

# NHN (035420, KOSDAQ)

---

## NHN 기업분석 리포트

2006. 05. 05



SNU Midas Investment Club

Research Team #4

남애란, 이종욱, 이기수, 한가영

---

인터넷 산업은 현재 인터넷 인구 증가와 더불어 높은 성장성을 지속하고 있다. 특히 포털 산업과 게임산업은 전자상거래, 인터넷 인프라 산업과 함께 인터넷산업의 성장에 있어 견인차 역할을 해주고 있으며 향후 IT강국 한국에서 고성장이 기대되는 사업분야이다. NHN은 우리에게 친숙한 검색 포털 중 하나인 네이버를 보유하고 있으며 고스톱, 포커등의 웹보드 게임으로 유명한 한게임, 그리고 아크로드, R2등의 RPG 게임을 서비스하고 있는 기업으로써, 1999년 설립 이후 연간 50%이상 폭발적인 성장세를 이뤄왔다.

인터넷 산업은 모든 비용이 당기 지출되는 매몰 비용(Sunk cost)의 성격을 가지기 때문에 비용이 자본화되어 장기간에 걸쳐 지출되는 제조업과는 비용 구조가 많이 다른 특징을 가지고 있다. 따라서 단순히 기업의 당기 순이익이나 영업이익을 지표로 그 기업에 대한 가치 판단을 하기에는 무리가 있으며, 산업의 특징상 높은 성장성과 치열한 경쟁구조를 가지고 있으나 동시에 선점효과와 고객 한 명당 한계비용이 0에 가깝다는 특성 때문에 독점적 위치를 가지는 기업이 등장하기도 한다. 그러나 또한 산업의 특성상 높은 불확실성을 가지고 있음은 부정하기 힘들다.

우리가 NHN을 분석하면서 시종일관 초점을 두었던 것은 그러한 불확실성 속에서 '기대되지 못한 수준으로' 공룡처럼 커버린 한 인터넷 기업으로서 (NHN의 현재 주가는 340,000원에 달한다) NHN이 직면하고 있는 문제들 - 첫째, 현재 유지되고 있는 높은 성장성이 얼마나 지속될 것이며, 지속적인 블루 오션은 창출될 수 있는가 그리고 둘째, 경쟁업체 대비 NHN의 진정한 강점은 무엇이며 약점은 무엇이 있을 것인가 셋째, 인터넷 기업의 가치평가를 어떻게 할 수 있는가 였다. 그러면 계량적인 기업분석에 들어가기 앞서 NHN에 대한 요약과 산업에 대해 간단한 개요를 소개한다.

# I. 산업개요

## 1. 포털 산업

### 1.1. 포털산업 개요

포털이란 인터넷 이용자들이 인터넷을 이용할 때 관문역할을 하는 사이트의 개념으로 사용되었으나 최근에는 인터넷과 관련된 검색기능, 전자메일기능, 뉴스제공기능, 쇼핑기능 등 매우 다양한 기능을 제공하는 초대형 사이트로 사용되고 있으며 포털은 단지 인터넷 접속시 최초로 접하는 사이트로 다른 사이트의 연결기능만 하는 것이 아니라, 이용자를 모을 수 있는 서비스를 제공하여 많은 트래픽을 보유하여 확보된 많은 이용자를 바탕으로 한 수익창출로 그 영역을 확대해가는 추세이다. 포털의 종류를 크게 나누면 검색포털, 접속포털, 커뮤니티포털의 세 종류로 구분할 수 있으며 이는 다음과 같다.

포털의 종류	영역	예
검색포털	검색엔진이나 디렉토리 서비스로부터 시작된 포털서비스	네이버, 엠파스, 야후, 파란
접속포털	PC통신이나 초고속 인터넷서비스를 제공해 이로부터 진화된 포털	천리안, 유니텔, 하나포스, 코리아닷컴(두루넷), 파란(한국통신)
커뮤니티포털	이메일공간이나 커뮤니티공간 등 각종 부가서비스 제공	다음커뮤니케이션, 프리챌, 다모임, 아이러브스쿨, 네이트

일반적인 포털산업의 특성으로는 세 가지 특성을 갖는다. 이는 첫째 **기업의 선점효과**인데 핵심경쟁력을 내부에 보유한 선발사업자의 선점효과가 강하며 다양한 신규영역의 확장과 다수의 사업자 출현으로 경쟁은 심화되나 시장점유율은 상위 몇 개 사가 시장을 과점하는 형태를 띠고 있다. 둘째로 **문화적 파급력을 가지고 있다**. 인터넷 포털 산업은 전통적인 미디어 산업을 대체하고 있으며 인터넷 이용자는 신문이나 TV등이 아니라 인터넷을 통해서 정보를 얻고 있다. 또한 쌍방향 커뮤니케이션이 용이한 특성으로 스스로 능동적인 정보제공자의 역할을 하기도 한다. 셋째로 **이용자층의 양분성**을 들 수 있는데 한 층은 이용 사이트 기간 누적에 따른 자연스런 충성도와 타 사이트 이전에 발생하는 심리적 장벽의 이유로 고정 이용층을 형성하는 특성을 가지며, 다른 한층은 다양한 콘텐츠와 새로운 서비스 욕구로 쉽게 서비스 사업자의 선택을 교체하는 경향이 있다. 연령대별로 고정층은 연령이 높고 10대는 부동층을 형성하는 모습을 보인다.

## 1.2 시장 현황

우리나라의 인터넷 이용자수는 2002년 2,627만명에서 2003년 2,922만명으로 증가했고, 2004년에는 3,000만명을 넘어섰으며 2005년에는 3,257만명을 기록하여 같은기간 동안 인터넷 이용률은 58% 수준에서 72%수준으로 증가해왔다. 이와 같이 높은 인터넷 보급률은 국내에서 인터넷광고와 전자상거래, 온라인게임 등 인터넷산업의 빠른 성장이 가능한 토대가 되었으며 이를 기초로 국내 인터넷산업은 비약적인 성장을 지속해 왔다.

표. 인터넷 이용자수 및 이용률

인터넷 이용자수 (만명)				인터넷 이용률(%)			
2002.12	2003.12	2004.06	2005.12	2002.12	2003.12	2004.06	2005.12
2,627	2,922	3,158	3,257	58	66	70	72

자료: 정보통신부

2004년 경기 침체에 따른 광고 시장의 전반적인 침체에도 불구하고 국내 인터넷광고 시장규모는 2003년의 2700억원의 광고시장에 이어 3,885억원의 규모로 전년대비 43.9% 상승되어 지속적으로 확대되어 왔다. 이는 경기 침체에 따라 광고단가가 상대적으로 저렴한 인터넷광고 시장에 광고주들이 예산을 더 집행한 측면도 있겠지만, 인터넷광고 시장의 비용 대비 효과가 서서히 인식되기 때문으로 보인다. 특히 검색광고 시장은 비용대비 효과를 정확하게 측정할 수 있는 CPC모델이 도입되면서 성장하고 있다. 사이트로는 NHN, 다음, 야후, 엠파스등 대형 포털업체들이 있다.

**CPC 방식**은 키워드 검색광고 시장 우위를 보이고 있는 오버추어가 2003년에 국내시장에 새로 진입하면서 본격적으로 소개한 방식이다. 이 모델은 고객 스스로 경매를 통해 가격을 결정한다는 전략으로 인터넷 사용자가 구매, 가입, 조회 등의 목적성을 가지고 검색행위를 통해 특정정보를 찾으면, 사용자의 목적성에 부합하는 정보성광고 결과를 사용자에게 보여 주고, 그 검색결과(광고)를 사용자가 클릭한 경우에만 광고주에게 과금이 일어나도록 하는 방식이다. 그래서 국내 및 해외 제휴 사이트로의 확장을 가능하도록 해준다.

2005년 상반기 포털 기업들은 전년 동기 대비 37.3%의 매출성장률을 보였다. 이는 인터넷 사용인구의 지속적인 증가, 웹보드게임의 성공 및 온라인 쇼핑몰을 통한 사이버 거래액의 증가로 인한 온라인 광고시장의 빠른 성장 때문인 것으로 보인다. 또한 온라인 광고시장의 성장은 2002년부터 선두업체로 트래픽 유입량이 편중되면서 발생한 온라인 배너광고의 급증 및 게임, 아바타 등의 매출액 증가로 이어졌다.

### 1.3 수익구조

인터넷 포털은 기본적으로 고정회원을 대상으로 커뮤니케이션 서비스(이메일, 인스턴트 메시지), 커뮤니티 서비스(카페, 사람찾기), 커머스(쇼핑몰, 경매) 및 각종 콘텐츠(아바타, 뉴스, 음악, 영화, 게임)를 제공하고 광고, 전자상거래 그리고 거래형 서비스를 통하여 수입이 발생하고 있으며 주된 비용 구성요소는 마케팅 비용과 서비스 개발에 따른 비용이다. 통신기업, 콘텐츠기업, 기타 사업자들이 포털사업에 경쟁적으로 진입하여 포털업체의 주 수익원은 배너광고를 중심으로 한 온라인 광고였다. 그러나 닷컴붐이 붕괴되면서 경기변동에 큰 영향을 받는 광고에 의존하던 포털기업들은 수익기반을 확보하기 위해 창의적이고 수준 높은 다양한 콘텐츠개발을 위해 사업다각화를 꾀하였다. 2003년은 키워드 검색 시장이 크게 성장하여 2004년에는 배너광고의 단가인상과 검색광고시장 확대로 온라인 광고 시장이 더욱 확대되고 비중이 커지고 있는 수익원이다. 이와같이 전자상거래와 유료콘텐츠가 주 수익원으로 부각되었다.

포털 기업들의 주 수익기반인 인터넷 광고 시장은 포털 기업들의 수익모델 다각화의 성공으로 다소 비중이 낮아지는 추세나, 여전히 주력 수익모델로서의 위치를 점하고 있다. 인터넷 광고시장은 2003년 들어 확연한 회복세를 나타내고 있으며, 이에 따라 전체 시장규모는 전년대비 51.4% 성장세를 보였다. 시장규모의 성장 원인으로서는 과거 단순 배너광고 중심의 광고 기법의 업그레이드에 따른 결과로 분석된다. 네이버가 선보인 키워드 검색광고 기법이 기업들의 적극적인 도입과 맞물려 2003년 급격한 성장세를 보였다. 키워드 검색광고는 특정 검색어를 입력해 정보를 찾는 과정에서 검색어와 관련된 광고가 제공되는 기법으로 인터넷 이용 목적 중 정보검색이 수위를 차지하는 상황 등을 고려할 경우 광고 효과가 높아 급성장을 보이고 있다.

인터넷 키워드 검색 광고시장은 2004년 NHN을 제외한 타 포털기업들의 가세로 안정세에 접어든 것으로 판단됨에 따라 수익성의 신장은 어려울 것 같으나 꾸준히 수익원으로서 상승세를 보일 것으로 전망된다. 또한 2005년에는 검색광고의 높은 효율성에 따라 배너광고에서 검색광고로 광고 산업의 중심이 이동하여 검색서비스와 커뮤니티강화로 광고주들이 온오프 연계 마케팅을 비롯 온라인만을 이용한 캠페인전개 등 다양한 시도를 전개할 것이다. 또한 유무선 인터넷 통합서비스로 위성 DMB서비스와 같은 뉴미디어 등장에 따라 신규디지털 미디어와 온라인과의 다양한 접목 및 시도도 기대된다.

인터넷 포털기업이 그 동안 무료로 제공하던 서비스에 대해 유료화로 전환하여 게임, 운세, 핸드폰 음악, 영화, 성인물 등의 콘텐츠에서 매출을 올리고 있으며 기존에 제공하던 이메일용량, 웹팩스 한도가 차별화된 프리미엄 서비스를 통해 수익원 획득하고 있다. 그 중 엔터테인먼트적 성격이 강한 포털 기업들은 커뮤니티클럽에서 운영하던 아바타의 캐릭터판

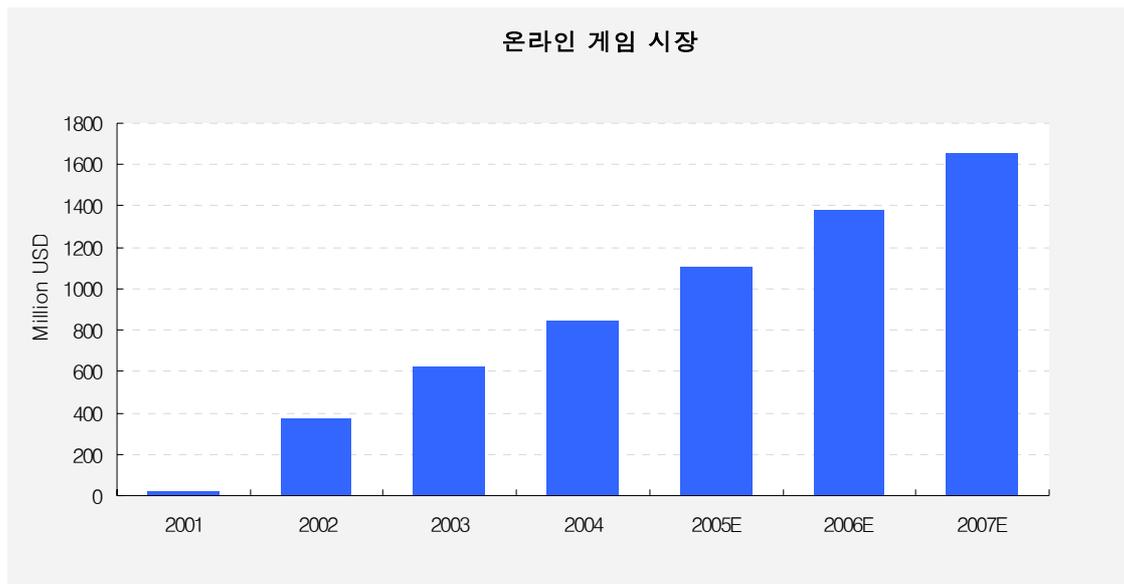
매 사업을 유료화는 한편 고스톱, 포커, 테트리스 등의 온라인 게임을 서비스하는 웹게임 사이트를 유료화하여 수익원의 다각화를 꾀하였다. 그러나 2005년 웹게임시장의 경우 이용자 수에서 거의 포화상태이기 때문에 ARPU의 증가 또는 유료 전환율의 상승이 매출 증가에 관건이나, 경기침체 등을 고려시 이로 인한 매출증가는 제한적일 전망이다. 그러나 새로운 수익원을 창출하기 위하여 적극적으로 해외진출을 시도하고 있어 가시적인 실적을 기대한다.

## 2. 게임 산업

### 2.1 게임산업 개요

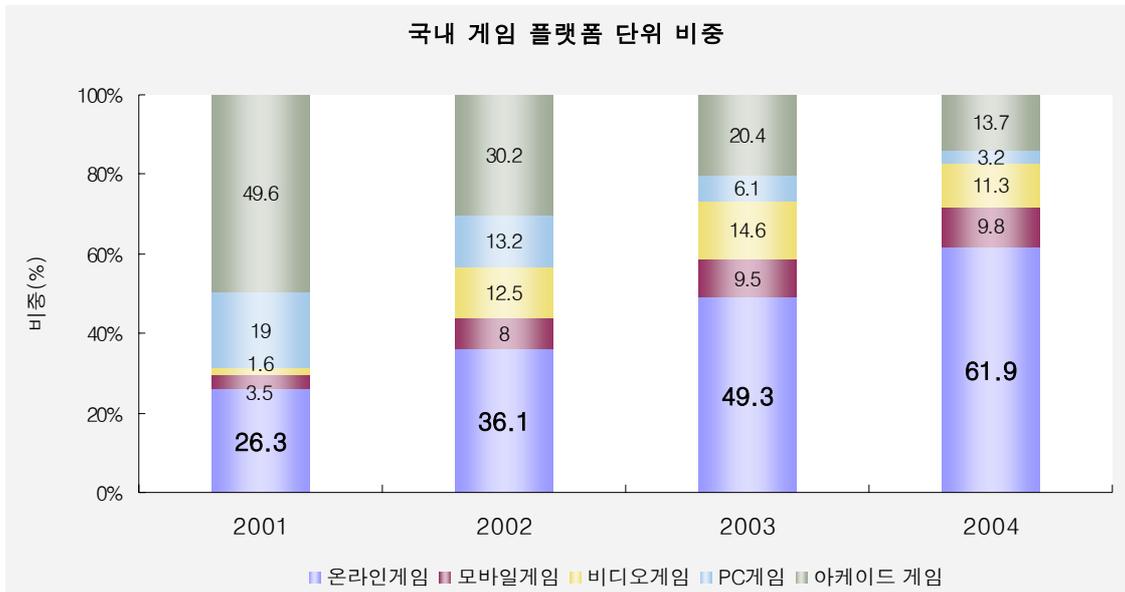
게임 산업은 전통적으로 매체에 따라 콘솔게임, PC게임, 아케이드 게임으로 구분해 왔다. 콘솔 게임은 가정에서 TV에 게임기를 연결하여 즐기는 형태로 플레이스테이션이 대표적이다. PC게임은 게임 패키지를 구입하여 개인용 컴퓨터에서 즐기는 게임이며, 아케이드 게임은 소위 오락실에서 즐기는 게임이다. 그러나 인터넷의 발달로 인해 웹에 접속하여 게임을 진행하는 온라인 게임이 무섭게 성장하면서, 게임 시장은 오프라인 게임과 온라인 게임으로 양분되었다. 오프라인 게임에는 기존의 콘솔 게임, PC게임, 아케이드 게임 등의 기존 게임이 포함되며, 온라인 게임에는 스타크래프트와 같은 전략 시뮬레이션, 리니지와 같은 롤 플레이, 고스톱과 같은 웹보드 게임이 포함된다. 온라인 게임은 해마다 20% 이상의 성장률을 보였으며, 향후 3년간에도 20%의 성장률을 유지할 것이라고 보는 것이 산업의 전반적인 시각이다.

표. 온라인 게임 시장 규모 추이



자료: 한국게임산업개발원

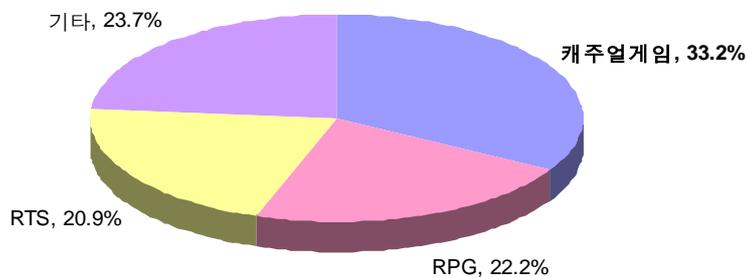
표. 게임 플랫폼 별 비중



자료: 한국게임산업개발원

온라인 게임은 다시 게임 내용과 형태에 따라 여러 가지 장르로 구분한다. 각종 카드게임, 보드게임, 가볍게 즐길 수 있는 캐주얼 게임, 아케이드 게임, 전략 시뮬레이션 게임, RPG 게임 등 얼마나 세분화하고 무엇을 기준으로 분류하느냐에 따라서 다양한 종류의 게임이 존재한다. 그 중 게이머들이 선호하는 경향을 보면 웹 보드 게임을 비롯한 캐주얼 게임이 리니지를 비롯한 온라인 게임, 스타크래프트를 비롯한 시뮬레이션 게임(Real Time Simulation; RTS)에 비해서 선호받는다라는 사실을 알 수 있다.

**선호하는 온라인 게임(2005)**



자료: 랭키닷컴

앞으로 다루게 될 한게임은 웹보드 게임을 비롯한 캐주얼 게임에 주력하는 회사이므로 게임 시장에서도 가장 유망한 산업에 속해 있음을 알 수 있다.

## 2.2 게임의 분류

본문에서 다루게 될 게임의 분류에 대해서 간단히 소개하기로 한다.

### 2.2.1 웹보드 게임

웹보드 게임(Web Board Game)은 인터넷에 접속해 모니터에 하나의 보드를 만들어 진행하는 게임을 일컫는다. 보드 게임이란 게임판 위에서 카드, 룰렛이나 주사위, 기타 각종 게임 도구들을 이용하여 승부를 가리는 게임을 말한다. 고스톱이나 장기, 바둑, 포커부터 시작하여, 각종 카드게임, 부르마블이나 카탄과 같은 복합적 게임도 모두 보드 게임의 범주에 속할 수 있다. 웹 보드 게임은 이런 기존의 보드 게임을 웹 상에 옮겨 놓은 형태이다. 인터넷에 접속하여 다른 유저들과 웹 상으로 보드 게임을 즐기는 방식이다. 우리 나라에서는 고스톱과 포커가 대표적인 웹 보드 게임이다.

### 2.2.2 캐주얼 게임

캐주얼 게임(Casual Game)은 간단히 이야기해서 간단하게 즐기고 나올 수 있는 게임을 말한다. 캐주얼게임의 개념을 쉽게 알기 위해서 반대되는 개념으로 쓰이고 있는 하드코어 게임을 살펴보는 것도 좋은 방법이 될 것이다. 하드코어게임은 높은 난이도를 가지고 깊은 전략적 사고와 컨트롤 능력을 필요로 하는 게임이다. 게이머는 다음 스테이지로 진행하기 위해 점점 높은 수준으로의 기술 향상이 필요하며, 게임 플레이 시간이 길어야 한다는 특징을 가지고 있다. 리니지와 같은 MMORPG게임이 대표적이다.

반면에 캐주얼 게임은 점심시간에 20분정도 즐길 수도 있을 정도로 가볍게 즐길 수 있는 게임이다. 이러한 게임의 가장 큰 특징은 규칙이 간단하여 배우기 쉽고, 마스터하기도 쉽다는 것이다. 또한, 게임이 중간중간 끊어질 수 있어야 한다. 게임을 하기 위한 배경지식도 많이 필요로 하지 않으며, 게임 진행을 위해서 자신의 캐릭터를 성장시켜야 한다거나 특별한 정보를 알고 있어야 할 필요도 없다. 대신, 많이 한 게이머나 처음 시작한 게이머나 플레이어의 시작은 같다. 따라서 게임 상의 하이 스코어나 베스트 타임 등의 순위 요소가 제공되지만, 이 순위 요소는 다음 게임에 반영되지 않는다. 따라서 참여하는 게이머의 연령대도 다른 게임에 비해 다양하다. ‘카트라이더’나 ‘스페셜포스’를 생각하면 이해가 빠를 것이다. 이

들의 한 판 플레이시간은 20분이 채 되지 않는다. 또한 조작 방법과 게임 내용이 간단하며, 쉽게 접근할 수 있다. 계급이 올라가고, 아이템이 좋아지는 제도는 있지만, 게임에 결정적으로 작용하지 않는다.

결론적으로 게이머들이 쉽게 참여하고, 빨리 재미를 얻고, 빨리 빠져 나올 수 있는 게임을 통틀어서 캐주얼 게임이라고 한다. 웹보드 게임이 게임 형태에 따른 분류라면, 캐주얼 게임은 게임 이용도에 따른 분류이다. 따라서, 상황에 따라 고스톱이나 포커 게임과 같은 웹보드 게임을 캐주얼게임에 포함시키기도 하고, 따로 분류하기도 한다. 우리나라의 대표적인 캐주얼 게임으로는, 카트라이더, 스페셜 포스, 프리스타일, 메이플 스토리, 갯애프드 등이 있다.

