

엔씨소프트의 공모주 가치평가 사례 1)

강 효 석 *
박 남 희 **

.....

본 사례는 우리나라 지식산업의 대표적 성공케이스로 꼽히는 온라인게임 업체인 엔씨소프트의 성장과정을 살펴보았다. 특히 대부분의 벤처기업이 성장단계에서 거치게 되는 기업공개라는 사건에 초점을 맞추어 동사의 기업가치의 결정요소가 무엇인지, 그리고 벤처기업 공모주의 가치평가가 실제로 어떻게 이루어지는지에 대해서 알아보았다. 또한 공모가격의 결정에 있어서 창업자와 주권사회사 간의 시각차이가 조정되는 과정을 조명하였다.

.....

I. 기업공개, 새로운 도약

2000년 5월 25일 저녁 엔씨소프트의 김택진 사장은 오랜만에 반가운 소식을 접했다. 정보통신 윤리위원회에서 자사의 온라인 게임 '리니지(Lineage)'에 대한 청소년 유해성 여부를 심사한 결과 당초 심의대로 적합 판정을 내렸다는 것이다. 이것은 김 사장에게는 창사 이래 두 번째 맞았던 위기를 극복하는 순간인 셈이었다. 김택진 사장은 잠시 과거를 돌이켜 98년 여름을 머리에 떠올렸다. 찌는 듯이 더웠던 그 해 여름은 창업 1년이 채 안된 엔씨소프트에 처음이자 최대의 위기로 기억되던 시절이다. '리니지' 상용화를 위해 엄청난 자금이 추가로 투입돼야 했지만 자본금이 바닥나고 만 것이다. 자금유치를 위해 사방으로 수소문해 보았지만 그 때만 해도 게임산업을 제대로 이해하고 투자에 나서는 곳이 없어 직원들 월급도 주지 못할 형편이었다. 하는 수 없이 김 사장은 살던 집마저 팔아 작은 집으로 이사하고 또 이사한 집을 담보로 사업자금을 어렵사리 마련했다. 1년 내로 '리니지가 뜨지 못하면 별 수 없이 빚쟁이로 몰릴 판이었다. 김 사장은 지금 생각해도 당시가 자신의 인생 최대의 위기 순간이었음을 회고했다.

“하지만 그 때가 가장 마음이 편했습니다. 오로지 리니지를 성공시키겠다는 일념에 고민할 시간조차 없었기 때문입니다.”²⁾

1) 본 사례는 신문기사 등 공개적으로 접근 가능한 자료원을 바탕으로 저자가 교육적 목적에 따라 각색한 것으로 사례의 일부 내용은 실제와 다를 수 있음.

* 한국외대 경영학과 교수

** 한국외대 대학원 박사과정

2) 2000년 3월 31일자 내외경제신문.

리니지는 엔씨소프트가 자체 개발한 인터넷게임으로 1998년 서비스 개시 후 2년도 채 안 되는 2000년 현재 회원수 2백만 여명, 하루 평균 접속자가 15만 명에 이를 만큼 대박을 터뜨림으로써 1999년 기준 200억 원대로 성장한 한국의 온라인 게임시장을 대표하는 신화로 평가되고 있다. 이에 따라 연초부터 국내 게임업체 최초로 기업공개를 준비해왔으나 게임내용의 폭력성 유해 논란으로 정보통신 윤리위원회의 재심의를 받게 됨에 따라 코스닥시장 등록 일정이 계속 미루어져 왔던 것이다.

현재 동사는 최근 리니지의 인기에 따라 급증하고 있는 동시접속자의 원활한 수용을 위해 서버 증설과 관리에 대규모 투자가 시급할 뿐 아니라 리니지에 편중된 사업구조의 다각화 차원에서 신규사업과 해외시장 진출을 위한 투자자금조달이 필요한 상황에 놓여 있다. 김 사장은 97년 창사 이후 세 차례에 걸쳐 한국투자신탁, 창투사 등을 통해 40억 원에 이르는 유상증자를 이미 실시하였고 지금처럼 사업이 급성장하여 시장에서 투자자들의 관심이 고조되어 있는 바로 지금이 기업을 공개하기에 적합한 시기로 판단하고 있었다. 더구나 한동안 전 세계적으로 IT산업을 중심으로 달아오르던 벤처투자 열기가 최근 들어서는 거품론의 제기와 함께 수그러들기 시작하는 조짐을 보이자 김 사장은 정보통신 윤리위원회의 유해성 판정 여부를 가늠 조이며 기다리던 참이었다. 마침 이날의 결정으로 회사측은 기업 공개 시 중간사 업무를 담당할 LG투자증권에 재촉해서 다음 날 금융감독위원회에 정정신고서를 제출한 후 6월 2일 투자설명회를 갖고 13일께 공모주 청약을 실시할 계획이었다.

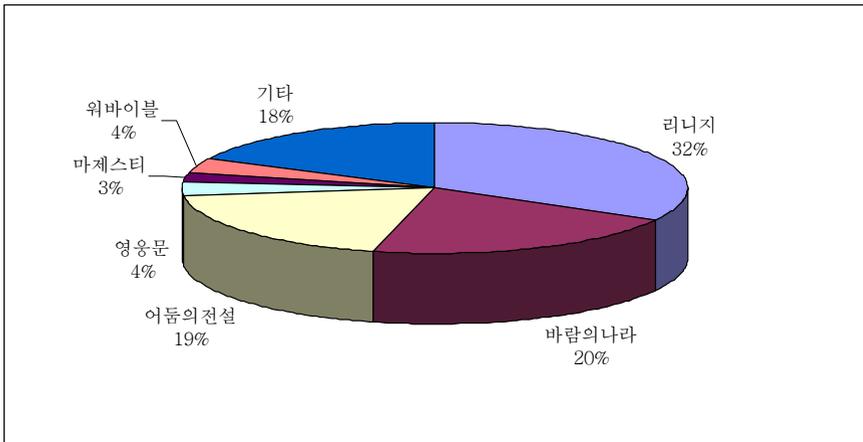
II. 엔씨소프트, 지식과 창조의 기업

“지식과 창조의 기업”은 상상력을 키우고 지식을 공유해 보다 나은 창조력을 갖는 사회를 만들고 싶다는 386세대 김택진 사장이 진두지휘하는 엔씨소프트의 모토다. 리니지로 국내 온라인게임시장에 혁명을 일으킨 그는 이찬진 사장과 ‘아래한글’을 함께 개발하였고 한글타자 연습 프로그램 중 가장 높은 인기를 누렸던 ‘한메타자’를 선보였다. 현대전자 미국 R&D 센터에 근무하던 시절 인터넷에 접목할 수 있는 소프트웨어 사업을 구상하게 되고 이를 현실화하기 위해 가까운 동료들과 함께 ‘Next Company’ 설립을 추진한 것이 엔씨소프트의 전신이다.

97년 회사 설립 초기엔 게임 사업보다는 중소기업 SI(System Integration) 사업에 기반을 두었으며 97년 8월 정보통신부로부터 초고속 정보통신 응용기술 개발 사업자로 선정돼 초고속 통신망을 이용한 원격 보안 시스템 개발을 시작, 같은 해 12월 국내 최초로 미국 마이크로소프트와 컨설팅 계약을 체결하는 등 IT 업계에 엔씨소프트의 이름을 알리기 시작했다. 그러다가 98년 9월에 리니지를 상용화시키면서 본격적으로 온라인게임 사업에 뛰어들어 국내최대의 온라인게임업체로 부상하게 되었다. 리니지를 개발한 장본인은 부사장을 맡고 있는 송재경 이사로 송 이사는 벅스에서 ‘바람의 나라’를 개발한 경험을 토대로 아이네트에서 개발을 시작한 리니지를 인수하면서 98년 9월 엔씨소프트의 리니지가 탄생하게 된 것이다.

