

# インターネット・セクター

## カバレッジ開始：さよなら、インターネット

インターネット | イニシエーション

- **アクション：**インターネット・セクターの主要 10 社の新規カバレッジを開始する。投資評価は、Outperform が SHIFT (3697)、チェンジ (3962)、マクアケ (4479) の 3 社、Underperform が出前館 (2484)、弁護士ドットコム (6027) の 2 社、その他 5 社を Neutral とする。本レポートでは、2021 年におけるインターネット・セクターおよび個別企業の投資観点（小売からインターネット・セクターに担当変更となる BASE (4477) を含む）をまとめた。
- **インベストメントオーバービュー：**当社では 2021 年が「リアルとネットのシームレス化が本格化し、インターネットという言葉自体の意味がなくなる年」になるとを考えている。インターネットという単体テーマの時代は終息し、既にいさか陳腐化している面もあるがデジタルトランスフォーメーション（DX）による価値創造が次世代をけん引していくことになるだろう。我々にとって重要なのは既にバズワード化している DX が単なるシフトに留まるのか、新たな価値を創造しているのか、を個別企業ごとにきちんと見極めることである。
- **Outperform 企業の着目点：**SHIFT (3697) においては、IT 人材不足が続く日本で、既にエンジニアの能力開発のフレームワークを仕組み化し、高品質の IT 人材を確保・育成し続ける仕組みを確立した点に着目している。DX の波に迷える子羊の救世主になっていくことを当社は予想する。チェンジ (3962) においては、NEW-IT トランスフォーメーション事業で培ってきたノウハウが今後地方創生×DX に生かされていくことに当社は着目している。マクアケ (4479) においては、ゼロ次流通の創生が生み出す潜在的な成長余力に着目している。
- **バリュエーション/リスク：**当社では、インターネット・セクターの投資評価を行うために、5 期分の業績予想を前提としたディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）モデルを用いて、企業価値を算出し、目標株価を算定している（前提条件等は個別企業を参照）。インターネット・セクターのアップサイドリスクは、1) 過剰流動性相場の長期化、2) DX 化の加速、ダウンサイドリスクは、1) 国内外の金利上昇、2) 海外プレーヤーの日本進出。

### リサーチアナリスト

齋藤 剛

81 3 4550 9940

go.saito@credit-suisse.com

# 目次

<b>エグゼクティブ・サマリー</b>	<b>5</b>
さよなら、インターネット.....	5
10社の新規カバレッジを開始 .....	6
カバレッジ企業の投資視点 .....	8
<b>インターネット・セクターを取り巻く外部環境に変化</b>	<b>11</b>
<b>投資戦略：2020年の振り返りと2021年展望</b>	<b>18</b>
堅調に推移した2020年 .....	18
2021年は選別が重要な年に .....	23
2021年のキーワードは「デジタルディスラプター」と「感情価値への訴求」 .....	24
「ストーリー性」と「共時性」が重視される時代に .....	27
<b>妥当バリュエーションの考え方</b>	<b>29</b>
<b>HOLT分析</b>	<b>32</b>
<b>出前館</b>	<b>34</b>
<b>会社概要と注目ポイント（出前館）</b>	<b>36</b>
リスクファクター .....	37
バリュエーション .....	39
業績予想 .....	40
<b>SHIFT</b>	<b>45</b>
<b>会社概要と注目ポイント（SHIFT）</b>	<b>47</b>
リスクファクター .....	48
バリュエーション .....	49
業績予想 .....	50
<b>チエンジ</b>	<b>55</b>
<b>会社概要と注目ポイント（チエンジ）</b>	<b>57</b>
リスクファクター .....	58
バリュエーション .....	59
業績予想 .....	60
<b>ユーザベース</b>	<b>65</b>
<b>会社概要と注目ポイント（ユーザベース）</b>	<b>67</b>
リスクファクター .....	68
バリュエーション .....	69

業績予想 .....	71
<b>メルカリ</b>	<b>76</b>
<b>会社概要と注目ポイント（メルカリ）</b>	<b>78</b>
リスクファクター .....	79
バリュエーション .....	80
業績予想 .....	82
<b>BASE</b>	<b>87</b>
<b>会社概要と注目ポイント（BASE）</b>	<b>89</b>
リスクファクター .....	90
バリュエーション .....	91
業績予想 .....	93
<b>マクアケ</b>	<b>97</b>
<b>会社概要と注目ポイント（マクアケ）</b>	<b>99</b>
リスクファクター .....	100
バリュエーション .....	101
業績予想 .....	103
<b>Zホールディングス</b>	<b>107</b>
<b>会社概要と注目ポイント（Zホールディングス）</b>	<b>109</b>
リスクファクター .....	110
バリュエーション .....	111
業績予想 .....	113
<b>サイバーエージェント</b>	<b>118</b>
<b>会社概要と注目ポイント（サイバーエージェント）</b>	<b>120</b>
リスクファクター .....	121
バリュエーション .....	121
業績予想 .....	123
<b>弁護士ドットコム</b>	<b>128</b>
<b>会社概要と注目ポイント（弁護士ドットコム）</b>	<b>130</b>
リスクファクター .....	131
バリュエーション .....	132
業績予想 .....	134
<b>GMO インターネット</b>	<b>139</b>

<b>会社概要と注目ポイント（GMO インターネット）</b>	<b>141</b>
リスクファクター .....	142
バリュエーション .....	142
業績予想 .....	144

## エグゼクティブ・サマリー

### さよなら、インターネット

2019年12月、中国において最初に確認された新型コロナウイルス感染症（COVID-19）は日本においても2020年を通じて猛威を振るい、2020年4月および2021年1月に政府から緊急事態宣言が発令されるなど、いまだ収束の見えない状況が続いている。このような状況に対応するため、国や地方自治体などからCOVID-19に関する情報が発信され、感染リスクを下げるための手段として、三密（密閉、密集、密接）の回避、不要不急の外出の自粛などが呼び掛けられている。

COVID-19拡大が続く中においても人命を守りつつ経済活動を維持・拡大させていくために、日本経済には一気にデジタル・シフトの流れが到来した。日本ではどちらかというとこれまでデジタル・シフトの速度が先進国の中でも遅れていたが、長年に亘るさまざまな慣行はCOVID-19によって打ち碎かれ、テレワークの導入、オンライン教育の実施、オンライン診療に係る規制緩和など、あらゆる領域で変革が起きている。一度動き出した変革の流れはアフターコロナにおいても止まることはないだろう。ここで大切なことは、従来あったものを単にデジタルに変更するだけでは事足りないということである。これまでもEC化率などに代表されるようにリアルとネットを分別して考えることが多かったが、今後は5G網の拡大とも重なり、リアルとネットの空間が同期化し、シームレスな経済活動が主流となろう。シフトではなく新たな価値を創造していくことが真の変革になると当社では考えている。

以上の点を踏まえ、当社では2021年が「リアルとネットのシームレス化が本格化し、インターネットという言葉自体の意味がなくなる年」になるとを考えている。インターネットという単体テーマの時代は終息し、既にいささか陳腐化している面もあるがデジタルトランスフォーメーション（DX）による価値創造が次世代をけん引していくことになるだろう。我々にとって重要なのは既にバズワード化しているDXが単なるシフトにとどまるのか、新たな価値を創造しているのか、を個別企業ごとにきちんと見極めることである。

## 10社の新規カバレッジを開始

当社では、以上の想定に鑑み、インターネット・セクターに属する 10 社の新規カバレッジを開始する。当社ではインターネット・セクターの今後 1 年間の想定株式価値を算出するにあたり、5 期分の業績予想を前提にしたディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）モデルを用いる（各社の前提条件などの詳細については個別企業パートを参照されたい）。投資評価は、Outperform が SHIFT（3697）、チェンジ（3962）、マクアケ（4479）の 3 社、Underperform が出前館（2484）、弁護士ドットコム（6027）の 2 社、その他 6 社を Neutral とした。

**図表 1：カバレッジユニバース**

Ticker	Company	Rating	Share price	Target price	Potential return
2484	DEMAE-CAN	UNDERPERFORM	3,095	2,630	-15%
3697	SHIFT	OUTPERFORM	13,740	18,200	32%
3962	Change	OUTPERFORM	3,770	5,200	38%
3966	Uzabase	NEUTRAL	3,185	3,800	19%
4385	Mercari	NEUTRAL	6,140	6,500	6%
4477	BASE	NEUTRAL	13,080	13,000	-1%
4479	MAKUAKE	OUTPERFORM	8,630	12,000	39%
4689	Z Holdings	NEUTRAL	667	710	6%
4751	CyberAgent	NEUTRAL	7,080	7,200	2%
6027	Bengo4.com	UNDERPERFORM	11,040	6,900	-38%
9449	GMO Internet	NEUTRAL	3,605	4,000	11%

出所：Refinitiv（株価は2月15日現在）、クレディ・スイス予想

図表2：バリュエーション

		Year End	Rating	Price (JPY)	no. of shares (m)	MV (JPYbn)	EV (JPYbn)	F0	F1	F2	F0	F1	P/E F1	P/B F2	OP GROWTH % F0	OP GROWTH % F1	OP GROWTH % F2	
6098.T Recruit Holdings		Mar	NR	4,921	1648.39	8,425	80.3	8,587.9	23.6	35.8	27.1	46.8	74.3	47.6	8.3	-2.1	-34.1	55.3
2181.T Person Holdings		Mar	NR	2,111	231.05	524	5.0	545.2	9.7	13.5	10.7	68.9	33.2	25.0	3.3	-53.7	35.5	34.6
4849.T En-Japan Inc		Mar	NR	3,380	45.26	154	1.5	145.7	11.4	16.9	13.0	21.6	36.2	25.1	4.1	-8.4	-36.4	34.9
2379.T D p Corp		Feb	NR	2,984	54.28	172	1.6	178.5	11.1	17.7	14.1	17.1	35.7	23.5	5.2	1.1	0.6	32.6
4848.T Fulbast Holdings		Dec	NR	1,838	36.71	70	0.7	62.2	9.4	8.2	7.3	17.1	14.7	13.2	4.1	-16.0	21.3	10.1
2124.T Jac Recruitment		Dec	NR	1,918	41.01	76	0.7	62.8	10.9	11.1	9.6	41.3	23.3	18.1	5.5	-41.7	31.4	29.3
2168.T Pasona Group		May	NR	2,028	39.12	77	0.7	78.8	0.2	NA	130.1	16.5	NA	2.5	-12.7	86.0	NA	
<b>General staffing services average</b>																		
6028.T TechnoPro Holdings		Jun	NR	7,860	35.91	299	2.8	290.7	15.1	15.6	14.9	27.6	26.1	25.5	5.9	15.5	3.8	3.6
2427.T Outsourcing		Dec	NR	1,473	125.91	198	1.9	260.5	9.8	10.2	8.2	59.5	47.2	20.6	2.9	-6.6	-2.9	40.2
9744.T Metec		Mar	NR	5,500	27.60	152	1.4	120.2	8.9	11.2	9.1	16.7	22.2	18.5	3.4	2.3	-22.4	19.5
2146.T UT Group		Mar	NR	3,380	40.36	137	1.3	123.0	14.3	16.5	12.4	30.3	32.1	23.2	9.2	-13.3	1.3	36.2
2154.T TrustTech Inc		Jun	NR	1,210	42.85	54	0.5	47.6	8.1	7.9	6.9	40.7	18.9	15.5	3.5	-45.1	52.9	20.4
2362.T Yumeshin Holdings		Sep	NR	758	75.41	59	0.6	60.7	8.7	NA	NA	16.7	15.9	10.8	4.9	25.3	20.7	-70.2
2475.T WDB Holdings		Mar	NR	2,748	19.84	55	0.5	37.9	7.2	NA	NA	17.6	20.3	19.0	2.8	6.7	-4.5	6.4
4641.T Atech Corp		Dec	NR	2,134	20.48	43	0.4	44.5	11.4	NA	NA	14.0	16.1	NA	3.4	-13.8	7.1	NA
2429.T World Holdings		Dec	NR	1,987	17.45	40	0.4	47.8	6.6	NA	NA	6.7	16.5	14.7	1.2	30.2	-42.0	14.3
<b>Engineering &amp; Technology staffing services average</b>																		
6028.T Kakaku.com		Mar	NT	3,445	205.87	741	7.1	723.6	23.5	34.2	23.5	40.4	57.3	37.4	17.1	8.6	-30.8	49.9
3064.T MonotaRO		Dec	UP	5,820	248.41	1,592	15.2	1,598.8	41.6	76.7	62.5	145.0	119.7	98.3	43.0	20.6	20.4	16.1
2678.T Asku		May	OP	3,890	51.04	197	1.9	178.5	11.6	9.1	7.5	34.7	28.0	21.3	3.7	95.1	33.8	19.5
3679.T ZIGEN		Mar	NR	406	111.12	45	0.4	42.9	9.3	11.2	8.9	16.7	-23.4	16.5	2.8	-6.6	NM	NM
2193.T Cookpad		Dec	NR	323	107.43	34	0.3	13.2	19.1	20.3	21.0	83.9	154.8	162.2	1.5	-50.6	0.7	-18.2
2440.T Gurunavi		Mar	NR	607	46.87	28	0.3	18.1	3.8	-3.1	-25.8	30.0	-3.0	-6.8	1.5	20.7	NM	NM
2413.T M3		Mar	OP	8,456	678.58	6,110	58.2	6,030.8	156.6	110.5	92.0	282.3	185.1	152.7	36.8	11.5	47.1	21.8
3092.T ZOZO		Mar	NT	3,585	305.30	1,063	10.1	1,062.0	33.3	22.6	20.2	56.5	36.1	32.7	30.7	8.7	51.0	10.5
4385.T Mercari		Jun	NT	4,970	156.15	965	9.2	867.5	NM	358.2	108.0	NM	208.5	258.7	31.0	NM	NM	579.2
2484.T Demae-can		Aug	UP	2,877	82.22	254	2.4	237.9	NM	NM	NM	NM	NM	9.0	NM	NM	NM	NM
3660.T Istyle		Jun	NR	473	65.35	33	0.3	39.5	448.5	27.0	15.0	NM	NM	92.8	5.8	NM	NM	460.0
4755.T Rakuten		Dec	NT	1,104	1356.25	1,512	14.4	1,178.9	4.1	14.2	14.3	9.6	NM	2.0	NM	NM	NM	NM
6098.T Recruit Holdings		Mar	NR	4,921	1648.39	8,425	80.3	8,587.9	23.6	35.8	27.1	46.8	74.3	47.6	8.3	-2.1	-34.1	55.3
4689.T Z Holdings		Mar	NT	656	4762.45	3,176	30.3	3,710.1	7.9	12.7	10.9	38.9	41.6	33.2	4.1	8.4	8.6	22.1
3697.T SH FT		Aug	OP	12,720	15.89	242	2.3	234.3	71.7	51.1	36.4	147.0	100.0	67.7	21.0	52.8	44.7	50.7
3962.T Change		Sep	OP	3,545	31.55	253	2.4	249.1	58.0	37.1	34.3	123.5	63.9	59.8	31.8	309.1	45.9	6.3
3966.T UZABASE		Dec	NT	3,775	36.53	116	1.1	114.4	NM	139.1	61.7	NM	NM	160.9	17.2	NM	NM	1175.3
4477.T BASE		Dec	NT	12,010	21.94	287	2.7	265.2	NM	334.4	NM	491.0	NM	84.5	NM	NM	-201.5	NM
4479.T Makauke		Sep	OP	8,240	11.67	101	1.0	96.7	233.0	128.3	82.4	273.5	191.9	126.7	37.8	308.5	43.8	51.4
6027.T Bengo4.com		Mar	UP	11,130	22.25	246	2.3	244.5	178.6	425.9	233.1	946.3	998.0	456.0	115.3	-23.1	2.0	103.4
<b>Online services excl MonotaRO, M3, Mercari, Istyle, Demae-can, SH FT, UB, BASE, Makauke, Bengo4.com</b>																		
4751.T CyberAgent		Sep	NT	6,720	126.13	893	8.5	859.3	17.7	18.6	14.7	135.1	90.7	79.0	11.4	9.9	-9.3	34.0
3978.T Macromill		Jun	NR	865	40.32	34	0.3	61.8	7.2	9.0	8.0	NM	19.1	15.2	1.3	-94.9	NM	17.1
2389.T Digital Holdings		Dec	NR	2,053	22.19	44	0.4	18.8	4.9	6.2	NA	11.9	59.7	202.1	1.5	59.5	-64.1	-28.3
2491.T ValueCommerce		Dec	NR	3,080	32.31	108	1.0	103.7	14.2	12.9	11.5	25.3	22.9	19.5	6.8	27.0	11.2	17.5
2489.T Adways		Mar	NR	718	41.59	27	0.3	14.9	41.8	NA	NA	162.4	NA	NA	2.3	-91.7	NA	NA
4293.T Septen Holdings		Sep	NR	483	126.45	62	0.6	58.8	17.7	15.6	13.7	42.2	29.7	24.2	3.9	NM	46.2	14.9
2461.T FBN Communications		Dec	NR	416	73.35	30	0.3	11.1	3.6	NA	NA	15.2	14.2	14.2	1.5	-23.1	10.3	-0.7
4689.T Z Holdings		Mar	NT	656	4762.45	3,176	30.3	3,710.1	7.9	12.7	10.9	38.9	41.6	33.2	4.1	8.4	8.6	22.1
9449.T GMO Internet		Dec	NT	3,190	109.25	394	3.8	394.0	6.9	8.5	9.9	49.0	38.3	37.4	7.9	16.0	10.3	8.0
<b>Online ads/marketing average excl Cyberagent, Adways</b>																		
4751.T CyberAgent		Sep	NT	6,720	126.13	893	8.5	859.3	17.7	18.6	14.7	135.1	90.7	79.0	11.4	9.9	-9.3	34.0
9438.T MTI		Sep	NR	870	54.63	49	0.5	46.5	10.3	NA	NA	95.7	NA	NA	2.4	-45.6	NA	NA
2121.T Mixi		Mar	NR	2,655	75.35	197	1.9	65.4	3.3	2.6	3.9	18.4	14.2	19.8	1.1	-57.4	32.5	-31.4
3765.T GungHo		Dec	NR	2,596	69.68	182	1.7	171.9	5.9	6.2	6.4	10.0	10.9	10.7	2.1	7.8	-5.3	0.8
3668.T Cobalt		Sep	NR	936	127.83	123	1.2	65.7	5.1	7.1	15.4	15.4	19.8	25.6	1.6	614.3	-14.9	-23.7
3656.T K lab		Dec	NR	993	38.48	34	0.3	28.7	7.1	NA	NA	43.8	15.7	11.4	2.3	318.5	109.5	37.4
3662.T Ateam		Jul	NR	1,193	19.58	24	0.2	18.0	9.8	NA	NA	NM	57.9	15.4	2.0	NM	NM	275.2
3932.T Akatsuki		Mar	NR	4,355	13.94	60	0.6	36.6	3.2	3.3	3.7	9.1	7.8	8.3	2.0	-20.9	27.6	-12.3
2432.T DeNA		Mar	NR	2,068	125.50	264	2.5	215.5	14.6	7.0	8.1	NM	12.2	16.3	1.6	NM	NM	-17.2
3632.T Gree		Jun	NR	601	227.48	132	1.3	64.5	16.6	10.4	10.7	48.6	34.3	33.6	1.2	-46.5	130.2	7.1
<b>Online game average</b>																		
3635.T Koei Tecmo Holdings		Mar	NR	6,120	127.02	833	7.9	840.1	56.6	32.9	28.1	54.5	34.8	33.3	6.3	-3.5	147.5	12.1
7974.T Nintendo		Mar	NR	63,380	119.12	7,934	75.6	7,240.3	20.0	12.3	12.8	30.7	19.1	20.3	4.9	44.2	59.9	-3.7
9684.T Square Enix Holdings		Mar	NR	6,720	119.29	853	8.1	732.4	18.2	13.3	12.1	40.0	31.3	23.6	3.6	62.7	46.6	15.7
9766.T Konami Holdings		Mar	NR	6,980	133.21	974	9.3	936.1	11.7	14.1	11.5	49.0	32.7	25.0	3.5	-38.7	49.2	27.4
9697.T Capcom		Mar	NR	6,620	106.75	731	7.0	869.7	33.9	24.6	19.5	45.8	34.0	27.6	7.1	28.6	36.1	22.6
7832.T Bandai Namco Holdings		Mar	NR	8,891	219.68	1,990	19											

2020年3月以降の上昇相場において、多くのインターネット企業はバリュエーションを拡張させてきた。コロナ禍を追い風に業績好調な企業が多かったこともあるが、米国市場においてニューエコノミー企業のバリュエーションが急騰した影響が大きかったと考えられる。現在のバリュエーション水準が果たして適切なのか、まだアップサイドがあるのかという点については疑問視する投資家も多いだろう。確かにPERや永久成長率0%から算出したDCFといった伝統的なバリュエーション手法を当てはめた場合、株価のダウンサイドリスクは非常に大きくなる。ITバブル期に流行したPSRが昨今BtoB SaaS企業を評価する手法として持て囃されている点も長く株式市場を見ている者からすれば不安材料となるかも知れない。

この点について、当社ではBS/PLに企業成長の源泉が含まれていない企業（多くのインターネット・セクターやニューエコノミー関連企業が含まれる）を伝統的なバリュエーション手法で測定すべきではないと考えている。当社ではDCFモデルを用いたバリュエーション評価を行っているが、その際も「見えない資産」つまり顧客資産、人的資産の評価を永久成長率の部分で調整している。ただし、ここはかなり人為的に動かせる部分であり、近年続いているグローバルでの過剰流動性相場が終息する場合、適正永久成長率の低下による株価下落が起きる可能性は頭の片隅に置いておきたい。このようなリスクを避けるためには、単なるブームによって高い評価を受けている企業ではなく、新たな価値を創造し、日本経済のゲームチェンジャーとなり得る企業を評価し続けることが必要だろう。

## カバレッジ企業の投資視点

当社では日本経済のゲームチェンジャーとなり得る存在としてOutperformを付与した3社に注目している。各企業の投資視点は以下の通り。

### SHIFT（3697）

IT人材不足が続く日本において、同社は既にエンジニアの能力開発のフレームワークを仕組み化し、高品質のIT人材を確保・育成し続ける仕組みを確立した点を当社は高く評価している。IT人材の確保・育成はエンジニア単価の上昇に直結する。ソフトウェアテスト市場における高い比較優位性に加え、今後はより幅広い事業領域（事業戦略立案、要求定義・要件定義の段階）から顧客との結びつきを強めることで、さらなるエンジニア単価の上昇が見込まれる。DXの波に迷える子羊の救世主になっていくことを当社は予想する。

### エンジ（3962）

NEW-ITトランスフォーメーション事業で培ってきたノウハウが今後地方創生×DXに生かされていくことに当社は着目している。自治体を中心にデジタルディスラプターに対する需要がコロナ禍において高まっていることが同社の成長可能性の引き上げにつながっていくだろう。キャッシュカウであるふるさと納税サービスの潜在市場は依然として大きい。

### マクアケ（4479）

20-30歳代を中心に消費に対する考え方が変化してきている。大量消費の時代は終わり、本当に欲しいもの、必要なものだけを厳選して購入する時代へと突入している。そのため、消耗品は安く購入したい、一方で自分の価値観にあったものには高額でも投資するといった、消費の二極化が起きている。ゼロ次流通の創生を打ち出しているマクアケにはこの消費性向に見合った商品が多く、認知度の上昇とともに消費者の増加が続いている。とは言え、潜在顧客層の2%しか利用していない現状に鑑みると、潜在的な成長余力は大きいだろう。

図表3：カバレッジ企業の投資視点

Ticker	Company	Rating	RFR	Unlevered $\beta$	ERP	Size premium	Cost of shareholders' equity	WACC	Terminal growth	Comments
2484	出前館	UP	0.05%	0.97	5.36%	5.0%	10.2%	10.2%	1.00%	短期的には積極的なプロモーション戦略を背景に高成長を予想。ただし、会社計画達成は難しいだろう。中期的にはF1M1層に支持されるサイトにシフトアップしない限り、レッドオーシャン化の波に呑まれるだろう。
3697	SHIFT	OP	0.05%	0.97	5.36%	2.0%	8.6%	6.2%	4.00%	エンジニアの能力開発のフレームワークを仕組み化し、高品質の人材育成を可能にした同社は、IT人材不足の中DX化に踏み切らなければならない企業にとってなくてはならない存在になっていくだろう。
3962	チエンジ	OP	0.05%	0.97	5.36%	3.0%	10.6%	6.7%	4.00%	短期的にはふるさと納税サービスが業績の牽引役に。中期的には自治体のDX化が同社の成長を支えることになるだろう。
3966	ユーザベース	N	0.05%	0.97	5.36%	3.0%	10.3%	6.4%	3.00%	Quartz事業売却により目先の大きな不安要素は取り除かれた。今後は主力2事業のMust have化、新規事業の早期収益化を確認していきたい。
4385	メルカリ	N	0.05%	1.10	5.36%	6.5%	14.2%	9.6%	1.00%	非目的型CtoCの勝者となったメルカリ日本事業は安定成長期に。今後はメルカリ米国事業及びメルペイ事業の成長可能性が拡大するタイミングを見極めたい。
4477	BASE	N	0.05%	0.85	5.36%	1.5%	6.1%	6.1%	3.50%	F1M1層を中心消費性向が大きく変化する中、大手プラットフォーマーでは表現し切れない「ストーリー性」「共時性」を表現できる場としてBASE事業に対する注目度は一層高まっていくだろう。
4479	マクアケ	OP	0.05%	0.85	5.36%	5.5%	10.1%	10.1%	3.50%	ストーリ性と共時性を兼ね備えたこだわり消費拡大の受け皿として高成長の持続が見込まれる。
4689	Zホールディングス	N	0.05%	0.97	5.36%	0.0%	14.0%	6.7%	1.50%	LINEとの経営統合後の姿を見極めたい。
4751	サイバーエージェント	N	0.05%	0.97	5.36%	4.0%	11.3%	6.4%	1.50%	高い運用力、技術力を背景にインターネット広告事業はデジタルテクノロジーを活用したコンサルティング領域へと拡大していくことだろう。メディア価値向上を背景にしたABEMA事業の収益化タイミングに注目していきたい。
6027	弁護士ドットコム	UP	0.05%	0.97	5.36%	0.5%	5.7%	5.7%	4.50%	クラウド型電子契約市場の拡大は続くだろうが、レッドオーシャンとなるリスクを当社では危惧する。
9449	GMOインターネット	N	0.05%	1.01	6.22%	8.5%	18.2%	9.8%	0.50%	安定成長の源だったインターネットインフラ事業が、決済事業、セキュリティ事業をドライバーにした自律成長モデルへとシフトアップしていくことに着目したい。

注：OPはOutperform、NはNeutral、UPはUnderperformを示す。

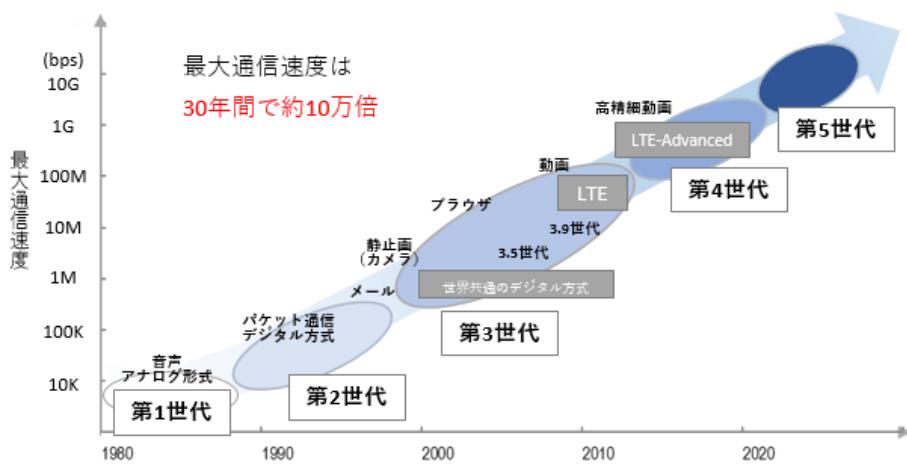
出所：クレディ・スイス予想

## インターネット・セクターを取り巻く外部環境に変化

今や空気のような存在になっているインターネットが誕生したのは 1969 年。米国で始まった ARPANET が発祥と言われている。ARPANET は軍事的研究資金によって開発され、米国の主要な大学と研究機関を専用線で相互に接続するものだった。現在インターネットで使われているプロトコル TCP/IP が開発されたのは 74 年、実際の導入は 82 年である。集中ポイントを排除する TCP/IP の開発により大規模ネットワークの構築が可能になった。その後、80 年代後半に入るとインターネットの商用利用が拡大し、個人利用、国際化が一気に進展した。日本でも 93 年に商用の UUCP サービスが開始しており、日本インターネット協会も同年設立された。

インターネットの歴史は移動通信システムの発展とシンクロする。80 年代までの主流だったアナログ方式は 90 年代に入りデジタル方式へと移行した。これにより通信品質が大きく向上した。その後最大通信速度は日進月歩で拡大し、第 4 世代における最大通信速度はアナログ方式と比して約 10 万倍となり、第 5 世代ではさらに 10 倍になると言われている。その結果、音声通話にしか対応できなかった移動通信端末は、テキスト、静止画、動画のやり取りが可能になった。それに加えて、通信規格の国際標準化によって利用範囲がグローバルに広がっただけでなく、利用者増加による通信料金の低下によって移動通信システムの民主化が一気に進んだ。

図表 4：移動通信ネットワークの高速化・大容量化の進展



出所：令和2年版 情報通信白書（総務省）をもとにクレディ・スイス作成

インターネット・セクターを考えるうえでスマートフォンが出現した意味合いは大きい。2007 年にアップル社から iPhone が発売され今日に至る過程において、通信速度の上昇とともに移動通信システムの存在意義を単なる通信基盤から個人の生活基盤を支えるものへと変えインターネット・セクター

てきた。その進化を支えてきたのが、GAFA に代表されるデジタルプラットフォーマーである。今後 5G の進展により移動通信システムは産業・社会基盤を固定という概念から解き放つ存在になり得ると目されている。

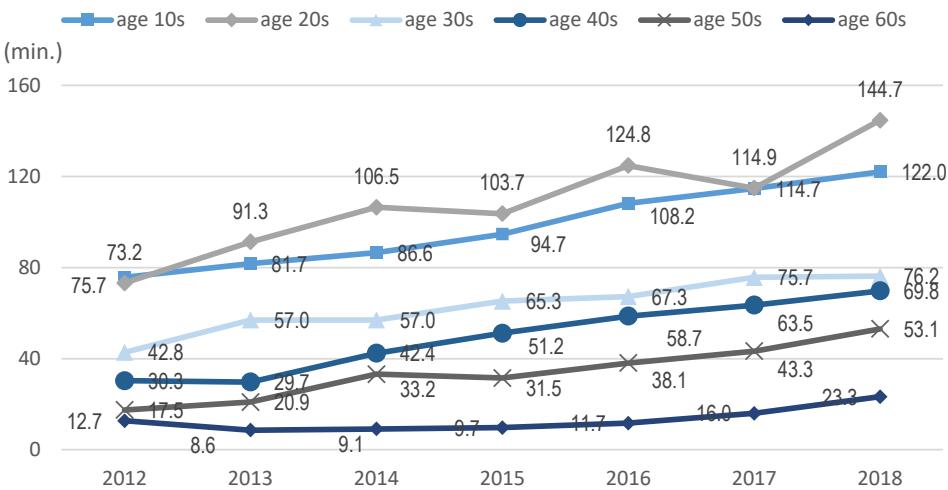
図表 5：移動通信システムの進化



出所：令和2年版 情報通信白書（総務省）をもとにクレディ・スイス作成

スマートフォンが個人の生活に深く入り込んだことは利用時間からも読み取れる。総務省の調査によると、日本では 2017 年にインターネットを利用する際の利用機器としてスマートフォンがパソコンを上回った。ワイヤレス機器がインターネット利用の主流となったことを背景に、モバイル機器によるインターネット利用時間も年々長期化する傾向にある。この傾向は若年層ほど大きく顕在化している。

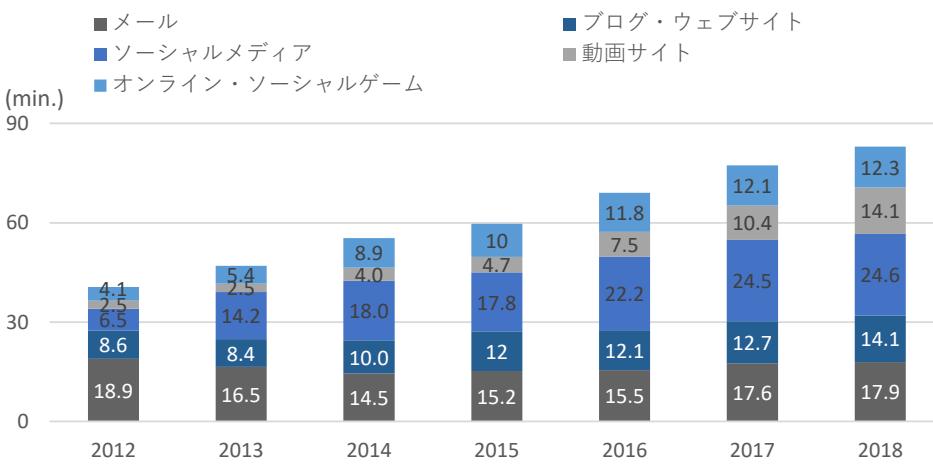
図表6：モバイル機器によるインターネット平均利用時間



出所：令和2年版 情報通信白書（総務省）をもとにクレディ・スイス作成

スマートフォンが我々の生活に浸透していくにつれ、ソーシャルメディア、動画サイト、オンライン・ソーシャルゲームの利用時間が大幅に増加している。生活習慣の変化も背景にはあるが、移動通信システムの進化により在宅でしかできなかつたことが、ワイヤレス化によりいつでもどこでもできるようになり、所謂隙間時間が有効活用できるようになった影響は大きい。その結果、時間の消費単位も必然的に短くなり、生活習慣にも影響を与えるようになってきている。

図表7：モバイル機器によるインターネット利用項目別平均利用時間

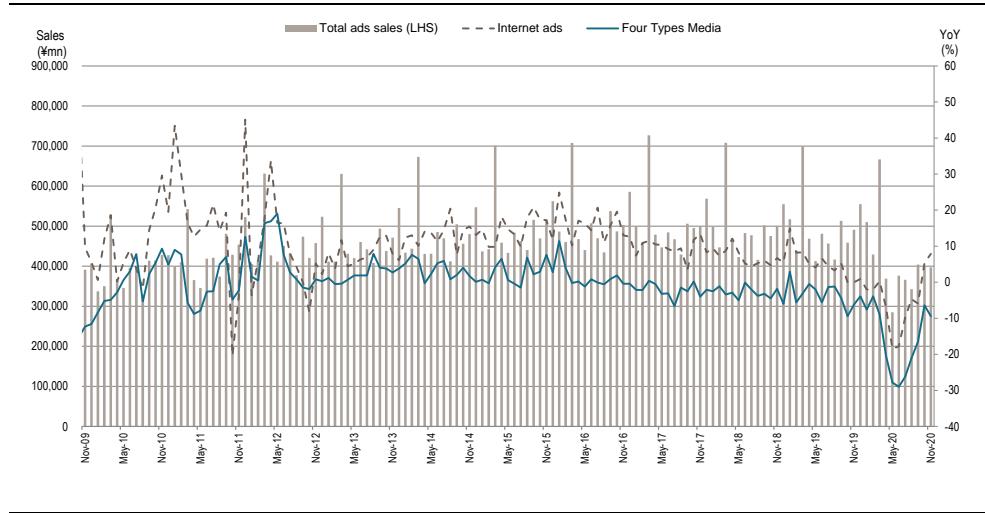


出所：令和2年版 情報通信白書（総務省）をもとにクレディ・スイス作成

TAM 自体の成長が続くインターネット・セクターだが、マクロ動向を示す指標は多くない。用いられるケースがあるとすれば経済産業省が毎月発表している特定サービス産業動態統計調査などが参考になるだろう。この調査は、対象となる特定のサービス産業の売上高等の経営動向を把握し、短期的な景気、雇用動向の判断材料とともに産業構造政策等を考える上での資料として用いられている。

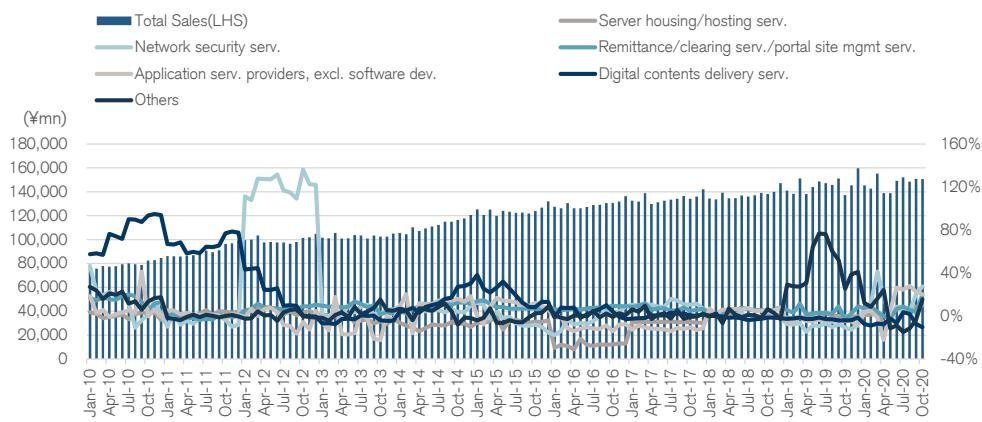
この統計によれば、インターネット広告業は 2006 年以降 2019 年まで年率 16.1%で成長した。同期間に広告業全体では年率 0.1%の成長にとどまっている。2020 年に入ってからマイナス成長基調に転じていたが、2020 年 10 月以降は再びプラスに転じている。インターネット付随サービス業は 2009 年以降 2019 年まで年率 9.6%で成長している。けん引役はコンテンツ配信業務とサイト運営業務。2020 年に入ってからも緊急事態宣言が発令された 5 月を除き、堅調に市場拡大している。

**図表 8：特定サービス産業動態統計調査（広告業）**



出所：METI、クレディ・スイス

図表9：特定サービス産業動態統計調査（インターネット付随サービス業）



出所：METI、クレディ・スイス

マクロ市場動向を数値で示すものではないが、96年から発刊されているインターネット白書は毎年の出来事を網羅するのに役立つものとなっている。この白書の変遷を辿りながら、日本のインターネットの歴史を遡ることで現在の立ち位置がわかるだろう。以下、毎年の白書のタイトルおよび10大キーワードを記載した。初期は普及率上昇などインターネットが我々の生活のインフラとなっていく様を表すものが多かったが、近年ではコンテンツやサービスの広がりをイメージしたものが増えている印象である。ここから言えることは、デジタルシフト、リアルのネット化といった文言でリアルとネットをいつまでも分けて考えるのではなく、両方の言葉が融合したシームレスな世界へと進んでいるということである。コロナ禍において日本でもデジタルトランスフォーメーション（DX）という言葉がバズワードとして一気に拡散しているが、ここで一旦冷静になり、単なるデジタルシフトではない、本当の意味でのDX実現を手助けできる企業群に注目していきたい。

図表 10: インターネット白書のタイトルと 10 大キーワード (1996-2011)

Vol.	Year	タイトル	10大キーワード									
1	1996	報告します。激動のインターネット元年	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	1997	日本のインターネット人口は571.8万人! 話題のインターネットの普及率は企業の12.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3	1998	日本のインターネット人口は1,000万人を突破!	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4	1999	日本のインターネット人口は1508万4千6百人!!	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5	2000	日本のインターネット人口1937万7千人	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6	2001	日本のインターネット人口3263万6千人	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7	2002	日本のインターネット人口4619万5千7百人	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8	2003	利用実態調査データで読むワイヤレス・ブロードバンド時代	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9	2004	新たな勝ち組が生まれるネットビジネス大競争時代	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10	2005	すべてのビジネスはインターネットで動く! ブロードバンド人口3千人突破	[M&A]有名企業を買収するネットビジネスの勝者	[新球団]東北楽天ゴールデンイーグルス誕生	[放送・通信融合]すれ違うネットとTVのメディア論	[トリプルプレイヤー]無線技術がもたらす本物のユビキタス社会	[モバイルベンチャ]-周波数再割り当てで揺れた携帯電話業界	[電車男]ネットの自己表現が生むベストセラー	[iPod]プレイヤーは売れても音楽配信は離陸せず	[フィッシング]偽メール、偽サイトで狙われる個人情報	[ライフライン]インターネットが支える世界	
11	2006	Web2.0ビジネスが動き出す	[ウェブ2.0]「あちら側」の文化が津波のように押し寄せた	[SNSとブログ]若年層とアーファプロガーが率いる新個人メディア	[ロングテール]切り捨てていた長い尻尾をつかみ取れ	[ポッドキャスト]離陸したコントンテンツ流通ビジネス	[ライブドアショック]上場廃止でも生き残るポータル	[放送と通信の融合]採算性と法制度が最後の壁	[ウイニー]ウイルスとの終わりなき戦い	[ポケットジャーナリズム]市民の投稿がニュースをつくる	[通信業界再編]規制緩和で競争が活性化	[ユビキタステクノロジー][IPv6技術が変革する情報社会]
12	2007	新たなネット経済圏「セカンドライフ」出現	[仮想世界]新経済圏「セカンドライフ」	[ポイントエコノミー]インターネットにも広がる第二の通貨	[エンターブラウザ2.0]企業を変革するWeb技術	[マッシュアップ]WebAPIを公開するネット企業	[YouTubeとワシングケータイ]キラーコンテンツは素人ビデオ	[UGC]社会の主導権を握るもの言う生活者	[プロフ]ケータイ世代の自己紹介ツール	[ボットネット]犯罪者に狙われる個人のマシン	[NGNとWiMAX]動き出した次世代のネットワーク技術	[ネットワーク中立性]インターネットのあり方を問う議論
13	2008	ウェブとモバイルの進化がもたらすインターネット大再編の序章	[メディア産業再編]通信と放送を貫く政策論議が本格化	[青少年ネット規制法案]ユーザーを困惑させる有害情報規制	[インターネットテレビ]テレビを変える革新的映像サービス	[モバイルプラットフォーム]非PCのインターネット利用	[クラウドコンピューティング]すべてのコンピュータリソースをネットに	[グーグル追撃]ネットの向こう側の霸権争い	[ワイヤレステクノロジー]WiMAXとLTEの競争が拓く無線新時代	[Jベンチャー]インターネットが変わる今がチャンス	[アバターコミュニティ]バーチャルと実空間を結ぶインターネットフェース	[ログ]人の記録で創るソーシャルデータベース
14	2009	24時間×100Mbpsの時代は来るか いつでもどこでもつながるワイヤレスブロードバンドへの挑戦	[ワイヤレスブロードバンドアクセス]いつでもどこでもつながるネット環境	[エニーデバイスインターネット]あらゆる機器がインターネットにつながる	[モバイルアプリマーケット]ブレス]オープン型モバイルビジネス環境への転換	[通信プラットフォーム開放]オーブン型モバイルビジネス環境への転換	[拡張現実]現実世界に電子情報を重ね合わせる技術	[SaaS]クラウドコンピューティング時代の到来	[著作権法改正]デジタル・ネット時代への対応を主眼に置いた改正	[スマメディア]漏落存在が問われるメディア産業	[リーマンショック]世界同時不況を乗り越えるネット企業	[デジタルニューディール]ICT先進事業国際展開プロジェクト
15	2010	通信・デバイス・コンテンツの大変革	[iPadの衝撃]世界が期待する新メディア	[Kindle上陸]出版と読書のデジタル革命	[クラウド]ボーダレス化するビジネス基盤	[スマートグリッド]ITを活用した次世代電力網	[TwitterとUstream]急拡大するソーシャルストリーム	[ソーシャルアプリ]アプリ流通の新プラットフォーム	[新・通信放送法]アナログ放送終了後の通信放送業界	[政治と規制]民主主義のためのインターネット	[スマートフォン]活気づくスマートフォン市場	[次世代モバイル産業]再構築されるキャリアとメーカー
16	2011	ソーシャルメディア新時代の幕開け Facebook/Twitter急伸。スマートフォンは普及目前。	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

出所：インターネット白書、クレディ・スイス

図表 11: インターネット白書のタイトルと 10 大キーワード (2012-2020)

Vol.	Year	タイトル	10大キーワード									
17	2012	日本のソーシャルメディア人口5,060万人 スマホの普及とSNSの拡大でネットとリアルが融合する！	[Facebook]経済圏[SNSが創出するエコシステム	[スマホ]ネット情報端末の中心	[O2O]ネットとリアルのビジネス融合	[ビッグデータ]データの細分化と分析の高度化	[セキュリティーとプライバシー]ネットの利用拡大とともに問題も増加	[電波周波数再編]急増するトラフィックと通信の課題	[クラウドファンディング]ソーシャルメディア時代の資金調達法	[スマートハウス]エネルギーを管理する新しい住環境	[ネットとジャーナリズム]ネット外へも広がる影響	[復興]復興支援におけるITの役割
18	2013 - 2014	すべてがつながる未来へ IoTが切り拓く新市場	[IoT]モノのインターネット化がさらに発展	[ビッグデータ]分析データの収集と担当者育成が課題	[オープンデータ]シビックハッカーによるデータ活用に期待	[SDNとNFV]新時代のネットワークアーキテクチャー	[オープンクラウド]オーブンソース基盤の整備が進むクラウド	[クラウドファンディング]認知が広がり提供形態やプロジェクトが多様化	[クラウドソーシング]雇用流動化時代に働き方を変える仕組み	[パーソナルデータ]データ利用とプライバシー保護に向けたルール整備へ	[HTML5]特定プラットフォームに依存しない開発環境	[インターネットガバナンス]インターネットのあり方と政府の関わりをめぐる議論
20	2015	ビッグデータ時代本番！デジタル社会が加速する	[オープンデータ]着実に広がるデータのオープン化と活用事例	[シェアリングエコノミー]ネットで促進される共有リソースの見える化	[動画ビジネス]スマホの普及がビジネス的拡大を後押し	[LINE]プラットフォーム]巨大なユーザー数を基盤に経済圏を形成	[IoT]スマホの"次の波"として業界全体が注目	[MVNO]SIMロックフリー化で競争の多軸化が始まる	[モバイルウォレット]モバイルを中心に決済サービスが続々登場	[パーソナルデータ]データ利活用に向けた法律改正が進行中	[サイバーセキュリティ]サイバー空間の脅威がさらに深刻化	[インターネットガバナンス]インターネットのあり方をめぐる議論
21	2016	イノベーションが疾走する！ 過去から未来を見通す20年記念特別版	[IoT]さまざまな産業の高度化を支える基盤へ	[人工知能]ゲーム再来とともにロボットの頭脳へ応用	[シェアリングエコノミー]多様なシェアリングサービスが増加	[フィンテック]金融×ITベンチャーのタッグで市場拡大	[定額コンテンツ配信]動画と音楽を中心に新サービスが群衆創発	[メディアテクノロジー]新興メディアがスマホ×ソーシャルで成長	[減災インターネット]ソーシャルメディアが情報基盤として定着	[ローン]ホビー用途から産業化へ向け大きく飛躍	[コンテナー型仮想化技術]仮想環境基盤技術の定番へ	[サイバーセキュリティ]金銭をねらう巧妙なマルウェアが増加
22	2017	IoTが生み出す新たなリアル市場	[IoT]業界の項目をなくすITの第2幕	[LPWA]IoTを加速する次世代無線通信	[ブロックチェーン]金融にとどまらない社会契約プラットフォーム	[ゼロレーティング]ネットワーク中立性の課題も浮き彫りに	[VR]仮想を超える新しい現実感の創出	[AI]現実のサービスに活用され始めた新技術	[官民データ活用]オーブンデータ、ビッグデータ時代の基本法制定へ	[災害とインターネット]熊本地震で浮き彫りになった課題	[サイバーセキュリティ]ますます巧妙になるサイバー攻撃	[インターネットガバナンス]IANA監督権限移管が実現
23	2018	デジタルエコノミー新時代の幕開け	[仮想通貨]比特コインの過熱が他の通貨にも波及	[ICO]仮想通貨を基盤とした新しい資金調達法	[スマートスピーカー]音声インターフェイスが日常生活にも浸透	[AI生活]身の回りにある製品のAI化が進む	[VR]デバイスの進化とプラットフォームの乱立	[動画メディア]TVコンテンツの座を獲得しつつあるVOD	[5G]2020年の開始に向けた実証実験が本格化	[LPWA]IoT通信基盤として全国各地で活用事例	[ネットワーク中立性]FCCの決定に対する反発と懸念が継続中	[xTech]あらゆる産業分野で起きつつある構造変革
24	2019	デジタルファースト社会への大転換	[キャッシュレス社会]リアルとネットが融合する決済インフラ	[買い物革命]小売りビジネスの新潮流	[DApps]Web3.0をつくる分散型アプリケーション	[パーソナルYoutuber]エンタメとソーシャルメディアは動画隆盛に	[データエコノミー]データ流通が生み出す経済圏	[プライバシー保護]データエコノミーに向かって環境整備	[5G]ブレーサービス開始で国内通信業界に改革の波	[LPWA]IoT通信基盤として世界的に導入が進む	[サイバーウォーズ]政治の駆け引きがサイバースペースで展開	[インターネット文明]インターネットの価値観による社会の再定義
25	2020	5Gの先にある世界	[5G]五輪・バラを弾みに関連サービスの普及を促進	[サブスク]広がる定額化、ネット大手はゲーム市場で激突	[デジタル・ブラウザ規制]各国で対抗処置や市場健全化に向けた法整備が進行	[信用スコア]拡大する市場と立ちはだかる抵抗感	[プログラマブルマネー]金融システムのデジタルトランズフォーメーション	[OMO]さらに進むリアルとデジタルの融合	[エッジコンピューティング]より高い要件に応えるシステムの実現	[低軌道衛星]大気圏を飛び出したインターネット	[ディープフェイク]偽造AIと検知AIの果てしなき戦い	[RE100]脱炭素化への取り組みが重要な経営戦略に

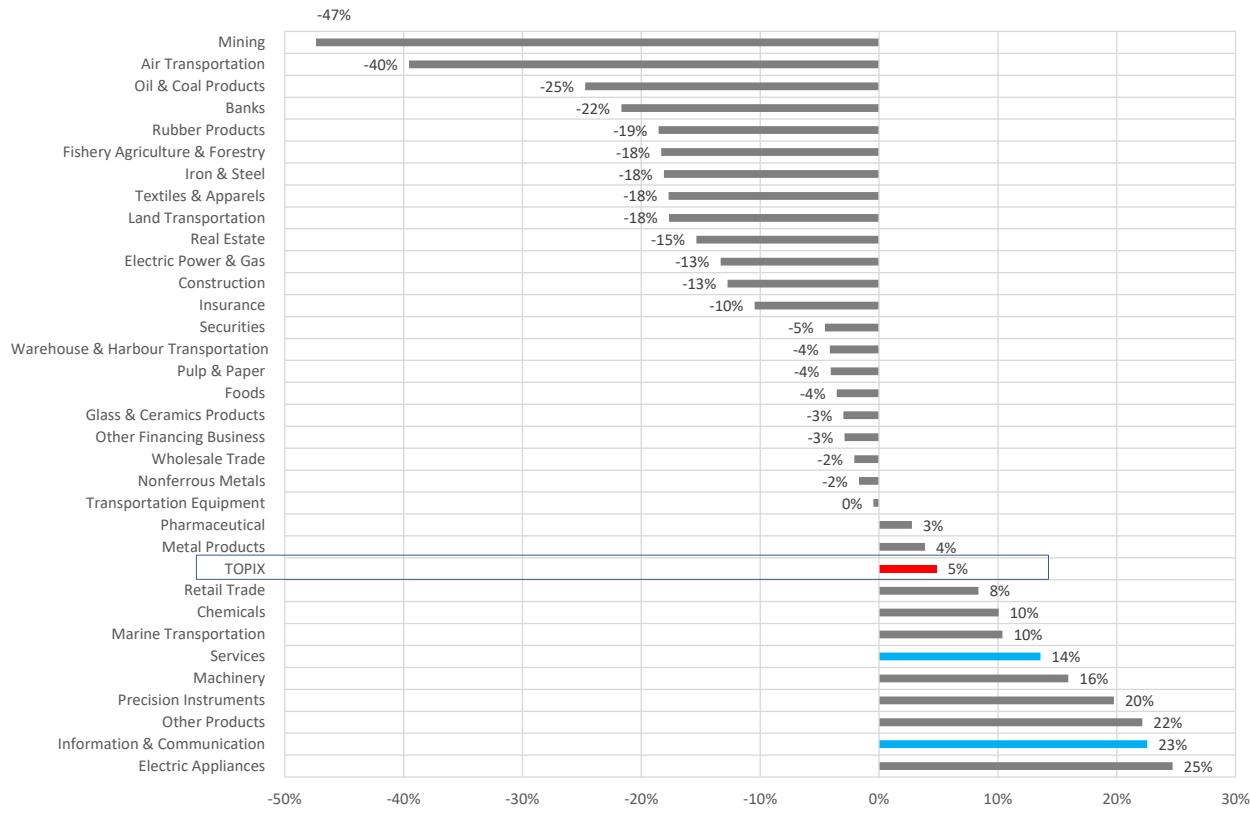
出所：インターネット白書、クレディ・スイス

# 投資戦略：2020年の振り返りと2021年展望

## 堅調に推移した2020年

インターネット・セクターに属する企業の多くは東証33業種分類において情報・通信業およびサービス業に区分される。2020年の年間騰落率は、情報・通信業+23%、サービス業+14%とTOPIXの+5%を大きく上回った。

図表12：東証33業種別パフォーマンス（2020年）

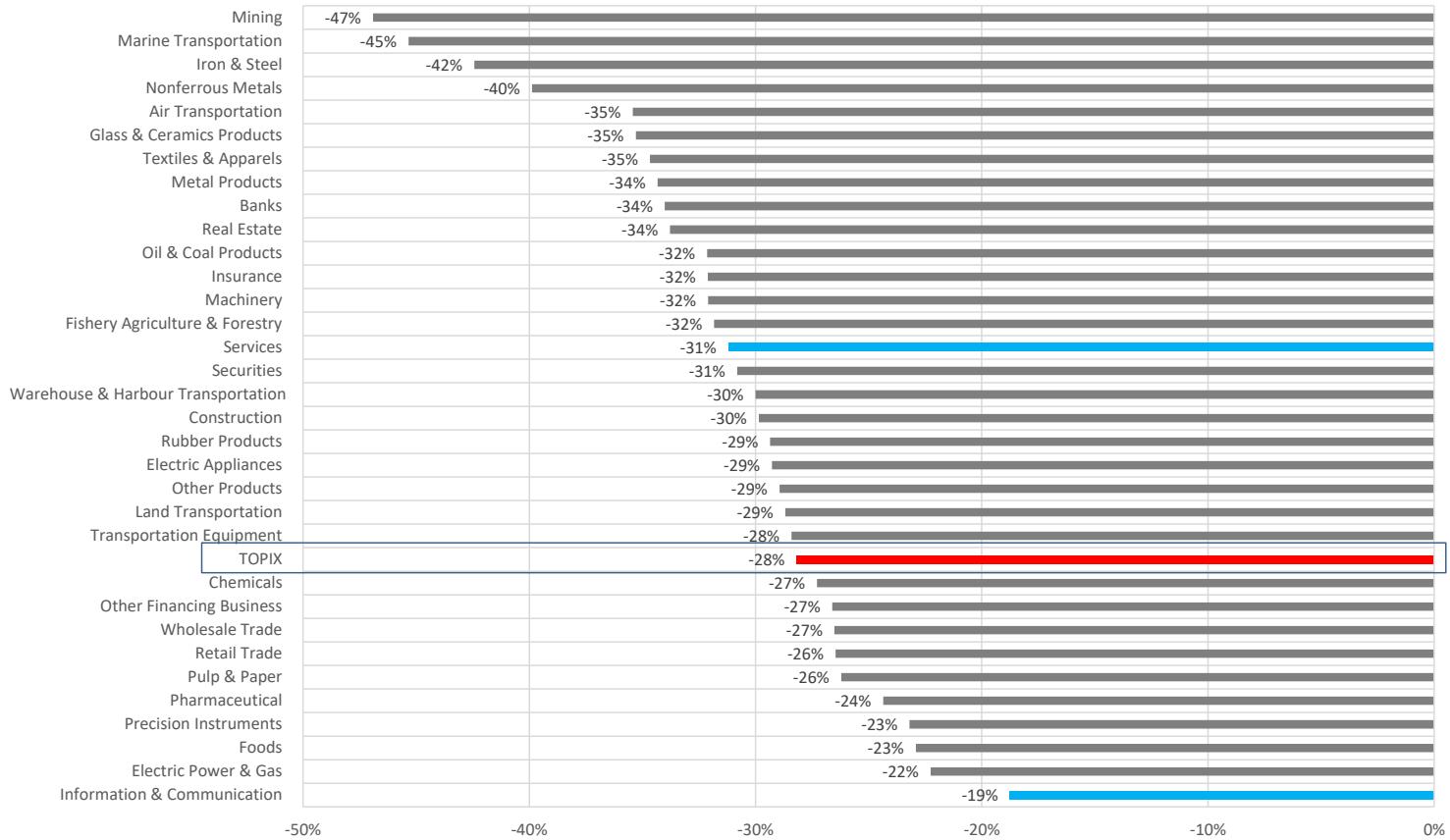


出所：Refinitiv、クレディ・スイス

2020年の日本株式市場は、年初こそ堅調に推移したもの、新型コロナウイルス感染拡大による世界的な景気後退懸念から3月にかけて大きく水準を引き下げた。しかし、米国をはじめ全世界が足並みを揃え積極的な金融・財政政策を矢継ぎ早に発動したこともあり、3月17日をボトムに株式市場は再び強い上昇波動を描き、年末を迎えた。そこで、当社では東証33業種別パフォーマンスを年初から3月16日まで、3月16日から年末までに分けてみた。情報・通信業が下落局面でも上昇局面でも底堅かったことが読み取れる。これは米国株式市場においてGAFAに加え、ニューエコノミーの勝ち組と評されるイン

