

インターネット

更新情報

2016年6月7日

(据え置き)	買い
目標株価 (今後12か月、ウォン)	900,000
株価 (6/3/16, W)	707,000
予想リターン	27%

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)	1,064
EPS増加率 (2016年度予想、%)	57.7
EPS増加率市場平均 (2016年度予想、%)	16.8
PER (2016年度予想、倍)	28.5
PER市場平均 (2016年度予想、倍)	10.7
KOSPI指数	1,985.84
時価総額 (十億ウォン)	23,305
発行済株式数 (百万株)	33
浮動株比率 (%)	77.2
外国人保有率 (%)	58.5
ベータ (過去12か月)	0.58
過去52週間の安値	461,500
過去52週間の高値	720,000

(%)	1か月	6か月	12か月
絶対値	4.6	11.7	17.6
相対値	4.6	12.2	22.2



Mirae Asset Daewoo Co., Ltd.

[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

NAVER

(証券コード 035420 KS)

O2Oサービスを加速

O2O サービスを加速

2014年12月に立ち上げられたNAVERのO2Oプラットフォーム、Shop Windowには韓国国内で約6,000社の小売業者（この中には、主要なデパート、アウトレット、小規模なファッションブティックとインテリア・ストアが含まれている）が加入している。

NAVERはベータテストの完了を受けてロケーション・ベースのO2Oサービスも展開している。その一例がNAVER Studioで、ブローカーや新興の不動産業者から入手したスタジオのリストを提供している。

2015年3月にベータ版に参入したNAVER Bookingにより、ユーザーはPC又はモバイル機器上で、レストランや宿泊施設の予約、ライブパフォーマンスのほか、NAVER Payを利用した支払いを行うことができる。4月には、ブッキング・カテゴリーのリストに美容室が追加された。一方、NAVER Mapはタクシーの呼び出しとナビゲーションなど新しい機能を導入した。

NAVERのビジネスモデル = Google + Amazon + Uber または Facebook

検索広告を中心に NAVERのモバイル広告収入は急激に伸びている。NAVERがショッピングのカテゴリー（この中には、「Hot Deals」、海外直接購入、航空チケット、ホテル、食品、玩具及び子供用の製品が含まれる）を拡大するとともに、製品在庫を増大させたため、eコマース収入も急増している。

当社では、PCを利用したショッピングとモバイル・ショッピングの取引価値の合計に基づき、eコマース市場におけるNAVERの市場シェアが2013年第1四半期の15.5%から2016年第1四半期には21.9%に上昇したと予想している。取引総額に対する手数料を2%と仮定し、NAVERのeコマース収入（純収入ベースに基づいて認識）から市場シェアを外挿した。長期的には、NAVERはAmazonのレベルに接近し、40%を上回る市場シェアを獲得すると見ている。

国内事業を26兆ウォンと評価。LINEのIPOにより不確実性は解消

様々なメディアの報道によると、LINEのIPOが間もなく実施されると示唆されている。メッセージアプリ運営会社のLINEは、7月に東京証券取引所とニューヨーク証券取引所で株式を公開する前に、6月にロードショーを行い、IPO価格を決定すると報じられている。LINEのIPOにより長らくNAVERの株価の上値を抑えてきた主要な不確実性が取り除かれると見ている。

LINEが株式を公開すると、NAVERのバリュを決定しやすくなり、そのバリュは国内事業のバリュとLINEの時価総額の合計に相当すると見ている。

当社では国内事業のバリュを26兆ウォンと見積もっているが、これはNAVERの利益における広告収入とeコマース収入の比率に基づくこと、これはGoogleとAmazonの2016-2017年度の株価収益率の加重平均値と一致する。当社はLINEのIPO後に改めて目標株価と収益予想を見直す計画である。現時点では、レーティングを「買い推奨」のままにし、目標株価を900,000ウォンに据え置く。

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	28.5	22.3	18.8
PBR (倍)	11.3	8.7	6.8	5.9	4.7	3.8

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

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。当レポートの末尾添付の、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. 年間国内収入の内訳

(単位：十億ウォン、%)

