

CFAJ Student Research

This report is published for educational purposes only by students competing in the CFA Institute Global Investment Research Challenge.

[サービス業]

クックパッド

Date
2010/10/27

株式コード: 2193
価格 (9/30 現在) : 4,830 円

投資推奨: SELL
目標価格: 4,063 円

1株あたり利益 (円)
Earnings/Share

	Jul.	Oct.	Jan.	Apr.	Year	P/E Ratio
2008(実績)	—	—	—	—	—	—
2009(実績)	—	—	42.20	69.54	207.84	21.80
2010(実績)	70.20	98.73	45.36	44.61	141.04	34.24
2011(予想)	—	—	—	—	134.44	35.93

[チーム E]

※注 1…上場は 2009 年 7 月より、それ以前の数字は存在しないので、—で示した。

※注 2…2009 年 12 月 1 日付で株式 1 株につき 3 株、2010 年 7 月 1 日付で株式 1 株につき 2 株の株式分割を行っている。

※注 3…実績 EPS は該当する期間の平均発行済株式数、2011(予想)の EPS は現在の発行済株式数を使用して算出をする。

ハイライト

- 投資判断とその根拠**：我々は、ディスカウント・キャッシュ・フロー法(DCF 法)を用いてクックパッドの目標株価を 4,063 円に定めた。それに対して、現在の株価が 4,830 円であり、15.9%の割高水準にあるため、SELL を推奨する。現在の株価は先駆者メリットを背景とした好調な業績を織り込んだものであるが、今後予想される成長率の鈍化・海外展開のリスクを考慮すると現在の株価は割高水準にあると考えられる。
- 利用者依存の事業戦略**：利用者の視点に立った独自サービスの開発や改善による有料会員数の増加に伴い、利用料収入が大きな伸びを見せている。しかし現在の収益基盤は無料会員である利用者の数に依存しているものが大きく、今後利用者数の動向によっては成長鈍化の懸念が強い。
- 競争優位性の不安**：クックパッドは現在、国内最大規模のレシピサイトを運営する会社であり、レシピサイトとして利用者から圧倒的な支持を得ている。この圧倒的な支持が同社の好調な業績に結び付いている。しかし、現在の支持は先駆者メリットと販促支援の独自性によるものが大きく、今後、サイトに対する評価の一巡や他社の参入により現在の競争優位性が失われる可能性があり、現在の株価はそのリスクを反映しきれていないと判断した。



Market Profile	
52 Week Price Range	3,865-28,990円
Average Daily Volume	21,600株
Beta	0.956
Dividend Yield (Estimated)	0.06%
Shares Outstanding	8,049,000株
Market Capitalization	38,876,670,000
Institutional Holdings	2.00%
Insider Holdings	73.85%
Book Value per Share	326.64 円
Debt to Total Capital	0.00%
Return on Equity	35.21%

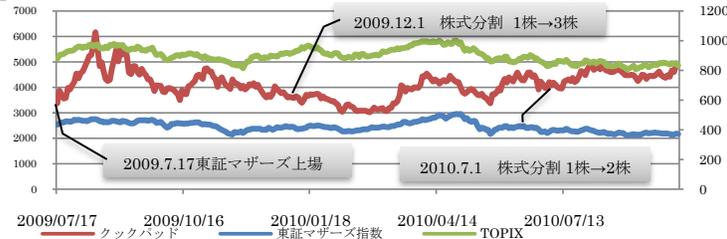
投資サマリー

投資判断：我々は、ディスカウント・キャッシュ・フロー法(以下 DCF 法とする)を用いてクックパッドの目標株価を 4,063 円に定めた。それに対して、現在の株価が 4,830 円であり、15.9%の割高水準にあるため、SELL を推奨する。現在の株価は、現時点での業績の好調の反映によるものが大きく、今後好調さが持続しないリスクを織り込んでおらず割高な水準であると判断した。

将来ビジョンの不明瞭さ：クックパッド(以下同社とする)は現在料理レシピサイト業界最大手として、先駆者メリットもあり業績好調であるものの、現在のビジネスモデルでは利用者数や企業数の増加が止まると業績の成長も止まると考えられる。同社は海外に子会社を出すなど将来に向けた事業拡大のための布石を打っているが、明確なビジョンや新たな収益モデル構築が打ち出されていないため将来の不明瞭さを考慮し SELL と判断した。

財務状況は良好だが今後に懸念も：収益性・安全性共に高く財務状況は良好といえる。しかし、サービス拡充に伴う人件費の増加や海外展開の不明瞭さ等の懸念材料もあり、今後の財務状況に影響を及ぼす可能性がある。また ROA・ROE は一時の非常に高い水準から低下傾向にあり、今後同業他社の平均を大きく下回ってくるようであれば、同社に対する評価が低下するリスクが高い。

Figure 1: クックパッド株価・TOPIX・東証マザーズ指数の推移



Source: Based on data from Financial Quest, Student Estimates ※なお、株価は日次終値、権利落調整済、配当含まず

バリュエーション

我々は将来の売上高予測から DCF 法を用いて同社の目標価格を算出した。また、マルチプル法を用いて目標価格が適正レンジ内に納まっているのかについても検証した。

DCF 法による目標株価算出：DCF 法を用いて目標価格を算出するにあたり次のステップを踏んだ。まず 3 事業(広告・マーケティング支援・会員事業)の 2020 年 4 月期までの売上高・売上原価・販管費の予測を行った。次に損益計算書・貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書の予測を行った。さらに NOPLAT 及びフリー・キャッシュ・フロー(以下 FCF とする)を算出した。最後に FCF に求めた加重平均資本コスト(以下 WACC とする)で割り、目標価格を算出した。

まず、3 事業の売上高の予測を行った。その概要は以下の通りである。

・広告事業については、野村総合研究所が提示しているインターネット広告費の将来予測を元に、将来のインターネット広告費を予測した。また、インターネット広告費に占める同社の売上高の割合が毎年 1%ずつ上昇していることから、同様のペースで今後も毎年 1%ずつ増加するとした。しかし、電通が提示している PC 広告の増加率が近年減少傾向にある(2009 年度は対前年比 95%)ことも考慮して売上高を予測した。(Exhibit4 p.15)

・マーケティング支援事業については、さらに 3 分野(レシピコンテスト・スポンサードキッチン・たべみる)に分け(事業の詳細については**事業内容**を参照)、各々の売上高を予測した。レシピコンテスト・スポンサードキッチンについては、同社は今後 2~3 年は既存企業の単価を上昇させる計画があり、企業単価が毎年 50 万円ずつ上昇していることから、今後 3 年は毎年 50 万円ずつ上昇させ、その後はタイアップ商品数を増加させて売上高を予測した。(Exhibit5 p.16)

・会員事業については、以下の 3 つのステップを踏んだ。

① 過去の月間無料利用者数の変化(Figure7)を元に 2020 年 4 月期までの月間無料利用者数を予測。

- ② 過去の有料会員比を算出(Exhibit6 p.17)し、①を考慮して2020年4月期までの有料会員比を予測。
③ ①と②を掛けて月間有料会員数を算出し、294円(月額利用料)を掛けて売上高を予測(Exhibit7 p.18)。

次に売上原価・販管費の予測をした。その概要は以下の通りである。

- ・売上原価はマーケティング支援事業における外注費(マーケティング支援事業における売上高の5%)である。
- ・販管費については人件費・減価償却費・賃借料・売上手数料・その他の5項目に分けそれぞれで金額を予測した。特に人件費に関しては、マルチプル分析における比較対象企業5社(カカコム・カービュー・ミクシィ・グリーン・ドワンゴ)の平均給与額を元に、同社の将来の平均給与額を算出し、従業員数を掛け人件費を算出した。(Exhibit8 p.19)

以上の売上高・売上原価・販管費の予測を元に財務諸表の予測・作成を行い(Exhibit1 p.12, Exhibit2 p.13, Exhibit3 p.14)、NOPLAT及びFCFを算出した。そして算出したFCFをWACCで割引いたものと2020年4月期以降の継続価値の現在価値と非事業用資産を足し合わせ、目標株価を算出した。なお、WACCについての設定は以下の表の通りである。ただし、同社は有利子負債がないことから、DCF法で用いるWACCは株主資本コストと同値である。

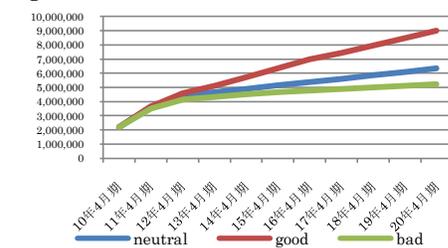
1	β値	0.956	(同社のリターン-rf)=α+β(TOPIXのリターン-rf) なお、rfは無担保コールレートを用いた。
2	10年物国債利回り	1.062%	2010年9月の10年物国債の利回り(財務省HPより)
3	マーケットリスクプレミアム	3.1893%	Exhibit9 p.20 参照
4	株主資本コスト	4.1094%	この値をWACCとする。

さらに、継続価値を算出する際の永久成長率については今後同社のリスクが表面化すると株価が下がる可能性が高く、成長する可能性も低いことから、0%と設定した。

シナリオ分析：さらに上記の売上高予測をベース(neutral)に、これより良くなる場合(good)、また悪くなる場合(bad)、計3つのシナリオを立て、それぞれのシナリオの理論株価を算出した。各シナリオの概要は以下の通りである。(各シナリオの事業別売上とFCFはExhibit10 p.21, Exhibit11 p.22-24参照、売上高とFCFの推移はFigure2,3参照)

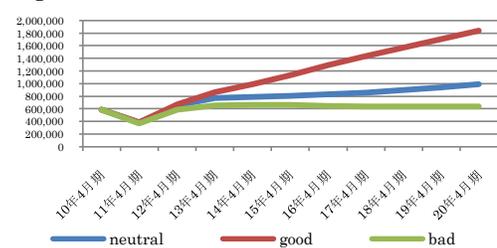
- ・シナリオ1(neutral)…上記の売上高予測と同じである。このシナリオ1の理論株価は3,755円となった。
- ・シナリオ2(good)…同社が目標としている有料会員比8%を2017年4月期に達成し、以降も比率が増加するとする(現在は4.53%)。また、マーケティング事業の取引先の認知度やブランド力が増加し、企業単価が現在の400万円から700万円(基本利用料にオプションをすべて付けた価格)まで増加するとする。このシナリオ2の理論株価は6,417円となった。
- ・シナリオ3(bad)…競合他社等の出現により、マーケティング支援事業のブランド力が浸透せず、今現在の企業単価(400万円)のまま推移するとする。さらに、有料会員数が地上デジタル放送化に伴う新規ビジネスの普及や他社サイトへのスイッチ等の影響で2014年4月期の有料会員比5.40%をピークに減少するとする。このシナリオ3の理論株価は2,634円になった。

Figure 2:各シナリオにおける売上高の推移



Source: Student Estimates

Figure 3:各シナリオにおけるFCFの推移



Source: Student Estimates

その後、各シナリオについて neutral:good:bad=6:2:2 で加重平均をし、目標価格を算出した。その結果、目標価格は4,063円となった。

マルチプル分析：先ほど算出された目標価格の整合性を確認するために、マルチプル分析を用いて同社の目標価格の適正レンジを算出する。選定基準としては、ネット関連の会社で広告事業を行っている企業・販促事業に特化した企業・会員及びモバイル事業を展開している企業 5 社(カカココム・カービュー・ミクシィ・グリー・ドワンゴ)を比較対象企業として選定した。

マルチプル指標には、PER、PSR(新興成長企業の株価水準を測るために用いられる指標)、EV/EBIT 倍率・EV/EBITDA 倍率(企業価値をベースにした指標)を採用する。なお、PBRは2009年度の上場に伴う増資により純資産額が大幅に増加しているため除外した。

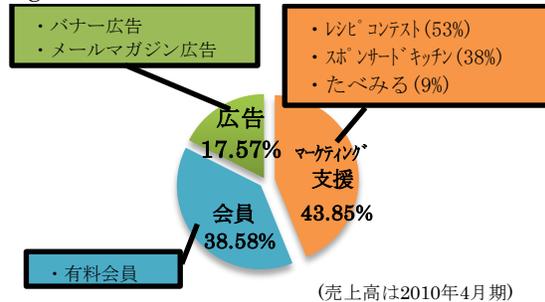
これらの指標で分析した結果、目標価格レンジは、最高値が 5,273 円、最小値が 2,573 円となった(Exhibit12 p.25)。よって、DCF 法で算出された同社の目標価格(4,063 円)は適正レンジ内にあるため、有効であると判断した。

事業内容

同社は、『毎日の料理を楽しむにすることで心からの笑顔を増やす』を経営理念に料理レシピの検索・投稿サイト「クックパッド」と、そのモバイル版サイト「モバレび」を運営している。2010年7月時点の月間利用者数は944万人、月間ページビュー(以下PVとする)は3億9,291万PV、累積レシピ数は81万品と日本最大規模の料理レシピサイトである(Figure7)。2011年4月期における売上高は7.32億円(前年同月比75.6%増)となった。

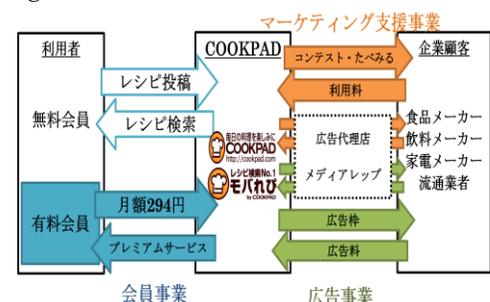
クックパッドの事業は、マーケティング支援事業(2010年4月期売上高セグメント別シェア43.85%)、会員事業(38.58%)、広告事業(17.57%)の3つである(Figure4,5)。

Figure 4: 売上高セグメント別シェアと事業内容



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

Figure 5: ビジネスモデル



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

マーケティング支援事業：食品、飲料、家電メーカー、及び流通事業者を企業顧客として、企業顧客の扱う商品を使ったレシピをサイトに掲載することで商品の認知度を高め、販売促進を行う。2011年4月期第1四半期には、企業数と共に企業顧客単価も126.2%増加(前年同期比)した結果、売上高も2.66億円(前年同期比33%増)となった。

「レシピコンテスト」(マーケティング支援事業内シェア53%)は、企業顧客の商品を使用したレシピを募集し、「スponsoredキッチン」(同38%)は、企業顧客自身が商品を使ったレシピを提案する。この2つではタイアップ広告を掲載することで企業から広告料を得ている。「たべみる」(同9%)は、クックパッドでの膨大な検索データを週次、月次、地域別に分析したもので、企業に販売して得る利用料(年間180万円)が収入源である。

