

|| 企業調査レポート ||

クロス・マーケティンググループ

3675 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年9月20日(水)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

| | |
|-----------------------------|----|
| ■ 要約 | 01 |
| ■ 会社概要 | 02 |
| 1. 事業概要 | 02 |
| 2. 沿革 | 03 |
| 3. 業界環境 | 03 |
| 4. リサーチ事業 | 04 |
| 5. ITソリューション事業とその他の事業 | 06 |
| ■ ビジネスモデル | 08 |
| 1. 収益構造 | 08 |
| 2. 強みと弱み | 10 |
| 3. ターニングポイント | 10 |
| ■ 業績動向 | 12 |
| 1. 2017年12月期第2四半期の業績動向 | 12 |
| 2. 財政状態 | 15 |
| 3. 2017年12月期の業績見通し | 16 |
| ■ 中期経営計画 | 18 |
| 1. 中期経営計画の考え方 | 18 |
| 2. 2015 - 2017年度中期経営計画の振り返り | 18 |
| ■ 株主還元策 | 19 |

■ 要約

今期は特殊要因で未達となるものの、 本業順調・土台作り進展で成長力は衰えず

クロス・マーケティンググループ<3675>はネットリサーチ専業として2003年4月に設立されたクロス・マーケティングがスタート。2006年5月のECナビ(現VOYAGE GROUP<3688>)との資本・業務提携、2008年10月の東証マザーズ上場などを機に事業基盤を拡大、設立はマーケティングリサーチ業界でも最後発だったが、今や業界最大手の一角を占めるようになった。2013年には創業10周年を「第2創業期」として持株会社化、「アジア No.1 マーケティンググループ」を目指して事業拡大を加速させた。今中期経営計画は一時要因などで未達になる見込みだが、本業が順調の上アジア No.1 の土台作りも進展しており、成果は今後見えてくると思われる。

国内リサーチ、ITソリューションの好調により、2017年12月期の売上高17,350百万円(前年同期比8.6%増)、経常利益1,382百万円(同9.1%増)と見込んでいた。しかし、2017年12月期第2四半期決算において、通期の経常利益予想を1,071百万円(同15.5%減)へと下方修正した。2014年に買収したKadenceが想定以上に好調だったため、逆に株式取得対価の追加支払い契約によるのれん償却費264百万円、減損損失216百万円が発生したことが主因である。

下方修正により中期経営計画で目標にしていた2017年12月期の売上高17,985百万円、経常利益1,500百万円は未達成になることがほぼ確実となったと思われる。しかし主力事業は好調であり、目標としていた事業領域・事業エリアの積極的な拡大、アジア No.1 へ向けた土台作りは出来上がりつつある。したがって、引き続き高い成長力を維持していくことができると考える。

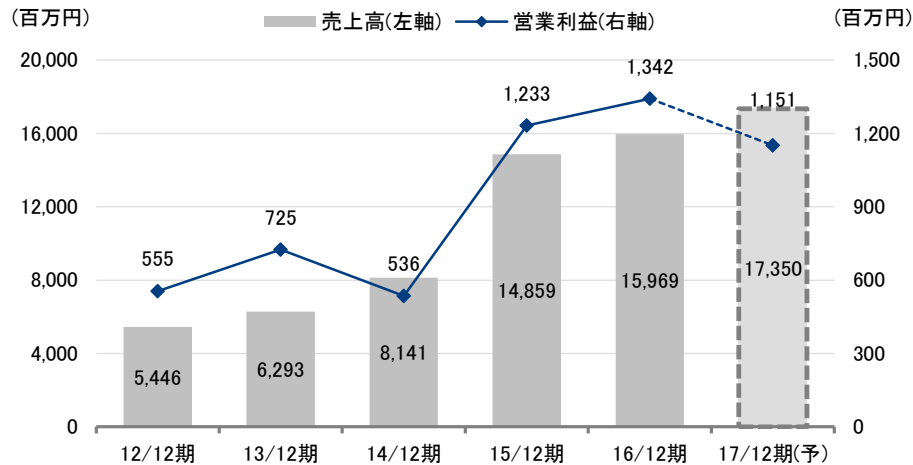
2016年12月期に旺盛な資金需要と事業投資計画などを考慮して配当方針を、従来の「連結配当性向20%を目安に段階的に引き上げる」から「15%前後を目安に配当額を決定する」へと変更した。2017年12月期は、当期純利益は赤字になる見込みだがその要因(Kadence)が一時的と考えられることから、配当性向は50.6%と高まるものの、期初予想の6.5円を維持する考えである。

Key Points

- ・マーケティングリサーチ大手の一角。ネットリサーチからマーケティングソリューションへと急拡大
- ・M&Aや海外展開など成長狙ったが2017年12月期業績を下方修正。ただし一時要因で主力事業は好調継続
- ・「アジア No.1 マーケティンググループ」への土台は出来上がりつつあり、今後も2ケタ成長を期待

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

ネットリサーチをコアに事業領域・エリアを積極的に拡大

1. 事業概要

現在の同社の事業領域はリサーチ事業、ITソリューション事業、その他の事業である。リサーチ事業では、主力事業のネットリサーチを核にオフラインリサーチも含めたマーケティングリサーチ全般に関する事業を行っており、定量調査も定性調査も、オンラインもオフラインもすべての調査においてワンストップのサービスを提供している。ITソリューション事業では、モバイル向けシステムの企画・開発・運用そしてエンジニアの派遣などを行っている。その他の事業では、Web/MOBILE マーケティングやUI・UX コンサルティングなど Web マーケティング事業、マーケティング支援に関するプロモーション事業を行っている。このように同社は、ネットリサーチを核にマーケティングリサーチからマーケティングソリューションへと事業領域を大きく広げている。

同社はアジア No.1 のマーケティング企業を目指して、事業エリアの拡大にも積極的に取り組んでいる。2016年12月末現在で、国内リサーチ事業で6社、海外リサーチ事業で19社、ITソリューション事業で3社、その他の事業で1社とグループ会社合計で29社（ほかに関連会社5社）を擁する。事業拠点は日本のほか欧米アジア10ヶ国に20ヶ所以上あり、従業員数は国内758名、海外656名と海外の構成が大きくなっている。

