



ニッポン・ニュー・マーケット - 「ヘラクレス」

平成 16 年 2 月 12 日

各位

大阪市中央区瓦町三丁目 5 番 7 号
株式会社アドバンスクリエイト
代表取締役社長 濱田 佳治
(コード番号 8798)
(連絡先) 執行役員経営管理本部長 千田吉裕
電話 06-6204-1193

当社アナリストレポート発行に関するお知らせ

2月4日付で当社に関するアナリストレポートが、株式会社いちよし経済研究所より発行
されましたのでお知らせいたします。

以 上

アドバンスクリエイト (8798、ハラクス・グロース)

銘柄研究速報

企業調査部

羽田野 友紀

TEL:03-3555-6961 FAX:03-3555-6965

保険流通革命を目指し、保険募集チャネルを拡大

株価レーティング		
	前回	今回
予想成長率	1	1
バリュエーション	A	A
リスク	HR	HR

	前回	今回
業績モメンタム		

*業績モメンタム(方向性)は今後1年間の見通し

株価(2/3)	203,000 円
時価総額	85 億円
売買単位	1 株

今期予想PER	36.8 倍
来期予想PER	14.6 倍

前期実績PBR	13.2 倍
今期予想PBR	9.7 倍

前期実績ROE	23.6 %
今期予想ROE	26.4 %

前期推定配当利回り	0.5 %
株主資本比率(2003.9期)	23.6 %

日経225種平均(同日)	10,641.92円
日経JQ平均(同日)	1,525.43円

業種 其他金融・保険
 保険販売代理店専業。ポストインによるプロモーション活動を主体とした保険の通信販売に特化。

売上高構成比(2003.9期)	
販売代理店手数料	59%
広告料収入	41%

消費者の保険選好傾向が変化中、保険流通革命を目指す法人営業、店舗展開を開始し、保険募集チャネルの拡大が見込まれる。
 店舗展開の開始により、成長スピードの加速が予想される

保険販売代理店を事業とし、保険流通革命を目指している。現在の主力商品はがん保険などの医療保険だ。従来、保険販売は、主に元受保険会社の営業職社員が担っており(特に生命保険)、営業力によって保険販売が行われていたと言えよう。しかし、現在、消費者が自分にとって本当に必要な保険を自ら選び契約する傾向が強まっており、当社のような「保険の製造元」ではない、販売代理店専業の活躍が期待される。

現在、法人営業の強化と店舗展開による保険募集チャネルの拡大に注力している。法人営業の目的は、会員組織のプロモーション実施権の獲得、集客インフラを持つ企業との提携、提携先企業などへの保険販売である。また、店舗展開を開始しており、保険募集チャネルの多様化を推進している。

店舗展開は2004年1月15日より開始している。1店舗当りで、出店初年度は通期赤字(単月黒字は達成可能)、2年目より黒字化すると、いちよし経済研究所では見ている。このため、店舗展開初年度に当る2004.9期は、コスト負担増加が予想されるため、当研究所では2004.9期連結経常利益予想を前回予想に対し下方修正した。しかし、中期的には店舗展開によって、成長スピードの加速が予想される。よって、当研究所では中期予想連結EPS成長率は年率100%程度(算出期間:2004.9期~2007.9期)を見込んでいる。現在の株価水準は当社の高い成長率を反映していないとの見方に変更はなく、株価レーティングは「1-A-HR」を継続する。

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	税引利益	前期比	修正EPS	修正CFPS	1株配当	
連結	(億円)	(%)	(億円)	(%)	(億円)	(%)	(億円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
02.9連	10.30	-	1.02	-	0.81	-	0.46	-	1,104	1,176	0	
03.9	30.47	195.8	2.53	148.0	2.25	176.7	1.51	227.7	3,619	7,239	0	
04.9予	今回	49.50	62.5	4.30	70.0	4.00	77.8	2.30	52.3	5,513	10,786	1,000
	前回	40.00	31.3	4.80	89.7	4.50	100.0	2.50	65.6	5,992	10,786	1,000
会社予想	今回	38.00	24.7	-	-	4.50	100.0	2.50	65.6	5,992	10,786	1,000
	前回	38.00	24.7	-	-	4.50	100.0	2.50	65.6	5,992	10,786	1,000
05.9予	85.50	72.7	10.60	146.5	10.30	157.5	5.80	152.2	13,902	20,614	2,000	
06.9予	127.50	49.1	21.90	106.6	21.60	109.7	12.30	112.1	29,482	37,632	3,000	

(いちよし経済研究所のレーティングシステム) 予想成長率は中期予想EPSの年率成長率:20%超 1、10~20% 2、0~10%未満 3、0%未満 4、バリュエーションは予想フェアバリュエーションに対して:20%超割安 A、0~20%割安 B、0~20%割高 C、20%超割高 D、リスクレーティング:R-リスク LR、M-リスク MR、H-リスク HR

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものであるため、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

1. 会社概要

沿革及びビジネスモデル

保険の販売代理店専門企業である。1995年10月に現代表取締役社長である濱田氏が、中小企業・個人を対象として保険商品の対面募集(保険代理業務)を主たる業務として設立した。

1997年より、現在の主力事業である、ポスティングによるプロモーション活動による保険契約募集を開始した。全国のポスティング業者と契約を締結し(慣行上ポスティング業者は他の保険販売代理店のチラシ配布不能)約2,000万世帯にチラシを配布している。

