

# 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7月22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 20220719

# INCLUSIVE(7078 東証グロース)

発行日:2022/7/22

## 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月期は連結子会社の増加により事業規模が拡大

### > 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。

#### ◆ 22年3月期決算の概要

・22/3期は主力のメディアマネジメントサービスの新規顧客獲得が進んだことで売上高は前期比26.7%増の1,743百万円となった一方、人件費やのれん償却費の増加により42百万円の営業損失(21/3期は31百万円の利益)を計上した。

#### ◆ 23年3月期業績予想

・23/3期の会社計画は、売上高が前期比3.2倍の5,580百万円、営業利益が100百万円である。新たな連結子会社が加わったことで大幅な増収となり、新規サービスの拡大に係る費用を吸収して営業黒字を見込んでいる。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/3期実績及び同社の取り組み、連結子会社の増加を踏まえて23/3期業績の前回予想を修正し、売上高5,497百万円、営業利益100百万円と予想した。

#### ◆ 事業戦略と中期業績見通し

・同社は、運営・支援メディア数の拡大や地域メディア運営支援の強化、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き、営業利益率は緩やかに上昇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すべきと考えている。

#### 【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)
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	5,580	3.2×	100	-	85	-	0	-	0.1	-	0.0
2023/3 E	5,497	3.2×	100	-	85	-	13	-	1.3	195.4	0.0
2024/3 E	5,901	7.3	165	65.0	150	76.5	79	6.1×	8.2	203.6	0.0
2025/3 E	6,325	7.2	222	34.5	207	38.0	114	44.3	11.8	215.5	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】

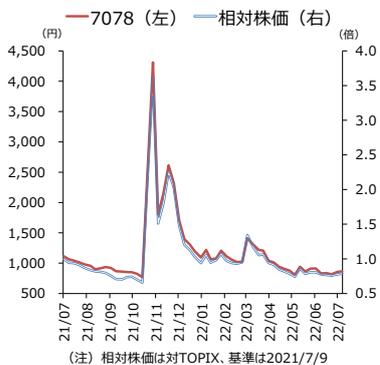
	2022/7/15
株価(円)	868
発行済株式数(株)	9,635,589
時価総額(百万円)	8,364

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-	643.4	105.9
PBR(倍)	3.8	4.4	4.3
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	3.3	-4.3	-14.2
対TOPIX(%)	2.1	-3.9	-13.8

#### 【株価チャート】



#### アップデート・レポート

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

◆ デジタルコミュニケーション事業の単一セグメント

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

同社は「必要なヒト(ユーザー)に、必要なコト(情報)を。」を企業ビジョンとし、メディア運営企業や事業会社のインターネットサービスの拡大と収益化を総合的に支援する事業を行っている。提供するサービスは、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) クリエイターエージェンシーサービス、6) 個人課金サービス、7) ゴルフテックサービス、8) 宇宙関連サービスを提供しており、22年4月に子会社化したオレンジが9) その他(商業施設や飲食店のプロデュースなど)である(図表1)。

【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) クリエイターエージェンシーサービス	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
6) 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	Newsletter Asia
7) 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
8) 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
9) その他	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、デザイン・施工等の関連サービスなどの提供	オレンジ

(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

サービスごとの売上高、営業利益は非公表であるが、22/3期における売上高及び営業利益の構成比はメディアマネジメントサービス、広告

運用サービス、エンジニアリングサービス、プロモーション企画・PRサービスの順と推測される。

連結子会社は、Data Tailor、パシフィック・コミュニケーションズ、グルコース、達傑汀有限公司、morondo、Newsletter Asia、OGS、OGS PLUS、ナンバーナイン、INCLUSIVE SPACE CONSULTING、オレンジである。

#### 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2)。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2】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) 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

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。

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。

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。

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、広告主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。

5) 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。

6) 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。

7) 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。

8)宇宙関連サービス

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。

9)その他

22年4月に子会化したオレンジは、オレンジ・アンド・パートナーズ、ジョージクリエイティブカンパニー、下鴨茶寮を傘下に持つホールディングカンパニーである。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。下鴨茶寮は、老舗料亭の運営やライセンス提供事業を行っている。

