

クロス・マーケティンググループ

3675 東証マザーズ

2015年3月30日（月）

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

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
森本 展正

■ アジア No.1 総合マーケティンググループへ

クロス・マーケティンググループ〈3675〉はマーケティングリサーチが主力の総合マーケティンググループ。主力のリサーチ事業のほか、モバイル/スマートフォン向け Web サイト、アプリケーション、システムの企画、開発、運用などを行う事業も手掛ける。創業から2008年10月の東証マザーズ市場への上場までは調査会社向けのリサーチ業務が主体であったが、足元では一般事業会社向けが拡大。2012年以降、上海、シンガポールなどの海外拠点の開設や M&A を行い、アジアを中心に8ヶ国に事業拠点を保有。2014年11月にアジア No.1 体制の確立に向けた中期経営計画（2015年12月期～2017年12月期）を発表。マーケティングリサーチ会社から総合マーケティンググループへの転換を加速しつつある。

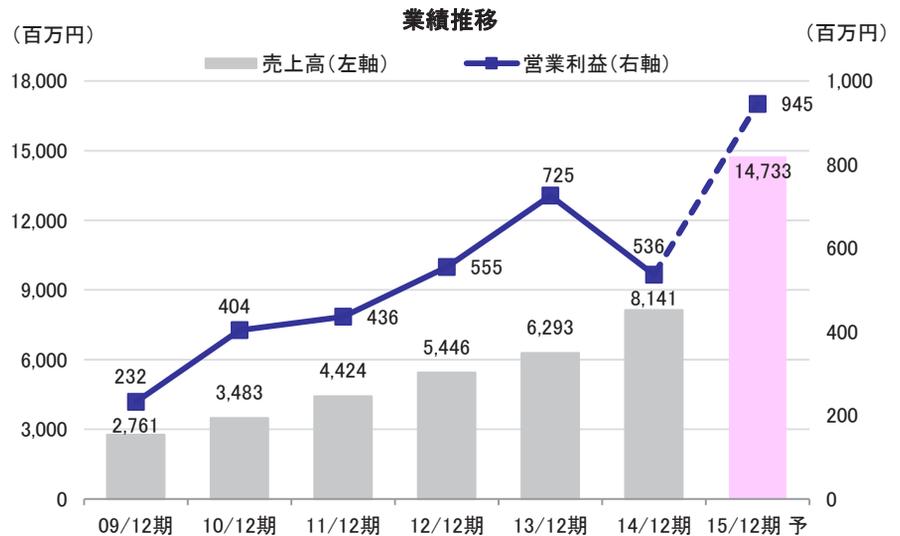
2014年12月期決算は、売上高が前期比29.4%増の8,141百万円、営業利益は同26.1%減の536百万円と、2ヶタ増収ながら営業減益となった。2ヶタ増収となったのは、2013年12月に行った主力のリサーチ事業での M&A が通期で寄与したことが主な要因。対照的に営業減益となったのは、消費税増税の影響による消費低迷でリサーチ事業の需要が減少したことと、業容拡大に伴う人員増加や本社移転に伴う一時的なコスト増、新規事業投資やアジアでの事業展開加速に絡んだ費用増が膨らんだことなどによる。

2015年12月期から事業領域と事業エリアの積極的な拡大を行い、アジア No.1 へ向けた土台づくりを加速する中期経営計画がスタート。初年度の売上高は同81.0%増の14,733百万円、営業利益は同76.3%増の945百万円と大幅増収、営業増益を見込む計画となっている。2014年11月に完全子会社化した Kadence International Business Research Pte. Ltd.（以下、Kadence）と、2015年2月に連結子会社化した（株）リサーチ・アンド・ディベロプメント（以下、R&D）がプラス寄与するためだ。

弊社では、足元の業績推移を見守る一方で、2015年12月期からスタートした中期経営計画の進展、特に子会社化した Kadence と R&D とのリサーチ事業のシナジー効果の顕在化に注目している。

■ Check Point

- ・ 先行投資の一時的なコスト増が営業減益の主要因
- ・ 中期経営計画を策定。成長ペースを持続、更に加速へ
- ・ 積極的な M&A のシナジー効果の顕在化により成長ペースが加速