### 2.2.3 MMORPG게임

MMORPG(Massive Multi-player Online Role Playing Game; 다중 접속 역할 수행 게임)이란 인터넷 안에 가상의 공간이나 세계를 만들어 놓고, 게이머들이 그 공간 안으로 들어가 나름대로의 역할을 수행하는 게임을 말한다. 먼저 RPG게임의 개념을 알 필요가 있는데, RPG게임이란 게이머가 게임 속에서 중세의 기사가 되어, 혹은 탐험가가 되어, 미래의 전사가 되어 게임 안에 구현된 세계에서 주어진 임무를 수행하고, 경험을 쌓아 점점 강해져서 더 강한 적을 상대할 수 있게 만드는 게임을 의미한다. RPG게임에는 역할 요소와 성장 요소가 필수적으로 들어가게 된다. MMORPG는 인터넷의 발달에 따라 게임의 세계에 많은 사람들이 참여할 수 있게 된 형태이다. 우리 나라에서는 바람의 나라라는 게임을 통해 널리 알려져, 리니지를 통해 정착되고 대중화되었다. 게이머들은 가상의 세계 안에서 나름대로 역할을 분담하여 커뮤니티를 조직하고, 혼자서, 또는 함께 임무를 수행하며 점점 성장한다. 게임 회사들은 지속적인 업데이트를 통해 게이머들에게 새로운 도전 과제를 제시하여 준다. 대표적인 게임으로는 리니지, 뮤, SUN온라인, WOW, 대항해시대 등이 있다.

## II. 기업분석

### 1. 기업의 개요

업종: 데이터베이스

(데이터베이스 및 온라인정보제공업)

회사명: 엔에이치엔(주)

본사주소: 경기 성남시 분당구 정자동 25-1  
분당 벤처타운 A동

설립일: 1999.06.02

상장/등록일: 2002.10.03

CEO: 김범수/최휘영

최대주주: 이해진(5.50%)

종업원 수: 965명

주식의 총수: 보통주 15,500,796주

자본금: 5,270,270,640,000원

#### 최근 연혁:

2005.10.00	데스크탑 검색 시작
2005.08.00	미국법인 설립 (NHN USA)
2005.04.00	대표이사 변경(김범수, 최후영 각자대표)
2005.04.00	온라인 대전 격투 게임 '권호' 서비스
2005.01.00	네이버, 데스크톱 검색 툴 '네이버 데스크바' 출시
2004.07.00	중국사업 진출을 위한 아워게임 지분 인수
2004.01.00	지식 IN 1000 만 DB 돌파
2003.03.00	솔루션 홀딩수 인수(64 억원)
2003.02.00	월매출액 100 억 돌파
2002.10.00	코스닥시장 등록 및 매매개시, KTF 에 무선게임 제공
2002.10.00	대화형 검색 네이버 지식 in 서비스 오픈
2001.11.00	NEXT HUMAN NETWORK NHN(주)로 사명 변경
2001.10.00	한게임 온라인게임 퍼블리싱 사업시작
2001.04.00	공동대표이사 체제(이해진,김범수)
2001.04.00	네이버 넥서치시그마 한일동시 오픈(www.naver.co.jp)
2001.03.00	한게임 유료화 서비스 시작
2001.01.00	네이버컴 1 억 PV 돌파 인증(한국 ABC 협회)
2000.12.00	일본한게임 사이트 정식서비스 시작(www.hangame.co.jp)
2000.08.00	지능형 검색서비스 "넥서치"서비스 시작
2000.07.10	(주)원큐 흡수합병
2000.07.06	(주)한게임커뮤니케이션 흡수합병
1999.06.02	네이버컴주식회사 설립
1999.01.00	인터넷검색엔진 고객만족도 1 위(코리아리서치/중앙일보)
1997.12.00	인터넷 검색엔진 네이버(www.naver.com)서비스 개시
1997.10.00	삼성 SDS 사내벤처 "네이버"발족

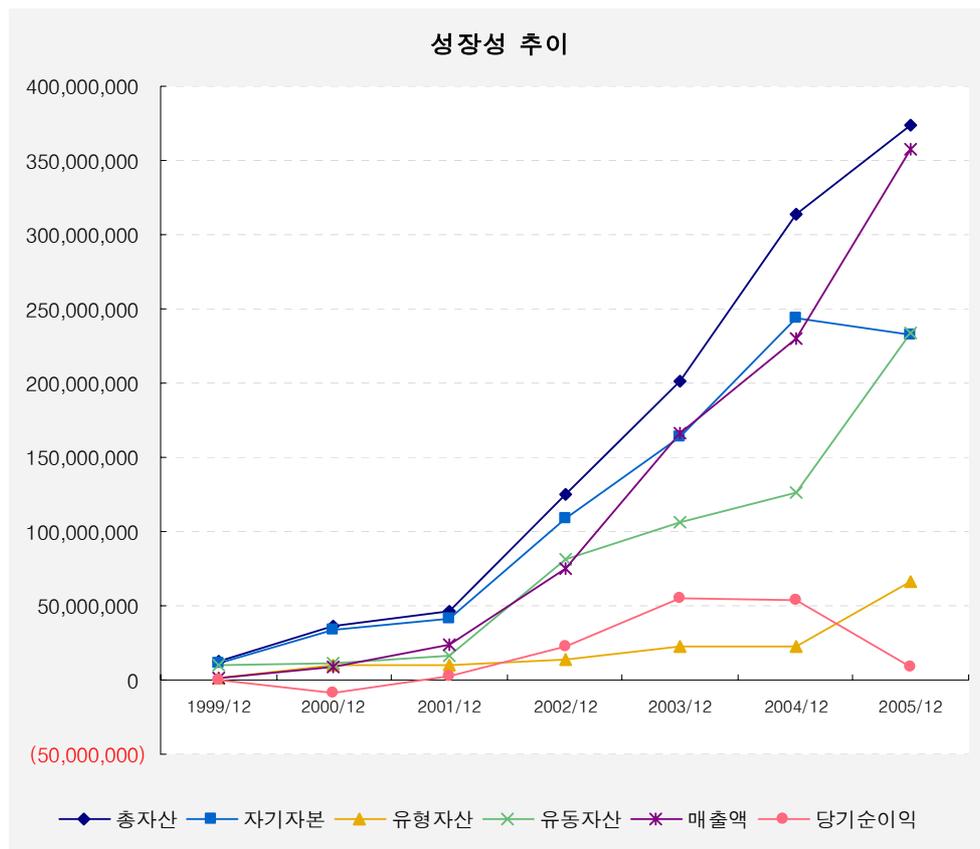
## 2. 기업의 영업활동

NHN은 포털 사이트 네이버를 서비스하고 있으며 이를 통한 키워드 검색과 배너 광고 수입이 매출의 약 64%를 차지한다. 또한 한게임 사이트를 통하여 웹보드 게임 맞고, 포커 등을 서비스하며 동시에 MMORPG인 아크로드, 베타테스트 중인 R2, 캐주얼 게임인 당신은 골프왕 등을 서비스하고 있다. 이들 게임들은 유료회원제로 운영되며 이들 매출이 전체의 약 26%를 차지하고 있다. 또한 네이버 사이트를 통한 전자상거래에 대하여 수수료를 받는 방식으로 전체 대비 약7%의 매출을 올리고 있다.

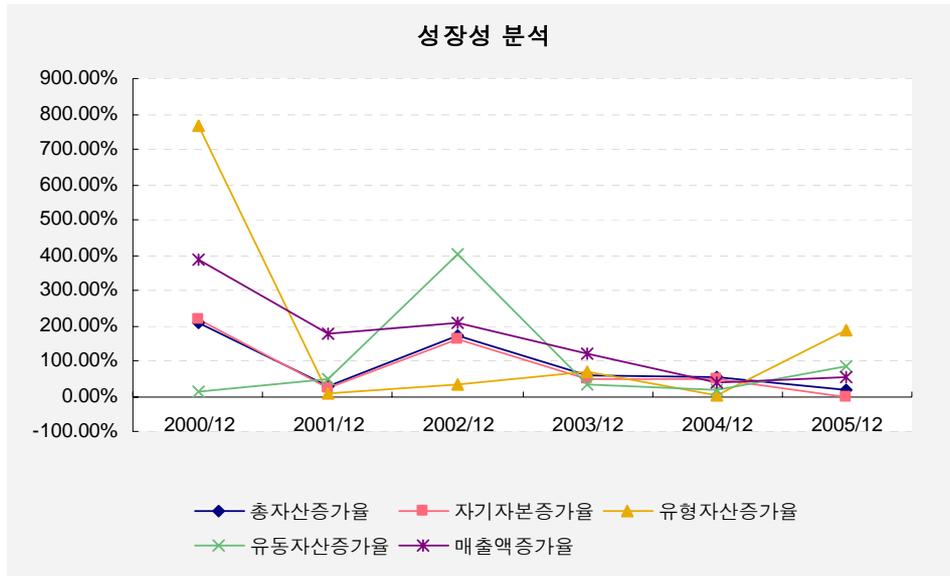
## 3. 기업의 현황

기업의 영업 역사와 현황을 재무적 지표로서 살펴보겠다. 재무적 지표를 통해 확인할 수 있는 점은 다음과 같다

### 3.1 성장성 추이 분석

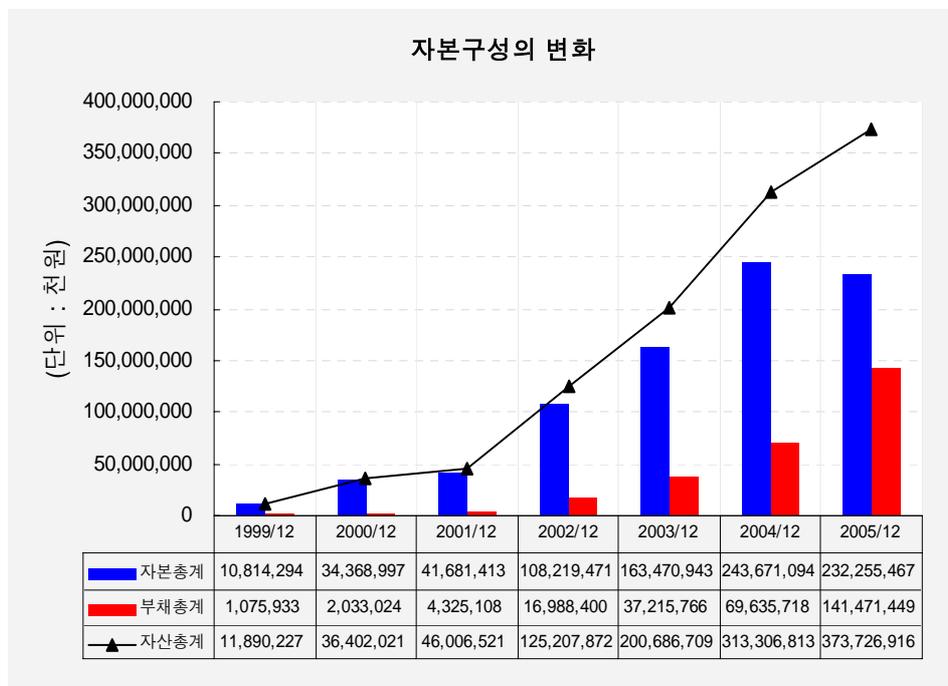


자료: SMIC Research team 4



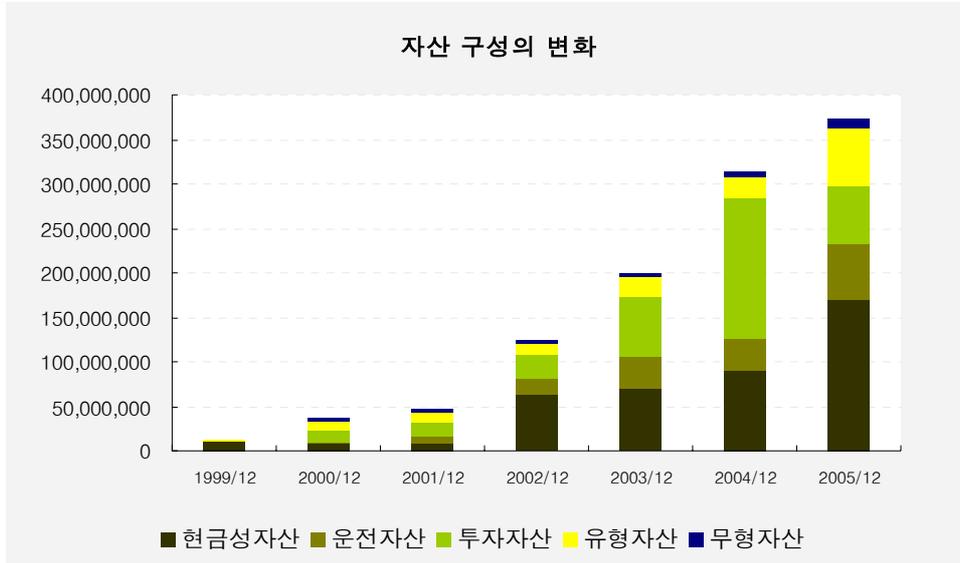
자료: SMIC Research team 4

매출구성을 볼 때 전형적인 인터넷 기업의 특징을 보여주는 높은 성장성을 보여준다. 산업특성상 유형자산의 비율이 크지 않다. 2004-2005년 사이의 큰 유형자산의 증가율은NHN에서 사옥건립을 위한 토지매입 때문에 비롯된 것이며, 매출액 증가율이 떨어지고 있긴 하지만, 2000년 기록한 400%라는 매우 높은 수치가 감소하고 있는 것이며 앞으로도 인터넷 사업이 꾸준히 성장하면서 지속적으로 성장할 것으로 보인다.



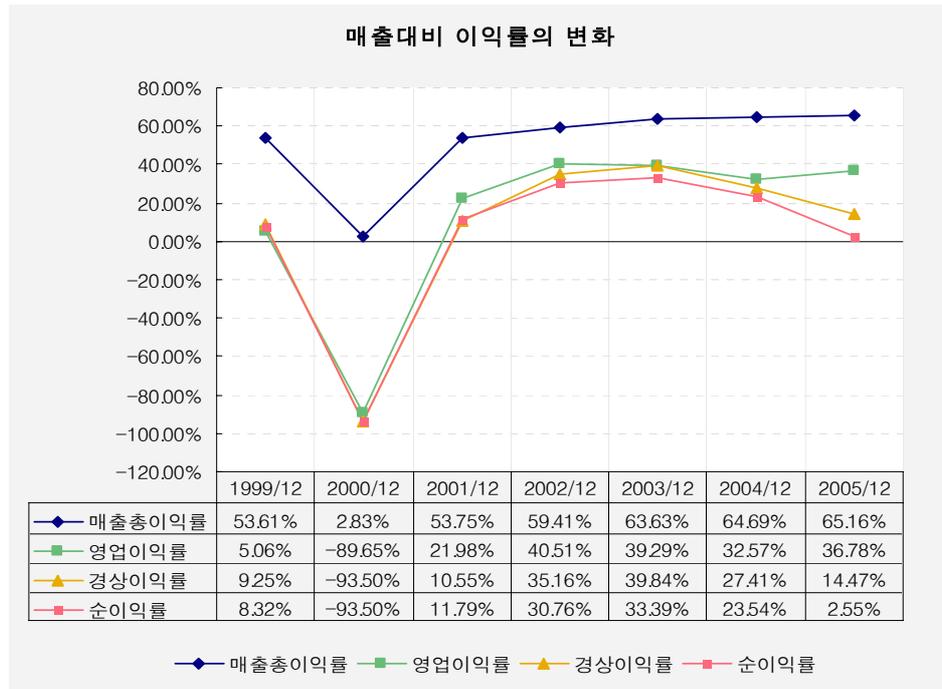
자료: SMIC Research team 4

NHN이 최근 몇 년 사이 매우 급속하게 성장한 결과, 자본증가가 매우 큰 폭으로 일어나고 있다. 부채비율이 증가하고는 있으나, 자본 증가에 적은 수준이며, 부채는 미지급금과 선수금, 예수금(부가세 예수금)등으로 주로 구성되므로 크게 고려하지 않아도 된다.



자료: SMIC Research team 4

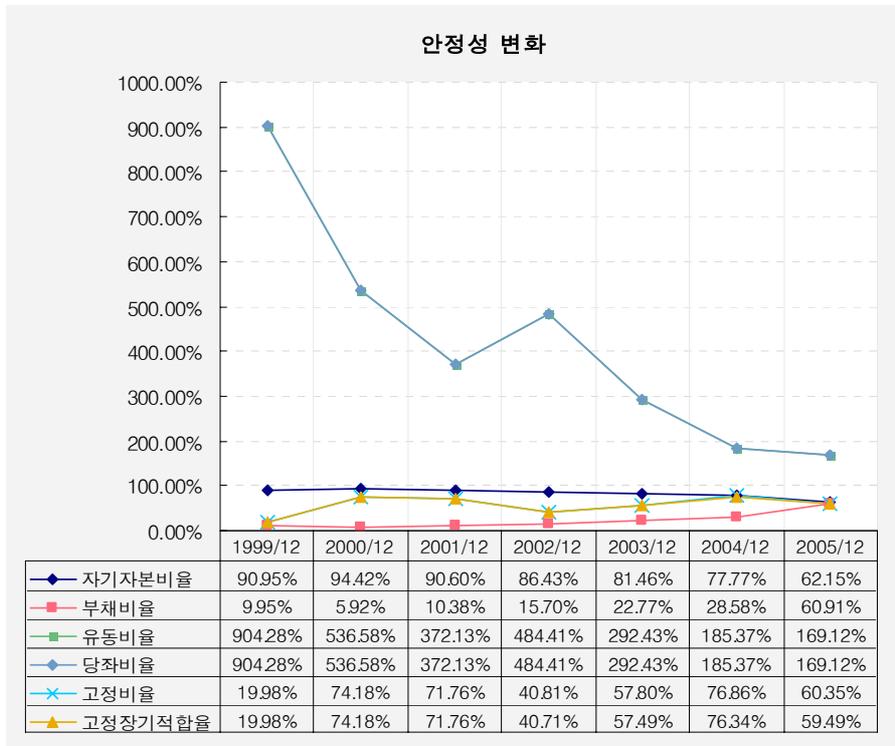
2004년 투자자산이 크게 증가한 것은 투자유가증권이 증가하였기 때문이다. NHN의 지식인서비스로 매출이 폭발적으로 증가하였고, 그 결과 현금유동성이 풍부하여 현금을 운용하기 위한 수단으로 단기적 투자 유가증권의 매입이 많았다.



자료: SMIC Research team 4

NHN이 2000년 사업규모를 크게 확장하고, 광고비 지출 등 활발한 사업활동을 벌이면서, 매출총이익률이 2000년 큰 폭으로 하락하였다. 직원들의 급여, 복리 후생비의 증가, 광고비 전년대비 8배로 매우 크게 증가하였다. 그러나 이것은 다음해 매우 큰 폭의 매출이익 증가로 이어졌다. 2005년 경상이익률과 순이익률의 감소는 중국사업 관련 영업권을 일시에 상각한 결과이다. (2005년 4분기 약 750억 반영)

### 3.2. 안정성



자료: SMIC Research team 4

당좌자산으로 유동부채를 갚을 능력이 충분한 풍부한 현금성이 있고, 부채, 고정비율 등은 모두 100%미만을 기록하는 매우 건전한 재무구조를 보이고 있다.

인터넷 서비스 사업의 특성상 매입채무는 0이며, 현금회수가 최장 60일 내에 모두 이루어 지므로 현금자산이 매우 풍부하다.

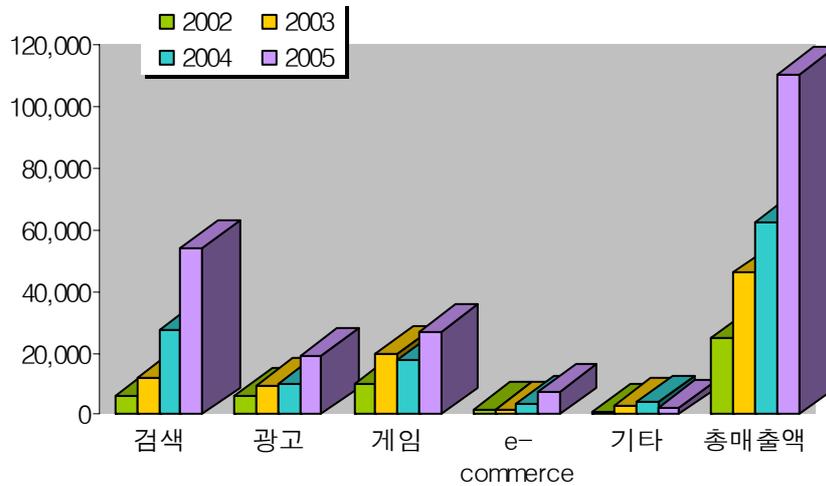
재무분석을 통한 일반적인 기업분석은 여기까지이다. 그렇다면 이제부터 투자에 있어서 좀 더 중요한 영향을 끼치는 요인들에 대하여 하나씩 살펴보도록 하자.

### III. NHN의 투자포인트

NHN의 경우 앞서 언급한 바와 같이 각기 영위하고 있는 사업분야가 전혀 다른 독자적인 3개의 사업부(포털 - 인터넷광고, 게임, E-Commerce)로 이루어져 있다. 따라서 NHN의 경쟁력을 보려면 각 사업부문에서의 경쟁력을 따로따로 봐줘야 한다.

#### 1. 포털 사업

##### 1.1 매출현황과 매출구성



자료: NHN

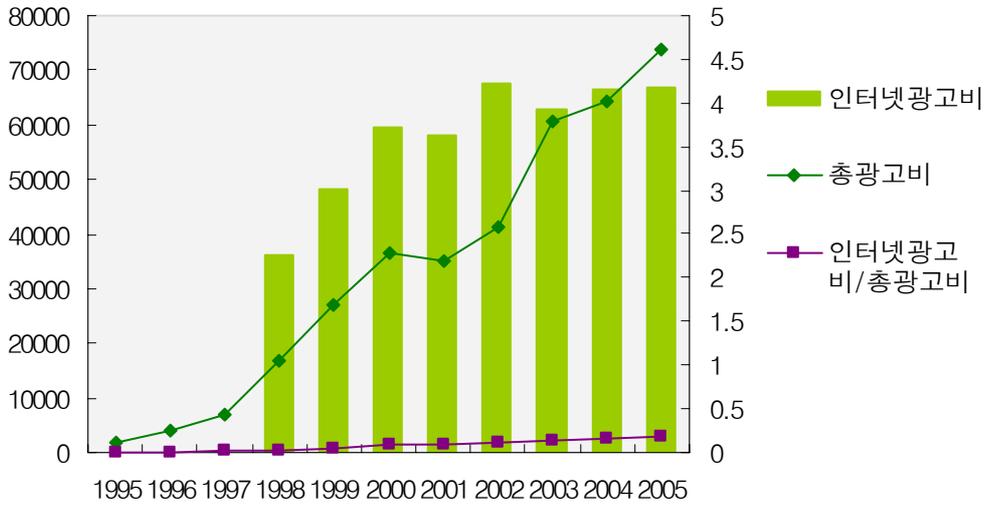
이 그래프에서 ‘검색’은 네이버 사이트 내에서 키워드 검색광고를 통한 매출이며 ‘광고’는 배너 광고로 인한 매출을 뜻한다. 그래프에서 보이듯이 포털부문 (광고+ 검색) 의 매출은 계속적으로 증가하고 있으며, 2005년의 성장율은 전년 대비 72%나 되어 전체 매출의 약 64%를 차지하고 있다. 그렇다면 과연 이 시장의 향후 전망은 어떻게 될 것인가?

##### 1.2 인터넷 광고시장 - 과연 매력적인가?

IT 강국으로 불리는 대한민국의 인터넷 이용은 지난 10년간 양, 질적으로 눈부시게 성장했다. 따라서 이메일, 쇼핑, banking 등 다양한 영역에서 활용되면서 인터넷은 생활의 중요한 기반으로 자리잡았다. 온라인광고시장은 전체광고비에서 4.61%(2005년)를 차지하고 있으나, 매년 그 비중이 증가하는 추세이다. 앞으로 광고시장의 총 규모가 7조원을 넘으리라 예상되는 바, 온라인 광고시장규모도 늘어날 것이다.

