

# ホリスティック企業レポート

## ZUU

### 4387 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート

2018年6月26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 20180625

ZUU (4387 東証マザーズ)

発行日:2018/6/26

金融メディア「ZUU online」を運営する IT サービス企業  
金融機関等の情報発信サイトを構築・運営しフィンテック化を支援する

アナリスト:小枝 善則 +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

【4387 ZUU 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)
2017/3	729	-	-15	-	-15	-	-46	-	-	15.8	0.0
2018/3	944	29.5	71	-	70	-	44	-	27.0	297.7	0.0
2019/3 予	1,170	23.9	171	139.3	151	116.4	103	130.2	51.5	-	0.0

- (注) 1. 18/3期の監査は未了。19/3期の予想は会社予想  
2. 2018年4月29日付で1:10の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正  
3. 17/3期のBPSは自己資本から優先株式に相当する分を控除して計算。優先株式は18年3月14日に消却

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 6,550円 (2018年6月22日)	本店所在地 東京都目黒区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,036,740株	設立年月日 2013年4月2日	野村證券
時価総額 13,341百万円	代表者 富田 和成	【監査人】
上場初値 5,550円 (2018年6月22日)	従業員数 52人 (2018年4月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 1,600円	事業年度 4月1日～翌年3月末日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 6月	

> 事業内容

◆ 金融メディア「ZUU online」を運営

ZUU(以下、同社)は13年4月に設立された金融特化型のメディア「ZUU online」を運営するITサービス企業である。18/3期のサービス別販売高の構成比をみるとメディア・サービスが35.5%、フィンテック化支援サービスが64.0%、その他が0.5%となっている(図表1)。

【図表1】サービス別販売高

サービス別	17/3期		18/3期	
	販売高 (百万円)	構成比 (%)	販売高 (百万円)	構成比 (%)
メディア・サービス	322	44.3	335	35.5
フィンテック化支援サービス	393	54.0	604	64.0
その他	12	1.7	4	0.5
合計	729	100.0	944	100.0

(出所) 届出目論見書、開示資料を基に証券リサーチセンター作成

(注1)フィンテックとはFinance(金融)とTechnology(技術)を組み合わせた造語であり「ICTを駆使した革新的、あるいは破壊的な金融商品・サービスの流れ」といった意味で用いられている

メディア・サービスでは富裕層をターゲットとした金融特化型のメディア「ZUU online」をはじめとして、経営者層向けにファイナンスやM&A等の情報を提供する「経営者online」、金融業界関係者向けに最新フィンテック<sup>注1</sup>のトレンド情報を提供する「FinTech online」、女性向けに金融・投資情報を提供する「DAILYANDS」などのメディアを介して得る報酬で構成されている。

これらのメディアは自社で開発・運営しているが、1)ターゲティング広告及び送客、2)スポンサード・コンテンツ、3)スポンサード・カテゴリ、4)HR支援及びその他などのサービスを提供し対価を受け取っている。

ターゲティング広告及び送客の対価は「ZUU online」などに掲載された広告の掲載料や自社で作成した記事を介してオンライン証券での口座開設に至った場合の成果報酬からなる。スポンサード・コンテンツは顧客企業向けに記事広告を作成して掲載することで得る収入である。

スポンサード・カテゴリは顧客企業に関連する特定のカテゴリや特集を掲載し、顧客企業から協賛金を得るものである。HR 支援及びその他は金融に特化したメディアであることを活かし、転職支援のサイト「ZUU CAREER」を通じた人材紹介などにより得る収入である。

またシンガポールの子会社においてもローカライズした「ZUU online」の運営を行い、日本と同様に現地の商業銀行や不動産、保険会社を顧客として事業を行っている。

一方、フィンテック化支援サービスは顧客企業の情報発信サイトを構築・運営しコンテンツの制作や集客及び購買に至るまでのコンサルティングなどを行い、その対価を受領するものである。

