

# ホリスティック企業レポート

## エヌリンクス

6578 東証JQS

新規上場会社紹介レポート

2018年5月8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 20180507

NHKの放送受信料の契約・収納代行業務が主力  
賃貸住宅仲介ビジネスとゲーム攻略サイトを育成へ

アナリスト:小枝 善則 +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

【6578 エヌリンクス 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)
2017/2	3,054	35.6	201	332.4	202	304.1	136	104.7	68.5	194.7	0.0
2018/2	3,958	29.6	315	56.2	316	56.3	202	48.0	101.3	296.0	0.0
2019/2 予	4,852	22.6	351	11.5	338	6.8	230	13.6	102.2	-	0.0

(注) 1. 単独ベース。2019/2期の予想は会社予想

2. 2017年2月7日付で1:1,000、2018年3月3日付で1:2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 2,705円 (2018年5月7日)	本店所在地 東京都豊島区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,300,000株	設立年月日 2010年3月11日	SBI証券
時価総額 6,222百万円	代表者 栗林憲介	【監査人】
上場初値 3,780円 (2018年4月27日)	従業員数 551人 (2018年2月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売価 1,810円	事業年度 3月1日~翌年2月末日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎年5月	

> 事業内容

◆NHKからの業務受託が現在の収益柱

エヌリンクス(以下、同社)の現在の収益の柱はNHKの放送受信料の契約・収納業務を代行する営業代行業務であり、10年3月の同社設立以降、NHKから継続して受託している。18/2期のセグメント別売上構成比をみると営業代行業務が80.0%、メディア事業が19.6%、その他事業が0.4%となっている(図表1)。

【図表1】セグメント別売上高

セグメント別	17/2期		18/2期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
営業代行業務	2,643	86.6	3,165	80.0
メディア事業	392	12.8	775	19.6
うちイエブラ	239	7.8	404	10.3
うちアルテマ	153	5.0	370	9.3
その他事業	17	0.6	17	0.4
合計	3,054	100.0	3,958	100.0

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

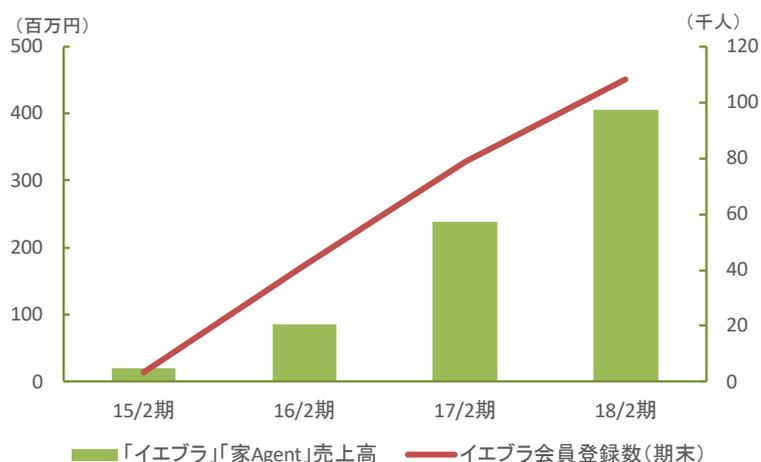
営業代行業務では基本的に行政区単位の入札によって契約を獲得するが、同社は18/2期末の時点で28件の契約を締結している。契約期間は1~5年であるが、契約数を増やすことで成長を続けている。また受け取る業務委託費は固定部分と成果報酬部分に分かれるが、ウエイトは後者の方が高いようである。

メディア事業は大きく賃貸住宅仲介関連の「イエブラ」とゲーム攻略サイト「アルテマ」を運営するビジネスからなっており、18/2期の売上高は「イエブラ」が404百万円、「アルテマ」が370百万円となっている。

「イエブラ」のビジネスは、部屋探しにおけるコンシェルジェの機能をもつサイト「イエブラ」と仲介店舗である「家 AGENT」を通じて事業を行っている。「イエブラ」はチャットによって部屋を探す人の相談に応えるサイトであり、これを通じて「家 AGENT」に送客するか、あるいは提携する不動産会社の物件を紹介し、その不動産会社から紹介料を受取る仕組みとなっている。ただ「イエブラ」のサイトでは現在のところ首都圏と関西の 8 都府県の物件が紹介可能となっているが、物件は仲介業者の共通のデータベースや大手の提携先から集めている。

「家 AGENT」は現在、東京の池袋と渋谷、大阪に 3 店舗を構え、入居者からは仲介手数料を受け取るとともに入居者を募集する不動産管理会社からは広告料を徴収している。「家 AGENT」の収入も大部分はコンシェルサイトである「イエブラ」からの送客が出发点となっており、このサイトの会員を増やすことが「イエブラ」のビジネス全体を成長させるうえで重要となる(図表 2)。

【 図表 2 】 イエブラ売上高と会員数



(出所) 会社資料を基に証券リサーチセンター作成

また「アルテマ」は 15 年 2 月にリリースしたゲーム攻略サイトだが、これまでのところ順調にページビュー(以下、PV)を増加させている(図表 3)。現在はゲーム会社などから受け取る広告料や攻略サイトの記事作成料が収益の中心である。また、その他事業では求人広告の代理店業務などを行っている。

【 図表 3 】 アルテマ売上高とPV数



(出所) 会社資料を基に証券リサーチセンター作成

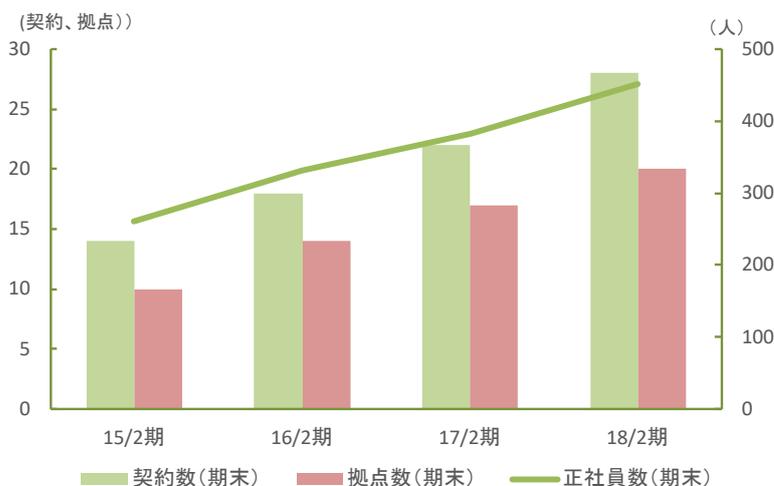
> 特色・強み

◆ 採用ノウハウを含め営業力で優位性を確保

NHKの入札では価格点と企画点を合計した総合点により営業代行業者が決定される。価格点は落札予定価格の7割を下限として入札価格が低ければ低いほど点数が高くなる。一方の企画点は達成率などの過去の実績及び人員の採用力や教育環境などの社内体制が点数化されるが、とりわけ、落札から半年程度で営業要員の確保など体制を整備する必要性から採用計画が重要な評価対象となっている。

同社は求人サイトの代理店業務を行っていることにより、効率的な採用ノウハウを蓄積しているほか、採用チャンネルを多様化することで競争優位性を確保している。同社によると契約の増加に合わせて拠点を整備し営業体制を整えてきた実績により、企画点においてNHKからトップクラスの評価を受けているとのことである(図表4)。

【 図表 4 】 営業代行業の契約数、拠点数、正社員数



(出所) 会社資料を基に証券リサーチセンター作成

(注1) SEOとはSerach Engine Optimizationの略でgoogleなどの検索サイトにおいて、対象とするWebサイトがより多く露出されるようにする取り組み

また「イエブラ」のビジネスでは先ず部屋探しのノウハウをまとめたポータルサイト「Rooch」を集客サイトとして運営し、そこで「イエブラ」を紹介することによって広告費をかけずに「イエブラ」のサイトへ潜在顧客を誘導しているが、「Rooch」の方がSEO<sup>※1</sup>対策を効果的に進めることができるようである。

「イエブラ」では、チャットによる対応時間を深夜0時まで可能とし、ユーザーの利便性を確保し差別化を図ってほか、チャットサービスによって、成約見込みの高い顧客を自社の店舗である「家AGENT」や提携不動産会社へ送客できる仕組みとなっている。さらに「イエブラ」のサイトにおいて顧客の希望する物件がすでに特定されているので、顧客が「家AGENT」の店舗まで出向かなくとも直接希望する物件の内見が出来る「出張不動産」のサービスを行っている。これによって幅広いエリアをカバーするとともに、顧客の手間を除いている。

なお、このビジネスは「イエブラ」が重要な役割を果たしているものの、収益モデルは掲載料や広告料を収受する不動産情報サイトよりも、「家AGENT」までを一体のビジネスとして賃貸契約の成約により仲介料を受け取る賃貸住宅仲介に近いと思われる。

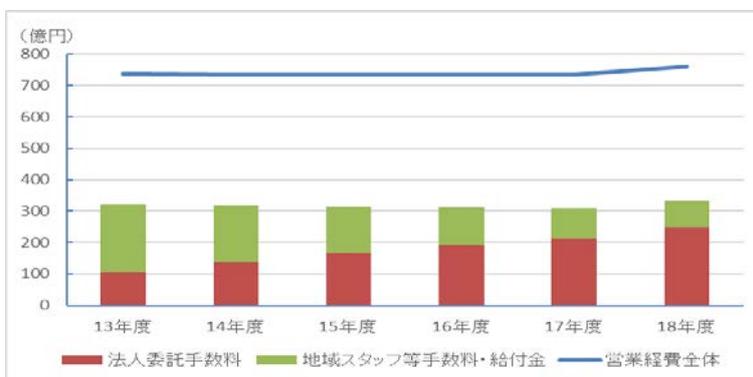
ゲーム攻略サイトの「アルテマ」はスマホゲームに特化したサイトであるが、同社は営業代行事業で展開している拠点を活用し、その地域のライターの教育を行うことで記事のクオリティーを確保している。それによってSEO対策で成果を上げており、後発であったが現在は業界2位グループに入っている。

> 事業環境

◆ 営業代行事業は比較的安定

NHKが06~10年の中期計画のなかで契約・収納業務の一部を民間に完全委託する「市場化テストのスタート」が盛り込まれたことにより、営業代行事業の市場が拡大した。NHKの予算をみると全体の営業経費がほぼ横ばいであったなか「法人委託手数料」が毎年増額されている(図表5)。

【図表5】NHKの営業経費予算



(出所) NHKのWebサイトより証券リサーチセンター作成

営業代行事業者は全国で 300 社程度に達するが、大部分は従業員数 10 名以下の法人とのことである。同社によると、全国展開している大手は 3 社であり、シェアトップがグッドスタッフ(未上場)で 20%程度、次いで同社が 15%程度、3 位がクルーガーグループ(未上場)の 11%である。

NHKの営業代行事業を行うには初期投資や保証金などは必要とせず参入障壁は低いとみられるが、営業要員の採用力も含めて過去の実績が同社の地位を高めている。未だ営業代行事業者が決まっていないうエリアが存在し、同社はそうした地域の契約を獲得する例が多いようだが、すでに契約を獲得したエリアについても同社が次の入札によって失注した事例はないとのことである。

(注 2) 総世帯数から免除対象世帯などを控除した受信契約対象世帯数と実際に支払っている世帯数との割合

またNHKが公表している受信料の推計世帯支払率<sup>注2</sup>をみると年々上昇しているものの、まだ 80%程度の水準であり、NHKには契約・収納業務を委託するニーズが当面は存在すると考えられる(図表 6)。因みにNHKの経営計画(18~20 年度)をみると 20 年度の支払率は 83%を目標としており、営業経費は徐々にではあるが増額が計画されている(図表 7)。以上のことから中期的に営業代行事業の収益は安定して成長すると考えられる。

【 図表 6 】 NHK受信料の推計世帯支払率



(出所) NHKの Web サイトより証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 NHKの経営計画

	17年度見込み	18年度計画	19年度計画	20年度計画	3カ年計増減数
支払数 (年間増加件数)	3,992万件 (+61万件)	4,016万件 (+24万件)	4,063万件 (+47万件)	4,108万件 (+45万件)	116万件
契約総数 (年間増加件数)	4,080万件 (+50万件)	4,100万件 (+20万件)	4,143万件 (+43万件)	4,185万件 (+42万件)	105万件
年度末未収数 (年間削減数)	88万件 (-11万件)	84万件 (-4万件)	80万件 (-4万件)	77万件 (-3万件)	-11万件
衛星契約数 (年間増加件数)	2,078万件 (+60万件)	2,124万件 (+46万件)	2,182万件 (+58万件)	2,239万件 (+57万件)	161万件
支払率	80%	81%	82%	83%	3ポイント向上
衛星契約割合	51%	52%	53%	54%	3ポイント向上
営業経費 (営業経費率)	735億円 (10.6%)	761億円 (10.9%)	763億円 (10.8%)	765億円 (10.7%)	--

(出所) NHKの Web サイトより証券リサーチセンター作成

◆ **メディア事業は競争激しいが成長余地が残されている**

メディア事業は賃貸住宅仲介市場にせよゲーム攻略サイトにせよ競争が激しく、市場全体の成長力も高いとは言いづらい。しかし、両事業ともに同社のシェアがまだ高いわけではなく、競争優位なビジネスモデルの構築によって、拡大余地が残されていると考えられる。

賃貸住宅仲介市場では地域密着型の業者まで含めると多数の業者が存在し、市場規模の推計が困難であるようで公的なデータが見当たらない。そこで、いくつかの前提を置いて以下の粗い試算を行った。年間の成約件数を約 190 万件(12 年度から 16 年度までの貸家の新築住宅着工件数は平均すると年間 37.8 万件。有効な稼働年数を 20 年、貸借の周期を 4 年とする)、平均月間賃料 8 万円、1 カ月分の手数料を受け取るとすると市場規模は年間 1,520 億円程度となり、大きな市場が存在する。

また、不動産情報サイトは数多くの企業が参入しており、チャット式のサイトも「ieTTY」などの競合先が存在する。しかし、チャット式のサイトと実店舗を組み合わせたモデルはまだ多くはないようであり、同社としてはチャット式の「イェブラ」によって潜在的な需要動向などのデータを蓄積し、より成約率の高い「家 AGENT」の店舗展開を行う意向をもっている。

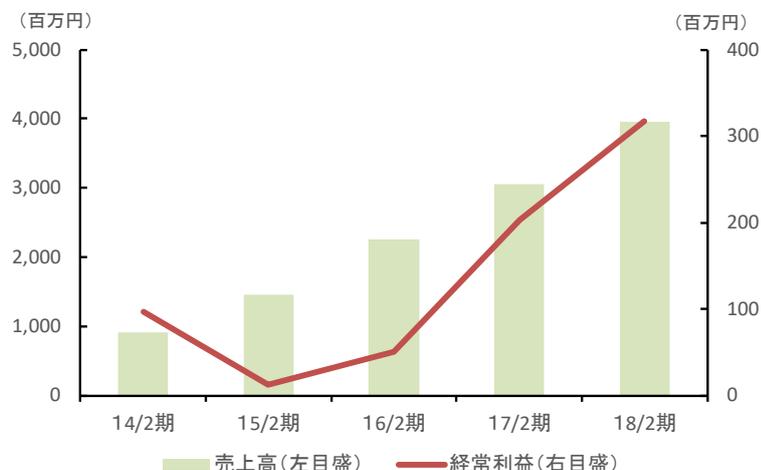
(注 3) 課金還元サイトはアップルなどがユーザーを増やすために行っているポイント還元システムを利用したもの。例えばゲームユーザーがこのサイトを通じてダウンロードすれば、サイトに一定割合のポイントが還元され、そのうちのいくらかをダウンロードしたユーザーに付与する仕組みとなっている。

ゲーム攻略サイトも参入障壁が低いうえ、すでに GameWith (6552 東証マザーズ)などの競合先が存在する。同社としては知名度を上げ PV を増やすことが最大の目標となるが、現時点で決定的な差別化戦略を見出しづらい。しかし市場が形成され始めてからまだ 10 年も経過しておらず、新たな収益化の仕組みの構築によって伸ばす余地が残されていると考えている。そうしたなか、今後はゲーム紹介記事の作成や同社が運営するゲームに特化した課金還元サイト<sup>注 3</sup>「リフレク」などを通じてデータベースを蓄積し広告枠の強化を図るなど収益化する手段を拡充する意向をもっている。

➤ **業績**◆ **18 年 2 月期**

過去 5 年の業績推移をみると売上高は順調に拡大しているが、15/2 期に経常利益が落ち込んでいる(図表 8)。これはメディア事業の新規立ち上げなどによる先行負担が重なったためである。

【 図表 8 】 業績の推移



(出所) 届出目論見書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

18/2 期は営業代行事業において関東、関西、九州において新規契約を獲得し売上高が前期比 19.7%増の 3,165 百万円と伸長した。またメディア事業においても「イエブラ」が同 69.3%増の 404 百万円、「アルテマ」が同 141.2%増の 370 百万円とそれぞれ拡大し、全社の売上高は同 29.6%増の 3,958 百万円となった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)が、業容の拡大に伴う従業員数の増加によって給料及び手当や賞与、法定福利費など人件費関連が増加し同 27.7%増の 3,642 百万円となったが、全体に増収効果でカバーした。営業代行事業のセグメント利益が同 20.2%増の 360 百万円となったほか、メディア事業においても「イエブラ」、「アルテマ」ともに黒字に転換し、全体の営業利益は同 56.2%増の 315 百万円となった。

#### ◆ 19年2月期の会社計画

同社の19/2期計画は売上高4,852百万円(前期比22.6%増)、営業利益351百万円(同11.5%増)、経常利益338百万円(同6.8%増)、当期純利益230百万円(同13.6%増)となっている(図表9)。

【 図表 9 】 19 年 2 月期の会社計画

	2018/2期		2019/2期		
	実績 (百万円)	構成比 (%)	会社計画 (百万円)	前期比 (%)	構成比 (%)
営業代行事業	3,165	80.0	3,748	18.4	77.2
メディア事業	775	19.6	1,104	42.4	22.8
イエブラ	404	10.3	594	46.7	12.2
アルテマ	370	9.3	510	37.7	10.5
その他事業	17	0.4	0	0.0	0.0
売上高合計	3,958	100.0	4,852	22.6	100.0
販管費	3,642	92.0	4,501	23.6	92.8
営業利益	315	8.0	351	11.5	7.2
経常利益	316	8.0	338	6.8	7.0
当期純利益	202	5.1	230	13.6	4.7

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

営業代行事業において、千葉県や北海道において合わせて3件の新規契約を計画しているほか、18/2 期に契約した案件のフル寄与が見込まれるため、前期比 18.4%増の 3,748 百万円を見込んでいる。

またメディア事業においても「Rooch」に掲載する地域や記事を増加させ、「イエブラ」の会員登録数を伸ばすとともに、「家 AGENT」の店舗を東京と横浜に開設し営業マンの増員を計画している。さらに過去データの分析などを通じて成約率を現状の 80%程度から 88%まで高めることを目指している。一方、「アルテマ」においても攻略タイトル数を月間 3 本のペースで増加させ、PV 数を前期比 28%増の 1,558 百万 PV に伸ばす計画である。こうしたことからメディア事業全体で同 42.4%増の 1,104 百万円を見込んでいる。

販管費では事業拡大に伴う人件費の増加が避けられないほか、上場関連費用(14 百万円)や外形標準課税の付加価値割等(32 百万円)の計上を織り込み、前期比 23.6%増の 4,501 百万円を見込んでいる。この結果、営業利益は同 11.5%増の 351 百万円を計画している。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 経営課題

同社は営業代行事業において新たな契約の獲得や東北・北海道など未開拓の地域への進出により会社全体の収益基盤を強固にする意向をもっている。

一方、今後の成長の源と位置付けているのはメディア事業である。同社としては営業代行事業で培った営業のノウハウをメディア事業に活かすことを模索しており、「アルテマ」においてゲーム会社から運営料などを収受する有料運営のモデルを他社に先駆けてスタートできたのも、営業のノウハウが効いているとのことである。確かに営業力とメディアの運営力を融合させれば、短期間で模倣することが困難なビジネスモデルを構築しうる可能性は感じるが、具体的にどのようなモデルを生み出せるかが今後の経営課題と考えられる。

◆ リスク

18/2 期の全社の報告セグメントの営業利益合計のうち営業代行事業が 96% を占めており、NHKへの依存度が高く、放送法の改正などもリスクとなりうる。ただ、当面はその可能性が低いと考えられ、むしろ、業務委託契約を継続して獲得することが差し当たっての課題であり、その生命線は人材の確保である。雇用環境の変化による人件費相場の上昇や採用難の深刻化が大きなリスクと考えられる。

【 図表 10 】 財務諸表

損益計算書	2016/2		2017/2		2018/2	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	2,252	100.0	3,054	100.0	3,958	100.0
売上原価	-	-	-	-	-	-
売上総利益	2,252	100.0	3,054	100.0	3,958	100.0
販売費及び一般管理費	2,206	98.0	2,852	93.4	3,642	92.0
営業利益	46	2.0	201	6.6	315	8.0
営業外収益	4	-	3	-	7	-
営業外費用	0	-	2	-	6	-
経常利益	50	2.2	202	6.6	316	8.0
税引前当期純利益	95	4.2	202	6.6	316	8.0
当期純利益	66	2.9	136	4.5	202	5.1

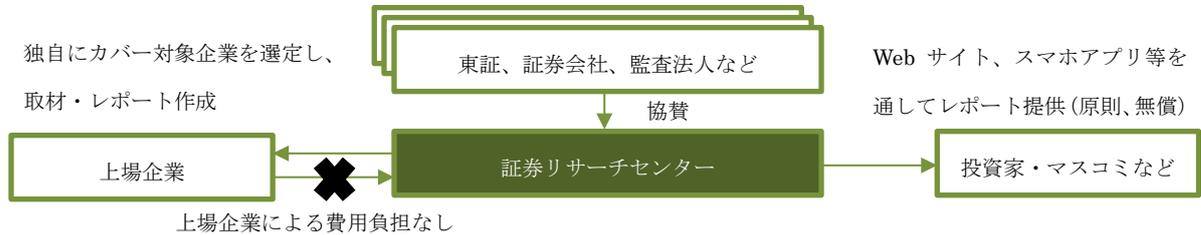
貸借対照表	2016/2		2017/2		2018/2	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	494	86.5	803	89.9	1,139	88.8
現金及び預金	202	35.4	456	51.1	647	50.4
売上債権	221	38.7	257	28.8	395	30.8
棚卸資産	-	-	-	-	-	-
固定資産	76	13.3	89	10.0	143	11.1
有形固定資産	17	3.0	13	1.5	21	1.6
無形固定資産	9	1.6	17	1.9	15	1.2
投資その他の資産	49	8.6	59	6.6	107	8.3
総資産	571	100.0	893	100.0	1,283	100.0
流動負債	318	55.7	503	56.3	691	53.9
買入債務	-	-	-	-	-	-
固定負債	-	-	-	-	-	-
純資産	252	44.1	389	43.6	591	46.1
自己資本	252	44.1	389	43.6	591	46.1

キャッシュ・フロー計算書	2016/2	2017/2	2018/2
	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	39	283	247
減価償却費	13	14	17
投資キャッシュ・フロー	60	-29	-57
財務キャッシュ・フロー	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	99	254	190
現金及び現金同等物の期末残高	202	456	647

(出所) 届出目論見書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## 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)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(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  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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ため、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。