

# ホリスティック企業レポート

## エフ・コード

### 9211 東証グロース

ベーシック・レポート  
2023年6月9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 202300606

## 企業のDX(デジタルトランスフォーメーション)推進に関する様々なサービスを提供 DX化ニーズの高まりを追い風に顧客企業の増加が続く

### 1. 会社概要

- ・エフ・コード(以下、同社)は、「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」をミッションとし、企業のDX(デジタルトランスフォーメーション)推進をサポートするサービスを提供している。
- ・同社は、CX(顧客が体験して得られる価値のこと)の重要性に着目してマーケティングツールを開発して提供しており、現在はWeb接客ツール「CODE Marketing Cloud」が主力である。

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】

	2023/6/2
株価(円)	1,679
発行済株式数(株)	5,243,300
時価総額(百万円)	8,804

### 2. 財務面の分析

- ・顧客数の増加に伴い増収が続いており、16/12期から22/12期における売上高の年平均成長率は23.8%となっている。プロダクト開発費用の計上により、営業利益は18/12期、19/12期と損失が続いたが、20/12期に黒字化し、21/12期には前期比5.1倍、22/12期は同43.9%増となった。
- ・他社との財務指標比較では、収益性の3項目は比較的高い水準で、売上高営業利益率は他の3社を上回っている。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	35.8	50.0	33.7
PBR(倍)	9.5	3.1	2.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、同社が事業開始以来蓄積してきたCX領域におけるデータや培ったノウハウ、様々な業種の顧客企業といった関係資本などにあると考えられる。

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.7	-11.2	15.0
対TOPIX(%)	-3.1	-18.5	-1.5

### 4. 経営戦略の分析

- ・同社は、顧客数増加による持続的な事業成長を目指し、BtoB領域(企業が企業にモノやサービスを提供するビジネス領域)の企業へのサービス提供、地方企業や中堅企業の開拓などに注力していく考えを示している。

### 【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、同社が営業体制の強化や機能の拡充、効果的なプロモーション活動により顧客数を増加していくことは可能と考えている。
- ・業績については、23/12期は会社計画を若干上回る水準を予想し、24/12期以降も増収増益が続くと予想した。

### 【9211 エフ・コード 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)
2021/12	660	24.3	160	5.1×	149	4.8×	152	3.8×	39.3	120.0	0.0
2022/12	1,071	62.3	230	43.9	225	51.2	194	27.5	46.9	176.0	0.0
2023/12 CE	1,650	54.1	300	30.4	250	11.1	173	-10.7	33.0	-	0.0
2023/12 E	1,670	55.9	306	33.0	256	13.8	176	-9.3	33.6	533.8	0.0
2024/12 E	2,130	27.5	398	30.1	384	50.0	261	48.3	49.8	583.6	0.0
2025/12 E	2,665	25.1	506	27.1	492	28.1	334	28.0	63.7	647.3	0.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2022/12期までは単体ベース。

2. 2022年12月1日付で1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPSは株式分割を考慮に入れて修正

3. 2023年1月24日付で78万株の公募増資、2月17日付で11万株の第三者割当増資を実施。予想EPS、BPSは増資後の発行済株式数で算出

## 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

#### 注1) DX

Digital Transformation の略称で、デジタル技術を活用して企業のシステムやビジネスモデルの付加価値高め、業務プロセスの改善や生産性の向上を図ること

#### 注2) CX

Customer Experience の略称で、顧客が商品やサービスを体験して得られる価値のこと

#### 注3) SaaS

Software as a Service の略称でサービス提供者がアプリケーションソフトウェアの機能をクラウド上で提供し、ユーザーはネットワーク経由でサービスを利用する形態のこと

注4) ブラウザプッシュ通知  
通知を許可したユーザーに Web ブラウザ経由でメッセージが自動表示される通知方式のこと

注5) チャットボット  
チャットとロボットを組み合わせた造語で、テキストや音声を通じて自動的に会話するプログラムのこと

#### ◆ 企業の DX 推進をサポートするためのサービスを提供

エフ・コード (以下、同社) は、「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」をミッションとし、企業の DX <sup>注1</sup> 推進をサポートするための様々なサービスを提供している。

同社は、06年3月に Web コンサルティング事業を目的として創業し、CX <sup>注2</sup> の重要性に着目してマーケティングツールの開発を進めてきた。13年2月に SaaS <sup>注3</sup> 型ソフトウェアであるエントリーフォーム最適化ツール「f-tra (エフトラ) EFO」、16年5月に Web 接客ツール「f-tra CTA」、同年12月にブラウザプッシュ通知 <sup>注4</sup> ツール「f-tra Push」の提供を開始した。18年7月に各ツールが提供してきたサービスを統合・強化した Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」の提供を開始し、現在は「CODE Marketing Cloud」を主力として、その一部の機能のみを担う「f-tra EFO」の提供も行っている。

尚、「CODE Marketing Cloud」との相乗効果が見込めるプロダクトとして、22年2月に「EFO CUBE」(エントリーフォーム最適化ツール)、9月に「GORILLA EFO」(エントリーフォーム最適化ツール)、11月に「sinclo」(チャットボット <sup>注5</sup> ツール)、12月に「hachidori」(LINE 活用型チャットボット)、「recit」(動画メッセージツール) を事業譲受している。また、23年1月にサブスクリプションファクトリー (東京都港区) が Web 接客ツールを提供する「KaiU」事業を分割して新設した KaiU を子会社化し、3月に吸収合併した。同年5月に SAKIYOMI (大阪市北区) が Instagram 分析ツールを提供する「SAKIYOMI」事業を分割して新設した SAKIYOMI を子会社化した。現時点では、子会社は SAKIYOMI 1社のみである。

#### ◆ CX 向上 SaaS の提供や DX 推進支援を行う

同社がこれまでに蓄積した累計1,000社超分の CX 領域のデータをもとに、1) CX 向上 SaaS の提供、2) DX 推進支援とデジタルマーケティングサービス提供を行っている。

##### 1) CX 向上 SaaS の提供

顧客企業の Web サイトにおける CX を向上させることにより、ユーザーを顧客化して定着させるための Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」、その一部の機能を担う「f-tra EFO」も提供している。

「CODE Marketing Cloud」は、企業の Web サイトに訪れたユーザーに対して会員登録や購入履歴、訪問回数や訪問タイミング、滞在時間、

サイト内遷移などの行動データを分析して最適なタイミングでポップアップバナーなどのコンテンツを自動表示し、一人ひとりに最適な接客や有効なプロモーションを提供することができる Web 接客ツールである。企業はこのツールを利用することで、既存のサイトに大きな改修を加えることなく、購入率、購入単価、顧客ロイヤリティの向上を図ることが可能となる。同社は、ツールの提供だけでなく、専門スタッフによる導入時の体制構築支援や、導入後の運営支援も行っている。

「f-tra EFO」は、Web サイトまたはスマートフォンサイト内に設置されたエントリーフォームの入力支援機能を提供するサービスである。入力形式の指示やエラー表示により、ユーザーの入力ストレスを軽減するとともに入力ミスを低減し、入力途中での離脱を防止している。