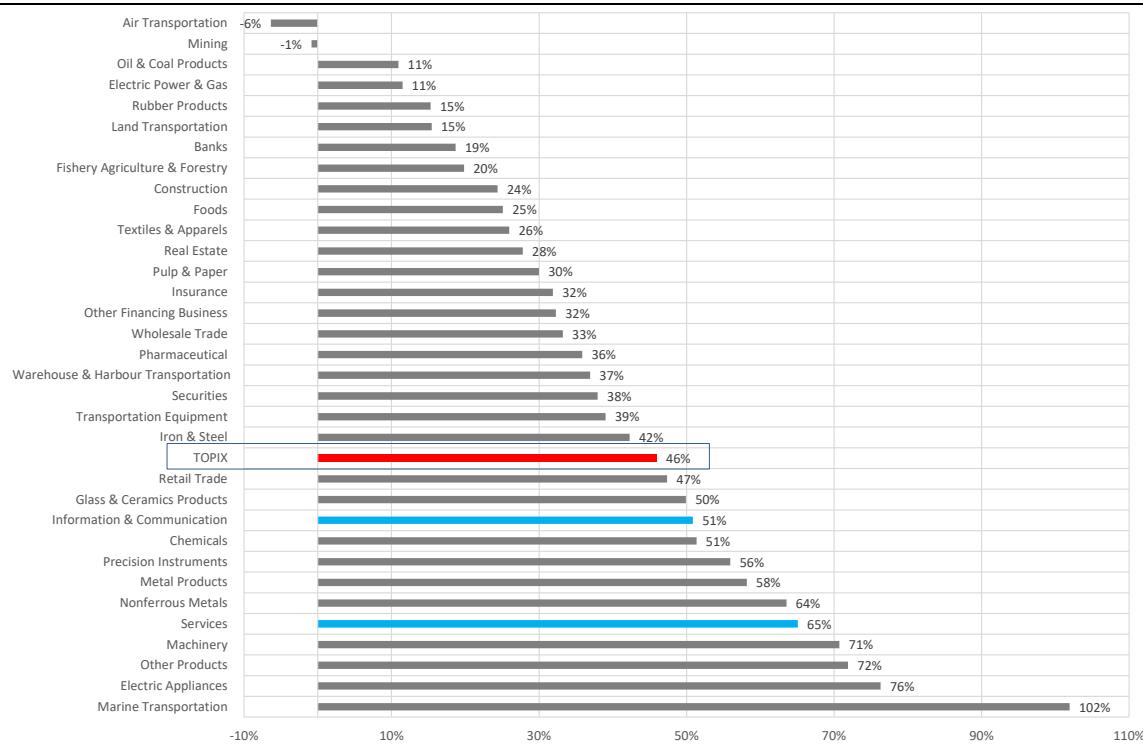
ターネット関連企業の株価が軒並み高い上昇を見せたことが背景にあったと当社では考えている。

**図表 13：東証33業種別パフォーマンス（20年初～3月16日終値）**



出所：Refinitiv、クレディ・スイス

図表 14：東証33業種別パフォーマンス（20年3月16日～20年12月30日終値）



出所：Refinitiv、クレディ・スイス

もう少し細かくパフォーマンスを見てみよう。当社では Bloomberg の業種分類に基づき、Communications (Advertising、Internet) 、Media、Technology (Computers、Software) に分類されている企業群から選定した企業を、インターネット・セクター・チームのユニバースとしている。528 企業が属し、合計の時価総額は約 60 兆円である。

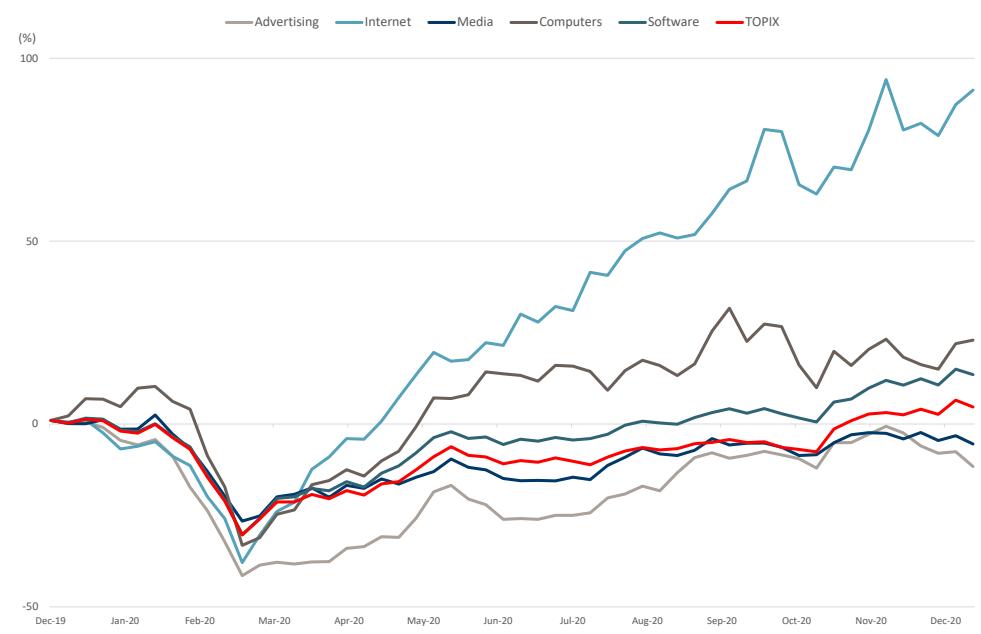
図表 15：ユニバース関連表

Industry sector	Industry group	Industry subgroup	Coverage companies			
Communications	Advertising	Advertising agencies/sales				
		Advertising services				
		Direct marketing				
	Internet	E-Commerce	Mercari	Bengo4.com	BASE	Demae-can
		E-Marketing/Info	CyberAgent			
		Internet content - info/ne	GMO Internet			
		Internet Financial svcs/security	Uzabase			
		Web portal/ISP	Z Holdings			
		Others				
Media		Multimedia				
Technology	Computers	Computer data security				
		Computer services	SHIFT	CHANGE		
	Software	Applications software				
		Communications software				
		Computer software	MAKUAKE			
		Data Processing				
		Enterprise software/serv				
		Entertainment software				
		Medical information sys				

出所 : Bloomberg、クレディ・スイス

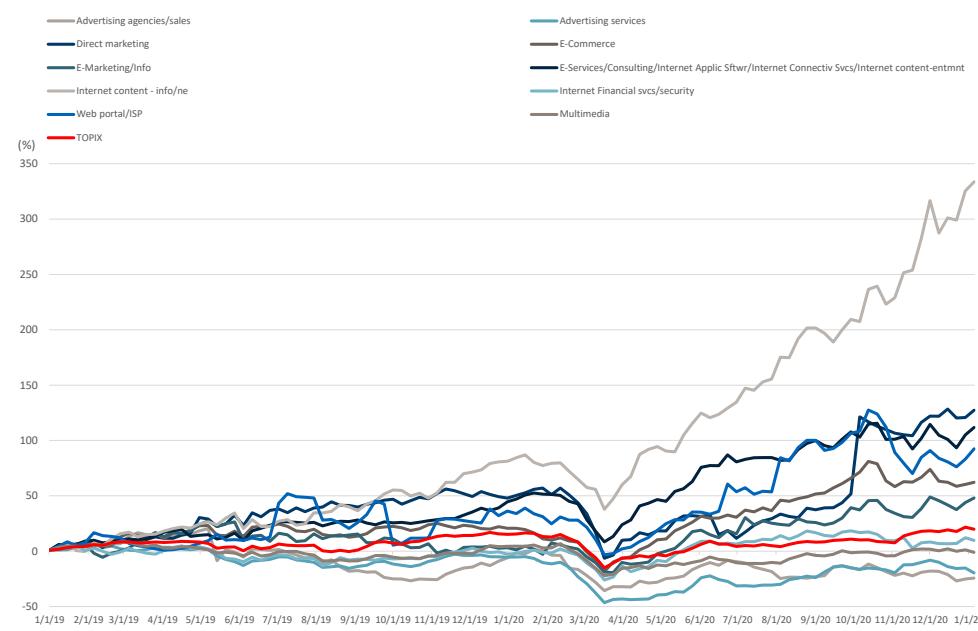
サブセクターでの推移をみると、Communication software、Medical information system、Internet contents – information/network が年間を通じて高いパフォーマンスを示した。一方、Advertising および Media は TOPIX 並みのパフォーマンスに終始した。

図表 16: サブセクターパフォーマンス



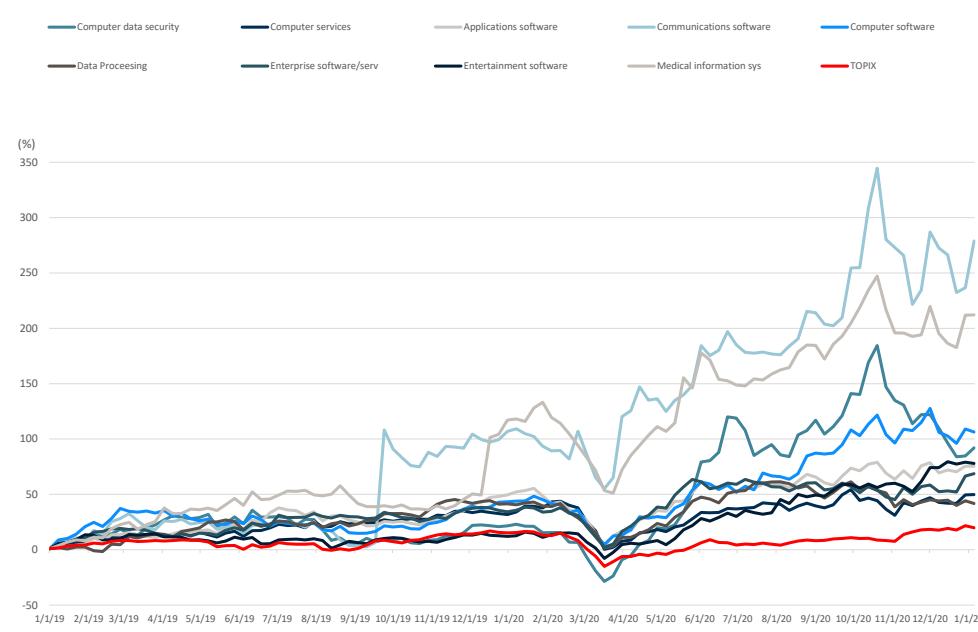
出所 : Refinitiv、クレディ・スイス

図表 17: サブセクターパフォーマンス



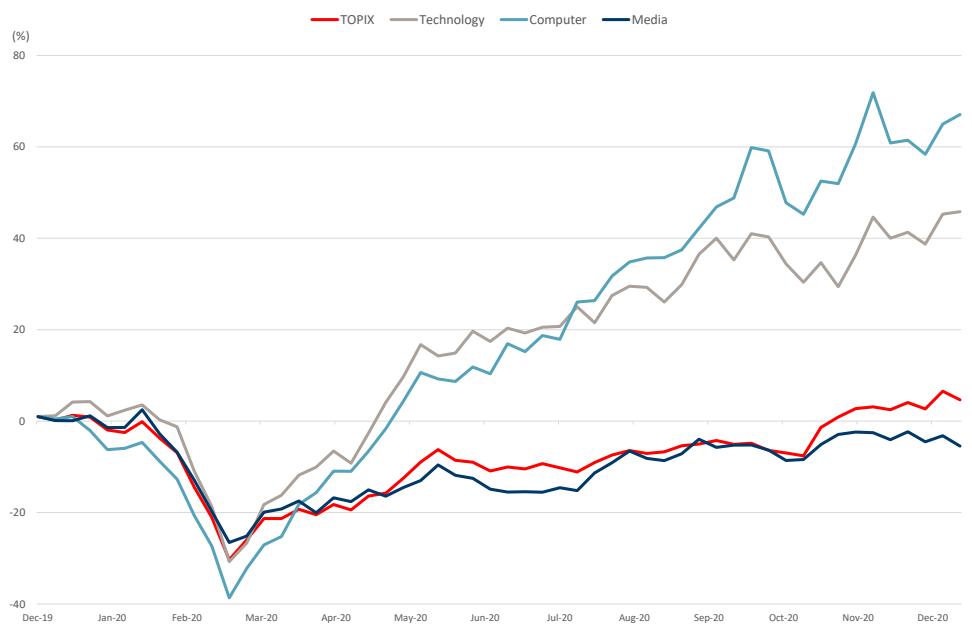
出所：Refinitiv、クレディ・スイス

図表 18: サブセクターパフォーマンス



出所：Refinitiv、クレディ・スイス

図表 19: サブセクターパフォーマンス

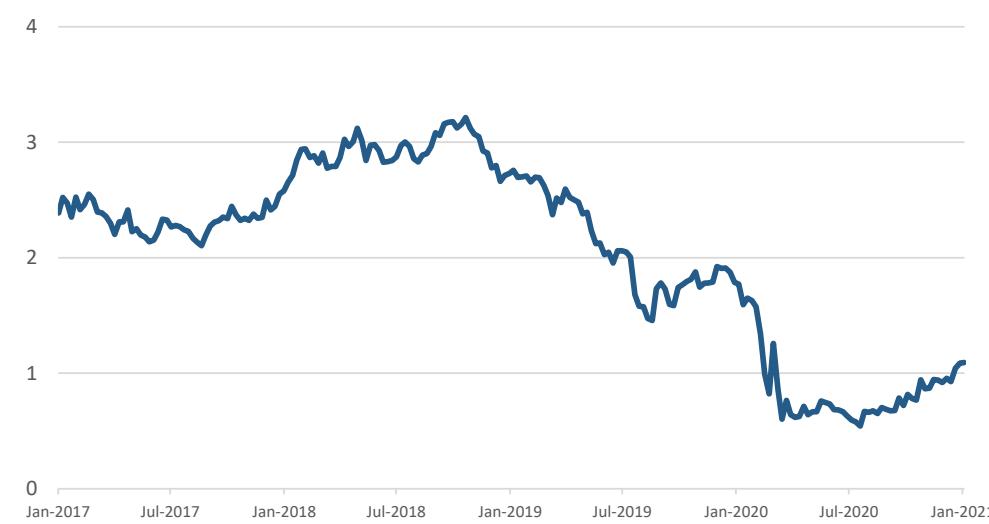


出所：Refinitiv、クレディ・スイス

## 2021年は選別が重要な年に

当社では、2021年は「森を見ず、木を見よ」の局面に入っていくと考えている。ある企業群は「もうはまだなり」となるだろうが、別の企業群は「まだはもうなり」になるのではないだろうか。過去を辿るとインターネットビジネスは、基本的に純粹想起を取った企業だけが Winner takes all となるケースが多い。これは今後も大きく変わることはないだろう。つまり、総花的に上昇している現状は遠くない将来においてピークを打ち、一旦は全体的な調整局面を経た後に優勝劣敗を明確にした株価動向へとシフトしていくことを想定する。

最初に気になるのはいつ目先のピークを打つかという点だろう。長きに亘る過剰流動性相場のピークを言い当てることは正直困難である。しかし、鍵を握るのは米国長期金利の動向であることから、その動向は常に注視したい。

**図表 20: 米国長期金利の推移**

出所：Refinitiv、クレディ・スイス

## 2021 年のキーワードは「デジタルディスラプター」と「感情価値への訴求」

長期の優勝劣敗を見極めるための鍵は「デジタルディスラプター」と「感情価値への訴求」にあると当社では考える。

少子高齢化をキーワードに日本経済の先行きを悲観する向きは多い。しかし、当社では日本を課題解決先進国と位置付けている。少子高齢化は日本だけの問題ではなく、遅かれ早かれ他の先進国や新興国に訪れる問題である。日本は世界で一番最初に顕在化する課題に対し、世界で一番最初に解決することに邁進しているのである。DX の急速な広がりはビッグデータと AI の掛け合わせにより、生産性を引き上げることにつながっていく。それが少子高齢化による生産性低下という課題に対する解決策になっていくだろう。AI もインターネット同様に成長のキーワードではなく、成長していくためのツールにすぎない。それを用いてどのように事業展開していくかが重要になっていく。

近年「〇〇テック」という言い方が盛んに使われるようになったが、これは正にデジタルトランسفォーメーションへのシフトを指している。日本においては経済産業省が 2018 年に「DX レポート～IT システム「2025 年の崖」の克服と DX の本格的な展開～」を発表しているが、この中で DX を以下のように定義している（IDC Japan（株）の定義を引用）。

“企業が外部エコシステム（顧客、市場）の破壊的な変化に対応しつつ、内部エコシステム（組織、文化、従業員）の変革を牽引しながら、第 3 のプラットフォーム（クラウド、モビリティ、ビッグデータ/アナリティクス、ソーシャル技術）を利用して、新しい製品やサービス、新しいビジネス・モデルを通して、ネットとリアルの両面での顧客エクスペリエンスの変革を図ることで価値を創出し、競争上の優位性を確立すること”

IDC Japan（株）はさらに現在がイノベーションの拡大期にあるとした上で、

“企業が生き残るための鍵は、DXを実装する第3のプラットフォーム上のデジタルイノベーションプラットフォームの構築において、開発者とイノベーターのコミュニティを創生し、分散化や特化が進むクラウド2.0、あらゆるエンタープライズアプリケーションでAIが使用されるパーソナライズAI、マイクロサービスやイベント駆動型のクラウドファンクションズを使ったハイパーアジャイルアプリケーション、大規模で分散した信頼性基盤としてのブロックチェーン、音声やAR/VRなど多様なヒューマンデジタルインターフェースといったITを強力に生かせるかにかかっています。”

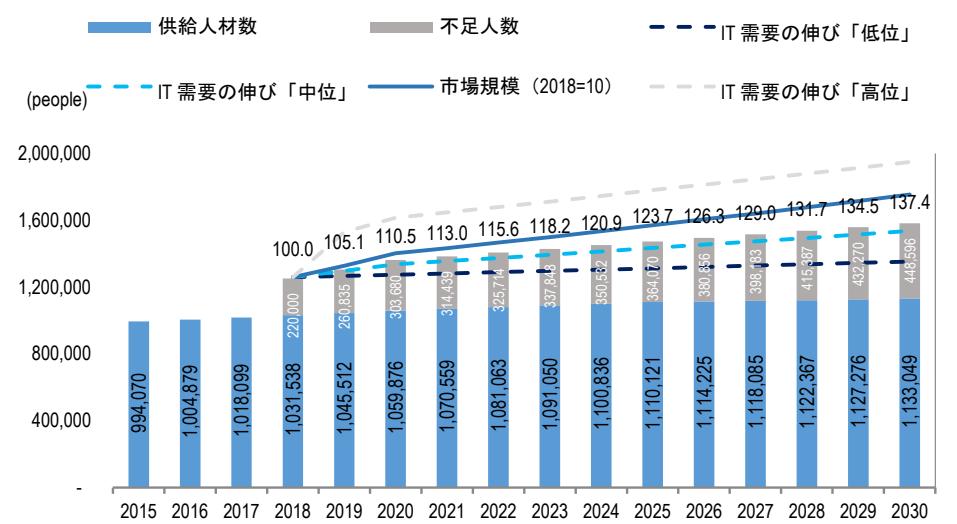
と見解を述べている。ここで重要なポイントは、DXは単なる業務改善の道具ではなく、ビジネスを変革させるものであるということである。経済産業省では2020年12月にも中間とりまとめとしてDXレポート2を公表したが、この中で

「デジタル変革に対する現状への危機感を持つ国内企業は増加しているものの、『DXの取組を始めている企業』と『まだ何も取り組めていない企業』に二極化しつつある状況です。そして、今年初頭からの新型コロナウィルスの世界的な流行により、企業を取り巻く環境は急激に不安定化し、新たな事業環境にあわせた事業変革はあらゆる業界において最優先の取組事項となっています。こうした中で、迅速な環境変化への対応や、システムのみならず企业文化をも変革していくことは、企業が取り組むべきDXの本質的な課題です」

と現状を分析している。以上のことから、当社では企業の競争力がDX×データの駆動力によって算出されるようになっていくことを想定する。

DXに本格的に取り組むためには、企業内のIT人材が不足しているという問題に直面することは念頭に置いておこう。経済産業省の調査（2019年3月）によると、2030年にはIT人材の不足数が16.4万-78.7万人になると試算されている。

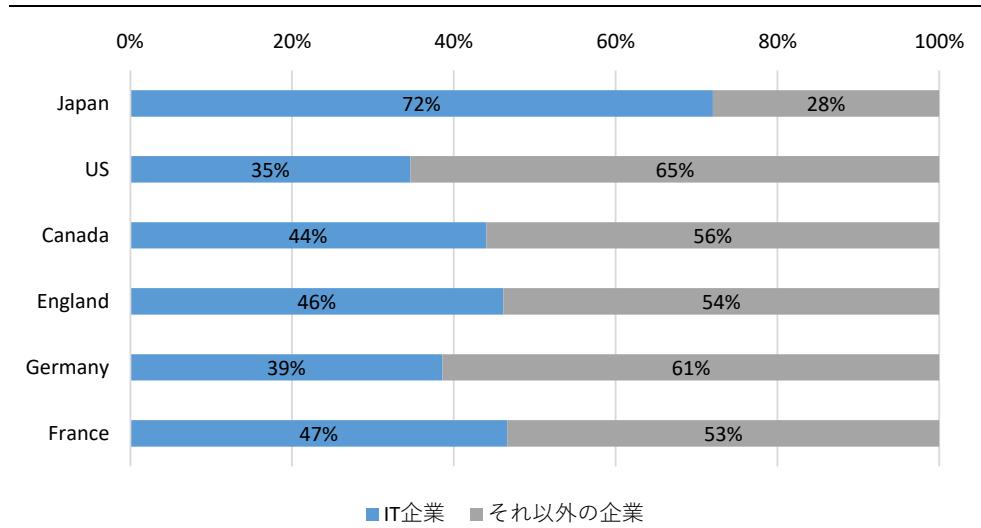
**図表21: IT人材需給に関する主な試算結果**



出所：METI、クレディ・スイス

IT人材の需給ギャップを緩和させるためには、1) IT人材の供給を増やす（IT人材の育成）、2) IT人材の離職を減らす、3) IT人材の生産性向上、といった方策が必要となる。いずれも即効性のある解決策ではないため、DX化を急ぐ企業は、高いコストを支払ってエンジニアの確保に努める、IT人材を多く抱える企業（Slerなど）にアウトソーシングする、といった行動を取るしかない状況にある。これは日本特有の動きとも言える。日本では約7割のIT人材がIT企業に属している。欧米では約4割にすぎないことを考えると、日本企業のIT人材内製化の遅れが際立つ。

**図表 22: IT企業・IT企業以外の企業における情報処理・通信に携わる人材の割合**



出所：METI、クレディ・スイス

内製化の遅れが日本におけるDX化促進にネガティブかというとそうではないと当社では考える。IT人材の不足を補うために、レガシーからの脱却を標榜するデジタルディスラプターへの依存が急速に高まっていくことになるだろう。デジタルディスラプターにとって大きな潜在市場が広がっていると言えよう。当社がカバレッジを開始する企業においては、SHIFT（3697）、チェンジ（3962）がこの流れの恩恵を受けると考えている。

インターネットサービスを大別すると、大きなものを小分けにしてシェアするもの（シェアリングエコノミー、クラウドコンピューティングなど）と、個々では小さい力を1つに集結することで大きな力に変えるもの（ブロックチェーン、クラウドファンディング、オープンソースプロジェクトなど）に分けられる。人や企業が発する個々の情報も、網の目のように張り巡らされたハイパーリンクを通じて、企業と人（BtoC）、企業と企業（BtoB）、人と人（CtoC）をつなぎ合わせている。通信システムの高速化によりインターネット上を行き交う情報量も大きく増加したことで、役に立つもの＝機能価値を見出すことは容易になったのではないだろうか。情報量が潤沢になった結果、豊富な情報量に対しストレスなくアプローチできるサービスを提供する

企業が近年大きく成長し、Winner takes all の状況を作り出した。知りたいことがすぐにわかる Google、欲しいものがすぐ手に入る Amazon、知りたい人の近況がすぐにわかる Facebook、友達とすぐに気楽に連絡が取れる LINE（日本の場合）、聴きたい音楽がすぐに聴ける Spotify、などは典型例だろう。

次なるストレスとしてキヤッショレス化が凌ぎを削っているのが現在の状況である。ここでは単にペイメントの霸権を握ることが重要ではない。個人を識別するための ID と決済が結びつことで DX×データの駆動力を高めることができるようになる。ネットとリアルを分断して考えていた時代においては、Amazon、Facebook、Google、楽天の ID が圧倒的に優位だった。しかし、今後はネットとリアルのシームレス化が進むとみられるため、ID と連携する形でキヤッショレスをリアルでもネットでも対応できる企業に勝算があると当社では考えている。当社カバレッジ企業においては、Z ホールディングス（4689）、メルカリ（4385）、GMO インターネットグループ（9449）などが関連してこよう。

## 「ストーリー性」と「共時性」が重視される時代に

スマートフォンの登場により場所の制約がなくなり、時間の消費単位は小さくなった。これも機能価値の充足と言えよう。マズローの法則によれば、機能 = 物質的欲求（生理的欲求、安全の欲求）を満たされた者は次に精神的欲求（社会的欲求、承認欲求、自己実現欲求）を満たそうとする。精神的欲求においては感情価値が情報選択の中心となる。

感情価値は人それぞれであり、それぞれの欲求を満たすには解像度を上げてサービスを提供していく必要がある。そのため、一方通行の情報提供よりも、同じ時間の共有、ビジョンの共感を提供することが重要になっていると当社では考える。ただし、人は情報を大量に与えられると論理的な価値判断ができなくなり、価値判断を信頼できる誰かに依存する傾向にある。故に「信頼できる誰か」「信頼できる場所」になることが勝利の方程式になっていく。古くは CGM がその典型と言える。CGM に代表されるネットワーク外部性は強固であり、Winner takes all が最も機能するサービスである。しかし、永続的なものでもない。移動通信ネットワークの高速化・低価格化により生まれる新しいテクノロジーと利用者の世代交代が新たなテクノロジーを生み出すことは歴史が証明しており、次なる Winner を探し当てる必要があるだろう。

次なる Winner を見つけ出す際に重要なキーワードは「ストーリー性」と「共時性」と考える。ストーリー性は特にコマース分野で重視すべき言葉である。高度経済成長期においてはマスメディア（テレビや雑誌）がリコменドするものを手に入れることができ消費効用を高める手段だった。しかし、大量消費時代の終息を迎えた今は、その製商品が開発に至ったストーリー、作り手の思いにコストを払うように変わった。D2C 急成長の理由もここにある。当社カバレッジ企業においては、メルカリ（4385）、BASE（4477）、マクアケ（4479）などが関連している。

共時性においては、各々の感情価値を充足させると同時に一人ぼっちではないことが重要となる。ゲーミフィケーションにおいて重要視されるストーリー性、課題の提示、戦略の共有が今後のコンテンツでは大切な要素となる。日本でも2021年に入ってからシリコンバレー発の音声版Twitterと言われる「Clubhouse」が、IT系アーリーアドプターを中心に利用者を増やしている。まだiPhoneアプリしかないうえに招待制ということもあり、話題性も高まっている。このアプリは音声の品質が高く、同時に話してもストレスを感じさせない。そのため、コロナ禍において自粛疲れ、ZOOM疲れを感じている人にとって、よりリアルに近い感覚を感じられる。気楽に音声チャットを始めることができ、かつスピーカーとリスナーがインタラクティブに立場を変えることができるため、リアルで言うところの「座談会」的な雰囲気が醸成されている。この手のSNSは若者発でブームになることが多いが、Clubhouseは比較的初期ユーザーの年齢層が高いように感じる。それが新しいムーブメントになるのか、それとも一時的な流行りで終わるのか、きちんと収益化できるのか、など疑問に思う点は多いが、「共時性」の典型例として紹介しておく。

## 妥当バリュエーションの考え方

インターネット・セクターに与えるべき妥当バリュエーションについての当社の考え方を簡単に述べたい。

インターネット・セクターのバリュエーションを考える場合、メインビジネスおよび新規ビジネスの利益成長モデルがどの程度の期間、どの程度の成長率、どのような確率で実現可能かを推測、もしくは期待するかを数値化することが必要となる。具体的には、バリュエーションを決定する変数として

現在考えうるビジネスモデルから想定される利益成長率

その利益成長が実現可能と考えられる期間

長期成長シナリオの達成確度

配当利回り

投資家が求める期待利回り

が必要と考える。数式にすると  $((EPS \text{ 成長率} + \text{配当利回り})^{\text{持続可能年数}}) \div (\text{期待成長率} - \text{インフレ率})$  となる。この条件を一般的にしたバリュエーションモデルが DCF である。ただし、インターネット・セクターの多くの企業は 10 年単位の業績予想を作成することに妥当性が見出せないケースが多いため、予想期間を予測可能な 5 年とし、永久成長率を 0-5% とすることが必要となる。本来的には残余利益モデルの方が DCF モデルに比して、利益がゼロもしくはマイナスであっても妥当性がある、予測対象期間を限定した場合の継続的価値への依存度が相対的に低い、などと言われており、成長株に対するバリュエーション算出に一定の妥当性を持つと考えられている。しかし、インターネット・セクターのビジネスモデルを考慮すると、バランスシートよりもキャッシュフローにフォーカスしたバリュエーションモデルの方が適当との考え方から、当社では DCF モデルを用いたバリュエーション評価を行うこととする。

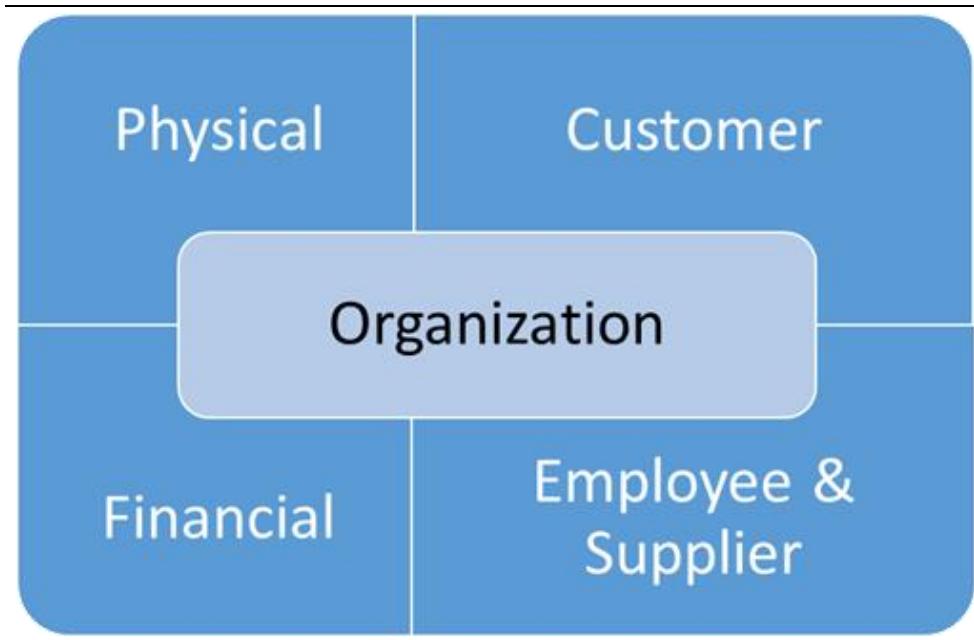
副次的には PER を用いることも必要と考える。ただし、将来の成長のために足下先行投資を積極的に行っている企業も多いことから、 $n+1$  期、 $n+2$  期を用いた予想 PER で判断するのではなく、先行投資が一巡し収益獲得局面に入った将来の期を算出対象とした PER で考える必要がある。

投資が先行するビジネスの代表格である SaaS 企業に対しては近年 PSR で評価する風潮が強い。もちろん強固なビジネスドメインを有する企業に対して PSR で評価することを当社では否定しない。しかし、将来レッドオーシャンとなり得る市場を主戦場とする企業に対してまで PSR で評価することは危険だろう。特に SaaS ビジネスは表面的な参入障壁が高くないことから、現状密度の濃いカオスマップを醸成している。Winner takes all にはなりにくい業態ではあるものの、今後ある程度の寡占が進んでいくことが想定される。闇雲に PSR を用いることは避けるべきだろう。

インターネット・セクターを評価する上でもう一つ重要なことはバランスシートへの依存が低いということである。インターネット・セクターの企業に「御社の強みの源泉は?」と問うと、「人財です」と返答されるケースが多い。しかし、財務諸表ではこの人財という価値を人件費、研究開発費などでしか認識できない。従業員数だけで測ることも不可能である。欧州で上場するフットボールチームなどで人的資産をオンバランス処理が行われているケースもあるが、一般的には人的資産の付加価値を貨幣価値で評価することは倫理的な問題も含め難しいだろう。さらに日本では職種による給与格差が小さいことも付加価値の算出を困難にしている。以上の点を踏まえると、消去法的にも DCF モデルを活用することが最善策と考える。

概念的にはアーサーアンダーセンが開発したバリューダイナミクスフレームワークを念頭に株式価値を見出そうとしている。同社はインターネットの登場やグローバリゼーションの発達によって変化した 1990 年以降の新しい経済状況を「ニューエコノミー」と規定し、新時代に対応する価値創造のフレームワーク開発に取り組み、その研究成果を「Cracking the Value Cord」（邦題「バリューダイナミクス」）として 2000 年に発表した。このフレームワークでは、企業価値を「見える資産（物的資産、金融資産）」と「見えない資産（顧客資産、人的資産、組織資産）」に分類した。伝統的な会計手法に従った資産を見る資産とし、一方、目で見ることはできないが企業の価値創造に大きな影響を与えていた資産を見えない資産と定義している。顧客資産は売上を生み出す源泉だが、財務諸表でその価値を測ることは難しい。人的資産や組織資産の源泉は人だが、財務諸表では人件費、研究開発費といった費用でしか認識することができない。インターネットセクターにおいては、無形資産に計上される主な勘定科目はのれん、ソフトウェアなどであり、人や組織に関する数値化はできていない。多くの企業が IR 資料の中で、サイト訪問者数、顧客数、従業員数、エンジニア数などを開示しているが、前述のフットボールチームのように貨幣価値に変換するところには至っていない。これら 5 つの資産が将来キャッシュフローの源泉になることを想定しながら、DCF モデルを組み立てていくことが重要となる。

図表 23: バリューダイナミクスの概念図



出所：Value dynamics framework by Arthur Andersen をもとにクレディ・スイス作成

ここで重要なのが見えない資産が生み出す将来価値をどのように評価するかという点である。当社がカバレッジする企業を例にすると、永久成長率 1%を前提としたサイバーエージェント（4751）では理論企業価値の 83%がターミナルバリューに起因する。仮に永久成長率を 0%にすると理論企業価値は 15%減少する。逆に永久成長率を 2%にすると 22%増加する。要するに、見えない資産の評価をどのように永久成長率に反映させるかによって、インターネット・セクターに対する評価は大きく変わってしまうということを念頭に置いておく必要がある。特にここ数年続いている過剰流動性相場においては永久成長率を高めに見積もることでバリュエーションを正当化している。そのため、逆回転が効いた際には永久成長率のシクリングが起き、理論株式価値が大きく低下しやすい点には留意を要する。

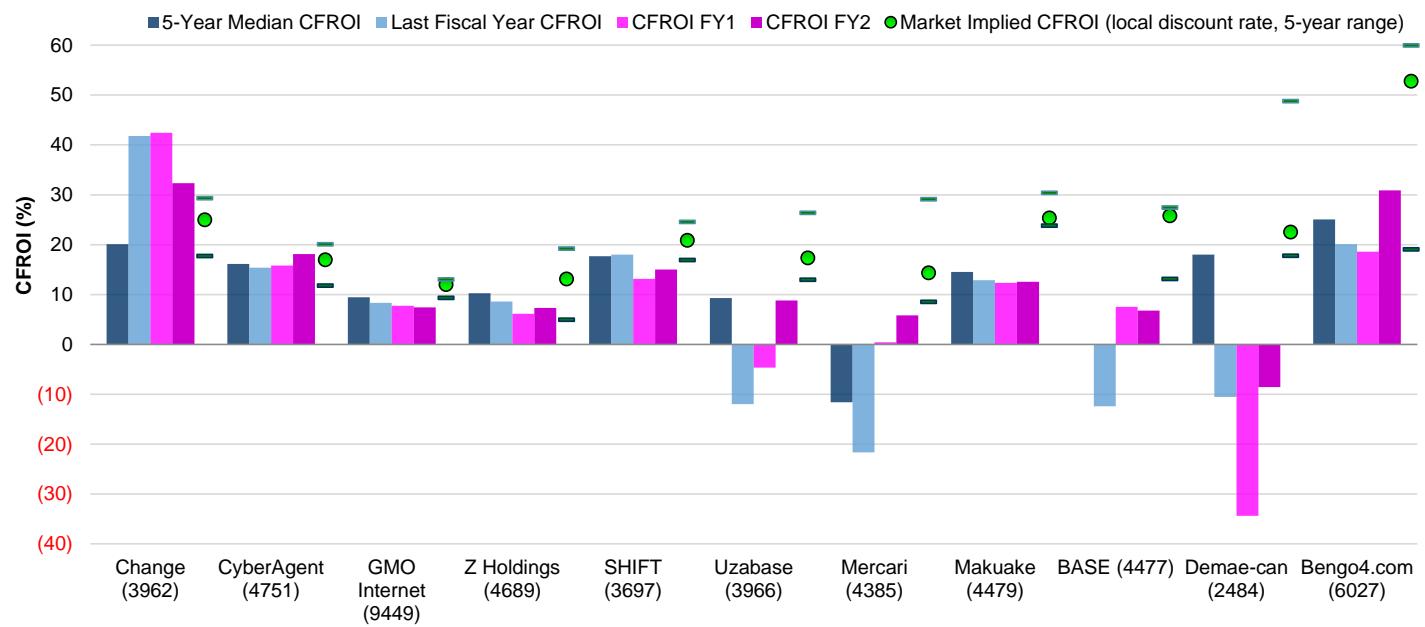
## HOLT 分析

HOLT®のメソドロジーでは、キャッシュフロー投下資本利益率 (CFROI®)として知られている独自のパフォーマンス尺度を使用する。これは企業の営業資産を構成するプロジェクトのポートフォリオから生み出される経済的リターンの概算値（または平均実質内部収益率の推定値）。企業の CFROI は当該企業の実質資本コスト（投資家の実質割引率）と直接比較でき、経済的富を生み出しているか判定できる。会計基準や物価による歪みを除去することにより、CFROI はセクター、地域、時間の枠を超えたグローバル比較が可能で、伝統的な ROIC や ROE よりも包括的な尺度である。

下表 24 は当社のカバー銘柄 11 社の CFROI で、過去 5 年間の CFROI 平均値、昨期の CFROI、および、今期・来期の CFROI のコンセンサス予想を示す。また、CFROI のインプライド期待値も示している。この期待値は現在の株価から逆算したもので、HOLT の DCF モデルに基づいて現行株価の実現に必要な CFROI の水準（および伸び率）を算定した。例えば左端の変化には CFROI が今期の 41% から来期は 32% に低下し、その後、25% へ低下することが織り込まれている。図表 24 はこの尺度に準じて最割安銘柄から最割高銘柄の順で並べており、右端の弁護士ドットコムは CFROI が今期の 19%、来期の 31% から 54% へ上昇することを織り込んでおり、バリュエーションが極めて割高であることを示している。出前館は絶対ベースのインプライド期待値が弁護士ドットコムに比べて低いが、これは CFROI の現在の期待水準と対比してみるべきで、現在の期待水準はマイナスで、出前館が業績期待の押し上げのため販促等に多額の経費を投じていることをある部分反映している。

図表 24 はバリュエーションの過去 5 年間のレンジも示している。これは、株式市場がグロース銘柄を強く選好している状況下、市場に比べて絶対ベースで（当然ながら）割高な一連の銘柄を比較する上で便利な尺度である。例えば、マクアケ（CFROI が 13% から 26% へ 2 倍になることが織り込まれている）の現在のインプライド期待値は 5 年レンジの下限にあり、バリュエーションが（HOLT モデル上では絶対ベースで割高ではあるものの）5 年間の相対バリュエーションのレンジでは下限にあることを示している。反対に、弁護士ドットコムは相対的に上限に近い水準で取引されている。

図表 24: HOLT分析



出所：会社資料、クレディ・スイス予想、HOLT®

# 出前館

## Underperform で新規カバレッジ開始：中期計画達成に向け解決すべき課題は多い

インターネットインフラサービス | インターネット

2484.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

2,630

Underperform<sup>[V]</sup>

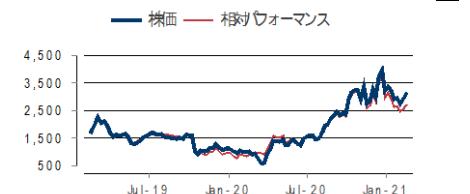
- **アクション：**出前館（2484、以下「同社」）を目標株価 2,630 円、投資評価 Underperform でカバレッジを開始する（潜在リターン-15.0%）。現株価は同社の掲げた中期計画の達成を前提にしたうえ、コロナ禍によるフードデリバリーの活況を過度に評価したバリュエーションが付与されていると当社では考える。今後会社計画の達成確度低下が顕在化することが株価の押し下げ要因になってくるだろう。
- **インベストメントオーバービュー：**積極的なプロモーション活動が奏功し、アクティブユーザーの増加基調が続いている。コロナ禍も追い風になっている。しかし、アクティブユーザー当たり年間オーダー数を引き上げない限り、同社の中期計画が達成される確度は低いと当社では考える。そのためには、レッドオーシャン化する中でも F1M1 層に支持される UI/UX の提供、マッチングシステムなどの改修、LINE とのシナジー発揮、などが求められるが、現状では変化を感じられない。
- **業績予想：**当社では 21/8 期営業利益を-12,118 百万円、22/8 期-4,568 百万円、23/8 期 4,394 百万円と予想する。会社計画 (-13,000 百万円、-2,000 百万円、12,000 百万円) との乖離は大きい。出前館流通総額およびシェアリングデリバリー比率の前提に差異があることが主要因と考えられる。当社では積極的なプロモーション活動が LTV/CPA に与える影響が限定的なものにとどまるとの前提を置いている。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 2,630 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の業績予想に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC10.2%、永久成長率 1.0%）から算出。上方リスクとしては、1) LTV/CPA がしっかりと上昇すること、2) LINE との事業連携によるシナジーが早期に発現すること、3) 出前文化が全世代で浸透すること、などが挙げられよう。

### 財務サマリー

年度	20 年 8 月期	21 年 8 月期予	22 年 8 月期予	23 年 8 月期予
売上高 (十億円)	10.3	25.6	43.1	59.9
営業利益 (十億円)	(2.6)	(12.1)	(4.6)	4.4
経常利益 (十億円)	(2.9)	(12.1)	(4.5)	4.4
当期利益 (十億円)	(4.1)	(12.5)	(4.6)	4.4
EPS (円)	(73.9)	(152.0)	(56.1)	53.0
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	(139.8)	(37.1)	33.2
EPS 成長率 (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
PER (x)	n.m.	n.m.	n.m.	58.4
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	n.m.	45.7
PBR (x)	6.7	16.0	22.5	16.2
ROE (%)	(26.5)	(56.4)	(33.8)	32.3
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	1.8	15.9	215.8
複(%)	-3.4	3.3	201.1

# 出前館 (2484)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥3,095 (upside: -15%) 目標株価: ¥2,630

投資評価: Underperform

損益計算書 (十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
売上高	10.3	25.6	43.1	59.9
EBITDA	(2.3)	(12.1)	(4.3)	4.7
営業利益	(2.6)	(12.1)	(4.6)	4.4
経常利益	(2.9)	(12.1)	(4.5)	4.4
特別損益	(1.1)	(0.3)	0.0	0.0
税前利益	(4.0)	(12.4)	(4.5)	4.4
当期利益	(4.1)	(12.5)	(4.6)	4.4
キャッシュフロー (十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
営業キャッシュフロー	(1.5)	(5.0)	3.5	12.7
減価償却費	0.3	0.0	0.2	0.3
投資キャッシュフロー	(0.4)	(0.7)	(0.6)	(0.8)
設備投資	(0.5)	(0.7)	(0.6)	(0.8)
フリー・キャッシュフロー	(1.9)	(5.6)	2.9	11.9
財務キャッシュフロー	28.7	0.0	0.0	0.0
株式の発行による収入 (支出)	-	-	-	-
配当金の支払	(0.1)	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	26.8	(5.6)	2.9	11.9
貸借対照表 (十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
現金及び現金同等物	29.0	23.3	26.2	38.1
売掛金	0.1	0.3	0.6	0.8
棚卸資産	0.0	0.0	0.1	0.1
その他の流動資産	6.4	9.9	14.5	18.5
流動資産合計	35.6	33.6	41.4	57.5
有形固定資産	0.1	0.0	0.0	0.0
投資	0.3	0.3	0.3	0.3
無形固定資産	0.0	0.7	1.0	1.5
その他の固定資産	(0.0)	0.0	0.0	0.0
資産合計	36.0	34.6	42.8	59.4
買掛金	0.1	0.1	0.2	0.3
短期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動負債	7.4	18.4	31.0	43.1
流動負債合計	7.5	18.5	31.2	43.4
長期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他固定負債	0.0	0.1	0.2	0.3
負債合計	7.5	18.6	31.4	43.6
株主資本	28.5	16.0	11.4	15.7
少数株主持分	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

主要財務指標	20年8月期	21年8月期	22年8月期	23年8月期
成長率 (%)				
売上高	54.6	148.2	68.5	39.0
営業利益	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EPS	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
マージン (%)				
粗利率	70.7	68.2	68.1	68.1
EBITDA 率	(22.3)	(47.3)	(10.1)	7.9
営業利益率	(25.5)	(47.4)	(10.6)	7.3
デュポン分析				
ROE (%)	(26.5)	(56.4)	(33.8)	32.3
当期利益率 (%)	(39.9)	(48.9)	(10.7)	7.3
総資産回転率	0.3	0.7	1.0	1.0
財務レバレッジ	1.3	2.2	3.8	3.8
クレジットレシオ (%)				
自己資本比率	79.0	46.0	26.5	26.4
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報 (円)				
発行済み株式数 (百万)	82.2	82.2	82.2	82.2
EPS	(73.9)	(152.0)	(56.1)	53.0
BPS	345.8	193.7	137.7	190.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向 (%)	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
バリュエーション (x)	20年8月期	21年8月期	22年8月期	23年8月期
PER	n.m.	n.m.	n.m.	58.4
PBR	6.7	16.0	22.5	16.2
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	45.7
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF 利回り (%)	(1.1)	(2.2)	1.1	4.7

## 会社概要と注目ポイント（出前館）

宅配サービスに特化したデリバリー専門サイト「出前館」を運営する。そのほか、連結子会社の薩摩恵比寿堂で飲食店向け通信販売事業を展開している。出前館のオープンは2000年10月と日本国内においては老舗的存在である。ピザ、すし、カレー、弁当、中華、ファストフード等の宅配サービス業者が多く出店している。自社サービスの販促活動をチラシ等の紙媒体に依存していた宅配サービス業者のデジタルシフトに貢献することで事業規模を拡大してきた。

2016年8月からは、シェアリングデリバリーサービスを開始。これは宅配機能を有さない飲食店でも出前館と連携したデリバリー機能を活用することで宅配サービスの提供が可能になるサービス。このサービスを導入したことによって加盟店が一気に拡大し、20年11月末の加盟店数は4.5万店に到達、人口カバー率は34%となっている。

加盟店数増加に伴い21/8期1Qのアクティブユーザーは471万人（前年同期比+52%）に伸長。当社ではフードデリバリーの潜在顧客層を20-50歳代（6,131万人、総務省概算値、2021年1月現在）と考えている。ここから計算される利用率は7.7%。同社の積極的なプロモーション活動、参入企業の増加により、フードデリバリーの認知度は急激に高まっている。コロナ禍による生活様式の変化もフードデリバリーにとっては追い風である。当社では、2022年9-11月にはアクティブユーザーが1,000万人に到達すると予想する。そのため、当面はアクティブユーザーの増加が同社の流通額増加に寄与するだろう。

しかし、同社が掲げる中期計画（23/8期流通額3,400億円）を実現するには、アクティブユーザーの増加だけでなく、アクティブユーザー当たりの年間オーダー数の増加も必要になってくるはずである。当社推計では20/8期のアクティブユーザー当たり年間オーダー数は9.46回とほぼ前期並みの水準にとどまった。新規ユーザーの比率が上昇しているため、致し方ない面もあるが、中期計画を達成するためには12回を超過していくことが必要だろう。

海外に比べて参入プレーヤーの少なかった日本では、出前館以外の主なプレーヤーはfineDine（ライドオンエクスプレスが運営）、楽天デリバリー（加盟店舗数1.2万店）の存在が知られている程度だった。しかし、近年は国内外からの新規参入が一気に増加している。具体的にはUber Eats（米国発祥、加盟店舗数約1万店）、DiDi Food（中国・北京発祥、加盟店舗数約2,500店舗）、Chompy（DeNA出身のスタートアップ企業シンガポールが運営）、menu、Wolt（フィンランド発祥）、foodpanda（ドイツ企業がシンガポールの運営サービスを買収）、FOODNEKO（韓国発祥）、など。加えて、コロナ禍においてテイクアウトサービスを提供する飲食店、プラットフォームも増加している。各社事業戦略が異なり、都心部にフォーカスしたサービスもあれば、地方から参入しているサービスもある。老舗として全国に展開している同社が規模的な優位性を今後も確保し続けると当社では考えているが、都心部ではかなり激しい競争が当面続くだろう。

フードデリバリーのメインターゲットは20-50歳代になるが、20-30歳代と40-50歳代では求めるニーズにギャップがあるため、きちんとそのニーズに応えられるかが今後の優勝劣敗を

決定づけるのではないかと当社では考えている。日本では古くから外食、出前を特別なものに位置付けてきた風潮がある。これは言い換えると、食事は自宅で自分たちで作ったものを食べるのが当然という思考回路が根付いているということである。歳を重ねた世代ほどこの傾向が強い。一方、若い世代にはあまりこのような固定観念がない。そのため、今後のフードデリバリー市場の成長は都心部に住む F1M1 層がけん引していくと推測される。以上の点を踏まえると、F1M1 層に受け入れられる UI/UX の提供が求められることになる。同社の親会社である LINE が提供するメッセージアプリは F1M1 層に十分浸透していることから、きちんとシナジーを創出できれば、フードデリバリー市場の Winner takes all になり得る。しかし、現段階においてはシナジーを認識できない。今後の動向を注視していきたい。

当社ではフードデリバリーが成長していくもう一つの重要な鍵が配送クオリティと注文のマッチング精度にあると考えている。同社は 2020 年 4 月に LINE の子会社となり、それ以降 LINE との事業連携を深めることで、LINE アプリのユーザー基盤と同社に蓄積されたポータルサイトの運営ノウハウの融合を急いでいる。しかし、急激な事業規模拡大により配送クオリティの維持・向上を困難にする可能性があること、システム改修等による配送効率の向上が満足のいく水準に届かないこと、を当社では懸念している。

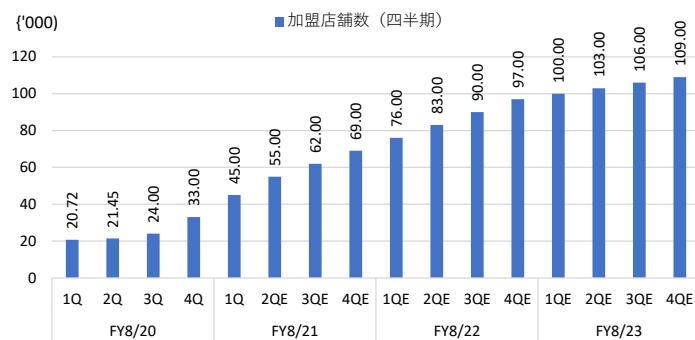
## リスクファクター

同社が掲げる中期計画の根幹はアクティブユーザーの増加およびアクティブユーザーの年間利用回数の増加にあると当社では考えている。しかし、保守的な考え方を持つ人が多い日本において、フードデリバリーの平均利用回数が月 1 回を大きく超えていく可能性は地方を中心には低いのではないだろうか。足下では積極的なプロモーション活動により、アクティブユーザー数が順調に増加しているが、従来通りの LTV が発現できるかは未知数である。LTV/CPA のバランスも収益面では非常に重要となる。仮にアクティブユーザーの LTV を維持・成長させることで平均年間利用回数が 12 回を大きく上回る場合には、当社業績予想を大きく上回ってくる可能性がある。

LINE の子会社となり、経営陣も刷新された。創業間もない頃から同社をけん引してきた中村利江氏に代わり、LINE から藤井英雄氏が代表取締役社長に就任した。楽天、LINE 在籍時に培った経験を活かし、フードデリバリー戦国時代を勝ち抜いていくことに期待を寄せる一方、未知数な部分も多い。現段階において、LINE との資本業務提携によるシナジーを当社は限定的にみているが、仮に当社が期待する以上のシナジーを早期に発揮した場合には、同社の掲げる中期計画の達成確度が高まるだけでなく、長期的には Winner takes all を具現化する可能性がある。

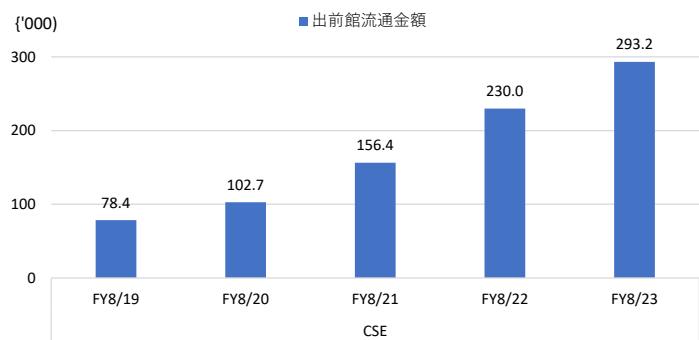
経営体制の変更に伴い、IR 上の開示項目にも変化がみられる。そのため、業績予想にあたっては当社の仮説、推測に依存する部分も大きい。そのため、推測と実際の間に大きなギャップがあった場合、ファンダメンタルズに差異が生じる可能性がある。以上を上方リスクとして挙げる。

图表 25: 加盟店舗数（四半期）



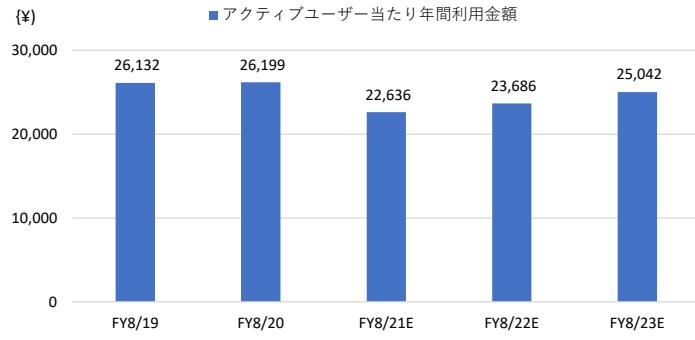
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 26: 出前館流通金額（通期）



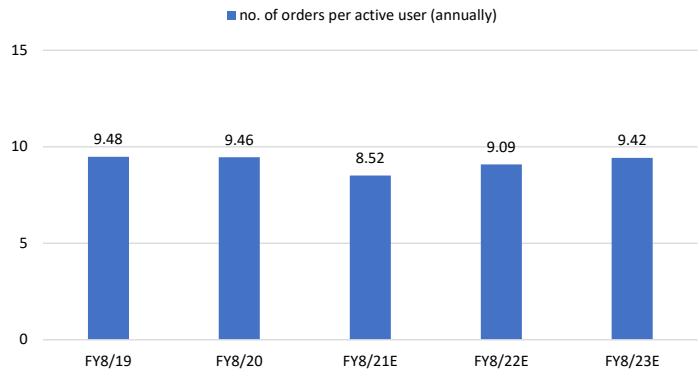
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 27: アクティブユーザー当たり年間利用金額



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 28: アクティブユーザー当たり年間オーダー数



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 2,630 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の業績予想に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC10.2%、永久成長率 1.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、今後も TAM の拡大は見込まれるものレッドオーシャン化することを考慮し、サイズプレミアムとして 5.0%を付加した 10.2%とし、永久成長率は同様の理由から 1.0%とした。同株価水準は 25/8 期予想 PER18 倍に相当する。

**図表 29: DCF バリュエーション表**

フリーキャッシュフロー(FCF)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	
EBITDA	(12,098)	(4,336)	4,737	9,441	12,379	株主資本コスト
-) 減価償却	(20)	(233)	(343)	(489)	(631)	リスクフリーレート
= EBIT	(12,118)	(4,568)	4,394	8,952	11,748	0.05%
-) EBITに対する税金	(68)	(70)	(69)	(70)	(70)	アンレバードβ
税率	-0.6%	-1.5%	1.6%	0.8%	0.6%	0.97
= NOPAT	(12,187)	(4,639)	4,325	8,882	11,678	目標D/Eレシオ
+/-) Δ運転資本	10,797	12,347	11,842	6,981	5,253	0.00%
+ ) 減価償却	20	233	343	489	631	実効税率
-) 設備投資	(6)	(10)	(14)	(16)	(18)	-0.6%
+/-) Δその他非流動資産	(66)	(75)	(72)	(43)	(32)	レバードβ
+/-) Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	1.0
+/-) Δその他非流動負債	66	75	72	43	32	株式リスクプレミアム
= FCF	(1,375)	7,931	16,496	16,337	17,545	5.36%
						サイズプレミアム
						株主資本コスト
						10.2%
						WACC
						10.2%

DCF	
<b>永久成長率法</b>	
FCFの現在価値	46,768
永久成長率	1.0%
最終年度FCF	17,545
ターミナルバリュー	191,586
ターミナルバリューの現在価値	139,531
<b>EV</b>	<b>186,300</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	15.5
ターミナルバリュー/企業価値	74.9%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	28,966
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-
-非支配持分	-
計	28,966
株式価値	
永久成長率法	215,266
希薄化後株式総数	82
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>2,618</b>

出所：クレディ・スイス予想

### 図表 30:業績サマリー

DEMAE-CAN(2484) 業績サマリー											EV /EBITDA (x)	P/E (x)	
2月15日 時点(円) ¥3,095	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS				
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比	(x)	(x)	
<b>連結通期</b>													
20/8	実	10,306	54.6%	-2,623	NM	-2,919	NM	-4,112	NM	-73.9	NM	-	-
21/8	CS 予 (新)	25,583	148.2%	-12,118	NM	-12,098	NM	-12,500	NM	-152.0	NM	NM	NM
	会社予	28,000	171.7%	-13,000	NM	-13,000	NM	-13,000	NM	-158.1	NM		
	IBES 予	24,650	139.2%	-11,500	NM	-11,500	NM	-11,500	NM	-139.9	NM	NA	NM
22/8	CS 予 (新)	43,111	68.5%	-4,568	NM	-4,539	NM	-4,609	NM	-56.1	NM	NM	NM
	IBES 予	43,350	75.9%	-3,050	NM	-3,050	NM	-3,050	NM	-37.1	NM	NA	NM
23/8	CS 予 (新)	59,921	39.0%	4,394	NM	4,430	NM	4,360	NM	53.0	NM	45.7	58.4
	IBES 予	41,200	5.2%	4,200	NM	4,200	NM	2,730	NM	33.2	NM	NA	96.9

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/8 期は、売上高 25,583 百万円（前期比 148%増）、営業利益-12,118 百万円（赤字拡大）を予想する。アクティブユーザー数が前期 392 万人から 691 万人に増えることを背景に出前館流通金額が 1,564 億円（52%増）となることが大幅増収につながると当社では考える。流通金額に占めるシェアリングデリバリーの比率は 28%とした。収益面では、プロモーションへの積極姿勢（広告関連費用に 16,000 百万円投入）により、営業赤字額はさらに拡大するだろう。

続く 22/8 期は、売上高 43,111 百万円（前期比 69%増）、営業利益-4,568 百万円（赤字縮小）を予想。引き続き積極的なプロモーション戦略によりアクティブユーザー数が 971 万人まで伸長する前提とした。出前館流通金額は 2,300 億円（47%増）に到達するだろう。23/8 期以降は LTV/CPA の低下により流通金額の成長率も鈍化する前提。アクティブユーザー当たりの年間購入回数は 25/8 期においても 9.62 回にとどまることを当社では想定する。

