

# ホリスティック企業レポート

## VOYAGE GROUP

### 3688 東証マザーズ

フル・レポート  
2015年3月13日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20150310

## メディア事業を安定収益源にアドテクノロジー事業が成長を牽引 スマートフォン向け事業の強化と新規事業立ち上げで成長スピードの加速を目論む

### 1. 会社の概要

・VOYAGE GROUP(以下、同社)は、Web サイトが保有する広告枠の販売支援や広告配信を行うほか自社 Web サイトの運営など、市場拡大が続くインターネット広告や e コマースをコア領域に事業を展開している。

### 2. 財務面の分析

・アドテクノロジー事業の強化が奏功し、14/9 期は売上高並びに営業利益が過去最高を記録するなど、同社は成長フェーズに入ったと考えられる。

### 3. 非財務面の分析

・同社の業績指標は配信 imp 数と、自社メディアのアクティブユーザー数と考えられる。アドテクノロジー事業を牽引する SSP は、広告枠の入札で高値落札した広告が配信されるため、imp 数の拡大はアドテクノロジー事業の売上高成長につながる。他方、自社メディアは広告収入とポイント交換手数料が主な収益源のため、アクティブユーザーの増加は広告主やポイント交換元/交換先の集客につながると考えられる。

### 4. 経営戦略の分析

・同社の成長戦略は、メディア事業を安定収益基盤に据え、市場拡大が続くアドテクノロジー事業はスマートフォン分野への展開を加速することである。  
・15/9 期の会社計画は売上高が前期比 19.6%増の 180.0 億円、営業利益は同 22.3%増の 23.0 億円を見込む。

### 5. アナリストの評価

・同社の強みは大口広告主を抱えるポータルサイト等との良好な取引関係と、アクセス頻度の高いニュース系メディアのサポートと考えられる。  
・証券リサーチセンターの 15/9 期予想は、アドテクノロジー事業の imp 数伸長を背景に、売上高が前期比 25.6%増の 189.0 億円、営業利益は同 33.0%増の 25.0 億円を見込む。

アナリスト:馬目 俊一郎

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### 【主要指標】

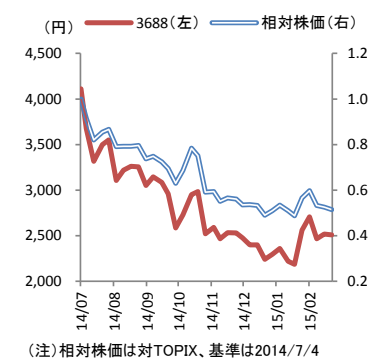
	2015/2/27
株価(円)	2,508
発行済株式数(千株)	11,059
時価総額(百万円)	27,736

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	23.9	17.6	14.6
PBR(倍)	6.7	5.6	4.0
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-2.0	-0.9	-22.9
対TOPIX(%)	-9.0	-8.3	-35.4

#### 【株価チャート】



#### 【3688 VOYAGE GROUP 業種:情報・通信】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/9	8,138	—	2	—	4	—	-151	—	-12.1	167.3	0.0
2013/9	9,858	21.1	536	—	529	—	309	—	24.0	156.6	0.0
2014/9	15,046	52.6	1,880	250.6	1,890	257.3	1,113	259.8	104.8	376.3	0.0
2015/9 CE	18,000	19.6	2,300	22.3	2,300	21.7	1,350	21.2	122.1	—	0.0
2015/9 E	18,900	25.6	2,500	33.0	2,550	34.9	1,578	41.8	142.7	449.1	0.0
2016/9 E	22,400	18.5	3,100	24.0	3,130	22.7	1,900	20.4	171.8	620.9	0.0
2017/9 E	26,100	16.5	3,700	19.4	3,730	19.2	2,240	17.9	202.5	823.5	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 今後の戦略
- － 今後の業績見通し

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 業績予想
- － 利益還元策
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

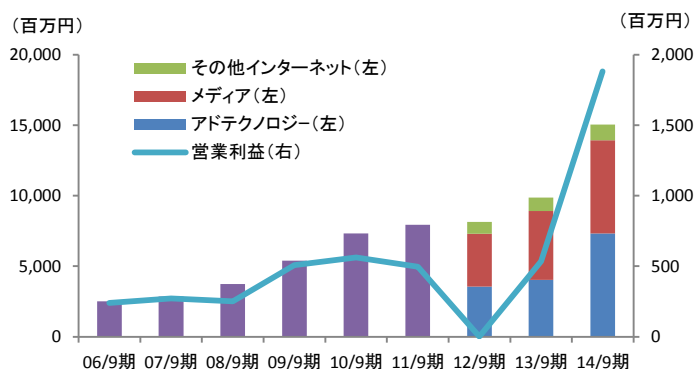
### > 事業内容

#### ◆ Web サイトの広告枠販売支援が成長を牽引

VOYAGE GROUP (ボヤージュ グループ：以下、同社) は、インターネットメディアが保有する広告枠の販売支援や広告配信を行うほか、自らインターネットメディアを運営するなど、市場拡大が続くインターネット広告や e コマースをコア領域に事業を展開している。

事業セグメントはインターネット広告支援等の「アドテクノロジー事業」、自社メディア運営並びに国内インターネット調査向けモニター提供の「メディア事業」、アジア中心のインターネット調査向けモニター提供や新卒採用支援等の「その他インターネット関連事業」の3事業で構成される。このうち、アドテクノロジー事業が同社の成長ドライバーと考えられる。

【 図表 1 】 事業セグメント別売上高と営業利益の推移



(注) 連結決算公表は 12/9 期以降、11/9 期以前の売上高及び営業利益は未監査  
(出所) VOYAGE GROUP 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

### > ビジネスモデル

#### ◆ アドテクノロジー事業は広告料収入が収益源

成長を牽引するアドテクノロジー事業は、インターネットメディアの広告収入獲得を支援する「Fluct」と、スマートフォンやタブレット向け広告配信サービスの「Zucks Ad Network」で構成される。14/9 期は Fluct が当該事業売上高の約 70% を占めている。

