

ホリスティック企業レポート

INCLUSIVE

7078 東証マザーズ

アップデート・レポート
2021年12月10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 20211207

INCLUSIVE(7078 東証マザーズ)

発行日: 2021/12/10

メディア運営企業や事業会社のインターネットサービスの拡大と収益化を支援 22年3月期上期は費用の増加により営業損失を計上したが通期の黒字化を見込む

> 要旨

◆ 事業内容

・INCLUSIVE(以下、同社)は、メディア運営企業や事業会社のインターネットサービスの拡大と収益化を総合的に支援する事業を行っている。デジタルコミュニケーション事業の単一セグメントで、メディアマネジメントサービス、広告運用サービス、プロモーション企画・PRサービス、エンジニアリングサービス、個人課金サービスを提供している。

◆ 22年3月期上期決算の概要

・22/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の売上高は前年同期比13.1%増の693百万円、営業損失は16百万円(前年同期は12百万円の損失)であった。メディアマネジメントサービスの新規顧客獲得が進んだことで増収となった一方、人件費やのれん償却費の増加により前年同期に続き営業損失となった。

◆ 上期実績を踏まえて22年3月期の前回予想を下方修正

・22/3期の会社計画は、売上高が前期比11.2%増の1,530百万円、営業利益が同36.1%増の43百万円である。同社は上期の予想は開示していないものの、概ね計画線として期初に公表した通期予想を変更していない。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、営業損失となった上期実績を踏まえて22/3期業績の前回予想を下方修正し、売上高1,570百万円、営業利益31百万円と予想した。

◆ 事業戦略と中期業績見通し

・同社は、運営・支援メディアの拡大や地域メディア運営支援の強化などに取り組み、持続的な事業規模拡大を目指す考えである。
・証券リサーチセンターでは、これまでの実績から同社が運営・支援メディア数を継続的に増加することは可能と考え、23/3期以降の増収増益を予想している。

【7078 INCLUSIVE 業種：サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/3	1,504	-9.9	266	-13.4	258	-16.1	167	8.5	24.9	175.7	0.0
2021/3	1,376	-8.5	31	-88.1	42	-83.5	22	-86.3	3.1	191.9	0.0
2022/3 CE	1,530	11.2	43	36.1	40	-4.2	11	-50.0	1.5	-	0.0
2022/3 E	1,570	8.2	31	0.0	28	-33.3	15	-31.8	1.9	193.2	0.0
2023/3 E	1,687	7.5	77	148.4	74	164.3	45	200.0	5.7	199.0	0.0
2024/3 E	1,835	8.8	130	68.8	127	71.6	78	73.3	10.0	208.9	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。2021年4月12日付で1：3の株式分割を実施、過去のEPS、BPSは株式分割を考慮して修正
21年8月に第三者割当増資1.53万株を実施

アップデート・レポート

2/15

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

アナリスト: 佐々木 加奈

+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】

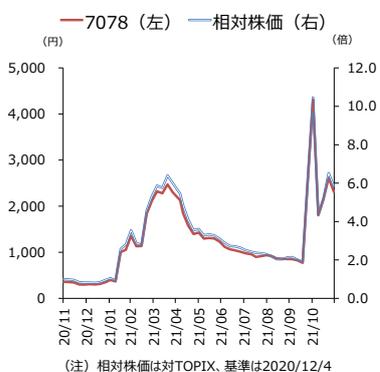
	2021/12/3
株価(円)	2,313
発行済株式数(株)	7,830,409
時価総額(百万円)	18,112

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	741.3	1,207.4	402.5
PBR(倍)	12.1	12.0	11.6
配当利回(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	15.1	169.6	671.8
対TOPIX(%)	13.3	179.5	611.5

【株価チャート】



> 事業内容

◆ デジタルコミュニケーション事業の単一セグメント

INCLUSIVE (以下、同社) は、07年4月に設立された。設立時の社名はターゲティングで、16年3月に現社名となった。

同社は「必要なヒト(ユーザー)に、必要なコト(情報)を。」を企業ビジョンとし、メディア運営企業や事業会社のインターネットサービスの拡大と収益化を総合的に支援する事業を行っている。デジタルコミュニケーション事業の単一セグメントで、1) メディアマネジメントサービス、2) 広告運用サービス、3) プロモーション企画・PRサービス、4) エンジニアリングサービス、5) 個人課金サービスを提供している(図表1)。

