

## GCC経営™分析による5年の成長価値織込でアップサイド約4倍の可能性

### 米国Twilio（時価総額2兆円超）<sup>1</sup>のようなトータルソリューション企業への変貌

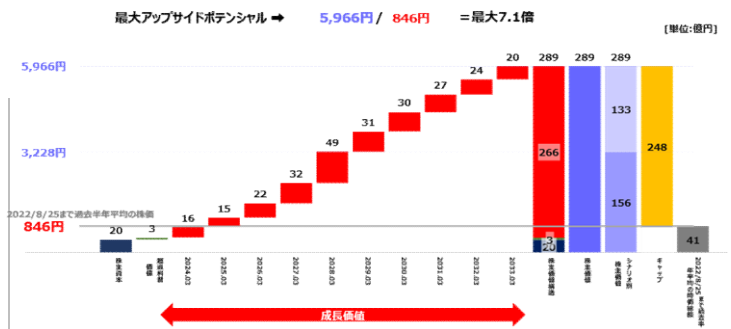
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

#### 第二の創業に匹敵する変貌、CAGR34%超<sup>2</sup>予想のCPaaS市場へ

1995年に創業し、2005年に東証マザーズに上場、現在東証プライムに移行している株式会社WOW WORLD（以下「WW社」、旧 株式会社エイジア）は、これまで「クライアントの満足」という価値観を軸に事業を展開し、「WEBCAS e-mail」の提供でメール送信パッケージ市場においてNo.1となった。「メールアプリケーションのエイジア」から「eコマース売上UPソリューションを世界に提供するエイジア」へ、さらには「カスタマーサクセスを実現するトータルソリューションで驚きがあふれるセカイをつくるWOW WORLD」への変革を通じて、これからは高成長かつ米国Twilio（時価総額2兆円超）というベンチマークの存在するCPaaS市場へ参入する。WW社は新ソリューション「WOW engage」を発売開始し、「必要なことを、必要なタイミングに、必要な場所へ」の実現に向け、積極的な開発・提携・M&Aを推進していく。この動きはWW社が2022年10月に持株会社体制へ移行することにより、さらに加速していくと考えられる。また、体制移行後の取締役会の構成は男女比が1:1となっており、より先進的なガバナンス体制の確立による持続可能性の強化が見込まれる。

#### 10年成長シナリオ次第では、時価総額でさらに最大7.1倍の可能性

こうした変貌を反映した株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2.」参照）」で試算した。既存の「WEBCAS」シリーズを軸にした「SaaS型メール配信サービス会社」としての価値は5年分の成長価値が反映された場合、156億円、過去半年の平均時価総額の3.8倍、10年分が反映された場合、289億円（同7.1倍）と試算された（詳細は「1.インベストメントサマリー」参照）。これからの成長シナリオの進捗により時価総額の大幅な上昇余地が期待されよう。なお、WW社は「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」において2025年3月期に時価総額100億円を計画している。JPRとしては、2025年3月期時点まで2年後までの成長価値が時価総額に織り込まれれば100億円を超過することから、この計画は達成可能と考えている（詳細は「参考資料3.」参照）。



#### ベーシックレポート

編集・執筆  
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)  
宮下修・本田泰三  
www.j-phoenix.com

#### 会社概要

所在地	東京都品川区
代表者	美濃 和男
設立年月	1995年4月
資本金	3億2,242万円
上場日	2005年10月
URL	https://www.wow-world.co.jp/
業種	情報・通信業

#### 主要指標2022/9/6 現在

株価	832円
52週高値	832円
52週安値	1,940円
発行済株式数	3,999,084株
売買単位	100株
時価総額	3,327百万円
会社予想配当	33円
予想当期利益ベースEPS	50.00円
予想PER	16.64倍
実績BPS (2022年3月末)	519.08
実績PBR	1.6倍

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年3月期通期実績	1,875	10.1	462	24.5	470	27.0	320	147.0	81.01	1,616	1,007
2021年3月期通期実績	2,356	25.6	411	-11.0	425	-9.6	222	-30.6	56.14	2,855	1,080
2022年3月期通期実績	2,833	20.2	362	-11.9	365	-14.0	213	-4.1	54.21	2,339	1,012
2022年3月期第1四半期実績	677	50.3	100	16.4	101	14.6	55	-12.3	14.03	2,339	1,759
2023年3月期第1四半期実績 <sup>3</sup>	679	0.4	-4	-	-	-	-1	-	-0.46	1,260	985
2023年3月期会社計画 <sup>3</sup>	3,000	-	330	-	-	-	200	-	50.00		

注：1：Yahooファイナンスより、2022年6月27日時点

2：CPaaS (Communication Platform as a Service)の世界市場はReport Ocean社の調査によれば、2021年から2027年にかけて年平均成長率34.30%で成長が見込まれる。

3：WW社が2023年3月期より国際財務報告基準（以下「IFRS」という。）を任意適用することを決定したため、IFRSに基づき算出している。このため、経常利益及び日本基準を適用していた2023年3月期の実績値に対する増減率は記載して

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 目次

<b>1. インベストメントサマリー</b>	<b>P. 3</b>
株主価値分析	P. 3
GCC経営™分析	P. 5
前提の未来ストーリー	P. 6
株価分析	P. 7
<b>2. 未来ストーリー</b>	<b>P. 10</b>
価値観形成の歴史	P. 10
価値観	P. 11
戦略ビジネスモデル	P. 14
持続可能性	P. 19
<b>3. 会社概要</b>	<b>P. 25</b>
<b>4. 事業セグメント情報（2023年3月期より区分変更）</b>	<b>P. 28</b>
エンタープライズソフトウェア事業	P. 28
大規模Webサイト開発事業	P. 30
コミュニケーション支援・コンサルティング事業	P. 31
その他事業	P. 31
<b>5. ROIC分析</b>	<b>P. 32</b>
<b>6. 2023年3月期第1四半期のレビュー</b>	<b>P. 34</b>
<b>7. 外部環境分析</b>	<b>P. 37</b>
市場環境	P. 37
PEST分析	P. 37
市場規模	P. 40
5フォース分析	P. 42
<b>参考資料1. Twilio社のレビュー</b>	<b>P. 43</b>
<b>参考資料2. 類似のSaaS型企业との比較</b>	<b>P. 44</b>
<b>参考資料3. 株主価値の時系列分析の解説</b>	<b>P. 48</b>
<b>巻末資料1. JPRのレポートを初めて見る方のために</b>	<b>P. 50</b>
<b>巻末資料2. 計算根拠</b>	<b>P. 52</b>

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 1. インベストメントサマリー

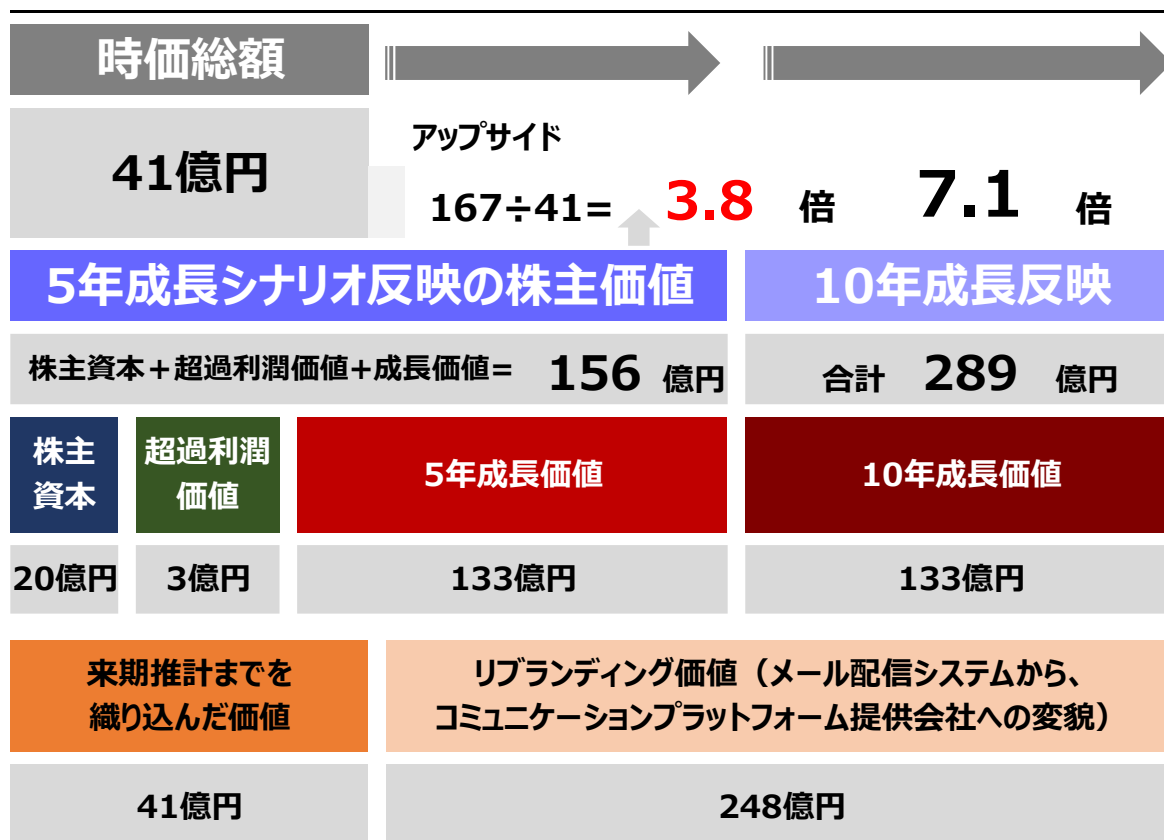
株主価値  
分析5年成長織り込み  
で時価総額3.8倍

## 超過利潤法による試算

## リブランディングにより大きく飛躍する可能性

株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2. 計算根拠」参照）」で試算した。試算結果を可視化したものが以下の図である。前提は次ページ以降に示している。既存の「WEBCAS」シリーズを軸にした今期予想までを織り込んだ価値は、会社の見通しに基づき23億円、「メール配信システム提供会社から変貌した、トータルソリューション提供会社」としての価値は、WW社の成長可能性についてJPRが独自に設定した将来5年の前提のもと133億円程度と試算された。合計の156億円は過去半年の平均時価総額の3.8倍となる。「これから」の成長シナリオの進捗により時価総額の大幅な上昇余地が期待されよう。なお、こうした動きが随時、今後実現するにつれて、10年後の成長価値が前倒しで時価総額に今後1～2年で反映される可能性は十分ある。

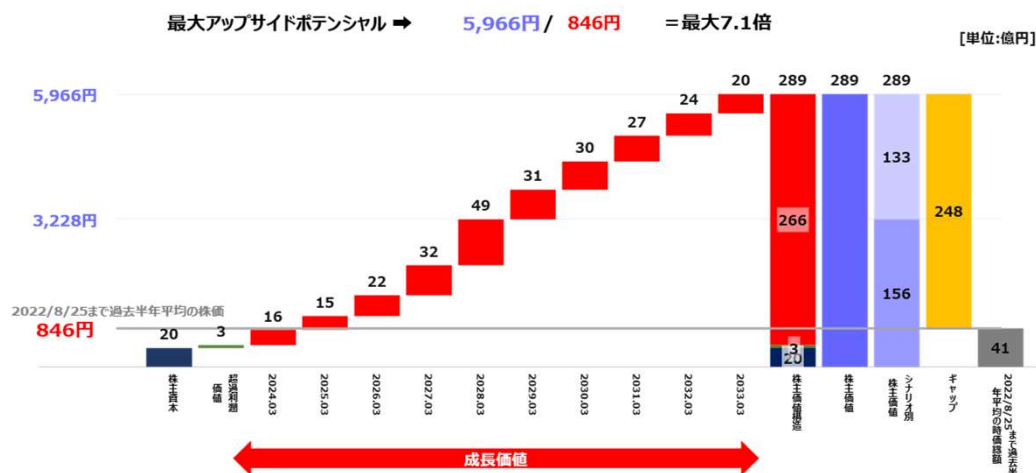
## 株主価値の分析



[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 株主価値の時系列分析



※上グラフは、時価総額の時系列的な予測ではなく、毎年創出される株主価値の時系列的な予測を現時点から見て割り引いて可視化したものである。このため、WW社が「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」で開示している、2025年3月期までに上場維持基準となる流通株式時価総額100億円の達成は、十分可能であると考えられる（詳細は「参考資料3.」参照）。

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
売上高	30	40	54	72	97	130	165	201	236	269	298
営業利益	3.3	5.0	7.5	11.4	17.2	25.9	33.0	40.1	47.1	53.7	59.7
営業利益率	11.0%	12.4%	14.0%	15.7%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
売上高成長率	5.9%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	27.2%	21.8%	17.4%	13.9%	11.1%
NOPATマージン	7.6%	8.6%	9.7%	10.9%	12.3%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
投下資本売上高比率	97.2%	70.2%	67.0%	64.0%	63.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
WACC	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	7.8%	12.2%	14.4%	17.0%	19.5%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
ROIC/WACC（1円の元手で創出する価値）	¥1.1	¥1.7	¥2.0	¥2.4	¥2.7	¥3.2	¥3.2	¥3.2	¥3.2	¥3.2	¥3.2
NOPAT	2.28	3.45	5.20	7.86	11.87	17.92	22.80	27.76	32.59	37.13	41.27
投下資本×WACC	2.07	2.00	2.56	3.28	4.33	5.52	7.02	8.55	10.04	11.44	12.71
超過利益	0.21	1.44	2.64	4.58	7.54	12.40	15.77	19.21	22.55	25.69	28.55
超過利益=NOPAT-投下資本×WACC	0.21	1.44	2.64	4.58	7.54	12.40	15.77	19.21	22.55	25.69	28.55
各年で創出する価値	3	17	17	27	42	68	48	48	47	44	40
ディスカウントレート	100%	93%	87%	81%	76%	71%	66%	62%	58%	54%	50%
超過利益の現在価値	3	16	15	22	32	49	31	30	27	24	20
投下資本① 元手	29										
超過利益価値（今期の超過利益の永久価値）②	3										
成長価値（超過利益の増加分の現在価値）③	266										
非事業資産価値④	0										
企業価値=①+②+③+④	298										
有利子負債等	-9										
株主価値	289										

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## GCC経営™ 分析

デジタル  
マーケティングに  
特化した日本版  
Twilioへ

メッセージ送信の最  
適化によるマーケ  
ティング効果最大  
化で継続利用サー  
ビスを増やす

3つの視点で持続  
可能性の高いビジ  
ネスモデル

### 潜在的に非常に大きな成長余地

#### Growth:CPaaS市場に参入し新規取込とクロスセルで成長

WW社は「WOW engage」により、Twilio社（前期売上高28億ドル、時価総額約170億ドル<sup>1</sup>の米企業）のようなトータルソリューション提供会社へ変貌する。これにより、2027年までの年平均成長率が34%とされるCPaaS市場へ参入し、顧客のカスタマーサクセスを実現するトータルソリューションである「WOW engage」を提供する。また、新規の大手顧客取り込みに強い株式会社コネクティ（以下、「Connecty」）との連携で、シェアの拡大とクロスセルによる成長を目指す。

#### Connection:カスタマーサクセス実現サービスで解約率低下

サブスク型のビジネスにおいて、ユーザの利用状況に応じて能動的な支援を行う事により継続利用（解約防止）と利用規模拡大を目指すカスタマーサクセスが重要になっている。「WOW engage」では、あらゆる顧客情報（購買履歴、POSデータ、Webサイト行動履歴など）をCDPIにより統合・分析し、顧客にとって最適なコミュニケーションを提供する。さらに、統計的因果推論などの高度な統計解析手法を活用し「顧客が望まない情報はあえて送らない」「別の情報に差し替える」等、顧客のエンゲージメントを高めるための施策を提案する。これにより顧客企業のカスタマーサクセスを実現していく。

#### Confidence:ムダなメールを削減しつつ安定収益化

「WOW engage」によるメッセージ送信最適化は、サーバー強化による大量送信という送り手目線の技術中心社会から、必要な情報だけが欲しい時に届く受け手目線の人間中心社会への移行に適したサービスである。また、サービスの解約率低下は安定収益積上を促進し、財務面での安定性を強化する。さらに、メール送信数減少やCDPIによるクラウド管理はSDGsの目標達成にも貢献する。持株会社体制へ移行によるガバナンス体制強化や新卒採用を中心として研修を充実させている点もWW社の持続可能性を強固とする要因である。

### GCC経営™分析による10年の未来ストーリーの財務分析の試み

Growth	Connection	Confidence
売上高成長 年率34% <sup>2</sup> を5年継続で実現	投下資本利益率 <sup>3</sup> 23.0%へ改善 <sup>4</sup>	WACC 7.1% <sup>5</sup>

1.Yahooファイナンスより、2022年6月27日時点。2.Report Ocean社のリソースによるCPaaS市場の年率成長率を参考（<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000003541.000067400.html>）。3.投下資本利益率の算出方法は、「巻末資料2.」参照。4.売上高投下資本比率は今期期首投下資本と売上高比の推計2028年3月期までに60%まで低下しその後は横ばい。売上総利益率は外注費削減により増加、販管費率は採用計画・人材育成の改善により減少する前提で営業利益率が2028年3月期までに20%に改善すると試算。実効税率30%。5.WACCは過去5年間の株価変動からJPRが現状7.1%程度と推計。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 前提の未来 ストーリー

「WOW engage」でカスタマーサクセスを実現するトータルソリューション提供会社として価値創造に取り組む

## 顧客エンゲージメントにおけるトータルソリューションを提供

### メール配信システム提供会社から変貌

WW社は「人に寄り添う気持ちと確かな技術で、期待を超える出会いとしての驚きがあふれるセカイをつくる」という価値観で事業展開している。この価値観のもと、メール配信システムを20年以上提供し続け、8,000社以上の採用実績を持つ。今後の情報過多の時代において、大規模Web開発、メッセージ配信、CDP、コンサルティング、データ分析を組み合わせ、「あえてメッセージを送らない」を提案する「WOW engage」を推進する。さらに、積極的な開発・提携・M&Aによりサービスラインナップを拡充し、顧客エンゲージメントを高めてカスタマーサクセスを実現するためのトータルソリューション提供会社へ変貌していく。

