MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.2.26

[인도]
정우창
wcchung@miraeasset.com

인도

현장에서 확인한 인도 산업의 구조적 성장

뭄바이 현지 리서치센터와의 협업을 통한 기업·전문가 전략 미팅

우리는 2월 11일부터 21일까지 인도 현지 리서치센터와 협업하여 방갈로르, 델리, 뭄바이에 위치한 소비재, 자동차, 제조 및 최근 상장한 뉴에이지 플랫폼 기업들의 경영진 및 산업 전문가들과 미팅을 진행하였다. 단기 이슈보다는 산업 전반의 중장기 성장성, 경영진의 전략 방향 및 실행 계획, 경쟁 환경 변화 등 구조적 방향성에 초점을 맞춰 논의를 진행하였다.

주요 기업들은 빠르게 성장하는 니치 시장을 선점하며 각 산업에서 높은 실행력을 기반으로 시장 지배력을 강화하고 있는 모습이 확인되었다.

소비재

세제 완화 효과의 점진적 반영과 낮은 1인당 소비 수준에 따른 침투율 상승 여력이 동시에 작용하고 있다. 뷰티 시장은 구조적 성장 국면에 진입해 있으며, 플랫폼·D2C 수혜 확대가 예상된다.

자동차

생애 첫 차량 구매 수요 비중이 40% 이상을 차지하며 침투율 확대 단계가 지속되고 있다. SUV 중심의 믹스 개선과 GST 효과가 맞물리며 ASP 상승 구조가 형성되고 있으며, 산업은 안정적인 성장 국면에 진입한 것으로 판단된다.

제조(EMS)

조립 중심에서 부품·모듈 내재화로 가치사슬 상향 중이다. PLI 정책 축 이동과 JV 전략 확대 속 산업 통합 가능성 부각, 마진 개선 구간 진입이 예상된다.

IT 서비스

AI는 위협보다는 통합·고부가가치 수요 확대 요인으로 작용하고 있으며, 조기 AI 플랫폼 투자 기업을 중심으로 시장점유율 격차가 확대될 가능성이 커지고 있다.

뉴에이지 플랫폼

디지털 전환 가속과, 타 국가 대비 소득·서비스 품질 격차가 큰 인도 특유의 구조적 환경을 기반으로 니치 시장을 선점한 모델이다. 자산 경량 구조와 네트워크 효과를 바탕으로 고성장을 지속하고 있으며, 주가 조정 시 중장기 투자 매력은 유효하다.

인도: 비중 확대 유지

최근 주식시장 단기 변동성이 확대되고 있으나, 인도 시장에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 구조적 성장 스토리는 여전히 견고하며, 주요 산업 전반에서 중장기 성장 동력이 유효하다는 판단이다.

이번 탐방을 통해 특히 주목한 종목은 현대자동차 인도(HYUNDAI IN), 나이카(NYKAA IN), 미쇼(MEESHO IN)이다. 각 기업은 산업 내 구조적 변화의 수혜가 기대되는 대표 플레이어로, 실행력과 시장 지위를 기반으로 중장기 성장 가시성이 높다고 판단한다.

CONTENTS

투자 포인트 및 밸류에이션 테이블 3

소비재 4

FSN 이커머스 벤처스 (NYKAA IN)

호나사 컨슈머 (HONASA IN)

자동차 13

현대자동차 인도 (HYUNDAI IN)

마힌드라&마힌드라 (MM IN)

제조 22

딕슨 테크놀로지 (DIXON IN)

하벨스 인디아 (HAVL IN)

IT 서비스 32

인포시스 (INFO IN)

위프로 (WPRO IN)

뉴에이지 플랫폼 40

미쇼 (MEESHO IN)

어반 컴퍼니 (URBANCO IN)

그로우 (GROWW IN)

투자 포인트 및 밸류에이션 테이블

표 1. 인도 주요 산업별 구조적 변화 및 투자 포인트 요약

섹터	핵심 포인트	내용 요약
소비재	정부 소비 진작 정책	세제 완화·정책 지원 효과는 분기 단위로 점진 반영 예상. 도시 소비 완전 회복은 아니나 중장기 재량 소비 여력 개선이 뷰티·퍼스널케어 매스티지 카테고리에 우호적
	인도 뷰티 시장 구조적 성장	1인당 소비 낮아 침투율 상승과 프리미엄화 동시 가능. 온라인 확산·중산층 확대 기반 구조적 성장 국면 진입
	인도 뷰티 시장: 제품 사이클 단축·브랜드 다변화	신제품 출시 주기 단축·니치 브랜드 증가. 대형 FMCG 민첩성 제약 부각, 전문 플랫폼·D2C(나이카, 호나사 등) 수혜 가능성 확대
	인도 뷰티시장: K-뷰티 확산	K-콘텐츠 영향으로 한국 화장품 관심 증가. 액티브·더마 기반 제품군 중심 차별화 기회 확대
자동차	생애 첫차 수요 기반	완성차 판매 중 생애 첫 차 비중 40% 상회. 침투율 확대 단계 지속, 중장기 신규 수요 기반 견조
	SUV 침투율 상승	SUV 비중 50% 중반, 일부 업체 70% 수준. 구조적 선호 변화로 시장 중심축 재편 진행
	첫차부터 SUV 선택	소형차 단계적 업그레이드 구조 약화. 첫차부터 SUV 선택 확대, ASP 상승 및 믹스 개선 동반
	GST 인하 효과	단순 수요 부양 넘어 상위 트림 선택 유도. 믹스 개선 및 수익성 방어에 우호적
	성장 정상화 전망	GST·축제 효과로 단기 두 자릿수 성장 이후 7~8%, CY26년 5~6% 수준의 안정적 성장 국면 진입 예상
제조	EMS 가치사슬 상향	조립 중심에서 디스플레이·카메라 모듈 등 부품 내재화 확대. 수입대체·마진 개선 중심 구조적 업그레이드 단계 진입
	PLI 정책 방향	모바일 조립 인센티브 연장 가능성 존재. 정책 무게중심은 부품·모듈 등 고부가 영역으로 이동
	JV·파트너십 전략	해외 기술 + 인도 실행력 결합 모델 선호. 리스크 분산과 확장 속도 확보 전략
	산업 통합·M&A	규모의 경제 중요성 확대. 상위 사업자 중심 재편 가능성, 신규 버티컬 확대 위한 인수 검토 지속
IT서비스	성장 둔화 원인	AI 자체보다 고금리·지정학·무역 불확실성 등 매크로 요인 기인. 기업 IT 예산 집행 지연 지속
	AI의 구조적 의미	AI는 위협보다 통합 수요 확대 요인. 시스템 통합·데이터·보안 고도화 수요 증가 가능성
	조기 투자 전략	Infosys Topaz 등 AI 플랫폼 선제 구축. 빅테크 협업·AI 거버넌스 역량 확보가 중장기 점유율 차별화 요인
뉴에이지 플랫폼	인도형 고성장 모델	디지털 전환 가속 및 타 국가 대비 소득·서비스 품질 격차가 큰 인도 특유의 구조적 환경을 기반으로 니치 시장을 선점. 자산 경량 모델 중심 고성장 지속
	미쇼(Meesho)	가격 민감층·Tier2 이하 시장 공략. 비용 혁신 기반 대중형 이커머스 확장 모델
	어반 컴퍼니(Urban Company)	비조직화 홈서비스 시장 플랫폼화. 품질 표준화·가격 투명성 확보, 도시화 수혜
	그로우(Groww)	디지털 증권 1위. 금융 슈퍼앱으로 확장, 리테일 금융 디지털 전환 수혜

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 탐방 기업 밸류에이션 요약 (백만INR, 배)

종목명	티커	시가총액 (십억 INR)	투자의견	매출액		영업이익		지배주주순이익		PER	
				26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
FSN 이커머스 벤처스	NYKAA IN	762	Not rated	99.8	125.8	4.1	6.9	0.7	2.0	376.8	173.5
호나사 컨슈머	HONASA IN	100	Not rated	23.5	27.0	1.6	2.1	0.7	1.7	55.9	45.2
현대자동차 인도	HYUNDAI IN	1,829	Not rated	716.1	803.8	70.3	79.8	56.4	57.8	31.6	28.2
마힌드라&마힌드라	MM IN	4,287	Not rated	1434.0	1,612.0	165.6	187.7	154.6	174.8	27.3	24.1
딕슨 테크놀로지	DIXON IN	644	Not rated	501.5	696.7	15.8	21.8	11.0	10.9	62.5	49.8
하벨스 인디아	HAVL IN	884	Not rated	232.5	270.1	18.4	23.8	14.7	15.5	66.5	52.4
인포시스	INFO IN	5,373	Not rated	1,777.4	1,916.5	370.9	406.3	267.1	291.1	18.9	17.4
위프로	WPRO IN	2,159	Not rated	924.8	985.6	151.2	164.3	131.4	133.1	16.2	15.3
미쇼	MEESHO IN	714	Not rated	123.3	171.2	-15.5	-5.7	-39.4	-15.2	-	-
어반 컴퍼니	URBANCO IN	165	Not rated	15.4	19.7	-2.4	-1.5	2.4	-1.3	-	-
그로우	GROWW IN	1,011	Not rated	43.6	57.8	25.0	33.5	18.2	19.7	51.2	36.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

소비재

Summary

• 정부 소비 진작 정책 효과의 점진적 반영 기대

최근 세제 완화 및 정책 지원 효과는 즉각적인 체감보다는 분기 단위로 누적 반영될 가능성이 높다. 도시 소비는 아직 완전한 회복 국면에는 진입하지 못했으나, 중장기적으로 재량소비 여력 개선이 뷰티·퍼스널케어 등 매스티지 카테고리에 우호적으로 작용할 전망이다.

• 인도 뷰티 시장: 본격 성장 구간 진입

인도 뷰티·퍼스널케어 시장은 여전히 1인당 소비 수준이 낮아 침투율 상승과 프리미엄화가 동시에 가능한 구조이다. 온라인 확산과 중산층 확대를 배경으로 향후 구조적 성장 국면이 본격화될 것으로 판단한다.

• 제품 사이클 단축·브랜드 다변화 → 대형 FMCG의 민첩성 제약 부각

글로벌 트렌드 전파 속도 가속화로 신제품 주기가 짧아지고 신규 브랜드 진입이 활발해지고 있다. 대형 FMCG 기업은 조직 구조상 빠른 카테고리 변화 대응에 제약이 있으며, 이에 따라 전문 플랫폼과 D2C 기반 니치 플레이어(나이카, 호나사 등)가 트렌드 수혜를 받을 가능성이 높다.

• K-뷰티 확산과 인도 내 기회 확대

K-콘텐츠 영향으로 한국 화장품에 대한 관심이 빠르게 증가하고 있다. 특히 액티브 성분 및 더마 기반 제품군에서 차별화된 브랜드가 인도 시장 내 성장 기회를 확보할 가능성이 높다.

(NYKAA IN, NOT RATED)

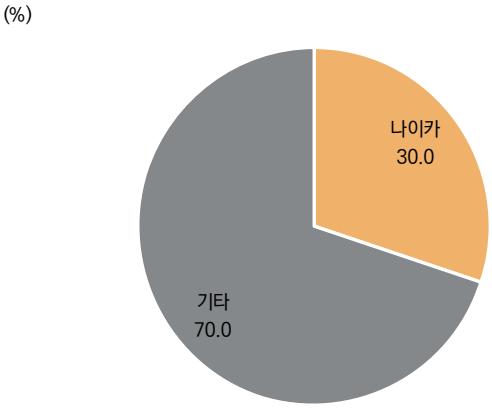
FSN 이커머스 벤처스: 초기 시장 + 구조적 성장 + 수익성 개선

기업 개요: 인도 뷰티 시장의 중심축

FSN 이커머스 벤처스(Nykaa)는 2012년에 설립된 인도 최대 화장품 및 퍼스널케어 이커머스 기업이다. 동사의 이커머스 플랫폼 나이카는 인도 내 고급 화장품 및 퍼스널케어 제품에 대한 수요가 증가하는 반면, 접근성은 떨어지는 틈새 시장을 공략하여 빠르게 성장했다. 그 결과, 나이카는 FY25년 인도 화장품 및 퍼스널케어 이커머스 시장점유율 1위(30.0%)를 기록하면서 화장품 및 퍼스널케어 트렌드를 주도하는 메가 플랫폼이 되었다. 동사는 2021년 인도 증시에 상장되었다.

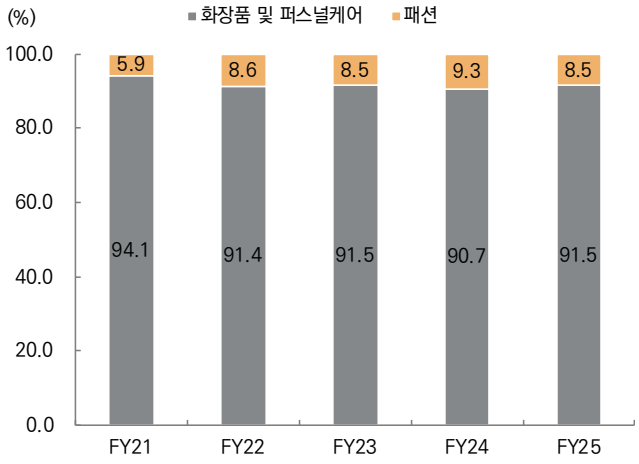
FSN 이커머스 벤처스는 현재 주요 이커머스 플랫폼인 나이카와 나이카 패션(Nykaa Fashion) 등을 통해 화장품 및 퍼스널케어 제품과 패션 제품을 판매하고 있다. FY25년 동사의 부문별 매출 비중은 화장품 및 퍼스널케어 91.5%, 패션 8.5%를 기록했다.

그림 1. 인도 화장품 및 퍼스널케어 이커머스 시장점유율 (FY25년)



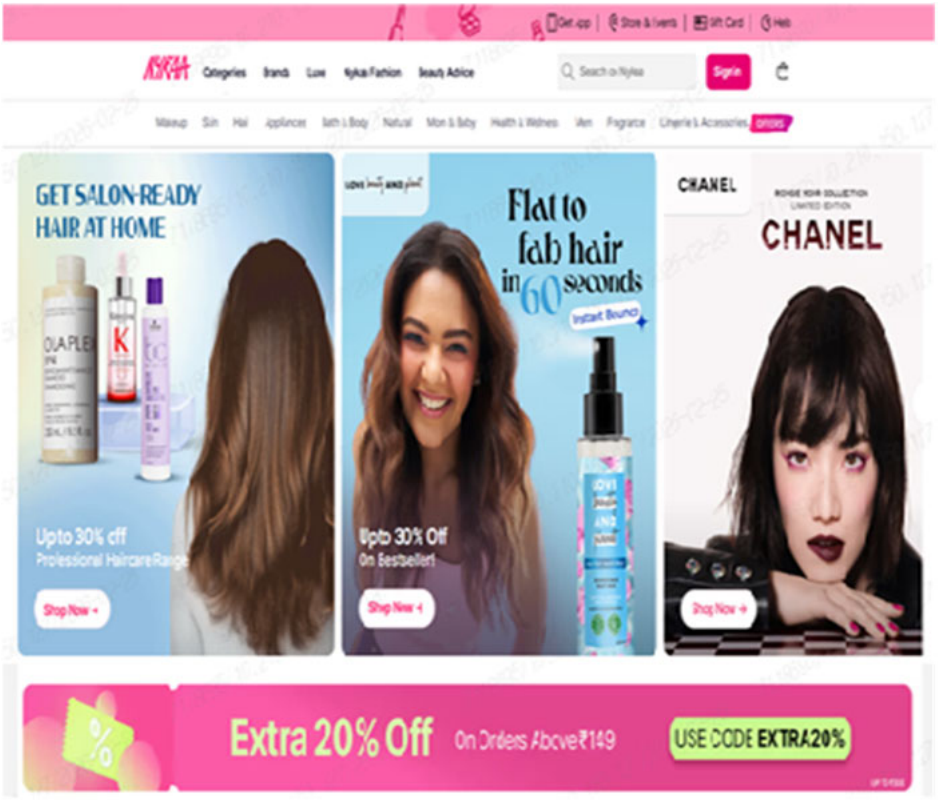
자료: FSN 이커머스 벤처스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 부문별 매출 비중 추이



자료: FSN 이커머스 벤처스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 나이카 홈페이지(웹사이트)



자료: FSN 이커머스 벤처스, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

재고 기반(Inventory-led) 모델: 주요 경쟁력

재고 기반 모델에 대해 경영진은 "뷰티 부문에서는 거의 대부분이 재고 기반 모델"이라고 명확히 언급했다. 일부 웰니스 카테고리를 제외하면, 뷰티 사업은 재고 기반이 중심이라고 설명했다.

경영진은 "뷰티에서는 품질 통제가 무엇보다 중요하다"고 강조했다. 아마존 인디아, 플립카트와 같은 인도 종합 플랫폼의 경우 제3자 판매자가 많아 품질 관리가 어렵지만, 나이카(Nykaa)는 브랜드로부터 직접 소싱하는 구조를 유지하고 있다고 밝혔다. 이는 정품 보증과 소비자 신뢰 유지 측면에서 핵심 경쟁력이라고 언급했다.

또한 경영진은 오랜 기간 축적된 수요 예측 역량과 재고 운영 노하우 덕분에 재고 평가손실(write-off) 이슈는 거의 없었다고 설명했다. 신제품 론칭 전 사전 마케팅 전략도 정교하게 운영하고 있으며, 재고 기반 모델의 단점인 운전자본 부담에도 불구하고 ROE는 매우 우수한 수준이라고 언급했다.

가격 경쟁에 대해서는 "브랜드가 할인 범위를 직접 통제하기 때문에 가격 전쟁은 구조적으로 어렵다"고 설명했다. 나이카(Nykaa)는 지난 13년간 가격 인하 중심의 경쟁 전략을 취한 적이 없으며, 경쟁사가 가격을 인하하더라도 대응하지 않았다고 밝혔다. 그럼에도 불구하고 점유율과 브랜드 인지도는 꾸준히 상승해왔다고 덧붙였다.

또한 인도 내 FDI(외국인 직접 투자) 규제상 아마존 인디아 및 플립카트 등은 외국인 대주주로 인해 재고 기반 모델을 운영할 수 없기 때문에, 인도 주요 이커머스 업체들은 나이카와 동일한 재고 기반 모델을 취하기 어렵다는 점도 언급했다.

자체 브랜드: 인위적 밀어주기 없이 성장

경영진은 자체 브랜드의 성공 요인에 대해 "멀티 브랜드 리테일러로서의 정체성을 훼손하지 않는 것이 가장 중요하다"고 설명했다. 나이카(Nykaa)는 자체 브랜드를 인위적으로 노출하거나 타 브랜드를 희생시키는 방식으로 성장시키지 않았다고 강조했다.

자체 브랜드가 성장한 이유는 제품-시장 적합성, 명확한 포지셔닝, 그리고 혁신 역량 때문이라고 언급했다. 소비자는 이를 나이카(Nykaa) 소유 브랜드로 인지하기보다 하나의 독립 브랜드로 받아들이고 있으며, Dot & Key는 그 대표 사례라고 설명했다.

향후에도 자체 브랜드가 카테고리 성장률을 상회하는 수준으로 성장할 수는 있겠지만, 전체 매출의 절대적 비중을 차지하는 구조로 전환되지는 않을 것이라고 밝혔다. 이는 생태계가 매우 역동적이고 다양한 브랜드가 존재하기 때문이라고 설명했다.

인도 화장품 시장 트렌드: 점점 짧아지는 제품 사이클과 브랜드 다변화

경영진은 인터넷 확산으로 글로벌 트렌드 전파 속도가 매우 빨라졌다고 언급했다. 신규 브랜드의 진입은 활발하며, 트렌드 사이클도 점차 단축되고 있다고 설명했다.

다만 소비 규모 자체는 아직 초기 단계이며, 1인당 소비 확대 여지가 충분하다고 밝혔다. 인지도 확산 속도는 빠르며, 프리미엄 브랜드 유입 역시 지속적으로 확대되고 있다고 언급하였다.

한국 뷰티 트렌드 확산과 인도 내 기회

경영진은 최근 플랫폼 내에서 한국 브랜드에 대한 관심이 빠르게 높아지고 있다고 언급했다. 실제로 한국 화장품 기업 ARP이 최근 플랫폼에 론칭되었다고 설명했다. 경영진은 한국 드라마 및 K-콘텐츠 확산의 영향으로 한국 음식과 뷰티 제품에 대한 인도 소비자들의 관심이 자연스럽게 확대되고 있다고 평가했다.

대형 생활용품 기업: 민첩성에서 한계 노출

경영진은 대형 생활용품(FMCG) 기업들이 뷰티 시장에 진입하고 있으나, 민첩성 측면에서 한계가 존재한다고 언급했다. 이에 따라 이들은 신규 브랜드를 인수한 뒤 별도 법인으로 운영하는 방식을 택하고 있다고 설명했다.

인도 뷰티 시장: 아직 초기 성장 단계

경영진은 “뷰티와 퍼스널케어는 범위가 매우 넓다”고 설명했다. 종합 플랫폼은 일부 영역만을 다루는 반면, 나이카(Nykaa)는 전문화된 뷰티 카테고리에 집중하고 있다고 언급했다.

또한 현재 시장은 여전히 초기 단계로 포화 상태와는 거리가 멀다고 평가했다. 나이카(Nykaa)는 성장률이 높은 세그먼트에 더 많이 노출되어 있다는 점을 긍정적으로 보았다.

정부 소비 진작 정책 효과의 점진적 반영 기대

경영진은 최근 분기 마진 개선이 있었다고 언급했다. 패션 부문의 기여도가 높았으며, 구조적으로는 영업 레버리지 효과가 점진적으로 나타나고 있다고 설명했다.

도시 소비는 아직 완전히 회복되지 않았으나 농촌 소비는 개선 조짐이 나타나고 있다고 밝혔다. 세제 인하 및 정책 지원의 효과는 아직은 기대보다 느리게 나타나고 있으나, 긍정적 효과가 나타날 것으로 예상했다.

오프라인 확장 전략 지속 중

현재 약 280개 매장을 운영 중이며, 잠재적으로 400~500개까지 확장 가능하다고 경영진은 밝혔다. 약 120개 도시를 목표로 확장하고 있으며, 기존 진출 도시에서의 매장 네트워크 확대도 병행하고 있다고 설명했다.

패션 부문 전략

패션 부문은 마켓플레이스 모델을 유지하고 있다고 밝혔다. 뷰티와 패션 고객층은 약 50% 수준에서 중첩되며, 나머지 50%는 신규 고객이라고 설명했다.

