

ウェブクルー (8767 東証マザーズ)

発行日: 2011/10/3
 調査日: 2011/6/8
 調査方法: 企業訪問

リアル販売の保険サービス事業が成長ドライバー

> 要旨

◆ 6つの事業があるが、eマーケットプレイスと保険販売が主力

- ・当社グループは保険、引越し、車買取などの比較・見積りサイト「ズバット」や「保険スクエア bang!」等の E マーケットプレイス(ネット市場)を運営するほか、保険代理店や外食などの対面販売事業(リアル販売)を展開。
- ・年率で2桁成長が続く B to C 市場は 7.8 兆円規模だが、eコマース化率はまだ低く、その分成長余地の大きな有望マーケットと考えられる。
- ・現在収益の柱は、保険サービス事業。積極的な出店とネットとの融合により、子会社の生保代理店「保険見直し本舗」が成長を支える。

◆ 金融サービス事業の不良債権処理完了し本業回帰へ

- ・金融サービス事業の不良債権処理で 2008 年 9 月期 と 2009 年 9 月期は最終赤字に陥ったが、この処理が完了した 2010 年 9 月期からはネット市場とリアル販売の融合によって成長回帰を狙う。
- ・当面は、生保代理店事業とズバットのリニューアルによる生活サービスが順調に推移しそうだが、中期的には次の柱の育成が課題
- ・保険サービスの競合先であるアドバンスクリエイトとは、事業の中心エリアにおいて一応の住み分けが形成されているようだ。

> 投資判断

◆ 短期的には戦略は奏功しており、成長が見込まれる。

- ・当面の課題であるズバットの活性化とリアル事業の伸長については、会社の戦略がうまく進んでいるようだ。2011 年 9 月期は保険サービス事業の好調持続とネット市場のリニューアル効果で生活サービス事業が貢献し、19.5%増収 43.4%営業増益を予想する。

◆ 中期的な妥当株価は 170,000 円 から 258,000 円を想定

- ・中期的にも保険サービス事業の新規出店効果が見込まれ、リアル販売の業態拡大も期待できるため、営業利益は年率 10%程度の成長が見込まれる。
- ・現在の株価水準から推察される妥当 PER は保守的に 8 倍～12 倍と考える。これを当社の 2014 年 9 月期の予想 EPS21,516 円に当てはめると、中期的な妥当株価水準は 170,000 円から 258,000 円のレンジが想定される。

◆ 業績は堅調だが、投資判断において気になる点は2つ

- ・第一に、過去のファイナンスと自社株買いの合理性について、明確な説明がないこと。第二に、現在の社長と創業者のいずれが長期的なビジョンを持って会社をリードしていくのかわかりにくいこと。以上2点が懸念される。
- ・こうした状況を鑑みると、投資家からの信頼を獲得するためには、複数の独立社外取締役の選任等によって、経営の透明性を高めるなどガバナンス向上策が必要と思われる。

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

【主要指標】

株価(円)	139,000
発行済株式数	57,851
時価総額(百万円)	8,041
上場日	2004/9/21
上場来パフォーマンス	-15.49%

	前期	今期
PER(倍)	7.9	9.6
PBR(倍)	0.7	1.2
配当利回り	4.2%	3.2%

	σ	β 値
リスク指標	57.3%	1.57

【主要 KPI(業績指標)】

	前々期	前期
ANP (保険見直し 本舗)	37.5 億円	60.5 億円
新規契約数 (保険見直し 本舗)	50.2 千件	76.9 千件

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-1.9	0.7	93.3
対 TOPIX (%)	1.9	15.3	116.2

*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20110928

ウェブクルー (8767 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/9 期 実績	2010/9 期 実績	2011/9 期 会社予想	2011/9 期 予想	2012/9 期 予想	2013/9 期 予想	2014/9 期 予想
売上高	7,690	9,180	11,000	10,970	12,660	14,150	15,440
前年比	26.6%	19.4%	19.8%	19.5%	15.4%	11.8%	9.1%
営業利益	520	732	1,100	1,050	1,240	1,390	1,500
前年比	7.2%	40.8%	50.3%	43.4%	18.1%	12.1%	7.9%
経常利益	390	799	1,100	1,020	1,260	1,410	1,520
前年比	-16.7%	104.9%	37.7%	27.7%	23.5%	11.9%	7.8%
当期純利益	-412	321	500	490	580	660	710
前年比	-7.4%	-177.9%	55.8%	52.6%	18.4%	13.8%	7.6%
期末株主資本	3,446	3,554	—	3,941	4,373	4,868	5,396
発行済株式数	57,851	57,851	57,851	57,851	57,851	57,851	57,851
EPS	-11,094.69	9,091.09	14,633.15	14,488.04	17,576.82	20,001.21	21,516.46
配当	3,000	3,000	4,500	4,500	5,000	5,500	6,000
BPS	95,410.90	102,152.74	—	119,443.39	132,520.21	147,521.43	163,537.88
ROE	-10.9%	9.2%	—	13%	14%	14%	14%
株価	71,100	71,900	139,000	139,000			
PER	---	7.9	9.5	9.6	7.9	6.9	6.5
配当利回り	4.2%	4.2%	3.2%	3.2%	3.6%	4.0%	4.3%
PBR	0.7	0.7	—	1.2	1.0	0.9	0.8