### 価値観・戦略・ビジネスモデル・持続可能性

以上に基づき株主価値の成長に結びつく未来ストーリーを描く。価値観を起点とする。価値観は関係する市場の成長性を規定するためGrowthという概念で体系化する。次にその価値観を達成する計画が戦略・ビジネスモデルとなる。これらは経営資源のつながり、Connectionという概念で体系化する。そして持続可能性は信頼、Confidenceとして体系化していく。

## GCC経営™分析～定性的な未来ストーリーの可視化

Growth	Connection	Confidence
価値観	戦略・ビジネスモデル	持続可能性
人々に、絶妙なタイミングで期待を超える様々な「出会い」を与え、企業とその顧客の間にうれしい「つながり」を作り出していく	メール配信システムを提供し、ECサイトを中心にマーケティングを支援	高性能かつ高セキュリティが特長のメール配信プラットフォームを20年超提供し、信頼を獲得
人に寄り添う気持ちと確かな技術で、期待を超える出会いとしての驚きがあふれるセカイをつくる	国産のメール配信システム提供会社として高成長・高収益	EC運営企業、メーカー、生命保険、金融機関、官公庁など、大手企業を中心に8,000社以上の採用実績
↓	↓	↓
うれしい「つながり」を生み出す技術 = 「ソリューションエンジニアリング」を通して、この世界に生きる一人ひとりに心地よい体験を届ける	「WOW engage」で顧客エンゲージメントを高めてカスタマーサクセスを推進	情報過多の時代で人間中心の社会へ立ち返りデジタルマーケティングを全体最適化
顧客とユーザとの最適なコミュニケーションを支援するトータルソリューション提供会社へ変貌	カスタマーサクセスを強化するトータルソリューション提供体制を積極的な開発、提携及びM&Aで実現	人的資本の充実とデジタル化でSDGsへの貢献
「本当に欲しいと思う情報」を「欲しいタイミング」で「欲しい場所」へ届けることでカスタマーサクセスを実現する	カスタマーサクセス推進により圧倒的な低解約率のもとトータルソリューションのクロスセルにより拡大	成長への好循環を支える安定収益基盤

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 株価分析

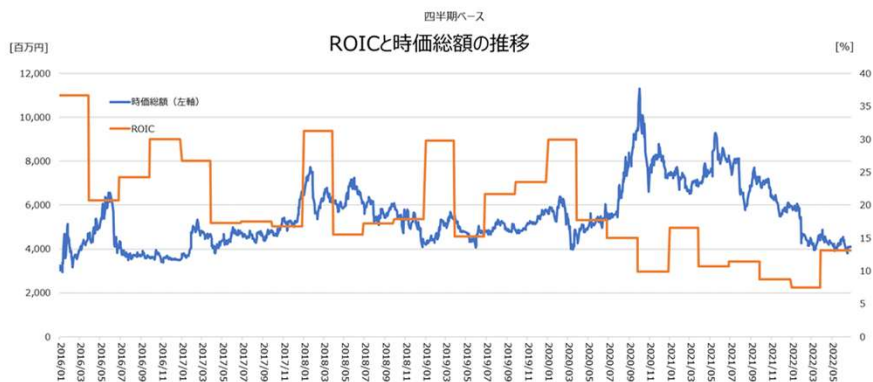
アップサイドの実現  
のきっかけはROIC  
の改善

## ROICの改善が鍵

売上高、営業利益と株価の乖離の要因はROICの一時的低迷

WW社の株価と四半期個別の売上高、営業利益、ROICの動きをグラフ化したのが以下の図である。売上高、営業利益が増大しても株価が低迷している。先行投資で投下資本が増大しROICは一時的に低迷している。ROICの改善が株価上昇の可能性になることを示唆している。

## 株価と四半期個別の売上高、営業利益、ROICの推移



[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## PERで比較すると非常に割安な評価

### これまでの利益 = 信頼性が成長期待につながる

これまで株式市場で高く評価されてきたSaaS型企業の株価は、現在調整局面にある。評価が見直された企業ではPERが100倍超から30-40倍程度まで低下している。これは期待が先行しつつも利益で応えられなかったと評価されたためである。一方この中でWW社は、利益を上げつつもPERが17-20倍程度と非常に割安に評価されている。また、EV/EBITDAやEV/Salesで比較する場合も、WW社は非常に低い水準にある。WW社のこれまでの信頼性は、これからの成長期待を喚起する一因となると考えられる。比較の詳細は「参考資料2.」に記載。

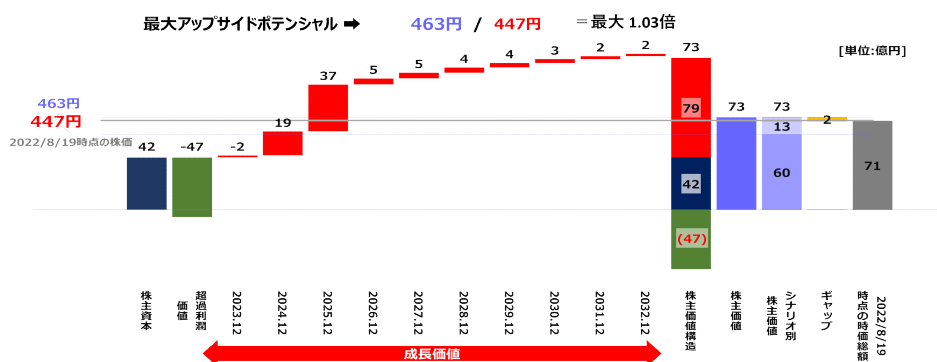
以下にJPRが推計した比較企業の株主価値構造とバリュージェット分析を10年分の成長価値が株価に織り込まれたものの例として掲載する。

## AI/SaaS、データベース活用で注目される上場企業15社の比較

会社名	PER (倍)		EV/EBITDA (倍)		EV/Sales (倍)		ROIC(%)	時価総額 百万円
	直前期	今期予想	直前期	今期予想	直前期	今期予想		
WOW WORLD	14.73	17.02	9.24	10.14	1.18	1.12	7.8%	3,403
ホットリンク	8.74	67.42	17.91	39.49	0.97	0.80	2.0%	6,675
オロ	17.89	17.75	10.10	9.99	3.70	3.31	34.8%	25,478
ユミルリンク	17.95	15.99	8.83	7.78	1.90	1.68	-16.7%	5,134
Speee	34.74	29.69	21.60	16.37	1.94	1.97	16.4%	29,007
Orchestra Holdings	34.21	27.26	19.51	14.75	1.48	2.46	41.9%	25,894

[出所]FactSet等よりJPR作成。時価総額は8月29日終値ベース。

## ホットリンク (3680) の株主価値構造とバリュージェット分析



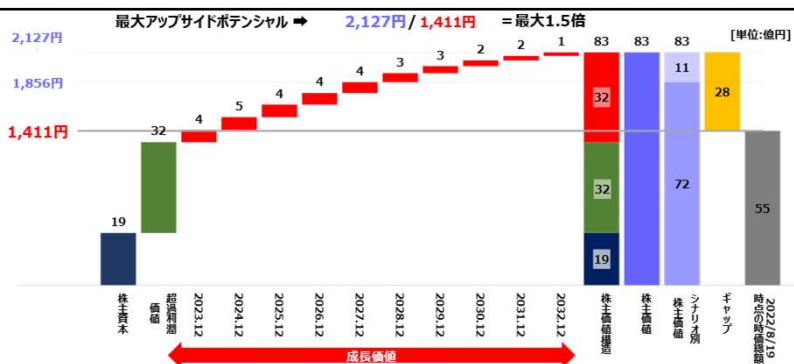
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。



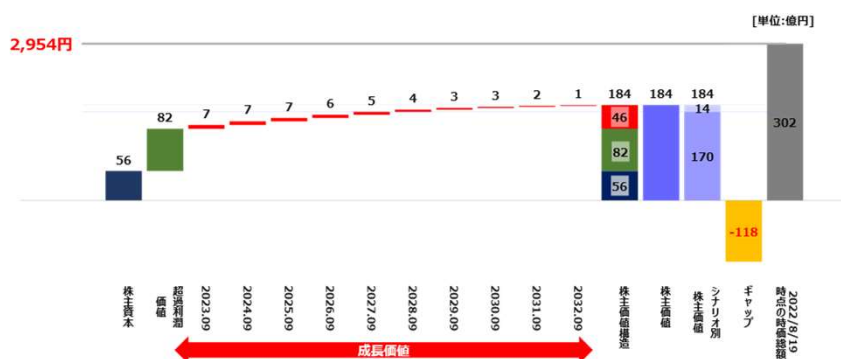
## オロ (3983) の株主価値構造とバリューギャップ分析



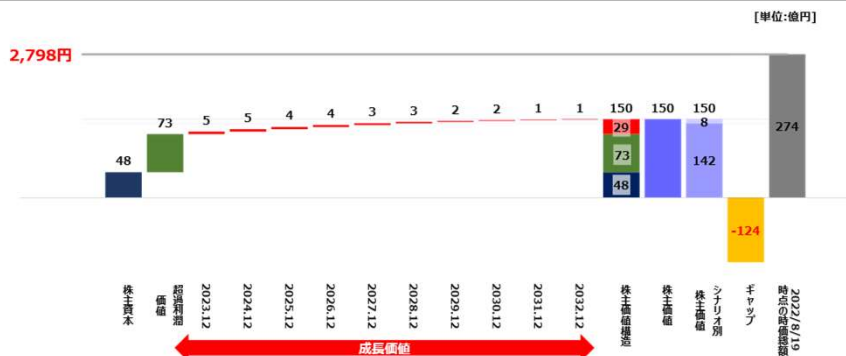
## ユミルリンク (4372) の株主価値構造とバリューギャップ分析



## Speee (4499) の株主価値構造とバリューギャップ分析



## Orchestra Holdings (6533) の株主価値構造とバリューギャップ分析



本レポートは、ジェイ・エニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 2. 未来ストーリー

### 価値観形成の 歴史

#### 受託開発をきっかけ に「WEBCAS」 シリーズ誕生

汎用パッケージ  
×  
カスタマイズ  
+  
クラウド型SaaS  
↓  
高性能かつ低コスト  
なソフトウェア

#### 圧倒的に自信の ある性能から、 逆転の発想

### メッセージの量・速度からコミュニケーションの質へ転換

#### 「WEBCAS」シリーズによる高収益体制の確立

##### 上場直前からの参画で先代社長を支える

1995年創業の株式会社エイジア（現 株式会社WOW WORLD）は、インターネット黎明期において、「インターネットという、何か『ものすごいもの』がやってきた。何かから始めていいかわからないけど、とにかくすごいことになりそうだ。」という感覚のもと、江藤晃先代社長が創業した会社である。ホームページ制作から始まり、Web系の受託開発を行う中でヒントを得て開発したメール配信システム「WEBCAS」がヒットすることにより成長が始まった。

美濃社長は、銀行・証券会社・起業を経て、IR・M&A・経営企画の管掌を先代社長に任じられ、2005年にCFOとしてWW社に参画した。

##### 2つのショックを受けてクラウド型SaaSで急成長

美濃社長は2009年より代表取締役社長に就任しており、参画からそれまでの間に、ライブドアショックとリーマンショックを経験した。当時より、メールの配信性能は他社には絶対に負けない、ソフトウェア製品・サービスの基本性能を最大の強みとしていた。しかし2つのショックを経て、オンプレミスで高性能かつ高額なサービスから、手軽で初期費用の小さいクラウド型SaaSとして継続利用してもらえる商品ラインナップへと見直しを行った。

これを支えたのが、汎用パッケージ化×積極カスタマイズ戦略である。パッケージソフトウェアの導入が進む中、汎用型で8割、カスタマイズで残りの約2割のニーズをカバーし、価格や納期をフルスクラッチの数分の一に抑えてコストを抑制した。これにより、8,000社以上に導入実績を持つ「WEBCAS」シリーズの圧倒的な高収益体制が確立された。

#### 配信性能でトップクラスだからこそ質への転換 WOW WORLDへ

「WEBCAS」シリーズはOne to Oneコミュニケーションが実現できるメール配信システムにおいて、その量と速度という性能が売りとなり導入されてきた。しかし、美濃社長は「この性能が今の2倍になることが世のためになるのか」という疑問を抱いた。企業と顧客のコミュニケーションの量でなく、質を重視すべきだという発想の転換が「WOW engage」の原点にある。このソリューションをパートナーと共有する第一歩として、うれしい驚きのあふれる世界を目指す、「WOW WORLD」へと社名が変更された。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

価値観

うれしい驚きWOW  
が生まれ続ける「つ  
ながり」を構築

受け手にちょうど良  
いタイミングでメッ  
セージを送信  
単なる大量送信か  
らの脱却

うれしい「つながり」を生み出す技術＝「リレーションエン  
ジニアリング」を通して、この世界に生きる一人ひとりに心  
地よい体験を届ける

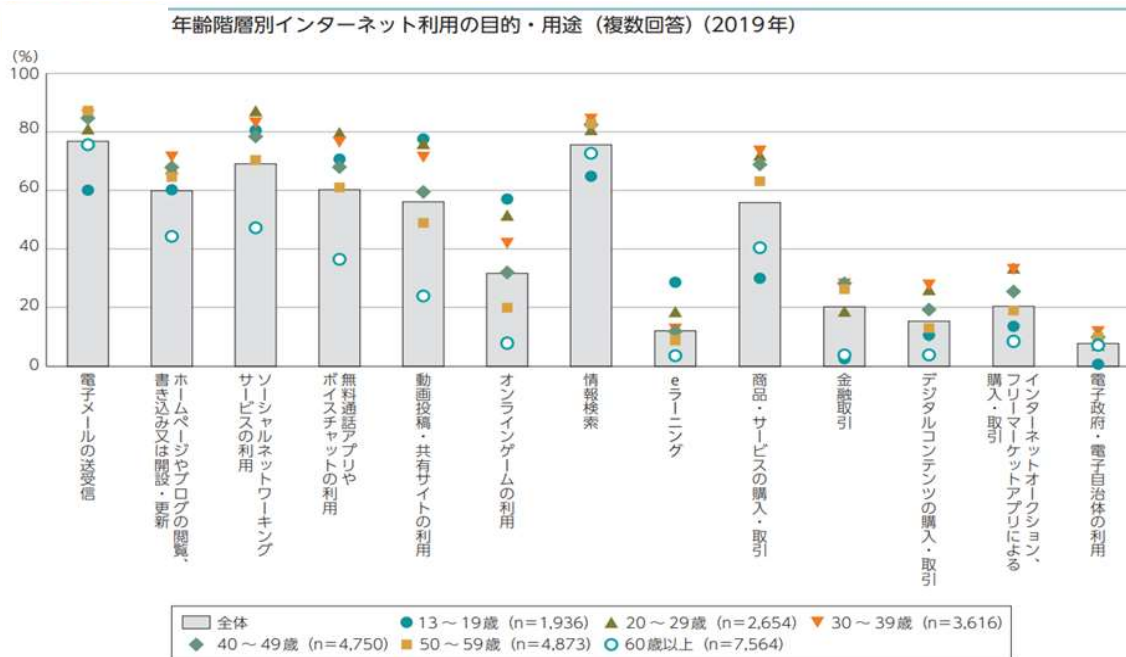
コミュニケーションシステムとサービスの提供を通して、企業とその  
顧客の間にうれしい驚きの瞬間をつくり続ける

WW社は、企業とユーザーのコミュニケーションの課題を解決すべく、メール  
をはじめとする多様なチャネルで双方向のコミュニケーションを実現するシステ  
ム「WABCAS」シリーズを提供している。企業から必要な情報をメール・  
LINE・SMSで送信するだけでなく、アンケートによるユーザーの声の拾い上  
げや問い合わせメール一元管理、ユーザー管理などを通じて、両者における  
快適なコミュニケーションを実現している。

爆発的に増加している「人々が受け取る情報量」を最適化

ユーザーの受け取る情報が爆発的に増加するなかで、心を動かすメール  
マーケティングは従来のように機能しなくなっている。WW社では、お得な情  
報であれ、受け手の都合を考えず一方的に大量送信する、受け手を「その  
他大勢扱い」するメッセージではユーザーの心を動かすことはできないと考  
えている。この課題を解決し、企業とユーザー間の心地よいコミュニケーション  
体験を提供することが、これからのWW社の目指すところと言える。

インターネットの利用目的は、「電子メールの送受信」が最も多い



【出所】総務省「令和2年情報通信白書」<https://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/r02/pdf/n5200000.pdf>

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Cookie不要の  
ファーストパーティ  
データを活用した  
分析が可能

