

2024.12.03.(화) 증권사리포트

엔씨소프트

기대보다 빠른 긍정적 변화

[출처] 유안타증권 이창영 애널리스트

예상보다 높은 매출 변화

<저니오브모나크> 리니지IP 기반 PC/모바일 게임 신작. 12/5 글로벌 출시 예정. 사전 예약 800만명 돌파. 게임 완성도가 높고 리니지를 좋아하는 과거 국내 및 대만 사용자 층이 주 고객, '아이온2' 출시 전까지 신규 매출 공백 메꾸어 줄 것으로 기대

최근 동접 10만명 전후에서 하향 안정화, 10월 최고 동접 33.6만명 감안 시 4분기 총매출 1,300억원(회계 인식 약 400억원) 예상. 낮은 과금 부담(ARPPU)에도 트래픽 증가에 의한 매출 증가 시현. 최근 공성전 반응도 좋았음. 12월, 3월 대규모 콘텐츠 업데이트 예정. 무기 추가 시 매출 증가 예상. 이러한 동사의 수익 전략은 향후 동사 게임 전반의 BM으로 확산될 수 있을 것으로 기대. 국내 유저에겐 MMORPG가 식상하지만 해외 유저에겐 신선한 장르, 콘텐츠로 다가가는 중. 향후 신규 MMORPG 해외 흥행 기대 커짐 <아이온2> 순조롭게 개발 진행, 25년 하반기 지연없이 출시될 예정. 'TL'이 글로벌 배틀패스, 코스튬 판매하는 BM임에도 예상보다 높은 매출 발생, 매출 및 글로벌 흥행에 자신감 높아짐. 2025년 가장 매출이 기대되는 게임.

예상보다 깊은 비용 효율화

3분기 누적 약 100여명, 4분기 약 700여명 등 25년 1분기까지 약 1,000여명이 넘는 인력 감축 전망. 이로 인해 24년 4분기 인건비는 퇴직금 포함 약 1,000억원 증가 전망이나 25년 연간으로 약 1,500억원의 인건비 절감 예상. 여기에 최근 이슈되고 있는 모바일 앱마켓 수수료 인하까지 반영된다면 동사의 경우 1,000~2,000억원의 추가적인 비용절감이 가능함

투자의견 BUY, 목표주가 31만원으로 상향 조정

동사의 25년 매출 증가 가능성과 비용 감소를 25년 실적 추정지 조정에 반영. 목표주가를 31만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 계속 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,570	4.4	13.7	4,414	3.5
영업이익	-514	적전	적지	-204	-151.3
세전계속사업이익	-311	적지	적지	243	-228.0
지배순이익	-233	적전	적지	-50	-371.3
영업이익률 (%)	-11.2	적전	적지	-4.6	-6.6 %pt
지배순이익률 (%)	-5.1	적전	적지	-1.1	-4.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	25,718	17,798	16,258	18,694
영업이익	5,590	1,373	-311	3,529
지배순이익	4,357	2,121	783	3,195
PER	21.7	33.3	66.6	16.3
PBR	2.7	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.5	22.4	53.6	8.7
ROE	13.7	6.6	2.5	9.9

자료: 유안타증권



BNK금융

외국인 롱머니가 돌아온다. 은행업종 최선호주 유지

[출처] [하나증권 최정욱 애널리스트](#)