## 2) DX 推進支援とデジタルマーケティングサービス提供

同社のコンサルタントが、企業の顧客獲得のためのデジタルマーケティング戦略の設計やデジタルマーケティング活動の改善などを支援するサービスである。具体的には、顧客企業の属する市場の調査、CX 領域のデータ基盤を活用した同業他社の戦略分析及び顧客企業の戦略策定、戦略の実行を担う人材の育成などを行っている。

### 注6) UI/UX

User Interface/User Experience の略称で、UI とはデザインやフォントなどユーザーの視覚に触れる全ての情報、UX とはユーザーがサービスを通じて得られる体験のこと

注7) インサイドセールス  
社内においてメールや電話等で営業活動を行う営業部隊のこと

また、全体的な戦略が決定した段階では、顧客の Web サイトの集客力を向上させるためのコンテンツの企画・制作・分析・改善や、広告運用のデータを分析して改善するためのコンサルティングを行っている。サイト上でユーザーとの接点が構築された後は、サイトの UI/UX <sup>注6</sup>改善支援や、営業データの分析によるインサイドセールス<sup>注7</sup>の商談手法の改善支援など、成約率及び継続率を上昇させるための様々な支援を行っている。

## > ビジネスモデル

### ◆ CX データに基づき各企業に最適な DX 施策を設計

DX の領域においては、顧客管理の自動化やデジタル広告の最適化、営業活動の効率化、日常業務の自動化など多種多様な課題が存在しており、企業は顕在化した課題ごとに個別のシステムやサービスを導入して対応している例が多い。様々なデジタル施策が各領域にバラバラに取り入れられた結果、生活者に対してタイミングの悪いプッシュ通知が何度も送られる、不要なデジタル広告が発信されるなど、不適切な施策が提供され、かえって CX を損なっている例が多いと同社は考えている。

同社はこうした現状を踏まえ、DX 領域における多種多様な個別課題

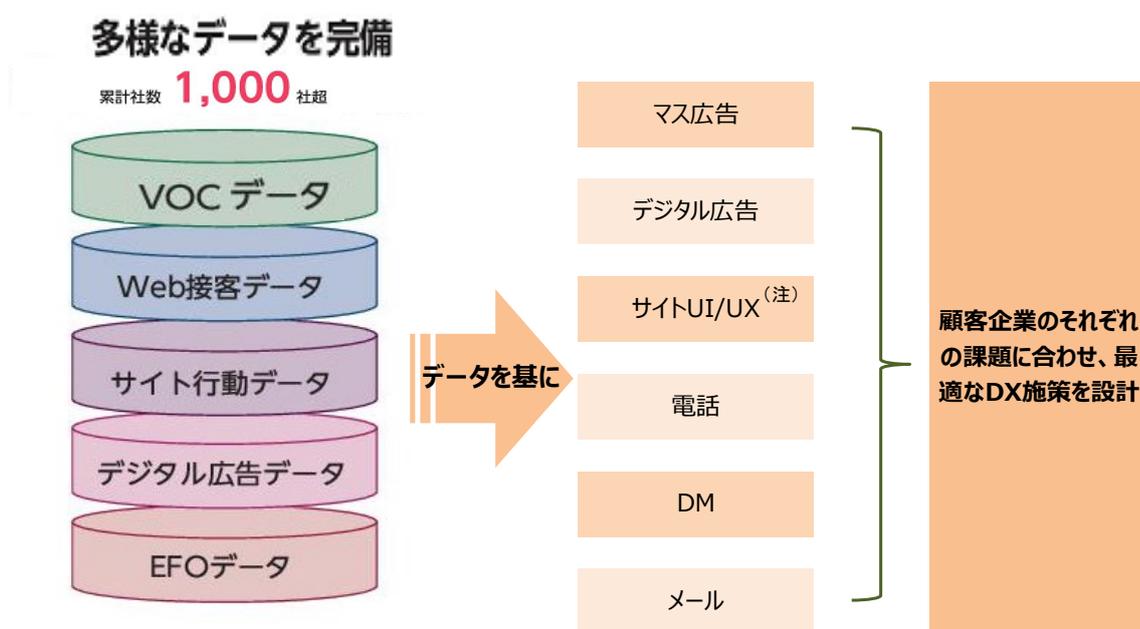
注 8) EFO  
Entry Form Optimization の略称で、Web サイトの申し込みフォームの入力完了率を高めるために、フォームを改善する施策のこと

注 9) VOC  
Voice of Customer の略称で、顧客から寄せられる商品及びサービス、提供する企業に対するフィードバックのこと

の解消に向けては“デジタル上での顧客接点がどうあるべきか”を重視し、個々のデジタル施策が一体となって効果を発揮するような DX 推進サービスを提供することを目指している。

その考えのもと、創業時からコンサルタントが顧客企業の事業課題解決のためのデジタルマーケティングを立案し、蓄積してきたノウハウや、13 年から提供しているマーケティングツールによって蓄積した EFO 注 8 データや VOC 注 9 データ、Web 接客データといった多様なデータの解析をもとに、顧客企業それぞれの課題に応じた DX 施策の設計を行っている (図表 1)。

【 図表 1 】 CX 領域のデータ基盤を基にした DX 施策の設計



(注) UI とはデザインやフォントなどユーザーの視覚に触れる全ての情報、UX とはユーザーがサービスを通じて得られる体験のこと

(出所) エフ・コード届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 顧客企業の業種は様々

同社は 22/12 期には 951 社と取引があり、累計 1,000 社を超える企業との取引実績がある。顧客企業の業種は、EC、旅行、金融、不動産、自動車、人材など、BtoC 領域 (企業が一般消費者にモノやサービスを提供するビジネス領域) が多かったものの、近年は BtoB 領域 (企業が企業にモノやサービスを提供するビジネス領域) の企業が増加傾向にある (図表 2)。

【 図表 2 】 顧客企業の一例



(出所) エフ・コード決算説明資料

◆ 新規顧客の獲得は企業側からのアプローチによるものが多い

新規顧客の獲得については、既存顧客からの紹介や企業側からのアプローチによるものが大半を占めている。また、21年3月に業務提携したSBIホールディングス(8473 東証プライム)から地方の金融機関など、21年7月に業務提携した島根銀行(7150 東証スタンダード)から地域の法人客などの紹介を受けている。

◆ 収益構造

「CX 向上 SaaS の提供」の売上高は、顧客企業が支払う「CODE Marketing Cloud」の月額利用料が大部分を占めている。「CODE Marketing Cloud」は、基本的には想定ページビュー数に応じた月額固定料金で、同社は設定の詳細については開示していないが、月間100万ページビューを超える大規模なサイトでは月額15万円超で、それ以下の中小規模のサイトで月5万円から10万円程度、全体平均で月15万円弱程度の単価となっており、初期設定のサポートを行った場合には、初期設定費用が発生する場合がある。

