

ブレインパッド (3655 東証マザーズ)

発行日: 2012/3/23
調査日: 2012/3/6
調査方法: 企業訪問

データマイニングを基に企業のマーケティングをサポート

> 要旨

◆ データ分析に基づいたマーケティング施策を提供

- ・同社は B to C 企業(消費関連企業)などから預かった販売データを分析し、その結果導き出された施策を顧客企業のマーケティングに役立てるサービスを提供
- ・同社のコア技術は大量のデータを解析する「データマイニング」と、これによって導き出された知見を適切な計画設計で解決する「最適化」の 2 つ
- ・同社の事業セグメントは「アナリティクス事業」と「ソリューション事業」、「ASP 関連事業」の 3 事業で構成され、いずれもコア技術のデータマイニングで有用な「データを採掘」して顧客企業のマーケティングを支援

◆ 「売れない時代」が同社の需要を創出

- ・2000 年代に入りテレビ・雑誌等によるマスマーケティングが作用せず、企業は消費者の多様化したニーズを取り込む製品開発と個別ニーズに合わせた One to One マーケティングの重要性を認識
- ・マーケティング環境の変化から、企業は顧客データや販売データの分析によるマーケティング戦略に傾注。この変化が費用対効果の高い同社サービスに対する需要を押し上げ

> 投資判断

◆ 2012 年 6 月期は会社計画を上回る着地を予想

- ・12 年 6 月期の会社計画は売上高が前期比 28.5%増の 17.3 億円、営業利益は同 77.7%増の 3.3 億円、当期純利益は同 84.2 増の 1.9 億円を見込む。これに対しアナリストは、第 2 四半期の売上高が計画を超過していることなどを理由に、12 年 6 月期は会社計画を上回る着地を予想

◆ 中期的な適正株価水準は 1,540 円～2,310 円を想定

- ・同社の短期的な株価バリュエーションは割安感に乏しいと思われるが、裏を返せば高い利益成長が見込まれるが故のプレミアムとも表現される。一方、予想に反して利益成長が鈍化した場合には、このプレミアムが株価下落につながるリスク要因に転換する
- ・業界の妥当 PER 水準を 10 倍～15 倍程度と仮定すると、15 年 6 月期の予想 EPS154.3 円を基にした中長期的な適正株価水準は、1,540 円～2,310 円を想定

業種: サービス業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

【主要指標】	2012/3/16
株価(円)	1,905
発行済株式数	3,273,900
時価総額(百万円)	6,237
上場日	2011/9/22
上場来パフォーマンス	624.8%

	前期	今期予想
PER(倍)	—	31.5
PBR(倍)	—	6.3
配当利回り	—	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	43.52%	3.63

【主要KPI(業績指標)】

取引社数の推移 (アナリスト推計値)	(社)
2011年6月期 1Q	75
2Q	82
3Q	96
4Q	97
2012年6月期 1Q	100
2Q	112

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	6ヶ月
リターン	-6.8%	40.5%	32.3%
対TOPIX	-8.2%	20.6%	18.6%

