MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com



비중확대/유지

인도

컨퍼런스 현장에서 느낀 인도 성장의 맥박

기업·산업별 전략과 경제 전망이 한자리에 모인 인도 컨퍼런스

지난 5월 22~23일 인도 뭄바이에서 당사 인도 법인 주관으로 개최된 "Invest India Global Conference"에는 총 54개 인도 기업과 200여 명의 글로벌 투자자들이 참석해, 규모 면이나 내용 면에서 전년 대비 큰 폭의 성장세를 보였다. 소비재, 헬스케어, IT, 금융 등 다양한 업종의 기업들이 참가해 기업 전략을 공유했으며, 기업 미팅 뿐 아니라 인도 경제 전망에 대한 패널 토론도 함께 진행되었다.

소비 회복의 기류, 소비 현장과 정책에서 동시에 감지되다

FY26년 인도 소비 시장은 바텀업 회복 조짐과 더불어, 정부의 재정 정책 및 중앙은행의 통화 완화 기조에 힘입어 회복이 예상된다. 현장에서는 딜러 주문 회복세가 감지되고 있으며, 세제 개편·금리 인하 등도 소비 여력 확대로 이어질 전망이다.

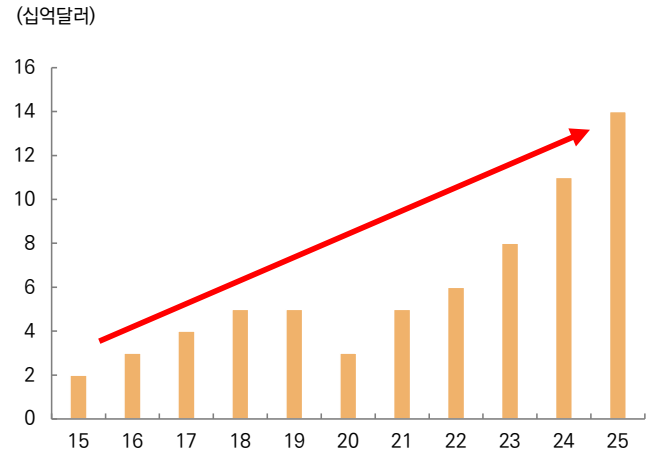
인도 기관 투자자들의 시각: 펀더멘털 신뢰 속 비중 확대 지속

컨퍼런스에 참석한 다수의 인도 기관 투자자들은 FY26년 기업 이익 개선, 리테일 자금 유입의 지속, 국내 뮤추얼 펀드의 높은 현금 보유율 등을 바탕으로 하반기에도 인도 증시에 대한 비중 확대 기조를 이어갈 것으로 보인다. 또한, 적립식 펀드 유입액이 사상 최고치를 경신하며 시장 하방을 견고하게 지지할 것으로 예상하고 있다.

관심 종목: 레이몬드 라이프스타일, ASK 오토모티브, 아다니 에너지 솔루션

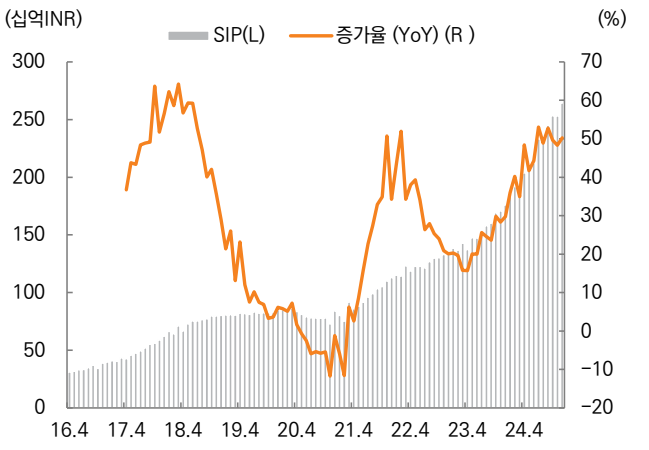
레이몬드 라이프스타일, 에이에스케이 오토모티브, 아다니 에너지 솔루션은 이번 미팅에서 인상 깊었던 기업이다. 각각 인도 의류, 이륜차 부품, 송배전 분야의 대표 주자로서, 뚜렷한 시장 지위와 성장을 바탕으로 향후 실적 개선과 함께 시장 내 주목도가 높아질 것으로 보인다.

인도 뮤추얼펀드가 보유한 현금* 추이



주* : 단기 운용자산 포함
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

적립식펀드 월 단위 유입액 추이



자료: AMF, 미래에셋증권 리서치센터

CONTENTS

참여 기업·투자자 모두 증가… 더 커진 Invest India Global Conference 3

인도 소비: 현장에서 시작되고 있는 회복, 정책과 임금이 밀어준다 4

인도 기관 투자 전략: 밸류에이션 부담 속에서도 하반기 비중 확대 기조 유지 7

관심 종목: 레이몬드 라이프스타일, ASK 오토모티브, 아다니 에너지 솔루션 10

인도 시장 및 경제 전망에 대한 패널 토론 15

Global Company Analysis 27

- 아다니 에너지 솔루션 28
- 에이에스케이 오토모티브 33
- 씨아이이 오토모티브 인디아 39
- 고 디짓 제너럴 인슈어런스 45
- 칼파타루 프로젝트 인터내셔널 48
- 나자라 테크놀로지 53
- NHPC 58
- 파라스 디펜스 테크놀로지 65
- 원97 커뮤니케이션 72
- 레이몬드 라이프스타일 78
- 웨스트라이프 푸드월드 83

참여 기업·투자자 모두 증가… 더 커진 Invest India Global Conference

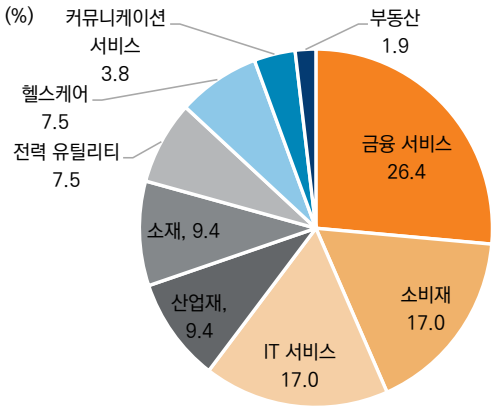
기업별·산업별 전략부터 거시 경제 전망까지, 인도의 현재와 미래를 한눈에 조망

지난 5월 넷째 주, 인도 뭄바이에 위치한 당사 인도 법인 주관으로 “Invest India Global Conference”가 개최되었다. 본 행사는 5월 22일부터 23일까지 양일간 그랜드 하얏트 뭄바이 호텔에서 열렸으며, 총 54개 인도 기업의 경영진과 IR 담당자들이 참석하였다.

최근 인도-파키스탄 간 지정학적 긴장 등 불확실성이 존재하는 상황에서도 영국·홍콩 등 주요 금융 허브의 기관투자자를 포함해 200명 이상의 국내외 투자자들이 참석하며, 규모면이나 내용 면에서 전년 대비 큰 폭의 성장세를 보였다. 참고로 지난해에는 41개 기업과 100명의 투자자가 참여하였다.

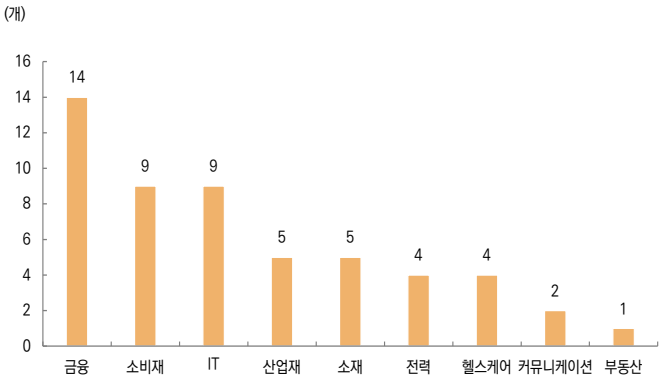
참석 기업은 소비재(9개), 헬스케어(4개), IT 서비스(9개), 금융(14개) 등 다양한 업종을 아우르며, 인도 주요 산업 전반의 비즈니스 현황과 향후 전략을 공유하는 의미 있는 자리로 평가되었다. 아울러 기업별 1:1 및 그룹 미팅 외에도 ‘인도 주식 시장 및 경제 전망’이라는 주제로 진행된 패널 세션에서는 현지 시장 전문가들이 참여해 중장기 인도 주식 시장 및 경제에 대한 심도 있는 논의가 진행되었다.

그림 1. 컨퍼런스 참여 기업 섹터별 구성비중 (참여 기업 수 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 업종별 컨퍼런스 참여 기업 수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 인도 시장 및 경제 전망에 대한 패널 토론 I



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 인도 시장 및 경제 전망에 대한 패널 토론 II



자료: 미래에셋증권 리서치센터

인도 소비: 현장에서 시작되고 있는 회복, 정책과 임금이 밀어준다

현장에서 감지된 소비 회복의 온기

FY26년을 향한 소비 회복의 서곡, 딜러 주문이 말해주는 것

바텀업 관점에서 소비 회복의 긍정적인 신호들이 감지되고 있으며, 이번 컨퍼런스에 참석한 주요 소비재 기업 경영진들 또한 FY26년 소비 시장 회복에 대해 대체로 긍정적인 시각을 나타냈다.

인도 대표 의류 및 직물 기업 레이몬드 라이프스타일(Raymond Lifestyle)에 따르면, 동사는 딜러로부터 사전 주문을 받는 구조를 갖추고 있으며, 지난 15~18개월간 이어진 소비 부진으로 딜러 재고가 과도하게 누적되면서 주문 지연이 발생했다. 그러나 4월 무역 박람회를 기점으로 딜러들의 구매 의향과 주문량이 점차 회복되고 있으며, 5월 15일까지의 분위기 역시 매우 긍정적이라고 밝혔다.

이와 함께, 최근 분기 실적을 발표한 릴라이언스 인더스트리(인도 최대 유통 기업), 타이탄 컴퍼니(인도 1위 럭셔리 보석 브랜드), 호나사 컨슈머(주요 인디 화장품 기업), 메트로 브랜드(주요 신발 브랜드) 등 주요 인도 소비재 기업들 또한 그간의 매출 성장률 및 이익률 둔화 국면에서 벗어나 점진적인 회복세를 보이고 있다.

FY26년: 정부와 중앙은행, 소비 회복에 '동시 지원'

작년 FY25년 얼어붙었던 소비심리…
저소득층에 더 무거운 부담

FY25년(24년 4월~25년 3월) 인도 소비 시장은 예년 대비 부진하였다. 자산 가격(주식과 금)의 상승에 따른 부의 효과로 고소득층 중심의 소비는 견고한 모습을 보였음에도 불구하고, 농촌을 비롯한 도시 저소득층 및 중산층의 소비가 특히 부진하였다.

이는 1) 저소득층 소비자들 사이에서 코로나19로 인한 소득 손실의 여파가 지속되었으며, 2) 높은 식료품 물가 상승률, 3) 저소득층 소비자들을 위한 보조금 지급보다는 인프라 투자에 중점을 둔 정부 재정 정책, 4) 소비자 신용 대출 둔화 등에 기인하였다.

재정·통화정책, FY26년 투 트랙 소비 진작

FY26년에는 소비 성장의 점진적인 회복을 이끌 수 있는 몇 가지 촉매 요인이 존재한다. 주요 요인으로는, 1) 정부의 재정적자 축소 속도 조절, 2) 올해 2월 예산안에서 발표된 소득세 인하 조치가 6월 분기부터 소비자들에게 세후 소득 증가 효과를 제공하게 될 것이며, 3) 지난 18개월간 지속적으로 높았던 식료품 인플레이션이 최근 3개월 동안 크게 완화되고 있고, 4) 인도중앙은행(RBI)의 정책금리 인하에 따라 소비자 대출 금리가 낮아지고 있는 점이 있다.

성장 발목 잡지 않는 긴축…
재정 기조의 절묘한 균형

정부는 지난 FY25년(24년 4월~25년 3월)의 재정적자 목표를 GDP 대비 4.8%로 설정하였고, 이는 이전 연도인 FY24년 대비 약 0.8%포인트 축소된 수치이다. 실제로 FY25년 재정적자는 해당 목표에 부합하는 수준에서 관리되었다.

올해 FY26년(25년 4월~26년 3월)에는 재정적자 목표를 GDP 대비 4.4%로 제시하며, 전년 대비 0.4%포인트만 축소할 계획이다. 결과적으로 FY25년 대비 FY26년의 재정 긴축 폭이 줄어들면서, 긴축 재정 정책이 소비에 미치는 제약은 완화될 가능성이 크다.

소득세 감면으로 넓어진 소비 여력

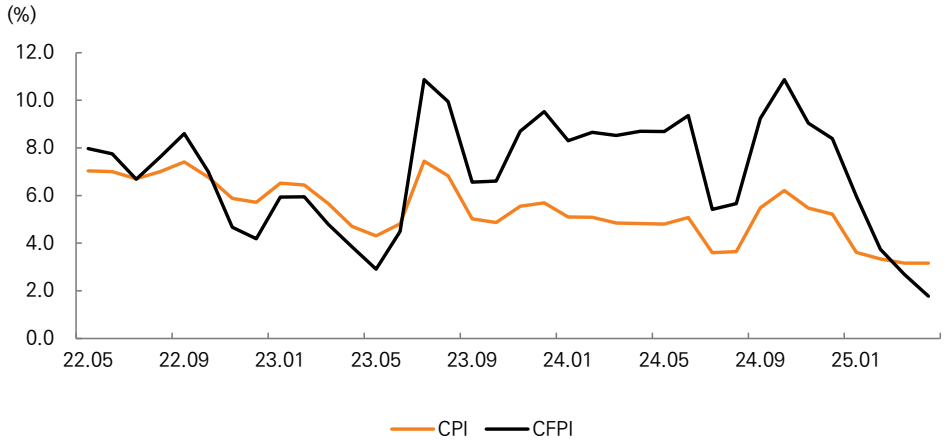
올해 2월에 FY26년 인도 예산안에서 발표된 소득세 개편 조치는 중산층의 가처분 소득을 실질적으로 늘릴 것으로 기대된다. 새로운 소득세 체계(New Regime)에서는 연소득 50만 루피(약 800만 원) 이하인 개인은 세액 공제(Section 87A)를 통해 세금이 면제되며(기존에는 연소득 30만 루피 이하의 개인만 세금 면제), 급여 소득자에게는 7.5만 루피(약 120만 원)의 표준 공제가 추가로 적용되어 실질 면세 한도가 약 62.5만 루피(약 1,000만 원)까지 확대된다.

따라서, 연소득 50만 루피의 개인의 경우 이전 소득세 체계 대비 약 1.25만 루피의 세금 절감이 가능(연소득의 2.5%) 하고, 62.5만 루피의 급여 소득자의 경우 연 약 2만 루피(연소득의 3.2%)의 세금이 감면된다. 이러한 세제 개편은 중산층의 소비 여력을 높이고, 소비 회복을 촉진하는 효과가 기대된다.

유동성 회복 … RBI, 소비 시장에 숨통 틔운다

통화정책 면에서도 상황은 나아지고 있다. 기준금리는 안정세를 보이고 있고, 은행권 유동성(시중에 돈이 도는 정도)도 좋아지고 있다. 인도 중앙은행(RBI)은 최근 대출 규제도 일부 완화하고 있으며, 유동성을 공급하는 조치를 취하면서 작년 10월 이후 처음으로 은행 시스템이 '잉여 유동성' 상태에 들어섰다. 즉, 돈이 시중에 더 풀리기 시작했다는 뜻이다.

그림 5. 인도 물가 상승률(CPI) 및 식료품 인플레이션(CFPI) 월별 연간 상승률



자료: MoSPI, 미래에셋증권 리서치센터

FY27년, 임금 인상이 소비에 불을 지핀다

10년에 한 번…
FY27, 내수 부양의 중요 이벤트

FY26년에는 소비 회복에 미치는 영향이 제한적이겠으나, FY27년에는 중앙정부 공무원 임금 인상이 인도 내수 경기 회복의 핵심 촉진 요인으로 작용할 것으로 기대된다. 인도는 10년 주기로 중앙정부 공무원 급여 체계를 조정하는 '중앙 임금 위원회(Central Pay Commission)'를 구성하고 있으며, 다음 회차가 조만간 구성이 완료될 것으로 예상된다.

이에 따라 FY27년에는 약 486만 명의 중앙정부 공무원 및 665만 명의 퇴직 공무원(연금 수급자)의 소득이 일괄 인상될 가능성이 높다. 실제로 7차 임금 위원회가 시행된 FY17년에는 기본급 기준 7,000루피에서 18,000루피로 157% 인상되었으며, 전체 급여(기본급 + 수당) 기준으로는 평균 23.5% 인상이 이루어졌다. 당시 임금 인상 규모는 약 1조 루피로, 이는 FY17년 인도 GDP의 약 0.6%에 해당하며, 시행 이후 민간 소비 지출이 반등세를 보인 바 있다.

공무원 임금 인상,
내수 소비의 구조적 순풍

중앙정부의 임금 인상은 일반적으로 주정부 공무원에게도 확대 적용되는 경향이 있다. 현재 660만 명의 주정부 공무원과 670만 명의 주정부 연금 수급자까지 포함할 경우, 전체 공공부문 임금 및 연금 인상 수혜 인원은 약 2,500만 명에 달한다. 이들을 각 가구의 가장으로 간주할 경우, 전체 인도 가구 수(약 3.1억 가구)의 7~8%가 직·간접적으로 임금 인상의 효과를 누릴 수 있게 된다.

이러한 임금 및 연금 인상은 특히 도시 중산층 및 준중산층 가구의 가처분 소득을 증가시키고, 내수 소비를 견인하는 중요한 구조적 순풍으로 작용할 가능성이 크다.

인도 기관 투자 전략: 밸류에이션 부담 속에서도 하반기 비중 확대 기조 유지

펀더멘털 회복 기대…
하반기에도 인도 비중 확대

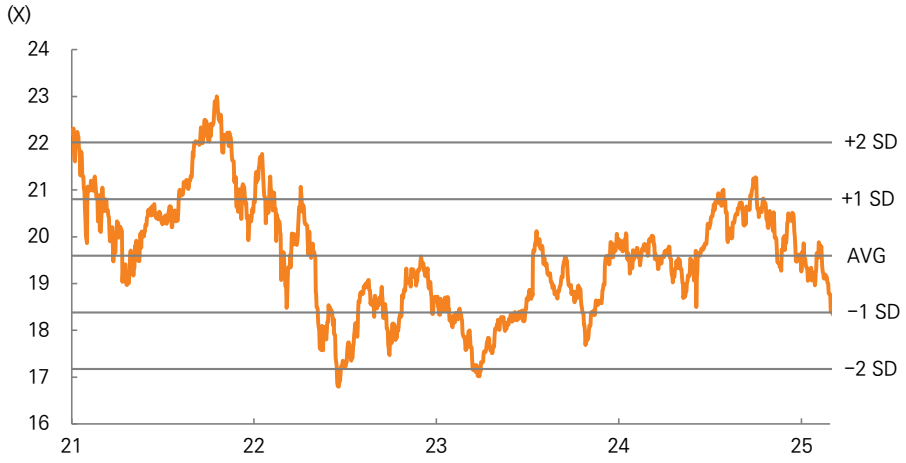
이번 컨퍼런스에서는 인도 기관 투자자들과 함께 인도 증시에 대한 의견을 교환할 수 있는 기회가 있었다. 다수의 인도 기관 투자자들은 최근 증시 반등으로 인해 현재 인도 증시의 밸류에이션(12개월 선행 P/E 기준)이 매우 매력적인 수준은 아니라고 평가하면서도, FY26년 주요 기업들의 이익 모멘텀 회복 기대, 미국의 고율 관세 압력으로부터 비교적 독립적인 시장 구조, 그리고 주식 시장으로의 지속적인 투자 자금 유입 가능성 등을 고려할 때, 단기적인 변동성은 있겠지만 올 하반기에도 인도 증시에 대한 비중 확대 기조를 유지할 것이라는 입장을 보였다.

기관의 '대기자금',
하방을 단단히 받친다

특히 외국인 투자자의 경우, 지난해 고점 이후 대규모 매도세를 보였으나 최근 몇 주 사이 순매수로 전환된 상태이며, 이는 시장에 긍정적인 신호로 해석되고 있다. 아울러, 국내 기관 투자자들 또한 인도 증시에서 순매수를 지속 중이나, 개인 투자자들의 적립식 펀드를 통한 자금 유입 규모가 이를 상회하고 있는 상황이다. 이러한 흐름 속에서 국내 기관 투자자들은 사상 최고 수준의 현금 보유 비중을 유지하고 있어, 향후 시장 조정 시 추가 매수 여력이 충분하다는 점도 시장의 하방 경직성을 뒷받침하고 있다.

현재 Nifty50의 12개월 선행 P/E는 약 20.5배 수준으로, 과거 5년 평균과 유사한 밸류에이션 수준에서 거래되고 있다.

그림 6. 인도 Nifty50 12개월 선행 P/E 표준 편차 추이

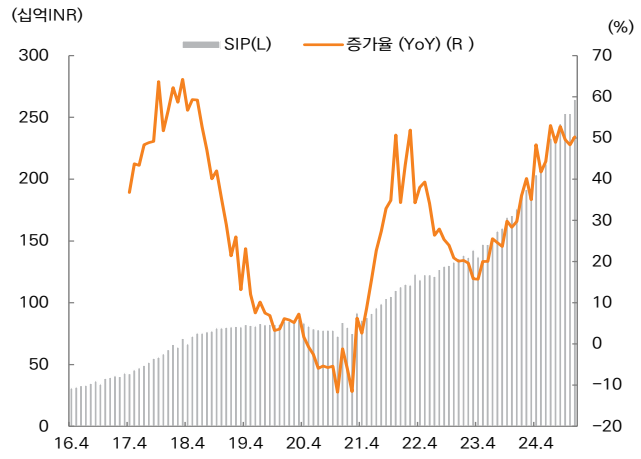


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

SIP 사상 최고치…
리테일 자금, 건재하다

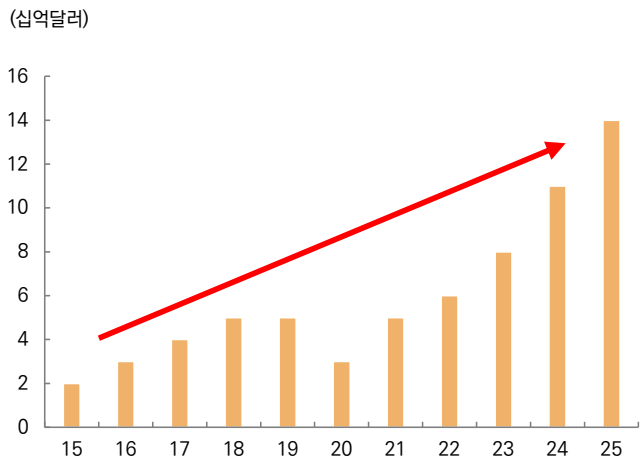
인도 개인 투자자들이 뮤추얼 펀드에 자금을 맡기는 형태인 적립식 펀드(SIP)의 유입액은 지난 4월 기준 2,663억 루피로, 전년 대비 30.7% 증가하며 사상 최고치를 경신하였다. 향후에도 인도 주식 시장의 견조한 수익률과 더불어, 인도 가계 금융자산 내 주식 비중이 아직 4.8% 수준으로 한국, 미국 등 주요국에 비해 낮다는 점을 감안할 때, 개인 투자자들의 자금 유입 흐름은 장기적으로 지속될 가능성이 높다.

그림 7. 적립식펀드 월 단위 유입액 추이



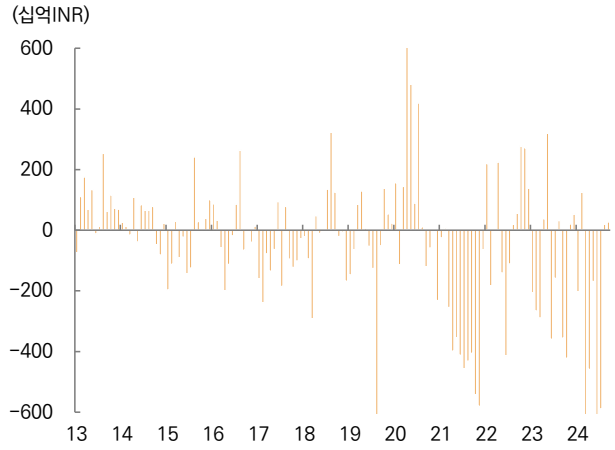
자료: AMF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 인도 뮤추얼펀드가 보유한 현금* 추이



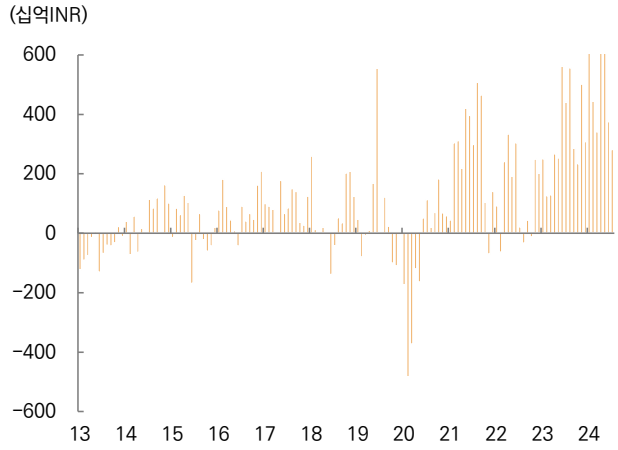
주* : 단기 운용자산 포함
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 해외투자자 주식 순매입액 추이



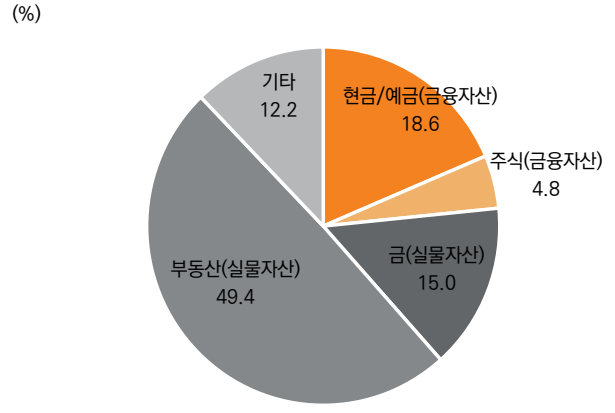
자료: Moneycontrol, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국내 기관 투자자 주식 순매입액 추이



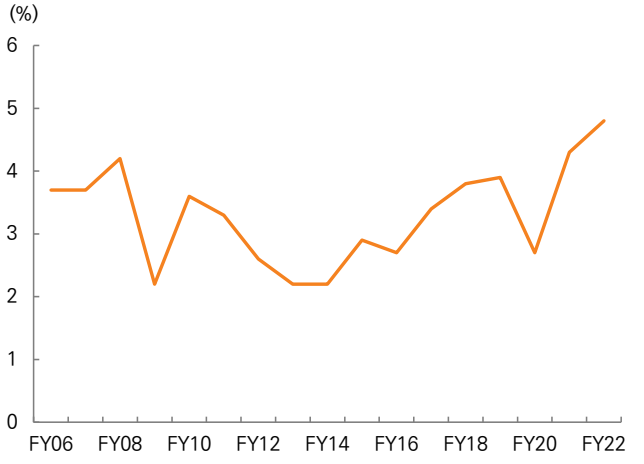
자료: Moneycontrol, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 인도 가계 자산 구성비



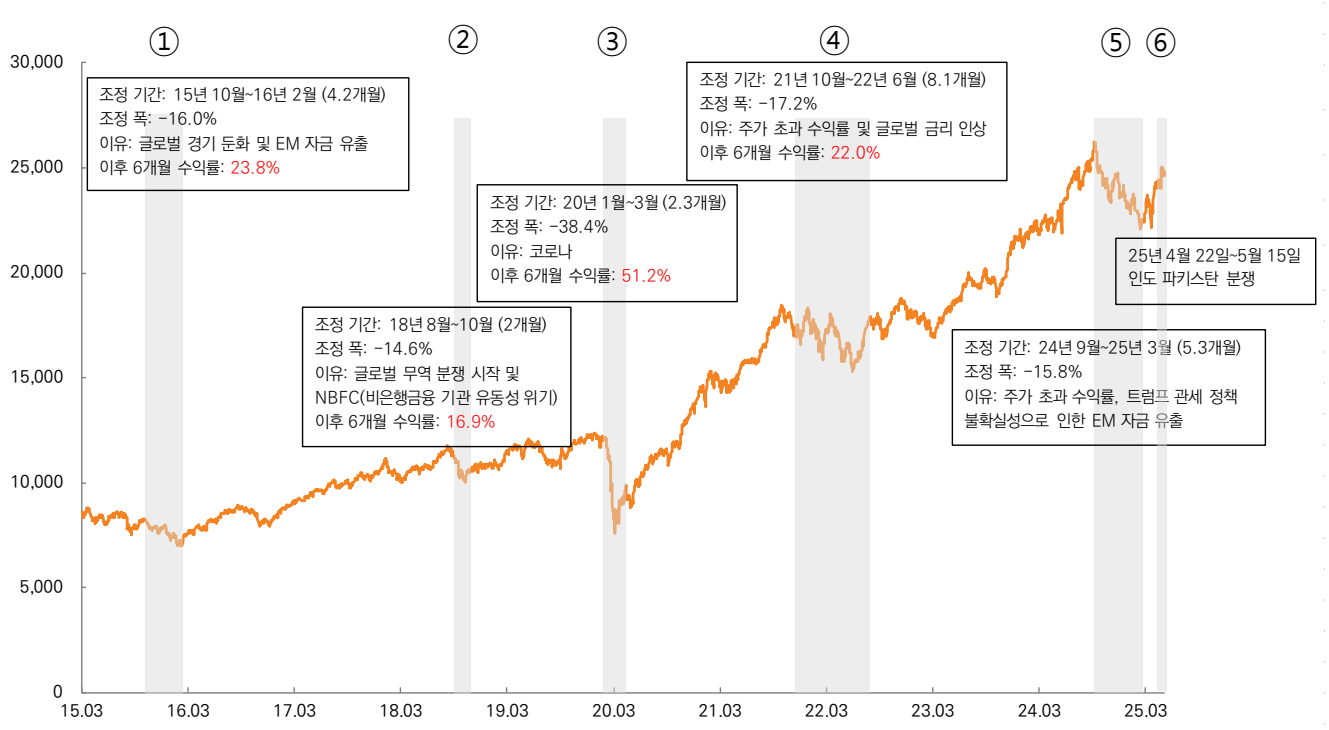
자료: RBI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 인도 가계 자산에서 주식이 차지하는 비중 추이



자료: RBI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 지난 10년간 NIFTY50 지수: 조정은 있었지만, 반등은 더 강했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

관심 종목: 레이몬드 라이프스타일, ASK 오토모티브, 아다니 에너지 솔루션

미팅에 참석했던 기업들 중 특히 인상 깊었던 기업은 다음과 같다.

레이몬드 라이프스타일: 뭄바이에서 런웨이까지, 인도 패션의 프런트로

동사는 레이먼드 그룹으로부터 2024년 7월 분할되어 9월에 상장된 인도 대표 의류 브랜드 기업이다.

Raymond, Park Avenue, ColorPlus 등 강력한 브랜드 포트폴리오와 맞춤형 정장 서비스(Raymond Made to Measure)를 보유하고 있으며, FY25년 기준 총 1,688개 오프라인 매장을 운영 중이다. FY4Q25에 발생한 랜섬웨어 이슈로 FY25 매출은 전년 대비 4.9% 감소하고, EBITDA 마진율도 6.1%p 하락했으나, 현재는 영향이 대부분 해소되었으며 유통망 확대와 딜러 주문 회복에 힘입어 회복세가 이어지고 있다.

현재 FY26년 기준 P/E 19.2배에 거래되고 있으며, 이는 인도 경기 소비재 업종 평균 대비 약 72% 할인된 수준이다.

에이에스케이(ASK) 오토모티브: 인도 이륜차 산업의 든든한 숨은 파트너

동사는 인도 이륜차 브레이크 부품 기업으로, 히어로 모토코프, TVS, 혼다 등 주요 이륜차 제조사들의 1차 공급사다. 특히 이륜차 브레이크 부품 시장에서 약 50%의 점유율을 기록하며, 기술력을 바탕으로 독보적인 시장 지위를 확보하고 있다.

FY26년에는 비수익 사업 철수를 통해 영업이익률 회복(13~14%)이 기대되며, 알루미늄 경량 부품 및 안전 제어 시스템 확대를 통해 전기차 침투율 확대에 선제적으로 대응 중이다.

현재 주가는 FY26년 기준 P/E 29.1배로, IPO 이후 평균 수준이나 인도 자동차/이륜차 부품업체 평균 대비 33% 할인된 밸류에이션에서 거래 중이다.

아다니 에너지 솔루션: 아다니 그룹 내 에너지 가치사슬의 중추

동사는 아다니 그룹 산하 송배전 전문 기업으로, 인도 전역의 송전망과 스마트 배전망을 운영하고 있다. FY24년 기준 전체 매출의 23%가 디지털 배전 부문에서 발생하며, 스마트 미터링·AI 수요 예측 등 에너지 테크 도입을 통해 종합 에너지 플랫폼으로 전환 중이다.

경영진은 FY30~31년까지 현재 수준의 EBITDA를 약 3배 수준으로 끌어올릴 계획이며, 스마트 계량기 보급 확산과 배전망 민영화가 핵심 성장 동력으로 작용할 전망이다. FY25년 설비 투자액은 전년 대비 103.9% 증가한 1,144억 루피로, 스마트 미터 부문이 빠르게 성장 중이다.

현재 주가는 FY26년 기준 P/E 35.7배로 과거 평균 대비 -1 표준편차 수준이며, 주요 인도 유틸리티 기업 대비 약 51% 프리미엄에서 거래되고 있다.

표 1. 컨퍼런스 참가 기업 밸류에이션 현황 I

기업명	블룸버그 코드	시총 (십억 INR)	시총 (조원)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		섹터
				26F	27F	26F	27F	
Aadhar Housing Finance	AADHARHF IN	185.7	3.0	17.0	14.0	-	-	금융 서비스
Aavas Financiers	AAVAS IN	143.4	2.3	20.7	17.2	-	-	금융 서비스
Adani Energy Solutions	ADANIENS IN	1,058.3	17.0	35.7	28.0	14.6	11.3	전력 유틸리티
Aditya Birla Sun Life AMC	ABSLAMC IN	209.1	3.4	21.1	19.0	19.8	17.8	금융 서비스
Alembic Pharmaceuticals	ALPM IN	197.9	3.2	27.4	21.3	17.0	14.0	헬스케어
ASK Automotive	ASKAUTOL IN	87.2	1.4	29.1	23.0	17.3	14.9	소비재
BSE	BSE IN	1,000.9	16.1	19.4	16.7	40.7	33.3	금융 서비스
Can Fin Homes	CANF IN	103.8	1.7	-	-	-	-	금융 서비스
CIE Automotive India	CIEINDIA IN	170.3	2.7	17.9	15.6	10.7	9.6	소비재
City Union Bank	CUBK IN	144.0	2.3	12.1	10.7	-	-	금융 서비스
Datamatics Global Services	DATA IN	35.8	0.6	17.2	14.5	12.0	10.6	IT 서비스
Dodla Dairy	DODLA IN	76.4	1.2	25.9	22.2	16.2	14.0	소비재
Dr Lal Path Labs	DLPL IN	236.5	3.8	47.7	40.8	29.9	26.4	헬스케어
Epigral	EPIGRAL IN	77.1	1.2	21.0	16.6	10.8	8.9	소재
Firstsource Solutions	FSOL IN	275.1	4.4	34.9	28.0	20.1	17.1	산업재
Go Digit General Insurance	GODIGIT IN	308.7	5.0	52.3	38.9	-	-	금융 서비스
Godawari Power and Ispat	GODPI IN	131.2	2.1	13.4	7.8	9.5	5.8	소재
Hexaware Technologies	HEXT IN	493.1	7.9	29.9	25.6	18.3	15.9	IT 서비스
Home First Finance	HOMEFIRS IN	123.7	2.0	22.4	18.0	42.3	31.6	금융 서비스
Jana Small Fin Bank	JSFB IN	51.1	0.8	-	-	-	-	금융 서비스
Kalpataru Projects International	KPIL IN	190.7	3.1	20.7	16.1	9.4	7.8	산업재
KPI Green Energy	KPIG IN	96.9	1.6	-	-	-	-	전력 유틸리티
L&T Technology Services	LTTS IN	468.0	7.5	32.4	27.5	20.6	17.8	IT 서비스
Laxmi Organic Industries	LXCHEM IN	56.5	0.9	33.3	25.6	14.8	11.9	소재
LT Foods	LTFOODS IN	147.2	2.4	19.6	16.3	12.9	11.1	소비재
Macrotech Developers	LODHA IN	1,453.8	23.3	43.3	37.3	30.2	25.8	부동산
MAS Financial Services	MASFIN IN	52.9	0.8	14.0	11.3	19.6	15.9	금융 서비스

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 컨퍼런스 참가 기업 밸류에이션 현황 II

기업명	블룸버그 코드	시총 (십억 INR)	시총 (조원)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		섹터
				26F	27F	26F	27F	
Mphasis	MPHL IN	488.2	7.8	25.8	22.8	16.3	14.7	IT 서비스
Muthoot Microfin	MUTHOOTM IN	21.6	0.3	-	-	-	-	금융 서비스
NHPC	NHPC IN	874.7	14.0	20.4	15.1	15.7	11.4	유틸리티
Northern Arc Capital	NORTHARC IN	35.3	0.6	-	-	-	-	금융 서비스
One 97 Communications (Paytm)	PAYTM IN	559.5	9.0	191.8	47.0	254.8	37.6	IT 서비스
Paras Defence & Space Technologies	PARAS IN	65.5	1.1	82.5	66.4	52.8	41.9	산업재
Persistent Systems	PSYS IN	886.8	14.2	50.4	41.1	34.5	28.5	IT 서비스
Piramal Enterprises	PIEL IN	248.9	4.0	23.1	15.5	-	-	금융 서비스
Piramal Pharma	PIRPHARM IN	272.6	4.4	116.0	42.1	20.4	14.5	헬스케어
Praj Industries	PRJ IN	89.2	1.4	32.7	24.9	20.8	16.2	산업재
Protean Egov Technologies	PROTEAN IN	39.9	0.6	30.3	28.5	25.0	25.6	IT 서비스
Rallis India	RALI IN	55.8	0.9	30.9	25.0	15.8	13.4	소재
Raymond Lifestyle	RAYMONDL IN	62.9	1.0	19.2	13.4	9.4	7.6	경기소비재
Sapphire Foods	SAPPHIRE IN	102.1	1.6	151.8	86.2	19.5	15.9	경기소비재
Saregama India	SARE IN	105.7	1.7	42.3	33.7	28.0	22.9	커뮤니케이션 서비스
Satin Creditcare Network	SATIN IN	17.4	0.3	6.3	4.6	-	-	금융 서비스
Siyaram Silk Mills	SIYA IN	33.0	0.5	-	-	-	-	경기소비재
SJS Enterprises	SJS IN	33.8	0.5	23.1	19.5	14.1	12.0	경기소비재
Skipper	SKIPPER IN	57.7	0.9	26.0	21.1	12.3	10.1	산업재
Sonata Software	SSOF IN	113.4	1.8	21.3	17.4	13.9	11.7	IT 서비스
Sun Pharmaceuticals	SUNP IN	4,078.3	65.4	32.6	28.8	24.1	21.3	헬스케어
TATA Power	TPWR IN	1,269.5	20.4	25.9	22.9	12.3	10.8	유틸리티
Tips Music	TIPSMUSIC IN	82.8	1.3	40.6	32.6	-	-	커뮤니케이션 서비스
Vedanta	VEDL IN	1,766.1	28.3	10.6	8.7	5.1	4.5	소재
Westlife Foodworld	WESTLIFE IN	104.9	1.7	166.1	85.9	27.9	22.2	경기소비재
Zaggle Prepaid Ocean Services	ZAGGLE IN	59.3	1.0	38.4	30.2	30.9	23.0	IT 서비스

