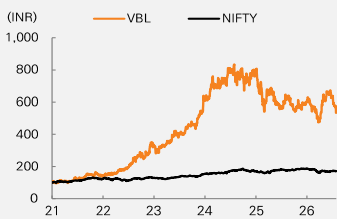


|                |                  |
|----------------|------------------|
| 투자의견(유지)       | <b>매수</b>        |
| 목표주가(유지)       | <b>INR 657.0</b> |
| 현재주가(26/07/28) | INR 430.0        |
| 상승여력           | 52.8%            |

|                 |        |
|-----------------|--------|
| NSE(p)          | 23,985 |
| EPS 성장률(26F, %) | 19.5   |
| P/E(26F, x)     | 41.2   |
| 배당수익률(%)        | 0.4    |

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 시가총액(십억INR)        | 1,454 |
| 시가총액(조원)           | 22.1  |
| 유통주식수(백만주)         | 1,294 |
| 60일 평균 거래대금(백만INR) | 2,850 |
| 52주 최저가(INR)       | 381.0 |
| 52주 최고가(INR)       | 555.8 |

|      |       |      |       |
|------|-------|------|-------|
| (%)  | 1M    | 6M   | 12M   |
| 절대주가 | -14.7 | -7.9 | -16.0 |
| 상대주가 | -14.7 | -1.0 | -11.0 |



[인도]

정우창

wcchung@miraeasset.com

VBL IN · 필수소비재 · 인도

## 바룬 베버리지

### 일시적 판매량 둔화, 매수 기회로 판단

#### CY2Q26 실적 리뷰: 인도 판매량 일시 부진으로 시장 기대치 하회

동사의 2026년 2분기(CY2Q26) 매출은 845억 루피, EBITDA는 234억 루피를 기록하였다. EBITDA는 시장 기대치에 부합했으나, 인도 음료 판매량이 일시적으로 부진하면서 매출은 시장 기대치를 하회하였다.

해외 사업(매출 비중 34.8%)은 대부분의 아프리카 시장에서 견조한 실적을 기록했다. Twizza 인수 효과가 더해지며 매출은 40% 이상, 판매량은 38% 증가하는 등 양호한 성장세를 이어갔다.

반면 인도 사업(매출 비중 65.2%)은 전년 대비 10% 초반의 매출 성장을 기록한 것으로 추정된다. 판매량이 전년 대비 약 14% 증가하는 데 그치며 시장 기대치인 10% 후반대 성장률을 하회했고, 이에 따라 연결 매출도 시장 기대를 밑돌았다. 경영진은 5월과 6월에는 각각 20%를 웃도는 판매량 성장률을 기록했지만, 4월은 기상 여건의 영향으로 사실상 전년과 유사한 수준에 머물렀다고 때문이라고 밝혔다. 그러나, 경영진은 7월 들어 다시 20%를 상회하는 견조한 성장세가 확인되고 있다며 연간 실적 전망에 대해서는 자신감을 유지했다.

매출은 시장 기대치를 소폭 하회했지만, 영업 레버리지 효과에 힘입어 연결 기준 EBITDA는 전년 대비 17.2% 증가하며 시장 기대치에 부합하였다.

#### 밸류에이션: 매수 의견 유지

CY2Q26 인도 음료 판매량 증가율이 시장 기대치를 하회하면서 동사 주가는 실적 발표 이후 7.4% 하락하였다. 그러나 7월 들어 기후 여건이 정상화되며 인도 음료 판매량 증가율이 다시 회복세를 보이고 있어, 최근 주가 조정은 중장기 관점에서 저점 매수 기회로 판단한다.

인도 음료 시장의 구조적인 성장세와 CY26 실적 회복 가능성, 그리고 동사가 보유한 압도적인 유통망과 시장 지배력을 고려할 때 중장기 성장 스토리는 여전히 유효하다고 판단한다. 매수 투자의견을 유지한다.

| 결산기 (12월)    | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억INR)  | 156.2 | 194.5 | 218.3 | 252.2 | 288.1 |
| 영업이익 (십억INR) | 30.1  | 38.4  | 38.6  | 46.3  | 53.9  |
| 영업이익률 (%)    | 19.3  | 19.7  | 17.7  | 18.4  | 18.7  |
| 순이익 (십억INR)  | 20.6  | 25.9  | 28.3  | 34.1  | 40.1  |
| EPS (INR)    | 6.3   | 7.9   | 8.7   | 10.4  | 12.3  |
| ROE (%)      | 33.4  | 21.8  | 15.7  | 16.5  | 16.7  |
| P/E (배)      | 67.9  | 54.1  | 49.6  | 41.2  | 35.0  |
| P/B (배)      | 19.7  | 8.4   | 7.3   | 6.3   | 5.4   |

