

CFAJ Student Research

This report is published for educational purposes only by students competing in the CFAJ Investment Research Challenge Japan 2009.

[サービス業]

ぐるなび

1

Date
October 26, 2009

株式コード: 2440
価格 (10/16 現在) : 218,900 円

投資推奨: BUY
目標価格: 277,413 円

[チーム D]

1 株あたり利益 (円)
Earnings/Share

	Jun.	Sept.	Dec.	Mar.	Year	P/E Ratio
2007(実績)	△ 69.83	205.8	602.73	1458.15	2196.85	58.26
2008(実績)	1121.88	1426.14	2097.05	1228.22	5873.29	51.59
2009(実績)	1882.12	1984.52	2427.1	2513.1	8806.84	22.42
2010(予想)	1420.04 (2120.53)	1499.58	1835.44	1900.26	6655.34	32.89

ハイライト

- 継続的な会員数増加を見込めるため BUY 判断:** ぐるなびの目標価格 277,413 円に対して、現在株価 218,900 円であるため、BUY を推奨する。同社が成長するためのキープポイントは、総加盟店舗数と販促正会員店舗数の増加にある。同社が持つ営業力・競争優位性から、今後の市場シェアを獲得していく力が十分にあり、持続的な成長を見込めると判断した。
- 直近の業績:** ぐるなびの収益構造が会員制ビジネスであることから、会員数の増加につれて安定的に上昇してきている。2009年3月期における連結売上高は前年に比べ28.3%増加しており、現在のビジネススタイルを維持することで安定した成長が見込まれる。
- 市場の余力から、市場シェアを伸ばす:** Web サイトでの情報収集が盛んになった現在、外食産業における Web マーケティングの重要性も増している。そのような中で、日本の飲食店店舗数のうち、ぐるなびの会員となっている加盟店舗は10%程度であり、後述する市場余力の検証から同社が会員数を増加させる余地が十分にあると判断した。
- 強い競争優位性:** ぐるなびは、国内有数のグルメサイトとして確固たる地位を築いている。同社の持つ一般消費者からの強い支持は、飲食店舗から見た同社サービスの価値を高め、販促正会員数の増加につながる。また、販促正会員数の増加によって掲載店舗数が増加すれば、一般消費者からさらに支持を得られ、この相乗効果によって業界内における持続的な競争優位性を実現し、加盟店舗数の増加に貢献するだろう (Exhibit 9 p.22)。



Market Profile	
52 Week Price Range	160,600-289,500円
Average Daily Volume	1,323株
Beta	0.8381
Dividend Yield (Estimated)	1.80%
Shares Outstanding	259,840株
Market Capitalization	56,878,976,000円
Institutional Holdings	14%
Insider Holdings	38%
Book Value per Share	34,153円
Debt to Total Capital	24.68%
Return on Equity	25.79%

投資サマリー

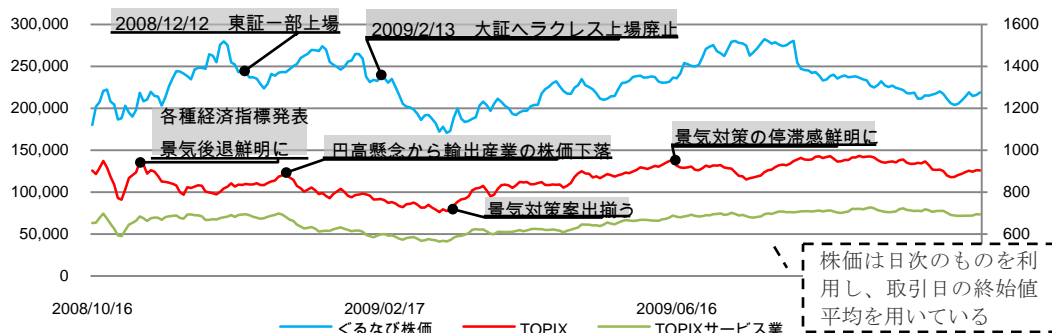
投資判断：ぐるなびの目標価格 277,413 円に対して、現在株価 218,900 円であるため BUY を推奨する。今後 1 年以内に目標価格を達成する見込みで、割引率 4.83%、2019 年以降の永久成長率 0% を前提とし、3 本の成長シナリオを作成、DCF 法でそれぞれの目標価格を算定し、加重平均した。

事業戦略：ぐるなびの収益構造は会員制ビジネスであり、会員数と単価に強く影響される。そして、同社は積極的な営業員の増加・強化など様々な施策を行っており、その効果として総加盟店舗数・平均単価の増加を織り込んだシナリオを作成する。

市場状況：飲食店の市場は伸び悩んでいるが、現在の飲食店数に対するぐるなびの総加盟店舗の割合は 10% であり、飲食店販促市場に余力があると判断した。その余力を確保するためには同社が持つ現在のシェアを維持することが重要である。したがって、他グルメサイト・媒体との競合に対して、同社が現在のシェアを維持できる可能性をシナリオに織り込む。

財務内容：同社の ROE は類似企業の平均値よりも高く、売上高成長率や営業利益性成長率も類似企業の平均値より高い。しかし、営業員を必要とする事業構造のため、売上高販管費率が高くなる傾向にあり、販売管理費の増減もシナリオに織り込むこととした。

Figure 1: ぐるなび 株式価格の推移



Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

事業内容

主たる事業は食関連事業者と消費者であるユーザーを繋ぐ情報サービス、飲食店コンサルティングである。2009 年 3 月期における連結売上高は 200 億円（前年比 28.3% 増）に達し、従業員数は 1,141 名となる。関連事業として、データベース作成のノウハウを活かしたウェディング・トラベル・デリバリー事業や海外展開などがあり、今後も「食」という事業領域を活かした展開と販促パックサービスの持続的成長が全体の成長性を左右するキーポイントと言える。

事業セグメント別情報：ぐるなびの事業は販促パックサービス（セグメント別シェア：71%）、継続型サービス（15%）、スポット型サービス（5%）、プロモーション（4%）、他関連事業（4%）と 5 つのセグメントに分けられる。その中で上記 3 つを飲食店販促サービスとし、プロモーションと合わせて基盤事業と位置付けている。セグメント別成長性は巻末に掲載した ([Exhibit 10 p.23](#))。

販促パックサービス：加盟飲食店が販売促進ツールとしてぐるなびを活用する場合、年間の販促計画コンサルティング等を含め、店舗ページの露出を高める各種サービスが受けられる。原則として月額 5 万円以上、1 年契約型サービスとなっているが、加盟店の予算に応じた 5 万円以上のプランが存在する。また、このサービスを利用する加盟店を「販促正会員」、販促正会員以外の加盟店を「ビギナー会員」として位置付けている。収益の 71% を占める当該事業は、販促正会員数（14,625 店舗）と比例するように増加傾向にあり、成長性も直近では前年比 33% 増となっている。

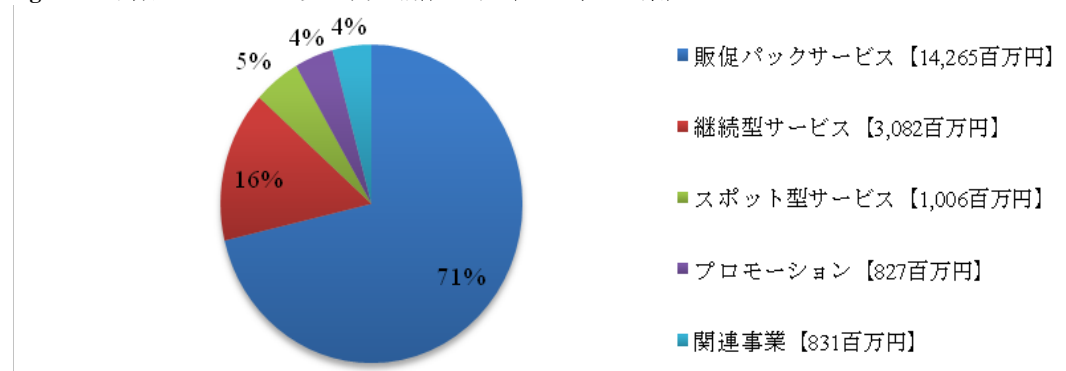
継続型サービス：ビギナー会員向けの基本加盟サービスとその他の継続型サービスからなり、正会員向けサービスを機能制限した基本サービスを月額 1 万円の 1 年契約で受けることができる。2009 年 4 月より月額 3 万円のスタートプランが導入されたのでビギナー会員（33,783 店舗）における収益性には今後変動が見られる可能性がある。成長性は直近では前年比 11% 増となっている。

スポット型サービス：サービス毎の収益形態で販促パック・継続型サービスのオプション的なサービス提供（特集・バナー広告・予約代行・店舗ページ制作等）が主である。忘年会・新年会等の季節性に影響されやすく、第3四半期にかけて特に収益が伸びる傾向がある。成長性は前年比20%増となっている。

プロモーション：「食」のコミュニティの形成ノウハウから、飲食店と他の生産者・サービス業者を結びつける BtoB 事業である。「ぐるなび PRO」という BtoB 専門サイトによる食材または各種流通、人材派遣、不動産仲介が主で、ぐるなび PRO メンバー（公表値で 500~600 店舗）という月額 5 万円の会員制も 2007 年からスタートさせている。成長性は前年比 24% 増となっている。

関連事業：ぐるなび食市場、ぐるなびデリバリー、えきから時刻表、ぐるなびトラベル、Let's Enjoy TOKYO、SURF & SNOW や連結子会社でのぐるなび Wedding、ぐるなび上海などの収益からなる。同社は最終的な事業展開の位置付けとして「食」に関することが集まる「食のトータルサイト」を目指しているため、長期的には重要な事業と言える。成長性は前年比 41% 増となっている。

Figure 2: 事業セグメント別売上高と構成比率（2009年3月期）

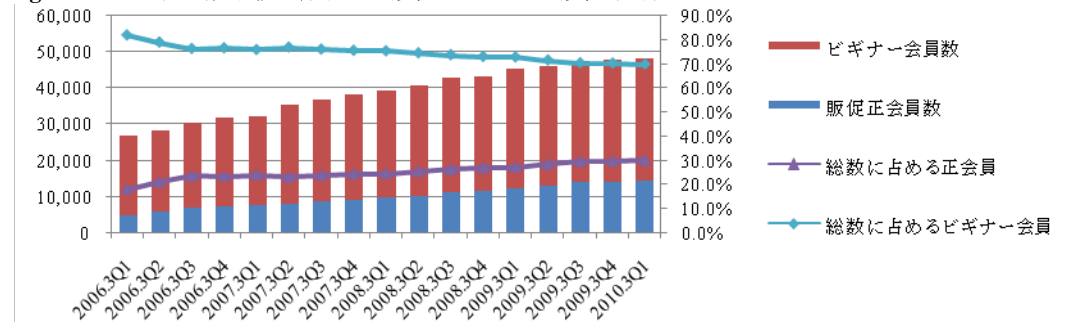


Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

事業戦略ほか投資判断に係る企業情報

加盟店舗数の増加戦略：加盟店舗数は、2009年第1四半期で48,408店舗（同社が加盟を想定する飲食店市場の約10%）に達し、今後は20%（約10万店）を目標としている。これは、同社サイトを利用するユーザー（ページ閲覧者）のためでもあり、同社はこの目標を達成することによって、ほぼすべてのユーザーのニーズ（飲食店を選択する際に必要な情報と十分な選択可能性）をカバーできると見ている。また、この目標と店舗数から見た市場規模には整合性があり、総加盟店舗数を10万店舗の達成の成否をバリュエーションに織り込んでいる。（Exhibit 11 p.24）

Figure 3: 加盟店舗数推移と販促正会員・ビギナー会員の割合

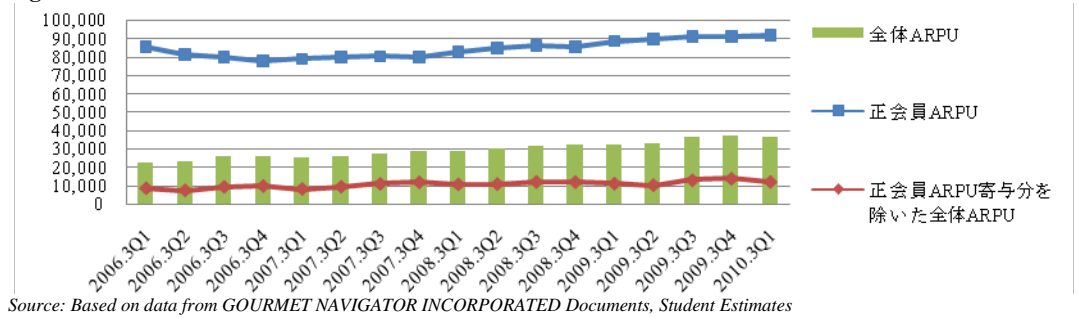


Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

さらに、飲食店販促サービスはユーザーサイド、飲食店の加盟における相乗効果があり（Exhibit 9 p.22）、現行サービスの充実やユーザーに対するサイトへの誘導方法の多様化、新サービス追加、加盟店舗の営業力強化による増加、50万店舗データベースの設立等双方に付加価値のある事業に着手している。したがって、これら事業戦略を駆使した目標の早期達成もバリュエーションに織り込む。

平均単価の上昇可能性：ぐるなびは加盟店舗数の他に、1 加盟店舗当たりの単価上昇を目標としている。販促正会員の平均単価（同社は正会員 ARPU と定義）は 91,850 円、ビギナー会員と合わせた加盟店全体の平均単価（全体 ARPU）は 36,138 円となっている。

Figure 4: 平均単価推移（単位：円）



Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

販促正会員の平均単価は過去 4 年間四半期毎で平均 0.5% 増え続けているが、全体平均としては四半期毎 3.1% 増となっている。これは各種オプションサービスの追加、あるいは料金体系の変化：スタートプラン（月額 3 万円）による上昇とも考えられるが、全体としては、月額 5 万円以上の販促正会員の増加によるものであると言える。事実、加盟店舗総数に占める販促正会員の割合は徐々に伸びており、販促正会員の増加による全体平均単価の増加への寄与度が大きいことがわかる (Figure 3 p.3)。また、販促正会員数変動と全体の平均単価の推移に相関があることから同様のことが言える (Exhibit 12 p.25)。さらに、ぐるなびが現在のシェアを維持したと仮定すると、事業別飲食店の月額売上高からぐるなびに掲載する単価の上限を求めると約 6.9 万円である (Exhibit 13 p.25)。したがって、まだまだ単価上昇の余力があると言え、バリュエーションでは単価の上昇を正会員比率の増加として織り込んでいる。

直近の事業展開と成長性：ぐるなびの売上高は每期安定して成長している (Exhibit 10 p.23)。今後も契約というストック型ビジネスの安定性を活かし、加盟店（特に販促正会員）を継続的に増やすことが収益につながる。また、同社は「食」領域におけるトータルサイトも目指す事業方針もあり、売上高の 90% 以上を占める飲食店販促メインの基盤事業から、関連事業やプロモーション等 BtoB 事業の展開次第で収益の裾野を広げることが可能である。例えば、直近の事業で「マルシェ・ジャポン」（農林水産省による）、「soco coco」（経済産業省、中小企業庁による）というものがあ、収益性を差し置いても、自治体や生産者とのコミュニティ作りとなるメリットがあるようだ。データの検証性に乏しいため、その効果・期待度をバリュエーションに織り込むことはなかったが、長期的な観点から見れば、将来のぐるなび像を見る 1 つのポイントとなる。

業界見通しと競争上の位置付け

飲食店業界は既に飽和状態にあり、市場規模がこれ以上増えることは難しい。しかし、このような状況下にもありながらも每期安定した成長を達成しているのは、同社のブランド力（ユーザーサイドの 62% のシェアを持っている：Exhibit 14 p.26）や他社との差別化要因となるコミュニティ作りのノウハウ（飲食店へのコンサルティング、飲食店と BtoB で繋がる生産者や卸、サービスの仲介までを手掛けること）の強さが大きく起因している。またネットコンテンツが先発性の優位を持つことから、今後もシェアを獲得できる力を持っていると見込む (Exhibit 15 p.26-27)。

SWOT 分析

内部要因	強み	<ul style="list-style-type: none"> 「食」領域集中戦略による強固なブランド力 飲食店などとのコミュニティ作りのノウハウ
	弱み	<ul style="list-style-type: none"> ノウハウ・ブランド力以外における模倣の容易性 業界を飛び越えたシナジーの獲得困難（集中戦略の副作用）
外部要因	機会	<ul style="list-style-type: none"> ハードウェアの進化によるサービス向上
	脅威	<ul style="list-style-type: none"> 景況感悪化による飲食店業界の収益圧迫 情報媒体・性質の多様化と取得の簡易化

総評：やや有利。ぐるなびのブランド力は強いが市場環境に難がある。特に 2009 年以降はファーストフードが飲食店業界の成長性を引っ張っており、パブレストラン/居酒屋やディナーレストラン

ンは前年同月比を下回る状態が続いている（社団法人日本フードサービス協会より）。ただ、そのような状況下でも継続的に収益を伸ばしている点を考慮し、やや有利な立ち位置にあると判定した。

Strength：有利。ぐるなびは「食」領域に集中戦略をとっているため、飲食店とのコミュニティ作りに強いノウハウがある。また、結果としてユーザーサイドに対するブランド力（会員数 656 万人）も高まっており、相乗的にその効果が飲食店の加盟へという好循環につながっている（[Exhibit 9 p.22](#)）。また同社は有利子負債（巻末 BS 表を参照）がほとんどなく、支払利息による費用計上もほとんどないため、税効果は得られないが財務的には非常に健全と言える。

Weakness：中立。同社以外の競争業者の多くは「食」領域を基盤事業としていないが、様々な事業のノウハウの蓄積が異業種間でのシナジーを生むことや、革新的なサービスの提供につながることもあり得る。また、同社の事業スタイルは模倣されやすいため、大小問わず様々なグルメサイトは存在する。しかし、同社のノウハウや営業員主体の経営戦略は他企業には模倣できない部分もあり、必ずしも競争優位性が低く、参入障壁も低いとは言えない。ただし、それが販売管理費の高さにもつながっており、2009年3月期で対売上高販売管理費比 62.7%となっている。

Opportunity：やや弱い。ネット・モバイル関連の技術・料金体系の進化は、ぐるなびの持つコンテンツの機能強化、サービスの向上等につながる。また、マップ系サイト、ワイファイなどの提携も同様である。景況感の悪化による外食産業の冷え込みの影響はあるが、「できるだけ満足できる飲食店で外食したい」という動機づけにより、消費者がグルメサイトを見て外食をするという一種の習慣につながれば、同社サービスの必要性は高まる。

Threat：中立。機会でも触れたが、直近は金融危機の影響や飲食店業界自体の市場飽和もあり、ぐるなびにとっても良い風向きとは言い難い。ただし、飲食店側にとっては、「このような状況だからこそ、積極的に販促したい・費用削減したい」と捉え方は様々なようで、いかに同社が前者の動機付けとなるようなサービスを、今後も継続して打ち出せるかが重要である。また、口コミやユーザーのコミュニティ作りは盛んである（[Exhibit 16 p.28](#)）が、同社は口コミを全面に押し出さない形のインターフェイスのため、飲食店側もユーザーサイドも用途に応じて使い分けの可能性がある。

5 Forces 分析

競争業者	中立	<ul style="list-style-type: none"> ● 多角化している競争業者の中での「食」領域集中戦略 ● 模倣の容易性に対するぐるなびサービスのブランド力
新規参入の脅威	弱い	<ul style="list-style-type: none"> ● ぐるなびのブランド力・ノウハウの模倣困難 ● 新規参入の市場シェア獲得の難しさ
買い手の交渉力	中立	<ul style="list-style-type: none"> ● 用途に合わせた媒体の併用（スイッチングコストの低下） ● ぐるなびが提供するサービスの継続利用による便益 ● ロングテールであるが故のパワー分散
売り手の交渉力	やや弱い	<ul style="list-style-type: none"> ● ソフト・ハードウェアの技術的稀少性に依存
代替品の脅威	中立	<ul style="list-style-type: none"> ● 他媒体によるシェア奪取 ● フランチャイズ化などによる最大想定市場の縮小

総評：やや有利。現状の環境下であるなら、競争が十分激しくなっても良いが、同社の収益は安定成長（[Exhibit 10 p.23](#)）にある上、単純な広告媒体としての意味合いを離れつつあるサービスを提供できる魅力（差別化）がある。また、競合企業による模倣は確かに可能だが、コンテンツのブランド力は先発性に強く起因すること（同じような機能を付加した新規のポータルサイトがヤフーなどのポータルサイトにとって代われない現状）もある（[Exhibit 15 p.26-27](#)）。しかしながら、飲食店側やユーザーサイドのグルメサイトなどの使い分けも考慮し、バリエーションにおいても単価や総加盟店舗数などの変動によるブランドの揺らぎを収益変動シナリオとして織り込んでいる。

競争業者：中立。競争企業は多く、これはネットコンテンツとして模倣が比較的容易であることに起因している。ただし、全社戦略のうち「食」領域に特化している企業は少ない。それがぐるなびの厳密に競争業者と判定できる企業の少なさにもつながっており、同社のブランド力や「食」コミュニティ形成ノウハウが差別化につながっている。ただし、SWOTにおけるWでも触れたが、多彩な事業を持つ企業がシナジーや異業種からのノウハウによってぐるなびのサービスの質を上回る可能性も否定できない。いかに他企業のサービスの魅力を上回っていけるかがポイントである。