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 컨퍼런스 참가 기업 주가 수익률 추이 I

기업명	블룸버그 코드	절대 수익률						상대 수익률					
		1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년	1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년
Aadhar Housing Finance	AADHARHF IN	-9.8	0.7	-3.4	16.1	-	-	-7.9	13.0	-0.6	26.9	-	-
Aavas Financiers	AAVAS IN	-8.6	-4.3	5.2	5.2	-44.8	-31.8	-6.8	7.5	8.3	15.1	-17.7	76.7
Adani Energy Solutions	ADANIENS IN	-4.0	20.6	1.8	-25.8	-72.7	95.4	-2.1	35.3	4.8	-18.9	-59.3	406.6
Aditya Birla Sun Life AMC	ABSLAMC IN	7.3	4.9	-18.6	23.6	12.7	-	9.5	17.7	-16.3	35.2	68.0	-
Alembic Pharmaceuticals	ALPM IN	12.7	20.6	-10.4	-2.8	-8.3	-55.4	15.0	35.4	-7.8	6.3	36.7	15.5
ASK Automotive	ASKAUTOL IN	8.5	8.5	-5.5	32.9	-	-	10.7	21.8	-2.7	45.4	-	-
BSE	BSE IN	14.0	42.3	53.9	156.3	619.9	2,164.2	16.3	59.7	58.4	180.4	973.1	5,769.3
Can Fin Homes	CANF IN	6.8	20.2	-8.1	-1.3	9.2	8.5	9.0	35.0	-5.4	7.9	62.7	181.2
CIE Automotive India	CIEINDIA IN	8.3	6.3	-9.2	-23.9	56.9	85.0	10.6	19.4	-6.5	-16.8	133.8	379.5
City Union Bank	CUBK IN	7.9	17.1	5.2	24.9	-5.9	-44.7	10.1	31.5	8.2	36.6	40.2	43.3
Datamatics Global Services	DATA IN	0.2	-5.8	1.3	0.9	24.7	391.4	2.3	5.7	4.2	10.4	85.9	1,173.8
Dodla Dairy	DODLA IN	19.4	9.0	0.1	35.1	71.0	-	21.9	22.4	3.1	47.8	154.8	-
Dr Lal Path Labs	DLPL IN	0.1	9.1	-8.4	-2.5	-9.4	-28.8	2.2	22.5	-5.8	6.6	35.0	84.6
Epigral	EPIGRAL IN	0.9	-1.3	-16.6	33.9	-12.3	-	3.0	10.7	-14.2	46.4	30.8	-
Firstsource Solutions	FSOL IN	13.5	1.6	4.6	86.6	139.0	381.9	15.9	14.1	7.6	104.1	256.3	1,149.2
Go Digit General Insurance	GODIGIT IN	14.7	-2.3	-5.2	1.5	-	-	17.1	9.7	-2.5	11.0	-	-
Godawari Power and Ispat	GODPI IN	5.3	12.1	1.1	-2.1	126.2	1,190.3	7.5	25.8	4.0	7.1	237.2	3,244.5
Hexaware Technologies	HEXT IN	13.7	-10.6	-	-	-	-	16.0	0.4	-	-	-	-
Home First Finance	HOMEFIRS IN	-4.4	4.9	10.8	34.5	0.3	-	-2.4	17.7	14.0	47.2	49.5	-
Jana Small Fin Bank	JSFB IN	-4.8	6.2	14.7	-24.5	-	-	-2.8	19.2	18.0	-17.4	-	-
Kalpataru Projects International	KPIL IN	12.6	13.2	-4.8	-15.8	108.9	110.1	14.9	27.0	-2.0	-7.9	211.3	444.6
KPI Green Energy	KPIG IN	26.4	15.9	-8.9	-24.8	565.8	7,523.4	29.0	30.1	-6.3	-17.7	892.4	-
L&T Technology Services	LTTS IN	1.7	-13.1	-18.7	-13.4	-17.1	45.6	3.8	-2.5	-16.4	-5.3	23.6	277.4
Laxmi Organic Industries	LXCHEM IN	14.1	3.4	-24.7	-23.4	-62.6	-	16.5	16.0	-22.5	-16.3	-44.2	-
LT Foods	LTFOODS IN	19.9	11.2	3.7	85.9	249.9	523.1	22.3	24.9	6.8	103.3	421.5	1,515.0
Macrotech Developers	LODHA IN	7.4	14.8	13.0	2.9	108.8	-	9.6	28.8	16.3	12.5	211.2	-
MAS Financial Services	MASFIN IN	6.7	11.2	2.0	-6.6	1.3	-41.1	8.9	24.9	5.0	2.2	50.9	52.6

주: 상대수익률은 Nifty50 지수 기준 상대수익률
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 컨퍼런스 참가 기업 주가 수익률 추이 II

기업명	블룸버그 코드	절대 수익률						상대 수익률					
		1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년	1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년
Mphasis	MPHL IN	1.9	1.7	-16.2	-0.8	-33.4	15.0	3.9	14.2	-13.7	8.6	-0.8	198.1
Muthoot Microfin	MUTHOOTM IN	-17.3	-15.3	-34.6	-47.3	-	-	-15.6	-4.9	-32.7	-42.3	-	-
NHPC	NHPC IN	-0.5	6.4	3.9	-21.6	74.1	71.4	1.5	19.5	6.9	-14.3	159.6	344.3
Northern Arc Capital	NORTHARC IN	-4.2	13.6	-9.2	-	-	-	-2.2	27.5	-6.6	-	-	-
One 97 Communications (Paytm)	PAYTM IN	-0.6	9.3	-5.5	123.1	-8.6	-	1.4	22.7	-2.7	144.0	36.3	-
Paras Defence & Space Technologies	PARAS IN	17.2	65.6	47.0	57.2	77.6	-	19.6	85.9	51.3	72.0	164.7	-
Persistent Systems	PSYS IN	4.4	-4.8	-6.7	42.0	102.5	732.4	6.5	6.9	-4.0	55.3	201.8	2,057.8
Piramal Enterprises	PIEL IN	11.2	12.2	-9.9	21.0	-23.9	-19.7	13.5	25.9	-7.3	32.3	13.4	108.2
Piramal Pharma	PIRPHARM IN	-4.8	-3.8	-25.8	25.0	-	-	-2.8	8.0	-23.7	36.8	-	-
Praj Industries	PRJ IN	3.1	-11.5	-42.8	-13.2	-4.0	222.2	5.2	-0.7	-41.1	-5.0	43.0	735.1
Protean Egov Technologies	PROTEAN IN	-26.4	-33.5	-46.1	-19.5	-	-	-24.9	-25.3	-44.5	-12.0	-	-
Rallis India	RALI IN	19.5	21.9	-16.1	0.9	-4.6	-48.0	22.0	36.9	-13.7	10.4	42.2	34.9
Raymond Lifestyle	RAYMONDL IN	5.2	-15.3	-51.0	-	-	-	7.4	-4.9	-49.5	-	-	-
Sapphire Foods	SAPPHIRE IN	-1.7	-8.8	-5.4	2.8	-3.6	-	0.4	2.4	-2.6	12.4	43.6	-
Saregama India	SARE IN	2.5	10.1	4.7	1.4	-7.2	716.6	4.6	23.5	7.8	10.9	38.4	2,016.8
Satin Creditcare Network	SATIN IN	-6.2	-3.9	-3.4	-34.6	-10.2	29.6	-4.3	7.9	-0.6	-28.5	33.9	235.8
Siyaram Silk Mills	SIYA IN	6.9	8.3	-8.4	48.1	-4.6	163.7	9.1	21.5	-5.7	62.0	42.2	583.7
SJS Enterprises	SJS IN	13.7	12.7	-16.1	38.5	70.7	-	16.0	26.5	-13.7	51.5	154.4	-
Skipper	SKIPPER IN	6.9	13.7	-16.0	57.8	474.7	560.9	9.1	27.6	-13.6	72.6	756.6	1,613.1
Sonata Software	SSOF IN	-6.0	-0.2	-37.2	-31.4	5.5	105.1	-4.0	12.0	-35.4	-24.9	57.3	431.6
Sun Pharmaceuticals	SUNP IN	-9.1	-5.0	-7.3	5.1	28.4	38.3	-7.2	6.7	-4.6	14.9	91.4	258.4
TATA Power	TPWR IN	1.3	4.4	-6.8	-16.1	14.3	319.3	3.4	17.1	-4.1	-8.2	70.3	987.0
Tips Music	TIPSMUSIC IN	0.8	-2.4	-26.8	36.7	175.6	2,597.8	2.9	9.6	-24.6	49.5	310.8	6,893.0
Vedanta	VEDL IN	5.6	1.9	-3.2	-9.1	-3.2	89.0	7.7	14.4	-0.4	-0.6	44.2	389.9
Westlife Foodworld	WESTLIFE IN	-1.7	-12.3	-13.7	-26.4	-3.6	-11.6	0.3	-1.5	-11.2	-19.6	43.6	129.0
Zaggle Prepaid Ocean Services	ZAGGLE IN	34.6	13.3	-15.1	42.7	-	-	37.3	27.2	-12.6	56.1	-	-

주: 상대수익률은 Nifty50 지수 기준 상대수익률
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인도 시장 및 경제 전망에 대한 패널 토론

요약: 싸지 않아도 좋은 시장, 인도는 지금 구조적 변화의 중심에 있다

올해 컨퍼런스에서는 기업별 1:1 및 그룹 미팅 외에도 '인도 주식 시장 및 경제 전망'이라는 주제로 진행된 패널 세션에서 현지 시장 전문가들이 참여해, 중장기 인도 주식 시장 및 경제에 대한 심도 있는 논의가 이어졌다. 패널 Q&A 세션의 주요 포인트는 아래와 같다.

싸야만 좋은 주식?…
이제는 성장과 구조 변화에 주목할 때

먼저 인도 시장의 밸류에이션 이슈에 대해서는 "싸야만 좋은 주식인가"라는 전통적 시각을 넘어서야 한다는 의견이 제시되었다. 인도 주식은 과거 대비 밸류에이션이 안정된 수준으로 내려온 가운데(과거 5년 평균 수준), 현재는 이익 성장률과 산업 구조 변화에 보다 집중해야 한다는 시각이 우세하였다. 특히 연 15~20%의 견조한 이익 성장세를 이어가는 기업들과 유니콘 스타트업의 등장은 기회로 작용하고 있다는 평가가 나왔다.

외국인 자금, '나쁜 뉴스' 속에서도 유입은 계속된다

외국인 투자자(FPI)의 자금 유입 흐름에 대해서는 '나쁜 뉴스 속에 기회가 있다'는 반응이 주를 이루었다. 과거와 달리 인도 시장에 접근하는 외국인 투자자의 수가 대폭 늘어난 가운데, 이들이 가장 중요하게 고려하는 요소는 성장성과 거버넌스인 것으로 나타났다. 부정적 뉴스가 오히려 진입 시점을 제공한다는 경험적 인식이 확산되면서, 중장기적으로는 자금 유입세가 유지될 것이라는 전망이 제시되었다.

제조업, 아직은 낮은 출발점…
그러나 변화의 방향은 분명하다

제조업 부문에서는 글로벌 기업들의 생산기지 이전 및 대규모 투자 계획이 본격화되고 있다는 점이 강조되었다. 다만 인도 제조업의 GDP 비중은 아직 14% 내외로 낮은 편이며, 구조적으로 '피라미드 하단'에서 출발하는 상황임을 감안해야 한다는 지적도 이어졌다. 그럼에도 불구하고, 자국산 방공 시스템 개발 등 방위 산업 내 기술 자립도가 향상되고 있다는 점은 고무적이다. 향후 제조업이 베트남+1 혹은 멕시코+1의 대안으로 주목받을 가능성도 크다는 분석이 제기되었다.

'아웃소싱'을 넘어
'AI 백엔드 강국'으로…
인도 IT의 다음 단계

한편, IT 및 AI 산업은 인도 경제의 차세대 성장축으로 지목되었다. 기존의 글로벌 역량센터(GCC) 역할은 점차 축소되겠지만, 인도는 AI 인재 기반과 디지털 인프라 역량을 바탕으로 AI 백엔드(데이터 레이크, LLM 훈련 등) 분야에서 주도권을 확보할 가능성이 높다는 의견이 제시되었다. 정부 주도의 'IndiaAI 미션'이 이러한 변화를 뒷받침하고 있으며, 디지털 활용 역량을 넘어 디지털 생산 역량을 갖춘 국가로 진화해 가고 있다는 점이 강조되었다.

리테일 주식 투자,
할아버지, 아버지, 아들 3세대가
같이 움직인다…
인도 자본시장의 새로운 물결

리테일 투자자 기반의 확대 또한 인도 자본시장 성장의 핵심 동력으로 부각되었다. 최근 적립식 펀드(SIP) 계좌 수가 1억 개를 돌파한 가운데, 할아버지, 아버지, 아들 3세대가 동시에 투자에 참여하는 구조적 변화가 진행 중이다. 특히 디지털 인프라와 투자 플랫폼의 발달로 인해 리테일 자금 유입의 대중화가 가속화되고 있으며, 이는 자산관리 산업의 장기 성장 가능성과도 맞닿아 있다는 분석이다.

인도 투자 철학의 핵심은 '속도'…
변화율을 읽는 통찰이 관건

마지막으로, 인도의 투자 철학과 관련하여, 가치 투자가 진정한 투자 방식이라는 인식과 함께, 보다 중요한 것은 변화의 방향보다 속도를 먼저 인식하는 것이라는 견해가 제시되었다. 성장률의 절대 수준보다는 개선 속도, 즉 '변화율(rate of change)'에 시장은 더 민감하게 반응한다는 점에서, 투자자는 정량 지표만이 아니라 시장 구조와 트렌드 변화에 대한 통찰을 바탕으로 기회를 포착해야 한다는 조언이 덧붙여졌다.

2025.6.4

인도 시장 및 경제 전망에 대한 패널 토론 정리



사회자

싸야만 좋은 주식인가요? 인도는 다릅니다

인도 시장은 오랜 기간 밸류에이션 논쟁의 중심에 있었는데요, 지금 시점에서 인도 주식시장에 접근할 때 투자자들이 가장 중점적으로 고려해야 할 요소는 무엇이라고 보십니까?

Jisang Yoo
유지상 대표



감사합니다. 개인적으로 저는 2009년에 처음 인도를 방문하였습니다. 그 전에는 중국 펀드와 인도 펀드를 아시아 지역에 판매하고 있었습니다. 당시에도 "왜 인도를 매수해야 하는가? 중국은 PER이 6배이고, 브라질은 4배인데 훨씬 싸지 않느냐"는 질문을 자주 받았습니다. 이러한 밸류에이션에 대한 논쟁은 지난 18년간 계속되어 왔으며, 이제는 그 결과를 모두가 확인하고 있는 시점입니다.

현재 **인도의 밸류에이션은 어느 정도 안정적인 수준(과거 5년 평균 수준)**으로 내려온 상태입니다. 여기서 다시 밸류에이션 논쟁을 벌이는 것이 과연 의미가 있을까요? 저는 이제 **이익 성장(earning growth)에 더욱 집중**해야 한다고 생각합니다. **인도의 많은 기업들이 여전히 연 15~20% 수준의 견고한 이익 성장을** 이어가고 있으며, **새로운 산업과 유니콘 기업들도 계속해서 등장**하고 있습니다.

따라서 단순히 PER이나 P/B 같은 지표로만 접근하기보다는, **기회의 관점에서 인도 시장을 바라보는 것이 중요**하다고 생각합니다.

17년 혹은 20년 전 '싸기 때문에 투자한다'는 논리만 고수했던 이들은 지금 인도 시장에서의 좋은 기회를 놓쳤습니다. 저는 지금도 그때의 논리가 여전히 유효하다고 믿고 있습니다.

사회자

외국인, 부정적 뉴스 속 투자 기회 포착

매우 흥미로운 의견입니다. 이번에는 FPI(외국인 기관 투자자)에 대해 이야기를 나눠보고자 합니다. 아시다시피, 2025년 2월까지 외국인 기관 투자자의 매도세가 이어졌고, 시장에도 일정 부분 조정을 유발했습니다. 그러나 2025년 4월 이후 분위기가 다시 좋아지고 있습니다. 앞으로 FPI들이 인도 시장에 계속 머무를 수 있을까요? 아니면 다시 조심스러운 태도를 취하게 될까요? 어떻게 보십니까?

Nilesh Shah
닐레쉬 샤 전무이사



20년 전만 해도 외국인 기관 투자자들과의 소통은 몇 명 안 되는 소수의 투자자들만 상대하면 되었지만, 지금은 11,000곳이 넘는 외국인 기관 투자자들이 존재합니다. 이들은 롱 온리 전략, 헤지펀드 전략 등 투자 방식도 다양하고, 투자 지역 역시 서로 다르기 때문에 일반화하기는 어렵습니다.

그럼에도 불구하고 두 가지는 분명합니다. **투자자들은 결국 수익을 원합니다. 우리가 해야 할 일은 '성장(Growth)'과 '거버넌스(Governance)'를 제공**하는 것입니다. 이 두 가지에 대해 신뢰를 줄 수 있다면, 외국인 기관 투자자들은 앞으로도 인도에 계속 투자할 것입니다.

최근 한 대형 외국인 기관 투자자와 점심을 함께하며 제가 이렇게 물었습니다.

"왜 지정학적 갈등이 있는 시기에도 인도를 계속 매수했습니까?" 그는 이렇게 대답했습니다. "나쁜 뉴스가 있을 때 인도를 매수해야 한다는 것을 배웠습니다. 좋은 뉴스가 있을 때는 이미 시장에 남아 있는 기회가 없습니다." 이처럼 우리는 **펀더멘털에 집중**해야 하며, 그렇게 한다면 자금은 자연스럽게 따라오게 되어 있습니다. 특히 **성장성과 거버넌스에 대한 확신이 있다면, 나쁜 뉴스 속에서도 외국인 자금 유입은 계속될 수 있습니다.**

'변화율'로 읽는 인도 제조업의 기회

사회자

애플은 중국 의존도를 줄이기 위한 전략의 일환으로 생산 기지를 인도로 적극 이전하고 있으며, 아이폰 조립을 포함한 주요 제조 활동이 타밀나두 등에서 확대되고 있습니다.

이러한 흐름 속에서 타타 그룹은 대만의 파워칩 반도체 제조사(PSMC)와 협력하여 구자라트주 돌레라(Dholera)에 인도 최초의 첨단 반도체 제조 공장을 설립하고 있으며, 해당 프로젝트는 약 110억 달러(약 9,100억 루피)가 투자되는 대규모 사업입니다.

공장은 월 5만 장의 웨이퍼 생산 능력을 갖추게 되며, 인공지능, 자동차, 통신, 고성능 컴퓨팅 분야에 사용될 반도체를 생산할 예정입니다. 보잉도 항공우주 및 방위 산업 부문에서 인도에 투자하고 있습니다.

인도가 글로벌 제조 허브로 자리잡아 가고 있는 상황에서, 어떤 산업들이 이러한 전환을 주도할 것으로 보십니까? 일단은 제조업에 집중해서 이야기해 보도록 하겠습니다. 다른 산업들은 그 이후에 다루겠습니다.

Manish Chokhani
마니시 초카니 이사



먼저 전반적인 맥락을 짚고 넘어가야 합니다. 우리는 종종 인도 제조업의 잠재력에 대해 야심차게 말하지만, 현실적으로 **인도 제조업의 GDP 기여도는 약 13.9% 수준**으로, 약 4,615억 달러에 불과합니다(World Bank 22년 기준). 반면, 전 세계 제조업의 1/3을 차지하는 중국은 약 5조 달러 규모이며, 이는 인도 전체 GDP의 1.3배에 해당합니다. 이러한 상황에서 **인도와 중국을 같은 수준에서 비교하는 것은 현실과 맞지 않습니다.**

하지만 다행히도 시장은 **'절대 수준'보다는 '변화율(Rate of Change)'을 평가**합니다. **'매우 나쁜 상황'에서 '그저 나쁜 상황'으로 개선되는 것만으로도 시장은 긍정적으로 반응**합니다. 예를 들어, 기업 환경이 개선되어 '기업 환경 평가(Ease of Doing Business)' 순위가 64위에서 40위로 올라간다면, 이는 상당한 진전이라고 할 수 있습니다.

그리고 앞서 언급하신 산업들처럼, 어떠한 나라든 **기술력과 엔지니어링 역량을 중심에 두지 않고는 세계 3위 경제에서 그 이상으로 도약하는 것은 불가능**합니다. 자동차, 방위, 전자 산업은 모두 국가 안보와 경제를 지탱하는 핵심 산업 기반입니다. 무엇보다도 다행인 점은, 인도가 이제 이러한 현실에 대해 깊이 인식하고 대응을 시작했다는 사실입니다.

그럼에도 불구하고, 우리는 여전히 **산업 구조의 '피라미드 하단'에 위치**해 있습니다. EMS(전자기기 제조 서비스)만 보더라도, 인도는 현재 반도체 산업에서 기초 단계 작업에 주로 참여하고 있습니다. 대만과 네덜란드가 이 산업의 최상단에 있으며, 인도는 아직 갈 길이 멉니다. 그럼에도 불구하고, 이제 인도는 이 게임에 본격적으로 참여하기 시작했으며, **'제조업 경쟁에 반드시 참여해야 한다'는 사회적 공감대가 형성되기 시작했다는 점은 긍정적인 신호**입니다.

최근의 인도-파키스탄 분쟁은 방위 산업 분야에서 인도 기술이 조용히 발전해 왔음을 보여주는 사례입니다. 인도는 전 세계 대비 매우 낮은 비용으로 **아이언돔(Iron Dome) 유사 방어 시스템을 자체적으로 구축**하였으며, 이러한 성과는 **세계적으로도 주목받지 못했을 만큼 조용히 이루어졌습니다.** 이러한 점은 인도의 미래를 낙관적으로 바라볼 수 있는 근거가 됩니다.

> 인도는 최근 자국산 방공 시스템을 개발하여 이스라엘의 아이언돔(Iron Dome)과 유사한 기능을 구현하고 있다. 특히 2025년 5월 'Operation Sindoor' 작전에서 파키스탄의 드론 공격을 효과적으로 차단하며 실전 능력을 입증하였다. 해당 시스템은 고속 레이더, 전자 광학 추적 장치, GPS 교란, 레이저 기반 요격 기술 등을 활용해 드론 탐지부터 요격까지 자동화한 다층 방어 구조를 갖추고 있으며, 인도는 이를 통해 방공 역량을 한층 강화하고 있다.
>
> 아울러 인도는 '아카쉬티어(Akashteer)'라는 자동화 방공 통제 시스템을 개발해 2024년부터 육군에 배치하고 있으며, 저고도 공역 감시와 무기 통제를 통합적으로 수행할 수 있도록 설계하였다. 이 시스템은 공군의 지휘통제 체계와 연계되어 군 간 연동성을 높이고 있으며, 고가의 수입 무기 대비 비용 효율성이 뛰어나 방산 자립도 향상에 기여하고 있다.

하지만 동시에 현실도 직시해야 합니다. 인도의 글로벌 제조 수출 비중은 현재 2% 수준입니다. 이 비중이 4%로 상승하더라도, 이는 100%의 성장률로 인도 입장에서는 엄청난 변화입니다. 또한 우리는 반드시 **"차이나 플러스 원(China +1)" 전략을 따를 필요는 없습니다. "베트남 플러스 원" 또는 "멕시코 플러스 원"만 되어도 충분히 의미 있는 진전**입니다.

인도 주식 펀드시장, 구조적 대중화의 문턱을 넘다

사회자

2025년 4월에 굉장히 주목할 만한 수치가 나왔습니다. SIP(Systematic Investment Plan) 투자금이 사상 최고치인 2,663억 루피(전년 대비 +30.7%)를 기록하였습니다. 이는 자산운용(AMC) 업계에도 매우 긍정적인 신호라고 볼 수 있습니다.

이러한 흐름 속에서 리테일 투자자들의 참여는 앞으로 어떻게 변화할 것으로 보십니까? 특히 뮤추얼 펀드 산업의 관점에서 말씀 부탁드립니다.

Swarup Mohanty
스와럽 모한티 부회장



저는 2025년이 인도, 그리고 인도 뮤추얼 펀드 산업 모두에게 전환점이 되는 해가 될 것이라고 생각합니다. 하지만 솔직히 말씀드리면, 2024년 자체도 매우 인상적인 한 해였습니다. 팬데믹 이전, 약 20년 가까이 꾸준히 노력해 왔음에도 전체 SIP 계좌 수(적립식 펀드 계좌 수)는 약 3,600만 개에 불과했습니다. 그런데 지금은 **1억 300만 개에 가까우며, 2024년 한 해에만 약 2,400만 개의 계좌가 새로 개설**되었습니다.

현재는 인도 투자 생태계에서 매우 흥미로운 시기입니다. 지금은 **역사상 처음으로 3세대가 동시에 투자에 참여하는 시대**입니다. 예전에는 아버지 세대 또는 제 세대가 주를 이뤘습니다. 하지만 이제는 제 아들도 투자에 참여하고 있습니다.

2025년 기준으로 인도 전체 인구의 약 65%가 35세 이하로 추정되며, 인도가 세계에서 가장 젊은 인구 구조를 가진 국가 중 하나인 점을 감안할 때, 세대별 행동 양식의 차이는 투자 패턴에도 큰 변화를 가져올 것입니다. 제 아버지는 단 하나의 직장을 안정적으로 유지하는 것을 가장 큰 가치로 여겼습니다. 저는 그보다 조금 더 큰 욕망을 가지고 자본시장으로 발을 들였습니다. 그런데 제 아들은 어떨까요? 그의 불안정성은 이미 할아버지가 해소해 주었고, 삶의 질은 제가 이미 보장해 준 셈입니다. 그렇기에 아들은 저와 전혀 다른 방식으로 행동할 것입니다.

또한 현재는 **디지털화가 상당히 진척**되어 있으며, **거래 편의성도 확립**되었습니다. **인도 뮤추얼 펀드 산업은 지난 20~30년간 성숙한 운용 능력과 신뢰를 쌓아 왔습니다. 이제는 규모의 시대**입니다.

앞으로 5~6년을 내다본다면, 이번 4월에 기록한 2,663억 루피의 SIP 유입액은 시작에 불과합니다. 뮤추얼 펀드는 이제 대중화 단계에 들어섰으며, 이는 대규모 확산의 전초입니다.

제가 향후 자금 규모에 대한 전망을 말하면 다들 웃습니다. 그러나 저는 확신하고 있습니다.

상품 믹스도 진화할 것입니다. 제 아들은 제가 투자했던 "플렉시캡 펀드(Flexi-cap Fund)"에 관심이 없을 것입니다. 대신 그의 가치관과 리스크 성향에 맞는 상품을 원할 것입니다.

따라서 우리는 **새로운 소비자 행동을 반영한 상품 개발에 더욱 집중**해야 하며, 그에 **성공한다면 자금 유입 구조 자체가 이전과 완전히 달라질 것**입니다.

사실상 지난해부터 이 구조적인 변화가 시작되었다고 볼 수 있으며, 연간 1,000만 개 규모의 신규 계좌 증가는 이제 기본치로 자리 잡았습니다. **다음 단계는 5~6,000만 개 신규 계좌로 넘어가는 것이며, 잊지 말아야 할 것은 인도의 가계 자산에서 주식의 비중은 아직 4.8%에 불과**하다는 점입니다. 즉, 우리는 이제 막 시작했을 뿐입니다.

*플렉시캡 펀드(Flexi-cap Fund)는 대형주, 중형주, 소형주를 구분 없이 자유롭게 편입할 수 있도록 설계된 주식형 뮤추얼 펀드로, 시장 상황에 따라 자산운용사가 유연하게 종목 비중을 조절할 수 있다는 점이 특징이다. 이러한 펀드는 특정 시가총액 범주에 얽매이지 않고 기회 중심의 분산 투자를 추구하므로, 비교적 긴 투자 기간을 감내할 수 있으며, 시장의 사이클 변화에 민감하게 대응하고자 하는 중위험·중수익 지향형 투자자에게 적합하다.

Jisang Yoo
유지상 대표



금에서 펀드로… 인도, 투자 습관이 바뀌고 있다

제가 인도에서 10년 넘게 거주하면서 느낀 점이 있습니다. 우리는 종종 인도를 1인당 GDP가 약 2,500달러인 '저소득 국가'라고 이야기합니다. 그런데 실제로 **주(州)별 GDP 데이터를 확인해 보니, 2,500달러 수준에 해당하는 주는 거의 없었습니다.**

오히려 500달러 이하의 저소득 주도 있었고, 반대로 7,000~8,000달러에 달하거나, 심지어 10,000달러에 가까운 주도 존재했습니다. 즉, 단순 **평균치만으로 인도를 해석하는 데에는 한계**가 있습니다.

이러한 이유로 저는 인도 자산관리 산업에 대해 매우 낙관적으로 보고 있습니다. 이미 **많은 고소득층이 존재**하고 있으며, **중산층 중에서도 자산이 빠르게 증가하고 있는 계층**이 생겨나고 있습니다. 이들은 이제 단순 저축을 넘어 **전문적인 자산관리 조언을 필요로 하는 시점**에 와 있습니다.

물론 여전히 일부에서는 자산관리 산업이 새로운 상품 밀어내기에만 급급하다고 비판합니다. 그러나 제 경험상, 이는 점차 '솔루션 기반 모델'로의 전환이 진행 중인 과정이라고 판단하고 있습니다.

과거에는 인도 사람들이 돈을 벌면 금(Gold)을 먼저 샀습니다. 어느 정도 금을 보유한 후에는 부동산에 투자했고, 남은 자금은 8~9% 이자를 주는 정기예금에 넣는 것이 일반적이었습니다.

이러한 투자 습관은 투자 수단의 선택지가 제한적이고, 전략도 단조로웠던 환경에서 비롯된 것입니다. 그리고 그 원인은 높은 금리 환경에 있었습니다. 금리가 8~9% 수준일 때는 누구나 정기예금에 넣는 것이 안전하고 효율적이라고 느끼게 됩니다.

하지만 이제는 상황이 바뀌었습니다. 인도는 빠르게 성장하고 있습니다. 항만, 고속도로, 고속열차, 공항 등 인프라가 눈에 띄게 개선되고 있습니다. 물가 상승률(인플레이션)도 점차 안정되고 있습니다.

그리고 저는 금리 또한 점차 하향 안정세로 접어들 것으로 보고 있습니다. 현재 기준금리는 약 6% 전후이지만, 4~5% 수준까지 하락하고 인플레이션 기대치도 낮아진다면, 사람들은 이런 질문을 던지게 될 것입니다.

"과거에는 9% 이자를 받았는데, 지금은 4%다. 세후로 보면 3%도 안 된다. 이제 이 돈을 어디에 투자해야 할까?"

바로 **이 시점이 투자 수요가 폭발적으로 증가하는 전환점**이 될 것입니다.

따라서 저는 이 흐름이 인도 자산관리 산업 성장의 주요한 촉매제가 될 것이라 믿습니다. **자산관리 회사는 더 이상 상품을 공급하는 데 머무르지 않고, 고객의 재무 여정을 함께 설계하는 해결 중심의 조직으로 전환**되어야 합니다.

우리는 고객에게 연금, 생애 단계별 자산 계획, 은퇴 전환 관리 등 포괄적인 재무 솔루션을 제시해야 합니다. 이러한 **솔루션 기반 패러다임의 전환**은 매우 빠르게 다가오고 있으며, 그렇기 때문에 저는 **인도 자산관리 산업의 잠재력이 매우 크다고 확신**합니다.

글로벌 고금리 속에서도 인도는 '금리 여력'이 있는 시장

사회자

이번에는 금리 인하에 대해 조금 더 이야기해 보겠습니다. 올해는 매우 흥미로운 한 해였습니다. 인도중앙은행(RBI)은 이미 두 차례 금리 인하를 단행했으며, 이번 회계연도 내에 추가 인하 가능성도 거론되고 있습니다.

글로벌 금리 불확실성이 커지는 상황에서, 외국인 투자자들에게 신뢰를 줄 수 있는 인도의 정책 운용 방식은 무엇이라 생각하십니까? 또한, 이러한 통화 정책이 금융 섹터에 어떤 영향을 미칠 것으로 보시는지, 그리고 올해 금융 산업의 전반적 흐름을 어떻게 전망하시는지 듣고 싶습니다.

Nilesh Shah
닐레쉬 샤 전무이사



우리는 과거 Y.V. 레디(Yaga Venugopal Reddy) 전 인도중앙은행(RBI) 총재와 같은 리더십이 다시 요구되는 시점에 와 있습니다.
그의 임기 당시, 미국의 10년물 국채 수익률은 4.5%, 인도의 10년물은 4.95%였습니다. 단 45bp(베이시스 포인트)의 금리 차이가 있었음에도, 그는 토빈세(Tobin Tax)를 도입하여 과도한 외국 자본 유입을 제한하려 했습니다.

> Y. V. 레디 전 인도중앙은행(RBI) 총재는 2000년대 초반 외국인 포트폴리오 투자(FPI)의 급증으로 인한 금융시장 변동성과 과열 우려를 해결하기 위해 '토빈세(Tobin Tax)' 도입을 제안했다. 토빈세는 1972년 제임스 토빈이 제안한 세금으로, 단기 외환 거래와 투기성 금융 거래에 소액의 세금을 부과하여 자본 이동을 조절하고 금융시장 안정을 도모하는 것이 목적이다. 그러나 인도에서 이 제안은 실제로 도입되거나 시행되지 않았으며, 다른 국가들에서는 브라질, 칠레, 태국 등이 유사한 세금을 시행했으나, 전면 도입은 국제적 공조 부족과 실효성 논란으로 이루어지지 않았다.

이러한 환경에서 **인도는 신중한 부채 관리와 통화정책 운영을 통해 글로벌 금리 변동성 속에서도 국내 금리를 인하하고 스프레드를 축소하는 전략이 필요**합니다.

우리는 과거 레디 총재의 리더십 하에서 이미 이러한 정책이 가능하다는 것을 보았습니다. 저는 인도중앙은행(RBI)이라는 기관 자체가 이러한 전략적 기억을 충분히 갖고 있다고 확신합니다.

두 번째로, **인도-파키스탄 분쟁은 '경제적 성장'이야말로 외부 위협에 대응할 수 있는 가장 효과적인 수단**임을 다시 한번 일깨워주는 계기가 되었습니다.
만약 인도가 아직도 2조 달러 규모의 경제였다면, 국방 투자 능력이나 글로벌 전략적 협력 확보 모두 지금과는 비교도 되지 않았을 것입니다.
하지만 현재 **인도의 경제 규모는 4조 달러를 넘어섰고, 8조 달러를 향해 나아가는 중입니다. 이에 따라 인도의 지정학적 영향력과 경제적 회복 탄력성은 완전히 다른 차원**이 되었습니다.

이러한 경험을 바탕으로, 앞으로는 지속 가능한 경제 성장에 대한 규제기관의 초점이 더욱 강화될 것이라 판단합니다. 이러한 **성장 중심 정책 기조**와 **완화적 통화정책**이 결합될 경우, 보다 **유연한 금리 정책**이 나타날 가능성이 높다고 봅니다.

실제로 현재는 **시장 기대보다 빠른 유동성 공급**이 이루어지고 있으며, **금리 인하도 시장 예측에 부합하는 수준에서 진행**되고 있습니다. 따라서 저는 **높아진 유동성이 금융 산업 전반에 긍정적인 영향**을 미칠 것으로 예상합니다. 이는 **금리 인하로 인한 마진 감소 효과를 상쇄**할 만큼의 이점이 될 수 있습니다.

또 한 가지 중요한 점은, 예금 금리는 통상적으로 조정에 시간이 걸리는 반면, **대출 금리는 대부분 변동금리(floating rate) 구조**이기 때문에 금리 인하 시 즉시 반영되는 경향이 있습니다. 이로 인해 **단기적으로는 예대금리 마진이 일시적으로 축소**될 수 있지만, 전반적인 **유동성 확대와 대출 수요 증가가 은행 수익성에 긍정적인 영향**을 줄 수 있습니다.

사회자

'아웃소싱의 나라'에서 'AI 강국'으로: 인도 IT의 다음 챕터

이번에는 다른 산업으로 논의를 전환해 보겠습니다. IT 산업에 대한 견해를 부탁드리겠습니다. 최근 미국의 관세 부과는 해당 산업에 적지 않은 충격을 안겨 주었습니다. 아직 전개 중인 사안이지만, 특히 인도 IT 산업에 미치는 파급 효과에 대한 의견을 듣고 싶습니다. 어떤 점을 주목하고 계신가요?

Manish Chokhani
마니시 초카니 이사



네, IT 산업에 대한 저의 견해를 공유드리겠습니다. 단기적으로는 분명한 역풍이 존재합니다. 미국 경기 둔화, 경기 침체 우려, 비자 정책 강화 등 다양한 변수들이 있습니다. 하지만 **장기적인 관점에서 본다면 IT 산업은 인도에서 가장 전략적인 산업** 중 하나라고 생각합니다.

현재 인도는 전 세계 서비스 수출에서 약 5%의 점유율을 차지하고 있으며, 제조업 점유율은 약 2%에 불과합니다. 그리고 무엇보다 **IT 서비스는 인도에게 있어 '사우디아라비아의 석유'와 같은 역할로, 글로벌 수익의 핵심 원천**입니다.

IT 서비스, 글로벌 역량 센터(GCC), 기타 기술 수출 등을 통해 연간 약 2,500억 달러 규모의 수익을 창출하고 있으며, 이는 국내 소비와 고용 창출에도 큰 영향을 미칩니다. IT 종사자 1인이 만들어내는 생태계는 인도 전역에 걸쳐 퍼져 있습니다.

> 글로벌 역량 센터(Global Capability Center, GCC)는 다국적 기업이 본사 외 지역에 설립하는 전략적 운영 거점으로, IT뿐만 아니라 재무, 인사, R&D, 데이터 분석 등 다양한 핵심 기능을 수행하는 다기능 조직이다. 과거에는 비용 절감을 위한 백오피스에 불과했지만, 최근에는 기술 혁신과 고부가가치 업무를 주도하는 방향으로 진화하고 있으며, 글로벌 IT 센터가 IT 분야에 한정된 지원 조직인 것과 달리, GCC는 기업의 전략과 경쟁력을 뒷받침하는 보다 포괄적이고 전략적인 역할을 수행한다.

장기적으로 보면, 우리는 **이제 AI 시대에 진입**하고 있습니다. 기존의 코드 작성 업무는 상당 부분 자동화될 것이며, 많은 GCC의 역할은 축소되거나 사라질 수 있습니다. 하지만 이것은 종말이 아니라 진화입니다.

예를 들어, 1990년대 또는 2000년대 초반에 누군가 "마힌드라 & 마힌드라가 전기차 제조업체가 되고, 타타모터스가 재규어 랜드로버(JLR)를 소유하게 될 것이다"라고 말했다면, 모두가 웃었을 것입니다. 그러나 그들은 적응했고 변화했습니다.

인도의 IT 엔지니어링 및 경영 인재는 세계 최고 수준입니다. 저는 이들이 단순 서비스 제공을 넘어, AI 엔진을 구축하고, 고객의 데이터를 조직화하며, 고마진 애플리케이션을 창출하는 주체로 진화할 것이라 믿습니다.

AI가 미국의 데이터셋만으로 작동할 것이라는 믿음도 이제는 깨졌습니다. 중국의 딥시크(DeepSeek) 같은 사례가 그 반례입니다. **인도는 20개 이상의 공용 언어를 가진 나라로, 우리만의 언어 모델과 데이터셋이 필요합니다.** 외국 모델에만 의존할 수는 없습니다.

우리는 우리만의 자체 디지털 생태계와 국가 차원의 AI 모델을 구축해야 합니다. 단순히 **서비스를 사용하는 데 그치지 않고, AI를 실제로 활용하는 다양한 앱을 만들며, 그 기반이 되는 기술 구조까지도 직접 개발**해 나가야 합니다. 핀테크에서 우리가 만들었던 인디아 스택(India Stack)처럼 말입니다. 그 모델은 이미 여러 산업에서 벤치마킹되고 있습니다.

> 인디아 스택(India Stack)은 인도 정부와 민간 기술 생태계가 협력하여 구축한 디지털 공공 인프라 플랫폼으로, 국민 개개인이 디지털 신원 인증, 전자 서명, 디지털 결제, 데이터 공유 등을 안전하게 수행할 수 있도록 지원하는 기술 프레임워크이다. 대표 구성 요소로는 생체 인증 기반의 '아드하르(Aadhaar)', 전자서명 시스템 'eSign', 통합 결제 인터페이스 'UPI', 디지털 문서 저장소 'DigiLocker', 금융 데이터 공유 시스템 'Account Aggregator' 등이 있으며, 이를 통해 인도는 금융 포함(financial inclusion), 공공 복지, 헬스케어 등 다양한 분야에서 디지털 혁신을 빠르게 추진할 수 있는 기반을 마련하였다.

일부 라지캡 IT 서비스 기업을 제외하면, 많은 인도 IT 기업들은 아직 글로벌 관점에서는 스몰캡 수준입니다. **인도는 전 세계 시가총액의 3%에 불과하지만, 향후 GDP 기준 10~15%의 비중을 차지하게 될 가능성**도 있습니다(인도의 명목 GDP는 약 4.19조 달러로, 현재 세계 GDP의 약 3.7%를 구성). 시장가치 대비 GDP 비율이 일정하다는 가정하에만 봐도, 엄청난 부의 창출 가능성이 열려 있습니다. 인도의 기술 인재는 매우 탁월합니다. 이 분야는 절대 쉽게 포기해서는 안 될 중요한 영역입니다.