尚、顧客企業は同社の提供するサービスを一定期間以上継続的に利用するケースが多く、売上高に占める継続型売上(6カ月以上継続して利用する取引先からの売上高)の割合は91%となっている(22/12期実績)。

「DX 推進の支援とデジタルマーケティングサービスの提供」の売上高は、同社のコンサルタントによるサービス提供に対して顧客企業が支払う代金で、月額報酬を設定して継続的にサービスを提供する契約形態が大部分を占めている。

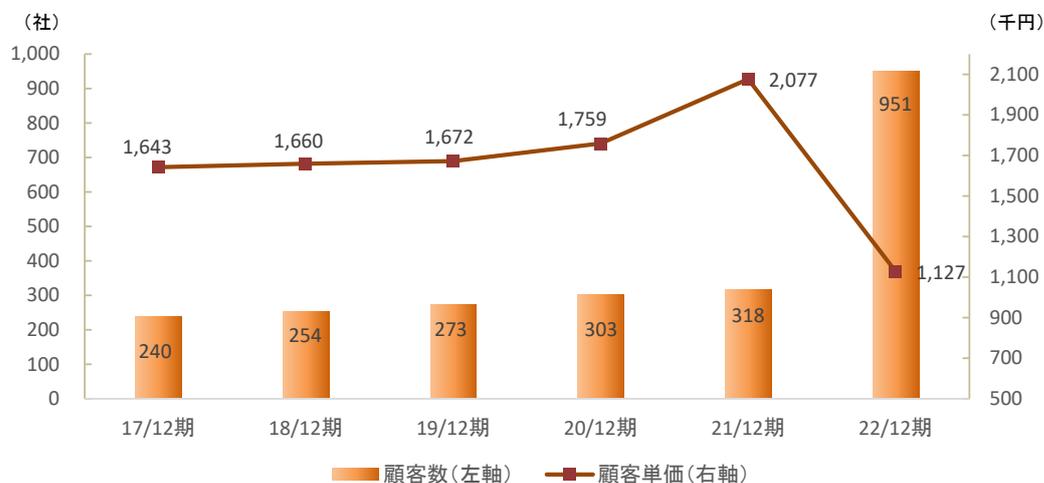
売上原価はエンジニア及びコンサルタントに係る労務費、外注費、サーバー費用等である。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、エンジニア及びコンサルタント以外の従業員に係る人件費、役員報酬、弁護士・社労士等の外部の専門家に係る業務委託費、研究開発費などである。

◆ 特徴と強み・・・DX サービスを横断的に提供

DX 領域では、デジタルマーケティングにおける市場分析及び戦略立案、広告配信プランの策定、サイト解析など、ある部分に特化したサービスを提供している企業が多い一方、同社は CX データ解析を軸として UI/UX や営業活動、広告配信、顧客管理など幅広い領域における DX サービスを横断的に提供している点に特徴がある。企業ごとの多様なニーズに対応が可能のため、様々な業種の企業が同社のサービスを利用しており、顧客数は増加が続いている(図表 3)。尚、22/12 期に顧客数が急増しているのは、22 年 2 月に譲受した「EFO CUBE」、9 月に譲受した「GORILLA EFO」などの事業の顧客が加わったためである。

複数サービスを利用する顧客や、複数サイトで導入する顧客の増加に伴い顧客単価も上昇傾向にあったが、22/12 期は譲受した事業が加わった影響で下落している。

【図表 3】顧客数と顧客単価の推移



(注) 顧客数は期中に取引があった社数。顧客単価は売上高を顧客数で除した金額

(出所) エフ・コード届出目論見書、有価証券報告書、事業計画及び成長可能性に関する事項を基に証券リサーチセンター作成

また、急速に高まる DX ニーズに対し、DX を総合的に設計して推進する人材が不足する企業が増加している。こうしたなか同社は、デジタルマーケティングの黎明期から事業を行い培ってきたノウハウや蓄積したデータを活用して幅広い観点を持った専門人材を育成し、顧客企業に提供できる点も特徴の一つとしている。

> 業界環境と競合

◆ 国内 DX 関連市場は拡大傾向が続く

AI (人工知能)、RPA (ソフトウェアロボットを使ってコンピュータ上で行う業務を自動化する技術)、5G(第5世代移動通信システム)といった DX の基盤となるデジタル技術が実用段階に入ったこと、新型コロナウイルス禍を経て、非対面や人手を介さない業務プロセスへのニーズが高まったことなどを背景として、企業による DX 投資が加速している。

富士キメラ総研の「2023 デジタルトランスフォーメーション市場の将来展望」によると、DX 関連の国内市場 (投資額) は、様々な業界で拡大が予測されている (図表 4)。

【 図表 4 】 DX 関連の国内市場 (投資額)

(単位: 億円)

	2022年度見込	2021年度比	2030年度予測	2021年度比
交通/運輸/物流	3,842	19.5%	11,795	3.7倍
金融	3,020	22.5%	8,880	3.6倍
製造	2,990	15.4%	8,130	3.1倍
バックオフィス (業種共通)	2,789	17.2%	6,515	2.7倍
流通/小売	669	29.4%	1,852	3.6倍
不動産/建設	502	15.4%	1,514	3.5倍
<b>その他を含む全体</b>	<b>27,277</b>	<b>17.5%</b>	<b>65,195</b>	<b>2.8倍</b>

(出所) 富士キメラ総研「2023 デジタルトランスフォーメーション市場の将来展望」のプレスリリースを基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合

SaaS 型の Web 接客ツールや Web 販促ツールを提供している上場企業には、06 年から「Rtoaster (アールトースター)」を提供するブレインパッド (3655 東証プライム)、15 年から「KARTE (カルテ)」を提供するプレイド (4165 東証グロース)、14 年に「CrossX (クロスエックス)」の提供を開始した Appier Group (4180 東証プライム) がある。

非上場企業では、14 年から「Repro (リプロ)」を提供する Repro (東京都渋谷区)、19 年から「Flipdesk (フリップデスク)」を提供するフリップデスク (東京都港区) などがある。

同社は、プレイドや Appier Group を競合先と認識しているものの、需要が大きく伸びている分野であり、現在はそれぞれが新しい顧客を開拓して事業成長している段階と捉えている。

◆ 沿革・経営理念・株主

◆ 13年2月にエントリーフォーム最適化ツールの提供を開始

同社は06年3月に設立された(図表5)。自社で開発したツールとしては、13年2月にエントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO」、16年5月にWeb接客ツール「f-tra CTA」、同年12月にブラウザプッシュ通知ツール「f-tra Push」、18年7月に各ツールが提供してきたサービスを統合・強化したWeb接客ツール「CODE Marketing Cloud」の提供を開始した。

