

# ホリスティック企業レポート INCLUSIVE 7078 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2021年7月27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 20210721

## 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 地域メディア運営支援の強化などに取り組み、事業規模拡大を目指す

### 1. 会社概要

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

アナリスト:佐々木加奈  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 【主要指標】

	2021/7/21		
株価 (円)	1,042		
発行済株式数 (株)	7,809,354		
時価総額 (百万円)	8,137		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	334.0	166.1	90.4
PBR (倍)	5.4	5.3	5.0
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

### 2. 財務面の分析

- ・21/3 期は新型コロナウイルス感染症拡大による既存クライアントの予算縮小や取引解消などの影響を受け減収減益となった。足元は回復傾向にあり、22/3 期の会社計画は売上高が前期比 11.2%増の 1,530 百万円、営業利益が同 36.1%増の 43 百万円である。
- ・他社との財務指標比較では、直近業績の落ち込みにより、収益性の 3 項目とも他の 3 社を下回っている。

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、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。

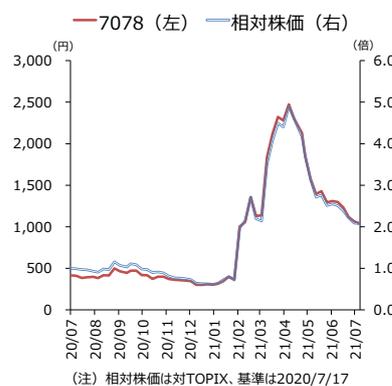
### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-19.4	-54.7	171.6
対TOPIX (%)	-17.8	-54.9	113.4

### 4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、市場変化への対応や高い専門性を持つ人材の確保及び育成体制の強化などが挙げられる。
- ・同社は、支援・運営メディアの拡大や地域メディア運営支援の強化などに取り組み、持続的な事業規模拡大を目指す考えである。

### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、企業におけるマーケティング活動のデジタルシフトは一層進むと予測しており、同社がこれまでの実績を活かして運営メディア数を増加させることは可能と考えている。
- ・業績については、22/3 期に営業増益に転じ、その後も拡大基調が続くと予想している。

### 【7078 INCLUSIVE 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/3	1,504	-9.9	266	-13.4	258	-16.1	167	8.5	24.9	175.7	0.0
2021/3	1,376	-8.5	31	-88.1	42	-83.5	22	-86.3	3.1	191.9	0.0
2022/3 CE	1,530	11.2	43	36.1	40	-4.2	11	-50.0	1.5	-	0.0
2022/3 E	1,586	15.3	90	190.3	87	107.1	49	122.7	6.3	198.1	0.0
2023/3 E	1,751	10.4	140	55.6	137	57.5	90	83.7	11.5	209.6	0.0
2024/3 E	1,935	10.5	194	38.6	191	39.4	126	40.0	16.1	225.8	0.0

(注) CE : 会社予想、E : 証券リサーチセンター予想、21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

## 目次

### 1. 会社概要

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

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

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

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ デジタルコミュニケーション事業の単一セグメント

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

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

連結子会社は、Data Tailor、パシフィック・コミュニケーションズ、グルコース、達傑汀有限公司、20年4月に子会社化した morondo、21年2月に子会社化した SNS メールマガジンの6社である。

【 図表 1 】 サービスの種類と内容、関連子会社

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

(注) 定額料金を支払って利用するコンテンツやサービスのこと

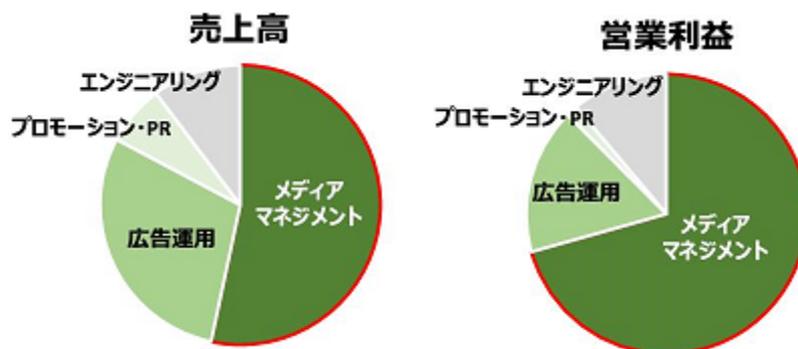
(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

### > ビジネスモデル

#### ◆ メディアマネジメントサービスが主力

サービスごとの売上高、営業利益は非公表であるが、20/3 期までは図表でサービス別構成比が公表されていた (図表 2)。21/3 期も大きな変動はないと推測される (個人課金サービスは 21 年 3 月に開始したため図表に含まれていない)。

【 図表 2 】 サービス別、売上高・営業利益の構成比

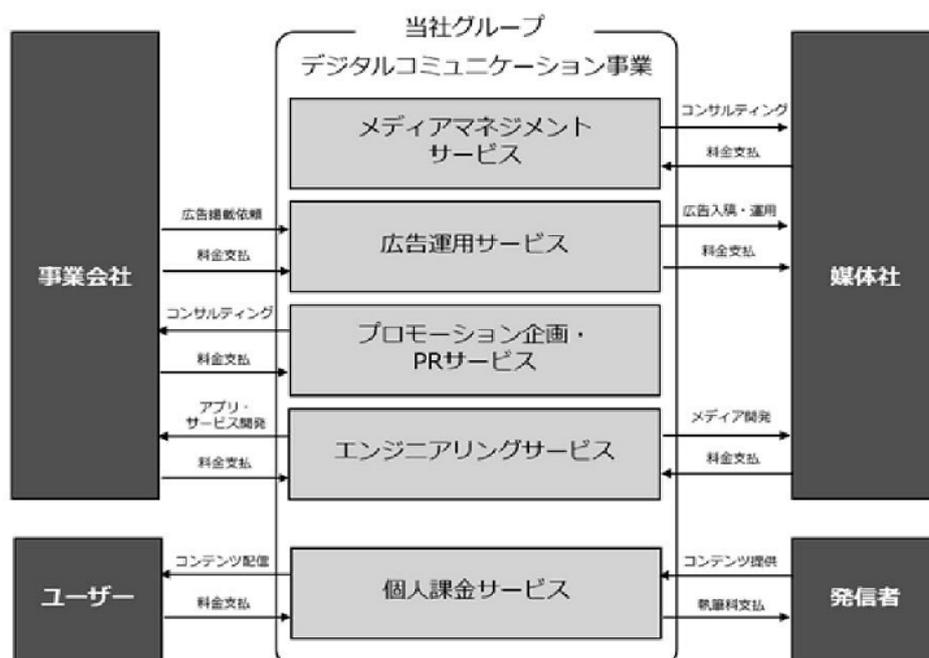


(注) 20年3月期実績

(出所) INCLUSIVE 21年3月期第2四半期決算説明資料(2020年11月13日)