리니지는 화려하고 사실적인 3차원 캐릭터와 최첨단 네트워크 기술력, 대용량 서버능력 등 다른 온라인 게임에 비해 뛰어난 특성과 국내에 불어 닦았던 PC방 열풍으로 폭발적인 인기를 끌기 시작했다. 엔씨소프트는 리니지로 98년 대한민국 게임 대상을 차지하는가 하면, 2000년 2월 100만 회원을 돌파함으로써 세계적 게임회사인 미국 일렉트로닉 아츠(EA)의 ‘울티마온라인’에 버금가는 온라인 게임으로서 명성을 확실히 받았다. 이러한 열기에 힘입어 98년 9억 원이던 매출이 매달 2배 이상 가파르게 증가해 99년에는 80억 원 매출과 31억 원의 순이익을 달성했고 2000년 현재 해외진출과 함께 매출 300억 원 이상을 목표로 하고 있다.

<그림 1> 온라인게임 시장점유율



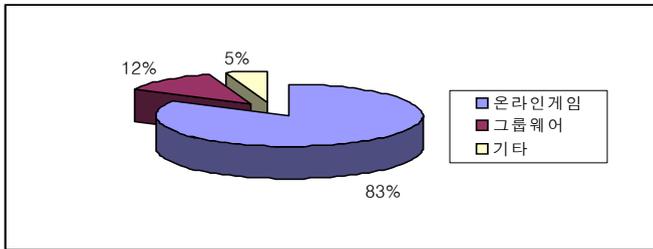
※ 자료 : 대우증권리서치센터 2000. 6

엔씨소프트는 온라인게임 사업 외 기업솔루션사업도 진행 중이며 그 비중도 적지 않다. 즉, 일반적으로 그룹웨어라는 분류에 속하는 ‘인포마인’은 인터넷상에서 전자우편, 게시판, 공용 일정관리, 작업관리, 전자회의, 명함관리, 전자결재 등의 기능을 지원하는 인트라넷 기업정보 통합소프트웨어이다. 인포마인은 안정된 엔진을 기반으로 세계표준(HTML/XML)을 지원하고 인트라넷 환경에 맞추어 모든 기능이 웹브라우저에 통합되어 있으며 다른 기종 시스템과 연동성이 우수하여 기술의 우위성을 시장에서 인정받고 있다. 아직 시장 점유율 면에서 만족할만한 수준은 아니나 대우전자, 아시아나 항공 등 대기업들의 그룹웨어를 개발한 경험을 살려 이 분야에서도 최강자로 군림하겠다는 목표를 세우고 있다.

엔씨소프트의 수익구조를 살펴보면 매출액대비 영업이익률은 98년 -27.5%에서 99년 45.58%로 크게 향상되었으며 매출액순이익률의 경우 코스닥 등록기업 전체평균(6.0%)이나 벤처기업 전체평균(8.2%)에 비해 약 5~6배 정도 높은 39%를 나타내고 있다. 또한 매출증대에 비해 판매관리비 비중이 지속적으로 감소하는 게임산업의 특성으로 향후 더욱 높은 수익구조를 보일 것으로 전망된다.

그러나 엔씨소프트의 총매출 중 온라인게임과 그룹웨어 부문이 99년 기준으로 각각 8대 2 정도로 온라인게임에 대한 의존비율이 지나치게 높다(<그림 2>참조). 따라서 현재 자사의 그룹웨어를 가지고 ASP(Application Software Provider)사업을 추가하는 등 그룹웨어 부분을 강화시키려고 하고 있지만 리니지가 아직 성장단계에 있고 새로운 게임도 준비하고 있기 때문에 게임부문이 매출에서 차지하는 비중은 더욱 커질 전망이다.

<그림 2> 99년 사업부분별 매출비중



2000년초 현재 엔씨소프트의 자본금은 18억 원이고 코스닥등록으로 90만주(액면가 500원)를 공모한 후에는 자본금이 22억5천만 원이 된다. 주주구성은 공모전 기준으로 김택진 사장이 최대주주로 42% 지분을 보유하고, 송재경 이사 4.5%, 한국투자신탁 6%, IND창투가 3%의 지분을 가지고 있다. 지금 김 사장은 "엔씨소프트가 바라는 이상적인 사업 모델은 전 세계 각 가정에 엔씨소프트 계정이 하나씩 있는 것이다. 이를 통해 본인이 원하는 사이버 월드에 접속하여 살아있는 가상의 세계를 모험하는 것. 그 같은 사이버 월드를 창조하는 게 우리가 할 일"이라고 말하며 세계 경제에 한 축을 떠받드는 글로벌 기업을 만들겠다는 목표를 세우고 있다.

III. 게임산업

게임산업은 그래픽, 음향, 네트워크 등 첨단 기술과 시나리오의 창의력을 요구하는 종합 IT산업으로 개발비용에 비해 월등한 수익을 올릴 수 있는 고부가가치산업이다. 일례로 1993년에 출시된 MYST라는 PC게임의 경우 1억 달러의 매출을 올렸으며 개발비용에 대한 수익비(수익/비용)가 191에 달해 윈도우95의 1.8은 물론 주라기공원의 6을 훨씬 초과하는 값을 기록하였다.

세계 게임시장의 규모는 99년에 1,298억 달러에서 2000년에는 26% 증가한 1,630억 달러, 2001년에는 2,000억 달러를 상회할 것으로 추정되는 등 1998년도 이후 연평균 20%이상의 성장세가 지속되고 있다(<표 1>참조).

이는 99년 세계 DRAM 시장이 약 200억 달러인 점에서 볼 때 세계 반도체 시장과 맞먹는 규모이며 향후에는 반도체 시장을 능가하는 시장 규모를 보일 것으로 예상된다.

<표 1> 게임 소프트웨어 세계시장의 규모

(단위 : 억 달러)

	1998년	1999년	2000년	2001년(Е)	2002년(Е)
전체	1,086	1,298	1,630	2,085	2,687
온라인게임	33	45	65	102	160

※ 자료 : 김태경, 박선엽, "엔터테인먼트 콘텐츠의 총아: 게임산업", 하나경제연구소 2000. 5.

한편 전자게임은 크게 아케이드게임, 비디오게임, PC게임, 온라인게임 등으로 나뉘어 진다. 아케이드게임은 일반 오락실 등에서 동전을 투입하고 조이스틱을 이용하는 게임으로 하드웨어 제작에 많은 기술이 요구되며 개발비가 많이 들어 영세 기업의 시장 진입이 어려운 편이다. 비디오게임은 특정 형태의 콘솔을 TV, 모니터 등에 연결하여 즐기는 게임으로 일본 업체들이 독점적 시장 구조를 유지하고 있으며 컴퓨터를 이용하여 즐기는 게임을 총칭하여 PC게임이라고 한다. 그리고 온라인게임은 원격지에 떨어진 서버(server)컴퓨터에 게이머가 접속을 하고 서버에 접속된 다른 게이머들과 함께 즐기는 게임으로 '울티마 온라인', '리니지', '바람의 나라' 등이 대표적이다.