* 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20120319

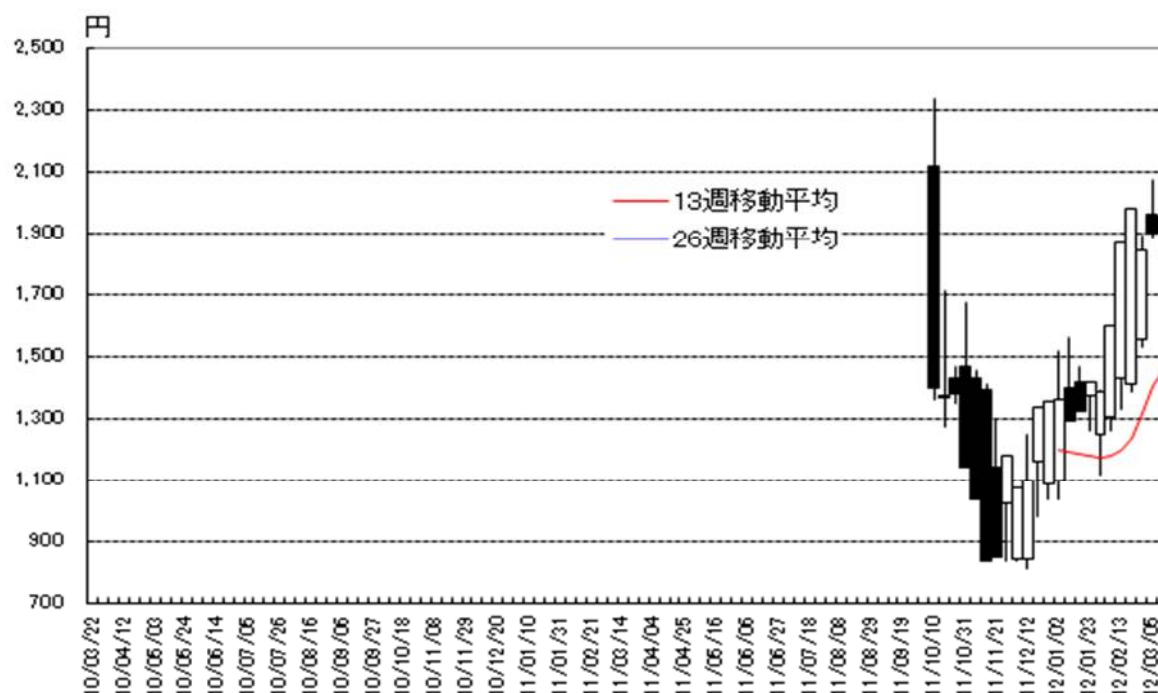
ブレインパッド (3655 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/6期 実績	2011/6期 実績	2012/6期 会社予想	2012/6期 予想	2013/6期 予想	2014/6期 予想	2015/6期 予想
売上高	906	1,347	1,731	1,850	2,450	3,100	3,800
前年比	40.1%	48.7%	28.5%	37.3%	32.4%	26.5%	22.6%
営業利益	77	188	335	353	517	697	885
前年比	42.7%	143.4%	77.7%	87.8%	46.5%	34.8%	27.0%
経常利益	73	184	332	333	517	697	885
前年比	26.4%	150.6%	80.0%	81.0%	55.3%	34.8%	27.0%
当期純利益	44	107	197	198	297	397	505
前年比	7.4%	142.4%	84.2%	85.0%	50.0%	33.7%	27.2%
期末株主資本	222	329	—	996	1,293	1,657	2,120
発行済株式数	8,520	8,520	3,273,900	3,273,900	3,273,900	3,273,900	3,273,900
EPS(円)	5,189.5	12,580.8	63.6	60.5	90.7	121.3	154.3
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	13.0	16.0
BPS(円)	26,072.4	38,653.2	—	304.2	394.9	506.2	647.5
ROE	22.1%	38.9%	—	7.5%	6.5%	6.7%	6.7%
株価(円)	—	—	1,900	1,900	—	—	—
PER(倍)	—	—	29.9	31.4	20.9	15.7	12.3
配当利回り	—	—	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
PBR(倍)	—	—	—	6.2	4.8	3.8	2.9

(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。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

企業のマーケティング戦略を
3 事業セグメントで総合的に
支援

◆ データ分析に基づいたマーケティング施策を提供

同社は B to C 企業(消費関連企業)などから預かった販売データを分析し、その結果導き出された施策を顧客企業のマーケティングに役立てるサービスを提供している。

この一連の作業における同社のコア技術は、大量のデータ(属性や項目の頻度や傾向など)を解析する「データマイニング」と、これによって導き出された知見(規則性、因果関係)を基に、一定の制約要件(予算やオペレータの人員数、期間など)の下で増収を図るべく最も適切な計画を作成する「最適化」の2つと考えられる。コア技術は統計学等や IT を駆使した分析手法はもとより、経験やノウハウなど人的資源の蓄積に依る所が大きく、これが競合との差別化につながっていると考えられる。

◆ アナリティクス事業が同社の要

同社の事業セグメントは「アナリティクス事業」と「ソリューション事業」、「ASP 関連事業」の3事業で構成され、いずれもコア技術のデータマイニングで有用な「データを採掘」し、顧客企業のマーケティングを支援している。2012 年 6 月期第 2 四半期の売上高構成比では、アナリティクス事業が 41%、ソリューション事業 31%、ASP 関連事業は 28%。一方、セグメント利益の構成比ではアナリティクス事業が全体の 62%を稼ぎ出し、ASP 関連事業 23%、ソリューション事業の 15%と続く。以上から、同社の業績動向はコア技術を駆使するアナリティクス事業が鍵を握る。

