

インターネット

更新情報

2016年8月31日

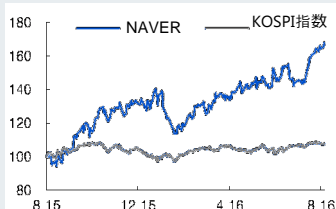
(据え置き)	買い
目標株価 (今後12か月)	1,050,000
株価 (2016年8月30日、ウォン)	821,000
予想リターン	28%

営業利益 (2016年度予想、十億ウォン)	1,197
営業利益コンセンサス予想 (2016年度予想、十億ウォン)	1,117

EPS増加率 (2016年度予想、%)	63.3
EPS増加率市場平均 (2016年度予想、%)	20.6
PER (2016年度予想、倍)	32.0
PER市場平均 (2016年度予想、倍)	10.7
KOSPI指数	2,039.74

時価総額 (十億ウォン)	27,062
発行済株式数 (百万株)	33
浮動株比率 (%)	77.4
外国人保有率 (%)	60.7
ベータ (過去12か月)	0.51
過去52週間の安値	461,500
過去52週間の高値	821,000

(%)	1か月	6か月	12か月
絶対値	15.6	43.5	68.2
相対値	14.3	34.9	59.8



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@miraeasset.com

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

NAVER

(証券コード035420 KS)

日本人はヤフーよりLINEでニュースを読む

LINEの運用型広告が6月に正式スタート。新たな成長エンジンに

2015年第4四半期に試験販売を開始したLINEの運用型広告が、同社の高水準な成長に拍車を掛けている。ターゲット広告が可能な運用型広告では、広告主は投資に対し目に見える成果を獲得できる。小規模企業でも低予算で執行可能なことから、モバイル広告市場の主力製品と見られている。

LINEの運用型広告収入は、2015年第4四半期の35億ウォンから2016年第1四半期92億ウォン、2016年第2四半期208億ウォンへと成長。NAVERは6月1日に正式販売を開始したが、6月単月で100億ウォンの収入を上げた。第3四半期の運用型広告収入は、前四半期比100%増の400億ウォンを見込む。

LINEが運用型広告を開始したニュース部門は、6月以降トラフィックが急増。2016年7月時点で、10代と20代はヤフー・ジャパンよりLINEを選んでニュースを見ている。日本では、モバイル・ネット・トラフィック量の30%から40%をニュースが占めるため、広告の大半はニュース・サイトで表示される。

LINEの運用型広告では、地域(日本の47都道府県)・年代(9層)・性別・関心(ゲーム、自動車、旅行等20分野)等の属性で対象の詳細な絞り込みが可能。広告主は、単価30万円以上、CPM(1,000クリック当たり広告売上)単位で出稿する。LINEの運用型広告収入は、1) 広告主数、2) 広告主支出、3) 対象トラフィック、4) 広告ページ数の増加により、より一層の増加が期待できる。

第3四半期はLINE、第4四半期は国内eコマースがLINEの利益を押し上げ

第3四半期連結営業利益は、前年同期比34.6%増の2,980億ウォンを見込む。韓国内の広告需要ピークが終盤を迎えるNAVERの非連結第3四半期営業利益は、2,360億ウォン(第2四半期2,340億ウォン)と予想。第3四半期には、LINEが収益を伸ばす模様。第4四半期には、既にNAVERの第2四半期非連結売上高で実質増加分の50%以上を担い牽引したモバイルeコマースへの期待が高まる。eコマース需要は、年間取扱高の30%を占める第4四半期にピークを迎える。

「買い」継続：目標株価を900,000ウォンから1,050,000ウォンへ引き上げ

LINE上場を終え、株価は落ち着いている。NAVERの韓国国内事業価値25.7兆ウォン(株価換算790,000ウォン；表2参照)、LINE持分8.4兆ウォン(株価換算260,000ウォン；前日終値4,395円；現在175百万株保有)を合算したNAVERの企業価値を34.1兆ウォン(株価換算1,050,000ウォン)と算出した。NAVERの「買い」を継続し、目標株価を900,000ウォンから1,050,000ウォンへ引き上げる。

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	4,080	4,601	5,011
営業利益 (十億ウォン)	524	758	762	1,197	1,576	1,809
営業利益率 (%)	22.7	27.5	23.4	29.3	34.3	36.1
純利益 (十億ウォン)	1,897	454	519	847	1,068	1,268
EPS (ウォン)	45,425	13,787	15,737	25,692	32,401	38,467
ROE (%)	112.7	27.8	26.5	33.4	30.9	27.7
PER (倍)	15.9	51.6	41.8	32.0	25.3	21.3
PBR (倍)	11.3	8.7	6.8	6.8	5.4	4.3

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1. NAVERの韓国国内業績推移

(単位：十億ウォン、%)