(注 1) 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 2) EPS、BPS は直近 (2011/6 期) の自己株式を除いた株数で算出。

(注 3) 2011/9 期以降の発行済株式数、EPS、BPS、配当は 2011 年 9 月末予定の株式分割 (1:300) を考慮していない。

> 株価パフォーマンス

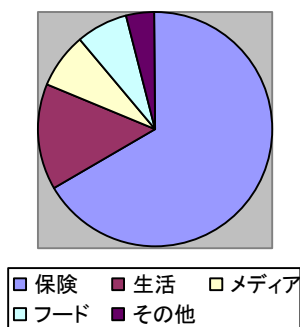


会社の概要

> 事業内容

グループ 20 社で 6 つの事業セグメントに分かれる。ネット市場とリアル販売の融合で業容を拡大

売上構成比 (2010/9期)



◆ 6つの事業があるが、eマーケットプレイスと保険販売が主力
当社グループは単体および連結子会社 14 社、関連会社 5 社で構成されている。単体は保険、引越し、車の買取りなどの比較・見積りサイト「ズバット」、「保険スクエア bang!」等の e マーケットプレイス (注) を運営するほか、子会社で保険代理店や外食などの対面販売事業 (リアル販売) を展開している。

(注) 一般に「複数の売り手と買い手が参加するオープンな電子商取引の共通プラットフォーム」のことを指す。

事業セグメントは、主力事業の「保険サービス事業」と「生活サービス事業」に加え、「金融サービス事業」「メディアレップ事業」「フード事業」「その他事業」の 6 事業で構成されている。

「保険サービス事業」では、まずズバット (比較・見積りサイト) において保険商品や相談サービスなどの情報を消費者に提供する。また子会社の生保代理店「保険見直し本舗」と損保代理店「インシュアランススクエア・バン」は保険販売を、また「保険相談.com」は保険コンサルティング業務を行っている。保険サービス事業収入の大部分は「保険見直し本舗」の保険販売手数料であるが、保険会社から受ける顧客情報提供料なども含まれる。

「生活サービス事業」は引越し、車の買取りなどの比較・見積りサイトを通じた情報提供、及び生活情報ランキングサイトの運営や引越しスケジュールの一元管理サービス等が含まれる。生活サービス事業の収入源は、比較・見積りサイトに登録された個人情報やサプライヤに提供することであるが、その料率は業態によって様々である。

「金融サービス事業」は「金融スクエア bang!」などの資料請求サイトを通じて行う顧客情報サービスと(株)ウェブクルーファイナンスを通じて貸金・クレジット事業を行っていたが、2010 年 9 月期以降、貸金・クレジット事業からは事実上撤退したと推察される。

「メディアレップ事業」は、(株)ウェブクルーエージェントによる広告代理店事業のほか、オフィス用品販売「たのめーる」の代理店業務を行っている。

「フード事業」は中国火鍋専門店「小肥羊」を首都圏や大阪、北海道で 7 店舗を運営している。

「その他事業」は、不動産事業、有料老人ホームの入居相談サイト運営、及び「サイバラ水産」のサイトによる e コマース事業などがある。

> 経営陣

2005年12月の第三者割当増資を引き受けた青山氏が社長に就任し、経営陣は刷新されたが、その後2008年12月には創業者が取締役に復帰。

当社の取締役は社長の青山浩氏以下6名、監査役は社外監査役1名を含む3名で構成されている。2004年9月の上場当時と比べると、2005年12月の第三者割当増資を契機に、増資を引き受けた青山氏が代表取締役社長に就任するとともに、創業者の渡邊久憲氏以下5名の取締役と監査役3名は退任し、新たに取締役3名と監査役3名が就任することにより、経営陣は大きく入れ替わった。

しかしその後、2008年9月期に金融サービス事業の貸倒引当金計上で最終赤字に転落すると、2008年12月に創業者で前社長の渡邊久憲氏が取締役に復帰し、合わせて実弟の渡邊通世氏も取締役に就任した。創業社長とその実弟が取締役に就任したことにより、当社の経営方針は創業時代に立ち返って保険を中心としたネット市場とリアル販売の強化に軸足を移して行ったものと考えられる。

創業者の渡邊氏は昭和39年生まれで、バイエル薬品に勤務した後に、いくつかのベンチャー系企業の経営を経て、1999年に当社を設立している。一方、現社長の青山氏は昭和48年生まれで、富士銀行に3年程度勤務した後に、村上ファンドで有名なM&Aコンサルティング等を経て、2005年に当社の代表取締役に就任。現在は、この二人が経営を担っていると思われる。

