



비중확대/유지

인도

Invest India Global Conference 후기

Invest India Global Conference

6월 첫째 주에 인도 뭄바이 소재의 당사 인도법인이 주최한 “Invest India Global Conference” 행사에 참석하였다. 해당 행사는 6월 4~5일 양일간 인도 뭄바이 그랜드 하얏트 호텔에서 개최되었다. 총 41개의 인도 상장/비상장 기업 경영진 및 IR담당자들이 참석하였으며, 인도와 홍콩, 한국 등 총 50여 개 자산운용사 소속의 100여 명 이상의 투자자들이 행사에 참석하였다.

니치 마켓에서 지배력을 강화하고 있는 퀄리티 높은 인도 중소강기업

이번 컨퍼런스에서는 그동안 만날 기회가 상대적으로 적었던 중소형 상장기업 위주로 미팅을 진행하였다. 소비재, 신재생 에너지, 헬스케어, IT 서비스 산업의 중소형주들은 각각 틈새 시장에서 명확한 성장 전략과 실행력을 바탕으로 견고한 매출 및 이익 성장을 이루어 내고 있으며, 이러한 성장세는 지속 가능할 것으로 전망한다.

관심 종목: 인디안 호텔 컴퍼니, 그라비타 인디아, LT 푸드, 사이언트

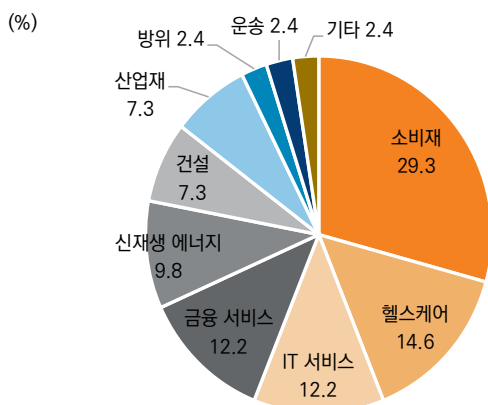
인디안 호텔 컴퍼니 (IH IN): 타지(Taj) 브랜드를 보유한 인도 최대의 로컬 호텔 체인. 산업 구조적 성장의 주요 수혜, 경기 소비재 업종 대비 여전히 저평가

그라비타 인디아 (GRAV IN): 해자를 보유한 인도 폐배터리 재활용 시장의 강자. 생산 능력 확장과 고부가가치 제품 비중의 증가를 통한 성장 전망

LT 푸드 (LTFOODS IN): 인도 최대의 쌀 가공 식품 판매 기업. 국내외 바스마티(basmati) 쌀 시장 지배력 강화 중

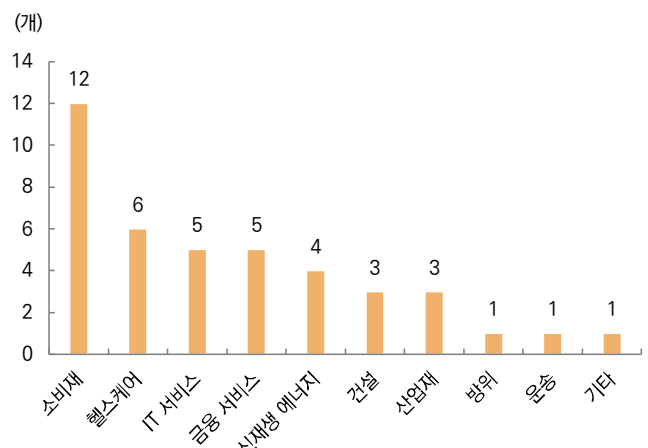
사이언트 (CYL IN): 기술 경쟁력 및 견고한 엔지니어링/R&D 외주 서비스 시장의 구조적 성장에 따른 수혜 예상

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



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 업종별 컨퍼런스 참여 기업 수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Invest India Global Conference

6월 첫째 주에 인도 뭄바이 소재의 당사 인도법인이 주최한 “Invest India Global Conference” 행사에 참석하였다. 해당 행사는 6월 4~5일 양일간 인도 뭄바이 그랜드 하얏트 호텔에서 개최되었다. 총 41개의 인도 상장/비상장 기업 경영진 및 IR담당자들이 참석하였으며, 인도와 홍콩, 한국 등 총 50여 개 자산운용사 소속의 100여 명 이상의 투자자들이 행사에 참석하였다.

참석 기업은 12개의 소비재 기업을 포함한 헬스케어(6개), IT서비스(5개), 금융 서비스(5개), 신재생 에너지(4개) 기업 등으로, 다양한 업종의 기업들이 참가하였다.

이번 컨퍼런스에서는 그동안 만날 기회가 상대적으로 적었던 중소형 상장기업 위주로 미팅을 진행하였다. 이번 미팅을 통해 소비재, 신재생 에너지, 헬스케어, IT 서비스 산업의 중소형주들이 각각의 틈새 시장에서 명확한 성장 전략과 실행력을 바탕으로 견고한 매출 및 이익 성장을 이루어 내고 있음을 확인했으며, 이러한 성장세는 지속될 것으로 판단하였다.

그림 3. Invest India Global Conference 사진 I



자료: 미래에셋증권 인도법인

그림 4. Invest India Global Conference 사진 II



자료: 미래에셋증권 인도법인

그림 5. Invest India Global Conference 사진 III



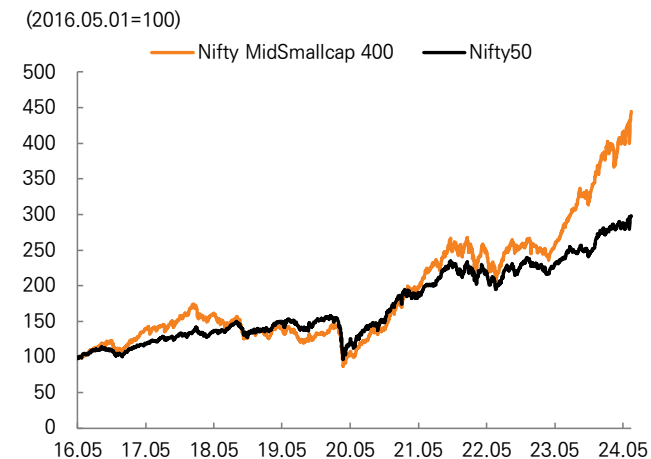
자료: 미래에셋증권 인도법인

그림 6. Invest India Global Conference 사진 IV



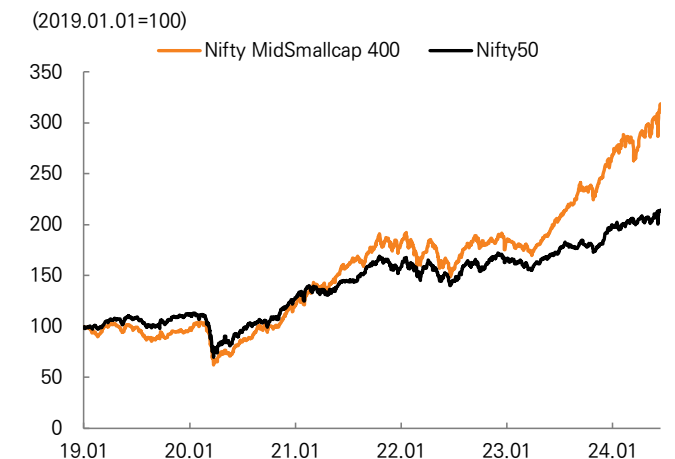
자료: 미래에셋증권 인도법인

그림 7. Nifty MidSmallcap 400 vs. Nifty50 (2016년 이후)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Nifty MidSmallcap 400 vs. Nifty50 (2019년 이후)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

관심 종목: 인디안 호텔 컴퍼니, 그라비타 인디아, LT 푸드, 사이언트

참여했던 우량 기업들 중 인상적이었던 기업은 아래와 같다.

인디안 호텔 컴퍼니 (IH IN): 구조적 성장 시장에서 더욱 빛날 브랜드력

동사는 타타 그룹(Tata Group)의 자회사로 타지(Taj) 호텔 브랜드를 보유한 인도 최대의 호텔 기업이다.

경영진은 인도 호텔 시장이 향후 1) 국내 여행과 프리미엄 호텔 선호도의 증가 및 2) 도시화, 젊은 인구구조에 따른 호텔 수요 증가로 장기 구조적 성장을 이어갈 것으로 예상하고 있으며, 공급 대비 수요 증가율이 높을 것으로 예상하고 있다. 동사는 향후 인도 호텔 산업의 빠른 성장 속도에 발맞추고, 자본 효율성을 끌어올리기 위해 소유 및 임대호텔보다는 위탁 운영 위주로 신규점을 오픈할 계획이다.

현재 FY25년 P/E 기준 51.2배(코로나 이후 P/E 평균 대비 +1 표준 편차를 상회하는 수준)에서 거래되고 있으나, 여전히 인도 경기 소비재 기업들 평균 대비 할인 거래되고 있다.

그라비타 인디아 (GRAV IN): 인도 폐배터리 재활용 시장의 강자

그라비타 인디아는 자동차에서 나오는 폐배터리, 알루미늄, 플라스틱 재활용 기업으로, 인도를 포함한 아시아, 아프리카 등의 지역에서 폐자재를 매입하고, 가공을 거친 금속 및 플라스틱 제품들을 배터리 및 케이블 제조 기업들에게 판매하는 기업이다.

인도 내에서 규모가 있는 자동차 관련 재활용 전문기업에는 동사를 포함한 4~5개 기업이 있으며, 재활용 산업은 인도 정부로부터 취득한 재활용 사업 라이선스와 폐자재 조달 과정에서 규모의 경제 등 비교적 높은 진입 장벽이 존재한다. 또한, 인도 정부의 폐배터리 폐기 관련 규제 강화로 폐배터리 재활용 시장에서도 영세 업체들 대비 동사와 같은 대기업들의 점유율이 빠르게 상승하고 있는 상황이다.

동사의 주가는 컨센서비 대비 소폭 부진한 FY4Q24 실적으로 하락한 이후, 현재 회복세를 보이고 있다. 현재 동사는 FY25년 P/E 기준 29.7배(과거 7년 평균 대비 +1 표준 편차 수준) 수준에서 거래되고 있다.

LT 푸드 (LTFOODS IN): 점점 더 강해지는 시장 지배력

인도 최대의 쌀 가공 식품 판매 기업이다. 인도 및 북미, 중동을 포함한 65개 이상의 국가에서 제품을 판매하고 있으며, 주요 제품은 바스마티(basmati) 등 다양한 품종의 쌀이다.

동사는 특히 북미 지역 쌀 가공 식품 부문에서 50% 이상의 시장 점유율을 보이고 있다(인도: 30%, 유럽: 20%, 중동: 7%). 향후 북미 지역의 쌀 가공 식품 시장이 연평균 11%의 높은 성장세를 이어갈 것으로 예상하는 만큼 북미 지역을 중심으로 한 매출액 확대가 이어질 것으로 예상된다. 경영진은 바스마티 쌀이 당지수가 낮아 당뇨 환자도 안심하고 먹을 수 있고, 열량이 낮아 건강 식품으로 인식되면서 해외 시장의 주 고객층이 해외 거주 인도인에서 현지 소비자층으로 빠르게 확대되고 있다고 밝혔다.

동사는 현재 FY25년 P/E 기준 16.5배(과거 7년 평균 대비 +1 표준편차 수준)에 거래 중이며, 인도 필수소비재 업종 평균 대비 큰 폭의 할인(68.4%) 거래 중이다.

사이언트 (CYL IN): 기술력을 바탕으로 구조적 시장 성장 수혜

동사는 삼성전자와 보잉 같은 글로벌 대형 제조업체에 엔지니어링 및 R&D 외주 서비스를 제공한다. 글로벌 제조업체들(항공, 통신, 전자, 에너지 기업 등)의 엔지니어링 및 R&D 외주 수주는 금융 및 유통 산업 대비 경기 사이클에 따른 영향이 적어 산업 사이클에 따른 변동성이 작다는 장점이 있다.

경영진은 글로벌 제조 엔지니어링 및 R&D 시장이 향후 5년간 연평균 7~10% 성장할 것으로 예상하고 있다. 전체 시장에서 외주가 차지하는 비중은 현재 20%에서 지속적으로 증가하고 있으며, 경영진은 제조 엔지니어링 및 R&D 외주 시장의 성장에 따라 동사의 매출액이 연평균 10% 이상 성장할 것으로 전망하고 있다.

동사는 FY25년 P/E 기준 24.6배(과거 7년 평균 대비 +1 표준편차 수준)에 거래되고 있으며, 주요 인도 IT 서비스 업체와 유사한 수준에서 거래 중이다(FY25년 인도 주요 IT 서비스 기업 PER: 24.7배). 글로벌 제조업체를 대상으로 한 엔지니어링 및 R&D 외주 시장의 안정적이면서도 견고한 성장 잠재력, 동사의 핵심 경쟁력을 고려할 시 동사의 장기 주가 매력도는 높은 것으로 판단한다.

표 1. 컨퍼런스 참가 기업 밸류에이션 현황

기업명	블룸버그 코드	시총 (십억 INR)	시총 (조원)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		섹터
				25F	26F	25F	26F	
Aadhar Housing Finance	AADHARHF IN	162.8	2.7	-	-	-	-	금융 서비스
Aditya Birla Sun Life AMC	ABSLAMC IN	179.5	3.0	22.3	20.0	21.2	18.8	금융 서비스
BSE	BSE IN	362.8	6.0	40.9	32.6	29.8	23.4	금융 서비스
CIE Automotive India	CIEINDIA IN	216.5	3.6	19.7	17.3	12.2	11.2	소비재
Cyient	CYL IN	210.9	3.5	24.6	20.6	14.6	12.6	IT 서비스
Dodla Dairy	DODLA	61.4	1.0	27.4	22.6	17.2	14.6	소비재
Eris Lifesciences	ERIS IN	138.7	2.3	33.7	25.0	15.8	13.6	헬스케어
Firstsource Solutions	FSOL IN	138.8	2.3	22.0	18.1	13.5	11.6	IT 서비스
Glenmark Life Sciences	GLS IN	106.7	1.8	20.3	17.3	13.3	11.6	헬스케어
Gravita India	GRAV IN	89.3	1.5	29.7	23.5	21.9	17.4	철강
Indian Hotels Company	IH IN	854.6	14.1	51.2	42.9	32.4	28.1	소비재
Indo Count Industries	ICNT IN	72.1	1.2	15.1	11.7	11.3	8.8	소비재
Inox Wind	INXW IN	199.1	3.3	39.1	25.3	30.8	20.4	신재생 에너지
Jupiter Life Line Hospitals	JLHL IN	81.4	1.3	38.8	31.7	26.0	21.6	헬스케어
Kalpatau Projects International	KPIL IN	199.0	3.3	22.5	16.8	10.8	8.7	건설
Kalyan Jewellers	KALYANKJ IN	414.2	6.8	46.7	34.0	26.6	21.3	소비재
KEI Industries	KEI IN	410.8	6.8	57.3	46.3	39.1	31.7	건설
KPI Green Energy	KPIG IN	110.9	1.8	-	-	-	-	신재생 에너지
Landmark Cars	LANDMARK IN	28.3	0.5	27.2	18.2	12.1	9.7	소비재
LT Foods	LTFOODS IN	89.2	1.5	16.5	14.2	10.4	9.2	소비재
Mahindra Logistics	MAHLOG IN	33.8	0.6	69.7	29.7	12.2	9.4	운송
Manappuram Finance	MGFL IN	154.2	2.5	6.6	5.8	11.6	9.7	금융 서비스
Metropolis Healthcare	METROHL IN	101.0	1.7	56.0	44.5	29.3	24.8	헬스케어
NHPC	NHPC IN	1,042.2	17.2	23.0	19.4	20.9	15.6	신재생 에너지
Paras Defence and Space Technologies	PARAS IN	35.2	0.6	75.8	51.3	49.3	32.6	방위
Paytm	PAYTM IN	270.3	4.5	-	-	-	1,422.9	금융 서비스
Prince Pipes and Fittings	PRINCEPI IN	74.5	1.2	35.2	27.5	19.7	16.0	철강
Ratnamani Metals & Tubes	RMT IN	239.4	3.9	33.9	27.9	23.3	19.5	철강
Sapphire Foods India	SAPPHIRE IN	95.6	1.6	104.9	64.1	18.6	15.0	소비재
Saregama India	SARE IN	109.8	1.8	49.2	39.2	33.7	26.6	소비재
Senco Gold	SENCO IN	75.3	1.2	31.1	24.2	19.0	15.4	소비재
Shalby	SHALBY IN	30.3	0.5	25.2	20.0	14.3	11.9	헬스케어
Sun Pharmaceutical Industries	SUNP IN	3,601.3	59.4	32.9	28.3	24.0	20.8	헬스케어
Suzlon Energy	SUEL IN	687.8	11.3	42.6	28.0	37.6	25.6	신재생 에너지
Tata Chemicals	TTCH IN	284.7	4.7	32.9	23.9	14.0	12.1	소비재
Tata Communications	TCOM IN	541.5	8.9	34.2	23.6	12.3	10.3	IT 서비스
Tata Consultancy Services	TCS IN	14,031.5	231.5	27.3	24.6	19.0	17.2	IT 서비스
Voltas	VOLT IN	486.0	8.0	61.6	47.3	47.2	37.5	건설
Wipro	WPRO IN	2,518.2	41.5	20.9	18.9	12.7	11.6	IT 서비스

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 컨퍼런스 참가 기업 주가 수익률 추이

(%)

기업명	블룸버그 코드	절대수익률						상대수익률					
		1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년	1개월	3개월	6개월	1년	3년	5년
Aadhar Housing Finance	AADHARHF IN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aditya Birla Sun Life AMC	ABSLAMC IN	18.0	25.6	36.8	65.8	-	-	11.1	19.9	22.2	32.3	-	-
BSE	BSE IN	1.5	25.2	16.6	382.0	767.4	1,209.6	-4.4	19.5	4.2	284.6	489.1	573.5
CIE Automotive India	CIEINDIA IN	22.0	32.9	20.9	10.7	160.0	130.6	14.9	26.8	8.0	-11.6	76.6	18.6
Cyient	CYL IN	12.2	-2.5	-10.2	26.9	127.8	230.7	6.7	-9.3	-17.7	4.4	54.7	70.1
Dodla Dairy	DODLA	8.7	18.5	18.7	96.5	-	-	2.4	13.1	6.0	56.8	-	-
Eris Lifesciences	ERIS IN	19.2	16.2	15.8	55.7	42.5	101.3	12.3	10.9	3.4	24.3	-3.2	3.5
Firstsource Solutions	FSOL IN	7.6	5.5	14.1	52.2	20.7	274.4	1.4	0.7	1.9	21.4	-18.0	92.5
Glenmark Life Sciences	GLS IN	3.4	18.3	33.8	46.8	-	-	-2.6	12.9	19.5	17.1	-	-
Gravita India	GRAV IN	36.5	61.9	24.3	114.9	943.7	1,605.0	29.8	54.5	14.1	76.9	608.8	776.9
Indian Hotels Company	IH IN	6.3	2.5	36.0	53.3	343.3	300.9	1.3	-2.2	25.0	26.4	201.0	106.2
Indo Count Industries	ICNT IN	-2.2	15.3	22.6	85.1	111.2	896.2	-7.9	10.0	9.5	47.7	43.5	412.3
Inox Wind	INXW IN	10.5	26.4	50.2	312.7	560.2	782.5	4.1	20.6	34.1	229.3	348.4	353.9
Jupiter Life Line Hospitals	JLHL IN	-0.6	0.9	11.6	-	-	-	-6.4	-3.7	-0.4	-	-	-
Kalpataru Projects International	KPIL IN	5.9	16.0	80.7	129.6	-	-	0.7	10.7	65.8	88.8	-	-
Kalyan Jewellers	KALYANKJ IN	1.2	6.1	24.0	257.0	380.0	-	-3.8	1.2	13.7	193.6	226.0	-
KEI Industries	KEII IN	17.6	41.4	55.9	114.1	570.5	849.5	10.8	34.9	39.2	70.8	355.3	388.3
KPI Green Energy	KPIG IN	-0.4	12.9	100.4	382.9	-	-	-6.2	7.7	79.0	285.3	-	-
Landmark Cars	LANDMARK IN	-6.9	-5.2	-9.5	-0.2	-	-	-12.3	-9.5	-19.2	-20.4	-	-
LT Foods	LTFOODS IN	15.6	40.8	20.3	100.4	218.8	736.7	10.0	34.3	10.5	65.0	116.5	330.3
Mahindra Logistics	MAHLOG IN	7.4	14.1	19.5	29.6	-20.8	-4.7	1.1	8.8	6.7	3.4	-46.2	-51.0
Manappuram Finance	MGFL IN	5.5	8.6	11.9	54.7	10.2	29.9	-0.6	3.6	-0.1	23.5	-25.2	-33.2
Metropolis Healthcare	METROHL IN	11.7	19.3	20.5	56.0	-32.9	106.6	5.2	13.8	7.6	24.5	-54.4	6.2
NHPC	NHPC IN	4.7	18.6	59.7	128.3	281.3	315.4	-0.4	13.2	46.5	87.8	159.0	113.6
Paras Defence and Space Technologies	PARAS IN	28.0	31.9	28.0	58.9	-	-	20.6	25.8	14.3	26.8	-	-
Paytm	PAYTM IN	25.0	2.5	-29.9	-50.4	-	-	18.9	-2.2	-35.7	-59.2	-	-
Prince Pipes and Fittings	PRINCEPI IN	6.3	24.0	-4.3	3.6	-5.7	-	0.1	18.3	-14.6	-17.3	-35.9	-
Ratnamani Metals & Tubes	RMT IN	9.0	26.1	-1.4	44.7	153.2	427.8	2.7	20.3	-11.9	15.5	72.0	171.5
Sapphire Foods India	SAPPHIRE IN	8.4	4.0	5.9	7.8	-	-	3.0	-0.8	-2.9	-11.4	-	-
Saregama India	SARE IN	28.8	53.2	50.2	88.1	135.4	977.3	21.3	46.1	34.1	50.1	59.8	454.1
Senco Gold	SENCO IN	10.8	25.3	28.2	-	-	-	4.3	19.5	14.5	-	-	-
Shalby	SHALBY IN	2.5	20.8	-12.1	97.8	68.8	130.7	-3.4	15.3	-21.5	57.8	14.6	18.7
Sun Pharmaceutical Industries	SUNP IN	0.2	-4.8	23.9	52.4	120.1	284.6	-5.7	-9.1	10.6	21.6	49.5	97.8
Suzlon Energy	SUEL IN	26.1	28.0	30.6	244.7	640.2	994.3	18.8	22.1	16.7	175.1	402.7	462.8
Tata Chemicals	TTCH IN	6.4	-1.5	12.0	12.7	48.5	295.9	0.2	-6.0	0.0	-10.1	0.8	103.6
Tata Communications	TCOM IN	9.6	-3.9	9.9	27.8	46.0	509.4	3.3	-8.3	-1.9	2.0	-0.9	213.4
Tata Consultancy Services	TCS IN	-0.6	-7.6	6.2	19.8	17.7	71.0	-5.4	-11.9	-2.5	-1.3	-20.1	-12.1
Voltas	VOLT IN	12.5	37.4	70.2	87.8	39.6	137.2	6.0	31.1	52.0	49.8	-5.2	22.0
Wipro	WPRO IN	6.1	-6.2	13.5	19.8	-14.1	59.9	-0.1	-10.5	1.4	-4.4	-41.7	-17.8

주: 상대수익률은 Nifty50 지수 기준 상대수익률

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

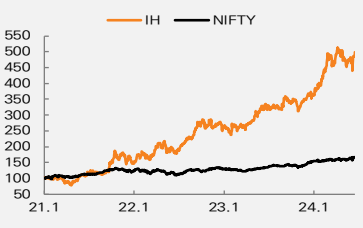
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 715.0
현재주가(24/06/13)	INR 600.0
상승여력	19.2%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	32.5
P/E(25F, x)	51.2
배당수익률(%)	0.3

시가총액(십억INR)	854.6
시가총액(조원)	14.1
유통주식수(백만주)	836.4
60일 평균 거래대금(백만INR)	1,691
52주 최저가(INR)	371.45
52주 최고가(INR)	622.50

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.3	36.0	53.3
상대주가	1.3	25.0	26.4



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

IH IN · 임의소비재 · 인도

인디안 호텔 컴퍼니

구조적 성장 시장에서 더욱 빛날 브랜드력

타지(Taj) 브랜드를 보유한 인도 최대의 로컬 호텔 체인

동사는 타타 그룹(Tata Group)의 자회사로 타지(Taj) 호텔 브랜드를 보유한 인도 최대의 호텔 기업이다. 호텔, 레스토랑 등의 부문에 걸친 다양한 가격대와 특성을 가진 브랜드들을 기반으로 개별 소비자들의 특성에 맞는 서비스를 제공하고 있으며, 특히 타지(Taj)의 경우 다양한 부문의 브랜드를 포함한 'India 100 2023' 보고서에서 1위를 차지할 정도로 브랜드력이 매우 높은 브랜드이다. 이를 기반으로 동사는 인도 호텔 시장 내에서 높은 점유율(객실 수 기준 2위, 호텔 수 기준 1위)을 유지하고 있다.

산업 구조적 성장의 주요 수혜

경영진은 인도 호텔 시장이 향후 1) 국내 여행과 프리미엄 호텔 선호도의 증가 및 2) 도시화, 젊은 인구구조에 따른 호텔 수요 증가로 장기 구조적 성장을 이어갈 것으로 예상하고 있으며, 공급 대비 수요 증가율이 높을 것으로 예상하고 있다. 동사는 올해 25개 호텔의 신규 오픈을 계획하고 있으며, 이미 4개의 신규 호텔을 오픈하였다. 동사는 향후 인도 호텔 산업의 빠른 성장 속도에 발맞추고, 자본 효율성을 끌어올리기 위해 소유 및 임대호텔보다는 위탁 운영 위주로 신규점을 오픈할 계획이다.

우리는 인도 내 호텔의 침투율(이용자 수/전체 인구)이 2028년 4.3%까지 증가할 것으로 전망하며(2023년 3.6%), 동사가 인도 호텔 산업 구조적 성장의 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다.

밸류에이션: 여전히 매력적

동사는 매력적인 인도 호텔 산업의 구조적 성장 스토리(부유층 가처분 소득 확대에 따른 공급을 초과하는 수요) 및 높은 브랜드력을 기반으로 고성장을 이어오고 있으며, 현재 FY25년 P/E 기준 51.2배(코로나 이후 P/E 평균 대비 +1 표준 편차를 상회하는 수준)에서 거래되고 있다.

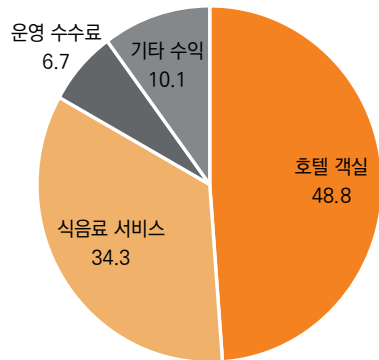
그럼에도 동사는 여전히 인도 경기 소비재 기업들의 평균 P/E 대비 할인 거래되고 있다. 인도 호텔 산업의 매력적인 구조적 성장 스토리가 지속될 것으로 예상하는 바, 동사의 장기 매출 및 이익 성장의 매력도는 인도 경기 소비재 기업들과 비교해도 손색이 없다고 판단한다.

결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	58,099	67,688	78,389	87,716	95,488
영업이익 (백만INR)	13,885	17,028	21,838	25,707	29,900
영업이익률 (%)	23.9	25.2	27.9	29.3	31.3
순이익 (백만INR)	10,026	12,591	16,632	19,872	22,742
EPS (INR)	7.1	8.9	11.7	14.0	15.8
ROE (%)	13.3	14.4	16.1	16.8	16.8
P/E (배)	45.9	66.7	51.2	42.9	37.9
P/B (배)	5.8	8.9	7.9	6.8	6.0

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 매출액 구성비중 (FY24년)

(%)



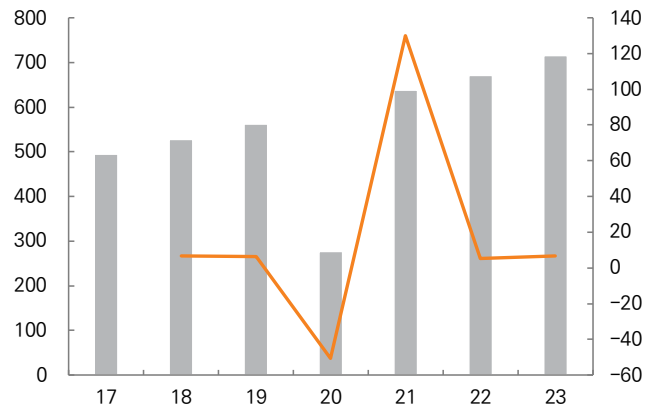
자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 인도 호텔 시장 규모 추이

(십억 INR)

— 호텔 시장 (L) — 연평균 성장률 (R)

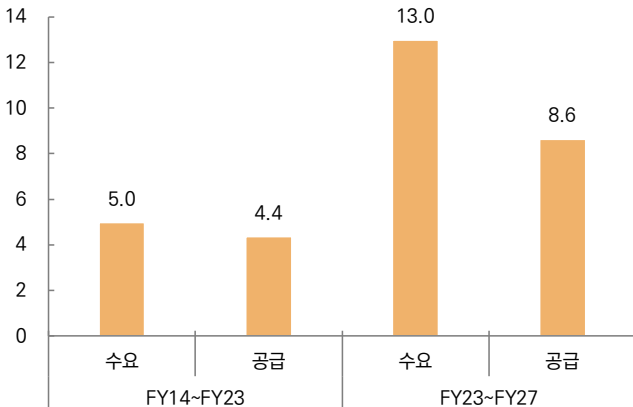
(%)



자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 인도 호텔 수요 및 공급 연평균 성장률 비교

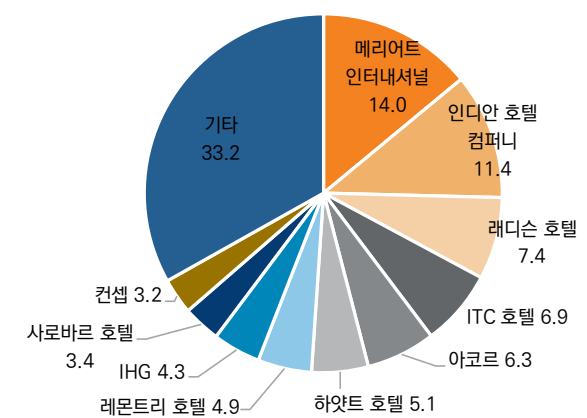
(%)



자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 호텔 브랜드별 시장 점유율 (객실 수 기준, FY2Q24)

(%)



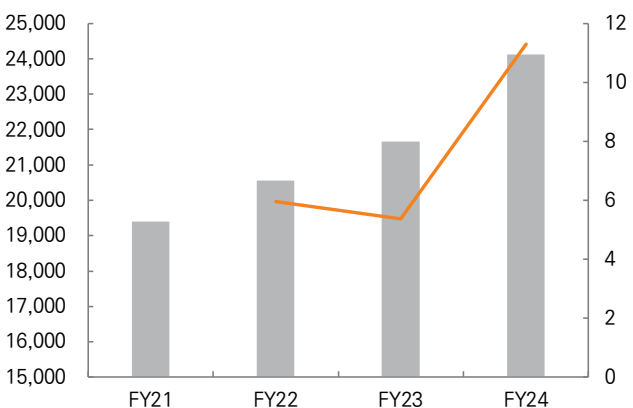
자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 호텔 객실 수 추이

(개)

— 객실 수 (L) — YoY 성장률 (R)

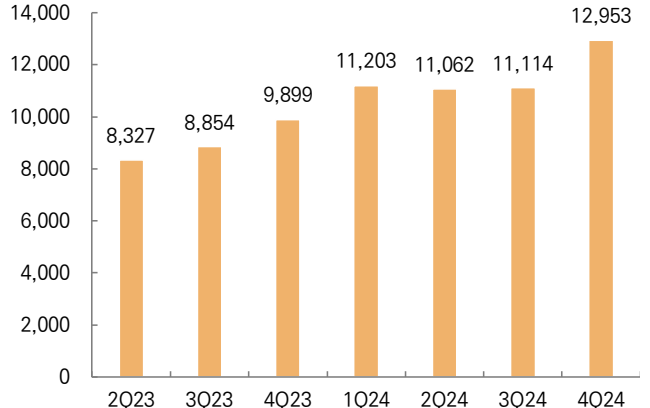
(%)