	1Q16	2Q16	3Q16(予)	4Q16(予)	1Q17(予)	2Q17(予)	3Q17(予)	4Q17(予)	2015	2016(予)	2017(予)
広告収入	586	616	637	704	672	721	755	843	2,141	2,542	2,990
PC広告	315	317	303	323	304	306	292	312	1,302	1,257	1,214
モバイル広告	231	264	297	344	332	378	426	494	683	1,137	1,630
コンテンツ	30	27	28	27	28	28	28	28	125	112	111
その他	10	8	9	9	9	9	9	9	31	36	36
営業費用	370	381	401	447	428	451	469	522	1,315	1,600	1,870
営業利益	216	234	236	256	244	270	286	320	826	942	1,120
営業利益率	36.8	38.1	37.1	36.4	36.3	37.5	37.9	38.0	38.6	37.1	149.6
純利益	169	184	188	199	192	212	223	250	643	740	877
純利益率	28.8	29.9	29.5	28.3	28.5	29.4	29.6	29.7	30.0	29.1	29.3
前年同期比											
広告収入	20.0	15.7	17.9	21.1	14.8	17.1	18.4	19.8	30.8	18.7	17.6
PC広告	-3.8	-3.3	-3.4	-3.2	-3.4	-3.4	-3.5	-3.3	8.8	-3.4	-3.4
モバイル広告	79.1	63.4	63.4	63.4	43.4	43.4	43.4	43.4	93.7	66.4	43.4
コンテンツ	16.8	-26.9	-17.8	-4.4	-6.7	3.8	-1.8	0.9	81.6	-10.3	-1.1
その他	54.6	29.7	-14.5	13.1	-10.6	6.4	-2.9	1.5	61.2	15.6	-1.8
営業利益	16.2	12.4	14.8	13.0	13.1	15.2	21.0	25.0	16.1	14.0	18.9
純利益	8.0	12.2	28.3	13.3	13.5	15.2	18.8	25.4	39.5	15.2	18.5
絶対値ベースの前年同期比較											
広告収入	97	84	97	123	87	105	118	139	504	401	448
PC広告	-13	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	106	-45	-43
モバイル広告	102	102	115	134	100	114	129	149	331	453	493
コンテンツ	4	-10	-6	-1	-2	1	0	0	56	-13	-1
その他	4	2	-2	1	-1	1	0	0	12	5	-1
前四半期比											
広告収入	0.8	5.1	3.5	10.4	-4.4	7.2	4.7	11.7			
PC広告	-5.7	0.8	-4.6	6.8	-5.9	0.8	-4.8	7.0			
モバイル広告	9.7	14.0	12.8	15.9	-3.7	14.0	12.8	15.9			
コンテンツ	3.9	-10.7	6.0	-2.8	1.5	-0.7	0.4	-0.2			
その他	29.5	-16.9	10.2	-4.6	2.4	-1.2	0.6	-0.3			
営業利益	-4.9	8.7	0.8	8.5	-4.8	10.8	5.8	12.1			
純利益	-4.0	8.8	2.2	6.1	-3.8	10.5	5.3	12.0			
絶対値ベースの前四半期比較											
広告収入	5	30	22	66	-31	49	34	88			
PC広告	-19	3	-15	20	-19	3	-15	20			
モバイル広告	21	32	34	47	-13	46	48	68			
コンテンツ	1	-3	2	-1	0	0	0	0			
その他	2	-2	1	0	0	0	0	0			

注：会社のクライテリアの内訳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：会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research 予想

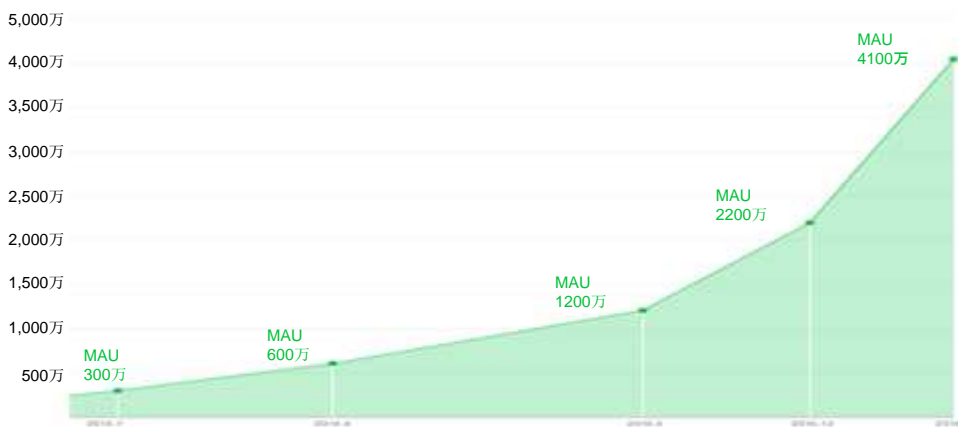
表2. NAVER国内事業のバリュエーション

(単位：十億ウォン、倍)

	妥当P/E		時価総額		注記
	2016	2017	2016	2017	
Alphabet	23.3	19.8	17,244	17,326	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	37.7	28.1	27,881	24,625	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	42.2	30.8	31,247	26,957	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	31.3		25,711		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