인도는 AI 인재의 양적인 기반은 매우 탄탄하지만, 최상위 AI 연구 및 플랫폼 개발 역량에 있어서는 미국과 중국에 비해 상대적으로 뒤처져 있는 편이다. 그 주된 이유는 첫째, 딥러닝 및 생성형 AI와 같은 기초 연구를 이끄는 세계적 수준의 학계 및 연구기관이 부족하다는 점이다. 둘째, OpenAI나 Google DeepMind, Baidu처럼 자체적으로 대규모 AI 모델과 프레임워크를 개발·운영하는 글로벌 AI 플랫폼 기업이 부재하는 구조적 한계가 존재한다는 점이다. 셋째, 고성능 컴퓨팅 인프라와 데이터 센터 등 하드웨어 기반 투자가 아직 제한적이며, 우수한 인재의 해외 유출도 심화되고 있기 때문이다.

그럼에도 불구하고, 인도는 AI 생태계의 장기적 성장 가능성을 보여주는 강점을 다수 보유하고 있다. 다언어 사회라는 특수성과 방대한 사용자 기반은 로컬 AI 모델의 수요를 촉진하고 있으며, 소프트웨어 엔지니어링 역량과 빠른 기술 적용력 또한 높게 평가받고 있다. 특히 정부 주도의 'IndiaAI Mission'과 같은 대규모 투자 계획, 공공-민간 협력 기반의 데이터 및 컴퓨팅 인프라 확대가 본격화되면서, 향후 인도 역시 고급 AI 연구와 독자적인 플랫폼 개발 능력을 갖춘 국가로 도약할 가능성이 점차 커지고 있다.

사회자

AI 생태계를 짓는 나라, 인도는 지금 기반을 다지는 중

전적으로 동의합니다. 기회의 규모와 깊이는 이처럼 빠르게 변화하는 산업에서는 상상 이상으로 클 수 있습니다. 이 흐름을 이어서, 추가 질문을 드리겠습니다.

최근 인도 정부는 AI 역량 강화를 위한 국가 전략인 'IndiaAI 미션'을 승인하며, 향후 5년간 총 1조 300억 루피(약 12.5억 달러)를 투입하겠다고 발표했습니다. 이 미션은 고성능 AI 컴퓨팅 인프라 구축, 인도 고유 언어 기반의 대형 언어 모델 개발, AI 스타트업 지원 등을 포함하고 있습니다. 이러한 움직임 속에서 인도가 AI 전환기를 어떻게 준비하고 있는지, 그리고 앞으로 어떤 방향으로 나아갈 것으로 보시는지 견해를 듣고 싶습니다.

Swarup Mohanty
스와럽 모한티 부회장



Manish 님의 말씀처럼, 이제 우리가 중요한 현실에 눈을 뜨기 시작한 것이 다행이라고 생각합니다. 특히 **AI 분야에서는 중국의 딥시크(DeepSeek) 사례를 통해 우리가 아직 다소 뒤처져 있다는 점**이 분명해졌습니다. 하지만 그렇다고 해서 우리가 따라잡을 수 없다는 뜻은 아닙니다.

저는 이 전환기를 이렇게 생각합니다. 예전에는 뭄바이에서 오토릭샤 기사에게 BKC(인도 뭄바이의 신흥 금융 비즈니스 지구)로 가는 길을 물으면, 서로 다른 네 가지 경로를 알려주었습니다. 지금은 그럴 필요가 없습니다. 그냥 구글에 묻습니다. 이는 **'경험 기반의 탐색'에서 '디지털 기반의 정답 탐색(fetch)'으로 바뀐 것**을 보여줍니다.

요즘 많은 분들이 챗지피티(ChatGPT)와 소통을 시작하고 계십니다. 시간이 지날수록 우리는 AI가 나 자신보다 나를 더 잘 이해하고 있다는 점을 깨닫게 됩니다. 이것이 바로 지금 우리가 목도하고 있는 변화의 본질입니다.

AI는 크게 두 가지 핵심 요소로 이루어져 있습니다.



첫째는 데이터를 다듬고 정리하는 과정입니다(백엔드, Backend). 우리가 흔히 말하는 인공지능, 특히 대규모 언어 모델(LLM)을 만들기 위해서는 방대한 양의 텍스트, 음성, 이미지 등의 데이터가 필요합니다. 하지만 이런 데이터는 그대로 사용할 수 없고, 오류를 고치거나 불필요한 정보를 제거하고, 일정한 형식으로 정리하는 작업이 선행되어야 합니다. 이렇게 정제된 데이터는 AI가 학습할 수 있도록 저장되는 기반이 되며, 이를 위해 '데이터 레이크' 같은 구조가 활용됩니다.

둘째는 이렇게 만들어진 AI 모델을 실제로 사람들이 사용할 수 있도록 만드는 일입니다(프런트엔드, Frontend). 예를 들어 챗봇, 이미지 생성기, 번역기처럼 우리가 직접 사용하는 프로그램이나 앱을 말합니다. 이런 응용 프로그램은 사람들이 AI 기술을 쉽게 접하고 활용할 수 있게 해주며, 현재 이 분야는 미국과 중국 기업들이 앞서 나가고 있는 상황입니다. 프런트엔드에서는 우리가 뒤처져 있을 수 있습니다. 그러나 **백엔드, 즉 기반 인프라 측면에서는 인도가 리더가 될 수 있습니다.**

우리의 프로그래머(Programmer)와 데이터 과학자(Data Scientist)들은 세계 최고 수준입니다. 하지만 다음 단계로 도약하기 위해서는 교육부터 변화가 필요합니다. 지금도 많은 대학에서는 여전히 기초 수준의 파이썬(Python) 교육에 머물러 있습니다. 사고방식 자체가 진화해야 할 시점입니다. **정부의 AI 예산 중 상당 부분은 이러한 커리큘럼 개편과 인재 역량 강화에 집중적으로 투자**되어야 합니다.

인도는 AI의 기반 인프라(데이터 레이크 및 LLM) 구축에서 핵심 역할을 수행할 것입니다. 프런트엔드가 다른 나라의 몫이 될 수도 있겠지만, 보이지 않는 AI의 기반은 인도 기술자가 만들 것입니다.

딥시크(DeepSeek)의 등장은 '모든 것이 투명한 것이 더 낫다'는 기존의 믿음에 의문을 던졌습니다. 오히려 중국처럼 **폐쇄적이고 통제된 방식이 AI 개발 측면에서는 더 빠르고 효율적**일 수 있다는 인식이 확산되면서, 이제 우리는 **완전히 새로운 시각에서 AI 전략을 다시 생각해봐야 할 시점**에 와 있습니다.

우리는 약간 뒤처져 있을 수 있습니다. 하지만 우리는 빠르게 따라잡고 있으며, 곧 AI의 기반 인프라 부문에서 선도적 역할을 하게 될 것입니다.
설령 우리의 뛰어난 개발자들이 처음에는 데이터 정리부터 시작하더라도, 그 역할만으로도 우리는 AI 생태계의 중심에 가까워질 수 있습니다.



이제는 '테마의 시대', 헬스케어·제조·에너지에 주목하라

사회자

AI를 주제로 깊이 있는 논의가 오갔는데요, Swarup님께 마지막으로 여쭤보겠습니다.

향후 가장 큰 성장을 이끌 산업 세 가지를 꼽는다면 무엇인지요? 그리고 그 못지않게 중요한 질문인데요, 피해야 할 산업이 있다면 어떤 산업이라고 생각하십니까?

Swarup Mohanty
스와럽 모한티 부회장



저는 **미래는 '테마의 시대'**라고 생각합니다. 핵심은 **올바른 트렌드를 남들보다 먼저 포착**하는 것입니다. 제가 커리어를 시작했을 때만 해도, 당시 우리가 보유한 주요 포트폴리오는 대부분 은행주, 그것도 인도 은행과 미국 금융주로 구성돼 있었습니다. 하지만 지금은 핀테크를 이야기하고 있습니다.

헬스케어도 마찬가지입니다. 과거에는 제약이 중심이었지만, 이제는 그 대화의 중심이 보다 폭넓게 진화하고 있습니다. 오늘날 제조업에 주목할 수 있다면, 향후 15년은 완전히 달라질 수 있는 시기가 될 것입니다. 어떤 종목을 선택할지는 펀드매니저들의 몫이지만, 테마 자체는 매우 분명합니다.

개인적으로 **인도에서 가장 선호하는 테마는 헬스케어**입니다. 인도처럼 인구가 많고, 구조적인 수요가 존재하는 나라에서 헬스케어는 결코 실패할 수 없는 이야기입니다.

둘째는 제조업입니다. 지금은 정부의 정책 지원, 인프라, 자본 배분 등 모든 기반 요소가 정렬되어 있는 시기입니다.

셋째는 에너지입니다. 특히 재생에너지와 에너지 전환 부문은 아름답게 성장하고 있는 영역입니다.

반면에 **방위 산업은 조심스럽게 접근**해야 합니다. '섹터'와 '테마'를 혼동해서는 안 됩니다. 방위 산업은 전 세계적으로도 아직은 본격적인 투자 테마로 자리 잡은 단계는 아닙니다. 주로 전쟁이나 갈등 이후에 파도처럼 등장하는 일시적 흐름이기 때문입니다.

따라서 지금 같은 **변동성 높은 시기에는, '핵심에 집중하라'는 철학을 유지**하는 것이 중요합니다. 헬스케어, 제조업, 에너지 이 세 가지 섹터는 **위험 대비 수익 비율(Risk-Reward Profile)이 매우 우수한 분야**라고 생각합니다.

디지털이 모든 걸 바꾸지는 않는다… 전통 산업의 지속 가치

사회자

감사합니다. 오늘 이 세션을 시작하신 분께 마무리 발언도 부탁드리게 되었네요. 유지상 대표님께 질문드리겠습니다.

오늘은 테크놀로지에 대한 이야기를 많이 나누었는데요, 지금은 모든 기업이 디지털 또는 기술 기반 사업을 하고 있다고 주장하는 시대입니다. 이런 시대에 과연 전통적인 오프라인 유통 채널은 여전히 뮤추얼 펀드 산업에서 의미가 있다고 보시는지요? 아니면 지점들을 폐쇄하고 완전히 온라인으로 전환해야 할까요?

Jisang Yoo
유지상 대표



정말 놀라운 변화라고 생각합니다. 제가 2016년에 인도를 잠시 떠날 당시만 해도, 뮤추얼 펀드 가입을 위해 몇 장의 종이 신청서를 인쇄할지가 회의의 주요 안건이었습니다. 가입 신청이 들어오면 사무실 직원이 직접 투자자에게 찾아가 신청서를 전달하고, 그것을 물리적으로 출력해야 했습니다. "이번 분기에 몇 장을 출력할 것인가?"는 실제로 중요한 경영 이슈였습니다.

그런데 불과 5~8년 만에 모든 것이 바뀌었습니다. **디지털화는 이 산업을 완전히 재편**시켰습니다. 하지만 그렇다 해도, 저는 여전히 전통적인 유통 채널이 중요한 역할을 한다고 생각합니다. 특히 **인도와 같은 국가에서는 신뢰, 물리적 존재감, 접근성**이 중요합니다. **첫 투자자나 보수적인 투자자에게는 여전히 지점의 역할이 크다고 봅니다.**

사회자

투자의 본질은 '변화의 속도'를 먼저 보는 것

그럼 마지막으로 Manish님께 여쭙겠습니다.
이번 세션을 마무리하며, 투자 철학에 대한 한 말씀 부탁드립니다.

Manish Chokhani
마니시 초카니 이사



저는 가치투자야말로 진정한 투자 방식이라고 생각합니다. 누군가는 지금 당장의 '가치'를 보고, 다른 누군가는 5년 뒤에 발견할 수도 있습니다. 하지만 핵심은 언제나 동일합니다.

"10루피의 가치를 5루피에 사는 것", 혹은 **"앞으로 1달러의 수익을 낼 자산을 50센트에 매수하는 것"– 이것이 바로 투자입니다.** 부동산에서도 마찬가지입니다. 에이커(acre) 단위로 매입하고, 스퀘어피트(square foot)로 판매합니다. 지금 뭄바이에서는 인치(inch) 단위로도 판매하죠!

이 **자산운용이라는 직업의 가장 큰 매력은, 우리에게 영원한 낙관주의자로 살아갈 수 있는 특권**을 준다는 점입니다. 이것은 단순한 투자 철학이 아니라, 삶의 철학이기도 합니다. 우리는 운이 좋습니다. 인도의 부의 90%는 아직도 우리 앞에 놓여 있습니다.

명목 성장률은 매년 두 자릿수를 기록하고 있고, **사람들은 무엇보다 '변화율(rate of change)'에 민감**합니다. 1억 달러를 가진 사람이 침체된 경제에 있는 것보다, 100만 달러를 가진 사람이 매년 50만 달러씩 늘려가는 상황에서 훨씬 더 큰 만족을 느낍니다.

결국 인간의 만족은 절대적인 부보다, 성장의 속도와 그것에 대한 기대에서 비롯됩니다. 마지막으로 한 가지 말씀드리자면, 인도에서 살아가다 보면 영적인 사람이 될 수밖에 없습니다. 교통체증만 경험해보셔도 아실 겁니다. 그리고 혼란 속에서도 유머 감각을 유지하지 않으면 살아남기 힘든 나라입니다. 그것이 바로, 우리가 살아가는 가장 멋진 삶이라고 생각합니다.

패널 참가자 소개



Manish Chokhani
마니시 초카니

현재 : ENAM 증권 (ENAM Securities) 이사

이력 : 마니시 초카니는 인도 금융시장에서 가장 존경받는 전문가 중 한 명으로, 다수의 금융기관을 설립하거나 이끌어온 인물이다. 그는 인도의 대표적인 투자은행인 ENAM 증권의 CEO로 재직하며, 수많은 주요 기업들의 신뢰받는 '하우스 뱅커' 역할을 수행한 것으로 잘 알려져 있다.

그는 10억 달러 규모의 ZA 캐피탈 펀드(ZA Capital Fund) 이사를 역임했으며, 4억 달러 규모의 인디아 캐피탈 펀드(India Capital Fund) 자문역으로도 활동한 바 있다. 이외에도 그는 여러 글로벌 기관투자자들의 인도 투자 전략 수립 및 실행을 지원해왔으며, 2014년부터 2016년까지 TPG 그로스 인디아(TPG Growth India)의 회장직을 맡았다.



Nilesh Shah
닐레쉬 샤

현재 : 코탁 마힌드라 자산운용(Kotak Mahindra Asset Management Company Limited) 전무이사

이력 : 닐레쉬 샤는 현재 코탁 마힌드라 자산운용(Kotak Mahindra Asset Management Company Limited)의 전무이사(Managing Director)이다. 해당 회사는 약 340억 달러의 자산을 운용하고 있다.

그는 지난 25년 이상에 걸쳐 Axis Bank 그룹, ICICI Bank 그룹, 프랭클린 템플턴 AMC 등에서 리더 직책을 맡아왔으며, 채권, 주식, 부동산 등 다양한 자산군에서 국내외 투자자를 대상으로 기업금융(IB)과 자산운용 업무를 수행해왔다.



Swarup Mohanty
스와럽 모한티

현재 : 미래에셋 인베스트먼트 매니저스 인디아(Mirae Asset Investment Managers (India) Pvt. Ltd.) 부회장 겸 최고경영자(CEO)

이력 : 스와럽 모한티는 미래에셋 인베스트먼트 매니저스 인디아의 부회장이자 최고경영자(CEO)이다. 동 회사는 2025년 2월 기준 약 210억 달러의 자산을 운용하고 있다.

그는 금융 서비스 분야에서 21년 이상의 경력을 보유하고 있으며, 이 중 17년 이상은 자산운용사 영업 부문에서의 경험이다.



Jisang Yoo
유지상

현재 : PT Mirae Asset Sekuritas Indonesia(미래에셋증권 인도네시아 법인) 최고경영자

이력 : 유지상 대표는 2025년 5월 23일부로 미래에셋증권 인도네시아 법인인 PT Mirae Asset Sekuritas Indonesia의 대표이사(CEO)로 선임되었다. 이에 앞서 그는 2021년 1월부터 미래에셋 캐피탈마켓 인디아(Mirae Asset Capital Markets India Private Limited)의 대표이사를 역임했으며, 이후 미래에셋 쉐어칸(Mirae Asset Sharekhan)의 CEO를 겸임하며 인도 내 리테일 금융 사업 확대를 이끌었다.

그는 브로커리지, 자산관리(Wealth Management), 투자은행(Investment Banking), 자산운용(Asset Management) 등 자본시장 전반에 걸쳐 20년 이상의 경력을 보유하고 있으며, 글로벌 주요 시장에서 핵심 리더 역할을 수행해왔다. 인도 미래에셋자산운용(Mirae Asset Mutual Fund)에서 6년 반 동안 근무한 뒤 미국으로 이동하여 미래에셋 미국법인(Mirae Asset AMC USA)의 전체 사업을 총괄했고, 이후 브라질에서는 미래에셋 웰스매니지먼트(Mirae Asset Wealth Management Brazil) 및 미래에셋 글로벌인베스트먼트 브라질(Mirae Asset Global Investments Brazil)의 CEO를 맡아 중남미 사업을 이끌었다.

Global Company Analysis

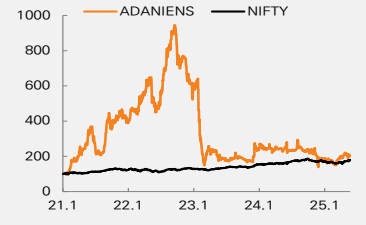
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 1,190.5
현재주가(25/06/03)	INR 856.6
상승여력	39.0%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	35.7
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	1,058.3
시가총액(조원)	17.0
유통주식수(백만주)	326
60일 평균 거래대금(백만INR)	3,137.1
52주 최저가(INR)	588.0
52주 최고가(INR)	1,348.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.0	1.8	-25.8
상대주가	-2.1	4.8	-18.9



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

ADANIENS IN · 전력 유틸리티 · 인도

아다니 에너지 솔루션

아다니 그룹 내 에너지 가치사슬의 중추

인도 송배전 산업의 전략적 허브

동사는 인도 전역의 송전망과 스마트 배전망을 운영하는 아다니 그룹 산하의 핵심 전력 인프라 기업이다. FY24년 기준, 전체 매출의 약 23%가 디지털 배전 부문에서 발생하고 있으며, 스마트 미터링과 AI 기반 수요 예측 등 에너지 테크를 적극 도입하며 종합 에너지 플랫폼으로의 전환을 추진하고 있다.

경영진의 FY30년을 향한 중장기 로드맵

경영진은 인도 국내 송전 사업에서의 확고한 시장 지위를 바탕으로, 향후 송전 프로젝트 확대, 스마트 계량기 보급 확산, 배전망 민영화 추진을 주요 성장 동력으로 제시하고 있다. 이를 통해 FY30~31년까지 EBITDA를 현재 대비 약 3배 수준으로 끌어올릴 수 있을 것으로 기대하고 있다. 특히 스마트 계량기 부문은 반복 수익 기반의 구조적 성장 기회로 주목받고 있으며, 인도 내 다수 주(州)가 도입을 검토 중인 가운데, 동사는 탁월한 실행력과 경쟁사 대비 우수한 수주 실적을 바탕으로 확고한 경쟁우위를 확보하고 있다.

적극적인 설비 투자와 에너지 테크 기술 도입으로 시장 지배력 확대

동사는 시장 지배력 강화를 위해 FY25년에 전년 대비 103.9% 증가한 1,144억 루피를 설비 투자에 집행하였으며, 이 중 스마트 미터 사업에 대한 투자 비중은 17.6%로, 전년 대비 12.4%p 증가하였다. 그 결과 스마트 미터 사업 부문은 FY25년 전체 매출의 7.5%를 차지하며 빠르게 핵심 사업 부문으로 부상하고 있다.

밸류에이션

동사의 주가는 현재 FY26년 기준 P/E 35.7배에 거래되고 있으며, 이는 과거 평균 대비 -1 표준편차 수준에 해당한다. 반면, 주요 인도 유틸리티 업체 평균과 비교하면 약 51% 프리미엄에서 거래되고 있다.

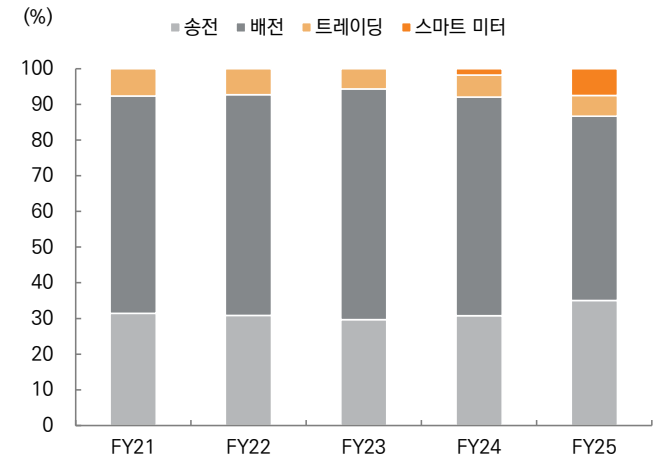
투자 리스크: 규제 리스크 및 재무 레버리지 부담

동사는 배전 사업 확장을 통해 안정적인 수익 기반을 확보하고 있으나, 전력요금 체계 변경 등 정부 규제에 따른 수익성 리스크가 상존한다. 또한 대규모 설비 투자가 지속되면서 재무 레버리지 부담이 확대되고 있어, 향후 금리 변동 및 현금흐름 관리는 핵심 관리 과제로 부각되고 있다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	166.1	237.7	266.6	310.0	329.9
영업이익 (십억INR)	44.0	65.0	69.0	91.1	111.0
영업이익률 (%)	0.0	0.0	25.9	29.4	33.6
순이익 (십억INR)	11.4	10.6	29.7	38.4	39.1
EPS (INR)	10.2	8.8	24.7	31.5	32.6
ROE (%)	9.4	6.1	11.4	12.8	12.9
P/E (배)	100.4	101.3	35.7	28.0	26.8
P/B (배)	9.1	4.7	4.4	3.7	3.4

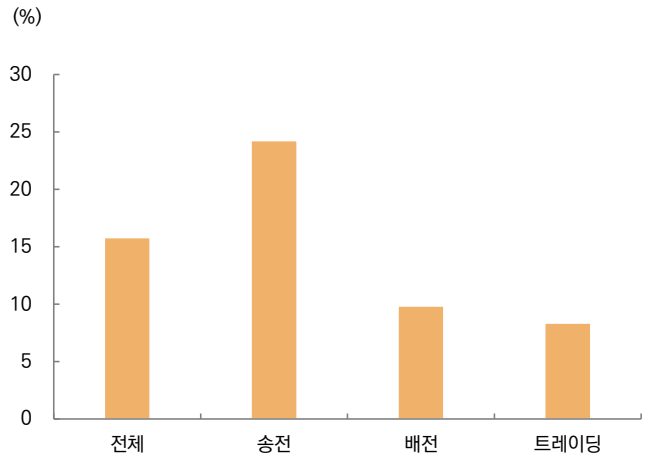
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 매출 비중 추이



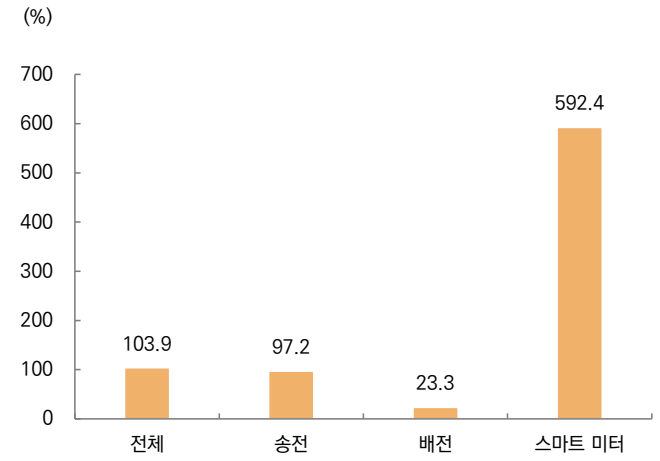
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 부문별 매출 연평균 성장률 (FY20~25)



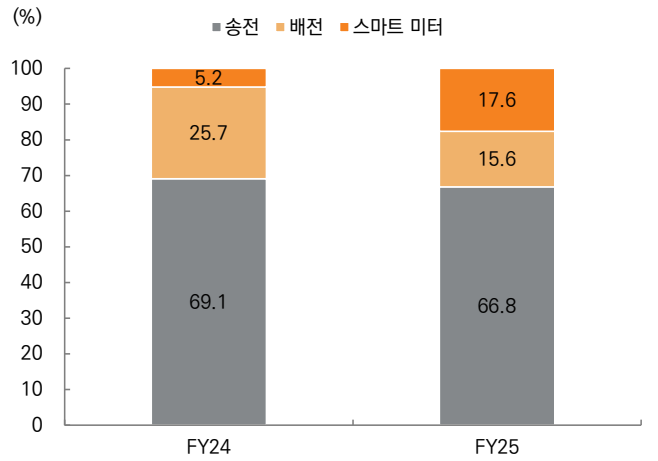
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 부문별 설비 투자 금액 전년 대비 증가율



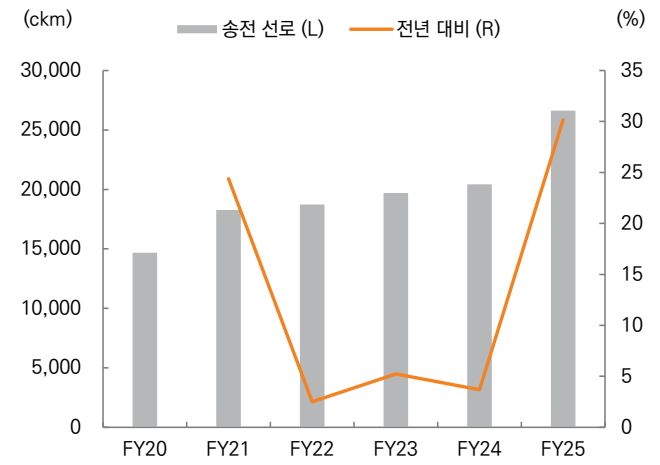
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 설비 투자 금액 비중



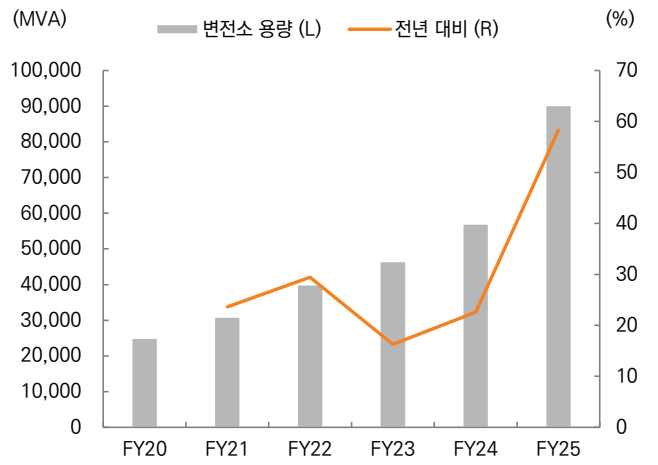
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 송전 선로 추이



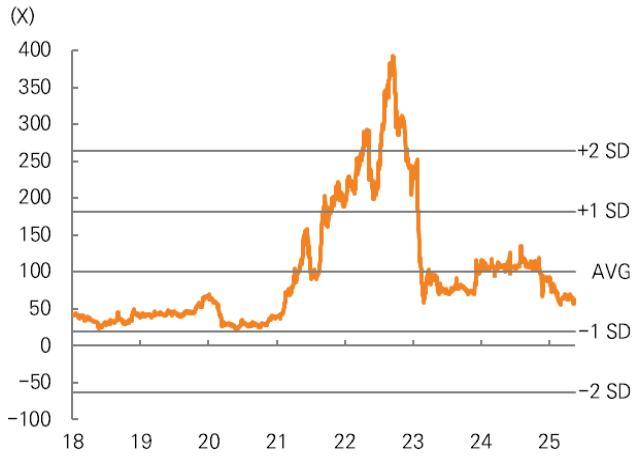
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 변전소 용량 추이



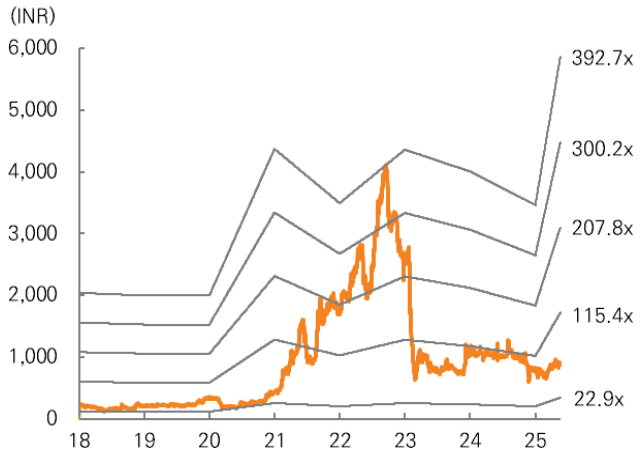
자료: 아다니 에너지 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 12개월 선행 P/E 밴드차트



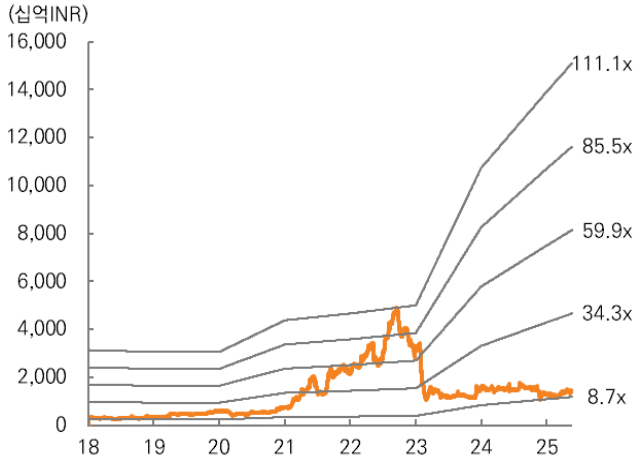
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



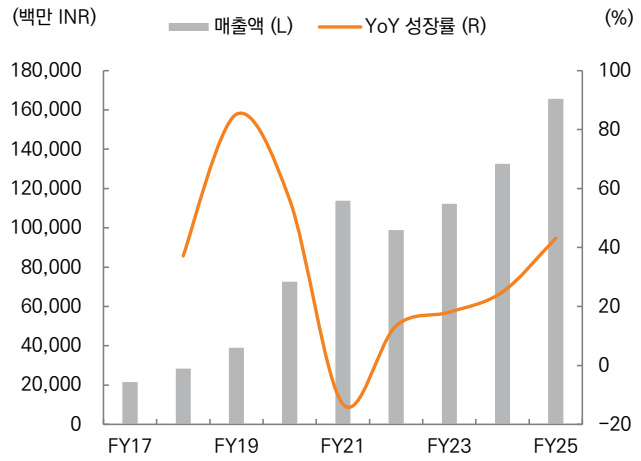
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



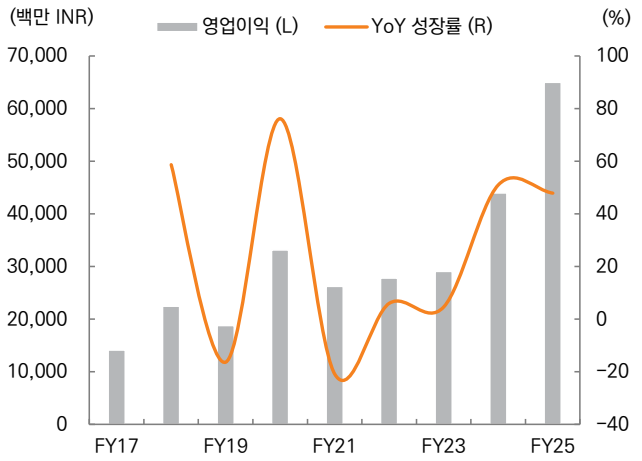
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 매출액 및 YoY 성장률 추이



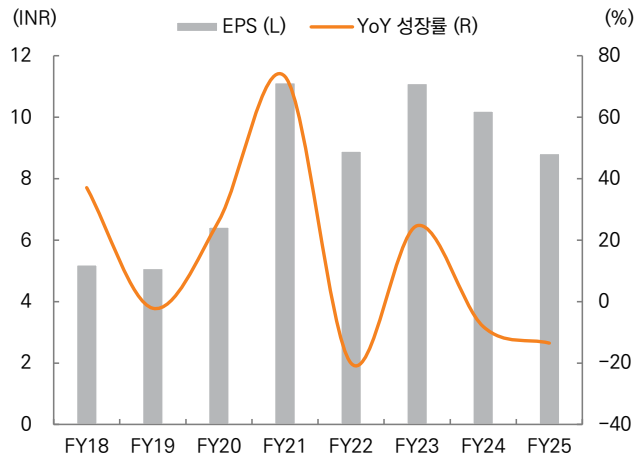
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



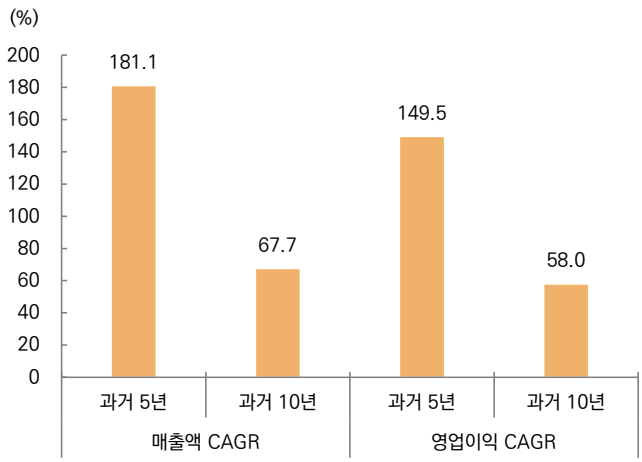
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. EPS 및 YoY 성장률 추이



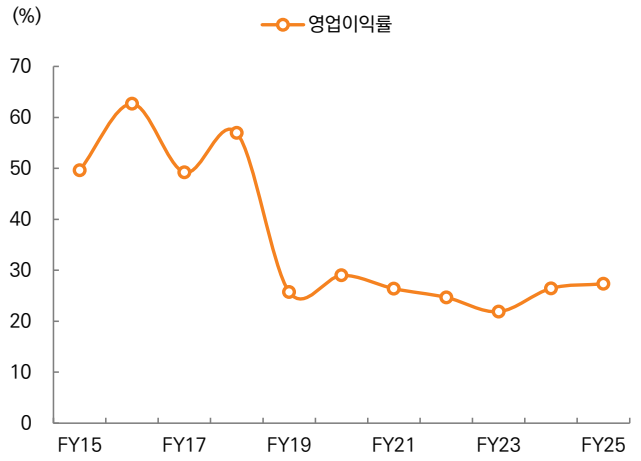
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 매출액/영업이익 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



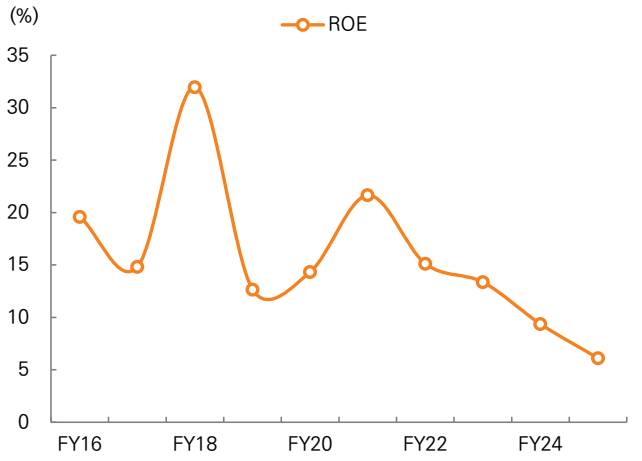
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	73,055	114,160	99,263	112,575	132,927	166,074	237,671	266,650	310,025	329,946
영업이익	18,801	33,126	26,215	27,800	29,103	43,955	65,013	68,967	91,051	111,008
세전이익	8,402	11,067	16,199	17,005	17,117	17,796	10,749	39,644	51,100	54,997
순이익	5,592	7,065	12,240	12,046	12,563	11,373	10,600	29,684	38,358	39,125
현금성 영업이익(EBITDA)	27,548	44,781	39,411	41,962	45,032	61,542	83,845	96,714	125,308	153,060
(성장률, YoY)										
매출액		56.3%	-13.0%	13.4%	18.1%	24.9%	43.1%	12.2%	16.3%	6.4%
영업이익		76.2%	-20.9%	6.0%	4.7%	51.0%	47.9%	6.1%	32.0%	21.9%
순이익		26.3%	73.3%	-1.6%	4.3%	-9.5%	-6.8%	180.0%	29.2%	2.0%
현금성 영업이익(EBITDA)		62.6%	-12.0%	6.5%	7.3%	36.7%	36.2%	15.3%	29.6%	22.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	38,297	84,377	45,600	45,186	69,430	-	-	-	-	-
현금 및 단기금융자산	9,164	26,095	14,647	17,889	27,609	-	-	-	-	-
비유동자산	288,314	312,735	386,736	429,455	469,887	-	-	-	-	-
자산총계	326,610	397,112	432,336	474,641	539,318	-	-	-	-	-
유동부채	64,182	53,819	64,171	56,567	70,173	-	-	-	-	-
단기차입금	16,328	12,358	19,665	14,554	21,866	-	-	-	-	-
비유동부채	182,000	247,682	267,937	308,009	341,545	-	-	-	-	-
장기차입금 및 사채	163,041	222,897	238,088	277,740	313,304	-	-	-	-	-
부채총계	246,182	301,501	332,107	364,576	411,718	-	-	-	-	-
자본총계	80,429	95,611	100,229	110,065	127,600	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	15,362	32,432	23,090	22,294	20,318	-	-	-	-	-
투자활동현금흐름	-34,032	-57,874	-45,266	-44,459	-51,661	-	-	-	-	-
설비투자금액	-11,986	-27,627	-39,523	-41,909	-47,022	-	-	-	-	-
재무활동현금흐름	13,582	35,890	12,320	21,303	31,357	-	-	-	-	-
연간현금변동	-5,088	10,447	-9,856	-863	15	-	-	-	-	-
잉여현금(FCF)	3,376	4,805	-16,433	-19,615	-26,704	-	-	-99,248	-89,181	175,572

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	5.1	6.4	11.1	8.9	11.1	10.2	8.8	24.7	31.5	32.6
주당장부가액(BPS)	42.1	47.5	55.4	62.3	104.5	113.3	183.7	198.6	234.5	253.3
주당배당액(DPS)	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.6	16.0	-
자기자본수익률(ROE)	12.6	14.3	21.6	15.1	13.4	9.4	6.1	11.4	12.8	12.9
총자산수익률(ROA)	2.2	2.0	3.0	2.7	2.5	2.0	1.6	-	-	-
배당성향	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	95.3	50.7	-
순차입금	170,205	209,160	243,106	274,405	307,561	-	-	-	-	-
순차입금비율	211.6	218.8	242.6	249.3	241.0	244.0	149.0	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

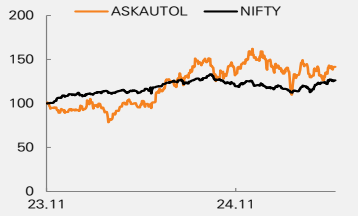
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 537.5
현재주가(25/06/03)	INR 450.0
상승여력	19.5%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	21.2
P/E(26F,x)	29.1
배당수익률(%)	0.3
시가총액(십억INR)	87.2
시가총액(조원)	1.4
유통주식수(백만주)	41.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	246.1
52주 최저가(INR)	284.4
52주 최고가(INR)	509.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.5	-5.5	32.9
상대주가	10.7	-2.7	45.4



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

ASKAUTOL IN · 자동차 부품 · 인도

에이에스케이 오토모티브

인도 이륜차 산업의 든든한 숨은 파트너

인도 이륜차 브레이크 부품 시장 내 독보적인 지위

동사는 인도의 이륜차 및 자동차 부품 제조 기업으로, 인도 전역에 위치한 16개의 제조 시설을 통해 주요 OEM(이륜차 및 완성차 제조 업체) 및 애프터마켓에 제품을 공급하고 있다. 특히 이륜차 브레이크 부품 시장에서 약 50%의 점유율을 기록하며 독보적인 시장 지위를 확보하고 있으며, 히어로 모토코프, TVS, 혼다, 바자즈 등 인도를 대표하는 이륜차 제조사들과 오랜 기간 1차 공급사로서 안정적인 파트너십을 유지하고 있다.

