



나우콤 (067160)

2009년 4월 3일
시스템 소프트웨어 개발
및 공급업

저작권 소송 리스크가 지나치게 반영된 상태

Buy

Valuation

Target Price: 3,789
Price: 3,120
Margin of Safety: 21%

MktCap.(100mn):
ROE: 10.13%
ROA: 6.77%
Op.Magin: 14.39%
PER: 13.16
PBR: 1.24
Dividend Yield: 18.6%
Major Sh.Holder:
(주)금양통신 16.98%

● 웹하드 업계에 불어닥친 저작권 문제

큰 비중을 차지하고 있던 피디박스와 클럽박스의 수익성이 악화될 것으로 보인다. 하지만 이는 이미 주가에 반영된 사항. 완만한 수익의 축소는 당사의 타 부문들이 충분히 받칠 것이라고 예상된다.

● 나우콤의 핵심 성장동력 보안사업부문

국내 1위의 점유율을 바탕으로 안정적인고 꾸준한 매출을 올리고 있으며, 선도 기술을 바탕으로한 다양한 산업군 및 국가기관 수주를 통해 수익성 확보되고 있다.

● 국내외로 가파른 성장세 온라인 게임부문

테일즈 러너의 한게임 채널링과 수출을 통해 지속적으로 성장 가능한 루트를 확보한 상태이다. 게다가 게임라인 확장으로 안정적인 수익을 낼 수 있는 게임 퍼블리셔로서의 성장도 기대된다

● 사회적 이슈를 먹고 자란다 아프리카 티비

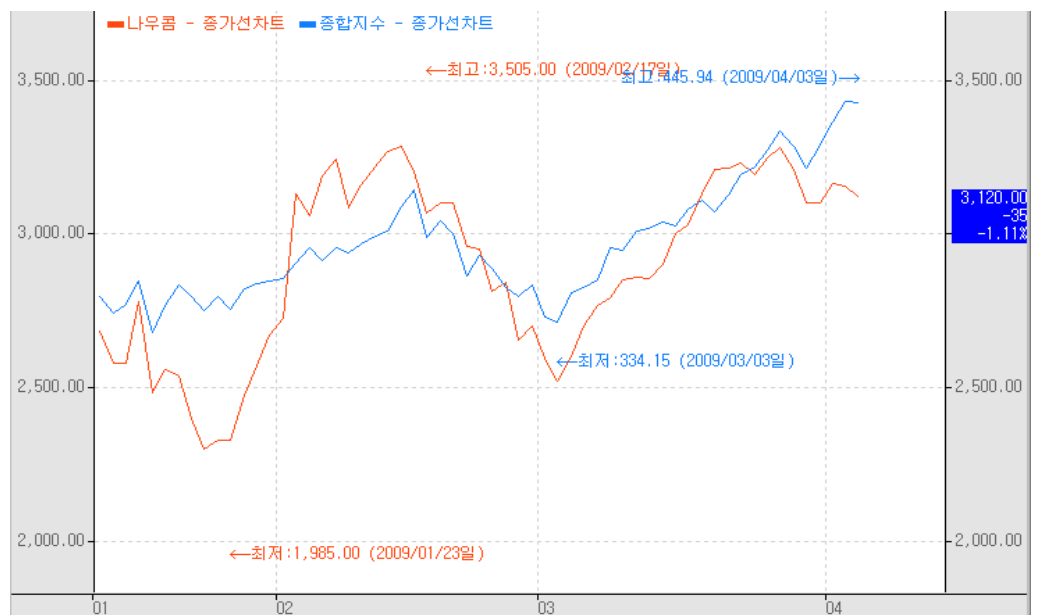
타 인터넷 방송 업체들보다 다양한 수익원을 가지고 사회적 이슈등 유저확장의 기회를 최대한 활용하며 성장하고 있다.

● 정보의 바다 인터넷 길목장사 CDN

이미 40여 개 게임사에 당사의 CDN 공급을 계약한 상태이다. 현재는 전체 매출에서 미미한 부분을 차지 하지만 가장 기대되는 성장률을 가진 부문으로 평가받고 있다.

● 자라나는 두 발로 서다 M&A

합병 전부터 수익성이 좋던 윈스테크넷과 나우콤은 합병을 계기로 더욱 큰 안정성과 성장성을 동시에 가지게 되었다. 당장 2007년 대비 2008년 급증한 이익이 그 증거. M&A를 통해 지속적인 성장을 기대해 본다



기업분석 3팀

윤원식, 송민철, 유슬아,
신태현, 박종진

1. 나우콤 사업의 위험 요소

1) 저작권 소송 건

2008년, 콘텐츠제작자단체는 웹하드업체연합인 디지털콘텐츠네트워크협회(DCNA)에 대해 불법 다운로드 문제를 제기하고 법적소송을 진행하였다.

- ✓ 2008년 3월 25일 - 영화제작자협회, 주요 웹스토리지업체 8곳(나우콤, KTH, 소프트라인, 미디어네트웍스, 한국유비쿼터스기술센터, 유즈인터랙티브, 아이서브, 이지원)을 상대로 저작권 침해 관련 소송
- ✓ 2009년 1월 15일 - 나우콤, 영화제작자협회의 DCNA에 대한 100억원 대 보상 요구. 나우콤은 형사소송 취하도 함께 요구하였으나 거부.
- ✓ 2009년 2월 12일 - 영화제작자협회의 형사소송 선고. 나우콤 문용식 대표 징역 10개월/집행유예 2년, 벌금 3000만원. 나우콤 항소이지 표현.

추가적인 소송 리스크 잔재?

나우콤을 제외한 일부 웹스토리지 업체와 합의가 도출된 민사소송의 경우, 제작사와 함께 저작권을 보유한 투자배급사는 이제 불만을 표시, 이후 추가적인 소송의 위험을 암시하고 있다. 특히 영화인협회의 사무국 4개사인 한국영상산업협회, 미디어플렉스, CJ엔터테인먼트, 원너브라더스코리아는 소송과 관련된 영화 작품 중에서 영화제작자협회가 합의한 작품의 비중은 20%정도에 불과하다며, 앞서 이루어진 민사합의에 대해 강한 반대의지 밝힌 바 다. 그러나 추후 CJ엔터테인먼트의 경우 영제협의 의견을 존중하겠다는 의사를 밝히면서 합의에 긍정적인 의사를 표현하였다.

2) 웹스토리지 시장의 수익 감소

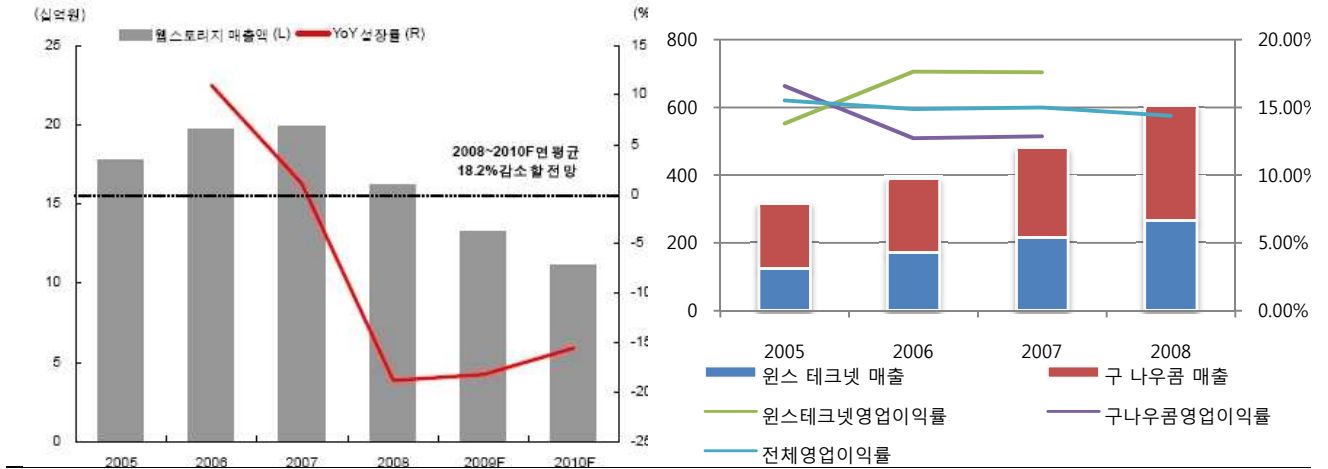
강화된 저작권 단속 방침과 이로 인한 유저들의 이탈로 인해 웹스토리지 매출은 감소할 것으로 예상된다. 그러나 합법적인 미디어 파일 다운로드 시장의 성장과 수익 분배로 인해 매출규모는 점차적으로 감소할 것으로 예상되며 수익성 또한 다소 악화될 것으로 예상된다.

3) M&A로 인한 영업이익률 감소

앞서 언급한 바와 같이 높은 비중을 차지하고 있는 웹스토리지 사업의 축소로 인해 나우콤의 영업이익률은 감소추세에 있으며 영업이익률이 낮은 사업부를 인수함으로써 합병 후 전체의 영업이익이 또한 낮아지는 결과를 가져왔다.



