

### 온라인 게임 퍼블리셔의 대표주자로 거듭나다

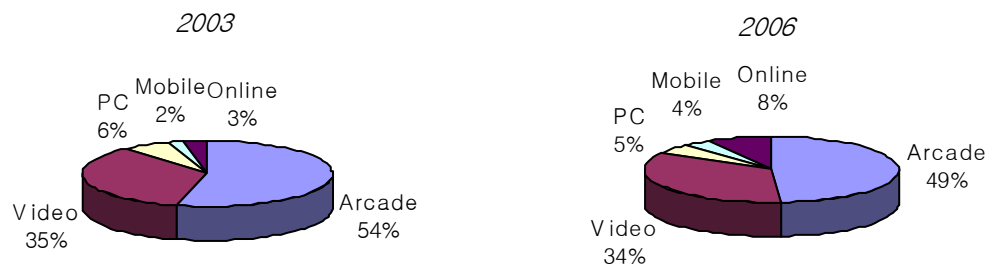
기업분석 : 비내린후(cinemu@naver.com)

#### I. 온라인 게임 업계동향

세계 온라인 게임 시장은 전체 게임 시장에서는 매우 미약한 시장을 확보 하고 있다. 전체 게임시장중 5%정도만을 잠식하고 있을 뿐이고, 사실상 세계 게임시장은 게임센터의 아케이드 게임과 플레이스테이션류의 비디오 게임이 장악하고 있다. 다만, 주목해 볼 것은 온라인 게임시장의 성장성이다.

#### World Game Market Share by Platform

---



2003년 전체 게임시장의 3%만을 장악하던 온라인게임시장은 2006년 8%까지 늘어날 전망이다, 이기간 연평균 성장률은 45.8%에 달한다. 향후, 세계 게임시장은 PC게임시장의 축소와 비디오 및 아케이드 시장의 정체내지는 소폭 상승, 그리고 온라인게임과 모바일게임시장의 꾸준한 성장이 가능할 전망이다.

세계 온라인 게임 시장은 2003년 20억달러에서 2006년 62억달러 규모로, 빠르게 성장할 것으로 예상되고, 2003년 시장점유율 30%가량을 형성했던 국내시장의 비중은 점차 축소되어 2006년 23%정도의 비중을 차지할 것으로 보인다.

전세계 온라인게임 시장의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 단일시장으로는 한국과 미국이며, 지역적으로는 아시아 시장이 가장 큰 시장을 형성하고 있다. 향후 아시아 지역과 그외 지역의 점유비중이 대략 5:5로 유지될 것으로 예상되며, 아시아 지역중에서는 중국시장의 성장

잠재력이 매우 큰 상태이다. 그리고, 세계 1위의 게임시장을 형성하고 있는 일본에서의 온라인 게임 비중이 높아감에 따라, 일본 시장의 잠재 성장성도 높을 것으로 예상된다.

**온라인게임 지역별 세계시장 점유비중**

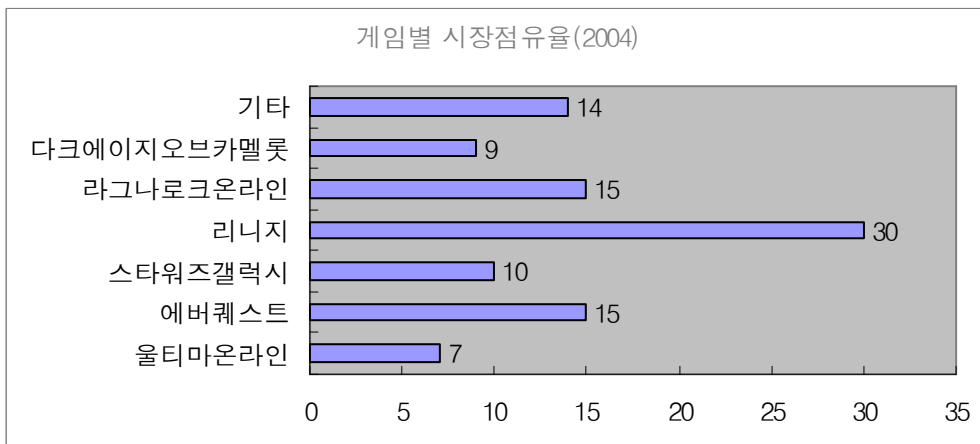
(단위 : \$ 100 mil)

