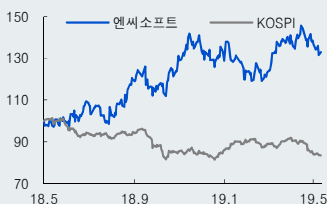


투자요건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	700,000원
현재주가(19/05/27)	480,000원
상승여력	46%

영업이익(19F, 십억원)	814
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	582
EPS 성장률(19F, %)	49.5
MKT EPS 성장률(19F, %)	-19.7
P/E(19F, x)	16.8
MKT P/E(19F, x)	11.5
KOSPI	2,044.21
시가총액(십억원)	10,531
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	81.9
외국인 보유비중(%)	50.2
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	351,000
52주 최고가(원)	526,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-1.0	31.9
상대주가	1.5	1.6	58.7



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권
02-3774-1614
changkwon.kim@miraasset.com

엔씨소프트 (036570)

6월 뜨기 전 BTS에 투자하는 기회

요즘 2분기 실적 모멘텀이 기대되는 종목 있나요?

2분기 매출액은 전분기와 비교해 21.1% 증가한 4,340억원이, 영업이익은 1분기보다 71.6% 늘어난 1,360억원이 예상된다. 리니지 2분기 매출액은 전분기보다 150% 증가한 520억원을 그리고 리니지M이 주축인 모바일게임 부문은 1분기와 비교해 22% 증가한 2,430억원이 예상된다. 2분기 모바일게임 매출 전망에는 5/29일부터 시작되는 일본 리니지 M 매출액 200억원(일평균 7억원, 매출순위 11~15위 가정)을 반영했다.

신작과 글로벌 시장 진출 그래서 3년 지속될 실적 로또

엔씨소프트 투자의 가장 큰 리스크는 출시 일정 연기이다. 지난 20년간 국내 스튜디오 출시 게임 흥행 성공 확률은 100%인 만큼 신작 출시 분기에는 수배의 QoQ 영업이익 증가율을 기록하면서 주가가 급등하였다.

투자자들은 확실한 진입 타이밍을 원하지만 신작 리니지2M 출시 일정 코멘트는 2019년 상반기에서 3분기 그리고 하반기로 조정되었다. 하지만 일관된 기대치는 리니지2M, 아이온2, 블소2 등 대작 게임들이 순차적인 상용화를 준비하고 있고, 이 게임들이 각각 한국에 이어 일본, 대만, 미국, 유럽, 동남아, 중국 등으로 연이어 출시할 것이라는 것이다.

<그림6~8>와 같이 리니지2, 아이온, 블소는 누적매출액이 해외와 국내가 비슷하거나 오히려 해외 누적매출액이 2.5배 크다. 향후 출시될 동사 신작들에 대한 해외 시장 성공 기대감이 높아지고 있다. 하반기 리니지2M이 국내에서 출시되면 향후 3년간은 거의 매분기 신작 출시와 신시장 진출로 인한 실적 로또(QoQ 실적 급증)가 있을 수 있다.

6월은 6개월, 1년, 5년짜리 투자에 모두 적합한 매수 시점

6월~7월에는 2분기실적 기대감이 높아질 전망이다. 4분기 리니지2M 출시를 가정해도 3분기부터는 신작 출시 모멘텀이 주가에 선반영 될 수 있다.

6월 LA E3게임쇼와 Microsoft 클라우드게임 플랫폼 공개에 이어 2019년 하반기 Apple, Microsoft, Google 등이 클라우드(스트리밍) 게임 서비스를 시작하고 2020년에는 Amazon도 이 경쟁 대열에 참여할 예정<표8 참조>이다. 이러한 게임 시장의 판도 변화는 글로벌 경쟁력을 보유한 게임 IP(콘텐츠) 개발사의 Valuation 프리미엄을 상승시킬 것이다.

2019년 동사 실적 전망치는 편차(당사 기준 PER 16.8배, 컨센서스 PER 22.2배)가 크다. 흥행과 일정 가정이 주관적일 수 밖에 없기 때문이다. 신작 효과가 연간으로 반영되는 2020년 PER은 당사 14.3배, 컨센서스 13.3배로 과거 20년 PER 밴드<그림12 참조>의 최하단에 위치한다. ‘매수’ 투자요건과 목표주가 70만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	984	1,759	1,715	2,095	2,335	2,882
영업이익 (십억원)	329	585	615	814	1,029	1,497
영업이익률 (%)	33.4	33.3	35.9	38.9	44.1	51.9
순이익 (십억원)	272	441	418	625	734	1,074
EPS (원)	12,416	20,104	19,061	28,503	33,450	48,938
ROE (%)	14.9	19.1	16.4	23.9	23.1	27.2
P/E (배)	19.9	22.3	24.5	16.8	14.3	9.8
P/B (배)	2.7	3.4	3.7	3.2	2.7	2.2
배당수익률 (%)	1.5	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. 2분기 실적 얼마나 좋을까? 기대감 상승 중	3
II. 2019~2021년 모멘텀은? 매분기 실적 로또	6
III. 리니지M 일본, 기대치가 낮기에	8
IV. 10년 전쟁의 서막, 클라우드게임 시장 태동	11
V. 외국인 매수세 지속 기대	13

I. 2분기 실적 얼마나 좋을까? 기대감 상승 중

2분기 매출액과 영업이익이 1분기와 비교해 큰 폭 증가가 예상되고 있다. 1) 리니지와 리니지M의 3월 업데이트 효과로 사용자가 큰 폭 상승했고, 2) 5/29일 이후에 리니지M 일본 매출액 신규 계상이 예상되고 있기 때문이다.

동사는 1분기 실적 발표에서 리니지는 3월 리마스터 업데이트로 이전보다 게이머가 2배 증가했고, 리니지M 역시 3월 이클립스 업데이트 효과로 출시 이후 최대 동접자수를 기록했다고 밝혔다.

〈그림2〉의 시장조사기업 자료에 따르면 리니지M 3월과 4월의 순방문자는 1월~2월 평균 대비 35% 증가했다. 〈그림4, 5〉는 리니지의 경우 3월 순방문자수는 2월대비 5배 가까이 증가하고, 4월 총체류시간은 1~3월 평균의 4배를 기록하였다.

2분기 매출액은 전분기보다 21.1% 증가한 4,340억원을, 2분기 영업이익은 1분기보다 71.6% 늘어난 1,360억원이 예상된다. 리니지 2분기 매출액은 전분기보다 150% 증가한 520억원을 그리고 리니지M이 주축인 모바일게임 부문은 1분기와 비교해 22% 증가한 2,430억원이 예상된다.