◆ アナリティクス事業は人的資源で差別化

事業セグメントを個別に見ると、アナリティクス事業は分析業務のアウトソーシングと表現できる。具体的には、販売データなど大量データの活用に課題を抱える顧客からデータを預かり、IT を駆使したデータ処理(データマイニング)や経験豊富な分析官の分析結果を基に施策(最適化)を顧客に提案。施策実行で最終的には顧客の売上高アップやコスト削減などの「目に見える結果」を導き出すのが同社の使命となる。

顧客属性は消費関連などの B to C 企業が大部分を占める一方で、業種に偏りが無いため景気変動リスクは小さいと考えられる。顧客との契約は案件ごとの仕事量に応じているため、契約期間などの縛りはなく料金体系も様々。総じてアナリティクス事業は、顧客主導の単発的な案件が多いと想定されるものの、施策提案に対する顧客満足度の高さから、既存顧客のリピート需要が売上高を牽引していると考えられる。

業務内容は、ノウハウを積み重ねた分析官による労働集約的な要素が

強いため、人力的な処理能力の限界から受注量にも一定の制限が想定されよう。

◆ ソリューション事業は顧客のシステム構築を支援

ソリューション事業は分析ソフトの販売やシステム構築などを行う。これは、顧客独自のデータベースマーケティングを支援するもので、システム構築に必要な分析ソフトやノウハウ等を提供する。

ソリューション事業はスポット受注のため売上高変動が大きく、提供するソフトウェアも販売提携先からの仕入れ販売のため、短期的な収益性の大幅な向上は見込みにくい。そこで同社は、中長期的にライセンス供与（レンタル提供契約）による月額課金のストック型ビジネスへの移行で、収益性の向上を図る方針である。

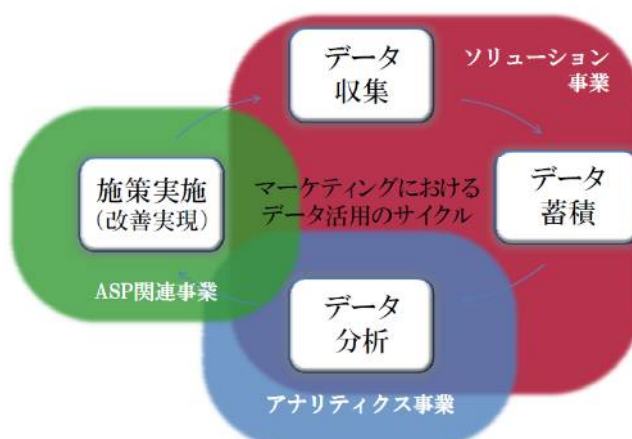
◆ ASP 関連事業は従量課金とアイテム投入で成長を期待

ASP 関連事業は分析技術を利用した Web サービスを提供する。具体的には、リスティング広告（検索連動広告）の上位表示を低コストで可能にするソフトウェアを広告代理店などに提供するほか、企業の E コマース（電子商取引）向けに Web サイト履歴から各来訪者に合わせた広告表示でリピート率を高めるソフトウェアを提供している。これらはデータ分析技術を活かした自社開発品。

料金体系は従量課金制のため、契約顧客の積み上げと提供サービスのラインアップ拡充が重要なストック型ビジネスと言える。

3事業の関連性

データ活用サイクルをトータルに支援できる事業体制



出所) 決算説明会資料

> 経営陣

◆ フリービット設立に参画した草野氏が同社を設立

2011 年 12 月末の同社経営陣は、取締役 5 名（うち社外取締役 1 名）と監査役 3 名（うち社外監査役 2 名）で構成されている。社長の草野氏（戸籍名：高橋）は、日本サン・マイクロシステムズ（現日本オラクル）を経てフリービット（マザーズ：3843）設立に参画したのち、04 年に NEC 出身で取締役の佐藤氏と同社を設立。そのほか、三菱商事出身でベンチャー支援会社役員の福岡氏を社外取締役に迎え、他の役員は財務と営業を担当している。

監査役はメーカー出身の常勤監査役のほか、社外監査役は弁護士でクックパッド役員の石渡氏と、双日出身の近藤氏が務める。

> 株主構成

大株主の状況	(%)
草野隆史(戸籍名:高橋)	28.6
佐藤清之輔	16.2
ディシプリン	7.3
丹沢良太	4.5
アイレップ	4.1
日本トラスティ・サービス信託銀行	3.7
日本マスタートラスト信託銀行	3.2
野村信託銀行	1.6

