

ウェブクルー (8767 東証マザーズ)

発行日: 2013/1/31
調査日: 2012/11/30
調査方法: 説明会

Web で集客してリアル販売で刈り取るビジネスモデル

> 要旨

◆ リアル販売の「保険見直し本舗」が成長ドライバー

- ・自社運営の比較サイトで集客を募り、見込み客を顧客企業に紹介して得る送客手数料や広告料のほか、見込み客を対面やネットで取り込むリアル販売が同社の主な収益源。
- ・成長ドライバーは保険サービス事業。Web とリアル販売「保険見直し本舗」との連携で消費者ニーズを取り込み、新規出店で成長を牽引。

◆ 12 年 9 月期は計画未達ながら 52.5% 営業増益

- ・12 年 9 月期決算は会社計画には届かないものの、売上高が前期比 44.7% 増の 163.2 億円、営業利益は同 52.5% 増の 17.7 億円と大幅に伸長。売上面では保険サービス事業の好調持続に加え、車関連事業の M&A が上乘せされたほか、生活サービス事業の光回線販売なども寄与。利益面では保険見直し本舗の増収効果が主な増益要因。

> 投資判断

◆ 13 年 9 月期はブランド投資と業務提携でリアル販売を強化

- ・13 年 9 月期の会社計画は売上高が前期比 22.5% 増の 200.0 億円、営業利益は同 40.7% 増の 25.0 億円を見込む。売上面では保険サービス事業のリアル店舗出店に加え、資本・業務提携で損害保険の集客力とリアル販売力を強化。利益面では保険見直し本舗のブランド強化に向けた TV 広告などのコスト増を、保険サービス事業や車関連事業などの増収効果でオフセットする計画。
- ・当センターでは前回レポートの中長期利益予想を減額修正。この要因は、保険見直し本舗の TV 広告など想定外のコスト増と、生命保険販売の新規獲得インセンティブ率ダウンが主な理由。

◆ 中長期的な適正株価水準は 1,000 円～1,300 円を想定

- ・同社のビジネスモデルは、上場会社に類似企業が少なく、他社との株価バリュエーション比較は困難。現在の予想 PER 水準をフェアバリュエーションの範囲内と仮定すると、当センターの 16 年 9 月期予想 EPS128.7 円を基にした中長期的な適正株価水準は 1,000 円～1,300 円のレンジを想定。
- ・一方、新株予約権付社債の権利行使で、予想 EPS が約 10% 程度希薄化される点には留意が必要。

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

【主要指標】	2013/1/25
株価(円)	578
発行済株式数(株)	19,812,800
時価総額(百万円)	11,450
上場日	2004/9/21
上場来パフォーマンス	-3.1%

	前期	今期予想
PER(倍)	12.1	8.0
PBR(倍)	2.8	2.2
配当利回り	3.5%	3.5%
	σ	β 値
リスク指標	41.8%	1.0

【主要KPI(業績指標)】

新規獲得年間換算保険料・件数
(保険見直し本舗)

	金額(億円)	件数(千件)
08/9期末	26.0	33.6
09/9期末	37.5	50.2
10/9期末	60.5	79.6
11/9期末	78.3	98.9
12/9期末	83.2	112.3

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	22.5%	15.6%	78.4%
対TOPIX	14.8%	-6.4%	46.9%

*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20130128

ウェブクルー (8767 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/9期 実績	2012/9期 実績	2013/9期 会社計画	2013/9期 予想	2014/9期 予想	2015/9期 予想	2016/9期 予想
売上高	11,284	16,327	20,000	20,070	22,680	25,280	27,970
前年比	22.9%	44.7%	22.5%	22.9%	13.0%	11.5%	10.6%
営業利益	1,165	1,777	2,500	2,400	3,080	3,660	4,240
前年比	59.2%	52.5%	40.7%	35.1%	28.3%	18.8%	15.8%
経常利益	1,130	1,752	2,500	2,395	3,085	3,675	4,255
前年比	41.6%	55.0%	42.7%	36.7%	28.8%	19.1%	15.8%
当期純利益	6	947	1,500	1,440	1,830	2,170	2,550
前年比	-98.0%	-	58.3%	52.1%	27.1%	18.6%	17.5%
期末株主資本	3,259	4,052	-	5,194	6,628	8,303	10,258
発行済株式数(株)	57,851	19,812,800	19,812,800	19,812,800	19,812,800	19,812,800	19,812,800
EPS(円)	189.7	47.9	75.7	72.7	92.4	109.5	128.7
配当(円)	4,500.0	20.0	20.0	20.0	25.0	30.0	35.0
BPS(円)	97,938.5	204.0	-	262.2	334.5	419.1	517.8
ROE	0.2%	26.1%	-	31.1%	31.0%	29.1%	27.5%
株価(円)	160,500	522	578	578	-	-	-
PER(倍)	846.0	10.9	7.6	8.0	6.3	5.3	4.5
配当利回り	2.8%	3.8%	3.5%	3.5%	4.3%	4.3%	6.1%
PBR(倍)	1.6	2.6	-	2.2	1.7	1.7	1.1