アクセンチュア社が公表している定義をみるとフィンテック企業とは「銀行業務やコーポレートファイナンス、キャピタルマーケット、財務データ分析、保険、決済や個人向けの財務管理等に関して様々なテクノロジーを提供する企業」となっており、同社の業務はこれらに直接該当するわけではない。

しかし、金融機関がフィンテックを活用し勝ち組となるためには、前段階としてインターネット上で潜在的顧客との接点をもつことが必須となる。同社は情報発信サイトを構築するだけでなく、そこを訪問したユーザーの関心を高め、金融機関がそうしたユーザーへの効率的な販促活動を行うコンサルティングを行うことで、顧客のフィンテック化を支援することにつながっている。

## > 特色・強み

### ◆ 特色のある金融特化型のメディアを運営

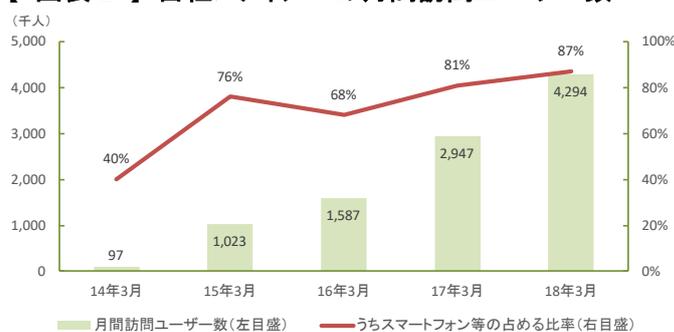
一般に金融メディアには、株式などの有価証券や外国為替証拠金取引 (FX) などを対象とした投資に関するものが多い。これらの金融商品は価格が日々刻々変動するのでトラフィックを稼ぎやすいという特徴があるが、一方でコンテンツの中身はタイムリーなニュースが中心となり陳腐化しやすい。

これに対して、同社が運営する「ZUU online」は金融商品にとどまらず、不動産、ローン、カーシェアリングなど幅広い分野を対象としており、同社の顧客は金融機関のみならず不動産会社などにも広がっている。

コンテンツもニュース的なものではなくコラムを掲載している。このため、コンテンツの陳腐化が起こりづらく、記事がメディアのなかに蓄積され、時の経過に従ってメディアの内容が充実してゆくという特徴がある。

このように内容が充実するに従って、メディアを訪問するユーザー数は増加を続けている(図表2)。なかでもスマートフォン等からの訪問者の比率が上昇傾向にあり、全体の伸びをけん引している。

【 図表 2 】 自社メディアへの月間訪問ユーザー数



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

また、同社は富裕層にターゲットを絞ってコンテンツを制作しているが18年4月時点の「ZUU online」の会員の属性をみると年収750万円以上の層が5割弱、世帯資産3,000万円以上の層が2割超を占めている(図表3)。

【 図表 3 】 「ZUU online」会員の属性

属性	ZUU onlineの訪問者
性別	男性が8割
年齢	30歳から60歳未満が7割強
年収	750万円以上が5割弱
世帯資産	3,000万円以上が2割超

(出所) 成長可能性に関する説明資料を基に証券リサーチセンター作成

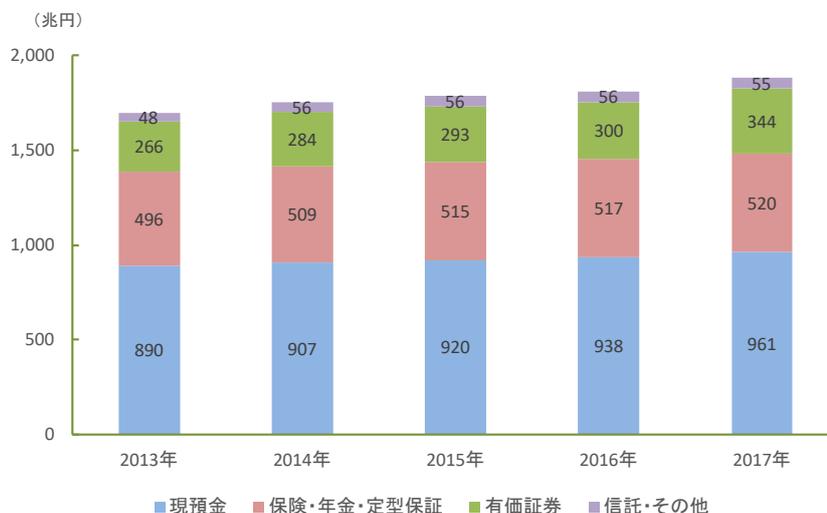
また、掲載するコラムに関しては、同社は分析・企画に徹し、実際の執筆は外部の専門家に依頼している。こうしたコンテンツの制作コストは同社の売上原価を構成するが、訪問するユーザーが増加するにつれて運用機関や出版社などから提供される無料のコラムが増加してきており、制作コストの抑制につながっている。