이들 중 현재 가장 큰 비중을 차지하고 있는 부문은 아케이드게임으로 지난 10년 간 세계 게임시장의 2/3 이상을 차지하고 있고 2000년 기준으로 전체 시장의 약 60%를 차지할 것으로 예상된다. 특히 온라인게임의 경우 99년 45억 달러 규모에서 2000년 65억 달러, 2002년 160억 달러로 매년 53%정도씩 성장할 것으로 추정되며 PC게임 시장은 2002년에는 99년보다 3배 이상 커질 것으로 예상된다(<표 1>참조). 결국 게임시장은 아케이드 게임이 계속적으로 게임시장에서 가장 큰 비중을 차지하며 성장을 유지하고 온라인 게임과 PC 게임은 고속 성장을 이루는 반면 비디오게임은 다소 위축될 것으로 전망되고 있다

<표 2> 국내 게임시장규모

(단위 : 억 원, %)

	1998		1999		2000		2001		2002	
	성장률	성장률	성장률	성장률	성장률	성장률	성장률	성장률	성장률	
PC게임	350 (5.6%)	-	420 (5.2%)	20	550 (5.5%)	31	620 (5.4%)	13	750 (5.5%)	21
비디오게임	1,145 (18.3%)	9	1,270 (15.7%)	11	1,460 (14.7%)	15	1,722 (14.9%)	18	2,152 (15.7%)	25
업소용게임	4,700 (75.1%)	5	6,200 (76.6%)	32	7,500 (75.5%)	21	8,500 (73.6%)	13	9,750 (71.3%)	15
온라인게임	61 (1%)	9	200 (2.5%)	227	420 (4.2%)	110	710 (6.1%)	69	1,020 (7.5%)	44
합계	6,256	5	8,090	29	9,930	23	11,552	16	13,672	18

주 : 컴퓨터게임장 및 인터넷 PC방 제외

※ 자료 : 한국첨단게임산업협회, 게임산업육성방안 1999

국내 전자게임시장규모는 지난해 99년 8,000억 원대에서 금년도에는 1조원 대에 육박할 것으로 추정되고 있으며 향후에는 15% 이상의 고성장이 지속될 수 있을 것으로 보인다. 특히 온라인게임의 경우 2000년도에도 전년대비 100%이상의 성장세가 지속될 것으로 예상되는데(<표 2>참조) 이러한 성장의 배경에는 국내에만 존재하는 PC방이라는 막강한 인프라스트럭처와 초고속통신망의 보급 확대로 인터넷 접속환경이 급속하게 개선되고 있기 때문인 것으로 보인다.

99년 말 현재 150여 개 업체가 국내게임시장에 진출해있고 상당수 업체가 게임산업으로의 진출을 추진하고 있어 국내 게임산업은 외견상 부흥기에 접어든 것으로 보인다. 그러나 국내게임업체들은 마이크로소프트, 소니 등 일본, 미국업체들에 비해 기획력과 자본력이 빈곤할 뿐만 아니라 사회저변의 인식부족과 카피소프트웨어의 불법유통에 따른 생존기반의 취약성 등 대체로 초보적인 수준에 그치고 있다. 또한 규모 면에서의 영세성(평균 자본금 12억 원)으로 일부 대기업화된 기업을 제외하면 막대한 게임개발 비용을 부담하기가 어렵고 특히 네트워크와 관련된 기술 인력이 턱없이 부족한 실정이다. 그러나 이러한 어려움에도 불구하고 게임산업이 멀티미디어산업의 핵심으로 떠오르자 디지털임팩트(온라인게임), 비테크놀로지(소프트웨어), 이오리스(아케이드게임) 등 기존업체들은 코스닥시장, 제3시장 등록을 통한 대형화를 추진 중이며 해외법인화도 이루어지고 있다. 국내 게임업체의 해외진출은 선진기술의 습득, 해외업체간의 제휴 등을 통한 수익기반의 확대라는 측면에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

IV. 사업전망

"비운 뒤에 땅이 더 굳는다"는 속담이 있듯 한차례 유해논란을 겪은 엔씨소프트 김 사장은 요즘 사업의욕이 넘친다. 정보통신 윤리위원회로부터 자사의 온라인게임 리니지의 적합판정을 받은 김 사장은 이번 일을 전화위복의 계기로 삼고 세계시장 진출에 매진하겠다고 세계적인 글로벌 온라인 게임 퍼블리셔를 목표로 하고 있다.

김 사장은 미국의 온라인 게임시장이 2002년까지 1조원 이상으로 성장할 것이라는 전망아래 2000년 대만을 시작으로 미국, 중국, 홍콩, 싱가포르 등 세계시장진출을 계획하고 있다. 원활한 해외진출과 지속적인 사용자를 확보하기 위해 2000년 말까지 리니지의 게임에피소드 12편 중 6편을 선보여 게임의 완성도를 높이고 리니지 외 새로운 형식의 게임을 출시함으로써 여성 또는 가볍게 온라인게임을 즐기는 신규계층의 사용자를 온라인게임 사용인구로 유입시키고자 하고 있다. 또한 게임을 할 수 있는 다양한 기기의 출시 등 급변하는 시장 환경에 발맞추기 위해 '리니지 익스박스 버전'등을 준비 중이며 많은 사용자를 확보하고 있는 PC운영체제인 매킨토시 버전과 차세대 운영체제로 손꼽히는 리눅스 버전도 개발 중이다.

그런데 최근 미국 블리자드사가 네트워크 게임인 '디아블로2'를 내놓은 것을 비롯해 현재 게임업체는 6개월 단위로 대작이 나오고 있는 추세이며 소니, 마이크로소프트 등이 온라인 게임 사업을 시작해 게임시장이 커지면서 세계적인 대기업과 힘겨운 경쟁을 벌여야 하는 상황이다.

따라서 비록 영업이익률이 45%를 넘을 만큼 고부가가치를 내고 있고 기업솔루션 부문의 기술능력이 온라인게임 운영 능력을 증가시키는 시너지 효과가 있지만 새로운 히트게임의 등장과 주 고객층의 선호게임이 바뀌는 경우 리니지에 의존비율이 높은 엔씨소프트의 향후 수익성과 성장성이 악화될 수 있다.

한편 그룹웨어사업 분야의 경우 그룹웨어제품이 기업의 주요업무를 통합하여 운영하여 주는 통합 소프트웨어 개념인 EIP(Enterprise Information Portal)의 개념으로 탈바꿈하고 있고 기존 그룹웨어를 사용하는 기업들도 이러한 새로운 개념의 그룹웨어로 교체를 시작하고 있다. 따라서 향후 그룹웨어시장은 과거 제품을 대체하는 수요와 신규수요로 인해 지속적으로 확장되는 경향을 보일 전망이다. 그러나 엔씨소프트의 '인포마인'은 핸드소프트, 나눔기술 등 선발주자보다 늦게 시작하는데다 자체개발기술과 지식관련시스템 등 선진기술 제품으로 인하여 높은 제품가격과 영업력이 취약하다는 단점이 있다. 뿐만 아니라 향후 시장규모가 가장 클 것으로 예상되는 공공기관 시장에서 덩핑 입찰과 생존을 위한 가격 경쟁이 심화됨에 따라 수익성이 하락할 수 있고 개발 중인 차기 제품의 개발지연으로 출시가 늦어지는 경우 시장점유율확장에 영향을 받을 수 있어 매출이 감소할 수 있다.

향후 엔씨소프트의 전략사업은 '웹라이프(Weblife)'를 엔터테인먼트 포털사이트로 만들겠다는 것이다. 즉, 현재 인터넷 사용자들이 제공받는 게임사이트나 채팅서비스에 게임을 가미해 웹라이프에 들어오는 사람들끼리 자신들이 원하는 재미를 생산할 수 있는 엔터테인먼트의 장(場)을 구상하고 있다. 그러나 이것은 아직 검증되거나 시도되지 않은 모델이어서 김사장 자신도 완벽한 그림을 그리기 위해 고민에 고민을 거듭하고 있다. 이는 엔씨소프트의 경험이나 기술력 등을 고려할 때 충분히 가능한 사업이지만 기존의 게임 포털이나 채팅사이트 등과 차별화 된 콘텐츠를 확보할 수 있을지, 온라인게임처럼 확고한 수익모델을 정립할 수 있을 지는 두고 봐야 할 것이다. 따라서 향후 회사의 무게 중심을 웹라이프에 두긴 하지만 게임회사의 역할을 잊지 않을 것이며 리니지는 계속 발전시키고, 다른 게임들도 개발해 웹라이프에서 모두 선보인다는 생각이다.