連結子会社は、Data Tailor、パシフィック・コミュニケーションズ、グルコース、達傑汀有限公司、morondo、SNSメールマガジンの6社である。

【図表1】サービスの種類と内容、関連子会社

サービスの種類	内容	担当会社
1) メディアマネジメントサービス	メディア企業や事業会社のインターネットサービスの企画、広告等による収益化や運用の支援。事業会社向けのデジタルコンテンツ制作や、ブランディングに関するコンサルティングサービス	INCLUSIVE 達傑汀有限公司 morondo
2) 広告運用サービス	アドネットワークや広告の運用支援、ならびにコンテンツマーケティングの企画と広告運営支援	Data Tailor
3) プロモーション企画・PRサービス	事業会社のプロモーション企画立案と実行支援、プロモーション商材に世間の興味・関心事を集めるための戦略PRサービスの提供	パシフィック・コミュニケーションズ
4) エンジニアリングサービス	IoT機器やディープラーニングを組み込んだシステムやサービスの開発から、メディア・EC等まで幅広いアプリケーションやウェブサービスの開発	グルコース
5) 個人課金サービス	「堀江貴文のブログでは言えない話」をはじめとした有識者が書き下ろすコンテンツを、サブスクリプション [※] 形式で購読者に配信	SNSメールマガジン

(注) 定額料金を支払って利用するコンテンツやサービスのこと
(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

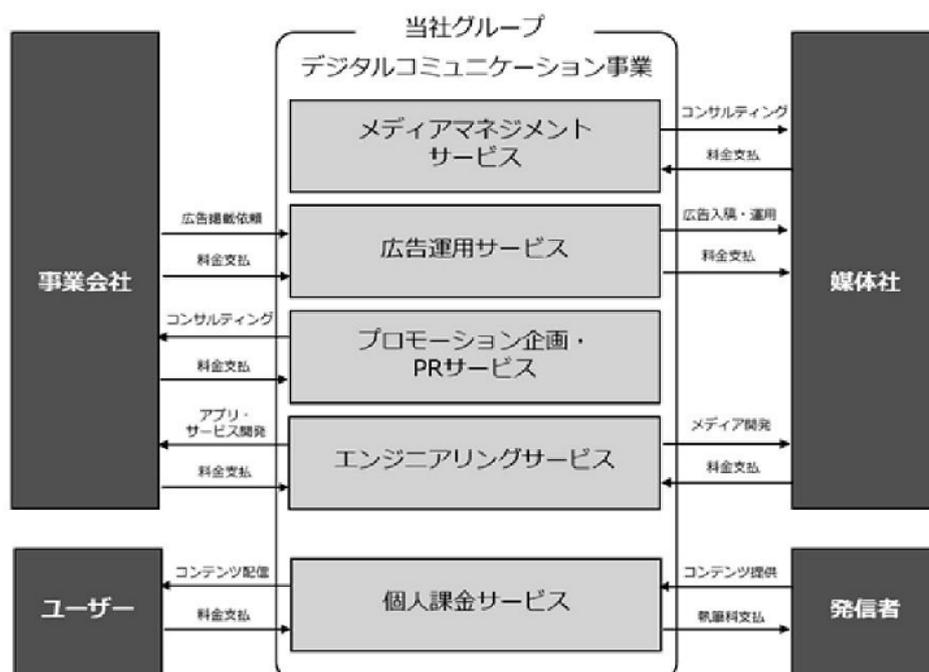
> ビジネスモデル

◆ メディアマネジメントサービスが主力

サービスごとの売上高、営業利益は非公表であるが、売上高及び営業利益の構成比はメディアマネジメントサービス、広告運用サービス、エンジニアリングサービス、プロモーション企画・PRサービスの順と推測される(個人課金サービスは21年3月に開始)。

メディアマネジメントサービスの主な顧客は雑誌出版社やテレビ局などの媒体社、広告運用サービス及びプロモーション企画・PRサービスの主な顧客は事業会社、エンジニアリングサービスの主な顧客は媒体社及び事業会社、個人課金サービスの顧客は一般の購読者である(図表2)。