メディアマネジメントサービスが売上高の5割超、営業利益の約7割を占める主力サービスである。同サービスの主な顧客は雑誌出版社やテレビ局などの媒体社、広告運用サービス及びプロモーション企画・PRサービスの主な顧客は事業会社、エンジニアリングサービスの主な顧客は媒体社及び事業会社、個人課金サービスの顧客は一般の購読者である(図表3)。

【 図表 3 】 事業の概要



(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書

1) メディアマネジメントサービス

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

21年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50メディアの運営・支援を行っている(図表4)。主な支援先はマガジンハウス(東京都中央区)や徳間書店(東京都品川区)、光文社(東京都文京区)、宝島社(東京都千代田区)、中部日本放送(9402名証一部)、讀賣テレビ放送(大阪府中央区)などである。

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高校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。

【図表4】主要な運営・支援先メディアの一例



(出所) INCLUSIVE 届出目論見書、決算説明会資料

2) 広告運用サービス

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

同社は、Contentmatic<sup>注1</sup>、ContentX<sup>注2</sup>やPacific SSP<sup>注3</sup>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<sup>注4</sup>の企画・提案・実施や、オウンドメディア<sup>注5</sup>、オウンドSNS<sup>注6</sup>の企画・運用も行っている。

### 3) プロモーション企画・PR サービス

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

### 4) エンジニアリングサービス

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

### 5) 個人課金サービス

21年2月のSNS メールマガジンの子会社化により同年3月から開始したサービスで、有識者が書き下ろすコンテンツをサブスクリプション形式で購読者に配信している。現在の主なコンテンツは、堀江貴文氏が執筆するメールマガジン「堀江貴文のブログでは言えない話」である。

## ◆ 独自の技術を活用した事業展開

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

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

#### 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れ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。

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

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

#### ◆ 原価の主なものは労務費や業務委託費

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

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

同社の主な売上原価は、メディアマネジメントサービスにおける労務費、ライターに対する業務委託費、広告運用サービスにおける広告配信費である。原価率は 18/3 期が 56.7%、19/3 期が 50.5%、20/3 期が 45.2%、21/3 期が 50.5%となった。業務の効率化を推進した効果で原価に含まれる労務費や業務委託費の増加が抑制され、18/3 期、19/3 期と原価率の改善が続いた。20/3 期は広告運用サービスにおいて広告出稿停止が発生した影響で広告配信費が減少したことで改善し、21/3 期は減収により労務費負担が増加して悪化している。今後の改善のためには、効率的に運営メディア数を増やし、人員当たりの売上高を増加させていくことが必要となる。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の主なものは、21/3 期の販管費の 29.1%を占める人件費（給料及び手当）である。販管費率は 18/3 期が 45.7%、19/3 期が 31.1%、20/3 期が 37.1%、21/3 期が 47.2%である。20/3 期及び 21/3 期は減収となった一方で採用研修費や人件費を中心とした費用が増加したことで悪化している。同社は今後も積極的な採用を継続する考えを示しており、効率的な研修体制を構築し、採用した人材の生産性を上げていくことが販管費率の改善に必要と考えられる。

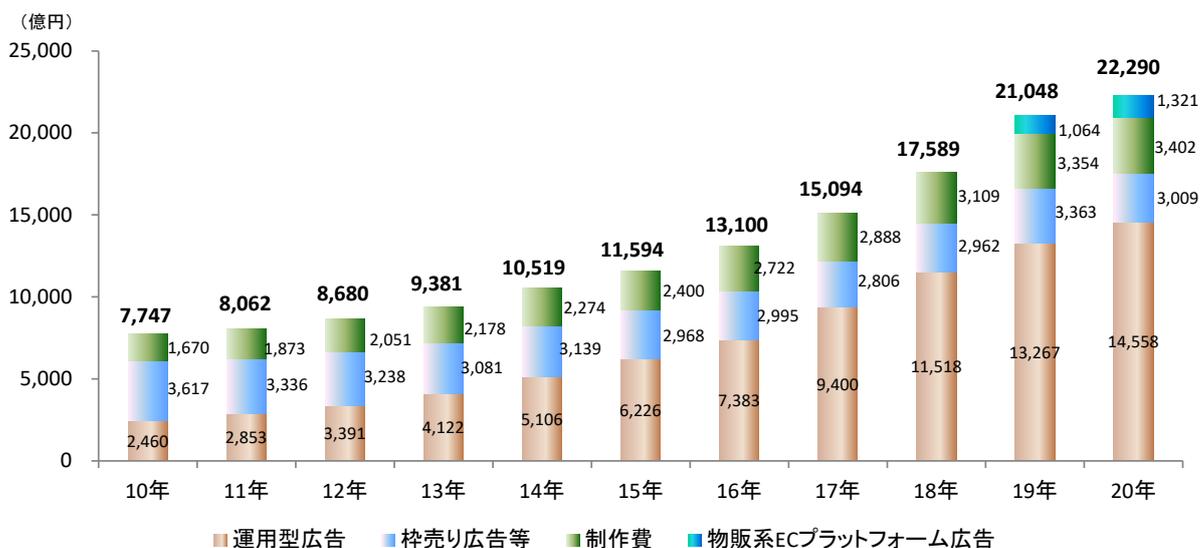
## > 業界環境と競合

#### ◆ インターネット広告市場は 20 年も拡大

電通が 21 年 2 月に発表した「2020 年日本の広告費」によると、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で多くのイベントや広告販促キャンペーンが中止となり、20 年における日本の総広告費は東日本大震災のあった 11 年以来 9 年ぶりのマイナス成長となった。総広告費の 36.2%を占めるインターネット広告市場は、年前半は新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けたものの、巣ごもり需要の発生などにより他のメディアより早く回復し、20 年は前年比 5.9%増の 2.2 兆円となった（図表 5）。