	2003	2004	2005	2006
- US	4.7	8.7	14.2	19.6
- Europe	3.5	6.1	9.2	12.9
- Asia (Korea)	12.0	17.5	23.4	29.7
Online Game	6.3	9.1	11.9	14.2
	20.0	32.3	46.6	62.0

(자료 : KGDI)

온라인 게임의 성장은 초고속 인터넷망의 보급률과 깊은 연관성을 가지고 있는데, 아시아 국가들의 초고속 인터넷 보급률이 유럽이나 다른 대륙 국가들의 보급률을 훨씬 능가한다는 사실이, 아시아 국가들의 온라인 게임점유율이 높은 이유가 될 수 있다. 국내의 경우 초고속 인터넷의 보급률이 70%정도이며, 온라인게임의 시장점유율이 60%를 넘는다는 것을 본다면, 향후 미국이나 유럽등지의 국가들의 초고속 인터넷 보급상황에 따라, 온라인 게임의 성장도 같이 이루어질 것이라 예상된다. 결국, 인프라의 구축이 세계 온라인 게임시장의 성장에 결정적인 영향을 미칠 것이라 보여진다.

게임별로 보면, 2004년 6월 기준으로, 리니지(I, II)의 세계시장 점유율이 30%정도이며, 그 다음으로 라그나로크 온라인(15%)과 에버퀘스트(15%)이다. 국내게임의 세계시장 점유율이 리니지와 라그나로크온라인 만으로 45%점유를 보이고 있는데, 한국이 세계 온라인 시장을 석권하는데, 위의 3게임이 대단한 역할을 한 것을 알 수 있다.



(자료 : KGDI)

다만, 2005년 현재, 뒤늦게 뛰어든 외국의 대형 게임사들이 잇달아 대작을 내놓고 있는상황 이고, 국내 게임과 해외 게임의 경쟁이 국내 및 해외에서 빠르게 전개되고 있다. MMORPG 분야를 보면, 미국시장에서는 시장 점유율 길드워 1위, WOW 2위의 구도이고, 국내에서는 리니지 1,2가 여전히 독보적인 가운데, WOW가 3위권을 형성하고 있다. 그리고, 미국게임업체들의 경우 미국 및 유럽 시장 점유율이 높고, 국내 게임업체들의 경우 국내 및 아시아 시장의 점유율이 매우 높은 특성이 있는데, 이는 어느정도의 동양과 서양의 문화적 차이에 기인한 것이라 생각된다.

### **국내 온라인 게임 시장동향**

국내 온라인 게임시장을 보면, 이미 게임시장에서의 온라인게임 비중이 60%를 넘어섰기 때문에, 더 이상 예전 같은 폭발적인 성장은 힘들 것으로 예상이 되고, 안정화 단계에 접어들었다고 볼 수 있다. 최근의 경향은 카트라이더로 대변되는 캐주얼 게임의 강세인데, 2005년 현재, MMORPG와 캐주얼게임( 웹보드게임- 고스톱류, FPS - 슈팅게임, 스포츠, 레이싱..)의 비중이 6:4정도로 유지되고 있고, 앞으로도 이 구도는 지속 유지될 것으로 보인다. 2003년 까지 캐주얼게임은 한게임으로 대표되는 웹보드게임들이 성장을 이끌었다면, 현재 및 향후에는 스포츠 , 레이싱 및 FPS등이 성장을 견인하게 될 것이다.