	2014	2015	2016 (予)	2017 (予)
広告収入	1,637	2,141	2,648	3,249
PC広告	1,251	1,306	1,222	1,137
モバイル広告	298	679	1,260	1,944
コンテンツ	69	125	129	131
その他	19	31	37	37
前年同期比				
広告収入	33.8	30.8	23.7	22.7
PC広告		4.4	-6.5	-6.9
モバイル広告		127.8	85.6	54.3
コンテンツ		81.6	3.5	1.3
その他		61.2	19.6	-1.2
絶対値ベースの前年同期比較				
広告収入		504	507	601
PC広告		55	-85	-85
モバイル広告		381	581	685
コンテンツ		56	4	2
その他		12	6	-0
営業費用	925	1,315	1,686	2,071
人件費	202	238	313	345
手数料	494	823	1,073	1,379
マーケティング費用	43	156	186	194
減価償却費	20	33	42	65
通信料	1	1	1	1
福利厚生費	18	26	32	48
その他	25	38	41	41
営業利益	712	826	961	1,178
営業利益率	43.5	38.6	36.3	145.0
営業外利益	5	29	13	12
営業外費用	30	45	25	28
税引前利益	607	849	985	1,200
法人税等	146	206	233	284
純利益	461	643	752	916

注：会社のクライテリアが頻繁に変更されるため、収入の内訳は Mirae Asset Daewoo の見積りに基づく

出所：Mirae Asset Daewoo Research

表2. NAVER国内事業のバリュエーション

(単位：十億ウォン、倍)

	妥当P/E		時価総額		注記
	2016	2017	2016	2017	
Alphabet	22.4	19.0	16,851	17,406	NAVERのバリュエーションは2014年度までAlphabetを基にしていた
AlphabetとAmazonの加重平均	36.3	27.0	27,300	24,745	NAVERの営業利益の70%を広告収入とし、30%をeコマース収入と仮定し → 加重は 7:3 : AlphabetとAmazonの株価収益率
Alphabet、Facebook及びAmazonの平均	41.5	30.2	31,194	27,636	ビジネスモデルがPC広告、モバイル広告及びeコマースで安定すると仮定すると → Alphabet、FacebookとAmazonの平均株価収益率を適用
		P/E		時価総額	
今後12か月の目標		31.7		26,022	NAVERの営業利益の70%を広告収入とし、30%をeコマース収入と仮定すると → 加重は7:3 : AlphabetとAmazonの株価収益率