そのなかの運用型広告市場は、前年比 9.7%増の 1 兆 4,558 億円となり、インターネット広告市場全体に占める割合は 65.3%に達している。また、企業の広告活動を自社サイト(オウンドメディア)を中心として行う動きが進んだことに伴い制作費も拡大傾向にある。20 年は新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けて伸び率は鈍化したものの、過去最高となる 3,402 億円(前年比 1.4%増)となった。

【 図表 5 】 インターネット広告の市場規模推移



(注) 物販系 EC プラットフォーム広告は 19 年からの新設項目

(出所) 電通「2020年日本の広告費」、D2C、サイバー・コミュニケーションズ、電通、電通デジタル「2020年日本の広告費 インターネット広告媒体費 詳細分析」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事業やメディア運営支援や手掛ける上場企業としては、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力のフルスピード(2159 東証二部)、アフィリエイト(成果報酬型)広告が主力のアドウェイズ(2489 東証一部)、ネットを活用したマーケティング支援を行うネットイヤーグループ(3622 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)、マーケティングサービス事業が主力のアライドアーキテクト(6081 東証マザーズ)などがある。

同社は、複数の出版社やテレビ局との取引があり、集客力の高いメディアを多数運営していることや、ウェブサービスの構築・運営から取

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としている。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 07年4月に設立し、インターネットサービス事業を開始

同社は、07年4月に設立され、16年3月に現社名である INCLUSIVE になった(図表6)。社名には「提供できるサービスの幅や事業に関係する人々の関わり方を変革し、あらゆるインターネットサービスを“包括していく”」という意味が込められている。

12年6月にアドテクノロジーサービスを行うパシフィック・メディアパートナーズを設立した。15年6月に広報PR事業を行うパシフィック・コミュニケーションズを設立し、同月に台湾に達傑汀有限公司を設立した。

16年2月に編集者及びライターのマネジメント業務を行う United Editors を設立し(18年6月に解散)、17年5月にインターネットサービスやアプリケーションの開発から運営までのワンストップソリューションを提供するためにグルコースを子会社化した。

17年7月にパシフィック・メディアパートナーズを Data Tailor に社名変更し、19年7月に広告ソリューションの開発・拡販を行うため吉本興行(大阪市中央区)と共同出資で持分法適用会社 Y&I メディアソリューションズを設立した(同社の出資比率は34%、21年3月に全株式を譲渡)。

19年12月に東京証券取引所マザーズ市場へ株式を上場し、20年4月に地域のウェブメディア「枚方つーしん」を運営する morondo を子会社化し、21年2月にメールマガジン事業を行う SNS メールマガジンを子会社化した。

同社の創業者で現取締役社長の藤田誠氏は、明治大学商学部卒業後97年に広告代理店に入社し、販促プロモーション関連の業務に携わった。業務に携わるなかで、今後は広告領域におけるデジタル化が進むと考え、インターネット関連の会社に転職した。

エンターテインメントサイトの運営をする会社などを経て05年にライブドアに入社し、ポータルサイト広告事業の事業統括を行った後、07年4月にターゲティングを設立して事業を開始した。

【 図表 6 】 沿革

年	月	事項
2007年	4月	インターネットサービスの運営・収益化事業を行うため、ターゲティング株式会社を設立
2012年	6月	アドテクノロジー事業を行うため、子会社パシフィック・メディアパートナーズ株式会社を設立
2015年	6月	PR・広告企画・広告代理事業を行うため、子会社パシフィック・コミュニケーションズ株式会社を設立
	6月	台湾での事業展開のため、達傑汀有限公司を設立
2016年	2月	編集者及びライター等のマネジメント並びにプロモート・広告制作事業を行うため、子会社United Editors株式会社を設立
	3月	INCLUSIVE株式会社に社名変更
2017年	5月	開発から運営まで一貫したワンストップソリューションやサービスの提供のため、株式会社グルコースを株式交換により子会社化
	7月	パシフィック・メディアパートナーズ株式会社の社名をData Tailor株式会社に変更
2018年	6月	United Editors株式会社を解散
2019年	7月	新規広告ソリューションの開発・拡販と地域メディア開拓を推進するため、吉本興行株式会社と共同出資で株式会社Y&Iメディアソリューションズを設立
	12月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2020年	4月	ウェブメディア「枚方つーしん」を運営する株式会社morondoを子会社化
2021年	2月	メールマガジン事業を行うSNSメールマガジン株式会社を子会社化
	3月	株式会社Y&Iメディアソリューションズの全株式を譲渡

(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 経営理念

同社は「必要なヒト（ユーザー）に、必要なコト（情報）を。」を企業ビジョン及び企業理念としている。インターネットを通じて必要とされる情報を、必要とされる形で、必要とされるタイミングで提供し、顧客の企業価値及びブランド価値の向上を図ることを目指して事業に取り組んでいる。

#### ◆ 株主

21年3月末時点で代表取締役社長の藤田氏が59.2%を保有する筆頭株主で、第2位が21年3月の第3者割当増資により株主となった堀江貴文氏が7.0%を保有している（図表7）。同社は21年3月に新株式を発行し、調達した資金を堀江氏が株主であったSNSメールマガジンの株式取得に充てている。