자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 건설 중인 호텔의 객실 수 추이

(개)



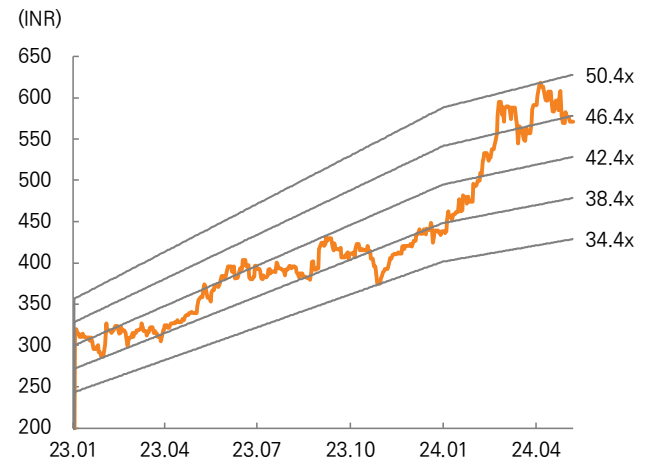
자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 12개월 선행 P/E 밴드차트



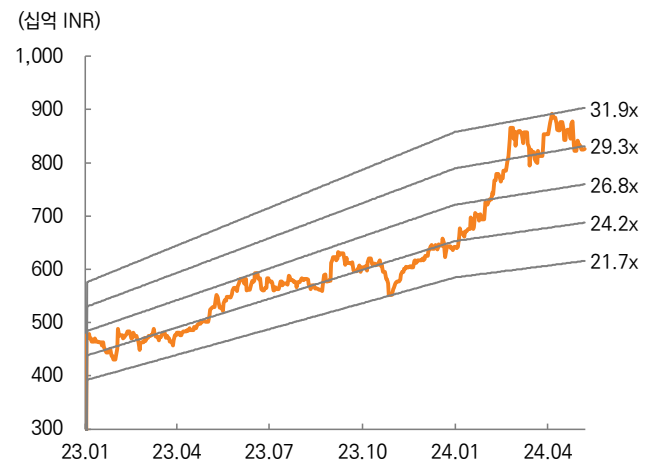
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



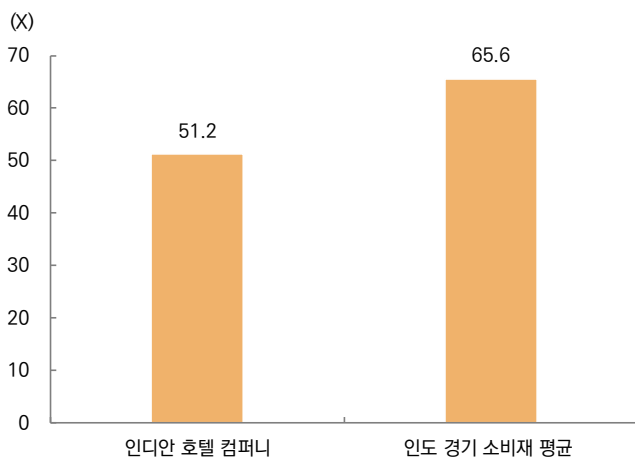
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



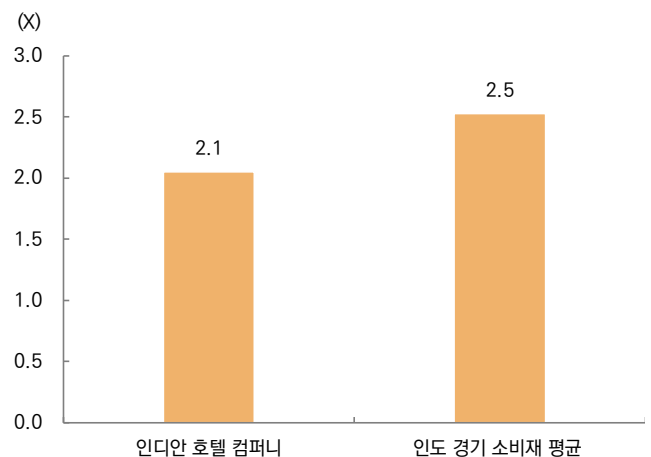
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. IHCL vs. 인도 경기 소비재 평균 P/E 비교 (FY25년)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. IHCL vs. 인도 경기 소비재 평균 PEG 비교 (FY25년)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 뭄바이 타지마할 팰러스



자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 런던 타지 호텔



자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 타지마할 호텔 라비 상카르 스위트룸



자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 런던 타지 호텔 스위트룸



자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 시킴 비반타 호텔



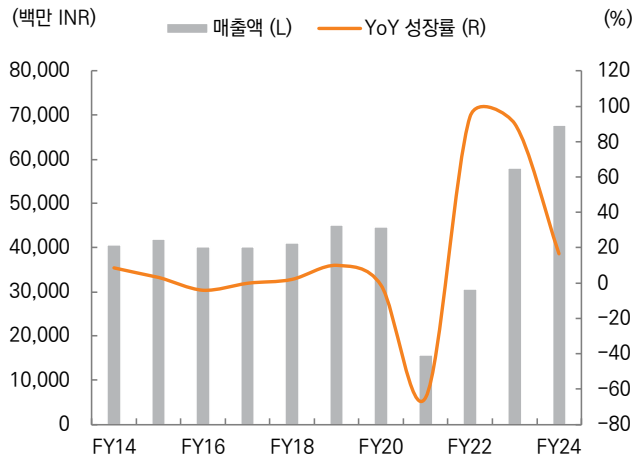
자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 뭄바이 공항 진저 호텔



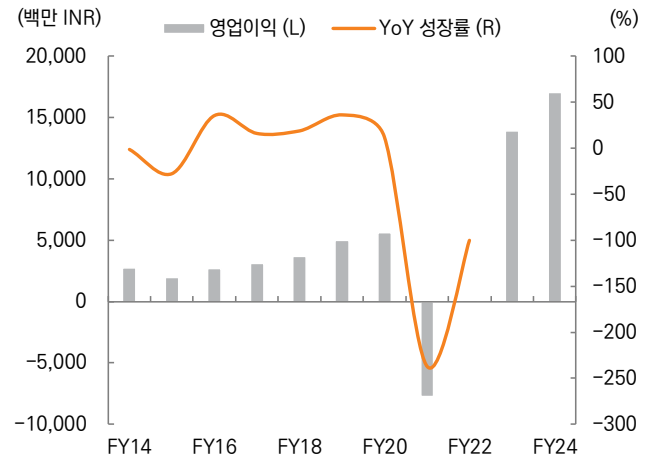
자료: 인디안 호텔 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 매출액 및 YoY 성장률 추이



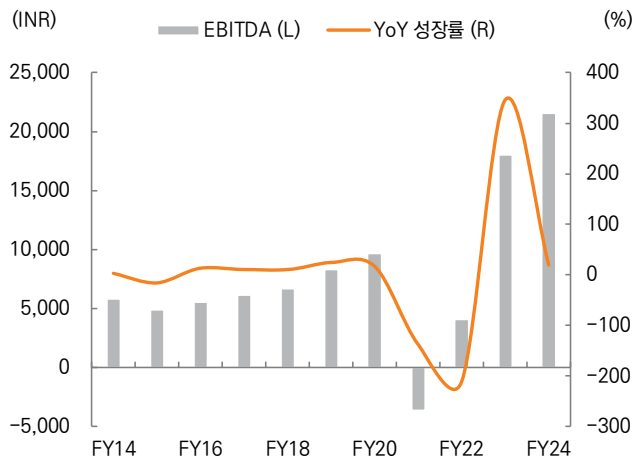
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



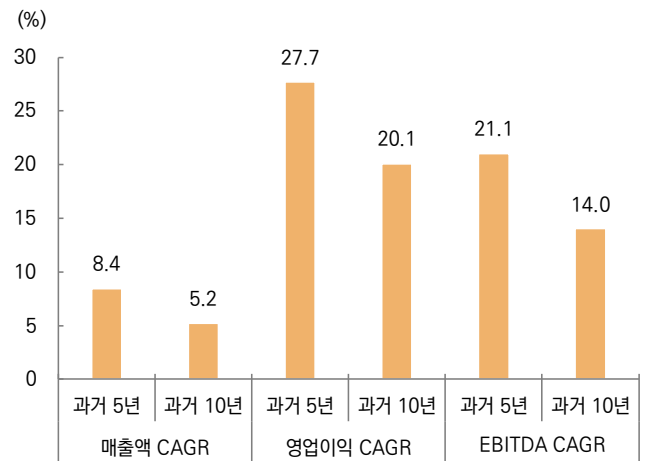
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. EBITDA 및 YoY 성장률 추이



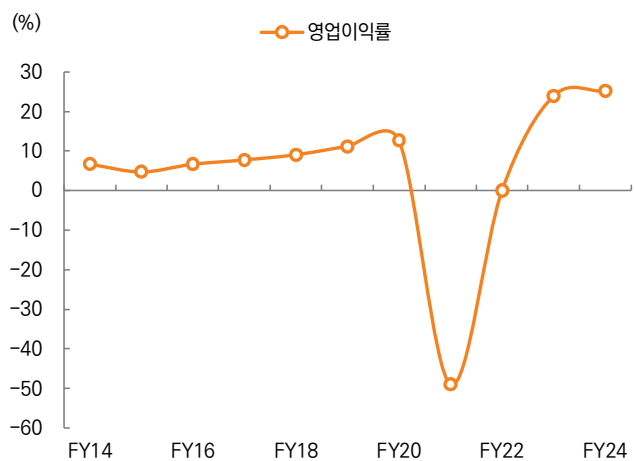
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 매출액/영업이익/EBITDA 연평균 성장률(CAGR) 추이



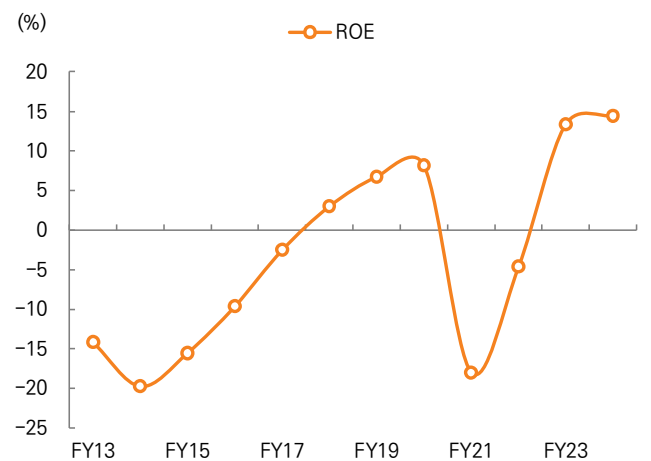
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 영업이익률을 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,036	45,120	44,631	15,752	30,562	58,099	67,688	78,389	87,716	95,488
영업이익	3,692	5,019	5,633	-7,714	-13	13,885	17,028	21,838	25,707	29,900
세전이익	1,843	4,017	3,955	-8,495	-2,582	12,946	16,655	21,967	26,361	30,303
순이익	1,009	2,868	3,544	-7,201	-2,477	10,026	12,591	16,632	19,872	22,742
현금성 영업이익(EBITDA)	6,711	8,297	9,675	-3,618	4,048	18,046	21,571	26,937	31,071	35,309
(성장률, YoY)										
매출액		10.0%	-1.1%	-64.7%	94.0%	90.1%	16.5%	15.8%	11.9%	8.9%
영업이익		36.0%	12.2%	-	-	-	22.6%	28.2%	17.7%	16.3%
순이익		184.3%	23.6%	-	-	-	25.6%	32.1%	19.5%	14.4%
현금성 영업이익(EBITDA)		23.6%	16.6%	-	-	345.8%	19.5%	24.9%	15.3%	13.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	12,195	11,588	14,373	11,539	26,741	25,903	30,684	-	-	-
현금 및 단기금융자산	5,796	4,448	5,915	6,334	21,282	18,296	22,364	-	-	-
비유동자산	81,550	84,250	100,810	103,588	104,155	110,784	117,874	-	-	-
자산총계	93,745	95,838	115,183	115,127	130,896	136,688	148,558	-	-	-
유동부채	13,934	20,895	19,008	29,481	19,637	21,192	19,983	-	-	-
단기차입금	50	357	1,325	2,425	726	335	0	-	-	-
비유동부채	30,226	23,464	44,957	42,816	34,706	29,076	27,289	-	-	-
장기차입금 및 사채	23,292	16,875	21,258	22,238	13,879	3,310	467	-	-	-
부채총계	44,161	44,359	63,966	72,297	54,344	50,267	47,271	-	-	-
자본총계	49,585	51,479	51,217	42,830	76,553	86,421	101,287	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	1,250	7,365	6,976	-5,262	4,103	15,713	19,476	-	-	-
투자활동현금흐름	-5,706	-4,282	-5,315	-1,442	-16,618	-1,796	-12,896	-	-	-
설비투자금액	-5,097	-4,786	-4,874	-2,155	-3,180	-4,706	-6,370	-	-	-
재무활동현금흐름	5,047	-3,283	-1,099	5,125	19,394	-14,451	-9,176	-	-	-
연간현금변동	665	-186	615	-1,566	6,893	-471	-2,571	-	-	-
잉여현금(FCF)	-3,847	2,579	2,102	-7,417	923	11,007	13,107	15,658	18,560	21,731

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	0.9	2.3	2.9	-5.7	-2.0	7.1	8.9	11.7	14.0	15.8
주당장부가액(BPS)	34.1	35.4	35.5	29.7	49.7	56.2	66.4	76.2	88.3	99.5
주당배당액(DPS)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	1.0	1.8	2.0	2.3	2.5
자기자본수익률(ROE)	3.0	6.7	8.1	-18.0	-4.6	13.3	14.4	16.1	16.8	16.8
총자산수익률(ROA)	1.1	3.0	3.4	-6.3	-2.0	7.5	8.8	13.5	14.0	-
배당성향	47.2	20.7	16.8	-	-	14.2	19.8	16.9	16.6	15.6
순차입금	17,546	12,784	16,668	18,330	-6,677	-14,652	-21,896	-	-	-
순차입금비용	35.4	24.8	32.5	42.8	-8.7	-17.0	-21.6	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

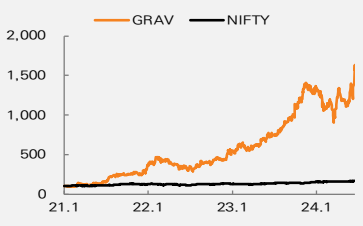
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 1,345
현재주가(24/06/13)	INR 1,293
상승여력	4.0%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	25.7
P/E(25F, x)	29.7
배당수익률(%)	0.4

시가총액(십억INR)	89.3
시가총액(조원)	1.5
유통주식수(백만주)	19.9
60일 평균 거래대금(백만INR)	194.1
52주 최저가(INR)	586.6
52주 최고가(INR)	1,353

(%)	1M	6M	12M
절대주가	36.5	24.3	114.9
상대주가	29.8	14.1	76.9



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

GRAV IN · 산업재 · 인도

그라비타 인디아

인도 폐배터리 재활용 시장의 강자

인도 폐배터리 및 플라스틱 재활용 기업

그라비타 인디아는 자동차에서 나오는 폐배터리, 알루미늄, 플라스틱 재활용 기업으로, 인도를 포함한 아시아, 아프리카 등의 지역에서 폐자재를 매입하고, 가공을 거친 금속 및 플라스틱 제품들을 판매하는 기업이다. 동사는 고객으로부터 폐배터리, 폐알루미늄, 폐플라스틱을 구매하며[대부분(60%)이 수입], 이렇게 구매한 원재료는 동사의 생산 시설에서 가공을 거쳐 배터리 및 케이블 제조 기업들에게 판매된다.

인도 내에서 규모가 있는 자동차 관련 재활용 전문기업에는 동사를 포함한 4~5개 기업이 있으며, 재활용 산업은 인도 정부로부터 취득한 재활용 사업 라이선스와 폐자재 조달 과정에서의 규모의 경제 등 비교적 높은 진입 장벽이 존재한다. 또한, 인도 정부의 폐배터리 폐기 관련 규제 강화로 폐배터리 재활용 시장에서도 영세 업체들 대비 동사와 같은 대기업들의 점유율이 빠르게 상승하고 있는 상황이다. 경영진에 따르면, 배터리 재활용(납 기준) 시장에서 대기업의 비중은 FY16년 20%에서 FY24년 35%까지 상승하였고, FY26년에는 75%까지 증가할 것으로 예상된다.

생산능력 확장과 고부가가치 제품 비중의 증가를 통한 성장 전망

동사의 FY24년 매출액은 316.1억 루피(+12.9% YoY), 영업이익은 24.6억 루피(+41.4% YoY)를 기록하며, 매출액 및 이익 측면에서 높은 성장을 시현했다. 이는 생산능력 확장에 따른 판매량 증가와 고부가가치 제품 판매량 증가에 따른 제품 평균 단가 상승에 기인한다. FY24년 동사는 판매량 측면에서 전년 대비 8.8% 성장을 기록했으며, 전체 매출액에서 고부가가치 제품이 차지하는 비중이 FY24년 45% (+2%p YoY)까지 성장함에 따라 평균 판매 단가는 전년 대비 3.7% 성장하였다.

경영진에 따르면 동사의 생산능력 확장 속도는 향후 3년간 연평균 18.6%일 것으로 예상되며, 고부가가치 제품의 비중 또한 FY27년 50%까지 확대될 것으로 예상되는 만큼 향후 판매량 및 판매 단가 측면에서의 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

밸류에이션: 장기 성장성을 반영하며 회복 중인 주가

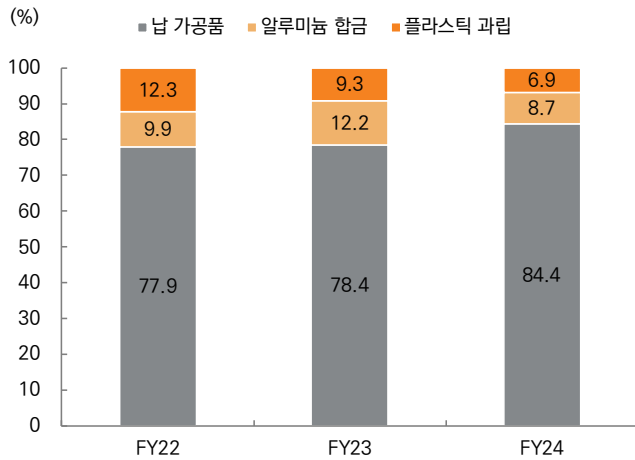
동사의 주가는 컨센서비 대비 소폭 부진한 FY4Q24 실적으로 하락한 이후 현재 회복세를 보이고 있다. 현재 동사는 FY25년 P/E 기준 29.7배(과거 7년 평균 대비 +1 표준 편차 수준) 수준에서 거래되고 있다.

결산기 (3월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (백만INR)	22,159	28,006	31,608	41,139	50,936
영업이익 (백만INR)	1,904	1,737	2,456	3,750	4,709
영업이익률 (%)	8.6	6.2	7.8	9.1	9.2
순이익 (백만INR)	1,394	2,011	2,392	3,000	3,785
EPS (INR)	20.6	29.7	34.6	43.5	55.0
ROE (%)	42.5	41.2	33.5	31.7	30.5
P/E (배)	15.4	16.3	28.8	29.7	23.5
P/B (배)	5.7	5.7	8.2	8.1	6.2

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

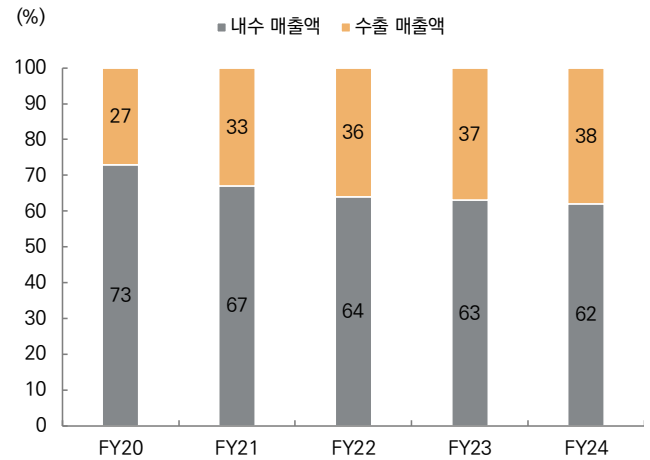
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 제품별 판매량 구성 비중 추이



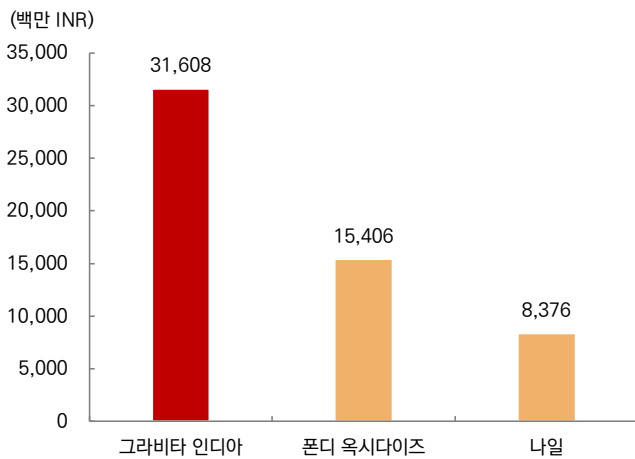
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 내수 및 수출 매출액 비중 추이



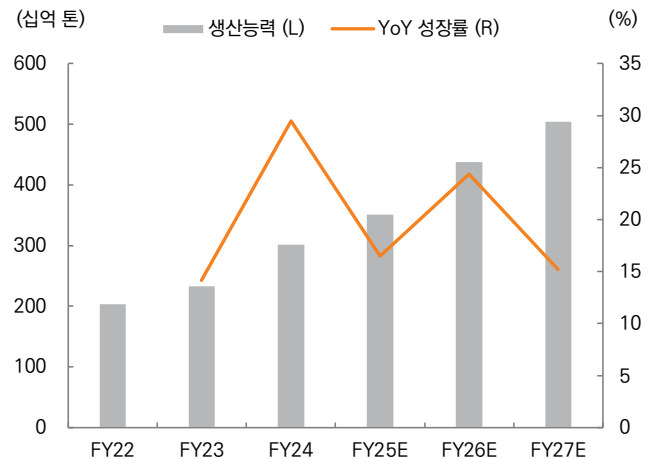
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 그라비타 인디아 vs. 경쟁 업체 매출액 비교 (FY24년)



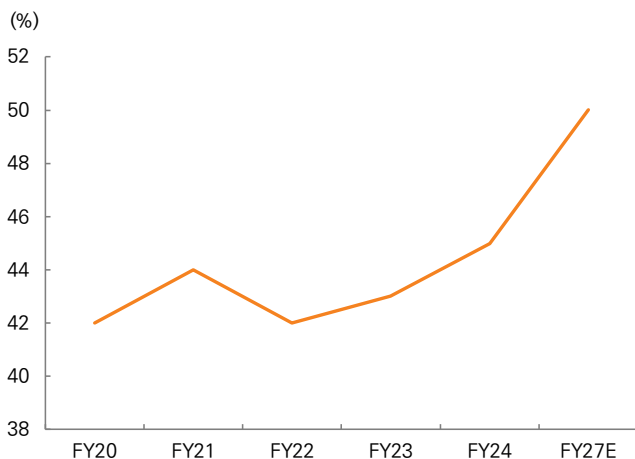
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 생산능력 전망



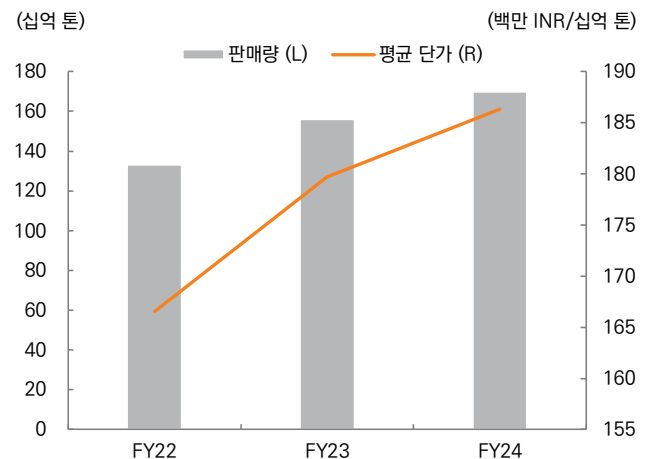
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 고부가가치 제품 비중 추이



자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 판매량 및 평균 단가 추이



주: 평균 단가는 매출액/판매량으로 산출

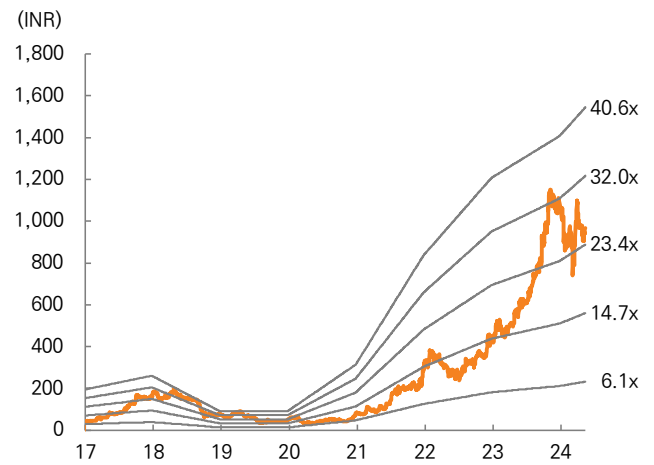
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 12개월 선행 P/E 밴드차트



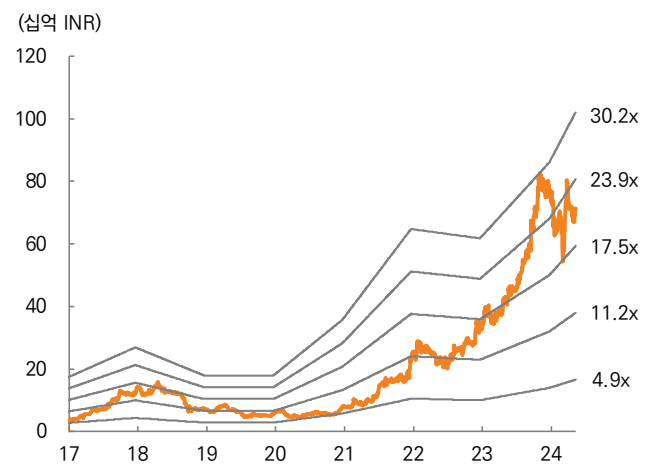
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 인도 배터리, 플라스틱 등 재활용 산업 진입장벽 분석

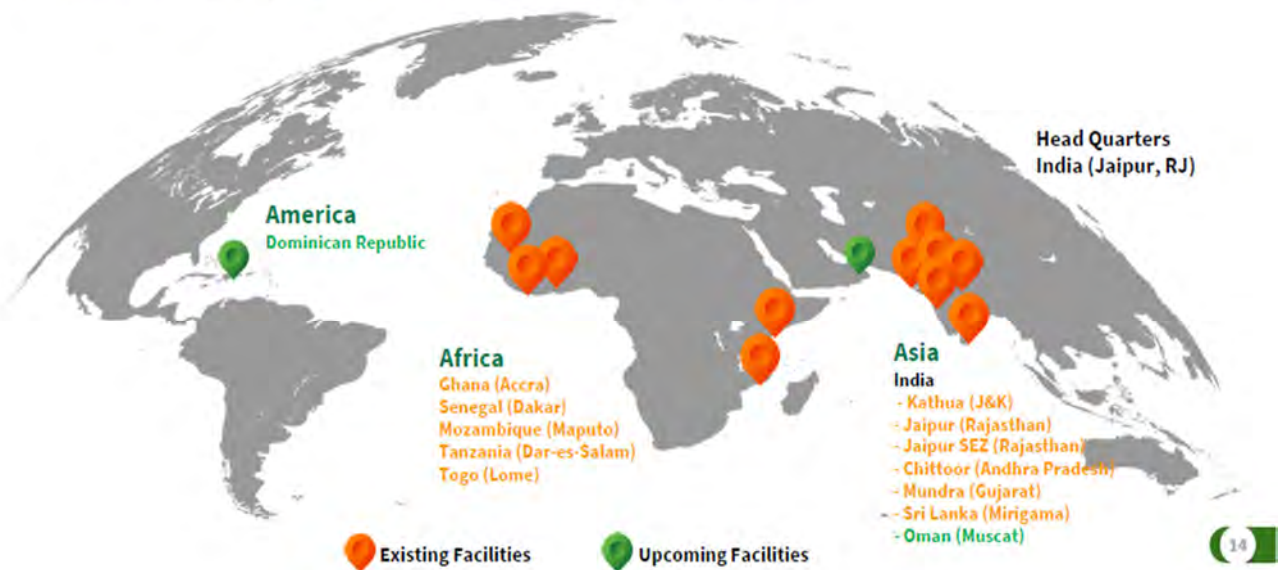


자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 그라비타 인디아 글로벌 생산설비 및 영업 현황

GLOBAL & PAN INDIA Operations

- Global spread helps reduce logistics costs and procure material cheaper.
- Start small > grow volumes > establish new plants close to procurement sources.
- Increased flexibility in recycling closest to raw material access and consuming markets.



자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 그라비타 인디아 고객 네트워크

Diversified **CUSTOMER NETWORK- INDIA**

Gravita with pan India presence enjoys the logistic benefits by serving :

- **240+** domestic customers in 22 states in India
- **125+** overseas customers in 36 countries.



17

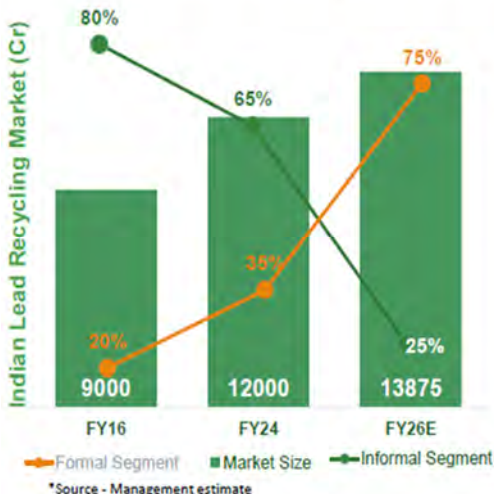
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 인도 배터리 재활용 시장: 영세 업체 vs. 대기업 비중 추이

Shift from **INFORMAL TO FORMAL**

With redefining of Battery Waste Management Rules (BWMR), Extended producers responsibility (EPR) and stricter implementation of GST, the scrap availability for formal recycling sector has increased and is further expected to grow.