경영진: FY26년 가이던스와 장기 성장 전략

경영진은 FY26년 매출 성장률을 전년 대비 14~15%로, 영업이익률은 13~14% 수준으로 회복될 것으로 전망하고 있다. 수익성이 낮은 휠 어셈블리 사업(전체 매출의 10.7%를 차지하며 영업이익률은 0.5~1% 수준)은 철수를 추진 중이며, 이에 따라 FY26년 매출은 약 30억 루피(FY26년 매출액의 약 7%) 감소할 것으로 예상되지만, EBITDA 마진은 개선될 것으로 기대된다.

알루미늄 부품 부문에서는 연간 5.8만 톤의 생산 능력과 9~10% 수준의 EBITDA 마진을 유지할 것으로 전망한다. 동사의 알루미늄 제조 부품은 내연기관 차량 기준 약 1,000루피/대, 전기차는 경량화 수요에 따라 약 1,300루피/대로 증가하고 있어, 향후 전기차 침투율 확대는 동사 매출 성장에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 회사는 안전 제어 시스템과 전동화 부품 확대를 핵심 성장 축으로 설정하고 있으며, 향후 수출 확대 및 새로운 지역 진출을 통해 시장 침투를 강화해 나갈 계획이다.

밸류에이션

동사의 주가는 현재 FY26년 기준 P/E 29.1배에 거래되고 있으며, 이는 2023년 11월 IPO 이후 형성된 평균 P/E와 유사한 수준이다. 반면, 인도 내 주요 상장 자동차 및 이륜차 부품 기업들의 평균 대비 33% 할인된 밸류에이션에서 거래되고 있다.

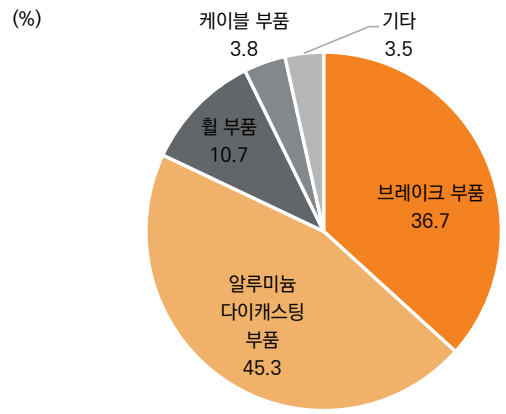
투자 리스크

동사는 OEM 집중도에 따른 매출 구조 편중, 원자재 가격 변동 및 환율 리스크, 전기 이륜차 시장 전환 속도에 따른 제품 포트폴리오 불확실성 등의 리스크 요소가 존재한다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	29.6	36.0	41.7	47.5
영업이익 (십억INR)	2.3	3.4	4.1	5.0
영업이익률 (%)	0.0	0.0	9.8	10.4
순이익 (십억INR)	1.7	2.5	3.2	3.8
EPS (INR)	8.8	12.6	15.2	19.3
ROE (%)	23.8	26.6	27.2	25.9
P/E (배)	32.3	35.5	29.1	23.0
P/B (배)	6.9	8.4	6.6	5.3

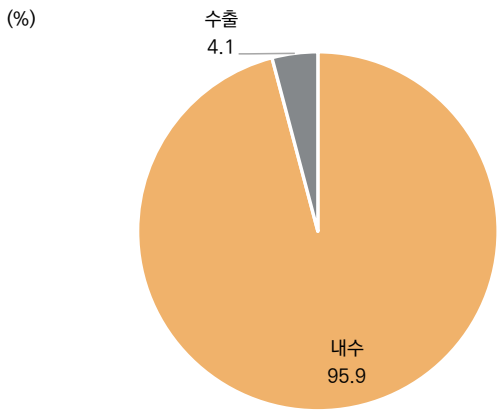
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 제품별 매출 비중 (FY25년)



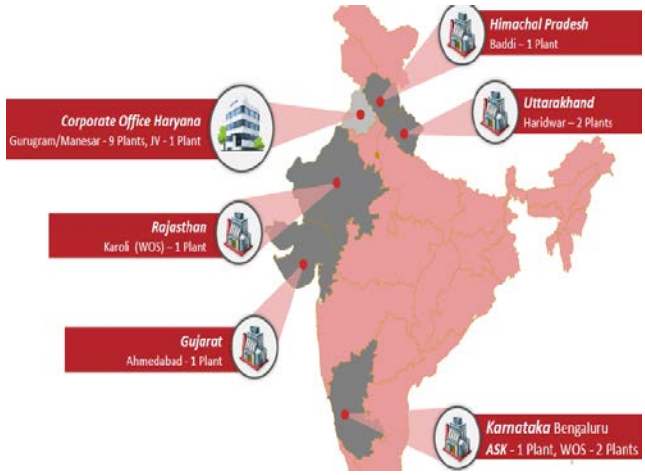
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 지역별 매출 비중 (FY25년)



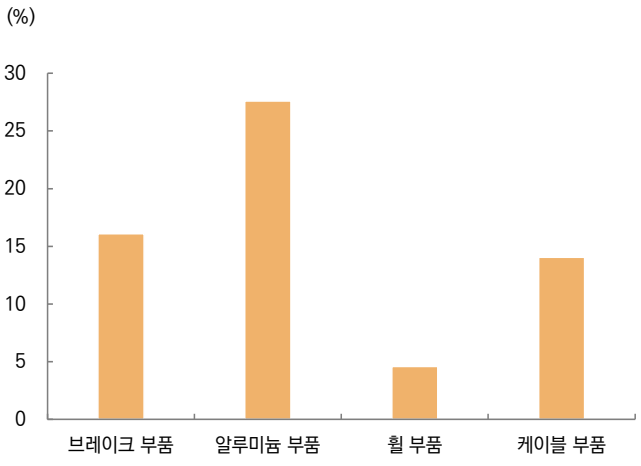
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 인도 전역에 위치한 제조 시설



자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 제품별 매출 전년 대비 성장률 (FY25년)



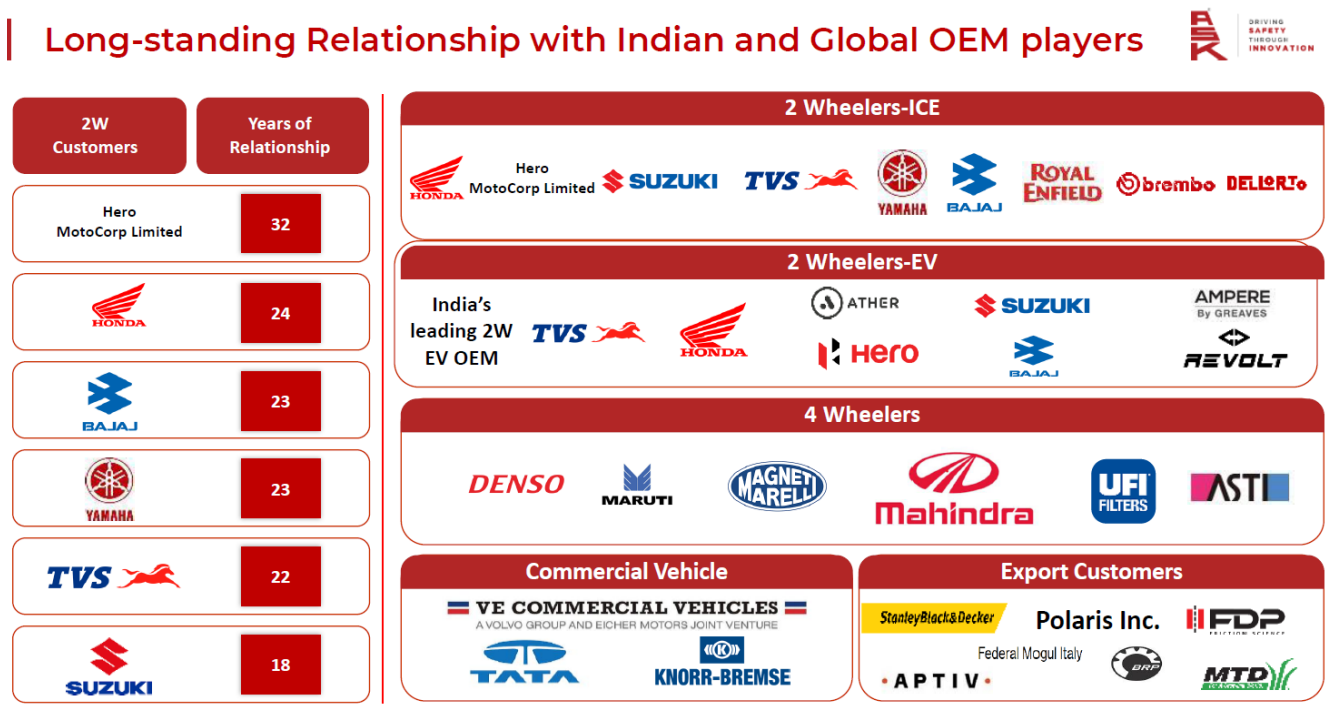
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 제품 포트폴리오



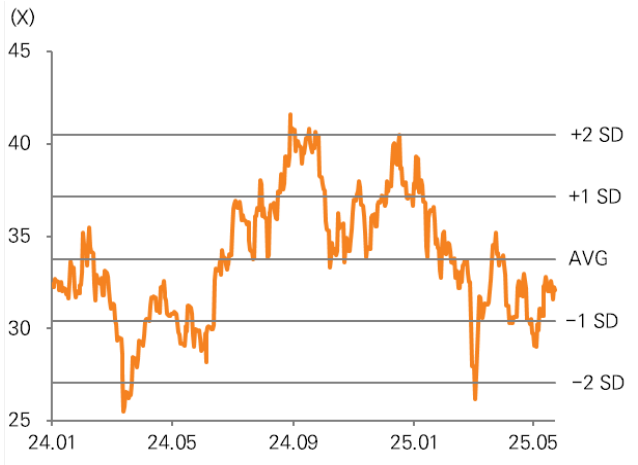
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 주요 OEM 고객사



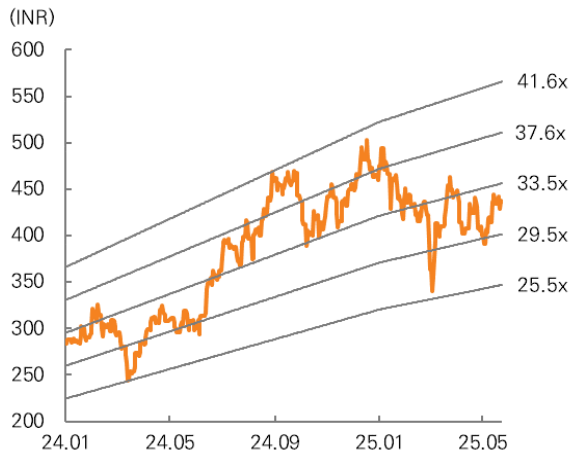
자료: 에이에스케이 오토모티브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 12개월 선행 P/E 밴드차트



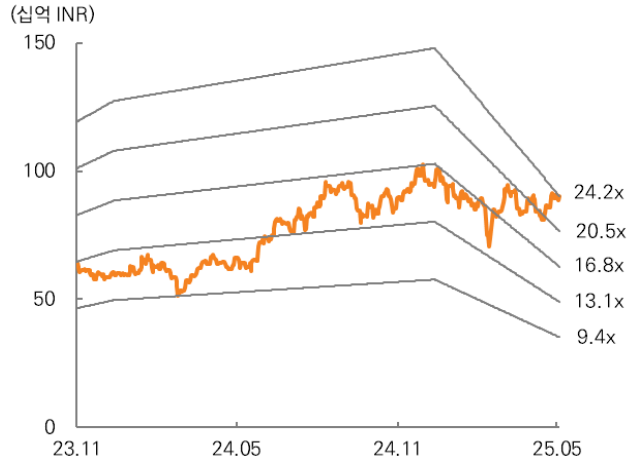
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



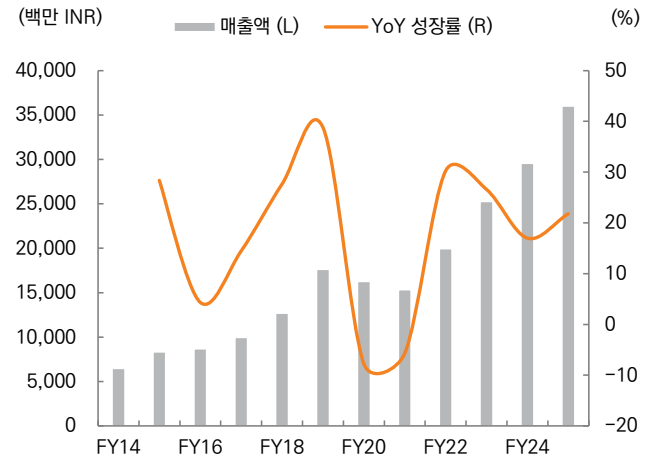
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



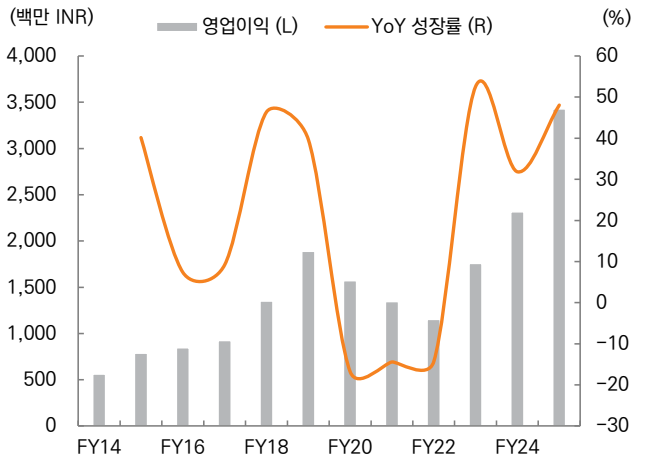
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 매출액 및 YoY 성장률 추이



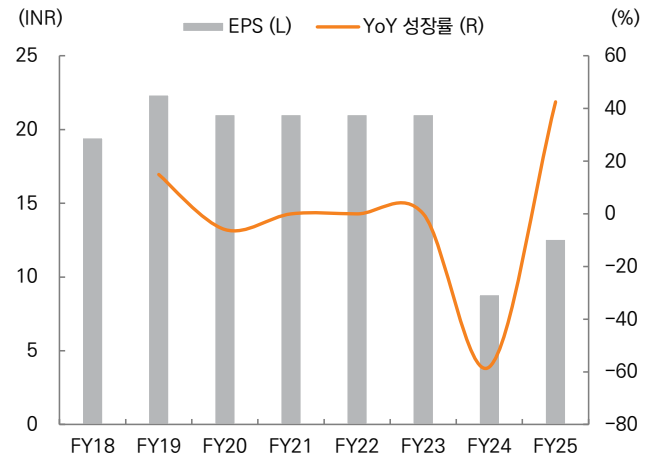
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



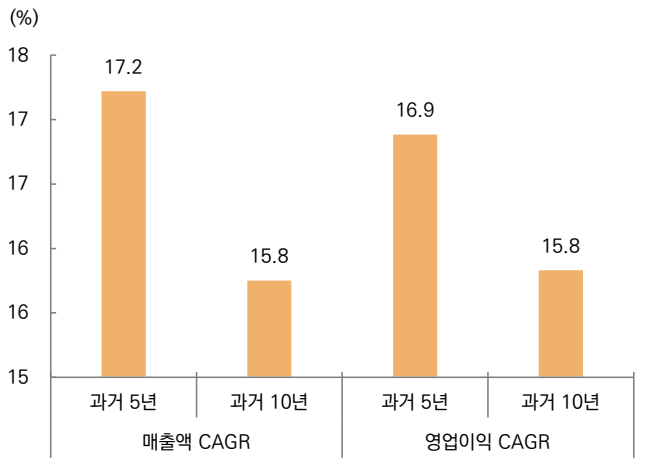
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. EPS 및 YoY 성장률 추이



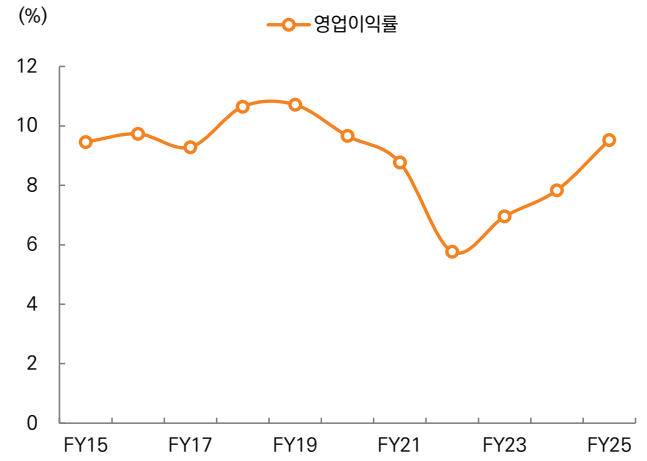
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 매출액/영업이익 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



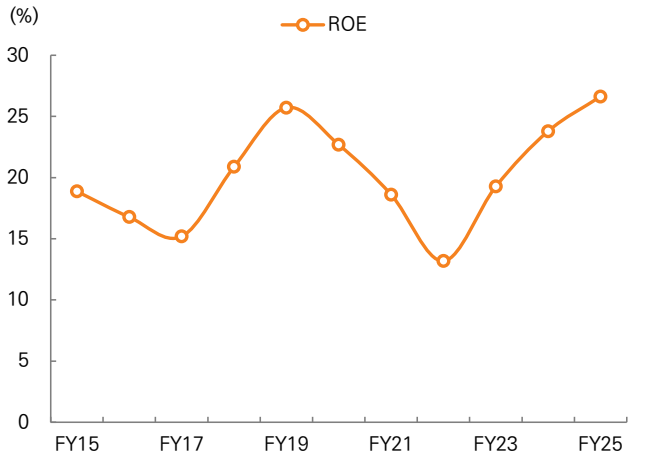
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	17,634	16,266	15,331	19,963	25,273	29,566	36,008	41,737	47,514
영업이익	1,889	1,571	1,344	1,152	1,757	2,316	3,429	4,102	4,963
세전이익	1,811	1,439	1,430	1,130	1,698	2,300	3,274	4,136	4,933
순이익	1,137	1,070	1,062	827	1,230	1,738	2,476	3,200	3,804
현금성 영업이익(EBITDA)	2,262	2,090	1,863	1,711	2,364	3,010	4,312	5,259	6,107
(성장률, YoY)									
매출액		-7.8%	-5.8%	30.2%	26.6%	17.0%	21.8%	15.9%	13.8%
영업이익		-16.8%	-14.4%	-14.3%	52.6%	31.8%	48.0%	19.6%	21.0%
순이익		-5.9%	-0.7%	-22.2%	48.7%	41.3%	42.5%	29.2%	18.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		-7.6%	-10.8%	-8.2%	38.2%	27.3%	43.2%	22.0%	16.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	2,794	1,973	3,018	3,385	4,005	4,583	5,031	-	-
현금 및 단기금융자산	17	119	187	16	24	127	201	-	-
비유동자산	6,852	6,768	6,464	7,671	8,807	11,101	14,207	-	-
자산총계	9,646	8,741	9,483	11,056	12,812	15,684	19,239	-	-
유동부채	2,865	2,096	2,252	3,088	3,723	4,259	4,897	-	-
단기차입금	438	126	259	400	862	14	871	-	-
비유동부채	2,540	1,456	1,008	1,648	2,651	3,258	3,911	-	-
장기차입금 및 사채	1,946	867	427	1,023	2,088	2,678	3,064	-	-
부채총계	5,404	3,553	3,260	4,737	6,374	7,517	8,807	-	-
자본총계	4,242	5,188	6,222	6,319	6,438	8,167	10,431	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-	-	1,194	1,391	1,263	2,718	3,253	-	-
투자활동현금흐름	-	-	-82	-816	-1,629	-2,792	-3,401	-	-
설비투자금액	-	-	-475	-858	-1,541	-2,849	-3,457	-	-
재무활동현금흐름	-	-	-960	-747	375	174	224	-	-
연간현금변동	-	-	152	-172	9	100	76	-	-
잉여현금(FCF)	-	-	719	534	-278	-130	-204	1,536	2,484

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	22.4	21.0	-	-	-	8.8	12.6	15.2	19.3
주당장부가액(BPS)	-	-	-	-	-	41.4	52.9	66.2	82.4
주당배당액(DPS)	-	-	0.0	0.0	0.0	1.0	1.5	2.6	3.1
자기자본수익률(ROE)	25.7	22.7	18.6	13.2	19.3	23.8	26.6	27.2	25.9
총자산수익률(ROA)	12.9	11.6	11.7	8.0	10.3	12.2	14.2	-	-
배당성향	-	-	-	-	-	11.3	11.9	16.8	15.9
순차입금	2,367	874	499	1,408	2,927	-	-	-	-
순차입금비율	55.8	16.9	8.0	22.3	45.5	31.4	35.8	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

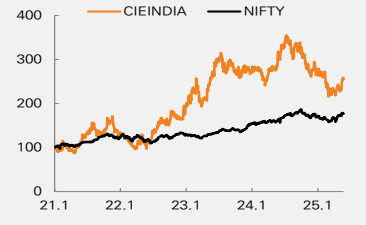
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 460.0
현재주가(25/06/03)	INR 444.8
상승여력	3.4%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(25F,%)	3.2
P/E(25F,x)	17.9
배당수익률(%)	1.6
시가총액(십억INR)	170.3
시가총액(조원)	2.7
유통주식수(백만주)	126.9
60일 평균 거래대금(백만INR)	306.1
52주 최저가(INR)	356.8
52주 최고가(INR)	628.5

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.3	-9.2	-23.9
상대주가	10.6	-6.5	-16.8



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

CIEINDIA IN · 자동차 부품 · 인도

씨아이이 오토모티브 인디아

단조 기술로 인도와 유럽을 잇다

인도 내 2차 자동차 부품 전문 기업

동사는 1999년에 설립된 스페인 CIE 오토모티브 그룹의 인도 자회사로, 자동차 부품을 전문적으로 생산·공급하는 기업이다. 금속을 원하는 형태로 가공하는 고도화된 단조 기술력을 바탕으로, 인도 및 글로벌 OEM, 1차 공급업체와의 긴밀한 거래 관계를 유지하고 있으며, 인도 내 대표적인 2차 자동차 부품 업체로 자리잡고 있다. CY24년 기준 제품별 매출 비중은 단조 부품이 52%로 가장 높고, 이어 스탬핑 부품 14%, 알루미늄 부품 13%, 기어 9%, 캐스팅 부품 7%, 기타 5% 순이다. 지역별 매출은 인도가 68%, 유럽이 32%를 차지하며, 지역별로도 단조 부품의 비중이 인도 37%, 유럽 84%로 가장 높게 나타났다.

인도에서 외형 성장, 유럽에서 이익 성장

동사는 현재 인도 전역에 22개, 유럽(스페인, 리투아니아, 이탈리아)에는 4개의 생산시설을 보유하고 있다. 경영진에 따르면 향후 인도에서는 핵심 고객사를 중심으로 수주를 지속 확대하고 생산 능력을 확장함으로써 외형 성장에 집중할 계획이다. 특히 EV 전환에 따라 증가하는 알루미늄 경량화 수요에 대응해 2륜 3륜 4륜차 모두에 적합한 경량 부품을 공급할 예정이다. 반면 유럽에서는 외형 확대보다는 현재의 수익성 유지를 중심으로 운영 전략을 설정하고 있으며, 신규 생산시설 증설보다는 기존 설비의 효율성 개선에 주력하고 있다. 유럽은 CY24 기준 EV 침투율이 13%로 인도(5%)보다 높은 수준에 도달해 있어, 향후 EV 보급 속도 둔화와 함께 EV 부품 매출 성장 또한 점차 완만해질 가능성이 있는 것으로 판단된다.

밸류에이션

동사의 주가는 유럽 지역 매출 부진, 글로벌 수요 둔화, 자회사 실적 악화 등 복합적인 요인으로 인해 2024년 7월 전고점 대비 28.6% 하락하였다. 현재는 FY25년 기준 P/E 17.9배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 과거 2년 평균 수준과 유사하다.

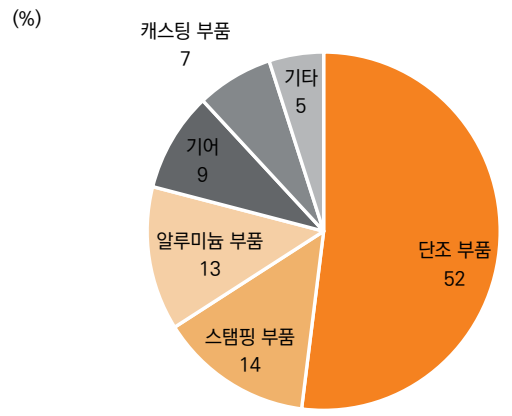
투자 리스크

동사는 주요 OEM에 대한 매출 의존도, 원자재 가격 및 환율 변동, 전기차 전환 속도에 따른 제품 포트폴리오의 불확실성 등의 리스크 요소가 존재한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	92.8	89.6	92.8	99.0	107.5
영업이익 (십억INR)	11.0	10.2	11.0	12.1	13.5
영업이익률 (%)	0.0	0.0	11.9	12.2	12.5
순이익 (십억INR)	11.3	8.3	8.5	9.5	10.9
EPS (INR)	29.7	21.8	22.5	25.0	28.7
ROE (%)	20.3	13.2	12.2	12.4	12.7
P/E (배)	22.4	21.8	17.9	15.6	15.7
P/B (배)	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0

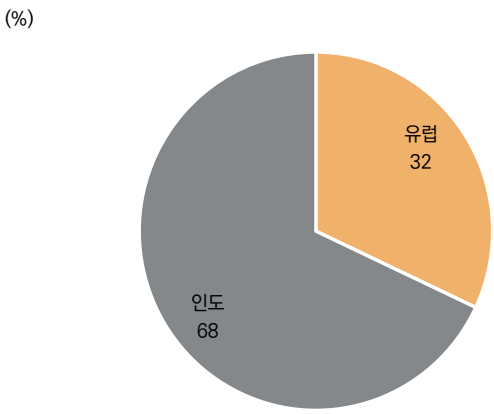
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 제품별 매출 비중 (CY24년)



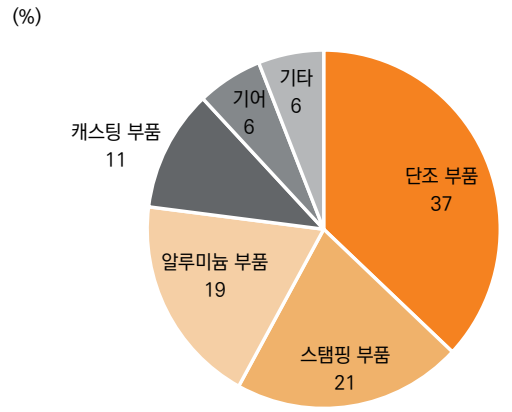
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 지역별 매출 비중 (CY24년)



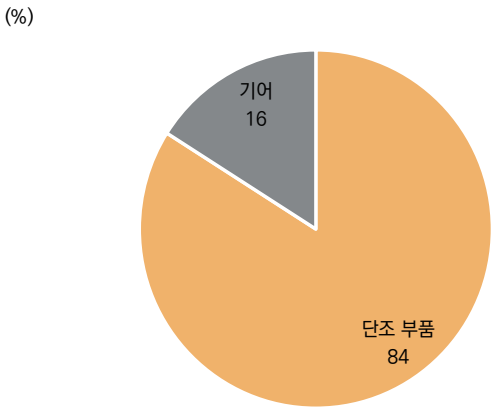
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 인도 내 제품별 매출 비중 (CY24년)



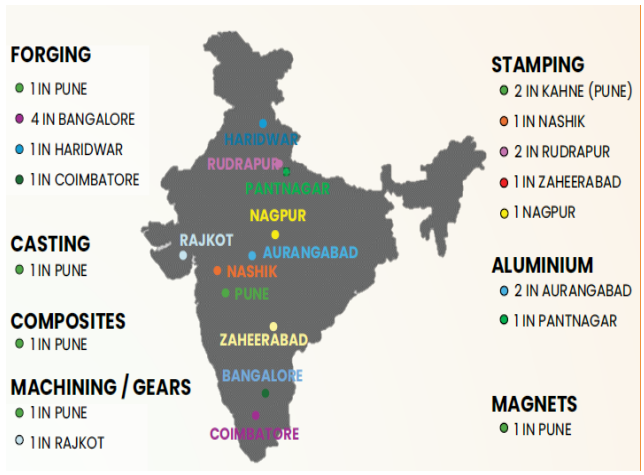
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 유럽 내 제품별 매출 비중 (CY24년)



자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 인도 내 생산 시설 현황



자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 유럽 내 생산 시설 현황



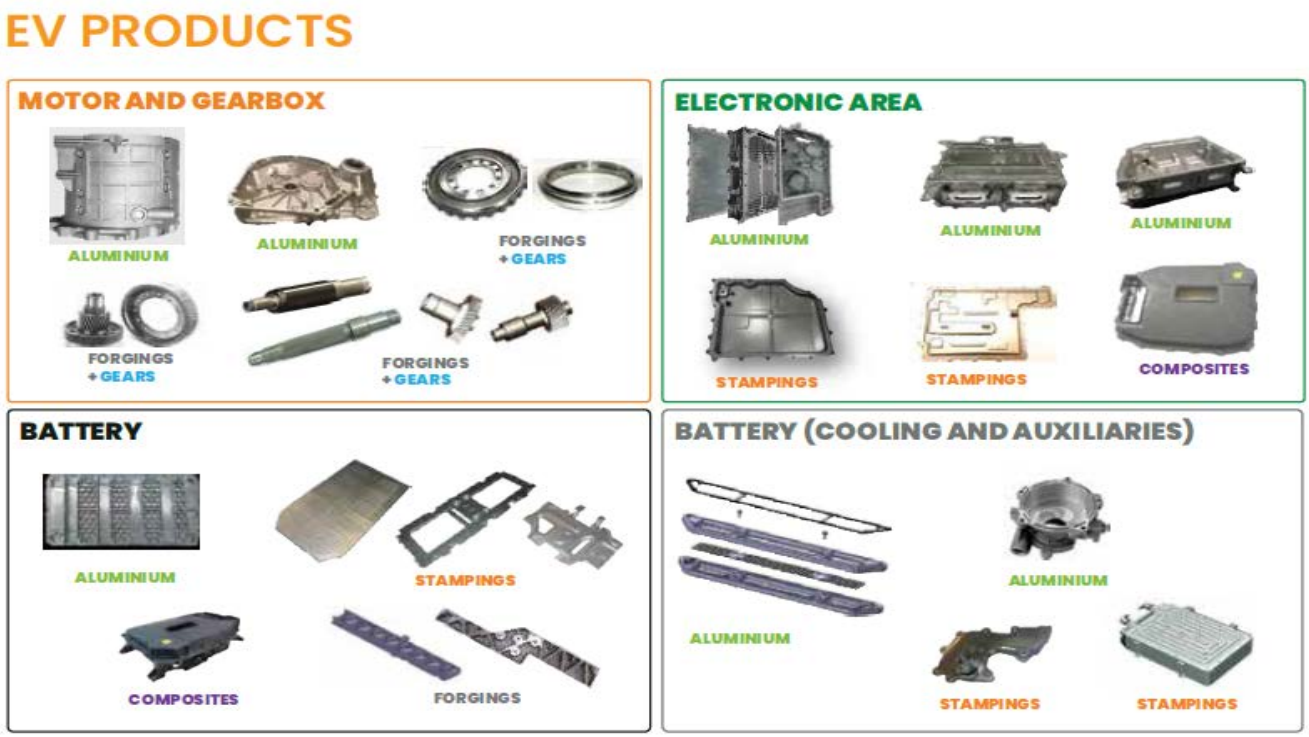
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 주요 제품 포트폴리오



자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. EV 제품 포트폴리오



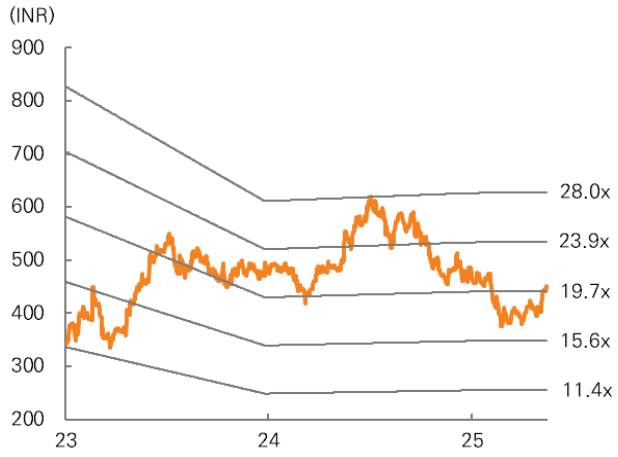
자료: 씨아이이 오토모티브 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 12개월 선행 P/E 밴드차트



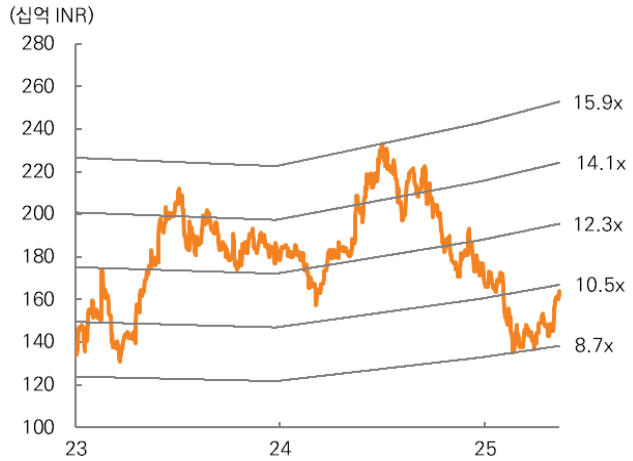
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



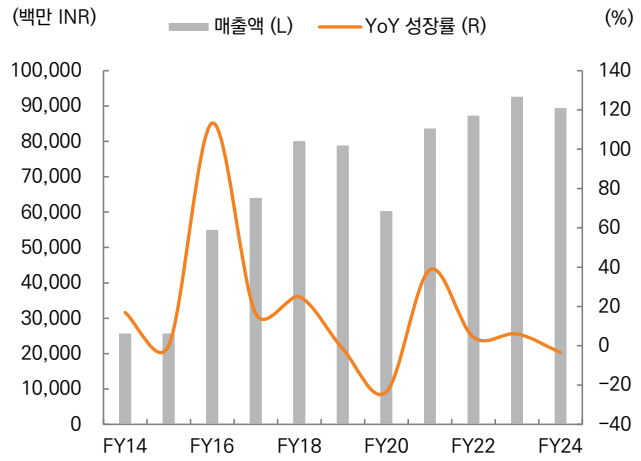
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



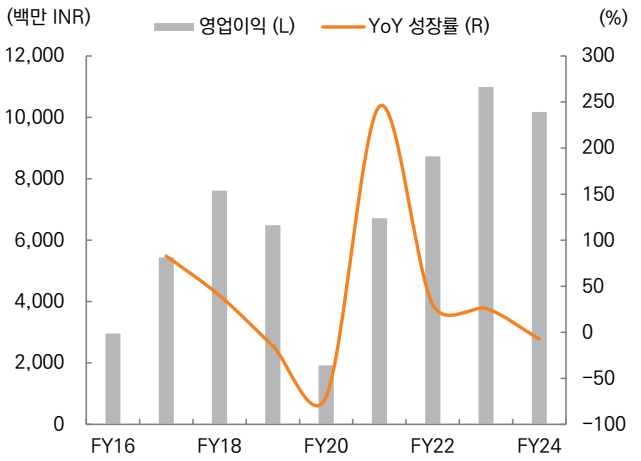
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 매출액 및 YoY 성장률 추이



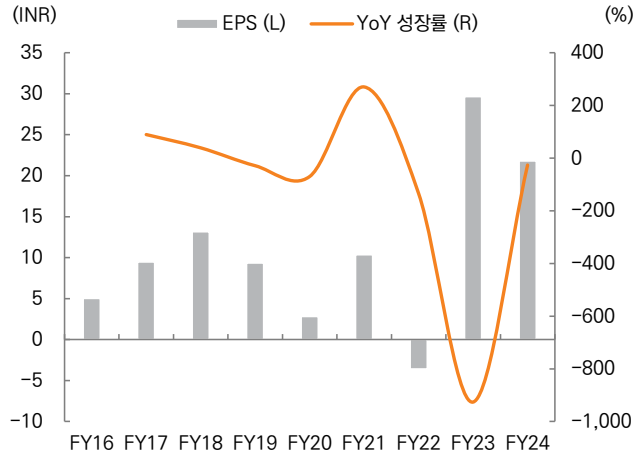
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



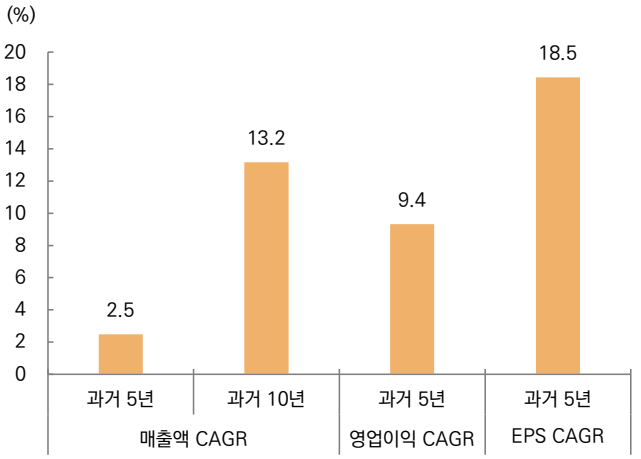
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. EPS 및 YoY 성장률 추이



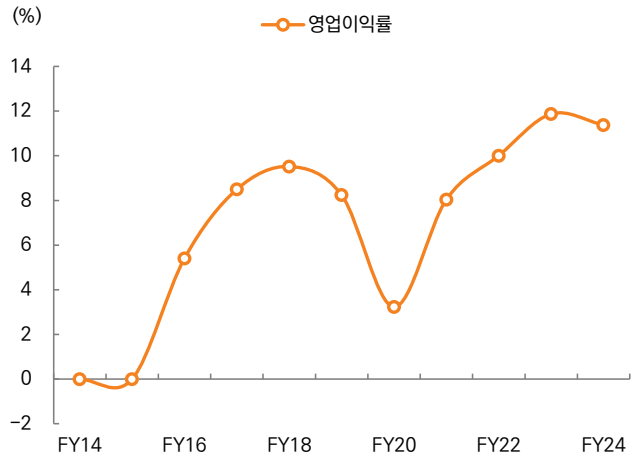
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 매출액/영업이익 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



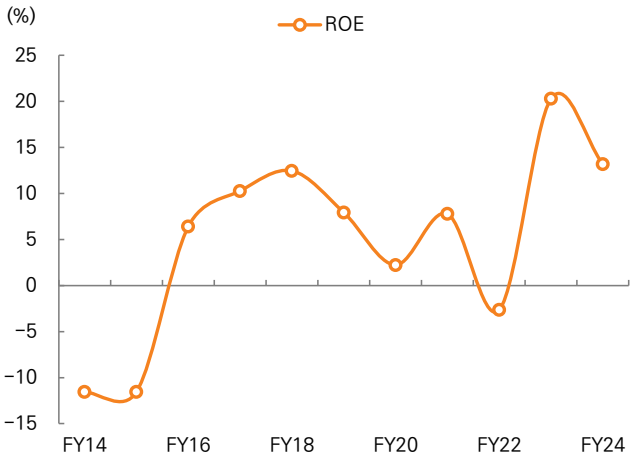
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	80,315	79,078	60,501	83,867	87,530	92,803	89,641	92,784	99,021	107,534
영업이익	7,643	6,517	1,952	6,742	8,757	11,017	10,199	11,038	12,124	13,477
세전이익	7,528	6,279	1,953	6,650	9,514	10,759	10,847	11,222	12,655	14,588
순이익	4,981	3,538	1,064	3,929	-1,362	11,251	8,275	8,538	9,489	10,878
현금성 영업이익(EBITDA)	10,541	9,685	5,016	10,173	12,294	14,246	13,506	13,994	15,270	16,882
(성장률, YoY)										
매출액		-1.5%	-23.5%	38.6%	4.4%	6.0%	-3.4%	3.5%	6.7%	8.6%
영업이익		-14.7%	-70.0%	245.4%	29.9%	25.8%	-7.4%	8.2%	9.8%	11.2%
순이익		-29.0%	-69.9%	269.3%	-	-	-26.5%	3.2%	11.1%	14.6%
현금성 영업이익(EBITDA)		-8.1%	-48.2%	102.8%	20.8%	15.9%	-5.2%	3.6%	9.1%	10.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,112	21,732	24,775	28,795	39,223	31,471	34,495	-	-	-
현금 및 단기금융자산	7,919	2,338	4,515	5,728	6,294	10,202	13,156	-	-	-
비유동자산	55,716	65,279	70,395	70,760	60,060	66,148	63,190	-	-	-
자산총계	85,828	87,011	95,170	99,555	99,283	97,619	97,685	-	-	-
유동부채	26,073	25,983	27,436	31,352	41,176	31,027	21,810	-	-	-
단기차입금	4,404	6,435	7,103	6294	8,045	7,024	992	-	-	-
비유동부채	16,864	14,690	18,654	16,237	7,122	6,712	10,107	-	-	-
장기차입금 및 사채	11,730	8,256	9,373	6,522	1,188	1,009	4,218	-	-	-
부채총계	42,937	40,673	46,090	47,589	48,298	37,739	31,917	-	-	-
자본총계	42,891	46,338	49,080	51,966	50,985	59,880	65,768	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	6,602	9,931	5,021	10,112	10,934	13,175	8,491	-	-	-
투자활동현금흐름	-10,236	-6,084	-4,399	-7,616	-6,525	-9,474	-2,806	-	-	-
설비투자금액	-4,101	-4,238	-3,343	-5,267	-5,014	-5,303	-3,867	-	-	-
재무활동현금흐름	4,146	-3,515	97	-3,162	-4,499	-3,237	-4,788	-	-	-
연간현금변동	528	343	796	-740	-62	512	914	-	-	-
잉여현금(FCF)	2,501	5,693	1,678	4,845	5,920	7,872	4,625	6,118	8,973	9,891

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	13.2	9.3	2.8	10.4	-3.6	29.7	21.8	22.5	25.0	28.7
주당장부가액(BPS)	113.2	122.3	129.5	137.1	134.4	157.8	173.4	190.0	208.0	230.4
주당배당액(DPS)	0.0	0.0	0.0	2.5	2.5	5.0	7.0	5.9	6.8	6.5
자기자본수익률(ROE)	12.4	7.9	2.2	7.8	-2.6	20.3	13.2	12.2	12.4	12.7
총자산수익률(ROA)	6.2	4.1	1.2	4.0	-1.4	11.4	8.5	8.2	8.5	8.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	24.1	13.3	23.8	32.4	26.3	27.0	22.6
순차입금	8,215	12,353	11,961	7,088	2,939	-2,168	-7,945	-	-	-
순차입금비율	19.2	26.7	24.4	13.6	5.8	-3.6	-12.1	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

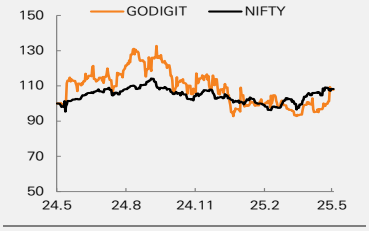
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 370.0
현재주가(25/06/03)	INR 331.0
상승여력	11.8%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	37.6
P/E(26F,x)	52.3
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	308.7
시가총액(조원)	5.0
유통주식수(백만주)	209.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	-
52주 최저가(INR)	264.6
52주 최고가(INR)	407.5

(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.7	-5.2	1.5
상대주가	17.1	-2.5	11.0



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

GODIGIT IN · 금융 서비스· 인도

고 디짓 제너럴 인슈어런스

디지털 보험의 뉴 페이스, 디짓

IPO로 검증된 인슈어테크 선두 주자

동사는 2016년에 설립된 인도의 디지털 중심 보험사로, 자동차, 건강, 여행, 주택, 해상, 책임 보험 등 다양한 상품을 제공하며, 고객 맞춤형 보험 설계를 지원하고 있다. 2024년 5월에는 IPO를 통해 총 2,614억 루피 규모의 자금을 조달하며 인도 인슈어테크 산업의 선두 주자로 자리매김했다. FY24년 기준 수입보험료 구성은 자동차 보험 68.9%, 건강 보험 16.2%, 기타 보험 14.9%로, 자동차 보험이 핵심 사업 영역을 형성하고 있다.