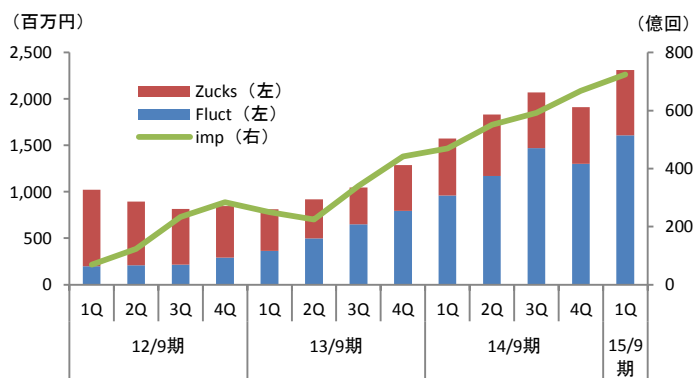
Fluct のキーテクノロジーは、メディアの広告収益を最大化させるプラットフォームの SSP (Supply Side Platform) と考えられる。SSP は広告枠を販売したいメディアに提供される広告配信プラットフォームで、ポータルサイト系の Yahoo!ディスプレイアドネットワークや、検索サイト系の Google Display Network などのアドネットワーク (Ad Network : 広告ネットワーク) 事業者向けに広告枠を販売するほか、枠を購入する側の広告主をサポートする DSP (Demand Side Platform)

とリアルタイムで広告枠の入札 (RTB : Real Time Bidding) を行うアドエクスチェンジ (Ad Exchange) でメディアの収益最大化を目指すとしている。

Fluct の KPI (Key Performance Indicator : 業績指標) と考えられる 14/9 期末のサポートメディア数は、アクセス頻度の高いニュース系サイトを中心に 5,500 サイト以上、広告枠販売先のアドネットワーク/DSP は 30 社以上に及び、国内の PC 向け SSP としてはトップクラスの実力と推察されるなか、また直近ではデバイスの多様化でスマートフォン向け売上高が Fluct の成長を牽引している。

Fluct のビジネスモデルはサポートメディア数の積み上げによるストックビジネスと推察され、成長加速にはオーディエンス (サイト閲覧者≒エンドユーザー) のアクセス数を稼ぐ有力メディアの取り込みに加え、大規模アドネットワーク及び大手 DSP 事業者との取引拡大や、RTB を経由した配信数 (impression : 以下 imp) の積み上げが欠かせないと考えられる。収益構造は広告料売上高の推定 20%前後を手数料として受け取り (≒売上総利益)、残りの推定 80%前後は各メディアに支払われる仕組み (≒売上原価) である。

【 図表 2 】 アドテクノロジー事業の売上高と imp 数推移



(出所) VOYAGE GROUP 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

Zucks Ad Network (以下、Zucks) はスマートフォン及びタブレット向けメディアを束ねたアドネットワークで、広告主から出稿された広告をメディアに配信する。14/9 期末時点のサポートメディア数は 500 サイト以上で、収益構造は広告料売上高の約 30%を手数料として受け取り、残りの約 70%は広告料として各メディアに支払われる仕組みである。

Zucks のビジネスモデルも Fluct と同様にサポートメディア数の積み上げによるストックビジネスと推察される。スマートフォン向けアド

ネットワーク業界の歴史は浅いものの、MM 総研によると携帯端末契約件数に占めるスマートフォン比率は14年12月末に52.3%に達している。今後はスマートフォンやタブレットなどへの広告配信が増加する見通しから、Zucks は中期的に高い水準の成長が予想される。

#### ◆ メディア事業は広告収入と手数料収入が収益源

メディア事業は B to C の自社メディアとして販促メディアとコンテンツメディアを運営しているほか、B to B 向けメディア運営支援等を行っている。主な販促メディアはポイントサイト「EC ナビ」や、ポイント交換サイト「PeX」、アンケートモニターサイト「リサーチパネル」などである。エンドユーザーの間隙時間をターゲットにしたコンテンツメディアは iPhone やアプリ活用法紹介の「トリセツ」や朝日新聞社と共同運営の無料辞書サービス「コトバンク」などである。

自社メディアで大きなウェイトを占めるのが EC ナビと PeX である。EC ナビは無料会員制のポイントサイトである。提携サイト及びスポンサーサイトでショッピングや資料請求など、何らかのアクションを行った会員(エンドユーザー)に自社ポイントを付与し、ポイント交換サイトの PeX を通じて提携先の商品や電子マネー、現金及びギフト券並びにポイントと交換できる利便性を持たせている。会員ニーズに対応すべく PeX はポイント交換元が110以上、交換先は50以上のサイト/サービスと提携しており、これが EC ナビの会員獲得にも寄与していると推察される。

14/9 期末の登録会員数は EC ナビが428万人、PeX は122万人超に達し、この会員数を集客力に広告収入や提携サイト等への送客手数料、ポイント交換手数料などを稼ぎ出している。また、収益の一部を会員にポイント還元することでアクティブユーザーを増加させ、集客力の更なる強化につなげていると考えられる。

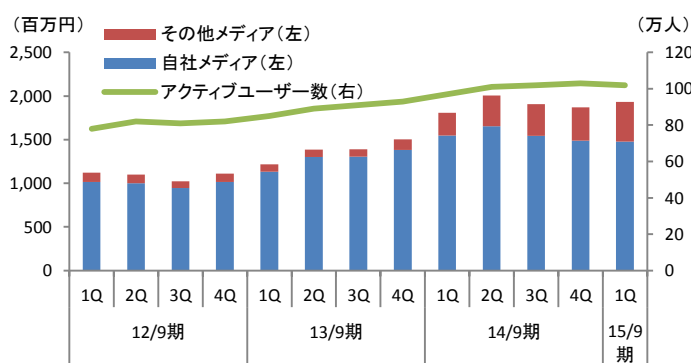
アンケートモニターサイトのリサーチパネルは、ネットリサーチ大手のクロス・マーケティンググループ(3675 東証マザーズ:以下、クロス社)との提携事業が基盤である。クロス社が行うネットリサーチ案件に、無料登録の自社モニターを提供して手数料(使用料)を受け取るビジネスモデルで、モニターには EC ナビのポイントが付与される仕組み。獲得したポイントは PeX で現金及びギフト券やポイントと交換可能なことから、リサーチパネルの登録モニター数は14/9 期末で150万人に及ぶうえ、前述した EC ナビ並びに PeX への会員誘導と会員獲得メディアの役割を担っている。