■ 会社概要・沿革

M&Aを通じ事業基盤を拡大、2013年に持株会社制へ移行

同社は、リサーチ事業、ITソリューション事業などを展開する子会社を傘下に置く持ち株会社で、グループでマーケティング領域において幅広いサービスを展開。日本のほか、欧米アジア8ヶ国に拠点を保有する。

同社の起源は、2003年4月に設立されたネットリサーチ事業を主力とするマーケティングリサーチ会社（株）クロス・マーケティング。2006年5月に（株）ECナビ（現（株）VOYAGE GROUP<3688>：総合オンラインショッピングサイトECナビの運営会社）とその子会社（株）リサーチパネル（モニター管理会社）と資本・業務提携した。2008年10月の東証マザーズ市場上場を機に積極的なM&Aを通じた事業基盤の拡大に注力、2013年6月に（株）クロス・マーケティンググループを新設し持ち株会社制へ移行した。

主力のリサーチ事業の事業規模は大手のインテージ<4326>、マクロミルに次ぐ2番手グループを形成。顧客は、電通リサーチ（当時）などの大手市場調査会社が主体であったが、2008年の東証マザーズ市場上場以降は一般事業会社向けに注力したことにより、顧客基盤を拡大している。

同時に、積極的なM&Aを通じ国内外での事業基盤の拡大にも着手。国内では、2011年8月に（株）インデックスからモバイル向けソリューション事業の一部を譲受、ITソリューション事業を開始。2015年2月にはマーケティング・リサーチの企画設計、実施及びコンサルを手掛けるR&Dを関連会社から連結子会社化している。

海外では、中国上海（2012年5月）、シンガポール（2013年9月）に連結子会社をそれぞれ設立し、事業拠点を整備する一方で、2013年8月にインドのMarkelytics（欧米メインのクライアントを持つマーケティング・リサーチ会社。本社：インド・バンガロール）及びMedePanel Online Inc.（疾病ごとの医療従事者・患者専用モニターの管理・運営会社。本社は米国ニュージャージー）を買収したの続き、2014年11月に欧米アジア8ヶ国で市場調査事業を展開するマーケティングリサーチグループKadence（マーケティング・リサーチ事業及び子会社等の経営管理を手掛ける）を子会社化した。



クロス・マーケティンググループ

3675 東証マザーズ

2015年3月30日（月）

クロス・マーケティンググループの沿革

年月	沿革
2003年 4月	東京都渋谷区にて創業
2006年 5月	VOYAGE GROUP 及びその子会社リサーチパネルと資本・業務提携
2008年10月	東証マザーズ市場上場
2011年 8月	インデックスよりモバイルソリューション事業の一部を譲受し子会社クロス・コミュニケーションが営業を開始
2012年 5月	中国上海に子会社 Cross Marketing China を設立
2013年 4月	UNCOVER TRUTH を設立
2013年 6月	クロス・マーケティンググループを設立し、持株会社体制へ移行
2013年 8月	Markelytics 社及び MedePanel 社の株式取得
2013年 9月	シンガポールに子会社 Cross Marketling Asia を設立
2013年11月	ユーティルを完全子会社化
2014年 5月	本社を新宿に集約
2014年11月	Kadance グループを完全子会社化
2015年 2月	関連会社リサーチ・アンド・ディベロップメントを連結子会社化

