

ホリスティック企業レポート
GMOリサーチ
3695 東証マザーズ

フル・レポート
2017年4月28日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20170425

**最大規模のクラウドパネルや業界標準プラットフォームを提供するネットリサーチ専業会社
成長余地の大きいアジア展開やマーケティング領域への参入により成長加速を目指す**

1. 会社概要

- ・GMOリサーチ(以下、同社)は、調査会社等のプロフェッショナルを主要顧客とするネットリサーチ専業会社である。
- ・会員保有企業(媒体)とのシステム連携によるクラウドパネルやインターネット上で調査のすべてを完結できるプラットフォームに特徴がある。

アナリスト:柴田 郁夫

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・16/12期決算は、売上高が3,091百万円(前期比14.4%増)、営業利益が285百万円(同76.7%増)と増収及び大幅な営業増益となった。特に、原価率の低いD.I.Y(セルフ型)サービスが業績の伸びに寄与した。
- ・17/12期の業績予想について同社は、売上高を3,490百万円(前期比12.9%増)、営業利益を325百万円(同13.7%増)と、引き続き増収増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、外部要因(ネットリサーチ需要の拡大)や内部要因(クラウドパネルの拡大やD.I.Yサービスの伸長等)により、同社の業績予想の達成は可能であると判断している。

【主要指標】

	2017/4/21
株価(円)	1,802
発行済株式数(株)	1,677,000
時価総額(百万円)	3,022

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	38.4	16.5	13.0
PBR(倍)	2.6	2.3	2.1
配当利回り(%)	1.3	3.0	3.9

3. 非財務面の分析

- ・同社の価値創造の源泉は、GMOインターネットグループに属していることによるインフラ面の知見や信頼、ブランド力をベースとして、独自の事業モデル(クラウドパネルやプラットフォーム)を確立したところにある。

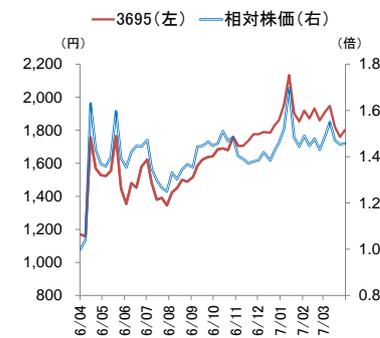
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-7.4	-9.9	55.6
対TOPIX(%)	-6.0	-7.9	40.1

4. 経営戦略

- ・同社の成長戦略の軸は、1)国内での成長、2)海外への展開、3)リサーチを超えたマーケティング領域への参入の大きく3つである。
- ・最先端のインターネット技術を駆使したマーケティング・ソリューション・プラットフォームを普及させることで、世界規模での成長加速を目指す。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2016/4/22

5. アナリストの評価

- ・当センターでは19/12期までの成長率として、売上高を年率16.6%、営業利益を同24.5%と予想する。注力するD.I.Yサービスの伸長による営業利益率の上昇を見込んでいる。
- ・成長余地の大きいアジア展開が想定を上回るペースで拡大することやM&Aを含めた他社との提携、マーケティング領域への参入等が業績の上振れ要因となる可能性にも注意する必要がある。

【3695 GMOリサーチ 業種：サービス業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2015/12	2,701	15.2	161	-34.1	152	-34.4	79	-38.4	48.4	675.1	22.0
2016/12	3,091	14.4	285	76.7	279	83.2	77	-2.3	46.9	694.6	23.5
2017/12 CE	3,490	12.9	325	13.7	305	9.2	181	133.2	109.4	-	54.7
2017/12 E	3,490	12.9	325	13.7	305	9.2	181	133.2	109.4	783.8	54.7
2018/12 E	4,060	16.3	410	26.2	400	31.1	230	27.1	139.0	868.1	69.5
2019/12 E	4,900	20.7	550	34.1	540	35.0	310	34.8	184.9	986.0	74.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

フル・レポート

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境
- － 沿革及び経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 中長期戦略
- － 中期業績見通し

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

注 1) 一般的な(調査)パネルとは、一定期間において調査に協力することを同意した調査対象者(一般消費者やビジネスパーソン)のこと。同社のクラウドパネルは、パネルを抱える他の既存媒体とネットワークを結ぶことで、仮想的な一つのパネルを作り出し、自社システムで一元管理を行うことができる

注 2) 日本以外の国と地域では、韓国、台湾、香港、フィリピン、マレーシア、オーストラリア、ベトナム、中国、インド、タイ、インドネシア、シンガポールに展開している

注 3) 親会社のGMOインターネットにおける事業区分ではインターネット広告・メディア事業に属する

◆ 調査会社等を主要顧客とするネットリサーチ專業会社

GMOリサーチ(以下、同社)は、GMOインターネット(9449 東証一部)グループに属するネットリサーチ專業会社であり、インターネットを活用した市場調査活動における調査、集計、分析業務の受託を主力事業としている。調査会社、シンクタンク、コンサルティング会社など調査のプロフェッショナルを主要顧客とし、インターネット上で調査のすべてを完結できるプラットフォームの提供や会員保有企業(パネルパートナー)とのシステム連携によるアジア最大規模のクラウドパネル^{注1)}に特徴がある。

ネットリサーチへの需要が拡大する中で、独自の事業モデルによるパネルの拡大や業務効率化への貢献が同社の成長をけん引してきた。国内の調査パネルは最大級の約940万人にのぼり、日本を含むアジアにおける13の国と地域^{注2)}では73媒体とのパネルネットワークにより最大規模の2,100万人超を保有している。

事業セグメントは、インターネットリサーチ事業の単一事業^{注3)}であるが、アンケート画面作成から集計までの一連の工程を一貫して提供する「アウトソーシングサービス」のほか、プラットフォーム(サービスインフラとパネル)の提供のみを行う「D.I.Y(セルフ型)サービス」、次世代サービスを視野に入れた研究開発的な位置づけの「その他サービス」の3つのサービスを売上高を区分している(図表1、図表2)。