会員事業：原則的に「クックパッド」及び「モバレび」は無料で利用できるが、月額294円(税込み)で人気レシピ検索やレシピ保存量の拡大といった付加価値情報が閲覧できる「プレミアムサービス」も提供しており、その利用料が収入源である。2010年7月の月間利用者数は944万人(前年同月比38%増)(Figure7)、2011年4月期第1四半期では有料会員からの利用料収入は3.58億円(前年同月比177.0%増)である。

広告事業：主に広告代理店やメディアレップを通してトップページの広告枠を企業に販売することで収入を得ている。メールマガジンの広告枠も販売しており、「料理を楽しむに」という目的から料理関係の広告を掲載している。売上高は前年同期比22.9%増の1.07億円となっている。

その他関連事項 (other headings relevant to Company)

アメリカに子会社設立：2010年3月に米国・カリフォルニア州に100%出資の子会社を設立した。将来的な海外進出の拠点地とされるが、今後の海外での事業展開について明確ではない。

エンジニアの積極的採用：新規上場を果たした2009年4月期末は27名であった従業員数も月間利用者数と共に増加し、2010年4月期末には75名となった。これに伴い、人件費は増加している(Figure9)。また、同社は大量のデータを解析し、利用者の検索ニーズに応えるために料理専用検索エンジンを自社開発している。そのため、2011年4月期末で約100名、2013年4月期末で約160名の従業員を採用し、そのうちエンジニアを全採用者の8割採用する計画があり、サービス拡充によるシステム自社開発を考えると今後も人件費の増加が見込まれる。

テレビ番組の放送：2009年12月からクックパッドの投稿レシピと連動した料理番組の放送を開始している。スポンサー企業の商品拡販と共にクックパッドの認知度向上や、平日の午後1時50分開始という放送時間帯からも、現在クックパッドの主な利用者である20代・30代以外の年代の利用者拡大が目的と見られる(Figure 8)。

業界見通しと競争上の位置付け

<5Forces 分析>

買い手の交渉力	企業：中立	・独自の料金設定
	利用者：強い	・利用者のスイッチングコストの低さ
売り手の交渉力	弱い	・売上原価の低さ
		・システムの自社開発
競合企業間の敵対関係	中立	・事業の競合企業は多数
		・料理関係の競合他社の不存在
新規参入の脅威	強い	・初期投資が低いことから新規参入や模倣は容易
		・20~30代女性のクックパッドの認知度の高さ
代替品の脅威	中立	・サイトサービスの質の高さ
		・新種のビジネス参入の可能性

総評：やや不利

全体として、やや不利な状況にあると言える。同社は利用者に依存した事業を展開しており、利用者は全ての事業に関わる重要なファクターである。しかし、新規参入による利用者離れや一定の認知度達成による成長の鈍化も考えられる。また企業顧客であるメーカー側が同社に依頼せずに自ら同様の販促活動を行う可能性も否定できない。今後、同社が安定的に業績を伸ばすためにも利用者数と企業の依頼数の継続的な成長がカギになると考えられる。

買い手の交渉力：やや強い

ほぼ全ての制作費、料金の設定を同社が独自で行っているため、企業は価格交渉をすることができない。またこれらの価格設定において、同社が価格の上昇を行った際に企業顧客離れはなかった。しかし、販促のノウハウを企業側が認識し独自で消費者参加型のマーケティングを展開することに成功すれば、広告費が抑えられるため、同社に対する依頼が減り、企業顧客離れにつながる可能性がある。以上のことから買い手である企業の交渉力は中立と言える。

一方、利用者へは無料、有料サービスでも月額294円という比較的安価で提供をしていることで、利用者の他サイトへのスイッチングコストが低く交渉力は強い。また有料会員が有料サービスに対し付加価値を感じられなくなった場合、無料会員にスイッチしてしまい、同社の会員事業の業績を悪化する要因となる。これらのことから利用者の交渉力は強いといえる。

売り手の交渉力：弱い

インターネット事業を行っているため原材料費等の仕入れがなく、売上原価はマーケティング支援のためのサイトデザインの外注費のみであり、その費用も低い(Figure6)。コストの多くは人件費やシステムへの設備投資となるが、同社の場合システムについては他の企業に委託せずにエンジニアを雇用していることから、売り手の交渉力は弱いといえる。

Figure 6: 費用比率と営業利益率の関係

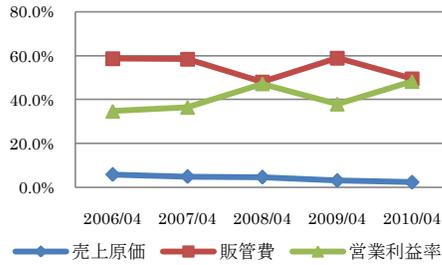


Figure 7: 月間利用者数、レシピ数の推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

競合企業間の敵対関係：中立

同社は、3つの事業を行っているが、それぞれの事業に競合企業が存在しており、敵対関係は激しい。しかし、同社は料理に関連した商品のみマーケティング支援事業や広告事業を行っており、会員事業においてもレシピに特化したサイトであるため、直接的な競合他社は存在しないと考えられる。このことから競合企業間の敵対関係は中立と判断した。

新規参入の脅威：強い

IT 関連事業は、人件費やシステムへの設備投資と初期投資費用が限られており、模倣も比較的容易なため、参入障壁は低いといえる。実際にクックパッドを模倣しているサイトも出現している。例えば9月より楽天が開設した「楽天レシピ」がある。これはレシピを投稿すれば楽天ポイントを得ることができる仕組みであり、現在 7,267 品が投稿されている。今後楽天利用者がポイントを目当てにスイッチをすると、敵対関係となる可能性がある。現時点では、20代・30代女性利用者の圧倒的な支持(Figure8)のため脅威は小さいが、他社へのスイッチングコストの低さからも将来的な脅威は存在すると考えられる。このことから新規参入の脅威は強いと判断した。

代替品またはサービスの脅威：中立

料理レシピ本、雑誌、ブログ、料理教室などが料理レシピサイトの代替品、代替サービスとして考えられる。現時点では同社は高い支持を得ており、また同社は料理レシピの本も出版していることや、サイトサービスの質の高い評価を受けていることから(Exhibit13 p.26)脅威は弱いと考えられる。しかし、現在企業顧客であるメーカーが消費者参加型のマーケティングを行う可能性や Twitter 等を利用した新規ビジネスの参入も無視してはならないため、中立と判断した。

<SWOT 分析>

内部要因	強み	<ul style="list-style-type: none"> ・20~30代女性に対する圧倒的支持 ・利用者の増加 ・マーケティング支援事業の実績 	外部要因	機会	<ul style="list-style-type: none"> ・新デバイスの登場 ・不況による内食人口の増加 ・海外進出
	弱み	<ul style="list-style-type: none"> ・人件費の増加 ・収益の依存 		脅威	<ul style="list-style-type: none"> ・新規参入 ・景気による企業の広告費への影響

総評：中立

同社に似たビジネスは容易にできるが、現時点では同社を超える企業は料理関係では存在していないことから、有利な立ち位置にいると思われる。しかし、今後の海外展開や人件費の増加、利用者数および企業数の推移によっては、利益が減少する可能性もありそのリスクを考慮すると同社の立ち位置は中立といえる。

強み (Strengths)：有利

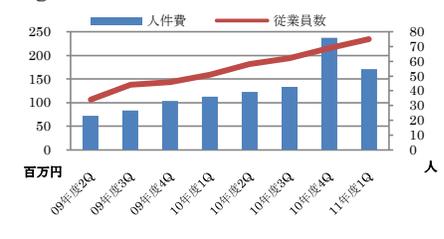
先駆者メリットによる利用者の獲得で、日本の30代女性の45%超、20代女性の35%が利用している(Figure8)。また、同社は Web アプリケーションフレームワーク「Ruby on Rails」を導入しており、Web 利用時のクイックレスポンスにシビアな利用者の期待にも応えている。これらが月間利用者数・月間 PV の増加に繋がり(Figure7)、会員事業による売上高も2010年度第4四半期で3億600万円(前年同期比243.8%増)と、急激に増加している。さらに、退会率が2%と低いことも強みである(IRにて発言)。同様に同社のマーケティング支援事業でも、着実に成功実績をあげており同社の強みとなっている。(Exhibit14 p.27)

Figure 8:女性クックパッド利用者の割合(2009年9月)

	総人口 (万人)	サブ利用者 (万人)	日本人口に 占める比率
全体	12,752	944	7%
女子全体	6,539	925	14%
50歳～	2,981	46	2%
40～49歳	808	174	22%
30～39歳	907	426	47%
20～29歳	711	250	35%
10～19歳	589	30	5%

Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

Figure9:人件費と従業員数推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

弱み (Weaknesses) : 中立

同社は「テクノロジー・カンパニー・クックパッド」と称し、料理専用検索エンジンを自社開発し、2008年には「Ruby on Rails」をいち早く導入し話題を集めた。そのため、エンジニアの雇用は最大の課題である。今後もサービスの拡充に伴うシステム開発から、人件費は増加していくことが考えられる (Figure9)。

また、現在会員事業とマーケティング支援事業が好調に収益を上げており、今後もこの2事業に注力していく方針だが、収益基盤をこの2事業に依存しているがために、有料会員数や企業数、企業単価の増減などが生じた場合に企業の成長力にも影響を及ぼす恐れがある。

機会 (Opportunities) : 強い

モバイル端末でのサービス拡充や、iPhoneやiPadの登場により、同社サイト「モバレび」の利用者数の増加に繋がると考えられる。

また、不況により外食市場が縮小傾向にあり (Exhibit15 p.27)、この外食離れが料理レシピサイトの需要を増やし、利用者の拡大に繋がるとも考えられる。

この他には、国内利用者向けのサイト運営だけでなく、海外向けサイト (外国人及び海外在住の日本人向けサイト) の運営による事業拡大が考えられる。実際に2010年3月、同社は米国カリフォルニア州に子会社を設立し、海外での事業展開を狙おうとしている。

脅威 (Threats) : 強い

現在、同社を脅かす存在にまではなっていないが、楽天やyahooなどがレシピサイトの運営も行っており、今後の利用者争奪が起こる可能性もある。また、現在は消費者参加型の独自の販促活動で着実に業績を伸ばしているものの、企業が自らこの販促活動を行ったとき、同社にとって企業顧客離れにつながり業績悪化も考えられる。

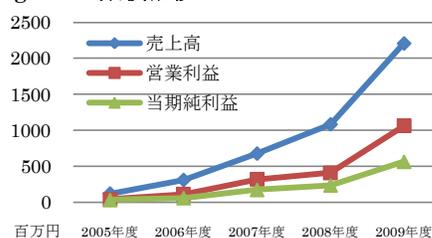
他には景気低迷の影響により企業が広告費を削減することにより、同社の広告・マーケティング支援事業の収益が減少する恐れも考えられる。

さらに、インターネット広告の市場規模の拡大に伴い、インターネット広告の競合も激しくなると予想され、生き残りは一層厳しくなると考えられる。

財務諸表分析

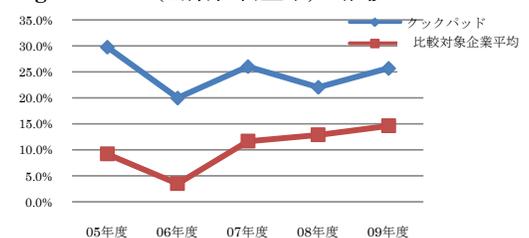
利益分析：同社は2010年4月期の決算において当期売上高、営業利益、純利益はそれぞれ22億円、10.6億円、5.6億円であり過去最高の値を上げている (Figure10)。収益率を見ると当期純利益率が比較対象企業5社平均と比較して09年度時点で約15%高く、収益性の高さが確認される (Figure11)。

Figure 10:業績推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

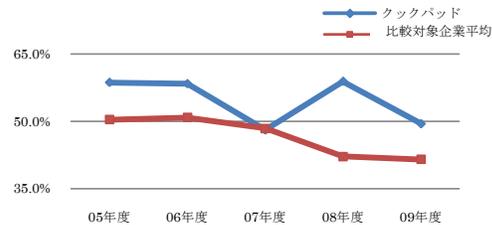
Figure11:ROS(当期純利益率)の推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

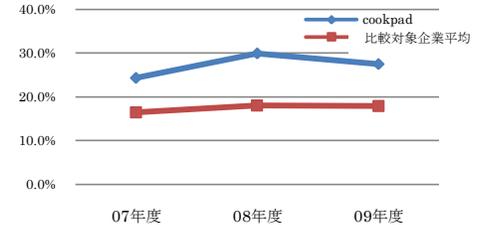
営業利益率と費用計上：営業利益率を分析すると比較対象企業 5 社平均値よりも 09 年時点で約 30%高い水準にある(Exhibit16 p.28)。同社は、ほぼすべてのシステムを自社開発しているため、外注費がかかりにくいコスト構造となっている。しかし同社は自社開発の費用を売上原価ではなく主に販管費に計上していることから、営業費用を考慮する上で販管費に注意しなければならない。同社の販管費比率は比較対象企業平均と比べ 2009 年度時点で約 10%高くなっているが(Figure12)、自社開発を行っていることによるもので、収益性に問題は出ていない。同社の経営戦略により人件費が販管費の中で占める割合が多くなっているため(Exhibit16 p.29,Figure13)、今後、同社の収益性を判断するうえで、売上高に対して人件費がかかりすぎていないか注意する必要がある。

Figure12:販管費率の比較



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

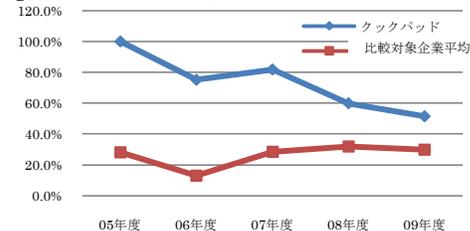
Figure13:人件費(対売上高比率)の推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

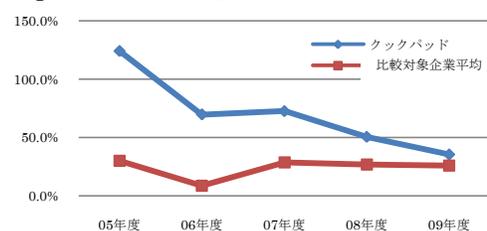
ROA と ROE：ROA・ROE とも比較対象企業平均より高く推移しているものの、近年下降している(Figure14, 15)。09 年度は上場に伴う増資が主な原因としてあげられるが、前年でも下降していることから、従来のような高い ROA や ROE の維持が難しいことが確認される。比較対象企業平均に向けて低下していくことはやむを得ないとしても、それすらも大きく下回ってくる場合には、効率的な資金活用が出来ていない経営状態である可能性が考えられる。収益性は高くても、効率的な資金繰りがなされていなければ資金の引き上げから株価の下落も有り得るため、今後の推移に一層の注意が必要である。

