

ホリスティック企業レポート

レントラックス

6045 東証マザーズ

アップデート・レポート
2017年1月27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 20170124

レントラックス (6045 東証マザーズ)

発行日:2017/1/27

**インターネット広告市場で成果報酬型の広告サービス事業を展開
運営者数の拡大が好調な一方、一人当たり売上高の減少により成長速度は鈍化**

> 要旨

◆ 会社の概要

- ・レントラックス(以下、同社)は、主に成果報酬型広告サービス事業、検索連動型広告代行業を展開している。
- ・同社の売上高の約9割を占める成果報酬型広告サービス事業は、登録サイトを「クローズド型」にすることでサイトの質を担保し、広告主、パートナーサイト双方にとって最大のメリットを提供していることが特徴である。

◆ 財務面の分析

- ・13/3期の第4四半期以降、パートナーサイト運営者数が急速に増加し売上高が急拡大した。17/3期第2四半期累計期間の売上高は前年同期比24.1%増の3,681百万円、営業利益は同8.2%増の256百万円となった。

◆ 非財務面の分析

- ・創業者であり代表取締役の金子氏は自動車の情報サイトを運営するカービューでメディア事業本部長を務め、当該会社の業績拡大に貢献した経歴を持つ。当時の経験や取引先関係が同社の成長の基礎となっている。
- ・同社は、社員教育や福利厚生制度を充実することを同業他社に対する強みにしており、従業員の成長が同社の業績拡大を支えている。

◆ 経営戦略の分析

- ・成果報酬型広告サービス事業は、パートナーサイト運営者数の増加と共に売上高、営業利益が拡大していく安定的なビジネスモデルである。
- ・検索連動型広告代行業は、成果報酬型広告サービス事業とのシナジーを最大限活用することで、今後も堅調に拡大していくと考えられる。

◆ アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、17/3期もこれまでと同様のペースでパートナーサイト運営者数が増加していくと見込むものの、運営者一人当たりの売上高の低下を考慮し、売上高が前期比25.7%増の7,938百万円、営業利益は同22.8%増の589百万円と、ほぼ会社予想と同水準まで業績予想を下方修正した。

【6045レントラックス 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)
2015/3	3,625	70.4	279	75.6	269	72.4	178	57.0	29.1	57.9	0.0
2016/3	6,313	74.2	480	71.7	468	73.8	307	72.0	40.6	174.4	0.0
2017/3 CE	7,878	24.8	578	20.4	556	18.9	366	19.2	47.2	-	6.0
2017/3 E	7,938	25.7	580	22.8	577	23.4	375	22.2	48.0	214.1	6.0
2018/3 E	9,213	16.1	670	13.7	658	13.9	428	13.9	54.7	262.7	6.0
2019/3 E	10,199	10.7	740	10.4	728	10.6	473	10.6	60.5	313.2	10.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アナリスト:内山 和也
+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】

	2017/1/20
株価(円)	723
発行済株式数(千株)	7,822
時価総額(百万円)	5,655

	前期	今期	来期
PER(倍)	17.8	15.1	13.2
PBR(倍)	4.1	3.4	2.8
配当利回り(%)	0.0	0.8	0.8

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.7	-10.2	10.6
対TOPIX	3.9	-20.0	-0.9

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/8

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

注 1) アフィリエイトとも呼ばれる Web サイト上の広告の仕組み。個人や法人のサイト上に広告を表示し、クリックや商品の購入が発生した場合に、サイト保有者が広告料を受け取る。

注 2) リスティング広告とも呼ばれ、ヤフーやグーグルの検索結果の上部や右側に表示される広告。料金は入札方式で決定され、掲載順位は入札価格と広告品質により決定される。

注 3) アフィリエイトとして稼ぐためのノウハウを提供する Web 形式の塾。数多くのアフィリエイトが集まるため、パートナーサイト拡大の効率が低い。

◆ 急成長を続ける成果報酬型広告サービス事業者

レントラックス (以下、同社) は、主に成果報酬型広告^{注 1} サービス事業と検索連動型広告^{注 2} 代行事業を展開し、13/3 期から 16/3 期の 3 期間で売上高が 6.8 倍の成長を遂げている急成長企業である。