新規参入の脅威：弱い。 コスト面等だけを考慮すると参入障壁は低いが、ぐるなび程のブランド力・ノウハウを身につけ、積極的にシェアを奪おうと考えると高くなる。これは先発の大手サイト（ぐるなび、ホットペッパー、Yahoo!グルメ）だけでユーザーサイドシェアの90%以上を占めていることからわかる（Exhibit 14 p.26）。しかし、先発企業も新規参入を阻むような事例はなく、新規参入業者に直接的な攻撃をすることは考えにくい。結果、女性向け、居酒屋のみ、禁煙、パーティー・宴会用、地元といったカテゴリでニッチ的新規参入は増える可能性がある。

買い手の交渉力：中立。 飲食店市場がロングテールであること、原則的にフランチャイズ店舗でも1店舗毎に契約していることなどから、買い手のパワーが分散されている。また、飲食店という経営形態が販促などに伴う情報の流動化を必要とすること、商圈、顧客回転率、店舗面積の限界などから費用対効果の強いものを選択することを考えると、グルメサイトでの販促は魅力的である。だが、飲食店・ユーザーサイドが用途に合わせてグルメサイトを併用している可能性は高く、地域性や立地によっては別媒体も併用していると考えられるため、スイッチングコストは低い。

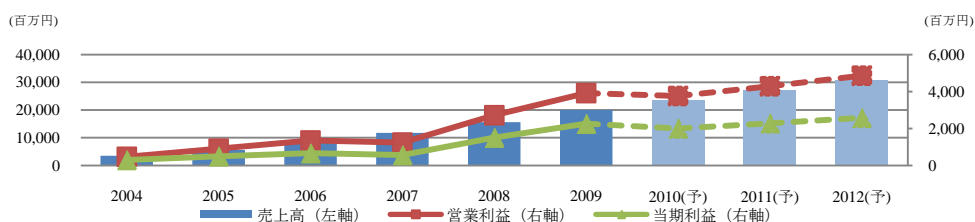
売り手の交渉力：やや弱い。 サービスの質を向上させる事業において、自前では実現できない技術やノウハウ、例えば地図情報などソフトウェア、ぐるなびタッチなどによるハードウェアサービスが必要になる場合は高くなる可能性がある。ただし、同社の売上原価が大きく変動したことはなく、過去4年でも対売上高で2%以内の変動に収まっている。投下開始に該当する期については交渉力が強まるかもしれないが、長期的にはそうでもないと考えられる。また、IT業界の特性上ベンダーからの交渉力は低いと考えられる。

代替品の脅威：中立。 フリーペーパー、書籍・雑誌、各種チラシ、広告4媒体や単純な口コミ等、ぐるなびネットコンテンツ以外での販促可能媒体は代替品である。同社サービスによる販促を必要としないフランチャイズ化等は同社の収益を直接減じることはないものの、間接的には影響が出る可能性がある。

財務諸表分析

利益分析： 当期の売上高、営業利益、当期純利益はそれぞれ200億円、39億円、23億円であり、過去最高の値をあげている。また、自己資本当期純利益率、総資産経常利益率、売上高営業利益率はそれぞれ25.79%、33.71%、19.55%であった。過去4年間のそれぞれの数値を見てみると2007年3月期に若干の落ち込みを見せている。これは販管費の圧迫が大きな影響を与えているものだが、その後の2年間では売上高販管費比率も改善を見せている。

Figure 5: 業績推移



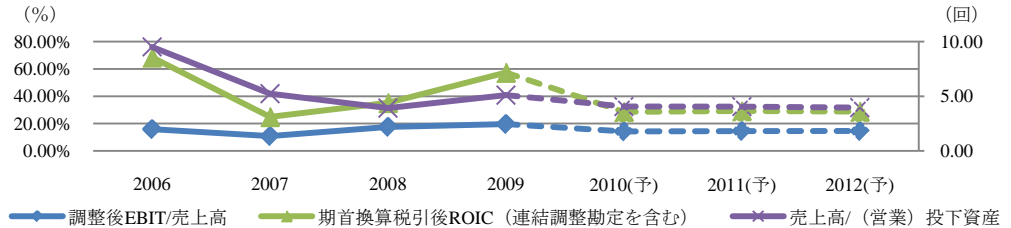
Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

同社のROEは類似企業の平均値よりも高く、売上高成長率や営業利益成長率も同様である。しかし、ネット産業の性質を持つ半面、販促サービスに伴う飲食店のコンサルティングがあり、そのための人員の多さが影響して類似企業と比較するとかなり高い売上高販管費率となっている。このことが今後の営業利益に大きく影響していく可能性は高いと思われる。したがって、業績の主たる変動要因として、販管費はバリュエーション、リスク要因でも触れる。

企業価値に影響を与える要素の一つである期首換算税引後ROIC(=NOPLAT/(営業)投下資産)の過去4年間の推移を見ると、2006年3月期に68.51%と最高値を見せているが、2007年3月期に一度大きな低下を見せている。これは投下資産回転率(=売上高/(営業)投下資産)が大きく下落したためであるが、下落後2年間の値である程度の回復を見せている。また、税引後EBIT/売上高の推移を見てみると過去4年間では微増ではあるが上昇を見せている。今後は、効率性は若干の下落が見えるが、全体としては3、4年の平均値に落ち着くと予想する。

なお、調整後 EBIT/売上高以外は、現預金を余剰現預金とするか営業用現金とするかで大きく変化する (Exhibit 17 p.29)。それは当社が現預金を多く保有し、貸借対照表上でも対総資産で 36.4% を占めることに起因する。本レポートでは、流動資産内で現預金に割り当てられる流動負債 (同社の場合は営業用負債と同義) 支払い能力を検証した結果、9.6% を妥当な対売上高営業用現金比率の最低ラインと仮定した。

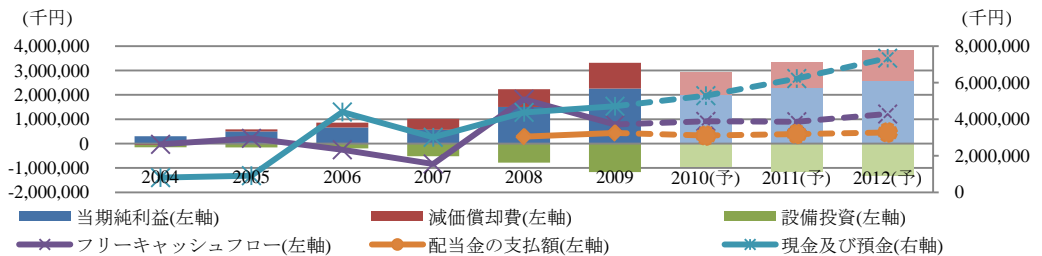
Figure 6: ROIC の推移



Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

キャッシュ・フロー分析: FCF は 2008 年 3 月期に過去最高の値を示している。当期においては 8 億円と前期より 10 億円ほど減少している。しかし、当社はかなりのキャッシュリッチである現状は変わらない。また配当金の支払い額は、当期の FCF が約 8 億円という額に対して、配当金の支払額は約 3 億円と推移している。今後も FCF の推移とともに配当が決まることが予想される。

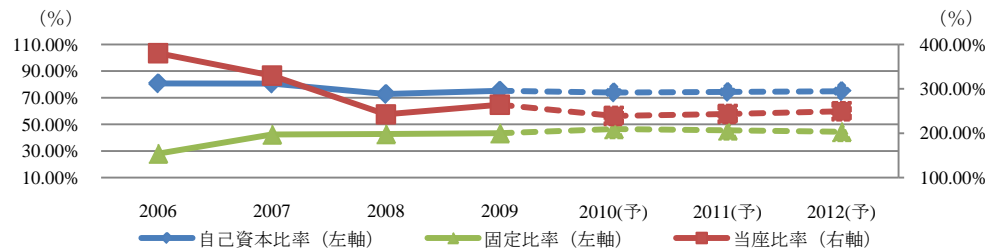
Figure 7: キャッシュ・フローの推移



Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

貸借対照表と資金調達: 当社の自己資本比率を見ると過去 4 年間では 70% から 80% と高い値を推移している。また、2009 年度 3 月期におけるリース取引の支払利息以外に関しては実質的な無借金経営を行っていることがうかがえる。当座比率を見ると過去 4 年間で下落していることがわかるが、一貫して 200% を超えているため短期の安全性に関しては問題ないといえる。固定比率を見ると過去 4 年間では若干の上昇を見せているが、40% と一貫して低い水準にあるといえる。この点から、長期の安全性に関して問題はないといえる。今後も極端なレバレッジを効かせない安定的な経営が考えられる。

Figure 8: 自己資本比率・固定比率・当座比率の推移



Source: Based on data from GOURMET NAVIGATOR INCORPORATED Documents, Student Estimates

財務分析から業績見通しへの変換: 過去の業績推移から、BS・PL 財務諸表を作成する。なお、2004~05 年までは成長率の高さや異常変動値が売掛金・棚卸資産等に見られ、さらに連結前であることから加味しない。ほぼすべての対売上高のレシオやその他のレシオは過去 4 年間の平均実績値を適用している。

バリュエーション

予測される売上高シナリオから DCF 法を用いて目標価格を算定している。また、マルチプル法にて目標価格が適正レンジの中に納まっているのか、その整合性を調査した。

ディスカウント・キャッシュ・フロー (DCF) 法による目標価格算定：目標価格は 277,413 円。DCF 法(WACC 4.833%、永久成長率 0%)を用いて算出した。目標価格は現状株価を 26%上回るため、BUY 判断としている

ぐるなびのバリュー・ドライバー：ぐるなびの主な収益源は販促パックサービスであり、加盟店舗数×単価で表せるスポット型の収益構造である。そして、ぐるなびの主たるバリュー・ドライバーを以下のように考える。

- 総加盟店舗数の増加（市場の余剰と営業員数の増加による）（事業戦略その他投資判断にかかわる重要事項を参照）
- 総加盟店舗数の増加（ぐるなびへ掲載のインセンティブ=ぐるなびのシェアによる）（マーケティング分析を参照）
- 1 店舗当たりの平均単価の増加（正会員数とビギナー会員数の割合の変化による）（事業戦略その他投資判断にかかわる重要事項を参照）
- 販売管理費の上昇（営業員数の推移による）（財務分析・リスク要因を参照）

企業価値の変動要因の把握：以上で述べたバリュー・ドライバーは外部の変動要因（競争業者・買い手（飲食店+ユーザーサイド）・代替品）に大きく影響を受ける。また、ぐるなびの成長率の推移から、同社は現在成長過程にあると考える。したがって、変動要因による企業価値への影響が強いため、3本のシナリオを作成し、起こりうる確率に合わせて加重平均した。

シナリオに重要な前提条件の妥当性：シナリオ作成において総加盟店舗数の上限が 10 万店であること、飲食店がぐるなびに使える単価の上限は 6 万円であることを仮定した。[\(Exhibit 11 p.24 Exhibit 13 p.25\)](#)にてこの前提の妥当性を検証した。

シナリオの計算過程（各シナリオ共通） [\(Exhibit 18 p.30\)](#)

- 基盤事業（プロモーションを含む）売上高計算方法
加盟店舗数と単価は 1 年の間に推移しているため、期中平均を用いて基盤事業の売上高を算出した。
- 関連事業の基盤事業売上高に対する割合の変化はない。そのため、関連事業売上高予測は過去 4 年間の基盤事業に対する割合（2.43%）を使用した。
- 販売管理費の計算方法
人件費の増加と売上高の増加との相関関係は薄いと見え販売管理費を人件費とその他販売管理費に分けて算出した。
- 従業員数の算定
営業員の生産性（一人当たりの営業店舗数）を一定と仮定し、販促正会員との比率を用いて従業員数を算定した。

シナリオの作成 [\(Exhibit 19 p.31-32. Exhibit 20 p.33\)](#)：以上の前提条件を基に、2019 年に総加盟店舗数 10 万店を達成する基本シナリオに加えて、目標店舗数の早期達成と未達成の 2 つのシナリオを考慮する。変動要因としてはぐるなびのシェア、早期達成による目標達成後の営業力増加、目標達成時期と目標達成可能性からくる単価の変化をシナリオに織り込む。

シナリオ 1 (neutral)：先発の優位性より、現在のシェアを維持することが可能とし、現状の増加数を維持できるとする。2019 年に総加盟店舗数 10 万店を達成。1 店舗あたりの最終単価は上限の約 65%である 4.5 万円と予想する。

シナリオ 2 (good)：シナリオ 1 の条件に加え、現在行っている施策（事業戦略ほか投資判断に係る企業情報を参照）が成功し、同社が理想とする早期 10 万店達成が可能と仮定する。2017 年に総加盟店舗数 10 万店、1 店舗あたりの最終単価は上限の約 90%にあたる 6 万円になると予想する。

シナリオ 3 (bad) : 脅威と成り得る新規参入・競合出現から、現在のシェアを維持することが不可能とする。(45%まで低下すると仮定する)。2019年に総加盟店舗数7万店、1店舗あたりの最終単価は現状維持の3.6万円になると予想する。

割引率について: FCF 並びに継続価値の割引率として WACC (加重平均資本コスト) を算出した。算出に必要な変数は、以下のように設定している。また、ぐるなびは、各期末に有利子負債を持たない経営体質なので、DCF 法で用いる WACC (加重平均資本コスト) は、株主資本コストと同値となり、懶ぐるなびの株主資本コストは以下の通りに算出された。(Exhibit 21 p.34)を参照。

β 値	0.838	[(<u>懶ぐるなびの株式リターン</u>)-(rf)] = α + β [(<u>TOPIXのリターン</u>)-(rf)] 2005年4月26日より、rfを無担保コールレートとして算出した。
10年物国債利回り	1.329%	2009年9月の10年物国債利回り 財務省 国債利回り情報より
マーケット・リスクプレミアム	4.181%	巻末Exhibit 18: 日本におけるマーケット・リスクプレミアムの推移を参照
株主資本コスト	4.833%	この値をwaccとする。

永久成長率について: 2019年以降は総加盟店舗数の増加はないと考えるため永久成長率を0%とする。同様な業種として宿泊施設紹介サイトの傾向からも10万店で加盟店舗数増加がほぼなくなると考えることは妥当ではないかといえる。(Exhibit 22 p.35)を参照。

加重平均による目標価格の算定: 上記3シナリオで算出した FCF を WACC で割り、継続価値と非事業用資産を足して一株当たりの目標価格を算出した(Exhibit 23 p.36-40)。目標価格を、neutral:good:bad=6:3:1 の比率で加重平均する。コンテンツのブランド力は先発性に強く起因する(同じような機能を付加した新規のポータルサイトがヤフーなどのポータルサイトにとって代われない現状がある(マーケティング分析より:P))。そのため、シェアをあまり奪われない good または neutral シナリオになる可能性が高い。

また、時系列で総加盟店舗数、正会員数、ビギナー会員数それぞれを見ていくと、総加盟店舗数は定率増加しつつも逡減基調、正会員数は停滞から弱い上昇基調、ビギナー会員は減少基調にある。特に正会員数が停滞から弱い上昇基調にあることと、昨今の経済不況、マーケティング分析における中立からやや強いポジションの三点を踏まえると、今後 neutral で推移する可能性が高い。

各シナリオの FCF と WACC を用いて算出したシナリオ 1、シナリオ 2、シナリオ 3 の目標価格を 6:3:1 で加重平均すると 277,413 円となる。

マルチプル分析: マルチプル分析では、10社の競争・類似企業を選定し、6つの指標倍率・マルチプルを用いて、ぐるなびの目標価格適正レンジを算出した。後述する理由からマルチプルで算出された目標価格のレンジは、DCF 法で算出された株価には影響させず、DCF 法による目標価格の適正レンジの確認としている。

競争・類似企業は、i 飲食店サイトを立ち上げているインターネット企業5社、ii 飲食店コンサルティング関連企業3社、iii 食品卸関連企業2社とした。ぐるなびの収益構造や期待成長を考慮し、インターネット関連企業の比率を上げて算出した。多角的経営を進める他のインターネット関連企業に対して、飲食サイトに特化しているぐるなびのマーケットは飲食店であるので、それを考慮し、飲食店コンサルティング関連企業と食品卸関連企業を加えた。

また用いる指標は、株価をベースに算出される PER と PBR に加え、高成長企業の比較に用いられ、会計上の影響をあまり受けない PSR を採用した。企業価値をベースに算出される EV/EBIT 倍率、EV/EBITDA 倍率と PSR を採用した理由から VSR を用いる。以下がその競争・類似企業10社の平均倍率を用いて出した目標価格である。

(千円)	2011年予ぐるなび財務データ	平均倍率	時価総額	発行済株式数	目標価格
PER比準	4,495,859 (税引き後利益)	26.72	120,111,708	259840	462,253
PBR比準	10,083,841 (純資産)	6.74	67,919,778	259840	261,391
PSR比準	26,782,953 (売上高)	1.00	26,797,779	259840	103,132
EV/EBIT比準	5,088,761 (営業利益)	11.68	59,434,498	259840	228,735
EV/EBITDA比準	6,378,519 (EBITDA)	7.52	47,997,955	259840	184,721
VSR比準	26,782,953 (売上高)	1.16	30,949,297	259840	119,109

目標価格のレンジは、最高値 462,252 円から最低値 103,131 円となった。従って、DCF 法で算出した目標価格 277,413 円は適性レンジに入っているため、有効であると判断する。

次にこの適正レンジの広さの理由を検証してみた。

- ・同じ成長過程にいる企業が少なく、また同様の収益構造を有している企業がないこと。
- ・競争・類似とした企業も業種が異なり、業種別に見られる倍率・マルチプルの特徴の影響を受けていること。特に PSR と VSR は飲食関連企業の規模が、対して PER はインターネット関連企業の高成長度合いが大きく反映されたものとなった。(Exhibit 24 p.41-43 業種別競争企業の倍率)以上より、収益構造と、成長度合いが近似しているインターネット関連会社のみでマルチプル分析を行ってみた(Exhibit 24 p.41-43 インターネット関連企業のみを類似企業としたときの目標価格)。やはり目標価格のレンジは広く、類似企業選定により大きく数値がぶれる事が考えられる。そのため、最終的な目標価格に影響させず、あくまで適正レンジとの確認として用いる(Exhibit 24 p.41-43)。

リスク要因

競争業者・代替品によるシェアの奪い合い：シェアの奪い合いは、目標とする総加盟店舗数 10 万店と単価の両方に影響する。仮にロコミ系サイトや低価格料金戦略、その他差別化された戦略・販促媒体にシェアを奪われるとすると、同社の企業価値は大きく下がる。また、これらからのシェア獲得を意識した新サービスの立ち上げや営業員の増員などは販売管理費がかさむ要因となる。

飲食店サイド・ユーザーサイドの変化による市場規模の変動：業界見通しと競争上の位置付けにおける 5 Forces 分析では、外的要因 Threat については中立判定としたが、市場規模の変動はシェアの奪い合いと同様に、市場規模の変動は総加盟店舗数 10 万店達成という目標と単価の成長を変動させる要因となる。ぐるなびは、飲食店とユーザーサイドの相乗効果によって増益を見込むことができるが、逆の状況も十分に想定でき、どちらか一方、あるいは両サイドに働きかける事業戦略は販売管理費がかさむリスクを背負っている。

販売管理費の変動：上記の要因から副次的リスク要因であると考えられるのが販売管理費である。仮にシェアが奪われたり、市場縮小が起こったりすると、ぐるなびは営業員を増やす、サービスの強化を図る、早期に多角化戦略に切り替える等様々な戦略を打ち出さなければならなくなる。したがって、売上高に対する販売管理費をどの程度まで効率的に抑えられるかによって同社の企業価値は大きく変動する。

売買の判断材料として目標価格感応度及びぐるなびへのコミットメントラインの提言：本レポートにおける目標価格は外部環境から受ける変動要因を店舗数、単価（正会員とビギナー会員の比率）、販売管理費（特に人件費）を変数として織り込んでいる(Exhibit 25 p.44)。したがって、シナリオの加重平均比率を変えることで sell 判定時の目標価格におけるこれら変数の水準を示すことも可能である。例えば sell 判定を 200,000 円と仮定し、もっとも近い値だった 195,119 円の時、2010 年度決算で総加盟店舗総数 52,295 店、全体の単価 36,770 円を同水準か下回り、販売管理費は 15,485 百万円と同水準かそれ以上と見込まれる場合、sell 判定である。各年度においてこの水準とその時の決算情報における数値と照らし合わせ、売買の判断材料としてほしい。(Exhibit 26 p.45)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
総加盟店舗数	52,295	56,696	61,098	65,499	69,901	74,302	78,704	83,105	85,553	88,000
単価 (円)	36,770	38,323	39,522	40,510	41,339	42,045	42,653	43,182	44,047	45,286
販売管理費(百万円)	15,485	17,679	19,855	22,032	24,185	25,939	27,694	29,448	31,142	32,776

また、buy 判定時の目標価格における重要な変数の水準についても示すことができるため、売買の判断材料となると同時に、同社の政策への提言も可能である。今後、同社の経営方針に大きな変更点がなく、本レポートの評価と互換性を見出せるならば、buy 判定時の変数水準を是非達成していただきたい(Exhibit 27 p.46-47)。