Figure14 :ROA の推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

Figure15:ROE の推移



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

キャッシュフロー分析：現在、営業キャッシュフローが投資キャッシュフローの約 4 倍あり、上場による財務キャッシュフローの増加もあることから豊富なキャッシュを保持していると言える。その余剰キャッシュを用いて海外展開など事業拡大のための布石を打っているが、明確なビジョンや新たな収益モデル構築が打ち出されていないため、豊富なキャッシュの使途が不透明で懸念といえる。

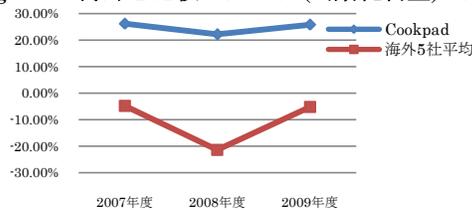
貸借対照表と資金調達：貸借対照表を分析すると負債が少なく抑えられており、有利子負債がない事が特徴としてあげられる。また資産の 80%近くが現金等で占めていることや、IT ビジネスにより固定資産が少なく済むこと、マーケティング支援事業の企業顧客や広告主から安定して現金が支払われることなどから、手元資金が豊富になりやすい。

また、自己資本比率 50%以上、負債比率 100%以下が高い安全性の目安の 1 つとしてあげられるが、同社はどちらもクリアしており、長期的な安全性も高いことが分かる。また短期支払い能力においても、手元現金の豊富さと短期借入金の少なさから安全性は高いと言える(Exhibit16 p.28)。

海外展開の分析：米国への子会社設立より、海外展開が今後考えられる。そのため、現時点で収益性や安全性で同社が米国の比較対象企業に劣らないかを確認する。なお指標は、両国の会計基準の差が少ない、ROE・当期純利益率・流動比率・自己資本比率を用いた。また、米国の比較対象企業の選考基準として、米国企業でインターネット事業を基盤としており、広告事業またはマーケティング支援事業を行っている企業に加えてレシピサイトを米国で運営している企業を選別し **Reach Local・MDC Partners・Ace Marketing & Promotions・CBS Corp・Scripps Networks Interactive** の5社を比較対象企業とし、その平均値と同社の値を比較した。

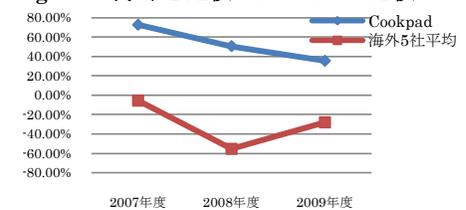
① **収益性：**同社を比較対象企業平均と比較した場合、現在までは当期純利益率、ROEともに同社が優れていることが分かる(**Figure16,17**)。この背景には比較対象企業の営業費用の多さや売上高の減少があげられる。米国にはレシピに特化したサイトも既に存在しており、日本のような先駆者メリットの無さや米国進出時の宣伝費用の増加等マイナス材料を考慮しなければならぬため、現在のような状況が続くとは限らない。

Figure16:海外と比較した ROS(当期純利益)の比較



Source: Based on data from Reuters, Student Estimates

Figure17:海外と比較した ROE の比較



Source: Based on data from Reuters, Student Estimates

② **安全性(Exhibit)**

米国の比較対象企業の多くは負債を抱えて経営を行っており、安全性は高いとは言い難い(**Exhibit17 p.29**)。現時点で同社と比較した場合、同社のほうが安全性は高いが、米国で本格的に事業展開をしていくときに同社がどこまで負債に頼らず事業展開していけるかが懸念になると考えられる。

財務分析から業績見通しへの変換

過去の業績推移より、貸借対照表・損益計算書を作成する。なお、2009年度の上場に伴う増資により純資産額が大幅に増加しているため貸借対照表の変化が大きく、2005~2009年度の平均を用いても対売上高レシオ、その他のレシオに正確な結果が出て来なかった。そのため、主に2009年度の実績値を用いて対売上高レシオなどを算出した。

リスク要因

バリュエーションにて算出した株価は上下に動く可能性がある。そのため、ここまでの分析から今後同社の株価に影響するであろう要因を以下に示す。

① **各事業ごとのリスク**

(1) **会員事業…有料会員数の変化**

現在同社の売上高の38.58%を占める会員事業は、有料会員からの利用料が収益源であるため、有料会員数が増減することによって収入が増減してしまう。我々は2011年4月期の有料会員比を5%とし、2014年4月期まで毎年0.1%上昇する予測をしている。もし有料会員比が0.1%変化した場合、売上高に約39百万円の差が出てくる(**Exhibit18 p.30**)。

(2) **マーケティング支援事業…企業単価の変動**

同社はすでに大手食品メーカーの約8割を企業顧客として獲得している点や、既存企業顧客中心の取引を行う経営姿勢から、今後は企業単価の上昇が経営目標である。毎年単価が50万円変動すると売上は約1.2億円変化する(**Exhibit18 p.30**)。

マーケティング支援事業の収益源である広告宣伝費は、景気低迷に伴って減少する場合と天候や年中行事などによる売上増加に伴って増加する場合が考えられるが、いずれもその予測は不可能である。

② 販管費のリスク…エンジニア採用による人件費の増加

同社は自社開発を行っているため、エンジニアを多く採用する計画があることや、サービスを拡充した場合には今後必然的に人件費の上昇が予想され、同社の収益圧迫の要因となりうる。

③ 先駆者メリット希薄化のリスク…企業による販促活動の開始

現在は料理に特化したサイトを運営する同社に販促を依頼し、広告費を支払うことで食品メーカー等の企業顧客は販促効果を上げているが、今後企業顧客が自ら同様の販促活動を開始した場合は同社に依頼するよりも広告費を抑えることが出来るため、同社の必要性が薄れ、企業顧客離れにつながる可能性がある。

④ 財務のリスク…海外経営

米国に子会社を設立したことから、今後米国を基点とした海外進出が考えられるが、米国比較対象企業の財務分析から、ROS・ROEの低さが明らかになった(Figure16,17)。この点からも、日本では最大手のレシピサイトであっても、レシピサイトが数多く存在する米国へ進出した際も現在と同様の経営が継続可能か否かには不確実性が伴う。

感応度分析：有料会員数とマーケティング支援事業における企業単価の変動をバリュエーションのシナリオ1~3に組み込み、加重平均をして目標株価の算出を行った(詳細はバリュエーションに記載)。ここではその加重平均比率を変えて株価への影響を見る(Exhibit19 p.31,Exhibit20 p.32)。

neutral:good:bad=1:1:8で加重平均をした場合、2020年4月期に企業単価は4,450千円、有料会員数は838,220人と推測される。一方で、neutral:good:bad=1:8:1で加重平均をした場合は企業単価が6,550千円、有料会員数は1,369,620人と推測される。結果として、これらが与える株価の範囲は3,124円から5,773円であることが分かった(Figure18)。

Figure18:感応度分析

neutral:good:bad=1:1:8の場合											株価
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
顧客単価(千円)	4,100	4,200	4,300	4,350	4,400	4,450	4,450	4,450	4,450	4,450	3,124円
有料会員数(人)	554,150	665,685	702,878	741,245	758,208	774,849	791,270	807,407	823,030	838,220	
neutral:good:bad=1:8:1の場合											株価
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
顧客単価(千円)	4,450	4,900	5,350	5,750	6,150	6,550	6,550	6,550	6,550	6,550	5,773円
有料会員数(人)	554,150	701,948	777,426	856,124	935,124	1,016,809	1,101,283	1,188,430	1,277,863	1,369,620	

Source: Student Estimates

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			
投資サマリー			
バリュエーション	p.2	Exhibit4:広告事業の売上高予測	p.15
	p.2	Exhibit5: マーケティング支援事業の売上高予測	p.16
	p.3	Exhibit6: クックパッドの有料会員数の推測	p.17
	p.3	Exhibit7:会員事業の売上高予測	p.18
	p.3	Exhibit8:人件費の予測	p.19
	p.3	Exhibit1:損益計算書	p.12
	p.3	Exhibit2:貸借対照表	p.13
	p.3	Exhibit3:キャッシュ・フロー	p.14
	p.3	Exhibit9:日本におけるマーケットリスクプレミアムの推移	p.20
	p.3	Exhibit10:各シナリオにおける事業別の売上高予測	p.21
	p.3	Exhibit11:各シナリオにおける FCF 予測と目標価格の算出	p.22~24
	p.4	Exhibit12:マルチプル分析の詳細	p.25
事業内容			
その他関連事項			
業界見通しと競争上の位置付け	p.6	Exhibit13:インターネットメディアの”質”ランキング	p.26
	p.6	Exhibit14:マーケティング支援事業による成功例	p.27
	p.7	Exhibit15:外食市場の縮小	p.27
財務諸表分析	p.8	Exhibit16:比較財務分析	p.28~29
	p.9	Exhibit17:海外比較対象企業との財務状況の比較	p.29
リスク要因	p.9	Exhibit18:企業単価と有料会員数の変動による売上高への影響	p.30
	p.10	Exhibit19:企業単価の取りうる範囲	p.31
	p.10	Exhibit20:有料会員数の取りうる範囲	p.32
その他		Exhibit1:損益計算書	p.12
		Exhibit2:貸借対照表	p.13
		Exhibit3:キャッシュ・フロー	p.14

Exhibit 1: 損益計算書(2011年4月期以降の予測はシナリオ1(neutral)の予測値を用いている)

in thousands

千円	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期
【売上高】	25,382	121,481	310,060	676,734	1,083,533	2,207,433	3,638,156	4,404,317	4,663,094	4,898,760	5,144,949	5,368,883	5,601,014	5,841,516	6,089,948	6,347,042
売上原価	2,768	7,047	15,264	31,927	33,270	50,655	62,303	80,220	85,881	90,175	94,799	98,148	101,724	105,543	109,625	113,989
人件費	16,898	35,755	90,889	162,599	282,126	431,740	894,050	1,209,100	1,432,075	1,586,550	1,743,125	1,892,375	2,018,250	2,121,750	2,225,250	2,329,450
減価償却費	1,690	3,575	9,089	16,260	35,250	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
賃借料	2,028	4,291	10,907	19,512	38,239	57,373	68,400	78,660	86,526	91,718	97,221	102,082	104,123	106,206	108,330	110,496
売上手数料	1,014	2,145	5,453	9,756	18,000	85,174	195,504	233,026	244,218	255,721	267,496	279,464	291,660	304,057	316,563	329,202
その他	12,166	25,743	65,440	117,071	265,312	467,051	316,477	386,914	431,076	459,190	481,255	497,874	506,259	513,107	519,029	524,405
販売費及び一般管理費合計	33,795	71,509	181,778	325,198	638,927	1,092,509	1,564,269	2,022,496	2,322,907	2,531,057	2,732,504	2,918,651	3,069,299	3,195,467	3,320,356	3,445,260
のれん・連結調整勘定償却額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【営業利益】	-11,181	42,925	113,018	319,609	411,336	1,064,269	2,011,584	2,301,601	2,254,306	2,277,528	2,317,646	2,352,084	2,429,991	2,540,505	2,659,967	2,787,793
受取利息	0	0	64	287	540	550	1,973	2,501	3,246	4,071	4,916	5,782	6,670	7,592	8,561	9,581
受取配当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
支払利息	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外収益	21	6	244	806	1,219	2,137	5,920	7,502	9,739	12,212	14,748	17,347	20,010	22,776	25,683	28,743
営業外費用	786		394	512	246	14,363	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187
【経常利益】	-11,946	42,931	112,868	319,903	412,309	1,052,043	2,014,317	2,305,916	2,260,858	2,286,552	2,329,208	2,366,244	2,446,814	2,560,094	2,682,463	2,813,349
特別利益	0	0	367	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	12,284	939	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【税引前利益】	-11,946	42,931	113,235	307,618	411,370	1,052,043	2,014,317	2,305,916	2,260,858	2,286,552	2,329,208	2,366,244	2,446,814	2,560,094	2,682,463	2,813,349
法人税等	180	6,542	58,099	140,079	182,382	515,871	932,677	1,067,694	1,046,831	1,058,728	1,078,478	1,095,627	1,132,933	1,185,384	1,242,044	1,302,647
法人税等調整額	0	0	-7,287	-8,522	-10,449	-31,139	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等合計	180	6,542	50,812	131,556	171,933	484,732	932,677	1,067,694	1,046,831	1,058,728	1,078,478	1,095,627	1,132,933	1,185,384	1,242,044	1,302,647
少数株主利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
少数株主損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【当期純利益】	-12,126	36,389	62,423	176,061	239,437	567,311	1,081,641	1,238,223	1,214,027	1,227,824	1,250,729	1,270,617	1,313,881	1,374,710	1,440,419	1,510,702

Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit 2: 貸借対照表(2011年4月期以降の予測はシナリオ1(neutral)の予測値を用いている)

in thousands

千円	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期
【流動資産】	13,009	64,128	207,504	424,495	695,907	3,093,278	4,034,139	5,153,430	6,264,356	7,397,725	8,559,581	9,744,568	10,975,007	12,267,655	13,626,891	15,056,977
現金及び預金	6,938	46,402	122,469	271,219	401,713	2,526,719	3,202,235	4,156,920	5,212,249	6,294,986	7,403,949	8,540,825	9,721,391	10,962,368	12,268,230	13,643,080
受取手形及び売掛金	6,071	16,923	75,897	138,270	278,422	517,865	785,816	951,302	1,007,196	1,058,098	1,111,273	1,159,641	1,209,780	1,261,727	1,315,386	1,370,917
有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
棚卸資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
繰延税金資産	0	0	6,954	10,096	13,287	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674	42,674
未収入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他流動資産	0	1,170	2,184	4,910	2,997	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586
貸倒引当金	0	-367	0	0	-512	-1,566	-4,173	-5,051	-5,348	-6,618	-5,901	-6,158	-6,424	-6,700	-6,985	-7,279
【有形固定資産】	1,975	3,882	15,971	44,670	46,370	91,181	174,659	216,023	239,582	254,275	263,439	269,155	272,719	274,942	276,329	277,194
有形固定資産純額	1,975	3,882	15,971	44,670	46,369	65,414	148,892	190,256	213,815	228,508	237,672	243,388	246,952	249,175	250,562	251,427
その他有形固定資産	0	0	0	0	0	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767	25,767
【無形固定資産】	240	931	1,131	2,988	1,943	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909
連結調整勘定	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
リース資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他無形固定資産	240	931	1,131	2,988	1,943	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909	2,909
【投資その他資産】	585	585	7,989	76,365	81,681	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438	126,438
投資有価証券	0	0	0	0	0	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725	45,725
繰延税金資産	0	0	332	5,713	12,971	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723	14,723
その他投資資産	585	585	7,657	70,652	68,888	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168	66,168
貸倒引当金	0	0	0	0	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178	-178
【繰延資産】	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【資産合計】	15,809	69,526	232,595	548,518	825,901	3,313,806	4,338,145	5,498,800	6,633,285	7,781,347	8,952,368	10,143,070	11,377,073	12,671,944	14,032,567	15,463,518
【流動負債】	4,766	22,094	101,140	193,001	230,946	685,932	688,968	691,855	692,767	693,459	694,203	694,743	695,319	695,934	696,592	697,295
支払手形及び買掛金	0	1,361	3,777	2,578	4,857	7,001	10,037	12,924	13,836	14,528	15,272	15,812	16,388	17,003	17,661	18,364
短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1年以内返済予定長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
各種引当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
リース債務	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他流動負債	4,766	20,733	97,363	190,423	226,089	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931	678,931
【固定負債】	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【負債合計】	4,766	22,094	101,140	193,001	230,946	685,932	688,968	691,855	692,767	693,459	694,203	694,743	695,319	695,934	696,592	697,295
少数株主持分	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【資本合計】	11,043	47,433	131,456	355,518	594,956	2,627,874	3,649,177	4,806,945	5,940,518	7,087,889	8,258,164	9,448,327	10,681,754	11,976,010	13,335,975	14,766,223
資本金	28,249	28,249	39,050	63,050	63,050	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229	796,229
資本剰余金	27,675	27,675	38,475	62,475	62,475	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655	795,655
利益剰余金	-44,881	-8,491	53,931	229,993	469,431	1,036,742	2,058,045	3,215,813	4,349,386	5,496,757	6,667,032	7,857,195	9,090,622	10,384,878	11,744,843	13,175,091
その他有価証券評価差額金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
土地再評価差額金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
為替換算差額調整勘定	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株式	0	0	0	0	0	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752
その他資本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【評価換算差額分を含む株主資本】	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【負債・少数株主・資本合計】	15,809	69,526	232,595	548,518	825,901	3,313,806	4,338,145	5,498,800	6,633,285	7,781,347	8,952,368	10,143,070	11,377,073	12,671,944	14,032,567	15,463,518

Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit 3: キャッシュフロー(2011年4月期以降の予測はシナリオ1(neutral)の予測値を用いている)

in thousands

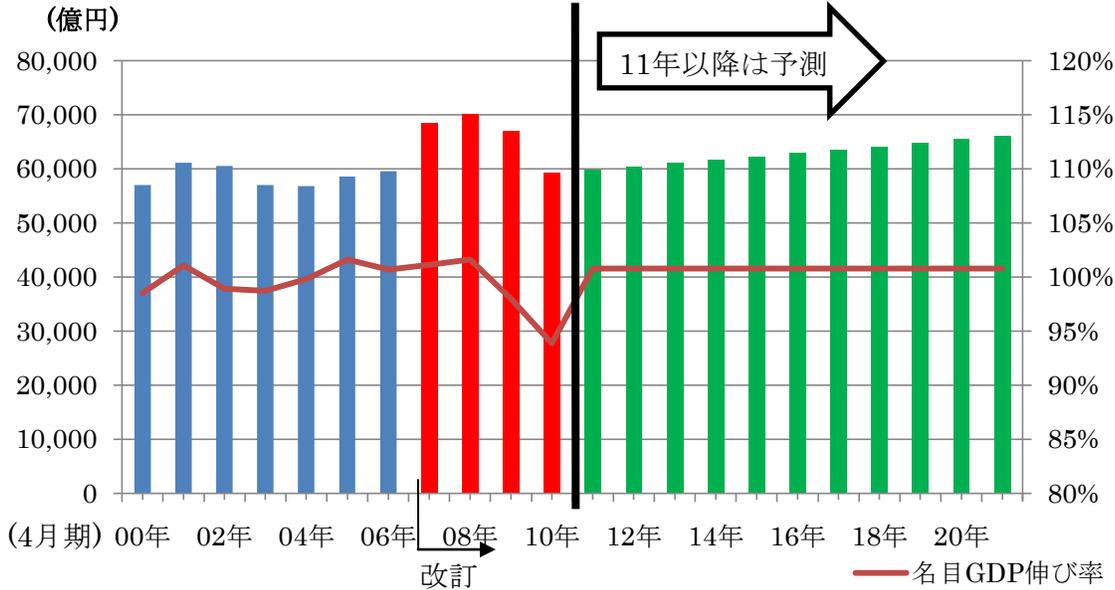
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期
【営業活動によるキャッシュ・フロー】														
税引前当期純利益	113,235	307,618	411,370	1,052,043	2,014,317	2,305,916	2,260,858	2,286,552	2,329,208	2,366,244	2,446,814	2,560,094	2,682,463	2,813,349
減価償却費	4,302	11,056	35,250	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
貸倒引当金の増減額(=は減少)	-367		691	1,053	2,607	879	297	270	282	257	266	276	285	295
役員賞与引当金の増加額又は減少額(=は減少)	6,000	-6,000			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資損失引当金の増減額(=は減少)				2,719	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取利息及び受取配当金	-64	-287	-540	-550	-1,973	-2,501	-3,246	-4,071	-4,916	-5,782	-6,670	-7,592	-8,561	-9,581
事業所移転損		12,284			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式交付費	374	230		11,176	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定資産除却損			939		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権の増減額(=は増加)	-58,973	-62,373	-140,330	-239,442	-267,951	-165,485	-55,894	-50,902	-53,175	-48,368	-50,139	-51,947	-53,660	-55,531
たな卸資産の増減額(=は増加)		-218	-5	-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額(=は減少)	2,416	-1,199	2,278	2,144	3,036	2,887	912	692	745	540	576	615	658	703
その他の資産の増減額(=は増加)	163	-3,104	2,145	-4,040	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他の負債の増減額(=は減少)	22,346	36,599	37,675	119,183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
小計	89,434	294,606	349,475	995,009	1,839,874	2,256,492	2,331,938	2,370,419	2,415,551	2,459,745	2,539,854	2,651,794	2,772,369	2,900,941
利息及び配当金の受取額	25	245	351	453	1,973	2,501	3,246	4,071	4,916	5,782	6,670	7,592	8,561	9,581
法人税等の支払額	-9,818	-83,878	-179,482	-206,697	-932,677	-1,067,694	-1,046,831	-1,058,728	-1,078,478	-1,095,627	-1,132,933	-1,185,384	-1,242,044	-1,302,647
【営業活動によるキャッシュ・フロー合計】	79,642	210,973	170,334	788,766	909,170	1,191,299	1,288,354	1,315,762	1,341,988	1,369,901	1,413,591	1,474,002	1,538,887	1,607,875
【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	-15,735	-38,254	-40,960	-70,564	-173,316	-156,161	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571
無形固定資産の取得による支出	-855	-3,028	-782	-1,900										
関係会社株式の取得による支出				-45,725	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
保証金の支払いによる支出	-8,794	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
保証金の返還による収入	585	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
差入保証金の回収による収入		-68,709	1,902	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【投資活動によるキャッシュ・フロー合計】	-24,800	-109,993	-39,840	-118,189	-173,316	-156,161	-152,571							
【財務活動によるキャッシュ・フロー】														
株式の発行による収入	21,225	47,770		1,455,183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株式の取得による支出				-754	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当金支払い					-60,338	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454	-80,454
【財務活動によるキャッシュ・フロー合計】	21,225	47,770		1,454,429	-60,338	-80,454								
現金及び現金同等物の増減額(=は減少)	76,066	148,750	130,494	2,125,005	675,516	954,684	1,055,329	1,082,737	1,108,963	1,136,876	1,180,566	1,240,977	1,305,862	1,374,850
現金及び現金同等物の期首残高	46,402	122,469	271,219	401,713	2,526,719	3,202,235	4,156,920	5,212,249	6,294,986	7,403,949	8,540,825	9,721,391	10,962,368	12,268,230
現金及び現金同等物の期末残高	122,469	271,219	401,713	2,526,719	3,202,235	4,156,920	5,212,249	6,294,986	7,403,949	8,540,825	9,721,391	10,962,368	12,268,230	13,643,080

Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit4:広告事業の売上高予測

●まず、日本の広告市場の規模について予測を行った。日本の広告市場の推移を見ると、日本の広告費と名目 GDP 成長率は連動していることが確認できる。ことから、2020年4月期までの日本の広告市場の伸び率を名目 GDP 成長率である 0.8%並みで増加すると予想する (出所:日本経済研究センター)。

<日本の広告費と名目 GDP 成長率の推移と予測(日本の広告費については電通 HP より数値引用,07年改訂)>



●次に今後のインターネット広告費の推移について 2011年4月期は 10%成長、2012年4月期以降は 5%成長として野村総合研究所からの推計を元に数値を算出した。

	08年 4月期	09年 4月期	10年 4月期	11年 4月期	12年 4月期	13年 4月期	14年 4月期	15年 4月期	16年 4月期	17年 4月期	18年 4月期	19年 4月期	20年 4月期
インターネット広告費(億円)	4,591	5,373	5,448	5,993	6,292	6,607	6,937	7,284	7,649	8,031	8,432	8,854	9,297
インターネット広告費成長率	26%	17%	1%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
広告費に占める構成比	7%	8%	9%	10%	10%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%

●最後に、同社の広告事業の売上高を算出した。ここでは、過去3年においてインターネット広告費に占める同社の売上高の割合が毎年 1%ずつ増えていることから、今後も 1%ずつ増加すると想定した。

ただし、近年 PC 広告の成長率が減少していることから、今後の成長率が 90%と見込まれる。同社はモバイル広告には力を入れずに PC 広告に力を入れていることから、少なからずその影響を受けると思われる。そこで、この 0.9 を掛けた。すなわち、以下の式で同社のインターネット広告費に占める売上高の割合が増加すると考えた。

$$n \text{ 年後のインターネット広告費に占める同社の売上高の割合} = ((n - 1 \text{ 年のシェア}) + 0.01) \times 0.9$$

	08年 4月期	09年 4月期	10年 4月期	11年 4月期	12年 4月期	13年 4月期	14年 4月期	15年 4月期	16年 4月期	17年 4月期	18年 4月期	19年 4月期	20年 4月期
インターネット広告費に占める同社の売上高の割合	5%	6%	7%	7.29%	7.46%	7.62%	7.76%	7.88%	7.99%	8.09%	8.18%	8.27%	8.34%
同社の売上(万円)	213	299	387	437	470	503	538	574	611	650	690	732	775

<参考:インターネット広告費における PC 広告費と PC 広告の成長率>

	04年 4月期	05年 4月期	06年 4月期	07年 4月期	08年 4月期	09年 4月期	10年 4月期
PC 広告(億円)	1,083	1,634	1,930	2,310	2,688	2,885	2,747
PC 広告成長率		51%	18%	20%	16%	7%	-5%

Source: Student Estimates

Exhibit5: マーケティング支援事業の売上高予測

マーケティング支援事業の売上高予測では、さらに3分野(「レシピコンテスト」、「スポンサードキッチン」、「たべみる」)に分け、売上高の予測を行った。

【レシピコンテスト】

●まず、過去3年分の取引社数、単価を調査する(引用:日本経済新聞、同社への調査)。

●次に、今後数年は企業単価を上昇させるというクックパッドの計画を利用し、2020年4月期までの売上高を予測した。

我々が想定したモデルは以下の通りである。

(1)今後3年間は、社数を変えずに、企業単価を上昇させる。

(2)その後は、企業単価を一定にし、社数や取扱商品数を増大させる(ここでは、商品の増加率を年5%とした)。しかし、商品数の最大が144である(同社HPより1カ月の掲載数が12の為)ので、2015年4月期以降は商品数を一定とする。

	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年
	4月期												
単価 (百万円)	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
商品数	121	125	132	132	132	132	139	144	144	144	144	144	144
売上高 (百万円)	363	438	528	594	660	726	762	792	792	792	792	792	792

※なお、予測期間以前において、09年4月期の商品数(125)のみ資料がなかった為、推測をした。

【スポンサードキッチン】

●レシピコンテストと同様、過去3年分の社数、商品数、単価を調査する(引用:同社への調査)。

●次にレシピコンテストと同様に、2020年4月期までの売上高を予測した。我々が想定したモデルは以下の通り。

(1)まずは、レシピコンテストと同様に企業単価を上昇させる。同時に、社数と商品数も増やしていく。社数については毎年30社ずつ増え、商品数は過去の社数と商品の関係を参考にして社数×1.25として計算する。

(2)同社が企業として獲得している120社を網羅した後は、次に各社毎の深堀を進めることで商品数が増加すると仮定した。ここでも、商品の増加率は年5%として売上高を算出する。

	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年
	4月期	4月期	4月期										
単価 (百万円)	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
社数		28	60	90	120	120	120	120	120	120	120	120	120
商品数	8	31	85	113	150	158	165	174	182	191	201	211	222
売上高 (百万円)	24	109	340	506	750	788	827	868	912	957	1,005	1,055	1,108

※商品数の最大値は300である(同社HPより1カ月の掲載数が25の為)

【たべみる】

●たべみるについては、過去数年においてスポンサードキッチンの社数とほぼ(90%)連動していることから、今後も連動すると仮定する。

●たべみるの売上高を予測するにあたり、我々が想定したモデルは以下の通り。

(1)まずはスポンサードキッチンにおける社数の増加とほぼ(90%)同じように社数を増やす。

(2)同社が企業として獲得している120社を網羅することができたら(2014年4月期以降)、中期的計画である小売業者・流通への販売を開始すると仮定する。なお、それ以降の社数増加率は10%と仮定する。

	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年
	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期	4月期
社数	11	32	54	81	108	113	119	131	144	158	174	192	211
単価 (百万円)	1.05	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
売上高 (百万円)	12	58	97	146	194	204	214	236	259	285	314	345	380

