

クロス・マーケティング (3629 東証マザーズ)

発行日: 2013/3/8
 調査日: 2013/2/25
 調査方法: 企業訪問

インターネット調査大手の一角でスマートフォン向けソリューションビジネスを強化

> 要旨

◆ インターネット調査を基軸にスマートフォンビジネスを強化

- ・同社はインターネットによる市場調査を主力事業に、スマートフォン向けサイト構築などを行う。事業セグメントはインターネット市場調査等の「リサーチ事業」と、スマートフォン向けサイト構築や運営等の「ITソリューション事業」から成る。
- ・リサーチ事業の成長ドライバーは、リピート需要や顧客の深掘りでクロスセル/アップセルが見込まれる「直接販売」チャンネル。他方、ITソリューション事業は管理・運用受託件数積み上げによるストック型ビジネスの「保守運用」で安定収益を確保。

◆ 12年12月期決算は計画以上の営業利益を確保

- ・12年12月期決算は売上高が前期比23.1%増の54.4億円、営業利益は同27.3%増の5.5億円。これは会社計画(売上高55.0億円、営業利益5.2億円)に対し、大口顧客のグループ戦略影響で売上高は未達となるも、営業利益はプロダクトミックスの改善で超過達成となった。

> 投資判断

◆ 当センターでは中長期の営業利益予想を増額修正

- ・13年12月期の会社計画は売上高が前期比16.0%増の63.2億円、営業利益は同26.6%増の7.0億円を見込む。リサーチ事業は既存顧客とのリレーションを強化するほか、西日本エリアの顧客開拓を推進。ITソリューション事業は新規顧客開拓強化に加え、他社との連携や開発力強化でサービスラインナップ拡充を目指す。
- ・当センターでは中長期の営業利益予想を増額修正した。この背景は直接販売のプロダクトミックス改善が主因。これを基に、当センターの13年12月期予想は売上高が前期比18.1%増の64.3億円、営業利益は同33.4%増の7.4億円を見込む。

◆ 中長期的な適正株価水準は1,900円~2,600円を想定

- ・同業他社との比較から同社の妥当バリュエーション水準をPER13倍~18倍程度と仮定。現在の株価水準は短期的にフェアバリュエーションの範囲内と考えられるものの、当センターの16年12月期予想EPS145.2円を上記妥当バリュエーションに当てはめると、中長期的な適正株価は1,900円~2,600円のレンジが想定される。

業種: 情報・通信業
 アナリスト: 馬目 俊一郎
 +81 (0)3-6858-3216
 manome@stock-r.org

【主要指標】	2013/3/1
株価(円)	1,189
発行済株式数	6,553,800
時価総額(百万円)	7,792
上場日	2008/10/28
上場来パフォーマンス	38.4%

	前期	今期予想
PER(倍)	23.1	16.7
PBR(倍)	3.5	3.0
配当利回り	0.5%	0.8%

	σ	β値
リスク指標	93.2%	1.9

【主要KPI(業績指標)】	11/12期	12/12期
モニター数(千人)	1,436	1,561
取引社数(社)	1,186	1,508

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	4.5%	116.2%	150.3%
対TOPIX	3.6%	88.8%	117.3%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20130305

クロス・マーケティング (3629 東証マザーズ)