出所：Mirae Asset Daewoo Research

表3. 四半期毎の国内収入内訳

(単位：十億ウォン、%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16 (予)	3Q16 (予)	4Q16 (予)	1Q17 (予)	2Q17 (予)	3Q17 (予)	4Q17 (予)
広告収入	488	532	540	581	586	647	668	746	724	790	832	904
PC広告	327	330	317	333	306	309	295	312	284	287	274	291
モバイル広告	130	159	179	211	240	296	331	392	398	460	515	571
コンテンツ	25	36	34	29	30	34	32	33	33	33	33	33
その他	6	6	11	8	10	9	9	9	9	9	9	9
前年同期比												
広告収入	50.3	43.8	19.1	18.9	20.0	21.7	23.7	28.5	23.6	21.9	24.5	21.1
PC広告	14.6	4.6	1.3	-1.5	-6.5	-6.4	-6.7	-6.4	-6.9	-6.9	-7.2	-6.8
モバイル広告	564.2	362.9	50.8	68.3	85.6	85.6	85.6	85.6	65.6	55.6	55.6	45.6
コンテンツ	56.8	123.6	93.4	55.1	16.8	-5.9	-6.7	15.5	9.3	-4.1	2.2	-1.0
その他	59.0	57.5	109.5	25.0	54.6	38.3	-11.9	18.4	-7.1	4.0	-1.9	1.0
絶対値ベースの前年同期比較												
広告収入	163	162	86	92	97	115	128	166	138	142	163	157
PC広告	42	15	4	-5	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21
モバイル広告	110	125	60	86	111	136	153	181	158	164	184	179
コンテンツ	9	20	17	10	4	-2	-2	4	3	-1	1	-0
その他	2	2	6	2	4	2	-1	1	-1	0	-0	0
前四半期比												
広告収入	-0.1	9.0	1.6	7.5	0.8	10.6	3.2	11.7	-3.0	9.0	5.3	8.6
PC広告	-3.4	0.9	-4.0	5.2	-8.3	1.0	-4.3	5.6	-8.8	1.1	-4.6	6.0
モバイル広告	3.1	23.1	12.0	18.4	13.7	23.1	12.0	18.4	1.4	15.6	12.0	10.7
コンテンツ	38.0	42.7	-5.7	-16.4	3.9	14.9	-6.5	3.5	-1.7	0.9	-0.4	0.2
その他	4.7	-1.0	67.1	-27.9	29.5	-11.4	6.4	-3.0	1.6	-0.8	0.4	-0.2
絶対値ベースの前四半期比較												
広告収入	-0	44	8	41	5	62	21	78	-22	65	42	72
PC広告	-12	3	-13	16	-28	3	-13	16	-28	3	-13	16
モバイル広告	4	30	19	33	29	55	36	61	6	62	55	55
コンテンツ	7	11	-2	-6	1	4	-2	1	-1	0	-0	0
その他	0	-0	4	-3	2	-1	1	-0	0	-0	0	-0
営業費用	303	323	335	354	370	412	432	472	460	507	533	572
人件費	60	57	63	58	75	77	79	81	83	85	87	89
手数料	187	207	208	222	231	258	274	309	303	333	354	389
マーケティング費用	31	35	40	49	38	49	49	49	40	51	51	51
減価償却費	8	8	8	8	8	10	11	13	13	15	17	19
通信料	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
福利厚生費	7	6	5	7	6	7	8	9	10	11	12	13
その他	9	10	9	10	11	10	10	10	10	10	10	10
営業利益	186	209	206	227	216	236	236	274	264	283	299	332
営業利益率	38.0	39.2	38.1	39.0	36.8	36.4	35.3	36.8	36.4	35.8	36.0	36.7
営業外利益	19	5	4	1	4	3	3	3	3	3	3	3
営業外費用	2	18	7	18	7	3	4	11	6	7	8	7
税引前利益	213	210	193	233	221	243	244	277	270	289	304	337
法人税等	57	46	46	57	52	57	58	65	64	68	72	80
純利益	156	164	146	176	169	185	186	211	206	220	232	258

注：会社のクライテリアが頻繁に変更されるため、収入の内訳は Mirae Asset Daewoo の見積りに基づく

出所：Mirae Asset Daewoo Research

表4. グローバル・インターネット企業の業績比較

(単位：十億ウォン、%)

	時価 総額	売上高			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	23,305	3,251	3,935	4,504	762	1,091	1,394	23.4	27.7	31.0	519	743	977	16.0	18.9	21.7	17,619	23,550	30,658
Kakao	6,611	932	1,392	1,754	89	208	332	9.5	15.0	18.9	76	139	224	8.1	10.0	12.8	1,269	2,111	3,387
Interpark	608	402	456	495	23	31	38	5.8	6.8	7.7	17	24	30	4.2	5.2	6.1	518	725	912
Alphabet	582,344	84,906	84,096	97,170	21,920	34,839	41,109	25.8	41.4	42.3	18,510	22,262	26,683	21.8	26.5	27.5	26,166	39,654	46,634
Yahoo	40,474	5,625	4,212	4,255	-5,376	239	330	-95.6	5.7	7.8	-4,936	17	230	-87.7	0.4	5.4	-5,254	600	689
Amazon	398,524	121,157	159,470	194,016	2,528	5,891	9,645	2.1	3.7	5.0	675	3,176	5,910	0.6	2.0	3.0	1,449	12,422	18,690
Facebook	394,484	20,299	30,898	41,205	7,048	16,848	22,238	34.7	54.5	54.0	4,154	8,666	12,454	20.5	28.0	30.2	1,483	4,261	5,487
Twitter	12,420	2,511	3,244	3,892	-510	509	398	-20.3	15.7	10.2	-590	-472	-326	-23.5	-14.5	-8.4	-894	609	798
LinkedIn	20,999	3,386	4,433	5,309	-171	757	749	-5.0	17.1	14.1	-188	-220	-24	-5.6	-5.0	-0.5	-1,461	4,107	5,130
Groupon	2,377	3,532	3,565	3,710	-90	-28	32	-2.6	-0.8	0.9	23	-170	-106	0.7	-4.8	-2.8	34	-46	71
Yahoo Japan	32,427	6,293	9,214	9,956	2,170	2,218	2,471	34.5	24.1	24.8	1,655	1,454	1,616	26.3	15.8	16.2	291	256	285
Rakuten	18,040	6,675	8,872	10,032	886	1,384	1,678	13.3	15.6	16.7	416	784	981	6.2	8.8	9.8	302	557	696
Alibaba	222,572	18,392	25,455	32,590	5,292	7,111	10,097	28.8	27.9	31.0	12,994	6,233	8,636	70.7	24.5	26.5	5,286	3,756	4,843
Baidu	70,032	11,958	14,359	17,567	2,102	2,576	3,567	17.6	17.9	20.3	6,064	2,340	3,271	50.7	16.3	18.6	17,365	7,448	10,109
Sohu	1,824	2,193	2,161	2,429	93	-14	94	4.3	-0.6	3.9	-56	-167	-55	-2.6	-7.7	-2.3	-1,455	-4,155	-696
Sina	4,356	997	1,126	1,304	14	67	151	1.4	5.9	11.5	29	42	68	2.9	3.7	5.2	487	1,071	1,798
Tencent	244,334	18,529	25,250	32,061	6,850	9,597	12,109	37.0	38.0	37.8	5,189	7,197	9,313	28.0	28.5	29.0	558	804	1,031
平均								6.7	18.6	19.9				8.1	9.2	11.7			

