

# 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

アップデート・レポート  
2023年9月8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 20230829

# エフ・コード(9211 東証グロース)

発行日:2023/9/8

## 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が増加し、業績拡大が続く

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・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。

#### ◆ 23年12月期上期決算の概要

- ・23/12期第2四半期累計期間(以下、上期)の売上高は前年同期比73.6%増の864百万円、営業利益は同23.7%増の165百万円であった(前年同期比は単体実績との比較)。顧客企業数の増加とともに大幅な増収が続いたが、人件費を中心とした経費の増加や事業投資に係る費用の増加により営業増益率は増収率を下回った。

#### ◆ 23年12月期の業績予想

- ・23/12期の会社計画は上期決算発表時に増額修正されており、売上収益が1,970百万円(期初予想1,650百万円、22/12期実績1,071百万円)、営業利益が415百万円(同300百万円、同230百万円)である。同社は23/12期第3四半期から国際会計基準(IFRS)を適用予定のため、IFRSに基づいた予想となっている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、上期実績を踏まえ前回予想である売上高1,670百万円、営業利益306百万円を売上収益1,950百万円、営業利益410百万円に修正した。

#### ◆ 今後の事業戦略

- ・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。
- ・当センターでは、同社が営業体制の強化や機能の拡充、効果的な広告宣伝により顧客数を増加していくことは可能と考えている。

#### 【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	1,970	83.8	415	79.9	376	66.4	263	35.4	51.2	-	0.0
2023/12 E	1,950	82.1	410	78.3	371	64.9	255	31.4	48.6	554.6	0.0
2024/12 E	2,440	25.1	520	26.8	506	36.4	344	34.9	65.6	620.2	0.0
2025/12 E	2,962	21.4	640	23.1	626	23.7	426	23.8	81.2	701.5	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。2023年12月期から国際会計基準(IFRS)を適用予定

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

#### 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。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。

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】

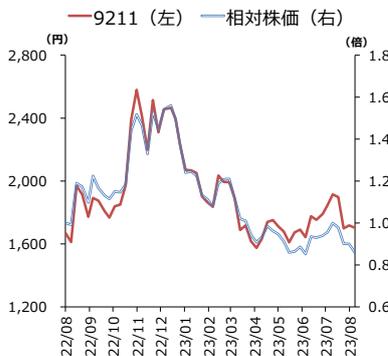
	2023/9/1
株価(円)	1,703
発行済株式数(株)	5,243,300
時価総額(百万円)	8,929

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	36.3	35.0	26.0
PBR(倍)	9.7	3.1	2.7
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(%)	-1.0	3.7	-10.0
対TOPIX(%)	-1.7	1.0	-29.7

#### 【株価チャート】



## > 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を高め、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 Radix(旧 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 を子会社した。同年8月にデジタルマーケティング事業を行う CRAFT(東京都江東区)、T E O R Y(東京都渋谷区)のデジタルマーケティング事業を分割して新設した JITT、マイクロウェブ(東京都渋谷区)のデジタルマーケティング事業を分割して新設したマイクロウェブクリエイティブを子会社化しており、現時点の子会社は SAKIYOMI、CRAFT、JITT、マイクロウェブクリエイティブの4社である。

