

# ホリスティック企業レポート イーエムネットジャパン 7036 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2020年9月18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 20200915

## Web サイト向け検索連動型広告や運用型広告等を手掛ける広告代理店 中小企業や地方企業に数多くのクライアントを持つのが特徴

### 1. 会社概要

- イーエムネットジャパン(以下、同社)は、韓国のオンライン広告代理店 EMNET INC.の日本支社として07年に設立され、13年4月にEMNET INC.の100%出資により日本法人となった。検索連動型広告や運用型ディスプレイ広告などを中心に取り扱うインターネット広告代理店である。
- 同社はインターネット広告事業単一セグメントで、親会社以外には関係会社はない。

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】

	2020/9/11
株価 (円)	1,928
発行済株式数 (株)	1,877,200
時価総額 (百万円)	3,619

### 2. 財務面の分析

- 新規案件の獲得が順調に進んでいること、既存案件の広告予算が拡大していることに伴い、業績は拡大基調にある。20/12期の会社計画は10.3%増収、7.0%営業増益と、売上高、営業利益ともに過去最高を見込んでいる。
- 他社との財務指標比較では、収益性を示す自己資本利益率が他社を上回っている。また、経常利益の成長率が40%超と高い水準にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	14.8	14.8	12.9
PBR (倍)	3.4	2.9	2.5
配当利回り (%)	0.9	1.2	1.2

### 3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉のひとつは、同社が創業来積み重ねてきた中小企業、地方企業との取引関係にあると考えられる。

### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	9.5	0.9	-35.8
対TOPIX (%)	8.3	-3.9	-37.8

### 4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題として、技術革新への対応や、営業人員を中心とする人材の確保及び育成等が挙げられる。
- 同社は、中小企業及び地方企業への営業強化、新規案件獲得の推進などに取り組み、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、インターネット広告市場の拡大が続く環境下、同社が比較的競争の少ない地方企業や中小企業をターゲットにした営業活動を推進することにより事業規模を拡大することは可能と考えている。
- 20/12期業績については会社計画並みの水準を予想し、21/12期以降も増収増益が続くと予想している。

### 【7036 イーエムネットジャパン 業種：サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/12	6,894	13.4	255	53.9	239	42.9	167	48.3	94.8	456.3	15.0
2019/12	7,855	13.9	327	28.0	334	39.5	239	43.1	130.0	563.4	17.5
2020/12 CE	8,666	10.3	350	7.0	351	5.2	240	0.3	130.1	-	22.5
2020/12 E	8,600	9.5	350	7.0	351	5.2	240	0.3	130.1	658.4	22.5
2021/12 E	9,550	11.0	410	17.1	411	17.1	280	16.7	149.2	783.6	24.0
2022/12 E	10,500	9.9	483	17.8	484	17.8	330	17.9	175.8	933.8	26.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。単体決算。19年9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