### **국내는 온라인 게임의 춘추전국시대**

국내 시장의 경우, 2005년부터 본격적으로 경쟁구도에 진입하여, 한정된 시장을 기반으로 많은 대작게임들의 경연장이 될 전망이다. 2005년 출시될 기대작으로는, 현재 클로уз 베타테스트를 실시하고 있는, 소니온라인엔터테인먼트의 에버퀘스트II, 넥슨의 제라, 6월 클로уз 베타예정인 한빛소프트의 그라나도 에스파다, 웹젠의 차기작 SUN, 네오위즈의 야심작 XL레이스와 요구르팅, 엔씨소프트의 시티오브히어로등이 있다. 단순히 국내만으로 보면, 엄청난 제작비가 들어간 게임들이기 때문에, 이러한 경쟁구도라면 국내시장에서는 흥행에 실패할 경우, 업체에 따라 상당한 타격을 받을 수 있겠지만, 위의 게임들이 대부분 해외시장 수출 실적이 또한 매우 우수할 것이기 때문에, 국내시장 상황만으로 게임의 성패여부를 판단하기는 설부르고, 국내와 해외실적을 모두 판단해서 게임의 성패를 판단해야 할 것이다.

## II. 2005년은 본격 턴어라운드의 해

전년도 재고자산 상각과 개발비 상각으로 대규모 적자실현 → 추가리스크 축소  
 팡야와 신야구 그라나도 에스파다로 이어지는 게임라인업 → 수익성 대폭 향상  
 직접개발 비중을 줄이고 퍼블리싱으로 → 개발 리스크의 감소  
 2006년은 그라나도 에스파다, 2007년은 헬게이트 → 향후 3년간 성장의 핵심 원동력  
 2001~2004년 지속적인 매출하락이 2005년부터 반전 상승세로 전환  
 온라인 게임 부분은 2004년부터 2007년까지 연평균 100%이상의 성장 기대됨

### 1. PC게임 업체에서 온라인 게임업체로의 성공적인 전환

2005년은 한빛소프트에 있어 매우 의미있는 한 해가 될 것이다. 지난 2003년, 2004년 기존 PC게임 퍼블리셔에서 수익성이 좋은 온라인 게임 업체로 거듭나려는 준비를 꾸준히 해 왔고, 그 과정에서 많은 시행착오도 있었지만, 2005년 부터는 어느정도의 결과가 가시화 될 것으로 보인다. 핵심은, 한빛소프트의 차기 게임 라인업이다. 올 하반기 최대 기대작 그라나도 에스파다가 6월 클로즈베타를 시작으로 연말 상용화에 들어갈 예정이고, 현재 스프링 캠프를 진행중인 신야구, 스팀핑크라는 이색장르에 도전하고 있는 네오스팀의 세가지 게임이 올해 상용화를 시작으로 한빛소프트의 성장을 견인할 것이다. 그리고, 한빛소프트의 또하나의 기대작 헬게이트가 내년 연말 상용화를 목표로 개발중에 있다.

한빛소프트의 매출구조를 보면 2003년까지는 PC게임의 비중이 제일 높았지만, 2004년부터 워드, 서프, 탄트라, 팡야등의 온라인게임을 서비스하면서, 온라인게임의 비중이 높아지기 시작하였다. 본격적인 온라인게임 매출성장은 2004년 팡야의 성공적인 시장진입을 시작으로, 2005년부터 본격적으로 성장을 할 것으로 전망된다. 온라인게임 부분만, 2004~2007년까지 2004년 107억 매출을 기준으로 연평균 100%이상의 성장이 기대된다.

한빛소프트 매출구조

( 단위 :억 )

	2001	2002	2003	2004	2005
온라인게임			55	100	340
(%)			(13.7)	(33.7)	(63)
PC게임	719	453	184	120	80
(%)	(84.9)	(75.6)	(45.8)	(38.6)	(16)
캐릭터,기타	109	130	163	90	110
(%)	(15.1)	(24.4)	(40.6)	(27.8)	(21)
Total	827	583	402	310	530

