

## イー・ガーディアン (6050 東証マザーズ)

掲示板投稿監視業務の專業大手。前期は増収減益ながら、業績モメンタムは改善傾向。今期業績予想は増収増益に転じ、上方修正余地がある。

### > 要旨

#### ◆ 掲示板投稿監視業務の專業大手

- インターネットのいわば警備会社。ニッチマーケットではあるが業界大手。高度な監視ノウハウと優秀な人材による目視監視が同社のエッジ。多数の大手優良クライアントを持つ。
- インターネット掲示板、ブログ、SNS(交流サイト)、EC サイト、オンラインゲーム等のインターネットメディアを運営するクライアントに対し、サイトに投稿されるコメントの監視を行う掲示板投稿監視事業を主力に展開。カスタマーサポート、派遣、オンラインゲーム・サポート関連業務も行う。

#### ◆ 前期単体決算は会社予想を上回る

- 急速に普及が進んでいるソーシャルゲーム・プロバイダー向け好調で増収となる一方、先行投資負担から減益となるも大型受注を背景に、売上高・収益とも会社及び当センター予想を上回った。

#### ◆ 今期業績予想は会社予想を増額修正

- スマートフォンなどの急速な普及に伴い、ソーシャルメディア・ゲーム関連サービスにおける監視・カスタマーサービスの受注獲得を背景に、当センター予想の今期業績は会社予想を増額修正。
- インターネットの一層の普及と活用の多様化により、今後も監視サービスのニーズは高まり、中長期的には高い利益成長が予想される。留意点は、営業力・人員増強、多言語対応・海外進出準備・M&A など事業拡張に伴う先行投資負担が続き、適正なコスト・コントロールが求められる。

### > 投資判断

#### ◆ 中期的な株価想定レンジは、1,330～1,665 円。

- 業績悪化・無配を織り込み済み株価は 800 円近辺まで下落したが、業績の回復期待から株価は底値を固め戻りつつある。
- 中長期的な利益成長力や市場平均・同業他社のバリュエーションを考慮し、妥当 PER を 12 倍から 15 倍のレンジとする。これを当センターの 2016 年 9 月期の EPS 予想とかけ合わせると、今後 2～3 年での想定株価は、1,330～1,665 円程度と考えられる。

業種: サービス業  
アナリスト: 松尾 十作  
+81 (0)3-6858-3216  
matsuo@stock-r.org

#### 【主要指標】 2012/11/30

株価(円)	1,450
発行済株式数	1,698,800
時価総額(百万円)	2,463
上場日	2010/12/1
上場来パフォーマンス	5.8%

	前期	今期予想
PER(倍)	47.1	22.3
PBR(倍)	2.6	2.5
配当利回り	0.0%	0.3%

	σ	β 値
リスク指標	79.6%	1.00

#### 【主要KPI(業績指標)】

決算期	平均臨時雇用人員	前期比
2007.9期	76	-19.1%
2008.9期	96	26.3%
2009.9期	162	68.8%
2010.9期	238	46.9%
2011.9期	329	38.2%

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	39.4	59.3	59.3
対TOPIX(%)	34.2	52.5	52.1

