

# クロス・マーケティング (3629 東証マザーズ)

発行日: 2012/2/28  
 調査日: 2012/2/17  
 調査方法: 企業訪問

## インターネット調査の大手で、大規模モニターを駆使した調査に強み

### > 要旨

#### ◆ インターネット調査のリサーチ事業が主力

- ・同社はインターネットによる市場調査を主力事業に、モバイル向けサイト開発や運営などを行っている。事業セグメントはインターネット市場調査及び付随サービス提供の「リサーチ事業」と、モバイル向けサイト開発や運営の「ITソリューション事業」の2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だが、受注形態や販路によって一般事業会社向けの「直接販売」と、広告会社や調査会社向けの「間接販売」に分けられる。同社は受注単価が高いうえ、リピート需要の見込める直接販売を強化する方針である。
- 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の開発部門が中心

#### ◆ 2011年12月期は会社計画を若干下回る着地

- ・2011年12月期は第3四半期からの連結決算移行で前期比較が出来ないものの、東日本大震災の影響もあり、会社計画に対しては若干の未達で着地した。売上高は44.2億円(会社計画45.0億円)、営業利益4.3億円(同4.7億円)、当期純利益は3.3億円(同3.6億円)という内容

### > 投資判断

#### ◆ 2012年12月期は会社計画を上回る着地を予想

- ・2012年12月期の会社計画は売上高が前期比24.3%増の55.0億円、営業利益は同19.5%増の5.2億円、当期純利益は同5.1%減の3.1億円を見込む。これに対し担当アナリストは、東日本大震災後の反動増や直接販売の拡大から、会社計画を上回る着地を予想している。

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は1,840円～2,200円を想定

- ・M&Aによる事業ポートフォリオの拡充は、中長期的な事業ドメインの拡大と収益性を高める効果が期待され、業界内における同社のプレゼンスが高まると予想される。しかしながら、同社の収益モデルは売上高成長に大きく依存する傾向が強い。したがって、中期的にM&A途による大幅な収益性の向上が見込めない限り、株価は売上高動向に左右されると考えられる。
- ・競合との比較から同社のフェアバリュー水準をPER10倍～12倍と仮定すると、15年12月期の予想EPS184.3円に基づく中長期的な適正株価水準は1,840円～2,200円と推察される。

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

【主要指標】	2012/2/17
株価(円)	1,066
発行済株式数	3,243,600
時価総額(百万円)	3,458
上場日	2008/10/28
上場来パフォーマンス	20.2%

	前期	今期予想
PER(倍)	9.9	9.1
PBR(倍)	1.8	1.5
配当利回り	1.0%	1.4%

	σ	β値
リスク指標	62.1%	1.6

【主要KPI(業績指標)】	10/12期	11/12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	6.1%	14.6%	-12.8%
対TOPIX	-1.2%	3.0%	2.4%