【図表2】事業の概要



(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書

1)メディアマネジメントサービス

主に出版社やテレビ局などのメディア運営企業に対し、ウェブ上に展開するコンテンツの企画・制作支援や、インターネットサービス拡大のためのコンサルティングなどを行っている。メディア運営企業以外の事業会社に対しては、コンテンツの企画・制作支援やコンサルティングに加え、同社グループが運営・支援するインターネットサービス上への広告掲載を行うことによるプロモーション支援も行っている。

21年9月末時点で「an・an web(アンアンウェブ)」、「anna(アンナ)」、「ラフ&ピースニュースマガジン」など66メディアの運営・支援を行っている(図表3)。主な支援先はマガジンハウス(東京都中央区)や徳間書店(東京都品川区)、光文社(東京都文京区)、宝島社(東京都千代田区)、中部日本放送(9402名証一部)、讀賣テレビ放送(大阪府中央区)などである。

【 図表 3 】 主要な運営・支援メディアの一例



注 1) Contentmatic

出版社やテレビ局の運営する女性向けメディアに特化し、テキスト情報や行動履歴に基づいて広告を配信するアドネットワークのこと。

注 2) ContentX

男性向けメディアに特化し、テキスト情報や行動履歴に基づいて広告を発信するアドネットワークのこと。

注 3) SSP

Supply Side Platform の略で、媒体の広告枠販売や広告収益最大化を支援するツールのこと。

注 4) 運用型広告

広告主の予算や掲載するサイトと広告内容の関連度に応じてリアルタイムで最適な広告枠に出稿する広告形態のこと。

注 5) オウンドメディア

事業会社が持つ商材の世界観をユーザーに配信し、理解してもらうことを目的として、事業会社が運営主体(オウンド)となったウェブサイトのこと。

注 6) オウンド SNS

事業会社が運営主体となった SNS アカウントのこと。

注 7) IoT

Internet of Things の略で、あらゆるものがインターネットを通じてつながることで実現する新たなサービス、ビジネスモデル、それを可能とする要素技術の総称。

(出所) INCLUSIVE 届出目論見書、決算説明資料

2) 広告運用サービス

広告配信可能な媒体を多数束ねて広告を配信するアドネットワークや広告の運用支援及び SNS 等の広告配信プラットフォームに合わせたコンテンツマーケティングを行っている。コンテンツマーケティングとは、ユーザーにとって価値のある有益なコンテンツでウェブサイトへ誘導し、問い合わせや商品購入につなげるマーケティング施策のことである。

同社は、Contentmatic 注1、ContentX 注2や Pacific SSP 注3といった独自の広告配信ネットワークを広告主に提供し、他社との差別化を図っている。また、事業会社の目的に沿った運用型広告注4の企画・提案・実施や、オウンドメディア注5、オウンド SNS 注6の企画・運用も行っている。

3) プロモーション企画・PR サービス

クライアント向けプロモーション企画の立案・実施や、戦略 PR サービスを提供している。プロモーション企画では、企画からコンテンツ制作、運用まで、PR サービスでは、クライアントの消費者に対するコミュニケーション設計から各種イベントの企画運営までをトータルで提供している。

4) エンジニアリングサービス

17 年 5 月のグルコースの子会社化により開始したサービスで、アプリケーションやインターネットサービスの開発を行っている。グルコースのエンジニアリングチームは、最新の技術ニーズに対応が可能で、ディープラーニング(深層学習)を活用した AI(人工知能) アルゴリズムや IoT 注7領域等のアプリやウェブサービスの開発も行っている。

5) 個人課金サービス

21 年 2 月の SNS メールマガジンの子会社化により同年 3 月から開始したサービスで、有識者が書き下ろすコンテンツをサブスクリプショ

ン形式で購読者に配信している。現在の主なコンテンツは、堀江貴文氏が執筆するメールマガジン「堀江貴文のブログでは言えない話」である。

◆ 独自の技術を活用した事業展開

同社の特色は、コンテンツマトリクスなどの独自技術を活用し、定量データに基づいた理論的なコンサルティング及びコンテンツの運用を実現していることである。コンテンツマトリクスとは、コンテンツの制作時に構成要素の軸を決定し(例:30代女性×家事領域)、それぞれの要素を細分化して図表の縦軸と横軸に配置して、コンテンツの制作の方向性を可視化したものである。

こうした独自技術の活用により、ターゲットにするユーザーのイメージを明確化してコンテンツを制作することが可能となっている。制作後は、コンテンツのページビューやユニークユーザー^{注8}を数値化して管理し、各数値を引き上げるための施策を効果的に行う体制を構築している。