V. 기업공개시장의 동향

벤처기업 경영에 있어서 중요한 관건 중 하나는 필요한 자금을 적기에 조달하고 회수하는 것이다. 선진국의 경우 벤처기업이 창업준비 단계에서는 창업자 개인과 친인척으로부터 조달하고, 창업단계에서는 엔젤이나 벤처캐피탈제도를 활용하며, 사업확장 단계에서는 증권시장을 통해 필요한 자금을 조달할 수 있도록 성장단계별로 적절한 자금조달 시스템이 잘 발달되어 있다. 그러나 상대적으로 자본시장의 발달이 미흡한 우리나라에서는 벤처기업의 경영상 최대 애로요인으로 자금조달 문제를 꼽고 있다. 특히 벤처 및 중소기업의 기업자금조달의 장으로 1996년 7월 1일 개설된 코스닥시장은 유동성부족 등으로 한동안 역할을 제대로 수행하지 못하였다. 그러나 1999년 벤처기업 붐을 이루면서 코스닥시장을 통한 IPO와 거래량이 폭증하여 2000년 초에는 한 때 거래소시장

을 능가하는 시장으로 부상하였으며 주가지수 상으로도 1997년 말 119.51이던 코스닥지수가 1999년 초에는 76.4까지 내려갔다가 최근 2000년 3월에는 절정에 달해 한 때 코스닥지수 280선, 벤처지수 800선까지 도달하기도 하여 벤처붐이 절정에 이르렀다.

<표 3>은 코스닥시장의 신규등록기업의 현황을 보여주고 있는데 IPO규모는 1998년만해도 5개 기업(2,624억원)에 불과하던 것이 '99년에는 109개 기업(2조 1,082억 원)에 이르고 그 중에서도 벤처기업은 62개로 코스닥 발행시장을 주도하고 있음을 알 수 있다. 이렇듯 벤처기업의 IPO가 붓물 터지듯이 성행하게 된 것은 컴퓨터 및 정보통신산업의 미래에 대한 막연한 기대가 때마침 다가온 '뉴 밀레니엄'효과와 어우러져 미국을 비롯한 전 세계시장에서 IT 벤처산업에 대한 투자열기를 불러왔다.

요즘 김택진 사장은 1999년 하반기부터 유행처럼 번지고 있는 벤처기업들의 코스닥시장등록 열풍을 예의주시하고 있다. 엔씨소프트는 비록 역사는 일천하지만 창업 3년만인 '99년에 처음으로 36억 원의 영업흑자를 달성하였고 매출액이 '98년도에 비해 무려 9배나 신장하는 등 수익성과 성장성이 뛰어나기 때문에 코스닥시장에 등록만 된다면 아주 유리한 조건에 자금조달이 가능해질 것이며 특히 42%의 지분을 보유하고 있는 김사장으로서 막대한 부를 축적할 수 있는 절호의 기회(window of opportunity)로 인식하고 있다. 다만 이러한 열기가 식기 전에 기업공개를 완료해야 하지만 리니지 게임에 대한 유해성 시비 때문에 그동안 기업공개작업 진행이 지체되고 있어 애를 먹고 있었다.

엔씨소프트의 기업공개를 주관하는 주간사회사 관계자에 의하면 경기순환주기(cycle)처럼 기업공개시장에도 상승장(hot issue market)과 침체장(cold issue market)이 반복되기 때문에 가급적 높은 공모가격에 공모주매출이 원활히 이루어지게 하려면 요즘과 같은 상승장에서 IPO를 실시해야 한다는 것이다. 이는 <그림 3>의 과거 10여 년 간 거래소시장의 IPO실적에도 나타나는데 '80년대 후반 주가상승과 더불어 신규공개기업 수가 정점을 이루더니 주가가 하락세로 반전하면서 '90년대 초반에는 기업공개 물량이 급감하는 식의 크고 작은 과정이 반복되는 것을 알 수 있다. 코스닥시장의 IPO는 '99년 말 한꺼번에 80여 개의 신규등록기업이 쏟아지기 시작하여 올해 2000년에도 상반기까지만 보더라도 65개 기업이 등록을 마칠 예정이며 하반기에도 등록을 위해 대기 중인 기업들이 줄을 잇고 있는 형편이다(<그림 4>참조).

<표 3> 코스닥시장의 IPO 실적

(단위 : 억 원)

	1997	1998	1999	2000
일반기업	-	14 (1)	15,005 (47)	8,102 (62)
벤처기업	-	49 (2)	6,076 (62)	17,585 (120)

주 : ()는 신규등록 건수임.
 공모규모는 '98년은 액면가, '99년과 2000년은 발행가 기준임.
 ※ 자료 : 한국증권업협회, 코스닥시장백서, 2001.

이로 인해 코스닥시장의 신규주식 공급물량이 급증하여 코스닥지수가 하락세로 돌아서는 상황인데, 만일 차제에 신규등록에 차질이 생긴다면 금년 안에 기업공개를 완료하기는 현실적으로 어렵고 내년에는 IPO시장이 어떻게 변할지 알 수 없기 때문에 최근 김사장은 하루하루를 살얼음판을 걷는 기분으로 지내왔던 게 사실이다. 그러던 차에 때마침 그동안 걸림돌로 작용하던 유해성 문제에서 벗어남에 따라 이제는 공모가격만 적절한 수준에서 결정된다면 기업공개작업은 급진전을 이룰 전망이다.

VI. 공모주의 가치평가

1. LG투자증권의 공모희망가격 분석

공모주의 발행가격 결정방식은 그동안 계속해서 변천되어 왔는데, 엔씨소프트가 코스닥등록을 추진하던 2000년 초에는 주간사 회사가 당해 기업의 본질가치, 사업성, 주식시장의 상황과 공모규모 등을 감안하여 일단 공모희망가격을 제시하면, 이를 근거로 기관투자자와 일반투자자를 대신하는 증권회사가 참여하여 수요예측을 실시한 후 그 결과를 바탕으로 주간사 회사와 발행회사가 협의하여 결정하게 되어 있다.

주간사 업무를 맡은 LG투자증권이 '유가증권 인수업무에 관한 규정'에 따라 평가한 엔씨소프트 주식 1주당 자산가치와 수익가치는 각각 1,645원과 29,189원이고 이를 2 대 3으로 가중평균한 본질가치는 18,172원으로 측정되었다.³⁾(부록 참조)

그러나 주간사회사 자체도 이러한 본질가치가 당해 주식의 공정한 가치를 제대로 반영하지 못하고 있다는 점을 충분히 인식하고 있다. 엔씨소프트 같은 인터넷 벤처기업의 경우 진정한 기업가치는 유형고정자산보다는 기술력, 특허권, 창업자의 기업가정신 같은 무형자산으로부터 창출되기 때문에 자산가치는 실제가치보다 과소평가되는 경향이 있다. 뿐만 아니라 동종업계의 대표격인 기업이 누리는 높은 성장잠재력은 비교적 장기간의 경영성과에 반영될 것임에도 불구하고 수익가치는 불과 1~2년 간의 추정이익만을 근거로 평가하기 때문에 역시 과소평가될 가능성이 높다.

