

# ネイバー

(035420 KS)

## モバイル売上は増加傾向

### インターネット

#### 決算に関するコメント

2015年7月31日

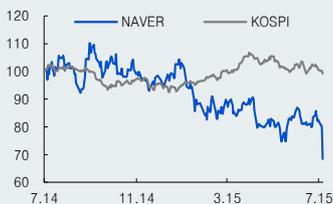
(据え置き)

#### 買い推奨

目標株価 (今後12か月、ウォン)	820,000
株価(2015年7月30日、ウォン)	518,000
予想リターン	58%

営業利益 (2015年度予想、十億ウォン)	855
営業利益コンセンサス予想 (2015年度予想、十億ウォン)	891
EPS増加率 (2015年度予想、%)	32.0
EPS増加率市場平均 (2015年度 予想、%)	31.1
PER (2015年度予想、倍)	28.5
PER市場平均 (2015年度予想、倍)	11.0
KOSPI指数	2,019.03
時価総額 (十億ウォン)	17,075
発行済株式数 (百万株)	33
浮動株比率 (%)	78.4
外国人保有率 (%)	55.5
ベータ (過去12か月)	0.82
過去52週間の安値	518,000
過去52週間の高値	834,000

(%)	1か月	6か月	12か月
絶対値	-18.3	-27.7	-32.6
相対値	-16.1	-30.2	-30.5



#### 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.com

Jeong-yeob Park  
+822-768-4124  
jay.park@dwsec.com

#### 第2四半期収益はLINE売上の低迷と買収費用が足枷となって伸び悩み

ネイバーが発表した第2四半期収益は当社の予想とコンセンサスを大きく下回った。国内での事業はポジティブサプライズをもたらしたものの、全体としては LINEが期待はずれの業績であったことと最近買収したMixRadioに関連する費用に足を引っ張られた格好である。

第2四半期の連結売上高は、前年同期比26.6%の大幅増になったコンテンツ販売売上（ゲーム、ステッカー、ウェブトゥーン）が牽引して前年同期比13.8%増の7,808億ウォンとなった。

第2四半期の連結営業利益は、3月半ばに完了したMixRadio買収に絡む費用（200億ウォン）が影響して、前年同期比11.6%減の1,672億ウォンにとどまった。

LINE株式会社の第2四半期連結売上高は前四半期比1.1%減の278億円となった。前四半期比でマイナスになったのはLINEが有料モデルに移行して以来これが初めてである。それとは対照的に、国内での事業はモバイル広告収入の大幅増により売上高と営業利益（単体）が堅調に増加し、前四半期比でそれぞれ9%と12.3%の伸びを示した。

#### マーケティング費の減少；新たなサブスクリプション型サービスのローンチ

第2四半期に867億ウォンに膨れ上がったマーケティング費は第3四半期には減少するものと思われる。経営陣によれば通年ベースのマーケティング費は昨年度の水準に抑えるとのこと。株式報酬（2014年第4四半期の80億ウォンから2015年第1四半期には211億ウォン、2015年第2四半期には277億ウォンまで上昇していた）もさらなる増加はない模様。

8月から9月にかけてLINEの最新ビジネスモデルがベールを脱ぐと期待が集まっている。LINEが33.4%の株式を持つLINE MUSICが8月にサブスクリプションプランを打ち出すとのこと。LINEはストリーミングサービスから生じる総売上高の一部を受け取り（LINEのゲーム売上会計と同様）、持分法利益を計上する。同サービスは既に660万回ダウンロードされ滑り出しは順調である。

LINE@広告サービスも日本で9月から有料サービスに移行するとみられている。第2四半期末の時点でLINE@のアクティブアカウント数は全世界で840,000、日本だけでも320,000に達している（第1四半期末の240,000から増加）。同サブスクリプションモデルでは、日本の広告主は同サービスの継続使用を望む場合、9月以降は最低でも月額5,400円支払わなければならない。