Exhibit 0: 本文&巻末図表対応 INDEX

対応本文	ページ	対応図表	ページ
ハイライト	1	Exhibit 9: ぐるなび事業モデルに関する資料	22
事業内容	2	Exhibit 10: ぐるなび成長性	23
事業戦略ほか投資判断に係る企業情報	3	Exhibit 9: ぐるなび事業モデルに関する資料	22
	3	Exhibit 11: 総加盟店舗数に関する考察	24
	3	Exhibit 12: ぐるなびの単価・会員数変動	25
	3	Exhibit 13: 単価に関する考察	25
	4	Exhibit 10: ぐるなび成長性	23
業界見通しと競争上の位置付け	4,6	Exhibit 14: 各グルメサイト利用割合	26
	4,5	Exhibit 15: ネット企業のブランド力とは	26-27
	5	Exhibit 9: ぐるなび事業モデルに関する資料	22
	5	Exhibit 16: クチコミサイト利用調査	28
	5	Exhibit 10: ぐるなび成長性	23
財務諸表分析	7	Exhibit 17: 営業用現金最低ラインの分析	29
バリュエーション	8	Exhibit 11: 総加盟店舗数に関する考察	24
	8	Exhibit 13: 単価に関する考察	25
	8	Exhibit 18: シナリオの計算過程(各シナリオ共通)	30
	8	Exhibit 19: 各シナリオの条件	31-32
	8	Exhibit 20: シナリオ早見マップ	33
	9	Exhibit 21: 日本におけるマーケット・リスクプレミアム推移	34
	9	Exhibit 22: 宿泊施設紹介サイト産業	35
リスク要因	9	Exhibit 23: 各シナリオの予測 FCF 推移と目標価格	36-40
	10	Exhibit 24: マルチプル分析の詳細	41-43
	10	Exhibit 25: リスク要因の早見マップ	44
	10	Exhibit 26: 売りシグナルとしての感応度分析	45
	10	Exhibit 27: 売買の判断材料とぐるなびへのコミットメントラインの提言	46-47
その他		Exhibit 1: 損益計算書	12
		Exhibit 2: 貸借対照表	13,14
		Exhibit 3: キャッシュ・フロー計算書	15,16
		Exhibit 4: 予想貸借対照表・損益計算書 (neutral)	17
		Exhibit 5: 予想貸借対照表・損益計算書 (good)	18
		Exhibit 6: 予想貸借対照表・損益計算書 (bad)	19
		Exhibit 7: 収益性指標・効率性指標	20
		Exhibit 8: 安全性指標・成長性指標	21

Exhibit 1: 損益計算書

in millions

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
売上高	3,532	5,598	8,650	11,746	15,602	20,011
売上原価	611	994	1,585	2,225	2,662	3,543
売上総利益	2,921	4,604	7,065	9,521	12,940	16,469
販売費及び一般管理費	2,450	3,690	5,710	8,278	10,219	12,555
営業利益	471	914	1,355	1,243	2,721	3,914
営業外収益	0	0	2	3	27	75
受取利息	0	0	0	2	9	11
負ののれん償却額			0	0	15	31
助成金収入			1	1	0	0
為替差益			1			32
受取保険配当金	0	0				
その他	0	0	0	0	2	2
営業外費用	0	24	36	6	5	5
支払利息			0			5
新株発行費		5	19			
株式公開費用		19	17			
自己株式取得費用				3	0	
為替差損				3	4	
消費税等差額	0					
その他		0		0		
経常利益	471	890	1,321	1,240	2,743	3,984
特別利益				24		
持分変動益				24		
特別損失	16	10	38	106	206	102
固定資産除却損	8	5	36	75	151	73
リース資産処分損	7	5	2	31	7	2
投資有価証券評価損						26
過年度時間外手当					48	
税金等調整前当期純利益	455	880	1,284	1,158	2,537	3,883
法人税、住民税及び事業税	185	357	681	654	1,232	1,714
法人税等調整額	-28	26	-59	-1	-133	-75
法人税等合計	157	383	623	653	1,098	1,638
少数株主損失 (-)			5	60	67	15
当期純利益	299	497	666	565	1,506	2,259

Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 2: 貸借対照表

in millions

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
資産の部							
流動資産		1,596	2,066	6,127	5,293	7,380	8,710
	現金及び預金	806	913	4,397	3,011	4,372	4,712
	受取手形及び売掛金		4	1,362	1,850	2,325	3,132
	棚卸資産	600	938	11	12	16	15
	前払費用	22	52				
	繰延税金資産	82	56	102	97	225	258
	未収入金	150	207	349	463	620	806
	その他	1	1	93	104	134	209
	貸倒引当金	-64	-105	-186	-244	-312	-421
固定資産		279	670	1,793	2,745	3,329	4,219
	有形固定資産	60	127	365	511	458	654
	建物及び構築物	10	45	109	143	178	278
	工具器具備品	50	81				
	リース資産						117
	その他			256	368	280	259
	無形固定資産	102	299	1,028	1,698	1,995	2,411
	のれん				68	53	89
	営業権	3	63	47			
	連結調整勘定			48			
	リース資産						32
	ソフトウェア	97	227	799	1,529	1,906	2,195
	ソフトウェア仮勘定		7				
	その他	2	2	134	101	36	95
	投資その他の資産	117	244	400	536	877	1,154
	投資有価証券					80	74
	長期前払費用	3	4				
	繰延税金資産	5	5	18	24	48	90
	敷金及び保証金	108	235	337	468	708	943
	その他			45	43	41	47
資産合計		1,874	2,735	7,920	8,037	10,709	12,929

負債の部								
流動負債			721	1,088	1,514	1,474	2,762	2,968
	支払手形及び買掛金		17	37	63	71	83	118
	リース債務							42
	未払法人税等		185	278	518	335	941	1,130
	ポイント引当金				10	16	17	23
	未払金		194	404	548	676	1,231	1,129
	前受金		263	292	272	255	270	271
	未払消費税等		47	54				
	預り金		6	9				
	その他		10	13	103	121	219	254
固定負債			8	3	9	10	145	223
	リース債務							115
	負ののれん						138	107
	その他		8	3	9	10	7	1
負債合計			729	1,092	1,523	1,483	2,906	3,191
純資産の部								
株主資本			1,146	1,643	6,398	6,480	7,790	9,772
	資本金		648	648	2,315	2,324	2,327	2,329
	資本剰余金		445	445	2,866	2,875	2,878	2,880
	利益剰余金		53	550	1,216	1,781	2,901	4,878
	自己株式					-500	-315	-315
評価・換算差額等								
	為替換算調整勘定				0	-1	1	-43
	評価・換算差額等合計				0	-1	1	-43
少数株主持分						75	11	9
純資産合計			1,146	1,643	6,397	6,554	7,803	9,738
負債純資産合計			1,874	2,735	7,920	8,037	10,709	12,929

Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 3: キャッシュ・フロー計算書

in millions

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
営業活動によるキャッシュ・フロー						
税金等調整前当期純利益	455	880	1,284	1,158	2,537	3,883
減価償却費	122	91	236	510	760	1,083
貸倒引当金の増減額 (-は減少)			81	58	69	108
売上債権の増減額 (-は増加)	-180	-339	-417	-488	-419	-807
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-1	-3	-4	-1	-5	1
未収入金の増減額 (-は増加)	-68	-58	-141	-114	-154	-189
仕入債務の増減額 (-は減少)	4	20	26	8	11	35
未払金の増減額 (-は減少)	98	185	33	148	435	-131
前受金の増減額 (-は減少)	19	29	-21	-17	-5	3
その他	29	63	73	77	218	44
小計	477	869	1,150	1,338	3,446	4,031
利息及び配当金の受取額	0	0	0	2	9	11
利息の支払額			0	0	0	-5
法人税等の支払額	-8	-277	-472	-832	-628	-1,533
営業活動によるキャッシュ・フロー	470	592	678	507	2,827	2,504
投資活動によるキャッシュ・フロー						
有形固定資産の取得による支出	-46	-96	-270	-369	-118	-262
定期預金の払戻による収入				150		
営業譲受に伴う支出		-76				
ソフトウェアの取得による支出	-65	-171	-811	-1,062	-953	-1,260
投資有価証券の取得による支出					-80	-20
敷金及び保証金の差入による支出	-5	-140	-113	-134	-245	-262
敷金及び保証金の返還・回収による収入	1	7	9	2	2	25
連結子会社株式の追加取得による支出					-13	
子会社出資金の取得による支出			-13			-67
その他		-8	-40			-7
投資活動によるキャッシュ・フロー	-115	-485	-1,239	-1,413	-1,406	-1,853

[INDEXに戻る](#)

財務活動によるキャッシュ・フロー						0
短期借入れによる収入						104
短期借入金の返済による支出						-104
株式の発行による収入			4,073	18	6	5
配当金の支払額					-178	-280
少数株主からの払込みによる収入			3	160		
自己株式の取得による支出				-503		
その他			-30			-24
財務活動によるキャッシュ・フロー			4,045	-325	-172	-299
現金及び現金同等物に係る換算差額			0	-5	2	-12
現金及び現金同等物の増減額（-は減少）	354	107	3,485	-1,237	1,251	340
現金及び現金同等物の期首残高	251	606	713	4,197	2,961	4,322
合併に伴う現金及び現金同等物の増加額					110	
現金及び現金同等物の期末残高	606	713	4,197	2,961	4,322	4,662

Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit 4: 予想貸借対照表・損益計算書 (シナリオ1: neutral) in millions

連結貸借対照表											
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【流動資産】	8,710	9,951	11,345	12,944	15,128	17,271	19,708	22,477	25,579	29,013	32,781
現金及び預金	4,712	5,475	6,191	7,120	8,563	10,091	11,834	13,909	16,317	19,058	22,132
受取手形及び売掛金	3,132	3,541	4,077	4,607	5,137	5,666	6,196	6,725	7,255	7,785	8,314
棚卸資産	15	23	27	30	33	37	40	44	47	51	54
繰延税金資産	258	255	294	332	443	426	489	551	614	676	739
その他流動資産	1,014	1,132	1,303	1,473	1,642	1,811	1,981	2,150	2,319	2,489	2,658
貸倒引当金	-421	-475	-547	-619	-690	-761	-832	-903	-974	-1,045	-1,116
【有形固定資産】	654	943	1,086	1,227	1,368	1,509	1,650	1,791	1,932	2,073	2,215
有形固定資産純額	278	286	329	372	415	457	500	543	585	628	671
リース資産	117	133	153	173	193	213	233	253	273	293	313
その他有形固定資産	259	524	604	682	761	839	917	996	1,074	1,153	1,231
【無形固定資産】	2,411	2,879	3,287	3,689	4,091	4,493	4,913	5,333	5,753	6,173	6,593
連結調整勘定	89	71	54	36	18	0	0	0	0	0	0
リース資産	32	36	42	47	53	58	64	69	75	80	86
その他無形固定資産	2,290	2,772	3,191	3,606	4,020	4,435	4,849	5,264	5,678	6,093	6,508
【投資その他資産】	1,154	1,194	1,364	1,532	1,717	1,871	2,045	2,219	2,392	2,566	2,740
投資有価証券	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74
繰延税金資産	90	64	74	83	111	107	122	138	153	169	185
その他投資資産	990	1,057	1,217	1,375	1,533	1,691	1,849	2,007	2,165	2,323	2,481
【資産合計】	12,929	14,968	17,082	19,391	22,304	25,144	28,316	31,820	35,656	39,826	44,329
【流動負債】	2,968	3,608	4,154	4,694	5,234	5,773	6,313	6,852	7,392	7,932	8,471
支払手形及び買掛金	118	140	161	182	203	224	245	266	287	308	329
各種引当金	23	27	31	35	39	43	47	52	56	60	64
リース債務	42	48	56	63	70	77	84	92	99	106	113
その他流動負債	2,784	3,393	3,906	4,414	4,921	5,429	5,936	6,444	6,951	7,458	7,966
【固定負債】	223	210	200	189	194	214	234	254	274	294	314
連結調整勘定	107	76	46	15	0	0	0	0	0	0	0
リース債務	115	131	151	170	190	209	229	248	268	287	307
その他固定負債	1	3	3	4	4	5	5	6	6	6	7
【負債合計】	3,191	3,818	4,354	4,883	5,427	5,987	6,547	7,106	7,666	8,225	8,785
少数株主持分	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
【資本合計】	9,738	11,150	12,728	14,508	16,877	19,157	21,769	24,714	27,991	31,600	35,544
資本金	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329
資本剰余金	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880
利益剰余金	4,878	6,246	7,825	9,605	11,974	14,254	16,866	19,810	23,087	26,697	30,640
為替換算調整勘定	-43	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株式	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315
【評価換算差額分を含む株主資本】	9,729	11,141	12,719	14,499	16,868	19,148	21,760	24,705	27,981	31,591	35,534
【負債・少数株主・資本合計】	12,929	14,968	17,082	19,391	22,304	25,144	28,316	31,820	35,656	39,826	44,329
連結損益計算書											
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【売上高】	20,011	22,830	26,287	29,702	33,117	36,531	39,946	43,361	46,775	50,190	53,605
売上原価	3,543	4,112	4,734	5,349	5,964	6,579	7,194	7,809	8,424	9,039	9,654
販売費及び一般管理費	12,555	15,559	17,901	20,226	21,626	24,622	26,642	28,663	30,684	32,704	34,725
減価償却費	1,068	942	1,092	1,240	1,403	1,567	1,733	1,881	2,029	2,177	2,325
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0
【営業利益】	3,914	3,159	3,652	4,127	5,527	5,330	6,109	6,888	7,668	8,447	9,226
営業外収益	75	42	44	46	33	21	25	29	34	40	47
営業外費用	5	5	6	7	8	9	10	10	11	12	13
【経常利益】	3,984	3,196	3,689	4,166	5,551	5,342	6,124	6,907	7,690	8,475	9,260
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【税引前利益】	3,883	3,196	3,689	4,166	5,551	5,342	6,124	6,907	7,690	8,475	9,260
法人税等	1,714	1,616	1,866	2,106	2,807	2,701	3,097	3,493	3,889	4,285	4,682
法人税等調整額	-75	-95	-110	-124	-165	-159	-182	-206	-229	-252	-276
法人税等合計	1,638	1,521	1,756	1,982	2,642	2,542	2,915	3,287	3,660	4,033	4,407
少数株主利益	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
【当期純利益】	2,259	1,690	1,949	2,198	2,924	2,815	3,225	3,635	4,046	4,457	4,868
成長率											
売上	28.3%	14.1%	15.1%	13.0%	11.5%	10.3%	9.3%	8.5%	7.9%	7.3%	6.8%
粗利益	27.3%	13.7%	15.1%	13.0%	11.5%	10.3%	9.3%	8.5%	7.9%	7.3%	6.8%
営業利益	43.9%	-19.3%	15.6%	13.0%	33.9%	-3.6%	14.6%	12.8%	11.3%	10.2%	9.2%
経常利益	45.3%	-19.8%	15.4%	12.9%	33.3%	-3.8%	14.6%	12.8%	11.3%	10.2%	9.3%
当期利益	50.0%	-25.2%	15.3%	12.8%	33.0%	-3.7%	14.6%	12.7%	11.3%	10.2%	9.2%
利益率											
粗利率	82.3%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
営業利益率	19.6%	13.8%	13.9%	13.9%	16.7%	14.6%	15.3%	15.9%	16.4%	16.8%	17.2%
経常利益率	19.9%	14.0%	14.0%	14.0%	16.8%	14.6%	15.3%	15.9%	16.4%	16.9%	17.3%
当期利益率	11.3%	7.4%	7.4%	7.4%	8.8%	7.7%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.1%
原価率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
販管費率	62.7%	68.2%	68.1%	68.1%	65.3%	67.4%	66.7%	66.1%	65.6%	65.2%	64.8%

Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 5: 予想貸借対照表・損益計算書 (シナリオ 2 : good) in millions

連結貸借対照表												
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
【流動資産】	8,710	10,072	11,886	14,259	16,324	18,717	21,587	24,960	28,835	33,155	37,837	
現金及び預金	4,712	5,375	6,066	7,327	8,453	9,772	11,539	13,809	16,581	19,905	23,696	
受取手形及び売掛金	3,132	3,699	4,552	5,398	6,243	7,089	7,935	8,781	9,627	10,397	11,092	
棚卸資産	15	24	30	35	41	46	52	57	63	68	72	
繰延税金資産	258	288	394	499	430	495	590	684	779	857	920	
その他流動資産	1,014	1,182	1,455	1,725	1,996	2,266	2,537	2,807	3,078	3,324	3,546	
貸倒引当金	-421	-497	-611	-725	-838	-952	-1,065	-1,179	-1,293	-1,396	-1,489	
【有形固定資産】	654	985	1,212	1,438	1,663	1,888	2,114	2,339	2,564	2,769	2,954	
有形固定資産純額	278	298	367	436	504	572	640	709	777	839	895	
リース資産	117	139	171	203	235	266	298	330	362	391	417	
その他有形固定資産	259	548	674	799	924	1,050	1,175	1,300	1,425	1,539	1,642	
【無形固定資産】	2,411	3,004	3,663	4,316	4,969	5,622	6,292	6,963	7,634	8,245	8,795	
連結調整勘定	89	71	54	36	18	0	0	0	0	0	0	
リース資産	32	38	47	56	64	73	82	90	99	107	114	
その他無形固定資産	2,290	2,895	3,563	4,225	4,887	5,549	6,211	6,873	7,535	8,138	8,681	
【投資その他資産】	1,154	1,250	1,531	1,809	2,044	2,313	2,589	2,865	3,141	3,391	3,614	
投資有価証券	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74	
繰延税金資産	90	72	99	125	108	124	147	171	195	214	230	
その他投資資産	990	1,104	1,358	1,611	1,863	2,116	2,368	2,620	2,873	3,103	3,310	
【資産合計】	12,929	15,311	18,292	21,822	25,001	28,541	32,582	37,127	42,174	47,560	53,200	
【流動負債】	2,968	3,769	4,638	5,499	6,361	7,223	8,085	8,947	9,809	10,594	11,301	
支払手形及び買掛金	118	146	180	213	247	280	314	347	380	411	438	
各種引当金	23	28	35	41	48	54	61	67	74	80	85	
リース債務	42	50	62	73	85	97	108	120	131	142	151	
その他流動負債	2,784	3,544	4,361	5,171	5,982	6,792	7,603	8,413	9,224	9,962	10,627	
【固定負債】	223	216	218	219	236	268	299	331	363	392	419	
連結調整勘定	107	76	46	15	0	0	0	0	0	0	0	
リース債務	115	137	168	199	230	262	293	324	355	384	409	
その他固定負債	1	3	4	4	5	6	7	7	8	9	9	
【負債合計】	3,191	3,985	4,855	5,718	6,597	7,491	8,385	9,278	10,172	10,986	11,720	
少数株主持分	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	
【資本合計】	9,738	11,326	13,437	16,103	18,404	21,050	24,198	27,849	32,002	36,574	41,481	
資本金	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	
資本剰余金	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	
利益剰余金	4,878	6,423	8,533	11,200	13,500	16,147	19,295	22,945	27,099	31,671	36,577	
為替換算調整勘定	-43	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
自己株式	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	
【評価換算差額分を含む株主資本】	9,729	11,317	13,428	16,094	18,395	21,041	24,189	27,840	31,993	36,565	41,472	
【負債・少数株主・資本合計】	12,929	15,311	18,292	21,822	25,001	28,541	32,582	37,127	42,174	47,560	53,200	
連結損益計算書												
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
【売上高】	20,011	23,847	29,346	34,800	40,253	45,707	51,161	56,615	62,069	67,034	71,511	
売上原価	3,543	4,295	5,285	6,267	7,250	8,232	9,214	10,196	11,179	12,073	12,879	
販売費及び一般管理費	12,555	15,976	19,155	22,316	27,638	31,280	34,571	37,862	41,153	44,244	47,135	
減価償却費	1,068	986	1,225	1,461	1,713	1,965	2,219	2,456	2,692	2,908	3,102	
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0	
【営業利益】	3,914	3,576	4,905	6,216	5,366	6,195	7,375	8,556	9,737	10,717	11,497	
営業外収益	75	42	44	45	33	21	24	28	34	41	49	
営業外費用	5	6	7	8	10	11	12	14	15	16	17	
【経常利益】	3,984	3,612	4,942	6,254	5,390	6,205	7,387	8,571	9,756	10,741	11,529	
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
特別損失	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
【税引前利益】	3,883	3,612	4,942	6,254	5,390	6,205	7,387	8,571	9,756	10,741	11,529	
法人税等	1,714	1,827	2,499	3,162	2,725	3,138	3,735	4,334	4,933	5,432	5,830	
法人税等調整額	-75	-108	-147	-186	-161	-185	-220	-255	-291	-320	-343	
法人税等合計	1,638	1,719	2,352	2,976	2,565	2,953	3,515	4,079	4,643	5,112	5,486	
少数株主利益	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
【当期純利益】	2,259	1,908	2,605	3,292	2,840	3,267	3,887	4,507	5,128	5,645	6,057	
成長率												
売上	28.3%	19.2%	23.1%	18.6%	15.7%	13.5%	11.9%	10.7%	9.6%	8.0%	6.7%	
粗利益	27.3%	18.7%	23.1%	18.6%	15.7%	13.5%	11.9%	10.7%	9.6%	8.0%	6.7%	
営業利益	43.9%	-8.6%	37.2%	26.7%	-13.7%	15.4%	19.1%	16.0%	13.8%	10.1%	7.3%	
経常利益	45.3%	-9.3%	36.8%	26.5%	-13.8%	15.1%	19.1%	16.0%	13.8%	10.1%	7.3%	
当期利益	50.0%	-15.5%	36.5%	26.4%	-13.8%	15.0%	19.0%	16.0%	13.8%	10.1%	7.3%	
利益率												
粗利率	82.3%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	
営業利益率	19.6%	15.0%	16.7%	17.9%	13.3%	13.6%	14.4%	15.1%	15.7%	16.0%	16.1%	
経常利益率	19.9%	15.1%	16.8%	18.0%	13.4%	13.6%	14.4%	15.1%	15.7%	16.0%	16.1%	
当期利益率	11.3%	8.0%	8.9%	9.5%	7.1%	7.1%	7.6%	8.0%	8.3%	8.4%	8.5%	
原価率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	
販管費率	62.7%	67.0%	65.3%	64.1%	68.7%	68.4%	67.6%	66.9%	66.3%	66.0%	65.9%	

Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

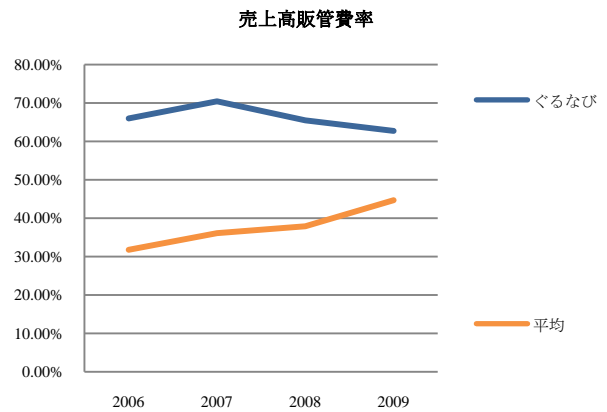
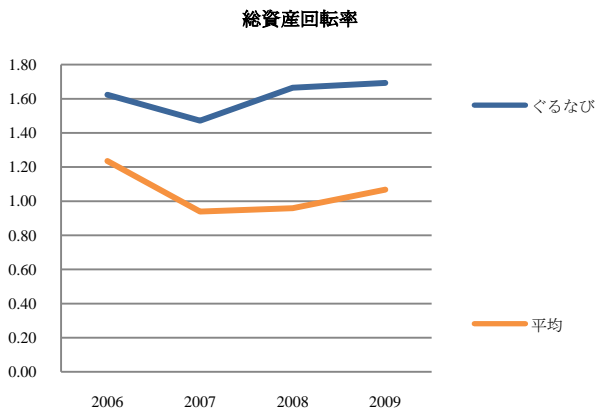
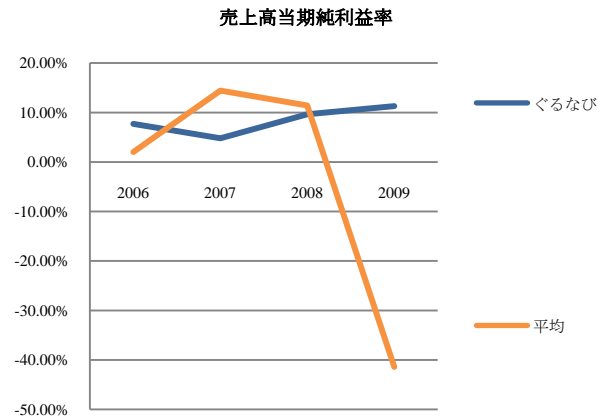
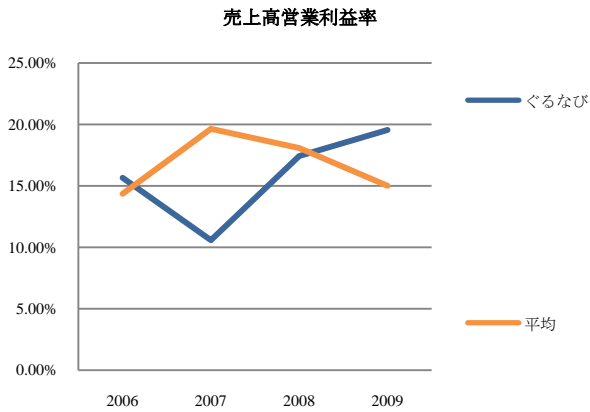
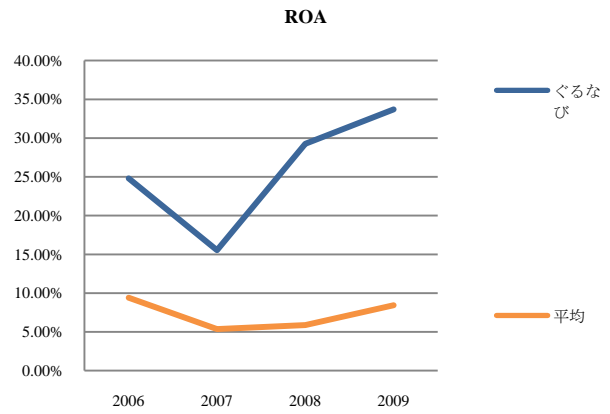
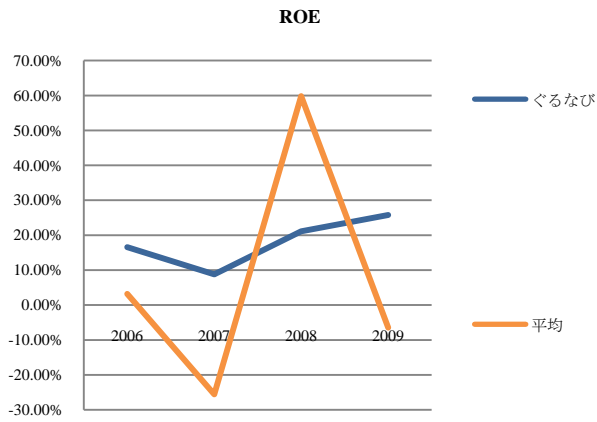
Exhibit 6: 予想貸借対照表・損益計算書 (シナリオ3: bad) in millions

連結貸借対照表											
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【流動資産】	8,710	9,806	10,700	11,374	12,210	13,226	14,396	15,737	17,249	18,934	20,791
現金及び預金	4,712	5,595	6,340	6,874	7,498	8,302	9,258	10,385	11,684	13,155	14,798
受取手形及び売掛金	3,132	3,353	3,511	3,663	3,815	3,968	4,120	4,272	4,424	4,576	4,728
棚卸資産	15	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31
繰延税金資産	258	215	175	134	165	195	228	260	292	325	357
その他流動資産	1,014	1,072	1,122	1,171	1,220	1,268	1,317	1,366	1,414	1,463	1,512
貸倒引当金	-421	-450	-471	-492	-512	-533	-553	-574	-594	-614	-635
【有形固定資産】	654	893	935	976	1,016	1,057	1,097	1,138	1,178	1,219	1,259
有形固定資産純額	278	271	283	296	308	320	332	345	357	369	382
リース資産	117	126	132	138	143	149	155	161	166	172	178
その他有形固定資産	259	496	520	542	565	587	610	632	655	678	700
【無形固定資産】	2,411	2,730	2,838	2,940	3,043	3,146	3,267	3,387	3,508	3,629	3,749
連結調整勘定	89	71	54	36	18	0	0	0	0	0	0
リース資産	32	34	36	38	39	41	42	44	46	47	49
その他無形固定資産	2,290	2,624	2,748	2,867	2,986	3,105	3,224	3,343	3,463	3,582	3,701
【投資その他資産】	1,154	1,128	1,165	1,200	1,253	1,307	1,360	1,414	1,467	1,520	1,574
投資有価証券	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74
繰延税金資産	90	54	44	33	41	49	57	65	73	81	89
その他投資資産	990	1,001	1,048	1,093	1,139	1,184	1,229	1,275	1,320	1,366	1,411
【資産合計】	12,929	14,557	15,638	16,490	17,523	18,736	20,120	21,675	23,403	25,302	27,374
【流動負債】	2,968	3,416	3,577	3,732	3,887	4,042	4,197	4,352	4,507	4,662	4,818
支払手形及び買掛金	118	132	139	145	151	157	163	169	175	181	187
各種引当金	23	26	27	28	29	30	32	33	34	35	36
リース債務	42	46	48	50	52	54	56	58	60	62	64
その他流動負債	2,784	3,212	3,364	3,510	3,655	3,801	3,947	4,093	4,239	4,384	4,530
【固定負債】	223	203	178	154	144	150	155	161	167	173	178
連結調整勘定	107	76	46	15	0	0	0	0	0	0	0
リース債務	115	124	130	135	141	146	152	158	163	169	175
その他固定負債	1	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4
【負債合計】	3,191	3,619	3,756	3,886	4,031	4,192	4,353	4,514	4,674	4,835	4,996
少数株主持分	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
【資本合計】	9,738	10,938	11,882	12,604	13,492	14,543	15,767	17,162	18,728	20,467	22,378
資本金	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329	2,329
資本剰余金	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880
利益剰余金	4,878	6,035	6,979	7,701	8,588	9,640	10,864	12,259	13,825	15,564	17,475
為替換算調整勘定	-43	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株式	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315	-315
【評価換算差額分を含む株主資本】	9,729	10,929	11,873	12,595	13,483	14,534	15,758	17,153	18,719	20,458	22,369
【負債・少数株主・資本合計】	12,929	14,557	15,638	16,490	17,523	18,736	20,120	21,675	23,403	25,302	27,374
連結損益計算書											
年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【売上高】	20,011	21,616	22,637	23,618	24,599	25,580	26,560	27,541	28,522	29,503	30,484
売上原価	3,543	3,893	4,077	4,254	4,430	4,607	4,784	4,960	5,137	5,314	5,490
販売費及び一般管理費	12,555	15,061	16,404	17,731	18,133	18,536	18,938	19,340	19,742	20,144	20,547
減価償却費	1,068	889	933	976	1,034	1,092	1,152	1,195	1,237	1,280	1,322
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0
【営業利益】	3,914	2,662	2,155	1,633	2,035	2,437	2,839	3,241	3,643	4,045	4,448
営業外収益	75	42	44	46	32	18	20	23	25	29	32
営業外費用	5	5	5	6	6	6	6	7	7	7	7
【経常利益】	3,984	2,698	2,194	1,673	2,061	2,449	2,853	3,257	3,662	4,067	4,472
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【税引前利益】	3,883	2,698	2,194	1,673	2,061	2,449	2,853	3,257	3,662	4,067	4,472
法人税等	1,714	1,365	1,110	846	1,042	1,239	1,443	1,647	1,852	2,057	2,262
法人税等調整額	-75	-80	-65	-50	-61	-73	-85	-97	-109	-121	-133
法人税等合計	1,638	1,284	1,044	796	981	1,166	1,358	1,550	1,743	1,935	2,128
少数株主利益	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
【当期純利益】	2,259	1,429	1,165	892	1,095	1,299	1,510	1,722	1,934	2,146	2,359
成長率											
売上	28.3%	8.0%	4.7%	4.3%	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
粗利益	27.3%	7.6%	4.7%	4.3%	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
営業利益	43.9%	-32.0%	-19.0%	-24.2%	24.6%	19.8%	16.5%	14.2%	12.4%	11.0%	9.9%
経常利益	45.3%	-32.3%	-18.7%	-23.7%	23.2%	18.8%	16.5%	14.2%	12.4%	11.1%	10.0%
当期利益	50.0%	-36.7%	-18.5%	-23.4%	22.8%	18.6%	16.3%	14.0%	12.3%	11.0%	9.9%
成長率											
営業利益率	19.6%	12.3%	9.5%	6.9%	8.3%	9.5%	10.7%	11.8%	12.8%	13.7%	14.6%
経常利益率	19.9%	12.5%	9.7%	7.1%	8.4%	9.6%	10.7%	11.8%	12.8%	13.8%	14.7%
当期利益率	11.3%	6.6%	5.1%	3.8%	4.5%	5.1%	5.7%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%
原価率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
販管費率	62.7%	69.7%	72.5%	75.1%	73.7%	72.5%	71.3%	70.2%	69.2%	68.3%	67.4%

Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 7: 収益性指標・効率性指標



Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

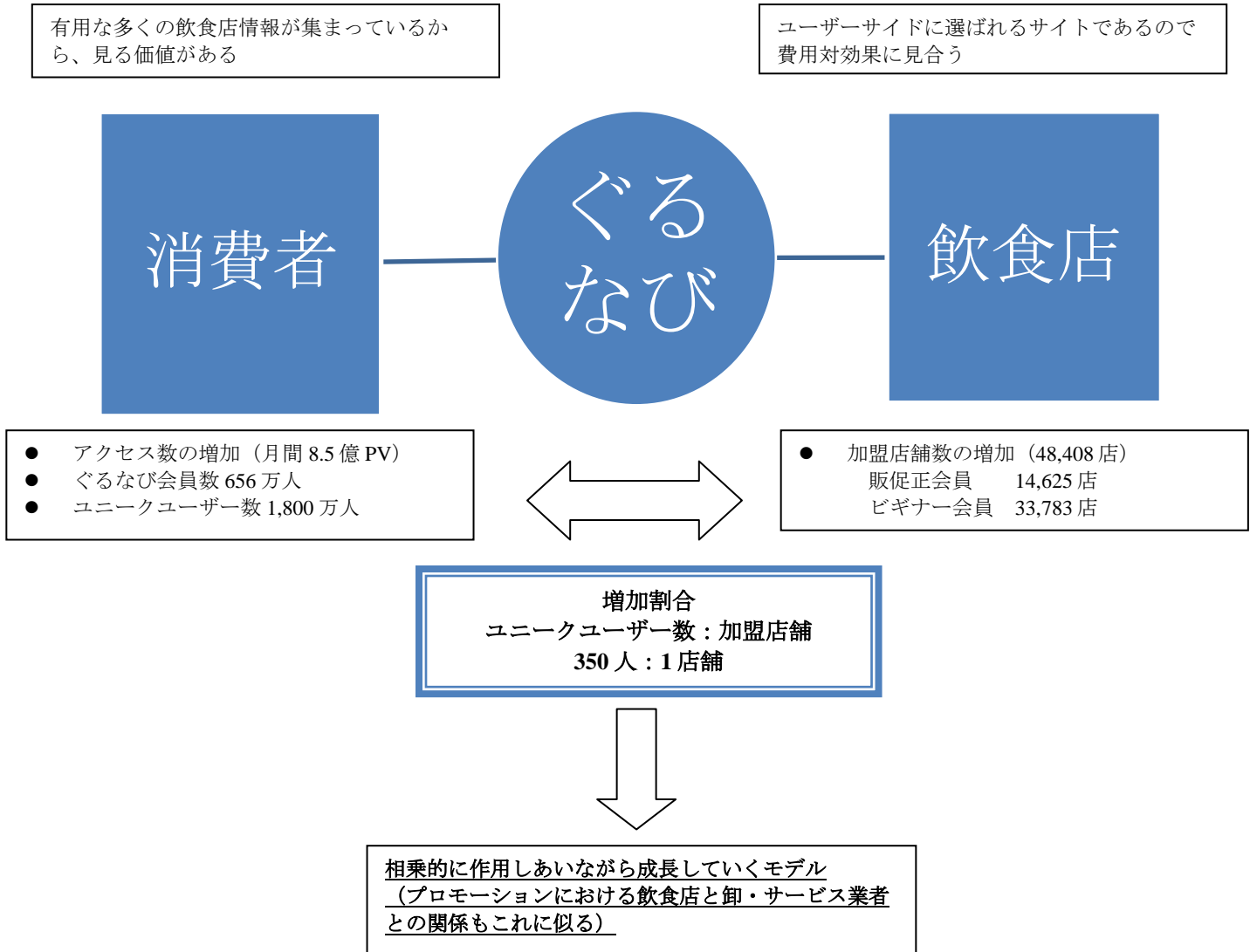
Exhibit 8: 安全性指標・成長性指標



Source: Company Documents, Student Estimates

[INDEXに戻る](#)

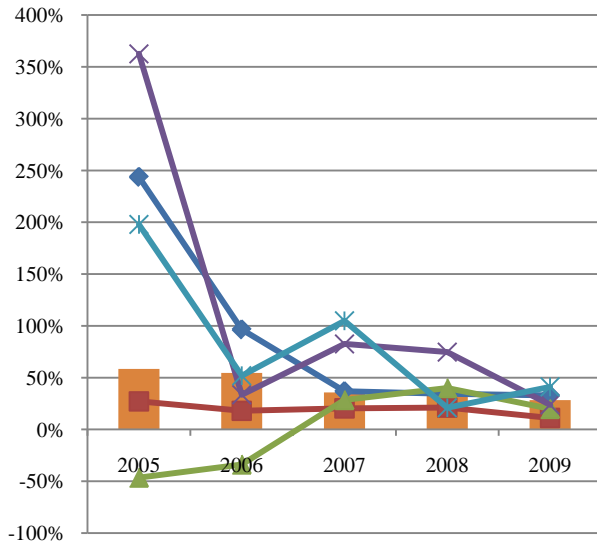
Exhibit 9: ぐるなび事業モデルに関する資料



Source: Company Documents, Student Estimates

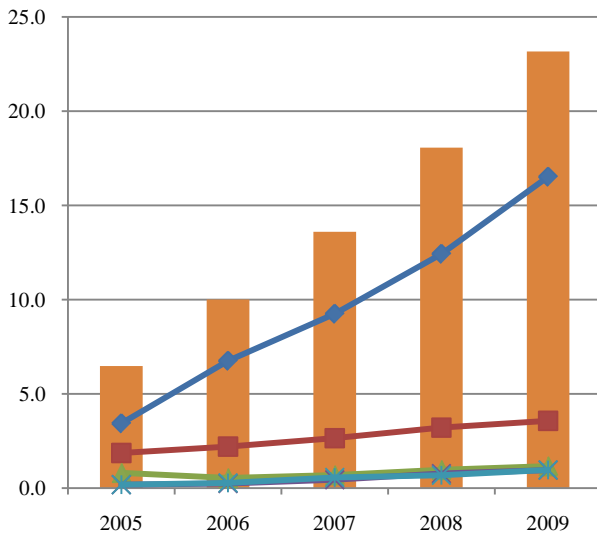
Exhibit 10: ぐるなび成長性

対前年比成長率の推移（単位：％）



直近では規模がある程度まで大きくなってきたのか、セグメント別対前年比成長率は、41%増（関連事業）～11%増（継続型サービス）に収束しており、全体では28%増となっている。

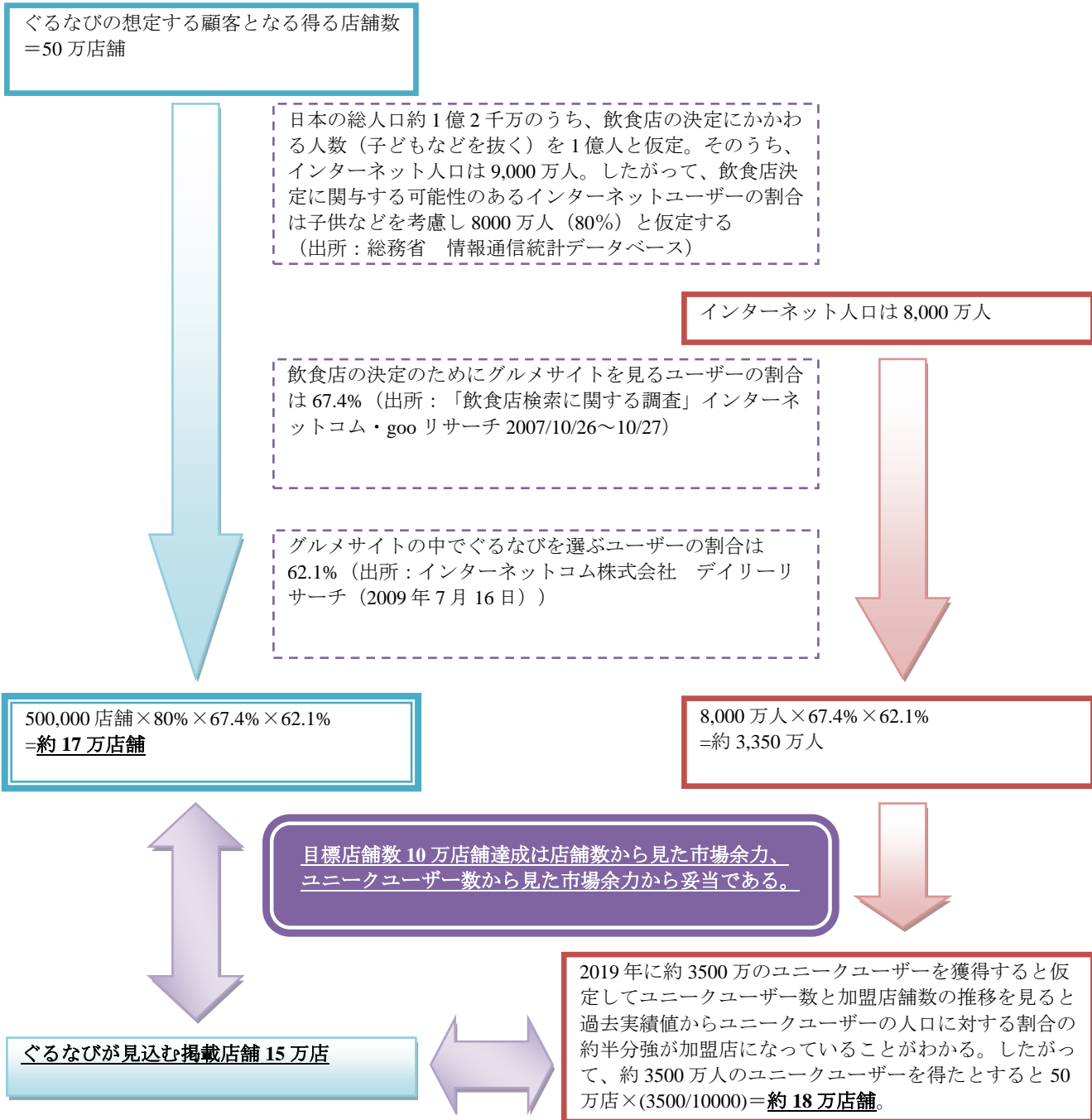
2004年を1とした場合の売上高の推移（単位：倍）



売上高の推移は、每期一定的增加が見られ、会員制のストック型収益が収益モデルに大きく関与していることがわかる。また、過去から一貫して、販促パックサービスの全体の売上高に対する寄与度が高いということがわかる。

Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit 11: 総加盟店舗数に関する考察



	2005年3月	2006年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2019年3月
ユニークユーザー数(百万人)	10	10	12	14	18	35
加盟店舗	25865	31941	38168	43374	47893	
正会員	4309	7498	9345	11729	14256	
50万店*(ぐるなびユーザー/人口)	5	5	6	7	9	18

Source: Company Documents, Student Estimat

Exhibit 12: ぐるなびの単価・会員数変動

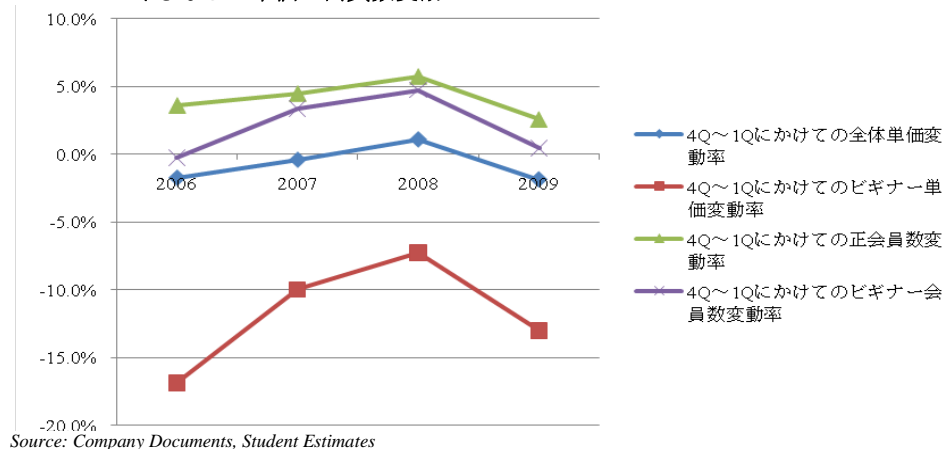


Exhibit 13: 単価に関する考察

	一店舗当たり月次売上高	ぐるなびに支払える月次広告費
全 体	8,455,000	50,960
ファーストフード	7,826,000	47,169
ファミリーレストラン	9,036,000	54,462
パブレストラン/居酒屋	10,834,000	65,298
ディナーレストラン	19,429,000	117,102
喫茶	6,039,000	36,398

総加盟店舗数に関する考察と同様で、飲食店の決定に関与する可能性のあるインターネットユーザーの割合は80%、飲食店の決定のためにグルメサイトを見る割合が67.4%、グルメサイトの中でぐるなびを選ぶユーザーの割合は62.1%という比率を掛けている。その後、飲食店の広告費は売り上げの1.8%（中小企業庁「中小企業原価指標 平成15年度版」）を掛けるとぐるなびに支払うことができる最大の広告費の理論値を計算できる。

ぐるなびの主要なターゲットであるパブレストラン/居酒屋やディナーレストランが支払うことのできる平均は、91,200円。

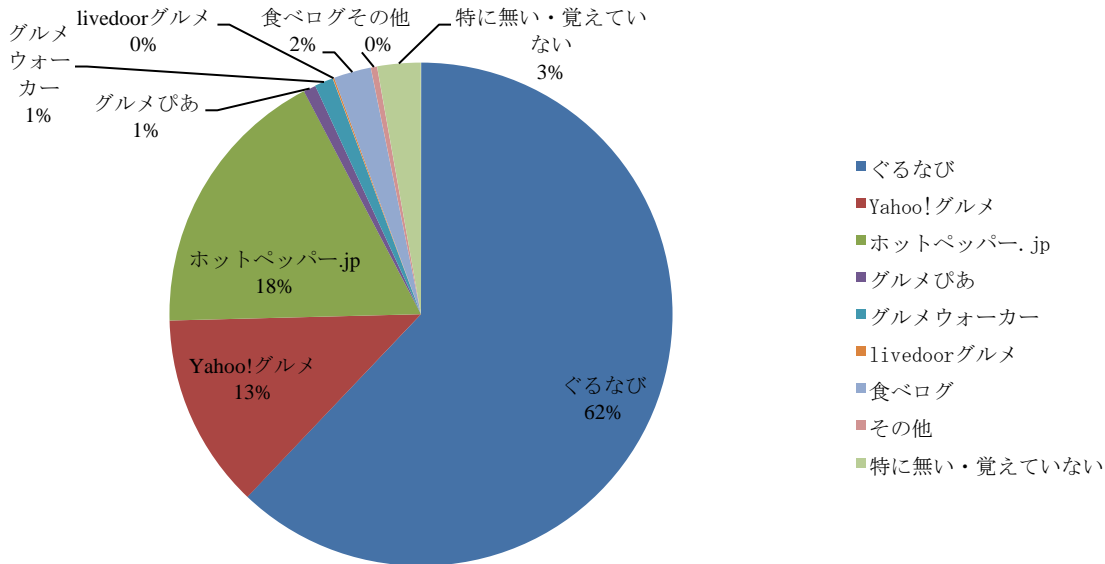
一店舗当たり月次売上高の出所：JF 外食産業市場動向調査 (H.20) より
他数値の出所：(Exhibit 11 p.24 を参照)

したがって、販促正会員単価が独立してオプションサービス等で上昇することはないが、全体の平均単価は総加盟店舗数に対する販促正会員の割合が増えることによって十分に可能である。

ただし、全店舗が販促正会員になるのは考えられない、また、パブレストラン/居酒屋の上限が65,298円なので6万円程度まで全体の平均単価を上げることは可能であると見込まれる。

Source: 日本フードサービス協会, Student Estimate

Exhibit 14:各グルメサイト利用割合



Source: 2009年7月9日~12日株式会社マーシェ、インターネットコム株式会社

Exhibit 15: ネット企業のブランド力とは

グルメサイトのブランド力とはエンドユーザーにサイトを見られることであるといえる。なぜなら、サイトを見られなければ宣伝効果はなく、他のサイトに移るメリットになるためである。

ブランド力がどのように利益に繋がるのか

グルメサイトではページビュー数が多いことで広告効果が高まると飲食店は考えサイトに掲載したくなる。
→会員数増加→収益増加に繋がる。

ブランド力は継続可能か

<プロパティアクセス数の順位変動>

順位	2001年3月	2002年3月	2003年3月	2004年3月	2005年3月	2006年3月	2006年5月	2006年9月	2007年5月	2007年9月	2008年9月
1位	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo	Yahoo
2位	Nifty	Nifty	Rakuten	Rakuten	Rakuten	Rakuten	Microsoft	Rakuten	Rakuten	Rakuten	google
3位	MSN	MSN	Nifty	MSN	MSN	GMO	Rakuten	Microsoft	NTTcommunications	google	Rakuten
4位	NEC	Rakuten	MSN	Nifty	GMO	Nifty	NTTcommunications	NTTcommunications	Microsoft	NTTcommunications	NTTcommunications
5位	Sony	NEC	NEC	Microsoft	Nifty	MSN	GMO	GMO	google	Microsoft	Microsoft
6位	Microsoft	Microsoft	Microsoft	NEC	NEC	NEC	Nifty	Nifty	GMO	GMO	GMO
7位	DTI	Sony	Sony	Sony	Microsoft	Amazon	NEC		Nifty	Nifty	FC2
8位	Rakuten	NTTcommunications	NTTcommunications	NTTcommunications	NTTcommunications	FC2	FC2	FC2	FC2	FC2	Nifty
9位	Lyoos	Lyoos	KDDI	GMO	Sony	NTTcommunications	Livedoor			Livedoor	Wikimedia foundation

Source: ネットレイティングス株式会社 プレスリリース

上の表プロパティのアクセス数の推移を見ると4年前から6社が、7年前からは4社が変わらずに10位以内を占めている。したがって、新規参入はあるが、一度ユーザーから支持を得るとブランド力の維持が可能と考えられる。

この結果より、一度多くのユーザーに利用、閲覧されたサイトはブランド力（ユーザーからのアクセス）が落ちにくいと考えられる。この理由は新規参入が可能であると共に模倣も簡単であるためだといえる。そのため、新規企業が魅力的な新しいサービスを提供したとしても大手がそれを模倣し、ユーザーは多く使われている大手サイトを利用するようになり、結果、大手は地位を脅かされないということにつながると考えられる。

したがって、ぐるなびも現在ユーザーより高い支持を得ていることから（巻末 Exhibit 13）、今後ブランド力の維持が可能であるといえる。

また、最新の情報では企業サイトランキングのうち、業種別ランキングのインターネットサービス部門で1位を取っているこの表はグルメサイトのみのランキングではないが、ぐるなびが強いブランド力を持っていることがわかる。

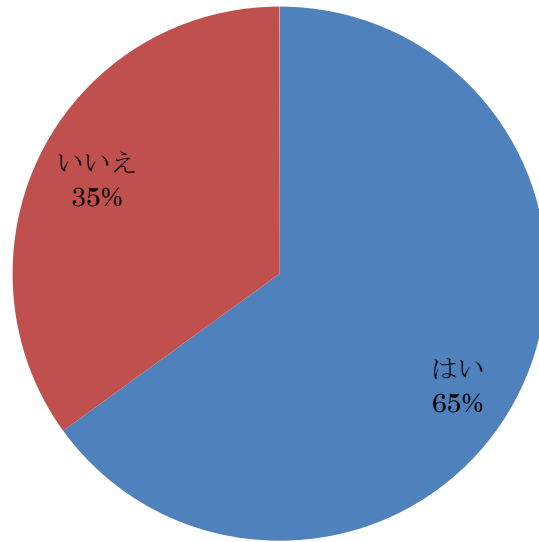
業種別ランキング(インターネットサービス)

業種別順位	企業サイト名	総合得点 (100点)	利用者への配慮		Webサイトのブランド価値	
			基本情報 (25点)	使いやす さ(25点)	利用者の 閲覧・活 用(25点)	検索エン ジン対応(25 点)
1	ぐるなび	74.6	23.4	14.0	20.2	17.0
2	ECナビ	74.1	17.4	15.0	24.7	17.0
3	オールアバウト	73.5	22.9	14.0	20.6	16.0
4	マクロミル	73.5	24.2	14.4	19.9	15.0
5	カカクコム	72.6	20.0	14.0	19.6	19.0
6	インターネット イニシアティブ	71.4	25.0	16.2	10.2	20.0
7	楽天	71.2	21.2	11.0	22.0	17.0
8	ライブドア	70.9	20.7	7.2	23.0	20.0
9	ナビタイム ジャパン	70.8	23.7	9.0	19.1	19.0
10	エキサイト	70.3	21.7	16.2	18.4	14.0
11	ガリバーイン ターナショナル	66.6	17.4	17.0	15.2	17.0
12	ソネットエンタ テインメント	66.5	22.2	8.0	19.3	17.0
13	ヤフー	66.2	21.2	5.0	25.0	15.0
14	サイバーマッ プ・ジャパン	65.4	20.0	14.0	18.4	13.0
15	はてな	65.3	22.4	11.0	15.9	16.0
16	セブンアイド ワイ	63.7	19.9	8.0	23.8	12.0
17	ケンコーコム	63.1	25.0	7.6	16.5	14.0
18	ベクター	61.5	23.7	6.8	14.0	17.0
19	まぐまぐ	61.3	19.4	9.2	19.7	13.0
20	エンタテイン トプラス	60.4	22.9	6.0	15.5	16.0
21	グーグル	57.0	11.8	12.2	25.0	8.0
22	アマゾンジャ パン	53.4	9.0	11.0	22.4	11.0
23	ネットプライ スドットコム	49.5	21.0	1.2	12.3	15.0

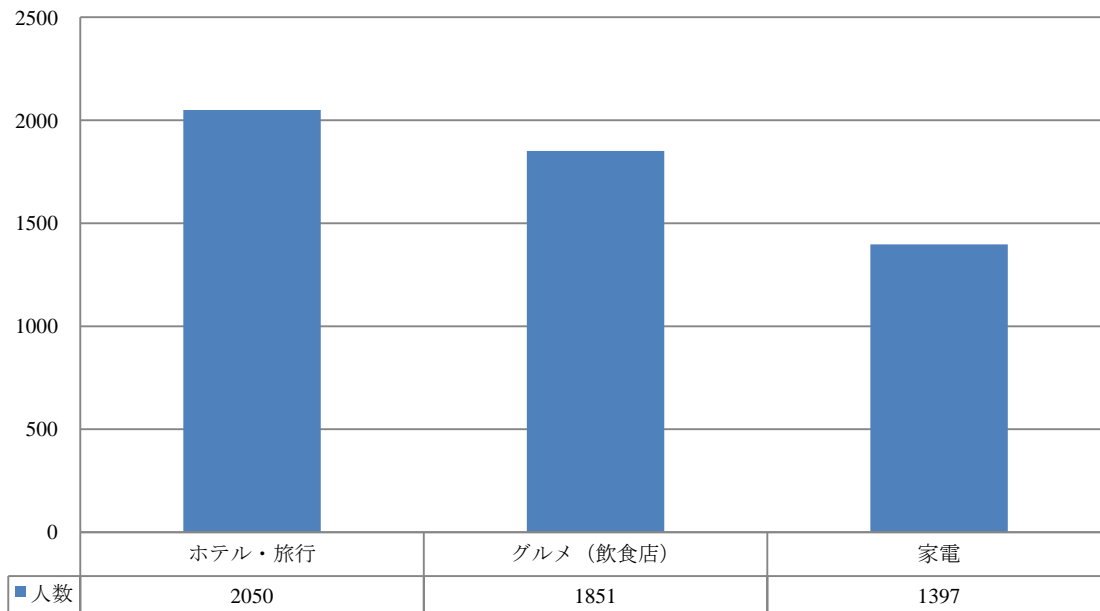
Source:株式会社日経BP マーケティング 企業サイトランキング (業種別ランキングインターネットサービス)

Exhibit 16: クチコミサイト利用調査

6,732 人中の継続的にクチコミサイトを活用している人の割合



「はい」と答えた人のうち、どの分野であるかに関する調査で上位3位までを抽出 (3つまで複数選択)



Source: 朝日新聞 (2009年10月3日)

Exhibit 17: 営業用現金の最低ラインの分析

流動資産構成比	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
現金及び預金	71.8%	56.9%	59.2%	54.1%	53.5%	54.3%	55.5%	57.2%	58.9%
受取手形及び売掛金	22.2%	34.9%	31.5%	36.0%	36.5%	35.9%	34.9%	33.6%	32.2%
有価証券	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
棚卸資産	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
繰延税金資産	1.7%	1.8%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%
未収入金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他流動資産	7.2%	10.7%	10.2%	11.6%	11.7%	11.5%	11.2%	10.8%	10.3%
貸倒引当金	-3.0%	-4.6%	-4.2%	-4.8%	-4.9%	-4.8%	-4.7%	-4.5%	-4.3%

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	
現預金割り当て分流動負債	1,086,400	838,460	1,636,138	1,605,715	1,986,747	2,296,068	2,640,755	3,018,140	3,422,509	過去4年平均
対現預金営業用現金比率	24.7%	27.8%	37.4%	34.1%	37.2%	36.6%	35.6%	34.3%	32.9%	31.0%
対売上高営業用現金比率	12.6%	7.1%	10.5%	8.0%	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%

営業用現金に対する期首換算税引後ROICの感応度								
	2006	2007	2008	2009				
営業用現金2%	121.9%	34.7%	45.2%	83.0%				
営業用現金3%	110.5%	33.0%	43.6%	78.4%				
営業用現金4%	101.1%	31.5%	42.1%	74.3%				
営業用現金5%	93.2%	30.1%	40.6%	70.5%				
営業用現金6%	86.4%	28.8%	39.3%	67.2%				
営業用現金7%	80.6%	27.6%	38.1%	64.1%				
営業用現金9.6%	68.5%	24.9%	35.2%	57.3%	流動負債の支払を流動資産に頼った場合			
営業用現金10%	67.0%	24.6%	34.8%	56.4%				
営業用現金10.4%	65.5%	24.2%	34.4%	55.5%	流動負債の支払を当座資産に頼った場合			
営業用現金15.6%	50.9%	20.4%	30.0%	46.1%	流動負債の支払を現預金のみ頼った場合			
営業用現金20%	42.8%	18.0%	27.1%	40.3%				
営業用現金30%	31.5%	14.2%	22.1%	31.3%				

Source: Company Documents, Student Estimate

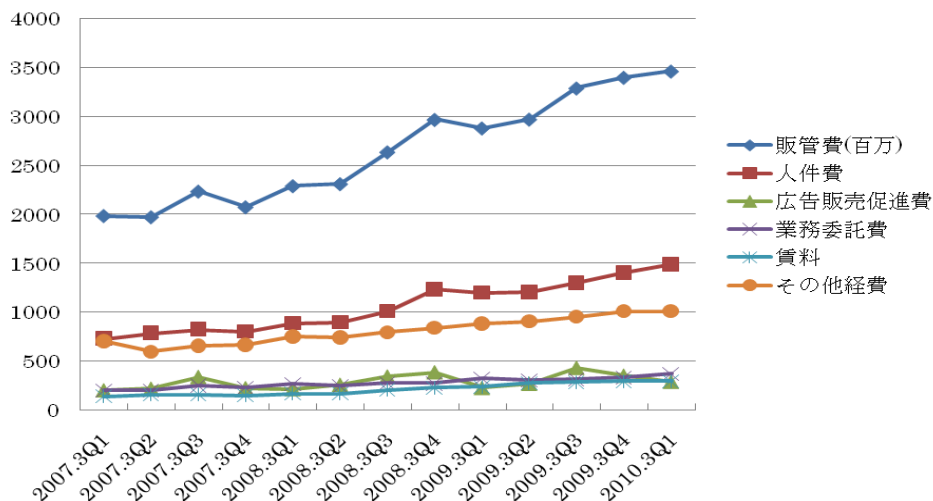
Exhibit 18: シナリオの計算過程 (各シナリオ共通)

基盤事業 (プロモーションを含む) 売上高計算方法

計算式：(前期販促正会員数－当期販促正会員数) × (前期販促正会員単価－当期販促正会員単価) + (前期ビギナー会員数－当期ビギナー会員数) × (前期ビギナー会員単価－当期ビギナー会員単価)

販売管理費の計算方法

ぐるなびの売上高に対する販管費の割合は 60%から 70%を占めており、主要なバリュー・ドライバーである。販管費の内分けの推移を表したグラフから、人件費が大きく上昇してきていることから、人件費を別に産出することが妥当であると考えられる。



計算式：(販管費) = (従業員数) × (平均給料) + (売上高) × (過去四年間の売上高に対する人件費以外の販売管理費の平均割合)

従業員数の算定

ぐるなびは現在人を増やすフェーズであると認識しており、今後の採用も 200 人を検討しており、そのうち 100 人を営業員とするとしていたため、2012 年までの採用は生産性に関らず、営業員を 100 人 (全体は 200 人) 採用すると仮定した。2013 年からの採用は一人当たりの営業店舗数が 30 店舗になるよう営業員を採用すると仮定する。(状況によって採用人数を変えることも企業としては考えられるため、各シナリオにおいて生産性の減少がないように採用をとした。ぐるなびへのインタビューにおいて人員の増加による生産性の減少についての意見を求めた際、「現在生産性は維持したい」と述べていたことから妥当であるといえる。) 営業員を含む従業員全体としては 2015 年までは営業員数の 2 倍、2015 年以降は 1.5 倍の採用をすると仮定する。2015 年以降の採用を減らした理由は総務・人事など会社運営にかかわる人員の大幅増加は経営上見込めないと判断したためである。

		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
good	従業員数	1,141	1,341	1,541	1,741	2,409	2,713	2,941	3,169	3,398	3,626	3,854
	営業員数	450	550	650	750	1,084	1,236	1,388	1,540	1,692	1,845	1,997
neutral	従業員数	1,141	1,341	1,541	1,741	1,741	2,086	2,221	2,355	2,489	2,623	2,757
	営業員数	450	550	650	750	750	923	1,012	1,102	1,191	1,281	1,370
bad	従業員数	1,141	1,341	1,541	1,741	1,741	1,741	1,741	1,741	1,741	1,741	1,741
	営業員数	450	550	650	750	750	750	750	750	750	750	750

Source: Company Documents, Student Estimate

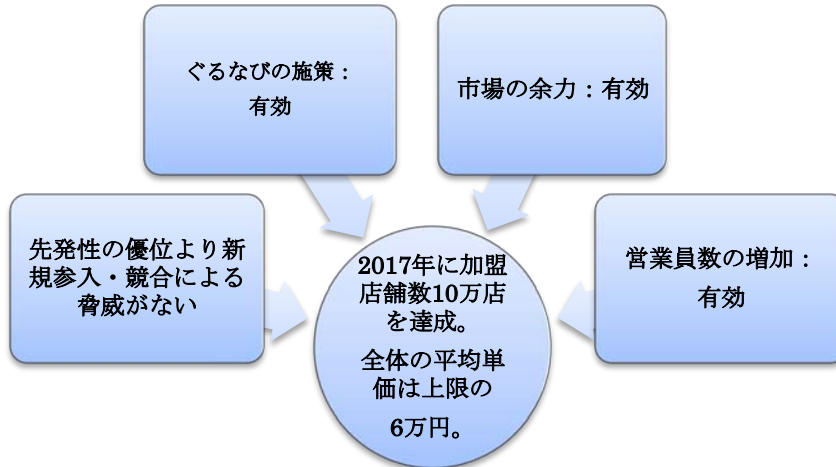
[INDEXに戻る](#)