표. 한국 인터넷광고 시장 현황

(단위:억원)



자료: 한국광고주협회

온라인 광고는 크게 키워드 광고 시장과 배너 광고 시장으로 나뉜다.

### 1.3 시장 매력도와 수익구조 - NHN은 장사를 잘 하고 있는가?

#### 1.3.1 배너광고

광고매체 내의 특정영역(보통 사각형)에 노출하는 광고로 노출을 통한 브랜드 인지도 향상, 온라인 이벤트 광고 등에 용이하고 클릭 발생율이 높은 편으로 적합한 위치의 배너매체 선정이 중요하다.





1994년 AT&T에서 Hotwired.com에 게재한 최초의 배너 Youwill 캠페인 (468x60)  
Channy's Blog <http://channy.creation.net/blog>

야후가 디렉토리 구조로 분류되는 웹사이트 목록을 제공하는 서비스를 시작하면서 배너 광고는 오늘날 포털이라고 불리는 웹 가이드 사이트를 중심으로 퍼져 나가기 시작하였다. 광고 단가 계산 방법은 CPM(Cost Per Impression, 배너 천번 노출 시 비용)라는 방식에 해당일수를 곱하는 방식이다.

NHN는 일반광고의 범주아래 네이버채널, 미디어채널, 라이프채널 등의 배너광고를 싣는 형식과 한게임, 유니버에서의 배너광고, 검색창에 광고를 띄우거나 팝업으로 동영상을 띄우는 배너광고 형식의 크게 3종류로 나뉜다. 위의 광고들은 홈페이지에 실리는 위치나 크기에 따라 가격이 차등된다. 이는 **단가/1일당 or 노출횟수 X 광고게재일 or 노출횟수**로 결정한다.

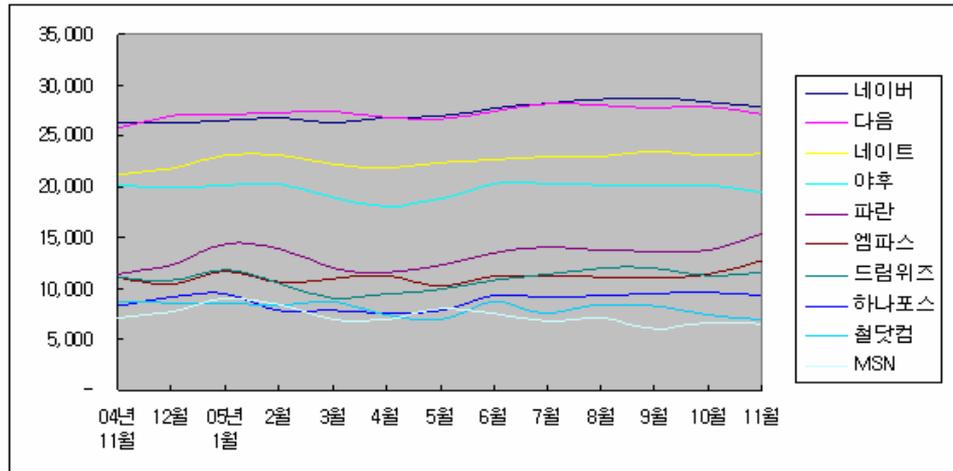
검색창에 광고를 띄우거나 사이트 방문시 익스팬더블 형태로 팝업광고로 띄워져 후에 close를 클릭해야 닫히는 광고는 **1주당 광고비용**을 적용한다.

### 1.3.2 네이버의 배너광고 경쟁력

배너광고의 광고주들은 일평균 방문자수가 많을수록 그 사이트에 배너광고를 띄우는 것을 선호한다.

▶ 포탈 사이트 월간 방문자수 추이

(단위 1,000명)



구분	04년 11월	05년 2월	05년 5월	05년 8월	05년 11월
네이버	26,211	26,892	26,998	28,597	27,838
다음	25,873	27,243	26,719	27,977	27,212
네이트	21,231	23,185	22,387	23,015	23,261
야후	20,118	20,282	18,833	20,127	19,396
파란	11,489	13,950	12,290	13,841	15,476
엠파스	11,115	10,605	10,187	11,144	12,727
드림위즈	11,123	10,474	9,984	12,014	11,526
하나포스	8,337	7,897	7,814	9,339	9,375
힐닷컴	8,687	8,291	7,005	8,413	6,985
MSN	7,177	8,392	8,040	7,045	6,471

자료: 한국인터넷마케팅협회

네이버는 다음과 함께 방문자 수 1위의 포탈 사이트로 광고주들에게 매우 선호된다. 따라서 네이버는 배너광고의 단가책정에 있어서 보다 높은 가격을 책정할 수 있다.

최근, NHN은 배너광고의 단가를 올렸다. 그동안 키워드광고부문에 비해 배너광고는 다음에 뒤쳐져 있었지만, 2005년 4분기 때부터 배너광고부문에 1위를 점유하고 있다. (2005/4분기 NHN광고 매출은 192억 다음은 163억) 증가하는 트래픽과 1위업체라는 높은 협상력으로 추가 단가 인상도 가능할 전망이다.

배너광고는 대기업등 대형광고주들의 참여, 광고기법의 다양화에 따른 스트리밍(Streaming: 동영상), 플래쉬 광고 등 고가광고의 판매건수 증가 및 신규 광고영역으로 창출 등으로 매출증가가 예상된다.

### 1.3.3 키워드 광고

검색엔진에서 사용자가 특정 키워드로 검색했을 때 광고주의 사이트가 노출되어 높은 클릭률을 보이는 효과적인 유료 광고 서비스, 광고주가 원하는 키워드로 사용자가 검색했을 때에만 광고를 내보임으로써 광고주의 서비스를 이용할 가능성이 매우 높은 잠재고객에게만 광고를 내보이는 타겟화된 광고기법이다. 기존의 온라인 광고보다 브랜딩 효과가 뛰어나며, 최근 온라인 광고 중에서 비용대비 효과가 가장 높은 마케팅 툴로 각광 받고 있다.



기존의 프로모션 방식의 광고에서 한 단계 나아가 제품에 대한 브랜딩을 강화하는 광고방식의 모색결과 나오게 된 키워드 광고는 검색 사이트에서 특정 단어를 입력해 나오는 결과 페이지의 상단에 나오는 링크들이 바로 키워드 광고물이다. 검색회사마다 이름은 조금씩 틀리지만 스폰서 링크, 스피드업, 길잡이, 질문, 아이템링크 등으로 나뉜다. 일반 배너광고에 비해 가격대비 클릭이 많아 광고주들이 선호하고 있다. .

이 때 광고 비용을 사용자가 클릭하는 비율에 따라 정산하는 CPC(Cost Per Click)라는 방식은 직접 클릭한 데 대해서만 광고비용이 사용되므로, 중소기업 등 소규모 광고주가 비교적

적은 부담으로 광고를 게재할 수 있다.

CPC 방식을 사용하는 대표적 광고는 구글의 애드워즈(AdWords)이다. 많은 사람들이 검색 결과에서 나온 키워드 광고를 정보로 인식했으며 광고주는 클릭 비용만을 통해서 저렴한 가격에 광고를 할 수 있었다. 이렇다 보니 대형 광고주 보다는 광고 시장에 이름도 못 내밀던 소형 업체들이 광고 시장의 주역이 되었다. 현재도 구글에는 수천만 개의 검색 키워드가 팔리고 있다.



구글(Google) 검색 비즈니스의 양 날개 애드워즈(AdWords)와 애드센스(AdSense)  
Channy's Blog <http://channy.creation.net/blog>

그러나 돈만 많이 내면 키워드 광고의 상위에 올려 주는 문제가 발생할 수 있어, 정확한 정보를 주지 못하는 배너 광고의 폐단을 되풀이할 가능성이 있기 때문에 CTR(Click Through Rate)이란 개념을 도입되었다. 이것은 클릭율이 낮은 광고가 아무리 높은 단가를 제시했다 라도 순위에서 밀릴 수 있고, 어느 정도 이상 클릭율이 나오지 않을 때는 직권으로 광고가 중지된다. 사용자의 클릭에 따라 정보의 질을 판단할 수 있는 방식이다.

최근 새로운 광고가격 책정방식인 CPA(Cost Per Action)이라는 광고모델이 실험 중에 있다. CPA라는 것은 광고주가 광고에 사용자가 할 수 있는 특정한 행동 방식을 제공하고 이를 측정하는 것이다. 예를 들어 중고 자동차 회사는 광고 안에 차종과 연식, 출고일 등으로 검색할 수 있는 옵션을 제공할 수 있다.



CPA와 CPQ(Click per Quality)를 실험하고 있는 빌 그로스의 SNAP.com

Channy's Blog <http://channy.creation.net/blog>

이전에 사용자가 클릭을 통해 사이트 방문 후에 회원 가입을 하거나 물품 구매를 한 경우에만 일정 비율을 돌려주는 제휴 마케팅 방식을 검색 광고에 적절히 이용한 것이라고 볼 수 있다. 이는 단순한 클릭이 아니라 사용자의 액션을 통해 적절한 광고비용을 책정할 수 있기 때문에 제공하는 액션이 사용자에게 얼마나 유용한가가 척도가 될 수 있다.

네이버에서는 사용자가 입력하는 검색 키워드에 따라 광고를 제공하는데 이러한 광고의 가격 책정방식은 홈페이지 열람횟수를 의미하는 페이지뷰 (Page View)를 가지고 사이트의 광고 단가를 결정하며, 사이트 방문자에게 배너광고가 보여지는 횟수를 뜻하는 노출 (Impression) 대비 클릭수의 비율인 클릭률 (CTR), Click 수 / Impression 에 CPM (Cost Per Mill, 광고의 가격을 책정하는 방법의 하나로, 1000회 노출에 드는 광고비)를 곱하여 결정된다. CPM 2,000 원은 1,000 번 노출된 가격이 2,000 원 이고, 한번 노출될 때마다 2원이다.

$$\text{광고 가격} = \text{Click 수} / \text{Impression} \times \text{CPM (Cost Per Mill)}$$

네이버의 과금책정방식은 다음과 같다.

#### 파워링크

전월노출수	가격	비고
1000 회 미만	최저단가 40,000 원 * PPI	부가세별도

1,000 회~59,900 회	전월노출수 * 10 원 * PPI	부가세별도
59,900 회 이상	599,000 원 * PPI	부가세별도
위 금액은 일반키워드 5 위 기준 금액입니다. (1 위-1.7 배/2 위-1.5 배/3 위-1.2 배/4 위-1.1 배) PPI(Purchasing Power Index)는 키워드별 구매력, 인기도, 광고효과를 고려하여 산정한 가중치이며 PPI의 범위는 0.5 ~ 30 이다		

### 플러스프로

전월노출수	가격	비고
1000 회 미만	최저단가 40,000 원 * PPI	부가세별도
1,000 회~59,900 회	전월노출수 * 10 원 * PPI	부가세별도
59,900 회 이상	599,000 원 * PPI	부가세별도
위 금액은 일반키워드 5 위 기준 금액이다 (1 위-1.7 배/2 위-1.5 배/3 위-1.2 배/4 위-1.1 배) PPI(Purchasing Power Index)는 키워드별 구매력, 인기도, 광고효과를 고려하여 산정한 가중치이며 PPI의 범위는 0.5 ~ 30 이다.		

### 비즈사이트

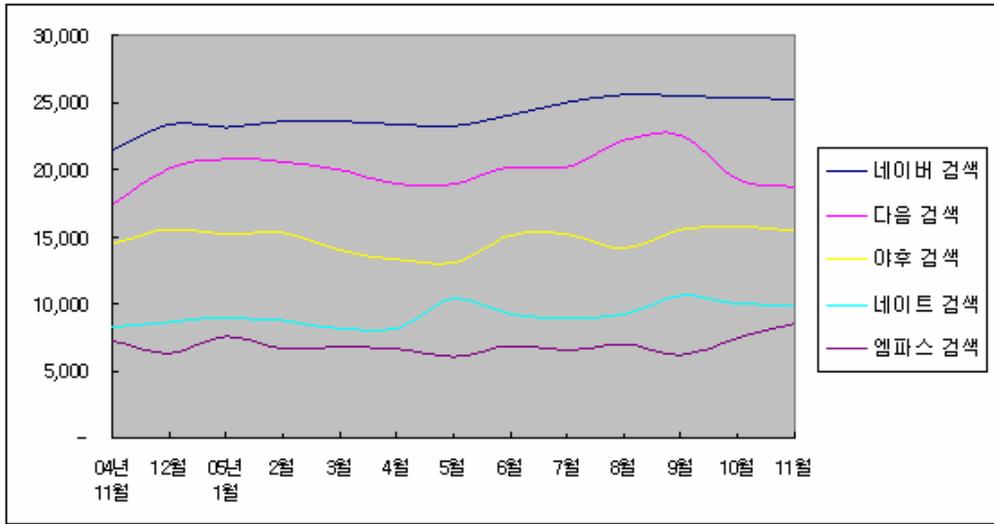
광고가 클릭된 만큼만 비용을 지불하는 클릭당 과금방식(CPC 방식)의 키워드광고는 광고를 검색결과에 게재하려면 지출을 원하는 만큼의 광고비용을 광고주의 계정에 충전해야 한다.

#### 1.3.4 네이버의 키워드 광고 경쟁력

다음이나 네이버, 야후, 애플스, 한미르 등의 키워드 광고 증가로 키워드 광고 시장은 2002년 대비 260%의 성장을 이루어 냈다. 또한 키워드 광고 전문 광고회사인 오버추어의 영업 본격화로 950억원 규모(2003년 기준, 온라인 광고규모 3천 8백억원 중 950억원을 차지)까지 성장하게 되었다. 키워드 광고를 적극 활용하는 광고주는 주로 병원, 꽃집 등의 소형광고주이다. 키워드 광고가 검색 시 자연스럽게 노출되어 광고라는 편견을 주지 않고 검색 결과에서 나열된 순위와 정보가 소비자에게 신뢰감을 주는 효과를 갖기 때문에 경기활성화가 진행되면 더욱 키워드 광고 역시 지속적으로 성장할 것으로 예견된다.

▶ 포털 검색서비스 월간 방문자수 추이

(단위 1,000명)



구분	04년 11월	05년 2월	05년 5월	05년 8월	05년 11월
네이버 검색	21,533	23,628	23,225	25,507	25,250
다음 검색	17,341	20,488	18,921	22,127	18,654
야후 검색	14,436	15,309	13,071	14,108	15,381
네이트 검색	8,294	8,751	10,446	9,273	9,874
엠파스 검색	7,219	6,628	6,120	6,952	8,480

(출처: (주)메트릭스 인터넷인덱스, 2004년 11월 - 2005년 11월)

네이버는 검색서비스 부문에서 압도적인 1위를 차지하고 있다. 검색포털분야의 독점적 지위는 광고단가 책정 시 NHN이 우월적 지위를 누릴 수 있다는 것을 뜻한다. 키워드 광고시장이 앞으로 더욱 커질 것이라 예상되는 바, 네이버의 매출 증대 예상은 아주 화창하다.

#### 1.4 위협요소

그렇다면 네이버의 이러한 강점에 대비해 위협요소는 없는가?

##### 1.4.1 오버추어와의 계약이 지속?!

오버추어는 키워드광고를 전문으로 하는 미국의 업체이다. 오버추어는 기존의 정액제 방식의 광고에서 벗어나 종량제 방식을 키워드광고에 접목시켜 한국을 비롯한 전세계에 진출해 검색광고 시장을 구글과 함께 양분하고 있는 업체로서 현재는 야후에 인수되어 있다.

오버추어는 비록 키워드광고 전문 업체이긴 하나, 자체 검색엔진을 보유하고 있는 것은 아니다. 종량제 과금방식으로 키워드광고를 집행할 수 있도록 검색엔진과 광고주를 연결해

주는 마켓플레이스의 개념이다. 이 회사에서 제공하는 비즈니스 모델의 두드러진 특징은 방문자가 클릭한 회수에 따라 광고비를 책정하는 이른바 P4P(Pay for Performance)라는데 있다. 즉, 오버추어는 국내 20여개의 검색엔진과 제휴를 맺어, 광고주가 오버추어에 광고를 등록하게 되면 오버추어와 제휴를 맺은 국내 20여개의 검색엔진에 동시에 광고가 노출되는 개념이다. 이로 인해 광고 수익이 발생하면 해당 검색엔진과 오버추어가 수익분배를 하게 된다.

네이버와 오버추어와의 계약이 2006년 5월 만료되는데, 재계약을 한다면 이전계약 때보다 더 네이버에게 유리한 협상이 진행될 수 있고(광고수익 중 마진율을 높여서), 또는 재계약을 하지 않고 네이버가 독자적으로 키워드 광고사업을 할 수도 있다. 이것은 네이버에게 키워드 광고매출에 득이될 수도 실이 될 수도 있는데, 비록 현 계약상태를 계속 유지한다고 하거나, 독자적 키워드 사업을 한다고 하더라도 네이버의 포탈사이트계의 압도적 점유율로 인해 키워드 광고의 매출은 현상태를 유지하거나 그 보다 커질 것으로 보인다.

#### 1.4.2 유료 등록에만 치중, 웹 기술의 부족

네이버의 검색 경쟁력은 뛰어난 검색엔진 기술 때문이 아니라 사람(서퍼)들의 수작업으로 만들어지는 디렉토리 때문이다. 그리고 NHN의 경우 검색기술이 돈을 낸 유료 등록에 최적화 되어 있다. 다양한 검색 결과거나 발전하는 웹페이지를 굽어서 온 것이 아니라 돈을 주고 사온 DB에서 추출되는게 대부분이다. (뉴스나 백과사전등) 따라서, 검색 시 유료등록에 따른 우선순위를 바탕으로 검색결과가 나타나 검색결과에의 정보 질이 떨어지게 된다. 때문에 구글과 같은 단순한 검색엔진이 각광을 받게 된다. 한글기술이 상대적으로 떨어지는 외국회사임에도 불구하고 발달된 웹 검색 기술력은 매우 뛰어나다.

네이버가 현재는 검색포탈사이트 1위를 차지하고 있으나, 검색기술이 부족으로 사용자들이 검색결과에 만족하지 못하여 구글 등의 다른 포탈로 이동한다면 네이버의 기존 지위는 흔들릴 수 있다.

#### 1.4.3 인터넷 사용개념의 변화: 웹 2.0

##### 웹2.0이란 무엇인가?

웹 2.0은 최근 IT분야의 활발한 논의에 비해 명확한 개념이 가닥 잡히지 않은 상태이다. 따라서 한 마디로 딱 무엇이라 정의 내리기 어렵다. 이것은 특정한 기술을 의미하는 것이 아니라, 웹을 운영할 때 취해야 할 개념이나 태도에 가까운 것이다.

“Web as Platform” 단어가 현재 웹 2.0에 대한 논의를 가장 대표하는 것인데, 이에 반해 Web1.0을 가리키는 대표적인 단어는 포털(Portal)이다. 포털은 문턱을 말하는 것으로 어느 목적을 달성하기 위해서는 그 문을 통과해야만 하고 포털 위의 서비스를 내 마음대로 고칠 수 없음에 비해 플랫폼 위에 있는 서비스는 내가 원하는 대로 할 수 있다.

네이버와 관련해 살펴보자면 웹 2.0의 개념을 도입한 것이 바로 블로그라고 할 수 있다. 웹 사이트는 사용자들이 알아서 정보를 생성하고 참여할 수 있는 기반을 마련해주고 그 다음은 모두 사용자들에게 맡기는 것이다. 네이버의 지식인도 이러한 맥락에서 개발된 것이라 볼 수 있지만, 여기에는 한계점이 있다. 구글, 이베이, 아마존 같은 기업의 성공원인이 방대한 정보를 소유하려 한 것이 아니라 다만 수집, 관리하여 유용한 정보를 뽑아내 사용자에게 전달해주는 시스템, 즉 플랫폼의 역할에 주력했기 때문이다.

네이버의 지식검색도 사용자들의 자발적인 참여로 이뤄진다는 점에서 웹 2.0 서비스라고 볼 수도 있으나 네이버 지식검색의 경쟁력은 사용자들이 무단 전제해 올려놓은 답변들의 데이터베이스 밖에 없다. 네이버는 이 데이터베이스에서 새로운 가치를 만들어 내는 데 실패했다. 웹 2.0의 개념을 처음 주창한 오라일리의 기준에 따르면 네이버는 아직도 플랫폼이 아니라 응용 프로그램에 의존하는 웹 1.0 기업에 가깝다.

구글은 '페이지 랭크'라는 방식으로 검색된 페이지의 우선순위를 매긴다. 간단히 설명하면 어떤 페이지를 가리키는 링크가 얼마나 많은지 계산해보고 링크가 많을수록 더 유용하다고 보는 것이다. 이를테면 '전지현'이라는 단어에 가장 많이 링크돼 있는 페이지가 전지현의 정보를 가장 잘 담고 있을 가능성이 크다고 보는 것이다. 페이지 랭크에는 수많은 웹 사이트 저작자들의 의지가 반영된다.

그러나 네이버 지식검색에 오른 답변은 질문한 사람의 평가와 다른 독자들의 추천이 거의 유일한 평가 척도가 된다. 외부에서 들어오는 링크가 전혀 없기 때문에 페이지 랭크 같은 객관적인 평가는 불가능하다. 구글이 페이지가 늘어날수록 변별력이 커지는 것과 달리 네이버 지식검색은 늘어날수록 변별력이 떨어진다. '전지현'에 대한 질문과 답은 수없이 많지만 체계적으로 잘 정리된 정보를 찾기는 매우 어렵다. 아무리 웹을 검색해도 딱히 유용한 정보들이 나오지 않고 지식검색 등 자체적으로 데이터베이스를 구축하더라도 그 데이터베이스가 대부분 '퍼온' 글로 채워지고 있다.

네이버의 현재 키워드 광고가 웹 2.0 기반에서는 약점을 지닌다는 것을 알 수 있다. 그러나 성장성 측면에서 살펴 볼 일이지만, 아직 키워드 광고 시장의 남은 파이는 많다. 그러므로 키워드 기반을 응용하면서도 보다 웹 2.0의 특징을 구현한 광고모델을 생각해 내야 한다.

#### 1.4.4 경쟁업체

다음소프트는 다음의 검색엔진 교체 및 서비스 강화 프로젝트를 지난 2004, 2005년 실시한 바 있다. 다음소프트가 2004년 새 엔진 'Talkro IR'을, 2005년에는 다음 카페에 들어있는 컨텐츠까지 검색 가능한 '신개념 지식 검색'을 출시한 바 있다. 엠파스는 2005년 다른 검색 엔진들의 검색 결과도 보여주는 '오픈 검색' 이라는 검색 엔진을 도입하여 과거의 영화를 다시 찾으려는 움직임을 보이고 있다. 그러나 이 두 2,3 위 업체의 경우 페이지 뷰 면에서 네이버와 아직 비교가 되지 않는 실정이고 **Research 4팀은 향후 단기간 순위 간 격차는 좁혀지지 않을 거라 예상하는 바이다.**

구글의 경우 2006년 한국에 R&D 센터를 창립할 계획을 가지고 있으며 이는 한국 시장에 대한 마케팅 능력 강화 노력의 일환으로 보인다. 2006년 4월 현재까지 이러한 구글의 노력은 향후 시장 점유율 증대에 큰 역할이 없을 것이라 예상해볼 수 있는데, 이는 구글과 같은 경우 엔지니어들이 기반이 된 회사이고 한국시장에서의 성공은 기술적인 문제 때문에 그 한계가 있기 때문이다. SMIC 회원들은 다 아는 바이겠지만 구글은 분명 검색 엔진에 있어서는 세계 최고의 기술력을 자랑한다고 하지만 '한국적인' 키워드로 검색을 하려 하면 네이버가 훨씬 낫다는 것을 알 수 있다. 그 이유는 바로 첫째, **국내 사이트들이 자체 컨텐츠에 대한 구글의 검색을 막고 있기 때문이고, 둘째, '대다수의' 사용자가 검색을 통해서 기대하는 바를 직접 보여주게 하는 능력은 독자적인 한국 영업망을 가진 한국의 포탈들이 훨씬 낫기 때문이다.**

현재 국내에서 가장 많은 자료를 보유한 곳은 다음 카페다. 289만 명의 회원을 보유한 '장미가족의 태그교실' 카페 하나만 뒤져도 각종 HTML, 자바스크립트 예제를 비롯한 HTML 관련 수많은 한국어 문서를 찾아낼 수 있다. 다음 카페에 이어 지식인과 블로그를 운영하는 네이버, 통(tong)과 싸이월드를 운영하는 네이트 등에 네티즌이 좋아하는 자료들이 축적되어 있을 것이다. 그런데 이들 사이트를 비롯하여 꽤 알려진 국내 사이트는 공통점이 하나 있다. 바로 검색로봇의 검색을 막고 있다는 것이다.