## 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

#### ◆ インターネット広告に関する総合的なサービスを提供

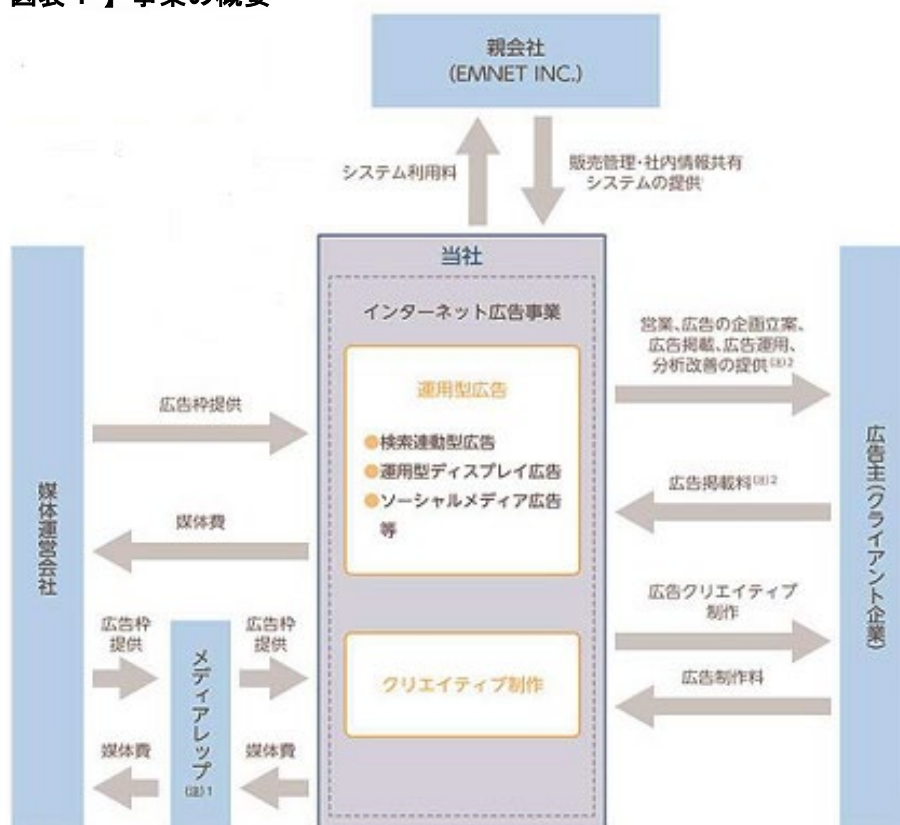
イーエムネットジャパン(以下、同社)は、韓国のオンライン広告代理店 EMNET INC.の日本支社として07年に設立され、13年4月にEMNET INC.の100%出資による日本法人となり、14年1月に営業を開始した。

親会社である EMNET INC.の設立は00年4月で、11年11月に韓国 KOSDAQ 市場に上場しており、20年6月末時点で同社株式の62.9%を保有している。

同社は「クライアントと共に歩む企業」という企業理念のもと、クライアント企業のデジタルマーケティングにおける課題を解決し、利益向上を図るための戦略・運用・分析・改善サービスをトータルに提供するインターネット広告事業を行っている(図表1)。

同社には連結子会社はなく、インターネット広告事業の単一セグメントである。

【図表1】事業の概要



(注) 1、メディアアレップとは、インターネット広告の取引において、広告の媒体運営会社と広告代理店や広告主との仲介を行っている事業者のこと

2、取引の一部については代理店を通じて行っている

(出所) イーエムネットジャパン届出目論見書

➤ **ビジネスモデル**

◆ **検索連動型広告や運用型ディスプレイ広告が主力**

同社の主力サービスは1)運用型広告のなかの、検索連動型広告(リスティング広告)、運用型ディスプレイ広告、ソーシャルメディア広告であり、広告主(クライアント企業)から広告掲載料を得ている。その他に、2)クリエイティブ制作を行い、広告制作料を得ている。サービス別及び広告別の売上構成比については開示していない。

19/12 期の売上高の 10%超を占めている先は、タンゴヤ(大阪府大阪市)及び THECOO(東京都渋谷区)の 2 社である(図表 2)。タンゴヤは、オーダースーツ等の専門店「TANGOYA」、「GINZA Global Style」などを九州、大阪、東京などに展開する企業で、19 年 11 月にデジタルマーケティングについての協力体制を強化するために同社と資本提携をしている。THECOO は、会員制ファンコミュニティアプリ「Fanicon」の運営などを行う企業である。

【 図表 2 】 売上構成比上位の企業

	18/12期		19/12期	
	金額 (千円)	構成比	金額 (千円)	構成比
タンゴヤ株式会社	752,933	10.9%	929,044	11.8%
THECOO株式会社	790,253	11.5%	922,122	11.7%