17/3 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) においては、同社の第一の柱である成果報酬型広告サービス事業が売上高の 94.0% を占め、第二の柱である検索連動型広告代行事業が 5.7% を占めている。

その他にもコンテンツ販売事業や媒体運営事業、SEO 事業、人事考課システムの提供及び教育研修事業 (RTMM 事業)、システム開発・海外進出支援事業を展開している。これらの事業の売上構成比は 17/3 期計画では 0.1% にまで縮小する見込みである。

◆ 成果報酬型広告サービス事業は「クローズド型」に特徴

同社の事業拡大を牽引している成果報酬型広告サービス事業には、同業他社と異なる 2 つの大きな特徴がある。

1. 完全成果報酬型

初期費用や月額費用がかからない完全成果報酬型である。広告主に成果が承認された場合にのみ成果報酬を受領するビジネスモデルのため、広告主にとって費用対効果の高い広告出稿が可能となっている。

2. クローズド型のパートナーサイト展開

同社のパートナーサイトとして登録するためには、既存パートナーサイト運営者からの紹介、アフィリエイト塾^{注 3} などからの紹介、または同社からの営業がなければ登録できない仕組みとなっている。これにより、不正なクリックによって利益を稼ぐ悪質なアフィリエイトを排除することができ、広告主に対して質の高い優良な顧客を送客することができる。

同サービスの売上高の源となるパートナーサイト運営者数は、15/3 期以降、月間約 400 名のペースで増加しており、17/3 期上期末時点で 16,786 名となった。17/3 期下期はさらに加速し、16 年 11 月末時点で 18,047 名と月間 600 名以上のペースで堅調に拡大している。

◆ 主な広告主は金融と自動車買取で売上高の 45% を占める

17/3 期上期の売上高を広告主の業種別に見てみると、キャッシングやクレジットカードを発行する金融系のサイトの売上高が 30.5% と最大の割合を占めている。その次に大きい広告主は 14.4% を占める自動車買取であるが、これは創業社長である金子氏の前職であるカービュー時代の取引関係を生かして開拓された取引先である。その他の 55.1% は、エステ、不動産関連、引越、転職求人、士業、自動車保険などである。同社はこれら金融及び自動車買取以外の割合を拡大させており、16/3 期の 49.9% から 17/3 期上期は 55.1% に達している。

> 決算概要

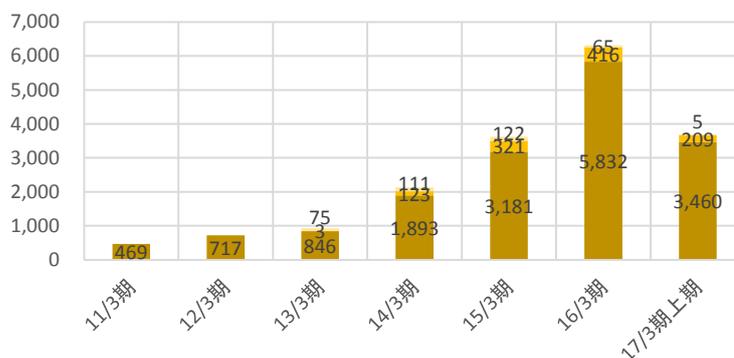
◆ 17年3月期上期決算は8.2%の営業増益

同社の17/3期上期決算は売上が前年同期比24.1%増の3,681百万円、営業利益が同8.2%増の256百万円となった。成果報酬型広告サービス事業が同25.8%増の3,460百万円、検索連動型広告代行事業は同18.3%増の206百万円と、両事業共に成長スピードは16/3期までと比較して鈍化している(図表1)。

利益面では、売上原価率がパートナーサイト運営者への還元率の向上などにより16/3期上期の84.6%から17/3期上期には85.4%へと0.8ポイント悪化した。更に業容の拡大に伴い人件費が増加したことにより、販売費及び一般管理費の対売上高比率(以下、販管費率)も7.4%から7.6%へと若干悪化した。この結果、営業利益率は8.0%から7.0%へと1.0ポイント悪化した。

【図表1】事業別売上高の推移

(単位:百万円)