웹 사이트에서 robots.txt를 이용해 검색로봇의 검색을 막을 경우 검색로봇 규약에 의해 검색로봇은 검색을 하지 않아야 한다. 검색로봇 규약을 정하고 검색로봇 거부권을 행사하는 이유는 검색로봇에 의한 개인정보 유출의 위험을 막기 위함이다. 그런데 국내 대형 사이트는 검색로봇 규약을 자사의 자료 독점권 행사를 위해 사용하고 있다. 그래서 정보 알맹이(content)를 축적했다고 하는 곳은 대부분 검색로봇 거부권으로 검색을 막고 있다. 또한 사용자가 기대하는 정보를 찾아주는 것에 관해서 예를 통해서 좀 더 자세히 살펴보자. 최근 한창 인기를 끌고 있는 연예인 '한가인'에 대해 더 알고 싶어 네이버 주소창에 넣고 검색을 해보면, 아래와 같은 검색 결과가 나온다.

통합검색 ▼ 한가인 검색

통합검색 웹 지식IN 카페·블로그 사진 이미지 동영상 beta 음악 뉴스 책 쇼핑 내 PC

'한가인'에 대한 통합검색 검색결과입니다. [검색어 저장](#) | [보기](#)

'한가인' 인물 정보



[이미지 더보기](#)

**이름** : 한가인 (본명 : 김현주)  
**출생** : 1982년 2월 2일  
**신체** : 키 168cm, 체중 47kg  
**학력** : 경희대학교 호텔관광학부  
**가족** : 남편 **탈런트 연정훈**  
**취미** : 십자수, 슬픈 음악듣기, 영화감상  
**수상** : 2005년 MBC 연기대상 우수상  
**대뷔** : 2002년 CF 아시아나 항공  
**작품** : CF '박카스', '다나한', '네이버 지식검색 3편'  
**모바일콘텐츠** : **배경화면, 벨소리**  
 ▶ [자세히 보기](#)

달음이 찾기

- '한가인'님과
- 출신학교가 같은 인물?
  - 출생일자가 같은 인물?
  - 직업이 같은 인물?

영화 드라마

			
--	--	--	--

위와 같이 프로필 사진과 함께 자세한 설명이 첨부되며, 출연했던 영화나 드라마 등 사용자가 잠재적으로 알고 싶어하는 정보를 모두 모아서 보여준다. 그 뿐 아니라 각종 블로그 등이나 뉴스 파트에서 최근 소식을 접해볼 수 있고, 각종 관련 카페나 동영상, 이미지까지 모두 한 화면에서 볼 수 있다. 자 이제 구글에서 '한가인'을 쳐서 검색해보자.

Google 웹 문서 이미지 뉴스 그룹스 디렉토리 전체서비스 >

한가인 검색 공공정보

전체 웹  한국어 웹

웹 문서

- [한가인에 대한 뉴스 검색결과 - 오늘의 주요기사](#)  
 [한가인-양동근, '달살 커플 연기' 시청자 눈길](#) - 스포츠투데이 - 2006년 5월 3일  
 [명동거리 녹여버린 한가인](#) - KBS 뉴스 - 2006년 5월 1일
- [야후! 코리아 - 엔터테인먼트>배우, 탈런트>국내>한가인](#)  
[http://kr.movies.yahoo.com/Movie/MovieInfo/person\\_view.php?person\\_id=18965](http://kr.movies.yahoo.com/Movie/MovieInfo/person_view.php?person_id=18965) 한가인 - 야후! 이미지 [현재창] - 사진 제공.  
<http://kr.image.search.yahoo.com/search/images?p=%C7%D1%B0%A1%CE&subtype=web> 한가인 스토리 [현재창] - 팬카페. ...  
[kr.dir.yahoo.com/Entertainment/Actors\\_and\\_Actresses/South\\_Korea/han\\_ga\\_in/](http://kr.dir.yahoo.com/Entertainment/Actors_and_Actresses/South_Korea/han_ga_in/) - 20k - [저장된 페이지](#) - [비슷한 페이지](#)
- [TV보다 재밌는 TV가이드 - EPG](#)  
**한가인**, 프로필 · 스케줄 (76), 인기순위 (118) 29, 포토갤러리 (33), 스타뉴스 (22), 설문조사 (50), 팬레터 (2), 팬클럽자랑 (6), 멀티자료실 (0), · 본명, 김현주, · 성별, 여자, · 생일, 1982년 2월 2일, · 국적, 한국, · 분야, 배우/탈런트 ...  
[epg.epg.co.kr/star/profile/index.asp?actor\\_id=7537](http://epg.epg.co.kr/star/profile/index.asp?actor_id=7537) - 45k - [저장된 페이지](#) - [비슷한 페이지](#)
- [한가인 : 팻찌 스타존](#)  
**한가인**의 스타존입니다. <http://star.patzzi.com/gain> ... 한가인 코로 성형해 주세요~ 너무 미쁜한가인씨...^^ · 핑크리본 행사장에서의 한가인 · 핑크리본 행사장에서의 한가인 · 배라왕 드레스를 입은 모습 · 너무 예쁜 한가인. 오늘 1개 전달 중 ...  
[star.patzzi.com/gain/main.asp](http://star.patzzi.com/gain/main.asp) - 40k - 2006년 5월 3일 - [저장된 페이지](#) - [비슷한 페이지](#)
- [영화카페](#)  
[www.asgain.wo.to/](http://www.asgain.wo.to/) - 1k - [저장된 페이지](#) - [비슷한 페이지](#)

그나마 처음 뜨는 검색 결과가 야후! 코리아가 제공하는 연예인 프로필 페이지이고, 다른 사이트들은 사용자가 전혀 관심이 없는 영화카페나 TV가이드 사이트 등이다.

따라서 구글이 한국 내 R&D 센터를 설립하고 포탈 서비스 면에서 그 입지를 다져나가려고 노력한다고 해도 이러한 기술적인 문제점 때문에 당분간은 한국 포탈 사이트들이 그 우세를 지켜나가리라 생각된다. 물론 장기적인 관점에서 바라볼 때 robots.txt의 사용이 제한되거나 구글이 이러한 robots.txt의 검색 로봇 규약을 깨는 사태가 벌어질 가능성은 있을 수 있다. (엠펙스의 ‘열린 검색’과 같이) 그러나 robots.txt. 검색 로봇 규약은 지금까지 세계적으로 잘 지켜져 온 규약이고 구글과 같이 철저하게 웹 윤리를 강조하는 기업이 깰 가능성은 상대적으로 작다고 생각된다. 또한 구글이 R&D 연구소를 설립, 국내 포탈 업체 중 한 곳과 제휴하는 방식으로 자체 내 우수한 서치 엔진과 국내 인력이 합쳐져서 한국 시장에 공격적으로 진출할 수 있는 가능성도 있으나, 현재까지 구체화된 내용은 없는 상태이다.

## 1.5 성장성

### 1.5.1 독자적인 키워드 광고 사업 진행 가능

네이버는 검색 광고 시장에 직접 문을 두드린다는 전략을 세우고 있다. 현재 독자적으로 개발 중인 키워드 검색광고는 올 상반기 중에 선보일 것으로 예상되며, 테스트 후 안정화시켜 나간다는 계획이다. 기존의 오버추어와의 광고수익을 배분하던 방식에서 벗어나 더 큰 수익을 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

### 1.5.2 CPC 방식의 채택

또한 자체적으로 운영하고 있는 ‘파워링크’나 ‘플러스프로’ 등 기존 CPM 방식의 광고 방식 중 한 가지를 조만간 CPC 방식으로 전환할 것을 검토 중이다. 이는 키워드 광고 부분에서 소규모 광고주들이 효율적인 CPC 방식에 대한 니즈가 늘어난 것에 기인한다.

### 1.5.3 배너광고부문의 성장

배너 광고 부문에 있어서는 인터넷 배너광고에 대한 퍼포먼스가 높고 광고주의 부킹도 늘어나고 있어 배너광고 단가인상 효과를 기대하고 있다. 올해는 전통적인 오프라인 방식 광고주들의 인터넷 유입이 보다 가시화 되고 있으며, 네이버 브랜드 또한 상승 중이므로 배너광고 분야에 대한 성과를 기대하고 있다.

### 1.5.4 웹 2.0 트렌드에 맞춘 새로운 모델 개발

키워드 광고 비즈니스의 경우 비록 시장규모는 급성장 하였지만 여전히 단순한 비즈니스 구조를 가지고 있기 때문에 새로운 비즈니스를 창출할 수 있는 기회가 상대적으로 많을 것이라 기대된다.

## 네이버의 블링크 서비스

- 네이버 블로그 콘텐츠를 외부와 연결
- 사용자에게 새로운 콘텐츠 배포 채널 제공
- 블로그 콘텐츠를 사용자 집단지성에 의존하여 재분류

누가 보냈는지 정확하지 않은 트랙백을 네이버안에 실는 것을 허용시켜 실명인증과 상관없이 임의로 생성하여 보낸다. 네이버 뉴스에도 외부 트랙백을 허용하여 기존의 네이버 블로그 콘텐츠를 재생산, 외부에 제공하는 채널을 늘린다.

블링크는 기본적으로 사용자가 새로운 콘텐츠를 재생산하지 않아도 기존의 블로그 글을 옮겨 올 수 있게 한다. 이로써 수만명의 자발적인 서퍼가 탄생하고, 집단적 지성을 작용하게 되는 것이다. 싸이월드는 최근 페이퍼 서비스를 통해, 미니홈피의 사용자들을 외부로 끌어 내려 했으나, 어려움을 겪었다. 네이버의 개발자들은 이러한 점을 주지하여 새로운 도메인을 쓰게 하는 페이퍼서비스와 달리, 블로그의 글을 편집하는 것으로 대체한다.

## 문맥광고

네이버는 문맥 광고인 `스마트링크`의 베타테스트를 끝내고, 4월초 전격 상용화하였다. 문맥 광고란 사이트의 내용과 관련성이 높은 광고를 실는 인터넷 광고기법인데, 문맥광고는 세계 최대 검색엔진 구글(애드센스), 오버추어(콘텐츠 매치) 다음(클릭스)가 실시하고 있어, 문맥 광고 시장을 둘러싼 경쟁이 본격화될 것으로 보인다.

NHN은 문맥광고를 지식iN에 노출되도록 했다. 문맥 광고의 과금방식은 클릭당 비용(CPC) 방식으로 롤링방식으로 노출되며, 텍스트 기반의 사용자 환경(UI)을 통해 사이트 검색 결과와 유사하게 제공된다. 네이버가 CTR(CTR:Click Through Rate, 온라인 광고가 노출된 횟수와 클릭수의 비율을 뜻함)을 자체 조사한 결과 해외업체보다 앞서는 것으로 나타났는데, 앞으로 네이버는 지식검색 부분에 문맥광고를 도입한 이후 차차 다른 영역으로 적용범위를 확대할 방침이다.

문맥광고는 부정 클릭 등 광고주와의 신뢰성 문제와, 양질의 콘텐츠 및 인벤토리(목록)확보가 중요한 만큼 계속적으로 이를 모니터링하고 보완해나갈 방침이다. 이것은 네이버의 핵심

인 키워드 검색광고를 보완하여, 문맥 광고는 다양한 인벤토리에서 제공될 수 있다는 점과 수익원 다변화라는 차원에서 기대를 모으고 있다.

## 1.6. 산업의 동향

### 1.6.1 싸이월드(+Nate.com) + 야후! 코리아?

4월 초 SK 텔레콤이 91%를 소유하고 있는 SK 커뮤니케이션이 야후! 코리아를 인수한다는 언론보도가 있었다. 기사에서 인수 가격은 무려 천억원에 이를 것이라고 예상했는데, 물론 야후! 측은 이 기사를 일축한 바 있다. SK 커뮤니케이션이 야후! 코리아를 인수함으로써 얻게 되는 이득은 분명하다. 즉, 1,200만의 가입자수를 가지고 있는 야후! 코리아와 1,800만의 가입자수를 가지고 있는 싸이월드의 시너지 효과와 시장 점유율 1위를 노리는 것이다. SK 커뮤니케이션은 자사가 보유한 한국 내 1위의 블로그 서비스 (싸이월드)와 야후! 의 우선순위 검색엔진인 YST(Yahoo! Search Technology), VOD 검색 엔진 Yami, 또한 메이저 리그 베이스볼에 대한 독점 중개권등을 접목시켜 SK 텔레콤의 mobile 환경과 연계, 독창적인 포털사이트를 창조해낼 지 모른다.

그러나 미국 야후! 측은 즉각 이러한 보도에 대해 부인하는 태도를 보였다. 설사 이러한 합병이 이루어진다고 하더라도 양측의 가입자수에는 중복가입자수도 상당할 것이며 중복 가입자수가 많은 만큼 시너지 효과는 크지 않을 것이다. Research 4팁은 야후! 코리아보다 1.5배의 유니크 이용자 (unique visitor), 4배의 페이지 뷰 (page view), 9배의 검색 페이지 뷰 (search page view)를 가진 네이버에 끼치는 영향은 미미할 것이라고 생각하는 바이다.

### 1.6.2 구글의 NHN지분 인수?

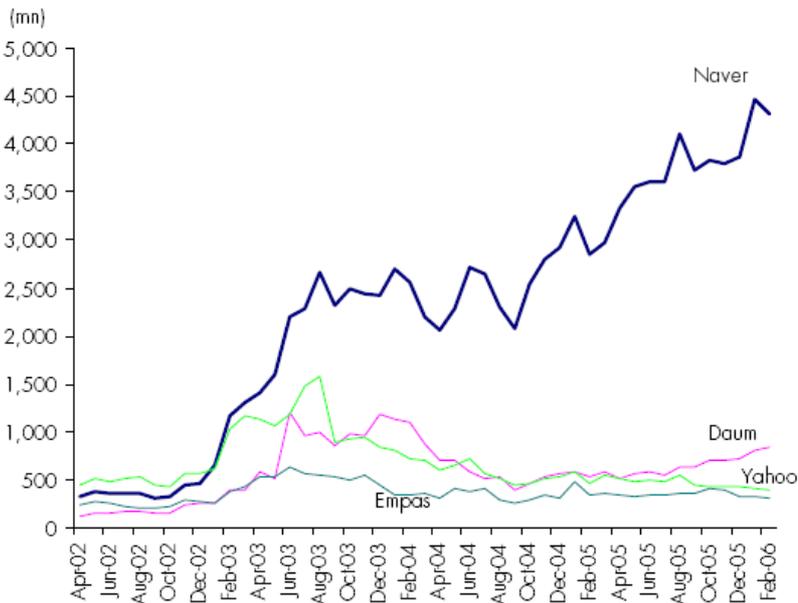
최근 언론에서는 구글이 NHN의 지분을 인수한다는 보고가 있었다. 지난 3월 30일 약 20.65달러 (2조원 수준)의 증자를 발표한 구글이 증자 자금으로 아시아 시장을 확대할 가능성이 있을 것이라는 분석이 제기되는 가운데, 일부 시장 분석가들이 그 대상을 SINA와 NHN으로 꼽은 적이 있는 것은 사실이다. 그러나 NHN인수를 위해서는 대주주들의 동의가 필요하며, 5조원에 달하는 시가총액을 형성하고 있어서 인수가 쉽지 않을 것이라 예상할 수 있다.

## 1.7 결론 - 네이버의 포털사업부

결과적으로, Research 4팀은 현재 폭발적인 성장세를 보이고 있는 인터넷 광고 시장에서 네이버가 어느 정도 독점적인 위치를 차지하고 있다고 보는데 이는 구글이나 엠파스 등 우수한 경쟁자의 존재에도 불구하고 네이버가 가지고 있는 독자적인 DB와 우수한 콘텐츠, 그리고 한국화된 사이트 구성으로 인해서 사용자를 유인할 수 있는 능력이 아주 우수하기 때문이다. 그렇다면 본격적으로 향후 매출을 예측하기 전에 마지막으로 이러한 우수함을 다시 한번 증명해보려 한다.

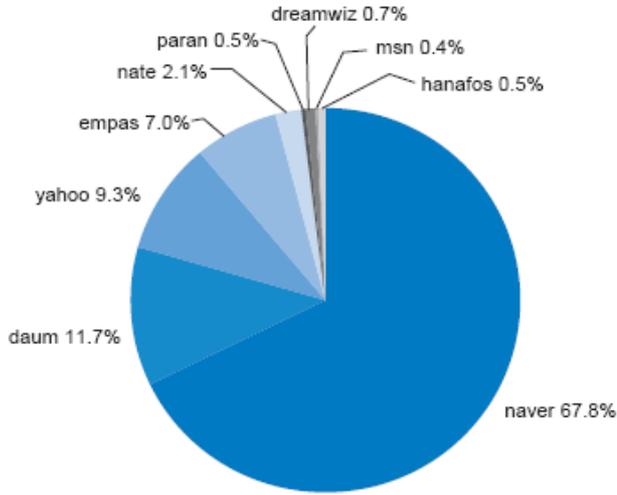
모든 인터넷 광고가 그렇듯 광고주가 포털 사이트에게 내는 수수료는 앞서 설명한 방식에 의해서 그 광고가 얼마나 많은 사람에게 전달되었는지, 즉 **검색 페이지 뷰 (Search Page View)에 의해서 결정되게 된다.** 즉, 어떤 포털 사이트가 장사를 잘 하고 있는지 아닌지는 단순히 그 포털 사이트의 회원수나 방문수가 아니라, 얼마나 많은 방문자가 의미 있는 키워드로 검색을 했는지, 또 실제 배너를 클릭해서 들어가 보았는지가 중요한 것이다. 그렇다면 국내 포털 사이트들의 페이지 뷰는 얼마나 되는지 살펴보자.

그래프. 4대 포털 사이트의 Search Page View 추이



자료: 코리아 클릭, Lehman Brothers Research

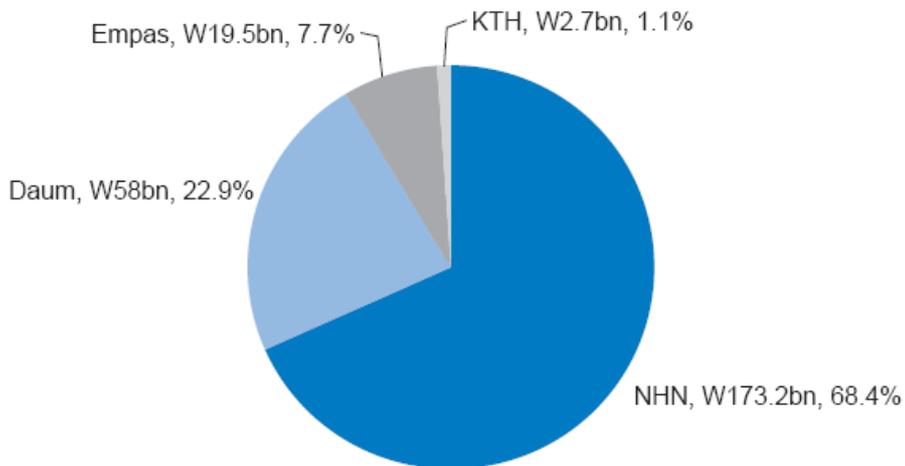
표. 국내 주요 포탈 사이트들의 Search Page View 비중 (2005)



자료: 코리안 클릭

2005년 기준으로 네이버의 페이지 뷰는 주요 포탈 사이트 중 67.8%를 기록하였으며 이는 다음 표에서 보이는 바와 같이 2005년 기준 네이버가 주요 포탈 사이트들 사이에서 올린 온라인 광고 매출액 점유율 68.4%와 들어맞게 된다. **페이지 뷰 수가 광고 수입으로 직결되는지를 증명해주는 증거라고 볼 수 있겠다.**

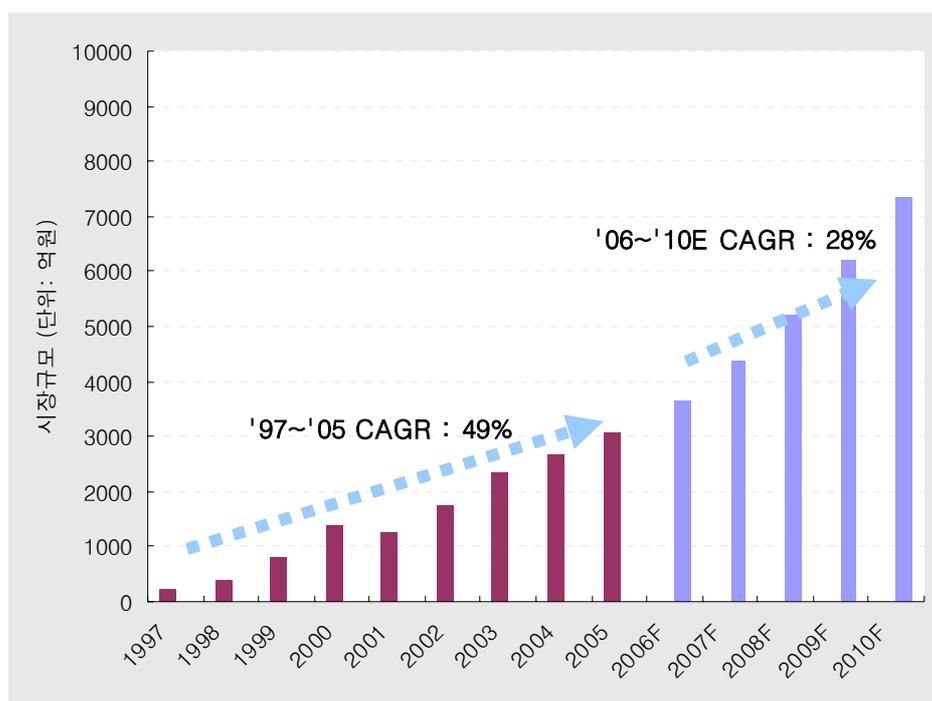
표. 국내 주요 포탈 사이트들의 매출액 기준 온라인 광고 시장 점유율



자료: 코리안 클릭

그러나 Research 4팀 내부적인 고찰 결과 앞서 언급된 검색 페이지 뷰 수를 가지고 향후 매출 예측을 하는 데는 한계가 있다는 결론을 내렸는데 이는 검색 페이지 뷰가 네이버의 경우 워낙 폭발적으로 증가하여 CAGR이 거의 80%에 다다르고 있기 때문이다. 이와 같은 성장세가 향후 계속된다면 1년 이내에 시장 점유율 100%라는 어이없는 결과에 이르게 된다. 따라서 Research 4팀은 **향후 5년간 현재의 시장 점유율 70% 정도를 유지할 것 (성장율이 70%가 아니다)** 이라고 가정하는 것이 실제로 의미 있는 예측이라고 생각한다. 이는 첫째 네이버가 현재의 추세대로 사용자들의 Search Page View수를 유지할 것이라 가정하고 이는 네이버의 자체 역량적으로 전체 시장에서 차지하는 상한선이라 보는 것이며 둘째, 시장 경쟁자들에 비해서 우수한 지식 DB를 보유하고 있어 사용자들의 유인 작용을 계속해줄 것이며 셋째, 시장 선점 효과에 따른 우수한 사용자층과 타 포털 사이트에 비해서 우수한 사용자 충성도를 가지고 있기 때문이다.

