

ホリスティック企業レポート

Macbee Planet

7095 東証マザーズ

ベーシック・レポート

2021年3月5日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20210302

データを活用した分析サービスを提供する成果報酬型マーケティング支援会社 クライアントの LTV(顧客生涯価値)を重視する姿勢に注目したい

1. 会社概要

- Macbee Planet(以下、同社)は、データを活用した分析サービスを提供するマーケティング支援会社である。
- マーケティング活動の戦略立案や運用支援を行う「アナリティクスコンサルティング事業」と、Web 接客ツール「Robee」を通じて、新規ユーザーの獲得や、既存ユーザーの解約防止を支援する「マーケティングテクノロジー事業」を展開している。多くのクライアントと成果報酬型料金で契約している点に特徴がある。

2. 財務面の分析

- 18/4 期～20/4 期の期間では、クライアント数の増加や、成果報酬の拡大により、売上高は年平均 38.7%、経常利益は同 82.8%増加した。
- 類似企業に比べ、収益性、成長性、財務の安全性で優れている。

3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、クライアントの LTV(顧客生涯価値)を重視する姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、美容業界や金融業界等の主要業界以外の顧客開拓の強化や、プロダクトの機能強化・新規開発等を経営戦略としており、売上高と営業利益の拡大を目指している。

5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/4 期の業績について、第 2 四半期累計期間(以下、上期)実績が好調であったことや、上期に獲得した新規クライアントの貢献を見込んだことから、前期比 26%増収、55%営業増益と、会社計画を大きく上回る水準を予想した。
- 中期的には、新型コロナウイルス問題の影響を受けて 21/4 期上期に落ち込んだ来店型の美容業界向けの回復や、新規クライアントの貢献等を想定し、当センターでは、22/4 期は前期比 10%増収、19%営業増益、23/4 期は同 9%増収 19%営業増益を見込んでいる。

アナリスト: 大間知淳

+81 (0) 3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2021/2/26
株価 (円)	4,635
発行済株式数 (株)	3,192,400
時価総額 (百万円)	14,797

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	47.0	37.1	30.8
PBR (倍)	10.8	8.5	6.7
配当利回り (%)	-	-	-

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン (%)	-8.0	27.9	-2.8
対TOPIX (%)	-10.8	20.3	-15.7

【株価チャート】



【7095 Macbee Planet 業種: サービス業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2019/4	4,685	39.4	198	79.5	195	79.6	139	75.3	52.8	112.1	0.0
2020/4	6,466	38.0	374	88.5	364	86.0	263	89.2	98.7	429.6	0.0
2021/4 CE	7,300	12.9	400	6.9	399	9.7	276	4.7	88.6	-	0.0
2021/4 E	8,175	26.4	580	55.0	579	59.1	399	51.3	125.0	544.3	0.0
2022/4 E	8,990	10.0	691	19.2	691	19.3	480	20.3	150.4	694.7	0.0
2023/4 E	9,830	9.3	822	18.9	822	19.0	571	19.0	178.9	873.6	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2019年12月4日付で1:1,500の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 成果報酬型のマーケティング支援企業

Macbee Planet (マクビープラネット、以下、同社)は、データを活用した分析サービスを提供するマーケティング支援会社である。主にインターネットを活用した販売促進、集客、知名度向上を目指す企業(クライアント)に対して、マーケティング活動の戦略立案や運用支援を行う「アナリティクスコンサルティング事業」と、Web接客ツール「Robee(ロビー)」を通じて、新規ユーザーの獲得や既存ユーザーの解約防止を支援する「マーケティングテクノロジー事業」を展開している。一部の料金プランには月額固定料金も存在するが、多くのクライアントとは成果報酬型料金で契約している点に特徴がある。

20/4期において、アナリティクスコンサルティング事業とマーケティングテクノロジー事業の売上高構成比は98.2%と1.8%となっている。利益率ではマーケティングテクノロジー事業がアナリティクスコンサルティング事業を大幅に上回っており、営業利益構成比(調整額控除前)は97.1%と2.9%となっている(図表1)。

【図表1】セグメント別業績の推移

(単位:百万円)

	セグメント	17/4期		18/4期		19/4期		20/4期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		719	100.0%	3,361	100.0%	4,685	100.0%	6,466	100.0%	38.0%
	アナリティクスコンサルティング	719	100.0%	3,358	99.9%	4,609	98.4%	6,349	98.2%	37.7%
	マーケティングテクノロジー	-	0.0%	3	0.1%	75	1.6%	116	1.8%	54.7%
営業利益(セグメント利益)		103	100.0%	110	100.0%	198	100.0%	374	100.0%	88.5%
	営業利益率	14.4%	-	3.3%	-	4.2%	-	5.8%	-	-
	アナリティクスコンサルティング	-	-	350	99.1%	431	87.9%	882	97.1%	104.3%
		-	-	10.4%	-	9.4%	-	13.9%	-	-
	マーケティングテクノロジー	-	-	3	0.9%	59	12.1%	26	2.9%	-55.9%
		-	-	97.2%	-	78.9%	-	22.5%	-	-
	調整額	-	-	-242	-	-292	-	-534	-	-

(注) 営業利益の構成比は、調整額(全社費用)控除前

(出所) Macbee Planet 有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

◆ アナリティクスコンサルティング事業

同社の創業事業であるアナリティクスコンサルティング事業では、自社開発したデータ解析プラットフォーム「ハニカム」を活用することで、複数のメディア(広告を掲載する媒体。アフィリエイト広告の配信会社であるアフィリエイト・サービス・プロバイダー(以下、ASP)を含む)にまたがって出稿しているWEB広告を一元管理すると共に、連携する多数のメディアからクライアントのマーケティング目標に合致した適切な出稿先を選定し、新規ユーザーの獲得を支援する戦略立案や運用支援を行っている。

(注1) LTV (Life Time Value) とは、顧客が取引の開始から終了までの期間に企業にもたらす利益 (顧客生涯価値) を指し、1 人のユーザー獲得にかかることが出来る費用 (マーケティングコスト) を算出するための指標になる。

(注2) ROI (Return On Investment) とは、投資に対してどれだけ利益を上げることが出来たのかという指標である。

(注3) クローズド型 ASP とは、誰もが ASP に対してアフィリエイト申請が出来ないオープン型 ASP とは異なり、ASP サイドからのアプローチによって申請手続きが可能となる ASP を言う。

同社は、「我々が実現したいこと」として、「LTV^{注1}を予測し ROI^{注2}の最適化を実現する」という方針を掲げている。これは、LTV の高いユーザーの集客を支援することで、マーケティング投資から得られる利益の最大化を図り、クライアントの業績に貢献するという同社の経営姿勢の表れである。

同社は、基本的に成果報酬型の料金体系を採用している。同社とクライアントとの間で取り決めた成果 (サービス申込、契約成立、商品購入等) に連動した報酬をクライアントから受取り、その大半を同じく成果に連動してメディアに支払っている。結果として、同社が利用するメディアは、成果報酬型広告であるアフィリエイト広告を取扱う ASP と契約している各種サイトが主体となっている模様である。

同社が取引している ASP としては、クローズド型 ASP^{注3}「felmat (フェルマ)」を提供するロンボード (東京都品川区)、「アクセストレード」を提供するインタースペース (2122 東証マザーズ)、「バリューコマース アフィリエイト」を展開するバリューコマース (2491 東証一部)、「afb (アフィ b)」を展開するフォーイット (東京都渋谷区) 等が挙げられる。

同社は、データ解析プラットフォーム「ハニカム」において、ハニカム自体で蓄積するメディア種別、流入経路、利用デバイス、日時場所等のメディアデータに加え、クライアントが持つユーザー属性や転換率 (コンバージョン率)、顧客単価、購入回数等の属性・購買データ、Robee を通じて得られたニーズ嗜好、行動パターン等のデータを組み合わせ、ユーザーの LTV を予測するモデルを構築している。ハニカムによって得られた分析結果に基づき、同社のコンサルタントがクライアントに提案を行い、マーケティング施策を実行している。

アナリティクスコンサルティング事業では、新規顧客の増加や、既存顧客に対する成果の増加に応じた成果報酬の拡大により、大幅な増収が続いている。セグメント利益率については、人員増に伴う人件費の増加により、19/4 期はやや低下したものの、広告出稿の運用効率の改善に伴い、原価率が低下したため、20/4 期は上昇した (図表 2)。

