

ホリスティック企業レポート

INCLUSIVE

7078 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート

2019年12月24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 20191223

メディア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する事業を中心に行う

アナリスト:佐々木 加奈 +81(0)3-6858-3216
 レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【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)
2018/3	1,014	-	-24	-	-21	-	-35	-	-16.7	205.1	0.0
2019/3	1,669	64.6	308	-	307	-	154	-	71.5	276.6	0.0
2020/3 予	1,652	-1.0	323	4.9	320	4.2	208	35.2	93.7	-	0.0

(注) 1. 2020/3期の予想は会社予想
 2. 2019年9月30日付で1:100の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 3,835円 (2019年12月20日)	本店所在地 東京都港区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,356,700株	設立年月日 2007年4月3日	みずほ証券
時価総額 9,038百万円	代表者 藤田 誠	【監査人】
上場初値 4,535円 (2019年12月20日)	従業員数 68人 (2019年10月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 2,110円	事業年度 4月1日～翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から3か月以内	

> 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(インクルーシブ、以下、同社)は、インターネットサービスの運営・収益化事業を行うため07年4月に設立された。設立時はターゲッティングの社名で、16年3月に現社名となった。

「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て、メディア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。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、達傑汀有限公司の4社である。デジタルコミュニケーション事業の単一セグメントで、提供するサービスごとに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に分類されている(図表1)。

【図表1】サービスの種類と内容

サービスの種類	内容	関連子会社
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	達傑汀有限公司
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を世間の興味・関心事として訴求する戦略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

(出所) INCLUSIVE 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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の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。

19年9月末時点で24社、35のメディアの運営・支援を行っており(図表2)、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)などの出版社、中部日本放送(9402 名証一部)などのテレビ局、その他事業会社などである。

【 図表 2 】 主要な運営・運営支援先メディアの例



(出所) INCLUSIVE 届出目論見書

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

検索連動型広告のことで、主にアドネットワークを通じて配信される広告形態。

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。

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てファン化し、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}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 サービスの提供を行っている。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一気通貫で提供している。

4) エンジニアリングサービス

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。17年5月に子会社化したグルコースは、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しており、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6}領域等のアプリやウェブサービスの開発にも対応が可能である。

注6) 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。

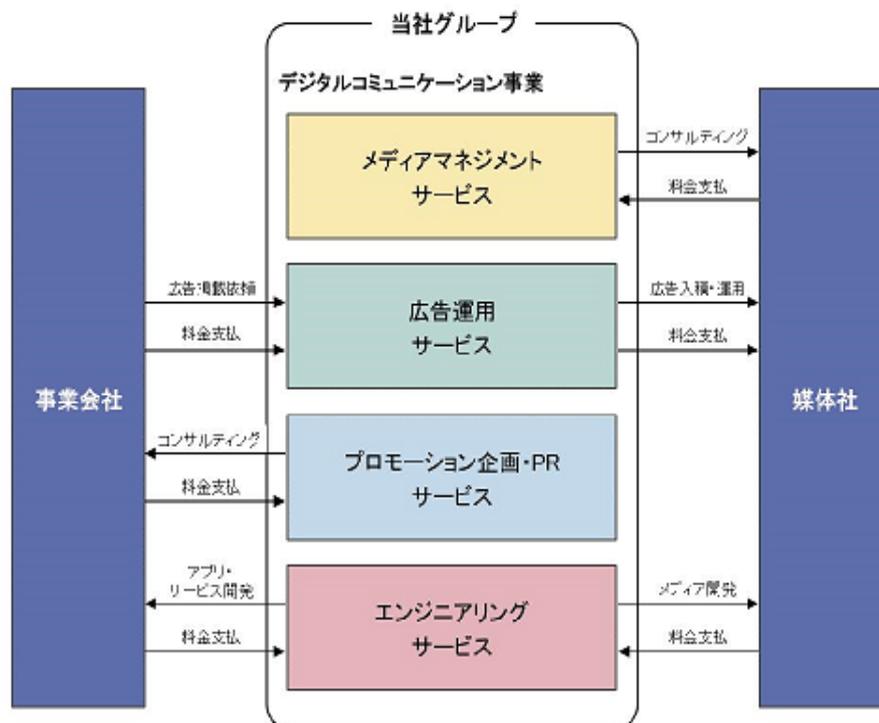
注7) レベニューシェア
アライアンスによって発生した利益をあらかじめ決めておいた配分率で分ける企業間の取引形態のこと。

◆ 収益構造

メディアマネジメントサービスの売上高は、媒体社からの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7}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 の運用業務委託収益である。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(図表3)。