그림 1. 웹스토리지 사업의 매출 추이 감소 예측 그림 2. 합병전후의 매출 및 영업이익 추이



자료: 대우증권

자료: 서울대투자연구회, 나우콤

2. 나우콤의 사업현황

1) 웹하드 부문

- 피디박스 (www.pdbox.co.kr): 다수의 사용자들이 영화, TV, 드라마, 음악 등과 같은 디지털 콘텐츠를 무료로 다운로드/업로드 할 수 있는 공간을 제공하고 있고, 고속 다운로드 등의 부가 서비스는 유료로 제공되고 있다. 또한 Grid 시스템을 활용한 유저 네트워크 활용을 바탕으로 회선사용 비용을 절감하는 대신 포인트 적립을 통해 일부 유료서비스를 무료로 활용할 수 있게 제공하고 있다. 2008년 기준 엔터테인먼트포털 부문 시장점유율 1위 (43.17%)를 보이고 있으며, 누적가입자 1000만명, 월간 3억 페이지뷰를 나타내고 있다.
- 클럽박스 (www.clubbox.co.kr): 각 개인이 개설한 클럽(카페)형태의 자료실로부터 여러 종류의 디지털 콘텐츠를 무료로 다운로드/업로드 받을 수 있고 그 외 부가서비스 및 Grid 시스템 또한 피디박스와 동일하게 제공되고 있다. 2008년 웹하드 부문 시장점유율 1위 (31.78%)로서 누적가입자 1000만명, 월간 4억 5천 페이지뷰를 나타내고 있다.

● 소송 그 이후

소송부담 및 손실 분산
전체 웹스토리지 시장의
구조조정으로 간주

2008년 3월부터 본격적으로 진행된 저작권법 소송은 웹스토리지 업체 중 나우콤만을 표적으로 하는 소송이 아니다. 나우콤을 포함한 주요 경쟁업체 7곳도 함께 소송의 부담을 안고 있으며 이 타격은 시장에 전반적으로 영향을 끼치게 된다. 소송의 목적은 그 동안 음지에서 진행되어 왔던 콘텐츠 불법 다운로드를 공개적으로 부각시키며 이에 대한 제재를 가하고자 하는 것이 주를 이루지만 일부 제작사의 경우 정당한 수익배분을 합의 할 경우, 웹스토리지로부터의 다운로드를 합법화시키자는 의도를 보여왔다. 즉, 이 저작권법 소송의 결과는 웹스토리지 시장의 사장을 의미하기 보다는 전체적인 구조조정으로 간주될 수 있다고 보여진다.

약 4000억원 규모의 합
법 다운로드 시장성

1월 형사재판 선고직전까지만 하더라도 합의 및 다운로드 합법화에 부정적인 입장을 보였던 CJ등 메이저 배급사들도 이에 대해 조금씩 긍정적인 의견을 피력하고 있다. 제작자협회에서도 음원 및 영화콘텐츠 합법 다운로드 시장성을 인지해가고 있다. 다운로드가 합법화 될 경우 약 4000억원 규모의 온라인 시장을 형성할 것으로 추정되고 있다.

시장성의 일례로, 2008년 흥행작이었던 영화 "추격자"는 합법적인 다운로드 시장에서 6억의 수익을 올림으로써 다른 콘텐츠 제작사들로 하여금 웹스토리지 시장의 시장성을 일깨워주는 계기가 되었고, 예당엔터테인먼트에 따르면 2009년 1월말 합법 다운로드 서비스를 시작한 영화 "미인도"는 "추격자"의 수익을 훨씬 웃도는 약 20억원의 매출을 예상하고 있다고 밝힌 바 있다. 무조건 웹스토리지 업체에 대한 제재만이 기존 콘텐츠제작자들의 수익을 보존하는 방법이라는 의견에 반문이 일고 있는 것이다.

본격적인 합법 다운로드
시장 진출
음악콘텐츠에 대한 추가
적인 소송 리스크 없음

나우콤은 2008년 11월 21일, 음악제작자협회와 향후 음악콘텐츠 다운로드를 유료화하기로 합의를 하였다. 디지털 음원 뿐만이 아니라 영화콘텐츠에 대해서도 플래니스엔터테인먼트와 2008년 12월 29일, 다운로드 유통에 대한 온라인 배급 및 유통 사업을 합의한 바 있다. 나우콤의 콘텐츠 합법 다운로드 시장에 대한 본격적인 진출을 의미한다.

소송의 결과가
향후 경영활동에
끼칠 영향은 미비한편

영화제작자협회의 형사소송 선고결과에 따라 나우콤의 문용식 대표는 실형을 선고 받았으나 집행유예 2년 선고로 실질적인 경영활동에는 지장을 주지 못하고 있다. 또한 문용식 대표는 현재 마무리가 지어지지 않은 민사 및 형사선고에 대해 항소의 의지를 밝힘으로써, 재판의 결과가 나오기까지 한동안은 경영일선에서 머무를 수 있을 것으로 판단된다.



기 반영된 소송 리스크

영화콘텐츠제작자에 의해 피소된 저작권법 소송은 2009년 4월 기준으로 1년이 경과하였다. 그 동안의 뜨거운 저작권법 이슈에 대해 많은 투자자들이 인지를 하고 있으며 현재 나우콤의 주가에 충분히 반영이 되어 있다고 볼 수 있다.

2) 보안사업 부문

● 인터넷 보안산업 소개

SQL 슬래머 웹 바이러스의 DNS 과부하 유발이 원인이 되어 2003년 발생한 1.25 사태는 전세계적 인터넷 회선 불통 현상으로 대규모의 분산 공격시도가 보안시장에 큰 이슈로 떠올랐다. 이후 수많은 중소기업이 속속 등장하였고 다양한 침입탐지(IDS) 및 침입방지(IPS) 솔루션이 출시되기 시작하였다. 과거 불특정 다수를 대상으로 한 공격양상에 비해 최근의 공격시도는 더욱 치밀하고 정해진 대상을 골라 집중 공격을 한 뒤 금품을 요구하는 등 목적성 또한 뚜렷해 지고 있다. 또한 점차 고숙화 되는 인터넷 회선과 다양한 공격 기술들이 소개되면서 고도의 침입 방지 기술이 요구되는 상황에 이르렀다.

급증하고 있는 네트워크를 통한 침입 시도 및 유해 트래픽 유발 시도는 단순히 인터넷 환경의 유해요소일 뿐만 아니라 기업의 매출 및 신인도에 직접적인 영향을 끼치는 관계로 각 기업의 네트워크 설비 투자에 있어서 점차 필수적인 요소로 등장하고 있다.

그림 3. SNIPER IPS F4000, A1000



자료: 나우콤

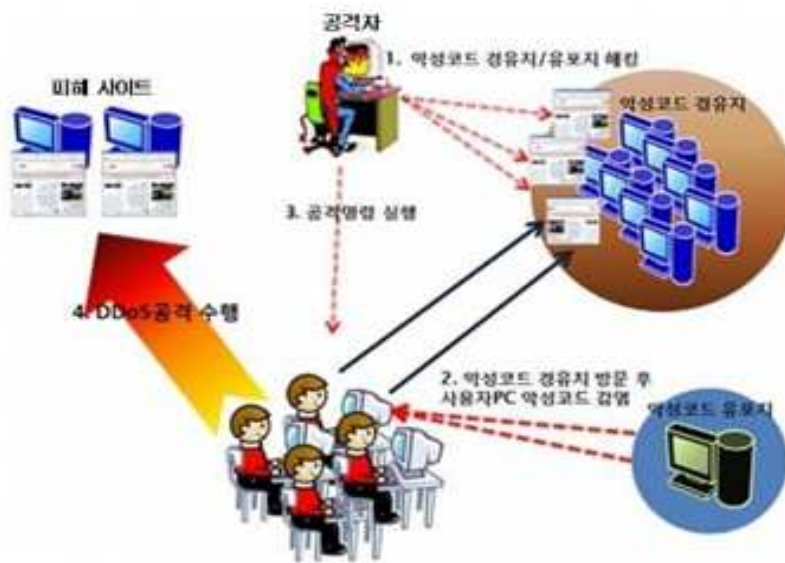
그림 4. 최근 인터넷 서비스 업체 피해사례

2009년 3월	게임물등급위원회, DCInside DDoS 공격
2008년 12월	아이템베이 등 DDoS 공격 및 금품요구
2008년 9월	키움증권 DDoS 공격
2008년 4월	옥션 해킹 및 개인 정보 유출사고
2008년 3월	미래에셋 그룹 DDoS 공격 금품요구

자료: 서울대투자연구회

- ☆ **침입탐지솔루션(IDS)/침입방지솔루션(IPS) :** 침입탐지솔루션(IDS)는 다양한 네트워크 침입시도에 대한 다양한 분석 및 탐지를 통해 실시간으로 관리자에게 전달하는 등의 역할을 하는 솔루션으로 이상징후 발생시 빠른 시간 안에 적절한 대응을 유도하는 것을 목표로 하고 있다. 이에 비해 침입방지솔루션(IPS)의 경우 IDS 를 통해 얻어진 분석 정보를 바탕으로 이에 자동적으로 대응하는 기능을 제공하고 있다. 초창기의 모델들은 대부분 IDS 를 바탕으로 미미한 IPS 기능을 제공하였으나 최근에는 대부분의 기능이 IPS H/W Solution 에 내장되면서 두 제품군이 융합되어 IPS 제품군으로 단일화 되어가는 경향을 보이고 있다. 동사의 경우 IDS 제품군은 S/W 제품(Sniper IDS)으로 출시하고 있으며 점차 다양한 통합 솔루션과 함께 제공되는 방향으로 제공되고 있다.
- ☆ **DDoS 솔루션 :** DDoS 공격은 특정 웹사이트에 한꺼번에 많은 양의 트래픽(데이터 전송량)을 발생시켜 서버를 마비시키는 공격방법이다. 이를 통해 서버의 트래픽 분산 기능을 무력화시켜 서비스를 불가능한 상태로 만드는 등의 문제를 발생시킨다. 한 대의 전화기에 여러 통화가 몰려 일시적으로 불통되는 현상과 같다. 일반적으로 바이러스를 불특정 다수의 컴퓨터(좀비 PC)에 심어놓고 이를 통해 트래픽을 발생시키는 방법을 동원하고 있으며, 최근 급증하고 있는 DDoS 공격은 3 천대~1 만대가량의 고성능의 좀비 PC 를 동원하여 고속망을 이용해 이루어 지고 있다. 이러한 공격의 파괴력은 낮은 대역폭을 통해 서비스되고 있는 중소기업 업체 뿐만 아니라 1G 이상의 고속망을 보유한 업체나 IDC 등에서도 큰 부담으로 작용하고 있다.

