

ホリスティック企業レポート

INCLUSIVE

7078 東証グロース

アップデート・レポート
2022年12月23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 20221220

INCLUSIVE(7078 東証グロース)

発行日: 2022/12/23

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 23年3月期は新規サービスの拡大に係る費用の増加により営業損失を見込む

> 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主力としている。提供するサービスは、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、クリエイターエージェンシーサービス、個人課金サービスなどである。

◆ 23年3月期上期決算の概要

・23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)は連結対象となる子会社が増加したことで売上高は1,851百万円(22/3期上期は693百万円)となった一方、人件費やのれん償却費などの増加により218百万円の営業損失(22/3期上期は16百万円の損失)を計上した。

◆ 23年3月期業績予想

・23/3期の会社計画は、売上高は前回予想の5,580百万円から5,046百万円へ、100百万円の営業利益から271百万円の営業損失へと下方修正されている。売上高が期初予想を下回ることにより新規サービスの拡大に係る費用を吸収できず営業損失となる見通しである。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、上期実績及び同社の取り組みを踏まえて23/3期業績の前回予想(売上高5,497百万円、営業利益100百万円)を会社計画並みの水準に下方修正した。

◆ 事業戦略と中期業績見通し

・同社は、運営・支援メディア数の拡大や、事業領域の拡大などに取り組み、持続的な事業規模拡大を目指す考えである。

・当センターでは、新たな事業領域への進出により売上高の増加が続く、25/3期に営業黒字化すると予想している。ただ、積極的に進めている新規サービスが想定通りの成果をあげない可能性があることに留意が必要と考えている。

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】

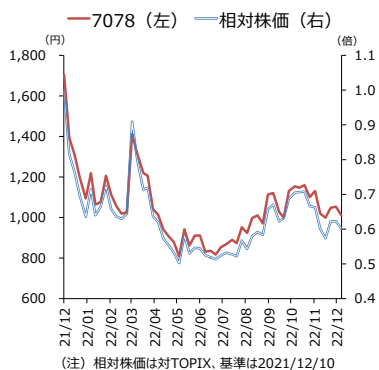
	2022/12/16
株価(円)	1,012
発行済株式数(株)	9,916,089
時価総額(百万円)	10,035

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-	-	-
PBR(倍)	4.4	6.3	6.3
配当利回り(%)	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(%)	-0.8	1.2	-15.4
対TOPIX(%)	1.0	-4.7	-13.6

【株価チャート】



【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)
2021/3	1,376	-8.5	31	-88.1	42	-83.5	22	-86.3	3.1	191.9	0.0
2022/3	1,743	26.7	-42	-	-30	-	-115	-	-14.7	227.9	0.0
2023/3 CE	5,046	2.9×	-271	-	-245	-	-365	-	-37.5	-	0.0
2023/3 E	5,050	2.9×	-280	-	-255	-	-334	-	-33.7	160.0	0.0
2024/3 E	5,394	6.8	0	-	0	-	0	-	0.0	160.0	0.0
2025/3 E	5,749	6.6	72	-	72	-	45	-	4.5	164.6	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

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。

> 事業内容

◆ メディア支援やプロモーション企画など複数のサービスを提供

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。

同社は、デジタルコミュニケーション事業の単一セグメントであったが、子会社による新事業が増加したことを踏まえて23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)から、セグメントをメディア&コンテンツ、企画&プロデュース、食関連、その他の4つに分類して売上高とセグメント利益を開示している(図表1、図表2)。

【図表1】セグメント別サービス内容

セグメント	サービスの種類	内容	担当会社
メディア&コンテンツ	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
	クリエイターエージェントサービス	漫画家や出版社が有する漫画コンテンツをデジタル化したデジタルコミックの制作・配信、漫画家のプロデュース	ナンバーナイン
	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	Newsletter Asia
	ゴルフテックサービス	ゴルファーに対するゴルフクラブフィッティングサービスの提供	OGS、OGS PLUS
企画&プロデュース	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
	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	パンフィック・コミュニケーションズ オレンジ
	エンジニアリングサービス	IoT機器やディブ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
食関連	料亭運営・ECサービス	料亭「下鴨茶寮」の運営や「下鴨茶寮」ブランドを活用した商品販売やサービス提供など	オレンジ
その他	宇宙関連サービス	宇宙に関連したデータを活用した企業や自治体へのコンサルティングサービスの提供	INCLUSIVE SPACE CONSULTING