第3位は、同社の社外取締役である中嶋淳氏が代表取締役を務めるアーキタイプで4.4%を保有している。第4位のデジタル・アドバタイ

ジング・コンソーシアム及び第6位のカヤック(3904 東証マザーズ)は上場前からの株主で、第5位の安達氏、第10位の後藤氏は同社の取締役、第9位の大向氏は子会社の取締役である。第8位の瀬賀氏は同社と事業上の関係はない。

上位10名で80.6%が保有されている。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主(敬称略)	21年3月末時点			備考
	株数(千株)	割合	順位	
藤田 誠	1,539	59.2%	1	代表取締役社長
堀江貴文	181	7.0%	2	
アーキタイプ株式会社	114	4.4%	3	社外取締役が代表取締役を務める
デジタル・アドバイジング・コンソーシアム株式会社	75	2.9%	4	
安達 真	72	2.8%	5	取締役
株式会社カヤック	32	1.3%	6	
株式会社SBI証券	29	1.1%	7	
瀬賀 雅弥	20	0.8%	8	
大向 一輝	17	0.7%	9	子会社取締役
後藤 健太郎	15	0.6%	10	取締役
(大株主上位10名)	2,098	80.6%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	163	6.3%	-	
発行済株式総数	2,602	100.0%	-	

(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

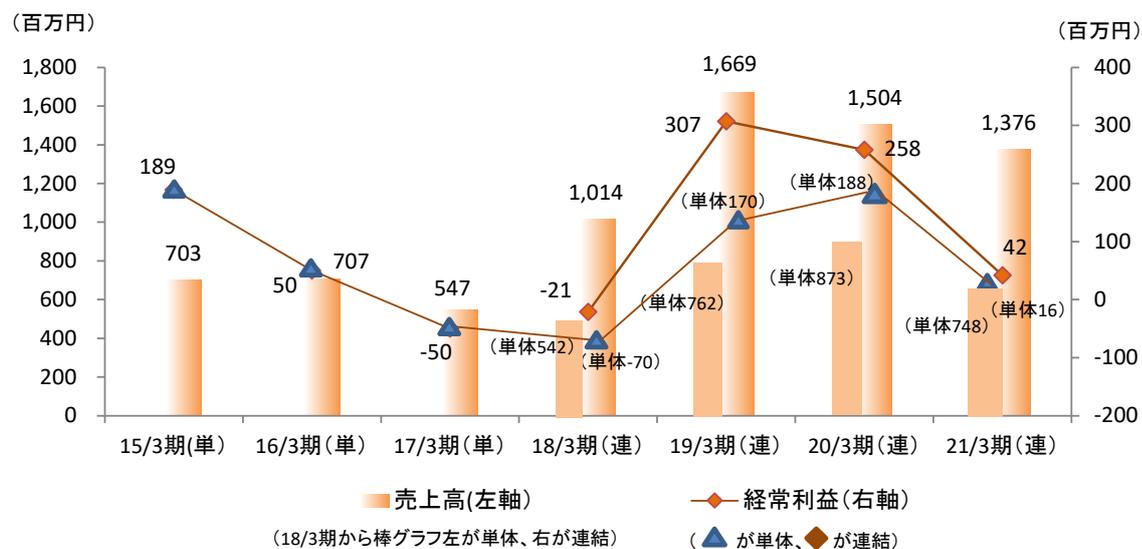
### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は15/3期以降の分が開示されている(図表8)。17/3期の減収(単体)は、運営・支援メディア数が減少したことが要因である。18/3期からは連結財務諸表も作成している。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り、20/3期は主力のメディアマネジメントサービスにおける新規顧客の獲得は順調に進んだ一方で、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により既存顧客の広告出稿の中止や遅延が発生し、前期比9.9%の減収となった。

損益面では、17/3期、18/3期は人件費を中心とした固定費の増加により経常損失を計上した。19/3期には増収効果で売上総利益率、販管費率ともに改善して経常損益はプラスに転じ、20/3期は減収となった一方、人件費を中心とした販管費が増加したことにより前期比16.1%の経常減益となった。

【図表8】売上高、経常利益の推移



(注) 連結決算の開示は18/3期から。17/3期までは単体数値  
(出所) INCLUSIVE 届出目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 21年3月期は新型コロナウイルス感染症拡大の影響で大幅減益

21/3期の売上高は前期比8.5%減の1,376百万円、営業利益が同88.1%減の31百万円、経常利益が同83.5%減の42百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同86.3%減の22百万円であった。

主力のメディアマネジメントサービスは、新規クライアントの獲得が順調に進んだ一方、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けて既存クライアントの予算縮小や取引解消が発生した。広告運用サービスも、顧客が広告出稿を停止するなどの影響を受けた。第一回目の緊急事態宣言を受けて企業が大規模なプロモーション活動を中止した影響で、プロモーション企画・PR サービスの受注も低迷した。

減収により原価に含まれる労務費負担が増して売上総利益率は前期比 5.3%ポイント悪化した。積極的な採用に伴う人件費の増加などで販管費は20/3期より91百万円増加し、販管費率は同 10.1%ポイント悪化した。尚、上期の売上高613百万円、営業損失12百万円に対し、下期の売上高763百万円、営業利益43百万円となっており、業績は改善傾向にある。

同社は期初時点では未定としていた会社計画を、第2四半期累計決算発表時の20年11月13日に公表した(売上高1,344百万円、営業損失17百万円)。その計画を第3四半期決算発表前の21年2月9日に売上高1,365百万円、営業利益2百万円へ、3月29日に売上高1,375百万円、営業利益25百万円へ修正した。一度目の修正は、本社オフィス移転の凍結や地方オフィスの一部閉鎖により固定費の削減が進んだためである。二度目の修正は、更に固定費の削減を進めたこと、新たに連結対象となるSNSメールマガジンの影響を反映させたことによる(21/3期は3月の1カ月間のみ連結対象)。