うれしい「つながり」  
を作るべくトータルソ  
リューション提供を  
目指す

## 顧客とユーザとの最適なコミュニケーションを支援する トータルソリューション提供会社へ変貌

企業が顧客の心を動かすためには、最新のデジタルテクノロジーを駆使し「最適な情報を最適なタイミングで届ける」ことが重要

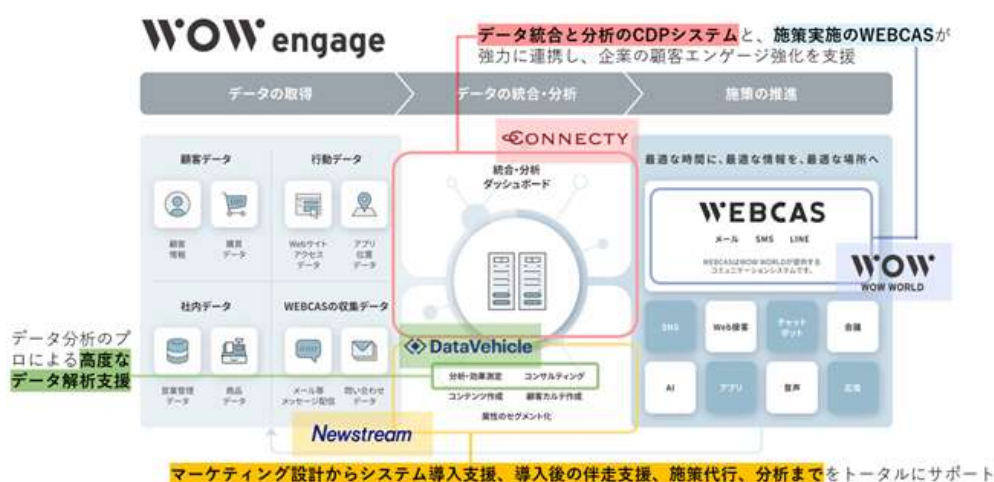
心地よいコミュニケーション体験には、「本当に欲しいと思う情報」を「欲しいタイミング」で「欲しい場所」へ届けることが必要である。これを実現するために、WW社グループでは、CDP（カスタマー・データ・プラットフォーム）により顧客情報を統合・分析・活用し、「本当に欲しいと思う情報」「欲しいタイミング」「欲しい場所」を明らかにしてコミュニケーションに活用していく。

CDPとは、広告業界で活用されるDMPが取り扱うサードパーティデータに加え、ファーストパーティデータを活用し分析を行うものである。

人々に、絶妙なタイミングで期待を超える様々な「出会い」を与え、企業とその顧客の間にうれしい「つながり」を作り出していく

最適な情報が最適なタイミングで届けられることにより、期待を超える体験、感動が生まれる。WW社は、この感動体験を顧客企業とユーザー間で継続的に提供し、WW社と顧客企業とエンドユーザーとのうれしい「つながり」を作り出すことを目指す。このつながりを広げるべく、WW社は従来のメール配信システム提供会社から、うれしい「つながり」の創出に関わるトータルソリューションを提供する会社へと変貌していく。

## WOW WORLDグループが提供するトータルソリューション



[出所]会社資料より

本レポートは、ジェイ・フエニクス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

高成長市場  
への参入  
米Twilio社（時  
価総額2兆円超）  
と同等のトータルソ  
リューション提供会  
社を目指す

業界平均レベルに  
ある解約率の低下  
とARPUの向上に  
成長余地を見出す

単なるシステム提供  
ではなく、ユーザの  
利用状況に応じて  
最適な支援・提案  
を推進

## トータルソリューション提供により高成長のCPaaS市場へ参入

リレーションエンジニアリングを用いて顧客エンゲージメントを高めるトータルソリューション提供会社として、米国の企業Twilio社が挙げられる。同社は2008年より通話の受発信を管理するAPIの提供から事業を開始し、現在はCPaaS市場を代表する企業の一つとして、パーソナライズされたコミュニケーションと信頼できるグローバル通信を支援している。

Twilio社はWW社の目指すトータルソリューション提供会社に近い存在であり、2016-2021年における年平均成長率は59%<sup>1</sup>となっている。また、CPaaS市場は2021-2027年において34.30%以上<sup>2</sup>の成長率で成長すると予想されている。こうした市場へ参入することでWW社の成長余地が大幅に拡大することが期待される。

## 「本当に欲しいと思う情報」を「欲しいタイミング」で「欲しい場所」へ届けることでカスタマーサクセスを実現する

### 顧客のカスタマーサクセスに貢献する

#### サブスク型サービスで重要となるカスタマーサクセス

サブスク型サービスを提供する企業にとって、カスタマーサクセスという概念が重要となってきている。カスタマーサクセスとは、利用者の成功を定義づけて、その実現を支援するという考え方である。これによりサービスの解約率が低下するため、営業コストの回収率が高まり、さらに既存顧客としてクロスセルも容易となる。このため、カスタマーサクセスがサブスク型サービス提供企業が成長するための重要要素となる。

現在、WW社の「WEBCAS」において高価格帯のプレミアム版は、他社が実現できないカスタマイズ対応により、高い顧客満足度を維持しており、解約率も1%未満となっている。一方で、廉価版のスタンダード版の解約率は業界平均レベルで推移しており、スタンダード版の解約率を下げることで成長拡大につながると言える。WW社はカスタマーサクセスの推進によりこの解約率の低下と月額平均単価（ARPU）の向上を目指していく。

#### カスタマーサクセスの推進によるLTVの最大化

カスタマーサクセスとは、ユーザの要求に受動的に対応するカスタマーサポートとは異なり、ユーザの利用状況に応じて最適な支援・提案を能動的に行う。WW社では、営業組織内にカスタマーサクセスの専門部隊を設置し、日々ユーザの声や事例を収集し、サービスの利用促進にむけた活動を定着化させることにより、LTV（顧客生涯価値）の最大化を目指す。

1. 同社「Q4 2021 Earnings Results February 9, 2022」より  
([https://s21.q4cdn.com/963721274/files/doc\\_financials/2021/q4/Q4'21-Earnings-Presentation.pdf](https://s21.q4cdn.com/963721274/files/doc_financials/2021/q4/Q4'21-Earnings-Presentation.pdf))
2. PEROTOCEAN社より  
(<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000003541.000067400.html>)

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

戦略  
ビジネスモデル

「WOW engage」で顧客エンゲージメントを高めてカスタマーサクセスを実現

大規模Webサイト  
とメッセージ配信を  
CDPで接続

CDPサービスの  
成功にはカスタマー  
サクセスが最重要

Connectyとの連携で一貫したビジネスモデルを実現

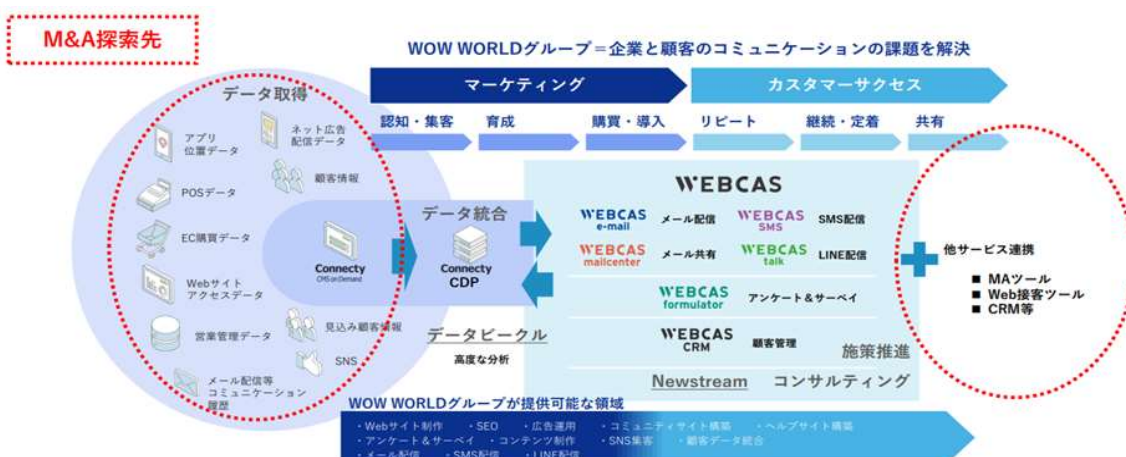
デジタルマーケティングにおける上流から下流までのサービスを網羅

WW社は、2020年10月に、数万ページに渡る大規模Webサイトの構築・運営を得意とし、数々の業界大手企業を顧客とする株式会社コネクティ（以下、「Connecty」）をグループ傘下に加えた。Connectyの子会社化により、新規顧客の獲得に必要なWebサイトの構築・運用が可能になり、WW社が提供する「WEBCAS」により既存顧客へのコミュニケーションの提供が可能となった。こうしてデジタルマーケティングにおける顧客獲得、ナーチャリング（顧客育成）、カスタマーサクセス（顧客LTVの最大化）に必要なサービスが揃ったことになる。さらに、顧客情報の統合・分析・活用を実現するCDPによりソリューションの質の向上が期待できる。

CDPを最大限に活用するトータルソリューション提供体制を目指す

CDPサービスの課題として、機能が豊富すぎるゆえに使いこなせず、思ったような成果が出ないどころか業務量が増えることが挙げられる。WW社の「WOW engage」では、まず、導入前にコミュニケーション設計等のコンサルティングにより、マーケティング課題とゴールを共有する。その後、各種施策の運用支援やデータ分析サービスをオプション提案するなど、顧客課題に対して柔軟なサービス提供を行っている。今後、本ソリューションの強化に向け、積極的なM&Aや業務提携を推進していく。

■ カスタマーサクセスまでのトータルソリューション提供体制



[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

開発を続け健全な形で投下資本が増加

## トータルソリューション提供体制を積極的な開発、提携及びM&Aで実現

### R&D費/売上高の増加で開発力強化

WW社はカスタマーサクセスを実現するために必要なサービスを常に開発していく。このため、売上成長に並行して、現在2%ほどであるR&D費/売上高を3%まで増加させることを目標としている。これが開発する意志の目安となる。また、開発されたシステムはソフトウェア資産として計上されるため、WW社においては投下資本が増加していくが、その増加率以上の売上成長を見込んでいるため、投下資本売上高比は減少していくと考えられる。

### 大規模Webサイトの構築・運営

WW社グループには、Webサイト構築・運営に強みを持つ会社として、ConnectyとFUCAが参画している。Connectyは数万ページに及ぶ大規模Webサイトを1社完結で構築・運営できるため、業界大手の大企業が主な顧客となる。一方FUCAはデザイン性の高いランディングページ制作・運営に強みがあり、コロナ禍での打撃を受けるまではコスメ・アパレル・旅行業界を主な顧客としていた。これらは単体のサービスとして提供されるだけでなく、クロスセルのきっかけやCDPIに蓄積するデータの獲得源となる。

## Connectyが手掛けた大規模Webサイト構築・運営の事例

<p><b>アデランス</b></p> <p>株式会社アデランス 様</p> <p>企業ブランディングを再強化しCV強化を実現！ 煩雑な代理店との調整窓口を一本化し、運用コストも大幅に削減！</p> <p>#サイトリニューアル #CMSoD #デジタルマーケティング #ブランディング</p>	<p><b>USHIO</b></p> <p>ウシオ電機株式会社 様</p> <p>Webサイトをリニューアル。DX推進。 グローバル企業の営業戦略をCMSでサポート。</p> <p>#サイトリニューアル #CMSoD #コーポレートサイト #DX推進 #グローバルサイト</p>	<p><b>THERMOS</b></p> <p>サーモス株式会社 様</p> <p>Webサイトをリニューアル。 自社サイトのオウンドメディア化の実現に向けて、製品、レシピをデータベースで一元管理するためにCMSを導入。</p> <p>#サイトリニューアル #CMSoD #コーポレートサイト #デジタルマーケティング #ブランドサイト</p>
<p><b>sangetsu</b></p> <p>株式会社サンゲツ 様</p> <p>B2B、B2C それぞれのユーザーに最適なサイト設計でリニューアル。アクセス増加に成功！</p> <p>#サイトリニューアル #CMSoD #コーポレートサイト #デジタルマーケティング #B2Bサイト #グローバルサイト</p>	<p><b>DOUPO</b></p> <p>株式会社ドールコーヒー 様</p> <p>CMS導入による新メニュー更新や店舗情報の効率化を実現。 共通の仕組みで複数ブランドも統合管理。</p> <p>#サイトリニューアル #CMSoD #コーポレートサイト #デジタルマーケティング #ブランドサイト</p>	<p><b>ポッカSapporo</b></p> <p>ポッカサッポロフード&amp;ビバレッジ株式会社 様</p> <p>コーポレートサイト、ブランドサイトにおけるCMSの提供から運用までをトータルに支援。</p> <p>#CMSoD #コーポレートサイト #デジタルマーケティング #ブランドサイト</p>

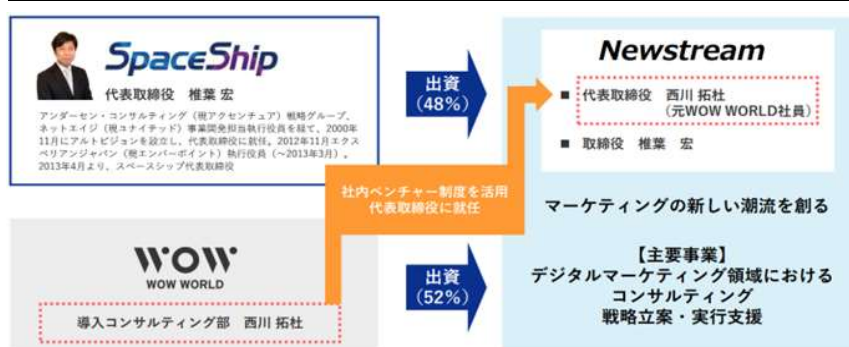
[出所]Connecty HPより

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## コンサルティングでメールマーケティングの効果を最大化

スペースシップ社との共同出資で設立した株式会社ニューストリーム（以下「ニューストリーム」）は、デジタルマーケティング領域におけるコンサルティング・戦略立案・実行支援を行っており、WW社顧客へのクリエイティブ制作およびメール運用支援等によりグループシナジーを創出し、デジタルマーケティング領域の各種サービスを展開し、自立した事業運営を推進していく。

### 共同出資によるニューストリーム設立



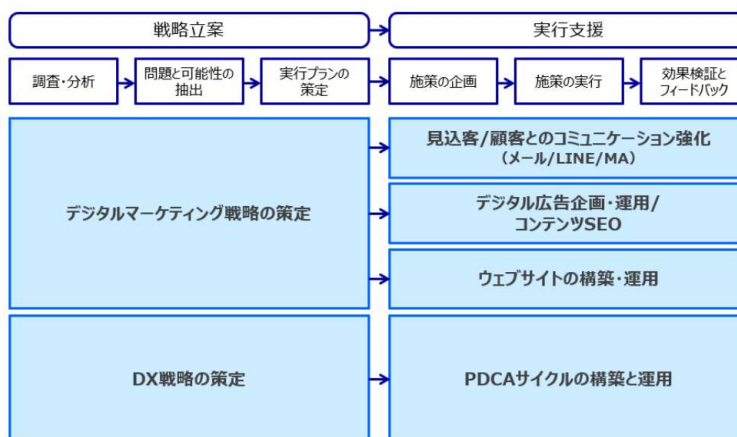
[出所] 会社資料より

メールマーケティング  
コンサルに強力な  
パートナー

ニューストリームの取締役となる椎葉氏は、インターネット黎明期よりメールマーケティングのコンサルティングに携わってきた。同氏が当時設立したアルトビジョン社は、合併や買収を通じて現在は国際的にメールマーケティングサービスを提供する最大手企業エンバーポイント株式会社の強みであるコンサルティング能力の源泉となっている。

### ニューストリームの強み

問題の抽出、実行プランの作成等の戦略立案から、実行支援までのマーケティング活動全体のPDCAをサポート



[出所]会社資料より

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。



## 高度な統計解析技術（統計的因果推論等）の活用

WW社と資本業務提携を締結した株式会社データビークル（以下「データビークル」）は、データ分析ツールの開発・販売/DX人材育成研修/データ分析サービスを提供している。本提携により、WEBCASユーザーにデータビークルのサービスがクロスセルされ、データビークルのデータ分析ツールとWW社サービスを連携した統合的なデジタルマーケティングツールの共同開発が可能となった。

### データビークルの経営陣

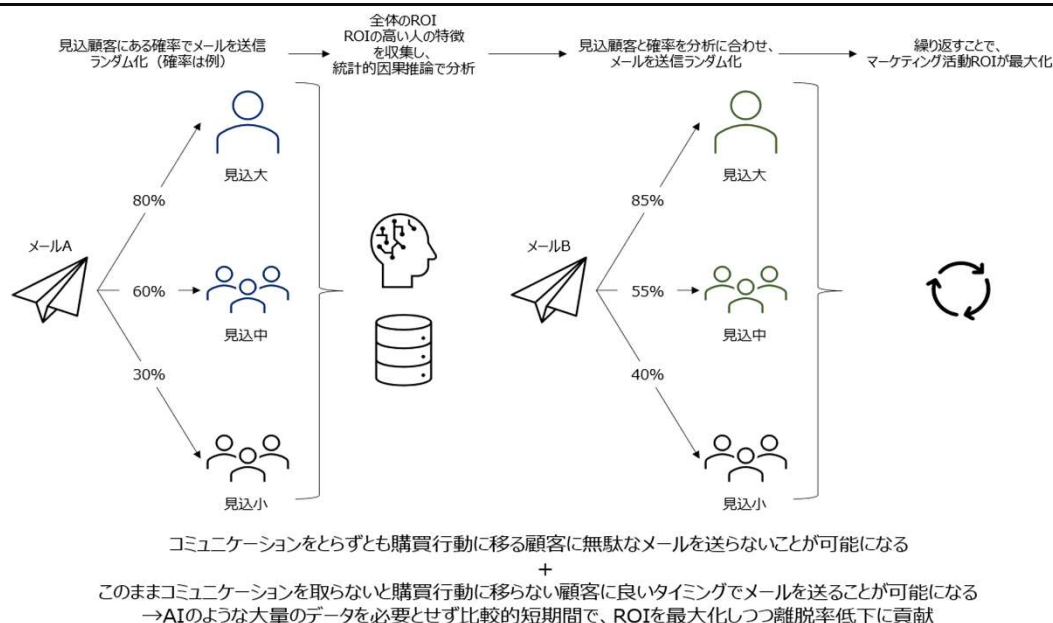
		
<p>代表取締役 CEO 油野 達也</p>	<p>取締役副社長 CPO 西内 啓</p>	<p>常務取締役 COO 山崎 将良</p>
<p>1987年よりITビジネス経験35年。営業、製品企画、海外子会社経営などの実務をSIビジネス、パッケージ、クラウドサービスなど多岐にわたるビジネスモデルで経験。</p>	<p>東京大学助教、大学病院医療情報ネットワーク研究センター副センター長等を経て現在多くの企業のデータ分析および分析人材の育成に携わる。2017年第10回日本統計学会出版賞を受賞。</p>	<p>商社系SI企業にてシリコンバレーでの勤務を経て、2005年国内パッケージベンダーへ転職。製品企画職を経て中国現地法人設立、総経理の任につく。</p>