<자료: 한빛소프트, 비내린후 추정>

## 2. 비즈니스 모델은 직접 개발보다는 퍼블리싱으로

한빛소프트는 2004년, 직접 제작한 대작 게임 탄트라가 시장에서 참패함으로써 대규모의 개발비 손실을 감수 해야 했다. 현재는, 포트리스를 개발했던 개발진들이 네오스팀을 자체 개발하고 상용화를 앞두고 있는데, 대부분의 서비스 게임들은 퍼블리싱에 주력하고 있다. 퍼블리싱을 할 경우, 개발사와 퍼블리셔가 이익분을 나누어 가져야 하는점은 퍼블리셔에 불리하다 볼 수 있으나, 자체 개발에 비해, 게임이 실패할 경우 감내해야 할 리스크가 줄어든다는 장점이 있다. 핵심은, 한빛소프트의 의사 결정권자들의 게임을 보는 눈이다. 장차 성공할 가능성이 높은 게임을 발굴하는 능력이 곧 퍼블리셔의 향후 수익성을 좌우한다 볼 수 있겠다. 팡야의 경우 계약금 7억과 수익배분을 퍼블리셔와 개발사의 비율을 6:4로 가져가는 런닝로얄티 계약을 맺어, 성공적인 게임으로 평가받고 있다. 작년 월평균 10억원 이상의 매출을 올려, 한달 매출만으로도 계약금을 모두 환수할 수 있었다.

한빛소프트의 경우 보통 퍼블리셔인 한빛소프트와 개발사의 이익분배비율은 60:40정도로 구성되어 있다. 즉, 게임 전체 매출의 60%는 한빛소프트의 매출로 계상되어 지는 것이다.

### 한빛소프트의 개발사 라인업(퍼블리싱)

#### 자회사

개발사	서비스게임	지분율
Joy Impact	위드	76%
IMC Games	그라나도 에스파다	40%

#### 협력사

개발사	서비스게임
IO Entertainment	서바이벌 프로젝트
Ntreev Soft	팡야
Neople	신야구
Flagship Studio	헬 게이트

### III. 성장의 기폭제가 될 게임 라인업

#### 1. 그라나도 에스파다



#### **턴어라운드**의 핵심은 **그라나도 에스파다**

상용화후 월평균 30억의 매출 기대

영업이익률은 45~50%선 예상

중국의 게임나우와 계약금 600만불, 런닝로

열티 32%계약체결

일본 HUE(한빛소프트 자회사)와 계약금 1억

5000만원, 런닝로열티 35% 계약체결

2006년 본격 유료 서비스 시작

그라나도 에스파다를 논할 때 빼놓을 수 없는 것이 김학규PD를 선두로한 라그나로크 개발진이다. 전세계 37개국에 서비스되며, 리니지에 필적할 만한 유일한 게임으로, 해외시장에서 만큼은 리니지의 실적을 능가하는 라그나로크의 개발진이 제작한다는 이유만으로도 상당한 주목을 받고 있는 게임이다. 이 한게임만으로 개발사인 그라비티는 나스닥에, 일본 퍼블리셔인 경호온라인은 자스닥에 등록을 할 수 있었다. 특히, 일본에서는 라그나로크의 인기가 절대적이어서, 경호온라인 매출의 98%를 라그나로크가 차지하고 있고, 경호온라인의 경우 자스닥에서의 시가총액이 2조원을 상회한다. 현재, 일본에서의 서비스를 위해, 한빛소프트의 자회사인 HUE와 계약금 15억에 35%의 런닝로열티 계약을 체결한 상태이다.

그라나도 에스파다는 하반기 최대 기대작으로 여러 게임잡지에서, 1위로 뽑혔고, 일본에서의 경우, 그라나도 에스파다의 기대감은 여타 게임에 비해, 절대적이라 볼 수 있는데, 클로우드 베타서비스를 하기도 전인 현재 200여개의 동호회가 활동중인 것으로 추산된다.

중국의 게임나우 같은 경우, 게임이 개발중이던, 2004년 9월 600만불의 계약금과 32%의 런닝로열티 계약을 체결했다.