\*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20121203

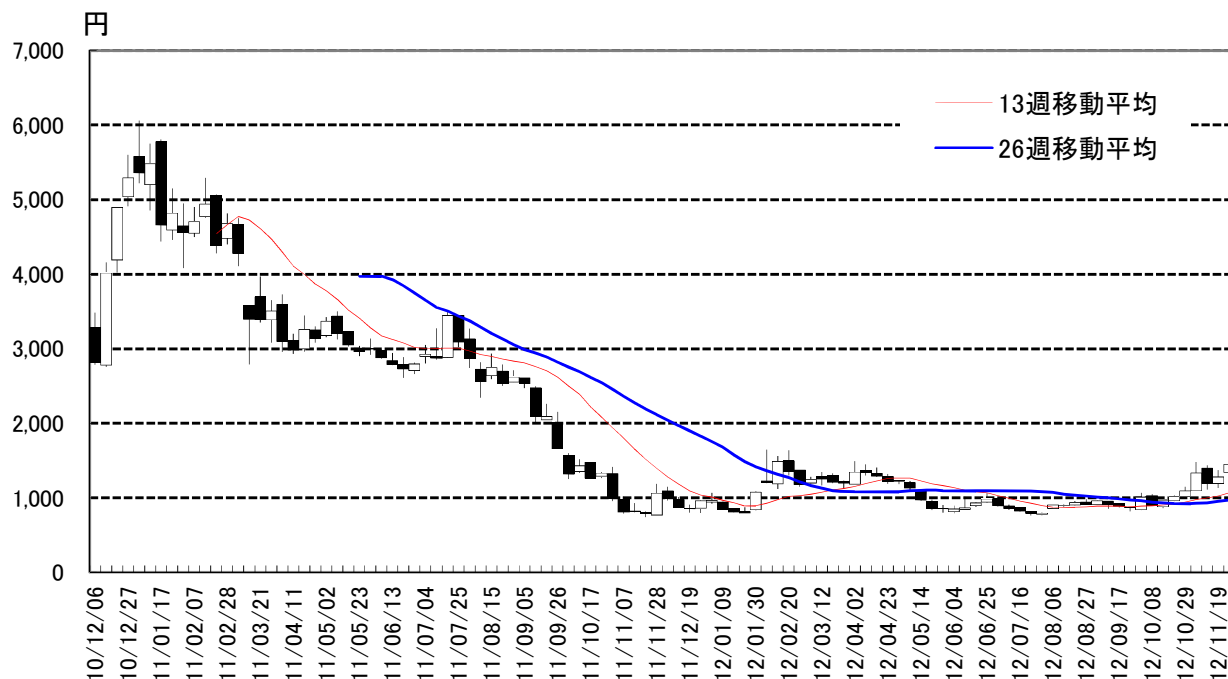
# イー・ガーディアン (6050 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/9期	2012/9期	2013/9期	2013/9期	2014/9期	2015/9期	2016/9期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	1,907	2,232	2,474	2,500	2,750	3,000	3,250
前年比	42.3%	---	10.8%	12.0%	10.0%	9.1%	8.3%
営業利益	176	83	100	150	210	250	280
前年比	-13.3%	---	19.6%	80.7%	40.0%	19.0%	12.0%
経常利益	161	110	135	180	240	280	310
前年比	-24.1%	---	22.0%	63.6%	33.3%	16.7%	10.7%
当期純利益	88	51	76	105	139	162	180
前年比	-26.0%	---	47.6%	106.1%	32.4%	16.7%	10.7%
期末株主資本	925,945	900,449	—	997,626	1,119,838	1,255,057	1,392,387
発行済株式数	1,681,600	1,698,800	1,698,800	1,698,800	1,698,800	1,698,800	1,698,800
EPS(円)	54.6	30.8	47.0	64.9	86.0	100.3	111.1
配当(円)	5.0	0.0	未定	5.0	10.0	16.0	25.0
BPS(円)	550.6	556.3	—	587.3	659.2	738.8	819.6
ROE	12.6%	5.7%	—	11.1%	13.1%	13.7%	13.6%
株価(円)	1,655	868	1,450	1,450	—	—	—
PER(倍)	30.3	28.2	30.9	22.3	16.9	14.5	13.1
配当利回り	0.3%	0.0%	---	0.3%	0.7%	1.1%	1.7%
PBR(倍)	3.01	1.56	---	2.47	2.20	1.96	1.77

(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。予想 EPS・BPS は自社株控除  
2011/9 期は非連結、2012/9 期以降連結決算

## > 株価パフォーマンス



## 決算概要

### > 事業内容

インターネットの警備  
 会社の存在で業界大手。  
 現社長が、創業者から会  
 社を継承し事業を拡大。

#### ◆ 掲示板投稿監視業務の専業会社では大手

高度な監視ノウハウと優秀な人材による目視監視が同社のエッジ。200を超える大手優良クライアントを持つ。幅広いニーズに総合的に対応可能である。

インターネット掲示板、ブログ、SNS（交流サイト）、EC サイト、オンラインゲーム等のインターネットメディアを運営するクライアント（法人）に対し、サイトに投稿されるコメントの監視を行う掲示板投稿監視事業を主力に展開してきた。長年蓄積されたノウハウに基づき設定された基準に照らし、選別されたオペレーターが目視監視を行う。社会通念上不適切なコメント（誹謗中傷・猥褻性・犯罪の誘発性など）の掲載削除・防止を行い、インターネットメディアの健全化と活性化を図る。

