

銘柄研究速報

2002年9月6日

いちよし経済研究所

レーティング	予想成長率	バリエーション	リスク
新規	1	A	HR

TEL.03-3555-6961 FAX.03-3555-6965

企業調査部 羽田野 友紀

アドバンスクリエイト(8798、ナスタックジャパン・グループ)

決算期	営業収益	営業利益	経常利益	税引利益	修正EPS	修正CFPS	1株配当				
【単独】	(億円)	(伸率)	(億円)	(伸率)	(円)	(円)	(円)				
00.9	2.56	(-)	-2.16	(-)	-2.19	(-)	-1.28	(-)	-	-	0.0
01.9	5.36	(109)	0.35	(-)	0.34	(-)	0.19	(-)	9,913	11,410	0.0
02.9予	10.70	(100)	1.01	(186)	0.85	(149)	0.49	(160)	1,168	1,263	0.0
会社予想	10.70	(100)	-	(-)	0.85	(149)	0.49	(160)	1,168	1,263	0.0
03.9予	16.00	(50)	3.10	(208)	3.09	(265)	1.79	(268)	4,298	4,490	0.0
04.9予	20.00	(25)	4.20	(36)	4.20	(36)	2.50	(39)	5,992	6,208	0.0

売上高構成比(%)	01.9	主要経営指標	01.9	02.9予	株価	9月6日	59,100円
保険代理店手数料	100	ROE(%)	6.3	9.9	今期予想PER		50.6倍
		配当性向(%)	0.0	0.0	来期予想PER		13.8倍
		BPS(円)	156,453	11,793	発行済株式数		41.7千株
		総資産(億円)	3.95	6.27	時価総額		25億円
同日の日経225種平均	9,129.07円	株主資本比率(%)	74.9	78.5	売買単位		1株
同日の日経店頭平均	1,093.57円						

【要約】

保険の流通革命を目指す保険販売代理店初の公開企業

当社は保険販売代理店専業としては初の株式公開企業である(2002年4月上場)。主に「第三分野」の保険商品(ガン保険など。アメリカンファミリー生命保険会社やアリコ・ジャパンなどの商品が主力)を取り扱っており、ポスティングを中心とした独自のプロモーション活動によって顧客を開拓をしている。

1997年に現在のビジネスモデルを構築し始め、2001.9期にようやく黒字転換している。これは、当社の収益構造が費用先行型であるためである。顧客獲得にはまずプロモーション活動のためのコストがかかるが、顧客が保険料を払い込む毎に保険会社から当社に一定割合の手数料が振り込まれるためコストに対応する収益は契約獲得後5~10年と長期にわたるためである。しかし今後は新規契約を獲得し保有契約数を増加することにより利益の拡大が可能となり、安定した収益基盤の確立が期待できるだろう。

高い成長が期待される ~ 株価レーティングは新規に「1-A-HR」とする ~

既存契約からの安定した手数料収入と新規契約の獲得が順調なため、2002.9期単独営業収益、経常利益はそれぞれ前期比100%増の10.7億円、同150%増の0.85億円といちよし経済研究所では予想している。

中期的にも独自のプロモーション活動による新規契約獲得により、安定した収益基盤の確立と高い成長が期待できよう。このため、2004.9期末には保有契約件数16万件を超え、2004.9期単独営業収益、経常利益はそれぞれ2001.9期比3.75倍の20億円、同12.5倍の4.2億円を当研究所では予想している。いちよし経済研究所では現在の株価水準は当社の高い成長期待を十分に織り込んでいないと判断しており、新規に株価レーティング「1-A-HR」を付与する。なお、リスクレーティングをHRとした理由は当社の会社規模が未だ小さいこと、及び流動性リスク等のマーケットリスクを勘案したためである。

いちよし経済研究所のレーティングシステムについて...中期予想EPS成長率レーティング(年率)(1・20%超、2・10~20%、3・0から0%未満、4・0%未満)、バリエーションレーティング...予想フェアバリューに対して(A・20%以上割安、B・0~20%割安、C・0~20%割高、D・20%以上割高)、リスクレーティング(LR・ローリスク、MR・ミドルリスク、HR・ハイリスク)

この資料は、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。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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

1. 沿革

当社は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6月にアメリカンファミリー生命保険会社と代理店委託契約を締結し、ガン保険の取扱を開始、同年9月にポスティングを中心とした営業スタイルをとり、現在のビジネスモデルである保険通信販売事業をスタートさせた。

沿革

- 1995年10月 当社設立。
- 1997年6月 アメリカンファミリー生命保険と代理店委託契約を締結し、ガン保険の取扱を開始。
- 1997年9月 ポスティングを中心としたプロモーション活動、及びダイレクトマーケティング手法による保険募集という業態へビジネスモデルを転換。
- 1998年10月 アリコジャパンの保険商品の取扱開始。
- 1999年6月 データベースシステムの開発及びインターネットでの募集システムの開発終了。
- 1998年5月 アメリカンホーム保険会社の保険商品の取扱開始。
- 2000年5月 テレマーケティング業務を集約してコールセンターを設置。
- 2000年12月 チューリッヒ生命保険会社の保険商品の取扱開始。
- 2002年4月 ナスダック・ジャパン市場に株式上場。

(出所) 目論見書

2. 経営者の素顔と企業理念

設立経緯 ~ 普通のお客様に喜んでもらえる仕事がしたい ~

濱田社長が幼い頃からの夢である「社長になる」ことを強く意識しサラリーマンを辞めたのは30歳の時であった。その後会社経営の基本を学ぶため会計事務所に入所している。社長が事業として何をやるのかを考えていた時に、唯一決めていたことは次の2点であったようだ。

ターゲットは一般大衆

お客様にありがとうと言われる、出口OKの仕事がしたい

保険との出会いは1994年3月にお父様が白血病で入院された時である(1994年8月に他界)、治療費が月100万円以上と高額であった。この時、保険の有用性を痛感した。しかし、親族が集まった席で意外とガン保険に加入していないことがわかった。そして、保険販売ビジネスはターゲットが大衆で、出口で顧客に感謝されることに気付き、当社を設立するにいたっている。

企業理念 ~ 「We are Your AGENT!」 ~

このような経緯から、当社は「広く遍く生活必需品たる生きるための保険を広めること」を事業使命とし、真の消費者志向の「保険の小売業」を目指している。

会社側の調べでは、これまで保険会社がターゲットとしてきた消費者は主に上場会社の社員である。これは保険会社が効率性を追求した結果であると思われるが、保険が万人化されていないとも言えるであろう。そのため当社はこれまで保険会社がターゲットとしてこなかった消費者に潜在的ニーズがあると判断し、「広く遍く」保険を広めることを使命としているのである。