【 図表 3 】 事業系統図



(出所) INCLUSIVE 届出目論見書

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人件費、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。販売費及び一般管理費(以下、販管費)の主なものは人件費である。

> 特色・強み

注7) 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。

◆ 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、コンテンツ制作時に文章の構成要素の軸を決定し(例:30代女性×家事領域)、それぞれの要素について更に細分化し、複数の要素を明示化してカテゴリーを掛け合わせてコンテンツの方向性策定をプロセス化していく同社独自の仕組みの一つである。

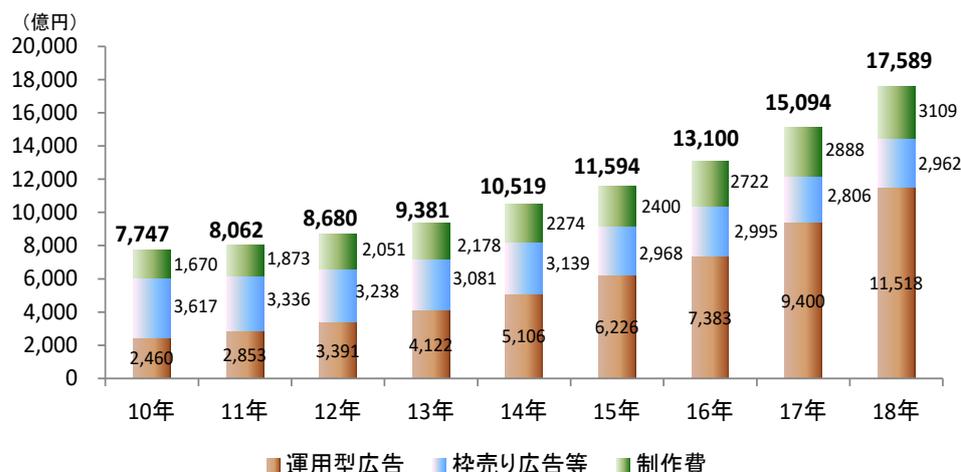
こうした独自技術の活用により、ターゲットにするユーザーのイメージを明確化してコンテンツを制作する。そして、コンテンツのページビュー(PV)やユニークユーザー^{注7}(UU)数を数値化して管理し、数値上昇のための改善を効果的に実施できる体制を実現している。

> 事業環境

◆ インターネット広告市場の成長が続く

電通(4324 東証一部)が19年2月に発表した「2018年日本の広告費」によると、インターネット広告市場は拡大基調が続いており、18年も前年比二桁成長となった(図表4)。これは、インターネットやスマートフォンの普及に加え、企業の広告出稿が従来の主力媒体(テレビや雑誌など)からインターネットメディアにシフトしていることが要因と考えられる。そのなかでも運用型広告市場の成長率は高く、18年は前年比22.5%増の1兆1,518億円となり、インターネット広告市場全体の65.5%を占めている。

【図表4】インターネット広告の市場規模推移



(出所) 電通「2018年日本の広告費」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

インターネット広告関連分野においては、市場の拡大期待から多くの企業が事業展開を進めている。大規模な投資や設備を必要としないことから、参入障壁は比較的低いと考えられ、今後も参入企業が増える可能性が高い。

現在、メディア運営支援やインターネット広告関連事業を行う上場企業としては、事業会社のウェブサイトやソーシャルメディアの制作・運用が主体のメンバーズ(2130 東証一部)、ネットメディアの運営や広告事業を行うアイティメディア(2148 東証一部)、ネット広告代理が主軸のフルスピード(2159 東証二部)、検索連動型広告などを手掛けるアウンコンサルティング(2459 東証二部)、アフェリエイト(成果報酬型)広告が主力のアドウェイズ(2489 東証マザーズ)、メディア運営支援に注力するイード(6038 東証マザーズ)などがある。

