

ホリスティック企業レポート アトラエ 6194 東証マザーズ

フル・レポート
2017年7月14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 20170711

成功報酬モデルの人材紹介 Web メディア Green が成長を牽引 Green の収穫期入りに加え新規事業の立ち上げで事業ポートフォリオに厚み

アナリスト: 松尾 十作

+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. 会社の概要

- ・アトラエ(以下、同社)は成功報酬型の人材紹介 Web メディア Green の運営を主力事業に、新規事業としてビジネスパーソンマッチングアプリケーション yenta や組織改善プラットフォーム wevox など運営している。

2. 財務面の分析

- ・過去の業績推移から、成長を牽引する Green は 16/9 期から収穫期に入ったと考えられ、今後は利益率も高まる見通しである。
- ・17/9 期について同社は売上高が前期比 34.7%増の 1,768 百万円、営業利益は同 26.1%増の 491 百万円と見込んでいる。

3. 非財務面の分析

- ・同社の強みは、自社の Web メディアで 10 年以上に亘り蓄積してきた求職者と求人企業に関するビッグデータと、これを解析するテクノロジー、IT 活用による効率性にある。人手を排することで Green の安価な成功報酬型のビジネスモデルを可能としている。

4. 経営戦略の分析

- ・同社の戦略は、費用対効果に優れる Green でシェアアップを図りながら、新規事業である yenta と wevox の早期戦力化で事業ポートフォリオの拡充である。

5. アナリストの評価

- ・人材紹介 Web メディア Green は、IT とテクノロジー活用による成功報酬型のビジネスモデルで他社からのリプレースを進めるとともに、IT/Web 業界に特化した戦略で成長を加速させている。
- ・証券リサーチセンターは 17/9 期について売上高が前期比 48.5%増の 1,948 百万円、営業利益は同 64.1%増の 640 百万円と、売上高、営業利益ともに会社計画を上回る水準を予想する。

【 6194 アトラエ 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)
2015/9	837	48.8	94	5.9	94	6.2	64	11.0	18.4	74.9	0.0
2016/9	1,313	56.7	390	313.9	376	300.0	252	293.6	70.3	296.8	0.0
2017/9 CE	1,768	34.7	491	26.1	485	29.1	335	32.7	86.6	—	0.0
2017/9 E	1,948	48.4	640	64.1	639	69.9	439	74.2	112.9	417.6	0.0
2018/9 E	2,702	38.7	975	52.3	975	52.6	665	51.5	171.0	588.6	0.0
2019/9 E	3,498	29.5	1,319	35.3	1,319	35.3	904	35.9	232.5	821.1	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

16年6月の上場時に95,000株(分割後ベースで285,000株)の公募増資を実施

17年4月1日付で1:3の株式分割を実施、過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮して修正

【主要指標】

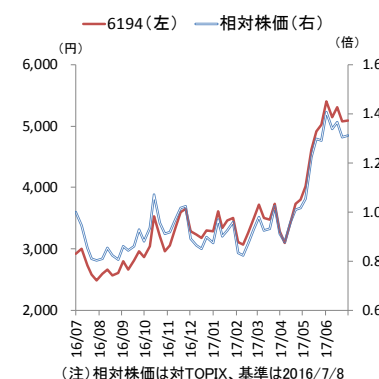
2017/7/7	
株価(円)	5,090
発行済株式数(千株)	3,888
時価総額(百万円)	19,791

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	72.4	45.1	29.8
PBR(倍)	17.2	12.2	8.6
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(%)	0.2	36.3	96.8
対TOPIX(%)	0.5	29.9	62.0

【株価チャート】



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

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 成功報酬型の人材紹介 Web サイト「Green」が収益源

アトラエ(以下、同社)は、成功報酬型の人材紹介 Web メディア「Green」の運営を主力事業とし、会員制のビジネスパーソン向けマッチングアプリケーション「yenta」や、企業の組織改善プラットフォーム「wevox」なども提供している。yenta と wevox は立ち上げ間もないことから現時点での業績寄与は小さいと考えられ、収益の大部分は Green が稼ぎ出している(図表 1)。

【図表 1】アトラエの主なサービス

名称	内容	ビジネスモデル	売上構成比
Green	成功報酬型の人材紹介メディア(転職情報サイト)	フロー型 B to B ビジネス	約99%
yenta	会員制のビジネスパーソン向けマッチングアプリ	ストック型 B to C ビジネス	1%未満
wevox	企業の組織改善プラットフォーム	ストック型 B to B ビジネス	1%未満
その他新規事業	個人のプロフィールデータベースTalentBase等	ストック型 B to B ビジネス	1%未満

(注) 売上構成比は 17/9 期第 2 四半期累計期間実績

(出所) アトラエ有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ Green の特徴はテクノロジーの活用と成功報酬型ビジネス

主力事業の Green は IT/Web 業界に特化した人材紹介 Web メディアである。求人広告は正社員からアルバイトまで幅広くカバーし、17 年 3 月末では、顧客企業数が IT/Web 業界を中心に 5,000 社以上、同じく掲載求人数は 9,593 件となっている。

Green の特徴は、以下の 2 点と考えられる。

1. 人材採用などの HR (Human Resources : 企業の人的資源) 領域にテクノロジーを導入
2. 成功報酬型のビジネスモデル

同社は 10 年以上に亘り約 40 万人分の求職者と 5,000 社以上の求人企業に関するプロフィールデータ、アクションデータ、選考データ等を蓄積している。このビッグデータ解析を基に、求職者のプロフィールデータと求人内容等を照らし合わせ、求人企業に入社確率の高い求職者プロフィールなどを提示し、求職者と求人企業とのマッチング精度を高めている。

従来は人手に頼っていた書類選考過程の一部をテクノロジーに置き換えることで、Green は労働集約的な人材紹介業者に比べ効率的かつ効果的なサービス提供を可能としている。