(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

【 図表 2 】 セグメントごとの売上高及び利益

(単位:百万円)

セグメント		売上高			セグメント利益			
		22/3期 上期	23/3期 上期	前年同期比	22/3期 上期	23/3期 上期	前年同期比	利益率
報告 セグメント	メディア&コンテンツ	490	928	89.2%	-45	-200	-	-
	企画&プロデュース	279	698	2.5×	29	27	-5.6%	3.9%
	食関連	-	326	-	-	-43	-	-
	その他	-	-	-	-	-1	-	-
調整額		-76	-102	-	-	-	-	-
合計		693	1,851	2.7×	-16	-218	-	-

(出所) INCLUSIVE 決算短信から証券リサーチセンター作成

◆ メディア&コンテンツ

メディア&コンテンツは、デジタルメディア及び漫画に関するサービスにゴルフテックサービスを加えた事業である。メディアマネジメントサービス、クリエイターエージェントサービス、個人課金サービス、ゴルフテックサービスが含まれている。

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。

22年3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85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名証プレミア)、讀賣テレビ放送(大阪市中央区)などである。

【 図表 3 】 主要な運営・支援メディアの一例



(出所) INCLUSIVE 届出目論見書、決算説明資料

2) クリエイターエージェンシーサービス

22年1月のナンバーナインの子会社化により開始したサービスで、漫画家に対する作品のデジタル配信の支援、出版社に対するデジタル化の支援などを行っている。漫画家に対しては、確定申告の支援など、執筆活動を支えるための多様なサービスも提供している。

3) 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(SNSメールマガジンは21年6月にNewsletter Asiaへ社名変更)により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。

4) ゴルフテックサービス

21年10月のOGS及びOGS PLUSの子会社化により開始したサービスで、ゴルファーに対して、試打をしたうえで適切なゴルフクラブを提案するフィッティングサービスを提供している。尚、このサービスがメディア&コンテンツのセグメントに含まれているのは、将来的にフィッターの育成カリキュラムのデジタル化やフィッティングサービスでのメディア活用などを視野に入れているためである。

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。

◆ 企画&プロデュース

企画&プロデュースは、企画、広告に関連するする事業で、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が含まれている。

1) 広告運用サービス

子会社のData Tailorが、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、広告主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。

2) プロモーション企画・PR サービス

子会社のパシフィックコミュニケーションが、クライアント向けプロモーション企画からコンテンツ制作、運用までをトータルで提供している。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。

尚、22年4月に子会化したオレンジ傘下の オレンジ・アンド・パートナーズ及びジョージクリエイティブカンパニーは、商業施設や飲食店のプロデュースやキャンペーンの企画、ブランディングに関するコンサルティング、空間設計やインテリアコーディネート、メニュー開発などを行っている。

3) 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。

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。

◆ 食関連

食関連は、オレンジ傘下の下鴨茶寮が老舗料亭である「下鴨茶寮」の運営やブランドを活かした商品の店舗販売及びEC販売、ライセンス提供などを行っている。

◆ その他

その他は、上記セグメントに含まない新規事業で、現在は宇宙関連サービスのみである。22年4月にINCLUSIVE SPACE CONSULTINGを設立して開始したサービスで、企業や自治体に対して、宇宙に関連したデータを活用して衛星打ち上げなどに関する支援を行うコンサルティングサービスを提供している。

◆ 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

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。同じユーザーが複
数回訪問しても1ユニークユー
ザーとしてしかカウントされない。

後は、コンテンツのページビュー数やユニークユーザー数^{注8}を管理し、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が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。

> 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)	<ul style="list-style-type: none"> ・数多くのメディア運営・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定人物(代表取締役社長)への依存度が高い事業運営 ・顧客のマーケティング予算の削減が業績悪化に影響すること ・相次ぐ子会社化により収益性が低下していること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・新規事業、新規サービスが想定通りの成果をあげない可能性があること