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

図 1. LINEニュースの月間アクティブ・ユーザー数推移



出所：LINE、Mirae Asset Daewoo Research

表3. 日本のモバイル・ニュース読者シェア（2016年2月）

年代	1位	2位	3位
10代	LINE (33%)	Yahoo (30%)	SNS (27%)
20代	Yahoo (42%)	LINE (25%)	SNS (22%)
30代	Yahoo (52%)	LINE (21%)	SNS (15%)
40代	Yahoo (54%)	LINE (19%)	SmartNews (11%)
50代	Yahoo (55%)	LINE (22%)	SmartNews (14%)
60代	Yahoo (57%)	Google News (23%)	SmartNews (19%)

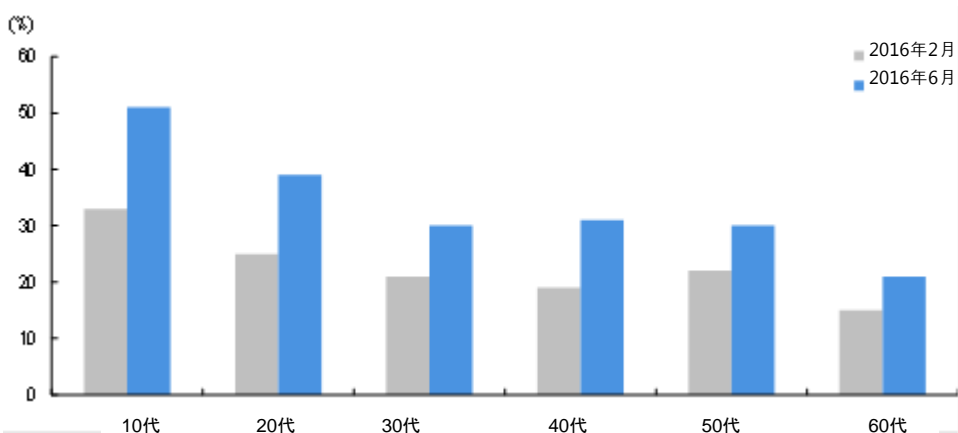
出所：LINE、Mirae Asset Daewoo Research

表4. 日本のモバイル・ニュース読者シェア（2016年7月）

年代	1位	2位	3位
10代	LINE (51%)	Yahoo (25%)	SNS (20%)
20代	LINE (39%)	Yahoo (35%)	SNS (15%)
30代	Yahoo (49%)	LINE (30%)	SNS (14%)
40代	Yahoo (51%)	LINE (31%)	SmartNews (11%)
50代	Yahoo (54%)	LINE (30%)	SmartNews (14%)
60代	Yahoo (59%)	LINE (21%)	SmartNews (22%)