적극적인 디지털 전환으로 산업 평균보다 빠르게 성장 중

동사는 온라인을 통한 직접 보험 판매와, 디지털 기술을 활용한 보험 가입부터 청구까지의 간소화된 절차를 통해 인도 보험 시장 내 입지를 지속적으로 강화하고 있다. 이러한 디지털 전환 전략에 힘입어 동사의 수입보험료는 꾸준히 증가하고 있으며, FY21~FY24년 동안 연평균 48.6% 성장해 같은 기간 산업 평균 성장률인 13.4%를 크게 상회했다. FY24년 기준 동사의 수입보험료 시장점유율은 2.7%로, FY21년 대비 1.5%포인트 증가하며 빠른 성장을 입증했다.

경영진의 FY26년 사업 전망

경영진은 FY26년 인도 보험 산업의 성장률이 전년 대비 3~4%포인트 높아질 것으로 전망하고 있다. 특히 자동차 보험 시장은 회복세를 보이고 있으며, 전사 기준 손해율은 약 72% 수준으로 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. 투자 측면에서는 전체 자산의 최대 10%까지 주식에 투자할 계획이며, 2025년 2월 시장 약세 국면을 활용해 주식 비중을 약 6%까지 확대했다고 밝혔다.

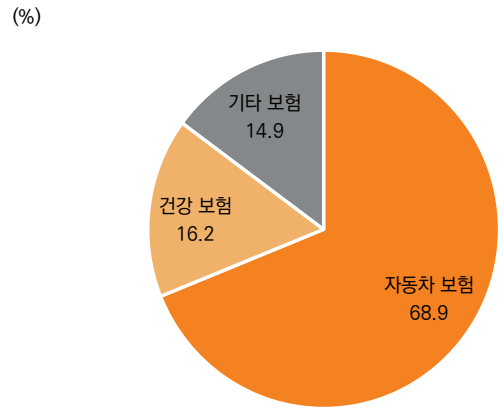
밸류에이션

인도 보험 시장은 높은 성장성을 바탕으로 보험사의 수익성과 이익 성장률 역시 빠르게 확대되고 있다. 이로 인해 인도 주식 시장 투자자들은 보험사의 자본 효율성(P/B)보다 이익 성장 모멘텀을 더 중시하며, 기업 가치를 평가할 때 주로 P/E 배수를 주요 지표로 활용한다. 동사의 주가는 현재 FY26년 기준 P/E 52.3배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 스타헬스(Star Health), ICICI 롬바르드(ICICI Lombard) 등 동종 업체 대비 약 60~70%의 프리미엄을 반영한 수준이다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	-	97.0	104.1	125.6
영업이익 (십억INR)	-	4.2	4.5	6.6
영업이익률 (%)	-	0.0	4.3	5.3
순이익 (십억INR)	-	4.2	5.7	7.2
EPS (INR)	-	4.7	6.4	8.6
ROE (%)	-	11.1	13.2	15.5
P/E (배)	-	62.2	52.3	38.9
P/B (배)	-	6.1	6.4	5.6

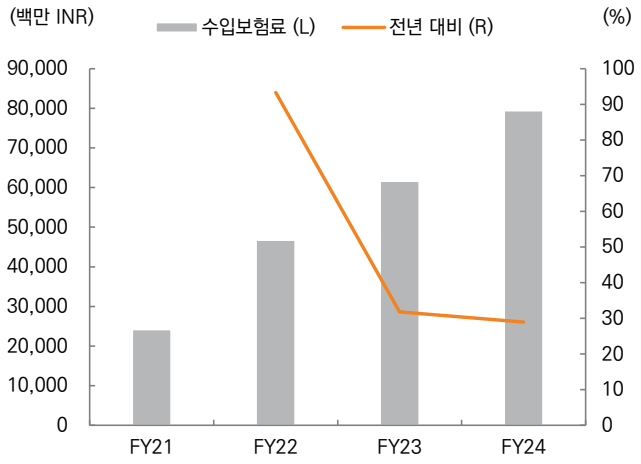
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 고 디짓 제너럴 인슈어런스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 수입보험료 비중 (FY24년)



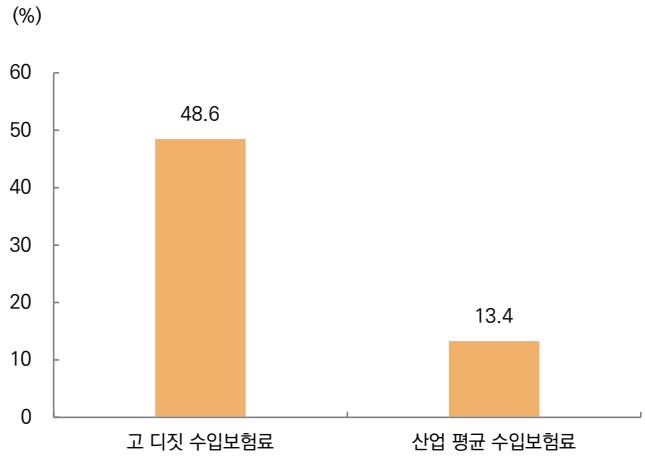
자료: 고 디짓 제너럴 인슈어런스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 수입보험료 추이



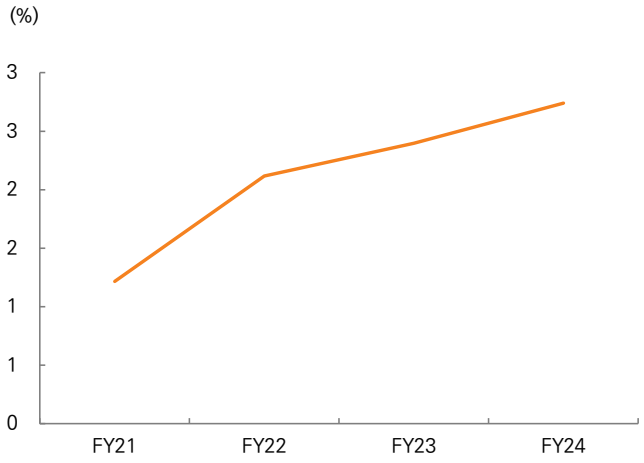
자료: 고 디짓 제너럴 인슈어런스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 고 디짓 vs. 산업 평균 성장률 비교 (FY21~24년)



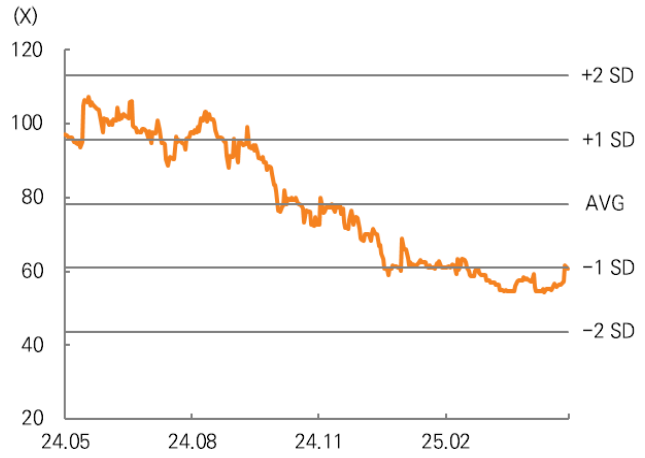
자료: 고 디짓 제너럴 인슈어런스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 고 디짓 시장점유율 추이



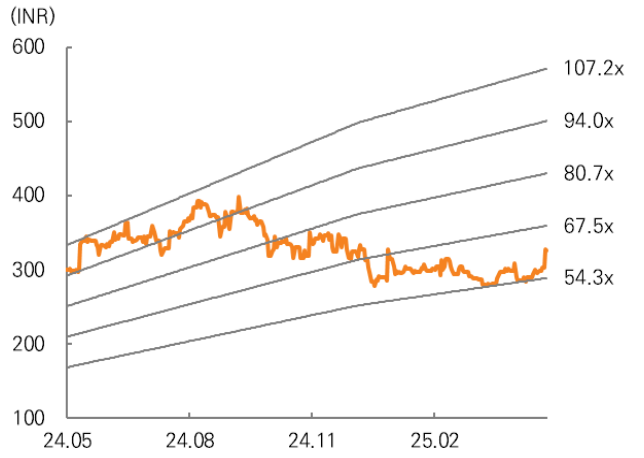
주: 수입보험료 기준
자료: 고 디짓 제너럴 인슈어런스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	-	-	-	-	-	-	96,956	104,071	125,626
영업이익	-	-	-	-	-	-	4,249	4,469	6,629
세전이익	-	-	-	-	-	-	4,249	6,930	9,348
순이익	-	-	-	-	-	-	4,249	5,675	7,198
현금성 영업이익(EBITDA)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(성장률, YoY)	-	-	-	-	-	-			
매출액	-	-	-	-	-	-	-	7.3%	20.7%
영업이익	-	-	-	-	-	-	-	5.2%	48.3%
순이익	-	-	-	-	-	-	-	33.5%	26.8%
현금성 영업이익(EBITDA)	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	-	-	-	-	-	-	-	-	-
현금 및 단기금융자산	-	-	-	-	-	-	2,391	-	-
비유동자산	-	-	-	-	-	-	-	-	-
자산총계	-	-	-	-	-	-	217,596	-	-
유동부채	-	-	-	-	-	-	18,354	-	-
단기차입금	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비유동부채	-	-	-	-	-	-	-	-	-
장기차입금 및 사채	-	-	-	-	-	-	-	-	-
부채총계	-	-	-	-	-	-	173,955	-	-
자본총계	-	-	-	-	-	-	43,641	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	16,040	-	-
투자활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	-28,374	-	-
설비투자금액	-	-	-	-	-	-	-	-	-
재무활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연간현금변동	-	-	-	-	-	-	-2,827	-	-
잉여현금(FCF)	-	-	-	-	-	-	15,862	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	-	-	-	-	-	-	4.6	6.4	8.6
주당장부가액(BPS)	-	-	-	-	-	-	47.3	50.4	57.4
주당배당액(DPS)	-	-	-	-	-	-	0.0	-	-
자기자본수익률(ROE)	-	-	-	-	-	-	11.1	13.2	15.5
총자산수익률(ROA)	-	-	-	-	-	-	2.2	2.4	2.4
배당성향	-	-	-	-	-	-	-	-	-
순차입금	-	-	-	-	-	-	-	-	-
순차입금비율	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

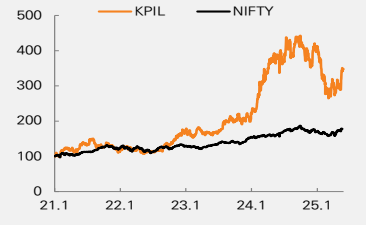
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 1,300.0
현재주가(25/06/03)	INR 1,178.6
상승여력	10.3%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	57.7
P/E(26F,x)	20.7
배당수익률(%)	0.8
시가총액(십억INR)	190.7
시가총액(조원)	3.1
유통주식수(백만주)	113.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	384.0
52주 최저가(INR)	770.1
52주 최고가(INR)	1449.1

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.6	-4.8	-15.8
상대주가	14.9	-2.0	-7.9



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

KPIL IN · 건설 · 인도

칼파타루 프로젝트 인터내셔널

국경 없는 복합 인프라 EPC 전문가

인프라로 국경을 넘는 기술 건설사

동사는 1981년에 설립된 인도의 대표적인 종합 인프라 EPC(설계·조달·시공) 기업으로, 송배전 설비, 일반 건설, 수처리 시설, 석유·가스 및 철도 설비 등 다양한 분야에서 건설 서비스를 제공하고 있다. FY25년 기준 사업별 매출 비중은 송배전 설비가 44.9%로 가장 높고, 일반 건설이 26.2%, 수처리 시설이 10.2%, 석유 및 가스 설비가 7.9%, 철도 건설이 4.6%를 차지한다. 석유 및 가스 설비 사업은 대형 플랜트보다는 가스 파이프라인 등 보조 플랜트 공사에 중점을 두고 있으며, 전통적인 인프라뿐 아니라 산업용 기반 시설 확장에도 주력하고 있다.

적극적인 포트폴리오 다변화 및 해외 확장 전략

동사는 설립 이후 전력망 EPC 분야를 중심으로 성장해왔으나, 2022년 JMC Projects와의 합병을 계기로 건축·토목 부문 역량을 강화하며 포트폴리오 다변화에 속도를 내고 있다. 이를 통해 수처리 플랜트, 지하철 터널, 병원, 공항 등 다양한 인프라 분야로 사업 영역을 확장했다. 또한 인도 내 전력망 분야에서 쌓은 오랜 경험을 바탕으로 본격적인 해외 시장 진출에 나서, FY22년부터 FY25년까지 신규 수주액 중 해외 비중이 평균 41.5%에 달했다. 이러한 해외 확장 전략을 기반으로 현재까지 아시아, 아프리카, 중동, 남미 등 전 세계 75개국에서 프로젝트를 완료했으며, 현재는 30개국에서 활발히 프로젝트를 수행 중이다.

밸류에이션

동사의 주가는 현재 FY26년 기준 P/E 20.7배 수준에 거래되고 있으며, 이는 과거 7년 평균 대비 +1 표준편차를 소폭 하회하는 수준이다. 또한, 인도 1위 건설 업체인 라르슨 & 투브로(Larsen & Toubro, L&T)와 비교할 때 약 25% 할인된 밸류에이션에서 거래되고 있다.

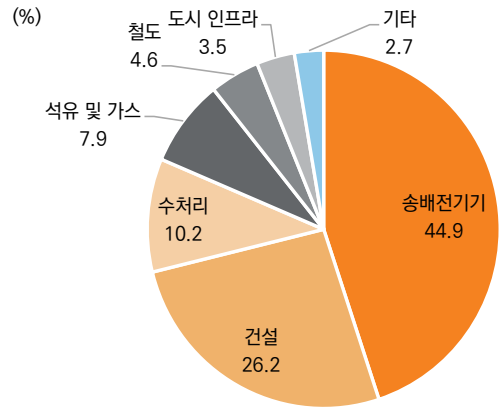
투자 리스크

동사는 해외 수주 비중이 높아 지정학적 리스크, 공사 지연, 수금 지연 등에 따른 실적 변동성에 크게 노출되어 있으며, 인도 내 공공 발주 시점에 따라 분기 실적 역시 영향을 받을 수 있다. 또한 원자재 가격 상승, 프로젝트 집행 지연, 고정가 계약 비중, 금리 인상 등은 수익성과 재무 건전성에 부담 요인으로 작용할 수 있다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	196.3	223.2	265.7	307.7	351.1
영업이익 (십억INR)	11.6	13.4	17.8	21.6	24.5
영업이익률 (%)	0.0	0.0	6.7	7.0	7.0
순이익 (십억INR)	5.1	5.9	9.1	11.6	14.5
EPS (INR)	31.9	34.3	54.0	69.3	84.7
ROE (%)	10.3	10.1	12.9	14.7	14.9
P/E (배)	33.6	28.4	20.7	16.1	13.0
P/B (배)	3.4	2.6	2.5	2.2	1.9

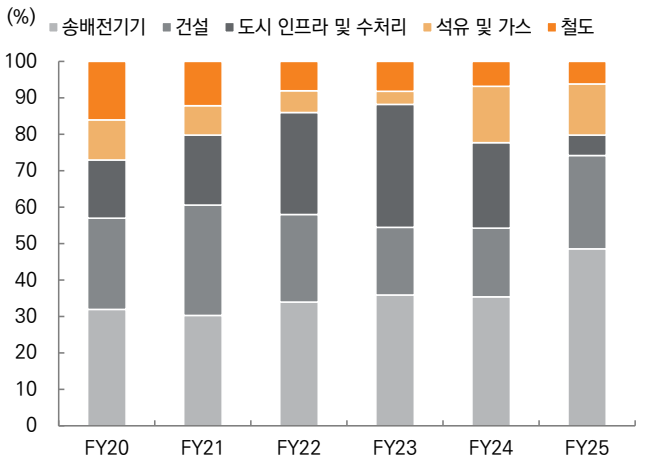
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 부문별 매출 비중 (FY25년)



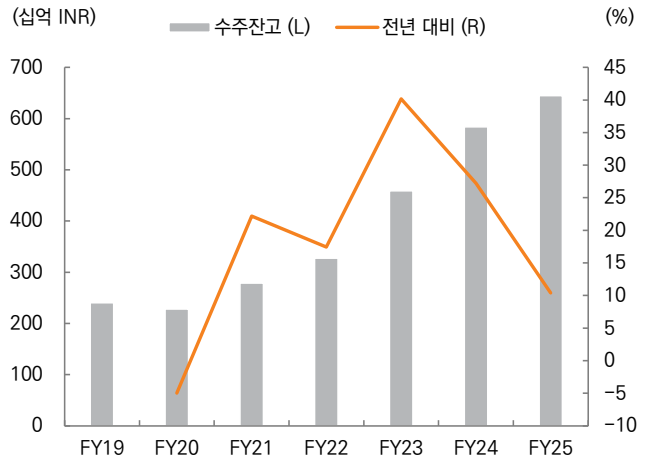
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 수주잔고 구성 비중 추이



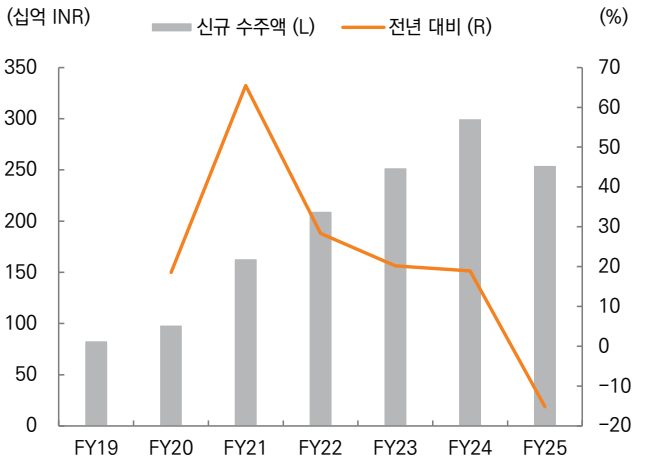
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 수주잔고 추이



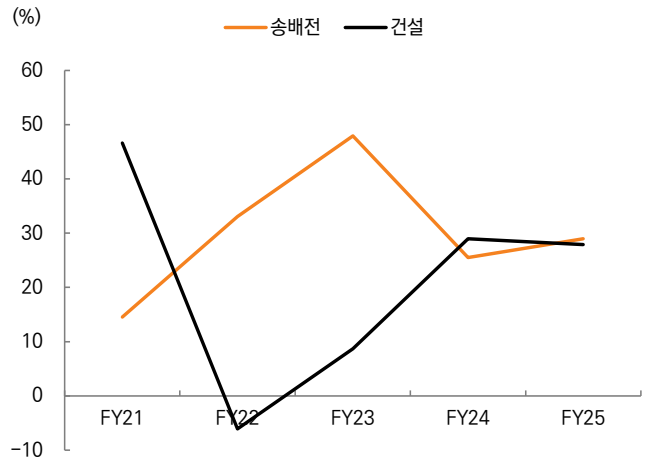
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 신규 수주액 추이



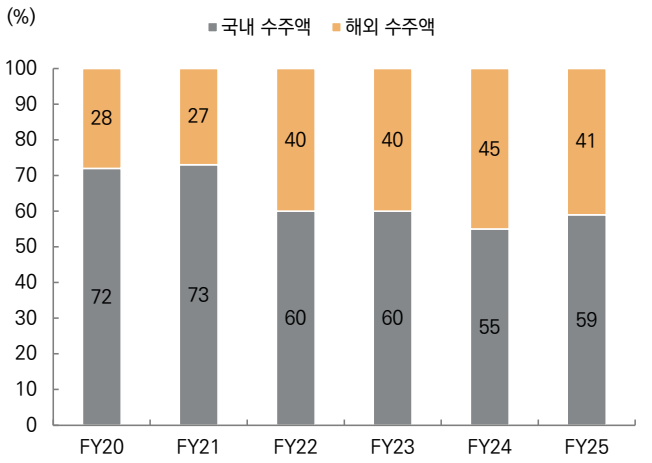
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 주요 부문별 수주잔고 증가율 추이



자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 국내 및 해외 수주액 비중 추이



자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 해외 진출 현황



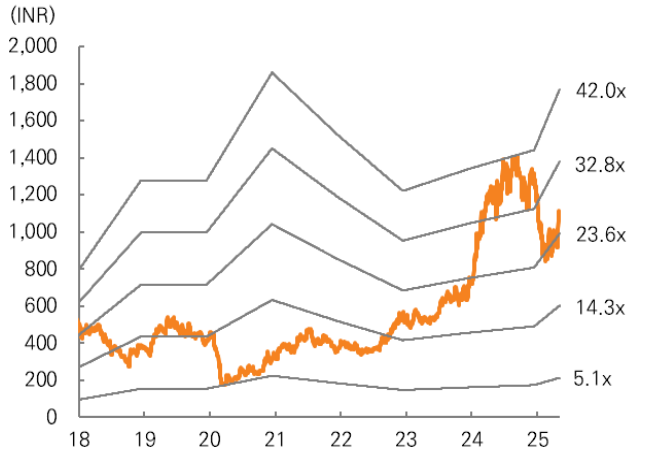
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



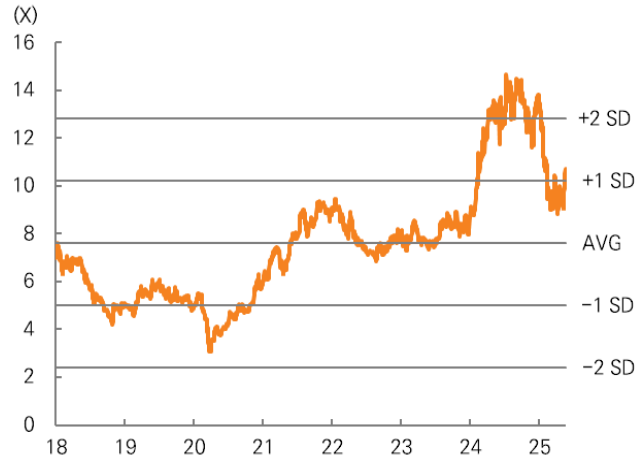
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 12개월 선행 P/E 밴드차트



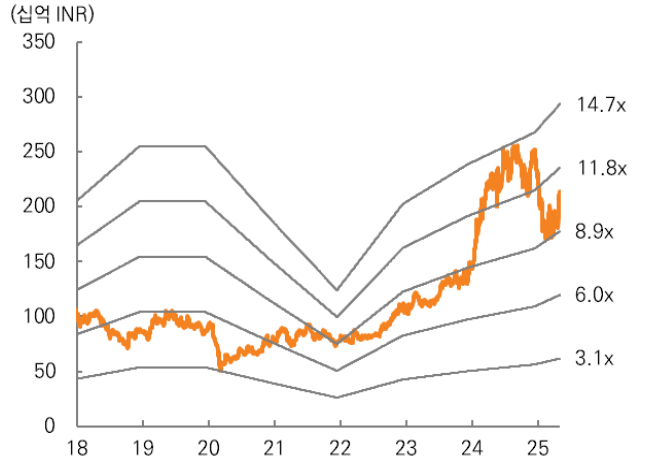
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



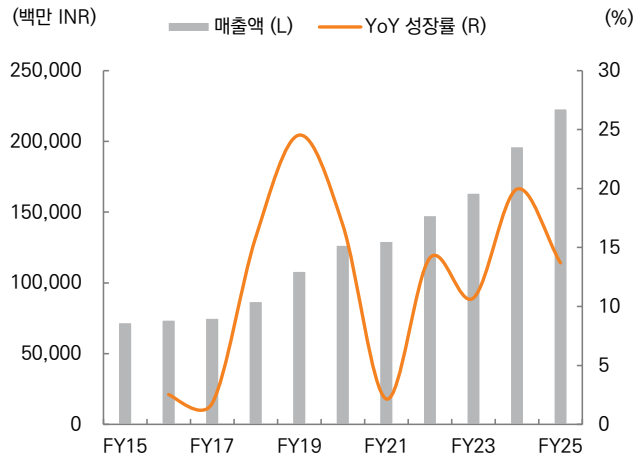
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



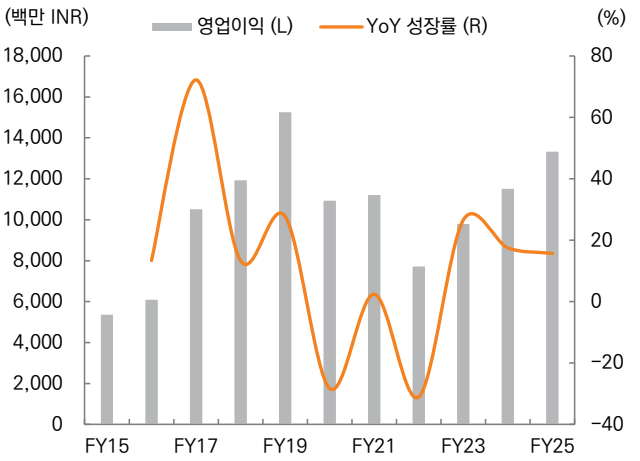
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 매출액 및 YoY 성장률 추이



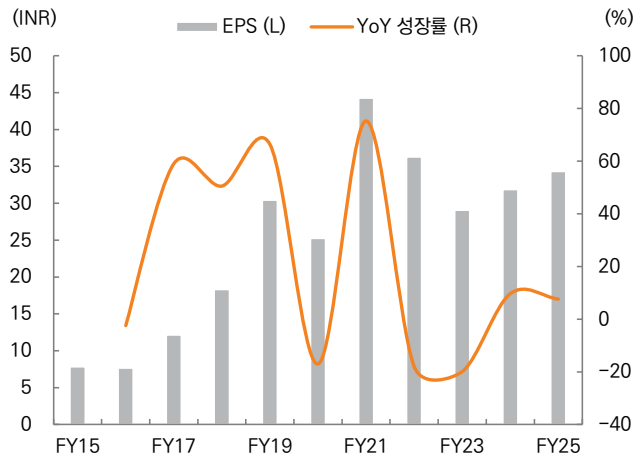
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



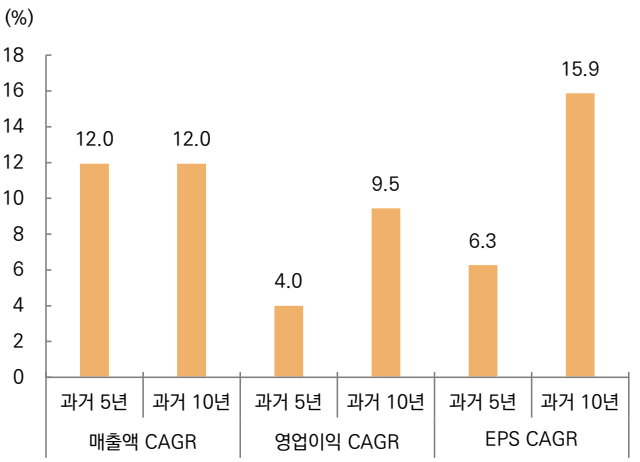
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. EPS 및 YoY 성장률 추이



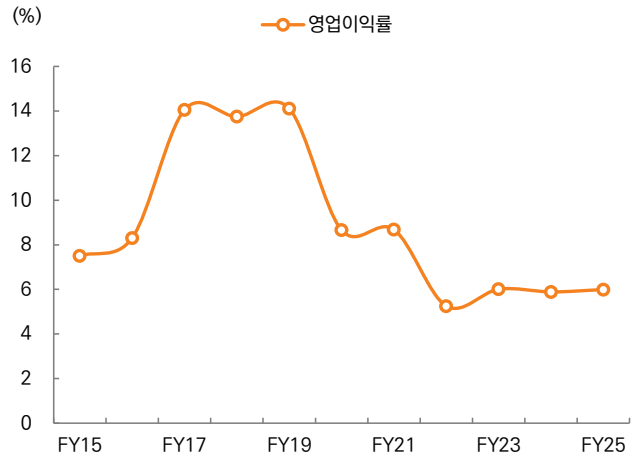
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



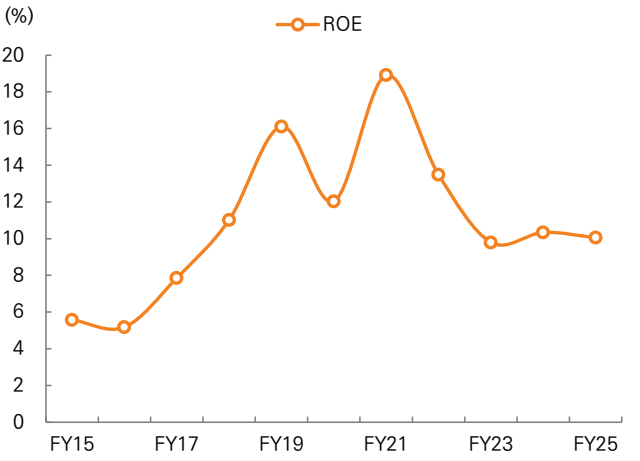
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	108,405	126,758	129,494	147,774	163,614	196,264	223,158	264,738	307,544	351,121
영업이익	15,291	10,971	11,242	7,760	9,828	11,553	13,369	17,765	21,638	24,497
세전이익	7,613	6,477	9,453	6,964	6,415	7,012	8,228	12,487	16,417	20,610
순이익	4,668	3,896	6,710	5,403	4,408	5,096	5,857	9,111	11,474	14,464
현금성 영업이익(EBITDA)	17,401	14,317	12,823	8,464	13,813	16,307	18,252	22,832	27,351	30,624
(성장률, YoY)										
매출액		16.9%	2.2%	14.1%	10.7%	20.0%	13.7%	18.6%	16.2%	14.2%
영업이익		-28.3%	2.5%	-31.0%	26.7%	17.5%	15.7%	32.9%	21.8%	13.2%
순이익		-16.5%	72.2%	-19.5%	-18.4%	15.6%	14.9%	55.1%	25.9%	26.1%
현금성 영업이익(EBITDA)		-17.7%	-10.4%	-34.0%	63.2%	18.1%	11.9%	25.1%	19.8%	12.0%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	106,057	117,982	113,206	129,138	157,513	182,789	215,104	-	-	-
현금 및 단기금융자산	2,442	5,461	5,919	11,972	10,630	10,320	19,094	-	-	-
비유동자산	35,424	39,810	40,329	42,978	38,296	37,588	40,737	-	-	-
자산총계	141,480	157,792	153,535	172,115	195,809	220,377	255,841	-	-	-
유동부채	76,403	91,388	83,427	95,338	126,000	147,876	169,434	-	-	-
단기차입금	4,434	11,317	2,437	19,221	23,176	20,375	27,212	-	-	-
비유동부채	32,276	31,452	31,519	32,602	22,870	21,373	21,718	-	-	-
장기차입금 및 사채	19,182	17,971	16,071	15,535	12,148	14,475	14,674	-	-	-
부채총계	108,679	122,840	114,946	127,940	148,870	169,249	191,152	-	-	-
자본총계	32,802	34,952	38,589	44,175	46,939	51,128	64,689	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	6,702	4,677	5,465	3,437	1,988	3,917	3,783	-	-	-
투자활동현금흐름	-8,702	-7,470	-407	-2,904	-3,603	-3,156	-7,491	-	-	-
설비투자금액	-7,120	-4,698	-2,612	-3,081	-7,715	-3,516	-5,746	-	-	-
재무활동현금흐름	1,808	5,444	-4,638	4,303	538	-203	9,658	-	-	-
연간현금변동	-189	2,648	428	4,836	-1,043	527	5,953	-	-	-
잉여현금(FCF)	-418	-21	2,854	356	-5,727	401	-1,963	10,162	11,495	12,902

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	30.4	25.3	44.3	36.3	29.1	31.9	34.3	54.0	69.3	84.7
주당장부가액(BPS)	203.3	218.8	251.1	287.3	290.6	316.3	381.4	438.4	499.3	584.4
주당배당액(DPS)	3.0	-	10.0	6.5	7.0	8.0	-	8.5	9.9	7.9
자기자본수익률(ROE)	16.1	12.0	18.9	13.5	9.8	10.3	10.1	12.9	14.7	14.9
총자산수익률(ROA)	3.5	2.6	4.3	3.3	2.4	2.4	2.5	4.2	5.1	7.3
배당성향	9.9	-	22.2	17.9	25.8	25.5	-	15.7	14.2	9.3
순차입금	21,174	23,827	12,590	22,783	24,695	-	-	-	-	-
순차입금비율	64.6	68.2	32.6	51.6	52.6	48.0	35.2	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

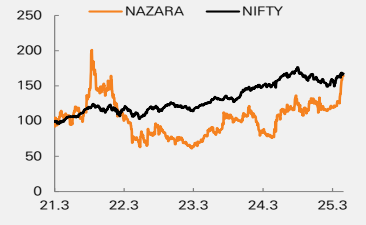
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 1,227.0
현재주가(25/06/03)	INR 1,268.4
상승여력	-3.3%

NSE(p)	24,835
EPS 성장률(26F,%)	43.4
P/E(26F,x)	91.2
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	114.5
시가총액(조원)	1.8
유통주식수(백만주)	58.3
60일 평균 거래대금(백만INR)	333.8
52주 최저가(INR)	590.8
52주 최고가(INR)	1,326.5

(%)	1M	6M	12M
절대주가	30.6	31.1	112.6
상대주가	26.6	28.4	96.2



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

NAZARA IN · 게임 · 인도

나자라 테크놀로지

인도 게임 산업과 e스포츠의 강자

인도의 게임 산업을 선도하는 디지털 엔터테인먼트 기업

동사는 인도의 대표적인 게임 및 스포츠 미디어 기업으로, 2021년 인도 증시에 상장되며 인도 최초의 상장 게임 회사로 기록되었다. 주요 사업 부문은 게임, e스포츠, 광고 기술로 구성되어 있으며, 게임 부문에서는 PokerBaazi, Kiddopia, Animal Jam 등 인기 타이틀을 보유하고 있다. e스포츠 부문은 Nodwin Gaming과 Sportskeeda 플랫폼을 중심으로 운영되며, 광고 기술 부문에서는 Datawrkz를 통해 디지털 광고 솔루션을 제공한다. FY3Q25 기준 부문별 매출 비중은 게임 29%, e스포츠 43%, 광고 기술 28%이다.

적극적인 게임 포트폴리오 확대 및 이익률 개선 추세

동사는 인도뿐만 아니라 미국, 중동, 아프리카 등 글로벌 시장 전반으로 게임 부문 입지를 확장하고 있다. 2024년에는 영국 게임 개발사 Fusebox Games를 인수하고, PokerBaazi의 모회사인 Moonshine Technology의 지분 47.7%를 확보하는 등 적극적인 인수합병 전략을 전개했다.

이와 함께 Kiddopia, Animal Jam 등 고마진 게임 타이틀의 효율적 운영에 힘입어 FY3Q25에는 설립 이래 최고 수준의 분기 EBITDA 마진율을 달성했다. FY3Q25 기준 부문별 EBITDA 마진율은 게임 22.2%, e스포츠 8.4%, 광고 기술 4.7%로, 게임 부문이 전체 수익성을 견인했다.

밸류에이션

동사의 주가는 예상을 상회한 분기 실적과 자회사 지분 매각에 따른 현금 유동성 확보에 힘입어 5월 초 29% 급등하였으며, 현재는 FY26년 기준 P/E 91.2배에 거래 중이다. 이는 인도 경기 소비재 업종 평균 대비 약 30% 프리미엄 수준이다.