이러한 고찰을 바탕으로 Research 4팀은 향후 온라인 광고 시장의 성장 추이를 분석해 보았으며, 그 결과는 다음과 같다.



자료: 한국인터넷광고협회, 한국광고주협회, SMIC Research team 4

온라인 광고 시장은 1997년 이후 CAGR이 49%로 폭발적인 성장세였으나, 인터넷 인구수가 어느 정도 포화되었다는 가정 아래 향후 5년 동안의 평균 시장 성장세를 28%로 예측하기로 한다. **따라서 NHN의 향후 5년간 평균 인터넷 광고 매출 성장도 28%가 된다. 현재까지의 성장율이 50%에 가까운데 이렇게 보수적인 향후 성장율을 잡은 이유 중 하나는, 네이버의 향후 이익 창출 능력 감소에 대한 안전 마진 확보용이라고 할 수 있다.**

## 2. 게임사업

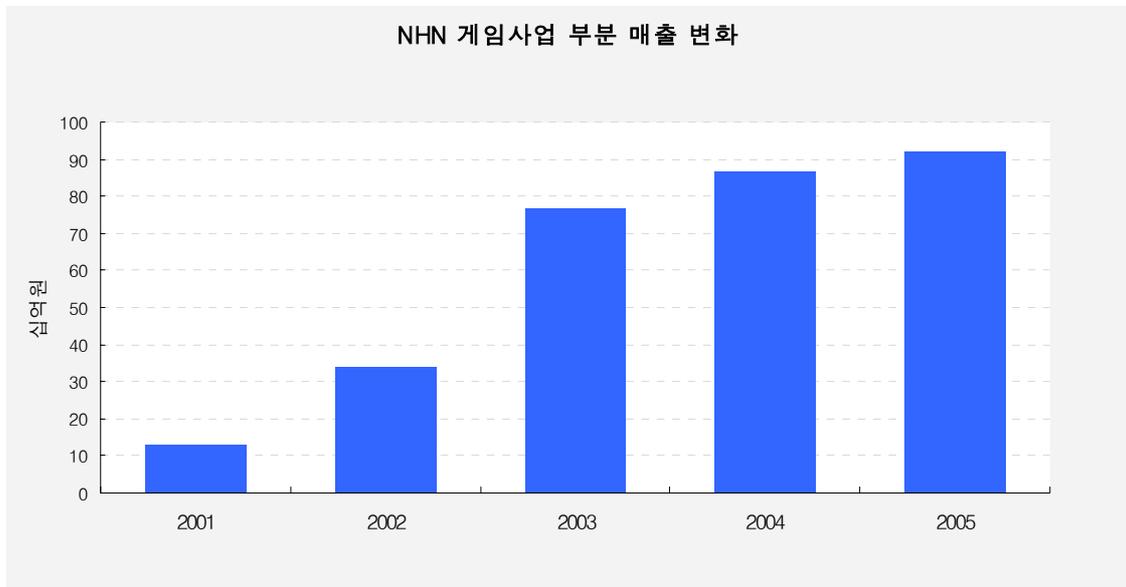
### 2.1 NHN의 게임 사업

NHN의 게임 사업은 한게임(www.hangame.com)에서 맡고 있다. 한게임은 현재 NHN대표이사로 재직중인 김범수 사장을 비롯한 웹글라이더 팀이 1999년 12월 삼성 SDS의 사내 벤처 프로그램으로 독립하여 (주)한게임커뮤니케이션스를 설립한 것으로부터 시작했다. 2000년 7월에 NHN에 합병되었으며, 2001년 9월에는 회사 이름도 NHN(주)로 바꾸었다.

한게임은 게임 포털 서비스를 제공하는 사이트이다. 게임 포털 안에는 보드게임, 카드게임, 스포츠, RPG, 액션 게임 및 플래시 게임을 포함해 약 130여 종의 인터넷 게임을 통합하여 서비스하고 있다. 주력 게임은 맞고와 7포커를 위시한 카드 게임이며, 대부분, 웹 보드 게임을 비롯한 캐주얼 게임을 제공하고 있다. 웹 사이트 게임의 선두주자로서, 2005년 4분기 기준 약 2400여만명의 가입자를 보유하고 있다.

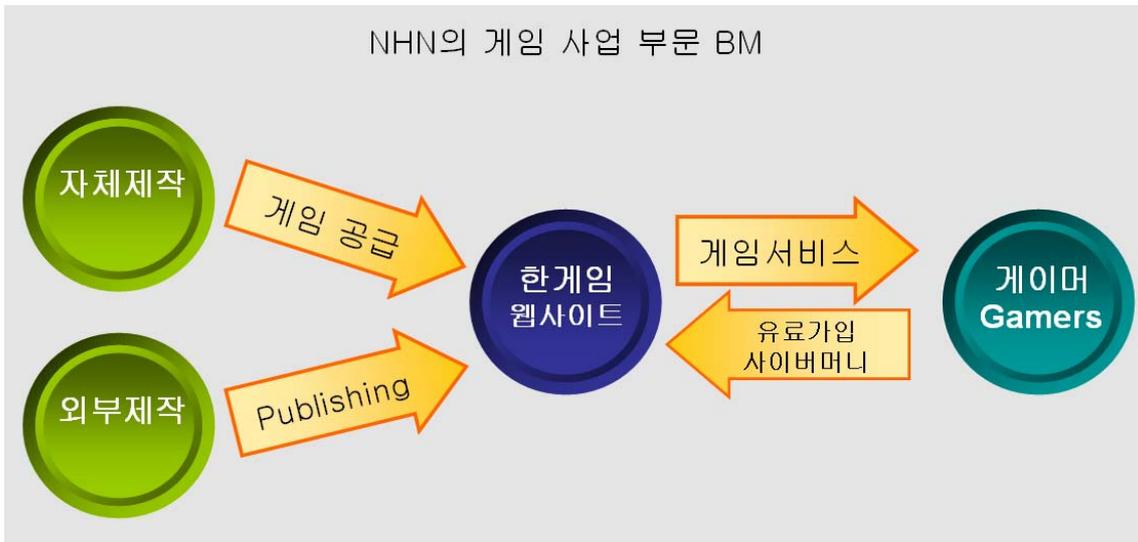
### 2.2 한게임의 수익 구조

앞서 한게임이 속한 산업 전반의 간단한 스냅샷에서 알 수 있듯이, 한게임이 속한 시장은 상당히 매력적으로 성장하고 있다. 한게임의 매출액도 매년 높은 성장율로 증가하고 있음을 알 수 있다.



그럼 과연 어떻게 돈을 벌고 있을까. 한게임의 주요 비즈니스 모델을 살펴봄으로써 한게임의 매출 구조에 대해 자세히 알아보도록 하자.

그림. 한게임의 비즈니스 모델



한게임은 고스톱 게임과 포커 게임의 양대 주력 게임을 비롯하여 여러 종류의 게임들을 모아 웹사이트를 통해 고객에게 제공함으로써 수익을 창출하게 된다. 게임의 공급 방법은 두 종류가 있다. 자체 개발진들에 의해서 제작되어 공급받는 경우와, 다른 업체가 제작한 게임을 퍼블리싱하는 방법이다. 최근 들어서 한게임이 카드 게임이나 보드 게임에서 벗어나 캐주얼 게임 시장으로 확장 진출하면서, 퍼블리싱하는 게임의 비율이 늘고 있는 추세이다.

한게임의 주요 게임들의 세부 목록은 별첨으로 첨부하였다.

[별첨: 한게임의 게임 분야]

한편, 한게임이 유저에게 얻는 수익원은 유료 가입을 통한 회원비와 한코인이라는 사이버머니의 충전으로 이루어진다. 먼저, 유료 회원의 경우로 살펴보기로 하자. 물론 무료 가입을 통해서도 모든 게임을 즐길 수 있다. 하지만 아래와 같이 다섯 종류의 유료 회원 가입을 통해 게임상에서 더 많은 혜택을 얻을 수 있다.

표. 유료 회원의 주요 특전

가격 종류	가격(원)	고스톱머니			포커머니				
		머니 충전/일	무료지급액/월	보유한도	머니 충전/일	무료지급액/월	보유한도		
일반	무료	10만원x3회		0	20억원	5000만원x10회		0	300조
스탠다드	4,000	50만원x10회	300만원	20억원		3억원x5회 or 5억원x3회	10억		300조
골드	9,000	100만원x10회	900만원	40억원		30억원x3회 or 90억원x1회	70억		600조
플래티늄	18,000	200만원x10회		40억원		300억원x3회 or 900억원x1회	140억		600조
포커 블루캔	27,000					600억원x5회 or 1500억원x2회	1000억		1000조
고스톱 레드캔	27,000	800만원x5회		100억원					

자료: 한게임(www.hangame.com)

이렇게 머니 혜택 말고도, 무료로 받을 수 있다든지(무료 가입자의 경우에는 아이템을 구매하여야 한다.) 하루에 할 수 있는 게임 수의 제한이 없고, 유료회원만이 들어갈 수 있는 스페셜 채널이 존재하는 등 게임 전반에 걸쳐 여러 가지 프리미엄 서비스를 제공하고 있다.

사이버머니의 경우 엔돌핀, 한코인, 게임머니 등 크게 세 종류로 나뉜다.

표. 사이버머니의 종류

	적립	쓰임새	비고
엔돌핀	아바타 구매 한게임 부가서비스 이용 이벤트 참여	다양한 게임 머니로 변환 가능	마일리지의 개념
한코인	현금과 1:1 비율로 충전	게임 아이템 구매 아바타, 홈피, 배경음 악 관련 아이템 구매	게임 머니와 호 환되지 않음
게임머니	게임에서 승리 엔돌핀 전환	게임에서의 판돈	게임 종류에 따 라 게임머니의 종류가 다름

자료: 한게임(www.hangame.com)

사용자들은 현금과 1:1의 비율로 한코인을 충전하게 된다. 한코인으로는 게임상에서 필요한 아이템이나 게임 외적으로 개인 홈피, 아바타, 배경 음악 등을 구입하는 데에 쓰이게 된다. 하지만 한코인으로 게임 머니를 직접 구입하지는 못한다.

이렇게 한코인으로 구매 활동을 하거나, 각종 이벤트에 참여하게 될 경우 엔돌핀이란 마일리지 개념의 화폐가 쌓이게 된다. 이 엔돌핀으로 다양한 게임머니를 충전할 수 있게 된다. 게임머니는 게임 카테고리에 따라 다른 종류의 게임머니를 사용하게 된다.

표. 게임머니의 종류

종류	적용되는 게임
한게임머니	당구/포켓류
포커머니	포커/섯다류
고스톱머니	고스톱/민화투/삼봉류
홀라머니	홀라
베타머니	각종 베타 게임
골드	골드윙
쿠아	한쿠아

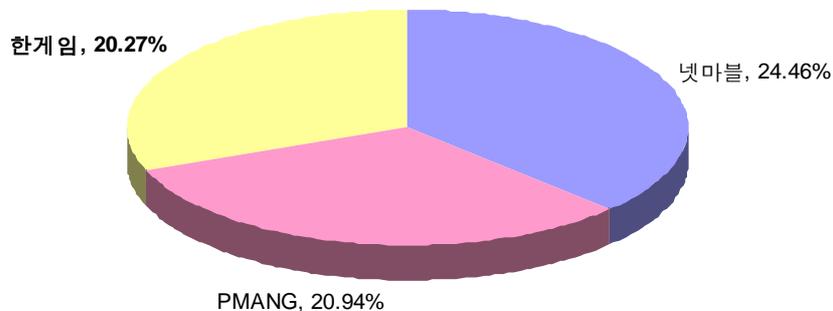
자료: 한게임(www.hangame.com)

### 2.3 한게임의 경쟁력

한게임이 제공하고 있는 게임은 크게 고스톱, 포커, 보드, 캐주얼, 액션/RPG, 스포츠, Flash 게임의 7가지 카테고리로 나뉘는데, 이중에 고스톱과 포커 게임이 주력 게임이다. 한게임의 초창기 많은 가입자를 끌어 모을 수 있는 원동력도 고스톱의 영향이었으며, 최근에도 신맛고를 개발하여 서비스를 실시하는 등 지속적인 개발로 경쟁력을 얻고 있다.

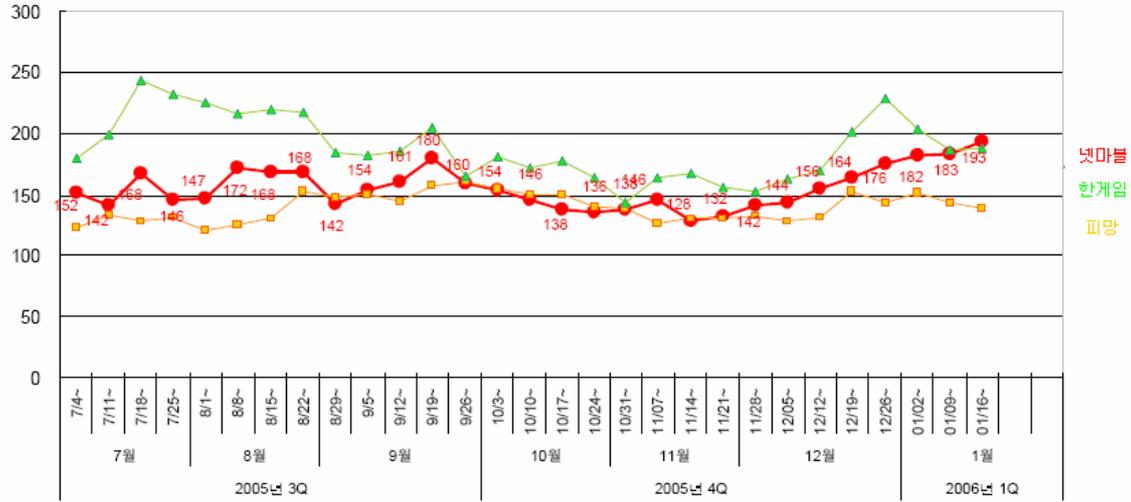
하지만 경쟁 세력들도 만만치 않다. 한게임이 성공을 한 이후 웹보드 게임 포털을 표방하면서 고스톱이나 포커, 보드게임류의 게임을 주력 사업으로 하는 기업들이 우후죽순으로 생겨났다. 이 가운데 CJ인터넷(주)이 운영하는 넷마블(www.netmarble.net)이나 (주)네오위즈가 운영하는 PMANG(www.pmang.com)은 한게임의 강력한 경쟁 상대가 되었다. 2005년의 시장 점유율을 보더라도, 넷마블과 피망이 한게임과 더불어 3강 체제를 구축하고 있음을 알 수 있다. 넥슨의 경우 웹포털을 표방하고 있지만 다른 세 개 업체와는 게임의 주력 타겟이 다르므로 비교 대상에서 제외하기로 한다. 넥슨을 포함할 경우 넥슨의 점유율은 20.5%로(5월 3일 기준) 웹게임 포털 시장은 4강 체제로 설명할 수 있다.

게임 포털 점유율(06년 5월 3일, 트래픽 기준)



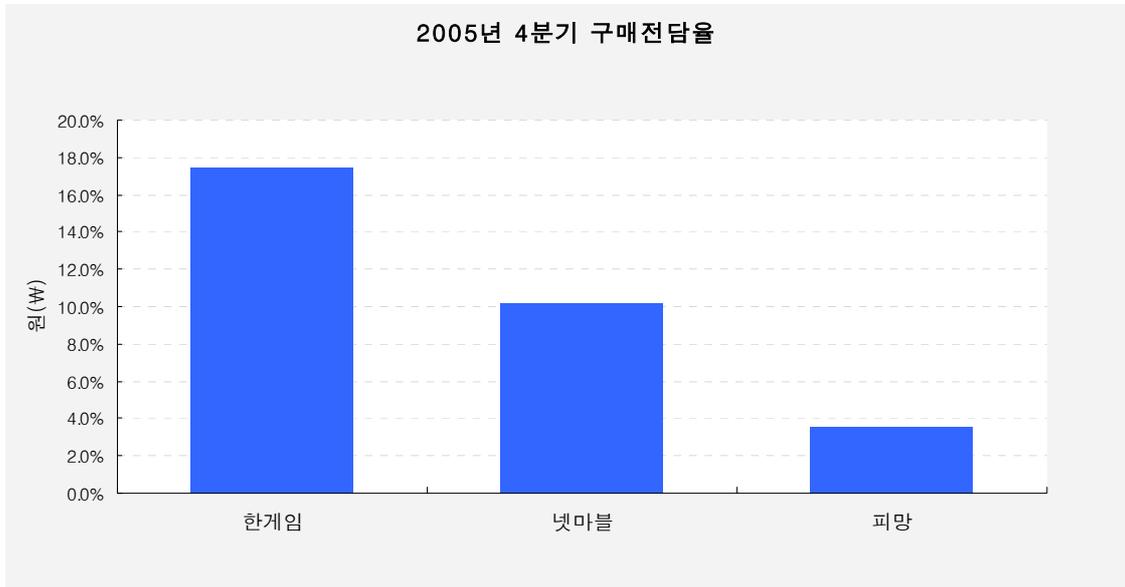
위 순위는 당일 기준이며, 그날의 특수한 상황에 따라 +/-5%씩의 오차를 보이고 있으므로, 현실적으로 세 업체의 점유율은 결국 같다고 볼 수 있다. 지난 1년간의 추이를 보더라도, 6개월 이상 3강체제로 가고 있으며, 사실 1년 넘게 3자 구도로 시장이 형성되어 있다. 결국 세 업체는 게임 포털 점유율의 20%~25% 정도를 유지하면서 계속 성장할 것으로 생각된다.

그래프. 일방문자 주간 평균 추이(단위:만)



자료: CJ인터넷(주) 홈페이지

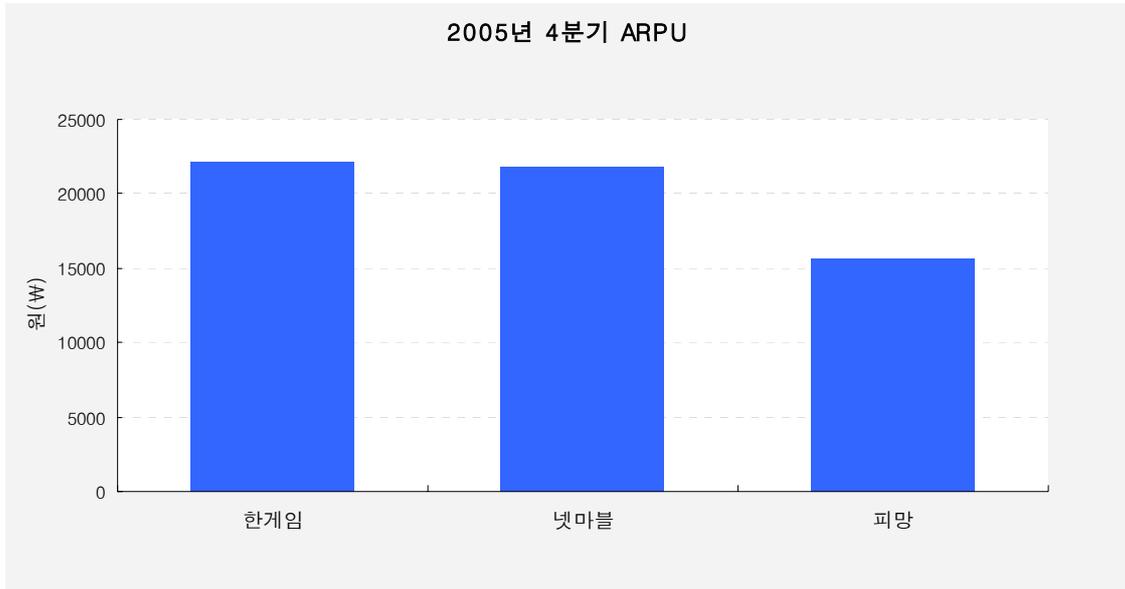
또한 한게임이 성공적으로 유료화에 성공한 것도 앞으로의 경쟁력으로 작용할 수 있다. 그래프. 3사의 2005년 4분기 구매전담율을 보면 한게임이 타 경쟁업체에 비해서 상당히 높은 비율을 유지하고 있다는 것을 알 수 있다. 구매전담율은 접속한 인원중에 실제 구입에 참여하는 사람들의 비율로서 100명중 약 17명 정도가 구매를 하였다는 것을 의미한다.



자료: 한국게임정보 리서치센터

이러게 성공적인 유료화는 ARPU의 증가로 이어진다. 한게임의 ARPU(Average Revenue Per User)를 보면, 한게임이 다른 기업에 비해 높게 나타남을 알 수 있다. 이는 트래픽 점유율이 향후 실질적인 기업 매출로 들어갈 수 있는 구조라는 것을 의미하므로, 상당히 긍정

적인 경쟁력을 갖춘 것이라고 볼 수 있다.



자료: 한국게임정보 리서치센터

하지만 구체적으로 자세한 게임 목록을 들여다 보면, 넷마블이나 피망은 뭔가 다른 카드가 있음을 알 수 있다.