2분기 모바일게임 매출 전망에는 5/29일 시작되는 일본 리니지M 매출액 200억원(일평균 7억원, 매출순위 11~15위 가정)을 반영했다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	475	436	404	400	359	434	449	853	1,715	2,095	2,335
리니지	28	42	40	39	21	52	49	49	150	171	158
리니지 II	14	13	16	21	22	18	19	20	64	79	73
아이온	19	16	16	13	12	12	12	13	63	51	48
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	24	24	27	120	98	81
길드워2	24	20	21	16	16	16	16	15	80	63	61
모바일게임	264	210	216	223	199	243	263	650	913	1,354	1,612
기타	8	13	12	11	8	10	9	20	44	47	45
로열티	84	92	52	53	57	59	56	59	282	232	257
영업이익	204	160	139	113	80	136	142	457	615	814	1,029
영업이익률	42.9	36.5	34.4	28.3	22.2	31.4	31.7	53.5	35.9	38.9	44.1
순이익	119	140	94	68	75	106	115	336	422	630	740
순이익률	25.1	32.1	23.4	16.9	20.8	24.3	25.6	39.4	24.6	30.1	31.7
YoY 성장률											
매출액	98.3	68.8	-44.5	-25.0	-24.5	-0.4	11.1	113.2	-2.5	22.2	11.5
리니지	-45.1	24.5	14.0	15.7	-26.7	23.3	22.3	26.2	-3.0	14.3	-7.7
리니지 II	-22.7	-19.9	0.0	37.0	51.5	35.8	20.5	-2.1	-2.9	23.3	-6.8
아이온	41.1	44.3	61.1	0.4	-34.3	-20.0	-24.2	5.9	35.2	-20.1	-5.0
블레이드앤소울	-23.9	-21.4	-20.8	-36.8	-31.3	-21.3	-21.3	9.0	-25.8	-17.8	-17.8
길드워2	66.2	46.6	4.0	-55.0	-30.9	-19.3	-22.8	-7.1	-3.2	-21.3	-3.8
모바일게임	1028.2	124.0	-60.7	-31.9	-24.7	15.7	21.4	191.7	-8.2	48.3	19.0
기타	-24.8	-15.6	-6.5	2.2	4.6	-23.1	-27.4	79.5	-11.3	6.4	-3.0
로열티	32.5	155.8	18.3	-10.3	-31.8	-35.7	9.4	10.4	38.9	-17.5	10.6
영업이익	569.1	324.8	-57.6	-40.2	-61.0	-14.4	2.3	303.6	5.1	32.4	26.4
순이익	584.9	355.0	-65.7	-44.0	-37.3	-24.6	21.5	396.7	-5.0	49.4	17.4

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

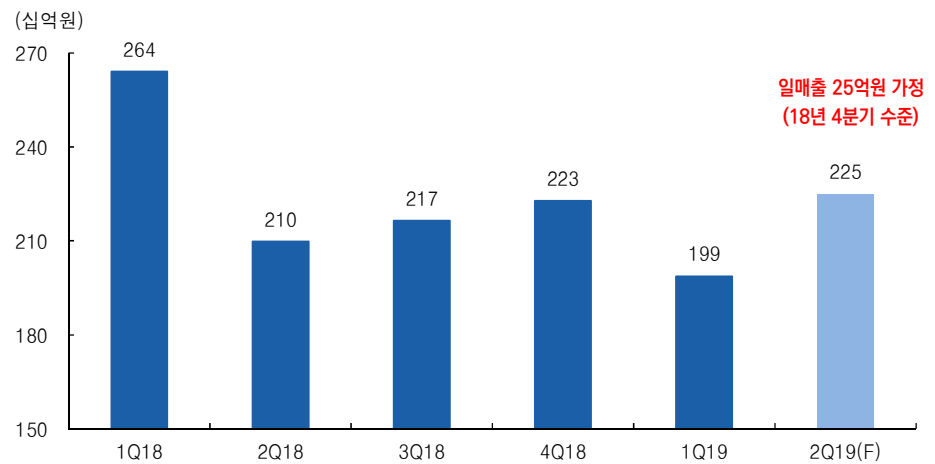
표 2. 엔씨소프트의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,095	2,335	2,095	2,335	0.0	0.0	
영업이익	805	1,024	814	1,029	1.2	0.5	
순이익	624	736	630	740	1.0	0.5	
영업이익률	38.4	43.9	38.9	44.1	-	-	
순이익률	29.8	31.5	30.1	31.7	-	-	

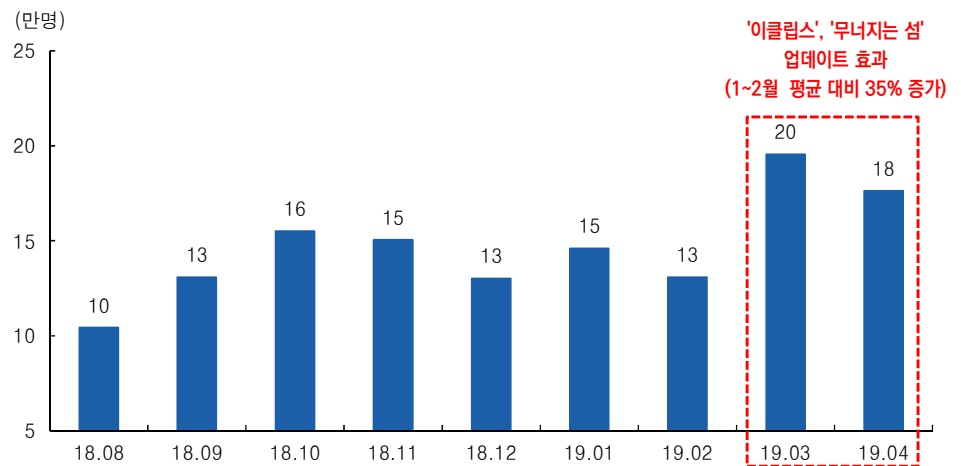
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 리니지M 분기 매출액 추이