타행들과는 다른 집중적인 외국인 순매수세 유입. multiple 재평가의 계기 될 것

BNK금융에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 14,000원으로 12% 상향. 목표가 상향 배경은 양호한 자본비율 유지 가능성과 큰폭의 주주환원율 상향 기대 등을 반영해 그동안 할증적용해왔던 자기자본비용률을 일부 완화해 multiple을 상향했기 때문. 한때 60%를 상회하고 2020년초만 해도 50%를 웃돌던 BNK금융의 외국인지분율은 2020년 11월 MSCI 편출 이후 지속적으로 하락해 작년말에는 34.1%까지 급락. 이러한 현상은 과거 5% 이상 주요 주주였던 에버딘, 해리스, 피델리티와 블랙록 등 외국인 롱머니의 이탈이 결정적으로 작용. 그러나 올해들어 외국인 순매수가 유입되면서 현재 지분율이 39.2%로 연초 이후 5%p 넘게 상승했고, 특히 지난 11월 20일 이후 지속되고 있는 외국인의 대량 순매수세는 동사의 펀더멘털 개선과 경영전략 방향성을 긍정적으로 평가한 외국인 롱머니인 것으로 추정. 동기간 타행들에 대해서는 외국인 순매도가 나타난 반면 동사에만 집중적으로 외국인 매수세가 유입되고 있기 때문. 외국인 롱머니의 재유입은 단순한 수급 개선 효과 뿐만 아니라 수익성 대비 과도하게 할인거래되고 있는 동사의 낮은 multiple을 되돌아보게 되는 계기로 작용할 전망. BNK금융을 하나금융과 더불어 2025년 은행업종 최선호주로 계속 유지

외화자산 비중 적어 환율 상승 영향 거의 없음. 4분기에도 양호한 CET 1 비율 예상
동사의 3분기 CET 1 비율은 12.3%로 1분기 중 12%를 달성한 이후 상승세가 계속되고 있는데 4분기에도 12.3% 내외를 유지할 수 있을 전망. 물론 4분기에는 기말배당 등으로 약 15~20bp 내외의 하락 요인이 발생하지만 동사는 외화자산 비중이 매우 적어 최근 원/달러 환율 상승에 따른 CET 1 비율 하락 요인이 거의 발생하지 않는데다 시중금리 하락에 따른 기타포괄손익누계액 증가 및 RWA 관리 등으로 배당 관련 하락분을 상쇄할 수 있을 것으로 예상되기 때문. 약 700억원 내외의 PF 추가 총당금 적립 가정 등에도 우리는 BNK금융의 4분기 순익을 약 1,000억원으로 예상하고 중간배당 제외 기말 DPS를 480원으로 기대하고 있는데(예상 기말배당수익률 약 4.5%), 최근 언론에 은행권 민생금융 추가 지원 방안 가능성 등이 거론되고 있어 이에 따른 은행권 전반의 실적 불확실성은 다소 커지고 있는 상황임. 참고로 지난해 BNK금융은 민생금융으로 830억원을 지원했고 이를 당해 실적에 모두 반영

자본비율 개선시 총주주환원율 50% 달성 충분히 가능. 주식수 감소 폭 가장 클 것
동사의 2023년 총주주환원율은 28.2%였고, 올해는 31.3% 예상. 따라서 대형은행 목표치와 동일한 2027년 50% 달성 목표가 다소 공격적이라는 시각들이 많은 편. 그러나 주주환원에 소요되는 필요 CET 1 규모를 감안시 12.5% 수준만 유지된다면 50% 달성은 충분히 가능. 총주주환원율이 50%로 상향될 경우 낮은 PBR로 인해 연간 자사주 매입·소각 규모가 시가총액대비 5.7%에 달하면서(2025년 총주주환원율 50% 가정시) 동일 기준 하에서 은행 중 주식수가 가장 큰폭으로 감소. 따라서 중장기적으로 품질주로 인식될 공산이 크다고 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	3,231	3,230	3,308	3,385
세전이익	1,159	863	1,098	1,156
지배순이익	810	630	805	852
EPS	2,486	1,948	2,502	2,647
(증감율)	2.4	-21.6	28.4	5.8
수정BPS	30,358	31,589	33,465	36,112
DPS	625	510	680	730
PER	2.6	3.7	4.2	4.0
PBR	0.21	0.23	0.32	0.29
ROE	8.4	6.3	7.7	7.6
ROA	0.6	0.4	0.5	0.5
배당수익률	9.6	7.1	6.4	6.9





롯데관광개발

3분기 역대급 실적

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

3분기 실적은 성수기 진입, 롯데관광개발은 성장기 진입

롯데관광개발 3분기 실적은 역대 최대 수준을 기록하였다. 영업수익(매출액)은 1,390억 원으로 전년동기 대비 +44% 증가하였고, 영업이익은 220억 원(전년동기대비 +6,406%)을 달성하였다. 3분기 실적 성장을 달성할 수 있었던 이유는 1) 중국인 관광객 수 회복에 따라 방문객 및 드랍액 증가가 이루어졌고, 2) 호텔 사업부 성수기 및 카지노 고객 증가에 따른 투숙율 확대, 3) 여행사업부 상품군 강화(크루즈 전세선, 유럽 프리미엄 상품 판매)에 따른 효과가 이어졌기 때문이다.

