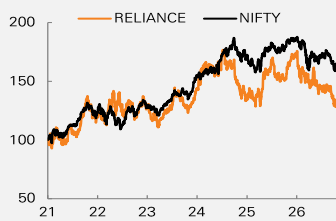


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	INR 1,740
현재주가(26/10/16)	INR 1,211.2
상승여력	43.7%

NSE(p)	23,146
EPS 성장률(27F, %)	15.7
P/E(27F, x)	17.9
배당수익률(%)	0.5

시가총액(십억INR)	16,391
시가총액(조원)	231.1
유통주식수(백만주)	5,900
60일 평균 거래대금(백만INR)	16,762
52주 최저가(INR)	1,152
52주 최고가(INR)	1,612

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.2	-11.3	-14.5
상대주가	-1.8	-6.8	-4.0



[인도]

정우창

wcchung@miraeeasset.com

릴라이언스 인더스트리

지오 플랫폼 상장, 가치 상승보다 가치 확인

지오 플랫폼 상장 추진, 모회사 기업가치 영향은 제한적

동사의 통신·디지털 사업 자회사인 지오 플랫폼(Jio Platforms)의 인도 증시 상장이 추진되고 있다. 지오 플랫폼은 FY27년 릴라이언스 연결 EBITDA의 45.4%를 차지하는 핵심 자회사로, 릴라이언스는 지분 66.4%를 보유하고 있다. 동사의 기업가치에는 이미 지오 플랫폼의 사업가치가 반영돼 있어 상장 자체의 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

지오 플랫폼 상장 개요 및 주요 내용

지오 플랫폼의 공모 희망가격은 주당 1,065~1,119루피이며, 일반 청약은 10월 21~23일, 상장은 10월 28일로 예상된다. 신주 발행 규모는 기존 발행주식의 3.0%로, 릴라이언스의 지분율은 66.4%에서 64.5%로 하락하지만 지배력은 유지된다. 상장 이후에도 매출과 EBITDA는 릴라이언스 연결실적에 전액 반영되며, 순이익에서는 비지배지분 귀속분이 차감된다. 이번 상장은 2020년 투자에 참여한 메타, 구글 등 기존 투자자들에게 향후 지분 매각을 통한 투자금 회수 기회를 제공한다. 조달자금은 차입금 상황에 활용될 예정이다.

지오 플랫폼 상장 가치 및 릴라이언스 목표 기업가치 내 비중

공모가 상단 기준 지오 플랫폼의 예상 시가총액은 10.3조 루피이며, 릴라이언스 보유 지분가치는 6.65조 루피로 모회사 시가총액의 40.6%에 해당한다. 당사의 릴라이언스 목표주가 1,740루피는 사업부문별 가치합산(SOTP) 방식으로 산출했으며, 통신·디지털 사업에는 바르티 에어텔과 동일한 FY27년 예상 EV/EBITDA 11.7배를 적용했다. 통신·디지털 사업이 릴라이언스 전체 목표 기업가치에서 차지하는 비중은 44.3%이다.

밸류에이션: 매수 투자 의견 유지

릴라이언스의 기업가치에는 이미 지오 플랫폼의 사업가치가 반영돼 있어 상장 자체의 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 현재 주가는 FY27년 기준 P/E 17.9배에서 거래되고 있으며, 이는 최근 8년 평균을 소폭 하회하는 수준이다. 단기적인 이익 성장 둔화에도 불구하고 밸류에이션 부담은 제한적인 것으로 판단하며, 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지한다.