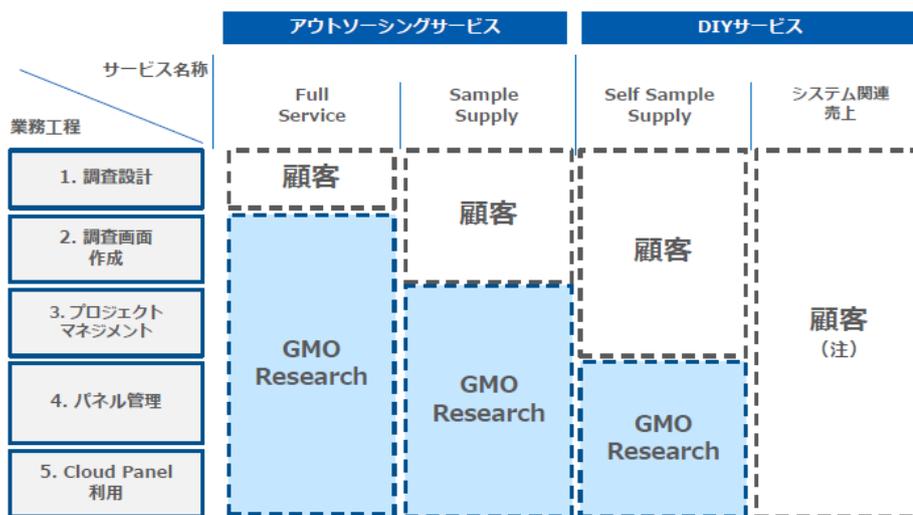
サービス別の売上構成比率は、アウトソーシングサービスが77.2%、D.I.Yサービスが17.4%、その他サービスが5.4%となっているが、最近ではD.I.Yサービスの伸びが大きい。また、海外売上比率は19.4%(欧州6.3%、北米8.1%、アジア5.0%)となっており、アジアでのパネル強化に伴って海外売上比率も高まる傾向にある。

【図表1】サービスの内容

アウトソーシングサービス	Full Service	・オンラインでのアンケート画面作成、アンケート案内配信、アンケートデータの回収、クリーニング、集計といった一連の工程を一貫して提供 ・アドテックのプラットフォームと連携した広告業界向けサービスの提供
	Sample Supply	・顧客が自社内でオンラインでアンケート画面を作成している場合に、同社が回収管理を行い、顧客のアンケート画面に回答結果を提供
D.I.Yサービス	Self Sample Supply (SSS)	・インターネットリサーチにおいて、同社がサービスインフラとパネルのみを提供
	システム関連売上	・GMO Market Observerを顧客のリサーチプラットフォームとして提供
その他サービス	New MR /コンベンショナル調査	・最先端のマーケティングリサーチソリューションを提供(研究開発の役割) ・オフライン(現場)で実施する調査手法であるコンベンショナル調査にも、オンライン業務の更なる自動化のために戦略的に取り組む

(出所) GMOリサーチの決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】 業務工程とカバー範囲



(出所) GMOリサーチの決算説明会資料より転載

連結子会社には、アジアでの販売先及びパネル確保を目的に設立した GMO RESEARCH PTE.LTD. (シンガポール子会社)、技嘉驛動市場調査(上海)有限公司(中国子会社)、グローバル展開を見据えた24時間対応のオペレーションセンターとして GMO RESEARCH PRIVATE LIMITED (インド子会社)の3社が存在する。

> ビジネスモデル

◆ パネルの拡大が業績の伸びをけん引する成長モデル

売上高は顧客数と顧客単価の掛け算で決まるが、同社の場合、プロを主要顧客としていることから顧客数の拡大には限界があり、顧客単価(顧客内シェア)の向上が売上高の拡大に結びつく。

顧客内シェアの向上は、いかにパネルを提供できるかにかかっている。特に、一定のパネル規模を必要とするプロジェクトを継続的に受注できるかどうか最も業績への影響が大きい。従って、アクティブなパネル数を確保することが業績の伸びをけん引する成長モデルと言え、会員登録数の拡大とパネルの活性化(調査への参加を促す施策)が重要な戦略テーマとなっている。また、同社プラットフォームが顧客の基幹システムとして採用されることは、顧客が継続的に利用することを意味することから安定的なストックビジネスと言える。

◆ クラウドパネルやD.I.Y（セルフ型）による低コスト構造

同社の売上原価は、業務工程に係る労務費、システム関連費用のほか、パネル原価（パネルへの謝礼であるポイント原資を含む）によって構成される。なお、プラットフォーム（サービスインフラとパネル）の提供のみとなる D.I.Y サービスは原価率が相対的に低いことから、D.I.Y サービスの構成比向上は全体の原価率を下げる要因となる。また、プロを対象顧客としていることから営業効率が高く、先行投資的に発生するシステム関連費用やマーケティング費用を除くと販管費率も低い構造と言える。

◆ ビジネスモデルにおける優位性

1) アジア最大規模のクラウドパネル

同社サービスの基盤となる調査パネルは、国内の調査パネル「Japan Cloud Panel」と日本を含むアジアの13の国と地域の調査パネル「Asia Cloud Panel」から構成されている。調査パネルのシェアモデルという概念を取り入れ、会員を保有する企業（媒体）とのシステム連携によるパネルネットワーク（クラウドパネル）を構築しているところに特徴があり、それが大量のパネル数と低コストでの運営を可能としている。

国内の「Japan Cloud Panel」は、自社媒体である「info Q」（インターネットリサーチ用パネル）のほか、提携先が保有するパネルを合わせ、国内最大級の約940万人にのぼる。また、「Asia Cloud Panel」も同社の品質管理基準を満たした外部媒体（73媒体）とのシステム連携により、日本を含むアジアの13の国と地域に2,100万人超を保有しており、アジア最大規模を誇る（図表3）。