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

経営者の素顔

濱田社長の経営理念の第一は「会社をつぶさないことにごくまで執念をもてるか」である。最も大切なことは社員を家族ぐるみで大切にし、浮いた話には乗らないことであると考えている。資本金1,000万円でスタートしたものの、当初は事業が軌道に乗らず倒産の2文字が頭に浮かんだようである。その時社長を支えたのは家族であった。当社では忘年会は社員だけでなくその家族も一緒に行うそうである。

当社の経営方針に「凡事徹底」「着眼大局・着手小局」「知行合一」とあるが、これはそのまま濱田社長の経営哲学、生き方と言えるであろう。

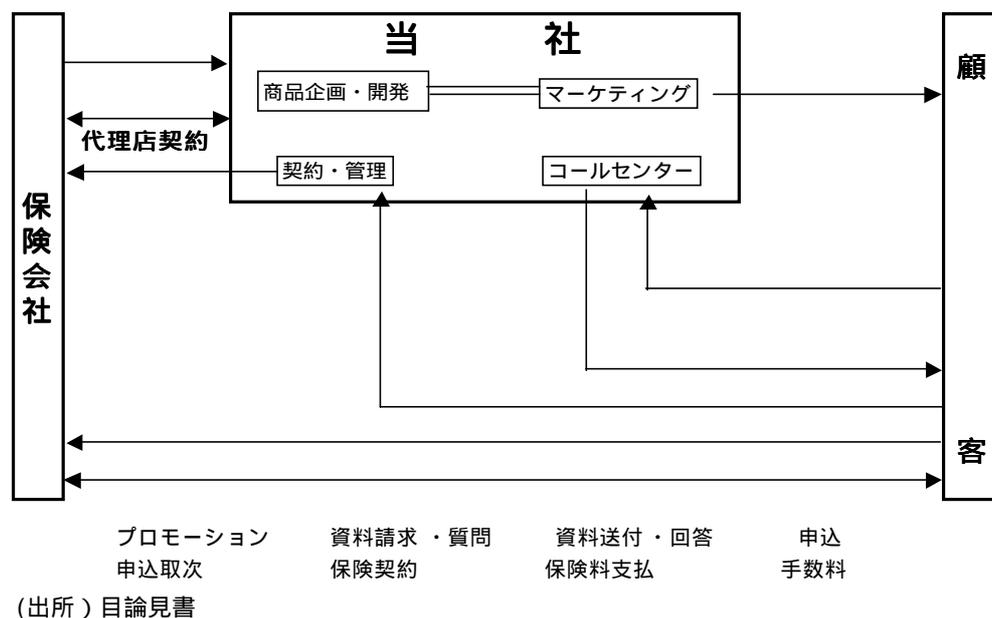
3. 事業内容

保険の通信販売

当社はいわゆる「第三分野」の保険商品を中心に保険の通信販売を行っている。ポスティングを中心としたプロモーション活動によって顧客開拓をし、資料請求をしてくれた顧客(見込客)に対してダイレクトマーケティング(DM)手法による保険募集活動を行う。

現在144拠点、70社のポスティング業者を利用している。配布日時を限定せず発注することで、ポスティング業者は他の会社からの配布依頼のついでに当社のチラシを配布することができる。このため業者に対して単価の値引き交渉ができ、低コストなポスティングが可能となっている。ポスティング業者とは他の保険会社のポスティングは行わない契約を結んでいる。ポスティングの他に折込広告、新聞広告、BS放送などを利用している。

(図表1) 当社の保険代理販売の仕組み



用語解説 保険の「第三分野」
 生命保険の固有分野と損害保険の固有分野のいずれの分野にも属しないとされてきた、傷害・疾病・介護に関する分野のこと。2001年1月より完全自由化となり生命保険会社、損害保険会社いずれも参入可能となった。

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

4,000万件のチラシから3,000件の契約を獲得

会社側によれば、経験的に4,000万枚のチラシをポスティングすると約2万件の資料請求があり、このうち約3,000件が契約に結び付いている模様である。このうちすぐに契約となるのは約2,000件であり、残りの約1,000件は当社のダイレクトマーケティング手法(DM)による募集活動の結果契約に結び付いている模様である。資料請求をした見込客はまったく接触のない消費者に比べて10~20倍の確率で契約に至るといふ。現在このような見込客のデータは約40万件蓄積されており、当社の貴重な財産となっている。

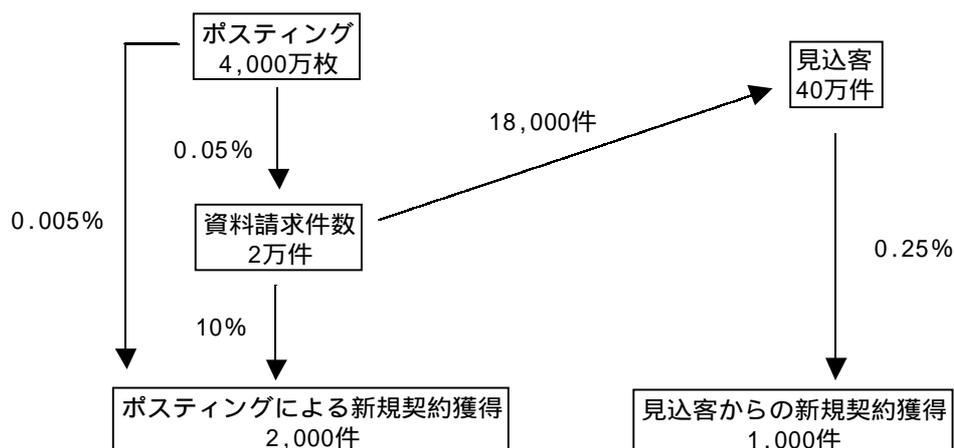
ポスティングから契約に結び付く確率は、ポスティング業者を利用せず社長が自らの足でポスティングをしていた当初からあまり変化はない模様である。

(図表2)ビジネスフロー～ガン保険一件当たりの例～

ビジネスフロー	内 容	ガン保険1件当たりのモデルケース
プロモーション	ポスティング、新聞広告、インターネット、BS放送などによるプロモーション方法で保険資料請求希望者を募る。	広告宣伝費 = 13,000円/件
資料請求・問合せへの対応	ハガキ、電話、メールなどで資料請求してきた顧客に、保険申込書など詳しい資料を送付。電話での問合せに対応。	
契約書類の受付	顧客から保険申込書を受け付ける。チェック後保険申込書を保険会社に郵送。	
保険会社による契約	保険引受可否を決定し、顧客との間で保険契約を締結。顧客から保険会社へ保険料の払込。	第1回保険料 = 月額 6,700円/件
代理店手数料の受領	顧客が保険会社に支払う保険料の一定割合を、契約時より解約または契約満了時まで継続的に代理店手数料として受領。	代理店手数料 = 3,350円/件
契約保全とプロモーション	既契約者に対するフォローを定期的に行うことにより、特約の追加や他保険への追加契約を促す。	