그림 5. 좀비PC를 이용한 DDoS공격 개요도



자료: 한국정보보호산업협회

이러한 이유로 최근 다양한 산업군의 기업들이 속속 Anti-DDoS 솔루션을 도입하는 과정에서 수입 제품군의 선점이 더욱 빨리 이루어졌으나 IDS/IPS 기술을 바탕으로 동사의 Anti-DDoS 솔루션 또한 기존 제품의 연계를 통해 매출 신장에 기여하고 있다.

● 시장 분석

다소 정체된 모습을 보이는 IPS 시장에서 동사는 꾸준히 매출을 높여가며 점유율 비중을 높이고 있으며 국내 최대 경쟁사인 LG CNS 에 비해 매출규모를 2008 년 매출에서 20%이상 차이를 낼 것으로 예측되며(점유율 41%) 이러한 격차는 꾸준히 늘어나고 있는 상태이다. 최근 빈번하게 발생하고 있는 DDoS 공격에 대응하기 위해 출시한 Anti-DDoS 솔루션 또한 다양한 산업군의 기업들 뿐만 아니라 정부기관등에 납품되고 있다.

그림 6. 국내 매출액 대비 점유율

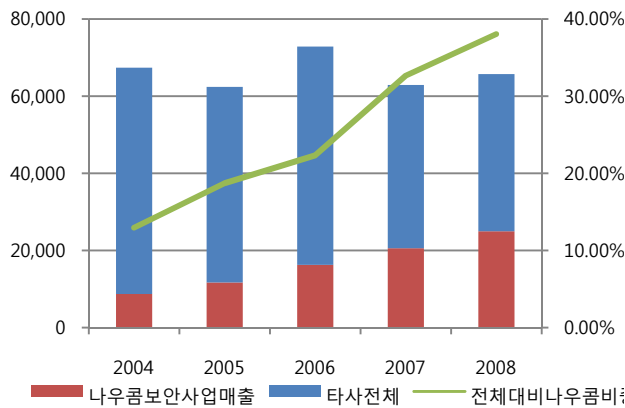
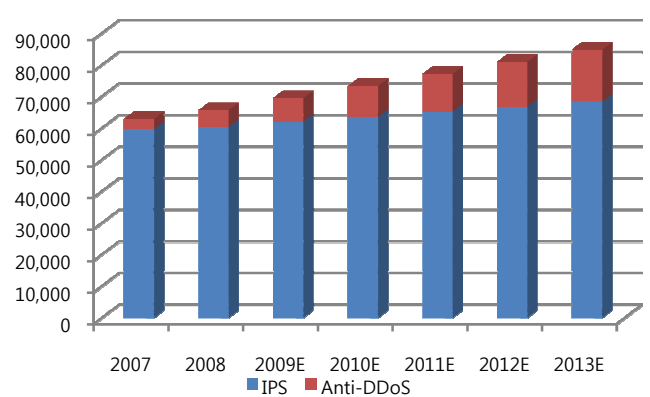


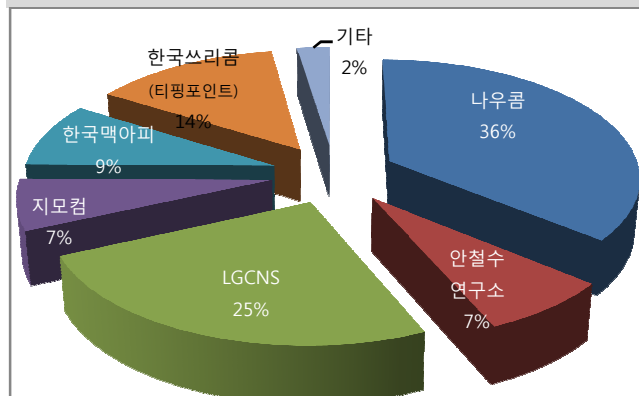
그림 7. IPS 및 Anti-DDoS 시장 예상 매출추이



자료: Research 3 Team, 한국정보보호진흥원,나우콤

자료: 한국정보보호진흥원

그림 8. IPS 업체별 시장점유율



자료: 컴퓨터월드

그림 9. IPS 시장 수요처별 매출분포



자료: 컴퓨터월드

그림 10. IPS 시장 업체별 주요 레퍼런스 사이트

업체명	2007년 고객 사이트
라드웨어코리아	N/A
LG CNS(LG엔시스) 나우콤(윈스테크넷)	충북교육청, 정부사령부, KT파워텔, 국회도서관, 광주도시철도공사, 보건복지부, 신한은행, 인천대, 광양경제자유구역청, C.케이블넷, 한국체육대학, 서초방송 등 문화관광부, 국방부, 해양수산부, 정보통신부, 관세청, 특허청, 한국수자원공사, 한국도로공사, 한국인삼공사, 해군작전사령부, 교육인적자원부, 도로교통안전관리공단, 건강보험심사평가원, 농산물품질관리원, 국무조정실, 서울시청, 광주시청, 대구시청, 울산시청, 보령시청, 경산시청, 하남시청, 용산구청, 서초구청, 대구시교육청, 마산시교육청, 환경관리공단, 한국전력공사, 부산항만공사, 한국남부발전, 한국남부발전, 한국수력원자력, 원자력안전기술원, 대한법률구조공단, 대전지방경찰청, 광주지방경찰청, 국가보안연구소, 자연연구소, 국토지리정보원, 대전원자력연료, 한전KDN, KT(VoIP/BcN/신인증/메가패스TV/비즈메카/디지털시네마/DNS/와이브로 등), 하나호텔레콤(PTV/하나TV), 데이콤(VoIP), 드림라인, 금융결제원, 금융감독원, 한국신용정보, 한국개인신용, 농협중앙회, 산업은행, 우리은행, 한국은행, 우리캐피탈, 산은캐피탈, 대우증권, 신한증권, NH투자증권, 금호생명, 녹십자생명, 하나생명, 한화손해보험, LG손해보험, 대한화재해상보험, 메트라이프생명보험, 대구은행, 새마을금고연합회, 모아저축은행, SG신용정보, 러시앤캐시, 리드코프, G마켓, 한국철도, 아주아이티(그룹방보안), 현대파워텍, 삼성SDS, 삼성물산, 삼성토탈, 부산호텔, 더존ISS, 국립소록도병원, 금호타이어, 오늘과내일, 가비아, 성동해양조선, 금강방송, 한미약품, 제일약품, 대구파티마병원, 교원, 서울대학교, 연세대학교, 한양대학교, 한국해양대학교, 한국사이버대학교, 한국정보통신대학교, 제주대학교, 충남대학교, 강원대학교, 아주대학교, 단국대학교, 호남대학교, 충청대학교, 조선간호대학, 대구교육대학교, 남부대학교, 대덕대학, 동원대학 등
안철수연구소	부산 교육연구정보원, 평화IS, HCN, 중부발전 등
지오컴	케이티, Topsec(텐통신), 우방 C&C, 우방그룹, 영주군청, 인천공무원교육원
한국BM(ESS)	국민은행, 기업은행, 고려대학교, SK Comms
한국맥아피	국민은행, 흥국생명화재, 네오위즈, 코오롱그룹, T3엔터테인먼트, ING투자운용, ING생명, 동부CNI, TELS, 현대커머셜, 현대모비스(한국 및 중국지사), 메가모비스, 코오롱그룹, 지디시스, 사이버패스, 경북대학교, 수원과학대, 글로벌21
한국쓰리컴티평포인트)	중앙선관위, 고등과학원, NHN, 엔씨소프트, 인터파크, 아시아나항공, STX 팬오션, 이노션(현대자동차 계열), 토파츠(대한항공 계열), 삼성그룹(서초타운), 현대오트넷, 대한항공(청도, 오사카, 도쿄 지점), 아이템베이, 푸르덴셜투자증권, 원광대학교병원, 영동세브란스병원, 한국경제신문, 동국대, 건국대, 수원여대, 목원대, 한밭대, 동신대, 사랑의교회, 제일기회, 대한솔루션, SGI 화광신문, 조이맥스, 코게임

자료: 컴퓨터월드

● 미래 기술 개발

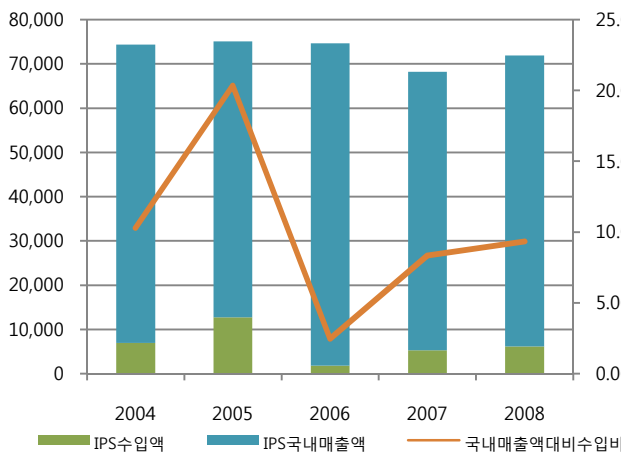
- ◇ **10G 로 전환 확대:** 현재 네트워크의 고속화 경향에 따라 이미 10G 환경의 네트워크 장비들이 출시되고 각 기업들의 네트워크 또한 속속 10G 급의 장비들로 업그레이드 되고 있는데 반해 IPS 제품군들은 최근 들어 10G 대의 제품들이 출시가 시작되었다. In-line 으로 운영되는 IPS 의 특성상 IPS 의 성능이 낮을경우 전체 네트워크의 속도저하가 발생하는 관계로 고속 IPS 의 수요가 꾸준히 대두되고 있다. 그러나 아직까지 안정적으로 성능을 내고있는 제품군들이 많지는 않으며 2009 년 1/4 분기까지 수입업체들이 큰 두각을 나타낸 가운데 국내 업체중에서 10G 제품군을 출시한 업체는 나우콤에 불과하였다. 아직까지 큰 수요를 나타내고 있지는 않으나 각 제품군들의 성능이 안정화, 평준화되고 각 수요처들로부터 본격적으로 도입이 시작될수록 동사의 경쟁력이 부각될 것으로 예상된다.