【図表5】沿革

年	月	事項
2006年	3月	株式会社エフ・コードを設立
2013年	2月	エントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO」の提供を開始
2015年	12月	タイ政府の投資認可「BOI (Board Of Investment) 認可」を取得
2016年	1月	タイ(バンコク)に現地法人「f-code (Thailand) Co.,Ltd.」を設立(2021年9月に清算終了)
	5月	Web接客ツール「f-tra CTA」の提供を開始
	12月	ブラウザプッシュ通知ツール「f-tra Push」の提供を開始
	12月	香港に現地法人「f-code (Hong Kong) Co.,Ltd.」を設立(2019年3月に清算終了)
2017年	7月	インドネシア(ジャカルタ)に現地事務所を開設(2020年6月に閉鎖)
2018年	7月	Web接客ツール「CODE Marketing Cloud」の提供を開始
2021年	12月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2022年	2月	株式会社コミクスのSaaS事業「EFO CUBE」を譲受
	9月	ブルースクレイ・ジャパン株式会社のSaaS事業「GORILLA EFO」を譲受
	11月	メディアリンク株式会社のSaaS型ウェブチャットシステム「sinclo」を譲受
	12月	株式会社hachidoriのLINE活用型マーケティング・チャットボット「hachidori」、SaaS型動画メッセージツール「recit」を譲受
2023年	1月	サブスクリプションファクトリー株式会社が運営する「KaiU」事業を分割して新設した株式会社KaiUの株式を取得して子会社化(23年3月に吸収合併)
	5月	株式会社SAKIYOMIが運営する「SAKIYOMI」事業を分割して新設した株式会社SAKIYOMIの株式を取得して子会社化

(出所) エフ・コード有価証券報告書、適時開示資料より証券リサーチセンター作成

海外子会社として、16年1月にタイにf-code (Thailand) Co.,Ltd.、同年12月に香港にf-code (Hong Kong) Co.,Ltd.を設立したが、各々21年9月と19年3月に清算が終了している。

21年12月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した(市場再編に伴い現在はグロース市場に上場)。

上場後は、自社での開発にとどまらず、事業譲受やM&Aなどにより、ツールの拡充も積極的に行ってきた。22年には、エントリーフォー

ム最適化ツール「EFO CUBE」、9月にエントリーフォーム最適化ツール「GORILLA EFO」、11月にチャットボットツール「sinclo」、12月にLINE活用型チャットボット「hachidori」、動画メッセージツール「recit」を事業譲受している。また、23年1月にKaiUの子会社化(3月に吸収合併)、同年5月にSAKIYOMIを子会社化した。

同社の創業者で現代表取締役社長である工藤勉氏は、東京大学在学中に経営コンサルティング会社でインターンをし、その後自動車学校のポータルサイト運営会社である免許オンデマンドで役員を務めた。06年に同社を創業してWebコンサルティング事業を開始した。

#### ◆ 経営理念

同社は「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」をミッションとしている。最先端のテクノロジーを駆使して様々な企業のマーケティング革新に寄与するサービスを提供することを目指して事業に取り組んでいる。

#### ◆ 株主

22年12月末時点では、上位10名の株主で90.1%が保有されており、代表取締役社長の工藤氏が62.4%を保有する筆頭株主であった(図表6)。工藤氏以外の同社の取締役及び執行役員、監査役の保有は、第3位の梅澤康二氏が5.7%、第5位の荒井祐希氏が3.0%、第8位の衣笠慎吾氏が1.5%、第10位の山岡佑氏が0.7%であった。

尚、23年1月の公募増資、2月の第三者割当増資、新株予約権の行使により23年3月末時点の発行済株式数は5,243,300株となり、筆頭株主である工藤氏の保有比率は50%未満に低下している。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	22年12月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
工藤 勉	2,586,600	62.4%	1	代表取締役社長
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	250,400	6.0%	2	
梅澤 康二	237,000	5.7%	3	監査役
株式会社マイナビ	201,600	4.9%	4	
荒井 裕希	124,800	3.0%	5	取締役
須合 聡	122,400	3.0%	6	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	92,700	2.2%	7	
衣笠 慎吾	63,000	1.5%	8	執行役員
株式会社SBI証券	31,700	0.8%	9	
山岡 佑	27,000	0.7%	10	監査役
(大株主上位10名)	3,737,200	90.1%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	736,000	17.8%	-	
発行済株式総数	4,146,000	100.0%	-	

(出所) エフ・コード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

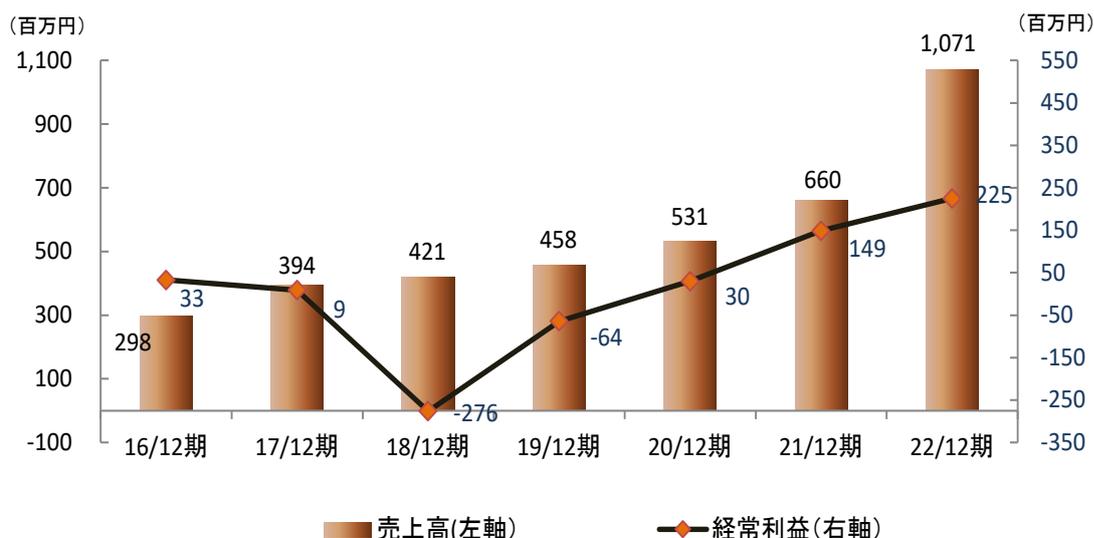
#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、16/12期から開示されている(図表7)。尚、同社は19/12期のみ連結財務諸表を作成しているが、子会社の清算終了に伴い単体決算に戻ったため、業績推移及び比較には単体数値を使用している。

顧客数の増加、顧客単価の上昇に伴い売上高は安定的に増加しており、16/12期から22/12期の年平均成長率は23.8%となっている。経常損益は、「CODE Marketing Cloud」の提供開始に伴いプロダクト開発費用を計上したことで18/12期は276百万円の損失となり、追加開発費用の計上やマーケティングコストの発生により19/12期も64百万円の損失となった。

20/12期には増収による固定費負担の軽減により黒字化し、21/12期の経常利益は前期比4.8倍、22/12期は同51.2%増となった。

【図表7】業績推移



(注) 単体ベース

(出所) エフ・コード届出目論見書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 22年12月期決算概要