(出所) 目論見書、会社資料、数値は2001.9期末時点での概算値

(図表3)新規契約獲得までの推移と確率



(出所) 会社資料よりいちよし経済研究所作成
数値は2001.9期月間平均の概算値

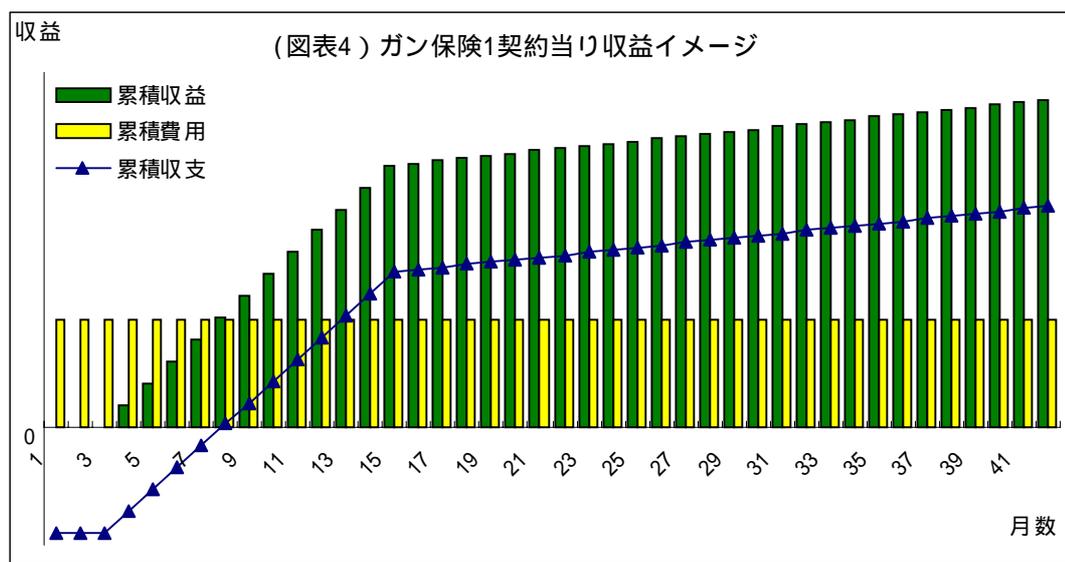
この資料は、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断をお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所が、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

4. 収益構造

契約増加により仕組みの利益を積み重ねる

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。

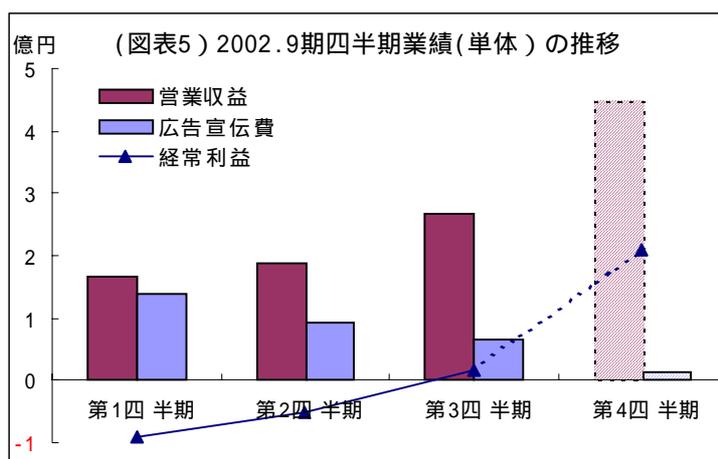
具体的にはプロモーション活動には新規契約一件当たり約1.3万円（2001.9期末概算値）かかり、1契約から得られる手数料収入は通算約7万円の模様。契約初年度に総手数料の50%が入り、残りの50%が残存契約期間中分割して入る。つまり、契約数を増加していくと、既存契約からの仕組みの利益が増加するため、安定した収益をあげることが可能となっている。



(出所) 会社資料よりいちよし経済研究所作成

一決算期においても費用が先行する

当社の決算期は9月である。広告宣伝の投下効果がより現れるのは当社にとっての上期であるようだ。このため、当社は上期により多くの広告投下を行っている。また新規契約獲得に至るまでには広告投下から3～4ヶ月程度かかるため、新規契約の獲得は下期のほうが多くなる。結果的に1決算期においても費用先行型の収益構造となっている。



(出所) 会社資料、第4四半期はいちよし経済研究予想

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

5. その他の取り組み

募集チャネルの多様化

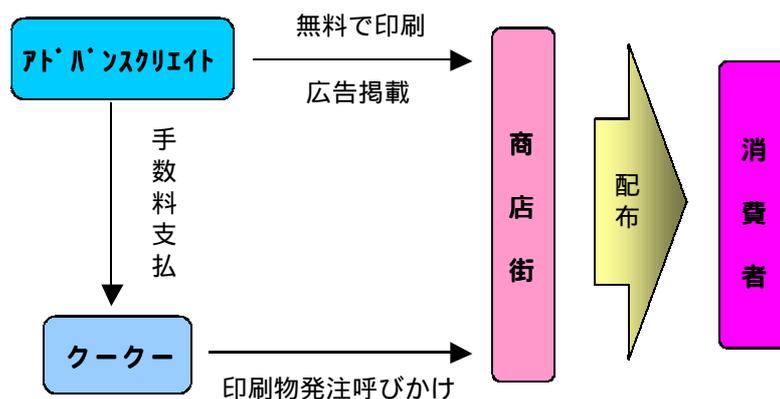
現在の販売プロモーション活動の主体はポスティングである。これは保険ニーズの高い中高年層の顧客には有効的と考えられるからである。会社側はさらに幅広く新規顧客を獲得するためにポスティング以外の媒体を利用することを試みている。具体的には当社ホームページ、BS放送による資料請求受付などである。現在は契約書類の受付が義務付けられているため資料請求の受付のみとなっている。

商店街のポイントカード ～常に広告を持ち歩いてもらう～

2002年7月に商店街ビジネスを運営するクークー（未上場）と資本及び業務提携をした。全国の商店街では商店街毎にスタンプカードを配布していることがある。このスタンプカードの印刷費用を当社が負担する代わりに、スタンプカードに当社の広告を掲載する。