また、求人企業と求職者の集客は、その大部分を Web 広告で賄うなど、Green は集客から求人企業への情報提示までをテクノロジーで完結させている。

他方、Green の収益源は求人企業から受け取る成功報酬と初期設定費の 2 つで構成されている。

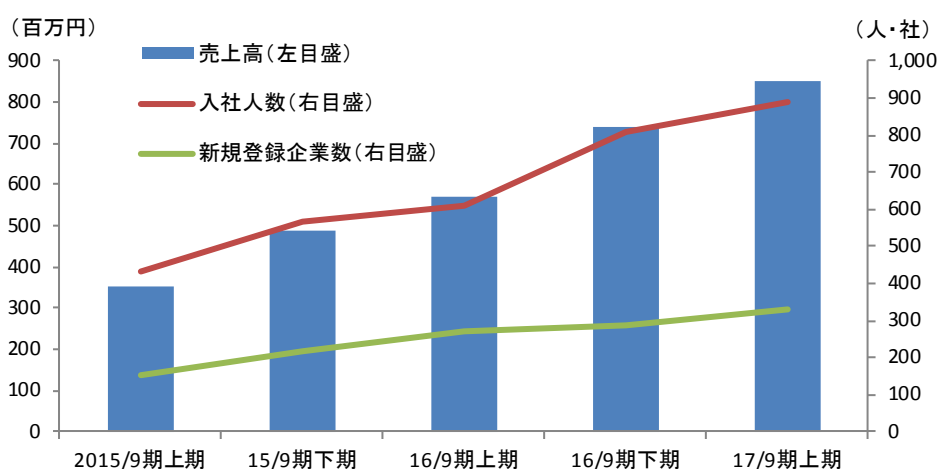
一般的な人材紹介の Web メディアは、求人広告を出稿した時点で費用が発生するため、求人企業には広告費用の掛け捨てリスクが付きまとう。これに対し、Green は紹介した人材の入社後に成功報酬として対価を受取る仕組みとなっている。そのため求人企業は新規登録時の初期設定費を負担するだけで、予算の範囲内で掲載期間や求人数に縛られない採用活動が可能となる。

初期設定費は申込プランによって 40 万円～100 万円と開きがあるものの、17/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の平均的な初期設定売上は約 64 万円/件であった。他方、成功報酬は勤務地域別に設定され、料金体系は地方勤務の 30 万円から東京都勤務の 90 万円まで幅を持たせている。17/9 期上期の平均的な成功報酬売上は約 70 万円/件であり、これは一般的な人材紹介業の 60%～70%の水準に留まる模様である。

また、同社の売上高全体に占める成功報酬売上と初期設定売上の構成比は、17/9 期上期実績で成功報酬売上が約 74%、初期設定売上は約 25%であった。

これらを基に Green のビジネスモデルは、紹介した人材の入社人数と新規登録企業数を主な KPI とするフロー型 B to B ビジネスと考えられる（図表 2）。

【 図表 2 】 売上高と入社人数・新規登録企業数の推移



(出所) アトラエ決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ **新サービスの「yenta」と「wevox」は 17 年 9 月期からマネタイズ開始**
新サービスの yenta は、AI (Artificial Intelligence : 人工知能) を活用した会員制のビジネスパーソン向けマッチングアプリケーションである。匿名性が低い SNS (Social Networking Service : 個人の社会的ネットワーク構築を支援するインターネットサービス) である Facebook を AI で分析し、会員にお勧めプロフィールを毎日 10 件程度配信し、ビジネスパーソン同士の交流を深めながら、ビジネス展開や起業などにも発展可能な出会いの場を提供するアプリケーションである。

17 年 3 月に配信数の増量やフィルター機能を付加した月額 1,000 円と月額 5,000 円の有料プランを設定し、有料会員をベースとしたストック型 B to C ビジネスをスタートさせた。17/9 期上期末における会員数は約 17,000 人、このうち有料会員は 8,542 人とまだ小規模である。

wevox は、社員が抱く「熱意」、「没頭」、「活力」などで構成されるワーク・エンゲージメントを測定し、個人の生産性向上や企業の組織力向上をサポートするサービスである。社員へのアンケートを基にワーク・エンゲージメントを定量化及び可視化させることで、課題の把握と対策を実施する。その後、数カ月ごとの定点観測で施策の効果を確認しながら、社員のモチベーション・アップと組織力向上に役立てるサービスである。

政府が掲げる「一億総活躍社会」のもと、生産性向上に向けた「働き方改革」が注目されているが、wevox によるワーク・エンゲージメントの定量化及び可視化は、新たな市場創造の可能性を秘めていると思われる。

17 年 5 月に正式版をリリースし、アンケート実施人数に応じた月額 300 円／人を課金するストック型 B to B ビジネスをスタートさせた。17/9 期上期末における wevox 採用企業数は、IT/Web 業界を中心に 50 社以上となった模様である。

> 市場構造とポジション

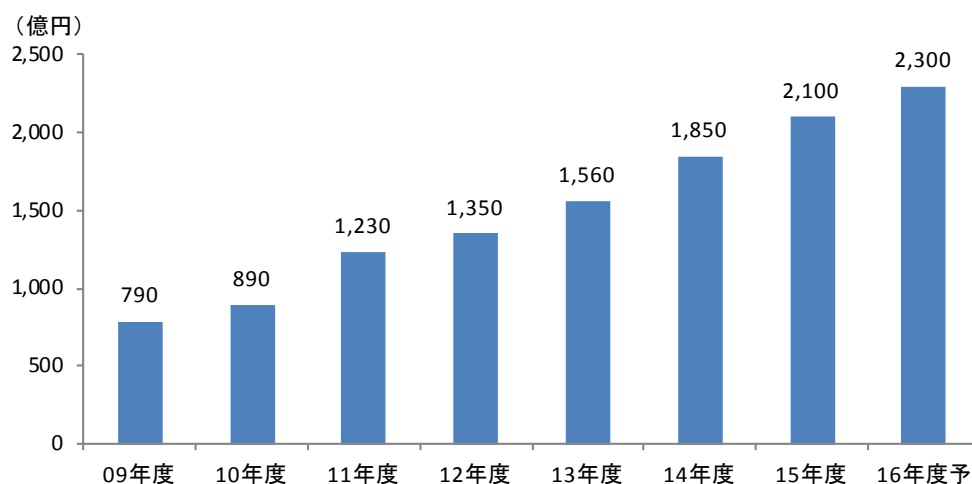
◆ Green の事業環境は追い風

矢野経済研究所によると、人材紹介業市場は右肩上がりの成長を続け、16 年度には 2,300 億円に達した模様である (図表 3)。この背景にあるのは、終身雇用及び年功序列などの雇用体系や産業構造の変化による人材の流動化に加え、景気拡大による人材需要の増加などが市場規模を押し上げていると推察される。