会社概要

2. 沿革

同社は2003年4月に現代表取締役社長兼CEOの五十嵐幹(いがらしみき)氏によりネットリサーチ企業株式会社クロス・マーケティングとして設立された。2006年5月にECナビ(現VOYAGE GROUP:アドプラットフォーム事業やポイントメディア事業を運営)と資本・業務提携、これを弾みに2007年3月には(株)電通リサーチ(現(株)電通マクロミルインサイト)や(株)ビデオリサーチとも資本提携した。2008年10月に東証マザーズに上場し、ネットリサーチからマーケティングリサーチ、マーケティングソリューションへと事業領域を拡大、2011年2月に楽天リサーチ(株)などとモニターデータベースの共同開発に向け提携、同年8月に(株)インデックスよりモバイル向けソリューション事業(現ITソリューション事業)を譲り受けた。そして、2013年の創業10周年を「第2創業期」と位置付けて株式会社クロス・マーケティンググループとして持株会社化、M&Aや新規事業、海外展開を加速、現在、「アジアNo.1マーケティンググループ」を目指している。

安定成長するマーケティングリサーチ業界で大手の一角

3. 業界環境

マーケットリサーチは調査する場所がインターネット上か現実社会かで大きくネットリサーチとオフラインリサーチに分けられる。また、調査方法によってパネルリサーチとアドホックリサーチに分けられる。パネルリサーチは固定された調査対象者から長期間、定期・定期的にデータを収集する調査である。総務省の行っている9,000世帯を対象とする家計調査が有名である。これに対してアドホックリサーチは、目的に応じてその都度、地域や対象者といった条件を設定して質問票などを設計する単発の調査である。いずれも手間のかかる作業だが、アドホックリサーチの方が案件ごとにカスタマイズする必要があり、なおさら煩雑である。消費の拡大や多様化とともに国内のマーケットリサーチ業界は安定的に伸びているが、中身はオフラインリサーチが横ばいでネットリサーチがけん引しているという構図になっている。

ネットリサーチは、特に2000年以降、インターネット利用の広がりとともに拡大していった。オフラインリサーチに比べて、調査結果が得られるまでの日数が短い、回答データがデジタル化され加工が容易、印刷や郵送、調査員などの費用が少ない、回答謝礼の削減が可能、数10万人規模のアンケートを短期間で収集できる、レアなターゲットの調査も可能——などの特徴がある。ネットリサーチはスピードやコスト、スケールの点で優れており、このため利用が急速に進んだのである。

マーケティングリサーチ業界は、マクロミル<3978>(6月期決算)、インテージホールディングス<4326>(3月決算)、それに同社(12月決算)の大手(上場)3社が他を圧倒している。3社の直近期の売上高はそれぞれ35,514百万円、31,433百万円、15,959百万円である。

コア事業のネットリサーチを強みにオフラインでも事業を拡大

4. リサーチ事業

(1) リサーチ事業

同社の2016年12月期におけるリサーチ事業の売上高は13,372百万円(前年同期比3.6%増)、営業利益は2,256百万円(同5.0%減)である。売上高のうち国内が9,213百万円(同10.5%増)、海外が4,160百万円(同8.9%減)で、内外の構成比はおおむね7:3となっている。

同社のマーケティングリサーチの流れは、1) 調査の背景・目的のヒアリングと調査目的を達成するための手法の整理、2) 調査票の企画・設計のサポートと調査票の目的の確認、3) 品質追及を目的にした各工程における実査、4) 的確なプランニングと集計分析、5) 調査結果を詳細に分析するレポート、6) 解決のためのアクションを導くディスカッション—となっている。

主力サービスであるネットリサーチの流れは以下のようになる。まず、1) 顧客から調査依頼を受け企画内容に沿ったアンケートプログラムを開発してアンケートサーバー上に設置する。その後本調査に入るが、本調査では、2) 回答してもらいたい登録モニターを抽出するための事前スクリーニング、3) 関連会社リサーチパネルにアンケート告知のメール配信を依頼し、リサーチパネルは登録モニターに告知し登録モニターからアンケート回答者を募る、4) アンケートに回答した登録モニターに謝礼(運営会社のポイント)をリサーチパネル経由で支払い、必要サンプル数が集まった時点でアンケートを締め切る。5) その後、論理矛盾や不正な回答を削除するためシステム・チェックや専任担当者による目視チェックでデータクリーニングを行う。本調査後は、6) 調査結果を集計して顧客に納品するが、顧客の依頼によって各種統計分析レポートも作成する。最後に、7) リサーチパネルに対して登録モニターの利用料を支払う。

会社概要

リサーチ事業の主なサービス

| 調査種類 | 調査手法 | サービス内容 |
|-----------|--|---|
| 定量調査 | インターネットリサーチ | 顧客要件に応じてオリジナルのアンケートプログラムを Web 上で作成し、登録モニターに対してアンケートを行うサービス |
| | 郵送調査 | 調査協力者にアンケートを郵送し、アンケートの回収、集計及び分析を行うサービス |
| | 電話調査 | 調査員が調査協力者に電話によるインタビューを実施し、アンケートの集計及び分析を行うサービス |
| | CLT 調査 | あらかじめ指定した会場に調査協力者を集め、アンケートやインタビューを実施し、集計及び分析を行うサービス。会場付近の通行者を調査協力者とする場合もある。 |
| | モバイル調査 | 顧客要件に応じてオリジナルのアンケートプログラムを携帯 Web 上で作成し、登録モニターに対してアンケートを行うサービス |
| ホームユーステスト | 商品を調査協力者宅に届け、商品の試用や試飲をしてもらった上でその商品評価結果アンケートを実施する。商品の送付、アンケート回収、集計及び分析を行うサービス | |
| 定性調査 | フォーカスグループインタビュー | 調査協力者をグループ単位（5名～8名程度）で集め、モデレーターが座談会形式でインタビューを行うサービス |
| | デプスインタビュー | 調査協力者と1対1で、モデレーターがインタビューを行うサービス |
| | ホームビジット | 調査協力者の自宅または会社を訪問し、アンケートやインタビューを行うサービス |
| | ショッピング | 調査協力者の買い物等に行き、アンケートやインタビューを行うサービス |
| | アイトラッキング調査 | 専用のアイトラッキングシステムを利用して、調査協力者の「視線の動き」の計測を行うサービス |
| | その他 | 海外調査 |
| | ID - POS データ | スーパー、ドラッグストア、コンビニエンスストアのID付き購買(POS)データをベースに様々なリサーチが可能なサービス |

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

(2) 登録モニター

同社のビジネスにとって最も重要なのが登録モニターの質と量である。量については、アクティブな登録モニターだけとってみても144万人と非常に多い。モニターの登録は、VOYAGE GROUPの場合、VOYAGE GROUPの総合オンラインショッピングサイトであるECナビの会員に対しリサーチパネルに登録するよう勧誘する。(株)クレディセゾンとは、セゾン会員のアンケート参加希望者について、リサーチパネルが運営する「永久不滅リサーチ」の登録モニターとして利用する契約を締結している。このように登録モニターは、VOYAGE GROUPやクレディセゾンなどの会員制サイトから誘導され、同社関連会社のリサーチパネルによって管理されている。同社はほかにも、ネットリサーチ他社と登録モニターを相互に利用するネットワークを構築している。そのアクティブな登録モニターは231万人に上るため、同社の利用可能なアクティブ登録モニターは375万人と非常に多い。

