Reliance Industries (IN: RELIANCE)

Company Report | Company Analysis | 정유 | 2025. 11. 4

지피지기: 서남아 정유 3Q25 시사점

Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Not Rated

목표주가	-
현재주가	INR 1,484.7
블룸버그 컨센서스 목표주가	INR 1,653.3
투자의견	매수 76% / 보유 17% / 매도 5%

Specialty 화학의 강점 보여준 분기

Reliance Industries는 인도의 대표적인 복합기업으로, 통신(Jio Platforms), 리테일(Retail), 소비재, 미디어 및 엔터(JioStar), E&P, 정유화학(Oil to Chemicals), 신재생에너지(New Energy), AI 사업을 영위하고 있음. 우리는 동사 정유화학 3분기 실적을 통해 국내 정유에 대한 시사점 도출하고자 함.

Oil to Chemicals 2QFY26(3QCY26) 매출액 ₨1,605.6.8bn(YoY +3.2%), EBITDA ₨150.1bn(YoY +20.9%) 발표. 호실적은 1) 크래킹 마진 개선(제품별 +22~37%), PE(+6%), PP(+8%), PVC(+5%) 스프레드 개선, 및 자국내 판매량 증가 및 M/S 확대(32%)에 기인

주요 하이라인트는 아래와 같음

(1) 인도시장은 한국과 달리 정유 수요 성장 단계: 전년동기비 원유수요 1.6% 성장, 휘발유 +6.4%, HSD +3.3%, ARF +2.0%로 개인 이동 수요 성장 두드러져(CY25E 글로벌 원유 수요 +0.7mnb/d중 인도 14%, 중국 10%)

(2) 자국내 동사 M/S 확장: MS+HSD의 판매량 34%, E-Mobility 9.9GWh 32% 증가, BP와의 전략적 협력에 따른 자국 S/S 확장 지속

(2) 미국 ethane gas 가격이 전년동기비 47% 증가하였음에도 기초유화에서 Naphtha 대비 경제성 우위 지속, 동사는 Ethane 노출 및 Capa 확장으로 기초유화 스프레드 확장

시사점

(1) 회사는 글로벌 주요 에너지사와 유사하게 보유 data를 기반으로 AI사업 진행. 정유화학뿐 아니라 리테일, 텔레콤 등 인도의 폭넓은 소비자 data를 기반으로 Eco System 구축 추진

(2) 인도 정유화학 수요 성장을 기반으로 기초유화부문 스프레드 확장, 이에는 Ethane Gas 비중을 포함한 원재료 Flexibility도 역할. 최근 미국 시장뿐 아니라 인도 역시 PVC 수요 역성장, 그러나 EDC대비 마진은 증가, PET 수요 약세 인도시장에서도 두드러져 합성섬유 시장 약세 유사

(3) 디젤 강세, 유럽시장 러시아 정유 트러블 등 인근 지역 정유시장의 타이트한 수급 상황 동사 정제마진에 긍정적

(4) 현재 인도 내수 정유 수요 성장이 주로 개인 차량 증가에 따른 육상 수송연료에 집중적으로 발생, 유럽시장 디젤 강세와 더불어 동사 정제마진에 긍정적 영향, 한국 정유사 대비 디젤 크랙에서 다소 유리한 위치

Stock Data

거래소		Natl India
SENSEX (11/03)		83,978.49 pt
시가총액		200,923 억 INR
발행주식수		13,532,470 천주
52 주 최고가/최저가		1551/1114.85 INR
90 일 일평균거래대금		1,583,614 만 INR
기관투자가 유통주식		80.25 %
배당수익률(24.12)		0.37 %
SENSEX 대비 상대수익률	1 개월	-1.5 %
	6 개월	-19.5 %
	12 개월	-18.1 %
주주구성	SRICHAKRA COMMERCIAL	10.9 %
	KARUNA COMMERCIALS	8.1 %
	TATTVAM ENTERPRISES	8.1 %

