

ホリスティック企業レポート ショーケース・ティービー 3909 東証マザーズ

フル・レポート
2015年7月31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 20150728

顧客企業のウェブサイトの成約率を高める「おもてなし」の機能を提供する 特許技術とストック型ビジネスモデルが特徴

1. 会社の概要

- ・ショーケース・ティービー(以下、同社)は、顧客企業のウェブサイトとそのウェブサイトを訪れたユーザーが、ストレスなく購入や契約などの成約に至るようにする各種サービス(「おもてなし」の機能)を提供する事業を展開している。
- ・B to C 向けのウェブサイトを運営する顧客企業に対し、クラウドを通じて月額利用料の形で提供している。

2. 財務面の分析

- ・09/12 期～14/12 期に売上高は年平均 18.3%の成長率で拡大し、経常利益もデータが公表されている 09/12 期以降 5 期連続の増益で推移している。
- ・他社との比較では、規模が小さいということ以外は、財務指標の面では総じて優位にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、特許化された中核技術、ストック型ビジネスモデル、蓄積されたノウハウと顧客資産の3点に加え、ウェブマーケティングのプロセスのうち「コンバージョン」分野を事業領域と設定したポジショニングにある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社が抱える課題の1つは、現在の収益源となっている e マーケティング事業での競争優位性の維持・強化である。
- ・Web ソリューション事業は、研究開発や新規事業のインキュベーションの役割があるため現時点では収益貢献をしていない。中長期的には収益化に向けて新しい事業の立ち上がりが必要となる。

5. アナリストの評価

- ・e マーケティング事業の既存の部分は当面、安定的な成長持続が見込まれる。既存の「コンバージョン」の分野で蓄積された情報を活用し、広告配信最適化で「集客」の分野に参入することは理にかなう。競争を避ける形での展開を志向するも、同分野での「身の置き方」によって成長ストーリーが変わる可能性がある。

アナリスト: 藤野敬太

+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】

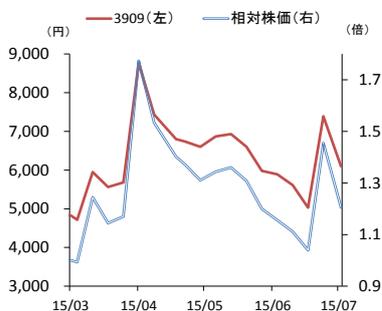
	2015/7/24
株価(円)	6,100
発行済株式数(株)	1,622,600
時価総額(百万円)	9,898

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	53.2	58.9	44.6
PBR(倍)	14.7	9.6	7.8
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	12カ月
リターン(%)	10.3	-21.6	-
対TOPIX(%)	8.6	-24.6	-

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/3/20

【3909 ショーケース・ティービー 業種: 情報・通信業】

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)
2013/12	887	—	219	—	220	—	139	—	105.9	299.7	0.0
2014/12	983	10.7	250	13.8	249	13.1	153	10.2	114.6	415.2	0.0
2015/12 CE	1,205	22.5	261	4.4	261	4.8	156	1.9	107.3	—	0.0
2015/12 E	1,224	24.5	295	18.0	280	12.4	168	9.8	103.5	632.9	0.0
2016/12 E	1,425	16.4	370	25.4	370	32.1	222	32.1	136.8	780.2	0.0
2017/12 E	1,609	12.9	439	18.6	439	18.6	263	18.5	162.1	955.9	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

15年3月の上場時に195,000株の第三者割当増資を実施(オーバーアロットメント分の45,000株を含む)

その後新株予約権行使による新株式発行があり、15年6月末時点での発行済株式数は1,622,600株

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 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

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 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

◆ インターネットに「おもてなし」の機能を提供する会社

ショーケース・ティービー（以下、同社）は、顧客企業のウェブサイト「おもてなし」の機能を提供する事業を展開している。主に B to C 向けのウェブサイト運営する顧客企業に対し、そのウェブサイトを「見やすく、わかりやすく、入力しやすく」するためのサービスを提供している。顧客企業のウェブサイトを訪れたユーザーが、ストレスを感じることなく購入や契約などの成約（コンバージョン）に至るようにするサービスのことを、同社では「おもてなし」と呼んでいる。

◆ 競合の多い「集客」をあえて避けるポジショニング

同社の事業は、ウェブマーケティングのいくつかのプロセスのうち、競合が多い「集客」の部分を実業領域とはせず、あくまで「おもてなし」を発揮できる「コンバージョン」の部分を実業領域としている。この点はビジネスモデルの項で詳述する。

◆ 特許戦略とストック型ビジネスモデルが特徴

同社の「おもてなし」のサービスを支える中核技術は特許登録され、競合先の参入を防ぐ一助となっている。また、クラウド経由でサービスが提供されるため、顧客数を拡大することで安定的な収益を上げるストック型ビジネスモデルを採用している。顧客ベースの拡大で収益の拡大とノウハウの蓄積が進み、得られた資金とノウハウを新しいサービス開発に投入してさらに収益を高めるという好循環が描けている。

◆ 2種類の事業のうち、収益の牽引役は e マーケティング事業

同社の事業は、e マーケティング事業と Web ソリューション事業の 2 事業からなる。前者はウェブサイトの最適化により顧客のウェブサイトの費用対効果を高める事業であり、後者はウェブサイトやアプリに関する課題を統合的に解決する事業である。全体の収益を牽引しているのは e マーケティング事業であり、Web ソリューション事業は研究開発、または新規事業のインキュベーションの役割を担っていることから、収益貢献は限定的となっている（図表 1）。

【 図表 1 】 事業別売上高・営業利益

(単位：百万円)

事業	売上高			営業利益			
	13/12	14/12	前期比	13/12	14/12	前期比	営業利益率
eマーケティング事業	705	788	11.7%	486	564	16.1%	71.7%
Webソリューション事業	182	194	6.9%	17	2	-86.8%	1.2%
合計	887	983	10.7%	219	250	13.8%	25.4%

(出所) ショーケース・ティービー有価証券届出書および有価証券報告書より決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ ウェブマーケティングのコンバージョンの部分が事業領域

ウェブマーケティングとは、ウェブ内で、またはウェブを用いて、以下の3つの段階を経て、ロイヤルカスタマーを獲得するための一連の企業活動と言える(図表2)。

1. いかによりユーザーを集めるか(集客)
2. 集客された潜在顧客をいかに購入または契約につなげるか(コンバージョン、成約)
3. いかにより繰り返し購入・契約してもらえるか(リピート)。

ウェブマーケティングを事業領域とする企業は世の中に多く存在するが、その大半はウェブ広告等の「集客」の部分を事業領域としている。同社のように集客された潜在顧客を購入または契約につなげる「コンバージョン」の部分を事業領域とする企業は多くない。

同社は、「集客」の部分をあえて捨て、「コンバージョン」の部分を事業領域としている。

【図表2】ウェブマーケティングのプロセス

	集客	コンバージョン (成約)	リピート
説明	<ul style="list-style-type: none"> ・ネット広告など ・資金をかければ効果が高まるような営業が多い ・競合多数 (広告代理店など) 	<ul style="list-style-type: none"> ・同社の事業領域 ・同社はSaaS型で提供 ・ウェブ制作が競合 	<ul style="list-style-type: none"> ・成約後のデータを使うCRMの領域 (CRM=顧客情報管理)
実店舗に例えると・・・	チラシの配布 広告	入店後～レジ通過までの 行動分析・誘導	POSデータ分析

(出所) 会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

◆ ウェブ制作との違い

実店舗に例えれば、「コンバージョン」とは、来店した消費者が店舗に入って、陳列された商品を見て回り、レジで決済するまでの一連の行動のことである。入店者に対してどれくらいの人がレジを通過するか等で評価される(図表2)。