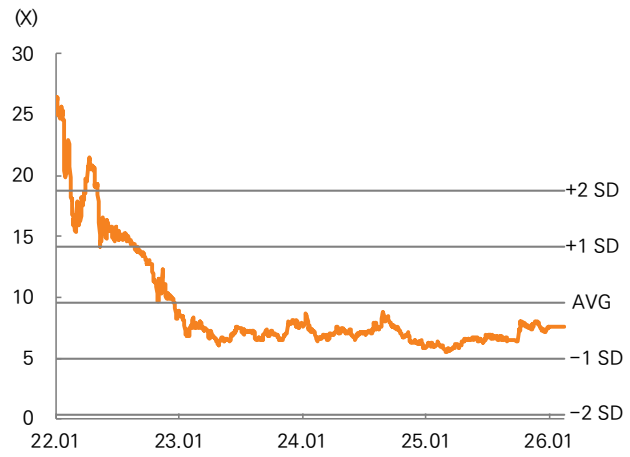
주요 경쟁사는 Myntra, Tata CLiQ, Ajio 등이 있으며, 뷰티와 달리 패션은 보다 넓은 가격대와 세그먼트를 포괄한다고 언급했다.

밸류에이션: 구조적 성장 스토리 유효

동사 주가는 인도 화장품 시장의 견조한 구조적 성장과 패션 사업 부문 이익률 개선에 힘입어 지난 12개월간 62% 상승하였다. 온라인 중심의 효율화 전략과 오프라인 확장 속도 조절을 통해 수익성 개선 흐름이 확인되면서 시장 신뢰가 회복된 결과이다.

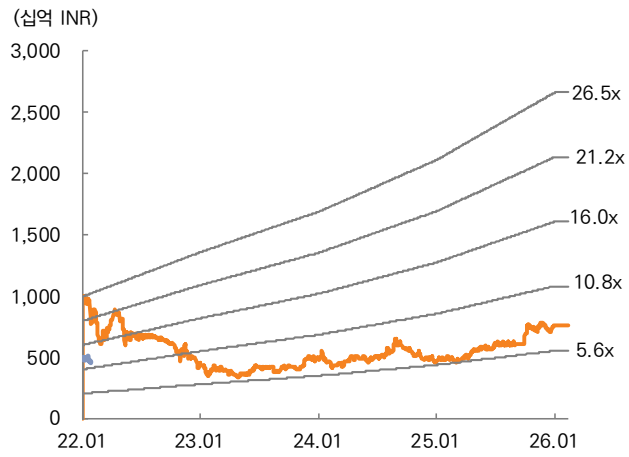
현재 동사는 FY27년 컨센서스 기준 P/S 6.1배에 거래되고 있으며, 이는 상장 이후 평균 대비 -1 표준편차 수준이다. 인도 뷰티 시장의 구조적 성장성과 플랫폼 경쟁력을 감안하면, 현재 밸류에이션은 장기적 관점에서 여전히 매력적인 구간으로 판단된다.

그림 4. 12개월 선행 P/S 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 P/S 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	63.9	79.5	99.8	125.8	156.4
영업이익 (백만INR)	1.2	2.1	4.1	6.9	10.8
영업이익률 (%)	1.9	2.6	4.1	5.5	6.9
순이익 (백만INR)	0.3	0.3	0.7	2.0	4.2
EPS (INR)	0.1	0.2	0.7	1.5	2.5
ROE (%)	1.4	2.4	5.2	14.3	24.7
P/E (배)	2,418.5	1,156.7	376.8	173.5	107.5
P/B (배)	60.2	58.5	50.5	39.1	28.4

주: IND-AS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: FSN 이커머스 벤처스, 미래에셋증권 리서치센터

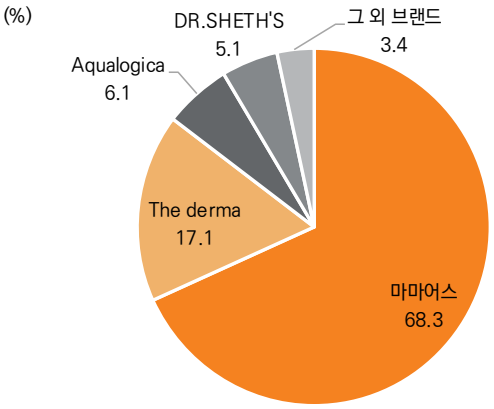
(HONASA IN, NOT RATED)

호나사 컨슈머: 턴어라운드를 넘어 구조적 성장으로

기업 개요

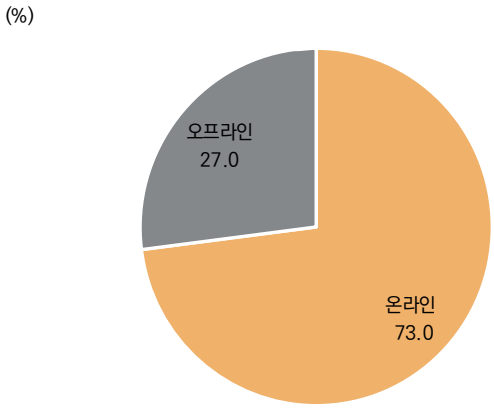
2016년 설립된 인도의 뷰티(D2C 중심 화장품 및 퍼스널케어) 브랜드 기업으로, 영유아 케어 브랜드 마마어스를 시작으로 FY25년 기준 8개의 브랜드 포트폴리오를 보유하고 있다. 유해 성분 없는 자연 유래 제품에 대한 수요를 기반으로 빠르게 성장한 마마어스를 바탕으로, 동사는 온라인 중심의 D2C 전략으로 성장을 이어갔으며, 2023년 인도 증시에 상장되었다. FY25년 기준 브랜드별 매출 비중은 마마어스 68%, The Derma 17%, Aqualogica 6%, Dr. Sheth's 5%이며, 유통 채널별 매출 비중은 온라인 73%, 오프라인 27%이다.

그림 6. 브랜드별 매출액 비중 (FY25년)



자료: 호나사 컨슈머, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 유통 채널별 매출액 비중 (FY25년)



자료: 호나사 컨슈머, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. House of Brand 전략 사례

자료: 호나사 컨슈머, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

최근 호나사의 분기 실적은 시장 기대를 상회하며 구조적 회복의 신호를 명확히 보여주었다. 특히 핵심 브랜드인 마마어스(Mamaearth)가 전년 대비 중반대(15~16%) 매출 성장률을 기록한 점은 단순한 기저 효과가 아니라 내부 구조 개선에 기반한 결과라는 점에서 의미가 있다. 경영진은 향후에도 회사 전체 매출은 10% 후반 수준의 성장률을 유지할 수 있을 것으로 전망하고 있다.

성장의 체질 개선을 이끈 네 가지 전략 축

경영진은 지난 4년 반 동안 진행된 내부 변화가 최근 실적에 반영되고 있다고 밝혔다. 구조적 변화는 네 가지 축으로 요약된다.

첫째는 전략적 카테고리 집중 전략이다. 회사는 7개의 '포커스 카테고리'를 선정하고, 각 카테고리 내에서 소비자 고민 해결 중심의 세분화(예: 모발 강화, 여드름 케어 등) 전략을 도입하였다. 이를 통해 마케팅 투자와 제품 혁신 자원을 선택적으로 배분하였다. 최근 3분기 동안 포커스 카테고리는 25% 이상 성장하며 회사 전체 성장률을 상회하였고, 현재 이들 카테고리는 전체 매출의 75~80%를 차지하였다.

둘째는 오프라인 유통 구조의 재정비이다. 지난해 회사는 기존 유통(General Trade) 채널을 전면 개편하고 상위 100개 도시를 중심으로 직거래 유통업체(Direct Distributor) 체계를 구축하였다. ERP 및 영업 프로세스 고도화와 함께 리테일 판매 기준의 관리 체계가 정착되면서 유통의 기초 체력이 강화되었다. 현재 직거래 유통업체 비중은 80% 수준으로 안정화되고 있다고 경영진은 밝혔다.

셋째는 마케팅 전략의 정교화이다. 동사는 광고비 절대 규모를 줄이지 않으면서도 투자 효율을 크게 개선하였다. 특히 Z세대를 겨냥한 콘텐츠 전략을 강화하고, 포커스 카테고리 및 성장 제품에 마케팅 자원을 집중하였다. 그 결과 마케팅 투자 효율성이 유의미하게 개선되었으며, 브랜드 성장의 지속 가능성이 높아졌다.

넷째는 제품 연구개발(R&D)과 품질 경쟁력 강화이다. 최근 회사는 블라인드 테스트에서 주요 국내외 브랜드 대비 자사 제품이 우수한 성과를 기록한 사례를 다수 공개하였다. 소비자가 체감할 수 있는 제품 차별화를 기반으로 브랜드 신뢰를 구축하겠다는 전략이다. 이는 단기 마케팅 드라이브가 아니라 장기 브랜드 자산 축적에 초점이 맞춰져 있다.

액티브 성분 시대, 더마컴퍼니와 마마어스의 차별화 전략

최근 3~4년간 인도 스킨케어 시장에서는 '액티브 성분(active ingredients)'을 중심으로 한 제품 수요가 빠르게 확대되었다. 과거에는 일부 신생 브랜드가 주도하는 니치 시장에 가까웠으나, 현재는 유니레버(Unilever), 폰즈(Ponds), 니베아(Nivea), 바셀린(Vaseline), 로레알(L'Oréal) 등 글로벌 대형 브랜드들까지 적극적으로 관련 제품을 출시하며 주류 시장으로 확산된 상황이다. 힌두스탄 유니레버는 인도 시장 내 대응력을 강화하기 위해 현지 액티브 성분 기반 브랜드인 미니멀리스트(Minimalist)를 인수하기도 하였다.

더마컴퍼니는 이러한 트렌드를 선도하는 브랜드로 자리매김하고 있다. 온라인 선스크린 부문에서 1위를 기록하고 있으며, 페이스 세럼·선스크린·클렌저 등 복수의 10억 루피 이상 규모 카테고리를 보유하고 있다. 액티브 성분을 명확히 전면에 내세운 제품 전략이 소비자 신뢰와 반복 구매로 이어지고 있다는 평가이다. 경영진은 액티브 성분 중심 트렌드가 단기 유행이 아니라 장기적으로 지속될 구조적 변화로 보고 있다.

한편, 마마어스는 자연 유래 성분과 DIY 콘셉트를 기반으로 한 포지셔닝을 유지하며 차별화된 소비자층을 공략하고 있다. 액티브 성분 브랜드와의 직접 경쟁보다는, 상이한 소비자 니즈를 충족하는 복수 브랜드 전략을 통해 포트폴리오 균형을 유지하는 접근이다.

성장과 수익성의 동시 개선 국면 진입

FY3Q26에는 플립카트(Flipkart)의 인보이싱 방식 변경에 따른 회계상 매출 인식 조정이 있었으나, 이를 제외한 실질 기준 매출 성장률은 약 21% 수준이었다. 경영진은 향후에도 매출 성장률을 10% 후반 수준에서 유지할 수 있을 것으로 전망하였다.

마마어스는 두 자릿수 EBITDA 이익률(약 12~13%)을 기록하고 있으며, 더마컴퍼니 또한 두 자릿수 EBITDA 이익률을 달성한 상태이다. FY3Q26 연결 기준 전체 EBITDA 이익률은 10.9% 수준이었다.

향후 수익성 개선은 ▲광고 투자 대비 수익률(ROI) 개선 ▲매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과 ▲인건비 및 조달 부문의 효율화 등을 통해 점진적으로 지속될 것으로 예상한다고 밝혔다.

소비 회복이 아닌 실행력 개선의 성과

경영진은 최근 실적 개선이 전반적인 소비 경기 회복과 직접적으로 연관되어 있다고 보지는 않았다. 동사의 핵심 세그먼트인 뷰티 및 퍼스널케어(BPC) 매스 프리미엄·매스티지 시장은 구조적으로 견조한 수요를 유지하고 있으며, 거시적인 소비 둔화 흐름의 영향은 제한적이라고 밝혔다.

회사 측은 이번 성장 회복이 '소비 반등'에 기인한 결과라기보다, 내부 실행력 정상화에 따른 구조적 개선의 결과라고 설명하였다. 지난해 유통 재정비 과정에서 일시적으로 성장세가 둔화되었으나, 현재는 전략적 카테고리 집중, 유통 체계 안정화, 마케팅 효율 개선, 제품 경쟁력 강화라는 네 가지 축이 자리 잡으면서 브랜드의 펀더멘털이 강화되었다고 밝혔다.

밸류에이션: 유효한 구조적 성장 스토리

동사 주가는 유통 채널 구조 조정 이후 핵심 브랜드의 매출 성장률 회복과 인도 화장품 시장의 견고한 구조적 성장, 그리고 시장 기대치를 상회한 분기 실적에 힘입어 지난 1개월간 12.6% 상승하였다.

그럼에도 불구하고 현재 동사는 FY27년 기준 P/E 45.2배에 거래되고 있으며, 이는 상장 이후 평균 대비 -1 표준편차 수준이다. 또한 주요 인도 소비재 업체 평균 대비 약 30% 할인된 수준에서 거래되고 있다.

구조적 성장성이 높은 인도 디지털 기반 뷰티 기업이라는 점과 실적 회복 국면 진입을 고려할 경우, 현재 밸류에이션 부담은 제한적인 수준으로 평가된다.

표 4. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	19.2	20.7	23.5	27.0	30.8
영업이익 (백만INR)	1.1	0.2	1.6	2.1	2.7
영업이익률 (%)	5.5	1.1	7.0	7.9	8.8
순이익 (백만INR)	1.1	1.1	0.7	1.7	2.2
EPS (INR)	3.6	2.2	5.5	6.8	8.5
ROE (%)	-21.8	13.1	6.4	14.1	15.1
P/E (배)	86.3	137.4	55.9	45.2	36.1
P/B (배)	-	8.4	7.4	6.4	5.4

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

자동차

Summary

• 생애 첫차 구매 비중 40% 상회 → 구조적 신규 수요 기반 견조

최근 완성차 업체 판매에서 생애 첫 차 구매자 비중이 전체 구매자의 40%를 상회하는 수준을 유지하고 있다. 이는 교체 수요 중심의 성숙 시장과 달리, 인도 승용차 시장이 여전히 침투율 확대 국면에 있음을 의미한다. 소득 증가와 자동차 할부 금융 확대를 감안할 때 중장기적으로 신규 수요 기반이 지속될 가능성이 높다.

• SUV 침투율 상승 → 시장 구조의 장기적 재편 진행

인도 승용차 시장에서 SUV 비중은 이미 50% 중반까지 상승했으며, 일부 완성차 업체의 경우 70%에 근접하고 있다. 소비자의 선호 변화가 일시적 유행이 아니라 구조적 트렌드로 자리 잡고 있으며, 향후 시장 성장의 중심 축은 SUV 세그먼트가 될 가능성이 높다.

• 첫차부터 SUV 선택 → 프리미엄화 가속

과거에는 소형차에서 상위 차급으로의 단계적 업그레이드가 일반적이었으나, 최근에는 생애 첫차 구매자부터 SUV를 선택하는 흐름이 강화되고 있다. 젊은 인구 구조, 디자인 및 기능 선호, 경험 소비 성향 확산이 맞물리며 평균 판매가격(ASP) 상승과 믹스 개선이 동시에 진행되고 있다.

• GST 인하 → 단기 수요 부양을 넘어 구조적 프리미엄화 촉진

자동차 및 트랙터에 대한 GST 인하는 단순 가격 인하 효과를 넘어 동일 예산 내에서 상위 트림 및 상위 모델 선택을 유도하는 방향으로 작용하고 있다. 소비자 총지출 규모가 크게 확대되지 않았음에도 선택 구성이 고급화되는 방향으로 이동하고 있어, 완성차 업체의 믹스 개선 및 수익성 방어에 우호적이다.

• 단기 두 자릿수 성장 이후 정상화 예상

최근 GST 시행과 축제 시즌 효과가 결합되며 업계는 두 자릿수 성장 흐름을 보였으나, 이는 펜트업 수요 성격이 일부 포함된 결과로 해석된다. 상반기 10%대 성장 이후 하반기 7~8%, CY26년 5~6% 수준으로 점진적 정상화가 예상된다. 고성장보다는 안정적인 성장 국면에 진입할 가능성이 높다.

(HYUNDAI IN, NOT RATED)

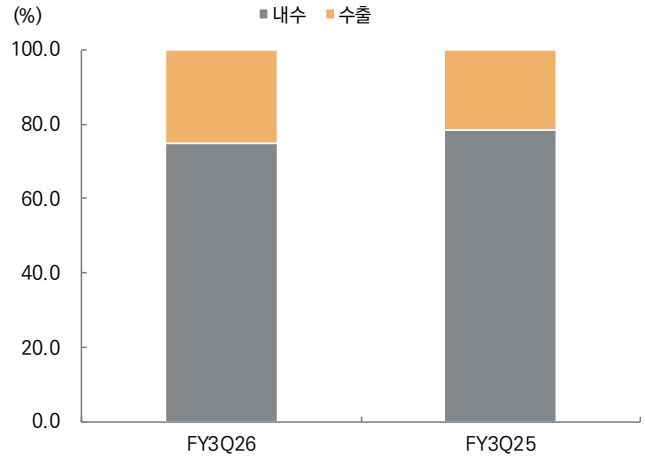
현대자동차 인도: 시장점유율 회복을 위한 구조적 재정비 완료

기업 개요

현대자동차 인도는 1996년 설립된 현대자동차의 인도 현지 법인으로, 인도 승용차(PV) 시장에서 두 번째로 큰 완성차 제조사이며, 인도 내수 시장 점유율은 약 14% 수준이다. 오랜 기간 2위권 점유율을 유지해온 대표 완성차 기업으로, 본사는 첸나이에 위치한다. 인도 내 생산·판매뿐 아니라 중동·아프리카·중남미 등으로 수출하는 글로벌 생산 허브 역할도 수행하고 있다.

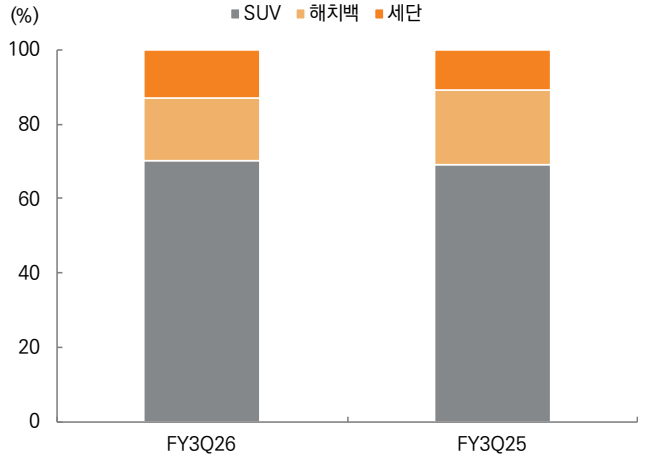
인도 시장에서 현대자동차 인도는 소형차 중심의 초기 전략에서 출발해, 현재는 SUV 중심 포트폴리오로 빠르게 전환하였다. 크레타(Creta), 베뉴(Venue), 익스터(Exter) 등 다양한 SUV 라인업을 기반으로, 최근에는 전체 판매의 70% 내외가 SUV에서 발생하는 구조를 갖추고 있다. 이는 인도 승용차 시장의 SUV 침투율 55% 수준을 상회하는 비중으로, 현대자동차 인도가 SUV 세그먼트에서 경쟁력을 확보하고 있음을 보여준다.

그림 9. 현대자동차 인도 매출 구성



자료: 현대자동차 인도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 현대자동차 인도 내수 판매량 믹스 추이



자료: 현대자동차 인도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 현대자동차 인도 주요 모델: 베뉴(Venue)

자료: 현대자동차 인도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 현대자동차 인도 주요 모델: 크레다 EV(CRETA EV)

자료: 현대자동차 인도, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

생애 첫차 구매 비중: 예상보다 높은 신규 수요

경영진은 최근 분기 기준 자사 판매 중 생애 첫차 구매자 비중이 41.8% 수준이며, 교체 수요는 58.2% 수준이라고 밝혔다. 경영진은 코로나 이전 생애 첫차 비중이 29~30% 수준이었으나 이후 꾸준히 상승했다고 언급했다.

특히 경영진은 SUV 세그먼트에서도 생애 첫차 비중이 높다고 설명했다. 소형 SUV 익스터(Exter)의 생애 첫차 비중은 47% 수준이며, 컴팩트 SUV 베뉴(Venue)는 48% 수준이라고 밝혔다. 경영진은 이는 인도 자동차 시장의 신규 수요 기반이 여전히 견조함을 보여주는 지표라고 평가했다.

빠르게 진행되고 있는 프리미엄화 첫차부터 SUV로 이동

경영진은 과거에는 생애 첫차로 소형차를 구매한 뒤 일정 기간 후 상위 차급으로 업그레이드하는 경향이 일반적이었다고 설명했다. 그러나 최근에는 생애 첫차 구매자들이 바로 SUV 세그먼트로 진입하는 흐름이 강화되고 있다고 언급했다.

경영진은 젊은 소비자층이 신기술과 다양한 기능을 적극적으로 수용하고 있으며, 지역과 관계없이 더 나은 디자인과 기능을 갖춘 차량을 선호하는 경향이 강해졌다고 평가했다.

농촌 지역에서도 SUV 수요 확대

경영진은 생애 첫차 수요 증가는 특정 지역에 국한되지 않고 전반적으로 나타나고 있다고 언급했다. 과거에는 농촌 지역 고객이 소형차를 선호하는 경향이 있었으나, 최근 몇 년간 농촌 지역에서도 SUV로의 업그레이드 사례가 증가하고 있다고 설명했다.

경영진은 자사 판매 중 SUV 비중이 70% 수준이며, 업계 평균 SUV 침투율이 약 55% 수준임을 감안하면 자사의 SUV 비중이 높은 편이라고 밝혔다. 또한 농촌 지역의 SUV 침투율이 도시보다 다소 높다고 덧붙였다. 그 배경으로 최근 몇 년간 양호한 몬순으로 농촌 소득이 개선된 점을 제시했다.

시장점유율 하락의 배경: 생산능력과 신차 타이밍

경영진은 최근 2~3년간 자사 시장점유율이 일부 하락한 것은 사실이라고 인정했다. 다만 그 원인은 구조적 경쟁력 약화가 아니라 생산능력 제약과 신차 출시 시점의 영향이라고 설명했다.

경영진은 2007~2008년 이후 약 15년간 의미 있는 증설이 없었으며, 코로나 이후 수요 급증 국면에서 충분한 생산능력을 확보하지 못했다고 언급했다. 동시에 인도 시장에서는 신차 출시가 수요를 크게 좌우하는데, 자사는 생산능력 확대와 신차 출시를 함께 맞추는 전략을 택했다고 설명했다.