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억INR)	9,011	9,647	10,757	11,839	12,916
영업이익 (십억INR)	1,257	1,289	1,353	1,512	1,763
영업이익률 (%)	14.0	13.4	12.6	12.8	13.6
순이익 (십억INR)	696.2	696.5	791.2	916	1,101
EPS (INR)	51.4	51.5	58.5	67.7	81.3
ROE (%)	7.9	7.2	7.5	8.0	8.8
P/E (배)	23.5	23.5	20.7	17.9	14.9
P/B (배)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

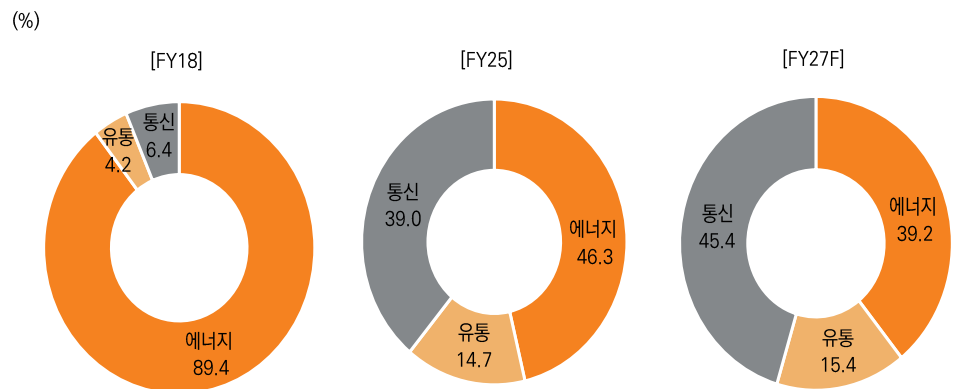
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 릴라이언스 인더스트리, 미래에셋증권 리서치센터

지오 플랫폼 상장 추진, 모회사 기업가치 영향은 제한적

릴라이언스 인터스트리의 통신·디지털 사업 자회사인 지오 플랫폼(Jio Platforms)의 인도 증시 상장이 추진되고 있다. 지오 플랫폼은 FY27년 기준 릴라이언스 연결 EBITDA의 45.4%를 차지하는 핵심 자회사로, 릴라이언스는 현재 지분 66.4%를 보유하고 있다.

이번 상장은 지오 플랫폼을 릴라이언스에서 별도로 분리하는 인적분할을 하지 않고, 기존 자회사 관계를 유지하면서 신주를 발행하는 방식으로 진행된다. 현재 릴라이언스의 기업가치 평가에는 사업부문별 가치합산(Sum-of-the-Parts, SOTP) 방식 등을 통해 통신·디지털 사업의 가치가 반영돼 있다. 따라서 지오 플랫폼의 공모가격이 기존 시장의 가치평가와 크게 다르지 않다면, 상장 자체가 릴라이언스의 기업가치에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 다만 상장 이후 지오 플랫폼의 독립적인 시장가격이 형성되는 만큼, 기존 평가가치와 실제 시장가치의 차이에 따라 릴라이언스의 단기 주가 변동이 나타날 가능성은 존재한다.

그림 1. 사업별 EBITDA 구성 (FY18년 FY25년, FY27F)



자료: 릴라이언스 인터스트리, 미래에셋증권 리서치센터

지오 플랫폼 상장 개요 및 주요 내용

지오 플랫폼의 공모 희망가격은 주당 1,065~1,119루피이며, 최대 2.7억 주의 신주 발행을 통해 자금을 조달할 계획이다. 일반 투자자 청약은 10월 21~23일 진행되며, 상장일은 10월 28일로 예상된다.

신규 발행 주식은 기존 발행주식의 3.0%에 해당하며, 발행 후 총주식 수 기준으로는 2.9%를 차지한다. 이에 따라 릴라이언스의 지오 플랫폼 지분율은 현재 66.4%에서 64.5%로 소폭 하락하지만, 지배주주 지위에는 변화가 없다.

따라서 상장 이후에도 지오 플랫폼의 매출과 EBITDA는 릴라이언스 연결실적에 전액 반영되며, 순이익에서는 비지배지분 귀속분이 차감된다.

