

## インターネット

業績コメント  
2016年4月29日

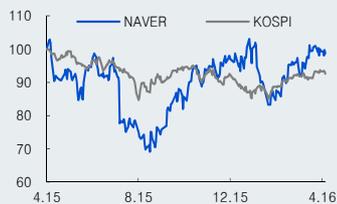
(据え置き)

買い

目標株価 (今後12か月、 ウォン)	900,000
株価 (2016年4月16日現在 、ウォン)	659,000
予想リターン	37%

営業利益 (2016年度予想、十億ウォン)	1,191
営業利益コンセンサス予想 (2016年度予想、十億ウォン)	985
EPS増加率 (2016年度予想、%)	57.7
EPS増加率市場平均 (2016年度予想、%)	14.5
PER (2016年度予想、倍)	26.6
PER市場平均 (2016年度予想、倍)	11.1
KOSPI指数	2,000.93
時価総額 (十億ウォン)	21,722
発行済株式数 (百万株)	33
浮動株比率 (%)	77.2
外国人保有率 (%)	57.0
ベータ (過去12か月)	0.73
過去52週間の安値	461,500
過去52週間の高値	687,000

(%)	1か月	6か月	12か月
絶対値	6.8	14.2	-3.9
相対値	5.8	16.6	3.1



## 大宇証券

[インターネット/ゲーム/娯楽]

Chang-kwean Kim  
+822-768-4321  
changkwean.kim@dwsec.comJeong-yeob Park  
+822-768-4124  
jay.park@dwsec.com

## ネイバー

(証券コード 035420 KS)

## モバイル広告収入の伸びは、2016年第2四半期にさらに加速

## 2016年第1四半期概要：モバイル広告収入により業績は堅調

NAVERの2016年第1四半期の連結売上は9,373億ウォン(前年比+26.6%)、連結営業利益は2,568億ウォン(前年比+32.1%)となった。この堅調な業績には、損失計上していたMix Radioが非継続事業に分類されたことも一因であるが、主要要因は予想を上回る売上の伸び率を牽引したモバイル広告収入の堅調によるものである。

2016年第1四半期には、モバイル広告収入が全収入の50%を占めたが、この比率は2015年第1四半期の35%から年率15%伸びている。LINEを含めると、2016年第1四半期のモバイル広告収入の伸び率は堅調を維持しており、前年同四半期比81.4%に達した(2015年第2四半期は61.9%、2015年第3四半期は74.9%、2015年第4四半期は79.6%)。

2016年第1四半期のLINEを除いた国内のモバイル広告収入は、前年比で85%伸びている(2015年第2四半期は17.8%、2015年第3四半期は35.9%、2015年第4四半期は60.8%)。

## 季節要因によりピークとなるため、第2四半期には更に増加の見込み

モバイル広告収入の伸び率は、大幅に上昇している。2016年第2四半期のモバイル広告収入は、季節要因によりピークとなるため、さらに上昇すると見込まれる。2015年第1四半期には、季節要因がマイナスに働き広告料収入は全体で前四半期比103億ウォン減少した。しかしながら、2016年第1四半期には、季節要因によるマイナスを克服し、前四半期比258億ウォン増加した。

2015年第2四半期には、LINEの広告収入が前四半期比31億ウォン減少したのを織り込んだ上で、有利な季節性を反映し全体収入は前資半期比287億ウォン増加した(日本の会計年度が異なるため、LINEの第2四半期の季節要因はマイナス)。当社では、2016年第2四半期にはNAVERの売上は25.8%増加し9,828億ウォン、営業利益は42.1%増加し2,694億ウォンに達すると予想している。

## 買い推奨を継続、目標株価は900,000ウォンに引き上げ

水曜日には、Facebookの利益発表後、株価が時間外取引で大幅に上昇した。モバイル広告収入の大幅な伸びや利益率の改善を反映したものである。同日、NAVERの株価は若干下落して引けた。Facebookの2016年第1四半期のモバイル広告収入は、PC広告収入の7倍以上を記録したのに比べ、NAVERのモバイルとPC広告の比率は1:1である。

LINEの株式公開に関しては、当社では、LINE社が市場の予想を上回る時価を実現できると考える場合のみ実現すると予想している。注目すべきは、NAVERの株主の80%以上が機関投資家や外国投資家で占められていることである。

国際的に同業他社を比較した場合、モバイル広告収入が予想を上回る収益の主因となっているのは、恐らくNAVERとFacebookに限られる。2016年の利益予想を基にすれば、FacebookのPE倍率は30台半ばであるため、20台半ばで取引されているNAVERの株価は相対的には割安である。当社では、NAVERの買い推奨を継続し、2016年および2017年のEPS予想をそれぞれ10.9%、9.7%引上げ、目標株価を900,000ウォンに引き上げる(従来予想は820,000ウォン)。