<표 4> 코스닥등록 벤처기업과 전체기업의 평균 PER

구분	회사수	단순PER	가중PER
코스닥전체	518 개	25.1 배	21.5 배
벤처기업	165 개	41.8 배	40.3 배

※ 자료 : 2000년 4월 26일 코스닥시장지

3) 과거에는 당 규정에 입각한 본질가치가 공모주의 가격결정에 직접적인 영향을 미쳤으나 1996년말 공모가 결정의 자율화 조치 이후로는 가격결정시 참고자료로 활용되고 있다.

이런 경우 실무에서는 흔히 유사기업의 주가정보를 이용하는 상대가치 평가방법을 사용하는 데 엔씨소프트의 경우는 당시 코스닥시장에 등록되어 있는 유사기업이 없었기 때문에 상대가치를 직접 측정할 수는 없었다. 코스닥등록 업무를 주관하는 LG투자증권의 기업금융2팀에서는 유사기업의 대응으로 코스닥전체시장 및 벤처기업 가중PER를 적용하였다. 동사의 1주당 추정이익(3,503원)에 코스닥시장 전체의 가중PER와 벤처기업의 가중PER를 적용할 경우 1주당 가치는 각각 75,315원과 141,171원이 되는데, 일반적으로 코스닥종목의 유상증자의 경우 발행가는 시장가격의 40%~60%정도에 할인발행 되며 업력이 짧은 벤처기업이라는 점을 감안하여 주간사회사는 공모 희망가액을 잠정적으로 40,000원으로 정해서 발행회사에 제시하고 수용여부를 타진해왔다.

2. 발행회사의 입장

김택진 사장은 주간사회사에서 보내온 유가증권분석 자료를 찬찬히 살펴보았으나 아무래도 전문분야가 아니라서 내용을 충분히 이해할 수는 없었다. 제시공모가액 4만원은 액면가 500원에 비하면 80배나 되는 매우 높은 수준임에 틀림없다. 그렇지만 다른 한편으로 자사가 지닌 성장잠재력을 감안한다면 다소 불만스러운 수준으로 여겨졌다. 김 사장의 예상으로는 온라인게임은 수익모델이 확실하고 수명주기도 다른 게임보다 길며 IT기반기술의 급속한 발달에 힘입어 국내의 온라인게임 시장은 이제 팔목할만한 성장을 앞두고 있다고 판단하고 있다. 특히 최근 리니지 게임에 대한 폭발적인 인기로 말미암아 본격적인 투자회수기에 접어들어 앞으로 순이익률이 지속적으로 상승함으로써 자사가 온라인게임 시장의 확실한 대표주자로 자리잡을 것으로 확신하기 때문에 공모가격은 더 높아야 한다고 생각했다. 더구나 요즘 코스닥시장의 열띤 투자분위기를 고려할 때 더욱 그런 생각이 들었다.

그 동안 온라인게임 업체로서 기업을 공개한 회사는 없지만 그나마 최근에 '비테크놀러지'와 '이오리스'라는 게임회사가 코스닥시장에 등록했기 때문에 김 사장은 자사의 경우를 이 2개의 회사들과 비교해 보기로 했다(<표 5> 참조). '비테크놀러지'는 국내 네트워크 게임분야에서 가장 안정된 기술력과 높은 시장점유율을 바탕으로 한글 머드게임을 개발해 천리안, 하이텔 등에 공급하고 있으며 조만간 수익다변화를 위해 온라인게임시장에 진출할 계획을 갖고 있는 업체다. '이오리스'는 아케이드게임시장 점유율 8%를 차지하는 국내 2위의 업체로서 지난해 55억원이 넘는 매출에 7억8000만원의 순이익을 기록하였으며 오락실용게임 외에 DDR게임기로도 유명한 유망한 기업이다. 그렇지만 분석가치로 보아서는 엔씨소프트의 공모주는 다른 두 회사 경우에 비해 월등하게 나타났다. 김 사장 같은 보통사람이 보기에든 엔씨소프트의 자산가치는 1.5배, 수익가치는 5~6배나 되어 본질가치 기준으로 5배정도나 되기 때문에 이 같은 비율을 양사의 공모가격에 적용한다면 엔씨소프트의 공모가격은 7만~9만원 정도는 되어야 할 것으로 여겨졌다. 더구나 가장 최근에 등록한 이오리스의 무려 1,400 대 1에 달하는 높은 청약경쟁률은 게임업체에 대한 일반투자자들의 선호도를 잘 반영하는 좋은 징조로 해석되었다. 이에 김 사장은 얼마 전 평상시 잘 알고 지내던 모증권사 K애널리스트에게 개인적으로 부탁해서 자사의 공모주가치에 대한 별도의 평가보고서를 입수한바 있다.

(1) 상대가치

보고서는 공모주의 가치를 상대가치법과 현금흐름할인법의 두 가지로 측정한 내용을 담고있다. 먼저 상대가치 평가를 위해서 <표 6>는 이오리스와 엔씨소프트 간 재무지표를 비교해서 보여 주는데, 어느 지표를 기준으로 하던지 간에 엔씨소프트의 가치는 이오리스의 두 배 정도가 됨을 알 수 있다. 그렇다면 공모가격도 마찬가지로 이오리스의 2배인 8만원 정도로 책정하더라도 큰 문제가 없을 것으로 보였다.

상대가치분석을 위해서는 해당기업의 추가정보가 필요하지만 현실점에서 이오리스의 주식은 등록전이라 시장가격을 알 수 없고 다만 비테크놀러지 주식은 1개월 정도의 거래실적이 있으므로 이를 근거로 각종 주당가치지표를 비교하여 엔씨소프트의 등록 후 주가를 추정해 보았다(<표 7> 참조). 비테크놀러지의 주가를 5만원으로 하고 여기에 각 주당지표 별로 양사의 가치지표의 상대 비율을 적용한 결과 엔씨소프트의 주가는 125,000~155,000원 사이로 추정된다. 더구나 성장성 면에서 엔씨소프트가 더욱 높게 전망되므로 주가는 그 이상이 될 수도 있을 것이다. 이것은 주간사 회사가 벤처기업의 평균PER를 기준으로 예측한 가격(141,171원)과도 비슷한 수준이다.

(2) 내재가치

미래 잉여현금흐름을 추정하는 데 있어서 2000년부터 2009년까지를 예측기간으로, 그 이후를 잔여기간으로 설정하였다. 현금흐름할인모형을 사용하기 위한 가정은 다음과 같다.

- ① 2000년도 1/4분기 매출액이 급성장함에 따라 2000년도 연간매출액은 엔씨소프트의 의견을 참작하여 450억원으로 추정하였다.
- ② 게임산업에 대한 국내외 분석자료를 바탕으로 예측기간 중 연평균 매출액성장률이 2001년부터 2004년까지는 연 50%씩, 2005년부터 2007년 사이는 연 25%씩, 그리고 2008~9년에는 연 10%씩 성장하며, 그 후 잔여기간에는 연간 5%씩 영구 성장할 것으로 예상된다.
- ③ 최근 3년간 재무제표를 근거로 매출액 대비 매출원가율은 27%, 판매비와 관리비율은 25%를 유지하는 것으로 가정한다. 또한 운전자본회전율과 고정자산회전율은 각각 3.75배와 2.6배를 유지하며 매년 고정자산의 17%에 해당하는 감가상각비가 발생한다.
- ④ 2000년도 1/4분기의 시장정보를 이용하여 측정한 가중평균자본비용은 17.7%이다. 이를 위해 타인자본비용은 AAA급 회사채수익률에 위험프리미엄을 가산하여 11%로 간주한다. 자기자본비용은 CAPM을 이용하는데, 국채수익률 8.3%, 시장위험프리미엄 7%, 베타는 디지털 콘텐츠업의 평균인 1.5를 대응치로 사용한다. 부채비율은 장부가 기준으로 10%를 적용한다.