22/12期の売上高は前期比62.3%増の1,071百万円、営業利益は同43.9%増の230百万円、経常利益は同51.2%増の225百万円、当期純利益は同27.5%増の194百万円であった。同社は、22年5月13日に期初計画(売上高859百万円、営業利益167百万円、経常利益160百万円、当期純利益141百万円)を上方修正(売上高959百万円、営業利益180百万円、経常利益170百万円、当期純利益141百万円)は据え

置き)した。更に23年1月6日に2度目の上方修正(売上高1,064百万円、営業利益217百万円、経常利益211百万円、当期純利益187百万円)をしたが、実績はこの再修正計画を上回った。

既存サービスの好調に加え事業譲受により期中に取引のあった顧客数が21/12期の318社から22/12期は951社に増加したことが増収につながった。

受注案件数の増加により外注費が21/12期の119百万円から236百万円に増加したことなどで売上原価が前期比77.7%増となり、売上総利益率は同3.6%ポイント悪化の57.8%となった。従業員数が21/12期末より13名増加したことに伴う人件費(給料及び手当)の増加、業務委託費やのれん償却費の増加により販管費は21/12期の245百万円から388百万円に増加したものの増収効果で販管費率は同0.9%ポイント改善の36.2%となった。結果として営業利益は同43.9%増となった。

当期純利益の伸び率が若干低いのは、本社移転に伴う特別損失7百万円を計上したことに加え、繰越欠損金の解消に伴い税金負担が発生したためである。

他社との比較

◆ SaaS 型の Web 接客ツールなどを提供する企業と比較

SaaS 型の Web 接客ツールや Web 販促ツールを提供している企業と財務指標を比較した。

比較対象企業として、企業のマーケティング活動を支援する様々な機能を網羅した「Rtoaster」を提供するブレインパッド、顧客の行動や感情を理解して、状況に合わせた適切な接客を支援する「KARTE」を提供するブレイド、生涯価値の高い顧客獲得を推進するマーケティングツール「CrossX」を提供する Appier Group を選定した(図表 8)。

【 図表 8 】 財務指標比較 : SaaS 型の Web 接客ツールの提供などを行う企業

項目	銘柄	コード	エフ・コード	ブレインパッド	ブレイド	Appier Group
			9211	3655	4165	4180
		直近決算期	22/12	22/6	22/9	22/12
規模	売上高	百万円	1,071	8,561	7,295	19,426
	経常利益	百万円	225	1,166	-983	110
	総資産	百万円	2,863	6,148	7,091	35,938
収益性	自己資本利益率	%	31.8	16.9	-20.9	0.1
	総資産経常利益率	%	12.2	19.5	-14.0	0.3
	売上高営業利益率	%	21.5	13.4	-12.1	0.3
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	32.7	14.7	35.4	39.1
	経常利益 (同上)	%	-	-1.3	-	-136.7
	総資産 (同上)	%	96.2	16.7	47.7	43.6
安全性	自己資本比率	%	25.5	78.8	57.2	72.9
	流動比率	%	129.6	385.4	273.6	348.1
	固定長期適合率	%	82.9	34.2	37.4	36.9

(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

ブレインパッドは22/6期から単体決算となっているため、1期前及び3期前については連結数値を使用

エフ・コードは3期前に経常損失を、ブレイドは直近及び3期前に経常損失を計上したため経常利益の成長率は記載していない  
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)

(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、売上高営業利益率は他の3社を上回っており、総資産経常利益率はブレインパッドに次ぐ水準である。自己資本利益率も他の3社より高い水準にある。ただし、23年1月に公募増資及び2月に第三者割当増資が行われており、23/12期は自己資本が増加した分、総資産経常利益率及び自己資本利益率は低下する可能性がある。

売上高の成長率についてはAppier Group、プレイドを若干下回るものの30%を超える水準である。同社は3期前に経常損失を計上しているため、経常利益の成長率は記載していないものの、20/12期に黒字化し、21/12期、22/12期には大幅な伸びを実現している。

安全性の面では、自己資本比率が他の3社より低い水準だが、23年1月の公募増資及び2月の第三者割当増資により改善している(23年3月末時点の自己資本比率は53.5%)。その他安全性の各数値については良好で、財務基盤の安定性については特に問題ないと言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

◆ **知的資本の源泉は蓄積した CX 領域におけるデータなどにある**  
 同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 9 に示した。

知的資本の源泉は、同社が事業開始以来蓄積してきた CX 領域におけるデータや培った知見、様々な業種の顧客企業といった関係資本などにあると考えられる。

【 図表 9 】 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	顧客企業 (「CODE Marketing Cloud」、[f-tra EFO] などの利用企業)	・顧客数	951社
			・顧客単価	1,127千円
			・利用企業の業種	サービス、小売、製造・建築など
	ブランド	ウェブ接客ツール「CODE Marketing Cloud」 ・エントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO」	・提供開始からの年数	4年
			・提供開始からの年数	9年
	ネットワーク	・外注先である協会社 ・業務提携企業	・外注先の企業数	非開示
・SBIホールディングス ・島根銀行			21年3月に業務提携 21年7月に業務提携	
組織資本	プロセス	・「デジタル上での顧客接点はどうあるべきか」を重視して顧客企業に適したDX推進サービスを設計	・特になし	特になし
		・蓄積した独自のCXデータ基盤を活用してサービスを開発して提供	・特になし	特になし
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたノウハウ	・06年の創業からの年数	16年
		・EFOデータ、VOCデータ、Web接客データなど多様なデータを保有	・13年の「f-tra EFO」提供開始以来、蓄積したデータ累計社数	1,000社超
人的資本	経営陣	・ビジネスモデルを確立し、成長を牽引する創業者 ・インセンティブ	・在任期間	16年
			・代表取締役社長の保有	2,586千株 (62.4%)
			・ストックオプション	736千株 (従業員保有分を含む)
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	44百万円 (5名)
	従業員	・少数精鋭のプロフェッショナル集団。年齢や入社年次に関わらず、成果に応じた役職抜擢を行い、モチベーションアップを図っている ・インセンティブ	・従業員数	39名 (21年12月末から13名増加)
			・平均年齢	34.1歳
			・平均勤続年数	2.7年
			・定期的な昇給制度	年2回実施
		・全社員を対象とした表彰制度	年1~2回実施	
		・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22/12期か22/12期末のものとする  
 (出所) エフ・コード有価証券報告書、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

#### > ESG活動の分析

##### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の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)

同社はミッションとして「マーケティングテクノロジーで世界を豊か

に」を掲げている。最先端のテクノロジーを駆使して企業のマーケティング革新を推進し、社会全体の DX 化につなげていく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 1 名) で構成されている。社外取締役の雨宮玲於奈氏は、18 年 3 月に同社の監査役に就任し、21 年 1 月に社外取締役に就任した。スマートエージェンシーの代表取締役を務め、MRT (6034 東証グロース)、コンフィデンス (7374 東証グロース)、Grooves、あしたのチームの取締役、ナシエルホールディングス、アカリクの監査役を兼任している。