2011年12月末現在

◆ 創業期を支えたベンチャーキャピタルはすでに資金回収

同社は上場が 2011 年 9 月と日が浅く、上場後の本決算をまだ迎えていないため、有価証券報告書の株式所有者別状況は公表されていない。他方、大株主状況では、上場前の 11 年 6 月末と上場後の 11 年 12 月末を比較すると、ベンチャーキャピタル（ジャフコ）が持株を売却した一方、信託銀行の持株比率が増すなど、金融機関の構成に変化が見受けられる。

また、中長期的な安定経営の視点では、同社社長草野氏と社長の資産管理会社（ディシプリン）、並びに同社設立に携わった取締役佐藤氏らの合計持株が約 52%に達していることから、M&A などによる被買収リスクは小さいと考えられる。

> 沿革・企業理念

◆ 沿革

同社はフリービット設立に参画した草野氏と、IT 業界の長い佐藤氏が 2004 年に共同で設立。データマイニング業務受託を始めるとともに、リスティング広告の最適化を目指す Web 解析システムや、データマイニングツール（ソフトウェア）の販売代理を開始。10 年には自社開発のリスティング広告最適化ツールをリリースし、11 年 9 月に東証マザーズに上場した。

◆ 企業理念

同社の企業理念は、

「データマイニングや最適化といった数理技術のビジネスへの適応範囲を拡大していくことで、ビジネス上の各種施策の合理化・適正化を通じて様々な無理や無駄を省き、クライアント企業の生産性と収益の向上をご支援していきます。」

その結果、「効率的な情報化社会の実現に寄与することで、持続成長が可能な未来の実現に貢献していきたいと考えております。」と謳っている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

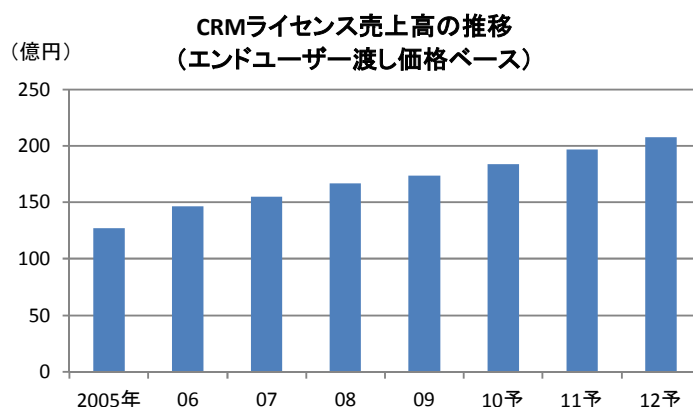
マーケティング環境はマスマーケティングから One to One マーケティングに変化

◆ 「売れない時代」が CRM 需要を創出

同社の事業は CRM (Customer Relationship Management: 顧客管理) に属すると考えられる。一般的に、CRM は顧客情報や売買情報などのデータ分析で顧客ニーズを把握し、これを製品開発やマーケティングに取り入れて顧客満足度を高め、顧客のリピート率を高める手法と言われる。CRM 市場に関する詳細な統計は存在しないものの、矢野経済研究所によると、顧客管理システムや販売促進のダイレクトメールシステムなど、ソフトウェア (またはシステム) で提供される CRM ライセンス売上高は拡大を続けている。

この背景にあるのは「売れない時代」の到来である。景気低迷による消費者心理の悪化とデフレ環境による価格競争で、B to C 企業 (消費関連企業) は売上高の維持に苦心している。加えて市場環境も、1990 年代までの大量生産と大量消費を前提としたテレビ・雑誌等によるマスマーケティングが作用せず、消費者の多様化したニーズを取り込む製品開発と個別ニーズに合わせた One to One マーケティングの重要性が増している。

この変化に対応すべく、企業は顧客データや販売データの分析を基に顧客満足度の向上に努め、既存顧客のリピート率を上げる CRM を導入し、費用対効果の高いマーケティング戦略に傾注しており、これが市場を押し上げている。