> 株主構成

<大株主上位>

渡邊久憲	14.9%
青山浩	5.8%
渡邊通世	2.6%
自己株式	40.1%

<所有者別株式分布>

金融機関	0.7%
法人	0.8%
外国人投資家	7.8%
個人・その他	90.6%

2010年9月末

2010年9月期末の株主数は3,323名で、所有者別では金融機関が0.7%、法人0.8%、外国人投資家7.8%、個人その他が90.6%となっている。大量保有報告等では明らかではないが、小型株にしては外国人株主比率が高い。大株主の状況は創業者で取締役の渡邊久憲氏が14.9%の筆頭株主で、社長の青山氏5.7%、取締役の渡邊通世氏2.6%、前取締役の阿久津裕氏2.2%と続く。

当社は、2010年9月末現在で自己株式を23,207株(発行済株式数の40.1%、取得簿価126,744円)保有している。そもそも2005年12月の第三者割当増資を巡り、当時の大株主であったトランスコスモスと対立があり、その後2006年5月から自己株式買いを開始している。増資の目的はオルタナティブファンドの組成とあり、青山氏が何らかの投資事業を実施する計画であったようだが、その計画は実施されていない模様。その結果、当社はトランスコスモスの持ち分と第三者割当分の株式の大部分を市場を通じて買取ったと推察される。

このような大量な自己株式の取得は他社に例がなく、また当社は自己株式の取得理由を「機動的な資本政策の遂行を可能とするため、自己株式を取得するものであります。」(2010.11.12付適時開示)とするものの、具体的な意図や資本政策の考え方、及び将来の自己株式の使用方法等については明確な方針が示されていない。

> 沿革・企業理念

当社は 1999 年に設立され、保険サービス事業を基盤に業容を拡大してきた。1999 年にグローバルコスモス社との業務委託契約で自動車保険一括見積りサイト「保険スクエア bang!」の運営を開始し、2000 年にはグローバルコスモス社から「保険スクエア bang!」の事業を譲り受けた。また、2001 年に保険コンサルティング子会社エフピーコンサルティング（現保険相談.COM）、生命保険代理店子会社カスタマーズインシュアランスサービス（現保険見直し本舗）を設立。現在の事業基盤を築いた。さらに 2003 年には子会社の引越比較ドットコム（後に当社が吸収合併）を立ち上げ生活サービス事業の基盤を築いている。

2004 年 9 月に東証マザーズに上場。2005 年には金融サービス事業を行うウェブクルーインベストメント（現ウェブクルーファイナンス）を設立し貸金事業に参入したが、その後、貸金業者への「逆風」を受けて、2009 年 9 月期で事実上撤退を完了したと思われる。

2006 年に中国外食大手の内蒙古小肥羊餐飲連鎖有限公司と合弁で中国火鍋専門店小肥羊ジャパンを、2008 年には中国に邦人向けウェブサイト管理運営会社のウェブクルーチャイナを設立している。

当社グループは「あなたを想い、あなたと対話し、最適な選択肢を究極のタイミングで提供し新しい発見と感動を創造し続ける」をカンパニープロミスとして掲げ、収益の最大化を経営の基本方針とする。また、グループビジョンとして以下の 7 つの行動指針を掲げている。

<当社のグループビジョン(会社 HP より)>

7つの行動指針



IDO! すべては自分から

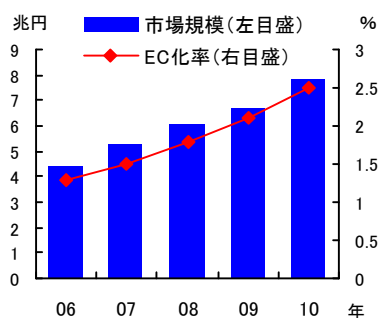
- ① わたしたちは、業務上必要な知識をプロとして習得します。
- ② わたしたちは、常に自らではなく相手先様を優先しコミュニケーションを行います。
- ③ わたしたちは、既成概念にとらわれることなく自由な発想で革新に挑みます。
- ④ わたしたちは、常に論理性・客観性・公正性を基軸にした発想・行動をします。
- ⑤ わたしたちは、常にポジティブに行動し周囲によい影響を与えます。
- ⑥ わたしたちは、常にモラル・責任を自覚した行動をします。
- ⑦ わたしたちは、明るく、元気に行動します。

事業環境

> 業界環境・競合他社

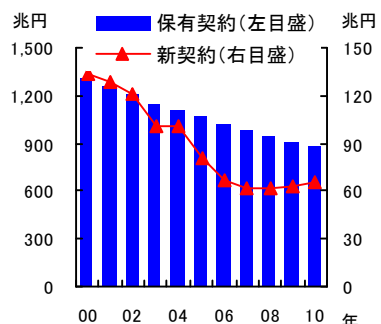
リアル市場は停滞するものの、B to C 市場の拡大と消費者の節約志向が追い風に