(出所) イーエムネットジャパン有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

1) 運用型広告

・検索連動型広告(リスティング広告)

検索連動型広告とは、ヤフーや Google,Inc.などが提供する検索エンジンに検索キーワードを入力すると、Web サイトへのリンクが複数表示されると同時に、検索キーワードに関連して表示される広告である。

広告主は、キーワード単位での広告出稿が可能で、閲覧者が広告をクリックすることで広告主に料金が発生するクリック課金システムとなっている。閲覧者がクリックしなければ料金が発生しないため、広告主にとっては対象者が幅広い一般的な広告と比べて費用を抑制しつつ、検索を行う能動的なユーザーに対して効果的なアプローチができるメリットがある。

同社は、デバイス(パソコンやタブレット、スマートフォンなど)ごとに、配信するタイミングや広告に関連する検索キーワードを選定し、閲覧者がクリックする確率を高める支援を行っている。

・運用型ディスプレイ広告

運用型ディスプレイ広告とは、性別、年齢、職業、住んでいる地域といった人口統計学的なデータに加え、Web サイト訪問の有無、閲覧ページから

得られる興味・関心といった条件を設定し、閲覧者が見ているポータルサイトやブログ等の広告エリアに広告を表示するものである。検索連動型広告ではアプローチがしにくい閲覧者を含め、幅広い潜在需要層へのアプローチが可能となる。

#### ・ソーシャルメディア広告

ソーシャルメディア広告は、Facebook(フェイスブック)、Twitter(ツイッター)、Instagram(インスタグラム)といったソーシャルメディアに表示される広告である。運用型ディスプレイ広告のような人口統計学的なデータや興味・関心といった条件設定に加え、各ソーシャルメディアの特性に応じたターゲティング設定を行い、閲覧者のタイムライン(情報を時系列で一覧表示する表示欄)上に広告を表示させることが可能となっている。

ソーシャルメディア広告は、購入や資料請求、申込みといった具体的なアクションを目的とするものから、興味を持つ潜在層に一気にアプローチを行う認知目的のものまで、広告主の希望に合わせた設定及び発信を行うことが可能となっている。

#### 2)クリエイティブ制作

広告成果を高めるためのランディングページ<sup>注1</sup>やバナー<sup>注2</sup>などの制作を広告主から受注し、自社で制作している。制作は、①ユーザー分析・市場調査、②企画・戦略立案、③デザイン制作という流れで行っており、制作物のリリース後は運用しながら閲覧者の行動分析を行い、細かな改善を加えて広告効果の最大化を図っている。

注1)ランディングページ  
ユーザーが初めてアクセスするWebページの入り口となるページのこと。

注2)バナー  
ウェブサイト上にある広告のリンク付き画像のこと。

◆ 専任の担当者がワンストップ対応することで広告効果を最大化  
同社の特徴及び強みは以下の4点である。

1. 専任の担当者がワンストップ対応することで広告効果を最大化  
同業他社の場合は、営業、運用、分析といった業務ごとに担当者が分かれている場合が多いが、同社は顧客ごとに専任の担当者を配し、顧客の商品やサービスにマッチした広告手法の提案から、運用、広告効果の分析までをワンストップで対応している(図表3)。

こうした仕組みにより、広告主ごとに的確な対応をスピーディに行うことを可能とし、広告効果を最大化して広告主の満足度を高め、広告案件を継続的に獲得することにつなげている。