商店街の利用顧客層と当社のメインターゲットが同じであり、またスタンプカードの場合消費者に常に持ち歩いてもらえる利点があるという。実際に大阪市の「駒川商店街」においてテストプロモーションを行ったところ、十分な効果があった模様である。

(図表6)クークーとの提携スキーム



(出所) ニュースリリースよりいちよし経済研究所作成

見込客へのアプローチ ～新規契約獲得確率向上に向けて～

現在当社が保有する見込客データ（約40万人）から月間平均約0.25%の確率で新規契約が獲得できている模様である。2001年1月に見込客のデータベースを構築をした。このデータベースを利用し見込客へのアプローチをしている。アプローチ方法の主体は、誕生日の前にDMを送付する手法である。ポスティングによる新規契約獲得の確率を向上させるのは困難であるため、この見込客からの新規契約獲得の確率向上が今後の課題となる。

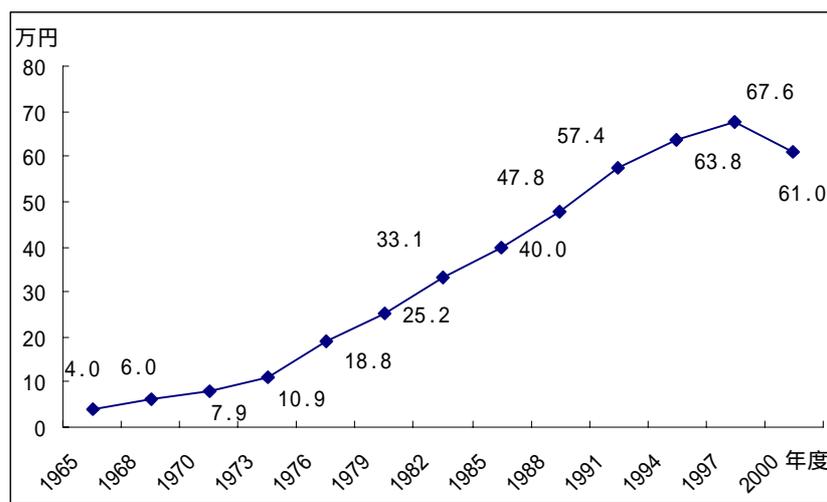
この資料は、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断をお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所が、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

6. 業界分析

家計は保険の取捨選択を断行中

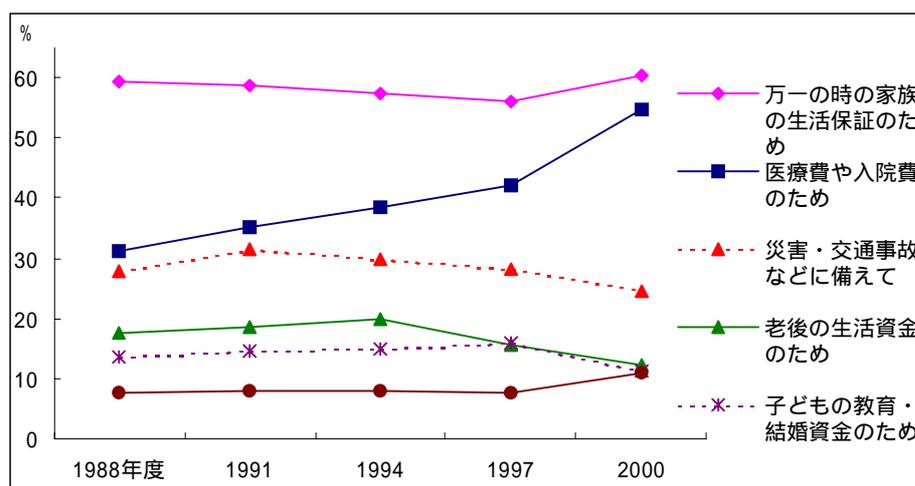
(財)生命保険文化センターの2000年度調査によれば、消費者の保険利用状況は総じて低下している模様である。世帯年間払込保険料は低下している。いわば家計は保険のリストラ中と言えよう。しかし、消費者が全ての保険加入を減らそうとしているわけではなく、保険の取捨選択をしている模様である。直近加入契約の加入目的を見ると、「医療費や入院費のため」が1988年度調査の31.3%から2000年調査では54.6%になっている。消費者は従来型の死亡保障を重視した保険ではなく、生きている間の保障を重視し始めていると言えよう。

(図表7)生命保険の世帯平均年間払込保険料



(出所) 生命保険文化センター

(図表8)直近加入保険契約(民保)の加入目的



(出所) 生命保険文化センター

* 複数回答可

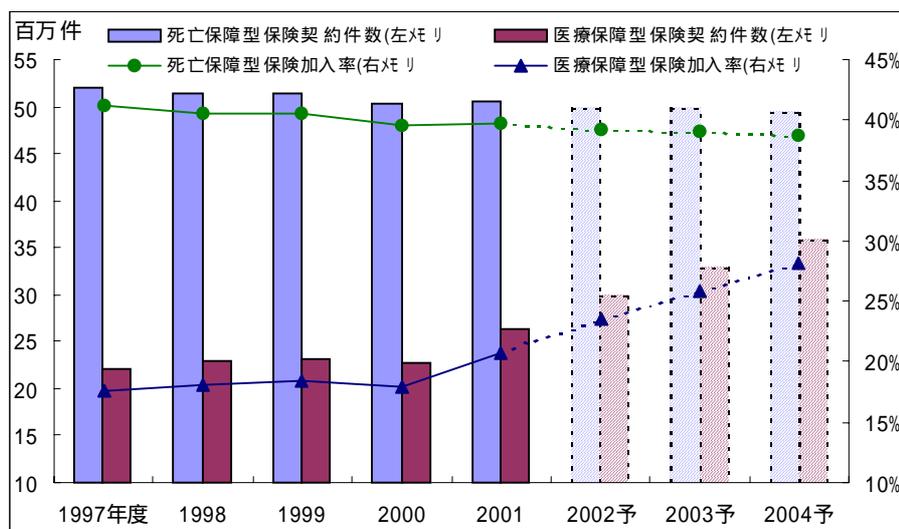
この資料は、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所が、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

医療保険の加入率はまだ低水準

当社の販売商品は第三分野と呼ばれる保険であり、中でも医療保険（特にガン保険の模様）が主力商品となっており、保有契約のうち約8割を占めている。

図表9は死亡保障型と医療保障型の保険契約件数と人口に占める加入率である。2001年度における加入率は死亡保障型が39.7%、医療保障型が20.7%である。直近加入保険の加入目的（図表8参照）では、「医療費や入院費のため」が「万一の時の家族の生活保障のため」の60.3%に次いで54.6%となっており、今後10年以内に医療保障型の加入率が死亡保障型の生命保険と同水準となることが予想されよう。