また、同社は、メディア運営企業及び事業会社に対して、それぞれの事業環境分析やサービス運営戦略の提案、発信するコンテンツの企画・制作、サービスの運営、ノウハウの集約と週次・月次でのPDCA(Plan Do Check Action)をグループ内で行っている。こうした体制により、取引先のインターネットサービスの持続的な成長を支え、メディア価値の向上、ブランド価値の拡大につなげる独自のポジションを構築したことが同社の特色のひとつとしている。

◆ 原価の主なものは労務費や業務委託費

メディアマネジメントサービスの売上高は、媒体社から受け取るメディアコンサルティングフィー(月額固定)及びインターネットサービスの広告収益に応じたレベニューシェア^{注9}である。

広告運用サービスの売上高は、事業会社から受け取るアドネットワークの運用収益や、オウンドメディア及びSNSの運用業務受託収益である。プロモーション企画・PRサービスの売上高は、事業会社から受け取る広告・PR代理手数料及びコンサルティングフィーである。エンジニアリングサービスの売上高は、事業会社及び媒体社から受け取るアプリやサービスの受託開発収益及び保守・メンテナンス料金である。

同社の主な売上原価は、メディアマネジメントサービスにおける労務費、ライターに対する業務委託費、広告運用サービスにおける広告配信費である。原価率は19/3期が50.5%、20/3期が45.2%、21/3期が

注8) ユニークユーザー
決まった集計期間内にウェブサイト
を訪問したユーザー数を表す
数値のこと。同じユーザーが何
度も訪問した場合でも1ユニーク
ユーザーとしてカウントされる。

注9) レベニューシェア
アライアンスによって発生した
利益をあらかじめ決めておいた
配分率で分ける企業間の取引形
態のこと。

50.5%、22/3 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）は 50.8%であった。20/3 期は広告運用サービスにおいて広告出稿停止が発生した影響で広告配信費が減少したことで改善し、21/3 期は減収により労務費負担が増して悪化した。22/3 期上期は業務委託費の増加により若干悪化している。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の主なものは、21/3 期の販管費の 29.1%を占める人件費（給料及び手当）である。販管費率は 19/3 期が 31.1%、20/3 期が 37.1%、21/3 期が 47.2%、22/3 期上期が 51.6%である。20/3 期及び 21/3 期は減収となった一方で採用研修費や人件費を中心とした費用が増加したことで悪化し、22/3 期上期は人件費やのれん償却費の増加により更に悪化している。

> 強み・弱みの分析

◆ 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・数多くのメディア支援実績を持ち、ノウハウの蓄積が進んでいること ・テレビ局や出版社に複数のクライアントを持つこと ・デジタルコミュニケーションに関する企画から運営支援までをトータルでサポートできること ・Contentmatic、ContentX、Pacific SSPなどの独自サービスを持つこと
弱み (Weakness)	・特定人物（代表取締役社長）への依存度が高い事業運営 ・事業規模が小さいこと ・運営メディア数の減少や顧客のマーケティング広告予算の削減が業績悪化に直結すること
機会 (Opportunity)	・インターネット広告市場の中期的な拡大が見込まれること ・企業のマーケティング活動のデジタルシフトが進む可能性が高いこと ・上場による人材確保の容易化や知名度向上による顧客獲得の容易化
脅威 (Threat)	・事業モデルを模倣される可能性があること ・競合先の増加による事業環境の悪化 ・景気の悪化により企業がマーケティング活動を縮小する可能性があること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はテレビ局や出版社との取引関係などにある
 同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表5に示し、
 KPIの数値をアップデートした。

知的資本の源泉のひとつは、同社が事業開始以来積み重ねてきたテレビ局や出版社などとの取引関係にあると考えられる。また、07年の事業開始から蓄積している事業展開に関するノウハウも源泉のひとつと考えられる。