Informal Lead recycling trend in India



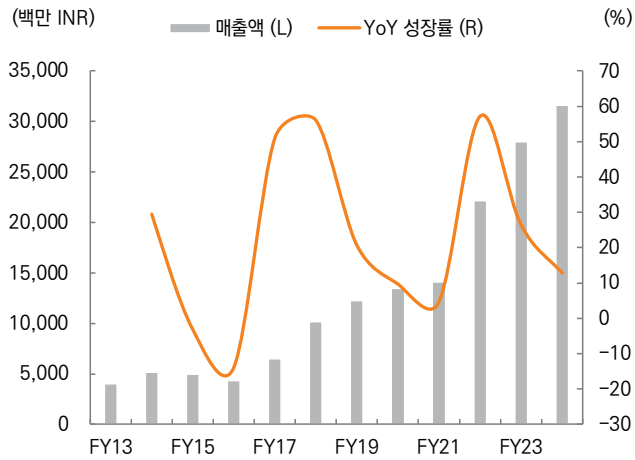
Gravita having Pan India presence and association with OEM's will benefit the most from this shift



25

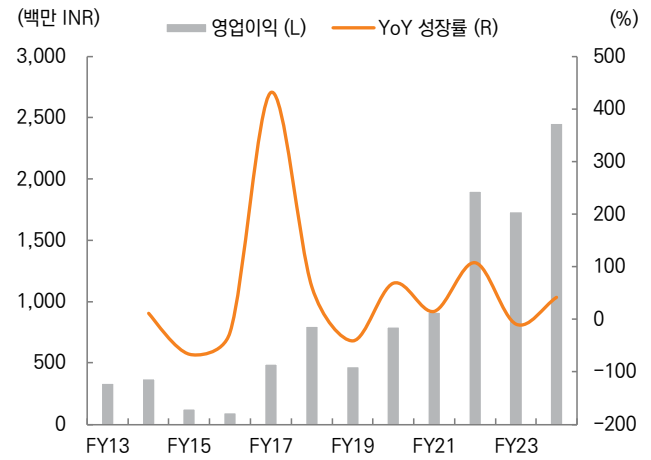
자료: 그라비타 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 매출액 및 YoY 성장률 추이



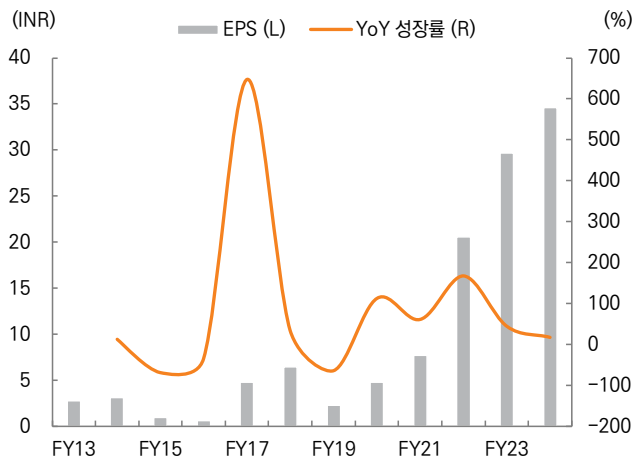
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



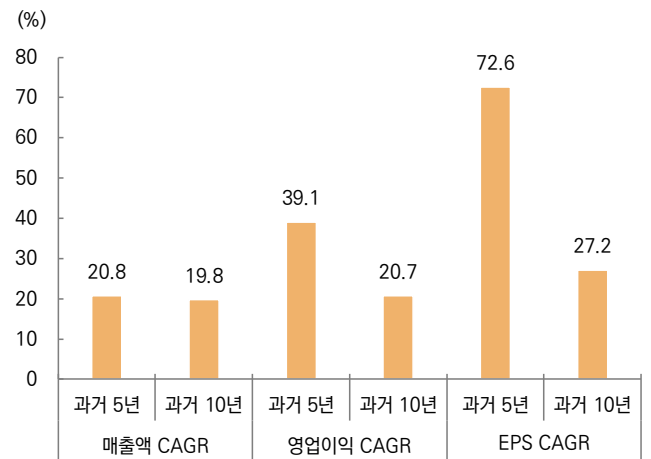
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. EPS 및 YoY 성장률 추이



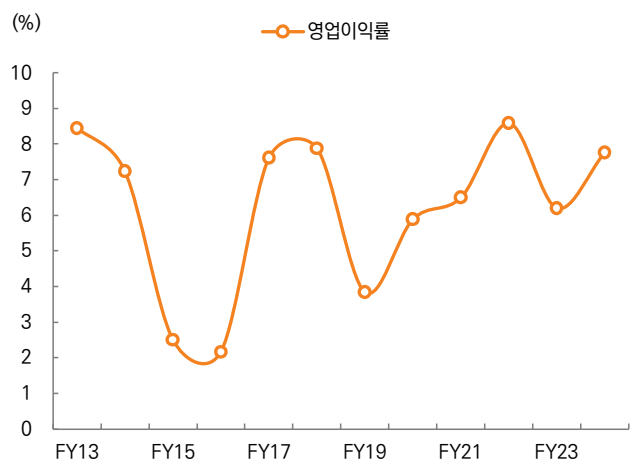
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



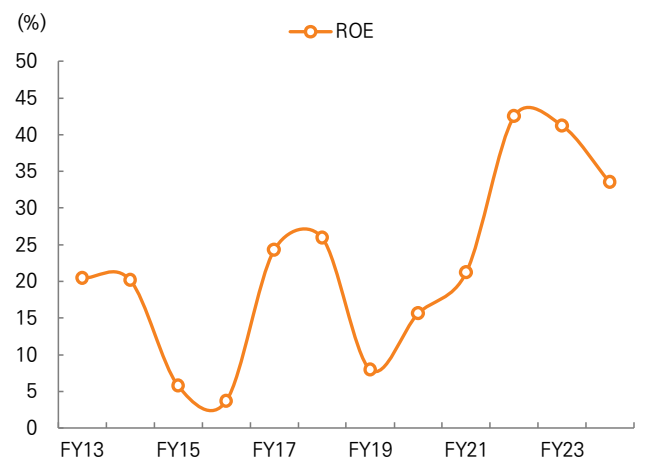
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	10,155	12,272	13,478	14,098	22,159	28,006	31,608	41,139	50,936
영업이익	800	471	793	916	1,904	1,737	2,456	3,750	4,709
세전이익	642	296	469	709	1,646	2,276	2,742	3,369	4,316
순이익	441	155	332	525	1,394	2,011	2,392	3,000	3,785
현금성 영업이익(EBITDA)	892	594	1,000	1,182	2,145	2,046	2,845	4,238	5,324
(성장률, YoY)									
매출액		20.8%	9.8%	4.6%	57.2%	26.4%	12.9%	30.2%	23.8%
영업이익		-41.1%	68.3%	15.5%	107.8%	-8.8%	41.4%	52.7%	25.6%
순이익		-64.9%	114.2%	58.1%	165.7%	44.3%	18.9%	25.4%	26.2%
현금성 영업이익(EBITDA)		-33.4%	68.3%	18.2%	81.5%	-4.6%	39.0%	49.0%	25.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	3,466	3,696	4,103	5,307	7,454	8,635	11,762	-	-
현금 및 단기금융자산	166	219	203	199	325	392	1,153	-	-
비유동자산	1,452	2,030	2,041	1,957	2,521	3,417	4,262	-	-
자산총계	4,918	5,725	6,144	7,263	9,975	12,052	16,024	-	-
유동부채	2,786	3,347	3,297	3,868	4,685	4,920	4,905	-	-
단기차입금	2,038	2,117	2,123	1,753	2,456	2,201	2,959	-	-
비유동부채	186	338	543	615	1,282	1,115	2,613	-	-
장기차입금 및 사채	148	285	429	512	1,095	904	2,492	-	-
부채총계	2,972	3,685	3,840	4,484	5,967	6,035	7,518	-	-
자본총계	1,946	2,040	2,304	2,780	4,009	6,017	8,506	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동현금흐름	-190	662	346	501	-231	1,615	50	-	-
투자활동현금흐름	-426	-670	-150	-194	-703	-1,061	-1,687	-	-
설비투자금액	-405	-677	-149	-213	-728	-1,078	-982	-	-
재무활동현금흐름	576	68	-212	-300	1,055	-485	1,691	-	-
연간현금변동	-40	60	-16	7	121	70	54	-	-
잉여현금(FCF)	-595	-15	196	288	-959	538	-932	465	544

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
희석 주당순이익(EPS)	6.4	2.3	4.8	7.7	20.6	29.7	34.6	43.5	55.0
주당장부가액(BPS)	27.6	29.0	32.6	39.0	56.0	85.3	121.3	159.9	208.5
주당배당액(DPS)	0.7	0.3	0.7	1.1	3.0	4.4	5.2	6.3	7.1
자기자본수익률(ROE)	25.9	8.0	15.6	21.2	42.5	41.2	33.5	31.7	30.5
총자산수익률(ROA)	10.4	2.9	5.6	7.8	16.2	18.3	17.0	-	-
배당성향	10.9	13.3	14.6	14.5	14.9	14.9	15.0	14.5	12.8
순차입금	2,020	2,183	2,349	2,067	3,226	2,713	4,299	-	-
순차입금비용	103.8	107.0	102.0	74.4	80.5	45.1	50.5	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

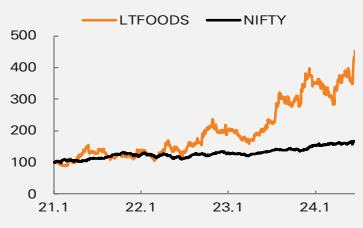
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 244.0
현재주가(24/06/13)	INR 256.9
상승여력	-5.0%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F,%)	-8.2
P/E(25F,x)	16.5
배당수익률(%)	0.6

시가총액(십억INR)	89.2
시가총액(조원)	1.5
유통주식수(백만주)	165.2
60일 평균 거래대금(백만INR)	342.1
52주 최저가(INR)	124.1
52주 최고가(INR)	260.8

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.6	20.3	100.4
상대주가	10.0	10.5	65.0



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

LT 푸드

점점 더 강해지는 시장 지배력

인도 최대의 쌀 가공 식품 판매 기업

LT 푸드(LT Foods)는 1950년 설립된 인도 최대의 쌀 가공 식품 판매 기업이다. 인도 및 북미, 유럽, 중동을 포함한 65개 이상의 국가에서 제품을 판매하고 있으며, 동사의 주요 제품은 바스마티(basmati) 등 다양한 품종의 쌀을 기반으로 한 쌀 가공 식품[대표 브랜드: 다와트(DAAWAT)]이다. FY24년 기준 쌀 가공 식품의 매출비중은 87%이며, 유기농 식품과 간편 식품의 비중이 각각 10%, 3%이다.

최근 성장성이 두드러지는 제품은 간편 식품으로(4년간 연평균 매출액 성장률: 48.5%), FY24년 동사의 간편 식품 매출액은 23.3억 루피(+42.2% YoY)를 기록하였다. 현재 동사의 경영진은 간편 식품 매출액 확대에 집중하고 있으며, 현재 3% 수준인 간편 식품 매출비중이 FY29년 10%까지 확대될 것으로 예상하고 있다.

국내외 높은 시장 지배력을 기반으로 한 성장세 지속 전망

FY24년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 777.2억 루피(+12.1% YoY)를 기록하며 견고한 성장세를 보였으며, 이는 국내외 높은 시장 지배력을 바탕으로 한 고객 기반층 확대에 기인한다. 동사는 특히 북미 지역 쌀 가공 식품 부문에서 50% 이상의 시장 점유율을 보이고 있으며(인도: 30%, 유럽: 20%, 중동: 7%), FY24년 북미와 인도, 유럽 지역에서의 매출액 성장률은 각각 12%, 13%, 17%를 기록하였다. 향후 북미 지역의 쌀 가공 식품 시장이 연평균 11%의 높은 성장세를 이어갈 것으로 예상하는 만큼 북미 지역을 중심으로 한 매출액 확대가 이어질 것으로 예상된다.

경영진은 바스마티 쌀이 당지수가 낮아 당뇨 환자도 안심하고 먹을 수 있고, 열량이 낮아 건강 식품으로 인식되면서 해외 시장의 주 고객층이 해외 거주 인도인에서 현지 소비자층으로 빠르게 확대되고 있다고 밝혔다.

밸류에이션: 인도 필수소비재 업종 평균 대비 큰 폭의 할인 거래 중

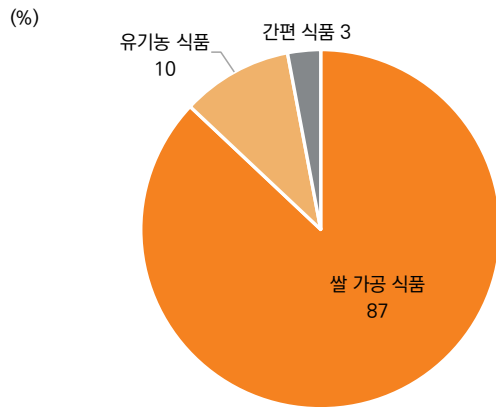
시장 컨센서스를 상회하는 높은 수준의 매출액 및 영업이익 성장세에 힘입어 동사의 주가는 지난 3월 저점 이후 49.8% 상승하여 FY25년 P/E 기준 16.5배(과거 7년 평균 대비 +1 표준편차 수준)에 거래되고 있다. 인도 필수소비재 업종 평균 대비 큰 폭으로 할인되어(68.4%, 인도 필수소비재 업종 평균: 49.0배) 거래 중이다.

결산기 (3월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (백만INR)	54,274	69,358	77,724	85,458	94,635
영업이익 (백만INR)	4,961	5,738	7,850	7,843	8,954
영업이익률 (%)	9.1	8.3	10.1	9.2	9.5
순이익 (백만INR)	2,922	4,027	5,976	5,492	6,383
EPS (INR)	9.1	12.6	17.2	15.8	18.4
ROE (%)	15.6	16.9	19.5	15.0	15.1
P/E (배)	8.6	7.7	10.9	16.5	14.2
P/B (배)	1.3	1.2	1.9	0.4	0.3

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

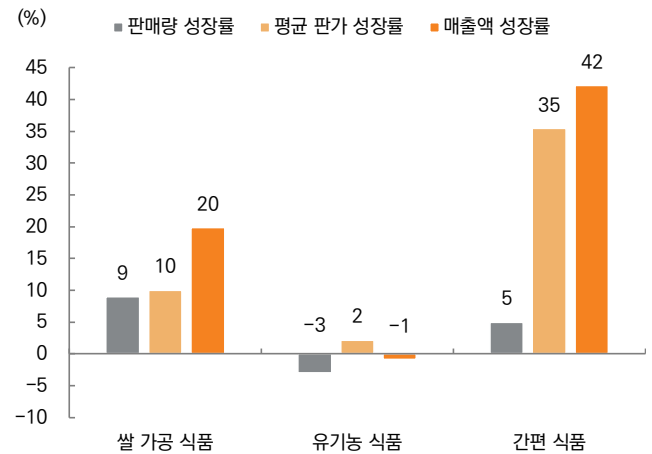
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 제품별 매출액 구성비중 (FY24년)



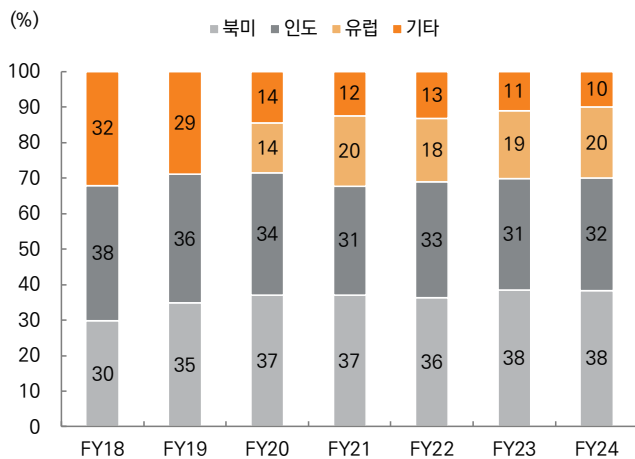
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 제품별 판매량 및 판가, 매출액 성장률 비교 (FY24년)



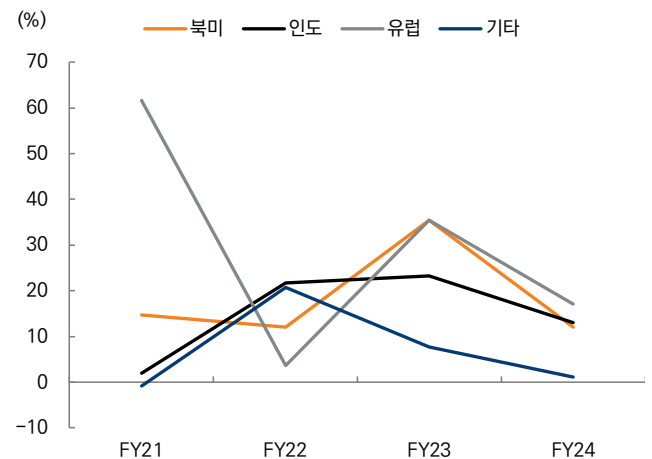
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 국가별 매출비중 추이



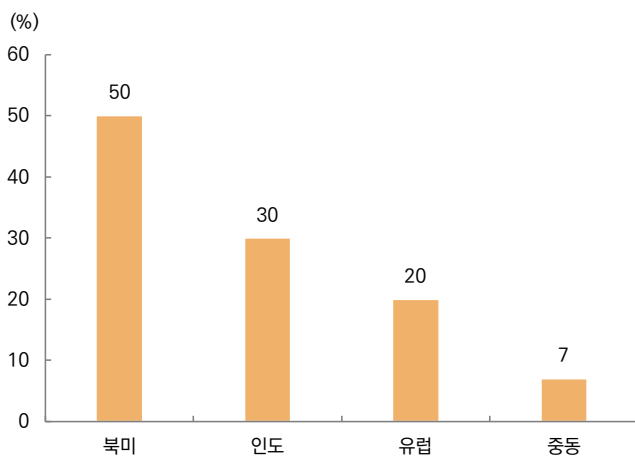
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 국가별 매출액 성장률 추이



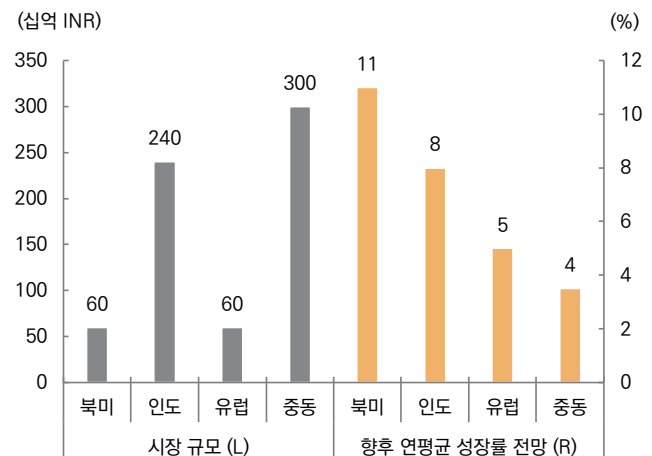
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 국가별 시장 점유율 비교 (FY24년)



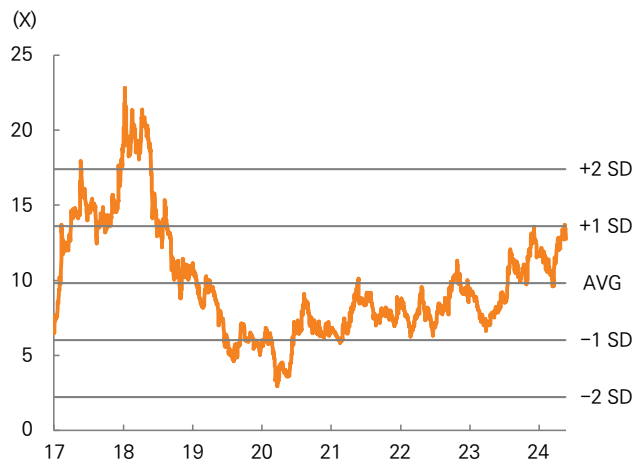
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 국가별 쌀 가공 식품 시장 규모, 연평균 성장률 (FY24년)



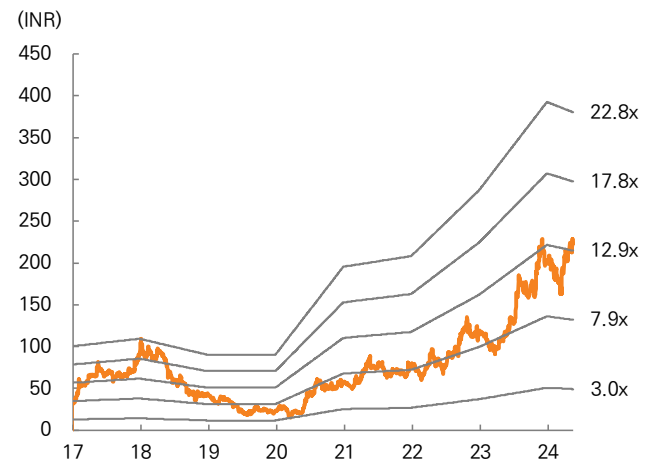
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 12개월 선행 P/E 밴드차트



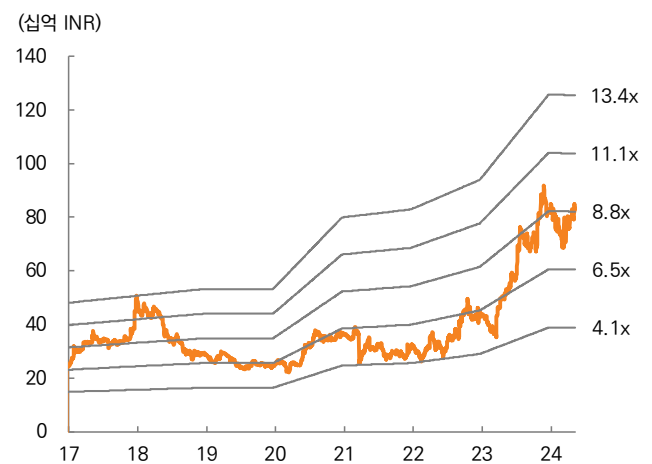
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 다와트(DAAWAT) 쌀



자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 다와트 브라운(DAAWAT BROWN) 현미



자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 로알(ROYAL) 간편 식품



자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. LT 보유 브랜드



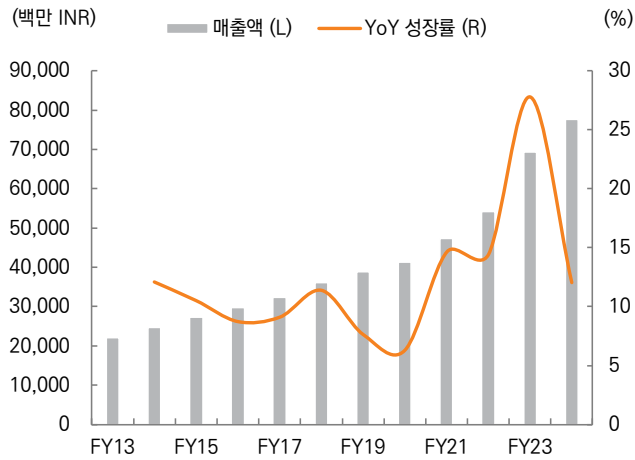
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. LT 푸드 영업 지점 및 생산 시설 분포 현황



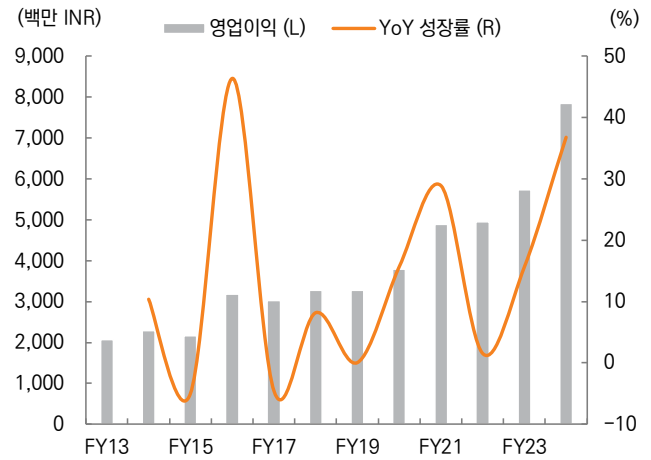
자료: LT 푸드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 매출액 및 YoY 성장률 추이



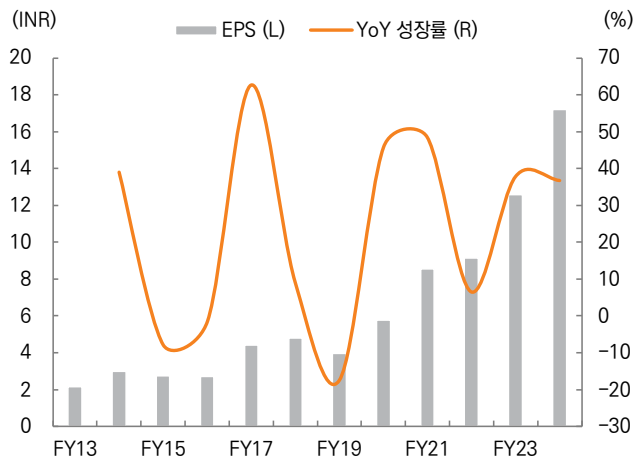
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



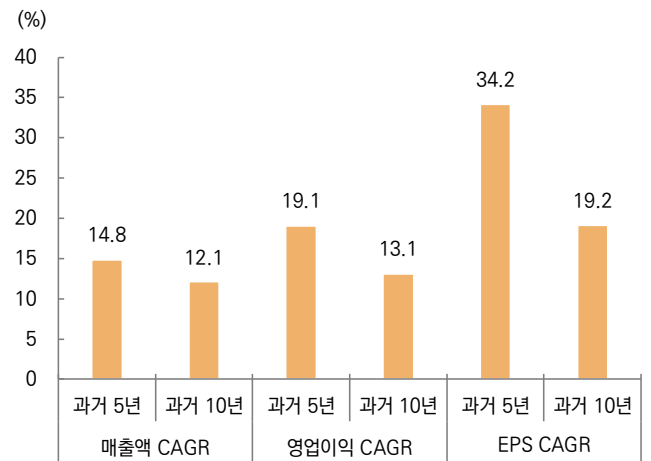
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. EPS 및 YoY 성장률 추이



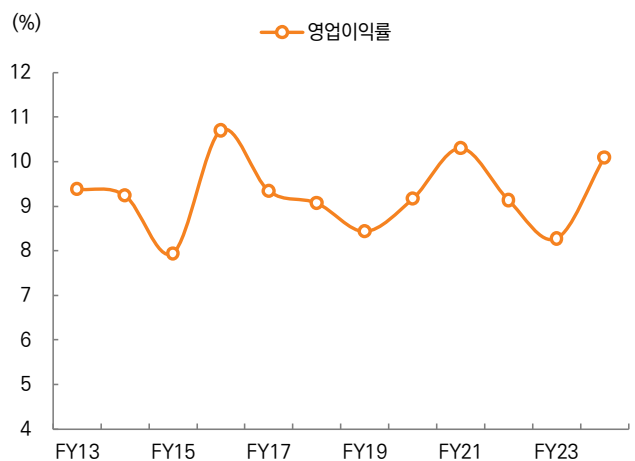
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률(CAGR) 추이



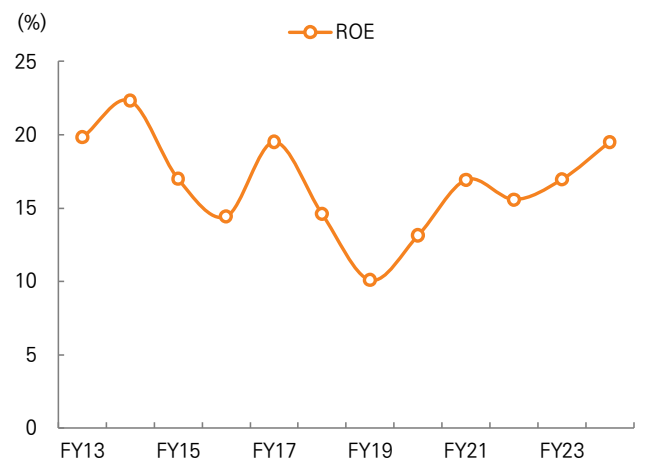
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 영업이익률을 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,137	38,904	41,351	47,419	54,274	69,358	77,724	85,458	94,635	104,385
영업이익	3,279	3,282	3,793	4,886	4,961	5,738	7,850	7,843	8,954	-
세전이익	2,158	2,136	2,769	3,980	4,236	5,626	7,517	7,339	8,530	-
순이익	1,347	1,265	1,845	2,740	2,922	4,027	5,976	5,492	6,383	7,372
현금성 영업이익(EBITDA)	3,781	3,975	4,710	5,963	6,185	7,007	9,379	9,321	10,569	11,899
(성장률, YoY)										
매출액		7.7%	6.3%	14.7%	14.5%	27.8%	12.1%	10.0%	10.7%	10.3%
영업이익		0.1%	15.6%	28.8%	1.5%	15.7%	36.8%	-0.1%	14.2%	-
순이익		-6.0%	45.8%	48.5%	6.6%	37.8%	48.4%	-8.1%	16.2%	15.5%
현금성 영업이익(EBITDA)		5.1%	18.5%	26.6%	3.7%	13.3%	33.8%	-0.6%	13.4%	12.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	24,529	26,889	26,324	29,504	31,671	39,481	43,945	-	-	-
현금 및 단기금융자산	289	375	245	300	391	390	503	-	-	-
비유동자산	8,091	8,966	11,879	11,660	11,924	13,725	16,496	-	-	-
자산총계	32,620	35,854	38,203	41,164	43,596	53,206	60,441	-	-	-
유동부채	18,182	18,769	17,265	17,368	17,805	20,111	21,159	-	-	-
단기차입금	13,233	14,206	12,279	363	267	6,769	5,156	-	-	-
비유동부채	2,089	2,740	4,946	4,893	4,302	5,125	5,015	-	-	-
장기차입금 및 사채	1,929	2,498	2,301	2,297	1,990	2,609	105	-	-	-
부채총계	20,271	21,509	22,212	22,262	22,107	25,236	26,174	-	-	-
자본총계	12,349	14,345	15,992	18,903	21,489	27,970	34,267	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-840	-316	3,487	3,574	4,711	1,857	6,863	-	-	-
투자활동현금흐름	-2,340	-1,391	-834	-1,015	-1,458	-3,954	-2,033	-	-	-
설비투자금액	-2,386	-1,203	-887	-1,138	-1,576	-1,542	-2,028	-	-	-
재무활동현금흐름	3,056	1,817	-2,729	-2,572	-3,101	2,097	-4,656	-	-	-
연간현금변동	-133	97	-101	-23	152	1	175	-	-	-
잉여현금(FCF)	-3,227	-1,519	2,600	2,436	3,135	315	4,835	2,777	3,276	4,086

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	4.8	4.0	5.8	8.6	9.1	12.6	17.2	15.8	18.4	23.0
주당장부가액(BPS)	36.9	41.6	46.3	54.9	62.5	79.4	97.1	710.6	819.2	152.6
주당배당액(DPS)	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	1.0	0.0	-	-	-
자기자본수익률(ROE)	14.6	10.1	13.1	16.9	15.6	16.9	19.5	15.0	15.1	15.1
총자산수익률(ROA)	4.5	3.7	5.0	6.9	6.9	8.3	10.5	-	-	-
배당성향	3.6	3.8	8.7	5.8	5.5	8.6	0.0	-	-	-
순차입금	14,873	16,329	14,335	2,360	1,866	8,988	4,758	-	-	-
순차입금비용	120.4	113.8	89.6	12.5	8.7	32.1	13.9	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

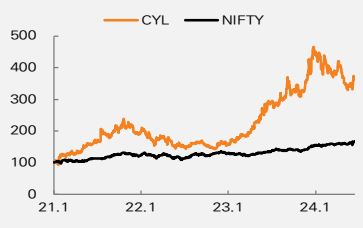
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 2,230
현재주가(24/06/13)	INR 1,901
상승여력	17.3%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	24.3
P/E(25F, x)	24.6
배당수익률(%)	1.6

시가총액(십억INR)	210.9
시가총액(조원)	3.5
유통주식수(백만주)	73.8
60일 평균 거래대금(백만INR)	875.4
52주 최저가(INR)	1,386.0
52주 최고가(INR)	2,459.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.2	-10.2	26.9
상대주가	6.7	-17.7	4.4



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

사이언트

기술력을 바탕으로 구조적 시장 성장 수혜

제조 엔지니어링 및 R&D 외주 서비스 IT 서비스 업체

사이언트(Cyient)는 타타 컨설턴시 서비스(TCS)나 인포시스 등의 주요 인도 IT 서비스 기업처럼 글로벌 기업 고객에게 IT 컨설팅 및 IT 관리 서비스를 제공한다. 그러나, 동사는 삼성전자와 보잉 같은 글로벌 대형 제조업체에 엔지니어링 및 R&D 외주 서비스를 제공한다는 차별점이 존재한다. 이로 인해 동사 고객군의 대부분은 제조업체로, 글로벌 금융(BFSI) 및 유통업체들이 동사의 고객군에 포함되지 않아 동사의 전체 잠재 시장 규모(TAM)는 주요 인도 IT 서비스 기업들 대비 작다. 그러나, 글로벌 제조업체들의 엔지니어링 및 R&D 외주 수주는 금융 및 유통 산업 대비 경기 사이클에 따른 영향이 적어 산업 사이클에 따른 변동성이 작다는 장점이 있다.