Exhibit 19: 各シナリオの条件

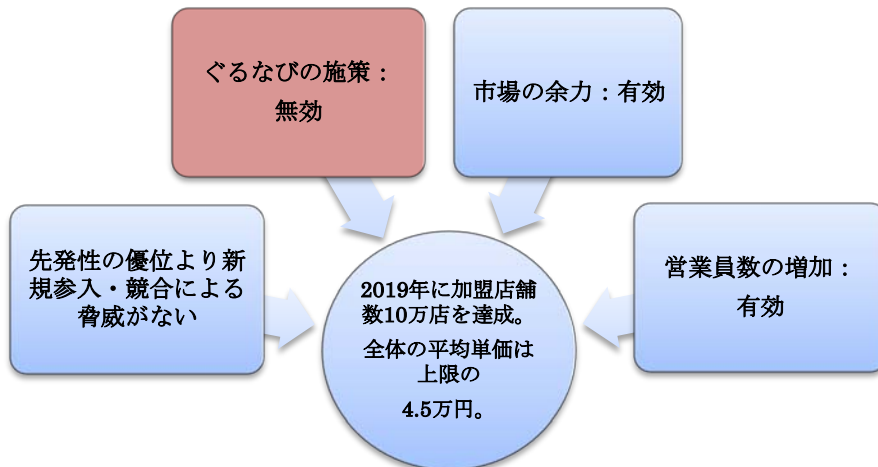
シナリオの作成

以上の前提条件を基に、総加盟店舗数 10 万店を早期達成する可能性、10 万店を達成できない可能性を考える。変動要因としてはぐるなびのシェア、早期達成による目標達成後の営業力増加、目標達成時期と目標達成可能性からくる単価の変化をシナリオに織り込む

good シナリオ

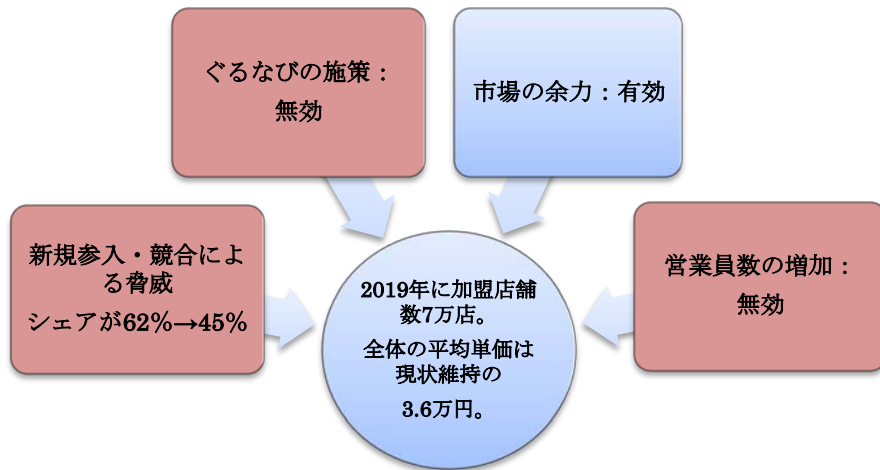


neutral シナリオ



[INDEXに戻る](#)

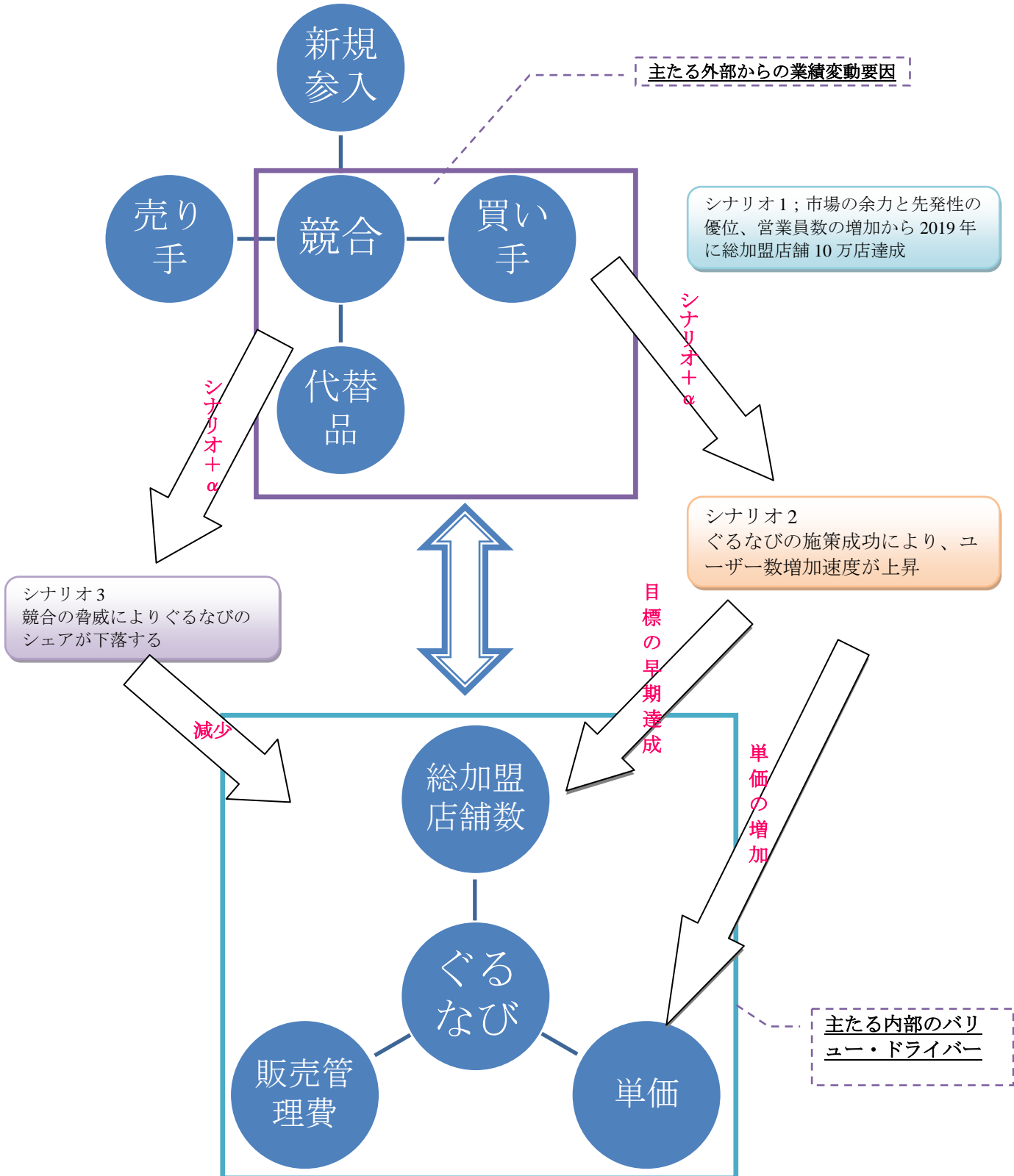
bad シナリオ



シナリオ	総加盟店舗数、平均単価の仮定	起こりうる背景
シナリオ 1 (neutral)	2019年に総加盟店舗数 10 万店を達成しその後の増加はなし。 1 店舗あたりの最終単価は上限の約 65%である 4.5 万円と仮定	先発の優位性より、現在のシェアを維持することが可能とし、現状の増加数を維持できるとする。
シナリオ 2 (good)	2017年に総加盟店舗数 10 万店を達成しその後の増加はなし。 1 店舗あたりの最終単価は上限の約 90%に当たる 6 万円になると仮定	先発の優位性より、現在のシェアを維持することが可能とする。 現在行っているぐるなびの施策が成功し、ぐるなびが理想とする早期 10 万店達成が可能となる。
シナリオ 3 (bad)	2019年に総加盟店舗数 7 万店を達成しその後の増加はなし。 1 店舗あたりの最終単価は現状維持の 3.6 万円になると仮定	脅威となりえる新規参入・競合出現から、現在のシェアを維持することが不可能とする。 (45%まで低下)

Source: Company Documents, Student Estimate

Exhibit 20: シナリオ早見マップ



Source: Student Estimate

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 21: 日本におけるマーケット・リスクプレミアムの推移

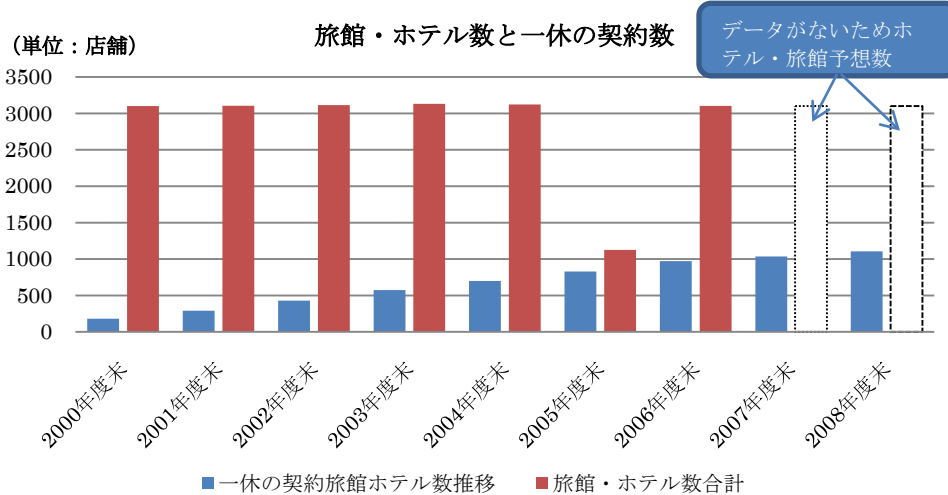
日本の株式市場における利付国債10年利回りと比較したリスクプレミアムの推移						
	東証1部市場収益率	東証2部市場収益率	株式投資収益率	東証上場国債 (10年)	リスク・プレミアム	
1986	40.1%	19.6%	29.85%	5.2354%	24.6145900%	
1987	46.2%	18.2%	32.20%	5.0325%	27.1675000%	
1988	14.6%	25.6%	20.10%	4.9500%	15.1500000%	
1989	22.4%	14.4%	18.40%	5.2154%	13.1845833%	
1990	-15.9%	15.3%	-0.30%	7.0243%	-7.3242500%	
1991	-11.3%	-14.5%	-12.90%	6.2992%	-19.1991660%	
1992	-24.8%	-31.7%	-28.25%	5.2870%	-33.5370000%	
1993	13.7%	9.9%	11.80%	4.2332%	7.5668340%	
1994	73.0%	13.8%	43.40%	4.4261%	38.9739167%	
1995	-13.1%	-19.6%	-16.35%	3.3402%	-19.6901666%	
1996	17.7%	21.3%	19.50%	3.0728%	16.4271667%	
1997	-9.4%	-21.7%	-15.55%	2.3218%	-17.8717500%	
1998	-10.2%	-11.5%	-10.85%	1.5098%	-12.3597500%	
1999	23.1%	77.1%	50.10%	1.7708%	48.3291667%	
2000	19.5%	8.7%	14.10%	1.7474%	12.3526000%	
2001	-15.1%	-12.0%	-13.55%	1.3296%	-14.8795833%	
2002	-14.3%	-69.0%	-41.65%	1.2517%	-42.9016660%	
2003	-2.5%	11.8%	4.65%	1.0133%	3.6366670%	
2004	27.4%	56.2%	41.80%	1.5008%	40.2991670%	
2005	17.1%	34.3%	25.70%	1.1361%	24.5638750%	
2006	30.5%	21.3%	25.90%	1.7358%	24.1641670%	
2007	4.5%	-8.2%	-1.85%	1.6521%	-3.5020833%	
2008	-26.2%	-28.9%	-27.55%	1.4542%	-29.0041660%	
平均	9.0%	5.7%	7.33%	3.1539%	4.1808979%	
中央値	13.7%	11.8%	11.8%	2.3%	7.6%	
標準偏差	0.245096432	0.300527715	0.245987338	0.018691963	0.24518394	

Source: 日経NEEDS Financial Quest, Student Estimates

Exhibit 22: 宿泊施設紹介サイト産業

宿泊施設紹介サイトはサイト乱立の時期を経て、大手の数社に会員も宿泊施設も集約されてきている（一休 決算説明資料より）。グルメサイトも同様に大手数社に集約されると考えられる。ぐるなびはユーザーから多大な支持を受けており、最終的に集約する大手の一つになるといえる。また、一休は3割まで掲載ホテル・旅館数を伸ばしている。（2007年 2008年のホテル・旅館の事業者合計数のデータはないが今までの推移からに変化はないと予想）

一休は成果報酬型であるため、ぐるなびよりも掲載店舗を多く載せることができると考えられる。その一休でも市場全体の約3割のところで掲載店舗数増加の伸びが減少している。したがって、ぐるなびが全体の2割である10万店で加盟店舗数増加がほぼなくなると考えることは妥当ではないかといえる。



Source: 一休 Company Documents, 観光庁 統計データ, Student Estimate

Exhibit 23: 各シナリオの予測 FCF 推移と目標価格

各シナリオの財務諸表から FCF を求めと下記表となる。
good (in millions)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【売上高】	20,011	23,847	29,346	34,800	40,253	45,707	51,161	56,615	62,069	67,034	71,511
売上原価	3,543	4,295	5,285	6,267	7,250	8,232	9,214	10,196	11,179	12,073	12,879
販売費および一般管理費	12,555	15,976	19,155	22,316	27,638	31,280	34,571	37,862	41,153	44,244	47,135
【EBIT(営業利益)】	3,914	3,576	4,905	6,216	5,366	6,195	7,375	8,556	9,737	10,717	11,497
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0
【EBITA(営業利益)】	3,928	3,624	4,954	6,265	5,399	6,213	7,375	8,556	9,737	10,717	11,497
【EBIT(A)に対する税金】	1,651	1,704	2,337	2,961	2,555	2,949	3,511	4,073	4,635	5,102	5,474
役員賞与	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
繰延税金の増減	-75	-108	-147	-186	-161	-185	-220	-255	-291	-320	-343
【NOPLAT】	2,198	1,813	2,470	3,118	2,683	3,079	3,645	4,228	4,811	5,295	5,680
減価償却費	1,054	938	1,176	1,413	1,680	1,947	2,219	2,456	2,692	2,908	3,102
【グロス・キャッシュフロー】	3,253	2,750	3,646	4,530	4,363	5,026	5,864	6,684	7,504	8,203	8,782
【営業運転資金の増減】	1,174	236	675	670	670	670	670	670	670	610	550
【設備投資】	-1,169	-1,006	-1,293	-1,529	-1,781	-2,033	-2,287	-2,524	-2,761	-2,970	-3,158
【その他資産増加】	-380	-611	-676	-671	-671	-671	-671	-671	-671	-611	-551
【総投資】	2,724	1,853	2,645	2,870	3,122	3,374	3,628	3,865	4,101	4,191	4,259
【のれん代加算前FCF】	529	897	1,001	1,660	1,241	1,652	2,236	2,819	3,402	4,012	4,524
のれん代への投資	50	31	31	31	15	0	0	0	0	0	0
【フリーキャッシュフロー】	478	867	970	1,630	1,226	1,652	2,236	2,819	3,402	4,012	4,524

neutral (in millions)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【売上高】	20,011	22,830	26,287	29,702	33,117	36,531	39,946	43,361	46,775	50,190	53,605
売上原価	3,543	4,112	4,734	5,349	5,964	6,579	7,194	7,809	8,424	9,039	9,654
販売費および一般管理費	12,555	15,559	17,901	20,226	21,626	24,622	26,642	28,663	30,684	32,704	34,725
【EBIT(営業利益)】	3,914	3,159	3,652	4,127	5,527	5,330	6,109	6,888	7,668	8,447	9,226
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0
【EBITA(営業利益)】	3,928	3,208	3,700	4,175	5,560	5,348	6,109	6,888	7,668	8,447	9,226
【EBIT(A)に対する税金】	1,651	1,506	1,740	1,967	2,632	2,537	2,908	3,279	3,651	4,022	4,393
役員賞与	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
繰延税金の増減	-75	-95	-110	-124	-165	-159	-182	-206	-229	-252	-276
【NOPLAT】	2,198	1,606	1,850	2,085	2,763	2,651	3,018	3,403	3,788	4,173	4,557
減価償却費	1,054	893	1,043	1,192	1,370	1,549	1,733	1,881	2,029	2,177	2,325
【グロス・キャッシュフロー】	3,253	2,500	2,893	3,276	4,133	4,200	4,751	5,284	5,817	6,350	6,883
【営業運転資金の増減】	1,174	111	425	419	419	419	419	419	419	419	419
【設備投資】	-1,169	-949	-1,135	-1,283	-1,446	-1,610	-1,775	-1,924	-2,072	-2,220	-2,368
【その他資産増加】	-380	-486	-425	-420	-420	-420	-420	-420	-420	-420	-420
【総投資】	2,724	1,546	1,985	2,122	2,286	2,449	2,615	2,763	2,911	3,059	3,207
【のれん代加算前FCF】	529	954	908	1,154	1,847	1,751	2,136	2,521	2,906	3,291	3,675
のれん代への投資	50	31	31	31	15	0	0	0	0	0	0
【フリーキャッシュフロー】	478	923	878	1,123	1,832	1,751	2,136	2,521	2,906	3,291	3,675

[INDEXに戻る](#)

bad (in millions)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
【売上高】	20,011	21,616	22,637	23,618	24,599	25,580	26,560	27,541	28,522	29,503	30,484
売上原価	3,543	3,893	4,077	4,254	4,430	4,607	4,784	4,960	5,137	5,314	5,490
販売費および一般管理費	12,555	15,061	16,404	17,731	18,133	18,536	18,938	19,340	19,742	20,144	20,547
【EBIT(営業利益)】	3,914	2,662	2,155	1,633	2,035	2,437	2,839	3,241	3,643	4,045	4,448
のれん・連結調整勘定償却額	14	48	48	48	33	18	0	0	0	0	0
【EBITA(営業利益)】	3,928	2,710	2,204	1,681	2,068	2,455	2,839	3,241	3,643	4,045	4,448
【EBIT(A)に対する税金】	1,651	1,269	1,028	780	970	1,161	1,352	1,544	1,735	1,927	2,118
役員賞与	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
繰延税金の増減	-75	-80	-65	-50	-61	-73	-85	-97	-109	-121	-133
【NOPLAT】	2,198	1,360	1,110	852	1,037	1,221	1,402	1,601	1,799	1,998	2,196
減価償却費	1,054	841	885	928	1,001	1,074	1,152	1,195	1,237	1,280	1,322
【グロス・キャッシュフロー】	3,253	2,201	1,995	1,779	2,037	2,295	2,554	2,795	3,036	3,277	3,518
【営業運転資金の増減】	1,174	-38	125	121	121	121	121	121	121	121	121
【設備投資】	-1,169	-882	-946	-988	-1,046	-1,104	-1,164	-1,207	-1,249	-1,292	-1,335
【その他資産増加】	-380	-337	-126	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121
【総投資】	2,724	1,180	1,197	1,229	1,287	1,345	1,406	1,448	1,491	1,533	1,576
【のれん代加算前FCF】	529	1,021	798	550	750	950	1,149	1,347	1,546	1,744	1,943
のれん代への投資	50	31	31	31	15	0	0	0	0	0	0
【フリーキャッシュフロー】	478	991	767	519	735	950	1,149	1,347	1,546	1,744	1,943

(単位: 百万円)		2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
good シナリオ	【売上高】	15,602	20,011	23,847	29,346	34,800	40,253	45,707	51,161	56,615	62,069	67,034	71,511
	【フリーキャッシュフロー】	1,383	478	867	970	1,630	1,226	1,652	2,236	2,819	3,402	4,012	4,524
neutral シナリオ	【売上高】	15,602	20,011	22,830	26,287	29,702	33,117	36,531	39,946	43,361	46,775	50,190	53,605
	【フリーキャッシュフロー】	1,383	478	923	878	1,123	1,832	1,751	2,136	2,521	2,906	3,291	3,675
bad シナリオ	【売上高】	15,602	20,011	21,616	22,637	23,618	24,599	25,580	26,560	27,541	28,522	29,503	30,484
	【フリーキャッシュフロー】	1,383	478	991	767	519	735	950	1,149	1,347	1,546	1,744	1,943

各シナリオの予想FCFからWACCを用いて割引き、予測期間内FCFの現在価値を求めた。その現在価値にターミナルバリューと非事業用資産を足し、現在の発行済株式数で割り、1株あたりの株主価値(目標価格)を求めた。