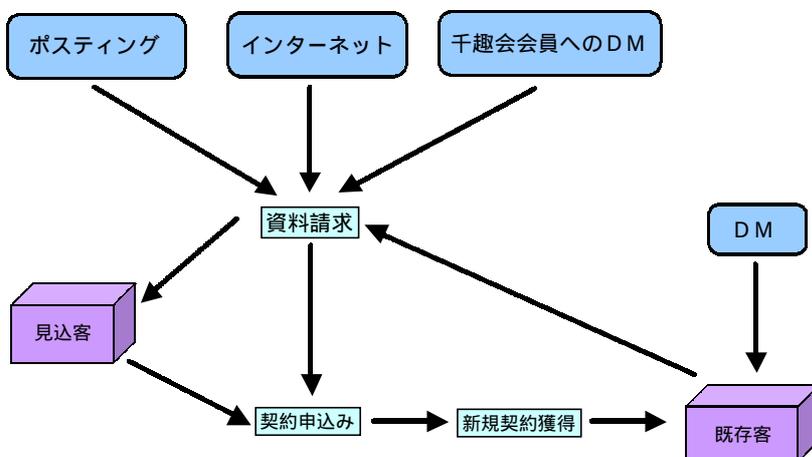
ポスティング、インターネットなどによるプロモーション活動を展開

ポスティングによる保険契約獲得確率は0.005%程度の模様。この契約確率は決して高いとは言えないだろう。むしろ、契約獲得にかかるコストを低減させ、収益を生み出すビジネスに仕上げた点が評価できよう。2003.9期の保険契約獲得1件当たりのコスト(=広告宣伝費/新規保険契約件数、コスト発生と契約獲得にタイムラグがあるため厳密な数値ではない)は約11,000円となっている。対して、主力商品であるアメリカンファミリー生命保険のがん保険の例だと、保険契約1件当りの手数料収入は約70,000円(契約期間中に亘って収益計上される)となっている。

また、見込客(資料請求があったものの契約には至らなかった顧客)に対して誕生日前にダイレクトメールを送るなどの方法で潜在顧客を開拓している。見込客からの新規保険契約獲得率はポスティングによる場合に比べ効率がよく0.25%程度の確率で契約に至っていると見られる。

その他、2002年12月に募集活動をする権利を譲受けた千趣会(8165、東証1部)会員向けDMや、インターネットサイト「保険市場」(ガン保険や生命保険など、各顧客に適した保険が検索可能)、「8798.net」(自動車保険一括見積サービス)などによる保険募集活動も行っている。

(図表1)主な保険募集活動の業務フロー



(出所) 会社資料、ヒアリング等よりいちよし経済研究所作成

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済2P0204D)

保険の流通革命を目指す

当社が目指すのは保険流通革命である。従来、保険販売は、主に元受保険会社の営業職社員が担ってきた（特に生命保険）。いわば製販一体であったと言えよう。他業界においては流通業が発達しているが、保険業界においては未だ未発達であるため、保険業界においても製販分離が進むと考え、販売専門会社としての事業拡大を目指している。

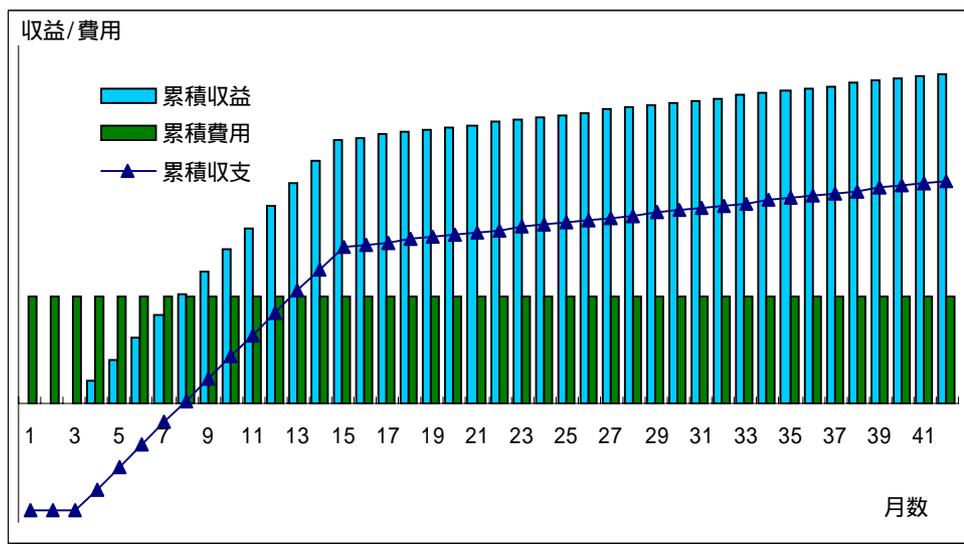
2. 収益構造

保険代理店事業はストックビジネスである

保険代理店手数料は保険会社が顧客から保険料を受け取る都度当社に支払われる。そのため、当社の収益は長期間（5～10年）にわたって分散されることとなる。一方、当社の費用は新規保険募集のためのプロモーション活動が大部分を占めている。このため当社の収益構造は費用が先行して投下され、回収は長期間にわたる構造となっている。

当社で最も契約の多いアメリカンファミリーのがん保険を例にとると、プロモーション活動には新規契約一件当たり1.1万円程度のコストがかかり、1契約から得られる手数料収入は通算約7万円の模様。契約初年度に総手数料の50%が入り、残りの50%が残存契約期間中分割して入る。つまり、契約数を増加していくと、既存契約からの仕組みの利益が増加するため、安定した収益をあげることが可能となる。

