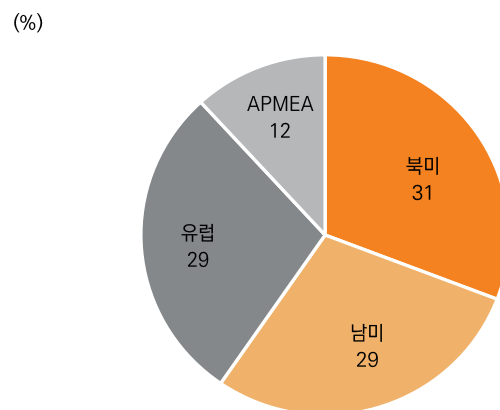
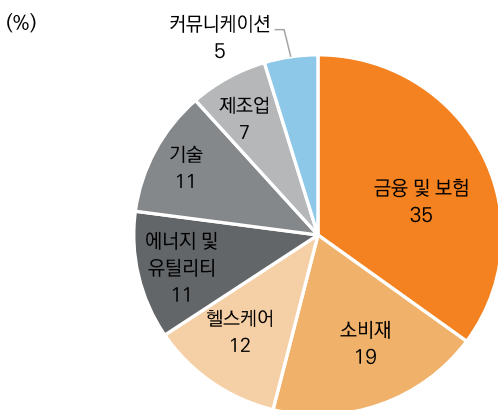
동사는 2021년 3월 금융 및 경영, 기술 컨설팅 기업인 캡코(Capco)를 145억달러에 인수했다. 캡코는 미주, 유럽, 아시아 지역의 금융 기관에 디지털, 컨설팅, 기술 서비스를 제공하는 금융 기관 특화 컨설팅 기업이다. 현재 동사의 연결 매출에서 차지하는 비중은 7~8% 수준이다.

#### 지역별 매출 비중은 북미, 남미, 유럽 지역이 각각 30% 내외

동사의 사업부문은 IT 서비스(99.3%), IT 제품(0.7%)으로 구성되어 있다. 핵심 사업인 IT 서비스의 영역별 매출 비중은 금융 및 보험이 35%로 가장 높고, 소비재가 19%, 나머지 헬스케어, 에너지 및 유틸리티, IT 영역이 10% 내외로 유사하다. 지역별 매출 비중은 북미, 남미, 유럽 지역이 각각 30% 내외로 비슷하고 그 외 지역이 12%를 차지하고 있다.

그림 118. 사업영역별 매출 비중 (FY23)

그림 119. 지역별 매출 비중 (FY23)



자료: 위프로, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 위프로, 미래에셋증권 리서치센터

### 최근 실적 동향

부진한 2Q24 실적

위프로의 작년 동기 대비 올해 2분기 매출액은 변화가 없었다. 금융 및 보험(BFSI) 영역이 작년보다 -4.4% 감소했으나 헬스케어 부문의 11.6% 성장으로 작년과 유사한 매출을 기록하였다. 영업이익률과 당기순이익률은 14.7%, 11.8%를 기록하면서 시장 기대치를 다소 하회하는 모습을 보였다.

CEO 티에리 델라포르트(Thierry Delaporte)는 시장 상황이 어렵지만 장기 성장을 위해서 과감한 투자를 이어가고 있다고 밝혔다. IT 관련 인프라 투자를 지속하고 있으며, 직원들이 AI 기반의 미래 사업 환경에 대비할 수 있도록 직원 재교육을 진행하고 있고 'AI 360'시스템에 대한 투자로 해당 분야에 리더십을 빠르게 확보하고 있다고 밝혔다.

또한 경영진은 수익성 있는 성장에 집중한 덕분에 IT 서비스 영업 마진이 전년대비 100bps 증가했다고 밝혔다. 직원수는 전분기 대비 5,051명(-2.0% QoQ) 감소해 9월 말 기준 244,707명이다.

2Q24 TCV는 13억달러(+66.5% YoY)를 기록 지난 9개 분기 중 가장 높은 수준

위프로는 2분기(6~9월)에 1억달러 이상의 계약을 체결한 고객 수는 22곳으로 이는 21FY년에 비해 두배 증가한 수치이다. 이번 분기말 TCV는 13억달러(+66.5% YoY)로 지난 9개 분기 중 가장 높은 수준이다.