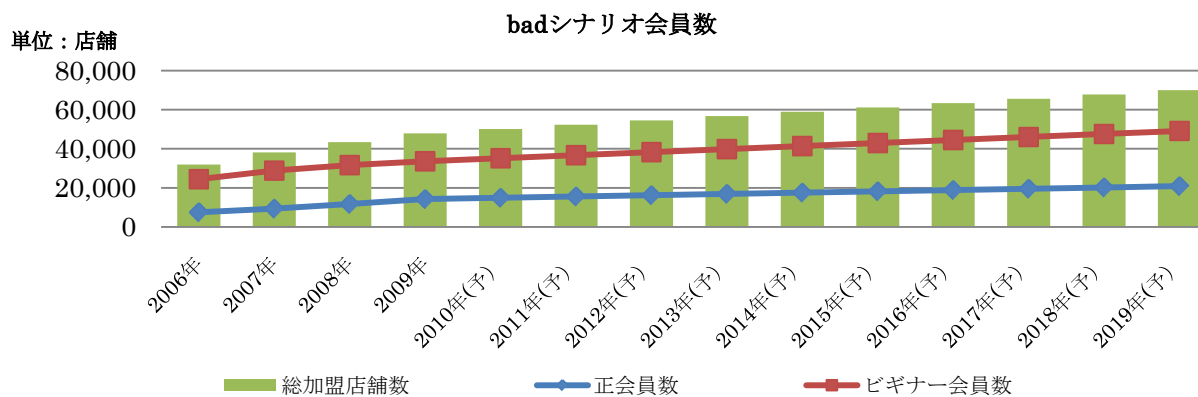
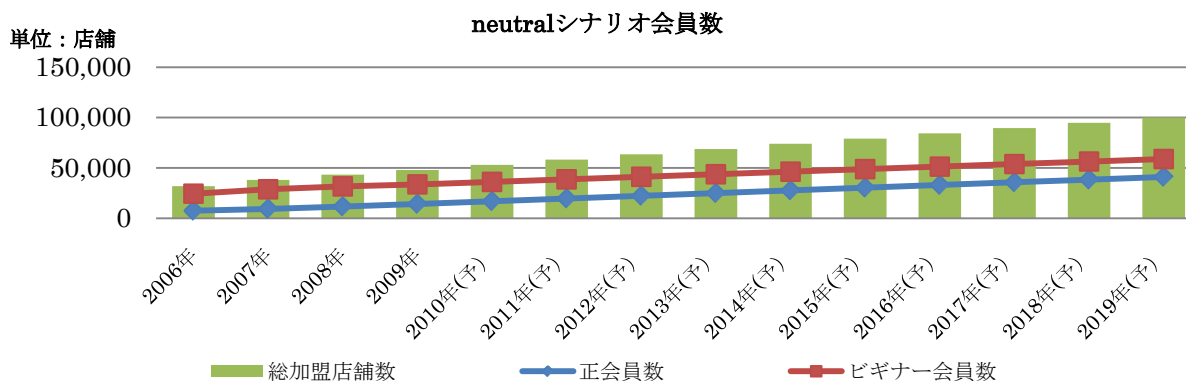
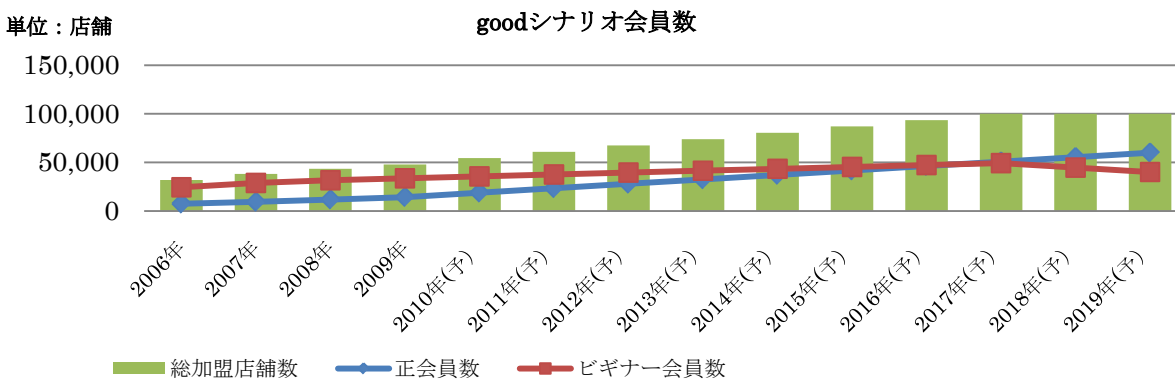
goodシナリオ	(単位: 千円)	neutralシナリオ	(単位: 千円)	badシナリオ	(単位: 千円)	
	予測期間のFCFの現在価値	23,295,428	予測期間のFCFの現在価値	20,992,109	予測期間のFCFの現在価値	11,643,200
	ターミナルバリュー	93,594,753	ターミナルバリュー	76,040,241	ターミナルバリュー	40,194,850
	FCFの現在価値	81,675,495	FCFの現在価値	68,422,486	FCFの現在価値	36,714,883
	非事業用資産	2,855,368	非事業用資産	2,855,368	非事業用資産	2,855,368
	株主価値の試算値	84,530,862	株主価値の試算値	71,277,853	株主価値の試算値	39,570,251
	1株当たり株主価値(円)	325,319	1株当たり株主価値(円)	274,314	1株当たり株主価値(円)	152,287
	発行済株式数(株)	259,840	発行済株式数(株)	259,840	発行済株式数(株)	259,840

[INDEXに戻る](#)

参考：各シナリオの売上高・販管費・人件費推移

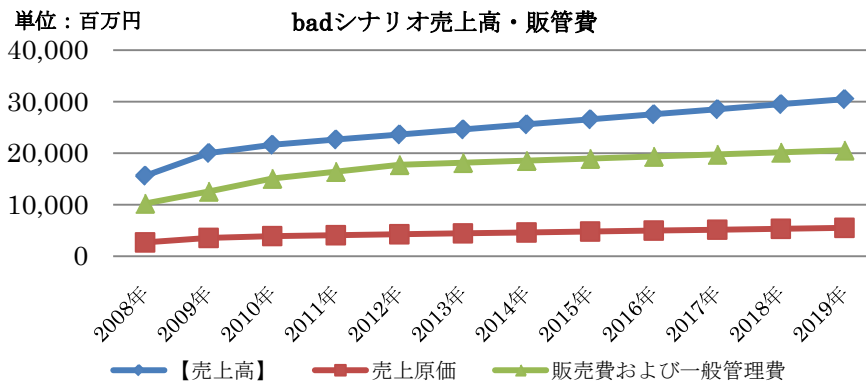
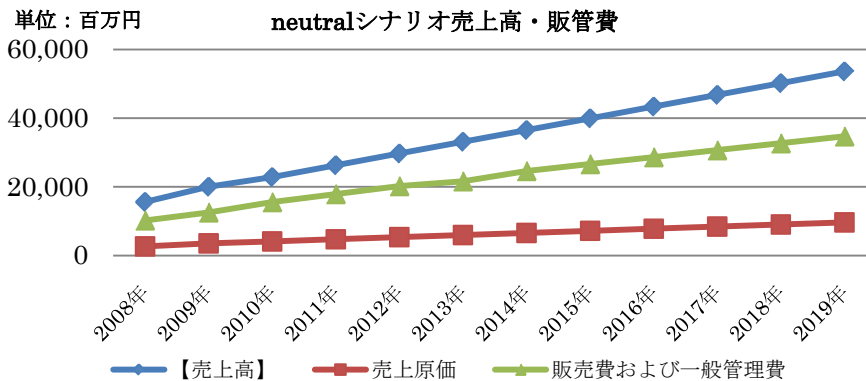
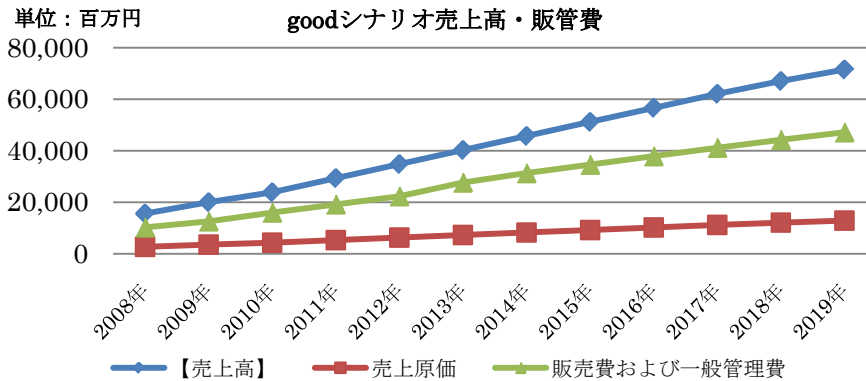
全シナリオにおける前提条件	2009年	2010年以降
正会員単価(月額)	91558円	92000円
ビギナー会員単価(月額)	12200円	12200円
基盤事業に対する、関連事業売上高		2.43%

各シナリオの会員数予想推移

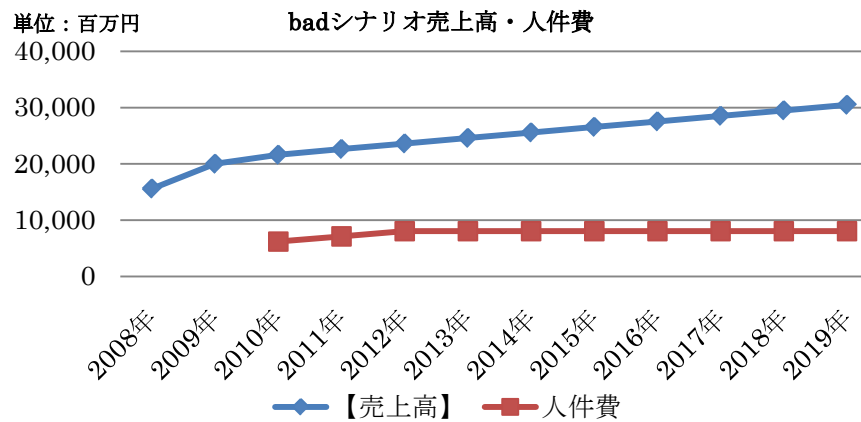
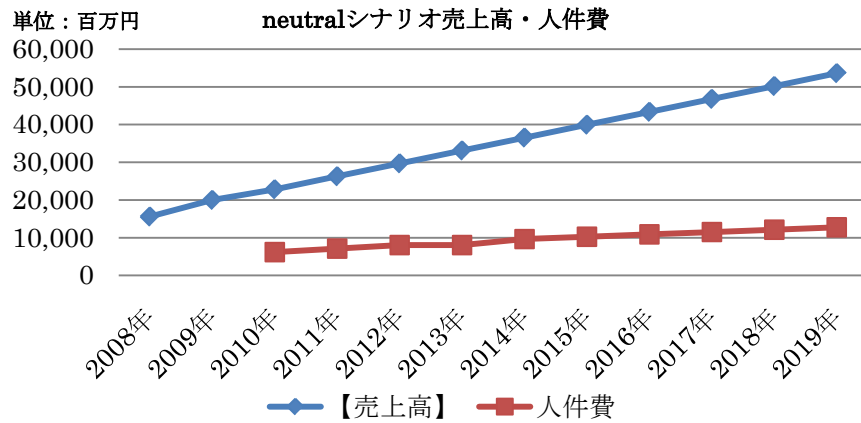
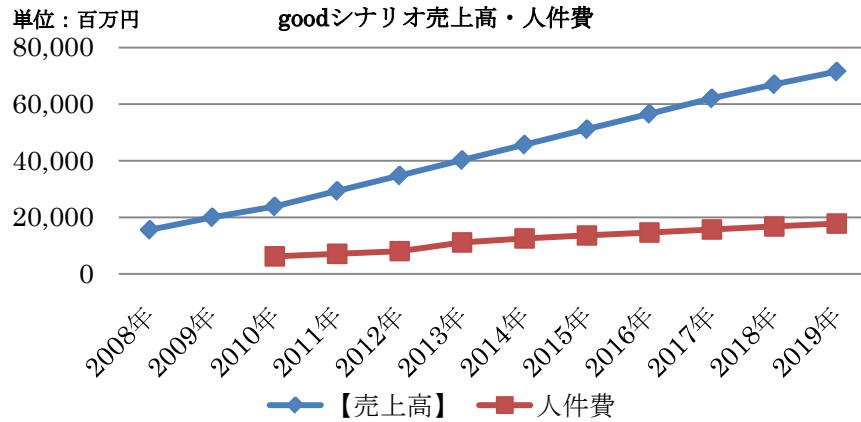


[INDEXに戻る](#)

各シナリオの売上高、販管費予想推移



各シナリオ売上高・人件費予想推移



Source: Company Documents, Student Estimate

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 24: マルチプル分析の詳細

1. 競争・類似企業各社の各倍率

	PER	PBR	PSR	EV/EBIT	EV/EBITDA	VSR
①e-まちタウン	25.51	0.92	0.52	1.33	1.24	0.13
②TRNコーポレーション	24.14	0.22	0.06	9.10	4.59	0.43
③USEN	18.64	0.52	0.08	13.21	4.66	0.49
④アスラポート・ダイニング	13.63	2.73	0.09	11.67	13.34	0.24
⑤カカクコム	29.69	12.99	6.49	17.09	18.46	7.03
⑥ジーエフシー	11.28	0.35	0.20	採用せず	採用せず	採用せず
⑦びあ	84.13	7.92	0.12	28.52	6.01	0.08
⑧ベネフィット・ワン	11.12	1.21	1.00	6.62	5.63	0.99
⑨リンク・ワン	23.79	39.73	1.08	採用せず	10.25	0.79
⑩角川ホールディングス	25.24	0.77	0.37	5.87	3.55	0.21
各倍率の平均	26.72	6.74	1.00	11.68	7.52	1.16

※倍率がマイナスになってしまう場合は、「採用せず」と表記している。

2. 平均倍率からの目標価格

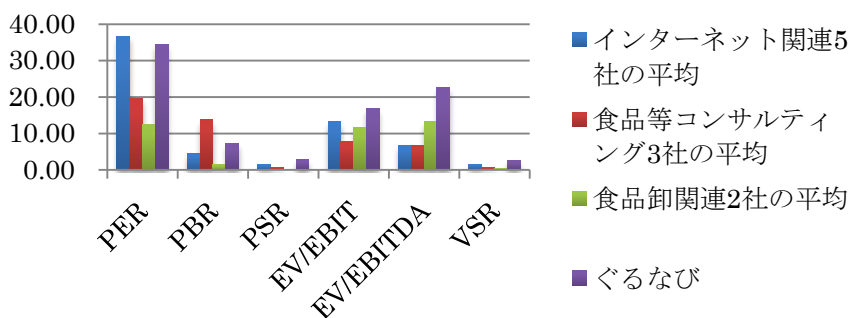
(千円)	2011年予ぐるなび財務データ	平均倍率	企業価値	ネットデット	時価総額	発行済株式数	目標価格
PER比準	4,495,859 (税引き後利益)	26.72			120,111,708	259840	462,253
PBR比準	10,083,841 (純資産)	6.74			67,919,778	259840	261,391
PSR比準	26,782,953 (売上高)	1.00			26,797,779	259840	103,132
EV/EBIT比準	5,088,761 (営業利益)	11.68	59,431,068	-3,430	59,434,498	259840	228,735
EV/EBITDA比準	6,378,519 (EBITDA)	7.52	47,994,525	-3,430	47,997,955	259840	184,721
VSR比準	26,782,953 (売上高)	1.16	30,945,866	-3,430	30,949,297	259840	119,109

3. インターネット関連企業のみを類似・競争企業としたときの目標価格

(千円)	2011年予ぐるなび財務データ	平均倍率	企業価値	ネットデット	時価総額	発行済株式数	目標価格
PER比準	4,495,859 (税引き後利益)	36.64			164,733,901	259840	633,982
PBR比準	10,083,841 (純資産)	4.62			46,615,308	259840	179,400
PSR比準	26,782,953 (売上高)	1.51			40,575,964	259840	156,157
EV/EBIT比準	5,088,761 (営業利益)	13.21	67,205,934,371	-3,430	-67,209,365	259840	258,657
EV/EBITDA比準	6,378,519 (EBITDA)	6.78	43,262,039,897	-3,430	43,265,470	259840	166,508
VSR比準	26,782,953 (売上高)	1.59	42,572,141,071	-3,430	42,575,571	259840	163,853

4. 各業種別競争企業の倍率

各業種別競争企業の倍率



5. 競争・類似企業情報

①e-まちタウン	
企業情報	直近
株価	299,000
発行済株式数	22600
時価総額	¥6,757,400,000
有利子負債	¥0
現金同等物	¥5,617,404,000
ネットデット	(¥5,617,404,000)
企業総価値(EV)	¥1,139,996,000
純資産(簿価)	¥7,328,597,000

②TRNコーポレーション	
企業情報	直近
株価	27,900
発行済株式数	73293
時価総額	¥2,044,874,700
有利子負債	¥15,332,330,000
現金同等物	¥3,781,951,000
ネットデット	¥11,550,379,000
企業総価値(EV)	¥13,595,253,700
純資産(簿価)	¥9,150,088,000

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥8,400,000,000	¥8,700,000,000
EBIT	¥700,000,000	¥1,100,000,000
減価償却	¥62,465,000	¥62,465,000
EBITDA	¥762,465,000	¥1,162,465,000
税引き後利益	¥300,000	¥500,000
1株利益(EPS)	¥11.124	¥12.389
BPS	¥324,274.20	

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥31,400,000,000	¥32,000,000,000
EBIT	¥1,400,000,000	¥1,600,000,000
減価償却	¥1,463,069,000	¥1,463,069,000
EBITDA	¥2,863,069,000	¥3,063,069,000
税引き後利益	¥80,000,000	¥90,000,000
1株利益(EPS)	¥1.092	¥1.228
BPS	¥124,842.59	

③USEN	
企業情報	直近
株価	90
発行済株式数	207148000
時価総額	¥18,643,320,000
有利子負債	¥123,565,000,000
現金同等物	¥31,445,000,000
ネットデット	¥92,120,000,000
企業総価値(EV)	¥110,763,320,000
純資産(簿価)	¥36,195,000,000

④アスラポート・ダイニング	
企業情報	直近
株価	7,500
発行済株式数	164976
時価総額	¥1,237,320,000
有利子負債	¥2,245,374,000
現金同等物	¥230,759,000
ネットデット	¥2,014,615,000
企業総価値(EV)	¥3,251,935,000
純資産(簿価)	¥452,514,000

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥220,000,000,000	¥230,000,000,000
EBIT	¥7,500,000,000	¥9,500,000,000
減価償却	¥15,334,000,000	¥15,334,000,000
EBITDA	¥22,834,000,000	¥24,834,000,000
税引き後利益	(¥5,000,000)	¥1,000,000,000
1株利益(EPS)	(0.024)	¥5
BPS	¥174.73	

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥12,800,000,000	¥13,800,000,000
EBIT	¥260,000,000	¥300,000,000
減価償却	¥34,600,000	¥34,600,000
EBITDA	¥225,400,000	¥265,400,000
税引き後利益	¥80,000,000	¥105,000,000
1株利益(EPS)	¥485	¥636
BPS	¥2,742.91	

⑥ジーエフシー	
企業情報	直近
株価	840
発行済株式数	5768954
時価総額	¥4,845,921,360
有利子負債	¥0
現金同等物	¥5,559,677,000
ネットデット	(¥5,559,677,000)
企業総価値(EV)	(¥713,755,640)
純資産(簿価)	¥13,884,489,000

⑤カカコム	
企業情報	直近
株価	316,000
発行済株式数	287358
時価総額	¥90,805,128,000
有利子負債	¥0
現金同等物	¥6,024,589
ネットデット	(¥6,024,589)
企業総価値(EV)	¥90,799,103,411
純資産(簿価)	¥6,992,131,000

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥24,700,000,000	¥25,000,000,000
EBIT	¥660,000,000	¥700,000,000
減価償却	¥237,000,000	¥270,000,000
EBITDA	¥423,000,000	¥430,000,000
税引き後利益	¥420,000,000	¥440,000,000
1株利益(EPS)	¥73	¥76
BPS	¥2,406.76	

損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥12,000,000,000	¥14,000,000,000
EBIT	¥4,900,000,000	¥5,800,000,000
減価償却	¥373,923,000	¥411,315,300
EBITDA	¥4,526,077,000	¥5,388,684,700
税引き後利益	¥2,850,000,000	¥3,300,000,000
1株利益(EPS)	¥9.918	¥11,483.93
BPS	¥24,332.47	

⑦びあ		
企業情報	直近	
株価	1,244	
発行済株式数	11271668	
時価総額	¥14,021,954,992	
有利子負債	¥1,542,800,000	
現金同等物	¥5,953,783,000	
ネットデット	(¥4,410,983,000)	
企業総価値(EV)	¥9,610,971,992	
純資産(簿価)	¥1,771,319,000	
損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥114,000,000,000	¥117,000,000,000
EBIT	¥230,000,000	¥630,000,000
減価償却	¥1,192,597,000	¥1,192,597,000
EBITDA	¥1,422,597,000	¥1,822,597,000
税引き後利益	¥100,000,000	¥500,000,000
1株利益(EPS)	¥8.87	¥44.36
BPS	¥157.15	