## > 他社との比較

### ◆ デジタルマーケティング支援事業などを行う企業と比較

同社と同様に運用型広告を含むデジタルマーケティング支援事業やネットビジネス支援事業を主力とする企業と財務指標を比較した。

比較対象企業として、事業会社のウェブサイトやソーシャルメディアの制作・運用を行うメンバーズ、ネットを活用したマーケティング支援を行うネットイヤーグループ、SNSに特化した企業のマーケティングサービス事業を行うアライドアーキテクツを選定した(図表9)。

【 図表 9 】 財務指標比較：デジタルマーケティング支援事業などを行う企業

項目	銘柄	コード	INCLUSIVE	メンバーズ	ネットイヤー	アライド
			7078	2130	グループ	アーキテクト
		直近決算期	21/3	21/3	21/3	20/12
規模	売上高	百万円	1,376	12,087	5,611	4,192
	経常利益	百万円	42	1,248	171	231
	総資産	百万円	2,345	8,648	3,149	3,199
収益性	自己資本利益率	%	1.6	20.5	10.4	11.9
	総資産経常利益率	%	2.2	15.5	5.9	8.0
	売上高営業利益率	%	2.3	10.4	3.1	7.1
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	10.7	17.8	-3.2	-9.2
	経常利益 (同上)	%	-	23.4	-	-
	総資産 (同上)	%	50.6	19.0	-0.6	-1.0
安全性	自己資本比率	%	63.9	53.4	64.0	54.2
	流動比率	%	388.9	190.6	258.0	204.1
	固定長期適合率	%	20.6	29.9	16.4	47.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

メンバーズはIFRS基準のため、売上高に売上収益、経常利益に税引前利益を適用

INCLUSIVE、ネットイヤーグループ、アライドアーキテクトは3期前の経常損益がマイナスのため、経常利益の成長率は記載なし

(出所) 各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

事業規模及び事業ポートフォリオ、創業からの年数などに違いがあるために単純比較はできないものの、収益性については同社が直近業績の落ち込みにより3項目とも他の3社を下回っている。

成長性については、売上高の成長率がメンバーズを下回るものの二桁の水準である。経常利益の成長率は3期前の経常損益がマイナスのために記載していないものの、2期前に黒字転換して直近期は減益となっている。尚、ネットイヤーグループ及びアライドアーキテクトについても3期前の経常損益がマイナスである。

安全性の面では、自己資本比率がネットイヤーグループと同水準で他の2社を上回っている。その他安全性の各数値についても良好で、財務基盤の安定性については問題ないと言える。

3. 非財務面の分析

> 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 10 に示した。

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 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	ユーザー ・運営するメディアを閲覧する一般消費者	・「an・an web」ユーザー	特になし	
		・「anna」ユーザー	特になし	
		・「icoico」ユーザー	特になし	
		・「ラフ&ピースマガジン」ユーザー	特になし	
クライアント	・テレビ局 ・出版社 ・事業会社	・中部日本放送など	合計50メディアを運営・支援	
		・徳間書店、マガジンハウスなど		
		・多様な業種		
ブランド	・テレビ局や出版社のメディアの運営を支援	・読賣テレビ放送「anna」	18年8月に支援を開始	
		・マガジンハウス「an・an web」	16年12月に支援を開始	
ネットワーク	・子会社グルコース ・子会社SNSメールマガジン	・最新技術ニーズに対応できるエンジニアリングチームを保持	17年5月に子会社化	
		・多数のメールマガジン購読者を擁する	21年2月に子会社化	
組織資本	プロセス ・コンテンツの企画・制作 ・運用支援 ・分析・改善 ・コンサルティング	・コンテンツマトリクスを活用して理論的に行い、効果的にページビューやユニークユーザー数の増加につなげる	特になし	
		知的財産 ノウハウ ・独自のSSPサービス ・提供するアドネットワーク ・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	・Pacific SSP	特になし
			・Contentmtic、Content X	特になし
			・07年の事業開始以来蓄積したノウハウ	14年
人的資本	経営陣 ・インセンティブ	・現代表取締役社長の下での体制	・在任期間	14年
		・インセンティブ	・代表取締役社長の保有	1,539千株 (59.2%)
			・ストックオプション (取締役、従業員を含む合計)	163千株 (6.3%)
	従業員 (得意領域を活かして自分らしく働ける自由な社風) ・インセンティブ	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	81百万円 (3名)	
		・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	95名
		・インセンティブ	・平均年齢	30.5歳 ※単体54名平均
		・平均勤続年数	2.8年 ※単体54名平均	
		・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 21/3 期か 21/3 期末のものとする

(出所) INCLUSIVE 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、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

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

会社資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みについての言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は企業理念及び企業ビジョンとして「必要なヒト(ユーザー)に、必要なコト(情報)を。」を掲げている。協業先や取引先及びユーザーに対し、同社だからこそ実現できる価値あるサービスの提供を継続し、日本経済の活性化に貢献することを目指して事業に取り組んでいる。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名(社外取締役は2名)で構成されている。社外取締役の中嶋淳氏は、電通、インスパイアを経て07年4月に同社の社外取締役に就任した。アーキタイプ及びアーキタイプベンチャーズの代表取締役、クウジット、データセクション、ファイルフォース、ソニックス、アクシス、ガラパゴスの社外取締役との兼任である。

同じく社外取締役の柳澤大輔氏は、ソニー・ミュージックエンタテインメントなどを経て19年10月に同社の社外取締役に就任した。カヤックの創業者で現在も代表取締役を務めており、テー・オー・ダブリュー(4767 東証一部)、クックパッド(2193 東証一部)の社外取締役、プラコレ、鎌倉R不動産の取締役との兼任である。

尚、中嶋氏及び柳澤氏が代表取締役及び社外取締役を務める企業と同社の事業上の取引関係はないものの、両者が代表取締役を務める企業は同社の上位株主である点と、両者は社外取締役の兼任社数が多く、職務遂行に関わる時間に制限が生じる可能性がある点に留意が必要である。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名の合計3名で構成されており、3名とも社外監査役である。常勤監査役の小泉増明氏は、トヨタ自動車販売(現トヨタ自動車、7203 東証一部)、シイエム・シイ(2185 東証JQS、名証二部)を経て15年9月に同社の常勤監査役に就任した。