【図表5】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	ユーザー	運営するメディアを閲覧する一般消費者	・「an・an web」ユーザー	特になし
			・「anna」ユーザー	特になし
			・「icoico」ユーザー	特になし
			・「ラブ&ピースマガジン」ユーザー	特になし
	クライアント	テレビ局 出版社 事業会社	・中部日本放送など	合計66メディアを運営・支援 ※21年9月末時点
			・徳間書店、マガジンハウスなど	
			・多様な業種	
ブランド	テレビ局や出版社のメディアの運営を支援	・読売テレビ放送「anna」	18年8月に支援を開始	
		・マガジンハウス「an・an web」	16年12月に支援を開始	
ネットワーク	子会社グルコース 子会社SNSメールマガジン	・最新技術ニーズに対応できるエンジニアリングチームを保持	17年5月に子会社化	
		・多数のメールマガジン購読者を擁する	21年2月に子会社化	
組織資本	プロセス	・コンテンツの企画・制作 ・運用支援 ・分析・改善 ・コンサルティング	・コンテンツマトリクスを活用して理論的に行い、効果的にページビューやユニークユーザー数の増加につなげる	特になし
		・独自のSSPサービス ・提供するアドネットワーク	・Pacific SSP ・Contentmatic、Content X	特になし
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたデジタルコミュニケーション事業に関するノウハウ	・07年の事業開始以来蓄積したノウハウ	14年
		・ディープラーニングを活用したAIアルゴリズムなど最新技術に対応できる体制を構築	・子会社グルコースのエンジニア	12名
人的資本	経営陣	・現代表取締役社長の下での体制	・在任期間	14年
		・インセンティブ	・代表取締役社長の保有	4,610千株 (58.9%) ※21年9月末時点
			・ストックオプション (取締役、従業員を含む合計) ・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	163千株 (6.3%) 81百万円 (3名)
	従業員	・企業風土 (得意領域を活かして自分らしく働ける自由な社風) ・インセンティブ	・従業員数	95名
			・平均年齢 ・平均勤続年数 ・資格手当、表彰金などを導入 ・ストックオプション制度を導入	30.5歳 ※単体54名平均 2.8年 ※単体54名平均 年2回の表彰を実施 特になし

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は21/3期か21/3期末のものとする

(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、株主総会招集通知書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 22年3月期上期決算概要

22/3 期上期の業績は、売上高が前年同期比 13.1%増の 693 百万円、営業損失が 16 百万円 (21/3 期上期は 12 百万円の損失)、経常損失が 15 百万円 (同 7 百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失が 24 百万円 (同 16 百万円の損失) であった。

主力のメディアマネジメントサービスは、新規クライアントの獲得が順調に進んだことに加え、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて予算を縮小していた既存クライアントからの受注が回復した。広告運用サービスは、顧客の広告出稿が回復傾向となった一方、配信単価の下落傾向が続いた。プロモーション企画・PR サービスは、引き続き企業が大規模なプロモーション活動を中止した影響で、受注が低迷した。

増収により原価に含まれる労務費負担が軽減して売上総利益率は前年同期比 0.9%ポイント改善した。

採用に伴う人件費の増加や、20/3 期下期から 21/3 期に行った事業買収及び事業譲受に伴うのれん償却費の増加、寄付金の発生などで販管費は 21/3 期上期より 48 百万円増加し、販管費率は同 1.3%ポイント悪化した。尚、同社は 20 年 11 月に住宅のリノベーションなどをサポートする SuMiKa の事業譲受、21 年 2 月に SNS メールマガジンの子会社化、21 年 7 月にオンラインサロンを運営する田畑大学の事業譲受を行っている。

同社は上期計画を公表していないため、通期計画 (売上高 1,530 百万円、営業利益 43 百万円) に対する進捗率を見てみると、売上高で 45.3%となっている (図表 6)。営業損失額は前年同期より若干大きくなっているが、同社は概ね計画線上の結果としている。

【 図表 6 】 22年3月期上期決算概要

(単位:百万円)

	21/3期	21/3期	22/3期	22/3期	進捗率	
	通期実績	上期実績	上期実績 (A)	前年同期比	会社計画 (B)	(A) / (B)
売上高	1,376	613	693	13.1%	1,530	45.3%
売上総利益	681	296	341	15.2%	-	-
売上総利益率	49.5%	48.3%	49.2%	-	-	-
販売費及び一般管理費	649	308	357	15.8%	-	-
販管費率	47.2%	50.3%	51.6%	-	-	-
営業利益	31	-12	-16	-	43	-
営業利益率	2.3%	-	-	-	2.8%	-
経常利益	42	-7	-15	-	40	-
経常利益率	3.1%	-	-	-	2.6%	-
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益	22	-16	-24	-	11	-