年度 (期末は12月)	13/12	14/12	15/12	16/12(予)	17/12(予)	18/12(予)
売上高 (十億ウォン)	2,312	2,758	3,251	4,049	4,565	4,973
営業利益 (十億ウォン)	524	758	762	1,191	1,541	1,771
営業利益率 (%)	22.7	27.5	23.4	29.4	33.8	35.6
純利益 (十億ウォン)	1,897	454	519	818	1,043	1,240
EPS (ウォン)	45,425	13,787	15,737	24,811	31,646	37,625
ROE(%)	112.7	27.8	26.5	32.5	30.6	27.5
PER (倍)	15.9	51.6	41.8	26.6	20.8	17.5
PBR (倍)	11.3	8.7	6.8	5.5	4.4	3.5

注：すべての値は韓国版国際財務報告基準 (K-IFRS) に準拠した連結ベースの値。純利益は支配持分に帰属する純利益  
出所：会社予想、Mirae Asset Daewoo Research

当レポートを作成したアナリストは、韓国ではリサーチ・アナリストとして登録されているが、米国を含む他国では登録されていない。  
当レポートの末尾別添いの、アナリストの資格証明および重要事実の開示を参照。

## 収益実績および収益予想

表 1. 四半期決算および年次決算

(単位：十億ウォン、%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(速)	2Q16(予)	3Q16(予)	4Q16(予)	2014	2015	2016(予)
売上高	741	781	840	891	937	983	1,020	1,109	2,759	3,254	4,049
広告	530	559	587	647	673	715	756	827	2,019	2,322	2,970
コンテンツ	193	205	234	216	237	240	237	254	687	849	969
その他	18	17	19	28	27	28	27	28	53	83	110
LINE事業	234	232	281	286	340	343	368	397	759	1,033	1,447
<b>売上高の内訳 (%)</b>											
広告	71.5	71.5	69.8	72.6	71.8	72.7	74.1	74.6	73.2	71.4	73.4
コンテンツ	26.1	26.3	27.9	24.3	25.3	24.5	23.2	23.0	24.9	26.1	23.9
その他	2.4	2.2	2.3	3.2	2.9	2.8	2.7	2.5	1.9	2.5	2.7
LINE事業	31.6	29.7	33.5	32.0	36.3	34.8	36.1	35.8	27.5	31.8	35.7
営業費用	546	592	619	666	680	713	714	749	2,000	2,424	2,857
営業利益	194	189	221	225	257	269	306	359	758	830	1,191
営業利益率 (%)	26.2	24.2	26.3	25.3	27.4	27.4	30.0	32.4	27.5	25.5	29.4
営業外利益	47	45	32	8	34	35	35	35	96	132	139
営業外費用	17	50	42	30	35	40	45	51	196	139	171
税引前利益	225	185	211	203	256	264	296	343	659	823	1,159
法人税等	89	37	73	30	76	78	88	102	237	229	344
純利益	135	124	117	141	180	186	208	241	452	517	815
純利益率 (%)	18.2	15.9	13.9	15.9	19.2	18.9	20.4	21.8	16.4	15.9	20.1
<b>前年同期比</b>											
売上高	18.3	13.9	20.1	19.4	26.6	25.8	21.4	24.4	-3.8	18.0	24.4
広告	11.1	10.8	17.9	19.7	26.9	28.0	28.8	27.8	15.9	15.0	27.9
コンテンツ	46.7	22.0	22.5	10.4	23.1	17.1	1.2	17.6	59.4	23.6	14.2
その他	1.9	31.1	74.7	163.3	52.7	58.6	41.7	-2.3	-53.8	57.6	32.6
LINE事業	61.4	26.5	35.0	28.9	45.1	47.8	30.7	39.0	67.0	36.2	40.1
営業費用	24.3	19.2	21.2	20.5	24.6	20.5	15.3	12.5	12.9	21.2	17.9
営業利益	4.3	0.2	17.1	16.2	32.1	42.2	38.2	59.6	-30.8	9.5	43.5
純利益	4.3	215.1	-24.0	9.1	33.9	49.6	78.0	70.6	-76.2	14.4	57.7