<国内 B to C e コマース市場規模推移>



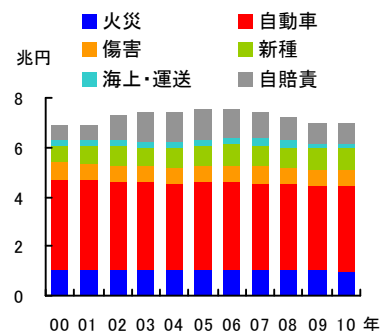
(出所) 経済産業省「平成 22 年度我が国情報経済社会における基盤整備」より作成

<個人生命保険の保有契約と新契約推移>



(出所) 生命保険協会 HP より作成

<損害保険種目別の正味収入保険料推移>



(出所) 日本損害協会 HP より作成

◆ B to C 市場の拡大と消費者の保険の見直し機運が追い風に
 当社の比較ポータルサイト「ズバット」や「保険スクエア bang!」等
 対消費者への e コマース、所謂 B to C 市場は順調に拡大を続けている。
 経済産業省の「平成 22 年度我が国情報経済社会における基盤整備」によ
 ると、2010 年の国内 e コマース市場は B to B (狭義) が前年比 28.6% 増の
 168.5 兆円で、e コマース化率は 15.6%。これに対して、B to C は同 16.3%
 増の 7.8 兆円規模で e コマース化率 2.4% となった。B to C は B to B に比
 べてまだ市場規模は小さく、e コマース化率の低さから見て今後の成長余
 地は大きいと考えられる。

一方、当社の収益基盤である生命保険や損害保険の代理店事業は、転
 換期を迎えている。生命保険協会によると、個人保険の保有契約高は、
 長引く景気低迷や所得の伸び悩みにより新規契約の平均保険金が、2000
 年度の 10,745 千円から 2010 年度には 5,117 千円にまで減少したが、
 契約件数は 1,243 万件から 1,277 万件と若干増加している。つまり、
 消費者は従来のお仕着せタイプの総合保険から自分に必要な保険を選
 ぶようになり、既存の保険契約の見直しも始まっていると考えられる。こ
 うした消費者のニーズの変化が、当社のリアル販売「保険見直し本舗」
 の新規契約数の拡大にもつながっているようだ。

さらに、日本損害保険協会の正味収入保険料推移を見ると、これまで
 大きな比重を占めてきた自動車保険が微減トレンドにあることがわかる。
 日本自動車販売協会連合会によると、新車の販売台数(登録車+軽自動車)
 は 2002 年の 579 万台から 2010 年には 495 万台に減少。同様に中古車
 (普通+小型) 販売台数も 460 万台から 340 万台に減少しており、新車と
 中古車の販売不振が自動車保険市場の規模を押し下げていると考えられ
 る。また、消費者の生活防衛意識の高まりからコストの安いネット保険
 が拡大していることも保険料収入にはマイナスに作用している。

◆ 成長市場であるが故に競合先も多い
 成長が続く e マーケットプレイス(ネット市場)は、参入障壁が低い
 ため新規参入業者が多く、競合が激しい市場である。当社の主力事業
 である B to C 向けの競合としては、ネット市場最大手の楽天(4755)、
 比較サイト運営のカカクコム(2371)や比較.COM(2477)、また保険
 比較サイト運営のアドバンスクリエイト(8798)などが挙げられる。

特に、当社と同様に生命保険や損害保険のネットとリアル販売を手が
 けるアドバンスクリエイトは、最大の競合先と考えられるが、当社の
 店舗が東日本を中心エリアにするのに対して、アドバンスクリエイトは
 西日本を中心としており、一応の住み分けがあるように思える。

> **ビジネスサイクル**

主力事業「保険見直し本舗」のビジネスサイクルは、保険解約が無い限り、7~8年と安定的

◆ ネット事業、リアル販売ともに比較的長期

当社の事業はネット市場とリアル販売に大分され、ビジネスサイクルも異なる。比較見積もりサイト「ズバット」などのネット市場は、見積もりや資料請求を希望する見込み客データを保険会社や引越業者などのサプライヤに渡した時点で情報提供料が発生する。この契約は基本的に1年間の自動更新となっているようだ。しかしサプライヤにとっては見込み客情報の獲得というアフィリエイト広告(成功報酬型広告)の効果が有り、通常は継続的な契約が期待できる。おそらくサイトを通じた掲載効果がある限り継続するため、契約期間は3~5年程度と想定される。