표. 5월4일 기준 장르별 게임 순위(PC방 기준)

순위	고스트류	포커류	보드	스포츠	아케이드	FPS	레이싱	RTS
1	한게임 신맞고	한게임 세븐포커	엠게임바둑	프리스타일	오디션	스페셜포스	카트라이더	스타크래프트
2	넷마블 핑크맞고	넷마블 뉴포커	넷마블바둑	마구마구	알투비트	서든어택	컴온베이비	워크래프트3
3	피망 뉴맞고	한게임 하이로우	오로바둑	신야구	갯앰프드	워록	XL1	블리츠1941
4	한게임 맞고	한게임 로우바둑이	피망사천성	팡야	넷마블 테트리스 플러스	건즈온라인	시티레이서	넷마블 노바 1492
5	한게임 더블맞고	피망 뉴포커	체인지팡팡	샷온라인	크레이지 아케이드	스팀(카스)	짱구스프링스	CNC제너럴
6	넷마블 대박맞고	피망 홀라	한게임사천성	당신은골프왕	포트리스2	엑스틸	카툰레이서	
7	엠게임 뽕뽕맞고	한게임 라스베가스포커	엠게임장기	겜블던	젼파이터	히트프로젝트	니드포스피드	
8	피망 맞고	한게임 홀라	피망치코치코	러브포티	권호	카스	테일즈런너	
9	넷마블 대박맞고 플러스	넷마블 세븐포커2	한게임 퍼즐마작	피싱온	한게임 가로세로퍼즐	파병		
10	엠게임 맞고	한게임 맞포커	넷마블마작	스매쉬스타	엠게임오투겜	배틀필드		
1위 점유율	41.26%	18.03%	26.25%	64.53%	47.32%	60.83%	96.91%	66.12%

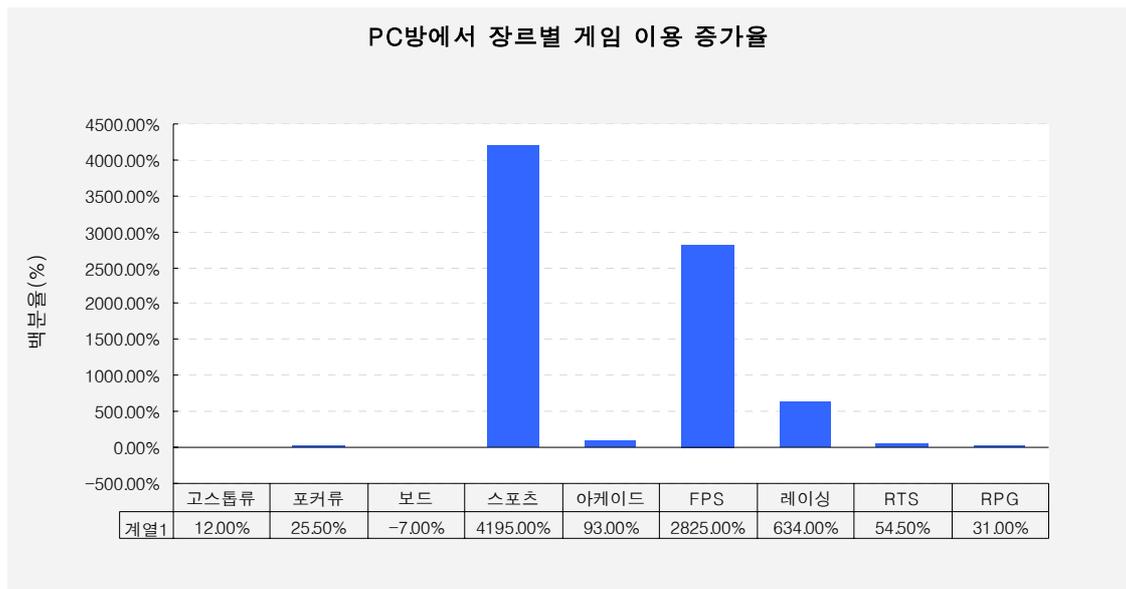
자료: Gametrics

위의 표는 5월 4일의 장르별 온라인 게임 순위를 나타내 주는 표이다. RPG게임 장르의 경우 3사가 모두 10위 안에 들지 못했고, 주력 게임 분야도 아니기 때문에 표에서는 생략하였다. (참고로 한게임의 경우 프리스톤테일이 17위, 아크로드가 31위를 하였으며, 넷마블

의 대항해시대가 31위를 기록하였다.) 전국 PC방의 이용 시간만을 기준으로 해서 진정한 게임 순위라고 말할 수는 없지만, PC방의 이용 시간이 게임의 인기도나 점유율을 잘 반영한다고 볼 수 있기 때문에 실제 점유율도 어느 정도 비슷한 형태라고 생각할 수는 있을 것이다. 표에서 주황색 부분이 한게임이 보유하고 있는 게임, 노란색 게임이 넷마블이 보유한 게임, 회색 게임이 피망이 보유하고 있는 게임이다.

보기에서와 같이 주력 사업으로 일컬어지는 고스톱과 포커 부문에서 한게임의 경쟁력은 가장 우수하다고 볼 수 있다. 지속적으로 신 게임을 업데이트하고 있으며 상위권에 대거 진출해 있는 것으로 보아 미래를 믿어도 될 수 있을 것이다. 하지만, 조금만 더 살펴보면 다른 기업들을 이미 스포츠나 FPS, 아케이드 등 다른 캐주얼 게임 분야로 사업을 확장한 반면 한게임은 고스톱과 포커류 게임을 제외한 다른 분야에서 순위가 밀리고 있음을 알 수 있다. 문제는 캐주얼 게임의 다른 분야의 성장률이 괄목할 만하다는 것이다.

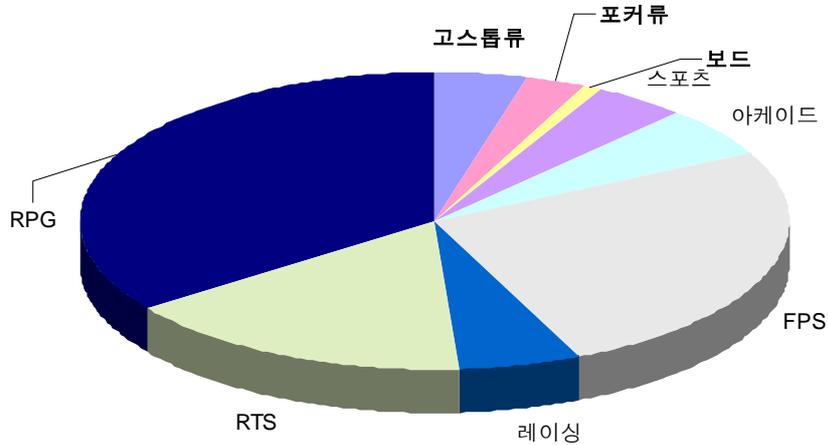
그래프. 장르별 온라인 게임 이용 증가율(최근 2년)



자료: Gametrics

그래프. 장르별 온라인 게임 이용량 점유율(06년 5월 4일 기준)

장르별 게임 이용량 점유율



자료: Gametrics

물론 이것이 매출액 점유율을 나타내는 것은 아니고, 게임 장르에 따라 사용량의 기준이 다를 수 있으며, 역시 게임 장르에 따라 사용량과 매출이 비례하는 장르나 아닌 장르가 있기 때문에 절대적으로 믿어서는 안될 것이다. 하지만 이용량의 증가율에서도 고스톱류나 포커류 게임들은 주목할 만한 성장률을 이끌어내지 못하고 있다. 또한 한 게이머가 총 게임 시간의 15%남짓밖에 보드 게임에 주목하지 않는다고 상상한다면, 이 장르의 게임이 앞으로의 미래가 밝다고 예상하기는 힘들다.

위의 두 표를 보면, 두 가지 정도의 결론을 내릴 수 있다. 먼저, **캐주얼 게임에서는 언제든지 대박 게임이 나타날 여지가 있다**는 것이다. 실제로 스포츠 장르의 경우 프리스타일, FPS의 경우 스페셜 포스, 레이싱의 경우 카트라이더 등 소위 대박 게임들의 영향으로 단숨에 몇 십배의 이용량 증가를 끌어낼 수 있었다. 하지만 고스톱/포커류 게임에서는 많은 신작이 나왔지만 최근 2년간 대박을 이끌어낸 게임이 없었다. 둘째로, 다른 게임장르들은 최근 급속한 성장을 나타내고 있지만 그에 비해 **고스톱/포커류 게임은 증가율이 둔화되고** 있었다.

따라서 한게임은 현재로서는 경쟁이 아주 치열한 온라인 게임 시장에서 충분히 경쟁력이 있지만, 앞으로도 경쟁력이 있을 것이라고 예상할 수는 없다.

## 2.4. 새로운 기회 - 캐주얼 사업으로의 진출

한게임도 이러한 게임 산업의 변화를 감지하고, 최근 들어 캐주얼 게임으로의 확장에 많은 노력을 기울이고 있다. 2003년 낚시 게임인 한쿠아와 농구 게임인 열혈농구를 출시한 데 이어서 2004년 당신은 골프왕과 블리츠1941, 2005년 바우트, 건스터와 권호에 이르기까지 다양한 종류의 캐주얼 게임들을 런칭하였다.

또한 그동안 논의의 대상이었던 RPG사업에도 진출하여, 2004년에 프리스톤 테일을 안정적으로 런칭하였다. 이것은 MMORPG이긴 했지만, 귀여운 스타일의 10대 타겟 게임으로서 정통 RPG가 아니었으며, 2005년에 정통 MMORPG인 아크로드를 런칭하기에 이르렀다. 아크로드는 NHN이 자체적으로 3년에 걸쳐 70여명의 개발진들이 100억원의 개발 자금을 들여 개발한 야심작이었다. 하지만, 기대에 훨씬 못 미치는 성적을 거두어 적자인 상태로 표류하고 있으며, 한게임은 최근에 NHN Games에 판권을 넘긴 상태이다. 이에 굴하지 않고, 성공적으로 진입하지 못한 MMORPG 시장을 겨냥하여 리니지를 3D화한 것 같다는 평가를 받는 R2의 출시에도 박차를 가하고 있다.

아크로드의 개발에서도 느꼈듯이 새로운 장르에 들어가는 데에는 개발진들의 노하우가 필요했다. 따라서, 캐주얼 게임에 성공적으로 진입하기 위해서 주로 보드 게임을 만들던 한게임은 퍼블리싱을 이용하였다.

퍼블리싱은 간단히 이야기해서 다른 업체가 제작한 게임을 대신 런칭하여 주는 것을 말한다. 다른 업체가 주문 제작을 할 수도 있고, 한게임측에 요청을 할 수도 있다. 게임 제작 업체 입장에서는 출시할 수 있는 길을 튼다는 의미에서 좋고, 한게임 입장에서는 새로운 시장을 개척할 수 있는 게임을 제공받기 때문에 윈윈 전략이다. 따라서 최근의 게임들의 출시는 대부분 퍼블리싱을 이용하였다.

표. 최근 2년간 퍼블리싱 목록

제목	구분	제작	출시일
블리츠 1941	캐주얼	모웰소프트	04년 7월
바우트	캐주얼	엔로그소프트	05년 4월
권호	캐주얼	라디오게임	05년 9월
프리스톤테일	MMORPG	프리스톤	04년 11월
대향해시대	MMORPG	KOEI/CJ 인터넷 퍼블리싱	05년 9월

자료: 한게임

또한 4월 27일에는 게임 개발사 네오플을 인수한다는 발표를 하였다. NHN이 네오플의 지분 60%를 NHN지분 8688주와 현금 210억 여원으로 인수한다는 내용이였다. 네오플은 캐주얼 RPG ‘던전앤파이터’, 온라인 야구게임 ‘신야구’ 등을 개발한 업체로서, 신야구가 온라인 게임중 스포츠 장르 순위 3위에 오르는 등, 탄탄한 실력을 갖춘 업체이다. 이는 앞으로 다가올 웹게임 포털 사업의 새로운 경쟁을 준비하기 위한 포석이라고 볼 수 있다. 이번 인수는 향후 개발력이 생명이 되는 게임 포털 사업에서 한게임에 긍정적인 영향을 끼칠 것이다.

## 2.5 미래의 한게임은 어떻게 성장할 것인가.

미래의 한게임은 세 가지 파트로 구분하여 그 성장을 예측해 볼 수 있다. 첫째로는 현재 경쟁력을 보유하고 있는 기존 보유 게임 시장, 둘째로는 한게임이 개발과 퍼블리싱에 박차를 가하고 있는 새로운 캐주얼 게임 시장, 세번째로는 한게임이 끊임없이 도전하고 있는 MMORPG시장이다.

먼저, 한게임의 경쟁력이 숨어 있는 기존 시장은 점유 상태를 안정적으로 유지할 것이라고 예측된다. 한게임이 많은 업그레이드를 하였지만, 온라인 고스톱 시장이 워낙 차별성이 부족하고, 경쟁이 치열한 시장이어서, 기존 점유율을 지키는 것만으로도 성공적인 경영이라고 생각한다. 고스톱 부문의 매출은 그 이용 시간에 상당부분 비례할 것으로 보고, 기존 고스톱 부문과 포커 부문의 이용 시간성장률 평균 17.3%에 ARPU의 성장률을 곱하여 계산하도록 한다. 물론 한게임에 다른 캐주얼 게임도 있지만, 주력 게임은 고스톱 부문과 포커 부문이며, 그 매출 구분을 직접적으로 나누어 생각할 수 없기 때문이다. ARPU성장률은 한게임이 지난 1년간 성공적인 유료화로 인하여, 당해년도 1분기 ARPU에 비해서 약 57%의 성장률을 기록하였지만, 가격 구조와 유료 회원 구조가 이제 거의 정착되었다고 보면, 이 성장률이 계속 이어지지는 않을 것이기 때문에 업계 평균인 4.5%의 성장을 가정하도록 한다.

표. 기존 게임 부분 매출액 성장률

	매출액(백만원)	게임성장률	ARPU 상승률
2005	92,065	17.3%	4.5%
2006E	112,852	17.3%	4.5%
2007E	138,332	17.3%	4.5%
2008E	169,565	17.3%	4.5%
2009E	207,851	17.3%	4.5%
2010E	254,780		

다음으로는 캐주얼 게임의 성장률을 예측해 보기로 한다. 한게임이 새롭게 역량을 강화하고 있는 캐주얼 게임의 미래를 예측한다는 것은 불가능하다. 왜냐하면, 캐주얼 게임에는 스페셜 포스나 카트라이더, 프리스타일처럼 소위 대박 게임들을 한게임이 보유할 수 있느냐 없느냐의 향방을 예측해야 하기 때문이다. 만약 보유하지 않을 것이라고 한다면, 이 성장률 가정은 의미가 없다. 위의 첫번째 매출액에서 이미 기존 캐주얼 게임의 성장도 가정한 것이기 때문이다.

만약 장미빛 미래를 가정하고, 한게임의 캐주얼 게임 성장을 예측한다면, 이는 스페셜포스를 보유하고 있는 (주)네오위즈의 스페셜포스 부분 성장 추이를 봄으로써 짐작할 수 있을 것이다.

표. 스페셜포스의 매출 성장

	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1
매출액(백만원)	0	2,000	6,521	13,316	14,958

자료: 네오위즈 홈페이지

분기마다 1/2씩 떨어지는 성장률을 가정하고, 현실성을 30%로 생각하면 대박 게임의 보유로서 생기는 추가적인 현금 흐름은 다음과 같다.

표. 대성공 게임의 보유시 추가되는 예상 현금흐름

연도	예상추가매출액	가중후 매출
2006E	21,837	6,551.10
2007E	67,988	20,396.53
2008E	75,302	22,590.62
2009E	75,812	22,743.57
2010E	75,844	22,753.20

마지막으로 R2를 통해 밀고 있는 한게임의 MMORPG부분을 예측해보고자 한다. MMORPG는 현재 리니지가 독보적인 위치를 차지고 있다. 게임의 특성상 이탈율이 굉장히 낮고, 상당한 개발력을 보유해야 한다. 새로운 회사가 쉽게 MMORPG에 뛰어들었다가 낭패를 보는 경우도 많다. 외국 게임인 WOW나 우리나라의 SUN이나 뮤와 같은 성공 케이스도 있지만, 최근에 출시된 제라나 그라나도에스파다, 로한 등은 실패의 조짐을 보이고 있다. 게다가 NHN의 경우에는 아크로드의 실패 경험이 있다. 아크로드는 게임 이용자 수가 너무 적어서 제대로 된 유료화조차 진행하지 못하였다. 따라서 앞으로 R2가 성공할 가능성은 매우 낮다고 볼 수 있다. 그나마 손해가 나지 않으면 다행인 수준이다. 벌써부터 리니지의 아류라는 평가를 듣고 있는 R2가 한게임의 현금 흐름 창출에 기여하는 바는 거의 없을 것이라고 생각된다.

### 3. E-Commerce

현재 NHN의 매출 구성에서 약 7%의 비중을 차지하고 있으며 강력한 검색 포탈의 우위를 이용하여 점차 점유율을 높여가고 있는 시점이다. 2003년 10월 쇼핑관련 정보를 제공하는 쇼핑 지식 검색부터, 가격 비교, 안전 구매까지 온라인 쇼핑에 필요한 모든 과정을 지원하는 ‘지식 쇼핑’을 선보였다. 현재 네이버에서 제공하고 있는 서비스는 다음과 같다.

그림. NAVER 지식쇼핑



자료: NHN Homepage

- 1) **종합쇼핑몰의 경우**는 인터넷 쇼핑몰에서 모든 카테고리 (가전, 컴퓨터, 패션, 잡화, 식품, 가구 등)을 취급하는 쇼핑몰을 의미한다.
- 2) **전문 쇼핑몰의 경우**는 인터넷 쇼핑몰에서 특정 카테고리 (가전, 컴퓨터, 패션, 잡화, 식품, 가구 중 하나)를 취급하는 쇼핑몰을 의미한다.

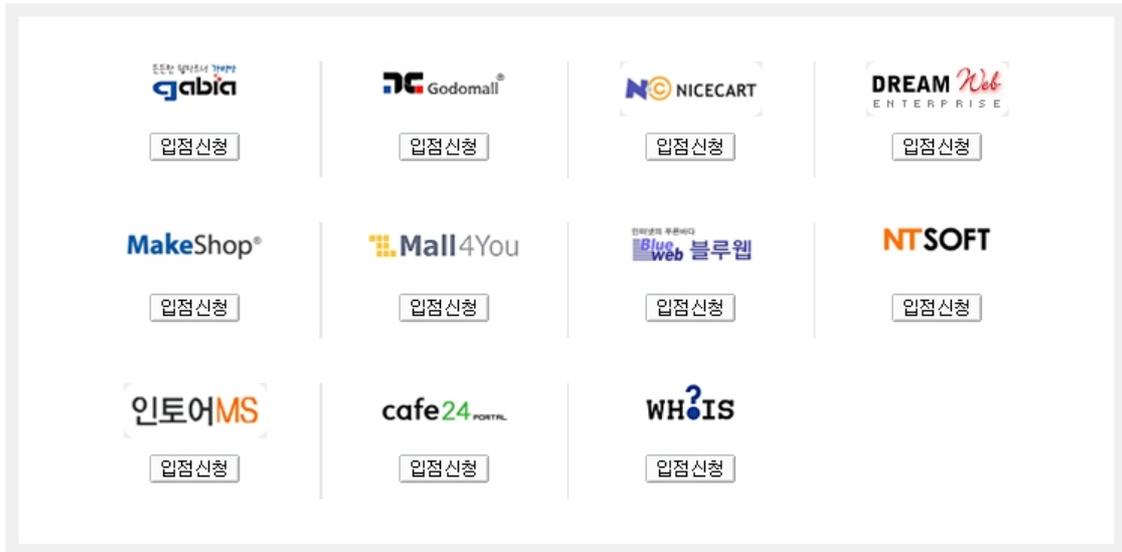
이 두 가지의 쇼핑몰의 경우에는 지식 쇼핑 메인과 네이버 쇼핑의 모든, 또는 해당 카테고리 메인 영역에 기획전 배너를 노출할 수 있으며 네이버 통합검색을 통해 쇼핑몰명을 검색할 경우 쇼핑몰 바로가기와 컨텐츠 검색이 서비스된다. 기본적으로 종합쇼핑몰의 경우에는 800만원의 입점비를, 전문 쇼핑몰의 경우에는 500만원의 입점비가 부과되며 제품 매출에 대한 수수료는 2%이다.

- 3) **지식쇼핑 가격비교란** 가전, 컴퓨터, 화장품, 분유/기저귀 상품군을 판매하는 쇼핑몰을 위한 전문 가격 비교 서비스로 입점과 동시에 네이버 쇼핑 검색 엔진에 등록됨으로써 많은 고객에게 쇼핑몰 상품이 효과적으로 노출될 수 있는 장점이 있다.

- 4) **소형 전문몰 입점이란** 네이버 지식쇼핑과 제휴를 맺은 호스팅사를 사용하고 있는 온라인 쇼핑몰의 경우 상품을 네이버 지식쇼핑에도 간단한 절차를 통해 입점시킬 수 있는 방법을 말한다. 이 역시 네이버 검색 방문자를 기반으로 네이버 지식 쇼핑 검색 엔진등록을 통해

상품 노출의 기회를 얻을 수 있으며, 소비자가 상품을 클릭할 경우 상세 쇼핑몰로 이동, 이미 운영되고 있는 쇼핑몰에서 구매가 이루어지게 된다.

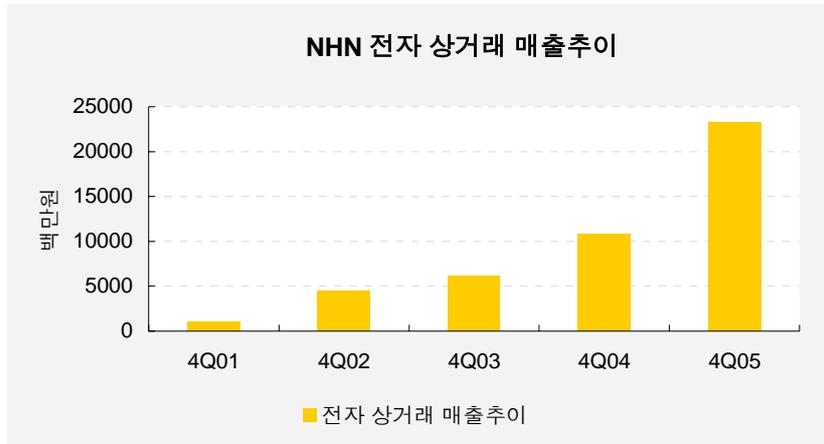
**네이버 지식쇼핑 제휴 호스팅사**



자료: NHN Homepage

종합쇼핑몰과 전문 쇼핑몰의 경우, 타 경쟁업체와의 차이점은 그리 크지 않다. 다만 NHN의 지식쇼핑에서 특이한 점은 쇼핑에 있어서도 ‘지식’의 개념을 도입하여, 단순히 가격을 비교해주는 정도가 아니라 전문가 리뷰, 다양한 방식으로 자신이 원하는 제품의 가격을 비교할 수 있도록 한 점이다. 또한 NHN 쇼핑의 가장 큰 강점으로는 역시 검색 포탈 1위라는 네이버의 독점적 지위를 통해 보다 많은 소비자들이 다른 어떤 사이트보다도 보다 쉽게 사고 싶은 물건을 검색해 볼 수 있다는 사이트 접근의 용이성이 있다. 즉, 1)사이트 접근의 용이성, 쇼핑에 있어서도 ‘지식’의 개념을 도입하여 보다 정확히, 보다 자세하게 상품의 특성을 알아내고 이를 다른 상품과 비교할 수 있다는 2) 지식쇼핑으로 정리할 수 있다.

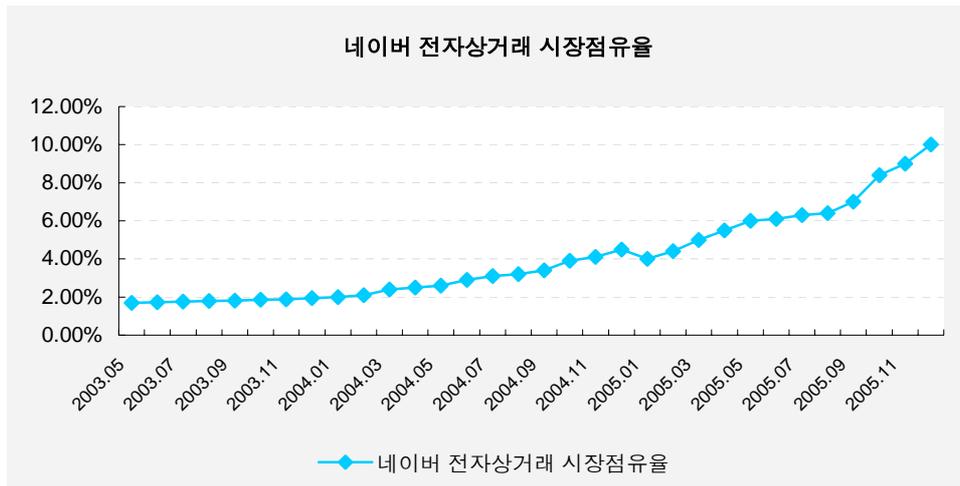
따라서 이러한 강점으로 NHN의 전자상거래 매출도 꾸준히 늘고 있는 추세이다.