アナリティクスコンサルティング事業においては、LTV を重視するクライアントを中心に顧客化を進めた結果、美容業界 (エステサロンや脱毛サロン等の来店型と、化粧品や健康食品等の EC) と金融業界 (証券、銀行、保険等) に対する依存度が高くなっている。なお、エステサロンや脱毛サロンについては、肌の露出が増える第 1 四半期 (5-7 月) が需要期となる。

【 図表 2 】アナリティクスコンサルティング事業の業績推移 (単位:百万円)

	17/4期		18/4期		19/4期		20/4期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	719		3,358	366.8%	4,609	37.2%	6,349	37.7%
セグメント利益	—		350	—	431	23.2%	882	104.3%
セグメント利益率	—		10.4%	—	9.4%	—	13.9%	—

(出所) Macbee Planet 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

アナリティクスコンサルティング事業の20/4期末の従業員数は26名(ほか、期中平均臨時雇用者2名)であった。

◆ マーケティングテクノロジー事業

(注4)ランディングページとは、メディアのネット広告をクリックした際、飛び先となるクライアントサイトのページであり、商品やサービスを紹介し、購入や申込に導く内容が求められる。

マーケティングテクノロジー事業では、自社開発したWeb接客ツール「Robee」をクライアントのECサイトのランディングページ^{注4}(以下、LP)に搭載し、新規ユーザーのLPへの流入経路、行動パターンを収集し、行動を予測することで契約・購入等の成果に繋がるマーケティングを支援している。

クライアントのLPの文言、画像、動画等のいわゆるクリエイティブの改善を図るほか、ユーザーの特性に応じて、ポップアップやチャットボットによるWeb接客を行い、LPへのユーザーの流入数や転換率(コンバージョン率)の向上を通じて、LTVを高める施策を実施している。

Robeeには、解約手続きを行おうとしているクライアントの既存ユーザーの解約理由をAIが分析し、本当に解約の意思があるかを理解することで適切に解約防止を促すチャットボット機能を付加している。既存ユーザーの解約率を下げることでLTVの向上に繋げるリテンションマーケティングのツールにもなっている。

Robeeについては、アナリティクスコンサルティング事業のクライアントが利用する場合と、Robeeのみを利用する場合がある。アナリティクスコンサルティング事業よりも、クライアントの業種は分散している模様である。

Robeeのリリースが17年11月であったため、18/4期のマーケティングテクノロジー事業の売上高は3百万円にとどまった。本格的な拡販に乗り出した19/4期は大幅な増収増益となった。20/4期は、Robeeの新規導入先の増加に伴い、売上高は増加したものの、人員の増員や、広告宣伝の強化等の先行投資を実施した結果、セグメント利益は大幅減益を余儀なくされた(図表3)。

【 図表 3 】マーケティングテクノロジー事業の業績推移 (単位:百万円)

	17/4期		18/4期		19/4期		20/4期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	—	—	3	—	75	—	116	54.7%
セグメント利益	—	—	3	—	59	—	26	-55.9%
セグメント利益率	—	—	97.2%	—	78.9%	—	22.5%	—

(出所) Macbee Planet 有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

マーケティングテクノロジー事業の 20/4 期末の従業員数は 8 名であった。

◆ 特定の大手顧客への依存度が高い

同社の事業では、有力クライアントが新規ユーザーを大量に獲得する等、マーケティング施策が成果を上げれば上げるほど、同社の売上高が増える構造にあるため、特定のクライアントへの依存度が高くなる傾向がある。

20/4 期における取引先上位 3 グループは、SBIホールディングス(8473 東証一部)グループ(取引先、SBI証券、SBIネオモバイル証券、SBI VCトレード)、三井住友フィナンシャルグループ(8316 東証一部、同 SMBC コンシューマーファイナンス、三井住友銀行、SMBC モビット)、フジサンケイグループの広告代理店のクオラス(主たるエンドユーザーはコンサル系マーケティング支援会社)であり、総取引額に占める割合は、各グループ 19.2%、13.5%、13.4%と合計すると 46.1%に達している。同社は、アナリティクスコンサルティング事業について、直接販売を基本としているが、クライアントの要望に応じて、広告代理店を経由した契約も受け入れている。

直近 3 期で、売上高の 1 割を超えた先(個社ベース)としては、ミュゼプラチナム(東京都渋谷区、美容脱毛サロン)、SMBC コンシューマーファイナンス、ランクアップ(東京都中央区)、クオラスが挙げられる(図表 4)。

【 図表 4 】相手先別の売上高の推移

相手先	18/4期		19/4期		20/4期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
クオラス	—	—	199	4.3	864	13.4
SMBCコンシューマーファイナンス	342	10.2	704	15.0	751	11.6
ランクアップ	—	—	477	10.2	312	4.8
ミュゼプラチナム	772	23.0	—	—	—	—

(出所) Macbee Planet 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社のクライアントは、リアル店舗を持たないインターネット証券やEC事業者が多いが、店舗等でサービスを提供する非インターネット事業者も存在している。なお、同社は、20年8月に通信販売企業向けコールセンター事業を展開するダーウィنز(東京都千代田区)とRobeeの販売代理店契約を締結したため、今後は、通販企業向けの売上高の増加が見込まれる。

> ビジネスモデル

◆ アナリティクスコンサルティング事業は限界利益率が低い

同社は、アナリティクスコンサルティング事業とマーケティングテクノロジー事業を展開している。両事業は、基本的に成果報酬型の料金体系を採用しているが、その収益構造は大きく異なっている。

アナリティクスコンサルティング事業では、成果(サービス申込、契約成立、商品購入等)に連動した報酬をクライアントから受取り、その多くを同じく成果に連動した広告費用を外注費(売上原価)としてメディアやASPに支払っている。同事業の売上高は、1件当たり成果報酬単価×成果件数によって算出されるが、単価は顧客との契約によってまちまちであるため、成果件数と平均成果報酬単価の推移による分析は適切ではない(数値は開示されていない)。

同社のマーケティング支援が成果を上げ、獲得ユーザーのLTVの高さがクライアントに認識されると、成果報酬単価の値上げが受け入れられるため、特定の顧客との成果報酬単価は、取引開始時は低いが、成果が上がるにつれて高くなる傾向がある。一方、メディアやASPに対する外注費の単価は安定しているため、特定の顧客との取引に対する売上総利益率も、成果報酬単価が低い取引開始時は低水準であるが、成果が上がるにつれて上昇する傾向にある。

同社は、クライアントから受取る成果報酬の大半をメディアに支払っているため、20/4期のアナリティクスコンサルティング事業の売上総利益率は16.6%と低水準にとどまっている。但し、クライアントによって、売上総利益率は5%前後から40%前後まで大きくばらついているようであり、クライアントの構成次第で全体の数値が変動することに注意が必要である。

一方、アナリティクスコンサルティング事業の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、コンサルタント等の人件費が中心となっており、四半期毎の変動は比較的小さい。売上高の水準に比べて販管費は少額であるため、20/4期の販管費率は2.7%に抑えられており、結果、セグメント利益率は13.9%を確保している。

アナリティクスコンサルティング事業は、そのコストの大半が変動費である外注費であるため、限界利益率が低い事業である。

◆ マーケティングテクノロジー事業は限界利益率が高い

マーケティングテクノロジー事業では、成果報酬型方式と、サブスクリプション方式による定額報酬方式（Web 接客機能 8 万円/月～、解約防止機能 80 万円/月～）、両方式の併用（Web 接客機能 8 万円/月+成果報酬、解約防止機能 30 万円/月+成果報酬）からなる料金体系を採用している。

マーケティングテクノロジー事業では、広告を出稿しないため、売上原価は基本的に発生しない(21/4 期は一時的に売上原価が若干計上されている)。同事業の販管費は、エンジニアの件費や Robee の広告宣伝費、減価償却費等の固定的な費用が中心である。同事業の販管費の金額自体はアナリティクスコンサルティング事業を下回っているが、売上高の水準は大幅に下回っているため、20/4 期の同事業の販管費率は 77.5%に達しており、セグメント利益率は 22.5%となっている。