質については、リサーチパネルがデータの信頼性を確保するため会員登録情報を毎年更新し、登録モニターの基本属性を常に最新の状態にしている。また、登録モニター各人の調査回答内容をチェックし、悪質な不正回答者を登録抹消するなど登録モニターの品質管理を徹底している。さらに、所有消費財や資産などによって特定条件の登録モニターをあらかじめ抽出し、自動車保有や携帯電話保有、資産保有などとカテゴライズされモニターを分類・管理しており、条件設定を調査の都度行わなくても精度の高い効率的な調査が可能となる。特に業界黎明期に多かった信頼性への不信は、こうした対策の積み重ねによって今ではほとんどなくなったと言われている。

会社概要

(3) ネットリサーチからマーケティングリサーチへ

以上のようなネットリサーチのノウハウやインフラを背景に、同社はネットからオフラインへと徐々に事業領域を広げてきた。オフラインでは、会場に調査協力者を集めてアンケートやインタビューを行う定量調査、座談会形式で調査協力者にインタビューを行う定性調査などのサービスを提供している。また、既存の調査手法に IT 技術を組み合わせた調査サービスも各種提供している。このため、食品から飲料、化粧品、医薬品、自動車、調査会社、広告・マスコミ、金融・保険、卸売・小売業、サービス業と広範な業界で実績を積み重ねてきた。また、消費者実態把握、コンセプトテスト、製品評価、パッケージテスト、広告効果測定、広告評価、利用実態、商圏・エリア、ブランド評価、顧客満足度（CS）など様々な調査テーマにも対応できる。

実績業界の例

| 業界 | 実績内容 |
|-------------------|--------------------------------------|
| 食品・清涼飲料メーカー | 新味に対するコンセプト受容性調査、新商品試飲評価調査 |
| 化学、繊維、医薬品、化粧品メーカー | ファッションブランドの認知度調査、スキンケア化粧品に関するネーミング調査 |
| 自動車メーカー | 自動車の購買行動実態調査、顧客満足度ベンチマーク調査 |
| 金融、保険、証券 | クレジットカード利用実態調査、Web サイトユーザビリティ調査 |
| 調査会社・機関 | 勤労者意識把握調査、高齢者のパソコンの利用状況調査 |
| 広告代理店 | 新商品告知CMの効果測定調査、メディア接触に関するアンケート調査 |

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

マーケティングソリューションまで一貫したサービスを提供できる企業は多くない

5. IT ソリューション事業とその他の事業

(1) IT ソリューション事業

IT ソリューション事業の 2016 年 12 月期売上高は 1,907 百万円（前年同期比 11.9% 増）、営業利益は 175 百万円（同 8.8% 減）である。同社は、マーケティングから企画、開発、運用、プロモーションまで、モバイルやスマートフォン向けサービスに必要なあらゆる機能をワンストップで提供している。具体的には Web サイト構築、スマートフォンアプリ開発、各種ツール・パッケージの提供、調査・分析、運用アウトソーシング、インフラ・サーバ構築と運用、Web プロモーション、セキュリティ対策などである。

同社は、金融機関向けアプリや決済・ポイント管理といった堅牢性が求められるシステム、会員数 100 万人規模の大規模なシステムなどの構築・運用に実績がある。また、日進月歩のモバイル機器に対して、常に最新の機能に対応した開発を行っている。さらに、グループにマーケティングリサーチ企業を持つ強みを生かした調査・分析を背景に、円滑な PDCA サイクルを成果につなげることができるのである。

会社概要

ITソリューション事業の主なサービス

| サービス名 | 内容 |
|----------------------|--|
| Web(PC・スマートフォン)サイト構築 | サイト戦略の立案からシステムの開発、サイトデザイン、保守・運用 |
| スマートフォンアプリ開発 | エンタテインメントからビジネス用途まで、幅広く対応したiPhone・Androidのネイティブアプリの企画・開発 |
| 各種ツール・パッケージの提供 | 顧客のニーズに合わせた Web 戦略をサポートする様々なツール、パッケージの提供 |
| 調査・分析 | 顧客の KPI 向上に貢献するための Web サイトの「調査・分析」をベースにした「仮説検証・改善提案」 |
| 運用アウトソーシング | コンテンツ更新、メルマガ配信、ユーザーサポート、サイト検閲等、Web サイトの運用に伴う業務代行 |
| インフラ・サーバ構築、運用 | 大規模・集中アクセスにも対応できるインフラ環境の構築、運用、ホスティング |
| Web プロモーション | 目的（集客・会員獲得）やプラットフォームの特性に合わせた最適なプロモーション施策の提供 |
| セキュリティ対策 | 個人情報保護やサイトの脆弱性チェックなどサイト運営をする上での総合セキュリティ対策 |

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

(2) その他の事業

その他の事業の 2016 年 12 月期売上高は 690 百万円（前期比 172.4% 増）で、営業利益は 74 百万円（前期は 56 百万円の損失）だった。その他の事業は Web マーケティング事業とプロモーション事業に分けられる。Web マーケティング事業では、Web サイトへ訪れたユーザーの動きをヒートマップと動画で可視化するサイト内分析ツール「USERDRIVE」を活用して、Web やスマートフォンサイトの UI/UX を分析、改善のためのコンサルティングを行うサービスを提供している。プロモーション事業では、プロモーションなどのマーケティング支援に関するサービスを提供している。

■ ビジネスモデル

利益率が低いのは事業領域・エリアの拡大という前向き姿勢のため

1. 収益構造

収益源を分解すると、調査票などを作成する製造と提案分析するリサーチャーが売上原価、営業や本部（共通部分）が販管費に計上される。収益貢献を分かりやすく単純化すると、製造でスキルと人員のバランスが取れると生産効率が向上し、リサーチャーでノウハウ・人材が蓄積されると売上・粗利額が伸びる。一方、営業は人員が多いほど受注が増え、間接は企業規模に見合った適正サイズが求められる。

同業大手間の直近期の営業利益率を比較すると、マクロミルが19.2%、インテージが8.9%、同社が8.4%である。マクロミルはネットリサーチの比率が高いため高効率である。インテージはオフラインやパネル調査が主力のためマクロミル比で利益率は低く出てしまう。同社は、ネットリサーチ専門でスタートしたのだから営業利益率はマクロミルに近いはずだが、インテージと同水準となっている。マーケティングリサーチ全般からマーケティングソリューションへと業容拡大するなかでネットリサーチの構成比が小さくなっていること、近年のM&Aや新規事業開発、海外展開が急展開するなかで機能の重複などコストがやや重くなっていることが要因と思われる。前者は仕方ないが、後者については、業務を棚卸しつつ一旦シナジーや利益を追求するタイミングかもしれない。もちろん同社も同様に考えていると思われる。