3분기 드랍액은 약 4,760억 원으로(7월 1,440억 원, 8월 1,890억 원, 9월 1,430억 원) 역대 최대 수준을 달성하였다. 동기간 홀드율도 각각 16.8%, 18.6% 21.0%를 기록하면서 긍정적 실적을 기록한 것으로 분석한다. 가장 의미 있는 부분은 카지노 방문객수가 3.4만명에서 3.7만명까지 증가하면서 구조적 펀더멘탈 개선이 나타나고 있다는 점이다. 3분기가 계절적 성수기라는 점을 감안해도 상당히 고무적인 수치로 평가되며, 동 수치가 4분기에도 이어지고 있어 긍정적이다.

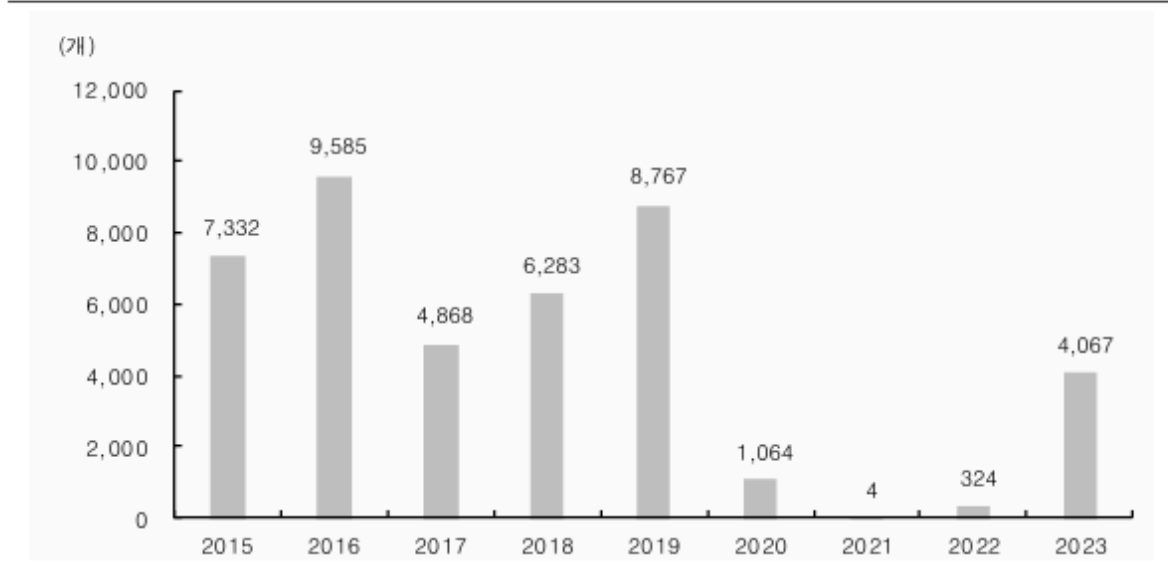
펀더멘탈 상승은 이제 시작

동사의 실적 추세는 지속될 것으로 전망한다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 항공노선 및 직항노선 확대에 따른 외국인 입도객 증가와, 2) 무비자에 따른 관광지 매력도 상승, 3) 호텔사업부 투숙율 증가에 따른 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 현재 제주 직항 도시는 증가하는 추세이며, 중국 외 도시 취향도 동시에 나타나고 있다. 중국인 외 고객들 비중 확대를 통한 성장 여력은 충분하다는 판단이다. 현재 기준 2위는 대만, 3위는 일본이 차지하고 있다. 호텔 사업부 실적 성장도 기대되는 부분이다. 제주도 호텔 공급이 제한적이고, 외국인 입도객 증가가 지속되고 있기 때문이다. 동사는 향후 영업매장 효율화도 진행할 예정이다. 이를 통해 수익성을 더욱 극대화시킬 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	88	17	107	184	314
영업이익	-16	-71	-131	-119	-61
세전이익	-14	-82	-208	-224	-213
지배주주순이익	-15	-82	-201	-225	-202
EPS(원)	-213	-1,183	-2,895	-3,136	-2,721
증가율(%)	-89.6	456.3	144.8	8.3	-13.2
영업이익률(%)	-18.2	-417.6	-122.4	-64.7	-19.4
순이익률(%)	-17.0	-482.4	-187.9	-122.3	-64.3
ROE(%)	-4.9	-30.4	-140.4	-154.2	-132.9
PER	-67.3	-12.7	-6.1	-4.6	-3.4
PBR	3.2	4.5	21.6	4.5	10.3
EV/EBITDA	-83.7	-33.1	-34.7	-59.7	67.1