IDS 시장에서 IPS 시장으로의 전환기였던 2005 년도에 다소 늦어진 시장진입으로 인해 국내 IPS 시장이 외산 제품으로부터 선점되기 시작하였으나, 동사를 필두로 한 국내 기업들의 진출로 외산 제품군들의 수입이 급감하였고 동시에 국내 제품군들의 진출이 활발해 지기 시작하였다. 국내 보안시장의 특성상 빠른 대응과 지속적인 업그레이드가 필수적인데 반해

외산 제품들은 성능 면에서 큰 차이를 보이지 못하고 이러한 요소들에 다소 늦은 대응으로 점유율 면에서 점차 국내 기업에게 시장을 내주는 모습을 보이고 있다. 특히 동사는 IDS 시장에서 구축한 강력한 기술력 및 영업력을 바탕으로 IPS 시장에서 국내시장에서 선두의 위치를 지속적으로 점하고 있으며 앞으로 전개될 10G 시장에서도 비슷한 양상을 지속해 나갈 것이 예상된다.

- 암호화 인증신청** : 올해부터 국가기관, 공공기관에 공급되는 정보보호제품의 암호모듈 검증 의무화가 시행되면서 동종업계에서는 암호모듈탑재에 박차를 가하고 있다. 이러한 가운데 동사는 최근 자체 개발한 암호모듈 검증을 신청한 상태로 경쟁사 가운데는 유일하게 신규 인증을 신청하였고 7월 중 인증이 완료될 것으로 예상하고 있다. 현재 타사에서는 시간과 비용 문제로 타사모듈을 구입하여 탑재하려는 움직임을 보이고 있으나, 이러한 과정에서 추가적인 모듈 비용 문제와 더불어 제품에 신규 탑재할 경우 형상변경승인을 받아야 하는 절차적 문제와 외부 모듈 사용시 기존 제품과의 유기적인 호환성 테스트를 거쳐야 하는 문제가 존재한다. 동사의 경우 독자적인 암호화 기술을 통한 모듈탑재로 기존 제품과의 호환성 문제나 유기적인 연동 운영에 있어서 더 안정적인 기술적 유인을 제공하는 것으로 평가된다.

그림 11. 국내 IPS매출액 대비 수입비중



자료: 한국정보보호산업진흥원

그림 12. 10G IPS 출시 업체 및 예정 업체

외국업체	라드웨어, 맥아피, 티핑포인트
국내업체	나우콤
출시예정 업체	LG CNS, 지모컴, 안철수연구소

자료: 디지털데일리

3) 온라인게임 부문

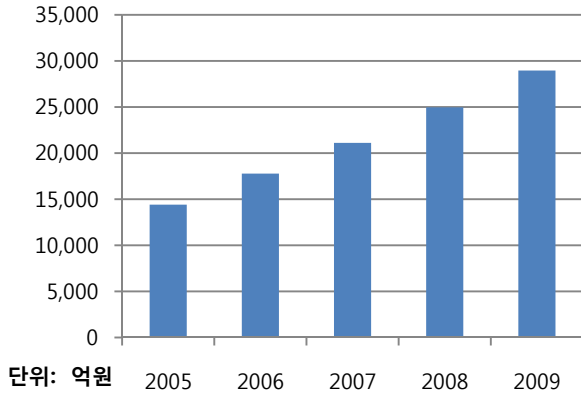
온라인게임 산업은 고 수익고위험 산업이다. 온라인게임 산업은 업데이트 비용, 운영비용으로 사업을 유지해 갈 수 있고, 일반산업과 같이 상품원가, 추가적인 물류, 유통비용 등이 발생하지 않아 고수익 창출이 가능하지만 초기 투자 비용이 많고, 투자 후 성패에 따라 큰 수익을 얻거나 큰 손실을 볼 수 있는 리스크가 높은 산업이기도 하다. 따라서 우량한 게임회사들은 cash cow 역할을 하는 대표 흥행작을 포함하여 다양한 게임라인업을 구축하고 있다.

온라인게임 산업은 경기비탄력적이다. 온라인 게임 산업은 경기에 비탄력적이다, 온라인게임 시장은 03년부터 07년까지 연평균 31% 수준의 빠른 성장세를 보여 왔으며 08년 세계적인 경기침체에 불구하고 전년대비 26% 수준의 고성장 추세를 유지했다.(자료: 게임백서).

온라인게임 시장의 유저는 포화상태이나 가격인상 여지가 충분하므로 앞으로의 시장규모는 더 커질 것이다. 온라인 게임 산업은 게임 이용자 수가 05년 이후 1,700만 명 정도로 정체했음에도 불구하고 30% 수준의 고성장을 이루었는데 이는 가격 인상에 따른 성장으로 보인다. 온라인 게임 회사들이 유료화를 실시하면서 월 정액제 모델과 부분유료화 모델이 등장했는데, 월 정액 모델 보다 부분유료화 모델이 유저를 확보 동시에 더 높은 수익을 창출 할 수 있다는 장점이 있다. 무료 플레이를 기반으로 하여 다수의 유저를 먼저 확보한 후 아이템을 유료로 판매하는 방식을 사용하기 때문이다. 동사가 운영하는 테일즈러너, 오투잼 등의 게임은 부분유료제 모델을 통해 수익을 창출하고 있다. 현재 게임 유저당 월 1천 4백원을 온라인 게임에 소비하고 있는데, 이는 기타 여가 수단보다 비교적 저렴하기 때문에 유저들은 온라인 게임에 더 많은 비용을 소비하는데 반감이 없을 것으로 판단되므로 가격 인상을 통한 시장의 규모 확대될 것이다.

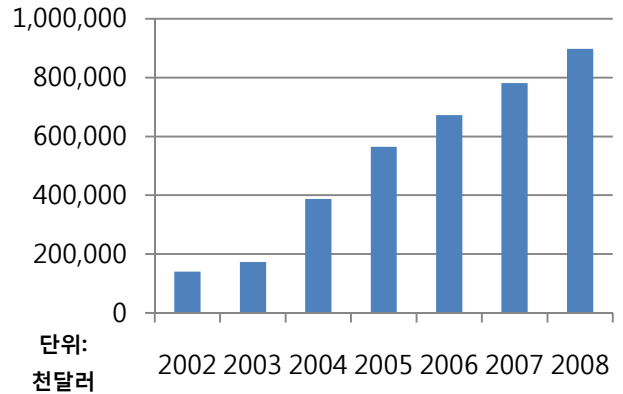
국내 게임 업체들은 더 많은 유저를 확보하기 위해 해외 시장을 공략하고 있다. 유저포화 현상을 가격인상이 상쇄하며 국내 시장 규모는 커질 것으로 예상되나 국내 온라인 게임 업체들은 더 많은 유저 확보를 위해 적극적으로 해외 진출을 시도하고 있다. 엔씨소프트, 넥슨 등 대기업들은 글로벌 로컬화 전략에 따라 해외 현지 지사를 세우는 등 적극적으로 수출 활동을 하고 있으며, 중소 업체들도 해외 퍼블리셔와 계약을 맺거나 GSP(Global service platform)을 통한 글로벌 서비스 형태로 해외 시장을 공략하고 있다. 수출 지역 역시 점차 다변화되고 있다. 중국, 일본, 동남 아시아 중심에서 최근에는 미국과 남미, 유럽, 러시아 등으로 수출 지역을 넓히고 있다. 중국, 일본 등은 국내 대기업이 선점하거나 현지 업체들의 성장으로 이미 시장이 레드오션화 되고 있기 때문으로, 경쟁이 심하지 않은 새로운 국가를 찾으며 수출 지역은 더욱 넓어질 것으로 보인다.

그림 13. 국내 온라인 게임시장의 성장세



자료: 대한민국 게임백서 출처

그림 14. 온라인 게임 수출 추이

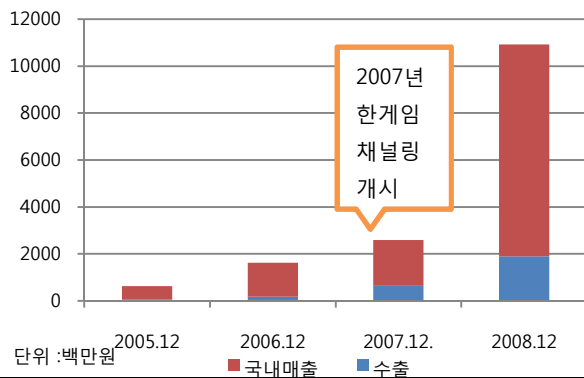


자료: 출처 대한민국 게임백서

현재 동사는 테일즈 러너, 쌈박, 오투잼 게임을 운영중이다.