【 図表 3 】 イーエムネットジャパンのインターネット広告事業の仕組み



(出所) イーエムネットジャパン決算説明会資料

注 3) Google AdWords 認定試験

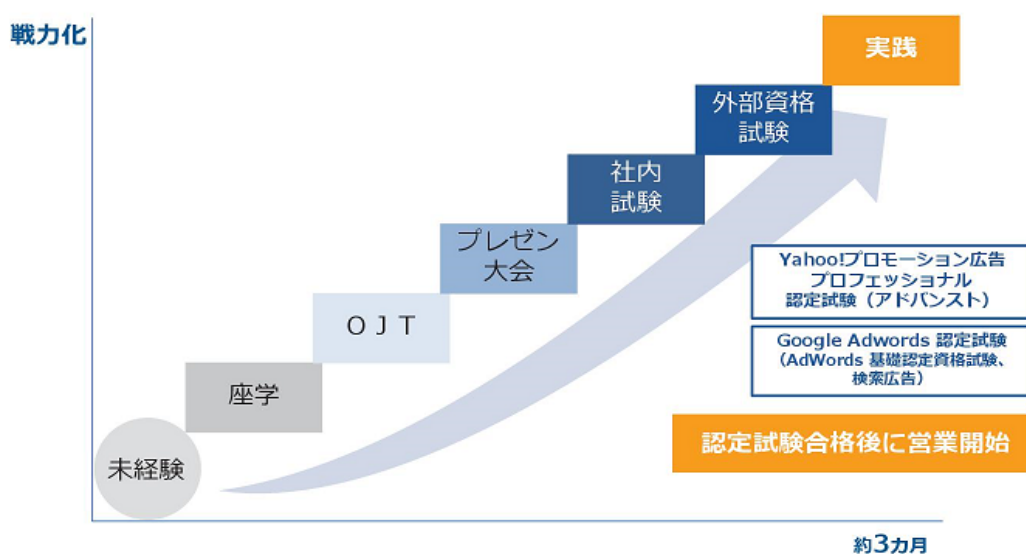
Google 広告に関する基礎知識や応用力、実務能力に優れた個人を Google が公式に認定する試験。有効期限が 1 年のため、毎年新たな知識を習得する必要があります。

## 2. 独自の教育体制を確立

同社は、インターネット広告業界未経験者を積極的に採用し、社内試験や Google AdWords 認定試験<sup>注3</sup>などの外部資格試験に合格して営業活動ができる人材を短期間で育成する独自の研修プログラムを構築して運用している(図表 4)。このプログラムでは、未経験者が実際に営業を開始するまで約 3 カ月である。

未経験者の育成を積極的に進めているのは、業界の課題である人材不足に対応するためと、業界経験者は同社の営業手法に馴染まない場合があるためである。人材採用及び育成は順調に進んでおり、18/12 期末時点で 76 名であった従業員数は 19/12 期末時点には 90 名、20 年 6 月末時点には 113 名となっている。

【 図表 4 】 イーエムネットジャパンの研修プログラム



(出所) イーエムネットジャパン成長可能性に関する説明資料

注 4) Yahoo!マーケティングソリューションパートナー  
 広告効果の最大化に向けて、Yahoo!JAPAN の広告商品・サービスを活用し、広告主のマーケティング活動を総合的に支援した実績のあるパートナーに対して、一つ星から五つ星までの星によるパートナー認定をしている。パートナー約 700 社の内、五つ星が 3 社、四つ星が 3 社、三つ星が同社を含めて 17 社となっている。

3. 大手ポータルサイトのパートナーとして認定

同社は、複数の大手ポータルサイトから、顧客満足度の高い優れた広告代理店に付与されるパートナー認定を受けている。一例では、Yahoo!マーケティングソリューションパートナー<sup>注 4</sup>の約 700 社のなかで上位に位置する三つ星に認定されている。また、Google,Inc や LINE などからも認定を得ている。