(出所) INCLUSIVE 決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 事業戦略の進捗

◆ 出版社などへのデジタル化支援や地域メディアの展開を強化

同社は、既存事業領域では出版社などへのデジタル化支援を強化するとともに、地域メディアや新規事業領域での事業展開を積極化し、持続的な事業規模拡大を目指す考えを示している。

1) 出版社などへのデジタル化支援を強化

同社は現在、マガジンハウスや光文社、徳間書店などのメディア運営を支援しているが、出版社、テレビ局や新聞社などを含め、同社が対象とする売上規模の企業は数多く残されており、そうした企業に向けた提案営業を積極化してメディア数を継続的に増加していく考えを示している。21年9月末時点の運営・支援メディア数は66と、21年3月末時点の50から増加しており、同社はこの先5年間で支援・運営メディア数を200まで拡大することを目標に掲げている。当センターでは、200メディアの会社目標は高いものの、年間10メディア程度の増加は可能と考えている。

2) 地域メディアの展開

同社は、関西エリアの「anna」といった地域メディアの運営支援を行ってきたノウハウを活かし、地域における社会インフラとしての役割を果たすと同時に地域経済の活性化に貢献するメディアサービスの育成及び運営を強化する考えである。

こうした方針のもと、20年3月の「北海道 Likers」の譲受、同年4月の「枚方つーしん」の運営会社である morondo の子会社化に続き、21年7月には HBC 北海道放送の新規メディアサービスである「Sitakke (したっけ)」の運営支援を開始している。「Sitakke」は、北海道に住む女性のために、道内のトレンド情報や日常生活の悩みに関する情報などを発信するメディアである。同社は今後も広告や記事による収入で収益化が見込みやすい人口上位の都市を主なターゲットとし、地域メディアの開発・育成を進める考えである。

3) 新規事業領域での事業展開

21年7月に、同社と冷凍ピザの通販を行う森山ナポリ（石川県金沢市）、飲食店の FC 展開支援などのコンサルティング業務を行う Talleyrand Consulting（石川県金沢市）との共同出資で産直 EC システムを開発・展開する合弁会社 STOKK を設立した。出資比率は同社が34.4%、他の2社がそれぞれ32.8%である。3社のノウハウを融合し、食品や少量の農産物などの EC ソリューションを開発して提供する考えである。

また、10月にはゴルフクラブのフィッティングサービスを行う「大蔵ゴルフスタジオ」を運営する OGS（東京都世田谷区）を子会社化してお

り、ゴルフクラブのシャフトやヘッドなどの情報や顧客による試打の情報などをデータベース化し、最適なフィッティングサービスを提案するサービスを展開する考えを示している。

尚、同社は10月26日に超小型人工衛星打上げロケットを開発・製造するインターステラテクノロジズ(北海道広尾郡)との資本提携を発表し、宇宙関連を新たな事業領域とする考えを示している。具体的な事業計画については未定で、現在は宇宙事業開発室設置の準備を進めている段階である。

> 業績予想

◆ 22年3月期は営業増益を見込む会社計画に変更なし

22/3期の会社計画は、期初予想通り売上高が1,530百万円(前期比11.2%増)、営業利益が43百万円(同36.1%増)、経常利益が40百万円(同4.2%減)、親会社株主に帰属する当期純利益が11百万円(同50.0%減)である。

同社はサービス別の売上高を公表していないが、主力のメディアマネジメントサービスの復調傾向が続くことによる増収を想定している模様である。

広告宣伝や新規サービス開発を積極化するための費用を投下する方針であるが、増収効果で営業利益率は21/3期より0.5%ポイントの改善を見込んでいる。経常減益を計画しているのは、21/3期において営業外収益に雇用調整助成金10百万円を計上した反動である。

尚、通期計画から上期実績を引いた下期の数値は、売上高が837百万円(前年同期比9.7%増)、営業利益59百万円(同34.6%増)となる。下期の営業利益率は7.0%と、前年同期の5.8%から改善する想定だが、人件費や21/3期下期以降に行った事業買収及び事業譲受に伴うのれん償却費が増加するなかでの改善要因についての詳細な説明は現時点ではない。

配当については、成長重視の投資を優先させるという判断から、内部留保を優先して無配を継続する予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、下期は営業黒字に転じると予想しているものの、営業損失を計上した上期実績と人件費やのれん償却費が増加していることを踏まえて通期の利益予想を下方修正した。売上高についても上期実績を踏まえて微修正している。22/3