なお、同社の財務諸指標のを見ると、資産収益性であるROAとROEは2014年12月期を底に改善傾向がみられる。5期間の話だが、ROEは回復しているが、ROAは回復したとはいえず。ROEはレバレッジが効いているのが要因で、ROAは営業利益率、総資産回転率がともに戻っていないことが背景である。営業利益率、総資産回転率が戻らないのは、それぞれ販管費が重くなっていること、のれんなど固定資産の増加ほどに売上が取れていないことが理由と思われる。安全性は高く、収益的にも依然余裕があることから、今すぐ改革や改善が必要とは思わないが、特に先行的・固定費的な投資と費用については慎重を期したほうがいいかもしれない。

クロス・マーケティンググループ | 2017年9月20日(水)
 3675 東証マザーズ | <https://www.cm-group.co.jp/ir/>

ビジネスモデル

財務諸指標

(単位：%、回転、百万円)

| | 12/12期 | 13/12期 | 14/12期 | 15/12期 | 16/12期 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1-1. ROA | 18.7 | 20.4 | 8.9 | 13.8 | 13.5 |
| 2. 営業利益率 | 10.2 | 11.5 | 6.5 | 8.3 | 8.4 |
| 3. 総資産回転率 | 1.8 | 1.8 | 1.4 | 1.7 | 1.6 |
| 2-1. ROE | 16.5 | 19.6 | 9.6 | 17.6 | 20.5 |
| 2. 当期利益率 | 5.7 | 7.0 | 3.0 | 3.8 | 5.2 |
| 3. 総資産回転率 | 1.8 | 1.8 | 1.4 | 1.7 | 1.6 |
| 4. レバレッジ | 1.6 | 1.6 | 2.3 | 2.8 | 2.4 |
| 3-1. 当期利益率 | 5.7 | 7.0 | 3.0 | 3.8 | 5.2 |
| 2. 粗利益率 | 36.8 | 40.2 | 31.2 | 42.5 | 40.9 |
| 3. 販管費率 | 26.6 | 28.6 | 31.2 | 34.2 | 32.5 |
| 4. 営業利益率 | 10.2 | 11.5 | 6.5 | 8.3 | 8.4 |
| 5. 金融収支比率 | 0.0 | -0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.2 |
| 6. 税前利益率 | 10.6 | 11.8 | 6.2 | 7.7 | 8.7 |
| 7. 税率 | 45.2 | 39.2 | 40.0 | 50.0 | 41.0 |
| 4-1. 総資本回転率 | 1.84 | 1.77 | 1.37 | 1.67 | 1.60 |
| 2. 金融資産回転率 | 2.23 | 2.23 | 2.12 | 2.57 | 2.27 |
| 3. 棚卸資産回転率 | 129.92 | 100.36 | 35.09 | 43.41 | 45.82 |
| 4. 設備資産回転率 | 11.40 | 9.37 | 4.36 | 5.33 | 6.24 |
| 6-1. 増収率 | 23.1 | 15.6 | 29.4 | 82.5 | 7.5 |
| 2. 営業増益率 | 27.3 | 30.8 | -27.5 | 134.3 | 8.9 |
| 3. 総資産増加率 | 9.1 | 29.9 | 96.2 | 26.7 | -0.4 |
| 4. 株主資本増加率 | 10.4 | 23.8 | 7.1 | 40.4 | 19.8 |
| 7-1. 自己資本比率 | 64.7 | 61.6 | 33.6 | 37.3 | 44.8 |
| 2. 当座比率 | 193.1 | 152.2 | 73.8 | 131.5 | 150.0 |
| 3. 流動比率 | 207.8 | 172.4 | 95.9 | 157.0 | 177.4 |
| 4. 固定比率 | 52.1 | 62.0 | 140.1 | 95.5 | 75.9 |
| 5. 有利子負債依存度 | 4.2 | 3.4 | 33.9 | 28.5 | 24.2 |
| 6. 回転差資金 | -518 | -796 | -902 | -1,945 | -2,188 |
| 7. 正味運転資本 | 559 | 880 | 1,282 | 2,250 | 2,580 |
| 8. 手元流動性 | 962 | 779 | 1,407 | 2,384 | 2,160 |
| 9. ネットキャッシュ | 831 | 645 | -1,264 | -453 | -245 |
| 10. インタレストカバレッジレシオ | 168.2 | 344.0 | 77.8 | 47.0 | 40.5 |

注：資産収益率は資産を期末平均で計算。設備資産＝固定資産、金融資産＝総資産－棚卸資産－設備資産。

出所：決算短信よりフィスコ作成

強みはネットリサーチの質と マーケティングソリューションまでの一貫サービス

2. 強みと弱み

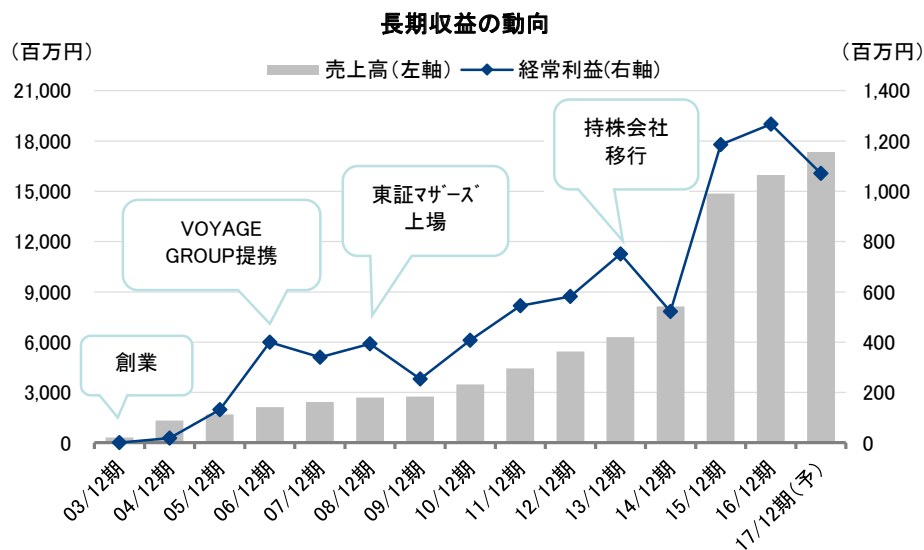
同社のリサーチの特徴は、セールス、リサーチャー、ディレクターなど顧客と接するすべての担当者が課題解決に向けて一丸となるサポート体制、回答負荷軽減を意識した画面づくりや的確なターゲット選定のための配信設定、精度の高いデータクリーニングによる高いクオリティ、高機能なアンケートシステムによる画面作成・配信・データ納品の即応性、国内最大規模の登録モニター数、基本属性だけでなくレアな対象者に限定した調査——などである。