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

표 1. 바른 베버리지 CY2Q26 실적 리뷰

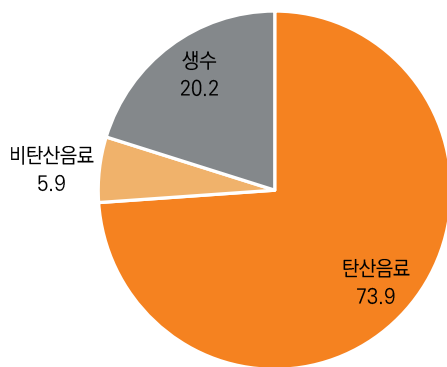
(십억INR)

|           | CY2Q26 | CY2Q25 | % Chg (YoY) | CY2Q26(예상치) | 차이(%)  |
|-----------|--------|--------|-------------|-------------|--------|
| 매출액       | 84.5   | 70.2   | 20.4        | 88.9        | -4.9   |
| EBITDA    | 23.4   | 20.0   | 17.2        | 23.2        | 1.0    |
| 당기순이익     | 15.2   | 13.2   | 15.5        | 15.3        | -0.6   |
| 이익률 (%)   |        |        |             |             |        |
| EBITDA이익률 | 27.7   | 28.5   | -76bps      | 26.1        | 162bps |
| 당기순이익률    | 18.0   | 18.8   | -77bps      | 17.2        | 78bps  |

자료: 바른 베버리지, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중(CY25)

(%)

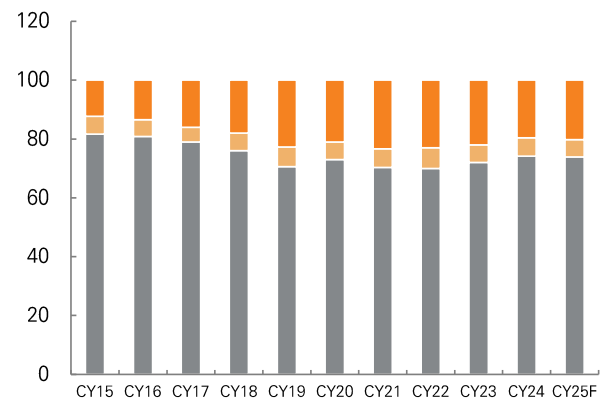


자료: 바른 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 품목별 매출 비중 추이(판매량 기준)

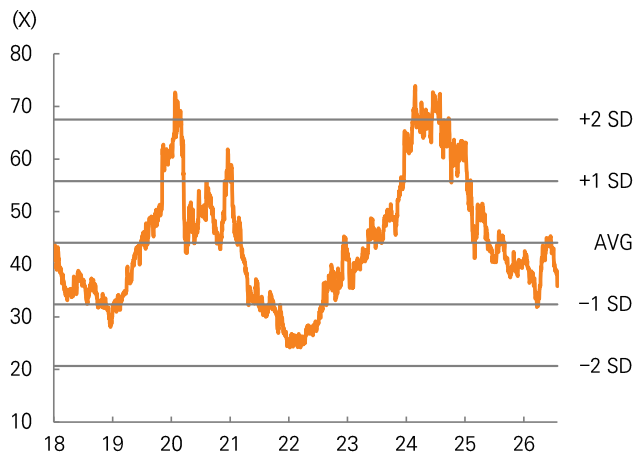
(%)

■ 탄산음료 ■ 비탄산음료 ■ 생수



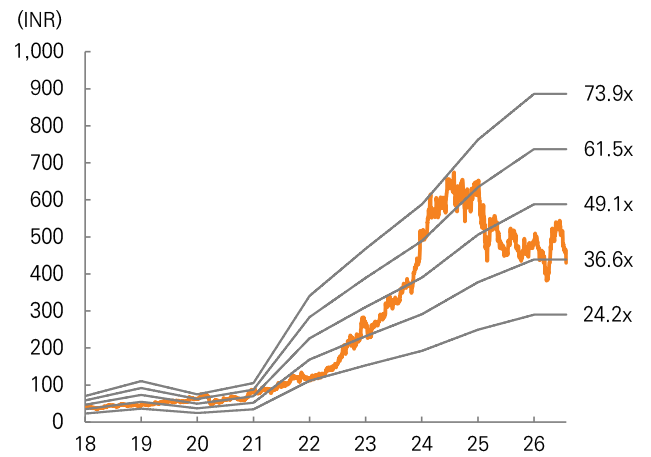
자료: 바른 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