(図表9) 死亡保障型保険と医療保障型保険の契約件数と加入率の推移



(出所) いちよし経済研究所

算出方法：保険契約件数は生命保険協会による平成13年度（2001年4月1日～2002年3月末日）の保険種類別契約高より（死亡保障型は終身保険、定期付終身保険、利率変動型積立終身保険、定期保険の合算値）、人口統計及び推計は総務省より。予想はいちよし経済研究所。

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved (売買管理部審査済 2M0906C)

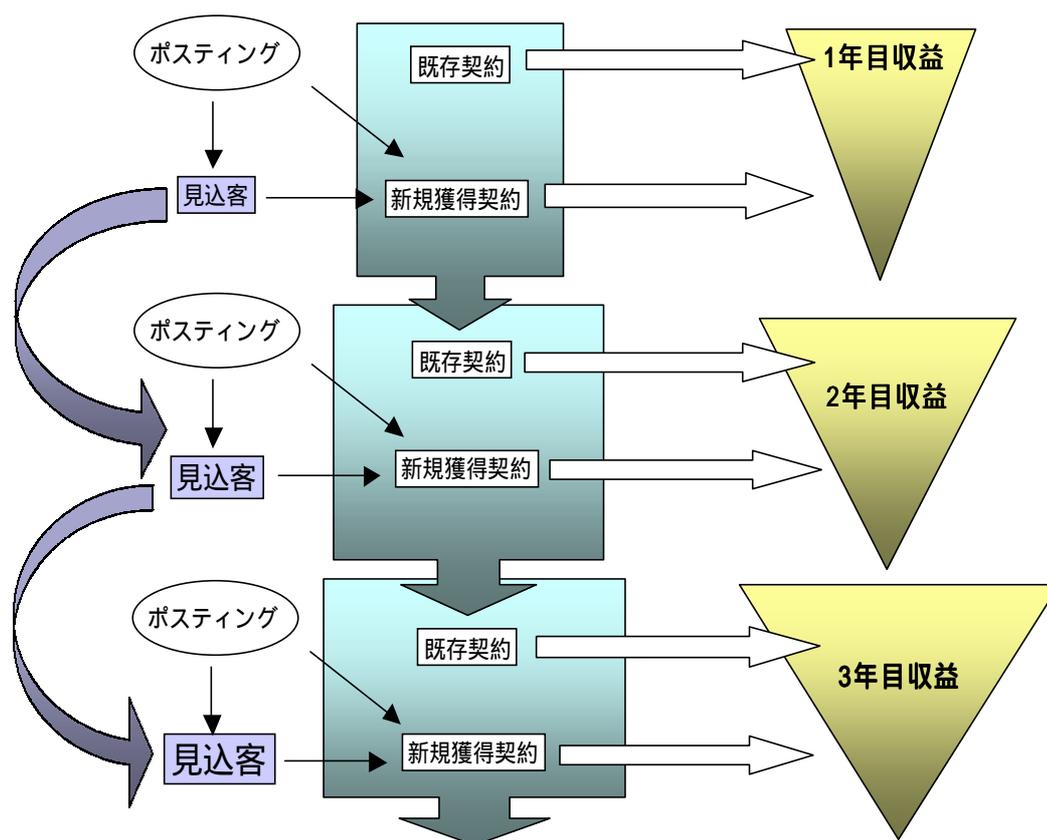
7. 業績予想

収益予想 ~ 安定した収益基盤と成長が予想される ~

現在のモデルケースの通り、毎月4,000万枚のポスティングをすることを前提に当社の収益をシミュレーションする。ポスティング効果により2,000件、見込客へのアプローチ効果により見込客の0.25%の新規契約が獲得でき、また毎月18,000件の新たな見込客が積みあがっていく。その結果、2002.9期には、新規獲得件数3.88万件、2002.9期末には保有契約件数6.88万件、見込客件数60万件に達する見込みである。新規獲得契約と既存保有契約からの手数料収入を合算して、2002.9期の手数料収入は10.7億円となる見込みである。

また、毎月同じ枚数のポスティングを繰り返したとしても、見込み客からの新規契約獲得があるため、新規獲得件数は増加傾向であり、契約数を増加させていくことにより既存契約から入る手数料収入が増加するため、収益は右肩上がりになることが予想される。この結果、3年後の2004.9期には新規獲得契約件数5万件、期末保有契約件数16.4万件、単独営業収益は20.1億円をいちよし経済研究所では予想している。

(図表10) 収益成長イメージ図



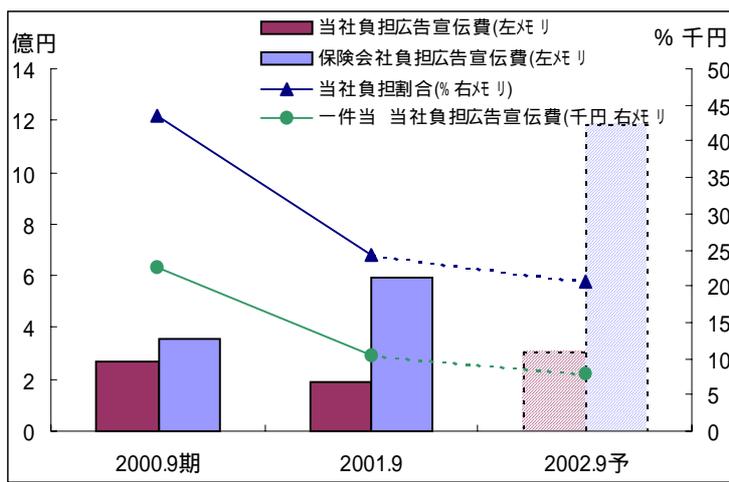
(出所) いちよし経済研究所作成

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

コスト予想 ~ 新規契約獲得一件当りの広告宣伝費は低下傾向へ ~

一方、当社の営業費用の大半を占めているのは広告宣伝費と人件費である。保険販売代理店の広告宣伝は保険販売代理業という性格から、保険会社自体の広告宣伝にもなっている。つまり、販売代理店が保険会社の広告宣伝の一部を代行しているといえる。このため、通常保険会社が販売代理店の広告宣伝費の一部を負担している。保険会社にとっては多数の保険募集が可能な販売代理店に、より多くの広告宣伝費を投入する方が効率的である。そのため、保険募集が増加するに従って、保険会社が広告宣伝費をより多く負担するため、販売代理店が負担する広告宣伝費の割合は低下していくことが見込まれる。当社においても既にこの傾向が表れている。保険会社負担の広告宣伝費は2000.9期の3.52億円から2001.9期には5.91億円へと増加し、広告宣伝費のうち当社の負担割合は2000.9期の43.6%から2001.9期には24.3%へ低下している。この結果、新規保険契約獲得一件当りにかかる当社負担の広告宣伝費は逡減していくことが見込まれる。

