

엔씨소프트

(036570.Kospi)

Linege, lean easy

Contents

Intro

산업분석

기업분석

투자포인트

리스크포인트

Valuation

Appendix

FY (Dec)	2016	2017	2018	2019F
매출액 (억 원)	9,836	17,587	17,151	
영업이익 (억 원)	3,288	5,850	6,149	
영업이익률 (%)	33.43	33.26	35.85	
당기순이익 (억 원)	2,714	4,440	4,215	5,759
EPS (원)	12,416	20,104	19,061	26,234
ROE (%)	14.90	19.14	16.44	
PER(배)	19.93	22.26	24.47	25
PBR(배)	2.79	3.49	4.06	
Dividend yield(%)	1.54	1.63	1.3	

Source: 엔씨소프트, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다



게임엔터테인먼트

Company report

2019.10.31

투자의견(매수)	Buy
Target Price (12m, Won)	655,839
Current Price (19.03.29, Won)	519,000
Upside Potential	26.37 %

시가총액	11조 5,039억 원
시가총액순위	KOSPI 26위
상장주식수	21,954,022
매출액	1조 7,151억 원
영업이익	6,149억 원
당기순이익	4,215억 원
영업이익률(%)	35.85
KOSPI	2086.6
ROE(%)	13.73
PER(배)	27.49
PBR(배)	4.56
52-Week Low	423,000
52-Week High	558,000



김예진 01085351507

노희건 01020024046

노희심 01051030024

방성우 01045330993

산업분석

1. 게임 산업

게임 산업은 창의적인 아이디어로 만들어낸 게임 소재와 소프트웨어 개발을 통해 게임을 공급하는 고부가가치의 서비스 산업이다. 게임 산업은 서비스 산업이면서 기술적인 요소가 중요한 부분을 차지하고 있는 콘텐츠 산업의 한 유형이기도 하다. 이에 따라 영화, 만화, 음악과 같은 콘텐츠 산업과의 연계성도 기대할 수 있는 산업이며, 앞으로 기대되는 AR(증강현실)과 VR(가상현실)같은 새로운 기술에 기여하는 바도 큰 산업이 될 수 있다.

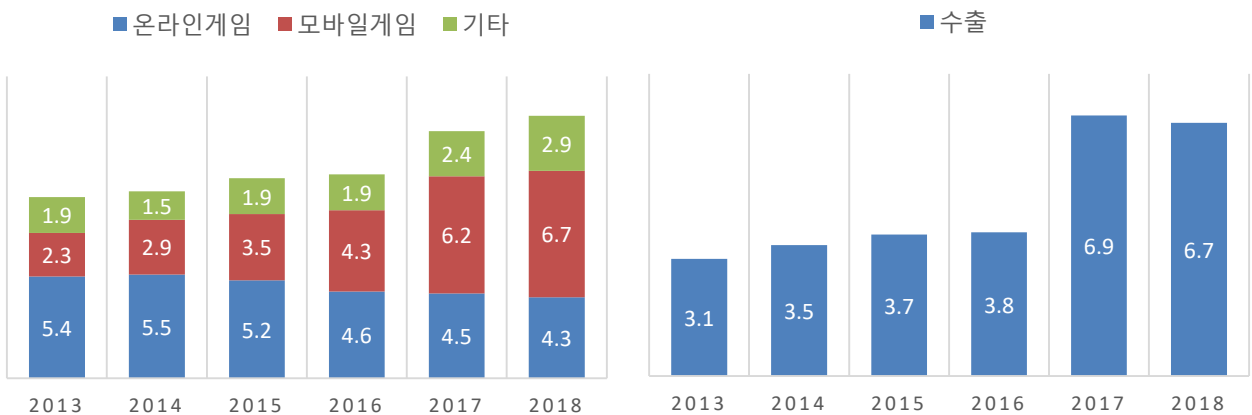
국내 게임 산업 현황

국내 게임 산업은 2013년 이후 연평균 약 7.5%에 이르는 지속적인 성장률을 보여주며 2018년 기준 국내 시장 규모는 약 13.9조에 도달하였다. 이러한 성장 속에서 게임 산업의 구도는 많이 바뀌었다. 기존에는 온라인 게임이 게임 산업을 주도하여 2011년에는 국내 게임 산업 규모의 약 89%를 차지하였다. 하지만 스마트폰 등장 이후 점점 기술적으로 발전하면서 모바일 게임도 같이 성장하게 되며 2018년 국내 게임 산업 규모의 산업의 약 48%를 차지하며 온라인 게임 보다 더 앞서 나가는 모습을 보여주고 있다.

국내 게임 산업의 성장세가 2017년 이후 아쉬운 성장의 모습을 보이고 있는데 이는 중국이 사드 보복조치로 2017년 3월 이후 한국 게임에 대한 판호를 발급 해주지 않은 것과 세계 게임 시장에서 미국과 일본의 시장으로의 소극적 진출로 기인한 것으로 판단된다. 국내 게임 산업은 콘텐츠 산업 중 수출 규모가 가장 큰 산업이기 때문에 동사는 물론 게임 산업 전체에 악영향을 미치고 있다. 하지만 2019년 말 중국 판호 재개 가능성과 지식재산권(IP) 기반으로 다양한 게임이 출시되면서 게임 산업의 부흥이 예상되고 있다.