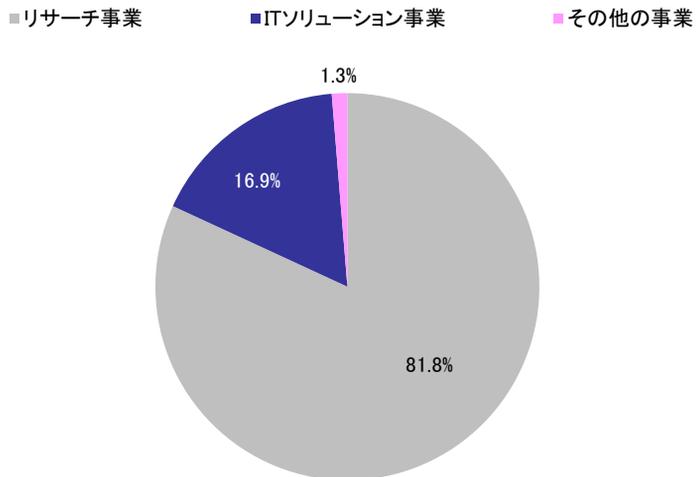
出所：会社資料をもとにフィスコ作成

■ 事業の内容

リサーチ事業は調査会社から一般企業まで広範囲にわたる顧客層

同社グループが手掛ける事業は、主力のリサーチ事業（2014年12月期売上高の81.8%）のほかに、ITソリューション事業（同16.9%）、及びWebマーケティングとプロモーションを手掛けるその他の事業（同1.3%）からなる。

セグメント別売上構成比(2014年12月期)



出所：会社資料をもとにフィスコ作成

(1) リサーチ事業

調査企画内容に沿ってアンケートプログラムを開発し、調査協力者からインターネット・サーバ上でアンケートを回収するインターネットリサーチ※1を中心とする定量調査サービス※2や、定性調査サービス※3などを提供する。顧客は調査会社のほか、広告代理店、シンクタンク・コンサルティング会社、一般事業会社（メディア・出版、化工品メーカー、携帯電話会社、ソーシャルゲーム、家電など幅広い業種に分散）、官公庁、学校など。

- ※1 インターネットリサーチは、調査依頼に沿ってアンケートプログラムを作成し、予め調査に協力することを承諾している登録モニター（回答者）に依頼、ネットを通じて回答を収集する。同社は170万人以上のアンケートモニターを保有。モニターは、基本属性だけでなく、シニア/携帯電話利用/自動車保有/化粧品利用といった約20のカテゴリに分類されており、対象者を限定した調査にスムーズに対応できるようになっている。
- ※2 定量調査は、消費者の行動パターン、意識や嗜好を数量的に捉えるための調査。商品の特性に合わせ、前述のインターネットのほか、郵便、電話を利用した調査、さらに会場に調査協力者を集めてアンケート回収やインタビューを行うCLT調査（会場調査）などによりデータを収集する。
- ※3 定性調査は、消費者・ユーザとの対話を通じて、商品に対する踏み込んだ評価や意見を集める調査手法。仮説の検証、潜在意識の把握、新商品の評価などを調査するとき用いられる。座談会形式で調査協力者にインタビューを行うフォーカスグループインタビュー、調査協力者と1対1でインタビューを行うデプスインタビュー、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ホームビジットなどがある。

※ Web サイトに訪れたユーザの動きをヒートマップと動画で可視化するツール。

■ 事業の内容

(2) ITソリューション事業

モバイルやスマートフォンを中心に Web サイト、アプリケーション、システムの企画・開発・運用、プロモーションまでのサービスに必要なあらゆる機能をワンストップで提供する。主要ユーザは証券や FX 取引など金融機関や大手旅行代理店など広範囲にわたる。尚、首都圏で難しくなっている人材確保し、開発力を強化するために函館市に「函館テクニカルセンター」を開設した。今後 100 人規模の開発体制の構築を目指す計画となっている。

(3) その他の事業

Web マーケティング事業とプロモーション事業からなる。Web マーケティング事業は Web 及びスマートフォンサイト内分析ツール「USERDIVE」※の販売、及びツールを活用したコンサルティングサービスを提供。一方、プロモーション事業はサンプリングサービスの提供及びサイト運営に関する事業等を行う。

事業の内容と主要グループ会社

事業名	事業内容	主な関係会社
リサーチ事業	ネットリサーチを含め、マーケティングリサーチに関する事業全般	クロス・マーケティング リサーチパネル リサーチ・アンド・ディベロプメント Cross marketing China Cross marketing Asia MedePanel Online Markelytics Solutions India ユーティル Kadence International Business Research
ITソリューション事業	モバイル向けサービスの企画・開発・運用事業及びプロモーション事業	クロス・コミュニケーション
その他の事業		
Web マーケティング	Web/Mobile マーケティング、UI・UX コンサルティング	UNCOVER TRUTH
プロモーション	サンプリングサービス、サイト運営	クロス・マーケティンググループ