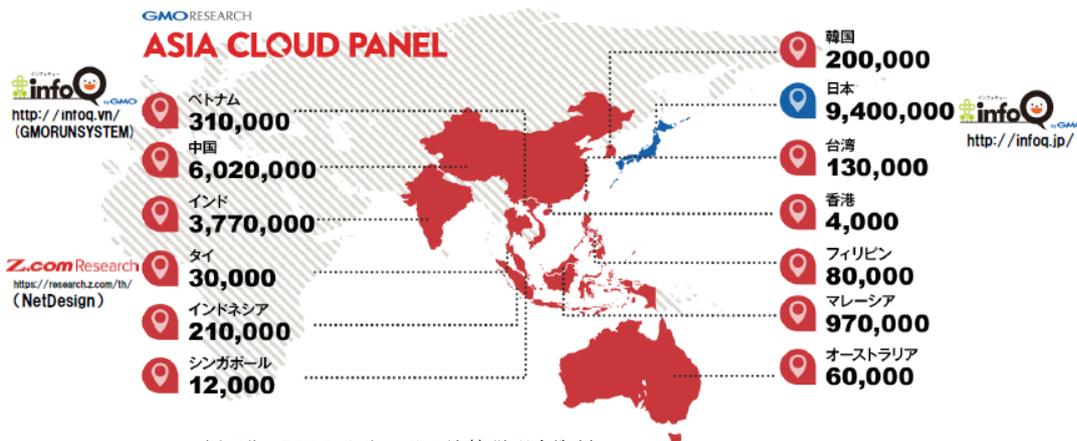
なお、アンケートへの参加を促すため、回答者には謝礼としてポイントを付与する仕組みとなっており、回答者はまとまったポイントを現金、商品券、商品などに交換することができる。一方、パネルパートナーにとっては、同社と提携することにより、①新たな収益機会の確保（リサーチ売上やポイントを利用した販売促進）、②PV（ページビュー）が増えることによる媒体の活性化、③会員情報の蓄積及び活用（マーケティングの精度向上）などのメリットがある。

同社では、事業拡大のドライバーとなるパネルの拡大を図るため、アドテクとの融合^{注4}によるパネルの拡大及び活性化に取り組んでいる。パネルの参加意欲を高めるポイント発行量を重要なKPIと位置づけるとともに、自社会員を保有する企業に対して、メンバーシップマー

注4) 最新の広告技術との連携による広告業界向けのサービス。リサーチとマーケティング機能を合わせたポイント施策により、効果的なパネル活性化を図る

ケティングソリューション(前述した提携メリット)による参加提案を行うことにより、アジアにおけるパネルネットワークの強化に取り組んでいる。

【図表3】アジアクラウドパネルの状況



(出所) GMOリサーチの決算説明会資料

注5) アイトラッキング調査: 人の眼球の動きを記録して分析する調査手法。印刷物やウェブサイト画面などを見るとき目の動きを調べることで、人の判断に与える影響について探る手法

注6) MROC: マーケティングリサーチを目的として、オンライン上に設けられた閉じられたサイト内に一定期間集められた人々が会話することで、インサイト(発見)を探し出す手法(短期間で実施)

注7) Scanamind: 調査票を用いないマーケティングリサーチの手法の一つで、日ごろ回答者が意識していない概念構造を可視化できる調査・分析方法

注8) コミュニティ: マーケティングリサーチを目的として、オンライン上に設けた特定のサイト内に一定期間集められた人々が会話することでインサイト(発見)を探り出す手法(中長期期間で実施)

2) 業界標準となるプラットフォーム

インターネット上で調査のすべてを完結できる業界標準のプラットフォーム「GMO Market Observer」を提供しているところも強みと言える。アンケート画面作成や回収、集計などで従来バラバラだった各種調査ツールを、使いやすいUI(ユーザーインターフェース)で統合したところに特徴がある。複雑なアンケート画面でも作りやすい仕組みとなっている点や、D.I.Y サービスを利用することで、調査のスピードや効率性(コスト削減を含め)をさらに高めることができる点が評価されている。

3) 最先端のテクノロジー

同社の強みとなっている「クラウドパネル」や「プラットフォーム」のベースを支えているものは最先端のテクノロジーである。すなわち、外部媒体とのシステム連携のほか、顧客の使用する様々な調査ツールとの統合や各種機能の充実には、同社ならではの技術力やノウハウが活かされており、他社が簡単に真似できるものではない。

また、アイトラッキング調査^{注5}やMROC^{注6}、Scanamind(スキヤナマインド)^{注7}、コミュニティ^{注8}など、最先端のマーケティングソリューションにも取り組んでいる。

▶ 業界環境

注9) 1ドル120円で換算

◆ アジアにおける成長余地は大きい

日本における調査市場は1,543百万ドル(約1,850億円)^{注9)}の規模であるが、そのうち同社の対象市場であるネットリサーチ市場は約46%を占めている(ESOMAR INDUSTRY REPORT 2016)。ここ数年はやや頭打ち感がみられるものの、05年度の構成比が約21%であったことから判断すると、インターネットの普及や「手軽さ、低コスト、スピード感」などネットリサーチならではのメリットにより構成比を高めてきたと言える。

一方、注力するアジア市場に目を向けると、中国・香港については、調査市場1,967百万ドルのうちネットリサーチ市場は約10%、その他のアジア10カ国でも調査市場2,065百万ドルのうち約19%となっており、調査市場全体は伸びているもののネットリサーチの構成比は依然低い水準にとどまっている。これは日本に比べて人件費が安いこと、通常の調査でも十分にコストをまかなえることが理由と考えられる。ただ、中国・香港をはじめ、その他アジアでも人件費の上昇等に伴ってネットリサーチの構成比が高まる傾向がみられ、調査市場全体の拡大とともに、成長余地は非常に大きいと言える。

競合関係を見ると、ネットリサーチを主力とする国内の企業には、マクロミル(3978東証一部)、クロス・マーケティンググループ(3675東証マザーズ)などが存在する。ただ、自社パネルにこだわる業界の中において、同社のような「クラウドパネル」により大量のパネルを低コストで運営する企業は見当たらず、他社との差別化要因となっている。

アジアについては、欧米の大手調査会社がグローバル展開の一環として参入するケースや現地の調査会社との競合が考えられる。ただ、前述したとおり、まだネットリサーチの構成比が小さいことからアジアでの圧倒的なライバルは存在しない。同社は、独自の事業モデル(パネルパートナーとのシステム連携)の優位性を活かし、他社に先駆けてアジアでのパネル拡大に注力しており、それによって同業他社との競合よりも協業の機会(グローバル規模でのパネルの相互利用など)が増える可能性があると考えられる。