中期会社計画（23/8 期流通金額 3,400 億円、売上高 970 億円、営業利益 12,000 百万円）の達成確度は現状においては低いと当社では考える。

**図表 31: 連結損益計算書**

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25	
	E	E	E	E	E	E	E	
<b>損益計算書(¥mn)</b>								
<b>売上高</b>								
	%YoY	<b>6,666</b> 22.7%	<b>10,306</b> 54.6%	<b>25,583</b> 148.2%	<b>43,111</b> 68.5%	<b>59,921</b> 39.0%	<b>69,831</b> 16.5%	<b>77,289</b> 10.7%
出前館事業	%YoY	5,395	9,375	24,863	42,375	59,149	69,020	76,437
通信販売事業	%YoY	1,536	1,341	1,255	1,283	1,347	1,415	1,486
Adjustment	%YoY	(265)	(410)	(536)	(548)	(575)	(604)	(634)
<b>売上原価</b>		<b>2,470</b> 37.0%	<b>3,024</b> 29.3%	<b>8,134</b> 31.8%	<b>13,748</b> 31.9%	<b>19,144</b> 31.9%	<b>22,344</b> 32.0%	<b>24,730</b> 32.0%
<b>売上総利益</b>		<b>4,196</b> 23.0%	<b>7,283</b> 73.5%	<b>17,449</b> 139.6%	<b>29,363</b> 68.3%	<b>40,777</b> 38.9%	<b>47,488</b> 16.5%	<b>52,558</b> 10.7%
	% of Sales	63.0%	70.7%	68.2%	68.1%	68.1%	68.0%	68.0%
<b>販管費</b>		<b>4,236</b> 64.6%	<b>9,906</b> 63.5%	<b>29,568</b> 133.9%	<b>33,931</b> 96.1%	<b>36,383</b> 198.5%	<b>38,536</b> 14.8%	<b>40,810</b> 7.2%
人件費	% of Sales	1,583	3,899	8,993	14,619	20,601	24,436	26,453
広告関連費用		1,632	3,917	18,000	16,000	12,000	10,000	10,000
減価償却費		246	322	20	233	343	489	631
その他		775	1,768	2,554	3,079	3,439	3,610	3,726
<b>EBITDA</b>		<b>207</b> -80.9%	<b>(2,301)</b> 3.1%	<b>(12,098)</b> -22.3%	<b>(4,336)</b> -47.3%	<b>4,737</b> -10.1%	<b>9,441</b> 7.9%	<b>12,379</b> 99.3%
	% of Sales							31.1% 13.5%
<b>営業利益</b>		<b>(39)</b> -	<b>(2,623)</b> -0.6%	<b>(12,118)</b> -25.5%	<b>(4,568)</b> -47.4%	<b>4,394</b> -10.6%	<b>8,952</b> 7.3%	<b>11,748</b> 103.7%
	% of Sales							31.2% 12.8%
出前館事業	%YoY	(18)	(2,456)	(12,157)	(4,596)	4,363	8,917	11,709
	% of Sales	-	-	-	-	-	104.4%	31.3%
通信販売事業	%YoY	224	155	67	68	72	75	79
	% of Sales	2.8%	-31.0%	-56.9%	2.2%	5.0%	5.0%	5.0%
Adjustment		(246)	(322)	(28)	(40)	(40)	(40)	(40)
<b>営業外収益</b>		43	35	41	49	56	61	64
受取利息		0	0	0	0	0	0	0
受取配当金		3	3	3	3	3	3	3
持分法による投資利益		26	12	18	26	33	38	41
その他		13	20	20	20	20	20	20
<b>営業外費用</b>		10	331	20	20	20	20	20
支払利息		2	2	-	-	-	-	-
その他		8	329	20	20	20	20	20
<b>経常利益</b>		<b>(7)</b> -0.1%	<b>(2,919)</b> -28.3%	<b>(12,098)</b> -47.3%	<b>(4,539)</b> -10.5%	<b>4,430</b> 7.4%	<b>8,993</b> 7.4%	<b>11,792</b> 103.0%
	% of Sales							31.1% 12.9%
<b>特別利益</b>		0	100	-	-	-	-	-
<b>特別損失</b>		18	1,157	332	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益		(25)	(3,975)	(12,430)	(4,539)	4,430	8,993	11,792
法人税等	Tax rate	79	136	70	70	70	70	70
-317.7%		-3.4%	-0.6%	-1.5%	1.6%	0.8%	0.6%	
<b>当期純利益</b>		(103)	(4,111)	(12,500)	(4,609)	4,360	8,923	11,722
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>		<b>(103)</b>	<b>(4,111)</b>	<b>(12,500)</b>	<b>(4,609)</b>	<b>4,360</b>	<b>8,923</b>	<b>11,722</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 32: 主要指標

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
	E	E	E	E	E	E	E
出前館事業 売上高内訳	5,395	9,375	24,863	42,375	59,149	69,020	76,437
出前館サービス利用料	3,744	5,725	10,270	12,526	13,180	14,065	14,640
配達代行手数料	326	2,324	12,013	27,141	43,124	51,969	58,661
その他（広告運営、システム開発など）	1,325	1,326	2,580	2,709	2,844	2,987	3,136
アクティブライザー数（百万人）	3.00	3.92	6.91	9.71	11.71	13.31	14.51
加盟店舗数（万店）	2.0	3.3	6.9	9.7	10.9	12.1	13.3
出前館流通金額（十億円）	78	103	156	230	293	334	364
アクティブライザー当たり年間利用金額（CS推計）	26,132	26,199	22,636	23,686	25,042	25,083	25,056
アクティブライザー当たり年間オーダー数（CS推計）	9.48	9.46	8.52	9.09	9.42	9.53	9.62
<b>設備投資額</b>	<b>477</b>	<b>537</b>	<b>670</b>	<b>569</b>	<b>791</b>	<b>922</b>	<b>1,020</b>
有形固定資産の取得による支出	80	2	6	10	14	16	18
無形資産の取得による支出	397	535	664	559	777	906	1,003
<b>減価償却費</b>	<b>246</b>	<b>322</b>	<b>20</b>	<b>233</b>	<b>343</b>	<b>489</b>	<b>631</b>
のれん償却額	-	-	-	-	-	-	-
EPS	(2.5)	(73.9)	(152.0)	(56.1)	53.0	108.5	142.6
BPS	68.87	346.37	194.36	138.30	191.34	299.86	442.44
DPS	3.60	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>183</b>	<b>312</b>	<b>400</b>	<b>500</b>	<b>550</b>	<b>600</b>	<b>650</b>
外、平均臨時雇用者数	423	2,595	4,366	6,950	8,996	9,919	10,557

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 33: 貸借対照表

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
<b>貸借対照表 (¥mn)</b>							
<b>流動資産</b>	<b>5,556</b>	<b>35,580</b>	<b>33,556</b>	<b>41,376</b>	<b>57,531</b>	<b>73,238</b>	<b>90,002</b>
現預金	2,186	28,966	23,334	26,235	38,126	51,114	65,884
売上債権（受取手形+売掛金）	221	135	335	564	784	914	1,012
棚卸資産	62	47	37	63	88	102	113
未収入金	2,995	6,376	9,710	14,278	18,204	20,725	22,570
その他の流動資産	92	56	140	236	328	383	423
<b>固定資産</b>	<b>1,529</b>	<b>406</b>	<b>1,055</b>	<b>1,392</b>	<b>1,840</b>	<b>2,273</b>	<b>2,662</b>
有形固定資産	162	51	40	37	39	42	46
無形固定資産	822	10	670	1,010	1,457	1,886	2,271
ソフトウェア	742	9	670	1,010	1,457	1,886	2,271
ソフトウェア仮勘定	80	-	-	-	-	-	-
投資その他の資産	545	344	344	344	344	344	344
投資有価証券	374	183	183	183	183	183	183
繰延税金資産	16	13	13	13	13	13	13
その他	154	149	149	149	149	149	149
<b>資産合計</b>	<b>7,084</b>	<b>35,986</b>	<b>34,611</b>	<b>42,768</b>	<b>59,371</b>	<b>75,511</b>	<b>92,664</b>
<b>流動負債</b>	<b>4,203</b>	<b>7,462</b>	<b>18,522</b>	<b>31,211</b>	<b>43,382</b>	<b>50,557</b>	<b>55,955</b>
仕入債務	88	54	134	226	314	366	405
短期有利子負債	804	-	-	-	-	-	-
未払金	3,070	6,867	17,046	28,725	39,926	46,529	51,498
未払法人税等	49	201	500	842	1,170	1,364	1,509
その他の流動負債	193	339	842	1,419	1,972	2,298	2,543
<b>固定負債</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>110</b>	<b>186</b>	<b>258</b>	<b>301</b>	<b>333</b>
<b>その他</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>110</b>	<b>186</b>	<b>258</b>	<b>301</b>	<b>333</b>
<b>純資産の部</b>							
資本金	1,113	16,113	16,113	16,113	16,113	16,113	16,113
資本剰余金	651	15,645	445	445	445	445	445
利益剰余金	1,562	(2,697)	3	(4,606)	(246)	8,677	20,399
自己株式	(670)	(634)	(634)	(634)	(634)	(634)	(634)
株主資本合計	2,657	28,427	15,927	11,318	15,678	24,601	36,323
その他の包括利益累計額	162	50	50	50	50	50	50
新株予約権	21	2	2	2	2	2	2
<b>純資産合計</b>	<b>2,840</b>	<b>28,480</b>	<b>15,980</b>	<b>11,371</b>	<b>15,731</b>	<b>24,654</b>	<b>36,376</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>7,084</b>	<b>35,986</b>	<b>34,611</b>	<b>42,768</b>	<b>59,371</b>	<b>75,511</b>	<b>92,664</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 34: キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書 (¥mn)	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
	E	E	E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	(25)	(3,975)	(12,430)	(4,539)	4,430	8,993	11,792
減価償却費	246	322	20	233	343	489	631
売上債権の増減額	95	86	(200)	(229)	(220)	(130)	(98)
棚卸資産の増減額	(0)	14	10	(26)	(25)	(15)	(11)
仕入債務の増減額	(11)	(34)	(3,334)	(4,568)	(3,926)	(2,521)	(1,845)
運転資本の増減額	105	134	(3,524)	(4,823)	(4,171)	(2,666)	(1,953)
その他の増減	(4)	2,013	11,020	12,659	12,139	7,152	5,379
<b>小計</b>	<b>322</b>	<b>(1,506)</b>	<b>(4,914)</b>	<b>3,529</b>	<b>12,742</b>	<b>13,969</b>	<b>15,849</b>
利息及び配当金の受取額	9	11	11	11	11	11	11
利息の支払額	(2)	(2)	11	-	-	-	-
法人所得税の支払額	(230)	(2)	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>98</b>	<b>(1,499)</b>	<b>(4,963)</b>	<b>3,470</b>	<b>12,682</b>	<b>13,910</b>	<b>15,790</b>
有形固定資産の取得による支出	(80)	(2)	(6)	(10)	(14)	(16)	(18)
無形固定資産の取得による支出	(397)	(535)	(664)	(559)	(777)	(906)	(1,003)
その他	(25)	88	-	-	-	-	-
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(501)</b>	<b>(449)</b>	<b>(670)</b>	<b>(569)</b>	<b>(791)</b>	<b>(922)</b>	<b>(1,020)</b>
借入・社債調達増減	(4)	(804)	-	-	-	-	-
エクイティ調達増減	(202)	29,702	-	-	-	-	-
配当金の支払額	(146)	(147)	-	-	-	-	-
その他	13	(23)	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(339)</b>	<b>28,729</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(0)	(0)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	(742)	26,780	(5,632)	2,901	11,891	12,988	14,770
その他（連結の範囲の変更等）	-	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>2,186</b>	<b>28,966</b>	<b>23,334</b>	<b>26,235</b>	<b>38,126</b>	<b>51,114</b>	<b>65,884</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# SHIFT

## Outperform で新規カバレッジ開始：ソフトウェアテスト専業からのシフトアップが始まる

インターネットインフラサービス | インターネット

3697.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

18,200

Outperform<sup>[M]</sup>

- **アクション：**SHIFT（3697、以下「同社」）を目標株価 18,200 円、投資評価 Outperform でカバレッジを開始する（潜在リターン 32.5%）。ソフトウェアテスト市場における高い比較優位性に加え、今後はより川上にシフトした事業領域からの収益寄与が見込まれる。IT 人材不足が続く日本において、高品質の IT 人材を確保・育成し続ける仕組みを確立した点はもっと評価されるべきだろう。
- **インベストメントオーバービュー：**同社の売上高を因数分解すると、エンジニア数×エンジニア単価となる。同社は既にエンジニアの能力開発のフレームワークを仕組み化し、高品質の人材を育成することを可能にしている。IT 人材の確保・育成はエンジニア単価の上昇に直結する。今後はより川上の事業領域（事業戦略立案、要求定義・要件定義の段階）から顧客との結びつきを強めることで、さらなるエンジニア単価の上昇が見込まれる。DX の波に迷える子羊の救世主になっていくことを当社は予想する。
- **業績予想：**当社では 21/8 期の営業利益を 3,404 百万円（前期比+45%）と想定。ほぼ会社計画線での着地となるだろう。22/8 期以降も連結エンジニア人員の拡大および育成による単価の上昇を背景に高水準の利益成長を見込んでいる。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 18,200 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 39%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.2%、永久成長率 4.0%）から算出。同株価水準は 25/8 期予想 PER37 倍に相当する。下方リスクとしては、1) エンジニアの採用が想定通りに進まないこと、2) エンジニア単価の伸び悩み、3) DX への積極的な取り組み機運が衰退すること、などが挙げられよう。

株価 (21年2月15日,円)	13,740
目標株価乖離率 (%)	32.5
時価総額 (十億円)	242.41 (US\$ 2.31)
企業価値 (十億円)	231.71
発行済み株式数 (百万)	17.64
浮動株(%)	40.0
52週株価レンジ	18,000–5,700

[M] = Stock Considered Volatile (see Disclosure Appendix)

### リサーチアナリスト

齋藤 剛

81 3 4550 9940

go.saito@credit-suisse.com

### 財務サマリー

年度	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
売上高 (十億円)	28.7	45.1	63.1	80.4
営業利益 (十億円)	2.4	3.4	5.1	6.9
経常利益 (十億円)	2.5	3.7	5.4	7.2
当期利益 (十億円)	1.6	2.4	3.6	4.8
EPS (円)	104.5	146.1	215.9	287.5
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	128.1	176.9	240.4
EPS 成長率 (%)	59.4	39.8	47.7	33.2
PER (x)	117.4	94.0	63.7	47.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	71.7	51.1	36.4	27.7
PBR (x)	18.8	10.1	8.7	7.4
ROE (%)	17.3	14.7	14.7	16.7
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



# SHIFT (3697)

株価(21年2月15日): ¥13,740 (upside: 32%) 目標株価: ¥18,200

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

投資評価: Outperform

損益計算書(十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
売上高	28.7	45.1	63.1	80.4
EBITDA	2.7	4.2	5.9	7.6
営業利益	2.4	3.4	5.1	6.9
経常利益	2.5	3.7	5.4	7.2
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	2.5	3.7	5.4	7.2
当期利益	1.6	2.4	3.6	4.8
キャッシュフロー(十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
営業キャッシュフロー	2.3	4.8	9.6	11.0
減価償却費	0.1	0.1	0.1	0.1
投資キャッシュフロー	(5.9)	(6.1)	(6.3)	(6.6)
設備投資	(0.5)	(0.6)	(0.9)	(1.2)
フリー・キャッシュフロー	(3.7)	(1.2)	3.3	4.4
財務キャッシュフロー	1.5	8.9	(0.8)	(0.8)
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	(2.2)	7.7	2.4	3.5
貸借対照表(十億円)	20年8月期	21年8月期予	22年8月期予	23年8月期予
現金及び現金同等物	6.5	14.2	16.7	20.2
預り金	3.8	6.0	8.4	10.7
棚卸資産	0.4	0.3	0.4	0.5
その他の流動資産	0.4	0.7	0.9	1.2
流動資産合計	11.2	21.2	26.5	32.7
有形固定資産	0.7	1.1	1.6	2.2
投資	4.0	4.0	4.0	4.0
無形固定資産	4.0	6.5	5.8	5.2
その他の固定資産	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
資産合計	19.8	32.8	37.9	44.1
貯金	0.4	0.7	0.9	1.2
短期借入金	1.0	0.7	0.7	0.7
その他の流動負債	3.7	5.4	7.1	8.7
流動負債合計	5.2	6.7	8.7	10.6
長期借入金	3.6	2.9	2.4	1.9
その他固定負債	0.3	0.4	0.6	0.8
負債合計	9.0	10.0	11.7	13.2
株主資本	10.5	22.7	26.3	31.1
少数株主持分	0.3	0.1	(0.1)	(0.2)

主要財務指標成長率(%)	20年8月期	21年8月期	22年8月期	23年8月期
売上高	47.0	57.0	39.9	27.5
営業利益	52.8	44.7	50.7	34.9
EPS	59.4	39.8	47.7	33.2
マージン(%)				
粗利率	31.2	29.2	30.0	30.0
EBITDA率	9.4	9.4	9.3	9.4
営業利益率	8.2	7.6	8.1	8.6
デュポン分析				
ROE(%)	17.3	14.7	14.7	16.7
当期利益率(%)	5.7	5.4	5.7	5.9
総資産回転率	1.4	1.4	1.7	1.8
財務レバレッジ	1.9	1.5	1.4	1.4
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	52.4	68.9	69.2	70.2
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	15.9	16.6	16.6	16.6
EPS	104.5	146.1	215.9	287.5
BPS	653.8	1363.7	1579.5	1867.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

バリュエーション(x)	20年8月期	21年8月期	22年8月期	23年8月期
PER	117.4	94.0	63.7	47.8
PBR	18.8	10.1	8.7	7.4
EV/EBITDA	71.7	51.1	36.4	27.7
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF利回り(%)	0.9	1.8	3.8	4.3

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（SHIFT）

「新しい価値の概念を追求し、誠実に世の中の価値を提供することを企業理念に掲げ、「すべてのソフトウェアに Made in Japan の品質を」を合言葉にソフトウェアテストサービスを中心成長してきた。近年は事業領域をソフトウェアの品質保証サービス全般に拡大し、さらなる成長を目指している。なお、ソフトウェアテストサービスは、エンタープライズ向けの受託開発・パッケージソフトウェアのテスト作業（エンタープライズ系）、組込みソフトウェアのテスト作業（エンベデット系）、ゲームソフトウェアのテスト作業（エンターテイメント系）に分類される。この中でエンタープライズ系は高度な業務知識や開発知識が求められることから参入障壁が高い。

ソフトウェアは、要求定義・要件定義から開発、動作検証が行われてからリリースされる。企業内に IT 人材が少ない日本においては、要求定義・要件定義から開発の段階までをコンサルティングファームや Sler にアウトソーシングするケースが多い。一方、テストに関しては標準化が遅れているうえ、専門技術や知識が必要となることから社内エンジニアを中心に作業するケースが多い。そのため、ただでさえ不足している社内の IT 人材を配置する必要があり、潜在的なアウトソーシングニーズは強い。同社では開発工程に占めるテスト工程の市場規模を 5 兆円と推定し、そのうちアウトソーシングは 1%にすぎないと分析している。同社は属的に行われてきたテスト業務を標準化することでアウトソーシングニーズに応えてきた。成長の根幹となるテストエンジニアの採用に関しては、独自に開発した検定制度を導入することでソフトウェア開発経験の有無に関わらず適性ある人材の獲得を実現している。加えて、独自に開発したテスト支援ツールを運用することで属人性を抑えた生産性の高いテスト業務を仕組み化することに成功している。

エンジニア育成の仕組みが確立されたことで、同社は IT 人材の確保に加え、非 IT 人材の活用に活路を見出すことを可能にしている。今後は IT 以外の業務経験を持ったシニア層や IT 未経験の若年層の有効活用も期待される。ジョブチェンジの少ない日本の働き方を変えるポテンシャルを秘めていると当社では考えている。加えて、積極的な M&A がエンジニア数の確保に貢献している。PMI をきっちりと回すだけでなく、人材育成にもしっかりと取り組むことで、M&A 後のエンジニア単価引き上げを実現している。同社の売上高を因数分解すると、エンジニア数 × エンジニア単価となる。この両方の KPI を引き上げ続ける仕組みを確立できていることが同社の成長ドライバーとなっている。

日本ではコロナ禍により各企業の DX に対する意識が急速に高まっている。デジタルシフトを検討する中で、従来のレガシーシステムからオープンシステム上に既存のプログラムやデータ資産を移行する動きも増えてきている。同社でも既存顧客にこのようなマイグレーションを提案することが高い商談化率に結びついている。マイグレーション案件はテスト領域が 60% を占めていることから、今後の受注拡大が見込めるだろう。

同社はソフトウェアテスト専業から川上へのシフトを目指んでいる。事業戦略立案、要求定義・要件定義の段階から顧客に入り込むことで売れるサービス作りを支援する企業になろう

としている。そのためにエンジニアの能力開発のフレームワークを仕組み化し、ハイクオリティの人才を育成することで、DAAE 開発（Design-Agility-Assembly-Economic Quality）の提供を可能にした。21/8期 1Q までに 14 社が導入済。この取り組みはエンジニアのモチベーション向上にもつながっており、フルスタックエンジニアの採用も進んでいる。まだ大半の顧客からはソフトウェアテスト専門企業と見られているだろうが、今後川上領域での実績を積んでいくことで評価を変えていくことが可能だろう。川上へのシフトはエンジニア単価上昇に直結することから、今後の動向には着目していきたい。

同社は ESG に対する取り組みも積極的である。ESG への取り組みを通じて企業活動を可視化することで、企業価値向上に結び付けようとしている。ESG 開示の進捗状況は、E：対応項目数 125 に対し対応済項目 6、同じく S：162 に対し 68、G：209 に対し 114（21/8期 1Q）となっているが、対応項目 100%を目指して活動を継続している。

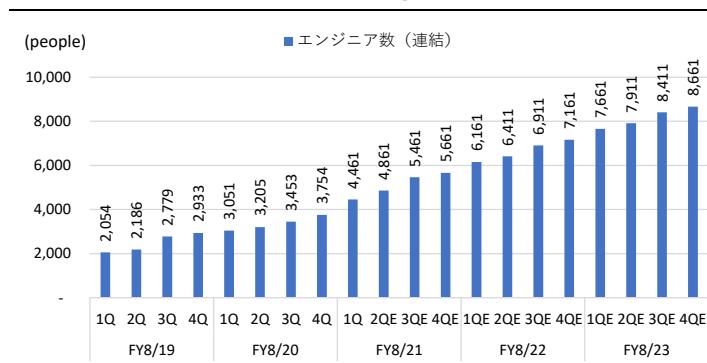
## リスクファクター

同社売上高は 2 つの因数（エンジニア数、エンジニア単価）から成り立っている。そのため、エンジニアの採用もしくは M&A が滞った場合には売上見通しを引き下げる必要性が出てくる。

主軸のソフトウェアテストサービスは業務委託契約で行っている。顧客の機密情報を扱うことから、外部漏洩のないよう従業員等とは秘密保持契約を締結するなど万全の対策をとっているが、仮に何らかのインシデントが発生した場合、信頼失墜による期待成長率低下が起きるリスクがある。

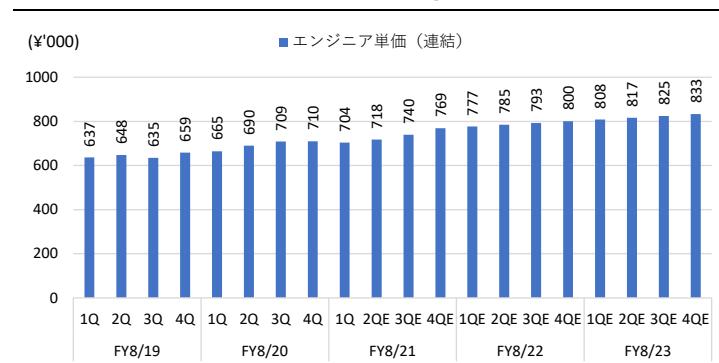
同社株価には高い成長性に帰属したバリュエーションが付与されていると当社では認識している。そのため、市場全体がダウントレンドに転じた場合、期待成長可能性期間の短期化によりバリュエーションがクラッシュする危険性がある。以上 3 点を下方リスクとして挙げる。

図表 35: エンジニア数の推移（連結ベース）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 36: エンジニア単価の推移（連結ベース）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 18,200 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 39%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.2%、永久成長率 4.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、今後も TAM の拡大が見込まれることを考慮し、サイズプレミアム 2.0% を付加した 6.2%とし、永久成長率は同様の理由から 4.0%とした。同株価水準は 25/8 期予想 PER37 倍に相当する。

**図表 37: DCF バリュエーション表**

フリーキャッシュフロー (FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	4,248	5,883	7,595	9,950	12,564	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(1,728)	(1,621)	(1,568)	(1,558)	(1,589)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	2,520	4,262	6,027	8,391	10,975	目標D/Eレシオ 37.0%
-) EBITに対する税金	(772)	(1,305)	(1,846)	(2,570)	(3,360)	実効税率 30.6%
税率	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	レバードβ 1.2
= NOPAT	1,748	2,957	4,182	5,822	7,614	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	(816)	(928)	(884)	(951)	(1,022)	サイズプレミアム 2.0%
+/- 減価償却	1,728	1,621	1,568	1,558	1,589	株主資本コスト 8.6%
-) 設備投資	(494)	(691)	(880)	(1,084)	(1,304)	
+/- Δその他非流動資産	(158)	(174)	(167)	(180)	(193)	
+/- Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	
+/- Δその他非流動負債	158	174	167	180	193	
= FCF	2,166	2,960	3,985	5,345	6,877	
						WACC
						株主資本コスト 8.6%
						資本/資産比率 73.0%
						負債コスト（税考慮後） -0.2%
						負債/資産比率 27.0%
						WACC 6.2%

### DCF

#### 永久成長率法

FCFの現在価値	18,076
永久成長率	4.0%
最終年度FCF	6,877
ターミナルバリュー	322,884
ターミナルバリューの現在価値	265,435
<b>EV</b>	<b>283,512</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	32.5
ターミナルバリュー/企業価値	93.6%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	6,524
+持分法で会計処理されている投資	
-金融負債	(4,588)
-非支配持分	(269)
計	1,667
株式価値	
永久成長率法	285,179
希薄化後株式総数	16
<b>永久成長率法（1株当たり）</b>	<b>18,198</b>

出所：クレディ・スイス予想

**図表 38:業績サマリー**

SHIFT(3697) 業績サマリー

2月15日 時点(円)	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA (x)	P/E (x)
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比		
<b>連結通期</b>												
20/8 実	28,712	47.0%	2,353	52.8%	2,535	64.2%	1,648	69.9%	104.5	59.4%	-	-
21/8 CS 予 (新)	45,074	57.0%	3,404	44.7%	3,700	46.0%	2,424	47.1%	146.1	39.8%	51.1	94.0
会社予	45,000	56.7%	3,400	44.5%	3,400	34.1%	2,100	27.4%	121.0	15.7%		115.4
IBES 予	44,888	56.3%	3,414	45.1%	3,498	38.0%	2,225	35.0%	128.1	22.5%	60.6	109.0
22/8 CS 予 (新)	63,078	39.9%	5,131	50.7%	5,429	46.7%	3,580	47.7%	215.9	47.7%	36.4	63.7
IBES 予	60,740	35.3%	4,733	38.6%	4,684	33.9%	3,073	38.1%	176.9	38.2%	43.7	78.9
23/8 CS 予 (新)	80,411	27.5%	6,923	34.9%	7,223	33.1%	4,770	33.2%	287.5	33.2%	27.7	47.8
IBES 予	76,999	-21.1%	6,252	-24.3%	5,688	-17.7%	4,146	-25.9%	240.4	-26.4%	33.8	58.5

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/8 期は、売上高 45,074 百万円（前期比 57%増）、営業利益 3,404 百万円（同 45%増）、続く 22/8 期は、売上高 63,078 百万円（同 40%増）、営業利益 5,131 百万円（同 51%増）を予想する。短期的には、通常ペースでのエンジニア数増加（約 1,500 名）に加え、既発表の M&A による増加および PMI の進捗によるエンジニア単価の上昇が売上利益をけん引するだろう。

23/8 期以降も、積極的な採用スタンス継続による毎期 1,500 名のエンジニア純増、エンジニア品質の上昇および川上領域の業務拡大による年率 4%のエンジニア単価上昇を想定。売上高は年率 24%の成長を維持すると考える。エンジニア単価の上昇は収益性の上昇につながるため、営業利益は年率 33%の成長を予想する。なお、同社は積極的な M&A を示唆していることから、本質的な成長率はもう一段高いところを目指せるだろう。

図表 39:連結損益計算書

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書(¥mn)</b>							
<b>売上高</b>							
%YoY	<b>19,532</b> 52.7%	<b>28,712</b> 47.0%	<b>45,074</b> 57.0%	<b>63,078</b> 39.9%	<b>80,411</b> 27.5%	<b>99,048</b> 23.2%	<b>119,065</b> 20.2%
エンタープライズ市場	17,379 %YoY 54.1%	25,995 49.6%	42,154 62.2%	60,078 42.5%	77,331 28.7%	95,887 24.0%	115,825 20.8%
エンターテイメント市場	2,153 %YoY 42.0%	2,717 26.2%	2,920 7.5%	3,000 2.7%	3,080 2.7%	3,160 2.6%	3,240 2.5%
Adjustment	-	-	-	-	-	-	-
<b>売上原価</b>							
% of Sales	<b>13,316</b> 68.2%	<b>19,762</b> 68.8%	<b>31,897</b> 70.8%	<b>44,155</b> 70.0%	<b>56,288</b> 70.0%	<b>69,333</b> 70.0%	<b>83,345</b> 70.0%
<b>売上総利益</b>							
%YoY	<b>6,216</b> 59.7%	<b>8,950</b> 44.0%	<b>13,178</b> 47.2%	<b>18,923</b> 43.6%	<b>24,123</b> 27.5%	<b>29,714</b> 23.2%	<b>35,719</b> 20.2%
% of Sales	31.8%	31.2%	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>販管費</b>							
%YoY	<b>4,675</b> 73.8%	<b>6,597</b> 41.1%	<b>9,773</b> 48.2%	<b>13,793</b> 41.1%	<b>17,200</b> 24.7%	<b>20,366</b> 18.4%	<b>23,695</b> 16.3%
% of Sales	23.9%	23.0%	21.7%	21.9%	21.4%	20.6%	19.9%
<b>EBITDA</b>							
%YoY	<b>1,724</b> 30.7%	<b>2,690</b> 56.1%	<b>4,248</b> 57.9%	<b>5,883</b> 38.5%	<b>7,595</b> 29.1%	<b>9,950</b> 31.0%	<b>12,564</b> 26.3%
% of Sales	8.8%	9.4%	9.4%	9.3%	9.4%	10.0%	10.6%
<b>営業利益</b>							
%YoY	<b>1,541</b> 28.3%	<b>2,353</b> 52.8%	<b>3,404</b> 44.7%	<b>5,131</b> 50.7%	<b>6,923</b> 34.9%	<b>9,348</b> 35.0%	<b>12,024</b> 28.6%
% of Sales	7.9%	8.2%	7.6%	8.1%	8.6%	9.4%	10.1%
エンタープライズ市場	4,235 %YoY 62.3%	4,449 % of Sales 24.4%	5,474 23.0%	7,865 43.7%	10,202 29.7%	12,747 24.9%	15,513 21.7%
エンターテイメント市場	466 %YoY 16.3%	430 % of Sales 21.6%	505 17.5%	525 13.1%	539 13.2%	553 13.3%	567 13.4%
Adjustment	(3,161)	(2,526)	(2,575)	(3,259)	(3,818)	(3,951)	(4,056)
<b>営業外収益</b>							
受取利息	58 1	199 1	390 1	390 1	390 1	390 1	390 1
受取配当金	-	92	92	92	92	92	92
持分法による投資利益	-	-	-	-	-	-	-
為替差益	-	-	-	-	-	-	-
その他	57	106	297	297	297	297	297
<b>営業外費用</b>							
支払利息	54 7	17 10	95 16	92 13	90 11	87 8	85 6
持分法による投資損失	7	-	-	-	-	-	-
為替差損	4	2	2	2	2	2	2
その他	35	5	77	77	77	77	77
<b>経常利益</b>							
%YoY	<b>1,545</b> 24.7%	<b>2,535</b> 64.1%	<b>3,700</b> 45.9%	<b>5,429</b> 46.7%	<b>7,223</b> 33.1%	<b>9,651</b> 33.6%	<b>12,330</b> 27.8%
% of Sales	7.9%	8.8%	8.2%	8.6%	9.0%	9.7%	10.4%
<b>特別利益</b>							
特別損失	13 -	-	-	-	-	-	-
<b>税金等調整前当期純利益</b>							
法人税等	<b>1,558</b> 496 Tax rate 31.8%	<b>2,535</b> 776 30.6%	<b>3,700</b> 1,133 30.6%	<b>5,429</b> 1,662 30.6%	<b>7,223</b> 2,212 30.6%	<b>9,651</b> 2,955 30.6%	<b>12,330</b> 3,775 30.6%
当期純利益	1,062	1,759	2,567	3,767	5,012	6,696	8,555
非支配株主に帰属する当期純利益	91	110	143	186	242	315	409
親会社株主に帰属する当期純利益	970	1,649	2,424	3,580	4,770	6,381	8,145

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 40: 主要指標**

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
	E	E	E	E	E	E	E
エンジニア単価（千円）：連結	647	711	735	789	821	854	854
エンジニア数（人）：連結	2,490	3,363	5,111	6,661	8,161	9,661	9,661
販管費内訳(¥mn)							
人件費	2,233	3,361	4,918	6,465	7,940	9,471	9,471
採用費	909	1,466	1,500	1,600	2,400	2,800	2,800
広告宣伝費	249	90	100	100	100	100	100
地代家賃	246	355	460	460	460	460	460
支払報酬	197	200	451	631	804	990	990
のれん償却費	125	264	759	668	588	517	517
減価償却費	58	73	84	84	84	84	84
その他	653	783	1,500	3,785	4,825	5,943	5,943
合計	4,675	6,596	9,771	13,793	17,200	20,366	20,366
設備投資額(¥mn)	<b>280</b>	<b>484</b>	<b>646</b>	<b>904</b>	<b>1,152</b>	<b>1,419</b>	<b>1,706</b>
有形固定資産の取得による支出	214	412	494	691	880	1,084	1,304
無形資産の取得による支出	66	72	152	213	272	335	403
減価償却費(¥mn)	<b>200</b>	<b>328</b>	<b>968</b>	<b>953</b>	<b>980</b>	<b>1,041</b>	<b>1,134</b>
のれん償却額(¥mn)	<b>126</b>	<b>265</b>	<b>759</b>	<b>668</b>	<b>588</b>	<b>517</b>	<b>455</b>
EPS(¥)	65.5	104.5	146.1	215.9	287.5	384.7	491.1
BPS(¥)	552	662	1,375	1,581	1,862	2,245	2,739
DPS(¥)	-	-	-	-	-	-	-
従業員数	<b>2,001</b>	<b>3,169</b>	<b>4,662</b>	<b>5,642</b>	<b>6,622</b>	<b>7,602</b>	<b>8,582</b>
外、平均臨時雇用者数	845	1,227	1,462	1,858	2,358	2,858	3,358

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 41: 貸借対照表

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
貸借対照表(¥mn)			E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>12,015</b>	<b>11,176</b>	<b>21,233</b>	<b>26,465</b>	<b>32,680</b>	<b>40,561</b>	<b>50,307</b>
現預金	8,691	6,524	14,228	16,666	20,188	25,175	31,811
売上債権（受取手形+売掛金）	2,909	3,838	6,025	8,431	10,748	13,238	15,914
棚卸資産	187	383	305	422	538	663	797
その他の流動資産	228	431	676	946	1,206	1,485	1,785
<b>固定資産</b>	<b>2,960</b>	<b>8,646</b>	<b>11,591</b>	<b>11,421</b>	<b>11,435</b>	<b>11,620</b>	<b>11,964</b>
有形固定資産	521	705	1,109	1,608	2,210	2,912	3,712
償却資産	288	655	1,060	1,559	2,161	2,863	3,662
リース資産	48	33	33	33	33	33	33
その他	185	17	17	17	17	17	17
<b>無形固定資産</b>	<b>1,650</b>	<b>3,964</b>	<b>6,505</b>	<b>5,837</b>	<b>5,249</b>	<b>4,731</b>	<b>4,276</b>
のれん	1,208	3,027	5,568	4,900	4,312	3,794	3,339
その他	442	937	937	937	937	937	937
<b>投資その他の資産</b>	<b>790</b>	<b>3,977</b>	<b>3,977</b>	<b>3,977</b>	<b>3,977</b>	<b>3,977</b>	<b>3,977</b>
投資有価証券	33	2,918	2,918	2,918	2,918	2,918	2,918
繰延税金資産	160	258	258	258	258	258	258
その他	597	801	801	801	801	801	801
<b>資産合計</b>	<b>14,975</b>	<b>19,821</b>	<b>32,824</b>	<b>37,886</b>	<b>44,114</b>	<b>52,182</b>	<b>62,271</b>
<b>流動負債</b>	<b>3,773</b>	<b>5,188</b>	<b>6,728</b>	<b>8,699</b>	<b>10,598</b>	<b>12,639</b>	<b>14,830</b>
仕入債務	475	427	670	937	1,195	1,471	1,769
短期有利子負債	670	1,013	670	670	670	670	670
未払費用	1,127	1,139	1,151	1,162	1,174	1,186	1,198
未払法人税等	390	483	899	1,258	1,604	1,975	2,375
その他の流動負債	1,112	2,127	3,339	4,672	5,956	7,336	8,819
<b>固定負債</b>	<b>2,265</b>	<b>3,851</b>	<b>3,288</b>	<b>2,962</b>	<b>2,629</b>	<b>2,308</b>	<b>2,001</b>
長期有利子負債	2,104	3,575	2,854	2,354	1,854	1,354	854
その他	161	277	435	608	775	955	1,148
<b>純資産の部</b>							
資本金	3,268	63	10	10	10	10	10
資本剰余金	3,223	6,502	16,364	16,364	16,364	16,364	16,364
利益剰余金	2,214	3,863	6,287	9,867	14,637	21,018	29,164
自己株式	(51)	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)
株主資本合計	8,655	10,387	22,620	26,200	30,970	37,351	45,497
その他の包括利益累計額	(9)	125	125	125	125	125	125
新株予約権	2	1	1	1	1	1	1
非支配株主持分	291	269	63	(100)	(207)	(242)	(182)
<b>純資産合計</b>	<b>8,938</b>	<b>10,781</b>	<b>22,808</b>	<b>26,225</b>	<b>30,888</b>	<b>37,235</b>	<b>45,440</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>14,975</b>	<b>19,821</b>	<b>32,824</b>	<b>37,886</b>	<b>44,114</b>	<b>52,182</b>	<b>62,271</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 42: キャッシュフロー計算書

	FY08/19	FY08/20	FY08/21	FY08/22	FY08/23	FY08/24	FY08/25
キャッシュフロー計算書(¥mn)			E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	1,558	2,535	3,700	5,429	7,223	9,651	12,330
減価償却費	200	328	968	953	980	1,041	1,134
のれん償却額	126	265	759	668	588	517	455
売上債権の増減額	(866)	(635)	(2,187)	(2,406)	(2,317)	(2,491)	(2,675)
棚卸資産の増減額	(19)	(96)	79	(117)	(116)	(125)	(134)
仕入債務の増減額	25	(126)	243	267	258	277	297
運転資本の増減額	(910)	(857)	(1,865)	(2,256)	(2,175)	(2,339)	(2,512)
その他の増減	861	950	3,095	7,090	7,067	7,215	7,370
小計	1,835	3,000	5,898	11,216	13,095	15,568	18,321
利息及び配当金の受取額	1	93	93	93	93	93	93
利息の支払額	(7)	(10)	(16)	(13)	(11)	(8)	(6)
法人所得税の支払額	(694)	(833)	(1,133)	(1,662)	(2,212)	(2,955)	(3,775)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>1,134</b>	<b>2,251</b>	<b>4,843</b>	<b>9,634</b>	<b>10,967</b>	<b>12,698</b>	<b>14,634</b>
有形固定資産の取得による支出	(214)	(412)	(494)	(691)	(880)	(1,084)	(1,304)
無形資産の取得による支出	(66)	(72)	(152)	(213)	(272)	(335)	(403)
その他	(873)	(5,443)	(5,443)	(5,443)	(5,443)	(5,443)	(5,443)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(5,926)</b>	<b>(6,089)</b>	<b>(6,347)</b>	<b>(6,595)</b>	<b>(6,862)</b>	<b>(7,149)</b>
借入・社債調達増減	1,002	1,619	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
エクイティ調達増減	5,320	241	9,799	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	(74)	(349)	(349)	(349)	(349)	(349)	(349)
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>6,248</b>	<b>1,511</b>	<b>8,950</b>	<b>(849)</b>	<b>(849)</b>	<b>(849)</b>	<b>(849)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(12)	(2)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	6,217	(2,167)	7,704	2,438	3,522	4,987	6,636
その他（連結の範囲の変更等）	-	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>8,691</b>	<b>6,524</b>	<b>14,228</b>	<b>16,666</b>	<b>20,188</b>	<b>25,175</b>	<b>31,811</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# チェンジ

## Outperform で新規カバレッジ開始：地方創生 × DX が新たな成長キーワードに

インターネットインフラサービス | インターネット

3962.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

5,200

Outperform<sup>[M]</sup>

- アクション：**チェンジ（3962、以下「同社」）を目標株価 5,200 円、投資評価 Outperform でカバレッジを開始する（潜在リターン 37.9%）。ふるさと納税のブーム化によって株価が乱高下したが、ファンダメンタルズがしっかりと成長していくことを再認識したい。自治体を中心にデジタルディスラプターに対する需要がコロナ禍において高まっていることが同社の成長可能性を引き上げると当社では考えている。
- インベストメントオーバービュー：**成長ドライバーである、ふるさと納税サービスの潜在市場は依然として大きい。加えて、地方創生×DX という切り口が今後の新たな成長ドライバーとして育つことに着目すべきであろう。NEW-IT トランسفォーメーション事業で培ってきたノウハウを地方創生でも活用することが、成長可能性の引き上げにつながっていくだろう。
- 業績予想：**当社では 21/9 期営業利益を 6,133 百万円（前期比+46%）と予想。会社計画（5,071 百万-5,571 百万円）は過達となる公算が大きいと考える。22/9 期以降は地方創生×DX のホリゾンタルな事業展開が新たな成長ドライバーとなることを想定している。
- バリュエーション/リスク：**目標株価円 5,200 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 26%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 4.0%）から算出。同株価水準は 25/9 期予想 PER41 倍に相当する。下方リスクとしては、1) 自治体の変革スピードが加速しないこと、2) 法改正などが挙げられよう。

株価 (21年2月15日,円)	3,770
目標株価乖離率 (%)	37.9
時価総額 (十億円)	253.07 (US\$ 2.41)
企業価値 (十億円)	243.20
発行済み株式数 (百万)	67.13
浮動株(%)	32.9
52週株価レンジ	6,185-590

[M] = Stock Considered Volatile (see Disclosure Appendix)

### リサーチアナリスト

#### 齋藤 剛

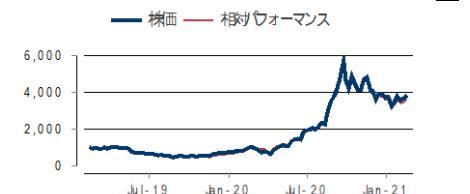
81 3 4550 9940  
go.saito@credit-suisse.com

### 財務サマリー

年度	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
売上高 (十億円)	10.5	16.7	18.6	23.9
営業利益 (十億円)	4.2	6.1	6.5	8.7
経常利益 (十億円)	4.2	6.1	6.5	8.7
当期利益 (十億円)	2.0	4.0	4.2	5.6
EPS (円)	65.1	59.0	63.0	84.1
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	53.5	69.2	86.2
EPS 成長率 (%)	294.5	(9.3)	6.8	33.5
PER (x)	64.4	63.9	59.8	44.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	58.0	37.1	34.3	25.4
PBR (x)	35.3	21.2	15.7	11.6
ROE (%)	29.7	39.8	30.1	29.8
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	11.5	-10.9	255.7
複(%)	6.3	-23.5	240.9

## チエンジ (3962)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥3,770 (upside: 38%) 目標株価: ¥5,200

投資評価: Outperform

損益計算書(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
売上高	10.5	16.7	18.6	23.9
EBITDA	4.8	6.6	7.0	9.2
営業利益	4.2	6.1	6.5	8.7
経常利益	4.2	6.1	6.5	8.7
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	4.2	6.1	6.5	8.7
当期利益	2.0	4.0	4.2	5.6
キャッシュフロー(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
営業キャッシュフロー	4.6	5.4	5.0	7.0
減価償却費	0.6	0.4	0.5	0.5
投資キャッシュフロー	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
設備投資	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
フリー・キャッシュフロー	4.4	4.9	4.5	6.4
財務キャッシュフロー	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
株式の発行による収入(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	3.8	4.9	4.5	6.4
貸借対照表(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
現金及び現金同等物	7.6	12.5	17.0	23.4
売掛金	2.9	4.6	5.2	6.6
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	0.8	0.9	0.9	1.0
流動資産合計	11.3	18.0	23.1	31.0
有形固定資産	0.2	0.2	0.2	0.3
投資	-	-	-	-
無形固定資産	5.3	5.3	5.4	5.5
その他の固定資産	0.3	0.3	0.3	0.3
資産合計	17.1	23.8	29.0	37.0
買掛金	2.5	3.9	4.4	5.7
短期借入金	0.4	0.4	0.4	0.4
その他の流動負債	2.3	3.5	3.9	5.0
流動負債合計	5.2	7.8	8.7	11.0
長期借入金	2.3	2.3	2.3	2.3
その他固定負債	0.2	0.4	0.4	0.6
負債合計	7.7	10.5	11.4	13.8
株主資本	8.0	11.9	16.2	21.8
少数株主持分	1.4	1.4	1.4	1.4

主要財務指標	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
成長率(%)				
売上高	75.9	58.3	11.7	28.2
営業利益	309.1	45.9	6.3	33.5
EPS	294.5	(9.3)	6.8	33.5
マージン(%)				
粗利率	75.4	76.1	75.8	75.5
EBITDA率	45.2	39.3	37.3	38.3
営業利益率	39.9	36.7	35.0	36.4
デュボン分析				
ROE (%)	29.7	39.8	30.1	29.8
当期利益率(%)	19.4	23.7	22.7	23.6
総資産回転率	0.6	0.7	0.6	0.6
財務レバレッジ	2.1	2.0	1.8	1.7
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	46.6	50.0	55.8	58.8
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	67.1	67.1	67.1	67.1
EPS	65.1	59.0	63.0	84.1
BPS	118.6	177.6	240.6	324.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
バリュエーション(x)	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
PER	64.4	63.9	59.8	44.8
PBR	35.3	21.2	15.7	11.6
EV/EBITDA	58.0	37.1	34.3	25.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF利回り(%)	1.5	1.9	1.8	2.5

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（チェンジ）

同社は、現代表取締役執行役員会長の神保吉寿氏、現代表取締役兼執行役員社長の福留大士氏他3名によって「Change People, Change Business, Change Japan」をミッションに2003年4月に設立された。祖業はITプロジェクト等のコンサルティングビジネス。

現在はNEW-ITトランスフォーメーション事業、投資事業、パブリテック事業の3セグメントに分類されている。NEW-ITトランスフォーメーション事業では、AI、音声インターネット、モビリティ、IoT、ビッグデータ、クラウド、セキュリティなどの各種アルゴリズム、基盤テクノロジーを活用したサービスおよびデジタル人材の育成研修（同社はこれらを総括してライブラリと呼んでいる）を通じて、企業のデジタルトランスフォーメーション推進をサポートしている。顧客企業は金融、官公庁、製造、運輸、建設、流通など多岐に亘る。ライブラリは日進月歩で技術がアップデートされており、その変化に対応しつつ顧客企業ごとに用途開発していく必要がある。顧客企業の業務にも深く入り込むことが必要となるため、リカーリングなビジネスモデルになっている。

投資事業においては、IPOアクセラレーションプログラムに沿って、レイターステージへの投資を行っている。17/3期のプログラム開始以来、GA technologies（3491）、ヘッドウォータース（4011）、AI CROSS（4476）、識学（7049）、4社が上場を果たした。

パブリテック事業は、2018年11月に子会社化したトラストバンクを通じて展開している。NEW-ITトランスフォーメーション事業における主に地方自治体向けのテクノロジーサービス提供が主事業となる。具体的には、ふるさと納税のプラットフォーム「ふるさとチョイス」の運営を手掛けている。

ふるさと納税とは自分が応援したい自治体に寄付ができる制度で、2008年から導入されている。寄付金のうち2,000円を超える部分については、一定限度額（年収によって異なる）まで原則として所得税と合わせて全額が控除される。加えて、寄付を受けた自治体が寄付の御礼として地域の特産品等を返礼することから利用者が年々増加している。総務省によると2019年度のふるさと納税受入額は4,875.4億円、受入件数は2,333.6万件となっている。受入金額は2015年からの4年間で2.9倍になった。日本にも寄付文化が徐々に広がってきたと言えるかも知れない。ふるさと納税先をまとめたサイトも増えているが、トラストバンクが運営する「ふるさとチョイス」は掲載自治体数業界トップの老舗で、約4割の市場シェアを有している。国税庁のデータから算出される最大寄付控除額2.5兆円（同社推計）をTAMと考えると、いまだ20%が顕在化したにすぎず、今後も市場規模の拡大が可能だろう。その中で高いシェアを維持し続けていくために、同社は仕組みの更なる簡素化、Eコマースと同等のサービス提供、同業他社に比して低位にあるティクレートを活用した返礼品の充実、などに取り組んでいる。当社では、寄付文化の浸透を背景に、取扱寄付総額が20/9期2,100億円から25/9期3,590億円まで拡大すると考えている。

地域創生という切り口では LoGo シリーズの成長にも注目したい。同シリーズは、自治体向けにチャットサービス、各種フォームのデジタル化、公金決済のデジタル化などを提供している。2020年10月末の LoGo チャット導入自治体は549、アカウント数は27.4万アカウントになっている。コロナ禍において多くの地方自治体でデジタル化が喫緊の課題になっている上、LoGo チャット導入による業務削減効果も目に見える形になっていることから、今後導入が一気に進むことが考えられる。将来的には自治体担当者をネットワーク化することで新たな事業に発展させていくことも可能かも知れない。

同社はこれまで、デジタルディスラプターとして DX 組織の立ち上げ支援、DX 人材の育成、DX 組織からのプロジェクト創出、などに取り組んできた。しかし、コロナ禍においては DX の必要性を啓蒙している時間的猶予はなく、喫緊の課題としてサービス全体のデジタル化、リモート対応に取り組んだ。顧客ポートフォリオについても、従来運輸業、小売業、商業、製造業が主要顧客だったが、コロナ禍でも比較的投資体力を保っている公共、金融、情報通信に傾注し、既に成果を具現化し始めている。マネジメントの素早い方向転換は評価に値する。今後は NEW-IT 事業で積み上げられるノウハウをパブリック事業や新規事業に活用していくことが、新たな成長ドライバーの育成につながっていくことになるだろう。

## リスクファクター

ふるさと納税制度は所得税法や地方税法で定める寄付金控除など法律に基づくものである。そのため、今後の税制改正等がポジティブに作用するケースもネガティブに作用するケースもあり得る点には注意を要する。

地方創生×DX を根幹にした成長が同社の評価ポイントである。言い換えれば、自治体の変化スピードが当社の想定通りに進まなかった場合、売上・利益にネガティブな影響を与える可能性がある。以上、2点を下方リスクとして挙げる。

**図表 43: ふるさと納税寄付総額**



出所：会社資料、クレディ・スイス推計・予想

## バリュエーション

目標株価 5,200 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 26%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 4.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビューア、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、自治体の変革速度が加速しないリスクをサイズプレミアムとして 3.0% 付加した 6.7% とし、コロナ禍において地方創生×DX が一気に進む可能性が高まったことに鑑み永久成長率は 4.0% とした。同株価水準は 25/9 期予想 PER41 倍に相当する。

**図表 44: DCF バリュエーション表**

フリーキャッシュフロー (FCF)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	株主資本コスト
EBITDA	6,562	6,960	9,156	11,006	13,652	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(440)	(452)	(468)	(497)	(533)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	6,122	6,508	8,688	10,509	13,119	目標D/Eレシオ 70.0%
-) EBITに対する税金	(2,143)	(2,278)	(3,041)	(3,678)	(4,592)	実効税率 35.0%
税率 35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	レバードβ 1.4	
= NOPAT	3,979	4,230	5,647	6,831	8,528	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	769	319	799	600	793	サイズプレミアム 3.0%
+ ) 減価償却	440	452	468	497	533	株主資本コスト 10.6%
-) 設備投資	(42)	(47)	(61)	(70)	(83)	WACC
+/- Δその他非流動資産	0	0	0	0	0	株主資本コスト 10.6%
+/- Δ繰延税金負債	27	9	23	16	22	資本/資産比率 58.8%
+/- Δその他非流動負債	84	27	71	50	66	負債コスト (税考慮後) 1.0%
= FCF	<b>5,257</b>	<b>4,989</b>	<b>6,948</b>	<b>7,923</b>	<b>9,858</b>	負債/資産比率 41.2%
						<b>WACC 6.7%</b>

DCF
<b>永久成長率法</b>
FCFの現在価値 31,684
永久成長率 4.0%
最終年度FCF 9,858
ターミナルバリュー 383,528
ターミナルバリューの現在価値 310,912
<b>EV 342,596</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル 28.1
ターミナルバリュー/企業価値 90.8%
<b>株式価値への変換</b>
+現金及び現金同等物 7,600
+持分法で会計処理されている投資 -
-金融負債 -2,642
-非支配持分 -1,447
<b>計 3,510</b>
<b>株式価値</b>
永久成長率法 346,106
希薄化後株式総数 67
<b>永久成長率法 (1株当たり) 5,156</b>

出所：クレディ・スイス予想

## 図表 45:業績サマリー

Change(3962) 業績サマリー												
2月15日 時点(円) ¥3,770	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA (x)	P/E (x)
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比		
<b>連結通期</b>												
20/9 実	10,542	65.8%	4,203	309.3%	4,161	278.5%	2,049	309.5%	65.1	294.5%	-	-
21/9 CS 予 (新)	16,692	58.3%	6,133	45.9%	6,093	46.4%	3,961	93.3%	59.0	-9.3%	37.1	63.9
会社予	16,031	52.1%	5,321	26.6%	5,258	26.4%	3,460	68.8%	51.6	-20.6%	73.2	
IBES 予	16,140	53.1%	5,500	30.9%	5,492	32.0%	3,478	69.7%	53.6	-17.7%	45.2	72.8
22/9 CS 予 (新)	18,645	11.7%	6,518	6.3%	6,509	6.8%	4,231	6.8%	63.0	6.8%	34.3	59.8
IBES 予	20,000	23.9%	7,100	29.1%	7,100	29.3%	4,500	29.4%	69.2	29.3%	40.2	56.2
23/9 CS 予 (新)	23,899	28.2%	8,699	33.5%	8,690	33.5%	5,648	33.5%	84.1	33.5%	25.4	44.8
IBES 予	22,000	10.0%	8,500	19.7%	8,500	19.7%	5,440	20.9%	86.2	24.5%	NA	46.5

注：ガイダンスは発表値の中央値を示す。出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/9 期は、売上高 16,692 百万円（前期比 58%増）、営業利益 6,133 百万円（同 46%増）を予想する。会社計画レンジ上限を超過することを想定する。コロナ禍で DXへの取り組みが積極的になると想われるから NEW-IT トランسفォーメーション事業が前期比 15%伸びることに加え、認知度上昇によりふるさと納税寄付総額が前期比 26%増の 2,640 億円に到達することを背景に、引き続きパブリテック事業が成長ドライバーとなるだろう。LoGo 事業の売上貢献は 382 百万円を見込む。導入自治体数は 2020 年 10 月末 549 から 702 に伸びるが、月額 400 円のサブスクリプションモデルであるため、売上貢献は 22/9 期以降になるだろう。収益面では、将来成長の確度を高めていくための人的投資、プロモーション投資を先行的に行うため、売上高営業利益率が 36.7%（前期比 3.2 ポイント低下）に低下すると想定する。

22/9 期以降は、年率 18%増収、21%営業増益を予想する。NEW-IT トランسفォーメーション事業が安定的に年率 25%で成長すること、パブリテック事業がふるさと納税寄付額が年率 8%で拡大すること、LoGo シリーズ売上高が導入自治体数の増加および有料化率上昇により売上貢献度が上昇すること、を想定する。人的投資、プロモーション投資は引き続き積極的に行うが、増収効果により売上高営業利益率は 25/9 期 40.5%まで上昇していくだろう。

なお、同社は 2021 年 2 月に 24/9 期までの中期計画を開示。24/9 期には売上高 500 億円、営業利益 160 億円に到達する計画になっており、当社予想との乖離が大きい。これは同社が M&A による寄与として売上高 200 億円、営業利益 50 億円を織り込んでいくこと、およびふるさと納税事業のティクレート上昇速度の見立ての差異が当社と異なることに起因する。ファンダメンタルズ面での想定に大きな相違はない。

