ホリスティック企業レポート
レントラックス
6045　東証マザーズ

フル・レポート
2015年8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 20150825

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

高成長を続けるインターネット広告市場で成果報酬型の広告サービス事業を展開
「クローズド型」のパートナーサイトの拡大に伴い業績を拡大

アナリスト：内山和也
+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

1. 会社概要

・レントラックス（以下、同社）は、主に成果報酬型広告サービス事業、検索連動型広告代行事業を展開している。
・同社の売上高の 87.8%を占める成果報酬型広告サービス事業は、登録サイトを「クローズド型」にすることでサイトの質を維持し、広告主、パートナーサイト双方にとって最大のメリットを提供していることが特徴である。

2. 財務面の分析

・収益の柱は成果報酬型広告サービス事業、検索連動型広告代行事業の 2 事業で、売上高の 96.6%を占める。
・13/3 期の第 4 四半期以降、パートナーサイト数を急速に拡大させたことで売上高が急拡大した。15/3 期の売上高は前期比 70.4%増の 3,625 百万円、営業利益は前期比 75.6%増の 279 百万円となった。

3. 非財務面の分析

・創業者であり代表取締役の金子氏は自動車の情報サイトを運営するカービューでメディア事業本部長として業績拡大に貢献した経歴を持ち、当時の経験や取引先関係が同社の成長の基礎となっている。
・同社は、他社との差別化策として、社員教育や福利厚生制度を充実させており、従業員の質の向上や人材の確保により同社の業績拡大を支えている。

4. 経営戦略の分析

・成果報酬型広告サービス事業は、パートナーサイトの拡大と共に比例的に売上高、営業利益が拡大していくビジネスモデルであり、同社の業績は今後も安定的に成長していくことが予想される。
・検索連動型広告代行事業は、成果報酬型広告サービス事業とのシナジーを最大限活用することで、今後も堅調に拡大していくと考えられる。

5. アナリストの評価

・同社最大の強みは、「完全成果報酬型」「クローズド型」のモデルにより、広告主、パートナーサイトの双方にメリットを提供できることである。
・証券リサーチセンターは、第 1 四半期の業績を踏まえ会社予想よりやや好調に推移していくと考える。16/3 期の売上高を前期比 50.9%増の 5,471 百万円、営業利益を同 53.4%増の 429 百万円と予想した。

【主要指標】

	2015/8/14
株価（円）	3,935
発行済株式数（千株）	2,572
時価総額（百万円）	10,122

	前期	今期	来期
PER（倍）	45.2	34.2	27.3
PBR（倍）	22.6	15.0	6.9
配当利回り（%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン（%）	25.3	76.3	-
対TOPIX	23.4	68.6	-

【株価チャート】

（注）相対株価は対 TOPIX、基準は 2015/4/24

【6045 レントラックス 業種：サービス業】

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）
2014/3		2,127	130.0	159	368.2	156	496.3	113	282.5	55.5	85.9	0.0
2015/3		3,625	70.4	279	75.6	269	72.4	178	57.0	87.1	173.6	0.0
2016/3	CE	5,319	46.8	370	32.5	354	31.5	237	33.0	99.1	-	0.0
2016/3	E	5,471	50.9	429	53.4	423	57.0	274	53.9	115.0	406.3	0.0
2017/3	E	7,489	36.9	599	39.8	597	41.3	388	41.3	162.6	568.9	0.0
2018/3	E	9,673	29.2	824	37.4	822	37.5	534	37.5	223.6	792.5	10.0

（注）CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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ず、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。

目次

1. 会社概要

- 事業内容
- ビジネスモデル
- 市場構造とポジション
- 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- 過去の業績推移
- 同業他社との比較

3. 非財務面の分析

- 知的資本分析
- ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- 今後の戦略
- 今後の業績見通し

5. アナリストの評価

- 強み・弱みの評価
- 経営戦略の評価
- 業績予想
- 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

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ず、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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ 急成長を続ける成果報酬型広告サービス事業者

レントラックス（以下、同社）は、主に成果報酬型広告[注1]サービス事業と検索連動型広告[注2]代行事業を展開し、15/3 期までの 2 期間で売上高が 3.9 倍の成長を続けている急成長企業である。

同社の第一の柱は成果報酬型広告サービス事業であり、15/3 期の売上高は 3,181 百万円で同社売上高の 87.8%を占めている。第二の柱である検索連動型広告代行事業は、連結子会社である株式会社エニシングが事業を展開しており、売上高 321 百万円で同社売上高の 8.9%を占める。

その他にもコンテンツ販売事業や媒体運営事業、パートナーサイト運営者向けセミナー事業（RANS 事業）、SEO 事業、人事考課システムの提供及び教育研修事業（RTMM 事業）、システム開発・海外進出支援事業を展開している。

注 1）アフィリエイトとも呼ばれる web サイト上の広告の仕組み。個人や法人のサイト上に広告を表示し、クリックされたり商品が購入された場合に、サイト保有者が広告料を受け取る。

注 2）リスティング広告とも呼ばれ、ヤフーやグーグルの検索結果の上部や右側に表示される広告。料金の設定は入札方式で決定され、掲載順位は入札価格と広告品質により決定される。

◆ 成果報酬型広告サービス事業のふたつの特徴

第一の柱として同社の事業拡大を牽引している成果報酬型広告サービス事業は同業他社に比して以下の 2 つの大きな特徴がある。

1. 完全成果報酬型
   他社にあるような初期費用や月額費用がかからない完全成果報酬型である。広告主に成果が承認された場合にのみ報酬を受領するビジネスモデルのため、広告主にとって費用対効果の高い広告出稿が可能となる。

2. クローズド型のパートナーサイト展開
   同社のパートナーサイトとして登録する為には、既存パートナーサイトからの紹介、アフィリエイト塾[注3]などからの紹介、または同社からの営業がなければ登録できない仕組みとなっている。これにより、不正なクリックによって利益を稼ぐ悪質なアフィリエイターを排除することができ、広告主に対して質の高い優良な顧客を送客することができる。

注 3)アフィリエイトによって稼ぐためのノウハウを提供する WEB 形式の塾。数多くのアフィリエイターが集まるため、パートナーサイト拡大の効率が高い。

同サービスの売上高の源となる登録パートナーサイト運営者数は、月間約 350 名のペースで増加しており、15/3 期末時点で 9,611 名、15 年 6 月末時点では 10,961 名となり、現在も堅調に拡大を続けている。

◆ 第二の柱は検索連動型広告代行事業

同社は、完全子会社であるエニシングを中心に、検索連動型広告の代理店事業を展開している。検索広告事業会社であるヤフー社、グーグ

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ず、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。

ル社の正規代理店となっており、「Yahoo!プロモーション広告」「Google Adwords」を中心に広告の取次代理を行っている。

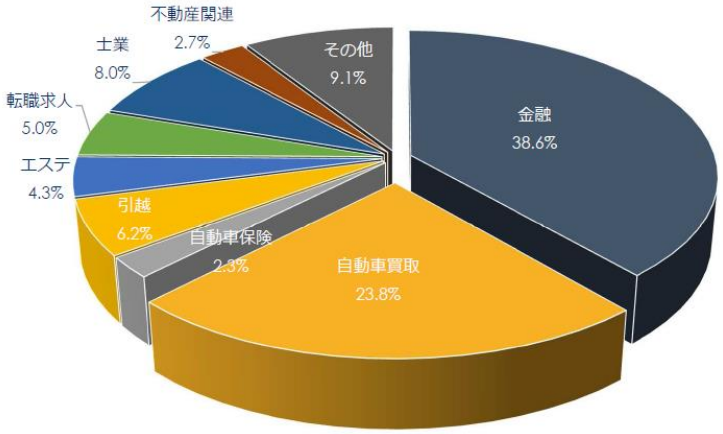
13/3 期に本格的に事業を開始し、開始初年度は 3 百万円の売上高であったが、成果報酬型サービス事業とのシナジーを最大限発揮し、取引関係を持っていた広告主を中心に営業を強化したことから 15/3 期には 321 百万円の売上高を稼ぐまでに急成長した。