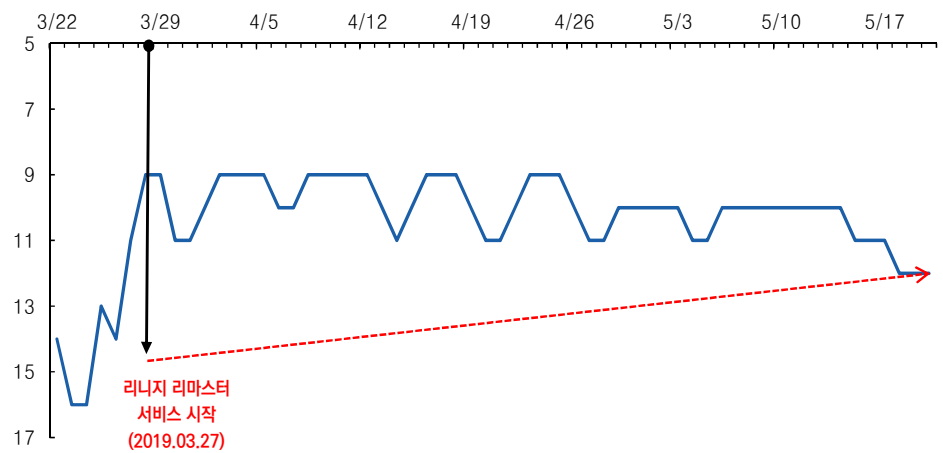
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 2. 리니지M 월간 순이용자수 추이



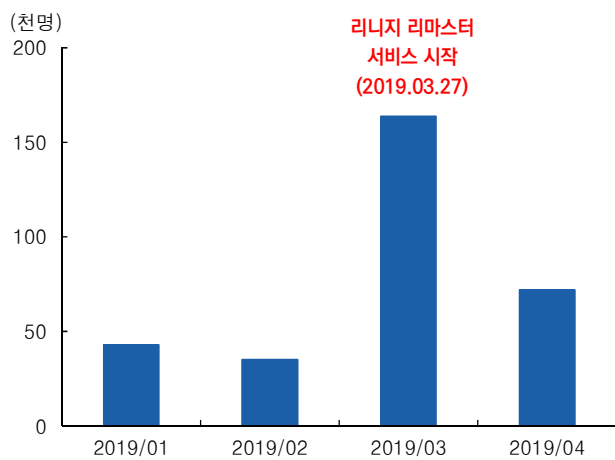
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 3. 리니지 리마스터 업데이트 이후 리니지 순위



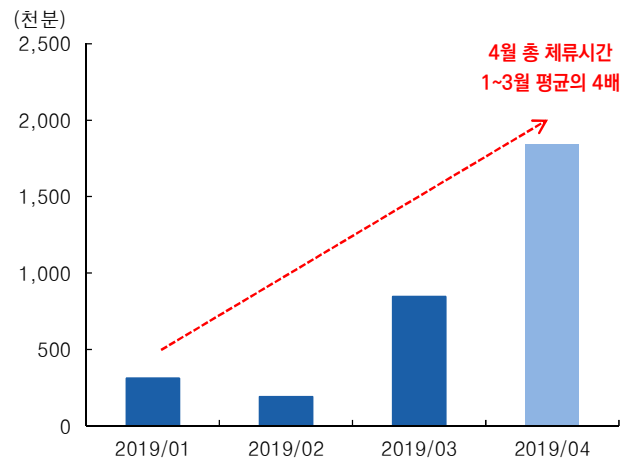
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 리니지 월간 순방문자수 추이



자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 5. 리니지 월간 총 체류시간 추이



자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

II. 2019~2021년 모멘텀은? 매분기 실적 로또

2019년 2분기 리니지, 리니지M 등 기존 게임 매출액이 재상승하는 현상이 확인되고 있다. 한 단계 높아진 주력 게임들의 매출액 수준은 이용자가 기반이 확충된 것에 기인하고 있기에 2019년 하반기에도 이어질 전망이다.

1분기 실적발표에서 2019년 하반기에는 불소S와 리니지2M의 차질 없는 출시를 재확인해 주었다. 기대작 리니지2M은 상용화를 앞두고 게임 해상도 조절과 같은 최종 마무리 작업이 진행 중인 것으로 알려지고 있다.

아이온2, 불소2와 같은 대작 모바일 MMORPG 신작의 개발 속도 역시 리니지2M에 크게 뒤져지지 않은 것으로 확인된다. 이 게임들은 2020년에 순차적으로 상용화 될 것으로 예상된다.

리니지2M은 리니지M 이외의 국내 경쟁 MMORPG 게이머와 현재까지는 모바일MMORPG를 플레이하지 않고 있는 신규 게이머 확보를 목표로 하고 있다. 동사 게임라인업이 MMORPG라는 단일 장르에 한정되어 있기에 향후 출시 게임들은 해외 시장에 포커스를 두고 개발이 진행중이다.

리니지와는 달리 리니지2, 아이온, 불소는 국내와 해외 누적 매출액이 비슷하거나(그림6 참조, 리니지2 2003년 출시), 해외 누적매출액이 국내 매출액을 상회(그림7, 8 참조, 아이온 2008년 출시, 불소 2013년 출시)하고 있다.

동사는 향후 5년간 3개의 PC와 콘솔용 게임을 출시할 예정이라고 밝혔다. 2019년 하반기 리니지2M이 한국에서 출시되면 2020년에는 일본, 미국/유럽, 동남아에 순차적으로서비스될 것으로 기대된다. 2020년 아이온2와 불소2가 한국에서 서비스된 다음에 2021년에는 역시 일본, 미국/유럽, 동남아, 중국(? 판호 문제가 해결되어야 하겠지만) 출시가 이어질 전망이다.

표 3. 엔씨소프트의 2019~2021년 모멘텀

분류	내용
기존게임: 2분기 이후 실적 모멘텀 예상	리니지 3월 리마스터로 부활: 게이머 업데이트 후 2배 증가 <그림4, 5 참조>
	1분기 매출액 200억원에서 2, 3, 4분기 500억원 전후 매출액 전망
	리니지M 3월 업데이트: 게이머 동시접속자 사상 최고치 <그림2 참조>
	2018년 3분기, 4분기 일평균 매출액 24억원, 25억원에서 1분기 21억원으로 감소 → 2분기 25억원으로 회복 예상
3개 이상의 다작 신규 게임 출시 모멘텀	2019년 하반기: 불소S, 리니지2M 연이어 출시 전망
	2020년 아이온2(모바일), 불소2(모바일) 출시 예상
	2020년 8년만의 대작 PC/콘솔 TL(The Lineage) 베타 테스트 기대
글로벌 스토리 시작	해외 흥행 가능성 높은 IP: 리니지2, 아이온, 불소 <그림6, 7, 8 참조>
	* 이미 해외에서 많은 게이머 풀을 확보한 글로벌 선호 콘텐츠 신작
	- 리니지2: 국내 누적 매출액 = 해외 누적 매출액
	- 아이온: 국내 누적 매출액 < 해외 누적 매출액
	- 불소: 국내 누적 매출액 << 해외 누적 매출액(국내 누적 매출액의 2.5배)
	2020년 리니지2M: 일본, 미국/유럽, 동남아 출시 예상
	2021년 아이온2, 불소2: 일본, 미국/유럽, 동남아, 중국(?) 출시 예상
멀티플랫폼 스토리 확산	PC → 모바일 → 콘솔 → 클라우드
	엔씨는 현재 TL을 포함 3~4개의 PC/콘솔 게임을 준비 중이라고 여러 차례 언급, 다양한 개발 프로젝트가 진행 중이며, 클라우드게임 플랫폼으로 전환될 후보 게임들로 평가
	2019년~2020년: 애플, 구글, 마이크로소프트(소니), 아마존 등 글로벌 초대형 플랫폼 기업들이 게임업계의 넷플릭스가 되기 위한 클라우드 게임 서비스(스트리밍 게임 서비스)를 경쟁적으로 시적할 예정