[그림] 국내 게임산업 매출 규모 (단위 :조 원)

[그림] 국내 게임산업 수출 규모 (단위 :조 원)



자료: 한국콘텐츠진흥원

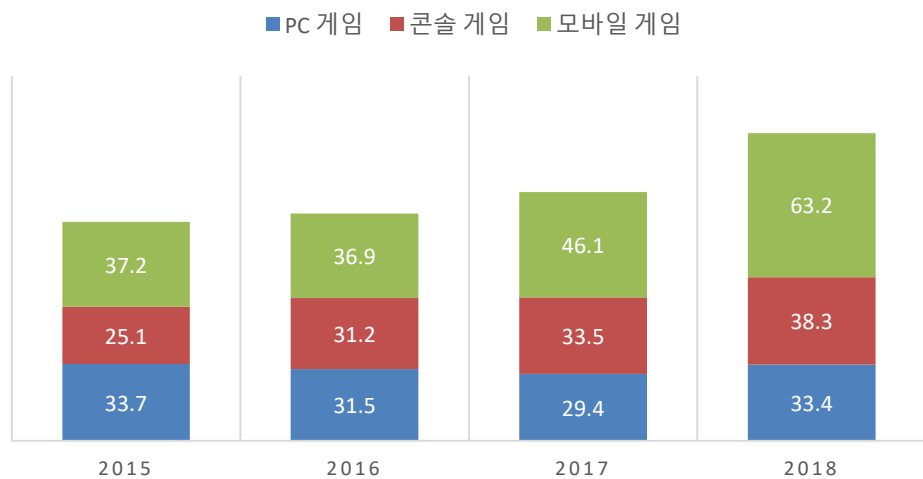


세계 게임 산업

세계 게임 산업은 2013년 이후로 지속적으로 상승세를 보이고 있다. 2018년 기준으로 세계 게임 시장 규모는 총 134.9억 달러였다. 특히 모바일 게임 부문에서 가장 큰 상승을 보여주었는데, 모바일 게임이 63.2억 달러로 게임 산업에서 47%로 가장 큰 비중을 차지하였다. 그 다음 차지하는 부문은 국내와는 다르게 콘솔 게임 산업이었다. 콘솔 게임 산업은 38.3억 달러로 28% 비중으로 두 번째 자리를 차지하였다. 그 다음으로는 PC게임 산업으로 나머지 33.4억 달러로 25%를 차지하였다.

현재 국내 게임 산업 시장은 상당히 포화된 상태라 볼 수 있다. 우후죽순처럼 많은 게임들이 출시되고 있기 때문이다. 이에 동사는 국내의 기존 게임시장 점유율을 유지하며 해외로의 진출을 준비하고 있다. 한편 세계 게임 산업 또한 게임시장이 크게 확장하고 있기 때문에 동사는 다양한 게임 서비스를 출시 중에 있다. 이와 동시에 현재 국내 시장에서 인기가 많지 않은 콘솔 게임의 경우는 해외에서 큰 시장을 가지고 있기 때문에 동사는 콘솔 게임 진입을 준비하여 동사의 주력 게임인 리니지를 북미 시장에 내년에 출시할 예정이다.

[그림] 세계 게임시장 매출 규모



자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE, NEWZOO

기업분석

1. 기업소개

동사의 주요 산업 부문으로는 온라인 및 모바일 게임 시장부문이 있다. 2018년 당사의 온라인게임 매출액은 4767억원으로 업계 2위인 넷마블의 280억원의 17배가량이다. 2018년도 당사가 서비스하는 모바일 게임들의 매출 합계는 동기간 국내 전체 모바일 게임시장의 약 30%를 차지한다. 주요한 PC 온라인 게임으로는 리니지와 리니지2, 모바일 게임으로는 리니지M 서비스를 제공하고 있다. 2019년 하반기에는 리니지M2를 출시할 예정이다.

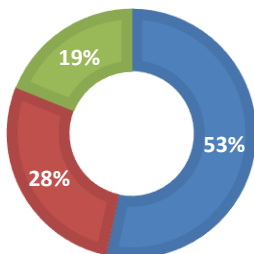
2. 사업 부문과 매출 구성

동사의 사업 부문은 온라인 게임 사업, 모바일 게임 사업으로 구성된다. 동사의 주력 사업부문은 부가서비스매출로 이루어진 모바일 게임사업으로 매출 상당 부분이 해당 사업부문에서 발생하였다. 2018년 기준 전체 매출액의 53.3%(9132억원)을 차지하였다.

다른 사업부문에서도 매출이 발생하는데, 월정액요금과 부가서비스매출로 이루어진 온라인 게임사업이다. 전체 매출액 규모의 27.8%(4767억원)를 차지하고 있다. 나머지 기타 로열티 매출이 16.4%(2815억원)을 차지하고 있다. 월정액요금은 개인 PC로 이용할 때와 PC방에서 이용할 때로 구분된다. 개인 PC로 이용할 때에는 표준 이용권이나 시간 정량을 구매해야 한다. 표준 이용권에는 게임별로 차이가 있지만 리니지 경우에는, 표준 이용권이 7일 무제한, 30일 무제한, 90일 무제한이 있다. 시간 정량 경우에는, 3시간 단위로 결제를 해야 한다. 한편, PC방에서는 G코인을 구매해서 사용해야 한다.