## ◆ 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、2) DX 推進支援とデジタルマーケティングサービスを提供している。

### 1) CX 向上 SaaS

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

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社は考えている。

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

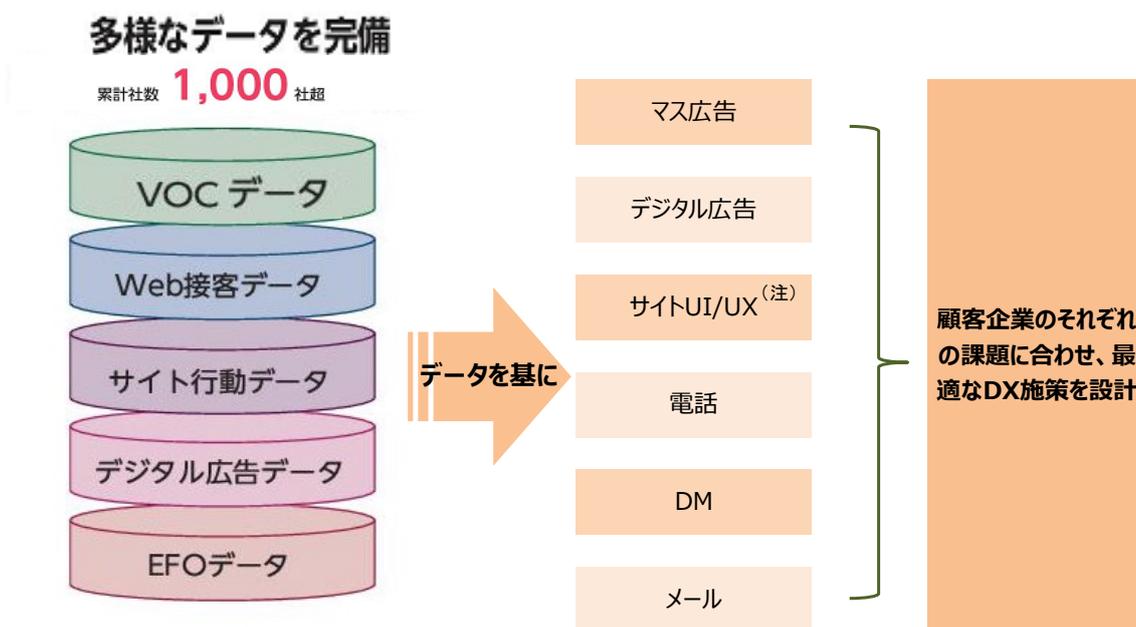
同社はこうした現状を踏まえ、DX 領域における多種多様な個別課題の解消に向けては“デジタル上での顧客接点がどうあるべきか”を重視し、個々のデジタル施策が一体となって効果を発揮するような DX 推進サービスを提供することを目指している。

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

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<sup>注8</sup>データや VOC<sup>注9</sup>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、同社は料金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場合が多く、23/12期第2四半期累計期間(以下、上期)の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93%となっている。

「DX 推進の支援とデジタルマーケティングサービス」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。

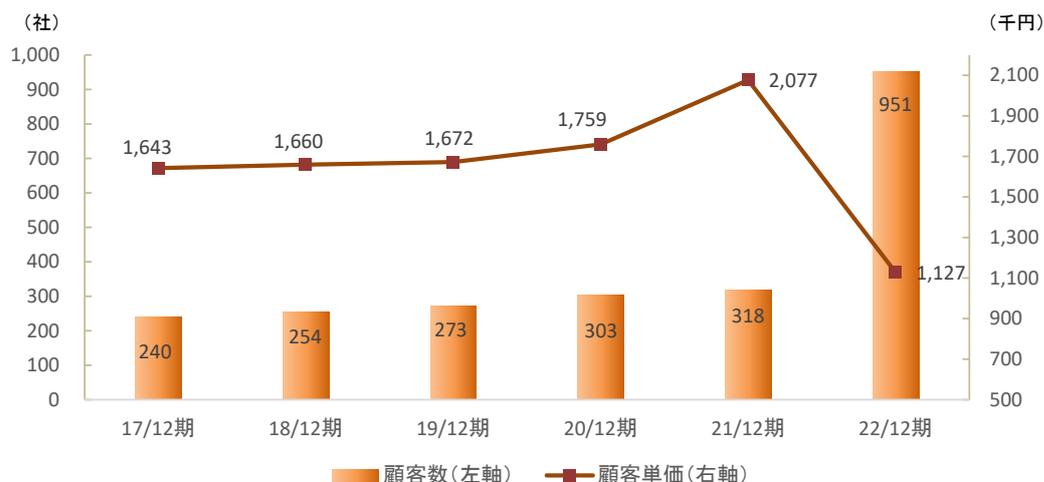
売上原価はエンジニア及びコンサルタントに係る労務費、外注費、サーバー費用等である。販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、エンジニア及びコンサルタント以外の従業員に係る人件費、役員報酬、弁護士・社労士等の外部の専門家に係る業務委託費、研究開発費などである。