その他、トリセツやコトバンクなどのコンテンツメディアは、提携先が持つコンテンツの有効活用でアクセス数増加による広告収入とコ

コンテンツ課金収入の増加を目論むほか、メディア事業全体の登録会員を活性化させる役割を担っている。

上述したように、メディア事業の収益源は広告収入と提携サイト等への送客やポイント交換などの手数料収入に加え、アンケートモニター使用料で構成されている。したがって、メディア事業の売上高成長には、自社メディアの会員数積み上げによる集客力向上で広告収入アップを目指すほか、アクティブユーザーの積み上げによる手数料収入アップが欠かせないと考えられる。

**【 図表 3 】メディア事業の売上高とアクティブユーザー数の推移**



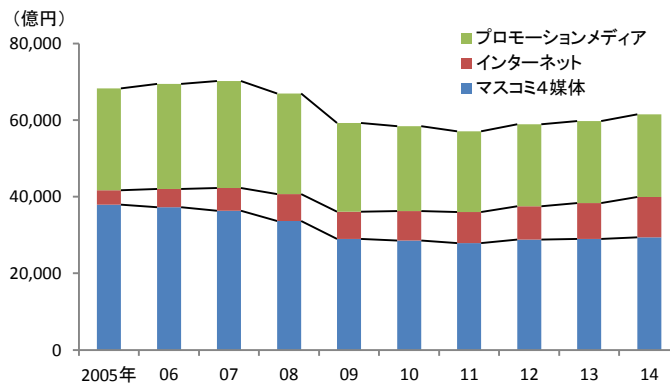
(出所) VOYAGE GROUP 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

➤ 市場構造とポジション

◆ インターネット広告市場が1兆円を突破

電通(4324 東証一部)が公表した「2014年 日本の広告費」によると、14年の広告費はソチ五輪やワールドカップなどスポーツイベントの寄与もあり前年比2.9%増の6兆1,522円となった(図表4)。

**【 図表 4 】国内の主要メディア別広告費推移**



(出所) 電通「2014年 日本の広告費」より証券リサーチセンター作成



08年のリーマンショックや11年の東日本大震災の影響を受けながらも、ここ数年はマスコミ4媒体(新聞、雑誌、ラジオ、衛星含むテレビ)とプロモーションメディア(屋外広告、交通広告、折込広告、DM等)が緩やかな回復基調にあるうえ、成長モメンタムを強めているインターネット広告が前年比12.1%増の1兆519億円と初めて1兆円の大台を突破した。

#### ◆ アドテクノロジーの進化が市場を牽引

インターネット広告市場を牽引しているのは、スマートフォン対応のメディア(サイト)整備や動画広告の拡大に加え、新たな広告手法を生み出すアドテクノロジー(Ad Technology)の進化と考えられる。この代表例として、08年頃に登場した「複数束ねたメディア広告枠の先物販売」を行うアドネットワークと、これを更に進化させ10年頃に開発された「それぞれのメディア広告枠をリアルタイムで個別入札」するアドエクスチェンジが挙げられる。

なかでもアドエクスチェンジは、Web履歴のCookie等を基にオーディエンスの行動履歴からターゲットを絞り込み、リアルタイムで広告枠を販売出来るため、現時点でメディアと広告主の双方に最も効率的な広告手法と考えられている。

アドエクスチェンジの主なプレーヤーは、メディア側のプラットフォーム SSP (Supply Side Platform) と、広告主側のプラットフォーム DSP (Demand Side Platform) である。メディア運営者が SSP を介して「広告枠の販売条件」を指定し、広告主は DSP で「広告枠の購入条件」を設定する。オーディエンスがメディアにアクセスした時点で行動履歴が瞬時に分析され、接続されている SSP 事業者と DSP 事業者が相互の条件にマッチングした広告枠を表示回数 (impression) ごとにリアルタイムで入札 (RTB : Real Time Bidding) し、より高単価で落札した広告がメディアに配信される仕組みである。

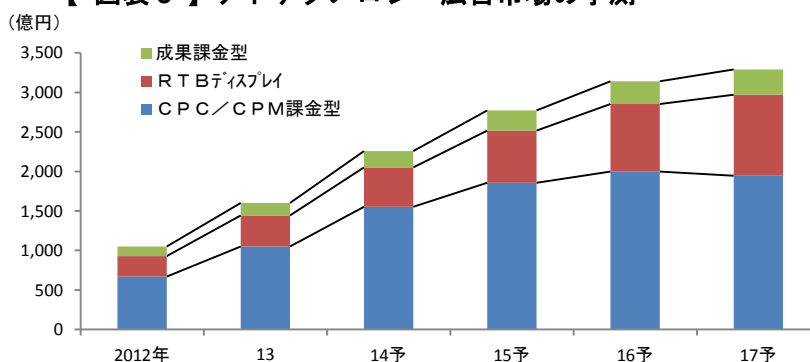
メディア側から見たアドエクスチェンジの利点は、販売条件でサイトの性格に沿った広告主を選別できるほか、複数の SSP に参加すれば広告枠の在庫リスクが減らせるうえ自動的に RTB されるので手間が掛からず、アクセス数の多いメディアであれば高値入札が期待できる。他方、広告主は SSP に参加するメディア群への大規模一括配信が可能となるほか、行動履歴を基にターゲティングが精緻に行えるうえ、imp 数やオーディエンスの行動分析で広告の効果測定がある程度可能となる。

アドテクスタジオ/シード・プランニングの共同調査によると、アドネットワークやアドエクスチェンジなどのアドテクノロジーによる広告市場規模は13年で推定1,600億円だった。



