

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 (7/11)

ZUU (4387・東証マザーズ)**Overweight 継続**

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
4,545円 (7/11)	100株	95.7億円 (7/11)	6,860円 (19/1/10)	3,015円 (19/5/17)	一倍 (7/11)

会員サービス、金融ビジネス強化で成長加速

■2大サービス堅調で19年3月期大幅増収増益

19年3月期の連結業績は、売上高1,317百万円（前期比39.5%増）、営業利益182百万円（同2.6倍）の大幅増収増益で着地した。既存顧客および新規顧客からの引き合いが当初の想定を上回ったことが増収に寄与、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、計画を上回った。

サービス領域別売上高では、自社メディアでのターゲティング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489百万円。主力メディアの「ZUU online」は限定コンテンツの拡充、アプリ版投入などによる会員数（無料会員+有料会員）の増加、ならびに有料会員への転換が増収につながった。このほか、ZUU online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サービス）展開によるブランド力向上、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36%増収の823百万円。月額報酬が積み上がったほか、ANAとの提携メディア「ANA Financial Journal」をリリースするなど新規大型案件も寄与した。

■成長投資で金融ビジネス強化

20年3月期連結業績の会社予想は、売上高1,600百万円（前期比21.4%増）、営業損益ゼロ（前期は182百万円の黒字）。新商材開発を中心に300百万円の成長投資を行うことから営業損益ゼロとやや保守的な予想となっているが、会社側は営業黒字を継続したい考え。今期は中期成長を加速させるためのステップ期間で、22年3月期には売上高3,000百万円台、営業利益率30%強（21年3月期は10%前後見込み）に到達することを目指している（図参照）。

メディア・サービスでは、Brand Channelのオンライン店舗機能を強化しマネタイズの多様化を追求するほか、金融特化型人材の紹介にも力を入れる。また、会員サービスの強化を図り、有料会員向けメニューの拡充などを推進していく。

一方、フィンテック化支援サービスはサービス開始以来右肩上がりで顧客数を伸ばしていることが奏功し、全商材ベ-



スでの顧客数は19年3月期末時点で200社に迫る。金融機関、証券会社、不動産会社を中心に、非金融企業の金融ビジネス参画需要も含め顧客開拓余地は大きい。メディア・サービスで培ったノウハウを持ち込んでいることから複合型の案件も多く、中期的に業績拡大をけん引するとみられる。さらに、金融ビジネスとして、ソーシャルレンディング（資金の借り手と貸し手のマッチング）サイト「ZUUfunding」の運営によるクラウドファンディング、金融商品仲介業などにも進出。成長投資の一部は金融業界に精通した人材の獲得に充て、将来的な証券業参入も視野に入れる。

18年6月上場後、株価は同7月4日に上場来高値10,300円を付け、その後は調整局面が続いた。ただ、業績コミットメント型有償ストックオプション（SO）等と合わせて発行済株式数の1.87%（143百万円）を上限に自己株式取得を発表した19年6月14日以降は持ち直し、中期の業績成長を織り込む兆しが出てきた。モーニングスターでは、業績コミットメント型有償SOの全権行使水準（21年3月期営業利益500百万円超、もしくは22年3月期同1,000百万円超）に向け、中期業績イメージを一段と上回る成長を実現するとみられることから、投資判断を「Overweight」継続とし、前回の適正株価レンジ9,500～10,500円を据え置く。中心値（10,000円）と現値とは倍以上の開きがあるが、SO全権行使水準に近づけば、東証1部入り期待が膨らみそうだ。（有村 孝浩）

業績動向 (7/11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)
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	実績	1,317	39.5	182	2.5倍	167	2.4倍	107	2.4倍	52.6
20年3月期	会社予想	1,601	21.4	—	—	—	—	—	—	—
	MS予想	1,601	21.4	50	▲72.5	48	▲71.3	30	▲72.0	14.2
21年3月期	MS予想	2,400	49.9	240	4.8倍	235	4.9倍	200	6.7倍	94.9

■ 会社概要

金融資産3,000万円、年収700万円以上のアップパーマス、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19年3月末で669万人（前年同月比55.9%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。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、東南アジア市場全体を視野に入れたシンガポールでの事業展開、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。