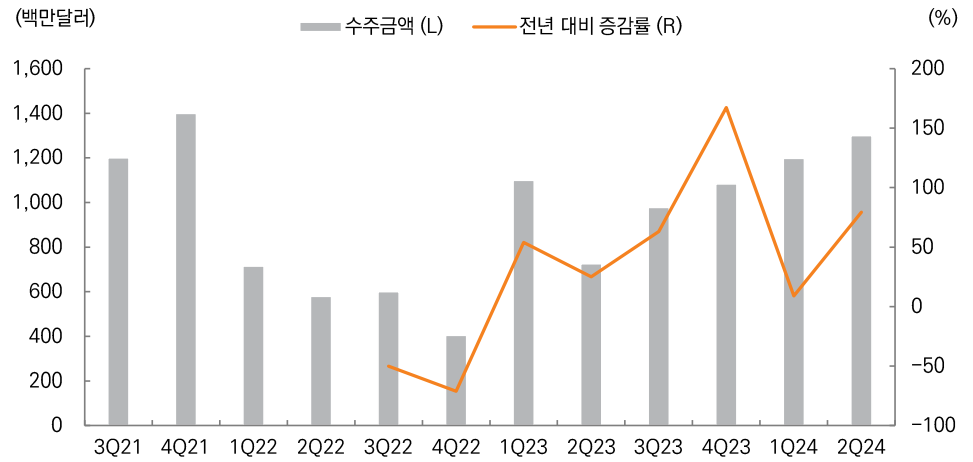
표 31. 위프로 2Q24 실적 추이

(십억INR)

	2Q24	2Q23	% Chg (YoY)	2Q24 (예상치)	% Diff
매출액	225	225	-0.1	229	-1.7
IT 서비스	224	223	0.6	227	-1.5
금융 및 보험 (BFSI)	75	79	-4.4	78	-3.1
커뮤니케이션	10	11	-12.1	11	-9.6
소비재	42	42	-0.4	44	-4.3
헬스케어	28	25	11.6	27	6.1
에너지 및 유틸리티	26	25	3.7	28	-8.2
제조업	16	15	1.6	17	-7.2
기술	27	26	4.5	26	4.5
IT 제품	1	1	17.7	1	39.3
ISRE	-	2	-	1	-
영업이익	33	31	5.9	35	-6.5
당기순이익	26	27	-0.5	29	-8.9
이익률 (%)					
영업이익률	14.7	13.9		15.4	
당기순이익률	11.8	11.8		12.7	

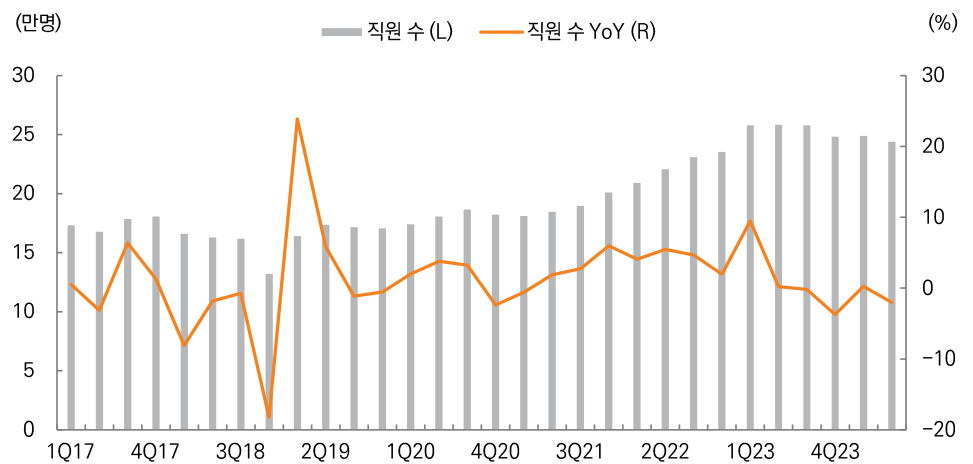
자료: 위프로, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 분기별 총 계약 금액(TCV) 추이



