

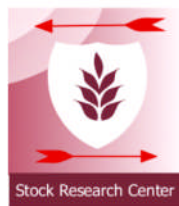
ホリスティック企業レポート

ウェブクルー

8767 東証マザーズ

フォロー・レポート
2013年6月28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20130625

ウェブクルー (8767 東証マザーズ)

発行日: 2013/6/28

Web で集客してリアル事業で刈り取るビジネスモデル
リアル事業の領域拡大で成長加速を目指す

> 要旨

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

◆ M&A 戦略で成長の総合物流会社

- ウェブクルー(以下、同社)は、Web 上で比較サイト「ズバット」の運営と、生命保険代理店「保険見直し本舗」などのリアル事業を展開する。
- 主な収入源は比較サイトで集客した見込み客をクライアントに紹介する送客手数料と、見込み客を実店舗に取り込むリアル事業販売など。

◆ 13/9 期第 2 四半期累計期間の営業利益は前年同期比 24.4%減

- 13/9 期第 2 四半期累計期間の売上高は前年同期比 15.8%増の 91.8 億円、営業利益は同 24.4%減の 7.5 億円となった。M&A で増収を確保するも、マーケティングコストの増加が利益を圧迫した。

【主要指標】

	2013/6/21
株価(円)	515
発行済株式数(千株)	20,310
時価総額(百万円)	10,460

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	10.7	10.6	8.5
PBR(倍)	2.5	2.3	2.0
配当利回り(%)	2.9	3.9	4.3

> 投資判断

◆ 13/9 期予想を減額修正

- 第 2 四半期決算をふまえ、会社は 13/9 期予想を売上高 200.0 億円→190.0 億円(前期比 16.4%増)、営業利益 25.0 億円→22.0 億円(同 23.8%増)に減額修正した。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)も、保険見直し本舗の受取りインセンティブ料率の引き下げなどを考慮し、13/9 期の業績予想を売上高 200.7 億円→181.5 億円(前期比 11.2%増)、営業利益 24.0 億円→20.0 億円(同 12.5%増)に減額した。

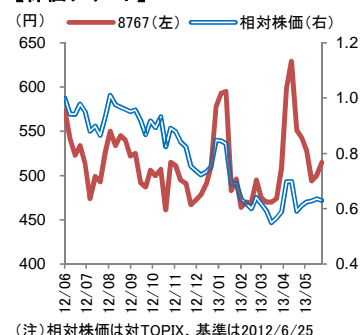
【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-2.5	8.4	-10.1
対TOPIX (%)	0.8	2.0	-37.0

◆ 中期的な適正株価水準は 710 円前後を想定

- 現状の今期予想基準 PER10 倍前後をフェアバリューと判断し、これに当センターの 15/9 期予想 EPS70.8 円を当てはめた 710 円前後が同社の中期的な適正株価水準と想定される。

【株価チャート】



【8767 ウェブクルー 業種: 保険業】

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)
2012/9	16,327	44.7	1,777	52.5	1,752	55.0	947	-	47.9	204.0	15.0
2013/9	旧CE	20,000	22.5	2,500	40.7	2,500	1,500	58.3	75.7	-	20.0
	新CE	19,000	16.4	2,200	23.8	2,250	1,000	5.6	50.2	-	20.0
2013/9	旧E	20,070	22.9	2,400	35.1	2,395	1,440	52.1	72.3	262.2	20.0
	新E	18,150	11.2	2,000	12.5	1,995	970	2.4	48.7	219.6	20.0
2014/9	旧E	22,680	13.0	3,080	28.3	3,085	1,830	27.1	91.9	332.6	25.0
	新E	20,050	10.5	2,300	15.0	2,305	1,200	23.7	60.2	259.9	22.0
2015/9	旧E	25,280	11.5	3,660	18.8	3,675	2,170	18.6	108.9	416.6	30.0
	新E	22,150	10.5	2,600	13.0	2,615	1,410	17.5	70.8	308.7	24.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、12/9期の1株指標は株式分割調整後

