

투자의견 :

**BUY**

주가(5월 4일): 70,000원

적정주가 : 129,000원

---



**NCsoft®**

**엔씨소프트**

**(036570)**

날이 밝기 직전이 가장 어두운 법. 장기적 관점으로 매수를 권장

SMIC Research Team 3

박상민 장재원 안세환 이승기 서정아

## Index

1. 개괄 .....	2
2. 산업 분석 .....	6
3. 투자 포인트 .....	13
4. 리스크 요인 .....	38
5. 재무 분석 .....	46
6. 밸류에이션 .....	49
7. 주가 분석 .....	54
8. 결론 .....	58


엔씨의 2006,1Q 실적 발표가 있던 5월 4일, 엔씨소프트의 주가는 하한가에 육박하는 무려 14.11% 하락한 70,000원으로 장을 마쳤다. 이미 1Q의 실적이 부진할 것이라는 시장의 예상은 기정 사실화 되어 있었지만, 선 반영이 되었다던 입장이 많았던 터라 이정도 까지의 반응에는 대부분의 투자자들이 당혹감을 느낄 수 밖에 없었을 것이다. 게다가 최근 주가가 바닥을 탄하여 오름세에 있었던 사실을 떠올리면 이 같은 흐름은 더욱 의외로 여겨진다.

사실 이런 결과가 나온 것은 엔씨소프트 측에서 올해 실적 가이드스를 20% 가량 하향 조정한 영향이 컸던 것으로 생각된다. 그간 신작 게임 발표 지연으로 인하여 매출 공백기가 생겼고, 1분기 엔씨소프트의 실적이 바닥일 것이라는 공감대가 형성되어 있어 단기적인 전망은 부정적일 수 밖에 없을 것이다.

그러나, 엔씨소프트가 현재 일시적인 어려움에 봉착해 있고, 1분기 실적을 바닥으로 다시 본격적인 궤도에 오를 수 있는 역량이 있다면 현재의 시점이 역발상 투자자의 입장에서는 최적의 저가 매수 기회가 될 수도 있는 것이다. 따라서 우리는 엔씨소프트가 가진 가치에 대하여 장기적인 전망을 가지고 분석하여, 투자 대상으로서의 매력도를 분석해 보고자 한다.

1. 개괄

1.1. 기업 개요

	<b>엔씨소프트 (036570) NC Soft</b>		
	유가증권 - KOSPI200		
	소프트웨어관련		
	리니지로 유명한 온라인 게임업계 선두업체		
설립일	1997.03.11	시가총액	14,250억원
상장일	2003.05.22 (코스닥 → 유가증권)	발행주식수	20,368,902
본사	서울 강남구 삼성2동 143-8 승광빌딩 6층	외국인지분율	45.15%

1.2. 수익 모형

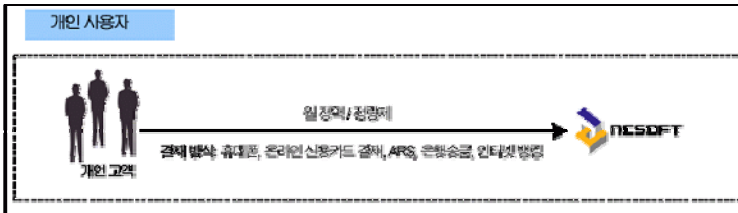
엔씨소프트가 채택한 모형은 정액제/종량제 모델이다. 이외에도 시간쿠폰제의 가격정책을 채택하면서 다양한 요금체계를 가지고 있다.

엔씨소프트는 주요 고객인 PC방과 개인 사용자에게 대하여 차별화 된 과금 체계를 가지고 있다. PC방의 경우 총판(10개 지역 총판 보유)을 활용하여 PC방으로부터

IP구매료(정액제/종량제)를 취득 한다. 총판의 사업영역은 PC방을 대상으로 영업을 담당하고 있으며, 엔씨소프트로부터 일정액의 판매수수료를 제공받는다. 총판과 별도로 ISP를 통해 리니지와 관련한 인터넷 접속료의 수익을 창출한다. 엔씨소프트와 제휴한 ISP업체들은 한국통신, 하나로통신, 데이콤, 두루넷 등이다.

개인 사용자의 경우, 휴대폰, 온라인신용카드 결제, ARS, 은행 송금, 인터넷뱅킹 등 다양한 결제방식을 통해 월정액 또는 종량제 방식의 수익을 창출한다. 이를 정리하면 아래와 같다.

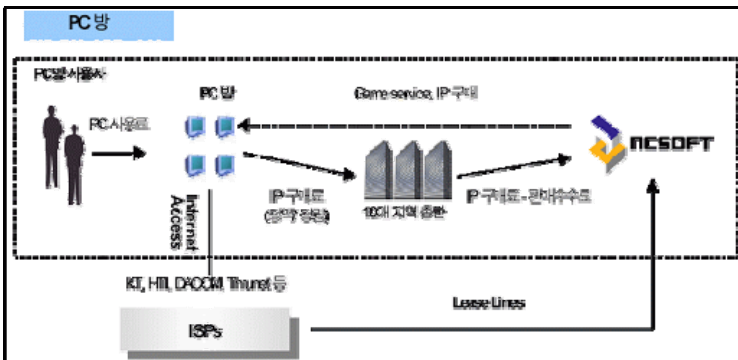
<그림> 개인 사용자에게 과금 체계



자료 : 엔씨소프트 IR보고서, 2004

이처럼 엔씨소프트는 PC방과 개인 사용자에게 다양한 가격 체계를 가지고 있기 때문에 게임 사용자의 선택의 폭이 넓은 장점이 있다.

<그림> PC방의 과금 체계



자료 : 엔씨소프트 IR보고서, 2004

엔씨소프트의 수익 모형이 성공할 수 있었던 것은 크게 세 가지 측면으로 나누어 설명할 수 있다.

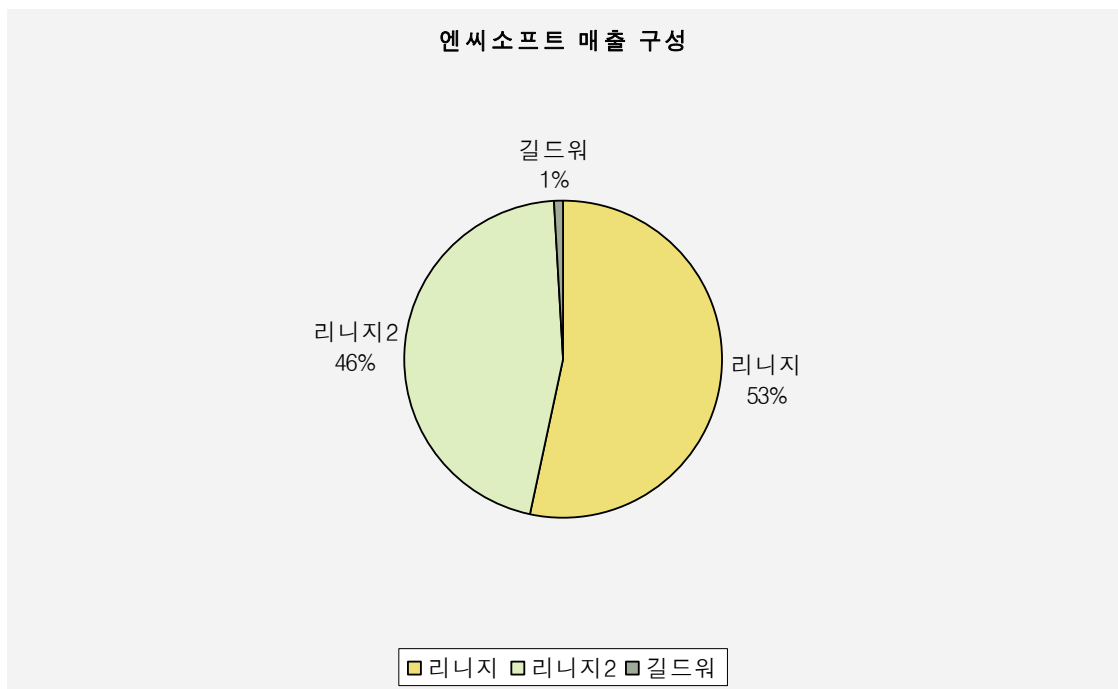
첫째, 월정액/종량제의 수익모형을 채택하였지만, 다양한 과금 및 지불 체계로 게임 사용자 선택의 폭을 넓혔기 때문에 게임 유료화가 순조롭게 진행되었다는 점이다.

둘째, 게임 측면에서는 ‘리니지’ 라는 대히트 게임을 보유하고 있어 국내 1위의 브랜드 인지도를 가져갈 수 있었고, 연이어 출시한 ‘리니지2’ 역시 경쟁력 있는 제품으로써

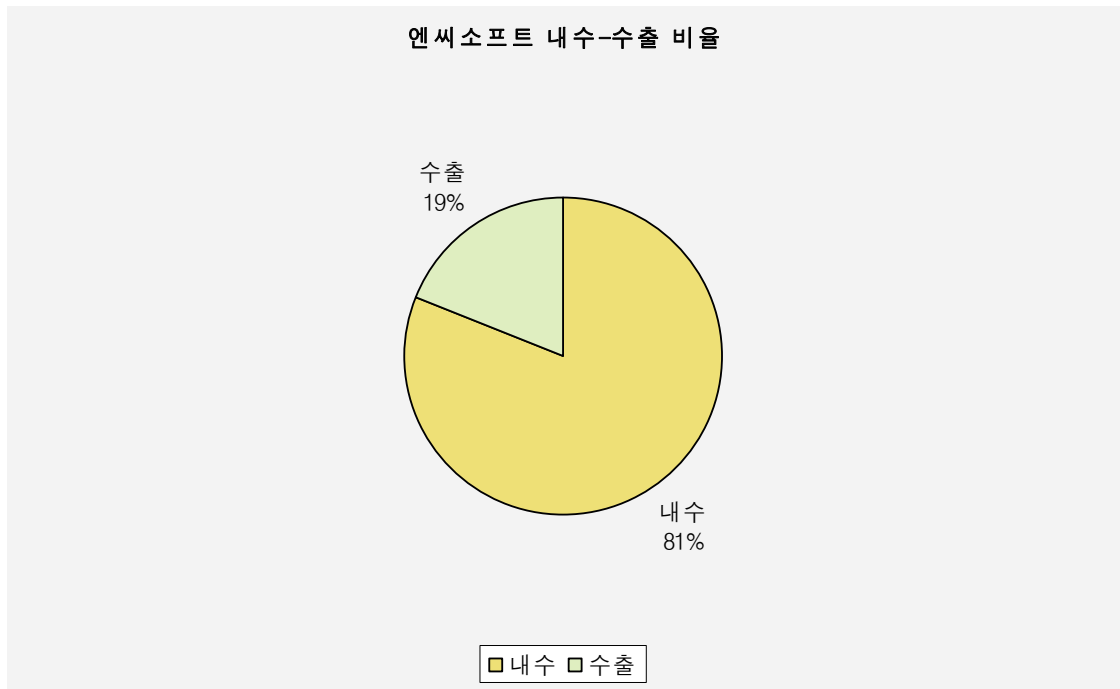
팔목할 만한 성과를 달성해 주었기 때문이다

셋째, 서비스측면에서 볼 때 가장 중요한 것은 게임 사용자들이 Lack(끊김 현상)과 같은 불편함을 느끼지 않게끔 ‘서버를 얼마나 효율적으로 운용하는 가’ 이다. 이 회사는 데이터베이스, NPC(Non-Player Character), 사용자 운영 등 3가지의 다른 기능성 메인 서버 구조를 가지고 있고, 다양한 언어 지원, 자동 업데이트 등 클라이언트 서버 구조를 가지고 있어 서버 기술력이 뛰어났기 때문에 수익모델 정립과 성공이 가능했다고 분석된다.

### 1.3. 매출 구성



자료 : NCSOFT



자료 : NCsoft

엔씨소프트는 현재 리니지, 리니지2 제품의 매출 구성이 전체의 99%를 차지하고 있을만큼 그 비중이 높다. 수출 비율은 꾸준히 늘고 있으며 현재 19%정도의 비율을 차지한다.

2. 산업 분석

2.1. 시장성장성

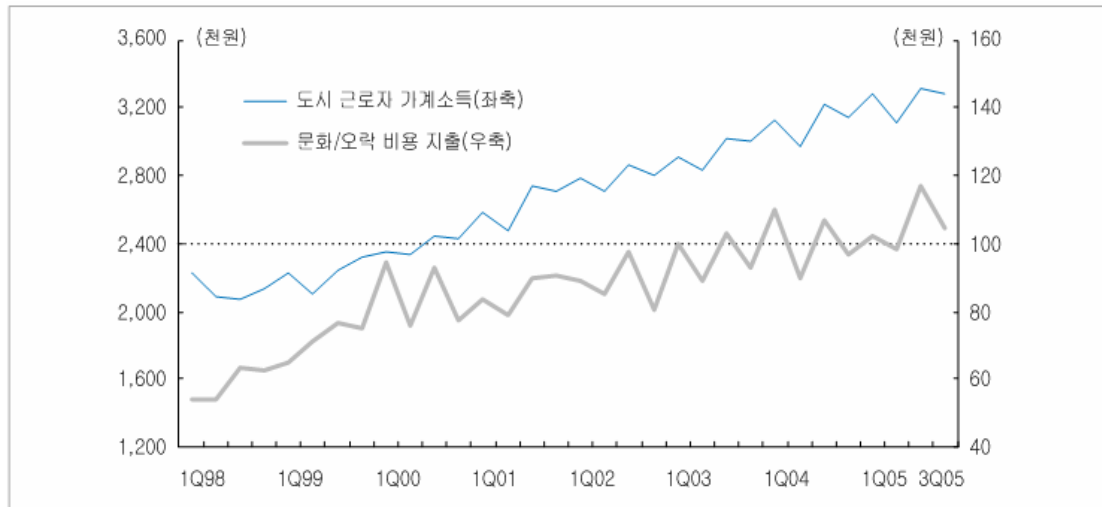
2.1.1. 국내

가) 수요면에서의 성장 여력

국내 게임 시장의 수요가 이미 포화 단계에 들어섰다는 의견이 있지만 우리는 다음 같은 이유로 국내 게임 시장이 아직 성장여력을 찾을 수 있다고 판단한다.

첫번째로 가계 소득의 증가에 따른 문화 / 오락비용의 지출증가를 들 수 있다. 아래 그래프를 확인해보면, 문화/오락비용 지출은 가계소득 증가에 따라 지속적으로 증가하고 있으며 2005년에는 월 10만원을 넘어섰다. 1인당 국민 총생산의 지표인 GNI가 2000년 기준으로 05년 16,291달러로 2000년 이후 지속적으로 증가하고 있고 1인당 GDP 또한 꾸준히 성장 가능하다는 경제 통계 자료를 참고해 볼 때 가계의 문화 / 오락 부분에 대한 지속적인 지출증가를 예상할 수 있다. 이는 게임 산업의 수요에 긍정적인 요소로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

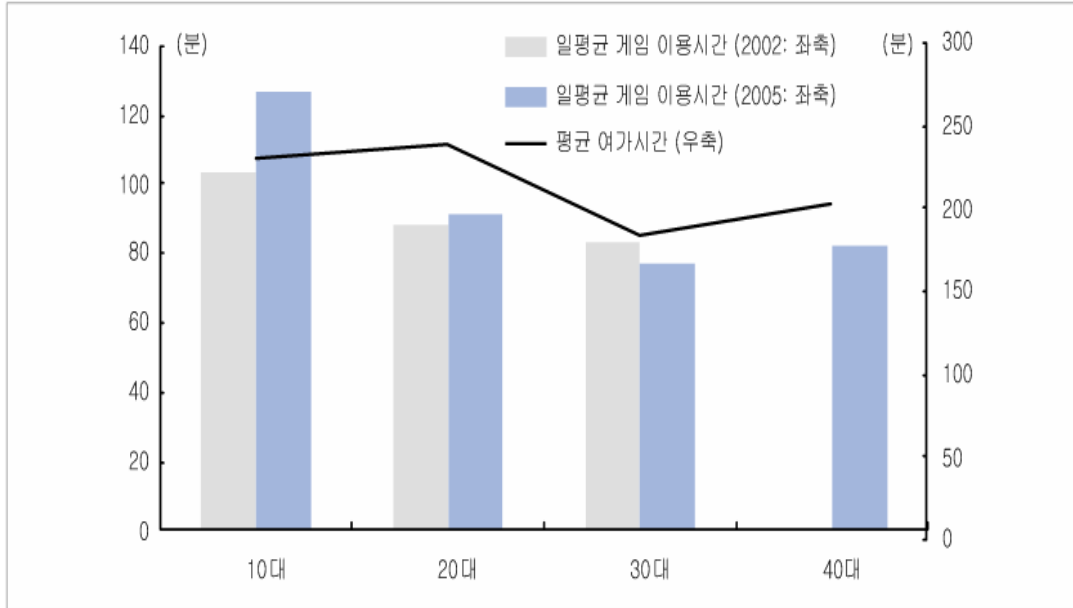
<표> 도시 가계의 소득 증가에 따른 문화/오락 비용 지출



자료 : 교보증권

두번째로 게임에 대한 몰입도가 높은 세대의 성장은 게임 산업의 수요 증가에 기여할 것으로 판단한다. 아래 그래프를 보면 게임 연령대의 주축을 이루는 10대와 20대의 게임이용 시간이 증가한 것을 알 수 있는데 10대의 게임 이용 시간은 2002년과 비교해서 30분, 약 22% 가량 증가했고, 20대 또한 2002년과 비교해 3%가량 증가하였다. 일평균 여가시간에서 게임 이용 시간의 비중이 증가한 것 또한 장기적으로 온라인 게임 수요증 확대에 직접적이 요인이 될 수 있을 것으로 보인다.

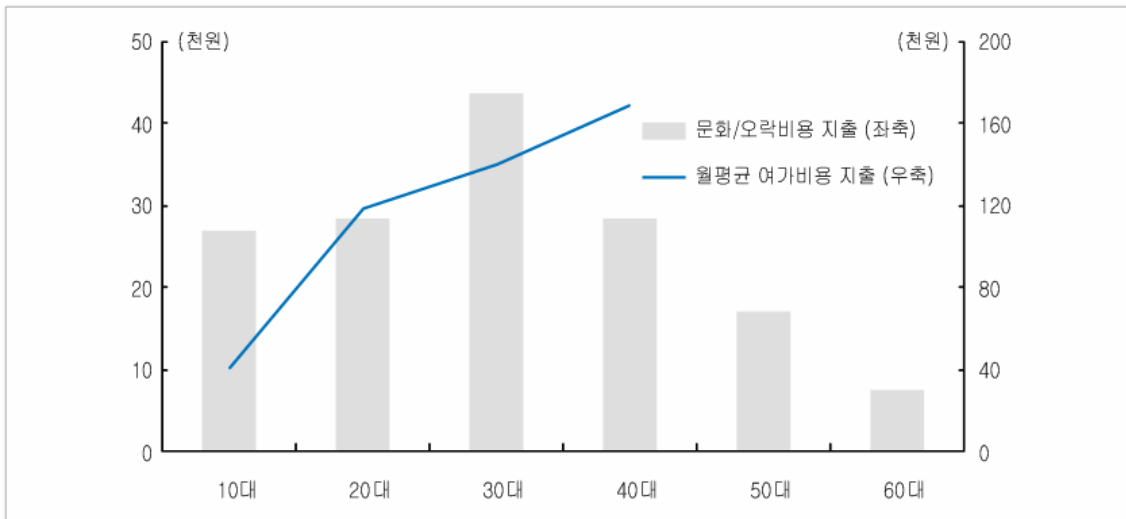
〈표〉 전체 여가시간과 연령별 일평균 게임 이용 시간



자료 : 한국 게임 산업 개발원

세번째로 30대의 높은 문화 / 오락 비용 지출금액을 들 수 있다. 문화 오락비용은 20대 23,800원에서 30대 43,700원으로 증가하는데 이는 20대보다 30대가 경제적으로 안정된 생활을 누리기에 문이라고 생각된다. 온라인 게임에 익숙한 지금의 10대와 20대가 경제적 안정을 이루는 나이가 된다면 게임에의 지출은 더욱 커질 것으로 보이며 이는 장기적으로 볼 때 게임산업의 성장을 예견해 볼 수 있는 부분이다.