コンバージョンを高める方法として、「ウェブサイトを新しく作る(作り直す)」という手段がある。主にウェブ制作会社のアプローチであり、レジを通過して決済する人を増やすために、「店内のレイアウトを見直して全面改装をする」ことにたとえられる。効果がないわけではないが、どうしても資金が必要となる手段である。

同社のeマーケティング事業のサービスは、「既に顧客企業が持っているウェブサイトを活用する(ので大きな資金を必要としない)」、および「ITを用いて仕組み化する(ので運用コストも軽減される)」ことを特徴としている。顧客企業のコスト負担を抑制しながらコンバージョンを高めることを志向している。その結果、同社のサービスは企業規模に関係なく適応できるものとなっている。

◆ eマーケティング事業のサービス

eマーケティング事業のサービス群は、「ウェブサイトアクセスしたユーザーが、サイト内のページを見て回り、成約のアクションを完了するまでを誘導する」ためのものである(図表3)。

【図表3】eマーケティング事業のサービスイメージ



(出所) ショーケース・ティービー決算説明会資料およびウェブサイトより証券リサーチセンター加筆

e マーケティング事業は、06年12月「ナビキャスト」から始まった。「ナビキャスト」は、アクセスしてきたユーザーの目的・属性・閲覧履歴をリアルタイムに判定し、最適なバナーに切り替えて表示するもので、コンバージョンまで誘導するサービスと位置づけられている。その後、入力フォームを最適化する「フォームアシスト」、PC向けフォームをスマートフォン向けに変換する「フォームコンバータ」等が順次投入されてきた。各サービスの詳細は図表4の通りである。

このように、複数のサービスを取りそろえることによって、コンバージョンのプロセスの全体最適を図ろうとするのが、e マーケティング事業の特徴である。

【図表4】e マーケティング事業のサービス一覧

サービス開始年月	サービス	サービスの内容	導入実績
06年12月	ナビキャスト	アクセスしてきたユーザーの目的・属性・閲覧履歴をリアルタイムに判定し、最適なバナーに切り替えて表示することでコンバージョンをアップする。	-
08年4月	フォームアシスト	入力フォーム最適化のためのサービス。フォームの問題点をログから分析し、成果を高める設定を行う。	3,227 フォーム
10年11月	クリックアナリシス	ユーザのウェブサイト上での動きを分析する。画面をスクロールしてどこまで読んだかの分析、ユーザーがクリックした場所の可視化、クリックログの表示等の機能がある。	-
10年12月	フォームコンバータ	既存のPC向け入力フォームを使用し、専用のタグを貼るだけでスマートフォン用のフォームに変換する。データベースとの連動や、システムの組み直し等の手間が不要。	671 フォーム
11年5月	スマートフォン・コンバータ	変換タグをPCサイトに貼るだけで、データベース連携しているPC向けウェブサイトスマートフォン向けのサイトに変換する。システムのカスタマイズ不要で、PCサイトのデータをリアルタイムに自動変換するためメンテナンスの手間が省かれる。スマホ対応サイトのみ独自のデザインを指定することも可能。	745 アカウント
13年2月	スマートフォン・アナリシス	クリックアナリシスのスマートフォン向けサービス。	52 アカウント
13年9月	サイト・パーソナライザ	過去のアクセス状況から顧客をセグメント化する。セグメント化したユーザに対し、個別に用意した案内等を自動的に配信。	170 アカウント

(注) 導入実績は各ウェブページ記載のもので15年7月時点の数値

(出所) ショーケース・ティービーウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ ストック型のビジネスモデル

e マーケティング事業のサービスは、SaaS (Software as a Service) として、クラウド経由で提供される。そのため、サービスを継続するアカウント数が増えることによって売上高が増加するストック型のビジネスモデルとなっている。一定のアカウント数を獲得すれば継続的な収益獲得が可能となるほか、いったん損益分岐点を超えると、アカウント数増加による売上高の増加が利益に直結しやすくなる。

顧客の観点では、月額使用料金を支払うことによって同社のサービスを受けることができるため、ウェブ制作のように最初に大きな資金を必要とすることもなく、サービス開始がしやすいという利点がある。

◆ 直販中心の販売

e マーケティング事業のサービスの販売チャンネルには、以下の3つがある。

1. 直販
2. 代理店経由
3. OEM

e マーケティング事業の売上高のうち、直販が約 80%を占める。直販以外では、代理店経由が 15%、OEM が 5%程度である。

代理店経由の場合、手数料率は 20%程度と推測される。サイバーエージェント (4751 東証一部)、オプトホールディング (2389 東証一部)、アイレップ (2132 東証二部) のようなネット広告代理店が、品ぞろえのために販売することが多い。

◆ 特許戦略

同社の事業領域に対しては、過去、「集客」のプロセスを事業領域とするネット広告代理店が参入しようとする動きを示していた時期があった。また、同社のサービス群は「コンバージョン」の部分を網羅的にカバーしているのに対し、一部のみの技術を提供する競合先も存在する。

e マーケティング事業の特徴の1つは「IT を使って仕組み化する」ことであるため、同社のサービスを支える中核技術については、特許を取得して防衛に努めている。

【 図表 5 】 保有する特許

取得年月	特許	地域	特許技術が使用されている 同社のサービス
10年2月	入力フォーム最適化技術	日本	フォームアシスト
12年3月	スマートフォン表示最適化技術	日本	スマートフォン・コンバータ
12年8月	誘導最適化技術 (ランディングページ最適化)	日本	ナビキャスト
12年10月	スマートフォン表示最適化技術	米国	スマートフォン・コンバータ
13年4月	スマートフォン表示最適化技術	シンガポール	スマートフォン・コンバータ
13年4月	スマートフォン表示最適化技術	ブルネイ	スマートフォン・コンバータ
13年11月	パーソナライズ化された誘導最適化技術	日本	サイト・パーソナライザ

(出所) ショーケース・ティービー決算説明会資料およびウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ Web ソリューション事業は研究開発的な役割

Web ソリューション事業では、EC サイト等のサービスサイトを自社で運営している(図表 6)。その過程で、e マーケティング事業で提供するサービスを実際に使用し、得られたノウハウ等を蓄積してフィードバックを行っている。また、新しいクラウドサービスの研究開発、あるいは新規事業のインキュベーションのような役割も持つ。

そのため、e マーケティング事業が同社の利益の大半を稼ぎ出しているのに対し、Web ソリューション事業は現在のところ、収益面での貢献をするまでには至っていない。低採算での事業が許容されているほか、他社から譲受したサイトやサービスをベースに展開するため、費用としてのれん償却がかかるためでもある。

【 図表 6 】 Web ソリューション事業のサービス一覧

事業譲受年月	サービス	サービスの内容
11年8月	Basketgoal.com	日本最大級のバスケットゴール専門のオンラインショップ。 ECサイト最適化による売上アップのノウハウ蓄積。
12年9月	仲介名人	中小不動産会社向けウェブサイトコンテンツ管理システム。 不動産物件サイトのスマートフォン表示最適化。 不動産ウェブサイト専用ホームページ作成システム。
14年3月	Go! Store	ウェブサイトとアプリの連携サービス。 店舗型クライアント向けスマートフォンO2Oアプリサービス。 ウェブ最適化技術とスマートフォン・アプリとの連携。 (サービス開始は14年5月)
-	特定用途向けの アプリ提供	ウェブ最適化技術のB to G、B to Bへの適用。 官公庁や自治体のウェブサイトのスマートフォン対応支援等。