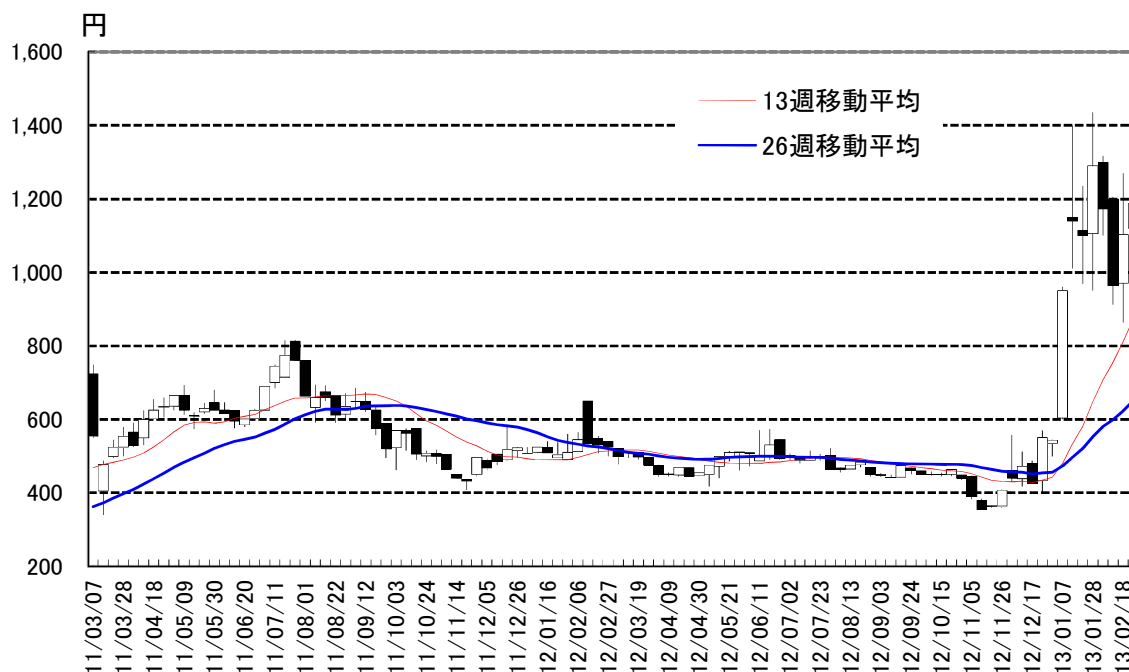
> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/12期 実績	2012/12期 実績	2013/12期 会社予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想	2016/12期 予想
売上高	4,424	5,446	6,320	6,431	7,479	8,588	9,697
前年比	-	23.1%	16.0%	18.1%	16.3%	14.8%	12.9%
営業利益	436	555	702	741	989	1,248	1,522
前年比	-	27.3%	26.6%	33.4%	33.6%	26.2%	22.0%
経常利益	544	581	700	742	990	1,246	1,520
前年比	-	6.7%	20.5%	27.6%	33.5%	25.9%	22.0%
当期純利益	330	313	398	422	560	706	860
前年比	-	-5.1%	27.3%	34.7%	32.9%	26.1%	21.8%
期末株主資本	1,808	1,996	-	2,379	2,880	3,497	4,238
発行済株式数	3,243,600	3,276,900	6,553,800	6,553,800	6,553,800	6,553,800	6,553,800
EPS(円)	107.8	103.1	67.2	71.1	94.5	119.2	145.2
配当(円)	10.5	13.0	10.0	10.0	15.0	20.0	25.0
BPS(円)	597.3	674.5	-	401.6	486.1	590.2	715.4
ROE	20.1%	16.4%	-	19.3%	21.3%	22.1%	22.2%
株価(円)	1,045	1,101	1,189	1,189	1,189	1,189	1,189
PER(倍)	9.7	10.7	17.7	16.7	12.6	10.0	8.2
配当利回り	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	1.3%	1.7%	2.1%
PBR(倍)	1.7	1.6	-	3.0	2.4	2.0	1.7

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

(注) 2011/12 期は連結決算移行で前期比較なし、2013/12 期は株式分割 1 株→2 株。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

市場拡大が続くインターネット調査業界で大手の一角を形成

◆ インターネット調査を基軸にスマートフォンビジネスを強化

同社はインターネットによる市場調査を主力事業に、スマートフォン向けサイト構築などを行う。事業セグメントはインターネット市場調査等の「リサーチ事業」と、スマートフォン向けサイト構築や運営等の「ITソリューション事業」から成る。

リサーチ事業の最終顧客は一般事業会社や公共機関など多様。当該事業は受注形態や販売チャネルによって自社営業主体の「直接販売」と、広告・調査会社等経由の「間接販売」に分けられる。中でも直接販売は販売単価が高いうえ、リピート需要や顧客の深掘りでクロスセル/アップセルが見込まれ、同社の中長期的な成長を担うと考えられる。他方、ITソリューション事業は2011年8月にインデックス社から買収したモバイルサイト開発部門が中核。サブセグメントはサイト構築やアプリ開発などフロー型ビジネスの「初期開発」と、継続的な管理・運用受託によるストック型ビジネスの「保守運用」に分けられる。