一方、課題については、最近のスマートフォンやタブレットの台頭によりPC離れが加速し、回収数が下降傾向に入っていることなどがあげられる。

> 沿革及び経営理念

◆ 沿革

同社の前身は、P2P技術に関する情報収集・研究・普及を目的として02年4月に設立されたGMO総合研究所である。06年9月にGMOインターネットグループ内で同業種であるインターネットリサーチ事業を行う旧GMOリサーチを吸収合併し、会社名をGMOリサーチへ商号変更した。

同社成長のきっかけは、07年6月に現在のクラウドパネルの原型となるマルチパネル型のアンケートサービスの提供を開始したことにある。調査パネルのシェアモデルという新しい概念を取り入れ、他社(媒体)との連携により大量のパネルを低コストで運営する事業モデルを確立したことは、自社パネルへのこだわりが強い業界において画期的であった。

当初は調査会社などに対するパネル供給のみであったが、ネットリサーチ市場の進展とともに、インターネット上で調査のすべてを完結できる総合的なサービスへと事業領域を拡大し、リサーチ業務の効率性向上に貢献してきた。14年5月には、その集大成となる調査業務用プラットフォーム「GMO Market Observer」サービスの提供を開始し、D.I.Yサービスの利用促進(顧客の基幹システムへの組み込み)による顧客の固定化にも取り組んでいる。

◆ 経営理念

「想いを、世界に GMOリサーチ」をフィロソフィーとして掲げるとともに、「インターネットサービスを通じて、人と社会を繋ぎ、笑顔の領域を広げていく」ことを経営理念としている。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

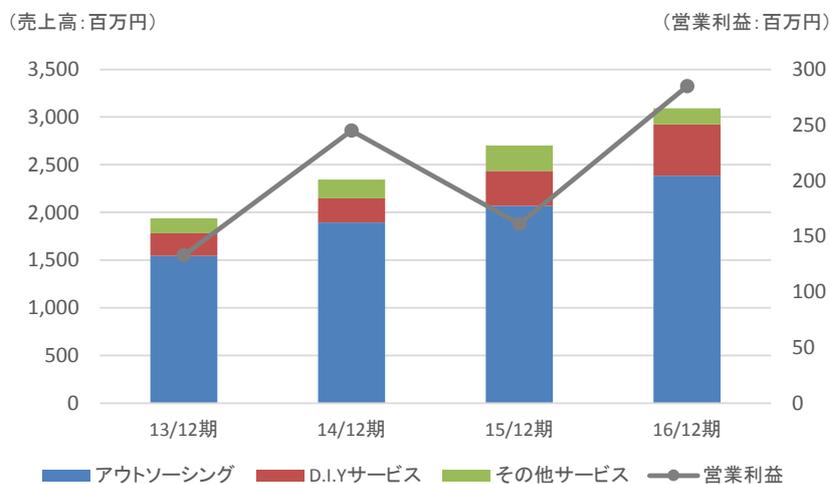
注 10) 急激な需要拡大に対応するため、非クラウドパネルを利用したことによる原価率の上昇

◆ ユーザー数の拡大により増収基調を継続

過去の業績を振り返ると、売上高は外部要因（ネットリサーチ市場の拡大）と内部要因（クラウドパネルの拡大等）により順調に増収基調で推移してきた（図表 4）。14/12 期末から 16/12 期末までのパネル数の推移を見ると、国内は 550 万人超から約 940 万人、アジアでは 830 万人超から 2,100 万人超へと大きく拡大している。特に最近では、D.I.Y サービスの伸びが大きい。また、16/12 期は為替換算レートの影響等を受けたものの、海外売上高の拡大も業績の伸びをけん引している（図表 5）。

利益面でも売上高に連動して概ね増益傾向にあると言える（図表 4）。ただ、15/12 期に減益となったのは、アジアでの高原価パネル^{注 10}の利用による原価率の上昇に加えて、プラットフォーム「GMO Market Observer」の強化、「Asia Cloud Panel」の強化、欧米の営業強化に向けた先行費用の増加によるものである。ただ、16/12 期には、原価率の改善や先行費用の一巡により利益率も回復している。過去 3 年間の成長率は、売上高が年率 16.8%、営業利益が同 28.9%となっている。

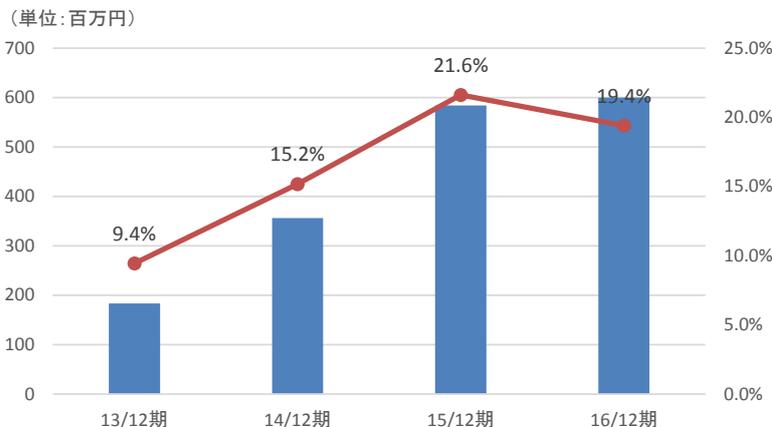
【 図表 4 】（サービス別）売上高及び営業利益の推移



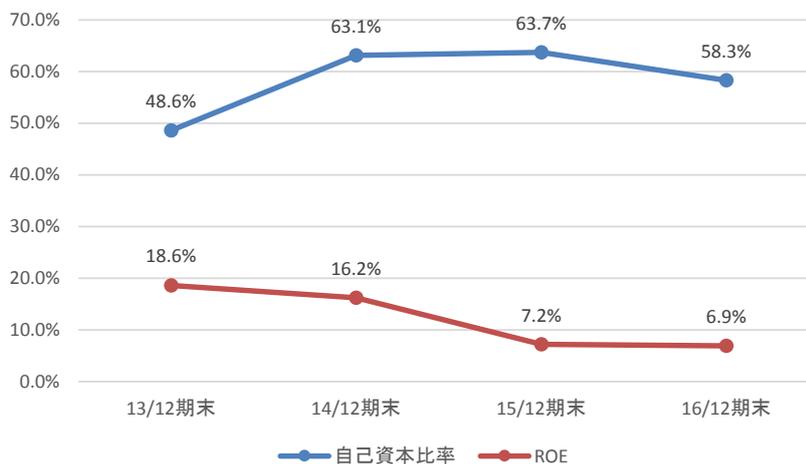
(出所) GMOリサーチ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