関連業務として、カスタマーサポート、派遣、オンラインゲーム・サポート業務も行う。売上規模が大きく収益の柱でもあるのは、投稿監視業務。自社開発した「E-Trident」<sup>注</sup>システムにより、監視業務の効率化、高付加価値化を推進中。監視センターは、従来の東京、大阪、宮崎の3都市4拠点に加え、イーオペの（連結）子会社化により、宮城に2拠点を追加。24時間365日の稼働で約300サイトを監視している。

注) 「E-Trident」

同社による自社開発の監視システムであり、以下のような特徴を持つ。

- マンパワーに頼らない効率的な監視体制の運用が可能。
- ベイジアンフィルタ機能で、自己学習により監視の精度が自動的に向上。
- 分析/レポート機能・Facebook対応・多言語対応等により差別化が可能。
- 柔軟・高速なワークフローエンジンを搭載。
- 顧客の要望ごとにカスタマイズ可能な接続性。

事業区分は、掲示板投稿監視事業のみの単一セグメントであるが、従来は売上高を4つの事業部門別に公表（1：投稿監視業務、2：カスタマーサポート業務、3：派遣業務、4：オンラインゲーム・サポート業務）していた。今期より、監視案件目視サポート対応や人材派遣などのソーシャルサポート、ゲームサポート、広告に関するソリューションサービスを提供するアド・プロセスの3区分に変更。今期会社予想による売上高構成比の予想は順に7割、2割、1割となっている。

> 前期決算概要

イーオペ子会社化で連結  
決算スタート

◆単体決算は増収・大幅減益だが期初予想を上回る着地

前2012年9月期(以下:前期)連結決算は、売上高2,232百万円、営業利益83百万円、経常利益110百万円、当期純利益51百万円となった。前期から、イーオペ株式会社(以下:イーオペ)の子会社化に伴い連結業績を初開示しているが、前々期の比較データはない。

同社が今年8月3日の時点で公表した前期連結決算予想に対し、売上高を6.0%、営業利益を同45.6%、経常利益を同32.5%、純利益を同37.8%、それぞれ上回った。10月3日には前期連結業績予想を上方修正しており、ほぼこれに沿った着地となった。

単体決算でも期初予想に対し売上高、利益とも上方修正し、売上高2,155百万円(前期比13.0%増)、営業利益71百万円(同59.4%減)を計上。売上高では12.2%、営業利益では136.7%もの期初予想を上回る結果となった。これは前々期に業績予想を下方修正したことの学習効果から慎重な予想数値を期初に発表したことにも起因すると推測される。増収継続及び売上高モメンタムが改善している背景には、急速に普及が進んでいるソーシャルゲーム・プロバイダー向けに、問合せ対応などのサービスが好調であったこと、案件数を順調に獲得したことなどがあげられる。

<前12.9単体業績予想比較>

(単位:百万円、%)	前回調査時点での予想		実績
	会社予想	当センター予想	
売上高	1,920	1,914	2,155
前期比	0.6	0.4	13.0
営業利益	30	24	71
前期比	-83.0	-86.4	-59.4
経常利益	30	24	99
前期比	-81.4	-85.1	-38.2
当期純利益	14	14	42
前期比	-84.1	-84.1	-51.8

出所)当センター作成

<前12.9連結業績予想比較>

(単位:百万円、%)	会社予想		実績
	8/3時点	10/31時点	
売上高	2,105	2,230	2,232
前期比	---	---	---
営業利益	57	75	83
前期比	---	---	---
経常利益	83	103	110
前期比	---	---	---
当期純利益	37	44	51
前期比	---	---	---

出所)当センター作成

2012年4月には、株式会社サイバー・コミュニケーションズ(非上場・電通子会社)と業務提携し、ソーシャルメディア領域に特化した共同チームを発足させた。9月には株式会社オウケイウェイブ(3808・名証セントレックス)とプロモーションやユーザーサポート・サービスの提供などで協業するなど、ソーシャルメディア領域のサービス体制を特に強化している。