(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「an・an web」「anna」「ラフ&ピースマガジン」などを閲覧する一般消費者	・特になし	特になし
	クライアント	・テレビ局	・中部日本放送など	合計85メディアを運営・支援
		・出版社	・徳間書店、マガジンハウスなど	
		・事業会社	・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	・読賣テレビ放送「anna」	18年8月に運営・支援を開始	
		・マガジンハウス「an・an web」	16年12月に運営・支援を開始	
ネットワーク	・運営するメディアのコンテンツ執筆を行う社外の著作者	・特になし	特になし	
組織資本	プロセス	・コンテンツの企画・制作	・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	特になし
		・運用支援	ユーザー数の増加につなげる	
		・分析・改善		
	知的財産 ノウハウ	・独自のSSPサービス	・Pacific SSP	特になし
・提供するアドネットワーク		・Contentmatic、Content X	特になし	
・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	15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	19名	
人的資本	経営陣	・現行のビジネスモデルを確立して推進する創業者	・在任期間	15年
	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)	・従業員数	116名
			・平均年齢	31.1歳 ※単体58名平均
			・平均勤続年数	3.6年 ※単体58名平均
・インセンティブ		・資格手当、表彰金などを導入	年2回の表彰を実施	
		・ストックオプション制度を導入	特になし	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は22/3期か22/3期末の数値である

(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

◆ 23年3月期上期決算概要

23/3期第上期の業績は、売上高1,851百万円(22/3期上期は693百万円)、営業損失218百万円(同16百万円の損失)、経常損失195百万円(同15百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失222百万円(同24百万円の損失)であった。

メディア&コンテンツは、メディアマネジメントサービスにおける新規運営メディアの獲得が進んだことに加え、OGS 及び OGS PLUS によるゴルフクラブフィッティングサービス、ナンバーナインによるデジタルコミック配信サービスが加わり売上高は 882 百万円（内部売上高を除く、前年同期は 454 百万円）となった。

企画&プロデュースは、広告運用サービスにおいて顧客の広告出稿が回復傾向となった一方で配信単価は下落傾向が続いたが、プロモーション企画・PR サービスに子会社が加わったことで売上高は 643 百万円（内部売上高を除く、前年同期は 239 百万円）となった。

新たに加わった食関連の売上高は 326 百万円、その他（宇宙関連サービス）は売上高の計上がなかった。

売上高は前年同期を大幅に上回った一方、労務費や外注費、業務委託費が増加して売上総利益率は前年同期比 9.7%ポイント悪化し 39.5%となった。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は人件費（給料及び手当）やのれん償却費などの増加により、前年同期比 592 百万円増加したが、増収効果で販管費率は同 0.3%ポイント改善して 51.3%となった。尚、同社は 21 年 10 月にゴルフクラブフィッティングサービスを展開する OGS 及び OGS PLUS の子会社化、22 年 1 月に電子コミック配信サービスを手掛けるナンバーナインの子会社化、同年 4 月にオレンジの子会社化を行っており、のれん償却費は 22/3 期上期の 16 百万円から 101 百万円に増加している。

事業譲渡益 15 百万円を特別利益に計上した一方、投資有価証券評価損 52 百万円を特別損失に計上し、親会社株主に帰属する四半期純損失は 222 百万円となった（前年同期は 24 百万円の損失）。

> 事業戦略の進捗

◆ 既存事業領域に加え、新規事業領域の拡大を積極化

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の強化を継続するとともに、地域経済の活性化に貢献するサービスの育成や新規事業領域での展開を積極化し、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

同社の 22 年 9 月末時点の運営・支援メディア数は開示されていないが、22 年 3 月末時点の 85 より増加している模様である。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、提案営業を積極化して運営・支援メディア数を継続的に増加していく考えを示している。

2) 地域経済の活性化に貢献するサービスの育成

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サービスの育成及び運営を強化する考えで、20年3月から「北海道 Likers」、20年4月から「枚方つーしん」の運営を行っている。

「北海道 Likers」は順調にページビュー数を伸ばし、運営開始から2年で月間400万ページビューを超えている。現在は、「ばんえい競馬」を主催する北海道帯広市と連携した情報発信による地域振興支援などにも取り組んでいる。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、地域の魅力を発信して関係人口（地域づくりの担い手となる地域外の人材）を創出するための地域メディアの開発・育成を進める考えである。