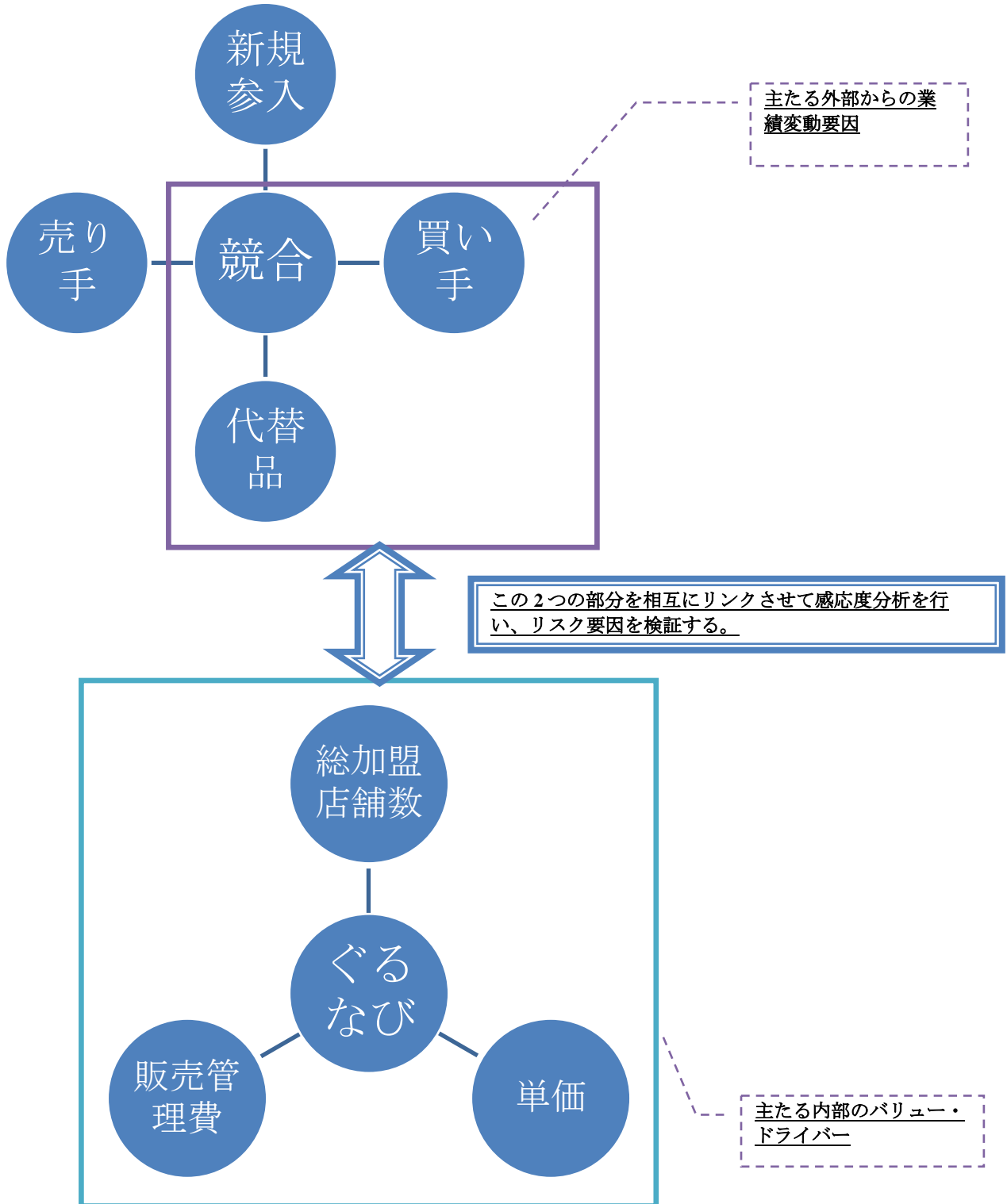
⑧ベネフィット・ワン		
企業情報	直近	
株価	75,400	
発行済株式数	219000	
時価総額	¥16,512,600,000	
有利子負債	¥4,000,000	
現金同等物	¥202,003,820	
ネットデット	(¥198,003,820)	
企業総価値(EV)	¥16,314,596,180	
純資産(簿価)	¥6,833,000,000	
損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥16,000,000,000	¥17,000,000,000
EBIT	¥2,430,000,000	¥2,500,000,000
減価償却	¥434,000,000	¥434,000,000
EBITDA	¥2,864,000,000	¥2,934,000,000
税引き後利益	¥1,470,000,000	¥1,500,000,000
1株利益(EPS)	¥6.712	¥6.849
BPS	¥31,200.91	

⑨リンク・ワン		
企業情報	直近	
株価	19,500	
発行済株式数	48804	
時価総額	¥951,678,000	
有利子負債	¥88,600,000	
現金同等物	¥343,606,000	
ネットデット	(¥255,006,000)	
企業総価値(EV)	¥696,672,000	
純資産(簿価)	¥23,956,000	
損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥860,000,000	¥910,000,000
EBIT	(¥20,000,000)	¥50,000,000
減価償却	¥18,000,000	¥18,000,000
EBITDA	(¥2,000,000)	¥68,000,000
税引き後利益	(¥20,000,000)	¥40,000,000
1株利益(EPS)	(¥410)	¥820
BPS	¥490.86	

⑩角川ホールディングス		
企業情報	直近	
株価	2,050	
発行済株式数	25220552	
時価総額	¥51,702,131,600	
有利子負債	¥5,349,000,000	
現金同等物	¥27,108,000,000	
ネットデット	(¥21,759,000,000)	
企業総価値(EV)	¥29,943,131,600	
純資産(簿価)	¥66,811,000,000	
損益情報	2010年度予	2011年度予
売上高	¥140,000,000,000	¥142,000,000,000
d	¥5,000,000,000	¥5,200,000,000
減価償却	¥3,339,000,000	¥3,339,000,000
EBITDA	¥8,339,000,000	¥8,539,000,000
税引き後利益	¥2,000,000,000	¥2,100,000,000
1株利益(EPS)	¥79	¥83
BPS	¥2,649.07	

Source: Company Documents, based on data from 会社四季報, and Student Estimate

Exhibit 25: リスク要因の早見マップ



Source: Company Documents, Student Estimate

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 26: 売りシグナルとしての感応度分析

前提：以下のレンジを仮定し、総加盟店舗数と単価の両方を上昇させるとするぐるなびの戦略に変更がない場合。

BUY			HOLD			SELL								
x > 230,000			230,000 > x > 200,000			x < 200,000								
neutral	good	bad	総加盟店舗数	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
5	1	4	184,918	52,034	56,175	60,316	64,457	68,598	72,739	76,880	81,021	84,510	88,000	
4	2	4	190,019	52,164	56,435	60,707	64,978	69,249	73,520	77,792	82,063	85,031	88,000	
3	3	4	195,119	52,295	56,696	61,098	65,499	69,901	74,302	78,704	83,105	85,553	88,000	
4	1	5	157,487	51,734	55,575	59,416	63,257	67,098	70,939	74,780	78,621	81,810	85,000	
3	2	5	162,587	51,864	55,835	59,807	63,778	67,749	71,720	75,692	79,663	82,331	85,000	
2	3	5	167,688	51,995	56,096	60,198	64,299	68,401	72,502	76,604	80,705	82,853	85,000	
1	4	5	172,788	52,125	56,357	60,588	64,820	69,052	73,284	77,515	81,747	83,374	85,000	
3	1	6	130,056	51,434	54,975	58,516	62,057	65,598	69,139	72,680	76,221	79,110	82,000	
2	2	6	135,156	51,564	55,235	58,907	62,578	66,249	69,920	73,592	77,263	79,631	82,000	
1	3	6	140,256	51,695	55,496	59,298	63,099	66,901	70,702	74,504	78,305	80,153	82,000	
2	1	7	102,624	51,134	54,375	57,616	60,857	64,098	67,339	70,580	73,821	76,410	79,000	
1	2	7	107,725	51,264	54,635	58,007	61,378	64,749	68,120	71,492	74,863	76,931	79,000	
1	1	8	75,193	50,834	53,775	56,716	59,657	62,598	65,539	68,480	71,421	73,710	76,000	
neutral	good	bad	単価											
5	1	4	184,918	36,540	37,720	38,632	39,393	40,038	40,592	41,072	41,494	41,999	42,606	
4	2	4	190,019	36,655	38,022	39,077	39,952	40,689	41,318	41,863	42,338	43,023	43,946	
3	3	4	195,119	36,770	38,323	39,522	40,510	41,339	42,045	42,653	43,182	44,047	45,286	
4	1	5	157,487	36,451	37,478	38,262	38,916	39,470	39,945	40,357	40,717	41,169	41,728	
3	2	5	162,587	36,566	37,779	38,707	39,475	40,121	40,671	41,147	41,561	42,193	43,068	
2	3	5	167,688	36,681	38,081	39,152	40,034	40,771	41,398	41,937	42,406	43,217	44,408	
1	4	5	172,788	36,796	38,382	39,597	40,592	41,422	42,124	42,727	43,250	44,242	45,748	
3	1	6	130,056	36,362	37,235	37,893	38,440	38,902	39,298	39,641	39,941	40,339	40,850	
2	2	6	135,156	36,477	37,536	38,338	38,998	39,552	40,024	40,431	40,785	41,363	42,190	
1	3	6	140,256	36,592	37,838	38,783	39,557	40,203	40,751	41,221	41,629	42,387	43,530	
2	1	7	102,624	36,273	36,992	37,523	37,963	38,334	38,651	38,925	39,165	39,509	39,972	
1	2	7	107,725	36,388	37,294	37,968	38,521	38,984	39,377	39,715	40,009	40,533	41,312	
1	1	8	75,193	36,184	36,750	37,153	37,486	37,766	38,004	38,209	38,388	38,679	39,094	
neutral	good	bad	販売管理費	百万円										
5	1	4	184,918	15,402	17,428	19,437	20,830	22,853	24,353	25,854	27,354	28,834	30,294	
4	2	4	190,019	15,444	17,553	19,646	21,431	23,519	25,146	26,774	28,401	29,988	31,535	
3	3	4	195,119	15,485	17,679	19,855	22,032	24,185	25,939	27,694	29,448	31,142	32,776	
4	1	5	157,487	15,352	17,278	19,187	20,481	22,245	23,583	24,921	26,260	27,578	28,877	
3	2	5	162,587	15,394	17,404	19,396	21,082	22,910	24,376	25,841	27,307	28,732	30,118	
2	3	5	167,688	15,435	17,529	19,605	21,683	23,576	25,169	26,761	28,354	29,886	31,359	
1	4	5	172,788	15,477	17,654	19,814	22,284	24,242	25,962	27,681	29,401	31,040	32,600	
3	1	6	130,056	15,302	17,129	18,938	20,132	21,636	22,813	23,989	25,166	26,322	27,459	
2	2	6	135,156	15,344	17,254	19,147	20,733	22,302	23,605	24,909	26,213	27,476	28,700	
1	3	6	140,256	15,386	17,379	19,356	21,334	22,968	24,398	25,829	27,260	28,630	29,941	
2	1	7	102,624	15,253	16,979	18,689	19,782	21,027	22,042	23,057	24,072	25,066	26,041	
1	2	7	107,725	15,294	17,104	18,898	20,383	21,693	22,835	23,977	25,119	26,220	27,282	
1	1	8	75,193	15,203	16,829	18,439	19,433	20,419	21,272	22,125	22,977	23,810	24,623	

HOLD にもっとも近かった目標価格は 195,119 円。下図における総加盟店舗数と単価を下回るか同水準にあり、なおかつ、販売管理費が同水準かそれ以上の場合、sell 判定となる。決算情報と照らし合わせ売買判断の材料としてほしい。

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
総加盟店舗数	52,295	56,696	61,098	65,499	69,901	74,302	78,704	83,105	85,553	88,000
単価 (円)	36,770	38,323	39,522	40,510	41,339	42,045	42,653	43,182	44,047	45,286
販売管理費(百万円)	15,485	17,679	19,855	22,032	24,185	25,939	27,694	29,448	31,142	32,776

Source: Student Estimate

[INDEXに戻る](#)

Exhibit 27: 売買の判断材料とぐるなびへのコミットメントラインの提言

前提：以下のレンジを仮定し、総加盟店舗数と単価の両方を上昇させるとするぐるなびの戦略に変更がない場合。

BUY			HOLD			SELL								
x > 230,000			230,000 > x > 200,000			x < 200,000								
neutral	good	bad	総加盟店舗数	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
8	1	1	267,212	52,934	57,975	63,016	68,057	73,098	78,139	83,180	88,221	92,610	97,000	
7	2	1	272,313	53,064	58,235	63,407	68,578	73,749	78,920	84,092	89,263	93,131	97,000	
6	3	1	277,413	53,195	58,496	63,798	69,099	74,401	79,702	85,004	90,305	93,653	97,000	
5	4	1	282,514	53,325	58,757	64,188	69,620	75,052	80,484	85,915	91,347	94,174	97,000	
4	5	1	287,614	53,455	59,017	64,579	70,141	75,703	81,265	86,827	92,389	94,695	97,000	
3	6	1	292,714	53,585	59,278	64,970	70,662	76,355	82,047	87,739	93,431	95,216	97,000	
2	7	1	297,815	53,716	59,538	65,361	71,183	77,006	82,828	88,651	94,474	95,737	97,000	
1	8	1	302,915	53,846	59,799	65,752	71,704	77,657	83,610	89,563	95,516	96,258	97,000	
7	1	2	239,781	52,634	57,375	62,116	66,857	71,598	76,339	81,080	85,821	89,910	94,000	
6	2	2	244,881	52,764	57,635	62,507	67,378	72,249	77,120	81,992	86,863	90,431	94,000	
5	3	2	249,982	52,895	57,896	62,898	67,899	72,901	77,902	82,904	87,905	90,953	94,000	
4	4	2	255,082	53,025	58,157	63,288	68,420	73,552	78,684	83,815	88,947	91,474	94,000	
3	5	2	260,183	53,155	58,417	63,679	68,941	74,203	79,465	84,727	89,989	91,995	94,000	
2	6	2	265,283	53,285	58,678	64,070	69,462	74,855	80,247	85,639	91,031	92,516	94,000	
1	7	2	270,384	53,416	58,938	64,461	69,983	75,506	81,028	86,551	92,074	93,037	94,000	
2	5	3	232,751	52,855	57,817	62,779	67,741	72,703	77,665	82,627	87,589	89,295	91,000	
1	6	3	237,852	52,985	58,078	63,170	68,262	73,355	78,447	83,539	88,631	89,816	91,000	
neutral	good	bad	単価											
8	1	1	267,212	36,807	38,448	39,741	40,823	41,742	42,533	43,220	43,822	44,489	45,240	
7	2	1	272,313	36,922	38,750	40,186	41,382	42,393	43,259	44,010	44,667	45,513	46,580	
6	3	1	277,413	37,037	39,051	40,631	41,940	43,044	43,986	44,800	45,511	46,537	47,920	
5	4	1	282,514	37,152	39,353	41,076	42,499	43,694	44,712	45,590	46,355	47,562	49,260	
4	5	1	287,614	37,267	39,654	41,521	43,058	44,345	45,439	46,380	47,199	48,586	50,600	
3	6	1	292,714	37,382	39,955	41,966	43,616	44,995	46,165	47,171	48,044	49,610	51,940	
2	7	1	297,815	37,496	40,257	42,411	44,175	45,646	46,892	47,961	48,888	50,634	53,281	
1	8	1	302,915	37,611	40,558	42,856	44,733	46,297	47,619	48,751	49,732	51,658	54,621	
7	1	2	239,781	36,718	38,206	39,371	40,347	41,174	41,886	42,504	43,046	43,659	44,362	
6	2	2	244,881	36,833	38,507	39,816	40,905	41,825	42,612	43,294	43,890	44,683	45,702	
5	3	2	249,982	36,948	38,808	40,261	41,464	42,475	43,339	44,084	44,735	45,707	47,042	
4	4	2	255,082	37,063	39,110	40,706	42,022	43,126	44,065	44,874	45,579	46,732	48,382	
3	5	2	260,183	37,178	39,411	41,151	42,581	43,777	44,792	45,665	46,423	47,756	49,722	
2	6	2	265,283	37,293	39,713	41,596	43,140	44,427	45,518	46,455	47,267	48,780	51,062	
1	7	2	270,384	37,407	40,014	42,041	43,698	45,078	46,245	47,245	48,111	49,804	52,403	
2	5	3	232,751	37,089	39,169	40,782	42,104	43,209	44,145	44,949	45,647	46,926	48,844	
1	6	3	237,852	37,204	39,470	41,227	42,663	43,859	44,872	45,739	46,491	47,950	50,185	
neutral	good	bad	販売管理費	百万円										
8	1	1	267,212	15,551	17,877	20,185	21,878	24,679	26,665	28,651	30,636	32,602	34,548	
7	2	1	272,313	15,593	18,002	20,394	22,479	25,345	27,458	29,571	31,683	33,756	35,789	
6	3	1	277,413	15,635	18,128	20,603	23,080	26,011	28,251	30,491	32,730	34,910	37,030	
5	4	1	282,514	15,676	18,253	20,812	23,681	26,677	29,044	31,410	33,777	36,064	38,271	
4	5	1	287,614	15,718	18,379	21,021	24,283	27,343	29,836	32,330	34,824	37,218	39,512	
3	6	1	292,714	15,760	18,504	21,230	24,884	28,008	30,629	33,250	35,871	38,372	40,753	
2	7	1	297,815	15,801	18,629	21,439	25,485	28,674	31,422	34,170	36,918	39,526	41,994	
1	8	1	302,915	15,843	18,755	21,648	26,086	29,340	32,215	35,090	37,965	40,680	43,235	
7	1	2	239,781	15,501	17,727	19,936	21,528	24,071	25,894	27,718	29,542	31,346	33,130	
6	2	2	244,881	15,543	17,853	20,145	22,130	24,736	26,687	28,638	30,589	32,500	34,371	
5	3	2	249,982	15,585	17,978	20,354	22,731	25,402	27,480	29,558	31,636	33,654	35,612	
4	4	2	255,082	15,627	18,103	20,563	23,332	26,068	28,273	30,478	32,683	34,808	36,853	
3	5	2	260,183	15,668	18,229	20,772	23,933	26,734	29,066	31,398	33,730	35,962	38,094	
2	6	2	265,283	15,710	18,354	20,981	24,534	27,400	29,859	32,318	34,777	37,116	39,335	
1	7	2	270,384	15,752	18,480	21,190	25,136	28,066	30,652	33,238	35,824	38,270	40,576	
2	5	3	232,751	15,618	18,079	20,522	23,584	26,125	28,296	30,466	32,636	34,706	36,676	
1	6	3	237,852	15,660	18,205	20,731	24,185	26,791	29,088	31,386	33,683	35,860	37,917	

HOLD に近かった目標価格は 239,781 円。なお、この場合は総加盟店舗数の増加戦略に若干の重きを置いた場合である。下図における総加盟店舗数と単価を上回り、なおかつ、販売管理費が同水準かそれ以下の場合、buy 判定となる。決算情報と照らし合わせ売買判断の材料としてほしい。また、ぐるなびはこの水準を最低のコミットメントラインとして必ず達成を目指してほしい。

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
総加盟店舗数	52,634	57,375	62,116	66,857	71,598	76,339	81,080	85,821	89,910	94,000
単価 (円)	36,718	38,206	39,371	40,347	41,174	41,886	42,504	43,046	43,659	44,362
販売管理費(百万円)	15,501	17,727	19,936	21,528	24,071	25,894	27,718	29,542	31,346	33,130

HOLD に近かった目標価格は 232,751 円。なお、この場合は単価の上昇戦略に若干の重きを置いた場合である。下図における総加盟店舗数と単価を上回り、なおかつ、販売管理費が同水準かそれ以下の場合、buy 判定となる。決算情報と照らし合わせ売買判断の材料としてほしい。また、ぐるなびはこの水準を最低のコミットメントラインとして必ず達成を目指してほしい。

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
総加盟店舗数	52,855	57,817	62,779	67,741	72,703	77,665	82,627	87,589	89,295	91,000
単価 (円)	37,089	39,169	40,782	42,104	43,209	44,145	44,949	45,647	46,926	48,844
販売管理費(百万円)	15,618	18,079	20,522	23,584	26,125	28,296	30,466	32,636	34,706	36,676

Source: Student Estimate

[INDEXに戻る](#)

Disclosures:

Ownership and material conflicts of interest:

The author(s), or a member of their household, of this report [holds/does not hold] a financial interest in the securities of this company.

The author(s), or a member of their household, of this report [knows/does not know] of the existence of any conflicts of interest that might bias the content or publication of this report. [The conflict of interest is...]

Receipt of compensation:

Compensation of the author(s) of this report is not based on investment banking revenue.

Position as an officer or director:

The author(s), or a member of their household, does [not] serves as an officer, director or advisory board member of the subject company.

Market making:

The author(s) does [not] act as a market maker in the subject company's securities.

Ratings guide:

Banks rate companies as either a BUY, HOLD or SELL. A BUY rating is given when the security is expected to deliver absolute returns of 15% or greater over the next twelve month period, and recommends that investors take a position above the security's weight in the TOPIX, or any other relevant index. A SELL rating is given when the security is expected to deliver negative returns over the next twelve months, while a HOLD rating implies flat returns over the next twelve months.

Investment Research Challenge and Global Investment Research Challenge Acknowledgment:

Investment Research Challenge Japan 2009, conducted by CFA Society of Japan, as part of the CFA Institute Global Investment Research Challenge is based on the Investment Research Challenge originally developed by the New York Society of Security Analysts.

Disclaimer:

The information set forth herein has been obtained or derived from sources generally available to the public and believed by the author(s) to be reliable, but the author(s) does not make any representation or warranty, express or implied, as to its accuracy or completeness. The information is not intended to be used as the basis of any investment decisions by any person or entity. This information does not constitute investment advice, nor is it an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any security. This report should not be considered to be a recommendation by any individual affiliated with CFA Society of Japan, CFA Institute or the Global Investment Research Challenge with regard to this company's stock.