푸네(Pune) 신규 공장 가동: 생산캐파 이슈 해소

경영진은 2025년 10월 푸네(Pune) 신규 공장을 가동했다고 밝혔다. 첸나이(Chennai) 공장의 기존 생산능력은 824,000대 수준이며, 가동률은 90% 이상이었다고 설명했다. 푸네 공장에서는 1단계로 170,000대의 추가 생산능력을 확보했으며, 향후 몇 년 내 80,000대를 추가해 총 약 30%의 추가 생산능력을 확보할 계획이라고 밝혔다. 경영진은 과거에는 생산능력이 제약 요인이었으나, 현재는 더 이상 문제가 되지 않는다고 강조했다.

5년간 26개 신차 출시 계획

경영진은 향후 5년간 총 26개의 신차 출시를 계획하고 있으며, 이는 업계에서도 공격적인 수준이라고 언급했다.

경영진은 단순한 출시 수가 아니라 제품 포트폴리오의 공백을 메우는 것이 핵심이라고 설명했다. 대중형 전기차 라인업 부재, MPV 세그먼트 부재, 오프로더 세그먼트 공백, 하이브리드 라인업 미구축 등을 주요 공백 영역으로 지목했다. 대중형 전기차는 2027년에 출시할 계획이라고 밝혔다.

가격 전략: 할인 경쟁보다는 브랜드력 방어

경영진은 최근 18개월간 업계가 수요 둔화에 대응하기 위해 할인 확대와 가격 인하 경쟁을 벌였다고 설명했다. 그러나 자사는 가격 전쟁에 적극적으로 참여하지 않았다고 언급했다.

경영진은 할인과 가격 인하는 일시적 전략에 불과하며 지속 가능한 전략이 아니라고 판단했다. 이에 따라 일부 시장점유율 하락을 감내했으나, 평균판매가격과 수익성은 개선됐다고 강조했다.

수출 확대: 2030년까지 비중 30% 목표

경영진은 최근 몇 년간 정체됐던 수출이 FY26년부터 재가속하고 있다고 언급했다. 연초 8% 성장을 가이던스로 제시했으나 9개월 누적 기준 18% 성장했다고 밝혔다.

중동, 아프리카, 라틴아메리카(멕시코 포함) 등 신흥시장을 중심으로 수출을 확대하고 있으며, 인도 내수용 제품과 해당 시장 수요 특성이 잘 맞는다고 설명했다.

수출 비중은 과거 20%에서 현재 25%로 상승했으며, 2030년에는 30%까지 확대하는 것이 목표라고 밝혔다.

부품 조달 현지화 확대: 84% → 90% 목표

경영진은 비용 최적화의 핵심 수단으로 부품 조달의 현지화 확대를 제시했다. 이는 완성차 생산에 투입되는 부품·소재를 해외(한국 등)에서 수입하는 대신, 인도 내 협력업체를 통해 조달하는 비중을 높이는 전략을 의미한다고 설명했다.

경영진은 과거 완성차 1대당 원가 기준으로 약 77~78% 수준이던 인도 내 조달 비중이 작년 82%까지 상승했고, 현재는 84% 수준(1차 협력업체 기준)까지 확대됐다고 밝혔다. 즉, 차량에 들어가는 부품 원가의 84%를 인도 내 협력업체로부터 조달하고 있으며, 나머지 16%만 해외에서 수입하고 있다고 설명했다.

경영진은 향후 1차 협력업체뿐 아니라 2·3차 협력업체 단계까지 인도 내 생산 비중을 확대해, 완성차 기준 조달 현지화율을 90% 수준까지 끌어올릴 계획이라고 밝혔다. 이는 환율 변동 리스크 축소, 물류비 절감, 관세 부담 완화, 리드타임 단축 측면에서 구조적인 원가 경쟁력 개선으로 이어질 수 있다고 설명했다.

다만 경영진은 반도체 및 일부 전자칩과 같은 고부가 핵심 부품은 인도 내 공급망이 아직 충분히 구축되지 않아 단기간 내 전면 현지화가 어렵다고 덧붙였다. 따라서 해당 영역은 정부 정책 및 산업 생태계 발전 속도에 맞춰 점진적으로 확대할 수밖에 없다고 언급했다.

신규 공장 비용 부담

경영진은 2025년 12월 분기부터 신규 공장 관련 고정비 부담이 단기 이익에 영향을 미치고 있다고 언급했다. 이러한 부담은 약 1년간 지속될 것으로 예상한다고 밝혔다. 다만 생산 물량 확대, 신차 출시, 수출 비중 증가, 현지화 확대를 통해 고정비를 흡수하면서 수익성은 점진적으로 회복될 수 있다고 설명했다.

GST 인하 효과의 반영 수준: 하반기에도 지속될 것으로 예상

경영진은 지난 18개월간 업계 전반의 성장세가 둔화되었으며, 2025년 상반기에는 업계 성장률이 마이너스를 기록한 기간도 있었다고 언급했다. GST 인하와 관련해서는 작년 8월 15일 발표 이후 9월 22일 시행까지 '대기 수요'가 형성되며 소비자들이 구매를 미뤘기 때문에, 해당 구간의 업계 판매 데이터는 정상적인 수요 흐름으로 해석하기 어렵다고 설명했다.

경영진은 시행 이후 수요가 확실히 회복되었으며, 최근 3~4개월(10월~1월) 동안 업계가 두 자릿수 성장 흐름을 보였다고 밝혔다. 이는 GST 인하 효과에 더해 10월 디왈리(Diwali) 축제 시즌의 계절적 수요가 결합된 결과라고 설명했다. 또한 최근에는 업계 전반의 할인 수준도 축소되는 흐름을 보이고 있다고 덧붙였다.

다만 경영진은 일부 업체들이 GST 시행 이후에도 점유율 방어 목적의 가격 인하를 지속했다고 언급했다. 자사는 해당 흐름에 동참하기보다는, 다른 전략을 통해 시장점유율과 수익성을 동시에 관리하는 입장이라고 밝혔다.

경영진은 최근의 두 자릿수 성장세가 장기간 지속되기는 어렵다고 평가했다. 이번 회복은 펜트업 수요의 기여도가 큰 만큼, 성장 흐름은 이어지더라도 두 자릿수 수준이 장기간 유지되기보다는 점진적으로 정상화될 것으로 전망했다.

또한 경영진은 올해 상반기 시장 성장률이 10%대에 이를 수 있으나, 하반기에는 7~8% 수준으로 둔화되고, CY26년에는 5~6% 성장으로 정상화될 것으로 예상한다고 밝혔다.

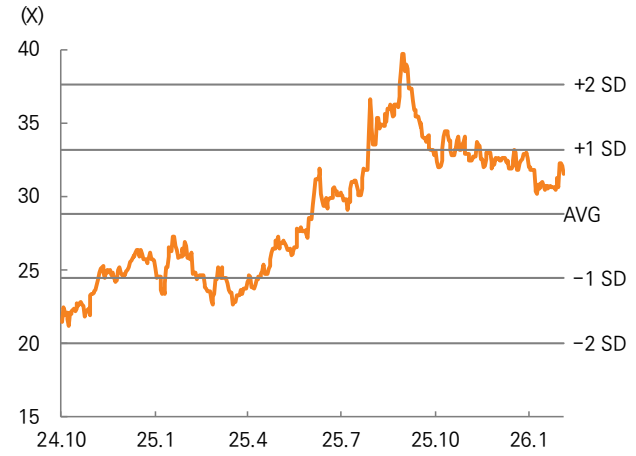
성장 목표: 업계 대비 초과 성장 자신감

경영진은 향후 5년간 제품 라인업 강화, 네트워크 강화, 파워트레인 다변화를 통해 경쟁에 대응하겠다고 밝혔다. 투자자 대상 IR행사에서 업계 성장률을 향후 5년 5.2%로 전망하는 가운데, 자사는 7% 성장할 것이라고 제시했다고 언급하며, 업계 대비 초과 성장에 대한 자신감을 드러냈다.

밸류에이션: 점유율 회복 기대 반영 전 구간

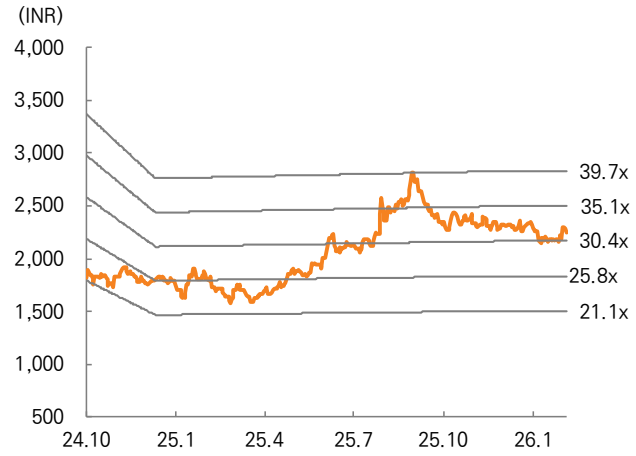
신규 공장 증설에 따른 초기 비용 증가와 일시적인 생산능력(Capacity) 제약으로 시장 점유율이 하락하면서, 동사 주가는 지난 1개월간 보합권에 머물렀다. 현재 동사는 FY27년 기준 P/E 28.2배에 거래되고 있으며, 이는 2024년 상장 이후 평균 수준이다. 인도 승용차 시장의 구조적 성장성과 함께 증설 완료 이후 생산능력 확대, 공격적인 신모델 출시를 통한 시장 점유율 회복 가능성을 감안하면, 현재 밸류에이션은 장기적 관점에서 매력적인 구간으로 평가된다.

그림 13. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



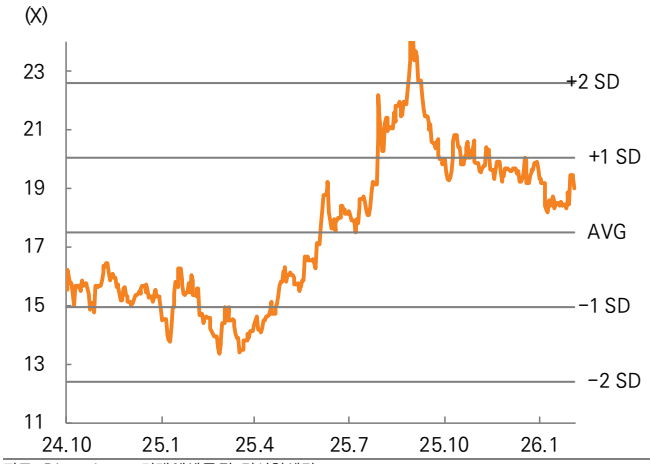
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 12개월 선행 P/E 밴드차트



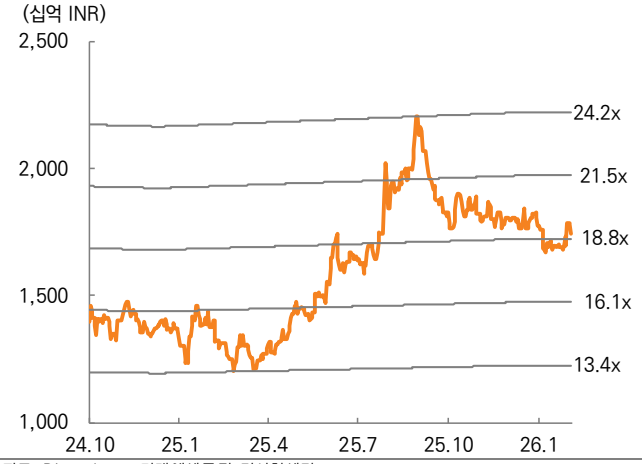
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	685.9	691.9	716.1	803.8	909.9
영업이익 (백만INR)	69.2	68.5	70.3	79.8	94.9
영업이익률 (%)	10.1	9.9	9.8	9.9	10.4
순이익 (백만INR)	60.6	60.6	56.4	57.8	64.8
EPS (INR)	74.6	69.4	71.2	79.9	94.3
ROE (%)	25.5	39.5	41.8	31.6	29.2
P/E (배)	30.2	32.4	31.6	28.2	23.9
P/B (배)	17.1	11.2	9.0	7.4	6.0

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

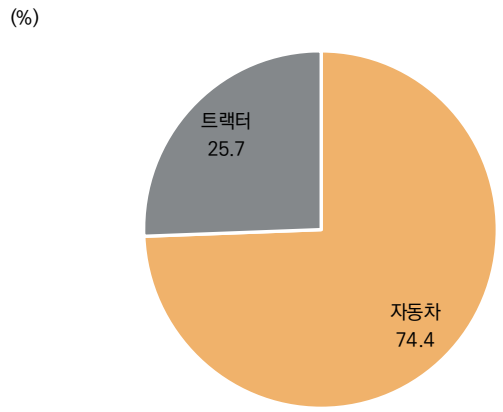
(MM IN, NOT RATED)

마힌드라 & 마힌드라: 인도 SUV 시장의 신흥 강자

기업 개요: SUV 성장과 트랙터 지배력을 동시에 보유한 복합 모빌리티 기업

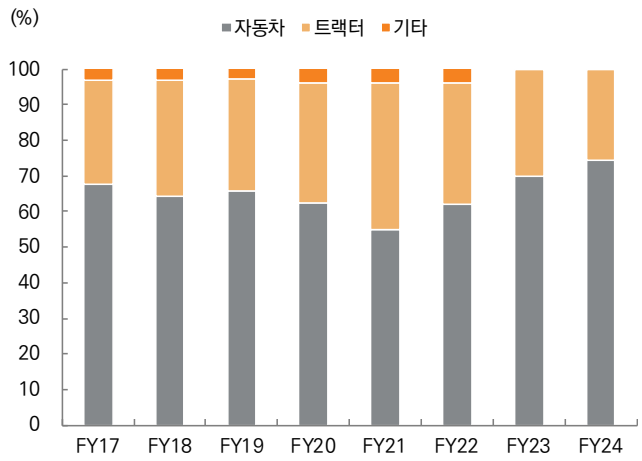
마힌드라&마힌드라(Mahindra&Mahindra)는 1945년에 설립된 인도의 대표적인 자동차 제조 기업이자 마힌드라 그룹의 지주회사이다. 동사는 마루티 스즈키, 현대자동차 인도, 타타자동차에 이은 인도 4위의 승용차 제조사이자, 인도 내 1위 트랙터 제조 기업이다. 현재 40개국에서 자동차 및 농기계를 판매하고 있으며, FY25년 기준 매출액 중 자동차 판매가 74.4%, 트랙터 판매가 25.7%를 차지하고 있다.

그림 17. 마힌드라&마힌드라 매출비중 (FY25년)



자료: 마힌드라&마힌드라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 마힌드라&마힌드라 매출비중 추이



자료: 마힌드라&마힌드라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 마힌드라: XUV700

자료: 마힌드라&마힌드라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 마힌드라 스콜피오 (SUV)

자료: 마힌드라&마힌드라, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

자동차 사업: 9개 분기 연속 SUV 매출 점유율 1위

경영진은 SUV 사업 성과를 설명할 때 "판매량"보다 매출 기준(revenue market share) SUV 점유율을 핵심 지표로 제시하였다. 이는 마힌드라 SUV가 프리미엄·이미지가 강해 경쟁사 대비 가격대가 상대적으로 높게 형성되어 있으며, 단순 판매 대수보다 매출 기준으로 시장 내 지위를 설명하는 것이 더 적절하다는 판단에 따른 것이라고 언급하였다. 회사는 FY3Q24 분기부터 9개 분기 연속 SUV 매출 점유율 1위를 유지하고 있다고 설명하였다.

경영진은 인도의 거시·소득·인구 구조가 프리미엄 SUV 수요를 뒷받침하는 환경이라고 평가하였다. 인도의 중위연령이 약 28세로 젊고, 1인당 소득 상승과 고용 기회 확대가 "경험 소비" 성향을 강화하고 있다는 점을 강조하였다.

제품 경쟁력의 기반은 R&D

제품 경쟁력의 기반으로는 R&D·엔지니어링 체계를 강조하였다. 경영진은 첸나이의 Mahindra Research Valley(MRV)를 그룹 핵심 인프라로 지목하며, 5,000명 규모의 엔지니어 조직이 운영되고 있다고 언급하였다. 이 조직의 목표는 "BMW·Audi 수준의 차량 완성도를 1/3~1/2 비용으로 구현하는 것"이라고 설명하였다. 또한 디자인 역량 강화를 위해 영국 밴버리(Banbury)에 디자인 센터를 운영하고 있으며, 인도 내 뭄바이 등 여러 디자인 거점을 보유하고 있다고 덧붙였다.

최근 점유율 상승: 내부 구조조정에 따른 체질 개선의 영향

최근 3~5년간 변화의 직접 요인으로는 자본 효율성 제고, SUV 집중 전략, 손실 사업 정리가 제시되었다. 경영진은 아니시 샤(Anish Shah) 체제에서 자본배분에 대한 통제가 강화되었으며, 자동차 부문에서 손실을 내던 15개 회사를 정리하였다고 언급하였다.

동시에 해치백·세단 사업을 하지 않겠다는 전략적 결정을 통해 "SUV DNA에만 집중"하는 구조를 확립하였다고 설명하였다. 당시 SUV가 인도 승용차 시장 내에서 20% 수준이었음에도 불구하고 이를 선택한 것은 과감한 전략적 판단이었다는 점을 강조하였다.

대부분의 모델이 강한 수요

제품 포트폴리오에 대해서는 "판매 부진 모델이 없다"는 점을 강조하였다. SUV ICE 라인업 다섯 개 모델 모두 의미 있는 수요를 확보하고 있으며, Scorpio 계열은 월 13,000~14,000대 수준의 판매를 기록하고 있다고 언급하였다. 7XO가 기존 7OO를 대체하며, Bolero, Thar Roxx, 3XO 등이 포트폴리오를 구성하고 있다고 설명하였다. 경쟁 구도는 세그먼트별로 다르게 평가하였다. 7인승 가격대 및 컴팩트 SUV(3XO)는 경쟁이 치열한 반면, Thar Roxx, Scorpio, Bolero는 디자인과 포지셔닝 측면에서 직접적인 대체재가 제한적이라는 입장을 밝혔다. Maruti Jimny는 언급되었으나, 국내 시장보다는 수출 성격이 강하다고 평가하였다.

트랙터 사업: 압도적 시장 지배력

트랙터 사업은 43년 연속 인도 1위라는 점을 강조하였다. 또한 글로벌 시장에서도 주요 제조사로 자리하고 있다고 설명하였다. 인도 농지의 규모 특성상 100~120HP 이하 중심의 제품 포트폴리오가 적합하다고 평가하였다. 최근에는 40HP 이하에서 40~50HP로 수요가 이동하는 흐름이 나타나고 있다고 언급하였다.

GST 인하: 단기 이벤트가 아닌 구조적 프리미엄화 촉진 요인

경영진은 GST 인하를 단기적 이벤트가 아니라 구조적 변화로 해석한다고 밝혔다. 소비자의 예산이 갑자기 증가한 것이 아니라, 동일한 예산 내에서 상위 트림 또는 상위 모델로 이동하는 프리미엄화 현상이 나타나고 있다는 것이다.

자동차 카테고리에서는 일부 구간에서 28%가 18%로, 48%가 40%로 인하된 사례가 언급되었다. 상위 밴드를 제외하면 전반적으로 10~15% 수준의 가격 인하 효과가 있었다고 설명하였다.

밸류에이션: 정당한 프리미엄

동사는 현재 FY27년 P/E 기준 24.1배로 거래되고 있으며, 이는 과거 8년 평균 대비 +1 표준 편차 수준이다. 인도 자동차 시장은 높은 베이스 효과로 성장세가 둔화가 예상되지만, 동사가 집중하고 있는 SUV 시장의 성장세는 여전히 견고하고, 동사의 높은 시장 지배력과 브랜드력이 유지되고 있다. 또한, 트랙터 시장은 농촌 소비 심리의 회복을 감안할 때 FY27년 판매량도 견고할 것으로 예상하므로, 현재 수준의 과거 대비 프리미엄은 부담스럽지 않다고 판단된다.

표 6. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	991.0	1,164.8	1,434.0	1,612.0	1,786.0
영업이익 (백만INR)	94.0	120.5	165.6	187.7	210.2
영업이익률 (%)	9.5	10.3	11.5	11.6	11.8
순이익 (백만INR)	106.4	118.5	154.6	174.8	195.1
EPS (INR)	88.5	98.5	127.7	144.8	161.1
ROE (%)	19.9	18.4	18.1	22.4	-
P/E (배)	39.4	35.4	27.3	24.1	21.6
P/B (배)	8.0	6.8	5.6	4.7	3.9

주: IND-AS 별도 기준.
자료: 마힌드라&마힌드라, 미래에셋증권 리서치센터

제조

Summary

• 인도 EMS 산업의 구조적 성장: 조립에서 부품·모듈로 가치사슬 상향 중

모바일 조립 중심의 EMS 산업이 디스플레이·카메라 모듈 등 핵심 부품의 내재화를 확대하는 국면이다. 딕슨 테크놀로지는 부품 내재화를 통해 수입대체와 부가가치 확대를 추진 중이며, 이는 단순 외형 성장보다 마진 레벨업의 핵심 변수로 제시되었다. 인도 전자 제조 생태계는 조립 기반 성장에서 부품 현지화 확대를 거쳐 고부가 밸류체인으로 이동하는 구조적 업그레이드 단계에 진입한 것으로 판단된다.

• PLI 정책: 모바일 조립 인센티브 연장 가능성은 열려 있으나, 정책 무게중심은 부품 제조로 이동

모바일 PLI는 일정 형태로 유지·연장될 가능성이 거론되나 구체 조건은 아직 불확실하다. 정책 방향은 점차 부품·모듈 등 고부가 영역 지원 강화로 이동할 가능성이 높다.

• 파트너십 및 JV 전략 선호: 기술(해외)과 시장·실행력(인도)의 결합 모델

첨단 공정과 기술이 필요한 부품 영역에서는 단독 투자보다 JV 및 전략적 파트너십 모델이 보다 합리적이라는 인식이 강하다. 기술 파트너는 공정 노하우를 제공하고, 인도 기업은 고객 네트워크·정부 관계·제조 실행력을 제공하는 구조이다. 이는 인도 제조 생태계 확장의 전형적 방식으로, 리스크를 분산하면서도 속도를 확보할 수 있는 전략으로 해석된다.

• 산업 통합 가능성과 M&A: 규모의 경제가 승패를 가르는 구간

EMS 산업은 설비·운영·고객 다변화 역량이 요구되는 구조로, 중소 사업자의 지속 가능성은 제한적일 수 있다. 이에 따라 추가적인 산업 통합 가능성이 존재하며, 상위 사업자 중심으로 시장이 재편될 여지가 크다. 딕슨 테크놀로지 또한 신규 버티컬 진입 및 점유율 확대를 위한 인수 기회를 지속적으로 검토하고 있는 것으로 파악된다.