(出所) ショーケース・ティービー有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

➤ 業界環境と競合

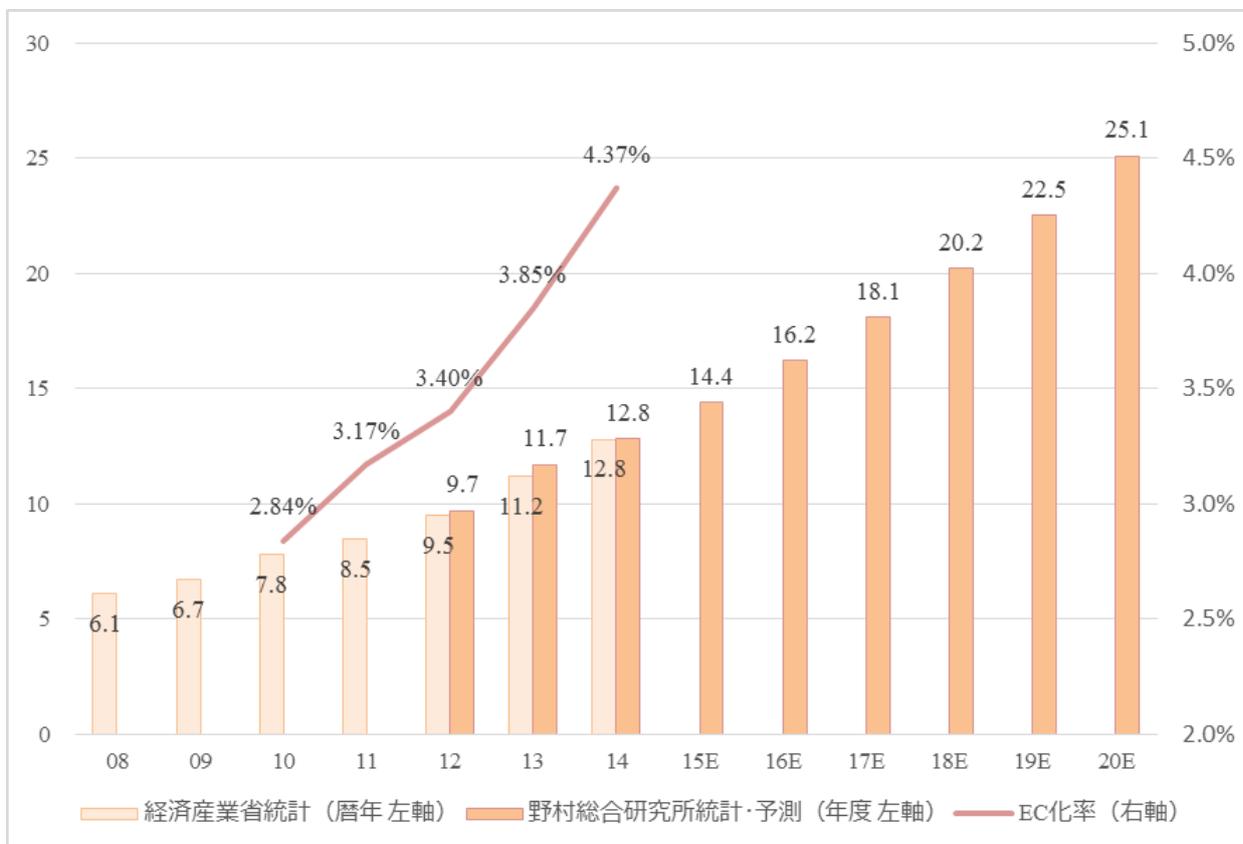
◆ EC 化率を考えると E コマース市場はまだ成長する

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によれば、14 年の B to C (消費者向け) の EC 市場の規模は 12 兆 7,970 億円で EC 化比率は 4.37%、過去 5 年間の成長率は年率 13.8%となっている。伸びはここ数年加速傾向にあり、スマートフォンの普及が追い風になっているものと考えられる。

また野村総合研究所の予測によると、今後、年平均で 11.9%の二桁成長の結果、20 年度には B to C 市場は 25 兆円にまで拡大するものと見込まれている(図表 7)。

【図表7】B to C (消費者向け) の EC 市場規模と EC 化率の推移

(単位: 兆円、%)



(注) 14年までは暦年 15年度以降は年度 15年度以降は野村総合研究所予測
 経済産業省のEC化率の推定方法は平成26年度報告書より算出方法が変更となったため10年までのデータのみ
 (出所) 経済産業省「平成26年度電子商取引に関する市場調査報告書」、野村総合研究所「ITナビゲーター2015年版」
 より証券リサーチセンター作成

注1) アドエクスチェンジ
 各媒体・各アドネットワークが抱える
 広告枠を交換できる仕組みで、
 これにより配信プラットフォームの
 仕様が統一され、広告の取引市場化が
 進んだと言われている

注2) DSP
 Demand-Side Platform の略で、
 広告主側の収益を最大化するための
 プラットフォーム・仕組み。

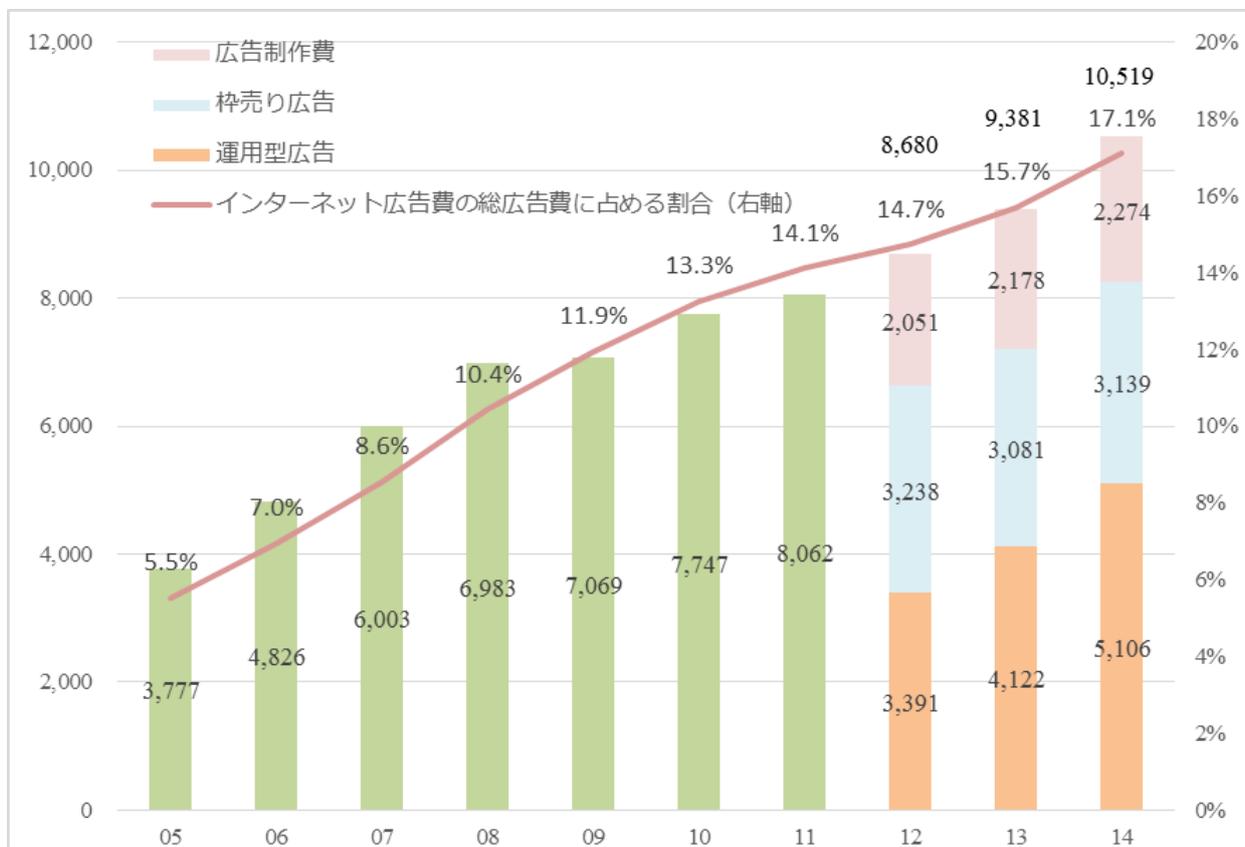
注3) SSP
 Supply-Side Platform の略で、
 広告の媒体側の収益を最大化する
 ためのプラットフォーム・仕組み。