## > 事業環境

### ◆ メディアサービスは有望だが競争激しい

17年末の日本の個人金融資産残高は1,880兆円であり、ここ5年間をみても増加を続けている(図表4)。中長期的には高齢化の進展による減少要因が存在するが、当面は巨額の個人金融資産が積みあがっている状況に変化はないと考えられる。

【 図表 4 】 個人金融資産の推移



(出所) アクセンチュア社資料より証券リサーチセンター作成

また、個人金融資産の構成比をみると現状は現預金が50%強を占めている。この割合は近年も大きな変化がみられないが、低金利が続く中、資産形成・運用に対する関心は高いと推察される。一方で、金融商品は益々複雑さを増し、金融機関と個人との間に情報の非対称性が存在するため、同社が運営するような金融メディアに対する資産保有者からのニーズは高いと考えられる。

一方、金融機関からみても、顧客を開拓するにあたって、金融商品に関心をもつ富裕層をターゲットとするメディアを利用することで営業の効率性を高めることができる。

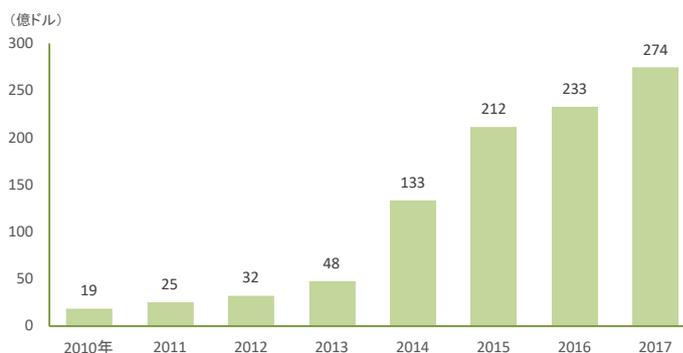
したがって同社が関わる市場は有望であると考えられるが、金融商品を扱ったメディアは多数あり、参入障壁も高いとは言えず、競争が厳しいと推定される。なお、同社が競合先として認識しているのは東洋経済やダイヤモンド、日経新聞などが運営している金融メディアである。

そうしたなかで勝ち組となるには同社が取り組んでいるようにニーズに沿った特色がある良質なコンテンツを揃え、メディアへの訪問者を増やすことであると考えられる。

#### ◆ フィンテック化支援サービスはストック型ビジネス

アクセンチュア社の調べでは17年の世界のフィンテックベンチャー企業への投資額は274億ドルにのぼっており、210年の調査開始以来、伸び続けている(図表5)。具体的にはオンライン融資、デジタル保険会社、デジタル決済などのスタートアップ企業などへ投資されているようである。

【 図表 5 】 世界のフィンテックベンチャー企業への投資額



(出所) 野村資本市場研究所の資料を基に証券リサーチセンター作成

また、日本の投資額は対 GDP 比で見ると米国や英国、インドなどの 30 分の 1 の水準にある。わが国の金融機関が最終的にどのような形でこうした技術やビジネスを取り込むのか未知数であるものの、世界の潮流の中で生き残りをかけて取り組まざるを得ない分野と考えられ、それとともに実際にフィンテックを通じた顧客の獲得を支援するフィンテック化支援サービスにも追い風が吹いていると考えられる。