(図表2) ガン保険1契約当りの収益費用構造



(出所) 会社資料

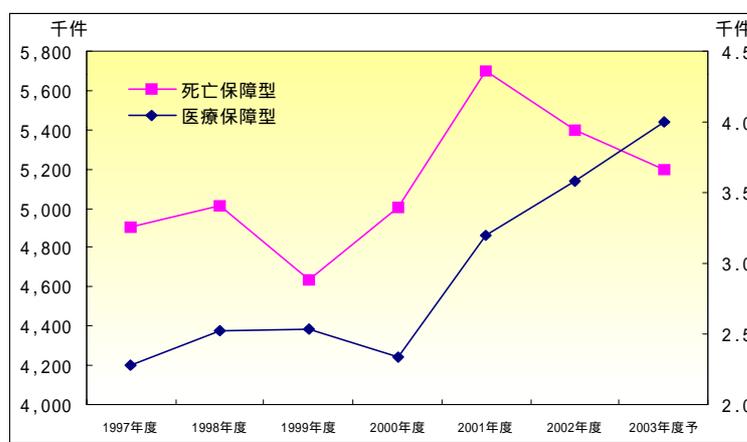
この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

3. 業界動向

拡大する「生きるための保険」市場

我国の保険全体のマーケットは縮小傾向にある。日本人は過剰に保険に加入していると言われており、景気が長期低迷を続ける中、消費者は保険のリストラをしていると推測される。しかし、医療保障型の新規保険契約件数は増加している。2003年3月末において、日本でのがん保険契約の約8割を保有するアメリカンファミリー生命保険が個人保険の保有保険契約件数第1位となったことは、死亡保証型保険から生存保障型保険への消費者の選好変化を象徴していると言えよう。

(図表3) 新規保険契約件数の推移



(出所) 生命保険協会よりいちよし経済研究所作成

医療保障型保険の潜在需要は死亡保障型保険の需要と同水準、若しくはそれ以上と見られる

生命保険文化センターが2003年に実施した、「今後どのような種類の生命保険に加入するのが良いか」というアンケート結果では(複数回答可)、世帯主では「病気や災害、事故による万一の場合の保障に重点をおいたもの(対象保険:死亡保障型保険)」がトップで55.5%となっている。第2位が「病気やケガの治療や入院に備えるもの(同:医療保障型保険)」で54.4%とほぼ同水準となっている。配偶者では医療保障型保険ニーズが64%、死亡保障型保険ニーズが51%と、医療保障型保険へのニーズが死亡保障型保険へのニーズを上回っている。これらのデータより、医療保障型保険のニーズは死亡保障型保険のニーズと同水準以上と判断される。

医療保障型保険の加入率は21.9%と死亡保障型保険の40.1%と比べて未だ低水準である(生命保険協会2002年度データよりいちよし経済研究所推計)。定期保険等に特約を付加する形で医療保障型保険に加入しているケースも多く、また、医療保障型保険にはがん保険、入院保険など種類が様々である。このため、医療保障型保険の加入率を的確に把握することは困難である。よって、いちよし経済研究所では、がん保険のマーケット、医療保障型保険のマーケット、について将来推計を試みた。

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

【がん保険の潜在マーケットは現在の約2倍と推計】

まず、医療保障型保険の中でも、近年人気の高い保険の1つであるがん保険についての推計を行った。生命保険協会によれば2002年度末(2003年3月末)のがん保険+がん保険特約の加入件数は24.34百万件、保険金額で3.98兆円となっている。これは全人口の約19%の加入率となる。アンケートの結果などから、医療保障型保険と死亡保障型保険の潜在ニーズはほぼ同水準と考えられる事から、将来的に生存保障型保険の加入率40%(2002年度)まで拡大すると仮定すると、加入件数51.0百万件、保険金額8兆円の潜在マーケットがあると推計される。

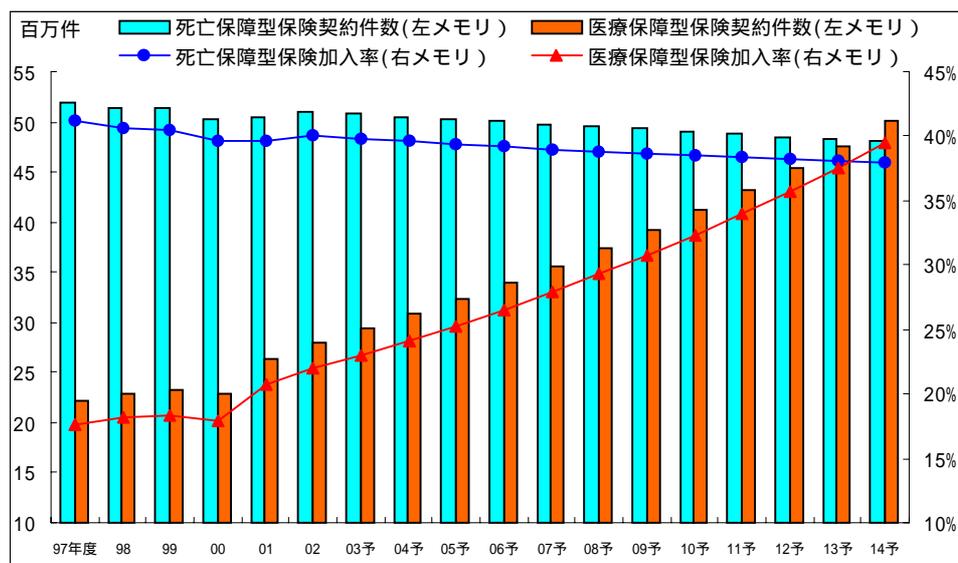
【医療保障型保険と死亡保障型保険の契約件数は11年後に逆転すると推計】

医療保障型保険には、死亡保障型の定期保険などへの特約という形態で加入しているケースも多い。しかし、現在死亡保障型保険の契約件数は減少傾向にあり、医療保障型保険の契約件数が増加傾向にあることから、消費者は医療保障と死亡保障で別々の保険に加入する傾向があると推測される。また、一般的に、死亡保障型保険へのニーズは世帯主(主に生計を担う者)にあるが、医療保障型の場合、配偶者の加入ニーズも高い。