[出所] 会社資料より

不必要なメッセージを特定し、企業と顧客のコミュニケーションを最適化

この共同開発により「あえて、そのメッセージは送信しなくてもいいのでは？」という提案が可能となる。統計的因果推論等の統計解析技術を活用することで、AI分析と比較して圧倒的に少ないデータで、「必要な情報を」「必要なタイミングで」「必要な場所」に届けることができる。これにより企業と顧客のコミュニケーションを最適化し企業のカスタマーサクセスの実現につなげることができる。

### 統計的因果推論による「あえてそのメールは送らない」という提案



[出所]ヒアリングによりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいてありますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

増加するR&Dを  
効率的に  
サービス化

営業コストと  
回収する売上の  
関係に着目

トータルソリューションの  
それぞれがクロスセルの  
きっかけ

異なる営業方針が  
グループ全体の利益率  
向上に貢献

## グループ運営のECサイトで新サービスの実証実験

WW社グループに参画している株式会社ままちゅ（以下「ままちゅ」）はベビー服専門のECサイト「べびちゅ」を運営している。同社単体での事業はコロナ禍における外出減少のあおりを受けているが、WW社グループにはECを運営する顧客が多いことから、顧客理解の場であり、かつ、開発された製品の実証実験の場として捉えられている。増加させるR&D費が、より効率的に新サービス拡充につながるため、グループ全体での売上拡大に貢献する事業である。

## カスタマーサクセスに注力して営業をさらに効率化

### カスタマーサクセスの実現でLTV最大化を目指す

#### 解約率低下による売上高の積み上げ

顧客の成功を考えず、売上が伸びればよいとの考えで営業活動をした場合、例えば売上がより伸びたとしても、解約率の増加が考えられる。解約されると、それまでかかった営業のコストが無駄となる。WW社によれば、新規獲得に費やしている営業コストを1.5年分の月額料金として目安にしている。例えば月10万のサービスの場合、180万の営業コストを許容範囲とする。このようにWW社の営業活動は常に回収する売上を意識しているため、投資対効果が大きく利益率に貢献している。

#### クロスセルによる効率的な営業

WW社は、前述の通り新規獲得においても圧倒的な営業効率で成長しているが、特に注力していくのは既存顧客へのトータルソリューションのクロスセルである。クロスセルでの営業効率は新規獲得よりも高いものであり、カスタマーサクセスを重視した最適なソリューションの提案を積み上げていくことで、LTVの最大化を目指す。

### Connectyとの連携で一貫した営業戦略を実現

Connectyとの連携により、営業面においても両者の強みが活用される。WW社は既存顧客へのクロスセルに強みを持ち、新規顧客の取入れについてはプル型の広告販売戦略をとっていた。一方で、Connectyは対業界大手企業という視点では圧倒的なシェアと品質を誇っており、大型の新規顧客への営業に強みを持つと言える。このため、Connectyで獲得した大型顧客に対して、カスタマーサクセスを実現すべくWW社が様々なサービスをクロスセルしていくという効率的な営業戦略が実現する。

持続可能性

要らないメッセージ  
の確認・判断自体  
が煩雑

## 情報過多の時代で人間中心の社会へ立ち返りデジタルマーケティングを全体最適化

### 人間中心の社会となるSociety 5.0

内閣府によれば、「これまでの社会では、経済や組織といったシステムが優先され、個々の能力などに応じて個人が受けるモノやサービスに格差が生じている面がありました。Society 5.0では、ビッグデータを踏まえたAIやロボットが今まで人間が行っていた作業や調整を代行・支援するため、日々の煩雑で不得手な作業などから解放され、誰もが快適で活力に満ちた質の高い生活を送ることができるようになります。」<sup>1</sup>としている。

### エンドユーザーを考えた最適なコミュニケーションツール

デジタルマーケティングの分野においても、これまで同様の問題が発生していた。エンドユーザー目線では、日々膨大に送られてくる不要なメールを確認し、あるいは確認せずに削除するなど、煩わしく人生において無駄な作業を強いられていた。

ここにWW社は「不要なメッセージを送信しない」という提案で人間中心の社会へ貢献していく。うれしい「つながり」を提供する最適なコミュニケーションツールが提供されることで、企業とエンドユーザーの両者がより快適かつ尊重しあえる人間中心の関係が構築されると考えられる。

### 人間中心の社会を実現するWOW WORLDの活動



[出所]内閣府作成図表よりJPR作成

1. 内閣府HP「Society5.0」より ([https://www8.cao.go.jp/cstp/society5\\_0/](https://www8.cao.go.jp/cstp/society5_0/))

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 人的資本の充実とデジタル化でSDGsへの貢献

### WOW WORLD社が描く未来

WW社の開示情報を元に、WW社におけるSDGsに該当する活動をJPRが以下の図表にピックアップした。前提として、これらの活動はWW社の価値観に基づいたものであり、WW社の持続可能性に貢献するものとJPRは考えている。

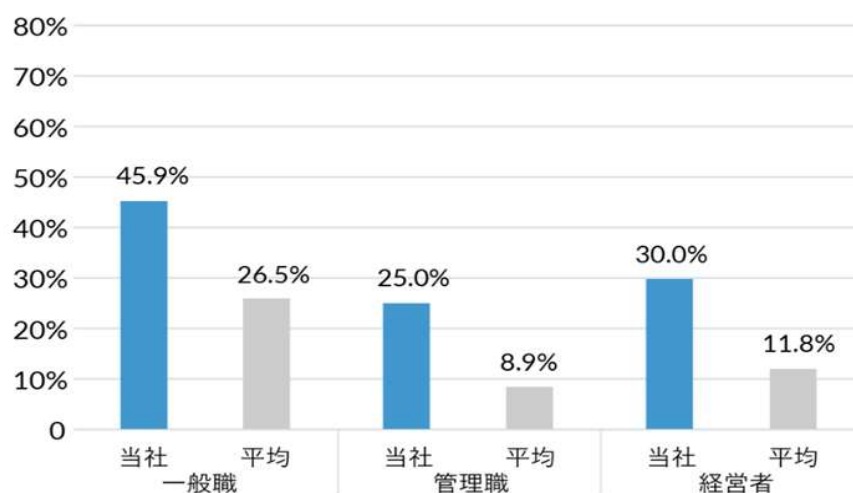
### WW社におけるSDGsに該当する活動



WW社の女性役職員の比率は、一般職、管理職、経営層いずれにおいても日本の平均値を大きく上回っている。また、WW社単体での女性社員比率は約40-45%であるが、連結での女性社員比率は約50%となる。厚生労働省の「賃金構造基本調査」より、情報サービス業の女性比率が2021年に21%であること踏まえれば、WW社においては、うれしい「つながり」を提供するための多様な価値観の取入れに有利な体制であると考えられる。

また、後述するが、2022年6月28日開示の取締役の移動により女性役員は36%となっており、持株会社体制へ移行後の取締役会においては50%と、より先進的な構成となる予定である。

### 女性役職員の比率（2022年4月1日時点）






[出所] WOW WORLD社ウェブサイト

※ 平均値の出典：帝国データバンク景気動向調査2020年7月調査（参考値として比較）

[出所]JPR

## ■ WW社におけるSDGsに該当する活動(続き)

 <p>4 質の高い教育を みんなに</p>	<p>WW社に対してのヒアリングから、人的資本の開示が求められる中で次の取り組みが注目される。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業の中核となる人材は新卒採用を原則とする</li> </ul> <p>WW社の事業の中核となる、エンジニア・営業職については、恒常的に人数を増やすべく新卒採用を原則とし、教育・育成による戦力化を図る。このため現在、平均年齢も31-32歳と低く、多くを20代が占めている。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・研修体制の強化</li> </ul> <p>全ての新卒社員に対して、エンジニア・営業職それぞれに研修期間を設けており、OFF-JTでスキルを会得させた後、各部署におけるOJTでの研修を行う。コロナ禍突入直後の2020年4月より、eラーニングによる研修も開始することで、1人当たりの研修費用がコロナ禍以前の水準かつ、過去最高水準まで回復しつつある。</p>
 <p>8 働きがいも 経済成長も</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・フレックスタイム制導入</li> </ul> <p>本人や家族のライフイベントやライフスタイルに合わせて労働時間を調整できるよう、「フレックスタイム制」を導入。多様な人材の登用を加速していく。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・キャリア形成への取り組み</li> </ul> <p>事業の中核を担う営業・開発・フィールドエンジニア人材については、原則新卒採用し、教育・育成による戦力の恒常的な増加を図っている。採用にも力を入れており、説明会では美濃社長が直接説明を行う。また、週2日を上限に別会社への出向を認める兼業制度を採用している。これにより、日にち単位で働く場所を区分しそれぞれの業務に集中できるため、自身の価値を高め結果として収入増加が期待できる。</p>
 <p>12 つくる責任 つかう責任</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リモートワーク推進による省資源化</li> </ul> <p>リモートワークの推奨によって従業員出勤率を70～90%低減。同時に会社の節電に取り組むことで、電力消費量の前年比25%減を実現。コロナ後も引き続き、働き方や組織の最適化を行いながら、省資源化への取り組む。現在、対象居住地を日本全国とするフルタイム在宅勤務制度を導入している。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・紙ハンドリング廃止への取組み（請求書などの顧客向け、会議資料、稟議・申請などの社内用）</li> </ul> <p>あらゆる業務のデジタル化を推進し、業務効率化による生産性の向上やコスト削減、セキュリティ強化、資源保全に取り組んでいる。全ての契約書・申請書の電子化を完了し、社外に対しても積極的な切り替えを依頼している。</p>

[出所]JPR

## 成長への好循環を支える安定収益基盤

### 圧倒的に低い解約率で安定収益基盤を確立

圧倒的にチャーン  
レートが低いプレミ  
ム版  
スタンダード版の解  
約率低下が目下の  
目標

WW社の成長を牽引しているクラウドサービスは将来価値を高めるだけでなく、解約率の低さにより安定性も兼ね備えている。解約率が低い要因は、WW社がカスタマーサクセスを何よりも重視し営業活動をしている点にある。こうして確立した安定収益基盤をもとにさらなるサービス開発の好循環が成立する。特にこれからは、カスタマーサクセスの強化によりスタンダード版の解約率低下が目指されており、収益基盤がより安定化することが期待される。

## WOW WORLD社のクラウドサービスにおけるレベニューチャーンレート

【チャーンレートの計算方式の変更について】

チャーンレート(解約率) = 解約MRR ÷ 前月末MRR

変更点: 解約MRRより期間限定の利用形態であるスポット契約(オプション契約を含む)を除外

※チャーンレートはスポット契約を除外して計算する事が一般的であるため、前期まで遡って再計算を実施。

チャーンレート推移 (SaaSプレミアム版)



チャーンレート推移 (SaaSスタンダード版)



【出所】 WOW WORLD社2023年3月期第1四半期決算補足説明資料

## コーポレート・ガバナンス体制

### 持株会社体制への移行による体制強化

#### 移行の概要

WW社は、2022年10月3日を効力発生日の予定として、WW社を株式移転完全小会社とする単独株式移転の方法により純粋持株会社である株式会社WOW WORLD GROUP(以下、「WOW WORLD GROUP」)を設立することについて、本株式移転に関する株式移転計画を作成のうえ、2022年5月19日開催のWW社取締役で決議している。

これによりWW社は上場廃止となるが、WOW WORLD GROUPは東証プライム市場に上場申請することを予定しており、設立登記日の2022年10月3日に上場することを予定している。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

カスタマーサクセス  
強化を目指す  
専門家集団

## 移行の目的

WW社は、持株会社体制への移行により、M&A推進による更なる戦略的提携を柔軟かつ迅速に実現させつつ、グループ全体の求心力や一体感を高めることでグループ間事業シナジーを発現させ、事業子会社における経営経験の蓄積から次世代グループ経営人材の育成を図っている。

## 機関設計

WW社は監査等委員会設置会社を選択している。

### 取締役会

取締役会は、代表取締役1名、取締役（監査等委員である取締役を除く。）6名及び監査等委員である取締役4名（いずれも監査等委員会により会社法399条の3に定める監査等委員として選定された監査等委員）の計11名（提出日現在）で構成されている。

取締役の構成は、社内取締役は第一勧業銀行（現みずほ銀行）出身の代表と、中途入社であるが10年以上WW社に在籍している3名が管理・企画・営業・開発とそれぞれの執行を担当している。社外取締役は、ソニー、富士通の出身者と「カスタマーサクセスとは何か」を執筆したカスタマーサクセスに知見を持つ弘子ラザヴィ氏を加えた3名で構成され、監督だけでなく業務拡大に向けた専門家集団としての機能発揮が期待される。

### 持株会社体制へ移行後の取締役会

WOW WORLD GROUPの取締役会は、代表取締役1名、取締役（監査等委員である取締役を除く。）3名及び監査等委員である取締役4名（いずれも監査等委員会により会社法399条の3に定める監査等委員として選定された監査等委員）の計8名（提出日現在）で構成されている。

女性役員が4名（50.0%）、社外取締役が5名（62.5%）とガバナンス体制において先進的な構成となっている。

### 監査当委員会

証券会社、公認会計士、弁護士からなる4名（うち3名は社外取締役）で構成され、それぞれ異なる知見による監督機能が期待される。

### 指名・報酬委員会

取締役の指名・報酬等に関する手続きの客観性および透明性を確保することにより、コーポレート・ガバナンス体制のより一層の充実を図ることを目的として設置している。委員会の構成は社内取締役2名、社外取締役4名。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 報酬制度

### 取締役へのインセンティブ報酬

業績連動報酬を採用している。

### ストックオプション

2020年6月26日開催の第25回定時株主総会で取締役3名に対するストックオプションについて導入。2021年6月25日開催の第26回定時株主総会にて特定譲渡制限付株式報酬制度を導入、業績向上に対する意欲、士気を一層高め、更なる企業価値の向上を図ることを目的とし、取締役（監査等委員である取締役を除く。）及び従業員並びにWW子会社の取締役に対して、ストックオプションを付与した。行使期間は2022年7月1日から2030年6月30日。



## 3. 会社概要

### 概要

会社名	株式会社WOW WORLD
設立	1995年4月
代表	美濃 和男
本社所在地	東京都品川区西五反田7-20-9 KDX西五反田ビル4階
資本金	3億2,242万円
従業員数	117名
決算期	3月
事業内容	メールを利用したクラウド型販売支援ソフトの開発・販売
上場日	2005年10月1日
上場証券取引所	東証プライム市場

[出所]会社資料よりJPR作成。

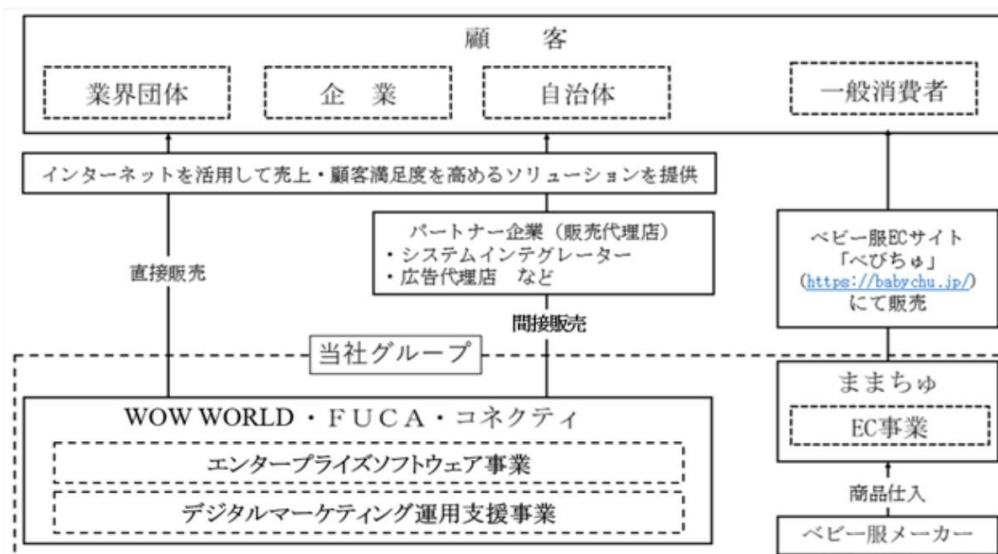
### 沿革

年	月	内容
1995年	4月	ホームページ制作（クリエイティブ事業）を目的として資本金1,000万円で設立
1997年	6月	ウェブサイトの受託開発（ソリューション事業）を中心とした事業を開始
2002年	6月	「WEBCAS」ASP事業を開始
2005年	10月	東京証券取引所マザーズに株式を上場
2006年	4月	株式会社東京テレマーケティングと合併で、当社連結子会社となる株式会社エイジアコミュニケーションズを設立
2009年	3月	「WEBCAS」シリーズの新たな提供形式として、統合マーケティングサービス「WEBCAS SaaS」を発売
2011年	4月	ベトナムで事業展開する株式会社アジアビジネスインベストメントに出資の上、ベトナムでのテストマーケティングを開始
2012年	3月	CRESCERE(THAILAND)と「WEBCAS」独占販売契約を締結し、タイへ進出決定
2012年	12月	株式会社グリーゼと資本業務提携
2012年	12月	CRESCERE(THAILAND)とマレーシアにおける「WEBCAS」独占販売契約を締結し、マレーシアへ進出決定
2013年	9月	株式会社FUCAを子会社化
2016年	8月	東京証券取引所 市場第二部に市場変更
2017年	12月	東京証券取引所 市場第一部に市場変更
2018年	8月	株式会社ままちゅ（完全子会社）を設立
2018年	9月	ベビー服ECサイト「べびちゅ」の事業譲受によりEC事業を開始
2020年	5月	日本成長投資アライアンス株式会社と資本業務提携
2020年	10月	株式会社CONNECTY HOLDINGを子会社化
2021年	7月	社名を株式会社エイジアから株式会社WOW WORLDに変更