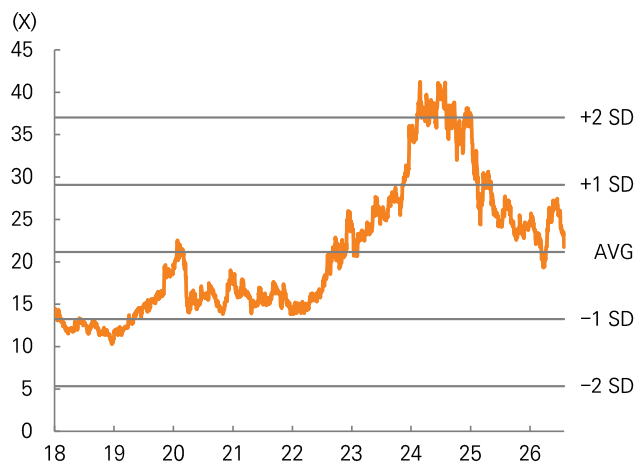
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 P/E 밴드차트



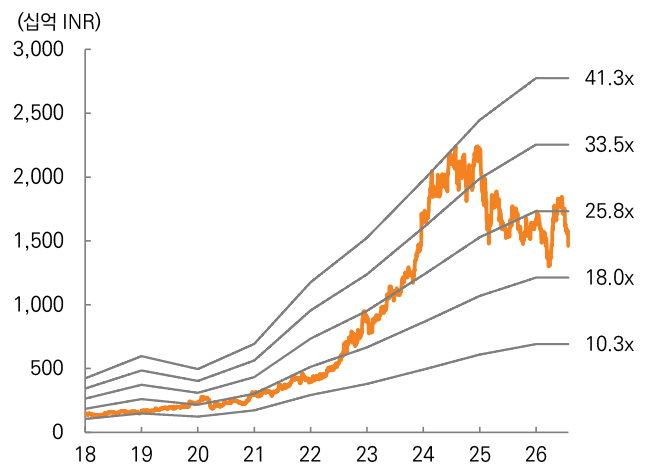
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 바론 베버리지 (VBL IN)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억 INR)     | CY24         | CY25F        | CY26F        | CY27F        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>194.5</b> | <b>218.3</b> | <b>252.2</b> | <b>288.1</b> |
| 매출원가         | -            | -            | -            | -            |
| 매출총이익        | -            | -            | -            | -            |
| 영업비용         | -            | -            | -            | -            |
| <b>영업이익</b>  | <b>38.4</b>  | <b>38.6</b>  | <b>46.3</b>  | <b>53.9</b>  |
| 비영업손익        | -4.1         | -1.2         | -1.2         | -0.8         |
| 세전사업손익       | 34.3         | 37.4         | 45.1         | 53.1         |
| 법인세비용        | 8.0          | 8.7          | 10.5         | 12.4         |
| <b>당기순이익</b> | <b>26.3</b>  | <b>28.7</b>  | <b>34.6</b>  | <b>40.7</b>  |
| 지배주주순이익      | 25.9         | 28.3         | 34.1         | 40.1         |
| 비지배주주순이익     | 0.4          | 0.4          | 0.5          | 0.6          |

| Growth (%) | CY24 | CY25F | CY26F | CY27F |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 매출액증가율     | 24.5 | 12.3  | 15.5  | 14.2  |
| 매출총이익증가율   | -    | -     | -     | -     |
| 영업이익증가율    | 27.4 | 0.6   | 19.9  | 16.3  |
| 지배주주순이익증가율 | 26.2 | 9.0   | 20.5  | 17.7  |

| Margins (%) | CY24 | CY25F | CY26F | CY27F |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 매출총이익률      | -    | -     | -     | -     |
| 영업이익률       | 19.7 | 17.7  | 18.4  | 18.7  |
| 지배주주순이익률    | 13.5 | 13.2  | 13.7  | 14.1  |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억 INR)         | CY24         | CY25F        | CY26F        | CY27F        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>29.4</b>  | <b>37.2</b>  | <b>44.3</b>  | <b>51.8</b>  |
| 당기순이익            | 25.9         | 28.7         | 34.6         | 40.7         |
| 감가상각비            | 9.5          | 11.6         | 13.3         | 14.8         |
| 운전자본변동           | -1.5         | -3.8         | -4.2         | -4.4         |
| 기타               | -4.5         | 0.6          | 0.6          | 0.6          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-43.7</b> | <b>-35.0</b> | <b>-35.0</b> | <b>-35.0</b> |
| 자본적 지출(CAPEX)    | -37.8        | -35.0        | -35.0        | -35.0        |
| 기타               | -5.9         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>34.2</b>  | <b>-2.9</b>  | <b>-4.4</b>  | <b>-11.3</b> |
| 배당금              | -3.2         | -4.1         | -4.4         | -5.3         |
| 자본 증가            | 74.5         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 장단기금융부채의 증가(감소)  | -37.1        | 1.1          | 0.0          | -6.0         |
| 기타               | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>환율 변동 효과</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 현금의 증감 | 19.9 | -0.7 | 4.9  | 5.4  |
| 기초현금*  | 4.6  | 24.5 | 23.8 | 28.7 |
| 기말현금*  | 24.5 | 23.8 | 28.7 | 34.1 |