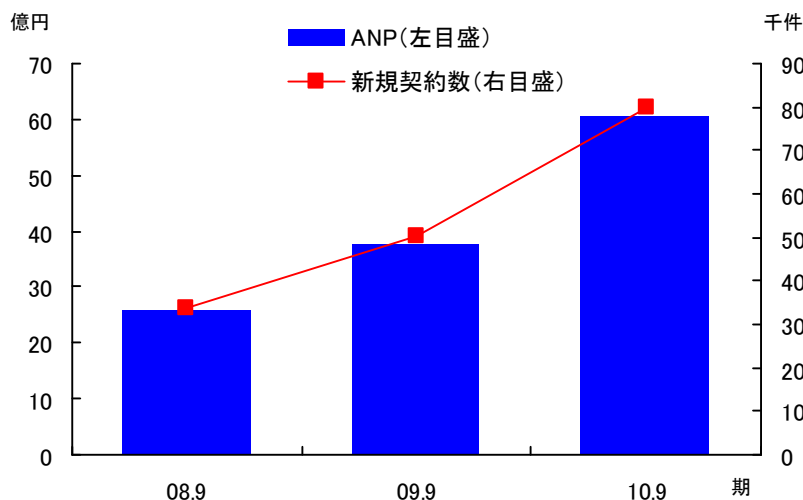
リアル販売の保険代理店は、生命保険会社等との代理店契約が1年間の自動更新となっているが、「保険見直し本舗」の新規契約数は伸びていることから、現状では契約解除のリスクは小さい。また、当社が受け取る生命保険の代理店手数料は、保険契約が存続する限り継続する。したがって、保険の種類によって契約期間は異なるが、平均的には7~8年と想定され、比較的長期のビジネスサイクルを形成しているものと考えられる。

> **KPI(業績指標)**

中期的な業績の鍵は、保険見直し本舗のANPと新規契約数の推移と考えられる。

当社の売上高および営業利益を牽引しているのは、リアル販売の「保険見直し本舗」である。前述したように生命保険代理店の手数料収入は、保険契約が存続する限り安定した手数料収入が得られるため、保険代理店事業の安定成長には新規獲得年間換算保険料(ANP)を積み上げることが重要である。保険見直し本舗の資料によると、ANPは2008年9月期の26.0億円から2009年9月期には37.5億円、2010年9月期60.5億円と順調に拡大している。

< 保険見直し本舗のANPと新規契約数の推移 >



(出所) 保険見直し本舗 HP より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

生活サービス事業を再び成長トレンドに回帰させることが、当面の緊急課題

当社は2008年9月期、2009年9月期と2期連続して赤字を計上した。その後は、保険サービスの売上と利益の伸びが貢献し、業績全体は回復したが、生活サービス事業の売上は若干伸びたものの、利益貢献は横ばいで、フードやその他事業の利益も上がらず、この間当社のネット市場関連事業は停滞してしまった。したがって、生活サービス事業である引越しや車買取り比較・見積りサイトをいかに再び成長トレンドに回帰させるかが、当面の緊急課題といえよう。

そこで当社は、期初の経営戦略として、①人員の積極的な採用及び教育、②既存ウェブサイトのズバットへの速やかな移行及びズバット新メニュー開発、③モバイルマーケットの積極的展開、④子会社によるリアル事業展開の加速、以上4点を挙げている。

具体的な対応としては、すでに既存比較サイトを「ズバット」に移行し、リニューアルすると同時に旅行や金・プラチナ買取り、住宅ローン比較など競合他社との差別化を意識したラインナップを加えることで、メニューの拡充に努めている。また、モバイルサイトの充実にも取り組んでいる。

また、リアル事業展開としては、今期は今まで培ってきた顧客データベースを活用してコールセンターによるダイレクトマーケティングをまずインターネットの光回線販売からスタートしている。

> 中長期の課題と戦略

中期的には、人材、マーケティング、商品、チャネル、の4つにおいて戦略を掲げている

当社が目標とする経営指標は、①連結利益の最大化、②自己資本利益率の向上であり、中期的な目標は「売上高20%成長」「売上高経常利益率15%」「自己資本利益率20%」を達成することと掲げている。

またそのための対処方針としては、短期目標であるウェブサイトのズバットポータルへの移行後、①データベースを活用した最強のマーケティングカンパニーになること、②お客様に満足していただくことで最強のブランドを構築していくこと、の2つを目標に、以下の4つを中長期戦略として掲げている。

- ・人材戦略：人材の採用・育成による組織力の強化
- ・マーケティング戦略：ロイヤルカスタマー向けターゲティング広告システムの構築
- ・商品戦略：サイトラインナップの拡充を図り、ユーザビリティの向上に努める
- ・チャネル戦略：モバイル、その他インターフェイスの確保とリアルビジネス・グローバル市場への展開