〈표〉 연령별 문화 / 오락비용 지출 성향



자료 : 한국 게임 산업 개발원

나) 산업 흐름 측면에서의 성장성

국내 게임시장의 경우 2005년 기준으로 온라인 게임 시장의 점유율이 전체 시장의 63%에 달하고 있으며, 아케이드, 비디오 게임 시장은 32%에 그치고 있다.

온라인 게임의 경우 기업간 경쟁의 심화로 비롯된 PC방 서비스 가격 인하와 무료게임 확산, 비디오 네트워크 게임의 본격 유통과 인기 타이틀 공략, 비디오 게임방 확산에 따른 온라인 게임 이용자 이동 가능성, 중국의 성장과 시장 견제, 아이템 거래 및 온라인게임 문화에 대한 부정적 인식, 등급분류 강화와 이중심의 문제 등 시장규모를 위축 시킬 여지를 가지고 있다. 그러나 게임포털 서비스의 급격한 성장세와 온라인 게임 서비스 형태의 다양화, 여성 및 장년층으로의 이용층 확대 및 다변화, 타겟 시장을 통한 개발 장르의 다양화 추세, 3D 대작의 지속적인 등장과 유료화 성공, 해외진출 게임의 유료화 수입 증대, 일본 온라인게임 시장으로의 본격 진출, 동남아 등지로의 해외진출 확대, 미국 및 유럽시장으로의 진출 가능성으로 인해 국내 온라인게임의 시장규모가 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

2.1.2. 국외

현재 세계 게임 시장은 아케이드 게임 및 비디오 게임 시장이 전체 게임 시장의 약 83%를 점유하고 있으며 온라인 게임의 경우 약 8% 수준의 미미한 시장 점유율을 나타내고 있다. 그러나 최근 급상승하고 있는 초고속 인터넷 보급률, 온라인 환경 개선에 따른 커뮤니티 기반의 온라인 콘텐츠 수요 증가, 게임 사용자 기반과 연령 폭 확대에 따라 시장 성장이 진행되고 있어 최근 아시아 지역을 시작으로 북미, 유럽 온라인 게임 시장이 급속도로 성장하고 있다.

2006년 세계 온라인게임 시장은 2005년 대비 35% 성장할 것으로 보이며 2007년에도 27% 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 비교적 온라인 인프라가 아시아권 대비 취약했던 북미, 유럽 신규시장의 성장률이 세계 평균을 크게 상회할 것으로 예상되며 규모 측면에서도 아시아 시장규모에 빠르게 다가설 것으로 예상된다.

〈표〉 세계 온라인 게임시장 성장 추이

(단위 : 만 달러)

구 분	2004	2005	2006 (추정)	2007 (추정)
금 액	3,358	4,683	6,342	8,063
성장률 (%)	57.9	39.5	35.4	27.1

자료 : 2005 대한민국 게임백서



〈표〉 세계 게임 시장 현황 및 전망

(백만달러)		2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
아케이드게임	금액	28,466	29,460	30,697	32,452	33,911	35,847
	성장률 (%)	-	3.5	4.2	5.7	4.5	5.7
PC게임	금액	3,815	3,786	3,520	3,386	3,236	3,150
	성장률 (%)	-	(0.8)	(7.0)	(3.8)	(4.4)	(2.7)
비디오게임	금액	21,500	19,378	17,078	17,706	21,424	24,414
	성장률 (%)	-	(9.9)	(11.9)	3.7	21.0	14.0
온라인게임	금액	1,135	2,126	3,358	4,683	6,342	8,063
	성장률 (%)	-	87.3	57.9	39.5	35.4	27.1
모바일게임	금액	573	963	1,504	2,249	3,192	4,209
	성장률 (%)	-	68.1	56.2	49.5	41.9	31.9
총계	금액	55,489	55,713	56,157	60,476	68,105	75,683
	성장률 (%)	-	0.4	0.8	7.7	12.6	11.1

자료 : 2005 대한민국 게임백서

## 2.2. 매출특성 (수익성)

### 2.2.1. 수익구조

소프트웨어의 판매로 수익이 발생하는 PC게임과 달리 온라인게임은 사용자에게 게임의 사용에 따른 비용을 부과하여 수익이 발생한다. 즉, 게임서비스 제공기업들이 자체 서버를 보유하고 요금지불사용자의 IP에 대해 서버사용권을 제공하여 줌으로써 수익을 발생시키는 것으로 물리적 유통인프라를 필요치 않기 때문에 수익률이 50-70%에 달한다. 이로 인해 온라인 게임은 게임의 매력도에 따라 지속적인 수익이 가능하다는 특징을 지니고 있다. 그러나, 온라인게임은 온라인 상에서 거래가 이루어짐으로써 결제의 안정성에 문제가 발생할 소지가 있다. 이러한 문제로 기업들의 수익은 매출액의 50-80%를 IP가 공개된 PC방에 치중되어 있었는데 최근에는 여러가지 이유로 PC방의 비중이 크게 줄어드는 현상을 보인다. (매출 구조의 변화에서 다시 언급하도록 한다)

온라인게임의 이용자가 증가하고 이용량이 증가함에 따라 서비스 품질을 높이기 위해 서버를 증설하고 관리해야 하는데 서버 증설에 따른 부담은 온라인게임의 수익 모델의 주류를 변동시키는 동인으로 작용하고 있다. 가령 광고모델을 채택했던 인터넷 게임들은 광고수익이 서버운영비를 충당할 만큼 크지 못하기 때문에 점차 유료모델로 전환하려는 움직임을 보이고 있고, 다른 온라인게임들도 게임 패키지를 판매하고 무료로 네트워크 플레이 서비스를 제공하던 경향에서 게임패키지를 판매하거나 무상으로 제공하고 네트워크 플레이에 이용요금을 부과하는 경향으로 전환하고 있다.

가) 국내 시장의 수익구조

매출유형	품 목	판매경로
개인이용료 수익	개인정액제	온라인
	개인종량제	
	개인라이선스	
	시간쿠폰제	
PC방 이용료 수익	IP 이용료	본사영업조직, 지역총판조직
정보수익제공	종량제, 모바일	온라인

▶ 참고 : 국내 시장 과금 종류

- 개인

- a) 개인정액제 : 개인이 월별 일정금액을 지불하고 개월 단위로 사용시간과 상관없이 이용할 수 있는 상품, 수익 안정적
- b) 개인종량제 : 분당 일정금액을 지불하면서 이용하는 상품, 수익 불안정
- c) 개인 라이선스 : 개인이 일정 금액을 지불하고 사용시간과 상관없이 이용할 수 있는 상품.
- d) 시간쿠폰제 : 사용시간에 따라 부과되는 요금 (1분당 소비자 가격을 기준으로 시간단위로 판매), PC방 및 PC 통신사들을 통해 제공되는 서비스

- PC방

- a) 선불정액제 : IP당 일정 금액을 설정하고 가입 IP에 따라 차등적으로 할인율을 적용
- b) 선불종량제 : 사용시간에 따라 분당 일정 금액을 사용료로 부과하는 서비스

나) 해외 시장의 수익구조

매출유형	품 목	판매경로
개인이용료 수익	개인선불정액	소매점 및 온라인
타임쿠폰제	타임쿠폰	편의점 및 소매점
BOX 판매	BOX	소매점

▶ 참고 : 해외 시장 과금 종류

- a) 개인정액제 - 개인이 월별 일정금액을 지불하고 개월 단위로 사용시간과 상관없이 이용할 수 있는 상품
- b) 타임쿠폰 - 사용시간에 따라 부과되는 요금
- c) BOX - 소매점에서 BOX판매로 인해 벌어들이는 수익

2.2.2. 매출구조의 변화

온라인게임 시장에서 전통적 판매 루트로 자리잡아 왔던 PC방의 비율이 초창기의 1/4로 줄어들었다. 초기 국내 온라인 게임 시장이 형성됐을 당시만해도 약 80% 이상을 차지하던 PC방 매출액이 매년 감소하면서 국내 주요 온라인 게임 업체들의 매출액 대비 차지하는 비율이 1/4 수준으로 떨어졌다. 이는 국내 온라인 게임이 개인사용자의 비중을 높이는 방향으로 전환됐고, 특히 2005년부터는 국내 온라인 게임이 캐주얼장르 게임들의 영향으로 월정액보다는 부분 유료화 방식으로 전환되었기 때문이다. 또한 PC방 유료화 정책이 변경되면서 통합 또는 프리미엄 서비스 등으로 전환되었고 퍼블리싱, 게임포탈 내 웹 사업부분, 해외수출 및 캐릭터 완구 등 다각적인 수입모델을 강구하면서 PC방에 대한 의존도가 줄어들고 있는 것으로 보인다.

〈표〉 국내 온라인게임 업체 PC방 비중

업체명	총매출액	PC방 비중
엔씨소프트	3833 억원	27.7%
넥슨	2177 억원	25%
웹젠	290 억원	22.4%
엠게임	361 억원	15%
엑토즈소프트	300 억원	2.7%

자료 : SMIC Research Team 3

2.3. USER의 특성

국내 온라인 게임 시장의 USER는 MMORPG(Massively Murti-Player Online Role Playing Game) 등 hard-core게임을 중심으로 높은 몰입도를 요구하는 매시브 유저와 카드게임 등 낮은 몰입도를 요구하는 라이트 유저로 양분되어 있다고 해도 과언이 아니다. 매시브 유저는 많은 시간을 게임에 투자해야만 소기의 성과를 달성할 수 있는 게임에 몰두하는 사용자를 말하고 라이트 유저는 적은 시간을 게임에 투자하는 사용자를 말한다. 게임산업은 시장의 파이가 성장하는 시기에는 유사한 장르의 서비스라고 하더라도 당분간 유저가 충돌하지 않는다는 특징이 있다.

2.4. 마이클 포터의 5-Forces 모형

A. 구매자 협상력

인터넷이 비즈니스 모델에 끼치는 일반적인 영향과 마찬가지로, 온라인을 기반으로 한 게임 산업에서의 구매자 협상력 역시 증가된다. 이러한 구체적인 예로써 산업 내 수익 원천의 대부분이 구매자에게서 비롯되며, 전통적인 게임 산업과 달리 소비자 간의 커뮤니케이션과 상호작용이 매우 중요한 역할을 담당하는 것을 들 수 있다.

#### B. 공급자 협상력

인터넷 비즈니스 모델의 경우 공급자 협상력이 감소되는 것이 일반적이지만, 온라인 게임 산업의 경우 이와 반대로 공급자인 게임 개발자의 협상력이 증대되고 있다. 그 이유는 독창적이고 소비자를 끌어들이 수 있는 게임 소프트웨어의 보급만으로도 보완적 자산 확보의 주요 요인이 될 수 있으며, 게임 콘텐츠의 질적 요소가 서비스의 전반적인 만족도에 미치는 영향이 매우 높기 때문이다.

#### C. 산업 진입 장벽

일반적인 인터넷 비즈니스 모델의 속성에 따라, 진입 장벽은 매우 낮다. 독자적인 게임의 개발을 통해 신규업체의 경우라도 쉽게 소비자를 유혹할 수 있으며, 또한 게임 개발 능력이 부족하더라도 자원이 풍부하다면 게임 보급업체로서 게임 개발자를 확보하는 것이 가능하기 때문이다.

#### D. 대체재의 위협

온라인 게임을 ‘PC를 이용하여 인터넷을 통한 게임’ 이라고 정의할 때, 대체재로서 가정용 콘솔게임기(PS2, PS3 등)와 휴대용 게임기(PSP 등)를 들 수 있다. 그러나 온라인 게임의 가장 큰 특성중 하나인 네트워크 기능에 있어 대체재 서비스의 경우 매우 부족한 것이 현실이다. 따라서 현재 상황에서 대체재의 위협은 낮은 편이지만, 앞으로 이러한 대체재의 네트워크 기능의 향상 가능성이 매우 높으므로, 장기적 관점에서 볼 때 점점 높아질 것이라는 전망이다.

#### E. 산업 내 경쟁구도

인터넷의 속성과 위에서 설명한 진입 장벽이 낮은 것을 이유로, 현재 산업 내 경쟁구도는 매우 치열하다. 그러나 현재 너무 많은 업체가 경쟁에 뛰어들고 있는 것이 사실이며, 장기적 관점에서 볼 때 보완적 자산을 확보하지 못한 많은 업체는 사라지거나 인수 합병됨으로써 다수 소비자를 매혹시키는 진정한 승자는 점차 줄어들 것이라 생각된다.

### 3. 투자 포인트

#### 3.1. 인력 수준의 우위

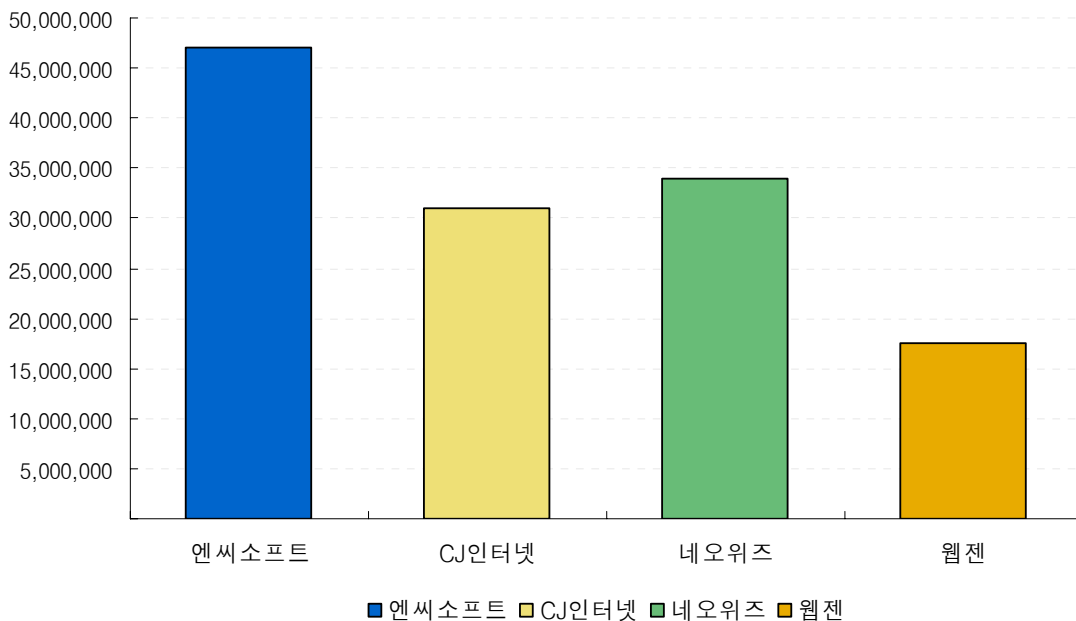
##### 엔씨소프트의 인재 욕심

게임 산업은 원자재를 사용하지 않는 순수한 인재중심 산업이자 다양한 분야를 아우르는 창조 산업이기 때문 게임 업체에 있어 인력 수준의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다. 게임이 성공하느냐 실패하느냐는 어떤 개발진이 참여하였느냐에 따라 좌우된다고 하여도 과언이 아닌 것이다.

업계에서 오랜 시간 독보적인 1위 자리를 고수한 엔씨소프트는 이미 게임 업체 그 이상의 위상을 가지고 있는 것이 사실이다. 이미 대기업에 버금가는 정도의 취업을 선호하는 기업이 되었으며, 특히 게임 개발자에게 있어서는 엔씨소프트에 입사하는 것은 하나의 성공으로 여겨지는 일이 되었다.

엔씨소프트의 뛰어난 개발 인력에 대한 욕심은 업계에서 유명하다. 소위 잘나가는 개발자들을 완벽한 개발 환경, 높은 연봉 수준, 복지 수준, 자부심을 가지게 하는 네임 밸류 등의 유리한 조건을 앞세워 스카우트에 열중한다.

게임 업체 연봉 수준



자료 : 페이오픈, 2004

이렇듯 지나치리만치 강한 엔씨소프트의 인재 욕심은, 다른 경쟁회사의 발전을 막겠다는 1위 업체로서의 공격적인 움직임으로 받아들일 수도 있다.

### 글로벌 확장 중인 엔씨소프트의 인재 POOL

엔씨소프트가 리니지로 국내에서 독보적인 매출 성과를 달성하고 있을 때, 한편으로 미국에서 리처드 개리엇 형제를 시가로 수백억에 달하는 6% 대의 지분을 주고 영입했다. 얼핏 이해가 가지 않을 정도의 투자였지만, 이는 결과적으로 미국에서 엔씨소프트가 인지도를 확보하는데 결정적인 역할을 하게 되었다.



**리처드 개리엇(Richard Garriott)**

- 1961년 영국 출생
- 1982년 오리진시스템 설립.
- GDC(美게임개발자협회) 평생공로상 수상, 명예의 전당 헌액.
- 세계 3대 RPG게임으로 꼽히는 울티마 시리즈를 개발.
- 오늘날 MMORPG의 원형을 창조했다는 평가를 받는 거목.
- 별칭, Game God (게임의 신)

현재 리처드 개리엇이 개발중인 타볼라라사는 전세계 게임 마니아들이 출시를 가장 기다리고 있는 기대작 중 하나로 꼽힌다.

최근에는 블리자드 출신의 인력을 대규모로 스카우트 하여, 국내 뿐만 아니라 해외에서도 엄청난 논란거리가 되었다. 엔씨소프트가 블리자드의 스태프들을 훔쳤다(NCSoft kidnaps Blizzard's Staff)라는 기사가 나올 정도로 공격적인 스카우트를 펼쳤기 때문인데, 블리자드 출신의 개발자가 어떠한 네임 밸류를 가지는지 어째서 이러한 이슈거리가 되는가. 블리자드는 컴퓨터 게임 산업에서 가장 유명하고 가장 높은 평가를 받고 있는 개발사 중 하나로, 워크래프트 시리즈, 디아블로 시리즈, 스타크래프트 시리즈, 월드오브워크래프트(WOW)를 개발한, 출시작마다 수백만장을 판매하는 게임 개발사이다. 게임 관련 각종 상을 휩쓸며, 전세계 게이머들로부터 폭발적인 반응을 몰고다니는 블리자드는 특히 한국에서 더욱 강한 영향력을 보이는데 스타크래프트는 무려 우리나라 인구의 1/10 가량에 해당하는 400만장이 판매되는 기록을 세우기도 하였다.

〈그림〉 블리자드사의 스타크래프트, 월드오브워크래프트(WOW)



뿐만 아니라, 이미 이전부터 블리자드 출신의 개발자로 꾸려진 Arenanet을 인수하여(2002년) 현지 개발자를 통한 현지 개발을 진행하였고, 이는 북미, 유럽시장에서 크게 성공한 길드워를 배출해내는 성과를 거두었다. 또한 개발자 그룹의 HUB역할을 하는 리처드 개리엇을 통하여, 시티오브히어로, 시티오브빌런을 발굴하여 퍼블리싱하였다. 이 게임 역시 길드워 못지 않은 성공을 거둔바 있다.

이처럼 인력 확보로부터 시작한 엔씨소프트의 북미, 유럽시장 공략은 이제 서서히 그 투자의 결실을 보고 있다. 해외 시장을 공략하려면, 그 시장을 주도하는 핵심 인물을 영입한다는 전략은, 게임과 같이 무형의 가치가 중요한 분야에서는 매우 효율적인 방법으로 여겨진다. 현지의 게이머에게 '한국이란 작은 나라의 엔씨소프트에서 만든 게임' 이 아닌, 자신이 열광하는 '리처드 개리엇이라는 개발자가 만든 게임' 으로 다가가기 때문이다.