同業間でサービスにおける差はあまりないが、顧客からすると、このような特徴に加え課題に対し適切に提案・設計するリサーチャーの経験や、グループ内のITソリューションの機能を利用したトータルなマーケティングソリューションの提案が、差別化につながっていると思われる。

一方、弱みと言えるかわからないが、課題はオフラインリサーチの増加で労働集約が進み利益率の改善が難しくなること、東証マザーズ上場ということもあって新興勢力に位置付けられること、特に海外で認知度が不足していること——など考える。国内の課題については時間が解決すると思われるが、海外について同社は、2014年に買収した Kadence へのブランド統合によって、今後認知度を上げていく考えである。

ターニングポイントは VOYAGE との提携、マザーズ上場、持株会社化

3. ターニングポイント



出所：会社資料よりフィスコ作成

クロス・マーケティンググループ | 2017年9月20日(水)
3675 東証マザーズ | <https://www.cm-group.co.jp/ir/>

ビジネスモデル

同社は2003年と遅い創業で、当時ネットリサーチ業界で最後発の1社と見られていた。それが今やマーケティングリサーチ業界を代表する企業にまで成長した。

最初のターニングポイントは、2006年 VOYAGE GROUP（当時 EC ナビ）と業務資本提携をしたことである。VOYAGE 傘下のリサーチパネルに資本参加することで、リサーチパネルの有する70万人（当時）という大規模なモニターを獲得することができた。これが弾みになって電通リサーチ（現電通マクロミルサイト）やビデオリサーチといったトップクラスのマーケットリサーチ会社と提携し、業容を大きく拡大することができた。電通リサーチは同社の同業だが、当時ネットリサーチ機能を持たなかったため、同社の機能を補完的に利用するニーズがあったのである。これを「間接販売」といい、同社以外に積極化する企業が少なかったこともあって、「間接販売」は同社の初期の成長をけん引することになった。

2008年の東証マザーズ上場は2つめのターニングポイントである。上場によって資金力と知名度が付いたこともあり、様々な調査の依頼が舞い込むようになった。とはいえ、ネットリサーチのマーケットが小さかったこともあって、今度は積極的に「直接販売」を推進した。いずれにしろ、業容の急拡大に伴って多種多彩で大量なモニターの保持と調査設計のカスタマイズが必要になった。前者については、楽天リサーチやネットマイルといった大規模なモニターを持つ同業他社と業務提携し、モニターを相互利用することで業界最大といわれるモニター数を確保することができた。この結果、非常に大量なサンプルやレアな調査対象にも対応できるようになり、同社の成長にさらに弾みがついた。後者は、専門的な知識がなくてもアンケート画面を作成・カスタマイズできる「pyxis2」を開発、加えてコストコントロール用に遠隔地にオペレーションセンターを作ることで、ローコスト化とともに顧客にとって使い勝手の向上したツールを提供することができた。

3つ目のターニングポイントは2013年の持株会社化である。これによりM&Aや海外展開が加速した。しかし、同社の業容拡大に欠かせないと思われるが、為替の影響も含めて業績が変動する要素が増えることになる。ITを中心とする新興企業は、M&Aなどによって数多くの子会社を抱えることもあるが、子会社とか内製化とかいう点に加えて、管理体制やガバナンスが問題になることもある。いずれにしろ、3つ目のターニングポイントは、次の成長のために同社にとってブレークスルーする必要があるポイントである。これまでもターニングポイントごと色々なものをクリアしてきたが、今回の課題は、子会社が増加したことによる事業の効率性や管理体制・ガバナンスということになるだろう。

業績動向

2017年12月期第2四半期は Kadence の特殊費用と特別損失が足を引っ張った

1. 2017年12月期第2四半期の業績動向

2017年12月期第2四半期の業績は、売上高8,141百万円（前年同期比11.5%増）、営業利益411百万円（同4.1%減）、経常利益340百万円（同7.8%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益-184百万円（前年同期は141百万円の利益）であった。本業はおおむね順調だったと言える。

まずリサーチ事業だが、売上高6,916百万円（同12.8%増）、営業利益1,041百万円（同8.5%増）となった。内外の売上高内訳は国内リサーチが4,448百万円（同3.1%増）、海外リサーチが2,468百万円（36.0%増）であった。売上高は主力事業会社のクロス・マーケティングを中心に国内が堅調に推移、海外は大型案件を受注した英国を始め米国やインドネシアなど好調拠点がけん引した。営業利益は国内の生産性改善と海外の増収効果により増益となった。なお、2016年12月期第3四半期に連結を開始したショッパーズアイは、今期より収益にフル寄与することになっている。

ITソリューション事業は、売上高が1,011百万円（同1.0%増）、営業利益65百万円（同24.6%増）だった。アウトソーシングサービスの（株）クロス・プロップワークス、エンジニア派遣サービスの（株）クロス・ジェイ・テック、モバイル向けWebサイトサービスのクロス・コミュニケーションが、ともに積極的な営業展開で受注を順調に伸ばした。営業利益は、中期的な成長を考慮して人員採用を活発化させたが、増益を確保することができた。

その他の事業は、売上高が297百万円（同4.5%増）、営業利益が32百万円（122%増）となった。プロモーション事業を行っている（株）ディーアンドエムが新規顧客開拓の強化で引き続き好調だった。なお、2016年12月期第3四半期よりWebマーケティング事業を行っている（株）UNCOVER TRUTHは、連結子会社から持分法適用会社に移動した。

2017年12月期第2四半期業績動向

（単位：百万円）

| | 16/12期 | | | 17/12期 | | | |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| | 2Q | 構成比 | 進捗率 | 2Q | 構成比 | 増減率 | 進捗率 |
| 売上高 | 7,299 | 100.0% | 45.7% | 8,141 | 100.0% | 11.5% | 46.9% |
| 粗利益 | 2,907 | 39.8% | 44.5% | 3,394 | 41.7% | 16.7% | - |
| 販管費 | 2,479 | 34.0% | 47.7% | 2,982 | 36.6% | 20.3% | - |
| 営業利益 | 429 | 5.9% | 32.0% | 411 | 5.0% | -4.1% | 35.7% |
| 経常利益 | 369 | 5.0% | 29.1% | 340 | 4.2% | -7.8% | 31.7% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 141 | 1.9% | 16.8% | -184 | -2.3% | - | -73.4% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