出所) 矢野経済研究所、予想は矢野経済研究所推計

◆ 類似企業は多いが本質的な競合は数社に限られる

同社の事業の中で、ソリューション事業や ASP 関連事業には競合が多数存在するものの、主力事業であるアナリティクス事業の競合は数社程度と予想される。

顧客企業のシステム構築をサポートするソリューション事業は、富士通や日立などのメーカー系や大塚商会などの独立系、そのほか NTT データなどのユーザー系を含め、多くのシステムインテグレーターが競合先と考えられる。また、ASP 関連事業ではシナジーマーケティングやパイプドビッツ、アイレップなどと競合する。

一方、アナリティクス事業は厳密な競合は少ないと考えられるものの、類似企業として三菱総合研究所や船井総合研究所などのコンサルタントが挙げられる。

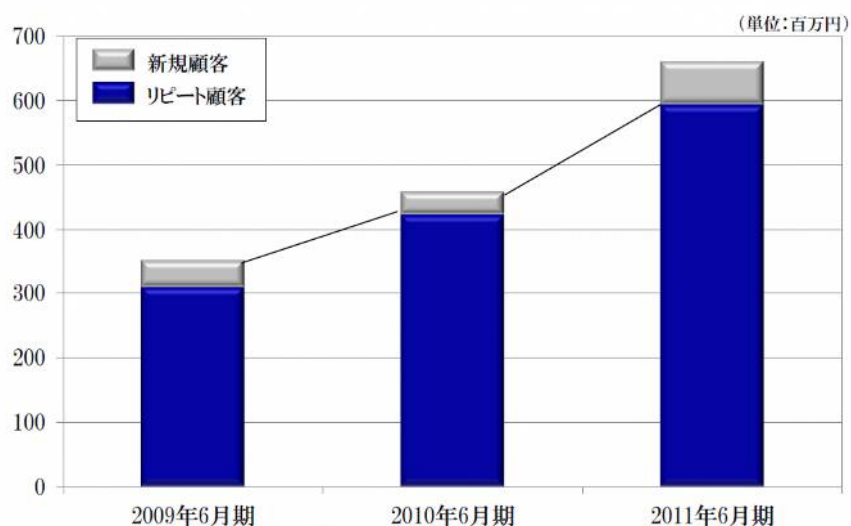
＞ ビジネスサイクル

◆ 案件ごとのビジネスサイクルは短期

アナリティクス事業とソリューション事業のビジネスサイクルは、各案件が単発で納期も数ヶ月程度と推察されることから、案件ベースのビジネスサイクルは比較的短期と考えられる。

一方、同社の取引社数は順調に増加していることから、新規顧客の積み上げはもちろんのこと、既存顧客との継続取引が売上高の源泉と考えられる。この傾向は主力のアナリティクス事業で顕著に認識されることから、同社のビジネスサイクルは既存顧客との継続取引で長期化が可能と推察される。

アナリティクス事業の売上高構成



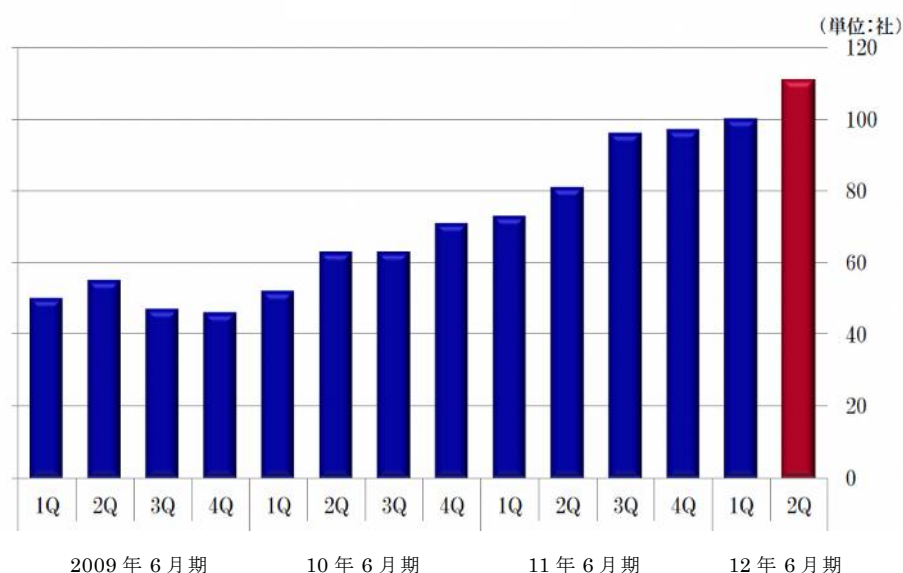
※当グラフでは継続的な取引関係である「リピート顧客」とは、当該事業年度以前から取引をしていた顧客からの売上分を指しております。