これを課金タイプ別に見ると、クリック課金型 (Cost Per Click) やインプレッション保証型 (Cost Per Mille) の CPC/CPM が 1,052 億円、アドエクスチェンジの RTB ディスプレイは 392 億円、成果課金型 (Cost Per Acquisition) が 156 億円と続き、17 年予測では CPC/CPM が 1.8 倍、成果課金型は 2 倍、RTB ディスプレイは 2.6 倍の市場規模に成長すると予想されていることから、アドエクスチェンジに軸足を置く同社の事業環境は中期的に良好と思われる。

【 図表 5 】 アドテクノロジー広告市場の予測



(注) 予測はアドテクスタジオ/シード・プランニング

(出所) アドテクスタジオ/シード・プランニング共同調査より証券リサーチセンター作成

## > 沿革と経営理念

### ◆ SSP 事業者の上場企業は数社に限定

成長が見込まれるアドテクノロジー分野において、同社と直接の競合関係にある国内 SSP 事業者は 10 数社存在するものの、上場企業はサイバーエージェント (4751 東証一部) や GMO アドパートナーズ (4784 東証 JQS)、ユナイテッド (2497 東証マザーズ) など数社に限られる。

同社の特徴は自社メディア運営のノウハウを活かしたサポート体制と推察される。アドエクスチェンジが登場した 10 年には SSP に参入するなど、PC 向け SSP では業界大手の地位を確立していると推察される。

### ◆ 販促サイトの運営を基盤にアドテクノロジーへ展開

同社の前身は 99 年に設立されたアクシブドットコムである。懸賞情報サイト「MyID」を運営し、01 年にサイバーエージェントとの資本業務提携で当該会社の連結子会社となった。

その後、懸賞情報一括投稿サービス「My Promotion」や携帯電話向け「無料！懸賞 MyID モバイル」、「無料！懸賞 MyID」などの販促サイ

トをリリースし、04年には価格比較サイト「ECナビ」をオープンさせ、MyIDを「ECナビ懸賞」にリニューアルした。

05年に商号をアクシブドットコムからECナビへ変更し、アンケートモニターサイト運営子会社の「リサーチパネル」を設立した。06年にはネット調査大手のクロス社がリサーチパネル株式の40%を取得して資本提携を結び、リサーチ事業のビジネスモデルが固まった。

07年にポイント交換サイト「PeX」の運営子会社PeX(現VOYAGE MARKETING)を設立し自社運営サイトの骨格を固めたほか、08年にはアドテクノロジー事業の中核となる検索運動型広告導入支援子会社adingoを設立した。adingoは10年にSSP「Fluct」のサービス開始でアドエクスチェンジに参入し、11年には子会社Zucksを設立しスマートフォン向け広告支援サービス「Zucks Ad Network」のリリースでアドテクノロジー事業の基盤が形成され、同年、商号をECナビから現在の「VOYAGE GROUP」に変更した。

12年にサイバーエージェントからMBO(Management Buyout)で独立し、投資ファンドのポラリス・キャピタル・グループに発行済株式の62%を売却してサイバーエージェントの連結子会社から外れた。

13年にECナビを価格比較サイトからポイントサイトへ衣替えし、14年7月に東証マザーズ上場を果たした。

同社グループは単体(VOYAGE GROUP)と子会社19社、持分適用会社2社で構成されている。現段階で業績寄与の大きいグループ会社は、アドテクノロジー事業でFluct運営のadingo社(持株比率100%)とZucks Ad Network運営のZucks社(同100%)である。メディア事業ではECナビ運営のVOYAGE GROUPとPeX運営のVOYAGE MARKETING社(同100%)、リサーチパネル(60%)などである

#### ◆ 経営理念は創業時の想い「360°スゴイ」と8つの価値観

同社は創業時の「世界を変えるようなスゴイことをやる」という想いを「360°スゴイ」と表現し、以下に述べる8つの価値観1)挑戦し続ける、2)自ら考え、自ら動く、3)本質を追い求める、4)圧倒的スピード、5)仲間と事を成す、6)すべてに楽しさを、7)真っ直ぐに、誠実に、8)夢と志、そして情熱、を経営理念に掲げている。

#### ◆ 社長の宇佐美氏が13.9%の筆頭株主

14/9期末における同社株式の所有者別状況は個人その他が62.6%を占め、次いで金融機関23.1%、法人8.0%、外国人は6.3%になっている。同様に大株主の状況は社長の宇佐美進典氏が13.9%を保有する筆頭

株主で、その他経営陣では取締役 CFO (Chief Financial Officer) の永岡英則氏が 3.6%を保有する。金融機関ではポラリス・キャピタル・グループが第2位株主の 10.0%を保有し、日本トラスティ・サービス信託銀行の 6.3%、SBI証券の 3.1%と続く。12年まで親会社だったサイバーエージェントが 5.0%を保有している。

なお、ポラリス・キャピタル・グループは投資ファンドのため、キャピタルゲイン獲得に向けた株式売却の可能性を否定できず、売却の際には短期的な株価変動リスクが想定される。

【 図表 6 】 所有者別状況

金融機関	23.1%
法人	8.0%
外国人	6.3%
個人その他	62.6%

【 図表 7 】 大株主の状況

宇佐美進典	13.9%
ポラリス・キャピタル・グループ	10.0%
VOYAGE GROUP社員持株会	7.6%
日本トラスティ・サービス信託銀行	6.3%
サイバーエージェント	5.0%
小手川隆	4.6%
永岡英則	3.6%
SBI証券	3.1%
日本マスタートラスト信託銀行	2.2%
野村證券	1.9%

(出所) 図表 6 及び 7 とともに、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 経営陣は取締役 6 名、監査役 3 名で構成

取締役会は社長以下 6 名の取締役で構成され、うち 1 名が社外から招聘されている。02 年から社長を務める宇佐美氏は、コンサルティング会社出身で同社創業から携わり、05 年から 09 年までサイバーエージェントの取締役を務めた。