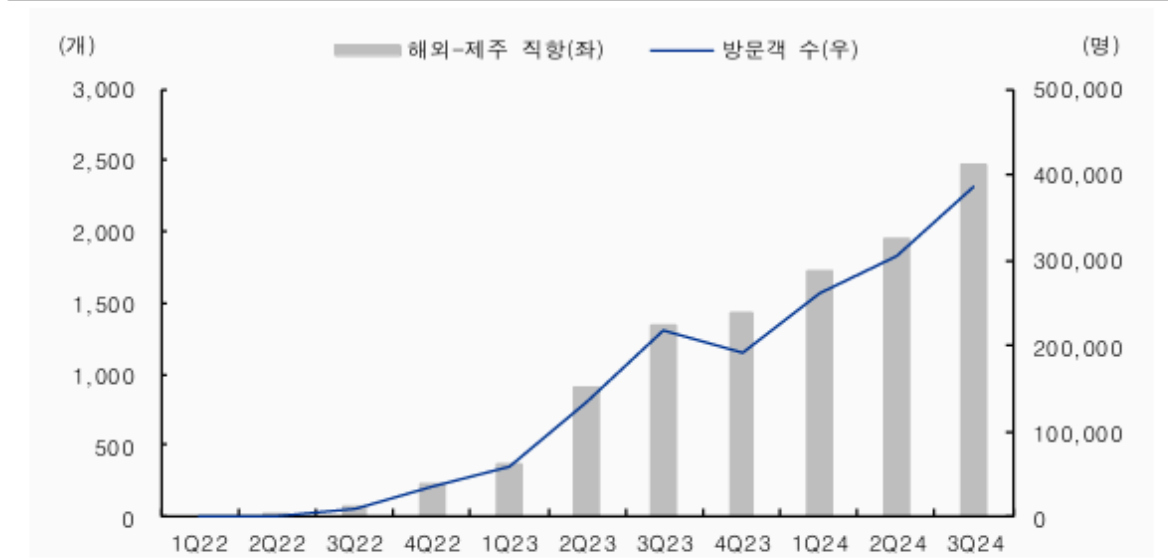
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 연도별 해외-제주 직항 추이



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

그림 2. 해외-제주 직항 및 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권



BGF리테일

그래도 안정적인 편의점

[출처] 하나증권 서현정 애널리스트

3분기 영업이익 912억원(YoY 5%) 기록

3분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 5% 증가한 2조 3,256억원과 912억원을 기록했다. 3분기 기존점 성장률은 YoY 0.1%에 그쳤지만, 우량 신규점 개점과 비용 안정화를 통한 손익구조 개선 효과로 5개 분기 만에 증익 전환이 가능했다. 양호한 상품 믹스와 본부임차형 구성비 증가에 따라 총이익률이 개선되었고(GPM 18.9%, YoY +0.1%p), 임차료/상각비 증가폭이 둔화되면서 이익률 하락세가 멈췄다(OPM 3.9%, YoY +0.0%p). 연간 목표(순증 800개)를 위한 점포 순증세는 지속적으로 나타나며 안정적 외형성장을 유지하고 있다.

수익성 개선 구간

BGF리테일은 이제 수익성 개선 구간에 진입할 전망이다. 2023년부터 24년 상반기까지 본부임차형 출점에 따라 임차료 및 감가상각비가 큰 폭 증가하며 이익률이 악화되었다. 다만, 임차료 인하 및 상각비 감소 등 판관비 증가세는 점진적으로 둔화 추세에 있다(판관비 증가율 1Q24 10%2Q24 7%3Q24 6%).