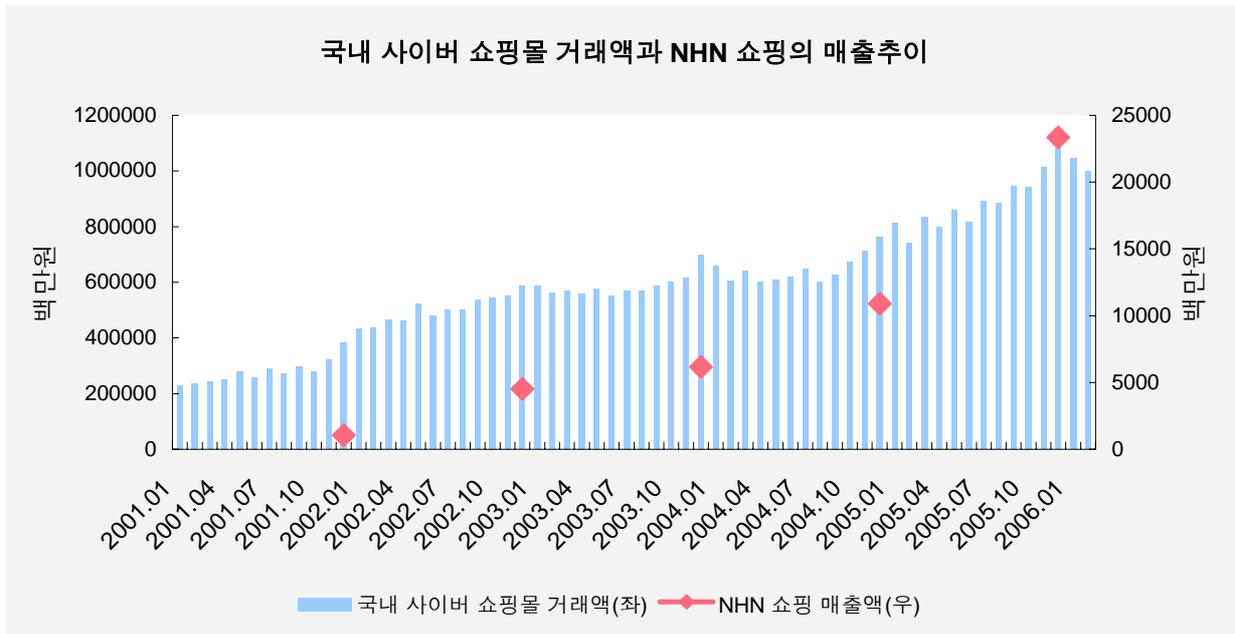
자료: SMIC Research Team 4, 사업보고서

그렇다면 이와 같은 NHN의 매출추이는 어떻게 예측할 수 있을까?

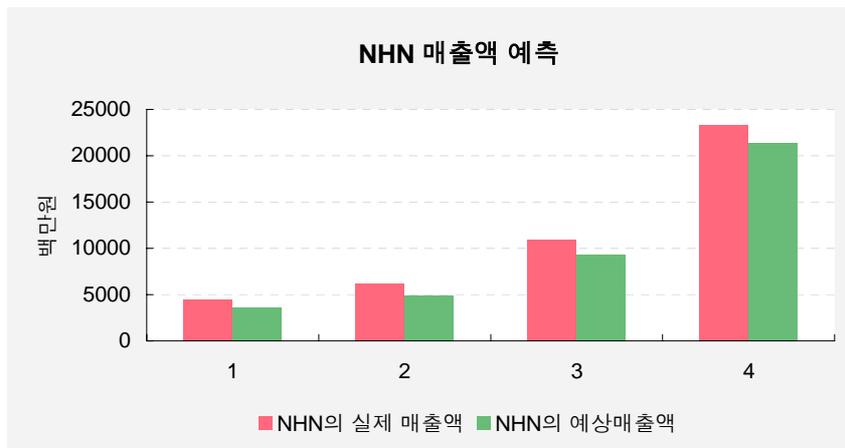
국내 전자상거래 시장의 매출액 추이와 네이버의 전자상거래 시장 점유율(매출액 기준)을 이용하면 어느 정도의 예측은 가능하다. 즉 **네이버의 전자상거래 점유율을 국내 전자상거래 시장의 매출액 추이에 곱하고 그 값에 네이버의 평균 수수료율인 2%를 다시 곱하면 네이버의 특정시기의 매출액을 예측할 수 있을 것이다.** 실제 특정 시기의 네이버의 전자상거래 시장점유율과 그 시기의 국내 전자상거래 시장의 매출액, 수수료율(2%)을 이용하여 과거의 매출액 추이와 비교해 보았다.



자료: SMIC Research Team 4, 사업보고서



자료: SMIC Research Team 4, 사업보고서



자료: SMIC Research Team 4

예상 매출액이 실제 매출액보다 약간 작은 것은 전자상거래에서 역시 수수료 이외의 추가적인 광고매출이 일어나기 때문이다.

그렇다면 앞으로의 매출 성장률은 얼마를 잡을 수 있을까? 이미 전자상거래 시장은 옥션이나, 인터파크 등의 선점 업체가 과점하고 있는 상황에서 네이버의 전자상거래 분야의 폭발적인 매출증가는 일어나기 어려울 것으로 보인다. 따라서 최대한 보수적으로 보다 많은 방문자 수와 네이버의 강점인 ‘지식 쇼핑’이라는 강점을 현재의 상황 그대로 유지한다는 가정하에 현재의 시장 점유율인 10%를 향후 매출에서도 이용하기로 한다. 또한 매출이 증가하

는 데 있어 시장의 성장성 역시 중요한데 국내 전자상거래 시장은 연 평균 38%의 성장률을 보이나 성장 추세는 현재 예년에 비해 조금 둔화된 상태이므로 30%의 성장률을 보인다고 가정한다.

시장점유율이 일정하다고 가정할 때, 네이버의 향후 매출 성장률은 시장 성장률과 같은 값을 가질 것이므로 Valuation에 이용할 성장률은 30%로 결정한다. 이는 기업의 자체적인 내년 성장률인 40%와도 비교해 보았을 때, 장기적인 성장률로 크게 무리가 없을 것으로 보인다.

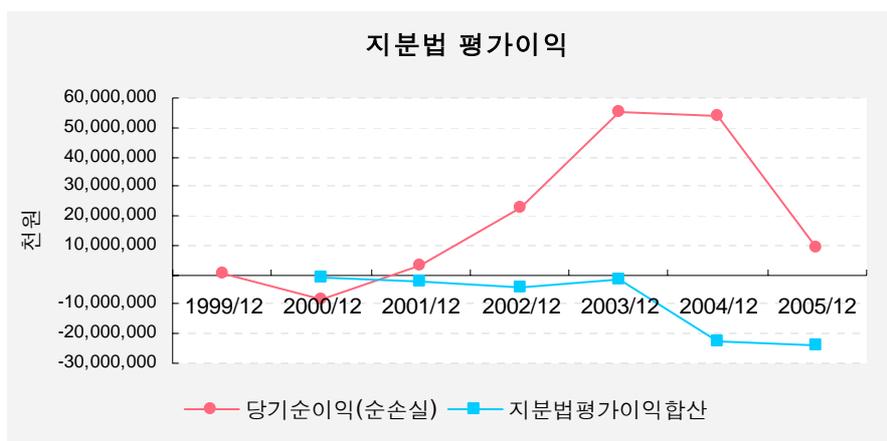
#### 4. 해외 자회사

해외 자회사가 종속회사에 재무적인 영향을 끼칠 수 있는 주된 부분은 지분법 평가이익이다. NHN의 지분법 평가이익은 2000년경부터 소폭의 손실을 기록했으나 2004년부터 그 폭이 커지고 있다. 과연 그 이유는 무엇일까?

표. NHN의 지분법 평가 이익표 (요약)

		1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
영업외수익(*)	천원	75,946	807,813	353,862	1,248,854	3,160,020	11,879,106	37,967,821
투자자산처분이익	천원				5,362		1,274,390	24,702,627
지분법평가이익	천원							8,441,671
영업외비용(*)	천원		1,148,405	3,128,161	5,245,068	2,257,181	23,713,729	117,723,742
지분법평가손실	천원		1,061,568	2,408,007	4,049,276	1,584,085	22,403,690	32,635,443
투자유가증권감액손실	천원		+	655,565	337,452			77,296,598
지분법평가이익합산	천원		-1,061,568	-2,408,007	-4,049,276	-1,584,085	-22,403,690	-24,193,772
당기순이익(순손실)	천원	150,584	-8,262,650	2,860,081	22,954,224	55,523,620	53,987,261	9,108,107

자료: Fnguide



자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

보다 자세한 내역을 알아보기 위하여 지분법 평가 자회사들을 정리해보았다.

표. NHN의 지분법 평가 이익표 (상세)

지분법평가회사	지분율	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
NHN Japan(구 Hangame)	100%	-737,067	-1,321,494	3,025,873	5,080,120
Naver Japan	100%	-554,722	-657,192		
NHN China Technologies Corporation	100%			-151,553	-46,718
NHN USA, Inc.(*1)	100%				-574,649
Hangame USA	100%	-39,153			
Naversoft(USA)	100%	-137,000			
NHN Global Limited(*2)	100%			-11,924,300	-19,647,934
NHN-PCCS HK Limited(*3)	100%			-1,401,500	
PT. Naver Indonesia Dot com	40%	-206,114	-284,291		

자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

- (\*1) 2005년 8월 2일 설립 자본금 20억
- (\*2) 자회사인 OAL의 영업 불확성으로인한 영업권 전액 감액
- (\*3) 100%모두를 NHN Global Limited에 매각

표. NHN의 지분법 평가 이익표 (상세)

지분법평가회사	지분율	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
미디어웍	46.43%	178,474	656,714	-308,996	-676,125
서치솔루션(주)	100%	-3,524,818	49,961	-1,273,283	-846,562
(주)올댓	20%	203,625	-35,311	-97,523	109,200
(주)넷매니아	27.175%	-108,285	15,812	22,920	11,551
네이버소프트(주)	100%	-64,101	87,705		
(주)엠플레이(*4)		937,984	399,997	876,796	2,215,209
(주)제로마켓	30%	1,900	4,327	9,809	33,301
디지털 YTN(주)	50%		589	67,034	80,416
(주)솔루션홀딩스(*5)	100%		-461,378	-493,459	
(주)주주 커뮤니케이션			7,455		
(주)플래버	16.67%		-46,979	-62,460	
(주)VN 테크놀로지(*6)	100%			-1,147,684	
퓨처밸리(주)	100%			-1,171,153	-1,776,332
(주)태극 I&E	70%			-451,938	-176,742
엔에이치엔게임스(주)(*7)	100%			-747,423	-4,073,965
(주)유시티컨텐츠컨소시엄	33%			-11,589	-121,405
한시간컴					
엔에이치엔 서비스(주)(*8)	100%				763,489
주식회사 엔쓰리씨	30%				
기타				-7,163,000	-4,547,000
지분법평가손실		-5,371,260	-2,806,645	-26,405,861	-32,487,432
지분법평가이익		1,321,983	1,222,560	4,002,432	8,293,286
지분법평가이익합계		-4,049,277	-1,584,085	-22,403,429	-24,194,146

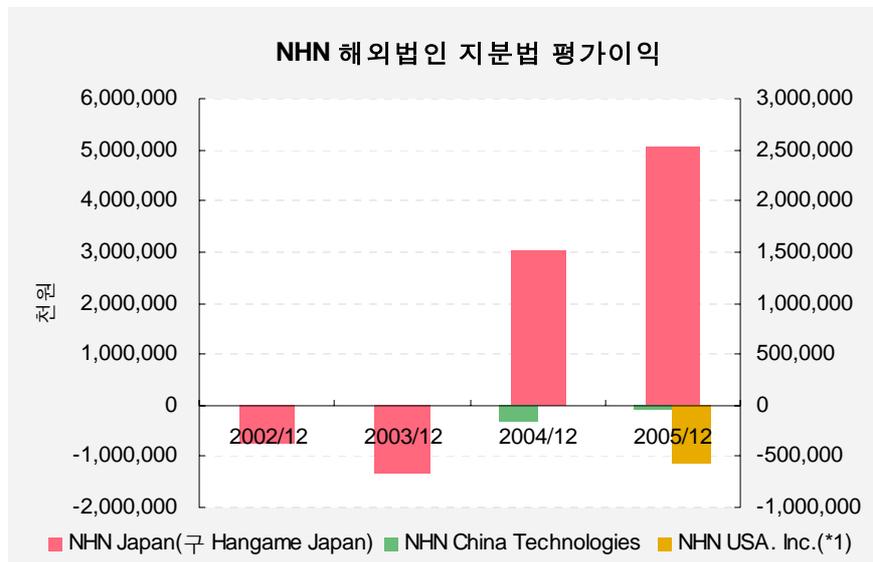
자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

- (\*4) 상호 주식 보유로 인한 의결권 제한해소를 위해 120000주를 30900백만 원에 처분
- (\*5) 서치솔루션(주)1:12의 합병 비율로 흡수 합병(2004.8.2)
- (\*6) 퓨터밸리(주)가 1:0.07910의 합병 비율로 흡수 합병(2004.12.7)
- (\*7) 2004년 10월 19일 이사회결의에 의한 설립
- (\*8) 2005년 8월 2일에 설립 자본금1억

의욕적으로 해외로의 진출을 꿈꾸고 있는 만큼 지분법평가이익에 대한 상세한 내력을 살펴본 결과 지분법 평가 이익에 있어서 국내 자회사보다 해외 자회사에 의한 영향이 더 크다는 사실을 발견했다. 따라서 NHN의 앞으로의 성장 동력이기도 한 해외 진출과 관련하여 해외 자회사들의 상황과 그들의 성장성에 대한 논의를 먼저 시작해보겠다.

다음은 개괄적인 NHN의 해외 자회사들의 상황요약이다.

NHN은 해외 자회사로 NHN Japan, NHN China technologies Corporation, NHN USA. Inc.을 가지고 있으며 2004년 중 해외 사업 강화를 위하여 NHN Global Limited를 설립하였다. 기업의 역사를 볼 때 NHN Japan은 서서히 일본 내에서 자리를 잡고 안정적인 수익을 창출하는 상황이며, NHN China technologies Corporation, NHN USA. Inc.은 신규 진출을 위한 투자가 진행되고 있는 상황이다.



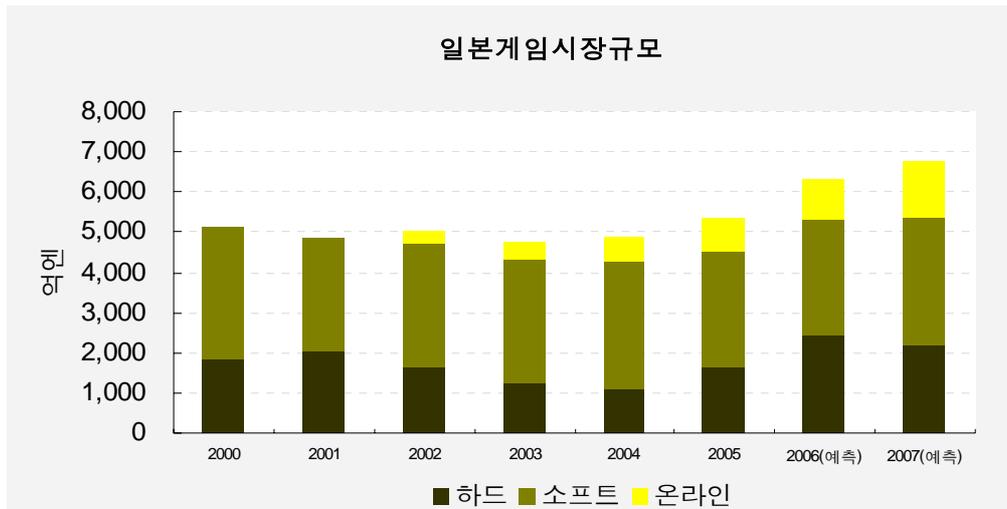
자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

### 해외사업-일본

한국에 비해 일본의 온라인 게임은 그 규모도 작고 제조사와 고객, 모두가 온라인 게임을 아직 일부의 동향으로 밖에 파악하지 않고 있다. (최근 Gung Ho 온라인 엔터테인먼트의 성

공 사례 덕분에 최근 들어 관심이 높아진 상태) 일본은 전통적으로 가정에서 개인적인 콘솔 게임을 즐겨왔으나, 이러한 콘솔 게임에 대한 높은 관심도 점차 예년의 명성을 이어가지는 못하는 추세이며 1)온라인을 이용한 대전, 협력, 커뮤니티를 공유하는 새로운 재미를 경험하고자 하는 고객들과 2)가정용 게임에 비해 수익성이 좋은 온라인 게임에 관심을 가지는 제조사들로 인해 이전보다 온라인 게임에 대한 동기가 높아져가고 있는 상황이다. (연평균 35%의 성장률)

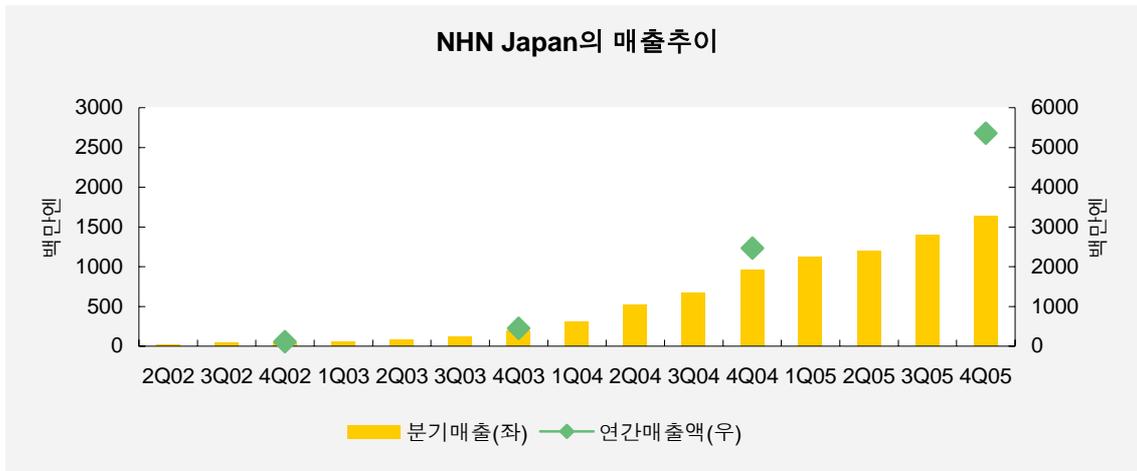
[별첨 가정용 게임에 비해 온라인 게임이 수익성이 좋은 이유]



자료: 2006 일본 게임시장 동향 - 세계 게임시장 전망 세미나 및 투자 컨퍼런스

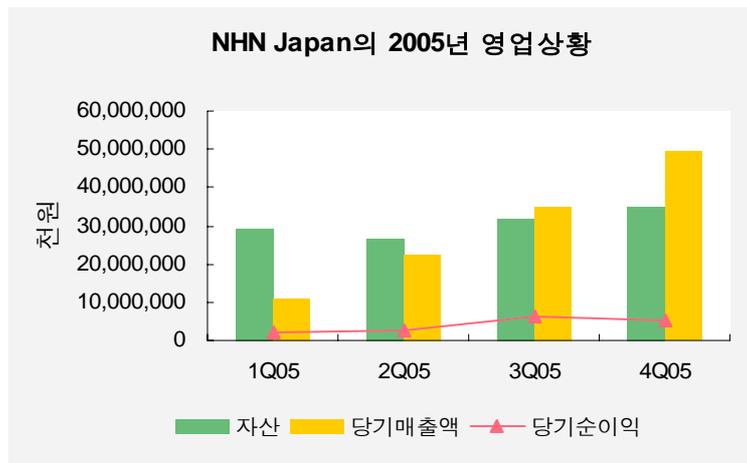
### NHN Japan (Game Portal in Japan)

2000년 9월에 설립되었으며 100% 지분을 소유한 NHN의 자회사이다. 2004년/2005년 연속 야후 재팬이 주관하는 “최고의 엔터테인먼트 사이트 상”을 수상하였다. 한게임 재팬 회원은 1,500만 명을 이미 돌파하였으며, 최대 동시 접속자 수는 13만 명에 이른다. 현재 120개 이상의 게임 서비스를 제공하고 있으며 최근 커뮤니티 서비스인 Curuhome.cururu.jp를 런칭하였다.



자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

설립 4년 후의 안정적인 매출 성장이 인상적이다. (연 평균 200%가 넘는 성장률을 보이고 있다.)



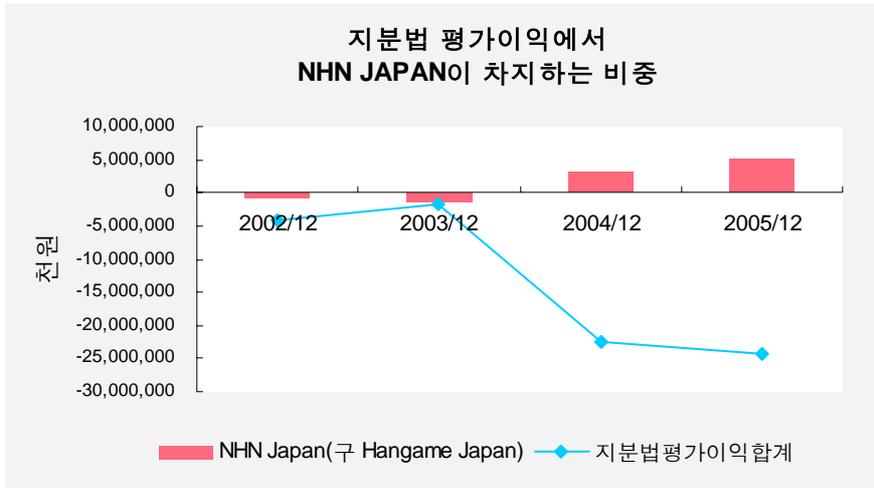
자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

NHN Japan의 1)현지화 전략 2)고객 서비스 극대화 전략에 힘입어 자산과 당기 매출액, 당기 순이익이 나란히 늘어나고 있음을 보여주고 있다.

#### [별첨 NHN Japan의 사업전략]

연평균 35%으로 성장하고 있는 일본의 온라인 게임시장 환경 속에서도 연 평균 200%의 매출 성장을 기록하고 있다. 기업 자체적인 IR자료에서 잡은 2006년의 60% 매출 성장률 역시 그렇게 무리한 수치로는 보이지 않는다. 그러나 다음에서 보는 것과 같이 NHN Japan

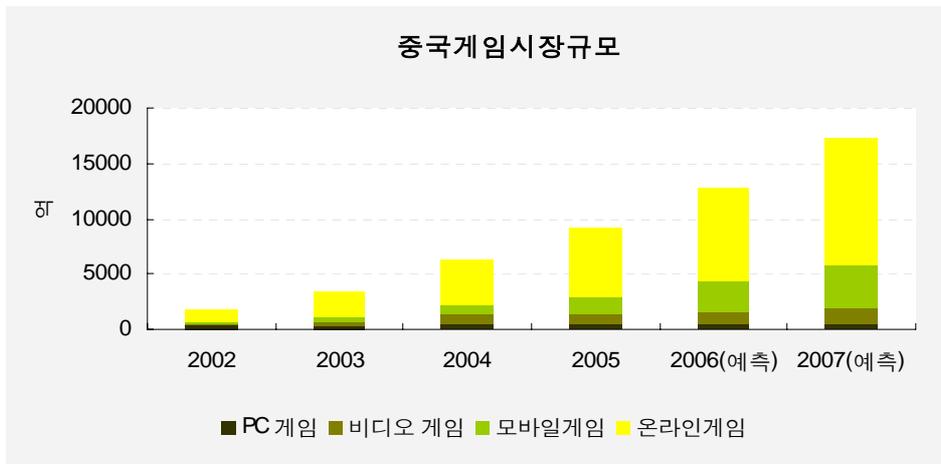
이 단독으로 지분법 평가 이익에 미치는 영향은 그리 크지 않다.