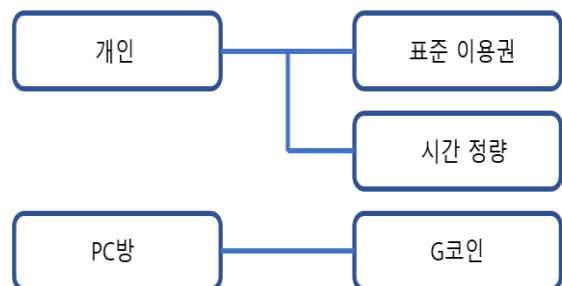
[그림 1] 사업별 매출액 비중

■ 모바일게임 ■ 온라인게임 ■ 기타&기타로열티



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

[그림 2] 온라인게임 월정액요금 구성



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

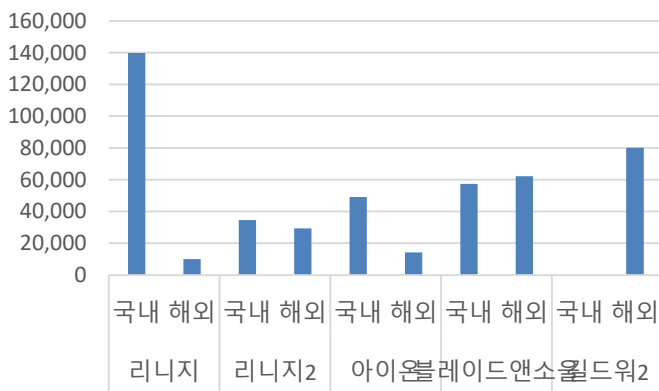
[그림 3] 리니지 가격

품목		2018년 기준 (단위 : 원)	
개인	표준 이용권	30일 무제한	29,700
		7일 무제한	9,900
		90일 무제한	70,400
	시간정량	3시간	3,000
	Game item		1,000~50,000
PC방	G코인	13초당 1G코인 차감	1

자료: 사업보고서

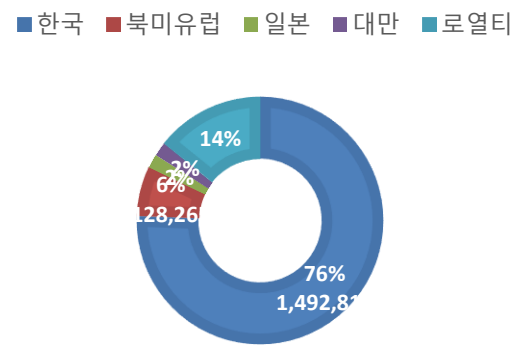
동사 매출액은 국내와 해외 모두에서 발생하고 있다. 동사는 매출의 76%를 한국에서 벌어들이지만, 로열티 14%를 제외한, 10%를 북미, 유럽, 일본, 대만에서도 매출이 발생하고 있다. 특히, 리니지2, 블레이드앤소울, 길드워2와 같은 게임은 해외에서 선풍적인 인기를 끌고 있다.

[그림 1] 온라인 게임 국내 및 해외 매출액 단위 : 백만원



자료: 사업보고서

[그림 2] 온라인게임 월정액요금 구성 단위 : 백만원, %

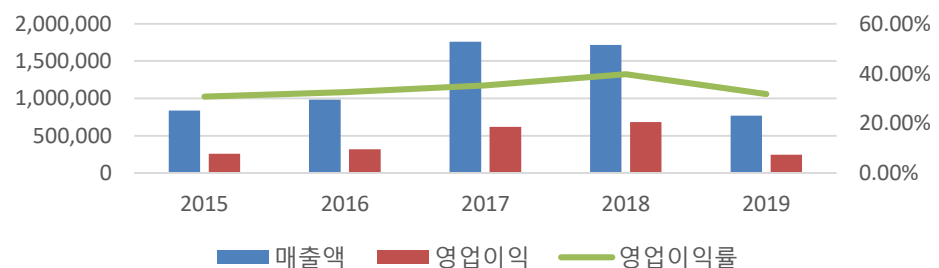


자료: IR 자료, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

동사 전체 매출액은 2017년 급격한 상승을 하였고 이를 유지하고 있다. 2017년 6월 출시된 리니지 M의 성공적인 출시가 이러한 상승을 이끌었다. 영업이익과 영업이익률의 꾸준한 상승세는 당사의 영업활동의 성과가 우수하다는 것을 보여준다. 또한 게임산업은 출시한 후, 일반적인 제조업과 달리, 지속적으로 제품을 생산할 필요가 없다. 이들은 출시한 제품을 배급사를 통해 유통하기 때문에 투입 대비 산출량이 매우 높은 산업인만큼 영업이익률은 30% 이상을 항상 웃돌았고, 제22기에는 39%까지 상승하는 등 높은 영업이익률을 달성하고 있다.