10~11월 평년대비 따뜻했던 날씨로 인해 기존점 성장률이 3분기 대비 반등한 만큼, 4분기에도 양호한 매출과 증익 흐름을 이어갈 전망이다.

2025년 BGF리테일 편의점 매출은 YoY 5.6% 성장을 전망한다. 점포수 증가율 4%, 점포당 성장률 1%를 가정한 수치다. 높은 베이스로 점포수 증가율은 둔화될 것으로 예상된다. 무리한 외형확장보다는 수익성 중심 우량 신규 점포 개점이 목표이기도 하다. 내년도 편의점 시장은 점포수 증가율이 둔화되는 만큼, 점포당 매출이 회복이 관건이다. Top 2 중심으로 시장 재편이 가속화되고 있는 점은 고무적이거나, 전체 산업 성장률이 낮으면 시장 재편 효과도 한계가 있을 수 밖에 없기 때문이다. BGF리테일은 판관비 효율화로 점포당 성장률만 제고된다면 레버리지 효과가 극대화될 수 있는 상황이다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원 유지

유통 업종 내 가장 안정적 실적 구조를 가지고 있다. 4분기 영업이익 YoY 8%, 2025년 9%으로 이익 증가 흐름이 예상된다. 오프라인 유통채널 중에는 증익 가시성이 높은 업태로 방어주 관점으로는 여전히 매수 전략이 유효하다. 현재 주가 12MF PER 9배로 밸류에이션 부담은 없으나, 산업 성장률이 둔화된 만큼 밸류에이션 상단은 제한적이다. 내년도 점포당 성장률 반등에 따라 실적과 밸류에이션 상향 조정이 가능할 듯 하다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,615.8	8,194.8	8,637.4	9,125.9
영업이익	252.4	253.2	255.3	279.2
세전이익	254.1	248.4	248.2	272.3
순이익	193.5	195.8	193.9	206.9
EPS	11,198	11,331	11,216	11,971
증감율	31.09	1.19	(1.01)	6.73
PER	18.80	11.59	9.65	9.04
PBR	3.77	2.11	1.56	1.40
EV/EBITDA	6.28	4.10	4.35	4.55
ROE	21.84	19.23	17.07	16.35
BPS	55,795	62,265	69,383	77,257
DPS	4,100	4,100	4,100	4,100





티앤엘

피부트러블 ODM제품 수출 고성장 중

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

미국 창상피복제 중심으로 수출 급성장 중

동사는 상처를 보호하며 오염을 방지하는 창상피복재를 주력사업으로 하고 있으며, 창상피복재의 고분자 기술로 마이크로니들 및 화장품 제품도 제조, 판매하고 있다. 매출비중은 하이드로콜로이드 74%, 폴리우레탄폼 7%, 마이크로니들 8%, 정형외과용 고정제 6% 등이다. 수출비중은 78%내외이다. 2024년 연결기준 매출액은 1,720억원 (YoY +48.9%), 영업이익 554억원(YoY +79.6%)으로 전망된다.

2025년에도 창상 피복재의 글로벌 ODM 수출 잠재력 크다

동사의 주요 품목별 최근 영업현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 창상피복재 기술력으로 수출이 고성장하고 있다. 미국향(Church & Dwight) 창상피복재(하이드로콜로이드, 마이티 패치) ODM 수출이 급성장 중이다. 2024년 창상피복재 매출은 54.5% 증가한 1,574억원으로 전망된다. 2024년 9월말 창상피복제 수주잔고(3개월분)가 345억원이어서 계절적 특성으로 3분기보다 감소하겠지만, 2024년 4분기 매출도 양호한 수준으로 전망된다(표1). 참고로 창상피복제 주요 매출처는 미국 유통사(C&D향) 70%내외이다. 나머지는 한국에서 10% 내외로 국내 메이저 제약사에 ODM 공급을 하고 있다. 2025년에도 미국향

ODM 매출은 고성장 할 것으로 전망된다.

둘째, 유럽시장에서도 C&D가 진출, 매출이 점차 증가할 전망이다. 유럽에서 마이티 패치 제품은 독일, 영국, 프랑스 등에 소규모로 진출했다. 현재 개화기인 유럽시장에 2025년부터 진출 국가를 확대하면서 마이티 패치 매출이 증가할 전망이다.