出所：会社資料をもとにフィスコ作成

■ 強みと事業リスク

国内最大規模のアンケート回収力が強み

同社の強みは、主力のインターネットリサーチにおいて、170 万人超のアンケートモニターを保有しており、アンケートの回収力という点において国内最大規模の 1 つであること。加えて、アンケート作成が自動化され、速さ、安さが主流となるなかで、ユーザ企業のニーズに合わせたより精度の高いデータを得るためアンケートをカスタマイズ設計していることを挙げることができる。これらが評価され、調査会社、広告代理店を通さない一般事業会社からの直接販売が拡大し、売上成長の原動力となっている。

事業のリスクとしては、リサーチ事業において (1) 景気変動の影響を受けやすいこと、(2) 事業の参入障壁が低いため、価格競争に陥りやすいという業界に共通した一般的なリスクを挙げることができる。加えて、同社特有のリスクとしては 2014 年 12 月期に M&A をした Kadence の業績はそのグループ会社それぞれの人脈（特に各国の代表者）に依存しており、人材の進退が同社の業績に影響を及ぼす可能性がある点に留意する必要がある。なお、このリスクを最小限に抑えるため、同社では Kadence の買収条件に成功報酬条項を織り込んでいる。取得価格は 1,399 万米ドルから 2,899 万米ドルの範囲で、2015 年から 2017 年の業績達成状況に応じて取得価格が変動する条件となっている。

加えて、ITソリューション事業でシステムの開発を行うことから、不採算案件の発生リスクを挙げることができる。ただ、10～30百万円規模のリスク・マネジメントが容易な比較的小さい規模の案件が主流となっているため、不採算案件が発生し業績に大きな影響を与える可能性は低いと考えられる。

2015年3月30日（月）

※2014年5月に本社を東京都中央区から新宿区（東京オペラシティ）へ移転すると同時に子会社も移転している。

■決算動向

先行投資の一時的なコスト増が営業減益の主要因

2014年12月期業績は、売上高が前期比29.4%増の81.41億円、営業利益は同26.1%減の5.36億円と、2ケタ増収ながら営業減益となった。2ケタ増収となったのは、主力のリサーチ事業で2013年8月にM&AをしたMarkelytics及びMedePanelと、2013年11月に子会社化した（株）ユーティルが通年で寄与（3社合計で791百万円のプラス寄与）したためだ。

にもかかわらず、営業減益になったのは、(1)既存リサーチ事業売上高が消費税増税による影響により需要が減少し、競争激化したことにより利益率が低下、(2)業容拡大に伴う積極的な人員増加（350百万円）や本社移転コスト負担（114百万円）※、新規事業投資やアジアへの事業展開に絡んだM&A費用などの一時的な費用（106百万円）がマイナス要因として働いたこと——が要因。

2014年11月に期初計画を下方修正（売上高8,600百万円→8,202百万円、営業利益838百万円→514百万円）したが、これはリサーチ事業の落ち込みが想定以上で期初計画比688百万円の売上高下振れになったことが主な要因で、需要減少の状況にあったことがわかる。なお、修正計画に対して実績は、売上高はおおむね予想どおり、営業利益は若干の上振れで着地した。

2014年12月期の業績

（単位：百万円）

	13/12期		14/12期				
	実績	売上比	修正計画	実績	売上比	前期比	修正計画比
売上高	6,292	—	8,202	8,141	—	29.4%	-0.7%
売上原価	3,764	59.8%		5,062	62.2	34.5%	
売上総利益	2,528	40.2%		3,078	37.8	21.8%	
販管費	1,802	28.6%		2,542	31.2	41.1%	
営業利益	725	11.5%	514	536	6.6	-26.1%	4.3%
経常利益	750	11.9%	500	521	6.4	-30.5%	4.3%
当期利益	438	7.0%	250	245	3.0	-44.0%	-1.8%