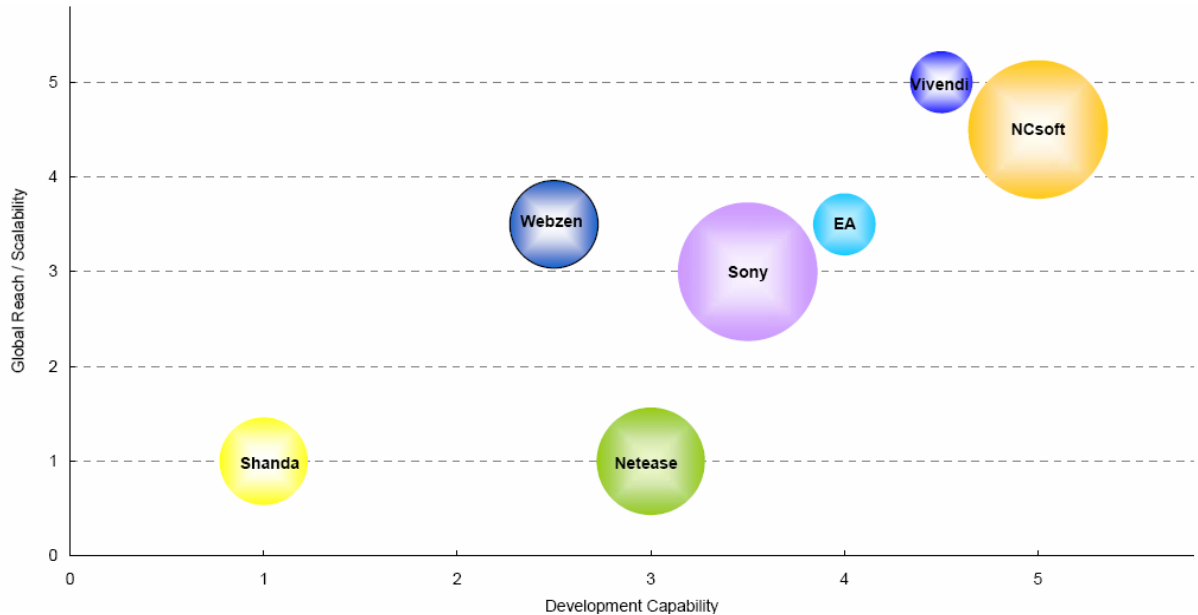
**차이는 더욱 벌어질 것이다**

엔씨소프트 내의 순수 게임 개발팀만도 20여개가 넘어가며, 개발중인 게임 프로젝트만도 10여개 이상이 진행중이다. 업계 최고의 베테랑으로 구성된 개발 조직은, 탄탄한 노하우와 정형화된 개발 파이프라인을 통하여 질 좋은 게임을 개발하기에 최적의 조건을 갖추고 있다. 한해에도 수백개 가량의 게임이 쏟아져 나오리란 앞으로의 예상 속에서, 이러한 조건을 갖추고 있다는 것은 다른 어떤 부분보다도 독보적인 엔씨소프트만의 장점이라고 하겠다. 특히 여러 경쟁사들이 앞다투어, 넓은 시장인 해외로 눈을 돌리고 있을 때, 가장 큰 시장인 북미, 유럽시장의 가능성을 보고, 현지 핵심 인력을 확보한 엔씨소프트의 한발 앞선 행보는 앞으로 시장 점유율을 높여가는 데 있어 급격한 상승 곡선을 그리는 데 결정적인 요인으로 작용할 것이라고 생각된다.

### 3.2. 글로벌 엔씨소프트

점점 포화 상태를 향해 달려가는 국내 게임 시장만에 안주하지 않고 엔씨소프트는 꾸준히 글로벌 기업으로써 한단계 발전하기 위해 끊임없이 여러 노력을 기울여왔다. 그 노력이 이제 곧 결실을 맺을 단계가 가까워 오고 있다.

〈표〉 세계 게임사 개발력 및 글로벌 확장가능성 비교



자료 : Morgan Stanley

#### 가장 큰 규모인 북미 시장을 중심으로..

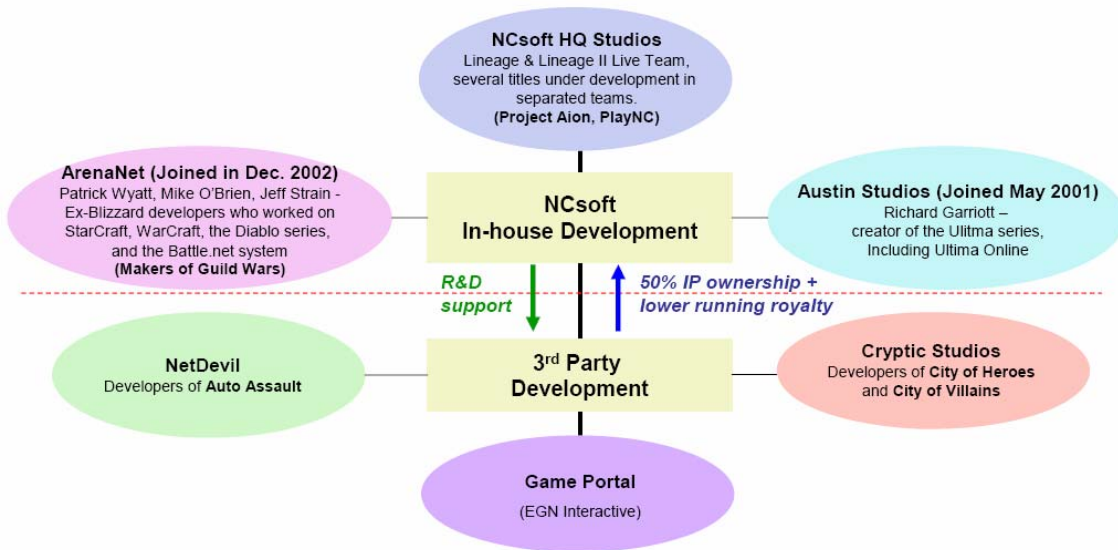
북미 시장은 그 규모로 보았을 때 게임 기업이라면 절대 놓칠 수 없는 중요한 시장이다. 온라인 게임이 성공적으로 정착할 수 있는 두 가지 조건, 즉 원만한 서비스를 위한 broadband 환경과 무형의 콘텐츠에 기꺼이 지출할 수 있는 소득수준을 모두 갖추고 있기 때문이다. 비록 현재의 미국의 게임 시장은 콘솔을 중심으로 한 비디오 게임이 널리 퍼져 있고, 온라인 게임이 차지하는 비중은 2005년 6%로 비디오 게임이나 아케이드에 비해 미미한 수준이지만, 게임의 온라인화가 전세계적인 추세가 되었고, 미국 내의 온라인 게임에 대한 투자 및 수요 확대가 계속적으로 이어지고 있어 2007년에는 약 11%까지 비중이 증가할 것으로 예상된다. 따라서 엔씨소프트가 지속적으로 성장하기 위해서는 세계에서 가장 큰 북미시장의 유저를 잡는 것이 필수적이다.

그간 엔씨소프트는 미국 시장에서 성공하기 위해 많은 노력을 기울여 왔다. 아시아와 미국 게임 유저의 상이한 선호로 미국에서의 리니지의 성과가 아시아 지역보다 못한 것을 파악하고, 미국 내 스튜디오에서 본토 시장을 겨냥한 게임을 만들어 흥행에 성공했는데, 이것이 '길드워' 와 '시티 오브 히어로' 이다. 이는 미국 유저와 아시아 유저의 게임



선호에 차이가 있다는 것을 파악하고 현지에서 북미시장 진출을 위해 만든 게임이다. 즉 철저한 현지화를 통하여 현지인 취향의 게임을 개발했다는 것이다. 실제로 미국 내에서의 입지를 넓히고 현지에 맞춘 게임을 개발하기 위하여 미국 법인 NC Interactive를 설립하고 Arenanet를 인수하는 등의 노력을 기울였고 최근에는 미국 LA 오렌지카운티에 엔씨오씨 개발 스튜디오를 설립하였다.

〈그림〉 엔씨소프트 해외 개발사 현황



자료 : Morgan Stanley

그 결과, 엔씨소프트는 2004년 “City of Heroes”, “리니지2” 등의 서비스에 이어 2005년에는 “길드워”의 성공적인 판매에 힘입어 미국시장에서의 시장 지배력을 점차 확대해 나아가고 있다. 실제로 엔씨소프트의 2005년 북미지역 순 매출은 688억원으로 연결 매출 비중 기준으로 국내(2,218억원, 65%)에 이어 두 번째(20%)로 큰 매출처가 되었다. 엔씨소프트의 주요 미국 법인인 NC Interactive의 경우 2005년 매출이 2004년 대비 51% 성장하였으며, ArenaNet은 길드워의 흥행성공으로 2005년 새롭게 106억원의 매출을 기록하였다. 2006년에도 미국 LA 오렌지카운티에 설립한 엔씨오씨 개발 스튜디오에서 자사의 길드워를 능가하는 신규 게임 개발에 착수하는 등 미국시장 공략을 강화하고 있으며, 2분기 ‘길드워 Chapter2’, ‘오토어썰트 (Auto Assault)’, 4분기 ‘타블라라사 (Tabula Rasa)’, ‘길드워 Chapter3’가 런칭될 예정이기 때문에 하반기부터 본격적인 해외 모멘텀이 기대되는 상황이다.

3.3. 이슈 및 성장성 예측

5월 10일 개막하는 E3 게임쇼

E3 (Electronic Entertainment Expo)는 매년 1회 미국 로스엔젤레스에서 개최되는

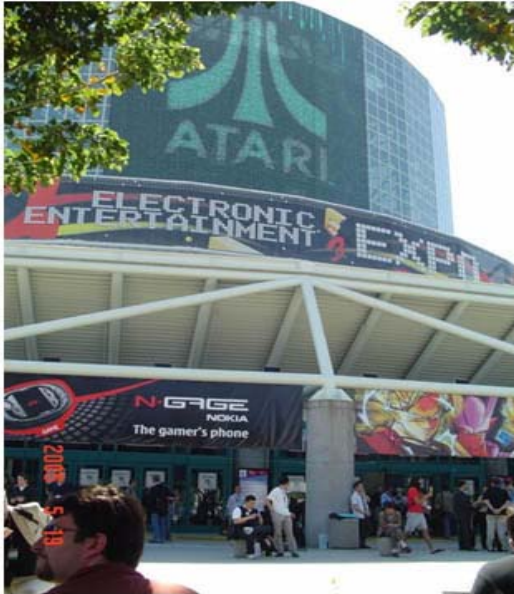
세계적으로 가장 권위있는 게임전시회로서 전세계 500개 이상의 게임관련 업체가 참가해 열띤 홍보전을 치르는 행사이다. ‘세계 게임산업의 트렌드와 비전을 제대로 파악하기 위해 참가는 필수적’이라는 말이 있을 만큼 권위 있는 게임전시회 E3(Electronic Entertainment Expo)는 2006년 5월 10일부터 사흘 동안 개최된다. 국내 게임 업체들에게는 국내게임업계의 이익을 극대화하고 국제 비즈니스 기반을 조성하는 최고의 기회로 올해는 엔씨소프트를 비롯한 16개의 국내 기업이 E3에 참가한다.

지난 해 E3 직후 엔씨소프트를 비롯한 국내 게임 업체들의 활발한 해외진출이 이루어졌다. 온라인 게임에서의 한류 열풍은 E3에 참가한 한국업체들의 비즈니스 성과에서 확인할 수 있다. 2005년 E3 전후의 한국 기업 수출계약액과 상담액을 살펴보면 한국 공동관을 통해 E3에 참가했던 국내 17개 게임사들은 수출계약액 941만 달러, 상담액 총 7000만달러로 전년도인 2004년과 비교해 계약체결액과 상담액이 각각 102%, 25% 증가하였다.

지난해보다 더 해외투자에 눈을 돌린 한국 게임업체들, 세계 온라인 시장의 성장, 그리고 E3를 통해 선보일 질 높은 새로운 게임을 근거로 2006년을 예측해볼 때 온라인 게임의 선두주자인 한국 게임 업체의 해외진출은 더욱 가속화될 것으로 보인다. 이러한 근거를 바탕으로 2006년 한국 업체들의 예상 수출계약액을 1268만 달러로 제시한다. (2005년의 금액(세계) 4683만 달러에서의 수출계약액 비중 20%를 35.4% 증가한 2006년 (추정) 6342만 달러에 적용)

2001년 E3 참가를 통해 본격적으로 북미 시장에 진출한 엔씨소프트는 작년에 이어 대규모 단독 부스를 설치해 참여한다. 이번행사에서 엔씨소프트가 선보일 게임은 총 6개로 아이온과 던전러너, 타블라라사, 길드워챗터2, 오토어썰트, 엑스틸이다. 대작 게임 “아이언” 과 “타블라 라사” 의 시장 출하시기가 올해 말과 내년 초여서 2006년 실적에는 기여하지 못할 것으로 판단되지만 이들 게임에 대한 기대, 특히 리차드 게리엇이 제작중인 타블라 라사의 북미시장에서의 기대가 대단하다는 점을 감안할 때 해외에서 장기적 실적 향상이 예상된다. 단기적으로는 2분기에 상용화되는 “길드 워 챗터 2” 의 해외시장 매출 증가가 예상되는데 전작이 2005년에 127만개가 팔렸음을 감안했을 때 E3 이후에 북미, 유럽에서 판매 성과가 예상된다.

〈그림〉 2005년 E3 전시장과 NCsoft 부스



자료 : 게임조선

**길드워 챗터2 전세계 동시 발매**

길드워는 기존 MMORPG와의 차별성과 뛰어난 작품성으로 인해, 지난해 미국과 유럽지역 사용자들에게 폭발적인 반응을 얻은 바 있다. 실제로 각종 웹진에서 이달의 온라인게임을 휩쓸었고, 게임계의 아카데미 시상식이라 할수 있는 SIAA에서 ‘올해의 게임’ 으로 뽑힌 검증된 명작이다. 판매량에 있어서도 출시 후 패키지 게임 판매 순위 1위를 차지하는 등 성공적인 결과를 내었다.

그 돌풍을 이어가고자, 2006년 4월 28일, 전작과 마찬가지로 엔씨소프트의 미국 개발사 아레나넷에서 개발한 속편격인 ‘길드워 챗터2 : 깨어진 동맹’ 을 출시했다. 발매한 지 1주일 정도 지난 시점인 지금 미국, 영국, 독일 아마존 쇼핑몰에서는 패키지 판매순위 1위를 차지하는 등 순항하고 있다.

<그림> 길드워 챗터2



국내에서 길드워는 말 그대로 실패에 가까운 성적을 남긴 바 있다. 북미의 성공, 한국에서의 실패로 절반의 성공에 그쳤던 것이다. 길드워가 국내에서 실패한 이유는 바로 높은 진입장벽과 부족한 롤플레이잉 모드, 그리고 너무 강한 서양 색채 등이다. 이번에 발매된 챗터 2는 1편에서 지적받은 이런 요소를 수정하기 위해 여러 가지 변화를 꾀했다. 먼저 튜토리얼의 강화. 게임 시작과 함께 시작하는 기초과정 훈련소는 캐릭터 조작 방법과 전투, 부활, 스킬 사용 등을 훈련과 대화를 통해 자세히 알려주고 있으며, NPC들과의 대화로 유저들이 궁금해 할만한 질문을 해결해 주고 있다. 또한 기존 유저들이 신규유저의 가이드 역할을 하는 멘토 시스템도 진입장벽을 낮추는데 많은 도움이 되고 있다. 튜토리얼의 강화와 함께 롤플레이잉 모드 역시 다양한 퀘스트와 지역이 추가되었다, 전작에 비해 퀘스트 보상은 적게는 1.5 배, 많게는 2배까지 늘어났기 때문에 유저들은 레벨업을 위해 단순사냥을 할 필요가 없어졌다. 게임 전체에 동양적인 분위기가 물씬 풍기는 것도 눈에 띈다. 이 부분 역시 한국에서의 실패를 만회하기 위한 선택으로 보인다.

그러나 이처럼 ‘웰메이드 게임’의 요소를 갖추고서도 국내 시장에서는 아직 기대와 우려가 공존하는 게임이다. 위와 같은 개선의 여지가 있기는 하지만 전편의 참패를 국내 시장에서 쉽게 극복하고 다시 유저들을 불러모을 수 있는 지는 확실히 장담할 수 없는 부분이다. 그러나 적어도 해외시장에서 만큼은 길드워 전편에 버금가거나 그 이상의 매출 실적을 달성해낼 수 있을 것이라고 판단된다.

구체적으로 길드워 챗터 2로 인한 매출 증가를 예측하여 본다. 일단, 길드워 챗터 2의 판매 실적을 길드워 전편 수준으로 잡는다. 길드워 전편의 반응이 상당히 좋았고, 차기 발매 게임 기대 순위에서 Top5 수준을 계속 유지하였으며, 현재 초반 판매가 호조를 보이고 있는 점에서 기대해 볼 수 있는 부분이다. 또한 앞으로도 6개월 간격으로 꾸준히 확장팩의 형식으로 챗터3, 챗터4 와 같이 발매할 계획이 잡혀 있다. 따라서 유저가 매월

지불하는 온라인이용료 매출 부분은 현재 수준을 계속 유지할 것이라는 예측을 할 수 있고, 6개월 간격으로 패키지 판매에 대한 수익이 발생하게 될 것이다.

길드위에서 발생한 매출은 2005년 2Q부터 2006년 1Q까지 1년동안 총 476억원이다. 첫 편이었던 관계로 챗터 2는 1년만에 발매되었지만, 길드위 시리즈가 엔씨소프트의 계획대로 1년에 2개의 확장팩 형식으로 10년간 꾸준히 지속된다는 가정하에 구체적인 수치를 계산해 본다. 밸류에이션에 반영하기 위하여 5년간의 구체적인 수치를 산출해 본다.

a) 월 이용료 부분

현재 세계 온라인 게임 시장이 연 30%정도로 성장하고 있으므로 이를 반영하여, 현재의 월 이용료 매출이 향후 3년간 30%씩, 그후 부터는 10%씩 성장할 것이라는 가정을 세운다.

b) 패키지 판매 부분

길드위 첫편의 판매량 및 매출액을 근거로 패키지 발매시 마다 250억원의 매출이 발생할 것이라고 가정한다. 따라서 연간 500억원 정도의 매출이 발생한다.

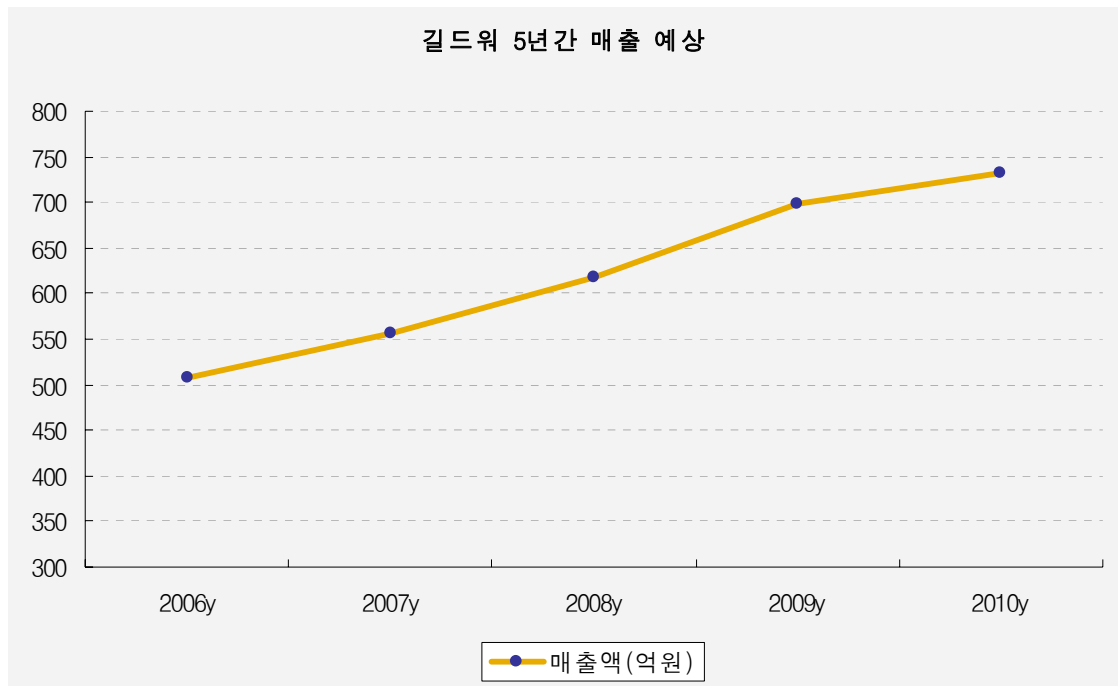
c) 종합

5년이란 기간동안을 정확히 예측하기 힘든 부분이 있고, 세계 온라인 게임 시장의 성장률이 가정보다 더욱 빨리 둔화될 가능성을 고려하여 a항목과 b항목을 더한 값에서 20%를 할인하도록 한다.