표 1. 지오 플랫폼 상장 개요 및 지분구조 변화

항목	내용
상장 방식	신주 발행 100%(구주매출 없음)
공모 희망가격(루피/주)	1,065~1,119
신규 발행 주식 수(억 주)	2.7
최대 공모금액(억 루피)	3,021.3
일반 투자자 청약 기간	2026.10.21~23
잠정 상장 예정일	2026.10.28
상장 예정 거래소	NSE·BSE
신규 발행 주식 비중(기존 주식 대비, %)	3.0
신규 발행 주식 비중(상장 후 총주식 대비, %)	2.9
릴라이언스 지분율(상장 이전, %)	66.4
릴라이언스 지분율(상장 이후 예상, %)	64.5
지오 플랫폼 예상 시가총액(조 루피)	10.3
릴라이언스 보유 지오 지분가치(조 루피)	6.7
릴라이언스 시가총액 대비 지오 지분가치(%)	40.6

자료: 지오 플랫폼, 미래에셋증권 리서치센터

지오 플랫폼 상장 가치 및 릴라이언스 목표 기업가치 내 비중

공모가 상단 기준 지오 플랫폼의 예상 시가총액은 10.3조 루피이며, 릴라이언스가 보유한 지분가치는 6.65조 루피로, 릴라이언스 시가총액 16.6조 루피의 40.6%에 해당한다.

참고로 당사의 릴라이언스 목표주가 1,740루피는 사업부문별 가치합산 방식(SOTP)을 적용해 산출했다. 이 중 지오 플랫폼의 통신·디지털 사업에는 FY27년 예상 EV/EBITDA 11.7배를 적용했으며, 이는 경쟁사인 바르티 에어텔의 목표 밸류에이션 배수와 동일한 수준이다. 당사가 산정한 릴라이언스의 전체 목표 기업가치에서 통신·디지털 사업이 차지하는 비중은 44.3%이다.

지오 플랫폼 상장 배경: 재무구조 개선 및 기존 투자자 회수 기회 확보

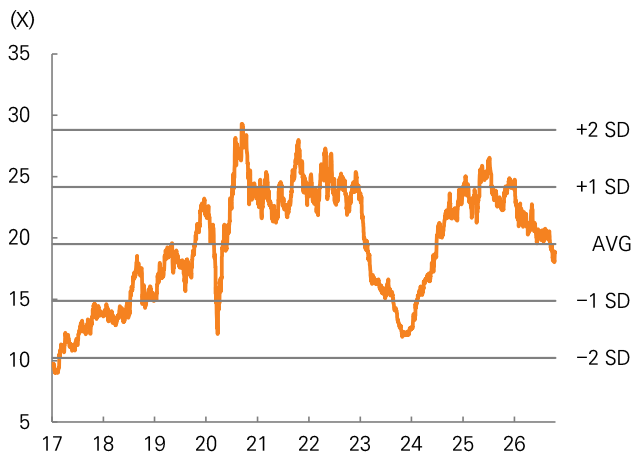
지오 플랫폼은 2020년 메타, 구글, KKR, 실버레이크 등 글로벌 전략적·재무적 투자자들로 부터 대규모 자금을 유치했다. 이번 상장을 통해 이들 투자자의 보유 지분에 시장가격이 형성되고, 향후 장내 매각을 통한 투자금 회수도 가능해질 전망이다. 다만 이번 공모에는 기존 주주의 구주매출이 포함되지 않아 상장 과정에서 투자자들의 직접적인 지분 매각은 발생하지 않는다. 또한 공모 조달자금은 차입금 상환에 활용될 예정이다.