[그림 3] 매출액, 영업이익, 영업이익률

단위 : 백만원, %



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

3. 재무구조

동사의 재무상태는 매우 건실하다. 작년 기준으로 20%도 안되는 부채비율을 보이고 있다. 제23기 반기에도 유동부채는 감소하고, 유동자산은 증가하였다는 점으로 보아, 동사의 유동비율은 상승하였다. 동사는 1449억원에 해당하는 사채를 모두 상환해 유동부채가 크게 감소하였다. 이로 인해, 동사의 지불능력은 크게 상승했다. 2019년 반기, 부채 비율이 증가한 것은, 비유동부채가 증가했기 때문인데, 이는 2016년 발행했던 사채를 상환하고, 2492억원 상당의 사채를 재발행 했기 때문이다.

[그림 3] 유동비율

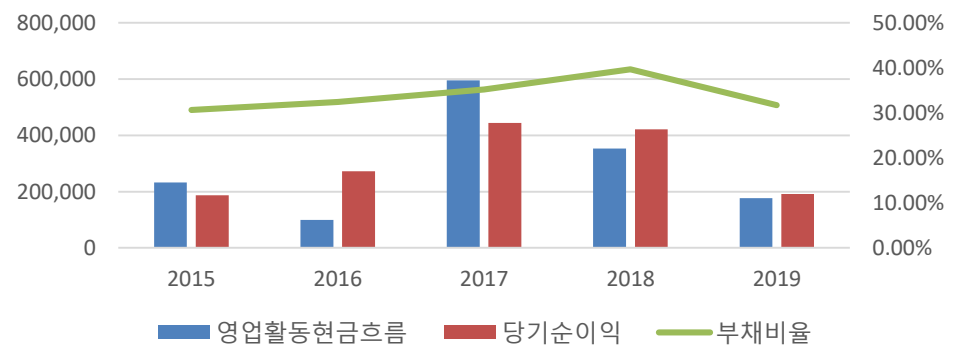
단위 : 원, %

	유동부채	유동자산	유동비율
2019년 반기말	206,279,902,679	1,620,389,582,414	785.58%
2018년 기말	382,745,748,412	1,475,896,160,802	385.60%

자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

[그림 3] 영업활동현금흐름, 당기순이익, 부채비율

단위 : 백만원, %



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

4. 주요 주주 현황

2015년 넥슨이 동사 지분 15.8%를 인수하면서 M&A를 시도했다. 이 때, 넷마블이 동사 지분 8.9%를 인수했고, 동사도 넷마블 지분 9.8%를 인수하면서, 협력적 관계를 맺었다. 동사와 넷마블의 지분이 넥슨의 지분을 증가하면서, 동사는 경영권의 위협에서 벗어날 수 있었다. 넷마블은 동사가 보유한 IP를 사용할 수 있게 되었고, 2016년 12월 모바일 게임 '리니지2 레볼루션'을 탄생시켰다. 2018년 12월에는 '블레이드앤소울 레볼루션'을 출시시키면서 두 업체는 게임 핵심 지식재산권을 공유하고 있다. 이를 통해, 넷마블은 당사에게 누적 매출의 12.5%를 로열티로 지급하기로 하였다. 넷마블이 당사 IP를 이용한 게임은 '리니지2 레볼루션'과 '블레이드앤소울 레볼루션'이 있다. 2018년 두 게임의 매출로 추정하면, 로열티로 706억을 받았다.

[그림 3] 로열티

게임	매출액(단위, 백만원)
리니지2 레볼루션	536,151
블레이드앤소울 레볼루션	29,124
로열티	70,659

자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

[그림 3] 엔씨소프트 주요 주주 현황

주주	소유주식수(주)	지분율
김택진	2,628,000	11.97%
넷마블(주)	1,950,000	8.89%
기타주주	16,021,939	73.00%
자기주식	1,346,583	6.14%
합계	21,946,522	100%

자료: 사업보고서

[그림 3] 넷마블 주요 주주 현황

주주	소유주식수(주)	지분율
방준혁	20,729,472	24.19%
씨제이이엔엠(주)	18,720,000	21.85%
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	15,057,800	17.57%
엔씨소프트(주)	5,842,800	6.82%
자기주식	1,882,178	2.20%
기타	23,461,226	27.37%
합계	85,693,476	100.00%

자료: 사업보고서



5. 제품 소개

1. 리니지 (Lineage)

1998년 9월 1일에 출시되었다. 2018년 기준 동사 매출액의 8.7%를 차지하고 있을 정도로 높은 매출을 기록한다. 중세 판타지 다중접속역할수행목적게임(MMORPG)이다. 개발과 퍼블리싱 모두 동사가 진행한다. 한국, 일본, 중국, 대만에 진출했다. 2019년 리니지 21주년을 기념해 '리니지 리마스터' 업데이트를 발표하는 등, 지속적인 업데이트를 하고 있다. 2012년 12월, 게임 서비스를 개시한 지 14년 만에 최대 동시 접속자 수가 22만명을 넘어 역대 최고를 기록하기도 했다.

2. 리니지 2 (Lineage 2)

MMORPG 장르로 2003년 10월 1일에 출시되었다. 개발과 퍼블리싱 모두 동사에서 진행하고 있다. 2004년에는 대만, 일본, 미국 등 해외 시장에도 출시하였다. 현재, 한국, 미국, 유럽, 대만, 일본, 중국, 러시아에서 사용할 수 있다. 2018년 기준 동사 매출액의 3.7%를 차지하면서, 638억원의 매출을 기록했다. 리니지의 150년 전 세계관을 배경으로 펼쳐진다. 2014년 6월, 과거의 리니지2를 즐기고 싶어하는 유저를 위해 2000년대 초반의 '크로니클' 빌드를 기반으로 하는 서버를 추가로 오픈하기도 했다.