#### 買い推奨は据え置き、目標株価は820,000ウォンに引き下げ

ネイバーは第2四半期に国内事業だけで2,085億ウォンの営業利益を生み出したとはいえ株式時価総額は17兆ウォンまで急落している。

下半期の見通しは経費減と新たなサービスの収益化が奏功することで明るいとは見えていないが、第2四半期の業績が期待はずれであったことを考慮して、EPSについて2015年度予想を6.3%、2016年度予想を3.8%、それぞれ下方修正した。これに伴い、目標株価も（890,000ウォンから）820,000ウォンに引き下げた。

年度 (期末は12月)	12/12	12/13	12/14	12/15(予)	12/16(予)	12/17(予)
売上高 (十億ウォン)	1,799	2,312	2,758	3,233	3,601	3,917
営業利益 (十億ウォン)	521	524	758	855	1,149	1,415
営業利益率 (%)	29.0	22.7	27.5	26.4	31.9	36.1
純利益 (十億ウォン)	546	1,897	454	600	813	985
EPS (ウォン)	11,346	45,425	13,787	18,205	24,665	29,867
ROE (%)	31.4	112.7	27.8	28.8	29.4	27.1
PER (倍)	19.9	15.9	51.6	28.5	21.0	17.3
PBR (倍)	3.8	11.3	8.7	5.2	4.2	3.4

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、KDB大宇証券調査部予想  
本レポートを作成したアナリストは韓国で調査アナリストとして登録していますが、米国等、国外では登録されていません。  
レポート末尾の付属書類1のアナリスト認定書および重要な情報開示および免責事項をご参照ください。

表 1 2015年第2四半期速報値のレビュー

(単位：十億ウォン、%、%p)

	2Q14	1Q15	2Q15 (速)			増加率	
			実績値	KDB大宇証券	コンセンサス	前年同期比	前四半期比
売上高	686	741	781	794	791	13.8	5.4
営業利益	189	192	167	208	213	-11.6	-12.9
営業利益率	27.3	25.9	21.4	28.1	27.0	-5.9	-4.5
税引前利益	67	223	161	232	218	139.3	-27.7
純利益	40	135	124	145	148	210.1	-7.9

出所：WISEfn, KDB大宇証券調査部予想

表 2 四半期決算および年次決算

(単位：十億ウォン、%)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15(予)	4Q15(予)	2013	2014(予)	2015(予)
売上高	626	686	700	747	741	781	812	900	2,287	2,759	3,233
広告	477	504	498	540	530	559	566	628	1,742	2,019	2,283
コンテンツ	131	168	191	196	200	213	234	259	431	687	906
その他	17	13	11	11	11	9	12	12	114	53	44
LINE事業											
LINE (総額)	229	286	328	384	379	375	406	456	578	1,227	1,616
LINE (純額)	145	183	209	222	234	232	251	282	454	759	999
売上高の内訳											
広告	76.2	73.5	71.1	72.3	71.6	71.5	69.7	69.8	76.2	73.2	70.6
コンテンツ	21.0	24.5	27.3	26.2	27.0	27.3	28.8	28.8	18.8	24.9	28.0
その他	2.8	1.9	1.6	1.4	1.4	1.2	1.5	1.4	5.0	1.9	1.4
LINE事業											
LINE (総額)	36.6	41.7	46.9	51.4	51.2	48.0	50.0	50.7	25.3	44.5	50.0
LINE (純額)	23.2	26.7	29.8	29.7	31.6	29.7	30.9	31.4	19.9	27.5	30.9
営業費用	439	497	511	553	549	614	596	621	1,772	2,000	2,379
営業利益	186	189	189	194	192	167	216	279	515	758	855
営業利益率 (%)	29.8	27.6	27.0	26.0	25.9	21.4	26.6	31.1	22.5	27.5	26.4
営業外利益	15	13	28	40	48	45	34	34	87	96	162
営業外費用	15	135	9	36	17	51	10	10	154	196	88
法人税等	59	46	64	68	89	37	95	121	127	237	342
純利益	129	39	154	130	135	124	150	188	1,895	452	597
純利益率 (%)	20.6	5.7	22.0	17.4	18.2	15.9	18.5	20.9	82.9	16.4	18.4
前年同期比											
売上高	21.5	20.1	22.3	18.8	18.3	15.8	17.5	22.7	22.6	20.6	18.7
広告	15.5	18.2	16.5	13.6	11.1	12.5	16.3	21.8	44.1	15.9	15.6
コンテンツ	92.8	48.3	62.8	48.8	52.1	27.4	18.7	20.0	22.9	59.4	27.6
その他	-48.7	-56.0	-60.1	-50.8	-39.2	-4.9	50.2	111.6	93.1	-53.8	19.1
LINE事業											
LINE (総額)	240.2	144.2	82.4	80.0	65.4	42.7	35.4	33.7	880.4	112.4	42.2
LINE (純額)	115.6	56.2	57.2	61.9	61.4	37.9	31.8	43.1	670.9	67.0	42.2
営業費用	13.0	14.8	8.3	15.6	24.8	17.9	15.7	12.1	31.5	12.9	17.3
営業利益	47.7	36.9	87.9	28.7	3.0	10.2	22.2	52.8	-0.5	47.1	22.3
純利益	-17.9	-68.0	-90.2	139.7	4.3	269.1	3.3	52.8	368.6	-76.2	41.0

