

ホリスティック企業レポート

ロックオン

3690 東証マザーズ

アップデート・レポート
2016年6月10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 20160607

ロックオン (3690 東証マザーズ)

発行日:2016/6/10

ネット広告の効果測定システムと EC サイト構築オープンソースソフトのトップ企業 16年9月期は先行投資負担増で減益も、来期からは業績回復を見込む

> 要旨

アナリスト:大間知 淳

+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

◆ ネット広告市場と EC 関連市場を対象とする B to B 型ネット企業

・ロックオン(以下、同社)は、ネット広告市場と EC 関連市場を対象とする B to B 型のネットサービス提供企業である。

◆ 16年9月期上期決算は7%増収27%営業減益

・16/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の業績は、6.8%増収、27.1%営業減益であった。主力サービスのアドエビスと EC-CUBE を中心に売上は堅調に推移したものの、将来の更なる売上拡大を目指し、人件費や広告宣伝費などの先行投資を大幅に増やしたことから営業利益は大幅減益を余儀なくされた。

◆ 16年9月期の会社計画は11%増収43%営業減益

・同社は期初段階では新規領域への先行投資をどの程度増やすかを未定とし、業績予想を公表していなかった。上期の実績と通期の先行投資計画を踏まえ、16/9 期の会社計画を、売上高 1,600 百万円(前期比 11.3%増)、営業利益 200 百万円(同 42.9%減)、経常利益 201 百万円(同 42.9%減)、当期純利益 130 百万円(同 43.7%減)と公表した。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、アドエビスの成長力が想定より高まったと判断し、売上高については従来予想の 1,550 百万円から 1,594 百万円(前期比 10.9%増)に増額したものの、新規領域ではなく、アドエビスや EC-CUBE などの既存事業を強化するための先行投資負担が予想以上に膨らむ見通しとなったことから、営業利益は 366 百万円→203 百万円(同 42.0%減)に減額した。

◆ 17年9月期以降は業績回復へ

・当センターでは、18/9 期頃まで先行投資によるコストの増加が続くと見込んでいるが、アドエビスを主体とした売上成長でその影響を吸収し、17/9 期以降は業績が回復すると予想している。

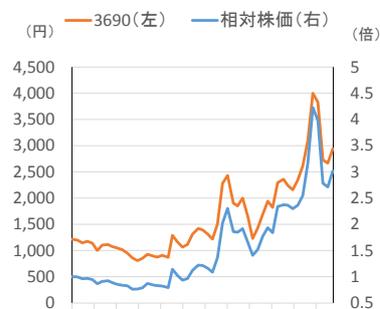
【主要指標】

	2016/6/3		
株価(円)	2,941		
発行済株式数(株)	6,300,774		
時価総額(百万円)	18,531		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	79.7	135.3	81.3
PBR(倍)	17.8	16.0	13.6
配当利回り(%)	0.2	0.2	0.2

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-1.3	24.4	159.3
対TOPIX(%)	1.8	25.3	216.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/6/5

【3690 ロックオン 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)
2014/9	1,360	—	249	—	233	—	137	—	24.0	129.3	0.0
2015/9	1,437	5.7	350	40.5	352	50.7	230	67.7	36.9	165.7	4.5
2016/9 CE	1,600	11.3	200	-42.9	201	-42.9	130	-43.7	20.6	—	4.5
2016/9 E	1,594	10.9	203	-42.0	204	-42.0	137	-40.7	21.7	183.8	4.5
2017/9 E	1,976	24.0	328	61.6	330	61.6	228	66.4	36.2	215.5	4.5
2018/9 E	2,246	13.7	432	31.6	434	31.5	300	31.6	47.6	258.6	4.5

(注) E証券リサーチセンター予想、CE:会社予想

アップデート・レポート

2/13

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

(注1) オープンソースソフトウェアとは、ソフトウェアの設計図に当たるソースコードを、インターネットなどを通じて無償で公開し、誰でもそのソフトウェアの改良、再配布を行えるようにすること。

(注2) SEM (Search Engine Marketing)とは、検索エンジンから自社 Web サイトへの訪問者を増やすマーケティング手法である。

(注3) マーケティングオートメーションとは、興味・関心や行動が異なる個別の顧客とコミュニケーションを行うデジタルマーケティングにおいて、その煩雑な業務を自動化するために開発されたツールや仕組みをいう。