3. 아이온 (AION)

MMORPG로 2008년 11월 25일 출시하였다. 개발과 퍼블리싱 모두 동사가 진행한다. 2009년 중국, 일본, 대만 시장에 출시하였고, 같은 해, 미국, 유럽, 러시아에도 출시하였다. 2018년 기준 매출액의 3.7% 비중을 차지하면서 634억원의 매출을 기록하였다. 아트레이아를 둘러싼 '친족'과 '마족'의 대결, 그리고 이들을 위협하는 '용족'간의 갈등을 기반으로 한다. 스토리라인과 완성도 높은 OST로 주목받았다.

4. 블레이드앤소울 (Blade&Soul)

무협 MMORPG 게임으로 2012년 6월 30일 출시하였다. 개발과 퍼블리싱 모두 동사가 진행한다. 동양적인 세계관에 화려한 그래픽이 특징이다. 2014년 중국, 일본, 대만 시장에 출시하였고, 2016년 북미, 유럽 지역, 러시아에 출시하였다. 2018년 기준, 매출액의 7.0%를 차지하면서 1196억원의 매출을 기록하였다.

5. 길드워 2(Guild Wars 2)

2005년 북미, 유럽 지역에 상용 서비스를 시작하였다. 자회사인 미국의 ArenaNet이 개발하였고, 2012년 8월 정식으로 출시하였다. 2018년 매출의 4.7%를 기록하면서, 801억원의 매출을 기록했다. '길드워' 후속작으로 길드워 세계관에서 250년이 지난 시대를 배경으로 한다.

5. 제품 소개

6. 파이널 블레이드 (Final Blade)

2017년 2월 14일 출시한 모바일 RPG이다. 동양적인 화풍이 특징이다.

7. 프로야구 H2 (Pro Baseball H2)

자회사인 엔트리브소프트가 개발하고 동사가 출시한 모바일 야구 매니지먼트 게임이다. 2017년 3월 30일 출시했다.

8. 리니지M (Lineage M)

1998년 '리니지'를 재해석한 모바일 MMORPG 게임이다. 2017년 6월 21일 출시했다. 2017년 12월 대만시장에 출시했다. 리니지 세계관과 핵심 요소를 정통 계승한 작품이다.

9. 리니지 레드나이트 (Lineage Red Knights)

1998년 출시된 '리니지' IP를 기반으로 본사에서 개발한 모바일 RPG이다. 2016년 12월 8일 국내, 동남아 12개국에 동시 출시하였다. 구글 플레이와 애플 앱스토어에서 모두 매출 및 다운로드 1위를 달성했다.

[그림 2] 리니지



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 리니지 2



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 아이온



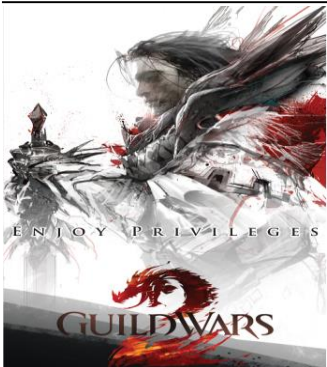
자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 블레이드앤소울



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 길드워2



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 파이널블레이드



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 리니지M



자료: 엔씨소프트 홈페이지

[그림 2] 리니지 레드나이트



자료: 엔씨소프트 홈페이지

투자포인트

1. 모바일 게임 산업의 성장세

동사의 모바일 게임 매출은 전체 매출액의 30%를 차지하고 있는데, 모바일 게임 시장이 계속해서 성장함에 따라 동사의 매출에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

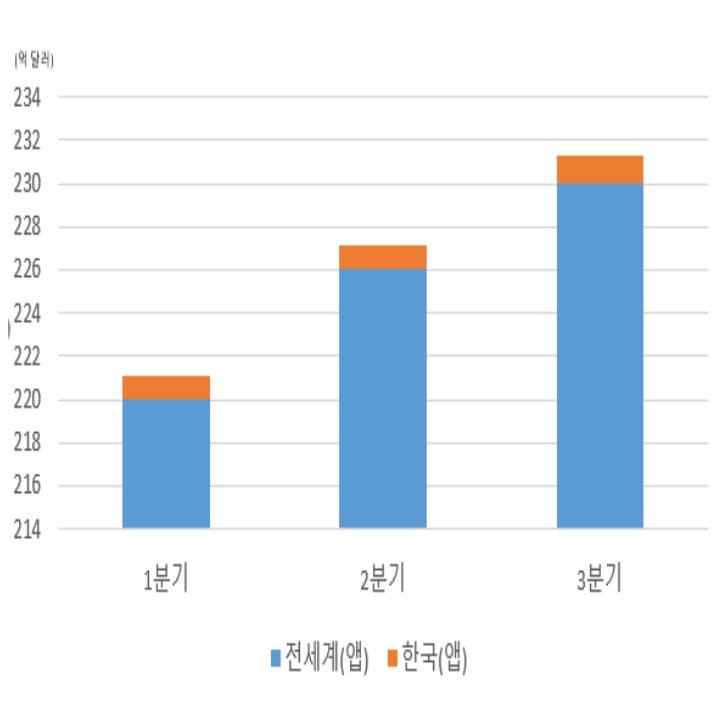
글로벌 모바일 데이터 분석 업체 앱애니에 따르면 전 세계 모바일 앱 소비자 지출은 230억 달러(27조 원)로 전분기 대비 1.7% 상승하였다. 이중 게임 소비자 지출은 전체 앱 소비자 지출의 70%에 해당한다. 한국은 하이퍼 캐주얼과 MMORPG 게임 항목에 가장 많은 지출을 하는 것으로 조사되었는데, 구글 플레이 스토어 매출 순위 기준 MMORPG 게임은 TOP10에서 7개로 절반 이상을 차지했다. 동사는 리니지, 리니지2, 리니지M, 블레이드앤소울, 아이온 등과 같은 MMORPG 게임을 서비스 하고 있다. 따라서 모바일 게임 시장이 지속적으로 성장하고, MMORPG 인기가 계속 된다면 동사의 매출도 성장할 것으로 예상된다.