フォロー・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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。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。

決算サマリー

> 事業内容

◆ リアル事業の保険見直し本舗が成長ドライバー

ウェブクルー (以下、同社) は、Web 上で比較サイト「ズバット」を運営するほか、生命保険代理店「保険見直し本舗」などのリアル事業 (実店舗) を展開する。同社の収入源は、比較サイトで集客した見込み客をクライアント (顧客企業) に紹介して得る送客手数料収入やサイト広告料収入のほか、見込み客を実店舗で取り込むリアル事業売上げや販売手数料収入などである。

集客ツールの比較サイトは生命・損害保険や引越し、車買取り、住宅ローンなど、日常生活に関連する多様な比較サービスを提供している。メニュー充実で集客力を高め、送客手数料収入や広告料収入を拡大させる方針である。

リアル事業は保険見直し本舗を主力に、損害保険代理店や車買取り・中古車販売などを展開している。その他、コールセンターを活用した光回線販売や太陽光発電販売などを立ち上げ、比較サイトで集客した見込み客を取り込むべくリアル事業の領域を拡充させている。

事業セグメントは保険代理店を営む保険サービス事業、引越し比較サイトとコールセンター営業などの生活サービス事業、車買取り比較サイトと中古車販売の車関連事業、Web 広告のメディアレップ事業、中国火鍋専門店を展開するフード事業、保有不動産と開発を行う不動産事業、住宅ローン比較サイトなどの住宅関連事業、老人ホームの紹介や「たのめーる」FC などのその他事業の 8 事業。事業領域が多岐にわたるなか、保険サービス事業の保険見直し本舗が同社の成長を牽引している。

> 決算概要

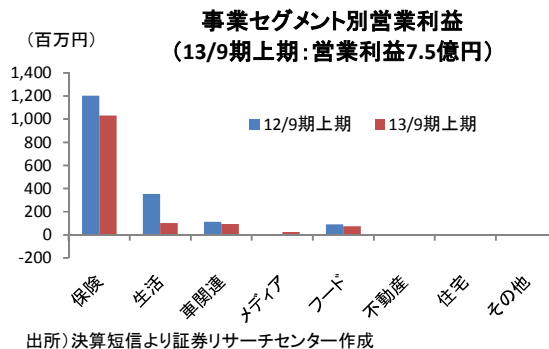
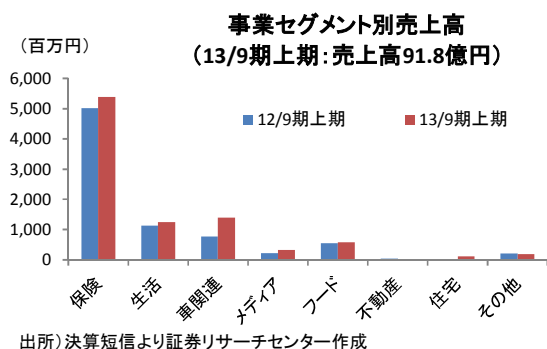
◆ 13/9 期第 2 四半期累計期間は 24.4% 営業減益

13/9 期第 2 四半期累計期間は売上高が前年同期比 15.8% 増の 91.8 億円、営業利益は同 24.4% 減の 7.5 億円となった。売上面では 12 年 1 月に買収した車関連事業の中古車輸出 (アガスタ社) が上乗せされたほか、保険サービス事業も保険見直し本舗の新規出店 (12 年 9 月末 156 店舗→13 年 3 月末 163 店) と TV 広告効果等で堅調に推移した。その他、住宅ローン比較サイトも提携金融機関からの住宅ローン乗換え成功報酬が増加した。

利益面では子会社買収で人件費が増加したうえ、TV 広告などのマーケティングコストや各比較サイトにおけるメディア費用の増加が利益を圧迫した。

12 年 10 月に損害保険代理店収入と送客手数料及び広告収入の拡大を図る目的で SBI ホールディングス (8473 東証一部) と資本・業務提携を結んだが、第 2 四半期累計期間中の業績への寄与の開示はなく、