◆ 企業のウェブマーケティング予算の拡大が続く

企業のウェブマーケティング予算はインターネット広告費と連動する傾向にある。電通の「日本の広告費」によれば、国内のインターネット広告費は14年には1兆519億円に達し、広告費全体の17.1%を占めるまでに至っている。また、インターネット広告費の中でも、運用型広告と呼ばれる分野が前期比24%と大きな伸びを示している。運用型広告とは、データ処理を行うアドテクノロジーによるプラットフォームを用いて、広告の最適化を行う広告のことで、検索連動型広告のほか、アドエクスチェンジ^{注1}、DSP^{注2}、SSP^{注3}などが該当する。つまり、費用対効果を強く追求するタイプのものである。

【図表8】国内インターネット広告費の推移

(単位：億円)



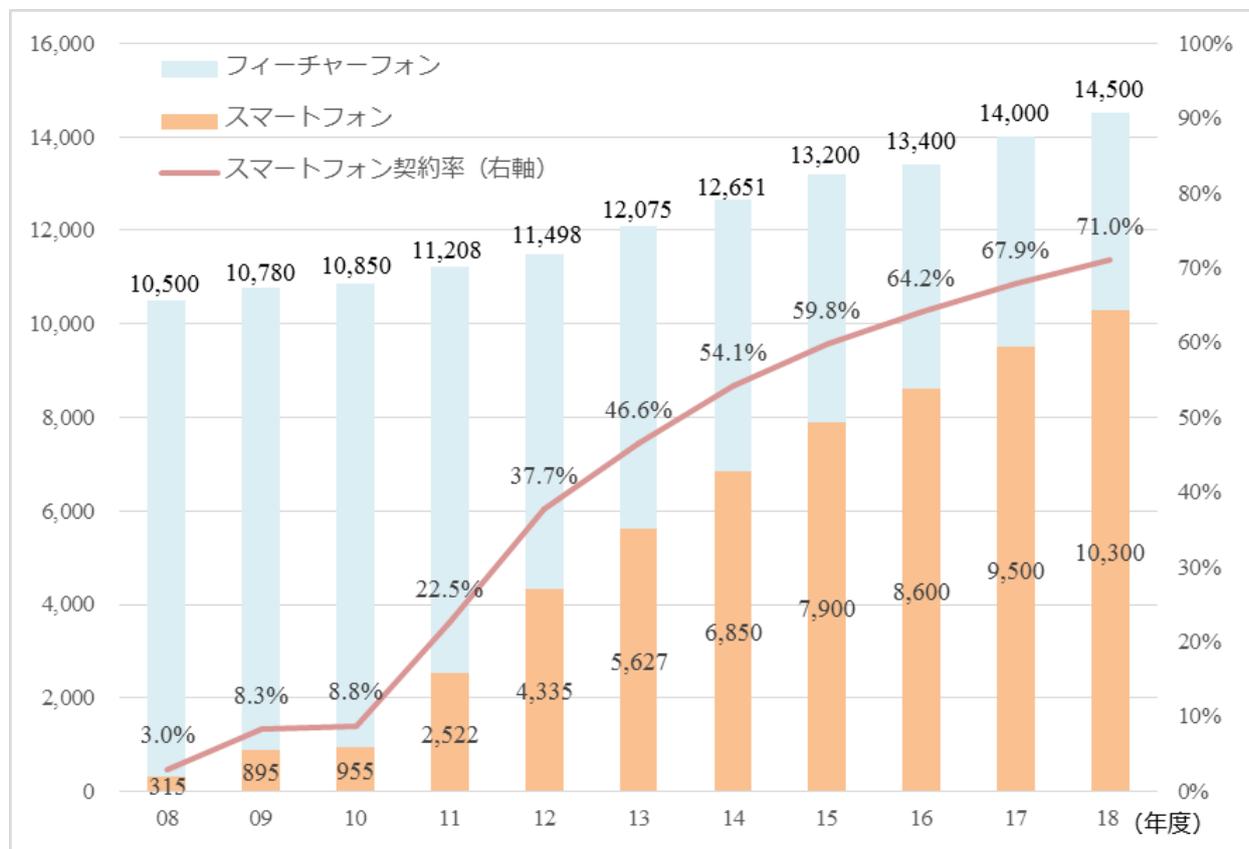
(出所) 電通「2012年 日本の広告費」、「2013年 日本の広告費」、「2014年 日本の広告費」より証券リサーチセンター作成

◆ スマートフォンの普及

14年4月発表のMM総研の「スマートフォン市場規模の推移・予測」によると、国内のスマートフォン契約数は18年度末(19年3月末)に1億回線を超え、スマートフォンの契約率は70%台に達すると予測されている(図表9)。直近の14年度末(15年3月末)が契約数6,850万台、契約率54.1%であることから、これまでのような急激な普及ペースではないまでも、まだ拡大が続くものと予測される。

【 図表 9 】 国内スマートフォンの普及予測

(単位：万台、%)



(出所) (株) MM 総研 [東京・港]「スマートフォン市場規模の推移・予測 (2014年4月)」および同「スマートフォン契約数および端末別の月額利用料金・通信量 (2015年3月)」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

前述の通り、同社はウェブマーケティングのプロセスのうち、「集客」の部分をあえて捨て、「コンバージョン」の部分を実業領域としている。05年の「ナビキャスト」シリーズの開始以降、2方面での競争がある。

1つは、「集客」のプロセスの部分を実業領域としている大手広告代理店等が、同社の事業領域に参入してくるケースである。過去においては、GMO インターネット (9449 東証一部) のグループ会社が参入を図ろうとしていた時期があった模様である。こうした競合先の参入の動きに対して、同社は中核の技術の特許で防衛するほか、大手顧客に対する実績を積み上げることで対抗している。

もう1つは、ウェブサイト制作会社である。「成約率を高めるためにウェブサイトを新しく作る (作り直す)」ことを提案する会社で、ト

ランスコスモス(9715 東証一部)やネットイヤーグループ(3622 東証マザーズ)、アイ・エム・ジェイ(未上場)等が該当する。こうしたウェブサイト制作には数百万円規模の資金が必要なことが多い。一方、同社は月5~10万円程度でサービスを受けられるSaaS型であるため、イニシャルコストおよびランニングコストの低さで対抗している。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 2人のリクルート同期

代表取締役社長の森雅弘氏と取締役副社長の永田豊志氏は、88年に株式会社リクルートに入社した同期である。森氏はコンピューター部門を経てインターネット部門で、永田氏は通信部門でコンテンツや知的財産の分野でそれぞれキャリアを築いてきた。リクルート時代はお互い面識はなかったようである。

森氏は96年に有限会社フューチャーワークス(後に株式会社化)を立ち上げた。外資系IT会社を顧客に、集客された後の成約率を上げるためのインターネットマーケティングの案件を請負っていた。一方、永田氏は96年にリクルート退社後、株式会社ワークスコーポレーション、株式会社フログエンターテインメントの2社を経て、03年に書籍や雑誌、自主映画等のコンテンツを手掛ける株式会社スマートイメージを設立した。同期入社だった2人は退社も同じ年であった。

◆ 2人の出会い

2人が知り合ったのは、永田氏のワークスコーポレーションの広告取次を、フューチャーワークスが取り扱ったのがきっかけである。その後、意気投合し、スマートイメージの設立後は森氏がその取締役に就任した。その後、05年には、フューチャーワークスとスマートイメージが合併し、ショーケース・ティービーが設立された。