出所：会社資料をもとにフィスコ作成

セグメント別に見ると、主力のリサーチ事業は前期比23.4%増の6,663百万円とM&A効果で2ケタの伸びを記録した。対照的に、セグメント利益は、人員増による採用費・人件費増や本社移転関連コストの増加により同1.5%減の1,335百万円と微減益を強いられる格好となった。なお、継続事業ベース（子会社クロス・マーケティング）の販売チャネル別売上高の状況を見ると、予想を下回ったものの一般事業会社向けの販売は順調に拡大を続ける格好となっている。

一方、ITソリューション事業は積極的な営業展開による新規顧客開発に加えて、既存顧客からの開発案件も継続的に受注したことで、売上高は同56.6%増の1,372百万円へ拡大し好調を持続。セグメント利益は、人員増によるコスト増がマイナス要因として働いたものの、売上増と採算管理の強化徹底の効果が相まって同300.6%増の211百万円と大幅増益を記録した。

また、その他の事業は、Web解析ツール「USERDIVE」の導入企業が100社を突破したことで、売上高は同541.8%増の106百万円と大幅に増加したものの、立ち上げ費用を吸収できず53百万円の営業損失（前期は60百万円の営業損失）にとどまった。

■財務状態

M&Aによる負債比率の上昇は一時的

2014年12月期末の財務状況について見ると、総資産残高は前期末比3,860百万円増加し、7,872百万円となった。KadanceグループのBS取込みにより売上債権（同390百万円増）、仕掛品（同296百万円増）及びのれん（同1,455百万円増）が増加したことに加えて、本社移転に伴い建物（同248百万円増）、工具、器具及び備品（同158百万円増）、敷金（同224百万円増）が増加したことが主要因。

一方、負債を見ると、M&Aの資金調達から有利子負債が短期・長期合わせて前期末比2,536百万円増加したほか、買入債務（同284百万円増）、未払金（同249百万円増）もM&Aの影響によりそれぞれ増加し、合計では同3,521百万円増加し4,975百万円となった。また、純資産は利益剰余金が同210百万円増加したために、合計では同340百万円増加の2,897百万円へ増加した。

M&Aのための資金調達のため、長短借入金が増加し、結果として自己資本比率は2013年12月期末の61.3%から34.5%へ大幅な低下となった。ただ、2013年から2015年2月のR&Dの連結子会社化まで当面のM&Aが一巡したとみられること、キャッシュ・フローが黒字を確保しやすい事業構造であるため、財政状態は今後改善するものと予想される。

貸借対照表

（単位：百万円）

	12/12期	13/12期	14/12期	増減額	変動要因
流動資産	2,047	2,479	4,164	1,684	
現金・預金	862	779	1,407	628	
売上債権	940	1,409	1,799	389	
その他	244	289	956	666	仕掛品 +290
固定資産	1,040	1,532	3,708	2,175	建物 +248 敷金 +224 工具、器具及び備品 +158
のれん		601	2,056	1,455	
総資産	3,088	4,011	7,872	3,860	
流動負債	985	1,438	4,343	2,905	
短期借入金		-	1,831	1,831	
1年以内返済予定 長期借入金	78	134	320	185	
買入債務	422	614	897	283	
その他	484	688	1,294	605	未払金 +249
固定負債	52	16	631	615	
長期借入金			520	520	
総負債	1,070	1,454	4,974	3,520	
資本金	274	274	274	0	
純資産	2,017	2,557	2,897	339	利益剰余金 +210
負債純資産	3,088	4,011	7,872	3,860	
営業CF	502	445	453	8	
投資CF	156	-361	-2,270	-1,908	Kadance 株式取得 +1,510 本社移転による固定資産取得 +257 敷金預入 +357
財務CF	-205	-178	2,434	2,612	Kadance 株式取得の短借 +1,718 運転・投資資金のための短借 +928
現金及び 現金同等物期末残高	862	779	1,407	628	