図表 46: 連結損益計算書

IFRS		FY9/19	FY9/20	FY9/21	FY9/22	FY9/23	FY9/24	FY9/25
		E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書(¥mn)</b>								
<b>売上収益</b>	%YoY	<b>5,993</b>	<b>10,542</b>	<b>16,692</b>	<b>18,645</b>	<b>23,899</b>	<b>27,569</b>	<b>32,404</b>
NEW-ITトランسفォーメーション事業	%YoY	2,300	2,231	2,573	3,216	4,020	5,025	6,282
投資事業 (営業投資有価証券に関する収益)	%YoY	8	198	72	-	-	-	-
パブリテック事業	%YoY	3,691	8,117	14,052	15,437	19,887	22,551	26,130
Adjustment		(6)	(5)	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
<b>売上原価</b>	% of Sales	<b>(1,937)</b>	<b>(2,592)</b>	<b>(3,984)</b>	<b>(4,506)</b>	<b>(5,848)</b>	<b>(6,828)</b>	<b>(8,123)</b>
<b>売上総利益</b>	%YoY	<b>4,056</b>	<b>7,950</b>	<b>12,708</b>	<b>14,139</b>	<b>18,052</b>	<b>20,741</b>	<b>24,281</b>
	% of Sales	-	96.0%	59.8%	11.3%	27.7%	14.9%	17.1%
<b>販管費</b>	%YoY	<b>(3,047)</b>	<b>(3,758)</b>	<b>(6,586)</b>	<b>(7,631)</b>	<b>(9,363)</b>	<b>(10,231)</b>	<b>(11,162)</b>
人件費	% of Sales	-50.8%	-35.6%	-39.5%	-40.9%	-39.2%	-37.1%	-34.4%
広告関連費用		(699)	(952)	(1,504)	(2,025)	(2,577)	(3,065)	(3,482)
減価償却費		(1,179)	(1,194)	(3,000)	(3,016)	(3,479)	(3,612)	(3,821)
その他		(346)	(573)	(440)	(452)	(468)	(497)	(533)
その他の営業収益		(822)	(1,039)	(1,642)	(2,138)	(2,839)	(3,057)	(3,326)
その他の営業費用		20	25	25	25	25	25	25
EBITDA	%YoY	<b>1,355</b>	<b>4,765</b>	<b>6,562</b>	<b>6,960</b>	<b>9,156</b>	<b>11,006</b>	<b>13,652</b>
	% of Sales	-	251.7%	37.7%	6.1%	31.6%	20.2%	24.0%
<b>営業利益</b>	%YoY	<b>1,027</b>	<b>4,203</b>	<b>6,133</b>	<b>6,518</b>	<b>8,699</b>	<b>10,520</b>	<b>13,130</b>
	% of Sales	-	309.1%	45.9%	6.3%	33.5%	20.9%	24.8%
		17.1%	39.9%	36.7%	35.0%	36.4%	38.2%	40.5%
NEW-ITトランسفォーメーション事業	%YoY	720	609	714	936	1,229	1,613	2,117
	% of Sales	-	-15.4%	17.2%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%
投資事業 (営業投資有価証券に関する収益)	%YoY	31.3%	27.3%	27.7%	29.1%	30.6%	32.1%	33.7%
	% of Sales	(7)	178	67	-	-	-	-
パブリテック事業	%YoY	-94.6%	89.6%	-62.3%	-	-	-	-
	% of Sales	1,171	4,555	6,769	7,745	10,376	12,217	14,678
Adjustment	%YoY	-	289.1%	48.6%	14.4%	34.0%	17.7%	20.1%
	% of Sales	31.7%	56.1%	48.2%	50.2%	52.2%	54.2%	56.2%
持分法による投資損益		(856)	(1,138)	(1,417)	(2,163)	(2,906)	(3,310)	(3,666)
金融収益		1	0	0	0	0	0	0
金融費用		(70)	(42)	(39)	(9)	(9)	(9)	(9)
税引前利益		958	4,161	6,093	6,509	8,690	10,511	13,121
法人所得税費用		(298)	(1,389)	(2,133)	(2,278)	(3,041)	(3,679)	(4,592)
<b>当期利益</b>	Tax rate	-31.1%	-33.4%	-35.0%	-35.0%	-35.0%	-35.0%	-35.0%
当期利益の帰属		660	2,771	3,961	4,231	5,648	6,832	8,528
親会社の所有者		-	-	-	-	-	-	-
非支配持分		477	2,049	3,961	4,231	5,648	6,832	8,528
		183	722	-	-	-	-	-

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 47: 主要指標

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
	E	E	E	E	E	E	E
ふるさと寄付総額（十億円）	96	210	264	285	308	332	359
LoGoチャット導入自治体数	-	549	702	862	1,022	1,182	1,342
同アカウント数	-	274,192	354,619	435,443	516,268	597,093	677,918
<b>設備投資額</b>	<b>232</b>	<b>281</b>	<b>445</b>	<b>498</b>	<b>638</b>	<b>736</b>	<b>865</b>
有形固定資産の取得による支出	46	27	42	47	61	70	83
無形資産の取得による支出	186	254	403	450	577	666	782
<b>減価償却費及び償却費</b>	<b>346</b>	<b>573</b>	<b>440</b>	<b>452</b>	<b>468</b>	<b>497</b>	<b>533</b>
EPS	16.5	65.1	59.0	63.0	84.1	101.8	127.0
BPS	87.2	118.6	177.6	240.6	324.7	426.5	553.6
DPS	-	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>140</b>	<b>220</b>	<b>300</b>	<b>380</b>	<b>460</b>	<b>510</b>	<b>560</b>
外、平均臨時雇用者数	59	88	120	152	184	204	224

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 48: 貸借対照表

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
貸借対照表(¥mn)			E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>5,743</b>	<b>11,306</b>	<b>18,042</b>	<b>23,131</b>	<b>31,040</b>	<b>39,331</b>	<b>49,765</b>
現金及び現金同等物	3,784	7,600	12,519	17,029	23,380	30,582	39,581
営業債権及びその他の債権	1,610	2,922	4,626	5,167	6,623	7,640	8,980
棚卸資産	4	11	4	5	6	7	8
営業投資有価証券	141	542	542	542	542	542	542
その他の金融資産	30	30	30	30	30	30	30
その他の流動資産	174	203	321	358	460	530	623
<b>非流動資産</b>	<b>5,701</b>	<b>5,787</b>	<b>5,793</b>	<b>5,838</b>	<b>6,008</b>	<b>6,248</b>	<b>6,580</b>
有形固定資産	215	189	211	235	269	309	357
使用権資産	300	85	85	85	85	85	85
のれん	3,620	3,759	3,509	3,275	3,056	2,853	2,662
無形資産	1,275	1,500	1,735	1,990	2,344	2,747	3,221
持分法で会計処理されている投資	-	-	-	-	-	-	-
その他の金融資産	218	219	219	219	219	219	219
繰延税金資産	47	35	35	35	35	35	35
その他の非流動資産	26	-	-	-	-	-	-
<b>資産合計</b>	<b>11,444</b>	<b>17,094</b>	<b>23,835</b>	<b>28,969</b>	<b>37,049</b>	<b>45,579</b>	<b>56,346</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,797</b>	<b>5,155</b>	<b>7,795</b>	<b>8,654</b>	<b>10,965</b>	<b>12,578</b>	<b>14,705</b>
営業債務及びその他の債務	830	2,494	3,949	4,411	5,654	6,523	7,667
社債及び借入金	365	356	356	356	356	356	356
リース負債	199	66	1	1	1	-	-
その他の金融負債	17	24	24	24	24	24	24
未払法人所得税	154	1,424	2,255	2,519	3,229	3,725	4,379
引当金	31	71	71	71	71	71	71
その他の流動負債	201	718	1,137	1,270	1,628	1,878	2,208
<b>非流動負債</b>	<b>3,072</b>	<b>2,533</b>	<b>2,673</b>	<b>2,718</b>	<b>2,838</b>	<b>2,923</b>	<b>3,034</b>
社債及び借入金	2,549	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286
リース負債	86	3	2	1	-	-	-
引当金	97	53	84	94	121	139	164
繰延税金負債	228	47	74	83	106	123	144
その他の非流動負債	112	143	227	253	325	374	440
<b>資本</b>							
資本金	2,374	2,397	2,401	2,401	2,401	2,401	2,401
資本剰余金	1,860	1,892	3,330	3,330	3,330	3,330	3,330
利益剰余金	1,621	3,670	7,631	11,862	17,510	24,342	32,870
自己株式	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
その他の資本の構成要素	-	-	-	-	-	-	-
<b>親会社の所有者に帰属する持分合計</b>	<b>5,855</b>	<b>7,959</b>	<b>11,920</b>	<b>16,151</b>	<b>21,799</b>	<b>28,631</b>	<b>37,160</b>
非支配持分	721	1,447	1,447	1,447	1,447	1,447	1,447
<b>純資産合計</b>	<b>6,576</b>	<b>9,406</b>	<b>13,367</b>	<b>17,598</b>	<b>23,246</b>	<b>30,078</b>	<b>38,607</b>
<b>負債及び資本合計</b>	<b>11,444</b>	<b>17,094</b>	<b>23,835</b>	<b>28,969</b>	<b>37,049</b>	<b>45,579</b>	<b>56,346</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 49: キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書(¥mn)	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
	E	E	E	E	E	E	E
税引前利益	958	4,161	6,093	6,509	8,690	10,511	13,121
減価償却費及び償却費	346	573	440	452	468	497	533
営業債権及びその他の債権の増減	418	(1,410)	(1,704)	(541)	(1,456)	(1,017)	(1,340)
棚卸資産の増減	39	(3)	7	(1)	(1)	(1)	(1)
営業投資有価証券の増減額	359	(401)	-	-	-	-	-
営業債務及びその他の債務の増減	(566)	1,663	(1,455)	(462)	(1,243)	(868)	(1,144)
運転資本の増減額	1,383	(3,477)	(243)	(80)	(214)	(150)	(197)
その他の増減	(1,939)	3,649	1,207	396	1,079	750	991
小計	748	4,905	7,498	7,277	10,022	11,608	14,447
利息及び配当金の受取額	1	0	0	0	0	0	0
利息の支払額	(14)	(11)	(10)	(2)	(2)	(2)	(2)
法人所得税の支払額	(595)	(260)	(2,133)	(2,278)	(3,041)	(3,679)	(4,592)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>139</b>	<b>4,634</b>	<b>5,355</b>	<b>4,997</b>	<b>6,978</b>	<b>7,927</b>	<b>9,852</b>
有形固定資産の取得による支出	(46)	(27)	(42)	(47)	(61)	(70)	(83)
無形資産の取得による支出	(186)	(254)	(403)	(450)	(577)	(666)	(782)
その他	(2,816)	12	12	12	12	12	12
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(3,049)</b>	<b>(270)</b>	<b>(434)</b>	<b>(486)</b>	<b>(626)</b>	<b>(724)</b>	<b>(853)</b>
借入・社債調達増減	2,190	(594)	(1)	(1)	(1)	-	-
エクイティ調達増減	4,257	45	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	(808)	-	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>5,639</b>	<b>(549)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(0)	(0)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	2,729	3,815	4,920	4,510	6,351	7,203	8,999
その他（連結の範囲の変更等）	-	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>3,784</b>	<b>7,600</b>	<b>12,519</b>	<b>17,029</b>	<b>23,380</b>	<b>30,582</b>	<b>39,581</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# ユーザベース

## Neutral で新規カバレッジ開始：ガバナンス刷新が与える影響を見極めたい

インターネットインフラサービス | インターネット

3966.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

3,800

Neutral<sup>[V]</sup>

- **アクション：**ユーザベース（3966、以下「同社」）を目標株価 3,800 円、投資評価 Neutral でカバレッジを開始する（潜在リターン 19.3%）。短期的な懸念事項だった Quartz 事業が事業売却という形で幕を閉じたことはリスク軽減という意味でポジティブなアクションだった。今後は SPEEDA および NewsPicks が Must have であるか否かの見極めが株価に大きな影響を与えるだろう。そのため、すべてのアクションの根源となる新たなガバナンスの手腕が如何なるものかに着目すべきだろう。
- **インベストメントオーバービュー：**コロナ禍によって不要不急のコンテンツ、メディアはチャーンレートの上昇に怯える日々が続く。選択と集中により事業ドメインをシンプルにした同社が最初にやるべきは、SPEEDA および NewsPicks を Must have の存在へと引き上げることだろう。MRR 推移を通じてモメンタムの転換点を見極めたい。
- **業績予想：**事業の選択と集中により、21/12 期の EBITDA は 1,806 百万円（同 97% 増）まで増加すると予想する。ただし、SPEEDA のチャーンレートは 21/12 期 1Q に 1.5% まで上昇した後緩やかに低下していく点には留意を要する。月次ベースでは 20/12 期 2Q をピークに改善基調に転じているものの、開示数値は直近 12 ヶ月平均となっているため、応答月までは平均値が上昇する公算が大きい。同社は 21/12 期を売上高成長率の減少止め、翌期以降の年率 30% 成長実現に向けた投資（人的投資およびシステム投資など）を実行する期にすることを表明している。具体的には 28/12 期売上高 1,000 億円という数値を示した。当社では、この目標を達成するためには、主力 2 事業の再成長が求められるだけでなく、新規事業（FORCAS、INITIAL など）が新たな成長ドライバーになることや場合によっては M&A による規模拡大も必要となってくると考える。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 3,800 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の営業利益が年率 14-20% で成長する前提に基づき DCF モデル（前提は RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率 3%）から算出。同株価水準は 25/12 期予想 PER34 倍に相当する。下方リスクとしては 1) SPEEDA および NewsPicks のクオリティ低下によるチャーンレート上昇、2) 競合環境の悪化、上方リスクとしては 1) 想定を上回るクロスセルの実現、2) メディアパワーの急上昇、などが挙げられよう。

### 財務サマリー

年度	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
売上高 (十億円)	13.8	15.8	19.0	23.0
営業利益 (十億円)	0.1	1.3	2.2	3.5
経常利益 (十億円)	(0.3)	1.2	2.1	3.4
当期利益 (十億円)	(6.5)	0.7	1.2	2.0
EPS (円)	(177.2)	19.8	33.8	54.8
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	31.6	47.1	65.5
EPS 成長率 (%)	n.m.	n.m.	70.9	61.9
PER (x)	(20.2)	160.9	94.1	58.2
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	139.1	61.7	41.2	27.0
PBR (x)	22.6	17.8	15.0	11.9
ROE (%)	(108.7)	11.7	17.3	22.8
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	-7.9	-16.2	59.9
複(%)	-13.2	-28.8	45.1

## ユーモアベース (3966)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥3,185 (upside: 19%)

目標株価: ¥3,800

投資評価: Neutral

損益計算書(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予	主要財務指標	20年12月期	21年12月期	22年12月期	23年12月期
売上高	13.8	15.8	19.0	23.0	成長率(%)				
EBITDA	0.9	1.8	2.7	4.0	売上高	10.3	14.2	20.7	20.6
営業利益	0.1	1.3	2.2	3.5	営業利益	n.m.	1175.3	65.1	59.1
経常利益	(0.3)	1.2	2.1	3.4	EPS	n.m.	n.m.	70.9	61.9
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0	マージン(%)				
税前利益	(0.3)	1.2	2.1	3.4	粗利率	55.0	59.9	60.4	60.9
当期利益	(6.5)	0.7	1.2	2.0	EBITDA率	6.6	11.4	14.0	17.4
<b>貸借対照表(十億円)</b>	<b>20年12月期</b>	<b>21年12月期予</b>	<b>22年12月期予</b>	<b>23年12月期予</b>	営業利益率	0.8	8.4	11.5	15.2
現金及び現金同等物	7.6	8.2	9.2	10.9	<b>デュポン分析</b>				
預り金	1.0	1.1	1.4	1.6	ROE (%)	(108.7)	11.7	17.3	22.8
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0	当期利益率(%)	(46.9)	4.6	6.5	8.7
その他の流動資産	0.7	0.8	0.9	1.1	総資産回転率	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>流動資産合計</b>	<b>9.2</b>	<b>10.1</b>	<b>11.5</b>	<b>13.7</b>	財務レバレッジ	2.7	2.6	2.5	2.3
有形固定資産	0.6	0.4	0.4	0.4	<b>クレジットレシオ(%)</b>				
投資	4.8	5.7	6.5	7.3	自己資本比率	36.6	38.2	40.6	44.3
無形固定資産	1.2	0.9	0.7	0.6	ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
その他の固定資産	4.8	5.7	6.5	7.3	<b>一株あたり情報(円)</b>				
<b>資産合計</b>	<b>15.8</b>	<b>17.1</b>	<b>19.1</b>	<b>22.0</b>	発行済み株式数(百万)	36.5	36.5	36.5	36.5
買掛金	0.4	0.4	0.5	0.6	EPS	(177.2)	19.8	33.8	54.8
短期借入金	0.9	0.5	0.5	0.5	BPS	158.7	178.5	212.3	267.1
その他の流動負債	4.0	5.4	6.6	7.8	DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流動負債合計</b>	<b>5.2</b>	<b>6.4</b>	<b>7.6</b>	<b>8.9</b>	配当性向(%)	-0.0	0.0	0.0	0.0
長期借入金	3.4	2.8	2.3	1.8	<b>バリュエーション(x)</b>				
その他固定負債	0.1	0.1	0.2	0.2	PER	(20.2)	160.9	94.1	58.2
<b>負債合計</b>	<b>8.8</b>	<b>9.3</b>	<b>10.0</b>	<b>10.9</b>	PBR	22.6	17.8	15.0	11.9
株主資本	5.8	6.5	7.8	9.8	EV/EBITDA	139.1	61.7	41.2	27.0
少数株主持分	1.3	1.3	1.4	1.4	配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
					FCF利回り(%)	0.2	2.4	2.4	3.0

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（ユーザベース）

金融機関、事業会社向けに世界中の企業データ、業界レポート、市場データ、M&A、専門家の知見など、戦略策定や市場分析に必要な情報を提供する情報プラットフォーム「SPEEDA」、アカウント・ベースドマーケティングの実践を支援する「FORCAS」（ともにBtoB 向けサービス）および国内外の約 100 メディアのニュースやオリジナルの記事・動画を国内で配信する「NewsPicks」（BtoC 向けサービス）を主に手掛けている。そのほか、新規事業としてエキスパート・ネットワークを展開する「MIMIR」、スタートアップ情報プラットフォーム「INITIAL」、北米市場に特化した成長産業分析プラットフォーム「EDGE」なども提供している。

かねてより株式市場から減損リスクを懸念されていた北米での Quartz 事業から正式に撤退した。20/12 期は撤退に伴う損失計上により 6,472 百万円の最終損失が計上された。

同社は、今後も米国の広告市況の見通しが不透明であること、買収当初に掲げた 3 年間で黒字化させるという目標の達成が困難な状況になったことを撤退の理由とした。かねてより同社が開示していた投資に関する規律に従ったことはガバナンスの観点からポジティブに受け止めたい。今後は経営資源をより高い成長が見込める SPEEDA 事業と NewsPicks 事業に集中させることだが、既存事業に次ぐ新たな柱の確立が同時に求められよう。当社では同社が足下積極的に取り組んでいる 2 事業、スタートアップデータベースを提供する「INITIAL」および BtoB マーケティングプラットフォームの「FORCAS」の収益化実現可能性に着目している。

SPEEDA 事業、NewsPicks 事業ともにユーザーにとって Must have の存在になっていけるかが今後も持続的成長していくかの鍵を握る。20/12 期 3Q には SPEEDA の ID 純増ペースが緩やかになった。コロナ禍において解約率が高まったことが要因。特に近年同社が獲得に注力していた事業会社での解約が目立ったようである。新料金体系の浸透による增收効果もあるが、きめ細かいカスタマーサポートなどを通じ、安定した新規獲得と解約率低下による MRR 拡大が株価に大きな影響を与えると当社では考えている。

20/12 期 3Q には純減した NewsPicks 事業の有料課金ユーザー数（2020 年 12 月末）は 179.4 千人と再び増加基調に転じた。しかし、コロナ禍における経済状況に鑑みると安堵している余裕はないだろう。今後も LTV/CPA をバランスさせた上で継続的に成長していくことが重要になると当社では考える。

一方、広告事業は好調である。NewsPick のメディア価値が高まってきたこと、内製化した高い編集力が背景にある。ただし、無料会員も含めたトラフィックをもっと増やしていくか、広告事業は早々に頭打ちになってしまうだろう。ユーザーにとっての Must have になるべく、メディア価値のさらなる向上が求められる。Quartz 事業からの撤退に伴い、同事業を管掌していた梅田優祐氏が代表取締役 CEO を辞任し、非常勤取締役となった。事業失敗の責任の所在を明確にしたことはガバナンス上評価できよう。ただし、創業メンバーである新野良介氏、梅田氏、稻垣裕介氏のうち 2 名が執行から離れたことによる組織力の低下に

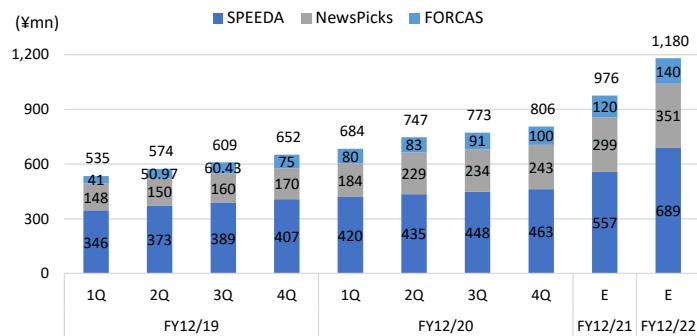
は一抹の不安が残る。代表取締役 Co-CEO に就任した稻垣氏、佐久間衡氏だけでなく、幹部社員が一丸となって奮起できるかが同社の中期成長力を左右することになる。

## リスクファクター

プロフェッショナルファームにはある程度浸透してきた SPEEDA は、事業会社をターゲットに加えることで緩やかな速度での成長を具現化してきた。プロフェッショナルファーム向けでは大手グローバル企業との実質的な競合があつたものの、事業会社向けでは大きな競合は今のところ見当たらない。そのため、Must have としての信認を得られれば、当社が想定する ID 増加ペースを大きく上回ってくることが考えられる（上方リスク）。逆に Must have としての信認を得られなければ、解約率が悪化する可能性もある（下方リスク）。四半期ごとに開示される ID 数の増減は株価に大きく影響を与えるだろう。

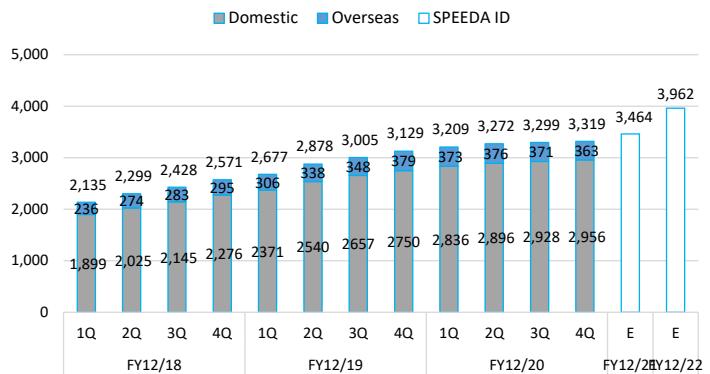
NewsPicks 事業については、競合の動向が有料課金ユーザー数に与える影響を注視したい。スマートフォンでニュースを読むことが当たり前になってきたが、既存メディアも含め競合が多い。その中でしっかりと有料課金ユーザーを獲得できるニュースメディアとなっていくためにはコンテンツのクオリティが非常に重要となる。加えて、多くのニュースが流れる中で個々のユーザーにパーソナライズした情報提供も求められる。広告事業を考えるうえでは無料会員も含めたトランザクションの拡大が求められる。当社では同事業の有料会員数が 20/12 期 3Q をボトムに緩やかに増加していくことを想定しているが、想定通りに行かなかった場合、株価に影響を与えることになる（下方リスク）。

图表 50: 各事業の MRR 推移（四半期）



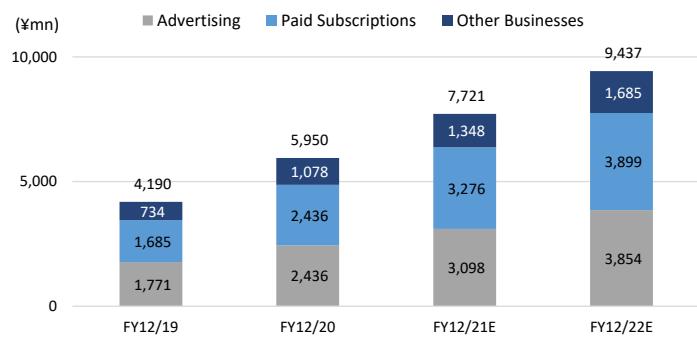
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 51: : SPEEDA ID 推移



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 52: NP 売上内訳



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 3,800 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の営業利益が年率 14-20% で成長する前提に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率 3%）から算出。RFR および ERP はハウスビューア、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC についてはサイズプレミアムとして 3%を付加した 6.4%、永久成長率については Quartz 事業からの撤退による成長可能性の上昇に鑑み 3%とした。同株価水準は 25/12 期予想 PER34 倍に相当する。

図表 53: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー (FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	1,806	2,670	3,987	5,591	7,362	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(480)	(481)	(506)	(534)	(405)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	1,326	2,189	3,482	5,058	6,957	目標D/Eレシオ 55.3%
-) EBITに対する税金	(392)	(876)	(1,393)	(2,023)	(2,783)	実効税率 29.6%
税率	29.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	レバードβ 1.3
= NOPAT	934	1,313	2,089	3,035	4,174	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	388	545	547	590	636	サイズプレミアム 3.0%
+/- 減価償却	480	481	506	534	405	株主資本コスト 10.3%
-) 設備投資	(126)	(152)	(184)	(218)	(256)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(18)	(30)	(37)	(40)	(45)	株主資本コスト 10.3%
+/- Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	資本/資産比率 64.4%
+/- Δその他非流動負債	18	30	37	40	45	負債コスト (税考慮後) -0.7%
= FCF	1,675	2,188	2,958	3,940	4,959	負債/資産比率 35.6%
						WACC 6.4%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	13,289
永久成長率	3.00%
最終年度FCF	4,959
ターミナルバリュー	151,576
ターミナルバリューの現在価値	124,018
EV	137,307
インプライドEV/EBITDAマルチプル	27
ターミナルバリュー/企業価値	90.3%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	7,584
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-4,307
-非支配持分	-1,330
計	1,947
株式価値	
永久成長率法	139,254
希薄化後株式総数	37
永久成長率法 (1株当たり)	3,812

出所：クレディ・スイス予想

図表 54:業績サマリー

## Uzabase(3966) 業績サマリー

2月15日 時点(円)	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA	P/E
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比	(x)	(x)
<b>連結通期</b>												
20/12 実	13,809	10.3%	104	NM	-281	NM	-6,472	NM	-177.2	NM	-	-
21/12 CS 予 (新)	15,774	14.2%	1,326	1,175.3%	1,228	NM	723	NM	19.8	NM	61.7	160.9
会社予	15,600	13.0%	1,380	1,226.9%	1,240	NM	690	NM	19.9	NM	62.7	186.9
IBES 予	15,230	10.3%	1,580	1,419.2%	1,423	NM	1,151	NM	31.6	NM	51.2	112.0
22/12 CS 予 (新)	19,035	20.7%	2,189	65.1%	2,099	70.9%	1,236	70.9%	33.8	70.9%	41.2	94.1
IBES 予	18,405	20.8%	2,203	39.4%	2,079	46.1%	1,714	48.9%	47.1	48.8%	41.0	75.2
23/12 CS 予 (新)	22,953	20.6%	3,482	59.1%	3,397	61.9%	2,001	61.9%	54.8	61.9%	27.0	58.2
IBES 予	22,214	20.7%	3,214	45.9%	3,072	47.8%	2,302	34.3%	65.5	39.2%	28.3	56.0

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

20/12期の売上高は前期比 10%増の 13,809 百万円、EBITDA は前期-412 百万円から 917 百万円の黒字に転じた。2020 年 11 月に連結対象外となった Quartz 事業を除いたベースでは、売上高+34%、EBITDA+45%。SPEEDA 事業は解約率の上昇により MRR の伸び率が緩やかだったものの、NewsPicks 事業では Q3 では純減に転じた有料会員数が Q4 では再び純増ペースに戻ったことに加え、広告事業が堅調に推移した。NewsPicks のメディア価値が向上した証左と言えよう。

なお、Quartz 事業からの撤退に伴い、事業構造改善費用 279 百万円、のれん等の減損損失 7,810 百万円、関係会社株式売却損 1,042 百万円が特別損失に計上されている。

21/12期は、売上高 15,774 百万円（前期比 14%増）、EBITDA1,806 百万円（同 97%増）、営業利益 1,326 百万円（同 13 倍）を予想する。Quartz 事業を除いた実質ベースでは同 23%増収を見込む。事業の選択と集中により、主力事業（SPEEDA 事業および NewsPicks 事業）の MRR がきちんと増加していく前提。SPEEDA のチャーンレートは 20/12 期 2Q をピークに改善基調に転じているが、直近 12 カ月平均での開示のため、21/12 期 1Q に 1.5%まで上昇した後緩やかに低下していくことを想定する。

22/12 期以降、SPEEDA 事業および NewsPicks 事業は安定成長期に入っていくだろう。当社では両事業とも年率 20%程度での成長を見込んでいる。その他事業に含まれる FORCAS 事業は年率 15%成長、INITIAL 事業は年率 20%での増収率（年率、21/12 期を基点）を予想する。

同社は 21/12 期で売上高成長率の減少を止め、翌期以降の年率 30%成長実現に向けた投資（人的投資およびシステム投資など）を実行する期にすることを表明している。具体的には 28/12 期売上高 1,000 億円という数値を示した。当社では、この目標を達成するためには、主力 2 事業の再成長が求められるだけでなく、新規事業（FORCAS、INITIAL など）が新たな成長ドライバーになることや場合によっては M&A による規模拡大も必要となってくると考える。

図表 55:連結損益計算書

		FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
(¥mn)				E	E	E	E	E
<b>損益計算書</b>								
<b>売上高</b>		<b>12,521</b>	<b>13,809</b>	<b>15,774</b>	<b>19,035</b>	<b>22,953</b>	<b>27,269</b>	<b>32,036</b>
	%YoY	34.1%	10.3%	14.2%	20.7%	20.6%	18.8%	17.5%
SPEEDA事業	%YoY	4,543	5,509	6,324	7,535	9,233	11,127	13,237
NewsPicks事業	%YoY	4,190	5,950	7,721	9,437	11,305	13,351	15,606
Quartz事業	%YoY	2,943	972	-	-	-	-	-
その他事業	%YoY	871	1,421	1,789	2,123	2,476	2,851	3,253
Adjustment	%YoY	(26)	(43)	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)
<b>売上原価</b>	% of Sales	<b>5,321</b>	<b>6,216</b>	<b>6,325</b>	<b>7,534</b>	<b>8,972</b>	<b>10,524</b>	<b>12,204</b>
		42.5%	45.0%	40.1%	39.6%	39.1%	38.6%	38.1%
<b>売上総利益</b>	%YoY	<b>7,200</b>	<b>7,592</b>	<b>9,450</b>	<b>11,500</b>	<b>13,981</b>	<b>16,745</b>	<b>19,831</b>
	% of Sales	24.7%	5.4%	24.5%	21.7%	21.6%	19.8%	18.4%
	-	-	55.0%	59.9%	60.4%	60.9%	61.4%	61.9%
<b>販管費</b>		<b>8,437</b>	<b>7,488</b>	<b>8,123</b>	<b>9,311</b>	<b>10,499</b>	<b>11,687</b>	<b>12,875</b>
	%YoY	70.7%	-11.2%	8.5%	14.6%	12.8%	11.3%	10.2%
	% of Sales	67.4%	54.2%	51.5%	48.9%	45.7%	42.9%	40.2%
Direct EBITDA	%YoY	(412)	917	1,806	2,670	3,987	5,591	7,362
	% of Sales	-3.3%	6.6%	11.4%	14.0%	17.4%	20.5%	23.0%
<b>営業利益</b>		<b>(1,236)</b>	<b>104</b>	<b>1,326</b>	<b>2,189</b>	<b>3,482</b>	<b>5,058</b>	<b>6,957</b>
	%YoY	-	-	1175.3%	65.1%	59.1%	45.3%	37.5%
	% of Sales	-9.9%	0.8%	8.4%	11.5%	15.2%	18.5%	21.7%
SPEEDA事業	%YoY	1,295	2,282	2,340	2,863	3,601	4,451	5,427
	% of Sales	67.1%	76.2%	2.5%	22.4%	25.8%	23.6%	21.9%
NewsPicks事業	%YoY	342	711	1,004	1,246	1,515	1,816	2,154
	% of Sales	20.0%	107.9%	41.2%	24.1%	21.6%	19.9%	18.6%
Quartz事業	%YoY	(2,721)	(1,961)	-	-	-	-	-
	% of Sales	8.2%	11.9%	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.8%
その他事業	%YoY	(146)	46	89	149	223	314	423
	% of Sales	-92.5%	-201.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他	%YoY	0	(52)	0	0	0	0	0
Adjustment	% of Sales	-16.8%	3.2%	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%	13.0%
	(6)	(921)	(2,107)	(2,068)	(1,857)	(1,522)	(1,047)	
<b>営業外収益</b>		21	34	34	34	34	34	34
<b>営業外費用</b>		214	420	133	124	119	114	109
<b>経常利益</b>		<b>(1,429)</b>	<b>(281)</b>	<b>1,228</b>	<b>2,099</b>	<b>3,397</b>	<b>4,978</b>	<b>6,882</b>
	%YoY	-	-	-	70.9%	61.9%	46.5%	38.2%
	% of Sales	-11.4%	-2.0%	7.8%	11.0%	14.8%	18.3%	21.5%
特別利益		311	104	-	-	-	-	-
特別損失		12	9,189	-	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益		(1,130)	(9,366)	1,228	2,099	3,397	4,978	6,882
法人税等	Tax rate	619	(2,771)	491	840	1,359	1,991	2,753
	Tax rate	-54.8%	29.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
当期純利益		(1,750)	(6,594)	737	1,259	2,038	2,987	4,129
非支配株主に帰属する当期純利益		(130)	(122)	14	23	38	55	76
親会社株主に帰属する当期純利益		(1,620)	(6,472)	723	1,236	2,001	2,931	4,053

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 56: 主要指標**

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	E	E	E	E	FY12/25
MRR:SPEEDA	407	463	557	689	837	1,002	1,186	
Net increase	77	56	94	132	148	165	184	
MRR:NewsPicks	176	243	299	351	403	455	507	
Net increase	39	67	56	52	52	52	52	
MRR:FORCAS	75	100	120	140	160	180	200	
Net increase	45	25	20	20	20	20	20	
SPEEDA ID	3,129	3,319	3,464	3,962	4,446	4,916	5,374	
Net increase	558	190	145	498	484	471	458	
<b>国内</b>	2,750	-	-	-	-	-	-	
Net increase	474	-	-	-	-	-	-	
<b>海外</b>	379	-	-	-	-	-	-	
Net increase	84	-	-	-	-	-	-	
NewsPicks売上	4,190	5,950	7,721	9,437	11,305	13,351	15,606	
広告売上	1,771	2,436	3,098	3,854	4,677	5,573	6,548	
有料課金売上	1,685	2,436	3,276	3,899	4,522	5,145	5,768	
その他	734	1,078	1,348	1,685	2,106	2,632	3,290	
NewsPicks有料会員数	147,156	179,400	217,118	254,836	292,554	330,272	367,990	
Net increase	51,888	32,244	37,718	37,718	37,718	37,718	37,718	
その他事業売上	871	1,421	1,789	2,123	2,476	2,851	3,253	
FORCAS	610	1,030	1,320	1,560	1,800	2,040	2,280	
INITIAL	261	391	469	563	676	811	973	
<b>設備投資額</b>	<b>230</b>	<b>414</b>	<b>284</b>	<b>342</b>	<b>413</b>	<b>490</b>	<b>576</b>	
有形固定資産の取得による支出	105	276	126	152	184	218	256	
無形資産の取得による支出	125	138	157	190	229	272	320	
<b>減価償却費</b>	<b>192</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>281</b>	<b>306</b>	<b>349</b>	<b>405</b>	
<b>のれん償却額</b>	<b>632</b>	<b>533</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>185</b>	<b>-</b>	
EPS	(51.4)	(177.2)	19.8	33.8	54.8	80.2	110.9	
BPS	178.2	194.8	215.0	249.5	305.3	387.0	500.0	
DPS	-	-	-	-	-	-	-	
<b>従業員数</b>	<b>704</b>	<b>610</b>	<b>720</b>	<b>820</b>	<b>920</b>	<b>1,020</b>	<b>1,120</b>	
外、平均臨時雇用者数	51	61	71	81	91	101	111	

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 57: 貸借対照表

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
			E	E	E	E	E
<b>貸借対照表(¥mn)</b>							
<b>流動資産</b>	<b>10,224</b>	<b>9,226</b>	<b>10,117</b>	<b>11,460</b>	<b>13,678</b>	<b>16,941</b>	<b>21,449</b>
現預金	7,954	7,584	8,241	9,196	10,948	13,699	17,640
売上債権（受取手形+売掛金）	1,916	984	1,124	1,356	1,636	1,943	2,283
その他の流動資産	354	658	752	907	1,094	1,299	1,527
<b>固定資産</b>	<b>10,733</b>	<b>6,600</b>	<b>6,940</b>	<b>7,622</b>	<b>8,350</b>	<b>9,113</b>	<b>9,905</b>
有形固定資産	344	554	416	402	425	473	540
無形固定資産	9,001	1,214	872	747	632	540	644
のれん	8,870	811	585	385	185	-	-
その他	131	403	287	362	447	540	644
投資その他の資産	1,388	4,831	5,652	6,473	7,294	8,100	8,721
投資有価証券	694	1,219	1,219	1,219	1,219	1,219	1,219
繰延税金資産	221	3,226	4,047	4,868	5,689	6,495	7,116
その他	473	386	386	386	386	386	386
繰延資産	-	87	67	47	27	7	-
<b>総資産</b>	<b>20,958</b>	<b>15,915</b>	<b>17,124</b>	<b>19,128</b>	<b>22,055</b>	<b>26,060</b>	<b>31,354</b>
<b>流動負債</b>	<b>5,131</b>	<b>5,222</b>	<b>6,352</b>	<b>7,566</b>	<b>8,918</b>	<b>10,397</b>	<b>12,017</b>
仕入債務	319	370	423	510	615	731	858
短期有利子負債	1,225	863	500	500	500	500	500
前受収益	1,210	1,962	2,355	2,847	3,330	3,852	4,415
未払金	598	543	620	748	903	1,072	1,260
未払法人税等	730	141	920	1,110	1,338	1,590	1,868
その他の流動負債	1,049	1,343	1,534	1,851	2,232	2,652	3,116
<b>固定負債</b>	<b>8,695</b>	<b>3,573</b>	<b>2,917</b>	<b>2,448</b>	<b>1,984</b>	<b>1,525</b>	<b>1,069</b>
長期有利子負債	8,654	3,444	2,770	2,270	1,770	1,270	770
その他	41	129	147	178	214	255	299
<b>純資産の部</b>							
資本金	4,096	7,170	7,170	7,170	7,170	7,170	7,170
資本剰余金	3,029	6,105	6,105	6,105	6,105	6,105	6,105
利益剰余金	(1,006)	(7,478)	(6,755)	(5,519)	(3,518)	(587)	3,466
自己株式	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
株主資本合計	6,118	5,796	6,520	7,756	9,757	12,688	16,741
その他の包括利益累計額	(247)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
新株予約権	10	14	14	14	14	14	14
非支配株主持分	1,249	1,330	1,344	1,367	1,405	1,460	1,536
<b>純資産合計</b>	<b>7,131</b>	<b>7,118</b>	<b>7,855</b>	<b>9,114</b>	<b>11,152</b>	<b>14,139</b>	<b>18,268</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>20,958</b>	<b>15,915</b>	<b>17,124</b>	<b>19,128</b>	<b>22,055</b>	<b>26,060</b>	<b>31,354</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 58: キャッシュフロー計算書

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
キャッシュフロー計算書(¥mn)			E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	(1,130)	(9,366)	1,228	2,099	3,397	4,978	6,882
減価償却費	192	280	280	281	306	349	405
のれん償却額	632	533	200	200	200	185	-
売上債権の増減額	565	612	(140)	(232)	(279)	(307)	(340)
仕入債務の増減額	35	-	53	87	105	116	128
運転資本の増減額	530	612	(87)	(145)	(174)	(192)	(212)
その他の増減	307	10,050	2,172	1,722	1,810	1,907	1,999
小計	531	2,109	3,592	3,957	5,338	7,041	9,075
利息及び配当金の受取額	6	7	7	7	7	7	7
利息の支払額	(97)	(88)	(42)	(33)	(28)	(23)	(18)
法人所得税の支払額	(379)	(1,001)	(491)	(840)	(1,359)	(1,991)	(2,753)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>60</b>	<b>1,026</b>	<b>3,067</b>	<b>3,092</b>	<b>3,959</b>	<b>5,035</b>	<b>6,311</b>
有形固定資産の取得による支出	(105)	(404)	(126)	(152)	(184)	(218)	(256)
無形資産の取得による支出	(125)	(330)	(157)	(190)	(229)	(272)	(320)
その他	(621)	(1,294)	(1,294)	(1,294)	(1,294)	(1,294)	(1,294)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(851)</b>	<b>(2,028)</b>	<b>(1,578)</b>	<b>(1,636)</b>	<b>(1,707)</b>	<b>(1,784)</b>	<b>(1,870)</b>
借入・社債調達増減	1,229	(5,639)	(761)	(500)	(500)	(500)	(500)
エクイティ調達増減	2,077	6,043	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	(24)	209	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>3,282</b>	<b>613</b>	<b>(761)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(12)	(53)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	2,479	(441)	728	955	1,752	2,750	3,941
その他（連結の範囲の変更等）	(251)	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>7,954</b>	<b>7,513</b>	<b>8,241</b>	<b>9,196</b>	<b>10,948</b>	<b>13,699</b>	<b>17,640</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# メルカリ

## Neutral で新規カバレッジ開始：米国事業と メルペイ事業が株式価値拡大のカギを握る

インターネット | インターネット

4385.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

6,500

Neutral<sup>[V]</sup>

- **アクション：**メルカリ（4385、以下「同社」）を目指株価 6,500 円（潜在リターン-5.9%）、投資評価 Neutral でカバレッジを開始する。20/6 期 4Q 以降の連結営業利益が黒字化したこと、極度の悲観からは脱却したが、決して将来の灯が大きくなつた訳ではない。メルカリ米国事業およびメルペイ事業が再び攻めに転じ、その戦略に光が見えた時が同社を改めて評価するタイミングになるだろう。
- **インベストメントオーバービュー：**非目的型 CtoC の勝者はメルカリという形で勝負がついた感があるが、MAU は 1,802 万人（2020 年 12 月）にすぎない。消費行動の変化により所有自体をシェアリングする意識が高まっていること、メルカリの認知度上昇により消費の入口や出口でメルカリを意識した行動をとる傾向が強まっていること、を踏まえると、メルカリのユーザー層拡大はまだまだ続くだろう。当社では 2025 年 6 月には MAU が 3,781 万人に到達すると予想する。ただし、株式市場はメルカリ日本事業の安定成長を既に織り込んでいるとみられる。メルカリ米国事業およびメルペイ事業の成長可能性拡大が次の投資機会なっていくだろう。
- **業績予想：**当社では 21/6 期 EBITDA が 2,415 百万円になると予想。21/6 期は、米国メルカリ事業およびメルペイ事業の投資が下期から再び増加していくが、メルカリ日本事業の利益拡大により、連結 EBITDA は黒字に転じてこよう。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 6,500 円は、21/6 期の EBITDA 黒字化、25/6 期 EBITDA39,889 百万円を前提とした業績予想に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.10、ERP5.36%、WACC9.6%、永久成長率 1.0%）から算出。同株価水準は 25/6 期予想 PER45 倍に相当する。下方リスクは、1) モラルハザードの顕在化、2) 新たな法的規制の制定、など。その他、IR での限られた開示によるミスリードが上方ないし下方へのリスクにつながる可能性がある。

### 財務サマリー

年度	20年6月期	21年6月期予	22年6月期予	23年6月期予
売上高 (十億円)	76.3	106.1	141.7	176.6
営業利益 (十億円)	(19.3)	0.9	6.4	14.4
経常利益 (十億円)	(19.4)	0.8	6.3	14.3
当期利益 (十億円)	(22.8)	4.6	3.7	8.5
EPS (円)	(147.9)	29.6	23.9	54.5
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	22.3	59.0	124.6
EPS 成長率 (%)	n.m.	n.m.	(19.4)	128.2
PER (x)	(22.5)	207.2	257.1	112.7
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	(24.7)	358.2	108.0	50.4
PBR (x)	16.8	25.9	23.5	19.5
ROE (%)	(55.5)	13.6	9.6	18.9
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	8.1	40.5	161.9
複(%)	2.9	27.9	147.2

# メルカリ (4385)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥6,140 (upside: 6%) 目標株価: ¥6,500

投資評価: Neutral

損益計算書(十億円)	20年6月期	21年6月期予	22年6月期予	23年6月期予
売上高	<b>76.3</b>	<b>106.1</b>	<b>141.7</b>	<b>176.6</b>
EBITDA	(17.7)	2.4	7.7	<b>15.8</b>
営業利益	(19.3)	0.9	6.4	14.4
経常利益	(19.4)	<b>0.8</b>	<b>6.3</b>	<b>14.3</b>
特別損益	(1.1)	6.9	0.0	0.0
税前利益	(20.5)	<b>7.8</b>	<b>6.3</b>	<b>14.3</b>
当期利益	(22.8)	4.6	3.7	<b>8.5</b>
キャッシュフロー(十億円)				
営業キャッシュフロー	<b>12.5</b>	<b>6.1</b>	<b>34.6</b>	<b>38.9</b>
減価償却費	1.5	1.5	1.3	1.4
投資キャッシュフロー	(2.7)	(1.1)	(1.4)	(1.8)
設備投資	(0.8)	(1.1)	(1.4)	(1.8)
フリー・キャッシュフロー	<b>9.9</b>	<b>5.1</b>	<b>33.2</b>	<b>37.2</b>
財務キャッシュフロー	0.5	11.1	(3.4)	0.9
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	10.3	16.2	29.8	38.0
貸借対照表(十億円)				
現金及び現金同等物	135.7	157.2	187.0	225.0
売掛金	1.1	1.6	2.1	2.6
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	32.4	63.4	84.6	105.5
流動資産合計	<b>169.3</b>	<b>222.1</b>	<b>273.7</b>	<b>333.1</b>
有形固定資産	2.9	2.8	3.1	3.6
投資	-	-	-	-
無形固定資産	0.7	1.1	0.9	0.8
その他の固定資産	25.2	28.2	28.2	28.2
資産合計	<b>198.0</b>	<b>254.2</b>	<b>305.9</b>	<b>365.7</b>
買掛金	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借入金	0.9	47.4	15.1	37.0
その他の流動負債	109.2	151.9	202.9	253.0
流動負債合計	<b>110.1</b>	<b>199.3</b>	<b>218.1</b>	<b>290.0</b>
長期借入金	51.5	16.1	45.0	24.0
その他固定負債	1.0	1.3	1.6	2.0
負債合計	<b>162.6</b>	<b>216.7</b>	<b>264.7</b>	<b>315.9</b>
株主資本	<b>34.8</b>	<b>36.8</b>	<b>40.5</b>	<b>49.0</b>
少数株主持分	0.6	0.6	0.7	0.7

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

主要財務指標	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
成長率(%)				
売上高	47.6	39.1	33.6	24.7
営業利益	n.m.	n.m.	579.2	125.5
EPS	n.m.	n.m.	(19.4)	128.2
マージン(%)				
粗利率	72.9	73.4	73.4	73.4
EBITDA率	(23.2)	2.3	5.4	8.9
営業利益率	(25.3)	0.9	4.5	8.2
デュポン分析				
ROE (%)	(55.5)	13.6	9.6	18.9
当期利益率(%)	(29.9)	4.4	2.6	4.8
総資産回転率	0.4	0.4	0.5	0.5
財務レバレッジ	6.4	6.9	7.5	7.4
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	15.6	14.6	13.3	13.5
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	156.2	156.2	156.2	156.2
EPS	(147.9)	29.6	23.9	54.5
BPS	198.3	237.0	260.9	315.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	-0.0	0.0	0.0	0.0
バリュエーション(x)				
PER	(22.5)	207.2	257.1	112.7
PBR	16.8	25.9	23.5	19.5
EV/EBITDA	(24.7)	358.2	108.0	50.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF利回り(%)	2.3	0.5	3.5	3.9

## 会社概要と注目ポイント（メルカリ）

同社の主力事業はフリマアプリ「メルカリ」の運営。メルカリはスマートフォンを介し、いつでもどこでも、個人間でモノの売買が可能なサービス。主な事業領域は日本国内だが、米国でも事業を展開している。2017年11月には金融関連事業を手掛けるメルペイを設立し、メルカリの運営で培った技術と顧客・情報基盤を基にスマートフォン決済サービス「メルペイ」を提供している（提供開始は2019年2月）。中期的には個人のクレジットスコアを活用した金融事業への進出を計画している。

オンライン上で何らかの商品を購入する際、買いたいものがあらかじめ決まっている目的型BtoCの勝者はAmazon、色々な商品を見比べながら商品選択をする非目的型BtoCの勝者は楽天市場だろう。CtoCにおいては、目的型の勝者はヤフオクであり、非目的型の勝者はメルカリという形で勝負がついた感がある。メルカリが非目的型CtoC市場に後から参入したにも関わらず、勝者となった理由はどこにあるのだろう。それは設立当初からユーザーのさまざまなペイン（CtoC特有のリスク、出品の手間、配送の手間、お金のやり取りの手間）を1つ1つ取り除き、ストレスレスな場にしていったことが大きかったと当社では考えている。ストレスレスな場になることで、出品者と購入者が交互に入れ替わるという自律的な成長サイクルが回り始める。その結果、双方のエンゲージメント拡大というエコシステムが確立され、Winner takes allの地位を確立していった。

2020年12月のMAUは1,802万人。メルカリの成長に伴い、F1M1層（20～34歳の男女）および主婦層を中心に、消費の入口や出口でメルカリを意識した行動をとる傾向が強まっている。不要になったものを処分するだけの場ではなく、所有自体をシェアリングする意識が高まっている。環境に対する意識も消費者の間でも徐々に高まっていることから、メルカリのユーザー層拡大はまだまだ続くだろう。当社では2025年6月にはMAUが3,781万人に到達すると予想する。

同社は創業時からCtoCビジネスで発生し得るストレスの排除（出品や購入の簡便化、購入時のリスク排除、売買時のリスクを軽減させるカスタマーサポートの充実など）を徹底的に行うことでWinner takes allとなった。同社が提供するキャッシュレスサービス「メルペイ」も現金の受け渡しという手間を省く一助になっている。今後も継続的にストレスを排除していくことが同社の安定成長を支えていくことになるだろう。

ここもとはメルカリ米国事業およびメルペイ事業の赤字をメルペイ日本事業が吸収し連結での営業黒字を具現化してきたことを好感し、株式価値の急回復が起きた。しかし、当社では、この黒字がマクロ環境に鑑みた投資抑制の結果にすぎないと考えている。逆に今の外部環境が攻めに転じる局面にないことを杞憂する。かねてより同社はメルカリ米国事業およびメルペイ事業に対し積極性のある投資を実行するとしている。直近はコロナ禍の状況を踏まえマーケティング投下量をコントロールしたが故に収益性が向上したように見えるだけである。再び攻めに転じ、その戦略に光が見えた時が同社を改めて評価するタイミングになるだろう。

米国市場にはスマートフォンを通じた CtoC サービスを提供する Poshmark、letgo、OfferUp などに加え、クラシファイドサービスを手掛ける craigslist などが存在する。更にはオンラインオークション最大手の eBay が存在する。現状直接競合するような状況にはないと思われるが、中期的には競争も起き得るだろう。日本で培ったノウハウと米国にローカライズしたサービス提供により、事業規模は順調に拡大しているが、当面は人材およびマーケティングに積極的に投資を行うことで、米国での立ち位置を確保していく必要があるだろう。米国事業の成否についてはもう少し長期的視点でウォッチていきたい。

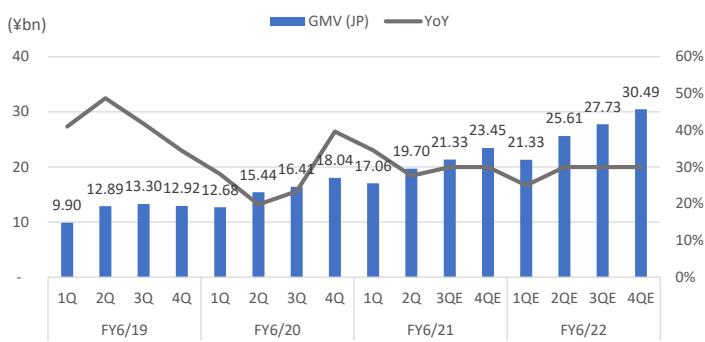
## リスクファクター

CtoC ビジネスを展開する上で最も重要なことはモラルハザードへの対応である。出品者がどのような商品を出品するかを事前に制限することには限界があるため、時に販売するべきではないものが出品されるケースもあるだろう。模倣品の販売や写真とは異なる商品の配送などがその典型例である。仮に何らかのモラルハザードが起きた場合には、ネガティブな影響を受けるだろう。同社ではこのようなことが起こり得ることをサービスの立ち上げ当初から認識しており、早期からサイト内のパトロールを強化しているほか、カスタマーサービスの内製化および充実を図ってきた。消費者庁もプラットフォーマーを消費者保護の観点から規制する法案の成立に動いており、違法や事故の恐れのある商品に関して、虚偽の表示や出品者が特定できないことが発覚した場合、政府が販売停止を要請できるようにしようと動いている。

世界的に IT プラットフォーマーを規制する動きが強まる中、日本においても 2020 年に成立した「特定デジタルプラットフォームの透明性および公正性の向上に関する法律」に基づき、国内流通総額 3,000 億円以上の規模のオンラインモール運営事業者を規制対象にする動きがみられる。2021 年春にも運用が開始されると目されている。現状メルカリが規制対象になるとの報道は見られないが、新たな法的規制の制定には留意を要する。以上、2 点を下方リスクとして挙げる。

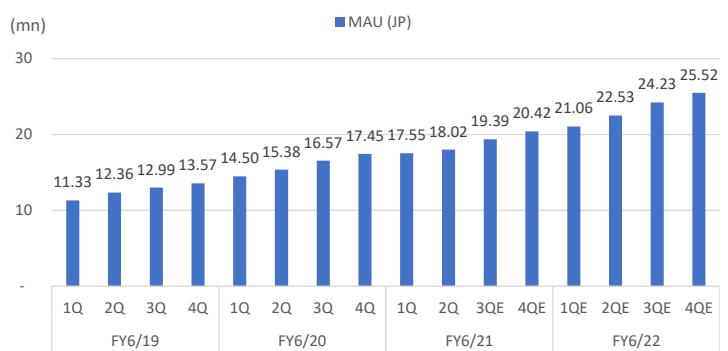
同社業績を分析する上で開示されている KPI はあまり多くない。メルカリ日本事業およびメルカリ米国事業の流通総額、MAU 程度である。連結子会社の鹿島アントラーズは J リーグに収支状況を報告しているので、そちらの数値を参照することが可能である。しかし、メルペイ事業については、将来性を探る手立てが少ない。そのため、四半期業績において連結業績からメルペイ日本事業を差し引くことで、その他の事業すべてを類推する必要があり、表面的な数字の変動が上方リスクにも下方リスクにもなり得る。

図表 59: メルカリ日本事業の流通額推移（四半期）



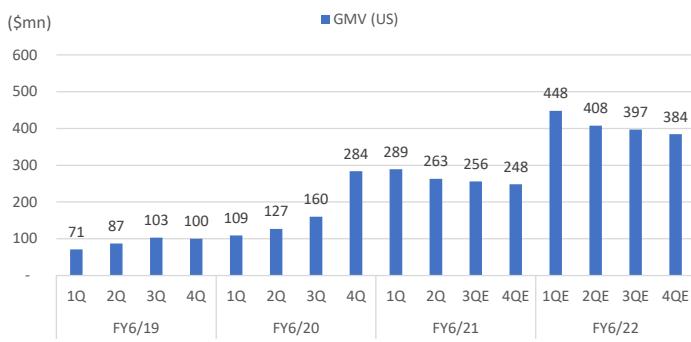
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 60: メルカリ日本事業のMAU推移（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 61: メルカリ米国事業の流通額推移（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 6,500 円は、21/6 期の EBITDA 黒字化、25/6 期 EBITDA39,889 百万円を前提とした業績予想に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.10、ERP5.36%、WACC9.6%、永久成長率 1.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Retail(Special Lines), Japan/U.S. の加重平均を適用。WACC はメルペイ事業の不確実性をサイズプレミアムとして 6.5% を付加した 9.6%、キャッシュカウのメルカリ日本事業は安定成長期に入っていることに鑑み永久成長率は 1.0%とした。同株価水準は 25/6 期予想 PER45 倍に相当する。

図表 62: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー (FCF)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	株主資本コスト
EBITDA	2,415	7,704	15,782	26,353	39,889	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(1,474)	(1,310)	(1,362)	(1,538)	(1,814)	アンレバードβ 1.10
= EBIT	942	6,395	14,421	24,815	38,075	目標D/Eレシオ 50.0%
-) EBITに対する税金	(377)	(2,558)	(5,768)	(9,926)	(15,230)	実効税率 40.0%
税率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	レバードβ 1.4
= NOPAT	565	3,837	8,652	14,889	22,845	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	35,697	42,630	41,820	49,582	56,397	サイズプレミアム 6.5%
+/- 減価償却	1,474	1,310	1,362	1,538	1,814	株主資本コスト 14.2%
-) 設備投資	(1,075)	(1,436)	(1,790)	(2,210)	(2,687)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(224)	(270)	(266)	(315)	(358)	株主資本コスト 14.2%
+/- Δ繰延税金負債	75	89	87	104	118	資本/資産比率 66.7%
+/- Δその他非流動負債	226	269	264	313	356	負債コスト (税考慮後) 0.3%
= FCF	36,737	46,429	50,130	63,902	78,485	負債/資産比率 33.3%
						WACC 9.6%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	239,862
永久成長率	1.0%
最終年度FCF	78,485
ターミナルバリュー	925,634
ターミナルバリューの現在価値	687,937
<b>EV</b>	<b>927,798</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	23
ターミナルバリュー/企業価値	74.1%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	135,747
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-52,447
-非支配持分	-582
計	82,718
株式価値	
永久成長率法	1,010,516
希薄化後株式総数	156
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>6,471</b>

出所：クレディ・スイス予想

図表 63: 業績サマリー

Mercari(4385) 業績サマリー											
2月15日 時点(円)		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	
		百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比
連続通期										EV /EBITDA (x)	P/E (x)
20/6 実	76,275	47.6%	-19,308	NM	-19,391	NM	-22,772	NM	-147.9	NM	-
21/6 CS 予 (新)	106,094	105.3%	942	NM	832	NM	4,627	NM	29.6	NM	359.5 207.9
会社予	NA		NA		NA		NA		NA		NA
IBES 予	103,555	100.4%	5,632	NM	459	NM	2,348	NM	22.3	NM	252.2 410.9
22/6 CS 予 (新)	141,705	33.6%	6,395	579.2%	6,267	653.3%	3,730	-19.4%	23.9	-19.4%	108.4 257.9
IBES 予	128,084	23.7%	18,354	225.9%	14,379	3,032.7%	9,993	325.6%	59.0	164.4%	56.1 96.5
23/6 CS 予 (新)	176,639	24.7%	14,421	125.5%	14,299	128.2%	8,510	128.2%	54.5	128.2%	50.6 113.0
IBES 予	151,786	18.5%	31,165	69.8%	27,133	88.7%	18,741	87.5%	124.6	111.0%	32.8 51.5

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

2月4日に開示された21/6期2Q（10～12月）の売上高は260億円（前年同期比41%増）、営業利益は3四半期連続での黒字となる10億円を計上した。メルカリの流通額は、日本1,970億円（同28%増）、米国263百万ドル（同107%増）。期初に掲げた日本事業の20%成長、調整後営業利益率30%以上を堅守した。メルペイ事業も含め、各事業認知度向上、利便性向上に注力した3ヵ月だったとの印象。

21/6期は、売上高1,060億円（前期比39%増）、営業利益9億円（黒字化）を予想。COVID-19感染拡大もあり、プロモーションや人的投資を抑えてきたが、下期は再び投資先行のスタンスに切り替える見込み。よって、3Q以降は営業赤字に転じるだろうが、翌期以降に向けた攻めの赤字であることを認識しておきたい。

メルカリ日本事業の流通額は、22/6期まで年率30%程度、23/6期以降は年率20%強の成長を見込む。非目的型CtoCの勝者となった同事業は安定成長期に入っていくだろう。メルカリ米国事業の流通額は、22/6期まで年率50%程度、23/6期以降は30%前後の伸びを想定。プロモーションコスト（連結ベース）は対売上高20%強としたが、事業進歩によっては上下する可能性を念頭に置いておきたい。