ショーケース・ティービーでは、永田氏が培ってきたコンテンツビジネスや知的財産に関するノウハウ、森氏が蓄積してきた法人顧客対象のマーケティング支援のノウハウを融合させる形となった。その後06年には、同社の主力製品の「ナビキャスト」の提供が開始され、現在のビジネスモデルの礎が築かれていった。

◆ 経営理念

同社は「豊かなネット社会を創る」という経営理念のもと、インターネットに「おもてなし」の機能を提供することで、すべての人に、すべてのデバイスで、すべての利用シーンにおいて、Webサイトを「見やすく、わかりやすく、入力しやすく」することを目的に事業を展開している。

◆ 株主

14/12 期の有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 10 の通りである。

14 年 12 月末時点で、社長の森雅弘氏が 37.9%、取締役の永田豊志氏が 30.7%を保有する(オーバーアロットメントによる売出し後はそれぞれ 27.7%と 21.5%にまで低下しているものと推算)。事業会社は、第 8 位の株式会社オプトの 0.7%がいるくらいである。

上場直前の時点では、金融機関による保有は、ベンチャーキャピタルの 4 ファンドと銀行 1 行である。合計で 26.80%となる。また、森氏と永田氏以外の役員の保有割合は、14 年 12 月末時点で、取締役 3 名合計で 1.12 %、監査役 3 名で 0.67%であり、大きな保有割合ではない。

【 図表 10 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	14年12月時点 (上場前)			上場直後 (注)			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
森雅弘	509,200	37.9%	1	434,200	27.7%	1	代表取締役 上場時に75,000株売り出し
永田豊志	412,800	30.7%	2	337,800	21.5%	2	取締役 上場時に75,000株売り出し
ニッセイ・キャピタル 5号投資事業有限責任組合	120,000	8.9%	3	120,000	7.6%	3	
MICイノベーション 3号投資事業有限責任組合	90,000	6.7%	4	90,000	5.7%	4	
SocialEntrepreneur 投資事業有限責任組合	80,000	6.0%	5	80,000	5.1%	5	
三菱UFJキャピタル 3号投資事業有限責任組合	50,000	3.7%	6	50,000	3.2%	6	
株式会社三菱東京UFJ銀行	20,000	1.5%	7	20,000	1.3%	7	
株式会社オプト	10,000	0.7%	8	10,000	0.6%	8	
小野和典	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	常勤監査役
佐々木義孝	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	取締役
高山慎太郎	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	取締役
弓削田公司	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	取締役
呉座井克信	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	従業員 元役員
池谷利正	5,000	0.4%	9	5,000	0.3%	9	元役員
(大株主上位10名)	1,322,000	98.4%	-	1,172,000	74.7%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	224,000	16.7%	-	224,000	14.3%	-	
発行済株式総数	1,343,400	100.0%	-	1,569,800	100.0%	-	

(注) 「上場直後」の発行済株式数は、公募増資による発行済株式総数の増加と、オーバーアロットメントの売出しによる株式数の増加のみを反映させて算出している

(出所) ショーケース・ティービー有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、09/12 期以降の分が開示されているが、09/12 期～14/12 期まで年平均 18.3%のペースで売上高が拡大してきた。経常利益も、データが公表されている 09/12 期以降 5 期連続の増益で推移している。

◆ 14 年 12 月期は売上、利益とも前期比 10%台の伸びで着地

14/12 期は、売上高が前期比 10.7%増の 983 百万円、営業利益が同 13.8%増の 250 百万円、経常利益が同 13.1%増の 249 百万円、当期純利益が同 10.2%増の 153 百万円と前期比増収増益での着地となった。

e マーケティング事業は、売上高が前期比 11.7%増の 788 百万円、営業利益は同 16.1%増の 564 百万円となった。入力フォーム最適化、サイト内誘導最適化、スマートフォン、スマートデバイス最適化の各製品とも増収となった。

Web マーケティング事業は、売上高が前期比 6.9%増の 194 百万円、営業利益は同 86.8%減の 2 百万円となった。各サービスとも総じて増収となったが、人員増加による人件費増、「Go! Store」の事業譲受に伴うのれん償却の増加により大幅減益となった。

◆ 東証マザーズ上場による公募増資で自己資本増強

15 年 3 月の東証マザーズ上場により第三者割当増資が行われた結果、同社の自己資本比率は、14 年 12 月末の 81.4%から 15 年 3 月末の 94.4%にまで上昇し、財務面での安全性はさらに高まっている。

> 他社との比較

◆ ウェブマーケティングに関わる企業と比較

ウェブマーケティングの業界において、「コンバージョン」の部分で事業を確立できている企業は比較的多くなく、同社のように網羅的にサービスを展開している企業はなかなか見当たらない。

そこで、「コンバージョン」の部分で類似したサービスを有するものと考えられる企業として、ロックオン(3690 東証マザーズ)、ALBERT(3906 東証マザーズ)と比較した。また、「集客」の部分で事業展開している企業のうち、ネット広告代理店大手のセプテーニ・ホールディングス(4293 東証 JQS)、DSP 専門のフリークアウト(6094 東証マザーズ)とも比較してみた(図表 11)。

【 図表 11 】 財務指標比較：ウェブマーケティングに関わる企業

銘柄	コード	ショーケース・ティービー		ロックオン	ALBERT	セブテーニ・ホールディングス	フリークアウト	
		3909		3690	3906	4293	6094	
		14/12	15/3	14/9	14/12	14/9	14/9	
規模	売上高	百万円	983	—	1,360	918	54,345	3,224
	経常利益	百万円	249	—	233	161	2,362	172
	総資産	百万円	685	—	1,029	578	21,625	2,919
収益性	自己資本利益率	%	32.1	—	24.0	54.8	18.5	3.0
	総資産経常利益率	%	39.6	—	31.2	35.2	12.6	7.6
	売上高営業利益率	%	25.4	—	18.3	18.2	4.2	5.9
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	22.9	—	22.6	56.5	16.2	264.5
	経常利益 (同上)	%	49.8	—	82.8	506.8	34.1	708.2
	総資産 (同上)	%	34.6	—	36.7	59.6	21.1	282.3
安全性	自己資本比率	%	81.4	94.4	78.4	67.2	42.4	78.3
	流動比率	%	340.5	967.8	396.2	253.4	163.6	463.0
	固定長期適合率	%	32.7	20.0	18.2	25.0	36.8	21.8

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

ロックオンは14/9期から、フリークアウトは12/9期から連結のため3期前は単体の数値

ショーケース・ティービーは12月決算、3月上場の関係で、安全性の指標に関して第1四半期決算の数値を表示。

(出所) ショーケース・ティービー有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書および決算短信より
証券リサーチセンター作成