고객사의 사업 부문에 따른 매출비중은 항공과 같은 운송 산업이 25%로 가장 높고, 에너지 산업이 23.7%, 통신 산업이 19.6%로 뒤를 잇고 있다.

견고한 엔지니어링/R&D 외주 서비스 시장의 성장성

경영진은 글로벌 제조 엔지니어링 및 R&D 시장이 향후 5년간 연평균 7~10% 성장할 것으로 예상하고 있다. 전체 시장에서 외주가 차지하는 비중은 현재 20%에서 지속적으로 증가하고 있으며, 경영진은 제조 엔지니어링 및 R&D 외주 시장의 성장에 따라 동사의 매출액이 연평균 10% 이상 성장할 것으로 전망한다.

한편, 사이언트의 FY4Q24 매출액은 186.1억 루피로 전년 동기 대비 6.2% 성장하는 데 그쳤다. 경영진은 FY25년 상반기까지 매출 성장률이 둔화될 것으로 예상하고 있으며, 하반기부터 매출 성장률이 회복되어 향후 3년간 두 자릿수 매출액 성장을 지속할 것으로 전망하고 있다.

밸류에이션: 주요 인도 IT 서비스 업체와 유사한 수준에서 거래

동사는 FY25년 P/E 기준 24.6배(과거 7년 평균 대비 +1 표준편차 수준)에 거래되고 있으며, 주요 인도 IT 서비스 업체와 유사한 수준에서 거래 중이다(FY25년 인도 주요 IT 서비스 기업 PER: 24.7배). 글로벌 제조업체를 대상으로 한 엔지니어링 및 R&D 외주 시장의 안정적이면서도 견고한 성장 잠재력, 동사의 핵심 경쟁력을 고려할 시 동사의 장기 주가 매력도는 높은 것으로 판단한다.

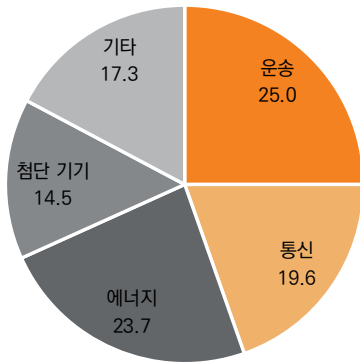
결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	60,159	71,472	79,688	91,133	102,384
영업이익 (백만INR)	7,465	10,361	11,466	13,470	15,179
영업이익률 (%)	12.4	14.5	14.4	14.8	14.8
순이익 (백만INR)	5,144	6,828	8,542	10,180	11,388
EPS (INR)	47.0	62.2	77.4	92.1	101.7
ROE (%)	15.6	17.7	19.6	21.0	20.8
P/E (배)	21.2	32.1	24.6	20.6	18.7
P/B (배)	3.2	5.2	4.6	4.1	3.6

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 사이언트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 매출액 구성비중 (FY24년)

(%)



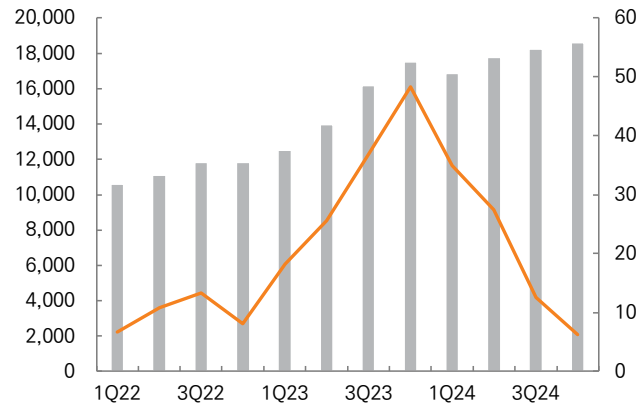
자료: 사이언트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 분기별 매출액 추이

(백만 INR)

매출액 (L) YoY 성장률 (R)

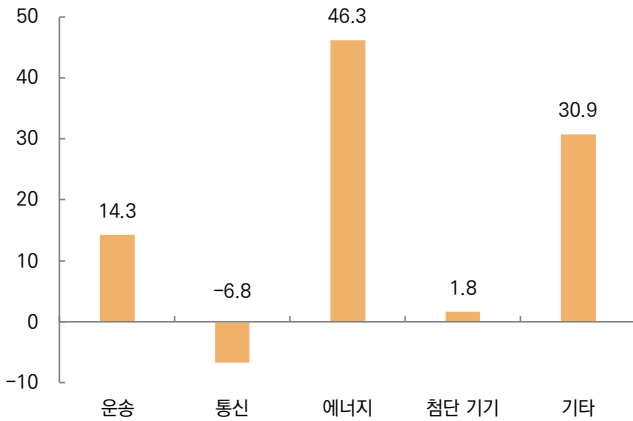
(%)



자료: 사이언트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 부문별 매출액 성장률 비교 (FY24년)

(%)



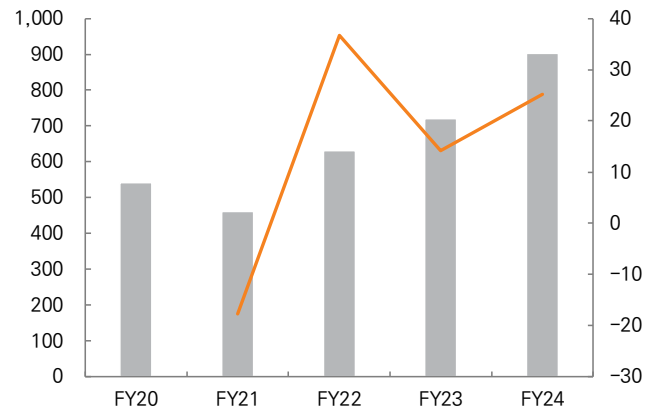
자료: 사이언트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 신규 수주액 추이

(백만 USD)

신규 수주액 (L) YoY 성장률 (R)

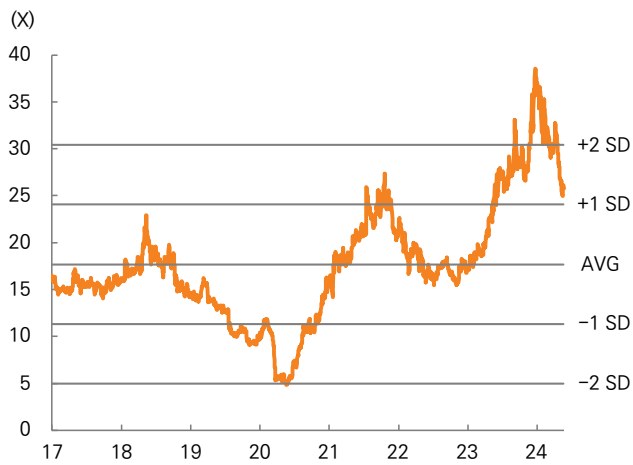
(%)



주: 기타 부문 신규 수주액을 제외한 주요 사업부문 신규 수주액

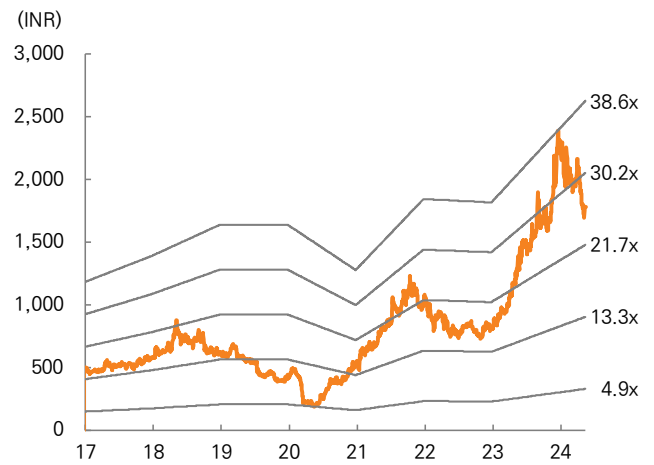
자료: 사이언트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 12개월 선행 P/E 밴드차트



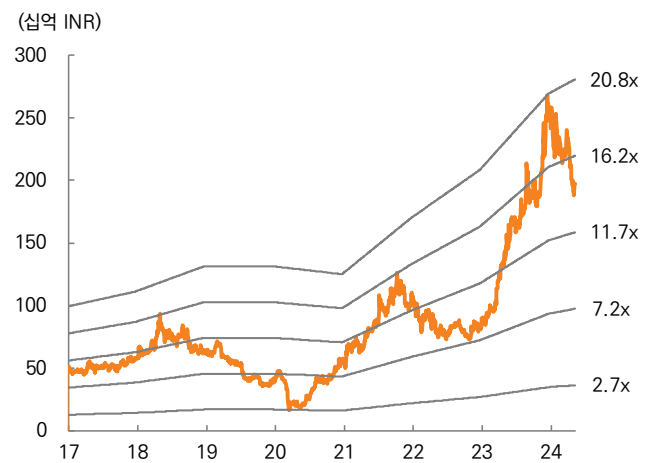
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



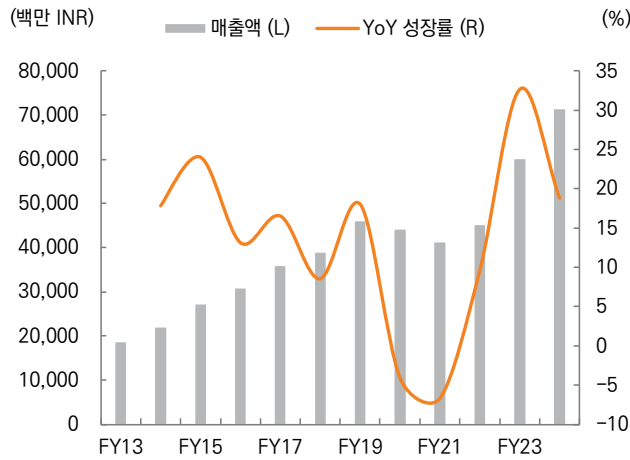
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



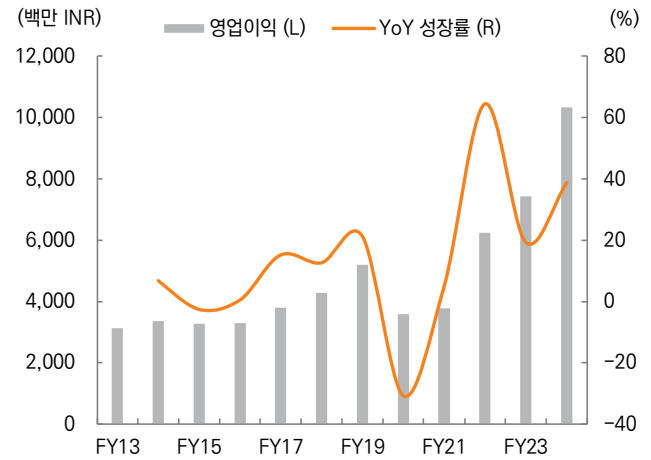
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 매출액 및 YoY 성장률 추이



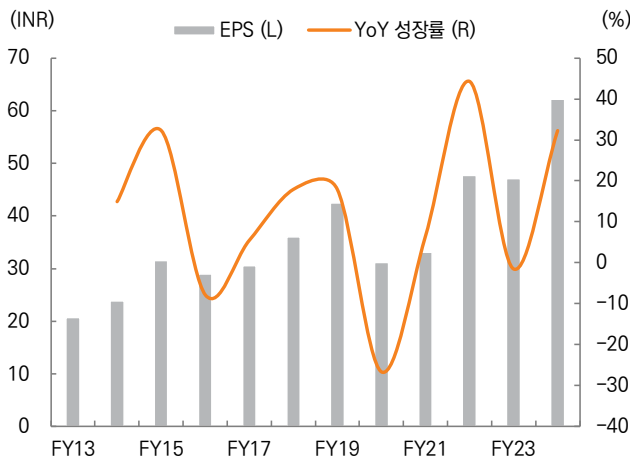
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



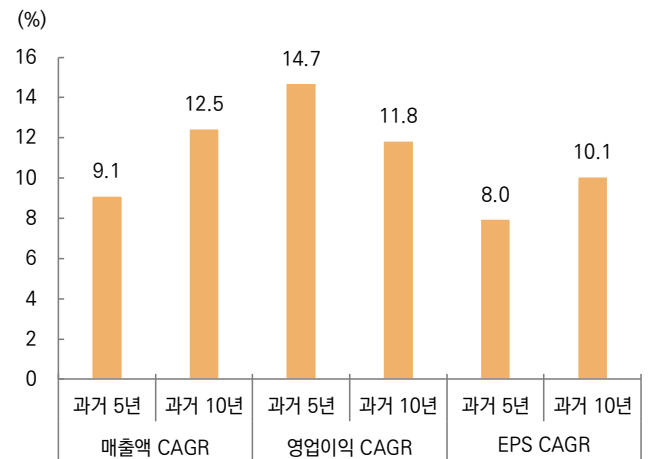
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. EPS 및 YoY 성장률 추이



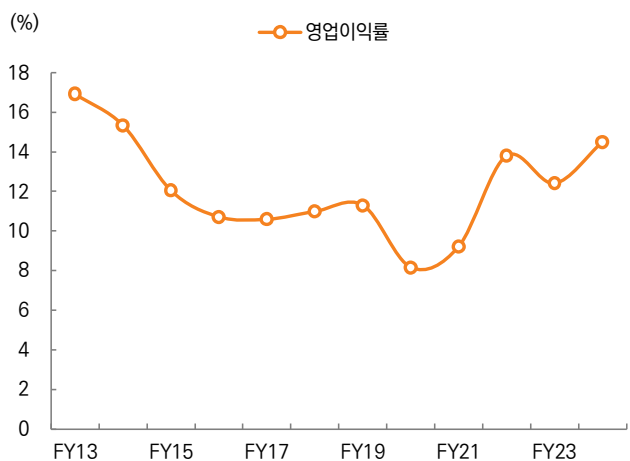
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률 추이



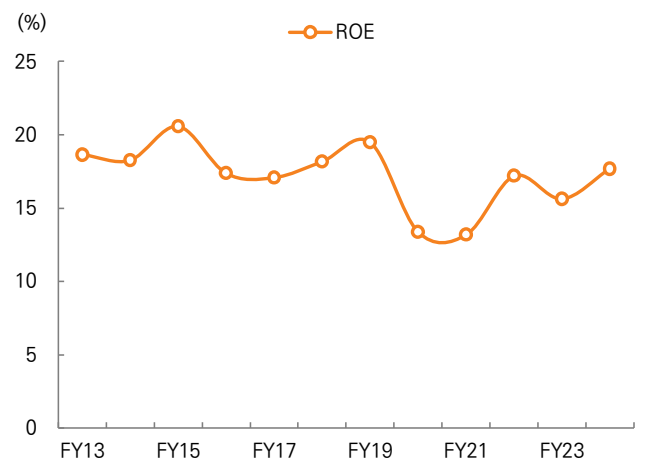
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 영업이익률을 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	39,139	46,175	44,274	41,324	45,344	60,159	71,472	79,688	91,133	102,384
영업이익	4,302	5,214	3,611	3,805	6,256	7,465	10,361	11,466	13,470	15,179
세전이익	5,411	6,198	4,708	4,771	6,984	6,812	9,184	11,409	13,478	15,466
순이익	4,054	4,785	3,425	3,638	5,223	5,144	6,828	8,542	10,180	11,388
현금성 영업이익(EBITDA)	5,354	6,328	5,893	6,024	8,178	10,031	13,028	14,405	16,694	18,390
(성장률, YoY)										
매출액		18.0%	-4.1%	-6.7%	9.7%	32.7%	18.8%	11.5%	14.4%	12.3%
영업이익		21.2%	-30.7%	5.4%	64.4%	19.3%	38.8%	10.7%	17.5%	12.7%
순이익		18.0%	-28.4%	6.2%	43.6%	-1.5%	32.7%	25.1%	19.2%	11.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		18.2%	-6.9%	2.2%	35.8%	22.7%	29.9%	10.6%	15.9%	10.2%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	23,456	25,850	24,918	28,518	28,972	31,913	35,591	-	-	-
현금 및 단기금융자산	8,461	9,983	9,518	14,650	13,532	8,912	10,593	-	-	-
비유동자산	10,870	13,042	16,879	16,410	18,901	33,568	34,445	-	-	-
자산총계	34,326	38,892	41,797	44,928	47,873	65,481	70,036	-	-	-
유동부채	8,621	9,895	11,135	11,109	12,623	20,231	16,581	-	-	-
단기차입금	1,780	2,137	2,879	2,302	2,816	4,004	749	-	-	-
비유동부채	2,263	3,375	5,085	4,278	4,116	10,615	7,886	-	-	-
장기차입금 및 사채	630	1,116	859	453	23	4,939	2,783	-	-	-
부채총계	10,884	13,270	16,220	15,387	16,739	30,846	24,467	-	-	-
자본총계	23,442	25,622	25,577	29,541	31,134	34,635	45,569	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	3,800	2,711	6,070	8,742	6,724	5,325	6,683	-	-	-
투자활동현금흐름	-1,898	-1,510	-2,108	-1,404	-4,368	-10,771	-5,679	-	-	-
설비투자금액	-1,474	-1,512	-2,149	-985	-647	-675	-853	-	-	-
재무활동현금흐름	-1,167	-2,018	-4,171	-2,313	-5,279	-435	-1,732	-	-	-
연간현금변동	1,033	-521	-101	4,994	-2,871	-5,616	-772	-	-	-
잉여현금(FCF)	2,326	1,199	3,921	7,757	6,077	4,650	5,830	8,437	10,132	12,675

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	35.9	42.4	31.1	33.1	47.5	46.7	61.7	77.4	92.1	101.7
주당장부가액(BPS)	208.2	232.0	232.9	268.8	285.3	313.5	384.0	415.4	462.6	522.8
주당배당액(DPS)	13.0	15.0	15.0	17.0	24.0	26.0	30.0	38.0	45.5	51.9
자기자본수익률(ROE)	18.2	19.5	13.4	13.2	17.2	15.6	17.7	19.6	21.0	20.8
총자산수익률(ROA)	12.3	13.1	8.5	8.4	11.3	9.1	10.1	13.8	14.4	12.9
배당성향	36.1	34.6	48.2	51.4	50.2	55.9	48.5	49.2	49.4	51.0
순차입금	-6,051	-6,730	-5,780	-11,895	-10,693	31	-7,061	-	-	-
순차입금비율	-25.8	-26.3	-22.6	-40.3	-34.3	0.1	-15.5	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

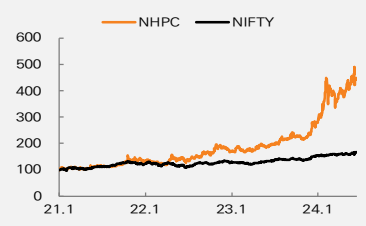
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 86.5
현재주가(24/06/13)	INR 103.7
상승여력	-16.5%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	24.9
P/E(25F, x)	23.0
배당수익률(%)	1.8

시가총액(십억INR)	1,042
시가총액(조원)	17.2
유통주식수(백만주)	2,730
60일 평균 거래대금(백만INR)	8,044
52주 최저가(INR)	44.4
52주 최고가(INR)	118.0

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.7	59.7	128.3
상대주가	-0.4	46.5	87.8



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

NHPC

인도 넷제로(Net-Zero) 정책의 수혜

인도 최대의 수력발전 기업

NHPC는 1975년 설립된 인도 공공부문 수력 발전 기업으로 인도를 주요 사업 지역으로 하고 있으며, 인도 정부가 전체 지분의 67.4%를 소유한 공기업이다. FY24년 기준 전체 매출액에서 발전을 통한 전력 판매 매출이 84%를 차지하고 있으며, 배당금 수익 등 기타 매출액이 16%를 차지하고 있다.

동사는 수력 발전 전문 기업으로, FY24년 전체 발전 용량 중 97.6%가 수력 발전 용량이며, 태양광이 1.7%, 풍력이 0.7%로 뒤를 잇고 있다. 특히, 인도 수력 발전 시장 내에서 높은 시장 지배력을 보이고 있으며, 수력 발전 시장 내에서 동사의 시장 점유율은 발전량, 발전 용량 기준 각각 16.1%, 14.9%이다.

인도 전력 수요 증가와 발전 용량 확대에 따른 높은 장기 성장성

동사의 FY24년 매출액 및 영업이익은 각각 963.2억 루피(-9.2% YoY), 368.4억 루피(-27.1% YoY)를 기록하며 전년 대비 역성장하였다. 이는 2023년 10월 티스타 강 유역에 발생한 집중 호우로 인한 발전량 감소의 영향으로, FY24년 동사의 발전량은 26,246GWh(-12.7% YoY)를 기록하였다.

다만, 이는 기후 현상으로 인한 일시적인 문제라 판단하며, 인도 내 전력 수요의 증가와 수력 발전 용량 확대에 따른 장기 구조적 성장성은 여전히 유효한 것으로 판단한다. 최근 인도의 높은 전력 수요(2022년 인도의 전력 수요 증가율은 전년 동기 대비 9.6% vs. 글로벌 평균 2.0%)에 힘입어 현재 동사가 건설 중인 수력 발전 프로젝트의 용량은 9,314MW로, 이는 FY24년 동사 전체 수력 발전 용량의 133.6%에 달하는 규모이다. FY25년을 기점으로 현재 건설 중인 수력 및 태양광 발전소의 점진적인 가동이 예상되는 만큼 장기적 관점에서 발전량 증가에 따른 매출액 성장이 이뤄질 것으로 예상된다.

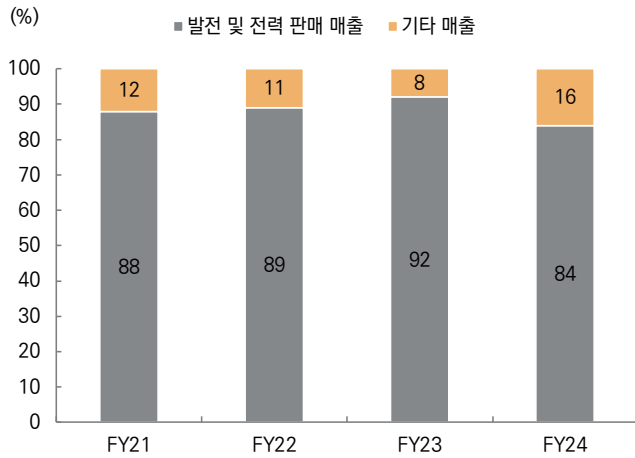
밸류에이션

2022년부터 본격적으로 시작된 정부 차원의 공격적인 수력 발전 용량 확대에 따라 동사의 주가는 2023년 11월 저점 이후 105.4% 상승하였다. 동사는 현재 FY25년 P/E 기준 23.0배 수준에 거래되고 있으며, 이는 과거 7년 평균 대비 +2 표준편차를 상회하는 수준이다.

결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	106,074	96,322	122,485	157,193	234,129
영업이익 (백만INR)	50,534	36,842	61,754	77,671	123,837
영업이익률 (%)	47.6	38.2	50.4	49.4	52.9
순이익 (백만INR)	38,900	36,244	42,352	52,773	61,069
EPS (INR)	3.9	3.6	4.5	5.3	6.1
ROE (%)	10.8	9.6	10.9	12.5	13.6
P/E (배)	10.4	24.9	23.0	19.4	17.1
P/B (배)	1.1	2.3	2.5	2.4	2.2

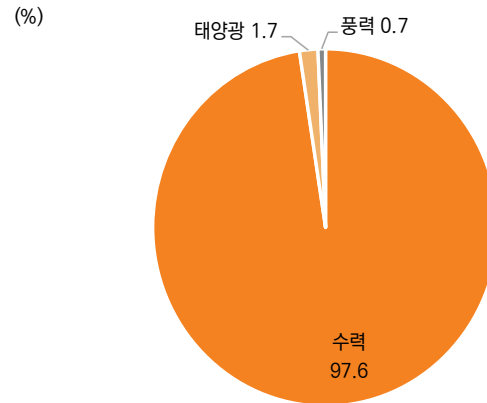
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 매출액 구성비중 추이



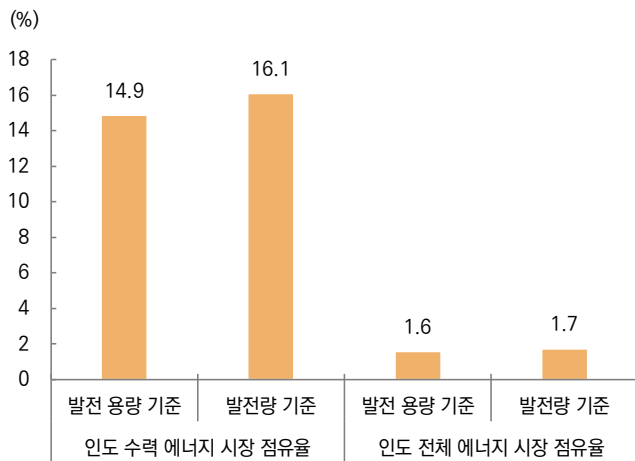
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 재생에너지 발전용량 구성 비중 (FY24년)



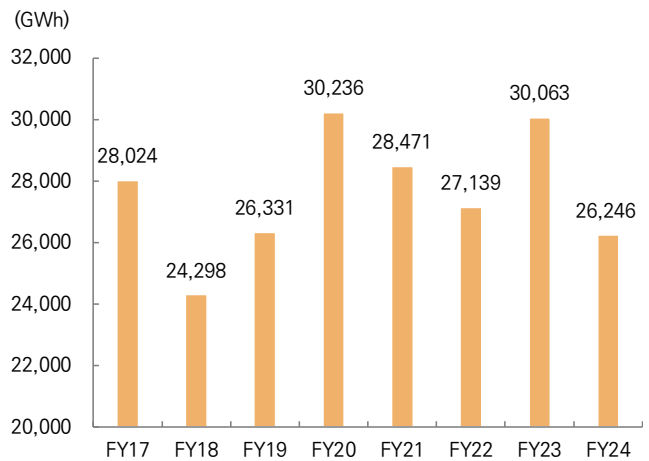
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 시장 점유율: 인도 수력 에너지 및 에너지 시장 (FY24년)



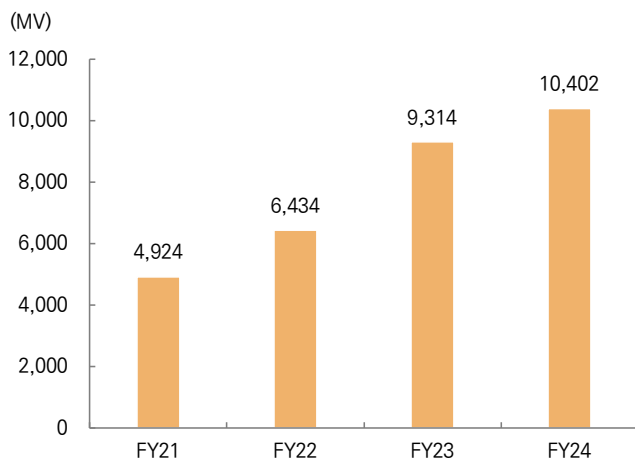
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 발전량 추이



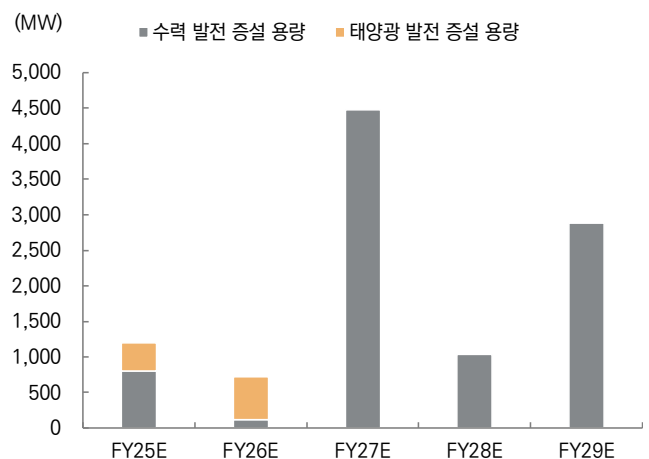
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 건설 중인 발전 용량 추이



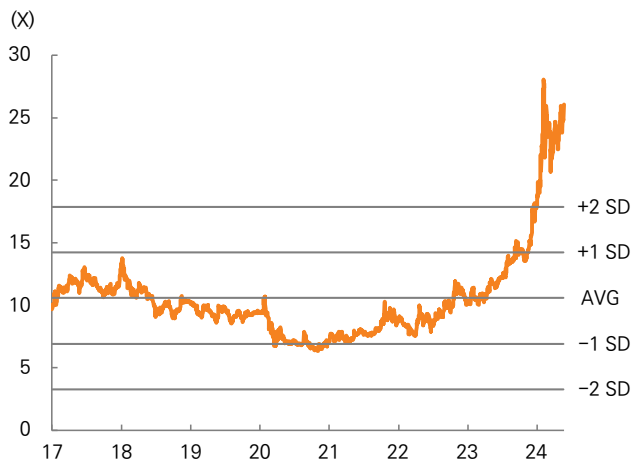
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 증설 계획에 따른 연도별 추가 발전 용량 전망



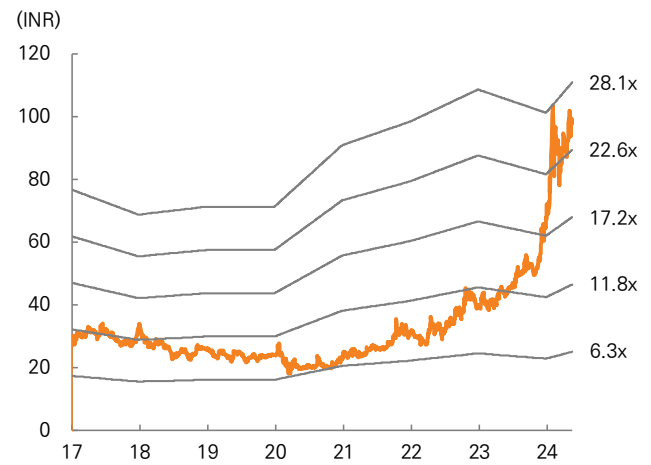
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



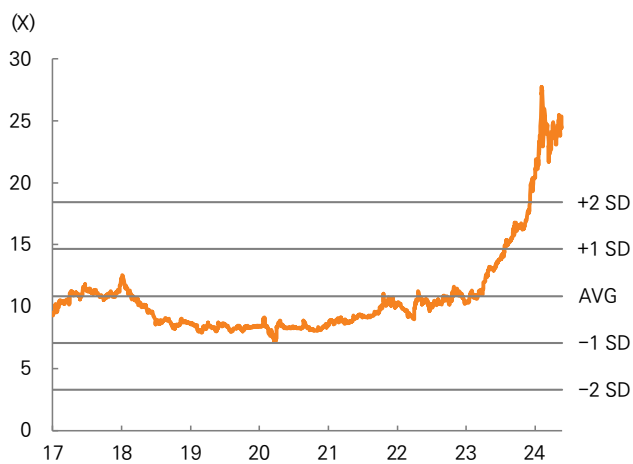
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 12개월 선행 P/E 밴드차트



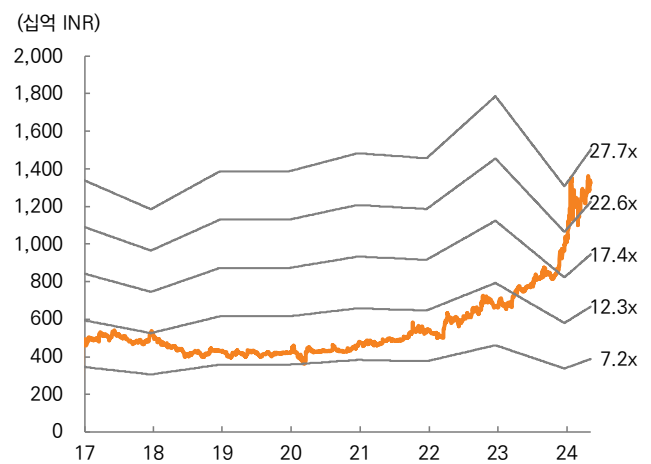
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. NHPC 수력 발전소 I