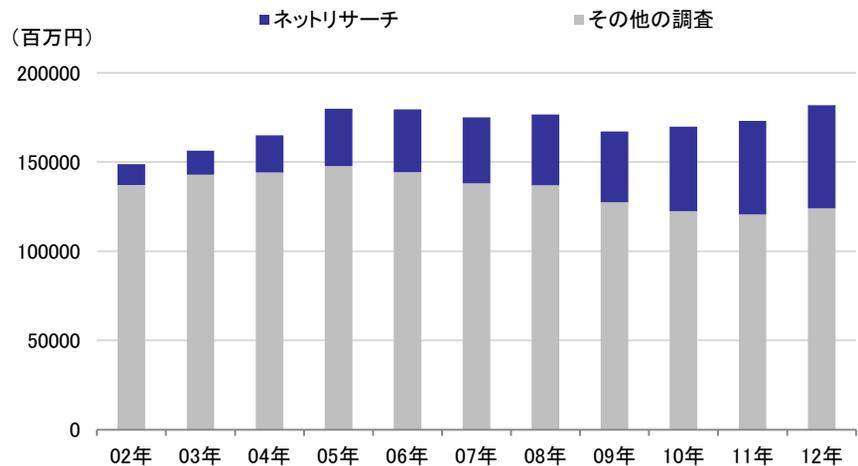
出所：会社資料をもとにフィスコ作成

■ 成長戦略

中期的な成長ペースを更に加速へ

同社は、提携によるアンケートパネル構築、ネットリサーチシステムへの投資、営業人員拡大によるビジネス規模の拡大、リサーチャー確保によるクオリティの担保などネットリサーチ市場拡大のタイミングを捉えた的確な資本投下により、ネットリサーチ分野において市場を上回る成長を維持し、2014年12月期まで11期連続増収を確保してきた。

マーケットリサーチ市場の推移



出所：会社資料を基にフィスコ作成

この成長ペースを持続、さらに加速することを狙い、2015年12月期から2017年12月期までの3ヶ年中期経営計画を策定、2014年11月に公表した。具体的には、その3ヶ年を事業領域と事業エリアの積極的な拡大を図り、「アジア No.1 のマーケティンググループ」としての土台づくりを加速させる期間として位置付け、既存事業、人材戦略、新規事業、海外展開の4点において様々な施策をするというもの。

具体的には、

- (1) 既存事業：リサーチ事業の着実な成長と収益基盤の確立を図る
 - (2) 人材戦略：2014年12月までに大量採用した人員の育成・底上げを推進
 - (3) 新規事業：ITソリューション事業やWebマーケティング事業の育成と領域拡大の推進
 - (4) 海外展開：拠点のないエリアへの拠点設置によるアジア全域におけるネットワークの確立
- という内容になっている。

計画公表時の具体的な数値目標は2017年12月期売上高15,725百万円、営業利益1,440百万円を目指す内容であった。しかし、2015年2月に連結子会社化したR&Dの影響が反映されていないため、その影響を精査し、数値目標を見直して公表する予定になっている。

■ 2015年12月期の業績予想

積極的なM&Aのシナジー効果の顕在化により成長ペースが加速

2015年12月期は、売上高が前期比81.0%増の14,733億円、営業利益が同76.3%増の945億円と大幅な増収、営業増益を見込む会社計画となっている。尚、当期利益が同93.9%増の476百万円と営業利益伸び率を上回る。これは、第1四半期決算でR&Dの株式取得時の負ののれん101百万円を特別利益として計上するためだ。

2015年12月期の会社計画

(単位：百万円)

	13/12期		14/12期		15/12期		
	実績	売上比	実績	売上比	実績	売上比	前期比
売上高	6,292	—	8,141	—	14,733	—	81.0%
リサーチ事業	5,400	85.8%	6,663	81.8%	12,892	87.5%	93.5%
ITソリューション事業	876	13.9%	1,372	16.9%	1,691	11.5%	23.3%
その他の事業	17	0.3%	106	1.3%	150	1.0%	41.1%
売上原価	3,764	59.8%	5,062	62.2%	—	—	—
販管費	1,802	28.6%	2,542	31.2%	—	—	—
営業利益	725	11.5%	536	6.6%	945	6.4%	76.3%
経常利益	750	11.9%	520	6.4%	900	6.1%	72.9%
当期利益	438	7.0%	245	3.0%	476	3.2%	93.9%

出所：会社資料をもとにフィスコ作成

業績が急拡大するのは、2014年12月期にM&AをしたKadence（売上高増加寄与3,401百万円）とR&D（同2,350百万円）を子会社化したことが主な要因。加えて、生産性の向上を図ることや、消費回復によるリサーチ価格の改善などが寄与すると見込まれることなどによる。