マーケティングテクノロジー事業は、そのコストの大半が固定費であるため、限界利益率が高い事業である。

◆ マーケティングテクノロジー事業の構成比上昇を目指している

同社は、セグメント別に配賦していない全社費用（一般管理費）を調整額としているが、20/4 期の金額は 534 百万円であった。この数値をセグメント別売上総利益構成比で各セグメントに按分した場合、アナリティクスコンサルティング事業のセグメント利益は 401 百万円(セグメント利益率 6.3%)、マーケティングテクノロジー事業のセグメント損益は 26 百万円の損失（同マイナス 23.0%）となる。実態としては、現時点では先行投資段階にあるマーケティングテクノロジー事業は利益に貢献しておらず、アナリティクスコンサルティング事業が利益の全てを支えていると言えよう。

同社は、売上総利益率が高いマーケティングテクノロジー事業の拡大による利益率の向上を目指している。将来的には、マーケティングテクノロジー事業の売上総利益構成比を全体の 3 分の 1 以上に上げることを目標としている。

> 業界環境と競合

◆ アフィリエイト広告市場は拡大が見込まれている

同社が展開する成果報酬型マーケティング市場は、インターネット広告市場、特にアフィリエイト広告市場の影響を強く受けている。

電通グループ(4324 東証一部)が21年2月に公表した「2020年 日本の広告費」によれば、20年の国内総広告費は、新型コロナウイルス問題の影響により、前年比11.2%減の6兆1,594億円となり、東日本大震災が発生した11年以来のマイナス成長となった。しかしながら、巣ごもり需要によるEC市場の拡大等により、インターネット広告費は、同5.9%増の2兆2,290億円となり、96年の調査開始以来、プラス成長を続けている。

電通等、電通グループ4社が20年3月に公表した「2019年 日本の広告費 インターネット広告媒体費 詳細分析」によれば、アフィリエイトを主体とする成果報酬型広告は1,049億円(前年比5.9%増)に達しており、19年のインターネット広告媒体費1兆6,630億円の6.3%を占めている。

市場の定義は異なるが、21年2月に公表された矢野経済研究所の調査によると、19年度に3,098億円であった国内アフィリエイト市場は、20年度に3,258億円に達すると予想されている。今後も広告主によるアフィリエイト広告への予算配分の引上げや、EC市場の拡大により、24年度には4,951億円に拡大すると予測されている。

◆ Web 接客ツールはポップアップ型とチャット型に大別される

Web 接客ツールは、Web サイト上で、訪問者一人一人に合った接客を行い、サイトからの離脱率を引下げ、転換率を向上させることを目的としている。接客方法によって、Web 接客ツールは、ポップアップ型とチャット型に大別されるが、両方の機能を持つツールも多い。

ポップアップ型では、訪問者の属性やサイト内での行動等に応じて、適切なタイミングで広告やクーポン等の情報をポップアップ画面で表示することで訪問者に働きかけている。離脱率の低下、購買率の向上を重視した形態である。

一方、チャット型では、自動返信チャットボットをサイトに搭載し、訪問者の質問に回答する形で接客を行っており、顧客満足度の向上を重視した取組みと言える。一部のサービスは有人チャットにも対応している。

Web 接客ツールの代表例としては、同社の Robee 以外では、プレイド(4165 東証マザーズ)の KARTE (カルテ)、ジーニー(6562 東証マザーズ)の Chamo (チャモ)、NTT ドコモの EC コンシェル等が挙げられる。

◆ 成果報酬型マーケティング支援等に取り組む上場企業と比較

同社と同様に成果報酬型マーケティング支援事業と Web 接客ツール事業を兼営する企業は見当たらない。証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の競合先を分析するに当たり、成果報酬型マーケティング支援事業（及び同事業に類似する事業）を展開する上場企業と、Web 接客ツール事業を手掛けている上場企業との比較を試みた。具体的には、前者としては、ピアラ（7044 東証一部）とネットマーケティング（6175 東証一部）、後者としては、プレイドとジーニーを選定した。

(注5) CPA (Cost Per Action) とは、成果報酬型広告において、成果 1 件当たりにかかった費用を指す。

ピアラは、05 年に設立された EC マーケティング支援企業であり、特に化粧品業界と健康食品業界を中心に展開している。19/12 期のサービス別売上高構成比は、CPA ^{注5}等を保証する「KPI 保証型」のマーケティング支援を行う EC マーケティングテックが 73.9%（売上高 10,020 百万円）、DM やチラシ等を用いて広告サービスを提供する広告マーケティングが 25.5%、その他が 0.6%である（有価証券報告書が現時点では公表されていないため、20/12 期のサービス別の数値は不明である）。

EC マーケティングテックは、B to C 通販事業に特化して、広告分析から顧客分析、CRM までを行う「RESULT MASTER（リザルトマスター）」、ビューティ&ヘルス及び食品市場の EC に特化して、ASP を一元管理するクローズド型アフィリエイト・サービス「RESULT PLUS（リザルトプラス）」、EC サイト開発サービス「RESULT EC（リザルト EC）」によって構成されている。RESULT MASTER と RESULT PLUS は KPI 保証型であることや、同社も化粧品業界や健康食品業界に注力していることから、同社と競合関係にあると思われる。

ネットマーケティングは、成果報酬型の広告代理事業を中核事業としており、04 年に設立された。20/6 期の事業別売上高構成比（外部顧客ベース）は、主にアフィリエイトマーケティング領域における戦略立案及び運用支援に注力したコンサルティングサービスを提供する広告事業が 68.5%（売上高 9,834 百万円）、オンライン恋愛マッチングサービス「Omiai」を提供するメディア事業が 31.5%である。

ネットマーケティングは、自らを主にアフィリエイト広告に特化したアフィリエイトエージェントと称しており、同社よりもアフィリエイト広告への意識が強いと見られる。主要顧客には、リクルートホールディングス（6098 東証一部）の連結子会社であるリクルートキャリア（売上高比率 14.7%）等、人材関連企業も見られるが、第 4 四半期（4-6 月）の売上高構成比が大きい点からは、エステサロン等の来店型サービス企業への依存度も高いと推測される。こうした点から、同社とは

競合関係にあると推測される。

11年創業のプレイドは、顧客体験ソフトウェア「KARTE (カルテ)」をクラウドサービスで提供している。KARTEは、KARTE内で蓄積したサイト訪問者の行動データと、社内外の各種データを連携させて分析し、適切な施策を制作・配信する機能や、顧客・見込客を柔軟にグループ化して、それぞれに適切なメッセージをメール、LINE、SMS等、様々なチャネルで配信する機能等、単なるWeb接客ツールを上回る機能を備えている。こうしたことから、プレイドはKARTEをWeb接客ツールと呼んでいないが、当センターでは、業界情報やプレイドのサイトに掲載されている導入事例に基づき、KARTEもWeb接客ツールに該当すると考えた。

プレイドは、SaaS事業の単一セグメントであり、売上高の内訳は開示されていない。20/9期の売上高は4,007百万円、20/9期末の導入サイト数は710件、導入企業数は474社であった。導入サイト数ベースでの業種別割合は、EC35.2%(ファッション13.2%、美容・健康5.9%、ライフスタイル4.7%、その他11.4%)、その他(金融・保険・決済8.7%、広告・メディア・自社ホームページ・会員ポータル7.9%、不動産・建設・建築6.9%、その他28.6%)と、多岐に亘っている。特定の企業や業界に特化しているわけではないので、プレイドは同社とも競合関係にあると見られる。

ジーニーは、ネット媒体の広告枠を自動売買するアドテクノロジー事業を展開しており、10年に設立された。20/3期の事業別売上高構成比は、メディアや広告主の広告収益や効果を最大化させるプラットフォームを提供するアド・プラットフォーム事業が78.5%、顧客企業の広告運用代行サービスや、チャット接客ツール「Chamo」等のSaaSサービスを提供するマーケティングソリューション事業が11.6%(売上高1,675百万円)、海外事業が9.9%である。

ジーニーは、18年11月にChamoを開発、販売するチャモを子会社化してWeb接客ツール市場に参入している。Chamoに限定した売上高は不明であるが、導入社数は4,500社と公表されている。こうしたことから、ジーニーも同社とは一定の競合関係にあると思われる。

以上のことから、当センターでは、成果報酬型マーケティング支援事業とWeb接客ツール事業という事業毎に見ると、同社は、複数の上場企業と競合関係にあると認識している。