クロス・マーケティンググループ | 2017年9月20日(水)
 3675 東証マザーズ | <https://www.cm-group.co.jp/ir/>

業績動向

2017年12月期四半期別セグメント売上高

(単位：百万円)

| 第1四半期 | 2016年 12月期 | (構成比) | 2017年 12月期 | (構成比) | (増減率) |
|-----------|---------------|--------|---------------|--------|-------|
| リサーチ | 3,310 | 85.4% | 3,772 | 87.4% | 13.9% |
| ITソリューション | 498 | 12.8% | 484 | 11.2% | -2.6% |
| その他 | 137 | 3.5% | 159 | 3.7% | 16.5% |
| 調整額 | -70 | -1.8% | -101 | -2.4% | 45.8% |
| 合計 | 3,875 | 100.0% | 4,314 | 100.0% | 11.3% |

| 第2四半期 | 2016年 12月期 | (構成比) | 2017年 12月期 | (構成比) | (増減率) |
|-----------|---------------|--------|---------------|--------|--------|
| リサーチ | 2,825 | 82.5% | 3,261 | 85.2% | 15.4% |
| ITソリューション | 504 | 14.7% | 527 | 13.8% | 4.5% |
| その他 | 150 | 4.4% | 166 | 4.3% | 10.3% |
| 調整額 | -55 | -1.6% | -127 | -3.3% | 128.9% |
| 合計 | 3,424 | 100.0% | 3,827 | 100.0% | 11.8% |

出所：決算短信等よりフィスコ作成

2017年12月期四半期別セグメント営業利益

(単位：百万円)

| 第1四半期 | 2016年 12月期 | (利益率) | 2017年 12月期 | (利益率) | (増減率) |
|-----------|---------------|-------|---------------|-------|-------|
| リサーチ | 582 | 17.6% | 871 | 23.1% | 49.7% |
| ITソリューション | 29 | 5.8% | 28 | 5.9% | -2.1% |
| その他 | 24 | 17.8% | 31 | 19.4% | 27.2% |
| 調整額 | -276 | - | -342 | - | 24.1% |
| 合計 | 359 | 9.3% | 588 | 13.6% | 63.7% |

| 第2四半期 | 2016年 12月期 | (利益率) | 2017年 12月期 | (利益率) | (増減率) |
|-----------|---------------|-------|---------------|-------|---------|
| リサーチ | 378 | 13.4% | 170 | 5.2% | -55.0% |
| ITソリューション | 23 | 4.6% | 37 | 7.0% | 57.8% |
| その他 | -10 | -6.6% | 1 | 0.7% | -112.0% |
| 調整額 | -322 | - | -385 | - | 19.6% |
| 合計 | 70 | 2.0% | -177 | -4.6% | - |

出所：決算短信等よりフィスコ作成

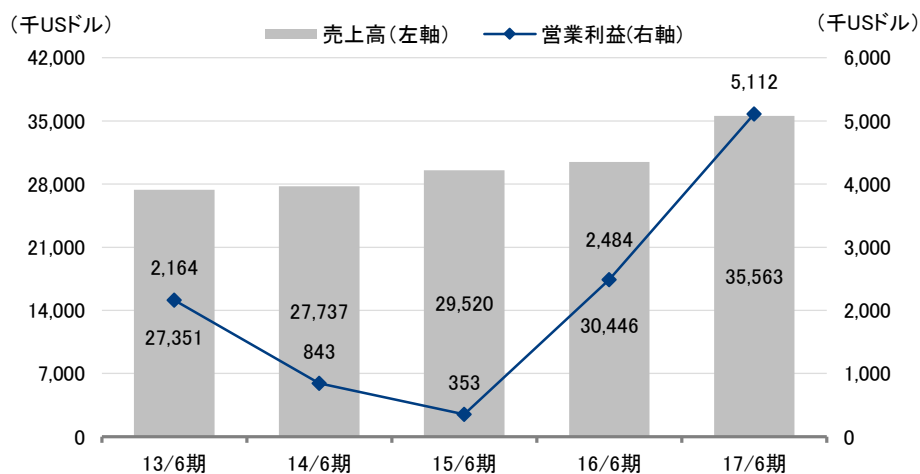
しかし、本業はおおむね順調だったとはいえ、売上高 8,307 百万円、営業利益 566 百万円、経常利益 557 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 311 百万円という会社計画には届かなかった。

業績動向

主な理由は、Kadenceの株式譲渡契約において業績条件に基づいて発生した追加的支払いである。つまり、Kadenceの売買契約時に、3期間（2015年6月期－2017年6月期）の業績に基づき株式取得の対価を支払う契約となっており、契約当初支払いをした14百万USドルに加えて、業績進捗によって0から最大で15百万USドルを追加で支払うという契約が交わされた。今般、景気の回復や営業強化によりKadenceの3年目の業績が好調となったことから、同社は追加支払い10百万USドルを確定させたのである。交渉の余地もあったと思われるが、経営のスピードを重視したもようである。自信があって高く売りたい売主（Kadence元オーナー）とリスクを考えて安く買いたい買主（同社）のミスマッチを防ぐ特殊な契約条件だったと言えるだろう。

いずれにしろ3期目のKadenceの業況が大きく好転したため、追加支払いによる影響が株式取得時に遡って再算定されることになった。これにより各期でのれんの追加償却が発生するわけだが、2017年12月期に過年度分を含めて3期分ののれん償却費264百万円をまとめて計上することになった。また、減損損失については、同期間に減損損失を計上した拠点（インドネシア、ベトナム）にものれんが発生するため、2017年12月期に追加的に発生した全額216百万円を減損損失として特別損失に計上することになった。

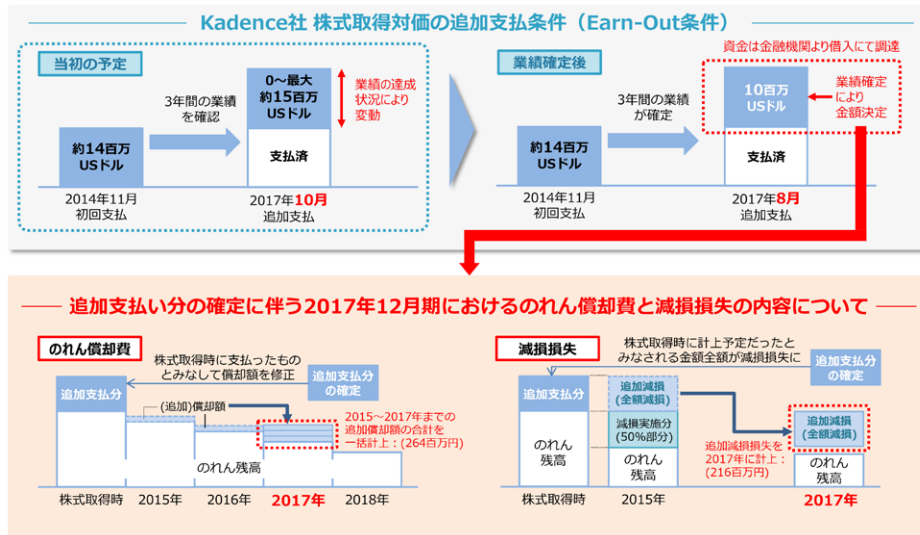
Kadenceグループの業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