(DIXON IN, NOT RATED)

딕슨 테크놀로지: 인도 EMS 산업 고도화의 핵심 축, 부품 내재화로 수익성 레벨업

기업 개요: 인도 최대 EMS 기업, '조립'에서 '부품 내재화'로 진화

딕슨 테크놀로지(Dixon Technologies)는 인도 최대 전자제품 위탁생산(EMS, Electronics Manufacturing Services) 기업으로, 글로벌 및 인도 브랜드를 대신해 스마트폰, TV, 가전, IT 하드웨어 등을 제조하는 기업이다. EMS는 브랜드 기업을 대신해 제품을 설계·조립·생산하는 사업 모델로, 전자 제조 산업의 핵심 인프라 역할을 수행한다.

동사는 모바일(스마트폰) 조립을 중심으로 빠르게 성장해왔으며, TV, 조명, 세탁기, IT 하드웨어 등으로 사업을 확장해왔다. 특히 최근에는 단순 조립 중심 모델에서 벗어나 디스플레이 모듈, 카메라 모듈, 외장 및 구조 부품 등 핵심 부품 영역으로 사업을 확장하는 '역방향 통합(backward integration)' 전략을 추진하고 있다. 이는 수익성을 높이고 가치사슬 상위 단계로 이동하기 위한 전략적 전환으로 평가된다.

인도 정부의 생산연계인센티브(PLI) 정책과 글로벌 공급망 재편(China+1 전략) 흐름 속에서 인도 전자 제조 산업은 구조적 성장 국면에 진입하고 있으며, 딕슨은 이러한 산업 고도화의 중심에 위치한 대표 기업이다. 규모, 고객 기반, 설비 인프라 측면에서 국내 경쟁사 대비 우위를 확보하고 있으며, 향후 부품 현지화 확대를 통해 수익성 레벨업을 도모하고 있다.

경영진 미팅 내용 요약

인도 EMS 산업의 구조적 성장과 딕슨의 규모 경쟁력

경영진은 인도 전자 제조 생태계가 단순 조립 중심에서 부품 및 모듈 현지화로 이동하고 있다고 설명했다. 딕슨은 디스플레이 모듈, 카메라 모듈, SSD, 향후 노트북 전원부품 등으로 역방향 통합을 확대하고 있다고 밝혔다.

또한 인도 EMS 산업은 인도 전체 전자 산업보다 더 빠르게 성장할 가능성이 높다고 언급했다. 그 과정에서 규모가 핵심 경쟁요인이라고 강조했으며, 딕슨은 국내 최대 EMS 기업으로서 고객 기반, 설비 인프라, 조직 역량 측면에서 경쟁사 대비 우위를 확보하고 있다고 설명했다.

부품 사업 확대: 조립보다 느리지만 수익성 기여는 의미 있는 수준

경영진은 부품 사업의 생산 확대 속도가 조립과 동일한 수준으로 빠르기는 어렵다고 언급했다. 다만 카메라 모듈과 디스플레이 모듈 분야에서 구체적인 생산능력 확대 계획을 제시했다.

카메라 모듈의 경우 Q Tech 인수를 통해 스마트폰·IoT·차량용 카메라 역량을 확보했다고 설명했다. 현재 약 4천만대 수준의 생산 기반에서 중기적으로 1억8천만~1억9천만대 수준까지 확대하는 것을 목표로 하고 있으며, 제조 공정의 심화를 통해 수입대체와 부가가치 확대를 추진하고 있다고 밝혔다.

디스플레이 모듈은 설비 도입과 설치가 완료되었으며, 시험 생산을 거쳐 FY27년에 본격 생산을 시작할 계획이라고 언급했다. 스마트폰용 대규모 디스플레이 생산능력을 구축 중이며, 노트북 및 자동차용 디스플레이도 병행 추진 중이라고 설명했다.

경영진은 이러한 부품 현지화가 매출 성장뿐 아니라 마진 개선에도 기여할 수 있다고 강조했다.

이익률 구조 개선 전망: 역방향 통합이 핵심 변수

경영진은 글로벌 EMS 기업인 폭스콘(Foxconn)과의 차별점은 부품 내재화 수준이라고 언급했다. 딕슨은 고객 기반과 대규모 인프라는 이미 구축했으며, 향후 마진 개선의 핵심은 디스플레이와 카메라 모듈 등 부품 확대에 달려 있다고 설명했다.

모바일 사업 이익률은 현재 약 3.5% 수준에서 중기적으로 4.3~4.4% 수준까지 개선될 수 있다고 전망했다. 이는 디스플레이 및 카메라 모듈의 기여 확대에 기반한다는 설명이다. IT 하드웨어 사업 역시 부품 현지화가 진전될 경우 추가적인 수익성 개선 여지가 있다고 언급했다.

모바일 PLI 연장 가능성

경영진은 모바일 PLI 제도의 연장 여부가 현재 시장의 주요 관심사임을 인지하고 있다고 언급했다. 정부가 연장 방안을 검토 중인 것으로 파악되지만, 구체적인 연장 방식이나 조건은 아직 확정되지 않았다고 설명했다. 다만 경영진은 모바일 PLI가 일정 형태로 유지·연장될 가능성도 배제할 수 없다고 밝혔다.

한편, 경영진은 모바일 PLI의 실질적인 이익 기여도는 현재 동사 모바일 사업 마진의 약 0.5%pt 수준으로 제한적이라고 설명했다. 따라서 설령 조립 중심의 PLI 지원이 축소되더라도, 중기적인 수익성 개선의 핵심 변수는 부품 현지화 확대와 가치사슬 상향 이동에 달려 있다고 강조했다.

또한 부품 분야에 대해서는 정책 지원이 강화되는 흐름이 나타나고 있다고 언급했다. 일부 프로젝트의 경우 중앙정부와 주정부의 지원이 결합되는 구조로, 설비 투자 부담을 완화할 수 있는 여지가 존재한다고 설명했다.

파트너십 및 JV 전략: 기술과 인도 시장 접근성의 결합

경영진은 역방향 통합과 신규 카테고리 진입을 위해 합작투자(JV) 모델이 합리적이라고 언급했다. 기술 파트너는 공정 기술과 노하우를 제공하고, 딕슨은 인도 내 고객 네트워크, 정부 관계, 제조 실행력을 제공하는 구조라고 설명했다.

상황에 따라 인수합병도 검토할 수 있으나, 첨단 기술이 필요한 영역에서는 파트너십이 효율적이라고 밝혔다. 특히 한국 기업과의 협업 가능성에 대해서도 긍정적으로 언급했다.

인도 현지화 전략과 부품 원가 구조

경영진은 사업부별로 인도 내 생산 및 조달 비중, 즉 현지화 수준이 서로 다르다고 설명했다. 조명 및 세탁기 사업의 경우 이미 상당 부분을 인도 내에서 조달·생산하는 구조를 구축해 높은 현지화 비중을 달성했다고 밝혔다. 반면 모바일 사업은 아직 현지화 비중이 낮은 편이지만, 디스플레이 모듈을 인도 내에서 생산하게 되면 현지화 수준이 의미 있게 개선될 수 있다고 언급했다.

다만 스마트폰과 같은 전자제품의 원가 구조를 살펴보면, 반도체가 차지하는 비중이 매우 크다는 점을 경영진은 강조했다. 반도체는 기술 장벽과 대규모 투자가 요구되는 분야이기 때문에 단기간 내 인도에서 완전한 현지화를 이루기는 어렵다고 설명했다.

이에 따라 동사의 전략은 반도체를 제외한 영역, 즉 외장 및 구조 부품·기타 부품 등 비교적 현실적인 분야에서 최대한 현지화를 확대하는 데 초점을 두고 있다고 밝혔다. 이를 통해 수입 의존도를 낮추고 부가가치를 높이는 동시에, 장기적으로는 수익성 개선에도 기여하겠다는 방침이다.

산업 통합 가능성과 M&A

경영진은 EMS 산업 특성상 중소 사업자의 지속 가능성이 제한적일 수 있으며, 추가적인 산업 통합이 발생할 가능성이 있다고 언급했다. 딕슨도 신규 버티컬 진입 또는 점유율 확대를 위한 인수 기회를 지속적으로 검토하고 있다고 밝혔다.

밸류에이션: 인내가 필요한 구간

부진한 수요 환경과 높은 유통 채널 재고, DRAM 가격 상승에 따른 스마트폰 주문 감소, 그리고 Vivo JV 및 부품 제조 관련 주요 승인 지연 등의 영향으로 동사 주가는 최근 6개월간 38% 하락하였다.

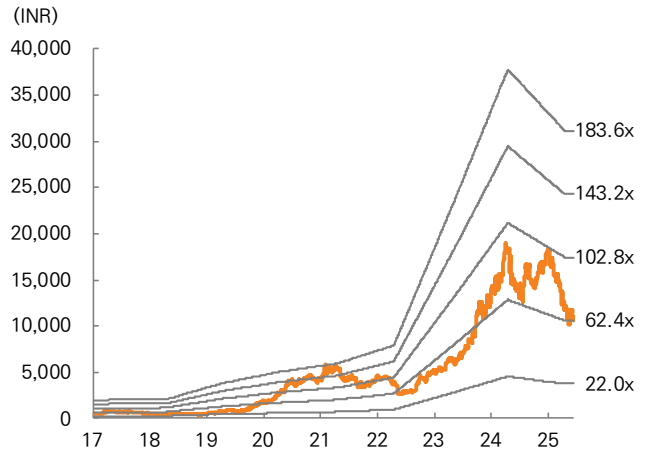
현재 동사는 FY27년 예상 기준 P/E 49.8배에 거래되고 있으며, 이는 지난 8년간의 평균과 -1 표준편차 구간 사이에 해당된다.

주요 벤더와의 합작 관련 승인 절차는 시간의 문제로 판단되며, 디스플레이 모듈·인클로저 등 핵심 부품의 내재화 확대와 생산 규모 확대에 따른 운영 레버리지 효과를 감안할 경우 중장기 이익 체력 개선 가능성은 여전히 유효하다. 단기 실적 변동성은 존재하나, 장기 주가 매력도는 유지된다고 판단한다.

그림 21. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 12개월 선행 P/E 밴드차트

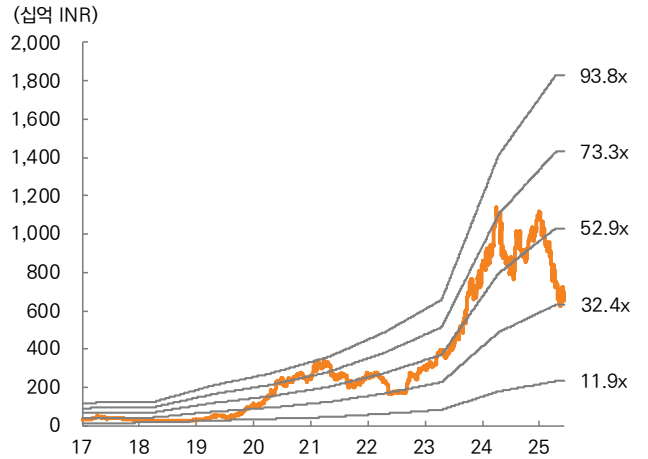


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	176.9	388.6	501.5	696.7	846.6
영업이익 (백만INR)	5.4	12.3	15.8	21.8	29.7
영업이익률 (%)	3.0	3.2	3.1	3.1	3.5
순이익 (백만INR)	3.7	3.7	11.0	10.9	13.1
EPS (INR)	61.6	202.6	169.6	213.0	288.3
ROE (%)	22.4	24.7	46.6	28.3	26.1
P/E (배)	172.0	52.3	62.5	49.8	36.8
P/B (배)	37.4	21.2	15.1	11.5	8.8

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

(HAVL IN, NOT RATED)

하벨스 인디아: 전기는 방어, 가전은 재도약

기업 개요: 인도 전기·소비자 내구재 대표 브랜드 기업

하벨스 인디아(Havells India)는 인도를 대표하는 전기·전자 및 소비자 내구재 기업으로, 전선·스위치기어·조명·산업용 전력 제품 등 전기(Electrical) 부문과 에어컨·냉장고·세탁기 등 소비자 내구재 부문을 동시에 보유한 종합 전기·가전 기업이다. 인도 내에서는 '브랜드 전기 제품'의 상징적 기업으로 평가받으며, 유통망·브랜드 인지도·제품 품질 측면에서 경쟁력을 확보하고 있다.

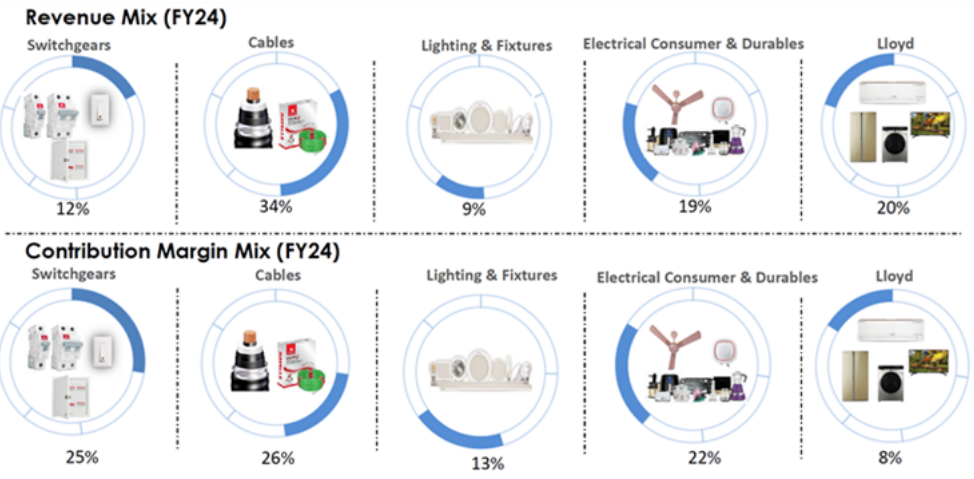
사업 구조는 크게
① 전선·스위치·스위치기어·산업용 케이블 등 전기(Electrical) 부문과
② 소비자 내구재(Consumer Durables) 부문으로 구분된다.

소비자 내구재 부문에서는 2017년 인수한 로이드(Lloyd) 브랜드를 통해 에어컨·TV·세탁기 등 백색가전 사업을 확대해왔다. 전기 부문은 상대적으로 안정적이고 높은 브랜드 프리미엄을 유지하는 반면, 소비자 내구재 특히 에어컨 사업은 경쟁 강도가 높아 수익성 변동성이 큰 구조이다.

매출 믹스는 대략 B2C가 70~75%, B2B가 25~30% 수준이며, B2B는 송배전·공항·데이터센터·산업시설 등 인프라 프로젝트 수요에 기반한다. 인도 내 주택 건설·도시화·전력 인프라 확장, 그리고 중산층 확대에 따른 가전 보급 확대의 구조적 수혜 기업으로 평가된다.

특히 하벨스는 인도 시장에서 "브랜드=품질"이라는 인식이 형성된 대표 기업 중 하나로, 무브랜드 제품이 혼재하던 과거 시장 환경에서 품질 표준화·안전성·보증 체계를 통해 신뢰를 축적해온 점이 핵심 경쟁력으로 작용하고 있다.

그림 25. 하벨스 인디아 매출 구성



자료: 하벨스 인디아, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

인도 가전 시장의 넓은 가격대 스펙트럼과 매스 프리미엄 수요

경영진은 인도 가전 시장이 가격대 스펙트럼이 매우 넓다고 언급했다. 예를 들어 냉장고는 엔트리 제품부터 기능·디자인이 강화된 상위 제품까지 동시 존재하며, 물량 기준으로는 엔트리 구간이 여전히 가장 크다고 설명했다. 동시에 경영진은 중산층의 확대와 함께 "조금 더 나은 디자인·기능·브랜드"를 원하는 '매스 프리미엄(mass premium)' 수요가 의미 있게 존재한다고 밝혔다. 또한 보쉬(Bosch)·미쓰비시(Mitsubishi) 등으로 대표되는 초프리미엄 구간은 존재하나 볼륨은 제한적이라고 덧붙였다.

로이드(Lloyd): 에어컨(AC) 매스 시장에 집중

경영진은 특히 에어컨(AC) 시장을 예시로 들어, 인도 시장이 매스(대중형)-매스 프리미엄-프리미엄으로 시장이 세분화되고 있다고 설명했다. 경영진은 현재 로이드(Lloyd)가 집중하는 시장은 매스 시장이며, 매스 시장은 가격 민감도가 높아 고객의 브랜드 전환이 빠르다고 언급했다. 반면 매스 프리미엄 고객층은 브랜드와 기능·디자인 가치에 비용을 지불하고 구매 후 이탈이 상대적으로 낮아 장기적으로 더 매력적인 시장이라고 평가했다.

로이드(Lloyd) 브랜드 포지셔닝 전환의 시간표

경영진은 로이드(Lloyd) 브랜드의 포지셔닝 변화 과정에 대해, 하벨스(Havells)가 로이드를 인수한 초기에는 로이드가 매스 시장보다도 낮은 '디스카운트 포지션'에서 가격 중심으로 판매되던 브랜드였다고 설명했다. 이후 6~7년간의 작업을 통해 로이드를 '매스 레벨'로 끌어올렸다고 언급했다. 다만 경영진은 로이드를 매스 프리미엄으로 전환하는 것은 1~2년의 단기 과제가 아니라, 5년 이상을 전제로 한 장기 과제라고 강조했다.

전기(Electrical) 부문의 프리미엄 전략

경영진은 반대로 하벨스(Havells)의 전기(Electrical) 카테고리들은 역사적으로 매스 프리미엄 포지션에서 출발했고, 장기간에 걸쳐 프리미엄을 강화해 왔다고 언급했다. 경영진은 전선·스위치기어 등 상대적으로 범용화(commoditized)된 카테고리에서도, 하벨스는 품질·일관성·신기능·디자인을 통해 프리미엄 가격을 유지하며 높은 점유율을 확보해 왔다고 설명했다. 경영진은 전기 부문의 경쟁 강도는 소비자 내구재 대비 상대적으로 안정적이며, "진입할 플레이어는 이미 들어왔고 플레이어들의 행동도 더 합리적(rational)"인 편이라고 평가했다.

인도에서 '브랜드=품질' 인식이 형성된 배경

경영진은 인도에서 시멘트·페인트 등 다른 국가에서는 상대적으로 '브랜드 광고'가 약한 품목들조차 광고 집행이 활발한 배경을 설명했다. 경영진은 과거 인도 시장은 정부의 표준·규격 적용이 엄격하지 않았고, 무브랜드·비정규 제품이 광범위하게 유통되며 안전 리스크(예: 전선 화재 위험, 스위치기어 누전 위험, 시멘트 품질 편차 등)가 존재했다고 말했다. 이런 환경에서 브랜드 기업들이 "브랜드를 붙이면 품질·표준·보증이 따른다"는 약속을 통해 신뢰를 축적했고, 소비자는 "브랜드=품질"로 학습되었다고 설명했다. 따라서 경영진은 인도에서 브랜드가 단순 마케팅 수단을 넘어 품질 보증과 표준화의 상징으로 기능한다고 언급했다.

매출 믹스: B2C와 B2B의 구성과 방향성

경영진은 하벨스(Havells)의 매출 믹스에 대해 대략 B2C가 70~75%, B2B가 25~30% 수준이라고 밝혔다. 경영진은 B2B는 송전·배전, 공항, 데이터센터, 산업시설 등에 공급되는 전력 케이블과, 공항·도로·공장·실외 프로젝트 수요가 중심이 되는 산업·인프라용 조명 사업으로 구성된다고 설명했다. 또한 경영진은 향후 5년에도 이 비중은 큰 틀에서 유지될 가능성이 높으며, 다만 정부의 인프라 투자, 산업용 설비투자 확대, 데이터센터·오피스 확장 등으로 B2B가 상대적으로 더 강하게 성장하며 비중이 소폭 상승할 수 있다고 말했다.

소비: 경험 소비로의 우선순위 이동

경영진은 작년 인도 필수 소비재 소비가 이전 대비 둔화된 이유에 대해, 코로나 이후 소비가 완전히 정상화되는 과정에서 지출 우선순위가 '집/가정용품'에서 '여행·경험'으로 이동한 영향이 있다고 언급했다. 경영진은 코로나 시기에는 집에 머무는 시간이 길어지며 집수리·교체 수요가 강했지만, 최근에는 해외·국내 여행, 콘서트 등 경험 소비가 빠르게 늘면서 내구재를 포함한 일부 소비가 일시적으로 약해졌다고 설명했다. 또한 인플레이션 등 비용 부담이 단기적으로 소비 심리를 제약했을 가능성도 언급했다.

소비 회복 정책 효과의 시차

경영진은 정부가 소비 둔화 국면을 인지하고 있으며, 최근 1년간 시행된 정책들이 소비 회복을 지원하는 방향으로 추진되었다고 말했다. 다만 경영진은 세제·정책 지원의 효과는 즉각적으로 체감되기보다는 "월 단위 절감은 작게 느껴질 수 있지만, 연간 누적으로는 의미가 커져 결국 재량 소비가 회복되는 형태"로 나타날 수 있다고 설명했다. 경영진은 소비 회복은 시간이 필요하지만, 향후 몇 개 분기 동안 점진적인 개선이 나타날 수 있다고 언급했다.

에어컨(AC) 시장 경쟁 격화의 구조적 배경

경영진은 소비자 내구재 가운데 특히 에어컨(AC) 시장은 경쟁이 매우 치열하며, 가까운 시일 내 경쟁 완화 가능성은 낮다고 평가했다. 경영진은 에어컨 시장의 경쟁 격화 배경으로 첫째, 에어컨은 침투율이 낮아 성장 잠재력이 크고, 둘째, 매스 시장 중심으로 볼륨이 크며, 셋째, 제조 용량(capacity) 측면에서 과거 정책 환경과 산업 구조 변화로 인해 공급이 확대되며 신규 브랜드 진입이 쉬워진 점 등을 들었다.

경영진은 에어컨 산업의 정상 EBITDA 이익률은 과거 12% 수준에서 경쟁 심화로 7% 수준으로 이미 '하향 평준화'가 상당 부분 진행된 상태라고 언급했다. 그러나, 경영진은 추가적으로 구조적인 이익률 하락이 더 크게 발생할 가능성은 제한적이라고 평가했다. 다만 최근 2~3개 분기 업계 이익률이 4% 수준까지 일시 하락한 것은 경쟁 자체보다는 여름 기상 여건이 약했던 일회성 요인에 가깝다고 설명했다. 경영진은 기상이 정상화되면 업계 이익률은 7~8% 수준으로 복귀할 여지가 있다고 언급했다.