具体的な営業増益要因としては、前期に行った人員増に伴う人件費増（205百万円）や新規連結によるのれん償却費増加（90百万円）などがマイナス要因として働くものの、既存会社のリサーチ事業の売上増加に伴う利益増加（276百万円）、ITソリューション事業及びその他の事業の売上増加に伴う利益増加（134百万円）、新規連結による利益増加（259百万円）などがプラス要因として働くためだ。

セグメント別では、リサーチ事業売上高は、前期比93.3%増の12,892百万円へ急拡大する見通し。これは、上記の新規連結子会社2社の寄与により国内（2014年12期売上高6,069百万円→2015年12期8,889百万円）、海外事業（同594百万円→同4,003百万円）ともに拡大するためだ。一方、ITソリューション事業売上高は、開発体制の強化による受注拡大を図ることで、同23.2%増の1,691百万円を計画。また、その他の事業では「USERDIVE」を単に販売するだけでなくコンサルを絡めた付加価値サービスのウエイトを高めることなどから、売上高は同41.1%増の150百万円を見込んでいる。

弊社では、R&Dの収益をほとんど見込まないこと、消費税増税に伴うマイナス影響が一巡することにより国内市場調査市場の需給改善が見込まれること、本社移転による子会社R&D、ユーティリティとのシナジー効果に拍車が掛かる傾向にあることなどを考慮すると、2015年12月期の会社計画は保守的であるとみる。

■ 株主還元

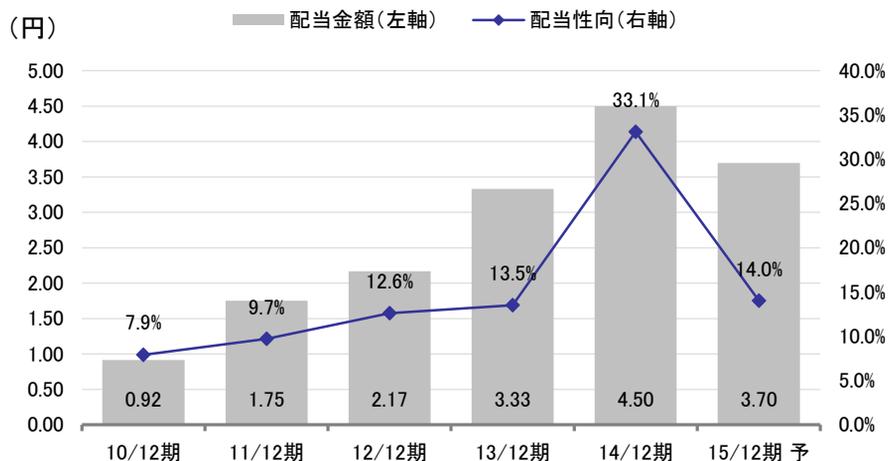
連結経常利益 10 億円達成時に連結配当性向 20% がターゲット

同社では、株主に対する利益還元を経営上の重要課題の1つとして認識。キャッシュ・フロー等の状況を勘案しながら、配当による株主への利益還元を基本方針とする。配当方針は、連結経常利益 10 億円達成時に連結配当性向 20% にすることをターゲットにしている。なお、達成後については経営環境を鑑み再度検討することになっている。

2015 年 12 月期は 3.7 円の配当金の支払いを計画。配当性向は 14.0% と前期を下回るように見える。しかし、これは前述したように R&D の負ののれんの特別利益計上があるため、この影響を除いた実質的な配当性向は 18.0% とターゲット数値 20% に近い値となる。

加えて、上場後に 1 株当たり利益の増大、株価の上昇につながる自己株式取得と消却を適宜実施している。今後についても収益の状況を踏まえながら、臨機応変に実施するとみられる。

配当金と配当性向の推移



注) 2013年2月に1:2、2014年6月に1:3の株式分割を実施しており、配当金は遡及して修正

ディスクレーマー（免責条項）

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・表示したのですが、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・加工することは強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・譲渡することは強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