注：6月3日現在のBloombergのコンセンサスに基づく

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

表5. グローバル・インターネット企業の株価指標比較

(単位：十億ウォン、倍、%)

	時価総額	P/E			P/B			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	23,305	36.8	30.0	23.1	9.3	7.8	5.8	6.0	5.9	5.2	17.2	17.5	13.9	26.5	29.9	29.4	13.6	15.7	17.6
Kakao	6,611	102.0	46.4	28.9	2.0	2.0	1.9	6.3	4.7	3.8	46.2	23.9	16.4	2.0	4.8	6.8	1.4	3.4	4.9
Interpark	608	35.5	25.4	20.2	3.6	3.3	3.0	1.5	1.3	1.2	20.6	13.9	11.8	10.5	13.5	15.3	3.8	5.2	6.1
Alphabet	582,344	30.3	22.0	18.7	4.1	3.6	3.0	6.5	7.1	6.1	17.3	12.1	10.4	14.2	16.0	16.2	12.0	13.6	14.0
Yahoo	40,474	442.9	72.5	63.1	1.2	1.2	1.2	7.1	9.8	9.7	-	38.1	34.4	-14.4	1.5	1.6	-9.5	0.5	0.8
Amazon	398,524	297.7	69.7	46.3	23.2	19.0	12.9	3.0	2.5	2.1	28.0	22.4	16.9	9.1	23.5	26.2	2.1	5.8	7.5
Facebook	394,484	73.1	33.0	25.6	7.1	6.3	5.1	16.9	13.0	9.8	32.5	19.7	15.2	11.0	17.8	18.8	9.9	18.6	19.5
Twitter	12,420	-	29.6	22.6	2.4	2.4	2.2	4.3	3.9	3.3	-	11.9	9.4	-10.7	-0.1	0.9	-7.2	0.3	1.7
LinkedIn	20,999	-	39.2	31.3	3.9	4.0	3.7	5.5	4.8	4.0	46.0	15.9	12.9	-4.0	9.9	10.3	-2.5	7.0	7.0
Groupon	2,377	-	-	58.7	5.3	5.8	5.9	0.7	0.7	0.6	509.4	11.2	7.1	-2.5	-2.0	2.4	-0.8	-2.8	0.8
Yahoo Japan	32,427	17.4	22.0	19.8	3.5	3.1	2.8	4.6	3.5	3.2	9.2	10.9	9.7	21.9	14.9	15.0	14.6	10.7	10.7
Rakuten	18,040	38.4	22.7	18.2	2.6	2.4	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6	2.0	1.7	7.8	11.0	12.2	1.0	2.6	2.7
Alibaba	222,572	54.5	24.3	18.8	5.7	4.6	3.8	12.2	8.9	7.0	33.7	18.7	14.9	39.3	18.3	19.1	23.1	11.0	12.0
Baidu	70,032	13.2	27.6	20.4	4.8	4.2	3.5	5.7	5.0	4.1	26.9	19.4	14.5	48.5	15.1	18.1	26.3	9.0	11.0
Sohu	1,824	1,768.5	-	-	1.3	1.1	1.1	0.8	0.9	0.8	3.7	6.9	3.0	-3.2	-8.4	-0.6	-1.4	-2.1	-1.6
Sina	4,356	227.3	59.7	35.6	1.4	1.2	1.2	3.7	4.0	3.4	29.5	22.2	14.6	2.2	2.2	3.2	1.3	1.3	2.3
Tencent	244,334	43.9	32.9	25.6	10.9	8.8	6.7	12.1	9.8	7.8	24.9	22.6	18.1	28.9	29.6	29.7	11.1	13.4	14.3
平均		227.2	37.1	29.8	5.4	4.8	3.9	5.8	5.2	4.3	56.4	17.0	13.2	11.0	11.6	13.2	5.8	6.7	7.7