よって、今回の推計では、医療保障特約の存在は無視し、過去5年間の契約伸長率(死亡保障型:-0.5%、医療保障型:5.0%)から将来推計を試みた。

この結果、11年後の2014年度末(2015年3月)には医療保障型保険の契約件数が死亡保障型保険の契約件数を上回ると予想される。11年後には、医療保障型保険の契約件数約50百万件、契約金額約14.2兆円に達する見込みだ。これは現在の約2倍の規模である。

(図表4)死亡保障型と医療保障型の契約件数予想



(出所) いちよし経済研究所

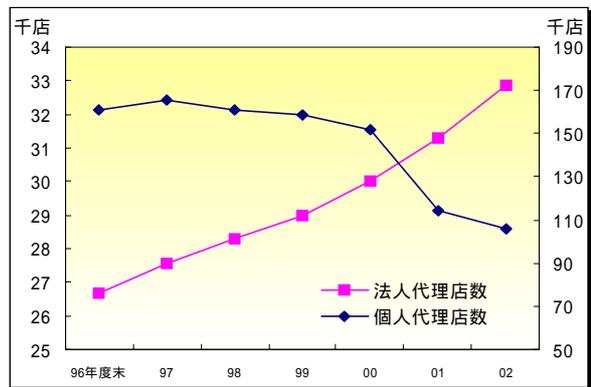
この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものであるため、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済2P0204D)

多様化する保険募集チャンネル

生命保険募集営業という、これまで生命保険会社の営業職員による対面営業が主力であった。しかし、近年、この保険募集チャンネルが変化しつつある模様だ。近年、多く見られる形態としては、通信販売、テレマーケティング、インターネット、銀行、証券会社等による窓販、などがあげられる。

生命保険文化センターの調べでは、保険会社の登録営業職員数は年々減少傾向にあり、過去6年間(1996年度から2002年度)で約30%減少している。一方、保険代理店使用人数は増加傾向にあり、1996年度末から2001年度末の5年間で130%増加(2002年度末は銀行、証券会社等の保険販売解禁により急増しているため除外)している。中でも、法人代理店数の増加が顕著である。これは、より販売力のある代理店が成長し、販売力の弱い代理店の淘汰進んでいるためと推測される。

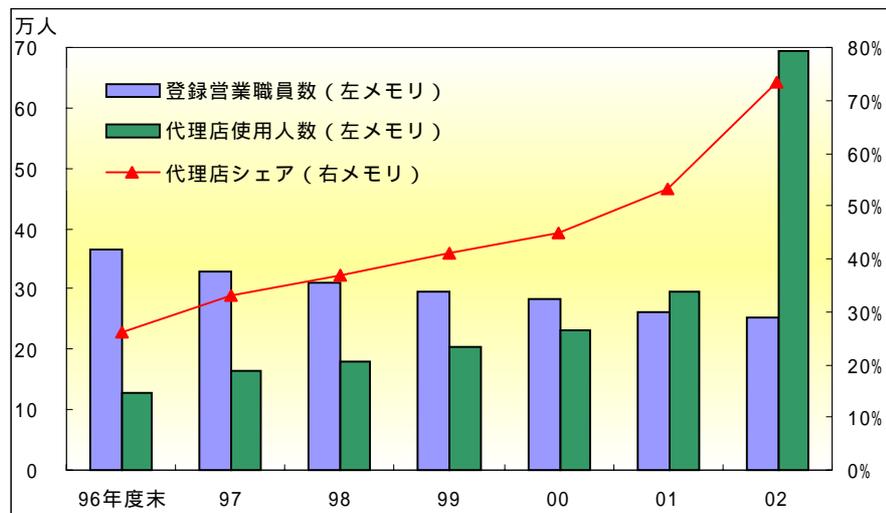
(図表5) 代理店数の推移



(出所) 生命保険文化センター

現在、保険会社にとって、営業職員の人件費は利益圧迫要因となっていると見られ、今後積極的に増員させることはできないと見られる。また、インターネットや通信販売などの台頭もあり、中期的には保険販売チャンネルの構造変化が予想されよう。

(図表6) 生命保険会社登録営業職員数と代理店使用人数の推移



(出所) 生命保険文化センター

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済2P0204D)