また、地域の特産品を活かした事業を創出し、持続的に地域活性化に貢献するビジネスモデルとして確立するための取り組みとして、山梨県のワインを活用した「Open Winery 2022」を企画して特設サイトでコンテンツを発信し、22年11月に現地でイベントを開催している。同社はこうしたイベントの実施によりノウハウを蓄積し、他の地域へも展開することを目指している。

3) 新規事業領域での事業展開

同社は、22年1月にナンバーナインの子会社化により高い市場成長が続いている電子コミック領域での事業を開始し、同年4月には飲食店のプロデュースや食関連事業などを行うオレンジを子会社化している。

また、21年10月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）との資本提携により宇宙関連を新たな事業領域とし、22年4月に INCLUSIVE SPACE CONSULTING を設立した。INCLUSIVE SPACE CONSULTING は、経済産業省による商業衛星のデータを活用して地域課題解決のための事業を創出するための取り組みである「衛星データ利用環境整備・ソリューション開発支援事業」における衛星データ無料利用事業者に採択されている（22年8月）。INCLUSIVE SPACE CONSULTING は、北海道における「飼料栽培時の土壌及び飼料中の窒素量推定による乳牛の乳房炎等感染予防」の事業化に向けた実証実験にデータを活用する考えである。

> 業績予想

◆ 23年3月期も営業損失が続く見通し

23/3期の会社計画は、期初予想(売上高5,580百万円、営業利益100百万円、経常利益85百万円、親会社株主に帰属する当期純利益0百万円)から、売上高5,046百万円、営業損失271百万円、経常損失245百万円、親会社株主に帰属する当期純損失365百万円に下方修正された(図表6)。

尚、同社は22/3期において期中に2度、決算発表時に1度の業績予想修正をしており、相次ぐ子会社化により業績予想が難しくなっていることに留意が必要である。

【図表6】23年3月期会社計画

(単位: 百万円)

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	23/3期	
	実績	実績	実績	(前回)	会社計画	前期比
売上高	1,504	1,376	1,743	5,580	5,046	2.9x
売上総利益	824	681	816	-	-	-
売上総利益率	54.8%	49.5%	46.8%	-	-	-
販売費及び一般管理費	558	649	859	-	-	-
販管費率	37.1%	47.2%	49.3%	-	-	-
営業利益	266	31	-42	100	-271	-
営業利益率	17.7%	2.3%	-	1.8%	-	-
経常利益	258	42	-30	85	-245	-
経常利益率	17.2%	3.1%	-	1.5%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	167	22	-115	0	-365	-

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

同社は、セグメント別、サービス別の売上予想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は順調な新規顧客獲得が続くことによる増収を見込んでいるものの、顧客当たりの単価の下落により期初予想より増収幅は縮小するとしている。また、クリエイターエージェンシーサービス、ゴルフテックサービス、料亭運営・ECサービスの売上高についても事業進捗の遅れから期初予想を減額し、売上高は期初予想の5,580百万円から5,046百万円へ下方修正している。

引き続き新規サービス開発に係る費用を積極的に投下する方針であることに加え、マネジメント人材の採用強化、研修体制強化に係る費用やのれん償却費などが増加していることから、売上高の減額に対応した販管費の削減ができず、営業損益は期初予想である100百万円の利益から271百万円の損失に修正されている。

◆ 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、上期実績及び同社の取り組みを踏まえて23/3期の業績予想を下方修正した。23/3期の売上高は5,050百万円（前回予想5,497百万円）、営業損失280百万円（同100百万円の利益）、経常損失255百万円（同85百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失334百万円（同13百万円の利益）と予想する（図表7）。

前回予想との差異は、売上高の減額（メディア&コンテンツで87百万円、企画&プロデュースで260百万円、食関連で100百万円の減額）、売上高の減額で固定費負担が増すことによる売上総利益率の悪化（48.0%→45.0%）、同じく販管費率の悪化（46.2%→50.5%）である。

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3,199百万円（前年同期は1,050百万円）と、既存事業の増収基調に新規事業が加わることで前年同期を大きく上回ると予想する。