こうしたなかで、顧客は一度開設したサイトを安易に閉鎖することはなく、フィンテック化支援サービスはストック型ビジネスとの見方ができる。また、金融機関の情報発信サイトを構築するには広告審査やファクトチェックなどコンプライアンス面からの制約が厳しいため、ノウハウが必要となり、それが参入障壁となっている。

＞ 業績

◆ 過去の業績

同社の過去 5 期間の業績推移をみると売上高は順調に拡大しているが、15/3 期及び 17/3 期に経常損失となっている(図表 6)。いずれも人材獲得のための投資を積極的に行ったためである。また、17/3 期は単独ベースでは 16 百万円の経常黒字を確保したが、連結決算を採用したため、シンガポールの子会社の赤字が計上されたことも響いた。

【 図表 6 】 業績の推移



(出所) 届出目論見書等を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年3月期

18/3期は「ZUU online」などの自社メディアへの訪問数が順調に伸びたうえ、フィンテック化支援サービスにおいて顧客企業数の増加が貢献し、全体の売上高は前期比 29.5%増の 944 百万円となった。

売上原価では外注費や広告運用費が増加したほか、販売費及び一般管理費(以下、販管費)においても事業の拡大に伴い人件費や業務委託費などが増えたが、増収効果が大きく営業利益は 71 百万円(17/3期は 15 百万円の赤字)の黒字を確保した。

◆ 19年3月期の会社計画

同社の19/3期計画は売上高1,170百万円(前期比23.9%増)、営業利益171百万円(同139.3%増)、経常利益151百万円(同116.4%増)、当期純利益103百万円(同130.2%増)となっている(図表7)。

【 図表 7 】 19年3月期の会社計画

	2018/3期		2019/3期		
	実績 (百万円)	構成比 (%)	会社計画 (百万円)	前期比 (%)	構成比 (%)
メディア・サービス	335	35.5	407	20.7	34.8
フィンテック化支援サービス	604	64.0	760	25.6	65.0
その他	4	0.5	3	-38.0	0.3
<b>売上高合計</b>	<b>944</b>	<b>100.0</b>	<b>1,170</b>	<b>23.9</b>	<b>100.0</b>
売上原価	257	27.2	299	16.4	25.6
販売費及び一般管理費	615	65.1	699	13.7	59.7
<b>営業利益</b>	<b>71</b>	<b>7.5</b>	<b>171</b>	<b>139.3</b>	<b>14.6</b>
経常利益	70	7.4	151	116.4	12.9
当期純利益	44	4.7	103	130.2	8.8

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

メディア・サービスではスポンサード・コンテンツこそ前期に計上した大型案件の一巡を織り込み減収を想定しているが、ターゲティング広告収入やスポンサード・カテゴリ、HR 支援などにおいて訪問者数や獲得件数の増加を見込み、同サービス全体の売上高は前期比 20.7%増の 407 百万円と予想している。

フィンテック化支援サービスでは月額報酬として受け取るサイトの運営支援などコンサルティングに関する単価を横ばいとし、件数について前期並みの獲得件数を想定している。一方で、離脱件数を保守的に見込み、同 25.6%増の 760 百万円と予想している。

売上原価は自社メディアの強化や新規顧客獲得に伴い、外注費や労務費の増加を見込み同 16.4%増の 299 百万円を想定している。また、販管費は外注費を業務効率化や内製化により削減する計画であるが、従業員増加による人件費や法定福利費の増加を織り込み、同 13.7%増の 699 百万円を見込んでいる。この結果、営業利益は同 139.3%増の 171 百万円を計画している。

## >経営課題/リスク

(注2) DMPとは Data Management Platformの略でサーバーや自社サイトに蓄積されているデータを一元管理、分析し広告配信などのアクションプランの最適化を図るプラットフォーム