>沿革・経営理念・株主

◆ 小嶋社長が松本取締役の助力を得て 15 年に設立した

同社の創業者である小嶋雄介氏(現代表取締役社長)は、13年10月、松本将和氏(現取締役)が創業したまくびーインターナショナル(東京都目黒区、以下、MI社)に入社し、アフィリエイト等のネット広告コンサルティングを担当していた。小嶋氏は、「自社の利益のみならず、クライアントの売上増大に直結するデジタル広告コンサルティング」を自らの事業として展開したいとの想いが強くなり、松本氏の助力を得て、15年8月に同社を設立した(設立当初、同社はMI社の子会社であった。現在は松本取締役の資産管理会社が筆頭株主であるが、MI社との直接の資本関係はない)。

小嶋社長は、ケーユーホールディングス(9856 東証一部)の中核子会社であるケーユーに入社し、外国メーカーの新車販売の営業職を務めた後、広告会社に転職した。MI社の入社前には、広告会社2社において、HP制作や、テレビ、雑誌、フリーペーパー等の広告営業、コンサルティング等を経験している。

15年8月の同社設立と同時に、設立準備期間から開発を進めていたデータ解析プラットフォーム「ハニカム」をリリースし、アナリティクスコンサルティング事業を開始した。設立1期目である16/4期の売上高は6百万円にとどまったが、継続的な機能強化を行うことでクライアントの開拓が進み、17/4期の売上高は719百万円に拡大した。

◆ 17年からマーケティングテクノロジー事業を開始した

17年11月には、Web接客ツール「Robee」をリリースし、マーケティングテクノロジー事業を開始した。Robeeの売上高は、サービスを開始した18/4期には3百万円にとどまったが、新規顧客の開拓や、ハニカムの顧客へのクロスセルが進んだ19/4期には75百万円に増加した。19年3月には、Robeeに解約防止チャットボット機能を追加し、クライアントの既存ユーザーの解約防止支援という新たな事業領域に進出した。

20年3月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、「夢・目標を共に実現し続ける組織に」を企業理念のもと、「革新的なマーケティングにより、世界を牽引する企業になる。」というビジョンを掲げている。

◆ 株主

21/4期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表5の通りである。20年10月末時点において、松本取締役の資産管理会社であ

るMG合同会社が発行済株式総数の41.3%を保有する筆頭株主となっている。小嶋社長の保有比率は16.5%である。社内取締役(資産管理会社保有分を含む)の保有分を合計すると62.5%に達する。その他の株主には、機関投資家、金融機関が名を連ね、大株主上位10名で70.0%の株式を保有している。

【図表5】大株主の状況

株主(敬称略)	20年10月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
MG合同会社	1,318,500	41.3%	1	松本将和取締役の資産管理会社
小嶋雄介	526,800	16.5%	2	代表取締役社長
浦矢秀行	78,000	2.4%	3	取締役
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	70,700	2.2%	4	
株式会社日本カストディ銀行(証券投資信託口)	55,500	1.7%	5	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) (常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	46,800	1.5%	6	
松本将和	40,500	1.3%	7	取締役
野村信託銀行株式会社(投信口)	33,100	1.0%	8	
モルガン・スタンレーMUF証券株式会社	32,800	1.0%	9	
千葉知裕	30,000	0.9%	10	取締役
(大株主上位10位)	2,232,700	70.0%	-	
発行済株式総数	3,190,900	100.0%	-	

(出所) Macbee Planet 21/4 期第2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は創業期である16/4期(約8カ月)以降の数値が開示されている。監査証明が付された18/4期から20/4期の期間では、売上高は年平均38.7%、経常利益は同82.8%増加した(図表6)。

【図表6】Macbee Planetの業績推移

(単位:百万円)

		セグメント		16/4期	17/4期	18/4期	19/4期	20/4期
売上高				6	719	3,361	4,685	6,466
		アナリティクスコンサルティング		—	719	3,358	4,609	6,349
		マーケティングテクノロジー		—	—	3	75	116
売上総利益				—	—	477	725	1,173
	売上総利益率			—	—	14.2%	15.5%	18.1%
販売費及び一般管理費				—	—	366	526	799
	販管費率			—	—	10.9%	11.2%	12.4%
営業利益				—	103	110	198	374
	営業利益率			—	14.4%	3.3%	4.2%	5.8%
		アナリティクスコンサルティング		—	—	350	431	882
		マーケティングテクノロジー		—	—	3	59	26
		調整額		—	—	-242	-292	-534
経常利益				0	103	108	195	364
	経常利益率			0.5%	14.4%	3.2%	4.2%	5.6%
当期純利益				0	68	79	139	263
期末従業員数(名)				7	12	26	45	53

(注) 16/4期は約8カ月決算、16/4期から17/4期は未監査、17/4期の営業利益率は証券リサーチセンターの推測

(出所) Macbee Planet 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

セグメント別では、中核を占めるアナリティクスコンサルティング事業が、クライアント数の増加や、クライアントの新規ユーザー獲得等に伴う成果報酬の拡大等により、年平均37.5%増収、58.7%増益と成長の牽引役となっている。一方、マーケティングテクノロジー事業は、同510.4%増収、193.7%増益であるが、規模の小ささを考慮すると収益の柱には育っていない。

◆ 20年4月期決算は前期比38%増収、89%営業増益

20/4期決算は、売上高が前期比38.0%増の6,466百万円、営業利益が同88.5%増の374百万円、経常利益が同86.0%増の364百万円、当期純利益が同89.2%増の263百万円となった(図表7)。

売上総利益率は、アナリティクスコンサルティング事業において、運用効率の改善に伴い、外注費の伸びが増収率を下回ったため、前期の15.5%から18.1%に上昇した。一方、マーケティングテクノロジー事業を中心に、人件費や広告宣伝費等が大幅に増えたため、販管費は前期比51.8%増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前期の11.2%から12.4%に悪化した。売上総利益率の改善幅が販

管費率の悪化幅を上回ったため、営業利益率は前期の4.2%から5.8%に上昇した。営業外費用には株式交付費7百万円が計上された。

【 図表 7 】 20 年 4 月期の業績

(単位：百万円)

	19/4期	20/4期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	4,685	2,015	1,627	3,643	1,321	1,501	2,822	6,466	38.0%
売上総利益	725	343	296	639	262	271	533	1,173	61.8%
売上総利益率	15.5%	17.0%	18.2%	17.6%	19.9%	18.1%	18.9%	18.1%	—
販売費及び一般管理費	526	132	181	313	190	294	485	799	51.8%
販管費率	11.2%	6.6%	11.1%	8.6%	14.4%	19.6%	17.2%	12.4%	—
営業利益	198	210	115	326	71	-23	48	374	88.5%
営業利益率	4.2%	10.5%	7.1%	8.9%	5.4%	—	1.7%	5.8%	—
経常利益	195	210	114	324	70	-31	39	364	86.0%
経常利益率	4.2%	10.4%	7.0%	8.9%	5.4%	—	1.4%	5.6%	—
当期(四半期)純利益	139	145	75	220	48	-5	43	263	89.2%

(注) 1Q と 2Q は監査法人のレビューを受けていない

(出所) Macbee Planet 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、アナリティクスコンサルティング事業は、売上高6,349百万円(前期比37.7%増)、セグメント利益882百万円(同104.3%増)であった(図表8)。

【 図表 8 】 20 年 4 月期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	19/4期	20/4期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		4,685	2,015	1,627	3,643	1,321	1,501	2,822	6,466	38.0%
	アナリティクスコンサルティング	4,609	1,990	1,599	3,589	1,291	1,468	2,760	6,349	37.7%
	マーケティングテクノロジー	75	25	28	54	30	32	62	116	54.7%
営業利益(セグメント利益)		198	210	115	326	71	-23	48	374	88.5%
営業利益率		4.2%	10.5%	7.1%	8.9%	5.4%	—	1.7%	5.8%	—
	アナリティクスコンサルティング	431	278	221	499	187	195	382	882	104.3%
		9.4%	14.0%	13.8%	13.9%	14.5%	13.3%	13.9%	13.9%	—
	マーケティングテクノロジー	59	13	6	19	-1	8	6	26	-55.9%
		78.9%	53.1%	21.8%	36.6%	—	26.2%	10.4%	22.5%	—
	調整額	-292	-80	-112	-193	-114	-226	-340	-534	—

(注) 1Q と 2Q は監査法人のレビューを受けていない

(出所) Macbee Planet 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、新規案件の受注が堅調だったほか、大手顧客であるクオラスや SMBC コンシューマーファイナンス向けも拡大した。第4四半期には新型コロナウイルスの感染拡大が、美容業界(来店型)にはマイナスに働いたものの、美容業界(EC)や金融業界(証券)にはプラスに働いたため、全体としての影響は軽微にとどまった。セ