[出所]会社資料よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりませんが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## ■ 事業系統図



[出所] 会社資料より

## ■ 主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
コミュニケーション支援・コンサルティング事業	株式会社FUCA	WEBデザイン制作	1,150万円	75%
EC事業	株式会社ままちゅ	ベビー服のECサイトの運営	5,000万円	100%
エンタープライズソフトウェア事業	株式会社CONNECTY HOLDING	クラウドCMS Webサイト構築・運用	10万円	67%
コミュニケーション支援・コンサルティング事業	株式会社ニューストリーム	デジタルマーケティング領域におけるコンサルティング 戦略立案・実行支援	10千円	52%

[出所] 会社資料等よりJPR作成

## ■ 主なM&amp;A/出資

年	月	対象企業	出資形態・目的
2018年	8月	ハモンズ株式会社	33百万円：「WEBCAS」シリーズの機能強化及び自社マーケティングサービスのノウハウ獲得
2019年	11月	株式会社デジタルアセットマーケティング	1億円：暗号資産関連事業に参画、メール配信システムの提供で同事業の拡大を支援
2020年	5月	日本成長投資アライアンス株式会社	M&A及び新規事業開発並びに営業及びマーケティング活動支援等
2020年	9月	株式会社CONNECTY HOLDINGS	550百万円：包括的なDXプラットフォームの構築
2022年	5月	株式会社ニューストリーム	28.5百万円：デジタルマーケティングの見込み客の獲得から育成、顧客化までを支援
2022年	5月	株式会社データビークル	1億円：WEBCAS利用顧客1社あたりの収益向上、統合的なマーケティングツールの共同開発

[出所]会社資料等よりJPR作成

## ■ 主な事業提携

年	月	対象企業	目的
2018年	1月	Data Cohorts	子会社のエイジアマーケティングマレーシアがマレーシアのデータ・コホートと金融機関および政府機関向けメール配信サービスを開始
2018年	3月	SENSY株式会社	人工知能を活用したメールマーケティングの共同研究
2018年	5月	AI CROSS株式会社 (旧AOSモバイル株式会社)	SMSのマーケティング活用を推進する目的での両社製品の連携
2018年	7月	株式会社ヴァル研究所	ヴァル研究所の「駅すばあと」ユーザー移動予測データのマーケティング活用
2018年	9月	株式会社マーケット	マーケットのエンゲージメントプラットフォームに「WEBCAS」のメール配信エンジンを連携
2018年	9月	株式会社ディー・ディー・エス 横河レンタ・リース株式会社	横河レンタ・リースが提供するDDSの認証ソリューションを「WEBCAS」を連携したソリューションの販売を推進
2019年	6月	株式会社ギフトィ	eギフトを活用した効果的なWebアンケートキャンペーンを実施できるサービスの提供
2019年	6月	マイボイスコム株式会社	「Webアンケート運用支援サービス」を発売

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 4. 事業セグメント情報（2023年3月期より区分変更）

### エンタープライズ ソフトウェア事業

高機能・高性能・カ  
スタマイズ性を備え  
たコミュニケーション  
プラットフォーム

### 売上高の7割近くを占める主力事業

#### 事業概要

当事業ではコミュニケーションプラットフォーム「WEBCAS」シリーズの開発・販売 及びConnectyが提供するクラウド型CMS「Connecty CMS onDemand」の開発・販売を行っている。

#### エンタープライズソフトウェア事業の提供サービス

エンタープライズ ソフトウェア	コミュニケーション プラットフォーム	WOW SaaSプレミアム版 WOW SaaSスタンダード版 WOWオンプレ
	CMS	コネクティCMS
	CDP	コネクティCDP







[出所] 会社資料より

#### 主要提供サービス

#### 「WEBCAS」シリーズ

「WEBCAS」シリーズは、企業と顧客の双方向コミュニケーションを多様なチャネルで実現できるコミュニケーションプラットフォームである。強みは高機能・高性能にあり、主力のメール配信システムは業界最高レベルの配信速度と到達率、高いセキュリティが評価され大手企業・官公庁を中心に8,000社以上の導入実績を持つ。また、カスタマイズに対応していることが特徴であり、クラウドサービスでありながら個別カスタマイズや複数システムとの連携が実現できる。

#### 「WEBCAS」シリーズのラインナップ

 <p><b>メール配信システム</b> WEBCAS e-mail 業界最高レベルの高速配信と抜群の到達環境を実現した、パッケージ市場シェアNo.1のメール配信システム</p>	 <p><b>アンケート・フォーム作成システム</b> WEBCAS formulator PC・モバイル対応、高セキュリティのアンケート・フォーム作成システム</p>
 <p><b>LINEメッセージ配信システム</b> WEBCAS taLk 自社の会員データと連携してパーソナライズLINEメッセージ配信を実現するシステム</p>	 <p><b>SMS配信システム</b> WEBCAS SMS メール配信システムのデータベースと連動し、モバイルにショートメッセージを配信するシステム</p>
 <p><b>問い合わせメール共有システム</b> WEBCAS mailcenter 問い合わせメールを複数人で一元管理できるメール共有・メール管理システム</p>	 <p><b>顧客管理システム</b> WEBCAS CRM 会員をまとめて管理し、メルマガやアンケートでコミュニケーションができるお手軽CRM</p>

[出所] 会社資料より

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## Connecty CMS on Demand

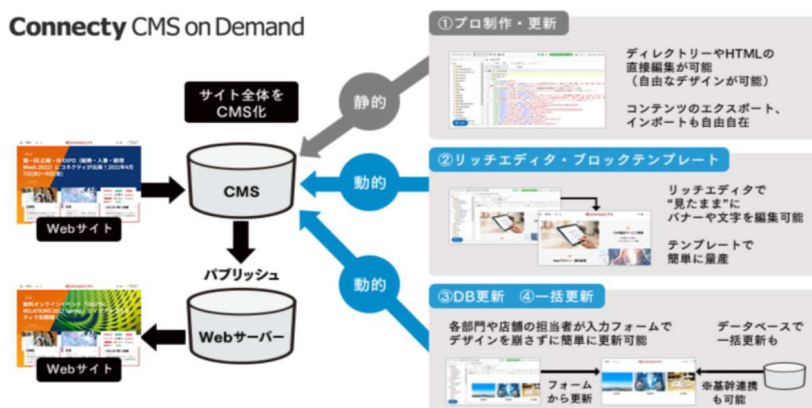
「Connecty CMS on Demand」は、多言語対応の大企業向け純国産CMS<sup>1</sup>である。

メーカー直販であるためスムーズにサポートやプロジェクトマネジメントを進行

- ①純国産・大企業向けゆえのサポート面・コスト面・操作面での圧倒的パフォーマンス
- ②多言語でWebガバナンスと複数サイトを一元管理できる網羅性
- ③従来のHTMLとリッチエディタによるページ編集と担当者による入力フォームでの更新を両立した静的・動的ハイブリッドモデル
- ④クラウド方式によるインフラ投資・管理コスト削減と永続的無償バージョンアップ

という4つの特徴によりグループ・グローバルにWebサイトを管理・展開したい企業に多数利用されている。

### プロも担当者も運用に参加してDX化を推進



[出所] 会社資料より

## Connecty CDP

「Connecty CDP」は、顧客データの統合・可視化・セグメンテーションによりデジタルコミュニケーションを包括的にサポートするCDP<sup>2</sup>である。

①一元管理・集約  
②分析  
③セグメンテーションにより  
デジタルコミュニケーションを包括的にサポート

- ①1st Party Cookie発行による様々なデジタル上の顧客データの一元化と企業内のCMS・営業データ・POSデータ等の集約
- ②集約・統合したデータに対してレポート機能とSQL<sup>3</sup>の各種記述等による顧客セグメントの設定と抽出等でデータ分析
- ③統合したデータを顧客セグメント化しダイレクトアプローチサービスにデータを分類して引き渡すセグメンテーション

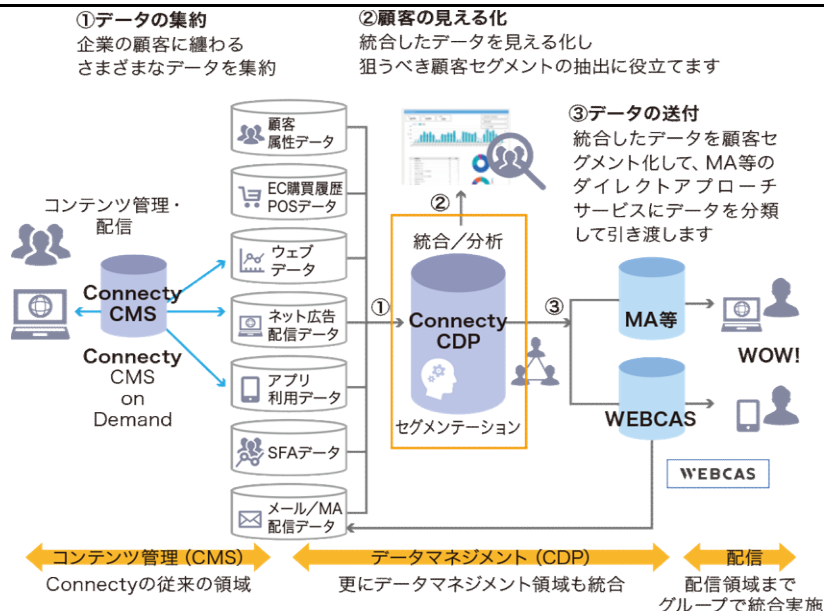
という3段階でMA<sup>4</sup>によるマーケティング施策の展開・精緻化や特定のセグメントへのアンケート配信、属性に添ったWeb上の接客などを実現する。

- 1：コンテンツ・マネジメント・システム、Webサイト上のコンテンツを一元管理する。
- 2：カスタマー・データ・プラットフォーム、個人顧客のデータを管理する。
- 3：データベースの定義・操作を行うデータベース言語の一つ。
- 4：マーケティング・オートメーション

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

「Connecty CDP」は、「WEBCAS」シリーズとの連携だけでなく、連携可能なサービスを順次増やしていく予定である。

### ■ 事業内のサービスをつなぐ「Connecty CDP」



[出所] 会社資料より

## 大規模Webサイト開発事業

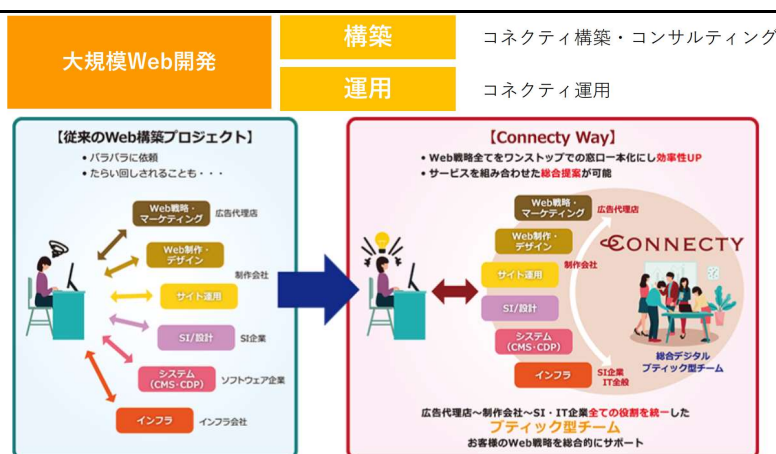
ゼネコン式の開発・運営から脱却

## 新規顧客との接点と企業データの入り口

### 事業概要

当事業ではConnectyによる大規模Webサイトの開発と運営を行っている。広告代理店・制作会社・SI企業・ソフトウェア企業・インフラ会社と役割別に対応されていた従来の大規模Webサイト開発・運営に対して、ワンストップ化による効率化・コスト削減を実現している。

### ■ 大規模Webサイト開発事業の提供サービス



[出所] 会社資料、Connecty社HPより

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## コミュニケーション 支援・コンサル ティング事業

グループ全体の  
売上・利益に  
大きく貢献

## カスタマーサクセス実現に欠かせない支援事業

### 事業概要

当事業では主に、エンタープライズソフトウェア事業で開発・販売している各種サービスの運用支援・コンサルティングサービスを提供している。使いかたがわからない、導入によりかえって作業が増えた等の問題を積極的に解決しカスタマーサクセスを実現、これによる解約率低下がエンタープライズソフトウェア事業の成長につながっていく。

### コミュニケーション支援・コンサルティング事業の提供サービス

コミュニケーション支援 ・ コンサルティング	コミュニケーション	WOWメール運用支援 コンサルティング FUCA <b>Newstream</b> (2022年7月1日 連結子会社化予定)
	CDP	コネクティCDP 運用・コンサルティング

[出所] 会社資料より

ニューストリームの設立・子会社により、問題抽出・実行プラン作成等の戦略立案から実行支援までのマーケティング活動全体のサポートが可能となっている。

### ニューストリームの提供サービス

WEBCASユーザへの提供サービス	主要サービス
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ コミュニケーションプランニング</li> <li>✓ クリエイティブ (メール制作、Webコンテンツ開発)</li> <li>✓ 運用支援 (メール配信、フォーム・DB設計)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ デジタルソリューション                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ デジタルマーケティング戦略立案</li> <li>・ デジタル施策実行支援</li> </ul> </li> <li>■ メールソリューション                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ コンサルティング</li> <li>・ クリエイティブ制作</li> <li>・ 運用支援</li> </ul> </li> <li>■ ソリューション開発                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ システム企画</li> <li>・ システム構築</li> </ul> </li> </ul>



[出所] 会社資料より

## その他事業

開発・運用のヒント  
獲得と実証実験に  
活用

## 新サービスを迅速に効率的に創出する場

### 事業概要

当事業では、創業時に「WEBCAS」のヒントとなった受託開発と、ままちゅによるベビー服のECサイト「べびちゅ」の運営を行っている。プロダクト開発のヒント獲得やサービスの実証実験のための研究的位置づけとして活用されている。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 5. ROIC分析

### 売上高 営業利益の トレンド

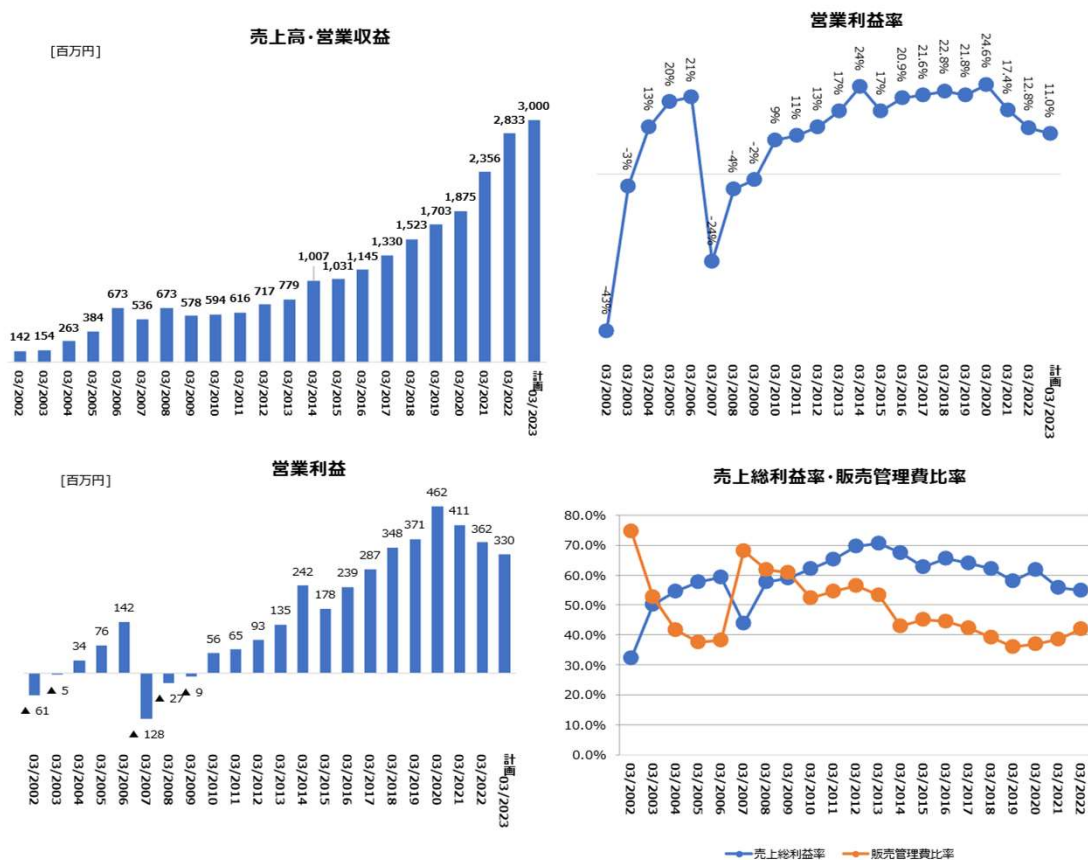
#### 売上高は15期連続増収へ

#### ただし、営業利益率は先行投資でやや低迷へ

WW社の売上高は通期で15期連続の増収を予定しており、「WOW engage」に基づく成長戦略から、さらなる成長が期待される。一方で、成長速度向上を目的とした低収益率企業の連結子会社化や新体制への移行などの要因から、2020年3月期を境に売上総利益率が減少傾向かつ販管費率が上昇傾向となり、営業利益と営業利益率がともに低迷している。

こうした中でWW社は、カスタマーサクセスへの注力による各種サービスの解約率低下、ひいてはストック収益の積み上げによる更なる成長を実現することで、売上拡大と営業利益率改善を図る。