契約内容と追加計上に至った経緯について



出所：決算説明会資料より掲載

第2四半期の会社予想に対する入り繰りは、国内リサーチでは一部大手顧客の予算消化の遅れにより売上高で523百万円、粗利額で253百万円の未達となった一方、海外リサーチでは英国の大型案件やインドネシアとベトナムの業績改善が計画以上となったため売上高で379百万円、粗利額で142百万円の超過達成となった。ITソリューション事業では受注は好調だったが、国内リサーチ同様に一部納品が下期以降にずれ込んだ影響により売上高で82百万円の未達、ITソリューションとその他の事業の合計で36百万円の粗利額未達となった。これに対しコストコントロールで211百万円をカバーし、期初営業利益予想566百万円に対し事業上の営業利益は65百万円超過達成の631百万円となった。

しかし、追加支払いののれん償却費220百万円が発生したため、実際の営業利益は411百万円と155百万円の未達となったのである。また、追加支払いによる減損216百万円に加え、Kadence香港の不振による新たな減損損失62百万円も発生、四半期純利益は期初計画311百万円に495百万円未達の184百万円の赤字となった。

Kadenceの追加的償却費と減損が財政状態にも影響

2. 財政状態

2017年12月期第2四半期の財政状態は、総資産が10,142百万円(前期末比210百万円増)となり、内訳は流動資産が6,238百万円(同319百万円減)で、主な項目が現金及び預金2,714百万円、受取手形及び売掛金2,603百万円、固定資産が3,904百万円(同529百万円増)で、主な項目が建物277百万円、ソフトウェア224百万円、のれん2,206百万円、敷金548百万円だった。のれんが前期末比502百万円増加したが、Kadenceに関わる追加支払いの発生による。また、現金及び預金と同554百万円増加したが、本業の好調により営業キャッシュフローが増加したためである。

クロス・マーケティンググループ | 2017年9月20日(水)
 3675 東証マザーズ | <https://www.cm-group.co.jp/ir/>

業績動向

負債は流動負債が4,426百万円(同729百万円増)で、主な項目が買掛金1,241百万円、未払金1,448百万円、固定負債が1,549百万円(同213百万円減)で、主な項目が長期借入金1,298百万円、資産除去債務118百万円となった。長短借入金が422百万円減少したが、これは豊富な営業キャッシュフローを背景に返済が進んだためである。未払金が同989百万円増加したが、Kadenceに関わる追加支払いが第2四半期末時点で未実効だったためである。

以上から、純資産が4,167百万円(同307百万円減)となった。うちの利益剰余金が3,066百万円と同243百万円減少したが、2017年12月期第2四半期の親会社株主に帰属する四半期純利益が184百万円の損失になったためである。

簡略化貸借対照表

(単位:百万円)

| | 16/12 期末 | 17/12 期 2Q 末 | 増減 |
|-------------|----------|--------------|------|
| 流動資産 | 6,557 | 6,238 | -319 |
| 現金及び預金 | 2,160 | 2,714 | 554 |
| 受取手形及び売掛金 | 3,386 | 2,603 | -782 |
| 固定資産 | 3,375 | 3,904 | 529 |
| 有形固定資産 | 457 | 440 | -17 |
| のれん | 1,703 | 2,206 | 502 |
| 関係会社株式 | 227 | 182 | -45 |
| 総資産 | 9,932 | 10,142 | 210 |
| 流動負債 | 3,697 | 4,426 | 729 |
| 買掛金 | 1,198 | 1,241 | 43 |
| 短期借入金等 | 895 | 686 | -209 |
| 未払金 | 459 | 1,448 | 989 |
| 固定負債 | 1,762 | 1,549 | -213 |
| 長期借入金 | 1,510 | 1,298 | -213 |
| 負債計 | 5,459 | 5,976 | 517 |
| 純資産 | 4,474 | 4,167 | -307 |
| 利益剰余金 | 3,309 | 3,066 | -243 |

出所: 決算短信よりフィスコ作成

2017年12月期下期は再成長に向けてリスタートの期

3. 2017年12月期の業績見通し

同社は2017年12月期業績を、売上高17,350百万円(前年同期比8.6%増)、営業利益1,151百万円(同14.2%減)、経常利益1,071百万円(同15.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益251百万円(同70.0%減)と見込んでいる。事業別予想は、国内リサーチ事業9,890百万円(同7.3%増)、海外リサーチ事業4,715百万円(13.3%増)、ITソリューション事業2,055百万円(7.8%増)、その他の事業690百万円(0.1%増)である。

クロス・マーケティンググループ | 2017年9月20日(水)
 3675 東証マザーズ | <https://www.cm-group.co.jp/ir/>

業績動向

同社は通期業績予想を、売上高は変更しなかったが、営業利益で249百万円、経常利益で311百万円、当期純利益で574百万円下方に修正した。上期の一部大手顧客で生じた予算消化の遅れによって収益化が下期以降にずれ込んでいること、遅れていた人員採用を進捗させること、それからKadenceで追加支払いが発生したこと——などが要因である。

新しい業績予想は、上期のモメンタムからやや頑張らなければならない目標ではある。しかし、リサーチ事業、ITソリューション事業とも堅調に推移していること、上期の事業上の営業利益が同社予想を上回っていること、国内リサーチ事業で生産性改善による粗利率の改善と海外リサーチ事業の売上高増加による粗利額の確保が見込まれること、今後Kadenceのような追加支払いの発生する可能性のある案件がないこと——などから十分射程圏内と考えられ、次の成長へとつながることが期待される。

2017年12月期業績見込み

(単位：百万円)

| | 16/12期 | | | 17/12期 | | |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 実績 | 売上比 | 増減率 | 予想 | 売上比 | 増減率 |
| 売上高 | 15,969 | 100.0% | 7.5% | 17,350 | 100.0% | 8.6% |
| 営業利益 | 1,342 | 8.4% | 8.9% | 1,151 | 6.6% | -14.2% |
| 経常利益 | 1,267 | 7.9% | 6.9% | 1,071 | 6.2% | -15.5% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 837 | 5.2% | 49.8% | 251 | 1.4% | -70.0% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