<표> 길드위 향후 5년간 매출 예상

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
패키지 판매	500	500	500	500	500
월 이용료	226	294	382	497	546
종합	726	794	882	997	1,046
할인율적용	508	556	617	698	732

자료 : SMIC Research Team 3



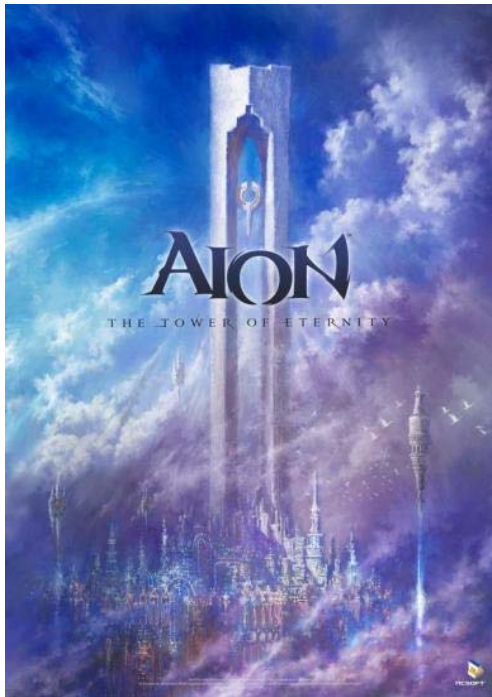
자료 : SMIC Research Team 3

**대작 MMORPG, 아이온(AION)을 발표**

아이온: 영원의 탑(Aion: The Tower of Eternity)은 엔씨의 가장 경쟁력있는 분야라고 할 수 있는 정통 MMORPG 장르의 게임이다. 리니지III 이후의 공백기를 깨고 엔씨소프트에서 처음으로 공개하는 대작 MMORPG로 게이머들의 지대한 관심을 받아왔다. 국내 스튜디오에서 개발하고 있는 아이온은 개발과정을 철저한 보안속에 진행시켜 대부분의 업계 관계자조차도 실체를 확인할 수 없었던 극비 프로젝트이다. 진화된 MMORPG, 완성형 MMORPG를 모토로 내세우며, 순수한 정통 MMORPG시장을 타겟으로한 게임이다.



〈그림〉 신규 MMORPG, 아이온



‘완성형 RPG’의 모토는 리니지 이래 끊임 없이 쏟아져 나왔던 국내 대작 MMORPG들을 향해 진짜를 보여주겠다고 말하는 듯하다. 엔씨소프트의 그간의 MMORPG에 대한 노하우를 모두 담았다는 게임으로, 그 성공을 충분히 기대할 만 하다.

아이온이 경쟁해야 할 대상은, 동사의 게임인 리니지 시리즈가 될 수 있다. 그러나 리니지, 리니지2의 사례, WOW 출시 후 사례에서 보듯, 대규모의 리니지 유저의 이탈은 없을 것으로 예상된다. 유료화된 정액제 온라인 게임의 유저 이탈 규모가 크지 않다고 가정하였을 때, 신규 대기 유저의 수요를 통해 성공적인 시장 진입이 이루어질 수 있다고 하면 주요 경쟁작은 출시를 앞두고 있는 또다른 대작 MMORPG라고 하겠다.

NHN이 아크로드에 이어 야심차게 준비한 ‘R2’, 액토즈소프트가 100억원을 투입한 ‘라제스카’ 이미 예고된 대작인 웹젠의 ‘썬’ 정도를 꺾을 수 있다.

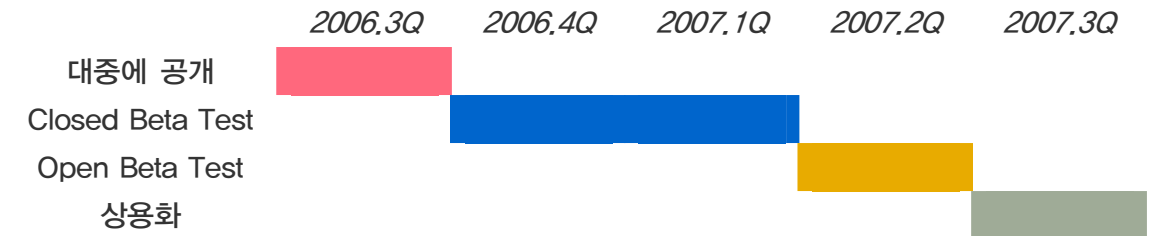
〈그림〉 아이온의 예상 경쟁작들. 왼쪽부터, R2, 썬, 라제스카



그러나 아크로드의 실패 사례에서 보듯이, NHN의 대작 MMORPG 제작 능력에는 아직 의문 부호가 생기는 것이 사실이고, 라제스카의 경우 제작사의 네임밸류가 엔씨소프트에 비하여 현저하게 낮으며, 썬은 클로즈 베타 후 유저의 반응이 생각보다 미진하다는 1차 성적표를 받아 든 상황이다. 따라서 WOW 급의 강력한 경쟁 그룹은, 아이온의 출시 시점에 존재하지 않을 것이라고 판단하고, 아이온의 성공 가능성을 높게 평가할 수 있다.

이번 E3에서 최초로 그 실체가 공개되는 만큼 기존의 다른 MMORPG의 서비스 스케줄을 모델로 보았을 때, 클로즈 베타, 오픈 베타 서비스를 거쳐 2007년 3분기 정도에는 상용화에 돌입할 것으로 예상된다.

〈표〉 아이온 서비스 일정 (예측)



자료 : SMIC Research Team 3

아이온의 상용화가 수익 창출에 있어 어느정도의 기여를 할 지에 대하여 생각해본다. 일단, 가장 근접한 모델로 리니지2를 잡도록 한다. 그 이유는, 엔씨소프트에서 투입한 개발 인력 수준 및 개발비 측면에서 리니지2 이상의 투자가 있었고, 리니지2 이후에 나오는 첫 대작 MMORPG라는 점에서 라인업 상 리니지2의 후속 성격이 강하기 때문이다. 유저들의 기대감 면에 있어서도 한국 온라인 게임의 선두인 엔씨소프트의 차기 MMORPG 라는 점이 결정적인 강점으로 작용할 것이 확실하다.

그러나, 현재 국내 MMORPG 시장이 점점 포화 단계로 향하고 있고, 기술 수준도 이전보다 많이 평준화 되어가고 있음을 반영하여 할인율을 적용, 2007년 3Q부터

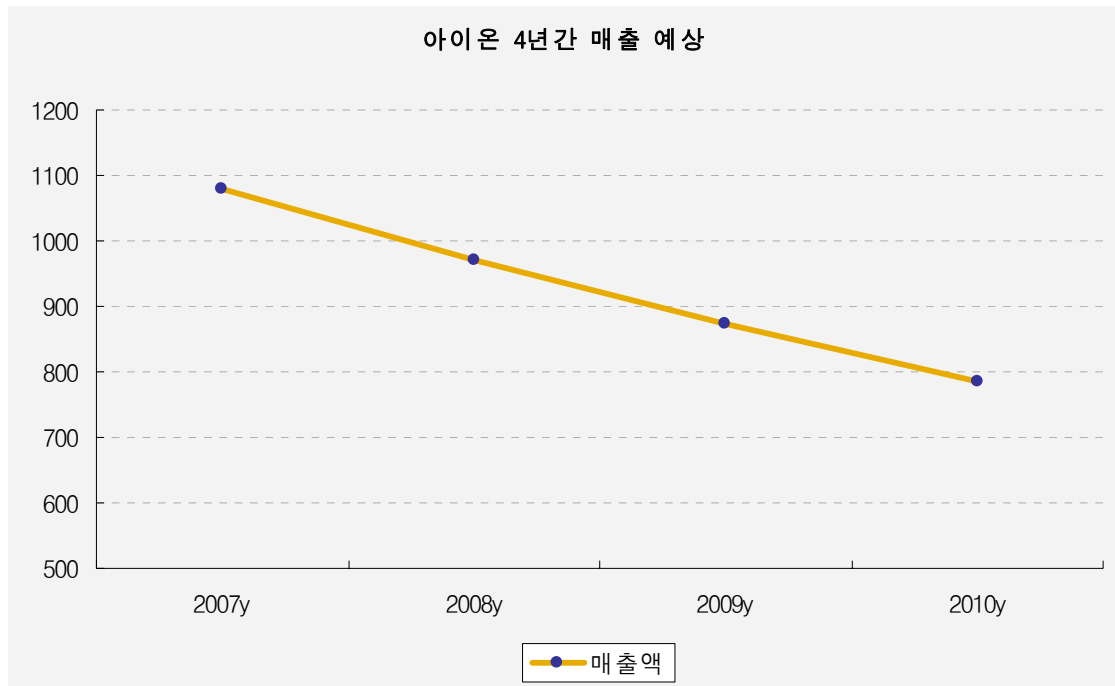


리니지2의 매출 성장 곡선의 70%정도의 수준을 형성할 것이라고 결론짓는다. 이후에는 리니지의 매출이 정점에 도달한 이후와 비슷한 수준으로 흘러갈 것이라 예상한다. 이러한 게임은 출시될 당시 최고의 매출을 보이고 그 이후에는 하락하다가 서비스 추가가 이루어질 때 다시 매출이 오르는 경향을 보인다. 따라서 그 이후에는 리니지와 비슷한 매출 곡선이 형성될 것으로 예측한다.

〈표〉 아이온 매출액 예상

	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	1,078	970	873	785

자료 : SMIC Research Team 3



자료 : SMIC Research Team 3

**드디어 공개되는 리처드개리엇의 타블라라사**

전세계 게임팬들이 가장 고대하는 게임중의 하나인 ‘Game God - 리처드 개리엇’의 타블라라사는 지난 2002년 개발 착수를 알릴 때부터 큰 관심을 몰고 다녔다. 세계 최초의 MMORPG라고 볼 수 있는 울티마 온라인을 개발한 그의 행보를 통해, 그가 만들 새로운 작품의 성격이 어느정도 짐작될 수 있었던 것이 사실이다. 울티마 온라인은, 온라인 게임 세계 속에 최고의 자유도를 제공하여 또 하나의 사회가 구축되어가는 현상을 보여줌으로써, 미래의 온라인 세계의 방향을 예측하게 한 바 있다. 실제로 현재의 리니지가 보여주는 ‘또다른 사회로서의 온라인 게임 세계’는 리처드 개리엇의 업적과 무관하지 않다.

엔씨소프트는 타블라라사가 지금까지의 MMORPG와는 매우 독특한 스타일의 게임이라고 밝혔다. 특히, 그는 타블라 라사가 자유도가 최대한으로 보장된 사회성이 짙은 온라인게임이 될 것이라고 언급해, 그의 스타일의 게임이라는 것을 다시 한번 확인시켜준다. 그가 현재의 MMORPG 세계에 새로운 트렌드를 몰고올 수 있을 것인지 기대해 본다.

〈그림〉 공개된 타블라라사 스크린샷



타블라라사는 개발 착수 후 5년여가 지난 지금까지 연기를 반복하는 진통 속에 개발이 진행되어 왔다. 현지 지사의 초기 세팅 관련 부분에서 약간의 잡음이 있었고, 개발 과정에서 여러 번의 컨셉이 수정되는 등 일류 개발자 특유의 병적인 완벽주의로 인한 지연이 있었다. 결국, 현재의 추세인 FPS(First Person Shooting)게임의 특성을 포함하고, SF적인 요소를 가미한 게임으로 출시하게 되었다.

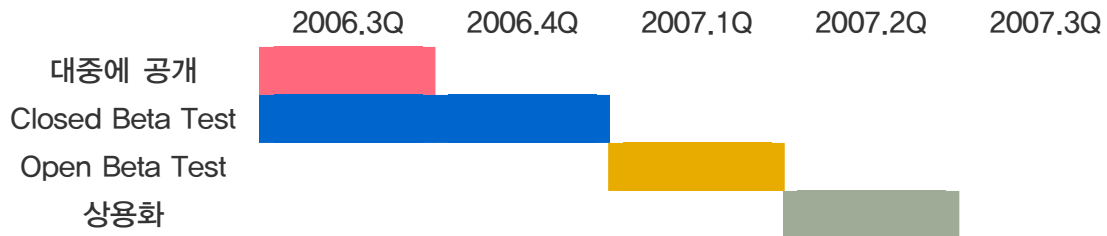
출시전의 게임의 성패를 완벽하게 예측하기는 힘들지만, 타블라라사가 적어도 다른 게임에 비해서 출발 조건이 많은 면에서 유리한 것은 사실로 보인다. 해외 뿐만 아니라, 국내에서도 선전이 기대되는데, 전통적으로 북미 시장 취향의 게임이 우리나라에서

유저들의 성향 차이로 고전했던 사례를 바탕으로, 엔씨의 한국 시장 노하우를 적용시켜, 한국에는 한국에 맞는 다른 버전을 서비스할 것이라고 발표한 바 있기 때문이다.

현재 공개된 스크린샷으로 봤을 때, 그래픽 수준은 최상이며, 게임 기획력에 있어 걸출한 스타 개발자가 진두 지휘 함에 재미적인 측면에서도 큰 기대를 해 볼만 하다. 따라서 타블라라사는 최소한 WOW의 북미, 유럽 시장 실적에 버금가는 성과를 거둘 수 있으리라고 생각된다.

아이온과 마찬가지로, 이번 E3에서 최초로 그 실체가 공개되는 점을 고려하고, 기존의 다른 MMORPG 서비스 스케줄을 비교 대상으로 삼았을 때, 클로즈 베타, 오픈 베타 서비스를 거쳐 2007년 3분기 정도에는 상용화에 돌입할 것으로 예상된다.

**〈표〉 타블라라사 서비스 일정 (예측)**



자료 : SMIC Research Team 3

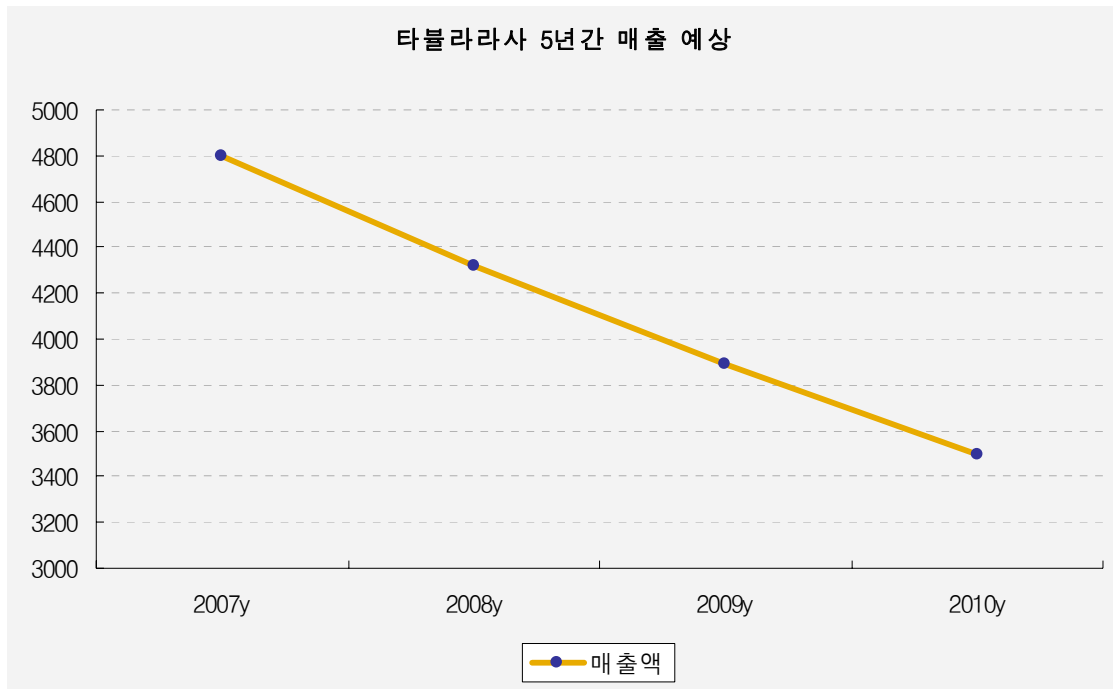
그럼 타블라라사의 상용화가 엔씨소프트의 수익에 어느정도 기여를 할 지에 대하여 생각해본다. 타블라라사의 비교 모델은 월드오브워크래프트(WOW)로 설정한다. 그 이유는, 월드오브워크래프트가 가장 근래에 전세계적으로 성공한 MMORPG이기 때문이다. 월드오브워크래프트는 전세계 약 600만명의 유료회원을 보유하고 있는데, 이 중에서 중국쪽 매출 비율이 절반 정도를 차지한다. 타블라라사는 중국보다는 북미쪽에서 더 성공가능성이 크다고 보며, 국내에서는 아직 북미 스타일의 게임의 성공 가능성에 대해서 확신할 수는 없기에 국내외를 통틀어 보수적으로 약 200만명 정도의 유료회원을 보유할 것이라고 예측한다.

월 사용료를 전 국가 평균으로 2만원 정도의 월별 이용료를 가정할 때, 약 400억 정도의 월 매출을 기대할 수 있다. RPG게임의 특성상 출시 초기에 가장 많은 매출을 올릴 것으로 예상되고 그 이후에는 2005년 세계적으로 인기를 얻었던 WOW의 매출 흐름과 비슷한 수준으로 흘러갈 것이라 예상된다. 따라서 2007년 이후 4년간 10%씩의 매출하락을 보일 것으로 예측한다.

〈표〉 타블라 라사 매출액 예상

	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	4800	4320	3888	3499

자료 : SMIC Research Team 3



자료 : SMIC Research Team 3

### 리니지 크로니클 5 업데이트

리니지II의 정기적인 업데이트를 크로니클이라고 하는데, 쉽게 말해 대대적 업데이트라고 할 수가 있다. 게임의 스토리 라인을 기반으로 새로운 에피소드를 추가하여 아이템, 퀘스트 등의 새로운 기능을 공급해주기 때문에 기존의 회원들의 로열티를 높이고, 신규 회원을 유치할 수 있는 마케팅 수단으로 인식되고 있다.

엔씨소프트는 이런 크로니클을 정기적으로 시행해 왔는데, 가장 최근에 있었던 크로니클은 2006년 4월 26일이었다. 이번에 행해진 크로니클은 마케팅 수단으로서 성공적이었을까? 회사에 좀 더 많은 수익을 올려줄 수 있는 역할을 수행할 수 있을까? 이에 대한 대답을 찾기 위해 먼저 과거의 크로니클 히스토리를 살펴볼 필요가 있다.

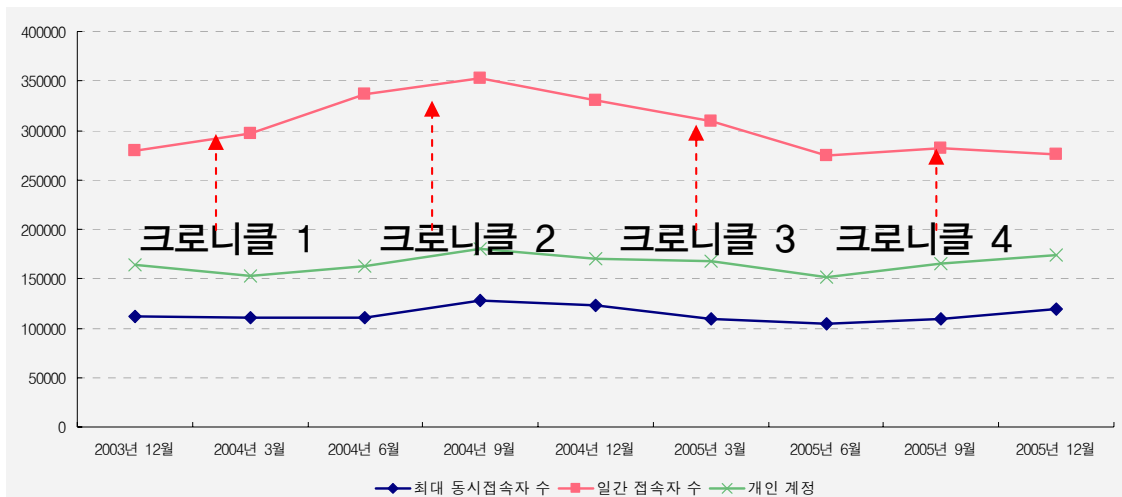
〈표〉 리니지III 크로니클 히스토리

	타이틀	일시
크로니클1		2004년 1월
크로니클2	풍요의 시대	2004년 8월
크로니클3	어둠의 제전	2005년 3월
크로니클4	운명의 계승자들	2005년 10월
크로니클5	피로 맺은 결의	2006년 4월

자료 : NCSOFT

그러면 이러한 크로니클의 시행들은 실제 게임 사용자들에게 긍정적으로 미쳐 과연 회사의 수익 증대에 기여를 했을까? 다음의 표와 그래프를 통해 그 답을 찾을 수 있다.