### ◆ 人材確保が最大の課題

同社は成長戦略として、①フィンテック化支援サービスにおいて非金融業界の深耕により顧客規模を拡大させる、②DMP<sup>注2</sup>によるマーケティング、③金融特化型リクルーティングの成長、④有料会員化の4つを掲げている。

これらのうち①～③は需要の増加が見込まれ有望であると考えられる。また④については、より利便性が高いサービスの提供ができれば収益化が可能とみられる。しかし、いずれも特色のあるビジネスモデルやサービスの構築が必須となる。そのために現状以上に経営資源を投入し優秀な人材の確保・育成を図る意向をもっているが、この人材の確保が最大の経営課題と考えられる。

### ◆ リスクは訪問者数の伸びが鈍化すること

同社のビジネスの基盤を支えているのは「ZUU online」などの自社開発メディアや顧客の情報発信サイトへの訪問者数である。競合メディアの登場やグーグル等の検索エンジンのアルゴリズム変更によって、訪問者数が伸びなくなった時、同社の収益成長が鈍化する可能性がある。

【 図表 8 】 財務諸表

損益計算書	2016/3		2017/3		2018/3	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	335	100.0	729	100.0	944	100.0
売上原価	63	18.8	165	49.3	257	76.7
売上総利益	272	81.2	564	77.4	686	72.7
販売費及び一般管理費	265	79.1	579	79.4	615	65.1
営業利益	6	1.8	-15	-	71	7.5
営業外収益	10	-	0	-	0	-
営業外費用	3	-	0	-	2	-
経常利益	14	4.2	-15	-	70	7.4
税引前当期純利益	14	4.2	-52	-	70	7.4
当期純利益	9	2.7	-46	-	44	4.7

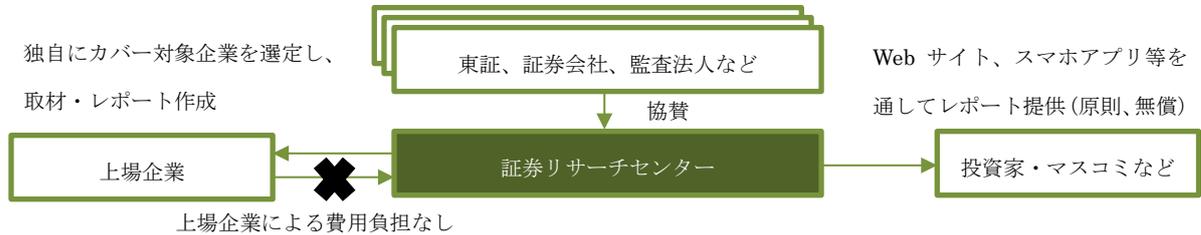
貸借対照表	2016/3		2017/3		2018/3	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	527	83.0	583	88.1	651	89.8
現金及び預金	418	65.8	449	67.8	496	68.4
売上債権	98	15.4	118	17.8	136	18.8
棚卸資産	0	-	0	-	0	-
固定資産	108	17.0	78	11.8	73	10.1
有形固定資産	20	3.1	20	3.0	16	2.2
無形固定資産	43	6.8	-	-	0	0.0
投資その他の資産	45	7.1	58	8.8	57	7.9
総資産	635	100.0	662	100.0	725	100.0
流動負債	62	9.8	136	20.5	155	21.4
買入債務	3	0.5	8	1.2	25	3.4
固定負債	10	1.6	8	1.2	8	1.1
純資産	562	88.5	517	78.1	561	77.4
自己資本	562	88.5	517	78.1	561	77.4

キャッシュ・フロー計算書	2016/3	2017/3	2018/3
	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	-17	8	78
減価償却費	1	11	4
投資キャッシュ・フロー	-109	-8	-2
財務キャッシュ・フロー	453	30	-30
配当金の支払額	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	326	30	46
現金及び現金同等物の期末残高	418	449	496

(出所) 届出目論見書等を基に証券リサーチセンター作成

## 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)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(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  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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。