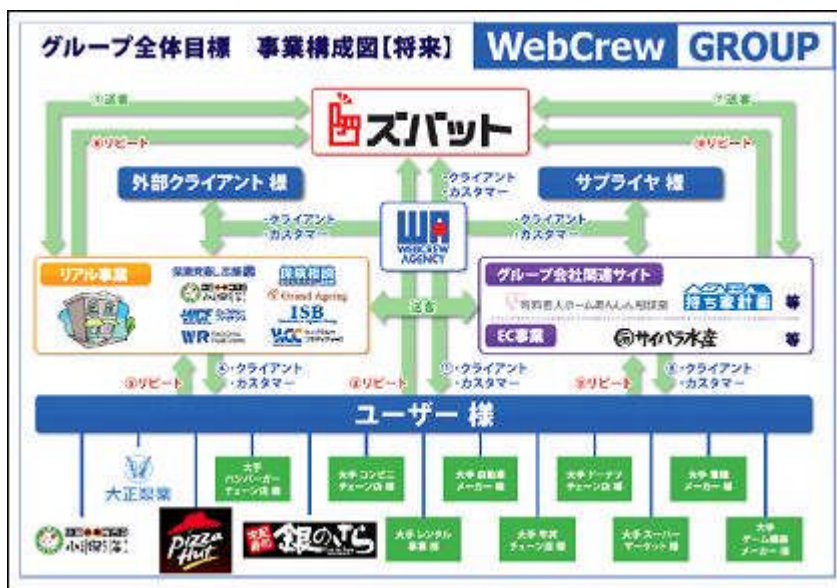
特に重要な中長期の課題は、第一に、現在の事業領域の中から保険見直し本舗に次ぐ収益の柱を作ることであり、また第二に、売上の持続的成長のための新たな事業分野を確立することであろう。

収益の柱である保険サービス事業は、リアル販売である保険見直し本舗の新規出店効果で順調に新規獲得年間換算保険料を積み上げており、今後数年間は利益成長が見込まれるが、競合もあり、年率で2桁成長を続けるのは容易ではない。そこで、これに続く柱として期待されるのが現在の生活サービス事業である。

今期は既存サイトの「ズバット」への移行が進むと同時に、新メニュー追加で事業収益が改善しているが、今後はネット市場で獲得した見込み客をリアル販売で取り込むことで保険に次ぐ収益基盤を獲得することが課題となる。このリアル販売の一環として、今期から独自の顧客データベースを活用したダイレクトマーケティングを開始している。今後はリアル販売を成功させるための魅力ある商材を確保する必要がある。

また、新規事業としては、グローバル市場への展開が考えられるが、東南アジア進出を視野に入れ、第一弾としてタイにコールセンターを設置して、日本へのダイレクトマーケティングを始めている。中長期的には国内と同様に比較・見積りのネット市場を運営する方針であるが、具体的なタイムテーブル等は示されていない。

<当社の事業構成(会社公表資料より)>



> アナリストの戦略評価

短期では、ネット市場の活性化は進んだが、保険に続く柱はまだ不透明

2011年9月期は成長ドライバーの保険サービス事業を核にズバットなどネット市場のリニューアルを進め、これが奏功して生活サービス事業は、2010年9月期の減収・減益から2011年9月期第3四半期累計では24.4%増収52.4%営業増益と業績は大幅に改善した。比較・見積りサイトのリニューアルと新メニュー追加の効果は2012年9月期も継続可能と予想され、現状の課題の一つは克服されつつある。

しかし、問題は中長期の課題と戦略であろう。まず、コールセンターを活用したリアル販売(ダイレクト販売)は、手法としては旧来型のマーケティングであり、はたして当社独自のデータベースによるターゲティングが実際に効果を発揮できるのかは未知数である。また、商品戦略では保険に続く大型商材とはどんなものになるのか、具体的な戦略がまだ見えていない。さらに、チャネル戦略は競合他社も同じような目標を掲げており、競争優位性をいかに発揮していくのか今後の施策を見極めたい。

会社は、将来の事業構成としてズバットを核にしたネットとリアルの融合を目標としている。そのためには、まずズバットの競争力を高められるかが鍵であろう。比較サイト運営のカカクコムや比較.COM、また車買取りのカービューなど強力な先行者が存在する比較ポータルサイトの中で特徴をいかに打ち出して、集客力をつけてそれをリアル販売につなげていくかが重要になる。

<事業セグメント別の業績推移>

単位:百万円	07.9	08.9	09.9	10.9	11.9(予想)	12.9(予想)	13.9(予想)	14.9(予想)
売上高合計	4,657	6,072	7,690	9,179	10,970	12,660	14,150	15,440
保険サービス	2,192	3,063	4,177	6,100	7,450	8,700	9,750	10,600
生活サービス	1,083	1,210	1,361	1,351	1,600	1,800	2,000	2,200
金融サービス	295	219	179	41	20	20	20	20
メディアレップ	-	-	674	709	800	900	1,000	1,100
フード	-	-	622	661	700	740	780	820
その他	1,085	1,579	674	315	400	500	600	700
営業利益	674	485	520	732	1,050	1,240	1,390	1,500
保険サービス	336	370	550	919	1,200	1,400	1,600	1,800
生活サービス	548	503	581	502	600	670	740	810
金融サービス	197	24	5	20	20	20	20	20
メディアレップ	-	-	58	68	50	50	50	50
フード	-	-	-32	-58	10	20	20	20
その他	-27	84	5	-97	-50	-50	-50	-50
消去	-379	-496	-650	-622	-780	-870	-990	-1,150