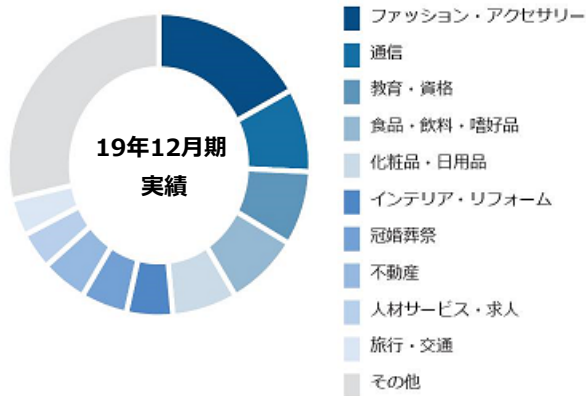
4. 全国の多様な業種の顧客との取引を実現

同社は、特定の業界、業種に依存せず、幅広い業種のクライアントへサービスを展開している。同社の広告主は、ファッション・アクセサリ業界、通信業界、教育・資格業界、食品・飲料・嗜好品業界と多岐にわたっている (図表 5)。

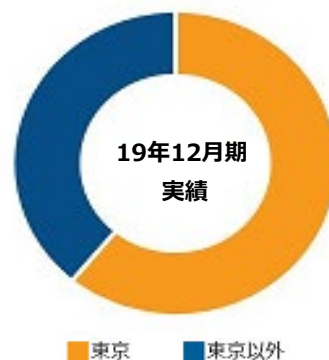
また、同社は地方に拠点を置く中小企業に対し、営業担当者が運用型広告の利点等を丁寧に説明し、受注に結び付けている。地方に拠点を置く中小企業は広告の予算規模が小さいこともあり、大手の広告代理店が積極的に営業活動をしていない。このため競合が比較的少なく、同社の順調な受注に結び付いている。尚、19/12 期における地域別売上高では、約 4 割を東京以外が占めおり、同社は同業他社より高いと認識している。

【 図表 5 】 業種別・地域別売上高

◇業種別売上高



◇地域別売上高



(出所) イーエムネットジャパン決算説明会資料

◆ 広告掲載料と広告制作料が同社の売上高

同社の売上高は、広告掲載料と広告制作料で構成されているが、構成比については開示されていないが、広告掲載料が 9 割以上を占めると



推定される。広告掲載料、広告制作料ともに既存顧客からの分と新規顧客からの分があり、既存顧客からの分が売上高の8割程度を占める模様である。

同社の売上原価は、広告媒体運営会社に支払う媒体費である。原価率は、17/12期が84.6%、18/12期が84.8%、19/12期が85.2%、20/12期第2四半期累計期間(以下、上期)が86.0%である。多少の変動はあるものの、84~86%程度で推移している。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の大きなものは人件費で、その他は地代家賃などである。販管費率は、17/12期が12.7%、18/12期が11.5%、19/12期が10.7%、20/12期上期が10.7%と、売上高の伸びに伴い低下傾向にある