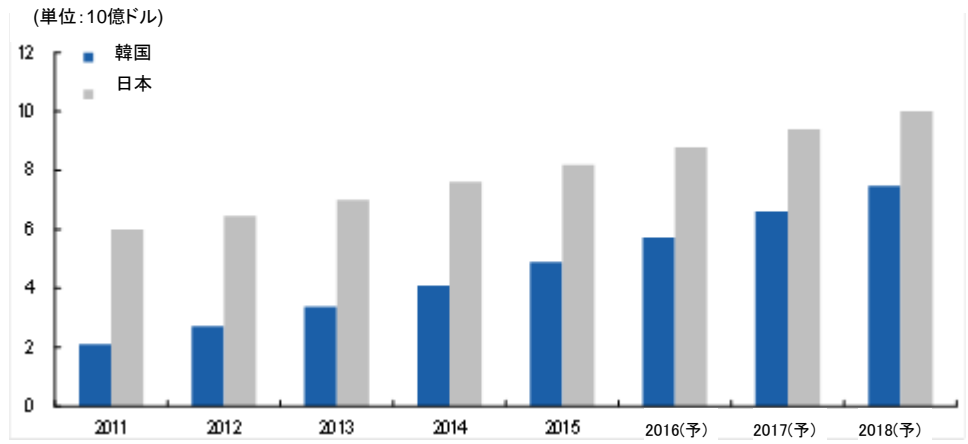
出所：LINE、Mirae Asset Daewoo Research

図 2. LINEニュースは全ての年代でシェア拡大



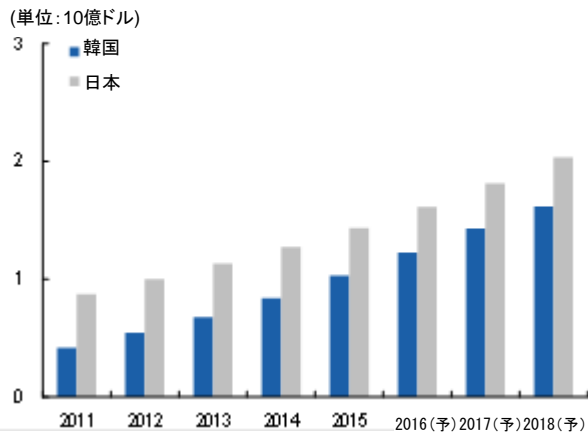
出所：LINE、Mirae Asset Daewoo Research

図 3. 韓国および日本のインターネット広告市場規模



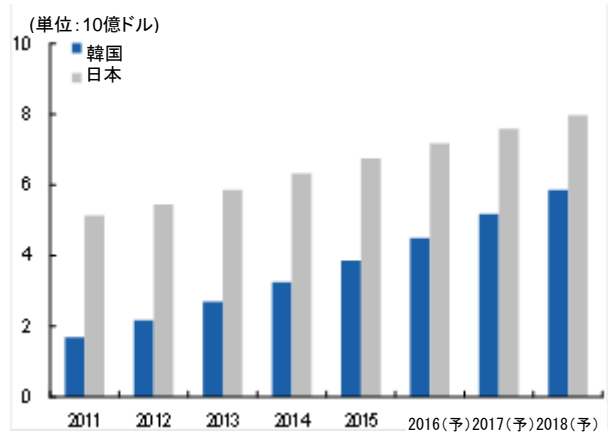
出所: Pwc、Mirae Asset Daewoo Research

図 4. 韓国および日本のモバイル広告市場規模



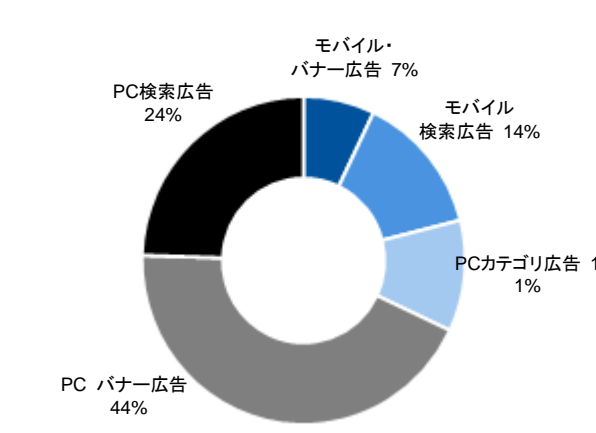
出所: Pwc、Mirae Asset Daewoo Research

図 5. 韓国および日本のPC広告市場規模



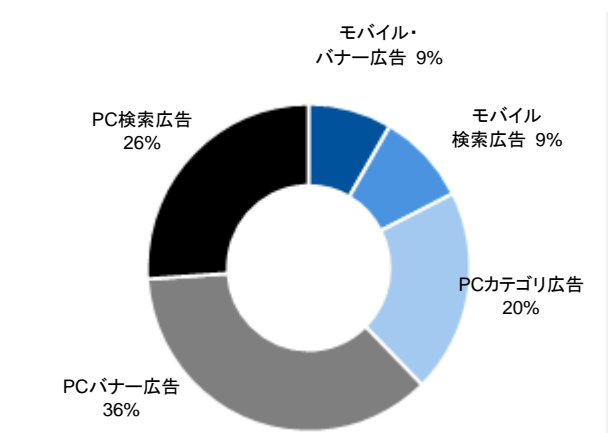
出所: Pwc、Mirae Asset Daewoo Research

図 6. 韓国のインターネット広告市場構成比 (2015年)



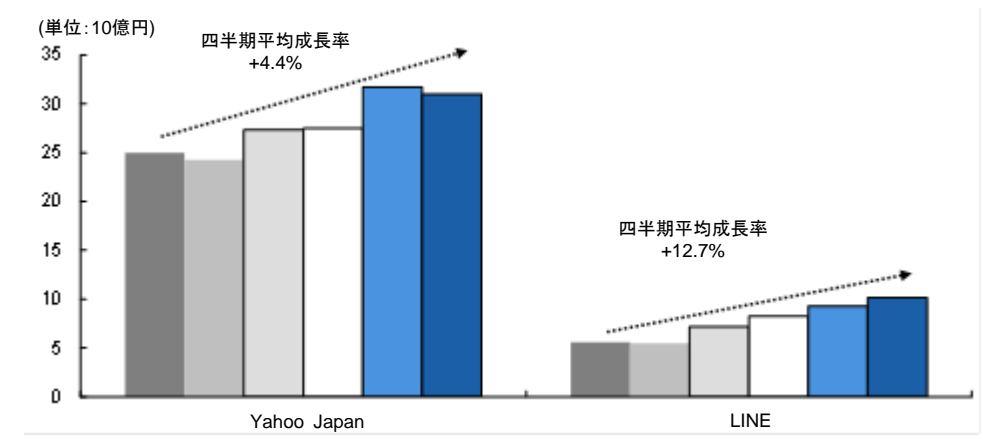
出所: Pwc、Mirae Asset Daewoo Research

図 7. 日本のインターネット広告市場構成比 (2015年)