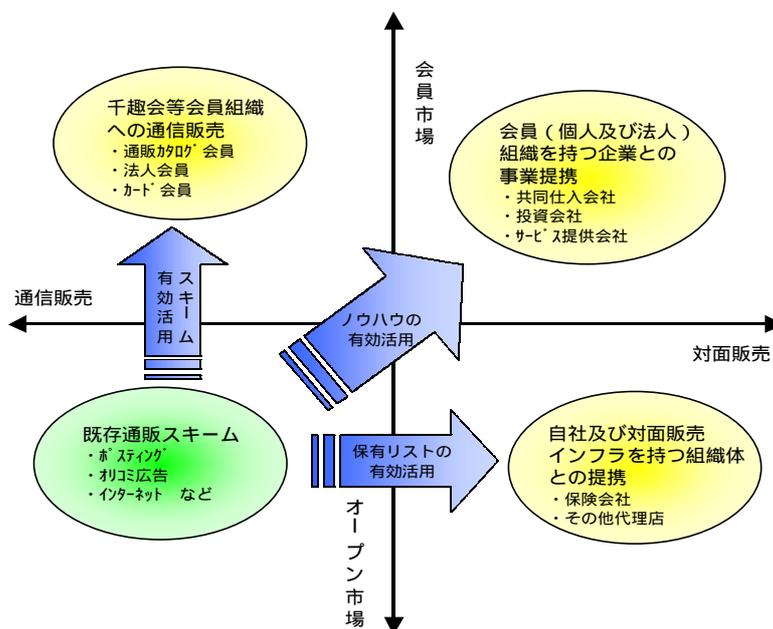
4. 今後の戦略

ポスティング以外のプロモーション活動の本格展開開始

当社のコアとなる技術はポスティング（全国のチラシ配布業者へ委託している）によるプロモーション活動である。現在約2,000万世帯への配布が可能なシステムを作り上げている。2003.9期における保険申込70,495件のうち、約50,000件がこのポスティングによるものと見られる。

会社側は、2003.9期決算説明会において、2004.9期の経営戦略としてポスティング以外の保険募集チャネルの拡大を掲げた。具体的ターゲットとしては、千趣会のような会員市場を保有する企業との提携、集客インフラを持つ企業との提携、店舗展開である。

(図表7)戦略イメージ



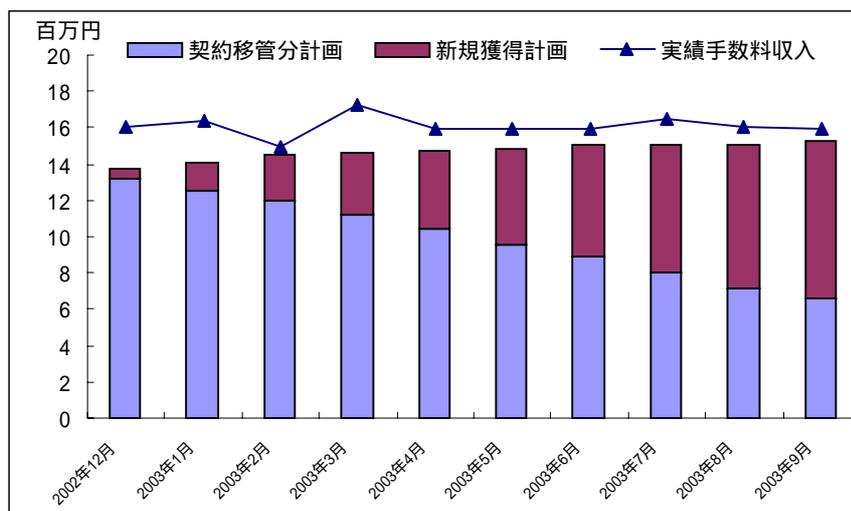
(出所) 会社資料

会員組織の獲得

これまでの実績としては、2002年12月に既契約及び保険募集活動をする権利を買収した千趣会案件がある。千趣会が約600万人の会員に向けて送付しているカタログや、商品と一緒にDMを送付している。ポスティングによるプロモーション活動の場合、消費者がポストに入っているチラシを見ることもなく捨ててしまう可能性もある。しかし、通信販売のカタログなどに同封されていると、消費者はカタログや商品を見るために自宅で郵送物を開封するため、消費者の目にとまる可能性は高いと見られる。このため、ポスティングによるプロモーション活動よりもレスポンス率（消費者が資料請求をする確立）は高い模様だ。会員市場は、ポスティングよりも限られた市場ではあるが、ポスティングよりも投資効率は高いと見られ、引続き提携先開拓を進めている。

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものであるため、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C) Ichiyoshi Research Institute Inc. and Ichiyoshi Securities Co., Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済2P0204D)

(図表8) 千趣会マーケット会社側計画と2003.9期の実績



(出所) 会社資料

集客インフラをもつ企業との提携

当社のビジネスにおいて最も重要な事は、当社のチラシが消費者の目にとまることだろう。このため、より多くの人が集まる場所にチラシを置くことが重要と考えられる。

最近の具体例では、伊藤忠商事(8001、東証1部)との提携がある。コンビニエンスストアのファミリーマート店舗に当社の「総合保険カタログ」を設置し、人気の高い保険商品のCMを映像と音声で定期的に放映する。

また、兵庫県の百貨店ヤマトヤシキ(未公開)や松井証券(8628、東証1部)などとの提携も発表されている。また、これら提携先企業やベンチャー企業を中心に、保険販売営業も積極化させる。

店舗展開の開始

これまでのプロモーション活動の主力は、ポスティングやインターネットの活用など、「非対面」営業であった。「対面」営業では、他の販売代理店が当社の見込客リスト(資料請求を頂いたものの契約に至らなかった、「見込客」のデータ)に基づいた営業を試験的に行っていたにすぎない。つまり、これまでの当社のプロモーションスタイルは、人による営業を否定してきたとも言え、「対面営業」の本格参入は当社にとって大きな転機であると言える。

しかし、「対面営業」と言っても、大手生命保険会社などが行っている営業スタイルは採らない方針だ。当社が目指すのは対面販売のイメージは「保険のコンビニエンスストア」である。

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

【店舗展開の具体的戦略】

2004年1月15日、第1弾として大阪府下（東大阪市、茨木市、堺市）で3店舗を開店した。数ヶ月間のテスト期間を経た後、出店を加速させると見られる。大型商業施設内など利便性の高い場所に出店し、年中無休で営業する。10坪程度の小さな店舗に正社員と外務員、パート・アルバイトなどを配置する（1店舗3～4名）。取扱商品や運営手法などを標準化することにより店舗運営コストは比較的安く抑えられる見通しだ。また、当社はこれまでにポスティングによって見込客データを90万件程蓄積しており、この見込客データの有効活用により、従来保険会社が行ってきた対面営業よりも効率のよい営業活動が可能と見られる。