監査役 3 名はいずれも社外監査役である。

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 14年9月期は売上高並びに営業利益が過去最高を記録

同社は、99年の創業以来、ECナビやPeX、リサーチパネルなどのメディア事業を中核に業容を拡大し、08年の検索連動型広告参入でアドテクノロジー事業を立ち上げ、10年のSSPサービス開始や11年のスマートフォン向けアドネットワーク市場への参入で事業ポートフォリオを拡充してきた。最近ではアドテクノロジー事業への傾注が奏功し、同社は14/9期から成長フェーズに入ったと考えられる。

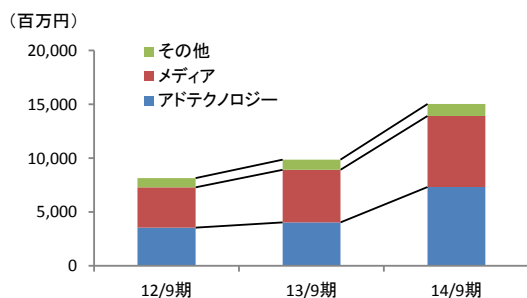
アドテクノロジー広告市場やスマートフォン向けアドネットワーク市場の拡大にともない、14/9期は売上高が前期比52.6%増の150.4億円、営業利益は同3.5倍の18.8億円と、売上高並びに営業利益は過去最高を更新した。

事業セグメント別に見ると、アドテクノロジー事業は売上高が前期比81.7%増の73.3億円、営業利益は同3.6倍の9.8億円であった。サービス別の売上高は、imp数が前期比81.5%増の2,280億回に達したFluctが同2.1倍増収、Zucksもスマートフォン広告市場の拡大で同41.4%増収であった。

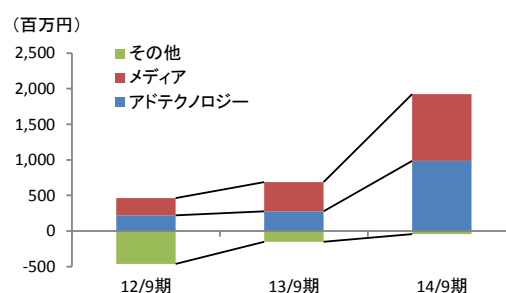
メディア事業は売上高が前期比34.9%増の65.8億円、営業利益は同2.3倍の9.3億円であった。メディア別売上高は、スマートフォンユーザーの増加で述ベアクティブユーザー数が前期比12.6%増の403万人に達した自社メディアは同21.6%増収、コンテンツメディアは新規メディアのリリースで同3.6倍増収であった。

その他インターネット関連事業は、アジアを中心としたネット調査営業強化や新卒採用支援事業の顧客企業数増加などで売上高が前期比19.5%増の11.2億円となったが、スマートフォン向け海外ゲームの国内進出支援などの新規事業立ち上げ費用などで0.4億円の営業損失0.4億円となった(前期は営業損失1.5億円)。

【図表8】事業セグメント別売上高



【図表9】事業セグメント別利益

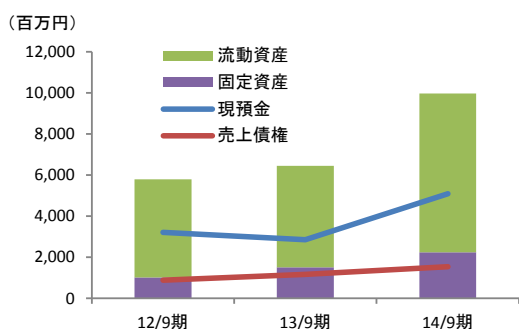


(出所) 図表8及び9とも、目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

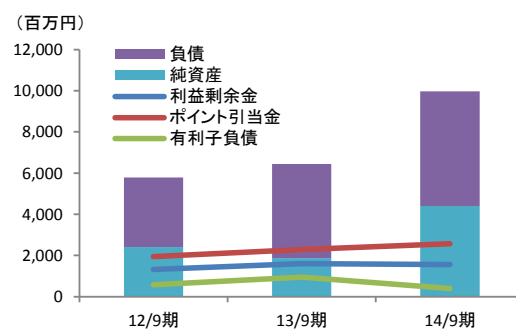
◆ 14年7月の東証マザーズ上場で11億円を調達

同社は14年7月のマザーズ上場で約11億円を調達したこともあり、14/9期末の流動資産は現預金と売上債権が大部分を占め、固定資産の大半は投資有価証券である。他方、負債の約5割は自社メディアのポイント引当金が占めるうえ有利子負債も少ないことから、同社の財務リスクは小さいと考えられる。

【図表10】流動資産と固定資産の推移



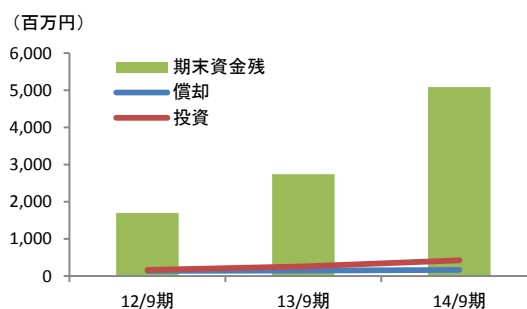
【図表11】負債と純資産の推移



(出所) 図表10及び11とも、目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

また、アドテクノロジーとメディア運営に軸足を置く同社の事業ポートフォリオには多額の設備投資が必要ないと推察され、14/9期末の資金残50.8億円は新規事業やM&Aなどの成長戦略に投資される可能性が高いと考えられる。

【図表12】期末資金残と投資及び償却の推移



(注) 償却=減価償却+のれん償却、投資=有形・無形固定投資+M&A  
(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

➤ 同業他社との比較

◆ 同業他社比較で高い利益率に着目

同社の同業他社は、成長ドライバーであるアドテクノロジー事業にスポットを当て、上場している SSP 事業者のサイバーエージェント、GMO アドパートナーズ、ユナイテッドと比較した。