財務面では、財務基盤の安全性を示す自己資本比率は、上場直後の 14/12 期以降、60%前後の水準を維持している。一方、資本効率を示す ROE は、先行費用の増加や中国投資先の減損等に伴う利益率の低迷により、15/12 期からは低調に推移している（図表 6）。

【 図表 5 】 海外売上高及び海外売上比率の推移



【 図表 6 】 自己資本比率及び ROE の推移



(出所) 図表 5、図表 6 とともにGMOリサーチ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 16年12月期決算の概要

16/12期の業績は、売上高が3,091百万円(前期比14.4%増)、営業利益が285百万円(同76.7%増)、経常利益が279百万円(同83.2%増)、当期純利益が77百万円(同2.3%減)と増収及び営業増益となった。会社予想に対しては、売上高がやや未達となったものの、利益は上回った(図表7)。

主力の「アウトソーシングサービス」が堅調に推移したことに加え、「D.I.Y サービス」の大幅な拡大が増収に寄与した。地域別では、国内が好調であった半面、海外は欧州が大きく伸びたものの、円高に伴う為替換算レートの影響や中国の落ち込み(景気低迷の影響や案件絞り込み)によりやや伸び悩んだ。

利益面では、販管費が増加したものの、増収効果や原価率の改善により増益を確保し、営業利益率も9.2%（前期は6.0%）に回復した。原価率の改善には、D.I.Yサービスの構成比の向上やアジアクラウドパネル利用の促進、中国で粗利益率の高い案件への絞り込み等が寄与した。

一方、販管費の増加は、自社会員向けの広告費や顧客向けマーケティングへの投資等によるものである。なお、当期純利益が減益となったのは、前期に出資（当初出資額は約120百万円）したIgnite Vision社（以下、IV社）に対する投資有価証券評価損92百万円を特別損失に計上したためである。中国景気低迷の影響を受けてIV社の事業計画に対する不確実性が高まったことによるが、そもそものIV社への出資目的である中国及び香港でのクラウドパネル拡大による投資回収は概ね順調に進捗している模様である。

【 図表 7 】 16年12月期決算の概要

(単位:百万円)	15/12期 実績		16/12期 実績		増減		16/12期 期初予想	達成率
		構成比		構成比		増減率		
売上高	2,701		3,091		390	14.4%	3,156	98.0%
アウトソーシング	2,071	76.7%	2,386	77.2%	315	15.2%	2,506	79.4%
D.I.Yサービス	365	13.5%	537	17.4%	172	47.1%	430	13.6%
その他サービス	264	9.8%	168	5.4%	-96	-36.4%	220	7.0%
原価	1,517	56.2%	1,606	52.0%	89	5.9%	-	-
販管費	1,022	37.8%	1,199	38.8%	177	17.3%	-	-
営業利益	161	6.0%	285	9.2%	124	76.7%	220	7.0%
経常利益	152	5.6%	279	9.0%	127	83.2%	206	6.5%
当期純利益	79	2.9%	77	2.5%	-2	-2.3%	120	3.8%
海外	584	21.6%	601	19.4%	17	2.9%		
欧州	137	5.1%	194	6.3%	57	42.1%		
北米	236	8.7%	251	8.1%	15	6.5%		
アジア	211	7.8%	155	5.0%	-56	-26.6%		

(出所) GMOリサーチ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 独自のポジショニングにより高い成長性を実現

比較対象企業として、ネットリサーチを主力とするマクロミルとクロス・マーケティンググループの2社を取り上げた（図表8）。

収益性

同社は、この2社と比べて原価率の低いところに特徴がある。これは、前述の通り、低コストのクラウドパネルを活用していることや収益性の高いD.I.Y（セルフ型）サービスの寄与によるものと考えられる。一方、営業利益率では、マクロミルが圧倒的に高い水準を誇っている。コスト効率の高いネットリサーチを主力としているところは3社に共通するが、マクロミルの場合は、同社の10倍を超える売上規模を誇っていることから、さらに規模の経済が働いているものと考えられる。別の見方をすれば、同社の場合にも、事業拡大に伴って利益率の改善余地は大きいと言える。

注 11) 日本マーケティングリサーチ協会によれば、ネットリサーチ市場の過去3年間における伸び率は約5.1%と推定される。一方、同社の国内売上成長率は12.4%である。

成長性

過去3年間の売上成長率を比較すると、クロス・マーケティンググループの成長率が高い。ただ、他の2社についてはM&A効果が含まれていることに注意が必要である。同社の場合には、自律的な成長のみで国内のネットリサーチ市場の伸び注11を上回る成長性を実現している。また、経常利益の成長率では、クロス・マーケティンググループを上回っている(マクロミルは非公開化や会計基準の変更の影響等により、経常利益の時系列比較できず)。

安定性

自己資本比率及び流動比率は他の2社と比較して高い水準にあり、財務の安定性は優位に立っていると言える。

【 図表 8 】 主要な財務指標の他社比較

	銘柄	GMOリサーチ	クロス・マーケティンググループ	マクロミル
	証券コード	3695	3791	3978
	決算期	16/12期	16/12期	16/6期
規模	売上高(百万円)	3,091	15,969	32,504
	営業利益(同上)	285	1,341	5,730
	総資産(同上)	1,971	9,932	66,564
収益性	自己資本利益率	6.9%	20.7%	22.6%
	総資産経常利益率	15.0%	12.7%	-
	売上高営業利益率	9.2%	8.4%	17.6%
	(売上原価率)	52.0%	59.1%	55.1%
	(販管費率)	38.8%	32.5%	27.6%
成長性	売上高(3年成長率)	16.8%	36.4%	23.9%
	経常利益(同上)	23.1%	19.1%	-
	純資産(同上)	31.3%	20.5%	-
安全性	自己資本比率	58.3%	43.6%	22.6%
	流動比率	202.6%	177.4%	143.8%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	366.2	12.5	4.7