2004年1月16日付で大手生命保険会社で代理店統括、教育の経験を持つ堀了太氏がエリアマーケティング部長に就任している。堀氏とは、当社がポスティングによるプロモーション活動を開始した頃から関係があり、濱田社長の良きアドバイザー的存在であった模様だ。今回、店舗展開を開始するにあたり、店舗運営や店舗担当職員の教育を担当する事となった。

【店舗展開の意義】

保険加入ニーズが高い世代は40～50歳代であり、通信販売への違和感は薄れていると言えども、依然として対面での説明等を希望する消費者は多いと考えられる。よってマーケットは通信販売よりも大きく、契約獲得確率も高いだろう。

また、前述のように（6頁参照）保険販売チャネルの多様化が進んでいる。このような環境下、当社は保険販売代理店専門のリーディングカンパニーを目指し、早期のシェア拡大を狙っていると見られる。今回、ブランド名を「保険市場（保険市場）」に統一したのも、わかりやすい名称によって、消費者の認知度を高める狙いがあると推測される。

(図表9)「保険市場」店舗実例



(出所) 会社資料

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

【店舗展開による収益貢献予想】

保険販売代理店のチェーン店舗展開は極めて珍しい。よって、「保険市場」戦略は挑戦的とも言えよう。しかし、医療保障型保険に対する高い需要と、自ら保険を能動的に購入したいという消費者の増加、保険販売チャネルの構造変化要因から、1店舗当りで、初年度より単月黒字を達成し、出店2年目には通期黒字化が可能と、いちよし経済研究所では見ている。

現段階では、会社側からは出店スピードなどの正式な公表はない。そこで、当研究所では、無理のない出店スピードとして、年間100店舗の出店を想定し、シミュレーションを試みた。

(図表10)「保険市場」の収支シミュレーション

【試算の前提】

- 店舗展開初年度(すなわち2004.9期)の出店は50店舗、2年目以降は年間100店舗の出店を想定。
- 単純化のため、店舗は初年度より通期稼働するものとする。
- 1店舗当り月間保険契約獲得件数を60件と仮定。
- 1店舗当り運営コストを年間1,000万円と仮定。

【試算結果】

当社は、費用先行型の収益構造となっているため、出店初年度は赤字が予想される(単月黒字は確保可能と見られる)。しかし、2年目には初年度保険料(保険契約獲得後1年間に受取る手数料収入)が年間を通じて収益寄与し、また、次年度以降手数料(保険契約獲得後1年経過以降に受取る手数料)の積み上げにより、黒字化が見込まれる。このため、出店2年目での初期投資コスト回収が見込まれる。

(単位：千円)

1店舗当り収支予想					
	出店1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
保険手数料収入	9,000	19,000	21,200	23,300	25,400
初年度手数料	9,000	18,000	18,000	18,000	18,000
次年度以降手数料	0	1,000	3,200	5,300	7,400
店舗運営費	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
店舗収支	-1,000	9,000	11,200	13,300	15,400
店舗合計					
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
出店数	50	100	100	100	100
期末店舗数	50	150	250	350	450
店舗合計収支	-50,000	350,000	1,360,000	2,585,000	4,020,000

(出所) いちよし経済研究所

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

5. リスク要因

店舗展開のスピードによっては短期的な利益圧迫要因となる可能性がある

「保険市場」の新規出店にかかるコストは少額に抑えられる模様だ。しかし、当社の収益構造がコスト先行型であるため、初年度は通期で赤字となると、いちよし経済研究所では見ている。このため、出店スピードによっては短期的に利益を圧迫する可能性があるだろう。

しかし、出店2年目には黒字化でき、投資コストの回収も可能と見られる。比較的短期間で投資コスト回収が見込まれる事、中長期的に利益貢献が高まる事から、前向きに評価したいところだ。

成長スピードに社員教育が間に合うか

2003.9 期末時点の従業員数はパート社員等を含めて 88 名である。今後店舗展開をしていく過程で従業員数の急増が予想される。1店舗当りの従業員数を3名と仮定した場合、50店舗の出店で150名、100店舗の出店で300名の増加が見込まれる。生命保険会社の営業職社員が減少傾向にあることから、人材の確保には問題がないと推測される。しかし、保険販売には資格が必要であり（保険外務員試験）また顧客対応のための商品知識も重要である。このため、社員教育の拡充が重要と考えられる。出店スピードに社員教育が間に合うかが懸念される。

ポスティングによる保険募集活動のレスポンス率低下リスク

現在当社は約2,000万世帯にポスティングを行っている。月間2回以上ポスティングを行っているケースもあると見られ、チラシが消費者に飽きられてしまう可能性は否定できない。実際、2003.9期にはレスポンス率が低下した時期もあった模様だ。

当社が取り扱う医療保障型保険のニーズは高く、当社のチラシに対する消費者の関心も一定水準を維持できると見られるものの、「チラシが消費者に飽きられてしまい、消費者の目にとまらなくなるリスク」は常に存在すると考えられよう。会社側としても、チラシの刷新、改善は継続的に実施しているが、リスク要因として捉え、注視していく必要があるだろう。

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

6. 業績予想

今期業績予想を下方修正するものの、中期業績予想を上方修正する

「保険市場」店舗展開を開始したことにより、短期的には利益圧迫要因、中期的には利益増加要因となると、いちよし経済研究所では判断している。よって、2004.9期連結経常利益を下方修正（売上高は上方修正）中期予想連結EPS成長率は上方修正する。