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 리니지2 해외 매출 및 국가별 비중

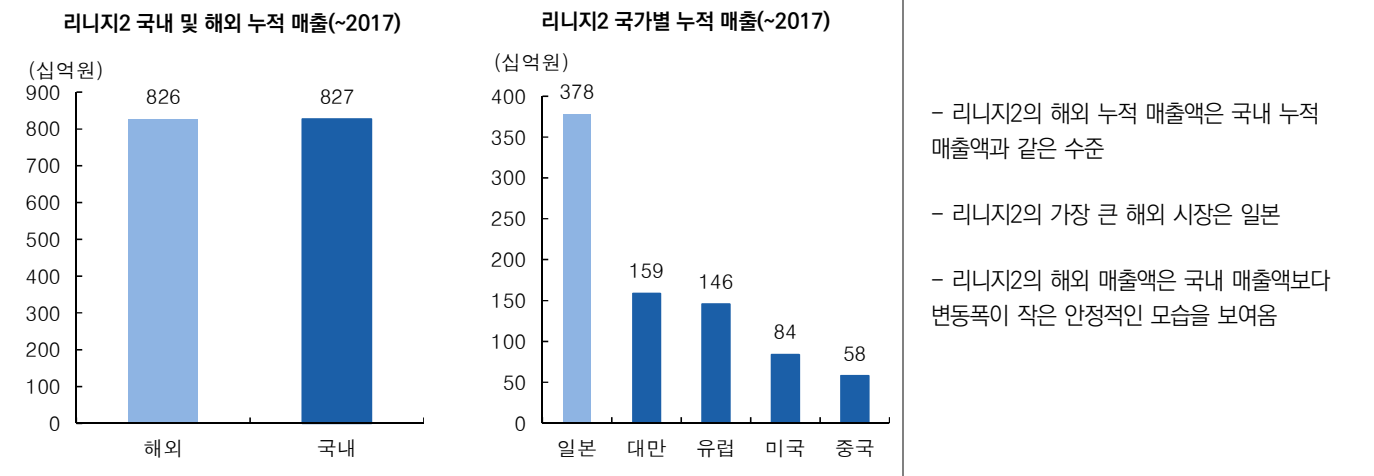


그림 7. 아이온 해외 매출 및 국가별 비중

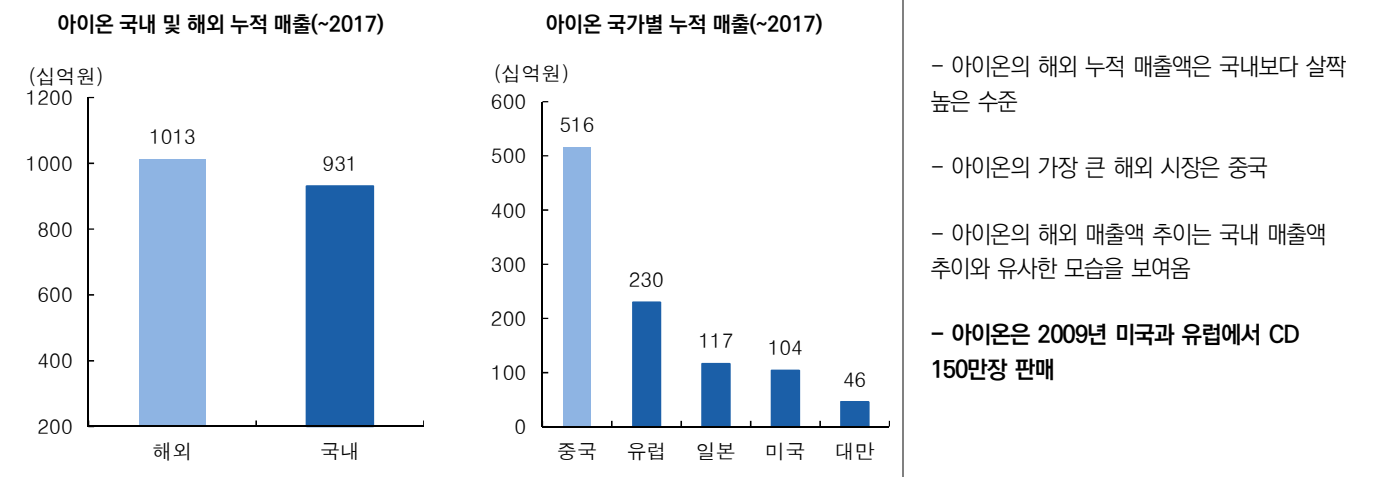
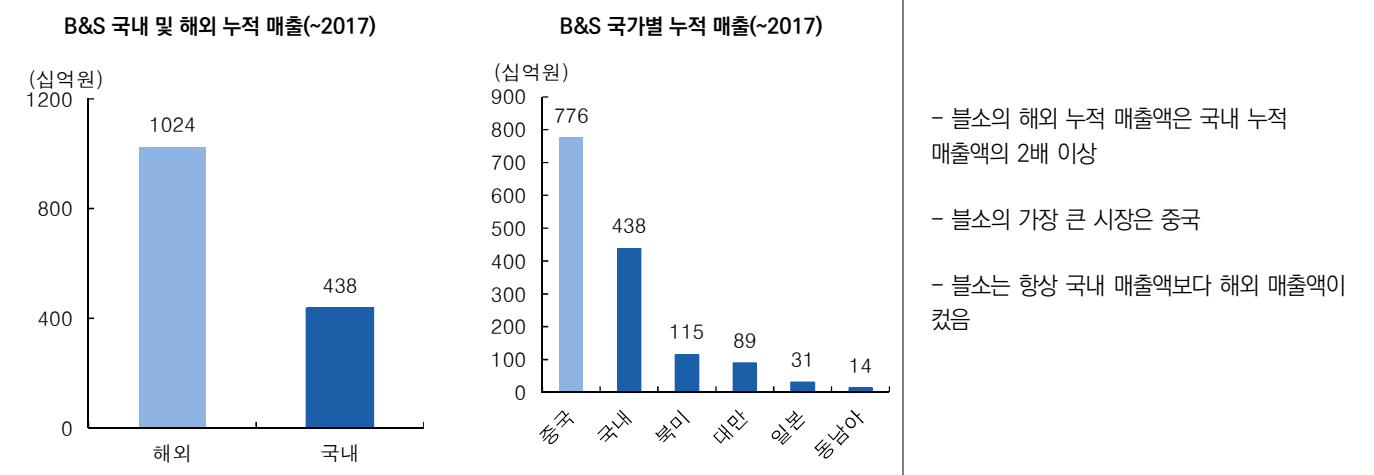