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ GMOリサーチの17年12月期の業績予想

17/12期の業績予想について同社は、売上高を3,490百万円(前期比12.9%増)、営業利益を325百万円(同13.7%増)、経常利益を305百万円(同9.2%増)、当期純利益を181百万円(同133.2%増)と増収増益を見込んでいる(図表9)。

国内及びアジアにおけるパネル数の拡大が業績の伸びに寄与する想定である。利益面でも、D.I.Yサービスの拡大による原価率の改善などから営業利益率は9.3%(前期は9.2%)と若干上昇する見通しとなっている。パネル強化に向けた重要なKPIとなるポイント発行額は1,020百万円(前期比15%増)を予定しており、「Asia Cloud Panel」内のポイント発行額を拡大することにより、プラットフォームの更なる強化を図る方針である。

証券リサーチセンター(以下、当センター)でも、外部要因(国内及びアジアにおけるネットリサーチ需要の堅調な伸び)や内部要因(同社戦略の軸であるパネルの拡大及び活性化の進展やD.I.Yサービスの伸び等)から判断して、同社の業績予想の達成は可能であると判断している。

【図表9】17年12月期の業績見通し

(単位:百万円)	16/12期 実績		17/12期 当センター予想		増減		17/12期 会社予想		増減	
		構成比		構成比		増減率		構成比		増減率
売上高	3,091		3,490		399	12.9%	3,490		399	12.9%
アウトソーシング	2,386	77.2%	2,620	75.1%	234	9.8%	-	-	-	-
D.I.Yサービス	537	17.4%	700	20.1%	163	30.4%	-	-	-	-
その他	168	5.4%	170	4.9%	2	1.2%	-	-	-	-
原価	1,606	52.0%	1,800	51.6%	194	12.1%	-	-	-	-
販管費	1,199	38.8%	1,365	39.1%	166	13.8%	-	-	-	-
営業利益	285	9.2%	325	9.3%	40	13.7%	325	9.3%	325	13.7%
経常利益	279	9.0%	305	8.7%	26	9.2%	305	8.7%	305	9.2%
当期純利益	77	2.5%	181	5.2%	104	133.2%	181	5.2%	180	133.2%

(出所) 会社予想はGMOリサーチ決算短信

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 業界標準のプラットフォーム等による価値創造

同社の価値創造の源泉は、GMOインターネットグループに属していることによるインフラ面での知見や信頼、ブランド力などをベースとして、独自の事業モデル(クラウドパネルやプラットフォーム)を確立したところにあると考えられる(図表10)。

【図表10】 知的資本の状況

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値等
関係資本	顧客 ・国内外の調査会社等 ・事業会社	①取引先数 ②プラットフォーム導入数	①非開示 ②約50社(推定)
	ブランド ・GMOインターネットグループのブランド力 ・上場会社としての認知度、信頼	①ブランド認知度	①非開示
	事業パートナー ・パネルパートナーとの関係 ・調査パネルとの関係	①提携媒体数 ②パネル数 ③ポイント発行量	①73媒体(アジア13カ国) ②日本約940万人/ アジア2,100万人超 ③890百万円(16/12期)
組織資本	プロセス ・調査のすべてを完結するプラットフォーム ・顧客の固定化によるオペレーションの効率化	①D.I.Yサービスの売上比率 ②顧客の固定化率 ③原価率の低減	①17.4% ②非開示 ③原価率52%(16/12期)
	知的財産・ノウハウ ・外部媒体とのシステム連携を可能とする技術力 ・調査業務のプラットフォーム運営ノウハウ ・アドテックとの融合 ・最先端のマーケティングソリューションへの展開	①提携媒体数	①73媒体(アジア13ヶ国)
人的資本	経営陣 ・GOMインターネットグループとの連携 ・独立役員による利益相反取引のチェック機能	①役員招聘数 ②独立役員数	①2名 ②3名
	従業員 ・少数精鋭の組織体制	①社員数	①116名

(注) 数値情報は16年12月末時点

(出所) 証券リサーチセンター

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

関連する情報の開示なし

◆ 社会的責任 (Society)

フィロソフィーとして掲げている「想いを、世界に GMOリサーチ」の実現、すなわち、生活者の想いを企業へ届ける橋渡しの役割を担うことにより、より良い社会の実現を目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は8名(その内、社外取締役は1名)で構成されている。取締役会長の熊谷正寿氏及び安田昌史氏は親会社であるGMOインターネットをはじめとするGMOインターネットグループ企業の取締役との兼任である。熊谷氏はGMOインターネットの代表取締役会長兼社長(グループ代表)、安田氏は同じく代表取締役副社長(グループ代表補佐、グループ管理部門統括)である。また、社外取締役の橋本昌司氏は弁護士(渥美坂井法律事務所パートナー)であり、東急不動産アクティビア投信(株)のコンプライアンス委員会外部委員なども務めている。

監査役会は3名(内、社外監査役は2名)で構成されている。社外監査役の田邊明氏(常勤)は日産自動車(7201 東証一部)出身であり、日産グループでの財務及び総務の経験が豊富である。また、もう1名の浜谷正俊氏(非常勤)は公認会計士であり、M&Aや財務アドバイザーなどを手掛ける清新FASの代表取締役社長である。

16年12月末の株主構成をみると、親会社であるGMOインターネットが発行済株式総数の53.04%を保有する筆頭株主となっている(図表11)。前述した2名の取締役の兼任も含め、親会社からの独立性(利益相反のチェック等)の確保が同社ガバナンスにおける最大のポイントと言えよう。現時点では、GMOインターネットグループに属していることによるメリット(インフラ面での知見や信頼、ブランド力、グループ各メディアとの連携など)を享受する一方、親会社との直接的な取引関係に重要性はないようである。

【図表11】大株主の状況(16年12月末)