※なお、たべみるの販売は2007年10月より開始しているため、08年4月期における単価は、180万円÷12×7カ月で計算を実施している。

Source: Student Estimates

Exhibit6: クックパッドの有料会員数の推測

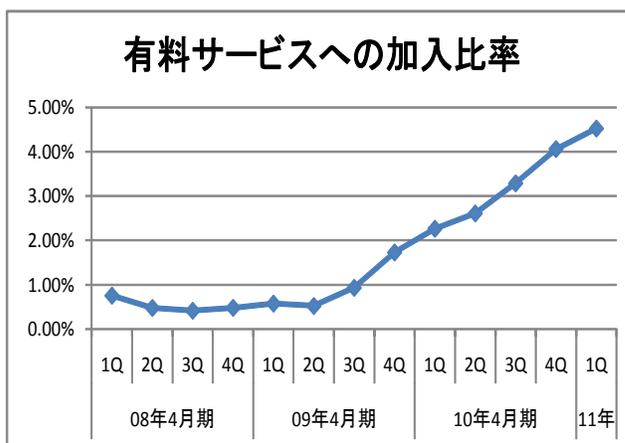
同社の有料会員数の推測に当たって、以下の手法を利用した。

- 会員事業の四半期ごとの売上高から、月間売上高を算出。
- 月間売上高を280円で割る(1カ月当たりの有料会員費(税抜))ことにより、有料会員数を推定。

百万円	08年4月期				09年4月期				10年4月期				11年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	18.00	13.00	13.00	16.00	21.00	23.00	43.00	89.00	129.60	179.01	237.08	305.88	358.95
1か月当たり売上高	6.00	4.33	4.33	5.33	7.00	7.67	14.33	29.67	43.20	59.67	79.03	101.96	119.65

1か月当たり売上高を280円で割ることにより有料会員数を推定

1か月当たり有料会員数(人)	21,429	15,476	15,476	19,048	25,000	27,381	51,190	105,952	154,280	213,108	282,235	364,148	427,325
四半期末月間利用者数(人)	2,833,000	3,229,000	3,717,000	3,958,000	4,335,000	5,240,000	5,482,000	6,119,000	6,810,000	8,160,000	8,580,000	8,960,000	9,440,000
有料サービスへの加入比	0.76%	0.48%	0.42%	0.48%	0.58%	0.52%	0.93%	1.73%	2.27%	2.61%	3.29%	4.06%	4.53%



Source: Company Documents, Student Estimates

Exhibit7: 会員事業の売上高予測

●まず、過去の月間利用者数、将来の年代別人口予測を加味し、2020年4月までの月間利用者数を算出した(算出するにあたって、Figure8の年代別使用割合も利用している)。

千人	2010年 4月	2011年 4月	2012年 4月	2013年 4月	2014年 4月	2015年 4月	2016年 4月	2017年 4月	2018年 4月	2019年 4月	2020年 4月
男性	61,774	61,583	61,369	61,134	60,879	60,604	60,310	59,998	59,669	60,312	60,053
クックパッド利用者数	180	182	184	186	188	190	191	193	195	197	198
20～29歳女性	6,884	6,762	6,648	6,522	6,411	6,314	6,231	6,163	6,116	6,079	6,059
クックパッド利用者数	2,370	3,418	3,363	3,302	3,249	3,203	3,164	3,132	3,111	3,095	3,087
30～39歳女性	8,924	8,701	8,453	8,187	7,939	7,726	7,532	7,370	7,210	7,069	6,931
クックパッド利用者数	4,040	5,827	5,662	5,484	5,318	5,176	5,046	4,937	4,831	4,736	4,644
40～49歳女性	8,350	8,540	8,741	8,937	9,092	9,143	9,319	9,263	9,183	9,055	8,890
クックパッド利用者数	1,650	2,380	2,818	3,262	3,686	4,062	4,455	4,768	5,065	5,334	5,585
50～59歳女性	8,210	7,980	7,818	7,733	7,725	7,775	7,687	7,828	7,953	8,078	8,231
クックパッド利用者数	440	635	776	927	1,089	1,266	1,397	1,585	1,772	1,962	2,156
18～19歳女性	1,191	1,182	1,182	1,192	1,181	1,174	1,179	1,174	1,167	1,159	1,144
クックパッド利用者数	280	284	284	286	284	282	283	282	280	278	274
クックパッド利用者数 (合計)	8,960	12,726	13,086	13,448	13,813	14,177	14,537	14,898	15,253	15,601	15,944
利用者増加率		42%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%

- ・まず、2011年4月の同社の月間利用者数を算出する。
- ・次に、年代別のクックパッドの利用者数の割合を算出し、それを毎年継続させるようにする。なお、年代がシフトした場合はその年代の利用者数の割合に変わるとする。例…29歳では利用者数の割合は51%であるが、30歳になると67%になる。
- ・この表を見れば、今後クックパッドは40代以降のユーザーの獲得がテーマになってくることがわかるであろう。

●次に、今算出した月間利用者数を元に、有料会員数を推測した。推測するにあたっては、Exhibit6を利用する。最後に、有料会員数に294円(月額)を掛け、会員事業の売上高を算出する。

	11年 4月期	12年 4月期	13年 4月期	14年 4月期	15年 4月期	16年 4月期	17年 4月期	18年 4月期	19年 4月期	20年 4月期
平均月間利用者数 (千人)	11,083	12,951	13,312	13,676	14,041	14,402	14,763	15,120	15,470	15,815
有料会員比	5.00%	5.10%	5.20%	5.30%	5.40%	5.50%	5.60%	5.70%	5.80%	5.90%
平均月間有料会員数 (千人)	554	661	692	725	758	792	827	862	897	933
月間売上高(百万円)	163	194	204	213	223	233	243	253	264	274
年間売上高(百万円)	1,955	2,330	2,442	2,557	2,675	2,795	2,917	3,041	3,166	3,292

※有料会員比については、今後の月間利用者数の増加率との関係で算出している。

Source: Student Estimates

Exhibit8: 人件費の予測

同社の販売費及び一般管理費の内訳の主な項目は人件費・減価償却費・賃借料・売上手数料・その他となっている。ここでは人件費についての予測を行う。人件費を求めるにあたって、平均給与額・平均従業員・役員報酬・その他(福利厚生費等)の数値を算出し予測を行った。

<平均給与額の予測>

我々がマルチプル分析を行う際に選定した比較対象企業5社の平均給与額の推移をもとに、平均給与額の時系列推移比率を次の通りに設定した。

- ・売上高成長率 150%超の翌年は平均給与額 15 万円上昇
- ・売上高成長率 125%超の翌年は平均給与額 10 万円上昇
- ・売上高成長率 110%超の翌年は平均給与額 5 万円上昇
- ・売上高成長率 100%超の翌年は平均給与額変化なし

なお、比較対象企業はグリーの 09 年度を除き 500 万円～600 万円台で推移しており、その点も考慮した。

各社平均給与額

単位:百万円	07 年度	08 年度	09 年度
クックパッド		458	594
カカココム	581	612	637
カービュー	528	502	506
ミクシィ	506	582	628
グリー	—	620	705
ドワンゴ	531	538	—

<従業員数>

従業員数は 2013 年まで 30 人ずつ増加(同公表値)。2014 年以降は、業績予想に基づき前年度成長率 105%以上 125%未満で 15 人増加、105%未満成長の翌年は 10 名の増加とし、期首期末平均従業員数を、年度人数とした。

<役員報酬>

役員報酬は利益に対して報酬を比例させるように計算した。四季報において売上総利益占有率を用いていたため、ここでも売上総利益に対しての比率で役員報酬を算出した。類似企業の 09 年度役員報酬の売上総利益占有率は 0.32%~2.10%に対して同社は 4.27%と割高であった。そのため比較対象企業と同社の平均ではなく比較対象企業で最高値のカービューの 2.10%と同社の 4.27%の中間値 3.185%を算出したうえで、割高であることを考慮し、その数値の 10%を加重し 3.5%を役員報酬の売上総利益占有率の数値とした。

<その他(福利厚生費等)>

その他の項目の金額は 2009 年度の金額を参考に算出した。2009 年度は平均従業員数 1 人当たり約 300 万円の金額になっていたため、毎年平均従業員 1 人あたり 300 万円の支出とした。

これら以上の条件設定のもと人件費を算出すると以下ようになった。

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	4月期									
平均給与<百万円>	6.10	6.20	6.25	6.30	6.35	6.35	6.35	6.35	6.35	6.35
期首従業員	69	100	130	145	160	175	190	200	210	220
期末従業員	100	130	145	160	175	190	200	210	220	230
平均従業員	85	115	138	153	168	183	195	205	215	225
給与<百万円>	515	713	859	961	1,064	1,159	1,238	1,302	1,365	1,429
役員報酬<百万円>	125	151	160	168	177	186	195	205	215	226
その他<百万円>	254	345	413	458	503	548	585	615	645	675
合計<百万円>	894	1,209	1,432	1,587	1,743	1,892	2,018	2,122	2,225	2,329

Source: Student Estimates

Exhibit9:日本におけるマーケットリスクプレミアムの推移

年	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年物)	リスクプレミアム
1986	40.10%	19.60%	29.85%	5.2354%	24.6146%
1987	46.20%	18.20%	32.20%	5.0325%	27.1675%
1988	14.60%	25.60%	20.10%	4.9500%	15.1500%
1989	22.40%	14.40%	18.40%	5.2154%	13.1846%
1990	-15.90%	15.30%	-0.30%	7.0243%	-7.3243%
1991	-11.30%	-14.50%	-12.90%	6.2992%	-19.1992%
1992	-24.80%	-31.70%	-28.25%	5.2870%	-33.5370%
1993	13.70%	9.90%	11.80%	4.2332%	7.5668%
1994	7.30%	13.80%	10.55%	4.4261%	6.1239%
1995	-13.10%	-19.60%	-16.35%	3.3402%	-19.6902%
1996	17.70%	21.30%	19.50%	3.0728%	16.4272%
1997	-9.40%	-21.70%	-15.55%	2.3218%	-17.8718%
1998	-10.20%	-11.50%	-10.85%	1.5098%	-12.3598%
1999	23.10%	77.10%	50.10%	1.7708%	48.3292%
2000	19.50%	8.70%	14.10%	1.7475%	12.3525%
2001	-15.10%	-12.00%	-13.55%	1.3296%	-14.8796%
2002	-14.30%	-6.90%	-10.60%	1.2517%	-11.8517%
2003	-2.50%	11.80%	4.65%	1.0133%	3.6367%
2004	27.40%	56.20%	41.80%	1.5008%	40.2992%
2005	17.10%	34.30%	25.70%	1.3613%	24.3388%
2006	30.50%	21.30%	25.90%	1.7358%	24.1642%
2007	4.50%	-8.20%	-1.85%	1.6521%	-3.5021%
2008	-26.20%	-28.90%	-27.55%	1.4542%	-29.0042%
2009	-20.80%	-11.70%	-16.25%	1.3421%	-17.5921%
平均	5.0208%	7.5333%	6.2771%	3.0878%	3.1893%
中央値	5.90%	10.85%	7.60%	2.05%	4.88%
標準偏差	0.20647	0.25474	0.21485	0.01856	0.21507

Source: 日本証券経済研究所「株式投資収益率2009」、日本銀行「国債の流通利回り等」,Student Estimates

Exhibit10: 各シナリオにおける事業別の売上高予測

●シナリオ 1(neutral)

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	2020年
	4月期												
広告	213	299	387	437	470	503	538	574	611	650	690	732	775
マーケティング支援	399	604	965	1,246	1,604	1,718	1,804	1,896	1,963	2,034	2,111	2,192	2,280
会員	60	176	850	1,955	2,330	2,442	2,557	2,675	2,795	2,917	3,041	3,166	3,292
合計	672	1,079	2,202	3,638	4,404	4,663	4,899	5,145	5,369	5,601	5,842	6,090	6,347
成長率		161%	204%	165%	121%	106%	105%	105%	104%	104%	104%	104%	104%

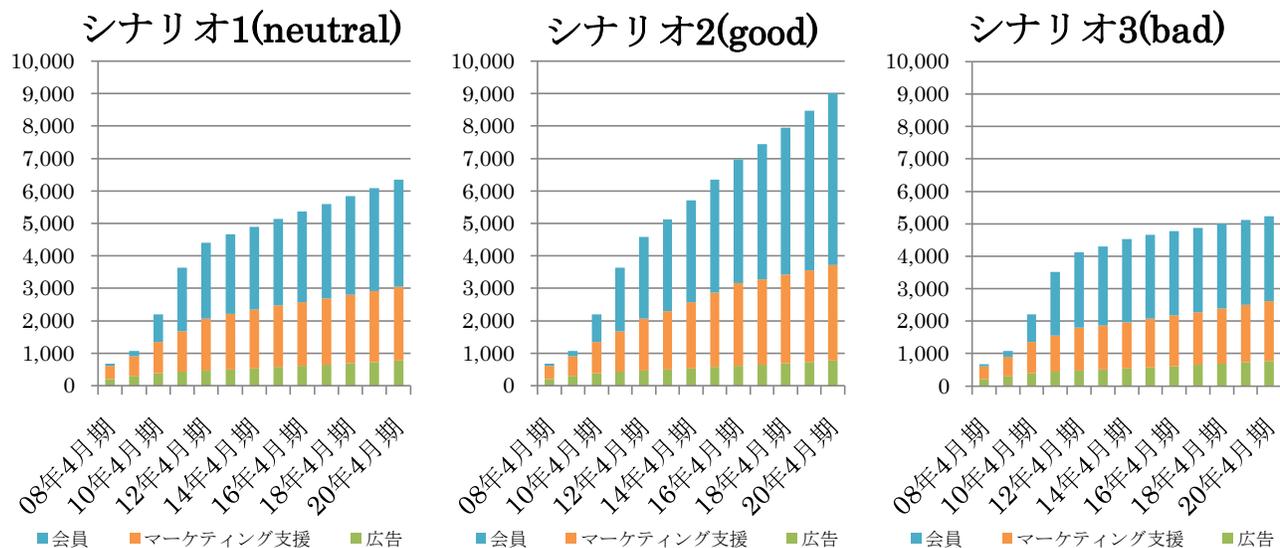
●シナリオ 2(good)

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	2020年
	4月期												
広告	213	299	387	437	470	503	538	574	611	650	690	732	775
マーケティング支援	399	604	965	1,246	1,604	1,796	2,038	2,300	2,544	2,633	2,729	2,831	2,939
会員	60	176	850	1,955	2,513	2,818	3,136	3,468	3,811	4,167	4,534	4,912	5,301
合計	672	1,079	2,202	3,638	4,587	5,118	5,712	6,342	6,966	7,450	7,953	8,475	9,015
成長率		161%	204%	165%	126%	112%	112%	111%	110%	107%	107%	107%	106%

●シナリオ 3(bad)