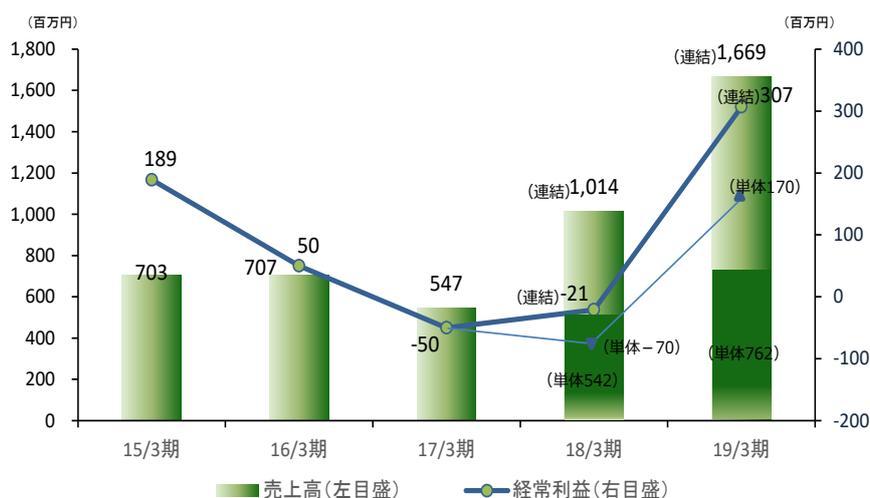
同社は、多くの出版社との取引があり、集客力の高いメディアを複数運営していることや、ウェブサービスの構築・運営から収益化までを一気通貫でサポートできること、Contentmatic といった独自の広告配信ネットワークを広告主に提供していることが同業他社との違いであるとしている。

> 業績

◆ 過去の業績推移

同社の財務諸表は、15/3期からの5期分が開示されている(図表5)。単体ベースでは17/3期は、運営・支援メディア数が減少したことが要因で減収となった。18/3期からは連結財務諸表の作成を開始した。尚、単体売上高については、ほぼ横ばいである。19/3期は取引社数、取引先各社毎の取引金額ともに増加したことが要因で大幅な増収となった。

【 図表 5 】 業績推移



(注) 連結決算導入は18/3期から

(出所) INCLUSIVE 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

利益面では、17/3 期は人件費を中心とした固定費が増加するなかで減収となったことで 50 百万円の経常損失となった。18/3 期は固定費の増加を吸収できずに 21 百万円の経常損失となった。19/3 期には増収効果で売上総利益率、売上高に対する販売費及び一般管理費(以下、販管費)の比率ともに改善し、経常損益はプラスに転じた。

◆ 19 年 3 月期業績

19/3 期業績は、売上高 1,669 百万円(前期比 64.6%増)、営業利益 308 百万円(18/3 期 24 百万円の損失)、経常利益 307 百万円(同 21 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益 154 百万円(同 35 百万円の損失)であった。

大幅増収の要因は、営業人員を増員して営業活動を強化したことによる取引社数の増加、サービスの拡充による取引先各社毎の取引金額の増加、広告運営サービスにおける大型のスポット案件の発生である。この案件はサブプライメントや化粧品の企画開発・販売を行う、わかさ生活(京都府京都市)のOWNドメディア構築や運営に関するもので、19/3 期におけるわかさ生活に対する売上高は 337 百万円と、全体の 20.2%を占めている。

売上総利益率は 49.5%と 18/3 期の 43.3%から改善した。これは、売上高が伸長した一方、業務の効率化を推進した効果で人件費や業務委託費の増加が抑えられたことが主因である。販管費は 18/3 期の 463 百万円から 19/3 期は 518 百万円と、55 百万円の増加にとどまり、販管費率は 31.1%と前期比 14.6%ポイント改善した。

◆ 20 年 3 月期第 2 四半期累計期間

20/3 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高 769 百万円、営業利益 178 百万円、経常利益 176 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 114 百万円であった(19/3 期は上期決算を開示していないため、前年同期との比較はなし)。

売上総利益率は、労務費や業務委託費の増加を売上増で吸収して前期同期比 7.3%ポイント上昇した。一方、販管費率は同 2.5%ポイント上昇した。これは、人員増加に伴う人件費の増加が主因である。

◆ 20 年 3 月期の会社計画

同社の 20/3 期計画は、売上高 1,652 百万円(前期比 1.0%減)、営業利益 323 百万円(同 4.9%増)、経常利益 320 百万円(同 4.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 208 百万円(同 35.2%増)である(図表 6)。

【 図表 6 】 20 年 3 月期の会社計画

(単位:百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,014	1,669	1,652	-1.0%
売上総利益	439	826	927	12.2%
売上総利益率	43.3%	49.5%	56.1%	-
営業利益	-24	308	323	4.9%
営業利益率	-	18.5%	19.6%	-
経常利益	-21	307	320	4.2%
経常利益率	-	18.4%	19.4%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-35	154	208	35.2%

(注) 予想は会社予想

(出所) INCLUSIVE 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

同社はサービスごとの売上高予想を開示していないが、主力のメディアマネジメントサービスでは、19/3 期末時点で 34 だったメディア運営数を 20/3 期末時点で 36 とする想定で予算を組んでいる。売上高が小幅な減収となるのは、広告運用サービスにおいて、19/3 期に売上計上したスポットの大型案件が 20/3 期にはないためである。