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、KDB大宇証券調査部予想

表 3 収益予想の修正

(単位：十億ウォン、ウォン、%、%p)

	修正前		修正後		修正幅	
	2015(予)	2016(予)	2015(予)	2016(予)	2015(予)	2016(予)
売上高	3,273	3,645	3,233	3,601	-1.2	-1.2
営業利益	927	1,193	855	1,149	-7.8	-3.7
税引前利益	925	1,184	867	1,139	-6.3	-3.8
純利益	637	841	597	808	-6.3	-3.9
EPS	19,436	25,652	18,205	24,665	-6.3	-3.8
営業利益率	28.3	32.7	26.4	31.9	-1.9	-0.8
営業利益率	19.5	23.1	18.5	22.4	-1.0	-0.6

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

出所：会社側データ、KDB大宇証券調査部予想

表 4 グローバルインターネット企業の収益比較

(単位：百万米ドル、%)

	株式時価総額	売上高			営業利益			営業利益率			純利益			純利益率			EPS		
		14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)
ネイバー	14,557	2,621	2,759	3,234	720	774	1,035	27.5	28.1	32.0	432	543	727	16.5	19.7	22.5	13.8	16.7	22.2
ダウム・カカオ	6,609	474	878	1,047	168	185	275	35.4	21.0	26.3	143	141	209	30.1	16.0	20.0	4.8	2.4	3.5
インターパーク	666	387	371	404	16	24	31	4.2	6.4	7.7	10	18	24	2.7	4.7	6.0	0.3	0.5	0.7
グーグル	442,525	66,001	59,957	70,923	16,496	22,859	27,064	25.0	38.1	38.2	14,444	16,190	19,476	21.9	27.0	27.5	-	28.9	33.4
ヤフー	35,351	4,618	4,203	4,174	143	396	368	3.1	9.4	8.8	7,522	186	305	162.9	4.4	7.3	0.7	0.7	0.7
アマゾン	247,419	88,988	105,717	126,227	178	1,884	3,641	0.2	1.8	2.9	-241	665	2,136	-0.3	0.6	1.7	-0.2	4.8	8.6
フェイスブック	272,371	12,466	17,115	22,936	4,994	9,020	12,207	40.1	52.7	53.2	2,925	2,864	4,818	23.5	16.7	21.0	1.0	2.0	2.7
ツイッター	20,455	1,403	2,228	3,246	-539	276	570	-38.4	12.4	17.6	-578	-597	-381	-41.2	-26.8	-11.7	-0.9	0.3	0.6
リンクトイン	29,224	2,219	2,908	3,821	36	375	568	1.6	12.9	14.9	-16	-347	-76	-0.7	-11.9	-2.0	-0.4	1.9	3.4
グルーボン	3,275	3,192	3,205	3,573	-15	112	161	-0.5	3.5	4.5	-73	-13	34	-2.3	-0.4	0.9	-0.1	0.2	0.2
ヤフージャパン	23,216	3,917	3,810	4,150	1,803	1,661	1,794	46.0	43.6	43.2	1,216	1,088	1,176	31.1	28.6	28.3	0.2	0.2	0.2
楽天	22,978	5,668	5,627	6,425	1,008	1,045	1,301	17.8	18.6	20.2	669	603	781	11.8	10.7	12.2	0.5	0.4	0.6
アリババ	201,647	12,302	16,379	21,887	3,735	5,014	7,519	30.4	30.6	34.4	3,917	4,256	6,531	31.8	26.0	29.8	1.3	2.8	3.7
百度	59,713	7,962	10,816	14,286	2,078	1,818	2,569	26.1	16.8	18.0	2,140	2,007	2,720	26.9	18.6	19.0	6.1	6.3	8.2
搜狐	1,785	1,673	1,985	2,342	-205	-2	79	-12.3	-0.1	3.4	-167	-107	-19	-10.0	-5.4	-0.8	-1.8	-1.9	0.8
新浪	2,403	768	839	990	-26	-35	25	-3.4	-4.2	2.5	177	3	42	23.0	0.3	4.3	1.1	0.6	1.4
優酷	3,857	685	1,014	1,403	-137	-259	-194	-20.0	-25.5	-13.8	-136	-245	-171	-19.8	-24.2	-12.2	-1.0	-1.1	-0.9
テンセント	172,754	12,811	16,179	21,036	3,832	6,056	7,827	29.9	37.4	37.2	3,865	4,816	6,328	30.2	29.8	30.1	0.4	0.5	0.7
平均								11.8	16.9	19.5				18.8	7.5	11.3			

注：7月30日のブルームバーグコンセンサス予想に基づく

出所：ブルームバーグ、KDB大宇証券調査部

表 5 グローバルインターネット企業の企業価値比較

(倍、%)