出所) 決算説明会資料

> KPI(業績指標)**◆ KPI は取引社数の推移に注目**

KPI は取引社数の推移に注目したい。同社の各事業は、アナリティクス事業とソリューション事業が比較的短期の単発案件積み上げによるフロー型ビジネスで、ASP 関連事業は従量課金制による顧客積み上げのストック型ビジネスと表現可能である。このフロー型ビジネスとストック型ビジネスに共通するのは、顧客数（取引社数）の積み上げが売上高を牽引すると推察されることから、同社の KPI は取引社数の推移に注目したい。

取引社数の推移



出所) 決算説明会資料

経営戦略

> 現状の課題と戦略

◆ 現状の課題はアナリティクス事業の人材確保

同社は現状の課題を人材確保とストック型ビジネスの導入と認識している。

同社の事業ポートフォリオは、アナリティクス事業のコア技術（データマイニングと最適化）をベースに、ソリューション事業と ASP 関連事業が互いに連携した構図。ベースのアナリティクス事業は分析官の経験が重要視される労働集約的なビジネスのため、当該事業の売上高成長には人材確保が欠かせない。同社は人材確保に向け、定期的な人員採用と社内教育を実践しているほか、プロセスの標準化・システム化で労働集約度を下げる方針。

また、ソリューション事業が提供するソフトウェアは、仕入品のため短期的な収益性向上が見込みづらい。同社はソフトウェア提供を販売からライセンス供与による課金方式へ変更し、ストック型ビジネスの導入で収益性の向上を目論むほか、すでに従量課金制を導入している ASP 関連事業にも新サービス提供で継続的な売上高成長を図る。

> 中長期の課題と戦略

◆ 中長期的には自社開発強化と事業領域の拡大が課題

同社は中期経営計画など、中長期の事業見通しや戦略、それに対する課題等を公表していない。そこで、中長期の課題と戦略を現状の延長戦として捉えると、継続的な利益成長には、自社開発強化による製品ラインアップの拡充と、サービス提供領域または事業ポートフォリオの拡大が求められよう。

また、今後は業容の拡大に伴いアナリティクス事業を中心に人員増が避けられず、売上高成長とともに経営管理や社内管理体制の拡充が課せられる。

> アナリストの戦略評価

◆ コア技術をベースに顧客との信頼関係を構築

同社はアナリティクス事業のコア技術（データマイニングと最適化）をベースに顧客企業との信頼関係を築いてきた。これは同社の提案する施策に対する顧客満足度が高いがゆえ、アナリティクス事業の成長を既存顧客のリピート需要が牽引していることから理解できよう。また、同社の事業構造は、アナリティクス事業を中核にソリューション事業と ASP 関連事業が相互に連携しているため、「データ収集・蓄積」→「データ分析」→「施策実施」に至るデータ活用サイクルをワンストップで提供可能とし、顧客の囲い込みにも有用と考えられる。一方、持続的成長には分析官の育成が欠かせない。人的資源が鍵を握るアナリティクス事業は、経験やノウハウが重要視される労働集約的なビジネスのため、当該事業のみならずデータ活用サイクル全体を回

すためにも分析官の育成が不可欠と考えられる。

同社はアナリティクス事業と新サービス投入が続く ASP 関連事業を中心に年 20 人程度の人員採用を中期的に継続する意向であり、これにより分析官不足をボトルネックとした売上高成長の鈍化を回避可能と思われる。

◆ 成長に向けた中期的な取り組み

同社はアナリティクス事業に次ぐ収益源として、ASP 関連事業の強化に動いている。ASP 関連事業が提供するサービスは、自社開発の検索ツールソフトと広告表示ソフトの 2 種だったが、12 年 2 月にはソーシャルゲーム運営企業向けにゲームデータ分析ツールをラインナップに加えた。これは、ゲームプレイヤーの行動パターンを分析し、効率的な課金アイテムの表示でゲーム運営企業の収益力向上を図る。参入企業の多い ASP 関連事業は価格競争に陥るリスクを抱えるものの、顧客との信頼関係を築いているアナリティクス事業との相乗効果が期待できるうえ、従量課金制のため顧客から同事業への追加発注が収益に反映されやすいメリットが考えられる。