한빛소프트는 그라나도 에스파다의 제작을 위해 40%의 지분을 가지고 있는 IMC게임즈에 45억의 개발비를 전액 투자했고, 향후 마케팅 비용이 추가로 들어갈 것으로 예상된다. IMC 게임즈와의 이익배분은 한빛소프트와 IMC가 6:4이며, IMC가 벌어들인 수익의 40%는 지분율에 따라, 다시 한빛소프트 이익으로 계산되어 진다.

그라나도 에스파다의 게임상 특징은 RPG+RTS 즉 전략시뮬레이션적 요소 가미와

MMORPG 최초로 시도되는 멀티유저 컨트롤(게이머 한명이 3개의 캐릭터를 조작), 스탠스, 그리고 뛰어난 그래픽이다. 이 네가지가 다른 대작게임들과 차별화를 기할 수 있는 핵심 키가 될 것이다.

그러나도 에스파다의 월평균 매출을 2006년 30억정도로 추산한다. 그러나도 에스파다의 동시접속자수가 5만명이 넘을 것으로 예상되고 있고, 중국과 일본, 그리고 아직 계약되지 않았지만, 동남아 등 다른 아시아 지역도 수출이 가능할 것으로 보여, 달성가능한 수치로 전망된다. 서비스 계획은 올 6월 클로우즈 베타서비스를 시작으로, 하반기 오픈베타, 그리고 연말 상용화를 계획하고 있다.

## 2. 신야구



아이템 판매가 주 수익원인 캐주얼 게임  
월평균 5억정도의 수익기대  
영업이익률 45~50%

네오플에서 개발하고, 한빛소프트에서 퍼블리싱 하는 게임으로, 이미 서비스 중인 팡야와 비슷한 캐주얼 야구 게임이다. 현재, 스프링 캠프의 반응이 좋아, 실제 유료서비스 들어갈 경우, 5억정도 이상의 월 매출을 기대할

수 있을 것으로 예상된다.

귀여운 캐릭터와 실제 KBO와 라이선스 계약을 맺어, 현재 활동 선수들과 팀, 그리고 구장까지 똑같고, 선수들의 현재 기록에 따라 게임상 캐릭터의 기록이 업데이트 되는 특징이 있다.

## 3. 네오스팀

자체개발 게임

스팀펄크 세계관을 기반으로한 FULL 3D게임

월 평균 5억의 매출 예상예상

영업이익률 50%

포트리스 개발팀 개발, 20억원의 개발비

#### 4. 헬 게이트



2007년 기대작

현재 개발진행 25%

디아블로를 대 히트시킨 세계 게임계의  
거장 빌로퍼의 플래그쉽 스튜디오 제작  
RPG+FPS

100억원이상의 제작비

2007년 월매출 40억 기대

헬 게이트는 현재 한빛소프트와 일본의 남코사의 공동 퍼블리싱으로 제작중인 게임이다. 세계적인 게임 개발자 빌로퍼 프로젝트로 불리는 이 게임은 2006년 오픈베타를 거쳐 2007년 상용화를 예정중에 있다. 한빛소프트는 45억원의 개발비를 투자했으며, 일본을 제외한 아시아 지역과 국내의 퍼블리싱을 담당한다. 남코사는 일본과 미주지역의 퍼블리싱을 담당하게 된다. 게임의 성격은 RPG의 성격이 가미된 1인칭과 3인칭이 모두 가능한 FPS(슈팅) 게임이다. 2006년 까지는 실적에 영향을 미치지 않지만, 2007년부터는 한빛소프트의 매출에 크게 기여할 것으로 본다.

#### 5. 기존의 게임들

**팡야** 월매출 10억, 영업이익율 45~50%

북미의 게임팩토리외 200만불 계약금, 런닝로열티 30~40% 수출

2005년도 한빛소프트의 턴어라운드를 이끌고 있는 캐주얼 골프 게임이다. 월매출은 10억원 정도이며, 올 초 카트라이터의 영향으로 잠시 주춤했으나, 팡야 시즌II의 출시와 함께 다시 10억원 정도의 매출을 회복하였다.