ZUU onlineアプリ版展開と有料会員向けコンテンツの充実

第3～4四半期の成長投資（計60百万円）のうち約6割を投じた、有料会員向けコンテンツの拡充とアプリ開発は順調に進展

アプリ機能のアップグレード



- アプリのリリースから約2ヶ月で、アプリ内での会員登録機能もスタート。
- 読みたい記事へのクリップ機能を追加リリース。UI/UX向上のためのその他機能も開発中。

有料会員向けコンテンツの充実



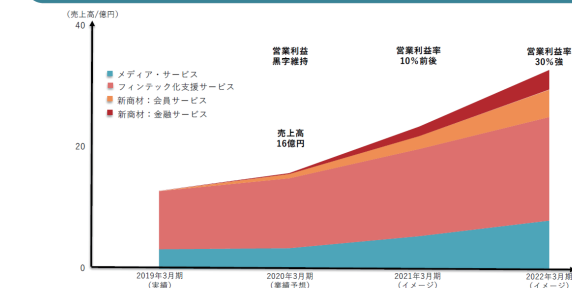
- 自社コンテンツだけでなく、連携によって、取扱選択された優良な他社コンテンツ（日経CNBC等）も、有料会員向けで提供開始。

出所：会社資料よりモーニングスター作成

中期成長イメージ

2020年3月期の成長投資とそれによる新商材育成で、2022年3月期に売上高30億円台半ば／営業利益率30%強、を目指す

売上高と営業利益（※2021年3月期以降はイメージ）



（注）「新商材：金融サービス」は3月期で発表されているが、新商材は2021年3月期以降にメディアサービスに追加される

出所：会社資料よりモーニングスター作成

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 (7/11時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
18年3月期	実績	0円	0円	0円
19年3月期	実績	0円	0円	0円
20年3月期	会社予想	0円	0円	0円

■ 株主優待

毎年3月末時点の株主名簿に記載・記録された100株以上保有する株主が対象

「スタンダード会員プラン」（月額1,480円）の3カ月無料クーポン1枚

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (7/11時点)

	ZUU (4387・マザーズ)	エムスリー (2413・東証1部)	ユーザーベース (3966・マザーズ)
基本事項	株価	4,545円	2,047円
	投資単位	100株	100株
	最低投資金額	454,500円	204,700円
	決算月	3月	3月
株価指標	PER(予)	—	60.3倍
	PBR(実)	9.6倍	13.5倍
	配当利回り(予)	—	—
成長性	売上高成長率(予)	21.5%	15.0%
	営業利益成長率(予)	—	13.6%
	EPS成長率(予)	—	12.4%
収益性	売上高営業利益率(予)	—	26.9%
	自己資本当期純利益率(実)	13.8%	21.6%
	総資産経常利益率(実)	17.1%	24.4%
	自己資本比率(実)	80.0%	71.9%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	0.7%
	流動比率(実)	483.8%	228.5%

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

20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ティング広告・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成長率はいずれもマイナス成長となる見通し。これは既存商材から創出される利益300百万円分をZUU onlineアプリ版改良や金融系キャリア人材採用など戦略投資に充てる一過性の減速を織り込むことによるもの。中期成長を実現するための布石であり、懸念には及ばない。

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。これは18年12月期に買収した米ニュースメディアの業績が19年12月期は通年寄与する点が大い。一方、高収益のメディカルプラットフォーム事業の伸びを一段と見込んでいるエムスリーが利益成長2項目で相対上位となっている。

■ 収益性

20年3月期の営業利益率はゼロ見通しとなっているが、会社側は最低限営業黒字を維持する構えだ。ただ、既存商材から創出される利益300百万円分を成長投資に充てることを加味する必要がある。前期営業利益（182百万円）以上の投資を今期行う経営戦略であり、利益創出力が低下したわけではない。一方、ROE（自己資本当期純利益率）、ROA（総資産経常利益率）は相対下位ではあるものの、いずれも2ケタ台と高水準にある。

比較企業では、過去6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。特に、上場により資金調達したことから自己資本比率は前期から25ポイントアップの80%にまで高まっている。

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
株式分析部 アナリスト
03-6229-0810

有村 孝浩
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。