人材紹介業市場が成長する経営環境下、同社が注力する IT/Web 業界では e コマース市場の拡大や IoT (Internet of Things : あらゆるものがインターネットに接続する技術) などの新技術普及に伴い、技術者への需要が増加している。

厚生労働省によると、情報処理・通信技術者の有効求人倍率は、12年3月の1.3倍から17年3月には2.5倍に上昇するなど、IT/Web業界に特化する同社の事業環境には追い風が吹いている(図表4)。

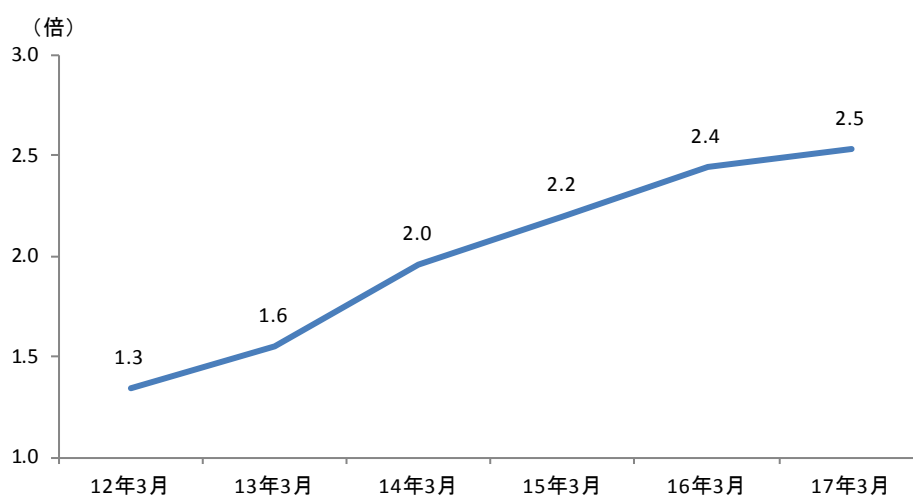
【図表3】人材紹介業の市場規模推移



(注) 16年度予は矢野経済研究所予測

(出所) 矢野経済研究所「人材ビジネス市場に関する調査2016年」より証券リサーチセンター作成

【図表4】情報処理・通信技術者の有効求人倍率推移



(注) 数値は各年3月単月の実績値

(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より証券リサーチセンター作成

◆ 成功報酬型ビジネスモデルの競合は限定的

上述したように良好な事業環境にあつて、成功報酬型ビジネスである Green の競合は限定的と推察される。人材紹介業界の主なプレーヤーは、リクルートホールディングス (6098 東証一部)、パソナグループ (2168 東証一部)、パーソルホールディングス (2181 東証一部) などが挙げられ、キャリアコンサルタントによる労働集約的な人材紹介に加え、人材派遣なども手掛ける総合型の人材サービス会社が上位を占める。

他方、人材紹介 Web メディアの運営を主力とする Web サイト型のプレーヤーとしては、マイナビ (非上場)、エン・ジャパン (4849 東証 JQS)、キャリアデザインセンター (2410 東証一部) などが挙げられ、いずれも掛け捨てリスクを伴う求人広告料が主な収入源である。

これに対し、Web サイト型でありながら成功報酬型ビジネスの人材紹介 Web サイトは同社のほか、リブセンス (6054 東証一部)、ビズリーチ (非上場) など数社に留まり、ビジネスモデルを基準とした競合は限定的と思われる。

> 沿革と経営理念

◆ HR 領域に IT とテクノロジーを導入

同社は、人材紹介会社インテリジェンス (現パーソルキャリア、パーソルホールディングス傘下) で経験を積んだ現社長の新居佳英氏が 03 年に設立した。それまでアナログ且つ閉鎖的だった HR (Human Resources) 領域に、同社はテクノロジーの導入により、革新的な業務プロセスを用いて労働力の最適配分を目指している。

06 年 7 月に成功報酬型求人メディア Green をリリースし、現在の事業基盤を築くとともに、12 年 12 月には Facebook 等の SNS に登録されている個人プロフィールを基に企業が直接採用をアプローチするソーシャルリクルーティングサービス JobShare (現 TalentBase) をリリースした。

16 年 1 月に yenta をリリースし、同年 6 月に東証マザーズに上場した。17 年 5 月には wevox をリリースするなど、同社は IT とテクノロジーを用いて HR 領域に関連する分野で事業ポートフォリオを拡大させている。

◆ ビジョンは「世界中の人々を魅了する会社を創る」

同社のビジョンは「世界中の人々を魅了する会社を創る」を掲げている。社名のアトラエ (atrae) はスペイン語で「魅了する」「引きつける」を意味している。

全ての社員が誇りを持てる組織と事業の創造にこだわり、関わる人々がファンとして応援したくなるような魅力ある会社であり続け、日本を代表するグローバルカンパニーとして、世界中の人々から必要とされる存在を目指す方針である。

◆ 社長の新居氏が発行済株式数の 43%超を実質的に保有

16 年 9 月 30 日現在における同社株式の所有者別状況は、個人その他が 89.06%を占め、金融機関及び金融商品取引業者 4.54%、外国人 4.04%、法人等 2.36%と続く。なお、16 年 9 月 30 日現在の株主数は 594 人に留まる（図表 5）。