図表 64: 連結損益計算書

	FY06/19	FY06/20	FY06/21	FY06/22	FY06/23	FY06/24	FY06/25
損益計算書(¥mn)			E	E	E	E	E
売上高	51,683 %YoY 44.5%	76,275 47.6%	106,094 39.1%	141,705 33.6%	176,639 24.7%	218,057 23.4%	265,167 21.6%
売上原価	12,864 % of Sales 24.9%	20,661 27.1%	28,208 26.6%	37,676 26.6%	46,964 26.6%	57,976 26.6%	70,501 26.6%
売上総利益	38,818 %YoY 34.0%	55,613 43.3%	77,887 40.1%	104,029 33.6%	129,675 24.7%	160,081 23.4%	194,666 21.6%
販管費	50,968 %YoY 52.7%	74,921 47.0%	76,945 2.7%	97,634 26.9%	115,254 18.0%	135,266 17.4%	156,591 15.8%
EBITDA	(11,084) % of Sales -21.4%	(17,669) -23.2%	2,415 2.3%	7,704 219.0% 5.4%	15,782 104.8% 8.9%	26,353 67.0% 12.1%	39,889 51.4% 15.0%
営業利益	(12,149) %YoY -23.5%	(19,308) -25.3%	942 0.9%	6,395 579.2% 4.5%	14,421 125.5% 8.2%	24,815 72.1% 11.4%	38,075 53.4% 14.4%
営業外収益	91	211	211	211	211	211	211
受取利息	66	166	166	166	166	166	166
その他	25	45	45	45	45	45	45
営業外費用	112	295	321	339	333	290	236
支払利息	78	248	274	292	286	243	189
為替差損	34	31	31	31	31	31	31
その他	-	16	16	16	16	16	16
経常利益	(12,171) %YoY -23.5%	(19,391) -25.4%	832 0.8%	6,267 653.3% 4.4%	14,299 128.2% 8.1%	24,736 73.0% 11.3%	38,050 53.8% 14.3%
特別利益	-	-	6,942	-	-	-	-
特別損失	396	1,127	-	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益	(12,567)	(20,519)	7,774	6,267	14,299	24,736	38,050
法人税等	1,197 -9.5%	2,440 -11.9%	3,110 40.0%	2,507 40.0%	5,720 40.0%	9,894 40.0%	15,220 40.0%
当期純利益	(13,764)	(22,959)	4,664	3,760	8,579	14,842	22,830
非支配株主に帰属する当期純利益	-	(186)	38	30	70	120	185
親会社株主に帰属する当期純利益	(13,764)	(22,772)	4,627	3,730	8,510	14,721	22,645

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 65: 主要指標

	FY06/19	FY06/20	FY06/21	FY06/22	FY06/23	FY06/24	FY06/25
			E	E	E	E	E
GMV	4,901	6,258	8,155	10,516	12,829	15,651	19,095
GMV（百万ドル）	-	681	1,056	1,637	2,210	2,873	3,591
<b>設備投資額</b>	<b>1,699</b>	<b>773</b>	<b>1,075</b>	<b>1,436</b>	<b>1,790</b>	<b>2,210</b>	<b>2,687</b>
有形固定資産の取得による支出	1,699	773	1,075	1,436	1,790	2,210	2,687
無形資産の取得による支出	-	-	-	-	-	-	-
<b>減価償却費</b>	<b>789</b>	<b>1,463</b>	<b>1,474</b>	<b>1,310</b>	<b>1,362</b>	<b>1,538</b>	<b>1,814</b>
<b>のれん償却額</b>	<b>276</b>	<b>176</b>	-	-	-	-	-
EPS	(95.0)	(147.9)	29.6	23.9	54.5	94.3	145.0
BPS	337.9	222.8	239.6	263.6	318.6	413.6	559.8
DPS	-	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>1,826</b>	<b>1,792</b>	<b>1,760</b>	<b>1,800</b>	<b>1,840</b>	<b>1,880</b>	<b>1,920</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 66: 貸借対照表

	FY06/19	FY06/20	FY06/21	FY06/22	FY06/23	FY06/24	FY06/25
貸借対照表(¥mn)			E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>151,813</b>	<b>169,277</b>	<b>222,083</b>	<b>273,673</b>	<b>333,054</b>	<b>387,957</b>	<b>473,853</b>
現預金	125,578	135,747	157,160	186,958	224,963	254,520	311,587
売上債権（受取手形+売掛金）	1,341	1,119	1,556	2,079	2,591	3,199	3,890
未収入金	14,176	15,612	40,000	53,426	66,597	82,212	99,974
その他の流動資産	10,718	16,799	23,367	31,209	38,903	48,025	58,401
<b>固定資産</b>	<b>11,871</b>	<b>28,736</b>	<b>32,070</b>	<b>32,197</b>	<b>32,625</b>	<b>33,297</b>	<b>34,170</b>
有形固定資産	1,883	2,905	2,786	3,076	3,602	4,330	5,237
無形固定資産	1,081	679	1,079	914	818	761	727
投資その他の資産	8,907	25,151	28,206	28,206	28,206	28,206	28,206
投資有価証券	533	5,881	251	251	251	251	251
繰延税金資産	1,825	108	1,744	1,744	1,744	1,744	1,744
その他	6,549	19,162	26,211	26,211	26,211	26,211	26,211
<b>資産合計</b>	<b>163,685</b>	<b>198,014</b>	<b>254,154</b>	<b>305,869</b>	<b>365,681</b>	<b>421,253</b>	<b>508,023</b>
<b>流動負債</b>	<b>61,014</b>	<b>110,128</b>	<b>199,328</b>	<b>218,073</b>	<b>289,952</b>	<b>336,264</b>	<b>405,727</b>
短期有利子負債	1,261	900	47,398	15,148	37,000	24,000	26,000
未払金	7,281	16,206	22,542	30,108	37,530	46,330	56,340
預り金	45,818	83,954	116,776	155,971	194,422	240,010	291,863
未払法人税等	1,687	1,427	1,985	2,651	3,305	4,080	4,961
その他の流動負債	4,967	7,641	10,628	14,196	17,695	21,844	26,564
<b>固定負債</b>	<b>51,734</b>	<b>52,516</b>	<b>17,417</b>	<b>46,628</b>	<b>25,981</b>	<b>20,400</b>	<b>14,876</b>
長期有利子負債	51,447	51,547	16,149	45,001	24,001	18,001	12,001
退職給付に係る負債	-	75	74	74	75	77	79
資産除去債務	-	126	126	126	126	126	126
繰延税金負債	-	191	266	355	442	546	664
その他	287	577	803	1,072	1,336	1,650	2,006
<b>純資産の部</b>							
資本金	40,110	41,440	42,149	42,149	42,149	42,149	42,149
資本剰余金	40,089	41,396	42,104	42,104	42,104	42,104	42,104
利益剰余金	(29,097)	(51,870)	(47,243)	(43,514)	(35,004)	(20,282)	2,363
自己株式	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
株主資本合計	51,102	30,966	37,009	40,739	49,249	63,971	86,616
その他の包括利益累計額	(165)	3,819	(372)	(372)	(372)	(372)	(372)
新株予約権	-	-	151	151	151	151	151
非支配株主持分	-	582	620	650	720	840	1,025
<b>純資産合計</b>	<b>50,936</b>	<b>35,368</b>	<b>37,408</b>	<b>41,168</b>	<b>49,748</b>	<b>64,590</b>	<b>87,420</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>163,685</b>	<b>198,014</b>	<b>254,154</b>	<b>305,869</b>	<b>365,681</b>	<b>421,253</b>	<b>508,023</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 67: キャッシュフロー計算表

	FY06/19	FY06/20	FY06/21	FY06/22	FY06/23	FY06/24	FY06/25
キャッシュフロー計算書(¥mn)			E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	(12,567)	(20,519)	7,774	6,267	14,299	24,736	38,050
減価償却費	789	1,463	1,474	1,310	1,362	1,538	1,814
のれん償却額	276	176	-	-	-	-	-
運転資本の増減額	(992)	577	(437)	(522)	(513)	(608)	(691)
その他の増減	11,638	45,687	584	30,261	29,684	35,122	39,874
<b>小計</b>	<b>(856)</b>	<b>27,384</b>	<b>9,394</b>	<b>37,315</b>	<b>44,832</b>	<b>60,788</b>	<b>79,048</b>
利息及び配当金の受取額	66	116	116	116	116	116	116
利息の支払額	(78)	(248)	(274)	(292)	(286)	(243)	(189)
法人所得税の支払額	(2,491)	(2,735)	(3,110)	(2,507)	(5,720)	(9,894)	(15,220)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(7,289)</b>	<b>12,533</b>	<b>6,127</b>	<b>34,632</b>	<b>38,943</b>	<b>50,767</b>	<b>63,755</b>
有形固定資産の取得による支出	(1,699)	(773)	(1,075)	(1,436)	(1,790)	(2,210)	(2,687)
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	-	-	-
その他	(1,106)	(1,880)	-	-	-	-	-
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(2,805)</b>	<b>(2,653)</b>	<b>(1,075)</b>	<b>(1,436)</b>	<b>(1,790)</b>	<b>(2,210)</b>	<b>(2,687)</b>
借入・社債調達増減	23,692	(261)	11,100	(3,398)	852	(19,000)	(4,000)
エクイティ調達増減	8,665	973	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	(157)	(247)	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>32,200</b>	<b>465</b>	<b>11,100</b>	<b>(3,398)</b>	<b>852</b>	<b>(19,000)</b>	<b>(4,000)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(391)	13	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	21,713	10,358	16,152	29,798	38,004	29,557	57,068
その他（連結の範囲の変更等）	(97)	(124)	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>130,774</b>	<b>141,008</b>	<b>157,160</b>	<b>186,958</b>	<b>224,963</b>	<b>254,520</b>	<b>311,587</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# BASE

## Neutral 継続：新たな消費性向が同社の成長を支え続ける

インターネットインフラサービス | インターネット

4477.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

13,000

Neutral<sup>[V]</sup>

- アクション：**BASE の主担当アナリストを風早隆弘から齋藤剛に変更する。担当者変更に伴い、BASE（4477、以下「同社」）の目標株価を 10,700 円から 13,000 円（潜在リターン -0.6%）に引き上げる。担当者変更による業績予想の変更、適用するバリュエーションモデルの変更（RIM から DCF に変更）に鑑みたアクション。投資評価は Neutral で据え置く。
- インベストメントオーバービュー：**F1M1 層を中心に「ストーリー性」、「共時性」を重視した消費の二極化が起きている。同社が展開する BASE 事業はそのニーズに応えることができる場として、大手プラットフォーマーの代替的存在になっていくだろう。第一想起を獲得するために当面は資本の原理による積極的なプロモーション戦略が必要となるが、フロントランナーである同社が先頭を走り続ける可能性は高いと当社では考えている。
- 業績予想：**当社では 21/12 期営業利益を-815 百万円と予想する。LTV/CPA の効率運用により、会社計画 (-1,433 百万～-929 百万円) を若干上回るだろう。21/12 期以降も認知度向上を狙った積極的なプロモーション活動を背景に流通額は年率 27%での増加を見込む。利益については、当面積極的なプロモーション活動が収益を圧迫するものの、22/12 期以降は営業黒字化から収益拡大局面に入っていくことを見込む。
- バリュエーション/リスク：**目標株価 13,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 47%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードペーティ 0.85、ERP5.36%、WACC6.1%、永久成長率 3.5%）から算出。上方リスクとしては、1) 日本の EC 市場において D2C の選好ニーズが想定以上に早く拡大し、収益性改善ペースが前倒しになること、下方リスクとしては、1) 競争環境激化により売店数が当社想定通りに増加しなくなること、2) 人材の流動化による組織力の低下、などが挙げられよう。

### 財務サマリー

年度	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
売上高 (十億円)	8.3	10.7	13.7	17.0
営業利益 (十億円)	0.8	(0.8)	1.0	1.7
経常利益 (十億円)	0.7	(0.8)	1.0	1.7
当期利益 (十億円)	0.6	(0.8)	1.0	1.4
EPS (円)	26.6	(7.5)	9.0	12.6
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	67.3	91.2	242.3
EPS 成長率 (%)	n.m.	n.m.	n.m.	39.2
PER (x)	366.3	n.m.	n.m.	n.m.
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	226.9	n.m.	1347.8	786.1
PBR (x)	13.2	93.2	87.5	80.7
ROE (%)	6.0	(5.2)	6.2	8.1
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	29.4	31.9	763.4
複(%)	24.1	19.2	748.6

**BASE (4477)**

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥13,080 (upside: -1%) 目標株価: (from ¥10,700) ¥13,000

投資評価: Neutral [V]

損益計算書(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予	主要財務指標 成長率(%)	20年12月期	21年12月期	22年12月期	23年12月期
売上高	8.3	10.7	13.7	17.0	売上高	115.3	28.8	28.5	24.2
EBITDA	0.8	(0.8)	1.0	1.8	営業利益	n.m.	n.m.	n.m.	73.3
営業利益	0.8	(0.8)	1.0	1.7	EPS	n.m.	n.m.	n.m.	39.2
経常利益	0.7	(0.8)	1.0	1.7	マージン(%)				
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0	粗利率	60.2	58.8	59.0	59.3
税前利益	0.7	(0.8)	1.0	1.7	EBITDA率	10.2	(7.3)	7.6	10.5
当期利益	0.6	(0.8)	1.0	1.4	営業利益率	9.7	(7.6)	7.3	10.1
キャッシュフロー(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予	デュポン分析				
営業キャッシュフロー	3.1	1.2	3.6	4.2	ROE(%)	6.0	(5.2)	6.2	8.1
減価償却費	0.0	0.0	0.0	0.1	当期利益率(%)	7.1	(7.7)	7.2	8.1
投資キャッシュフロー	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	総資産回転率	0.3	0.3	0.4	0.4
設備投資	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	財務レバレッジ	1.8	2.0	2.2	2.4
フリー・キャッシュフロー	2.7	1.1	3.5	4.1	クレジットレシオ(%)				
財務キャッシュフロー	12.4	0.0	0.0	0.0	自己資本比率	56.9	49.3	44.6	41.3
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-	ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0	一株あたり情報(円)				
現金及び現金同等物の増減	15.1	1.1	3.5	4.1	発行済み株式数(百万)	21.9	109.7	109.7	109.7
貸借対照表(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予	EPS	26.6	(7.5)	9.0	12.6
現金及び現金同等物	22.3	23.4	26.8	30.9	BPS	739.3	140.4	149.4	162.0
預り金	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0	配当性向(%)	0.0	-0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	5.4	7.0	9.0	11.2	バリュエーション(x)				
流動資産合計	27.7	30.4	35.8	42.1	PER	366.3	n.m.	n.m.	n.m.
有形固定資産	0.1	0.2	0.2	0.3	PBR	13.2	93.2	87.5	80.7
投資	0.7	0.7	0.7	0.7	EV/EBITDA	226.9	n.m.	1347.8	786.1
無形固定資産	0.0	0.0	0.0	0.0	配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の固定資産	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	FCF利回り(%)	1.4	0.1	0.2	0.3
資産合計	28.5	31.2	36.7	43.0					
貯掛金	9.0	11.6	14.9	18.5					
短期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0					
その他の流動負債	3.2	4.2	5.4	6.7					
流動負債合計	12.2	15.7	20.2	25.1					
長期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0					
その他固定負債	0.1	0.1	0.1	0.1					
負債合計	12.3	15.8	20.3	25.3					
株主資本	16.2	15.4	16.4	17.8					
少数株主持分	0.0	0.0	0.0	0.0					

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（BASE）

同社は、ネットショップ作成サービスおよび当該サービスによって開設されたショップの商品が購入できるショッピングアプリ等を提供する「BASE 事業」と、クレジットカード決済によるオンライン決済サービスおよび ID 決済サービスを提供する「PAY 事業」を主に展開している。「BASE」の特徴は、1) ネットショップの初期導入費用および月額運営費用の無料提供、2) 独自の決済システム導入により決済機能を簡単に導入できる、3) 豊富なテンプレートが用意されており、オリジナルのネットショップを簡単に作ることができる、4) 多様な拡張機能を活用することでネットショップのカスタマイズを簡単に行える、など。流通額に応じた手数料売上が同社の売上高に計上される。

株式市場では Shopify と比較されることが多いが、BASE は Shopify よりもっと簡単にネットショップ開設ができるため、IT リテラシーを必要としない点に大きな違いがある。日本国内においては stores.jp、カラーミーショップなどが直接的な競合と考えられるが、個人によるエンパワーメントが始まったばかりの日本においては、市場規模の拡大ペースが大きいため、現段階で競合を過度に意識する必要はないと考えている。

F1M1 層を中心に消費行動に変化が起きている。高度経済成長期においては、マスメディアが作り出すトレンド、ブームに乗り、そこでリコメンドされたものを手に入れることが消費効用を高めた。しかし、大量消費時代はバブル崩壊とともに終息を迎え、消耗品には価格訴求を重視する一方、本当に欲しいもの、必要なものに対しては高額でも投資するといった、消費の二極化が近年のトレンドになっている。その際のキーワードは「ストーリー性」と「共時性」である。その製商品が存在する意義、エシカルなのか、作り手の思い、といったストーリー性を重視しつつ、オンリー1 ではないという共時性を持ったものを消費する動きが今後一層強まっていくだろう。巨大化した既存の大手プラットフォーマーには「ストーリー性」を表現することが難しいため、BASE の事業領域に大手プラットフォーマーが参入してくる可能性、BASE で大きく成長した出品者が大手プラットフォーマーに鞍替えする可能性、はともに少ないだろう。

PAY 事業は PAY.JP サービスと PAY ID サービスに大別される。PAY.JP サービスはウェブサービスや既存のネットショップにクレジットカード決済機能を簡単に付加するオンライン決済サービスである。E コマース市場の拡大に伴い堅調に推移してはいるものの、BASE 事業との連動性はあまり高くない。PAY ID サービスは購入者向けの ID 決済サービスだが、アマゾンや楽天といった大手に比べると認知度、利用率ともに存在感が薄い。個人の ID と決済が結びつくことでキャッシュの流れを通じた行動履歴の掌握が可能になる。BASE との連携も含め、さらなる活性化を求めたい。

## リスクファクター

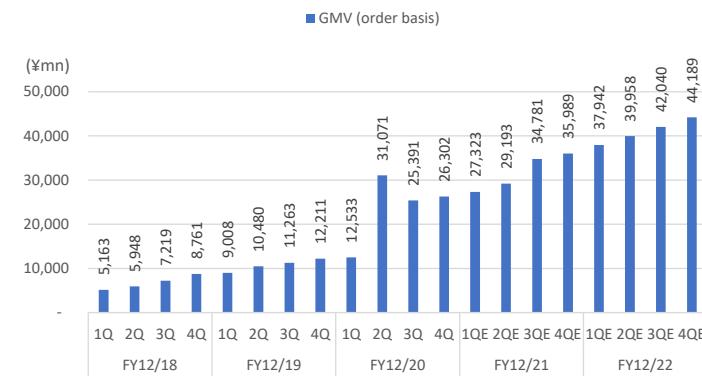
コロナ禍により、ネットショップ開設ニーズは高まっている。当社ではこれを一時的なブームとして考えているが、ブームから一般大衆化のシフトが当社想定よりも早期に実現した場合、流通額の成長率が一段上昇する可能性がある（上方リスク）。

出品者から見た場合、stores.jp に代表される競合との差別化要因はあまり多くない。ネットショップを開設する際に比較する出品者もあまり多くないことから、第一想起を獲得することが重要になる。そのため、当面はマスメディアなどを活用した徹底したプロモーション戦略が必要になるだろう。競合他社と資本の戦いが続くため、CPA マネジメントに失敗した場合、収益性が急激に悪化する可能性がある。

悪意を持った第三者の攻撃による顧客情報の流出など情報セキュリティに不測の事態が生じた場合、もしくは急激なトランザクションの増加によりシステムがパンクするような状況に陥った場合には、出品者、購入者双方からの信頼を失う可能性がある。

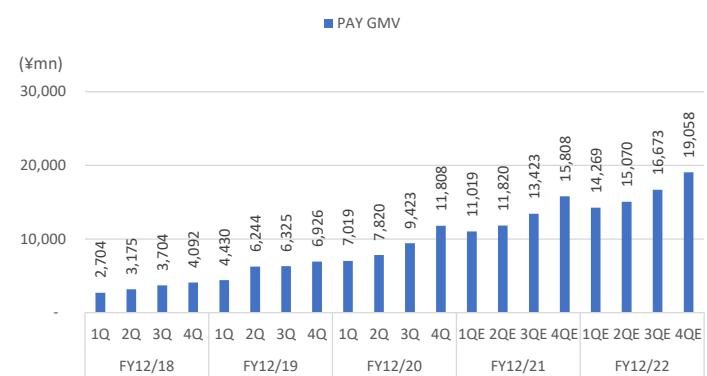
同社株価には高い成長性に帰属したバリュエーションが付与されていると当社では認識している。そのため、市場全体がダウントレンドに転じた場合、期待成長可能性期間の短期化によりバリュエーションがクラッシュする危険性がある。以上、3点を下方リスクとして挙げる。

**図表 68: BASE 事業流通総額（注文ベース、四半期）**



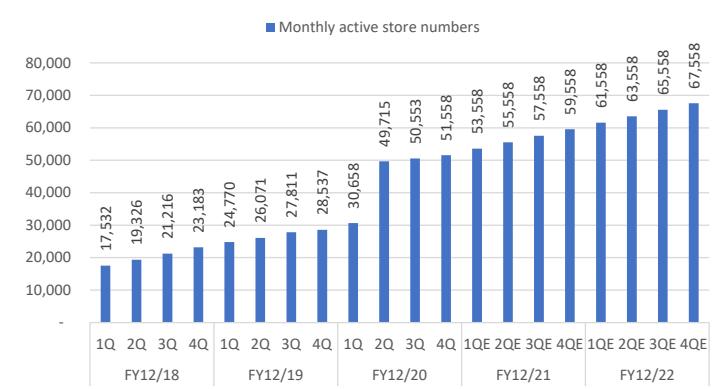
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 69: PAY 事業流通総額（四半期）**



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

图表 70: BASE 事業月間売店数推移（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 13,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 47%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.85、ERP5.36%、WACC6.1%、永久成長率 3.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビューポート、アンレバードベータは Damodaran database, Retail (Special Lines), Japan を適用。WACC はサイズプレミアムとして 1.5%付加した 6.1%、永久成長率は TAM の継続的拡大に鑑み 3.5%とした。

図表 71: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	(775)	1,045	1,786	3,469	5,568	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(40)	(49)	(61)	(76)	(94)	アンレバードβ 0.85
= EBIT	(815)	996	1,725	3,394	5,473	目標D/Eレシオ 0.0%
-) EBITに対する税金	178	5	(7)	(679)	(1,095)	実効税率 21.9%
税率	21.9%	-0.5%	0.4%	20.0%	20.0%	レバードβ 0.9
= NOPAT	(637)	1,000	1,718	2,715	4,379	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	2,038	2,161	2,312	2,740	3,130	サイズプレミアム 1.5%
+/- 減価償却	40	49	61	76	94	株主資本コスト 6.1%
-) 設備投資	(71)	(91)	(113)	(140)	(172)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(18)	(23)	(25)	(31)	(37)	株主資本コスト 6.1%
+/- Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	資本/資産比率 100.0%
+/- Δその他非流動負債	18	23	25	31	37	負債コスト (税考慮後) 0.0%
= FCF	1,370	3,119	3,978	5,391	7,431	負債/資産比率 0.0%
						WACC 6.1%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	17,952
永久成長率	3.5%
最終年度FCF	7,431
ターミナルバリュー	295,117
ターミナルバリューの現在価値	243,420
<b>EV</b>	<b>261,372</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	85.1
ターミナルバリュー/企業価値	93.1%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	22,272
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-
-非支配持分	-
<b>計</b>	<b>22,272</b>
株式価値	
永久成長率法	283,644
希薄化後株式総数	22
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>12,929</b>

出所：クレディ・スイス予想

図表 72:業績サマリー

BASE(4477) 業績サマリー												
2月15日 時点(円)		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	EV /EBITDA	P/E
¥13,080		百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円 (x)	(x)	
<b>連結通期</b>												
20/12	実	8,288	115.3%	803	NM	747	NM	584	NM	26.6	NM	-
21/12	CS 予 (新)	10,676	28.8%	-815	NM	-815	NM	-819	NM	-7.5	NM	NM NM
	(旧)	10,112	22.0%	226	-71.9%	226	-69.7%	226	-61.3%	9.7	-63.7%	1,085.0 1,643.0
	会社予	10,143	22.4%	-1,181	NM	-1,181	NM	-1,185	NM	-10.8	NM	NM
	IBES 予	11,640	40.4%	1,635	103.6%	1,635	118.9%	1,415	142.3%	67.3	152.6%	315.9 262.4
22/12	CS 予 (新)	13,719	28.5%	996	NM	996	NM	992	NM	9.0	NM	NM NM
	(旧)	12,073	19.4%	1,205	433.2%	1,205	433.2%	1,205	433.2%	51.5	433.2%	224.7 308.1
	IBES 予	15,594	34.0%	2,165	32.4%	2,165	32.4%	1,967	39.0%	91.2	35.5%	116.9 188.8
23/12	CS 予 (新)	17,045	24.2%	1,725	73.3%	1,725	73.3%	1,380	39.2%	12.6	39.2%	786.1 NM
	(旧)	14,110	16.9%	2,995	148.5%	2,995	148.5%	2,536	110.5%	108.4	110.5%	90.5 146.4
	IBES 予	22,528	44.5%	6,311	191.5%	6,311	191.5%	5,056	157.0%	242.3	165.6%	62.1 73.4

注：ガイダンスは発表値の中央値を示す。出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

20/12期は、売上高 8,288 百万円（前期比 115%増）、営業利益 803 百万円（黒転）となった。会社計画上限（売上高 8,100 百万円、営業利益 500 百万円）を上回っての着地。コロナ禍による巣ごもり需要増が 4Q も継続し、流通総額（注文ベース）は 95,297 百万円（同 122%増）に到達した。

BASE 事業のティクレートが下期にかけて緩やかに低下したことを気にする向きもある。しかし、これは季節要因による決済単価上昇で、固定手数料および購入者負担手数料（CVC 決済、後払い決済、キャリア決済など）の相対割合が低下することが要因である。

21/12 期は、売上高 10,676 百万円（前期比 29%増）、営業利益 -815 百万円（赤転）を見込む。営業利益段階では会社計画上限を若干上回る見通し。会社想定ほどプロモーションに資金投下しきれないという前提によるもの。こだわり消費の浸透を背景に BASE 事業流通総額は前期比 34%増の 127,287 百万円に伸長するだろう。EC マーケットの拡大により PAY 事業の流通額も 52,070 百万円（同 44%増）に到達しよう。収益面では、売上高広告宣伝費率 36%を前提とした。同社は、21/12 期をロングテール市場において確固たる地位を築き中長期的な売上総利益の成長を目指すために、短期的な流通高の成長を追うのではなく、個人や SMB をエンパワーメントすることに注力する期にする考え。当社でもその考えに従い、売上高広告宣伝費率を高めに設定した。同社が投下する広告は、ショップ開設に直結するウェブ広告と認知度向上を狙ったマス広告に大別されるが、前者は 20/12 期と同水準に据え置く一方、後者は 20/12 期比 3.4 倍の投下を見込む。

22/12 期以降、流通総額の成長率（年率）は、BASE 事業 26%、PAY 事業 19%を見込む。消費の二極化定着により潜在市場の拡大が続くだけでなく、積極的なプロモーション活動が長期に亘ってショップ開設や流通総額の引き上げに貢献することになるだろう。売店数は年間 6,000 ずつ純増していく前提。プロモーション投下量は毎期 3-5%ずつ増加していく想定だが、市場環境、競争環境等によっては一時的にプロモーション投下量が拡大し、期間損益が減益となる可能性がある（同社は、現段階においては規律を持った投資により営業黒字は確保するとの考えを提示している）。しかし、この事象は決してネガティブではなく、事業拡大のアクセラをさらに踏み込むタイミングが来たと受け止めるべきと当社では考える。

図表 73:連結損益計算書

		FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
				E	E	E	E	E
<b>損益計算書(¥mn)</b>								
<b>売上高</b>		<b>3,850</b>	<b>8,288</b>	<b>10,676</b>	<b>13,719</b>	<b>17,045</b>	<b>21,147</b>	<b>25,967</b>
	%YoY	63.7%	115.3%	28.8%	28.5%	24.2%	24.1%	22.8%
BASE事業	%YoY	3,199	7,321	9,279	11,965	14,924	18,647	23,070
PAY事業	%YoY	644	940	1,356	1,695	2,034	2,372	2,711
その他事業	%YoY	7	27	41	59	87	127	187
Adjustment	%YoY	-	-	-	-	-	-	-
<b>売上原価</b>		<b>1,619</b>	<b>3,296</b>	<b>4,398</b>	<b>5,622</b>	<b>6,940</b>	<b>8,519</b>	<b>10,338</b>
	% of Sales	42.0%	39.8%	41.2%	41.0%	40.7%	40.3%	39.8%
<b>売上総利益</b>		<b>2,231</b>	<b>4,992</b>	<b>6,278</b>	<b>8,097</b>	<b>10,105</b>	<b>12,628</b>	<b>15,629</b>
	%YoY	59.7%	123.8%	25.8%	29.0%	24.8%	25.0%	23.8%
	% of Sales	58.0%	60.2%	58.8%	59.0%	59.3%	59.7%	60.2%
<b>販管費</b>		<b>2,673</b>	<b>4,189</b>	<b>7,094</b>	<b>7,102</b>	<b>8,380</b>	<b>9,234</b>	<b>10,156</b>
	%YoY	22.2%	56.7%	69.3%	0.1%	18.0%	10.2%	10.0%
	% of Sales	69.4%	50.5%	66.4%	51.8%	49.2%	43.7%	39.1%
人件費		945	1,186	1,629	2,069	2,354	2,600	2,807
広告関連費用		931	1,762	3,880	3,000	3,500	3,500	3,500
減価償却費		33	43	40	49	61	76	94
その他		763	1,199	1,544	1,984	2,465	3,058	3,755
<b>EBITDA</b>		<b>(408)</b>	<b>846</b>	<b>(775)</b>	<b>1,045</b>	<b>1,786</b>	<b>3,469</b>	<b>5,568</b>
	%YoY	-	-	-	-	71.0%	94.3%	60.5%
	% of Sales	-10.6%	10.2%	-7.3%	7.6%	10.5%	16.4%	21.4%
<b>営業利益</b>		<b>(442)</b>	<b>803</b>	<b>(815)</b>	<b>996</b>	<b>1,725</b>	<b>3,394</b>	<b>5,473</b>
	%YoY	-	-	-	-	73.3%	96.7%	61.3%
	% of Sales	-11.5%	9.7%	-7.6%	7.3%	10.1%	16.0%	21.1%
BASE事業		(118)	1,112	-	-	-	-	-
	%YoY	-	-	-	-	-	-	-
	% of Sales	-3.7%	15.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PAY事業		(128)	(92)	-	-	-	-	-
	%YoY	-	-	-	-	-	-	-
	% of Sales	-19.8%	-9.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他事業		(54)	(46)	-	-	-	-	-
	%YoY	-	-	-	-	-	-	-
	% of Sales	-765.9%	-167.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Adjustment		(142)	(171)	-	-	-	-	-
<b>営業外収益</b>		7	3	3	3	3	3	3
受取利息		0	0	-	-	-	-	-
受取配当金		-	-	-	-	-	-	-
持分法による投資利益		-	-	-	-	-	-	-
為替差益		-	-	-	-	-	-	-
その他		6	3	3	3	3	3	3
<b>営業外費用</b>		21	58	3	3	3	3	3
支払利息		-	0	-	-	-	-	-
持分法による投資損失		-	-	-	-	-	-	-
為替差損		-	-	-	-	-	-	-
その他		21	58	3	3	3	3	3
<b>経常利益</b>		<b>(456)</b>	<b>748</b>	<b>(815)</b>	<b>996</b>	<b>1,725</b>	<b>3,394</b>	<b>5,473</b>
	%YoY	-	-	-	-	73.3%	96.7%	61.3%
	% of Sales	-11.8%	9.0%	-7.6%	7.3%	10.1%	16.0%	21.1%
<b>特別利益</b>		-	-	-	-	-	-	-
<b>特別損失</b>		-	-	-	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益		(456)	748	(815)	996	1,725	3,394	5,473
法人税等		4	163	4	4	345	679	1,642
Tax rate	Tax rate	-0.8%	21.9%	-0.5%	0.4%	20.0%	20.0%	30.0%
当期純利益		(460)	585	(819)	992	1,380	2,715	3,831
非支配株主に帰属する当期純利益		-	-	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益		(460)	585	(819)	992	1,380	2,715	3,831

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 74: 主要指標**

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
流通総額（注文ベース）	42,963	95,297	127,287	164,129	204,717	255,789	316,457
流通総額（かんたん決済ベース）	38,060	87,717	114,558	147,716	184,245	230,210	284,811
月間売店数	28,537	51,558	59,558	67,558	75,558	83,558	91,558
GMV (PAY)	23,925	36,070	52,070	65,070	78,070	91,070	104,070
<b>設備投資額</b>	<b>26</b>	<b>56</b>	<b>72</b>	<b>92</b>	<b>115</b>	<b>142</b>	<b>175</b>
有形固定資産の取得による支出	26	55	71	91	113	140	172
無形資産の取得による支出	0	1	1	1	1	2	2
減価償却費	33	43	40	49	61	76	94
<b>のれん償却額</b>	<b>-</b>						
EPS	(22.5)	26.6	(7.5)	9.0	12.6	24.7	34.9
BPS	154.7	739.2	140.4	149.4	162.0	186.7	221.7
DPS	-	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>136</b>	<b>162</b>	<b>233</b>	<b>266</b>	<b>299</b>	<b>322</b>	<b>345</b>
プロダクト	82	92	128	148	168	178	188
ビジネス・マーケティング	34	45	77	87	97	107	117
コーポレート	20	25	28	31	34	37	40

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 75: 貸借対照表**

貸借対照表(¥mn)	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>10,065</b>	<b>27,694</b>	<b>30,360</b>	<b>35,820</b>	<b>42,077</b>	<b>50,809</b>	<b>61,707</b>
現預金	7,195	22,272	23,376	26,846	30,927	36,975	44,720
その他の流動資産	2,869	5,422	6,984	8,975	11,150	13,834	16,987
<b>固定資産</b>	<b>394</b>	<b>812</b>	<b>866</b>	<b>909</b>	<b>962</b>	<b>1,028</b>	<b>1,107</b>
有形固定資産	122	120	175	217	270	336	415
無形固定資産	2	3	3	3	3	3	3
投資その他の資産	269	688	688	688	688	688	688
<b>資産合計</b>	<b>10,459</b>	<b>28,506</b>	<b>31,227</b>	<b>36,730</b>	<b>43,039</b>	<b>51,836</b>	<b>62,814</b>
<b>流動負債</b>	<b>7,244</b>	<b>12,224</b>	<b>15,746</b>	<b>20,235</b>	<b>25,139</b>	<b>31,189</b>	<b>38,299</b>
仕入債務	3,919	8,989	11,580	14,880	18,487	22,936	28,164
営業預り金	3,002	2,590	3,336	4,287	5,326	6,607	8,114
その他の流動負債	323	645	831	1,068	1,327	1,646	2,021
<b>固定負債</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>82</b>	<b>105</b>	<b>130</b>	<b>162</b>	<b>199</b>
<b>純資産の部</b>							
資本金	2,276	8,514	8,514	8,514	8,514	8,514	8,514
資本剰余金	2,217	7,324	7,324	7,324	7,324	7,324	7,324
利益剰余金	(1,334)	381	(439)	553	1,933	4,648	8,479
自己株式	-	-	-	-	-	-	-
株主資本合計	3,158	16,219	15,399	16,391	17,771	20,485	24,317
その他の包括利益累計額	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
新株予約権	-	-	-	-	-	-	-
非支配株主持分	-	-	-	-	-	-	-
<b>純資産合計</b>	<b>3,158</b>	<b>16,218</b>	<b>15,399</b>	<b>16,390</b>	<b>17,770</b>	<b>20,485</b>	<b>24,316</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>10,459</b>	<b>28,506</b>	<b>31,227</b>	<b>36,730</b>	<b>43,039</b>	<b>51,836</b>	<b>62,814</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 76: キャッシュフロー計算書**

キャッシュフロー計算書(¥mn)	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	(456)	748	(815)	996	1,725	3,394	5,473
減価償却費	33	43	40	49	61	76	94
運転資本の増減額	(3,919)	5,071	2,590	3,301	3,606	4,449	5,228
その他の増減	5,213	(2,636)	(615)	(760)	(831)	(1,030)	(1,214)
<b>小計</b>	<b>872</b>	<b>3,136</b>	<b>1,200</b>	<b>3,586</b>	<b>4,561</b>	<b>6,889</b>	<b>9,582</b>
利息及び配当金の受取額	0	0	0	0	0	0	0
利息の支払額	-	(0)	-	-	-	-	-
法人所得税の支払額	(2)	(8)	(4)	(4)	(345)	(679)	(1,642)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>870</b>	<b>3,129</b>	<b>1,196</b>	<b>3,582</b>	<b>4,216</b>	<b>6,210</b>	<b>7,940</b>
有形固定資産の取得による支出	(26)	(33)	(71)	(91)	(113)	(140)	(172)
無形固定資産の取得による支出	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
その他	(26)	(437)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(52)</b>	<b>(472)</b>	<b>(92)</b>	<b>(112)</b>	<b>(135)</b>	<b>(162)</b>	<b>(195)</b>
借入・社債調達増減	-	-	-	-	-	-	-
エクイティ調達増減	1,888	12,419	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	(8)	-	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>1,880</b>	<b>12,419</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	2,698	15,076	1,104	3,469	4,082	6,048	7,745
その他（連結の範囲の変更等）	89	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>7,195</b>	<b>22,272</b>	<b>23,376</b>	<b>26,846</b>	<b>30,927</b>	<b>36,975</b>	<b>44,720</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# マクアケ

## Outperform で新規カバレッジ開始：ゼロ次流通の創造はまだ始まったばかり

インターネットインフラサービス | インターネット

4479.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

12,000

Outperform<sup>[M]</sup>

- **アクション：**マクアケ（4479、以下「同社」）を目標株価 12,000 円、投資評価 Outperform でカバレッジを開始する（潜在リターン 39.0%）。ゼロ次流通市場の創造はまだ始まったばかりである。コロナ禍によって一気に加速した消費行動の変化をけん引する存在として注目したい。
- **インベストメントオーバービュー：**20-30 歳代を中心に消費に対する考え方が変化してきている。大量消費の時代は終わり、本当に欲しいもの、必要なものだけを厳選して購入する時代へと突入している。そのため、消耗品は安く購入したい、一方で自分の価値観にあったものには高額でも投資するといった、消費の二極化が起きている。ゼロ次流通の創生を打ち出しているマクアケにはこの消費性向に見合った商品が多く、認知度の上昇とともに消費者の増加が続いている。とは言え、潜在顧客層の 2%しか利用していない現状に鑑みると、潜在的な成長余力は大きいだろう。
- **業績予想：**当社では積極的なプロモーション投資によりマクアケの認知度が向上し、22/9 期以降も年率 47%で流通額が成長していくことを予想する。24/9 期までは流通額の 5-7%をプロモーションに投下することでゼロ次流通の浸透を図っていくが、流通額が 1,000 億円に到達する 25/9 期以降は自律成長モデル確立により LTV/CPA の上昇が起き得るだろう。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 12,000 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 65%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.85、ERP5.36%、WACC10.1%、永久成長率 3.5%）から算出。同株価水準は 25/9 期予想 PER32 倍に相当する。下方リスクとしては、1) 信頼低下によるプロジェクト実行者・消費者の流出、2) 人材獲得の遅れ、などが挙げられる。

### 財務サマリー

年度	20 年 9 月期	21 年 9 月期予	22 年 9 月期予	23 年 9 月期予
売上高 (十億円)	3.2	5.5	7.7	11.1
営業利益 (十億円)	0.5	0.7	1.1	2.2
経常利益 (十億円)	0.5	0.7	1.1	2.2
当期利益 (十億円)	0.4	0.5	0.8	1.6
EPS (円)	33.0	43.1	65.3	128.9
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	46.4	64.7	125.3
EPS 成長率 (%)	270.5	30.6	51.5	97.3
PER (x)	321.5	200.1	132.1	66.9
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	233.0	128.3	82.4	39.8
PBR (x)	46.5	15.0	13.5	11.2
ROE (%)	25.1	10.9	10.7	18.3
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	7.9	-16.4	100.2
複(%)	2.6	-29.0	85.5

## マクアケ (4479)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥8,630 (upside: 39%) 目標株価: ¥12,000

投資評価: Outperform

損益計算書(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
売上高	3.2	5.5	7.7	11.1
EBITDA	0.5	0.7	1.1	2.2
営業利益	0.5	0.7	1.1	2.2
経常利益	0.5	0.7	1.1	2.2
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	0.5	0.7	1.1	2.2
当期利益	0.4	0.5	0.8	1.6
キャッシュフロー(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
営業キャッシュフロー	2.6	2.7	3.1	4.9
減価償却費	0.0	0.0	0.0	0.0
投資キャッシュフロー	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
設備投資	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
フリー・キャッシュフロー	2.3	2.4	2.7	4.3
財務キャッシュフロー	1.9	3.8	0.0	0.0
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	4.2	6.2	2.7	4.3
貸借対照表(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
現金及び現金同等物	5.1	11.3	14.0	18.3
売掛金	0.5	0.9	1.3	1.8
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	0.0	0.0	0.0	0.0
流動資産合計	5.6	12.2	15.3	20.2
有形固定資産	0.0	0.1	0.2	0.3
投資	0.1	0.1	0.1	0.1
無形固定資産	0.4	0.3	0.3	0.5
その他の固定資産	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
資産合計	6.2	12.8	16.0	21.1
買掛金	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借入金	0.1	0.1	0.1	0.1
その他の流動負債	3.4	5.6	8.0	11.5
流動負債合計	3.5	5.7	8.0	11.5
長期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他固定負債	0.0	0.1	0.1	0.1
負債合計	3.5	5.8	8.1	11.7
株主資本	2.7	7.0	7.8	9.4
少数株主持分	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

主要財務指標	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
成長率(%)				
売上高	139.9	69.4	41.6	44.1
営業利益	308.5	43.8	51.4	97.1
EPS	270.5	30.6	51.5	97.3
マージン(%)				
粗利率	82.4	81.0	80.0	80.0
EBITDA率	15.8	13.4	14.4	19.6
営業利益率	15.8	13.4	14.4	19.6
デュボン分析				
ROE (%)	25.1	10.9	10.7	18.3
当期利益率(%)	11.5	9.6	10.3	14.1
総資産回転率	0.5	0.4	0.5	0.5
財務レバレッジ	2.3	1.8	2.0	2.2
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	43.2	55.0	49.1	44.6
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	11.7	12.2	12.2	12.2
EPS	33.0	43.1	65.3	128.9
BPS	298.2	575.9	641.2	770.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
バリュエーション(x)	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
PER	321.5	200.1	132.1	66.9
PBR	46.5	15.0	13.5	11.2
EV/EBITDA	233.0	128.3	82.4	39.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF利回り(%)	1.9	2.3	2.5	4.1

## 会社概要と注目ポイント（マクアケ）

2013年に創業した同社の祖業はクラウドファンディングプラットフォームの運営。クラウドファンディングには、寄付型、購入型、融資型、ファンド投資型、株式投資型の5類型に分類されるが、同社は購入型に分類される。ただし、同社は所謂クラウドファンディングとは一線を画した事業展開に取り組んでおり、世にない新しいものを提供するプロジェクト実行者と新しいものや体験を作り手の思いや背景を知った上で応援の気持ちを込めて購入する消費者を結びつける存在を目指している。量産化する前のテスト販売の場としてマクアケを活用し、新商品・新サービスを消費者や流通バイヤーに提供する動きも増えてきている。同社はこの動きを従来の一次流通とは異なったゼロ次流通と位置付け、積極的に取り組んでいる。新商品に対するユーザーのデータが蓄積してきたことを受け、新商品開発サポートサービスなどの提供も行っている。同社はサイバーエージェント（4751）の社内起業という形で設立されており、現在でもサイバーエージェントが大株主（所有割合53%、21年2月現在）である。

20-30歳代を中心に消費に対する考え方が変化してきている。大量消費の時代は終わり、本当に欲しいもの、必要なものだけを厳選して購入する時代へと突入している。そのため、消耗品は安く購入したい、一方で自分の価値観にあったものには高額でも投資するといった、消費の二極化が起きている。具体的には、その製商品が存在する意義、エシカルなのか、作り手の思いに共感できるか、といった価値観に見合ったものを消費する動きである。その動きはコロナ禍においてさらに加速しており、2020年にD2Cブランドが隆盛した背景もここにある。ゼロ次流通の創生を打ち出しているマクアケにはこの消費性向に見合った商品が多く、認知度の上昇とともに消費者の増加が続いている。

これまでの流通市場は新品の製商品を販売する一次流通市場と中古品を売買する二次流通市場しか存在しなかった。しかし、右肩上がりの消費拡大を前提にした大量生産は大量廃棄という結果を残しただけだった。ESGへの取り組みが重要視される中、同社が創造するゼロ次流通市場は、本格的な販売の前に消費者の反応を探ることができるために、需給を合致させることを可能とする今の時代に即した場と言えよう。生産者にとっても先に資金調達できるため、財務健全性の安定だけでなく、新しいものを創造する機会を得ることができる。

20/9期の流通総額はコロナ禍という追い風もあり前期比2.7倍の14,664百万円に伸長した。しかし、毎年7,000億円の新製品が日本で発売されていることを考えると、潜在市場は非常に大きいと言えよう。会員数についても139.1万人（2020年12月末）にすぎない。ターゲット顧客層となる20-50歳代の人口6,131万人（総務省概算値、2021年1月現在）から計算される利用率は2%にすぎない。ストーリー性を大切にした消費行動が増えていることを考えると、成長余地は相当大きいと考えるべきだろう。当社では20/9期を基点とした今後5期間のGMV成長率（年率）を52%と予想する。

この成長ペースを持続させていくためには掲載商品数の増加だけでなく、品質の維持が重要なファクターとなる。同社では19/9期2Qおよび21/9期1Qに掲載商品の品質チェックおよび法制面での審査を強化した。そのタイミングでは流通額の成長は一時的に鈍化したもの、その行動がプロジェクト実行者、消費者双方からの信頼度向上につながっている。ここで醸成された信頼が高いリピートオーダー率につながっていく（流通額の約70%がリピートオーダー）。そこに認知向上による新規ユーザーの獲得が積み上がることで流通額の高い成長が持続可能と当社では考えている。

通常、Eコマースの領域では新規顧客獲得に多額のマーケティング費用を投下することが多い。しかし、このビジネスモデルではプロジェクト実行者が自らSNSなどを通じてプロモーションを行うケースが多く、これまで多額のマーケティング費用を必要としてこなかった。だが、今後はマクアケ自体の認知度を引き上げていく必要性からマスメディアを使ったプロモーション活動が増えていくだろう。同社は当面売上高営業利益率15%を目指し、その水準を上回る部分は将来に向けた投資に充当していく考えである。

2021年1月20日には、世界最大級と目される「Indigogo」との業務提携を発表した。これまで韓国「Wadiz」、中国「造点新貨」、台湾「citiesocial」などと業務提携し、相互紹介を行ってきたが、237の国と地域から月間1,800万人が集まる「Indigogo」と業務提携したこと、Makuakeのプロジェクト実行者の海外進出、Indigogoで成功した実行者の日本参入サポートが可能になる。消費者にとっては商品選択の幅が広がる。ただし、現段階でこの動きが同社の海外進出に与える影響は未知数である。

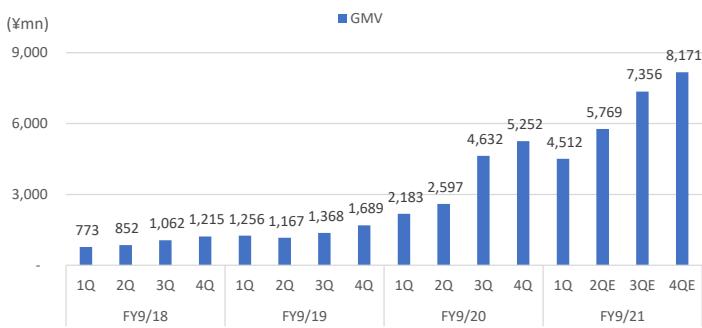
同社は現代表取締役社長の中山亮太郎氏、現取締役の坊垣佳奈氏および木内文昭氏の3名で創業された。3名ともサイバーエージェント(4751)の出身。中山氏は周りの人間の能力を引き出すことに長けており、ビジョンへの共感が強い組織が築かれていると当社では評している。

## リスクファクター

マクアケがこれまで築き上げてきた信頼が成長の源泉になっている。そのため、その信頼が崩れるような事象が発生した場合、プロジェクト実行者が他サイトに売り場を変更するリスク、リピートオーダーが低下するリスクが生じる可能性がある。

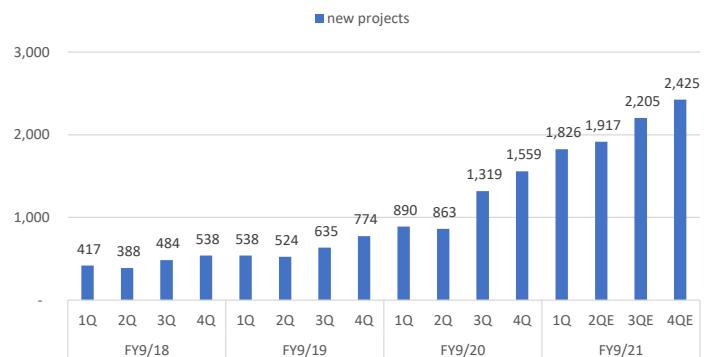
「マクアケに行けば自分が納得できる商品がある」という信頼を維持し続けるためには、キュレーターの目利き力維持が求められよう。それだけでなく、流通額拡大によりさまざまな領域で人員を拡充していく必要がある。3人の創業メンバーを中心に規模を拡大してきたが、今後は組織力のさらなる向上が求められる。仮に人的リソースに不足が生じた場合、流通額の成長率も鈍化してしまう可能性がある。以上、2点を下方リスクとして挙げる。

図表 77: 流通額（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 78: 揭載開始数（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 12,000 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 65%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.85、ERP5.36%、WACC10.1%、永久成長率 3.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビューポート、アンレバードベータは Damodaran database, Retail (Special Lines), Japan を適用。WACC は、ゼロ次流通市場規模がまだ小さいことを考慮しサイズプレミアム 5.5%を付加した 10.1%とし、永久成長率は利益ベースの CAGR が高水準であることに鑑み 3.5%とした。同株価水準は 25/9 期予想 PER32 倍に相当する。

図表 79: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	734	1,111	2,189	3,835	6,309	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(243)	(261)	(337)	(470)	(672)	アンレバードβ 0.85%
= EBIT	490	849	1,852	3,365	5,637	目標D/Eレシオ 0.0%
-) EBITに対する税金	(136)	(238)	(519)	(942)	(1,578)	実効税率 27.8%
税率	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	レバードβ 0.9
= NOPAT	354	612	1,334	2,423	4,059	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	1,972	2,001	3,002	4,373	6,380	サイズプレミアム 5.5%
+) 減価償却	243	261	337	470	672	株主資本コスト 10.1%
-) 設備投資	(115)	(162)	(234)	(338)	(491)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(25)	(26)	(39)	(56)	(82)	株主資本コスト 10.1%
+/- Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	資本/資産比率 100.0%
+/- Δその他非流動負債	25	26	39	56	82	負債コスト (税考慮後) 0.0%
= FCF	2,454	2,712	4,439	6,927	10,621	負債/資産比率 0.0%
						WACC 10.1%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	20,498
永久成長率	3.5%
最終年度FCF	10,621
ターミナルバリュー	166,403
ターミナルバリューの現在価値	121,704
<b>EV</b>	<b>142,202</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	43.4
ターミナルバリュー/企業価値	85.6%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	5,109
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-78
-非支配持分	-
<b>計</b>	<b>5,032</b>
株式価値	
永久成長率法	147,234
希薄化後株式総数	12
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>12,054</b>

出所：クレディ・スイス予想

図表 80:業績サマリー

## Makuake(4479) 業績サマリー

2月15日 時点(円)	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA	P/E (x)
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比		
<b>通期</b>												
20/9 実	3,225	▲140.0%	510	▲311.3%	512	▲303.1%	369	▲314.6%	33.0	▲270.7%	-	-
21/9 CS 予 (新)	5,465	▲69.5%	734	▲43.9%	732	▲42.9%	527	▲42.7%	43.1	▲30.6%	128.3	200.1
会社予	5,172	▲60.4%	620	▲21.6%	617	▲20.5%	450	▲22.0%	38.6	▲16.9%	NA	224.7
IBES 予	5,648	▲75.1%	748	▲46.7%	748	▲46.1%	542	▲46.9%	46.4	▲40.6%	130.6	186.5
22/9 CS 予 (新)	7,738	▲41.6%	1,111	▲51.4%	1,109	▲51.5%	798	▲51.5%	65.3	▲51.5%	82.4	132.1
IBES 予	8,657	▲53.3%	1,045	▲39.7%	1,046	▲39.8%	755	▲39.3%	64.7	▲39.4%	112.0	133.9
23/9 CS 予 (新)	11,148	▲44.1%	2,189	▲97.1%	2,187	▲97.3%	1,575	▲97.3%	128.9	▲97.3%	39.8	66.9
IBES 予	15,240	▲76.0%	2,021	▲93.4%	2,022	▲93.3%	1,462	▲93.6%	125.3	▲93.6%	123.7	69.2

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/9期 1Q（1月26日開示）は、売上高 993 百万円（前年同期比 91%増）、営業利益 152 百万円（同 48%増）となった。流通総額が前年同期比 107%増の 4,512 百万円まで伸長したことが全体業績をけん引した。収益面では、米国 Indiegogo との連携を深めることに先立ち、品質保証体制を強化（具体的には品質保証担当者を中心に従業員数を 21/9 期末 65 名から 100 名強に拡大）したため、営業増益率は増収率を下回った。株価は成長率鈍化を嫌気して下落したが、当社はこの取り組みが成長可能性の引き上げにつながるものとして評価している。

21/9 期は、売上高 5,465 百万円（前期比 69%増）、営業利益 734 百万円（同 44%増）を予想する。流通総額の前提是 25,808 百万円（同 76%増）。会社計画の過達確度は高いと考える。潜在市場に対する同社のシェアは依然として低いことから、消費者に向けた積極的なプロモーションを継続することに加え、急成長に耐えうる組織を早期に構築するために人材採用を積極的に行うことを織り込んだ。

22/9 期以降も認知度向上を背景に年率 47%で流通額が成長していくことを予想する。それに伴い売上高も年率 44%で成長していくだろう。営業利益は年率 71%での成長を想定。24/9 期までは流通額の 5-7%をプロモーションに投下することでゼロ次流通の浸透を図っていくが、流通額が 1,000 億円に到達する 25/9 期以降は自律成長モデル確立により LTV/CPA の上昇が起き得ることを見込む。

図表 81:損益計算書

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
(¥mn)			E	E	E	E	E
<b>損益計算書(非連結)</b>							
<b>売上高</b>	<b>1,344</b>	<b>3,225</b>	<b>5,465</b>	<b>7,738</b>	<b>11,148</b>	<b>16,115</b>	<b>23,363</b>
%YoY	40.3%	139.9%	69.4%	41.6%	44.1%	44.6%	45.0%
<b>売上原価</b>	<b>259</b>	<b>569</b>	<b>1,037</b>	<b>1,548</b>	<b>2,230</b>	<b>3,223</b>	<b>4,673</b>
% of Sales	19.3%	17.6%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>売上総利益</b>	<b>1,085</b>	<b>2,656</b>	<b>4,428</b>	<b>6,190</b>	<b>8,918</b>	<b>12,892</b>	<b>18,690</b>
%YoY	38.0%	144.7%	66.7%	39.8%	44.1%	44.6%	45.0%
% of Sales	80.7%	82.4%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
% of GMV	19.8%	18.1%	17.2%	16.3%	16.0%	15.7%	15.5%
<b>販管費</b>	<b>961</b>	<b>2,146</b>	<b>3,694</b>	<b>5,080</b>	<b>6,729</b>	<b>9,057</b>	<b>12,381</b>
%YoY	51.9%	123.4%	72.1%	37.5%	32.5%	34.6%	36.7%
% of Sales	71.5%	66.5%	67.6%	65.6%	60.4%	56.2%	53.0%
人件費	-	541	817	1,126	1,241	1,359	1,482
広告関連費用	168	862	1,700	2,223	2,945	3,959	5,402
減価償却費	31	-	-	-	-	-	-
その他	762	743	1,177	1,730	2,544	3,739	5,496
<b>EBITDA</b>	<b>155</b>	<b>510</b>	<b>734</b>	<b>1,111</b>	<b>2,189</b>	<b>3,835</b>	<b>6,309</b>
%YoY	-11.6%	228.3%	43.8%	51.4%	97.1%	75.2%	64.5%
% of Sales	11.6%	15.8%	13.4%	14.4%	19.6%	23.8%	27.0%
<b>営業利益</b>	<b>125</b>	<b>510</b>	<b>734</b>	<b>1,111</b>	<b>2,189</b>	<b>3,835</b>	<b>6,309</b>
%YoY	-19.1%	308.5%	43.8%	51.4%	97.1%	75.2%	64.5%
% of Sales	9.3%	15.8%	13.4%	14.4%	19.6%	23.8%	27.0%
% of GMV	2.3%	3.5%	2.8%	2.9%	3.9%	4.7%	5.2%
<b>営業外収益</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>営業外費用</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>経常利益</b>	<b>127</b>	<b>512</b>	<b>732</b>	<b>1,109</b>	<b>2,187</b>	<b>3,833</b>	<b>6,307</b>
%YoY	-18.5%	302.2%	42.9%	51.5%	97.3%	75.2%	64.6%
% of Sales	9.5%	15.9%	13.4%	14.3%	19.6%	23.8%	27.0%
<b>特別利益</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>特別損失</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>127</b>	<b>512</b>	<b>732</b>	<b>1,109</b>	<b>2,187</b>	<b>3,833</b>	<b>6,307</b>
<b>法人税等</b>	<b>38</b>	<b>142</b>	<b>205</b>	<b>310</b>	<b>612</b>	<b>1,073</b>	<b>1,766</b>
Tax rate	30.1%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>当期純利益</b>	<b>89</b>	<b>370</b>	<b>527</b>	<b>798</b>	<b>1,575</b>	<b>2,760</b>	<b>4,541</b>
<b>非支配株主に帰属する当期純利益</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>89</b>	<b>370</b>	<b>527</b>	<b>798</b>	<b>1,575</b>	<b>2,760</b>	<b>4,541</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 82: 主要指標