자본비용 = 국채수익률 + 시장위험프리미엄 * 베타 $= 8.3 + 7 * 1.5 = 18.8\%$
타인자본비용 = (AAA급 회사채수익률 + 위험프리미엄) * 법인세절세효과 $= 11 * (1 - 0.3) = 7.7\%$
가중평균자본비용 = 타인자본비용 * 타인자본비율 + 자기자본비용 * 자기자본비율 $= 0.1 * 7.7 + 0.9 * 18.8 = 17.7\%$

이러한 가정 하에 평가한 엔씨소프트의 내재가치는 117,198원이다(부록 3 참조). 그런데, 일반적으로 공모주는 불확실성이 크기 때문에 실제가치보다 낮은 가격에 발행되는 것이 특징이다. 2000년 상반기 중에 코스닥시장에 등록된 벤처기업들은 등록 후의 균형주가에 비해 평균 50~60% 정도의 가격에 공모가 이루어졌다. 이 경우 엔씨소프트의 공모가격은 58,599~70,319원 범위에 해당한다.

현금흐름할인모형에 의한 내재가치는 입력변수에 대한 가정에 따라 상당한 차이가 발생할 수 있기 때문에 잔여기간 성장률과 자본비용에 대한 민감도분석 결과는 <표 8>과 같다. 내재가치는 최저 99,865원에서 최고 140,788원의 범위에 속하는데, 만일 앞에서 측정한 상대가치 범위인 125,000~155,000원을 동시에 고려하여 두 가지 평가결과가 서로 겹치는 범위에서 공모주의 가치를 찾는다면 그것은 125,000~140,788원 사이가 된다. 여기에 역시 위와 같은 공모주 할인율을 적용할 경우 공모가격의 범위는 62,500~84,473원이 될 것이다. 이상의 분석 결과를 근거로 K애널리스트는 엔씨소프트의 공모가격은 6만~8만원의 범위에서 결정되어야 한다는 의견을 제시하였다.

(3) 미래의 투자기회에 대한 평가

김 사장은 주간사회사나 K애널리스트의 가치평가에는 엔씨소프트의 잠재력이 충분히 반영되어 있지 않았다는 느낌을 받았다. 이들이 기업가치의 주요 결정요소인 미래 현금흐름을 추정하는데 있어서 회사가 현재 영위하고 있는 사업의 범위에만 국한시킴으로써 미래의 성장 및 확대를 위한 투자기회를 간과하고 있다는 것이다. 다시 말해서, 리니지 게임의 성공신화에만 너무 초점을 맞추다보니 회사가 확보하고 있는 핵심역량을 바탕으로 앞으로 신규사업영역에 성공적으로 진출하여 기업 가치를 창출할 수 있는 능력을 과소평가 하였다는 것이다. 현재 구상 중인 신규 투자계획만 하더라도 올해 안에 대만에서 리니지 서비스를 시작으로 내년에는 미국, 중국, 홍콩 및 싱가포르 등지에 현지법인을 설립하거나 라이선스 계약을 통해 진출할 예정이다. 더 나아가 일본, 유럽, 남미시장에도 진출하여 온라인게임의 세계화 전략을 적극 추진한다는 야심 찬 계획을 꿈꾸고 있다.

그리고 자사의 그룹웨어를 이용한 ASP사업과 게임, 채팅, 퀴즈, 퍼즐 등을 즐길 수 있는 포탈 사이트인 '웹라이프' 서비스도 계획 중이다. '웹라이프'는 커뮤니티 서비스 및 일정관리 기능과 함께 음성, 영상채팅을 하면서 게임과 영화를 동시에 즐길 수 있도록 하는 신개념 포탈서비스이다. 이를 통해 기존의 온라인게임 사용자와는 다른 계층의 사용자를 새롭게 유입시키고자 캐주얼게임을 선보일 예정이다. 이러한 종합엔터테인먼트 사업진출은 단순한 사업다각화 차원이 아니라 사업역량 강화를 통해 시너지효과를 극대화하기 위한 목적이다.

김 사장은 이러한 사업구상에 대해서 아직은 객관적이고 구체적인 자료를 제시할 수는 없기 때문에 공모주 가치평가에 이를 반영시켜 달라고 주간사회사에 정식으로 요청할 수는 없었다. 그럼에도 불구하고 엔씨소프트가 온라인게임 시장에서 누리고 있는 레버리지를 바탕으로 해외시장 진출기회와 새로운 게임시장 확장기회는 자사의 잠재가치를 높일 수 있는 핵심요소임이 분명하기 때문에 이 부분이 기업 가치평가에서 반영되지 못한 것이 못내 아쉬웠다.

김 사장은 미래의 가능성을 공모가격 결정에 반영시키는 일은 비단 자사의 경우에만 국한되는 것이 아니라 그동안의 공모주 평가에서 죽 있어 왔던 문제일 것이라고 생각했다. 그리고 이런 이슈는 일반기업보다는 특히 벤처기업의 경우에 더욱 중요한 문제일 것으로 짐작되었다. 여기까지 생각이 미치자 김 사장은 비로소 코스닥시장 등록 중에서도 유난히 벤처기업이 일반기업 보다도 저가발행현상이 두드러지는 이유를 어렵פות이 이해할 수 있을 것 같았다. 이제 김 사장은 K에널리스트의 조언대로 조만간 주간사회사와 공모가액 결정을 협의하기 위해 만나게 되면 공모가격이 6~8만원 수준에서 결정될 수 있도록 강력히 요청하겠다고 마음먹었다. 아울러 불확실성이 큰 벤처기업의 공정한 가치평가를 비롯해서 벤처시장의 활성화를 위해서는 좋은 신규 투자기회가 개발되면 재빨리 사업화 하던가 또는 환경변화와 더불어 기존의 사업계획을 연기나 포기할 수도 있는 투자결정상의 신축성의 가치를 합리적으로 평가할 수 있는 분석방법의 필요성을 절감하였다.

3. 수요예측결과 및 공모가격 확정

공모주식의 인수가액은 주간사가 제시한 공모희망가액을 바탕으로 기관투자자와 증권회사가 참여하는 수요예측을 실시한 후 그 결과를 감안하여 주간사회사와 발행회사가 협의해서 결정한다. 이 때 주간사회사는 수요예측결과를 그대로 받아들일지 아니면 할증이나 할인발행을 할지를 정하게 된다. 2000년 6월 2일 실시한 엔씨소프트의 수요예측 결과는 <표 9>와 같다. <그림 5>에서 보듯이 수요예측에 참여한 대다수의 기관들은 인수희망가격으로 7만원을 제시한 것으로 나타났다. 좀 더 자세히 말하자면, 수요예측 참가기관의 참여가격을 배열했을 때 누적물량 기준으로 상, 하위 10% 이내 포함되는 기관투자자와 기타증권회사(고객분) 및 일정신용등급 미만의 기관투자자는 제외된 후 산출한 가중평균가격은 72,118원이었다.

LG투자증권은 수요예측결과를 기초로 김택진 사장과 협의한 후 공모가액을 주당 7만원에 확정했다. 이는 액면가의 140배에 이르는 고액인데 이렇게 높은 가격에 합의하게 된 데에는 지난 6월 2일 공모한 (주)네오위즈의 공모가격이 코스닥 사상 최고가인 35,000원(액면가 100원의 350배)에 결정됐다는 사실도 한 몫을 했다.

4. 공모결과 및 주가 추이

리니지의 유해성 시비로 코스닥시장 등록이 미루어져 왔던 엔씨소프트가 마침내 6월 13, 14일 이틀간 코스닥시장 등록을 위한 공모주 청약을 실시하였다. 그 결과 공모주식 총 90만주 중 일반투자자를 대상으로 한 22만 5천주 모집에 5천 381만 9천여 주가 청약되어 평균 240대 1의 높은 청약경쟁률을 보였고 청약대금만 1조 8천8백여 원에 달했다. 이는 최근에 등록한 이오리스의 경우와 마찬가지로 게임산업에 대한 일반투자자들의 높은 관심을 보여준 결과라고 할 수 있다.