グメント利益については、売上高外注費率と販管費率が共に改善したため、大幅増益となった。

マーケティングテクノロジー事業は、売上高 116 百万円(前期比 54.7%増)、セグメント利益 26 百万円(同 55.9%減)であった。売上高については、Robee の新規導入先の増加が寄与した。セグメント利益については、人員増による人件費の増加や、広告宣伝費の増加により、減益となった。

◆ 公表計画に対して、売上高、利益共に上回った

上場日である 20 年 3 月 31 日に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が 101.7%、営業利益は 116.1%、経常利益は 113.9%、当期純利益は 125.0%であった。

セグメント別売上高については、マーケティングテクノロジー事業は計画を 20 百万円下回ったものの、アナリティクスコンサルティング事業は計画を 130 百万円上回った。売上総利益率については、計画の 17.9%に対して、実績は 18.1%であった。販管費については、計画の 815 百万円に対して、実績は 799 百万円だった。

◆ 21 年 4 月期上期の決算は前年同期比 12%増収、3%営業増益

21/4 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高 4,092 百万円(前年同期比 12.3%増)、営業利益 335 百万円(同 2.9%増)、経常利益 335 百万円(同 3.2%増)、四半期純利益 240 百万円(同 9.0%増)であった(図表 9)。

【図表 9】21 年 4 月期上期の業績

(単位:百万円)

	20/4期						21/4期					
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	増減率	2Q	増減率	上期	増減率
売上高	3,643	1,321	1,501	2,822	6,466	38.0%	1,772	-12.1%	2,320	42.6%	4,092	12.3%
売上総利益	639	262	271	533	1,173	61.8%	305	-11.0%	373	26.1%	679	6.2%
売上総利益率	17.6%	19.9%	18.1%	18.9%	18.1%	-	17.2%	-	16.1%	-	16.6%	-
販売費及び一般管理費	313	190	294	485	799	51.8%	168	27.2%	175	-3.4%	343	9.5%
販管費率	8.6%	14.4%	19.6%	17.2%	12.4%	-	9.5%	-	7.6%	-	8.4%	-
営業利益	326	71	-23	48	374	88.5%	137	-35.0%	198	72.6%	335	2.9%
営業利益率	8.9%	5.4%	-	1.7%	5.8%	-	7.7%	-	8.6%	-	8.2%	-
経常利益	324	70	-31	39	364	86.0%	136	-35.0%	198	73.9%	335	3.2%
経常利益率	8.9%	5.4%	-	1.4%	5.6%	-	7.7%	-	8.5%	-	8.2%	-
当期(四半期)純利益	220	48	-5	43	263	89.2%	95	-34.1%	144	92.4%	240	9.0%

(注) 20/4 期 1Q、2Q は監査法人のレビューを受けていないため、21/4 期 1Q、2Q の増減率は参考数値

(出所) Macbee Planet 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、前年同期の17.6%から16.6%に低下した。前年同期に比べ、利益率が高いマーケティングテクノロジー事業の売上高構成比が上昇したものの、アナリティクスコンサルティング事業において、利益率が低い顧客が多い美容(EC)の売上高構成比が上昇し、利益率が高い顧客が多い美容(来店型)や証券の売上高構成比が低下したためと考えられる。

なお、20/4期通期及び21/4期上期の業界別売上高構成比は図表10の通りである(20/4期上期の数値は公表されていない)。

【図表10】21年4月期上期の業界別売上高構成比

	20/4期	21/4期上期	増減
美容	33.5%	45.5%	+12.0pt
来店型	15.6%	8.5%	-7.1pt
EC	17.8%	37.0%	+19.2pt
金融	41.8%	37.9%	-3.9pt
銀行	13.6%	11.1%	-2.5pt
証券	21.7%	23.9%	+2.2pt
保険	5.5%	1.7%	-3.8pt
その他	24.7%	16.6%	-8.1pt

(出所) Macbee Planet 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

新規顧客が多い美容(EC)では、成果を上げるためのデータが不足している結果、現時点では売上総利益率が低くなっている模様である。ノウハウが蓄積され、成果が上がってくると、成果件数の拡大だけでなく、値上げによる利益率の上昇が期待できるようである。

一方、人件費等が増加したが、販管費は前年同期比29百万円の増加にとどまった。結果、販管費率は前年同期の8.6%から8.4%に改善したものの、売上総利益率の悪化を補えず、営業利益率は前年同期の8.9%から8.2%に低下した。

セグメント別では、アナリティクスコンサルティング事業は、売上高3,939百万円(前年同期比9.8%増)、セグメント利益425百万円(同14.9%減)であった(図表11)。

第1四半期においては、前年同期に金融(証券)が大きく伸びていたことや、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、通常は需要期に当たる美容(来店型)が大きく落込んだことから、前年同期比14.4%減収、30.9%減益と大幅減益を余儀なくされた。

一方、第2四半期においては、新型コロナウイルス問題によって需要が拡大した美容（EC）が増加したことや、株式市場の活況により、クライアントの新規ユーザーが急増した金融（証券）が増加したことから、前年同期比 39.9%増収、5.3%増益と回復に転じた。

【 図表 11 】 21 年 4 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	20/4期						21/4期					
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	増減率	1Q	増減率	2Q	増減率	上期	増減率
売上高		2,015	1,627	1,321	1,501	6,466	38.0%	1,772	-12.1%	2,320	42.6%	4,092	12.3%
	アナリティクスコンサルティング	1,990	1,599	1,291	1,468	6,349	37.7%	1,702	-14.4%	2,237	39.9%	3,939	9.8%
	マーケティングテクノロジー	25	28	30	32	116	54.7%	69	171.9%	83	192.9%	152	182.9%
売上総利益		343	296	262	271	1,173	61.8%	305	-11.0%	373	26.1%	679	6.2%
	アナリティクスコンサルティング	317	268	231	239	1,056	-	238	-24.9%	290	8.5%	529	-9.6%
	マーケティングテクノロジー	25	28	30	32	116	-	66	161.6%	82	191.8%	149	177.5%
営業利益 (セグメント利益)		210	115	71	-23	374	88.5%	137	-35.0%	198	72.6%	335	2.9%
営業利益率		10.5%	7.1%	5.4%	-	5.8%	-	7.7%	-	8.6%	-	8.2%	-
	アナリティクスコンサルティング	278	221	187	195	882	104.3%	192	-30.9%	232	5.3%	425	-14.9%
		14.0%	13.8%	14.5%	13.3%	13.9%	-	11.3%	-	10.4%	-	10.8%	-
	マーケティングテクノロジー	13	6	-1	8	26	-55.9%	45	232.2%	51	739.1%	97	390.7%
		53.1%	21.8%	-	26.2%	22.5%	-	64.9%	-	62.3%	-	63.5%	-
	調整額	-80	-112	-114	-226	-534	-	-100	-	-86	-	-186	-

(注) 20/4 期 1Q、2Q は監査法人のレビューを受けていないため、21/4 期 1Q、2Q の増減率は参考数値
(出所) Macbee Planet 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

マーケティングテクノロジー事業は、売上高 152 百万円（前年同期比 182.9%増）、セグメント利益 97 百万円（同 390.7%増）であった。既存クライアントの成果創出による売上高の拡大に加え、新規クライアントの増加等が貢献した。

> 他社との比較

◆ 同社の両事業と近い事業を展開する企業と比較

同社と同様に成果報酬型マーケティング支援事業と Web 接客ツール事業を兼営する企業は見当たらない。そこで、成果報酬型マーケティング支援事業に類似する事業を展開する企業や、Web 接客ツール事業に近い事業を展開する企業を類似企業として選定した。具体的には、前者の例として、ピアラとネットマーケティング、後者の例として、プレイドを取り上げた（図表 12）。

各社を比較すると、規模では、同社が展開していない事業を兼営するネットマーケティングとピアラが優位に立っている。同社は売上高と経常利益で 3 位、総資産で 4 位に位置し、相対的に小規模である。