(図表11) 広告宣伝費と当社負担割合の推移



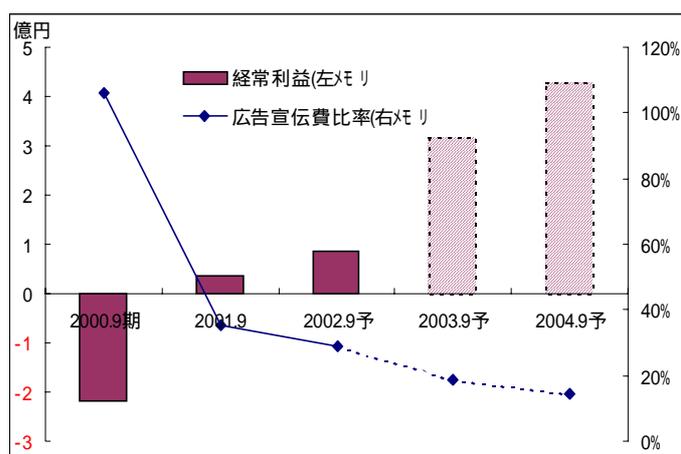
(出所) 目論見書、予想はいちよし経済研究所

利益予想 ~ 利益率の向上が見込まれる ~

その他、人件費や通信費などは保有契約数の増加に応じて増加することが予想される。しかし保有契約数を増加させることによる仕組みの利益が積み重なっていくため、費用の増加率よりも収益の増加率のほうが高くなり、利益率は改善傾向が予想される。

以上を勘案して、3年後の2004.9期単独業績は、営業収益が2001.9期比3.75倍(年率55.4%増)の20億円、経常利益が同12.6倍(年率133.0%増)の4.20億円を、いちよし経済研究所では予想している。

(図表12) 広告宣伝費比率 (= 広告宣伝費 / 営業収益) と経常利益の推移



(出所) 目論見書、予想はいちよし経済研究所

この資料は、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。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

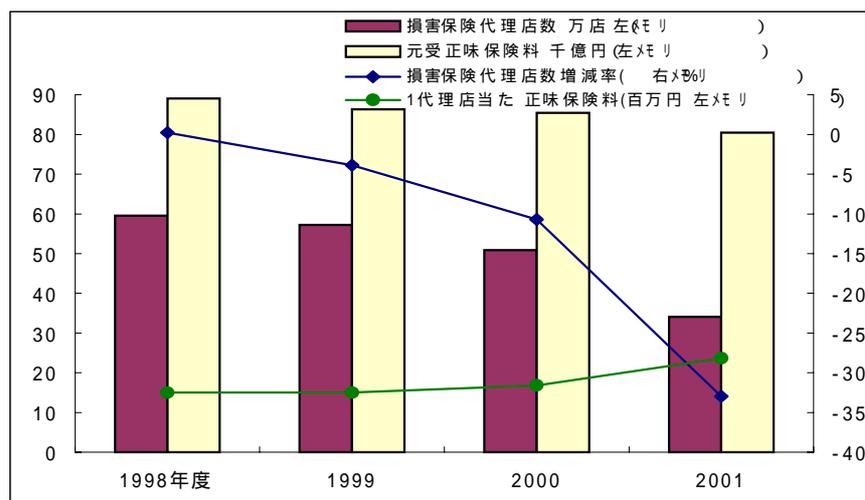
8. 長期展望

保険代理店の集約化が始まっている

現在保険販売代理店業界には「少規模多勢」なマーケット参加者が存在する。これは保険販売代理店業が誰にでも開業できる参入障壁の低い事業であるためであろう。しかし、現在この業界性向が変化の兆しを見せている。図表 13 は損害保険協会による損害保険代理店実在数の推移であるが、代理店数が減少傾向にあることがわかる。この要因としては、マーケット全体が縮小傾向にあること、サプライヤーである保険会社の破綻などが考えられよう。一方、元受正味保険 (= 保険会社の売上規模を示す) は減少傾向にあるものの代理店の減少率ほどではない。この結果、代理店 1 店当りの収入は上昇していると推定できる。この推定は損害保険業界という保険業界の 1 側面のみからの推定ではある。しかし、この推定から保険販売代理店の淘汰と集約化が進んでいると推定することができるであろう。

以上のような中で、保険販売代理店業 (つまり保険の流通業) という歴史の長い業界の、新しい流れを創る革命児として、今後の当社の活躍が期待される。

(図表13) 損害保険販売代理店実在数と元受正味保険料の推移



(出所) 損害保険協会資料よりいちよし経済研究所作成

* 代理店数は年度末ベース

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved (売買管理部審査済 2M0906C)

9. リスク要因

当社のリスク要因としては 消費者の性向変化要因、 サプライヤーである保険会社要因 他社参入の可能性が考えられる。

消費者の性向変化要因 ~ リスクよりはむしろ追い風 ~

当研究所の業績予想では、契約獲得に関わる、資料請求確率や新規契約獲得確率（図表3参照）を現在の水準が続くものとして算出している。将来的に消費者の性向が変化した場合、これらの確率が変化する可能性がある。現在において消費者の性向を変化させる要因としては、ガン保険や医療保険が普及し尽くしてしまう場合が考えられよう。しかし、前述のように医療保険の加入率は20.7%（図表9参照）と低水準でありニーズも高いことから、当面はむしろ当社にとって追い風となる可能性のほうが高いであろう。

サプライヤーである保険会社要因

現在当社では26社の保険商品を取り扱っている。しかし、その中でもアメリカンファミリー生命保険会社とアリコ・ジャパンの商品が大部分を占めている。2001.9期においては手数料収入のうち、アメリカンファミリー生命保険会社の商品が66.6%、アリコ・ジャパンの商品が26.9%を占めており、9割以上をこの2社の保険商品に依存していることになる。

これら2社への依存度が高いことが当社にとってのリスク要因となる。しかし2社の財務体質は図表14のように安定していると言え、当面のリスクは低いと言えよう。

(図表14)アメリカンファミリーとアリコ・ジャパンの会社概要

	アメリカンファミリー生命保険会社	アリコ・ジャパン
保有保険契約数 (2002年3月末)	15,206,888件	14,376,678件
従業員数 (2001年3月末)	2,024名	4,708名
格付け	AA (S&P)	AAA (S&P)
ソルベンシー比率	1225.3%	1327.9%