注) ソーシャルメディア

インターネットを通して個人が発信する情報を、不特定多数のユーザーが閲覧し、それに対してレスポンスをすることができるメディアのこと。ユーザー同士のつながりを促進する様々な仕掛けや工夫が施され、互いの関係を視覚的に把握できるのが特徴。因みに Facebook や Twitter は、全世界で普及が進む2大ソーシャルメディア。

6月に子会社化し、連結対象会社となったイーオペについても体制の整備・強化を進め、同社グループのサービス・ラインナップを拡充した結果、連結業績に寄与した。イーオペは、同社本体よりも小規模あるいは安い価格帯の有人監視サービスやカスタマーサポートサービスを提供している。グループ全体で顧客層を広げ、競争優位性を確保し事業基盤を強化していく方針である。

<従来事業の基盤強化>

イーオペ(株)の株式取得(完全子会社化)により  
サービスラインナップを拡充し、競争優位性を確保



(出所) 同社決算説明会資料より

> 今期予想

◆会社予想

今13年9月期連結業績予想は、売上高2,474百万円(前期比10.8%増)、営業利益100百万円(同19.6%増)、経常利益135百万円(同22.0%増)、純利76百万円(同47.6%増)。スマートフォンの急速な普及に伴いソーシャルメディアやソーシャルゲームといったソーシャルWEBサービスにおいて、監視・カスタマーサービスの獲得及び成長を予想している。尚、クライアントニーズの多様化などに対応するため、10月に営業部門を統合しワンストップサービス体制へ組織変更した。

今期増収増益を計画、ソーシャルメディア関連が牽引役。当センターは増額修正。

#### ◆当センター予想

監視・カスタマーサービスに加え運用や分析などの多様なサービスの展開や案件の獲得が期待されること、また、会社予想の前提となる粗利益率が慎重であると思われることから、当センターでは会社計画の収益は上方修正の余地があると予想している。会社計画⇒当センター予想、単位：百万円では、売上高 2,474⇒2,500 (前期比 12.0%増)、営業利益 100⇒150(同 80.7%増)、経常利益 135⇒180(同 63.6%増)、純利益 76⇒105 (同 106.1%増)。

当センターでは、従来は同社に対して単独決算の業績予想を行ってきたが、前期の期中より連結決算を公表していることから、当センターでも今期以降は連結ベースで予想した。前回の予想通り 13 年 9 月期以降には回復のトレンドが見込め、当センターでは中期的に年率 15%程度の利益成長を予想している。

予想される短期的な業績変動の主な要因としては、大口顧客の動向があげられる。また、KPI (業績指標) として当センターでは、平均臨時雇用人員数に注目しているが、今回のレポート発行時点では、前期実績及び今期の見通しについて非公表である。

#### > 中期見通し

#### ◆会社見通し

具体的な中期経営計画は外部には非公表である。業務種類ごとに以下の成長戦略を掲げている。

##### (1) 成長市場に合わせたサービス提供

- ① ソーシャルサポート：市場拡大に合わせたサービス提供、E-Trident による競合との差別化、イーオペによるサービス・ラインナップの拡大
- ② ゲームサポート：市場拡大に合わせたサービス提供、人員増強、新規プラットフォーム向けサービス
- ③ アド・プロセス：ネット広告市場の伸長、E-Trident を活用したサービスメニューの拡大、他社との提携

##### (2) システム強化

監視システム (E-Trident) の普及により、他社との差別化を図り、効率性・収益性を高める戦略。Facebook, Google+にも対応し Google にはオフィシャルパートナーとして Google+ページ運用総合支援ツールを提供する。

##### (3) 海外展開による多言語対応

日本のゲーム会社等の海外進出にともない、同社も拠点整備・人材の投入・積極的な M&A 戦略、などで海外展開を進める意向である。

中期的な利益成長率を  
年率 15%程度と期待。  
ソーシャルメディア・ゲ  
ームが当面の成長ドラ  
イバーに。

◆当センター予想

ニッチな成長市場における大手企業で、インターネットの一層の普及と活用の多様化により今後も監視サービスのニーズは高まり、同社の成長ポテンシャルは高い。同社は、中期的に年率 15%程度の利益成長が予想される。