期の売上高は前回予想 1,586 百万円から 1,570 百万円、営業利益は 90 百万円から 31 百万円、経常利益は 87 百万円から 28 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は 49 百万円から 15 百万円へ修正した(図表 7)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の想定をした。

1) 下期の売上高は 877 百万円(前年同期比 14.8%増)と上期の増収基調が継続すると予想する。

通期のサービス別売上高は、メディアマネジメントサービスが 810 百万円(21/3 期当センター推計値との比較で 7.7%増)、運営・支援メディア数は 21/3 期末の 50 から 22/3 期末には 70 に増加すると予想した。上期の増加数 16 メディアに対して下期が 4 メディアの増加にとどまるのは、地域メディアの運営支援強化や新事業領域の展開開始に伴い担当人員が若干減少すると予想したためである。広告運用サービスの売上高は 360 百万円(同 2.9%増)、プロモーション企画・PR サービスの売上高は 75 百万円(同 11.9%増)、エンジニアリングサービスの売上高は 225 百万円(同 8.7%増)、21 年 3 月から連結対象となっている SNS メールマガジンが行う個人課金事業の売上高は 100 百万円と予想した。

2) 下期の売上総利益率は、原価に含まれる労務費の抑制により前年同期比 0.2%ポイント改善の 50.6%、通期では前期比 0.5%ポイント改善の 50.0%と予想した。

3) 下期の販管費率は、人件費やのれん償却費の増加により前年同期比 0.5%ポイント悪化の 45.2%、通期では前期比 0.8%ポイント悪化の 48.0%と予想した。期末従業員数は 21/3 期末より 6 名増加の 101 名とし、これに伴い人件費(給料及び手当)は 21/3 期より 35 百万円増加の 223 百万円と予想した。のれん償却費は 21/3 期より 30 百万円増加の 40 百万円と予想した。

【 図表 7 】 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)

	20/3	21/3	22/3CE	22/3E (前回)	22/3E	23/3E (前回)	23/3E	24/3E (前回)	24/3E
損益計算書									
売上高	1,504	1,376	1,530	1,586	1,570	1,751	1,687	1,935	1,835
前期比	-9.9%	-8.5%	11.2%	15.3%	8.2%	10.4%	7.5%	10.5%	8.8%
メディアマネジメントサービス	-	-	-	811	810	890	860	980	930
広告運用サービス	-	-	-	375	360	406	380	450	400
プロモーション企画・PRサービス	-	-	-	75	75	85	80	90	90
エンジニアリングサービス	-	-	-	225	225	250	247	275	275
その他(個人課金事業)	-	-	-	100	100	120	120	140	140
売上総利益	824	681	-	824	785	928	868	1,044	972
前期比	-0.2%	-17.4%	-	21.0%	15.3%	12.6%	10.6%	12.5%	12.0%
売上総利益率	54.8%	49.5%	-	52.0%	50.0%	53.0%	51.5%	54.0%	53.0%
販売費及び一般管理費	558	649	-	734	754	788	791	850	842
販管費率	37.1%	47.2%	-	46.3%	48.0%	45.0%	46.9%	44.0%	45.9%
営業利益	266	31	43	90	31	140	77	194	130
前期比	-13.4%	-88.1%	36.1%	190.3%	0.0%	55.6%	148.4%	38.6%	68.8%
営業利益率	17.7%	2.3%	2.8%	5.7%	2.0%	8.0%	4.6%	10.0%	7.1%
経常利益	258	42	40	87	28	137	74	191	127
前期比	-16.1%	-83.5%	-4.2%	107.1%	-33.3%	57.5%	164.3%	39.4%	71.6%
経常利益率	17.2%	3.1%	2.6%	5.5%	1.8%	7.8%	4.4%	9.9%	6.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	167	22	11	49	15	90	45	126	78
前期比	8.5%	-86.3%	-50.0%	122.7%	-31.8%	83.7%	200.0%	40.0%	73.3%
◇期末従業員数と運営媒体数									
	20/3	21/3	22/3CE	22/3E (前回)	22/3E	23/3E (前回)	23/3E	24/3E (前回)	24/3E
期末従業員数 (人)	66	95	-	106	101	117	111	128	121
運営媒体数(期末時点)	38	50	-	60	70	70	80	80	90
◇上期、下期別の実績と予想									
	20/3	21/3	22/3CE	22/3E	23/3E	24/3E			
売上高	上期 百万円	769	613	-	693	843			
	下期 百万円	735	763	-	877	918			
営業利益	上期 百万円	178	-12	-	-16	32			
	下期 百万円	88	43	-	47	67			
営業利益率	上期 %	23.1	-1.96	-	-2.31	3.80			
	下期 %	12.0	5.64	-	5.36	7.30			