	株式時価総額	PER			PBR			1株あたり株価			EV/EBITDA倍率(倍)			ROE (%)			ROA (%)		
		14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)	14	15(予)	16(予)
ネイバー	14,557	35.4	26.5	20.0	8.0	6.9	5.2	5.3	5.3	4.5	20.6	15.1	11.7	26.2	29.8	29.8	14.3	16.6	18.2
ダウム・カカオ	6,609	25.3	46.8	31.3	3.1	3.0	2.8	4.6	7.5	6.3	-	24.6	18.7	11.4	6.5	8.9	9.8	5.6	7.7
インターパーク	666	70.0	37.6	27.6	5.0	5.0	4.4	1.9	1.8	1.7	26.9	20.7	16.7	8.5	12.6	15.3	2.7	4.7	6.2
グーグル	442,525	-	21.8	18.9	-	3.5	3.0	-	7.4	6.2	13.3	12.6	10.8	14.0	16.1	16.2	11.6	13.2	13.6
ヤフー	35,351	52.4	55.2	55.2	1.1	1.0	1.1	7.4	8.4	8.5	56.6	29.8	29.8	30.0	1.9	2.2	20.8	1.2	1.4
アマゾン	247,419		110.2	61.3	21.0	20.4	14.8	2.6	2.3	2.0	31.4	24.1	19.5	-1.7	11.4	24.4	-0.4	2.3	5.6
フェイスブック	272,371	99.0	48.0	36.4	7.1	6.5	5.6	18.1	15.9	11.9	36.6	24.3	18.0	9.4	11.0	13.2	8.4	11.7	13.6
ツイッター	20,455	-	95.0	49.4	4.8	5.0	4.7	11.2	9.2	6.3	-	34.4	20.7	-16.5	-2.7	2.4	-12.2	-3.9	0.5
リンクトイン	29,224	-	119.7	67.8	8.5	9.7	9.0	12.1	10.1	7.6	103.3	42.1	27.6	-1.5	8.2	17.6	-1.0	5.3	10.3
グルーボン	3,275	-	29.5	23.2	4.3	3.8	2.8	1.0	1.0	0.9	25.6	7.2	5.9	-6.2	11.7	8.4	-2.2	5.6	4.3
ヤフージャパン	23,216	22.2	21.5	19.8	4.1	3.5	3.1	6.6	6.1	5.6	-	-	-	19.4	17.5	16.7	14.4	12.8	12.5
楽天	22,978	38.5	36.6	28.5	6.1	5.1	4.3	4.3	4.1	3.6	10.5	9.8	8.1	18.5	15.6	16.7	2.0	1.9	2.4
アリババ	201,647	64.3	29.1	21.8	8.5	6.9	5.3	15.4	12.3	9.2	44.0	22.8	17.6	27.5	22.0	24.4	13.2	12.7	13.8
百度	59,713	28.2	27.2	20.7	6.2	5.7	4.5	6.5	5.5	4.2	-	22.0	16.3	25.3	21.8	23.1	12.7	10.1	11.7