주: \*단기금융상품 포함한 현금성자산

자료: 바론 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억 INR)         | CY24         | CY25F        | CY26F        | CY27F        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>      | <b>78.6</b>  | <b>84.5</b>  | <b>98.9</b>  | <b>114.3</b> |
| 현금성자산            | 24.5         | 23.8         | 28.7         | 34.1         |
| 매출채권             | 8.5          | 9.5          | 11.0         | 12.5         |
| 재고자산             | 27.9         | 31.3         | 36.2         | 41.4         |
| 기타유동자산           | 17.8         | 19.9         | 23.0         | 26.3         |
| <b>비유동자산</b>     | <b>152.8</b> | <b>176.2</b> | <b>197.9</b> | <b>218.1</b> |
| 투자자산             | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
| 유형자산             | 131.5        | 154.8        | 176.5        | 196.7        |
| 무형자산             | 14.2         | 14.2         | 14.2         | 14.2         |
| 기타비유동자산          | 6.3          | 6.3          | 6.3          | 6.3          |
| <b>자산총계</b>      | <b>231.4</b> | <b>260.7</b> | <b>296.7</b> | <b>332.3</b> |
| <b>유동부채</b>      | <b>45.2</b>  | <b>49.6</b>  | <b>55.1</b>  | <b>55.0</b>  |
| 매입채무             | 15.6         | 17.5         | 20.2         | 23.1         |
| 단기차입금            | 12.9         | 14.0         | 14.0         | 8.0          |
| 기타유동부채           | 16.8         | 18.1         | 20.9         | 23.9         |
| <b>비유동부채</b>     | <b>18.8</b>  | <b>19.0</b>  | <b>19.4</b>  | <b>19.7</b>  |
| 장기금융부채           | 12.0         | 12.0         | 12.0         | 12.0         |
| 기타비유동부채          | 6.8          | 7.1          | 7.4          | 7.8          |
| <b>부채총계</b>      | <b>64.0</b>  | <b>68.7</b>  | <b>74.5</b>  | <b>74.7</b>  |
| 자본금              | 6.8          | 6.8          | 6.8          | 6.8          |
| 자본잉여금            | 96.9         | 96.9         | 96.9         | 96.9         |
| 이익잉여금            | 68.6         | 93.2         | 123.4        | 158.8        |
| 기타지배주주지분         | -6.2         | -6.4         | -6.6         | -6.9         |
| 비지배주주지분(연결)      | 1.3          | 1.5          | 1.7          | 2.0          |
| <b>자본총계</b>      | <b>167.4</b> | <b>192.0</b> | <b>222.2</b> | <b>257.6</b> |
| <b>부채 및 자본총계</b> | <b>231.4</b> | <b>260.7</b> | <b>296.7</b> | <b>332.3</b> |

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|               | CY24  | CY25F | CY26F | CY27F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (배)       | 54.1  | 49.6  | 41.2  | 35.0  |
| P/B (배)       | 8.4   | 7.3   | 6.3   | 5.4   |
| EV/EBITDA (배) | 29.3  | 28.0  | 23.5  | 20.2  |
| EPS(INR)      | 7.9   | 8.7   | 10.4  | 12.3  |
| BPS(INR)      | 51.3  | 58.8  | 68.1  | 78.9  |
| DPS(INR)      | 1.2   | 1.4   | 1.6   | 1.9   |
| 매출채권회전율 (회)   | 32.3  | 24.3  | 24.6  | 24.5  |
| 재고자산회전율 (회)   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 매입채무 회전율 (회)  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| ROA (%)       | 13.7  | 11.7  | 12.4  | 13.0  |
| ROE (%)       | 21.8  | 15.7  | 16.5  | 16.7  |
| 차입금/자기자본 (%)  | 14.8  | 13.5  | 11.7  | 7.8   |
| 유동비율 (%)      | 173.8 | 170.4 | 179.3 | 207.8 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 0.2   | 1.2   | -1.2  | -5.5  |

**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.