\*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20120223

# クロス・マーケティング (3629 東証マザーズ)

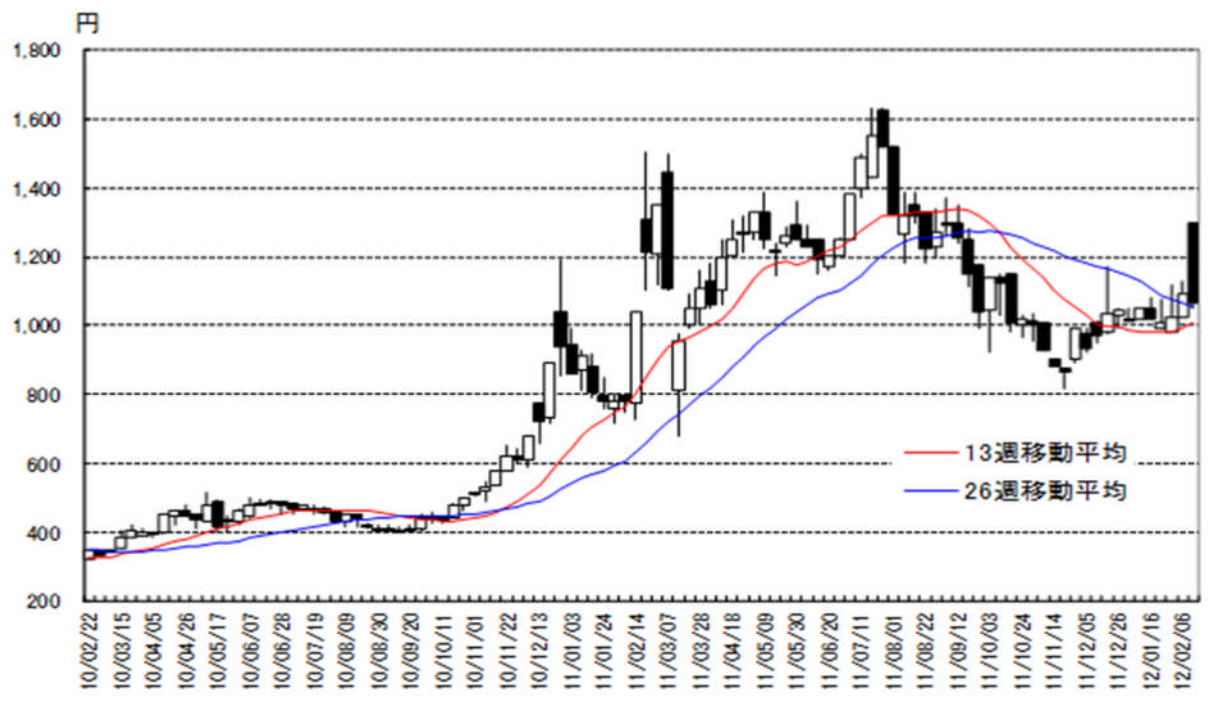
## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/12期	2011/12期	2012/12期	2012/12期	2013/12期	2014/12期	2015/12期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	3,483	4,424	5,500	5,783	6,749	7,640	8,620
前年比	26.2%	-	24.3%	30.7%	16.7%	13.2%	12.8%
営業利益	404	436	521	533	689	830	1,010
前年比	74.3%	-	19.5%	22.1%	29.4%	20.5%	21.7%
経常利益	408	544	561	634	790	931	1,108
前年比	61.2%	-	3.0%	16.5%	24.7%	17.8%	19.0%
当期純利益	221	330	313	354	430	481	558
前年比	45.8%	-	-5.1%	7.1%	21.6%	11.9%	16.0%
期末株主資本	1,479	1,808	-	2,129	2,513	2,934	3,407
発行済株式数	3,197,500	3,243,600	3,243,600	3,243,600	3,243,600	3,243,600	3,243,600
EPS(円)	69.8	107.8	103.4	116.8	142.0	158.9	184.3
配当(円)	5.5	10.5	13.0	15.0	20.0	26.0	34.0
BPS(円)	484.0	597.3	-	703.1	830.1	969.0	1,125.5
ROE	15.7%	20.1%	-	18.0%	18.5%	17.7%	17.6%
株価(円)	939	1,045	1,066	1,066	-	-	-
PER(倍)	13.4	9.7	10.3	9.1	7.5	6.7	5.8
配当利回り	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%	1.9%	2.4%	3.2%
PBR(倍)	1.9	1.7	-	1.5	1.3	1.1	0.9

(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。

(注) 11/12 期は連結決算移行で前年同期比較なし。

## > 株価パフォーマンス



## 決算サマリー

### > 事業内容

#### ◆ インターネット調査のリーサーチ事業が主力

同社はインターネットによる市場調査を主力事業に、モバイル向けサイト開発や運営などを行っている。事業セグメントはインターネット市場調査及び付随サービス提供の「リーサーチ事業」と、モバイル向けサイト開発や運営の「IT ソリューション事業」の2事業から成る。

2011年12月期はM&Aで事業ポートフォリオを拡充

リー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だが、受注形態や販路によって一般事業会社向けの「直接販売」と、広告会社や調査会社向けの「間接販売」に分けられる。同社は受注単価が高いうえ、リピート需要の見込める直接販売を強化する方針である。