搜狐	1,785	-	-	55.9	1.5	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8	18.2	9.5	5.3	-8.7	-6.4	1.6	-3.7	-2.3	1.1
新浪	2,403	37.4	67.4	29.4	1.2	1.1	1.0	3.3	2.9	2.4	707.8	35.0	14.0	12.6	1.7	3.9	6.2	1.5	2.4
優酷	3,857	-	-	-	1.8	2.0	2.2	5.4	3.8	2.7	28.3	-	-	-10.5	-9.7	-9.2	-8.4	-8.4	-6.2
テンセント	172,754	43.6	34.2	26.2	12.1	9.8	7.4	12.8	10.7	8.2	33.7	24.2	19.0	31.7	31.5	30.8	14.7	16.9	18.0
平均		46.9	50.4	34.9	6.1	5.6	4.6	7.0	6.4	5.1	82.6	22.4	16.2	10.5	11.1	13.7	5.7	6.0	7.6

注：7月30日のブルームバーグのコンセンサス予想に基づく

出所：ブルームバーグ、KDB大宇証券調査部

ネイバー（証券コード035420 KS／レーティング：買い、目標株価：820,000ウォン）

### 包括利益計算書（要約）

（単位：十億ウォン）	12/14	12/15(予)	12/16(予)	12/17(予)
<b>売上高</b>	<b>2,758</b>	<b>3,233</b>	<b>3,601</b>	<b>3,917</b>
売上原価	0	0	0	0
<b>売上総利益</b>	<b>2,758</b>	<b>3,233</b>	<b>3,601</b>	<b>3,917</b>
販売費・一般管理費	2,000	2,379	2,452	2,502
<b>営業利益（調整後）</b>	<b>758</b>	<b>855</b>	<b>1,149</b>	<b>1,415</b>
<b>営業利益</b>	<b>758</b>	<b>855</b>	<b>1,149</b>	<b>1,415</b>
営業外利益	-99	12	-10	15
純金融収益	17	28	43	62
関連会社への投資による純利益	-1	0	0	0
税引前利益	659	867	1,139	1,430
法人税等	237	270	330	451
継続事業利益	422	597	808	979
非継続事業利益	30	0	0	0
<b>純利益</b>	<b>452</b>	<b>597</b>	<b>808</b>	<b>979</b>
支配持分	454	600	813	985
非支配持分	-3	-4	-5	-6
<b>包括利益合計</b>	<b>563</b>	<b>597</b>	<b>808</b>	<b>979</b>
支配持分	565	599	812	984
非支配持分	-3	-3	-4	-5
EBITDA	902	975	1,249	1,499
フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	508	878	1,038	1,179
EBITDA利益率（%）	32.7	30.2	34.7	38.3
営業利益率（%）	27.5	26.4	31.9	36.1
純利益率（%）	16.5	18.6	22.6	25.1