### 売上高、営業利益のトレンド



[出所]FactsetよりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。



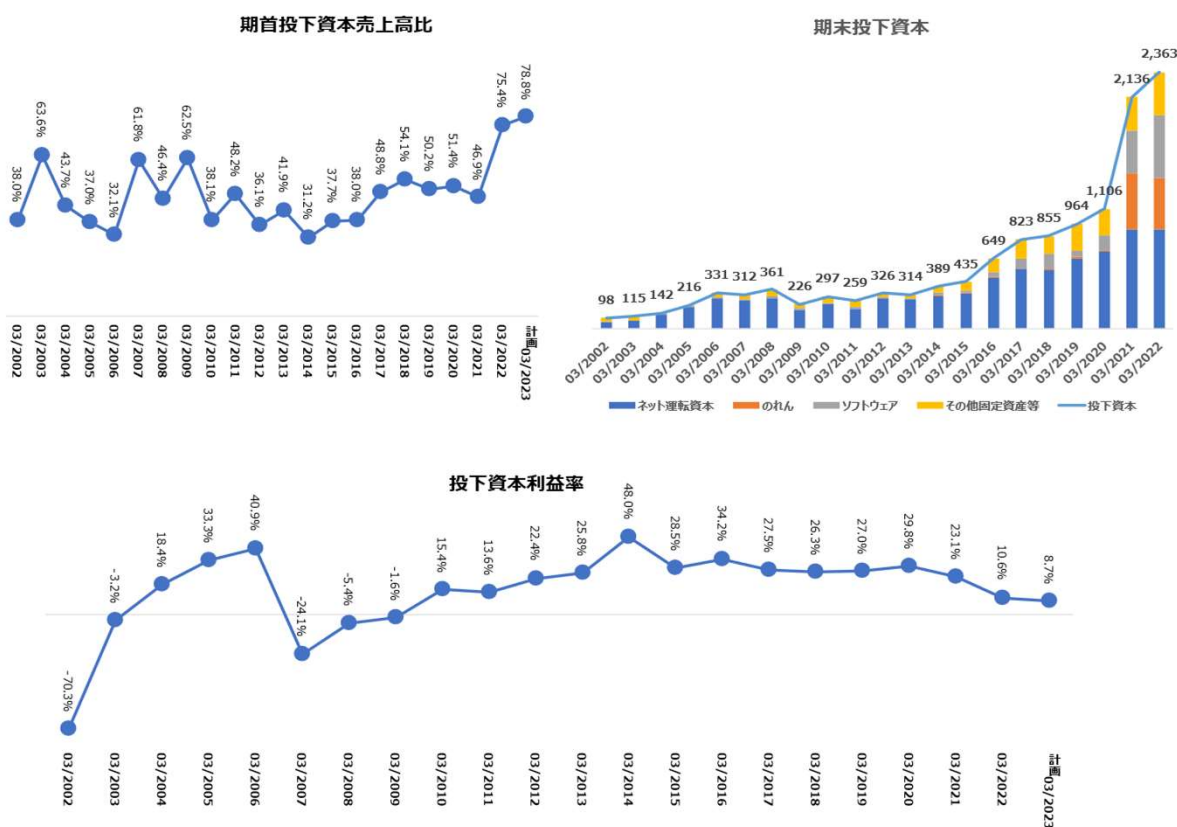
## ROICのトレンド

### かつては40%を超えていたROIC

#### のれん、ソフトウェアの先行投資でROICは一時的に低下傾向へ

WW社はこれまで、メール配信サービスに特化しており、その投下資本の小ささからROICは最大48.0%に達する等非常に高水準であった。しかし、このままメール配信サービスにおける速度と量を追求しても社会のためならず、同時にWW社の成長にも繋がらないという思いから、業容の拡大を図った。これよりのれんやソフトウェアを主として投下資本は増大傾向にあり、ROICも減少傾向にある。WW社の導入するIFRSではのれんは償却されず据え置きになるため、グループの拡大に伴いのれんは増大する。また、ソフトウェアはWW社の提供できる価値の源泉とも言えるため、今後とも増大させていく方針である。この増大傾向を超える成長を実現することによるROIC改善を目指すと考えられる。

### 投下資本売上高比、ROICのトレンド



[出所]FactsetよりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 6. 2023年3月期第1四半期のレビュー

### 連結情報

#### 増収するも一過性の費用で減益

##### 好調な既存事業による増収

増収の主因は、①主力事業であるエンタープライズ・ソフトウェア事業のクラウドサービス売上高増加、②長年強化してきたサブスクリプションモデルで安定的な収益が見込まれるクラウドサービスがコロナ禍のデジタル関連需要から新規問い合わせ件数増加による受注伸長と月額売上の向上だ。これにより、当第1四半期連結累計期間においては、売上高679,639千円(前年同四半期比0.4%増)となり、通期売上高として14期連続増収、過去最高を更新した。

##### 一過性の特殊費用等による減益

###### 減益の概要

当第1四半期連結累計期間においては、EBITDA78,483千円(前年同四半期比53.7%減)、営業損失4,536千円(前年同四半期は営業利益113,453千円)、親会社の所有者に帰属する四半期損失1,760千円(前年同四半期は親会社の所有者に帰属する四半期利益69,061千円)となった。

###### 減益要因となった特殊費用

減益の主な要因としては、次の特殊費用の発生が挙げられる。多くは一過性であり第2四半期以降の減少が見込まれる。

- ①新たなグループソリューションである「WOW engage」に関する記者会見等の初期販促費用の増加  
→初期販促費であるためゼロに
- ②マーケティングや開発体制の強化等を実施したことによる先行投資費用の増加  
→役職員向けストックオプションの償却の終了もあって改善
- ③官公庁取引のために必要なISMAP認証取得費用  
→認証取得のための業務委託費用はゼロに
- ④純粹持株会社への移行対応費用  
→コンサルティング費用や定時株主総会費用などが継続
- ⑤大規模Web開発事業における人材投資及び外注費の増加  
→外注費は減少するものの受注拡大に必要な開発リソース確保のため人材投資は増加

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 通期業績見通しを期初予想から修正

### 売上収益は下方修正だが前期比ではプラス

#### 下方修正の概要

WW社は通期の売上収益の見通しを次のように修正した。  
期初予想3,440百万円 → 修正予想3,000百万円、業績予想増減率：▲12.8%、前期比+5.9%。

#### 修正の主な理由

- ・売上計上が見込まれていたWEBCASの大型オンプレミス案件剥落
- ・WEBCASスタンダード版は足元好調に推移しているものの期初計画を下回る見通し
- ・新サービスのCDPとWOW engageについて案件のリードタイムが当初予想よりも長期化傾向にあり、今年度の売上貢献度が低下
- ・コロナ長期化に伴うEC事業の不振

### EBITDAは下方修正により前期比でマイナス

#### 下方修正の概要

WW社は通期のEBITDAの見通しを次のように修正した。  
期初予想730百万円 → 修正予想620百万円、業績予想増減率：▲15.1%、前期比▲7.0%。

#### 修正の主な理由

- ・大規模Web開発事業における外注費増（上期のみ影響）
- ・CMS事業におけるインフラコスト増
- ・IFRS調整期初予定では使用権資産に係る償却費を含めず算定、修正予想では含めて算定するように修正

### 今後の見通し

WW社は新サービスの拡販や利益率の高いクラウド事業に注力してQ2以降の巻き返しを図る方針である。実際にQ1の足を引っ張った要因が一過性であるものが多く、巻き返しは可能と考えられる。WEBCASスタンダード版の解約率低下および月額平均単価（ARPU）の向上とプレミアム版の新規顧客の獲得、新サービス「WOW engage」がどこまで伸びるかということになる。持株会社移行によるグループ横断でのシナジーや相互総客などで売上増につながるのかどうかということだろう。

本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

セグメント別  
情報

## 増収するも一過性の費用で減益

### エンタープライズ・ソフトウェア事業

WW社のクラウドサービスWEBCAS SaaSスタンダード版の売上高及びConnectyのCMS売上高が順調に増加したことにより、前年同期比8.6%と伸長した。主力製品であるメールコミュニケーションシステム「WEBCAS e-mail」は株式会社ティ・アイ・アール発行の市場調査レポートにおいて、2020年度メール送信パッケージ市場のベンダー別売上金額シェア1位を獲得した。同レポートの予測では2021年度も引き続きシェア1位となる見込み。

売上高は480百万円（前年同期比8.6%増）、売上総利益率65.6%（前年同期比1.1ポイント減）となった。

### 大規模Web開発事業

ConnectyのCMSを活用したウェブサイトの構築案件の進捗の遅れを主因として減収となり、外注費増による減益となった。

売上高は124百万円（前年同期比10.6%減）、売上総利益率2.2%（前年同期比25.2ポイント減）となった。

### コミュニケーション支援・コンサルティング事業

コロナ禍の長期化の影響を受けて需要が低減したため減収となった。

売上高は50百万円（前年同期比21.4%減）、売上総利益率は15.8%（前年同期比4.8ポイント減）となった。

### その他事業

EC事業は中国ロックダウンの影響によるオリジナル商品の入荷遅延により計画未達。

売上高は25百万円（前年同期比22.0%減）、売上総利益率は42.0%（前年同期比1.2ポイント減）となった。

## 7. 外部環境分析

### 市場環境

#### 市場分析

##### メールマーケティングの限界：双方向コミュニケーションへ

メールマーケティングは従来は一斉メールで大量に一方向的に配信するのが主流だった。ここ数年はひとりひとりの嗜好に合わせた内容を、それぞれ最適なタイミングで配信する、One to Oneメールが重要となっている。

ただ、一方で、宣伝のための一斉配信のメールに対しては、簡単に低コストで行えるマーケティングだけに好ましくないメールなども多く、規制も強化されてきた。

こうした現状を踏まえて、「お客様のニーズに合わせたメッセージ配信」や「本音を聞き出すアンケート」など、“つたわる”コミュニケーションの実現手段として“お客様とより良い関係を築きたい”という企業が顧客とつながる手段として各種メッセージ配信が利用されている。

### PEST分析

#### カスタマーサクセスを追求する時代

##### 政治 (Politics)

政治 Politics	+ 要因	・新規創業への投資拡大
	- 要因	・電子メール規制法

##### むやみやたらなメール配信の規制

2002年に施行され2008年に改正された、特定電子メールの送信の適正化等に関する法律(特定電子メール法)によって規制は強化され、罰則も規定されたように、むやみやたらにメールを送るといった時代ではなくなっている。

商品の宣伝を送りつけるようなメールは相手の同意を得た上で送られねばならず、例え同意を得たとしても単純な商品の宣伝だけでは見向きもされなくなっている。メール先の興味を引くように、相手のニーズに合わせ、購買意欲などにつながるようなメール配信の方法や送付先選定が重要となってくる。

## スタートアップ（新規事業）増加がメール利用拡大のきっかけに

一方で、政府が掲げるスタートアップ（新規創業）への投資が拡大するように、新規事業の立ち上がりが多くなると、それぞれの集客などにメールが利用されることも多くなると考えられる。メールの規制がメールの利用を減らすということではなく、メールの選別化につながるということだろう。

配信サービスの進化、メールの選別化や特定電子メール法などの規制強化、多彩な新規事業の勃興などは、メール配信の規制に対するノウハウがあり、多様なメール配信に対応でき、業界ナンバーワンであるWW社にとっては、追い風と考えられる。

## 経済（Economy）

経済 Economy	+要因	・金融緩和の継続 ・DX推進
	-要因	・コロナ禍 ・インフレ・資源価格高騰

## マーケティング費用減少による機会損失の可能性

コロナ禍が終息してもインフレと円安、エネルギー価格の上昇は企業活動に大きな影響を与えている。原材料だけでなく、物流・エネルギーコストの上昇は製造業だけでなく、幅広い業種、ひいては経済全体に大きな影響を与えている。

そうしたなかで企業に求められているのはコスト減少であり、これまでの効率化投資が推進され、さらにDX推進が加速されるものと思われる。コスト削減であおりを食うのが広告宣伝などのマーケティング費用だと考えられる。

## 費用対効果を重視すればWW社へ乗り換えのチャンスに

企業のマーケティング戦略が効率化重視につながれば、メール配信やCRMなども重要視される可能性が大きい。さらに、市場の変化としては、「サブスクリプション型」のサービスや商品の提供が増加しており、顧客との長期的な関係を築くうえでもサブスクが有効とされている。双方向のコミュニケーションツールが必要とされるなかで、顧客との良い関係を構築できるという意味でもCRMなど顧客管理にサブスクのスタイルは適合している。

WW社では、CRM、CDP、コミュニケーションプラットフォームを融合した「WOW engage」により、顧客とユーザの最適なコミュニケーション手段を提供しており、顧客のカスタマーサクセス実現を支援している。このため、長期的視点でのマーケティング活動の最適化とコスト効率化による、他社サービスからの乗り換え需要が期待できる側面がある。

## 社会 (Society)

社会 Society	+要因	・顧客と伴走するようなスタイルへの変化 ・双方向的なサブスクスタイル ・サードパーティーCookie廃止の傾向
	-要因	・Eコマースなどの競争激化

### サブスク型SaaSシステムが得意なスタイルへ変化

量や業務効率化を追求する時代から、相互理解の上で成功を創る双方向の流れで「カスタマーサクセス」を追求する時代へと移りつつある。そのためには、カスタマーサポートのように受動的に顧客の求めるものを提供する事に加え、能動的に顧客と伴走するようなスタイルで顧客の潜在ニーズを探り、先回りして提案する事が重要となる。このためには、サブスク型SaaSシステムが最適であると考えられる。

働き方改革もSaaS提供企業の追い風となっており、特にマーケティング系のSaaSは、EC市場の拡大に呼応して利用増加が期待される。

### サードパーティーCookie廃止がCDPの追い風に

主要なWebブラウザにおいて、プライバシー保護の観点からサードパーティーCookieが廃止されつつある。Cookieとはブラウザ上におけるユーザーの行動ログを解読するための暗号化キーであり、サードパーティーCookieはユーザーが閲覧しているWebサイト運営者でない第三者が送るものである。これは主に、行動ログからユーザーの興味のあるWeb広告を掲載することに利用されている。

これは主に2つの影響をもたらす。1つはWeb広告の効率低下である。Web広告を自動的に配信するためのキーが廃止されるため、手間のかかるWeb広告による新規顧客取り込みか、既存顧客へのマーケティング強化が求められる。2つ目はDMP（データ・マネジメント・プラットフォーム）の衰退である。アドテックに活用されてきたDMPもサードパーティーCookieに依存するため、DMPを用いたサービスは衰退する傾向にある。

この2つの影響はWW社の「WOW engage」の追い風となる。WW社自身が既存顧客へのクロスセルに注力しており、さらに、ファーストパーティCookieを利用し、広告ではなくメッセージ配信によるマーケティング・カスタマーサクセス実現を目指しているためである。

## 技術 (Technology)

技術 Technology	+要因	・新規商品開発のスピードアップ ・顧客との持続的関係構築
	-要因	-

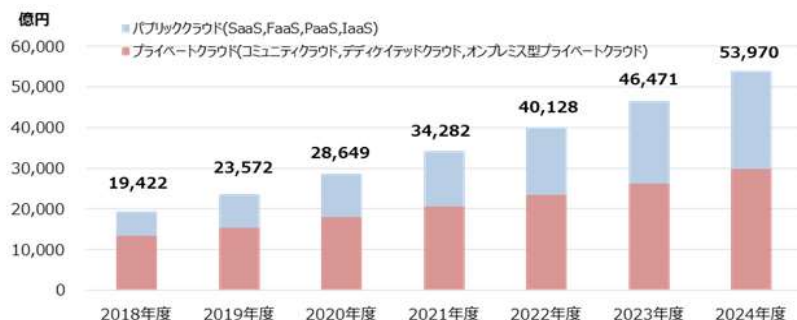
ITもカスタマーサクセスを追求する形で発展しており、顧客との持続的な関係性構築という意味でもサブスクが非常に重要な要素となる。これに対応して、新規開発のスピード化を図る。さらに、研究開発投資に注力することで技術力アップも期待される。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

市場規模

市場規模

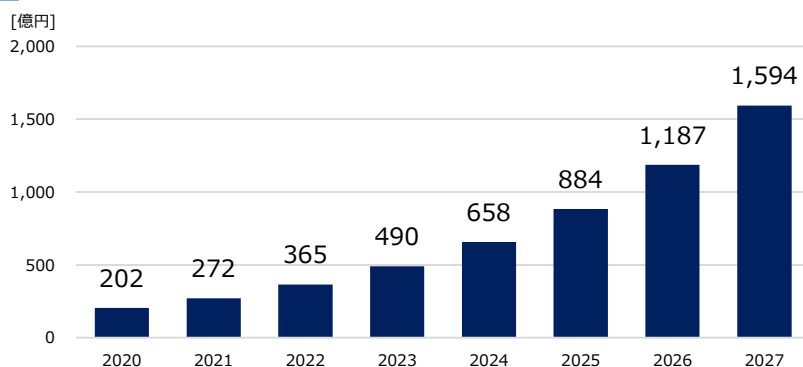
TAM : 国内クラウド市場は2024年に5兆円超え



【出所】株式会社MM総研「国内クラウドサービス需要動向調査」(2020年5月時点) 2020年06月18日

コロナ禍でリモート出社などDXが推進され国内クラウド市場はさらに拡大

SAM : 中でも急成長が見込まれるCPaaS市場



【出所】Report Ocean社のレポートと「経済産業省・令和2年度電子商取引に関する市場調査」をもとにJPR作成

SOM : カスタマーサクセスの関わる市場は拡大

2020年の国内CRMアプリケーション市場

機能市場	売上額	前年比成長率
広告アプリケーション市場	397億7100万円	0.3%
コンタクトセンターアプリケーション市場	326億0600万円	4.8%
カスタマーサービスアプリケーション市場	397億8000万円	7.3%
デジタルコマースアプリケーション市場	145億1900万円	9.9%
マーケティングキャンペーン管理アプリケーション市場	314億4700万円	11.3%
セールス生産性/管理アプリケーション市場	290億4900万円	10.9%
国内CRMアプリケーション市場全体	1871億7300万円	6.7%