[그림 1] 구글 플레이 스토어(매출액)

구글 플레이 스토어(매출액)		
순위	게임	게임사
1	리니지M(MMORPG)	엔씨소프트
2	라이즈 오브 킹덤즈(전략)	릴리스게임즈
3	달빛조각사(MMORPG)	카카오게임즈
4	기적의 검(RPG)	4399코리아
5	리니지2레볼루션(MMORPG)	넷마블
6	브롤스타즈(액션)	수퍼셀
7	블레이드&소울 레볼루션(MMORPG)	넷마블
8	에오스 레드(MMORPG)	블루포션게임즈
9	라플라스M(RPG)	지룡게임즈
10	로한M(MMORPG)	플레이위스

자료: GAVOLUTION, 한국의국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

[그림 2] 전 세계 및 한국 모바일 앱 소비자 지출



자료: GAVOLUTION, 한국의국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE



투자포인트

2. 흥행이 보증된 리니지 지식재산권(IP)

기존 인기 PC온라인 지적재산권(IP) 사용 게임이 모바일 시장에서도 흥행몰이를 이어가면서 모바일 게임에도 IP 가치의 중요성이 커지고 있다. 모바일 앱 분석 사이트 게볼루션의 모바일 게임 종합순위를 보면 인기 있는 온라인 IP를 활용한 모바일 게임인 리니지M, 검은 사막, 피파온라인4 등은 높은 인기와 매출을 올리고 있다.

동사가 보유한 IP오리지널리티는 '유명한 게임'에 많은 돈을 투입해 '게임 내 높은 사회적 지위'를 달성하는 데 큰 의미를 두는 현시점에서 그 자체로 유저들에게 매력적으로 비친다. 실제로, 리니지 판권(IP)을 활용한 모바일게임들은 5조원(리니지M, 리니지2레볼루션)에 육박하는 매출을 올렸다. 동사가 보유한 IP는 대중성이 있는 데다 인기가 높고 시장 파급력이 있어 리니지2M의 흥행에도 의미 있는 결과가 나올 것이라 예상된다.

또한, 동사는 동종 업계와 비교했을 때 지식재산권으로부터 얻은 로열티 수입에 있어서 독보적으로 우위를 점하고 있다. 대표적인 사례로, 넷마블은 동사의 IP를 사용해 리니지2레볼루션을 출시했고, 동사에 로열티를 지불하고있다. 동사의 로열티 수입은 총 매출액에서 차지하는 비율이 20%를 넘어 막강한 지식재산권을 자랑한다.

[그림 1] 엔씨소프트 지식재산권

엔씨소프트

622850, KOSPI - 036570

KRW 100Mn

Code	Report Account	2016/Annual 20161231	2017/Annual 20171231	2018/Annual 20181231
102000	감사의견	적정	적정	적정
121000	매출액	7,441.36	15,466.36	15,299.13
121100	총매출액	7,441.36	15,466.36	15,299.13
121110	상품매출액	609.4	114.54	34.95
121120	제품매출액	6,831.96	15,351.82	15,264.19
121173	[로열티수입]	1,542.59	2,339.41	3,160.68
121180	[기타수입]	5,289.37	13,012.42	12,103.51
재무상대표 중 무형자산				
113400	무형자산(계)	204.65	214.76	238.02
113220	산업재산권	8.87	8.97	8.83
113300	기타무형자산	195.78	205.78	229.2

자료: GAVOLUTION, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

투자포인트

3. 전작 리니지M을 능가하는 폭발적인 사전예약

리니지2M은 미디어 쇼케이스가 열렸던 9월 5일부터 사전예약이 시작되었으며 개시 7시간 만에 예약자수 100만, 18시간 만에 200만, 5일 만에 300만명을 달성했다. 이는 전작인 리니지M(사전예약자수 300만명 달성하는데 14일)을 넘어서는 수치이다. 현재 리니지2M은 32일만에 사전예약자 500만명을 돌파했으며, 사전 캐릭터 생성 서버 100개가 오픈 2시간 만에 마감되었다. 리니지 M이 같은 규모의 서버를 채우는 데 8일이 걸린것과 비교하면 전작을 넘어서는 시장 반응을 이끌어냈다고 볼 수 있으며, 600만 명 또는 700만명 돌파도 가능할 것으로 기대된다.