표 2. 지오 플랫폼 주요 주주 및 IPO 전후 지분율 변화

주요 주주	투자자 구분	IPO 이전 지분율(%)	IPO 이후 예상 지분율(%)
릴라이언스 인더스트리	모회사	66.4	64.5
메타(Meta)	전략적 투자자	10.0	9.7
구글(Google)	전략적 투자자	7.7	7.5
사우디 국부펀드(PIF)	국부펀드	2.3	2.3
KKR	사모펀드	2.3	2.3
비스타 에쿼티 파트너스(Vista)	사모펀드	2.3	2.3
실버레이크(Silver Lake)	사모펀드	1.9	1.8
무바달라(Mubadala)	국부펀드	1.9	1.8
제너럴 애틀랜틱(General Atlantic)	사모펀드	1.3	1.3
아부다비투자청(ADIA)	국부펀드	1.2	1.1
TPG	사모펀드	0.9	0.9
기타 기존 주주	기타	1.8	1.7
IPO 신규 주주	공모 투자자	0.0	2.9
합계		100.0	100.0

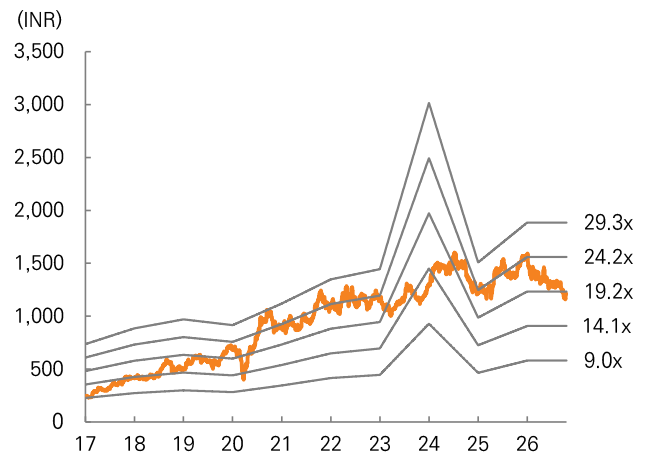
자료: 지오 플랫폼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



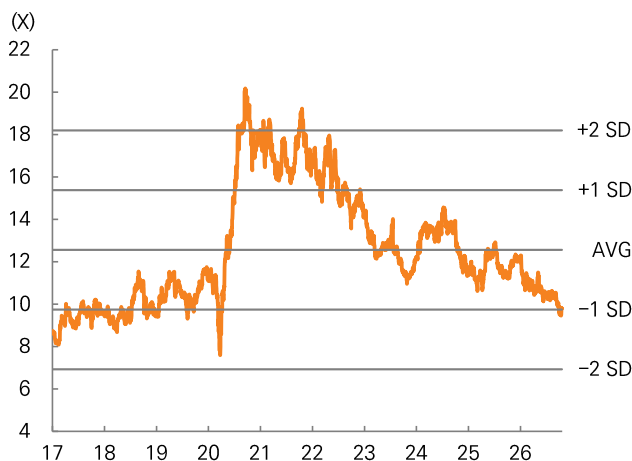
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 P/E 밴드차트



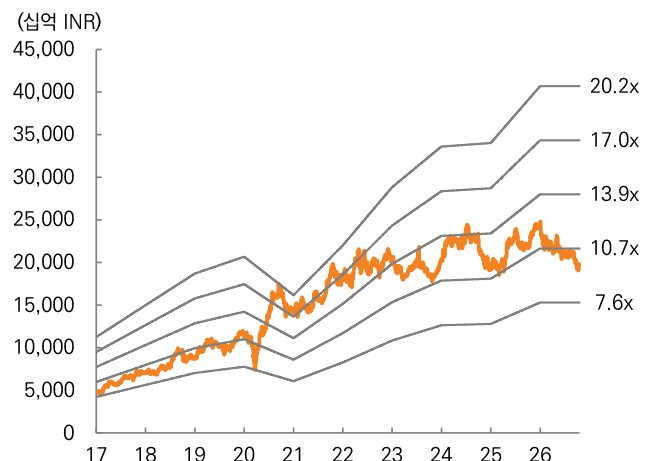
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