투자 리스크

동사는 인수합병과 신사업 확장을 통해 외형 성장을 지속하고 있으나, 자회사 운영비 증가와 투자 비용 부담으로 인해 수익성 및 현금 흐름의 안정성이 저하될 수 있다. 이에 따라 재무 건전성 유지 및 자금 운용의 효율성 관리가 핵심 과제로 부각되고 있으며, 인도 게임 시장 내 경쟁이 심화될 경우 시장 점유율 방어에도 어려움이 따를 수 있다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	11.4	16.2	21.9	26.4	33.4
영업이익 (십억INR)	0.3	0.0	1.0	1.7	2.2
영업이익률 (%)	0.0	0.0	4.7	6.3	6.7
순이익 (십억INR)	0.7	0.9	1.2	1.7	1.9
EPS (INR)	10.3	9.9	14.2	19.4	19.3
ROE (%)	4.6	3.6	4.0	5.4	5.8
P/E (배)	65.3	95.6	91.2	66.7	67.4
P/B (배)	2.6	2.9	3.8	3.6	3.5

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 나자라 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. PokerBaazi



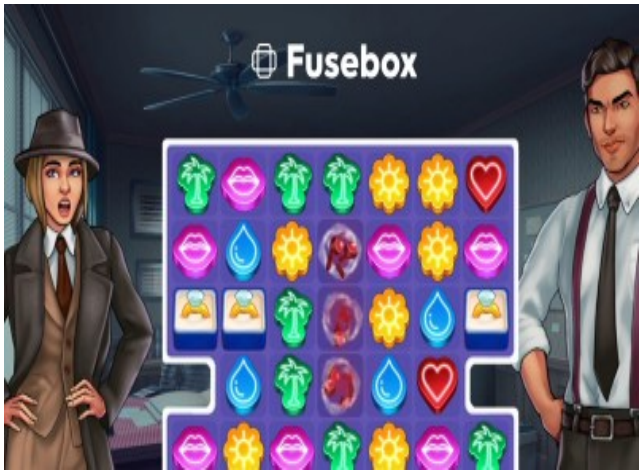
자료: 나자라 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. Kiddopia



자료: 나자라 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. Fusebox



자료: 나자라 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. Animal Jam



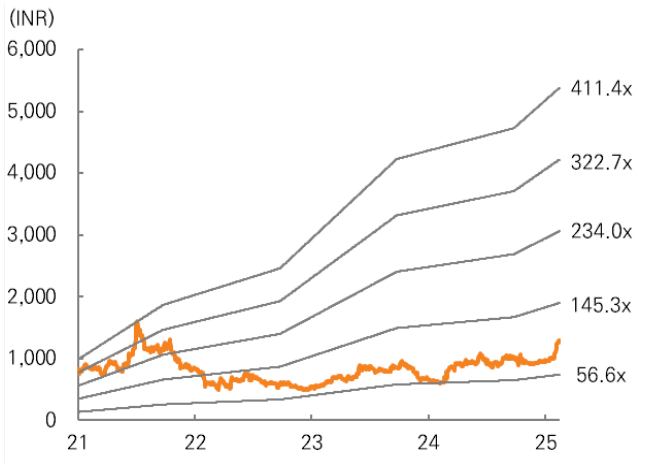
자료: 나자라 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



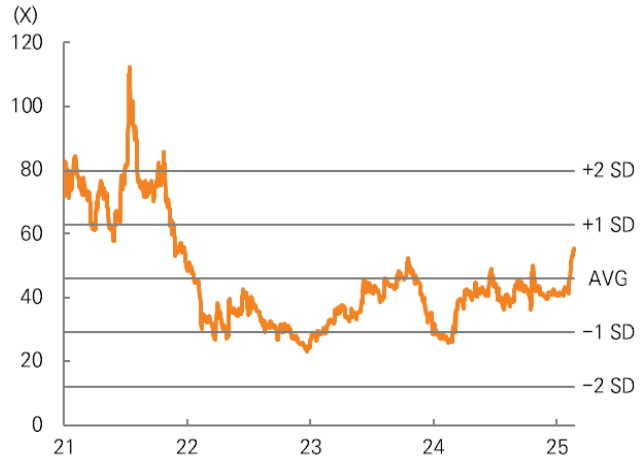
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 12개월 선행 P/E 밴드차트



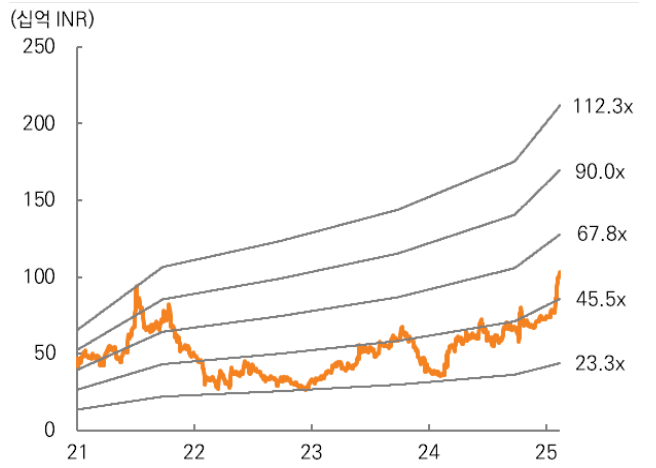
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



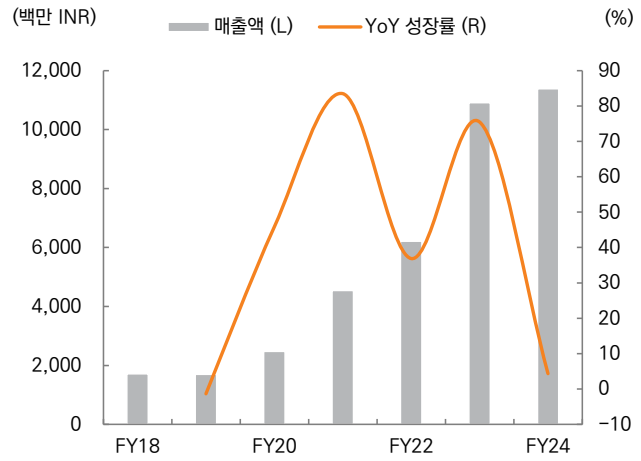
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



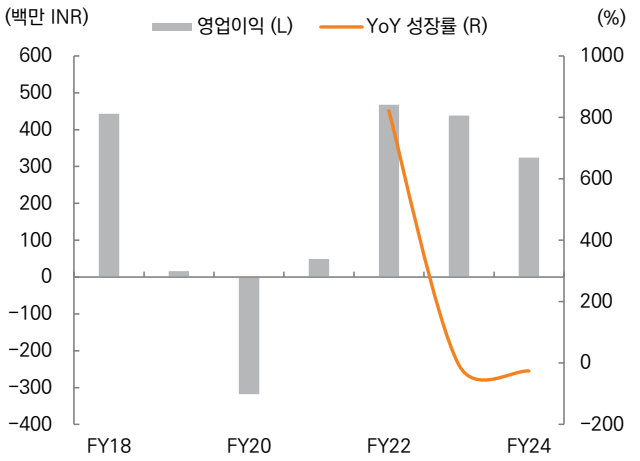
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 매출액 및 YoY 성장률 추이



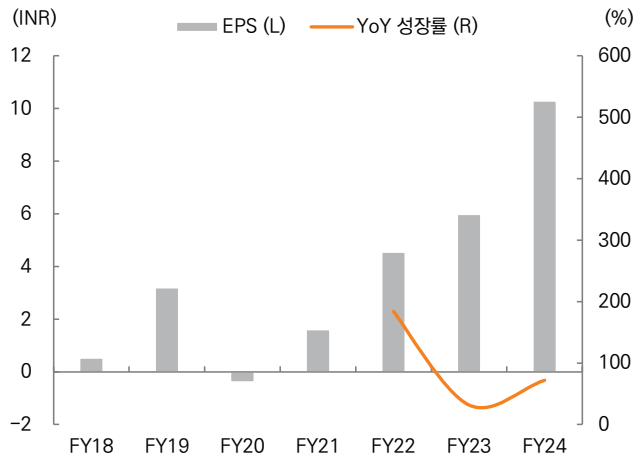
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



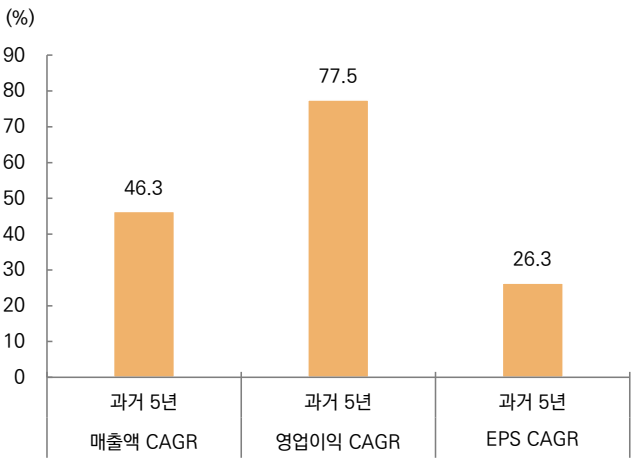
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. EPS 및 YoY 성장률 추이



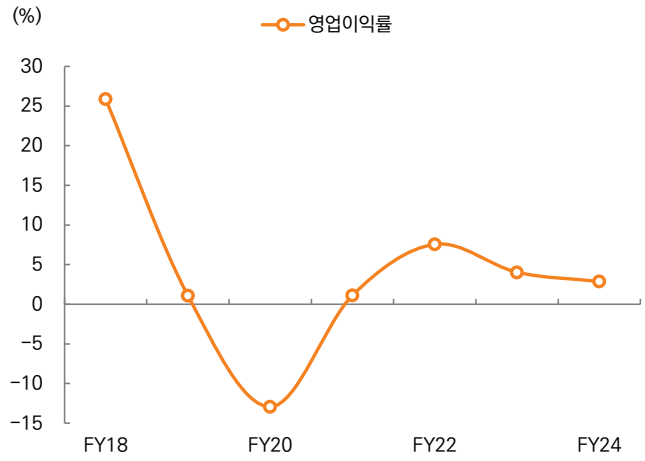
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



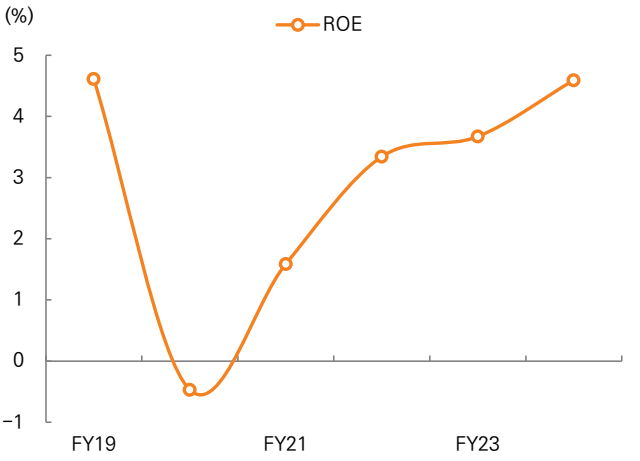
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,697	2,475	4,542	6,217	10,910	11,383	16,239	21,894	26,400	33,415
영업이익	19	-320	51	470	440	326	40	1,040	1,662	2,243
세전이익	109	-196	166	699	888	1,034	779	1,621	2,347	2,489
순이익	175	-21	92	284	394	713	869	1,189	1,717	1,892
현금성 영업이익(EBITDA)	214	-57	447	948	1,098	1,279	1,535	2,424	3,248	3,495
(성장률, YoY)										
매출액	-1.4%	45.9%	83.5%	36.9%	75.5%	4.3%	42.7%	34.8%	20.6%	26.6%
영업이익	-95.8%	-	-	821.6%	-6.4%	-25.9%	-87.8%	-	59.9%	35.0%
순이익	555.7%	-	-	208.7%	38.7%	80.9%	21.9%	36.8%	44.4%	10.2%
현금성 영업이익(EBITDA)	-59.4%	-	-	112.1%	15.8%	16.5%	20.0%	57.9%	34.0%	7.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,144	3,797	6,812	9,154	9,974	18,980	14,077	-	-	-
현금 및 단기금융자산	2,172	2,234	4,784	7,321	5,960	14,339	6,526	-	-	-
비유동자산	2,001	3,747	3,415	4,944	7,044	8,638	30,277	-	-	-
자산총계	5,146	7,544	10,227	14,098	17,018	27,618	44,355	-	-	-
유동부채	545	1,485	2,136	1,731	3,344	3,822	9,259	-	-	-
단기차입금	0	0	0	0	304	93	493	-	-	-
비유동부채	207	359	302	384	508	450	2,722	-	-	-
장기차입금 및 사채	-38	0	0	0	0	-	919	-	-	-
부채총계	752	1,844	2,437	2,115	3,852	4,272	11,981	-	-	-
자본총계	4,394	5,700	7,790	11,983	13,166	23,346	32,373	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	230	8	715	676	161	1,129	1,208	-	-	-
투자활동현금흐름	-714	51	-2,720	-3,555	-1,036	-6,272	-12,010	-	-	-
설비투자금액	-59	-70	-32	-123	-83	-269	-1,478	-	-	-
재무활동현금흐름	61	42	2,174	3,353	152	9,484	8,167	-	-	-
연간현금변동	-353	188	143	522	-660	4,374	-2,679	-	-	-
잉여현금(FCF)	171	-62	683	553	78	860	-270	131	1,910	2,788

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	3.1	-0.4	1.5	4.5	6.0	10.3	9.9	14.2	19.4	19.3
주당장부가액(BPS)	74.1	89.5	108.1	159.6	167.0	261.1	326.7	342.7	362.0	375.3
주당배당액(DPS)	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본수익률(ROE)	4.6	-0.5	1.6	3.3	3.7	4.6	3.6	4.0	5.4	5.8
총자산수익률(ROA)	3.6	-0.3	1.0	2.3	2.5	3.2	2.4	2.0	3.2	4.1
배당성향	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	-2,210	-2,234	-4,784	-7,321	-5,656	-	-	-	-	-
순차입금비율	-50.3	-39.2	-61.4	-61.1	-43.0	-	-15.8	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

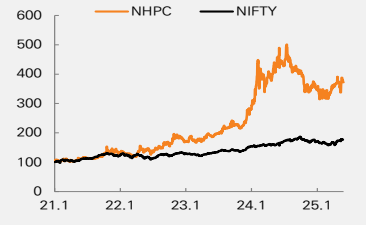
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 92.5
현재주가(25/06/03)	INR 85.1
상승여력	8.7%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	42.8
P/E(26F,x)	20.4
배당수익률(%)	2.2
시가총액(십억INR)	874.7
시가총액(조원)	14.0
유통주식수(백만주)	2,647.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	8,044.7
52주 최저가(INR)	71.0
52주 최고가(INR)	118.5

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.5	3.9	-21.6
상대주가	1.5	6.9	-14.3



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

NHPC IN · 전력 유틸리티 · 인도

NHPC

물의 힘으로 인도를 밝히다

인도 수력의 맏형, NHPC

동사는 1975년에 설립된 인도의 국영 수력 발전 기업으로, 정부가 지분 67.4%를 보유하고 있다. 현재 인도 전역 15개 주에서 24개의 발전소를 운영 중이며, 인도 수력 발전 시장에서 14.9%의 점유율을 차지하고 있다.

FY3Q25 기준, 동사는 총 7.2GW의 발전 용량을 보유하고 있으며, 이 중 약 7GW(96.4%)가 수력 발전에 해당한다. 동기간 전체 매출의 85%는 발전을 통한 전력 판매에서 발생했으며, 나머지 15%는 배당금 수익 등 기타 수익으로 구성되었다.

구조적 성장 요인: 전력 수요와 수력 용량의 동반 확대

인도의 빠르게 증가하는 전력 수요와 수력 발전 용량의 확대는 동사의 장기 성장성을 뒷받침하는 주요 요인이다. 실제로 2022년 인도 전력 수요 증가율은 전년 대비 9.6%를 기록했으며, 이는 글로벌 평균(2.0%)을 크게 상회한다.

현재 동사가 건설 중인 수력 발전 프로젝트의 총 용량은 9,314MW로, 이는 기존 수력 발전 용량 대비 133.6%에 달하는 규모이다. FY25년을 전후로 태양광을 포함한 신규 발전소들이 순차적으로 가동되며, 발전량과 매출의 안정적 확대가 기대된다.

밸류에이션

2023년 7월 고점 이후 인도 증시 전반의 변동성 확대에 따라, 동사의 주가는 약 22% 하락하였다. 현재 동사는 FY26년 기준 P/E 20.4배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 과거 7년 평균 대비 +1 표준편차 수준을 소폭 상회한다.

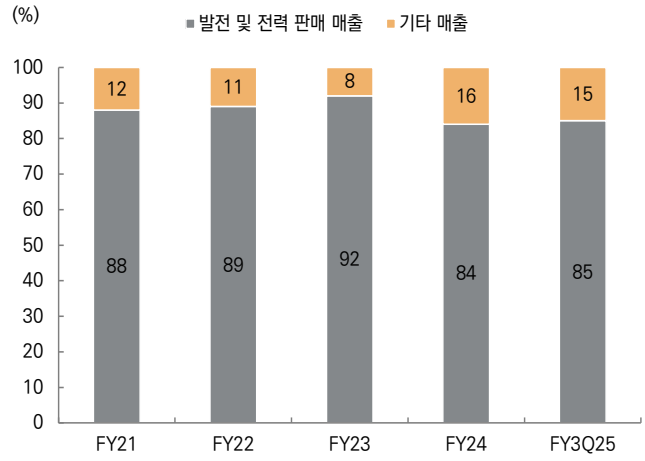
투자 리스크

대규모 수력 발전 프로젝트는 일정 지연 및 비용 초과 가능성이 상존하며, 이는 자본 지출 증가와 수익 실현 지연으로 이어져 재무 건전성에 부담이 될 수 있다. 또한 수력 중심의 사업 구조는 기후 변화, 수자원 가용성, 환경 규제 등 외부 변수에 대한 노출도와 민감도를 높이는 요인으로 작용한다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	96	104	140	184	221
영업이익 (십억INR)	37	43	65	91	144
영업이익률 (%)	38.5	41.3	46.2	49.5	65.0
순이익 (십억INR)	36	30	45	59	72
EPS (INR)	3.6	3.0	4.3	5.8	7.1
ROE (%)	9.6	7.7	10.5	13.1	14.7
P/E (배)	24.9	27.5	20.4	15.1	12.2
P/B (배)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.6

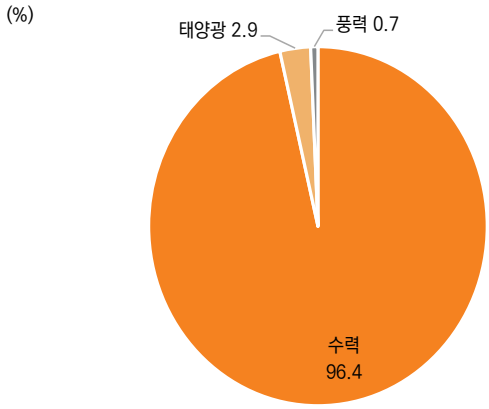
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 부문별 매출 비중 추이



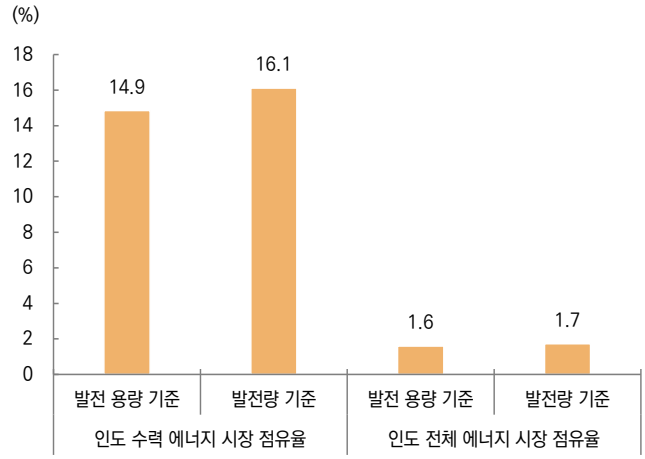
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 재생 에너지 발전 용량 구성 비중 (FY3Q25)



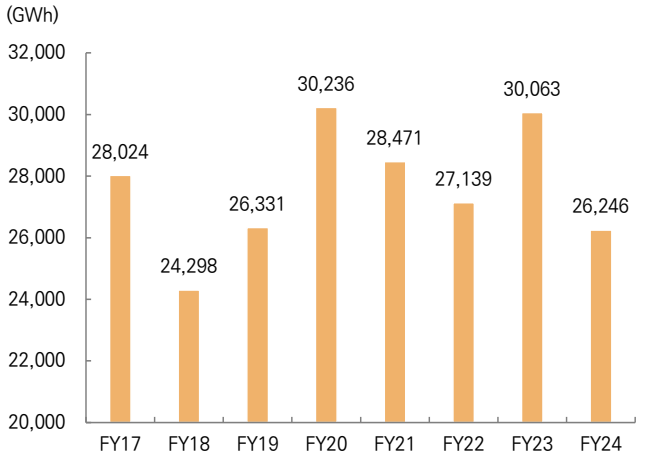
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 시장 점유율: 인도 수력 에너지 및 에너지 시장 (FY24년)



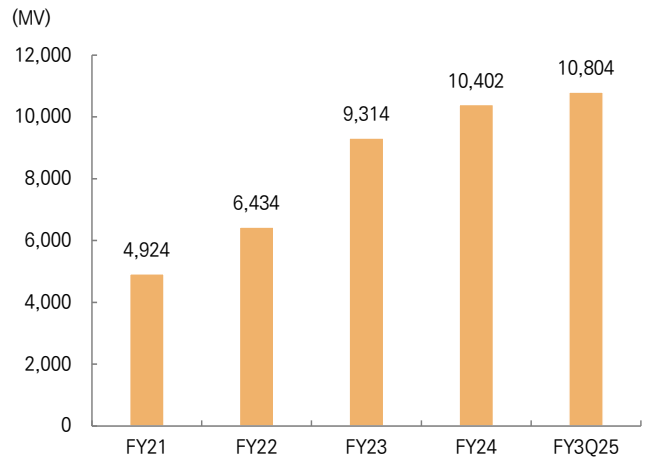
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 발전량 추이



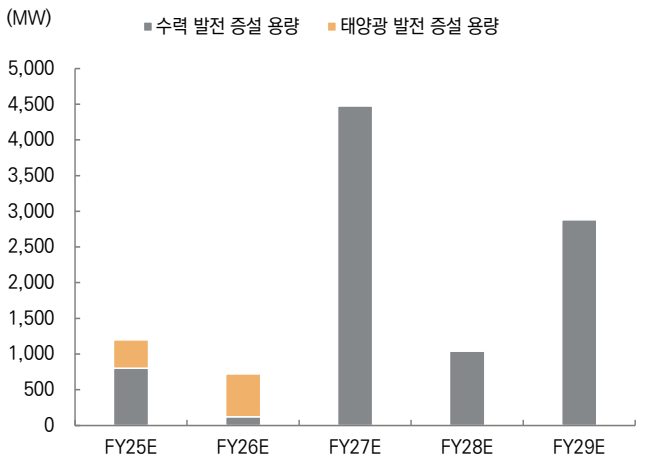
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 증설 중인 발전 용량 추이



자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 증설 계획에 따른 연도별 추가 발전 용량 전망



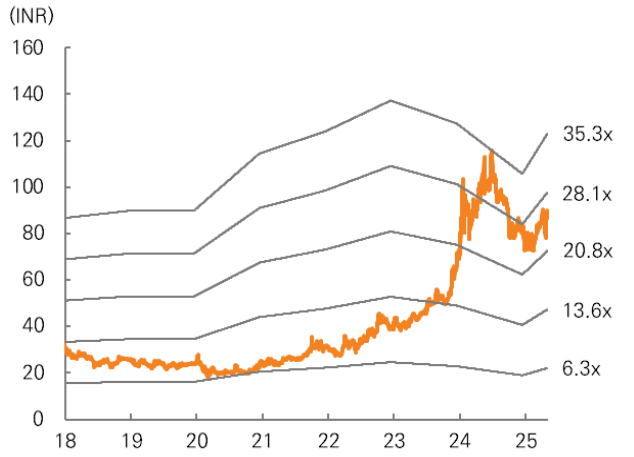
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 12개월 선행 P/E 밴드차트



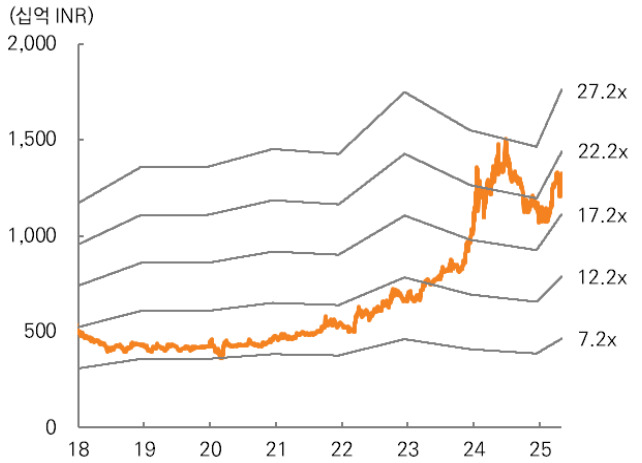
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. NHPC 수력 발전소 I



자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. NHPC 수력 발전소 II

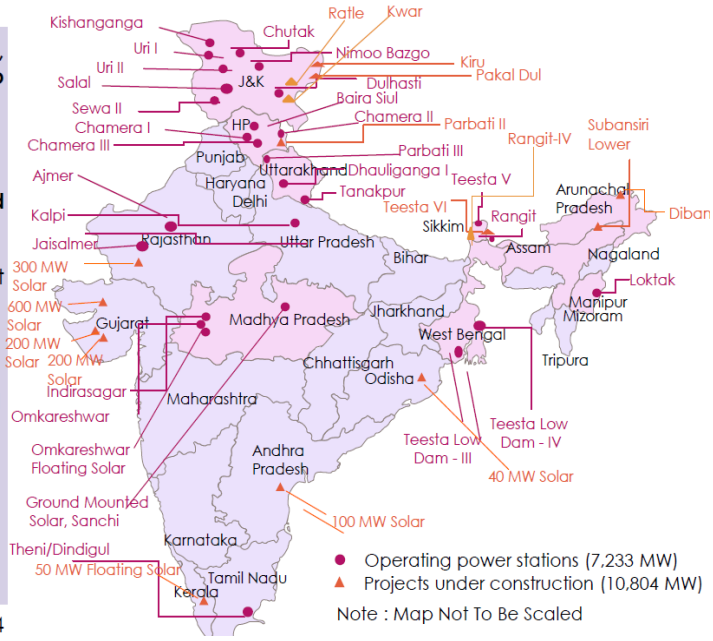


자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. NHPC 발전소 및 건설 중인 발전소 현황

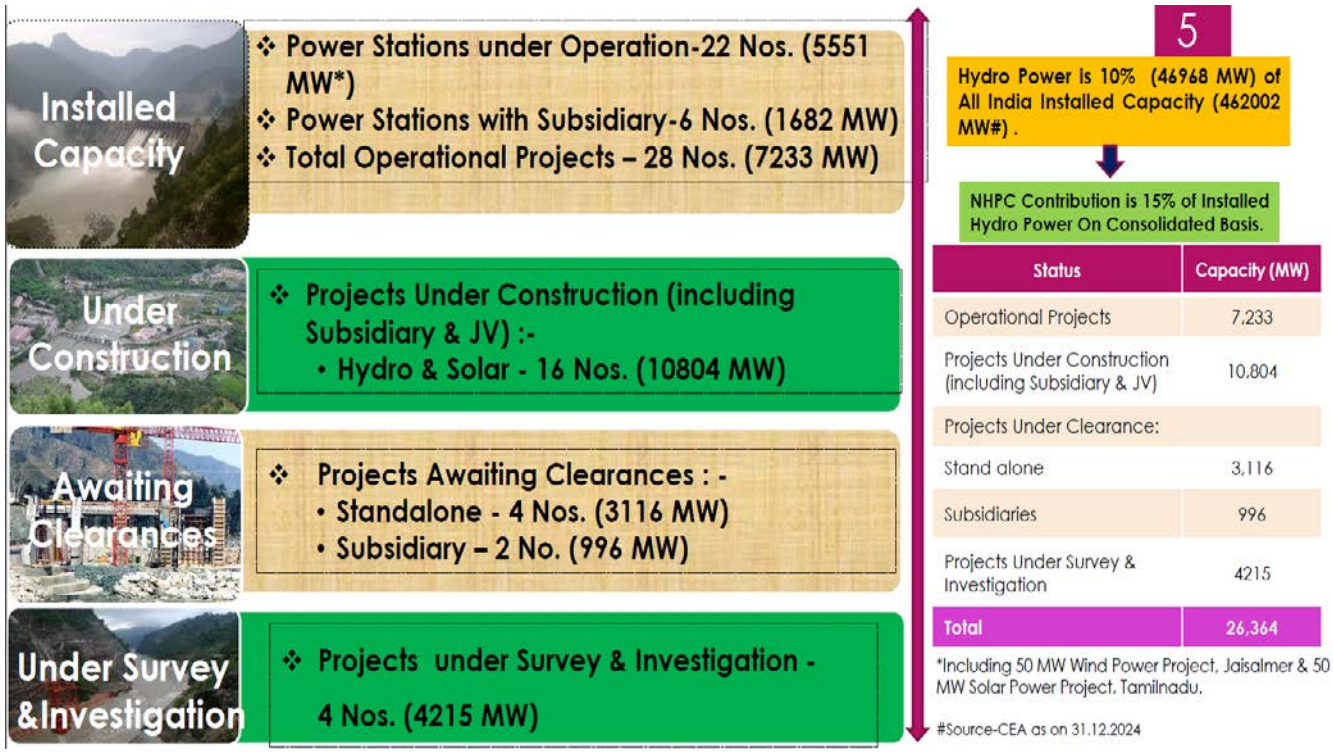
- **Incorporated in 1975 with authorised capital of Rs. 200 crore, the present authorised capital is Rs.15000 crore (Paid Up Capital Rs.10,045 crore)**
- **Navratna PSU (since Aug-24)**
- **Established track record, strong operational performance and in-house engineering capabilities**
  - Involved across the entire chain of hydro power project development – from concept to commissioning.
  - Presence across 15 states & 2 UTs.
  - 15% share of installed hydro-electric capacity in India (6,971 MW out of 46,968 MW*).
  - Consultancy business.
  - Power trading business.
  - Exposure to international business opportunities.

* Source-CEA as on 31.12.2024



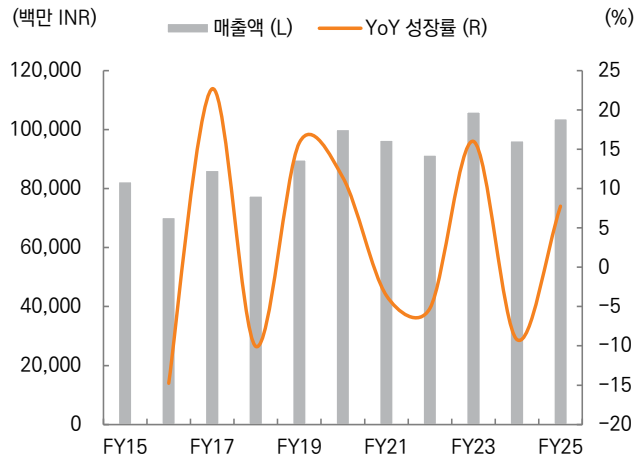
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. NHPC 발전소 및 건설 중인 발전소 발전 용량 현황



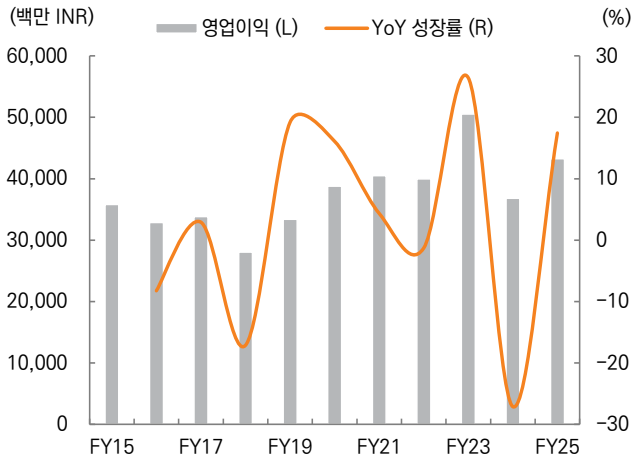
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 매출액 및 YoY 성장률 추이



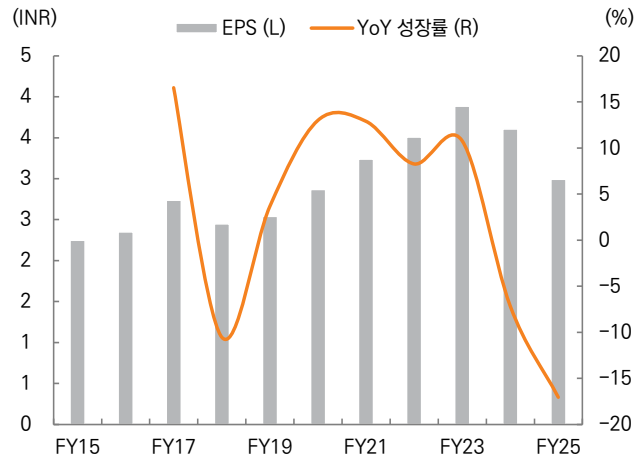
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



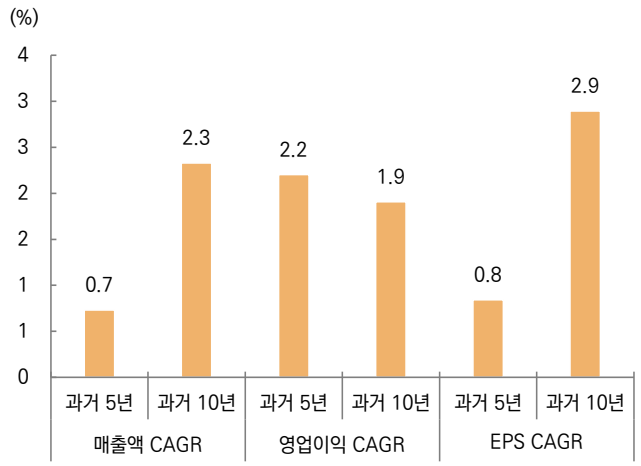
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. EPS 및 YoY 성장률 추이



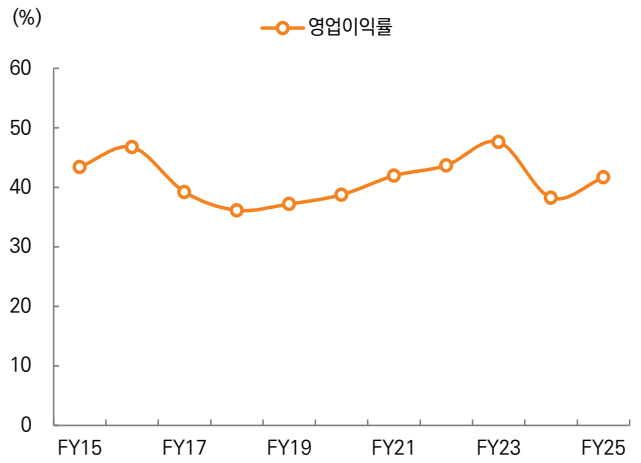
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



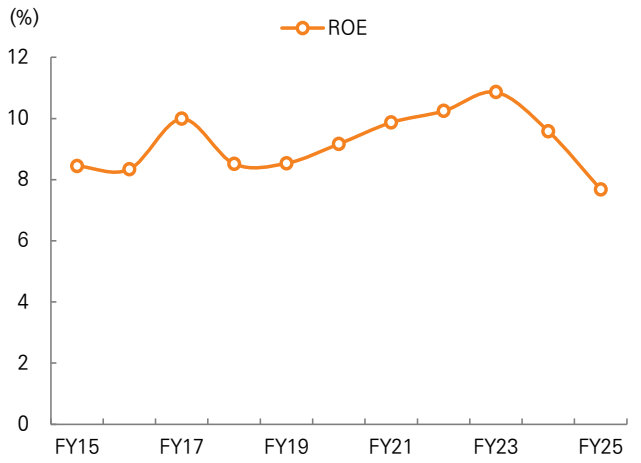
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	89,829	100,078	96,479	91,442	106,074	96,322	103,799	140,250	184,498	221,189
영업이익	33,420	38,798	40,491	39,971	50,534	36,842	43,269	64,812	91,264	143,684
세전이익	33,160	32,655	42,713	32,174	52,371	50,434	47,672	64,248	82,650	98,227
순이익	17,522	28,849	32,570	35,236	39,033	36,244	30,067	45,395	59,341	72,287
현금성 영업이익(EBITDA)	50,000	54,984	53,474	52,515	64,421	57,037	53,922	82,602	113,582	152,316
(성장률, YoY)										
매출액		11.4%	-3.6%	-5.2%	16.0%	-9.2%	7.8%	35.1%	31.5%	19.9%
영업이익		16.1%	4.4%	-1.3%	26.4%	-27.1%	17.4%	49.8%	40.8%	57.4%
순이익		64.6%	12.9%	8.2%	10.8%	-7.1%	-17.0%	51.0%	30.7%	21.8%
현금성 영업이익(EBITDA)		10.0%	-2.7%	-1.8%	22.7%	-11.5%	-5.5%	53.2%	37.5%	34.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 요약 대차대조표 **(백만 INR)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	149,641	95,614	93,697	88,462	175,675	179,648	112,615	-	-	-
현금 및 단기금융자산	22,453	16,933	22,568	19,584	28,450	36,348	27,509	-	-	-
비유동자산	517,614	617,073	637,873	684,384	686,423	753,307	914,163	-	-	-
자산총계	667,255	712,688	731,571	772,845	862,098	932,955	1,026,777	-	-	-
유동부채	62,014	62,998	62,032	66,063	79,423	96,123	101,764	-	-	-
단기차입금	4,160	7,143	7,260	28,488	9,480	1,911	37,524	-	-	-
비유동부채	268,578	300,532	302,652	328,943	364,330	397,908	473,382	-	-	-
장기차입금 및 사채	170,446	208,787	212,310	232,266	266,022	293,817	356,817	-	-	-
부채총계	330,592	363,530	364,684	395,007	443,753	494,031	575,147	-	-	-
자본총계	336,663	349,157	366,886	377,839	418,345	438,924	451,631	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	29,216	21,912	44,478	50,688	50,379	73,112	54,860	-	-	-
투자활동현금흐름	-14,947	-35,183	-24,011	-35,630	-45,794	-63,418	-80,164	-	-	-
설비투자금액	-13,602	-36,317	-19,820	-37,014	-49,755	-69,971	-88,514	-	-	-
재무활동현금흐름	-14,221	13,443	-16,416	-6,384	-7,946	-5,815	19,100	-	-	-
연간현금변동	47	171	4,051	8,674	-3,360	3,879	-6,205	-	-	-
잉여현금(FCF)	15,614	-14,406	24,659	13,674	625	3,140	-33,654	-9,973	52,519	78,863

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	2.5	2.9	3.2	3.5	3.9	3.6	3.0	4.3	5.8	7.1
주당장부가액(BPS)	30.7	32.0	33.7	34.8	36.8	38.5	39.5	41.9	45.7	53.8
주당배당액(DPS)	1.5	-	1.6	1.8	1.4	10.0	10.0	2.0	2.3	2.3
자기자본수익률(ROE)	8.5	9.2	9.9	10.2	10.9	9.6	7.7	10.5	13.1	14.7
총자산수익률(ROA)	2.7	4.2	4.5	4.7	4.8	4.0	3.1	5.3	7.5	-
배당성향	56.5	-	49.3	51.6	36.0	277.1	334.1	46.6	39.6	33.1
순차입금	152,154	198,997	197,002	241,170	247,053	-	-	-	-	-
순차입금비율	45.2	57.0	53.7	63.8	59.1	59.1	81.2	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

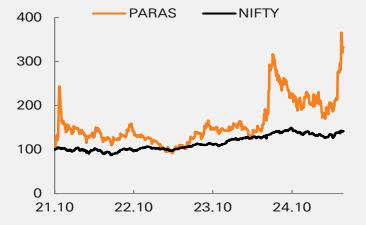
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 최고목표주가	INR 1,517.0
현재주가(25/06/03)	INR 1,602.0
상승여력	-5.3%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	25.1
P/E(26F,x)	82.5
배당수익률(%)	0.03
시가총액(십억INR)	65.5
시가총액(조원)	1.1
유통주식수(백만주)	17.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	284.5
52주 최저가(INR)	743.5
52주 최고가(INR)	1,945.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.2	47.0	57.2
상대주가	19.6	51.3	72.0



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

PARAS IN · 방산/우주항공 · 인도

파라스 디펜스 테크놀로지

인도의 방산 자립을 이끄는 핵심 파트너

‘Make in India’ 국방의 핵심 톱니바퀴

동사는 2009년에 설립된 국방 및 우주 산업 특화 민간 기업으로, 방산 부품, 광학 장비, 위성 부품 등 다양한 고정밀 부품 및 솔루션을 제공하고 있다.

자체 기술 개발 역량을 바탕으로, 인도 정부의 ‘Make in India’ 방산 자립 전략 하에 핵심 공급 파트너로 부상하고 있으며, 국방 연구개발기구(DRDO), 인도군, 힌두스탄 항공(HAL), 이스라엘 및 프랑스 방산 기업 등에 고성능 전자광학 장비, 적외선 열영상기, 전자전(EW) 시스템, 레이저 시스템 등을 납품하고 있다. 또한 위성 플랫폼 및 지상국 장비용 부품과 통신 장비를 자체 개발하여, 인도 우주연구기구(ISRO)와의 협력도 지속하고 있다.

전자광학 핵심 기술 내재화로 수주가 가파르게 증가

동사는 자체 설계 및 제조가 가능한 수직 통합 생산 체계를 기반으로, 고부가가치 맞춤형 제품 공급에 있어 강점을 지니고 있다. 특히 최근에는 국방 전자광학 카메라처럼 국산화율이 낮은 부문에서 핵심 기술 내재화에 성공하며, 인도 내 전략 자산 국산화의 대표 기업으로 평가받고 있다.