자료: 위프로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 분기별 직원 수 추이



자료: 위프로, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

높은 금융 컨설팅 사업 비중으로 매출 성장률 가이드선 하향 조정 폭이 비교적 컸음

동사 주가는 FY24년 P/E 21.2배에 거래, 과거 5년 평균 수준에 거래되고 있다. 최근 IT 서비스 업체들 중 가장 낮은 매출 및 이익 성장률을 기록하며, 매출 성장률 가이드선 하향 조정 폭 및 분기 실적의 기대치 하회 폭도 비교적 컸다.

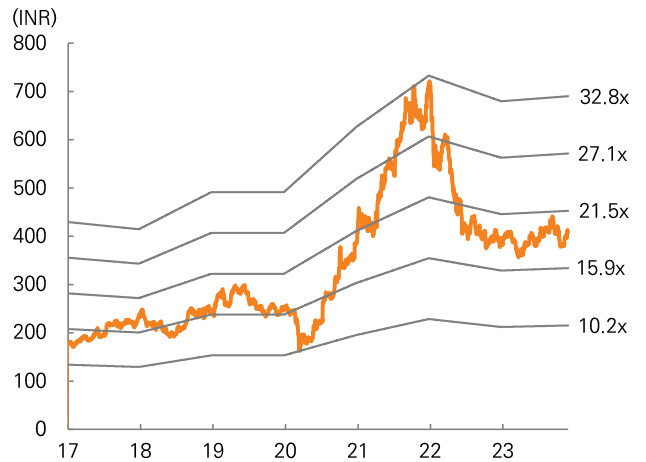
이는 동사가 2021년에 금융 및 경영, 기술 컨설팅 기업인 캡코(Capco)를 인수하는 등 금융 컨설팅 관련 사업 부문 비중이 타 IT 서비스 업체보다 높고, 금융 컨설팅 사업 부문이 타 사업부문보다 글로벌 매크로 불확실성으로 인한 영향을 크게 받기 때문인 것으로 판단한다. 향후 단기 실적 가시성이 회복될 것으로 예상되는 FY25년 2Q까지 주가 약세가 예상된다.

그림 122. 12개월 선행 P/E 밴드차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 12개월 선행 P/E 밴드차트 II



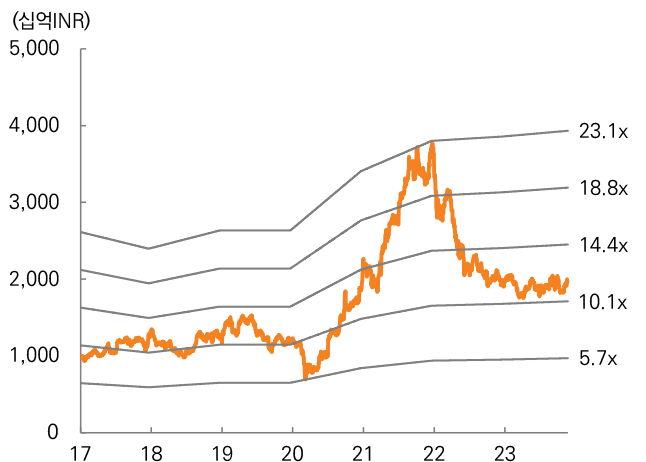
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 I



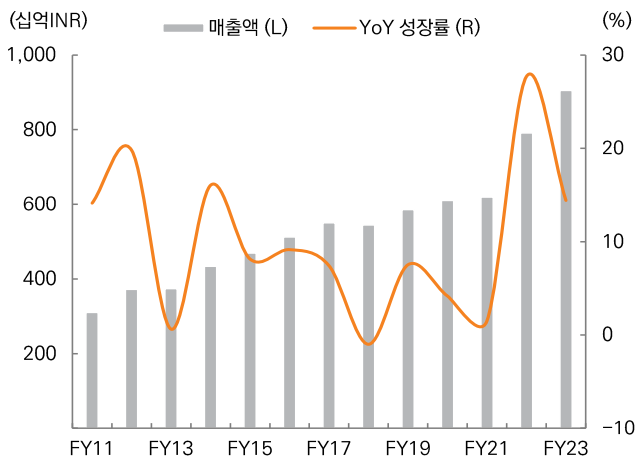
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트 II