그림 8. B&S 해외 매출 및 국가별 비중



III. 리니지M 일본, 기대치가 낮기에

리니지M은 한국과 대만에 이어 5/29일부터 일본에서 정식 서비스될 예정이다. 넷마블 리니지2 레볼루션이 2017년에 상용화되어 매출 순위 3위를 기록했고, 펠어비스 검은사막M은 2019년 2월에 서비스된 이후 3월 평균 매출 순위 9위와 일매출액 10억원 수준을 나타냈다.

리니지M 일본 성과 기대치는 낮다. 당사는 2분기 실적 전망에 일매출액 7억원, 매출순위 11~15위 수준을 반영하였다. 리니지M은 사전 예약자 숫자는 리니지2 레볼루션(출시 직전 163만명)이나 검은사막M(출시 직전 150만명) 등 일본 출시 국내 게임들을 상회할 것으로 예상되고 있다.

리니지M 일본 기대감이 낮은 것은 <표4>에서처럼 리니지가 일본보다는 대만에서 좋은 성과를 기록했고, 일본에서는 리니지2가 리니지보다 10배의 사용자 지표와 매출을 나타냈었기 때문이다.

리니지M은 높은 사전 예약자 숫자에 비해서 일본에서는 빈약한 기존 게이머 Pool이라는 단점을 가지고 있는 것이다. 리니지M 일본은 낮은 성과 기대감이 형성되어 있는 만큼 실패 부담감은 낮은 반면에 일정 수준 이상의 상용화 이후 사용자와 매출 순위를 기록한다면 주가에 긍정적인 변수가 될 수 있다.

표 4. 리니지, 리니지2의 과거 해외 성적

게임	국가	항목	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06
리니지	대만	서비스	34	36	36	36	36	36	38	39
		최고 동시접속자	147907	150219	141783	155014	138623	135731	134462	157365
		증가율	3%	2%	-6%	9%	-11%	-2%	-1%	17%
		일간접속	336564	296034	265839	272370	217872	208467	218101	233797
		월간접속	720076	652063	592341	579679	475066	428152	472156	470855
		로열티(백만원)	5908	5519	4787	4513	3696	3185	3385	3128
		매출액/최고동접(만원)	39944	36740	33763	29113	26662	23466	25174	19877
	일본	서비스	6	6	6	6	6	6	6	6
		최고 동시접속자	17064	17315	13614	16864	13498	12550	14534	12448
		증가율	6%	1%	-21%	24%	-20%	-7%	16%	-14%
		일간접속	36104	35519	30994	28957	26524	24992	26742	20807
		월간접속	77438	77889	70885	86431	68182	69538	74671	76027
		로열티(백만원)	638	723	690	683	469	440	404	361
		매출액/최고동접(만원)	37389	41756	50683	40500	34746	35060	27797	29001
	중국	서비스	11	11	11	11	11	10	10	10
		최고 동시접속자	10820	10080	9853	10473	12564	14586	14149	18376
		증가율	-5%	-7%	-2%	6%	20%	16%	-3%	30%
		일간접속	42194	32582	28670	30247	30389	29737	28880	37240
		월간접속	169697	140422	115805	123665	108388	140422	110182	152466
		로열티(백만원)	111	86	71	63	64	72	78	77
		매출액/최고동접(만원)	10259	8532	7206	6015	5094	4936	5513	4190
리니지2	일본	서비스	8	9	9	9	10	10	10	11
		최고 동시접속자	27441	33926	36200	33745	39727	35381	40088	44631
		증가율	-	24%	7%	-7%	18%	-11%	13%	11%
		일간접속	51298	59687	49887	52104	66019	49947	48684	54478
		월간접속	113279	82625	82409	86260	104797	102774	105097	111046
		로열티(백만원)	135	960	960	962	1317	1475	1545	1325
		매출액/최고동접(만원)	4920	28297	26519	28508	33151	41689	38540	29688

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 일본 모바일 게임 시장

모바일 게임 순위	일매출	비고
1위	30~40억	- 일본 모바일 게임 시장은 중국 미국과 함께 3대 게임 시장으로 평가됨
2~4위	15~30억	- 모바일 게임 시장 규모는 한국의 약 3배인 약 15조원으로 추정 - 일본 모바일 게임 시장은 RPG 장르가 주력
5~15위	5~10억	- 게임에 대한 고객 충성도와 결제 유저의 비율이 높은 편

주: 일본 모바일 게임 순위별 일매출은 SensorTower 매출액을 토대로 추정하였으며 실제 매출액과 차이가 있을 수 있음
 자료: SensorTower, AppAnnie, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 6. 일본 모바일 게임 시장 매출 순위 1~20위 일매출 추정

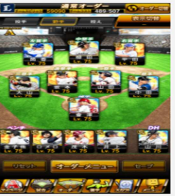
순위	앱 이름	회사	장르	양대 마켓(애플+구글)	추정 일매출(억원)
1	몬스터스트라이크	mixi	슬링샷 RPG	\$2,695,092	31.9
2	Fate/Grand Order	Aniplex	스토리 수집형 RPG	\$2,374,725	28.1
3	荒野行動	NetEase	배틀로얄	\$1,532,172	18.2
4	パズル&ドラゴンズ	GungHo Online Entertainment	퍼즐 RPG	\$1,243,332	14.7
5	プロ野球スピリッツA	Konami	야구	\$613,445	7.3
6	Pokémon GO	Niantic	AR	\$580,999	6.9
7	黒い砂漠 MOBILE	Pearl Abyss Corp.	MMORPG	\$514,400	6.1
8	プリンセスコネクト! Re:Dive	CyberAgent	캐릭터 수집형 RPG	\$476,908	5.7
9	放置少女〜百花繚乱の萌姫たち〜	C4	캐릭터 수집형 RPG	\$449,493	5.3
10	Mafia City	YottaGames	전략 시뮬레이션	\$441,463	5.2
11	ONE PIECE トレジャークルーズ	BANDAI NAMCO Entertainment	턴제 RPG	\$432,335	5.1
12	実況パワフルプロ野球	Konami	야구	\$427,134	5.1
13	あんさんぶるスターズ!	Happy Elements K.K	아이돌 육성 시뮬레이션	\$403,346	4.8
14	LINE ポコポコ	NAVER Corp.	퍼즐	\$379,299	4.5
15	Yu-Gi-Oh! Duel Links	Konami	카드	\$345,780	4.1