◆ 事業ポートフォリオ拡充の可能性

長期的には事業領域の拡大による事業ポートフォリオの拡充が想定される。現在の事業領域は企業活動におけるマーケティング領域に特化したものだが、これを企業活動の上流に位置する生産や新製品開発などの領域まで踏み込むことで顧客への深堀が進み、事業ポートフォリオの拡充と収益性の向上が可能と考えられる。

また、顧客企業のマーケティングから新製品開発、生産にまで深く関わることで同社の存在感が増し、ビジネスサイクルの長期化にも有効と推察される。

コア技術をベースに事業領域を川下のマーケティングから、川上の新製品開発のまで拡大可能

事業セグメント別業績予想

(百万円)

	2009/6期	2010/6期	2011/6期	2012/6期予	2013/6期予	2014/6期予	2015/6期予
売上高	646	906	1,347	1,850	2,450	3,100	3,800
アナリティクス	—	458	659	850	1,050	1,300	1,550
ソリューション	—	290	317	500	650	800	950
ASP関連	—	157	370	500	750	1,000	1,300
営業利益	54	77	188	353	517	697	885
アナリティクス	—	222	265	380	470	570	670
ソリューション	—	62	78	80	100	120	140
ASP関連	—	-5	89	130	200	270	360
調整額	—	-202	-245	-237	-253	-263	-285

出所) 決算資料、予想はアナリスト

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・アナリティクス事業の人的資源やノウハウ蓄積 ・既存顧客との信頼関係によるリピート需要
弱み (Weakness)	・特定顧客への高い売上依存度 ・アナリティクス事業は労働集約ビジネスゆえに受注能力に限界 ・人材流出または人材採用の計画割れリスク
ビジネス機会 (Opportunity)	・B to C 業界における CRM 活用意識の高まり ・個人消費不振による CRM ニーズの高まり
脅威 (Threat)	・CRM に代わる分析手法の出現 ・体力に勝る大手コンサルティングの本格参入 ・個人消費が好調に反転した時の CRM ニーズ低下

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

同社の事業には、類似企業が存在するため業界内競争は絶えず発生しており、価格競争などにより収益性が損なわれるリスクが考えられる。

◆ 新規参入の脅威

主力のアナリティクス事業は経験やノウハウの蓄積、分析手法や実績が求められるものの、ソリューション事業と ASP 関連事業は参入障壁が低く、新規参入の脅威は絶えず存在する。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

顧客企業の顧客データに代わる分析手法や、新たなマーケティングアプローチが開発されるなど、新技術開発による代替品・代替サービスの脅威は絶えず存在する。

◆ 買い手の競争力

業界内には複数の競合が存在するため、新規開拓に限らず顧客企業でも買い手の競争力が認識させられる。

◆ 供給者の支配力

同社が分析に使用するソフトウェアは一部を除き提携先から供給を受けており、供給者の支配力を絶えず認識しなければならない。また、ASP 関連事業の自社開発ソフトウェアや労働集約的なアナリティクス事業では、要員確保のための労務費・人件費の増加が避けられないことから、供給者の支配力は絶えず存在する。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社はサービス業のため、製造業の温室効果ガス削減策のような直接的な環境対応策を講じていない。しかしながら、同社のサービス提供で顧客企業のマーケティング活動の効率性が想定されるなど、結果的には環境対応に対する貢献が考えられる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は社会的責任について、直接的には言及していないものの、顧客企業の効率化に寄与するなど、社会的責任の一翼を担っていると考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は社外取締役1名と社外監査役2名を招聘しているものの、同社設立に携わった草野社長と佐藤取締役の影響が、事業運営や人事等にも及ぶと想定されるうえ、両氏と社長の資産管理会社の合計持株比率が約52%に達することから、企業統治に関してはリスク要因を排除出来ない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

第2四半期の売上高超過を理由に12年6月期は会社計画の上振れを予想

◆ 12年6月期の会社計画は28.5%増収、77.7%営業増益を見込む
2012年6月期の会社計画は売上高が前期比28.5%増の17.3億円、営業利益は同77.7%増の3.3億円、当期純利益は同84.2%増の1.9億円を見込む。