上場する前から自己資本比率が高く、安全性の高さが際立っている。収益性も他に比べて総じて高く、規模が小さいということ以外、同社は財務指標の面では総じて優位にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 巧みなポジショニングで生きる知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 12 に示した。同社の知的資本の源泉は、組織資本と関係資本にまたがっている。具体的には、特許化された中核技術、ストック型ビジネスモデル、蓄積されたノウハウと顧客資産の3点である。これらの上位にあるのが、ウェブマーケティングのプロセスのうち「コンバージョン」分野を事業領域と設定したポジショニングにあると考えられる。もし、競合が多い「集客」分野を事業領域としていたら、同じ知的資本の源泉がそろっていたとしても、現在のような成長軌道を描いていなかったかもしれない。いずれにせよ、現状は、ポジショニングの巧みさにより、3つの知的資本の源泉が好循環を形成しているものとする。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・eマーケティング事業の顧客	・ナビキャストシリーズのアカウント数累計	5,000アカウント以上	
		・フォームアシストの導入実績	3,227フォーム (15年7月時点)	
		・フォームコンバータの導入実績	671フォーム (15年7月時点)	
		・スマートフォン・コンバータの導入実績	745アカウント (15年7月時点)	
		・スマートフォン・アナリシスの導入実績	52アカウント (15年7月時点)	
		・サイト・パーソナライズの導入実績	170アカウント (15年7月時点)	
ブランド	・「ナビキャスト」	・受賞歴	ASP・SaaS・ICTアワード 過去3賞	
ネットワーク	・eマーケティング事業の販売チャネル ・サービス面での連携	・代理店	eマーケティング事業売上の約15%	
		・OEM先	eマーケティング事業売上の約5%	
		・連携先	「Yahoo! Japan ID」との連携	
組織資本	プロセス ・直販主体の販売 ・ストック型ビジネスモデル	・直販比率	eマーケティング事業売上の約80%	
		・ナビキャストシリーズのアクティブアカウント1社あたり料金	約月80,000円	
	知的財産 ノウハウ	・「コンバージョン」分野を事業領域としたポジショニング	・特になし	特になし
		・商標登録	・登録内容	「ショーケース・ティービー」、 「ナビキャスト」等6件
		・特許	・取得特許数	7件
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア ・期中のソフトウェア増加額	62百万円 27百万円
人的資本	経営陣 ・代表取締役社長と取締役副社長の存在 ・インセンティブ	・特になし	特になし	
		・代表取締役社長の保有株式	434,200株 (27.7%)	
		・取締役副社長の保有株式	337,800株 (21.5%)	
		・上記2名以外の取締役の保有株式	15,000株 (0.96%)	
	従業員 ・企業風土 ・インセンティブ	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	48百万円 (6名)	
		・従業員数	62名	
		・平均年齢	31.1歳	
		・平均勤続年数	3.2年	
	・従業員持株会	なし		
	・ストックオプション *取締役等の分も含む	224,000株 (14.3%) *自己新株予約権含む		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は15/3期末のものとする

(出所) ショーケース・ティービー有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は情報・通信業に属するが、ソフトウェアのライセンス提供の事業ということもあり、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「インターネットに「おもてなし」の機能を提供することで豊かなネット社会を創る」ことを経営理念に掲げ、その立ち位置で社会に貢献する方針をとっている。

また、CSR 活動として、官公庁や自治体が運営する災害サイト・防災サイトに限り、「ナビキャスト」シリーズを無償で提供している。大分県日田市などで導入事例がある。災害サイト・防災サイトを見やすく、わかりやすく、入力しやすくすることで、ディスクロージャーや防災・減災などの社会貢献活動につなげている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名で構成されている。社外取締役は1名である。社外取締役の安達一彦氏は、日本タンデムコンピュータズの代表取締役社長を経て、インテリジェント ウェイブ (4847 東証 JQS) を創業し、長らく代表取締役社長・会長を務めていた。現在は、セゾン情報システムズ (9640 東証 JQS) の社外取締役、インテリジェント ウェイブ (4847 東証 JQS) の会長との兼任である。

監査役会は社外監査役3名で構成され、内訳は、常勤監査役1名、非常勤監査役2名である。

常勤監査役の小野和典は、日本電気株式会社からキャリアをスタートし、ポールトゥウィン (現在はポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス (3657 東証一部) の子会社) 取締役副社長、ピットクルー (同上) 取締役副社長を歴任した後、ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス (3657 東証一部) の常勤監査役を務めた。

非常勤監査役の南方美千雄氏は、KPMG センチュリー監査法人でキャリアをスタートした公認会計士で、株式会社アイピーオーバンク (未公開) の代表取締役、アイ・エム・エス・ジャパン (未公開) の監査役との兼任である。

非常勤監査役の小島大氏は税理士で、小島大税理士事務所所長、プライムエージェント合名会社代表社員、チェック・コンサルタント有限会社代表取締役との兼任である。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ 「コンバージョン」の事業領域での競争優位性の維持・強化

「コンバージョン」の分野において、顧客にとっては、以下の選択肢が想定される。

1. 同社のサービスを利用する
2. 単品で提供される他社のツールを使う
3. ウェブを新たに作る

前述の通り、同社は、中核技術に関する特許を取得することと、導入実績を積み上げることで競争優位性を高めてきたが、これらを継続していく方針である。

◆ Web ソリューション事業での新規事業創造

Web ソリューション事業は新しいクラウドサービスの研究開発、あるいは新規事業のインキュベーションのような役割を持つため、現時点では収益貢献をしていない。一方、同社の収益源が e マーケティング事業に集中していることを考えると、中長期的には新しい事業の立ち上がりが必要となろう。

> 今後の事業戦略

◆ 既存事業の強化

同社の収益事業である e マーケティング事業の売上高は、ストック型ビジネスであるため、継続アカウント数と平均顧客単価の掛け算でもとめられる。

アクティブな会社数は非開示だが、「1 社あたりの平均月額料金が 80,000 円程度」という同社のコメントから単純計算すると、14/12 期のアクティブな社数は 800 社超となる (1 社で複数のアカウントを持つケースがあるため、社数とアカウント数は一致しない)。

サービスごとの単価を値上げする予定はないため、ユーザー ID 数の増加とサービスメニューの追加が 1 社あたりの平均月額料金を上昇させる要因となる。同平均料金は、直近では年 10% 程度の上昇を見せているため、そのペースを維持できるかが鍵となる。

◆ 広告配信分野への展開

15 年に入ってからの同社の以下の動きから、従来の「コンバージョン」の分野をベースに、広告配信の方へ事業領域を拡大しようとする方向性がうかがえる。

1. 「ナビキャスト Ad」提供開始 (15 年 2 月)

2. トレーディングデスク・サービス「TARGET ON」提供開始 (15年5月)

「ナビキャスト Ad」は、従来のリターゲティング広告に、見込みの高いユーザーを特定する機能を加えた広告配信サービスである。従来はユーザーのページ閲覧情報のみでの広告配信だったが、「ナビキャスト Ad」はページ内でのユーザーの行動をもとに配信するため、精度が高まることが期待されている。

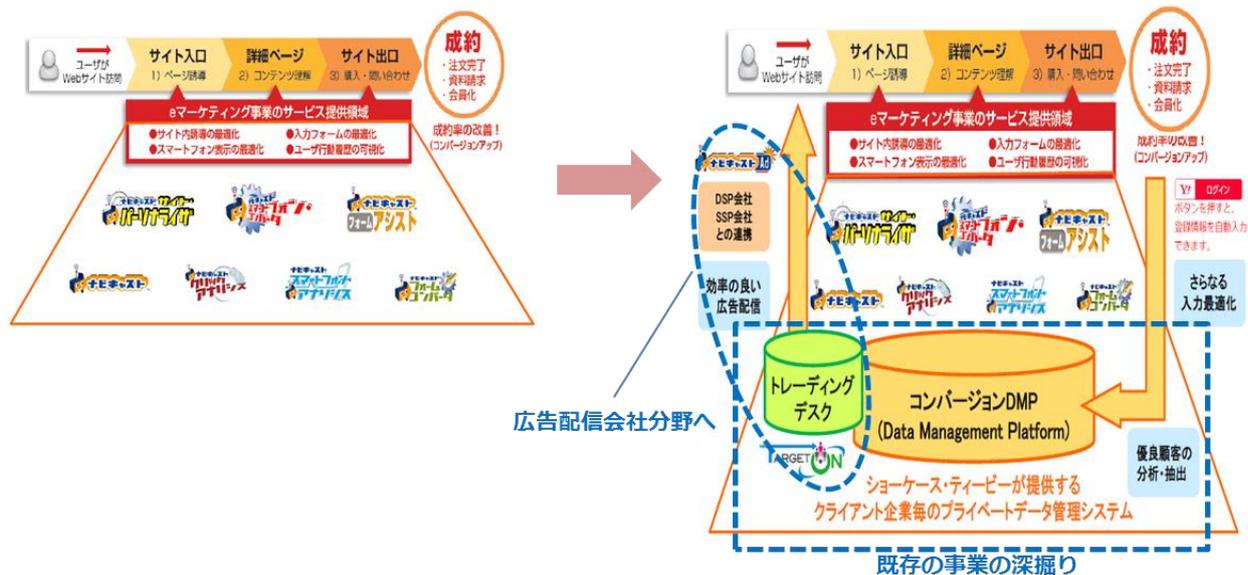
「TARGET ON」は、複数の DSP を組み合わせて広告配信を行うトレーディングデスクサービスである。DSP は現在多くの企業が参入しており、それぞれの特徴がある。それらの特徴を勘案した上で複数の DSP を使うことにより、様々なターゲティング層やアプローチを組み合わせることが可能となる。「TARGET ON」は株式会社 CLOCK・COMMUNICATIONS が運営していたものを 15年5月に事業譲受したサービスである。