이러한 기술력에 힘입어 수주 잔고도 빠르게 증가하고 있으며, FY23·FY24·FY25년 수주 잔고는 전년 대비 각각 30.2%, 46.6%, 61.1% 성장해 점차 성장 곡선이 가팔라지고 있다. 그 결과, FY25년 기준 전자광학 카메라가 전체 매출의 49%, 전체 수주 잔고의 60%를 차지하며 주력 사업으로 부상하고 있다.

밸류에이션

동사의 주가는 지난 4월 인도-파키스탄 간 군사적 긴장 고조 이후, 방위산업에 대한 시장 관심이 급격히 높아지며 주가가 급등하였다. 현재는 FY26년 예상 P/E 기준 82.5배에 거래되고 있으며, 이는 과거 3년 평균 대비 +1 표준편차를 상회하는 수준이다.

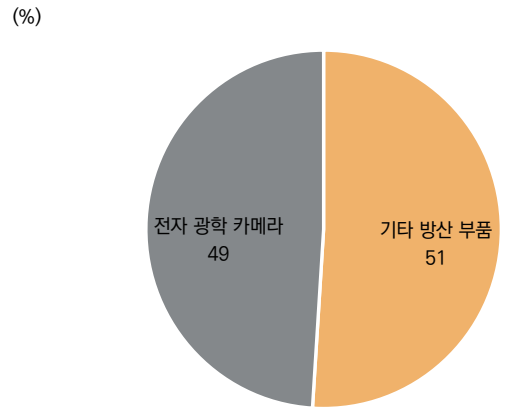
투자 리스크

동사는 국방 및 우주 산업에 특화된 사업 구조를 보유하고 있어, 정부 예산의 변동, 정책 변화, 주요 고객의 발주 지연 등에 따라 실적 변동성이 클 수 있다. 또한 유럽 및 이스라엘 등 해외 기술에 대한 핵심 부품 의존도가 존재해, 글로벌 공급망 불안정 시 납기 지연 및 원가 상승 등 리스크로 이어질 수 있다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	2.5	3.6	4.6	5.7
영업이익 (십억INR)	0.4	0.8	1.1	1.4
영업이익률 (%)	0.0	0.0	23.1	23.6
순이익 (십억INR)	0.3	0.6	0.8	1.0
EPS (INR)	8.2	15.8	19.7	24.5
ROE (%)	7.5	11.7	11.9	13.1
P/E (배)	74.4	60.8	82.5	66.4
P/B (배)	5.4	6.0	9.3	8.2

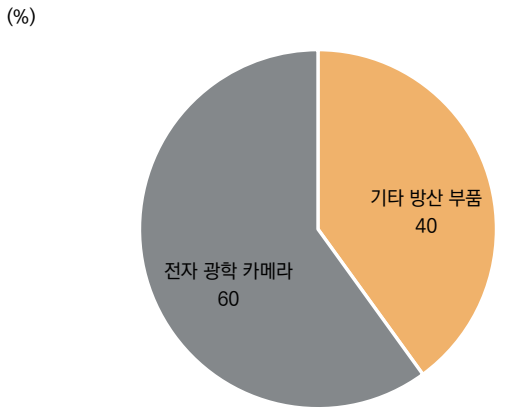
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 제품별 매출 비중 (FY25년)



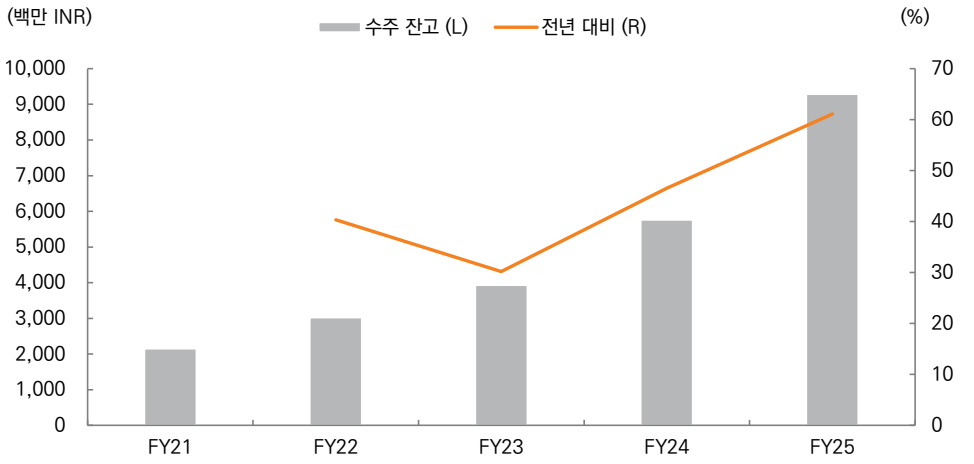
자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 수주 잔고 비중 (FY25년)



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 수주 잔고 추이



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 주요 제품: 잠망경



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 주요 제품: 초분광 카메라



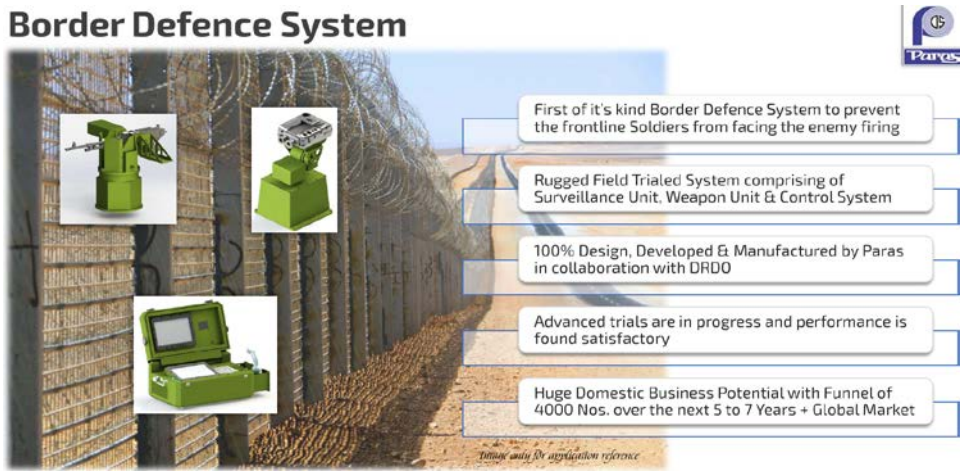
자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 주요 제품: 전자기파 보호 솔루션



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 주요 제품: 국경 방어 시스템



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 주요제품: 전자 광학 카메라 I



자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 주요 제품: 전자 광학 카메라 II



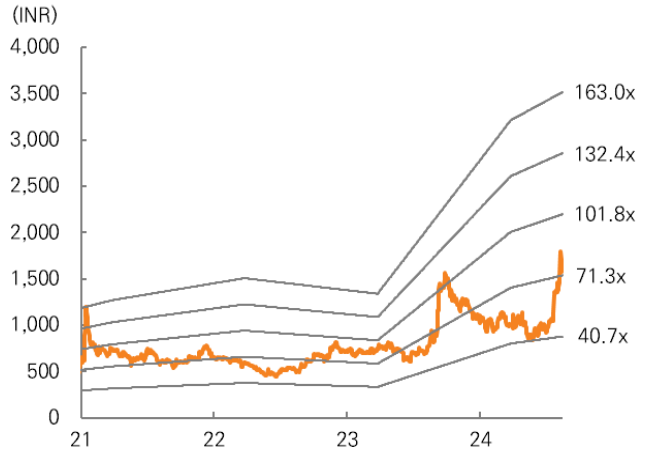
자료: 파라스 디펜스 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



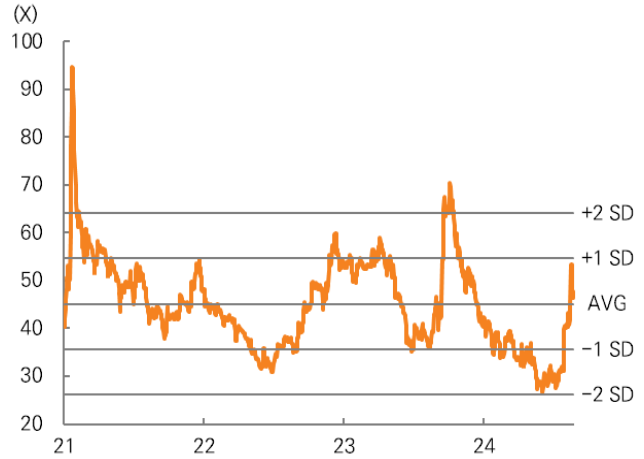
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 12개월 선행 P/E 밴드차트



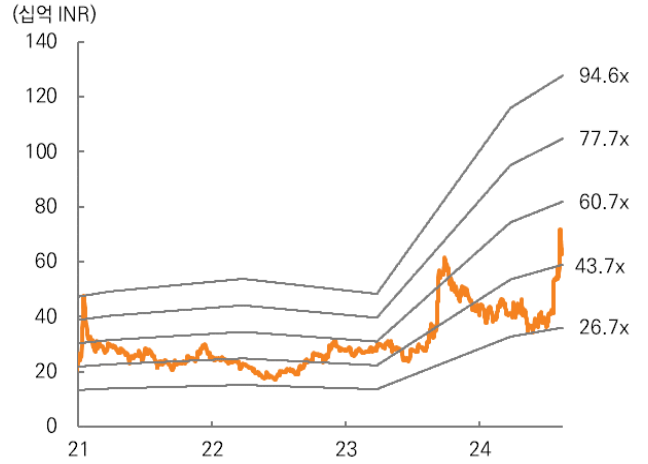
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



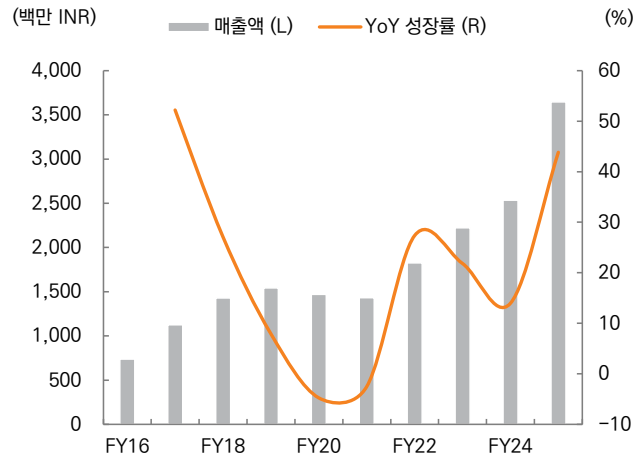
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



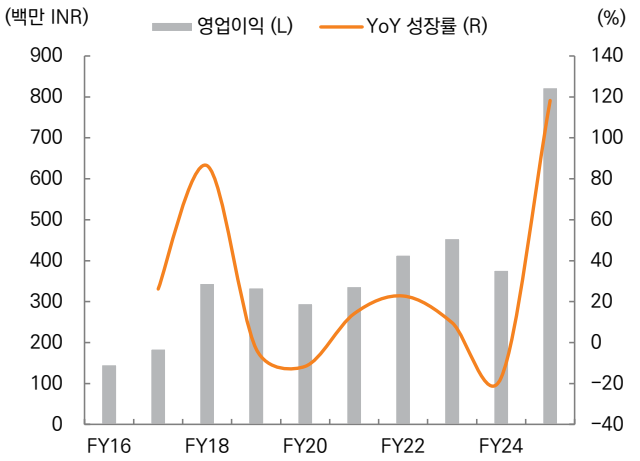
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 매출액 및 YoY 성장률 추이



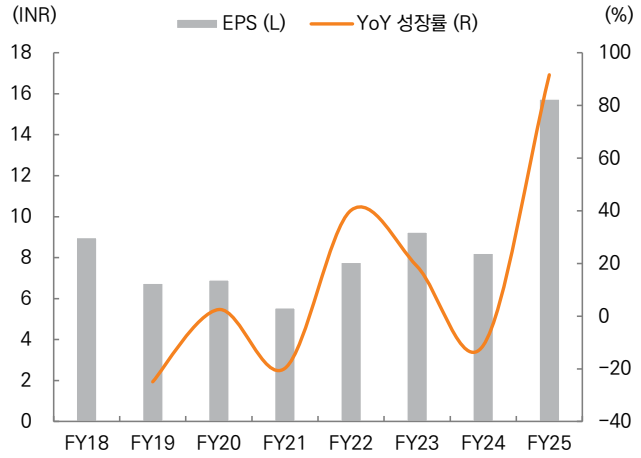
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



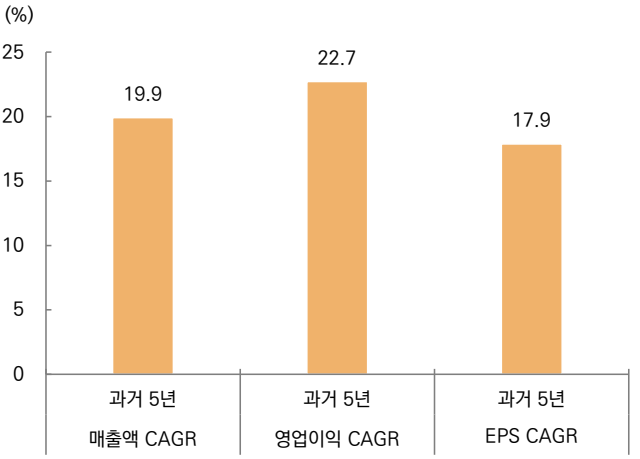
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. EPS 및 YoY 성장률 추이



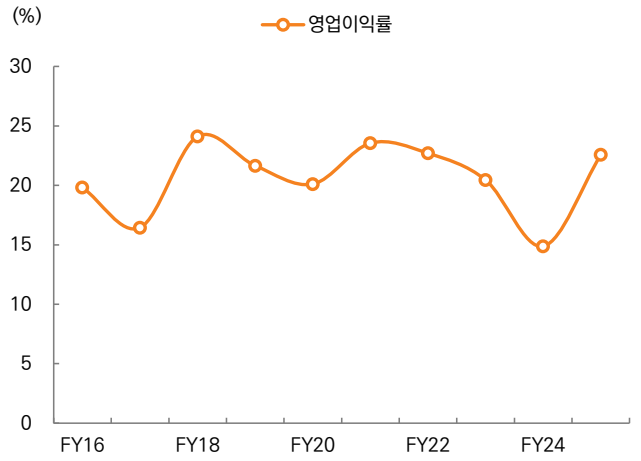
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



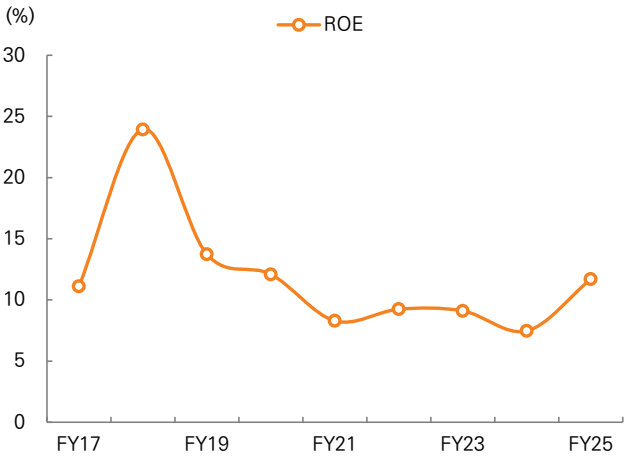
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,544	1,470	1,433	1,826	2,224	2,535	3,647	4,569	5,749
영업이익	334	296	337	414	455	377	823	1,056	1,359
세전이익	268	218	226	366	468	405	836	1,026	1,280
순이익	190	197	157	270	361	321	635	795	986
현금성 영업이익(EBITDA)	428	393	434	519	568	510	974	1,224	1,542
(성장률, YoY)									
매출액		-4.8%	-2.5%	27.4%	21.8%	14.0%	43.9%	25.3%	25.8%
영업이익		-11.6%	14.2%	22.8%	9.7%	-17.1%	118.3%	28.3%	28.7%
순이익		3.6%	-20.0%	72.0%	33.3%	-11.1%	98.0%	25.3%	24.0%
현금성 영업이익(EBITDA)		-8.1%	10.3%	19.6%	9.4%	-10.1%	90.7%	25.7%	26.0%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	1,575	1,779	2,021	2,974	3,155	4,010	5,985	-	-
현금 및 단기금융자산	19	44	83	759	403	114	1,108	-	-
비유동자산	1,723	1,645	1,607	1,603	2,050	2,387	2,535	-	-
자산총계	3,297	3,424	3,628	4,577	5,205	6,397	8,520	-	-
유동부채	1,097	1,081	1,061	565	829	1,707	1,910	-	-
단기차입금	379	602	680	311	137	632	222	-	-
비유동부채	677	616	499	227	241	257	243	-	-
장기차입금 및 사채	382	368	255	0	9	14	9	-	-
부채총계	1,774	1,698	1,561	791	1,071	1,965	2,153	-	-
자본총계	1,524	1,726	2,067	3,785	4,135	4,433	6,366	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-201	-121	-62	30	436	-471	431	-	-
투자활동현금흐름	-96	-49	-63	-777	58	-47	-904	-	-
설비투자금액	-97	-41	-53	-86	-253	-260	-352	-	-
재무활동현금흐름	295	181	159	722	-347	377	788	-	-
연간현금변동	-2	11	34	-25	149	-141	315	-	-
잉여현금(FCF)	-298	-162	-115	-56	183	-731	79	995	40

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	6.7	6.9	5.6	7.8	9.3	8.2	15.8	19.7	24.5
주당장부가액(BPS)	268.1	60.8	69.2	97.0	106.0	114.0	158.8	173.8	198.2
주당배당액(DPS)	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
자기자본수익률(ROE)	13.7	12.1	8.3	9.2	9.1	7.5	11.7	11.9	13.1
총자산수익률(ROA)	6.5	5.8	4.5	6.6	7.4	5.5	8.5	-	-
배당성향	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
순차입금	743	926	853	-449	-257	-	-	-	-
순차입금비율	48.7	53.6	41.2	-11.9	-6.2	12.0	-13.8	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

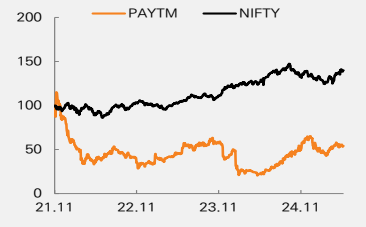
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 960.5
현재주가(25/06/03)	INR 928.3
상승여력	3.5%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	191.8
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	559.5
시가총액(조원)	9.0
유통주식수(백만주)	303.3
60일 평균 거래대금(백만INR)	4,013.0
52주 최저가(INR)	338.0
52주 최고가(INR)	1,063.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.6	-5.5	123.1
상대주가	1.4	-2.7	144.0



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

PAYTM IN · 핀테크 · 인도

원97 커뮤니케이션

인도 핀테크의 대표 주자

QR코드로 인도를 연결하다

동사는 2000년에 설립된 IT 기업으로, 2010년 디지털 결제와 금융 서비스를 통합 제공하는 앱 페이티엠(Paytm)을 출시하였다. 페이티엠은 모바일 충전 및 공과금 납부 서비스로 시작해, 디지털 지갑, UPI, QR코드 결제 등으로 빠르게 확장, 인도 디지털 결제 생태계의 혁신을 이끌어왔다. 그 결과, FY23년 기준 인도 최대의 모바일 결제 플랫폼을 운영하는 대표 핀테크 기업으로 자리 잡았으며, GMV 기준 시장점유율은 24.2%에 달한다.

FY25년 기준 사업 부문별 매출 비중은 모바일 결제 56.2%, 금융 서비스 24.7%, 이커머스 및 클라우드 16.8%, 기타 2.3%로 구성되어 있다. 모바일 결제 부문은 2014년 출시된 페이티엠 월렛(Paytm Wallet)을, 이커머스 및 클라우드 부문은 2016년 출시된 페이티엠 몰(Paytm Mall)을 기반으로 운영되고 있다.

본격적인 회복 중

2024년 1월, 인도 중앙은행(RBI)은 동사의 계열사인 페이티엠 은행에 대해 예금·대출, 자금이체, UPI(QR코드) 관련 은행 서비스를 금지하는 제재를 가한 바 있다. 이에 따라 소상공인 이용자의 이탈이 발생했고, 관련 결제 서비스와 기타 플랫폼 수익이 급격히 위축되었다. 제재는 약 9개월 후인 2024년 10월에 일부 완화되었으나, FY25년 전체 매출은 전년 대비 30.8% 감소했고, EBITDA 마진율은 FY24년 6%에서 FY25년 -10%까지 악화되었다.

이에 대해 경영진은, 제재 이후 비핵심 자산을 정리하고 수익성 중심의 조직으로 전환하며 안정적인 기반을 다졌다고 밝혔다. 현재는 기존 사용자 기반을 바탕으로 이익 하방을 견고히 유지하고 있으며, FY26년부터는 본격적인 회복세에 진입할 것으로 기대하고 있다. 또한 하반기에는 개인 대출 시장이 회복될 것으로 예상되며, 연체율 상승 우려에도 불구하고 새로운 성장 기회가 존재한다고 언급했다.

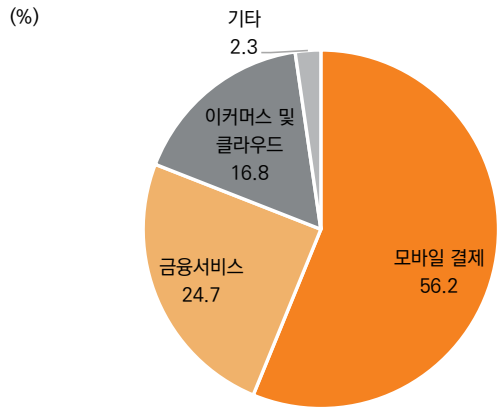
밸류에이션

동사의 주가는 작년 초 제재로 급락한 이후 점진적으로 회복되며, 현재는 제재 이전 주가를 상회하고 있다(제재 직전 대비 약 21% 프리미엄 수준). FY26년 기준 주가는 P/S 5.0배 수준에 거래되고 있으며, 이는 IPO 이후 평균 P/S 수준과 유사한 수준이다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	100	69.0	90.6	113.7	137.9
영업이익 (십억INR)	-16	-21.8	-3.8	6.0	15.5
영업이익률 (%)	-16.0	0.0	-4.2	5.3	11.3
순이익 (십억INR)	-14	-6.6	3.0	12.7	22.1
EPS (INR)	-22.3	-10.4	4.6	18.7	32.8
ROE (%)	-10.8	-4.6	1.9	8.1	12.8
P/E (배)	-	-	191.8	47.0	25.7
P/B (배)	1.9	3.3	3.6	3.3	2.9

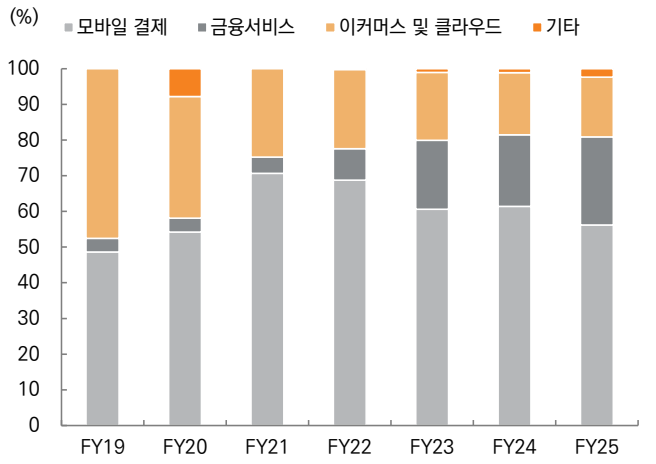
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 부문별 매출 비중 (FY25년)



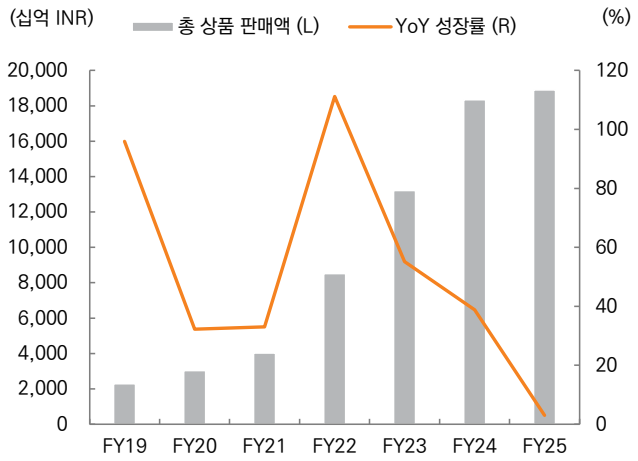
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. 부문별 매출 비중 추이



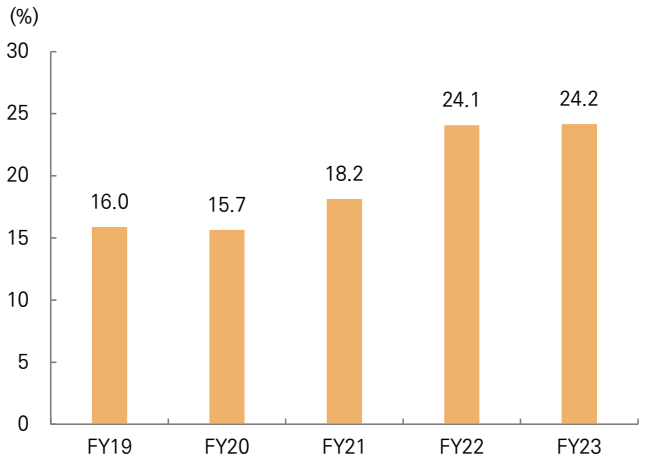
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 페이티엠: 연간 총 상품 판매액(GMV) 추이



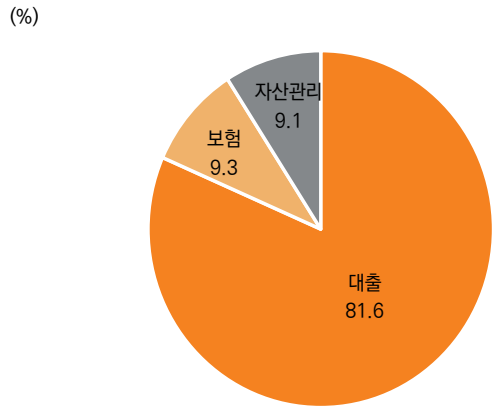
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 페이티엠: 연간 총 상품 판매액(GMV) 점유율 추이



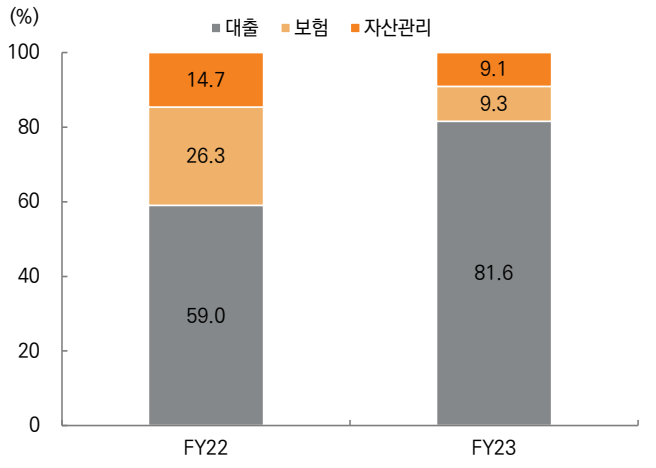
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 금융 서비스 매출액 구성비중 (FY23년)



자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 연간 금융 서비스 매출액 구성비중 추이



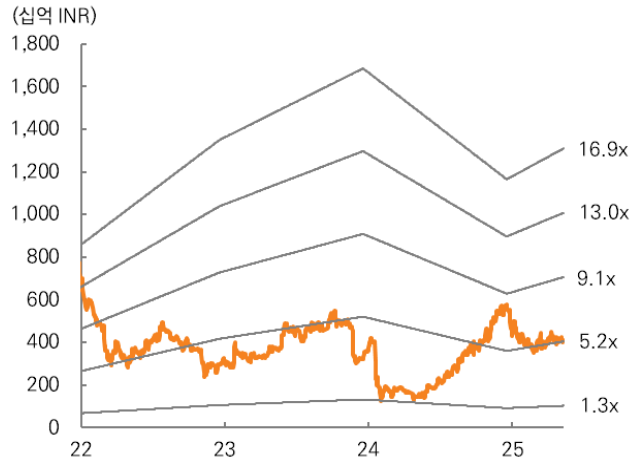
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 12개월 선행 P/S 표준편차 차트



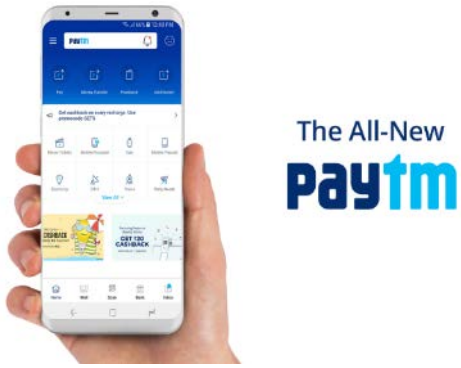
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 12개월 선행 P/S 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 페이티엠 2022년 앱 리뉴얼



자료: Paytm, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 페이티엠 앱 메인 화면



자료: Paytm for Business, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 페이티엠 모바일 QR코드 결제



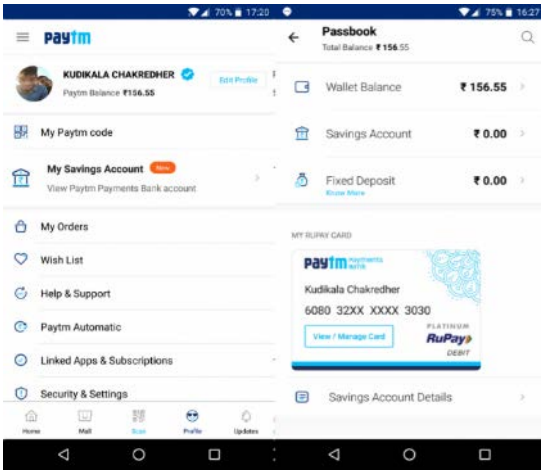
자료: Zee News, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 페이티엠 가맹점 사운드 박스



자료: Paytm, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 페이티엠 페이먼츠 뱅크



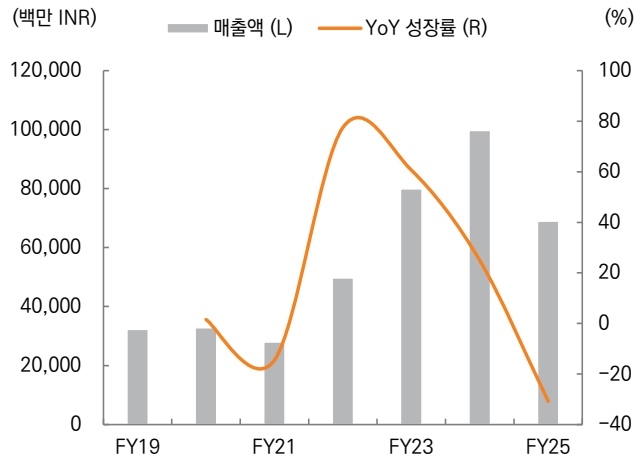
자료: Paytm Payment Bank, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 페이티엠 미니 앱 스토어



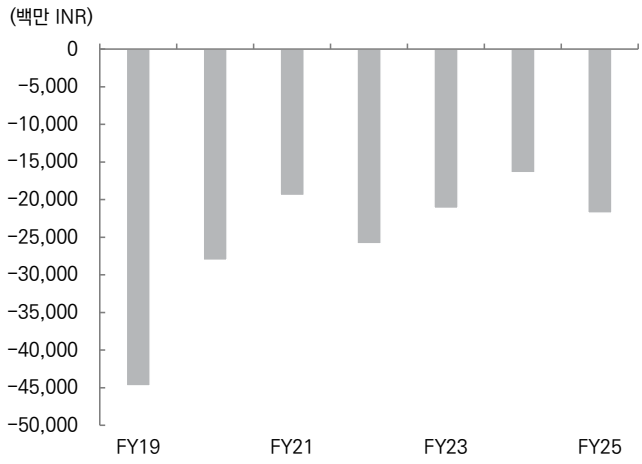
자료: Paytm for Business, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 매출액 및 YoY 성장률 추이



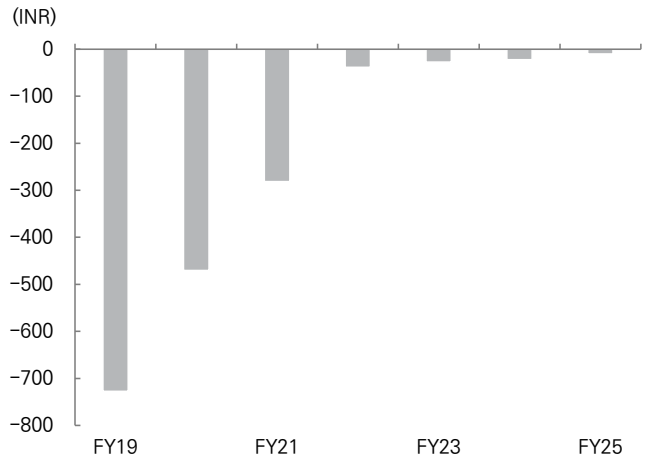
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 영업이익 추이



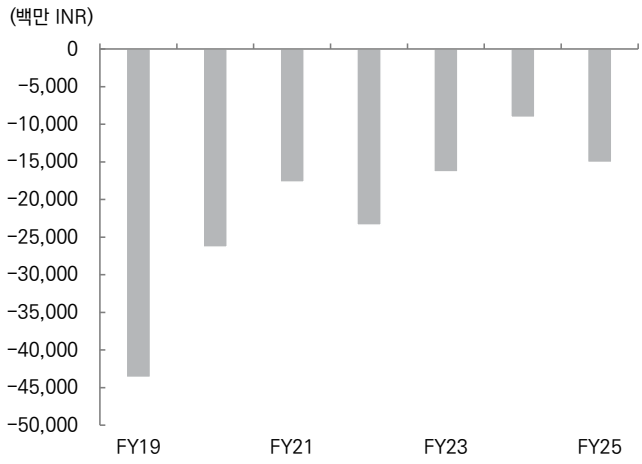
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. EPS 추이



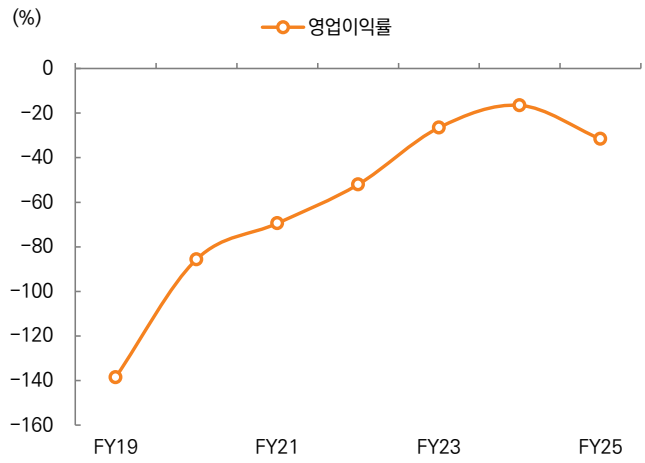
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. EBITDA 추이



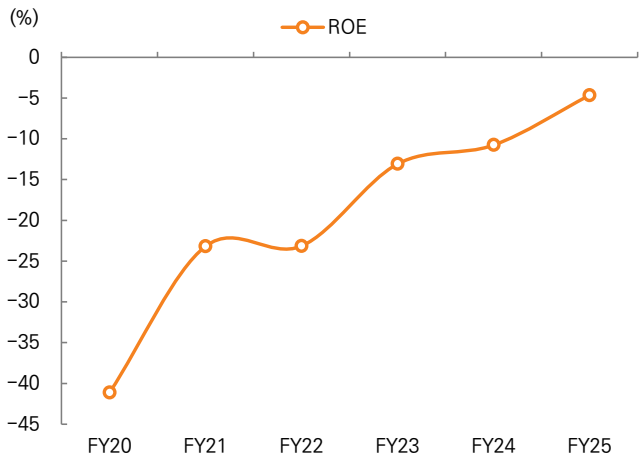
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32,320	32,808	28,024	49,742	79,903	99,778	69,004	90,642	113,721	137,910
영업이익	-44,777	-28,089	-19,458	-25,875	-21,168	-16,425	-21,791	-3,831	6,003	15,521
세전이익	-42,321	-29,582	-16,983	-23,851	-17,429	-13,904	-6,452	2,925	13,553	24,086
순이익	-41,866	-28,431	-16,961	-23,929	-17,759	-14,170	-6,587	2,954	12,737	22,088
현금성 영업이익(EBITDA)	-42,659	-23,498	-17,692	-23,367	-16,298	-9,064	-14,763	1,685	11,423	20,971
(성장률, YoY)										
매출액		-	-	-	-	-	-	-	25.5%	21.3%
영업이익		-	-	-	-	-	-	-	-	158.6%
순이익		-	-	-	-	-	-	-	331.2%	73.4%
현금성 영업이익(EBITDA)		-	-	-	-	-	-	-	578.0%	83.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	66,709	69,294	77,014	111,767	139,863	121,637	170,845	-	-	-
현금 및 단기금융자산	29,592	37,296	30,236	52,020	81,601	75,802	131,480	-	-	-
비유동자산	20,959	33,737	14,499	68,149	39,795	49,754	43,632	-	-	-
자산총계	87,668	103,031	91,513	179,916	179,658	171,391	214,477	-	-	-
유동부채	27,219	16,660	21,552	33,325	44,869	35,153	61,864	-	-	-
단기차입금	6,956	2,081	5,449	1	20	0	48	-	-	-
비유동부채	2,338	5,459	4,799	5,296	4,860	3,254	2,642	-	-	-
장기차입금 및 사채	0	0	0	-	0	0	-	-	-	-
부채총계	29,557	22,119	26,351	38,621	49,729	38,407	64,506	-	-	-
자본총계	58,111	80,912	65,162	141,295	129,929	132,984	149,971	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	-44,437	-23,855	-20,214	-9,968	7,037	11,056	2,959	-	-	-
투자활동현금흐름	18,474	-20,344	18,348	-57,661	23,175	-1,547	-24,747	-	-	-
설비투자금액	-1,773	-1,907	-1,927	-5,071	-7,052	-8,217	-3,219	-	-	-
재무활동현금흐름	21,419	52,069	-1,882	80,915	-10,924	-42	-381	-	-	-
연간현금변동	-4,598	7,863	-3,708	13,335	19,311	9,672	-22,051	-	-	-
잉여현금(FCF)	-46,210	-25,762	-22,141	-15,039	-15	2,839	-260	4,231	11,083	24,497

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	-727.7	-470.4	-281.7	-38.5	-27.5	-22.3	-10.4	4.6	18.7	32.8
주당장부가액(BPS)	995.6	1,341.9	1,084.4	218.2	205.4	209.7	235.5	231.7	253.9	289.4
주당배당액(DPS)	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본수익률(ROE)	-	-41.1	-23.2	-23.1	-13.1	-10.8	-4.6	1.9	8.1	12.8
총자산수익률(ROA)	-	-29.8	-17.4	-17.6	-9.9	-8.1	-3.4	1.1	4.0	8.5
배당성향	-	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0
순차입금	-22,636	-35,215	-24,787	-	-81,581	-	-	-	-	-
순차입금비율	-39.0	-43.5	-38.0	-	-62.8	-57.0	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

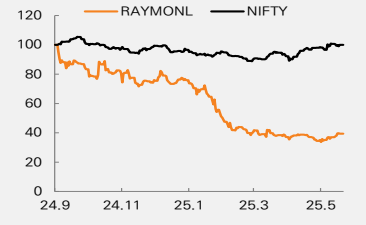
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 1,678.0
현재주가(25/06/03)	INR 1,032.0
상승여력	62.6%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	757.2
P/E(26F,x)	19.2
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	62.9
시가총액(조원)	1.0
유통주식수(백만주)	26.9
60일 평균 거래대금(백만INR)	-
52주 최저가(INR)	860.1
52주 최고가(INR)	3,100.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.2	-51.0	-
상대주가	7.4	-49.5	-



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

RAYMONDL IN · 의류 · 인도

레이몬드 라이프스타일

뭄바이에서 런웨이까지, 인도 패션의 프런트로

인도 남성복의 상징

동사는 레이먼드 그룹의 핵심 의류 사업 부문을 담당해왔으며, 2024년 7월 레이먼드 그룹으로부터 분할된 후 9월에는 인도 증시에 상장되었다. Raymond, Park Avenue, ColorPlus, Parx, Ethnix by Raymond 등 주요 브랜드를 보유하고 있으며, 남성 정장, 캐주얼웨어, 인도 전통 의상 등 다양한 의류 제품을 제조·판매하고 있다. 또한 'Raymond Made to Measure' 서비스를 통해 맞춤형 의류 제작 서비스를 제공하고 있다.