氏名	持株比率(%)
GMOインターネット株式会社	53.04
細川慎一	2.99
株式会社HOSAKAWA	1.99
GMOリサーチ株式会社	1.32
山下良久	1.21
曾我健	1.07
辻口実	0.89
日本証券金融株式会社	0.67
土屋宣夫	0.65
伊藤隆司	0.65
合計	64.53

(出所) GMOリサーチ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 中長期戦略

◆ 海外展開やマーケティング領域への参入により成長を加速

同社の戦略の方向性は、最先端のインターネット技術を駆使したマーケティング・ソリューション・プラットフォームを普及させることにより、インターネットリサーチ業界において、日本で、アジアで、そして世界でトップとなり顧客企業に必要不可欠な存在になることである。成長戦略の軸は、1) 国内での成長、2) 海外への展開、3) リサーチを超えたマーケティング領域への参入の大きく3つである。

1) 国内での成長

業界標準のプラットフォームを普及させることで、D.I.Y サービスによる顧客の固定化やさらなる高収益体質への転換を目指している。また、アドテクとの融合によるポイント発行額の拡大などにより、国内パネルの強化にも取り組む戦略である。

2) 海外への展開

顧客の固定化、及びパネル強化策における国内での成功事例をアジアへ展開することにより、成長スピードを加速する方針である。特に、成長余地の大きいアジアにおいては、他社に先駆けて事業拡大を図り、プレゼンスを高めることが最大のテーマとなっている。

3) リサーチを超えたマーケティング領域への参入

広告・マーケティング業界のプラットフォームとの連携（アドテクを絡めた調査など）を強化し、対象市場の大きいマーケティング領域への参入を図っている。リサーチを通じて取得した情報（パネル属性とアンケート結果との紐づけ等）を DMP サービス^{注12}と連携させるなど、プラットフォームを時代に合った形に進化させることで新たな事業機会の獲得を目指している。

注12) データマーケティングプラットフォームの略。ビッグデータや AI 等を活用した精度の高いマーケティングサービス

> 中期業績見通し

◆ 中期的な成長イメージ

同社は、具体的な中期経営計画を公表していないが、中期的な成長イメージについて、過去4年間の平均成長率（売上高が年率19%、営業利益が年率27%）と同水準の成長率は見込めるものとしている。売上高はD.I.Y サービス及びアジア市場での伸びを想定している。また、利益面については、D.I.Y サービスの構成比の向上による原価率の低減や増収による固定費の軽減により営業利益率の改善を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでも、国内及びアジアでのクラウドパネルが順調に拡大していることやパネルの活性化(ポイント発行)が順調に進展していること、プラットフォームの普及によりD.I.Yサービスが顧客の固定化を伴いながら伸びていることなどから、中期的にも増収基調を継続することは可能であると判断している(図表12)。

【図表12】証券リサーチセンターによる中期業績予想(損益計算書)

損益計算書(百万円)	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	予想成長率 (年率)
	実績	実績	実績	当センター 予想	当センター 予想	当センター 予想	
売上高	2,345	2,701	3,091	3,490	4,060	4,900	16.6%
売上原価	1,298	1,517	1,606	1,800	2,080	2,490	
売上総利益	1,047	1,184	1,485	1,690	1,980	2,410	
販管費	801	1,022	1,199	1,365	1,570	1,860	
営業利益	245	161	285	325	410	550	24.5%
営業外収益	9	3	5	0	0	0	
営業外費用	22	12	11	20	10	10	
経常利益	232	152	279	305	400	540	24.6%
特別利益	-	-	-	-	-	-	
特別損失	-	-	92	-	-	-	
税引前当期利益	232	152	187	305	400	540	42.4%
法人税等	98	84	110	124	170	230	
当期純利益	128	79	77	181	230	310	59.1%

サービス別売上高

アウトソーシング	1,894	2,071	2,386	2,620	2,950	3,400	12.5%
D.I.Yサービス	253	365	537	700	940	1,330	35.3%
その他	197	264	168	170	170	170	0.4%

対売上高比率

売上総利益	44.6%	43.8%	48.0%	48.4%	48.8%	49.2%
営業利益	10.4%	6.0%	9.2%	9.3%	10.1%	11.2%
経常利益	9.9%	5.6%	9.0%	8.7%	9.9%	11.0%
税引前当期利益	9.9%	5.6%	6.0%	8.7%	9.9%	11.0%
当期純利益	5.5%	2.9%	2.5%	5.2%	5.7%	6.3%

前期比

売上高		15.2%	14.4%	12.9%	16.3%	20.7%
売上総利益		13.1%	25.4%	13.8%	17.2%	21.7%
営業利益		-34.3%	77.0%	14.0%	26.2%	34.1%
経常利益		-34.5%	83.6%	9.3%	31.1%	35.0%
税引前当期利益		-34.5%	23.0%	63.1%	31.1%	35.0%
当期純利益		-38.3%	-2.5%	135.1%	27.1%	34.8%

(注) 対売上高比、前期比は百万円単位で計算

(出所) 証券リサーチセンター

【 図表 13 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想 (貸借対照表、CF 計算書)

貸借対照表(百万円)	14/12期 実績	15/12期 実績	16/12期 実績	17/12期 当センター 予想	18/12期 当センター 予想	19/12期 当センター 予想
現金及び預金	680	555	479	549	613	633
関係会社預け金	-	-	350	350	350	350
売掛金	479	522	551	650	750	950
その他	194	147	247	300	350	400
流動資産	1,353	1,224	1,627	1,849	2,063	2,333
有形固定資産	36	28	27	27	27	27
無形固定資産	314	328	225	225	225	225
投資その他の資産	19	168	91	91	91	91
固定資産	370	525	344	343	343	343
資産合計	1,726	1,750	1,971	2,192	2,406	2,676
買掛金	91	180	165	200	250	300
リース債務	13	11	10	10	10	10
ポイント引当金	211	176	201	220	240	260
その他	289	252	427	450	450	450
流動負債	604	619	803	880	950	1,020
リース債務	17	13	15	18	23	28
固定負債	20	16	18	20	25	30
純資産合計	1,102	1,114	1,149	1,293	1,432	1,627