◆ 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。

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。

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。

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。

> 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3のようにまとめられる。

【 図表 3 】 SWOT 分析

<b>強み</b> (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・テレビ局や出版社に複数のクライアントを持つこと</li> <li>・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</li> <li>・Contentmatic、ContentX、Pacific SSPなどの独自サービスを持つこと</li> </ul>
<b>弱み</b> (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特定人物（代表取締役社長）への依存度が高い事業運営</li> <li>・顧客のマーケティング広告予算の削減が業績悪化に影響すること</li> </ul>
<b>機会</b> (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
<b>脅威</b> (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業モデルを模倣される可能性があること</li> <li>・競合先の増加による事業環境の悪化</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>

(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4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 4 】 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	・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		
ブランド	・テレビ局や出版社のメディアの運営を支援	・読売テレビ放送「anna」	18年8月に運営・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	・子会社グルコース	・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	
	・子会社Newsletter Asia	・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	
	・その他の連結子会社	・OGS、ナンバーナインなど	特になし	
組織資本	プロセス ・コンテンツの企画・制作 ・運用支援 ・分析・改善 ・コンサルティング	・コンテンツマトリクスを活用して理論的に行い、効果的にページビューやユニークユーザー数の増加につなげる	特になし	
		・独自のSSPサービス	・Pacific SSP	特になし
	知的財産 ノウハウ	・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
人的資本	経営陣	・現代表取締役社長の下での体制	・在任期間	15年
		・インセンティブ	・代表取締役社長の保有	4,051千株 (49.4%)
			・ストックオプション (取締役、従業員を含む合計)	371千株 (4.5%)
	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)	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	78百万円 (3名)
			・従業員数	116名
		・インセンティブ	・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
・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期末のもの

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

## > 決算概要

### ◆ 22年3月期決算概要

22/3期の業績は、売上高が前期比26.7%増の1,743百万円、営業損失が42百万円(21/3期は31百万円の利益)、経常損失が30百万円(同42百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失が115百万円(同22百万円の利益)であった。同社は期初に公表した通期計画(売上高1,530百万円、営業利益43百万円)を21年12月に売上高1,628百万円、営業損失73百万円へ、22年2月に売上高1,690百万円、営業損失54百万円へと修正している。尚、同社は22/3期から新収益認識基準を適用しているが、損益への影響はない。

主力のメディアマネジメントサービスは、新規顧客の獲得が順調に進んだことに加え、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて予算を縮小していた既存顧客からの受注が回復した。広告運用サービスは、顧客の広告出稿が回復傾向となった一方で配信単価は下落傾向が続いた。プロモーション企画・PRサービスは、クライアントからの受注が回復した。OGS及びOGS PLUS、ナンバーナインの子会社化も寄与して増収となった一方、原価に含まれる労務費や外注費、業務委託費が増加して売上総利益率は前期比2.7%ポイント悪化した。

人件費(給料及び手当)の増加や、21/3期に行った事業買収及び事業譲受に伴うのれん償却費の増加、寄付金(企業版ふるさと納税)の発生などで販管費は21/3期より209百万円増加し、販管費率は同2.1%ポイント悪化した。尚、同社は21年2月にSNSメールマガジン(現Newsletter Asia)の子会社化、同年7月にオンラインサロンを運営する田端大学の事業譲受、同年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を行っている。

親会社株主に帰属する当期純損失は、投資有価証券評価損及び減損損失(morondoの株式取得時に発生したのれんなどに係るもの)の合計58百万円を特別損失に計上したことで損失幅が広がった。

## > 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を強化するとともに、地域メディアや新規事業領域での事業展開を積極化し、持続的な事業規模拡大を目指す考えを示している。

#### 1) 出版社などへのデジタル化支援を強化

同社は現在、マガジンハウスや光文社、徳間書店などのメディア運営を支援しており、22年3月末時点の運営・支援メディア数は85とな

っている(21年3月末時点では50)。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、そうした企業に向けた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。同社は、現状の獲得ペースを維持し、運営・支援メディア数200を当面の目標としている。

## 2) 地域メディアの展開

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

21年7月には北海道放送(HBC)の新規メディアサービスである「Sitakke(したっけ)」の運営支援を開始した。「Sitakke」のページビューは順調に増加し、21年12月に月間220万ページビューという実績を上げている。今後も広告や記事による収入で収益化が見込みやすい人口上位の都市を主なターゲットとし、地域メディアの開発・育成を進める考えである。