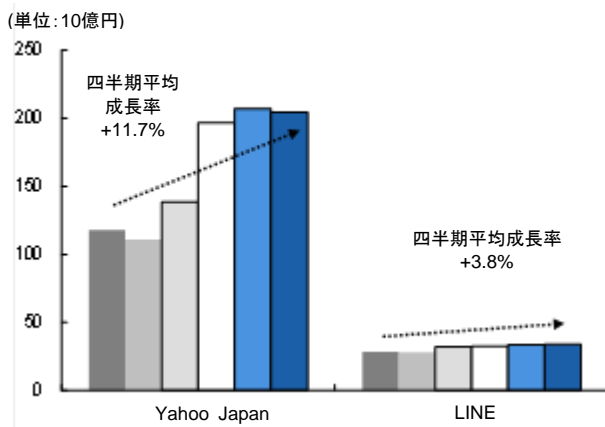
出所: Pwc、Mirae Asset Daewoo Research

図 8. ヤフー・ジャパンとLINEのモバイル広告収入 (2015年第1四半期～2016年第2四半期)



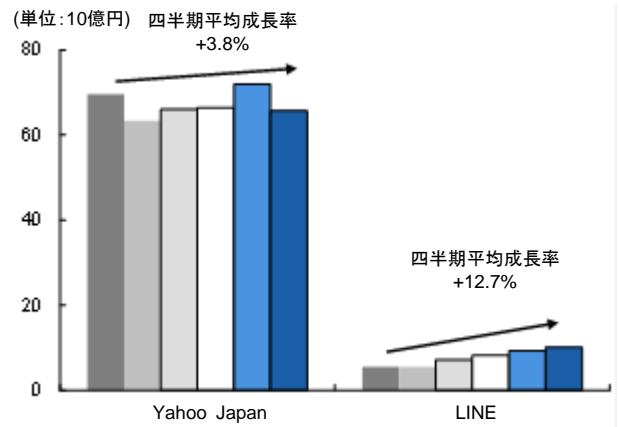
出所: 会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research

図9. ヤフー・ジャパンとLINEの売上高 (2015年第1四半期～2016年第2四半期)



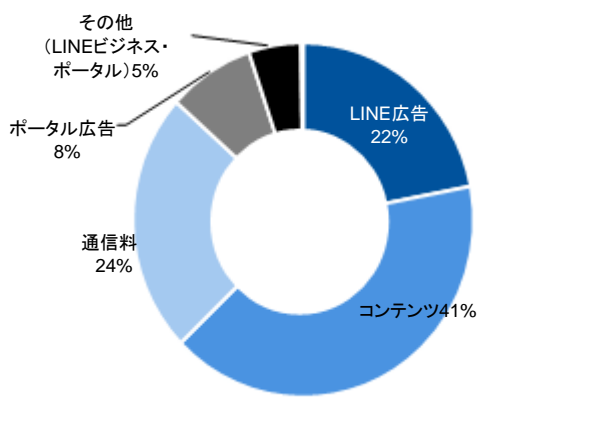
出所: 会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research

図 10. ヤフー・ジャパンとLINEの広告収入 (2015年第1四半期～2016年第2四半期)



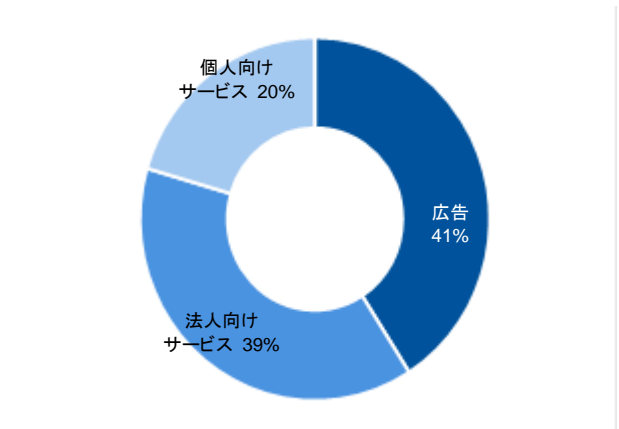
出所: 会社側データ、Mirae Asset Daewoo Research

図11. LINEの売上高構成比 (2015年)



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

図 12. ヤフー・ジャパンの売上高構成比 (2015年)