<그림 6>는 공모 후 50거래일 동안 엔씨소프트의 주가 및 코스닥지수 추이를 나타내고 있다. 코스닥등록 첫날인 7월 11일 시초가 7만 8400원으로 거래를 시작한 뒤 6일 연속 상승가를 달성해 19일 13만 7500원을 기록했다.

이는 공모가격이 당초 희망가격(4만원)보다 1.75배나 높은 7만원으로 결정되었음에도 불구하고 단 6일(거래일 기준)만에 무려 96%의 수익률을 올린 셈이다. 그러나 같은 기간동안 코스닥지수는 135.95에서 124.86으로 하락세를 지속했다. 한동안의 연속 상승가 행진 후 상승과 하락과정을 거친 엔씨소프트는 평균 10만 원선의 주가를 유지하고 있다.

<표 5> 코스닥시장 게임업체들의 등록정보

	비테크놀러지	이오리스	엔씨소프트
주요사업	네트워크게임	아케이드게임	인터넷게임
액면가	500 (원)	500 (원)	500 (원)
자산가치	1,023	1,002	1,645
수익가치	5,509	5,073	29,776
본질가치	3,715	3,445	18,523
공모가격	14,000	18,000	-
공모주식수	925만 주	84만 주	90만 주
청약일	2000. 4. 11~12	2000. 5. 15~16	2000. 6. 13~14
청약경쟁율	98.7 대 1	1,404 대 1	-
코스닥등록일	2000. 5. 3	2000. 6. 7	2000. 7. 11 예정
주관사회사	굿모닝증권	SK증권	LG투자증권

<표 6> 이오리스와 엔씨소프트의 재무지표 비교

	이오리스			엔씨소프트		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
매출액 (억원)	55	217	249	80	313	453
순이익 (억원)	7.9	32	35.8	31.2	148.1	225.2
주당현금흐름(원)	998	1,153	1,269	1,415	4,408	5,839
주당순자산	3,052	5,758	5,990	3,106	15,041	16,665
주당EBITDA	1,147	1,439	1,535	1,966	4,649	6,214
ROE (%)	21	14	14	45	24	30
매출액영업이익률				46	51	54

주 : 2000, 2001년 자료는 대우증권 리서치센터의 예측치임.

<표 7> 비테크놀러지 주가 대비 엔씨소프트 주식의 상대가치

	비테크놀러지(A)	엔씨소프트(B)	B/A	예상주가
주당순이익	454	1,414	3.1	155,000
주당순자산	1,023	3,106	3.0	150,000
주당현금흐름	553	1,415	2.6	130,000
주당매출액	1,450	3,630	2.5	125,000
매출액성장률	217%	291%		
순이익성장률	40%	375%		

주 : 경영실적은 1999년말 기준이며 성장률은 2000년도 예측치 대비임.
 예상주가 = (B/A) × 5만원(비테크놀러지 등록 후 2개월간 평균주가)

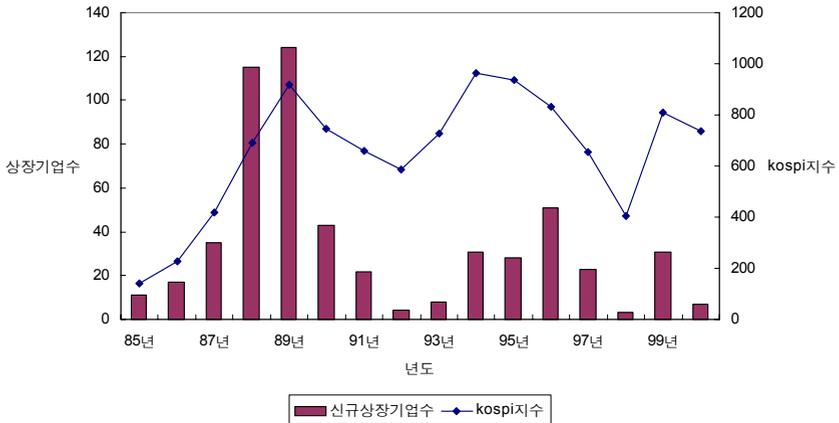
<표 8> 내재가치 추정에 관한 민감도 분석

		평균자본비용		
		16.7%	17.7%	18.7%
잔여 기간 성장율	6%	140,788원	122,894	108,140
	5%	133,375원	117,198	103,700
	4%	127,129원	112,334	99,865

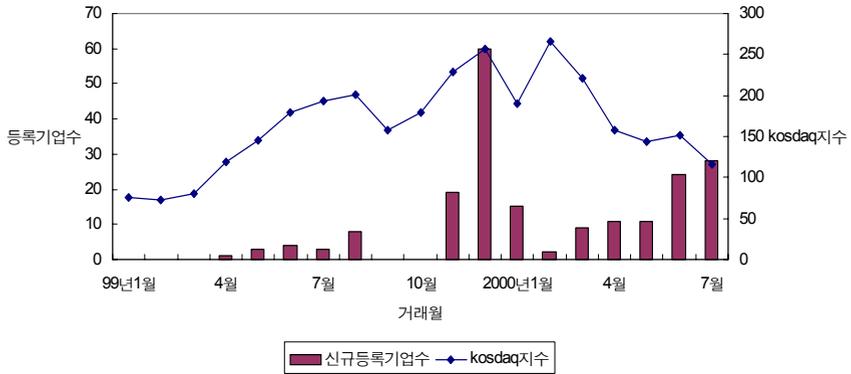
<표 9> 엔씨소프트 공모주의 수요예측결과 요약

구 분	총 괄	기관투자자	기타 증권회사
수요예측 대상 수량	607,000 주	495,000 주	112,000 주
참여기관수	883 개사	860 개사	23 개사
수요예측 참여주식수	74,680,000 주	70,080,000 주	4,600,000 주
경쟁률	122.9 : 1	141.6 : 1	40.9 : 1
최고가격	100,000 원	100,000 원	75,000 원
최저가격	43,000 원	43,000 원	70,000 원

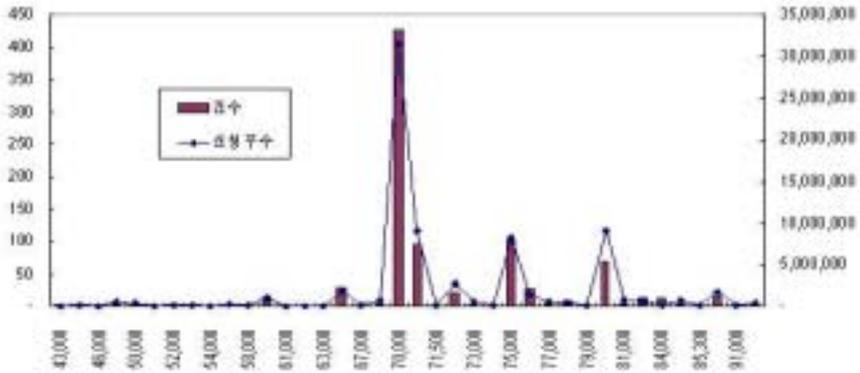
<그림 3> 거래소시장의 IPO 실적 추이



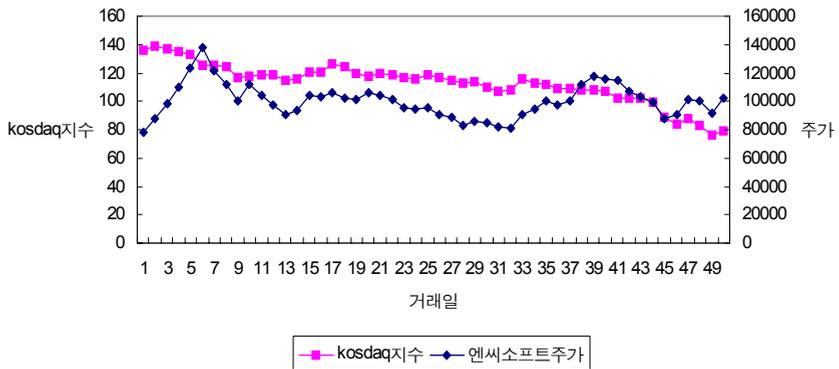
<그림 4> 코스닥시장의 IPO 실적 추이



<그림 5> 가격대별 수량/건수 분포



<그림 6> 엔씨소프트 주가 및 코스닥 지수 추이



<부록>

1. 엔씨소프트의 요약재무제표 (2000년, 2001년 자료는 추정치임)