4. 리니지2M, 모바일 게임 중 최고 기술의 집합체

리니지2M이 구현하고 있는 주요 기술적 특징은 1) Full 3D Graphic, 2) Collision Detection, 3) Seamless Loading, 4) One Channel Open World 등인데 이들은 모두

현존하는 모바일게임 중 최고의 기술들이다.

먼저, 쿼터뷰(대각선 위에서 내려다보는 시점)가 아닌, 자유시점의 FULL3D로 충돌 처리기술과 함께 모든 캐릭터가 겹치거나 통과하는 것이 불가능 하도록 구현되어 실감나는 플레이 가능하다. 또한, 심리스 월드를 구현해 내어서 탈것을 타거나 텔레포트할 때 로딩 없이 빠르게 이동이 가능하다. 마지막으로, 채널 구분 없이 만 명 이상의 유저가 하나의 월드에서 게임을 함께 즐길 수 있다. 최근 2-3년내 출시된 스마트폰으로도 충분히 이러한 기술들을 경험할 수 있어 앞으로의 흥행이 기대된다.

[그림 1] Full 3D Graphic



자료: 리니지2M 리메이크 트레일러, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

[그림 2] 1000 VS 1000 전투



자료: 리니지2M 리메이크 트레일러, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE



리스크포인트

1. 중국의 판호 획득 문제

시장조사 업체 뉴주에 따르면, 올해 세계 모바일게임 시장 약 82조원 가운데 중국은 약 25조 8500억원으로 1위를 차지하고 있다. 중국이 세계 최대 게임 시장이기에 국내 기업들은 중국을 대작 게임 제작 투자비를 회수할 보루로 보았다.

중국에 진출하기 위해선 중국 정부로부터 게임 서비스 인허가권인 판호를 획득해야 하지만, 현재 넷마블게임즈, 엔씨소프트와 같은 국내 대형 업체들조차 판호를 획득하지 못하고 있다. 실제로, 2017년 3월 이후 중국 정부로부터 판호를 획득한 국내 게임은 단 한 건도 없다. 중국은 한국과 사드 배치 문제로 갈등을 겪은 이후 일방적으로 판호를 비공식적으로 중단 했고, 우리 정부도 이렇다 할 해결책을 내놓지 못하고 있다. 2017년 최고조에 달했던 국내 대형 게임사들의 매출은 현재 줄줄이 꺾이거나 정체되고 있다.

2. 주52시간 근무제

정부가 2018년 7월 1일부터 휴일 포함 1주 최대 근무시간을 52시간으로 규정하는 근로기준법을 '300인 이상 사업장' 대상으로 우선 시행함에 따라 게임업계 전반에 영향을 미치고 있다.

우선, 주52시간 근무제 실시함에 따라 신작 개발 속도가 눈에 띄게 감소하고 있다. 중국은 6개월 내 새로운 프로젝트가 나오는 반면 우리나라는 1년이 지나도 신작이 나오지 않고 기존의 게임을 업데이트하거나 튜닝하는 수준에 머무르고 있어 생산성이 떨어진 상황이다.

또한, 게임 업계는 산업의 특성상 게임 출시 전 완성도를 높이기 위해 '크런치 모드'라 불리는 집중 근무제도를 실시하고 있다. 최근 개발 주기가 짧은 모바일 게임 위주로 시장이 재편되면서 실시간으로 유저들과 피드백을 주고받아야 하고, 문제가 생기면 즉각적인 수정이 필요하기에 크런치 모드가 더욱 자주 발생하고 있다.

트렌드가 빠르게 변하는 모바일 게임 시장에서 지연되는 신작 게임 출시와 발 빠른 대응의 한계는 게임 산업의 실적 하락으로 이어졌다. 따라서, 주 52시간 근무제도가 게임 산업의 경쟁력과 성장세를 떨어뜨릴 수 있다는 우려의 목소리가 나오고 있다.

리스크포인트

3. 중국 게임의 약진

[그림 1] 중국산 게임
구글 플레이 스토어(매출액)

구글 플레이 스토어(매출액)		
순위	게임	게임사
2	라이즈 오브 킹덤즈 (전략)	릴리스 게임즈
4	기적의 검 (RPG)	4399 코리아
9	라플라스 M(RPG)	지롱게임
14	랑그랏사 (RPG)	지롱게임

자료: GAVOLUTION,
한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

중국산 게임의 한국 시장 침투는 중국 게임 수준이 높아짐에 따라 그 속도가 갈수록 빨라지고 있다.

앱 분석 업체 아이지에이웍스가 2018년 4월 발표한 '2017년 국내 중국 모바일 게임 성적 보고서'에 따르면, 2017년 한국 구글 플레이에 출시된 중국산 모바일 게임은 136개로, 전년의 114개보다 22개 늘어난 것으로 집계됐다. 아울러 2017년 한국 구글 플레이 매출랭킹 TOP 20에 단 한번이라도 진입한 중국산 게임 수는 2016년 11개에서 2017년 16개로 대폭 늘었고, 이들 게임의 연간 총매출액 역시 전년 대비 74% 증가한 것으로 나타났다.