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

表5. NAVERの四半期別年間業績推移

(単位：十億ウォン、%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16(予)	4Q16(予)	2014	2015	2016(予)
売上高	741	781	840	891	937	987	1,027	1,129	2,759	3,254	4,080
広告	530	559	587	647	673	723	769	860	2,019	2,322	3,024
コンテンツ	193	205	234	216	237	236	230	241	687	849	944
その他	18	17	19	28	27	29	28	28	53	83	112
LINE	234	232	281	286	340	344	374	418	759	1,033	1,476
売上高構成比 (%)											
広告	71.5	71.5	69.8	72.6	71.8	73.2	74.9	76.1	73.2	71.4	74.1
コンテンツ	26.1	26.3	27.9	24.3	25.3	23.9	22.4	21.4	24.9	26.1	23.1
その他	2.4	2.2	2.3	3.2	2.9	2.9	2.7	2.5	1.9	2.5	2.7
LINE	31.6	29.7	33.5	32.0	36.3	34.8	36.5	37.0	27.5	31.8	36.2
営業費用	546	592	619	666	680	715	729	759	2,000	2,424	2,883
営業利益	194	189	221	225	257	273	298	370	758	830	1,197
営業利益率 (%)	26.2	24.2	26.3	25.3	27.4	27.6	29.0	32.8	27.5	25.5	29.3
営業外利益	47	45	32	8	39	82	35	35	96	132	191
営業外費用	17	50	42	30	40	43	45	51	196	139	179
税引前利益	225	185	211	203	256	311	287	354	659	823	1,209
法人税等	89	37	73	30	76	99	85	105	237	229	365
純利益	135	124	117	141	180	213	202	249	452	517	844
純利益率 (%)	18.2	15.9	13.9	15.9	19.2	21.6	19.7	22.0	16.4	15.9	20.7
前年同期比											
売上高	18.3	13.9	20.1	19.4	26.6	26.3	22.1	26.6	-3.8	18.0	25.4
広告	11.1	10.8	17.9	19.7	27.0	29.4	31.0	32.9	15.9	15.0	30.2
コンテンツ	46.7	22.0	22.5	10.4	23.1	14.8	-1.9	11.4	59.4	23.6	11.2
その他	1.9	31.1	74.7	163.3	52.7	64.7	44.4	0.5	-53.8	57.6	35.5
LINE	61.4	26.5	35.0	28.9	45.1	48.4	33.0	46.2	67.0	36.2	42.8
営業費用	24.3	19.2	21.2	20.5	24.6	20.7	17.7	14.0	12.9	21.2	19.0
営業利益	4.3	0.2	17.1	16.2	32.1	44.0	34.6	64.2	-30.8	9.5	44.2
純利益	4.3	215.1	-24.0	9.1	33.9	71.5	73.1	75.8	-76.2	14.4	63.3

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。

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

表6. LINEの四半期業績推移

(単位：100万円、%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
売上高	28,104	28,070	31,900	32,332	33,456	33,854
広告	8,337	7,881	9,528	10,666	11,873	12,619
通信料	6,680	6,524	7,807	7,714	7,686	7,377
コンテンツ	12,064	12,401	13,182	11,637	11,865	11,387
その他	1,023	1,264	1,383	2,315	2,032	2,471
売上高構成比 (%)						
広告	29.7	28.1	29.9	33.0	35.5	37.3
通信料	23.8	23.2	24.5	23.9	23.0	21.8
コンテンツ	42.9	44.2	41.3	36.0	35.5	33.6
その他	3.6	4.5	4.3	7.2	6.1	7.3
営業費用	26,797	30,532	29,932	31,659	28,778	30,207
営業利益	1,424	-2,358	2,113	781	5,338	8,029
営業利益率	5.1	-8.4	6.6	2.4	16.0	23.7
純利益	-1,905	-3,447	-2,341	-279	-234	3,100
純利益率	-6.8	-12.3	-7.3	-0.9	-0.7	9.2
前四半期比						
売上高		-0.1	13.6	1.4	3.5	1.2
広告		-5.5	20.9	11.9	11.3	6.3
通信料		-2.3	19.7	-1.2	-0.4	-4.0
コンテンツ		2.8	6.3	-11.7	2.0	-4.0
その他		23.6	9.4	67.4	-12.2	21.6
営業利益		TTR	TTB	-63.0	583.5	50.4
純利益		RR	RR	RR	RR	TTB

注：すべての値は日本版国際財務報告基準 (J-IFRS) に準拠した連結ベースの値。

出所：LINE、Mirae Asset Daewoo Research

表7. 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)

	売上高			営業利益			営業利益率			純利益		
	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)
NAVER	3,251	4,061	4,708	762	1,129	1,484	23.4	27.8	31.5	519	785	1,033
Kakao	932	1,425	1,775	89	141	266	9.5	9.9	15.0	76	89	167
Interpark	402	452	485	23	18	31	5.8	4.0	6.4	17	11	22
Alphabet (US)	84,906	80,891	93,515	21,920	33,626	39,479	25.8	41.6	42.2	18,510	21,534	25,660
Yahoo	5,625	4,020	4,032	-5,376	253	333	-95.6	6.3	8.3	-4,936	-388	181
Amazon	121,157	153,360	187,398	2,528	5,310	8,957	2.1	3.5	4.8	675	3,168	5,891
Facebook	20,299	30,253	40,765	7,048	17,334	23,009	34.7	57.3	56.4	4,154	9,560	13,529
Twitter	2,511	2,853	3,214	-510	432	252	-20.3	15.1	7.8	-590	-463	-340
LinkedIn	3,386	4,217	5,034	-171	794	600	-5.0	18.8	11.9	-188	-187	45
Groupon	3,532	3,459	3,594	-90	17	75	-2.6	0.5	2.1	23	-180	-88
Yahoo Japan (JPN)	6,293	9,400	10,143	2,170	2,186	2,427	34.5	23.3	23.9	1,655	1,468	1,623
Rakuten	6,675	8,805	9,935	886	1,262	1,564	13.3	14.3	15.7	416	712	923
Alibaba (CHN)	18,392	25,431	32,707	5,292	7,251	10,103	28.8	28.5	30.9	12,994	5,883	8,211
Baidu	11,958	12,258	14,872	2,102	1,773	2,485	17.6	14.5	16.7	6,064	1,605	2,356
Sohu	2,193	1,898	2,097	93	-143	-34	4.3	-7.5	-1.6	-56	-257	-79
Sina	997	1,120	1,370	14	124	233	1.4	11.0	17.0	29	88	104
Tencent	18,529	24,848	32,583	6,850	9,364	12,042	37.0	37.7	37.0	5,189	7,126	9,294
平均							6.7	18.0	19.2			