【 図表 12 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	Macbee Planet 7095 20/4期	ピアラ 7044 20/12期	ネット マーケティング 6175 20/6期	ブレイド 4165 20/9期
規模	百万円	6,466	14,585	14,363	4,007
売上高	百万円	364	469	747	-1,205
経常利益	百万円	2,316	5,056	4,977	3,068
総資産					
自己資本利益率	%	32.4	16.4	20.2	-86.5
収益性					
総資産経常利益率	%	19.9	10.2	14.6	-45.7
売上高営業利益率	%	5.8	3.5	5.1	-26.9
成長性					
売上高 (2年平均成長率)	%	38.7	17.4	13.2	58.5
経常利益 (同上)	%	82.8	25.0	14.5	—
総資産 (同上)	%	58.2	27.5	0.8	1.9
安全性					
自己資本比率	%	57.5	43.6	55.3	52.3
流動比率	%	235.7	154.6	203.0	243.6
固定長期適合率	%	7.9	43.2	16.8	21.5

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) Macbee Planet 及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

財務の安全性に関しては、自己資本比率と固定長期適合率で1位、流動比率で2位に位置する同社が最も良好である。特に、固定資産をほとんど持たない同社の固定長期適合率は、上場企業全体との比較でも非常に低い水準となっている。

収益性についても、同社が全ての項目で他社を上回っている。上場企業全体との比較でも、自己資本利益率と総資産経常利益率の数値は高く、同社の資産効率の高さが良く表れている。

成長性については、同社は、経常利益と総資産で1位、売上高で2位に位置しており、最も優位と評価できる。ブレイドは、売上高の伸びは同社を大きく上回るが、過去2期間で経常損失が拡大しており、総合的には同社に及ばない。

全体的には、比較対象会社に比べ、規模では劣るものの、収益性、成長性、財務の安全性で優れていると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はクライアントの LTV を重視する姿勢にある
 同社の知的資本を構成する項目の多くは、クライアントの LTV を重視する姿勢によって生み出されたものと関係している (図表 13)。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・特定の顧客グループに対する依存度が高い	・取引先上位3グループに対する売上高構成比	約46%
		・ユーザーのLTVを重視する美容業界と金融業界が主力顧客となっているが、その他の業界の拡大に取り組んでいる	・美容業界向けの売上高構成比	33.5%
	ブランド	・美容や金融等の業界及び顧客においてはMacbee Planetの社名は知られているものの、設立及び上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・金融業界向けの売上高構成比	41.8%
			・その他業界向けの売上高構成比	24.7%
	事業パートナー	・ASPを主体に、ネットメディアや、ネット広告会社、広告代理店と幅広く取引している ・ヘッドウォータースとRobeeのAI化に向けた業務提携契約を締結したほか、コールセンターを運営するダーウィンスとRobeeの販売代理店契約を結んでいる	・会社設立からの経過年数	5.5年 (21年2月時点)
			・上場からの経過年数	1.0年 (21年2月時点)
組織資本	プロセス	・クライアントに対し、ユーザーのLTVを予測し、ROIの最適化を目指すサービスを提供している		
		・新規ユーザー (消費者) の獲得と既存ユーザーの解約防止サービスを成果報酬型で提供している		
		・アフィリエイト広告を主体に、アドテクノロジーを活用した広告運用や、オフライン広告を活用すると共に、自社のプロダクトを開発・使用することで、効率的かつ効果的なマーケティング支援を行っている		
		・アナリティクスコンサルティング事業において、RPA化によるコンサルタントの生産性の向上を目指している		
	知的財産ノウハウ	・LTVを予測するデータ解析プラットフォーム「ハニカム」と、LTVの向上に寄与するWeb接客ツール「Robee」を自社開発している ・A/Bテスト技術をベースとして開発された情報処理プログラムで特許を取得しているほか、Robeeのインテリジェンスレスポンス機能やFRS機能で特許を出願している		
人的資本	経営陣	・社長は15年に設立して以降、同社を経営している	・社長の経営経験年数	5.5年 (21年2月時点)
		・若い経営陣で革新的なマーケティング支援会社となることを目指している	・社内取締役の平均年齢	38.0歳 (21年2月時点)
		・社長と松本取締役を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・社内取締役 (資産管理会社を含む) による保有株数	2,006,500株 (64.8%)
	従業員	・チャレンジ精神旺盛な若手を積極的に中途採用している ・インセンティブ制度	・期末従業員数	53名
			・従業員の平均年齢	30.3歳
		・ストックオプション	280,500株 (9.1%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、20/4 期または 20/4 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役、社外協力者の保有分を含む

(出所) Macbee Planet 有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、「自社の利益のみならず、クライアントの売上増大に直結するデジタル広告コンサルティング」を目指している。クライアントの売上増大を図るため、同社が着目したのが LTV である。

同社は、LTV を重視してマーケティングを行う美容業界や金融業界を中心に、LTV を予測するハニカムを用いて成果報酬型のデジタル広告コンサルティングサービスを提供することでクライアントに高い ROI を提供してきた。また、Robee を活用することで、LTV の向

上を目指すクライアントの開拓にも成功している。LTV の予測力や向上力を更に上げるため、同社はハニカムや Robee の機能強化を進めており、21/4 期においても、同社のクライアントは増加している模様である。

以上のことから、クライアントの LTV を重視する姿勢が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、同社の環境対応について特筆すべきものはない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の従業員に占める女性比率は概ね 3 分の 1 であるが、役職者に占める女性比率は 37.5% となっており、女性管理職の登用に積極的に取り組んでいる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 5 名 (うち社外取締役 1 名) で構成されている。社外取締役の澤博史氏は、データセクション (3905 東証マザーズ) の代表取締役社長 CEO 等を歴任し、18 年 12 月に同社の取締役に就任した。現在は、エステートテクノロジーズ (東京都渋谷区) の代表取締役、アディッシュ (7093 東証マザーズ) の社外取締役等、複数の役職を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名 (共に社外監査役) の 3 名で構成されている。社外監査役の武内重親氏は、サイバーステップ (3810 東証二部) の代表取締役社長等を歴任し、17 年 10 月に同社の監査役に就任した。もう一人の社外監査役である横山隆氏は、弁護士であり、19 年 3 月に同社の監査役に就任した。現在は、せとうち法律事務所代表や共創設計代表取締役を兼務している。

20/4 期に 17 回開催された取締役会について、澤氏と武内氏は全てに、横山氏は 16 回に出席した。14 回開催された監査役会について、武内氏は全てに、横山氏は 12 回に出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 収益性の更なる向上

同社の営業利益率は、18/4 期の 3.3%から 20/4 期には 5.8%に上昇したものの、CPA マーケティング業界におけるリーディングカンパニーを目指すため、同社は収益性の更なる向上が必要であると認識している。

◆ 特定の業種、クライアントに対する依存の低下

同社は、金融、美容等の特定の業種、一部のクライアントに対する売上高の依存度が高くなっている。業績悪化リスクへの対応として、特定の業種、クライアントに対する依存の低下が求められている。

> 今後の事業戦略

◆ 他業種への展開とプロダクトの強化等に取り組んでいる

同社は、売上高と営業利益を重視し、その向上を図る経営に努めている。21/4 期の基本方針としては、「ハニカム」のデータ領域の拡大と深化、「Robee」の機能強化（特に、リテンションマーケティングの強化）を挙げている。

具体的な経営戦略としては以下の点を掲げている。

1. LTV の予測力、コンサルティング力を活かして、金融、美容以外の他業種への展開を進める
2. ハニカムにおいて、認知領域、CRM 領域のデータ取得に向けて開発を行うと共に、コンサルティング業務の RPA 化に取り組む
3. LTV の向上を目指し、プロダクトの機能強化と新規プロダクトの開発を行う

◆ 他業種への展開

これまで同社は、LTV を重視している美容、金融業界を主要ターゲットとして事業を展開してきたが、サブスクリプションサービス市場が急速に拡大する中で、LTV を意識してマーケティングを行う他業界にも積極的に展開する方針を示している。具体的には、サブスクリプションサービスや定期購入サービスを行う教育、ヘルスケア、動画配信、食品、人材等の業界を挙げている。

◆ データ取得領域の拡大と RPA 化

同社は現在、新規顧客の開拓活動においては、ハニカムでは集客領域を、Robee では接客領域をカバーする一方、既存顧客への継続活動においては、Robee で解約防止領域をカバーし、データを収集している。新たに、集客領域の前段階の認知領域と、解約防止領域の前段階の CRM 領域のデータ取得に向けて開発を行い、LTV の向上に貢献する全段階でのデータ解析の実現を目指している。