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
		E	E	E	E	E	E
税込応援購入総額 (GMV)	5,480	14,664	25,808	37,938	55,769	81,980	120,511
掲載開始数 (件)	2,471	4,631	8,374	11,723	16,412	22,977	32,168
人件費	-	541	817	1,126	1,241	1,359	1,482
ブランディング広告費	-	350	800	900	1,000	1,100	1,200
販促費	-	511	900	1,323	1,945	2,859	4,202
回収手数料その他	-	743	1,177	1,730	2,544	3,739	5,496
<b>設備投資額</b>	<b>224</b>	<b>220</b>	<b>273</b>	<b>387</b>	<b>557</b>	<b>806</b>	<b>1,168</b>
有形固定資産の取得による支出	56	7	115	162	234	338	491
無形資産の取得による支出	167	213	158	224	323	467	677
<b>減価償却費</b>	<b>31</b>	<b>65</b>	<b>243</b>	<b>261</b>	<b>337</b>	<b>470</b>	<b>672</b>
EPS	8.9	33.0	43.1	65.3	128.9	225.9	371.8
BPS	28.6	228.2	576.7	642.1	771.0	997.0	1,368.7
DPS	-	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>160</b>
外、平均臨時雇用者数	3	-	-	-	-	-	-

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 83: 貸借対照表

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
		E	E	E	E	E	E
<b>貸借対照表(¥mn)</b>							
<b>流動資産</b>	<b>1,079</b>	<b>5,648</b>	<b>12,248</b>	<b>15,285</b>	<b>20,185</b>	<b>27,773</b>	<b>39,351</b>
現預金	879	5,109	11,335	13,993	18,324	25,082	35,451
売上債権（受取手形+売掛金）	195	530	899	1,272	1,833	2,650	3,841
その他の流動資産	5	8	14	20	28	41	59
<b>固定資産</b>	<b>320</b>	<b>513</b>	<b>543</b>	<b>669</b>	<b>889</b>	<b>1,225</b>	<b>1,720</b>
有形固定資産	50	47	133	215	320	465	675
無形固定資産	201	356	300	343	459	650	935
投資その他の資産	69	110	110	110	110	110	110
繰延資産	-	12	10	8	5	3	0
<b>資産合計</b>	<b>1,399</b>	<b>6,173</b>	<b>12,801</b>	<b>15,961</b>	<b>21,079</b>	<b>29,000</b>	<b>41,072</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,099</b>	<b>3,472</b>	<b>5,694</b>	<b>8,030</b>	<b>11,535</b>	<b>16,640</b>	<b>24,088</b>
仕入債務	-	-	-	-	-	-	-
短期有利子負債	78	78	78	78	78	78	78
未払金	131	793	1,344	1,904	2,742	3,964	5,747
預り金	801	2,346	3,974	5,627	8,107	11,720	16,991
未払法人税等	32	155	128	181	261	378	548
その他の流動負債	58	100	170	240	346	500	725
<b>固定負債</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>62</b>	<b>88</b>	<b>127</b>	<b>183</b>	<b>265</b>
<b>純資産の部</b>							
資本金	133	1,137	3,059	3,059	3,059	3,059	3,059
資本剰余金	133	1,137	3,059	3,059	3,059	3,059	3,059
利益剰余金	19	389	916	1,714	3,289	6,048	10,590
自己株式	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
株主資本合計	285	2,663	7,034	7,832	9,407	12,167	16,708
その他の包括利益累計額	-	-	-	-	-	-	-
新株予約権	-	10	10	10	10	10	10
非支配株主持分	-	-	-	-	-	-	-
<b>純資産合計</b>	<b>285</b>	<b>2,673</b>	<b>7,045</b>	<b>7,843</b>	<b>9,418</b>	<b>12,177</b>	<b>16,719</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>1,399</b>	<b>6,173</b>	<b>12,801</b>	<b>15,961</b>	<b>21,079</b>	<b>29,000</b>	<b>41,072</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 84: キャッシュフロー計算書

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>キャッシュフロー計算書(¥mn)</b>							
税金等調整前当期純利益	127	512	732	1,109	2,187	3,833	6,307
減価償却費	31	65	243	261	337	470	672
運転資本の増減額	(55)	(336)	(368)	(374)	(561)	(817)	(1,192)
その他の増減	344	2,379	2,280	2,386	3,565	5,178	7,542
<b>小計</b>	<b>446</b>	<b>2,612</b>	<b>2,887</b>	<b>3,382</b>	<b>5,529</b>	<b>8,664</b>	<b>13,330</b>
利息の支払額	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
法人所得税の支払額	(58)	(47)	(205)	(310)	(612)	(1,073)	(1,766)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>388</b>	<b>2,564</b>	<b>2,682</b>	<b>3,071</b>	<b>4,916</b>	<b>7,591</b>	<b>11,564</b>
有形固定資産の取得による支出	(56)	(7)	(115)	(162)	(234)	(338)	(491)
無形資産の取得による支出	(167)	(213)	(158)	(224)	(323)	(467)	(677)
その他	(0)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(224)</b>	<b>(248)</b>	<b>(301)</b>	<b>(414)</b>	<b>(585)</b>	<b>(833)</b>	<b>(1,195)</b>
借入・社債調達増減	20	(78)	-	-	-	-	-
エクイティ調達増減	-	1,991	3,845	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	-	(0)	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>20</b>	<b>1,913</b>	<b>3,845</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	185	4,230	6,226	2,657	4,331	6,758	10,368
その他（連結の範囲の変更等）	-	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>879</b>	<b>5,109</b>	<b>11,335</b>	<b>13,993</b>	<b>18,324</b>	<b>25,082</b>	<b>35,451</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# Zホールディングス

## Neutral で新規カバレッジ開始：スーパー アプリの実現可能性を見極めたい

インターネットインフラサービス | インターネット

4689.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

710

Neutral<sup>[V]</sup>

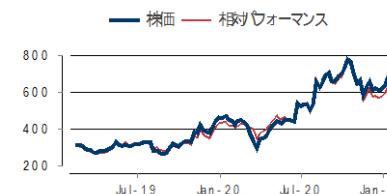
- アクション：**Zホールディングス（4689、以下「同社」）を目標株価 710 円、投資評価 Neutral でカバレッジを開始する（潜在リターン 6.5%）。現株価との乖離は大きいが、2021 年 3 月に予定されている LINE との統合後の未来予想図が不明瞭であることを考慮した。
- インベストメントオーバービュー：**同社グループの中核であるヤフージャパンは検索エンジンという領域においては Google に敗れたものの、未だ高い集客力を誇るポータルサイトとして存在し続けている。LINE との経営統合後には、リアルとネットのサービスを横断したポータルサイトにステップアップすることになる。日本初のスーパー アプリ誕生となるか否かに当面は注目していきたい。
- 業績予想：**当社では 21/3 期営業利益を 1,653 億円と予想。売上高は会社計画線で着地してこよう。収益面では、同社の下期注力領域への積極投資を前提にした計画に対し、当社は上期に実施した不要不急の費用抑制が 3Q も持続する前提とした。22/3 期以降については、LINE との統合完了後に予定している新戦略説明会でどのような見通しを打ち出すかを待ちたい。
- バリュエーション/リスク：**目標株価 710 円は、20/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 8%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 1.5%）から算出。同株価水準は 21/3 期予想 PER71 倍に相当する。上方リスクとしては 1) 当社想定以上に早くスーパー アプリ化が実現すること、2) リアルとネットの融合したデータ活用による収益化が早期に立ち上がりこと、下方リスクとしては 1) LINE との統合再延期、2) 景況感悪化による広告事業の伸び悩み、などが挙げられよう。そのほか、ソフトバンクグループ（9984）の事業戦略変更は上方ないし下方双方のリスクにつながる可能性がある。

### 財務サマリー

年度	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
売上高 (十億円)	1,052.9	1,170.4	1,242.9	1,351.6
営業利益 (十億円)	152.3	165.4	201.9	214.5
税前利益 (十億円)	135.7	144.7	179.9	192.2
当期利益 (十億円)	81.7	76.3	95.7	102.2
EPS (円)	16.9	10.0	12.6	13.5
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	16.6	19.8	24.7
EPS 成長率 (%)	14.5	(40.5)	25.4	6.9
PER (x)	20.6	66.3	52.9	49.5
配当利回り (%)	2.55	0.83	1.05	1.12
EV/EBITDA (x)	7.9	12.7	10.9	10.2
PBR (x)	2.1	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	10.3	4.4	3.5	3.7
純負債/株主資本 (%)	26.7	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは ¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	-7.1	15.2	47.5
複(%)	-12.3	2.6	32.8

## Z ホールディングス (4689)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥667 (upside: 6%)

目標株価: ¥710

投資評価: Neutral

損益計算書(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
売上高	1,052.9	1,170.4	1,242.9	1,351.6
EBITDA	234.5	273.1	309.2	322.0
営業利益	152.3	165.4	201.9	214.5
税前利益	135.7	144.7	179.9	192.2
当期利益	81.7	76.3	95.7	102.2
キャッシュフロー(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
営業キャッシュフロー	243.3	118.2	299.4	249.0
減価償却費	82.3	107.7	107.3	107.5
投資キャッシュフロー	(503.0)	(214.6)	(220.5)	(229.3)
設備投資	(85.1)	(94.6)	(100.5)	(109.3)
フリー・キャッシュフロー	(259.8)	(96.4)	79.0	19.8
財務キャッシュフロー	593.4	2,059.9	(73.5)	(59.1)
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	(45.0)	(42.2)	(52.9)	(56.6)
現金及び現金同等物の増減	333.7	1,963.5	5.5	(39.4)
貸借対照表(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
現金及び現金同等物	880.1	2,843.6	2,849.1	2,809.7
売掛金	0.0	0.0	0.0	0.0
棚卸資産	20.9	21.3	22.6	23.8
その他の流動資産	1,507.8	1,809.9	1,859.9	1,924.4
流動資産合計	2,408.8	4,674.8	4,731.7	4,757.9
有形固定資産	131.2	156.3	181.2	207.2
投資	-	-	-	-
無形固定資産	1,185.7	1,143.3	1,111.5	1,087.4
その他の固定資産	208.2	225.8	236.6	252.6
資産合計	3,933.9	6,200.2	6,261.0	6,305.1
買掛金	487.2	541.6	575.1	625.4
短期借入金	1,086.4	1,250.2	1,161.5	1,028.9
その他の流動負債	1,312.4	1,418.0	1,480.6	1,550.0
流動負債合計	2,886.1	3,209.8	3,217.2	3,204.4
長期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他固定負債	0.0	0.0	0.0	0.0
負債合計	2,886.1	3,209.8	3,217.2	3,204.4
株主資本	771.5	2,705.6	2,748.4	2,794.0
少数株主持分	276.3	284.7	295.4	306.7

主要財務指標	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
成長率(%)				
売上高	10.3	11.2	6.2	8.7
営業利益	8.4	8.6	22.1	6.3
EPS	14.5	(40.5)	25.4	6.9
マージン(%)				
粗利率	59.7	63.3	63.3	64.5
EBITDA率	22.3	23.3	24.9	23.8
営業利益率	14.5	14.1	16.2	15.9
デュポン分析				
ROE(%)	10.3	4.4	3.5	3.7
当期利益率(%)	7.8	6.5	7.7	7.6
総資産回転率	0.3	0.2	0.2	0.2
財務レバレッジ	5.1	2.3	2.3	2.3
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	19.6	43.6	43.9	44.3
ネットD/Eレシオ	0.3	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	4,762.4	7,595.0	7,595.0	7,595.0
EPS	16.9	10.0	12.6	13.5
BPS	162.0	356.2	361.9	367.9
DPS	8.9	5.6	7.0	7.4
配当性向(%)	52.5	55.3	55.3	55.3
バリュエーション(x)				
PER	20.6	66.3	52.9	49.5
PBR	2.1	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	7.9	12.7	10.9	10.2
配当利回り(%)	2.5	0.8	1.0	1.1
FCF利回り(%)	9.5	0.5	3.9	2.8

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（Zホールディングス）

1996年1月にインターネット上の情報検索サービスの提供を日本で行うことを目的に設立されたヤフーが前身。2019年10月、商号をZホールディングスに変更し、持株会社体制に移行した。同社の親会社はソフトバンクグループ（45.5%所有）。2021年3月にはLINEとの経営統合が予定されている（2019年12月にはLINEとの経営統合に関する最終合意を締結）。そのほか、アスクル（2678）、一休、ZOZO（3092）などが傘下企業として名を連ねる。

主な事業領域は、コマース関連サービス（ヤフオク、Yahoo!ショッピング、アスクル、ZOZOなど）、Yahoo!プレミアム等の会員向けサービス、クレジットカード等の決済金融関連サービス、検索連動型広告やディスプレイ広告等の広告関連サービス。

同社グループの中核であるヤフージャパンは検索エンジンという領域においてはGoogleの前に敗れた。しかし、すべての情報が集まる場を提供することで、未だ高い集客力を誇るポータルサイトとして存在し続けている。2021年3月に予定されているLINEとの経営統合によって、リアルとネットのサービスを横断したポータルサイトにステップアップすることになる。中国では既にアリババやテンセントが生活に必要なあらゆるサービスを提供する存在として君臨するが、日本においても同様のスーパーAPIが生み出される可能性を秘めている。

コロナ禍は同社に対し、良い影響も悪い影響も与えた。巣ごもり消費拡大によるEコマースの裾野拡大、キャッシュレス化の浸透、オンラインメディアの利用増がみられた一方、広告出稿意欲の減退、O2O事業の取扱い減少などが起きた。これまで事業領域が広いが故にコングロマリットディスカウントを敬遠されていた面もあるが、コロナ禍においては幅広い事業領域を持つポートフォリオ経営が奏功した。

ネット決済で広がったキャッシュレス化の流れがリアルにも広がっていることが同社にとって追い風になる可能性がある。ネット上の個人IDを豊富に有するのが同社の強みだったが、今後PayPayを通じてリアルの場での個人IDも含めて決済と結びつけることができれば、日本における地位は一気に高まる可能性がある。

同社は、中長期の目標として24/3期に過去最高益となる2,250億円の実現を掲げているが、その前提になっているのがオンラインとオフラインのデータ統合である。これまで検索、メディア、コマース、決済と多岐に亘るサービスを一貫して提供する中で、Yahoo! JAPAN IDを通じてさまざまな行動履歴の把握に努めてきた。そこにPayPayの利用基盤が加わることで、リアルとネット双方の行動分析に基づいたサービスを提供し、収益の拡大を図ろうとしている。加えて、LINEとの経営統合が目前に迫っている。経営統合後の事業戦略については、今後開催が予定されている戦略発表会を待つことになろうが、コミュニケーションツールを活用した統合マーケティングソリューションの展開に当社は期待している。

## リスクファクター

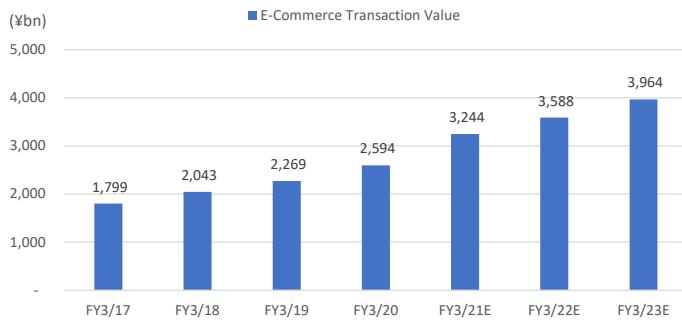
事業領域が広いが故に、マクロ動向の影響を受けやすいものの、21/3期 3Qまではポートフォリオ経営が奏功し、堅調に推移した。さらに今後はメッセージアプリ日本最大手 LINEとの経営統合が控えている。この統合により ID や決済の融合がリアルとネットの間でシームレスに機能するようになった場合、成長可能性の高まりにより許容されるバリュエーション水準が引き上げられる可能性がある（上方リスク）。

あらゆる情報が集まる場所として Yahoo!JAPAN は日本国内において一定のネットワーク外部性を保持している。しかし、ネットワーク外部性は永続的なものではなく、テクノロジーの進歩、メインユーザーの世代交代という脅威が常に付きまとっている。この進歩・変化についていけなくなった場合、企業価値を棄損する可能性がある。

世界的に IT プラットフォーマーを規制する動きが強まる中、日本においても 2020 年に成立した「特定デジタルプラットフォームの透明性および公正性の向上に関する法律」に基づき、国内流通総額 3,000 億円以上の規模のオンラインモール運営事業者を規制対象にする動きがみられる。2021 年春にも運用が開始されると目されている。Yahoo!ショッピングを有する同社は規制の対象となる可能性が高いことから、今後の動向には留意を要する。以上、2 点を下方リスクとして挙げる。

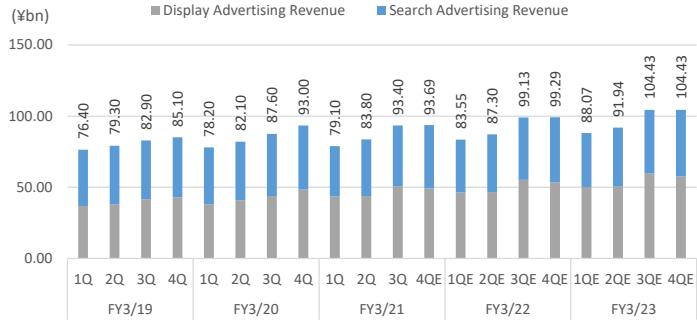
ソフトバンクグループとはさまざまな事業連携を行っている。親子間での役員を兼務している実態もある。そのため、ソフトバンクグループ各社の事業戦略変更は同社にとって上方リスクにも下方リスクにもなり得るだろう。

**図表 85: E コマース取扱高推移（通期）**



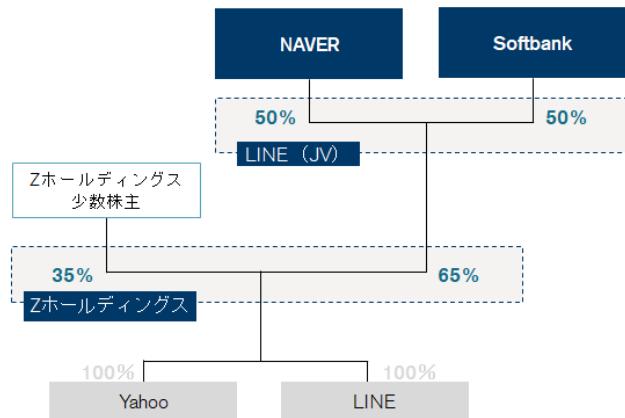
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 86: 広告関連売上収益（四半期）**



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 87: 株主構成（経営統合後）



出所：会社資料、クレディ・スイス

## バリュエーション

目標株価 710 円は、20/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 8%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 1.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については日本において最大級の集客力を誇るインターネット企業であることからサイズプレミアムは 0%とし、LINEとの経営統合後の成長可能性に鑑み（当社業績予想には LINEとの経営統合による影響を一部しか織り込んでいない）永久成長率は 1.5%とした。同株価水準は 21/3 期予想 PER71 倍に相当する。

図表 88: DCF バリュエーション表

フリーキャッシュフロー(FCF)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	株主資本コスト
EBITDA	273,079	309,200	321,978	336,688	353,479	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(107,728)	(107,307)	(107,454)	(108,410)	(110,200)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	165,351	201,893	214,525	228,278	243,278	目標D/Eレシオ 124.0%
-) EBITに対する税金	(58,748)	(70,663)	(75,084)	(79,897)	(85,147)	実効税率 35.5%
税率	35.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	レバードβ 2.6
= NOPAT	106,604	131,231	139,441	148,381	158,131	株式リスクプレミアム 5.36%
+/-) Δ運転資本	(203,773)	9,875	(2,350)	(2,471)	(2,593)	サイズプレミアム 0.0%
+) 減価償却	107,728	107,307	107,454	108,410	110,200	株主資本コスト 14.0%
-) 設備投資	(38,195)	(40,560)	(44,106)	(48,070)	(52,514)	株主資本コスト 14.0%
+/-) Δその他非流動資産	(17,390)	(10,728)	(16,085)	(17,983)	(20,156)	資本/資産比率 44.6%
+/-) Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	負債コスト(税考慮後) 0.8%
+/-) Δその他非流動負債	0	0	0	0	0	負債/資産比率 55.4%
= FCF	(45,027)	197,124	184,354	188,265	193,069	WACC 6.7%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	659,202
永久成長率	1.5%
最終年度FCF	193,069
ターミナルバリュー	3,772,729
ターミナルバリューの現在価値	3,174,795
<b>EV</b>	<b>3,833,997</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	10.7
ターミナルバリュー/企業価値	82.8%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	880,100
+持分法で会計処理されている投資	8,567
-金融負債	(1,086,436)
-非支配持分	(276,274)
<b>計</b>	<b>(474,043)</b>
株式価値	
Exitマルチプル法	2,719,104
永久成長率法	3,359,954
希薄化後株式総数	4,762
<b>永久成長率法(1株当たり)</b>	<b>706</b>

出所: クレディ・スイス予想

図表 89: 業績サマリー

Z Holdings(4689) 業績サマリー		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA	P/E
2月15日 時点(円)	¥667	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比	(x)	(x)
<b>連結通期</b>													
20/3 実	1,052,943	10.3%	152,276	8.4%	135,676	10.0%	81,675	3.8%	16.9	14.5%	-	-	-
<b>21/3 CS 予 (新)</b>	<b>1,170,418</b>	<b>11.2%</b>	<b>165,351</b>	<b>8.6%</b>	<b>144,668</b>	<b>6.6%</b>	<b>76,321</b>	<b>-6.6%</b>	<b>10.0</b>	<b>-40.5%</b>	<b>12.7</b>	<b>66.3</b>	
会社予	1,140,000	8.3%	160,000	5.1%	NA		NA						
IBES 予	1,181,491	12.2%	171,904	12.9%	148,489	9.4%	84,674	3.7%	16.6	-1.5%	12.9	40.1	
<b>22/3 CS 予 (新)</b>	<b>1,242,893</b>	<b>6.2%</b>	<b>201,893</b>	<b>22.1%</b>	<b>179,873</b>	<b>24.3%</b>	<b>95,673</b>	<b>25.4%</b>	<b>12.6</b>	<b>25.4%</b>	<b>10.9</b>	<b>52.9</b>	
IBES 予	1,348,574	14.1%	198,201	15.3%	176,388	18.8%	106,897	26.2%	19.8	18.9%	10.9	33.7	
<b>23/3 CS 予 (新)</b>	<b>1,351,554</b>	<b>8.7%</b>	<b>214,525</b>	<b>6.3%</b>	<b>192,204</b>	<b>6.9%</b>	<b>102,231</b>	<b>6.9%</b>	<b>13.5</b>	<b>6.9%</b>	<b>10.2</b>	<b>49.5</b>	
IBES 予	1,478,918	9.7%	236,890	19.5%	216,572	22.8%	134,631	25.9%	24.7	25.1%	9.1	27.0	

出所: 会社資料、Refinitive、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/3期 3Q（10-12月）の売上収益は3,165億円（前年同期比15%増）、営業利益は439億円（同8%減）となった。物販取扱高（ショッピング事業）とサービス系取扱高を中心にEコマース取扱高が同33%増の9,182億円と伸長したことが全体業績をけん引した。収益面では、クレジットカード事業の既存システム刷新に伴う除却損を計上したほか、Eコマース事業および決済事業への積極投資を継続したことから、減益となった。上期は利益重視の経営戦略だったが、3Q以降は一転来期以降も見据えた積極投資を行っている。

21/3期 4Q（1-3月）は、売上収益2,966億円（前年同期比1%増）、営業利益231億円（同18%減）を予想する。前年同期に一部コロナ禍による巣ごもり需要が計上されていたことから、今4Qの伸び率は限定的なものになるだろう。収益面では、3Q同様積極的な投資を実行することから、前年同期並みの営業利益を維持することは難しいだろう。ただし、通期会社計画（売上高1兆1,400億円、営業利益1,600億円）の達成確度は高いと考える。

22/3期以降については年率9%での利益成長を予想したが、2021年3月に予定されているLINEとの経営統合後の戦略をほぼ織り込めていない。3月開催予定の新戦略説明会如何で見通しが大きく変わる可能性がある（情報量が少ないため、現予想にはLINE連結化をほぼ織り込んでいない）。

図表 90: 連結損益計算書

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
(¥mn)	E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書</b>							
<b>売上収益</b>	<b>954,714</b>	<b>1,052,936</b>	<b>1,170,418</b>	<b>1,242,893</b>	<b>1,351,554</b>	<b>1,473,040</b>	<b>1,609,204</b>
%YoY	6.4%	10.3%	11.2%	6.2%	8.7%	9.0%	9.2%
コマース事業	649,632	715,386	833,220	890,554	984,149	1,089,770	1,209,250
メディア事業	303,472	336,003	337,072	353,551	368,617	384,482	401,166
その他	9,908	8,004	6,783	6,400	6,400	6,400	6,400
Adjustment	(8,299)	(6,457)	(6,659)	(7,612)	(7,612)	(7,612)	(7,612)
<b>売上原価</b>	<b>(408,912)</b>	<b>(424,463)</b>	<b>(429,036)</b>	<b>(455,869)</b>	<b>(479,740)</b>	<b>(506,579)</b>	<b>(536,828)</b>
% of Sales	-42.8%	-40.3%	-36.7%	-36.7%	-35.5%	-34.4%	-33.4%
<b>売上総利益</b>	<b>545,802</b>	<b>628,473</b>	<b>741,382</b>	<b>787,024</b>	<b>871,813</b>	<b>966,462</b>	<b>1,072,376</b>
%YoY	6.0%	15.1%	18.0%	6.2%	10.8%	10.9%	11.0%
% of Sales	57.2%	59.7%	63.3%	63.3%	64.5%	65.6%	66.6%
<b>販管費</b>	<b>(413,249)</b>	<b>(476,204)</b>	<b>(566,113)</b>	<b>(568,450)</b>	<b>(619,922)</b>	<b>(677,636)</b>	<b>(742,509)</b>
%YoY	-	-	-	-	-	-	-
% of Sales	-43.3%	-45.2%	-48.4%	-45.7%	-45.9%	-46.0%	-46.1%
人件費	-	(108,567)	(133,975)	(138,270)	(142,448)	(146,694)	(151,012)
広告関連費用（販売促進費）	-	(82,104)	(93,892)	(99,706)	(108,423)	(118,169)	(129,092)
減価償却費	(52,498)	(82,254)	(107,728)	(107,307)	(107,454)	(108,410)	(110,200)
その他	(360,751)	(203,279)	(230,518)	(223,167)	(261,598)	(304,363)	(352,205)
<b>子会社売却益</b>	<b>7,977</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>EBITDA</b>	<b>193,026</b>	<b>234,523</b>	<b>273,079</b>	<b>309,200</b>	<b>321,978</b>	<b>336,688</b>	<b>353,479</b>
%YoY	-16.2%	21.5%	16.4%	13.2%	4.1%	4.6%	5.0%
% of Sales	20.2%	22.3%	23.3%	24.9%	23.8%	22.9%	22.0%
<b>営業利益</b>	<b>140,528</b>	<b>152,269</b>	<b>165,351</b>	<b>201,893</b>	<b>214,525</b>	<b>228,278</b>	<b>243,278</b>
%YoY	-24.4%	8.4%	8.6%	22.1%	6.3%	6.4%	6.6%
% of Sales	14.7%	14.5%	14.1%	16.2%	15.9%	15.5%	15.1%
<b>コマース事業</b>	<b>55,795</b>	<b>76,362</b>	<b>108,958</b>	<b>113,354</b>	<b>125,267</b>	<b>138,711</b>	<b>153,919</b>
%YoY	-25.9%	36.9%	42.7%	4.0%	10.5%	10.7%	11.0%
% of Sales	8.6%	10.7%	13.1%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
<b>メディア事業</b>	<b>141,018</b>	<b>157,030</b>	<b>147,762</b>	<b>173,827</b>	<b>181,608</b>	<b>189,814</b>	<b>198,457</b>
%YoY	-16.6%	11.4%	-5.9%	17.6%	4.5%	4.5%	4.6%
% of Sales	46.5%	46.7%	43.8%	49.2%	49.3%	49.4%	49.5%
<b>その他</b>	<b>10,225</b>	<b>(4,669)</b>	<b>(2,708)</b>	<b>(4,500)</b>	<b>(4,500)</b>	<b>(4,500)</b>	<b>(4,500)</b>
%YoY	455.7%	-	-	-	-	-	-
% of Sales	103.2%	-58.3%	-39.9%	-70.3%	-70.3%	-70.3%	-70.3%
Adjustment	(66,511)	(76,454)	(88,661)	(80,788)	(87,851)	(95,748)	(104,598)
他の営業外収益	1,320	12,954	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
他の営業外費用	(1,238)	(3,691)	(10,000)	(10,000)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
持分法による投資の売却損益	301	(1,319)	1,042	-	-	-	-
持分法による投資損益	(17,541)	(24,542)	(14,725)	(15,020)	(15,320)	(15,627)	(15,939)
税引前利益	123,370	135,676	144,668	179,873	192,204	205,651	220,339
法人所得税費用	(45,542)	(47,655)	(51,399)	(62,956)	(67,272)	(71,978)	(77,119)
Tax rate	36.9%	35.1%	35.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>当期利益</b>	<b>77,828</b>	<b>88,020</b>	<b>93,269</b>	<b>116,918</b>	<b>124,933</b>	<b>133,673</b>	<b>143,221</b>
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>78,677</b>	<b>81,675</b>	<b>76,321</b>	<b>95,673</b>	<b>102,231</b>	<b>109,384</b>	<b>117,196</b>
非支配持分	(848)	6,345	16,948	21,245	22,701	24,290	26,025

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 91: 主要指標

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
			E	E	E	E	E
Eコマース取扱高（十億円）	2,269	2,594	3,244	3,588	3,964	4,390	4,871
%YoY	11%	14%	25%	11%	10%	11%	11%
Total average take rate			26%	24%	23%	23%	23%
物販取扱高	1,877	2,147	2,661	2,911	3,152	3,415	3,701
%YoY	8%	14%	24%	9%	8%	8%	8%
リユース事業	815	804	847	895	958	1,025	1,097
%YoY	0%	-1%	5%	6%	7%	7%	7%
ショッピング事業	769	1,035	1,499	1,692	1,861	2,047	2,252
%YoY	23%	35%	45%	13%	10%	10%	10%
その他（物販）	50	50	50	51	53	54	55
%YoY	-19%	1%	0%	3%	2%	2%	2%
アスクルBtoB事業	243	258	264	272	281	289	298
%YoY	6%	6%	2%	3%	3%	3%	3%
サービス・デジタル取扱高	393	446	583	677	812	975	1,170
%YoY	27%	14%	31%	16%	20%	20%	20%
O2O事業	357	415	545	632	758	910	1,092
%YoY	30%	16%	31%	16%	20%	20%	20%
その他（サービス・デジタル）	35	31	38	45	54	65	78
%YoY	-1%	-11%	20%	20%	20%	20%	20%
広告関連売上収益	323.8	341.0	350.0	369.3	388.9	410.0	432.7
ディスプレイ広告	159.5	171.2	187.4	201.7	218.0	235.7	254.9
検索連動型広告	164.2	169.7	162.4	167.5	170.9	174.3	177.8
%YoY	11%	3%	-4%	3%	2%	2%	2%
<b>設備投資額</b>	<b>85,049</b>	<b>85,126</b>	<b>94,624</b>	<b>100,483</b>	<b>109,268</b>	<b>119,090</b>	<b>130,098</b>
有形固定資産の取得による支出	41,771	34,361	38,195	40,560	44,106	48,070	52,514
無形資産の取得による支出	43,278	50,765	56,429	59,923	65,162	71,019	77,584
<b>減価償却費及びのれん償却費</b>	<b>52,498</b>	<b>83,419</b>	<b>107,728</b>	<b>107,307</b>	<b>107,454</b>	<b>108,410</b>	<b>110,200</b>
EPS	14.7	16.9	10.0	12.6	13.5	14.4	15.4
BPS	160.96	162.01	356.24	361.87	367.88	374.31	381.20
DPS	8.86	8.86	5.56	6.97	7.45	7.97	8.54
<b>従業員数</b>	<b>12,999</b>	<b>14,502</b>	<b>14,843</b>	<b>15,143</b>	<b>15,443</b>	<b>15,743</b>	<b>16,043</b>
外、平均臨時雇用者数	-	-	-	-	-	-	-

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 92: 貸借対照表

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
貸借対照表(¥mn)		E	E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>1,858,464</b>	<b>2,408,807</b>	<b>4,674,831</b>	<b>4,731,662</b>	<b>4,757,936</b>	<b>4,848,045</b>	<b>4,897,099</b>
現金及び現金同等物	546,784	880,100	2,843,632	2,849,110	2,809,714	2,828,065	2,798,512
銀行事業のコールローン	20,000	-	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
営業債権及びその他の債権	328,281	386,799	429,956	456,580	496,497	541,126	591,146
棚卸資産	18,306	20,889	21,279	22,610	23,794	25,125	26,625
カード事業の貸付金	253,340	342,245	359,357	377,325	396,191	416,001	436,801
銀行事業の有価証券	419,551	415,809	468,573	468,573	468,573	468,573	468,573
銀行事業の貸付金	80,942	98,752	108,627	114,059	119,761	125,750	132,037
その他の金融資産	191,260	264,213	333,406	333,406	333,406	333,406	333,406
<b>非流動資産</b>	<b>571,131</b>	<b>1,525,097</b>	<b>1,525,399</b>	<b>1,529,304</b>	<b>1,547,203</b>	<b>1,575,866</b>	<b>1,615,920</b>
有形固定資産	133,867	131,215	156,288	181,219	207,203	234,554	263,612
使用権資産	-	106,304	102,052	102,052	102,052	102,052	102,052
のれん	175,301	400,034	373,365	348,474	325,242	303,560	283,322
無形資産	165,293	679,375	667,867	661,003	660,065	665,078	676,155
持分法で会計処理されている投資	24,510	8,567	8,834	8,834	8,834	8,834	8,834
繰延税金資産	34,551	43,739	43,739	43,739	43,739	43,739	43,739
その他の非流動資産	37,609	155,863	173,253	183,982	200,067	218,050	238,206
<b>資産合計</b>	<b>2,429,601</b>	<b>3,933,910</b>	<b>6,200,229</b>	<b>6,260,966</b>	<b>6,305,140</b>	<b>6,423,911</b>	<b>6,513,019</b>
<b>負債</b>	<b>1,519,077</b>	<b>2,886,086</b>	<b>3,209,841</b>	<b>3,217,218</b>	<b>3,204,374</b>	<b>3,262,139</b>	<b>3,285,883</b>
営業債務及びその他の債務	394,545	487,242	541,606	575,144	625,426	681,644	744,653
銀行事業の預金	768,613	903,118	1,083,742	1,137,929	1,194,825	1,254,566	1,317,295
有利子負債	215,212	1,086,436	1,250,209	1,161,503	1,028,948	956,742	839,044
その他の金融負債	8,683	10,157	10,157	10,157	10,157	10,157	10,157
未払法人所得税	24,138	32,887	36,556	38,820	42,214	46,008	50,261
引当金	30,360	28,161	28,161	28,161	28,161	28,161	28,161
繰延税金負債	20,403	160,976	160,976	160,976	160,976	160,976	160,976
その他の負債	57,118	177,106	98,433	104,529	113,667	123,884	135,336
<b>資本</b>							
資本金	8,939	237,422	237,707	237,707	237,707	237,707	237,707
資本剰余金	(12,545)	212,539	2,112,913	2,112,913	2,112,913	2,112,913	2,112,913
利益剰余金	832,147	330,752	364,845	407,582	453,249	502,110	554,462
自己株式	(24,440)	(17,382)	(17,382)	(17,382)	(17,382)	(17,382)	(17,382)
その他の資本の構成要素	14,190	8,216	8,216	8,216	8,216	8,216	8,216
<b>親会社の所有者に帰属する持分合計</b>	<b>818,291</b>	<b>771,548</b>	<b>2,705,641</b>	<b>2,748,378</b>	<b>2,794,045</b>	<b>2,842,906</b>	<b>2,895,258</b>
非支配持分	92,231	276,274	284,748	295,370	306,721	318,866	331,878
<b>資本合計</b>	<b>910,523</b>	<b>1,047,823</b>	<b>2,990,389</b>	<b>3,043,748</b>	<b>3,100,766</b>	<b>3,161,773</b>	<b>3,227,136</b>
<b>負債及び資本合計</b>	<b>2,429,601</b>	<b>3,933,910</b>	<b>6,200,229</b>	<b>6,260,966</b>	<b>6,305,140</b>	<b>6,423,911</b>	<b>6,513,019</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 93: キャッシュフロー計算書

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
キャッシュフロー計算書(¥mn)	E	E	E	E	E	E	E
税引前利益	123,370	135,676	144,668	179,873	192,204	205,651	220,339
減価償却費及び償却費	52,498	83,419	107,728	107,307	107,454	108,410	110,200
営業債権及びその他の債権の増減	(40,744)	(31,237)	(43,157)	(26,624)	(39,917)	(44,628)	(50,020)
営業債務及びその他の債務の増減	50,274	73,784	(54,364)	(33,538)	(50,282)	(56,217)	(63,009)
運転資本の増減額	(91,018)	(105,021)	11,207	6,914	10,366	11,589	12,989
その他の増減	124,464	188,263	(93,971)	68,299	6,269	65,676	22,730
小計	209,314	302,337	169,632	362,393	316,292	391,326	366,259
法人所得税の支払額	(59,356)	(59,058)	(51,399)	(62,956)	(67,272)	(71,978)	(77,119)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>149,957</b>	<b>243,278</b>	<b>118,233</b>	<b>299,437</b>	<b>249,021</b>	<b>319,348</b>	<b>289,140</b>
有形固定資産の取得による支出	(41,771)	(34,361)	(38,195)	(40,560)	(44,106)	(48,070)	(52,514)
無形資産の取得による支出	(43,278)	(50,765)	(56,429)	(59,923)	(65,162)	(71,019)	(77,584)
その他	(127,144)	(417,908)	(120,000)	(120,000)	(120,000)	(120,000)	(120,000)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(212,193)</b>	<b>(503,034)</b>	<b>(214,624)</b>	<b>(220,483)</b>	<b>(229,268)</b>	<b>(239,090)</b>	<b>(250,098)</b>
借入・社債調達増減	28,244	753,657	222,152	-	-	-	-
エクイティ調達増減	(220,620)	(72,197)	1,900,000	-	-	-	-
配当金の支払額	(50,463)	(45,036)	(42,228)	(52,936)	(56,565)	(60,522)	(64,844)
その他	(20,466)	(43,014)	(20,000)	(20,541)	(2,584)	(1,385)	(3,751)
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(263,305)</b>	<b>593,410</b>	<b>2,059,924</b>	<b>(73,477)</b>	<b>(59,149)</b>	<b>(61,907)</b>	<b>(68,595)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額等	515	(338)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	(325,026)	333,316	1,963,532	5,477	(39,396)	18,352	(29,554)
その他（連結の範囲の変更等）	3,484	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>546,784</b>	<b>880,100</b>	<b>2,843,632</b>	<b>2,849,110</b>	<b>2,809,714</b>	<b>2,828,065</b>	<b>2,798,512</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# サイバーエージェント

**Neutral** で新規カバレッジ開始：ABEMA の収益化が視界に入ってきた

インターネットインフラサービス | インターネット

4751.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

7,200

Neutral

- **アクション：**サイバーエージェント（4751、以下「同社」）を目標株価 7,200 円（潜在リターン 1.7%）、投資評価 Neutral でカバレッジを開始する。広告 DX コンサルティングの領域で確固たる地位を確保できるか、メディア事業の収益化が当社見込み通りに進捗するか、以上の 2 点に着目していきたい。
- **インベストメントオーバービュー：**インターネット広告事業、ゲーム事業から生み出される安定収益を元手に ABEMA 事業への先行投資が続く。しかし、ABEMA のメディアとしての地位は確立され、広告収入、課金収入がしっかりと成長してきている。加えて、ペイペービューなど周辺ビジネスからの収入も拡大基調にあることから、いよいよ収益化が視野に入ってきたと当社では考えている。引き続き先行投資が続くだろうが、メディア事業が収益ドライバーになる日も遠くないと思われる。
- **業績予想：**当社では 21/9 期営業利益を 30,720 百万円と予想する。会社計画（30,000 百万-35,000 百万円）の下限水準。ゲーム事業の収益遞減、インターネット広告事業のボトムアウト、ABEMA を中心にメディア事業の赤字幅縮小、を織り込んだ。AMEMA 事業の収益化は 24/9 期上期を想定している。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 7,200 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 14%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率 1.5%）から算出。同株価水準は 25/9 期予想 PER49 倍に相当する。上方リスクとしては、1) ABEMA 事業の早期収益化、2) 新規ゲームタイトルのヒット、下方リスクとしては、1) 既存ゲームタイトルの収益性低下、2) 景況感低迷による広告事業の低迷、3) ABEMA のメディア価値低下、などが挙げられよう。

## 財務サマリー

年度	20 年 9 月期	21 年 9 月期予	22 年 9 月期予	23 年 9 月期予
売上高 (十億円)	478.6	533.0	565.2	608.2
営業利益 (十億円)	33.9	30.7	41.2	45.9
経常利益 (十億円)	33.9	30.8	41.2	46.0
当期利益 (十億円)	6.6	9.8	11.3	12.7
EPS (円)	52.4	78.1	89.6	100.4
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	94.3	134.7	175.8
EPS 成長率 (%)	289.7	49.0	14.8	12.1
PER (x)	123.5	90.7	79.0	70.5
配当利回り (%)	0.5	0.5	0.6	0.8
EV/EBITDA (x)	17.7	18.6	14.7	13.3
PBR (x)	10.4	10.7	10.0	9.4
ROE (%)	8.7	12.1	13.1	13.8
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

## 株価パフォーマンス



パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	-2.5	16.1	66.4
複(%)	-7.7	3.4	51.6

# サイバーエージェント (4751)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥7,080 (upside: 2%)

目標株価: ¥7,200

投資評価: Neutral

損益計算書(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
売上高	478.6	533.0	565.2	608.2
EBITDA	42.6	44.4	55.6	61.0
営業利益	33.9	30.7	41.2	45.9
経常利益	33.9	30.8	41.2	46.0
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	33.9	30.8	41.2	46.0
当期利益	6.6	9.8	11.3	12.7
キャッシュフロー(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
営業キャッシュフロー	37.0	29.3	34.2	37.3
減価償却費	8.7	13.7	14.5	15.0
投資キャッシュフロー	(16.6)	(16.6)	(17.0)	(17.6)
設備投資	(14.0)	(15.6)	(16.0)	(16.6)
フリー・キャッシュフロー	20.4	12.6	17.2	19.7
財務キャッシュフロー	(2.6)	(6.7)	(9.7)	(31.6)
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	(4.2)	(4.7)	(5.8)	(6.9)
現金及び現金同等物の増減	17.8	5.9	7.5	(11.9)
貸借対照表(十億円)	20年9月期	21年9月期予	22年9月期予	23年9月期予
現金及び現金同等物	102.4	108.3	115.8	103.9
預り金	58.6	65.2	69.1	74.4
棚卸資産	2.1	1.7	1.7	1.9
その他の流動資産	40.7	43.6	45.7	48.2
流動資産合計	203.7	218.7	232.4	228.3
有形固定資産	13.2	13.9	14.6	15.5
投資	19.3	19.3	19.3	19.3
無形固定資産	24.5	26.4	27.2	27.9
その他の固定資産	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)
資産合計	260.7	278.3	293.5	291.1
買掛金	43.0	47.9	50.7	54.6
短期借入金	1.1	1.1	1.1	1.1
その他の流動負債	43.8	48.8	51.7	55.7
流動負債合計	87.9	97.7	103.6	111.4
長期借入金	40.4	40.5	40.4	20.4
その他固定負債	4.9	5.1	5.3	5.5
負債合計	133.1	143.3	149.3	137.3
株主資本	90.5	95.7	101.2	106.9
少数株主持分	37.2	39.4	43.1	46.9

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

主要財務指標	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
成長率(%)				
売上高	5.5	11.4	6.0	7.6
営業利益	9.9	(9.3)	34.0	11.5
EPS	289.7	49.0	14.8	12.1
マージン(%)				
粗利率	29.4	28.4	29.7	29.7
EBITDA率	8.9	8.3	9.8	10.0
営業利益率	7.1	5.8	7.3	7.6
デュボン分析				
ROE(%)	8.7	12.1	13.1	13.8
当期利益率(%)	1.4	1.8	2.0	2.1
総資産回転率	1.8	1.9	1.9	2.1
財務レバレッジ	3.3	3.3	3.3	3.1
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	30.1	30.1	30.4	32.6
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	126.1	126.1	126.1	126.1
EPS	52.4	78.1	89.6	100.4
BPS	622.1	663.2	706.8	752.2
DPS	34.0	37.0	46.0	55.0
配当性向(%)	64.9	47.4	51.3	54.8
バリュエーション(x)	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期
PER	123.5	90.7	79.0	70.5
PBR	10.4	10.7	10.0	9.4
EV/EBITDA	17.7	18.6	14.7	13.3
配当利回り(%)	0.5	0.5	0.6	0.8
FCF利回り(%)	2.8	1.5	2.0	2.3

## 会社概要と注目ポイント（サイバーエージェント）

インターネット産業を軸足に、メディアサービスの提供（テレビ&ビデオエンターテイメント「ABEMA」、ブログサービス「Ameba」、マッチングサービス「tapple」など）、インターネット広告代理店事業、スマートフォン向けゲームの提供、等を手掛けている。1998年3月設立。

同社が展開するインターネット広告代理店事業は、媒体別広告費という枠の中で広告代理店大手の電通、博報堂が主戦場とするテレビメディア広告費と比較され続けてきた。インターネット広告費は2019年まで6年連続で2桁%成長を遂げ、2019年には初めてテレビメディアの1兆8,612億円を上回り、2兆1,048億円に到達した。大型プラットフォームを中心とした媒体費が堅調だったことに加え、DXが本格化し始めたマスコミ4媒体に由来するデジタル広告費、物販系ECプラットフォーム広告費が全体水準を押し上げた。広告におけるDX化の流れを受け、電通、博報堂ともにデジタル分野を強化すべく、IT人材の採用、IT企業との結びつきに注力しているのが現状である。その結果、単に広告を制作・提供するだけでなく、デジタルテクノロジーを活用したコンサルティングを提供していくことが求められるようになっている。豊富なIT人材、デジタルテクノロジーの活用には同社に一日の長があることを考えると、今後もインターネット広告事業の安定成長が見込まれよう。

スマートフォンの登場により隙間時間の活用が一気に進み、コミュニケーション、動画や電子コミックの視聴、ソーシャルゲームが最大の暇つぶしアイテムとなった。スマートフォンゲームは基本無料で遊べるため、ユーザーはいつでも好きな時に手軽に遊ぶことができる。それだけでなく、長時間プレーすることも可能であるため、幅広いユーザーに受け入れられている。スマートフォンゲームには、収集、交換、育成、対戦という要素が必要である。ある程度ユーザー数を抱える必要があるうえ、サンクコストの概念が深く織り込まれていることもあり、大手ゲームメーカーにユーザーが偏りやすくなっている。その結果、ヒット作品の長期化が起きている。同社でも15/9期までにリリースしたゲームがゲーム事業売上の50%以上を占めている。新たなヒットタイトルが業績のアップサイドポテンシャルを生み出すが、仮にヒットタイトルに恵まれなかつたとしても、既存タイトルによる一定水準の売上・利益の持続は可能と当社では考える。

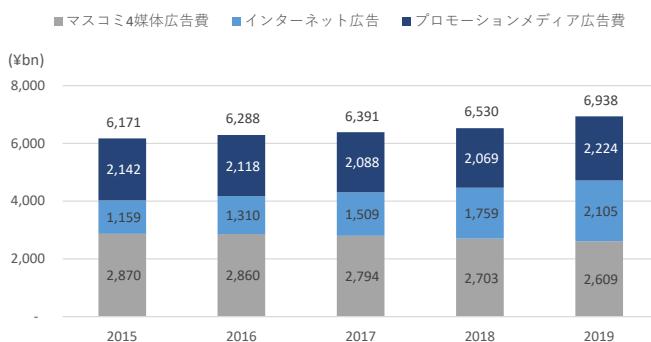
安定的な収益源に支えられ、挑戦し続けているのがメディア事業である。ABEMA事業への積極投資を開始した2016年4月以降毎四半期30億-50億円の営業赤字を計上しているが、WAUが安定的に1,200万-1,400万人を記録するまで成長してきた。コロナ禍における巣ごもり需要が水準を押し上げている面もあるが、クオリティの高いオリジナル番組を創出し続けてきたことでメディアとして「ABEMA」がしっかりと認知されてきた影響も大きいと当社では推測している。その結果、有料会員数は92.1万人（20年12月現在）に到達し、高水準のWAUを背景に広告収入も堅調に推移している。加えて、ペイパービューライブ、公益ギャンブルネット投票サービス、通信販売事業といった周辺事業も伸長している。

特にペイパービューライブはグローバルでコロナ禍によるエンターテイメントの在り方が見直される中、高いポテンシャルを有する事業ドメインになっていくと当社では考えている。当社では24/9期にメディア事業の営業黒字を予想しているが、目先は先行投資負担が重い局面が続くだろう。しかし、ABEMAが既に新しいメディアとしての地位を確立していることから、目先の先行投資を過度にリスク視する必要はないと考えている。

## リスクファクター

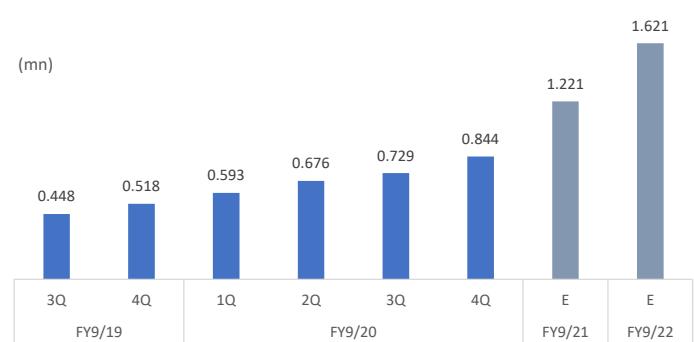
ABEMA事業のMAUが急増し、メディア価値の上昇が早期に具現化した場合、当社想定よりも早く収益化する上方リスクがある。逆にABEMAのメディア価値が低下した場合、収益化見込みが立たなくなるという下方リスクがある。ゲーム事業については、既存ゲームが安定的に推移することが前提になっているため、新規ゲームタイトルのヒットなどが起きると収益寄与が大きくなる上方リスクがある。ゲームの嗜好性の変化などが起きた場合には安定収益が減少する下方リスクもある。そのほか、景況感低迷による広告事業の低迷、なども下方リスクとして挙げられよう。

図表 94: 日本の広告費



出所：会社資料（電通）、クレディ・スイス予想

図表 95: ABEMA プレミアム会員数



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価7,200円は、20/9期を基点とした今後5期間の予想営業利益増益率14%（年率）に基づきDCFモデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率1.5%）から算出。RFRおよびERPはハウスビュー、アンレバードベータはDamodaran database, Japan, Information Serviceを適用。WACCはABEMA事業の不確実性としてサイズプレミアム4.0%を付加した6.4%とし、永

久成長率はインターネット広告事業の安定性に鑑み 1.5%とした。同株価水準は 25/9  
期予想 PER49 倍に相当する。

**図表 96: DCF バリュエーション表**

フリーキャッシュフロー(FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	44,442	55,636	60,971	73,608	82,799	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(13,698)	(14,453)	(15,039)	(15,615)	(16,250)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	30,744	41,183	45,933	57,993	66,549	目標D/Eレシオ 76.9%
-) EBITに対する税金	(15,202)	(21,415)	(23,885)	(30,156)	(34,605)	実効税率 49.4%
税率	49.4%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%	レバードβ 1.3
= NOPAT	15,542	19,768	22,048	27,837	31,944	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	2,416	(155)	877	370	923	サイズプレミアム 4.0%
+/- 減価償却	13,698	14,453	15,039	15,615	16,250	株主資本コスト 11.3%
-) 設備投資	(4,561)	(4,836)	(5,204)	(5,655)	(6,133)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(77)	(89)	(90)	(90)	(90)	株主資本コスト 11.3%
+/- Δ繰延税金負債	161	95	127	156	165	資本/資産比率 56.5%
+/- Δその他非流動負債	2	1	1	2	2	負債コスト (税考慮後) 0.0%
= FCF	27,181	29,237	32,798	38,234	43,061	負債/資産比率 43.5%
						WACC 6.4%

**DCF**

永久成長率法	
FCFの現在価値	146,793
永久成長率	1.5%
最終年度FCF	43,061
ターミナルバリュー	897,398
ターミナルバリューの現在価値	734,237
<b>EV</b>	<b>881,030</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	12.2
ターミナルバリュー/企業価値	83%
<b>株式価値への変換</b>	
+現金及び現金同等物	102,368
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-41,433
-非支配持分	-37,171
計	23,764
<b>株式価値</b>	
永久成長率法	904,794
希薄化後株式総数	126
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>7,181</b>

出所：クレディ・スイス予想

図表 97:業績サマリー

CyberAgent(4751) 業績サマリー													
2月15日 時点(円)		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA (x)	P/E (x)
		百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比		
<b>連結通期</b>													
20/9	実	478,566	5.5%	33,880	9.9%	33,863	11.1%	6,608	290.1%	52.4	289.7%	-	-
21/9	CS 予 (新)	533,023	11.4%	30,744	-9.3%	30,803	-9.0%	9,846	49.0%	78.1	48.9%	18.6	90.7
	会社予	500,000	4.5%	32,500	-4.1%	32,500	-4.0%	9,000	36.2%	71.3	36.1%	NA	99.3
	IBES 予	527,675	10.3%	36,192	6.8%	35,303	4.3%	11,521	74.3%	94.3	80.0%	18.3	77.5
22/9	CS 予 (新)	565,153	6.0%	41,183	34.0%	41,242	33.9%	11,302	14.8%	89.6	14.8%	14.7	78.9
	IBES 予	564,358	7.0%	43,470	20.1%	42,555	20.5%	17,455	51.5%	134.7	42.8%	14.6	51.2
23/9	CS 予 (新)	608,201	7.6%	45,933	11.5%	45,992	11.5%	12,670	12.1%	100.4	12.1%	13.3	70.5
	IBES 予	601,254	6.5%	49,658	14.2%	48,512	14.0%	22,784	30.5%	175.9	30.6%	12.7	39.2

注：会社計画のうち営業利益、経常利益、当期利益およびEPSは中央値を示す。出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/9期 1Qは、売上高 131,014 百万円（前年同期比 13%増）、営業利益 7,058 百万円（同 9%減）となった。ABEMA の有料課金ユーザーが 92.1 万人まで伸びたことに加え、ペイ・パー・ビューなど周辺ビジネスからの収入も増えたことにより、メディア事業の営業赤字額は縮小した。ただし、同社は 2020 年末には有料課金ユーザーが 100 万人に到達するとしていたが、そこまでは伸びなかった。インターネット広告事業の売上高営業利益率 7.4%は、前年同期実績 8.4%には及ばなかったものの、前四半期 7.0%をボトムに復調基調を強めた。検索連動広告の構成比上昇が収益性にマイナスの影響を与えていたが、粗利率を改善すべくコストコントロールに努めたことが奏功した。ゲーム事業の営業利益が同 78%減となったことが懸念材料である。主力タイトルのうちグランブルーファンタジーおよびプリンセスコネクト！Re:Dive の不調が理由。同社は個別要因が強いとの見解を示したが、今後の推移には留意が必要だろう。

21/9期通期は、売上高 533,023 百万円（前期比 11%増）、営業利益 30,744 百万円（同 9%減）を予想する。営業利益は会社計画下限水準での着地となるだろう。1Qで減速したゲーム事業は、2Q に大型新規タイトルを 2 本リリース予定になっているが、通年で増益を確保することは難しいと判断した。メディア事業、インターネット広告事業は堅調な推移を想定。

22/9期以降は、メディア事業が年率 25%増収ペースを維持すること、インターネット広告事業が年率 5%増収ペースを維持することを想定した。メディア事業の収益化は 24/9期上期を想定。ゲーム事業は 22/9期こそ前期減収の反動増を見込むが、23/9期以降は緩やかな遞減基調となるだろう。但し、メディア事業の赤字をカバーする安定収益源としての存在感は失わないだろう。

図表 98: 連結損益計算書

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書(¥mn)</b>							
<b>売上高</b>	<b>453,611</b>	<b>478,566</b>	<b>533,023</b>	<b>565,153</b>	<b>608,201</b>	<b>660,851</b>	<b>716,695</b>
メディア	46,575	57,098	91,735	114,669	143,336	179,170	215,004
ゲーム	152,224	155,861	141,970	137,711	133,580	129,572	125,685
インターネット広告	256,644	269,396	297,412	312,282	327,896	344,291	361,506
投資育成	6,428	4,092	6,200	3,000	3,000	3,000	3,000
その他	18,947	19,599	22,262	25,375	29,667	35,561	43,780
Adjustment	(27,210)	(27,481)	(26,557)	(27,884)	(29,279)	(30,743)	(32,280)
<b>売上原価</b>	<b>320,311</b>	<b>337,918</b>	<b>381,629</b>	<b>397,484</b>	<b>427,558</b>	<b>458,624</b>	<b>495,891</b>
70.6%	70.6%	71.6%	70.3%	70.3%	69.4%	69.2%	69.2%
<b>売上総利益</b>	<b>133,300</b>	<b>140,648</b>	<b>151,394</b>	<b>167,669</b>	<b>180,642</b>	<b>202,228</b>	<b>220,805</b>
2.5%	5.5%	7.6%	10.8%	7.7%	11.9%	9.2%	9.2%
29.4%	29.4%	28.4%	29.7%	29.7%	30.6%	30.8%	30.8%
<b>販管費</b>	<b>102,474</b>	<b>106,768</b>	<b>120,650</b>	<b>126,486</b>	<b>134,709</b>	<b>144,235</b>	<b>154,256</b>
人件費	33,000	31,600	33,099	34,858	36,618	38,378	40,137
広告関連費用	27,200	29,900	33,047	33,909	36,492	39,651	43,002
減価償却費	8,924	8,719	13,698	14,453	15,039	15,615	16,250
研究開発費	3,521	4,698	5,330	5,652	6,082	6,609	7,167
のれん償却費	-	-	-	-	-	-	-
その他	29,829	31,851	35,475	37,614	40,479	43,983	47,700
<b>EBITDA</b>	<b>39,749</b>	<b>42,599</b>	<b>44,442</b>	<b>55,636</b>	<b>60,971</b>	<b>73,608</b>	<b>82,799</b>
2.1%	7.2%	4.3%	25.2%	9.6%	20.7%	12.5%	12.5%
8.8%	8.9%	8.3%	9.8%	10.0%	11.1%	11.1%	11.6%
<b>営業利益</b>	<b>30,825</b>	<b>33,880</b>	<b>30,744</b>	<b>41,183</b>	<b>45,933</b>	<b>57,993</b>	<b>66,549</b>
2.2%	9.9%	-9.3%	34.0%	11.5%	26.3%	14.8%	14.8%
6.8%	7.1%	5.8%	7.3%	7.6%	8.8%	9.3%	9.3%
メディア	(16,862)	(18,267)	(14,504)	(12,818)	(9,648)	178	5,584
-	-	-	-	-	-	-	3028.6%
-36.2%	-32.0%	-15.8%	-11.2%	-6.7%	0.1%	2.6%	2.6%
ゲーム	26,040	30,337	19,328	25,477	24,712	23,971	23,252
2.9%	16.5%	-36.3%	31.8%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
17.1%	19.5%	13.6%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
インターネット広告	19,632	21,071	22,915	28,105	29,511	30,986	32,536
-8.0%	7.3%	8.8%	22.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
7.6%	7.8%	7.7%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
投資育成	4,593	3,068	4,930	2,100	2,100	2,100	2,100
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
71.5%	75.0%	79.5%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
その他	907	1,300	1,278	1,682	2,789	4,465	6,970
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4.8%	6.6%	5.7%	6.6%	9.4%	12.6%	15.9%	15.9%
Adjustment	(3,486)	(3,630)	(3,203)	(3,363)	(3,531)	(3,707)	(3,893)
<b>営業外収益</b>	<b>535</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>
受取利息	140	135	135	135	135	135	135
受取配当金	110	118	118	118	118	118	118
その他	285	266	266	266	266	266	266
<b>営業外費用</b>	<b>867</b>	<b>536</b>	<b>461</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>
支払利息	11	14	10	9	9	9	9
持分法による投資損失	605	367	367	367	367	367	367
為替差損	37	71	-	-	-	-	-
その他	214	84	84	84	84	84	84
<b>経常利益</b>	<b>30,493</b>	<b>33,863</b>	<b>30,803</b>	<b>41,242</b>	<b>45,992</b>	<b>58,052</b>	<b>66,608</b>
6.7%	11.1%	-9.0%	33.9%	11.5%	26.2%	14.7%	14.7%
6.7%	7.1%	5.8%	7.3%	7.6%	8.8%	9.3%	9.3%
特別利益	1,912	88	500	-	-	-	-
特別損失	12,985	5,749	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
税金等調整前当期純利益	19,420	28,202	29,303	39,242	43,992	56,052	64,608
法人税等	13,357	13,945	15,237	20,406	22,876	29,147	33,596
Tax rate	68.8%	49.4%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
当期純利益	6,062	14,257	14,065	18,836	21,116	26,905	31,012
非支配株主に帰属する当期純利益	4,368	7,648	4,220	7,534	8,446	10,762	12,405
親会社株主に帰属する当期純利益	1,694	6,608	9,846	11,302	12,670	16,143	18,607