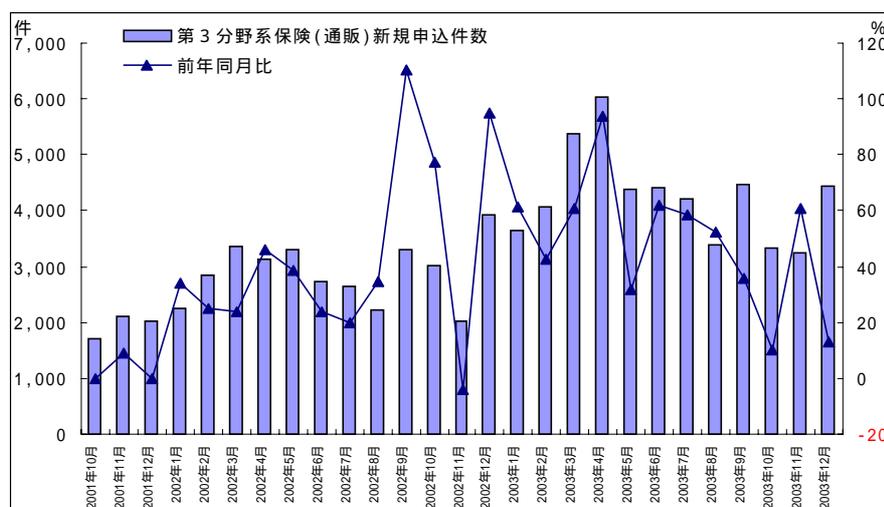
店舗展開初年度となるため、今期はコストが増加する見通し

2003年10月から12月までの第3分野系保険（通販）新規申込件数は前年同期比22.8%増となっている。2割超の伸長率は評価すべきと考えるが、前期（2003.9期）ほどの伸びは見られない（2003.9期通期では前期比42%増となっている）。このため、会社側では現在、チラシやポスティング方法の見直しに着手している模様だ。保険契約申込件数が最も多いのは第2四半期（1月～3月）であることもあり、今後の動向に注目したい。その他、法人営業や自動車保険保険契約の獲得はほぼ順調に推移していると見られる。

今期は店舗出店による業績変動が予想される。売上増加及びコスト増加が予想されるが、店舗展開初年度となるため、コスト増加が売上増加を上回る可能性が高いだろう。これは当社の収益構造が費用先行型であるためである。よって、いちよし経済研究所では2004.9期連結業績を売上高で上方修正、経常利益で下方修正し、売上高前期比62.5%増の49.5億円、経常利益同77.8%増の4億円を予想する。

今回、2004.9期連結経常利益を下方修正したものの、これは短期的要因であり、出店2年目から通期黒字化が見込まれることから、中長期的には業績にプラスに働くと、当研究所では判断している。

(図表11) 第3保険系保険（通販）新規申込件数



(出所) 会社資料

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものであるため、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C)Ichiyoshi Research Institute Inc.and Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

店舗展開により当社の中期成長率は向上すると見る

保険商品や保険販売チャネルが多様化していく中、保険の流通革命を目指す販売代理店専門である当社の活躍がより一層期待されると、いちよし経済研究所では見ている。従来より、当研究所では当社の中期予想連結EPS成長率年率70%程度という高成長を予想していた。

今回、店舗展開の開始にあたり、中期業績予想を見直した。店舗展開初年度こそ、利益圧迫が懸念されるものの、2005.9期より「保険市場」の利益貢献が期待できよう。いちよし経済研究所では、店舗展開により、当社の利益成長スピードは加速すると見ており、「保険市場」年間100店舗の出店を前提とし、2004.9期～2007.9期における中期予想連結EPS成長率を年率100%程度に上方修正する。

株価レーティングは「1-A-HR」を継続する

中期成長率の見直しに伴い、バリュエーションの見直しを行った。その結果、現在の株価水準が当社の高い成長期待を反映していないとの見方に変更はない。また、DCF法により算出した妥当株価も考慮し、株価レーティングは「1-A-HR」を継続する。

【連結フリーキャッシュフロー・バリュエーション】

決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	税引後 営業利益 (百万円)	減価償却費 (百万円)	設備投資 (百万円)	運転資本 増減 (百万円)	FCF (百万円)	割引率 (%)	現在価値 (百万円)	1株当 現在価値 (円)
04.9予	4,950	430	237	220	373	141	-58	1.068	-54	-1,291
05.9予	8,550	1,060	583	280	650	415	-202	1.140	-177	-4,249
06.9予	12,750	2,190	1,205	340	660	530	355	1.217	291	6,984
07.9予	17,300	3,570	1,964	400	670	600	1,094	1.300	841	20,178
08.9予	19,895	3,979	2,188	460	680	720	1,248	1.388	900	21,577
09.9予	22,879	4,576	2,517	520	690	840	1,507	1.481	1,017	24,389
継続価値	26,311	5,262	2,894	580	700	960	26,798	1.388	19,313	463,148
									22,132	530,737
割引率 (%)			6.77			+市場性のある有価証券(時価)、現預金			174	4,173
	ベータ		0.53							
	無リスク金利		2.0							
	リスクプレミアム		9.0							
税率			0.45			-有利子負債			1,714	41,103
永久成長率 (%)			0.0			-その他マイナス項目			0	0
発行済株式数(千株)			42			-FCF評価による株主価値			20,592	493,806

(出所) いちよし経済研究所

1.0677
(割引率)

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C) Ichiyoshi Research Institute Inc. and Ichiyoshi Securities Co., Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済P20204D)