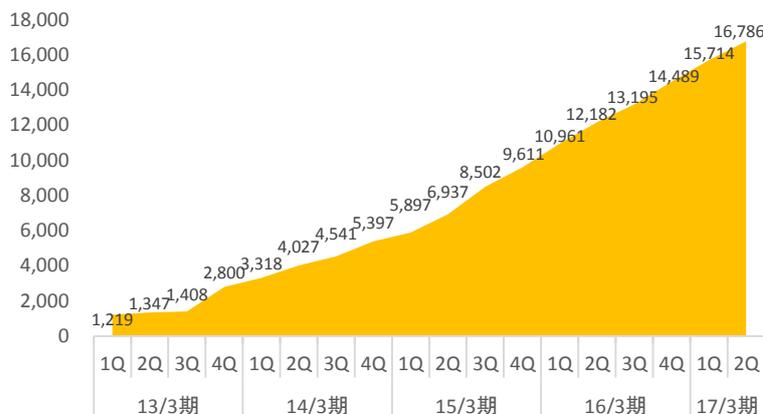
■ 成果報酬型広告サービス事業 ■ 検索連動型広告代行事業 ■ その他事業
(出所) レントラックスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ パートナーサイト運営者数とサイト当たり売上が共に拡大

成果報酬型広告サービス事業は、パートナーサイトのトラフィック数に比例して収益が拡大する安定的なビジネスである。このため、同社は13/3期の第4四半期からパートナーサイト運営者数の拡大に注力しており、外部のアフィリエイト塾との提携や積極的なリクルーティング活動によりパートナーサイト運営者数は月間約400名ペースで増加し続けている(図表2)。

一方で、パートナーサイト運営者一人当たりの売上高は16/3期第2四半期の211千円から206千円へと5千円減少しており、パートナーサイト運営者数の拡大に伴い、運営者の質の維持が課題となってきている。主要なパートナーサイト運営者に対しては、金子社長自ら、年に一回程度の面談を実施し、情報交換を行っており、サイト運営者との良好な関係を築くこと等により、運営者の質の維持に努めている。

【 図表 2 】 パートナーサイト運営者数の推移 (単位:名)



(出所) レントラックスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

証券リサーチセンター (以下、当センター) は、同社の内部資源 (強み・弱み) 及び外部環境 (機会・脅威) の状況を整理した (図表 3)。

同社の強みは、月間 400 名のペースで増加している、17/3 期上期末で 16,786 名に達する優良なパートナーサイト運営者と、圧倒的に高い運営者一人当たりの売上高である。パートナーサイト運営者数は、アドウェイズ (2489 東証マザーズ) やバリューコマース (2491 東証一部) などの大手競合他社と比べると桁違いに少ないが、優良なパートナーサイト運営者のみに厳選していることで、運営者一人当たり売上高は 17/3 期上期で 206 千円と、他社の 10 倍以上の水準となっている。

【 図表 3 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ● 16,786 名の優良なパートナーサイト運営者 ● 月間平均 400 名の優良なパートナーサイト運営者を獲得するノウハウ ● 他社と比較して圧倒的に高いサイト当たりの売上高 ● クローズド型であることによるパートナーサイト運営者との良好な関係性 ● 他業種にわたる多くの広告主との良好な関係
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ● 売上の大部分 (93.9%) を成果報酬型広告サービス事業が占めていること ● クローズド型であるため、提携サイトの急拡大が困難であること ● パートナーサイトへの還元率が高く、他社よりも低い売上総利益率
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ● アフィリエイト広告市場規模の持続的な拡大 ● アフィリエイト広告と親和性の高い E コマースや高単価ソーシャルゲームなどの市場規模拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ● クローズド型 ASP を提供する競合他社の台頭

(出所) 証券リサーチセンター

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期の会社計画は20.4%の営業増益

同社の17/3期計画は、売上高を前期比24.8%増の7,878百万円、営業利益を同20.4%増の578百万円、当期純利益を同19.2%増の366百万円としており、期首に発表した会社計画を据え置いている。