◆ ネット広告の効果測定と EC サイト構築関連サービスが二本柱

ロックオン (以下、同社) は、ネット広告の効果測定を主体とするマーケティング支援サービス (マーケティングプラットフォーム事業、以下、MPF 事業) と、EC サイト構築と協力企業との提携による関連サービスの提供 (商流プラットフォーム事業、以下、SPF 事業) を企業や個人事業主に提供する B to B 型のネットサービス企業である。

少数精鋭主義を謳い、連結従業員数は 71 人 (15/9 期) に過ぎないが、販売代理店や EC 関連サービスを展開する協力会社 (オフィシャルパートナー) などの企業との協業にとどまらず、ソフトウェア技術を有する個人を組織化し、EC サイト構築でオープンソースソフトウェア^{注1}の開発コミュニティの組織化に成功した実績を持つ。外部リソースの有効活用によるユニークな事業展開が同社の最大の特徴と言えよう。

◆ 事業の柱はネット広告関連サービスを行う MPF 事業

同社の事業の柱は 04 年にサービス提供を開始したインターネット広告の効果測定システム AD EBIS (以下、アドエビス) である。アドエビスは PC やスマートフォンなどに表示されるネット広告のインプレッション数や、クリック数、コンバージョン数などを測定し、広告の投資効率を分析することができる。

また、同社はその後、広告代理店の SEM^{注2}運用業務を支援するリスティング広告自動最適化システム「THREe(スリー)」の販売も開始し、ネット広告分野における提供サービスを拡充している。

同社では、こうしたネット広告を出稿する広告主と広告代理店に向けて、アドエビスと「THREe」を提供する事業を MPF 事業と名付けている(15/9 期売上構成比 63.4%)。

同事業では、広告の効果測定から最適化、買付・入稿に至る一連の業務をプラットフォーム上で完結するモデルとなっており、マーケティングオートメーション^{注3}に必要な 3 要素を提供している。

◆ MPF 事業はアドエビスを主体とした限界利益率が高いビジネス

15/9 期の MPF 事業の売上高の内訳は、アドエビス 822 百万円 (MPF 事業内の構成比 90.2%)、THREe88 百万円 (同 9.8%) であり、アドエビスが事業の屋台骨を支えている (図表 1)。

【 図表 1 】 MPF 事業の業績推移

(単位：千円)

決算期		12/9期単体	13/9期単体	14/9期連結	15/9期連結
売上高		545,235	668,446	882,906	911,090
	増収率	—	22.6%	32.1%	3.2%
AD EBiS		498,928	587,238	721,903	822,141
	増収率	—	17.7%	22.9%	13.9%
THREe		46,114	81,207	161,003	88,948
	増収率	—	76.1%	98.3%	-44.8%
営業利益		-61,263	-453	141,885	214,484
	増益率	—	—	—	51.2%
	売上高営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%

(出所) ロックオン有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

◆ オープンソース方式の採用が差別化に繋がった SPF 事業

03年に始めたECサイト構築事業で差別化が図れなかった同社は、EC事業者が提供したいサービスを自由にカスタマイズすることが可能なオープンソースソフトウェアを無料で提供し、周辺サービスにより収益を得るプレミアムモデルを採用し、06年に「EC-CUBE」として事業展開を開始した。

同社で従来行っていたWebサイトの受託開発は、Eコマースビジネスのコンサルティングと「EC-CUBE」を用いたECサイトの受託開発に移行し、同社ではこれに「SOLUTION」という製品名をつけ、「EC-CUBE」と合わせて、SPF事業と定義している(15/9期売上構成比36.6%)。

◆ SPF 事業は収益性が異なるビジネスから構成される

SPF事業は高収益のEC-CUBEビジネス(SPF事業内の売上構成比43.8%)と低収益のSOLUTIONビジネス(同56.2%)によって構成されている。同事業の売上高営業利益率は14/9期の22.5%から15/9期には25.8%へ改善した(図表2)。EC-CUBEビジネスの売上構成比は14/9期の51.4%から低下したものの、売上高を落としたのはEC-CUBEビジネスの中でも低採算であるイベント関連売上やセールスプロモーション収入などのスポット案件であり、収益性の高いロイヤリティー収入が増加したため、事業全体の利益率の向上に繋がったと同社では説明している。