셋째, 마이크로니들 제품 매출이 증가하고 있다. 이 제품도 대부분 미국 C&D로 공급되는 ODM품목으로 2024년 매출이 27.2% 증가한 131억원으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	82	24	21	2,598	13.9	9.9	2.8	21.5	1.2
2023	115	31	27	3,376	11.8	8.3	2.5	23.3	1.4
2024E	172	55	46	5,643	10.8	7.3	2.9	30.5	1.0
2025E	209	70	55	6,850	8.9	5.5	2.3	28.5	1.1
2026E	245	81	64	7,913	7.7	4.4	1.8	25.7	1.1

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



이노진

새로운 성장동력으로 매출 확대 필요

[출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트

병원용 화장품 및 탈모 샴푸 전문 기업

동사는 2005년 설립되어 2023년 코스닥 시장에 상장한 항노화 솔루션 전문기업으로 줄기세포 연구를 바탕으로 탈모와 피부질환용 화장품을 제작 판매하고 있음. 전체 매출에서 가장 높은 비중을 차지하는 탈모 완화 샴푸는 66% 수준을 차지하고 있는 것으로 분석됨(3A24기준). 동사는 자체 브랜드인 볼빅(Ballvic)을 시장에 안착시켰으며 병의원을 핵심 채널로 B2B판매를 진행하고 있음. B2C 채널 확보를 위해 선 자사몰과 오픈마켓을 운영 중. 오프라인, 온라인, 해외 수출 비중은 각각 47%, 43%, 10% 수준이며 볼빅의 인지도 상승이 동사 매출 확대할 수 있는 가장 중요한 포인트가 될 것으로 전망.

25년 신규 제품 출시

동사는 국책 과제로 2022년부터 올해 3월까지 약 2년간 미토콘드리아 활성화로 탈모 증상을 완화 시키는 화장료 조성물 개발에 성공해 관련 신제품 출시 일정을 2025년으로 계획하고 있음. 동사는 최근 5년간 지속적으로 신제품을 출시하며 매출볼륨을 확장시킨 경험이 있어 25년 신제품 출시로 약 14%의 매출 성장 나타날 것으로 전망됨.

(과거 동사가 신제품 출시한 3번의 케이스를 분석했을 때 산술평균 약 14.2%의 매출 신장 효과가 있었음)