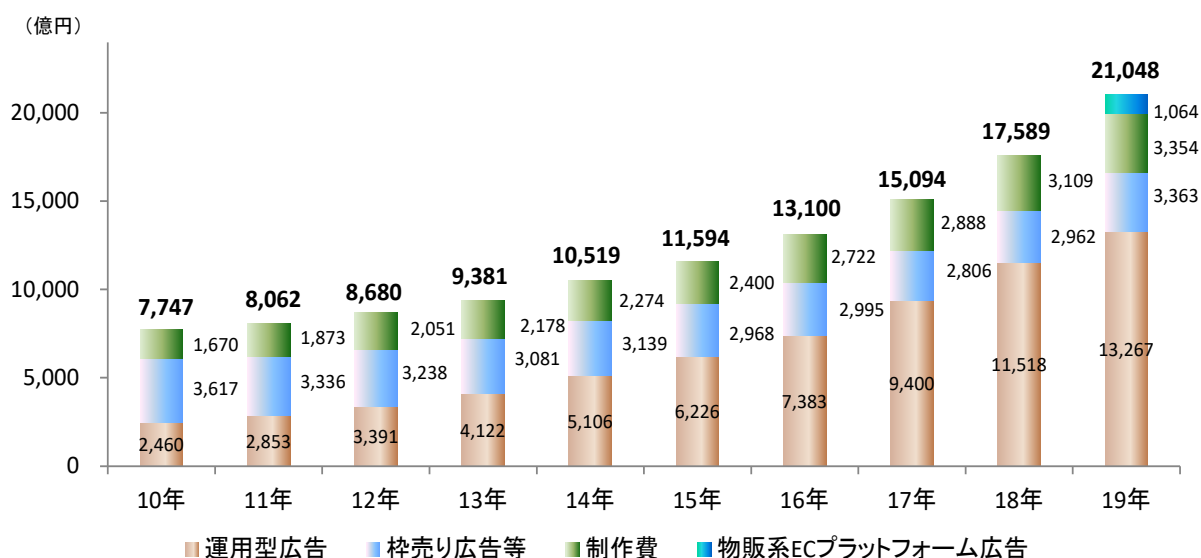
> 業界環境と競合

◆ インターネット広告市場が拡大中

電通が20年2月に発表した「2019年日本の広告費」によると、インターネット広告市場は拡大が続いており、19年も前年比19.7%成長となった(図表6)。これは、インターネットやスマートフォンの普及に加え、企業の広告出稿が従来の主力媒体(テレビ、新聞、雑誌など)からインターネットメディアにシフトしていることが要因と考えられる。

そのなかの運用型広告市場は、19年は前年比15.2%増の1兆3,267億円に達し、インターネット広告市場全体に占める割合は63.0%となった。伸び率は若干鈍化したものの規模の拡大は続いている。

【図表6】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「2019年日本の広告費」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

インターネット広告関連分野では多くの企業が参入している。大規模な投資や設備を必要としないことから、参入障壁は比較的低いと考えられ、今後も参入企業が増える可能性が高い。

現在、インターネット広告関連事業を手掛ける上場企業は、大手では電通、博報堂などがある。その他、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事業のフルスピード(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 東証マザーズ)、ネット広告代理店の大手であるセプテーニ・ホールディングス (4293 東証 JQS)、総合ネット広告代理事業を行う GMO アドパートナーズ (4784 東証 JQS) などがある。

同社と事業規模や事業内容が類似しているのは、主力のデジタルマーケティング事業において、ファッションや美容といった若い女性を対象とした業界の顧客を数多く取り扱う Orchestra Holdings (6533 東証一部)、地方中小企業の運用型広告を中心に取り扱うソウルドアウト (6553 東証一部)、中小企業を対象としたデジタルマーケティング事業が主力のブランディングテクノロジー (7067 東証マザーズ) である。

運用型広告市場の拡大が続くなか、地方の中小企業をメインターゲットとする同業他社が比較的少ないことから、競合は限定的と同社は説明している。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 13年にイーエムネットジャパンを設立し、14年に事業を開始

同社の前身は、韓国のオンライン広告代理店 EMNET INC.の日本支社として07年に設立されたイーエムネットである。13年4月に EMNET INC.の100%出資の日本法人イーエムネットジャパンとなり、日本支社から Google,Inc.の「Google AdWords 広告」(現 Google 広告)の正規代理店を継承して14年1月に事業を開始した(図表7)。

15年10月にはヤフーの認定代理店に登録され、17年4月にはインターネット広告業界への人材供給を目的として、労働者派遣事業の許可を取得した。17年6月に Twitter Japan の認定代理店に登録され、同年7月に Facebook,Inc.の「Facebook agency directory」認定代理店に登録された。

18年9月に東京証券取引所マザーズ市場へ株式を上場した。

19年5月にトランスコスモス(9715 東証一部)の子会社である TRANSCOSMOS (MALAYSIA) SDN.BHD.グローバルデジタルマーケティングセンターと、日本向けインバウンド広告や海外市場向けのデジタルマーケティング業務運用に関する契約を締結し、同月 LINE と中小・中堅企業の広告のデジタルシフトを支援するための戦略的パートナーシップ契約を締結した。