◆ 主な広告主は金融と自動車買取で売上高の 6 割以上を占める

同社の売上を広告主の業種別に分解すると、キャッシングやクレジットカードの発行する金融のサイトの売上が 38.6%と最大の割合を占める（15/3 期）。その次に大きい割合を占める広告主は 23.8%を占める自動車買取であるが、創業社長である金子英司氏の前職であるカービュー時代の取引関係を生かして開拓された取引先である。

その他は士業（弁護士、税理士の紹介など）8.0%や引越 6.2%、転職求人 5.0%、エステ 4.3%、不動産関連 2.7%、自動車保険 2.3%と続いている。同社はこれら金融、自動車買取以外の割合を拡大させていく方針で、金融、自動車買取以外の割合は 14/3 期の 26.0%から 15/3 期には 37.6%にまで拡大している。

【 図表１ 】業種別広告主の売上高



（出所）レントラックスの決算説明資料

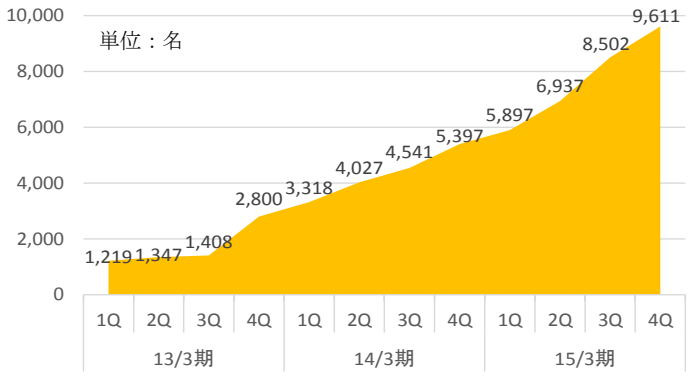
◆ パートナーサイトの拡大に伴い売上は順調に拡大

成果報酬型広告サービス事業は、パートナーサイトのトラフィックに比例して収益が拡大する安定的なビジネスである。この為、同社は 13/3 期の第 4 四半期からパートナーサイト数の拡大に注力し、外部のアフィリエイト塾（稼ぐノウハウを提供する web 上の塾）との提携や積極的なリクルーティング活動によりパートナーサイト数は月間

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ず、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。

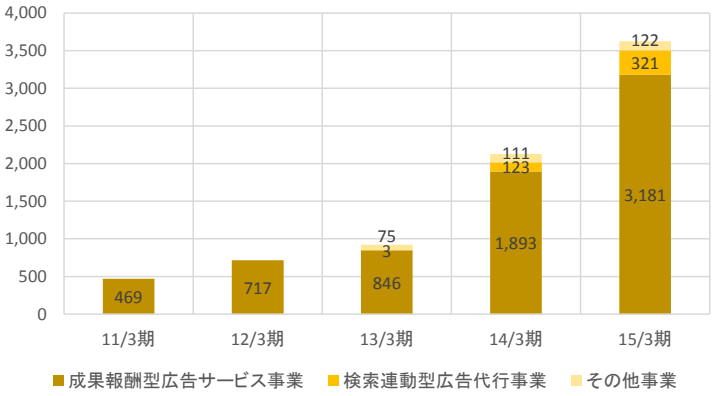
350 名のペースで増加しており、これに伴って売上高も順調に拡大している（図表 2、3）。

【 図表 2 】パートナーサイト運営者数の推移（単位：名）



（出所）レントラックスの決算説明資料

【 図表 3 】事業別の売上高推移（単位：百万円）



（出所）レントラックスの決算説明資料

＞ ビジネスモデル

◆ 高成長を支える Win-Win-Win のビジネスモデル

同社の成果報酬型広告サービス事業の特徴は、広告主が広告の成果を認めて初めて報酬が支払われる「完全成果報酬型」であること、同社が定める基準に合致するサイトのみがパートナーとして認められる「クローズド型」であること、の 2 点であるが、このビジネスモデルにより、同社だけでなく、広告主、パートナーサイトそれぞれにメリットの高い Win-Win-Win のビジネスモデルを実現している。

1. 広告主にとってのメリット：初期費用、月額利用料の固定費がなく、広告主にとっての成果が発生した場合にのみ費用が発生するモデルの為、費用対効果の高い広告出稿が可能となる。また、同社がパートナーサイトを厳選し、優良サイトにのみ広告

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ず、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。

を掲載するクローズド型であることで、集客力が高く、かつ不正のないサイトにのみ広告を出稿できる為、高い成果が期待できる。

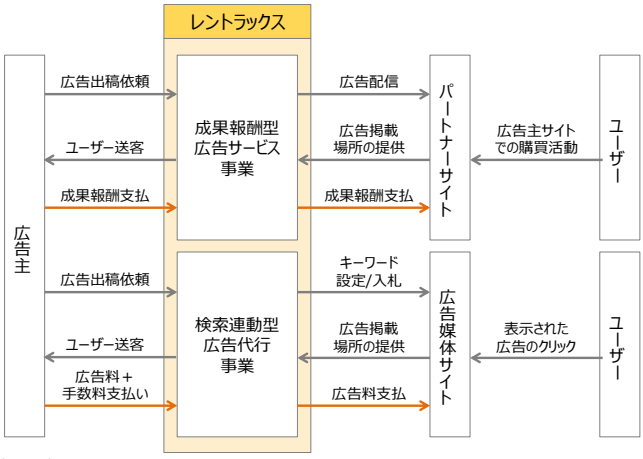
2. パートナーサイト運営者にとってのメリット：同社がサイトを厳選し、同社とパートナーサイト間で良好な関係を築き上げていることで、パートナーサイトは高い成果報酬が期待できる広告案件の情報等、優良な情報を得る機会が多くなる。また、同社はパートナーサイトに対する成果報酬を他社より高い水準で設定している為、パートナーサイトはより高い報酬を得ることができる。その結果、一般的なアフィリエイターの収入が 3,000 円/月と言われる中、同社のパートナーとして登録するアフィリエイターの平均収入は約 30,000 円/月[注4]と、10 倍の報酬が期待できるアフィリエイトサービスとなっている。

注 4）15/3 期の期中平均のパートナーサイト運営者数 7,504 名に対し、同期の成果報酬型広告サービス事業の売上原価 2,671 百万円より、一人当たりの収入は 356 千円/年と推定した。

◆ 成果報酬型広告サービスと検索連動型広告代行事業のシナジー

同社は成果報酬型広告サービス事業の他、第二の柱として、検索連動型広告代行事業を、子会社のエニシングを中心に展開している。成果報酬型広告サービス事業で築き上げた広告主との良好な関係を最大限活用し（図表 4）、検索連動型広告代行事業の取引先を拡大することで売上高を急速に拡大させ、事業開始から 3 期目で 321 百万円の売上高にまで拡大させている。

【 図表４ 】レントラックスのビジネスモデル



（出所）レントラックスの 15/3 期決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 人材育成に力を入れることで持続的な成長を堅持

同社は、少人数で高成長を遂げる企業においては、社員の質の向上が企業の成長に直結すると考え、他社と比較しても特徴のある社員教育、福利厚生の充実を挙げている。英会話教室の費用補助や海外研修、キンドルによる書籍代金の補助などの教育研修の機会の提供だけでな

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ず、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。

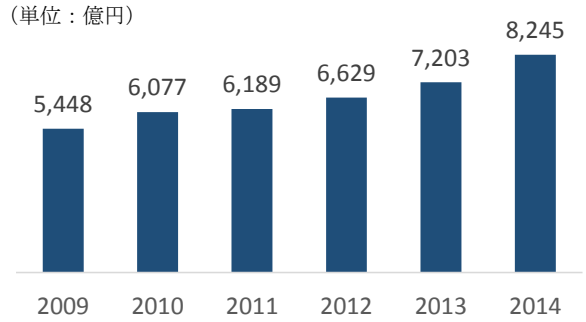
く、リフレッシュルームの提供、月に一回のマッサージ代金の補助など、社員がストレスなく快適に働くことのできる環境を提供している。