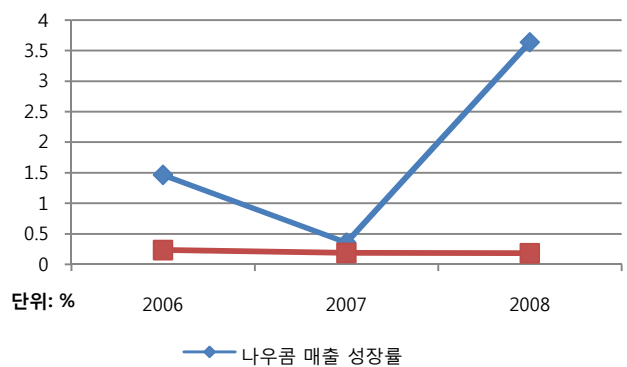
현재 동사는 테일즈 러너, 쌈박, 오투잼 게임을 운영중이다. 테일즈 러너는 2005년 (주)라온엔터테인먼트가 개발한 게임으로 나우콤이 퍼블리싱을 하며 급격히 늘어나는 매출을 일구어냈다. 2013년 까지 계약을 연장한 상태이며, 활발한 마케팅 전략과 우수한 아이템이 성공의 원인이었다. '쌈박'은 엠지웍스와의 퍼블리싱 계약 체결했고, '오투잼'은 2008년 M&A를 통해 온라인 게임 오투잼의 사업권을 인수했다. 이 뿐 아니라 현재 자체 개발 게임 '잼마' 베타서비스 준비중이다.

그림 15. 게임부문 매출액 추이



자료: 출처 나우콤 공시자료

그림 16. 시장 성장률, 동사 게임부문 성장률 추이



자료: 출처 나우콤 공시자료 및 대한민국 게임백서

한게임 채널링은 매출액 급성장의 계기가 되었다

나우콤은 테일즈 러너를 지난 2005년부터 서비스하기 시작한 후 차별화 된 게임 특징이 돋보이는 러닝 어드벤처 게임으로 지속적으로 매출을 늘려오고 있다. 테일즈 러너는 쉬운 조작과 단순한 게임성, 단계에 따른 난이도 차등부여로 중독성을 갖게하는 것이 차별화된 전략이다. 특히, 테일즈 러너의 한게임 채널링을 통해 급속히 회원수를 확보하기 시작하였고, 지난 12월 동시접속자수 7만5천명을 넘어서는 신기록행진을 계속하고 있다. 이에 따라 눈에 띄게 개선된 실적을 보이고 있다. 또한, 여기서 얻은 자금과 인지도, 노하우를 바탕으로 나우콤은 게임 라인을 늘려 게임 퍼블리셔로서의 2010년 이후의 성장 동력도 마련해나가고 있다.

선택과 집중이 국내 성공 요인이다.

하지만 나우콤은 테일즈 러너의 성공 가능성을 믿고, 여타 다른 경쟁사들과 달리 하나의 게임을 집중적으로 밀어주는 전략을 택했다. 지속적으로 업데이트를 하고, 서비스에 신경을 쓴 결과, 현재 가입자 기준으로 10위권 내에 캐주얼 게임의 강자인 넥슨의 '카트라이더, 크레이지 아케이드, 마비노기'를 제외한 유일하게 랭크되어 꾸준한 성장을 보여주고 있다. 이렇게 선택한 게임을 끝까지 지원해주는 한편 개발사와의 수익 분배도 5:5로 지속해오고 있는 나우콤의 대외 전략이 능력있는 개발사와의 퍼블리싱 계약에도 긍정적인 영향을 미치고 있다. '쌈박'과의 퍼블리싱 계약도 그 동안의 나우콤의 행보가 결정적인 영향을 미쳤다.

테일즈 러너 개요

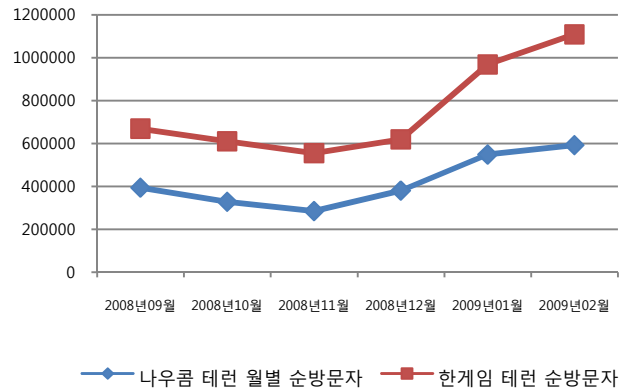
회원구성	10~40대까지 공존
총회원수	450만명
평균 플레이 타임	49분
월 고유방문(UV)	120만명
일 최대 접속자수	90만명
일 최대 동시접속자수	7만5천명
일 평균 동시접속자수	4만명



그림 17. 테일즈 러너 전체 게임 순위



그림 18. 방문자 수 추이



자료: 출처 코리안 클릭 2008

자료: 출처 다음 지표보기

해외에서도 일관되게 선택과 집중 전략으로 좋은 성과를 거두고 있다.

해외에서는 중국, 대만, 홍콩, 태국 등에 서비스 중이며, 홍콩에서는 약 25주 연속 게임 순위 1위를 기록하며 국민게임으로 자리잡았다. 나우콤은 지난 2006년 홍콩, 대만, 태국에 '테일즈러너' 서비스 계약을 체결한 데 이어 지난해 중국, 그리고 올해 미국에 진출하며 아시아를 넘어 북미지역으로 서비스 범위를 점차 확대해 나가고 있다.

안정적으로 높은 반응을 보이고 있는 홍콩, 태국의 매출세를 바탕으로 새로 진출한 중국과 미국에서 추가적인 매출세가 기대됨.

나우콤의 이 같은 성과는 한 국가에서의 성공적 게임사업 런칭 후 또 다른 국가로의 확대를 통해 선택과 집중 그리고 확대 전략이 주효했다. 현재 '나우콤'은 '테일즈러너' 뿐만 아니라 중국 리듬액션게임 인기의 시작점이라 할 수 있는 세계 최초 온라인 리듬액션게임 '오투잼'의 서비스는 물론 필리핀을 시작으로 해외서비스를 확대할 예정이다. 나우콤의 올해 국내 매출은 작년 동기 대비 약50%의 상승률을 보이고 있다. '테일즈러너'의 지속적인 성장세 거듭과 08년 1월 나우콤으로 인수된 이후 공격적 행보를 보이고 있는 세계 최초 온라인 리듬액션게임 '오투잼'. 여기에 내년 초 서비스 예정인 자체 개발 게임 '잼마(프로젝트 명)'에 이르기까지 보다 강화된 게임 라인업으로 성장세는 더욱 지속될 것으로 예상된다.

Risk

동일 장르간 경쟁 심화

동일 장르간의 경쟁이 심화 될 것으로 보인다.

게임회사는 각 장르별로 특화되어 있으나 2009년 출시 예정 게임을 살펴보면 각 사는 기존에 운영하던 게임 장르가 아닌 타 장르의 게임을 준비 중임을 알 수 있다 따라서 게임 사업간에 서로를 위협할 것으로 보인다. 게임산업은 경기 비탄력적이어서 경기 침체에도 불구하고 2008년 높은 성장세를 보여 왔으나 향후 유사한 신규 게임들이 시장에 쏟아져 나올 경우 동일장르 내 경쟁심화가 예상된다. 동사도 이러한 리스크는 피할 수 없을 것으로 보이고, 이에 따른 수익성 훼손이 우려된다.

신규게임 '젼마' 런칭

신규게임의 성공여부가 불확실하므로 신규 게임 사업이 리스크로 작용할 수 있다.

기 출시 게임은 의미 있는 수익 추정이 가능하나, 신작 게임에 대해서는 수익 추정이 어려워 미래 불확실성이 크다. 동사가 현재 젼마 게임을 자체 개발하여 베타 서비스 중에 있지만, 게임의 성공여부가 확실하지 않기 때문에 이는 동사의 리스크로 작용 할 것으로 판단된다. 하지만 이미 투자한 개발 비용은 매몰비용이고, 당사의 그동안 쌓여온 마케팅 전략과 노하우를 바탕으로 신규 게임 사업을 진행한다면 리스크를 상쇄시킬 수 있을 것으로 기대된다.

4) Afreeca 부문

아프리카 tv는 실시간 인터넷 방송 서비스 사업이다.

동사는 '아프리카 tv(이하 아프리카)'라는 실시간 인터넷 방송 서비스 사업을 진행하고 있으며, 아프리카를 통한 매출액은 30.4억(08년 12월 기준)으로 전체 매출액의 5%이다. 아프리카는 특별한 장비 없이도 개인이 직접 UCC 동영상을 제작하여 실시간으로 방송을 하거나, 중계권을 확보한 경기를 실시간으로 유통할 수 있으며, 이를 누구나 감상할 수 있도록 해주는 서비스이다. 개인 뿐 아니라 기업도 방송에 참여 할 수 있는 오픈TV도 서비스 하고 있다.

동사는 타 동영상 사이트와는 다르게 수익 모델이 다양하다.