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、常勤監査役と非常勤監査役のうち 1 名が社外監査役である。常勤で社外監査役の今村元太氏は公認会計士、税理士である。17 年 11 月に同社の監査役に就任した。春木家総本店の取締役、情報戦略テクノロジーの監査役との兼任である。

社外監査役の梅澤康二氏は弁護士で、弁護士法人プラム綜合法律事務所の代表である。18 年 3 月に同社の監査役に就任した。

監査役の山岡佑氏は公認会計士で、21 年 1 月に同社の監査役に就任した。シクミヤの代表取締役、ANYCOLOR (5032 東証グロース) の監査役との兼任である。

22/12 期の取締役会は 37 回開催されており、雨宮氏は全ての取締役会に出席している。今村氏、山岡氏は取締役会 37 回、監査役会 14 回の全てに、梅澤氏は取締役会 36 回、監査役会 13 回に出席している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 技術革新や顧客ニーズの変化に対応したサービスの提供

事業活動の DX 化領域は、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分野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、新技術や変化する顧客ニーズにタイムリーに対応して提供サービスの利用価値を高めることが必要と考えており、技術者の採用を強化するとともに最新技術を取り入れたサービスの拡充に対応できる体制の構築に取り組んでいる。

#### ◆ 認知度の向上

新規顧客を増やして提供するサービスの利用企業数を継続的に増加させることが今後の事業成長に必要と同社は認識している。そのためには、同社及び「CODE Marketing Cloud」の認知度を向上させることが必要と考えており、広報活動やインターネットを利用したマーケティング活動などに注力する考えを示している。

#### ◆ 取得した事業への適切なマネジメント

同社は、既存事業との相乗効果が見込める事業の譲受を積極的に行っている。期待される効果を早期に得るためには、取得した事業に対する適切なマネジメントが重要となり、同社もその点に重点を置いた事業運営に注力している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ BtoB 領域の企業や地方企業や中堅企業へ顧客基盤を拡大

企業の DX 化に対するニーズの高まりから関連市場は拡大基調にあると同社は考えている。こうした事業環境下、顧客数増加による持続的な事業成長を目指し、1) BtoB 領域の企業へのサービス提供、2) 地方企業や中堅企業の開拓などに注力していく考えである。また、3) M&A によるプロダクトの拡充も進める考えである。

##### 1) BtoB 領域の企業へのサービス提供

BtoB 領域の企業は、新型コロナ禍により訪問営業などの従来型の営業手法が制約された経験を経て、営業手法やマーケティングに係るプロセスを効率化するための DX ニーズが高まっている。

同社は、BtoB 領域の企業へのサービス提供に注力していく考えで、コンサルタントの増員や、セミナーや展示会への出展による導入事例の紹介などに取り組んでいる。顧客数を増やすと同時に単価の引き上げも目指し、新機能の開発にも注力していく方針である。

##### 2) 地方企業や中堅企業の開拓

現在、首都圏の大企業を中心として DX 化が急速に進んでおり、今後

は中堅企業や地方企業にも拡がると同社はみている。こうした流れを踏まえ、ある程度の投資予算があるものの、自社で DX 人材を採用または育成して効率的な DX 化を進めるのが難しい地方企業や中堅企業をターゲットとして顧客開拓に注力する方針である。同社の地方拠点は京都のみだが、オンラインセミナーの開催や、業務提携した SBI ホールディングスや島根銀行からの紹介を顧客開拓につなげていく考えである。

### 3) M&A によるプロダクトの拡充

同社は、既存サービスと相乗効果のある周辺領域のソリューションを強化するために M&A も活用する考えで、前述したように 22 年 2 月から相次いでプロダクトを獲得してきた。今後も M&A によるプロダクトの拡充を積極的に進める方針で、対象は CX データの拡充などの効果が見込める CX 領域及びその周辺領域、条件は黒字企業であること、多様な資金調達方法を活用して財務安全性を確保しながら行うことなどを基本方針としている。

獲得したプロダクトは「CODE Marketing Cloud」とのクロスセリングを進めることで顧客単価の上昇につなげていく考えである。

## 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

<b>強み</b> (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CXに係る多様なデータを蓄積し、それを活かした事業展開をしていること</li> <li>・一定期間以上継続して利用する企業が多く、継続売上の比率が高いこと</li> <li>・「CODE Marketing Cloud」の導入企業が規模や業種を問わず広がっていること</li> </ul>
<b>弱み</b> (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特定人物（代表取締役社長及び執行役員）への依存度が高い事業運営</li> <li>・事業規模が小さいこと</li> <li>・収益の大部分を「CODE Marketing Cloud」に依存していること</li> </ul>
<b>機会</b> (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・DX関連市場の中期的な拡大が見込まれること</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企業獲得の容易化</li> <li>・海外展開や新規サービスの開発、事業譲受による事業規模拡大の可能性があること</li> </ul>
<b>脅威</b> (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業モデルや提供サービス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>・プログラム不良や不正アクセスなどによりシステム障害が発生する可能性があること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 顧客数の増加が事業規模の拡大につながると予想

同社は 13 年の SaaS 事業開始以来、CX 領域の多様なデータを蓄積してきている。蓄積したデータを解析し、顧客企業それぞれの課題に応じた DX 施策の設計を行っているのが同社の強みと証券リサーチセンター（以下、当センター）では評価している。

同社の提供する「CODE Marketing Cloud」はリリースから約 5 年が経過し、導入による成功事例が増加したことで様々な業種の企業との契約が順調に進んでいる。当センターでは、マーケティングプロセスの最適化、効率化ニーズを持つ国内企業は数多く、同社が営業体制の強化や機能の拡充、効果的なプロモーション活動により利用企業を獲得していくことは可能と考えている。

同社は、BtoB 領域の企業や地方・中堅企業の開拓に注力する考えを示しているが、これまでの実績と上場による信用度の向上、業務提携した企業からの紹介が寄与すると当センターでは考えている。中期的には、全国の地方銀行などに提携先を拡げ、顧客の開拓につなげていくことも期待される。

今後の事業規模拡大に欠かせないのが、顧客支援を担うコンサルタントや専門知識を持つ技術者を含めた人員の継続的な拡充である。同社は、創業時から学生インターンの受け入れを行っており、参加した人材が社員として定着する例があることに加えて Web エンジニアなどのキャリアを持つ人材の中途採用も積極的に進めている。また、年齢や入社年次に関わらず、現在のスキルによって給与を決定するグレード型職能制度や年 2 回の昇給制度、活躍した社員の表彰制度など、モチベーションを高めるための取り組みも行っている。採用は順調に進み 22/12 期末の従業員は 21/12 期末より 13 名増員して 39 名となり、23/12 期は 22/12 期を上回る増員数を計画している。当センターでは、今後も継続的な人材確保を進めると同時に育成体制を強化することが必要と考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 23 年 12 月期会社計画