〈표〉 리니지III 사용자 수치 변화



자료 : NCSOFT, SMIC RESEARCH TEAM 3

각 크로니클의 성과를 보면 크로니클1의 경우 2004년 1월에 시행되어 2004년 집계된 수치에서 일간 접속자 수 및 월간 접속자 수를 끌어 올린 것으로 분석된다. 다만 개인 계정이 줄어든 것으로 보아, 신규 고객 유치에 대한 효과는 부족했음을 알 수 있다. 그러나 이는 크로니클1의 성격 자체가 몇 개의 에피소드를 추가하는 수준에서 그쳤기 때문에 기존의 게이머들에게는 좋았지만, 신규 고객들에게 어필이 될 만한 요소가 아니었기 때문이었다. 크로니클 2의 경우는 2004년 7, 8월에 행해져 2004년 9월에 집계된 수치에서 최대 동시접속자 수, 월간 접속자 수, 일간 접속자 수, 개인계정을 모두 늘리는데 큰 역할을 했음을 알 수 있다. 그러나 크로니클이 없었던 시기인 2004년 9월과 2004년 12월 사이에는 큰 폭의 고객 이탈이 있었던 것을 알 수 있다. 그러므로 크로니클이 NCSOFT의 성장성 및 지속성에 영향을 끼칠 수 있는 한 요소라 결론지을 수

있다.

최근 5차 크로니클이 있었다. 그러나 다양한 외부적 요인 및 경쟁체제로 인해 그 성과가 얼마나 될지는 추측하기가 어려운 것이 사실이다. 하지만 앞서 살펴본 히스토리 분석을 근거로 추측해 보면, 이번 5차 크로니클 업데이트는 동시 접속자 수의 엄청난 증가 효과 및 매출 증대 효과로 까지 이어지기는 힘들다. 그러나 현재의 사용자를 최대한 이탈시키지 않는 효과를 가져다 줄 것으로 예상되어, 앞으로의 리니지II 매출 추이를 예상할 때, 현재의 추이를 계속 유지하게 하는 영향력이 있을 것이라고 결론내린다.

**의욕적으로 추진했던 게임포털 사업..앞으로는?**

넥슨의 시장을 빼앗아 오겠다며, 대대적인 물량 공세를 예고하며 시작된 PlayNC사업은 시작한지 6개월이 지난 지금, 초반의 기세와는 달리 침울한 모습이다. 공개하기 차마 부끄러울 만큼의 초라한 동시 접속자수를 기록하고 있으며, 수익은 아직 생각할 단계도 아니라는 이야기가 들려온다. 1위 게임 업체가 든든한 정책적 지원 속에서 펼친 게임 포털 사업이 이렇듯 부진한 출발을 보인 이유는 무엇일까.

**<그림> 플레이엔씨 포털 사이트**



이를 알아보려면 먼저 게임 포털의 특성을 분석해야 할 것이다. 현재의 게임 포털의 선두를 달리는 한게임(NHN), 넷마블(CJ 인터넷), 넥슨닷컴(NEXON), 피망(네오위즈)의 사례를 바탕으로 성공적인 게임 포털이 형성되는 과정을 떠올려보면, 많은 유저를 보유한 대표 게임이 존재하고, 그 게임을 즐기기 위해서는 어쩔 수 없이 자사의 게임 포털 사이트에 접속하도록 유도한 뒤에, 방문시 포털 사이트 내의 다른 게임을 노출시켜 유저의 접근성을 향상시키는 방법이다. 즉, ‘킬러 타이틀’의 존재 여부가 해당 게임 포털을 얼마나 크게 키울 수 있는가에 대한 핵심이라고 볼 수 있다. (한게임의 경우 고스톱, 넷마블의 경우 서든 어택, 넥슨닷컴은 카트라이더, 피망은 스페셜포스)



엔씨소프트는 게임 포털을 런칭하며, 신규 게임 6개를 동시에 오픈하는 방식을 택했다. 그러나 신규 게임 중, 유저를 급속하게 끌어모을 수 있을 만한 정도의 재미를 갖춘 게임이 부재하였고, 이 결과 PlayNC사이트에 들어올 동기 자체가 유저에게 있어서 매우 적게 되었다. 즉, 물량 공세로 신규 게임을 한번에 대거 런칭하는 전략을 택하였지만, 그만큼 유저를 분산시켜 특정 게임에 대한 관심을 극대화 시키는 것에 실패하였고, 게임성 자체도 다소 부족한 부분이 있었기에 엔씨소프트의 이름값 만으로 게임 포털 시장을 쉽게 '접수' 하지는 못하게 된 것이다. 또한, 무리한 일정 계획과 캐주얼 게임 시장에 대한 분석이 사전에 조금 부족했던 점(엔씨소프트의 네임 밸류에 걸맞지 않는 게임성을 지닌 포털 내의 게임들을 보면 추측할 수 있다) 도 실패의 요인으로 지적할 수 있을 것이다.

그렇다면 이러한 엔씨소프트의 게임 포털 사업의 앞으로의 방향은 어떻게 될 것인가. 일단, 엔씨소프트 측은 출발의 미흡했던 부분을 인정하는 분위기이다. 그러나 사업 자체를 중단할 생각은 없으며, 점차적으로 개선하여 결국에는 성공적인 캐주얼게임 시장, 게임 포털 시장에 재진입하려는 의지를 보이고 있다. 이는 액시엄사가 등 현재 엔씨소프트에서 공개가 예정된 여러 캐주얼 게임 라인업에서 확인할 수 있다. 또한 양질의 게임을 얼마든지 퍼블리싱할 수 있다는 입장이기 때문에 좋은 게임을 잘 골라 서비스 했을 때의 가능성 역시 주목할 만 하다.

어쨌든, 게임 포털 PlayNC의 핵심은 킬러타이틀을 만들어 낼 수 있느냐는 것이다. 넥슨의 카트라이더 와 같이 선풍적인 인기를 끄는 게임 하나만 성공 궤도에 올려 놓을 수 있다면, 추후 게임 포털 사업은 물흐르듯 자연스럽게 성공 가도를 달릴 수 있을 것이라고 본다. 엔씨소프트의 개발력은 충분히 그러할 여력이 있으나, 캐주얼 게임 분야에서 아직 명확하게 증명시켜준 부분이 없으므로, 엔씨소프트의 당장의 밸류에이션에 있어서는 큰 비중을 두지 않는 것이 좋겠다. 다만, 실패가 지속이 된다면 개발비 과다 지출에 따른 부담 요소도 생길 여지가 있으므로 중립적인 시각으로 조금 더 지켜봐서 그 향방을 예측하는 것이 필요하다고 생각된다.

### 월드컵 시즌을 겨냥한 축구 게임을 퍼블리싱

엔씨소프트는 지난 4월 26일 스페인의 디지털 레전드 엔터테인먼트와 계약을 체결하고, 온라인 축구게임 '사커퓨리(SOCCER FURY)' 를 퍼블리싱한다고 밝혔다. 사커퓨리는 화려한 기술과 전략적 팀플레이, 캐릭터 육성의 묘미가 결합된 3대 3 대전의 길거리 축구 게임으로, 현재 개발 중에 있다.

사커퓨리의 강점은 첫째로 월드컵을 바탕으로 효율적인 마케팅이 가능하다는 점, 둘째로 온라인화 된 유명 게임 타이틀이라는 점을 부각하여 PC 게임이나 콘솔 게임 사용자를 유인할 수 있다는 점, 셋째로 MID-CORE 게임 부분이 성장 중에 있기 때문에 유사한 장르의 서비스라 하더라도 당분간 서로 충돌하지 않는다는 점이다.

온라인 축구 게임의 성장성을 온라인 농구 게임인 JC 엔터테인먼트의 “프리스타일”을 통해 알아볼 수 있다. 프리스타일이 무주공산인 스포츠 캐주얼 게임 시장을 공략하여 최초의 프리미엄을 누린 “초대박” 게임이기는 하지만 같은 스포츠 게임이고 3대3이라는 구조가 같다는 점, 올해 월드컵이 있고 세계적으로 축구팬이 농구팬보다 많다는 점 등을 고려해볼 때 “프리스타일”과의 비교를 통한 예상은 타당성을 가질 수 있다고 본다.

현재 폭발적인 인기를 얻고 있는 JC 엔터테인먼트의 “프리스타일” 월 매출은 평균 25억원 수준이다. 현재의 스포츠 캐주얼 게임 시장을 이 자료를 사용하여 예측하고, 2006년 독일 월드컵을 배경으로 출시되는 타사의 축구게임과의 경쟁 요소를 반영시켜 예상되는 매출의 정도를 생각해본다.

〈표〉 2006 독일 월드컵 시즌을 겨냥한 축구 게임 (출시 예정작)

구 분	제 목	개 발 사	서비스회사	비 고
축구	레드카드	이젠 Ent.	이젠 Ent.	개발중
	피파 온라인	EA/네오위즈	네오위즈	개발중
	플타임	넷타임 소프트	미정	개발중
	사커퓨리	레전드 Ent.	엔씨소프트	개발중

온라인 축구게임의 시장 규모에 대해서는 업계에서는 200억원 정도로 파악하고 있다. 이는 프리스타일의 연간 매출 300여 억원(월 매출 25억원)에 다소 못 미치는 수준인데, 그간 온라인 축구게임의 힘들었던 역사를 반영한 수치라고 생각된다.

축구게임은 다른 스포츠게임과 달리 개발에 어려움이 많다는 것이 대다수 전문가들의 지적이다. 지난 2002년 한일 월드컵 당시에도 스포츠 게임 특수를 겨냥한 축구게임이 다수 등장했으나 모두 상용화에 실패했다. 당시 국내 게임 개발사들은 시뮬레이션 방식의 온라인 축구게임을 선보였으나, 인공지능 기술과 그래픽 제작 능력의 부족으로 EA의 '피파' 시리즈나 코나미의 '위닝일레븐'과 같은 패키지게임에 밀려 참패를 당한 전력이 있다. 인공지능 기술이 탁월했던 '피파'나 '위닝' 시리즈는 1~2명이 축구게임을 즐길 수 있었던 반면, 국산 온라인게임은 22명(11대 11)이 함께 이용해야 제대로 된 플레이를 할 수 있기 때문에 경쟁에서 뒤처질 수 밖에 없었다는 분석도 있다. 3~4명 만으로 즐길 수 있었던 캐주얼풍 축구게임(강진축구)도 있었지만 이 또한 그래픽의 한계로 수익모델을 창출하지 못했다. 이에 따라 업체들은 정통 시뮬레이션 방식 보다 접근이 쉬운 캐주얼 풍 축구 게임을 기획하고 있다. 이는 엔씨소프트 역시 마찬가지이다.

즉, 프리스타일은 농구 온라인 게임이라는 블루오션에 선 진출하여 대박의 신화를 이루어 냈지만, 같은 온라인 스포츠 게임이라 할지라도 사커퓨리는 상황이 그리 녹록하지 않은 것이다. 게임 업계 한 관계자의 "축구게임은 가장 오래된 스포츠게임이지만 온라인에서



만큼은 성공한 사례가 없다"며 "2002년 당시에도 월드컵 특수가 게임 특수로 이어지지 않았다는 점을 간과해서는 안된다" 라는 말은 이러한 사커퓨리의 상황을 가장 잘 표현해주고 있다.

이러한 상황과 함께 사커퓨리의 경쟁력을 고려하여 연 300억 시장의 1/4에 해당하는 연 매출 75억원 정도의 성과를 보일 것이라 우리팀은 생각한다. 이는 앞서 리스팅 된 4개 게임(레드카드, 피파 온라인, 풀타임, 사커퓨리) 중 인지도가 가장 높은 피파 온라인이 가장 큰 성공을 거두고 엔씨소프트라는 브랜드의 후광을 입은 사커퓨리가 2순위 정도의 흥행을 한다는 가정에서 비롯된 것이다. 이를 정리하면 다음과 같다. 여기서 유의할 점은 연간 규모가 200억원이므로 75억원의 수익을 그대로 계상하는 것이 아니라, 실제로 유료서비스가 이루어지는 시점을 다시 고려해 주어야 한다. 캐주얼 게임은 부분 유료화 모델을 사용하여 오픈 베타 서비스와 거의 비슷한 시점에 매출이 발생하기 시작한다는 점을 고려하여, 2006년 3Q부터 약 월 6억원의 매출이 발생한다고 결론지을 수 있다.

〈표〉 2006 독일 월드컵 시즌을 겨냥한 축구 게임의 연 예상매출 (7월부터 사용화 예정)

제 목	개 발 사	서비스회사	흥행 순위	매출액	계상 가능 매출액
레드카드	이젠 Ent.	이젠 Ent.	3	50억원	25억원
피파 온라인	EA/네오위즈	네오위즈	1	125억원	63억원
풀타임	넷타임 소프트	미정	3	50억원	25억원
사커퓨리	레전드 Ent.	엔씨소프트	2	75억원	38억원

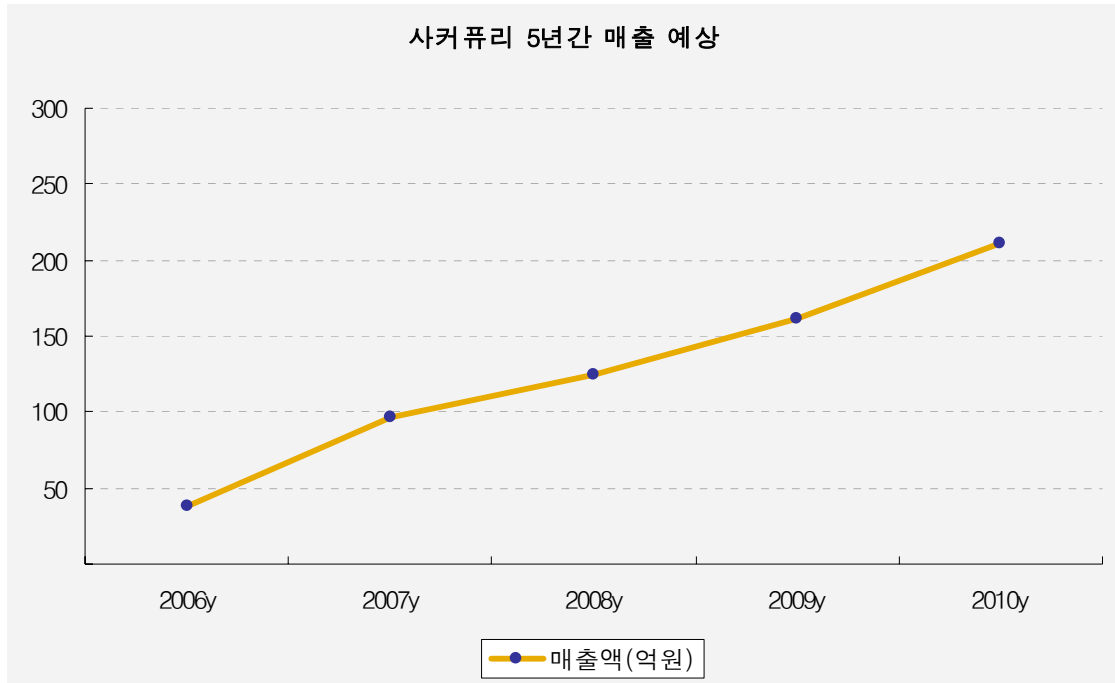
자료 : SMIC Research Team 3

향후 온라인축구게임 시장의 성장성에 대해서 아주 면밀하게 수치를 예측할 수는 없다. 이는 이제 막 시장이 형성되기 때문에 더욱 그러한데, 그에 따라 연 평균 온라인 게임의 성장률을 근거로 하여 향후 5년간의 사커퓨리의 매출액을 예상해 본다.

〈표〉 사커퓨리 5년간 매출 예상 (단위 : 억 원)

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
예상매출액	38	97	125	162	211

자료 : SMIC Research Team 3



자료 : SMIC Research Team 3

### 비디오 게임(콘솔 게임) 시장 진출 가능성

비디오 게임 시장이 본격적으로 국내에 자리 잡기 시작한 것은 2002년부터라고 할 수 있다. 채 4년도 되지 않은 비디오 게임 시장은 엔씨소프트의 주력 시장이라고 할 수 있는 온라인 게임 시장에 비해 그 규모 자체는 작지만 그 성장 속도 및 향후 홈 네트워킹과의 연계 등을 고려할 때 잠재력이 큰 시장이라고 할 수 있다.

이러한 비디오 게임 시장은 현재 SONY의 PS2, MS의 X-BOX 등 플랫폼 기반으로 시장이 형성되어 있으며, 그 플랫폼에서 구현되는 소프트웨어는 KONAMI 등의 해외 업체들이 장악하고 있는 실정이다. 그러나 시장 내에서는 엔씨소프트의 정도의 개발력과 규모라면 언제든지 비디오 게임 시장에 뛰어 들 수 있다고 판단하고 있으며, 그 시기에 대해서는 각기 다른 의견을 가지고 있는 상황이다. 그렇다면 과연 엔씨소프트는 비디오 게임 시장에 뛰어 들 계획이 있을지, 그 성공 가능성은 어떨지에 대한 고민이 투자자의 기업가치분석에 있어서 빠질 수 없는 요소라 할 수 있겠다.

먼저 구체적으로 비디오 게임 시장의 규모 및 그 성장 잠재력에 대해서 자세히 알아보도록 하자.

〈표〉 게임별 세계 시장 규모

(단위 : US억 \$)

구분	2001	2002	2003	2004	2005
아케이드게임	280	294	293.7	300.2	309.2
PC게임	37	35	34	33.2	33
온라인게임	5.3	10.9	20	32.3	46.8
비디오게임	186.5	215	193.8	139	160
모바일게임	2	5.8	9.2	14	20.6
부가매출	29	52	70	92	121
합계	539.8	612.7	620.7	610.7	690.6

자료 : 2005 대한민국 게임백서

위의 표에서 확인할 수 있듯이 세계 시장은 국내와는 달리, 아케이드 게임과 비디오 게임이 주도하고 있다고 할 수 있다. 즉, 엔씨소프트가 해외에서 보다 높은 성과를 올리고 본격적인 글로벌 게임 업체가 되기 위해서는 비디오게임을 전혀 안 할 수는 없는 실정인 것이다.

〈표〉 게임별 국내시장 규모

(단위 : US억 \$)

구분	2001년	2002년	2003년	증가율
아케이드게임	5,060	3,778	3,118	-17.5%
PC게임	1,938	1,647	937	-43.1%
온라인게임	2,682	4,522	7,541	66.8%
비디오게임	162	1,562	2,229	42.7%
모바일게임	358	1,004	1,458	45.2%
합계	10,200	12,513	15,283	22.1%

자료 : 2005 대한민국 게임백서

그러나 국내 게임 시장의 실정은 다소 다르다고 할 수 있다. 위 표에서 확인할 수 있는 바와 같이 비디오게임 시장 보다는 온라인 게임 시장이 더 크고, 그 성장률 역시 온라인게임 시장이 더 크다. 이는 국내 비디오게임 시장에 대한 한 가지 시사점을 던져준다고 할 수 있는데, 국내 비디오게임 시장의 성장에는 다소 한계가 있을 수 있다는 것이다. 이는 국내의 소득 수준이 아직 해외 선진국들, 특히 게임 선진국이라 할 수 있는 유럽, 미국, 일본 등과 비교했을 때 낮기 때문이다. 비디오 게임 플랫폼 기기들이 아직은 쉽게 구입할 수 있는 수준의 가격대 (20~30만원)가 아니며, PC 처럼 생활필수품으로 취급되어 대부분의 가정에 있는 것도 아니다. 그러므로 향후 3~5년간은 외국처럼

온라인게임 시장이 비디오게임 시장에 역전당할 가능성은 거의 없는 것이다. 특히 아직 국내는 대부분의 게임 유저들이 청소년들이므로 고려할 때, 비디오게임기기를 이용하여 게임을 즐기기가 현실적으로 힘든 상황이다. (컴퓨터의 경우, 대부분 학생들의 방에 있는 경우도 많고 인터넷강의, 정보 검색 등의 핑계를 대면서 게임을 하고는 한다)

그럼에도 불구하고 SONY가 의욕적으로 플랫폼 기기 보급 활동을 펼치고 있으며, X-BOX도 꾸준히 SONY에 맞서 사용자를 확대하기 위한 전략을 펼치고 있으므로, 비디오게임 시장은 점차 확대될 것으로 보인다. 일반적으로 기기 보급의 확대와 비디오게임 타이틀의 판매량이 증가하기도 하지만 여기에도 변수가 있으므로 이를 낙관적으로만 바라봐서는 안된다.또한, 아직까지 불법 복제에서 자유로울 수 없는 문화 역시 걸림돌로 작용한다.