注：すべての値は韓国版国際財務報告基準 (K-IFRS) に準拠した連結ベースの値。純利益は支配持分に帰属する純利益。

出所：会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research 予想

表 2. LINE 四半期決算および年次決算

(単位：十億ウォン、%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(速)	2Q16(予)	3Q16(予)	4Q16(予)	2014	2015	2016(予)
売上高	234	232	281	286	340	343	368	397	759	1,033	1,447
ゲーム	114	117	125	109	125	124	126	140	292	464	514
スタンプ	57	60	73	71	84	85	91	98	209	260	358
広告	56	53	74	80	96	98	116	129	155	262	438
その他	8	2	10	26	35	36	35	30	102	47	137
<b>売上高の内訳 (%)</b>											
ゲーム	48.7	50.3	44.3	38.1	36.6	36.2	34.2	35.2	38.5	44.9	35.5
スタンプ	24.3	25.9	25.9	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	27.6	25.2	24.7
広告	23.9	22.8	26.2	27.9	28.3	28.5	31.6	32.4	20.4	25.4	30.3
その他	3.2	1.0	3.6	9.2	10.4	10.6	9.5	7.6	13.5	4.5	9.4
<b>前年同期比</b>											
売上高	5.7	-1.1	21.4	1.5	19.0	0.7	7.4	8.0	67.0	36.2	40.1
ゲーム	52.6	2.3	6.9	-12.6	14.3	-0.3	1.3	11.3	5.9	58.7	10.8
スタンプ	-7.4	5.5	21.4	-2.9	19.0	0.7	7.4	8.0	88.3	24.5	37.6
広告	18.3	-5.5	39.6	8.0	20.5	1.5	19.0	10.9	171.8	69.4	67.1
その他	-80.3	-68.8	335.1	157.9	33.7	2.5	-3.2	-13.5	922.4	-54.5	193.8

出所：会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research 予想

表3：グローバル・インターネット企業の業績比較

(単位10億ウォン、%)

	時価総額	売上			営業利益			営業利益率			純利益			純利益率			EPS		
		15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)
NAVER	21,722	3,251	3,808	4,283	762	1,020	1,310	23.4	26.8	30.6	519	701	925	16.0	18.4	21.6	17,619	22,069	28,843
Kakao	6,778	932	1,290	1,576	89	200	312	9.5	15.5	19.8	76	140	216	8.1	10.9	13.7	1,269	2,209	3,405
Interpark	645	402	441	476	23	32	40	5.8	7.2	8.3	17	25	31	4.2	5.7	6.5	518	763	943
Alphabet	558,144	84,906	81,507	94,136	21,920	33,687	39,591	25.8	41.3	42.1	18,510	21,658	25,932	21.8	26.6	27.5	26,166	38,535	45,357
Yahoo	39,841	5,625	4,034	4,046	-5,376	227	317	-95.6	5.6	7.8	-4,936	25	230	-87.7	0.6	5.7	-5,254	573	662
Amazon	325,757	121,157	149,483	179,401	2,528	4,694	7,899	2.1	3.1	4.4	675	2,586	4,930	0.6	1.7	2.7	1,449	10,650	16,027
Facebook	354,948	20,299	29,907	39,873	7,048	16,402	21,753	34.7	54.8	54.6	4,154	8,310	12,132	20.5	27.8	30.4	1,483	3,953	5,163
Twitter	11,849	2,511	3,166	3,828	-510	385	387	-20.3	12.2	10.1	-590	-457	-307	-23.5	-14.4	-8.0	-894	596	794
LinkedIn	18,075	3,386	4,212	5,057	-171	666	660	-5.0	15.8	13.1	-188	-296	-91	-5.6	-7.0	-1.8	-1,461	3,693	4,789
Groupon	3,032	3,532	3,456	3,643	-90	-25	42	-2.6	-0.7	1.1	23	-178	-116	0.7	-5.1	-3.2	34	-59	37
Yahoo Japan	29,748	6,293	8,882	9,627	2,170	2,259	2,515	34.5	25.4	26.1	1,655	1,486	1,647	26.3	16.7	17.1	291	261	290
Rakuten	18,391	6,675	8,377	9,459	886	1,349	1,608	13.3	16.1	17.0	416	775	946	6.2	9.3	10.0	302	550	671
Alibaba	218,939	13,055	17,854	23,400	3,963	5,139	7,090	30.4	28.8	30.3	4,156	12,653	6,775	31.8	70.9	29.0	1,770	3,084	3,859
Baidu	74,111	11,958	14,370	17,661	2,102	2,503	3,506	17.6	17.4	19.9	6,064	2,472	3,456	50.7	17.2	19.6	17,365	7,745	10,341
Sohu	1,995	2,193	2,092	2,357	93	8	89	4.3	0.4	3.8	-56	-143	-34	-2.6	-6.9	-1.5	-1,455	-3,127	-503
Sina	3,965	997	1,062	1,230	14	55	113	1.4	5.1	9.2	29	27	59	2.9	2.5	4.8	487	1,093	1,568
Youku	6,028	1,182	1,717	2,195	-284	-216	-68	-24.0	-12.6	-3.1	-307	-203	-	-26.0	-11.8	-	-1,255	-882	-407
Tencent	222,329	18,529	23,817	30,110	6,850	8,988	11,387	37.0	37.7	37.8	5,189	6,855	8,883	28.0	28.8	29.5	558	773	994
Average								5.1	16.7	18.5				4.0	10.7				