【連結財務諸表】

(単位:億円)

	2003.9	伸び率	2004.9予	伸び率	2005.9予	伸び率	2006.9予	伸び率	2007.9予	伸び率
売上高	30.47	195.8%	49.50	62.5%	85.50	72.7%	127.50	49.1%	173.00	35.7%
保険代理店手数料収入	18.01	97.3%	31.50	74.9%	54.50	73.0%	82.50	51.4%	113.50	37.6%
広告料収入	11.83	911.1%	18.00	52.2%	31.00	72.2%	45.00	45.2%	59.50	32.2%
その他収益	0.63	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-
売上原価	12.18	977.9%	17.70	45.3%	30.50	72.3%	44.30	45.2%	58.60	32.3%
売上高総利益	18.29	99.5%	31.80	73.9%	55.00	73.0%	83.20	51.3%	114.40	37.5%
(同率)	60.0%		64.2%		64.3%		65.3%		66.1%	
販管費	15.76	93.4%	27.50	74.5%	44.40	61.5%	61.30	38.1%	78.70	28.4%
(同率)	51.7%		55.6%		51.9%		48.1%		45.5%	
営業利益	2.53	148.0%	4.30	70.0%	10.60	146.5%	21.90	106.6%	35.70	63.0%
(同率)	8.3%		8.7%		12.4%		17.2%		20.6%	
営業外収益	0.09	-10.0%	0.10	11.1%	0.10	0.0%	0.10	0.0%	0.10	0.0%
営業外費用	0.37	23.3%	0.40	8.1%	0.40	0.0%	0.40	0.0%	0.40	0.0%
経常利益	2.25	176.7%	4.00	77.8%	10.30	157.5%	21.60	109.7%	35.40	63.9%
(同率)	7.4%		8.1%		12.0%		16.9%		20.5%	
特別利益	0.00	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-
特別損失	0.00	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-
税引前当期純利益	2.25	177.5%	4.00	77.8%	10.30	157.5%	21.60	109.7%	35.40	63.9%
法人税等	0.74	111.4%	1.70	129.7%	4.50	164.7%	9.30	106.7%	15.20	63.4%
税引利益	1.51	227.7%	2.30	52.3%	5.80	152.2%	12.30	112.1%	20.20	64.2%

	2003.9	構成比	2004.9予	構成比	2005.9予	構成比	2006.9予	構成比	2007.9予	構成比
流動資産	8.26	30.4%	11.44	33.6%	17.56	37.7%	25.61	41.8%	36.34	46.2%
金融資産	1.74	6.4%	1.54	4.5%	1.06	2.3%	1.11	1.8%	3.24	4.1%
売掛金	4.91	18.1%	7.90	23.2%	13.70	29.4%	20.40	33.3%	27.60	35.1%
繰延税金資産	0.37	1.4%	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.00	0.0%
その他流動資産	1.24	4.6%	2.00	5.9%	2.80	6.0%	4.10	6.7%	5.50	7.0%
固定資産	18.84	69.3%	22.57	66.4%	29.07	62.3%	35.67	58.2%	42.37	53.8%
有形固定資産	0.06	0.2%	1.06	3.1%	3.06	6.6%	4.66	7.6%	5.86	7.4%
無形固定資産	15.06	55.4%	15.86	46.6%	17.06	36.6%	18.66	30.5%	20.66	26.2%
投資その他資産	3.71	13.6%	5.65	16.6%	8.95	19.2%	12.35	20.2%	15.85	20.1%
資産合計	27.18	100.0%	34.01	100.0%	46.63	100.0%	61.28	100.0%	78.71	100.0%
流動負債	6.78	24.9%	10.55	31.0%	14.50	31.1%	16.70	27.3%	15.60	19.8%
買掛金・未払金	1.14	4.2%	1.85	5.4%	3.20	6.9%	4.80	7.8%	6.50	8.4%
短期借入金(社債、CP含む)	5.20	19.1%	7.00	20.6%	8.50	18.2%	8.00	13.1%	4.00	5.1%
その他	0.90	3.3%	1.70	5.0%	2.80	6.0%	3.90	6.4%	5.10	6.5%
固定負債	14.00	51.5%	14.76	43.4%	17.83	38.2%	17.98	29.3%	16.31	20.7%
長期借入金(社債含む)	11.94	43.9%	11.00	32.3%	12.00	25.7%	10.00	16.3%	6.00	7.6%
長期未払金	2.05	7.5%	3.00	8.8%	4.00	8.6%	5.00	8.2%	6.10	7.8%
その他	0.01	0.0%	0.76	2.2%	1.83	3.9%	2.98	4.9%	4.21	5.3%
負債合計	20.78	76.5%	25.31	74.4%	32.33	69.3%	34.68	56.6%	31.91	40.5%
株主資本	6.40	23.5%	8.70	25.6%	14.50	31.1%	26.80	43.7%	47.00	59.7%
純利益	1.51		2.30		5.80		12.30		20.20	
減価償却費(営業権等償却を含む)	1.51		2.20		2.80		3.40		4.00	
固定資産増減	18.57		3.73		6.50		6.60		6.70	
運転資本増減	2.28		1.41		4.15		5.30		5.70	
社外流出	0.00		0.42		0.83		1.25		1.67	
F C F	-17.83		-1.06		-2.88		2.55		10.13	

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

私、羽田野友紀は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配布しております。未許可での使用、複製の作成や発表は法律で禁じられており、告発の対象となります。(C) Ichiyoshi Research Institute Inc. and Ichiyoshi Securities Co., Ltd. 2004 All Rights Reserved(売買管理部審査済2P0204D)