자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. NHPC 수력 발전소 II

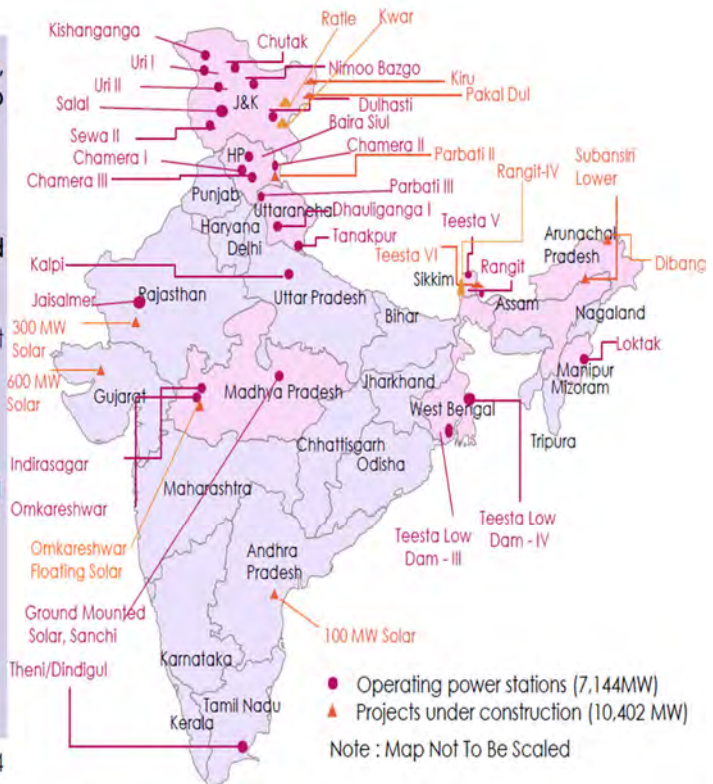


자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. NHPC 발전소 및 건설 중인 발전소 현황

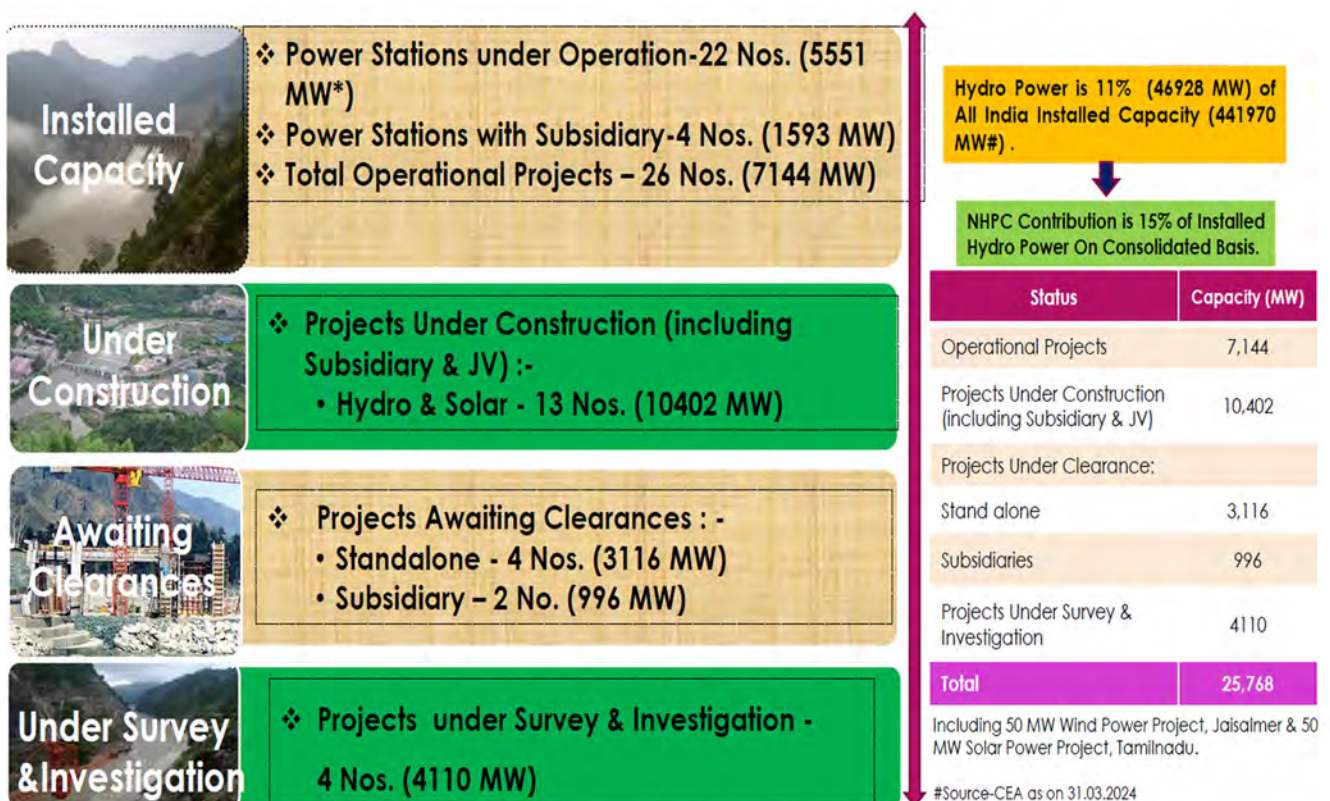
- Incorporated in 1975 with authorised capital of Rs. 200 crore, the present authorised capital is Rs.15000 crore (Paid Up Capital Rs.10,045 crore)
- Mini-Ratna Category-I PSU (since Apr-08)
- Established track record, strong operational performance and in-house engineering capabilities
- Involved across the entire chain of hydro power project development – from concept to commissioning.
- Presence across 13 states & 2 UTs.
- 15% share of installed hydro-electric capacity in India (6,971 MW out of 46,928 MW*).
- Consultancy business.
- Power trading business.
- Exposure to international business opportunities.

* Source-CEA as on 31.03.2024



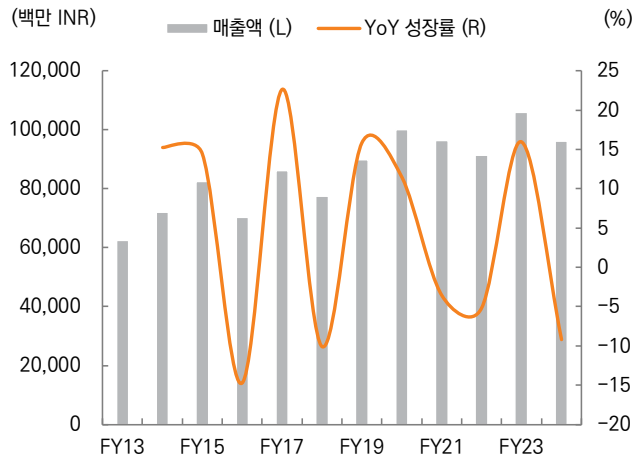
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. NHPC 발전소 및 건설 중인 발전소 발전 용량 현황



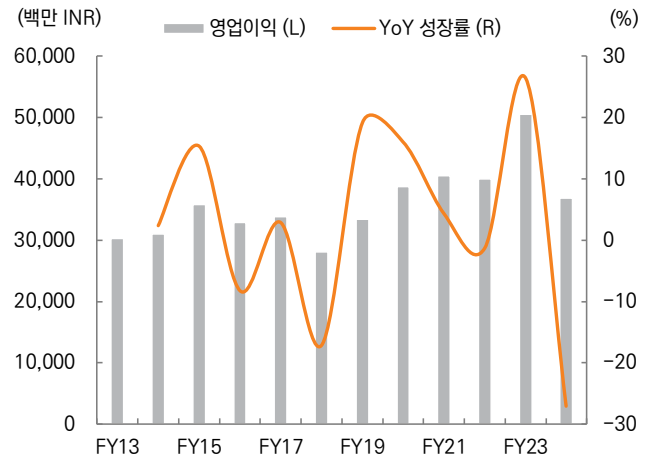
자료: NHPC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 매출액 및 YoY 성장률 추이



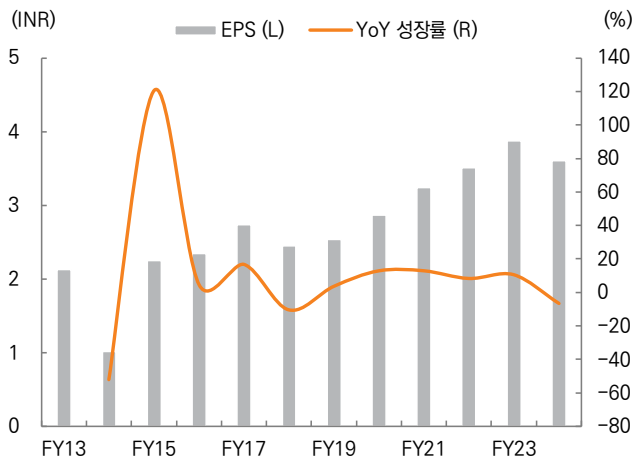
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



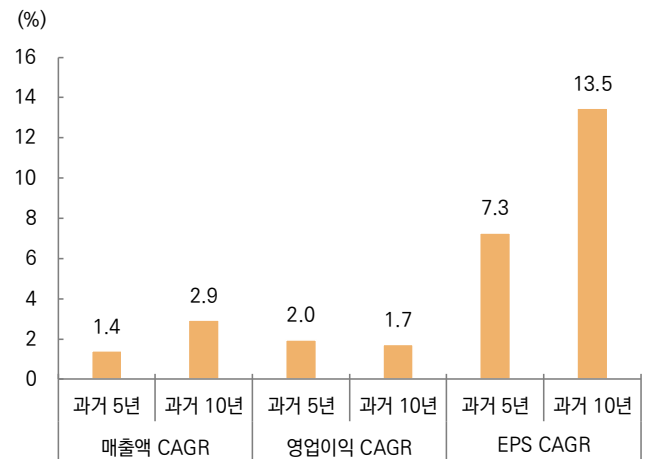
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. EPS 및 YoY 성장률 추이



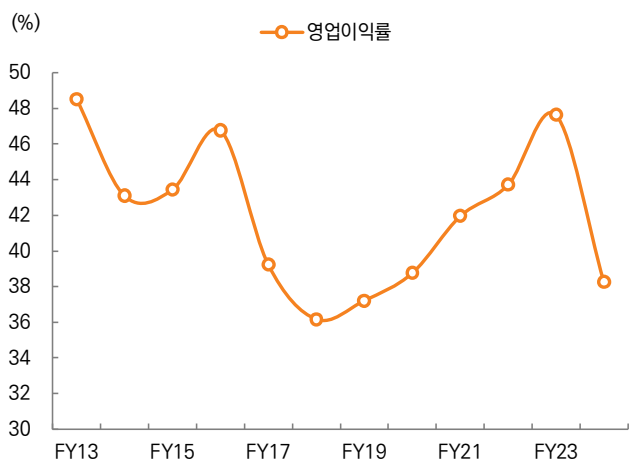
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률 추이



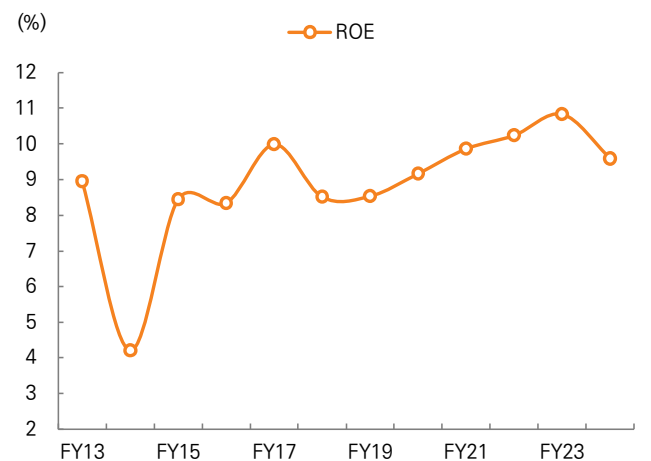
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	77,554	89,829	100,078	96,479	91,442	106,074	96,322	122,485	157,193	234,129
영업이익	28,039	33,420	38,798	40,491	39,971	50,534	36,842	61,754	77,671	123,837
세전이익	29,114	33,160	32,655	42,713	32,174	52,110	50,434	57,192	68,214	85,031
순이익	23,857	17,522	28,849	32,570	35,236	38,900	36,244	42,352	52,773	61,069
현금성 영업이익(EBITDA)	42,726	50,000	54,984	53,474	52,515	64,421	47,147	65,649	87,975	145,763
(성장률, YoY)										
매출액		15.8%	11.4%	-3.6%	-5.2%	16.0%	-9.2%	27.2%	28.3%	48.9%
영업이익		19.2%	16.1%	4.4%	-1.3%	26.4%	-27.1%	67.6%	25.8%	59.4%
순이익		-26.6%	64.6%	12.9%	8.2%	10.4%	-6.8%	16.9%	24.6%	15.7%
현금성 영업이익(EBITDA)		17.0%	10.0%	-2.7%	-1.8%	22.7%	-26.8%	39.2%	34.0%	65.7%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	129,488	149,641	95,614	93,697	88,462	107,651	109,029	-	-	-
현금 및 단기금융자산	33,191	22,453	16,933	22,568	19,584	28,450	36,348	-	-	-
비유동자산	499,749	517,614	617,073	637,873	684,384	753,223	823,926	-	-	-
자산총계	629,237	667,255	712,688	731,571	772,845	860,875	932,955	-	-	-
유동부채	60,619	62,014	62,998	62,032	66,063	79,423	96,123	-	-	-
단기차입금	2,800	4,160	7,143	7,260	28,488	9,480	31,109	-	-	-
비유동부채	238,858	268,578	300,532	302,652	328,943	364,307	397,908	-	-	-
장기차입금 및 사채	167,282	170,446	208,787	212,310	232,266	266,022	293,817	-	-	-
부채총계	299,476	330,592	363,530	364,684	395,007	443,730	494,031	-	-	-
자본총계	329,761	336,663	349,157	366,886	377,839	417,145	438,924	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	39,688	29,216	21,912	44,478	50,688	50,255	73,112	-	-	-
투자활동현금흐름	-13,029	-14,947	-35,183	-24,011	-35,630	-45,794	-63,418	-	-	-
설비투자금액	#VALUE!	-13,602	-36,317	-19,820	-37,014	-49,602	-69,971	-	-	-
재무활동현금흐름	-27,190	-14,221	13,443	-16,416	-6,384	-7,957	-5,815	-	-	-
연간현금변동	-530	47	171	4,051	8,674	-3,495	3,879	-	-	-
잉여현금(FCF)	24,053	15,614	-14,406	24,659	13,674	654	3,140	-129,630	5,348	74,012

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
회식 주당순이익(EPS)	2.5	2.5	2.9	3.2	3.5	3.9	3.6	4.5	5.3	6.1
주당장부가액(BPS)	29.3	30.7	32.0	33.7	34.8	36.7	38.5	40.9	44.1	46.6
주당배당액(DPS)	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8	1.4	10.0	1.8	2.1	2.2
자기자본수익률(ROE)	8.5	8.5	9.2	9.9	10.2	10.8	9.6	10.9	12.5	13.6
총자산수익률(ROA)	3.9	2.7	4.2	4.5	4.7	4.8	4.0	4.5	5.5	7.4
배당성향	57.1	56.5	52.2	49.3	51.6	36.2	277.1	40.7	39.8	36.7
순차입금	136,891	152,154	198,997	197,002	241,170	247,053	288,579	-	-	-
순차입금비율	41.5	45.2	57.0	53.7	63.8	59.2	65.7	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

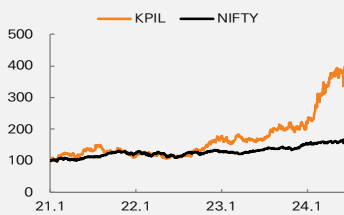
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 1,246
현재주가(24/06/13)	INR 1,225
상승여력	1.7%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	70.5
P/E(25F, x)	22.5
배당수익률(%)	0.7

시가총액(십억INR)	199.0
시가총액(조원)	3.3
유통주식수(백만주)	96.5
60일 평균 거래대금(백만INR)	384.0
52주 최저가(INR)	515.4
52주 최고가(INR)	1,369

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	80.7	129.6
상대주가	0.7	65.8	88.8



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

KPIL IN · 건설 · 인도

칼파타루 프로젝트 인터내셔널

견고한 국내외 수주 모멘텀

인도 중견 EPC 건설회사

동사는 1981년 설립된 인도 EPC[Engineering(설계), Procurement(조달), Construction(건설)] 건설회사로, 송배전 설비 건설, 일반 건설, 수처리 시설 건설, 철도 건설 등 다양한 사업 분야의 건설 서비스를 제공하고 있다. 주요 사업 및 매출 비중을 살펴보면 송배전 설비 건설 관련 매출액이 전체 매출액의 39.9%로 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 일반 건설 관련 매출액의 비중이 24.4%, 수처리 시설 건설 17.9%, 석유 및 가스 설비 건설 4.2%, 철도 건설 7.3%, 도시 인프라 건설 3.6%, 기타 매출액이 2.8%이다. 석유 및 가스 설비 건설 사업부는 주요 플랜트 공사보다는 가스 파이프 건설 등 보조 플랜트 공사에 주력하고 있다.

동사의 FY24년 매출액은 1,963억 루피(+20.2% YoY)를 기록해 FY20년 이후 가장 높은 매출액 성장률을 기록하였다. 이는 송배전 설비 건설을 포함한 일반 건설, 석유 및 가스 설비 건설 사업부의 높은 성장세에 기인한다.

경영진: 높은 신규 수주 및 매출액 성장세는 이어질 것으로 전망

동사는 FY24년 중동에서 대형 가스 파이프라인 수주 의향서(LOI, Letter Of Intent)를 확보하며 본격적인 중동향 수주액 성장을 이뤄내고 있다. FY24년 석유 및 가스 설비 부문의 수주잔고는 903.1억 루피(전체 수주 잔고의 15.5%)를 기록해 전년 대비 442% 성장했으며, 신규 수주액은 전년 대비 약 10배 성장하는 모습을 보였다.

이러한 해외 수주 확대에 따라 동사의 전체 수주액에서 해외 수주가 차지하는 비중은 FY24년 45%까지 확대되었으며(전년 대비 5%p 증가), 국내 수요도 견고한 성장세를 이어오고 있는 만큼 향후 경영진은 높은 신규 수주 및 매출액 성장세는 이어질 것으로 예상하고 있다. 경영진은 또한 FY25년 전년 대비 20% 이상의 매출액 성장과 5% 수준의 세전이익률을 달성 가능할 것으로 예상하고 있다.

밸류에이션: 인도 1위 건설 업체 대비 할인 거래 중

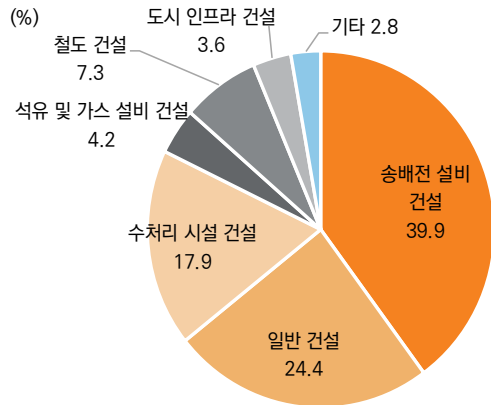
동사는 견고한 수주 및 매출액 성장에 힘입어 주가 상승을 이뤄내고 있으며, FY25년 P/E 기준 22.5배에 거래되고 있다. 이는 과거 7년 평균 대비 +2 표준 편차 수준이며, 동사는 인도 1위 건설 업체인 라르손 & 투브로(L&T) 대비 27.8% 할인 거래 중이다.

결산기 (3월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (백만INR)	147,774	163,614	196,260	242,715	287,983
영업이익 (백만INR)	7,760	9,828	11,550	16,232	20,711
영업이익률 (%)	5.3	6.0	5.9	6.7	7.2
순이익 (백만INR)	5,403	4,408	5,100	8,693	12,318
EPS (INR)	36.3	29.1	31.9	54.4	72.8
ROE (%)	13.5	9.8	10.3	14.8	17.4
P/E (배)	10.1	18.4	33.6	22.5	16.8
P/B (배)	1.3	1.8	3.3	3.3	2.8

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

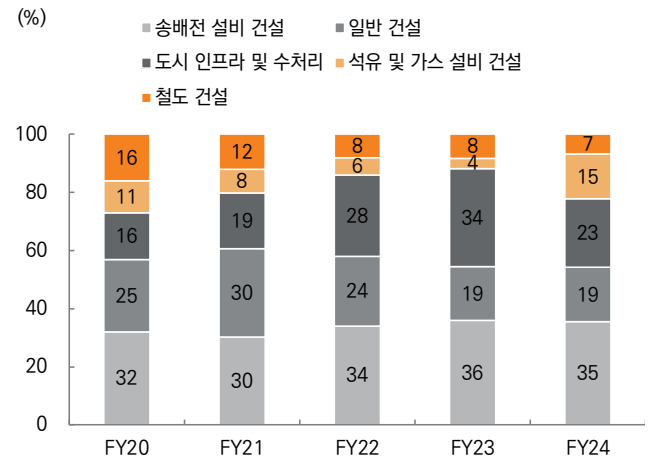
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 매출액 구성비중 (FY24년)



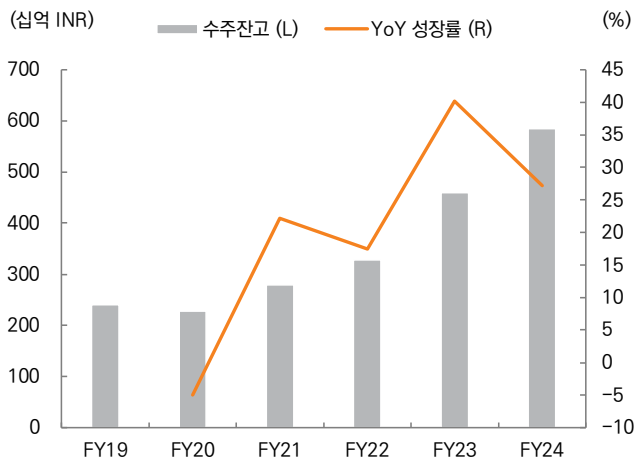
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 수주잔고 구성비중 추이



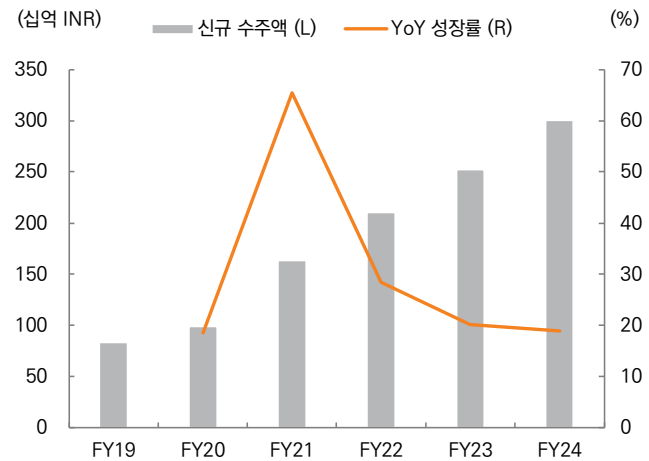
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 수주잔고 추이



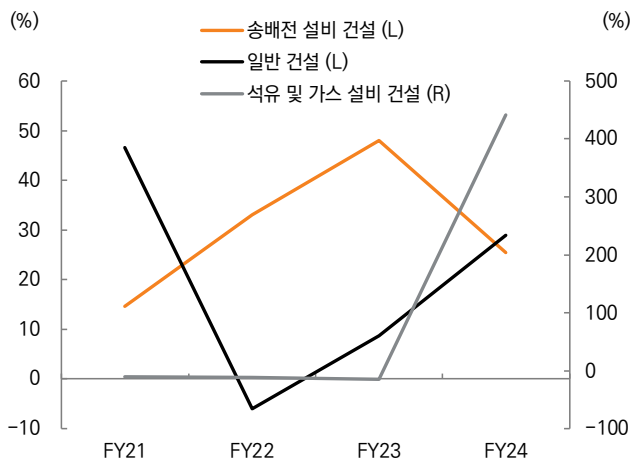
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 신규 수주액 추이



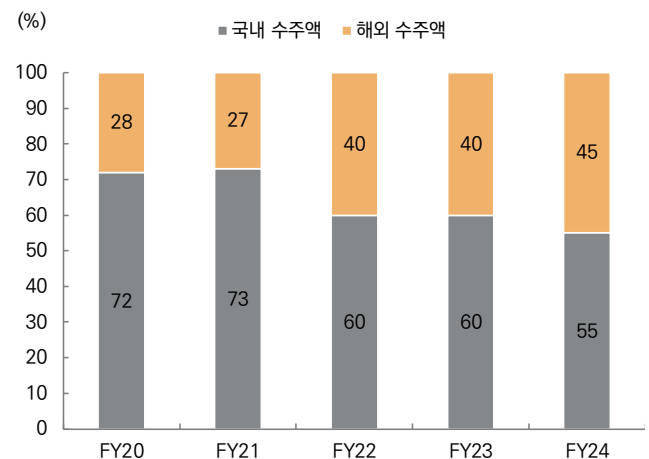
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 부문별 수주잔고 증가율 추이



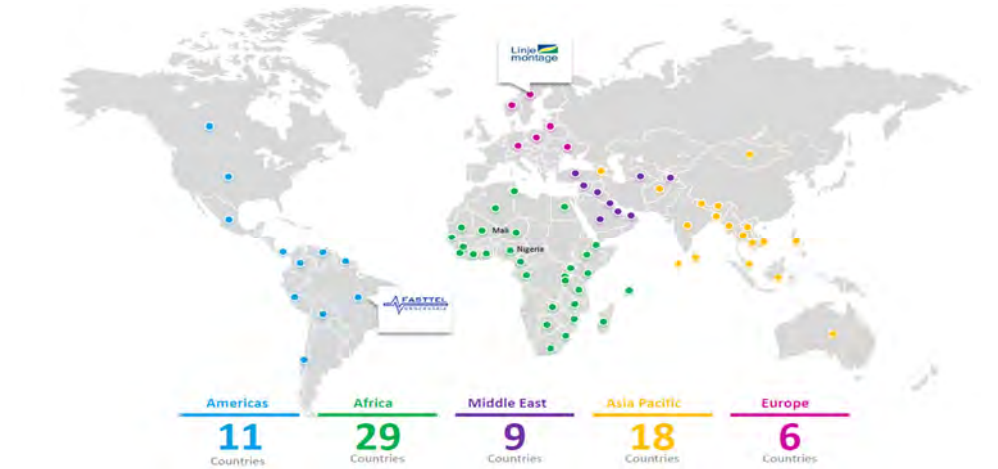
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 국내 및 해외 수주액 비중 추이



자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 칼파타루 프로젝트 인터내셔널 진출 국가 현황



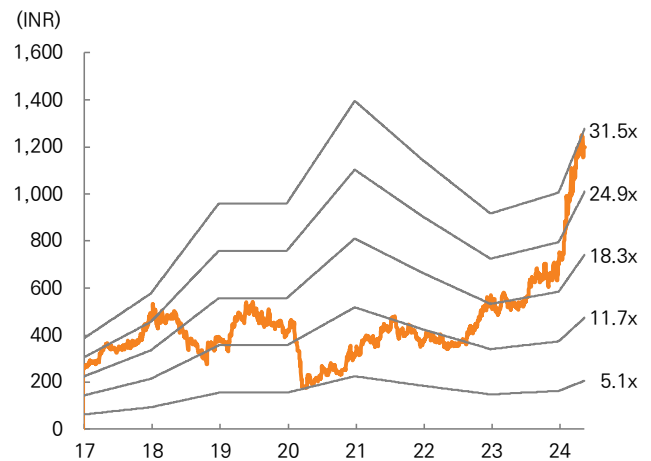
자료: 칼파타루 프로젝트 인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 12개월 선행 P/E 밴드차트



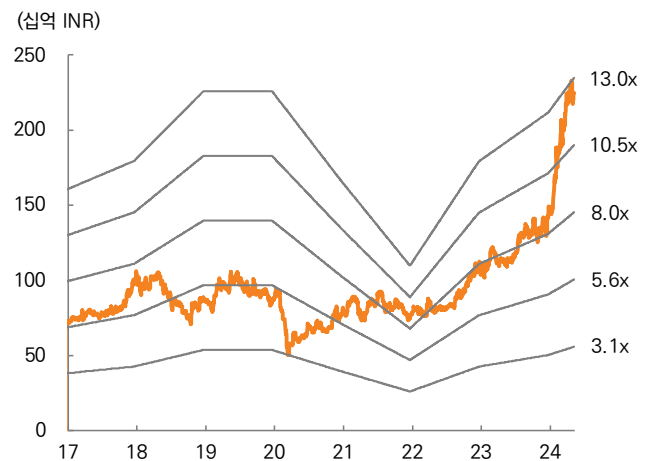
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



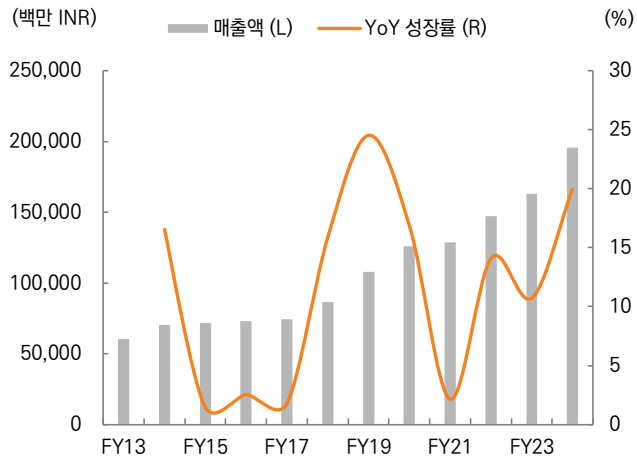
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



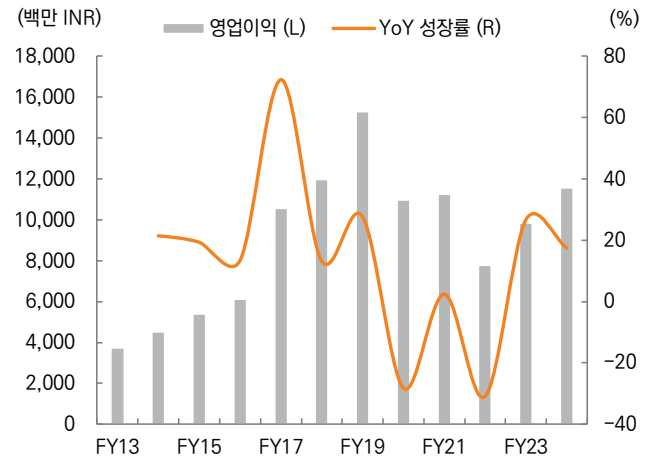
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 매출액 및 YoY 성장률 추이



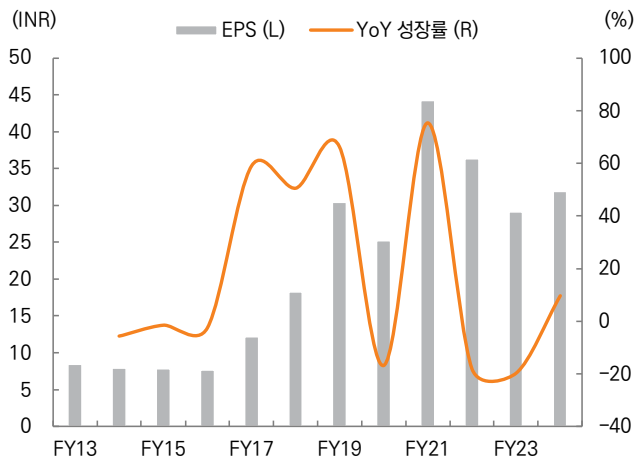
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