非常勤監査役の長尾拓真氏は公認会計士で、Nagao VET-CPA Officeの代表取締役を務めている。18年6月に同社の監査役に就任した。

同じく非常勤監査役の村上未来氏は公認会計士で、中央青山監査法人、UBS証券、KPMGヘルスケアジャパン、ユーザベース(3966 東証マザーズ)を経て19年7月に同社の監査役に就任した。somebuddyの

代表取締役を務めており、クリアルの社外取締役、ユーグレナ(2931 東証一部)の取締役監査等委員との兼任である。

尚、21/3 期の取締役会は 19 回、監査役会は 14 回開催された。中嶋氏は取締役会 19 回の全てに、柳澤氏は 19 回のうち 17 回に出席している。

小泉氏、長尾氏、村上氏はともに取締役会の 19 回、監査役会 14 回の全てに出席している。

## > 対処すべき課題

### ◆ 市場変化への対応

インターネットサービス市場は、技術革新や新たなサービスモデルの登場が絶えない変化が激しい市場と同社は認識している。このなかで事業規模を拡大するためには、新たなデジタルテクノロジーの進歩にタイムリーに対応して提供するサービスの利用価値を高めることが必要と考えており、最新の技術動向を把握して対応できる体制の構築に取り組んでいる。

### ◆ 人材の確保及び育成

質の高いサービス提供を継続し、今後の事業拡大につなげるためには、事業開発力やマネジメント能力、コンテンツ制作のスキルを持つ人材を確保することが必要と同社は認識している。そのために、新卒採用、中途採用とともに継続的に進めるとともに、教育制度の整備を行っていく考えである。

上場による社会的信用の向上が追い風となり、採用は順調に進んでいる模様であり、今後は、増加する人員に対応できるよう組織体制を強化することも必要となる。

### ◆ 内部管理体制の強化

事業成長を継続するためには、業務運営の効率化や内部管理体制の強化、コーポレート・ガバナンスの充実が課題であると同社は認識している。そのために社内規程や業務マニュアルの運用を徹底するとともに財務、経理、人事、総務等の管理部門の人材確保及び育成に注力している。

## > 今後の事業戦略

### ◆ 出版社などへのデジタル化支援や地域メディアの展開を強化

同社は、既存事業領域では出版社などへのデジタル化支援を強化するとともに、「地域」、「身の回り」で情報やデジタルサービスを構築する LOCAL SERVICE DX (Digital Transformation、デジタルを活用した

変革)を強化し、持続的な事業規模拡大を目指す考えである。また、SNS メールマガジンの子会社化により個人課金領域での事業展開にも注力していく考えを持っている。

#### 1) 出版社などへのデジタル化支援を強化

同社がデジタル化を支援している出版社はマガジンハウス、徳間書店、光文社などで、21年3月末のテレビ局や事業会社を含めた運営・支援メディア数は50となっている。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残されており、そうした企業に向けた提案営業を積極化してメディア数を継続的に増加していく考えである。同社は、この先5年間で運営・支援メディア数を200まで拡大することを目標に掲げている。

#### 2) LOCAL SERVICE DX の取り組み

同社やこれまで、東海エリアの「CUCURU(ククル)」や関西エリアの「anna」といった地域メディアの運営支援を行ってきた(「CUCURU」は20年7月末に運営を終了)。このノウハウを活かし、地域における社会インフラとなるメディアサービスの育成及び運営を強化する考えである。

こうした方針のもと、20年3月にサッポロビールが12年から運営している地域メディア「北海道 Likers」を譲受し、同年4月には08年に運営を開始した大阪府枚方市の地域メディア「枚方つーしん」の運営会社である morondo(大阪府枚方市)を子会社化している。

#### 注10) 関係人口

移住した「定住人口」や観光に来た「交流人口」ではないものの、地域や地域の人々と多様に関わる人々のことを指す。

同社は、地方展開について2つの方向性を想定しており、1つは「北海道 Likers」のように地域の情報を地域外のユーザーに届けることで関係人口<sup>注10)</sup>を増加させ、地域経済を活性化すること、もう1つは「枚方つーしん」のように地域に密着した情報発信を行い、地域経済の活性化を促すことである。今後は、広告や記事による収入で収益化が見込みやすい人口上位の都市を主なターゲットとし、地域メディアの開発・育成を進める考えである。

#### 3) 個人課金領域での事業展開

21年2月に子会社化した SNS メールマガジンの持つ個人向け情報発信に関するノウハウと、同社の持つメディア運営に関するノウハウを合わせ、今後の拡大が見込まれる個人課金領域での事業展開に注力していく考えである。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

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

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 運営メディア数の増加による事業拡大を予想

現在が主要顧客とする出版社については現在 10 数社と取引があるが、同社が対象とする売上規模の出版社は日本国内に 80 社以上存在しており、その 14%程度と取引があるに過ぎない。また、テレビ局や新聞社、事業会社を含めれば、同社の潜在顧客は更に拡大する。多くの先が効率的なマーケティング活動を求めていると証券リサーチセンター（以下、当センター）では推測している。同社がこれまでのメディア運営実績を活かし、新規顧客の獲得を進めることは可能と当センターでは考えている。

また、国策として「地方創生」が掲げられるなか、地域の活性化のために地域メディア運営を開始する、既存メディアに新たなサービスを加えるとといった動きが今後活発化すると当センターでは考えている。同社は、「北海道 Likers」や「枚方つーしん」の運営ノウハウと同社の技術力を融合した新たなサービスの展開に着手しており、地域事業と

して確立し、他の地域へ横展開することを視野に入れている。当センターでは、地域メディアの展開において多くの実績を持つ同社の優位性は高く、同社が主なターゲットとする人口上位の都市にメディアを展開していくことは可能と考えている。

個人課金事業については、同社と SNS メールマガジンのノウハウを活用した新サービスを開発中であり、中期的な事業規模拡大ペースや規模感は現時点では不明である。当面は、有力なコンテンツを生み出す新規執筆者の獲得動向が注目点になると当センターでは考えている。