(出所) 各社ホームページより

(図表15) 主な取扱商品

アメリカンファミリー	新健康応援団MAX Lightフィットプラン アフラックの個人年金 21世紀がん保険	医療特約付ガン保険 定期死亡保険 個人年金保険	損保ジャパンひまわり 生命保険	ワハハ21 つよしくん ともだちくらぶ フェミニヌ スーパーカンセール	終身医療保険 生活習慣病倍額補償 こども保険 女性専用入院保険 ガン保険
アリコジャパン	ザ・ガン保険 新よくばり保険 新入院保険 は、いれます	ガン保険 医療保険 入院保険 無選択型終身保険	チューリッヒ生命	チューリッヒのガン保険 チューリッヒのもどります	ガン保険
アメリカンホーム保険会社	どんとこい ご家族まるごと保険 スーパーご家族まるごと保険 プレミアガード・プラス リスク細分型自動車保険 お給料保険 海外旅行保険	シニアケア保険特約付普通傷害保険 ファミリー交通傷害保険 ファミリー交通傷害保険 傷害保険 自動車保険 所得補償保険 海外旅行傷害保険	あいおい損害保険会社	ご家族全員あんしん保険 アクシデント入院保険 かけずてません。 自動車保険IAP 新・元氣印のこどもプラン 海外旅行傷害保険	年金払交通傷害保険 入院保険 積立女性保険 家庭用総合自動車保険 こども保険 海外旅行傷害保険
スカンディア生命保険	スカンディア投資型年金	変額年金保険	ゼネラル保険会社	ニューアクティブ 楽器保険アポロ レッツエンジョイ	損害保険 楽器保険 夫婦スポーツレジャー保険

(出所) 会社資料

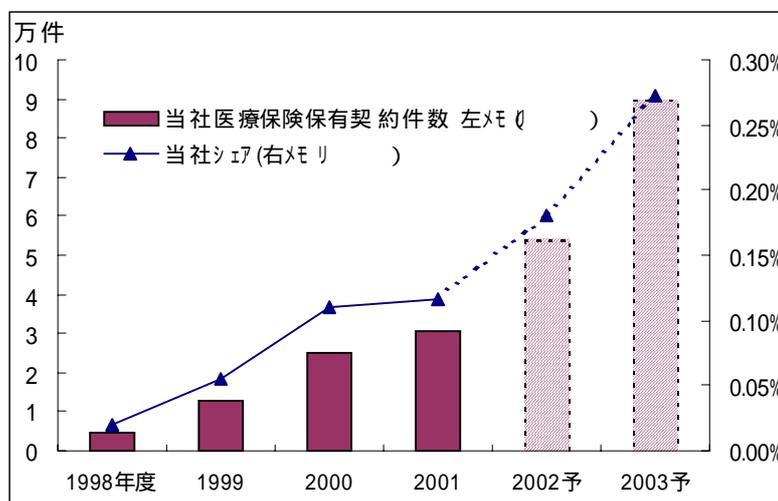
この資料は、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたもので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断をお願い致します。株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。いちよし証券又はいちよし経済研究所が、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

他社参入の可能性

保険販売代理店事業は参入障壁が低い事業であると推測される。保険販売代理店の会社規模を拡大することは難しいと言われているのもこのためであろう。つまり、多くの人にとって開業しやすい事業であるがため、従業員の独立志向は根強く、このため保険販売代理店は拡大と分裂を繰り返してきたと言えよう。その結果、現在では小規模な代理店が全国に数多く存在していると考えられる。損害保険協会によれば2002年3月末時点での損害保険販売代理店数は34.2万店、その中で保険代理店専業は17.1%の5.8万店となっている。残りの8割以上は保険販売代理業を副業としている代理店である。また、個人経営も多く、全体の63.7%を占めている。当社はこの保険販売代理店が有する、拡大と分裂を繰り返す性格を取り除いていると言えよう。なぜなら、当社においては、プロモーション、問合せへの対応、アフターフォローなどの段階において分業が進んでいるからである。個人1人でできる仕事を分業することにより、従業員の独立志向を抑えることとなっている。

現在、当社と同じビジネスモデルを有する競合他社は保険販売代理店専業では存在しない模様である。(株)セシル(9937、東証1部)(株)ニッセン(8248、大証1部)などの通信販売業者による保険販売部門が競合会社として考えられよう。その他、競合他社参入のリスクはいちよし経済研究所では現時点ではそれほど大きなリスクとして考えてはいない。理由は 保険販売代理店がこれまで拡大と分裂を続けてきた歴史を考えると、既存の保険販売代理店がすぐに当社と同様のビジネスモデルを有し、競合たる活動をするとは考えにくいこと、現在の当社の医療保険販売シェアは0.12%と低いためである。

(図表16)当社疾病保険契約件数と当社のシェアの推移



(出所) 目論見書、生命保険協会、予想はいちよし経済研究所

* 当社シェアはいちよし経済研究所推定

この資料は、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をお願い致します。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

10. 株価バリュエーション

同業他社が現状では上場企業にはない

当社は保険販売代理店専業としては初めての株式公開企業である。このためバリュエーションを検討する際の類似業者が現状では存在しない。そこで類似業種として、保険会社 通信販売業者を考えてみた。以下に参考データを記載する。

(図表17)参考データ：類似業種バリュエーション

銘柄コード	市場	今期連結PER	前期PBR	ROE	時価総額(億円)
当社	8798 ナスダックジャパン	45.1	4.71	9.9	23
生命保険会社					
大同生命	8799 東証1部	27.0	0.81	-	4,065
通信販売会社					
プライム	2684 ジャズダック	10.6	1.44	48.97	150
千趣会	8165 東証1部	49.5	0.54	-	257
ニッセン	8248 大証1部	13.3	2.84	24.20	602
セシール	9937 東証1部	93.0	1.17	0.49	465
ペルーナ	9997 東証1部	16.9	2.88	15.69	1,022

(出所) いちよし経済研究所(8月29日現在)

* 当社、プライム、千趣会、セシールの今期 PER は単独ベース

* 当社 PBR は今期予想

現在の株価は中期的な成長を織り込んでいないと判断している

当社の決算期は9月のため、現時点では来2003.9期予想単独PERを見るべきであろう。いちよし経済研究所では、来期予想単独PERを14倍程度と見ており、当社の高い成長期待を現在の株価は十分に織り込んでいないと考えている。また、ディスカウントキャッシュフローモデルにより算出したフェアバリューを下回っているため、現在の株価水準には割安感があると判断している。