〈표〉 비디오 게임의 시장규모

(단위 : 억원)

구분	2002년	2003년	2004년	2005년
비디오게임	1,562	2,229	2,897	3,476

자료 : 2005 대한민국 게임백서

이러한 비디오게임 시장에 대해 엔씨소프트는 어떤 전략을 가지고 있을까? 이미 여러 플랫폼 기기 회사들이 엔씨소프트측에 접근한 것으로 알려져 있는데, 이와 관련하여 김택진 사장은 다음과 같은 말을 한 적이 있다.

“리니지3은 비디오게임으로 출시될지도 모른다. 그러나 반드시 네트워크 베이스여야만 한다.”

CEO의 이러한 태도로 보았을 때, 엔씨소프트는 곧 비디오게임 시장에 뛰어들 가능성이 높다고 여겨진다. 특히, 엔씨소프트만의 강점인 온라인을 주력으로 하여 해외 게임 개발사들과의 차별점을 둘 전략으로 풀이된다. 그러나 아직까지 그에 대한 구체적인 움직임은 현재로서는 찾을 수 없다. 아직은 온라인에 주력하여 해외에서의 새로운 선두주자로서의 입지를 만들고, 현재 국내에서 위협받고 있는 입지를 더 굳건히 하려는 전략을 중점으로 추진하고 있는 듯 하다.

그렇다면, 과연 엔씨소프트의 성장성을 예측하는데 있어 비디오 게임 사업 분야를 어떻게 예측해야 할까. 엄밀히 말하면 누구도 정확한 수치를 제시할 수 없을 것이라는 생각이다. 아직 진입하지 않은 시장이지만 충분히 진입이 가능한 기술력과 인지도를 구축해 놓은 상황 정도로 종합했을 때 성공 가능성을 긍정적으로 바라볼 수 있을 것 같다. 하지만 어느 정도의 구체적인 매출 성과로 돌아올 지 지금 구체적으로 예측하기는 쉽지 않다. 아마

이러한 부분 때문에 게임 업체의 PER가 평균적으로 매우 높게 형성이 되지 않을까 한다. 또한 비디오 게임 시장으로 진입을 시도하는 시기는 최소한 3년 후 정도로 예상되기 때문에 그 불확실성도 크다. 따라서 최소 5년 간의 매출에 대한 예측에 있어서는 배제하도록 하며, 영구 성장률을 산출하는 데 있어서의 요인 중 하나로 선정하도록 한다.

#### 4. 리스크 요인

##### **끊이지 않는 법정 소송**

엔씨소프트 만큼 소비자와의 법정 소송에 자주 휘말리는 기업도 드물다. 이는 온라인 게임이라는 문화가 생긴지 얼마 되지 않았기 때문에 관련법이 명확하지 않은 점에서 기인하기도 하다. 수많은 게임 업체 중에서도 특히 엔씨소프트는 소송에 관련하여 자주 오르내리게 되는데 이는 온라인 게임 산업에서 1위 기업이라는 점에서 자유로울 수 없기 때문이다. 즉, 모든 게임 업체가 같은 문제를 지니고 있더라도, 문제제기는 항상 그 문제점을 가지고 있으면서 가장 많은 돈을 벌어들이는 엔씨소프트가 먼저 대상에 오르기 때문이다.

최근 언론 보도에 의하면 법원은 2004년 5월 발생한 온라인 게임 리니지2 개인정보 유출사건에 대하여 엔씨소프트 측의 과실을 일부 인정하는 판결을 냈다. 이 사건은 리니지2 게임 접속 과정에서 로그를 남길 때 사용자의 개인정보가 로컬 컴퓨터에 일부 남게 되는 오류가 발생하였는데, 그로 인한 피해자들이 위자료 500만원을 손해배상 청구하였다. 그러나 최종 판결액은 50만원에 불과하였다. 엔씨소프트는 항소할 예정이지만, 보상 규모가 작기 때문에 회사에 미치는 영향은 그다지 크지 않을 전망이다.

최근 가장 많이 문제가 되었던 문제는 올해 있었던 ‘리니지 명의 도용’ 사건으로, 도용된 주민번호를 사용하여 리니지에 가입한 것을 엔씨소프트가 방치하였다 하여, 자신의 주민번호가 도용된 피해자들이 소송을 청구한 사건이다. 그러나 이 사건은 문제의 원인이 주민번호 도용자들에 있고, 엔씨소프트는 직접적인 과실이 없기 때문에 엔씨소프트측에서 피해를 보상할 확률은 더 적다고 하겠다. 더욱이 이번 사건은 위자료 청구액이 100만원이기 때문에, 2004년 제기된 소송이 500만원 위자료 청구에 50만원 판결이 나온 결과로 미루어 볼 때 최악의 경우 보상이 이루어지더라도 매우 미미한 규모가 될 것이라는 예상이다.

법원의 판결은 실제로 엔씨소프트가 많은 과실을 범하기 때문이 아니라, 온라인 게임 산업에 대한 계도의 차원에서 1위 기업인 엔씨소프트에게 개선을 권유하는 차원에서 이루어진 것이라고 보는 것이 옳을 듯 하다. 또한 엔씨소프트가 미흡한 개인정보 보호 수준 때문에 문제가 된다고 하더라도, 심지어 엔씨소프트가 그렇다면 다른 모든 게임 업체는 그보다 더할 것이라고 보는 편이 옳고, 문제가 생길 때마다 그것을 보완해가며 발전해 나가는 측면이 있기 때문에 어쩌면 오히려 장기적으로는 발전적인 방향으로 바라볼 수도 있을 것으로 생각된다.

##### **국내 게임 시장은 이미 레드오션인가**

엔씨소프트는 MMORPG뿐 아니라 캐주얼 등 다양한 장르의 게임을 공급하고 있다. 그러나 엔씨소프트 게임개발의 주력부분이 MMORPG여서 이 부분의 국내 시장 상황을 짚고 넘어가지 않을 수 없다. 우리는 앞으로 국내 MMORPG 시장이 현재상태를 유지하는 수준에 그칠 것이라 예상한다.

그 근거는 RPG 수요의 증가에 비해 질 높은 게임 공급량이 많아 초과공급이 발생한다는 것이다. 현재 국내 MMORPG시장에 나와있는 게임은 엔씨소프트의 “리니지1, 2”, “씨티 오브 히어로”, 넥슨의 “제라” 웹젠의 “썬” 블리자드의 “WorldOfWarcraft(WOW)” 한빛소프트의 “그라나도에스파다” YNK코리아의 “로한” 등 매우 많다. 많은 업체에서 100억 이상을 투입한大作들을 내놓으면서 질 높은 RPG게임의 공급은 늘어가고 있고 2006~7년 엔씨소프트에서 아이온과 타볼라라사, 길드워 후속게임 등을 시장에 내놓을 전망이여서 이러한 현상은 계속해서 나타날 것으로 보인다.

그러나 게임 공급의 증가에 비해 수요는 그만큼 따라가지 못하는 것으로 조사된다. 실제 2005년과 2006년의 RPG 게임의 규모를 비교해보면 두 시기가 비슷한 수준인 것을 알 수 있다. 2005년 위에서 언급한 많은 RPG大作들이 출시되었지만 매출의 변화가 미미하다는 점은 RPG 시장이 이미 정체기에 들어섰다는 것을 의미한다. 즉 메시브 유저의 수 증가가 시장에 출하되는 게임의 수를 따라가지 못하고 있다는 것이다. 또한 RPG 게임의 유저는 보통 하나의 게임에 장시간 집중하는 경향을 보이므로 게임간 이동이 라이트 유저만큼 빈번하지 않고 고정적이다. 한 명의 유저가 여러 개의 RPG 게임을 동시에 하는 특성을 보이지 않기 때문에 RPG 게임 수요의 증가는 미미한 것으로 판단된다.

이처럼 초과공급의 형태를 보이다 보니 업계간의 경쟁도 치열하다. RPG 시장의 치열한 경쟁은 게임 이용료의 하락을 가져오기도 했다. 또한 자사 제품끼리의 경쟁까지 나타나는데 엔씨소프트의 경우 “리니지”와 “씨티 오브 히어로”가 경쟁하는 모습이 나타나는 등 RPG 시장에서의 경쟁이 심화되고 있다. 공급의 증가로 인한 경쟁의 심화, 수요 증가의 미미함을 근거로 우리는 MMORPG 시장이 정체기에 접어들었고 향후 지금의 현상을 유지할 것이라 예상한다.

#### **이용료 인하 추세가 미치는 영향은**

게임시장에서 게임요금 인하추세는 지난 해부터 지속적으로 감지되어 왔다. 이미 2005년 12월에 상용화를 시작했던 CJ인터넷이 배급했던 ‘대항해시대 온라인’이 기존 24,200원에서 19,800원으로 요금을 인하한 바 있고, 지난 달에 서비스를 시작한 YNK코리아의 ‘로한’ 역시 월 19,800원의 요금을 채택하였다. 최근에는 인기리에 서비스되고 있는 ‘월드 오브 워 크래프트(World of Warcraft, 이하 WOW)의 요금이 1개월 정액요금 기준으로 24,750원에서 19,800원으로 하향되었다.

WOW는 국내 PC방 점유율 5.9%로 전체 게임 중 5위를 기록하고 있으며, MMORPG 중에서는 ‘리니지2’, ‘리니지’ 에 이어 3위를 기록하고 있을 정도로 인기를 끌고 있는 게임이다. 또한, 국내에서 서비스되고 있는 MMORPG 중 최고의 퀄리티(Quality)를 갖추었다고 평가받고 있기 때문에 시장에서는 WOW의 요금인하를 놀라운 시선으로 바라보고 있다. 그러나 이런 WOW의 요금 인하는 현재 MMORPG 시장의 경쟁상황이 그만큼 심화되고 있다는 것을 방증한다. 최고의 퀄리티를 가진 게임이 1만원대 요금을 채택함에 따라 향후 서비스될 타 개발사들의 게임들도 2만원 이상의 요금을 책정하기 어려울 것으로 보이며, 향후 추가적인 요금 인하도 예상된다. 점에서 게임 개발업체들에게는 부정적으로 보인다. 또한, 향후 MMORPG 시장에서도 정액 요금보다는 부분 유료화 방식이 좀 더 힘을 얻을 것으로 보인다.

게임시장의 경쟁이 심화되고, 개발비와 마케팅 비용도 증가하고 있는 상황에서의 요금인하는 게임시장의 리스크가 확대됨을 의미하며, 상대적으로 자금력과 개발력, 재무 안정성 측면에서 열위한 중소형 게임업체 위주로 부정적인 영향이 클 것으로 판단한다. 이러한 환경 속에서 국내시장의 한계를 뛰어넘을 수 있는 업체가 더욱 빛을 발하게 될 것이다.

엔씨소프트의 경우 연결실적 기준으로 해외 비중이 50%에 육박하고 있으며, 향후 상용화될 게임의 상당수가 미국/유럽 등 해외시장을 타겟으로 하고 있다는 점에 있어서 여타 게임업체들과 차별화될 것이다. 이번 WOW의 요금인하 영향이 상대적으로 적다는 점과 2분기부터 해외시장에서 신규게임 상용화가 가시화된다는 점에서 가격 인하 부분에서 타기업에 비해 위험 요소가 훨씬 적다고 할 수 있겠다.

〈표〉 RPG 부분의 규모 추이

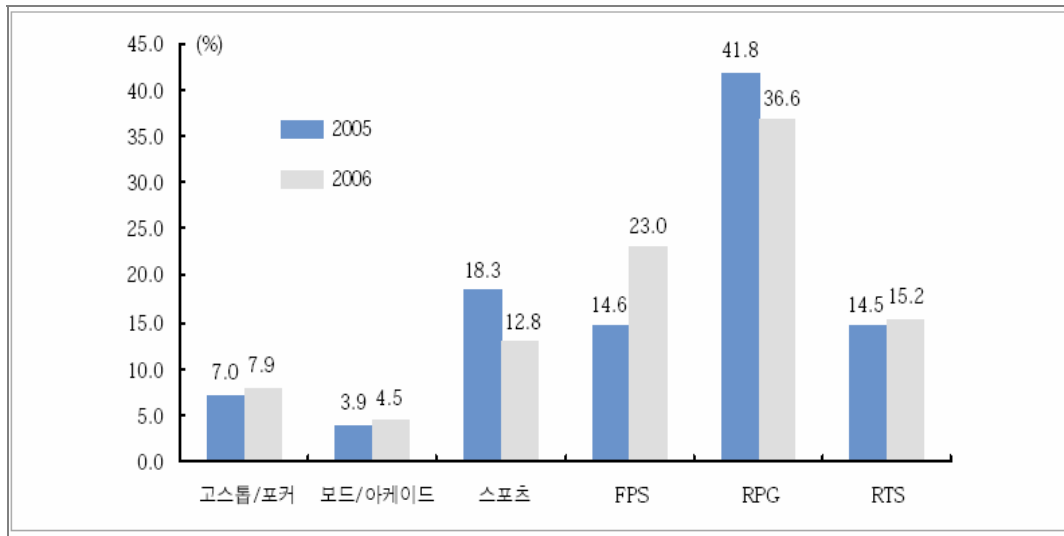
(단위 : 억원)

구 분	2005년	2006년
전체 온라인 게임의 매출액	30,853	35,924
RPG 부분의 매출액	12,649	12,932

자료 : 게임트릭스



〈표〉 장르별 점유율 비교



자료 : 게임트릭스

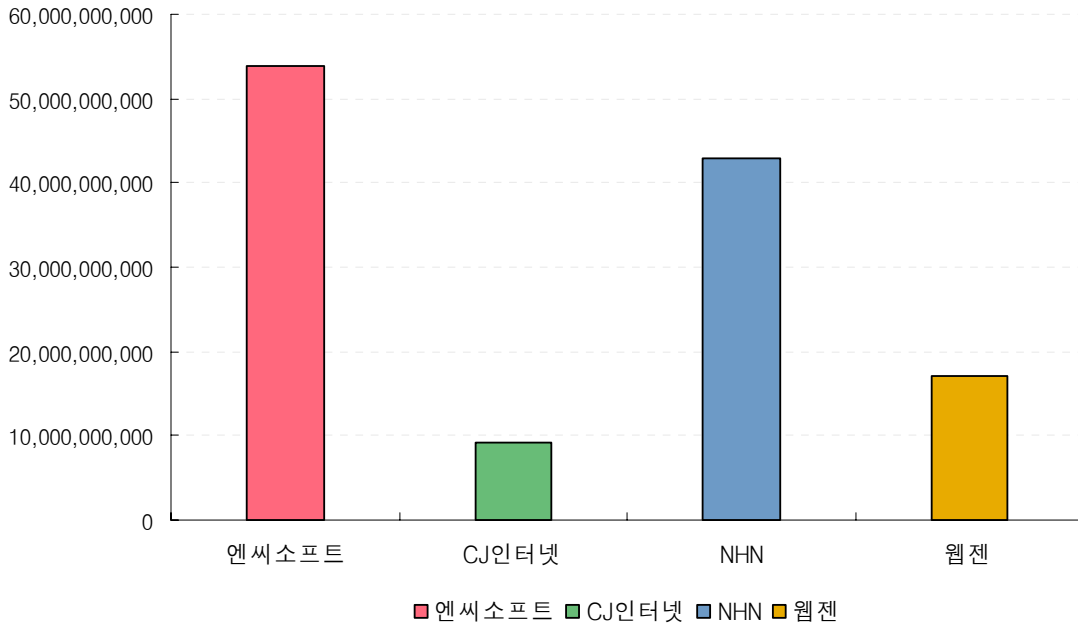
**조직의 거대화는 게임 회사에 있어 악영향을 미칠 것인가**

2005년 기준으로 엔씨소프트의 총 직원수는 1,356명(남 1,000명 여 356명)이다. 게임 사업 뿐만 아니라 인터넷 사업까지를 동시에 하고 있는 NHN 보다도 많은 수준이다. 그러나 지금까지 제대로 출시된 게임은 리니지1과 리니지2 정도 뿐이다. 도대체 이렇게 많은 직원이 회사에서 무엇을 하고 있는 것일까.

알려진 바로는, 사내에 개발팀만도 20여개가 존재하여 계속 게임을 제작하고 있다고 한다. 규모가 거대해지다 보니, 조직이 관료화 되는 측면도 자연스럽게 생기게 되는데, 창의력이 가장 중시되는 자유로운 분위기의 게임 업체의 특성상 이러한 부분이 우려가 되는 것이 사실이다. 어느 분야보다도 의사 결정이 신속히 이루어져야 하며, 개성을 존중하고 열린 생각을 해야 하는 산업 분야인 게임 산업이기 때문에 그러한 것이다. 지금까지 게임 출시가 많이 없었던 이유도 이러한 측면에서 기인하였다고도 볼 수가 있을텐데, 하나의 게임이 개발되어 출시하기 까지 그에 대한 의사 결정 단계가 지나치게 복잡하기 때문에, 중간에 취소되는 프로젝트가 비일비재하다는 것이다.

또한, 인재 욕심으로 인해 수준급 개발 인력을 계속 채용하고 있지만, 말그대로 ‘일단 얹혀라도 놓는다는 정책’ 은 조직 구성의 비효율성을 증가시킬 수 밖에 없는 것이다. 엔씨 소프트 개발 조직에서는 코어 타임제(원하는 시간대에 출퇴근 하여 총 근무시간만 채우는 형태)를 선택적으로 시행하고 있기도 한데, 조직이 너무 비대하여 구석 구석까지 효율적인 관리가 이루어지지 못하고 있는 실정이기도 하다.

연간 총 급여 비교



자료 : SMIC Research Team 3

또한, 급여 지급 수준이 지나치게 늘어나 수익 구조를 악화시킬 가능성도 생각해보아야 한다. 실제로 엔씨와 가장 비슷한 사업모델을 가졌다고 생각되는 웹젠과 비교하여도 3배 가까이 많은 급여를 지급하고 있는 것을 알 수가 있다.

그럼에도 불구하고 결론은 역시 게임 업체라는 특성에서 찾아보아야 할 것 같다. 쉽게 말해, ‘고생 끝에 게임 하나만 대박을 터뜨리면 되는’ 구조라는 것이다. 실제로 엔씨를 지금까지 이렇게 키웠던 것은 리니지, 리니지2의 단 두개의 게임이다. 지금의 엔씨소프트는 개발 역량을 이미 쌓을 대로 쌓은 상황이며 여러 게임들이 출시를 목표로 개발이 진행되고 있다. 급여 지급액이 과하다고 해도 게임이 성공하면 그로 인해 발생하는 부가 가치가 원가에 비해서 엄청나기 때문에 게임이 성공하게 되면 이러한 부분은 논란에서 비교적 자유로울 수 있게 되는 것이다. 하지만, 조직이 조금 더 효율적인 방향으로 개선되어야 함은 분명하다. 게임 업체의 특성을 살릴 수 있고, 회사의 확장도 방해하지 않는 절충선에서 해결점을 찾아보아야 할 것이다.

**경쟁사로 인한 위협 요소는**

엔씨소프트의 경쟁사는 직접적으로 엔씨소프트의 시장 점유율에 영향을 미칠 수 있는, 대작 MMORPG를 출시하는 기업으로 선정해야 할 것이다.