同社は連結決算公表が 12/9 期以降のため、比較可能期間が短期に留まるものの、同社の売上高成長率からは成長モメンタムの変化が伺え、売上高経常利益率は同業他社に比べて同社が高いことが分かる。

【 図表 13 】 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		VOYAGE GROUP 14/9期	サイバーエージェント 14/9期	GMOアドパートナーズ 14/12期	ユナイテッド 14/3期
規模	売上高(百万円)	15,046	205,234	23,742	6,156
	経常利益(百万円)	1,890	22,188	650	153
	総資産(百万円)	9,962	100,545	10,220	8,200
収益性	自己資本利益率	38.5%	19.1%	9.4%	1.6%
	総資産経常利益率	23.0%	24.4%	7.0%	2.0%
	売上高経常利益率	12.6%	10.8%	2.7%	2.5%
成長性	売上高成長率(2年平均)	36.0%	20.6%	24.3%	8.9%
	経常利益成長率(同上)	2073.7%	13.8%	-7.8%	-40.6%
	総資産成長率(同上)	31.2%	-14.1%	23.3%	10.3%
安全性	自己資本比率	41.8%	54.2%	46.3%	87.0%
	流動比率	155.7%	202.6%	147.7%	695.9%
	現預金比率	102.5%	86.6%	49.7%	489.9%

(注) 2年平均成長率は複利計算。流動比率=流動資産/流動負債×100。現預金比率=現預金/流動負債×100  
(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 配信 imp 数とアクティブユーザー数が業績を左右  
同社の知的資本は図表 14 にまとめられよう。

【 図表 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・アドテクノロジー事業の広告枠販売先 ・メディア事業の広告主 ・モニターサイトの取引先 ・ポイント交換サイトの取引先 ・海外モニターサイトの取引先 ・新卒採用支援事業の顧客企業	・アドネットワーク/DSP の取引事業者数 ・広告主数 ・リサーチパネル取引先 ・ポイント交換元/交換先 ・海外モニター取引先 ・顧客企業数	・30 社以上 ・開示無し ・クロス・マーケティンググループ ・ポイント交換元 110 以上、交換先 50 以上 ・開示無し ・約 150 社
	ブランド ・アドテクノロジー事業の SSP とアドネットワーク ・自社メディアのブランド名 ・新卒採用支援事業	・アドネットワーク ・販促メディア ・コンテンツメディア ・支援サイト	・Fluct ・Zucks ・EC ナビ、PeX、リサーチパネル ・コトバンク、トリセツ、時短美人 ・サポーターズ
	事業パートナー ・アドテクノロジー事業のサポートメディア ・販促メディアの登録会員 ・モニターサイトの提携先 ・コンテンツメディアの事業パートナー	・メディア数 ・登録会員数 ・リサーチパネル提携先 ・事業パートナー	・Fluct 5,500 サイト、Zucks500 サイト ・EC ナビ 428 万人、PeX122 万人、リサーチパネル 150 万人 ・クロス・マーケティンググループ 朝日新聞社
組織資本	プロセス ・アドテクノロジー事業の配信 imp 数 ・自社メディアのアクティブユーザー数 ・海外モニターのアクティブユーザー数	・SSP 配信 imp 数 ・主要自社メディア ・リサーチパネルエイジア	・2,280 億回 ・延べ 403 万人 ・延べ 40 万人
	知的財産・ノウハウ ・アドテクのロジック事業のシステム ・販促サイト運営ノウハウ	・開発元 ・運営元	・自社開発 ・自社運営
人的資本	経営陣 ・ストックオプション制度によるインセンティブ	・対象取締役数	・取締役 5 名
	従業員 ・ストックオプション制度によるインセンティブ	・対象従業員	・全従業員 289 名のうち 対象従業員 181 名

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成。KPI の数値は 14/9 期末



この中で同社の業績を左右するのが SSP 配信 imp 数と、自社メディアのアクティブユーザー数と考えられる。アドエクスチェンジは imp ごとに RTB されるため、配信 imp 数の増加は競合 SSP の中で同社が高値で落札された回数の増加を示す。したがって、SSP 配信 imp 数の拡大はアドテクノロジー事業の売上高成長の KPI とも考えられる。他方、自社メディアは広告収入とポイント交換手数料が主な収益源のため、アクティブユーザーの増加は広告主やポイント交換元/交換先の集客につながると考えられる。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は情報・通信業のため、温室効果ガス排出抑制などの直接的な環境対応策は行わないものの、08年から山梨県と森林整備協定を結び、従業員や取引先、ユーザーとともに森林整備を行うなかで自然環境整備に貢献している。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は自社メディアを活用したクリック募金や検索募金などで災害義援金などに取り組んでいるほか、障がい者雇用を目的に野菜農場を運営するなどの社会貢献活動を展開している。また、自社オフィスの一部を若手企業家に無料開放する若手企業家育成プロジェクトや、学生の就学/就職支援プロジェクトを展開している。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は上場企業に求められるリスクマネジメントや内部統制を始め社外取締役1名、社外監査役3名を配し第三者によるチェック機能が働くなど十分なコーポレートガバナンス体制を備えていると考えられる。

## 4. 経営戦略

### > 今後の戦略

#### ◆ メディア事業を基盤にアドテクノロジー事業で成長を加速

同社の成長戦略は、メディア事業を安定収益基盤に据え、市場拡大が続くアドテクノロジー事業はスマートフォン分野への展開を加速することである。

中長期的な方針として、アドテクノロジー事業は SSP 「Fluct」 の圧倒的な国内シェアトップを目指すとともに、メディア事業は自社メディアのアクティブユーザー数拡大を図り、その他インターネット関連事業は将来の成長分野への積極投資を行う計画である。

アドテクノロジー事業の将来的な構想は、アドネットワーク/DSP 並びに広告代理店を介さず、SSP が広告主と直接取引を可能とするような関係を目指し、売上高と利益率の向上を図る方針である。