대차대조표

(단위: 천 원)

	1997년 (제1기)	1998년 (제2기)	1999년 (제3기)	2000년 (제4기)	2001년 (제5기)
	금액	금액	금액	금액	금액
자산총계	1,116,488	1,308,573	10,105,344	68,060,133	87,309,409
유동자산	744,302	803,247	7,017,891	37,246,244	54,819,155
당좌자산	744,302	758,169	7,017,891	37,246,244	54,819,155
재고자산	-	45,078	-	-	-
고정자산	372,185	505,326	3,087,453	30,813,889	32,490,254
투자자산	262,736	205,968	1,222,382	1,527,978	1,833,573
유형자산	54,657	111,038	938,895	24,510,666	21,048,435
무형자산	54,793	188,320	926,176	4,775,245	9,608,246
부채총계	312,853	768,124	3,257,964	13,424,423	17,050,997
유동부채	18,853	204,230	3,136,075	9,953,860	13,203,096
매입채무	-	-	410,870	1,681,691	1,969,260
미지급비용	-	111,422	1,133,158	4,136,085	5,616,918
기타유동부채	18,853	92,808	1,592,047	4,136,084	5,615,918
고정부채	294,000	563,864	121,889	3,470,563	3,847,901
장기차입금	294,000	527,667	121,889	-	-
기타고정부채	-	36,197	-	3,470,563	3,847,901
자본총계	803,635	540,449	6,847,380	54,635,710	70,258,412
자본금	800,000	800,000	1,800,000	2,250,000	2,250,000
자본잉여금	-	-	2,193,229	35,551,185	35,551,185
이익잉여금	3,635	529,551	2,854,151	16,834,525	32,457,227
당기순이익	3,635	263,186	3,120,084	15,105,375	16,747,701

손익계산서

(단위: 천 원)

	1997년 (제1기)	1998년 (제2기)	1999년 (제3기)	2000년 (제4기)	2001년 (제5기)
	금액	금액	금액	금액	금액
매출액	546,295	904,006	8,003,579	40,766,209	47,724,708
매출원가	30,983	519,896	2,176,634	7,532,101	9,325,077
매출총이익	515,312	394,110	5,826,945	33,234,108	38,399,631
판매비와 관리비	515,562	643,112	2,182,274	12,010,912	16,039,696
영업이익	-250	-249,002	3,644,671	21,223,196	22,359,935
영업외수익	21,933	3,8167	89,300	601,860	1,846,152
영업외비용	18,048	80,251	33,802	15,554	23,282
경상이익	3,635	-291,086	3,700,170	21,809,502	24,182,805
특별이익	-	47,276	-	-	-
특별손실	-	16,477	-	-	-
법인세차감전순이익	3,635	260,287	3,700,170	21,809,502	24,182,805
법인세등	-	2,899	580,086	6,704,127	7,435,104
당기순이익	3,635	-263,186	3,120,084	15,105,375	16,747,701
가중평균발행주식수	118,237주	160,000주	2,992,079주	4,500,000주	4,500,000주
주당순이익	31원	-1,645원	1,043원	3,356.75원	3721.71원

2. 자산가치와 수익가치의 계산

항 목	금액 (천원)
I. 자산총계	10,105,344
II. 부채총계	3,257,964
III. 자본총계	I - II
IV. 가산항목	
가. 자기주식	+
나. 결산이후 유상증자금액	+
다. 결산이후 재평가적립금	+
라. 결산이후 주식발행초과금	+
V. 차감항목	
가. 이연자산	-
나. 무형고정자산	-
다. 회수가능성 없는 채권	-
라. 투자유기증권평가감등	-
마. 시장성없는 투자유기증권 평가감	-
바. 퇴직급여충당금 부족액	-

사. 전환권조정계정에 상당하는 전환권대가금액	-	
아. 신주인수권조정계정에 상당하는 신주인수권 대가금액	-	
자. 결산이후 특별손실	-	
차. 결산이후 전기손익수정손익	-	
VI. 순자산	III + IV - V	5,921,204
VII. 발행주식총수(주)		3,600,000
VIII. 자산가치(원)	VI ÷ VII	1,644.78

항 목		2000년 (제1차 연도)	2001년 (제2차 연도)
I. 추정경상이익		21,809,502	24,182,805
II. 유상증자 추정이익		-	-
III. 법인세차감전순이익	I - II	21,809,502	24,182,805
IV. 법인세 등		6,704,127	7,435,104
V. 우선주 배당조정액		-	-
VI. 추정이익	III - IV - V	15,105,376	16,747,701
VII. 발행주식수(주)*		4,500,000	4,500,000
VIII. 1주당 추정이익(원)	VI ÷ VII	3,356.75	3,721.71
IX. 가중치		0.6	0.4
X. 1주당 평균추정이익(원)	$2000VIII \times IX + 2001VIII \times IX$	3,502.73	
XI. 자본환원율(%)**	12.00	12.00%	
XII. 수익가치(원)		29,189.46	

구 분	금 액	비 고
주당자산가치	1,645 원	(1)
주당수익가치	29,189	(2)
주당본질가치	18,172	(3) = [(1) + (2) × 1.5] ÷ 2.5
주당상대가치	-	-
주당공모가액	70,000	

참고문헌

강효석, 이원흠, 조장연, 기업가치평가론, 제3판, 홍문사, 2001.

김태경, 박선엽, “엔터테인먼트 콘텐츠의 총아: 게임산업,” 하나경제연구소, 2000. 5. 24.

노미원, 전병서, “엔씨소프트: 혈통(Lineage)은 이어진다?” 대우증권 리서치센터, 2000. 6. 5.

www.ncsoft.co.kr

<신문기사>

2000. 6. 18 머니투데이

2000. 5. 15 사이버저널

2000. 5. 10 스포츠서울

2000. 3. 31 조선일보

2000. 6. 8 연합뉴스

2000. 6. 8 한국경제신문

A Case Study on IPO Valuation of NCsoft

Hyosuk Kang *
Nam Hee Park **

<Abstract>

NCsoft is an innovative internet-based entertainment company which is recognized as a model case of IT industry in Korea. Established in 1997, NCsoft quickly grew with its first product Lineage, a multiplayer on-line role playing game, became a smash hit with gamers around the world. In this case analysis, we investigate the company's growth path and strategy based on understanding business environments and characteristics of game industry worldwide. In particular, we focus our interests on the first half of 2000, when the plan for going public was formulated. The initial public offering is one of the most important events for most venture firms to finance capital from investors in general. We address such issues as how to value IPO, how to set the final offering price, and what constitutes the success in IPO. It is especially intended to emphasize the process of settling conflicts of interest between the entrepreneur and the underwriting company.

*, ** Hankuk University of Foreign Studies