> 決算概要

クロスセル/アップセルによる販売単価上昇でプロダクトミックスが改善

◆ 12年12月期決算は計画以上の営業利益を確保

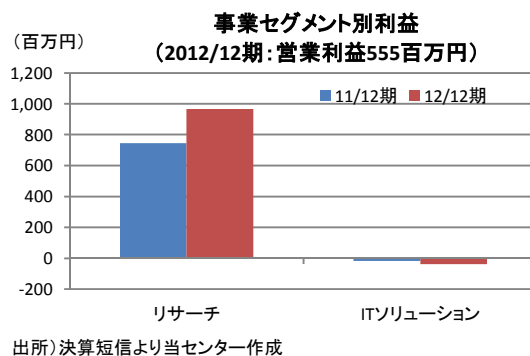
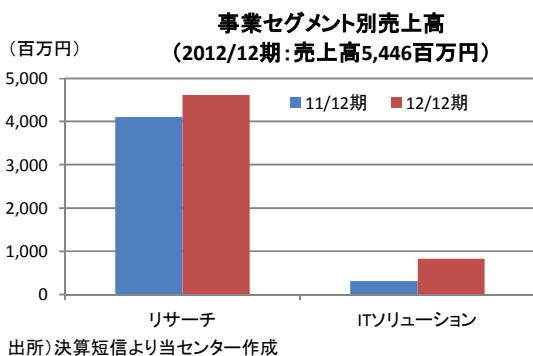
2012年12月期決算は売上高が前期比23.1%増の54.4億円、営業利益は同27.3%増の5.5億円、当期純利益は税率平準化で同5.1%減の3.1億円となった。これは会社計画(売上高55.0億円、営業利益5.2億円)に対し、売上高は大口顧客のグループ戦略影響で未達となるも、営業利益はプロダクトミックスの改善で超過達成となった。

事業セグメント別に見ると、リサーチ事業は売上高が前期比12.3%増の46.2億円、セグメント利益は同29.6%増の9.6億円。売上面では、大口顧客のグループ戦略(発注先変更)の影響で間接販売が同2.2%減の27.1億円となるも、直接販売は顧客拡大とクロスセル/アップセル効果で同42.5%増の19.0億円と伸長。利益面では大口顧客発注減で間接販売の販売単価が597千円→606千円に改善したうえ、直接販売も顧客の深耕が進み販売単価が807千円→909千円へ上昇。これらプロダクトミックスの改善でセグメント利益は増収率を上回る増益率を確保した。

なお、KPI(主要業績指標)として注目する自社モニター数は前期末比10.3万人増の166.4万人、顧客数(取引社数)は同340社増の1,848社に達し、リサーチ事業の事業基盤は順調に拡大している。

ITソリューション事業はM&Aの通年寄与で売上高が前期比3倍の9.2億円、セグメント利益は新規事業立ち上げ費用やのれん償却などで0.3億円の赤字(前期は赤字0.1億円)。売上面ではスマートフォン

向けサイト構築需要の拡大でフロー型ビジネスの初期開発が同 3.6 倍の 3.6 億円となったほか、ストック型ビジネスの保守運用も顧客数積み上げで同 2.7 倍の 5.2 億円となった。



> 業績見通し

◆ 13年12月期は26.6%営業増益を計画

2013年12月期の会社計画は売上高が前期比16.0%増の63.2億円、営業利益は同26.6%増の7.0億円を見込む。

リサーチ事業は既存顧客とのリレーション強化に向けた専門部署を設置するほか、営業企画機能や管理体制を強化。西日本エリアの顧客開拓推進などで前期比14.7%増収を目指す。ITソリューション事業は新規顧客開拓強化に加え、他社との連携や開発力強化によるサービスラインナップ拡充で同19.4%増収を目論む。

また、新規事業としては12年5月に設立した中国子会社(上海)を起点に、中長期的には東アジアへの事業展開を図る構えである。利益面では長期的な業容拡大を見据えた事業投資や人員投資が先行するものの、既存事業の伸長でこれらコスト増を吸収する見通し。

プロダクトミックスの改善を背景に、13年12月期は会社計画の上振れを予想

◆ 当センターでは中長期の営業利益予想を増額修正

当センターでは2012年12月期決算を踏まえ、前回レポート(12年9月発行)の中長期業績予想を修正した。このポイントは、1) 間接販売大口顧客のグループ戦略変更による売上高の減額修正、2) 直接販売のプロダクトミックス改善による営業利益の増額修正、などが要因。これを基に、当センターの13年12月期予想は売上高が前期比18.1%増の64.3億円、営業利益は同33.4%増の7.4億円を見込む。

国内のリサーチマーケティング市場は、景気動向の影響を受けるも約1,700億円規模で推移。最近の市場動向は、単発的な定量調査では郵送や訪問などの従来手法に代わり、インターネット調査のウエートが増している。そのような中、同社のリサーチ事業は、国内最大級のア

ンケートモニター (12年12期末166.4万人) をベースに、定量的なインターネット調査から定性的な対面調査に至るまで、多様なサービスをワンストップで提供出来るのが強み。