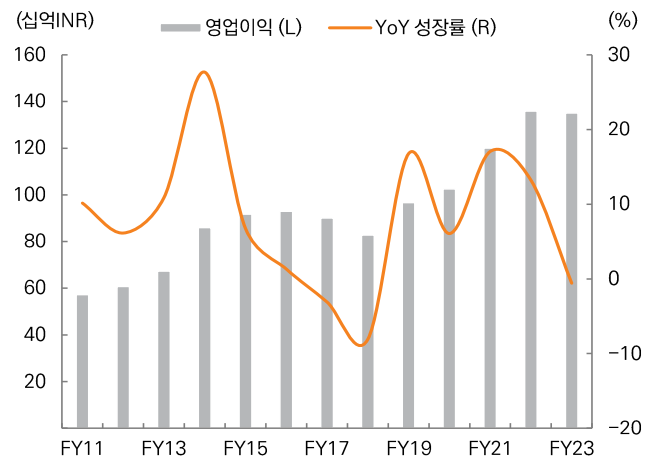
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 매출액 및 YoY 성장률 추이



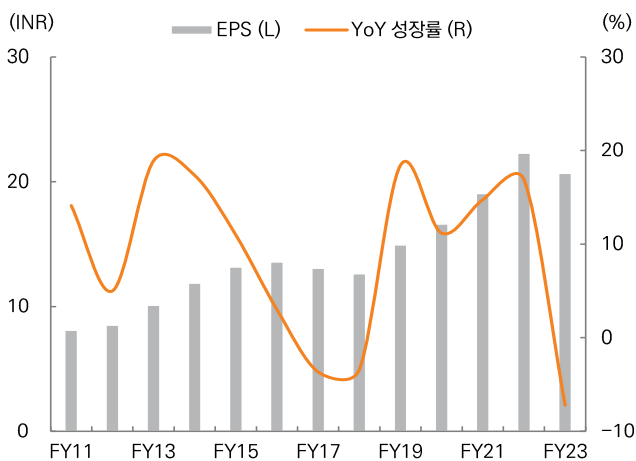
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



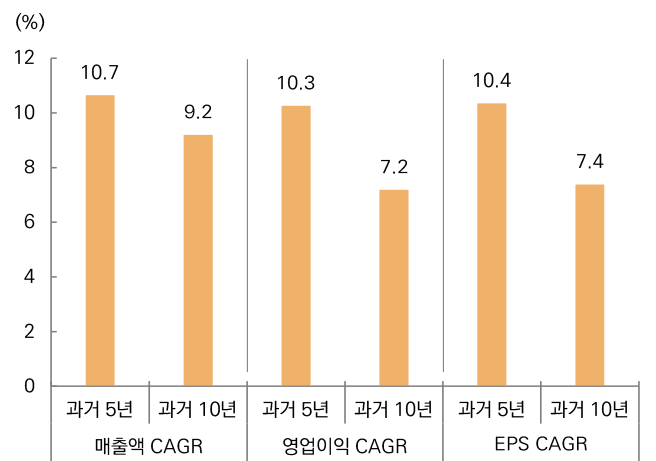
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. EPS 및 YoY 성장률 추이



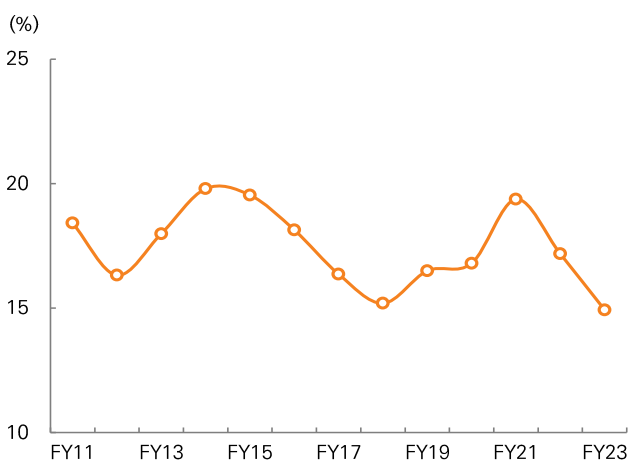
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률 (CAGR) 추이