また、コンサルタントの業務効率化に向けて、作業の RPA 化にも取り組んでおり、生産性の向上によるアナリティクスコンサルティング事業の利益率改善を図る方針である。

◆ プロダクトの機能強化と新規プロダクトの開発

同社は、プロダクトの機能強化と新規プロダクトの開発を行い、LTV の予測力・向上力を更に引き上げることを目指している。

同社は、20 年 10 月にヘッドウォーターズ (4011 東証マザーズ) との業務提携を公表した。ヘッドウォーターズのパーソナルレコメンド技術と、同社のマーケティングデータ及びノウハウを活用し、Robee の AI 化を図ると共に、マーケティング AI プロダクトの共同開発を目指すとしている。

また、Robee に関しては、20 年 12 月には、ユーザーの感情をスコアリングし、そのスコアに応じて対応を変える機能である「FRS (Favorability Rating Score)」が追加された。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> データ解析プラットフォーム「ハニカム」を用いて、顧客のユーザーのLTVを予測し、LTVが高いユーザーの獲得に成果を上げていること ハニカムを通じて取得したデータに基づいて、顧客に最適なマーケティング戦略をコンサルティングしていること Robeeを用いた顧客転換率の向上と顧客解約率の改善を通じて、LTVを向上させるサービスを提供していること 2つの事業から得られる情報やデータ等の相互利用により、クライアントの要望に応じたサービスを提供できること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 特定の顧客グループや、特定の業界に対する依存度が高いこと 事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ネット広告市場や、サブスクリプション市場の拡大 美容・金融以外の業界との取引拡大 データ取得領域の拡大によるデータ解析の深化と競争力の向上 新規プロダクトの開発による新たな収益源の獲得
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 新しい広告手法や技術革新への対応の遅れ サイバー攻撃や、停電、自然災害等によるシステムトラブルの発生 ASPやメディアとの関係性が悪化すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 他業種への展開を強化する経営方針を評価したい

同社は、LTV を重視する業界から顧客化を進めた結果、業界としては美容業界と金融業界に、個別顧客としては、SBIホールディングスグループと三井住友フィナンシャルグループに対する売上高の依存度が高くなっている。

サブスクリプションサービス市場の拡大に伴い、LTV を重視する顧客や業界が増加すると見込まれるため、他業種への展開の強化は、同社の成長力を高める要因になると思われる。また、他業種の顧客獲得は、大手顧客に対する依存度の高さというリスクの引下げにも繋がるため、当センターでは、同社の経営方針を高く評価している。

> 今後の業績見通し

◆ 21年4月期会社計画は13%増収、7%営業増益

21/4 期の会社計画は、売上高 7,300 百万円（前期比 12.9%増）、営業利益 400 百万円（同 6.9%増）、経常利益 399 百万円（同 9.7%増）、当期純利益 276 百万円（同 4.7%増）である（図表 15）。

同社は、20年9月10日の第1四半期決算の発表と共に、通期計画を公表した。セグメント別売上高では、新型コロナウイルス問題の影響により、来店型の美容業界向けが落ち込んだものの、美容業界向け（EC）や、証券業界向けが好調であるため、アナリティクスコンサルティング事業は前期比 11.0%増を見込んでいる。Robee の機能強化

を進めているマーケティングテクノロジー事業は同 113.9%増を見込んでいる。

【 図表 15 】 Mac b e e P l a n e t の過去の業績と 21 年 4 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント	17/4期	18/4期	19/4期	20/4期	21/4期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		719	3,361	4,685	6,466	7,300	12.9%
	アナリティクスコンサルティング	719	3,358	4,609	6,349	7,050	11.0%
	マーケティングテクノロジー	—	3	75	116	250	113.9%
売上総利益		—	477	725	1,173	—	—
	売上総利益率	—	14.2%	15.5%	18.1%	—	—
販売費及び一般管理費		—	366	526	799	—	—
	販管費率	—	10.9%	11.2%	12.4%	—	—
営業利益		103	110	198	374	400	6.9%
	営業利益率	14.4%	3.3%	4.2%	5.8%	5.5%	—
	アナリティクスコンサルティング	—	350	431	882	—	—
		—	10.4%	9.4%	13.9%	—	—
	マーケティングテクノロジー	—	3	59	26	—	—
		—	97.2%	78.9%	22.5%	—	—
	調整額	—	-242	-292	-534	—	—
経常利益		103	108	195	364	399	9.7%
	経常利益率	14.4%	3.2%	4.2%	5.6%	5.5%	—
当期純利益		68	79	139	263	276	4.7%

(注) 17/4 期営業利益率は証券リサーチセンターによる推測

(出所) Mac b e e P l a n e t 有価証券届出書、決算短信、成長可能性に関する資料、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

21/4 期上期実績の通期計画に対する進捗率は、売上高が 56.1%、営業利益が 83.9%と高水準であったが、研究開発費等の費用が上期に比べて下期に増加する計画であるため、同社は通期計画を据え置いた。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、21/4 期業績を、売上高 8,175 百万円（前期比 26.4%増）、営業利益 580 百万円（同 55.0%増）、経常利益 579 百万円（同 59.1%増）、当期純利益 399 百万円（同 51.3%増）と予想する（図表 16）。

セグメント別では、アナリティクスコンサルティング事業は、売上高 7,840 百万円（前期比 23.5%増）、セグメント利益 834 百万円（同 5.5%減）と予想した。下期の売上高については、美容（来店型）の回復や、上期に獲得した新規顧客の貢献を想定したものの、上期に好調だった金融（証券）や美容（EC）は減速すると考え、上期比 39 百万円の減収と予想した。

下期のセグメント利益については、美容（来店型）の売上高の回復に伴い、第 2 四半期に掛けて低下した売上総利益率がやや改善すると考

えたものの、売上高の減少や販管費の増加により、上期比 16 百万円減少すると見込んだ。

【 図表 16 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	19/4期	20/4期	21/4期CE	21/4期E	22/4期E	23/4期E
損益計算書						
売上高	4,685	6,466	7,300	8,175	8,990	9,830
前期比	39.4%	38.0%	12.9%	26.4%	10.0%	9.3%
セグメント	-	-	-	-	-	-
アナリティクスコンサルティング事業	4,609	6,349	7,050	7,840	8,600	9,400
マーケティングテクノロジー事業	75	116	250	335	390	430
営業利益	198	374	400	580	691	822
前期比	79.5%	88.5%	6.9%	55.0%	19.2%	18.9%
営業利益率	4.2%	5.8%	5.5%	7.1%	7.7%	8.4%
セグメント	-	-	-	-	-	-
アナリティクスコンサルティング事業	431	882	-	834	950	1,085
マーケティングテクノロジー事業	59	26	-	136	161	177
調整額	-292	-534	-	-390	-420	-440
経常利益	195	364	399	579	691	822
前期比	79.6%	86.0%	9.7%	59.1%	19.3%	19.0%
経常利益率	4.2%	5.6%	5.5%	7.1%	7.7%	8.4%
当期純利益	139	263	276	399	480	571
前期比	75.3%	89.2%	4.7%	51.3%	20.3%	19.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) Macbee Planet 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

マーケティングテクノロジー事業は、売上高 335 百万円（前期比 186.7%増）、セグメント利益 136 百万円（同 5.2 倍）と予想した。下期の売上高については、上期に獲得した新規顧客の貢献を見込み、上期比 29 百万円の増収と予想した。

下期のセグメント利益については、データ取得領域の拡大や、プロダクトの機能強化・新規プロダクトの拡大に伴い、研究開発費が大幅に増加すると想定し、上期比 58 百万円減少すると見込んだ。

調整額については、390 百万円（前期は 534 百万円）と予想した。下期には、新型コロナウイルス問題の影響から上期に支出を絞っていた経費を使用すると想定し、上期比 16 百万円増加すると予想した。

マーケティングテクノロジー事業は、上期に獲得した新規顧客の貢献を想定し、上期比 29 百万円の増収を予想した。

22/4 期は、売上高 8,990 百万円（前期比 10.0%増）、営業利益 691 百万円（同 19.2%増）と見込んだ。

セグメント別では、アナリティクスコンサルティング事業は、売上高 8,600 百万円(前期比 10.0%増)、セグメント利益 950 百万円(同 13.9%増)と予想した。売上高については、新型コロナウイルス問題で落ち込んだ美容(来店型)の回復や、新規顧客の貢献を見込んだ。セグメント利益については、売上高の増加と、美容(EC)の成果拡大に伴う売上総利益率の改善を想定した。