＞ 市場構造とポジション

◆ インターネット広告の媒体市場規模は 8,000 億円超に拡大

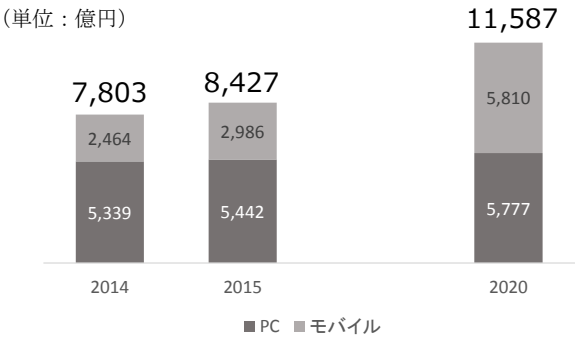
同社が事業を展開するインターネット広告市場規模は毎年 10%増のペースで拡大を続けており（図表 5）、今後も堅調に拡大を続けていくものと考えられる。今後はスマートフォンデバイスが市場拡大をけん引し、2020 年には PC 媒体を逆転し、合計で 1.1 兆円規模にまで拡大するとの予測もある（図表 6）。

【 図表 5 】インターネット広告市場規模（媒体費）



（出所）電通「日本の広告費」

【 図表 6 】媒体別のインターネット広告費



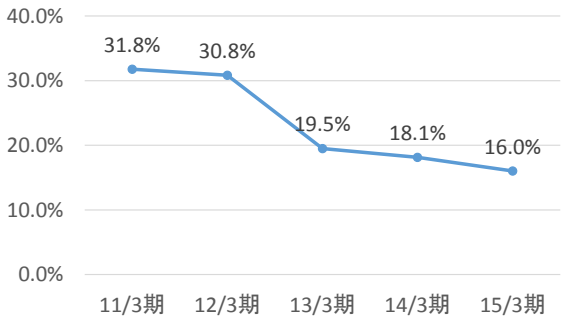
（出所）野村総合研究所「国内の ICT 市場規模予測（2014）」

◆ 年々競争が激化し、売上総利益率は低下傾向

同社の主要事業である成果報酬型広告の市場は、年々競争が激化しており、当事業の原価である、アフィリエイターに支払う成果報酬の割合が年々高くなってきている。同社の成果報酬型広告サービス事業の売上総利益率は、11/3 期には 31.8%であったが、13/3 期に 19.5%へ、15/3 期には 16.0%にまで低下している。一方で、上場している主要な成果報酬型広告サービス事業を展開する競合他社と比較すると、それ以外の事業による収益も含まれるため、一様には比較できないが、同社の売上総利益率は、比較的低い水準である。これは、アフィリエイターに対し、より高い報酬を還元しているためであると考えられる。

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ず、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。

【 図表 7 】成果報酬型広告サービス事業の売上総利益率



（出所）レントラックスの決算発表資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】競合他社との売上総利益比較

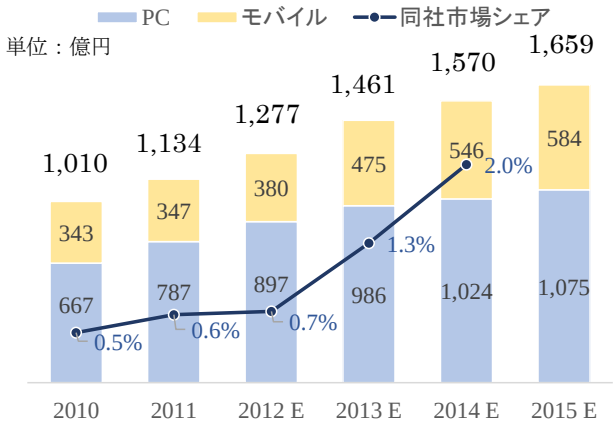
企業名	決算期	売上高（百万円）	売上総利益（百万円）	売上総利益率
レントラックス	15/3期	3,625	644	17.8%
バリューコマース	14/12期	13,373	3,955	29.6%
インタースペース	14/9期	16,788	3,312	19.7%
ファンコミュニケーションズ	14/12期	31,990	10,331	32.3%
セプテーニHD	14/9期	54,345	10,141	18.7%

（出所）各社決算発表資料より証券リサーチセンター作成

◆ アフィリエイト市場規模は 1,659 億円、同社のシェアは 2%弱

同社の主力事業である成果報酬型広告サービス事業の市場規模は、毎年 10%増前後で拡大しており、少し古い資料ではあるが 15 年には 1,659 億円に達すると予想されている（図表 9）。この内、同社の市場シェアは 1.9%と推定され、同市場におけるシェアの拡大余地が非常に大きいことがうかがえる。

【 図表 9 】成果報酬型広告サービスの市場規模・市場シェア推移



（出所）株式会社矢野経済研究所「アフィリエイト市場に関する調査結果 2012」及びレントラックス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

◆ 同社サービス利用者の満足度は非常に高い

アフィリエイトマーケティング協会が毎年実施している、「アフィリエイトプログラムに関する意識調査 2015」によれば、各社サービス利用者の利用満足度の評価において、「とても満足」と答えた利用者の割合では同社サービスが第 2 位の評価を得た。評価されたポイントは、「稼ぎやすい広告や、自分にとって稼げる広告が多い」、「専属担当者の対応が良い」、「実施している広告の報酬単価」という回答が多く、独自性のあるビジネスモデルによりアフィリエイターへ、より大きいメリットを還元できていることが評価されている。

また、主要なアフィリエイターに対しては、金子社長自ら、年に 1 回程度の面談を実施し、情報収集を行っている。このようにアフィリエイターとの良好な関係を築いていることが、同社の持続的な成長を支えている。

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ず、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。

＞ 沿革と経営理念

◆ 05 年設立のベンチャー企業

同社の代表取締役である創業社長の金子氏は、システムインテグレーターのＴＫＣで技術職と営業職を経て、自動車の情報サイトを運営するカービューに転職した。その後 3 年でメディア事業本部の本部長に昇進し、年間 10 億円を超える売上高に成長させた経歴を持つ。カービュー時代に築き上げた良好な人間関係が同社との取引にも発展し、立ち上げ初期の同社の成長を支えてきた。今現在でも同社売上高の 24.8%を自動車買取の広告が占めている。

金子氏は 05 年に独立し、同社の前身である株式会社コエルを設立。06 年 1 月に社名を現在のレントラックスに変更した。レントラックスの社名は、「Rental Tracking System」の頭文字を取った造語である。同年に成果報酬型広告サービス事業の営業譲渡を受け、同サービスの提供を開始した。その後、07 年 8 月にエニシングの前身であるクオリュクス＆パートナーズを設立し、08 年 3 月には外国為替証拠金取引（FX）事業を運営する NDC オンライン株式会社（現株式会社セブンインベスターズ）の全株式を取得し子会社化するなど、多角的な経営に乗り出した。セブンインベスターズについては、09 年 8 月に全株式を売却している。

09 年 12 月には、第二の柱となる検索連動型広告代行事業を開始し、業績を拡大させている。12 年 3 月にシステム開発及び海外進出支援事業を行う目的で 100%子会社として、ベトナムのホーチミンに RENTRACS VIETNAM CO.,LTD を設立した。

13/3 期の第 4 四半期以降、成果報酬型広告サービス事業におけるパートナーサイトの拡大により業績を急拡大させ、15 年 4 月にマザーズに上場した。金子氏は、同社にとっての上場は、あくまでビジョンを達成させるための手段に過ぎないと考えており、「日本初の世界に通用するインターネットメディアを創る」という同社のビジョン達成に向け、新しいビジネスを仕掛けていく方針である。