注：4月28日付Bloombergコンセンサスに準拠

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

表4：グローバル・インターネット企業の株価指標比較

(倍率、%)

	時価総額	PER			PBR			P/S			EV/EBITDA			ROE			ROA		
		15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)
NAVER	21,722	37.4	29.9	22.8	9.1	7.0	5.4	6.0	5.7	5.1	19.2	17.6	13.9	26.5	27.5	27.8	13.3	15.5	17.1
Kakao	6,778	78.9	45.5	29.5	2.4	2.1	2.0	6.4	5.3	4.3	39.2	23.5	16.5	3.0	5.0	6.8	2.5	3.9	5.2
Interpark	645	37.8	25.7	20.8	3.8	3.4	3.1	1.6	1.5	1.4	20.6	13.5	11.4	10.5	14.1	15.6	3.8	5.6	6.5
Alphabet	558,144	29.6	21.5	18.3	4.0	3.5	2.9	6.3	6.9	6.0	17.6	11.9	10.2	14.2	16.2	16.7	12.0	13.8	14.6
Yahoo	39,841	518.8	73.5	63.5	1.2	1.2	1.2	7.2	9.8	9.8	-	38.8	34.6	-14.4	1.5	1.5	-9.5	0.5	0.8
Amazon	325,757	487.9	65.4	43.5	21.3	16.0	11.1	2.7	2.2	1.8	37.1	20.4	15.4	4.9	18.4	23.9	1.0	4.8	6.4
Facebook	354,948	67.2	31.8	24.3	7.4	5.6	4.5	15.5	12.0	9.0	37.0	18.3	13.8	11.0	17.4	18.7	9.9	17.7	19.0
Twitter	11,849	-	28.6	21.5	2.3	2.3	2.2	4.2	3.8	3.1	-	11.4	9.0	-10.7	-0.1	0.9	-7.2	0.3	1.7
LinkedIn	18,075	-	37.0	28.5	3.5	3.9	3.6	5.1	4.3	3.6	103.0	14.2	11.4	-4.1	9.7	10.4	-2.6	7.1	9.4
Groupon	3,032	-	-	139.7	5.8	7.8	5.8	1.0	0.9	0.8	19.2	16.8	9.6	3.4	0.4	2.5	1.0	-3.0	0.4
Yahoo Japan	29,748	16.5	20.3	18.3	3.3	3.0	2.7	4.3	3.4	3.1	9.2	10.1	9.2	21.9	15.0	15.1	14.6	11.3	11.3
Rakuten	18,391	37.4	22.9	18.8	2.6	2.5	2.2	2.4	2.1	1.9	4.6	2.2	1.9	8.2	11.2	12.1	1.1	2.5	2.5
Alibaba	218,939	54.3	28.9	23.1	5.8	5.7	4.8	13.1	12.4	9.4	37.7	22.5	18.3	39.1	30.1	18.4	21.7	16.6	12.2
Baidu	74,111	13.9	27.8	20.8	5.2	4.3	3.5	6.4	5.2	4.2	27.8	21.2	15.7	51.3	16.5	18.7	27.3	10.2	11.9
Sohu	1,995	1,977	-	-	1.4	1.3	1.2	0.9	1.0	0.9	5.1	7.0	3.8	-3.2	-8.4	-1.5	-1.4	-2.1	-0.2
Sina	3,965	201.3	52.6	36.3	1.4	1.1	1.1	3.4	3.8	3.2	44.7	21.0	12.9	1.1	1.9	2.9	0.6	1.5	2.4
Youku	6,028	-	-	-	4.5	4.7	4.6	5.3	3.7	2.9	-	-	-	-19.8	-17.3	-6.5	-31.5	-21.0	-8.9
Tencent	222,329	43.4	30.7	23.9	10.5	8.2	6.3	12.2	9.4	7.4	26.5	21.8	17.3	28.8	29.3	29.5	12.1	13.6	14.2
Average		257.3	36.1	34.6	5.3	4.6	3.8	5.8	5.2	4.3	29.9	17.2	13.2	9.5	10.5	11.9	3.8	5.5	7.0