**위드, 서바이벌 프로젝트, 탄트라** - 성공한 게임들은 아니지만, 그래도 꾸준한 수출로 각각의 게임이 월 매출 2~3억 정도를 발생시키고 있다. 향후 회사에 크게 기여할 만한 요소는 없으며, 게임의 개발비는 추가로 올릴 매출로 상쇄할 수 있을 것으로 본다

**캐릭터 분야** - 사실상 커다란 성장은 기대하기 어렵지만, 꾸준히 어느정도는 성장이 가능한 분야이다. 주로 서비스 하는 것은, 벨소리 다운로드 및 블록, 로봇류의 캐릭터이다. 대원씨 엔아이등과 애니메이션 계약을 맺고, 맥스맨의 제작을 하고, 캐릭터도 판매하고 있다.



#### IV. 예상실적과 밸류에이션

2004년 재고자산과 개발비의 상각을 대폭 현실화 함으로써 추가적인 비용 감소

2005년부터 본격 턴어라운드, 온라인 게임 업체로 자리 굳혀...

2008년까지 지속 성장 가능...

영업이익률과 ROE의 대폭 개선 가능할 듯...

##### 영업손익 추이

(단위 : 억)

	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
매출액	827	583	402	306	545	900	1400
영업이익	188	36	5	-135	58	135	320
(%)	(22.7)	(6.2)	(1.3)		(10.7)	(14.6)	(22)
순이익	140	87	-172	-182	58	135	280
(%)	(16.9)	(15.0)			(10.7)	(14.6)	(20)
EPS	1750	1046	-1019	-871	280	630	1300
ROE	24.81	9.46	-17.87	-21.23	7.3	15.2	25.6

( 한빛소프트, 비내린후 추정 )

한빛소프트는 스타크래프트, 디아블로, 워크래프트등의 PC게임 매출이 대폭 감소하면서 2001년부터 지속적으로 4년간 매출액이 감소 추이를 보여왔다. 그리고, 온라인게임 회사로의 전환을 시도하면서 누적된 개발비, 그리고, PC시디키의 재고분을 2003년, 2004년 대폭 상각함으로써 대규모의 적자를 시현하게 되었다. 2005년 부터는, 팡야와 더불어 온라인 게임들의 수익이 본격적으로 발생하는 시기이고, 2004년 대규모 상각으로 인하여, 개발비와 재고자산의 추가 상각리스크는 많이 줄어들게 되었다.

한빛소프트는 2005년을 기점으로 전체매출중 온라인 게임의 매출부분이 가장 큰 비중을 차지하면서, PC게임 업체라는 이미지를 벗고, 본격 온라인 게임 업체로 전환함과 동시에 영업이익 또한 흑자전환 하면서, 본격 턴어라운드를 시작하였는데, 향후 3~4년간은 대폭적인 성장이 가능할 것으로 전망된다.

재무제표상 부채비율은 10%정도로 차입금은 없으며, 자기자본이 760억으로 현금 유동성이 뛰어나고, 안정성이 뛰어나다. 다만, 재고자산과 무형자산의 경우 상각에 대한 부담은 아직 남아 있다고 보여진다.

현재주가 5000원은 2005년 기준 PER 17.8 이며, 올해실적만으로 보면, 매수하기 다소 부담스러운 자리이다. 하지만, 한빛소프트의 턴어라운드 가능성과, 향후 실적 전망을 본다면,

크게 부담스러운 자리는 아닌것으로 판단된다. 2006년의 PER는 7.9정도로 크게 낮아지기 때문이다.

이에, 투자의견은 매수추천한다. 미래의 불확실성을 감안하여, 목표주가는 산정하지 않았다. (주가조정기에 매수)

## V. 투자 위험 요소

### 그라나도 에스파다의 실적이 기대보다 저조하다면, 주의해야 한다...

한빛소프트의 투자 위험 요소는 대작 그라나도 에스파다의 실적이 기대에 훨씬 못미칠 때 극대화 될 수 있다. 이 경우, 한빛소프트와 본인이 추정 한 실적은 대폭 수정을 기할 수 밖에 없으며, 한빛소프트의 온라인 게임업체로서의 성공적인 진입은 반쪽의 성공으로 남을 수 밖에 없을 것이다. 반대로, 그라나도 에스파다의 실적이 기대 이상일 경우, 현주가는 더욱더 매력적인 가격이 될 수 있을 것이다.

그라나도 에스파다의 성공 가능성이 높지만, 하반기 경쟁 게임 업체에서 잇달아 출시되는 대작 게임들과 치열한 경쟁을 벌여야 하기 때문에, 유저들의 관심이 다른 게임으로 집중되는 현상이 나올 수도 있다.

신야구와 네오스팀의 경우, 그라나도 에스파다보다는 리스크가 덜하나, 이 게임들 또한 상당한 매출을 올려줄 수 있는 게임들이므로, 오픈베타시 신중하게 게임 성공가능성을 판단해야 할 것이다.

본인이 추정하는 하반기 경쟁작으로는,

**네오위즈의 요구르팅** - 이게임은 국내보다 일본시장에서의 경쟁 가능성이 높다. 본인의 생각으로는 요구르팅의 게임 스타일과 성격상, 라그나로크 온라인이 성공한 일본 시장에서의 성공가능성을 높게 평가하기 때문이다.

**넥슨의 제라** - 100억원의 개발비 , 3년이상의 개발기간, 철저하게 감추어진 게임제작등 최근 클라우드 베타 서비스를 시작한 넥슨의 야심작이다.

**웹젠의 SUN** - 그라나도 에스파다나 SUN이냐를 다룰 정도로 최고의 게임이 무엇인가에 대한 유저들의 논쟁이 뜨겁다. 각자의 취향에 따라 그라나도 에스파다를 지지하는 유저가 있고, SUN을 지지하는 유저가 있다. 향후 웹젠의 턴어라운드 이끌 게임이기에 무시할 수

없는 경쟁작이다.

**XL레이스** - 국내 게임 개발 양대산맥의 한축인 리니지의 개발자 송재경PD의 대작 레이스 게임이다. MMORPG와 분야는 다르지만, 무시할 수 없는 게임이다. 네오위즈에서 판권확보를 위해 계약을 추진하고 있다.

**소니의 에버퀘스트II** - 소니온라인 엔터테인먼트의 대 히트작인 전작 에버퀘스트의 후속작으로 예전 엔씨소프트에서 국내서비스를 하다가, 참패를 하고 철수한 경험이 있어, 에버퀘스트II는 국내 유저에 맞게 게임의 스타일을 바꾸고 클로우즈 베타를 실시 하였다. 그래픽만큼은 최고라는 평가를 듣는 에버퀘스트이기에, 절대 무시할 수 없는 게임이다.

**엔씨소프트의 시티오브 히어로, 시티오브 빌런** - 엔씨소프트의 히트작 시티오브히어로의 후속작이 시티오브빌런이다. 시티오브 히어로의 경우 국내서비스를 올 하반기 실시할 예정이고, 같은시기 시티오브 빌런이 상용화 될 것이다. 엔씨소프트하면 가장 강력한 경쟁자 이면서, 최고의 게임 개발 능력을 보유한 회사이다. 이회사가 제작한 게임은 거의 실패가 없다.

위의 게임들의 공통점은 모두 대작이란 점이다. 게임 개발비와 기간 등에서, 여타 게임에 비해 뒤질 것 없는 완성도 높은 게임들이다. 그리고, 상용화 시기도 약간의 차이는 있겠지만, 대부분 비슷할 것으로 보인다. 천재PD로 불리우는 김학규 PD의 명성대로, 그라나도 에스파다가 위의 게임들을 모두 물리치고, 기대대로 최고의 자리를 차지할 수 있을지, 지켜 보는 것이, 한빛소프트 투자의 핵심이라 볼 수 있겠다.