定量的に把握できなかつたようだ。また、13年1月に中古車買取り大手で取引先でもあるカーチスホールディングス(7602 東証二部)と車関連事業の成長を加速させるため資本・業務提携を結んだが、その効果は当期には具現化していない。



> 業績見直し

◆ 会社は期初の13年9月期予想を減額修正

会社は第2四半期決算をふまえ、期初に公表した13/9期予想を見直し、売上高を200.0億円→190.0億円(前期比16.4%増)、営業利益は24.0億円→20.0億円(同12.5%増)に減額修正した。

この主な要因は、

- 1) 保険サービス事業の保険見直し本舗において、保険会社から受け取る預金型保険の新規獲得インセンティブ料率が引き下げとなったこと。
- 2) 生活サービス事業の比較サイトにおいて、大手検索エンジンのアルゴリズム変更に対応するためのサイト回収費用及び広告宣伝費を積み増したこと。

などである。なお、現段階でSBIホールディングス並びにカーチスホールディングスとの資本・業務提携による具体的なシナジー等は公表されていない。

◆ 証券リサーチセンターも業績予想を減額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)も、保険見直し本舗におけるインセンティブ料率の引き下げと、比較サイトのメディア費用増加による収益性悪化を受け、前回レポート(13年1月発行)の業績予想を見直した。13/9期予想は売上高200.7億円→181.5億円(前期比11.2%増)、営業利益24.0億円→20.0億円(同12.5%増)に減額修正した。

14/9期予想並びに15/9期予想も同様の理由で見直したが、SBIホールディングス及びカーチスホールディングスとの資本・業務提携による具体的なシナジー効果については会社が公表を控えているため、現段階で当センターの業績予想に織り込んでいない。

事業セグメント別修正業績予想

(百万円)

	11/9期	12/9期	13/9期		14/9期		15/9期	
			旧E	新E	旧E	新E	旧E	新E
売上高	11,284	16,327	20,070	18,150	22,680	20,050	25,280	22,150
保険サービス	7,746	10,100	13,000	10,800	15,000	12,200	17,000	13,700
生活サービス	1,389	2,058	2,600	2,200	2,900	2,400	3,200	2,600
車関連	394	2,279	2,500	2,900	2,700	3,200	2,900	3,500
メディアレップ	641	489	500	600	500	500	500	500
フード	724	884	950	950	1,000	1,000	1,050	1,050
不動産	101	77	60	50	60	50	60	50
住宅関連	7	58	60	250	120	300	170	350
その他	276	379	400	400	400	400	400	400
営業利益	1,165	1,777	2,400	2,000	3,080	2,300	3,660	2,600
保険サービス	1,510	2,373	2,700	2,300	3,600	2,600	4,600	4,600
生活サービス	633	622	750	300	800	330	850	850
車関連	135	219	250	200	260	250	270	270
メディアレップ	-82	16	10	50	10	50	10	50
フード	-20	60	20	60	20	65	20	70
不動産	-43	-13	-10	0	-10	0	-10	0
住宅関連	-5	-29	20	20	40	40	60	60
その他	53	1	-10	0	-10	0	-10	0
消去	-1,014	-1,473	-1,330	-930	-1,630	-1,035	-2,130	-1,150

出所) 決算短信より、証券リサーチセンター作成、Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆安定配当が基本

同社の株主還元策は、将来の事業展開と経営体質の強化に必要な内部留保を確保しつつ、配当性向等の具体的な数値は公表しないものの安定配当の継続を基本としている。

13/9期の会社配当予想は、中間配と期末配の計20円配の見通し。これは12/9期の年15円配(分割調整後)に対し、5円増配となる見通しである。当センターは業績予想を基に、中期的に年2円程度の増配が可能と予想する。

