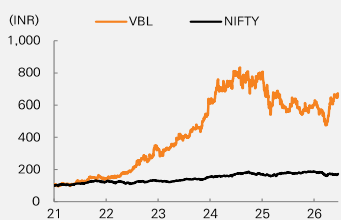


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>INR 657.0</b>
현재주가(26/06/18)	INR 531.6
상승여력	23.6%

NSE(p)	24,093
EPS 성장률(26F, %)	19.5
P/E(26F, x)	50.9
배당수익률(%)	0.1
시가총액(십억INR)	1,798
시가총액(조원)	29.3
유통주식수(백만주)	1,253
60일 평균 거래대금(백만INR)	2,850
52주 최저가(INR)	381.0
52주 최고가(INR)	555.8

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.3	13.2	18.5
상대주가	0.3	24.2	24.5



[인도]

정우창

wchung@miraeasset.com

# 바룬 베버리지

## 포트폴리오 다변화와 실적 회복 기대

### 칼피스로 비탄산 포트폴리오 확대

바룬 베버리지는 일본 아사히 그룹과 제휴를 맺고 발효유 음료 브랜드 칼피스 (CALPIS)를 인도 시장에 출시할 예정이라고 밝혔다. 아사히는 제품 개발과 생산 관련 기술 지원을 담당하며, 마케팅 및 브랜드 관리는 현지 자회사가 수행한다. 바룬 베버리지는 인도 내 생산·유통·판매를 전담하게 된다. 이번 사업은 아사히가 원액 공급 및 로열티 수익을 확보하는 대신 현지 마케팅 비용을 부담하고, 바룬 베버리지는 제조·유통 역량을 활용해 인도 내 매출을 창출하는 구조인 것으로 추정된다. 칼 피스는 2026년 하반기 출시가 예상된다.

### 장기 신규 성장 동력 확보 기대

바룬 베버리지는 칼피스 도입을 통해 기존 펩시 중심의 탄산음료 포트폴리오에서 비 탄산 음료 영역으로 사업을 확대하게 된다. 인도 유제품 음료 시장은 이미 야쿠르트, 아몰, 마더데어리 등 주요 업체들이 형성하고 있으나 일본식 발효유 음료 시장은 아직 초기 단계이다. 당사는 전국 유통망과 냉장 인프라를 활용해 시장 침투가 가능할 것으로 예상되며, 단기 실적 기여는 제한적이나 중장기적으로 제품 포트폴리오 다변화 측면에서 긍정적으로 평가된다.

### CY26년, 회복 국면 진입 예상

작년 2분기부터 평년 대비 높은 강수량 등의 영향으로 인도 음료 시장이 부진했던 점을 감안할 때, 올해 2분기부터 기저효과가 본격화될 것으로 예상된다. CY26년에는 인도 사업의 기저효과와 기후 여건 정상화에 힘입어 연결 기준 매출과 EBITDA가 각각 전년 대비 15.5%, 18.5% 증가할 전망이다.

### 밸류에이션: 매수 의견 유지

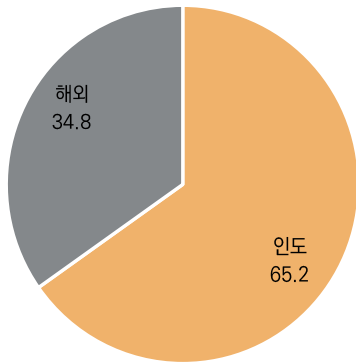
인도 음료 시장의 구조적 성장세와 CY26년 실적 회복 가능성, 그리고 동사가 보유한 압도적인 유통망과 시장 지위를 고려할 때 중장기 성장 스토리는 여전히 유효하다고 판단한다. 매수 투자 의견을 유지한다.

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)	84.0	66.9	61.3	50.9	43.2
P/B (배)	24.4	10.4	9.0	7.8	6.7

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

그림 1. 지역별 매출 비중 (CY25)

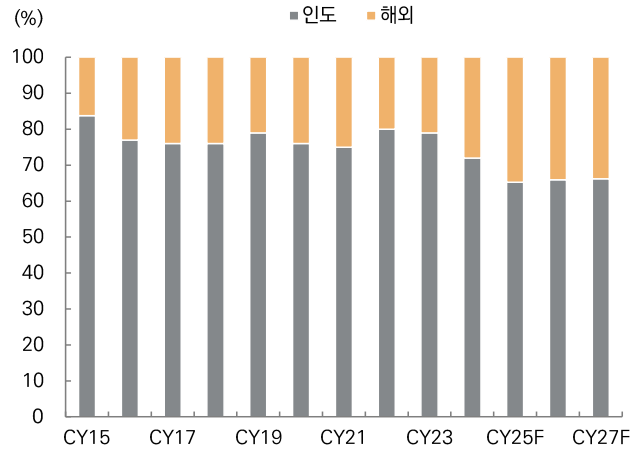
(%)