◆ 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。

> 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

<p><b>強み</b> (Strength)</p>	<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>
<p><b>弱み</b> (Weakness)</p>	<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>
<p><b>機会</b> (Opportunity)</p>	<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と</li> </ul>
<p><b>脅威</b> (Threat)</p>	<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> <li>・M&amp;Aにより取得した事業が想定通りの成果を上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 5 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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 5 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	・顧客企業 (「CODE Marketing Cloud」、「f-tra EFO」などの利用企業)	・顧客数	951社
	・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」	・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
ネットワーク	・外注先である協力会社 ・業務提携企業	・提供開始からの年数	5年 ※23年6月末時点
		・提供開始からの年数	10年 ※23年6月末時点
組織資本	・"デジタル上での顧客接点があるべきか"を重視して顧客企業に適したDX推進サービスを設計 ・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	・外注先の企業数	非開示
		・SBIホールディングス	21年3月に業務提携
	・島根銀行	21年7月に業務提携	
知的財産 ノウハウ	・"デジタル上での顧客接点があるべきか"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
	・蓄積されたノウハウ	・特になし	特になし
人的資本	・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	・06年の創業からの年数	17年 ※23年6月末時点
		・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
	・ビジネスモデルを確立し、成長を牽引する創業者	・在任期間	17年 ※23年6月末時点
経営陣	・インセンティブ	・代表取締役社長の保有	2,556千株 (48.8%) ※23年6月末時点
		・ストックオプション	736千株 (従業員保有分を含む)
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	・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、決算説明会資料、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12月期上期決算概要

23/12期上期の売上高は前年同期比73.6%増の864百万円、営業利益は同23.7%増の165百万円、経常利益は同4.9%増138百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同33.7%減の72百万円であった(図表6)。連結決算の開示は23/12期からのため、前年同期比は22/12期上期単体実績との比較である。

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が増加したものの、増収効果で売上総利益率は前年同期比1.3%ポイント改善の62.8%となった。人件費やその他の経費、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9.1%ポイント悪化の43.7%となり、結果として営業利益

は同 23.7%増となった。経常利益の伸び率が低いのは、株式交付費 19 百万円を含む 35 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。

【 図表 6 】 23 年 12 月期上期決算概要

(単位:百万円)

	22/12期 (単)	22/12期 (単) 23/12期 (連)		23/12期 (連)	進捗率 (A) / (B)	
	通期実績	上期実績	上期実績 (A) 前年同期比			会社計画 (B) ※IFRS適用予定
売上高 (23/12期計画から売上収益)	1,071	497	864	73.6%	1,970	43.9%
売上総利益	619	306	542	77.3%	-	-
売上総利益率	57.8%	61.5%	62.8%	-	-	-
販売費及び一般管理費	388	172	377	2.2x	-	-
販管費率	36.2%	34.6%	43.7%	-	-	-
営業利益	230	133	165	23.7%	415	39.8%
営業利益率	21.5%	26.8%	19.1%	-	21.1%	-
経常利益 (23/12期計画から税引前利益)	225	132	138	4.9%	376	36.9%
経常利益率	21.1%	26.6%	16.1%	-	19.1%	-
当期 (四半期) 純利益 (23/12期計画から親会社の所有者に帰属する当期利益)	194	109	72	-33.7%	263	27.5%

(出所)エフ・コード決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 今後の事業戦略

### ◆ BtoB 領域の企業、地方企業、中堅企業へ顧客基盤を拡大

同社は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る。また、3) M&A によるプロダクトや人材の拡充も積極的に進めている。

#### 1) BtoB 領域の企業へのサービス提供

同社は、コロナ禍で営業活動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 BtoB 領域の企業へのサービス提供に注力している。

23/12 期上期には展示会への出展や無料オンラインセミナーを積極的に行って導入事例を紹介し、新規顧客の獲得につなげている。今後は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 S B I 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 によるプロダクトや人材の拡充

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 も活用しており、22 年 2 月から相次いでプロダクトを獲得してきた。23 年 8 月にはデジタルマーケティング関連の 3 社を子会社化し、企業の DX 推進に関するサービス提供を包括的に進められる体制づくりを進めている。

今後も M&A によるプロダクトや人材の拡充を積極的に進める方針である。対象となるのは CX 領域及びシナジーの見込める周辺領域の事業を行う企業で、黒字であることを条件としている。また、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。

