

ホリスティック企業レポート

VOYAGE GROUP

3688 東証一部

アップデート・レポート
2015年11月13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 20151110

VOYAGE GROUP (3688 東証一部)

発行日: 2015/11/13

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 を駆使したアドテクノロジー事業の垂直統合で利益率向上を目指す

> 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、Web サイトの広告枠販売を支援するほか、ポイント交換サイトなどの運営で提携サイトの販売促進を担うなど、インターネット広告領域やeコマース領域を軸に事業を展開している。
- ・成長を牽引するアドテクノロジー事業は、広告収入の最大化を目指す SSP が強みである。SSP は広告枠を持つメディアを多数束ね、アドネットワーク事業者向けに広告枠を一括で販売するほか、DSP との間で瞬時に行う RTB でサポートメディアの広告収入を最大化している。

◆ 15年9月期決算は14.8%営業増益

- ・15/9 期決算は売上高が前期比 16.5%増の 17,730 百万円、営業利益は同 14.8%増の 2,238 百万円であった。先行投資的な人件費や販管費の増加を、スマートフォン向けに好調なアドテクノロジー事業の伸長で吸収した。

◆ 16年9月期の会社計画はレンジ表示に変更

- ・業界環境の変化が激しいことから、同社は会社計画の公表をレンジ表示に変更し、16/9 期は売上高が前期比 4.3%増～15.6%増の 18,500 百万円～20,500 百万円、営業利益は同 10.6%減～7.2%増の 2,000 百万円～2,400 百万円を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターは従来予想を修正

- ・証券リサーチセンターは、売上成長率の見直しと粗利益率の低下から従来予想を修正し、16/9 期業績予想は売上高 22,400 百万円→19,400 百万円(前期比 9.4%増)、営業利益 3,100 百万円→2,300 百万円(同 2.8%増)に減額する。

【3688 VOYAGE GROUP 業種: 情報・通信】

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)
2013/9	9,858	21.1	536	-	529	-	309	-	24.0	156.6	0.0
2014/9	15,222	-	1,949	-	1,959	-	1,134	-	106.8	390.8	0.0
2015/9	17,730	16.5	2,238	14.8	2,189	11.7	1,646	45.2	146.1	508.8	20.0
2016/9 CE	18,500～ 20,500	4.3～ 15.6	2,000～ 2,400	-10.6～ 7.2	2,000～ 2,400	-8.6～ 9.6	1,200～ 1,500	-27.1～ -8.9	100.9～ 126.1	-	10.0
2016/9 旧E	22,400	26.3	3,100	38.5	3,130	43.0	1,900	15.4	168.4	613.5	0.0
2016/9 新E	19,400	9.4	2,300	2.8	2,300	5.1	1,520	-7.7	128.9	599.0	10.0
2017/9 旧E	26,100	16.5	3,700	19.4	3,730	19.2	2,240	17.9	198.6	812.1	0.0
2017/9 新E	21,000	8.2	2,500	8.7	2,500	8.7	1,640	7.9	139.1	728.1	10.0
2018/9 E	22,600	7.6	2,700	8.0	2,700	8.0	1,760	7.3	149.3	867.3	10.0

(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

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。

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】

	2015/11/6
株価(円)	1,610
発行済株式数(千株)	11,891
時価総額(百万円)	19,144

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	11.0	12.5	11.6
PBR(倍)	3.2	2.7	2.2
配当利回り(%)	1.2	0.6	0.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-3.8	-9.3	-36.4
対TOPIX(%)	-12.8	-3.4	-45.5

【株価チャート】



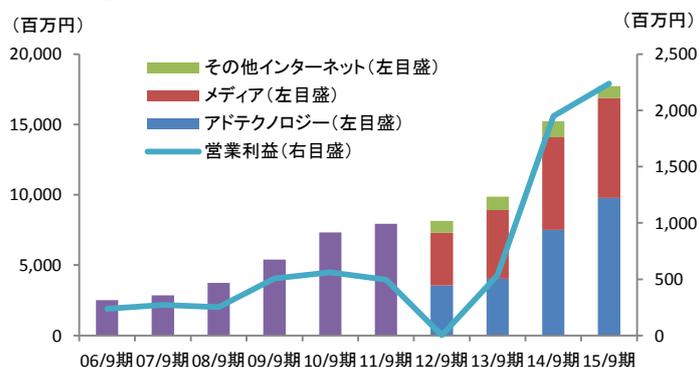
> 事業内容

◆ アドテクノロジー事業が成長を牽引

VOYAGE GROUP (以下、同社) は、インターネット広告手法のアドテクノロジーを駆使して Web サイトなどのメディアが持つ広告枠販売を支援しているほか、自社運営のポイント交換サイトなどで提携サイトや顧客企業の集客や販売促進を担うなど、市場拡大が続くインターネット広告領域や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」と、自社メディアの運営並びに国内でインターネット調査向けにモニターを提供する「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 】 セグメント別売上高と営業利益の推移