注：6月3日現在のBloombergのコンセンサスに基づく

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

eコマース

表6. eコマースの収入予測

(単位：百万ウォン)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
eコマース	27,766	29,773	32,141	36,306	36,766	38,087	42,142	47,567	47,412	49,930	53,647	61,297	66,063
PC	24,722	26,093	27,368	29,701	28,723	28,800	30,589	32,911	31,978	32,277	33,851	36,908	36,799
モバイル	3,044	3,680	4,773	6,605	8,044	9,287	11,553	14,656	15,434	17,653	19,796	24,389	29,264
内訳													
PC	89.0%	87.6%	85.1%	81.8%	78.1%	75.6%	72.6%	69.2%	67.4%	64.6%	63.1%	60.2%	55.7%
モバイル	11.0%	12.4%	14.9%	18.2%	21.9%	24.4%	27.4%	30.8%	32.6%	35.4%	36.9%	39.8%	44.3%
前年同期比													
eコマース					32.4%	27.9%	31.1%	31.0%	29.0%	31.1%	27.3%	28.9%	39.3%
PC					16.2%	10.4%	11.8%	10.8%	11.3%	12.1%	10.7%	12.1%	15.1%
モバイル					164.2%	152.4%	142.0%	121.9%	91.9%	90.1%	71.4%	66.4%	89.6%
前四半期比													
eコマース		7.2%	8.0%	13.0%	1.3%	3.6%	10.6%	12.9%	-0.3%	5.3%	7.4%	14.3%	7.8%
PC		5.5%	4.9%	8.5%	-3.3%	0.3%	6.2%	7.6%	-2.8%	0.9%	4.9%	9.0%	-0.3%
モバイル		20.9%	29.7%	38.4%	21.8%	15.5%	24.4%	26.9%	5.3%	14.4%	12.1%	23.2%	20.0%

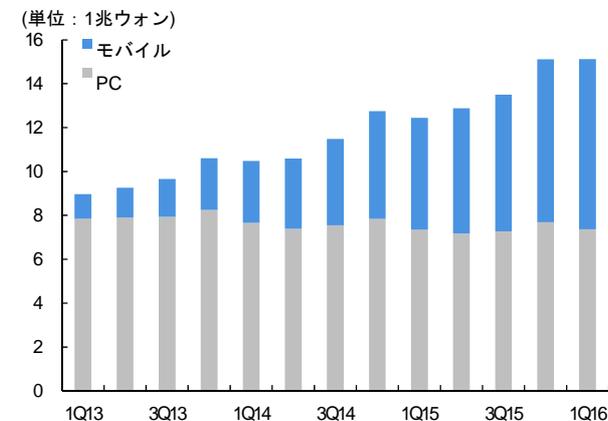
出所：Mirae Asset Daewoo Research

表 7. 前提となる手数料別のeコマース市場シェア

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
前提：手数料を 1.5%													
M/S													
eコマース	20.6%	21.4%	22.2%	22.8%	23.4%	24.0%	24.5%	24.9%	25.4%	25.8%	26.5%	27.0%	29.2%
PC	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%	33.3%
モバイル	18.0%	18.2%	18.4%	18.7%	19.0%	19.3%	19.6%	19.9%	20.2%	20.6%	21.2%	21.9%	25.2%
前提：手数料を 2%													
M/S													
eコマース	15.5%	16.1%	16.6%	17.1%	17.5%	18.0%	18.4%	18.7%	19.0%	19.4%	19.9%	20.3%	21.9%
PC	15.8%	16.5%	17.3%	18.0%	18.8%	19.5%	20.3%	21.0%	21.8%	22.5%	23.3%	24.0%	25.0%
モバイル	13.5%	13.7%	13.8%	14.0%	14.3%	14.5%	14.7%	14.9%	15.2%	15.5%	15.9%	16.4%	18.9%