売上高については、成果報酬型広告サービス事業において、新規分野の広告主獲得の営業努力や、アフィリエイト塾との連携強化によりパートナーサイト運営者数を17/3期も引き続き拡大していくことを前提とした計画となっている。売上構成比は、成果報酬型広告サービス事業が16/3期の92.4%から93.3%に拡大し、検索連動型広告代行事業が6.6%で横ばい、その他事業は1.0%から0.1%へと縮小する計画となっており、経営資源を主力2事業に集中させる見込みである。

◆ 証券リサーチセンターは22.8%の営業増益予想へ下方修正

当センターでは、成果報酬型広告サービス事業におけるパートナーサイト運営者数が堅調に拡大している一方で、運営者一人当たりの売上高は減少していることを考慮し、業績予想を下方修正した。修正後の売上高は前期比25.7%増の7,938百万円、営業利益は同22.8%増の589百万円、当期純利益は同22.2%増の375百万円と同社計画とほぼ同水準になると予想した(図表4)。

前回予想からの修正理由は、成果報酬型広告サービス事業における運営者一人当たりの売上高(図表5)を、当初予想から約10%程度下方修正したことによる。

予想の前提は以下のとおりである。

1. パートナーサイト運営者数は17/3期も16/3期と同様の400名/月前後のペースで拡大し、17/3期末には19,000名超に拡大
2. 運営者一人当たりの売上高は、17/3期上期の水準で下期も推移し、通期で412千円/人と想定
3. 検索連動型広告代行事業については、成果報酬型広告サービス事業の広告主に対する営業を強化していくことで、17/3期上期の拡大ペースを維持し、前期比20%増程度で推移
4. 成果報酬型広告サービス事業の売上原価率については、16/3期の85.6%から、17/3期は86.3%に上昇し、これにより同社の売上総利益率は、16/3期の15.4%から17/3期は14.4%に低下
5. 販売費及び一般管理費については、業容の拡大による人件費や広告宣伝費の増加により、前期比14%程度増加するが、販管費率は16/3期の7.8%から、17/3期は7.0%に縮小

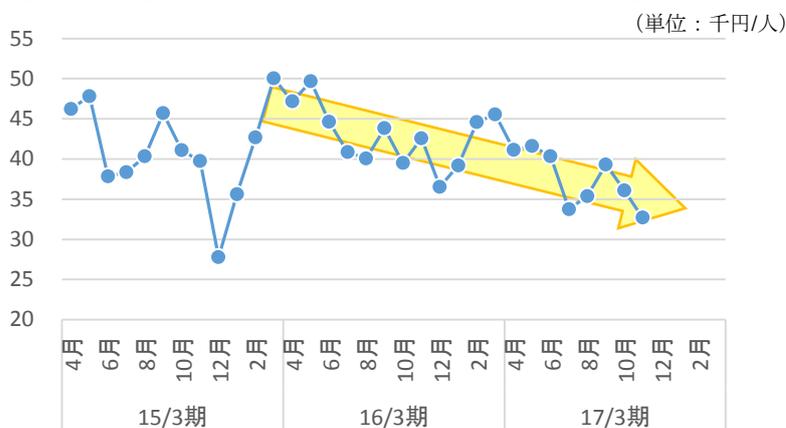
売上総利益率の低下は、販管費率の低下である程度が相殺されることから、営業利益率は前期比0.2%ポイント低下し7.4%と予想した

【 図表 4 】 17 年 3 月期の業績見通し

決算期		16/3期	17/3期 CE	17/3期 E
売上高	百万円	6,313	7,878	7,938
(前期比)	%	74.2	24.8	25.7
営業利益	百万円	480	578	589
(売上高比)	%	7.6	7.3	7.4
経常利益	百万円	468	556	577
(売上高比)	%	7.4	7.1	7.3
当期純利益	百万円	307	366	375
(売上高比)	%	4.9	4.6	4.7

(出所) レントラックス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】 月別の運営者一人当たり売上高の推移



(出所) レントラックス月次速報数値より証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 3 月期までの中期予想についても下方修正

同社は成果報酬型広告サービス事業における KPI のうち、パートナーサイト運営者数は、これまでと同様のペースで拡大し、18/3 期末には 2.4 万人を超え、19/3 期末には 3 万人に近づくとの予想を維持した。