> 株価バリュエーション

◆フェアバリューはPER10倍前後を推察

保険サービス事業と比較サイトを営む同業他社に比べて、同社の株価バリュエーションは低評価となっている。この要因として、営業利益率が他社比較で見劣りすることと、SBIホールディングスを引受先にした額面15億円の株予約権付社債(行使価格710円)が潜在株式として意識されるためと考えられる。

以上から、同社のフェアバリュー水準は、現状の今期予想基準PER10倍前後が妥当と推察される。

同業他社とのバリュエーション比較

	ウェブクルー	アドバンスクワイート	カカコム
株価(円)	515	995	2,993
今期予想基準PER(倍)	10.6	15.5	39.9
実績基準PBR(倍)	2.5	2.7	17.8
今期配当予想	20.0	40	-
今期予想基準営業利益率	11.0%	18.4%	48.9%
今期予想基準配当利回り	3.9%	4.0%	-
時価総額(億円)	105	109	3,423

出所)各社決算短信より証券リサーチセンター作成

注)ウェブクルーは証券リサーチセンター予想、その他は会社予想。株価は6/21終値

> 今後の株価見通し

◆中期的な適正株価水準は710円前後を想定

上記妥当PER水準に当センターの15/9期予想EPS70.8円を当てはめると、同社の中期的な適正株価は710円前後と想定される。

本レポートの特徴

■ 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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

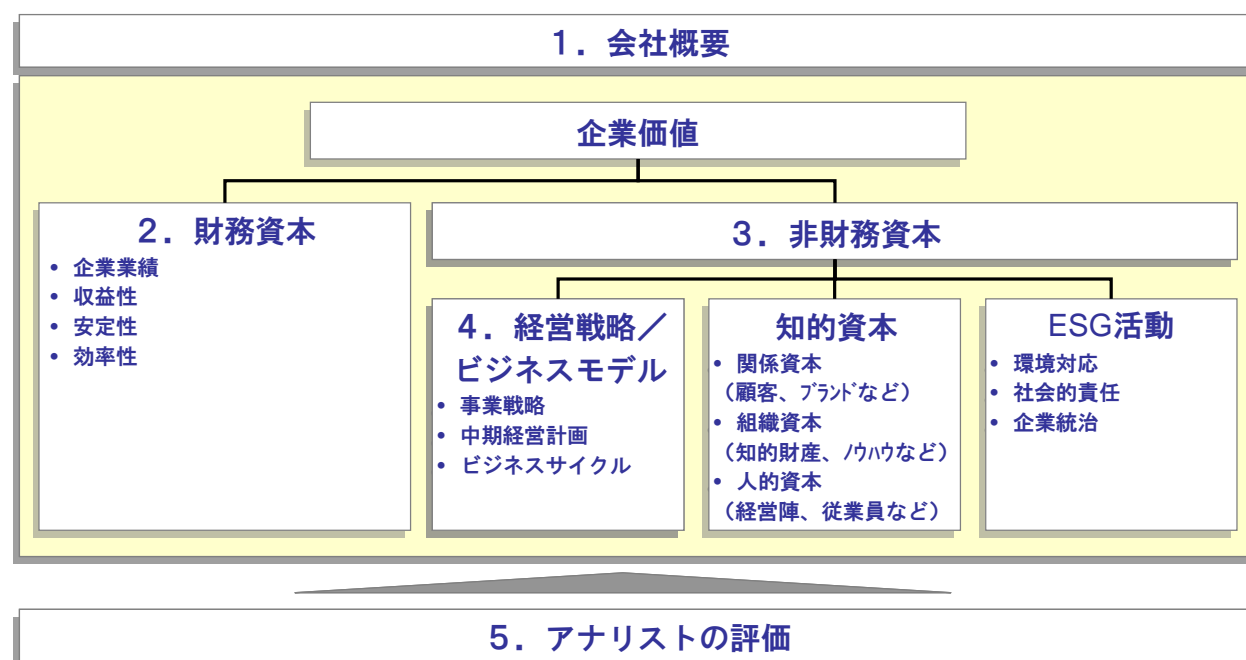
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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、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。