Stock Price

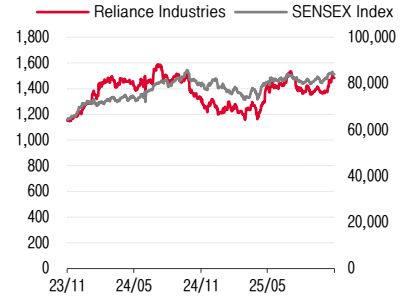


그림1 **분기 및 연간 매출액, 영업이익 및 세전이익(Bloomberg)**

(INR bn, %)	FY 기준	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	**2Q26P**	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액		2,318	2,315	2,400	2,614	2,436	**2,546**	2,596	2,660	9,647	10,084	10,923
	YoY(%)	12%	0%	7%	11%	5%	**10%**	8%	2%	7%	5%	8%
	QoQ(%)	-2%	0%	4%	9%	-7%	**5%**	2%	2%			
영업이익		265	282	320	353	416	**333**	335	348	1,154	1,302	1,472
	OPM	11.4%	12.2%	13.3%	13.5%	17.1%	**13.1%**	12.9%	13.1%	12.0%	12.9%	13.5%
	YoY(%)	-5%	-5%	9%	5%	57%	**18%**	5%	-1%	0%	13%	13%
	QoQ(%)	-21%	6%	13%	10%	18%	**-20%**	1%	4%			
세전이익		232	250	286	293	371	**291**	308	321	1,083	1,249	1,405
	YoY(%)	-4%	-5%	11%	5%	60%	**16%**	7%	10%	1%	15%	13%
	QoQ(%)	-16%	8%	14%	2%	27%	**-22%**	6%	4%			

(USD mn, %	FY 기준	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	**2Q26P**	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액		27,791	27,650	28,417	30,180	28,466	**29,163**	29,378	30,110	114,129	114,128	123,626
	YoY(%)	10%	-1%	5%	6%	2%	**5%**	3%	0%	5%	0%	8%
	QoQ(%)	-2%	-1%	3%	6%	-6%	**2%**	1%	2%			
영업이익		3,181	3,372	3,792	4,071	4,864	**3,813**	3,795	3,940	13,651	14,737	16,662
	OPM	11.4%	12.2%	13.3%	13.5%	17.1%	**13.1%**	12.9%	13.1%	12.0%	12.9%	13.5%
	YoY(%)	-6%	-7%	8%	1%	53%	**13%**	0%	-3%	-2%	8%	13%
	QoQ(%)	-21%	6%	12%	7%	19%	**-22%**	0%	4%			
세전이익		2,786	2,990	3,392	3,381	4,340	**3,336**	3,497	3,649	12,807	14,134	15,901
	YoY(%)	-6%	-7%	9%	1%	56%	**12%**	3%	8%	-1%	10%	13%
	QoQ(%)	-17%	7%	13%	0%	28%	**-23%**	5%	4%			

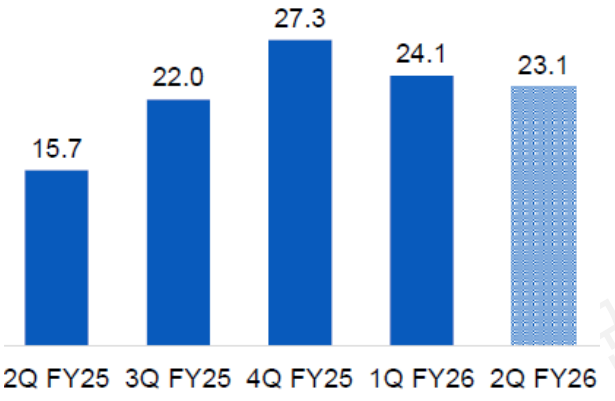
주: 향후 추정치 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 **부문별 매출액 및 주요 재무지표**