◆ 「人々に適切な情報を提供し、便利さを提供する」

同社の経営理念は、「インターネットを駆使し、人々に適切な情報を提供し、便利さを提供する」ことである。同社の主要事業である成果報酬型広告サービス事業は、パートナーサイトを訪れるインターネットユーザーに対し、人々のニーズにマッチした広告を提供することで、ユーザーと広告主のニーズをマッチングさせ、快適な生活を支援している。同社は今後 3~5 年は、主要事業である成果報酬型広告サービス事業と検索連動型広告代行事業の 2 事業に注力する方針であるが、並行して新たなビジネスを模索している。

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ず、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。

同社の経営方針は、「信念・責任感・謙虚さ・スピード・実行力をモットーに、同社に関わる全ての人々を成長させ、幸せにする手法を探求し、提供する」ことである。その表れとして広告主、パートナーサイト、それを利用するインターネットユーザー、同社の社員、全てのステークホルダーに対してメリットのあるビジネスモデルや環境を築き上げている。

また、同社は、同社で働くうえでの行動指針となる、五ケ条を定めている。

- 信念（人生一度きり、精一杯生きよう。）
- 責任感（常に周りを意識し、信頼を勝ち取ろう。）
- 謙虚さ（傲慢にならず周りに生かされている事を意識しよう。）
- マッハスピード（自分ひとりが頑張っているわけではない。周りに負けないスピードで対応しよう。）
- 実行力（考えるのも重要だが、実行力が伴わなければ意味がないことを認識しよう）

さらにこの五ケ条を、より具体的な行動に落とし込んだ十五則も定めており、従業員全員の共通認識として根付いており、同社の成長を支えている。

◆ 創業社長の金子氏が 71.2%の筆頭株主

15/3 期末時点の筆頭株主は、創業社長の金子氏（1,460 千株、保有比率 71.22%）であり、同社の経営の意思決定に多大な影響力を持っている。ベンチャーキャピタルであるジャフコ V2 共有投資事業有限責任組合が 14.88%、投資事業組合オリックス 11 号が 9.76%、ジャフコ V2－W 投資事業有限責任組合が 1.46%、同社の取締役管理部長である椙尾氏が 0.98%、ジャフコ V2－R 投資事業有限責任組合が 0.73%、同社の監査役である山本氏が 0.49%、同社の取締役メディア事業部長である横山氏が 0.24%、同社の従業員である細井氏が同じく 0.24%を保有している（図表 10）。

【 図表 10 】大株主の状況（2015 年 3 月 31 日現在）

金子英司	71.22%
ジャフコV2共有投資事業有限責任組合	14.88%
投資事業組合オリックス11号	9.76%
ジャフコV2－W投資事業有限責任組合	1.46%
椙尾幸介	0.98%
ジャフコV2－R投資事業有限責任組合	0.73%
山本賢志	0.49%
横山早苗	0.24%
細井雅美	0.24%

（出所）レントラックスの有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

◆ 取締役４名、監査役３名体制

同社の取締役会は４名で構成されている。創業社長の金子英司氏の他、TKC 時代に金子氏の同期であった椙尾幸介氏が取締役管理部長を務め、カービュー時代に取引関係のあった横山早苗氏が取締役メディア事業部長を務めている。また、社外取締役に株式会社イグニディアの代表取締役社長を務める河嶋茂氏を置き、コーポレートガバナンスの強化を図っている。

同社の監査役会は３名で構成されており、常勤監査役として株式会社ニチロサンフーズ（現ヤヨイサンフーズ）の常務取締役営業本部長を務めた織茂俊六氏を、非常勤監査役として TCK 時代の同期で、その後新日本監査法人やあずさ監査法人等での勤務経験を持つ公認会計士の山本賢志氏、カービューの代表取締役社長であった大西正義氏の２名を置いている。

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ず、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。

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ パートナーサイトの拡大により売上高は 2 期で 3 倍に拡大

同社が業績を公表している 11/3 期以降の売上高を見ると、パートナーサイトをそれまでよりもより積極的に拡大させる方針に転換した 13/3 期の第 4 四半期以降、売上高は急速に拡大している（図表 3）。アフィリエイト塾（稼ぐノウハウを提供する web 上の塾）との提携により、意欲のある良質なパートナーサイト運営者を効率的に開拓できるスキームを安定的に運用し、15/3 期末時点でもパートナーサイト運営者数は月間 350 名のペースで順調に拡大している。

◆ 15 年 3 月期の営業利益は 75.6%増

パートナーサイト運営者の継続的な拡大により、パートナーサイトは 14/3 期末の 5,397 名から 15/3 期末には約 1.8 倍の 9,611 名にまで拡大した。これにより 15/3 期の売上高は前期比 70.4%増の 3,625 百万円となった。

売上総利益率については、先に課題として挙げたとおり低下傾向にあり（図表 7）、14/3 期の 20.2%から 15/3 期には 17.8%と 2.4%ポイント低下した。

販売費及び一般管理費の売上高比率は、売上高の拡大に伴い低下傾向にあり、これにより営業利益率は 14/3 期の 7.5%から 0.2%ポイント改善し、15/3 期は 7.7%となった（図表 11）。

【 図表 11 】主な業績の推移

決算期		13/3期	14/3期	15/3期
売上高	百万円	924	2,127	3,625
売上総利益	百万円	223	430	644
営業利益	百万円	34	159	279
経常利益	百万円	26	156	269
当期純利益	百万円	29	113	178
純資産	百万円	62	176	355
総資産	百万円	397	745	1,210
自己資本比率	%	15.7	23.6	29.4
自己資本利益率	%	63.3	95.5	67.1
売上総利益率	%	24.1	20.2	17.8
売上高営業利益率	%	3.7	7.5	7.7
従業員数	人	21	22	32
一人当たり売上高	百万円	44	97	113

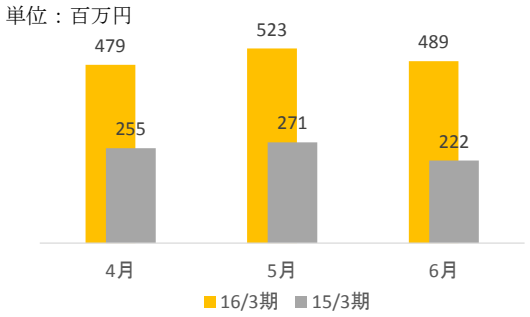
（出所）レントラックスの有価証券報告書、及び有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

◆ 16 年 3 月期第 1 四半期の売上高は前年同期比倍増

同社の公表している月次速報では、第 1 四半期が経過した 6 月末時点で、パートナーサイト数が前年 6 月末比で 85.9%増の 10,961 名、これにより売上高も順調に拡大しており、4 月度は前年同月比 87.8%増の 479 百万円、5 月度は同 93.0%増の 523 百万円、6 月度は同 120.3 %増の 489 百万円、第 1 四半期累計で前年同期比 99.3%増の 1,491 百万円となっている（図表 12）。

【 図表 12 】16 年 3 月期の第 1 四半期の月次速報売上高



（出所）レントラックス月次速報より証券リサーチセンター作成

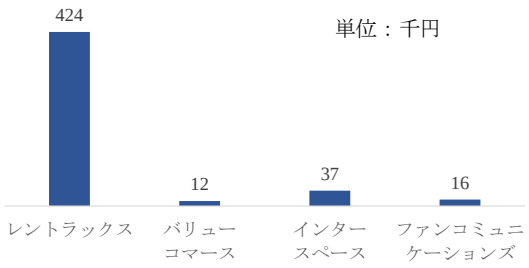
＞ 同業他社との比較

◆ サイト当たり売上高の高さが最大の特徴

成果報酬型広告サービス事業の競合先として挙げられる企業は、バリューコマースアフィリエイトを運営するバリューコマース（2491 東証一部）、アクセストレードを運営するインタースペース（2122 東証マザーズ）、エーハチネットを運営するファンコミュニケーションズ（2461 東証一部）などが挙げられる。