23/12 期の会社計画は、売上高が 1,650 百万円（前期比 54.1%増）、営業利益が 300 百万円（同 30.4%増）、経常利益が 250 百万円（同 11.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 173 百万円（同 10.7%減）である（図表 11）。連結決算の開示は 23/12 期からとなるため、前期比は 22/12 期単体数値との比較である。

【 図表 11 】 23 年 12 月期の会社計画

(単位：百万円)

	20/12期(単)	21/12期(単)	22/12期(単)	23/12期(連)	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	531	660	1,071	1,650	54.1%
売上総利益	309	405	619	-	-
売上総利益率	58.3%	61.4%	57.8%	-	-
販売費及び一般管理費	278	245	388	-	-
販管費率	52.4%	37.1%	36.2%	-	-
営業利益	31	160	230	300	30.4%
営業利益率	5.9%	24.3%	21.5%	18.2%	-
経常利益	30	149	225	250	11.1%
経常利益率	5.8%	22.6%	21.1%	15.2%	-
(親会社株主に帰属する) 当期純利益	40	152	194	173	-10.7%

(注) 23/12 期から連結決算に移行 (22/12 期までは単体ベース)

(出所) エフ・コード決算短信より証券リサーチセンター作成

顧客数の増加、顧客単価の上昇による増収を見込んでいるが、具体的な数値などは開示していない。また、既存事業の成長に加え、譲受した事業の寄与により増収率は高まる見通しである。

システム開発に係る労務費の増加、プロモーションの強化による広告宣伝費の増加や増員に伴う人件費の増加、のれん償却費の増加により営業利益率は前期比 3.3%ポイント悪化の 18.2%と見込んでいる。また、公募増資に係る費用を営業外費用に計上するため、経常増益率は 11.1%にとどまり、税効果会計の影響により親会社株主に帰属する当期純利益は 22/12 期を下回る見通しである。

同社は、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しており、23/12 期についても無配の予定である。

#### ◆ 23 年 12 月期第 1 四半期業績

23/12 期第 1 四半期は、売上高 385 百万円（前年同期比 68.2%増）、営業利益 90 百万円（同 45.3%増）、経常利益 67 百万円（同 11.4%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 43 百万円（同 31.6%減）であった。同社は 23/12 期第 1 四半期から連結決算を開示したため、前年同期比は 22/12 期第 1 四半期単体数値との比較である。通期計画に対する進捗率は、売上高が 23.4%、営業利益が 30.1%となっている。

既存事業において顧客数が順調に増加したことに加え、獲得した事業の貢献により大幅な増収となった。

労務費や外注費を中心とした売上原価の増加率が増収率を上回り、売上総利益率は前年同期比 0.6%ポイント悪化の 60.3%となった。給料及び手当、のれん償却費、事業投資に係る費用の増加により販管費率は同 3.4%ポイント悪化の 36.9%となり、結果として営業利益は同 45.3%増にとどまった。経常利益の伸び率が低いのは、株式交付費 19 百万円を営業外費用に計上したため、税効果会計の影響により親会社株主に帰属する四半期純利益は前年同期を下回った。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 12 月期

当センターの 23/12 期業績予想は、売上高が前期比 55.9%増の 1,670 百万円、営業利益が同 33.0%増の 306 百万円、経常利益が同 13.8%増の 256 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 9.3%減の 176 百万円である。22/12 期実績及び事業環境などを踏まえ、会社計画を若干上回る水準を予想する（図表 12）。

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) 売上高の内訳は、同社が従来から行っていた DX 事業が 1,120 百万円、22/12 期に譲受した「EFO CUBE」、「cinco」、「hachidori」などによるものが 550 百万円と予想した。地方企業の開拓強化により 23/12 期に取引のある顧客企業数は 22/12 期より 110 社増加の 1,061 社、複数サービスの提供により顧客単価は 1,573 千円（22/12 期は

1,127千円)と予想した。尚、「EFO CUBE」、「cinclo」、「hachidori」などは、「CODE Marketing Cloud」の周辺プロダクトとして併せて顧客に提供される場合が多いため、24/12期以降の予想ではDX事業に含めて表示している。

2) 売上総利益率は、譲受した事業が加わったことにより外注費が増加し、前期比0.2%ポイント悪化の57.6%と予想した(外注費は22/12期より136百万円増加の372百万円と予想)。

3) 販管費率は、増員に伴う人件費の増加、事業譲受によるのれん償却費の増加などにより前期比3.1%ポイント悪化の39.3%と予想した。

期末従業員数は22/12期末より22名増加の61人、人件費(給料及び手当)は22/12期より120百万円増加の194百万円、のれん償却費は同96百万円増加の119百万円と予想した。

【 図表 12 】 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)

	21/12 (単)	22/12 (単)	23/12CE (連)	23/12E (連)	24/12E (連)	25/12E (連)
<b>損益計算書</b>						
売上高	660	1,071	1,650	1,670	2,130	2,665
前期比	24.3%	62.3%	54.1%	55.9%	27.5%	25.1%
DX事業	660	-	-	1,120	2,130	2,665
事業譲受の分(「EFO CUBE」、「hachidori」など)	-	-	-	550		
売上原価	254	452	-	709	899	1,120
前期比	15.0%	77.7%	-	56.6%	26.8%	24.6%
労務費	78	125	-	195	245	301
外注費	119	236	-	372	475	594
売上総利益	405	619	-	961	1,231	1,545
前期比	30.9%	52.6%	-	55.3%	28.1%	25.5%
売上総利益率	61.4%	57.8%	-	57.6%	57.8%	58.0%
販売費及び一般管理費	245	388	-	655	833	1,039
販管費率	37.1%	36.2%	-	39.3%	39.1%	39.0%
営業利益	160	230	300	306	398	506
前期比	5.1×	43.9%	30.4%	33.0%	30.1%	27.1%
営業利益率	24.3%	21.5%	18.2%	18.3%	18.7%	19.0%
経常利益	149	225	250	256	384	492
前期比	4.8×	51.2%	11.1%	13.8%	50.0%	28.1%
経常利益率	22.6%	21.1%	15.2%	9.6%	18.0%	18.5%
(親会社株主に帰属する)当期純利益	152	194	173	176	261	334
前期比	3.8×	27.5%	-10.7%	-9.3%	48.3%	28.0%
◇期末従業員数、顧客数、顧客単価						
	21/12	22/12	23/12CE	23/12E	24/12E	25/12E
期末従業員数 (人)	26	39	-	61	86	111
顧客数 (社)	318	951	-	1,061	1,171	1,281
顧客単価 (千円)	2,077	1,127	-	1,573	1,818	2,080

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

**◆ 24年12月期業績予想**

24/12 期の売上高は前期比 27.5%増の 2,130 百万円、営業利益は同 30.1%増の 398 百万円と予想する。地方企業の開拓が進み、期中に取引のある顧客企業数は 23/12 期より 110 社増加の 1,171 社、複数サービスの利用により顧客単価は 23/12 期の 1,573 千円から 1,818 千円へ上昇するという前提で売上高を算定した。