▶ 블리자드

설립하자마자 스타크래프트, 워크래프트, 디아블로 등 역사적으로 남을 만한 명작들을 출시하여 단숨에 세계 최고의 개발사 반열에 오른 미국 게임 개발사이다. 패키지 게임을 주로 제작하다가 월드오브워크래프트(WOW)를 시작으로 MMORPG시장에 진입하였고 전세계적인 성공을 거둬 앞으로의 가능성이 가장 유망한 기업 중 하나라고 볼 수 있겠다.

▶ 웹젠

웹젠은 3인의 개발자로 시작한 벤처기업으로, 뮤(MU) 온라인을 성공시켜 시장에 혜성처럼 등장하였고, 어느새 연매출 500억 규모의 기업이 되었다. 단지 뮤 하나의 작품을 성공시켰을 뿐인데 이렇게 성장한 것은 역시 게임 산업의 특성을 보여준다고 하겠다. 뮤 온라인은 서서히 쇠퇴를 거듭하여 현재 웹젠은 적자 상태에까지 와 있고, 차기 게임을 여러 개 준비하여 반격에 나설 준비를 하고 있다.

▶ 한빛소프트

한빛소프트는 스타크래프트 유통을 맡으며, 우리나라 스타크래프트 열풍과 함께 성장하였다. 그 전까지는 패키지 게임 유통을 주로 맡았으며 온라인 게임 개발에 본격적으로 참여한 지는 얼마되지 않았다. 그러나 본격적인 첫 작품이었던 탄트라가 참패하면서, 개발력에 관하여 다소 의문점이 생긴 상황이지만, 최근 라그나로크 개발 PD 출신인 김학규 PD의 '그라나도 에스파다' 퍼블리싱을 통하여 국내 및 해외 온라인 게임 시장에 대한 의지를 보이고 있다.

▶ NHN

NHN은 고스톱 류를 중심으로 한 웹 보드 게임 분야를 주력으로하는 '한게임' 포털 사이트를 가지고 있다. 최근 대작 MMORPG시장에 진출하려는 의지를 가지고 의욕적으로 100억원의 개발비를 투입하여 아크로드를 내놓았지만 실패하였고, 최근 R2 프로젝트를 통해 다시한번 시장의 문을 두드리고 있다.

▶ YNK코리아

씨니YNK에서 YNK코리아로 최근 사명을 변경하였다. 설립된지 10년가까이 된 중견기업이지만, 라그나로크 퍼블리싱 이후 이렇다할 실적이 없어 정체된 모습을 보인다. 최근 '로한'의 성공으로 턴어라운드 기대된다.

▶ 넥슨

메이플 스토리, 카트라이더의 대성공으로 인하여 캐주얼 게임 시장의 절대 강자로 점점 자리매김하고 있다. NHN과 마찬가지로, 주력 사업분야 이외에 대작 MMORPG시장에 대한 의지를 보이고 있는데, '제라' 프로젝트가 생각보다 미진한 반응을 보여 성공적인 시장

진입에 일단 실패한 것으로 판단된다. 캐주얼 시장의 노하우는 있지만 아직까지는 대작 MMORPG에 대한 높은 기대는 할 수 없을 것으로 생각된다.

위에서 다룬 경쟁기업들 분석을 종합하여, 현재 엔씨소프트의 위치에서 경쟁기업과의 관계를 생각해본다. 이미 온라인 게임 개발 업체들의 기술력에 관한 부분은 거의 평준화가 되었다고 보는 편이 옳을 것 같다. 상용 게임 엔진 사용의 보편화, 국내 온라인 게임 기술력의 발전 등으로 인하여 어느 게임 회사에서도 사용자들을 만족시킬만한 능력을 갖추고 있다고 본다.

하지만, 넥슨이나 NHN의 실패 사례에서 보듯, 국내 MMORPG시장 진입이 그렇게 호락호락한 부분은 아니다. 막대한 개발비나 마케팅비 이상의 무언가가 존재한다는 것이다. 완벽한 기획력과 유저의 취향에 대한 고민을 게임안에 녹여내는 부분이 무엇보다도 중요하다고 볼 수 있겠는데, 그런 면에서 '로한'의 성공은, 개발사의 규모만으로 해결할 수 없는 부분이 있다는 점을 증명시켜 주었다.

블리자드의 WOW성공 사례는 능력있는 외국 게임 개발 업체의 한국 시장에 미칠 영향력에 대해서 고민하게 하는 계기가 되었다. 앞으로 제2, 제3의 WOW가 등장할 수 있으므로 엔씨소프트는 긴장을 늦추지 말고 경쟁력 확보에 최선을 다해야 할 것이다.

이러한 모든 측면을 고려하고서라도 여전히 엔씨소프트는 국내 MMORPG시장에서는 독보적인 위치를 당분간 차지할 것으로 예상된다. WOW열풍이 한창일 당시 잠시 MMORPG부문 1위 자리를 잠시 내주기도 했지만, WOW가 유료화로 돌아서면서 다시 1위로 복귀한 사례는 엔씨소프트의 MMORPG시장에 대한 경쟁력을 확인할 수 있는 부분이다. 곧 출시될 아이온의 결과가 어떨지 사뭇 궁금해지며, 아이온의 성공시에는 엔씨소프트만이 가진 경쟁 업체 대비 경쟁력을 더욱 굳건히 하는 계기가 될 것이라고 생각된다.

### 게임의 사회적 역기능에 대한 문제 제기

온라인게임 사용자가 증가하고, 연령층도 다양해지면서 게임의 캐릭터를 성장시키는 온라인게임의 특성상 게임 사용자들 간의 갈등구조가 증대되고 있다. 게임 사용자들 간의 게임 내에서의 갈등이 현실적으로 표출되면서 온라인게임의 사회적 역기능 문제들이 새롭게 나타나고 있다. 이러한 사회적 역기능으로는 온라인게임 중독, 폭력성 문제, 해킹, 아이템의 현금 거래, 통신결제의 문제 등을 들 수 있다.

안철수 연구소의 대표 안철수씨는 얼마 전 '대한민국은 인터넷 강국이 아니다' 라는 게시물을 통해 현재 한국의 인터넷이 게임, 채팅, 음란물, 저작권 침해 동영상의 확산과

같은 저급한 문화적 확장에만 기여한다는 것을 지적한 바 있다.

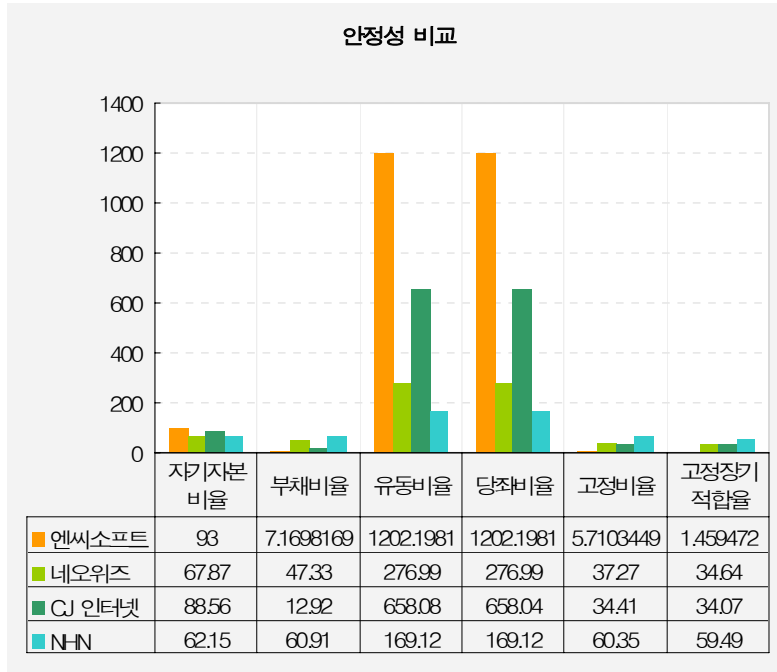
같은 맥락에서 온라인 게임의 주요 수요층이 10대의 학생이라는 점을 감안할 경우, 온라인 게임의 사회적인 역기능과 미성년자의 온라인게임 이용 요금 결제 방식에 대한 정부 주무부처의 게임심의회와 규제가 복합적으로 이루어질 수 있다. 따라서 온라인 게임 사업자의 입장에서는 부정적인 상황을 맞이할 수도 있다.

### 5. 재무 분석

엔씨소프트의 재무는 상당히 건전한 성격을 보여주고 있다. 안전성, 수익성, 활동성, 성장성으로 나누어 재무 분석을 시행한다고 했을 때, 안전성에서 일반적인 기업보다 매우 월등한 수치를 보여주고 있으며, 수익성, 성장성면에서도 게임 업체의 특성상 높은 수익률과 가파른 성장성을 보여주었다. 활동성 측면은 재고 자산이 없는 게임 업체의 특수성 때문에 별다른 의미를 보여주지 못한다고 생각하여 분석 대상에서 제외하였다.

#### 안전성 지표

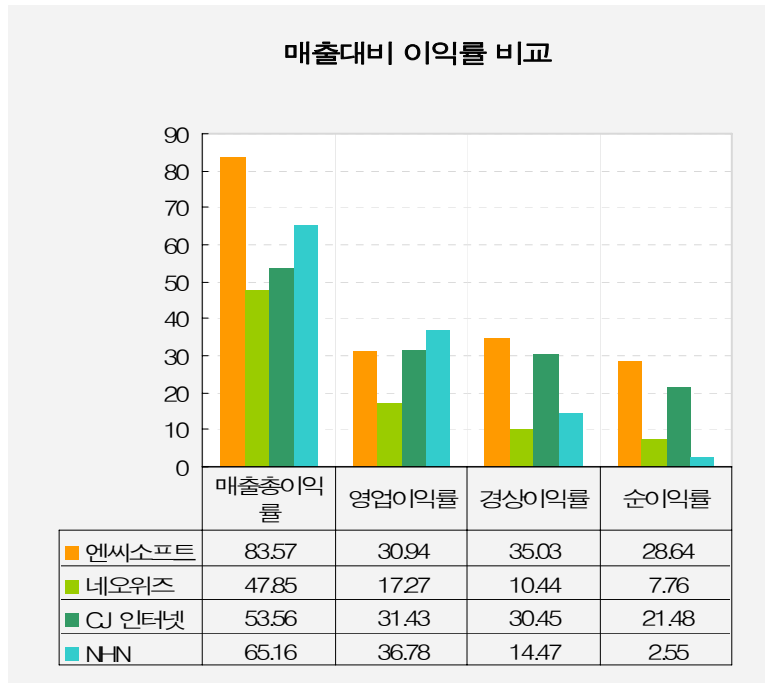
유동 비율이 무려 1200% 이상이라는 높은 수치를 나타내고 있다. 재고 자산이 없기 때문에 유동 비율이 곧 당좌 비율이 되는데 이와 같은 엄청난 유동비율과 당좌비율은 동종 업계에 비해서도 매우 월등한 수치로 매우 안정한 재무 상태를 보여준다.



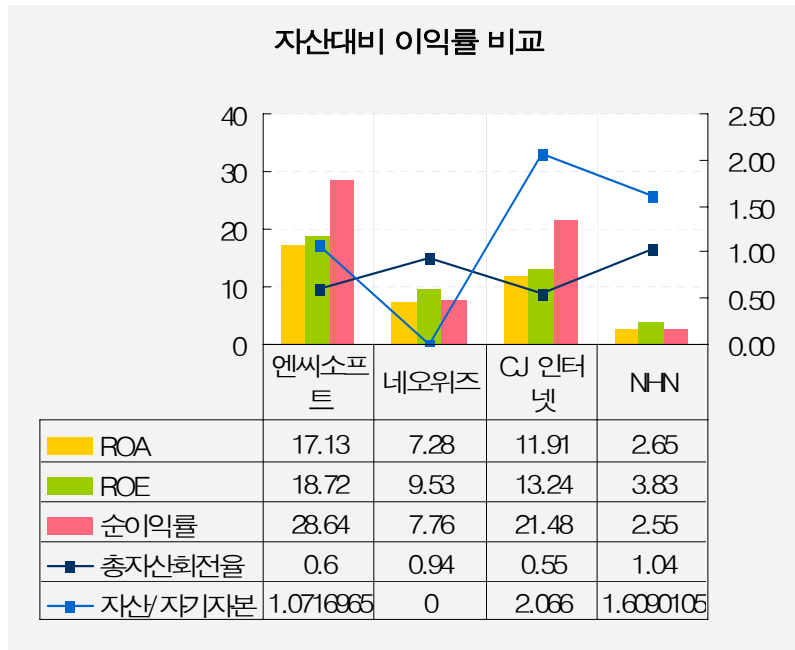
자료 : SMIC Research Team 3

#### 수익성 지표

높은 매출 총이익률을 통해 마진율이 높다는 것을 짐작할 수 있고 영업이익률이나 경상이익률, 순이익률 모두 경쟁사에 뒤지지 않고 있다. 또한 ROA와 ROE가 동종업계에 비해 상당히 높은 것은 우수한 수익력을 보여준다고 할 수 있고, 총자산회전율은 동종업계의 평균치정도로, 무난한 수준이라 하겠다.



자료 : SMIC Research Team 3



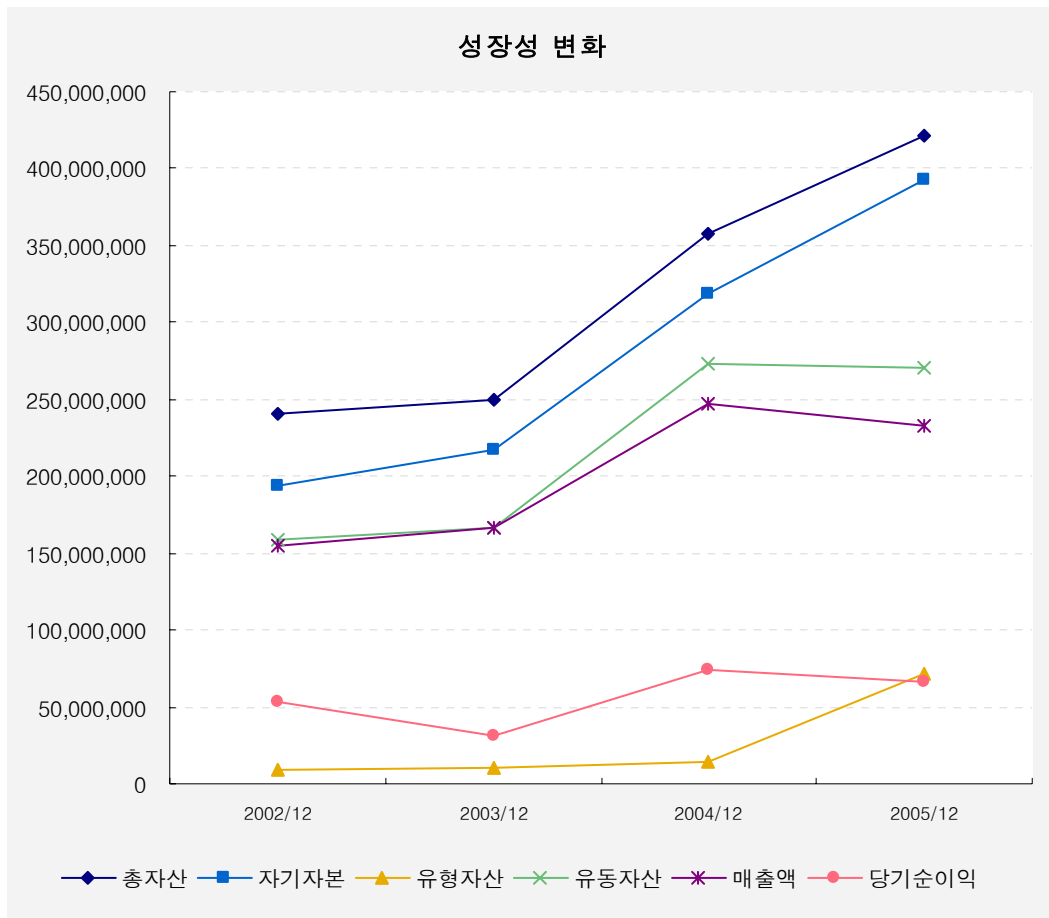
자료 : SMIC Research Team 3

#### 성장성 지표

상장 후 지금까지 급속한 성장을 지속해왔던 엔씨소프트가 최근 당기 순이익이나 매출액이 떨어진 것은 앞에서 다룬 듯 리니지, 리니지2 매출이 지속적으로 감소하나, 후속 게임 출시가 늦어지고 있기 때문이다. 한편, 2005년 삼성동에 사옥을 신축하며, 유형자산이



급격히 증가하고, 이에 따라 유동자산이 증가 추세에서 벗어나 약간 줄어들게 되었다.



자료 : SMIC Research Team 3

## 6. 밸류에이션

우리는 엔씨소프트의 Valuation에 미래 현금 흐름을 바탕으로 한 DCF(현금흐름할인) 모형을 사용하였다. 불확실성이 강한 게임 산업의 특성 때문에, DCF의 미래현금 산출이 어렵지만, 동사의 경쟁력을 근간으로 하여 개별 제품의 매출액을 정확하게 산정해 내 현금 흐름을 반영하는 것이 상대적 비교인 P/E법 등과 비교하였을 때, 동사의 내재가치를 보다 더 잘 드러낼 수 있는 방법이라 생각하였다.

불확실한 산업 내에서도 앞서 우리가 언급한 엔씨소프트 정도의 능력과 파워라면 ‘불확실성 속에서도 예측이 가능한 기업’이라는 생각이 들었다. 사실 게임 산업처럼 고성장, 고위험, 고손실 기업의 가치를 평가한다는 것은 상당히 어려운 일이다. 어떻게 변할지 모르는 산업의 미래 현금 흐름이 얼마나 발생할 수 있을 것인가에 대한 예측이 과연 가능할 것인가 하는 의문을 제기할 수 있는 것이다. 그러나 우리는 DCF 모형은 초고성장률과 초고위험이라는 문제에 대해서 일관된 방법으로 접근하고 있다는 것이 중요하다. 따라서 우리는 외견상으로 불합리한 모양을 지닌 게임 산업에 대해 합리적인 가치평가를 내릴 수 있다고 판단한다.

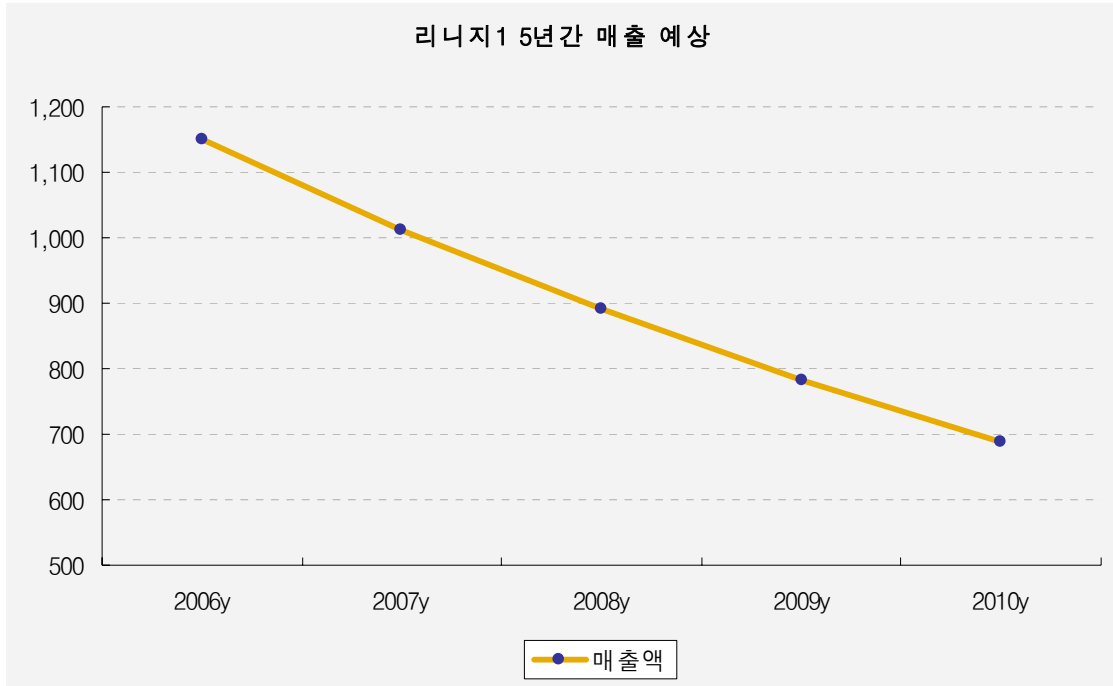
### 6.1 향후 현금 흐름

#### 리니지1

리니지 1은 2002년 이후 지속적인 매출액 감소 추세를 보인다. 2002년 이후의 연매출액 감소의 평균이 12%로 산출되는데 2006년 이후에도 같은 비율로 매출액이 하락할 것이라 예상한다. 2005년 초대박 게임인 WOW의 출시가 리니지 1의 매출액에 큰 변화를 가져오지 않았다는 점으로 미루어 보아 앞으로 시장에 새로운 게임이 출시되더라도 지금의 감소 흐름을 지속할 것이라 예상한다.