同社としては、具体的に以下の3段階でのアプローチを考えている模様である (図表 13)。

1. 既存の事業の深掘りとして「ナビキャスト」シリーズで得られた情報をクライアント企業ごとにデータベース化して蓄積する「コンバージョン DMP」を構築する
2. その蓄積されたデータをもとにトレーディングデスクサービスの「TARGET ON」を通じて最適な広告配信を提案する
3. 提案内容とともに「ナビキャスト Ad」の配信ツールを DSP 会社経由で販売する

DSP 会社などの広告配信を行う会社と競争することを企図しておらず、むしろ協業することで広告配信の分野に事業領域を拡大することを志向しているものと考えられる。

【 図表 13 】 事業拡大のイメージ



(出所) ショーケース・ティービー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 海外展開

現在、海外売上は確認されていないが、同社の中核技術について海外で特許取得されていることから、今後は海外展開も視野に入る。既存顧客の海外進出に合わせてサービスを提供できるようにすることが考えられる。

◆ ウェブマーケティング分野以外への展開

eマーケティング事業で蓄積されてきたウェブ最適化技術、特許技術、ノウハウを、ウェブマーケティング分野以外に展開することを中長期的な目標とする。官公庁や自治体のウェブサイト、SFA、CRM、ERP等の他社のクラウドサービスとの連携、企業内業務システムやB to B分野を想定している模様である。

このうち、官公庁や自治体のウェブサイトについては、自治体が運営する災害サイト・防災サイトに対して無償提供をしている。CSR活動の一環として行われているが、同時にノウハウと実績を蓄積しているものと考えられる。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ウェブマーケティングのコンバージョン分野で構築されたポジショニング ・同分野でのサービスのフルラインナップ ・特許資産と顧客資産によって確立された競争優位性 ・ストック型ビジネスモデルによる収益の安定性
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・現社長および現副社長への依存度が高い事業運営 ・事業規模の小ささ ・eマーケティング事業への収益の過度の集中
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・EC市場の拡大 ・インターネット広告市場の拡大と連動するウェブマーケティング予算の拡大 ・スマートフォンの普及 ・官公庁や自治体での需要の顕在化 ・上場による人材確保の容易化または業務提携先の増加
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ネット広告代理店等の同社の事業領域（コンバージョン分野）への参入の可能性 ・人材獲得が進まない可能性 ・譲受事業の失敗および新規事業が育たない可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 既存の e マーケティング事業は安定的な成長持続が見込まれる

ウェブマーケティングのうち、競合が多い「集客」の分野をあえて捨てて、「コンバージョン」の分野を事業領域としたポジショニングのもとに、特許化された中核技術、ストック型ビジネスモデル、蓄積されたノウハウと顧客資産という要素が三位一体となって、既存の事業の競争力を高めている。そのため、既存の e マーケティング事業に関しては、安定的な成長持続が見込まれる。

◆ 広告配信は「身の置き方」に注目したい

「コンバージョン」の分野で蓄積され、DMP という形で管理される情報は宝の山である。それを活用して広告配信を最適化するというソリューションをもって「集客」の分野へ参入することは、理にかなっている。

同社は他の DSP 会社等とは協業する形で展開することを志向しているが、ビジネスの組み立て方や連携先の選択によって、成長ストーリーが大きく変わる可能性を秘めている。例えば、あくまでデータ提供

会社、ツール提供会社に徹するのか、それとも配信そのものまで自社で行うのかによって、収益モデルが異なるだけでなく、競合関係が変わってくるのが考えられる。繰り返しになるが、同社には事業領域の設定の巧みさがある。広告配信への展開の際の「身の置き方」に注目したい。

> 今後の業績見通し

◆ 15年12月期会社計画は4%台の営業・経常利益増益を見込む内容

15/12期の会社計画は、売上高1,205百万円(前期比22.5%増)、営業利益261百万円(同4.4%増)、経常利益261百万円(同4.8%増)、当期純利益156百万円(同1.9%増)である。(図表15)。

【図表15】ショーケース・ティービーの業績計画 (単位：百万円)

	13/12	14/12	15/12	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	887	983	1,205	22.5%
eマーケティング事業	705	788	995	26.3%
Webソリューション事業	182	194	210	8.2%
売上総利益	758	845	1,016	20.2%
売上総利益率	85.5%	86.0%	84.3%	-
営業利益	219	250	261	4.4%
営業利益率	24.8%	25.4%	21.7%	-
経常利益	220	249	261	4.8%
経常利益率	24.9%	25.4%	21.7%	-
当期純利益	139	153	156	1.9%

(出所) ショーケース・ティービー決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

売上高の伸びを牽引するのはeマーケティング事業であり、同事業の売上高は前期比26.3%増を見込む。同事業の売上高は、「継続アカウント数」×「平均顧客単価」をもとに、新規獲得顧客数、新機能のスケジュール、季節変動等を加味して算出される。平均顧客単価の伸びを最近のペースで描いているとすると、16/3期はアカウント数の伸びを高め想定しているものと推測される。

営業利益率は14/12期の25.4%に対し、15/12期は21.7%を目標としている。eマーケティング事業の売上高が伸びる一方、DMP(Data Management Platform)の構築のための費用や、人員増を見込んでの人員費増を想定したものである。

株主還元に関して、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

◆ 15年12月期は上振れ基調での進捗

15年7月に上期の会社計画の修正が発表された(通期計画は据え置き)。売上高は559百万円から569百万円、営業利益は94百万円から144百万円に、それぞれ引き上げられた。スマートフォン関連のサービスが堅調に推移したほか、DMP構築のための費用が内製化等により想定より少なくなったことで、利益が上振れる見込みとなった。

【図表16】ショーケース・ティービーの15年12月期の四半期業績

(単位:百万円)

	15/12期							
	第1四半期	第2四半期		上期		下期		通期
	実績	期初計画	7月修正	期初計画	7月修正	期初計画	7月修正	会社計画
売上高	270	288	298	559	569	646	636	1,205
eマーケティング事業	218	-	-	-	-	-	-	995
Webソリューション事業	51	-	-	-	-	-	-	210
売上総利益	233	-	-	-	-	-	-	1,016
売上総利益率	86.5%	-	-	-	-	-	-	84.3%
営業利益	80	13	63	94	144	167	117	261
営業利益率	29.9%	4.6%	21.1%	16.8%	25.3%	25.9%	18.4%	21.7%
eマーケティング事業	160	-	-	-	-	-	-	-
Webソリューション事業	0	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-79	-	-	-	-	-	-	-
経常利益	67	26	62	94	130	167	131	261
経常利益率	24.8%	9.3%	21.1%	16.8%	22.8%	25.9%	20.6%	21.7%
当期純利益	41	14	36	56	78	100	78	156