【出所】日経BP、日経クロステックACTIVE「コロナ禍を経て成長続けるCRM市場、欠かせない顧客接点の改善」2021.08.03

単純にメールを配信するというツールから、顧客管理、マーケティング戦略構築などを含んだ、複合的なツールへの進化の時代に

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。



## 【調査レポート】企業のマーケティング・広報担当者701人に聞いた「顧客とのコミュニケーション方法」

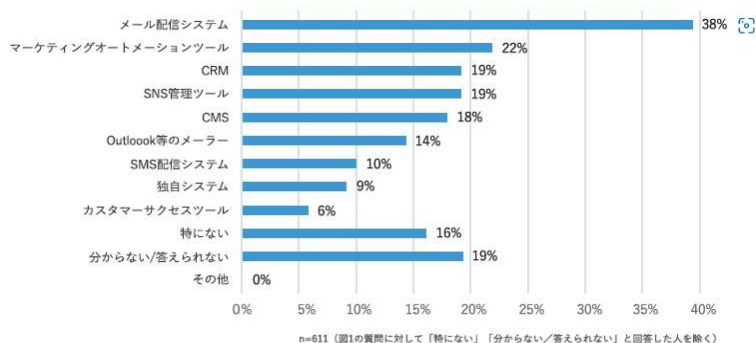
### 調査結果サマリー

- ・「企業が情報発信する手段」として最も多く選ばれたのは「Webサイトのお知らせ等の更新」（81%）。BtoC企業はSNSやマスメディアを積極的に利用。
- ・企業が情報発信する目的は「新規顧客の獲得」（79%）が最多。次いで「ブランド力の向上」（60%）、「見込み顧客との関係性向上」（58%）。
- ・情報発信のために導入しているシステムは「メール配信システム」（38%）。次いで、「マーケティングオートメーションツール」（22%）。
- ・「顧客の声を聞く手段」は、「問い合わせフォーム／代表メールアドレスへの連絡」（53%）が最多。次いで、「問い合わせ窓口への電話」（45%）。
- ・顧客の声を集めるために導入しているシステムは、「アンケートフォーム作成システム」（38%）が最多。次いで、「マーケティングオートメーションツール」（20%）。
- ・「顧客との関係性を向上させるための取り組み」は、「カスタマーサポートの窓口を設置」（29%）が最多。次いで、「オリエンテーション・イベント・セミナーの実施」「カスタマーサクセスの取り組み」（同率24%）。
- ・将来的に実施したほうが良い施策は、同率で「Webサイトのお知らせ等の更新」「企業の公式SNSでの配信」（18%）。次いで、「チャットシステム・Web接客ツールの設置」（14%）。ネット上での双方向コミュニケーションに関心あり。

[出所]WOW WORLD社【調査レポート】企業のマーケティング・広報担当者701人に聞いた「顧客とのコミュニケーション方法」

## 人間中心の社会を実現するWOW WORLDの活動

あなたの所属する企業では、情報発信のためにどのようなシステムを導入していますか（複数回答可）



[出所]WOW WORLD社【調査レポート】企業のマーケティング・広報担当者701人に聞いた「顧客とのコミュニケーション方法」

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 5フォース分析

## 各種脅威の小さいポジション

## 新規参入は比較的容易だが、先行者利潤も大きい

メール配信システムは新規参入は比較的容易だが、新規参入して急激に大量のメールを配信するようになると「スパム」と認識される。

既に8,000社以上の導入実績、約20年にわたる販売実績、メール送信パッケージ市場シェアNO.1 ということであり、改めてスパム対策が必要ないことの優位性は大きい。

## 対応範囲が広く、低コストで顧客の要望に応えられる

顧客サイドから見た場合、メール配信、アンケート、顧客管理、メール共有などのシステムを単体だけでなく、組み合わせることで効率的なCRM運用が可能になる。さらに、既存の顧客データベースや様々な外部システムと柔軟に連携できることが強み。つまり、大がかりなシステム統合をしなくても、顧客の行動、ライフスタイル、属性などに合わせたコミュニケーションが実現できる。

## ITの進化に合わせてコミュニケーションチャネルを拡大

利用者のデータベースと連動したLINE配信やSMS（ショートメール）配信などメールに留まらない多様なチャネルからのメッセージ配信を実現しており、今後も生活様式の多様化とITの進化に合わせて、コミュニケーションチャネルを増やしていく。利用者にとって、顧客との「心に響く」「思いが届く」コミュニケーションを実現するための進化が続いている。つまり、利用者のニーズに応えることで、選択されるようになる。

## 代替品や代替サービスの脅威は少ない

企業と顧客のコミュニケーションツールは進化しているが、文字が映像に代わることはあっても「コミュニケーション」をとる方法は変わらない。単なるメール配信ツールに留まっていれば、淘汰される可能性もあるが、「コミュニケーションツール」としては利用者が減ることはない。

特にOne to One マーケティングが意識されるなかで、CDPの重要性が高まっている。こうしたなかで、WW社はConnectyの子会社化によりCDPをソリューションの一つとして提供しており、代替サービスとなり得るものを柔軟に取り入れ活用している。

## 競合環境

コミュニケーションに関するクラウドサービス市場においては、それぞれ特化したサービスが個別に提供される中で、WW社やTwilio社のような1社でCPaaSを提供する企業もある。CPaaSにおいては提供されるサービスは一見ほとんど同じようであるが、価値観を反映した強みは確かに存在し、WW社の欲しい情報だけを届けようとするサービスはとてユニークであると考えられる。

## 参考資料1.Twilio社のレビュー

### CPaaS市場の ベンチマーク

世界で評価されるコ  
ミュニケーションツ  
ールを提供

従量課金はメッセー  
ジの増える現代に  
適合

どれだけ適切にたく  
さん送るか  
と  
どれだけうれしい体  
験をできるか

### WOW WORLD社の好見本となる超成長企業

#### Twilio社の概要

Twilio社は、企業向けにコミュニケーションプラットフォーム構築に役立つAPIを中心に、業務改善に必要な不可欠なツールを幅広く展開している。従来では、電話やチャット、メールなど、コミュニケーションプラットフォームは企業のシステムに組み込まれており、機能追加程度の改修であってもシステム全体の改修が必要であった。コミュニケーションツールは進化し、顧客とのコミュニケーションの意識もますます高まっている。そうした状況の中でTwilio社はコミュニケーションツールをクラウドで提供し、企業のシステムにAPIで連携させる。それによって顧客のシステムからコミュニケーションツールを分離させ、改修の手間と費用を減らす。顧客は常に最新にアップデートされたコミュニケーションツールの使用が可能となる。こうしたサービスが評価され、世界で25万以上の組織・企業で利用されている。

#### 価値観

Twilio社は、「ビジネスで世界を変えること。そして自分自身に正直であること。」を理念としている。CEOのJeff Lawsonは連続起業家で、それまでの起業体験からビジネスにおけるコミュニケーションの重要性を痛感し、友人であるEvan CookeとJohn Wolthuisと共にAWSのモデルを参考にしてTwilio社を2008年に立ち上げた。

#### ビジネスモデル

Twilio社の収益モデルは、通話やメッセージの送受信の使用量に応じた従量課金制。定額課金制と比較し、安定性に欠け、計画も立てづらい。一方で、Twilioの利用料＝顧客の事業成長とリンクし、つまりは顧客の成長がTwilio社の収益に直結する、共に成長を享受するモデルとも言える。

#### WOW WORLD社とTwilio社の共通点と違い

両社とも、企業と顧客の円滑なコミュニケーション提供では共通しているが、量と質という観点で比較ができる。

顧客への適切なコミュニケーションのために、企業は電話やメール、チャット、ビデオなどの用意に迫られるが、手段が多様化するほど顧客に結びつける方法が複雑になる。Twilio社では、その状況を整理し、ネットワークの配信性能やコスト評価に応じて顧客と結びつける点に強みがある。一方で、WOW WORLD社は必要な情報を届けつつ、統計的因果推論による余計なメッセージに対するリマインドで、その人に必要な情報だけを届けることができる。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 参考資料2.類似のSaaS型企業との比較

## 超過利潤分析

PER,  
EV/EBITDA,  
EV/Salesが  
低い企業は軒並み  
フェアバリューか  
オーバーバリュー

## AI/SaaSで注目の上場企業と比較して堅実かつ割安

## WW社が最も割安

WW社と類似のSaaS関連あるいは、データベースを活用し株式市場で評価されていた企業は、近年その評価を落とし始めており、時価総額とともにPERも低下傾向にある。そのような企業をWW社と合計で16社選んだ。下表において、直前期実績及び今期予想ベースで算出したPER・EV/EBITDA・EV/Salesを掲載している。これらの指標を直前期と今期予想で平均をとり、正の最小値から、3番目に大きな数値までにおいてヒストグラム化したところ、WW社の指標は全て下位0-10%に収まる低水準であることが分かった。このため、WW社は直前期と今期予想においては堅実な利益を確保しつつも非常に割安に評価されていることがわかる。

次ページ以降では、3指標のうち2つ以上が下位0-20%に収まるWW社以外の5社（表の下線部）について、可視化したEVAのグラフ及び、財務根拠の詳細を示している。これらのうち多くの時価総額が、10年後までの株主価値をほとんど織り込んでいる一方で、WW社のバリューギャップは約7倍と非常に割安に評価されていることがわかる。

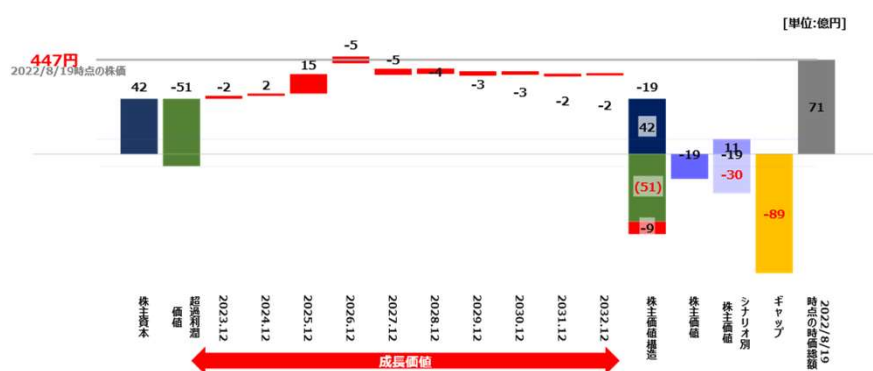
## AI/SaaS、データベース活用で注目される上場企業15社の比較

会社名	PER (倍)		EV/EBITDA (倍)		EV/Sales (倍)		ROIC(%)	時価総額 百万円
	直前期	今期予想	直前期	今期予想	直前期	今期予想	JPR試算	
メンバーズ	23.85	21.29	16.25	13.85	2.04	1.67	23.9%	33,482
WOW WORLD	14.73	17.02	9.24	10.14	1.18	1.12	7.8%	3,403
ブレインパッド	40.96	30.77	25.27	17.77	3.03	2.51	18.5%	24,620
ホットリンク	8.74	67.42	17.91	39.49	0.97	0.80	2.0%	6,675
データセクション	2,043.68	-56.77	11.83	388.14	2.29	1.76	-4.3%	4,087
オロ	17.48	17.35	9.82	9.71	3.60	3.22	34.8%	24,897
PKSHA Technology	419.98	237.45	74.70	53.26	6.10	4.44	3.8%	61,737
プレイド	-167.49	-14.28	81.99	-11.49	2.56	1.94	-22.6%	17,754
WACUL	20.88	28.95	22.36	23.11	3.81	2.98	19.7%	4,719
Appier Group	-100.66	-284.61	-92.35	-358.19	8.15	5.80	-1.8%	118,682
エクサウィザーズ	-260.54	713.89	-152.44	612.81	6.37	4.38	0.0%	35,695
ユミルリンク	17.95	15.99	8.83	7.78	1.90	1.68	33.2%	5,134
JDSC	344.97	-59.33	156.82	-46.19	5.47	4.26	-16.7%	9,314
Speee	34.74	29.69	21.60	16.37	1.94	1.97	22.7%	29,007
Orchestra Holdings	34.21	27.26	19.51	14.75	1.48	2.46	16.4%	25,894
プロジェクトカンパニー	71.38	76.24	66.29	50.46	15.81	9.66	41.9%	35,831

[出所]FactSet等よりJPR作成。時価総額は8月5日終値ベース。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

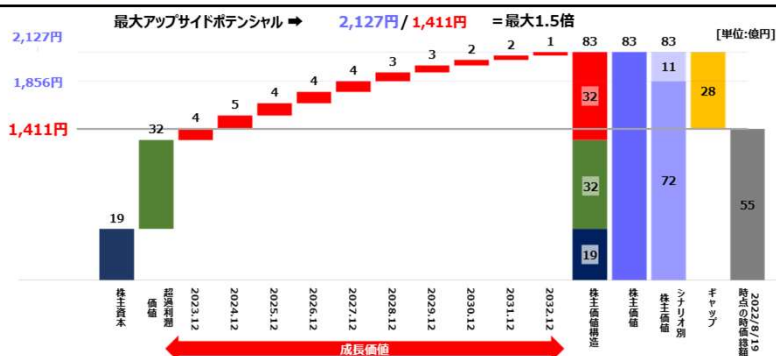
### ■ ホットリンク (3680) の株主価値構造とバリューギャップ分析



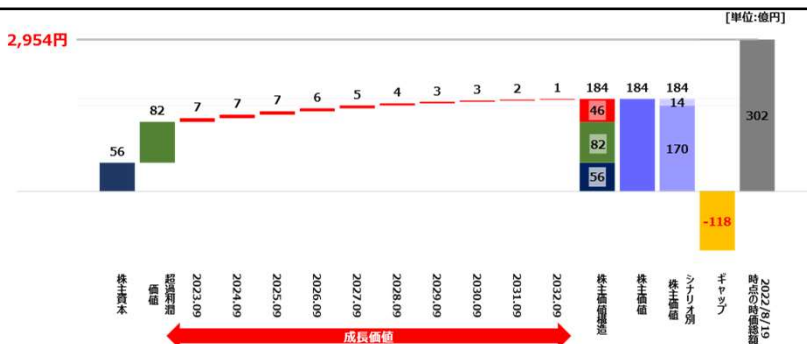
### ■ オロ (3983) の株主価値構造とバリューギャップ分析



### ■ ユミルリンク (4372) の株主価値構造とバリューギャップ分析

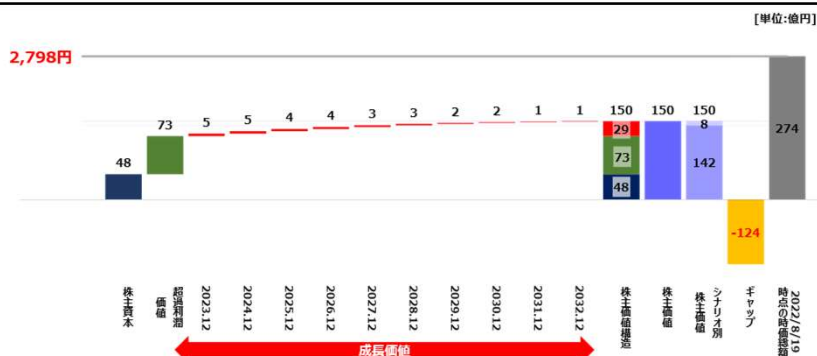


### ■ Speee (4499) の株主価値構造とバリューギャップ分析



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## Orchestra Holdings (6533) の株主価値構造とバリュウギャップ分析



## ホットリンク (3680) の10年後までの財務予想

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12
売上高	80	108	145	200	250	323	385	444	499	548	591
営業利益	1.6	5.4	11.0	24.6	32.0	39.7	47.3	54.6	61.3	67.4	72.7
営業利益率	2.0%	5.0%	8.0%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
売上高成長率	21.4%	35.0%	35.0%	37.6%	30.1%	24.1%	19.2%	15.4%	12.3%	9.9%	7.9%
NOPATマージン	1.4%	2.5%	5.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
投下資本売上高比率	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%
WACC	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	1.9%	4.7%	7.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
ROIC/WACC (1円当たりで創出する価値)	0.1	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
NOPAT	1.11	3.72	8.04	17.01	22.12	27.60	32.73	37.76	42.42	46.60	50.27
投下資本×WACC	8.46	11.42	15.42	21.22	27.50	34.24	40.83	47.12	52.92	58.13	62.71
超過利益	-7.35	-7.70	-7.38	-4.21	-5.48	-6.80	-8.10	-9.35	-10.50	-11.54	-12.45
超過利益/NOPAT:投下資本×WACC	-6.24	-6.38	-6.42	-5.41	-6.23	-7.03	-7.83	-8.63	-9.43	-10.23	-11.03
各年で創出する価値	-51	-2	2	22	-9	-9	-9	-9	-8	-7	-6
ディスカウントレート	100%	87%	76%	67%	58%	51%	44%	39%	34%	30%	26%
超過利益の現在価値	-51	-2	2	15	-5	-5	-4	-3	-3	-2	-2
投下資本①:元手	58										
超過利益価値(今期の超過利益の永久価値)②	-51										
成長価値(超過利益の増加分の現在価値)③	9										
非事業資産価値④	6										
企業価値=①+②+③+④	19										
有利子負債等	-23										
株主価値	-19										