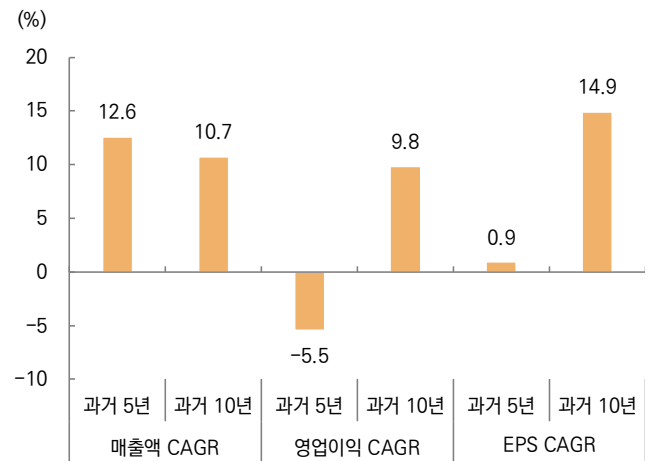
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. EPS 및 YoY 성장률 추이



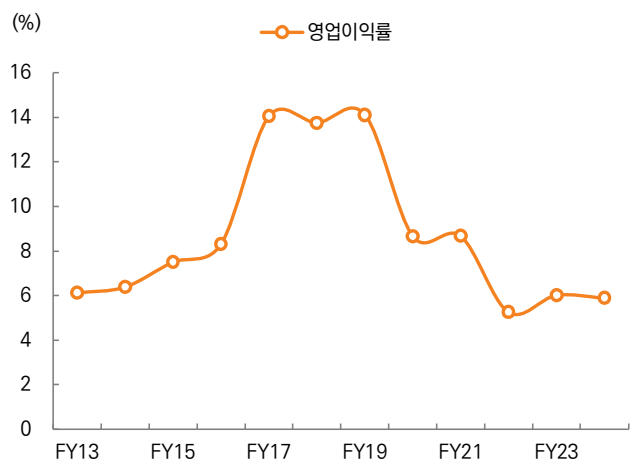
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 매출액/영업이익/EPS 과거 연평균 성장률 추이



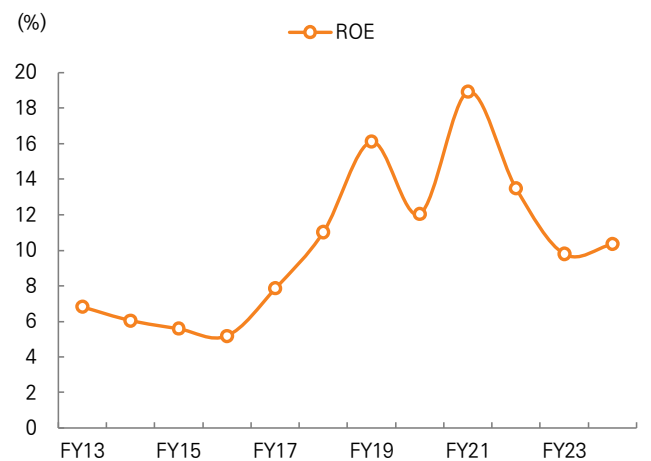
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	87,044	108,405	126,758	129,494	147,774	163,614	196,260	242,715	287,983	345,305
영업이익	11,966	15,291	10,971	11,242	7,760	9,828	11,550	16,232	20,711	25,679
세전이익	4,609	7,613	6,477	9,453	6,964	6,415	7,010	11,952	15,337	20,191
순이익	2,807	4,668	3,896	6,710	5,403	4,408	5,100	8,693	12,318	15,997
현금성 영업이익(EBITDA)	13,842	17,401	14,317	12,823	8,464	13,813	16,300	21,031	26,118	30,779
(성장률, YoY)										
매출액		24.5%	16.9%	2.2%	14.1%	10.7%	20.0%	23.7%	18.7%	19.9%
영업이익		27.8%	-28.3%	2.5%	-31.0%	26.7%	17.5%	40.5%	27.6%	24.0%
순이익		66.3%	-16.5%	72.2%	-19.5%	-18.4%	15.7%	70.5%	41.7%	29.9%
현금성 영업이익(EBITDA)		25.7%	-17.7%	-10.4%	-34.0%	63.2%	18.0%	29.0%	24.2%	17.8%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	79,416	106,057	117,982	113,206	129,138	157,513	182,790	-	-	-
현금 및 단기금융자산	2,822	2,442	5,461	5,919	11,972	10,630	10,320	-	-	-
비유동자산	44,603	35,424	39,810	40,329	42,978	38,296	37,590	-	-	-
자산총계	124,019	141,480	157,792	153,535	172,115	195,809	220,380	-	-	-
유동부채	60,183	76,403	91,388	83,427	95,338	126,000	147,870	-	-	-
단기차입금	6,170	4,434	11,317	2,437	19,221	23,176	24,620	-	-	-
비유동부채	35,638	32,276	31,452	31,519	32,602	22,870	21,380	-	-	-
장기차입금 및 사채	23,731	19,182	17,971	16,071	15,535	12,148	14,480	-	-	-
부채총계	95,821	108,679	122,840	114,946	127,940	148,870	169,250	-	-	-
자본총계	28,198	32,802	34,952	38,589	44,175	46,939	51,130	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	2,950	6,702	4,677	5,465	3,437	1,988	3,920	-	-	-
투자활동현금흐름	-7,129	-8,702	-7,470	-407	-2,904	-3,603	-3,160	-	-	-
설비투자금액	-6,834	-7,120	-4,698	-2,612	-3,081	-7,715	-3,520	-	-	-
재무활동현금흐름	4,332	1,808	5,444	-4,638	4,303	538	-200	-	-	-
연간현금변동	166	-189	2,648	428	4,836	-1,043	530	-	-	-
잉여현금(FCF)	-3,884	-418	-21	2,854	356	-5,727	400	1,940	7,273	12,175

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	18.3	30.4	25.3	44.3	36.3	29.1	31.9	54.3	72.7	78.5
주당장부가액(BPS)	174.2	203.3	218.8	251.1	287.3	290.6	321.1	367.2	432.5	502.9
주당배당액(DPS)	2.5	3.0	3.5	10.0	6.5	7.0	8.0	7.7	9.2	15.5
자기자본수익률(ROE)	11.0	16.1	12.0	18.9	13.5	9.8	10.3	14.8	17.4	-
총자산수익률(ROA)	2.5	3.5	2.6	4.3	3.3	2.4	2.5	5.0	6.5	6.8
배당성향	13.7	9.9	13.8	22.2	17.9	25.8	25.1	14.1	12.7	19.7
순차입금비율	96.0	64.6	68.2	32.6	51.6	52.6	56.3	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

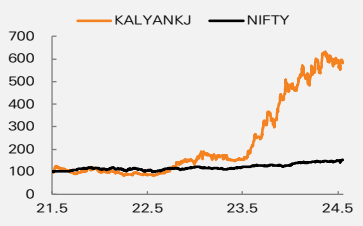
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 477.5
현재주가(24/06/13)	INR 402.0
상승여력	18.8%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	48.3
P/E(25F, x)	46.7
배당수익률(%)	0.3

시가총액(십억INR)	414.2
시가총액(조원)	6.8
유통주식수(백만주)	287.1
60일 평균 거래대금(백만INR)	1,169
52주 최저가(INR)	112.3
52주 최고가(INR)	449.7

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.2	24.0	257.0
상대주가	-3.8	13.7	193.6



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

칼안 주얼러스

공격적인 매출 확장 전략

점유율 2.7%의 인도 보석 브랜드 업체

동사는 1908년 설립된 인도의 보석 제조 및 판매 기업으로, 인도 내에서 보석 및 인프라 부동산 개발 등 다양한 사업을 영위하고 있는 칼안 그룹(Kalyan Group)의 자회사이다. 동사 매출액의 99.4%는 보석 관련 매출액으로, 동사는 인도 각지에 있는 소규모 보석 장인들과의 연계를 통해 뛰어난 보석 세공 능력을 보유하고 있으며, 특히 다양한 가격대와 특성을 지닌 12개의 보석 브랜드[무드라(Mudhra), 니마(Nimah) 등]를 기반으로 다양한 연령대 및 소득층의 고객 기반을 구축하였다. 인도 보석 시장에서 동사의 점유율은 2.7% 수준으로 것으로 추정된다.

동사는 코로나 기간(FY21년) 매출액 및 시장 점유율 측면에서 각각 14.7%, 0.7%p의 역성장을 기록하였다. 그러나, 이후 이어진 인도 중부/북부 지역으로의 사업 영역 확장과 이에 따른 빠른 매장 수 확대로 지난 3년간 동사의 매출액은 연평균 29.5% 성장하였으며, 시장 점유율 또한 3년간 1.0%p 상승하였다.

공격적인 신규 매장 오픈으로 향후 3년간 27%의 연평균 매출 성장 목표

동사는 인도 보석 시장의 빠른 성장에 발맞추어 매장 확대 속도를 가속화하기 위해 FOCO(Franchise Owned Company Operated) 모델을 기반으로 한 성장 전략을 구사하고 있다. FOCO 모델 성장 전략은 매장 오픈 자금 및 매장 재고/진열 보석에 대해 프랜차이즈 가맹주가 직접 투자하는 전략으로, 이는 매장 관리(매장 인테리어 및 고객 서비스 관리)는 동사가 직접 수행하는 동시에 매장 오픈 투자 비용을 줄일 수 있는 독특한 전략이다.

FOCO 모델로 FY24년 58개의 신규 매장을 오픈하였으며, FY25년에는 80개의 신규 매장 오픈을 목표로 하고 있다. 경영진은 적극적인 신규 매장 확대 전략을 기반으로 향후 3년간 27%의 연평균 매출액 성장을 목표로 하고 있다.

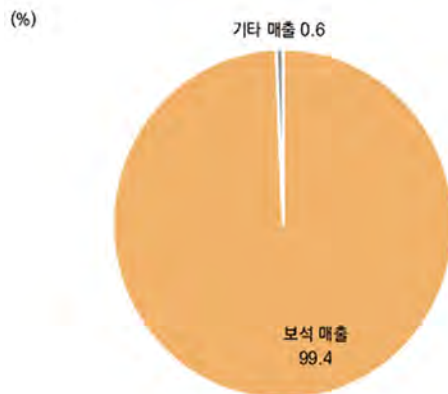
밸류에이션: 동종 업체 타이탄 컴퍼니 대비 29.9% 할인 거래 중

동사는 FY25년 P/E 46.7배(과거 3년 평균 대비 +1 표준편차를 소폭 하회하는 수준)에 거래되고 있고, 동종 업체 타이탄 컴퍼니 대비 29.9% 할인 거래 중이다. 향후 이어질 인도 보석 시장의 높은 성장세는 보석 매출 비중이 높은 동사에게 긍정적인 요인일 것으로 판단한다.

결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	140,250	185,483	243,824	311,176	391,278
영업이익 (백만INR)	8,529	10,384	13,766	17,721	20,995
영업이익률 (%)	6.1	5.6	5.6	5.7	5.4
순이익 (백만INR)	4,331	5,973	8,854	12,173	16,505
EPS (INR)	4.2	5.8	8.6	11.8	16.0
ROE (%)	12.8	15.3	19.3	22.0	22.2
P/E (배)	25.1	73.8	46.7	34.0	25.1
P/B (배)	3.0	10.5	8.3	6.8	5.5

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

그림 125. 매출액 구성비중 (FY24년)



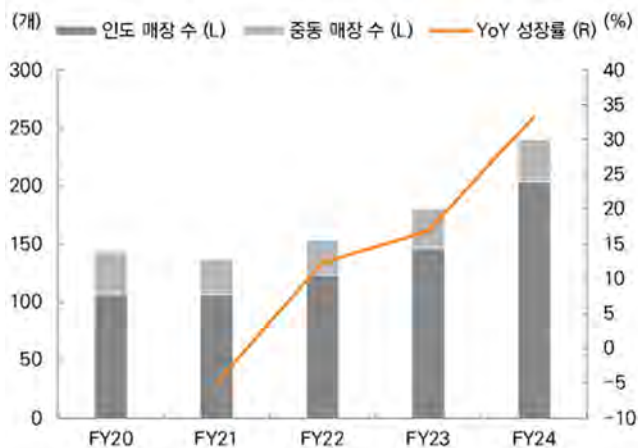
자료: 칼안 주얼리스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 인도 비남부 지역 매출액 및 매출액 비중 추이



자료: 칼안 주얼리스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 국내외 매장 수 추이



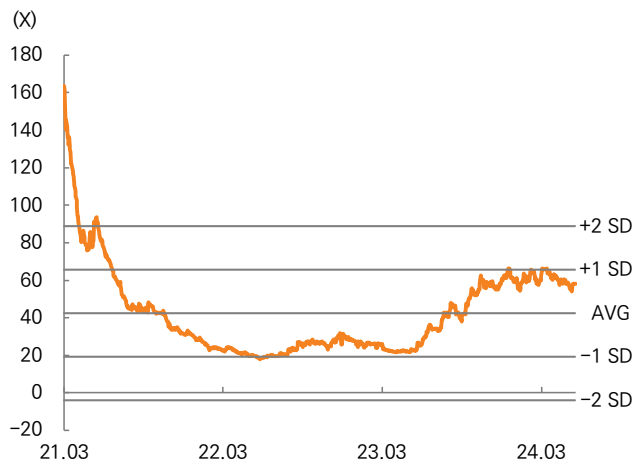
자료: 칼안 주얼리스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 시장 점유율 추이



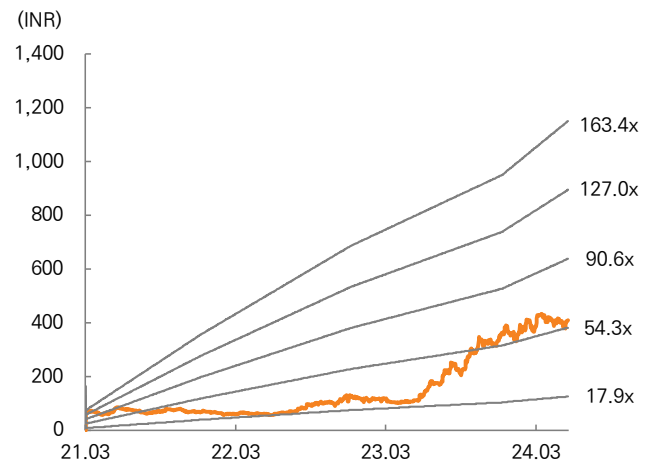
자료: 칼안 주얼리스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 12개월 선행 P/E 밴드차트



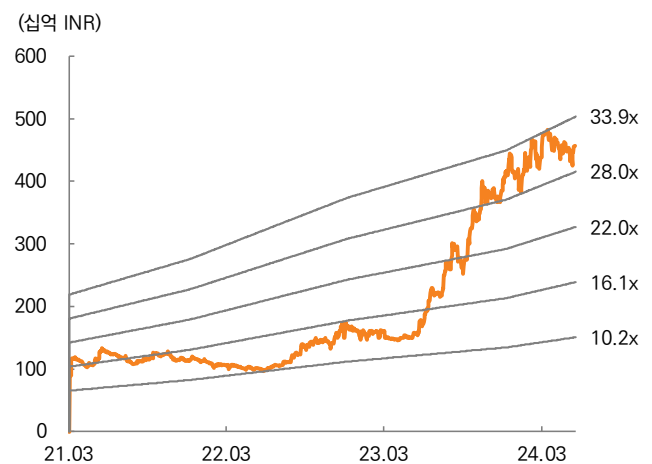
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 무드라(Mudhra) 목걸이



자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 니마(Nimah) 목걸이



자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 글로(GLO) 반지



자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 랑(Lang) 목걸이



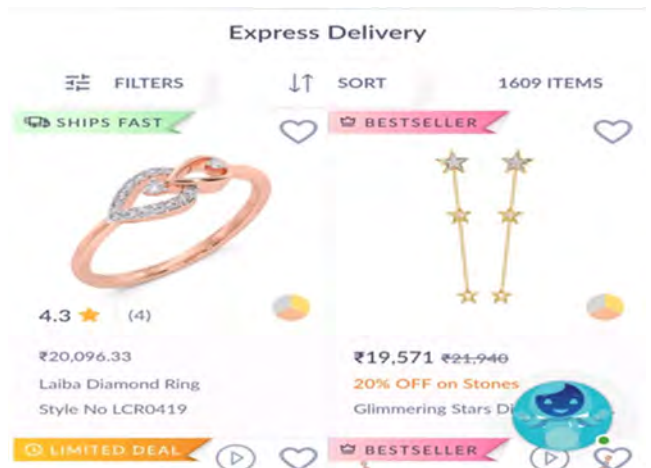
자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 칼얀 주얼러스 매장 내부



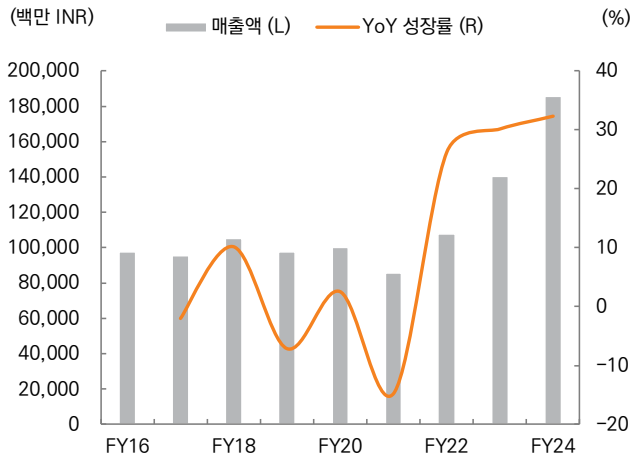
자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 칼얀 주얼러스 온라인 몰



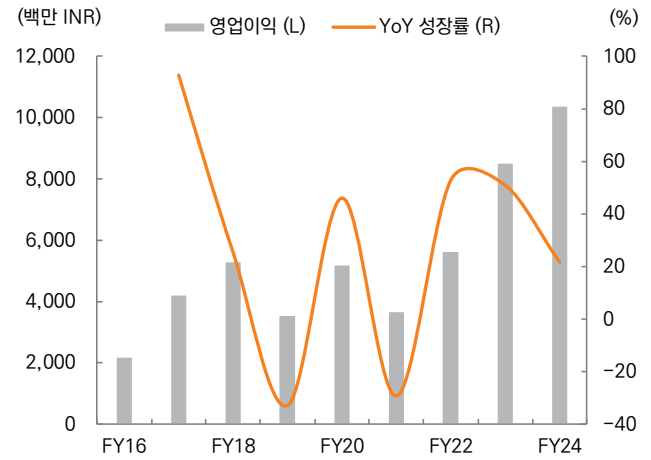
자료: 칼얀 주얼러스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 매출액 및 YoY 성장률 추이



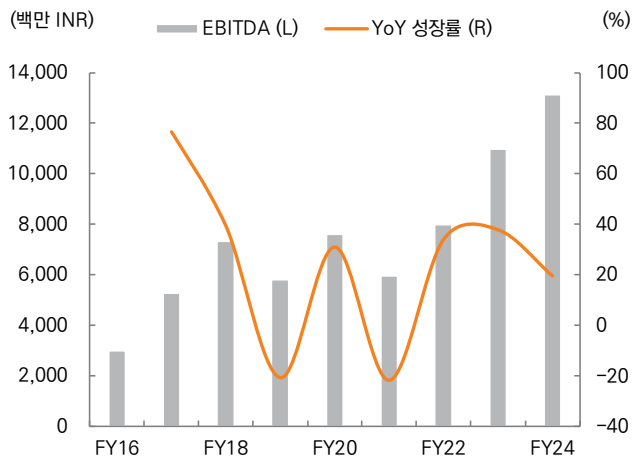
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



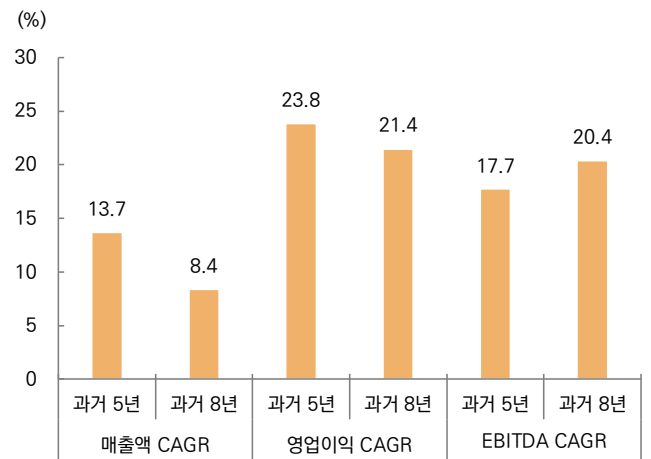
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. EBITDA 및 YoY 성장률 추이



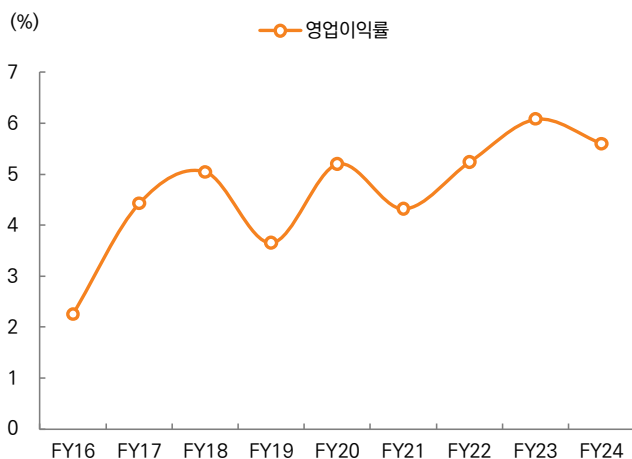
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 매출액/영업이익/EBITDA 과거 연평균 성장률 추이



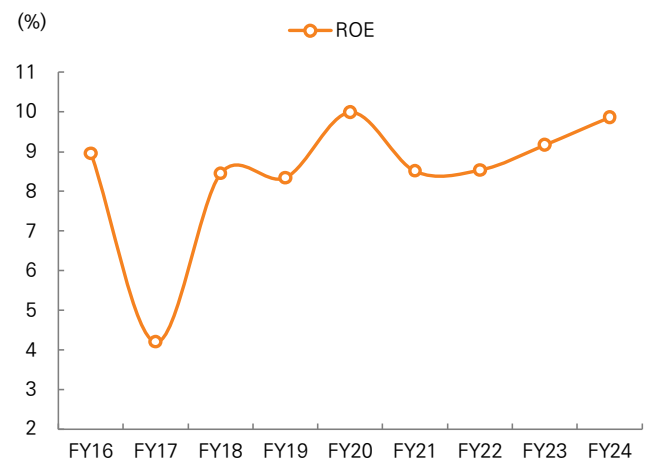
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	105,260	97,708	100,165	85,433	107,808	140,250	185,483	243,824	311,176	391,278
영업이익	5,307	3,567	5,211	3,694	5,649	8,529	10,384	13,766	17,721	20,995
세전이익	2,138	209	2,209	394	2,989	5,715	7,888	11,722	16,135	20,805
순이익	1,424	-36	1,430	-63	2,242	4,331	5,973	8,854	12,173	16,505
현금성 영업이익(EBITDA)	7,086	5,867	7,603	5,943	8,127	11,014	13,223	16,847	20,992	24,473
(성장률, YoY)										
매출액		-7.2%	2.5%	-14.7%	26.2%	30.1%	32.3%	31.5%	27.6%	25.7%
영업이익		-32.8%	46.1%	-29.1%	52.9%	51.0%	21.7%	32.6%	28.7%	18.5%
순이익		-	-	-	-	93.2%	37.9%	48.2%	37.5%	35.6%
현금성 영업이익(EBITDA)		-17.2%	29.6%	-21.8%	36.7%	35.5%	20.1%	27.4%	24.6%	16.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,710	57,125	58,984	67,103	68,414	85,158	99,490	-	-	-
현금 및 단기금융자산	10,179	8,254	7,501	10,966	1,490	1,409	9,751	-	-	-
비유동자산	20,802	23,475	23,203	21,549	21,038	21,971	28,687	-	-	-
자산총계	85,512	80,599	82,187	88,651	89,451	107,129	128,177	-	-	-
유동부채	57,616	51,973	52,777	53,720	51,818	63,687	75,828	-	-	-
단기차입금	18,436	21,000	23,382	31,983	33,034	34,821	33,173	-	-	-
비유동부채	8,216	8,620	7,829	6,666	6,253	7,097	10,472	-	-	-
장기차입금 및 사채	1,786	1,075	848	201	243	78	0	-	-	-
부채총계	65,832	60,593	60,606	60,386	58,072	70,785	86,300	-	-	-
자본총계	19,681	20,006	21,581	28,265	31,380	36,345	41,878	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	10,672	1,361	791	3,552	433	7,974	11,238	-	-	-
투자활동현금흐름	-6,392	-1,549	42	-2,299	436	-3,971	-1,778	-	-	-
설비투자금액	-2,837	-2,989	-1,192	-482	-913	-1,871	-3,714	-	-	-
재무활동현금흐름	-4,503	-93	-725	787	-3,028	-4,085	-9,092	-	-	-
연간현금변동	-223	-281	108	2,040	-2,158	-81	368	-	-	-
잉여현금(FCF)	7,835	-1,628	-401	3,070	-479	6,103	7,523	12,884	18,797	25,247

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	1.5	0.0	-	-0.1	2.2	4.2	5.8	8.6	11.8	16.0
주당장부가액(BPS)	-	-	-	11.9	30.5	35.3	40.7	48.4	59.2	72.5
주당배당액(DPS)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.2	1.4	1.8	2.5
자기자본수익률(ROE)	8.1	-0.2	6.9	-0.4	10.3	12.8	15.3	19.3	22.0	22.2
총자산수익률(ROA)	1.9	0.0	1.8	-0.1	2.5	4.4	5.1	6.2	7.5	8.5
배당성향	-	-	-	-	0.0	11.9	20.7	15.9	15.6	15.6
순차입금	10,043	13,820	16,729	21,218	31,787	33,490	23,422	-	-	-
순차입금비율	51.0	69.1	77.5	75.1	101.3	92.1	55.9	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

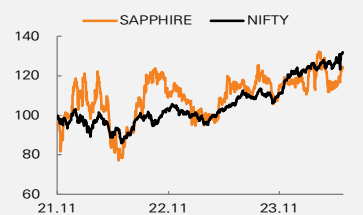
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 1,675
현재주가(24/06/13)	INR 1,500
상승여력	11.7%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	72.2
P/E(25F, x)	104.9
배당수익률(%)	-

시가총액(십억INR)	95.6
시가총액(조원)	1.6
유통주식수(백만주)	34.3
60일 평균 거래대금(백만INR)	303.1
52주 최저가(INR)	1,213
52주 최고가(INR)	1,670

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.4	5.9	7.8
상대주가	3.0	-2.9	-11.4



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

사파이어 푸드 인디아

이익 개선 모드로 전환

인도 KFC와 피자헛 프랜차이즈 운영

동사는 2015년 설립된 인도 최대 규모의 패스트푸드 프랜차이즈(QSR, Quick Service Restaurant) 기업 중 하나로, FY24년 기준 인도 및 스리랑카 지역에 872 개의 레스토랑을 보유하고 있다(동사와 동일하게 인도 내에서 KFC와 피자헛 프랜차이즈를 운영하는 데비야니 인터내셔널은 국내외 1,782개의 레스토랑 보유). FY24년 기준 인도 KFC와 피자헛 프랜차이즈의 매출비중은 각각 66.3%, 20.0%이며, 기타 스리랑카 등의 해외 지역을 포함한 기타 매출비중이 13.7%이다.

피자 프랜차이즈 사업 이익 개선 모드로 전환

패스트푸드에 대한 높은 수요에 힘입어 FY21년 이후 동사는 연평균 26.1% 수준의 빠른 매장 수 확대를 이어오고 있으며, 이에 따라 동사의 FY24년 매출액은 전년 대비 14.9% 성장하였다. 다만, 이러한 매출액 측면에서의 높은 성장세에도 불구하고 FY24년 동사의 영업이익은 전년 대비 16.3% 감소했으며, 영업이익률 또한 2.0%p 감소하였다. 주요 원인은 개별 매장당 매출액 감소로, 핵심 브랜드인 KFC와 피자헛 모두 일평균 매출액과 동일 점포 기준 매출액 성장을 측면에서의 역성장을 기록하였다[일평균 매출액 성장률: KFC(-7.4%), 피자헛(-20.7%), 동일 점포 기준 매출액 성장률: KFC(-1.0%), 피자헛(-16.0%)].

이에 따라 경영진은 KFC의 신규 매장 오픈 전략은 공격적으로 유지하되, 피자헛 브랜드 신규 매장 오픈은 향후 패스트푸드 프랜차이즈 시장이 회복될 때까지 자제하는 전략으로 변경한다고 밝혔다. 이는 진입 장벽이 비교적 낮고 도미노 피자라는 이미 확고한 1위 업체가 있는 피자 시장에서 일단 이익률을 개선한 이후 매출 성장을 재개하기 위한 전략이며, 향후 인도 피자 프랜차이즈 시장 경쟁 완화로 인한 이익 개선이 기대된다.

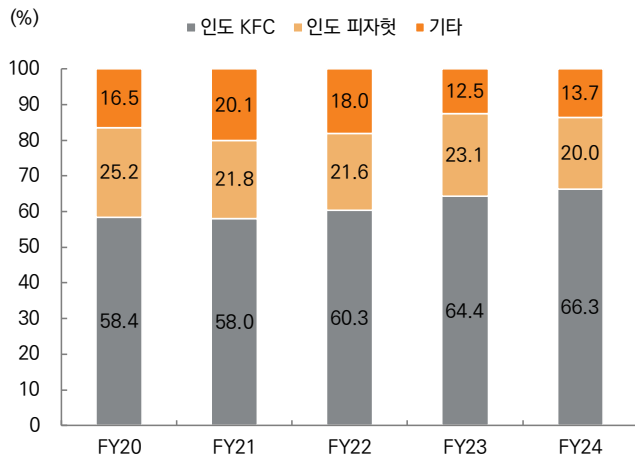
밸류에이션: 동종 업체와 유사한 수준에서 거래 중

동사의 주가는 인도의 소비 시장 성장 둔화에 따른 인한 매출 및 이익 성장 둔화로 지난 3월 고점 대비 5.7% 하락하여 현재 FY25년 P/E 104.9배(과거 3년 평균 대비 +1 표준편차 수준)에 거래되고 있다. 동종 업체인 주빌런트 푸드웍스 대비 16.7% 프리미엄에 거래 중이며, 데비야니 인터내셔널에 비해서는 20.4% 할인 거래 중이다.