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 99: 主要指標**

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
			E	E	E	E	E
ABEMA Premium (百万人)	0.52	0.84	1.22	1.62	2.02	2.42	2.82
<b>設備投資額</b>	<b>17,253</b>	<b>14,034</b>	<b>15,631</b>	<b>16,008</b>	<b>16,619</b>	<b>17,397</b>	<b>18,150</b>
有形固定資産の取得による支出	6,157	4,095	4,561	4,836	5,204	5,655	6,133
無形資産の取得による支出	11,096	9,939	11,070	11,172	11,415	11,742	12,018
<b>減価償却費</b>	<b>8,924</b>	<b>8,719</b>	<b>13,698</b>	<b>14,453</b>	<b>15,039</b>	<b>15,615</b>	<b>16,250</b>
EPS	13.4	52.4	78.1	89.6	100.4	128.0	147.5
BPS	628.4	709.8	1,070.9	1,143.6	1,219.3	1,317.7	1,416.9
DPS	33	34	37	46	55	69	88
<b>従業員数</b>	<b>5,282</b>	<b>5,493</b>	<b>5,793</b>	<b>6,093</b>	<b>6,393</b>	<b>6,693</b>	<b>6,993</b>
外、平均臨時雇用者数	-	-	300	-	-	-	-
メディア	798	804	-	-	-	-	-
インターネット広告	1,883	1,871	-	-	-	-	-
うち、先行投資事業（メディア+広告）	326	-	-	-	-	-	-
ゲーム	1,612	1,826	-	-	-	-	-
その他	608	605	-	-	-	-	-
全社機能	370	374	-	-	-	-	-
投資育成	11	13	-	-	-	-	-

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 100: 貸借対照表

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
貸借対照表(¥mn)		E	E	E	E	E	E
<b>流動資産</b>	<b>168,662</b>	<b>203,674</b>	<b>218,745</b>	<b>232,359</b>	<b>228,346</b>	<b>248,755</b>	<b>249,750</b>
現預金	84,565	102,368	108,310	115,811	103,910	114,917	105,984
売上債権（受取手形+売掛金）	54,917	58,550	65,212	69,143	74,410	80,852	87,684
棚卸資産	924	2,078	1,657	1,726	1,857	1,991	2,153
営業投資有価証券	14,239	24,096	25,096	26,096	27,096	28,096	29,096
その他の流動資産	14,017	16,582	18,469	19,582	21,074	22,898	24,833
<b>固定資産</b>	<b>56,172</b>	<b>57,047</b>	<b>59,582</b>	<b>61,137</b>	<b>62,718</b>	<b>64,500</b>	<b>66,400</b>
有形固定資産	12,998	13,241	13,883	14,610	15,490	16,560	17,791
償却資産	11,317	12,680	13,322	14,049	14,929	15,999	17,230
その他	1,681	561	561	561	561	561	561
無形固定資産	24,388	24,509	26,403	27,231	27,932	28,644	29,313
のれん	1,196	1,192	1,113	1,038	969	905	844
ソフトウェア	7,006	8,710	10,683	11,586	12,356	13,133	13,862
ソフトウェア仮勘定	15,711	14,004	14,004	14,004	14,004	14,004	14,004
その他	475	603	603	603	603	603	603
投資その他の資産	18,785	19,296	19,296	19,296	19,296	19,296	19,296
投資有価証券	8,210	8,186	8,186	8,186	8,186	8,186	8,186
繰延税金資産	5,640	5,875	5,875	5,875	5,875	5,875	5,875
その他	4,935	5,235	5,235	5,235	5,235	5,235	5,235
繰延資産	41	44	40	40	40	40	40
<b>資産合計</b>	<b>224,876</b>	<b>260,766</b>	<b>278,367</b>	<b>293,535</b>	<b>291,104</b>	<b>313,295</b>	<b>316,190</b>
<b>流動負債</b>	<b>70,749</b>	<b>87,867</b>	<b>97,733</b>	<b>103,559</b>	<b>111,366</b>	<b>120,914</b>	<b>131,041</b>
仕入債務	38,151	42,966	47,855	50,740	54,605	59,332	64,345
短期有利子負債	940	1,080	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
未払金	11,563	13,519	15,057	15,965	17,181	18,668	20,246
未払法人税等	7,014	9,458	10,534	11,169	12,020	13,061	14,164
その他の流動負債	13,081	20,844	23,216	24,615	26,490	28,783	31,216
<b>固定負債</b>	<b>43,774</b>	<b>45,220</b>	<b>45,561</b>	<b>45,736</b>	<b>25,944</b>	<b>26,187</b>	<b>6,442</b>
長期有利子負債	40,517	40,353	40,456	40,447	20,438	20,435	435
勤続慰労引当金	1,409	1,586	1,661	1,750	1,838	1,926	2,014
資産除去債務	1,795	1,851	1,851	1,851	1,851	1,851	1,851
繰延税金負債	40	1,414	1,575	1,670	1,797	1,953	2,118
その他	13	16	18	19	20	22	24
<b>純資産の部</b>							
資本金	7,203	7,203	7,203	7,203	7,203	7,203	7,203
資本剰余金	6,181	8,048	8,048	8,048	8,048	8,048	8,048
利益剰余金	61,090	63,529	68,708	74,208	79,940	87,380	94,888
自己株式	(459)	(315)	(315)	(315)	(315)	(315)	(315)
株主資本合計	74,015	78,466	83,644	89,144	94,876	102,316	109,824
その他の包括利益累計額	5,153	11,062	11,062	11,062	11,062	11,062	11,062
新株予約権	925	977	977	977	977	977	977
非支配株主持分	30,258	37,171	39,391	43,057	46,879	51,839	56,844
<b>純資産合計</b>	<b>110,352</b>	<b>127,678</b>	<b>135,073</b>	<b>144,240</b>	<b>153,794</b>	<b>166,194</b>	<b>178,707</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>224,876</b>	<b>260,766</b>	<b>278,367</b>	<b>293,535</b>	<b>291,104</b>	<b>313,295</b>	<b>316,190</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 101: キャッシュフロー計算書

	FY09/19	FY09/20	FY09/21	FY09/22	FY09/23	FY09/24	FY09/25
キャッシュフロー計算書	E	E	E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	19,420	28,202	29,303	39,242	43,992	56,052	64,608
減価償却費	8,924	8,719	13,698	14,453	15,039	15,615	16,250
減損損失	9,502	4,589	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
持分法による投資損益	605	367	367	367	367	367	367
営業投資有価証券の増減額	(1,655)	(1,246)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
売上債権の増減額	(5,142)	(3,620)	(6,662)	(3,931)	(5,267)	(6,442)	(6,832)
棚卸資産の増減額	-	-	421	(69)	(131)	(135)	(162)
仕入債務の増減額	(55)	4,802	4,889	2,885	3,865	4,727	5,014
運転資本の増減額	(6,742)	(9,668)	(12,131)	(7,885)	(10,262)	(12,303)	(13,008)
その他の増減	(2,119)	11,014	13,478	8,644	11,256	13,557	14,322
<b>小計</b>	<b>29,590</b>	<b>50,487</b>	<b>44,348</b>	<b>54,454</b>	<b>60,024</b>	<b>72,920</b>	<b>82,172</b>
利息及び配当金の受取額	147	149	149	149	149	149	149
利息の支払額	(11)	(14)	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)
法人所得税の支払額	(14,808)	(13,594)	(15,237)	(20,406)	(22,876)	(29,147)	(33,596)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>14,917</b>	<b>37,028</b>	<b>29,250</b>	<b>34,188</b>	<b>37,289</b>	<b>43,912</b>	<b>48,716</b>
有形固定資産の取得による支出	(6,157)	(4,095)	(4,561)	(4,836)	(5,204)	(5,655)	(6,133)
無形資産の取得による支出	(11,096)	(9,939)	(11,070)	(11,172)	(11,415)	(11,742)	(12,018)
その他	(747)	(2,587)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(18,000)</b>	<b>(16,621)</b>	<b>(16,631)</b>	<b>(17,008)</b>	<b>(17,619)</b>	<b>(18,397)</b>	<b>(19,150)</b>
借入・社債調達増減	-	-	(10)	(9)	(20,009)	(3)	(20,000)
エクイティ調達増減	-	-	-	-	-	-	-
配当金の支払額	(4,026)	(4,157)	(4,667)	(5,802)	(6,937)	(8,703)	(11,099)
その他	(636)	1,567	(2,000)	(3,868)	(4,625)	(5,802)	(7,400)
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(4,662)</b>	<b>(2,590)</b>	<b>(6,677)</b>	<b>(9,679)</b>	<b>(31,571)</b>	<b>(14,508)</b>	<b>(38,499)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(113)	(39)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	(7,859)	17,777	5,942	7,501	(11,901)	11,008	(8,933)
その他（連結の範囲の変更等）	42	27	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>84,563</b>	<b>102,368</b>	<b>108,310</b>	<b>115,811</b>	<b>103,910</b>	<b>114,917</b>	<b>105,984</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# 弁護士ドットコム

## Underperform で新規カバレッジ開始：好調の陰に不安材料が散在

インターネットインフラサービス | インターネット

6027.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

6,900

Underperform<sup>[V]</sup>

- アクション：**弁護士ドットコム（6027、以下「同社」）を目標株価 6,900 円（潜在リターン-37.5%）、投資評価 Underperform でカバレッジを開始する。クラウドサイン事業をけん引役に期待成長率が高位にあることは当社も認めるところである。しかし、レッドオーシャン化の兆しがあることを踏まえると、ターミナルバリューを過度に肥大させることは危険と考える。
- インベストメントオーバービュー：**弁護士マーケティング支援サービス事業に次ぐ成長ドライバーに育ってきたクラウドサイン事業は、電子契約普及に向けた急速な法整備もあり、成長スピードを加速させている。導入企業数拡大による高成長が続くだろう。しかし、競合企業が価格競争を仕掛けてくる可能性は高く、いつまで高い収益性を維持できるか先行き不透明要因も散在している。懸案だった弁護士ドットコム有料会員数の減少に歯止めがかかったことはポジティブな変化だが、一方で登録弁護士の有料登録比率が緩やかに低下している点は気がかりである。
- 業績予想：**当社では 21/3 期営業利益が前期比+2%の 400 百万円で着地すると予想。22/3 期以降も人材、マーケティングへの積極的な投資を吸収して、収益性を高めていくだろう。なお、プロモーション戦略の変更により利益水準が大きく振れることは留意を要する。
- バリュエーション/リスク：**目標株価 6,900 円は、21/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 45%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC5.7%、永久成長率 4.5%）から算出。同株価水準は 26/3 期予想 PER89 倍に相当する。上方リスクとしては 1) クラウドサインの競争優位性が高まる事、2) 既存メディアの復活などが挙げられよう。

### 財務サマリー

年度	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
売上高 (十億円)	4.1	5.3	7.2	8.9
営業利益 (十億円)	0.4	0.4	0.8	1.2
経常利益 (十億円)	0.4	0.4	0.8	1.2
当期利益 (十億円)	0.3	0.2	0.5	0.8
EPS (円)	11.7	11.1	24.2	35.1
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	10.6	24.4	56.0
EPS 成長率 (%)	(22.1)	(5.2)	118.9	45.0
PER (x)	362.0	998.0	456.0	314.5
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	178.6	425.9	233.1	162.6
PBR (x)	44.1	103.4	84.3	66.5
ROE (%)	13.0	10.9	20.4	23.6
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	11.3	-3.2	116.9
複(%)	6.0	-15.9	102.2

# 弁護士ドットコム (6027)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥11,040 (upside: -38%) 目標株価: ¥6,900

投資評価: Underperform

損益計算書(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
売上高	4.1	5.3	7.2	8.9
EBITDA	0.5	0.6	1.0	1.5
営業利益	0.4	0.4	0.8	1.2
経常利益	0.4	0.4	0.8	1.2
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	0.4	0.4	0.8	1.2
当期利益	0.3	0.2	0.5	0.8
キャッシュフロー(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
営業キャッシュフロー	0.1	0.3	0.6	0.9
減価償却費	0.1	0.2	0.2	0.3
投資キャッシュフロー	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
設備投資	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
フリー・キャッシュフロー	(0.2)	(0.0)	0.2	0.4
財務キャッシュフロー	0.0	0.0	0.0	0.0
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物の増減	(0.2)	(0.0)	0.2	0.4
貸借対照表(十億円)	20年3月期	21年3月期予	22年3月期予	23年3月期予
現金及び現金同等物	1.2	1.2	1.3	1.8
預り金	0.6	0.8	1.1	1.3
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	0.1	0.2	0.2	0.3
流動資産合計	1.9	2.1	2.6	3.4
有形固定資産	0.1	0.1	0.1	0.1
投資	0.2	0.2	0.2	0.2
無形固定資産	0.3	0.4	0.5	0.7
その他の固定資産	0.0	0.0	0.0	(0.0)
資産合計	2.5	2.8	3.5	4.4
買掛金	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動負債	0.4	0.4	0.6	0.7
流動負債合計	0.4	0.4	0.6	0.7
長期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0
その他固定負債	0.0	0.0	0.0	0.0
負債合計	0.4	0.4	0.6	0.7
株主資本	2.1	2.4	2.9	3.7
少数株主持分	0.0	0.0	0.0	0.0

主要財務指標	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
成長率(%)				
売上高	31.9	27.6	36.7	23.5
営業利益	(23.1)	2.0	103.4	45.1
EPS	(22.1)	(5.2)	118.9	45.0
マージン(%)				
粗利率	84.4	84.5	84.5	84.5
EBITDA率	12.6	10.9	14.5	16.9
営業利益率	9.5	7.6	11.3	13.3
デュボン分析				
ROE (%)	13.0	10.9	20.4	23.6
当期利益率(%)	6.3	4.7	7.5	8.8
総資産回転率	1.6	1.9	2.1	2.0
財務レバレッジ	1.2	1.2	1.2	1.2
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	84.5	84.7	83.5	84.0
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	22.3	22.3	22.3	22.3
EPS	11.7	11.1	24.2	35.1
BPS	95.8	106.8	131.0	166.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
バリュエーション(x)	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
PER	362.0	998.0	456.0	314.5
PBR	44.1	103.4	84.3	66.5
EV/EBITDA	178.6	425.9	233.1	162.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF利回り(%)	(0.1)	(0.0)	0.1	0.2

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（弁護士ドットコム）

法律相談ポータルサイト「弁護士ドットコム」および税務相談ポータルサイト「税理士ドットコム」を運営。そのほか、企業法務ポータルサイト「ビジネスロイヤーズ」、ウェブ完結型クラウド契約サービス「クラウドサイン」も提供している。

弁護士ドットコムでは、弁護士が無料の会員登録をすることでサイト内でのプロフィール掲載、一般ユーザーからの法律相談が集まる「みんなの法律相談」に回答することが可能になる。また有料会員登録することで、より詳細なプロフィールの作成が可能になる。2020年12月末の会員登録弁護士数は20,360名、うち有料会員登録弁護士数は5,213名となり、日本国内にいる弁護士の約5割が同サイトに登録している計算になる。一般ユーザーは無料の会員登録をすることで「みんなの法律相談」を通じて具体的な法律相談を行ったり、インターネット上で自分に最適な弁護士を選択し直接問い合わせすることが可能になる。無料会員でもすべての一般ユーザーのトラブル事例の相談および回答内容をパソコンで閲覧することが可能だが、有料会員（月額330円）になるとスマートフォンでの利用も可能になる。2020年12月末の有料会員数は161,339名。そのほか、総合型のニュース配信も行っている。月間サイト訪問者数は1,191万人。

税理士ドットコムでは、税理士を探している一般ユーザーへの税理士紹介を通じた税理士マーケティング支援サービスを展開している。2020年12月末の会員登録税理士は5,767人、月間サイト訪問者数は111万人。

クラウドサインは、契約締結から契約書管理まで可能なクラウド型の電子契約サービス。導入企業数は127,183社、契約送信件数は715,810件（ともに21/3期3Q実績）。料金体系はフリーミアムから月額固定1万-10万円+従量課金（送信1件当たり200円）+付加機能によって4段階に分かれている。送信単価200円は2019年3月から適用されており、それ以前は50円および100円だった。

コロナ禍による在宅勤務の増加を背景に、クラウド型の電子契約サービス市場が急拡大している。電子契約普及に向けて政府も法整備を急いでいることから、今後も市場拡大が見込まれる。日本では同社が提供するクラウドサイン、グローバルトッププレーヤーのドキュサイン(DOCU)、GMOインターネットグループ(9449)のGMOグローバルサイン・ホールディングス(3788)が提供するAgreeなどが主要プレーヤーだが、導入企業数ではクラウドサインがトップシェアを誇っている。弁護士監修という安心感、日本の商慣習に合わせたUI/UX、先行者メリットによるネットワーク効果が高いシェアにつながっているようである。しかし、後発者であるAgreeも積極的な顧客拡大施策に取り組んでいる。2020年12月にはクラウドサインを意識した価格改定（月額基本料8,800円、送信単価100円）を実施しており、導入企業数を14万社まで伸ばしている。GMOインターネットグループはまだ価格引き下げの余地があるとしていることから、今後一気にレッドオーシャン化していく可能性を内包している。業者選定要因は価格だけではないだろうが、機能面の先行者メリットが効きにくいうえ、ネットワーク外部性が高いとも言い切れない。レッドオーシャン化による一時的な収益性の

低下を想定しておく必要があるだろう。当社業績予想は価格引き下げを織り込みます、現在の価格設定を前提にしていることから、レッドオーシャン化が表面化した場合、業績予想を下方修正することになるだろう。

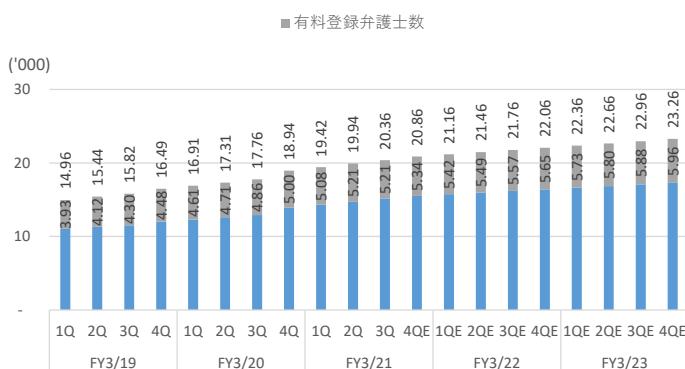
20/3期 3Q以降、純減が続いている弁護士ドットコム有料会員数はようやく2020年12月に純増に転じてきた。月間サイト訪問者数も底打ち感を強めていることから、最悪期を脱したように思われる。登録弁護士数も堅調に増加している。しかし有料登録弁護士数が伸び悩んでいる点が気がかりである。20/3期 3Qをピークに有料登録比率が緩やかに下がっていることから、何らかの梃入れが必要と当社では考える。同社は集客中心のサービスからプラットフォーム化に向けて移行中との見解を示しているが、同様のサービスを提供するサイトも出現していることから、移行が遅れた場合には弁護士ドットコムのメディア価値が低下していく可能性がある。

## リスクファクター

クラウドサインのネットワーク効果がきっちりと働くのであれば、当社が思い描くレッドオーシャン化は現実とはならないだろう。同社は競合の価格競争に対し現状対応する考えを持っていない。機能やカスタマーサクセス等のサポート体制、会社の信頼等をベースに顧客満足度を高めることで十分に対抗できると考えている。この戦略が成立した場合、今後も高いバリュエーションが許容され続けることになる。

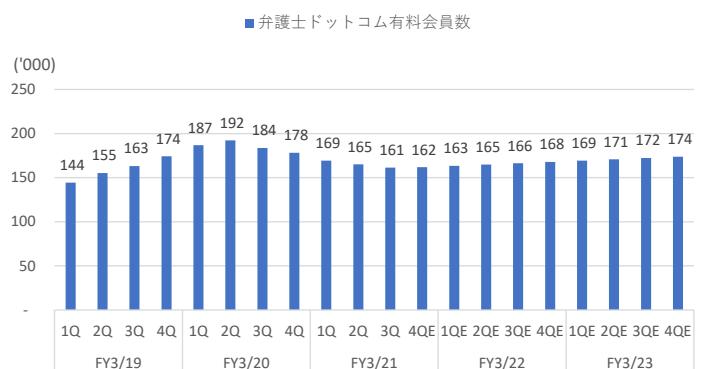
弁護士ドットコムのプラットフォーム化が遅延するというのが当社の考え方。仮に遅延することなく速やかに移行ができた場合には、バリュエーションの縮小は起きないだろう。以上、2点を上方リスクとして挙げる。

図表 102: 登録弁護士数と有料会員率（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 103: 弁護士ドットコム有料会員数（四半期）



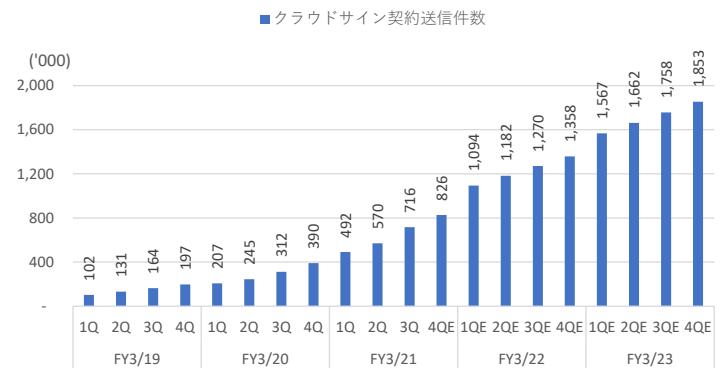
出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 104: クラウドサイン導入企業数（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 105: クラウドサイン契約送信件数（四半期）



出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## バリュエーション

目標株価 6,900 円は、21/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 45%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC5.7%、永久成長率 4.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC についてはクラウドサイン事業がレッドオーシャン化するリスクをサイズプレミアムとして 0.5%を付加した 5.7%とする一方、クラウドサイン事業の TAM は拡大する確度が高いことから永久成長率は 4.5%とした。同株価水準は 26/3 期予想 PER89 倍に相当する。

図表 106: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	1,049	1,501	2,085	2,745	3,208	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(235)	(320)	(409)	(505)	(609)	アンレバードβ 0.97
= EBIT	814	1,181	1,675	2,240	2,599	目標D/Eレシオ 0.0%
-) EBITに対する税金	(277)	(402)	(570)	(762)	(884)	実効税率 34.0%
税率	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	レバードβ 1.0
= NOPAT	537	780	1,106	1,478	1,715	株式リスクプレミアム 5.36%
+/- Δ運転資本	(203)	(178)	(192)	(210)	(171)	サイズプレミアム 0.5%
+) 減価償却	235	320	409	505	609	株主資本コスト 5.7%
-) 設備投資	(54)	(67)	(80)	(95)	(107)	WACC
+/- Δその他非流動資産	0	0	0	0	0	株主資本コスト 5.7%
+/- Δ繰延税金負債	0	0	0	0	0	資本/資産比率 100.0%
+/- Δその他非流動負債	0	0	0	0	0	負債コスト(税考慮後) 0.0%
= FCF	515	854	1,243	1,679	2,045	負債/資産比率 0.0%
						WACC 5.7%

## DCF

## 永久成長率法

FCFの現在価値	5,556
永久成長率	4.5%
最終年度FCF	2,045
ターミナルバリュー	171,098
ターミナルバリューの現在価値	146,734
<b>EV</b>	<b>152,291</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	62.3
ターミナルバリュー/企業価値	96.4%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	1,159
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-
-非支配持分	-
<b>計</b>	<b>1,159</b>
株式価値	
永久成長率法	153,449
希薄化後株式総数	22
<b>永久成長率法(1株当たり)</b>	<b>6,896</b>

出所: クレディ・スイス予想

図表 107: 業績サマリー

Bengo4.com(6027) 業績サマリー		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA	P/E
2月15日 時点(円)		百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比	(x)	(x)
<b>非連結通期</b>													
20/3 実	4,132	31.9%	392	-23.1%↓	395	-22.7%	260	-21.9%	11.7	-22.3%	-	-	-
21/3 CS 予 (新)	5,273	27.6%	400	2.1%	403	2.0%	246	-5.3%	11.1	-5.2%	425.9	998.0	
会社予	5,200	25.8%	NA		NA		NA		NA		NA		
IBES 予	5,231	26.6%	366	-6.6%	294	-25.6%	190	-26.9%	10.6	-9.2%	341.8	1,293.6	
22/3 CS 予 (新)	7,209	36.7%	814	103.4%	817	102.7%	539	118.9%	24.2	118.9%	233.1	456.0	
IBES 予	7,124	36.2%	835	128.1%	825	180.6%	608	220.0%	24.4	130.4%	238.1	404.2	
23/3 CS 予 (新)	8,903	23.5%	1,181	45.1%	1,184	45.0%	781	45.0%	35.1	45.0%	162.6	314.5	
IBES 予	10,475	47.0%	1,920	129.9%	1,950	136.4%	1,290	112.2%	56.0	129.3%	80.9	190.5	

出所: 会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

21/3期 3Q 累計は、売上高 3,806 百万円（前年同期比 27%増）、営業利益 223 百万円（同 2%減）となった。注目点は、懸案だった弁護士ドットコム有料会員数が 12 月単月で純増に転じたこと（3Q は 3,847 人の純減）、クラウドサイン導入企業数が 127,183 社と純増幅が加速したこと、1 社あたりのクラウドサイン契約送信件数が前四半期比上昇してきたこと。Google のアルゴリズム変更を背景にした弁護士ドットコムへのアクセス数減少基調が 12 月以降ボトムアウトしてきたとのこと。アクセス数は新規有料会員獲得との連動性が高い点が素直に数値に表れてきた。収益面においてはマスプロモーションを中心に積極的なマーケティング活動を行ったこともあり、営業減益となった。将来に向けた先行投資であるため、懸念視すべき状況ではないと考える。

21/3期通年では、売上高 5,273 百万円（前期比 28%増）、営業利益 400 百万円（同 2%増）を予想。3Qまでの流れが継続すると考える。

22/3期-26/3期は、年率 22%増収、45%営業増益を想定。クラウドサイン事業は、市場拡大の恩恵および人材、マーケティングへの積極的な投資戦略によって 22/3期以降毎期 48 千社の導入企業数増を想定している。利用年数経過に伴う 1 社あたりの契約送信数増加を背景に、収益性も緩やかに上昇することを見込む。弁護士マーケティング事業の成長は今後緩やかなものになっていくだろう。

图表 108: 損益計算書

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
(¥ mn)	E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書（非連結）</b>							
<b>売上高</b>	<b>3,133</b> 47.2%	<b>4,132</b> 31.9%	<b>5,273</b> 27.6%	<b>7,209</b> 36.7%	<b>8,903</b> 23.5%	<b>10,731</b> 20.5%	<b>12,724</b> 18.6%
弁護士マーケティング支援サービス	1,789 %YoY	2,105 15.2%	2,285 8.5%	2,365 3.5%	2,497 5.6%	2,630 5.3%	2,762 5.0%
有料会員サービス	553 %YoY	657 64.6%	587 18.8%	582 -10.7%	603 -0.8%	624 3.6%	645 3.5%
クラウドサイン	272 %YoY	637 423.1%	1,587 134.2%	3,218 149.1%	4,572 102.8%	6,056 42.1%	7,703 32.5%
税理士マーケティング支援サービス	318 %YoY	467 70.1%	526 46.9%	726 12.6%	881 38.1%	1,036 21.3%	1,191 17.6%
広告その他サービス	191 %YoY	255 101.1%	289 33.5%	318 13.5%	350 10.0%	385 10.0%	424 10.0%
Adjustment	-	-	-	-	-	-	-
<b>売上原価</b>	<b>464</b> % of Sales	<b>643</b> 14.8%	<b>818</b> 15.6%	<b>1,119</b> 15.5%	<b>1,382</b> 15.5%	<b>1,666</b> 15.5%	<b>1,975</b> 15.5%
<b>売上総利益</b>	<b>2,668</b> %YoY % of Sales	<b>3,489</b> 25.4% 85.2%	<b>4,456</b> 30.7%	<b>6,089</b> 27.7%	<b>7,521</b> 36.7%	<b>9,065</b> 23.5%	<b>10,750</b> 20.5%
<b>販管費</b>	<b>2,158</b> %YoY % of Sales	<b>3,096</b> 68.9%	<b>4,056</b> 43.5%	<b>5,275</b> 31.0%	<b>6,340</b> 30.1%	<b>7,390</b> 20.2%	<b>8,510</b> 16.6%
人件費	1,151 % of Sales	1,385 74.9%	1,949 76.9%	2,458 73.2%	2,876 71.2%	3,234 68.9%	3,606 66.9%
業務委託費	122	205	226	309	382	460	545
広告関連費用	374	783	1,158	1,583	1,955	2,356	2,794
決済手数料・販売手数料	158	207	226	309	382	460	545
減価償却費	96	127	174	235	320	409	505
その他	257	389	322	381	426	470	514
<b>EBITDA</b>	<b>606</b> %YoY % of Sales	<b>520</b> -71.5% 19.3%	<b>574</b> -14.2% 12.6%	<b>1,049</b> 10.5% 10.9%	<b>1,501</b> 82.6% 14.5%	<b>2,085</b> 43.1% 16.9%	<b>2,745</b> 38.9% 19.4%
<b>営業利益</b>	<b>510</b> %YoY % of Sales	<b>392</b> -76.0% 16.3%	<b>400</b> -23.1% 9.5%	<b>814</b> 2.0% 7.6%	<b>1,181</b> 103.4% 11.3%	<b>1,675</b> 45.1% 13.3%	<b>2,240</b> 41.8% 15.6%
<b>営業外収益</b>	1	3	3	3	3	3	3
<b>営業外費用</b>	0	1	1	1	1	1	1
<b>経常利益</b>	<b>511</b> %YoY % of Sales	<b>395</b> -76.0% 16.3%	<b>403</b> -22.7% 9.6%	<b>817</b> 2.0% 7.6%	<b>1,184</b> 102.7% 11.3%	<b>1,678</b> 45.0% 13.3%	<b>2,243</b> 41.7% 15.6%
特別利益	-	-	-	-	-	-	-
特別損失	8	-	30	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益	504	395	373	817	1,184	1,678	2,243
法人税等	170 Tax rate	135 33.8%	127 34.3%	278 34.0%	403 34.0%	571 34.0%	763 34.0%
<b>当期純利益</b>	<b>333</b>	<b>260</b>	<b>246</b>	<b>539</b>	<b>781</b>	<b>1,108</b>	<b>1,480</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 109: 主要指標**

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
			E	E	E	E	E
登録弁護士数	16,493	18,941	20,860	22,060	23,260	24,460	25,660
有料登録弁護士数	4,476	4,998	5,341	5,648	5,956	6,263	6,570
弁護士ドットコム有料会員数	174,324	178,291	161,839	167,839	173,839	179,839	185,839
クラウドサイン導入企業数	42,453	75,480	143,183	191,183	239,183	287,183	335,183
クラウドサイン契約送信件数	594,133	1,153,633	2,604,377	4,905,712	6,840,376	9,009,787	11,413,946
<b>設備投資額</b>	<b>146</b>	<b>231</b>	<b>295</b>	<b>403</b>	<b>498</b>	<b>600</b>	<b>712</b>
有形固定資産の取得による支出	20	31	39	54	67	80	95
無形資産の取得による支出	126	200	256	349	431	520	617
<b>減価償却費</b>	<b>96</b>	<b>127</b>	<b>174</b>	<b>235</b>	<b>320</b>	<b>409</b>	<b>505</b>
EPS	15.0	11.7	11.1	24.2	35.1	49.8	66.5
BPS	84	96	107	131	166	216	282
DPS	-	-	-	-	-	-	-
<b>従業員数</b>	<b>190</b>	<b>240</b>	<b>310</b>	<b>370</b>	<b>410</b>	<b>450</b>	<b>490</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 110: 貸借対照表

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
		E	E	E	E	E	E
<b>貸借対照表(¥ mn)</b>							
<b>流動資産</b>	<b>1,896</b>	<b>1,946</b>	<b>2,114</b>	<b>2,632</b>	<b>3,363</b>	<b>4,419</b>	<b>5,845</b>
現預金	1,396	1,198	1,159	1,326	1,751	2,475	3,541
売上債権（受取手形+売掛金）	456	610	778	1,063	1,313	1,583	1,877
棚卸資産	1	0	0	0	0	0	0
その他の流動資産	43	139	177	242	299	360	427
<b>固定資産</b>	<b>357</b>	<b>574</b>	<b>695</b>	<b>863</b>	<b>1,042</b>	<b>1,233</b>	<b>1,440</b>
有形固定資産	67	75	77	92	113	136	163
無形固定資産	187	272	391	544	702	869	1,049
ソフトウェア	173	215	391	544	702	869	1,049
ソフトウェア仮勘定	13	57	-	-	-	-	-
投資その他の資産	104	227	227	227	227	227	227
投資有価証券	-	40	40	40	40	40	40
繰延税金資産	33	45	45	45	45	45	45
その他	71	142	142	142	142	142	142
<b>資産合計</b>	<b>2,254</b>	<b>2,521</b>	<b>2,809</b>	<b>3,495</b>	<b>4,405</b>	<b>5,652</b>	<b>7,284</b>
<b>流動負債</b>	<b>384</b>	<b>390</b>	<b>431</b>	<b>578</b>	<b>707</b>	<b>846</b>	<b>997</b>
仕入債務	-	-	-	-	-	-	-
短期有利子負債	-	-	-	-	-	-	-
前受金	30	30	30	30	30	30	30
未払金	137	162	207	283	350	422	500
預り金	35	46	-	-	-	-	-
未払法人税等	83	71	90	123	152	184	218
その他の流動負債	100	81	103	141	174	210	249
<b>固定負債</b>	<b>-</b>						
<b>純資産の部</b>							
資本金	438	439	440	440	440	440	440
資本剰余金	404	405	405	405	405	405	405
利益剰余金	1,026	1,286	1,532	2,071	2,853	3,960	5,440
自己株式	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
株主資本合計	1,868	2,129	2,377	2,916	3,697	4,805	6,285
その他の包括利益累計額	-	-	-	-	-	-	-
新株予約権	1	1	1	1	1	1	1
<b>純資産合計</b>	<b>1,870</b>	<b>2,131</b>	<b>2,378</b>	<b>2,917</b>	<b>3,699</b>	<b>4,806</b>	<b>6,286</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>2,254</b>	<b>2,521</b>	<b>2,809</b>	<b>3,495</b>	<b>4,405</b>	<b>5,652</b>	<b>7,284</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 111: キャッシュフロー計算書

	FY03/19	FY03/20	FY03/21	FY03/22	FY03/23	FY03/24	FY03/25
キャッシュフロー計算書 (¥ mn)			E	E	E	E	E
税金等調整前当期純利益	504	395	373	817	1,184	1,678	2,243
減価償却費	96	127	174	235	320	409	505
運転資本の増減額	(149)	(153)	(168)	(286)	(250)	(270)	(294)
その他の増減	68	(46)	4	82	72	78	86
<b>小計</b>	<b>519</b>	<b>323</b>	<b>383</b>	<b>848</b>	<b>1,325</b>	<b>1,895</b>	<b>2,539</b>
利息及び配当金の受取額	0	0	0	0	0	0	0
利息の支払額	-	-	-	-	-	-	-
法人所得税の支払額	(220)	(182)	(127)	(278)	(403)	(571)	(763)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>299</b>	<b>142</b>	<b>256</b>	<b>571</b>	<b>923</b>	<b>1,325</b>	<b>1,777</b>
有形固定資産の取得による支出	(20)	(31)	(39)	(54)	(67)	(80)	(95)
無形資産の取得による支出	(126)	(200)	(256)	(349)	(431)	(520)	(617)
その他	(19)	(110)	-	-	-	-	-
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(166)</b>	<b>(341)</b>	<b>(295)</b>	<b>(403)</b>	<b>(498)</b>	<b>(600)</b>	<b>(712)</b>
借入・社債調達増減	-	-	-	-	-	-	-
エクイティ調達増減	(0)	(0)	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-
その他	5	1	-	-	-	-	-
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	139	(198)	(39)	167	425	725	1,065
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>1,396</b>	<b>1,198</b>	<b>1,159</b>	<b>1,326</b>	<b>1,751</b>	<b>2,475</b>	<b>3,541</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

# GMO インターネット

## Neutral で新規カバレッジ開始：インターネット業界の黒子役から自律成長企業へ

インターネットインフラサービス | インターネット

9449.T

目標株価 (円) (12M, ¥)

4,000

Neutral

- **アクション：**GMO インターネット（9449、以下「同社」）を目標株価 4,000 円、投資評価 Neutral でカバレッジを開始する（潜在リターン 11.0%）。
- **インベストメントオーバービュー：**インターネット業界のインフラを支えてきた同社は、インターネットを介したトランザクションの増大により安定的に成長してきた。この流れは現在のインターネットを通じたビジネスモデルが不变である限りにおいて長期に持続が可能だろう。当社では安定成長に加え決済事業およびセキュリティ事業の規模拡大を通じたさまざまな事業領域でのクロスセルが新たな成長ドライバーになり得る点に着目している。
- **業績予想：**当社では 21/12 期営業利益を前期比 8% 増の 30,136 百万円と想定。決済事業を中心にインターネットインフラ事業が全体業績を牽引する構図は継続するだろう。なお、クラウド型電子契約サービスの伸長に注目が集まるだろうが、先行投資負担も大きくなることから、収益寄与は 23/12 期以降になると当社では考えている。22/12 期以降は年率 24% の営業増益を見込む。インターネットインフラ事業に加え、インターネット金融事業及び暗号資産事業が口座数の増加に加え投資一巡による投資回収期に移行することが新たな成長ドライバーとなるだろう。
- **バリュエーション/リスク：**目標株価 4,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 27%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.01、ERP6.22%、WACC9.8%、永久成長率 0.5%）から算出。同株価水準は 21/12 期予想 PER42 倍に相当する。上方リスクとしては、FX 市況および暗号通貨市況の活況、下方リスクとしては、1) 各事業領域における競争激化、2) システム障害や情報漏洩の発生によるレピュテーションの低下、3) 個人消費意欲減退によるトランザクションの減少、4) 大手事業者の離脱、などが挙げられる。

株価 (21年2月15日,円)	3,605
目標株価乖離率 (%)	11.0
時価総額 (十億円)	408.24 (US\$ 3.89)
企業価値 (十億円)	395.48
発行済み株式数 (百万)	113.24
浮動株(%)	50.0
52週株価レンジ	3,620-1,510

### リサーチアナリスト

齋藤 剛

81 3 4550 9940

go.saito@credit-suisse.com

### 財務サマリー

年度	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
売上高 (十億円)	210.6	229.0	255.3	283.7
営業利益 (十億円)	27.9	30.1	38.5	47.5
経常利益 (十億円)	27.1	29.4	37.8	46.8
当期利益 (十億円)	10.3	10.5	13.5	16.8
EPS (円)	94.1	96.3	123.9	153.4
IBES コンセンサス EPS (円)	n.a.	106.3	117.9	131.3
EPS 成長率 (%)	27.9	2.3	28.6	23.8
PER (x)	31.5	37.4	29.1	23.5
配当利回り (%)	1.0	0.9	1.2	1.5
EV/EBITDA (x)	8.5	9.9	7.9	6.3
PBR (x)	6.4	6.9	6.0	5.1
ROE (%)	20.2	19.6	22.0	23.5
純負債/株主資本 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

出所：会社資料、トムソン・ロイター、クレディ・スイス予想

### 株価パフォーマンス



相対株価チャートは TOPIX に対するパフォーマンスを示す 21 年 2 月 15 日の TOPIX は 1953.9421 年 2 月 15 日の直物為替レートは ¥105.02/US\$1

パフォーマンス	1M	3M	12M
総(%)	12.0	35.7	59.8
複(%)	6.7	23.0	45.1

# GMO インターネット (9449)

リサーチアナリスト: 斎藤 剛

株価(21年2月15日): ¥3,605 (upside: 11%) 目標株価: ¥4,000

投資評価: Neutral

損益計算書(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
売上高	210.6	229.0	255.3	283.7
EBITDA	36.6	38.6	47.1	56.3
営業利益	27.9	30.1	38.5	47.5
経常利益	27.1	29.4	37.8	46.8
特別損益	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	27.1	29.4	37.8	46.8
当期利益	10.3	10.5	13.5	16.8
キャッシュフロー(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
営業キャッシュフロー	38.3	34.9	23.4	35.8
減価償却費	8.1	7.9	8.2	8.5
投資キャッシュフロー	(16.0)	(10.4)	(11.1)	(11.9)
設備投資	(7.5)	(8.4)	(9.1)	(9.9)
フリー・キャッシュフロー	22.3	24.5	12.2	23.9
財務キャッシュフロー	37.5	(22.0)	(10.8)	(28.8)
株式の発行による収入(支出)	-	-	-	-
配当金の支払	(3.4)	(3.7)	(4.7)	(5.9)
現金及び現金同等物の増減	59.8	2.5	1.4	(4.9)
貸借対照表(十億円)	20年12月期	21年12月期予	22年12月期予	23年12月期予
現金及び現金同等物	220.7	221.1	222.5	217.7
預り金	25.0	27.1	30.3	33.6
棚卸資産	0.0	0.0	0.0	0.0
その他の流動資産	759.5	826.1	920.6	1,023.0
流動資産合計	1,005.2	1,074.3	1,173.4	1,274.3
有形固定資産	14.5	16.9	17.5	18.5
投資	35.8	35.8	35.8	35.8
無形固定資産	15.0	16.6	16.9	17.3
その他の固定資産	0.0	(0.0)	0.0	0.0
資産合計	1,070.5	1,143.6	1,243.7	1,345.9
買掛金	10.5	11.4	12.7	14.2
短期借入金	179.9	177.9	170.6	170.0
その他の流動負債	742.9	804.2	896.5	996.4
流動負債合計	933.3	993.5	1,079.8	1,180.6
長期借入金	28.4	30.5	29.2	11.2
その他固定負債	7.5	7.8	8.1	8.4
負債合計	969.2	1,031.8	1,117.2	1,200.2
株主資本	52.2	59.0	66.6	77.5
少数株主持分	49.1	52.9	59.1	67.9

主要財務指標	20年12月期	21年12月期	22年12月期	23年12月期
成長率(%)				
売上高	7.3	8.8	11.5	11.2
営業利益	10.3	8.0	27.7	23.4
EPS	27.9	2.3	28.6	23.8
マージン(%)				
粗利率	50.2	51.1	52.3	53.3
EBITDA率	17.4	16.8	18.4	19.8
営業利益率	13.2	13.2	15.1	16.7
デュポン分析				
ROE (%)	20.2	19.6	22.0	23.5
当期利益率(%)	4.9	4.6	5.3	5.9
総資産回転率	0.2	0.2	0.2	0.2
財務レバレッジ	21.3	20.1	18.9	17.5
クレジットレシオ(%)				
自己資本比率	4.7	5.0	5.3	5.7
ネットD/Eレシオ	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
一株あたり情報(円)				
発行済み株式数(百万)	109.3	109.3	109.3	109.3
EPS	94.1	96.3	123.9	153.4
BPS	459.2	521.8	602.3	702.1
DPS	30.8	33.7	43.4	53.7
配当性向(%)	32.7	35.0	35.0	35.0
バリュエーション(x)	20年12月期	21年12月期	22年12月期	23年12月期
PER	31.5	37.4	29.1	23.5
PBR	6.4	6.9	6.0	5.1
EV/EBITDA	8.5	9.9	7.9	6.3
配当利回り(%)	1.0	0.9	1.2	1.5
FCF利回り(%)	9.5	6.7	3.6	6.6

Source: Company data, Refinitiv, Credit Suisse estimates

## 会社概要と注目ポイント（GMOインターネット）

同社は「インターネットの便利さ、楽しさ、可能性を、一人でも多くの方に届けたい」という思いのもと、インターネットに関するさまざまな商材やサービスを提供している。事業セグメントは、インターネットインフラ事業（ドメイン、クラウドホスティング、セキュリティ、決済、EC支援、インターネット接続サービスなど）、インターネット広告・メディア事業、インターネット金融事業（オンライン証券取引、外国為替証拠金取引など）、仮想通貨事業（仮想通貨交換、仮想通貨マイニング）、インキュベーション事業、に分かれている。同社ではグループ全体の夢、ビジョン、フィロソフィーとして体系立て、明文化したものとして「スピリットベンチャー宣言」を掲げている。

同社はインターネット黎明期である95年には展開する事業をインターネットのインフラ、サービスインフラの提供に集中させた（創業は91年5月）。その後一貫してインターネット関連ビジネスのインフラを支えることで安定的に成長してきた。20年12月末時点では、1,158万顧客が同社のインターネット・インフラ事業を支えている。そこにインターネット金融事業および暗号資産事業を支える171万顧客を合わせた1,329万顧客が同社の安定的な利益成長を支えている。この流れはインターネットという技術が続く限りにおいて長く続くものと当社では考えている。

同社株価はインターネット金融事業および暗号資産事業の相場展開に影響を受けることが多く、安定的と言える状況ではなかった。しかし、近年は決済事業を成長ドライバとした業績拡大が顕在化し、さらにはセキュリティ事業が新たな成長ドライバになり得る点を当社では評価している。

収益寄与はまだ先になる見通しであるが、当社ではクラウド型の電子契約サービス「GMOサイン」の成長に今後注目していきたい。弁護士ドットコム（6027）の提供する「クラウドサイン」がトップシェアを有するサービスだが、コロナ禍による在宅勤務の増加を背景に、市場規模が急拡大している。電子契約普及に向けて政府も法整備を急いでいることから、今後も市場拡大が見込まれる。このサービスはグループ企業であるGMOグローバルサイン・ホールディングス（3788）が提供しているが、クラウドサインを意識した価格設定の大幅な引き下げ、プランの一本化等を2020年12月に行うなどして、先行企業を猛追している。GMOサインが持つ強みには世界に7つしかない電子認証局の1つを同グループに有することが挙げられる。電子証明書を交わす形での電子契約が今後増加していくならば、電子認証局を介す必要がある。それを内製化できていることが価格競争力および信頼につながっていく可能性がある。GMOインターネットグループはレンタルサーバーの時代から圧倒的な価格競争力を武器に成長してきた。今回も同様の戦略を貫く可能性が高い。そのため、当面は価格低下が続くことが想定されるため、収益貢献はだいぶ先の話になろう。しかし、セキュリティ領域のインフラを押さえることが、他のインターネットインフラ事業とのクロスセルに結びついていく。1つ1つのビジネスは薄利多売でも、「塵も積もれば山となる」ことは改めて認識されるべきだろう。

## リスクファクター

インターネットインフラを包括的に提供している企業は世界にも例がない。多くの事業ドメインにおいて業界トップの地位を確保していることも高い優位性につながっている。しかし、それぞれの事業領域においては競合が存在するため、価格競争などにより一時的に収益性が悪化する可能性がある。同様に海外事業者の日本市場参入の可能性もリスクとして挙げておく。そのほか、システム障害や情報漏洩の発生によるレピュテーションの低下、個人消費意欲減退によるトランザクションの減少、大手事業者の離脱なども下方リスクとして挙げられる。アップサイドリスクとしては、FX 市況および暗号通貨市況が活況となった際に株価がファンダメンタルズから乖離して上昇する可能性がある点を上方リスクとして挙げる。

## バリュエーション

目標株価 4,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 27%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.01、ERP6.22%、WACC9.8%、永久成長率 0.5%）から算出。RFR および ERP（日本およびエマージングの加重平均）はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Information Service, Japan/Emerging の加重平均を適用。WACC についてはコングロマリットディスカウントとしてサイズプレミアム 8.5%を付加した 9.8%、永久成長率はグループ全体としては安定成長期にあることから 0.5%とした。同株価水準は 21/12 期予想 PER42 倍に相当する。

図表 112: DCF バリュエーション表

フリー・キャッシュ・フロー(FCF)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	株主資本コスト
EBITDA	38,558	47,061	56,322	67,509	81,206	リスクフリーレート 0.05%
-) 減価償却	(8,422)	(8,564)	(8,820)	(9,175)	(9,628)	アンレバードβ 1.01
= EBIT	30,136	38,497	47,502	58,334	71,578	目標D/Eレシオ 87.8%
-) EBITに対する税金	(11,337)	(13,474)	(16,626)	(20,417)	(25,052)	実効税率 37.6%
税率	37.6%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	レバードβ 1.6
= NOPAT	18,799	25,023	30,876	37,917	46,526	株式リスクプレミアム 6.22%
+/- Δ運転資本	(2,722)	(3,892)	(4,212)	(4,780)	(5,821)	サイズプレミアム 8.5%
+) 減価償却	8,422	8,564	8,820	9,175	9,628	株主資本コスト 18.2%
-) 設備投資	(4,157)	(4,634)	(5,151)	(5,739)	(6,457)	WACC
+/- Δその他非流動資産	(401)	(283)	(269)	(299)	(395)	株主資本コスト 18.2%
+/- Δ繰延税金負債	(7)	18	19	22	27	資本/資産比率 53.3%
+/- Δその他非流動負債	401	283	269	299	395	負債コスト (税考慮後) 0.1%
= FCF	20,335	25,079	30,352	36,595	43,903	負債/資産比率 46.7%
						WACC 9.8%

**DCF****永久成長率法**

FCFの現在価値	123,363
永久成長率	0.5%
最終年度FCF	43,903
ターミナルバリュー	475,406
ターミナルバリューの現在価値	351,057
<b>EV</b>	<b>474,420</b>
インプライドEV/EBITDAマルチプル	7.0
ターミナルバリュー/企業価値	74.0%
株式価値への変換	
+現金及び現金同等物	220,745
+持分法で会計処理されている投資	-
-金融負債	-208,383
-非支配持分	-49,140
計	-36,778
株式価値	
永久成長率法	437,642
希薄化後株式総数	109
<b>永久成長率法 (1株当たり)</b>	<b>4,006</b>

出所：クレディ・スイス予想

図表 113:業績サマリー

GMO Internet(9449) 業績サマリー		売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS		EV /EBITDA	P/E
2月15日 時点(円)		百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円	前年比	(x)	(x)
<b>連続通期</b>													
20/12	実	210,559	7.3%	27,893	10.3%	27,136	10.7%	10,284	23.4%	94.1	28.7%	-	-
21/12	CS 予 (新)	228,996	8.8%	30,136	8.0%	29,387	8.3%	10,523	2.3%	96.3	2.3%	9.9	37.4
	会社予	NA		NA		NA		NA		NA		NA	
	IBES 予	209,840	7.0%	29,179	15.4%	28,474	16.2%	11,087	33.0%	95.8	30.9%	10.7	36.8
22/12	CS 予 (新)	255,279	21.2%	38,497	38.0%	37,797	39.3%	13,535	31.6%	123.9	31.6%	7.9	29.1
	IBES 予	249,197	18.8%	34,981	19.9%	34,057	19.6%	13,093	18.1%	117.9	23.2%	8.4	31.2
23/12	CS 予 (新)	283,745	11.2%	47,502	23.4%	46,812	23.8%	16,763	23.8%	153.4	23.8%	6.4	23.5
	IBES 予	272,658	9.4%	39,383	12.6%	38,657	13.5%	12,199	-6.8%	131.3	11.3%	8.1	33.5

出所：会社資料、I/B/E/S、クレディ・スイス予想

## 業績予想

20/12期は、売上高 210,559 百万円（前期比 7%増）、営業利益 27,893 百万円（同 10%増）となった。インキュベーション事業の落ち込みをインターネットインフラ事業でカバーした格好となった。インターネットインフラ事業においては、アクセス事業、EC 支援事業、決済事業の伸長が牽引役となった。インターネット広告・メディア事業はコロナ禍で健闘したものの、新規メディアへの投資が嵩んだこともあり、4 期連続での営業減益となった。なお、暗号資産事業はステーブルコイン開発に 3.8 億円投資したことにより増収営業減益となった。先行投資を除くと収益性改善が鮮明になってきた点は覚えておきたい。

21/12期は、売上高 228,996 百万円（前期比 9%増）、営業利益 30,136 百万円（同 8%増）を予想する。インターネット広告・メディア事業は、Google のアルゴリズム変更による影響は軽減されていく一方、エンジニアリソース等解決すべき課題は依然として残されているため、減収基調は続くだろう。コストコントロールによって収益性は改善するだろう。決済事業を中心にインターネットインフラ事業が全体業績を牽引する構図は継続するだろう。クラウド型電子契約サービスの伸長に注目が集まるだろうが、先行投資負担も大きくなることから、収益寄与は 23/12期以降になるだろう。

22/12期以降は、年率 12%増収、24%営業増益基調を持続すると考える。インターネットインフラ事業の収益性向上が全体業績をけん引することになっていくだろう。インターネット金融事業及び暗号資産事業は相場状況による業績のボラティリティが大きいものの、口座数の増加に加え投資の一巡により投資回収期へと移行していくことを原則的には想定している。

図表 114: 連結損益計算書

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>損益計算書(¥mn)</b>							
<b>売上高</b>	<b>196,171</b>	<b>210,559</b>	<b>228,996</b>	<b>255,279</b>	<b>283,745</b>	<b>316,171</b>	<b>355,682</b>
%YoY	5.9%	7.3%	8.8%	11.5%	11.2%	11.4%	12.5%
インターネットインフラ事業	114,076	131,273	150,216	172,961	197,875	226,691	262,469
%YoY	13.2%	15.1%	14.4%	15.1%	14.4%	14.6%	15.8%
インターネット広告・メディア事業	46,812	46,862	46,703	48,503	50,417	52,453	54,618
%YoY	0.0%	0.1%	-0.3%	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%
インターネット金融事業	28,570	30,852	26,420	27,475	28,436	29,340	30,245
%YoY	-7.0%	8.0%	-14.4%	4.0%	3.5%	3.2%	3.1%
暗号資産事業	6,072	6,730	11,723	12,631	13,538	14,446	15,353
%YoY	-26.4%	10.8%	74.2%	7.7%	7.2%	6.7%	6.3%
インキュベーション事業	3,910	1,001	200	200	200	200	200
%YoY	69.0%	-74.4%	-80.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他	1,933	1,087	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
%YoY	26.6%	-43.8%	10.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Adjustment	(5,202)	(7,249)	(7,466)	(7,690)	(7,921)	(8,159)	(8,404)
<b>売上原価</b>	<b>100,378</b>	<b>104,883</b>	<b>111,934</b>	<b>121,814</b>	<b>132,559</b>	<b>145,091</b>	<b>160,404</b>
% of Sales	51.2%	49.8%	48.9%	47.7%	46.7%	45.9%	45.1%
<b>売上総利益</b>	<b>95,793</b>	<b>105,675</b>	<b>117,062</b>	<b>133,465</b>	<b>151,186</b>	<b>171,079</b>	<b>195,278</b>
%YoY	6.1%	10.3%	10.8%	14.0%	13.3%	13.2%	14.1%
% of Sales	48.8%	50.2%	51.1%	52.3%	53.3%	54.1%	54.9%
<b>販管費</b>	<b>70,514</b>	<b>77,782</b>	<b>86,927</b>	<b>94,968</b>	<b>103,684</b>	<b>112,745</b>	<b>123,700</b>
%YoY	2.9%	10.3%	11.8%	9.3%	9.2%	8.7%	9.7%
% of Sales	35.9%	36.9%	38.0%	37.2%	36.5%	35.7%	34.8%
人件費	-	-	41,361	42,674	43,987	45,300	46,613
広告関連費用	-	-	11,721	13,066	14,522	16,177	18,194
減価償却費	6,888	8,053	7,930	8,185	8,528	8,950	9,455
研究開発費	-	-	-	-	-	-	-
のれん償却費	364	605	492	379	292	225	173
その他	63,262	69,124	25,422	30,664	36,355	42,093	49,264
<b>EBITDA</b>	<b>32,531</b>	<b>36,551</b>	<b>38,558</b>	<b>47,061</b>	<b>56,322</b>	<b>67,509</b>	<b>81,206</b>
%YoY	5.8%	12.4%	5.5%	22.1%	19.7%	19.9%	20.3%
% of Sales	16.6%	17.4%	16.8%	18.4%	19.8%	21.4%	22.8%
<b>営業利益</b>	<b>25,279</b>	<b>27,893</b>	<b>30,136</b>	<b>38,497</b>	<b>47,502</b>	<b>58,334</b>	<b>71,578</b>
%YoY	16.0%	10.3%	8.0%	27.7%	23.4%	22.3%	22.7%
% of Sales	12.9%	13.2%	13.2%	15.1%	16.7%	18.5%	20.1%
インターネットインフラ事業	14,060	16,287	19,517	25,132	31,704	40,011	50,614
%YoY	22.9%	15.8%	19.8%	28.8%	26.1%	26.2%	26.5%
% of Sales	12.3%	12.4%	13.0%	14.5%	16.0%	17.7%	19.3%
インターネット広告・メディア事業	549	422	371	408	449	493	540
%YoY	-28.0%	-23.1%	-12.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.6%
% of Sales	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
インターネット金融事業	8,513	10,617	8,727	10,848	13,054	15,348	17,754
%YoY	-20.9%	24.7%	-17.8%	24.3%	20.3%	17.6%	15.7%
% of Sales	29.8%	34.4%	33.0%	39.5%	45.9%	52.3%	58.7%
暗号資産事業	958	769	2,021	2,208	2,395	2,583	2,770
%YoY	-	-19.7%	162.7%	9.3%	8.5%	7.8%	7.3%
% of Sales	15.8%	11.4%	17.2%	17.5%	17.7%	17.9%	18.0%
インキュベーション事業	2,530	102	40	40	40	40	40
%YoY	107.2%	-96.0%	-60.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% of Sales	64.7%	10.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
その他	(1,418)	(360)	(740)	(340)	(340)	(340)	(340)
%YoY	-	-	-	-28.3%	-28.3%	-28.3%	-28.3%
% of Sales	-73.4%	-33.1%	-61.7%	-28.3%	-28.3%	-28.3%	-28.3%
Adjustment	84	55	200	200	200	200	200
<b>営業外収益</b>	<b>763</b>	<b>1,245</b>	<b>640</b>	<b>640</b>	<b>640</b>	<b>640</b>	<b>640</b>
受取利息	144	286	140	140	140	140	140
受取配当金	86	90	100	100	100	100	100
持分法による投資利益	-	-	-	-	-	-	-
為替差益	-	-	-	-	-	-	-
その他	533	869	400	400	400	400	400
<b>営業外費用</b>	<b>1,535</b>	<b>2,002</b>	<b>1,389</b>	<b>1,340</b>	<b>1,330</b>	<b>1,324</b>	<b>1,320</b>
支払利息	190	390	435	386	376	370	366
持分法による投資損失	877	760	760	760	760	760	760
為替差損	148	658	-	-	-	-	-
その他	320	194	194	194	194	194	194
<b>経常利益</b>	<b>24,506</b>	<b>27,136</b>	<b>29,387</b>	<b>37,797</b>	<b>46,812</b>	<b>57,650</b>	<b>70,899</b>
%YoY	28.1%	10.7%	8.3%	28.6%	23.8%	23.2%	23.0%
% of Sales	12.5%	12.9%	12.8%	14.8%	16.5%	18.2%	19.9%
特別利益	1,933	9,163	-	-	-	-	-
特別損失	3,819	6,373	-	-	-	-	-
税金等調整前当期純利益	22,621	29,926	29,387	37,797	46,812	57,650	70,899
法人税等	6,253	11,258	10,285	13,229	16,384	20,178	24,814
Tax rate	27.6%	37.6%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
当期純利益	16,367	18,667	19,101	24,568	30,428	37,473	46,084
非支配株主に帰属する当期純利益	8,029	8,383	8,578	11,033	13,665	16,828	20,695
親会社株主に帰属する当期純利益	8,337	10,284	10,523	13,535	16,763	20,644	25,389