注：4月28日付Bloombergコンセンサスに準拠

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

## ネイバー（証券コード 035420 KS/買い/ 目標株価900,000ウォン）

## 包括利益計算（要約）

（単位：十億ウォン）	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
<b>売上高</b>	<b>3,251</b>	<b>4,049</b>	<b>4,565</b>	<b>4,973</b>
売上原価	0	0	0	0
<b>売上総利益</b>	<b>3,251</b>	<b>4,049</b>	<b>4,565</b>	<b>4,973</b>
販売費・一般管理費	2,489	2,857	3,025	3,202
<b>営業利益（調整後）</b>	<b>762</b>	<b>1,191</b>	<b>1,541</b>	<b>1,771</b>
<b>営業利益</b>	<b>762</b>	<b>1,191</b>	<b>1,541</b>	<b>1,771</b>
営業外利益	-54	-25	-45	-25
純金融収益	22	34	51	71
関連会社への投資による純利益	-2	2	1	1
税引前利益	708	1,166	1,496	1,746
法人税等	191	351	457	510
継続事業利益	517	815	1,040	1,236
非継続事業利益	0	0	0	0
<b>純利益</b>	<b>517</b>	<b>815</b>	<b>1,040</b>	<b>1,236</b>
支配持分	519	818	1,043	1,240
非支配持分	-2	-3	-4	-4
<b>包括利益合計</b>	<b>554</b>	<b>815</b>	<b>1,040</b>	<b>1,236</b>
支配持分	556	817	1,043	1,240
非支配持分	-2	-2	-3	-4
EBITDA	918	1,318	1,644	1,855
フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	736	1,177	1,324	1,472
EBITDA利益率 (%)	28.2	32.6	36.0	37.3
営業利益率 (%)	23.4	29.4	33.8	35.6
純利益率 (%)	16.0	20.2	22.8	24.9

## 貸借対照表

（単位：十億ウォン）	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
<b>流動資産</b>	<b>2,639</b>	<b>3,692</b>	<b>4,951</b>	<b>6,345</b>
現金および現金同等物	813	1,426	2,396	3,561
売掛金およびその他未収金	519	639	720	785
棚卸資産	16	19	22	24
その他流動資産	1,291	1,608	1,813	1,975
<b>固定資産</b>	<b>1,747</b>	<b>1,728</b>	<b>1,694</b>	<b>1,666</b>
関連会社への投資	65	81	91	99
有形固定資産	864	748	654	577
無形資産	103	92	83	76
<b>資産合計</b>	<b>4,386</b>	<b>5,419</b>	<b>6,645</b>	<b>8,010</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,684</b>	<b>1,865</b>	<b>2,050</b>	<b>2,196</b>
買掛金およびその他未払金	373	465	524	571
短期金融負債	518	413	413	0
その他流動負債	793	987	1,113	1,625
<b>固定負債</b>	<b>433</b>	<b>502</b>	<b>547</b>	<b>582</b>
長期金融負債	150	150	150	0
その他固定負債	283	352	397	582
<b>負債合計</b>	<b>2,116</b>	<b>2,367</b>	<b>2,597</b>	<b>2,779</b>
<b>支配持分</b>	<b>2,125</b>	<b>2,911</b>	<b>3,909</b>	<b>5,097</b>
資本金	16	16	16	16
資本剰余金	133	133	133	133
利益剰余金	3,069	3,855	4,855	6,042
<b>非支配持分</b>	<b>145</b>	<b>142</b>	<b>139</b>	<b>135</b>
<b>株主資本</b>	<b>2,270</b>	<b>3,053</b>	<b>4,048</b>	<b>5,232</b>

## キャッシュ・フロー計算書（要約）

（単位：十億ウォン）	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
営業活動によるキャッシュ・フロー	856	1,177	1,324	1,472
純利益	517	815	1,040	1,236
現金を伴わない収益および費用	512	450	543	557
減価償却費	143	116	94	77
償却費	13	11	9	7
その他	356	323	440	473
運転資本の変動	63	221	139	110
売掛金およびその他未収金の変動	-72	-100	-64	-51
棚卸資産の変動	0	-4	-2	-2
買掛金およびその他未払金の変動	53	0	0	0
<b>法人税等の支払額</b>	<b>-268</b>	<b>-351</b>	<b>-457</b>	<b>-510</b>
投資活動によるキャッシュ・フロー	-791	-400	-288	-233
有形固定資産の変動	-118	0	0	0
無形資産の変動	-15	0	0	0
金融資産の変動	-654	-398	-258	-203
<b>その他</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>
財務活動によるキャッシュ・フロー	6	-137	-44	-52
金融負債の変動	212	-105	0	0
株主資本の変動	0	0	0	0
配当金の支払額	-23	-32	-44	-52
<b>その他</b>	<b>-183</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
現金の増加（減少）	91	612	970	1,166
期首残高	723	813	1,426	2,396
<b>期末残高</b>	<b>813</b>	<b>1,426</b>	<b>2,396</b>	<b>3,561</b>