자료: 바론 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업영역별 매출 비중 추이

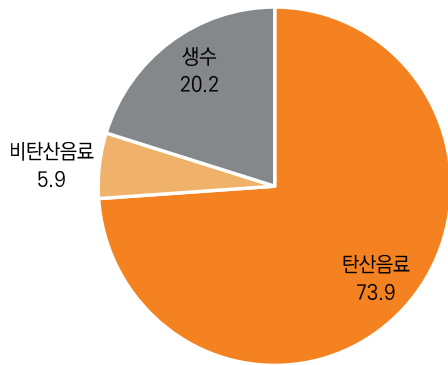
(%)



자료: 바론 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중 (CY25)

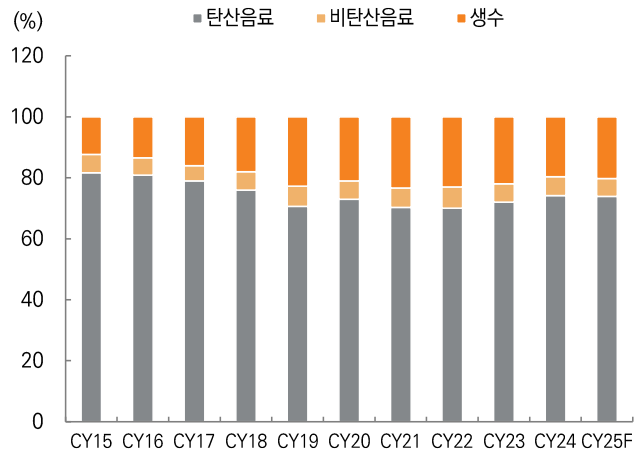
(%)



자료: 바론 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 비중 추이 (판매량 기준)

(%)



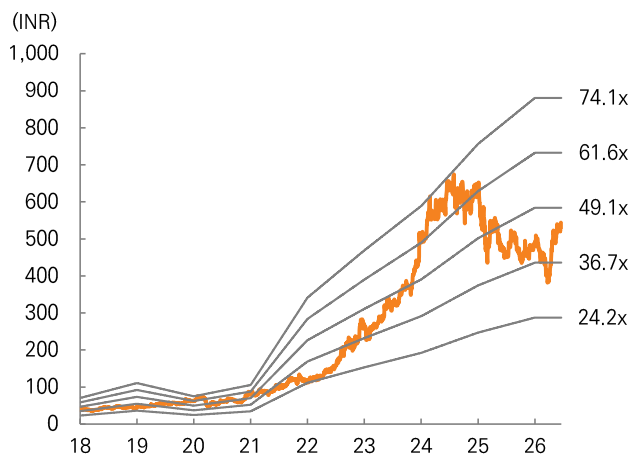
자료: 바론 베버리지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 P/E 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 P/E 밴드차트



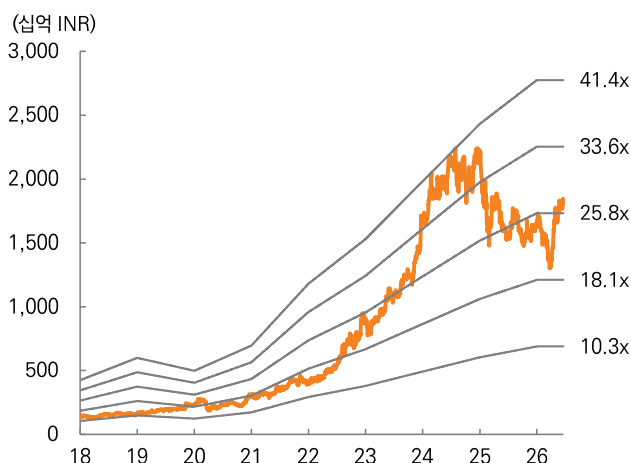
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 12개월 선행 EV/EBITDA 표준편차 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 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)	66.9	61.3	50.9	43.2
P/B (배)	10.4	9.0	7.8	6.7
EV/EBITDA (배)	36.3	34.6	29.1	25.1
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.