(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。

(注) 12/9 期は株式分割と自己株式消却を実施。

> 株価パフォーマンス

株式分割調整後、円



決算サマリー

> 事業内容

Web で集客してリアル販売で刈り取るビジネスモデル

◆ リアル販売の「保険見直し本舗」が成長ドライバー

同社のビジネスモデルは、自社運営の比較サイト「ズバット」で集客を募り、サイト利用者の中から見込み客を顧客企業に紹介して得る送客手数料や広告料のほか、見込み客を対面やネットで取り込む自社リアル販売が主な収益源である。

集客ツールのズバットは生命・損害保険や引越し、車買取り、住宅ローンなどの比較サービスを提供。日常生活に関連するメニュー拡充で集客力を高め、顧客企業に紹介する見込み客を増やして送客手数料や広告料を拡大させる方針である。

一方、リアル販売は生命保険代理店「保険見直し本舗」とズバットの連携で消費者ニーズを取り込みながら新規出店で業容を拡大。その他、2012年9月期は光回線販売子会社の設立と海外向け中古車販売会社「アガスタ」の買収など、ズバットで集客した見込み客を取り込むリアル販売の受け皿を拡充させている。

同社の事業セグメントは「保険サービス事業」、「生活サービス事業」、「車関連事業」、「メディアレップ事業」、「フード事業」、「不動産事業」、「住宅関連事業」、「その他事業」の8事業で構成され、保険サービス事業のリアル販売「保険見直し本舗」が同社の成長を牽引している。

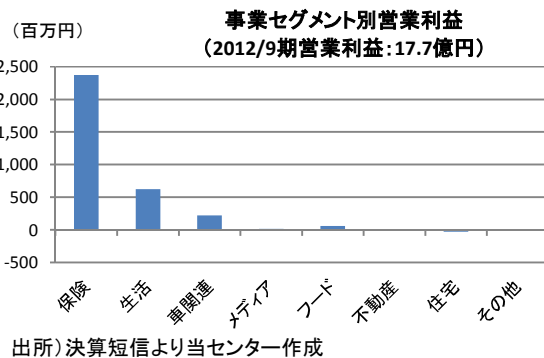
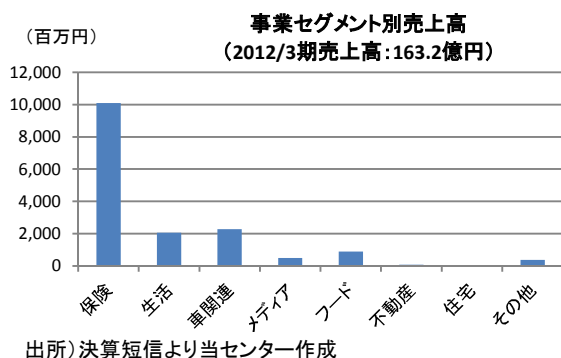
> 決算概要

◆ 12年9月期は計画未達ながら52.5%営業増益を達成

2012年9月期決算は会社計画(売上高165.0億円、営業利益21.0億円)には届かないものの、売上高が前期比44.7%増の163.2億円、営業利益は同52.5%増の17.7億円と大幅に伸長した。

売上面では保険サービス事業(保険見直し本舗)の好調持続に加え、車関連事業のM&A(アガスタ)が上乘せされたほか、生活サービス事業の光回線販売なども寄与。利益面では保険見直し本舗の増収効果が主な増益要因である。

一方、当センター予想(売上高166.2億円、営業利益22.7億円)に対しては、主に保険サービス事業が想定に届かなかつたため、利益面で物足りない結果となった。



> 業績見通し

新サービス投入や業務提携
でリアル販売力を強化

◆ 13年9月期はブランド投資と業務提携でリアル販売を強化

2013年9月期の会社計画は売上高が前期比22.5%増の200.0億円、営業利益は同40.7%増の25.0億円を見込む。

売上面では保険サービス事業のリアル店舗出店に加え、資本・業務提携で損害保険の集客力とリアル販売力を強化するほか、車関連事業(中古車輸出)や生活関連事業(光回線販売・太陽光発電)、住宅関連事業(住宅ローン比較・ローン借り換え)のリアル販売拡大を見込む。

利益面では保険見直し本舗のブランド強化に向けたTV広告や住宅ローン比較サイト立ち上げなどのコスト増に加え、生命保険販売の新規獲得インセンティブ率引き下げなどの減益要因を、保険サービス事業や車関連事業などの増収効果でオフセットする計画。

◆ 資本・業務提携スキーム

同社はブランド投資による集客力アップ、並びにリアル販売強化に向け12年10月にSBIホールディングス、13年1月にはカーチスホールディングスとそれぞれ資本・業務提携を結んだ。

SBIホールディングスとの資本・業務提携は、同社がSBI損害保険株式の19.9%を16.2億円で譲り受ける一方、SBIホールディングスに対し額面15億円の株予約権付社債(行使価格710円)を割り当てて資金調達。このスキームによる同社のキャッシュアウトは約1.3億円程度で済み、当該社債をすべて転換した場合、SBIホールディングスは同社の第2位株主(持株比率9.6%)となる見通し。同社はこの資本・業務提携で、損害保険のブランド力と集客力のアップ、並びにリアル販売強化を図る。