주1: 일본 게임 매출액 순위는 SensorTower의 추정치를 참고하였으며 실제와 차이가 있을 수 있음

주2: 게임별 일매출은 최근 한 달간의 일매출 평균 값으로 계산

자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 일본 모바일 게임 시장 매출 1~5위 게임

순위	게임명	장르	참고
1위	몬스터라이크 (몬스터스트라이크)	슬링샷 RPG	    
2위	Fate/Grand Order (페이트/그랜드 오더)	스토리수집형 RPG	  
3위	荒野行動 (황야행동)	배틀로얄	  
4위	パズル&ドラゴンズ (퍼즐앤드래곤)	퍼즐 RPG	    
5위	プロ野球スピリッツA (Professional Baseball Sprits A)	야구	    

자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 10년 전쟁의 서막, 클라우드게임 시장 태동

클라우드게임 서비스는 플랫폼 기업이 게이머가 접속할 수 있도록 게임 서버를 마련해 두면 시간이나 장소, 플레이기기가 어떤 것이든 관계없이 게임을 즐길 수 있는 서비스를 말한다. 클라우드 게임(스트리밍) 서비스를 이용하면 스마트폰이나 태블릿 PC, 일반 PC는 물론 거실에 있는 스마트 TV를 통해 언제 어디서나 게임을 즐길 수 있게 된다.

기술과 인터넷 접속 환경의 개선으로 클라우드 게임 시장이 태동하고 있다. 마이크로소프트의 xcloud, Apple Arcade, Google Stadia 등이 2019년 서비스를 시작할 예정이고, Amazon도 2020년 이 경쟁에 참여할 계획이다.

클라우드게임 시장이 본격화되기에는 고사양게임의 경우 대기 시간이 지연될 수 있고, 국가별 인터넷 속도의 차이 크다는 점 등 여전히 풀어야 할 숙제가 많다.

1) 수익 모델에 대해서도 불명확하다. 게임별 다운로드 판매가 보편화되어 있는 미국과 유럽 게임 시장에서 어떠한 과금제가 도입될지는 현재 불확실하다. 2) 접속 플레이어 숫자가 증가하면서 늘어날 엄청난 트래픽 비용을 누가 부담할지도 해결해야 하고, 3) 글로벌 시장에서 경쟁력 있는 게임 콘텐츠 수급을 어떻게 해결 할지 정해진 것은 없다.

클라우드게임 시장은 향후 3~5년짜리 장기 모멘텀으로 판단된다. 음악, 동영상, 드라마, 영화, 웹툰 등의 모든 콘텐츠 소비 시장이 클라우드 서비스를 중심으로 형성되고 있어, 클라우드 게임 시장은 속도의 문제이지 장기적으로 모바일, 콘솔, PC게임 시장을 통합하고 발전 및 성장시킬 변수로 판단된다.

이러한 클라우드 게임 시장의 형성은 글로벌 시장에서 경쟁력 있는 게임 IP를 가진 기업 가치에 대한 재평가를 기대케 한다.

그림 9. 클라우드 게임 전망

모바일 게임 > AR, VR

- 콘텐츠: 새로운 콘텐츠 X, 게임성 검증
- 접근성: 게이머와 게임개발사 모두 편리
- 비용: 기업 부담
- 호환성: 기존 플랫폼, 하드웨어, 콘텐츠에 적용 가능

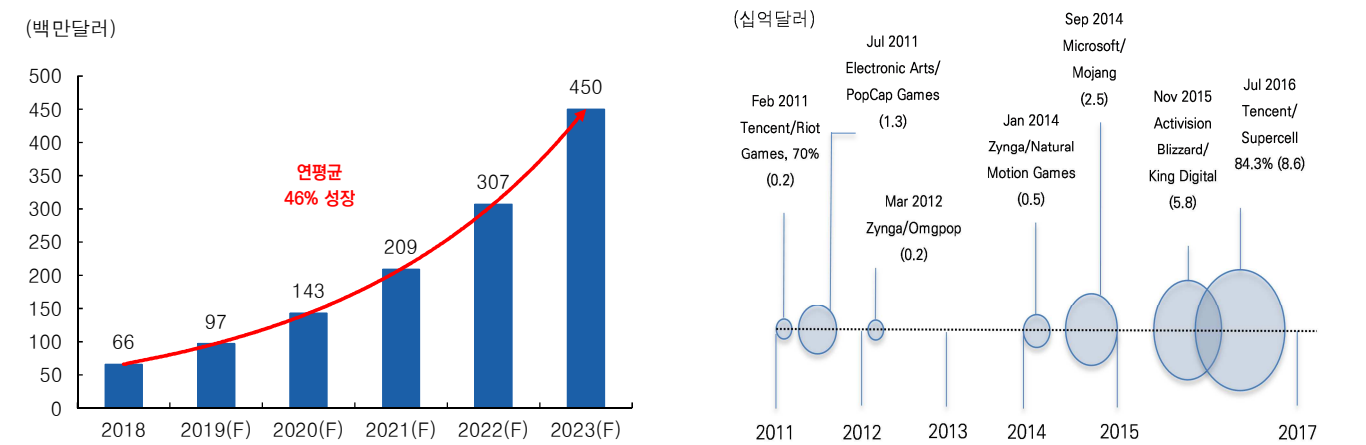
⇒ ‘클라우드는 대세’

“게임을 하기 위해서 스마트폰을 사지 않았다.”