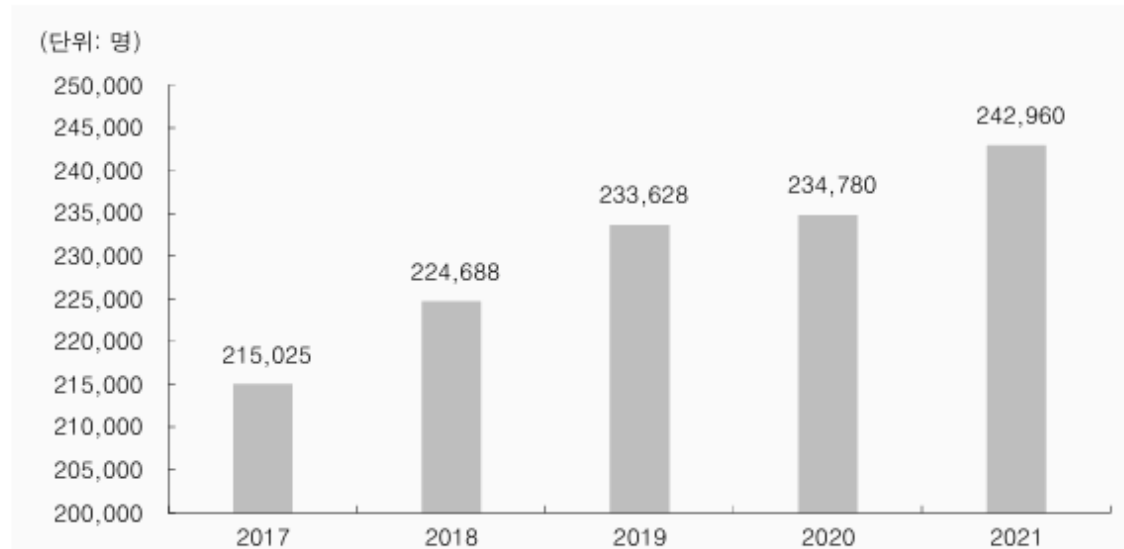
보다 빠른 실적 성장 필요

동사는 2020년 코넥스 상장 이후 매출액의 성장과 영업이익 흑자를 지속하며 코스닥 시장에 안착했지만 실적 성장세가 제한적인 아쉬운 모습 나타내고 있음. 동사가 보유한 핵심 브랜드인 볼빅은 병의원 판매를 통해 성장했지만 신규 성장을 위해선 브랜드 인지도 개선과 유통 채널의 적극적 확장이 필요한 것으로 판단됨.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	6	7	9	9	10
영업이익	0	1	2	1	1
세전이익	0	1	2	2	2
당기순이익	0	1	2	1	1
EPS(원)	-44	85	243	144	119
증가율(%)	-698.6	-291.6	185.8	-40.7	-17.1
영업이익률(%)	0.0	14.3	22.2	11.1	10.0
순이익률(%)	0.0	14.3	22.2	11.1	10.0
ROE(%)	-16.3	28.7	52.8	22.0	12.3
PER	0.0	2.4	16.5	27.2	23.0
PBR	0.0	0.6	6.9	5.4	2.1
EV/EBITDA	29.3	1.0	13.1	19.4	13.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. 국내 탈모 환자 수 추이



자료: 국민건강보험공단, IBK투자증권



헥토파이낸셜
 꾸준한 신규가맹점 확보 및 서비스 오픈
 [출처] NH투자증권 윤희동 애널리스트

산업 투자심리 회복 선행 필요

투자의견 Buy 유지하나 목표주가는 27,000원에서 22,000원으로 하향. 동사 본업은 순탄하게 진행중이나 티맵 사태가 촉발한 경제산업 전반의 불확실성이 주가 상승폭 제한. 비우호적인 외부환경 감안하여 할 인율 25%에서 35%로 확대

PG업체 중 눈에 띄는 신사업 행보

4Q24 영업수익 416억원(+7.7% y-y), 영업이익 46억원(+57.9% y-y, OPM 11.0%) 추정. 수익률 높은 내통 장결제 비중 확대 긍정적. 최근 여행사, 항공사 등 해외플랫폼사 중심으로 논의 진행

해외정산: 유명 플랫폼 A사, T사, S사, 이커머스 A사 국내 셀러 정산 담당. 수익은 1Q 2.3억원, 2Q 4.7억 원, 3Q 8.1억원이며 4Q도 전분기 대비 상승 예상. 내년 연매출 50억원을 목표하는데 조만간 A사의 일반 정산 및 선정산이 순차적으로 시작될 예정이기 때문. 구체적인 규모는 거래가 시작되어야 파악 가능하나 국내 중소형 셀러들이 활약하고 있는 만큼 수익전망 긍정적

선불업 & 에스프로 대항: 전금법 개정안 중 선불업 관련 내용은 6개월 유예기간이 부여되었는데 그 사이 고객을 최대한 확보하여 내년 3월부터 수익인식 계획. 에스프로 정산대항은 4분기중 최초로 리셀플랫폼 가맹점 계약 성사되어 진행 중. 4분기 실적을 통해 향후 관련 수익규모 가늠해볼 수 있을 것

	2023	2024E	2025F	2026F
영업수익	153	156	169	180
증감률	18.4	2.0	8.2	6.3
영업이익	13	16	20	24
증감률	-2.1	29.8	25.5	16.8
영업이익률	8.2	10.4	12.1	13.3
(지배)순이익	11	16	20	23
EPS	1,194	1,695	2,068	2,400
증감률	-19.4	42.0	22.0	16.1
PER	22.4	10.2	8.3	7.2
PBR	1.8	1.1	1.0	0.8
ROE	8.3	11.1	12.2	12.5
ROA	3.0	3.6	3.9	4.2
DPS	350	400	500	600
배당수익률	1.3	2.3	2.9	3.5

단위: 십억원, %, 원, 배