カーチスホールディングスとの資本・業務提携は、株式持ち合いを通じて車関連事業のブランド力と集客力のアップ、並びにリアル販売強化が目的。株式持ち合いはそれぞれが10万株程度(各発行済株式の0.5%程度)を0.5億円上限に取得。この結果、同社は12年9月取得分(発行済株式の5.7%)と合わせ、当該企業発行済株式の6.2%を保有する見通し。

想定外のコスト増で利益予想を減額修正

◆ 当センターは想定外のコスト増で利益予想を減額修正

当センターでは2013年9月期の事業計画を基に、前回レポート(12年6月発行)の利益予想を減額修正した。この要因は、保険見直し本舗のTV広告や住宅ローン比較サイト立ち上げによる想定外のコスト増と、生命保険販売の新規獲得インセンティブ率引き下げによる収益力ダウンが主な理由。一方、売上高予想は、各事業計画が想定内のため変更しない。

業績予想	(百万円)								
	2012/9期	13/9期E		14/9期E		15/9期E		16/9期E	
		旧	新	旧	新	旧	新		
売上高	16,327	20,070	20,070	22,680	22,680	25,280	25,280	27,970	
前期比	44.7%	22.9%	22.9%	13.0%	13.0%	11.5%	11.5%	10.6%	
営業利益	1,777	2,990	2,400	3,670	3,080	4,440	3,660	4,240	
前期比	52.5%	68.3%	35.1%	22.7%	28.3%	21.0%	18.8%	15.8%	
経常利益	1,752	2,980	2,395	3,670	3,085	4,450	3,675	4,255	
前期比	55.0%	70.1%	36.7%	23.2%	28.8%	21.3%	19.1%	15.8%	
当期純利益	947	1,780	1,440	2,170	1,830	2,550	2,170	2,550	
前期比	-	88.0%	52.1%	21.9%	27.1%	17.5%	18.6%	17.5%	

出所)決算短信より、予想は当センター

◆ 車関連事業と住宅関連事業の早期戦力化がポイント

M&A と資本・業務提携で強化した車関連事業と、住宅ローン比較サービスを柱とする住宅関連事業の収益寄与が、中長期的な同社の成長性を押し上げるポイントと考えられる。

12年9月期に買収したアガスタは、東南アジアとアフリカ向け中古車輸出が主力のため、当該企業単独では収益性が低いものの、カーチスホールディングスとの業務提携で品揃え強化や仕入れコスト削減等のシナジーが期待される。

住宅関連事業の住宅ローン比較サービスは、課金形態が成功報酬型のため、新規住宅ローンの取り込みに留まらず、ローン乗り換え需要の発掘が求められる。

投資判断

> 株主還元

◆ 段階的な増配を予想

同社の配当政策は、内部留保の確保と安定配当の継続が基本。2012年9月期は年20円配当を実施し、配当性向は41.7%の水準だった。13年9月期も年20円配当を計画し、利益水準の上昇で配当性向は26.4%の見通しである。当センターでは中長期的な業績予想を基に、配当性向20%超を前提に段階的な増配が可能と予想する。

一方、資本政策は長期的な視野に立たず、短期的な施策が多いように感じられる。同社は06年9月期の第三者割当による資金調達後、07年9月期から配当を実施。最終赤字の08年9月期と09年9月期は、資本剰余金や資本金の取り崩しで配当原資を捻出した。

また、06年9月期からは自己株式取得と株式分割を交え、12年9月期には発行済株式43.3%相当の自己株式を消却。その後、再度株式分割を行うなど、同社の資本政策は、一見すると株主重視もしくは株価を意識した施策とも受け取れる。

しかしながら、SBIホールディングスとの資本提携スキームは、キャッシュアウトを伴わないものの、希薄化による既存株主の不利益が懸念されるうえ、これまでの資本政策の再考にもつながりかねない。

> 株価バリュエーション

◆ 中長期的な適正株価水準は1,000円～1,300円を想定

自社運営サイトで集客してリアル販売で収益に結び付ける同社のビジネスモデルは、上場会社に類似企業が少なく、他社との株価バリュエーション比較は困難と考えられる。

同社の業績は保険サービス事業を中心に堅調な収益拡大が予想される。現在の株価バリュエーションは当センターの2013年9月期予想PERで8.0倍、16年9月期予想で4.5倍の水準である。現在の予想PER水準をフェアバリューの範囲内(PER8倍～PER10倍)と仮定すると、当センターの16年9月期予想EPS128.7円を基にした中長期的な適正株価水準は1,000円～1,300円のレンジが想定される。

一方、新株予約権付社債の権利行使がされた場合、予想EPSが約10%程度希薄化される点には留意が必要。

> 今後の株価見通し

◆ 新株予約権付社債の行使価格が株価をブロック

短期的には新株予約権付社債の行使価格710円が、株価をブロックする可能性が高い。したがって、堅調な業績見通しから、下値リスクは小さいと予想されるものの、上値も限定的なボックス圏の動きが想定される。

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

■ σ (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

■ 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