## 予想およびバリュエーション（要約）

	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
PER（倍）	41.8	26.6	20.8	17.5
PCFR(倍)	21.1	17.2	13.7	12.1
PBR（倍）	6.8	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA倍率(倍)	22.3	14.8	11.1	9.1
EPS（ウォン）	15,737	24,811	31,646	37,625
CFPS(ウォン)	31,232	38,372	47,999	54,391
BPS(ウォン)	96,527	120,364	150,683	186,717
DPS(ウォン)	1,100	1,500	1,800	2,200
配当性向(%)	6.2	5.4	5.0	5.2
配当利回り(%)	0.2	0.2	0.3	0.3
増収率(%)	17.9	24.5	12.7	8.9
EBITDA増加率(%)	1.8	43.6	24.7	12.8
営業利益増加率(%)	0.5	56.3	29.4	14.9
EPS増加率(%)	14.1	57.7	27.5	18.9
売掛金回転率(倍)	9.0	8.9	8.5	8.4
棚卸資産回転率(倍)				
買掛金回転率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	13.3	16.6	17.2	16.9
ROE(%)	26.5	32.5	30.6	27.5
ROIC (%)	92.1	213.1	657.8	-15,559
負債比率(%)	93.2	77.5	64.1	53.1
流動比率(%)	156.8	198.0	241.5	288.9
ネットD/Eレシオ(%)				
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)				

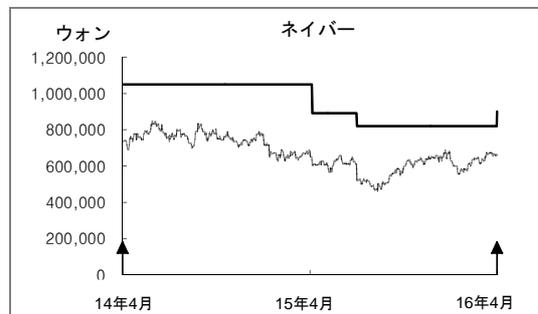
出所：会社予想、Mirae Asset Daewoo Research

# 付録1

## 重要な開示事項および免責事項

### 過去2年間におけるレーティングと目標株価の履歴

銘柄(コード)	日付	レーティング	目標株価
ネイバー(035420)	2016年4月28日	買い推奨	900,000
	2015年7月30日	買い推奨	820,000
	2015年5月4日	買い推奨	890,000
	2014年3月28日	買い推奨	1,050,000



### 銘柄のレーティング

買い推奨	相対パフォーマンスが20%以上に達すると予想される場合
トレーディング・バイ	相対パフォーマンスが10%以上に達するものの、変動性が高いと予想される場合
継続保有	相対パフォーマンスが-10%から10%の範囲と予想される場合
売り	相対パフォーマンスが-10%と予想される場合

### 業種のレーティング

オーバーウェイト	ファンダメンタル要因が好ましい、もしくは改善している場合
ニュートラル	ファンダメンタル要因が大きく変動することなく、安定推移している場合
アンダーウェイト	ファンダメンタル要因が好ましくない、もしくは悪化している場合

レーティングと目標株価の履歴(株価は—、目標株価は—、調査対象外は■、買いは▲、トレーディング・バイは■、継続保有は●、売りは◆)

- \* 当社の投資レーティングは、今後12か月にわたる銘柄の相対リターン(対株式市場)を示唆するものです。
- \* 大宇証券の公式なレーティングの一環ではありませんが、テクニカル要因で、もしくは短期的に、重大な動向が認められた場合、取引機会と判定することがあります。
- \* 目標株価は、本レポートで言及したバリュエーション方法で、調査アナリストが自身の将来の企業収益予想に一部基づいて算定したものです。
- \* 当該有価証券や企業、および一般的な市況や経済情勢に関連するリスクに妨げられて、目標株価に到達できないおそれもあります。