노이즈 해소와 함께 적극적인 오프라인 유통망 확대

동사는 FY4Q25에 발생한 랜섬웨어 공격으로 인해 사업 운영 전반에 차질을 겪었으며, 이로 인해 FY25년 전체 매출은 전년 대비 4.9% 감소했고, EBITDA 마진율은 전년 대비 6.1%p 하락한 10.2%를 기록했다. 경영진에 따르면 현재는 랜섬웨어로 인한 영향이 상당 부분 해소된 것으로 판단된다.

동사는 FY25년 동안 적극적으로 오프라인 유통망을 확대해 현재 총 1,688개의 오프라인 매장(FY24년 대비 11.2% 증가)을 보유하고 있다. 특히 브랜드 전용 매장은 전년 대비 31.8% 증가하며 브랜드 인지도 강화를 위한 전략적 투자가 단행되었다. FY25년 기준 오프라인 매장 구성은 원단 매장 65.0%, 브랜드 전용 매장 31.8%, 맞춤 정장 매장 3.1%로 구성되어 있다.

또한 경영진에 따르면, 동사는 딜러로부터 사전 주문을 받는 구조를 갖추고 있으며, 지난 15~18개월간 지속된 소비 부진으로 인해 딜러 재고가 과도하게 누적된 결과 주문 지연이 발생했다. 그러나 올해 4월 무역박람회를 기점으로 딜러들의 구매 의향과 주문량이 점차 회복되고 있으며, 5월 중순까지의 시장 분위기 역시 긍정적인 흐름을 보이고 있다.

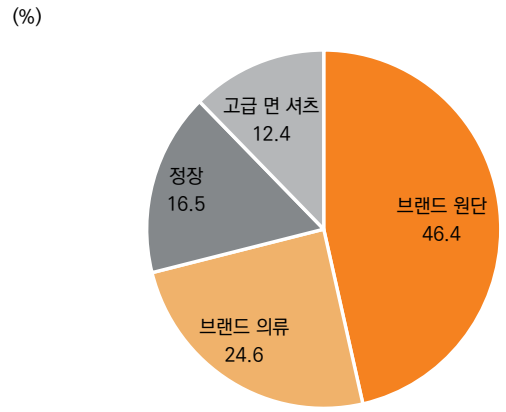
밸류에이션: 인도 경기 소비재 업종 대비 큰 폭의 할인 거래 중

그룹 분할 이후 의류 시장 부진과 랜섬웨어 공격 등 내부 요인이 겹치면서, 동사 주가는 지난 9월 초 대비 66% 하락하였다. 현재 동사의 주가는 FY26년 예상 P/E 기준 19.2배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 인도 경기 소비재 업종 평균 대비 72% 할인된 수준이다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	-	61.8	68.4	75.8
영업이익 (십억INR)	-	2.7	6.5	8.4
영업이익률 (%)	-	0.0	9.5	11.1
순이익 (십억INR)	-	0.4	3.3	4.7
EPS (INR)	-	6.3	53.7	76.9
ROE (%)	-	0.6	6.7	8.7
P/E (배)	-	166.9	19.2	13.4
P/B (배)	-	0.7	0.6	0.6

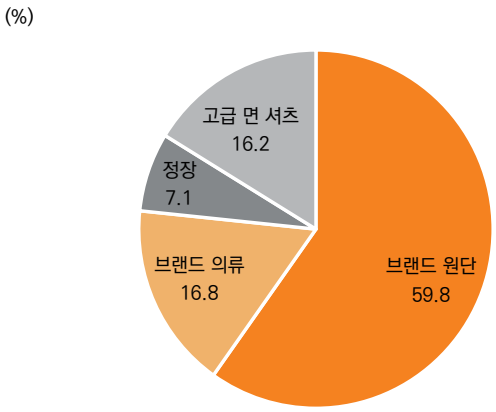
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 제품군별 매출 비중 (FY25년)



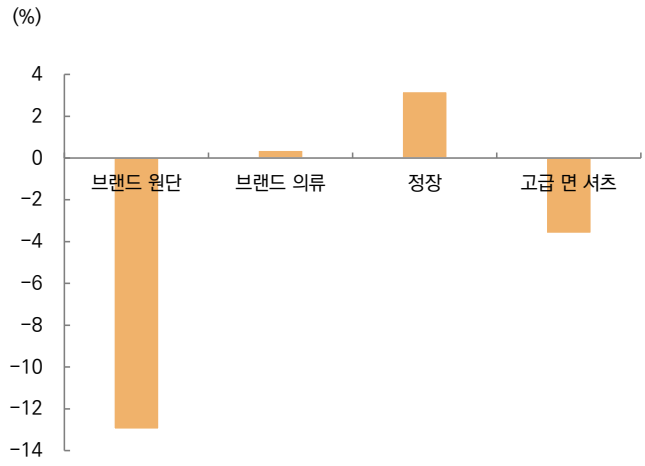
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 제품군별 EBITDA 비중 (FY25년)



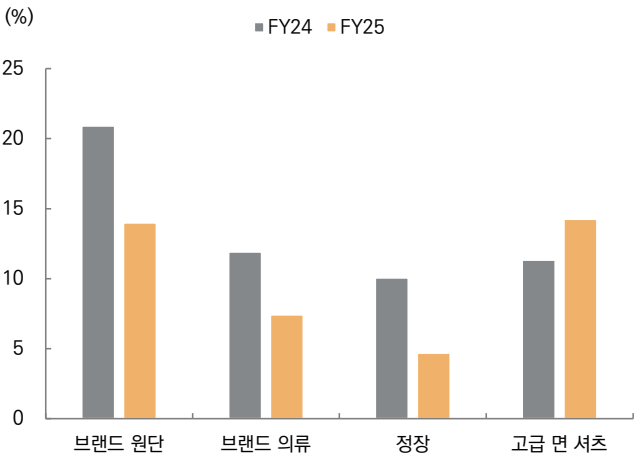
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 제품군별 매출액 전년 대비 변화 (FY25년)



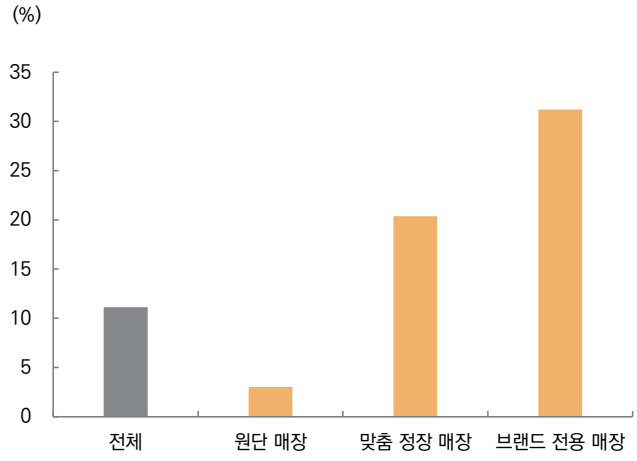
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 제품군별 EBITDA 전년 대비 변화 (FY25년)



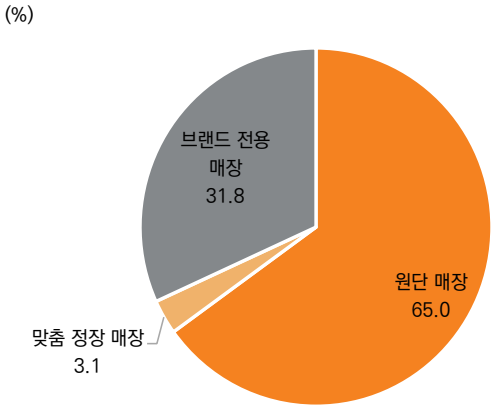
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 오프라인 매장 수 전년 대비 변화 (FY25년)



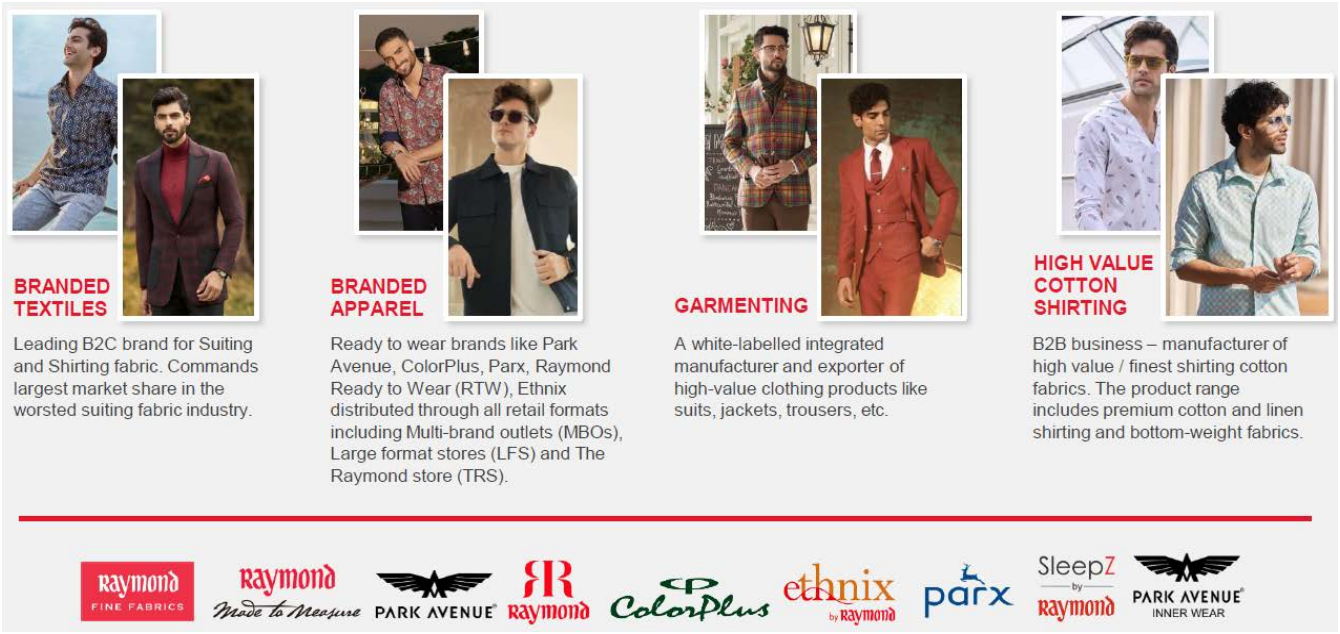
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 오프라인 매장 비중 (FY25년)



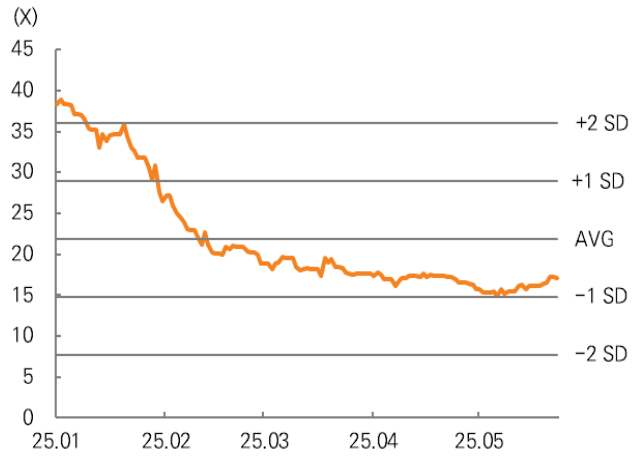
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 주요 브랜드 포트폴리오



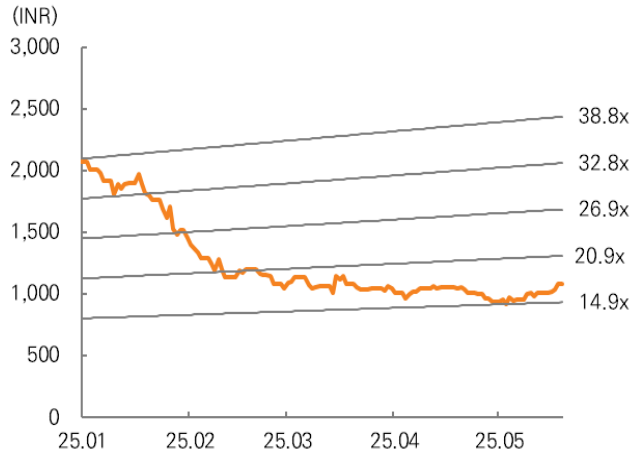
자료: 레이몬드 라이프스타일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



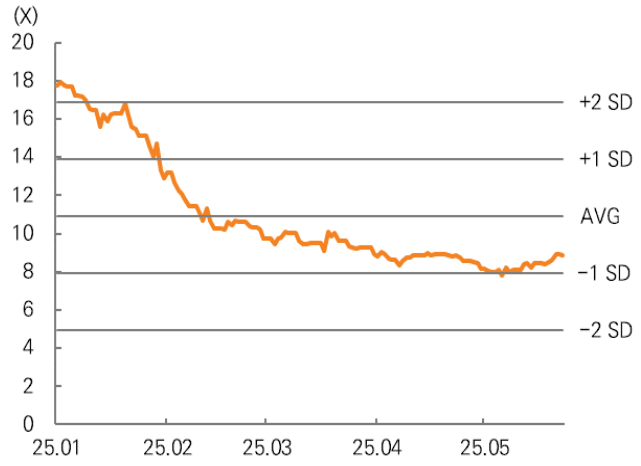
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 12개월 선행 P/E 밴드차트



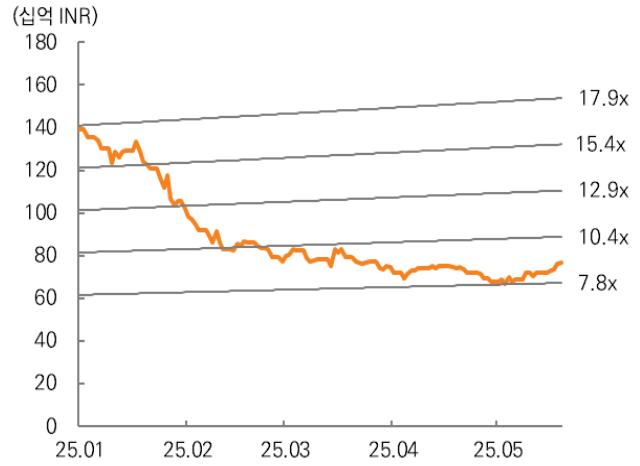
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	-	-	-	-	-	-	61,767	68,381	75,780
영업이익	-	-	-	-	-	-	2,674	6,518	8,441
세전이익	-	-	-	-	-	-	600	4,369	6,251
순이익	-	-	-	-	-	-	382	3,273	4,683
현금성 영업이익(EBITDA)	-	-	-	-	-	-	6,510	7,851	9,740
(성장률, YoY)									
매출액		-	-	-	-	-	-	10.7%	10.8%
영업이익		-	-	-	-	-	-	143.8%	29.5%
순이익		-	-	-	-	-	-	756.9%	43.1%
현금성 영업이익(EBITDA)		-	-	-	-	-	-	20.6%	24.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	-	-	-	-	-	-	44,372	-	-
현금 및 단기금융자산	-	-	-	-	-	-	12,242	-	-
비유동자산	-	-	-	-	-	-	93,988	-	-
자산총계	-	-	-	-	-	-	138,360	-	-
유동부채	-	-	-	-	-	-	29,542	-	-
단기차입금	-	-	-	-	-	-	8,970	-	-
비유동부채	-	-	-	-	-	-	12,941	-	-
장기차입금 및 사채	-	-	-	-	-	-	3,726	-	-
부채총계	-	-	-	-	-	-	42,483	-	-
자본총계	-	-	-	-	-	-	95,877	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	3,303	-	-
투자활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	-3,409	-	-
설비투자금액	-	-	-	-	-	-	-2,192	-	-
재무활동현금흐름	-	-	-	-	-	-	1,928	-	-
연간현금변동	-	-	-	-	-	-	1,822	-	-
잉여현금(FCF)	-	-	-	-	-	-	1,111	9,240	6,548

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	-	-	-	-	-	-	6.3	53.7	76.9
주당장부가액(BPS)	-	-	-	-	-	-	1,573.7	1,628.1	1,704.9
주당배당액(DPS)	-	-	-	-	-	-	0.0	-	-
자기자본수익률(ROE)	-	-	-	-	-	-	0.6	6.7	8.7
총자산수익률(ROA)	-	-	-	-	-	-	0.5	-	-
배당성향	-	-	-	-	-	-	0.0	-	-
순차입금	-	-	-	-	-	-	-	-	-
순차입금비율	-	-	-	-	-	-	0.5	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

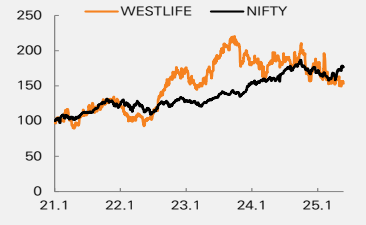
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.6.4

투자의견	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	INR 750.0
현재주가(25/06/03)	INR 665.5
상승여력	12.7%

NSE(p)	24,853
EPS 성장률(26F,%)	443.1
P/E(26F,x)	166.1
배당수익률(%)	-
시가총액(십억INR)	104.9
시가총액(조원)	1.7
유통주식수(백만주)	67.6
60일 평균 거래대금(백만INR)	165.2
52주 최저가(INR)	640.7
52주 최고가(INR)	959.5

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.7	-13.7	-26.4
상대주가	0.3	-11.2	-19.6



[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

WESTLIFE IN · 음식료 · 인도

웨스트라이프 푸드월드

햄버거로 인도를 사로잡다

맥도날드의 인도 여정, 그 중심에 서다

동사는 인도의 대표적인 퀵서비스 레스토랑(QSR) 기업으로, 자회사 하드캐슬 레스토랑(Hardcastle Restaurants)을 통해 맥도날드의 인도 서부 및 남부 지역 마스터 프랜차이즈 권리(독립적인 사업자에게 프랜차이즈 운영권을 부여하는 권리)를 보유하고 있다. FY25 기준, 매출 비중은 매장 내 식사 및 포장이 58%, 드라이브스루 및 배달이 42%를 차지한다.

적극적인 매장 확장 및 디지털화 전략으로 입지 강화

동사는 FY22년부터 FY25년까지 오프라인 매장을 연평균 10%씩 확장한 결과, 현재 인도 전역 69개 도시에 438개의 매장을 보유하고 있다. 또한 경영진은 FY27년까지 오프라인 매장을 최소 580개까지 확대할 계획임을 밝혔으며, 이는 FY25년 대비 32.4% 증가한 수준이다.

맥도날드는 전 세계 매장을 미래형 매장(EOTF, Experience of the Future)으로 전환하고, 맥딜리버리 앱 활용도를 높이는 현대화·디지털화 전략을 추진 중이다. '미래형 매장'은 맥도날드의 글로벌 표준 키오스크가 도입된 매장을 의미하며, 인도 내 매장도 빠르게 전환되고 있다. 실제로 FY22년 36.2%였던 미래형 매장 비율은 FY25년에는 86.3%까지 증가했다.

동시에, 맥딜리버리 앱의 인도 내 누적 다운로드 수는 FY22년부터 FY25년까지 연평균 34.1%씩 증가했으며, FY25년 전체 매출의 75%가 키오스크 및 앱을 통한 온라인 주문에서 발생했다. 앞으로도 동사는 오프라인 매장 확장과 디지털화 전략을 바탕으로 인도 퀵서비스 레스토랑 시장에서의 입지를 더욱 강화해 나갈 것으로 전망된다.

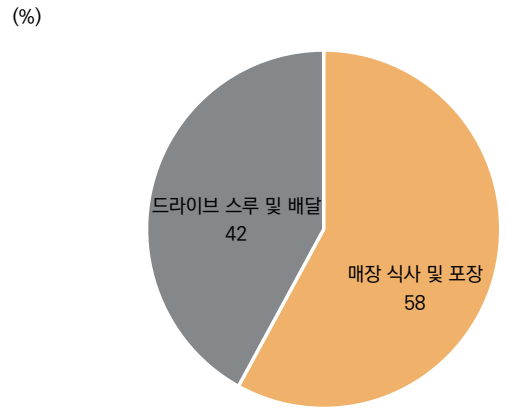
밸류에이션: 동종 업체 대비 프리미엄에 거래 중

동사의 주가는 인도 소비 시장 성장 둔화로 인해, 지난 2월 고점 대비 22.1% 하락하였다. 현재 FY26년 기준 주가는 P/E 166.1배로, 과거 3년 평균 대비 -1 표준편차 수준을 소폭 상회하는 수준에서 거래되고 있다. 이는 동종 패스트푸드 외식 업체인 주빌런트 푸드웍스 및 데비야니 인터내셔널 대비 30~66%의 프리미엄 수준이다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	23.9	24.9	28.3	32.8	38.6
영업이익 (십억INR)	1.9	1.2	1.9	2.8	3.8
영업이익률 (%)	0.0	0.0	6.7	8.4	9.9
순이익 (십억INR)	0.7	0.1	0.6	1.2	2.1
EPS (INR)	4.4	0.8	4.0	7.7	12.8
ROE (%)	12.0	2.0	10.2	18.3	23.0
P/E (배)	181.2	897.2	166.1	85.9	53.7
P/B (배)	21.3	18.1	16.5	14.8	12.5

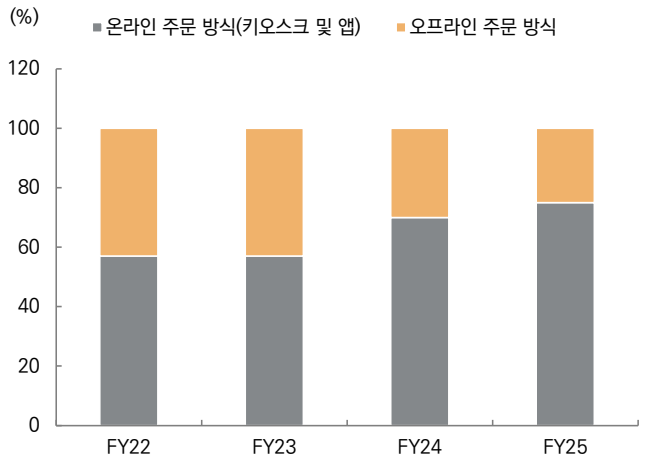
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 매출 비중 I : 매장 내/외



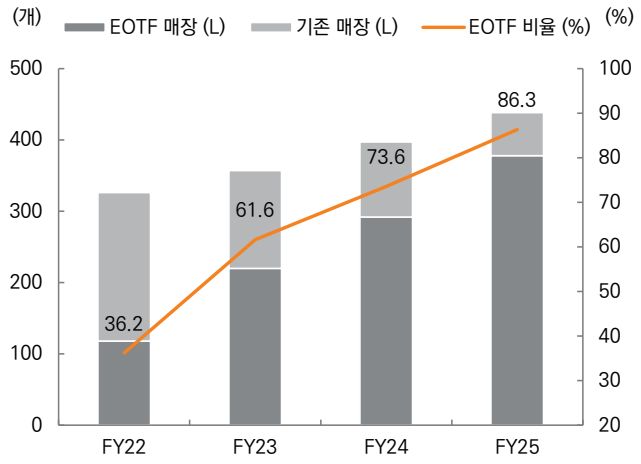
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 매출 비중II: 주문 방식



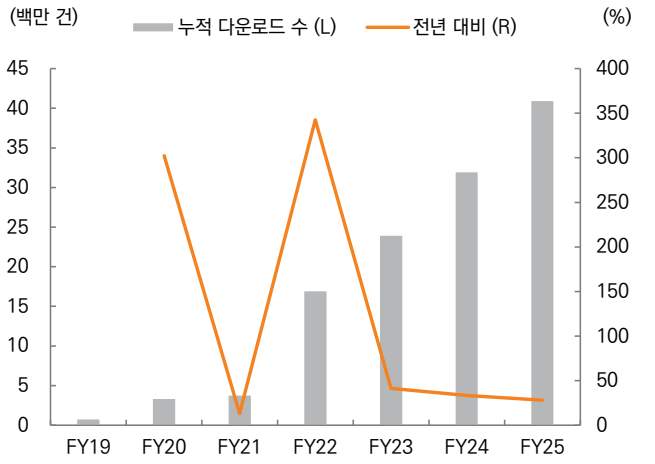
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 미래형 매장(EOTF) 비율 추이



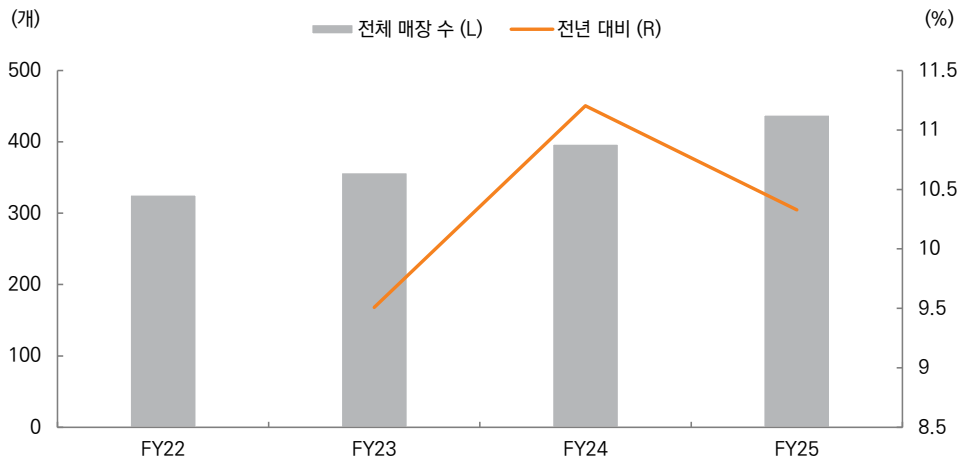
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 맥딜리버리 앱 누적 다운로드 수 추이



자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 전체 오프라인 매장 수 추이



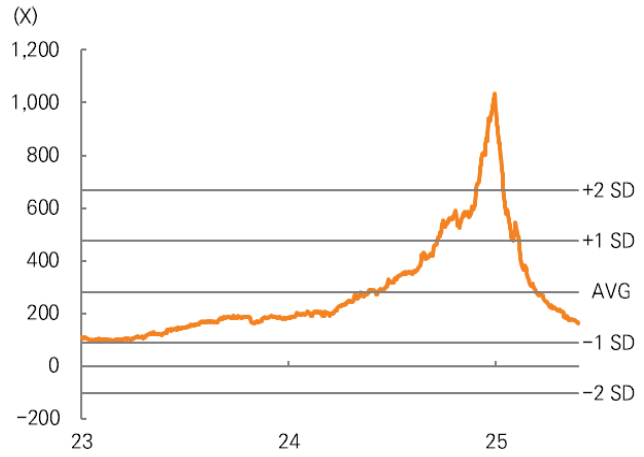
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. 미래형 매장(EOTF) 내부 사진



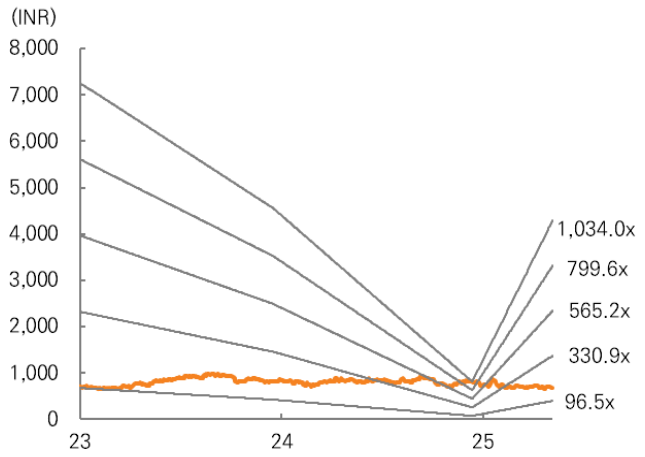
자료: 웨스트라이프 푸드월드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



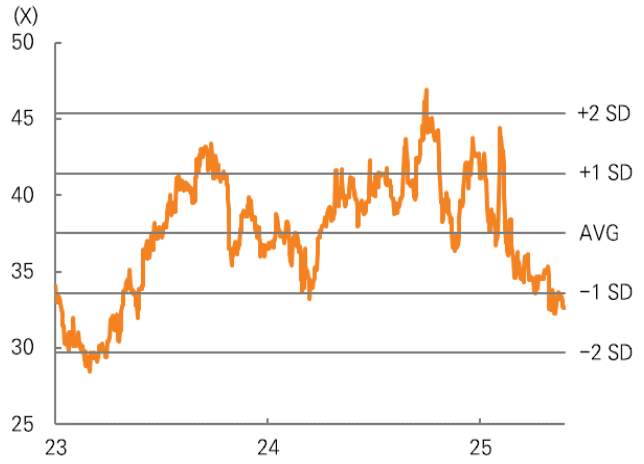
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 12개월 선행 P/E 밴드차트



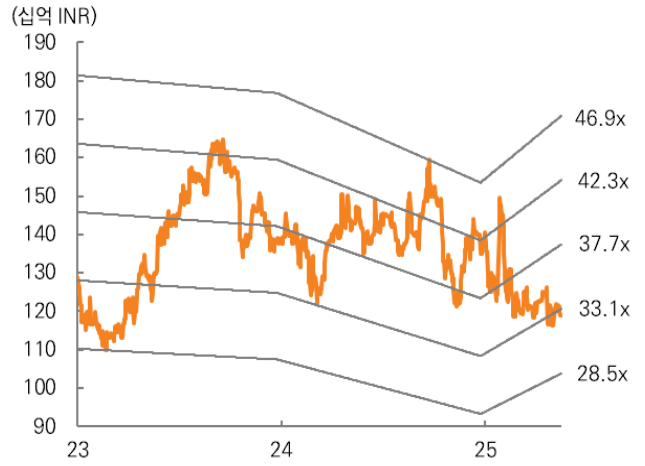
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



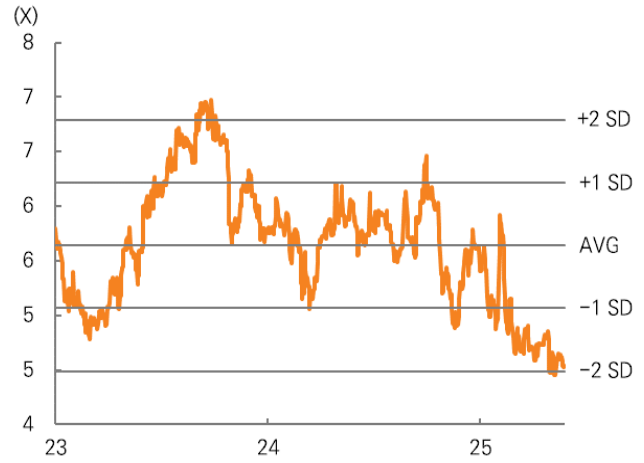
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



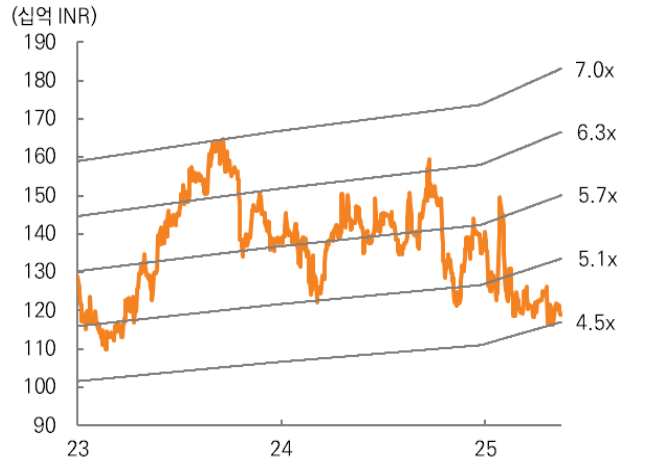
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 12개월 선행 P/S 표준편차 차트



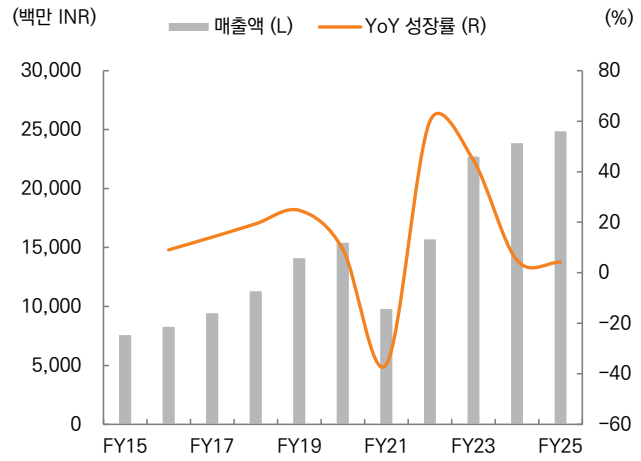
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 12개월 선행 P/S 밴드차트



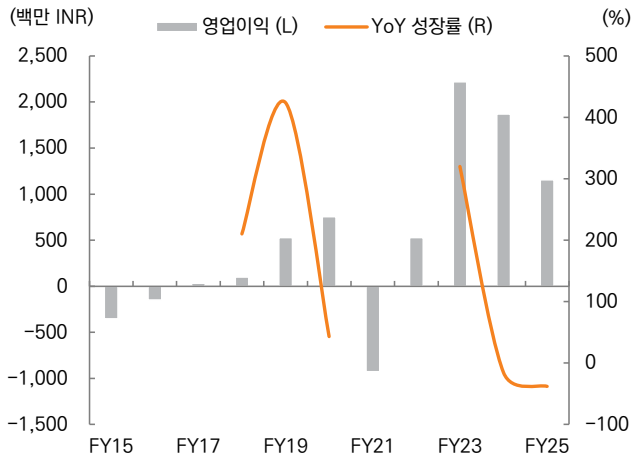
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 매출액 및 YoY 성장률 추이



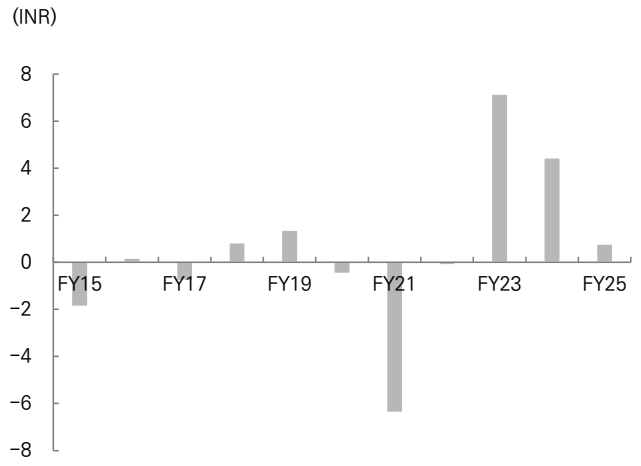
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



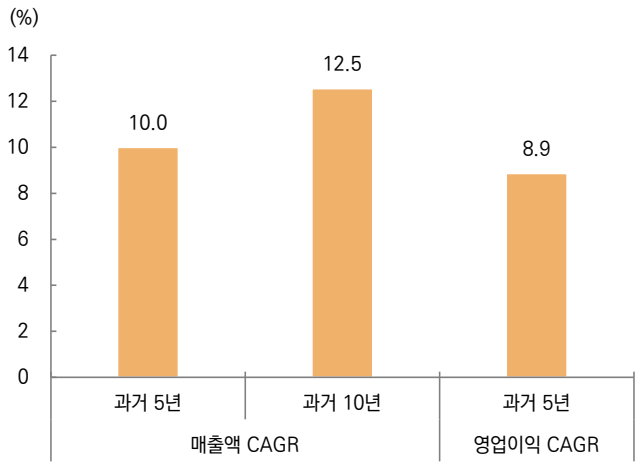
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. EPS 추이



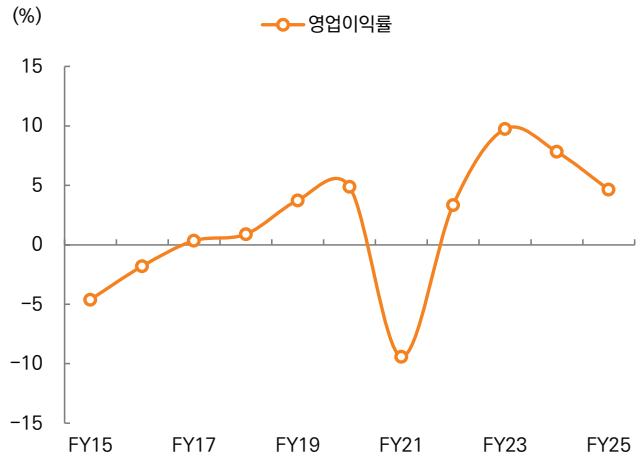
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 매출액/영업이익 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



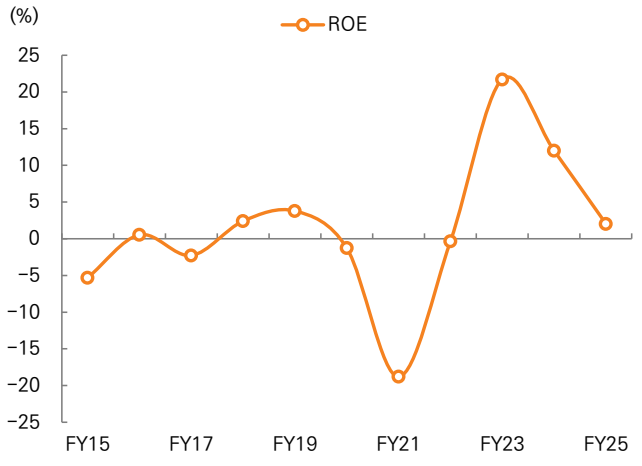
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 요약 손익계산서 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	14,152	15,473	9,856	15,760	22,775	23,918	24,912	28,410	32,867	38,692
영업이익	529	757	-927	528	2,219	1,871	1,157	1,900	2,761	3,838
세전이익	352	-88	-1,287	-21	1,495	958	130	839	1,632	2,690
순이익	213	-73	-994	-17	1,116	692	121	661	1,228	2,069
현금성 영업이익(EBITDA)	1,378	2,183	606	2,061	3,871	3,771	3,274	4,225	5,323	6,566
(성장률, YoY)										
매출액		9.3%	-36.3%	59.9%	44.5%	5.0%	4.2%	13.9%	15.7%	17.7%
영업이익		43.0%	-	-	320.0%	-15.7%	-38.2%	64.3%	45.3%	39.0%
순이익		-	-	-	-	-38.0%	-82.4%	445.8%	85.6%	68.5%
현금성 영업이익(EBITDA)		58.4%	-72.3%	240.2%	87.9%	-2.6%	-13.2%	29.0%	26.0%	23.3%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 46. 요약 대차대조표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,797	2,219	2,690	2,416	2,281	2,321	3,083	-	-	-
현금 및 단기금융자산	2,132	1,601	2,094	1,737	1,583	1,521	2,181	-	-	-
비유동자산	7,444	15,412	14,547	15,560	18,709	20,537	22,996	-	-	-
자산총계	10,240	17,631	17,236	17,976	20,989	22,858	26,079	-	-	-
유동부채	4,179	11,611	12,083	13,028	14,871	16,558	19,514	-	-	-
단기차입금	2,339	1,837	2,152	2,010	2,070	2,390	3,081	-	-	-
비유동부채	225	250	341	326	459	417	530	-	-	-
장기차입금 및 사채	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
부채총계	4,404	11,860	12,424	13,354	15,330	16,975	20,044	-	-	-
자본총계	5,837	5,770	4,812	4,621	5,659	5,883	6,035	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 요약 현금흐름표 (백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	957	1,858	1,124	1,628	3,412	3,266	3,330	-	-	-
투자활동현금흐름	-1,464	-690	-743	-619	-2,723	-1,913	-2,314	-	-	-
설비투자금액	-1,432	-1,261	-500	-1,001	-2,696	-2,166	-2,177	-	-	-
재무활동현금흐름	495	-1,235	-284	-886	-838	-1,295	-570	-	-	-
연간현금변동	-12	-67	97	123	-149	59	446	-	-	-
잉여현금(FCF)	-475	597	624	627	716	1,100	1,153	1,427	2,427	2,313

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 48. 주요 주당 데이터 및 비율 분석 (INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
희석 주당순이익(EPS)	1.4	-0.5	-6.4	-0.1	7.2	4.4	0.8	4.0	7.7	12.8
주당장부가액(BPS)	37.5	37.1	30.9	29.6	36.3	37.7	38.7	41.5	46.4	55.1
주당배당액(DPS)	0.0	-	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	1.7	2.4	3.9
자기자본수익률(ROE)	3.8	-1.3	-18.8	-0.4	21.7	12.0	2.0	10.2	18.3	23.0
총자산수익률(ROA)	2.2	-0.5	-5.7	-0.1	5.7	3.2	0.5	6.1	8.7	11.3
배당성향	0.0	-	-	-	48.2	0.0	0.0	40.9	29.0	30.4
순차입금	207	-	-	-	-	-	-	-	-	-
순차입금비율	3.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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.