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

表8. 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)

	株価推移 (%)		時価総額	ROE			PER (倍)			P/S			EV/EBITDA		
	1か月	3か月		15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)	15	16(予)	17(予)
NAVER	14.4	14.4	26,766	28.2	31.0	29.9	36.4	33.1	24.9	9.7	8.4	6.4	17.3	19.4	15.1
Kakao	-12.3	-22.5	5,381	1.6	3.2	5.1	106.7	63.0	30.8	1.6	1.7	1.6	38.4	23.5	15.0
Interpark	-10.0	-29.2	444	6.1	6.6	12.4	45.4	39.0	20.1	2.8	2.6	2.4	20.3	11.9	9.7
Alphabet (US)	0.6	6.4	601,919	15.0	16.0	15.9	30.2	23.3	19.8	4.3	3.9	3.3	15.0	12.7	10.9
Yahoo	10.7	11.7	44,981	-15.8	1.5	1.5	1,135.9	87.0	76.7	1.4	1.4	1.4	-	44.1	39.9
Amazon	1.6	8.3	408,912	13.6	23.8	29.6	191.5	71.2	47.5	22.1	20.1	13.5	31.1	23.6	17.4
Facebook	2.1	6.0	406,328	13.4	19.4	20.7	60.8	32.2	25.0	7.2	6.4	5.1	27.9	19.9	14.9
Twitter	11.0	22.3	14,618	-9.3	8.6	9.8	-	37.2	32.6	2.9	2.9	2.8	303.2	15.9	13.5
LinkedIn	-0.2	46.4	28,971	-4.8	10.6	9.4	-	50.6	42.5	5.5	5.8	5.2	57.7	22.1	18.3
Groupon	12.0	52.1	3,470	-30.7	-8.9	3.2	-	-	64.3	8.4	7.4	6.5	-	16.2	11.3
Yahoo Japan (JPN)	-8.6	-16.5	25,954	22.6	14.7	14.7	13.6	17.8	16.0	2.9	2.5	2.2	8.6	8.6	7.8
Rakuten	8.1	9.3	19,936	6.8	9.5	11.3	41.9	28.1	21.7	3.0	2.6	2.3	3.0	4.1	3.4
Alibaba (CHN)	15.0	17.2	264,764	23.3	18.1	20.2	61.4	29.1	22.9	6.9	5.9	4.8	32.5	22.9	18.6
Baidu	8.8	-6.1	67,241	44.0	12.2	15.3	12.6	37.8	27.3	4.7	4.4	3.8	24.2	22.8	17.4
Sohu	8.5	2.0	1,818	-6.4	-17.7	-6.3	-	-	-	1.4	1.5	1.5	2.9	75.4	6.1
Sina	39.3	46.8	5,863	3.7	2.9	4.1	136.4	67.1	42.1	2.2	1.8	1.7	26.2	27.5	17.2
Tencent	8.0	18.5	274,910	28.9	30.7	30.5	46.9	37.2	28.6	11.6	10.5	7.8	25.6	25.7	20.1
平均	6.4	11.0		8.2	10.7	13.4	147.7	43.6	33.9	5.8	5.3	4.3	42.3	23.3	15.1

出所：Bloomberg、Mirae Asset Daewoo Research

NAVER (KS/買い/TTP: W1,050,000)

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	4,080	4,601	5,011
売上原価	0	0	0	0
売上総利益	3,251	4,080	4,601	5,011
販売費・一般管理費	2,489	2,883	3,025	3,202
営業利益 (調整後)	762	1,197	1,576	1,809
営業利益	762	1,197	1,576	1,809
営業外利益	-54	12	-44	-23
純金融収益	22	34	52	72
関連会社への投資による純利益	-2	2	1	1
税引前利益	708	1,209	1,532	1,786
法人税等	191	365	468	522
継続事業利益	517	844	1,064	1,264
非継続事業利益	0	0	0	0
純利益	517	844	1,064	1,264
支配持分	519	847	1,068	1,268
非支配持分	-2	-3	-4	-4
包括利益合計	554	844	1,064	1,264
支配持分	556	846	1,068	1,267
非支配持分	-2	-2	-3	-4
EBITDA	918	1,324	1,679	1,893
フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	736	1,215	1,350	1,501
EBITDA利益率 (%)	28.2	32.5	36.5	37.8
営業利益率 (%)	23.4	29.3	34.3	36.1
純利益率 (%)	16.0	20.8	23.2	25.3