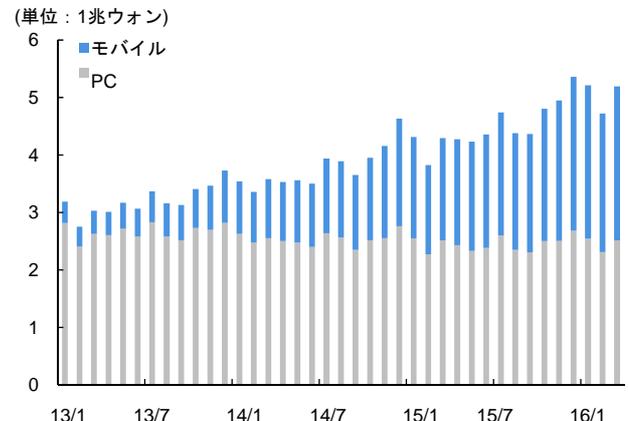
出所：Mirae Asset Daewoo Research

図 1. eコマース 経由の四半期別取引高



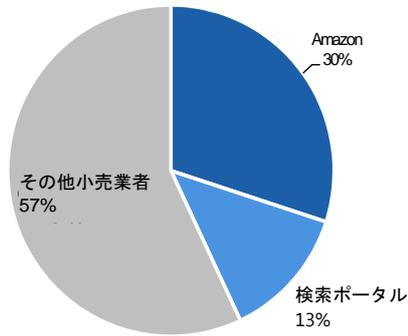
出所：KOSTAT、Mirae Asset Daewoo Research

図 2. eコマース 経由の月次取引高



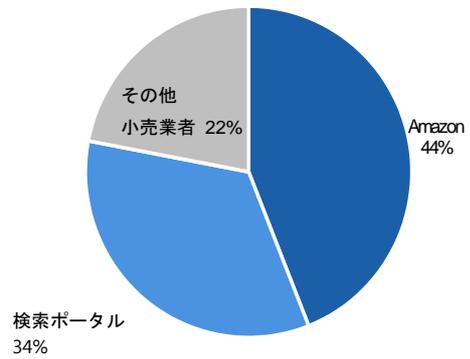
出所：KOSTAT、Mirae Asset Daewoo Research

図 3. インターネットショッピングの内訳 (2013年)



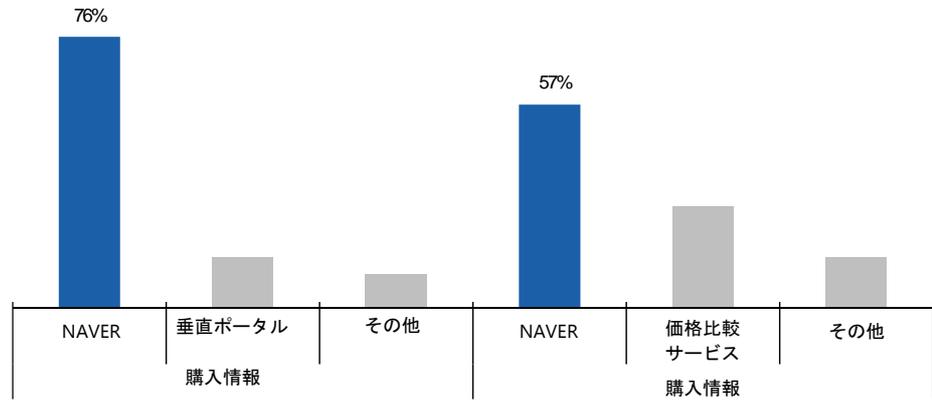
出所：Forrester, Survata, Mirae Asset Daewoo Research

図 4. インターネットショッピング検索の内訳 (2015年)