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 115: 主要指標

(¥mn)	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>インターネットインフラ事業</b>							
アクセス事業	33,617	41,707	47,586	53,558	57,369	59,698	62,122
ドメイン事業	9,073	9,541	9,636	9,733	9,830	9,928	10,028
クラウド・ホスティング事業	14,367	15,157	15,419	16,329	17,300	18,335	19,440
EC支援事業	11,823	14,866	14,177	14,824	15,663	16,598	17,641
セキュリティ事業	6,341	6,358	6,504	7,128	7,810	8,555	9,370
決済事業	33,325	37,410	12,296	15,802	20,314	26,123	33,607
その他	5,517	6,221	6,532	6,859	7,202	7,562	7,940
合計	114,074	131,273	150,216	172,961	197,875	226,691	262,469
<b>インターネット広告・メディア事業</b>							
インターネット広告事業	32,469	33,187	32,988	34,340	35,748	37,214	38,740
インターネットメディア事業	11,075	10,308	10,086	10,248	10,441	10,668	10,933
インターネットトリサーチ事業・その他事業	3,262	3,361	3,629	3,915	4,228	4,571	4,945
合計	46,811	46,861	46,703	48,503	50,417	52,453	54,618
<b>インターネット金融事業</b>	28,569	30,851	26,420	27,475	28,436	29,340	30,245
<b>仮想通貨事業</b>							
仮想通貨交換事業	3,928	5,391	9,167	10,075	10,982	11,890	12,797
仮想通貨マイニング事業	2,140	1,336	2,556	2,556	2,556	2,556	2,556
合計	6,070	6,730	11,723	12,631	13,538	14,446	15,353
<b>インキュベーション事業</b>	3,909	1,001	200	200	200	200	200
<b>設備投資額</b>	<b>11,174</b>	<b>7,961</b>	<b>8,429</b>	<b>9,141</b>	<b>9,877</b>	<b>10,689</b>	<b>11,669</b>
有形固定資産の取得による支出	7,122	3,822	4,157	4,634	5,151	5,739	6,457
無形資産の取得による支出	4,052	4,139	4,272	4,507	4,726	4,950	5,213
<b>減価償却費</b>	<b>6,888</b>	<b>8,053</b>	<b>7,930</b>	<b>8,185</b>	<b>8,528</b>	<b>8,950</b>	<b>9,455</b>
インターネットインフラ事業	5,010	-	-	-	-	-	-
インターネット広告・メディア事業	446	-	-	-	-	-	-
インターネット金融事業	896	-	-	-	-	-	-
暗号資産事業	139	-	-	-	-	-	-
インキュベーション事業	2	-	-	-	-	-	-
その他	392	-	-	-	-	-	-
<b>のれん償却額</b>	<b>364</b>	<b>605</b>	<b>492</b>	<b>379</b>	<b>292</b>	<b>225</b>	<b>173</b>
インターネットインフラ事業	224	-	-	-	-	-	-
インターネット広告・メディア事業	78	-	-	-	-	-	-
インターネット金融事業	-	-	-	-	-	-	-
暗号資産事業	-	-	-	-	-	-	-
インキュベーション事業	-	-	-	-	-	-	-
その他	62	-	-	-	-	-	-
EPS	73.2	94.1	96.3	123.9	153.4	189.0	232.4
BPS	903.1	916.4	1,013.1	1,150.2	1,330.6	1,563.1	1,859.2
DPS	24	31	34	43	54	66	81
<b>従業員数</b>	<b>5,995</b>	<b>6,180</b>	<b>6,380</b>	<b>6,580</b>	<b>6,780</b>	<b>6,980</b>	<b>7,180</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

**図表 116: 貸借対照表**

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>貸借対照表(¥mn)</b>							
<b>流動資産</b>	<b>811,083</b>	<b>1,005,226</b>	<b>1,074,348</b>	<b>1,173,414</b>	<b>1,274,263</b>	<b>1,413,048</b>	<b>1,583,908</b>
現預金	160,315	220,745	221,144	222,537	217,660	236,109	260,491
売上債権（受取手形+売掛金）	22,140	24,955	27,140	30,255	33,629	37,472	42,155
営業投資有価証券	7,732	7,617	8,317	9,017	9,717	10,417	11,117
その他の流動資産	620,896	751,909	817,747	911,605	1,013,257	1,129,050	1,270,146
<b>固定資産</b>	<b>60,130</b>	<b>65,318</b>	<b>69,300</b>	<b>70,256</b>	<b>71,604</b>	<b>73,344</b>	<b>75,558</b>
有形固定資産	16,118	14,488	16,856	17,533	18,466	19,681	21,248
償却資産	12,749	10,906	13,274	13,951	14,884	16,099	17,666
土地	-	-	-	-	-	-	-
リース資産	3,035	3,081	3,081	3,081	3,081	3,081	3,081
その他	334	501	501	501	501	501	501
無形固定資産	16,590	14,999	16,614	16,893	17,308	17,833	18,480
のれん	2,778	657	1,647	1,268	977	752	579
ソフトウェア	6,836	7,924	8,549	9,207	9,914	10,663	11,483
ソフトウェア仮勘定	-	-	-	-	-	-	-
リース資産	-	-	-	-	-	-	-
その他	6,976	6,418	6,418	6,418	6,418	6,418	6,418
投資その他の資産	27,420	35,830	35,830	35,830	35,830	35,830	35,830
投資有価証券	9,881	18,838	18,838	18,838	18,838	18,838	18,838
繰延税金資産	6,540	5,808	5,808	5,808	5,808	5,808	5,808
その他	10,999	11,184	11,184	11,184	11,184	11,184	11,184
<b>資産合計</b>	<b>871,214</b>	<b>1,070,544</b>	<b>1,143,648</b>	<b>1,243,670</b>	<b>1,345,867</b>	<b>1,486,392</b>	<b>1,659,465</b>
<b>流動負債</b>							
仕入債務	731,716	933,345	993,490	1,079,779	1,180,599	1,295,827	1,436,552
短期有利子負債	10,390	10,512	11,432	12,745	14,166	15,785	17,757
前受金	122,211	179,946	177,893	170,571	170,006	169,746	169,746
前受収益	9,645	11,161	12,138	13,531	15,040	16,759	18,853
リース債務	-	-	-	-	-	-	-
未払金	36,405	41,102	44,701	49,832	55,388	61,718	69,431
預り金	76,378	107,468	116,878	130,293	144,822	161,372	181,538
未払法人税等	2,141	5,765	2,499	2,786	3,097	3,451	3,882
その他の流動負債	474,546	577,391	627,948	700,021	778,080	866,997	975,345
<b>固定負債</b>	<b>35,996</b>	<b>35,891</b>	<b>38,338</b>	<b>37,379</b>	<b>19,626</b>	<b>19,513</b>	<b>19,501</b>
長期有利子負債	29,214	28,437	30,490	29,231	11,189	10,755	10,321
退職給付に係る負債	-	-	-	-	-	-	-
リース債務	-	-	-	-	-	-	-
資産除去債務	-	-	-	-	-	-	-
繰延税金負債	134	163	156	174	194	216	243
その他	6,648	7,291	7,692	7,974	8,243	8,542	8,937
特別法上の準備金	1,231	1,192	892	592	-	-	-
<b>純資産の部</b>							
資本金	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
資本剰余金	27,332	27,574	27,574	27,574	27,574	27,574	27,574
利益剰余金	19,474	26,959	33,799	42,597	53,493	66,912	83,414
自己株式	(3)	(9,366)	(9,366)	(9,366)	(9,366)	(9,366)	(9,366)
株主資本合計	51,803	50,167	57,007	65,805	76,701	90,120	106,622
その他の包括利益累計額	1,981	738	738	738	738	738	738
新株予約権	78	67	67	67	67	67	67
非支配株主持分	48,405	49,140	52,869	59,053	67,869	79,848	95,694
<b>純資産合計</b>	<b>102,269</b>	<b>100,114</b>	<b>110,681</b>	<b>125,663</b>	<b>145,375</b>	<b>170,773</b>	<b>203,122</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>871,214</b>	<b>1,070,544</b>	<b>1,143,402</b>	<b>1,243,414</b>	<b>1,345,600</b>	<b>1,486,113</b>	<b>1,659,175</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

図表 117: キャッシュフロー計算書

	FY12/19	FY12/20	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25
	E	E	E	E	E	E	E
<b>キャッシュフロー計算書(¥mn)</b>							
税金等調整前当期純利益	22,621	29,926	29,387	37,797	46,812	57,650	70,899
減価償却費	6,888	8,053	7,930	8,185	8,528	8,950	9,455
のれん償却額	364	605	492	379	292	225	173
売上債権の増減額	590	(1,448)	(2,185)	(3,115)	(3,374)	(3,843)	(4,683)
棚卸資産の増減額	-	-	-	-	-	-	-
仕入債務の増減額	(14,433)	(4,944)	920	1,312	1,421	1,619	1,973
運転資本の増減額	15,023	(6,392)	(1,265)	(1,803)	(1,953)	(2,224)	(2,710)
その他の増減	(21,818)	11,775	10,223	(6,621)	(325)	353	283
<b>小計</b>	<b>23,078</b>	<b>43,967</b>	<b>46,276</b>	<b>37,559</b>	<b>53,062</b>	<b>64,729</b>	<b>77,926</b>
利息及び配当金の受取額	204	278	177	177	177	177	177
利息の支払額	(781)	(1,140)	(1,271)	(1,127)	(1,099)	(1,082)	(1,069)
法人所得税の支払額	(14,908)	(4,827)	(10,285)	(13,229)	(16,384)	(20,178)	(24,814)
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>7,502</b>	<b>38,277</b>	<b>34,897</b>	<b>23,380</b>	<b>35,757</b>	<b>43,647</b>	<b>52,220</b>
有形固定資産の取得による支出	(7,122)	(3,506)	(4,157)	(4,634)	(5,151)	(5,739)	(6,457)
無形資産の取得による支出	(4,052)	(3,980)	(4,272)	(4,507)	(4,726)	(4,950)	(5,213)
その他	(10,443)	(8,509)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>(21,617)</b>	<b>(15,995)</b>	<b>(10,429)</b>	<b>(11,141)</b>	<b>(11,877)</b>	<b>(12,689)</b>	<b>(13,669)</b>
借入・社債調達増減	44,305	56,258	(8,581)	(1,259)	(18,042)	(434)	(434)
短期借入金増減	42,403	55,358	-	-	-	-	-
長期借入れによる収入	7,363	8,709	-	-	-	-	-
長期借入金の返済による支出	(6,035)	(5,747)	(8,581)	(1,259)	(694)	(434)	(434)
社債発行による収入	-	-	-	-	-	-	-
社債の償還による支出	-	-	-	-	(17,348)	-	-
その他	574	(2,062)	-	-	-	-	-
エクイティ調達増減	(1,978)	(1,541)	(4,887)	-	-	-	-
配当金の支払額	(3,545)	(3,365)	(3,683)	(4,737)	(5,867)	(7,226)	(8,886)
その他	(8,459)	(13,834)	(4,849)	(4,849)	(4,849)	(4,849)	(4,849)
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>30,323</b>	<b>37,518</b>	<b>(22,000)</b>	<b>(10,845)</b>	<b>(28,758)</b>	<b>(12,509)</b>	<b>(14,169)</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	(145)	(838)	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	16,063	58,961	2,468	1,394	(4,878)	18,449	24,382
その他（連結の範囲の変更等）	1	-	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>159,715</b>	<b>218,676</b>	<b>221,144</b>	<b>222,537</b>	<b>217,660</b>	<b>236,109</b>	<b>260,491</b>

出所：会社資料、クレディ・スイス予想

## Valuation, Methodology and Risks

### 目標株価および投資評価

#### バリュエーション算出方法とリスク: BASE (4477.T) (12カ月)

**算出方法:** BASE の目標株価 13,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 47%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.85、ERP5.36%、WACC6.1%、永久成長率 3.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Retail (Special Lines), Japan を適用。WACC はサイズプレミアムとして 1.5%付加した 6.1%、永久成長率は TAM の継続的拡大に鑑み 3.5%とした。ストーリー性、共時性を求める消費性向は新たな需要を生み出すだけでなく、大手プラットフォーマーからの代替的存在になり得ることを株価はまだ織り込んでいないと考える。但し、積極的なプロモーションにより当面は利益率上昇が限定的なものに留まると考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Neutral とする。

**リスク:** BASE の目標株価 13,000 円の達成および投資評価 Neutral に対する上方リスクとしては、1) 日本の EC 市場において D2C の選好ニーズが想定以上に早く拡大し、収益性改善ペースが前倒しになること、下方リスクとしては、1) 競争環境激化により売店数が当社想定通りに増加しなくなること、2) 人材の流動化による組織力の低下、などが挙げられよう。

### 目標株価および投資評価

#### バリュエーション算出方法とリスク: 弁護士ドットコム (6027.T) (12カ月)

**算出方法:** 弁護士ドットコムの目標株価 6,900 円は、21/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 45%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC5.7%、永久成長率 4.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC についてはクラウドサイン事業がレッドオーシャン化するリスクをサイズプレミアムとして 0.5%を付加して 5.7% とする一方、クラウドサイン事業の TAM は拡大する確度が高いことから永久成長率は 4.5%とした。同株価水準は 26/3 期予想 PER89 倍に相当する。電子契約普及を追い風にクラウドサイン事業の成長は続くが、株価には既に期待値も含めて織り込まれていると考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Underperform とする。

**リスク:** 弁護士ドットコムの目標株価 6,900 円の達成および投資評価 Underperform に対する上方リスクとしては、1) クラウドサインの競争優位性が高まること、2) 既存メディアの復活、などが挙げられよう。

### 目標株価および投資評価

#### バリュエーション算出方法とリスク: チェンジ (3962.T) (12カ月)

**算出方法:** チェンジの目標株価 5,200 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 26%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 4.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、自治体の変革速度が加速しないリスクをサイズプレミアムとして 3.0%付加した 10.6%とし、コロナ禍において地方創生×DX が一気に進む可能性が高まったことに鑑み永久成長率は 4.0%とした。同株価水準は 25/9 期予想 PER36 倍に相当する。コロナ禍を契機にした地方創生×DX の進展を市場が評価していくと考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Outperform とする。

**リスク:** チェンジの目標株価 5,200 円の達成及び投資評価 Outperform に対する下方リスクは、1) 自治体の変革スピードが加速しないこと、2) 法改正などが挙げられよう。

### 目標株価および投資評価

#### バリュエーション算出方法とリスク: サイバーエージェント (4751.T) (12カ月)

**算出方法:** サイバーエージェントの目標株価 7,200 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 14%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率 1.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC は、ABEMA 事業の不確実性としてサイズプレミアム 4.0%を付加した 6.4%とし、永久成長率はインターネット広告事業の安定性に鑑み 1.5%とした。同株価水準は 25/9 期予想 PER49 倍に相当する。安定成長を持続するインターネット広告事業に加え、メディア事業が収益源となり得るかを議論できるステージに入ってきたものの、まだ株価に織込む段階にはない。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Neutral とする。

**リスク:** サイバーエージェントの目標株価 7,200 円の達成および投資評価 Neutral に対する上方リスクとしては、1) ABEMA 事業の早期収益化、2) 新規ゲームタイトルのヒット、下方リスクとしては、1) 既存ゲームタイトルの収益性低下、2) 景況感低迷による広告事業の低迷、3) ABEMA のメディア価値低下、などが挙げられよう。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: 出前館 (2484.T) (12カ月)

**算出方法:** 出前館の目標株価 2,630 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の業績予想に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC10.2%、永久成長率 1.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、今後も TAM の拡大は見込まれるものレッドオーシャン化することを考慮し、サイズプレミアムとして 5.0%を付加した 10.2%とし、永久成長率は同様の理由から 1.0%とした。同株価水準は 25/8 期予想 PER18 倍に相当する。都心部を中心とした競争激化懸念を市場が冷静に判断するようになると考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Underperform とする。

**リスク:** 出前館の目標株価 2,630 円の達成および投資評価 Underperform に対する上方リスクは、1) LTV/CPA がしっかりと上昇すること、2) LINE との事業連携によるシナジーが早期に発現すること、3) 出前文化が全世代で浸透すること、などが挙げられる。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: GMO インターネット (9449.T) (12カ月)

**算出方法:** GMO インターネットの目標株価 4,000 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 27%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.01、ERP6.22%、WACC9.8%、永久成長率 0.5%）から算出。RFR および ERP（日本およびエマージングの加重平均）はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Information Service, Japan/Emerging の加重平均を適用。WACC についてはコングロマリットディスカウントとしてサイズプレミアム 8.5%を付加した 9.8%、永久成長率はグループ全体としては安定成長期にあることから 0.5%とした。同株価水準は 21/12 期予想 PER42 倍に相当する。インフラ事業が業績を安定的にけん引することがカタリストになり得ようが、20/12~21/12 期に行う先行投資の収益寄与可能性を見極めたい。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Neutral とする。

**リスク:** GMO インターネットの目標株価 4,000 円の達成および投資評価 Neutral に対する上方リスクとしては、FX 市況および暗号通貨市況の活況、下方リスクとしては、1) 各事業領域における競争激化、2) システム障害や情報漏洩の発生によるレピュテーションの低下、3) 個人消費意欲減退によるトランザクションの減少、4) 大手事業者の離脱、などが挙げられる。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: マクアケ (4479.T) (12カ月)

**算出方法:** マクアケの目標株価 12,000 円は、20/9 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 65%（年率）に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.85、ERP5.36%、WACC10.1%、永久成長率 3.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Retail (Special Lines), Japan を適用。WACC は、ゼロ次流通市場規模がまだ小さいことを考慮しサイズプレミアム 5.5%を付加した 10.1%とし、永久成長率は利益ベースの CAGR が高水準であることに鑑み 3.5%とした。同株価水準は 25/9 期予想 PER32 倍に相当する。大手ブランドも含めたゼロ次流通の創造が新たな消費行動の受け皿になり始めている。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Outperform とする。

**リスク:** マクアケの目標株価 12,000 円の達成および投資評価 Outperform に対する下方リスクとしては 1) 信頼低下によるプロジェクト実行者・消費者の流出、2) 人材獲得の遅れ、などが挙げられよう。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: メルカリ (4385.T) (12カ月)

**算出方法:** メルカリの目標株価 6,500 円は、21/6 期の EBITDA 黒字化、25/6 期 EBITDA39,889 百万円を前提とした業績予想に基づき DCF モデル（前提は、RFR0.05%、アンレバードベータ 1.10、ERP5.36%、WACC9.6%、永久成長率 1.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Retail(Special Lines), Japan/U.S. の加重平均を適用。WACC はメルペイ事業の不確実性をサイズプレミアムとして 6.5%を付加した 9.6%。キャッシュカウのメルカリ日本事業は安定成長期に入っていることに鑑み永久成長率は 1.0%とした。同株価水準は 25/6 期予想 PER45 倍に相当する。安定成長を続けるメルカリ日本事業は十分に株価に織り込まれていると考える。メルカリ米国事業及びメルペイ事業の成長可能性を株価に織り込むには時期尚早と考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Neutral とする。

**リスク:** メルカリの目標株価 6,500 円の達成及び投資評価 Neutral に対する下方リスクとしては、1) モラルハザードの顕在化、2) 新たな法的規制の制定、などが挙げられよう。上方リスクとしては、1)米国での市場認知度が想定以上に早く上昇すること、2) メルペイの利用頻度が想定以上に上昇することなどが挙げられる。そのほか、IR での限られた開示によるミスリードが双方へのリスクに繋がる可能性がある。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: SHIFT (3697.T) (12カ月)

**算出方法:** SHIFT の目標株価 18,200 円は、20/8 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 39%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.2%、永久成長率 4.0%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、今後も TAM の拡大が見込まれることを考慮し、サイズプレミアム 2.0% を付加した 6.2% とし、永久成長率は同様の理由から 4.0% とした。同株価水準は 25/8 期予想 PER37 倍に相当する。IT 人材の確保・育成を仕組み化したこと、事業領域の拡大、を株価は今後織り込んでいくと考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Outperform とする。

**リスク:** SHIFT の目標株価 18,200 円の達成及び投資評価 Outperform に対する下方リスクは、1) エンジニアの採用や M&A 滞りによる売上見通し低下、2) 情報漏洩などのインシデントが発生した場合の信頼失墜による期待成長率低下、3) 市場全体がダウントレンドに転じた場合、期待成長可能性期間の短期化によりバリュエーションがクラッシュする可能性などがあげられる

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: ユーザベース (3966.T) (12カ月)

**算出方法:** ユーザベースの目標株価 3,800 円は、20/12 期を基点とした今後 5 期間の営業利益が年率 14-20% で成長する前提に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.4%、永久成長率 3%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC についてはサイズプレミアムとして 3% を付加した 6.4%、永久成長率については Quartz 事業からの撤退による成長可能性の上昇に鑑み 3% とした。同株価水準は 25/12 期予想 PER34 倍に相当する。Quartz 事業に対する不安心理から解き放たれた株価は今後主力 2 事業の動向を意識した展開へとシフトしていくと考える。今後 12 カ月の予想トータルリターンとカバレッジユニバースとの比較に基づき投資評価を Neutral とする。

**リスク:** ユーザベースの目標株価 3,800 円および投資評価 Neutral に対する下方リスクは 1) SPEEDA および NewsPicks のクオリティ低下によるチャーンレート上昇、2) 競合環境の悪化。上方リスクは、1) 想定を上回るクロスセルの実現、2) メディアパワーの急上昇など。

## 目標株価および投資評価

### バリュエーション算出方法とリスク: Z ホールディングス (4689.T) (12カ月)

**算出方法:** Z ホールディングス の目標株価 710 円は、20/3 期を基点とした今後 5 期間の予想営業利益増益率 8%（年率）に基づき DCF モデル（前提是、RFR0.05%、アンレバードベータ 0.97、ERP5.36%、WACC6.7%、永久成長率 1.5%）から算出。RFR および ERP はハウスビュー、アンレバードベータは Damodaran database, Japan, Information Service を適用。WACC については、日本において高い集客力を誇るインターネット企業であることからサイズプレミアムは 0% とし、LINE との経営統合後の成長可能性に鑑み（当社業績予想には LINE との経営統合による影響を一部しか織り込んでいない）永久成長率は 1.5% とした。同株価水準は 21/3 期予想 PER71 倍に相当する。個人 ID と決済の結びつきにより DX × データの駆動力を高められるかを見極めるには今しばらく時間を要すると考える。今後 12 カ月間の予想潜在リターンとカバレッジユニバースの比較に基づき Neutral とする。

**リスク:** Z ホールディングス の目標株価 710 円の達成及び投資評価 Neutral に対する上方リスクとしては、1) 当社想定以上に早くスーパーアプリ化が早期に実現すること、2) リアルとネットの融合したデータ活用による収益化が早期に立ち上がりこと、下方リスクとしては、1) LINE との統合再延期、2) 景況感悪化による広告事業の伸び悩み、などが挙げられよう。そのほか、ソフトバンクグループの事業戦略変更は上方ないし下方双方のリスクに繋がる可能性がある。

**言及されている企業 (2021年2月15日の価格)**

**AI Cross** (4476.T, ¥1,918)  
**Adways** (2489.T, ¥643)  
**Akatsuki Inc** (3932.T, ¥4,305)  
**Alibaba Group Holding Limited** (9988.HK, HK\$261.0)  
**Alibaba Group Holding Limited** (BABA.N, \$267.85)  
**Alphabet** (GOOG.OQ, \$2104.11)  
**Altech** (4641.T, ¥2,097)  
**Amazon com Inc.** (AMZN.OQ, \$3277.71)  
**Apple** (AAPL.O, \$135.37)  
**Askul** (2678.T, ¥3,845)  
**Ateam** (3662.T, ¥1,225)  
**BASE** (4477.T, ¥13,080, NEUTRAL[V], TP ¥13,000)  
**Bandai Namco HD** (7832.T, ¥9,057)  
**Benext Group** (2154.T, ¥1,266)  
**Bengoo.com** (6027.T, ¥11,040, UNDERPERFORM[V], TP ¥6,900)  
**COLOPL Inc** (3668.T, ¥959)  
**Capcom** (9697.T, ¥6,850)  
**Change** (3962.T, ¥3,770, OUTPERFORM[V], TP ¥5,200)  
**Cookpad** (2193.T, ¥317)  
**Craigslist, Inc.** (Unlisted)  
**CyberAgent** (4751.T, ¥7,080, NEUTRAL, TP ¥7,200)  
**DEMAE-CAN** (2484.T, ¥3,095, UNDERPERFORM[V], TP ¥2,630)  
**DIP** (2379.T, ¥3,100)  
**DeNA** (2432.T, ¥2,134)  
**Dentsu Group** (4324.T, ¥3,800)  
**Digital Garage** (4819.T, ¥4,140)  
**Digital Hldgs** (2389.T, ¥2,003)  
**DocuSign** (DOCU.OQ, \$263.3)  
**En-Japan** (4849.T, ¥3,440)  
**FAN Comm** (2461.T, ¥413)  
**Facebook Inc.** (FB.OQ, \$270.5)  
**Foodpanda** (Unlisted)  
**FreakOut Hldg** (6094.T, ¥1,078)  
**Fullcast Hldg** (4848.T, ¥1,917)  
**GA Technologies** (3491.T, ¥2,456)  
**GMO GlobalSign** (3788.T, ¥9,120)  
**GMO Internet** (9449.T, ¥3,605, NEUTRAL, TP ¥4,000)  
**GMO Payment Gateway** (3769.T, ¥16,250)  
**GMO Pepabo** (3633.T, ¥6,220)  
**Gree** (3632.T, ¥601)  
**GungHo Online** (3765.T, ¥2,681)  
**Gurunavi** (2440.T, ¥607)  
**Headwaters** (4011.T, ¥18,350)  
**IIJ** (3774.T, ¥2,429)  
**Ikyu** (Unlisted)  
**Indigogo** (Unlisted)  
**Istyle** (3660.T, ¥461)  
**JAC Recruitment** (2124.T, ¥1,850)  
**KLab** (3656.T, ¥874)  
**Kakaku.com** (2371.T, ¥3,600)  
**Kashima Antlers** (Unlisted)  
**Koei Tecmo Hldg** (3635.T, ¥6,540)  
**Konami Hldg** (9766.T, ¥7,310)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE** (3938.T^L20)  
**LINE Corporation** (Unlisted)  
**Letgo** (Unlisted)  
**M3** (2413.T, ¥9,003)  
**MTI** (9438.T, ¥888)  
**Macromill Inc** (3978.T, ¥855)  
**Makauke** (4479.T, ¥8,630, OUTPERFORM[V], TP ¥12,000)  
**Meitec** (9744.T, ¥5,570)  
**Mercari** (4385.T, ¥6,140, NEUTRAL[V], TP ¥6,500)  
**Mixi** (2121.T, ¥2,620)  
**MonotaRO** (3064.T, ¥6,410)  
**Naver** (035420.KS, W385,500)  
**Nexon** (3659.T, ¥3,455)  
**Nintendo** (7974.T, ¥66,600)  
**OfferUp** (Unlisted)  
**Outsourcing** (2427.T, ¥1,570)  
**Pasona Group** (2168.T, ¥1,978)  
**Persol Holdings** (2181.T, ¥2,278)  
**Rakuten** (4755.T, ¥1,110)  
**Recruit Holdings** (6098.T, ¥5,142)  
**Ride On Express** (Unlisted)  
**SHIFT** (3697.T, ¥13,740, OUTPERFORM[V], TP ¥18,200)  
**STORES.jp** (Unlisted)  
**SYN Inc.** (Unlisted)  
**Satsuma Ebisudo** (Unlisted)  
**Septeni Holdings** (4293.T, ¥489)  
**Shikigaku** (7049.T, ¥2,391)  
**Shopify Inc.** (SHOP.N, \$1455.49)

SoftBank Group (9984.T, ¥10,005)  
 Square Enix Holdings (9684.T, ¥7,150)  
 TRUSTBANK, Inc. (Unlisted)  
 TechnoPro Hldg (6028.T, ¥8,320)  
 Tencent Holdings (0700.HK, HK\$757.0)  
 Twitter (TWTR.N, \$71.9)  
 UT Group (2146.T, ¥3,385)  
 Uber (UBER.N, \$60.63)  
 United (2497.T, ¥1,327)  
 Uzabase (3966.T, ¥3,185, NEUTRAL[V], TP ¥3,800)  
 ValueCommerce (2491.T, ¥3,340)  
 WDB Holdings (2475.T, ¥2,781)  
 Wadiz (Unlisted)  
 Wolt Enterprises Oy (Unlisted)  
 World Hldg (2429.T, ¥2,270)  
 Yumeshiin Holding (2362.T, ¥787)  
 Z Holdings (4689.T, ¥667, NEUTRAL[V], TP ¥710)  
 ZIGExN (3679.T, ¥412)  
 ZOZO (3092.T, ¥3,480)  
 hey, Inc. (Unlisted)  
 menu (Unlisted)

## ディスクロージャー・アペンドイクス

### アナリスト・サーティフィケーション

斎藤剛と風早 隆弘, CMA は、分析する企業または証券について、(1) 本調査レポートに示されている見解がすべての当該企業および証券に対するそれぞれの個人的見解を正確に反映し、(2) それぞれの報酬が本調査レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます

過去3年間の株価、目標株価、および投資評価の推移：BASE (4477.T)

	終値	目標 株価	
日付	(¥)	(¥)	投資 評価
14-Sep-20	9,940	10,000	N
25-Sep-20	11,460	9,500	
10-Nov-20	10,860	11,800	
19-Nov-20	9,910	10,700	

\* アスタリスクは、イニシエーション、またはカバレッジ引継ぎを示す。



過去3年間の株価、目標株価、および投資評価の推移：サイバーエージェント (4751.T)

	終値	目標 株価	
日付	(¥)	(¥)	投資 評価
11-Jun-18	5,970	7,200	O
13-Nov-18	4,910	6,700	
11-Mar-19	3,780	6,000	
28-Feb-20	4,095		NC

\* アスタリスクは、イニシエーション、またはカバレッジ引継ぎを示す。

2016年7月3日を以って、NCはカバレッジの終了を表わす。



## 過去3年間の株価、目標株価、および投資評価の推移：GMOインターネット(9449.T)

9449.T	終値	目標 株価	
日付	(¥)	(¥)	投資 評価
14-Mar-18	2,221	2,500	O
11-Jun-18	2,816	3,530	
10-Sep-18	1,804	2,400	
10-Jan-19	1,440	2,300	
14-Mar-19	1,819	2,500	
28-Feb-20	1,793	NC	

\* アスタリスクは、イニシエーション、またはカバレッジ引継ぎを示す。

2016年7月3日を以って、NCはカバレッジの終了を表わす。



## 過去3年間の株価、目標株価、および投資評価の推移：Zホールディングス(4689.T)

4689.T	終値	目標 株価	
日付	(¥)	(¥)	投資 評価
15-Feb-18	507	620	O
16-May-18	399	550	
11-Dec-18	317	520	
04-Mar-19	294	500	
06-Sep-19	284	490	
17-Dec-19	418	530	
28-Feb-20	393	NC	

\* アスタリスクは、イニシエーション、またはカバレッジ引継ぎを示す。

2016年7月3日を以って、NCはカバレッジの終了を表わす。



## 2012年12月10日現在、アナリストの株式投資評価は次のように定義されています：

**Outperform (O)**：トータルリターンが今後12カ月間に関連ベンチマーク\*を上回ると予想される銘柄。

**Neutral (N)**：トータルリターンが今後12カ月間に関連ベンチマーク\*並みで推移すると予想される銘柄。

**Underperform (U)**：トータルリターンが今後12カ月間に関連ベンチマーク\*を下回ると予想される銘柄。

\*地域ごとの関連ベンチマーク：2012年12月10日現在、日本における投資評価は、その株式のトータルリターンとアナリストカバレッジユニバース（関連するセクターでアナリストがカバーする全企業で構成）との比較に基づいており、Outperform 銘柄は最も魅力的な銘柄、Neutral 銘柄はそれよりも魅力度が劣る銘柄、Underperform 銘柄は投資機会に資する魅力が最も少ない銘柄を表しています。2012年10月2日現在、米国、カナダおよび欧州（トルコを除く）における投資評価は、その株式のトータルリターンとアナリストカバレッジユニバース（関連するセクターでアナリストがカバーする全企業で構成）との比較に基づいており、Outperform 銘柄は最も魅力的な銘柄、Neutral 銘柄はそれよりも魅力度が劣る銘柄、Underperform 銘柄は投資機会に資する魅力が最も少ない銘柄を表しています。中南米、トルコ、および（日本とオーストラリアを除く）アジアにおける投資評価は、その株式のトータルリターンと関連する国または地域のベンチマーク（インドはS&P BSE Sensex Index）の平均トータルリターンとの比較に基づいています。米国とカナダの2012年10月2日以前の投資評価は、（1）その銘柄の現行株価に対する絶対トータルリターンの可能性、（2）アナリストカバレッジユニバース内におけるその銘柄に見込まれるトータルリターンの相対的な魅力度に基づいています。オーストラリアとニュージーランドについては、予想トータルリターン（ETR）の算出に際し、12カ月ローリング配当利回りを組み入れています。株式投資評価の定義は、OutperformはETRが7.5%以上、UnderperformはETRが5.0%以下となっています。NeutralはETRが5%から15%のレンジで適用される場合があります。レンジが重複しているため、アナリストはETRを関連するリスクに照らして投資評価を付与することが可能です。2015年5月18日以前には、OutperformおよびUnderperformの定義におけるETRのレンジはNeutralの基準値15%-7.5%（2011年7月7日より適用）と重複していました。日本の2012年12月10日以前の投資評価は、その株式のトータルリターンと関連する国または地域のベンチマークの平均トータルリターンとの比較に基づいています。

**Restricted (R)**：特定の状況下では、クレディ・スイスの方針および/または適用法令・諸規則により、投資推奨を含む一部の情報伝達ができなくなります。この場合の特定の状況とは、クレディ・スイスが投資銀行業務を遂行中である場合、および、その他の特定の状況下にある場合を含みます。

**Not Rated (NR)**：クレディ・スイス エクイティ・リサーチは、現時点において当該会社の株式あるいはその他有価証券に関する投資レーティングや見解を有していません。

**Not Covered (NC)**：クレディ・スイス エクイティ・リサーチは、現時点において当該会社のカバレッジを提供しておらず、また当該会社の株式あるいはその他有価証券に関する投資レーティングや見解を提供していません。

**ボラティリティ・インディケーター[V]**：過去 24 カ月間のうち少なくとも 8 カ月間に株価が 1 カ月で 20%以上変動した銘柄、あるいはアナリストが今後株価の大幅な変動を予想する銘柄を Volatile と定義します。

アナリストのセクターウエートはアナリストの株式投資評価と異なり、アナリストが当該セクター\*について予想する今後のファンダメンタルズおよび/またはバリュエーションと過去のファンダメンタルズおよび/またはバリュエーションとの比較に基づいています：

**Overweight**：アナリストが今後 12 カ月間のファンダメンタルズおよび/またはバリュエーションを良好であると予想するセクター。

**Market Weight**：アナリストが今後 12 カ月間のファンダメンタルズおよび/またはバリュエーションを中立的であると予想するセクター。

**Underweight**：アナリストが今後 12 カ月間のファンダメンタルズおよび/またはバリュエーションを良好ではないと予想するセクター。

\* アナリストのカバレッジセクターは当該セクターでアナリストがカバーするすべての企業で構成されています。アナリストが複数のセクターをカバーする場合もあります。

Credit Suisse の投資評価（および投資銀行の顧客）の分布：

#### グローバル・レーティング・ディストリビューション\*

投資 評価	ユニバースに占める比率 (%)	投資銀行の顧客比率 (%)
アウトパフォーム/買い*	52%	(32% 投資銀行の顧客)
ニュートラル/中立*	35%	(27% 投資銀行の顧客)
アンダーパフォーム/売り*	12%	(22% 投資銀行の顧客)
リストリクトド	1%	

Please click [here](#) to view the MAR quarterly recommendations and investment services report for fundamental research recommendations.

\*\* ニューヨーク証券取引所および金融取引業規制機構の投資評価分布開示要求に基づき、弊社の Outperform, Neutral, Underperform の株式投資評価はそれぞれ、Buy, Hold, Sell にほぼ相当するものとなっています。ただし、弊社の投資評価は相対ベースで決定されているため、意味は同様ではありません。（上述の定義をご参照ください）。証券の購入、売却は投資目的、保有状況、その他の個別要因に基づきご判断ください。

#### グローバルの重要なディスクロージャー

Credit Suisse の調査レポートは弊社公式ポータルサイトである CS PLUS からご覧ることができます。また Credit Suisse のリサーチプロダクトはサードパーティ・ベンダーあるいは利便性に基づき代替的な電子的手段を通じ、提供される場合があります。一部のリサーチプロダクトは CS PLUS を通じてのみ提供されます。Credit Suisse のアナリストがお客様にご提供するサービスは、法律および諸規則面での制約に加え、コミュニケーションを受け取る頻度・方法に関するお客様の具体的なご希望、お客様のリスク特性および投資、総合的に見たお客様と弊社との関係の規模および範囲、によって左右される場合があります。お客様が受領する権限をお持ちの Credit Suisse の全リサーチに最もタイムリーにアクセスするには、お客様の担当営業員までご連絡いただくか、<https://plus.credit-suisse.com> をご覧ください。

本調査レポートに記述されている見解もしくは意見に重大な影響を与える可能性がある対象企業、セクター、市場の動向については、適切と思われる場合に調査レポートのアップデートを行うことを Credit Suisse の方針としています。

偏りがなく独立的、明確かつ公正で、誤解を招く恐れのない調査レポートのみを発行することを Credit Suisse の方針としています。詳細については、弊社ホームページ上の「調査レポートに係わる利益相反の管理に関する Credit Suisse の方針 (Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research)」を御参考ください：<https://www.credit-suisse.com/sites/disclaimers-lb/en/managing-conflicts.html>。

本資料等で言及している金融商品の税制に関する情報は、いかなるものも税制上の助言の提供を意図したものではなく、第三者が税制上の助言の提供に使用することを認めるものではありません。投資家の皆様には、各自の特定の状況に基づく税制上の助言について、独立した立場の税務の専門家に相談されるようお勧めします。

Credit Suisse は対人地雷やクラスター弾の開発、製造、あるいは取得に関わると Credit Suisse が判断した企業との取引は行わない方針です。この件に関する Credit Suisse の方針については、<https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/responsibility/banking/policy-summaries-en.pdf> をご参照ください。

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisse の総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益には Credit Suisse の投資銀行業務によって得た収益が含まれています。

目標株価の算出方法やリスクの項で通常使用している略語の定義に関しては、当社ディスクロージャーのウェブサイト <https://rave.credit-suisse.com/disclosures/view/selectArchive> をご参照ください。

企業の正式名称については「言及されている企業」をご参照ください。

過去 12 カ月以内に、Credit Suisse は以下の発行体から投資銀行関連以外のサービスまたはプロダクトに対する報酬を受け取ったことがあります：4689.T, 9449.T

Credit Suisse は現在または過去 12 カ月以内に以下の発行体を顧客としておりますが、提供したサービスは投資銀行と関連しない、証券関連のものです：4689.T

Credit Suisse は現在または過去 12 カ月以内に以下の発行体を顧客としておりますが、提供したサービスは投資銀行とも証券とも関連しておりません：4689.T, 9449.T

Credit Suisse または Credit Suisse Group 傘下の事業法人は以下の発行体の有価証券のマーケットメイカーまたはリクイディティ・プロバイダーです： 4477.T, 6027.T, 3962.T, 4751.T, 2484.T, 9449.T, 4479.T, 4385.T, 3697.T, 3966.T, 4689.T  
 Credit Suisse は本調査レポート発行日現在で、(4477.T) の普通株式の 1%以上を保有しています。

本レポートで調査対象銘柄としている企業に関し、過去 12 カ月以内に提供された推奨の作成日時、提供日時、及び履歴につきましては、<https://rave.credit-suisse.com/disclosures/view/report?i=589647&v=lo991dnxeplgyig2wy5gi7a> をご参照ください。

### **地域の重要なディスクロージャー**

本調査レポートを入手されたシンガポールのお客様におかれましては、本調査レポートから生じる、あるいは本調査レポートに関するいかなる問題についても、Credit Suisse AG, Singapore Branch にご連絡ください。

本レポートの作成に携わったアナリストは当該企業が主催するイベントに参加する可能性があり、これには当該企業の業務視察も含まれます。Credit Suisse はそうしたイベントに関連したアナリストの出張費に関する当該企業による支払いあるいは払い戻しを受けておらず、またアナリストがそれを受け取ることも許可していません。

Credit Suisse Securities (Canada), Inc の株式リサーチの提供に関する指針、方法につきましては <https://www.credit-suisse.com/sites/disclaimers-ib/en/canada-research-policy.html> をご参照ください。

投資家の皆様は、こうした証券やその他の金融商品からの投資収益は変動する可能性があること、こうした証券やその他の金融商品の価格または価値は上下いずれの方向にも変動する可能性があり、投資家の皆様が投資元本の全額を失う場合もあり得ることにご留意ください。

Credit Suisse International の従業員である Credit Suisse equity research analyst ("UK Analyst") がスペインに居住される Credit Suisse AG またはその関連会社のお客様との関わりを有する場合に限り、こうした UK Analyst はスペインに居住される Credit Suisse AG またはその関連会社のお客様に対する equity research services の提供に関するみ CSSV の代理として業務を行います。

2018年5月3日のCVM Instruction No.598/2018に従い、本レポートの筆者は、本レポートに示されている見解が、Credit Suisse に関するものも含め、同筆者の個人的意見のみを反映したものであり、自主的に作成されていることを認めます。同筆者の報酬の一部は Credit Suisse の総収益を含む様々な要因に基づいていますが、その報酬は本レポートに示されている特定の推奨または見解に何ら関連しておらず、また今後も関連することはありません。加えて、Credit Suisse は以下のことを宣言致します。すなわち Credit Suisse はこれまでインベストメント・バンキング、ブローカー業務、資産管理、コマーシャル・バンキングおよびその他の金融サービスを当該企業またはその関連会社に提供しており、また今後も提供する可能性があります。その報酬として Credit Suisse は一般的料金および手数料を受け取っており、また今後も受け取る可能性があり、それは当該企業ないし当該証券に関連する妥当な経済的または商業的利益に該当した、あるいは該当する可能性があります。

本調査レポートの作成担当者：

**クレディ・スイス証券株式会社** ..... 齋藤 剛；風早 隆弘, CMA

この調査レポートが米国以外の関連会社に勤務するアナリストによって全体またはその一部が作成され米国内で入手できる限りにおいて、以下は米国以外の関連会社に勤務するアナリスト（コントリビューター）に関する重要な開示情報となります： 下記に示す米国以外の関連会社に勤務するアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA に登録されておらず、リサーチアナリスト資格を FINRA から与えられていません。以下に示す米国以外の関連会社に勤務するアナリストは CSSU の従業員ではなく、このため 調査対象企業との接触、アナリストの公な意見表明、アナリストが保有する口座での有価証券取引を規制する FINRA 規則 2241 の適用対象とならない場合があります。

**クレディ・スイス証券株式会社** ..... 齋藤 剛；風早 隆弘, CMA

### **Credit Suisse HOLT の重要なディスクロージャー**

HOLT の分析法では、有価証券に対して格付または目標価格を付与することはありません。同分析法は、総称して HOLT バリュエーション・モデルと称される、独自のクオンツ・アルゴリズムと潜在価値の評価算出を組み合わせて使用する分析ツールであり、データベースに包含される全企業に一貫して適用されます。第三者データ（コンセンサスの収益予想データを含む）は、体系的に多数のデフォルト変数に変換され、HOLT バリュエーション・モデルで使用可能なアルゴリズムに組み込まれます。外部のデータ供給会社より提供される財務諸表、値付け、収益データはデータの品質管理対象となり、企業の経済パフォーマンス分析のための精緻な調整が適宜行われます。これらの調整は、個別企業の過去・現在・将来の状況に対する分析、または複数企業の同業他社比較、国際比較分析を行う際の一貫性を提供するためのものです。HOLT バリュエーション・モデルが創出するデフォルト・シナリオは、証券の潜在価格を算出するものです。また、第三者データが更新されることに伴い、潜在価格も変化する可能性があります。代替潜在価格を導出するために、デフォルト変数を調整することができます。潜在価格はアルゴリズムを用いて導出されるアウトプットであり、ヒストリカル・レベルとリターンのボラティリティに基づき全企業にわたって体系的に適用されます。HOLT の分析法に関するさらに詳しい情報は、ご請求によりご入手いただけます。

CFROI, CFROE, HOLT, HOLT Lens, HOLTfolio, "Clarity is Confidence" および "Powered by HOLT" は、Credit Suisse Group AG、または米国やその他の国における Credit Suisse Group AG の関連会社の商標もしくは登録商標です。

HOLT は Credit Suisse の企業パフォーマンスおよびバリュエーションのアドバイザリーサービスです。

© 2021 Credit Suisse Group AG およびその関連会社。不許複製。

本調査レポートで言及されている企業についての重要な開示情報につきましては、+1 (877) 291-2683 (米国) までご連絡願います。同様の重要な開示情報は、バリュエーション算出方法とリスクの項を除き、Credit Suisse の開示情報に関するウェブサイトの <https://rave.credit-suisse.com/disclosures> でもご覧になれます。本調査レポートで言及されている推奨、目標株価、またはレーティ

ングに関連したバリュエーション算出方法とリスクにつきましては、当該企業に関する直近の調査レポートにおける開示情報のセクションをご参照ください。

---

本レポートは、クレディ・スイスのGlobal Markets Divisionの下で事業運営する子会社および関連会社によって作成されています。組織の詳細については <https://www.credit-suisse.com/who-we-are> をご参照ください。本レポートには、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいはスイスの銀行である Credit Suisse AG またはその子会社またはその関連会社（「CS」）がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織による使用を意図した資料が含まれる場合があります。本レポートに掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSに帰属します。また、事前にCSの許可を書面で得ることなく、本レポートに記載ないし掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されています。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や申込あるいは引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものではありません。CSは本レポートを取り上げた証券が特定の投資家에게あることを保証するための措置は何を行っていない可能性があります。CSは本レポートを受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことではありません。本レポートに含まれる、あるいは、言及されている投資およびサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は独立した立場の投資アドバイザーに相談してください。本レポートは投資、法律、会計または税務に関する助言を含んでおらず、いかなる投資や取締もお客様の個別の状況に要当あるいは適切であるということを表すものではありません。また、特定個人による推奨も含まれません。とりわけ課税の基盤と市場が変わる場合がありますのでご注意ください。本レポートに含まれる情報や意見はCSが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、CSは一切の責任を負いません。本レポートは独立した判断を行う代用として依拠されるべきものではありません。CSは本レポート中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の情報伝達を行っている、または将来行う場合があります。それらの情報伝達は作成したアノリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSは本レポートの受取人に対してそのような他の情報伝達について通知する義務はありません。本レポートで言及されている投資は、単独の組織によってオファーされる場合もあれば、CS単独またはCSの関連会社によってオファーされることもあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われていません。本レポートに記載された情報、意見および予想は、CSがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合があります。本レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合があります。価格が適宜変動に影響される米国預託証券（ADR）などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うことになります。仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は（直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない）経済条件、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況などを反映する発行体の信用度の影響を受ける場合があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイトの専門家による助言を受けることをお勧めします。本レポートに取り扱われている投資の中にはボラティリティの高いものも含まれています。高ボラティリティ商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあります。実際、投資によっては潜在損失額が最初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。投資に対する配当利回りは変動する場合があり、その結果投資のために支払われた初期費用が配当利回りとして使われる可能性があります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれません。同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報を入手することは難しいかもしれません。本レポートでウェブサイトへのアドレスあるいはハイパーリンクが提供されている場合があります。CSは本レポートで参考するCSのウェブサイト資料を除くサイトについては審査を行っており、それらのサイトに含まれる内容については責任を負いません。このようなアドレスやハイパーリンク（CS自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む）はお客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。本レポートまたはCSのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くことはお客様ご自身のリスクで行っていただくことになります。

本レポートは、European Union（ドイツとスペインを除く）：One Cabot Square, London E14 4QJにある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が発行・配布し、同社は、ブルーデンス規制機構に認可され、金融行為監督機構およびブルーデンス規制機構の監督下にあります。スペイン：Credit Suisse Securities, Sociedad de Valores, S.A. ("CSSV") が配布し、同社は Comision Nacional del Mercado de Valores の監督下にあります。ドイツ：Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft が配布し、同社はドイツ連邦金融監督府（BaFin）の監督下にあります。米国：Credit Suisse Securities (USA) LLC、カナダ：Credit Suisse Securities (Canada), Inc.、スイス：Credit Suisse AG、ブラジル：Banco de Investimentos Credit Suisse (Brazil) S.A.またはその関連会社、メキシコ：Banco Credit Suisse (Mexico) S.A.、Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico) 及び Casa de Bolsa Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V.、Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico) (Credit Suisse Mexico)。本資料は情報提供のためだけに作成されており、機関投資家のみを対象としてメキシコで配布されています。Credit Suisse Mexicoは機関投資家ではない方への第三者による本レポートの配布について一切の責任を負いません。本レポートの作成担当者は雇用主である Credit Suisse Group 関連会社以外のエンティティまたは会社からの支払いがないし報酬を一切受け取っておりません。日本：クレディ・スイス証券株式会社（金融商品取引業者）関東財務局長（金商）第 66 号日本証券業協会会員、一般社団法人 金融先物取引業協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員）が配布を担当しています。香港：Credit Suisse (Hong Kong) Limited、オーストラリア：Credit Suisse Equities (Australia) Limited、タイ：The Office of the Securities and Exchange Commission Thailand の監督下にある Credit Suisse Securities (Thailand) Limited (登録所在地 no 990 Abdullahi Place, 27th Floor, Unit 2701, Rama IV Road, Silom, Bangkok, Bangkok 10500, Thailand, Tel +66 2614 6000)、マレーシア：Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd、シンガポール：Credit Suisse AG Singapore Branch、インド：Research Analyst (登録番号 : INR 000001030) および Stock Broker として the Securities and Exchange Board of India (SEBI) の監督下にある Credit Suisse Securities (India) Private Limited (INR no. U67120MH1996PTC104392) (登録番号 : INZ000248233、登録所在地 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, Tel. +91-22 6777 3777)、韓国：Credit Suisse Securities (Europe) Limited、支那：Credit Suisse Taipei Securities Branch、インドネシア：PT Credit Suisse Sekuritas Indonesia、フィリピン：Credit Suisse Securities (Philippines) Inc. のいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しています。

#### 追加的な地域のディスクレーマー

オーストラリア：Credit Suisse Securities (Europe) Limited (CSSEL) および Credit Suisse International (CSI) はオーストラリア法とは異なる英国の法律に基づきブルーデンス規制機構の認可および金融行為監督機構 (FCA) ならびにブルーデンス規制機構の監督下にあります。CSSELおよびCSIはAustralian Financial Services Licence (AFSL)を保有しておりますが、the Corporations Act (Cth) 2001 ('Corporations Act')に規定されるAFSL取得要件は (section 761G of the Corporations Actの定める意味における) Australian wholesale clientsに提供される金融サービス（以下、「金融サービス」）に関して免除されております。本資料は retail clients への配布を目的としておりません。FCAの定義に基づく Credit Suisse の professional clients および eligible counterparties、ならびに section 761G of the Corporations Actの下で定義される wholesale clients のみを対象として作成・配布されています。Credit Suisse (Hong Kong) Limited (CSHL)はオーストラリア法とは異なる香港の法律に基づき Securities and Futures Commission of Hong Kongにより認可され、その監督下にあります。CSHLはAFSを保有しておりますが、提供される金融サービスに関して Corporations Actに規定されるAFSL取得要件は免除されております。米国における投資銀行サービスは Credit Suisse Group の傘下にあります。Credit Suisse Securities (USA) LLC (CSSU) により提供されています。CSSUはオーストラリア法とは異なる米国の法律に基づき米国証券取引委員会の監督下にあります。CSSUはAFSを保有しておりますが、提供される金融サービスに関して Corporations Actに規定されるAFSL取得要件は免除されております。Credit Suisse Asset Management LLC (CSAM)はオーストラリア法とは異なる米国法律に基づき米国証券取引委員会により認可されています。CSAMはAFSを保有しておりますが、提供される金融サービスに関して Corporations Actに規定されるAFSL取得要件は免除されております。本資料は (米国商品取引所法で定義される) Eligible Contract Participants である (FINRA 規則において定義される) Institutional Accounts のみを対象として提供されます。Credit Suisse Equities (Australia) Limited (ABN 35 068 232 708) (CSEAL)はオーストラリアにおいてAFSLを保有しております (AFSL237237)。

マレーシア：マレーシアの居住者に配布されたレポートは、Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd のリサーチ責任者により承認されたもので、ご質問があれば+603 2723 2020まで直接お問い合わせ頂けます。

シンガポール：本レポートはシンガポールにおいては機関投資家、適格投資家、投資専門家（それぞれ Financial Advisers Regulations の下で定義されています）にも配布されています。Credit Suisse AG、シンガポール支店は Financial Advisers Regulations の Regulation 32C に基づく取り決めに従い、在外支店または関連会社により作成されたレポートを配布する可能性があります。本レポートをシンガポールで受け取られるお客様で、本レポートに関連してご質問等がある場合は Credit Suisse AG、シンガポール支店 +65 6212 2000までお問い合わせください。お客様が機関投資家、適格投資家、投資専門家、または海外投資家でいらっしゃる場合、Credit Suisse AG、シンガポール支店がご提供する可能性がある投資助言サービスについて、同支店はシンガポールの Financial Advisers Act、Chapter 110 (FAA)、Financial Advisers Regulations、および、それに従って発令される関連の通知やガイドラインに則った特定の遵守要件の適用を免除しております。

EU: 本レポートはクレディ・スイスのGlobal Markets Divisionの下で事業運営する子会社および関連会社によって作成されています。

CSが証券取引を行なうための登録あるいは免許を取得していない地域での取引の成立は各地域で適用される異なる証券法に基づいてのみ行われ、かつ登録あるいは免許取得義務の免責の適用が必要とされる場合があります。本資料はNYSE、FINRA、SIPCおよびNFAのメンバーであるCSSUにより米国において発行および配布され、CSSUはその内容に対する責任を負います。準拠法により認められている場合を除き、お客様はアノリストとの連絡および取引の執行を現地のCredit Suisse子会社または関連会社を通じて行ってください。

本レポートは本来的には市場の専門家および機関投資家顧客向けにCSで作成され発行されています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受ける際に、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。

CSは米国の地方自治体および義務主体（「地方自治体」）に対して、個々の取引またはトレードの提案やそのような取引の締結を含む、様々なサービスを提供する場合があります。CSが提供するいかなるサービスも、ドッド・フランク法第975条の意味の範囲内での「助言」としてみなされはなりません。CSはそのようなサービスと関連情報を対等取引ベースでのみ提供しており、地方自治体の助言者または受託者とみなされはなりません。そのようなサービスの条件に関連して、CSが地方自治体に対して助言を行うために地方自治体（職員、経営者、従業員あるいはそれらの代理人を含む）とCSの間に直接または間接的な契約はありません。地方自治体はCSが提供するそのようなサービスに関して、財務、会計、法律上のアドバイザーに相談する必要があります。また、CSは地方自治体金融商品すなわち地方債発行のため、またはそれに関連して、地方自治体の契約を獲得または保持することを目的として、非連関のブローカー、ディーラー、地方自治体証券ディーラー、地方自治体のアドバイザー、または投資アドバイザーのために、または地方自治体に対する助言サービスの提供を目的とした投資アドバイザーのために、自治体を直接的または間接的に勧説するための代理を務めてはおりません。本レポートがクレディ・スイス AG およびその関連会社以外の金融機関から配布されている場合、当該金融機関のお客様が本レポート記載の有価証券を取り扱う、あるいはより詳細な情報を必要とする場合は、当該機関にご連絡ください。本レポートは、当該金融機関のお客様に対するクレディ・スイスの投資助言を構成するものではなく、クレディ・スイス AG、その関連会社およびそれらの役員、取締役、従業員は、レポートとその内容の使用によって発生する直接、間接の損失に対しかかる責任も負いません。本資料等に記載されたいかなる情報もコミュニケーションも、1974年 従業員退職所得保障法（改正を含む）および 1986年 内国歳入法 4975条（改正を含む）の適用上、米労働省の最終規則で定義される「投資アドバイス」の意味における推奨を意図しておらず、あるいはそうした推奨として解釈されるべきではなく、また本資料に記載された情報は一般的な情報であることを意図しており、投資アドバイス（公正か否かにかかわらず）を提供するものと解釈されるべきではありません。

Copyright © 2021 Credit Suisse AG およびまたはその関連会社。不許複製。

販売者を務めるCSから日本の非上場債券（日本の国債、地方債、政府保証債、社債）を購入する場合には、購入価格のみを支払うことが求められます。