(出所) ショーケース・ティービー四半期決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の15/12期業績を、売上高1,224百万円(前期比24.5%増)、営業利益295百万円(同18.0%増)、経常利益280百万円(同12.4%増)、当期純利益168百万円(同9.8%増)と、会社計画を上回る水準を予想する(図表17)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) スtock型ビジネスモデルのeマーケティング事業の売上は、「1社あたりの平均月額料金」と「アクティブな社数」を想定して算出している。平均月額料金は年10%程度の上昇が続くものと想定し、社数は17%の伸びを想定した(1社で複数のアカウントを持つケースがあるため、社数とアカウント数は一致しない点には注意)。その結果、eマーケティング事業の売上高は約28%の伸びを示すものと想定した。

(2) 15/12 期の売上総利益率は、14/12 期の 86.0%に対し、会社が想定する原価から算出される売上総利益率と同水準の 84.3%にまで低下するものと予想する。また、販売管理費は 14/12 期より増加するものの、15/6 上期の会社計画修正を受け、期初計画で会社が想定する金額より少なめになるものと予想した。結果として、営業利益率は 14/12 期の 25.4%に対して 15/12 期は 24.1%へと低下すると予想するものの、会社計画の 21.7%よりは上振れよう。

16/12 期以降も e マーケティング事業が年 15~18%程度の伸びを示し、全体の伸びを牽引するものと予想する。Web ソリューション事業で生まれるかもしれない新規事業は織り込んでいない。高収益の e マーケティング事業が牽引する構図が続くとすれば、全体の営業利益率も上昇すると考えるのが自然で、15/12 期会社計画で 21.7%まで低下すると見込まれている営業利益率は、17/12 期には 27%台まで上昇するものと予想する。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
損益計算書						
売上高	887	983	1,205	1,224	1,425	1,609
前期比	23.5%	10.7%	22.5%	24.5%	16.4%	12.9%
事業別	-	-	-	-	-	-
eマーケティング事業	705	788	995	1,014	1,205	1,379
Webソリューション事業	182	194	210	210	220	230
事業別売上高構成比	-	-	-	-	-	-
eマーケティング事業	79.5%	80.2%	82.6%	82.8%	84.6%	85.7%
Webソリューション事業	20.5%	19.7%	17.4%	17.2%	15.4%	14.3%
売上総利益	758	845	1,016	1,032	1,197	1,352
前期比	34.2%	11.5%	20.2%	22.1%	16.0%	12.9%
売上総利益率	85.5%	86.0%	84.3%	84.3%	84.0%	84.0%
販売管理費	539	595	755	737	826	912
販売管理費率	60.8%	60.5%	62.7%	60.2%	58.0%	56.7%
営業利益	219	250	261	295	370	439
前期比	63.9%	13.8%	4.4%	18.0%	25.4%	18.6%
営業利益率	24.8%	25.4%	21.7%	24.1%	26.0%	27.3%
事業別	-	-	-	-	-	-
eマーケティング事業	486	564	-	720	855	979
Webソリューション事業	17	2	-	0	0	0
調整額	-284	-316	-	-425	-485	-540
経常利益	220	249	261	280	370	439
前期比	67.0%	13.1%	4.8%	12.4%	32.1%	18.6%
経常利益率	24.9%	25.4%	21.7%	22.9%	26.0%	27.3%
当期純利益	139	153	156	168	222	263
前期比	75.0%	10.2%	1.9%	9.8%	32.1%	18.5%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ショーケース・ティービー有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 18 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書)

	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
貸借対照表						
現預金	286	344	-	802	1,029	1,293
売掛金	99	124	-	154	170	196
棚卸資産	0	0	-	0	0	0
その他	12	33	-	35	37	39
流動資産	398	503	-	991	1,236	1,529
有形固定資産	17	17	-	17	17	17
無形固定資産	105	102	-	98	95	92
投資その他の資産	53	62	-	59	56	53
固定資産	176	182	-	175	169	163
資産合計	575	685	-	1,167	1,406	1,693
買掛金	7	7	-	9	10	11
短期借入金	4	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	13	10	-	0	0	0
その他	130	130	-	130	130	130
流動負債	155	147	-	139	140	141
社債および長期借入金	10	0	-	0	0	0
その他	0	0	-	0	0	0
固定負債	10	0	-	0	0	0
純資産合計	409	537	-	1,027	1,266	1,551
(自己資本)	401	557	-	1,027	1,266	1,551
キャッシュフロー計算書						
税金等調整前当期純利益	220	249	-	280	370	439
減価償却費	21	26	-	27	27	27
売上債権の増減額 (-は増加)	-15	-24	-	-29	-15	-26
棚卸資産の増減額 (-は増加)	0	0	-	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-8	0	-	1	1	1
その他	30	-17	-	-1	-2	-2
法人税等の支払額	-51	-99	-	-112	-148	-175
営業活動によるキャッシュフロー	215	155	-	189	259	293
有形固定資産の取得による支出	-1	-3	-	-8	-5	-1
無形固定資産の取得による支出	-38	-28	-	-30	-30	-30
その他	0	-22	-	3	3	3
投資活動によるキャッシュ・フロー	-39	-54	-	-35	-32	-28
短期借入金の増減額 (-は減少)	4	-4	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-56	-13	-	-10	0	0
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	-1	2	-	313	0	0
配当金の支払額	0	0	-	0	0	0
その他	25	-28	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-28	-43	-	303	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	146	58	-	457	227	264
現金及び現金同等物の期首残高	139	286	-	344	802	1,029
現金及び現金同等物の期末残高	286	344	-	802	1,029	1,293

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ショーケース・ティービー有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

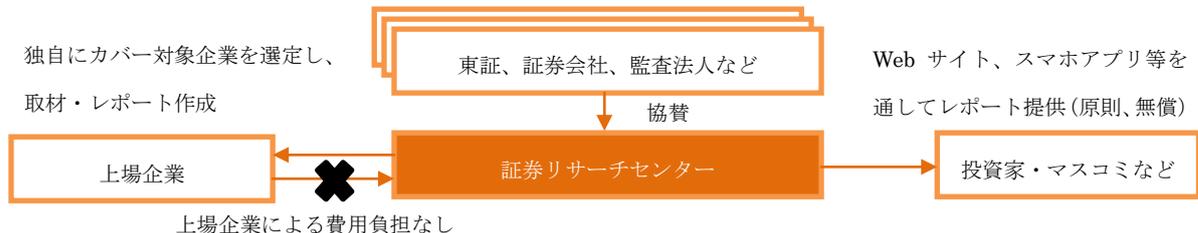
> 投資に際しての留意点

◆ ファンドの大量保有

15年3月19日の上場直後の3月31日付で、ファンドを運用するレオス・キャピタルワークス（以下、レオス社）より大量保有報告書が提出された。それによると、3月25日付でレオス社が188,700株（当時の総株主の議決権に対する割合は12.64%）を保有することが判明した。その後7月21日付で一部売却が判明し、現在レオス社の保有は95,500株（5.89%）となっている。このようなファンドの大量保有があるため、今後の動向次第では株価変動の要因となりうることに留意しておきたい。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ **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

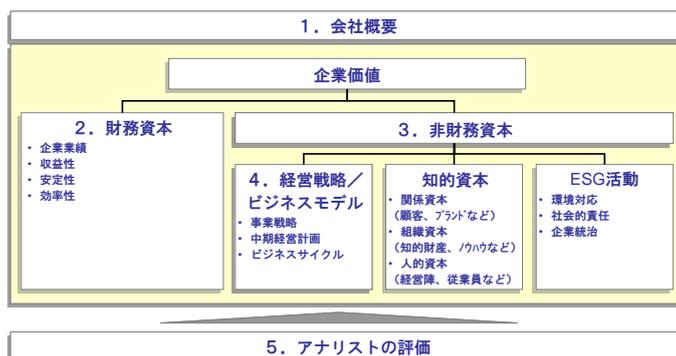
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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

本レポートの構成

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。