## > 業績予想

### ◆ 23 年 12 月期の会社計画

23/12 期の会社計画は、上期実績と IFRS 適用を踏まえて上期決算発表時に増額修正されている。売上収益が 1,970 百万円 (22/12 期の日本基準の単体実績は売上高 1,071 百万円)、営業利益が 415 百万円 (同営業利益 230 百万円)、税引前利益が 376 百万円 (同経常利益 225 百万円)、親会社の所有者に帰属する当期利益が 263 百万円 (同当期純利益 194 百万円) である (期初計画は売上高 1,650 百万円、営業利益 300 百万円、経常利益 250 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 173 百万円)。

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、前提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。

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、事業投資に係る費用の増加により営業利益率は前期比 0.4%ポイント悪化の 21.1%と見込んでいる。

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。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年12月期

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、23/12期業績予想を修正した。売上収益は前期比82.1%増の1,950百万円、営業利益は同78.3%増の410百万円、税引前利益は同64.9%増の371百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同31.4%増の255百万円と予想する（図表7）。尚、前期比は日本基準の22/12期単体実績との比較である（以下、前期比、前年同期比は日本基準の22/12期単体実績との比較）。

前回予想との差異は、上期実績を踏まえ、売上収益を280百万円増額、増収効果とシステム開発の内製化を進めて外注費の増加を抑えることによる売上総利益率の想定引き上げ（57.6%→62.0%）、人件費などの増加による販管費率の想定引き上げ（39.3%→41.0%）で、結果として営業利益を104百万円増額している。

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) 下期の売上収益は1,085百万円（前年同期比89.2%増）、通期の売上収益は1,950百万円と予想した。

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150社増加の1,101社、複数サービスの提供により顧客単価は1,771千円（22/12期は1,127千円）と予想した。

2) 下期の売上総利益率は前年同期比6.8%ポイント改善の61.4%、通期では前期比4.2%ポイント改善の62.0%と予想した。22/12期下期は譲受した事業が加わったことにより売上総利益率は悪化していたが、増収効果に加え、エンジニアやコンサルタントの業務効率化を図ることや、システム開発の内製化を進めて外注費を抑制することによる改善を予想した。

3) 下期の販管費率は、増員に伴う人件費の増加やその他費用の増加により前年同期比1.2%ポイント悪化の38.8%、通期では前期比4.8%ポイント悪化の41.0%と予想した。

期末従業員数は22/12期末より32名増加の71人、人件費（給料及び手当）は22/12期より200百万円増加の274百万円と予想した。

【 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)

	21/12 (単)	22/12 (単)	23/12CE (連) IFRS適用予定	23/12E (前回) 従来基準	23/12E (連)	24/12E (前回) 従来基準	24/12E (連)	25/12E (前回) 従来基準	25/12E (連)
<b>損益計算書</b>									
売上高(売上収益)	660	1,071	1,970	1,670	1,950	2,130	2,440	2,665	2,962
前期比	24.3%	62.3%	83.8%	55.9%	82.1%	27.5%	25.1%	25.1%	21.4%
Dx事業	660	-	-	1,120	1,300	2,130	2,440	2,665	2,962
事業譲受の分(「EFO CUBE」、 「hachidori」 など)	-	-	-	550	650				
売上原価	254	452	-	709	741	899	923	1,120	1,114
前期比	15.0%	77.7%	-	56.6%	63.9%	26.8%	24.6%	24.6%	20.7%
労務費	78	125	-	195	220	245	264	301	314
外注費	119	236	-	372	379	475	454	594	540
売上総利益	405	619	-	961	1,209	1,231	1,517	1,545	1,848
前期比	30.9%	52.6%	-	57.6%	62.0%	57.8%	62.2%	58.0%	62.4%
売上総利益率	61.4%	57.8%	-	57.6%	62.0%	57.8%	62.2%	58.0%	62.4%
販売費及び一般管理費	245	388	-	655	799	833	997	1,039	1,208
販管費率	37.1%	36.2%	-	39.3%	41.0%	39.1%	40.9%	39.0%	40.8%
営業利益	160	230	415	306	410	398	520	506	640
前期比	5.1x	43.9%	79.9%	33.0%	78.3%	30.1%	26.8%	27.1%	23.1%
営業利益率	24.3%	21.5%	21.1%	18.3%	21.0%	18.7%	21.3%	19.0%	21.6%
経常利益(税引前利益)	149	225	376	256	371	384	506	492	626
前期比	4.8x	51.2%	66.4%	13.8%	64.9%	50.0%	36.4%	28.1%	23.7%
経常利益率	22.6%	21.1%	19.1%	9.6%	19.0%	18.0%	20.7%	18.5%	21.1%
当期純利益(親会社の所有者に帰属する当期利益)	152	194	263	176	255	261	344	334	426
前期比	3.8x	27.5%	35.4%	-9.3%	31.4%	48.3%	34.9%	28.0%	23.8%
◇期末従業員数、顧客数、顧客単価									
	21/12	22/12	23/12CE	23/12E (前回)	23/12E	24/12E (前回)	24/12E	25/12E (前回)	25/12E
期末従業員数 (人)	26	39	-	61	71	86	96	111	121
顧客数 (社)	318	951	-	1,061	1,101	1,171	1,251	1,281	1,401
顧客単価 (千円)	2,077	1,127	-	1,573	1,771	1,818	1,950	2,080	2,114