通期のメディア&コンテンツの売上高は1,673百万円（22/3期当センター推計値との比較で64.3%増）、サービス別では、メディアマネジメントサービスは853百万円（同5.3%増）、運営・支援メディア数は22/3期末の85から23/3期末には105に増加すると予想した。前回予想900百万円からの減額は運営・支援メディア数の想定を前回予想の110から引き下げたことが要因である。クリエイターエージェンシーサービスは400百万円（22/3期は3カ月で推計104百万円、事業進捗の遅れにより前回予想440百万円から減額）、個人課金サービスの売上高は120百万円（22/3期当センター推計値との比較で33.3%増）、ゴルフテックサービスは300百万円（22/3期は6カ月で推計54百万円）と予想した。

企画&プロデュースの売上高は2,777百万円（22/3期推計値725百万円）、サービス別では、広告運用サービスは370百万円（22/3期当センター推計値との比較で2.8%増、単価の下落により前回予想380百万円から減額）、プロモーション企画・PRサービスは2,160百万円（オレンジの分2,000百万円、22/3期推計値140百万円）、エンジニアリングサービスは247百万円（22/3期当センター推計値との比較で9.8%増）と予想した。

食関連の売上高は600百万円（事業進捗の遅れにより前回予想700百万円から減額）、その他（宇宙関連サービス）の売上高は見込んでいない。

2) 下期の売上総利益率は、増収による原価に含まれる労務費負担の軽減により前年同期比2.9%ポイント改善して48.1%とするが、通期では上期の影響で前期比1.8%ポイント悪化の45.0%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2.4%ポイント悪化の50.1%、通期では前期比1.2%ポイント悪化の50.5%と予想した。期末従業員数は新たな子会社が加わったことで22/3期末より40名増加の156名とし、これに伴い人件費(給料及び手当)は22/3期より250百万円増加の482百万円と予想した。のれん償却費はオレンジの88百万円、ナンバーナイン43百万を含む202百万円(22/3期は71百万円)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)

	22/3	23/3CE	23/3E (前回)	23/3E	24/3E	24/3E	25/3E (前回)	25/3E
損益計算書								
売上高	1,743	5,046	5,497	5,050	5,901	5,394	6,325	5,749
前期比	26.7%	2.9x	3.2x	2.9x	7.3%	6.8%	7.2%	6.6%
メディアマネジメントサービス	-	-	900	853	1,000	904	1,100	958
クリエイターエージェントサービス	-	-	440	400	484	440	532	484
個人課金サービス	-	-	120	120	140	140	160	160
ゴルフテックサービス	-	-	300	300	300	300	300	300
広告運用サービス	-	-	380	370	410	410	440	440
プロモーション企画・PRサービス	-	-	2,410	2,160	2,492	2,275	2,633	2,397
エンジニアリングサービス	-	-	247	247	275	275	310	310
料亭運営・ECサービス	-	-	700	600	800	650	850	700
宇宙関連サービス	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	816	-	2,638	2,272	2,873	2,508	3,099	2,702
前期比	19.9%	-	3.3x	2.8x	8.9%	10.4%	7.9%	7.7%
売上総利益率	46.8%	-	48.0%	45.0%	48.7%	46.5%	49.0%	47.0%
販売費及び一般管理費	859	-	2,538	2,552	2,708	2,508	2,877	2,630
販管費率	49.3%	-	46.2%	50.5%	45.9%	46.5%	45.5%	45.7%
営業利益	-42	-271	100	-280	165	0	222	72
前期比	-	-	-	-	65.0%	-	34.5%	-
営業利益率	-	-	1.8%	-	2.8%	-	3.5%	1.3%
経常利益	-30	-245	85	-255	150	0	207	72
前期比	-	-	-	-	76.5%	-	38.0%	-
経常利益率	-	-	1.5%	-	2.5%	-	3.3%	1.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	-115	-365	13	-334	79	0	114	45
前期比	-	-	-	-	6.1x	-	44.3%	-
◇期末従業員数と運営メディア数								
	22/3	23/3CE	23/3E (前回)	23/3E	24/3E (前回)	24/3E	25/3E (前回)	25/3E
期末従業員数	(人)	116	-	146	156	156	166	166
運営・支援メディア数(期末時点)		85	-	110	105	135	130	160