増収による固定費負担の軽減により、売上総利益率は前期比 0.2%ポイント改善の 57.8%、販管費率は増員に伴い人件費が増加する一方、その他の経費の効率的な運用により同 0.2%ポイント改善の 39.1%と予想した。期末従業員数は 23/12 期末より 25 名増加の 86 人、人件費(給料及び手当)は 319 百万円(前期比 64.4%増)、のれん償却費は 150 百万円(同 26.1%増)と予想した。

**◆ 25年12月期業績予想**

25/12 期の売上高は前期比 25.1%増の 2,665 百万円、営業利益は同 27.1%増の 506 百万円と予想する。期中に取引のある顧客企業数は 24/12 期より 110 社増加の 1,281 社、顧客単価は 24/12 期の 1,818 千円から 2,080 千円へ上昇するという前提で売上高を算定した。

増収による固定費負担の軽減により売上総利益率は前期比 0.2%ポイント改善の 58.0%、販管費率は同 0.1%ポイント改善の 39.0%と予想した。期末従業員数は 24/12 期末より 25 名増加の 111 人、人件費(給料及び手当)は 444 百万円(前期比 39.2%増)、のれん償却費は 150 百万円(前期並み)と予想した。

【 図表 13 】 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)

	21/12	22/12	23/12CE	23/12E	24/12E	25/12E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	601	977	-	1,741	1,559	1,439
受取手形	-	15	-	-	-	-
売掛金	137	225	-	300	383	479
前払費用	5	10	-	14	18	24
未収入金	-	114	-	137	165	198
その他	8	15	-	69	75	79
貸倒引当金	0	0	-	0	0	0
流動資産	752	1,359	-	2,264	2,201	2,221
有形固定資産	8	21	-	23	25	27
無形固定資産	26	987	-	1,433	1,288	1,143
投資その他の資産	55	496	-	1,039	1,076	1,111
固定資産	90	1,504	-	2,496	2,390	2,282
資産合計	843	2,863	-	4,760	4,592	4,503
買掛金	65	129	-	200	255	319
短期借入金	-	450	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	32	356	-	495	495	495
未払金	40	24	-	25	26	27
未払費用	23	49	-	59	69	79
未払法人税等	23	18	-	23	23	23
契約負債	-	1	-	1	1	1
預り金	2	4	-	4	4	4
前受収益	1	9	-	9	9	9
その他	16	5	-	2	2	1
流動負債	205	1,048	-	822	888	961
長期借入金	145	1,085	-	1,139	643	147
固定負債	145	1,085	-	1,139	643	147
純資産合計	491	729	-	2,799	3,060	3,394
(自己資本)	491	729	-	2,799	3,060	3,394
(非支配株主持分+新株予約権)	-	0	-	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税引前当期純利益	149	218	-	256	384	492
減価償却費	3	12	-	13	13	13
本社移転費用	-	7	-	-	-	-
のれん償却額	-	23	-	119	150	150
子会社清算益(ーは益)	0	-	-	-	-	-
貸倒引当金の増減額(ーは減少)	0	0	-	0	0	0
受取利息	0	0	-	0	0	0
支払利息	3	9	-	12	10	9
株式交付費	0	0	-	19	-	-
上場関連費用	8	0	-	-	-	-
為替差損益(ーは益)	0	-2	-	-	-	-
売上債権の増減額(ーは増加)	-9	-104	-	-74	-82	-96
仕入債務の増減額(ーは減少)	-42	63	-	71	55	64
未収入金の増減額(ーは増加)	-	-114	-	-22	-27	-33
その他	-4	-22	-	-35	-36	-37
小計	106	93	-	357	466	562
利息の受取額	0	0	-	0	0	0
利息の支払額	-3	-8	-	-12	-10	-9
法人税等の支払額又は還付額(ーは支払)	0	-25	-	-79	-123	-157
営業活動によるキャッシュ・フロー	102	58	-	266	333	395
有形固定資産の取得による支出	-3	-23	-	-5	-5	-5
無形固定資産の取得による支出	-20	-10	-	-15	-15	-15
事業譲受による支出	-	-1,403	-	-	-	-
子会社の株式取得による支出	-	-	-	-1,120	-	-
関係会社の清算による収入	7	-	-	-	-	-
敷金及び保証金の差入による支出	0	-27	-	-	-	-
敷金及び保証金の回収による収入	-	24	-	-	-	-
投資活動によるキャッシュ・フロー	-16	-1,441	-	-1,140	-20	-20
短期借入金の純増減額(ーは減少)	-26	450	-	-450	-	-
長期借入れによる収入	24	1,348	-	550	-	-
長期借入金の返済による支出	-87	-84	-	-356	-495	-495
株式の発行による収入	282	44	-	1,893	-	-
新株予約権の発行による収入	-	0	-	-	-	-
自己株式の取得による支出	-	0	-	-	-	-
上場関連費用の支払額	-3	0	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュ・フロー	189	1,756	-	1,637	-495	-495
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	276	376	-	763	-182	-120
現金及び現金同等物の期首残高	325	601	-	977	1,741	1,559
現金及び現金同等物の期末残高	601	977	-	1,741	1,559	1,439

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) エフ・コード決算短信、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

同社は、サーバー設備の増強やセキュリティの強化、システム管理体制の強化等を行い、システム障害の発生防止を図っている。しかし、大規模なプログラム不良や不正アクセス、自然災害等による大規模な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。

### ◆ 情報管理について

同社は、業務に付随して顧客企業の機密情報や個人情報を取得するため、秘密保持契約等によって守秘義務を負っている。情報管理の徹底や役員及び従業員に対する社内教育などを実施しているが、情報漏洩に関しては一定のリスクがあることに留意する必要がある。

### ◆ 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。

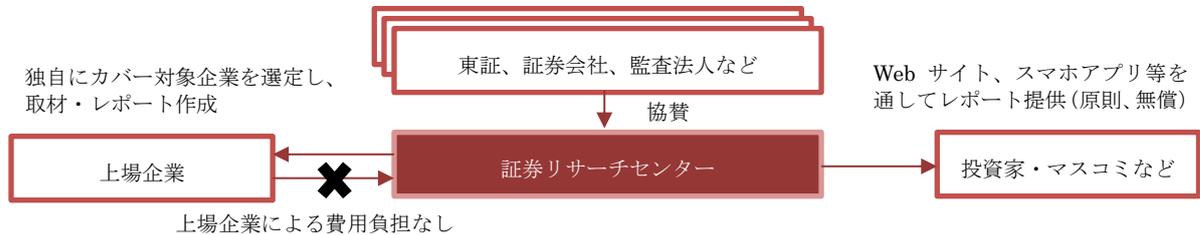
### ◆ 新株予約権の行使による株式価値の希薄化について

同社が取締役及び従業員に対して付与している新株予約権は 736 千株 (22 年 12 月末時点) で、23 年 3 月末現在の発行済株式数の約 14%に相当する。新株予約権の行使により株式価値が希薄化する可能性がある点には留意が必要である。

## 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	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。