営業力強化・人員増強、多言語対応・海外進出準備など事業拡張に伴う先行投資負担が当面続き、今後も固定費負担は増加傾向にあると思われる。新システム、人員増強などの先行投資が実りつつあり、また E-Trident の活用、イーオペによる顧客層の拡大、ソーシャルメディア・ゲームを中心に売上が増加すると思われる、来期以降も増益が継続しよう。

今後は、コスト・コントロールと、高付加価値監視システムである E-Trident による業務の効率化、海外進出の成否が、同社の業績をみる上でポイントとなろう。E-Trident が、顧客に認められ導入が促進されるようであれば、当該事業の採算性向上、増収効果と相まって、同社の利益成長が加速化する可能性がある。

また、約 8 万株 (時価約 1 億円) の自社株を保有しておりこの活用も含めて、事業展開・海外進出のための提携・M&A 戦略には注目していきたい。

<中期業績予想一覧>

(単位:百万円)		12.9期	13.9期	14.9期	15.9期	16.9期
		予想/実績	予想	予想	予想	予想
前回:単体 12年2月時点	売上高	1,914	2,100	2,356	2,688	
	営業利益	24	100	156	238	
	経常利益	24	100	156	238	
	当期純利益	14	58	90	138	
今回:連結	売上高	2,232	2,500	2,750	3,000	3,250
	営業利益	83	150	210	250	280
	経常利益	110	180	240	280	310
	当期純利益	51	105	139	162	180

(出所)当センター予想

投資判断

> 株主還元

◆復配の可能性も

株主への利益還元と内部留保の充実のバランスを考慮し、業績と市場動向の状況に応じて、柔軟な対応を行っていくことを基本方針としている。12年9月期は、11年9月期一株5円から業績悪化に伴い無配となった。今13年9月期の配当政策は未定としている。当センターでは、会社予想のEPSは46.95円であり、業績も上方修正余地があることから5円程度の配当はあり得ると考えている。

因みに下図表のように大株主上位に変動があり、新株予約権の行使により、高谷社長の持株比率が増加し創業家の比率が低下している。

大株主上位		大株主上位		
高谷 康久氏 (社長)	9.01%	高谷 康久氏 (社長)	9.00%	10.32%(注)
夏目 三法氏 (創業家)	6.78%	夏目 三法氏 (創業家)	5.82%	
夏目 理江氏 (創業家)	4.34%	グリー株式会社	4.16%	
グリー株式会社	4.16%	ドイチェバンクアゲーロンドン	3.25%	
ドイチェバンクアゲーロンドン	3.30%	東森 日出男氏 (個人)	3.09%	
2011年9月末		2012年3月末		
		夏目 理江氏 (創業家、第9位株主)	1.07%	

(注) 2012年9月20日現在

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、同社リリース等より当センター作成

> 株価バリュエーション

◆足下の割安感乏しい

今期の東証一部平均予想PERが約15倍、PBR(実績)約1倍、配当利回りが約2.2%である。同社の株価バリュエーションは、今期当センター予想に基づくPERが、約22倍、来期予想で約17倍、PBR(直近実績)2.5倍前後と株価に割安感はない。加えて、同業の上場会社であるポルトウウィン・ピットクルーHD(株)(3657)とPER、PBR、配当利回りで比較しても割安感は乏しい。

< 株価バリュエーション同業比較 >

(単位: 円、倍、%、百万円)	6050東証マザーズ	3657東証一部
	同社	ポルトウウィン・ピットクルーHD
株価 (2012/11/30)	1,450	2,443
PER (予想)	22.3	9.3
PBR (直近実績)	2.5	2.4
配当利回り (予想)	0.3	2.7
時価総額	2,463	10,397

(注) 同社及びポルトウウィンとも当センター予想

(出所) 当センター作成



## > 今後の株価見通し

### ◆中期的な株価想定レンジは、1,330～1,665 円

業績悪化・無配を織り込み済み株価は下落したが、業績の回復期待から株価は底値を固め戻りつつある。今後の株価上昇には、本格的な収益回復の確認と復配が待たれる。中長期的な利益成長力や同業他社のバリュエーションを考慮し、今後2～3年での妥当株価は、PERで12倍から15倍のレンジと想定される。これを当センターの16年9月期予想EPS111円とかけあわせると、1,330～1,665円程度が株価の想定レンジとなる。

## 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