(出所)会社決算資料より作成
(注)予想は担当アナリストの予想

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

保険事業におけるネット市場
とリアル販売の融合に強み

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・保険事業におけるネットとリアルの融合モデル ・首都圏を中心に全国 135 店舗 (2011 年 6 月) に及ぶ保険見直し本舗の店舗網 ・累計サイト利用者 645 万人に及ぶ顧客データベース
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ネット市場「ズバット」のブランド力 ・グループ 20 社に分散した事業モデル
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・消費者動向の変化による「効率化」への高いニーズ ・スマートフォンなど新デバイスの普及
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手比較ポータルサイトによる寡占化 ・競合が多いネット市場の価格競争の激化 ・提携サプライヤの財務悪化や合併等による取引の減少 ・保険事業や金融事業における法規制強化

> Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

ネット市場は新たな成長市場であり、ベンチャー企業を中心にプレーヤーが多く、競争によって収益性が損なわれるリスクが存在する。また、リアル販売も保険を始め、競争環境は厳しい。

◆ 新規参入の脅威

ネット市場は参入障壁が低いため、新規参入リスクは高い。保険代理店事業は成熟市場でかつ専門性が求められるため、新規参入リスクは比較的少ないと考えられる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

インターネット上の e コマースは、当面は成長市場であるが、技術進歩のスピードが速く、既存ポータルサイトの魅力の低下や PC から他のモバイル等への媒体シフトの可能性も否定できない。

◆ 買い手の競争力

B to C ビジネスでは価格競争は厳しく、ブランド力があっても、価格決定力を持つことは困難である。当社が運営する比較・見積りサイト「ズバット」等は、ネット市場におけるプレゼンスが高いとは言い難く、常に他のサイトとの価格比較にさらされている。

◆ 供給者の支配力

ネット事業、リアル事業ともに、業界標準が形成されているものと想定される。実際には、保険会社や引越業者などのサプライヤにとっての顧客獲得コストとの関係で料率が決定されると考えられる。

> ESG活動・分析**◆ 環境対応 (Environment)**

当社はネット市場やリアル販売を主な事業としているため、製造業とは異なり、環境報告書などの特別なレポートは公表していない。また、会社の理念、経営方針などにおいても、環境に関連した項目については特に言及はない。

◆ 社会的責任 (Society)

当社は社会的責任についても特別な言及はしていない。事業領域がネット市場や保険代理店事業、金融業など個人情報に接する機会が多いため、高度な情報セキュリティが求められているため、情報セキュリティマネジメントシステムの国際認証基準「ISO27001」を取得している。また、他の上場企業と同様に、取締役会は取締役および従業員が共有すべき倫理観、価値観、不正や反社会的行為等の禁止につき考え方を共有し、法令順守を企業活動の前提にしている。

◆ 企業統治 (Governance)

当社は有価証券報告書で「企業は株主のもの」と明言するとともに、「株主の委託を受け選任される取締役」は「経営責任の重大性を十分認識」し「法令・定款ならびに株主総会の決議を遵守することが重要」と定めている。また、内部統制の基本方針は、取締役・使用人の職務執行が法令および定款に適合するための体制整備や、損失の危機管理に関する体制整備を進め、業務の適正化を確保する方針とされている。

しかしながら、当社の経営上の意思決定者は誰なのか、そして経営者は上場企業としていかなる経営をして、一般株主に対してどのように利益還元をしていくのか、今一つ明らかではない。また、これまでの資本政策や株価対策についても十分な説明はなされていない。大株主からの売却意向に対して、経営者がもつぱら資本剰余金（過去に高い株価でファイナンスをして得た資金）を活用した自社株買いで対応していたとすると、取締役会は本当に株主全体の利益を重視した経営を志向してきたのか疑問符を付けざるをえない。

したがって、当社においては、独立社外取締役を複数選任し、経営上利害相反や少数株主利益の利益を十分に配慮したガバナンス体制を構築するなど、投資家からの信頼を向上させる措置を検討する必要があると考える。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

通期計画に対する第3四半期累計の進捗率は低いものの、保険サービス事業が順調に拡大していることから、若干の未達にとどまりそう。

2011年9月期第3四半期決算は、売上高が前年同期比20.2%増の80.7億円、営業利益は同27.4%増の6.8億円、税効果が消えた純利益は同10.7%増の2.2億円となった。通期会社計画に対する進捗率では売上高が73.4%、営業利益62.1%、純利益44%の水準となる。