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の開発部門が中心である。

なお、事業買収に伴い、同社は11年12月期第3四半期から連結決算に移行している。

### > 決算概要

#### ◆ 2011年12月期は会社計画を若干下回る着地

2011年12月期は第3四半期からの連結決算移行で前期比較が出来ないものの、東日本大震災の影響もあり、会社計画に対しては若干の未達で着地した。売上高は44.2億円(会社計画45.0億円)、営業利益4.3億円(同4.7億円)、当期純利益は3.3億円(同3.6億円)という内容である。

一方、アナリスト予想(売上高39.6億円、営業利益4.2億円)に対しては、売上高が新規連結子会社の寄与で予想を上回っている。

事業セグメント別に見ると、リーサーチ事業は売上高が41.1億円、セグメント利益は7.4億円となった。売上面では直接販売が要員拡充による提案営業が奏功し、新規案件の獲得とリピート需要の拡大で前期比40.6%増収。間接販売も案件数を着実に積み増したうえ、単価下落にも歯止めがかかり同11.2%増収だった。なお、11年12月期末の取引社数は前期比322社数増の1,508社となっている。

IT ソリューション事業は連結期間が5カ月だったこともあり、売上高は3.0億円、セグメント赤字は0.1億円となった。売上面ではM&A後の顧客引継ぎや事業統合がスムーズに進み、スマートフォンアプリの初期開発売上高が1.0億円、モバイルサイトの保守運用売上高は1.9億円、プロモーション等のその他が0.1億円となった。一方、利益面では統合費用やのれん償却などの費用先行となった。

なお、買収時ののれんは2.0億円で5年償却(年間0.4億円)であり、11年12月期ののれん償却額は5か月分の0.17億円となった。

## > 業績見通し

12年12月期はリサーチ事業の拡大に加え、ITソリューション事業が通年寄与

### ◆ 2012年12月期の会社計画は営業利益19.5%増を見込む

2012年12月期の会社計画は売上高が前期比24.3%増の55.0億円、営業利益は同19.5%増の5.2億円、当期純利益は同5.1%減の3.1億円を見込む。

売上面ではリサーチ事業の拡大に加え、ITソリューション事業が通年で寄与。利益面ではリサーチ事業の業容拡大に伴う人件費増や、のれん通年償却による経費増などを売上高の伸びで吸収する見通し。

この計画達成に向けた取り組みとして、同社は直接販売の提案営業強化と、ITソリューション事業とリサーチ事業とのシナジー発現。リサーチ事業の新システム稼働によるアンケートシステム強化と中国拠点の開設などを進める方針である。

## > アナリストの戦略評価

### ◆ 連結決算移行でアナリストは中長期の業績予想を見直し

2011年12月期からの連結決算移行に伴い、担当アナリストは中長期の業績予想を増額修正した。

数値面では12年12月期が売上高43.8億円→57.8億円、営業利益5.1億円→5.3億円。13年12月期は売上高48.6億円→67.4億円、営業利益5.6億円→6.8億円。14年12月期は売上高52.2億円→76.4億円、営業利益6.7億円→8.3億円にそれぞれ修正し、新たに15年12月期は売上高86.2億円、営業利益10.1億円と予想した。

上記業績予想の見直しは、以下の3点に要約される。

- ① M&Aによる事業ポートフォリオの拡充
- ② リサーチ事業における直接販売の拡大
- ③ リサーチ事業とITソリューション事業のシナジー

これらは、いずれも同社の中長期的な事業ドメインの拡大と、収益性を高める効果が期待され、業界内における同社のプレゼンスが高まると予想される。

まず、事業ドメインの拡大では、M&Aでモバイルサイトの開発・運営部門(ITソリューション事業)を手に入れたことで、事業ポートフォリオの拡充とコア事業であるリサーチ事業とのシナジーが期待される。同社の中長期的な事業戦略は、単なる定量的な市場調査に留まらず、顧客企業の新製品開発から市場投入後の検証作業まで、顧客企業の製品サイクルに長く携わる可能性が高い直接販売を増やすことで、競合との差別化を図るとともに収益性を高める狙いがある。