【 図表 2 】 SPF 事業の業績推移

(単位：千円)

決算期	12/9期単体	13/9期単体	14/9期連結	15/9期連結
売上高	322,600	421,779	477,389	526,354
増収率	—	30.7%	13.2%	10.3%
EC-CUBE	150,201	207,427	245,288	230,321
増収率	—	38.1%	18.3%	-6.1%
SOLUTION	172,447	214,352	232,100	296,033
増収率	—	24.3%	8.3%	27.5%
営業利益	98,345	75,022	107,451	135,941
増益率	—	-23.7%	43.2%	26.5%
売上高営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%

(出所) ロックオン有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 16年9月期上期は6.8%増収、27.1%営業減益

16/9期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高729百万円(前年同期比6.8%増)、営業利益98百万円(同27.1%減)、経常利益98百万円(同27.6%減)、当期純利益63百万円(同27.2%減)であった(図表3)。

【 図表 3 】 16年9月期の上期業績

(単位：百万円)

決算期	15/9期				16/9期			
	上期	下期	通期	前期比	第1四半期	第2四半期	上期	前期比
売上高	682	754	1,437	5.7%	342	386	729	6.8%
売上総利益	449	506	956	10.2%	207	252	459	2.2%
売上総利益率	65.9%	67.1%	66.5%	—	60.7%	65.2%	63.1%	—
販売管理費	315	290	605	-2.0%	166	195	361	14.8%
販売管理費率	46.2%	38.5%	42.1%	—	48.6%	50.6%	49.6%	—
営業利益	134	215	350	40.5%	41	56	98	-27.1%
営業利益率	19.7%	28.6%	24.4%	—	12.1%	14.6%	13.5%	—
経常利益	136	215	352	50.7%	41	56	98	-27.6%
経常利益率	20.0%	28.6%	24.5%	—	12.3%	14.6%	13.5%	—
当期純利益	87	143	230	67.7%	27	36	63	-27.2%

(出所) ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

主力サービスであるアドエビスとEC-CUBEを中心に売上高の伸びは15/9通期の前期比5.7%増を上回る前年同期比6.8%増を達成したものの、将来の更なる売上拡大を目指し、短期、長期の両面で先行投資を急激に増やしたことから、営業利益は大幅減益を余儀なくされた。

(注 4) ブロックチェーンとは、ビットコインに代表される仮想通貨において利用されている P2P 方式によるデータ処理の基盤技術である。既存の記録(ブロック)に新しい記録を追加する際に、チェーン状に次々と追加していくことから、ブロックチェーンと呼ばれている。

売上総利益率は前年同期に比べ 2.8%ポイント、販管費率は同じく 3.4%ポイント、それぞれ悪化した。同社では、EC-CUBE の機能強化のための開発投資や、テックビューロ株式会社(以下、テック社)とのブロックチェーン^{注 4}技術に対する共同研究開発に伴い、労務費や外注費が増加したほか、アドエビスの顧客獲得を目的とした広告宣伝費の大幅積み増しが大きく影響したと説明している。

従業員数は、15 年 9 月末時点の単体 56 人、ベトナム子会社 15 人から、16 年 3 月末時点では、それぞれ 65 人、25 人程度へと急増した。同社の連結従業員数は、過去 5 期間では年 0~5 人しか増えておらず、今上期の積極採用は証券リサーチセンター(以下、当センター)の予想を遥かに上回るものだった。単体の従業員増加の事業別内訳は明らかにされていないが、ビッグデータの活用、人工知能アルゴリズムの強化を目的に設置している社内リサーチ組織のマーケティングメトリクス研究所(MPF 事業)と、EC-CUBE の開発部門(SPF 事業)の人員体制を強化した模様である。