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 클라우드 게임시장 규모 전망

그림 11. 글로벌 게임업계 M&A 현황



자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

자료: AppAnnie, Financial Times, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 글로벌 기업, 클라우드 게이밍 현황

기업	제품 이름	출시 예정일	지원 기기	게임 수	내용 및 기술
Apple	애플 아케이드	2019 가을예정	iPhone, iPad, Mac 및 Apple TV기기	App Store 약 30만개, 100개의 추가 게임	- 기존의 App Store에는 약 30만개의 무료 및 유료 게임이 포함 - 론칭 시점에 기존의 앱스토어에 없는 100여개의 독점 게임 추가 지원 예정 - 광고, 추가 구매 없음, 오프라인에서도 재생가능, 장치 전환 가능
Google	스타디아	2019 예정	모든 하드웨어	미정	- 랩톱, PC, 태블릿, 스마트폰 등 디바이스 스트리밍 서비스에 접속하기만 하면 됨 - 구글 스타디아는 게임 플레이어, 개발자, 유튜버 스트리머들을 위한 플랫폼 - 스타디아 컨트롤러 공개. 자체 네트워크를 통해 데이터 센터로 직접 연결
Microsoft	프로젝트X클라우드	2019 목표	PC, Console, Phone, Tablet	3,000개 이상	- X박스 게임을 PC, 콘솔, 모바일 기기에서 즐길 수 있는 스트리밍 서비스를 준비 중 - 클라우드 위한 하드웨어 및 시스템 구축, 개발자들과 유저를 위한 키트를 준비 중 - 10월쯤 Azure 센터 이용한 테스트를 목표로 개발 중
Amazon	미정	2020 예정	모든 하드웨어	미정	- 아마존웹서비스(AWS) 서버를 통해 수만 종류의 게임을 즐길 수 있게 할 계획 - 아마존 프라임 가입자에게 '트위치 프라임'을 통해 스트리밍 게임 서비스를 제공 중
Nvidia	GeForceNow	2015, 2017, 베타서비스 중	Shield TV, Shield Portable PC, MAC OS, 윈도우 OS, 안드로이드	500개 이상	- 2015년GeForce Now 출시, 2017년 PC용 GeForce Now 발표 후 계속 테스트 중 - 현재 5G모바일 서비스 내부 테스트 중, LG U+, Softbank와 제휴 통해 GeForce 클라우드 게임 서비스 안드로이드 제공 계획
Sony	플레이스테이션 나우	2014 출시	PS4, PS3, PS Vita, PS 콘솔, PC	700개 이상	- 2015년부터 '플레이스테이션 나우'라는 클라우드 게임 서비스를 시작 - 12개국 지원 중, 약700개 이상의 게임 타이틀 제공
Verizon	버라이즌 게이밍	미정, 테스트 중	Shield, 안드로이드 OS	135개	- PC게임을 안드로이드 TV 기반 쉴드 TV 셋톱이나 태블릿을 통해 서비스 중 - 19.01.12 클라우드 게임 플랫폼인 '버라이즌 게이밍' 알파 테스트 시작
EA	프로젝트 아틀라스	미정	EA Server	미정	- EA는 1000명이 넘는 인력을 투입해 통합 솔루션 '프로젝트 아틀라스' 진행 중 - 자사 게임 플랫폼인 '오리진 엑세스'에서 스트리밍 서비스를 선보일 계획
Tencent	텐센트 인스턴트 플레이	미정, 테스트 중	PC, 안드로이드 기기, TV	미정	- 인텔과 파트너십 맺고 tencent instant play 선보일 예정 - 초당 60프레임, 지연속도 40ms 미만, 1080p 해상도 지원을 목표

자료: 미래에셋대우 리서치센터

V. 외국인 매수세 지속 기대

기관별 2019년 Valuation 지표 편차가 크다. 기존 게임별 매출액 전망치는 큰 차이가 없지만 리니지2M 출시 일정과 흥행 성과 예상치에 대한 가정이 주관적일 수밖에 없기 때문이다. 2019년 당사 예상EPS를 주가에 대입하여 구한 PER은 16.8배이지만, 시장 컨센서스EPS를 사용한 PER은 22.2배이다.

신규 게임 매출액이 연간으로 반영되는 2020년 예상PER은 당사 전망치를 대입하면 14.3배이고, 시장 컨센서스를 대입하면 13.3배이다. 당사는 2019년과 2020년 실적 전망에서 2019년 기대감이 좀 더 높은 것이다.

<그림12>에서 확인할 수 있듯이 지난 20년간 동사 주가는 PER 15배 수준을 저점으로 PER 50배 수준을 고점으로 하는 박스권 움직임을 나타냈다. 2020년 실적 전망을 기존으로 하면 누구의 전망치를 반영해도 과거 20년 PER 흐름의 역사적 저점 수준에 있다.

불안한 시장 흐름에도 불구하고 동사 주식에 대한 외국인 매수세는 이어지고 있다. 글로벌증시에서 게임기업에 대한 Valuation<표9 참조>은 확고한 IP를 가지고 있어 연속적인 시리즈물을 출시할 수 있는 기업은 고PER로 원게임 개발로 흥행 연속성이 제한되는 게임 기업은 저PER로 분류되고 있다.

WoW(월드오브워크래프트)의 액티비전 블리자드나 GTA, 레드 데드 리DEM션의 Take-two 등 RPG 장르를 선점한 기업이 축구, 야구, 슈팅 등 대전게임 기업보다 높은 PER를 받고 있다. RPG 게임은 게이머의 충성도가 높고, 라이프 싸이클이 길고, 아이템 판매, 월정액 등 다양한 수익모형을 적용할 수 있기 때문이다.