上記成長戦略のもと、15/9 期はアドテクノロジー事業の SSP 強化に向けスマートフォン向けアプリケーション開発を急ぐとともに、プロダクト開発力を向上すべく人的投資を行う方針である。

メディア事業は ARPU (Average Revenue Per User : 1 ユーザー当たり売上高) 向上に向け、自社メディア間のユーザー回遊でアクティブユーザー数の拡大を図るとともに、新規スマートフォンメディアの創出や M&A 並びに事業提携で新規ユーザーの獲得とアクティブユーザーの積み上げを図る。

その他インターネット関連事業は新規事業開発の強化に努めるとともに、M&A や提携事業の推進を図る方針である。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 15年9月期第1四半期決算は25.9%営業増益

前述した戦略に沿った 15/9 期第 1 四半期決算は売上高が前年同期比 23.9%増の 42.7 億円、営業利益は同 25.9%増の 5.6 億円であった。売上面ではメディア事業が堅調に推移したうえ、アドテクノロジー事業が成長を牽引した。利益面では人員拡充などによるコスト増をアドテクノロジー事業の増収効果で吸収した格好である。

事業セグメント別に見ると、アドテクノロジー事業は連結相殺前売上高が前年同期比 46.7%増の 23.1 億円、営業利益は同 62.8%増の 3.1 億円であった。スマートフォン向け SSP の拡大で配信 imp 数が同 54.3%増の 724 億回に達するなど、Fluct の成長が当該事業を牽引している。

メディア事業は連結相殺前売上高が前年同期比 6.8%増の 19.3 億円と

なったが、営業利益は同 14.2%減の 2.3 億円であった。主要自社メディアのアクティブユーザー数は同 5.0%増の 102 万人と高水準を維持したが、モニターサイトリサーチパネルの単価下落が減益要因となった。

その他インターネット関連事業は連結相殺前の売上高が前年同期比 20.4%減の 2.7 億円、営業利益 0.1 億円(前年同期は営業損失 0.1 億円)であった。

**◆ 第 1 四半期決算を受け同社は通期の 15 年 9 月期計画を増額修正**

第 1 四半期の好調な滑り出しを受け、同社は期初の 15/9 期計画を見直し、売上高 176.0 億円→180.0 億円(前期比 19.6%増)、営業利益 22.0 億円→23.0 億円(同 22.3%増)に増額修正した。この要因はアドテクノロジー事業のスマートフォン向け SSP が、想定を上回って好調に推移しているため。

増額修正した 15/9 期計画の達成に向けた施策として、アドテクノロジー事業は SSP「Fluct」の imp 数拡大に注力するほか、成長ステージに移行したと考えられるスマートフォン向けアドネットワーク「Zucks」への取り組みを更に強化する方針である。

メディア事業はコンテンツメディア強化策として新規メディアの立ち上げを目指し、アクティブユーザー数の拡大と ARPU 向上を目論んでいる。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ アドネットワーク/DSP 事業者との良好な取引関係が強み

同社のアドテクノロジー事業における強みは、30社以上のアドネットワーク/DSP 事業者との良好な取引関係と、年間 2,280 億回の配信 imp 数をこなすシステムの信頼性と考えられる。メディア事業の強みは延べ 403 万人のアクティブユーザー数を集客力にした広告収入と手数料収入であろう。

一方、弱みは SSP 単独では現時点で広告主との直接取引が困難なため、アドテクノロジー事業の成長には有力なアドネットワーク/DSP 事業者との接続が不可欠である。

【 図表 15 】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SSP はアクセス頻度の高いニュース系サイトを中心に 5,500 サイト以上をサポート</li> <li>・大口広告主を抱える Yahoo!ディスプレイアドネットワーク及び Google Display Network を始めとした 30 社以上のアドネットワーク/DSP 事業者との取引</li> <li>・14/9 期の SSP 配信 imp 数は業界トップクラスの 2,280 億回</li> <li>・自社 3 メディア (EC ナビ、PeX、リサーチパネル) の登録会員数 700 万人で形成する独自のポイント経済圏</li> <li>・延べ 403 万人 (14/9 期) のアクティブユーザーを集客力にした広告収入と手数料収入</li> </ul>
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SSP の広告枠販売にはアドネットワーク/DSP 事業者との接続が不可欠で SSP 単独で広告主への直接販売は不可能</li> <li>・自社メディアのポイント経済圏にはポイント交換元/交換先パートナーが不可欠</li> </ul>
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スマートフォン広告市場へのアドテクノロジー浸透</li> <li>・インターネット広告において高単価が見込まれる動画広告の浸透</li> <li>・アドネットワーク/DSP 事業者との取引拡大</li> </ul>
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> <li>・アドネットワーク/DSP 事業者との接続停止</li> <li>・ポイント交換元/交換先パートナーとの取引停止</li> <li>・アドテクノロジーの進化によるアドエクスチェンジの陳腐化</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 同社は更なる成長ステージ入り

同社は安定収益基盤であるメディア事業の堅調な売上高成長のもと、アドネットワークやアドエクスチェンジなどの運用型インターネット広告市場の拡大を背景に、アドテクノロジー事業を牽引役にした、更なる成長ステージに入ったと考えられる。

なかでも成長ドライバーの SSP「Fluct」は、アクセス頻度が高いと推察されるニュース系サイトを中心に5,500サイトのメディアをサポートするほか、接続先のアドネットワーク/DSP 事業者は大口広告主を抱えるポータルサイト系 Yahoo!ディスプレイアドネットワーク及び検索サイト系 Google Display Network はもちろんのこと、DSP 事業者大手のマイクロアド社など30社以上と取引関係を築いている。

SSPの売上高は「単価×imp数」で表されることから、大口広告主を抱えるポータルサイト系及び検索サイト系との関係強化は、競争激化に陥らない限り高単価維持に寄与すると予想されるうえ、アクセス頻度の高いニュース系メディアのサポートは imp 数の積み上げに働くと考えられ、アドテクノロジー事業は中期的な高い成長ポテンシャルが予想される。