売上総利益率は、19/3 期に発生したスポットの大型案件に伴う広告配信費がないことなどが要因で前期比 6.6%ポイントの改善を見込んでいる。販管費は、10 名程度の増員に係る人件費の増加を想定し、604 百万円(前期比 16.5%増)を見込んでいる。20/3 期上期実績の 20/3 通期の会社計画に対する進捗率は、売上高 46.6%、営業利益 55.3%であった。

◆ 成長戦略

同社は、1)場の創出、2)ビジネスモデルの多角化により、持続的な事業規模拡大を図る考えである。

1)場の創出

同社が定義する場とは、特定の興味・関心事項に関する情報発信に特化したインターネットメディアサービスや SNS メディアのことである。同社は現在、一部の地域においてメディア企業のインターネット化を支援しており、一例では、中部日本放送の子会社である CBCテレビのメディア「CUCURU」(東海エリアで暮らす女性に役立つ情報サイト)の運営を 16 年 11 月から行っている。地方においては、新聞やテレビ CM、フリーペーパーやフリーマガジンといった従来型メディアが多用されている例が多く、マーケティング効率化の観点からもデジタル化を進める必要性が増している。同社では、地方テレビ局のメディア支援を全国規模で進める考えで、主要な地域においては拠点を開設することも視野に入れている。

2)ビジネスモデルの多角化

これまでのインターネットサービス運営で蓄積したユーザー情報(属性や興味・関心事、ライフステージなど)やコンテンツの企画・運営力を活かした新たなサービスの創出を目指す考えである。

具体的な内容は不明だが、現時点で同社が考えているのは、コマース事業、ライセンス事業、新商品企画支援事業などである。

>経営課題/リスク

◆ 個人情報の管理について

同社は、インターネットユーザーの個人情報を有している。個人情報保護については、プライバシーマーク認証の取得、社内規程や業務マニュアルの整備、システムのセキュリティ強化などを実施している。しかし、個人情報流出に関しては一定のリスクがつきまとうことに留意する必要がある。

◆ システムの安定性について

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、コンピューターウイルスやハッキング等の外的攻撃、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

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である。

◆ 代表取締役の保有株比率が高い

上場時点で代表取締役社長である藤田誠氏が同社の発行済株式数の65.3%を保有しており、株主総会の決議事項に関する決定権及び拒否権を有している。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	1,014	100.0	1,669	100.0	769	100.0
売上原価	575	56.7	842	50.5	332	43.2
営業利益	-24	-2.4	308	18.5	178	23.2
営業外収益	4	0.5	1	0.1	0	0.1
営業外費用	1	0.2	2	0.1	2	0.4
経常利益	-21	-2.1	307	18.4	176	22.9
税引前当期 (四半期) 純利益	-18	-1.8	226	13.6	176	22.9
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益	-35	-3.5	154	9.2	114	14.9

貸借対照表	2018/3		2019/3		2020/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	489	71.3	828	89.0	886	89.1
現金及び預金	264	38.5	505	54.4	634	63.8
受取手形及び売掛金	198	29.0	284	30.6	227	22.9
その他	26	3.9	38	4.2	24	2.5
固定資産	195	28.5	101	10.9	107	10.9
有形固定資産	20	3.0	25	2.8	24	2.5
無形固定資産	104	15.2	0	0.1	0	0.1
投資その他の資産	70	10.3	74	8.0	82	8.3
総資産	686	100.0	930	100.0	994	100.0
流動負債	169	24.7	278	29.9	239	24.1
買掛金	63	9.3	56	6.0	60	6.1
1年内償還予定の社債	17	2.5	17	1.8	17	1.7
1年内返済予定の長期借入金	1	0.2	1	0.2	-	-
未払法人税等	6	1.0	67	7.3	60	6.1
固定負債	74	10.9	55	6.0	43	4.4
社債	66	9.6	49	0.0	40	4.1
長期借入金	5	0.7	3	0.4	-	-
純資産	442	64.4	596	64.1	711	71.5
自己資本	442	64.4	596	64.1	711	71.5

キャッシュ・フロー計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	-43		281		151	
減価償却費	4		5		1	
投資キャッシュ・フロー	-8		-21		-7	
財務キャッシュ・フロー	-18		-18		-15	
配当金の支払額	-		-		-	
現金及び現金同等物の増減額	-70		241		128	
現金及び現金同等物の期末残高	264		505		634	

(出所) INCLUSIVE 届出目論見書、適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

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

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



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

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

免責事項

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