これら同業他社の中にあって、同社の最大の特徴は、パートナーサイト運営者当たりの売上高の高さにある。各社が公表しているパートナーサイトに関する指標は、レントラックスとインタースペースが運営者数、バリューコマースとファンコミュニケーションズがサイト数と違いがあるものの、同社のパートナーサイトの登録がクローズドであることで、運営者数が他社の約 50～200 分の 1 と非常に少ない点に大きな特徴がある。その一方でパートナー1 名当たりの売上高は 424 千円と、他社と比較して数十倍の水準である（図表 13）[注 5]。

【 図表 13 】パートナーサイト運営者当たりの売上高



（出所）各社決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

注 5）各社が決算説明会資料などで公表している。登録サイト数や運営者数（レントラックス、インタースペースは運営者数、バリューコマース、ファンコミュニケーションズはサイト数）に基づき、各社の売上高を割ることで算出した。

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ず、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。

◆ 高い成長性と収益性に注目

同社は、売上高の規模こそ同業他社に劣るが、3 年平均の売上高成長率は 71.9%と群を抜いている（図表 14）。インターネット広告市場が毎年 10%前後で拡大していることを考慮しても、同社の成長性は驚異的であり、同市場でのシェアを着実に拡大している。

また、自己資本利益率、総資産経常利益率、従業員一人当たり売上高においても、同業他社と比較して高い水準にあり、効率的な経営ができていることがうかがえる。

同社の高い成長性と収益性は、同社の最大の特徴であり強みである「パートナーサイトがクローズド型であること」に起因している。クローズド型とすることでパートナーサイトのクオリティを適切に管理でき、先に述べたとおり 1 運営者当たりの売上高は同業他社のサービスと比較して数十倍の水準にあり、運営者が受け取る成果報酬フィーも同業他社の数十倍の水準となる。また、パートナーサイトを絞り込むことで、1 運営者当たりにかけられるサポート体制も手厚くすることができ、これらの結果として非常に高い顧客満足度評価を得ることができており、これらの戦略が同社のシェア拡大をけん引していると考えられる。

【 図表 14 】同業他社との財務指標比較

銘柄		レントラックス	バリューコマース	インタースペース	ファンコミュニケーションズ
	サービス名称	同上	同上	アクセストレード	エーハチネット
	（基準決算期）	（2015/3期）	（2014/12期）	（2014/9期）	（2014/12期）
規模	売上高（百万円）	3,625	13,373	16,788	31,990
	経常利益（百万円）	269	1,647	790	5,948
	総資産（百万円）	1,210	9,131	5,595	18,354
収益性	自己資本利益率	67.1%	18.4%	14.9%	35.6%
	総資産経常利益率	27.6%	18.5%	15.1%	37.2%
	売上高経常利益率	7.4%	12.3%	4.7%	18.6%
成長性	売上高成長率（3年平均）	71.9%	19.7%	21.1%	44.6%
	経常利益成長率（同上）	--	25.6%	28.5%	49.3%
	総資産成長率（同上）	--	8.2%	15.9%	33.9%
安全性	自己資本比率	29.4%	60.4%	49.1%	64.3%
	流動比率	140.6%	218.4%	169.2%	252.6%
	現預金比率	66.6%	137.0%	89.6%	149.7%
KPI	アフィリエイト事業売上高（百万円）	3,181	12,126	15,473	26,869
	パートナーサイト数/運営者数（期末）	9,611	1,032,000	440,000	1,790,719
	パートナーサイト当たり売上高（千円）	424	12	37	16
	従業員数（人）	32	199	337	270
	従業員一人当たり売上高（百万円）	113	67	50	118

（注）売上高成長率（3 年平均）は複利計算。流動比率＝（流動資産/流動負債）×100。現預金比率＝（現預金/流動負債）×100
パートナーサイト数/運営者数について、レントラックス、インタースペースは運営者数、バリューコマース、ファンコミュニケーションズはサイト数
（出所）各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ パートナーサイトの質を担保する選定・管理プロセス

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。同社の知的資本として注目すべきは、同社の収益を支えるパートナーサイトの質を担保するサイト運営者の選定・管理プロセスと、その結果として関係を構築された 10,961 名（15 年 6 月末時点）のパートナーサイト運営者、そして彼らが生み出す 1 運営者当たり 424 千円の売上高である。パートナーサイトの質の高さという点で他社と差別化できており、他社を大きく上回る売上高成長率に結びついている。

【 図表 15 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	● 広告主 ● パートナーサイトを経由して広告主のサービスを利用するインターネット利用者	● 広告主数 ● 広告主サービス利用者数	● 非公開 ● 非公開
	ブランド	● 利用者満足度の高いサービス	● サービスに満足している利用者の割合	● 各社サービス中 2 位
	事業パートナー	● パートナーサイト運営者	● 運営者数 ● 月間増加数	● 10,961 名（15/6 末時点） ● 400~450 名/月
組織資本	プロセス	● クローズド型で効率の高いビジネスモデル ● 高いシナジーを発揮する検索連動型広告代行事業	● 営業利益率 ● 検索連動型広告代行事業の成長率	● 7.7% ● 161%増
	知的財産・ノウハウ	● パートナーサイトの質を担保する選定・管理プロセス	● 1運営者当たり売上高	● 424 千円
人的資本	経営陣	● 同業他社にない差別性のあるビジネスモデルを生み出す経営陣 ● 社長がカービュー時代に築いた広告主関係先	● 売上高成長率 ● 売上高に占める広告主が自動車買取業者の比率	● 71.9%増（3 年平均） ● 23.6%
	従業員	● 比較的若い平均年齢 ● 社員の質を重視した教育制度による少数精鋭の事業運営	● 平均年齢 ● 従業員一人当たり売上高	● 27.7 歳 ● 113 百万円

（出所）有価証券報告書、ヒアリング、株主総会招集通知を基に証券リサーチセンター作成。KPI の数値は 15/3 期もしくは 15/3 期末

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ず、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。

＞ ESG活動の分析

◆ 環境対応（Environment）

同社は 08 年 4 月に、政府主導の温室効果ガス削減プロジェクトである「チームマイナス 6%」に参加を表明している。その後 09 年 12 月に同プロジェクトが終了して以降は、同社は環境に対する具体的な取組は確認できていない。

◆ 社会的責任（Society）

同社は 09 年 9 月よりワールド・ビジョン・ジャパンのチャイルドスポンサーシップに参加している。現在では従業員一人に対して 1 名のチャイルドスポンサーとなっており、合計で 31 名のチャイルドスポンサーとなっている。15 年 7 月末時点の累計募金額は 445 万円に上る。

その他にも、09 年 9 月のスマトラ沖地震や、10 年 1 月のハイチ大地震、11 年 3 月の東日本大地震、15 年 4 月のネパール大地震の際にもワールド・ビジョン・ジャパンを通じた募金活動を行っている。

また、同社は従業員に対する福利厚生を充実させており、英会話教室の補助やキンドルの支給、月に 1 回のマッサージ券の提供、リフレッシュルームの設置など、従業員が働きやすい環境を構築している。

◆ 企業統治（Governance）

同社は原則月 1 回の取締役会を開催するほか、必要に応じて臨時取締役会を開催し、迅速な経営上の意思決定を行える体制を取っている。取締役会は、法令や定款に定められた事項のほか、経営に関する重要事項を決定するとともに、各取締役の業務執行の状況を監督している。

また、毎月 1 回の定例監査役会を開催しているほか、必要に応じて臨時の監査役会を開催し、監査計画の策定や監査実施状況、監査結果の検討等、監査役相互の情報共有を図っている。同社の監査役は、監査役監査基準に基づき、取締役会や経営会議などの重要な会議に出席し、必要に応じて意見陳述を行うなど、常に取締役の業務執行を監視しており、十分な監視体制を布いている。