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) INCLUSIVE 決算短信、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

➤ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、23/3期及び24/3期の業績予想も下方修正した。主な修正点はメディアマネジメントサービス及び広告運用サービスの売上高の減額とそれに伴う売上総利益率の低下、販管費率の上昇である。23/3期の売上高は前期比7.5%増の1,687百万円、営業利益は同148.4%増の77百万円、24/3期の売上高は前期比8.8%増の1,835百万円、営業利益は同68.8%増の130百万円と予想する。

業績予想を策定する上の想定は次の通りである。

1) メディアマネジメントサービスの売上高は、23/3 期が 860 百万円 (前期比 6.2%増)、24/3 期が 930 百万円 (同 8.1%増)、運営・支援メディア数は 23/3 期末が 80、24/3 期末が 90 と予想した。メディアの増加数は 22/3 期より減少するものの、既存メディアの運営支援を継続しながら年間 10 メディア程度の積み上げは可能と判断している。

広告運用サービスの売上高は、23/3 期が 380 百万円 (同 5.6%増)、24/3 期が 400 百万円 (同 5.3%増)、新規取引先が每期 10 社程度増加して広告配信数が増加すると予想した。

プロモーション企画・PR サービスの売上高は、案件数の増加が寄与して 23/3 期が 80 百万円 (同 6.7%増)、24/3 期が 90 百万円 (同 12.5%増)と予想した。

エンジニアリングサービスの売上高は、23/3 期が 247 百万円 (同 9.8%増)、24/3 期が 275 百万円 (同 11.3%増)、アプリ開発案件数は每期 3～5 件程度の増加を予想した。

個人課金事業の売上高は、23/3 期が 120 百万円 (同 20.0%増)、24/3 期が 140 百万円 (同 16.7%増)、新サービスの分は見込まず、コンテンツの拡充による伸びを予想した。

2) 増収に伴う原価に含まれる労務費負担の低下により、売上総利益率は每期 1.5%ポイントの改善を想定した。

3) 販管費率は人件費の増加を売上増で吸収して 23/3 期に前期比 1.1%ポイント、24/3 期に同 1.0%ポイントの改善を予想した。期末社員数は 10 名ずつ増加し、それに伴い人件費 (給料及び手当) は每期 55 百万円程度の増加を予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ システム障害について

同社のサービスは 24 時間稼働での運用を前提に提供されており、サーバー設備の強化や稼働状況の監視によりシステムの安定運用に努めている。しかし、人為的なミスや通信ネットワーク機器の故障、アクセス数の急激な増大、自然災害等によるシステム障害が発生した場合には事業運営に影響が出る可能性がある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先

行するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

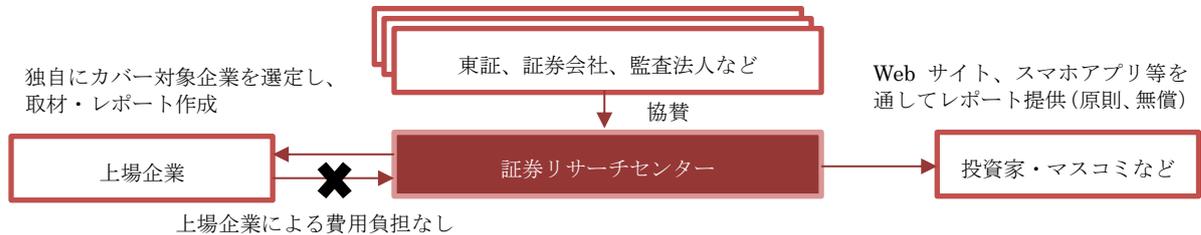
◆ **新型コロナウイルス感染拡大による影響の可能性について**

20/3 期第 4 四半期から、新型コロナウイルス感染拡大による顧客の広告出稿の停止や遅延、大規模なプロモーション施策の停止といった影響を受けた。現在は通常の状態に戻ってきているものの、感染が再拡大して顧客の事業活動が停滞した場合には、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

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・間接的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。