今後の事業規模拡大に欠かせないのが営業人員や技術者を含めた継続的な人員の拡充である。同社は、新卒人材に加えて広告運用や Web コンテンツ制作分野でのキャリアを持つ人材などを積極的に採用している。現在は、上場による知名度向上が追い風となり、多数の応募がある模様である。当センターでは、今後も継続的に採用を進めると同時に教育体制の強化も進めることが必要と考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 22年3月期は営業増益を見込む会社計画

22/3 期の会社計画は、売上高が 1,530 百万円（前期比 11.2%増）、営業利益が 43 百万円（同 36.1%増）、経常利益が 40 百万円（同 4.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益が 11 百万円（同 50.0%減）である（図表 12）。

【 図表 12 】 22年3月期会社計画

(単位：百万円)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,669	1,504	1,376	1,530	11.2%
売上総利益	826	824	681	-	-
売上総利益率	49.5%	54.8%	49.5%	-	-
営業利益	308	266	31	43	36.1%
営業利益率	18.5%	17.7%	2.3%	2.8%	-
経常利益	307	258	42	40	-4.2%
経常利益率	18.4%	17.2%	3.1%	-4.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	154	167	22	11	-50.0%

(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

同社はサービス別の売上高を公表していないものの、新型コロナウイルス感染症拡大の影響が徐々に小さくなっている現状を踏まえ、メデ

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 サービスともに増収を想定している模様である。エンジニアリングサービスについても、クライアント数の増加による安定的な拡大を見込んでいる。

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

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

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターの22/3期業績予想は、売上高が前期比15.3%増の1,586百万円、営業利益が同190.3%増の90百万円、経常利益が同107.1%増の87百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同122.7%増の49百万円である(図表13)。21/3期の上期と下期の実績や、同社の取り組み等を踏まえ、会社計画を上回る水準を予想した。

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) サービス別では、メディアマネジメントサービスの売上高は811百万円(21/3期当センター推計値との比較で7.8%増)、運営メディア数は21/3期末の50から22/3期末には60に増加すると予想した。

広告運用サービスの売上高は新規取引先の増加により375百万円(前期比7.1%増)、プロモーション企画・PRサービスの売上高は案件数の回復により75百万円(同11.9%増)、エンジニアリングサービスの売上高は案件数の増加により225百万円(同8.7%増)、21年3月から連結対象となっているSNSメールマガジンが行う個人課金事業の売上高は100百万円と予想した。

2) 売上総利益率は、前期比2.5%ポイント改善の52.0%と予想した。改善の主な要因は、増収に伴う原価に含まれる労務費負担の低減である。

3) 販管費率は、増員に伴う人件費の増加を増収効果で吸収して前期比0.9%ポイント改善の46.3%と予想した。22/3期末の社員数は21/3期末より11名増加の106名とし、これに伴い人件費(給料及び手当)は21/3期より45百万円増加の233百万円と予想した。

【 図表 13 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	20/3	21/3	22/3CE	22/3E	23/3E	24/3E
<b>損益計算書</b>						
売上高	1,504	1,376	1,530	1,586	1,751	1,935
前期比	-9.9%	-8.5%	11.2%	15.3%	10.4%	10.5%
メディアマネジメントサービス	827	752	-	811	890	980
広告運用サービス	376	350	-	375	406	450
プロモーション企画・PRサービス	75	67	-	75	85	90
エンジニアリングサービス	225	207	-	225	250	275
その他(個人課金事業)	-	-	-	100	120	140
売上総利益	824	681	-	824	928	1,044
前期比	-0.2%	-17.4%	-	21.0%	12.6%	12.5%
売上総利益率	54.8%	49.5%	-	52.0%	53.0%	54.0%
販売費及び一般管理費	558	649	-	734	788	850
販管費率	37.1%	47.2%	-	46.3%	45.0%	44.0%
営業利益	266	31	43	90	140	194
前期比	-13.4%	-88.1%	36.1%	190.3%	55.6%	38.6%
営業利益率	17.7%	2.3%	2.8%	5.7%	8.0%	10.0%
経常利益	258	42	40	87	137	191
前期比	-16.1%	-83.5%	-4.2%	107.1%	57.5%	39.4%
経常利益率	17.2%	3.1%	2.6%	5.5%	7.8%	9.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	167	22	11	49	90	126
前期比	8.5%	-86.3%	-50.0%	122.7%	83.7%	40.0%

◇上期、下期別の実績と予想

	20/3	21/3	22/3CE	22/3E	23/3E	24/3E
売上高 上期 百万円	769	613	-	790	870	965
売上高 下期 百万円	735	763	-	796	881	970
営業利益 上期 百万円	178	-12	-	44	68	95
営業利益 下期 百万円	88	43	-	46	72	99
営業利益率 上期 %	23.1	-1.96	-	5.57	7.82	9.84
営業利益率 下期 %	12.0	5.64	-	5.78	8.17	10.21

◇期末従業員数と運営媒体数

	20/3	21/3	22/3CE	22/3E	23/3E	24/3E
期末従業員数 (人)	66	95	-	106	117	128
運営媒体数(期末時点)	38	50	-	60	70	80

(注) 20/3 期及び 21/3 期のサービス別売上高は証券リサーチセンター推定値

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

23/3 期の売上高は前期比 10.4%増の 1,751 百万円、営業利益は同 55.6%増の 140 百万円、24/3 期の売上高は前期比 10.5%増の 1,935 百万円、営業利益は同 38.6%増の 194 百万円と予想する。

業績予想を策定する上の想定は以下の通りである。

- 1) メディアマネジメントサービスの売上高は、23/3 期が 890 百万円(前期比 9.7%増)、24/3 期が 980 百万円(同 10.1%増)、運営メディア数は 23/3 期末が 70、24/3 期末が 80 と予想した。

広告運用サービスの売上高は、23/3 期が 406 百万円 (同 8.3%増)、24/3 期が 450 百万円 (同 10.8%増)、新規取引先が每期 10 社増加して広告配信数が増加すると予想した。