メディア事業は自社3メディア( ECナビ、PeX、リサーチパネル)でアクティブユーザー数が延べ403万人(14/9期)、累計ポイント発行額110億円相当(14/9期末)のポイント経済圏を形成している。ECナビとリサーチパネルが新規会員の獲得機関を演じ、自社3メディア間でユーザーを稼働させることで広告収入やポイント交換手数料収入などを稼ぎ出す仕組みである。

今後は提携事業を含めてコンテンツメディアのラインナップが拡充される見通しから、中期的にはユーザー課金収入も見込まれよう。

## > 業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターは15年9月期の33.0%営業増益を予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)の15/9期予想は、アドテクノロジー事業の imp 数伸長を背景に、売上高が前期比25.6%増の189.0億円、営業利益は同33.0%増の25.0億円を予想する。

15/9期は既存事業の拡大や新規事業立ち上げなどで、先行投資的な人件費や広告宣伝費の増加が避けられないものの、アドテクノロジー事業を核とした増収効果で二桁の営業増益が見込まれる。

事業セグメント別では、アドテクノロジー事業についてはスマートフォン向け SSP の imp 数の伸長を想定し、売上高101.0億円(前期比37.7%)、営業利益16.5億円(同37.2%増)を予想する。

一方、メディア事業は売上高78.0億円(前期比18.4%増)、営業利益8.5億円(同9.3%減)を予想する。売上面ではリサーチパネル単価下落による販促メディアの苦戦を、コンテンツメディアのラインナップ

拡充で補い増収を見込むものの、利益面では販促メディアの落ち込みにより減益を予想する。

【 図表 16 】 事業セグメント別業績予想

	12/9期	13/9期	14/9期	15/9期E	16/9期E	17/9期E
売上高	8,138	9,858	15,046	18,900	22,400	26,100
アドテクノロジー	3,555	4,035	7,334	10,100	12,900	16,000
メディア	3,739	4,881	6,586	7,800	8,500	9,100
その他インターネット	843	941	1,125	1,000	1,000	1,000
営業利益	2	536	1,880	2,500	3,100	3,700
アドテクノロジー	222	275	987	1,650	2,200	2,750
メディア	241	412	937	850	900	950
その他インターネット	-462	-151	-44	0	0	0

(注) Eは証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は成長投資に向けた内部留保を優先

同社は株主への利益還元を経営課題と認識しているものの、技術革新サイクルの速いインターネット業界にあつて、将来の成長に向けた投資に備えるべく、当面は配当を行わず内部留保を優先させる方針であり、配当の実施時期や前提条件などは公表していない。

当センターは同社の方針に沿い、中期的に無配継続を予想する。

### ◆ スマートフォンへの取り組みに注目

経営施策面での注目点は、スマートフォンへの取り組み強化であろう。アドテクノロジーを駆使した運用型広告のスマートフォン普及が進むなか、先行者メリットを享受すべく PC での実績をいかにしてスマートフォンに移植できるかがポイント考えられる。

一方、アドテクノロジー事業のリスクとしては、競争激化による SSP 単価の下落が懸念されよう。

メディア事業は販促メディアのアクティブユーザー数が増加しているものの、単価下落で収益性が損なわれているため、スマートフォン対応のコンテンツメディア拡充で、広告収入や手数料収入に次ぐ課金収入の確立が課題であろう。



「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

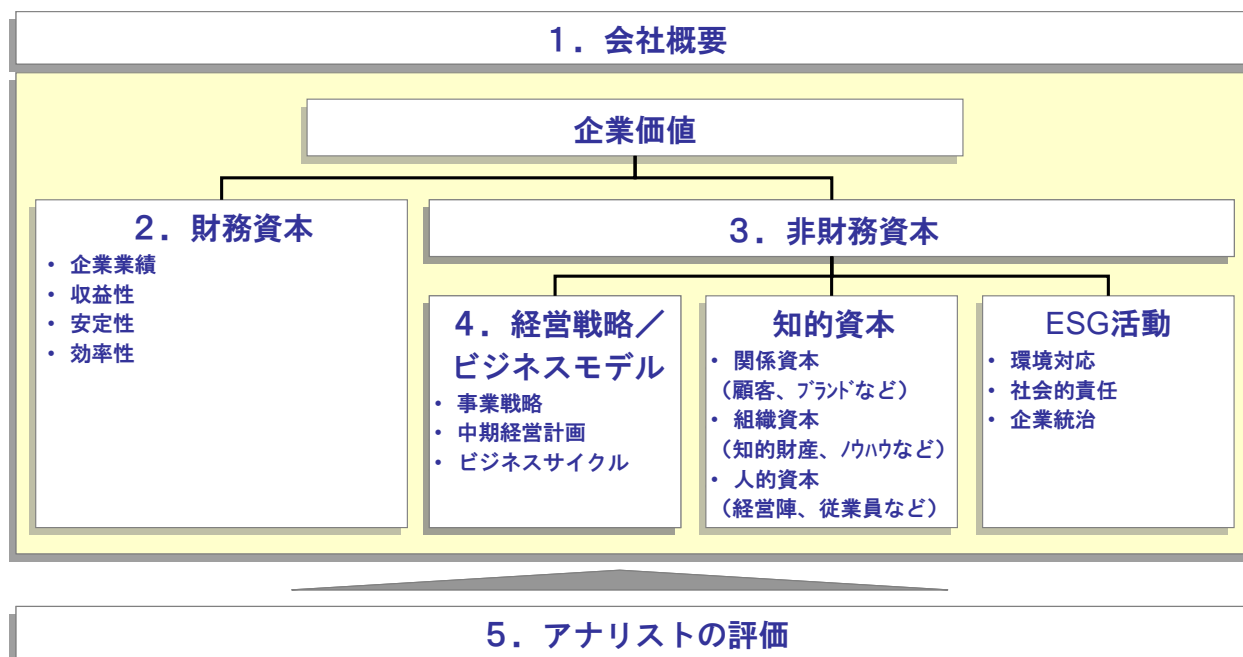
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。





## 指標・分析用語の説明

### ■ 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 ratio)

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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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ず、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。