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	2020年
	4月期												
広告	213	299	387	437	470	503	538	574	611	650	690	732	775
マーケティング支援	399	604	965	1,124	1,322	1,362	1,430	1,506	1,565	1,627	1,694	1,765	1,842
会員	60	176	850	1,955	2,330	2,442	2,557	2,576	2,591	2,604	2,614	2,620	2,622
合計	672	1,079	2,202	3,516	4,122	4,308	4,525	4,656	4,767	4,881	4,998	5,117	5,240
成長率		161%	204%	160%	117%	104%	105%	103%	102%	102%	102%	102%	102%

※各シナリオにおける事業別売上高の推移



Source: Company Documents & Student Estimates

Exhibit11:各シナリオのFCF予測と目標価格の算出

●シナリオ1(neutral)

in thousands	2010年 4月期	2011年 4月期	2012年 4月期	2013年 4月期	2014年 4月期	2015年 4月期	2016年 4月期	2017年 4月期	2018年 4月期	2019年 4月期	2020年 4月期
【NOPLATの算出】											
売上高	2,207,433	3,638,156	4,404,317	4,663,094	4,898,760	5,144,949	5,368,883	5,601,014	5,841,516	6,089,948	6,347,042
売上原価	50,655	62,303	80,220	85,881	90,175	94,799	98,148	101,724	105,543	109,625	113,989
人件費	431,740	894,050	1,209,100	1,432,075	1,586,550	1,743,125	1,892,375	2,018,250	2,121,750	2,225,250	2,329,450
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
賃借料	57,373	68,400	78,660	86,526	91,718	97,221	102,082	104,123	106,206	108,330	110,496
売上手数料	85,174	195,504	233,026	244,218	255,721	267,496	279,464	291,660	304,057	316,563	329,202
その他	467,051	316,477	386,914	431,076	459,190	481,255	497,874	506,259	513,107	519,029	524,405
【EBITA(営業利益)】	1,064,269	2,011,584	2,301,601	2,254,306	2,277,528	2,317,646	2,352,084	2,429,991	2,540,505	2,659,967	2,787,793
法人税等	484,732	932,677	1,067,694	1,046,831	1,058,728	1,078,478	1,095,627	1,132,933	1,185,384	1,242,044	1,302,647
支払利息による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取利息に対する税金	224	909	1,152	1,496	1,876	2,265	2,664	3,074	3,498	3,945	4,415
受取配当金に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外収益に対する税金	646	1,819	2,305	2,992	3,751	4,531	5,329	6,147	6,997	7,890	8,830
営業外費用による節税額	5,844	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469
特別利益に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【EBIT(A)に対する税金】	489,707	931,417	1,065,705	1,043,812	1,054,569	1,073,151	1,089,102	1,125,181	1,176,358	1,231,678	1,290,871
役員賞与	131,798	320,194	366,546	359,384	363,468	370,248	376,136	388,943	406,950	426,401	447,207
繰延税金の増減	-31,139	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【NOPLAT】	411,625	759,973	869,350	851,111	859,490	874,247	886,846	915,867	957,198	1,001,888	1,049,715

【FCFの算出】											
NOPLAT	411,625	759,973	869,350	851,111	859,490	874,247	886,846	915,867	957,198	1,001,888	1,049,715
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
【グロス・キャッシュフロー】	462,796	849,812	984,146	980,123	997,368	1,017,654	1,033,702	1,064,874	1,107,545	1,153,072	1,201,421
営業用現金	44,149	72,763	88,086	93,262	97,975	102,899	107,378	112,020	116,830	121,799	126,941
棚卸資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取手形・売掛金	516,299	781,644	946,251	1,001,848	1,052,479	1,105,372	1,153,484	1,203,356	1,255,027	1,308,402	1,363,637
その他流動資産	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586
【営業流動資産】	568,034	861,993	1,041,923	1,102,696	1,158,041	1,215,857	1,268,447	1,322,962	1,379,443	1,437,787	1,498,164
流動負債合計	685,932	688,968	691,855	692,767	693,459	694,203	694,743	695,319	695,934	696,592	697,295
短期・長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【営業流動負債】	685,932	688,968	691,855	692,767	693,459	694,203	694,743	695,319	695,934	696,592	697,295
【営業運転資金の増減】	-189,530	290,923	177,043	59,861	54,653	57,072	52,050	53,939	55,866	57,686	59,675
有形固定資産の増減	19,045	83,478	41,364	23,559	14,693	9,164	5,715	3,565	2,223	1,387	865
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
【設備投資】	-70,216	-173,316	-156,161	-152,571							
【その他資産増加】	966	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【総投資】	-120,280	464,239	333,204	212,432	207,224	209,643	204,621	206,510	208,437	210,257	212,246
【のれん代加算前FCF】	583,076	385,573	650,942	767,691	790,144	808,011	829,081	858,364	899,109	942,815	989,176
のれん代への投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【FCF】	583,076	385,573	650,942	767,691	790,144	808,011	829,081	858,364	899,109	942,815	989,176

●シナリオ 2(good)

in thousands	2010年 4月期	2011年 4月期	2012年 4月期	2013年 4月期	2014年 4月期	2015年 4月期	2016年 4月期	2017年 4月期	2018年 4月期	2019年 4月期	2020年 4月期
(NOPLATの算出)											
売上高	2,207,433	3,638,156	4,587,083	5,117,564	5,712,426	6,341,995	6,965,768	7,449,869	7,953,156	8,474,635	9,014,971
売上原価	50,655	62,303	80,220	89,819	101,909	115,022	127,181	131,668	136,445	141,531	146,951
人件費	431,740	894,050	1,209,100	1,432,075	1,586,550	1,743,125	1,892,375	2,018,250	2,121,750	2,225,250	2,329,450
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
賃借料	57,373	68,400	78,660	86,526	91,718	97,221	102,082	104,123	106,206	108,330	110,496
売上手数料	85,174	195,504	251,302	281,790	313,620	346,754	381,087	416,657	453,418	491,219	530,072
その他	467,051	316,477	386,914	431,076	459,190	481,255	497,874	506,259	513,107	519,029	524,405
【EBITA(営業利益)】	1,064,269	2,011,584	2,466,090	2,667,267	3,021,561	3,415,211	3,818,313	4,123,905	4,471,883	4,838,091	5,221,891
法人税等	484,732	932,677	1,143,856	1,238,095	1,403,464	1,587,259	1,775,660	1,919,154	2,082,487	2,254,464	2,434,799
支払利息による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取利息に対する税金	224	909	1,152	1,514	1,952	2,459	3,041	3,703	4,437	5,238	6,109
受取配当金に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外収益に対する税金	646	1,819	2,305	3,027	3,905	4,917	6,082	7,407	8,874	10,475	12,218
営業外費用による節税額	5,844	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469
特別利益に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【EBIT(A)に対する税金】	489,707	931,417	1,141,868	1,235,022	1,399,076	1,581,352	1,768,006	1,909,512	2,070,645	2,240,220	2,417,940
役員賞与	131,798	320,194	392,693	425,046	481,818	544,916	609,595	658,857	714,931	773,972	835,882
繰延税金の増減	-31,139	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【NOPLAT】	411,625	759,973	931,529	1,007,199	1,140,668	1,288,943	1,440,711	1,555,535	1,686,307	1,823,900	1,968,069
(FCFの算出)											
NOPLAT	411,625	759,973	931,529	1,007,199	1,140,668	1,288,943	1,440,711	1,555,535	1,686,307	1,823,900	1,968,069
減価償却費	462,796	849,812	1,046,326	1,136,211	1,278,545	1,432,350	1,587,567	1,704,542	1,836,655	1,975,085	2,119,775
【グロス・キャッシュフロー】	44,149	72,763	91,742	102,351	114,249	126,840	139,315	148,997	159,063	169,493	180,299
営業用現金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
棚卸資産	516,299	781,644	985,517	1,099,489	1,227,293	1,362,553	1,496,568	1,600,575	1,708,705	1,820,742	1,936,832
受取手形・売掛金	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586
その他流動資産	568,034	861,993	1,084,845	1,209,426	1,349,127	1,496,979	1,643,470	1,757,159	1,875,354	1,997,821	2,124,717
【営業流動資産】	685,932	688,968	691,855	693,401	695,349	697,462	699,420	700,143	700,913	701,732	702,605
流動負債合計	685,932	688,968	691,855	693,401	695,349	697,462	699,420	700,143	700,913	701,732	702,605
短期・長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【営業流動負債】	685,932	688,968	691,855	693,401	695,349	697,462	699,420	700,143	700,913	701,732	702,605
【営業運転資金の増減】	-189,530	290,923	219,965	123,035	137,753	145,739	144,532	112,966	117,426	121,648	126,023
有形固定資産の増減	19,045	83,478	41,364	23,559	14,693	9,164	5,715	3,565	2,223	1,387	865
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
【設備投資】	-70,216	-173,316	-156,161	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571	-152,571
【その他資産増加】	966	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【総投資】	-120,280	464,239	376,126	275,606	290,324	298,310	297,103	265,537	269,997	274,219	278,594
【のれん代加算前FCF】	583,076	385,573	670,200	860,604	988,221	1,134,040	1,290,464	1,439,004	1,566,659	1,700,866	1,841,181
のれん代への投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【FCF】	583,076	385,573	670,200	860,604	988,221	1,134,040	1,290,464	1,439,004	1,566,659	1,700,866	1,841,181

●シナリオ 3(bad)

in thousands	2010年 4月期	2011年 4月期	2012年 4月期	2013年 4月期	2014年 4月期	2015年 4月期	2016年 4月期	2017年 4月期	2018年 4月期	2019年 4月期	2020年 4月期
【NOPLATの算出】											
売上高	2,207,433	3,515,906	4,122,317	4,307,594	4,525,485	4,656,233	4,767,311	4,881,079	4,997,755	5,117,084	5,239,860
売上原価	50,655	56,190	66,120	68,106	71,511	75,317	78,232	81,352	84,693	88,272	92,108
人件費	431,740	894,050	1,209,100	1,432,075	1,586,550	1,743,125	1,892,375	2,018,250	2,121,750	2,225,250	2,329,450
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
賃借料	57,373	68,400	78,660	86,526	91,718	97,221	102,082	104,123	106,206	108,330	110,496
売上手数料	85,174	195,504	233,026	244,218	255,721	257,589	259,139	260,411	261,382	261,984	262,246
その他	467,051	316,477	386,914	431,076	459,190	481,255	497,874	506,259	513,107	519,029	524,405
【EBITA(営業利益)】	1,064,269	1,895,447	2,033,701	1,916,581	1,922,916	1,858,319	1,790,753	1,761,677	1,760,270	1,763,036	1,769,448
法人税等	484,732	878,902	943,610	890,296	894,194	865,255	834,932	822,401	822,666	824,866	828,757
支払利息による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取利息に対する税金	224	909	1,139	1,443	1,763	2,085	2,404	2,713	3,017	3,322	3,628
受取配当金に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外収益に対する税金	646	1,819	2,278	2,885	3,525	4,170	4,808	5,426	6,035	6,644	7,256
営業外費用による節税額	5,844	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469
特別利益に対する税金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失による節税額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【EBIT(A)に対する税金】	489,707	877,643	941,661	887,436	890,374	860,469	829,189	815,731	815,083	816,368	819,342
役員賞与	131,798	301,733	323,947	305,644	306,982	297,047	286,637	282,335	282,427	283,182	284,517
繰延税金の増減	-31,139	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【NOPLAT】	411,625	716,071	768,093	723,501	725,560	700,803	674,927	663,612	662,760	663,486	665,589
【FCFの算出】											
NOPLAT	411,625	716,071	768,093	723,501	725,560	700,803	674,927	663,612	662,760	663,486	665,589
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
【グロス・キャッシュフロー】	462,796	805,910	882,890	852,513	863,438	844,210	821,782	812,618	813,108	814,670	817,295
営業用現金	44,149	70,318	82,446	86,152	90,510	93,125	95,346	97,622	99,955	102,342	104,797
棚卸資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受取手形・売掛金	516,299	755,379	885,664	925,470	972,283	1,000,373	1,024,238	1,048,681	1,073,748	1,099,386	1,125,764
その他流動資産	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586	7,586
【営業流動資産】	568,034	833,283	975,696	1,019,208	1,070,378	1,101,084	1,127,170	1,153,888	1,181,289	1,209,313	1,238,147
流動負債合計	685,932	687,983	689,583	689,903	690,452	691,065	691,534	692,037	692,575	693,152	693,770
短期・長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【営業流動負債】	685,932	687,983	689,583	689,903	690,452	691,065	691,534	692,037	692,575	693,152	693,770
【営業運転資金の増減】	-189,530	263,198	140,814	43,192	50,622	30,093	25,617	26,215	26,863	27,447	28,215
有形固定資産の増減	19,045	83,478	41,364	23,559	14,693	9,164	5,715	3,565	2,223	1,387	865
減価償却費	51,171	89,838	114,797	129,012	137,878	143,407	146,856	149,006	150,348	151,184	151,706
【設備投資】	-70,216	-173,316	-156,161	-152,571							
【その他資産増加】	966	0									
【総投資】	-120,280	436,514	296,975	195,763	203,193	182,664	178,188	178,786	179,434	180,018	180,786
【のれん代加算前FCF】	583,076	369,396	585,915	656,750	660,244	661,546	643,595	633,832	633,674	634,652	636,509
のれん代への投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【FCF】	583,076	369,396	585,915	656,750	660,244	661,546	643,595	633,832	633,674	634,652	636,509

各シナリオのFCFの予測を算出した後、そのFCFをWACCを用いて割引き、予測期間のFCFの現在価値を算出した。そこに継続価値の現在価値・非事業用資産を足し、有利子負債を引き(ここでは0である)、9/30現在の発行済み株式数で割ることによって、1株当たりの理論株価を求めた。さらに、neutral:good:bad=6:2:2に加重平均をし、我々の目標価格を算出した。詳細は以下を参照。

●各シナリオにおける理論株価の算出

項目	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
	neutral	good	bad
予測期間のFCFの現在価値(千円)	6,251,994	9,168,454	4,890,219
継続価値(千円)	32,130,555	59,805,518	20,675,171
継続価値の現在価値(千円)	21,479,234	39,979,911	13,821,325
非事業用資産(千円)	2,476,185	2,476,185	2,476,185
有利子負債(千円)	0	0	0
株主価値の試算値(千円)	30,207,412	51,624,550	21,187,728
発行済み株式数(株)	8,045,400	8,045,400	8,045,400
1株当たり理論株価	3,755	6,417	2,634