売上面ではネット市場の既存比較サイトから統合ポータルサイト「ズバット」への切り替えが進み、引越しや車買取等が好調だったほか、リアル販売の保険見直し本舗の新規25店舗も寄与した。利益面ではリアル販売の新規出店や営業力強化に伴う人件費増と生命保険代理店譲受に伴うのれん代償却がややマイナスに寄与した。

会社は通期計画に対する第3四半期の進捗率が遅れ気味にもかかわらず、保険サービス事業や生活サービス事業の収益が計画に対して強含みで推移していることから通期の業績見通しを変更していない。しかしながら、担当アナリストは販売費一般管理費のコントロールにやや不安を抱いているため、会社益計画に対して若干の未達を予想する。

> 来期以降の業績

保険サービス事業と生活サービス事業の拡大により、中期的には2ケタ成長が期待できる。

中期的には保険見直し本舗などリアル販売の出店戦略と、ズバットなどネット市場の新メニュー拡充、スマートフォン対応などのモバイルマーケットへの取り組みがポイントと考えられる。

収益を牽引する保険見直し本舗は、経済環境の悪化から消費者の保険見直しニーズを取り込みながら、積極的な新規出店で成長を続けてきた。2011年9月期末の店舗数は140店舗前後に達すると予想されるが、消費者の保険見直しや医療保険など保険ニーズの多様化などを考えると、全国にはまだ出店余地が残されていると思われる。したがって、当社の今後数年間の業績推移は、保険サービス事業を核に売上・利益の成長が期待できる。

また、ネット市場を通じて獲得した豊富な顧客データベースを利用したコールセンターによる販売効果についても注目したい。当面はインターネットの光回線の販売をスタートさせたが、今後は新たな販売メニューも見込まれ、これらの成果次第では、中期的に当社の収益源に育つ可能性もありうる。

ネット市場では2011年9月期から取り組んでいる「ズバット」の新メニュー「ズバット住宅ローン」の動向に注目したい。ズバットには既に保険と自動車のメニューがあるが、未開拓分野で金額の大きな住宅ローンを扱うことで、新たなビジネスの柱に育つ可能性もある。

担当アナリストはリアル販売の収益寄与を見込み、2014/9期には、売上高154億円、営業利益15億円程度まで成長可能と予想する。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

当社は2004年9月、公募価格480,000円に対し初値610,000円で東証マザーズに上場した。同年10月には上場来高値693,000円をつけたが、投資家の成長期待が高すぎたこともあり株価は反落。金融サービス事業の不良債権処理で最終赤字に転落した2008年11月には34,800円の上場来安値まで下落。2009年半ばからは営業利益の増益基調確認や自社株買いもあり、株価は上昇トレンドに移行している。

上場来パフォーマンスは、配当還元はあったものの、公募価格が高かったこともあり-15.5%と不振が続いている。

> 株主還元

現在の「安定配当+自社買い」ではなく、「増配」による株主還元を期待

当社は配当性向を明示していないが、2007年9月期から配当を実施し、最終赤字に陥った2008年9月期と2009年9月期も配当を実施するなど、業績動向に左右されない安定的な配当を行っており、2011年9月期は増配と株式分割(1:300)を予定している。

2010年9月期末の自己株式が発行済株式数の40.1%に達していることから、今後収益が向上した場合は、自社株買いよりも増配によって株主還元を行うことが妥当と考えられる。来期以降、我々の予想通り業績が伸長するとすれば、配当性向25~30%を期待したい。

> 今後の株価見通し

成長予想が実現すれば、株価は中期的に170,000円から258,000円のレンジを想定

当社の現在の株価バリュエーションは、競合(カカコム、比較.COM、アドバンスクリエイト)との比較において割高感を感じられない。足元、日本株市場は外部環境に左右されて調整色を強めているものの、当社の中期的な成長性や競合との比較において、当社株の下値リスクは限定的だと考えられる。

適正株価を考える上で、競合のPER水準にはバラツキが大きく業界平均PERを導き出すのは困難だが、当社はリアル事業の利益貢献が大きいため、今後の成長性とリスクから考えると、適正PERは8倍~12倍が妥当と想定される。

これを担当アナリストの2014年9月期の予想EPS21,516円に当てはめると、中期的な妥当株価水準は170,000円から258,000円のレンジが予想されよう。

< 株価バリュエーション比較(2011.9.14 時点) >

	ウェブクルー	カカコム	比較.COM	アドバンスクリエイト
株価(円)	139,000	2,890	4,600	103,000
PER(予想)	9.6	29.9	527.0	17.2
PBR(実績)	1.2	11.8	0.9	3.1
配当利回り(予想)	3.2%	0%	0%	2.9%
時価総額(億円)	80.4	1,676.8	14.9	113.3

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、株式会社アクセル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

■ σ (標準偏差)

リターンのばら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

■ β (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(β 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、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、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナル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、最新のものとは異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場合があります。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が、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