## オロ (3983) の10年後までの財務予想

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12
売上高	62	68	74	81	87	93	98	103	106	109	112
営業利益	20.5	22.5	24.0	26.7	28.8	30.8	32.6	34.0	35.2	36.2	37.1
営業利益率	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
売上高成長率	11.7%	9.6%	9.6%	8.6%	7.8%	7.0%	5.6%	4.5%	3.6%	2.9%	2.3%
NOPATマージン	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
投下資本売上高比率	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%
ROIC/WACC (1円当たりで創出する価値)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
NOPAT	14.17	15.53	17.02	18.49	19.92	21.32	22.51	23.52	24.36	25.05	25.63
投下資本×WACC	3.15	3.45	3.78	4.10	4.42	4.73	5.00	5.22	5.41	5.56	5.69
超過利益	11.03	12.08	13.24	14.39	15.50	16.59	17.51	18.30	18.95	19.49	19.94
超過利益/NOPAT:投下資本×WACC	11.03	12.08	13.24	14.39	15.50	16.59	17.51	18.30	18.95	19.49	19.94
各年で創出する価値	135	13	14	14	14	13	11	10	8	7	5
ディスカウントレート	100%	92%	85%	79%	73%	67%	62%	58%	53%	49%	45%
超過利益の現在価値	135	12	12	11	10	9	7	6	4	3	2
投下資本①:元手	38										
超過利益価値(今期の超過利益の永久価値)②	135										
成長価値(超過利益の増加分の現在価値)③	76										
非事業資産価値④	33										
企業価値=①+②+③+④	282										
有利子負債等	-7										
株主価値	275										

## ユミルリンク (4372) の10年後までの財務予想

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12
売上高	22	25	28	32	36	40	43	46	48	50	52
営業利益	4.7	5.4	6.2	7.0	7.8	8.6	9.3	9.9	10.5	10.9	11.3
営業利益率	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
売上高成長率	12.7%	14.4%	14.4%	13.0%	11.7%	10.5%	8.4%	6.7%	5.4%	4.3%	3.4%
NOPATマージン	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
投下資本売上高比率	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
WACC	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
ROIC/WACC (1円当たりで創出する価値)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
NOPAT	3.25	3.72	4.25	4.81	5.37	5.93	6.43	6.86	7.23	7.54	7.80
投下資本×WACC	0.76	0.87	0.94	1.12	1.25	1.38	1.50	1.60	1.68	1.76	1.83
超過利益	2.49	2.85	3.28	3.69	4.12	4.55	4.93	5.27	5.55	5.79	5.99
超過利益/NOPAT:投下資本×WACC	2.49	2.85	3.28	3.69	4.12	4.55	4.93	5.27	5.55	5.79	5.99
各年で創出する価値	32	5	5	5	6	6	5	4	4	3	2
ディスカウントレート	100%	93%	86%	80%	74%	69%	64%	59%	55%	51%	48%
超過利益の現在価値	32	4	4	4	4	4	3	3	2	2	1
投下資本①:元手	10										
超過利益価値(今期の超過利益の永久価値)②	32										
成長価値(超過利益の増加分の現在価値)③	32										
非事業資産価値④	9										
企業価値=①+②+③+④	83										
有利子負債等	0										
株主価値	83										

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## Speee (4499) の10年後までの財務予想

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2022.09	2023.09	2024.09	2025.09	2026.09	2027.09	2028.09	2029.09	2030.09	2031.09	2032.09
売上高	125	137	150	162	175	187	197	206	213	219	224
営業利益	15.0	16.4	18.0	19.5	21.0	22.5	23.7	24.7	25.6	26.3	26.9
営業利益率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
売上高成長率	-1.6%	9.5%	9.5%	8.5%	7.7%	6.9%	5.5%	4.4%	3.5%	2.8%	2.3%
NOPATマージン	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
投下資本売上高比率	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
ROI=NOPATマージン×投下資本売上高比率	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
ROI/WACC (1円当先年で創出する価値)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
NOPAT	10.38	11.36	12.43	13.49	14.53	15.53	16.39	17.11	17.71	18.21	18.63
投下資本×WACC	3.76	4.11	4.50	4.88	5.25	5.62	5.93	6.19	6.41	6.59	6.74
超過利益	6.62	7.25	7.93	8.61	9.27	9.91	10.46	10.92	11.30	11.62	11.88
超過利益×NOPAT-投下資本×WACC	6.62	7.25	7.93	8.61	9.27	9.91	10.46	10.92	11.30	11.62	11.88
毎年創出する価値	82	8	8	8	8	8	7	6	5	4	3
子バカントレート	100%	93%	86%	79%	73%	68%	63%	58%	54%	50%	46%
超過利益の現在価値	73	7	7	7	6	5	4	3	3	2	2
投下資本①: 先手	46										
超過利益価値 (今朝の超過利益の永久価値) ②	82										
現在価値 (超過利益の増加分の現在価値) ③	46										
非事業価値④	20										
企業価値=①+②+③+④	194										
有利子負債⑤	-10										
株主価値	184										

## Orchestra Holdings (6533) の10年後までの財務予想

[億円]	9期	10期	11期	12期	13期	14期	15期	16期	17期	18期	19期	20期
	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12
売上高	100	107	115	122	129	136	141	146	150	153	155	
営業利益	16.7	17.9	19.1	20.4	21.5	22.6	23.6	24.3	25.0	25.5	26.0	
営業利益率	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	
売上高成長率	-39.9%	7.1%	7.1%	6.4%	5.7%	5.2%	4.1%	3.3%	2.6%	2.1%	1.7%	
NOPATマージン	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	
投下資本売上高比率	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	
ROI=NOPATマージン×投下資本売上高比率	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	
ROI/WACC (1円当先年で創出する価値)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
NOPAT	11.55	12.36	13.24	14.08	14.89	15.65	16.30	16.84	17.28	17.64	17.94	
投下資本×WACC	5.65	6.05	6.47	6.89	7.28	7.66	7.97	8.23	8.45	8.63	8.78	
超過利益	5.90	6.32	6.76	7.19	7.60	8.00	8.33	8.60	8.83	9.01	9.17	
超過利益×NOPAT-投下資本×WACC	5.90	6.32	6.76	7.19	7.60	8.00	8.33	8.60	8.83	9.01	9.17	
毎年創出する価値	73	5	5	5	5	5	4	3	3	2	2	
子バカントレート	100%	93%	86%	79%	73%	68%	63%	58%	54%	50%	46%	
超過利益の現在価値	73	5	5	4	4	3	3	2	2	1	1	
投下資本①: 先手	70											
超過利益価値 (今朝の超過利益の永久価値) ②	73											
現在価値 (超過利益の増加分の現在価値) ③	39											
非事業価値④	-6											
企業価値=①+②+③+④	172											
有利子負債⑤	-22											
株主価値	150											

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 参考資料3. 株主価値の時系列分析の解説

## 概要

時系列的推移は  
現在価値に割引  
いた成長価値の時  
系列的な構造を表  
現している

時系列的推移は  
時価総額  
ではなく  
創出される  
株主価値

現在価値におけるX  
年後の「成長価値」  
は、X年後の「超過  
利潤価値」より小さ  
く表現される

## 現時点から見た将来10年後までの株主価値を可視化

## 階段グラフ「株主価値の時系列分析」の形式とありがちな誤解

本レポートではしばしば、「投下資本（青）」「超過利潤価値（緑）」「成長価値（赤）」が階段状に積み上げられたグラフ「株主価値の時系列分析（以下、「階段グラフ）」が用いられている。ここにおける「成長価値」は、10年間に分割して表現された将来の「超過利潤の増加分」をWACCで割引いたものである。

一方で、見方を誤解すると誤った評価に繋がってしまう。その例として次の2つが挙げられる。「時系列的に時価総額が推移する」という誤解と、「将来価値表現として、株主価値がX年後視点ごとにグラフの通り創出される」という誤解である。

## 「時系列的に時価総額が推移する」グラフではない

階段グラフで時系列的にX年後と表現されているのは、あくまで理論的な株主価値を構成する「成長価値」である。それが現時点から見て何年後まで時価総額に織り込まれていて、どれだけ織り込まれていないかを可視化することにより、理論的な株主価値と時価総額のギャップを可視化している。このため、時価総額がX年時点でいくらという表現ではない。

## 将来価値でなく、現在価値として織り込んでいる

階段グラフでは、将来10年で創出される各年の「超過利潤の増加分」を割引率（WACC）により割引いて、現在価値の「成長価値」と表現している。このため、X年後時点における「超過利潤価値」は、階段グラフ上の数値と割引いた分を逆算したものの積み重ねとなる。X年後時点で創出されている株主価値は、理論的には階段グラフの「超過利潤価値」と「成長価値」を単に積み重ねたものより大きくなっていると言える。

## X年後時点におけるフェアバリューはいくらなのか

2つの誤解に対する説明を踏まえると、X年後時点における分析対象企業のフェアバリューは次のように説明される。

$$\begin{aligned} \text{フェアバリュー} &= \text{「株主価値（年度ごとに変化）」} \\ &+ X \text{年後における「超過利潤価値」} (= 1 \text{年後「成長価値」} \times \\ &(1 + \text{WACC}) + \dots + X \text{年後「成長価値」} \times (1 + \text{WACC})^X) \\ &+ \sum (X + N \text{年後の「成長価値」} / (1 + \text{WACC})^N) \end{aligned}$$

ただし、N (= 1, 2, ...) はIR活動などにより市場に認知された成長期待が見込まれる年数である。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。



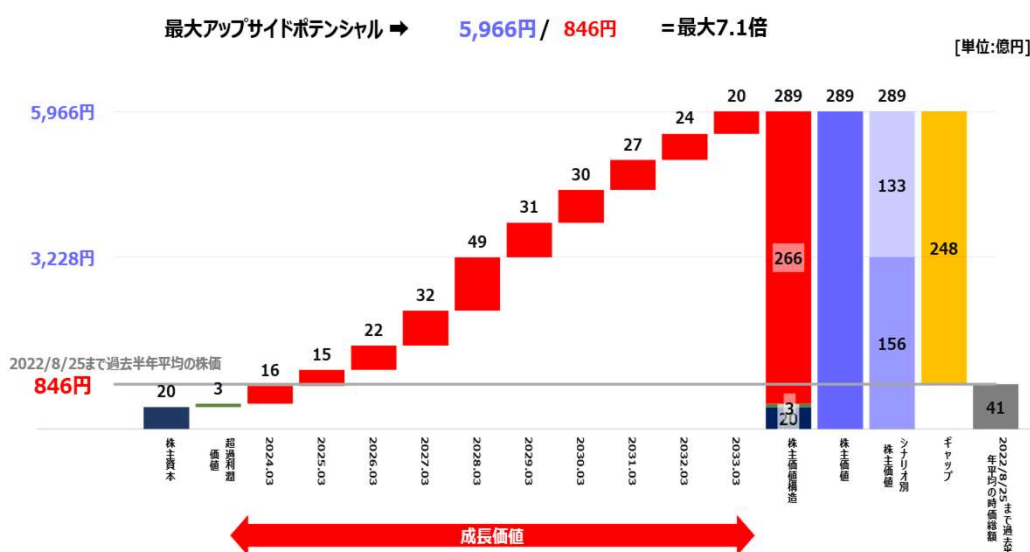
## 個別事例

# WW社の東証プライム上場維持基準適合計画について

## 2025年3月期に時価総額100億円達成は可能と推測

WW社は、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」において2025年3月期に時価総額100億円を計画している。前項で説明している時系列分析の内容に基づけば、時価総額100億円の達成は可能であると考えられる。

### 株主価値の時系列分析



### 成長期待の認知拡大が鍵

2023年3月期時点における2025年3月期までに創出される株主価値は、現在価値で20+3+16+15 = 54である。まず1つ目の説明より、2023年3月期時点でも1年後の成長価値を織り込んでいるように、2025年3月期以降の成長価値が織り込まれることが予想される。特に、本レポートで取り上げた「WOW engage」やCPaaS市場への参入のように、成長が期待される要因が十分かつ、今期の下方修正があったものの黒字を保ったまま成長を続けている。このため、時価総額100億円到達に必要な2025年3月期から見て1-2年後までの成長価値が織り込まれる可能性は十分あり得ると考えられる。

また、2つ目の説明より、現在価値に割り引かれていることを踏まえると、2025年3月期から1年後と少し分の成長価値が織り込まれるだけでも時価総額100億円到達が可能になると考えられる。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 巻末資料1. JPRのレポートを初めて見る方のために

### GCC経営™ 分析

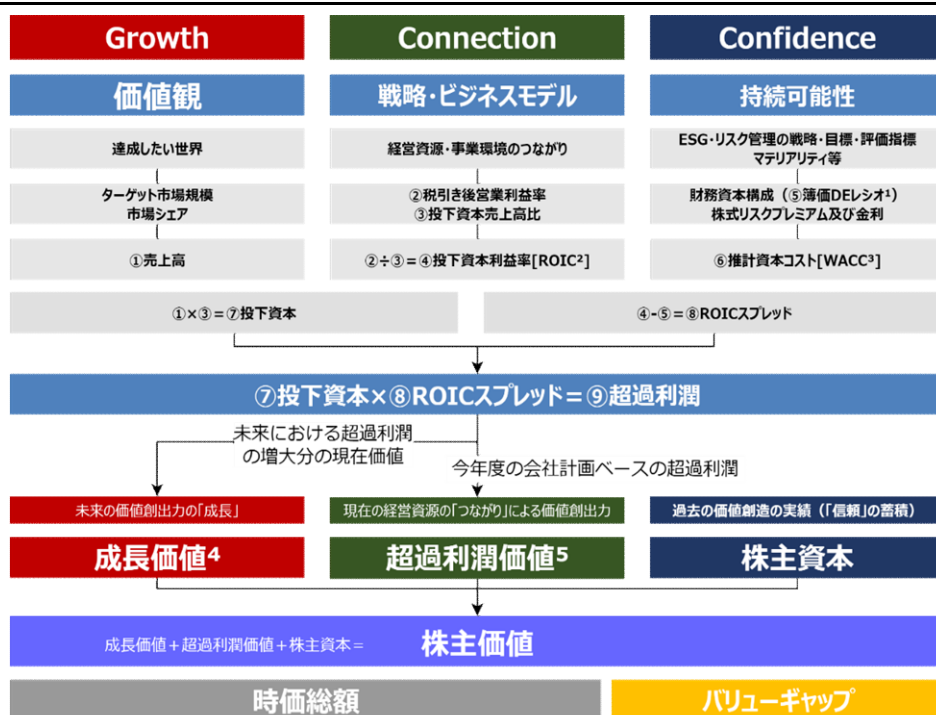
理論的な株主価値  
と時価総額のバ  
リュギャップを可  
視化

### Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

#### 定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2. 計算根拠」）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュギャップを可視化する。

#### GCC経営™分析のフレームワーク



[出所：JPR] [注]1. 簿価DELシオ：有利主負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital. 投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC：Weighted Cost of Capital. 加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。5. 超過利潤価値＝当期会社計画に基づき超過利潤の永久価値。当期会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

### 年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

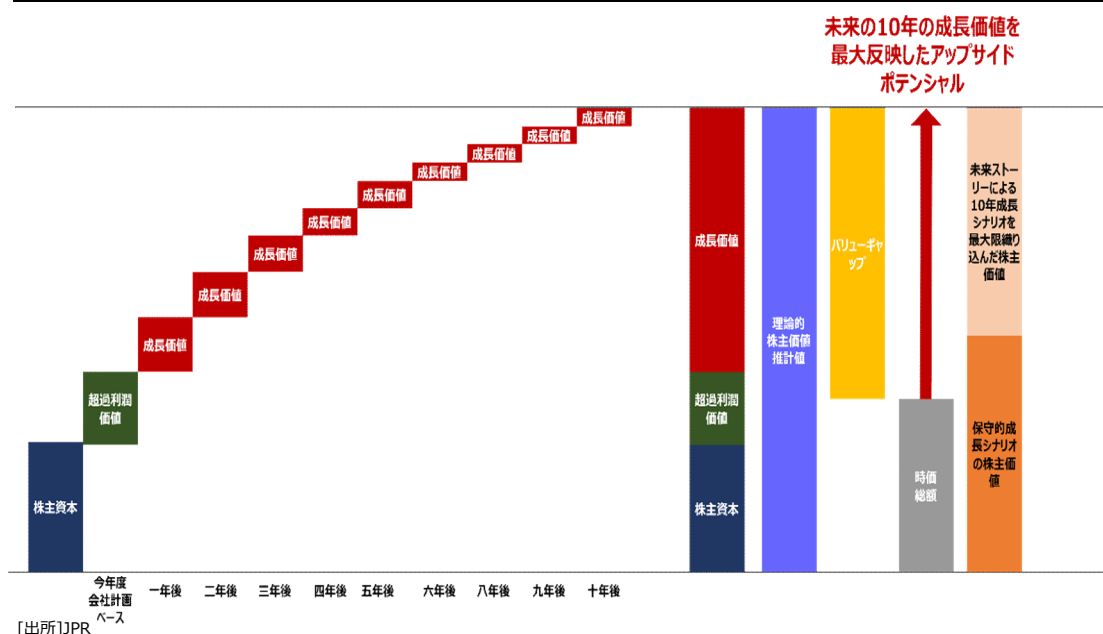
### 保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

現時点で何年分の成長価値が時価総額に織り込まれているかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

### バリューギャップの可視化



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

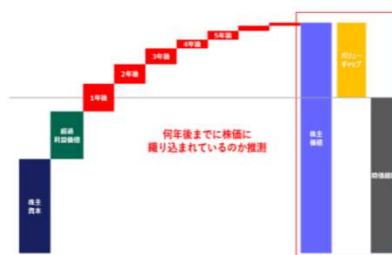
## 巻末資料2. 計算根拠

### 超過利潤による 企業価値評価

#### 超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低ければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本＝投下資本＋非事業資産－有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

#### 超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤＝税引き後営業利益(NOPATマージン)－投下資本×加重平均資本コスト  
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) ＝ 営業利益 × (1-実効税率)  
 投下資本＝総資産－非事業資産価値－(余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)  
 非事業資産価値＝繰り延べヘッジ損益＋土地再評価額金＋為替調整勘定  
 余剰資金の合計＝売上高の月商1.5カ月を超える現預金＋短期有価証券＋投資有価証券  
 加重平均資本コスト＝税引き後有利子負債利率×(D)/(E+D)＋株主資本コスト×(E)/(D+E) 株主資本コスト＝0.5%＋5%×β  
 β＝TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一次回帰式の傾き  
 E＝計算時点での時価総額  
 D＝計算時点での直近決算の短期有利子負債＋固定負債＋少数株主持分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行って発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。