(図表18)ディスカウントキャッシュフローモデルによるフェアバリュー

決算期	営業収益 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)	
02.9予	1,070	101	56	4	93	30	-63	1.090	-58	-1,396	
03.9予	1,600	310	171	8	30	30	119	1.189	100	2,391	
04.9予	2,000	420	231	9	30	30	180	1.296	139	3,331	
05.9予	2,400	600	330	10	30	30	280	1.413	198	4,753	
06.9予	2,850	780	429	12	30	30	381	1.540	247	5,933	
継続価値	3,300	920	506	14	30	30	5,399	1.540	3,506	84,072	
									4,132	99,085	
割引率(%)			9.02						+市場性のある有価証券(時価)、現貯	108	2,590
	ベータ		0.8								
	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	20	480
永久成長率(%)			0.5						-その他マイナス項目	0	0
発行済株式数(千株)			42								
									=FCF評価に 株主価値	4,220	101,195

(出所) いちよし経済研究所

* 値は上場損害保険会社の単純平均

1.0902

(割引率)

この資料は、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、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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)

【要約単独財務諸表】

(単位:百万円)

	2000.9	2001.9	伸率	2002.9予	伸率	2003.9予	伸率	2004.9予	伸率	2005.9予	伸率
営業利益	256	536	109.1%	1,070	99.8%	1,600	49.5%	2,000	25.0%	2,400	20.0%
営業費用	472	500	6.0%	969	93.7%	1,290	33.1%	1,580	22.5%	1,800	13.9%
外費	19	36	86.9%	90	153.1%	140	55.6%	160	14.3%	180	12.5%
広告宣伝費	272	190	-30.0%	310	62.8%	300	-3.2%	290	-3.3%	280	-3.4%
販売手数料	5	3	-48.7%	5	81.2%	10	100.0%	12	20.0%	14	16.7%
販売促進費	2	2	12.5%	4	94.0%	6	50.0%	7	16.7%	8	14.3%
通運費	42	57	35.6%	125	119.4%	250	100.0%	300	20.0%	360	20.0%
人件費	83	139	67.6%	330	137.8%	420	27.3%	600	42.9%	700	16.7%
減価償却費	2	3	22.6%	4	41.4%	8	100.0%	9	12.5%	10	11.1%
賃料	13	17	30.2%	20	17.9%	34	70.0%	40	17.6%	45	12.5%
租税果	1	1	11.0%	1	61.8%	2	100.0%	2	0.0%	3	50.0%
支払手数料	16	26	64.9%	40	56.1%	60	50.0%	80	33.3%	100	25.0%
その他	17	27	66.1%	40	45.5%	60	50.0%	80	33.3%	100	25.0%
営業利益	-216	35	-116.3%	101	186.0%	310	207.6%	420	35.5%	600	42.9%
営業外利益	3	2	-23.5%	2	-6.8%	2	0.0%	2	5.0%	3	42.9%
営業外費用	6	3	-42.1%	18	434.4%	3	-86.1%	3	0.0%	5	100.0%
経常利益	-219	34	-115.5%	85	149.2%	309	265.1%	420	35.8%	598	42.4%
(同率)	-85.5%	6.3%		7.9%		19.3%		21.0%		24.9%	
特別利益	0	0	-	0	-	0	-	0	-	0	#DIV/0!
特別損失	0	0	98.1%	0	-	0	-	0	-	0	#DIV/0!
税引前当期利益	-219	34	-115.4%	85	151.6%	309	265.1%	420	35.8%	598	42.4%
法人税率	-91	15	-116.4%	36	141.1%	130	261.1%	170	30.8%	239	40.6%
税引利益	-128	19	-114.6%	49	160.0%	179	268.1%	250	39.4%	359	43.6%
流動資産	220	231	4.9%	374	62.2%	588	57.2%	871	48.1%	0	-100.0%
金融資産	119	130	8.9%	226	74.2%	366	75.2%	637	60.9%		-100.0%
売掛金	31	59	89.8%	110	87.8%	170	54.5%	220	29.4%		-100.0%
繰上現金資産	58	36	-37.5%	30	-16.6%	10	-66.7%	0	-		#DIV/0!
その他流動資産	12	6	-48.0%	8	26.2%	12	50.0%	14	16.7%		-100.0%
固定資産	128	163	27.3%	252	54.4%	264	4.8%	286	8.3%	11	-96.2%
有形固定資産	7	8	15.4%	8	2.4%	9	12.5%	10	11.1%	11	10.0%
無形固定資産	2	3	43.2%	4	24.6%	5	25.0%	6	20.0%		-100.0%
投資その他資産	119	152	27.7%	240	57.7%	250	4.2%	270	8.0%		-100.0%
繰上資産	2	1	-31.2%	40	2953.4%	20	-50.0%	0	-		-100.0%
資産合計	348	394	13.2%	626	59.0%	852	36.1%	1,157	35.8%	11	-99.0%
流動負債	154	79	-48.7%	110	39.0%	160	45.5%	200	25.0%	0	-100.0%
短期借入金(社債(含む))	6	0	-	20	-	30	50.0%	50	66.7%		-100.0%
その他	148	79	-46.7%	90	13.7%	130	44.4%	150	15.4%		-100.0%
固定負債	80	20	-74.5%	24	18.4%	10	-58.3%	15	50.0%	0	-100.0%
長期借入金(社債含む)	79	18	-77.2%	17	-5.6%	0	-100.0%	0	-		#DIV/0!
その他	1	2	223.2%	7	208.1%	10	42.9%	15	50.0%		-100.0%
負債合計	234	99	-57.5%	134	34.8%	170	26.9%	215	26.5%	0	-100.0%
株主資本	116	296	154.9%	492	66.4%	671	36.4%	921	37.3%	1,280	39.0%

【四半期業績】

(単位:百万円)

	2002.9期				2002.9期予			
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期予	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
営業収益	165	354	622	1,070	250	530	940	1,610
営業費用	256	487	717	969	350	650	930	1,290
営業利益	-91	-133	-95	101	-100	-120	10	320
経常利益	-91	-33	-123	85	-100	-120	10	320
(同率)	-55.2%	-9.3%	-19.8%	7.9%	-40.0%	-22.6%	1.1%	19.9%

【契約状況】

	1999.9期	2000.9	伸率	2001.9	伸率	2002.9予	伸率	2003.9予	伸率	2004.9予	伸率
保有契約件数(件)	7,096	17,277	143.5%	31,667	83.3%	68,000	114.7%	113,500	66.9%	164,000	44.5%
新規獲得契約(件)	5,087	12,066	137.2%	18,260	51.3%	38,800	112.5%	44,700	15.2%	50,500	13.0%

(出所)目論見書、決算短信、予想はいちよし経済研究所

この資料は、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。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が、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があります。この資料は、いちよし証券及びいちよし経済研究所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. 2002 All Rights Reserved(売買管理部審査済 2M0906C)