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想。会社のセグメント区分に沿って証券リサーチセンターの前回予想の一部を組み換えている

(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、24/3期以降の業績予想も売上高の減額(24/3期はメディア&コンテンツで140百万円、企画&プロデュースで217百万円、食関連で150百万円の減額、25/3期はメディア&コンテンツで190百万円、企画&プロデュースで236百万円、食関連で150百万円の減額)、

売上高の減額による売上総利益率の悪化(24/3 期は 48.7%→46.5%、25/3 期は 49.0%→47.0%)、同じく販管費率の悪化(24/3 期は 45.9%→46.5%、25/3 期は 45.5%→45.7%) により下方修正している。24/3 期の売上高は前期比 6.8%増の 5,394 百万円、営業損益 0 百万円、25/3 期の売上高は前期比 6.6%増の 5,749 百万円、営業利益は 72 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&コンテンツの売上高は、24/3 期が 1,784 百万円 (前期比 6.6%増)、25/3 期が 1,902 百万円 (同 6.6%増)、メディアマネジメントサービスにおける運営・支援メディア数は 24/3 期末が 130、25/3 期末が 155 と増加して増収につながると予想した。クリエイターエージェンシーサービスは配信支援作品数の増加、個人課金サービスはコンテンツの拡充による増収を予想し、ゴルフテックサービスの売上高は横ばいを予想した。

企画&プロデュースの売上高は、24/3 期が 2,960 百万円 (同 6.6%増)、25/3 期が 3,147 百万円 (同 6.3%増)、広告配信サービスの新規取引先の増加、プロモーション企画・PR サービスの案件数の増加が寄与すると予想した。

食関連の売上高は、24/3 期が 650 百万円 (同 8.3%増)、25/3 期が 700 百万円 (同 7.7%増)、店舗の客数増加による増収を予想した。その他 (宇宙関連サービス) の売上高は見込んでいない。

2) 増収に伴う原価に含まれる労務費負担の軽減により、売上総利益率は 24/3 期に前期比 1.5%ポイント、25/3 期に同 0.5%ポイントの改善を想定した。

3) 期末社員数は、24/3 期は横ばいで人件費 (給料及び手当) もほぼ前期並み、25/3 期は 10 名増加に伴い人件費 (給料及び手当) は 55 百万円程度の増加を予想した。その他の経費の抑制を進めることで販管費率は 24/3 期に前期比 4.0%ポイント、25/3 期に同 0.8%ポイントの改善を予想した。

> 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。

◆ 新規事業を積極化していることに伴うリスクについて

同社は、新規事業領域への投資を強化して事業規模拡大につなげる方針のもとで、様々な業種の企業の子会社化を進めている。子会社化による連結業績の変動が大きいため、過去の実績を踏まえて同社の業績見通しを判断することは困難な場合が多い。

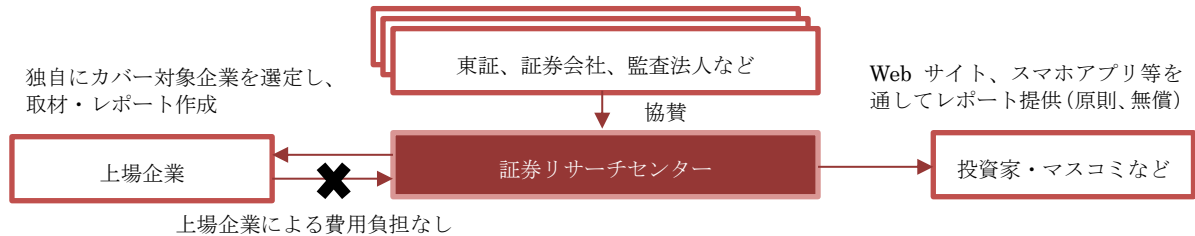
また、子会社化により開始した新規事業が想定通りの成果をあげられない可能性があることに加え、のれんの対象会社の経営成績が悪化した場合には、のれんの減損処理を行う必要が生じて業績へ悪影響を及ぼす可能性がある。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を19年12月24日より開始いたしました。同社の紹介を開始してから一定期間が経過したことから、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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	S M B C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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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ため、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。