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ず、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。

4. 経営戦略

＞ 今後の戦略

◆ 当面は主力 2 事業の拡大に注力

同社は今後 3~5 年の成長戦略について、第一の柱である成果報酬型広告サービス事業と、現在急成長を続ける第二の柱である検索連動型広告代行事業の 2 事業に注力する方針を表明している。

14 年時点で 1,570 億円の市場である成果報酬型広告サービス市場において、同社の市場シェアは 2.0%と小さく、差別性のあるサービス形態により、ここ 3 年間は年 71.9%のペースで売上高を急拡大しているものの、同社の市場シェア拡大余地はまだまだ大きいものであると考えられる。

また、検索連動型広告代行事業は事業開始から 3 カ年で売上高 321 百万円の規模に拡大しており、15/3 期は前期比 161%増と急速なペースで拡大を続けている。これは第一の柱である成果報酬型広告サービス事業ですでに取引のある広告主を中心にサービスを展開していることによるものである。検索連動型広告代行事業の事業規模は、成果報酬型広告サービス事業の 10 分の 1 程度であることから、同事業の拡大余地は大きい。

◆ 中長期的な第 3 の柱にも注目

同社は現在、主要 2 事業以外にも複数の事業を展開している。公表しているその他事業は、コンテンツ販売事業や媒体運営事業、パートナーサイト運営者向けセミナー事業（RANS 事業）、SEO 事業、人事考課システムの提供及び教育研修事業（RTMM 事業）、システム開発・海外進出支援事業である。同社はこれらの事業について、当面は現状維持で継続していく方針を表明している。

一方で同社は「インターネットを駆使し、人々に適切な情報を提供し、便利さを提供する」という経営理念に基づいて、現状の事業に加え、検索エンジンや FX 事業等様々な分野にチャレンジしてきた。現行の主力 2 事業について、安定的に拡大することができる為の人材が十分に育ってきた場合は、数年内に第三の柱となる事業に着手することも大いに考えられる。

◆ 売上総利益率の低下の防止策が収益力強化の鍵

同社の売上総利益率は年々低下傾向にあり、同業他社と比較しても低い水準である（図表 7、8）。後発の成果報酬型広告サービス事業者として、パートナーサイト運営者を拡大していく為に、他社よりも高い還元率を設定していることによるが、利益率を犠牲にしたシェアの拡大は、数年内に限界がくるであろうと考えられる。

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ず、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。

同社は有力パートナーサイト運営者に対しては、1年に1回程度、金子社長自らが訪問しての情報収集や、高い成果報酬を期待できる広告案件などの有力情報を数多く公開するなど、売上総利益率に影響しない施策を打っているが、今後はより強力な差別化できるサービスを提案することが求められている。

＞ 今後の業績見通し

◆ 16年3月期の会社計画は営業利益32.5%増の見通し

同社の16/3期計画は、売上高を46.8%増の5,319百万円、営業利益を32.5%増の370百万円、当期純利益を33.0%増の237百万円としている。売上高については、同社の第一の柱である成果報酬型広告サービス事業において、新規分野の広告主獲得の営業努力や、アフィリエイト塾との連携強化によりパートナーサイト数を16/3期中もこれまでと同様の水準で拡大していくことを前提として数値計画となっている。16/3期計画の営業利益率が15/3期と比較して低下していることについては、上場維持費用が新たに発生することや、事業拡大に伴う経費増による影響である。

【 図表16 】16年3月期の業績見通し（会社予測）

決算期		15/3期	16/3期 CE
売上高	百万円	3,625	5,319
（前期比）	*%*	*70.4*	*46.8*
営業利益	百万円	279	370
（売上高比）	*%*	*7.7*	*7.0*
経常利益	百万円	269	354
（売上高比）	*%*	*7.4*	*6.7*
当期純利益	百万円	178	237
（売上高比）	*%*	*4.9*	*4.5*

（出所）レントラックス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

5. アナリストの評価

＞ 強み・弱みの評価

◆ 優良なパートナーサイト運営者とその獲得ノウハウが強み

同社の最大の強みは、成果報酬型広告サービス事業において、優良なパートナーサイトを厳選し、良好な関係を維持していく運営ノウハウと、その結果獲得した 10,961 名（15 年 6 月末時点）のパートナーサイト運営者であろう。少数精鋭の優良サイト運営者に限定して広告を出稿することで、広告主にとっては集客力が高くかつ信頼性の高いサイトに限定して広告を出稿することができ、サイト運営者にとっても、同社からの手厚いサポートが得られ、その結果として、同業他社と比較して規模は劣るにもかかわらず、非常に高い満足度評価を得ることに成功している。

【 図表 17 】SWOT 分析

強み （Strength）	● 優良なパートナーサイト運営者を厳選し、良好な関係を維持する運営ノウハウ ● 10.961 名の優良パートナーサイト運営者 ● 金融業、自動車買取業を中心とした広告主との良好な関係 ● 顧客満足度の高いアフィリエイトサービス運営ノウハウ
弱み （Weakness）	● 特定人物への依存度が高い事業運営 ● 同社の急成長を支える人材の育成 ● 金融業、自動車買取業以外の広告主の開拓
機会 （Opportunity）	● インターネット広告市場の持続的な拡大
脅威 （Threat）	● 競争環境の激化による売上総利益率の低下 ● 成果報酬型広告サービス市場の成長率鈍化

（出所）証券リサーチセンター

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ず、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。

＞ 経営戦略の評価

◆ “量”よりも“質”を重視した独自の事業展開が成功

同社が成果報酬型広告サービス事業の独自性として掲げるポイントは、1)完全成果報酬型、2)クローズド型の 2 点である。このうち、1)完全成果報酬型のサービス形態をとる同業他社は複数存在するが、2)クローズド型の事業展開をしている先は、少なくとも上場している企業には見受けられない。

大手競合他社のサービスは基本的にアフィリエイターが自由にパートナーサイトとしてサービスの登録をすることができる為、数十万～数百万人のアフィリエイターが登録するサービスとなっている。このようなサービス形態では、一気に面を取り事業規模を拡大することができる半面、トラフィックの非常に低く ROI の低いサイトや、虚偽のトラフィックにより不正な収益を稼ぐ悪質なサイトなどが問題となる一面もある。

一方で同社が採用しているクローズド型のビジネスモデルは、アフィリエイトビジネスを展開する推定 300 万人のサイト運営者のうち、アルファブロガー[注6]をはじめとする、上位数%のサイト運営者にのみターゲットを絞ることで、規模では他社に先行されているが、1 運営者当たりの収益力の高さや不正の発生率の低さなど、広告主、パートナーサイト運営者の双方にとって非常にメリットの高いビジネスモデルを作り上げている。

注 6）インターネット上でブログを公開している運営者の内、多くの読者を持つ運営者や、マーケットに対する影響力が強い運営者のことを指す。

広告主、パートナーサイト運営者双方にとってメリットの高いこのビジネスモデルにより、彼らの支持を得ることに成功し、近年の高い成長率につながっている。

この独自ビジネスモデルは、一見すると参入障壁が低いように思えるが、すでにオープン型でサービスを展開している大手同業他社にとっては、すでにある多数のサイト運営者との関係を切ることはできず、新規参入の事業者にとっては、パートナーサイト運営者との深い関係を築き上げるには、独自の選定基準と地道な営業努力によってこつこつと積み上げて行かなければならず、なかなかすぐには追いつけるものではない。同社はこのビジネスモデルで確固たる地位を築いていると考えられる。

この“量”よりも“質”を重視して成功を収めているビジネスモデルの着想は、創業社長の金子氏がカービューにおけるメディア事業本部長としての経験や、起業後に試行錯誤する中で確立した「当社にかかわる全ての立場の人々を成長させ、幸せにする手法を探求し、提供する」という経営方針にも表れており、この方針こそが同社の高成長を実現している強い原動力となっている。