로이드(Lloyd) 낮은 수익성: 브랜드 개선 투자 비용

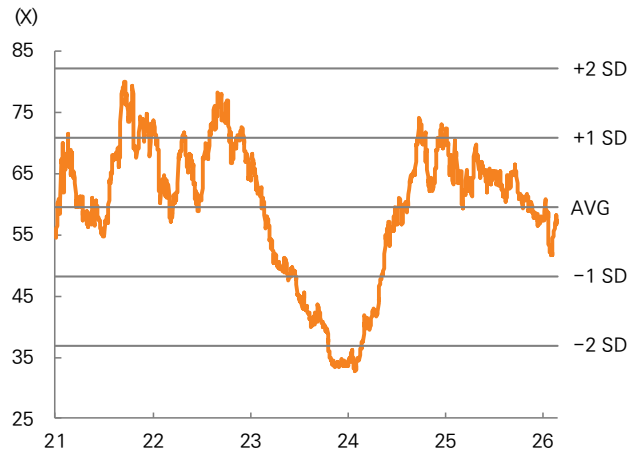
경영진은 로이드(Lloyd) 사업의 수익성이 업계 평균 대비 낮다고 언급했다. 경영진은 업계 에어컨 이익률이 7% 수준인 반면, 로이드는 현재 0% 수준이며, 기상 악화로 업계 마진이 4%까지 떨어지는 구간에서는 로이드가 -3%~-4% 수준으로 악화될 수 있다고 설명했다. 다만 경영진은 로이드의 수익성 격차는 "통제 불가능한 구조적 열위"라기보다, 일부는 과거 제조 비효율, 그리고 상당 부분은 현재 진행 중인 의도적 투자(브랜드 상향을 위한 비용 투입)의 결과라고 설명했다.

밸류에이션: 단기 수요 둔화 반영 구간

예년보다 낮은 여름 기온으로 에어컨 판매가 부진했고, 이에 따른 재고 부담 확대와 소비 둔화 영향이 겹치면서 동사 주가는 지난 12개월간 7.4% 하락하였다. 이는 같은 기간 Nifty50 지수 수익률을 17% 하회하는 성과이다. 계절성 제품 비중이 높은 사업 구조상 기온 변수에 따른 실적 변동성이 단기 주가에 반영된 것으로 해석된다.

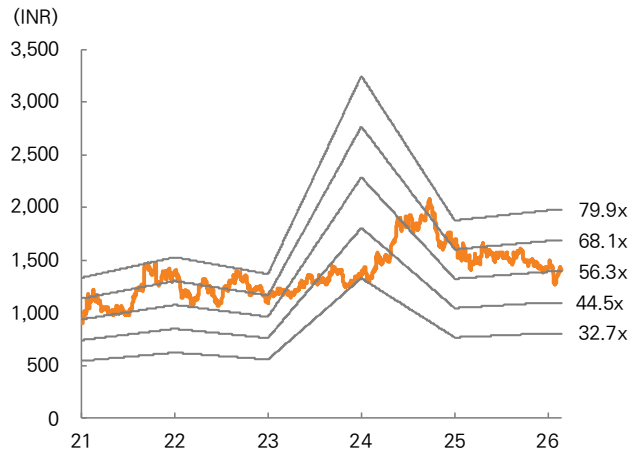
현재 동사는 FY27년 예상 기준 P/E 52.4배에 거래되고 있으며, 이는 과거 5년 평균 수준에 해당한다. 최근 주가 조정에도 불구하고 역사적 평균 대비 과도한 할인 구간은 아니며, 밸류에이션은 중립적인 수준으로 판단된다.

그림 26. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



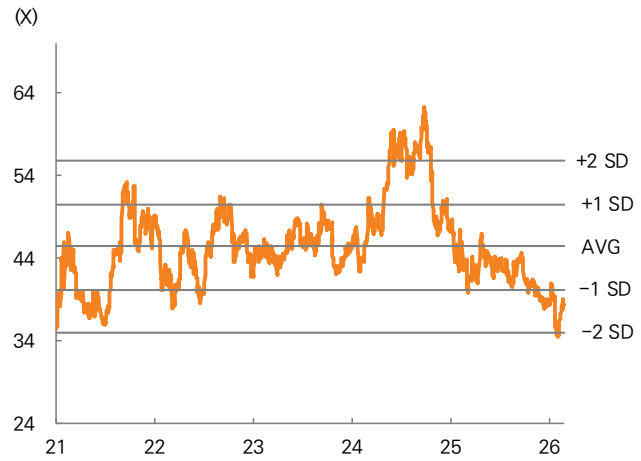
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 12개월 선행 P/E 밴드차트



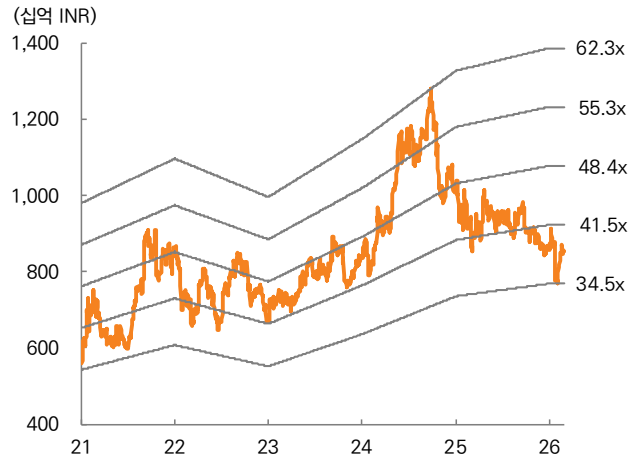
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	185.9	217.8	232.5	270.1	307.1
영업이익 (백만INR)	15.0	17.3	18.4	23.8	28.2
영업이익률 (%)	8.1	7.9	7.9	8.8	9.2
순이익 (백만INR)	12.7	12.7	14.7	15.5	19.6
EPS (INR)	20.3	23.5	24.7	31.3	37.0
ROE (%)	17.0	18.1	18.7	17.5	19.9
P/E (배)	80.9	69.8	66.5	52.4	44.3
P/B (배)	13.8	12.4	11.2	9.9	8.8

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

IT 서비스

Summary

• IT 서비스 시장 성장 둔화: AI가 아닌 매크로 불확실성 기인

최근 2~3년간 글로벌 IT 서비스 성장 둔화의 핵심 원인은 AI 자체가 아니라 고금리, 지정학적 리스크, 무역 정책 불확실성 등 거시 변수로 인해 기업들의 IT 투자 의사결정이 지연된 데 있다. 고객들은 'wait-and-watch' 모드에서 예산 집행을 보수적으로 운영하고 있으며, 메가딜 역시 벤더 통합 성격이 강해 즉각적인 총지출 확대와는 거리가 있다. 성장 회복의 트리거는 AI 확산 그 자체보다 매크로 안정과 IT 예산 재개에 달려 있다는 판단이다.

• AI는 구조적 위협이 아닌 통합 역량 확대 기회

AI는 단순 생산성 도구가 아니라 복잡한 기업 IT 환경(인프라·클라우드·ERP·CRM·보안 등)을 통합해야 비로소 성과를 창출하는 기술이다. 이에 따라 AI는 IT 서비스 기업의 역할을 축소하기보다는, 오히려 시스템 통합·데이터 거버넌스·보안·운영 고도화 수요를 확대하는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 과거 ERP·클라우드 전환기와 유사하게 초기 단가 압박은 존재하겠으나, 중장기적으로는 신규 프로젝트와 고부가 서비스 수요를 창출하는 구조로 전개될 가능성이 크다.

• AI 조기 투자와 플랫폼 전략: 선제적 AI 대응이 점유율 차별화 요인

인포시스는 'Infosys Topaz'를 중심으로 AI 통합 플랫폼을 조기 구축하며 금융·에너지 등 핵심 산업에서 선호 파트너 지위를 확보하고 있다. 위프로 역시 AI를 생산성 위협이 아닌 전략적 파트너십 확대 기회로 인식하며 성과 연동형 계약 방식까지 검토 중이다. AI 플랫폼 조기 투자, 글로벌 빅테크와의 파트너십, AI 거버넌스·보안 역량 확보는 단기 실적보다는 중장기 시장점유율 확대와 구조적 경쟁력 강화로 이어질 가능성이 높다.

(INFO IN, NOT RATED)

인포시스: AI 시대, 통합 역량이 곧 경쟁력

기업 개요: 인도 2위 글로벌 IT 서비스 기업, AI 통합 역량을 강화하는 전통 강자

인포시스(Infosys)는 1981년 설립된 인도의 대표 글로벌 IT 서비스 기업으로, 타타컨설턴시서비스(TCS)에 이어 인도 2위 규모의 IT 서비스 기업이다. 북미와 유럽을 중심으로 글로벌 대기업을 고객으로 보유하고 있으며, 금융(BFSI), 제조, 에너지, 통신, 리테일 등 다양한 산업군에 IT 아웃소싱, 시스템 통합(System Integration), 애플리케이션 개발·운영, 클라우드 전환, 디지털 전환 서비스를 제공한다.

전통적으로 인포시스는 '오프쇼어 기반 비용 경쟁력'과 '대형 엔터프라이즈 프로젝트 수행 역량'을 강점으로 성장해왔다. 인도 내 대규모 엔지니어 인력 풀을 기반으로 글로벌 기업의 IT 시스템을 설계·구축·운영하는 모델이 핵심 사업 구조이다. 매출의 상당 부분은 장기 계약 기반의 관리형 서비스(Managed Services)에서 발생한다.

최근에는 클라우드, 사이버 보안, 데이터 분석, 그리고 생성형 AI(Generative AI) 등 신기술 영역으로 사업을 확장하고 있다. 특히 AI 시대에 대응하기 위해 'Infosys Topaz'라는 AI 통합 플랫폼 전략을 추진하며, 단순 개발·운영을 넘어 고객의 복잡한 IT 환경을 통합·최적화하는 역할을 강화하고 있다.

경영진 미팅 내용 요약

3년간의 조정기, 그리고 AI가 여는 다음 성장 국면

최근 글로벌 IT 서비스 시장은 회복 기대에도 불구하고 뚜렷한 반등이 나타나지 않고 있다. 경영진은 이번 사이클이 과거와는 질적으로 다르다고 평가한다. 과거에도 저성장 국면이나 불확실성은 존재했으나, 반등은 대체로 빠르고 강하게 나타났다. 그러나 이번 둔화 국면은 약 3년 가까이 이어지고 있으며, 단일 요인이 아닌 복합적 요인에 기인한다는 점이 특징이다.

첫 번째 해에는 코로나19 이후 과도하게 증가했던 IT 투자 수요가 급격히 정상화되며 지출이 둔화되었다. 이후 고금리 환경이 지속되었고, 지정학적 갈등과 정치적 불확실성이 겹치며 기업들의 IT 투자 의사결정이 지연되었다. 최근 2년간에는 AI라는 새로운 기술 변화가 등장하면서 시장에 추가적인 불확실성이 더해졌다.

다만 경영진은 최근 성장 둔화의 주된 원인을 AI 자체보다는 거시경제 환경과 기업의 예산 통제에 두고 있다. AI는 실질적인 IT 서비스 수요 둔화의 직접적 원인은 아니라는 판단이다.

AI에 대해서는 단기적 위협이 아닌 중장기적 기회로 인식하고 있다. 역사적으로 모든 신기술은 초기 단계에서 일정 수준의 디플레이션 효과나 수요 조정을 동반했지만, 중장기적으로는 오히려 새로운 수요와 시장을 창출해왔다. 또한 대형 기업의 IT 환경은 본질적으로 복잡하며, 단일 솔루션이 '플러그 앤 플레이' 방식으로 즉각적인 성과를 내기는 어렵다. 이러한 복잡한 환경을 이해하고 통합하는 역할이 IT 서비스 기업의 핵심 가치라는 점을 강조하였다. 실제로 AI 네이티브 기업들 또한 IT 서비스 기업들과의 파트너십을 확대하고 있다.

AI는 구조적 위협이 아닌 통합 역량의 확장 기회

AI가 IT 서비스 산업의 구조적 위협이 될 수 있다는 일부 우려에 대해 경영진은 반대 입장을 표명하고 있다. 기업의 기술 환경은 인프라, 클라우드, ERP, CRM, 보안 등 다양한 레이어로 구성되어 있으며, AI를 통해 전사적 성과를 도출하려면 이들 레이어 간 통합이 필수적이다.

이를 위해 인포시스는 'Infosys Topaz Fabric'이라는 플랫폼 레이어를 구축하였다. 해당 플랫폼은 서로 다른 소프트웨어 환경을 연결하고, AI 통합을 지원하는 구조를 지향한다. 고객은 특정 벤더에 종속되는 구조를 원하지 않으며, 클라우드 환경이나 핵심 솔루션을 유연하게 변경할 수 있는 구조를 선호한다. 인포시스는 이러한 유연성을 유지하면서도 AI 통합이 원활하게 이루어질 수 있도록 지원하는 역할을 수행하고 있다.

경영진은 ERP, 클라우드, 디지털 전환 등 과거 기술 전환기마다 IT 서비스 기업의 역할 축소 가능성이 제기되었지만, 실제로는 매번 새로운 성장 기회가 창출되었다는 점을 상기시킨다. AI 역시 유사한 경로를 따를 가능성이 높다고 보고 있다.

조기 투자 전략으로 시장 점유율 확대

최근 인포시스의 시장 점유율 확대 배경에 대해 경영진은 '시장 변화에 선제적 대응'과 '조기 투자'를 핵심 요인으로 제시한다.

Infosys Topaz 출시 이후 AI 관련 수요에 적극 대응하고 있으며, AI 보안 및 데이터 리스크 대응을 위한 프레임워크를 구축하였다. 이는 기업 및 정부 고객과의 협업 확대에 긍정적으로 작용하고 있다.

또한 Nvidia, Google 등 주요 기술 기업과의 파트너십을 확대하며 AI 생태계 전반에서 협업 기반을 강화하고 있다.

금융(BFS) 분야 상위 25개 고객 중 15곳에서 선호 AI 파트너로 지정되었으며, 에너지·유틸리티 분야에서도 유사한 지위를 확보하였다. 이는 고객의 초기 AI 투자 집행 과정에서 전략적 우위를 확보하고 있다는 의미로 해석된다.

경영진은 조기 투자자(early mover)로서의 지위를 확보하고 있으며, 이는 단기적 성과가 아닌 구조적 경쟁력 강화로 이어질 것으로 보고 있다.

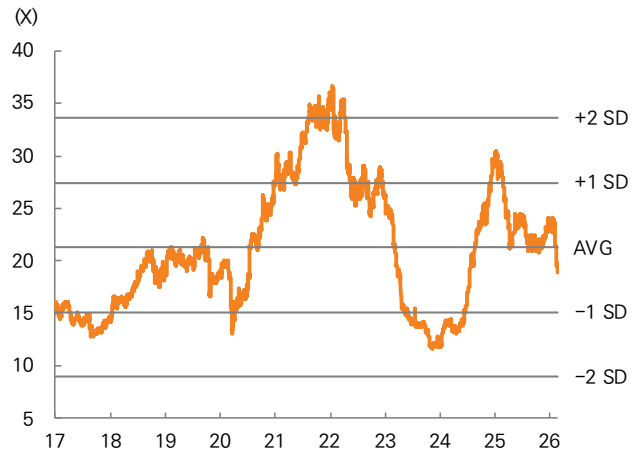
밸류에이션: 과도한 AI 우려 반영 구간

AI 도입 확산에 따른 글로벌 기업들의 IT 예산 재배분 가능성, 전통적 애플리케이션 개발·유지보수 수요 둔화 우려 등이 부각되면서 동사 주가는 최근 1개월간 23.7% 하락하였다. 특히 생성형 AI 기반 자동화가 기존 인력 기반 아웃소싱 모델의 수익성 및 장기 성장률을 훼손할 수 있다는 시장의 구조적 우려가 단기 주가 조정의 주요 배경으로 판단된다.

현재 동사는 FY27년 기준 P/E 17.4배에 거래되고 있으며, 이는 과거 8년 평균과 -1 표준편차 수준에 해당한다.

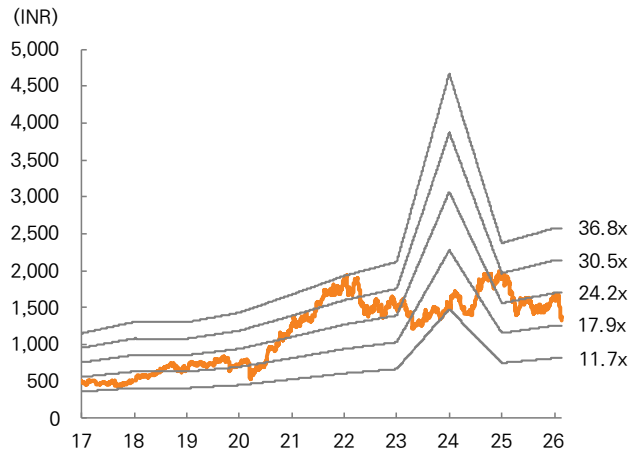
그러나 ▲견조한 총 계약 금액(TCV) 흐름을 통한 수주 가시성 확보 ▲대형 딜 중심의 계약 구조 전환 ▲생성형 AI 및 자동화 역량에 대한 선제적 투자 확대 ▲AI 기반 고부가가치 서비스 비중 증가 가능성 등을 감안할 경우, 중장기 이익 체력 훼손 가능성은 제한적이라고 판단된다.

그림 30. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



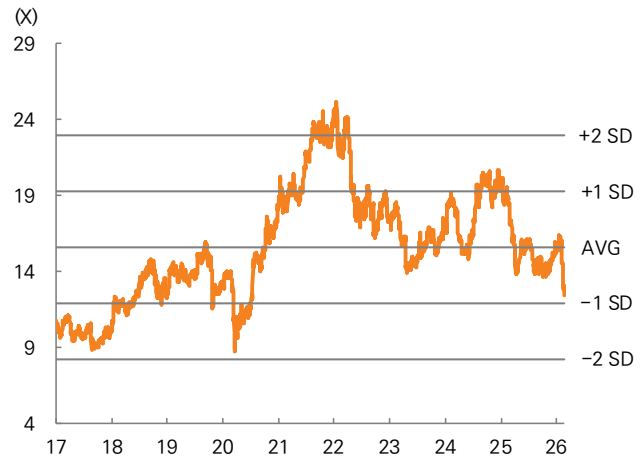
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 12개월 선행 P/E 밴드차트



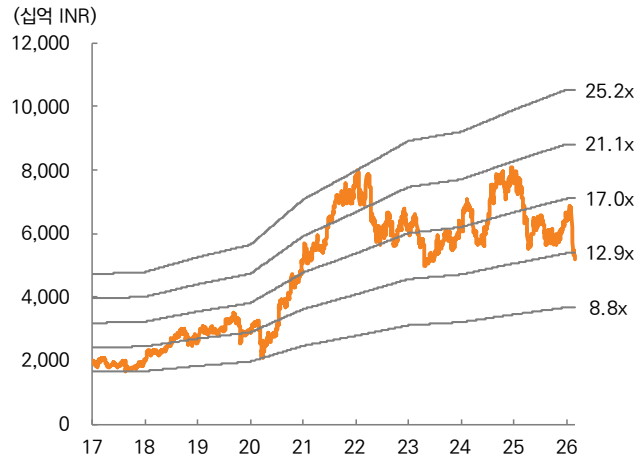
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	1,536.7	1,629.9	1,777.4	1,916.5	2,056.2
영업이익 (백만INR)	317.5	344.2	370.9	406.3	437.5
영업이익률 (%)	20.7	21.1	20.9	21.2	21.3
순이익 (백만INR)	262.3	262.3	267.1	291.1	312.4
EPS (INR)	63.3	64.3	70.1	76.3	82.6
ROE (%)	32.0	32.1	29.0	31.0	33.2
P/E (배)	21.0	20.6	18.9	17.4	16.0
P/B (배)	6.2	5.7	6.1	5.6	5.2

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

(WPRO IN, NOT RATED)

위프로: AI는 위협이 아닌 기회, 성장 회복의 열쇠는 매크로 안정

기업 개요: 인도 3대 글로벌 IT 서비스 기업, 통합 역량 기반의 전통 강자

위프로(Wipro)는 1945년 설립된 인도 대표 IT 서비스 기업으로, 타타컨설턴시서비스(TCS), 인포시스(Infosys)와 함께 인도 3대 글로벌 IT 서비스 기업으로 분류된다. 현재 북미와 유럽을 중심으로 금융, 헬스케어, 제조, 에너지, 통신, 리테일 등 다양한 산업의 대형 글로벌 기업을 고객으로 보유하고 있으며, 애플리케이션 개발·운영, 시스템 통합(System Integration), 인프라 관리, 클라우드 전환, 사이버보안, 엔지니어링 서비스 등 전방위 IT 서비스를 제공한다.

사업 모델은 인도 기반 대규모 엔지니어 인력 풀을 활용한 오프쇼어 중심 구조이며, 장기 계약 기반의 관리형 서비스(Managed Services)가 매출의 핵심을 차지한다. 전통적으로 비용 경쟁력과 대형 프로젝트 수행 역량이 강점이었으며, 최근에는 클라우드·디지털 전환·사이버보안·데이터 분석·생성형 AI 등 고부가가치 영역으로 포트폴리오를 확장하고 있다.

경영진 미팅 내용 요약

IT 서비스 시장 성장 둔화: AI가 아닌 거시 불확실성

최근 2~3년간 IT서비스 산업의 성장 흐름은 코로나19 시기와 유사한 패턴을 보이고 있다. 이에 대해 경영진은 “현재 상황은 팬데믹 당시와 유사하게 불확실성이 투자 심리를 제약하고 있는 국면”이라고 설명했다. 다만 당시와 다른 점은 수요 붕괴가 아닌 정책·지정학적 변수에 따른 의사결정 지연이라는 점이라고 강조했다.

경영진은 FY21년~FY22년의 강한 성장세는 FY20년의 낮은 기저 효과와 디지털 전환 가속화가 맞물린 결과였으며, FY23년에는 두 자릿수 성장이 가능했다고 설명했다. 그러나 이후 금리 인상과 지정학적 리스크 확대가 기업들의 투자 심리를 위축시켰다고 언급했다.

특히 2025년 1월 미국 신행정부 출범 이후 일시적으로 투자 심리가 개선되는 조짐이 있었으나, 3월 관세 및 무역 정책 관련 논의가 본격화되면서 다시 불확실성이 확대되었다는 것이 경영진의 진단이다. 경영진은 “고객들은 현재 관망(wait-and-watch) 모드에 있으며, 무역 정책과 거시 환경의 방향성이 명확해지기 전까지 IT 관련 비용 지출을 재개하지 않으려는 분위기”라고 언급했다.

이러한 환경 속에서 위프로의 매출 성장률은 FY24년~FY26년 기간 동안 -2%~+4% 수준의 제한적인 흐름을 보이고 있으며, 업계 평균 역시 3~5% 범위에 머무르고 있다. 경영진은 이를 구조적 둔화로 보지 않으며, “성장 제약의 핵심은 AI가 아니라 거시 불확실성”이라고 명확히 선을 그었다. AI는 위협이 아니라 오히려 향후 생산성 확대를 촉진하는 기술적 기반이라는 것이 경영진의 시각이다.