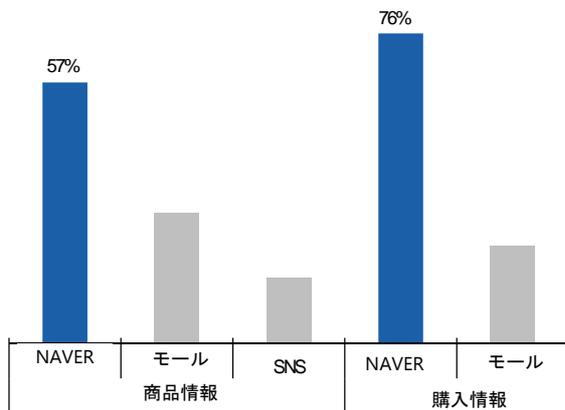
出所：Forrester, Survata, Mirae Asset Daewoo Research

図 5. サーベイ：購入前にアクセスされたサイト (ファッションと旅行を除く)



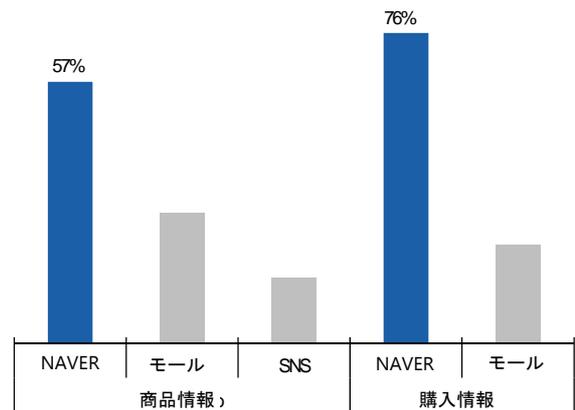
出所：Mirae Asset Daewoo Research

図 6. サーベイ：旅行購入前にアクセスされたサイト



出所：Mirae Asset Daewoo Research

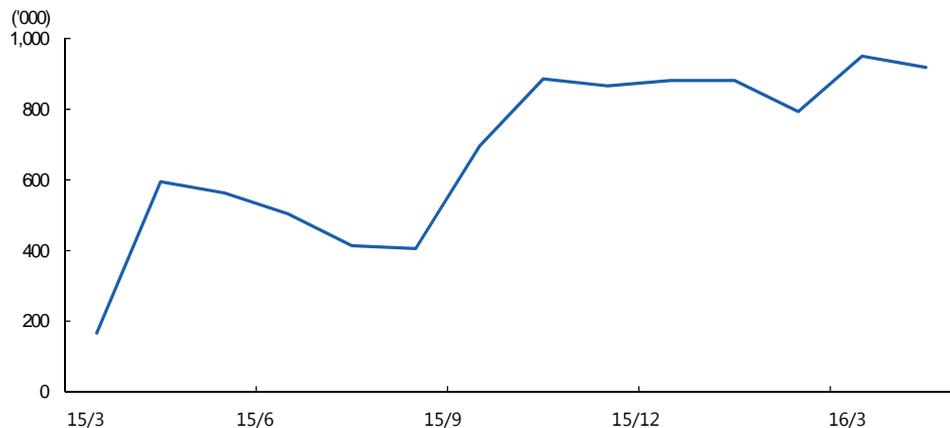
図 7. サーベイ：ファッションアイテム購入前にアクセスされたサイト



出所：Mirae Asset Daewoo Research

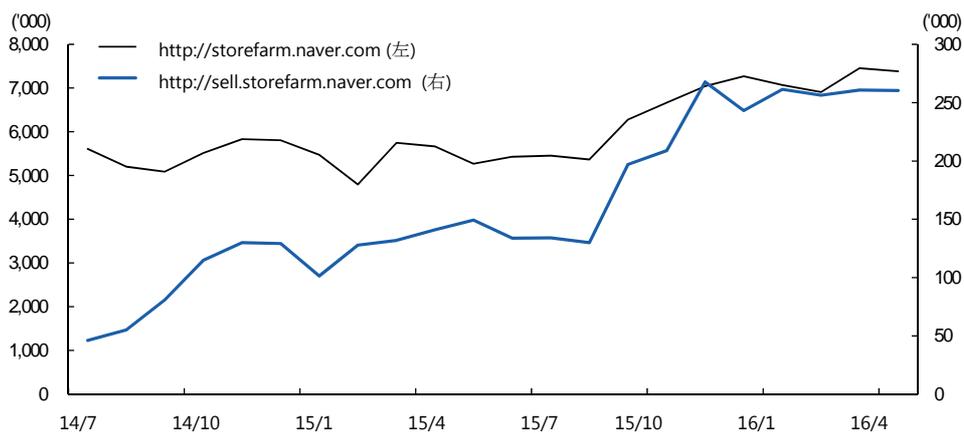
O2O

図 8. NAVER Payの月次ユニークユーザー数



出所： KoreanClick、Mirae Asset Daewoo Research

図 9. Store Farmの月次ユニークビジター数



出所： KoreanClick、Mirae Asset Daewoo Research

NAVER (035420 KS/Buy/TP: W900,000)

包括利益計算書 (要約)

(単位：十億ウォン)	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
売上高	3,251	4,049	4,565	4,973
売上原価	0	0	0	0
売上総利益	3,251	4,049	4,565	4,973
販売費・一般管理費	2,489	2,857	3,025	3,202
営業利益 (調整後)	762	1,191	1,541	1,771
営業利益	762	1,191	1,541	1,771
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
純利益	517	815	1,040	1,236
支配持分	519	818	1,043	1,240
非支配持分	-2	-3	-4	-4
包括利益合計	554	815	1,040	1,236
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

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
法人税等の支払額	-268	-351	-457	-510
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
その他	-4	-2	-30	-30
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
その他	-183	0	0	0
現金の増加 (減少)	91	612	970	1,166
期首残高	723	813	1,426	2,396
期末残高	813	1,426	2,396	3,561

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

貸借対照表

(単位：十億ウォン)	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
流動資産	2,639	3,692	4,951	6,345
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
固定資産	1,747	1,728	1,694	1,666
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
資産合計	4,386	5,419	6,645	8,010
流動負債	1,684	1,865	2,050	2,196
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
固定負債	433	502	547	582
長期金融負債	150	150	150	0
その他固定負債	283	352	397	582
負債合計	2,116	2,367	2,597	2,779
支配持分	2,125	2,911	3,909	5,097
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
非支配持分	145	142	139	135
株主資本	2,270	3,053	4,048	5,232

予想およびバリュエーション (要約)

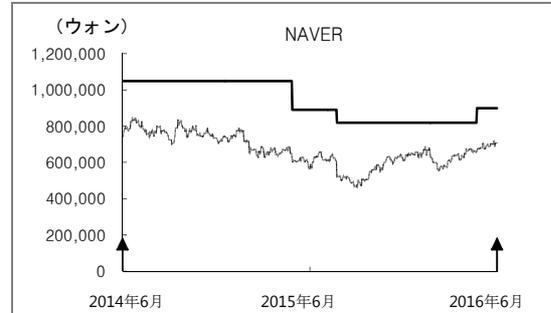