### キャッシュ・フロー計算書（要約）

（単位：十億ウォン）	12/14	12/15(予)	12/16(予)	12/17(予)
営業活動によるキャッシュ・フロー	779	878	1,038	1,179
純利益	452	597	808	979
現金を伴わない収益および費用	503	394	419	504
減価償却費	132	110	92	76
償却費	12	11	9	8
その他	359	273	318	420
運転資本の変動	35	121	89	76
売掛金およびその他未収金の変動	-107	-54	-42	-36
棚卸資産の変動	-17	-3	-2	-2
買掛金およびその他未払金の変動	206	0	0	0
<b>法人税等の支払額</b>	<b>-234</b>	<b>-270</b>	<b>-330</b>	<b>-451</b>
投資活動によるキャッシュ・フロー	-379	-167	-129	-111
有形固定資産の変動	-260	0	0	0
無形資産の変動	-6	0	0	0
金融資産の変動	-178	-167	-129	-111
<b>その他</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
財務活動によるキャッシュ・フロー	-112	-28	-29	-35
金融負債の変動	104	-5	0	0
株主資本の変動	0	0	0	0
配当金の支払額	-22	-23	-29	-35
<b>その他</b>	<b>-194</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
現金の増加（減少）	287	638	835	989
期首残高	435	723	1,360	2,195
<b>期末残高</b>	<b>723</b>	<b>1,360</b>	<b>2,195</b>	<b>3,184</b>

出所：会社側データ、KDB大宇証券調査部予想

### 貸借対照表（要約）

（単位：十億ウォン）	12/14	12/15(予)	12/16(予)	12/17(予)
<b>流動資産</b>	<b>1,946</b>	<b>2,786</b>	<b>3,783</b>	<b>4,911</b>
現金および現金同等物	723	1,360	2,195	3,184
売掛金およびその他未収金	414	478	532	579
棚卸資産	17	19	22	23
その他流動資産	792	929	1,034	1,125
<b>固定資産</b>	<b>1,449</b>	<b>1,373</b>	<b>1,307</b>	<b>1,253</b>
関連会社への投資	36	42	47	51
有形固定資産	901	791	700	623
無形資産	121	110	101	93
<b>資産合計</b>	<b>3,394</b>	<b>4,160</b>	<b>5,091</b>	<b>6,165</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,081</b>	<b>1,225</b>	<b>1,341</b>	<b>1,440</b>
買掛金およびその他未払金	315	369	411	447
短期金融負債	213	209	209	209
その他流動負債	553	647	721	784
<b>固定負債</b>	<b>516</b>	<b>563</b>	<b>600</b>	<b>631</b>
長期金融負債	243	243	243	243
その他固定負債	273	320	357	388
<b>負債合計</b>	<b>1,597</b>	<b>1,789</b>	<b>1,941</b>	<b>2,072</b>
<b>支配持分</b>	<b>1,796</b>	<b>2,373</b>	<b>3,157</b>	<b>4,106</b>
資本金	16	16	16	16
資本剰余金	133	133	133	133
利益剰余金	2,584	3,161	3,944	4,893
<b>非支配持分</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>
<b>株主資本</b>	<b>1,797</b>	<b>2,371</b>	<b>3,150</b>	<b>4,093</b>