표 9. Global Peer Group Valuation

(십억원, 배, %)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		EV/EBITDA		PER		PBR		ROE	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
넷마블 (KR)	9,699	2,384	2,714	328	475	266	355	16.4	12.2	36.2	26.7	2.1	1.9	5.9	7.3
엔씨소프트	10,805	1,802	2,508	582	1,007	467	767	15.4	9.2	23.0	14.0	3.9	3.2	18.6	25.1
컴투스	1,247	507	570	153	181	134	156	3.3	2.9	9.2	8.0	1.3	1.1	14.8	15.0
NHN엔터테인먼트	1,481	1,573	1,754	110	158	82	123	7.0	5.5	18.0	12.0	0.9	0.8	5.3	7.5
플레이비스	2,548	607	732	203	285	158	224	10.6	7.9	15.9	11.2	4.3	3.1	32.5	32.6
웹젠	556	186	219	49	70	42	56	8.9	6.2	13.2	9.7	1.6	1.4	11.3	13.6
더블유게임즈	1,295	537	597	160	187	113	140	8.5	7.5	11.4	9.2	2.0	1.6	19.8	20.1
위메이드	674	132	155	-1	8	2	13	483.0	43.6	1067.4	56.0	2.4	2.4	0.5	5.2
Activision Blizzard (US)	39,157	7,603	8,470	2,488	2,925	1,989	2,371	13.6	11.5	19.7	16.6	2.7	2.4	12.9	14.1
Electronic Arts	33,492	6,160	6,522	1,919	2,144	1,616	1,786	13.4	12.2	20.8	18.5	4.6	4.0	22.7	22.4
Take Two Interactive	13,974	3,197	3,417	690	782	592	669	16.2	14.5	23.9	21.5	4.4	3.8	19.4	16.1
Zynga	6,919	1,755	1,967	287	354	204	280	20.6	16.6	30.7	24.4	3.4	3.0	11.7	14.4
Glumobile	1,459	538	626	67	111	68	101	20.3	13.9	22.2	16.8	5.5	4.4	26.5	30.7
Ubisoft (FR)	10,713	3,020	3,222	641	734	501	611	8.3	7.6	23.9	20.3	7.0	5.6	30.0	30.1
Nintendo (JP)	54,790	14,408	14,523	3,617	4,033	2,633	2,968	11.3	10.5	19.1	16.9	2.9	2.7	16.2	16.0
Nexon	16,088	2,907	3,177	1,163	1,314	976	1,035	9.2	8.1	16.3	15.4	2.3	2.0	14.8	13.7
Square Enix	4,773	2,989	3,125	370	412	259	282	7.4	6.9	17.9	16.7	1.9	1.8	11.1	11.3
DeNA	3,398	1,313	1,327	130	156	103	118	8.9	7.8	31.3	26.8	1.2	1.1	4.0	4.4
Gungho Online	3,498	1,280	1,145	384	331	245	210	7.1	8.8	11.3	13.2	2.8	2.4	23.7	17.4
GREE	1,303	784	807	58	60	45	42	5.8	4.9	29.6	30.6	1.0	1.0	3.4	3.7
Tencent (CH)	476,219	68,397	86,481	21,147	24,934	16,191	20,448	21.2	17.3	29.8	23.9	6.5	5.2	24.5	24.1
NetEase	39,753	14,021	16,510	1,765	2,011	1,666	1,959	16.0	13.6	23.1	19.6	4.1	3.6	16.1	16.4
Kingsoft	3,846	1,457	1,875	74	116	139	187	15.7	11.3	27.3	19.9	1.6	1.5	5.1	6.2
Youzu Interactive	2,749	787	929	214	263	212	258	11.5	9.5	12.8	10.5	2.8	2.3	21.3	21.6
Changyou	1,137	553	565	147	150	131	123	3.4	3.1	8.6	9.2	1.5	1.4	17.0	17.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,715	2,095	2,335	2,882
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,715	2,095	2,335	2,882
판매비와관리비	1,100	1,281	1,306	1,385
조정영업이익	615	814	1,029	1,497
영업이익	615	814	1,029	1,497
비영업손익	22	63	43	71
금융손익	26	30	42	59
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	637	877	1,072	1,568
계속사업법인세비용	216	247	332	486
계속사업이익	421	630	740	1,082
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	421	630	740	1,082
지배주주	418	625	734	1,074
비지배주주	3	5	6	8
총포괄이익	80	630	740	1,082
지배주주	77	605	710	1,039
비지배주주	3	25	30	43
EBITDA	643	839	1,051	1,516
FCF	326	699	790	1,165
EBITDA 마진율 (%)	37.5	40.0	45.0	52.6
영업이익률 (%)	35.9	38.9	44.1	51.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.4	29.8	31.4	37.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	353	699	790	1,165
당기순이익	421	630	740	1,082
비현금수익비용가감	233	230	300	434
유형자산감가상각비	26	23	20	18
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	205	205	278	414
영업활동으로인한자산및부채의변동	-56	44	28	64
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	45	-33	-21	-47
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	1
법인세납부	-281	-247	-332	-486
투자활동으로 인한 현금흐름	68	-53	-33	-76
유형자산처분(취득)	-26	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2,422	-53	-33	-76
기타투자활동	-2,324	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-424	-275	-125	-125
장단기금융부채의 증가(감소)	5	-150	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-155	-125	-125	-125
기타재무활동	-274	0	0	0
현금의 증가	-2	359	624	947
기초현금	187	186	545	1,169
기말현금	186	545	1,169	2,115

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

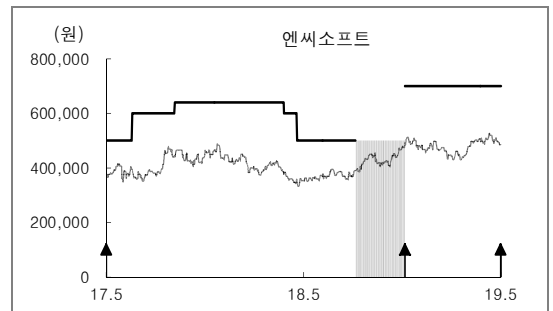
(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	1,576	2,034	2,720	3,808
현금 및 현금성자산	186	545	1,169	2,116
매출채권 및 기타채권	152	186	208	257
재고자산	1	1	1	2
기타유동자산	1,237	1,302	1,342	1,433
비유동자산	1,365	1,353	1,339	1,338
관계기업투자등	56	69	77	95
유형자산	234	211	191	174
무형자산	54	52	50	48
자산총계	2,941	3,387	4,059	5,147
유동부채	473	394	438	539
매입채무 및 기타채무	27	33	37	45
단기금융부채	155	5	5	5
기타유동부채	291	356	396	489
비유동부채	89	109	121	150
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	89	109	121	150
부채총계	562	503	560	689
지배주주지분	2,368	2,869	3,478	4,427
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	2,164	2,665	3,274	4,223
비지배주주지분	11	16	22	30
자본총계	2,379	2,885	3,500	4,457

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	24.5	16.8	14.3	9.8
P/CF (x)	15.6	12.2	10.1	6.9
P/B (x)	3.7	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	14.0	10.5	7.7	4.7
EPS (원)	19,061	28,503	33,450	48,938
CFPS (원)	29,813	39,195	47,368	69,119
BPS (원)	127,548	150,373	178,144	221,404
DPS (원)	6,050	6,050	6,050	6,050
배당성향 (%)	29.6	19.8	16.8	11.5
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-2.5	22.2	11.5	23.4
EBITDA증가율 (%)	4.6	30.5	25.3	44.2
조정영업이익증가율 (%)	5.1	32.4	26.4	45.5
EPS증가율 (%)	-5.2	49.5	17.4	46.3
매출채권 회전을 (회)	10.0	12.7	12.2	12.8
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	13.0	19.9	19.9	23.5
ROE (%)	16.4	23.9	23.1	27.2
ROIC (%)	279.0	338.3	537.3	1,201.7
부채비율 (%)	23.6	17.4	16.0	15.5
유동비율 (%)	333.2	516.9	620.9	705.9
순차입금/자기자본 (%)	-51.1	-61.6	-69.5	-77.5
조정영업이익/금융비용 (x)	184.7	465.5	9,301.0	13,527.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트(036570)				
2018.11.26	매수	700,000	-	-
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.05.10	매수	500,000	-26.32	-21.00
2018.04.16	매수	600,000	-39.72	-35.92
2017.09.26	매수	640,000	-33.30	-23.75
2017.07.09	매수	600,000	-33.67	-20.25
2017.05.01	매수	500,000	-23.79	-16.80



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.