17 年 3 月 31 日現在における大株主の状況は、社長の新居氏が個人名義と資産管理会社のラウレア名義で計 43.58%を保有している。そのほか個人では、インテリジェンス前社長で現在はオープンハウス（3288 東証一部）副社長の鎌田和彦氏が 14.67%を保有する第 2 位株主である。第 9 位株主の菊川暁氏はガーラ（4777 東証 JQS）社長で、第 10 位株主の羽根正哲氏は同社の社外監査役である。この他、信託銀行などが 2%～5%を保有している（図表 6）。

【 図表 5 】所有者別状況

金融機関	0.84%
金融商品取引業者	3.70%
その他の法人	2.36%
外国法人等	4.04%
個人その他	89.06%
株主数	594人

(注) 16 年 9 月 30 日現在
(出所) アトラエ有価証券報告書より
証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】大株主の状況

ラウレア	29.31%
鎌田和彦	14.67%
新居佳英	14.27%
日本マスタートラス信託銀行（信託口）	5.03%
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICE LUXEMBOURG	4.78%
DAIWA CM SINGAPORE LTD	3.20%
日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	2.59%
野村信託銀行（投信口）	2.20%
菊川暁	2.05%
羽根正哲	1.54%
合計	79.69%

(注) 17 年 3 月 31 日現在
(出所) アトラエ四半期報告書より証券リサーチセンター作成

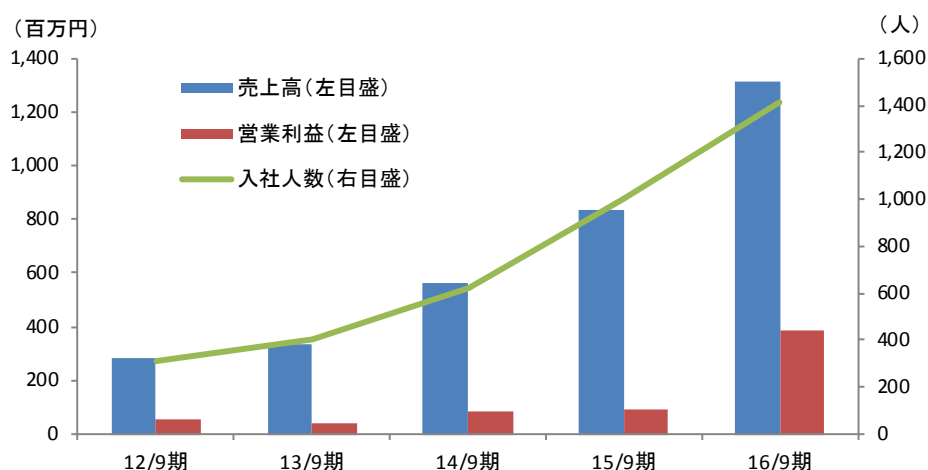
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 入社人数の拡大が Green の成長を牽引

過去の業績推移を見ると、成長が続く人材紹介メディア Green の運営が利益面で収穫期に入ったと推察される（図表 7）。

【図表 7】売上高・営業利益と入社人数の推移



(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

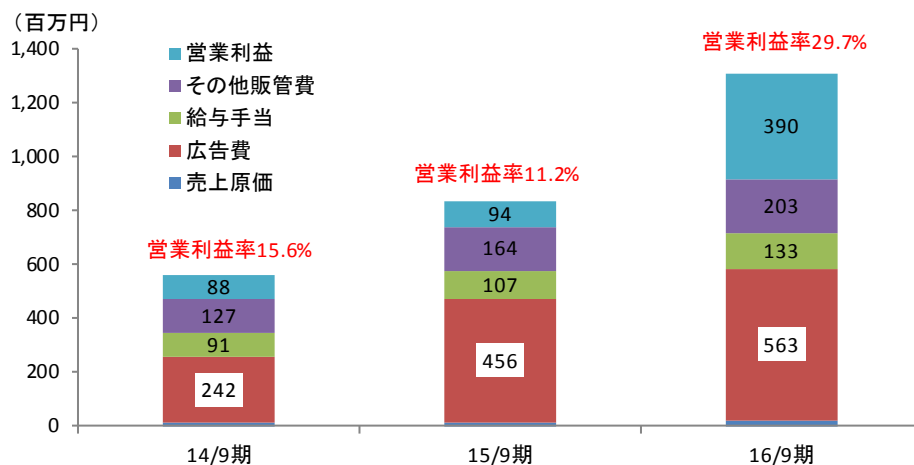
成功報酬モデルの Green は、費用対効果の分かり易さと低価格を武器に、従来の労働集約型サービスや出稿時課金の Web 型サービスなどの競争事業をリプレースする形で顧客を獲得している。紹介した人材の入社人数の拡大とともに売上成長を続け、16/9 期に営業利益が飛躍的に増加した。

◆ Green は広告投資を吸収して収穫期入りへ

同社は IT とテクノロジーで Green を運営しているため、コスト面では人件費などの固定費負担が軽いものの、求人企業数や求職者の集客を Web 広告に頼るため、先行投資的な広告費負担が重くのしかかっている（図表 8）。

そのような状況下、16/9 期は増収効果で広告費の増加を吸収し、営業利益率は 15/9 期の 11.2%から 29.7%へ 18.5%ポイントも上昇した。Green は広告投資を吸収しながら収穫期に入ったと考えられる。

【 図表 8 】 コストと営業利益の推移



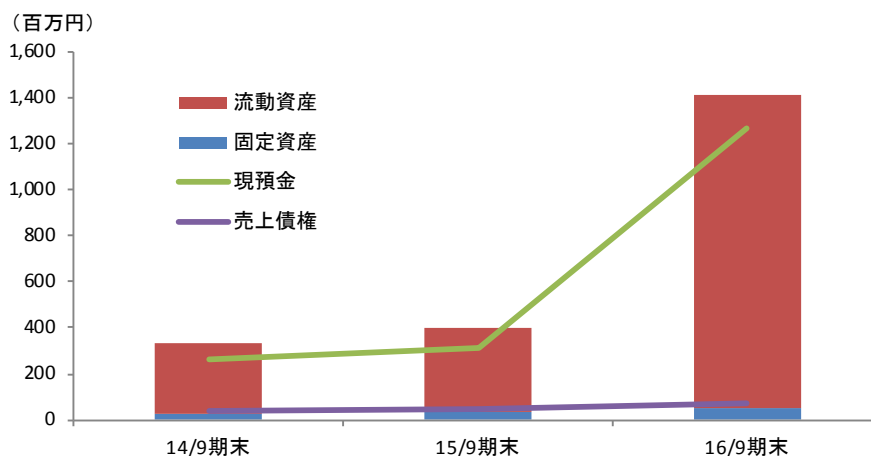
(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 箱物資産を持たない身軽な事業運営

財務の状況は健全と考えられる。資産面では箱物を持たないことから固定資産が少なく、流動資産の大部分を現預金が占めている(図表 9)。16/9 期は株式上場に伴う新株式発行で 624 百万円を調達した。この資金調達で現預金が潤沢となった。売上債権回転日数は 20.9 日と大きな変化は見られない。

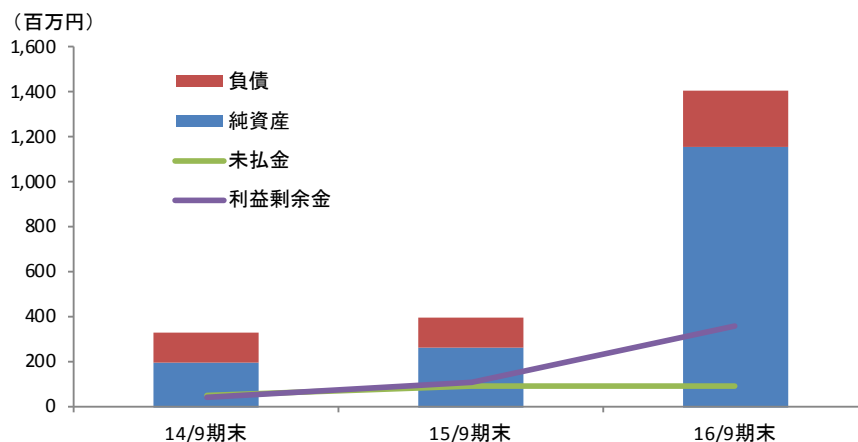
負債と純資産の状況では、株式上場による資金調達で 16/9 期末の自己資本比率が 81.9%に達したほか、有利子負債も無いことから財務の安全性は高いと考えられる(図表 10)。

【 図表 9 】 資産の推移



(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【 図表 10 】 負債と純資産の推移



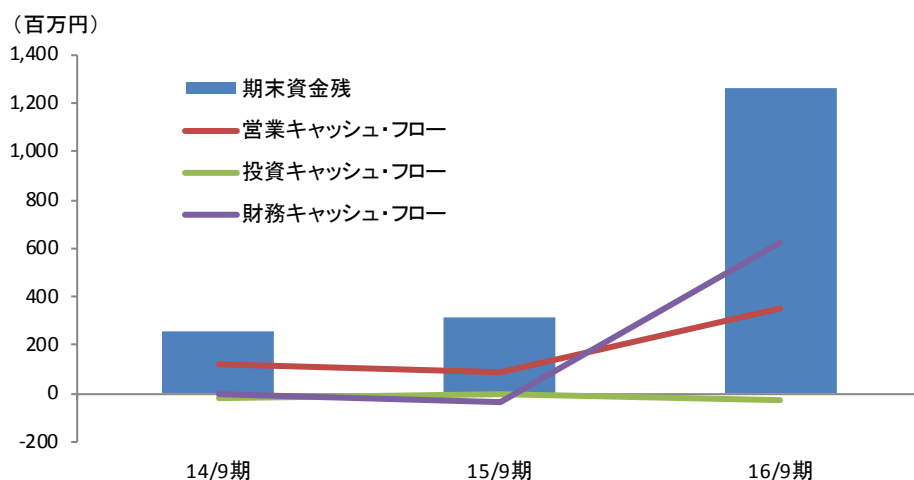
(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 期末資金残は潤沢

16/9 期は株式上場による資金調達もあり、現金及び現金同等物の期末残高が前期末比 948 百万円増の 1,263 百万円に達している。同社のビジネスモデルは多額の固定資産投資を必要としないうえ、ソフトウェア等の無形固定資産投資も少額である。

同社は将来の成長に備えた内部留保を優先させる方針から、配当を実施していない。したがって、M&A 等が無い限り、現金及び現金同等物の期末残高は中期的に積み上がる可能性が高いと考えられる。

【 図表 11 】 キャッシュ・フローの推移



(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

➤ 同業他社との比較

◆ 同業他社比較では高い利益率を示現

同業他社比較として、アルバイトを中心に成功報酬モデルの人材紹介メディアを運営するリブセンスと従来型の人材紹介メディアを運営するキャリアデザインセンターを取り上げた。

同社は規模の面で同業他社に劣るものの、利益率などの収益性や売上成長などの成長性は抜きん出ている。そのほか、安全性も同等以上と考えられる。

【 図表 12 】 同業他社との財務指標比較

銘柄		アトラエ (6194東証マザーズ)	リブセンス (6054東証一部)	キャリアデザインセンター (2410東証一部)
基準決算期		16/9期	16/12期	16/9期
規模	売上高(百万円)	1,313	5,366	8,569
	経常利益(百万円)	376	574	1,009
	総資産(百万円)	1,409	3,983	4,401
	従業員数	33人	282人	490人
収益性	自己資本利益率	35.8%	0.9%	26.5%
	総資産経常利益率	41.6%	15.1%	24.1%
	売上高経常利益率	28.7%	10.7%	11.8%
成長性	売上高成長率(3年平均)	57.3%	8.0%	18.8%
	経常利益成長率(同上)	105.4%	-28.7%	26.2%
	総資産成長率(同上)	89.8%	5.6%	38.9%
安全性	自己資本比率	81.9%	77.8%	62.8%
	流動比率	531.8%	412.6%	265.5%
	利益剰余金比率	25.8%	66.4%	45.6%

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、3社とも3期前の単体との比較

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、剰余金比率は利益剰余金÷総資産×100

(出所) 各社有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ テクノロジーで入社確率の高い求職者を求人企業に提示

同社の知的資本は 10 年以上の期間をかけ構築したビッグデータと、テクノロジーで解析した入社確率の高い求職者を求人企業に提示する能力と推察される。

ビッグデータは、約 40 万人分の求職者と 5,000 社以上の求人企業に関するプロフィールデータやアクションデータ、選考データ等が蓄積されている。これをテクノロジーで解析し、求職者と求人企業とのマッチング精度を高めている。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・ Green の顧客は 90%以上が IT/Web 業界	・ 累計顧客企業数	・ 5,000 社以上
	ブランド	・ 人材紹介 Web サイト Green ・ 会員制のビジネスパーソンマッチングアプリケーション yenta ・ 企業の組織改善プラットフォーム wevox	・ 期末掲載求人数 ・ 会員数 ・ 採用企業数	・ 9,593 件 ・ 17,000 人(無料会員を含む) ・ 50 社以上
	事業パートナー	・ 求職者と求人企業の集客を依頼する多数の Web サイト	・ 広告費	・ 352 百万円
組織資本	プロセス	・ 求職者プロフィールと求人内容のビッグデータ解析から入社確率の高い求職者を求人企業にリコメンド	・ 書類選考通過率(マッチング精度)	・ 30%程度
	知的財産・ノウハウ	・ 10 年以上に亘り蓄積した求職者と求人企業に関するビッグデータ	・ 求職者数と求人企業数	・ 求職者 40 万人以上、求人企業数 5,000 社以上のビッグデータ・
人的資本	経営陣	・ 社長は人材紹介会社での経験が豊富	・ 保有株式割合	・ 個人名義 14.27%、資産管理会社名義 29.31%
	従業員	・ エンジニアや Web デザイナー、企画等を中心とした小規模組織 ・ 全従業員に対する新株式発行による生産性向上	・ 社員数 ・ 対象人数割り当てと株式数	・ 35 人 ・ 35 人、3,500 株

(注) KPI の数値は 17/9 期上期末

(出所) アトラエ有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応(Environment)

同社は人材紹介 Web サイトを主力とするサービス業に属しており、有価証券報告書等に環境対応への具体的な取組みは言及されていない。

◆ 社会的責任(Society)

有価証券報告書等に社会的責任に関する具体的な言及は無い。前述したビジョンの通り「日本を代表するグローバルカンパニーとして、世界中の人々から必要とされる存在を目指す」方針である。

◆ 企業統治(Governance)

同社の取締役会は社長以下 4 名で構成され、うち 1 名は社外取締役である。社外取締役の経歴を見るとは投資銀行やコンサルティングファームなどを経ていることから、グローバル戦略に知見を有すると推察される。監査役会は 3 名で構成され、3 名とも社外監査役である。それぞれの属性は、IT 業界に知見を有する者、弁護士、公認会計士である。

同社は従業員数が 35 名 (17/9 期上期末)、平均年齢 27.5 歳 (16/9 期末) の小規模で若い組織であるため、経営判断は社長である新居氏の意思が強く働くと推察される。そこで、社外取締役や社外監査役により、外部のチェック機能を働かせていると考えられる。

4. 経営戦略

> 今後の戦略

◆ 中長期的な成長に向け事業の多角化を推進

同社の事業戦略は、基盤事業である Green のシェア拡大を基本として、新規事業の wevox と yenta の育成をはじめ、HR 領域をターゲットにしたさらなる新規事業への挑戦で事業ポートフォリオを拡充させる方針である。

サービス毎の戦略として、Green については IT/Web 業界における No.1 転職支援サービスを目指している。Green の特徴であるテクノロジーによる安価な成功報酬モデルであることを前面に押し出し、既存の労働集約的サービス、出稿時課金の Web メディアサービスからの顧客の取込みを進め、シェア拡大に努める方針である。

wevox は組織改善サーベイのデファクトスタンダードを目指し、採用企業数の拡大に努めている。政府が掲げる「1 億総活躍社会」のもと、生産性向上に向けた「働き方改革」が注目されるなかで、wevox によるワーク・エンゲージメントの定量化と可視化を、組織改善サーベイの一般的ツールに育成する方針である。

yenta はビジネスパーソンの必携アプリケーションを目指し、会員数の拡大に努めている。会員同士のマッチングを高めるべく AI の改良やイベント開催で有料会員の積み上げを図るほか、有料プランの拡張も検討する方針である。

> 今後の業績見通し

◆ 17 年 9 月期上期は 78.1%営業増益

17/9 期上期決算は、売上高が前年同期比 48.8%増の 851 百万円、営業利益は同 78.1%増の 269 百万円であった。上期は Green の入社人数と新規登録企業数が、半期ベースでの過去最高を記録したうえ、新規事業である yenta と wevox の有料化を開始するなど事業ポートフォリオの拡充を進めた。また、通期計画（売上高 1,768 百万円、営業利益 491 百万円）に対する進捗率は、売上高が 48.1%、営業利益は 54.7%の水準であった（図表 14）。

売上面では Green が前年同期比 49.3%増の 850 百万円であった。入社人数が同 280 人増の 888 人、新登録企業数も同 62 社増の 331 社になるなど、いずれも半期としては過去最高を記録した。新規事業の売上高は有料化が間もないこともあり同 71.3%減の 0.6 百万円に留まった。

利益面では増収効果で広告費や人件費等などのコスト増を吸収し、営業利益率は前年同期比 5.2%ポイント上昇の 31.6%に達している。

◆ 17 年 9 月期の会社計画は期初の 26.1%営業増益を据え置き

上期は営業利益の進捗率が高かったものの、同社は期初計画を据え置き、17/9 期は売上高が前期比 34.7%増の 1,768 百万円、営業利益は同 26.1%増の 491 百万円を見込んでいる (図表 14)。

Green は安価な成功報酬型ビジネスを梃に競合からの顧客の取込みでシェア拡大を進めるとともに、新規事業の wevox と yenta は採用企業数と会員数の積み上げを図る方針である。なお、上記会社計画には wevox と yenta の業績寄与を多く見込んでいない模様である。

【 図表 14 】 要約損益計算書及び会社計画

(百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期E	16/9期上期	17/9期上期
売上高	837	1,312	1,768	571	851
(前期比)	48.8%	56.7%	34.7%	—	48.8%
Green	833	1,309	—	569	850
新規事業等 (yenta・wevox等)	4	3	—	2	1
売上原価	16	22	—	10	14
販管費	727	899	—	410	568
広告費	456	563	725	268	352
営業利益	94	390	491	151	269
(前期比)	5.9%	313.9%	26.1%	—	78.1%
営業外損益	0	-13	-6	-2	-1
経常利益	94	376	485	148	267
(前期比)	6.2%	300.0%	29.1%	—	79.9%
特別損益	0	-9	—	0	0
税引前利益	94	367	—	148	267
法人税等	29	114	—	49	82
純利益	64	252	335	99	184
(前期比)	11.0%	293.6%	32.7%	—	85.8%
売上高広告費比率	54.5%	42.9%	41.0%	46.9%	41.4%
売上高営業利益率	11.2%	29.7%	27.8%	26.4%	31.6%
入社人数	997	1,416	—	608	888
新規登録企業数	368	558	—	269	331
従業員数	25	33	—	23	35

(注) E は会社計画

(出所) アトラエ有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ テクノロジーによる安価な成功報酬型ビジネスが強み

同社の強みはテクノロジーを駆使し、従来の人材紹介ビジネスに比べて安価な成功報酬モデルを可能としている点であろう。一方、弱みは小規模組織であるが故、経営戦略などの意思決定に際し、社長である新居氏に多くを頼らざるを得ないことである。

【図表 15】SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	・10 年以上のノウハウで築き上げた求職者と求人企業に関するビッグデータ ・テクノロジーの活用で可能とした安価な成功報酬モデル ・小規模組織ならではの意思決定のスピード感 ・人手に頼らずテクノロジーを活用することによる高い利益率
弱み Weakness	・小規模組織であるが故の人的リスク ・Green に頼らざるを得ない事業ポートフォリオの狭さ
機会 Opportunity	・IT/Web 業界における人手不足感の高まり ・e コマースや IoT、AI などの市場拡大 ・求人企業における求人広告の費用対効果に対する認識の高まり
脅威 Threat	・競合先の出現による価格競争 ・人材紹介業界や人材紹介 Web メディアに対する規制強化 ・IT/Web 業界における人手不足の解消 ・Web 広告における人材紹介広告に対する規制強化

(出所)証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 安価な成功報酬モデルを梃にしたリブレース戦略

同社の経営戦略は、Green の安価な成功報酬モデルを梃にした競合他社からの顧客の獲得である。これを可能にしているのは、自前のビッグデータに基づく IT とテクノロジーの活用に加え、同社の技術と親和性が高いと思われる IT/Web 業界の人材紹介に特化している点であろう。

IT/Web 業界は e コマースの拡大に加え、IoT や AI など新技術の普及期入りなどから、「市場構造とポジション」の項で述べたように IT 技術者を中心に人材不足が続いている。これら良好な外部環境は Green の成長を後押しすると考えられる。

今後の注目点は新規事業の wevox と yenta の育成となろう。現時点における同社の事業ポートフォリオは、Green 以外にはなく、持続的成

長や事業リスクの分散のために、新規事業育成による事業ポートフォリオの拡充が欠かせない。課金がスタートした wevox と yenta の動向に留意するとともに、潤沢な現預金の活用法にも注目したい。

> 業績予想

◆ 証券リサーチセンターは 17 年 9 月期 64.1%営業増益と予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）は 17/9 期予想について、売上高が前期比 48.5%増の 1,948 百万円、営業利益は同 64.1%増の 640 百万円を見込んでいる。これらはいずれも会社計画（売上高 1,768 百万円、営業利益 491 百万円）を上回る水準となる（図表 16）。

Green は下期も順調な事業拡大が見込まれることから、当センターは通期の入社人数を前期比 534 人増の 1,950 人、新規登録求人企業数も同 142 社増の 700 社と想定した。これらを基に、Green の売上高は前期比 42.9%増の 1,870 百万円と予想した。

他方、新規事業の wevox はアンケート実施人数を通期で 10,000 人、yenta の期末有料会員数は 10,000 人を想定し、これらを合計した新規事業の売上高は 78 百万円と予想した。

利益面では wevox の営業要員拡充や広告費の増加が見込まれるものの、売上高広告費率が増収効果で吸収可能と考えられる。

◆ 18 年 9 月期以降も順調な業績拡大を予想

18/9 期以降は Green の拡大に加え、wevox と yenta の業績寄与が見込まれる（図表 16）。当センターは中期的な業績予想の前提として、Green の入社人数を年 600 人増～650 人増、新規登録求人企業数は年 170 社増～180 社増と想定した。wevox のアンケート実施人数は年 10,000 人増、yenta の期末有料会員数は年 2,000 人増を予想している。

一方、コスト面では売上高広告費率を 41.1%～41.5%、業容拡大や新規事業の営業強化に伴う従業員数は年 3 名増～4 名増を想定した。

これらを基にした当センターの 18/9 期予想は売上高が前期比 38.7%増の 2,702 百万円。この内訳は Green が同 34.2%増の 2,510 百万円、新規事業は 192 百万円を見込む。ただし、これらは Green の成功報酬や初期設定費の値上げを考慮せず、単価水準は緩やかに上昇すると想定した。

【 図表 16 】 要約損益計算書及び証券リサーチセンター予想

(百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期E	18/9期E	19/9期E
売上高	837	1,313	1,948	2,702	3,498
(前期比)	48.8%	56.7%	48.4%	38.7%	29.5%
Green	833	1,309	1,870	2,510	3,250
新規事業等 (yenta・wevox等)	4	3	78	192	248
売上原価	16	22	33	50	60
販管費	727	899	1,275	1,677	2,119
広告費	456	563	800	1,110	1,450
営業利益	94	390	640	975	1,319
(前期比)	5.9%	313.9%	64.1%	52.3%	35.3%
営業外損益	0	-13	-1	0	0
経常利益	94	376	639	975	1,319
(前期比)	6.2%	300.0%	69.9%	52.6%	35.3%
特別損益	0	-9	0	0	0
税引前利益	94	367	639	975	1,319
法人税等	29	114	200	310	415
純利益	64	252	439	665	904
(前期比)	11.0%	293.6%	74.2%	51.5%	35.9%
売上高広告費率	54.5%	42.9%	41.1%	41.1%	41.5%
売上高営業利益率	11.2%	29.7%	32.9%	36.1%	37.7%
入社人数	997	1,416	1,950	2,550	3,200
新規登録企業数	368	558	700	870	1,050
従業員数	25	33	38	42	45

(注) E は証券リサーチセンター予想

(出所) アトラエ有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】 要約貸借対照表及び証券リサーチセンター予想 (百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期E	18/9期E	19/9期E
現預金	315	1,263	1,729	2,556	3,629
売上債権	49	75	110	150	190
その他	2	18	30	37	43
流動資産	366	1,356	1,869	2,743	3,862
有形・無形固定資産	11	1	90	96	101
固定資産	31	52	160	176	191
資産合計	398	1,409	2,029	2,919	4,053
未払金	91	88	100	135	170
その他	45	167	305	495	690
流動負債	136	255	405	630	860
固定負債	—	—	—	—	—
負債	136	255	405	630	860
資本金	82	402	418	418	418
資本剰余金	68	388	404	404	404
利益剰余金	110	363	802	1,467	2,371
自己株式	—	—	—	—	—
自己資本	261	1,153	1,624	2,289	3,193
純資産	261	1,153	1,624	2,289	3,193

(注) E は証券リサーチセンター予想

(出所) アトラエ有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 18 】 要約キャッシュ・フロー計算書及び証券リサーチセンター予想 (百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期E	18/9期E	19/9期E
税引前利益	94	367	639	975	1,319
売上債権増減 (－は増加)	-9	-26	-35	-40	-40
未払金増減 (－は減少)	42	-2	12	35	35
その他	8	44	56	67	79
法人税支払	-44	-35	-115	-200	-310
営業キャッシュ・フロー	91	348	557	837	1,083
有形・無形固定資産取得	0	0	-90	-10	-10
その他	-3	-24	0	0	0
投資キャッシュ・フロー	-3	-24	-90	-10	-10
有利子負債増減 (－は減少)	-33	0	0	0	0
新株発行	0	638	0	0	0
自己株取得	0	0	-1	0	0
配当金支払	—	—	—	—	—
その他	0	-14	0	0	0
財務キャッシュ・フロー	-33	624	-1	0	0
現金及び現金同等物の期末残高	315	1,263	1,729	2,556	3,629

(注) E は証券リサーチセンター予想

(出所) アトラエ有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 当面は内部留保を優先させ配当は見送る方針

同社は将来の事業展開に即応できる財務体質の強化を重要課題に位置付け、内部留保を優先させる方針であり、配当の実施時期は未定である。

なお、同社は株式市場における流動性向上や投資家層の拡大を目的に、17年3月31日を基準日として1株を3株に分割した。

◆ IT/Web 業界の労働需給動向と新規事業の成長スピードに留意

e コマースの拡大に加え IoT や AI など新技術の普及期入りで、IT/Web 業界の人材市場は中期的に IT 技術者を中心とした売り手市場が継続すると推察される。

同社は良好な外部環境と成功報酬型ビジネスのもと、既存プレーヤーからの顧客取込みを梃に成長できると予想される。しかしながら、IT/Web 業界全体の労働需給バランスが緩むことで同社の経営環境が悪化するリスクはあろう。

その意味でも Green の成長鈍化リスクを減らすべく、新規事業である wevox と yenta の推移に着目したい。

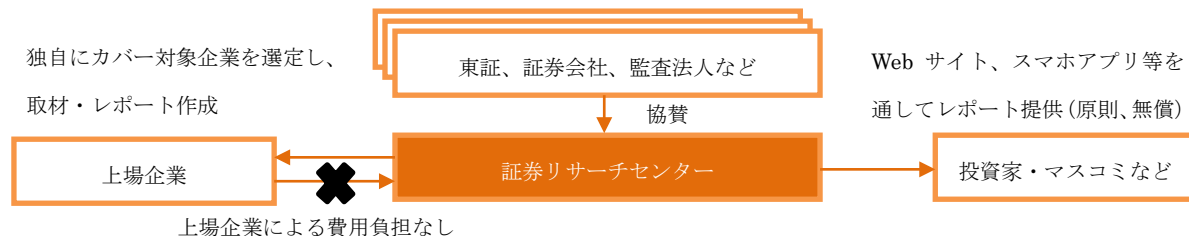
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

アトラエ (6194 東証マザーズ)

発行日:2017/7/14

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 パートナース	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクス		

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

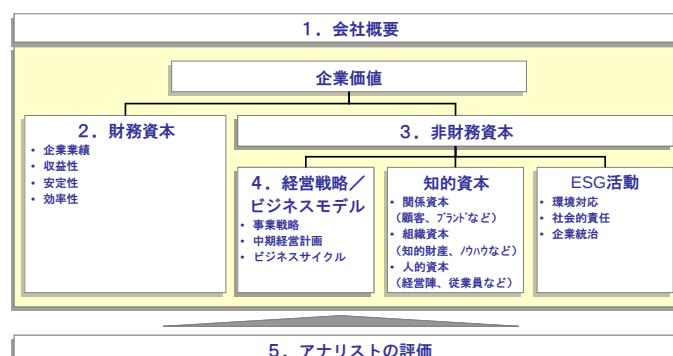
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



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。