(注) 連結決算公表は 12/9 期以降、11/9 期以前の売上高及び営業利益は未監査 (出所) 決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 強みは業界トップクラスの SSP

成長を牽引するアドテクノロジー事業のコア技術は、広告収入の最大化を目指す 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) 事業者向けにメディアが保有する広告枠を一括で販売しているほか、SSP とは逆に広告枠を購入する側の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) によってサポートメディアにおける広告収入の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るが、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。

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強化に相当し、アドネットワーク並びに 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と推察される。

したがって、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 の成長モメンタムを示唆すると考えられる。15/9 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 7,000 サイト以上、15/9 期の imp 数は 2,951 億回に及ぶなど、同社は国内 SSP 事業者として業界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月期決算は14.8%営業増益

15/9 期決算は売上高が前期比 16.5%増の 17,730 百万円、営業利益は同 14.8%増の 2,238 百万円、当期純利益はグループ再編による持分変動益 393 百万円を特別利益として計上したことなどで同 45.2%増の 1,646 百万円であった。15/9 期は会社計画 (売上高 18,000 百万円、営業利益 2,300 百万円) をわずかに下回ったものの、アドテクノロジー事業が牽引し売上高並びに営業利益は過去最高を更新した。

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期比 30.3%増の 9,782 百万円、営業利益は同 24.2%増の 1,306 百万円であった。売上面では買収した kauli 社を除く SSP がスマートフォン向けの伸長で前期比 38.5%増収だったほか、スマートフォン向けアドネットワーク等も同 12.8%増収であった。年度の imp 数は前期比 24.3%増の 2,951 億回に達している。

利益面では増収効果で先行投資的な人件費増や買収による販管費増などを吸収した。

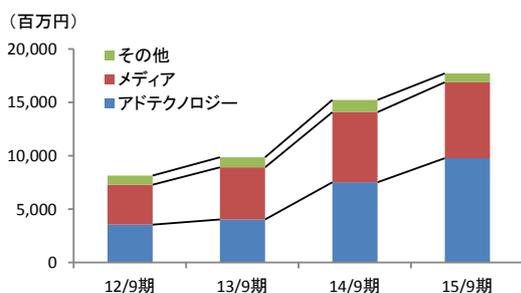
なお、14年4月に買収した kauli 社は売上高を 400 百万円程度押し上げたものの、利益寄与は小さいと推察される。

メディア事業は売上高が前期比 7.7%増の 7,097 百万円、営業利益は同 4.5%増の 984 百万円であった。売上面では自社メディアのポイント交換サイトやリサーチモニター提供などの販促メディアが伸び悩んだものの、顧客企業向けメディア運営支援等のマーケティングソリューションの伸長が補い増収となった。利益面では広告費を削減することで自社メディア不振による利益の低下を補い増益を確保した。

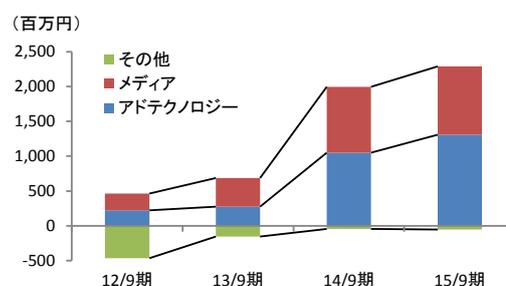
その他インターネット関連事業は売上高が前期比 24.4%減の 850 百万円、営業損失 52 百万円（前期は営業損失 44 百万円）であった。アジアリサーチ部門の事業統合で経費削減に努めたものの、赤字幅はわずかに拡大した。

そのほか、15/9 期はアドテクノロジー事業を中心に kauli 社買収や合弁会社設立など 7 件の案件に約 2,100 百万円を投資したものの、持分法投資損失が拡大していることから具体的な投資成果は 16/9 期以降に持ち越されている。

【 図表 3 】 事業セグメント別売上高推移



【 図表 4 】 事業セグメント別利益推移



(出所) 図表 3 及び 4 ともに有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 16年9月期の会社計画はレンジ表示に変更

インターネット広告の環境変化が激しく、同社グループの成長率や変動率の前提が困難なことから、同社は会社計画の公表をレンジ表示に変更し、16/9 期は売上高が前期比 4.3%増～15.6%増の 18,500 百万円～20,500 百万円、営業利益は同 10.6%減～7.2%増の 2,000 百万円～2,400 百万円を見込んでいる。

売上面ではアドテクノロジー事業が牽引すると見込むものの、利益面では先行投資的な人員拡充が利益を圧迫する見通しである。

16/9 期の経営方針は、アドテクノロジー事業に於いて SSP のシェア拡大と M&A を活用した垂直統合を推進する方針である。垂直統合を図ることで、将来的にはアドネットワーク事業者や RTB を介さずとも、広告主との直取引を目指して利益率の向上を目論んでいる。

この戦略に基づき、15 年 10 月には動画広告などのリッチメディアに特色を持つゴールドスポットメディア社へ 100 百万円を投資した。議決権の 25% を取得し持分法適用会社と、アドテクノロジー事業のサービスラインナップを拡充している。

そのほか、メディア事業は自社リソース並びに M&A によるメディア数の拡大に努め、その他インターネット関連事業では新規事業の創出に注力する方針である。

◆ 証券リサーチセンターは従来予想を大幅に下方修正

証券リサーチセンター（以下、当センター）の 16/9 期業績予想は、売上成長率の見直しと 15/9 期における売上総利益率の低下から従来予想を大幅に下方修正し、16/9 期は売上高 22,400 百万円→19,400 百万円（前期比 9.4% 増）、営業利益 3,100 百万円→2,300 百万円（同 2.8% 増）とした。

【 図表 5 】 事業セグメント別業績予想

	14/9期	15/9期	16/9期E		17/9期E		18/9期E
			旧	新	旧	新	
売上高	15,222	17,730	22,400	19,400	26,100	21,000	22,600
アドテクノロジー	7,509	9,782	12,900	11,200	16,000	12,600	14,000
メディア	6,587	7,097	8,500	7,400	9,100	7,600	7,800
その他	1,125	850	1,000	800	1,000	800	800
営業利益	1,947	2,238	3,100	2,300	3,700	2,500	2,700
アドテクノロジー	1,052	1,306	2,200	1,300	2,750	1,450	1,600
メディア	941	984	900	1,000	950	1,050	1,100
その他	-44	-52	0	0	0	0	0

(注) E は証券リサーチセンター予想

(出所) 有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

この要因として、売上面ではアドテクノロジー事業とメディア事業の成長モメンタムを見直し、アドテクノロジー事業は年 30% 成長を年 15% 成長程度に修正した。他方、メディア事業はリサーチモニター提供など自社メディアの伸び悩みを基に売上予想を減額した。

利益面では先行投資的な人員拡充と、競争激化によるスマートフォン向け SSP の単価下落を考慮し、アドテクノロジー事業における営業利益率の前提を 17.1%から 11.6%に引き下げた。

当センターは 17/9 期以降もアドテクノロジー事業の牽引で順調な売上成長を予想している、利益予想は上記要因を基に保守的な予想に修正した。

> 投資に際しての留意点

◆ 15 年 9 月期から株主還元策を実施

同社は利益配分に関する基本方針を見直し、継続的な配当と株主優待制度の実施に踏み切った。

これまでは成長に向けた内部留保を優先させていたが、15/9 期は一株当たり普通配年 10 円に、東証一部上場記念配 10 円を加えた年 20 円配の見通しである。そのほか株主優待制度として、1 単元以上の株主に対し同社グループが提供するデジタルギフトサービス「ギフトピー」で利用可能なギフトコードを提供する計画である。

16/9 期は一株当たり普通配年 10 円を計画するとともに、資本効率の向上と株主還元を目的に 15 年 10 月後半から 11 月 4 日にかけて自社株買い 10 万株（取得金額 170 百万円）を実施した。

当センターも同社の配当政策に則り、中期的に年 10 円配が継続すると予想する。

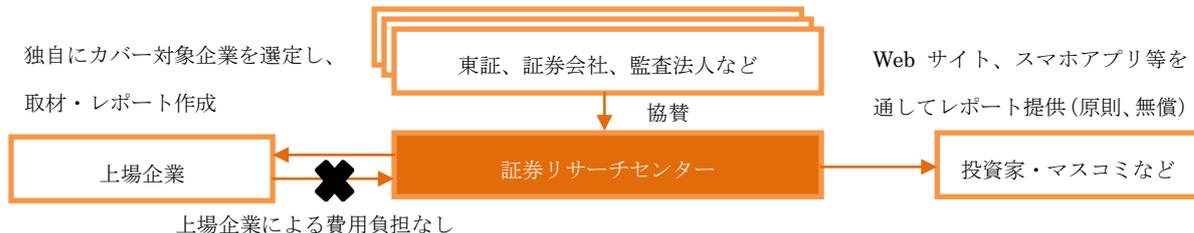
◆ M&A や設立した合併会社のシナジー創出に課題

15/9 期は戦略的な M&A 及び事業提携で 210 百万円を投資したが、買収した kauli 社は利益寄与に乏しいうえ、持分法投資損失が増加するなど合併会社も即戦力とは言い難い。

同社はアドテクノロジー事業の垂直統合を進める方針から、中長期的に M&A の活用が予想されるが、今後はグループ会社間のシナジー創出が課題と考えられる。

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。