또한 경영진은 팬데믹 이후와 유사한 펜트업 수요가 여전히 존재한다고 판단하고 있다. 다만 계약 체결 이후 실제 집행과 램프업까지는 시차가 존재하며, IT 서비스 비용 지출 회복은 즉각적이지 않을 것이라고 언급했다. 경영진은 FY27년을 기점으로 점진적 개선 가능성을 기대하고 있다고 밝혔다.

AI: 구조적 위협이 아닌 통합 수요 확대 요인

AI가 IT서비스 산업을 잠식할 수 있다는 시장 일각의 우려에 대해, 경영진은 "AI는 서비스 기업의 역할을 대체하기보다는 오히려 확대할 가능성이 높다"는 입장을 밝혔다.

경영진은 현재 AI 생태계를 네 개의 축으로 구분했다. SaaS 기업(SAP, Oracle, Salesforce 등), IT서비스 기업, 신생 테크 기업(Anthropic, Palantir 등), 그리고 클라우드 서비스 기업이다. 모두가 AI 전환의 승자를 자처하고 있지만, 기업 단위 AI 도입은 단순 모델 사용을 넘어선 복합적 통합 작업이라는 점을 경영진은 강조했다.

경영진은 "개인 수준의 AI 생산성과 기업 전사적 생산성은 완전히 다른 문제"라고 언급했다. AI를 기존 IT 인프라, 데이터 흐름, SAP 환경, 보안·컴플라이언스 체계와 통합하는 과정은 매우 복잡하며, 이러한 통합 역량은 오랜 기간 고객 환경을 관리해온 IT 서비스 기업이 보유하고 있다는 설명이다.

또한 경영진은 과거 ERP 전환기(1995년~2005년 1차 도입기, 이후 2010년대 중반까지 고도화), 디지털 전환기(2012년~2018년), 클라우드 전환기(2010년대 초반 이후 현재까지)에서도 초기에는 생산성 향상에 따른 단가 압박이 나타났으나, 시간이 지나면서 신규 업무가 창출되며 서비스 기업이 수혜를 보았다고 언급했다. AI 역시 유사한 경로를 밟을 가능성이 높다는 것이 경영진의 판단이다.

ERP·클라우드·AI 사이클 비교: 기술 진화는 빠르나 기업 도입은 점진적

경영진은 ERP와 클라우드 전환이 각각 10년 이상 지속된 구조적 사이클이었다고 설명했다. 클라우드 전환은 12~15년 이상 이어지고 있으며, ERP 또한 구축 이후 지속적 고도화가 이루어지고 있다.

반면 AI는 기술 진화 속도가 훨씬 빠르다고 언급했다. 생성형 AI 모델은 월 단위로 업데이트되고 있으며 성능 개선 속도도 가파르다. 그러나 경영진은 "기술 발전 속도와 기업 도입 속도는 동일하지 않다"고 강조했다.

대형 은행 등 선도 기업이 AI 도입을 통해 실질적 성과를 입증할 경우 산업 전반으로 확산될 가능성이 높지만, 그 과정은 점진적일 것이라는 것이 경영진의 시각이다. 경영진은 기술 변화가 빠를수록 기업은 리스크를 공유할 파트너를 필요로 하며, 이 지점이 서비스 기업의 기회가 될 수 있다고 언급했다.

실제로 성과 기반 보수 구조(절감액 일부 공유 등)를 포함한 계약 모델도 고려하고 있다고 경영진은 밝혔다. 이는 AI 전환 과정에서 서비스 기업이 단순 인력 공급자를 넘어 전략적 파트너로 자리 잡을 수 있음을 시사한다.

AI의 ERP 및 클라우드 매출 영향에 대한 견해

AI가 ERP 관련 업무에 일부 영향을 미칠 가능성은 존재한다는 점을 경영진도 인정했다. 예를 들어 특정 테크 기업이 SAP 통합을 가속화하는 플랫폼을 제시하고 있다는 점을 언급했다.

다만 경영진은 "통합 속도가 빨라지더라도 운영 및 유지보수 업무는 사라지지 않는다"고 설명했다. 과거 SAP와 협업했던 것처럼, 향후에는 새로운 기술 기업과 협력하는 구조로 전환할 수 있으며, 핵심은 기술 공급자가 아니라 기업 고객의 시스템 통합을 누가 책임질 것인가에 달려 있다고 강조했다.

경영진은 Nvidia, Microsoft, 하이퍼스케일러 등과의 파트너십 확대 역시 이러한 맥락에서 이해해야 한다고 언급했다. 기술 변화에 맞춰 협력 구조를 유연하게 조정하는 것이 전략이라는 설명이다.

IT서비스 벤더 통합 중심의 메가딜 구조

최근 수주한 메가딜에 대해 경영진은 "대부분 벤더 통합 성격"이라고 설명했다. 기존에 5개 벤더에 분산된 예산을 1~2개 전략 벤더로 통합하는 구조이며, 이는 즉각적 예산 확대를 의미하지 않는다고 언급했다.

경영진은 총 예산이 500에서 700으로 확대되는 단계가 되어야 본격적 성장이 가능하다고 설명했다. 다만 이는 거시 환경 안정과 IT서비스 비용 지출 회복이 전제되어야 한다고 강조했다.

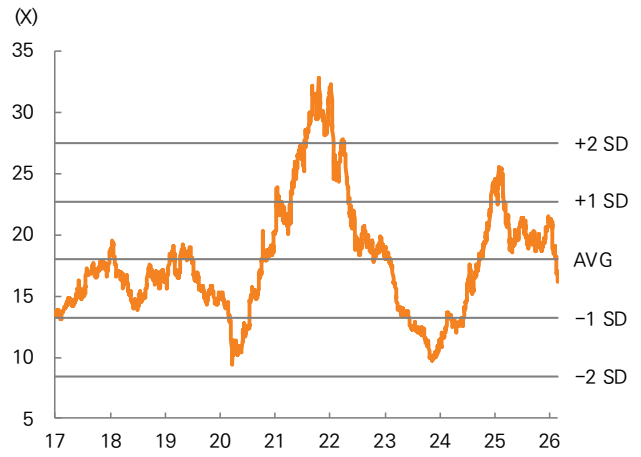
일부 메가딜의 램프업이 지연되는 것은 전환 과정의 특성 때문이라고 경영진은 언급했다. 기존 벤더 프로젝트 종료, 시스템 이관, 내부 저항 등으로 인해 실제 매출 인식까지 시차가 존재한다는 설명이다.

밸류에이션: 보수적 기대 반영된 멀티플 구간

동사 주가는 최근 1개월간 15.6% 하락하였다. 글로벌 기업들의 IT 예산 집행이 보수적으로 전환되는 가운데, 생성형 AI 확산이 기존 애플리케이션 개발·유지보수 중심의 전통적 서비스 수요 구조를 재편할 수 있다는 우려가 부각된 영향이다. 특히 프로젝트 착수 지연과 의사결정 기간 장기화가 이어지면서 단기 매출 가시성에 대한 불확실성이 확대되었고, 이에 따라 주가 변동성이 확대되는 모습이다.

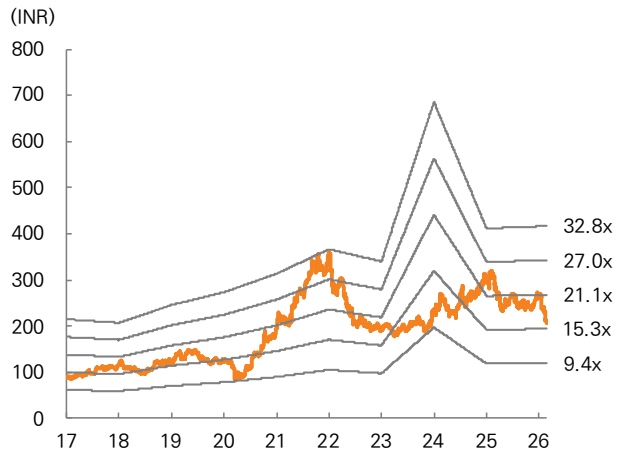
현재 동사는 FY27년 기준 P/E 15.3배에 거래되고 있으며, 이는 지난 8년 평균 대비 평균과 -1 표준편차 사이의 구간에 해당한다. 이에 따라, 성장 둔화 우려가 일정 부분 반영된 것으로 판단된다.

그림 34. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



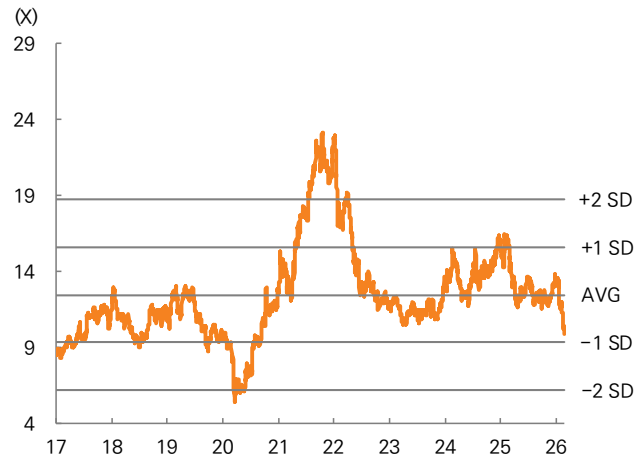
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 12개월 선행 P/E 밴드차트



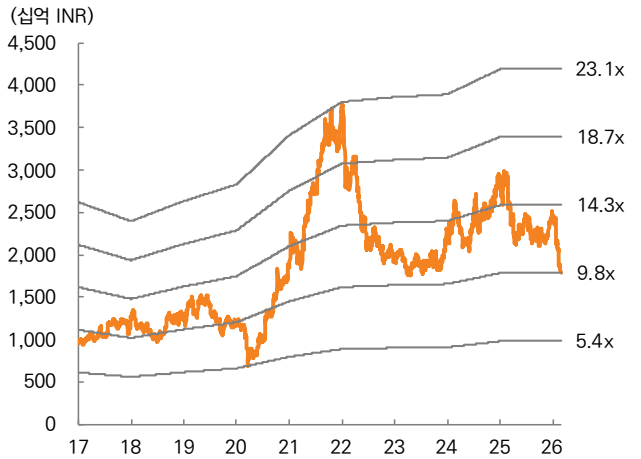
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	897.6	890.9	924.8	985.6	1,036.5
영업이익 (백만INR)	135.8	151.2	151.2	164.3	174.1
영업이익률 (%)	15.1	17.0	16.3	16.7	16.8
순이익 (백만INR)	110.5	110.5	131.4	133.1	140.9
EPS (INR)	10.4	12.5	12.7	13.5	14.3
ROE (%)	15.8	14.4	16.6	15.5	15.9
P/E (배)	19.8	16.4	16.2	15.3	14.4
P/B (배)	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3

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

뉴에이지 플랫폼

Summary

• 인도 산업 구조 특수성에 최적화된 고성장 모델

인도는 디지털 전환이 빠르게 진행되는 동시에, 소비자 계층과 소득 수준, 서비스 품질의 격차가 큰 시장이다. 이러한 구조적 특수성 속에서 실행력이 높은 창업·경영진이 대기업이 공략하지 못한 틈새 수요를 빠르게 흡수하고 있다. 플랫폼 기반 확장성과 자산 경량 모델을 바탕으로 고성장을 지속하고 있으며, 향후 밸류에이션 조정 구간에서는 중장기 관점에서 유의미한 투자 기회를 제공할 수 있는 영역으로 판단된다.

• 미쇼(Meesho): 14억 인구 기반 '비용 혁신' 이커머스 모델

가격 민감 소비층과 2선 이하 중소도시를 중심으로 비용 최적화·자산 경량 물류 모델을 구축하며 대중형 이커머스의 새로운 표준을 제시하고 있다. 단순 저가 전략이 아니라, 구조적 비용 혁신을 통해 오프라인 리테일 수요를 온라인으로 전환시키는 확장 스토리에 주목할 필요가 있다.

• 어반 컴퍼니(Urban Company): 인도 최대 홈서비스 플랫폼의 구조적 확장

체계화되지 않은 인도 홈서비스 시장을 플랫폼화하며 품질 표준화와 가격 투명성을 동시에 확보하고 있다. 서비스 공급자 네트워크와 기술 기반 매칭 역량을 바탕으로 도시화·중산층 확대의 구조적 수혜를 받는 모델이다.

• 그로우(Groww): 디지털 증권 1위, 금융 슈퍼앱으로의 진화

모바일 퍼스트 세대의 금융 접근성 개선을 기반으로 빠르게 고객 기반을 확대해왔다. 단순 증권 중개를 넘어 뮤추얼펀드·보험·대출 등으로 영역을 확장하며, 인도 리테일 금융의 디지털 전환 수혜 플랫폼으로 진화하고 있다.

(MEESHO IN, NOT RATED)

미쇼: 14억 인구를 겨냥한 '비용 혁신' 이커머스 모델

기업 개요: 2선 이하 중소도시를 장악한 마켓플레이스

미쇼(Meesho)는 인도 벵갈루루에 본사를 둔 전자상거래 마켓플레이스 기업이다. 회사명은 "Meri Shop(내 가게)"에서 유래한 것으로 알려져 있으며, 소규모 판매자와 가격 민감도가 높은 중소도시 소비자를 연결하는 구조를 기반으로 성장해 왔다. 아마존 인도, 플립카트와 같은 대형 전자상거래 기업들이 대도시 및 브랜드 중심 전략을 펼쳐온 것과 달리, 미쇼(Meesho)는 중소도시(Tier 2 이하)와 비브랜드·저가 상품 시장을 적극적으로 공략하며 차별화된 포지셔닝을 구축해 왔다.

미쇼(Meesho)는 FY25년 기준 연간 거래 사용자(annual transacting users)가 1.99억명에 달하며, 같은 기간 플랫폼에서 처리된 주문 건수는 18.3억 건에 이른다. 이에 따라 미쇼는 연간 주문 건수 기준 인도 내 전자상거래 플랫폼 가운데 최대 규모를 기록한 것으로 평가된다.

플랫폼은 패션을 중심으로 홈·리빙/주방용품, 뷰티·퍼스널케어, 전자 액세서리, 생활잡화 등 다양한 카테고리를 아우른다. 핵심 전략은 'Everyday Low Prices(상시 저가 전략)'를 전면에 내세워 합리적인 가격과 높은 접근성을 제공하는 것이다. 이를 통해 다양한 소득 계층의 소비자를 포괄하되, 특히 가격 대비 가치를 중시하는 소비층을 중심으로 기반을 확장해 왔다.

운영 측면에서는 기술 중심 구조가 핵심 경쟁력으로 작용한다. 플랫폼 규모와 운영 효율성은 판매자에게 저비용 주문 이행 환경을 제공하는 기반이 되며, 제로 커미션에 가까운 정책은 판매자의 비용 부담을 낮추는 요소로 기능한다. 다만 수익모델은 단순 커미션에 의존하지 않고, 주문 이행 서비스, 광고, 데이터 인사이트 등 판매자 대상 부가 서비스에서 수익을 창출하는 방식으로 설계되어 있다. 이를 통해 저가 비브랜드 상품부터 지역·전국 단위 브랜드까지 폭넓은 상품 구성을 합리적인 가격에 제공할 수 있는 구조를 형성하고 있다.

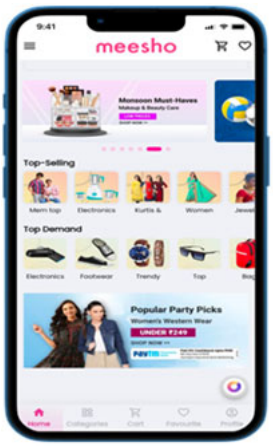
미쇼(Meesho)는 고도화된 AI 기반 추천 알고리즘을 활용해 개인화된 탐색형 쇼핑 경험을 구현하고 있다. 이는 오프라인 매장에서 상품을 둘러보는 '윈도 쇼핑'과 유사한 경험을 온라인 환경에서 재현하는 방식으로, 소비자가 직관적으로 상품을 발견하고 비교·선택할 수 있도록 설계된 구조이다. 기술은 플랫폼 전반의 핵심 인프라로 작동하며, 대규모 인구를 대상으로 안정적이고 확장 가능한 거래 환경을 지원한다.

공급 측면에서는 자체 기술 기반 물류 플랫폼인 발모(Valmo)가 중요한 역할을 한다. 발모(Valmo)는 다수의 물류 파트너를 연결·관리하는 통합 물류 운영 플랫폼으로, 주문 수거부터 분류, 중간 허브 이동, 최종 배송에 이르는 과정을 통합적으로 조율하는 구조이다. 이를 통해 배송 단가를 통제하고 물류 효율성을 높이는 동시에, 중소도시까지 안정적인 주문 이행을 가능하게 하는 기반을 마련하고 있다.

특히 발모(Valmo)는 아마존 인디아(Amazon India)나 플립카트(Flipkart)와 같이 자사 전용 물류망을 독점적으로 운영하는 방식과는 차별화된다. 인도 전역에 산재해 있는 긱(Gig) 기반 배달 인력과 소규모·영세 물류 사업자를 플랫폼에 연결하는 개방형 네트워크 모델을 채택하고 있다.

이를 통해 고정비 부담을 최소화하면서도 지역 단위 배송 커버리지를 빠르게 확장할 수 있으며, 수요 변동에 따라 유연하게 물량을 배분하는 구조를 구현하고 있다. 이러한 자산 경량(asset-light)·분산형 물류 모델은 비용 효율성과 확장성을 동시에 확보하는 미쇼(Meesho)의 핵심 경쟁요소로 평가된다. 동사는 2025년 12월 IPO를 통해 상장하였다.

그림 38. 미쇼 앱 화면



자료: Rentech Digital, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 미쇼 광고

자료: Evm, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 미쇼 경영진

자료: Forbes India, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 발모(Valmo) 배달원

자료: KNN India, 미래에셋증권 리서치센터

투자 포인트

저가·대중 소비자 집중 전략

미쇼(Meesho)는 인도 내 가격 민감 소비층을 주요 타깃으로 하며, 저가 시장 중심 수요를 기반으로 확장해 왔다. 인도의 저소득층 및 신흥 중산층 인구 구조를 고려할 때, 가격 경쟁력은 핵심 경쟁요소이다. 미쇼(Meesho)는 저가 상품 중심 포트폴리오와 효율적 비용 구조를 통해 해당 시장을 공략해 왔다.

제로 커미션 전략과 확장성

동사는 판매자 수수료를 낮추는 전략을 통해 셀러 유입과 SKU 확장에 유리한 구조를 구축해 왔다. 다만 이를 '완전 무료 모델'로 단정하는 것은 적절하지 않다. 플랫폼 내 광고, 물류 서비스, 부가 기능 등 다양한 수익원이 존재하며, 커미션 정책과는 별도로 수익 구조가 다층적으로 설계되어 있다는 점을 함께 고려할 필요가 있다.

Valmo(발모) 기반 물류·기술 역량

동사는 2024년 Valmo(발모)라는 물류 기술 기반 플랫폼을 공개하며 공급망 효율 개선과 저비용 배송 지원 전략을 제시하였다. Valmo(발모)는 물류 네트워크의 비효율을 줄이고 배송 단가를 통제하는 역할을 수행하는 구조로 설명된다. 이는 주문 처리 효율성 제고와 고객 경험 개선, 나아가 수익성 구조 개선 가능성과도 연결되는 요소이다.

경영진 미팅 내용 요약

Tier 2 이하 시장 지배력의 원천: 미쇼의 비용 최적화 모델 분석

경영진은 시장에서 흔히 언급되는 발모(Valmo) 물류 네트워크와 2선 도시 이하 시장 지배력이 핵심 해자라는 평가에 대해, 발모가 중요한 구성 요소인 것은 맞지만 그것만으로 설명할 수는 없다고 밝혔다. 발모는 단순한 배송 시스템이 아니라 회사 전반에 적용되는 '철학'의 결과물이라는 점을 강조하였다.

발모는 아마존(Amazon)이나 플립카트(Flipkart)처럼 대규모 자체 물류 인프라와 고정 인력을 중심으로 운영되는 구조와는 다르다. 외부 Gig 기반 물류 노동자와 지역 단위의 소형 물류 기업들을 IT 시스템으로 연결해 하나의 네트워크처럼 작동하도록 설계된 구조이다.

미쇼는 인도에서 이커머스가 대중화되기 위해서는 어떤 형태로 진화해야 하는지에 대한 명확한 관점을 갖고 있으며, 발모는 그 관점이 구현된 하나의 결과라는 설명이다.

또한, 경영진은 상위 소득층을 대상으로 특정 모델을 만드는 것은 가능하지만, 10억 명이 온라인 거래에 참여하도록 만들기 위해서는 전혀 다른 구조가 필요하다고 보았다. 발모는 오랜 기간에 걸쳐 축적된 비용 절감 중심 전략의 산물이라는 것이다.

비용 구조 기반의 해자: 글로벌 사례와 인도 시장 적용

경영진은 자사의 경쟁 해자가 특정 기능 하나가 아니라, 네트워크 효과와 비용 구조, 기술 역량이 복합적으로 작동할 때 구축된다고 설명하였다. 회사의 최적화 목표는 "국가에서 가장 효율적인 리테일 채널"이 되는 것이다. 거시적으로 보면 리테일은 결국 가장 효율적인 채널로 이동하며, 소비자는 합리적으로 더 낮은 가격과 더 나은 가치를 제공하는 채널로 이동한다는 논리이다.

글로벌 사례도 함께 언급되었다. 미국에서는 코스트코(Costco)와 월마트(Walmart)가 비용 구조를 기반으로 시장을 장악하였다. 중국에서는 알리바바(Alibaba)와 핀둬둬(PDD)가 오프라인 리테일을 온라인으로 대거 전환시켰다. 동남아에서는 쇼피(Shopee)가 가장 저렴한 리테일 채널로 자리 잡으며 소비자 행동을 이동시켰다. 남미의 메르카도 리브레(Mercado Libre) 역시 초기에는 유사한 구조로 성장하였다.

미쇼는 인도에서 주요 사업자들이 편의성과 고소득층 사용자 중심 모델에서 경쟁하고 있다고 평가하였다. 이러한 모델은 대략 1억 명 수준의 사용자 시장에 한정될 가능성이 높다고 보았다.

인도 전통 리테일은 비조직적이고 유통 단계가 많아 최종 소비자 가격이 높다. 과거 힌두스탄 유니레버(Hindustan Unilever)가 촘촘한 유통망을 구축하고, 소용량·저가 제품을 소포장 형태로 판매하는 전략을 통해 대중 시장에 깊숙이 침투했던 사례를 언급하며, 미쇼 역시 이커머스에서 동일한 철학을 적용하고 있다고 설명하였다. 즉, 생태계 전반에서 불필요한 비용을 제거하고 거래 과정의 마찰을 줄여, 판매자가 소비자에게 상품을 전달하는 총비용을 지속적으로 낮추는 구조라는 것이다.

운영 전반의 비용 최적화: 물류·기술·인력 전략

발모 물류 네트워크는 이를 위한 핵심 축이다. 미쇼는 외부 Gig 물류 노동자와 지역 소형 물류 기업을 IT 시스템으로 연결해 하나의 네트워크처럼 작동하도록 설계하였다. 자체 고정 인프라를 대규모로 보유하기보다는, 수요와 공급을 데이터 기반으로 통합 관리하고 배차·라우팅을 최적화하는 방식이다. 물류 비용을 최저 수준으로 유지하면서도 확장성을 확보할 수 있는 구조라는 점이 차별화 요소로 제시되었다.

그러나 경영진은 발모 물류네트워크만으로는 충분하지 않다고 강조하였다. 플랫폼에서 비즈니스를 하는 총비용을 최소화하는 방향으로 모든 운영이 설계되어 있다. 1루피, 2루피 단위까지 비용을 최적화한다는 표현을 사용하였다. 기술 비용 역시 경쟁 플랫폼 대비 낮은 수준을 유지하고 있으며, 자체 개발과 오픈소스 활용을 통해 효율을 확보하고 있다.

인력 구조 또한 슬림하다. 플립카트(Flipkart)는 약 30,000명 수준인 반면, 미쇼는 2,000명 수준이다. 현장 영업 인력을 거의 두지 않고, 운영 인력을 현장에 대거 배치하지 않는다. 규모 확대 과정에서도 인력을 늘리기보다 제품과 기술로 문제를 해결하는 방식을 선호한다고 밝혔다.

결국 미쇼는 '편의성 우선'이 아니라 '비용 우선' 전략을 택하고 있다. 제품 가격을 20루피 낮출 수 있다면, 기존에 구매하지 못했던 수천만 명의 신규 소비자가 시장에 진입할 수 있다고 설명하였다. 주변 오프라인 시장보다 더 낮은 최종 착지가격을 제공하면 소비자는 자연스럽게 이동하게 된다는 것이다.

검색이 아닌 탐색: 미쇼의 피드 중심 플랫폼 설계

두 번째로 강조된 부분은 모바일 퍼스트 환경이다. 인도 사용자들의 첫 인터넷 경험은 PC가 아니라 왓츠앱(WhatsApp), 유튜브(YouTube), 틱톡(TikTok)과 같은 모바일 기반 플랫폼이었다. 이에 따라 미쇼의 앱은 전통적인 검색 중심 구조가 아니라 피드 기반 탐색 구조로 설계되었다. 사용자가 상품을 적극적으로 검색하기보다는, 알고리즘이 개인화된 피드를 제공하고 사용자는 이를 탐색하다가 구매하게 되는 방식이다.

경영진은 미쇼 주문의 약 75%가 검색이 아닌 피드에서 발생한다고 밝혔다. 이는 인기 브랜드나 상위 검색어 중심 구매가 아니라, 세부 상품 탐색과 피드 기반 추천을 통해 전환을 유도한 전략의 결과이다. 틱톡이 인도에서 금지된 이후, 미쇼는 이커머스 내에서 탐색형 소비 경험을 제공하며 높은 체류와 참여를 유도하고 있다고 설명하였다. 틱톡이 인도에서 금지된 이후, 미쇼는 이커머스 내에서 탐색형 소비 경험을 제공하며 높은 체류와 참여를 유도하고 있다고 설명하였다.

이와 연계해 FY25년부터 콘텐츠 커머스를 시작하였다. 이미 공급자, 물류, 소프트웨어는 갖추어져 있었기 때문에, 인플루언서 콘텐츠를 결합하는 것이 다음 단계였다. 판매자는 판매당 수수료를 지불하며, 플랫폼 내에서 콘텐츠와 구매가 자연스럽게 연결된다.

저마진 구조의 방어력과 장기 수익 전략

수익성에 대해서는, 이커머스가 구조적으로 낮은 마진 산업이라는 점을 인정하였다. 그러나 플랫폼은 리테일 마진을 크게 취하는 구조가 아니라, 물류 스프레드, 광고, 핀테크 등에서 수익을 창출하는 모델이라고 설명하였다. 대규모·저마진 구조가 오히려 방어력이 높으며, 15% 수준의 높은 마진을 유지하는 사업은 그 자체로 경쟁자에게 진입 기회를 제공할 수 있다고 보았다.

현재 순거래액(NMV) 기준 공헌 이익률은 약 5% 수준이다. 주요 비용은 고객 유치 비용 약 2%, IT 비용 약 1.7%, 인건비 약 1.7%로 합계 약 5.4% 수준이다. 회계상 EBITDA 이익률은 약 -0.4%이나, 감가상각 부담이 크지 않고 고객에게서 결제 대금은 먼저 받고 판매자에게는 일정 기간 이후에 지급하는 구조이기 때문에 매출액 대비 잉여현금흐름 비율은 약 +1% 수준이라고 설명하였다. 장기적으로 광고 매출이 더해질 경우 EBITDA 이익률은 5~5.5%, 매출액 대비 잉여현금흐름 비율은 7% 수준까지 확대 가능하다고 전망하였다.

경영진은 단기적으로 이익을 개선하기 위해 물류 파트너의 수수료율을 인상하거나, 소비자 및 판매자에게 추가 수수료를 부과하는 방식으로 마진을 끌어올리는 선택도 가능하다고 언급하였다. 그러나 이러한 접근은 판매자 및 공급 파트너의 부담을 높여 장기적인 지속가능성 측면에서 부정적인 영향을 초래할 수 있다고 보았다. 따라서 경영진은 단기적인 요율 인상보다는 매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과를 통해 점진적으로 수익성을 개선하는 전략을 택하고 있으며, 대부분의 마진 개선은 영업 레버리지에서 창출될 것이라고 설명하였다.

AI를 핵심 경쟁력으로 내재화한 플랫폼 전략

AI에 대해서는 위협이 아니라 핵심 투자 영역이라고 밝혔다. 경영진은 자사가 소비자 플랫폼 분야에서 업계 최대 수준의 AI 조직을 보유하고 있다고 설명하였다. 다만 단순히 AI 인력 규모가 중요한 것이 아니라, 플랫폼 비즈니스 구조 자체가 알고리즘 중심으로 설계되어 있다는 점이 더 본질적이라고 강조하였다.

미쇼는 2.5억 명 이상의 사용자, 수천만 SKU, 수백만 판매자를 동시에 매칭해야 하는 대규모 플랫폼이다. 이 구조에서는 검색·추천·랭킹·가격 최적화·물류 배차 등 거의 모든 의사결정이 알고리즘을 통해 이루어진다. 따라서 AI는 부가 기능이 아니라 플랫폼의 핵심 운영 엔진에 해당한다. 경영진은 "AI"라는 용어가 시장에서 유행하기 이전부터 이미 해당 영역에 지속적으로 투자해 왔다고 설명하였다.

특히 인도 시장에는 구조적인 데이터 문제가 존재한다. 주소 체계가 표준화되어 있지 않아 "절 보이면 왼쪽", "쓰레기통 뒤"와 같은 서술형 위치 정보가 일반적이다. 이는 물류 효율성과 배송 성공률에 직접적인 영향을 미치는 요소이다. 이를 해결하기 위해 미쇼는 자사가 축적한 배송 데이터와 사용자 데이터를 기반으로 LLM을 학습시켰으며, 최소 반경 100m 수준에서 위치를 추정할 수 있는 시스템을 구축하였다. 이는 단순 추천 알고리즘을 넘어, 실제 운영 효율과 비용 구조에 직결되는 AI 적용 사례라고 설명하였다.

경영진은 AI를 단기적인 생산성 도구로 보기보다, 장기적으로 플랫폼 경쟁력을 좌우하는 핵심 인프라로 인식하고 있다고 밝혔다. 향후 모바일 환경 이후의 새로운 기술 패러다임이 등장하더라도, 기술 변화의 선두에서 이를 이해하고 대응할 수 있는 역량을 확보하는 것이 중요하다고 강조하였다.

규모의 경제와 경쟁 심화 속 대도시 이커머스 구도

대도시 이커머스 시장의 경쟁 구도에 대해 경영진은, 플랫폼 비즈니스는 일정 수준 이상의 규모와 성장 모멘텀을 확보하면 구조적으로 쉽게 흔들리지 않는 특성이 있다고 설명하였다. 거래 규모가 커질수록 판매자의 의존도가 높아지고, 이는 네트워크 효과를 더욱 강화하는 방향으로 작동한다. 일정한 임계점을 넘어서는 순간, 플랫폼 내 유동성과 효율성이 선순환 구조를 형성하게 된다는 논리이다.

다만 아마존(Amazon)과 플립카트(Flipkart)와의 경쟁은 지속될 것으로 보았다. 플랫폼이 일정 규모를 확보하면 구조적으로 안정성이 높아지는 특성이 있으나, 대도시 시장은 여전히 성장 여력이 남아 있고 점유율 경쟁이 진행 중인 단계이기 때문에 가격·배송·프로모션 경쟁이 반복될 가능성이 높아 경쟁 강도가 단기간에 완화되기는 어려울 것으로 평가하였다.

또한 최근 인도에서 퀵커머스 업체들이 빠르게 성장하며 대도시 이커머스 시장의 일부 수요를 흡수하고 있다는 점도 중요한 변수로 언급되었다. 15~30분 배송을 앞세운 퀵커머스 모델은 '편의성'의 기준을 재정의하고 있으며, 이는 기존 대형 이커머스 사업자들에게 구조적인 도전 요인으로 작용하고 있다.

K자 소득 구조 우려와 인도 소비의 구조적 탄력성

인도 내 소득 양극화 심화에 대한 우려에 대해서는 현재 데이터상 전반적인 소득 상승이 관찰된다고 밝혔다. 또한 가치 중심 리테일은 경기 둔화 국면에서 오히려 성장하는 경향이 있다고 보았다. 주요 거시 변수로는 유가를 지목하였다. 인도는 급격하게 움직이기보다는 점진적으로 성장하는 시장이라는 평가도 덧붙였다.

밸류에이션: 플랫폼 평균 대비 할인 구간

현재 동사 주가는 FY27년 기준 P/S 4.2배에 거래되고 있다. 인도 주요 이커머스 기업 대부분이 비상장사인 점을 고려할 때 직접적인 동종업계 비교는 제한적이다.

대신 인도 뉴에이지 상장 플랫폼 기업들과 비교할 경우, 동사의 FY27년 기준 P/S는 전체 평균 대비 42.1% 할인된 수준이다. 특히 밸류에이션이 상대적으로 높은 그로우(Groww)를 제외한 평균 대비해서도 26.4% 할인 거래되고 있다.

표 11. 인도 뉴에이지 상장 플랫폼 Peer 밸류에이션

Name		Meesho	Nykaa	Paytm	PB Fintech	스위기	이터널	그로우	어번 컴퍼니
Code		MEESHO IN	NYKAA IN	PAYTM IN	POLICYBZ IN	SWIGGY IN	ETERNAL IN	GROWW IN	URBANCO IN
Local currency		INR	INR	INR	INR	INR	INR	INR	INR
Current price (INR)		158.2	265.6	1,153.3	1,513.6	323.8	269.5	163.8	112.5
Market cap		711.8	762.9	748.6	711.3	880.4	2,573.3	1,011.0	165.0
Sales (백만 INR)	FY26E	123,307	99,838	84,276	67,320	227,516	552,761	43,558	15,416
	FY27E	171,171	125,796	103,867	87,927	294,579	1,006,502	57,812	19,743
	FY28E	223,317	156,398	127,158	111,618	368,549	1,451,775	72,876	24,458
EBITDA (백만 INR)	FY26E	-13,147	7,299	5,322	5,738	-32,027	11,764	25,803	-1,821
	FY27E	-3,183	10,583	11,249	11,923	-13,141	36,696	36,141	-896
	FY28E	5,993	14,913	19,884	21,158	7,471	68,922	47,417	1,007
NP (백만 INR)	FY26E	-15,217	2,031	6,526	6,643	-39,421	4,011	19,673	-1,282
	FY27E	918	4,216	12,679	10,978	-20,522	21,014	27,443	-237
	FY28E	7,741	7,152	21,121	15,924	-2,722	43,212	36,606	1,638
EBITDA margin (%)	FY26E	-10.7	7.3	6.3	8.5	-14.1	2.1	59.2	-11.8
	FY27E	-1.9	8.4	10.8	13.6	-4.5	3.6	62.5	-4.5
	FY28E	2.7	9.5	15.6	19.0	2.0	4.7	65.1	4.1
NPM (%)	FY26E	-12.3	2.0	7.7	9.9	-17.3	0.7	45.2	-8.3
	FY27E	0.5	3.4	12.2	12.5	-7.0	2.1	47.5	-1.2
	FY28E	3.5	4.6	16.6	14.3	-0.7	3.0	50.2	6.7
EPS (INR)	FY26E	-2.8	0.7	9.8	14.3	-15.7	0.5	3.2	-0.9
	FY27E	0.1	1.5	19.2	23.6	-7.7	2.3	4.5	-0.1
	FY28E	1.7	2.5	31.8	34.1	-0.7	4.7	6.0	1.0
EPS growth (%)	FY27E	-	117.1	95.6	65.1	-	408.4	39.2	-
	FY28E	-	61.4	65.7	44.3	-	103.6	34.4	-
P/S (x)	FY26E	5.8	7.6	8.9	10.6	3.9	4.7	23.8	10.9
	FY27E	4.2	6.1	7.2	8.1	3.0	2.6	17.9	8.5
	FY28E	3.2	4.9	5.9	6.4	2.4	1.8	14.2	6.8
P/E (x)	FY26E	-	376.2	117.5	105.8	-	597.5	51.2	-
	FY27E	-	173.2	60.0	64.1	-	117.5	36.8	-
	FY28E	92.5	107.3	36.2	44.4	-	57.7	27.4	110.6

자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	76.2	93.9	123.3	171.2	223.3
영업이익 (백만INR)	-5.5	-6.1	-15.5	-5.7	4.1
영업이익률 (%)	-7.3	-6.5	-12.5	-3.3	1.9
순이익 (백만INR)	-3.3	-3.3	-39.4	-15.2	0.9
EPS (INR)	-	-	-2.8	0.1	1.7
ROE (%)	-	-	-	-39.2	1.6
P/E (배)	-	-	-	-	92.5
P/B (배)	-	-	15.0	13.9	11.4

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

(URBNACO IN, NOT RATED)

어반 컴퍼니: 인도 최대 홈서비스 플랫폼의 구조적 확장 스토리

기업 개요: 인도 최대 온라인 홈서비스 플랫폼

어반 컴퍼니(Urban Company)는 인도 도시 소비자를 대상으로 가정 내 생활 서비스를 온디맨드(예약 기반) 형태로 연결하는 홈서비스 플랫폼 기업이다.

제공 서비스는 에어컨·가전 수리/점검, 청소, 해충 방제, 페인팅 등 홈케어 전반과 뷰티·미용, 집수리 등으로 구성되며, '검증된 서비스 전문가를 빠르게 배정하고, 표준화된 품질로 제공한다'는 철학에 기반한다. 경영진은 인도 도시 가구에서 청소·가사 보조 등 방문 인력이 일상적으로 활용되지만, 공급이 균일하지 못한 상태로 품질 편차와 신뢰 이슈가 상존한다는 점을 핵심 시장 기회로 제시한다.

핵심 경쟁력: 운영 고도화와 도시 내 밀도 확대 전략

회사의 핵심 경쟁력은 (1) 서비스 권역을 세분화해 이동거리를 줄이고 응답 시간을 단축하는 운영 설계, (2) 교육·평가 기반의 서비스 퀄리티 통제 시스템, (3) 앱 기반 예약·재예약·AS/보증 등 소비자 신뢰 장치에 있다. 특히 경영진은 인도 핵심 사업(India core services)에서 성장의 중심이 단순한 도시 확장이 아니라, 기존 도시 내에서 서비스 권역을 더 촘촘하게 재설계하고 공급 운영 모델을 고도화하는 '기존 도시 내에서의 침투율 제고'에 있다고 강조한다.

사업 포트폴리오 구성과 성장 축

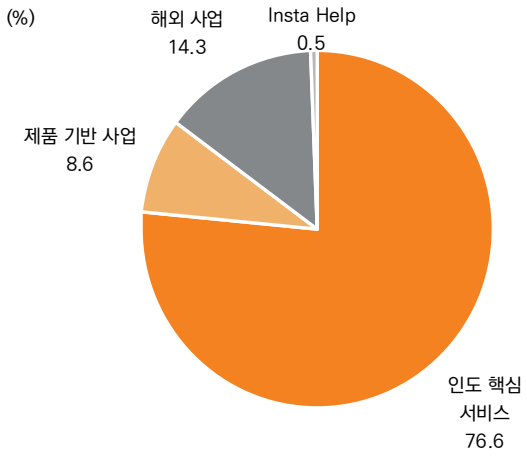
첫째, 인도 핵심 서비스(India core services)이다(71.4%). 가장 큰 사업으로, 에어컨 수리·청소, 집 청소, 해충 방제, 페인팅, 뷰티 서비스 등 가정 방문형 서비스를 앱을 통해 예약·제공하는 본업이다. 쉽게 말해 인도판 홈서비스 플랫폼의 핵심 영역이다.

둘째, 해외 사업(International)이다(10.3%). 인도에서 구축한 플랫폼 모델을 UAE와 싱가포르 등 해외 시장에 적용한 사업이며, 사우디아라비아는 현지 파트너와의 합작(JV) 형태로 운영한다. 즉, 인도에서 검증된 홈서비스 플랫폼을 중동·동남아 주요 도시로 확장하는 전략이다.

셋째, 제품 기반 사업(Native)이다(18.3%). 단순히 서비스를 중개하는 것을 넘어, 자체 브랜드 제품을 직접 판매하는 영역이다. 대표적으로 역삼투(RO) 정수기를 판매하고, 이후 유지관리·필터 교체 서비스까지 연결하는 구조를 갖는다. 제품 판매와 사후관리를 결합한 모델로 이해할 수 있다.

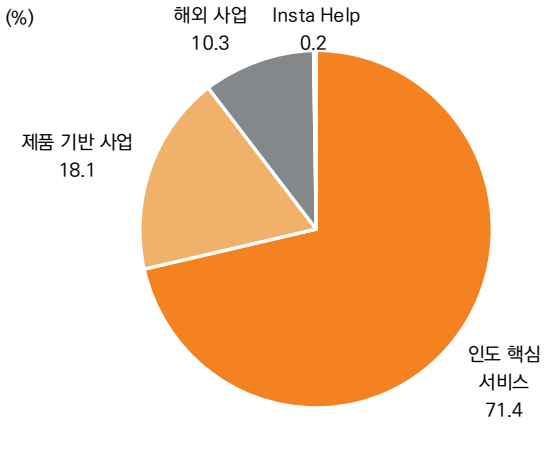
넷째, Insta Help이다(0.2%). 기존 서비스보다 더 빠른 대응을 목표로 한 초단기 방문 서비스로, 15~60분 내 도착을 목표로 한다. 갑작스러운 청소·간단 수리·도우미 대체 수요 등을 흡수하는 카테고리이며, 고객의 이용 빈도를 높이기 위한 전략적 사업 영역으로 볼 수 있다.

그림 42. 어반 컴퍼니 순거래액(NTV) 구성 (1H26)



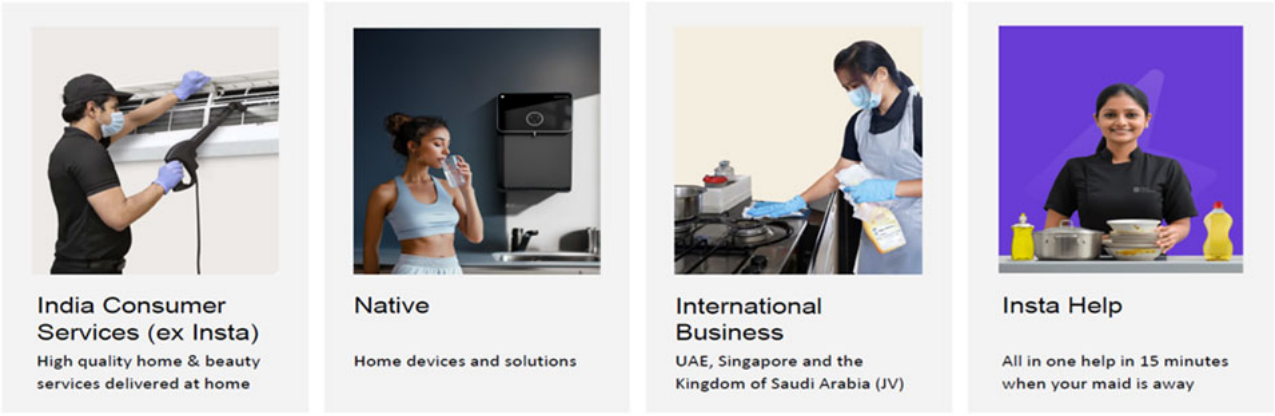
자료: 어반 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 어반 컴퍼니 매출 구성 (1H26)



자료: 어반 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 어반 컴퍼니 주요 사업



자료: 어반 컴퍼니, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 미팅 내용 요약

상장 이후 성장 가속: 순거래액(NTV)·매출 모두 가이던스 상회

경영진은 25년 9월 상장 당시 순거래액(NTV)이 305억 루피, 매출이 115억 루피 수준이었으며, 당시 막 손익분기점을 달성한 상태였다고 밝혔다. 이후 FY26년 말에 가까워진 현재, 경영진은 순거래액(NTV)이 420 억 루피 수준까지 확대되고 매출은 150억 루피를 상회할 것으로 전망했다.

이는 상장 당시 제시했던 성장 가이던스(시장 성장률을 소폭 하회하는 흐름)보다 빠른 속도이며, 최근 2개 분기 순거래액(NTV) 성장률이 40%를 상회했다고 설명했다.

경영진은 이 성장이 일시적 요인이 아니라 서비스 권역을 더 촘촘하게 재설계하는 전략 등 구조적 개선에 의해 견인되고 있다고 밝혔다.

또한 FY27년부터 구조적 성장 스토리가 본격 가동되는 국면에 진입한다고 보며, 장기적으로는 연결 기준 FY3Q28에 손익분기점을 달성할 계획이라고 밝혔다.

인도 핵심 서비스(India core services): 신규 지역 확장보다는 서비스 권역 세분화

경영진은 핵심 사업인 인도 핵심 서비스는 지난 분기 약 21% 성장했다고 밝혔다. 회사의 계절성 특성상 6월부터 에어컨 서비스 수요가 증가하며 성장이 가속되는 구조이나, 전년도 여름이 기대만큼 덥지 않았던 영향으로 FY26년에서 분기별 성장률이 1Q 10% → 2Q 17% → 3Q 21%로 점진적으로 개선되는 흐름을 보였으며, 이러한 모멘텀은 이번 분기에도 견고하게 유지되고 있다고 설명했다.

특히 이러한 최근 고성장의 핵심은 현재 사업을 영위하고 있는 47개 도시 이외의 도시로의 지리적 확장이 아니라, 기존 47개 도시 내에서 마이크로 마켓을 더 촘촘히 쪼개고 공급 운영 모델을 재정비한 '서비스 권역 세분화'에 있다고 강조했다. 그 결과 과거에는 서비스 전문가가 기존 서비스 제공 후 2~4시간 이후에나 추가 예약 슬롯이 열리던 상황이, 현재는 대부분 30~60분 내 추가 슬롯 확보가 가능한 수준으로 개선되었으며, 앱 내 "Instant" 탭을 통해 60분 이내 제공 가능한 서비스가 확대되었다고 설명했다.

고밀화의 경제학: 이동거리 축소 → 가동률·소득 개선 → 플랫폼 비용 절감 → 품질·속도 동시 개선

경영진은 서비스 권역 세분화의 핵심 효과를 '이행 시간 단축'으로 정리했다. 서비스 전문가의 서비스 커버 지역을 줄이면 서비스 전문가의 이동 시간이 감소하고, 그 결과 가동률(utilization)이 상승하며, 이는 서비스 전문가(파트너) 소득 증가로 이어진다고 설명했다. 실제로 파트너 가동률은 FY22년 59시간에서 FY26년 9월 기준 91시간으로 상승했다고 밝혔다.

동시에 어반 컴퍼니 플랫폼 입장에서는 서비스 제공 비용이 낮아지고 이익률 개선 여력이 생기며, 고객 입장에서는 더 빠른 도착과 더 안정적인 품질을 경험하게 된다고 강조했다.

또한 일부 지역에서 서비스의 반경이 2km 수준까지 낮아졌고, Insta Help는 반경이 0.5km 수준까지 더 짧아졌다고 언급했다.

경영진은 기존 도시 내 서비스 권역을 보다 촘촘하게 운영하는 전략이 이동시간 단축뿐 아니라 배정 가능 인력 확대와 신규 수요 창출에도 기여한다고 설명했다. 이러한 구조적 효과가 앞으로도 지속될 것으로 기대한다고 밝혔다. 이와 함께 신규 고객 확보 속도도 높였는데, 이는 "더 빠르게, 더 좋게, 더 저렴하게(faster, better, cheaper)"라는 회사의 핵심 신념과 일치한다고 덧붙였다.

성장률 목표는 시장 성장률(10~11%)의 최소 2배 수준을 지향하며, 단기적으로는 47개 도시 내 심화에 집중하되 향후 몇 개 분기 동안 소수 도시를 매우 선별적으로 추가 진입하는 수준으로 확장 전략을 운용하겠다고 설명했다.

해외 사업: UAE·싱가포르 고성장, 고밀화로 가격 인하·가동률 개선 추진

경영진은 두 번째 사업 부문인 해외 사업이 투자자들에게 과소평가(underappreciated)되어 있다고 언급했다.

회사는 UAE, 싱가포르, 사우디아라비아에 진출해 있다고 설명했다. UAE와 싱가포르는 매우 빠르게 성장하고 있으며, 지난 분기 성장률이 전년 대비 70%에 근접했다고 밝혔다. 이 성장 역시 상당 부분 서비스 권역 세밀화에 의해 설명되며, 고밀화가 진행될수록 가격을 의미 있게 인하할 수 있고, 파트너 가동률을 높이며 성장 속도를 가속할 수 있다고 강조했다. 고객 타깃은 현지인과 현지에서 생활하고 있는 인도인 모두를 대상으로 한다고 답했다.

제품 기반 산업: RO 정수기 중심 고성장, 구조적으로 core 대비 고마진 가능성

세 번째 부문인 제품 기반 산업(Native)은 올해 전년 대비 150% 성장했으나 아직 적자 상태이며, 다만 적자 규모는 작고 몇 개 분기 내 손익분기점이 가능하다고 밝혔다..

Insta Help: 거래 빈도를 끌어올리는 신규 카테고리

경영진은 상장 이후 전략적으로 확대하고 있는 네 번째 카테고리로 Insta Help를 소개하며, 지난 분기 약 160만 건의 주문을 처리했고 꾸준한 성장세를 보이고 있다고 밝혔다. 해당 사업은 전년 4월경 시범 도입되었으며, 향후 1년 내 월 100만 건 주문 규모에 도달할 수 있을 것으로 기대하고 있다고 설명했다.

초기 도입 지역에서는 고객 1인당 지출이 기존 인도 핵심 서비스와 유사한 수준까지 상승하고 있어, 해당 지역에서는 Insta Help가 기존 핵심 서비스와 비견되는 규모로 확대되고 있다고 언급했다. 경영진은 아직 초기 단계이지만, 성장 잠재력을 고려할 때 장기적으로는 기존 인도 핵심 서비스와 유사한 규모로 성장할 가능성도 있다고 평가했다.

경영진이 Insta Help에 주목하는 핵심 이유는 '사용 빈도 구조' 때문이다. 인도 핵심 서비스의 고객 연간 이용 빈도는 4~5회 수준으로 낮은 편인데, Insta Help는 월 2~4회 이용이 가능해 앱이 고객의 홈 화면에 자리 잡게 만들고 플랫폼의 일상성을 높인다. 이를 통해 수익성이 더 높은 서비스로의 교차구매를 유도할 수 있다고 설명했다.

공급(서비스 전문가) 전략: 대규모 교육 인프라 기반 선별 채용·등록 체계

공급 측면에서 경영진은 인도 전역 17개 도시에 걸쳐 40만 sq ft 교육 공간과 400명 이상의 트레이너를 보유하고, 다년간 축적한 자체 커리큘럼으로 전문가를 육성한다고 밝혔다. 교육 기간은 카테고리·숙련도에 따라 4~25일로 다양하며, 에어컨 서비스는 약 10일 수준이라고 설명했다. 또한 서비스 실적이 좋으면 더 기술적인 영역으로 업그레이드되어 더 높은 수익을 얻을 수 있는 경로를 제공한다고 언급했다.

경영진은 파트너에게 금융기관 제휴를 통한 대출 제공, 상해/사망 보험 제공, 우수 파트너의 가족 건강보험 확대 등 사회보장 성격의 혜택도 제공한다고 설명했다.

경쟁 구도: 인도 핵심 서비스는 온라인 의미 있는 2위 부재, 해외는 현지 경쟁 업체 존재, Insta Help는 스타트업과의 경쟁 심화

경영진은 경쟁 구도를 부문별로 구분했다. 핵심 서비스(core services)는 가장 큰 경쟁자가 오프라인이며, 버티컬·지역 단위의 소규모 플랫폼을 제외하면 의미 있는 온라인 2위가 없다고 설명했다. 그 배경으로 깊은 기술력, 대규모 교육 인프라, 강한 실행력이 필요하다는 산업 구조를 제시했다.

반면 해외 사업은 경쟁이 존재하며, UAE에서는 JustLife가 더 큰 플랫폼이고, 싱가포르에서는 Helpling(로켓인터넷 계열)이 유사 규모라고 언급했다. Insta Help는 경쟁 강도가 의미 있게 높으며, 스타트업인 스냅빗(Snabbit)을 언급했다.

밸류에이션: 플랫폼 평균 대비 프리미엄 거래

현재 동사 주가는 FY27년 기준 P/S 8.5배에 거래되고 있다. 홈서비스 플랫폼 중 상장 기업이 부재한 점을 고려하면 직접적인 동종업계 비교는 제한적이다.

인도 뉴에이지 상장 플랫폼 기업들과 비교할 경우, 동사의 FY27년 기준 P/S는 전체 평균 대비 18% 프리미엄 수준(그로우 제외 시 50% 프리미엄)에 형성되어 있다. 이에 따라 단순 멀티플 기준에서는 상대적으로 밸류에이션 부담이 존재하는 것으로 보인다.

다만 동사는 온라인 홈서비스 시장 내 높은 진입장벽과 브랜드 인지도, 검증된 공급자 네트워크를 기반으로 수요·공급 양측에서 강한 네트워크 효과를 구축하고 있다. 또한 광고·구독 모델 중심의 플랫폼 대비 실질적인 서비스 거래 기반 매출 구조를 보유하고 있어 수익화 경로가 보다 명확하다는 점도 차별화 요소이다.

시장 초기 단계에서 점유율 확대와 서비스 카테고리 확장이 병행되고 있다는 점을 감안하면, 현재 프리미엄은 구조적 성장성과 사업 모델의 독점적 지위를 반영한 결과로 해석된다. 중장기적으로 거래 규모 확대에 따른 운영 레버리지 효과가 본격화될 경우, 밸류에이션 정당성은 점진적으로 강화될 가능성이 높다.

표 13. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	8.3	11.4	15.4	19.7	24.5
영업이익 (백만INR)	-1.8	-0.7	-2.4	-1.5	0.4
영업이익률 (%)	-22.2	-6.0	-15.3	-7.6	1.5
순이익 (백만INR)	-0.9	-0.9	2.4	-1.3	-0.2
EPS (INR)	-	-	-0.9	-0.1	1.0
ROE (%)	-21.6	-7.1	15.5	-5.7	-0.2
P/E (배)	-	-	-	-	110.6
P/B (배)	-	-	7.2	7.4	5.9

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

(GROWW IN, NOT RATED)

그로우: 디지털 증권 1위의 진화

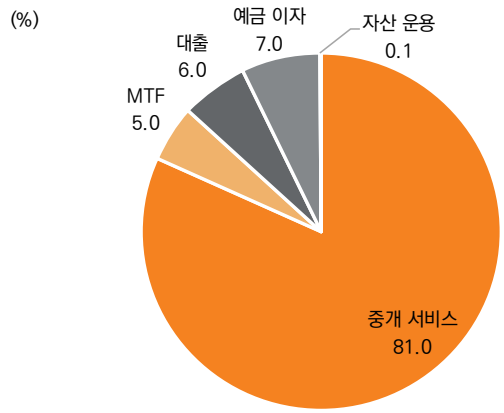
기업 개요: 인도 1위 증권 중개 플랫폼

그로우는 FY1Q26 기준 NSE에서 활성 사용자수가 가장 많은 인도 대표 D2C 디지털 증권 중개 플랫폼으로, 2016년 자본시장의 고질적 문제였던 개인 투자 접근성 저하와, 특정 도시에 국한되어있는 점을 해결하고자 한 4명의 플립카트 출신 직원들에 의해 설립되었다.

사용자들은 플랫폼을 통해 주식(일반 거래, IPO 등), 파생상품, 채권, 뮤추얼펀드 등 다양한 상품에 투자할 수 있다. 전통 증권 중개사와 다르게 오프라인 채널이 없는 '디지털 퍼스트 플랫폼'으로 운영된다는 특징이 있으며, 간단하고 명료한 UI, 자체 구축 기술 등을 활용하여 개인 투자자들의 자본시장 접근성을 향상했다.

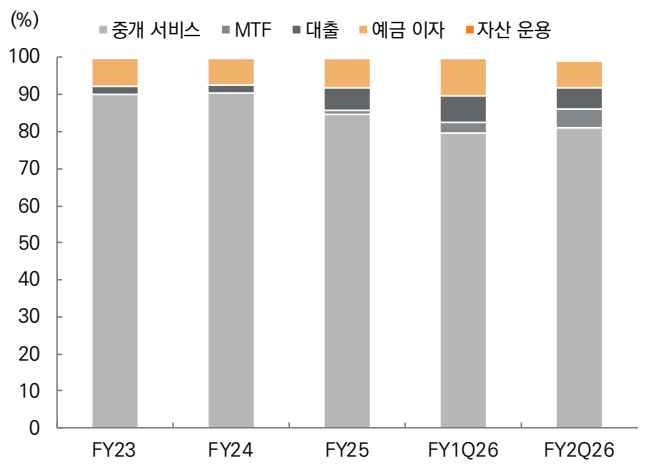
사업부별 매출 비중은 중개 서비스가 81.0%로 대부분을 차지하고 있으며, 대출 서비스(자체 NBFC를 통한 대출 + 대출 중개)가 6.0%, MTF(마진 거래 서비스)가 5.0%, 자산 운용(Asset Management)이 0.1%를 차지하고 있다. 7.0%는 고객 예탁금에서 발생하는 정기 예금 이자이다.

그림 45. 그로우 사업부별 매출 구성 비중



자료: 그로우, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 그로우 사업부별 매출 비중 추이



자료: 그로우, 미래에셋증권 리서치센터

기업 미팅 요약

비즈니스 모델: “디지털 상품” 기반의 순수 온라인 전략 유지

인도 주요 핀테크·소비 플랫폼들이 옴니채널(오프라인 접점 포함) 전략으로 확장하는 흐름을 가져가고 있으나, 경영진은 그로우(Groww)의 핵심 상품이 본질적으로 ‘디지털 상품’이기 때문에 물리적 매장이나 현장 조직 확대는 필수적이지 않다고 설명했다. 그로우(Groww)를 넷플릭스에 비유하며, “디지털 상품을 판매하는데 물리적 매장이 왜 필요하겠는가”라는 논리를 통해 순수 온라인 전략의 타당성을 강조했다.

고객군 확장: 리테일 중심에서 고액자산가까지…Fisdom 인수로 고객 저변 확대

경영진은 초기에는 리테일 고객 기반이 핵심이었으나, 최근 고액자산가 고객층을 겨냥해 Fisdom을 인수했다고 밝혔다. 다만 해당 영역 역시 운영 방식은 보다 디지털 중심에 가깝다고 설명하며, 고객군 확대와 채널의 오프라인 전환은 별개의 문제라는 점을 강조했다.

대출 사업: 기존 고객 기반의 보수적 신용 심사, 매출 비중 6%

경영진은 그로우의 대출 사업은 기존 고객에게만 제공하는 구조이며, 최소 6개월~1년 이상 플랫폼에서 투자 활동을 해온 고객을 대상으로 대출을 제안한다고 밝혔다. 즉, 플랫폼 내 이용 이력과 거래 데이터 축적을 기반으로 리스크를 관리하는 모델이라는 점을 강조했다. 또한 해당 사업은 약 3년간 운영되어 왔으며, 현재 전체 매출의 6%를 차지하고 있다고 언급했다.

State Street 파트너십: 리테일 강점 + 기관 역량 보완

경영진은 동사가 리테일 고객 및 AUM 축적에 강하지만, 자산운용(AMC) 비즈니스를 크게 키우기 위해서는 기관(institutional) 자금 유입이 필요하다고 설명했다.

해외 및 기관 자금, 기업 자금 유치에는 글로벌 네트워크, 브랜드 신뢰도, 상품 설계 역량, 기관 대상 유통 채널이 핵심 경쟁 요소라고 설명했다. 이러한 측면을 보완하기 위한 전략적 파트너로 스테이트 스트리트(State Street)의 의미가 크다고 밝혔다.

스테이트 스트리트(State Street)는 미국 보스턴에 본사를 둔 글로벌 자산운용·수탁은행 그룹으로, 전 세계 기관투자가를 대상으로 자산운용, 수탁업무, ETF 운용(예: SPDR) 등 광범위한 금융 서비스를 제공하는 대형 금융기관이다. 그로우는 리테일 고객 기반과 디지털 유통 역량을 강점으로 보유하고 있는 반면, 스테이트 스트리트는 기관 자금 네트워크와 글로벌 상품 설계 경험을 갖추고 있어 상호 보완적 구조라는 점을 강조했다.

본 건은 금융당국의 승인 절차가 선행되어야 하며, 최소 6개월 이상 소요될 수 있다고 밝혀 ‘단기 이벤트’가 아니라 승인 이후 실행되는 장기 과제임을 시사했다.

자산운용 핀메 채널 전략: 디지털만으로는 불충분…지점 25개 운영, 100개 확대 의지

경영진은 자산운용 사업이 전적으로 디지털만으로 운영될 수 있는 구조는 아니라고 설명했다. 뮤추얼펀드 판매는 온라인 채널만으로 완결되지 않으며, 오프라인 유통망 역시 중요한 역할을 한다고 밝혔다. 현재 자산운용 사업을 위해 약 25개 지점을 운영 중이며, 이를 향후 약 100개 수준까지 확대할 계획이라고 언급했다.

경쟁력의 핵심: "기술×소비자 이해"를 잇는 PM 조직, IT서비스 모델과의 차별

경영진은 IT서비스 기업(Infosys, Wipro 등)이 다양한 고객사의 시스템 구축을 지원하고 있음에도 불구하고, 플랫폼별 사용자 경험(UX)의 수준에는 뚜렷한 차이가 나타난다고 설명했다. 동일한 기술 역량을 활용하더라도 일부 기업의 플랫폼은 평범한 수준에 머무는 반면, 특정 기업은 특히 뛰어난 사용자 경험을 구현하는 이유는 기술 자체가 아니라 조직 구조와 역할 설계 방식에 있다고 보았다. 그 핵심 요인으로 그로우 내부의 프로덕트 매니저(PM) 중심 조직 구조를 강조했다.

그로우(Groww)의 PM은 고객의 니즈를 정확히 이해하고, 이를 기술적으로 구현 가능한 형태로 설계해 실제 제품으로 연결하는 브리지 역할을 수행한다. 이러한 기능이 강할수록 고객 관점에서 직관적이고 간결한 사용자 경험을 구현할 수 있다는 설명이다. 반면 전통 금융회사나 IT서비스 조직에서는 이와 같은 PM 중심 구조가 상대적으로 약한 경우가 많다고 언급했다.

또한 핵심 테크 인재 풀은 플립카트(Flipkart), 스위기(Swiggy) 등 소비자 플랫폼 출신 인력이 중심이며, 인포시스(Infosys), 위프로(Wipro)와 같은 IT서비스 기업과는 업무 성격과 역량 구성 자체가 다르다고 밝혔다.

소비자 플랫폼 기반의 제품 개발 조직은 기술 구현 능력뿐 아니라 고객 행동에 대한 이해와 제품 전략 수립 역량을 동시에 요구하는 구조인 반면, 전통적인 IT서비스 모델은 고객이 정의한 요구사항을 프로젝트 단위로 구현하는 실행 중심 조직이라는 점에서 본질적으로 다르다고 설명하였다.

플랫폼 전략: 고객이 원하는 모든 상품을 제공

경영진은 플랫폼 사업의 핵심을 '고객이 필요로 하는 상품을 모두 갖추는 것'으로 규정했다. 예컨대 ETF, 향후 REITs·채권 등이 유행할 때 해당 상품이 없으면 고객의 거래가 다른 플랫폼으로 분산되어 장기적으로 관계가 약화될 수 있다고 지적했다. 따라서 신상품 확장은 단순한 매출 다변화를 넘어, 고객 이탈을 방지하고 고객 내 자산 점유율을 유지·확대하기 위한 전략적 의미를 가진다.

수익 구조 다변화: 파생상품 의존도 완만히 낮아지고 신사업 고성장

경영진은 수익 구조를 '브로커리지'라는 단일 카테고리로 보지 않고, 각 상품을 독립적인 사업 단위로 관리하고 있다고 설명했다. 현재 매출 구성은 선물·옵션 거래가 약 50~53%로 가장 큰 비중을 차지하며, 주식 투자 관련 수익이 약 18%, 마진트레이딩펀딩(MTF)이 약 5~6%, 대출이 약 5~6% 수준이라고 밝혔다. 이 외에도 여러 소규모 사업이 추가적으로 기여하고 있다고 언급했다.

향후에는 웰스(Wealth) 사업, 대체투자펀드(AIF)·포트폴리오관리서비스(PMS) 유통, MTF, 대출, 원자재 거래 등 신사업 부문이 기존 핵심 트레이딩 사업보다 더 높은 성장률을 기록할 것으로 전망했다. 이에 따라 선물·옵션 및 현물 거래의 절대 성장세가 유지되더라도, 매출 내 상대적 비중은 점진적으로 낮아질 수 있다고 설명했다.

장기적으로는 특정 사업에 대한 의존도가 완화되고, 다양한 수익원이 균형 있게 성장하는 구조로 전환될 것으로 기대하고 있다.

핵심 리스크: AI 기반 소비자 행동 변화…기존 경쟁사보다 “새로운 스타트업”을 더 경계

경영진은 가장 큰 불확실성으로 AI를 지목했다. AI가 고객 경험의 구조를 바꿀 수 있고, 누군가 더 빨리 더 나은 AI 경험을 제공하면 고객 선호가 이동할 가능성이 있다고 설명했다. 특히 기존 경쟁사보다도, 새롭게 등장하는 스타트업이 패러다임을 바꿔 미래 성장을 가져갈 수 있다는 점을 더 우려한다고 언급했다.

다만 이 산업은 고객 유지율이 높아 기존 비즈니스를 즉시 잃을 가능성보다는, ‘향후 성장 기회’를 놓칠 가능성이 더 핵심 리스크라는 논리이다.

밸류에이션: 턴어라운드 반영 초기 구간

동사는 뉴에이지 플랫폼 기업임에도 불구하고 고정자산 부담이 낮고 변동비 중심의 비용 구조로 이익 턴어라운드를 실현하였다. 현재 동사는 FY27년 기준 P/E 36.8배에 거래되고 있다.

사업 특성상 금융 플랫폼이지만, 개인 투자 및 자산관리 수요에 기반한 소비 성격을 감안할 경우 광의의 경기 소비재로 분류할 수 있다. 주요 인도 경기 소비재 업체 평균 대비 40% 할인된 수준에서 거래되고 있어, 성장성과 수익성 개선 흐름을 고려하면 상대적 밸류에이션 부담은 제한적인 구간이다.

이익 턴어라운드가 구조적으로 이어질 경우 멀티플 재평가 여지도 존재하며, 여타 뉴에이지 플랫폼 기업 대비 수익성 가시성이 높다는 점에서 현재 밸류에이션 매력도는 상대적으로 우위에 있다고 판단된다.

표 14. 실적 및 밸류에이션 전망

결산기 (3월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만INR)	26.1	39.0	43.6	57.8	72.9
영업이익 (백만INR)	5.5	23.5	25.0	33.5	44.1
영업이익률 (%)	20.9	60.2	57.4	57.9	60.5
순이익 (백만INR)	-8.0	-8.0	18.2	19.7	27.4
EPS (INR)	-	-	3.2	4.5	6.0
ROE (%)	15.2	-27.5	49.3	29.6	28.1
P/E (배)	-	-	51.2	36.8	27.4
P/B (배)	-	-	11.4	8.7	6.6

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.