Source: Student Estimates

Exhibit12:マルチプル分析の詳細

1. 比較対象企業の各倍率

No.	会社名	PER	PSR	EV/EBIT	EV/EBITDA
1	カカコム	29.37	7.51	15.84	20.32
2	カービュー	24.92	2.40	9.76	3.13
3	ミクシィ	72.89	7.28	32.49	18.41
4	Gree	29.77	9.82	15.58	15.14
5	DWANGO	-	1.47	-	36.92
平均		39.24	5.69	18.42	18.78

2. 目標株価の算出

項目	2011年クックパッド予測財務データ	平均倍率	企業価値(EV)	ネットデット	時価総額	発行済株式数	目標株価
PER比準	1,081,641,000 (税引き後利益)	39.24			42,443,189,234	8,049,000	5,273
PSR比準	3,638,156,400 (売上高)	5.69			20,712,963,444	8,049,000	2,573
EV/EBIT比準	2,011,584,000 (営業利益)	18.42	37,048,348,320	-3,202,235,000	33,846,113,320	8,049,000	4,205
EV/EBITDA比準	2,101,422,000 (EBITDA)	18.78	39,473,110,848	-3,202,235,000	36,270,875,848	8,049,000	4,506

3. 比較対象企業情報(基本情報(左側)は千円単位、予測値(右側)は百万円単位で表示している)

企業名	カカコム	カカコム	2011年度予測	2012年度予測	企業名	カービュー	カービュー	2011年度予測	2012年度予測
株価	339.000	売上高	16,500	20,000	株価	170.000	売上高	5,000	5,600
発行済株式数	288.258	営業利益	7,200	8,500	発行済株式数	31.536	営業利益	800	1,100
時価総額	97,719,462	減価償却	470	470	時価総額	5,361,120	減価償却	106	106
有利子負債	0	EBITDA	7,670	8,970	有利子負債	0	EBITDA	906	1,206
現金同等物	9,036,400	税引き後利益	4,200	5,100	現金同等物	4,722,010	税引き後利益	450	600
ネットデット	-9,036,400	1株利益(EPS)	0.015	0.018	ネットデット	-4,722,010	1株利益(EPS)	0.014	0.019
EV	118,841,210				EV	2,262,050			
純資産(簿価)	10,100,347				純資産(簿価)	5,133,327			

企業名	ミクシィ	ミクシィ	2011年度予測	2012年度予測	企業名	Gree	Gree	2011年度予測	2012年度予測
株価	637.000	売上高	17,400	20,000	株価	7.120	売上高	54,000	62,000
発行済株式数	154.552	営業利益	3,000	3,500	発行済株式数	22,378.000	営業利益	27,000	31,000
時価総額	98,449,624	減価償却	487	487	時価総額	159,331,360	減価償却	52	52
有利子負債	53,000	EBITDA	3,487	3,987	有利子負債	0	EBITDA	27,052	31,052
現金同等物	12,163,000	税引き後利益	1,600	2,000	現金同等物	21,354,000	税引き後利益	15,900	18,000
ネットデット	-12,110,000	1株利益(EPS)	0.010	0.013	ネットデット	-21,354,000	1株利益(EPS)	0.103	0.116
EV	57,896,280				EV	294,340,440			
純資産(簿価)	14,508,000				純資産(簿価)	20,552,000			

企業名	DWANGO	DWANGO	2011年度予測	2012年度予測
株価	205.800	売上高	31,000	37,000
発行済株式数	198.001	営業利益	1,700	2,500
時価総額	40,748,606	減価償却	1,489	1,489
有利子負債	900,000	EBITDA	3,189	3,989
現金同等物	4,278,990	税引き後利益	1,400	1,700
ネットデット	-3,378,990	1株利益(EPS)	0.00006	0.00008
EV	25,538,300			
純資産(簿価)	14,966,000			

Source: Student Estimates

Exhibit13:インターネットメディアの“質”ランキング(2009年9月に調査、n=10,000)

「掲載された情報に対する信頼度が高い」

男性ランキング		
順位	媒体名	運営会社
1	NIKKEI.NET	株式会社日本経済新聞社
2	NHKオンライン	日本放送協会
3	Amazon.co.jp	アマゾンジャパン株式会社
4	価格.com	株式会社力カムコム
5	REUTERS	トムソン・ロイター・マーケティング株式会社
6	nikkei.BPnet	株式会社日経BP
7	Google	グーグル株式会社
8	Yahoo!JAPAN	ヤフー株式会社
9	クックパッド	クックパッド株式会社
10	OCN	エヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ株式会社

女性ランキング		
順位	媒体名	運営会社
1	クックパッド	クックパッド株式会社
2	NHKオンライン	日本放送協会
3	Amazon.co.jp	アマゾンジャパン株式会社
4	NIKKEI.NET	株式会社日本経済新聞社
5	REUTERS	トムソン・ロイター・マーケティング株式会社
6	価格.com	株式会社力カムコム
7	Google	グーグル株式会社
8	Yahoo!JAPAN	ヤフー株式会社
9	OCN	エヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ株式会社
10	楽天市場	楽天株式会社

総合ランキング		
順位	媒体名	運営会社
1	クックパッド	クックパッド株式会社
2	NIKKEI.NET	株式会社日本経済新聞社
3	NHKオンライン	日本放送協会
4	Amazon.co.jp	アマゾンジャパン株式会社
5	価格.com	株式会社力カムコム
6	REUTERS	トムソン・ロイター・マーケティング株式会社
7	Google	グーグル株式会社
8	Yahoo!JAPAN	ヤフー株式会社
9	nikkei.BPnet	株式会社日経BP
10	楽天市場	楽天株式会社

Source: 株式会社スパイア、2009年12月16日発表, Student Estimates

Exhibit14:マーケティング支援事業による成功例…パナソニック株式会社の電気圧力なべ

課題…電気圧力なべの魅力をいかにして消費者に伝えるか。

施策

(1)人気ユーザーからモニターを選定
→実際に電気圧力なべを利用してもらう

(2)商品実感の声とレシピを掲載
→ユーザーアンケートを実施し、動向を調査



成果…販売台数が前年比 **26倍にアップ**した。

Source: Based on data from COOKPAD HP(http://info.cookpad.com/marketing_case)

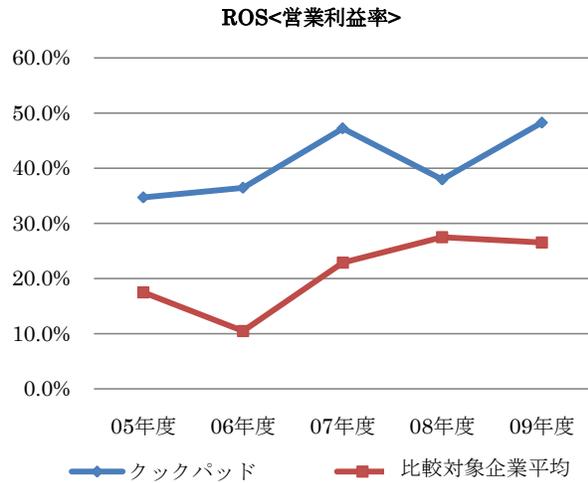
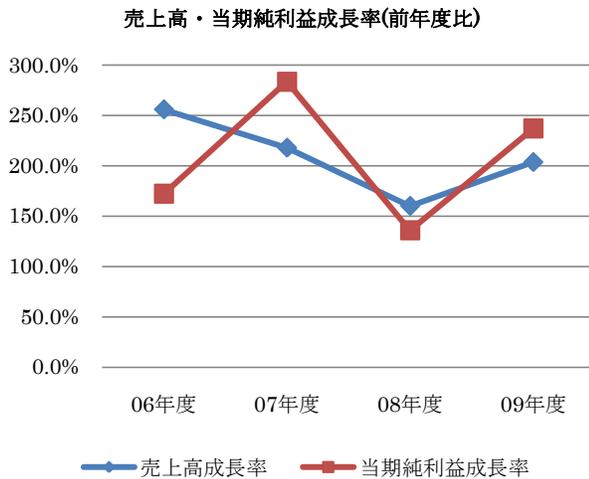
Exhibit15:外食市場の縮小



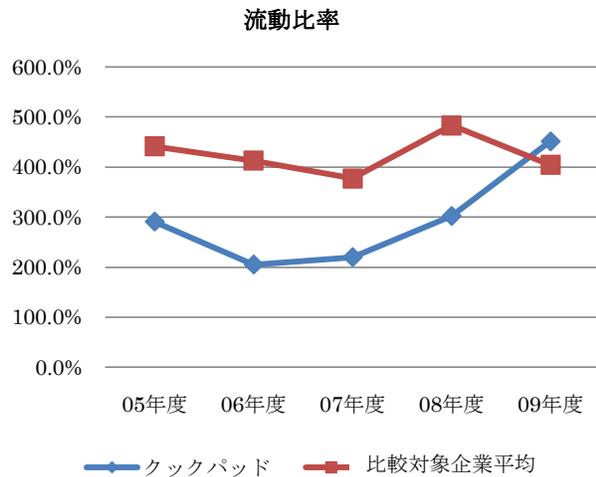
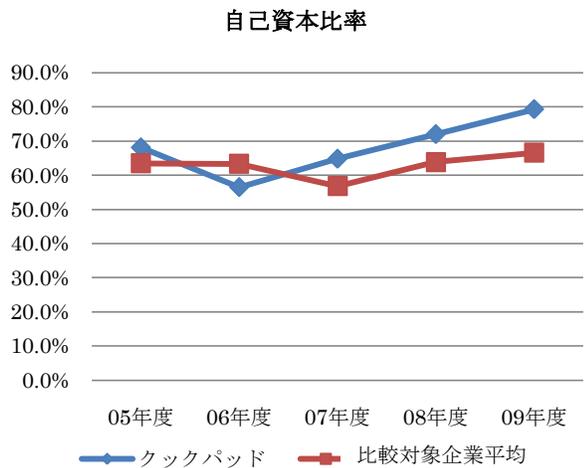
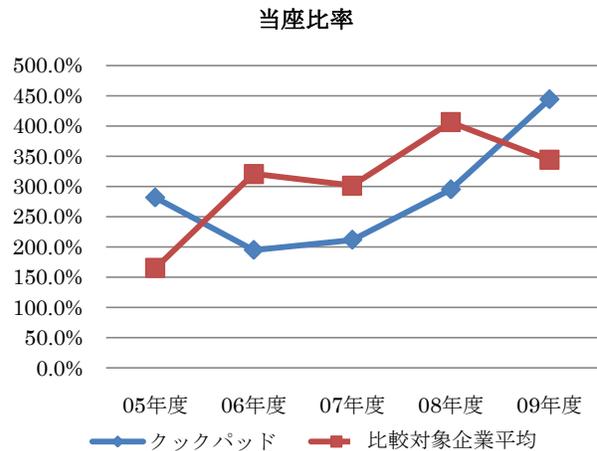
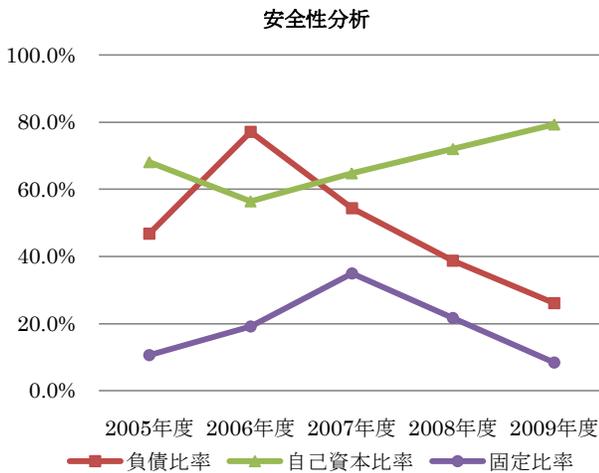
Source: 食の安全・安心財団「外食産業市場規模推移」, student Estimates

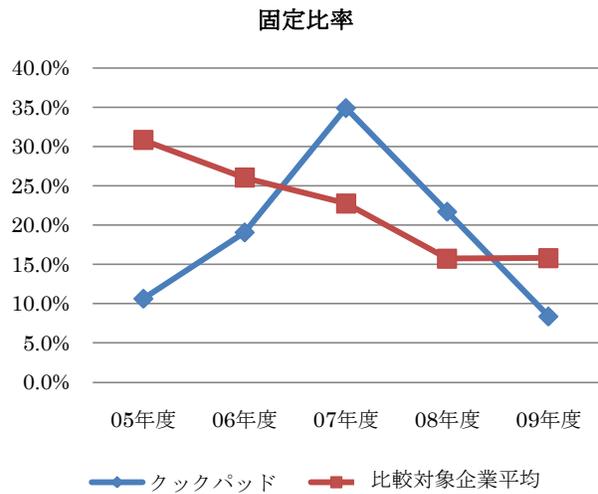
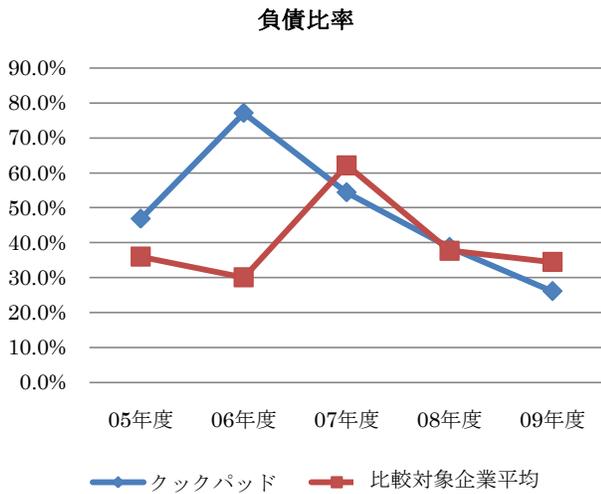
Exhibit16:比較財務分析