## 3) 新規事業領域での事業展開

21年7月に、同社と冷凍ピザの通販を行う森山ナポリ(石川県金沢市)、飲食店のFC展開支援などのコンサルティング業務を行う Talleyrand Consulting(石川県金沢市)との共同出資で産直ECシステムを開発・展開するSTOKKを設立し(34.4%出資の持分法適用会社)、同年10月に「大蔵ゴルフスタジオ」を運営するOGS及びOGS PLUSを子会社化してゴルフクラブのフィッティングサービスを開始した。

22年1月にはナンバーナイン)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、同社は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)と資本提携し、宇宙関連を新たな事業領域とした。22年4月に新会社 INCLUSIVE SPACE CONSULTINGを設立して企業や自治体に対する衛星打ち上げ支援サービスを開始している。

## > 業績予想

### ◆ 23年3月期は営業黒字を計画

23/3期の会社計画は、売上高が5,580百万円(前期比3.2倍)、営業利益が100百万円(前期は42百万円の損失)、経常利益が85百万円(同

30 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益が 0 百万円 (同 115 百万円の損失) である (図表 5)。

【 図表 5 】 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	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	1,504	1,376	1,743	5,580	3.2×
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	-
営業利益率	17.7%	2.3%	-	1.8%	-
経常利益	258	42	-30	85	-
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	-

(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、その他の既存サービスも増収基調が続くと想定している模様である。高い増収率は、4 月に子会社化したオレンジが新たに連結対象となる影響が大きく、オレンジの直近期 (21/5 期) の実績は、売上高 3,110 百万円、営業利益 131 百万円である。オレンジののれん償却額について同社は開示していないが、証券リサーチセンター (以下、当センター) では年間 88 百万円程度とみている。

引き続き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、売上増で吸収して営業黒字を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、22/3 期実績や同社の取り組み及び連結子会社の増加を踏まえて 23/3 期の業績予想を修正した。23/3 期の売上高は 5,497 百万円、営業利益は 100 百万円、経常利益は 85 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は 13 百万円と予想する (図表 6)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の想定をした。

- 1) サービス別売上高は、メディアマネジメントサービスが 900 百万円 (22/3 期当センター推計値との比較で 11.1%増)、運営・支援メディア数は 22/3 期末の 85 から 22/3 期末には 110 に増加すると予想した。前回予想 860 百万円からの増額は運営・支援メディア数の想定を前回予想の 80 から引き上げたことが要因である。広告運用サービスの売上高は 380 百万円 (同 5.6%増)、プロモーション企画・PR サービスの売上高は 160 百万円 (同 14.3%増、案件数の増加により前回予想 80 百万円から増額)、エンジニアリングサービスの売上高は 247 百万円 (同 9.8%増)、クリエイターエージェンシーサービスは 440 百万円 (21/3 期は 3 カ月で推計 104 百万円)、個人課金サービスの売上高は 120 百万円 (同 33.3%増)、その他 (OGS、OGS PLUS、オレンジ、その他) は、オレンジが 22 年 5 月から連結対象となることで 3,250 百万円と予想した。
- 2) 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期比 1.2%ポイント改善の 48.0%と予想した。
- 3) 人件費やのれん償却費の増加を売上増で吸収して販管費率は前期比 3.1%ポイント改善の 46.2%と予想した。期末従業員数は新たな子会社が加わることで 22/3 期末より 30 名増加の 146 名とし、これに伴い人件費 (給料及び手当) は 22/3 期より 165 百万円増加の 397 百万円と予想した。のれん償却費はオレンジの 88 百万円が加わり 158 百万円 (21/3 期は 70 百万円) と予想した。

【 図表 6 】 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)