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ず、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。

◆安定的な拡大を優先した主力 2 事業への集中

同社は、主力 2 事業において中期的に安定的に事業を高成長させることができるビジネスモデルを確立している。

成果報酬型広告サービス事業においては、独自のサイト運営者選定基準と定期的な審査によりサイト運営者の質を維持するノウハウを築き上げており、また近年の事業拡大や他社と比較しても非常に高い顧客満足度評価、さらに上場による知名度向上により、優良サイト運営者の注目度も高まっている。13/3 期から 15/3 期にかけては、月間約 350 名のペースで拡大してきたパートナーサイト運営者数が、16/3 期の第 1 四半期は月間平均 450 名のペースで拡大しているという事実が、ノウハウの確立と同社の注目度の高まりを表している。

同社は、約 300 万人と推定されているアフィリエイターの内、同社の基準を満たす優良サイト運営者を 5%程度であると見込んでおり、約 15 万人のサイト運営者がターゲットとなる。現時点でのパートナーサイト運営者数が 10,961 名であることを考えると、今後の同事業の拡大余地は非常に大きく、今後数年は現状と同程度のペースで拡大していくことが見込まれる。

また、同社が第二の柱として事業を展開している検索連動型広告代行事業については、成果報酬型広告サービス事業で良好な関係を築き上げている広告主に対して集中的に営業活動を実施することで事業規模を急速に拡大させている。一般的にインターネット上に広告を展開する広告主は、成果報酬型広告、検索連動型広告、バナー広告など、複数の広告形態を併用しているケースが多い。この為、成果報酬型広告代行事業で取引のある広告主に対して、別の広告手段としてリスティング広告の提案ができることは、同社は非常に有利なポジションにあると言える。

15/3 期の検索連動型広告代行事業の事業規模は、成果報酬型広告サービス事業の 10 分の 1 程度であり、伸びしろは大きい。検索連動型広告の市場規模は、成果報酬型広告の 3 倍程度[注 7]の市場があると推定されており、事業展開次第では中長期的に成果報酬型広告サービス事業の規模と同等かそれ以上に拡大できる余地もあると考えられる。

同社は、今後 3~5 年は伸びしろの大きいこの 2 事業に経営資源を集中投下することが、当面の企業価値の最大化に直結すると判断し、2 事業に注力する方針を打ち出している。この 2 事業の拡大によって、事業展開が順調に推移すれば 100 億円の事業規模に成長することが見えてくるが、その経営基盤を有効活用し、更なる他事業展開による長期的な次の展開にも注目していきたい。

注 7）電通「2014 年 日本の広告費」より、運用型広告の市場規模は 5,016 億円。この内検索連動型広告が大半を占める為、1,659 億円と推定される成果報酬型広告サービス市場と比較して約 3 倍程度の規模と推定した。

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ず、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。

＞ 業績予想

◆ 16 年 3 月期は 40.4%の営業増益と予想

同社は先に述べたように、16/3 期について、売上高を前期比 46.8%増の 5,319 百万円、営業利益を同 32.5%増の 370 百万円、当期純利益を同 33.0%増の 237 百万円と予想している。

当センターでは、同社の 16/3 期について、第 1 四半期の売上高の進捗状況が好調であったことを受け、同社予想よりやや高めの、売上高 5,471 百万円（前期比 50.9%増）、営業利益 429 百万円（同 53.4%増）、当期純利益を 274 百万円（同 53.9%）と予想する（図表 18）。

1. パートナーサイト運営者数は 16/3 期は第 1 四半期のペースを維持し 400 名/月前後で拡大し、16/3 期末には約 14,500 名にまで拡大すると予想した。

2. 1 運営者当たりの売上高は、運営者数の拡大により 15/3 期の 424 千円から、390 千円にまで低下すると予想した。

3. 検索連動型広告代行事業の売上高について、成果報酬型広告サービス事業の広告主に対する営業を強化していくことで、拡大のペースは鈍化するものの、前期比倍増のペースで推移するものと予想した。

4. 今後の課題として挙げた成果報酬型広告サービス事業の売上総利益率について、15/3 期の 16.0%から、16/3 期は 14.2%へ低下すると予想した。これにより同社全体の売上総利益率は、15/3 期の 17.8%から 16/3 期は 15.7%に低下すると予想した。

5. 販売費及び一般管理費について、業容の拡大により 16/3 期末までに 10 名前後の人員増を見込むことによる人件費の増加や、上場維持費用は発生するが、売上高に対する比率では 15/3 期の 10.1%から、7.9%に縮小すると予想した。

6. 営業利益について、売上総利益率の悪化と、販管費率の改善が相殺し、16/3 期の営業利益を、前期比 53.4%増の 429 百万円、営業利益率は 7.8%と予想した。

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ず、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。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、成果報酬型広告サービス事業が今後も好調に拡大していくこと、検索連動型広告代行事業が、成果報酬型広告サービス事業の広告主を顧客化することにより高成長を続けることなどを前提に、17/3 期の売上高を前期比 36.9%増の 7,489 百万円、営業利益を同 39.8%増の 599 百万円とし、今後も高成長が持続すると予想した。予想の前提は以下のとおりである。

1. 成果報酬型広告サービス事業のパートナーサイト運営者数は、従業員増による体制強化と知名度向上により、これまでの月間 350 名以上のペースで拡大していくと予想し、17/3 期末に約 20,000 名、18/3 期末に約 26,000 名にまで達すると予想した。

2. パートナーサイト運営者 1 名当たりの売上高は、運営者数の拡大と共にサイトの質が希薄化していくことは避けられず、これまでと同様の年 8%のペースで低下を続け、17/3 期には 360 千円、18/3 期には 331 千円に低下すると予想した。

3. 検索連動型広告代行事業の売上高について、今後も成果報酬型広告サービス事業の既存広告主に対する営業を強化することにより急拡大を続け、17/3 期には 10 億円を超え、18/3 期には 20 億円に迫る事業規模に成長すると予想した。

4. その他事業について、同社の公表通り大きな柱となる事業は立ち上がらず、既存の事業の延長線上で微増を続けると予想した。

5. 成果報酬型広告サービス事業の売上原価率については、今後も悪化することが予想されるが、同社が業績を拡大させていくに伴って、支払報酬以外のサービスなどによる差別化策を一層強化していくことで、売上原価率の悪化には歯止めがかかると考え 18/3 期の売上原価率を 86.0%と予想した。

6. 販売費及び一般管理費について、従業員数は年間 10~15 名前後ずつ拡大していくと予想し、その他経費も一部拡大することが予想されるが、同社の費用は固定費部分が大きい為、売上高の拡大に伴い販管費率は、17/3 期には 7.3%、18/3 期には 6.8%にまでに圧縮されると予想した。

7. 上記の結果、売上総利益率の低下を販管費率の圧縮が補い、営業利益率は 17/3 期には 8.0%、18/3 期には 8.5%にまで改善すると予想した。

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ず、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。

【 図表 18 】レントラックスの中期業績予想（損益計算書）

（百万円）	14/3期	15/3期	16/3期 CE	16/3期 E	17/3期 E	18/3期 E
サイト運営者数（名）	5,397	9,611		14,435	19,960	26,288
運営者期中平均（名）	4,099	7,504		12,023	17,198	23,124
運営者当たり売上（千円/名）	462	424		390	360	331
成果報酬型広告サービス事業	1,893	3,181	---	4,695	6,186	7,663
検索連動型広告代行事業	123	321	---	642	1,156	1,849
その他事業	111	122	---	134	147	162
売上高	**2,127**	**3,625**	**5,319**	**5,471**	**7,489**	**9,673**
（前期比）	*130.0%*	*70.4%*	*46.8%*	*50.9%*	*36.9%*	*29.2%*
成果報酬型広告サービス事業	1,550	2,671		4,026	5,327	6,590
売上原価率	*81.9%*	*84.0%*		*85.8%*	*86.1%*	*86.0%*
検索連動型広告代行事業	101	271		535	962	1,540
その他事業	48	39		50	55	61
売上原価	**1,697**	**2,980**	**---**	**4,611**	**6,344**	**8,190**
（対売上高比）	*79.8%*	*82.2%*	*---*	*84.3%*	*84.7%*	*84.7%*
売上総利益	**430**	**644**	**---**	**859**	**1,144**	**1,482**
（前期比）	*92.9%*	*49.8%*	*---*	*33.4%*	*33.1%*	*29.6%*
（対売上高比）	*20.2%*	*17.8%*	*---*	*15.7%*	*15.3%*	*15.3%*
販売費及び一般管理費	**270**	**364**	**---**	**430**	**544**	**658**
販管費率	*12.7%*	*10.1%*		*7.9%*	*7.3%*	*6.8%*
営業利益	**159**	**279**	**370**	**429**	**599**	**824**
（前期比）	*368.2%*	*75.6%*	*32.5%*	*53.4%*	*39.8%*	*37.4%*
（対売上高比）	*7.5%*	*7.7%*	*7.0%*	*7.8%*	*8.0%*	*8.5%*
経常利益	**156**	**269**	**354**	**423**	**597**	**822**
（前期比）	*496.3%*	*72.4%*	*31.5%*	*57.0%*	*41.3%*	*37.5%*
（対売上高比）	*7.3%*	*7.4%*	*6.7%*	*7.7%*	*8.0%*	*8.5%*
税金等調整前当期純利益	**156**	**269**	**---**	**423**	**597**	**822**
法人税等合計	**42**	**90**	**---**	**148**	**209**	**287**
少数株主損益調整前当期純利益	**113**	**178**	**---**	**274**	**388**	**534**
当期純利益	**113**	**178**	**237**	**274**	**388**	**534**
（前期比）	*282.5%*	*57.0%*	*33.0%*	*53.9%*	*41.3%*	*37.5%*
（対売上高比）	*5.4%*	*4.9%*	*4.5%*	*5.0%*	*5.2%*	*5.5%*

（出所）決算発表資料、有価証券報告書、ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

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ず、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。

【 図表 19 】レントラックスの中期業績予想（貸借対照表）

（百万円）	14/3期	15/3期	16/3期 CE	16/3期 E	17/3期 E	18/3期 E
資産の部						
流動資産						
現金及び預金	324	568	---	1,339	1,899	2,635
売掛金	338	542	---	798	1,066	1,343
その他流動資産	68	90	---	131	172	214
流動資産合計	730	1,201	---	2,269	3,138	4,193
固定資産合計	14	9	---	7	8	9
資産合計	**745**	**1,210**	**---**	**2,276**	**3,146**	**4,202**
負債の部						
流動負債						
買掛金	411	669	---	1,033	1,415	1,828
その他流動負債	102	184	---	271	371	480
流動負債合計	513	854	---	1,305	1,787	2,308
固定負債	55	0	---	0	0	0
負債合計	**569**	**854**	**---**	**1,305**	**1,787**	**2,308**
純資産の部						
株主資本						
資本金	94	94	---	436	436	436
利益剰余金	81	260	---	535	923	1,458
その他の包括利益累計額合計						
為替換算調整勘定	0	1	---	0	0	0
純資産合計	**176**	**356**	**---**	**971**	**1,359**	**1,894**
負債純資産合計	**745**	**1,210**	**---**	**2,276**	**3,146**	**4,202**
自己資本比率	*23.6%*	*29.4%*	---	*42.7%*	*43.2%*	*45.1%*
従業員数（人）	22	32	---	42	55	70
（外、平均臨時雇用者数）	4	3	---	4	5	6
一人当たり売上高（百万円）	97	113	---	130	136	138
EPS（円/株）	55.5	87.1	99.1	115.0	162.6	223.6
BPS（円/株）	85.9	173.6	---	406.3	568.9	792.5

（出所）有価証券報告書、決算発表資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

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ず、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。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 当面は将来の投資に向けた内部留保を優先

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と認識しているものの、将来の投資や財務基盤強化に向けた内部留保を優先するため、現時点で配当開始時期は定めておらず、株主優待制度なども設けていない。

当センターは利益剰余金の蓄積が進むであろう 18/3 期には、配当性向 10~20%程度の配当を行う可能性があると予想する。

◆ 想定される事業場のリスクについて

同社が主力として展開する成果報酬型広告サービス事業、検索連動型広告代行事業の事業上のリスクについても留意しておきたい。

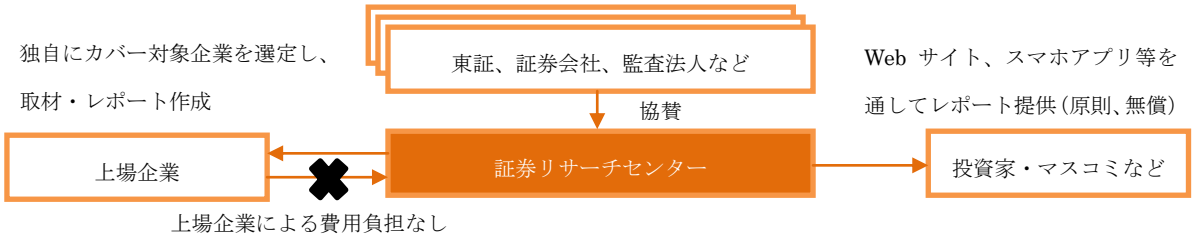
1. インターネット広告市場の変化
   インターネット広告市場は、様々な広告形態が登場しており、今後まったく新しい広告形態が登場した場合、成果報酬型広告サービスや検索連動型広告代行サービスの市場が縮小し、同社がその変化に対応できなかった場合、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
2. 広告主の特定分野への依存について
   同社の主力事業である成果報酬型広告サービス事業において、広告主は金融案件と自動車買取案件の 2 業種で 6 割超を占めている。これら 2 業種において、何らかの規制や市況の変化などにより、広告主からの受注が減少するような場合には、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
3. 個人情報管理によるリスク
   同社はパートナーサイト運営者等の個人に関する情報を取得しており、外部からの不正アクセスや内部からの情報漏えいを防ぐ為の十分な対策を取っているが、何らかの理由により個人情報が漏えいし、同社の信用力が失墜した場合、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。
4. パートナーサイトの監視体制について
   同社は成果報酬型広告サービス事業において、パートナーサイト運営者数は拡大を続けている。パートナーサイト運営者の参加審査や、登録後の定期的なモニタリングを強化しているが、運営者数の拡大に伴い、パートナーサイトの質が低下していくリスクも避けられない。パートナーサイト運営者の質の低下により、広告主からのクレーム等につながった場合、同社サービスに対する信用力が低下し、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

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ず、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。

レントラックス（6045 東証マザーズ） 発行日2015/8/28

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）

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		

（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	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **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、質の高い客観的な企業情報を提供します

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

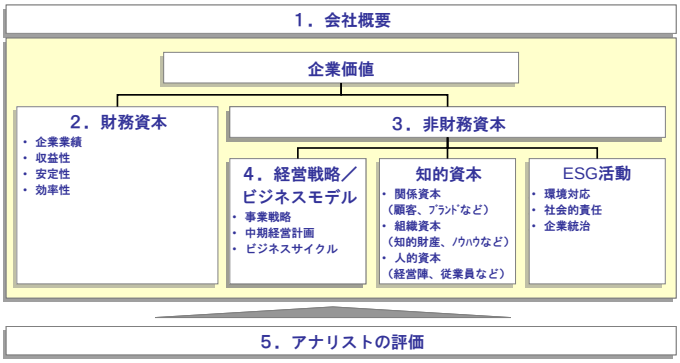
本レポートの構成

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 Ratio）

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、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ず、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。