この通期計画に対し、12年6月期第2四半期決算は売上高が8.7億円、営業利益は1.1億円、当期純利益は0.5億円となった。第2四半期決算を初めて公表するため前年同期比較はできないものの、通期計画に対する進捗率では売上高が51.0%、営業利益は34.0%の水準となる。

進捗率からは、第2四半期の営業利益水準が通期計画に対して大きく遅れているように見えるが、同社の収益は顧客企業の決算期が重なる下期(1月～6月)偏重となるため、実際の第2四半期決算は会社計画に対して売上高・営業利益ともに強含みの着地であった。

◆ 担当アナリストは会社計画を上回る着地を予想

以上から、担当アナリストは12年6月期業績を売上高が前期比37.3%増の18.5億円、営業利益は同87.8%増の3.5億円、当期純利益は同85.0%増の1.9億円と予想している。これは上記会社計画に対し、売上高・営業利益ともに上回る見通しで、この主な要因は、①第2四半期の時点で売上高が計画を超過、②上期は上場費用など一過性の経費が集中、などによる。

> 来期以降の業績

◆ 営業利益は中長期的に年平均成長率36%増を予想

担当アナリストは2013年6月期以降も同社の順調な業容拡大を予想している。

事業セグメント別にみると、アナリティクス事業は実績に基づいた信頼から既存顧客への深堀が見込まれるうえ、人員拡充で新規顧客や新規案件の受注も増加すると予想される。

ソリューション事業は新たに広告・プロモーションの費用対効果を予測・シミュレーションするソフトウェアの販売代理店になるなど、サービスラインナップ拡充で顧客とのパイプが太くならう。

ASP関連事業はソーシャルゲーム運営企業向けにゲームデータの分析ツールを従量課金制で提供するなど、様々な業種向けにサービスラインナップを強化する方針である。

以上から、担当アナリストは同社に対する今後4年間の年平均成長率を売上高が27.1%増、営業利益は35.8%増を予想している。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 直近の株価は公募価格を大きく上回る水準で推移

同社は2011年9月、公募価格2,200円(分割調整後733円)に対し初値6,350円(同2,116円)で上場した。上場日に高値7,000円(同2,333円)を付けるなど、期待先行の動きが見受けられるも、期待一巡後は同年11月に安値2,430円(同810円)まで下落。12年1月末の第2四半期決算と同時に株式分割(1株→3株)を発表するなど、好業績を背景に直近では1,900円を挟んだ揉み合いを続けている。

> 株主還元

◆ 配当など具体的な株主還元策はまだ明示せず

同社は株主への利益還元を経営上の重要な課題と認識しているものの、創業以来同社は成長に向けた再投資優先で無配を継続しており、主な株主還元策は12年2月の株式分割(1株→3株)だけである。一方、担当アナリストの業績予想によると、2015年6月期にはキャッシュフローが10億円超に達すると予想される。したがって、中期的にM&A等の多額の投資資金が発生しなければ、13年6月期には配当性向10%程度の配当が可能と予想される。アナリストは中長期業績予想を基に13年6月期1株配当10円の初配を予想している。

> 株価バリュエーション

◆ 現状のバリュエーション比較では割安感に乏しいPER水準

一部の競合と比較して、同社の短期的な株価バリュエーションは割安感に乏しいと思われるが、裏を返せば高い利益成長が見込まれるが故のプレミアムとも表現される。一方、予想に反して利益成長が鈍化した場合には、このプレミアムが株価下落につながることもリスク要因として認識する必要がある。競合とのバリュエーション比較から、業界の妥当なPER水準は10倍～15倍程度と推察される。

競合とのバリュエーション比較

	ブレインパッド	シグママーケティング	パイブドビッツ	アイレップ
株価(円)	1,905	802	503	158,500
予想PER(倍)	31.5	24.9	12.6	9.8
実績PBR(倍)	—	2.2	1.4	1.7
予想配当利回り	0.0%	0.6%	0.0%	0.9%
時価総額(億円)	62.4	72.6	19.0	43.7

注) 株価は3/16終値

注) ブレインパッドはアナリスト予想、その他は会社計画

> 今期の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は1,540円～2,310円を想定

上記株価バリュエーションを前提に業界の妥当PER水準を10倍～15倍程度と仮定すると、15年6月期の予想EPS154.3円を基にした中期的な適正株価水準は、1,540円～2,310円と推察される。

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、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、最新のものではありません。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、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