(INR bn, %)	FY 기준	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액		4,669	7,000	8,795	9,011	9,647	10,084	10,923
	Oil to Chemicals(O2C)	3,200	5,009	5,947	5,647	6,269	6,131	6,423
	Oil & Gas	21	75	165	244	252	236	217
	Retail	1,577	1,997	2,604	3,068	3,309	3,263	3,749
	Digital Services	903	1,002	1,198	1,329	1,541	1,615	1,898
	adj., Others	-1,032	-1,083	-1,119	-1,279	-1,725	-1,161	-1,365
영업이익		542	807	1,026	1,114	1,123	1,302	1,472
순이익		452	627	667	696	696	834	941
조정 EPS		35.1	46.3	49.3	51.5	51.5	60.2	66.7
증감율(%)			32%	6%	4%	0%	17%	11%
영업이익률(%)		12%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
EBITDA 마진(%)		17%	16%	16%	18%	17%	19%	19%
ROE(%)		8.5	8.2	8.9	9.2	8.5	9.1	9.3
(USD mn, %)	FY 기준	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액		62,906	93,952	109,526	108,876	114,129	114,128	123,626
	Oil to Chemicals(O2C)	43,113	67,233	74,056	68,239	74,168	69,701	73,021
	Oil & Gas	288	1,006	2,056	2,953	2,983	2,680	2,460
	Retail	21,246	26,808	32,429	37,077	39,153	36,984	42,503
	Digital Services	12,164	13,445	14,918	16,063	18,233	18,364	21,583
	adj., Others	-13,905	-14,539	-13,933	-15,455	-20,408	-13,601	-15,941
영업이익		7,297	10,827	12,776	13,461	13,287	14,737	16,662
순이익		6,087	8,415	8,307	8,412	8,240	9,435	10,650
조정 EPS		0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
증감율(%)			31%	-1%	1%	-2%	12%	11%
영업이익률(%)		12%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
EBITDA 마진(%)		17%	16%	16%	18%	17%	19%	19%
ROE(%)		8.5	8.2	8.9	9.2	8.5	9.1	9.3

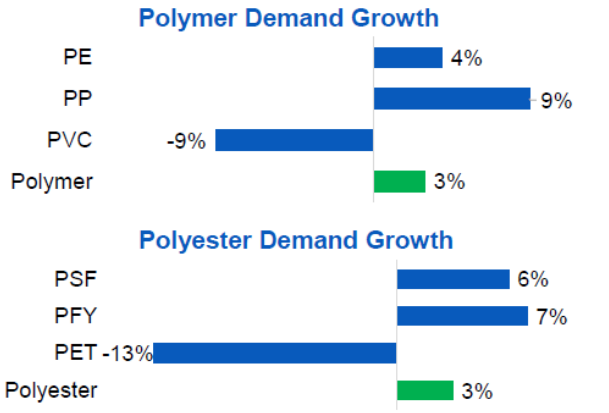
주: 향후 추정치 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 미국 Ethane Gas 분기별 가격 추이



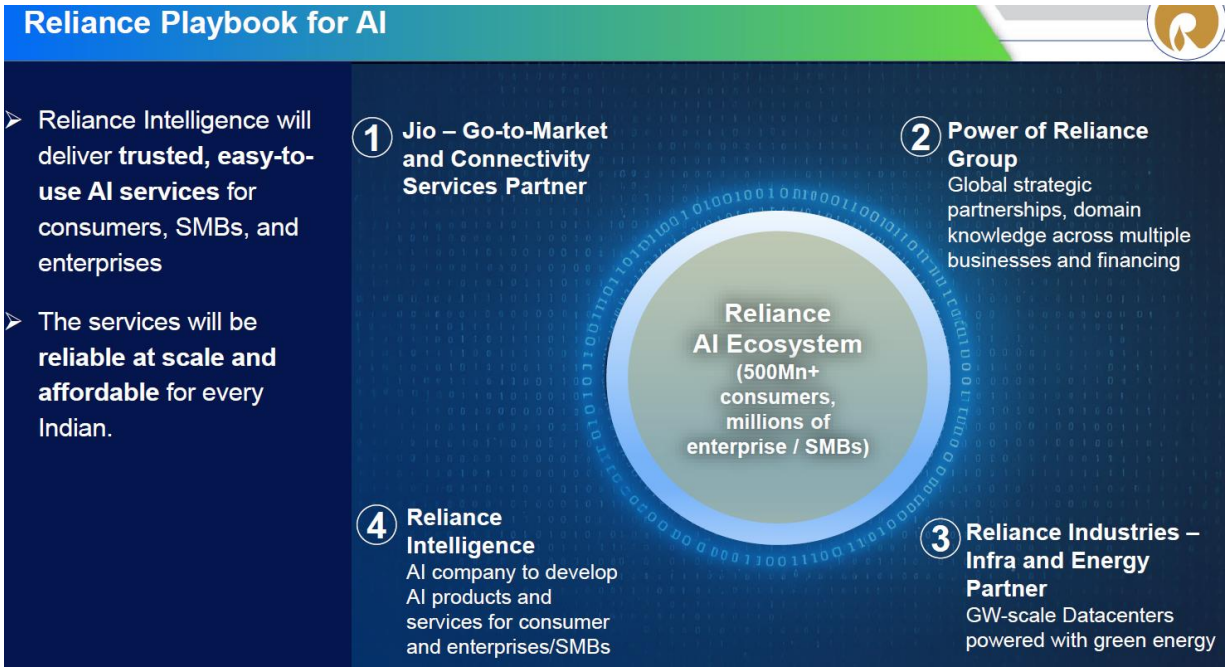
자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림4 인도 폴리머 및 폴리에스터 전년동기 대비 수요증감



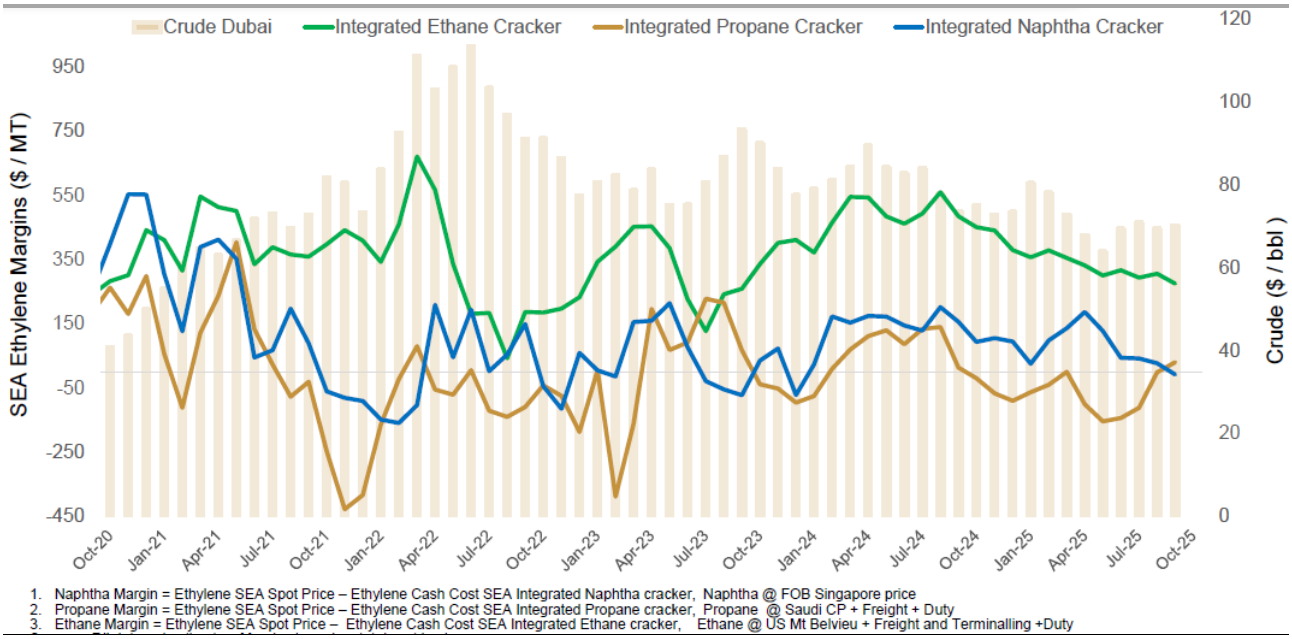
자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림5 인도 Reliance Industries의 AI Roadmap



자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림6 남동아 원재료별에틸렌 마진 추이: 여전히 Ethane Gas 기반 경쟁력 보유



1. Naphtha Margin = Ethylene SEA Spot Price – Ethylene Cash Cost SEA Integrated Naphtha cracker, Naphtha @ FOB Singapore price
2. Propane Margin = Ethylene SEA Spot Price – Ethylene Cash Cost SEA Integrated Propane cracker, Propane @ Saudi CP + Freight + Duty
3. Ethane Margin = Ethylene SEA Spot Price – Ethylene Cash Cost SEA Integrated Ethane cracker, Ethane @ US Mt Belvieu + Freight and Terminalling +Duty

자료: 회사, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Reliance Industries (IN: RELIANCE)

재무상태표

(USD mn)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	50,985	45,713	51,787	56,396	58,369
현금 및 현금성자산	23,215	19,008	22,787	24,400	26,329
매출채권 및 기타채권	2,599	3,114	3,464	3,794	4,924
재고자산	11,163	14,198	17,048	18,327	17,076
기타유동자산	14,008	9,393	8,487	9,874	10,040
비유동자산	129,60	151,83	143,94	154,26	169,61
관계기업투자 등	18,226	23,622	2,248	1,998	1,665
유형자산	71,381	74,889	83,746	90,990	99,701
무형자산 및 기타	39,997	53,326	57,950	61,275	68,251
자산총계	180,58	197,55	195,73	210,65	227,98
유동부채	37,939	40,660	48,188	47,671	53,046
매입채무 및 기타재무	23,299	29,571	28,818	31,515	31,895
단기금융부채	12,232	10,705	16,437	12,718	13,507
기타유동부채	2,408	384	2,933	3,437	7,644
비유동부채	33,380	39,785	46,613	51,925	56,906
장기금융부채	23,323	26,439	24,281	28,807	29,700
기타비유동부채	10,057	13,346	22,332	23,118	27,207
부채총계	71,319	80,445	94,801	99,595	109,95
지배주주지분	95,702	102,68	87,169	95,191	98,578
자본금 및 주식발행초과금	11,065	16,013	12,975	12,785	12,467
이익잉여금	26,892	32,768	36,065	45,128	46,673
비지배주주지분(연결)	13,567	14,424	13,761	15,872	19,457
자본총계	109,26	117,10	100,93	111,06	118,03

손익계산서

(USD mn)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	62,906	93,415	109,32	108,87	114,12
매출원가	-	-	-	-	-
매출총이익	-	-	-	-	-
판매비 및 관리비	-	-	-	-	-
영업이익	7,870	10,799	12,581	13,706	13,449
(EBITDA)	11,450	14,798	17,602	19,848	19,735
세전계속사업이익	7,472	11,027	11,712	12,654	12,604
당기순이익	6,619	8,148	8,307	8,412	8,240
매출총이익률 (%)	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	12.5	11.6	11.5	12.6	11.8
EBITDA마진률 (%)	18.2	15.8	16.1	18.2	17.3
당기순이익률 (%)	9.0	8.1	7.7	7.9	7.4
ROA (%)	4.0	4.3	4.3	4.1	3.8
ROE (%)	8.5	8.2	8.9	9.2	8.5

현금흐름표

(USD mn)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2,296	12,115	13,015	15,991	18,234
당기순이익(손실)	6,619	8,148	8,307	8,412	8,240
감가상각&무형자산상각	3,580	3,999	5,021	6,142	6,286
기타비현금항목조정	-1,172	-130	2,132	667	901
운전자본 변동	-6,731	97	-2,445	769	2,807
투자활동 현금	-20,321	-15,577	-12,747	-15,020	-18,217
고정&무형자산 변동	-13,946	-13,021	-16,414	-16,623	-16,282
장기투자순변동	0	0	0	0	0
인수 등으로 인한 순현금	0	0	0	0	0
기타투자활동	-6,375	-2,557	3,667	1,604	-1,935
재무활동 현금	16,200	5,857	3,998	2,480	1,080
배당금의 지급	-528	-577	-633	-736	-800
차입금의 증가(감소)	-11,415	1,036	4,567	819	1,927
자본의 증가(감소)	1,780	5,338	5	1	3
기타재무활동	26,363	60	60	2,396	-49
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

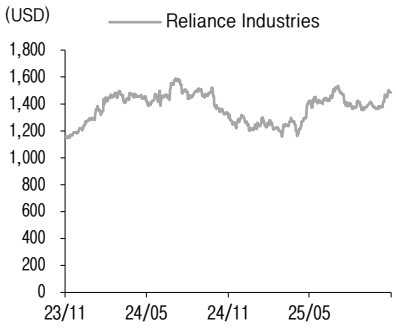
주요 투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025
투자지표 (x)					
P/E	26.2	29.4	23.8	57.8	24.8
P/B	1.9	2.3	2.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	18.7	18.4	13.0	13.9	12.2
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
성장성 (%)					
매출액	-21.9	49.1	26.1	2.6	7.1
영업이익	-27.0	37.7	25.6	12.3	0.2
세전이익	3.5	48.1	14.5	11.4	1.7
당기순이익	10.8	41.0	14.5	4.6	-0.5
EPS	22.2	17.2	9.5	-47.5	100.1
주당지표 (USD)					
EPS	0.5	0.6	0.6	0.3	0.6
BPS	7.1	7.6	6.4	7.0	7.3
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: FY 기준

Reliance Industries 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.11.04	변경	정경희			
2025.11.04	NR	NR			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1 ~ 2025.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)