결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	22,571	25,943	30,553	36,298	42,311
영업이익 (백만INR)	1,642	1,374	1,992	2,909	3,954
영업이익률 (%)	7.3	5.3	6.5	8.0	9.3
순이익 (백만INR)	2,334	528	920	1,502	2,292
EPS (INR)	36.7	8.3	14.3	23.4	37.0
ROE (%)	20.6	4.1	6.6	9.9	13.3
P/E (배)	33.2	189.0	104.9	64.1	40.6
P/B (배)	6.2	7.5	6.7	6.1	5.3

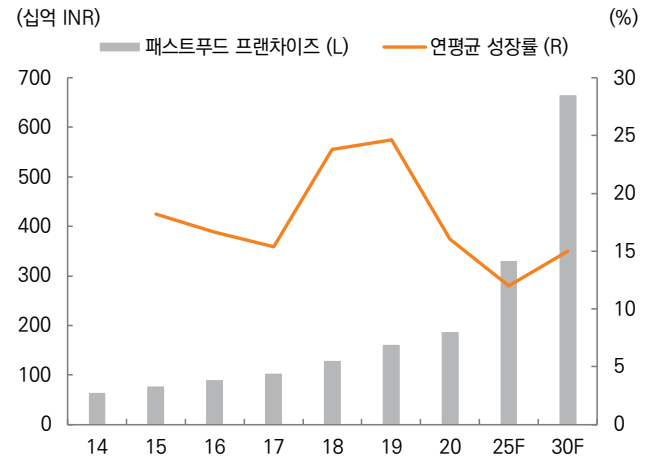
주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 브랜드별 매출액 구성비중 추이



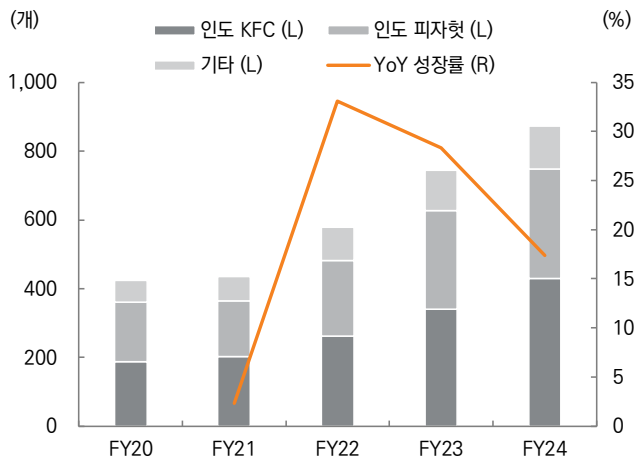
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 패스트푸드 프랜차이즈 시장 규모 추이



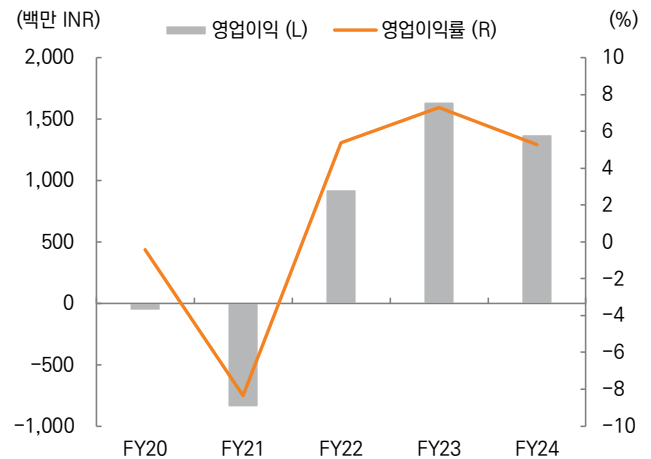
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 브랜드별 매장 수 추이



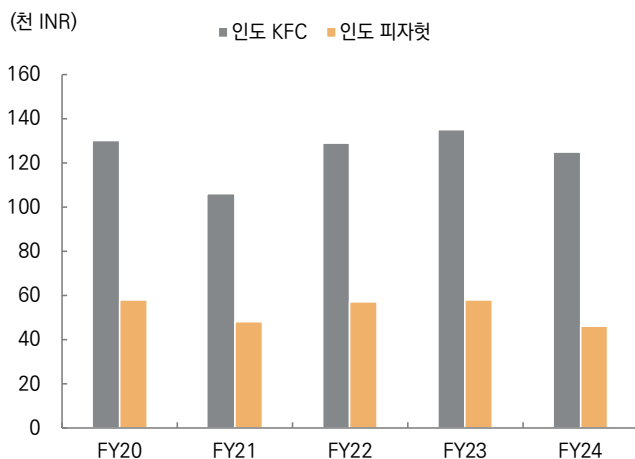
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 영업이익 및 영업이익률 추이



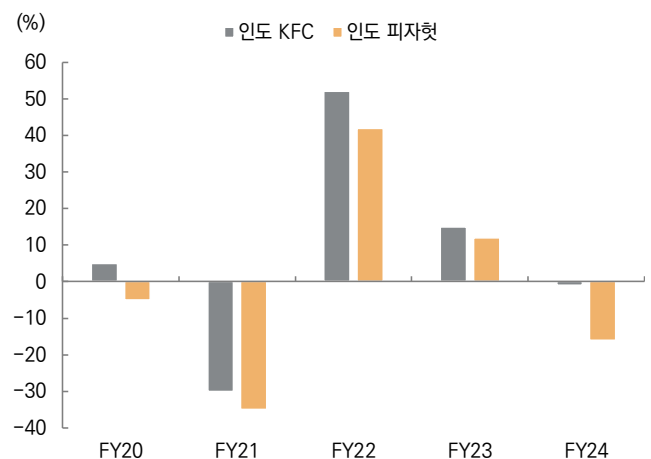
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 브랜드별 일평균 매출액 추이



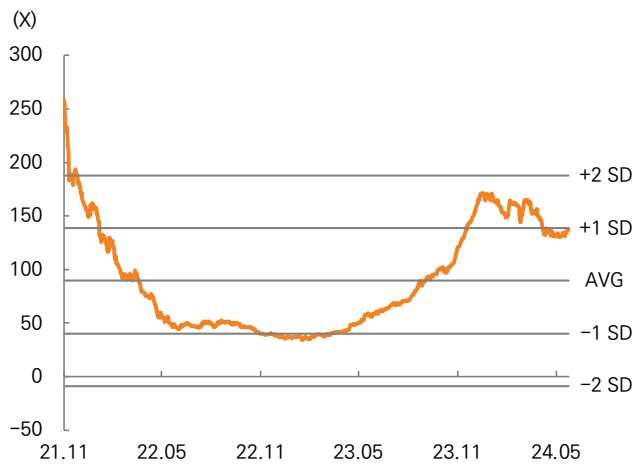
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 브랜드별 동일 점포 매출액 성장률 추이



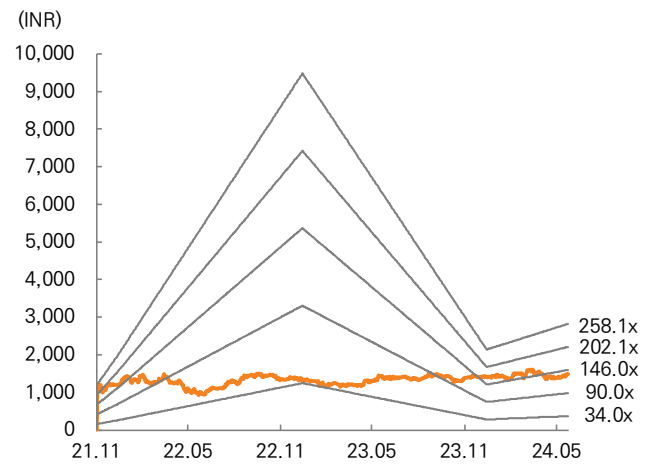
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



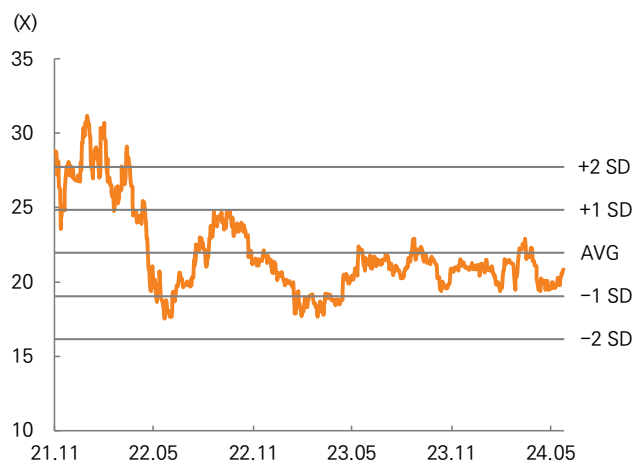
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 12개월 선행 P/E 밴드차트



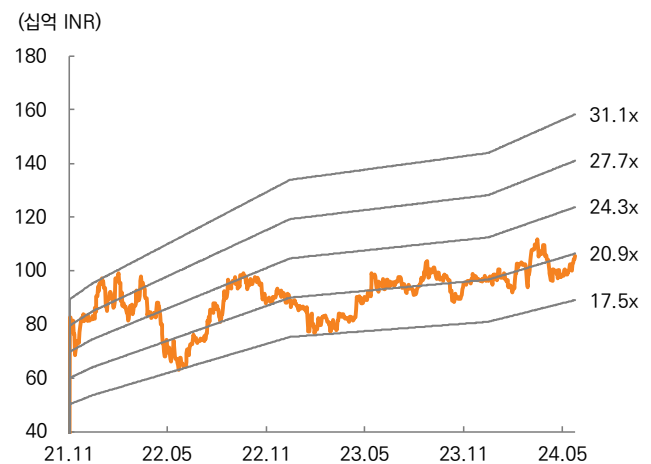
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 인도 KFC 매장



자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 인도 KFC의 '비르야니 In Bucket'



자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 인도의 피자헛 매장



자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 인도 피자헛의 '모모 미아 피자'



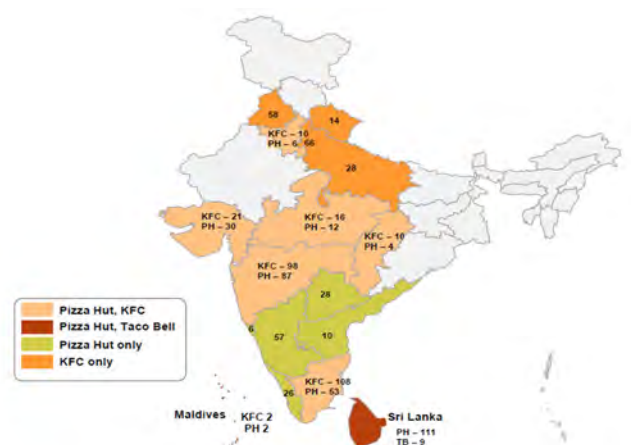
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 인도 KFC 메뉴 치자와 라이스 보울



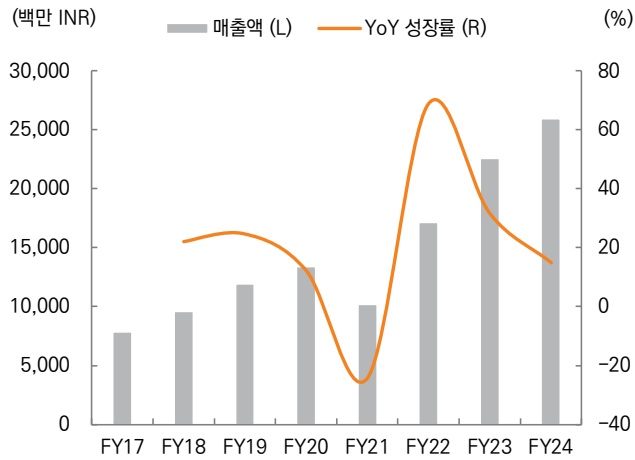
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 사파이어 푸드 인디아 지점 분포



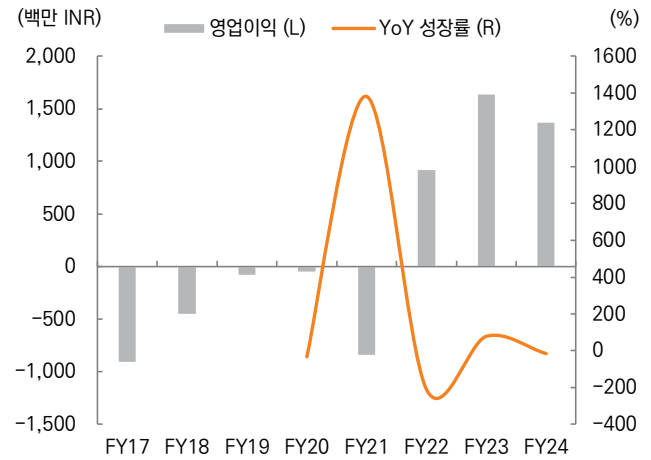
자료: 사파이어 푸드 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 매출액 및 YoY 성장률 추이



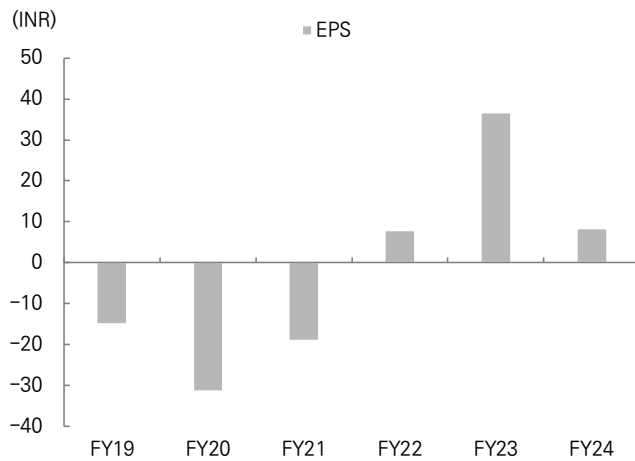
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



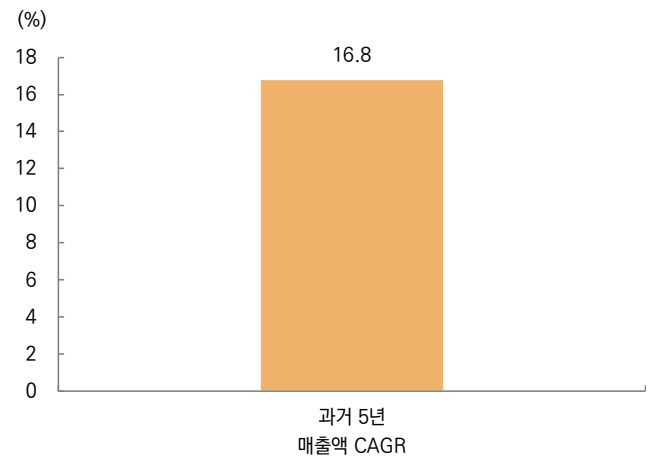
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. EPS 추이



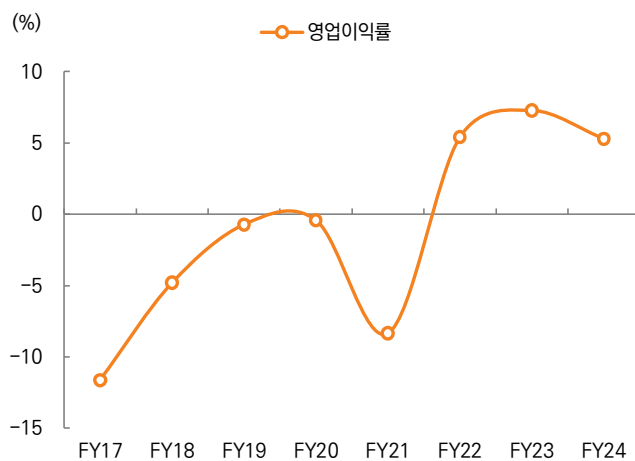
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 과거 5년간 매출액 연평균 성장률(CAGR)



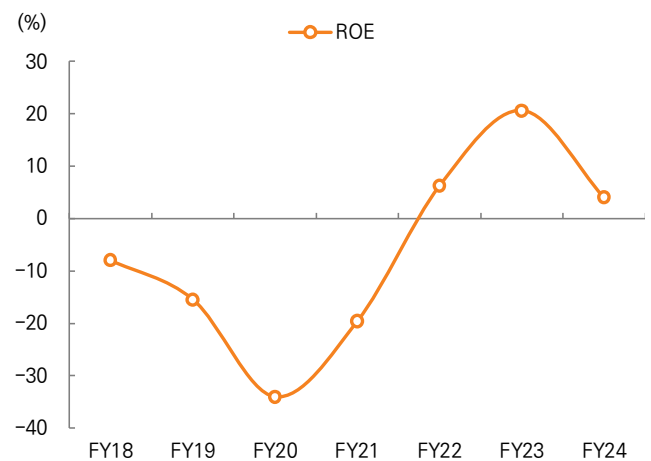
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 영업이익률을 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,572	11,938	13,404	10,160	17,154	22,571	25,943	30,553	36,298	42,311
영업이익	-459	-88	-57	-847	927	1,642	1,374	1,992	2,909	3,954
세전이익	-400	-683	-1,610	-987	514	1,084	699	1,242	2,034	3,102
순이익	-411	-680	-1,575	-985	465	2,334	528	920	1,502	2,292
현금성 영업이익(EBITDA)	91	1,460	1,856	1,399	3,062	4,299	4,620	5,671	7,044	8,804
(성장률, YoY)										
매출액		24.7%	12.3%	-24.2%	68.8%	31.6%	14.9%	17.8%	18.8%	16.6%
영업이익		-	-	-	-	77.2%	-16.3%	45.0%	46.0%	35.9%
순이익		-	-	-	-	402.3%	-77.4%	74.2%	63.3%	52.6%
현금성 영업이익(EBITDA)		1,499.6%	27.1%	-24.6%	118.9%	40.4%	7.5%	22.8%	24.2%	25.0%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	971	2,617	1,167	1,436	5,906	4,926	3,632	-	-	-
현금 및 단기금융자산	353	1,865	547	768	4,071	2,864	1,676	-	-	-
비유동자산	7,359	13,057	12,640	12,054	15,733	21,015	24,769	-	-	-
자산총계	8,330	15,675	13,807	13,489	21,639	25,941	28,401	-	-	-
유동부채	3,285	5,935	2,789	3,102	4,472	5,337	4,444	-	-	-
단기차입금	267	308	172	30	9	27	145	-	-	-
비유동부채	278	5,713	5,771	5,601	7,113	8,064	10,559	-	-	-
장기차입금 및 사채	26	651	540	490	420	209	132	-	-	-
부채총계	3,562	11,648	8,559	8,702	11,585	13,401	15,003	-	-	-
자본총계	4,768	4,027	5,247	4,787	10,054	12,539	13,398	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	812	1,516	792	3,175	3,087	4,593	-	-	-
투자활동현금흐름	-3,372	-104	-789	-6,922	-2,169	-2,020	-	-	-
설비투자금액	-	-	-740	-2,853	-3,842	-3,851	-	-	-
재무활동현금흐름	2,477	-1,383	243	3,910	-1,084	-2,079	-	-	-
연간현금변동	-83	29	246	162	-166	493	-	-	-
잉여현금(FCF)	812	1,516	52	322	-755	742	2,348	3,110	3,308

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	-	-15.0	-31.4	-19.0	7.7	36.3	8.2	14.3	23.6	37.0
주당장부가액(BPS)	-	93.2	104.4	90.9	158.5	197.7	210.2	222.6	246.1	285.0
주당배당액(DPS)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.8	10.5	16.3
자기자본수익률(ROE)	-8.0	-15.5	-34.0	-19.6	6.2	20.6	4.1	6.6	10.0	13.3
총자산수익률(ROA)	-5.0	-5.7	-10.7	-7.2	2.6	9.8	1.9	4.3	5.9	9.0
배당성향	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	33.5	44.6	44.2
순차입금	-60	-906	165	-247	-3,642	-2,627	-1,400	-	-	-
순차입금비율	-1.2	-22.5	3.1	-5.2	-36.2	-21.0	-10.4	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

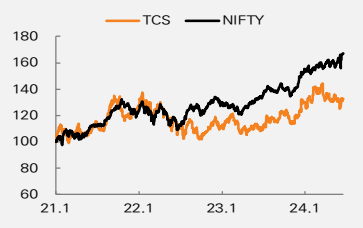
Not Rated

Refinitiv 최고목표주가	INR 4,267
현재주가(24/06/13)	INR 3,878
상승여력	10.0%

NSE(p)	23,399
EPS 성장률(25F, %)	12.7
P/E(25F, x)	27.3
배당수익률(%)	1.4

시가총액(십억INR)	14,031
시가총액(조원)	231.5
유통주식수(백만주)	845.3
60일 평균 거래대금(백만INR)	9,931
52주 최저가(INR)	3,141
52주 최고가(INR)	4,254

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.6	6.2	19.8
상대주가	-5.4	-2.5	-1.3



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

타타 컨설팅시 서비스

견고한 수주 모멘텀

인도 최대의 IT 컨설팅 업체

타타 컨설팅시 서비스(TCS)는 인도 최대의 IT 컨설팅 업체로, 타타그룹(Tata Group)의 계열사이다. 금융, 통신, 운송, 소매, 제약 및 유틸리티 등 다양한 산업군의 고객사에 맞춤형 IT 서비스, 컨설팅 및 비즈니스 솔루션을 제공하고 있으며, 전 세계 46개국에 62만명 이상의 전문 컨설턴트를 보유하고 있는 세계적인 IT 컨설팅 기업이다. 동사의 글로벌 IT서비스 시장에서의 점유율은 매출액 기준 6%로, 미국 액센추어에 이어 글로벌 2위이다.

타타 컨설팅시 서비스의 주요 비즈니스는 IT 서비스 및 컨설팅으로, FY24년 기준 IT 솔루션을 제공하는 사업부문을 분류해보면 금융 및 보험이 32.0%로 가장 높고, 소매 및 생활소비재가 15.8%로 뒤를 잇고 있다.

한편, 동사 비즈니스 전략의 특성상 주로 인도를 거점으로 각국에 서비스를 제공하기 때문에 글로벌 매출 비중이 높다. 지역별 매출 현황을 살펴보면, 북미가 51.1%로 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 영국 및 유럽 매출비중이 31.4%를 차지한다.

하반기까지 강한 수주 모멘텀 vs. 단기 매출액 성장 둔화는 지속

FY4Q24 생성형 AI 및 디지털화로 인한 높은 장기 IT 서비스 수요에 따라 총 계약 금액(TCV, Total Contract Value)은 전년 대비 32% 증가한 132억 달러를 기록하면서 견고한 수주 모멘텀을 기록하였다. 경영진은 올해 하반기에도 단기 매출 성장률에 대한 불확실성은 존재하나, 수주 모멘텀은 강할 것으로 전망하고 있다.

밸류에이션

동사는 FY25년 P/E 27.3배에 거래되고 있으며, 이는 과거 7년 평균을 소폭 상회하는 수준이다. 확실한 핵심 역량과 경쟁력(효율적 인력 관리)을 기반으로 시장 내에서 지속적으로 점유율을 확대하고 있다는 점, 가속화되고 있는 글로벌 IT 기술 발달에 따른 IT 서비스 산업의 견고한 장기 수요가 기대된다는 점을 고려하면 동사의 장기 주가 매력도는 높다고 판단한다.

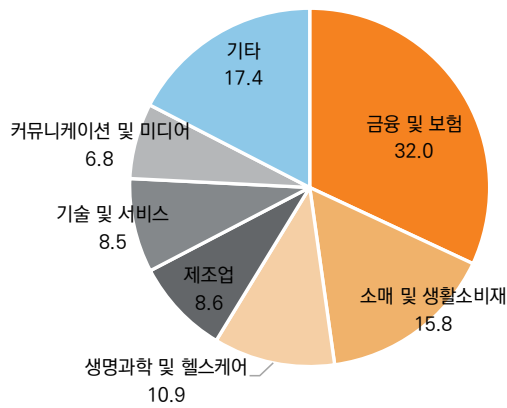
결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억INR)	2,255	2,409	2,597	2,839	3,085
영업이익 (십억INR)	542	584	659	723	784
영업이익률 (%)	24.1	24.2	25.4	25.5	25.4
순이익 (십억INR)	421	459	514	570	626
EPS (INR)	115.2	125.9	141.9	157.5	173.1
ROE (%)	45.9	49.6	52.9	53.3	54.2
P/E (배)	27.8	30.8	27.3	24.6	22.4
P/B (배)	12.7	15.1	14.0	12.6	12.2

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 타타 컨설팅시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 사업 부문별 매출액 구성비중 (FY24년)

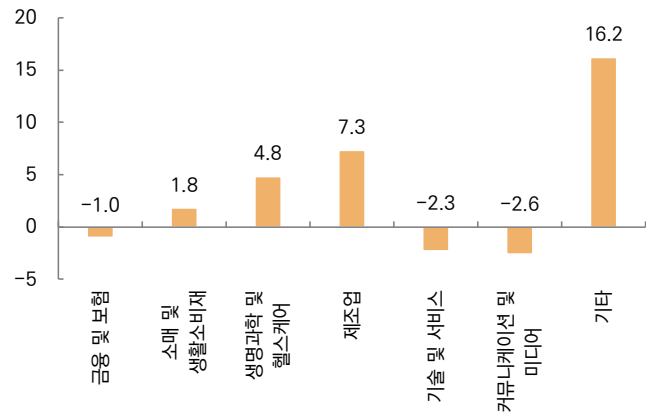
(%)



자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 사업 부문별 매출액 성장률 비교 (FY24년)

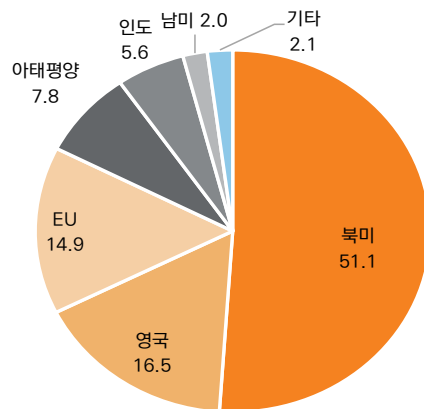
(%)



자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 지역별 매출액 구성비중 (FY24년)

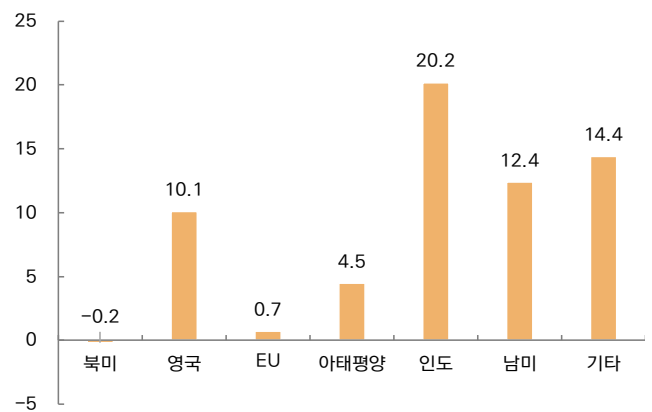
(%)



자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 지역별 매출액 성장률 비교 (FY24년)

(%)



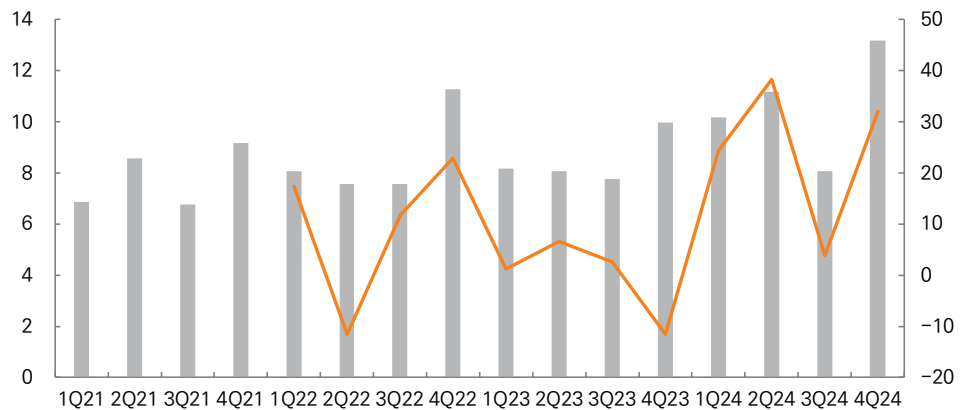
자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 수주 금액 추이

(십억 USD)

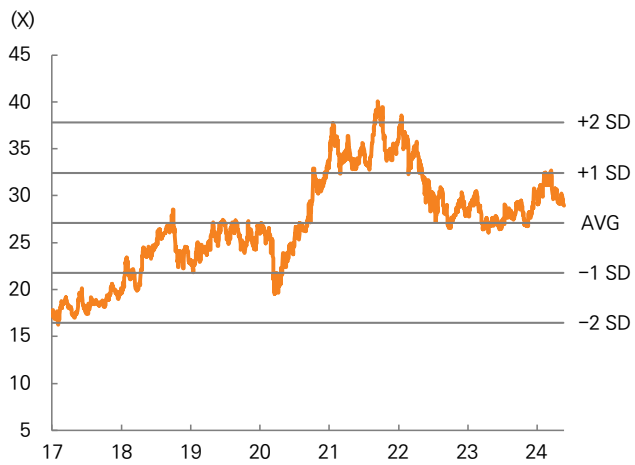
■ 수주 금액 (L) — YoY 성장률 (R)

(%)



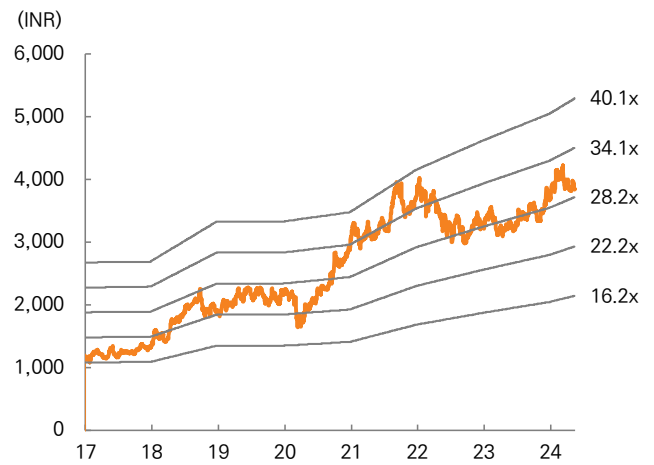
자료: 타타 컨설턴시 서비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



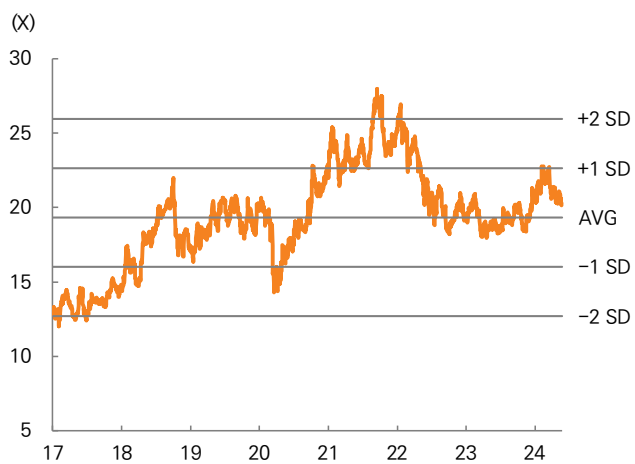
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 12개월 선행 P/E 밴드차트



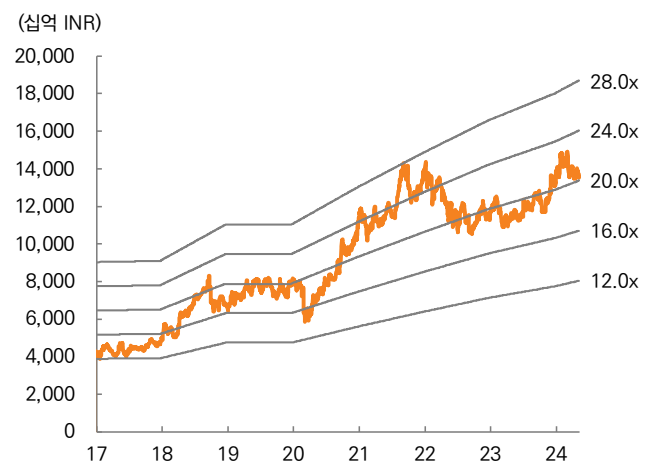
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



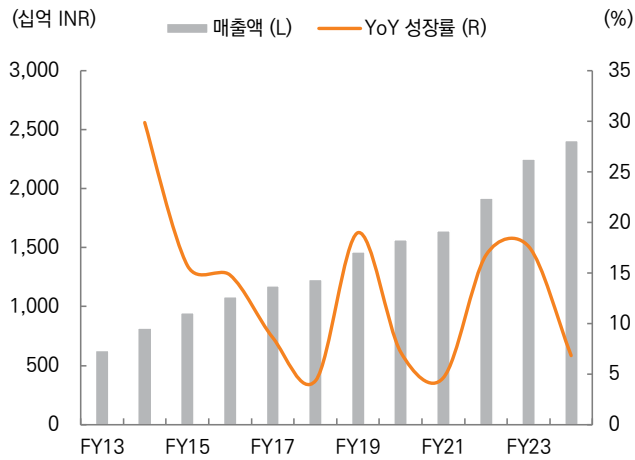
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