### 予想およびバリュエーション（要約）

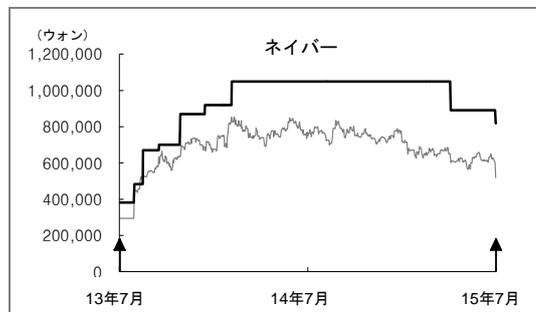
	12/14	12/15(予)	12/16(予)	12/17(予)
PER（倍）	51.6	28.5	21.0	17.3
PCFR（倍）	24.6	17.2	13.9	11.5
PBR（倍）	8.7	5.2	4.2	3.4
EV/EBITDA倍率（倍）	24.9	15.7	11.5	8.9
EPS（ウォン）	13,787	18,205	24,665	29,867
CFPS（ウォン）	28,959	30,048	37,227	44,991
BPS（ウォン）	81,551	99,057	122,829	151,623
DPS（ウォン）	782	1,000	1,200	1,400
配当性向（%）	5.1	4.9	4.4	4.2
配当利回り（%）	0.1	0.2	0.2	0.3
増収率（%）	19.3	17.2	11.4	8.8
EBITDA増加率（%）	37.5	8.1	28.1	20.0
営業利益増加率（%）	44.7	12.8	34.4	23.2
EPS増加率（%）	-69.6	32.0	35.5	21.1
売掛金回転率（倍）	10.1	9.5	9.3	9.2
棚卸資産回転率（倍）	334.0	180.2	176.0	174.0
買掛金回転率（倍）	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA（%）	14.8	15.8	17.5	17.4
ROE（%）	27.8	28.8	29.4	27.1
ROIC（%）	68.3	100.1	196.9	354.5
負債比率（%）	88.9	75.5	61.6	50.6
流動比率（%）	180.0	227.4	282.1	341.0
ネットD/Eレシオ（%）				
インタレスト・カバレッジ・レシオ（倍）				

# 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)	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6日	買い推奨	1,050,000
	2014年1月13日	買い推奨	920,000
	2013年11月26日	買い推奨	870,000
	2013年10月16日	買い推奨	700,000
	2013年9月15日	買い推奨	670,000
	2013年8月29日	買い推奨	483,000
	2013年7月12日	買い推奨	382,000



### 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。

\* 当該する有価証券や企業、および全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
72.36%	13.57%	14.07%	0.00%

\* 過去12ヶ月(2015年6月30日時点)の推奨に基づく

### 開示事項

本レポート発行日現在、大宇証券およびその関連会社またはその両方は、当該企業との間で特別な利害関係はなく、当該企業の発行済株式の1%以上を所有していることもありません。

### 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外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する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られたものですが、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はありません。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。

#### KDB大宇証券の国際ネットワーク

<b>Daewoo Securities Co. Ltd.(Seoul)</b> 本社 34-3 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu Seoul 150-716 Korea 電話番号：82-2-768-3026	<b>Daewoo Securities (Hong Kong) Ltd.</b> Two International Finance Centre Suites 2005-2012 8 Finance Street, Central Hong Kong, China 電話番号：85-2-2845-6332	<b>Daewoo Securities (America) Inc.</b> 320 Park Avenue 31st Floor New York, NY 10022 United States 電話番号：1-212-407-1000
<b>Daewoo Securities (Europe) Ltd.</b> 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad St. London EC2N 1HQ United Kingdom 電話番号：44-20-7982-8000	<b>Daewoo Securities (Singapore) Pte.Ltd.</b> Six Battery Road #11-01 Singapore, 049909  電話番号：65-6671-9845	<b>東京支店</b> 〒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  電話番号：81-3-3211-5511
<b>北京駐在員事務所</b> 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B-12 Jianguomenwai Avenue Chaoyang District, Beijing 100022 China 電話番号：86-10-6567-9299	<b>上海駐在員事務所</b> Room 38T31, 38F SWFC 100 Century Avenue Pudong New Area, Shanghai 200120 China 電話番号：86-21-5013-6392	<b>ホーチミン駐在員事務所</b> 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
<b>Daewoo Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd.</b> 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B-12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District, Beijing 100022 China 電話番号：86-10-6567-9699	<b>Daewoo Securities (Mongolia) LLC</b> #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia 電話番号：976-7011-0807	<b>PT. Daewoo Securities Indonesia</b> 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。