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	1,150	1,012	890	783	689

자료 : SMIC Research Team 3



자료 : SMIC Research Team 3

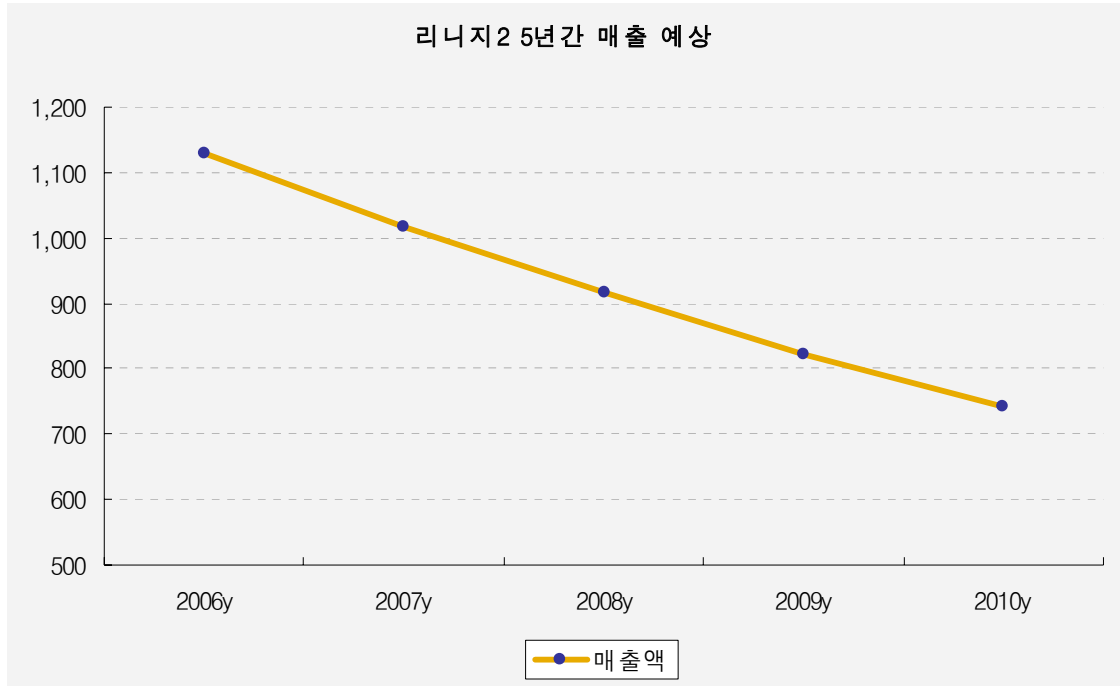
### 리니지2

리니지 2는 리니지 1과 함께 매출액 감소 추세로 나아갈 것이라 예상된다. 그러나 계속되는 크로니클 업데이트의 효과로 리니지 1보다는 감소 추세가 덜 할 것으로 보인다. WOW의 영향으로 사용자수가 감소하기는 했지만 2005년 전반적으로 안정된 매출이 나타나고 있는 것을 볼 수 있다.

우리는 리니지 매출 감소폭이 대작 게임이 출시되지 않는 2006 하반기까지는 5%의 감소폭을 보일 것으로 예상된다. 이는 2005년 매출과 2006년 매출을 비교하여 매출감소폭으로 산출한 것인데 2006년은 RPG 시장에 초 대박 게임이 나올 것으로 예상하지 않기 때문에 현재의 감소폭을 유지할 것이라 판단하기 때문이다. 그러나 2007년부터는 자사 제품인 아이온 등 기대작들이 속속 출시되어 초기 성과를 볼 시기이므로 이 때는 2005년 큰 인기를 끌었던 WOW가 출시되고 난 이후인 10%의 매출 감소폭을 나타내리라 판단하고 아래와 같은 예상 매출액을 제시한다.

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	1,130	1,017	915	823	741

자료 : SMIC Research Team 3



자료 : SMIC Research Team 3

**길드워**

앞서 언급하였다시피 길드워는 길드워 챕터2의 출시로 인해, 매출의 향상이 기대되며 앞으로 지속적인 챕터들이 6개월 간격으로 출시가 예상됨에 따라 지속적인 패키지 판매와 월 이용료 증가로 인한 매출의 증가가 예상된다.

**<표> 길드워 5년간 매출 예상**

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
패키지 판매	500	500	500	500	500
월 이용료	226	294	382	497	546
종합	726	794	882	997	1,046
할인율적용	508	556	617	698	732

자료 : SMIC Research Team 3

**6.2 신제품들의 현금 창출 능력**

신제품들이 향후 벌어들이 현금에 대해서는 앞에서 충분히 언급이 되었으므로 추가로 언급하지는 않기로 하며 여기서는 그 수치만을 제시하기로 한다.

아이온

	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	1,078	970	873	785

자료 : SMIC Research Team 3

타블라라사

	2007y	2008y	2009y	2010y
매출액	4800	4320	3888	3499

자료 : SMIC Research Team 3

사커퓨리

	2006y	2007y	2008y	2009y	2010y
예상매출액	38	97	125	162	211

자료 : SMIC Research Team 3

따라서 이들을 통해서 다음과 같이 5년간의 현금흐름을 예측할 수 있다. 여기서 EBIT의 산출에는 우리의 가정이 들어갔는데, 연간 30%의 영업이익률을 유지할 수 있다고 우리는 판단했다. 최근 몇 년간 엔씨소프트의 영업이익률은 45~31% 사이를 유지하고 있는데, 신제품 출시 시기에는 30% 대를, 공백기에는 40%대를 유지하는 모습을 보인다. 이는 신제품 출시에 따른 마케팅 비용의 증가로 인한 것으로 분석된다. 우리는 향후 엔씨소프트가 대규모 게임 라인업을 준비하며, 보다 글로벌 기업으로 확장하는 과정에서 조직이 비대해져 그로 인한 비효율성의 증가, 해외 판촉증가에 따른 마케팅 비용 증가의 요소를 고려하여 영업이익률을 30%로 고정하였다. 그 결과는 다음과 같이 나타났다.

	2006	2007	2008	2009	2010
(원)					
<b>매출액</b>					
리니지1	115,000,000,000	10,120,000,000	89,000,000,000	78,300,000,000	68,900,000,000
리니지2	113,000,000,000	101,700,000,000	91,500,000,000	82,300,000,000	74,100,000,000
월드워	72,600,000,000	79,300,000,000	88,100,000,000	99,600,000,000	104,600,000,000
아이온		107,800,000,000	97,000,000,000	87,300,000,000	78,500,000,000
타블라라사		4.8E+11	4.32E+11	3.888E+11	3.499E+11
사커퓨리	3,800,000,000	9,700,000,000	12,500,000,000	16,200,000,000	21,100,000,000
<b>합계</b>	<b>300,600,000,000</b>	<b>788,620,000,000</b>	<b>810,100,000,000</b>	<b>752,500,000,000</b>	<b>697,100,000,000</b>
<b>EBIT</b>	<b>90,180,000,000</b>	<b>236,586,000,000</b>	<b>243,030,000,000</b>	<b>225,750,000,000</b>	<b>209,130,000,000</b>
- 법인세	22,545,000,000	59,146,500,000	60,757,500,000	56,437,500,000	52,282,500,000
<b>NOPLAT</b>	<b>67,635,000,000</b>	<b>177,439,500,000</b>	<b>182,272,500,000</b>	<b>169,312,500,000</b>	<b>156,847,500,000</b>
+ 유형자산감가상각비	12,900,000,000	15,100,000,000	12,700,000,000	10,200,000,000	10,800,000,000
+ 무형자산감모상각비	300,000,000	300,000,000	200,000,000	2,000,000,000	2,000,000,000
<b>총현금흐름</b>	<b>80,835,000,000</b>	<b>192,839,500,000</b>	<b>195,172,500,000</b>	<b>179,712,500,000</b>	<b>167,847,500,000</b>
- 운전자본 증감	4,000,000,000	4,000,000,000	4,200,000,000	450,000,000	470,000,000
- 설비투자	35,000,000,000	37,600,000,000	39,400,000,000	414,000,000	435,000,000
<b>FCF</b>	<b>80,834,999,610</b>	<b>192,839,499,610</b>	<b>195,172,499,610</b>	<b>179,712,499,610</b>	<b>167,847,499,610</b>

그리고 그 이후 부터는 연 성장률 5%(물가상승률)로 영구히 성장한다고 가정하였다.  
그리고 각각의 FCF를 WACC 10.3% 로 할인하여 주었다.

FCF 합계 (PV)	498,651,063,549
CV(g 5%, wacc 10.3%)	2,139,621,516,842
FCF+CV	2,638,272,580,391
주식 수	20,368,000
주당가치	129,530

따라서 위와 같은 적정 주당 가치 129,530원을 산출해 낼 수 있다.

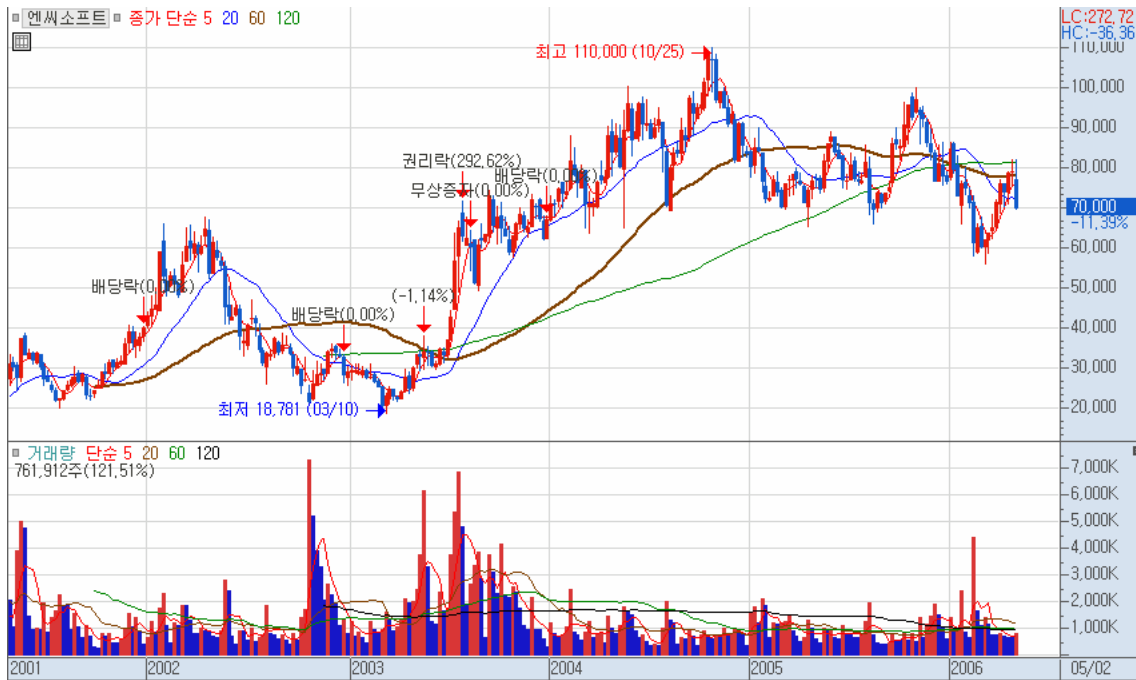
7. 주가 분석

지금까지의 분석을 바탕으로 실제로 투자하는 입장에서 현재 주가를 어떻게 받아들여야 하는지 생각해보고, 앞으로의 전망을 통하여 올바른 접근 시점을 따져볼 수 있도록 한다.

주가의 히스토리를 살펴보자

엔씨소프트는 상장 후 지금까지 어떤 성장 동력에 따라 어떠한 흐름으로 주가의 변동이 있었는지 보고, 이를 통해 앞으로의 향방을 예측해 보도록 한다. 위 그래프는 2001년부터의 동사의 주봉 차트이다. 큰 흐름에서 4개 정도의 주기로 나누어 바라볼 수 있겠다.

<그림> 엔씨소프트 주봉 (캔들차트)



- 제 1기 (상장 시점 ~ 2002년 4월) : 제 1차 상승기  
2000년 7월 코스닥에 등록된 후 리니지 매출이 성숙기에 도달하 시점인 2002년 4월까지 꾸준하고 급격한 대세 상승을 이어갔다.
- 제 2기 (2002년 5월 ~ 2003년 4월) : 제 1차 조정기  
리니지 매출이 성숙기에 도달한 시점부터 차기작인 리니지2가 발표되어 오픈베타 테스트를 실시할 때까지 지루한 기간 조정을 거쳤다.



- 제 3기 (2003년 5월 ~ 2004년 10월) : 제 2차 상승기

리니지2 오픈베타가 임박하면서부터 그 성공 가능성을 점친 시장의 매수세로 인하여 점진적인 상승세로 전환한 후, 리니지2가 대박 조짐을 보이자 급등세를 이어갔다. 게다가 300% 무상증자까지 이어지며 상승세에 날개를 달았고, 꾸준한 상승 곡선을 유지하였다.

- 제 4기 (2004년 11월 ~ 현재) : 제 2차 조정기

리니지2의 매출이 성숙기에 접어들었고, 차기작의 출시가 지연되면서 다시 지루한 기간조정 국면으로 접어들었고, 현재도 이 조정 기간에 속한다고 볼 수 있겠다.

종합적으로 판단해 보면, 지금까지의 엔씨소프트의 주가 흐름은, 리니지, 리니지2의 성쇠와 매우 밀접한 관련이 있었다고 볼 수 있겠다. 이는 단일 게임에 의해 크게 실적이 좌우되는 게임 회사의 전반적인 특징과 관계가 깊다. 현재도 역시 신작 게임의 공백기로 인한 조정기가 왔음을 알 수 있는데, 제 2기의 모습과 비슷하다. 이는 곧 출시될 엔씨소프트의 신작에 의해서 조정기를 마감하고 다시 큰 틀에서의 상승기를 맞을 수 있음을 예고하고 있기도 하다.

현재 시점에서의 대응 전략은..

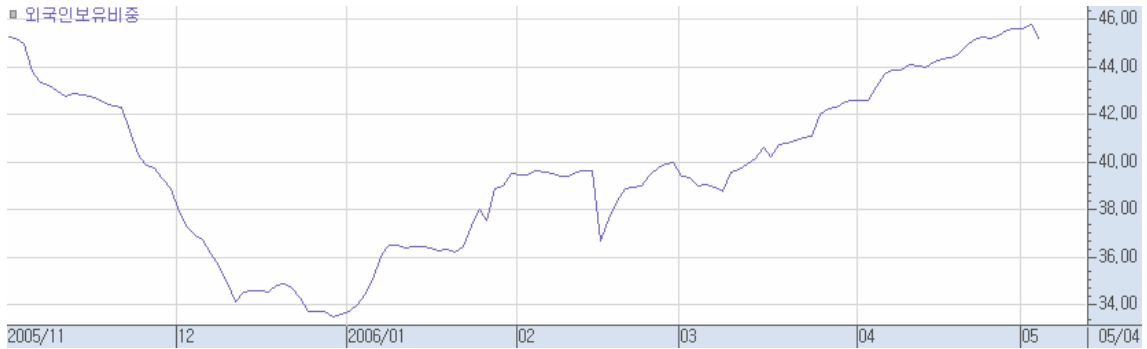
<그림> 엔씨소프트 매물대 분석



매물대 라인을 살펴보면, 가장 많은 매물대가 7만원 선에 걸려 있음을 확인할 수 있다. 7만원 매물대를 어렵지 않게 돌파한 상황에서 급락으로 인해 다시 7만원의 지지를

시험하고 있다. 그 가격대 이상으로는 많이 집중된 매물대가 존재하지 않으므로, 일단 7만원대 지지여부가 관건이며, 지지가 된다면 특정 가격대의 매물벽으로 인한 저항은 그다지 있지 않을 것이라 예상할 수 있다.

<그림> 엔씨소프트 외국인 보유 비중



외국인 보유 비중은 2005년 말 34%대까지 떨어졌다가 급격한 추세로 다시 그 비율을 증가시키고 있다. 어느 정도 저점을 확인했다고 판단한 외국인 투자자 그룹의 매수가 이어지고 있다고 판단된다.

<그림> 엔씨소프트 일봉 (캔들차트)



번번히 20일선의 저항에 부 혀 지루한 하락을 지속하다가, 2006년 3월 5만원대에서 일봉상 약한 쌍바닥을 형성하였다. 이후 20일선 골든크로스를 발생시키며 상승 추세로

전환하여 20일선을 지지로 견조한 상승 흐름을 유지하다가, 2006년 1Q 어닝 쇼크로 인하여 급락을 맞아 단번에 20일선이 무너지고 60일선의 지지를 시험해봐야 하는 상황이다.

종합적으로 살펴 보았을 때, 현재 동사의 주가 흐름은 갑작스러운 급락으로 인해서 대응 방향을 잡기가 조금은 혼란스러운 상황으로 보여진다. 거래량을 수반한 급락이 있었기 때문에 다소 조심스러운 입장에서 접근하되, 급락 후에는 반드시 급등이 온다는 사실을 생각한다면, 엔씨소프트의 내재 가치를 믿는 투자자에게는 오히려 기회로 받아들여질 수도 있을 듯 하다. 60일선의 지지를 바탕으로 반등이 나올 것이라는 데에 다소 무게를 두고 접근하는 것이 좋겠다. 보수적인 장기 투자의 차원에서 접근한다면, 지금부터 분할 매수로 대응하여 하락시마다 조금씩 매집해 나가는 전략도 유효할 듯 하다. 차트상 단기 1차 목표가는 8만원으로 설정한다.

## 8. 결론

우리가 분석한 엔씨소프트는 향후 5년 안에 전세계에서 가장 주목받는 메이저 게임 개발사 및 퍼블리셔로 자리매김할 가능성이 매우 높다고 판단된다. 기업 가치 분석의 결과로, 엔씨소프트의 현재 적정 가치를 129,000으로 설정하고 **매수**를 권장한다. 성장성을 높게 치지만 불확실성이 높은 게임 관련주의 특징을 고려하면 투자 리스크가 비교적 높은 편이기에 목표 수익이 40%정도는 되어야 매수할 가치가 있다고 판단했다. 현재 주가 70,000원은 이러한 점을 고려하더라도 지나치게 낮은 가격이라고 판단된다.

동이 트기 직전이 가장 어둡다는 말이 있다. 힘든 시기일수록 더욱 더 비관적으로 상황을 바라보게 되고, 앞으로의 예측까지도 객관성을 잃어 잘못된 판단을 하기가 쉽다. 엔씨소프트의 현재 상황이 바로 그 동이 트기 직전의 상황일 것으로 생각된다.

예정된 게임의 출시가 늦어지고, 매출은 감소하는 현상이 나타나기 시작하였으며, 법정 소송 건 등의 잡음도 계속하여 들리지만, 엔씨소프트가 가진 핵심적인 내재 가치에는 변동이 없고, 오히려 앞으로 그 내재 가치를 본격적으로 실적에 반영하게 될 것이다. 엔씨소프트는 고속 성장을 지속하는 중에도 발빠르게 해외로 눈을 돌려 글로벌화에 대한 노력을 게을리하지 않았다. 이제 그 성과를 보여줄 때가 임박했다고 여기며, 가치 투자자의 입장에서는 역발상의 사고를 통하여 모두가 가장 두려워하는 지금 시점에 과감하게 투자를 결정할 필요가 있다.