예시로, 자금력을 투입해 유명 연예인 하정우를 앞세워 광고 한 라이즈 오브 킹덤즈는 현재 구글 플레이 스토어 매출 2위를 차지하고 있다. 이외에도 기적의 검(구글 스토어 매출2위), 라플라스M(구글 스토어 매출9위), 랑그랏사(구글 스토어 매출14위) 등이 국내 게임들과 매출 경쟁을 하고 있다.

따라서, 판호가 풀리더라도 과거와 같은 양산형 게임들로는 중국과 경쟁에서 이길 수 없을 것으로 판단된다.

4. 출시 이후 벨류에이션 하락 가능성

[그림 2] 엔씨소프트 주가



자료: 데이터가이드, 한국외국어대학교
증권투자연구회 POSTRADE

역사적으로 봤을 때, 게임 업계의 주가는 신작 론칭이 예정되면 사전 신작모멘텀이 작용하고 게임 출시 이후 주가가 빠지는 현상을 보여왔다. 다만, 게임이 기대 이상으로 흥행하고 매출을 신장시키면 다시 주가가 회복되는 패턴을 보였다.

동사의 리니지2M 게임 출시 이후 벨류에이션 하락 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 전작인 리니지M의 경우 리니지1부터 국내 비중이 높아 해외시장 진출로 인한 추가 성장을 기대하기 어려웠고, 출시 당시 후속 라인업도 부재했다. 하지만, 리니지2M은 해외시장 경쟁력이 증명된 IP로서 국내출시 후 내년에 일본 등 아시아권과 더불어 글로벌 출시될 예정이기에 글로벌 버전 매출이 기대되고, 블레이드앤소울2와 아이온2 등 리니지2M급 기대신작들이 6-8개월 단위로 안배되어 있다. 따라서, 향후 1~2년간 신작들과 각 게임의 글로벌 버전이 출시 일정을 메꿔주면서 중장기 적인 주가 상승 모멘텀이 작용될 것으로 예상된다.



벨류에이션

1. Historical PER

[그림 1] 엔씨소프트 EPS

EPS	
모기업 EPS(a)	
원	
201412	10,487
201512	7,542
201612	12,416
201712	20,104
201812	19,061
201912F*	26,234

자료: FN가이드, 한국외국어대학교
증권투자연구회 POSTRADE

동사는 역사적으로 신작 출시 이후 매출액의 급격한 상승을 보여왔다. 예시로, 2017년 6월 리니지M을 출시했을 때 매출액과 당기 순이익이 약 2배 가량 증가했다. 2019년 11월 중순에 출시 예정인 리니지2M은 전작을 능가하는 사전예약 자수를 보여주었고, 이를 통해 리니지2M에 대한 시장의 기대가 매우 크다는 것을 알 수 있었다.

보수적인 시각으로 보았을 때 리니지2M이 흥행에 성공한다면 리니지M이 보여주었던 성과의 20%를 보여주고, 흥행에 실패한다면 리니지M이 보여주었던 성과의 5%를 보여줄 것으로 추정하였다.

주가가 최고치 일 때 PER은 32.4, 매출액이 하향 안정화가 되었을 때 PER은 17.6 수준이다. 중간인 25를 목표 PER로 한다.

[그림 2] 엔씨소프트 당기순이익

Frequency	당기순이익	당기순이익 증가율
2016-03-31	66,243,318,761	
2016-06-30	90,437,397,760	36.523
2016-09-30	47,897,080,627	-47.038
2016-12-31	66,804,000,000	39.474
2017-03-31	17,393,881,300	-73.963
2017-06-30	30,828,187,131	77.236
2017-09-30	275,055,788,299	792.222
2017-12-31	120,670,000,000	-56.129
2018-03-31	119,165,000,000	-1.247
2018-06-30	140,241,000,000	17.686
2018-09-30	94,428,000,000	-32.667
2018-12-31	67,633,000,000	-28.376
2019-03-31	74,697,000,000	10.445
2019-06-30	116,857,000,000	56.441
2019-09-30(E)	128,542,700,000	10.000
2019-12-30(E)	255,835,602,171	99.028

자료: FN가이드, 한국외국어대학교
증권투자연구회 POSTRADE

EPS x Historical PER

$$= 26,234 \times 25 = 655,839(\text{원})$$

매수 의견 : BUY

목표 주가 : 655,839원

상승 여력 : 26.37%

$$792,222 * 0.2 * 1/2 +$$

$$792,222 * 0.05 * 1/2$$



Appendix

FY (Dec.)	2016	2017	2018	2019F
매출액 (억 원)	9,836	17,587	17,151	19,295
영업이익 (억 원)	3,288	5,850	6,149	6,918
영업이익률 (%)	33.43	33.26	35.85	27.89
당기순이익 (억 원)	2,714	4,440	4,215	5,759
EPS (원)	12,416	20,104	19,061	26,234
ROE (%)	14.90	19.14	16.44	19.20
PER(배)	19.93	22.26	24.47	25
PBR(배)	2.79	3.49	4.06	
Dividend yield (%)	1.54	1.63	1.3	

Source: 엔씨소프트, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE