

複数のターゲット層に金融メディア・サービスを展開

投資判断(12/26)

ZUU (4387・東証マザーズ)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
4,485円 (2018/12/26)	100株	93.1億円 (2018/12/26)	10,300円 (18/7/4)	4,275円 (18/12/25)	87.2倍 (2018/12/26)

金融特化型DMPを軸にメディア・サービス収益拡大へ

■金融機関の支持集め、Brand Channel堅調

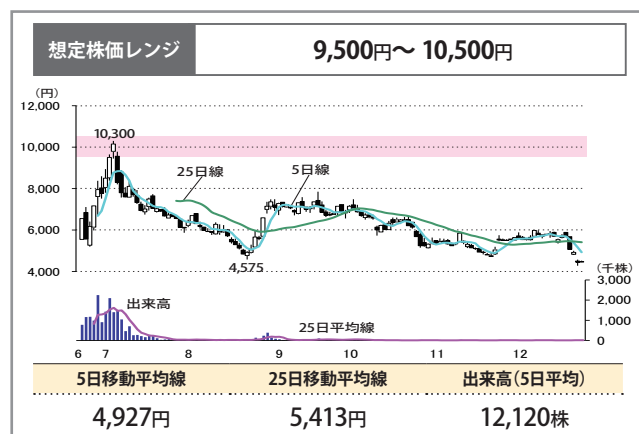
19年3月期2Q累計(18年4-9月)の連結業績は、売上高623百万円、営業利益103百万円で着地。前年同期は四半期財務諸表を作成していないが、非監査の同期間参考値との比較では売上高が41.6%増、営業利益が2.3倍と実質の大幅増収増益となっている。原価や販管費の増加、一過性のアプリ開発費用などがあったものの、既存商材・新商材の販売増がコストを吸収し、大幅増益につながった。

サービス領域別売上高では、自社メディアでのターゲット広告収入や企画記事連動型の送客に対する成功報酬などから成る「メディア・サービス」が46%増収の230百万円。主力メディアのZUU online(右図)上に開設したBrand Channel(金融機関にオンライン店舗機能を提供する新サービス)展開によるブランド力向上や新商材投入などが奏功した。一方、サイト構築(初期報酬)やサイト運用支援などによる月額報酬から成る「フィンテック化支援サービス」は39%増収の389百万円。月額のストック収入が積み上がった他、大型の新規案件も寄与した。

■金融特化型DMP提供で新収益源を創出

19年3月期連結業績の会社計画は、売上高1,170百万円(前期比23.9%増)、営業利益171百万円(同2.4倍)。2Qまでの計画進捗率は売上高が53%、営業利益が60%と高水準となっている。ただ、ストックビジネスの解約件数を保守的に見積るなど、会社計画は慎重さがにじむ。ただ、顧客数は年々増加傾向にあり、新商材の投入によってアップセルやクロスセル案件を取り込める可能性が大きく、上ブレ余地があるとみられる。

また、同社が中期イメージとして加速度的な売上成長を志向していることを鑑み、モーニングスターでは18年3月期を起点として以降5年間で売上高が年率約54%で成長すると想定し、20年3月期業績を逆算予想した。メディア・サービスから派生するビジネスが加速度的に伸びていくとみられる。派生ビジネス



スで最も独自性があり、参入障壁が高いのが「金融特化型DMP(データ・マネジメント・プラットフォーム)」。これは、プラットフォームに蓄積されるユーザー属性、会員情報とコンテンツ閲覧履歴を掛け合わせたもので、住宅ローンや保険など生涯に1度2度の金融関連商品の購入機会を推測できるコンテンツ閲覧履歴が高付加価値を生む。自社メディア・プラットフォーム上で顧客企業からの多様な広告関連収入や一部有料会員からの課金収入に加え、新たな収益源として金融特化型DMPを近々提供する予定。他社メディア活用による広告配信の形態でも提供していく。中期的に金融特化型DMPへのアップセル案件の増加が期待できそうだ。

株価は6月21日の上場時、初値が公募価格の3.5倍の5,550円を付け人気化、7月4日に上場来高値1万300円を付けたが、その後は調整し、5,000円付近では買い戻しもみられる。モーニングスターの5年業績予想を基にDCF(ディスカウントキャッシュフロー)法で算定した適正株価レンジは9,500-10,500円付近。想定株価レンジ中心値(10,000円)と現値とは倍以上の開きがあるが、評価余地が残されていることに加え、東証1部入り期待が追い風となる可能性がある。投資判断は新規「Overweight」とする。

(有村 孝浩)

業績動向(12/26時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
17年3月期	実績	729	—	▲15	—	▲15	—	▲46	—	▲39.0
18年3月期	実績	944	29.5	71	黒転	70	黒転	44	黒転	27.0
19年3月期	会社予想	1,170	23.9	171	2.4倍	151	2.2倍	103	2.3倍	51.5
	MS予想	1,350	43.0	200	2.8倍	180	2.6倍	122	2.8倍	58.7
20年3月期	MS予想	1,950	44.4	320	60.0	300	66.7	200	63.9	96.3

■ 会社概要

金融資産3,000万円、年収700万円以上のアッパーマス、富裕層をターゲットとする金融系メディア「ZUU online」を運営。この他、経営者層向けにファイナンスやM&A（企業の合併・買収）の経営情報を提供する「経営者online」、金融業界関係者向けに最新フィンテック（金融のIT化）のトレンド情報を提供する「FinTech online」、女性向けに金融・投資情報を提供する「DAILY ANDS」も運営。自社メディアの月間訪問ユーザー数は9月で539万人（3月比25.6%増）と増加基調にある。また、ユーザーに金融機関勤務者が多いことから、顧客企業への転職斡旋によるフィー収入もある。

一方、自社メディア運営で培ったノウハウを活用し、金融機関や不動産企業向けにフィンテック化の支援として、インターネット上の情報発信サイト構築・運営やデジタル・マーケティング領域におけるコンサルティングも行う。

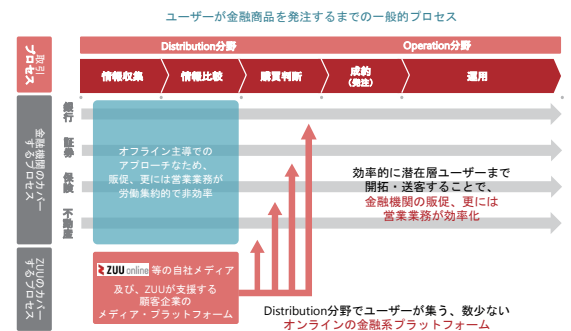
■ 事業環境と展望

同社資料によると、21年に日本の働き方改革ICT市場は3兆円弱、また国内のマーケティング・オートメーション(MA) サービス市場は500億円超に達し、拡大傾向にあるという。金融関連業界も多分に漏れず労働人口減に直面しているが、同社はメディア提供サービスやフィンテック化支援により顧客企業の業務効率支援を担っている。金融業界は成長の過程で一般顧客に対して金融商品の購入判断材料（当該商品の基本情報や類似商品との比較情報）を提供し、成約・運用するプロセスを形成してきたが、労働環境がタイトになっていく今後は情報提供プロセスの効率化需要が高まる公算が大きく、同社は情報提供の中心プレーヤーとなる（図参照）。すでに取り組みが進んでいる非金融企業に対するフィンテック化支援、東南アジア市場を視野に入れたシンガポール進出とマレーシア拠点設立準備、有料ユーザー獲得のためのアプリ開発など収益拡大を図っていく。さらに、証券・ロボアドバイザー、仮想通貨・ブロックチェーン、クラウドファンディングなどへの参入も視野に入れている。



FinTech業界、ZUU、及び現在の金融業界（オフライン）の位置付け

ZUUを介し、DistributionとOperation機能をアンバンドリング（分離）させることで、金融機関は効率的に潜在層ユーザーを開拓。



出所: 会社資料

リスク要因

同社は自社メディアへの訪問ユーザー数の増加に注力しているが、競合メディアの登場や、グーグル等の検索エンジンのアルゴリズム変更などにより、ユーザー数が想定通りに伸びず業績に影響を与える可能性もある。もっとも、18年夏に検索大手・グーグルが大規模なアルゴリズム更新を行い話題となったが、金融や健康といった分野で情報の信頼性を欠いた広告収入獲得目的のアフィリエイトサイトが低位化していく中で、同社はむしろユーザーが増加傾向となった。金融系メディアとしてのブランディングが奏功している証左といえるだろう。

株主還元 (12/26時点)

■ 配当の状況

		中間期末	期末	年間
17年3月期	実績	0円	0円	0円
18年3月期	実績	0円	0円	0円
19年3月期	会社予想	0円	0円	0円

■ 株主優待

なし

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (12/26時点)

	ZUU (4387・マザーズ)	エムスリー (2413・東1)	ユーザーベース (3966・マザーズ)	
基本事項	株価	4,485円	1,398円	1,783円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	448,500円	139,800円	178,300円
	決算月	3月	3月	12月
株価指標	PER(予)	87.2倍	43.2倍	151.1倍
	PBR(実)	15.1倍	11.0倍	14.4倍
	配当利回り(予)	—	—	—
成長性	売上高成長率(予)	23.9%	20.0%	97.2%
	営業利益成長率(予)	140.8%	6.8%	19.3%
	EPS成長率(予)	90.9%	6.4%	55.9%
収益性	売上高営業利益率(予)	14.6%	28.0%	7.2%
	自己資本当期純利益率(実)	8.3%	26.3%	20.7%
	総資産経常利益率(実)	10.1%	28.0%	12.9%
	自己資本比率(実)	77.5%	70.8%	41.1%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	0.6%	69.4%
	流動比率(実)	419.7%	218.3%	243.5%

医療従事者向けプラットフォームを運営するエムスリー（2413）とビジネス情報プラットフォームを展開するユーザーベース（3966）を比較企業として選定した。

■ 成長性

19年3月期の売上成長率見通しは相対中位も高水準が持続するとみられる。金融に興味を持つ個人ユーザー会員数が増加基調にありターゲット広告・送客収入が伸びる他、フィンテック化支援サービスの顧客企業数も着実に積み上がっており、2ケタ増収を達成しそうだ。一方、営業利益成長率、EPS成長率はいずれも相対上位となる見通し。増員や開発投資、新規上場に伴う一過性費用が利益圧迫要因となるが増収効果により増益が見込まれる。

比較企業では、ユーザーベースの売上高成長率が相対上位となっているが、これは米ニュースメディアを買収・連結算入したことに起因している。

■ 収益性

19年3月期の営業利益率は相対中位ながら14.6%と2ケタ成長にこぎ着けそうだ。前期は7.6%で、積極採用などを進めた前々期の赤字から黒字転換したフェーズだった。今期も商品開発投資などが一定程度かかるが、増収効果により利益率が飛躍的に伸びる見込みだ。一方、ROE（自己資本当期純利益率）、ROA（総資産経常利益率）は相対下位となるが、いずれも上場前の実績値。IPOにより資産規模が拡大する今期は水準が引き上がるとみられる。

比較企業では、過去5期にわたりROE20%超を維持するなどエムスリーの高収益ぶりが目立つ。

■ 財務安定性

自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（D/Eレシオ）、流動比率いずれも相対上位で財務安定性には特段の問題はない。ただ、上場前の実績値であり、自己資本の充実が進む今期はより安定性が増すとみられる。

比較企業も財務安定性に対する不安は乏しいが、ユーザーベースは業容拡大を視野に入れ長期借入金を活用していることからD/Eレシオが相対的に高めとなっている。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩
03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50 億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。