同社の短期的な戦略は、サービスラインナップの拡充やエリア拡大で既存事業のシェアアップを図り、中期的にはリサーチ事業とITソリューション事業とを融合させ、顧客企業のマーケティング支援などのCRM(顧客関係管理: Customer Relationship Management) 事業に乗り出す方針。長期的には中国子会社を起点に、日系企業の東アジア展開を支援しながら、海外展開を進める計画である。

当センターでは、リサーチ事業における取引社数の拡大とクロスセル/アップセルによるプロダクトミックスの改善に加え、ITソリューション事業のストック型ビジネスが順調に積み上がっていることから、短期的な業績の下振れリスクが小さいと考えている。

国内最大級のアンケートモニターを擁する持分法適用の子会社化が喫急の課題

なお、同社は株主総会承認決議を経て、13年6月から持株会社体制に移行する予定である。これは新規事業立ち上げや事業ポートフォリオの拡充、M&Aによる成長戦略のスピードアップなどを念頭に置いたもので、今後の投資戦略に注目したい。

なかでも、喫急の課題と考えられるのがリサーチパネル社の子会社化であろう。国内最大級のアンケートモニターを擁する当該会社は、現在同社の持分法適用(40%持分) であるため、調査に必要なモニター費用を外部流出している。子会社化でこの費用を内部に取り込み、収益性の向上を図ることが求められる。

当センター業績予想

	2012/12期	13/12期E		14/12期E		15/12期E		16/12期E
	実績	旧	新	旧	新	旧	新	新
売上高	5,446	6,749	6,431	7,640	7,479	8,620	8,588	9,697
前期比	23.1%	16.7%	18.1%	13.2%	16.3%	12.8%	14.8%	12.9%
営業利益	555	689	741	830	989	1,010	1,248	1,522
前期比	27.3%	29.4%	33.4%	20.5%	33.6%	21.7%	26.2%	22.0%
経常利益	581	790	742	931	990	1,108	1,246	1,520
前期比	6.7%	24.7%	27.6%	17.8%	33.5%	19.0%	25.9%	22.0%
当期純利益	313	430	422	481	560	558	706	860
前期比	-5.1%	21.6%	34.7%	11.9%	32.9%	16.0%	26.1%	21.8%

出所) 決算短信より、予想は当センター

投資判断

> 株主還元

◆ 中期的に配当性向 20%を目指す

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と認識しつつ、中期的な指標として配当性向 20%を表明している。2012 年 12 月期は配当性向 12.6%相当の年 13 円配を実施し、13 年 12 月期は同じく 14.9%相当(株式分割調整後)の年 10 円配を計画。また、10 年 12 月期から 3 期連続で自己株式取得を実施するなど、配当性向の引き上げによる株主還元の充実と、効率性を意識した資本政策を実践している。当センターの中長期的な業績予想を前提に、同社が表明している配当性向 20%は実現の可能性が高いと考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 短期的なバリュエーションは割安感に乏しい水準

同業他社との比較から、同社の株価は 2013 年に入ってからの上昇で、今期予想 PER などの短期的なバリュエーションは割安感に乏しいと考えられるものの、現在の新興市場(ジャスダック)におけるバリュエーション水準(今期予想 PER18.2 倍)との比較では、フェアバリュエーションの範囲内とも考えられる。

同業他社とのバリュエーション比較を前提に、同社の妥当バリュエーション水準は PER13 倍~18 倍程度と推察される。

同業他社とのバリュエーション比較

	クロス・マーケティング	インテージ	マクロミル
株価(円)	1,189	2,298	1,053
今期予想PER(倍)	16.7	13.2	14.1
実績PBR(倍)	3.5	1.6	3.1
実績ROE	16.4%	9.4%	14.9%
今期予想配当利回り	0.8%	2.2%	2.4%
時価総額(億円)	77.9	239.1	325.2

注)クロス・マーケティングは当センター予想、その他は会社計画

注)株価は3/1終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は 1,900 円~2,600 円を想定

前述した同社の妥当バリュエーション水準に当センターの 2016 年 12 月期予想 EPS145.2 円を当てはめると、中長期的な適正株価は 1,900 円~2,600 円のレンジが想定される。

同社の株価は 13 年に入り 2 倍強上昇したことから、短期的な株価バリュエーションはフェアバリュエーションの範囲内と考えられ、日柄調整が避けられないと推察されるものの、長期的には業績予想を織り込みながら当センターの適正株価水準を目指す動きが予想される。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます