

# ホリスティック企業レポート

VOYAGE GROUP

3688 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2015年5月15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 20150512

# VOYAGE GROUP (3688 東証マザーズ)

発行日:2015/5/15

## メディア事業を安定収益源にアドテクノロジー事業が成長を加速 M&A で SSP のサポートメディア領域を拡充、長期的な業績貢献に期待

### > 要旨

#### ◆ アドテクノロジー事業が成長を牽引

- ・VOYAGE GROUP(以下、同社)は、インターネットメディアの広告枠販売や自社メディアの運営など、市場拡大が続くインターネット広告や e コマース領域で事業を展開している。
- ・事業セグメントは「アドテクノロジー事業」、「メディア事業」、「その他インターネット関連事業」の3事業で構成され、アドテクノロジー事業が成長ドライバーとなっている。

#### ◆ 15年9月期上期決算は14.2%営業増益

- ・15/9期第2四半期累計(以下、上期)決算は売上高が前年同期比20.0%増の8,739百万円、営業利益は同14.2%増の1,132百万円であった。先行投資的な経費の増加を、アドテクノロジー事業の増収で吸収した。

#### ◆ 15年9月期会社計画は22.3%営業増益を据え置き

- ・15/9期上期の状況から同社は従来の15/9期通期会社計画を据え置いた。15/9期は売上高が前期比19.6%増の18,000百万円、営業利益は同22.3%増の2,300百万円を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターは15年9月期の33.0%営業増益を予想

- ・15/9期上期が想定内だったことから、証券リサーチセンターも前回の業績予想を継続する。15/9期は売上高が前期比25.6%増の18,900百万円、営業利益は同33.0%増の2,500百万円を予想する。

#### ◆ M&A や合併会社のシナジー創出に注目

- ・今後の注目点は合併会社 intelish 及び買収した kauli とのシナジー創出であろう。これら2社のサポートメディアは、既存 SSP との重複が少ないと推察され、比較的早期のシナジー創出が可能と考えられる。

アナリスト:馬目 俊一郎

+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

#### 【主要指標】

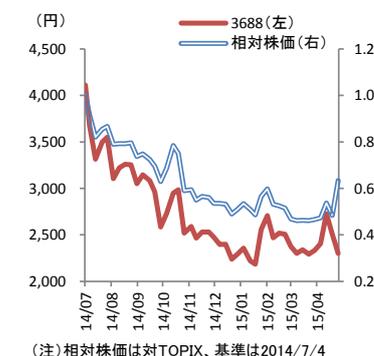
	2015/5/1
株価(円)	2,301
発行済株式数(千株)	11,281
時価総額(百万円)	25,958

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	22.0	16.4	13.7
PBR(倍)	6.1	5.2	3.8
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	6カ月
リターン(%)	-3.6	-8.3	-9.1
対TOPIX(%)	-3.2	-11.8	-19.1

#### 【株価チャート】



### 【3688 VOYAGE GROUP 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)
2012/9	8,138	-	2	-	4	-	-151	-	-12.1	167.3	0.0
2013/9	9,858	21.1	536	-	529	-	309	-	24.0	156.6	0.0
2014/9	15,046	52.6	1,880	250.6	1,890	257.3	1,113	259.8	104.8	376.3	0.0
2015/9 CE	18,000	19.6	2,300	22.3	2,300	21.7	1,350	21.3	122.1	-	0.0
2015/9 E	18,900	25.6	2,500	33.0	2,550	34.9	1,578	41.8	139.9	445.1	0.0
2016/9 E	22,400	18.5	3,100	24.0	3,130	22.7	1,900	20.4	168.4	613.5	0.0
2017/9 E	26,100	16.5	3,700	19.4	3,730	19.2	2,240	17.9	198.6	812.1	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

### アップデート・レポート

2/9

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。

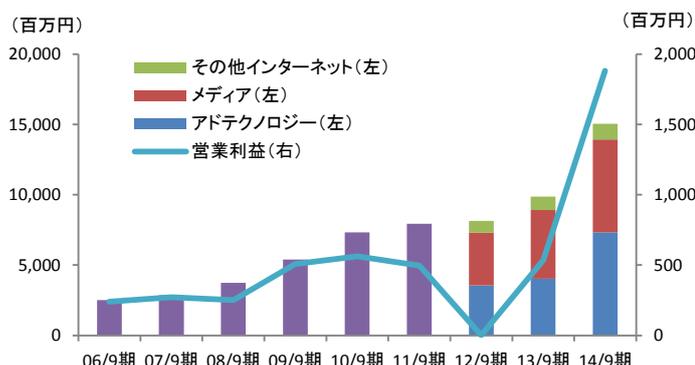
> 事業内容

◆ アドテクノロジー事業が成長を牽引

VOYAGE GROUP (以下、同社) は、最新のインターネット広告手法であるアドテクノロジーを駆使して Web サイトなどインターネットメディアの広告枠販売を支援するほか、自社でポイント交換サイト等などの販売促進メディアを運営するなど、市場拡大が続くインターネット広告や e コマース領域を軸に事業を展開している。

事業セグメントはインターネットメディア (以下、メディア) の広告枠販売を支援する「アドテクノロジー事業」、自社メディアの運営並びに国内インターネット調査向けモニター提供等の「メディア事業」、アジア中心のインターネット調査向けモニター提供や新卒採用支援等の「その他インターネット関連事業」の 3 事業で構成され、このうちアドテクノロジー事業が同社の成長ドライバーと考えられる。

【 図表 1 】 セグメント別の売上高と営業利益の推移



(注) 12/9 期以降は連結決算、11/9 期以前の売上高及び営業利益は未監査 (出所) VOYAGE GROUP 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 国内トップクラスの SSP に強み

業績を牽引するアドテクノロジー事業のコア技術は、メディアの広告収益最大化を目指すプラットフォームの SSP (Supply Side Platform) である。SSP は広告枠の販売を希望するメディアを多数束ね、ポータルサイト系や検索サイト系などのアドネットワーク (Ad Network : 広告ネットワーク) 事業者向けに広告枠を一括して販売するほか、広告主をサポートする DSP (Demand Side Platform) との間で瞬時に広告枠の個別入札 (RTB : Real Time Bidding) を行うアドエクスチェンジ (Ad Exchange) でメディアの収益最大化を目指すものである。

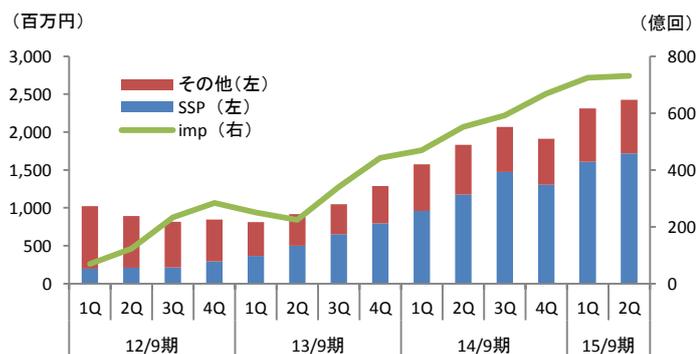
SSP による広告配信プラットフォーム事業 (以下、SSP) のビジネスモデルは、サポートメディア数の積み上げによるストックビジネスと推察されなか、成長加速にはオーディエンス (サイト閲覧者≒エンドユーザー) のアクセス数を稼ぐ有力メディアの取り込みと、大規模アド

ネットワーク事業者並びに大手 DSP 事業者との取引拡大が不可欠と考えられる。同社にとってサポートメディア数の拡大は、商品ポートフォリオの拡充並びに集客力の向上を意味し、販売先のアドネットワーク/DSP 事業者との取引拡大は顧客層の充実と販売チャネルの多様化に該当する。

これら商品ポートフォリオの充実と顧客層並びに販売チャネルの拡充は、RTB で落札される配信数 (impression : 以下 imp) を高める方向に働くほか、SSP の成長モメンタムの加速を示唆すると考えられる。

14/9 期末のサポートメディア数はアクセス頻度の高いニュース系サイトを中心に 5,500 サイト以上、販売先のアドネットワーク/DSP 事業者数が 30 社以上、累計 imp 数は 2,280 億回に及ぶなど、同社は国内の SSP 事業者としてトップクラスの実力を誇っている。

【 図表 2 】 アドテクノロジー事業の売上高と imp 数



(出所) VOYAGE GROUP 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## ➤ 決算概要

### ◆ 15年9月期上期決算は14.2%営業増益

15/9 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 20.0%増の 8,739 百万円、営業利益は同 14.2%増の 1,132 百万円であった。

売上面ではアドテクノロジー事業の SSP の伸長に加え、メディア事業も提携メディアの新規立ち上げ等でマーケティングソリューション事業が好調に推移した。利益面では先行投資的な人件費及び広告宣伝費の増加や、セールスマックスの変化による利益率の悪化などを、増収効果で吸収して二桁の営業増益を達成した。

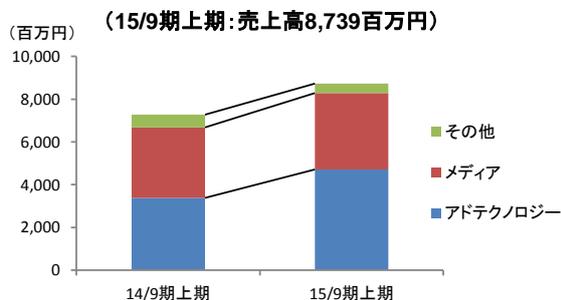
事業セグメント別に見ると、アドテクノロジー事業は売上高が前年同期比 39.5%増の 4,707 百万円、営業利益は同 35.5%増の 676 百万円だ

った。売上面では SSP がスマートフォン向けの伸長で前年同期比 56.0% 増収だったほか、スマートフォン向けアドネットワークも同 10.7% 増収を確保した。利益面では増収効果で人件費増等の先行投資を吸収した。

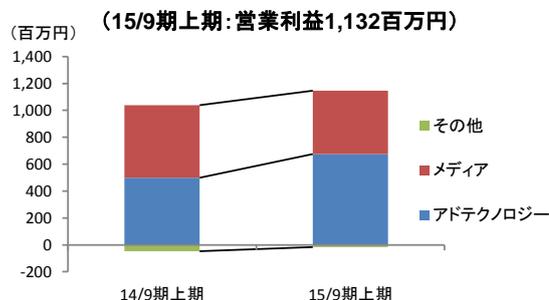
上期末のサポートメディア数は 14/9 期末比 1,000 サイト増の 6,500 サイト、上期累計の imp 数は前年同期比 42.6% 増の 1,455 億回であった。SSP の増収率が imp 数の増加率を上回っていることから、SSP は imp の増加に加え単価上昇が成長を加速させていると推察される。

メディア事業は売上高が前年同期比 8.3% 増の 3,577 百万円、営業利益は同 12.7% 減の 471 百万円であった。上期の主要自社メディアのアクティブユーザー数は前年同期比 6.6% 増の 211 万人に増加したものの、売上面では ARPU (Average Revenue Per User : ユーザー単価) の下落と調査モニター提供事業の苦戦で自社メディアが同 5.9% 減収となったが、マーケティングソリューション事業の同 50.4% 増収で補い全体では増収を確保した。利益面では利幅の薄いマーケティングソリューション事業の増収、利幅の厚い自社メディアの減収によりセールスマックスが悪化し減益につながった。

【 図表 3 】 事業別売上高



【 図表 4 】 事業別利益



(出所) 図表 3 及び 4 とともに決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 15 年 9 月期通期 22.3% 営業増益とする会社計画は据え置き

15/9 期上期の状況から同社は、売上高が前期比 19.6% 増の 18,000 百万円、営業利益は同 22.3% 増の 2,300 百万円を見込む従来の 15/9 期会社計画を据え置いた。

15/9 期下期はスマートフォン対応の強化で SSP 事業の成長持続を見込むとともに、自社メディアの ARPU 向上に向けた取り組みと、新規メディアの立ち上げを計画している。なお、後述する M&A 等は上記計画に織り込まれていない模様である。

**◆ 合併事業と M&A で事業ポートフォリオを拡充**

同社は 15 年 2 月、ブランド力の強い広告主(ナショナルプレーヤー)を対象に、予め選別された配信メディアの広告枠を RTB で提供するプライベートマーケットプレイス事業(以下、PMP)への参入を目的に、ネット広告大手オプトホールディング(2389 東証一部)傘下のエスワンオーインタラクティブ社との合併で intelish (VOAGE GROUP 出資比率 51% : 出資金 2,000 万円超)を設立した。

PMP は広告主をナショナルプレーヤーに絞り込み、配信メディアも広告主のブランド価値を毀損しないアッパークラスのサイトに制限するなど、既存の SSP にプレミアム枠を設けた格好である。

また、15 年 4 月には SSP 業界トップの同社が、同 3 番手の kauli 社を買収金額 14.8 億円で 100%子会社化した。kauli 社の事業規模(15/1 期)は売上高 669 百万円、営業利益 63 百万円、純資産 250 百万円、年間 imp 数は 1,120 億回である。

国内初の SSP 事業者でもある kauli 社は、高度な配信アルゴリズムを特徴としている。高い技術を活かして獲得したハイクラスの広告主と、それに見合う優良メディアを多数抱えており、この買収は同社の既存のアドテクノロジー事業に足りない要素を補完する意味合いを持っている。

メディア事業においては、15 年 4 月に対面マーケティングサービスのドウ・ハウス社へ 2.2 億円を出資し、出資比率 22.3%の持分法適用会社とする資本業務提携を締結した。この目的は、自社ポイントサイトの EC ナビ並びに提携サイトと対面営業を組み合わせた O2O (Online to Offline) 事業への参入で、バーチャルとリアルの両面からアクティブユーザーの掘り起こしと ARPU の向上を図る方針である。

**◆ 証券リサーチセンターは 15 年 9 月期は 33.0%営業増益と予想**

証券リサーチセンター(以下、当センター)も売上高が前期比 15.6%増の 18,900 百万円、営業利益は同 33.0%増の 2,500 百万円を見込む前回レポート(15 年 3 月発行)の 15/9 期業績予想を継続する。

上期の状況は、メディア事業の自社メディア回復に課題を抱えるものの、アドテクノロジー事業の SSP はほぼ想定通りの成長モメンタムが確認された。

今後の注目点は、上述した M&A 先とのシナジー創出であろう。なかでも PMP 参入を狙った合弁会社 intelish は、オプトホールディングが抱える広告主へのアクセスを可能にすることから、同社が長期構想で描く DSP を介さない広告主との直取引への布石とも考えられ、長期的な業績寄与が期待される。

また、業界 3 位の kauli 買収は、SSP 業界で確固たる地位を築くだけでなく、サポートメディアのラインナップ強化⇨商品ポートフォリオの拡充につながることから、比較的早期のシナジー創出が見込まれる。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は成長に向けた内部留保を優先

同社は株主への利益還元を経営課題と認識しているものの、技術革新の速いインターネット業界にあって、将来の成長に向けた投資に備えるべく内部留保を優先させる方針である。

実際に 15/9 期上期は合弁会社を設立し、下期に入り早々に M&A を実行している。今後も成長に向けた投資の継続が想定されることから、当センターは中期的に無配が継続すると予想する。

### ◆ M&A や合弁会社のシナジー創出に注目

今後の注目点は合弁会社の intelish 及び買収した kauli とのシナジー創出であろう。これら 2 社のサポートメディアは、既存 SSP との重複が少ないと推察され、比較的早期のシナジー創出が可能と考えられるものの、本格的な業績寄与は 16/9 期以降になろう。

中長期的には、M&A で事業ポートフォリオが拡充された SSP の動向に注目したい。

「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

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、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

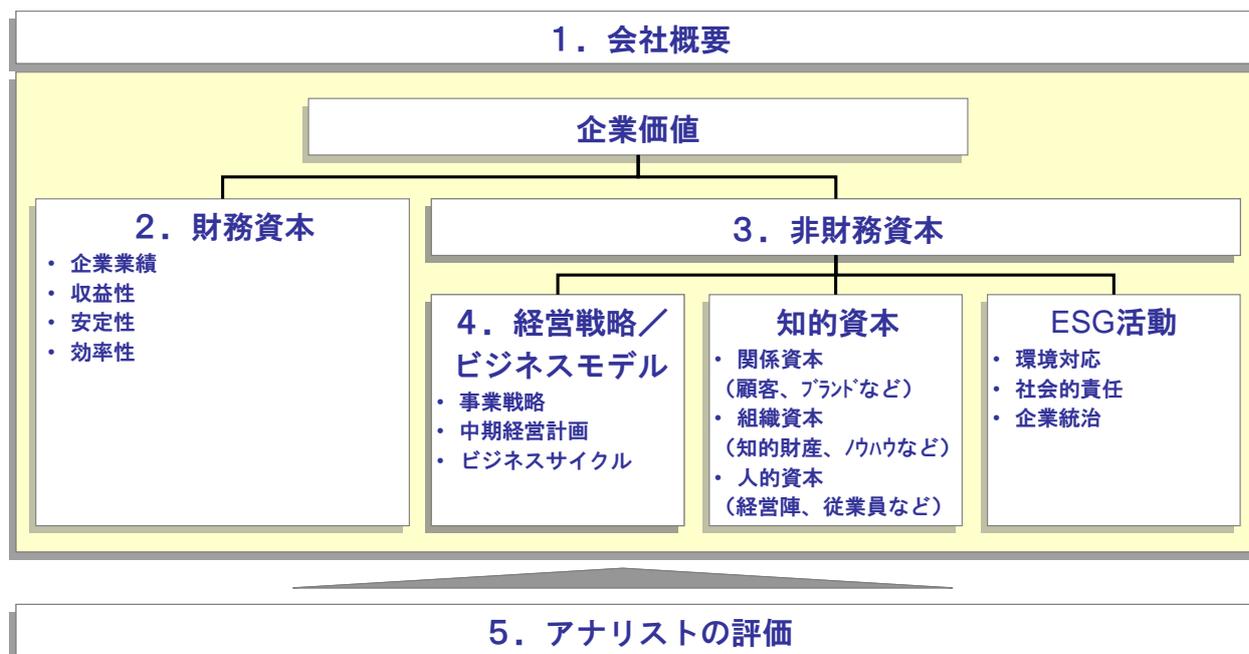
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



アップデート・レポート

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。

## 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。

## アップデート・レポート

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。