자료: SMIC Research Team 4

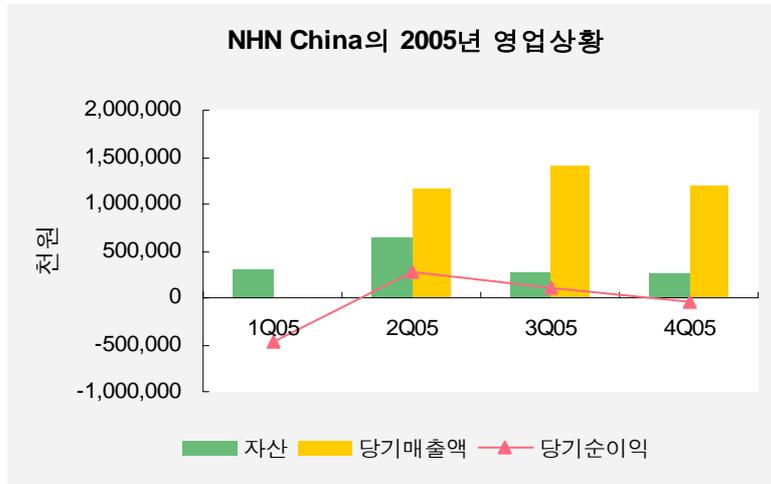
#### 해외사업-중국

일본시장과는 달리 PC게임, 비디오게임, 모바일 게임에 비하여 온라인 게임이 차지하는 비중이 현재 약 66%에 이르는 시장이다. 특히 온라인 게임(연평균40%)과 모바일 게임(연 평균 45%)이 높은 성장률을 보이고 있다. 그러나 중국시장의 트렌드는 1) 중국 업체의 자체 개발력이 증대되고 정부의 강력한 지원 정책이 뒷받침됨에 따른 중국산 게임증가 2) 무료게임증가 3)선두 업체 외 많은 후발업체 등장으로 인한 시장포화 및 공급과잉 현상이 두드러지고 있어 이미 중국시장은 게임시장에 있어서는 치열한 경쟁이 벌어지는 레드오션의 국면으로 접어들었다.



자료: 2006 중국 게임시장 동향 - 세계 게임시장 전망 세미나 및 투자 컨퍼런스

## NHN China Technologies corporation



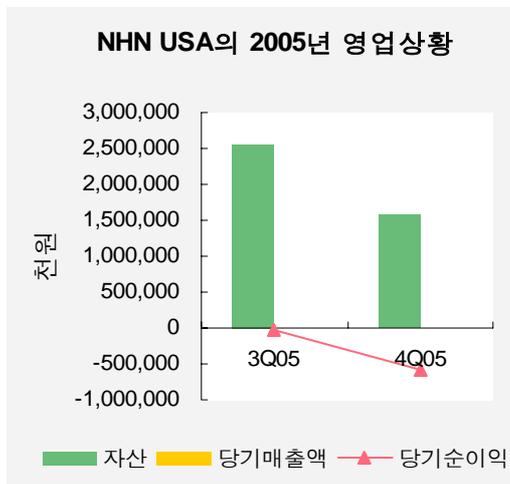
자료: SMIC Research Team 4, NHN 사업보고서

아직은 뚜렷한 영업성과를 보여주지 못하고 있으며, 지분법 평가이익에 미치는 영향도 미미하다.

### 해외사업-미국

미국은 가정 내 약 46%가 비디오게임 콘솔을 소유하고 있으며 미국 성인의 68%가 인터넷을 사용하고 그 중 64%가 가정에서 브로드 밴드에 접속하는 인터넷 환경을 가지고 있다. 오직 4천만이 고속 인터넷에 접속하며 이들 중 평균 게임플레이어는 30세로 게임을 하는 18세 이상의 여성인구가 (28%), 6세에서 17세까지 게임을 하는 소년 인구(21%)보다 더 많은 부분을 차지한다. 여성들은 캐주얼 게임을 즐기는 경향이 크며 게임 플레이어들의 53%가 현재보다 10년 후에 더 많이 게임을 하거나 혹은 현재수준만큼 게임을 할 것으로 기대된다.

## NHN USA



자료: SMIC Research Team 4,  
NHN 사업보고서

2006년 하반기에 게임포탈 사용서비스를 개시 준비 중이나, 이미 진출한 일본, 중국의 사례에서도 볼 수 있듯이 가시적인 성과가 나오기까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 보인다. 역시 지분법 평가이익에 미치는 영향도 미미하다.

#### 해외사업 강화를 위한 NHN Global Limited

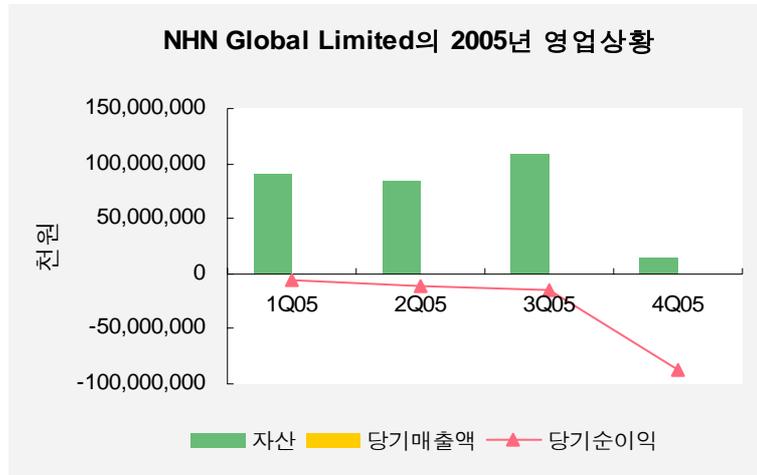
추가적으로 재무제표상의 수치와 관련하여 한 가지 의문 나는 점은 해외 사업 강화를 위해 설립한 NHN Global Limited에 의한 지분법 손실이 거의 전체 지분법 손실의 50% 이상을 차지하고 있다는 점이다. 즉 직접적인 해외 영업활동을 펼치는 NHN Japan이나 NHN China, NHN USA보다 국내 NHN에 주는 영향이 훨씬 크다.

아직 정확한 실체가 드러나지 않은 NHN Global Limited에 대한 공시자료의 정보는 다음과 같다.

- \* 회사는 2004년 중에 해외사업강화를 위하여 Cayman Island에 NHN global Limited를 설립하여 신주를 92,647백만 원에 취득하였으며, 회사는 2004년 7월 2일에 100% 해외 자회사인 NHN-PCCS HK Limited의 주식 전부를 100% 해외 자회사인 NHN Global Limited에게 US 3백만 달러에 매각하였습니다.
- \* 당기 중 해외중속회사인 NHN Global Limited가 Ourgame Assets Limiter의 유상증자에 참여하여 증자 후 NHN Global Limited 가 보유한 Ourgame assets limited의 지분율은 37.84%입니다.
- \* 당기 중 중속회사인 OAL (Ourgame assets limited)의 불확실성으로 인하여 OAL에 대한 영업권 해당액을 감액하였습니다.

기업 관계자에 따르면 NHN Global Limited의 역할은 향후 글로벌 NHN을 관리하는 지주 회사의 성격을 띠 것으로 보인다. 공시자료에서도 확인할 수 있듯이 NHN Global Limited의 목적은 직접적인 영업활동을 펼치기 위함이 아니라 한국, 일본, 중국, 미국에서의 독자적 기업들의 영업활동을 보장하고 이들의 글로벌 네트워크를 형성하여 기업 차원의 시너지 효과를 얻기 위한 목적을 가진 것으로 볼 수 있다. 현재에는 NHN Japan을 제외하고는 아직 해외 자회사들의 규모가 그리 크지 않으므로 일단은 국내 NHN의 자회사의 형태로 여러 지분 구조의 관련된 업무를 맡고 있으며 해외 자회사에 대한 추가적인 투자 업무를 맡고 있다.

따라서 아래의 그래프에서도 확인해 볼 수 있듯이 별다른 매출은 가지지 않으며 투자 비용으로 인해 지분법 평가이익에 있어서 가장 큰 손실 규모를 보이고 있다.



자료: SMIC Research Team 4, 사업보고서

NHN의 성장성과 관련하여 이제까지 NHN의 해외 자회사들의 영업현황과 지분법 평가이익에 대한 영향을 살펴보았다. 아직은 일본에서만 가시적인 성과를 내고 있을 뿐 미국과 중국으로의 진출에서 성과를 내기 위해서는 어느 정도의 시간이 필요하다는 결론을 얻었다.

또한 일본의 앞으로의 성장성은 기대되나 NHN Japan 단독으로 지분법 평가 이익에 끼치는 비중은 그리 크지 않고, 중국과 미국의 투자에 관여하는 것으로 보이는 NHN Global Limited의 투자활동에 의한 지분법 평가 손실이 너무 큰 나머지, 일본에서의 성과가 직접적인 이익으로 이어지는 것은 힘들 것으로 보인다.

따라서 아직은 성과를 내는 해외 자회사와 투자가 필요한 해외 자회사가 혼재되어 있는 시점이며, 이러한 상황이 개선되기를 예측하는 것은 현재로서는 무리가 있다고 판단하여 valuation에서는 특별히 고려하지 않도록 한다.

## IV.Valuation

### 1. Sum-of-parts Valuation Methodology 의 도입

NHN의 가치 평가 방법을 위하여 4조는 많은 고심을 하였다. 그 이유는 첫째, 미래 현금 흐름을 할인하는 방식인 DCF 방법의 경우 워낙 많은 가정이 필요하나 그와 같은 가정을 충족시키기 위해서 어느 정도 확실성이 보장되어야 한다. 그러나 인터넷 산업의 경우 산업 자체적인 특성 때문에 그러한 가정에 불확실성이 제거될 수 없다. 둘째, 인터넷 기업의 경우 제조업과는 이익 창출 구조가 다를 수밖에 없는데 이는 거의 대부분의 비용이 인건비나 마케팅 비용 등 매몰 비용(Sunk cost)의 특징을 가지며 이러한 매몰 비용은 한국 회계 준칙상 당기 비용 처리되어야 하기 때문에 자본화되어 비용처리를 ‘이연’ 시킬 수 있는 제조업체와 Time Factor가 달라질 수 밖에 없다. 그러나 DCF방법의 핵심은 회계처리 방식에 따른 이익이 차이가 나더라도 이에 관계 없이 현금 흐름에만 초점을 두기 때문에 불확실성을 배제하기만 한다면 인터넷 기업에 대해서도 좋은 가치 평가 방법이 될 수 있다. 셋째, NHN은 전혀 다른 3개의 사업부를 영위하고 있어 세 사업부에 대해 다른 시각이 필요하다.

이러한 상황에 직면하여 Research 4팀은 기존에 사용하였던 DCF방법이 NHN과 같은 인터넷 기업에 대해서도 유효하다는 판단을 내렸으며 또한 NHN의 전혀 다른 사업부들에 대해 평가하기 위해 Sum-of-Parts 가치평가방법을 이용하기로 결정하였다. Sum-of-parts 가치평가방법을 이용하기 위해서는 각각의 사업부에 대해 EBIT, Capex와 감가상각을 구하여 FCF를 구해줘야 하고 또한 각각의 사업부에 대한 자본비용을 추정해야 한다. 그러나 현실적인 면을 고려해볼 때 매출에 대해서는 사업보고서를 통해서 판단해볼 수 있고 자본비용에 대해서는 비교기업군을 설정하여 추정해 볼 수 있으나 기업 내부 자료가 없는 한 다른 자료에 대해서는 구하기 아주 어려울 것이라 예상해볼 수 있다. 따라서 앞서 언급한 각 사업부에 대한 매출 예상을 가지고 전체 미래 매출을 예측하는데 초점을 두고 기존의 DCF방법을 이용하기로 결론을 내렸다.

### 2. 각 사업부별 매출 예측

앞서 언급되었던 각 사업부별 향후 5년간 매출 성장률 (포탈 28%, E-Commerce 30%, 게임 17.3%와 캐주얼 게임 성공 가중치에 따른 매출 예상 합산)을 이용하였다. 2010년 이후에는 포탈사업의 경우 시장 자체의 높은 성장성과 네이버가 시장에서 차지하고 있는 주도적인 위치를 고려할 때 15%로 가정하였으며, 다른 사업부문에 대해서는 시장 자체적인 성장성은 높지만 NHN이 주도적인 위치를 가지고 있지 않기 때문에 10%의 성장을 가정하였다.

예상 매출액	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
포탈	231,830,000	296,742,400	379,830,272	486,182,748
매출액 증가율	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
기존게임	92,065,000	112,852,000	138,332,000	169,565,000
캐주얼게임	-	6,551,100	20,396,530	22,590,620
게임	92,065,000	119,403,100	158,728,530	192,155,620
매출액 증가율	-	-	-	-
E-Commerce	23,341,000	30,343,300	39,446,290	51,280,177
매출액 증가율	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
기타	10,258,000	12,309,600	14,771,520	17,725,824
매출액 증가율	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
전체매출액	357,494,000	458,798,400	592,776,612	747,344,369

2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12
622,313,918	796,561,815	916,046,087	1,053,453,000	1,211,470,950	1,393,191,592
28.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
207,851,000	254,780,000				
22,743,570	22,753,200				
230,594,570	277,533,200	305,286,520	335,815,172	369,396,689	406,336,358
-	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
66,664,230	86,663,499	95,329,849	104,862,834	115,349,117	126,884,029
30.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
21,270,989	25,525,187	28,077,705	30,885,476	33,974,023	37,371,426
20.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
940,843,707	1,186,283,700	1,344,740,161	1,525,016,481	1,730,190,780	1,963,783,405

### 3. FCF 추정과 기업가치 예측

이를 바탕으로 향후 NOPLAT를 추정하고 거기에서 순투자액을 감액하여 FCF를 추정하였으며, 이는 다음과 같이 된다.

NOPLAT	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
NOPLAT	95,550,361	138,524,894	178,976,904	225,645,511

2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
284,068,721	358,174,361	406,017,083	460,447,870	522,396,098
				592,924,665

FCF	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12
FCF	97,673,542	139,915,235	180,580,911	227,653,525

2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
286,615,742	359,818,722	407,887,877	462,577,039

FCF의 흐름을 추정했으니 이제 WACC(가중평균 자본비용)을 구하여 현재 가치로 할인하고 CV(Terminal Value)를 더해주면 된다. 그러나 WACC를 구하기 위해서 Cost of equity와 Cost of debt을 구해야 하는데, 여기서 Research 4팀은 또 하나의 난관에 봉착하게 된다. 즉, NHN의 경우 현재 시점에서 이자지급 부채가 없기 때문에 미래 시점의 Cost of debt을 추정할 방법이 없는 것이다. 또한 동종 산업 내의 대부분의 인터넷 기업도 Financing Structure가 제조업체와는 극명히 다른 구조, 즉 자본이 부채보다 그 양면에서 훨씬 많고 부채가 있다 하더라도 그 수준이 미미하여 산업평균 Cost of debt을 구하기는 어

려운 점이 있었다.

따라서 Research 4팀은 어쩔 수 없이 Lehman Brothers의 기업분석보고서에 나오는 NHN의 WACC인 9.5%를 이용할 수 밖에 없었으며, 이를 미리 밝혀두는 바이다.

Total discounted FCF **1,332,482,883**

CV	
ROIC on New Investment	20%
NOPLAT terminal growth	5%
CV	<b>9,882,077,749</b>

FCF+CV	<b>5,698,859,512,605</b>
No. of shares in issue	<b>15,500,796</b>

<b>주당 영업가치</b>	<b>367,649</b>
----------------	----------------

이를 현재 주식수인 15,500,796으로 나눠주면, **주당 영업 가치는 367,649원**이 된다. 이를 현재 주가인 340,000원과 비교해보면 약 8%의 성장여력이 있음을 알 수 있다.

NHN은 현재 고성장을 이룩하고 있는 인터넷 광고 시장에서 타사에 비해 압도적인 Page View점유율(약 70%)과 이에 따른 시장점유율을 바탕으로 한 우수한 이익창출 능력을 보유하고 있어 투자자들에게는 아주 매력적인 기업이라고 할 수 있다. 또한 게임 사업부문에서는 그다지 좋은 성과를 보여주지는 않으나, E-Commerce와 해외 사업 부문에서는 향후 그 성장성을 기대해봐도 좋다고 할 수 있다. (그러나 이 두 부분은 불확실성이 워낙 크고 전체 매출 대비 규모가 아직은 작기 때문에 현재 기업보고서에서 자세히 다루지는 않고 있다) 그렇다면 가치투자자 입장에서 NHN은 매력적인가? 끊임없는 기술개발이 필요하고 불확실한 시장 환경, 그리고 치열한 경쟁구도는 가치투자자에게는 그다지 매력적이라 볼 수 없으며 밸류에이션 결과를 보아도 8%의 성장여력이 있다고는 하나 안전마진을 고려할 때 그다지 매력적이지 않은 결과임을 생각해 볼 수 있다. 또한 현재 과대 평가되어있다는 느낌을 지울 수 없는 NHN의 높은 주가를 고려해 볼 때 Research 4팀은 NHN에 대하여 **유보**의 입장을 밝히고자 한다.

## V 별첨

### [별첨 1. 가정용 게임에 비해 온라인 게임이 수익성이 좋은 이유]

가정용 게임은 이전보다 제조 원가가 상승했음에도 불구하고 개별 타이틀의 평균 판매 개

수는 줄고 있다. 이는 중고 제품의 범람, 게임의 라이프 사이클이 짧아짐으로 인한 영향이 크다. 이에 비해 온라인 게임에서는 중고 제품이 존재하지 않으며, 성공 확률은 낮을지 몰라도, 일단 성공하면 매월 안정적인 수입과 함께 2년 이상의 긴 수명이 보증된다. 가정용 게임이 개발비에 비해 수익면에서 고민이 많은 제조사 입장에서는 온라인 게임은 큰 사업 기회로 인식될 수 있다. 따라서 일본 내에서는 이러한 온라인 게임의 확산을 위해서 소액 결제수단을 적극적으로 제안, 고속 인터넷 접속 서비스의 확산이 제안되고 있다.

**[별첨 2. NHN Japan의 사업전략]**

직원의 80% 이상을 일본인이 차지하고 있으며 일본인들이 좋아하는 마작, 빠징코는 NHN Japan이 직접 개발한 결과물이다. 또한 검색과 게임을 중심으로 하고 있는 한국의 NHN과는 달리 단순히 게임만을 즐기는 것이 아니라 게임을 통해 사이트에 접속한 네티즌들이 서로 사귀고 자신을 표현할 수 있는 공간을 제공하는 색다른 전략을 이용했다. 즉 NHN Japan은 한게임의 성격을 일본만의 색깔인 ‘게임 커뮤니티’로 규정하고 철저히 현지화 전략을 고수하고 있는 상황이다.

또한 특이한 전략 중 하나는 고객에 대한 철저한 서비스 정신이다. 고객 서비스 센터에서 근무하는 인원은 약 80명으로 전체 중 1/4을 차지하는 인원이다. 보통 다른 인터넷 사업자의 경우 이를 비용절감차원에서 아웃 소싱하는 경우가 많지만 NHN Japan에서는 거꾸로 “사용자의 니즈에 될 수 있는 대로 빨리 반응한다”는 원칙을 가지고 작은 불만 사항 하나도 넘기지 않고 바로 바로 처리해주는 차별화된 고객 서비스 전략을 펼치고 있다.

**[별첨 3: 방문(visits) 와 페이지뷰(page views)]**

1. 방문: 사용자가 웹사이트에 들어와서 나갈 때까지가 하나의 방문이 된다. 일단 방문한 사용자의 히트 요청이 계속해서 있으면 그 방문은 계속되는 것으로 생각한다. 또한 웹브라우저를 띄워놓은 상태에서 30분동안 아무런 액션이 없으면 방문을 마친 것으로 간주한다. 그러나 30분 이후에 다시 히트 요청을 한다면 실제로 같은 사용자이더라도 새로운 방문으로 인식한다.

2. 페이지뷰: 하나의 완성된 페이지를 보는 것을 뜻하고 사용자가 웹사이트에서 하나의 완성된 페이지를 볼 때 1번의 페이지뷰가 된다. 성공한 페이지의 히트수 만이 페이지 뷰로 계산된다. ‘성공한’이란 웹서버의 에러(404 not found)로 인해 페이지를 보는 데 실패하는 경우는 집계에 추가하지 않았다.

**[별첨 4: 한게임의 게임 구성]**

종류	제목	구분	주요 내용	제작업체	비고
고스톱	맞고	웹보드	기본 맞고(2인) 게임	NHN	
	더블맞고	웹보드	두벌의 패로 치는 맞고	NHN	

	신맛고	웹보드	게임 이겼을때 돈받는 대신 다음판 x2 부를수 있음	NHN	베타
	신고스톱	웹보드	게임 이겼을때 돈받는 대신 다음판 자신은 x3&상대는 x2 부를수 있음	NHN	
	고스톱	웹보드	기본 고스톱(3인) 게임	NHN	
	고스톱 2	웹보드	인터페이스 향상	NHN	
	민화투	웹보드	기본 민화투게임	NHN	
	삼봉	웹보드	화투와 동일하나 고/스톱이 없으며 족보가 다르다	NHN	
포커	7 포커	웹보드	기본 7 포커	NHN	베타
	하이로우	웹보드	7 포커와 베틱과 족보가 약간 다름	NHN	
	라스베가스 포커	웹보드	홀덤,조커,7 포커를 즐길수 있음	NHN	
	맞포커	웹보드	1:1 7 포커	NHN	
	홀라	웹보드	홀라	NHN	
	로우바둑이	웹보드	카드를 받고 교환한 후 돈걸고 족보 확인하는 게임	NHN/솔루션 홀딩스	
	셋다	웹보드	2 장셋다 3 장셋다	NHN	
보드	바둑	웹보드	바둑	NHN	
	장기	웹보드	장기	NHN	
	키즈바둑	웹보드	유료 어린이 바둑교실	NHN	
	오목	웹보드	오목	NHN	
	체스	웹보드	체스	NHN	
	신웃놀이	웹보드	웃놀이	NHN	
	대박빙고	웹보드	빙고	NHN	
캐주얼	빙고	캐주얼	서로 숫자를 부르는 빙고	NHN	
	사천성	캐주얼	짜 맞추는 마작류 게임	NHN	
	틀린그림찾기	캐주얼	틀린그림찾기	NHN	
	가로세로퀴즈	캐주얼	낱말맞추기 퍼즐	NHN	
	체인지팡팡	캐주얼	블록을 가로세로 3 개씩 모아 터뜨림	NHN	
	블로키팡팡	캐주얼	블록 같은색 모아 터뜨림	NHN	
	퍼즐마작	캐주얼	1 인용 마작	NHN	
	상하이마작	캐주얼	1 인용 마작/퍼즐마작과 마작 수와 인터페이스가 다르다	NHN	
	세이팡팡	캐주얼	같은색 블록 터뜨리는 6 인용 게임	NHN	

	카드놀이	캐주얼	프리셀	NHN	
액션/ RPG	권호	캐주얼	대전액션에 캐릭터성장과 길드의 개념을 도입	라디오게임	베타
	바우트	캐주얼	귀여운 로봇을 이용한 슈팅 게임	엔로그소프트	베타
	R2	MMORPG	리니지류의 MMORPG	NHN	클로즈
	건스터	캐주얼	온라인 건슈팅게임, 1:1 모드도 지원	NHN	베타
	골드윙	캐주얼	3D 비행격추 슈팅게임	NHN	베타
	대항해시대	MMORPG	대항해시대를 배경으로 한 MMORPG/CJ 인터넷의 멀티채널링	KOEI/CJ 인터넷 퍼블리싱	
	블리츠 1941	캐주얼	2 차대전 독소전쟁을 배경으로 한 3D 전차시뮬레이션	모웰소프트	
	프리스톤테일	MMORPG	MMORPG, 아이템을 한코인으로 살 수 있음, 전장 시스템	프리스톤	
스포츠	당신은 골프왕	캐주얼	골프	NHN	
	한쿠아	캐주얼	낚시	NHN	
	열혈농구	캐주얼	농구	NHN	
	당구	캐주얼	당구	NHN	
	포켓볼	캐주얼	포켓	NHN	
FLASH	85 개의 플래시 게임			퍼블리싱/자체제작	