マーケティングテクノロジー事業は、売上高 390 百万円(前期比 16.4%増)、セグメント利益 161 百万円(同 18.4%増)と予想した。売上高については、販売代理店契約を結んだダーウィنز経由での新規顧客の貢献を想定した一方、セグメント利益については研究開発費の増加を想定した。

調整額については、人件費や経費の増加を想定し、420 百万円(前期比 30 百万円増)と予想した。

23/4 期は、売上高 9,830 百万円(前期比 9.3%増)、営業利益 822 百万円(同 18.9%増)と見込んだ。

セグメント別では、アナリティクスコンサルティング事業は、売上高 9,400 百万円(前期比 9.3%増)、セグメント利益 1,085 百万円(同 14.2%増)と予想した。売上高については、新規顧客の貢献を見込んだ。セグメント利益については、売上高の増加と売上総利益率の改善を想定した。

マーケティングテクノロジー事業は、売上高 430 百万円(前期比 10.3%増)、セグメント利益 177 百万円(同 9.9%増)と予想した。売上高については新規顧客の貢献を想定した一方、セグメント利益については研究開発費の増加を想定した。

調整額については、通常の人件費や経費の増加により、440 百万円(前期比 20 百万円増)と予想した。

同社は、現在、成長過程にあることから、内部留保の充実を図り、一層の事業拡大を目指すことが株主に対する最大の利益還元につながるかと考えており、設立以来、配当を実施していない。現時点において、配当実施の可能性や実施時期等については未定としている。こうしたことから、当センターでは、21/4 期から 23/4 期においても配当は実施されないと予想している。

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	19/4期	20/4期	21/4期CE	21/4期E	22/4期E	23/4期E
貸借対照表						
現金及び預金	566	1,370		1,635	2,048	2,594
売上債権	691	825		1,100	1,210	1,323
その他	5	11		16	16	16
流動資産	1,263	2,207		2,752	3,275	3,933
有形固定資産	21	20		16	16	15
無形固定資産	12	27		37	36	31
投資その他の資産	50	61		56	56	57
固定資産	85	108		110	109	104
資産合計	1,348	2,316		2,862	3,384	4,038
買掛金	552	566		850	927	1,007
1年内返済予定長期借入金	159	104		39	18	0
未払法人税等	42	100		70	84	100
その他	124	164		145	136	141
流動負債	879	936		1,106	1,166	1,249
長期借入金	172	48		18	0	0
固定負債	172	48		18	0	0
純資産合計	296	1,331		1,737	2,217	2,788
(自己資本)	296	1,330		1,737	2,217	2,788
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	195	364		575	691	822
減価償却費	4	7		12	13	17
売上債権の増減額(－は増加)	-272	-134		-274	-110	-113
仕入債務の増減額(－は減少)	244	14		283	77	80
その他	21	59		-17	0	4
法人税等の支払額	-43	-60		-205	-196	-234
営業活動によるキャッシュ・フロー	150	240		373	474	576
有形固定資産の取得による支出	-10	-2		-2	-2	-2
無形固定資産の取得による支出	-9	-18		-20	-10	-10
その他	-7	0		1	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-27	-21		-20	-12	-12
短期借入金の純増減額(－は減少)	-15	－		0	0	0
長期借入れによる収入	150	－		50	0	0
長期借入金の返済による支出	-130	-178		-144	-49	-18
株式の発行による収入	－	763		7	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	4	584		-87	-49	-18
現金及び現金同等物の増減額(－は減少)	127	803		265	413	545
現金及び現金同等物の期首残高	438	566		1,370	1,635	2,048
現金及び現金同等物の期末残高	566	1,370		1,635	2,048	2,594

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) Macbee Planet 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 新しい広告手法の出現や、技術革新への対応の遅れ

同社が展開する成果報酬型マーケティング支援事業は、インターネット関連技術が基盤となっており、新しい広告手法の出現や、技術革新によって、競争状況が大きく変化する可能性がある。そうした業界環境の変化に対して同社の対応が遅れた場合、競争力が低下し、同社の経営成績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定のクライアントへの依存度の高さ

20/4 期の販売先のうち、S B I ホールディングスグループに対する売上高比率が 19.2%、三井住友フィナンシャルグループに対する売上高比率が 13.5%、クオラスに対する売上高比率が 13.4%に達しており、上位 3 グループに対する販売依存度が高くなっている。同社は、上位 3 グループとの良好な関係の維持に努めつつ、新規クライアントの獲得を強化し、上位 3 グループに対する依存度を引下げる方針である。しかしながら、上位 3 グループの業績悪化や、取引関係の見直し等により、取引が中止、または縮小した場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 当面は無配が続く可能性

同社は、現在、成長過程にあることから、内部留保の充実を図り、一層の事業拡大を目指すことが株主に対する最大の利益還元につながるかと考えており、設立以来、配当を実施していない。

業績の推移や、財務状況、事業計画に基づく資金需要等を総合的に勘案し、内部留保とのバランスを取りながら、経営成績に合わせた利益配分を行うという基本方針を示しているが、現時点では今後の配当実施の可能性、実施時期等については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

◆ 四半期業績が大幅に変動する可能性

同社の中核事業であるアナリティクスコンサルティング事業は、クライアントの新規ユーザー獲得等の成果に基づいて収益を得る成果報酬型の料金体系を採用している。同社は、主要クライアント業界別の四半期別売上高では、美容（来店型）向けは第 1 四半期に需要期がある一方、美容（EC）や金融向けは第 1 四半期が低く、第 2 四半期から第 4 四半期が高くなる傾向があるため需要が平準化され、売上高の季節性は大きくないと説明している。

しかしながら、20/4 期の四半期業績の推移を見ると、美容（来店型）の需要期であり、特定会社のキャンペーンの影響で証券向けが急増した第 1 四半期の売上高構成比が 3 割を超えた一方、証券向けの特需が一巡した第 3 四半期の構成比が約 2 割にとどまる等、四半期毎の売上高には大きな変動が見られる（図表 18）。

また、上場関連費用の計上と、広告宣伝費の大幅増加が重なった 20/4 期第 4 四半期は、全社費用である調整額が大幅に拡大し、営業損失を計上している。

【 図表 18 】 Mac b e e P l a n e t の四半期業績 (単位: 百万円)

	20/4期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	2,015	1,627	1,321	1,501	6,466
構成比	31.2%	25.2%	20.4%	23.2%	100.0%
アナリティクスコンサルティング事業	1,990	1,599	1,291	1,468	6,349
構成比	31.3%	25.2%	20.3%	23.1%	100.0%
マーケティングテクノロジー事業	25	28	30	32	116
構成比	21.9%	24.3%	26.0%	27.8%	100.0%
営業利益 (セグメント利益)	210	115	71	-23	374
構成比	56.4%	30.7%	19.1%	-6.2%	100.0%
アナリティクスコンサルティング事業	278	221	187	195	882
構成比	31.6%	25.1%	21.3%	22.1%	100.0%
マーケティングテクノロジー事業	13	6	-1	8	26
構成比	51.7%	23.5%	-7.6%	32.3%	100.0%
調整額	-80	-112	-114	-226	-534

(注) 1Q、2Q は監査法人のレビューを受けていない

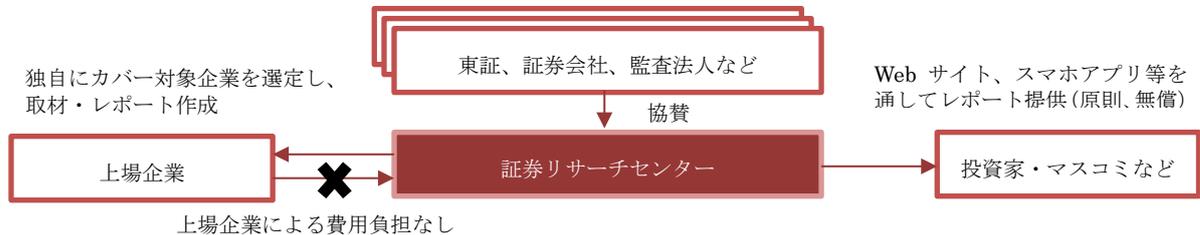
(出所) Mac b e e P l a n e t 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

以上のことから、当センターでは、同社の四半期業績が大幅に変動する可能性を投資に際しての留意点として取り上げると共に、注意深く観察する必要があると考えている。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。