### 銘柄のレーティング分布

買い推奨	トレーディング・バイ	継続保有	売り
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

\* 過去12ヶ月(2016年3月31日時点)の推奨に基づく

### 開示事項

当レポートの出版日現在、Daewoo証券株式会社、およびその子会社は当社と特別な関係を有しておらず、当社の発行済み株式の1%以上を所有していない。

### アナリスト認証

本レポートを作成した調査アナリスト(以下「アナリスト」といいます)は韓国金融投資協会に登録しており、韓国の証券規制に従っています。これらのアナリストは韓国で調査アナリストとして登録しておらず、また当該地域の法規に従っていません。本レポートで表明されている当該有価証券や企業に関する意見は、本レポートを主に担当するアナリストの個人的な見解を的確に反映したものです。大宇証券の方針では、アナリストとその家族が、同アナリストが担当する分野に属する企業の有価証券を所有することを禁じています。またアナリストは、当該企業の役員、取締役、もしくは諮問委員を務めておりません。本レポートで別途明記されていない限り、アナリストが本レポートに関連して過去12か月間に当該企業から報酬やその他の便益を受け取ったことはなく、そのような約束も交わしておりません。アナリストの報酬の一部が本レポートに記載されている特定の推奨や見解に直接的もしくは間接的に関係するような事態は、これまでも現在もなく、今後もあり得ませんが、大宇証券の全従業員と同様に、アナリストの報酬も当社全体の収益に影響され、当社収益には機関投資家向け株式部門、投資銀行部門、自己勘定取引部門、個人顧客向け部門等による収益が含まれています。本レポートで別途明記されていない限り、本レポート発行日現在、アナリストは、自身もしくは大宇証券に実際に重大な利益相反が存在するとは考えておらず、そう考えるべき理由も見当たりません。

### 免責事項

本レポートは、韓国登録のブローカー・ディーラーで、韓国証券取引所会員である大宇証券が発行したものです。本レポートに記載されている情報や意見は、信頼性が高く誠実と判断した情報源に基づいてまとめたものですが、かかる情報の妥当性を独自に検証しておりません。大宇証券は、本レポートに記載されている情報や意見もしくは韓国語からの翻訳の公正性、精度、網羅性、正確性に関して、明示的にも黙示的にも保証、表明するものではありません。本レポートが韓国語で作成されたレポートの翻訳版の場合、それが発行される前に投資家が原本の韓国語版のレポートを入手できる場合もあります。大宇証券、その関連会社、役員、および代理人は、本レポートを使用することで生じた損失に関して責任を負いかねます。本レポートは、一般的な情報の提供のみを目的としたもので、有価証券やその他の金融商品の取引を伴う募集やその勧誘ではなく、そのように解釈するべきものでもありません。本レポートの受取人として意図されているのは、現地の事業環境、その一般慣習、法令、会計原則に関して豊富な知識を持った投資判断能力のある機関投資家です。本レポートの受取りもしくは使用が法規に反する方、または受け取ることもしくは使用することで、当該地域の登録や認可に関する要件が大宇証券およびその関連会社に適用される事態を招く方は、本レポートの受取りもしくは使用をご遠慮ください。本レポートに記載されている情報や意見は、通知することなく変更される可能性があります。事前に書面による大宇証券の同意を得ることなく、本レポートのいずれかの部分を何らかの方法もしくは形で複製もしくは複製すること、または全体もしくは一部を再配布もしくは発行することを禁じます。大宇証券、その関連会社、役員、および代理人が、本人もしくは代理人として、いずれかの時点で当該有価証券のロング・ポジションもしくはショート・ポジションをとる可能性、公開市場等で時折当該有価証券やその他の金融商品を売買するもしくはその募集を行う可能性があります。大宇証券およびその関連会社が、適用法規で

認められている投資銀行サービス、値付サービス、もしくはその他の金融サービスを提供するため、当該企業と取引関係を結んでいる可能性、または結ぶことを期待している可能性もあります。本レポートで言及した投資の価格と価値およびそれらによる収益は増加する場合もあれば減少する場合もあります。そのため投資家は投資損失を被るおそれがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。将来のリターンは保証されておらず、投資当初の元本を失うおそれがあることをご承知おきください。

#### 配布

英国：本レポートは、(i) 2000年英国金融サービス市場法（金融商品の勧誘）2005年命令（Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005）（以下「命令」といいます）第19（5）条に該当する投資の専門家、(ii) 命令第49（2）条（A）項から（E）項に該当する豊富な純資産を有する企業や他の者でDaewoo Securities (Europe) Ltd.が合法的に通信できる者（以下（i）と（ii）を総称して「関係者」といいます）に限り、Daewoo Securities (Europe) Ltd.が英国で配布しています。本レポートは関係者のみに向けたものです。関係者以外が本レポートやその内容に基づく行動をとること、もしくはそれらに依拠することはお控えください。