M&AによるITソリューション事業の獲得は、スマートフォンの普及加速など消費者のモバイルデバイスの多様化に合わせ、顧客企業の販売チャネルやプロモーション方法の多角化に対応したもの。

すなわち、IT ソリューション事業はリサーチ事業の既存顧客に対するビジネスサイクルの長期化に有用と考えられるうえ、クロスセル戦略によるシナジーも予想される。

次に収益性の向上については、案件単価の高い直接販売の売上高構成比が高まることで売上総利益率の改善が見込まれるうえ、新システム稼働で13年12月期以降の減価償却費は0.7億円程度の減額が予想され、これらにより同社の中期的な収益性は向上すると推察される。リサーチ事業における案件単価は、直接販売の方が広告代理店等の中間マージンが引かれる間接販売よりも約30%程度高いうえ、直接販売は顧客企業へのクロスセル戦略で単価アップも可能である。中期的には直接販売強化に向けた要員増などの経費増加が避けられないものの、長期的にはノウハウのシステム化による収益性向上が見込まれる。

なお、12年12月期は近い将来の海外展開を見据えて中国拠点を開設するが、規模や人員等の具体的な内容が示されておらず、アナリストの中長期業績予想には中国事業を含めていない。同社における中国事業の位置付けは、国内企業が中国で事業展開をするうえで必要とされる調査等の受託と推察され、場合によっては現地企業との提携やM&Aに進む可能性が考えられる。

中長期業績予想

(百万円)	10/12期	11/12期	12/12期 予想	13/12期 予想	14/12期 予想	15/12期 予想
売上高	3,483	4,424	5,783	6,749	7,640	8,620
リサーチ事業	3,483	4,114	4,883	5,649	6,340	7,120
ITソリューション事業	-	309	900	1,100	1,300	1,500
営業利益	403	436	533	689	830	1,010
リサーチ事業	-	745	533	639	730	870
ITソリューション事業	-	-18	0	50	100	140
調整額	-	-291	0	0	0	0

注) 予想はアナリスト

## 投資判断

### > 株主還元

#### ◆ 更なる増配に期待

同社は中期目標として、経常利益 10 億円と配当性向 10%を掲げている。配当に関しては、2010 年 12 月期の初配年 5.5 円に続き、11 年 12 月期は配当性向 9.7%の年 10.5 円に増配した。

12 年 12 月期の会社計画では配当性向 12.7%の年 13 円への増配を予定しているが、担当アナリストは会社計画以上の当期純利益を予想しており、配当も更なる増配が可能と考えられる。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 競合とのバリュエーション比較ではフェアバリュエーションの範囲内

競合と考えられるマクロミルやインテージとのバリュエーション比較では、現在の株価水準は予想 PER で評価不足と思われるものの、実績 PBR や予想配当利回りなどは割安感に乏しく、総じてフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。

競合とのバリュエーション比較において、事業規模等の観点から予想 PER のディスカウントは避けられないものの、現時点でのフェアバリュエーションは予想 PER で 10 倍～12 倍と推察されよう。

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)	1,066	1,505	789
予想PER(倍)	9.1	10.7	16.0
実績PBR(倍)	1.8	1.1	2.2
予想配当利回り	1.4%	3.3%	2.9%
時価総額(億円)	34.6	156.6	243.1

注)クロス・マーケティングはアナリスト予想、インテージとマクロミルは会社計画をもとに算出

注)株価は2/17終値。

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は 1,840 円～2,200 円を想定

同社の収益モデルは売上高成長に大きく依存する傾向が強い。したがって、中期的に M&A 途による大幅な収益性の向上が見込めない限り、株価は売上高動向に左右されると考えられる。

同社のフェアバリュエーション水準を PER10 倍～12 倍と仮定すると、15 年 12 月期の予想 EPS184.3 円に基づく中長期的な適正株価水準は 1,840 円～2,200 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

### ■ $\sigma$ (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

### ■ $\beta$ (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( $\beta$ 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