2017年12月期セグメント別売上高見込み

(単位：百万円)

| | 16/12期 | | | 17/12期 | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| | 実績 | 売上比 | 増減率 | 予想 | 売上比 | 増減率 |
| リサーチ | 13,372 | 83.7% | 3.6% | 14,605 | 84.2% | 9.2% |
| ITソリューション | 1,907 | 11.9% | 11.9% | 2,055 | 11.8% | 7.8% |
| その他 | 690 | 4.3% | 172.4% | 690 | 4.0% | 0.1% |
| 売上高合計 | 15,969 | 100.0% | 7.5% | 17,350 | 100.0% | 8.6% |

出所：同社資料よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

積極拡大と高付加価値サービスで アジア No.1 のマーケティンググループを目指す

1. 中期経営計画の考え方

同社は創業以来、意思決定のための材料を顧客企業に提供するため、マーケティングリサーチにおいて様々なサービスを展開してきた。現在では、主力のマーケティングリサーチ事業の強化はもちろんのこと、モバイル・スマートフォン領域、プロモーション領域、さらにはアジアを中心とした海外へと事業を展開を推進している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーム）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

クロス・マーケティンググループ

3675 東証マザーズ

2017年9月20日(水)

<https://www.cm-group.co.jp/ir/>

中期経営計画

現在、同社は、更なる業容拡大に向けて「事業領域と事業エリアの積極的な拡大」と位置付けた中期経営計画に取り組んでいる。この計画の着実な実行が同社グループの新たな価値創造につながるため、グループを挙げて様々な取り組みを加速している。

国内リサーチ事業では、コアであるネットリサーチを軸に最新の技術を取り入れることで着実な成長を目指す。マーケティングリサーチに関わるあらゆるサービスをワンストップで提供できる体制を構築し、「マーケティングリサーチパートナー」として総合的な提案・プランニングなどより付加価値の高いサービスの提供を目指す。海外リサーチ事業では、アジア全域をカバーするネットワークを構築し、日系・欧米系グローバル企業の海外展開のサポートを推進する。

ITソリューション事業では、既存ビジネスの着実な成長と新サービスへの投資を両立させる方針である。スマートフォンへのシフトというトレンドのなか、アプリケーションの開発・制作・運用を強化して新規顧客にも既存顧客にも積極的な営業を展開する。その他の事業では、ディーアンドエムが、消費者データを活用した最先端のマーケティングサービスの提供を目指す。

全事業による総合力に加えて2014年11月に買収したKadenceによって、「アジア No.1 マーケティンググループ」を目指す。

今中期経営計画は未達になる見込みだが、中身は評価できる

2. 2015 - 2017 年度中期経営計画の振り返り

同社は2014年に発表した中期経営計画で、2017年12月期に売上高17,985百万円、経常利益1,500百万円を目指していた。しかし、最終年度の2017年12月期は期初計画から既に売上高17,350百万円、経常利益1,400百万円と未達計画になっていた上、期中にKadenceに関する特殊なれん償却と減損が発生したことで、経常利益は1,071百万円へと更なる下方修正となった。

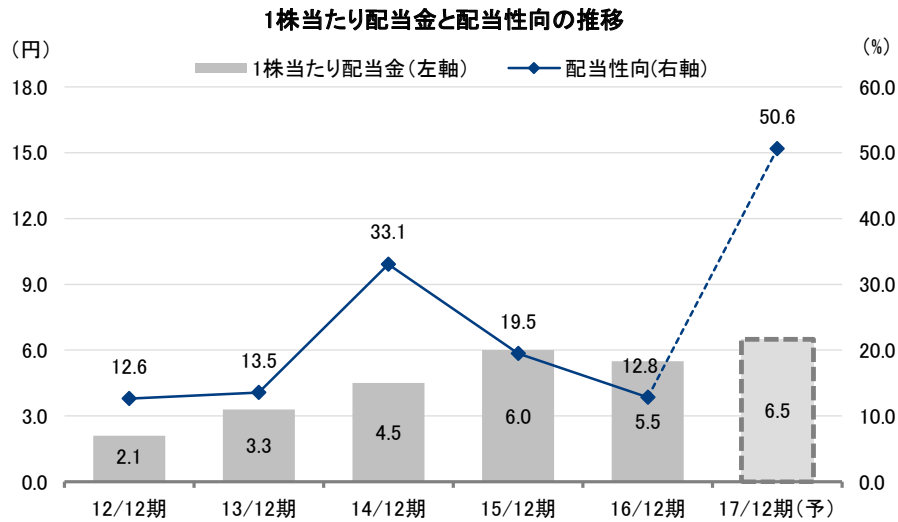
しかし、事業上の利益は中期経営計画目標値に対して誤差レベルの水準であり、おおむね計画どおりの進捗といえてよいだろう。また、目標としていた事業領域と事業エリアの積極的な拡大、アジア No.1 へ向けた土台作りは出来上がりつつあると考えられる。つまり、本業の成長が続いていることを示していると考えられる。

一方で心配な面もある。2013年の持株会社化というターニングポイントでM&Aや新規事業、海外展開など性急に手を広げ過ぎたのではないかと、ということである。これに対し同社は、国内については手を広げながらも一方で重複機能など整理整頓も進めているもようであることから、生産性向上による今後の効率改善を期待したい。海外については、2017年12月期第2四半期のKadenceの株式取得における追加支払いの影響は、株式市場でネガティブサプライズになるほどマイナスインパクトが強かった。しかし、考えてみれば、業績がよくなって全体収益にマイナスになったのは単に契約の問題であり、ファンメンタルズ的には喜ばしいことのはずである。むしろこの好調を今後も続けられるようすべきであり、同社経営陣はグリップを強めている。

国内各事業は順調であり生産性向上の余地がある。海外ではKadenceの業績は好転している。マーケティングソリューションへの進化とアジア No.1 への土台作りは出来上がりつつある。こうしたことを考慮すれば、今後も中期的に2ケタ成長を目指すことができると考えている。

株主還元策

2016年12月期に、旺盛な資金需要と事業投資計画などを考慮して、連結配当性向を従来の「20%を目安に段階的に引き上げる」から、特別損益を控除した事業上の利益の「15%前後を目安」へと配当方針を変更した。この方針に従い2016年12月期は減配となったが、2017年12月期は、業績下方修正が一時的要因（Kadenceとの契約による追加支払い）で事業上ではむしろ期初予想を上回っていることから、配当性向が50.6%と高まるものの、期初予想どおり1株当たり6.5円（中間配当3.25円）の配当を維持する考えである。ちなみに、株主優待の制度はない。



※：2013年2月18日1→2株、2014年6月1日1→3株の株式分割を実施、1株当たり配当金は過去に遡及して記載

出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