米国：本レポートは、米国金融取引業規制機構（FINRA）および米国証券投資者保護公社（SIPC）の会員であるDaewoo Securities (America) Inc. によって米国で配布されており、1934年米国証券取引法（U.S. Securities Exchange Act of 1934）に基づく規則第15a-6(b)(4)条で定義されているところの主要機関投資家のみに向けたものです。受納によって本レポートを受け取る米国人は、自らが主要機関投資家であること、および大宇証券もしくはその関連会社に手数料収益をもたらす旨の明示的もしくは黙示的な了解に基づいて、本レポートを受け取ったのではないことを、表明・保証するものとします。本レポートを受け取った米国人のうち、本レポートで言及した有価証券の取引を希望する方は、米国における本レポート記載内容の責任者であるDaewoo Securities (America) Inc.にお問合せの上、ご発注ください。本レポートに記載されている有価証券が、1933年米国証券法（U.S. Securities Act of 1933）（改正）に基づく登録を行っていないことがあります。その場合、登録されない限り、もしくは登録要件の免除が適用されない限り、米国で、もしくは米国人に対して、同有価証券の募集や販売を行うことは禁じられています。

香港：本レポートは、香港証券先物取引委員会による規制の適用対象であるDaewoo Securities (Hong Kong) Ltd.が香港で配布する認可を受けていますが、本レポートの内容に対する香港の規制当局による査閲は受けておりません。本レポートは、香港証券先物取引条例（Securities and Futures Ordinance of Hong Kong）（香港法第571章）付表1第1部およびそれに基づく規則で意味するところの特定投資家だけに配布するためのものであることから、香港で本レポート全体もしくは一部を他者に再配布することは禁じられています。

その他：本項で言及した有価証券の取引を希望するその他すべての国のお客様は、かかるお客様への本レポート配布もしくはお客様の本レポート使用が適用法規に反することはなく、またお客様に配布すること、もしくはお客様が使用することで、当該地域内の登録や認可に関する要件が大宇証券およびその関連会社に適用される事態を招かない場合に限り、大宇証券もしくはその関連会社までお問い合わせください。

### Daewoo Securities International Network

#### Daewoo Securities Co. Ltd. (Seoul)

本社  
34-3 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu  
Seoul 150-716  
Korea  
電話番号：82-2-768-3026

#### Daewoo Securities (Hong Kong) Ltd.

Two International Finance Centre  
Suites 2005-2012  
8 Finance Street, Central  
Hong Kong, China  
電話番号：85-2-2845-6332

#### Daewoo Securities (America) Inc.

320 Park Avenue  
31st Floor  
New York, NY 10022  
United States  
電話番号：1-212-407-1000

#### Daewoo Securities (Europe) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad St.  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom  
電話番号：44-20-7982-8000

#### Daewoo Securities (Singapore) Pte. Ltd.

Six Battery Road #11-01  
Singapore, 049909

#### 東京支店

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内2-3-2  
郵船ビルディング7階

#### 北京駐在員事務所

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B-12 Jianguomenwai Avenue  
Chaoyang District, Beijing 100022  
China  
電話番号：86-10-6567-9299

#### 上海駐在員事務所

Room 38T31, 38F SWFC  
100 Century Avenue  
Pudong New Area, Shanghai 200120  
China  
電話番号：86-21-5013-6392

#### ホーチミン駐在員事務所

Suite 2103, Saigon Trade Center  
37 Ton Duc Thang St,  
Dist. 1, Ho Chi Minh City,  
Vietnam  
電話番号：84-8-3910-6000

#### Daewoo Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd.

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B-12 Jianguomenwai Avenue,  
Chaoyang District, Beijing 100022  
China  
電話番号：86-10-6567-9699

#### Daewoo Securities (Mongolia) LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia  
電話番号：976-7011-0807

#### PT. Daewoo Securities Indonesia

Equity Tower Building Lt.50  
Sudirman Central Business District Jl.  
Jendral Sudirman Kav. 52-53, Jakarta Selatan  
Indonesia 12190  
電話番号：62-21-515-1140

#### SBI証券ご注意事項

本資料は投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたもので、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。万一、本資料に基づいてお客様が損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本資料は著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。

本資料は情報発信元の大宇証券から英文で提供を受けたものを、SBI証券の責任の下、日本語に翻訳したものです。

J



よるかっ 夜勝つ! チャンペーン SBI証券なら夜間のお取引チャンスも充実! ★★ ★ 抽選で アンケートに答えて豪華賞品もゲット! 誰でも参加OK!