릴라이언스 인더스트리 (RELIANCE IN)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억 INR)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
매출액	9,647	10,757	11,839	12,916
매출원가	6,271	6,938	7,577	8,202
매출총이익	3,376	3,819	4,262	4,714
영업비용	2,088	2,465	2,750	2,952
영업이익	1,289	1,353	1,512	1,763
비영업손익	-223	-175	-148	-124
세전사업손익	1,065	1,178	1,364	1,639
법인세비용	252	279	323	388
당기순이익	813	899	1,041	1,251
지배주주순이익	696	791	916	1,101
지배주주순이익	117	108	125	150

Growth (%)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
매출액증가율	7.1	11.5	10.1	9.1
매출총이익증가율	6.9	13.1	11.6	10.6
영업이익증가율	2.5	5.0	11.7	16.6
지배주주순이익증가율	0.0	13.6	15.8	20.1

Margins (%)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
매출총이익률	35.0	35.5	36.0	36.5
영업이익률	13.4	12.6	12.8	13.6
지배주주순이익률	8.4	8.4	8.8	9.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억 INR)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
영업활동 현금흐름	1,541	1,732	1,916	2,170
당기순이익	696	899	1,041	1,251
감가상각비	531	587	635	680
운전자본변동	237	251	245	244
기타	76	-5	-5	-5
투자활동 현금흐름	-1,414	-1,432	-1,433	-1,434
자본적 지출(CAPEX)	-1,400	-1,400	-1,400	-1,400
기타	-15	-33	-33	-34
재무활동 현금흐름	91	-644	-377	-389
배당금	-68	-37	-77	-89
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	163	-606	-300	-300
기타	-4	0	0	0
환율 변동 효과	0	0	0	0

현금의 증감	218	-344	106	347
기초현금*	2,034	2,252	1,908	2,015
기말현금*	2,252	1,908	2,015	2,362

주: *단기금융상품 포함한 현금성자산

자료: 릴라이언스 인더스트리, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억 INR)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
유동자산	4,993	4,964	5,378	6,032
현금성자산	2,252	1,908	2,015	2,362
매출채권	421	470	517	564
재고자산	1,461	1,629	1,792	1,956
기타유동자산	859	958	1,054	1,150
비유동자산	14,509	15,359	16,162	16,920
투자자산	2,271	2,276	2,281	2,286
유형자산	8,528	9,341	10,105	10,824
무형자산	2,076	2,076	2,076	2,076
기타비유동자산	1,633	1,666	1,699	1,733
자산총계	19,501	20,323	21,540	22,952
유동부채	4,537	4,626	5,011	5,394
매입채무	1,868	2,083	2,292	2,501
단기차입금	1,106	500	500	500
기타유동부채	1,563	2,043	2,218	2,393
비유동부채	4,868	4,739	4,607	4,473
장기금융부채	2,540	2,240	1,940	1,640
기타비유동부채	2,327	2,499	2,666	2,833
부채총계	9,405	9,365	9,617	9,867
자본금	135	135	135	135
자본잉여금	998	998	998	998
이익잉여금	4,226	5,088	6,052	7,214
기타지배주주지분	3,073	2,931	2,772	2,580
비지배주주지분(연결)	1,664	1,806	1,965	2,157
자본총계	10,096	10,958	11,922	13,084
부채 및 자본총계	19,501	20,323	21,540	22,952

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
P/E (배)	23.5	20.7	17.9	14.9
P/B (배)	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	10.7	10.0	8.9	7.6
EPS(INR)	51.5	58.5	67.7	81.3
BPS(INR)	746.1	809.8	881.0	966.9
DPS(INR)	5.5	11.4	13.2	15.8
매출채권회전율 (회)	26.2	24.1	24.0	23.9
재고자산회전율 (회)	4.2	4.5	4.4	4.4
매입채무 회전율 (회)	3.4	3.5	3.5	3.4
ROA (%)	4.4	4.5	5.0	5.6
ROE (%)	7.2	7.5	8.0	8.8
차입금/자기자본 (%)	36.1	27.7	23.0	18.7
유동비율 (%)	110.0	107.3	107.3	111.8
순차입금/자기자본 (%)	13.8	10.3	6.1	0.6

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.