아프리카의 수익 모델은 유료 아이템, 동영상 광고, 게임방송 등이며, 수익 모델 별 매출 비중은 2008년 기준 아이템 45.6%, 광고 29.8%, 게임미디어 14.7%, 오픈 TV 9.9%였다. 아프리카의 수익모델은 다른 인터넷 방송 사이트나 동영상 사이트의

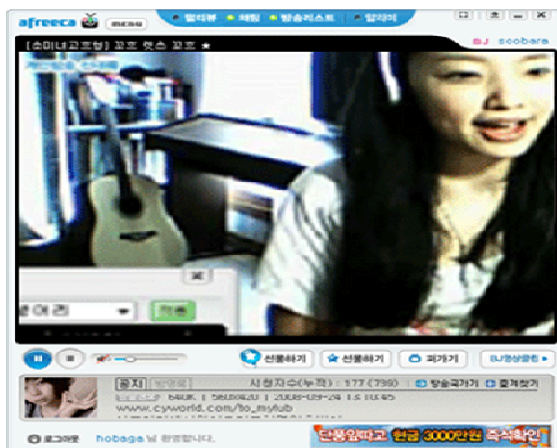


수익 모델보다 더 다양하다. 2000년대 초반부터 UCC열풍이 불면서 유튜브를 시작으로 전 세계에 수 많은 동영상 사이트들이 등장했고, 현재 국내에도 판도라TV, 다음팟 TV, 곰TV, 엠엔캐스트 등 많은 동영상 사이트들, 난장TV, 사자TV 등의 인터넷 방송 사이트가 존재한다. 하지만 동영상, 인터넷 방송 사이트들은 광고를 통해서만 수익을 창출해 내고 있기 때문에 사업을 영위해 나가는데 어려움을 겪고 있다. 이에 반해, 동사는 수익성 개선을 위해 아이템 판매를 시작했고, 게임 업체와의 제휴를 통해 게임TV를 출범 하는 등의 노력을 기울였으며, 이 같은 노력으로 2008년 4분기에 처음으로 손익분기점 돌파, 흑자 전환에 성공했다.

아이템으로는 퀘뷰, 골드, 별풍선이 있으며, BJ는 아이템을 다시 현금으로 환전 할 수 있다.

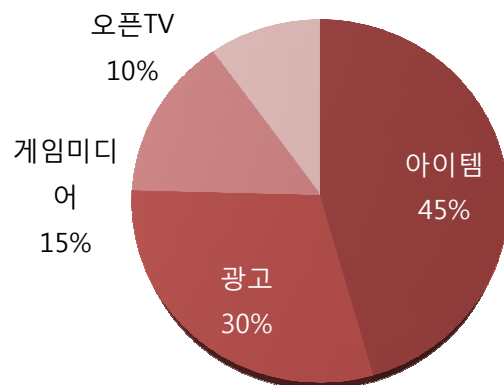
가장 많은 매출 비중을 차지하고 있는 아이템은 현재 '퀘뷰, 골드, 별풍선' 3가지 종류가 있다. '퀘뷰' 아이템을 구매하게 되면 제한 인원이 모두 찬 방에도 입장이 가능하고, 여러 방송을 한번에 볼 수 있는 멀티뷰 기능을 지원 받으며, 방 입장도 빠르게 할 수 있다. 아이템 가격은 30일 이용권(3900원)부터 365일 이용권(47,450원)까지 이용하는 일수에 따라 이용권 간 차이가 있다. '골드'아이템은 시청자에게 shout! 보드에 메시지를 보낼 수 있는 기능을 부여하고, 특정 BJ(Broadcasting Jockey)의 팬이 된 시청자가 BJ에게 팬레터를 쓸 수 있도록 해준다. 이는 개당 100원에 판매되고 있다. 그리고 시청자는 '별풍선'아이템을 개당 100원에 구매하여 자신이 선호하는 BJ에게 별풍선을 쓸 수 있다. 별풍선을 많이 쓰면 팬클럽 회원이 될 수 있으며, BJ게시판 사용 권한을 부여 받게 된다. 팬클럽 중 열혈팬 Top5는 해당 BJ방송에 인원이 가득 차더라도 입장이 가능하다. BJ는 받은 별풍선을 현금으로 환전할 수 있고, 이때 일반 별풍선은 개당 80원, 베스트 별풍선은 개당 60원으로 계산하여 환전 신청한 별풍선 개수 × 80원(60원) 만큼 현금으로 돌려받는다. 따라서 아프리카는 환전을 해주는 과정에서 개당 20원 혹은 40원씩 환전 신청한 별풍선 만큼 수수료로 이익을 낼 수 있다.

그림 19. BJ의 방송 모습



자료: 아프리카tv 매체소개서

그림 20. 아프리카 tv 의 수익모델 매출비중



자료: Research 3 Team ,

아프리카 tv는 팬덤을 통해 꾸준한 아이템 판매를 이어가고 있다.

아이템이 꾸준하게 판매 될 수 있도록 해주는 힘은 팬덤(Fandom)이라고 볼 수 있다. 아프리카를 통해 수 많은 BJ들이 Live로 방송을 할 수 있고, 시청자들은 자신이 원하는 방송을 골라볼 수 있으며, 자신이 좋아하는 방송 BJ의 팬으로 자리잡기도 한다. 아프리카의 팬덤은 1인당 체류시간, 방문회수가 2월 평균 53.67분, 9.54회라는 수치에서 짐작할 수 있다. 이 수치는 아프리카보다 순 방문자 수가 더 많은 다음팟 tv, 판도라tv의 방문횟수와 체류시간인 3.78회, 31.44분, 3.35회, 51.89분보다 높은 수치이다. 개인 Live 방송이라는 차별화를 통해 팬덤을 이끌어 냈으며 이를 기반으로 아이템 판매 시스템을 구축해 낸 나우콤의 전략은 마땅한 수익모델을 찾지 못하고 주춤하던 동영상 사이트들 사이에서 빛날 수 있었던 전략이었다고 볼 수 있다. 또한 Live방송은 GRID기술을 이용하고 있어 네트워크 비용도 절감하고 있으며, 불규칙한 트래픽 문제도 해결했다.

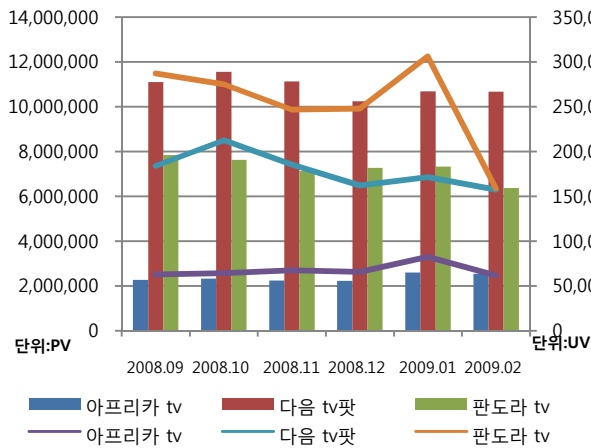
페이지뷰, 순 방문자 수 순위는 동영상 사이트 중 3위이고, 개인 인터넷방송사이트 중 1위이다.

이처럼 동사의 영업과 기술적 우위는 타 업체와의 경쟁에서도 큰 힘이 된다. 여타 동영상 사이트(다음팟 tv, 판도라 tv, 엠군, 싸이월드 동영상 등)를 경쟁사로 여기고 페이지 뷰, 순 방문자수의 순위를 비교해 본다면, 다음팟 tv가 1위(157,569,000, 10UV, 673,968명), 판도라 tv(159,120,000UV, 6,367,344명)가 2위이고 아프리카가(55,440,000, 2,537,007명) 3위이다.(2009년 2월 기준) 아프리카는 주로 Live 방송을 하고 있고, 아프리카 사이트를 통해서만 채널을 검색 할 수 있는데 비해 판도라tv, 다음팟 tv, 엠군 등은 한번 영상을 업로드 하면 시청자가 포털 사이트에서 검색해 영상을 볼 수 있다. 이처럼 아프리카는 여타 동영상 사이트와는 성격이 다르며, 이 점을 감안 했을 때 3위를 기록한 것도 훌륭한 성적이라고 볼 수 있다. 그렇다면 경쟁사를 인터넷방송들로 여기고 비교를 해본다면 어떠할까? 다음팟 라이브도 개인 방송은 아니더라도 생중계를 하고 있지만 350,708명, 1,552,000UV의 낮은 수치를 나타내고 있다. 난장TV, 사자TV 역시 순 방문자가 2만여 명밖에 되지 않아 아프리카는 독보적으로 1위를 점하고 있다.

페이지 뷰는 광고수익과 밀접한 관련이 있다.

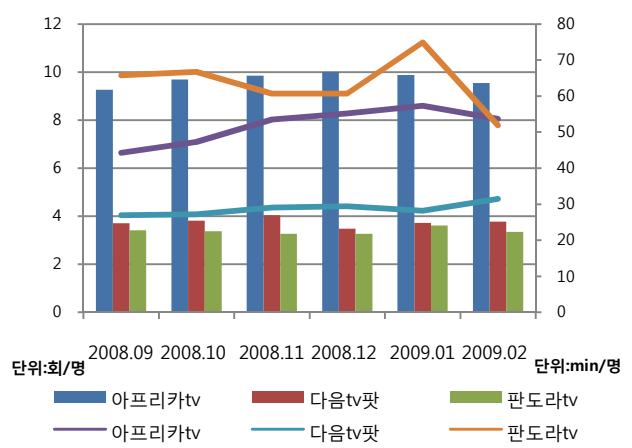
경쟁사 비교에서 페이지 뷰, 동시 접속자, 순 방문자 등이 중요한 이유는 이 요소를 통해 한 사이트의 사용자 행태를 분석할 수 있고 광고 수익을 측정 할 수 있기 때문이다. 페이지 뷰가 증가하면 광고수익도 증가하므로, 페이지뷰, 동시 접속자 수가 많은 아프리카는 그 만큼 광고수익이 크다. 더욱이 2008년에는 여러 가지 이슈로 동시접속자가 크게 늘어남에 따라 매출액도 급증했다.

그림 21. 사이트 별 페이지 뷰, 순방문자 수 추이



자료: Research 3 Team

그림 22. 사이트 별 인당 방문자수, 체류시간



자료: Research 3 Team

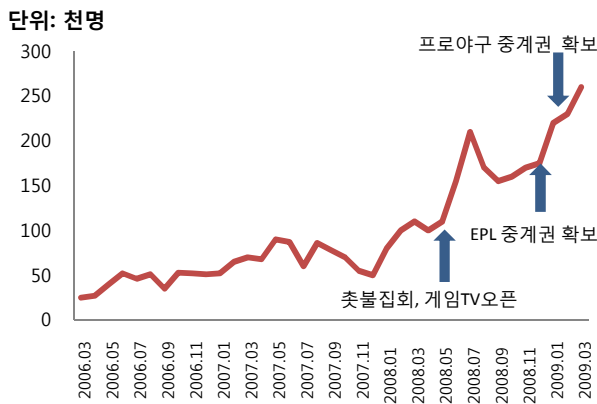
축볼집회, 게임tv오픈, EPL, 게임 중계권 확보로 동시접속자가 크게 늘어났다.

2008년 5월-7월에는 대규모 축볼집회가 열렸으며, 동사가 게임TV를 오픈 했다. 게임 커뮤니티 사이트인 파이터포럼과 지분출자(지분율 35%, 수익은 50%씩 분배)와 제휴를 통해 인터넷 게임미디어 '아프리카 게임TV를 출범했고, 이는 동사의 새로운 수익모델이 되었다. 5월 이후로 온게임넷과 MBC게임 스타프로리그, MSL, 카트라이더 등의 중계권을 확보하면서 게임마니아들을 확보할 수 있었다. 또한 축볼시위가 아프리카를 통해 생중계되면서 소송 등의 문제가 발생하기도 했지만, Live tv라는 동사만의 장점을 더 많은 네티즌들에게 알릴 수 있었으며, 홍보 효과를 통해 동시 접속자가 급증 할 수 있었다. 2009년 1,2월에는 EPL중계권과 프로야구 중계권을 확보하면서 또 한번의 동시 접속자 수의 급증이 가능했다. 국내 축구팬들은 박지성이 진출 해 있는 프리미어리그에 관심이 많았지만 위성 tv를 볼 수 없는 축구팬의 경우에는 EPL을 보기가 어려웠다. 기존에도 중계 방송을 하는 BJ도 있었으나 저작권 문제로 방 개설에 제한을 받아왔다. 하지만 중계권 확보 이후에는 방 개설에 어떠한 제한도 없었기 때문에 접속자수가 크게 늘어날 수 있었다. 또한 WBC의 큰 관심이 프로야구로 이어질 것으로 보이는 상황에서 동사가 프로야구 중계권 확보를 한 것은 의미가 있다. TV에서 중계하는 경기는 물론 중계를 하지 않는 경기도 구단이나 개인의 중계로 볼 수 있어서 향후 동시 접속자는 더 늘어날 것으로 예상된다.

저작권 문제만 원만하게 해결 된다면 향후 몇 년간은 성장세를 이어갈 것으로 보인다.

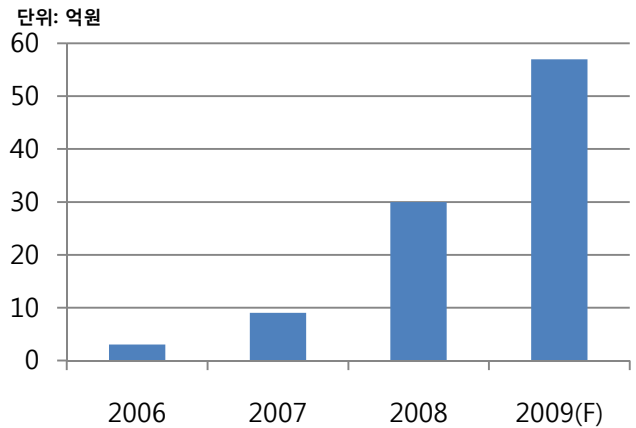
이처럼 동사는 동시 접속자 증가(2003년 3월 기준 25만 명), 광고수익 증가, 매출액 증가의 선순환이 이어오면서 2007년 9억원 에서 2008년 30.4억 원으로 매출액이 237% 증가했다. 또한 동사는 판권업체 등 여러 업체들과의 제휴를 맺고 있기도 해 지상파와의 저작권 문제만 원만하게 해결이 된다면 아프리카 사업부문은 향후 몇 년간은 급격한 성장을 하면서 아프리카의 성장이 동사의 실적을 견인하는데 일조할 것으로 보인다.

그림 23. 동시 접속자 추이



자료: Research 3 Team, 나무콤

그림 24. 아프리카 tv 매출액 증가 추이



자료: Research 3 Team,

5) CDN 부문

당사는 2007년 9월 12일 3세대 CDN(constant delivery network)서비스를 공식 발표하면서 그동안 독점적 지위를 누리던 기존 CDN 시장에 뛰어 들었다. CDN이란 온라인 동영상이나 음악 스트리밍·파일 다운로드 등 대용량 파일을 전송할 때 이용자가 몰려 전송 속도가 떨어지면 인터넷의 주요 지점에 서버를 분산해 배치하고 인터넷 이용자로부터 가장 가까운 최적의 경로로 최신의 콘텐츠를 전송하는 기술을 말한다.

CDN시장은 인터넷에서 오가는 정보량이 커짐에 따라 향후 성장은 계속 될것이라 판단된다.

CDN 시장은 1998년에 새롭게 나타난 시장이다. 세계 1위 CDN 업체인 미국 아카미가 설립된 것이 1998년이다. 국내에서는 초고속 인터넷이 보급되고 인터넷 서비스가 잇달아 등장하던 2000년을 전후해 국내에도 CDN 업체가 생겨나기 시작하였다. 지금은 2000년 데이콤 등의 투자를 받은 CDN 전문 업체 씨디네트웍스가 설립된 것을 비롯해 GS네오텍, 효성ITX 등이 CDN 시장에 진입하였다. 최근 몇년간 국내 CDN 시장은 매년 100% 수준의 성장세를 보이고 2007년 시장 규모는 1000억 원 이상 수준이다. 또한 앞으로도 CDN 시장은 인터넷에서 오가는 정보가 많아지고 데이터 용량 또한 기하급수적으로 커지고 있어 향후의 성장은 계속될 것이라 판단한다.

당사는 CDN사업 진출로 매출 구성 비율 다변화를 달성하였다.

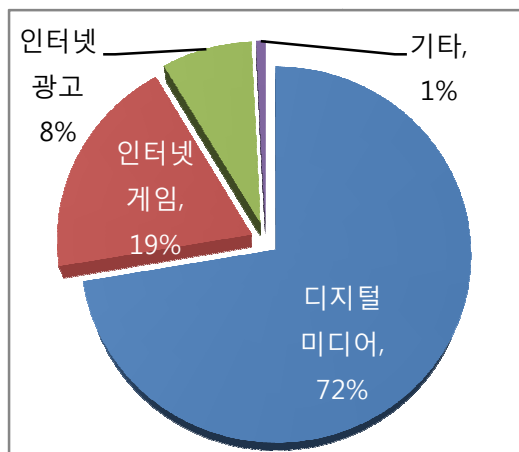
당사는 CDN 사업에 처음 진입하여 첫해에 35억의 매출을 올렸다. 당사의 총매출액인 608억에서 비교해 본다면 큰 비중은 아니다. 하지만 여기에서 본 리서치

3 팀은 크게 두가지 면의 긍정적 측면을 찾을 수 있었다. 먼저 전 인터넷 사업부
문에서의 매출 구성 비율이 다변화 되었다는 것이다. CDN 사업에 진출하기 전
2007년에는 인터넷 매출액 구성 비율을 보면 디지털 미디어 부분이 72%로 인터
넷 게임 19%와 함께 거의 대부분의 매출을 차지 하였다. 그에 반하여 2008년 인
터넷 사업 부분의 매출액 구성 비율은 디지털 미디어 52%, 인터넷 게임 32%,
CDN 10%등 매출 부분이 다변화 되었다.

당사는 CDN사업 진출
로 게임 분야에서 사
업을 계속 확장하고
있다.

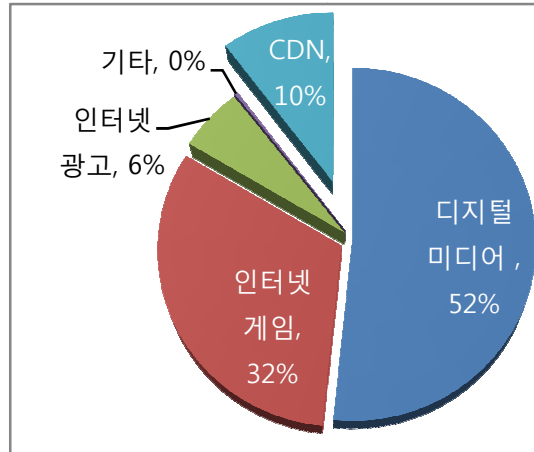
두번째는 CDN 사업 진출 이후 게임분야에서 빠르게 자리를 잡아 왔다는 것이
다. 헬게이트:런던(한빛소프트), 아이온(엔씨소프트) 을 포함해 거상(에이케이인터랙
티브), 다크에덴(소프트엔터테인먼트), 타르타로 온라인(위메이드 엔터테인먼트)
등 지난해 말까지 40 여 개 게임사에 당사의 CDN 을 공급했다고 밝혔다. 그 뿐만
이 아니라 한빛 소프트에 예정작 <오디션 잉글리쉬> 및 <에이카 온라인> 모두
당사의 CDN 을 선택하였다.

그림 25. 매출 구성 비율(CDN 사업진출 전)



자료: Research 3 Team, 나우콤

그림 26. 매출 구성 비율(CDN 사업진출 후)



자료: Research 3 Team, 나우콤

3. M&A 를 통한 안정성과 수익성 추구

2007년 구 나우콤과
(주) 윈스 테크넷이 합
병하여 당사가 설립되
었다.