1. 成長性・収益性分析

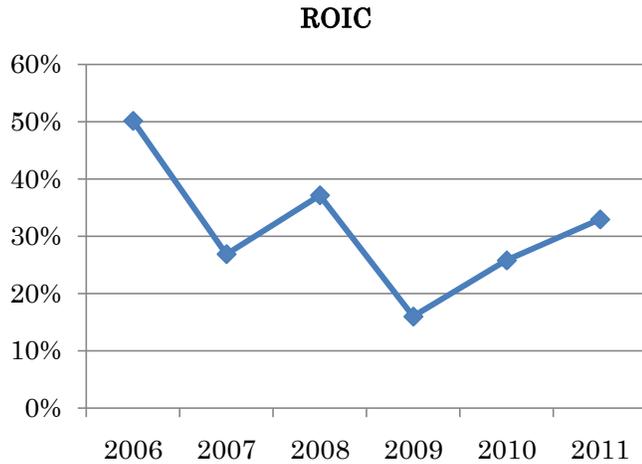
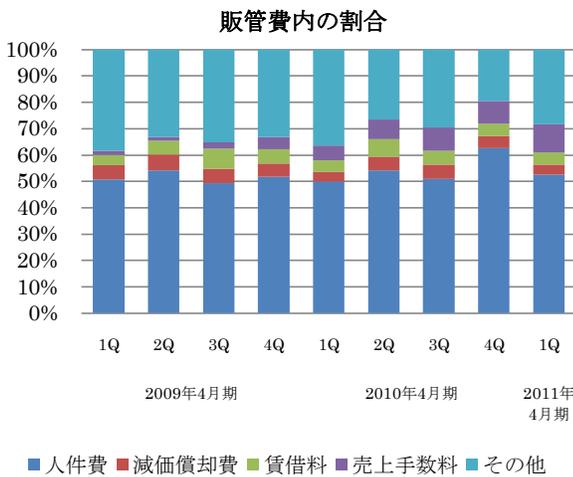


2. 安全性分析



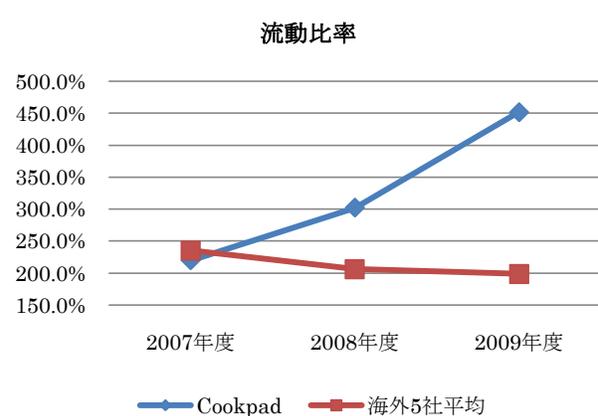
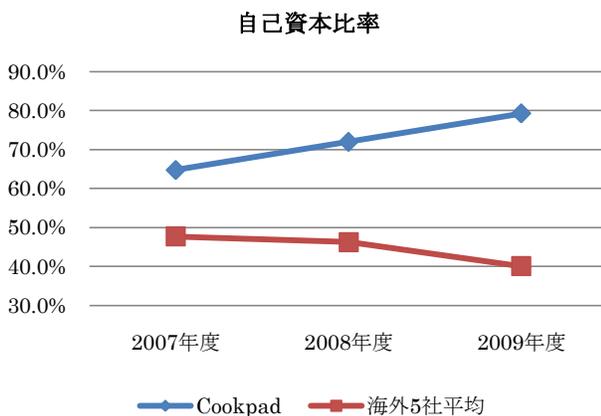


3. その他指標



Source: Based on data from COOKPAD IR, Student Estimates

Exhibit17: 海外比較対象企業との財務状況の比較



Source: Based on data from Reuters, Student Estimates

Exhibit18:企業単価と有料会員数の変動による売上高への影響

ここでは、マーケティング支援事業・会員事業において、キーなるもの(マーケティング支援事業なら企業単価、会員事業なら有料会員比)が変動したときに売上高がどれくらい変動するのかを見ていく。

1. マーケティング支援事業

バリュエーションで売上高予測をした際、2011年4月期のマーケティング支援事業の企業単価を450万円と予測したが(Exhibit5 p.16)、ここでは単価が50万円変化した場合の売上高への影響を見ていく。例えば、単価が50万円減少した場合を考えてみる。ただし、たべみるの単価は一定とする。

レシコンテスト			スポンサードキッチン			レシコンテスト		
単位:円	当初の予測	単価の減少	単位:円	当初の予測	単価の減少	単位:円	当初の予測	単価の減少
	2011年 4月期	2011年 4月期		2011年 4月期	2011年 4月期		2011年 4月期	2011年 4月期
単価	4,500,000	4,000,000	単価	4,500,000	4,000,000	単価	1,800,000	1,800,000
社数	132	132	社数	90	90	社数	81	81
商品数	132	132	商品数	113	113	商品数	—	—
売上高	594,000,000	528,000,000	売上高	506,250,000	452,000,000	売上高	145,800,000	145,800,000

	当初の予測	単価の減少
3分野合計	1,246,050,000	1,125,800,000
差額		-120,250,000

よって、企業単価が50万円変化すると、売上高に120百万円の影響を与えることがわかった。

2. 会員事業

上記1と同様の作業を行う。バリュエーションで売上高予測をした際、2011年4月期の有料会員比を5%と予測した(Exhibit7 p.18)。ここでは有料会員比が0.1%変動することによって売上高にどれくらいの影響があるのかを見ていく。例えば、有料会員比が0.1%減少した場合を考えてみる。

・2011年4月期における四半期ごとの月間利用者数の予測は以下の通りである。

単位:千人	2011年4月期(予測)			
	2010年	2010年	2011年	2011年
	7月	10月	1月	4月
月間利用者数	9,440	10,535	11,631	12,726
月間平均利用者数	11,083			

・上記データの月間平均利用者数に有料会員比を掛け、月間有料会員を算出。
その後、294円(月額)を掛け、月間の会員事業の売上高を出す。
さらに12倍することによって年間の会員事業の売上高を算出する。

	当初の予測	比率の減少
有料会員比	5%	4.90%
有料会員数(人)	554,150	543,067
売上(百万円)	1,955	1,916
差額(百万円)		-39

Source: Student Estimates

Exhibit19:企業単価の取りうる範囲

各シナリオごとの加重平均比率を変化させて 2020 年までの企業単価の変動の様子をみる。

(例) neutral:good:bad=1:1:8 の場合 4,450 千円 neutral:good:bad=1:8:1 の場合 6,550 千円となる

企業単価(千円)				株価	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
neutral	good	bad												
1	1	8		3,124	4,100	4,200	4,300	4,350	4,400	4,450	4,450	4,450	4,450	4,450
2	1	7		3,237	4,150	4,300	4,450	4,500	4,550	4,600	4,600	4,600	4,600	4,600
3	1	6		3,349	4,200	4,400	4,600	4,650	4,700	4,750	4,750	4,750	4,750	4,750
4	1	5		3,461	4,250	4,500	4,750	4,800	4,850	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900
1	2	7		3,503	4,150	4,300	4,450	4,550	4,650	4,750	4,750	4,750	4,750	4,750
5	1	4		3,573	4,300	4,600	4,900	4,950	5,000	5,050	5,050	5,050	5,050	5,050
2	2	6		3,615	4,200	4,400	4,600	4,700	4,800	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900
6	1	3		3,685	4,350	4,700	5,050	5,100	5,150	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
3	2	5		3,727	4,250	4,500	4,750	4,850	4,950	5,050	5,050	5,050	5,050	5,050
7	1	2		3,797	4,400	4,800	5,200	5,250	5,300	5,350	5,350	5,350	5,350	5,350
4	2	4		3,839	4,300	4,600	4,900	5,000	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
1	3	6		3,881	4,200	4,400	4,600	4,750	4,900	5,050	5,050	5,050	5,050	5,050
8	1	1		3,909	4,450	4,900	5,350	5,400	5,450	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
5	2	3		3,951	4,350	4,700	5,050	5,150	5,250	5,350	5,350	5,350	5,350	5,350
2	3	5		3,993	4,250	4,500	4,750	4,900	5,050	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
6	2	2		4,063	4,400	4,800	5,200	5,300	5,400	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
3	3	4		4,105	4,300	4,600	4,900	5,050	5,200	5,350	5,350	5,350	5,350	5,350
7	2	1		4,175	4,450	4,900	5,350	5,450	5,550	5,650	5,650	5,650	5,650	5,650
4	3	3		4,217	4,350	4,700	5,050	5,200	5,350	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
1	4	5		4,259	4,250	4,500	4,750	4,950	5,150	5,350	5,350	5,350	5,350	5,350
5	3	2		4,329	4,400	4,800	5,200	5,350	5,500	5,650	5,650	5,650	5,650	5,650
2	4	4		4,371	4,300	4,600	4,900	5,100	5,300	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
6	3	1		4,442	4,450	4,900	5,350	5,500	5,650	5,800	5,800	5,800	5,800	5,800
3	4	3		4,484	4,350	4,700	5,050	5,250	5,450	5,650	5,650	5,650	5,650	5,650
4	4	2		4,596	4,400	4,800	5,200	5,400	5,600	5,800	5,800	5,800	5,800	5,800
1	5	4		4,638	4,300	4,600	4,900	5,150	5,400	5,650	5,650	5,650	5,650	5,650
5	4	1		4,708	4,450	4,900	5,350	5,550	5,750	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950
2	5	3		4,750	4,350	4,700	5,050	5,300	5,550	5,800	5,800	5,800	5,800	5,800
3	5	2		4,862	4,400	4,800	5,200	5,450	5,700	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950
4	5	1		4,974	4,450	4,900	5,350	5,600	5,850	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100
1	6	3		5,016	4,350	4,700	5,050	5,350	5,650	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950
2	6	2		5,128	4,400	4,800	5,200	5,500	5,800	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100
3	6	1		5,240	4,450	4,900	5,350	5,650	5,950	6,250	6,250	6,250	6,250	6,250
1	7	2		5,394	4,400	4,800	5,200	5,550	5,900	6,250	6,250	6,250	6,250	6,250
2	7	1		5,506	4,450	4,900	5,350	5,700	6,050	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400

Source: Student Estimates

Exhibit20:有料会員数の取りうる範囲

各シナリオごとの加重平均比率を変化させて 2020 年までの有料会員数の変動の様子をみる。

(例)neutral:good:bad=1:1:8 の場合 838,220 人 neutral:good:bad=1:8:1 の場合 1,369,620 人となる

有料会員数(人)			株価	2011	2012	2013	2,014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
neutral	good	bad											
1	1	8	3,124	554,150	665,685	702,878	741,245	758,208	774,849	791,270	807,407	823,030	838,220
2	1	7	3,237	554,150	665,685	702,878	741,245	761,016	780,610	800,128	819,503	838,501	857,199
3	1	6	3,349	554,150	665,685	702,878	741,245	763,825	786,371	808,985	831,599	853,971	876,177
4	1	5	3,461	554,150	665,685	702,878	741,245	766,633	792,132	817,843	843,695	869,442	895,156
1	2	7	3,503	554,150	670,865	713,528	757,656	783,482	809,415	835,558	861,839	888,006	914,135
5	1	4	3,573	554,150	665,685	702,878	741,245	769,441	797,893	826,700	855,791	884,912	914,135
2	2	6	3,615	554,150	670,865	713,528	757,656	786,290	815,175	844,415	873,935	903,477	933,113
6	1	3	3,685	554,150	665,685	702,878	741,245	772,249	803,654	835,558	867,887	900,383	933,113
3	2	5	3,727	554,150	670,865	713,528	757,656	789,098	820,936	853,273	886,031	918,947	952,092
7	1	2	3,797	554,150	665,685	702,878	741,245	775,057	809,415	844,415	879,983	915,853	952,092
4	2	4	3,839	554,150	670,865	713,528	757,656	791,906	826,697	862,130	898,127	934,418	971,070
1	3	6	3,881	554,150	676,045	724,178	774,067	808,756	843,980	879,845	916,271	952,982	990,049
8	1	1	3,909	554,150	665,685	702,878	741,245	777,866	815,175	853,273	892,079	931,324	971,070
5	2	3	3,951	554,150	670,865	713,528	757,656	794,715	832,458	870,988	910,223	949,888	990,049
2	3	5	3,993	554,150	676,045	724,178	774,067	811,564	849,741	888,703	928,367	968,453	1,009,027
6	2	2	4,063	554,150	670,865	713,528	757,656	797,523	838,219	879,845	922,319	965,359	1,009,027
3	3	4	4,105	554,150	676,045	724,178	774,067	814,372	855,502	897,560	940,463	983,923	1,028,006
7	2	1	4,175	554,150	670,865	713,528	757,656	800,331	843,980	888,703	934,415	980,829	1,028,006
4	3	3	4,217	554,150	676,045	724,178	774,067	817,180	861,263	906,418	952,559	999,394	1,046,985
1	4	5	4,259	554,150	681,226	734,827	790,479	834,029	878,546	924,133	970,703	1,017,958	1,065,963
5	3	2	4,329	554,150	676,045	724,178	774,067	819,988	867,024	915,275	964,655	1,014,864	1,065,963
2	4	4	4,371	554,150	681,226	734,827	790,479	836,837	884,307	932,990	982,799	1,033,429	1,084,942
6	3	1	4,442	554,150	676,045	724,178	774,067	822,796	872,785	924,133	976,751	1,030,335	1,084,942
3	4	3	4,484	554,150	681,226	734,827	790,479	839,645	890,068	941,848	994,895	1,048,899	1,103,920
4	4	2	4,596	554,150	681,226	734,827	790,479	842,454	895,829	950,705	1,006,991	1,064,370	1,122,899
1	5	4	4,638	554,150	686,406	745,477	806,890	859,303	913,112	968,420	1,025,135	1,082,934	1,141,878
5	4	1	4,708	554,150	681,226	734,827	790,479	845,262	901,590	959,563	1,019,087	1,079,840	1,141,878
2	5	3	4,750	554,150	686,406	745,477	806,890	862,111	918,873	977,278	1,037,230	1,098,405	1,160,856
3	5	2	4,862	554,150	686,406	745,477	806,890	864,919	924,634	986,135	1,049,326	1,113,875	1,179,835
4	5	1	4,974	554,150	686,406	745,477	806,890	867,727	930,395	994,993	1,061,422	1,129,346	1,198,813
1	6	3	5,016	554,150	691,587	756,127	823,301	884,576	947,677	1,012,708	1,079,566	1,147,911	1,217,792
2	6	2	5,128	554,150	691,587	756,127	823,301	887,385	953,438	1,021,565	1,091,662	1,163,381	1,236,770
3	6	1	5,240	554,150	691,587	756,127	823,301	890,193	959,199	1,030,423	1,103,758	1,178,852	1,255,749
1	7	2	5,394	554,150	696,767	766,776	839,713	909,850	982,243	1,056,995	1,133,998	1,212,887	1,293,706
2	7	1	5,506	554,150	696,767	766,776	839,713	912,658	988,004	1,065,853	1,146,094	1,228,357	1,312,685
1	8	1	5,773	554,150	701,948	777,426	856,124	935,124	1,016,809	1,101,283	1,188,430	1,277,863	1,369,620

Source: Student Estimates

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 a 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 Acknowledgement:

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.