プロモーション企画・PR サービスの売上高は、案件数の増加が寄与して 23/3 期が 85 百万円 (同 13.3%増)、24/3 期が 90 百万円 (6.0%増と予想した。

エンジニアリングサービスの売上高は、23/3 期が 250 百万円 (同 11.1%増)、24/3 期が 275 百万円 (同 10.0%増)、案件数は每期 3 件程度の増加を予想した。

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

2) 増収に伴う原価に含まれる労務費負担の低下により、売上総利益率は每期 1.0%ポイントの改善を想定した。

3) 販管費率は人件費の増加を売上増で吸収して 23/3 期に前期比 1.3%ポイント、24/3 期に同 1.0%ポイントの改善を予想した。期末社員数は 11 名ずつ増加し、それに伴い人件費 (給料及び手当) は每期 45 百万円程度の増加を予想した。

【 図表 14 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書)

(単位:百万円)

	20/3	21/3	22/3CE	22/3E	23/3E	24/3E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	1,186	1,652	-	1,611	1,558	1,592
受取手形及び売掛金	234	223	-	255	281	311
その他	59	90	-	88	89	99
流動資産	1,479	1,966	-	1,955	1,930	2,004
有形固定資産	25	52	-	67	82	97
無形固定資産	0	184	-	174	164	154
投資その他の資産	83	140	-	127	126	124
固定資産	108	377	-	369	373	376
資産合計	1,588	2,345	-	2,324	2,303	2,380
買掛金	61	51	-	60	66	73
短期借入金	-	150	-	150	100	100
1年内返済予定の社債	17	27	-	27	23	-
1年内返済予定の長期借入金	-	134	-	134	134	134
未払法人税等	73	4	-	5	4	4
その他	124	136	-	124	120	121
流動負債	276	505	-	501	448	433
社債	32	50	-	23	-	-
長期借入金	-	276	-	241	207	172
その他	4	13	-	9	9	10
固定負債	36	340	-	274	216	182
純資産合計	1,275	1,499	-	1,548	1,638	1,764
(自己資本)	1,275	1,498	-	1,547	1,637	1,763
(新株予約権)	0	1	-	1	1	1
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	258	42	-	87	137	191
減価償却費	6	16	-	15	15	15
のれん償却費	3	10	-	10	10	10
貸倒引当金の増減額 (-は減少)	-1	-	-	-	-	-
受取利息	0	-	-	-	-	-
支払利息	0	2	-	3	2	2
株式交付費	2	-	-	-	-	-
株式公開費用	6	-	-	-	-	-
助成金収入	-1	-10	-	-	-	-
事業譲渡損益 (-は益)	-	-1	-	-	-	-
売上債権の増減額 (-は増加)	50	21	-	-31	-26	-29
仕入債務の増減額 (-は減少)	5	-13	-	8	5	6
その他の資産・負債の増減額	-17	-4	-	-4	-3	-3
小計	313	63	-	88	141	193
利息及の受取額	0	-	-	-	-	-
助成金の受取額	1	10	-	-	-	-
利息及の支払額	0	-2	-	-3	-2	-2
法人税等の支払額	-96	-99	-	-30	-46	-64
営業活動によるキャッシュ・フロー	218	-27	-	54	92	125
定期預金の預入による支出	-	0	-	-	-	-
有形固定資産の取得による支出	-5	-29	-	-30	-30	-30
関係会社株式の売却による収入	-	2	-	-	-	-
関係会社株式の取得による支出	-3	-	-	-	-	-
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による収入	-	24	-	-	-	-
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-	-221	-	-	-	-
敷金及び保証金の回収による収入	-	1	-	-	-	-
敷金及び保証金の差入による支出	-3	-	-	-	-	-
事業譲渡による収入	-	1	-	-	-	-
事業譲受による支出	-3	-24	-	-	-	-
その他	-2	-2	-	-3	-3	-3
投資活動によるキャッシュ・フロー	-18	-248	-	-33	-33	-33
短期借入による収入	-	150	-	150	100	100
長期借入による収入	-	463	-	100	100	100
短期借入金の返済による支出	-	-	-	-150	-150	-100
長期借入金の返済による支出	-5	-99	-	-134	-134	-134
社債の発行による収入	-	50	-	-	-	-
社債の償還による支出	-17	-22	-	-27	-27	-23
株式の発行による収入	509	199	-	-	-	-
株式公開費用の支出	-6	-	-	-	-	-
自己株式の取得による支出	-	0	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュ・フロー	480	740	-	-61	-111	-57
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	680	465	-	-40	-52	34
現金及び現金同等物の期首残高	505	1,186	-	1,651	1,611	1,558
現金及び現金同等物の期末残高	1,186	1,651	-	1,611	1,558	1,592

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

## > 投資に際しての留意点

### ◆ システム障害について

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

### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先行するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

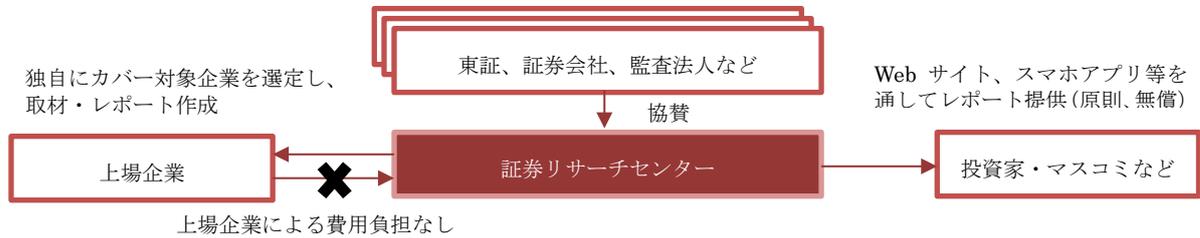
### ◆ 新型コロナウイルス感染症拡大による影響の可能性について

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

## 証券リサーチセンターについて

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

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



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ

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

### アナリストによる証明

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

### 免責事項

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