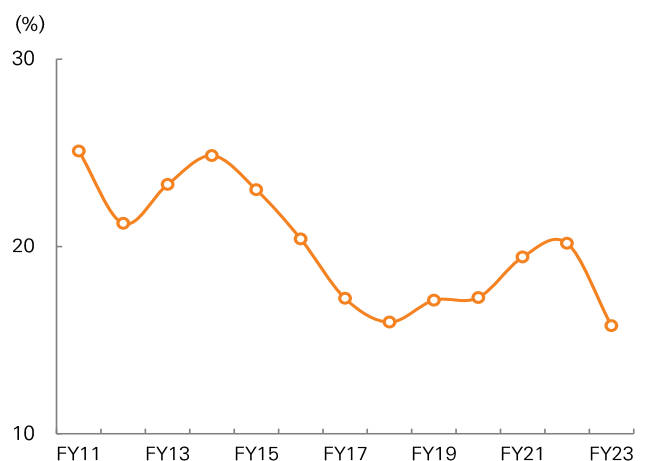
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 요약 손익계산서

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	550	545	586	610	619	791	905	901	960	1,027
영업이익	90	83	97	103	120	133	133	136	152	167
세전이익	110	102	115	123	139	151	148	148	165	184
순이익	85	80	90	97	108	119	112	113	127	140
현금성 영업이익(EBITDA)	113	104	114	122	147	164	167	170	187	203
(성장률, YoY)										
매출액		-1.0%	7.5%	4.2%	1.5%	27.7%	14.4%	-0.5%	6.7%	7.1%
영업이익		-8.1%	16.8%	6.1%	17.1%	13.2%	-0.6%	0.9%	11.7%	9.9%
순이익		-5.7%	12.4%	8.0%	11.0%	13.2%	-7.1%	-0.7%	12.5%	10.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		-8.6%	9.9%	7.4%	20.5%	11.6%	1.5%	2.1%	9.6%	8.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 요약 대차대조표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	539	506	572	520	523	621	661	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	345	294	379	334	346	345	401	N/A	N/A	N/A
비유동자산	255	254	261	297	308	458	515	N/A	N/A	N/A
자산총계	794	761	833	817	831	1,079	1,176	N/A	N/A	N/A
유동부채	230	214	214	216	230	308	268	N/A	N/A	N/A
단기차입금	123	93	71	73	76	0	89	N/A	N/A	N/A
비유동부채	41	62	48	41	47	112	126	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	20	45	28	5	7	0	61	N/A	N/A	N/A
부채총계	271	275	262	258	277	421	394	N/A	N/A	N/A
자본총계	523	485	571	559	555	659	782	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 요약 현금흐름표

(십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	108	96	132	120	164	118	136	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	-134	21	30	10	-12	-237	-98	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	-21	-22	-23	-23	-20	-20	-15	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	-21	-127	-45	-146	-126	52	-52	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	-48	-10	118	-14	26	-66	-12	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	87	74	109	97	144	98	121	134	121	133

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억INR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	13.1	12.6	15.0	16.6	19.1	21.9	20.4	21.1	23.8	26.4
주당장부가액(BPS)	80.3	80.1	94.2	97.6	100.9	120.1	142.3	139.8	153.1	168.0
주당배당액(DPS)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	6.0	1.0	6.7	9.3	11.1
자기자본수익률(ROE)	17.2	16.0	17.1	17.3	19.4	19.7	15.5	14.8	15.9	16.0
총자산수익률(ROA)	11.2	10.3	11.3	11.8	13.1	12.8	10.1	10.1	11.0	11.5
배당성향	5.7	5.6	6.7	5.9	5.1	26.9	4.8	32.0	39.1	42.0
순차입금	-202	-156	-280	-256	-262	-345	-251	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-38.7	-32.1	-49.0	-45.8	-47.3	-52.5	-32.1	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.