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	1,215	1,350	1,501
純利益	517	844	1,064	1,264
現金を伴わない収益および費用	512	463	553	568
減価償却費	143	116	94	77
償却費	13	11	9	7
その他	356	336	450	484
運転資本の変動	63	229	140	111
売掛金およびその他未収金の変動	-72	-104	-65	-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	-365	-468	-522
投資活動によるキャッシュ・フロー	-791	-415	-290	-235
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	-413	-260	-205
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	633	994	1,193
期首残高	723	813	1,447	2,441
期末残高	813	1,447	2,441	3,633

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	3,730	5,016	6,438
現金および現金同等物	813	1,447	2,441	3,633
売掛金およびその他未収金	519	644	726	791
棚卸資産	16	19	22	24
その他流動資産	1,291	1,620	1,827	1,990
固定資産	1,747	1,732	1,699	1,671
関連会社への投資	65	81	92	100
有形固定資産	864	748	654	577
無形資産	103	92	83	76
資産合計	4,386	5,462	6,715	8,109
流動負債	1,684	1,876	2,063	2,210
買掛金およびその他未払金	373	468	528	575
短期金融負債	518	413	413	0
その他流動負債	793	995	1,122	1,635
固定負債	433	505	550	586
長期金融負債	150	150	150	0
その他固定負債	283	355	400	586
負債合計	2,116	2,381	2,613	2,796
支配持分	2,125	2,939	3,963	5,179
資本金	16	16	16	16
資本剰余金	133	133	133	133
利益剰余金	3,069	3,884	4,908	6,124
非支配持分	145	142	139	134
株主資本	2,270	3,081	4,102	5,313

予想およびバリュエーション (要約)

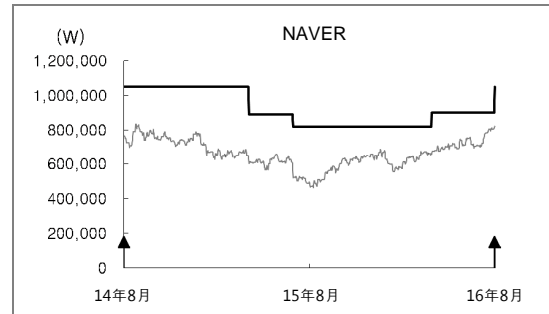
	15/12	16/12 (予)	17/12 (予)	18/12 (予)
PER (倍)	41.8	32.0	25.3	21.3
PCFR(倍)	21.1	20.7	16.7	14.8
PBR (倍)	6.8	6.8	5.4	4.3
EV/EBITDA倍率(倍)	22.3	18.7	14.0	11.7
EPS (ウォン)	15,737	25,692	32,401	38,467
CFPS(ウォン)	31,232	39,651	49,073	55,562
BPS(ウォン)	96,527	121,244	152,319	189,195
DPS(ウォン)	1,100	1,500	1,800	2,200
配当性向(%)	6.2	5.2	4.9	5.1
配当利回り(%)	0.2	0.2	0.2	0.3
増収率(%)	17.9	25.5	12.8	8.9
EBITDA増加率(%)	1.8	44.2	26.8	12.7
営業利益増加率(%)	0.5	57.1	31.7	14.8
EPS増加率(%)	14.1	63.3	26.1	18.7
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	17.1	17.5	17.0
ROE (%)	26.5	33.4	30.9	27.7
ROIC (%)	92.1	215.3	696.7	-8,993.3
負債比率(%)	93.2	77.3	63.7	52.6
流動比率(%)	156.8	198.8	243.2	291.3
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8月30日	買い	1,050,000
	2016年4月28日	買い	900,000
	2015年7月30日	買い	820,000
	2015年5月4日	買い	890,000
	2014年8月1日	買い	1,050,000



銘柄のレーティング

買い	: 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、変動性が高く、バイと予想される場合
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	トレーディング・バイ	継続保有	売り
70.73%	17.56%	11.71%	0.00%

過去12ヶ月（2016年6月30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、Mirae Asset Daewoo Co., Ltd.、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、これまでも現在もなく、今後もあり得ませんが、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、信頼性が高く誠実に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。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、役職員、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、役職員、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、(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

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Head Office 34-3 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu Seoul 150-716 Korea Tel: 82-2-768-3026	Daewoo Securities (Hong Kong) Ltd. Two International Finance Centre Suites 2005-2012 8 Finance Street, Central Hong Kong, China Tel: 85-2-2845-6332	Daewoo Securities (America) Inc. 320 Park Avenue 31st Floor New York, NY 10022 United States Tel: 1-212-407-1000
Daewoo Securities (Europe) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad St. London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000	Daewoo Securities (Singapore) Pte., Ltd. Six Battery Road #11-01 Singapore, 049909 Tel: 65-6671-9845	東京支店 郵船ビルディング7階 東京都千代田区丸の内2-3-2 〒100-0005 日本 Tel: 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 Tel: 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 Tel: 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 Tel: 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 Tel: 86-10-6567-9699	Daewoo Securities (Mongolia) LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 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 Tel: 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手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。