一方で運営者一人当たりの売上高については、前回の予想では 16/3 期の水準を維持すると想定していたが、16/3 期～17/3 期の月次の推移を考慮し、低下傾向を食い止めることは困難との見方に修正し、これに伴い売上高の予想を下方修正した (図表 6)。

【 図表 6 】 中期予想の下方修正

	17/3期 E	18/3期 E	19/3期 E
前回	8,755	11,210	13,689
今回	7,938	9,213	10,199

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 17年3月期から一株当たり6円の配当を予定

同社は17/3期に初めて一株当たり6円(同社の予想EPSに対し配当性向12.7%)の株主配当を実施する予定である。当センターでは、事業が順調に拡大していけば19/3期には、一株当たり10円程度(配当性向17%)に増配する可能性もあると予想している。

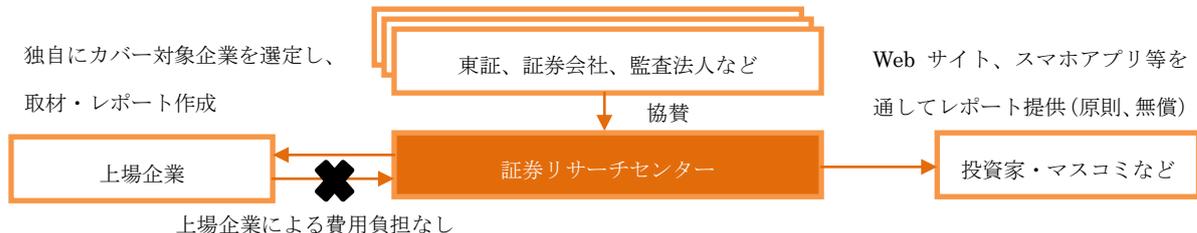
◆ 想定される事業上のリスクについて

同社が主力事業として展開する成果報酬型広告サービス事業、検索連動型広告事業の事業運営上のリスクについて、以下の点に留意しておきたい。

1. インターネット広告市場の変化
インターネット広告市場は、様々な広告形態が登場しており、今後全く新しい広告形態が登場した場合、成果報酬型広告サービスや検索連動型広告が縮小し、同社がその変化に対応できなければ、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
2. 特定業種の広告主への依存度の高さについて
同社の主力事業である成果報酬型広告サービス事業においては、広告主が金融案件と自動車買取案件の二業種向けの売上高合計は対売上高比率で44.9%(17/3期上期)を占めている。これら二業種において、何らかの規制や市況の変化などにより、広告主からの受注が減少するような場合には、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
3. 個人情報管理によるリスク
同社はパートナーサイト運営者等の個人に関する情報を取得しており、外部からの不正アクセスや内部からの情報漏えいを防ぐための十分な対策を取っているが、何らかの理由により個人情報情報が漏えいし、同社の信用力が失墜した場合、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
4. パートナーサイトの監視体制について
同社は成果報酬型広告サービス事業において、パートナーサイト運営者基盤の拡大を続けている。パートナーサイト運営者の参加審査や、登録後の定期的なモニタリングを強化しているが、運営者数の拡大に伴い、パートナーサイト運営者の質が低下していくリスクも避けられない。パートナーサイト運営者の質の低下により広告主に対する信用力が低下し、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

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

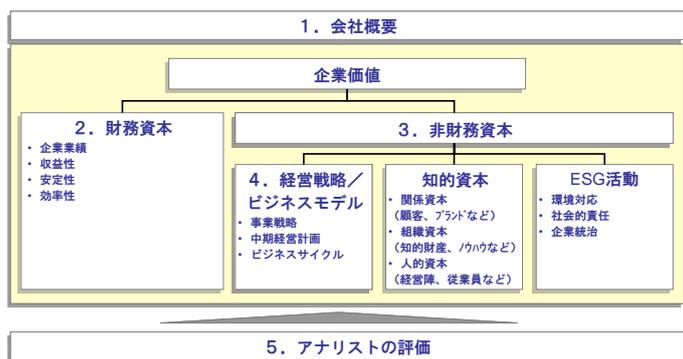
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。