	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
PER (倍)	41.8	28.5	22.3	18.8
PCFR(倍)	21.1	18.4	14.7	13.0
PBR (倍)	6.8	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA倍率(倍)	22.3	16.0	12.1	10.0
EPS (ウォン)	15,737	24,811	31,646	37,625
CFPS(ウォン)	31,232	38,372	47,999	54,391
BPS(ウォン)	96,527	120,364	150,683	186,717
DPS(ウォン)	1,100	1,500	1,800	2,200
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	-15,559.2
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)				

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
NAVER (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5月15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。
- * Mirae Asset Daewoo Co. Ltd.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。Mirae Asset Daewoo Co. Ltd.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、これまででも現在もなく、今後もありませんが、Mirae Asset Daewoo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Mirae Asset Daewoo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Mirae Asset Daewoo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。Mirae Asset Daewoo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。Mirae Asset Daewoo、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Mirae Asset Daewoo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Mirae Asset Daewoo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。Mirae Asset Daewoo、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。Mirae Asset Daewoo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Mirae Asset Daewoo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、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を希望するその他の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Mirae Asset Daewoo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、Mirae Asset Daewooもしくはその関連会社までお問い合わせください。

Mirae Asset Daewoo 国際ネットワーク

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 電話番号：65-6671-9845	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 電話番号：81-3-3211-5511
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字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。