	21/3	22/3	23/3CE	23/3E (前回)	23/3E	24/3E	24/3E	25/3E
<b>損益計算書</b>								
売上高	1,376	1,743	5,580	1,687	5,497	1,835	5,901	6,325
前期比	-8.5%	26.7%	3.2x	7.5%	3.2x	8.8%	7.3%	7.2%
メディアマネジメントサービス	-	-	-	860	900	930	1,000	1,100
広告運用サービス	-	-	-	380	380	400	410	440
プロモーション企画・PRサービス	-	-	-	80	160	90	180	200
エンジニアリングサービス	-	-	-	247	247	275	275	310
クリエイターエージェントサービス	-	-	-	-	440	-	484	532
個人課金事業サービス	-	-	-	120	120	140	140	160
その他 (OSG、オレンジ、その他)	-	-	-	-	3,250	-	3,412	3,583
売上総利益	681	816	-	868	2,638	972	2,873	3,099
前期比	-17.4%	19.9%	-	10.6%	3.3x	12.0%	8.9%	7.9%
売上総利益率	49.5%	46.8%	-	51.5%	48.0%	53.0%	48.7%	49.0%
販売費及び一般管理費	649	859	-	791	2,538	842	2,708	2,877
販管費率	47.2%	49.3%	-	46.9%	46.2%	45.9%	45.9%	45.5%
営業利益	31	-42	100	77	100	130	165	222
前期比	-88.1%	-	-	148.4%	-	68.8%	65.0%	34.5%
営業利益率	2.3%	-	1.8%	4.6%	1.8%	7.1%	2.8%	3.5%
経常利益	42	-30	85	74	85	127	150	207
前期比	-83.5%	-	-	164.3%	-	71.6%	76.5%	38.0%
経常利益率	3.1%	-	1.5%	4.4%	1.5%	6.9%	2.5%	3.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	22	-115	0	45	13	78	79	114
前期比	-86.3%	-	-	200.0%	-	73.3%	6.1x	44.3%
◇期末従業員数と運営メディア数								
	21/3	22/3	23/3CE	23/3E (前回)	23/3E	24/3E (前回)	24/3E	25/3E
期末従業員数 (人)	95	116	-	111	146	121	156	166
運営・支援メディア数 (期末時点)	50	85	-	80	110	90	135	160

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、24/3 期の業績予想を修正し、25/3 期業績予想を新たに策定した。24/3 期の修正の主な要因は、運営・支援メディア数の想定引き上げ (90→135) によるメディアマネジメントサービスの売上高の増額 (930 百万円→1,000 百万円)、案件数の増加によるプロモーション企画・PR サービスの売上高の増額 (90 百万円→180 百万円)、子会社によるその他事業の追加である。

24/3 期の売上高は前期比 7.3%増の 5,901 百万円、営業利益は同 65.0%増の 165 百万円、25/3 期の売上高は前期比 7.2%増の 6,325 百万円、営業利益は同 34.5%増の 222 百万円と予想する。

業績予想を策定する上の想定は次の通りである。

- 1) メディアマネジメントサービスの売上高は、24/3 期が 1,000 百万円 (前期比 11.1%増)、25/3 期が 1,100 百万円 (同 10.0%増)、運営・支援メディア数は 24/3 期末が 135、25/3 期末が 160 と予想した。

広告運用サービスの売上高は、24/3 期が 410 百万円 (同 7.9%増)、25/3 期が 440 百万円 (同 7.3%増)、新規取引先が每期 10 社程度増加して広告配信数が増加すると予想した。

プロモーション企画・PR サービスの売上高は、案件数の増加が寄与して 24/3 期が 180 百万円 (同 12.5%増)、25/3 期が 200 百万円 (同 11.1%増) と予想した。

エンジニアリングサービスの売上高は、24/3 期が 275 百万円 (同 11.3%増)、25/3 期が 310 百万円 (同 12.7%増)、アプリ開発案件数は每期 3～5 件程度の増加を予想した。

クリエイターエージェンシーサービスの売上高は、24/3 期が 484 百万円 (同 10.0%増)、25/3 期が 532 百万円 (同 9.9%増) と配信支援作品数の増加による増収を予想した。

個人課金サービスの売上高は、24/3 期が 140 百万円 (同 16.7%増)、25/3 期が 160 百万円 (同 14.3%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。

その他 (OGS、OGS PLUS、オレンジ、その他) の売上高は、24/3 期が 3,412 百万円 (同 5.0%増)、25/3 期が 3,583 百万円 (同 5.0%増)、OGS 及び OGS PLUS の大きな伸びは見込まず、オレンジの案件増加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軽減により、売上総利益率は 24/3 期に前期比 0.7%ポイント、25/3 期に同 0.3%ポイントの改善を想定した。

3) 期末社員数は 10 名ずつ増加し、それに伴い人件費 (給料及び手当) は每期 55 百万円程度の増加を予想した。販管費率は人件費 (給料及び手当) の増加を売上増で吸収して 24/3 期に前期比 0.3%ポイント、25/3 期に同 0.4%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  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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、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。