バージョンアップを中心とした EC-CUBE の開発に関しては、従来は社外の開発コミュニティがその主体となっていたが、1) EC-CUBE と SNS (Facebook や LINE 等) の EC 対応や、リアル店舗連携等のオムニチャネル EC 対応を可能にする API の開発(16/9 期第 4 四半期リリース予定)や、2) テック社とのブロックチェーン技術を応用した EC 用受注エンジンの実証実験(6 月末完了予定)など、自社エンジニアや外注先の SE を必要とする案件が増えたことで、事業の開発体制とコスト構造が変化してきている。

また、減価償却費に関しては、前年同期の 10 百万円から 13 百万円へと今上期の増加幅は小幅であったが、貸借対照表のソフトウェア勘定は社内開発分と外部からの購入分を合わせて、15 年 9 月末の 24 百万円から 16 年 3 月末には 61 百万円へと急増しており、下期からは償却負担が膨らむ見通しである。

なお、同社はアドエビスのデータベース基盤に使用するため、ヒューレット・パッカー製の高速度システムである Vertica というソフトウェアを購入したが、これは今後のビッグデータ活用に備え長期を見据えた戦略投資であるとしている。

◆ セグメント別には SPF 事業のコスト増が全社の大幅減益の主因

セグメント別では、MPF 事業が 8.4%増収、5.5%営業増益、SPF 事業が 3.7%増収、71.9%営業減益であった(図表 4)。

【 図表 4 】 16 年 9 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

決算期	セグメント	15/9期			16/9期			
		上期	下期	通期	第1四半期	第2四半期	上期	前期比
売上高		682	754	1,437	342	386	729	6.8%
	MPF	445	465	911	229	253	482	8.4%
	SPF	237	288	526	113	133	246	3.7%
営業利益		134	215	350	41	56	98	-27.1%
	MPF	77	136	214	36	45	82	5.5%
	SPF	56	79	135	4	11	15	-71.9%

(出所) ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

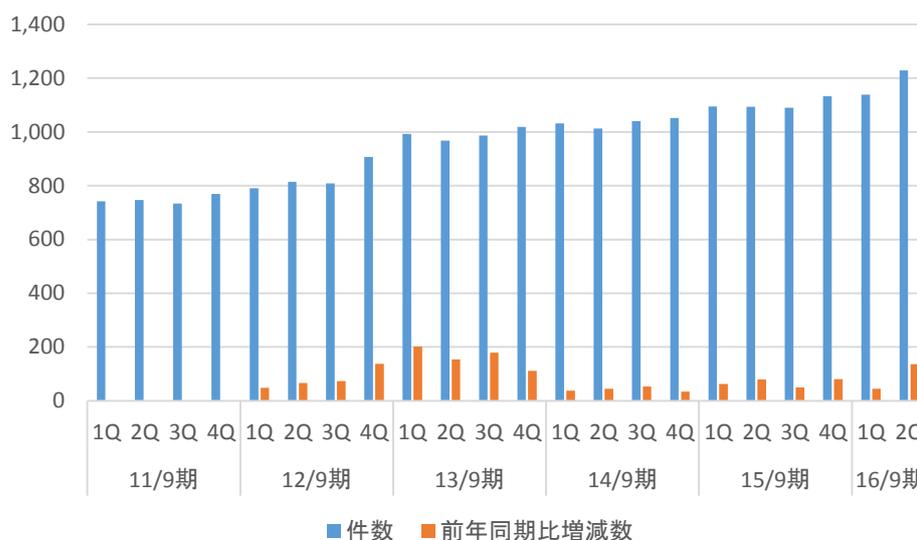
◆ MPF 事業は第 2 四半期から増収率が加速している

四半期毎にみると、MPF 事業は第 1 四半期の前年同期比 3.7% 増収、1.6% 営業増益に対し、第 2 四半期は同 13.0% 増収、8.9% 営業増益と、増収率の向上が顕著であった。これは、以下の 2 つの要因により主力サービスのアドエビスの成長率が改善したためである。

第一に、広告宣伝などのマーケティング活動や解約防止対策を強化したことで、アドエビスの 16 年 3 月のアクティブアカウント数が 1,229 件（前年同月比 136 件増）と、15 年 12 月の 1,139 件（同 45 件増）に比べて大幅に伸びたことである（図表 5）。

【 図表 5 】 アドエビスのアクティブアカウント数の推移

(単位：件)

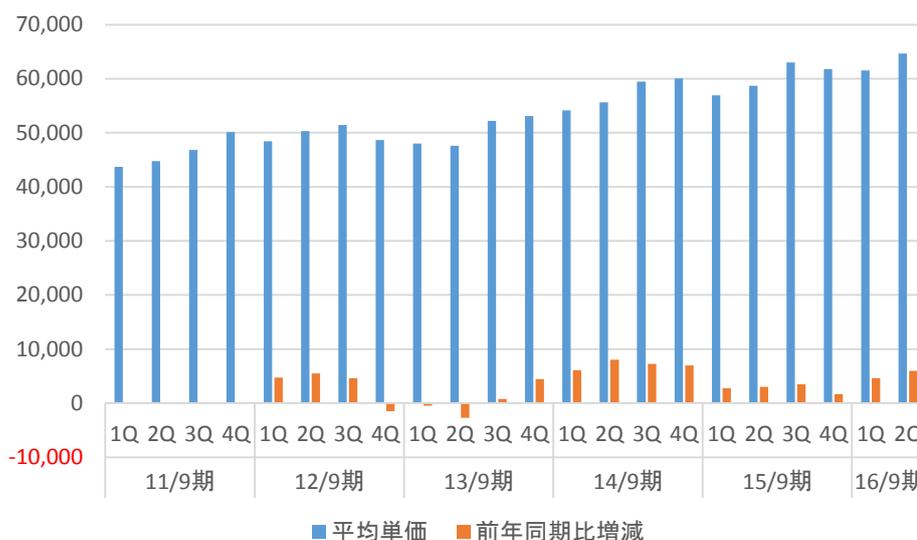


(注) 数値は四半期の数値ではなく、四半期末月の数値

(出所) ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

第二に、過去1年ほどの間に発表した新サービスの投入効果により、大手客が増えたことや、有料のオプションサービスの利用が進んだことにより、アドエビスの16年3月の平均単価も64,663円(前年同月比5,986円増)と、15年12月の61,521円(同4,612円増)に比べて大幅に上昇したことである(図表6)。

【図表6】アドエビスの平均単価の推移 (単位：円)



(注) 数値は四半期の数値ではなく、四半期末月の数値
(出所) ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

新サービスの中でも、2月末にアドエビスに標準搭載された「オーディエンスエビス」は、各種のデジタルマーケティング施策の接触履歴を施策毎に測定していた従来方式から、施策を横断して、特定の人(オーディエンス)毎に顧客接点を把握する方式にグレードアップした画期的なものだと同社は認識しており、特許出願中である。

MPF事業のもう一つのサービスである「THREe」については、3月に人工知能アルゴリズムのバージョンアップを実施し、中小ユーザーの使い勝手を改善したものの、上期の売上高は前期からの落ち込みが続いている模様である。

セグメントの営業利益に関しては、人件費や広告宣伝費の増加は見られたものの、売上高の伸びが堅調であったため、小幅ながら前年同期比で増益を確保した。

◆ SPF 事業は先行投資負担から大幅減益

四半期毎にみると、SPF 事業は第 1 四半期の前年同期比 3.8%増収、78.3%営業減益に対し、第 2 四半期も同 3.7%増収、67.5%営業減益と、大幅減益が継続した。これは、EC-CUBE の機能強化のための開発投資や、ブロックチェーン技術に対する研究開発に伴い、労務費や外注費が急拡大したためである。

なお、同社が SPF 事業の KPI として開示している 3 指標はいずれも大幅に伸びている。16/9 期第 2 四半期末時点で、開発コミュニティユーザー数は 17,506 人（前年同期比 13.9%増）、オフィシャルサイト会員数は 55,708 人（同 26.0%増）、EC 関連サービス事業社によるプラグイン数 535 個（同 31.4%増）と急増している。

しかしながら、SPF 事業の 16/9 期上期売上高は前年同期比 3.7%増と、先行投資の効果はまだ出ていない。同社の説明では、同事業において EC-CUBE と並ぶ主力サービスである SOLUTION の売上高は前年同期並みということだったので、EC-CUBE は SPF 事業全体よりも高い増収率であったと推測されるが、それでも KPI の伸びよりも見劣りする。

同社が同事業の KPI として挙げている 3 つの指標は、いずれも EC-CUBE 売上との相関性が低下してきていると考えられるため、当センターでは EC-CUBE の分析においては、この 3 指標を補助的なものとして見ていきたいと考えている。

EC-CUBE の売上高が伸び悩んでいるのは、国内の EC 市場がやや減速傾向にあることや、アマゾンの市場シェアが高まっているとみられることから、ユーザーである中小 EC 事業者の流通総額の成長が鈍化したためと考えられる。

その観点からは、現在開発中の SNS やリアル店舗との連携を可能にする API により、EC-CUBE が従来のユーザー以外にも利用される大きなプラットフォームになって新たなステージに入れるか否かに当センターでは注目している。

> 業績見通し

◆ 16 年 9 月期の会社計画は 11.3%増収、42.9%営業減益

同社は新規領域に対する先行投資をどの程度増やすかなど、業績に影響を与える未確定な要素が多いという理由から、期初段階では業績予想を公表しなかった。上期の業績と通期の先行投資計画を踏まえ、上期決算発表と同時に、16/9 期の業績見通しについて、売上高 1,600 百万円（前期比 11.3%増）、営業利益 200 百万円（同 42.9%減）、経常利益 201 百万円（同 42.9%減）、当期純利益 130 百万円（同 43.7%減）と公表した（図表 7）。

【 図表 7 】 16 年 9 月期の会社計画

(単位：百万円)

決算期	第1四半期	第2四半期	上期	第3四半期CE	第4四半期CE	下期CE	通期CE
売上高	342	386	729	412	459	871	1,600
前年同期比	104%	110%	107%	114%	117%	115%	111%
MPF	229	253	482	277	317	594	1,076
同	104%	113%	108%	122%	133%	127%	118%
SPF	113	133	246	135	142	277	524
同	104%	104%	104%	100%	93%	96%	99%
営業利益	41	56	98	—	—	101	200
同	71%	75%	73%	—	—	47%	57%
経常利益	41	56	98	—	—	102	201
同	71%	74%	72%	—	—	47%	57%
当期純利益	27	36	63	—	—	66	130

(注) CE：ロックオン予想、第3四半期と第4四半期の各売上高、下期と通期の各事業の売上高の数値は、同社が公表した前年同期比の予測数値を元に証券リサーチセンターが算定

(出所) ロックオン決算説明会資料、決算短信より証券リサーチセンター作成

また、同社は決算説明会資料において、第3四半期と第4四半期の事業別の売上高の前年同期比増減率の予想についても公表した。MPF事業の売上高については、第3四半期が前年同期比22%増、第4四半期が同33%増と増収率が加速していくと見込まれている。

同社では第4四半期末のアドエビスの平均単価(月間)は7万円を超える計画であると決算説明会でコメントしているが、これは既存客も含めて6月21日から料金を値上げすることを織り込んでいるためである。アドエビスは広告のクリック数に応じて課金される料金形態となっているが、月間クリック数20万以下の顧客を対象に、対象セグメントに応じて従来比10~100%の料金引上げを予定している。

SPF事業の売上高については、第3四半期が同横ばい、第4四半期が同7%減と低調な予想となっている。その増減率に基づくと同社が想定しているSPF事業の四半期売上高は、第2四半期の133百万円に対し、第3四半期135百万円、第4四半期142百万円となる。同社では、15/9期第4四半期に開催された自社イベント(EC-CUBE DAY、利益貢献は軽微と想定される)を今期は行わないことによるスポット売上の減少をSPF事業の減収要因として挙げている。

全体の売上高については上期の729百万円から下期には871百万円に増加するとの予想であるが、営業利益はほぼ横ばいの計画となっている。これは、下期から上期に資産計上したソフトウェアの減価償却が本格化することに加え、人件費や外注費も上期よりも膨らむと見込まれていることが主な要因である。

◆ 証券リサーチセンターの16年9月期予想

当センターは、全体に亘って16/9期予想を見直した結果、売上高については1,550百万円→1,594百万円に増額する一方、営業利益は366百万円→203百万円、経常利益は368百万円→204百万円、当期純利益は246百万円→137百万円に減額修正した。前期比では、7.8%増収、4.5%営業増益から、10.9%増収、42.0%営業減益へと修正した(図表8)。

【図表8】16年9月期の会社計画

(単位：百万円)

決算期	15/9期	16/9期CE	旧16/9期E	16/9期E	旧17/9期E	17/9期E	旧18/9期E	18/9期E
売上高	1,437	1,600	1,550	1,594	1,736	1,976	1,940	2,246
前期比	5.7%	11.3%	7.8%	10.9%	12.0%	24.0%	11.8%	13.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
MPF	911	1,076	1,010	1,070	1,130	1,398	1,260	365
SPF	526	524	540	524	606	578	680	67
営業利益	350	200	366	203	398	328	460	432
前期比	40.5%	-42.9%	4.5%	-42.0%	8.7%	61.6%	15.7%	31.6%
営業利益率	24.4%	12.5%	23.6%	12.7%	22.9%	16.6%	23.7%	19.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
MPF	214	-	219	161	232	277	270	365
SPF	135	-	147	42	166	51	190	67
経常利益	352	201	368	204	400	330	463	434
前期比	50.7%	-42.9%	4.6%	-42.0%	8.6%	61.6%	15.6%	31.5%
経常利益率	24.5%	12.6%	23.8%	12.8%	23.0%	16.7%	23.8%	19.3%
当期純利益	230	130	246	137	276	228	319	300
前期比	67.7%	-43.7%	6.7%	-40.7%	12.0%	66.4%	15.6%	31.6%

(注) CE：ロックオン予想、E：証券リサーチセンター予想、16/9期CEのセグメント別売上高は証券リサーチセンターの推測(出所)ロックオン決算説明会資料、決算短信より証券リサーチセンター作成

主な修正点は、以下の通りである。

(1) MPF 事業

第2四半期からアドエビスの成長率が向上している点や第4四半期に料金引上げが予定されている点を考慮して、売上高予想を60百万円引き上げた。一方、アドエビスのサービス強化のために、過去2期は抑制していた先行投資を実施し、広告宣伝費や人件費、外注費が従来の想定以上に増加する見通しとなったことを受けて、営業利益予想を58百万円引き下げた。

(2) SPF 事業

EC-CUBEのロイヤリティ収入が想定よりも伸びていないことや、イベント関連売上などのスポット収入が減少する見通しとなったことか

ら、売上高予想を 16 百万円減額した。一方、EC-CUBE のプラットフォーム機能を強化するための先行投資を積極化させたため、人件費や外注費が従来の想定以上に膨らむ見込みとなったことを受けて、営業利益予想を 105 百万円減額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターでは中期見通しについても前回予想を見直した(図表 8)。

17/9 期予想は、売上高を 240 百万円増額する一方、営業利益を 70 百万円減額した。

セグメント別では、MPF 事業の売上高を 268 百万円、営業利益を 45 百万円、それぞれ増額したのに対し、SPF 事業の売上高を 28 百万円、営業利益を 115 百万円、それぞれ減額した。

MPF 事業を増額したのは、一連の先行投資の効果と 16 年 6 月実施予定の値上げが通期で寄与することを見込んだことによる。

SPF 事業を減額したのは、先行投資の負担増が続くと想定した一方で、国内 EC 市場が従来考えていたほどには成長しないと予想したためである。

なお、ブロックチェーン技術を活用した新規サービスの展開や既存サービスへの応用に関しては、現時点においてビジネスモデルが明らかになっていないため、当センターの予想に織り込んでいない。

18/9 期の予想に関しても、17/9 期と同様な観点で見直しを行い、売上高を 306 百万円増額する一方、営業利益を 28 百万円減額した。

> 投資に際しての留意点

◆ Fintech 関連のニュースが株価に影響を与えている

当センターでは、16 年 1 月に発行したレポートで、1)新規事業や海外展開が業績に大きな影響を与える可能性、2)M&A で大規模なエクイティファイナンスが実施される可能性、3)Fintech に関する報道が同社の株価に影響を及ぼす可能性、といった投資に際しての留意点を指摘した。

実際、Fintech に関して、4 月 25 日に日本国内におけるブロックチェーン技術の普及啓発などを目的に「ブロックチェーン推進協会」が設立され、同社がその発起メンバーとして参画したことが発表されると、同社の株価は上昇を開始した。

更に、15年12月に開示されていた、テック社のブロックチェーン技術「mijin」を利用したEC用受注エンジンに関する実証実験に関して、5月9日に第一段階が完了したとの中間報告がなされ、ブロックチェーン技術がECと高い親和性があると確認したことや、EC-CUBEにおける「mijin」利用パッケージの独占販売など、ブロックチェーン技術を用いたSPF事業の収益基盤の強化の方向性を示したことが明らかになると、翌10日に同社の株価は一時、5,260円の上場来高値をつけた。

同社では、自らの立ち位置はブロックチェーン技術を活用したEC関連サービスの提供にあるとし、現時点において自前で金融サービスを手掛ける予定はないとしているため、当センターでは同社の収益構造が向こう3年程度で大幅に変化する可能性は小さいとみている。

◆ 既存事業への先行投資の継続が業績低迷を長期化させる可能性

前回、当センターが指摘した「新規事業（ビッグデータ、AIを利用したリアル領域でのIoT関連サービス）や海外展開が業績に大きな影響を与える可能性」に関しては、同社はまだ本格的な動きを見せていないため、業績への大きな影響は今のところ生じていない。同社への個別取材においても、当面、新規事業や海外展開で急速な進展が起きる可能性は感じられなかった。

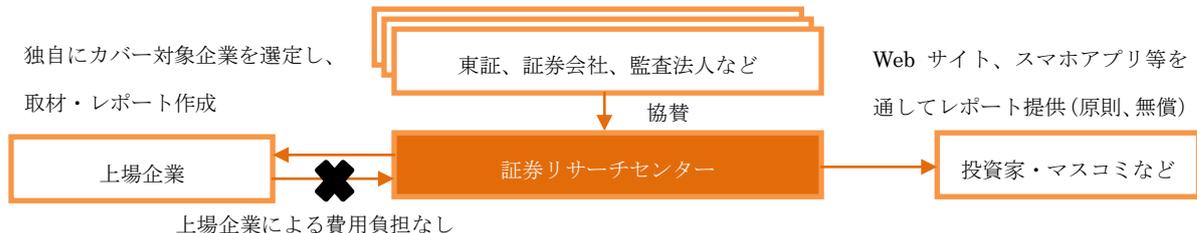
しかしながら、既存事業の基盤強化に向けて、従業員の積極採用や研究開発、広告宣伝を活発化させた結果、既存事業における先行投資負担が急拡大し、16/9期は増収減益となる見込みである。

投資の成果は、16/9期第2四半期からMPF事業においては増収率の加速という形で一部は顕在化してきているものの、コストの増加は継続しているため16/9期下期の利益は上期並みにとどまる見込みであり、「投資期」がいつ終了するのか同社は明らかにしていない。

当センターでは、17/9期下期からは同社が費用の伸びを売上高の伸び以下に抑制し、「成長期」に入ると想定している。しかしながら、その時点においても既存事業への先行投資のための大幅なコスト増を容認するような経営判断を維持するようであれば、17/9期以降の業績が当センターの予想を下回ることになり、業績低迷が長期化する可能性があることから、この点を新たに投資に際しての留意点に加えておきたい。

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

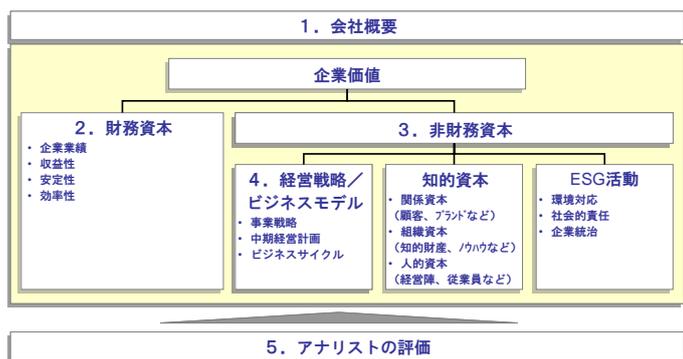
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。