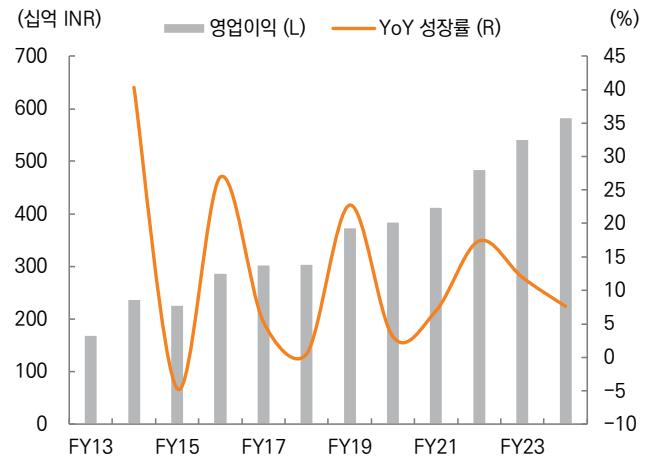
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. 매출액 및 YoY 성장률 추이



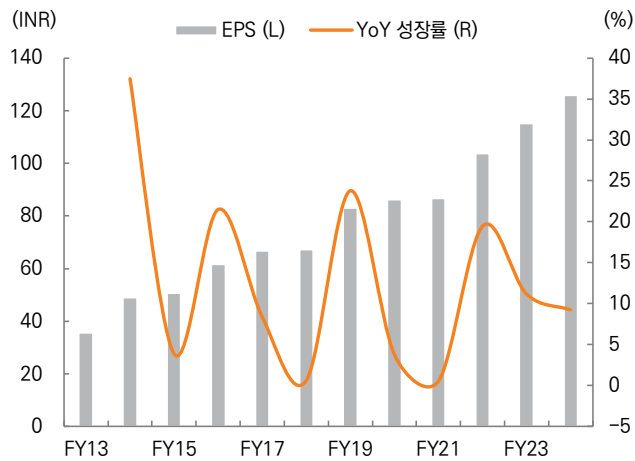
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



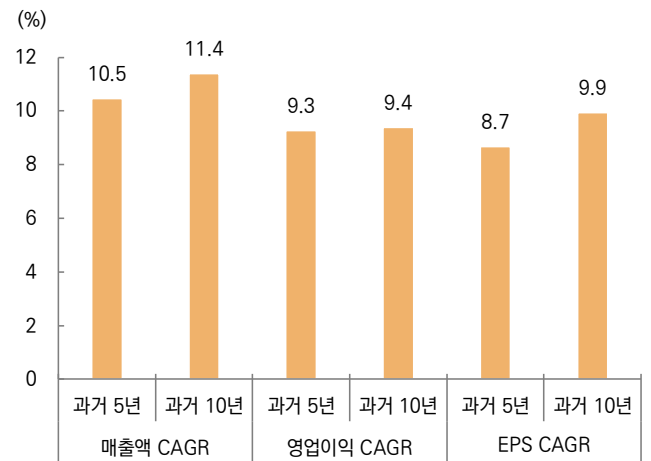
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. EPS 및 YoY 성장률 추이



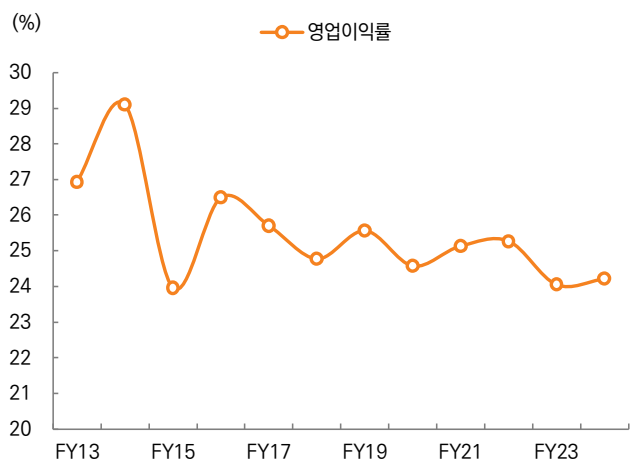
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 매출액/영업이익/EPS 연평균 성장률(CAGR) 추이



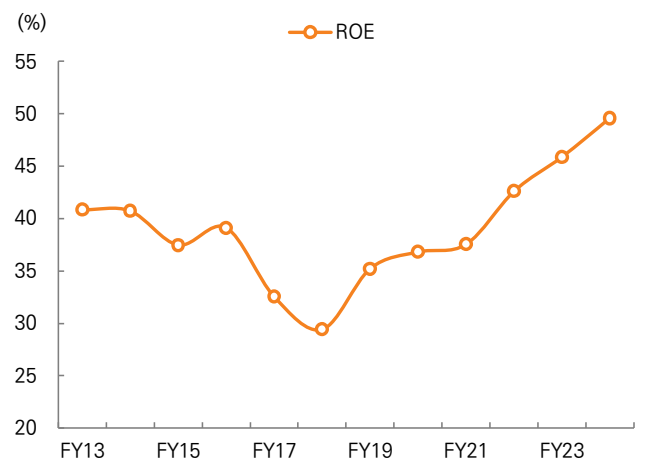
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 요약 손익계산서

(십억 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,231	1,465	1,569	1,642	1,918	2,255	2,409	2,597	2,839	3,085
영업이익	305	375	386	413	485	542	584	659	723	784
세전이익	341	416	422	438	517	569	620	693	770	836
순이익	258	315	323	324	383	421	459	514	570	626
현금성 영업이익(EBITDA)	325	394	421	464	530	592	643	710	785	862
(성장률, YoY)										
매출액		19.0%	7.2%	4.6%	16.8%	17.6%	6.8%	7.8%	9.3%	8.7%
영업이익		22.8%	3.0%	7.0%	17.4%	11.9%	7.6%	13.0%	9.7%	8.4%
순이익		21.9%	2.8%	0.3%	18.2%	10.0%	8.9%	11.9%	10.9%	9.8%
현금성 영업이익(EBITDA)		21.3%	6.8%	10.3%	14.2%	11.7%	8.6%	10.4%	10.6%	9.8%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 요약 대차대조표

(십억 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	812	921	902	993	1,083	1,103	1,130	-	-	-
현금 및 단기금융자산	426	417	356	383	483	472	443	-	-	-
비유동자산	272	249	307	336	353	355	356	-	-	-
자산총계	1,084	1,171	1,209	1,329	1,436	1,458	1,486	-	-	-
유동부채	178	221	271	342	424	436	461	-	-	-
단기차입금	2	0	13	0	0	0	0	-	-	-
비유동부채	29	30	91	95	93	89	90	-	-	-
장기차입금 및 사채	1	0	0	0	0	0	0	-	-	-
부채총계	208	250	362	437	517	524	551	-	-	-
자본총계	876	920	847	892	920	933	934	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 요약 대차대조표

(십억 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	282	317	352	411	421	445	469	-	-	-
투자활동현금흐름	-3	-17	48	-111	-38	-33	27	-	-	-
설비투자금액	-19	-21	-31	-28	-25	-27	-22	-	-	-
재무활동현금흐름	-268	-277	-390	-320	-329	-471	-478	-	-	-
연간현금변동	13	23	14	-18	56	-54	19	-	-	-
잉여현금(FCF)	263	296	321	383	397	418	447	486	528	585

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 십억 INR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	67.1	83.1	86.2	86.7	103.6	115.2	125.9	141.8	157.5	173.1
주당장부가액(BPS)	227.9	244.0	224.2	239.4	249.4	252.9	256.0	276.4	307.7	317.5
주당배당액(DPS)	25.0	30.0	73.0	38.0	43.0	115.0	73.0	106.9	118.5	133.9
자기자본수익률(ROE)	29.4	35.2	36.8	37.6	42.6	45.9	49.6	52.9	53.3	54.2
총자산수익률(ROA)	24.2	27.9	27.2	25.6	27.7	29.1	31.2	43.3	42.1	36.2
배당성향	37.1	35.8	131.1	43.3	41.1	158.0	71.7	75.4	75.2	77.4
순차입금	-424	-417	-343	-383	-483	-472	-443	-	-	-
순차입금비율	-48.4	-45.3	-40.5	-42.9	-52.5	-50.6	-47.4	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Not Rated

Refinitiv
최고목표주가 **INR 400.0**

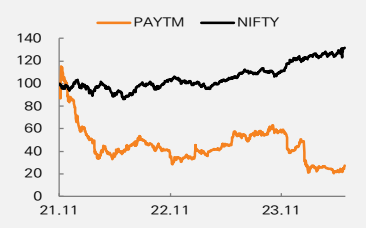
현재주가(24/06/13) INR 425.2

상승여력 -5.9%

NSE(p) 23,399
EPS 성장률(25F,%) 25.4
P/E(25F,x) -
배당수익률(%) -

시가총액(십억INR) 270.3
시가총액(조원) 4.5
유통주식수(백만주) 302.9
60일 평균 거래대금(백만INR) 4,013
52주 최저가(INR) 310.0
52주 최고가(INR) 998.3

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.0	-29.9	-50.4
상대주가	18.9	-35.7	-59.2



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

PAYTM IN · 핀테크 · 인도

원97 커뮤니케이션

하반기부터 완화될 불확실성

인도 최대의 모바일 결제 서비스 플랫폼 운영

원97 커뮤니케이션은 2000년 설립된 IT 기업으로, 현재는 자회사 페이티엠(Paytm)을 중심으로 인도 최대의 모바일 결제 서비스 플랫폼(FY23년 연간 총 상품 판매액 기준 시장 점유율 24.2%)을 운영하고 있다. 사업영역별 매출 비중을 살펴보면 모바일 결제 서비스가 61.4%로 가장 높고, 금융 서비스가 20.1%, 이커머스/클라우드 서비스가 17.4%로 뒤를 잇는다.

동사는 2014년 페이티엠 월렛(Paytm Wallet)을 출시하여 인도 모바일 결제 시대를 열었으며, 2016년에는 이커머스 플랫폼 페이티엠 몰(Paytm Mall)을 선보이며 모바일 쇼핑업계에서 주요 업체로 떠올랐다. 이후 2020년부터는 소액 대출 및 BNPL(Buy Now Pay Later) 등의 대출 사업을 성장 동력으로 집중 육성하고 있다.

단기 불확실성은 하반기부터 완화될 것으로 전망

올해 1월 말 인도 중앙은행(RBI)의 페이티엠 계열사 페이티엠 은행에 대한 예금/대출, 자금이체 및 UPI(QR코드) 관련 은행 서비스 제제 이후 동사의 판매자 유저 이탈이 있었고, 이에 따라 동사의 시장 점유율(판매자 기준)은 기존 30% 초중반에서 30% 수준으로 하락하였다. 그러나, 경영진은 FY3Q25 이후 시장 점유율이 다시 회복세로 접어들 것으로 전망하고 있다. 한편, 경영진은 당초 제제가 EBITDA에 미치는 영향은 30~50억 루피 수준으로 예상되었으나, EBITDA 감소 폭은 50~60억 루피로 당초 예상보다는 확대될 것으로 밝혔다.

밸류에이션

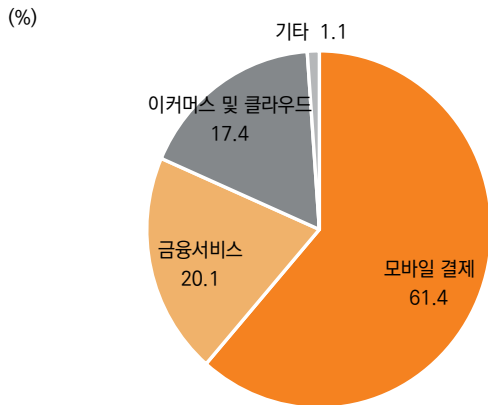
동사의 주가는 인도 중앙은행(RBI)의 페이티엠 은행 제재와 이로 인한 판매자 유저의 이탈, 대출 규모 감소(FY4Q24 전년 대비 53.8% 감소)의 영향으로 지난 1월 고점 이후 42.7% 하락하였으며, 현재 FY25년 P/S 기준 2.7배에 거래되고 있어 IPO 이후 평균 P/S를 하회 중이다.

결산기 (3월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만INR)	79,903	99,778	95,797	119,032	132,567
영업이익 (백만INR)	-21,168	-16,425	-20,049	-8,653	-941
영업이익률 (%)	-26.5	-16.5	-20.9	-7.3	-0.7
순이익 (백만INR)	-17,759	-14,170	-17,734	-5,046	4,636
EPS (INR)	-27.5	-22.3	-27.9	-6.7	6.6
ROE (%)	-13.1	-10.8	-13.6	0.2	2.2
P/E (배)	-	-	-	-	64.5
P/B (배)	3.1	1.9	2.2	2.2	2.2

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

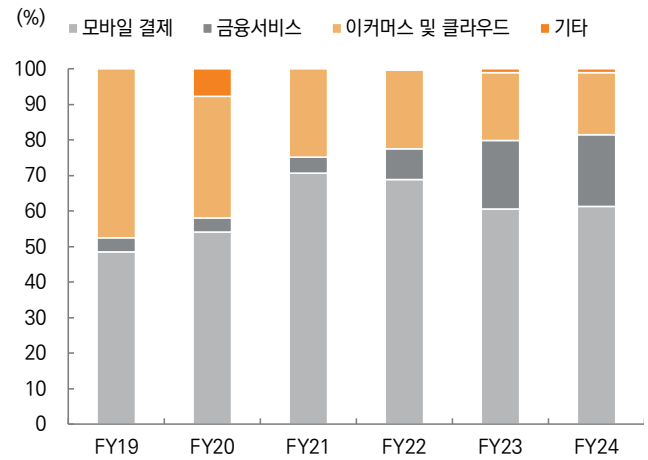
자료: 원97 커뮤니케이션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 사업영역별 매출 구성 (FY24년)



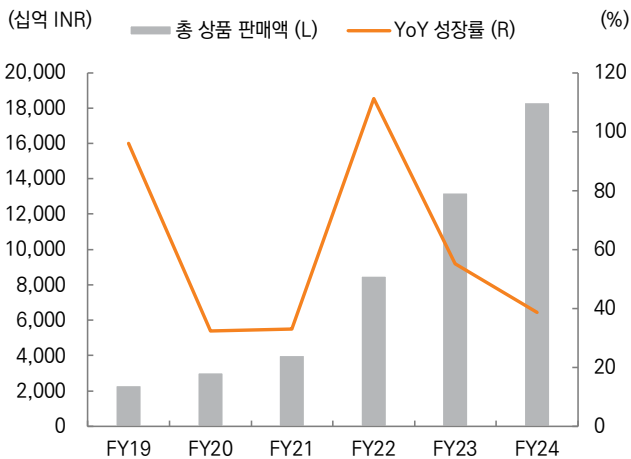
자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 사업영역별 매출 구성 추이



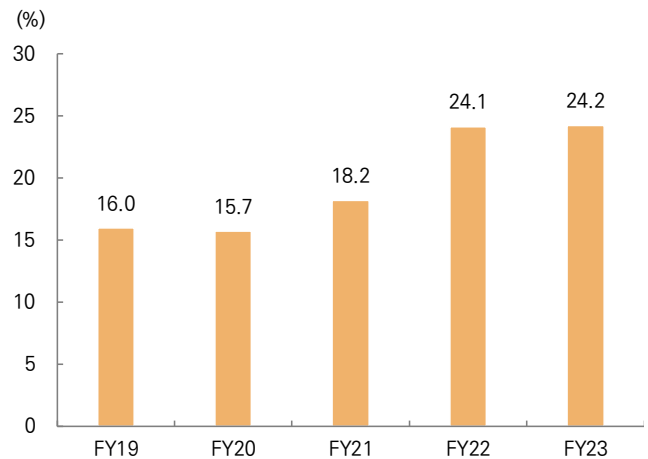
자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 페이티엠: 연간 총 상품 판매액(GMV) 추이



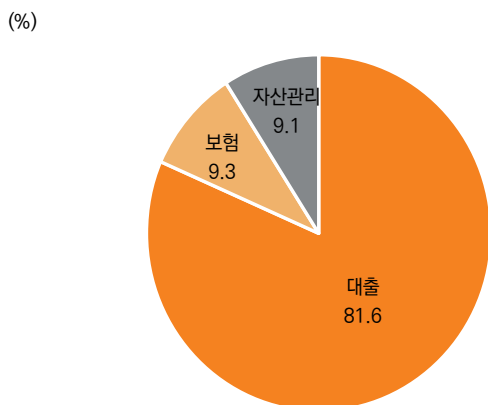
자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 페이티엠: 연간 총 상품 판매액(GMV) 점유율 추이



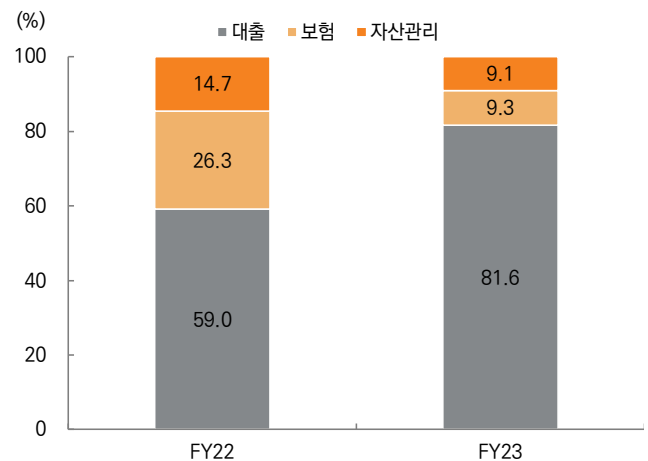
자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 금융 서비스 매출액 구성비중 (FY23년)



자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 연간 금융 서비스 매출액 구성비중 추이



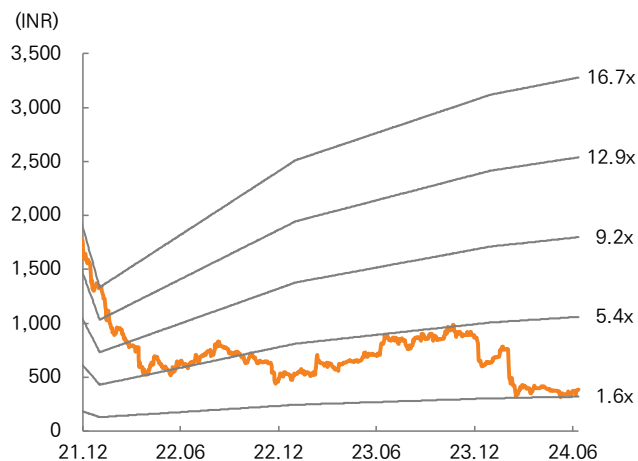
자료: 원97 커뮤니케이션즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 12개월 선행 P/S 표준편차 차트



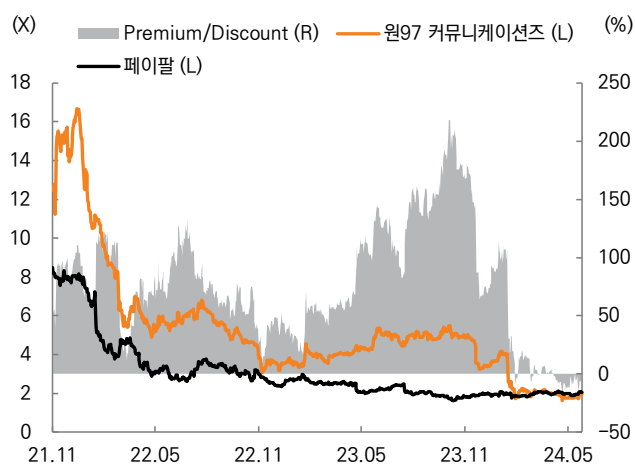
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 12개월 선행 P/S 밴드차트



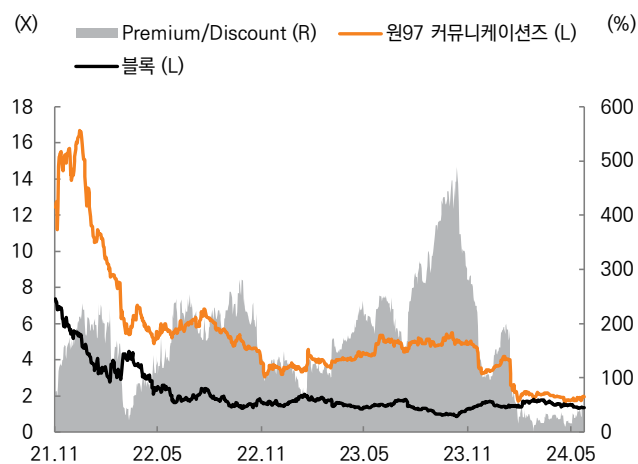
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 원97 커뮤니케이션 vs. 페이팔 P/S 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 원97 커뮤니케이션 vs. 블록 P/S 추이



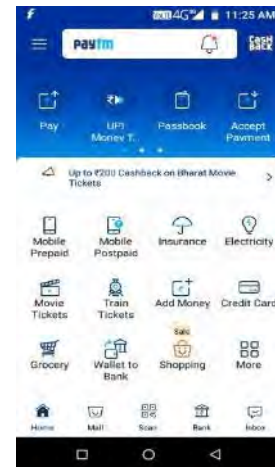
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 페이티엠 2022년 앱 리뉴얼



자료: Paytm, 미래에셋증권 리서치센터

그림 193. 페이티엠 앱 메인 화면



자료: Paytm for Business, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 페이티엠 모바일 QR코드 결제



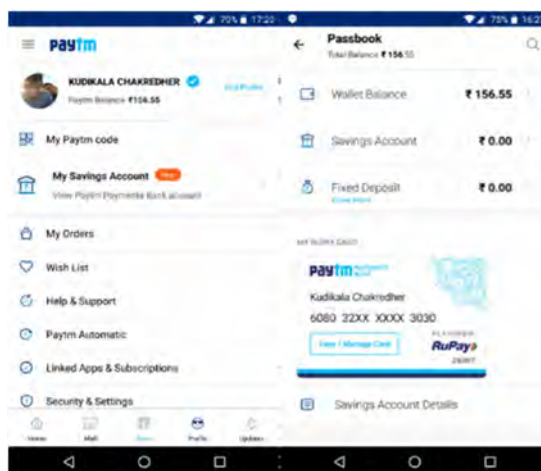
자료: Zee News, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 페이티엠 가맹점 사운드 박스



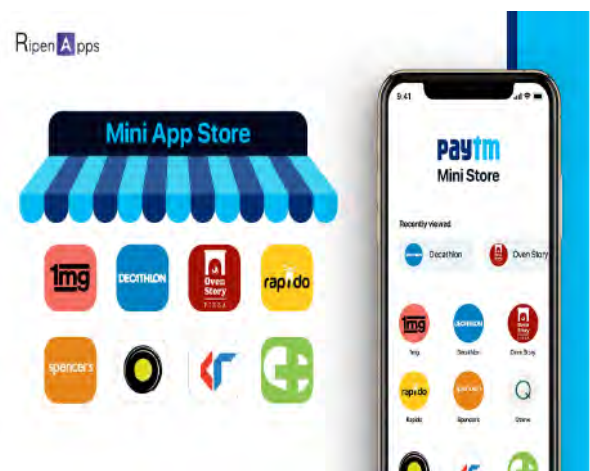
자료: Paytm, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 페이티엠 페이먼트 뱅크



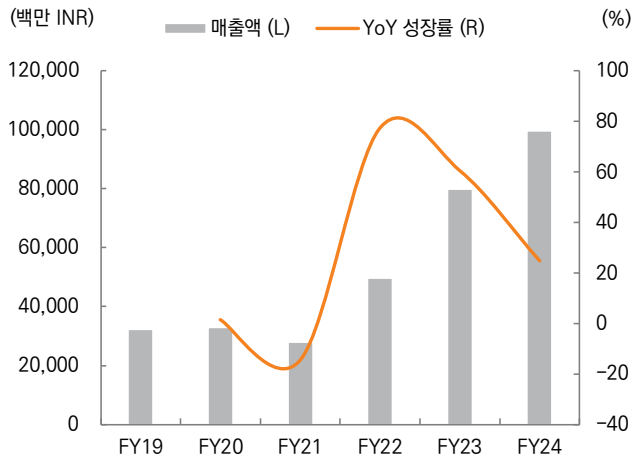
자료: Paytm Payment Bank, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 페이티엠 미니 앱 스토어



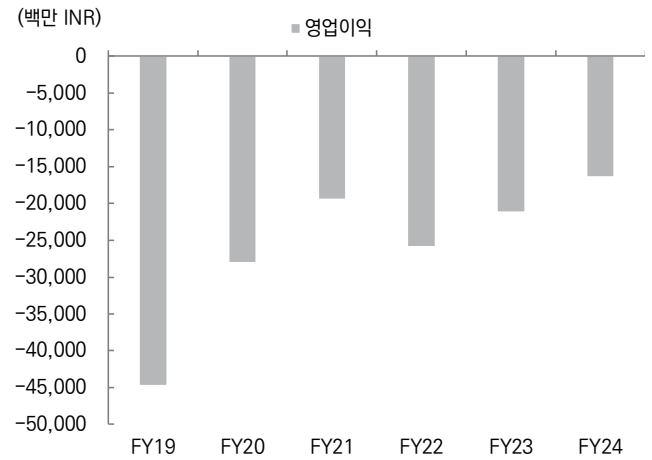
자료: Paytm for Business, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 매출액 및 YoY 성장률 추이



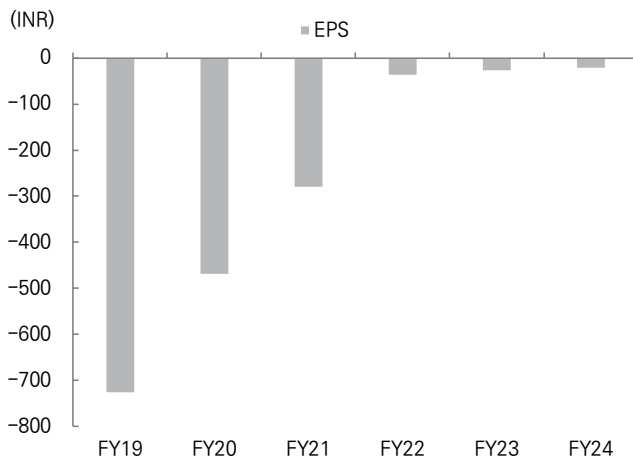
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 영업이익 추이



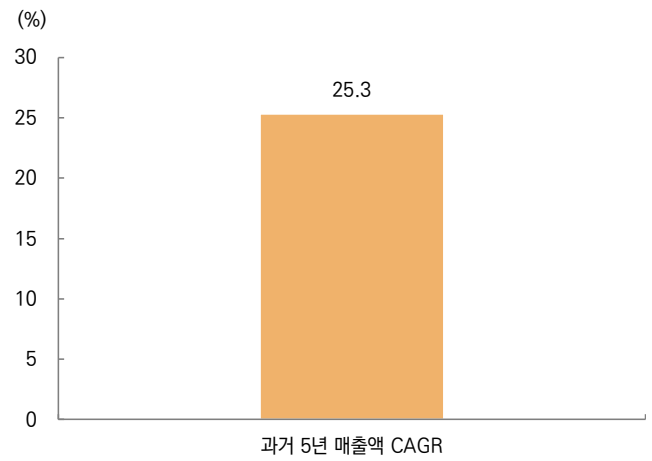
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. EPS 추이



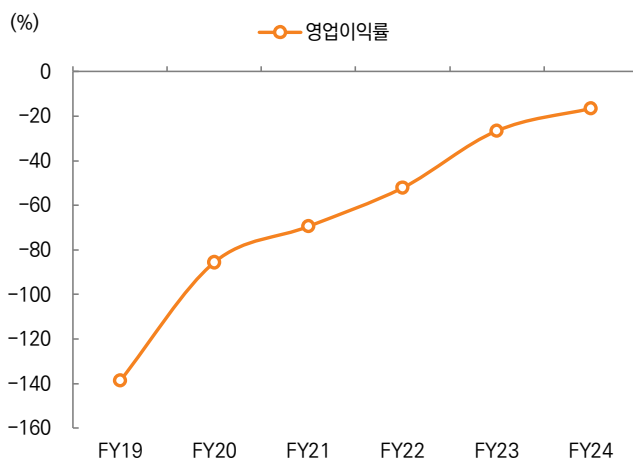
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 201. 과거 5년간 매출액 연평균 성장률(CAGR)



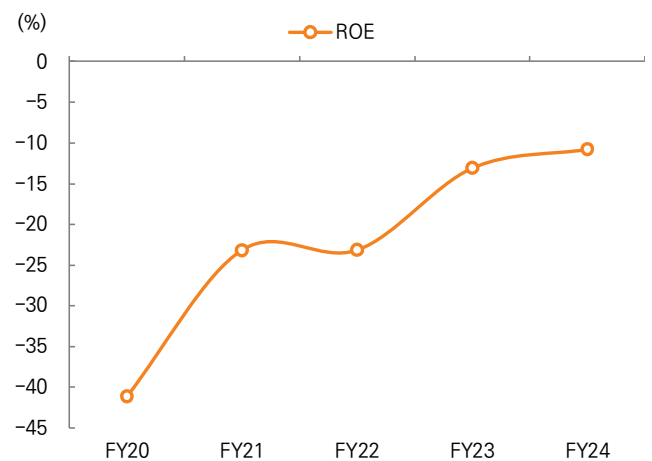
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 203. ROE 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 요약 손익계산서

(백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,320	32,808	28,024	49,742	79,903	99,778	95,797	119,032	132,567
영업이익	-44,777	-28,089	-19,458	-25,875	-21,168	-16,425	-20,049	-8,653	-941
세전이익	-42,321	-29,582	-16,983	-23,851	-17,429	-13,904	-17,654	-2,643	3,950
순이익	-41,866	-28,431	-16,961	-23,929	-17,759	-14,170	-17,734	-5,046	4,636
현금성 영업이익(EBITDA)	-42,659	-23,498	-17,692	-23,367	-16,298	-9,068	-15,495	140	7,100
(성장률, YoY)									
매출액		1.5%	-14.6%	77.5%	60.6%	24.9%	-4.0%	24.3%	11.4%
영업이익		-	-	-	-	-	-	-	-
순이익		-	-	-	-	-	-	-	-
현금성 영업이익(EBITDA)		-	-	-	-	-	-	-	4,947.6%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. 요약 대차대조표

(백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	66,709	69,294	77,014	111,767	145,660	121,637	-	-	-
현금 및 단기금융자산	29,592	37,296	30,236	52,020	81,601	75,802	-	-	-
비유동자산	20,959	33,737	14,499	68,149	33,998	49,754	-	-	-
자산총계	87,668	103,031	91,513	179,916	179,658	171,391	-	-	-
유동부채	27,219	16,660	21,552	33,325	44,869	35,153	-	-	-
단기차입금	6,956	2,081	5,449	1	20	0	-	-	-
비유동부채	2,338	5,459	4,799	5,296	4,860	3,254	-	-	-
장기차입금 및 사채	0	0	0	-	-	-	-	-	-
부채총계	29,557	22,119	26,351	38,621	49,729	38,407	-	-	-
자본총계	58,111	80,912	65,162	141,295	129,929	132,984	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 요약 현금흐름표

(백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-44,437	-23,855	-20,214	-9,968	7,037	11,056	-	-	-
투자활동현금흐름	18,474	-20,344	18,348	-57,661	23,175	-1,547	-	-	-
설비투자금액	-1,773	-1,907	-1,927	-5,071	-7,052	-8,217	-	-	-
재무활동현금흐름	21,419	52,069	-1,882	80,915	-10,924	-42	-	-	-
연간현금변동	-4,598	7,863	-3,708	13,335	19,311	9,672	-	-	-
잉여현금(FCF)	-46,210	-25,762	-22,141	-15,039	-15	2,839	-2,370	1,823	-3,165

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 주요 주당데이터 및 비율 분석

(INR, %, 백만 INR)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
희석 주당순이익(EPS)	-727.7	-470.4	-281.7	-38.5	-27.5	-22.3	-27.9	-6.7	6.6
주당장부가액(BPS)	995.6	1,341.9	1,084.4	218.2	205.4	209.5	195.0	195.3	191.1
주당배당액(DPS)	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	-13.6	0.2	2.2
총자산수익률(ROA)	-	-29.8	-17.4	-17.6	-9.9	-8.1	-12.8	-4.9	-1.7
배당성향	-	-	-	-	-	-	-	-	-
순차입금	-22,636	-35,215	-24,787	-	-	-	-	-	-
순차입금비율	-39.0	-43.5	-38.0	-	-	-	-	-	-

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.