당사는 2007년 M&A 이슈를 가지고 있었다. 당시의 절차는 다음과 같았다.
2007년 10월 10일 (주)윈스 테크넷이 (주)나우콤(구 나우콤)을 흡수 합병 한다는 합
병신고서를 제출 하고 12월 31일 합병 하였다. 합병 기일 피합병회사(구 나우콤)
주주명부에 등재된 주주에 대해서 해당 주주가 소유한 보통주식 1주당 합병회사

(주)원스테크넷의 보통주식 1.1740398 주를 배정 교부 함으로 4,249,905 주를 발행하게 되었다. 이번 M&A 로 사업다각화에 의한 경영효율성 증대 및 재무구조 개선을 통해 주주 가치를 극대화 할 수 있는 발판을 마련하였고 본격적인 시너지 효과를 기대해 볼 수 있다 하겠다.

기존 원스테크넷의 사업부에서는 보안 솔루션 사업을 통해 안정적인 수익 창출을 기대하고 있고 또한 구 나우콤의 인터넷 서비스 사업부문에서 급 성장하고 있는 아프리카, CDN 등의 사업부문에서 성장성을 가늠해 볼 수 있다.

지난 2월 엔씨소프트는 당사의 주식을 공개 인수하여 시너지 효과를 낼 충분한 가능성을 가지고 있다.

이외에 지난 2 월 엔씨소프트는 당사의 주식을 공개 인수 하여 2 대 주주가 되었다. 엔씨 소프트는 금번 지분투자의 목적을 단순 투자 목적이라고 언급하였으나 게임 업계에서는 당사와 엔씨소프트가 게임 산업 및 CDN 분야에서 시너지 효과를 낼 가능성을 충분히 하고 있어 주목된다. 당사의 신규사업인 CDN 서비스와 관련 게임사업이 가장 큰 사용자라는 점, 게임 방송을 통해 국내 대표적인 UCC 로 부각되는 '아프리카'의 적용 확대 가능성, 당사가 해외로 서비스 확대 추진 중인 캐주얼 게임인 '테일즈런너'의 엔씨소프트의 글로벌 네트워크 망을 활용한 제휴 가능성 등이 있다.

4. Valuation

밸류에이션은 절대적 평가 방법을 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다. 나우콤은 IT 산업에 있으므로 밸류에이션 가정에 있어 최대한 보수적으로 접근 하는 것을 원칙으로 하였다.

● 절대적 가치 평가

영구 성장률, 한국시장 프리미엄, 한계조달금리, 3년 만기 국고채

세계적인 경기 침체 및 금융위기와 한국의 GDP 성장률이 실제로 마이너스로 진입한 것을 감안 하여 영구성장률은 보수적으로 보아 0%로 설정하였다. 한국 시장 프리미엄은 1987년부터 2008년까지 21년간 지수수익률의 기하평균인 6.38%로 도출되었으나 한국시장에 대한 기본 프리미엄을 4%를 추가적으로 적용하여 10.38%로 적용하였다. 한계 조달금리 설정은 기업 신용도에서 BBB+를 받았으나



얼마 전 M&A 를 완료 하였고 IT 기업임을 감안해 3 년 만기 BBB- 회사채의 조달 금리인 12.06%로 설정하였다. 이는 투자할 수 있는 적격 회사채 중 가장 낮은 등급인 BBB-를 적용한 것이다. 3 년 만기 국고채 금리는 한국은행이 발표한 4 월 2 일의 수익률인 3.87%를 적용하였다.

● **영업 이익률**

동사는 2007 년 12 월 31 일에 합병을 완료 하여 2008 년부터 인터넷사업부와 보안사업부가 합쳐진 재무제표를 제공하고 있으므로 두 회사로 나누어져 있을 때의 각각의 영업이익을 고려하여 연도별 예상 영업이익률을 적용하였다. 보안사업부의 경우 2009 년 정부차원의 신규 수주 증가와 수익성 강화 등의 노력으로 다소 상승한 뒤 점차적으로 감소할 것으로 예상되며, 인터넷사업부의 경우 웹스토리지 사업부문의 수익성 악화로 급감한뒤 점차적으로 개선될 것으로 예상 된다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
영업이익률	14.39%	12.53%	11.95%	12.36%	12.42%	12.47%
영업이익률-보안	17.74%	18.00%	17.50%	17.00%	16.50%	16.00%
영업이익률-인터넷	11.66%	8.00%	7.00%	8.00%	8.50%	9.00%

● **매출액 성장률**

동사의 매출액은 꾸준한 성장세에 있으나 웹 스토리지부문의 매출 급감과 각 사업부문의 매출액 성장을 고려하여 아래와 같이 설정 하였다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	60,829,631	66,456,372	73,340,765	78,523,906	81,482,180	84,636,764
매출액성장률(보안)		15.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(보안)	26,156,741	30,080,253	34,592,290	38,051,519	39,954,095	41,951,800
매출액성장률(게임)		30.0%	20.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(게임)	10,949,334	14,234,134	17,080,960	18,789,056	19,728,509	20,714,935
매출액성장률(웹하드)		-20.0%	-15.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
매출액(웹하드)	15,815,704	12,652,563	10,754,679	9,679,211	9,195,250	8,735,488
매출액성장률(Afreeca)		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(Afreeca)	4,407,852	5,289,422	6,082,836	6,691,119	7,025,675	7,376,959
매출액성장률(CDN)		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(CDN)	3,500,000	4,200,000	4,830,000	5,313,000	5,578,650	5,857,583
가중평균성장률		19.8%	16.7%	10.0%	5.0%	5.0%
예상 EBIT	8,753,742	8,324,535	8,766,044	9,706,549	10,122,313	10,553,935
NOPLAT	6,346,463	6,218,428	6,837,514	7,571,108	7,895,404	8,232,069
(+)유, 무형자산 상각비	5,073,877	4,222,873	4,660,332	4,989,687	5,177,667	5,378,120
총현금유입	11,420,340	8,441,301	9,497,847	10,560,796	11,073,071	11,610,189
소송으로인한 현금유출		(2,000,000)	(2,000,000)	(2,000,000)	(2,000,000)	(2,000,000)

WACC	9.74%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2 단계)	23.83%
FCFF 추정(2 단계)	8,232,069
Terminal Value	84,528,074
현재가치의 합	2,930,112
PV of TV	53,112,750
현금 + 시장성유가증권	11,089,784
비영업용자산	2,514,335
Value of the Firm	69,646,981
(-)Value of the Debt	5,491,315
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	64,155,666
발행주식수	16,933,869
희석주식수	
목표주가	₩ 3,789
현재주가	₩ 3,120
기대수익률	21%

자기자본비용	8.67%	
1년치일별베타	0.65061	
한국시장프리미엄	7.38%	
3년만기국채수익률(연평균)	3.87%	
WACC	9.74%	
차입금가치(이자발생부채)	5,491,315	
주주지분가치(시가총액)	52,833,671	
한계조달금리	12.06%	
구분	수치	비고
1987년 평균지수	417.6	한국 증권 거래소 홈페이지
2008년 평균지수	1529.5	
시장프리미엄	7.38%	21년간 지수수익률의 기하평균 및 한국 시장 알파

따라서 본 리서치 3 팀은 동사에 대해서 안전마진 21%로 Buy 를 제시한다.

5. Appendix

요약재무제표

구분	제 13 기	제 12 기	제 11 기	제 10 기	제 9 기
[유동자산]	88,090,788,492	87,460,811,177	18,840,089,997	19,040,609,539	8,282,647,756
· 당좌자산	84,789,998,811	85,584,921,218	15,716,288,728	12,989,408,528	7,878,837,888
· 채고자산	3,240,789,681	1,885,889,961	928,806,271	671,108,018	406,709,869
[비유동자산]	25,917,644,802	25,880,822,201	4,341,161,852	4,189,249,758	4,108,036,961
· 무자자산	2,614,336,406	3,436,278,059	161,249,489	482,686,250	924,196,291
· 유형자산	6,868,464,540	6,090,126,897	1,048,510,890	758,898,684	782,161,886
· 무형자산	14,212,814,857	18,723,088,246	2,730,788,033	2,691,620,972	2,129,788,305
· 기타비유동자산	2,387,429,600	2,182,389,000	406,639,000	838,666,000	816,941,000
자산총계	88,948,827,794	82,881,138,378	20,981,201,849	17,209,769,296	12,886,683,718
[유동부채]	20,922,668,887	18,267,716,182	4,807,466,058	2,674,636,456	2,170,839,698
[비유동부채]	268,068,906	3,987,651,506	1,102,798,282	1,168,869,829	116,140,889
부채총계	21,190,702,793	19,845,397,687	5,710,248,320	3,828,006,284	2,286,980,587
[자본금]	8,488,934,500	8,488,934,500	3,461,500,000	3,461,500,000	2,386,200,000
[자본잉여금]	27,448,496,892	27,448,496,892	5,633,290,367	5,633,369,407	5,018,918,853
[자본조정]	-3,890,266,666	-1,124,048,388	-	-580,320	-487,710,906
[기타포괄손익누계액]	-1,847,718,236	12,266,644	19,016,973	63,716,146	-1,610,582
[이익잉여금]	12,086,167,899	8,887,092,341	8,267,147,189	4,833,748,779	3,189,808,468
자본총계	42,767,626,001	48,186,736,691	15,270,963,529	13,381,764,011	10,099,803,664
매출액	60,829,631,119	21,811,962,429	17,088,129,276	12,908,897,608	9,167,846,247
영업이익	8,768,742,088	3,878,497,297	3,018,889,060	1,778,166,794	658,338,608
계속사업이익	4,882,278,658	2,466,096,152	2,278,638,010	1,417,462,291	601,460,097
당기순이익	4,882,278,658	2,466,096,152	2,278,638,010	1,417,462,291	601,460,097