対総資産比率

流動資産	78.4%	69.9%	82.5%	84.4%	85.7%	87.2%
固定資産	21.4%	30.0%	17.5%	15.6%	14.3%	12.8%
流動負債	35.0%	35.4%	40.7%	40.1%	39.5%	38.1%
固定負債	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
純資産	63.8%	63.7%	58.3%	59.0%	59.5%	60.8%
有利子負債	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%

売上高回転率

総資産	1.36	1.54	1.57	1.59	1.69	1.83
流動資産	1.73	2.21	1.90	1.89	1.97	2.10
固定資産	6.34	5.14	8.99	10.17	11.84	14.29

キャッシュ・フロー計算書

営業キャッシュ・フロー	147	216	369	256	300	280
投資キャッシュ・フロー	-187	-269	-48	-150	-150	-150
財務キャッシュ・フロー	422	-67	-49	-36	-86	-110
現金及び現金同等物残高	680	555	829	899	963	983

(注) 対総資産比率、売上高回転率は百万円単位で計算。また、売上高回転率は期末資産残高との比較による(簡便法)

(出所) 証券リサーチセンター

ただ、過去4年間の平均成長率と比べると、売上高へのインパクトが小さいD.I.Y.サービスによる案件が増えてくることにより増収率はやや緩やかになると予想している。もちろん、成長余地の大きいアジア展開が想定を上回るペースで進捗することやM&Aを含めた他社との提携、マーケティング領域への参入等が業績の上振れ要因

となる可能性は否定できない。また、利益面では、会社の想定と同様、営業利益率の改善を見込んでいる。19/12期までの平均成長率として、売上高については年率16.6%、営業利益については年率24.5%を見込んでいる。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ アジアでの成長余地や他社との提携機会の拡大に注目

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる（図表 14）。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・業界標準のプラットフォーム ・アジア最大規模のクラウドパネル ・最先端のテクノロジーによるシステム連携 ・スケールメリットやネットワーク外部性が働く事業モデル ・高いリピート率、ノウハウの蓄積によるオペレーション効率の高さ
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定業界への依存度の高さ ・参入障壁が低い ・中国における景気後退の影響
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・アジアでのネットリサーチ市場の拡大 ・ネットワーク、ノウハウを活かしたマーケティングソリューション領域への拡大 ・他社との提携機会の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・パネル確保が進まないこと ・PC離れの進展による回収数の低下 ・重複パネルが多くなってきたこと ・他業種からの参入を含めた競争の激化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ アジアでの事業拡大と展開スピードに注目

同社が成長できた理由は、GMOインターネットグループの経営資源の活用に加えて、独自の事業モデルを確立したことによるところが大きい。その着眼点はもちろん、他社に先駆けて事業を発展させ、ネットリサーチ業務の効率性向上に貢献したところは高く評価できる。

今後の方向性として、成長余地の大きいアジアでの事業拡大やマーケティング領域への参入を目指す戦略も理にかなっていると言える。アジアでの成功は、ネットリサーチ需要の伸びに左右される部分も大きいですが、大量のパネル数を低コストで確保できるかにかかかっており、クラウドパネルという同社の事業モデルがフィットする可能性は高い。

IT 環境の発展とともに進化を続けている DMP との連携についても、ネットリサーチとの親和性が高く、同社の真骨頂を発揮できる分野と

言える。特に、注力しているアドテクとの融合によるパネル強化策は、まさにリサーチ分野とマーケティング分野の両方にまたがる戦略であり、その進捗が同社の成長性に大きく影響すると考えられる。

今後の注目点は、アジアへの展開やマーケティング領域への参入により、成長スピードをいつからどのくらいの水準に引き上げられるかにある。特に、アジアにおける先行者利益を享受するためにも事業拡大とその展開スピードはますます重要なテーマと言える。パネル強化策の進捗とともに、M&Aを含めた他社との連携の動きなども注視していきたい。

> 投資に際しての留意点

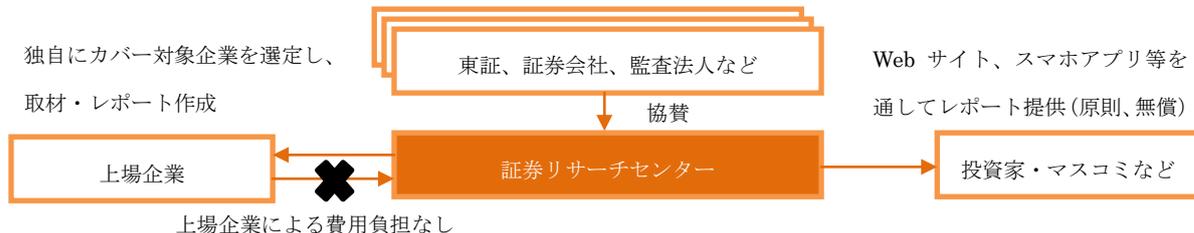
◆ 配当性向 50%を目標とし、利益成長による増配余地も大きい

同社は業績に連動した配当（配当性向 50%）を目標とすることを基本方針としている。16/12期の配当は1株当たり年23.5円配（配当性向50.1%）を実施した。17/12期については、前期比31.2円増配の1株当たり54.7円（配当性向50.0%）を予想している。

当センターでも、今後も利益成長に伴う増配の余地は大きいとみている。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

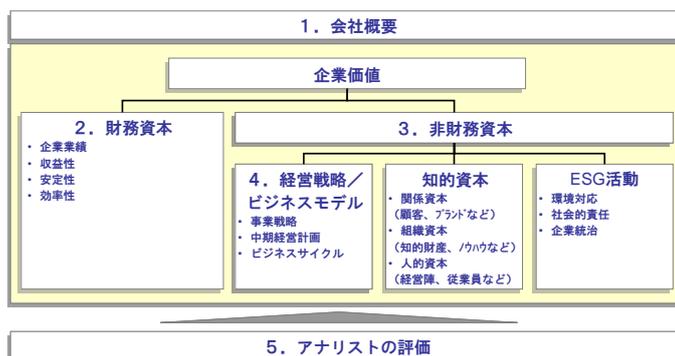
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。