(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

## ➤ 中期業績予想

### ◆ 24年12月期業績予想

当センターでは、24/12期の業績予想についても売上収益を310百万円増額、増収効果とシステム開発の内製化を進めて外注費の増加を抑えることによる売上総利益率の想定引き上げ(57.8%→62.2%)、人件費などの増加による販管費率の想定引き上げ(39.1%→40.9%)を行い、結果として営業利益を122百万円増額している。

24/12期の売上収益は前期比25.1%増の2,440百万円、営業利益は同26.8%増の520百万円と予想する。

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150社増加の1,251社、複数サービスの利用により顧客単価は23/12期の1,771千円から1,950千円へ上昇するという前提で売上高を予想した。

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62.2%、販管費率は増員に伴い人件費が増加する一方、そ

他の経費の効率的な運用により同 0.1%ポイント改善の 40.9%と予想した。期末従業員数は 23/12 期末より 25 名増加の 96 人、人件費（給料及び手当）は 399 百万円（前期比 45.6%増）と予想した。

#### ◆ 25 年 12 月期業績予想

25/12 期の業績予想については売上収益を 297 百万円増額、増収効果とシステム開発の内製化を進めて外注費の増加を抑えることによる売上総利益率の想定引き上げ（58.0%→62.4%）、人件費などの増加による販管費率の想定引き上げ（39.0%→40.8%）を行い、結果として営業利益を 134 百万円増額している。

25/12 期の売上高は前期比 21.4%増の 2,962 百万円、営業利益は同 23.1%増の 640 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 150 社増加の 1,401 社、顧客単価は 24/12 期の 1,950 千円から 2,114 千円へ上昇するという前提で売上高を予想した。

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 62.4%、販管費率は同 0.1%ポイント改善の 40.8%と予想した。期末従業員数は 24/12 期末より 25 名増加の 121 人、人件費（給料及び手当）は 534 百万円（前期比 33.8%増）と予想した。

### > 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 6 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。

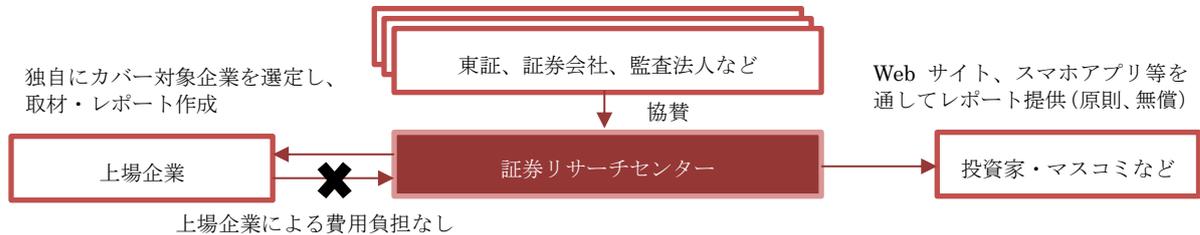
◆ **減損リスクについて**

同社は 23/12 期上期末において、のれん 1,733 百万円を計上している。23/12 期第 3 四半期から IFRS を採用するため、24/12 期から連結ベースでは毎期の償却負担は発生しないものの、少なくとも年 1 回の減損テストが必要となる。事業の収益力が低下して減損損失を計上する必要がある場合には業績に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  
いちよし証券株式会社  
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  
J トラストグローバル証券株式会社  
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。