現代表取締役社長の山本臣一郎氏は、ダブルクリック(10年3月にトランスコスモスに吸収合併)、トランスコスモスでインターネット

広告やインターネットサービスに従事した。10年にトランスコスモスから韓国のEMNET INC.に転籍し、上席常務執行役員に就任した。14年のEMNET INC.日本法人設立時に常務取締役役に就任し、16年11月に代表取締役役に就任した。

【 図表 7 】 沿革

年	月	事項
2013年	4月	株式会社イーエムネットジャパンを設立
2014年	1月	EMNET INC.の日本支社から事業譲渡を受け、株式会社イーエムネットジャパンとして事業を開始
	1月	EMNET INC.の日本支社からGoogle Inc.の「Google AdWords広告」(現 Google広告)の正規代理店登録を継承
2015年	10月	ヤフー株式会社のYahoo!認定代理店に登録
2016年	7月	グーグル合同会社のAdWords認定パートナーとして「Google Partnerプレミアバッジ <sup>注1</sup> 」を取得
	10月	ヤフー株式会社から「Yahoo!マーケティングソリューション正規代理店 <sup>注2</sup> 」として三つ星を認定される
2017年	4月	インターネット広告業界への人材供給を目的として、労働者派遣事業の許可を取得
	4月	ヤフー株式会社から「Yahoo!マーケティングソリューションパートナー <sup>注3</sup> 」のゴールドに認定される
	6月	Twitter Japan株式会社の認定代理店に登録
	7月	Facebook, Inc.の「Facebook agency directory」認定代理店に登録
	10月	LINE株式会社から「Marketing Partner Program <sup>注4</sup> 」のSales Partner (Basic) に認定される
2018年	8月	LINE株式会社から「Marketing Partner Program」のSales Partner (Bronze) に認定される
	9月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2019年	5月	TRANSCOSMOS (MALAYSIA) SDN.BHD.グローバルデジタルマーケティングセンターとの契約を締結
	5月	LINE株式会社とSMB領域における戦略的パートナーシップ契約を締結
	10月	Zホールディングス株式会社傘下のヤフー株式会社から「Yahoo!マーケティングソリューションパートナー」の認定パートナーとして三つ星を認定される

- (注) 1. 「Google Partner プレミアバッジ」とは、高度な専門知識を持ち、顧客満足度が高い広告運用によって業績をあげる代理店が認定試験に合格すると付与されるもの  
 2. 「Yahoo! マーケティングソリューション正規代理店」とは、ヤフー株式会社(現 Z ホールディングス)が認定する正規代理店で、一つ星から五つ星までランクがある  
 3. 「Yahoo! マーケティングソリューションパートナー」とは、「Yahoo! マーケティングソリューション正規代理店」が刷新された制度で、ダイヤモンド、プラチナ、ゴールド、シルバーのランクがある  
 4. 「Marketing Partner Program」とは、LINE 株式会社から広告代理店やサービスディベロッパーを認定・表彰するプログラムのことで、5段階のランクがある  
 (出所) イーエムネットジャパン有価証券報告書、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

同社は企業理念として「クライアントと共に歩む企業」を掲げており、インターネット広告に関する最新の情報と広告運用のノウハウをクライアントに提供し、企業価値及びブランド価値の向上につなげることを目指して事業に取り組んでいる。

◆ 株主

20年6月末時点で韓国のEMNET INC.が62.9%を所有している。第2位は代表取締役社長の山本氏の資産管理会社である。山本氏は直接保有する分と合わせて8.0%を保有している。第7位の金氏及び第10位の池田氏は同社と事業上の関係はない。

上位10名で82.8%が保有されている(図表8)。

【図表8】大株主の状況

株主(敬称略)	20年6月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
KSD-MIRAE ASSET DAEWOO (CLIENT) (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	1,180,200	62.9%	1	EMNET INC.が実質的に所有
株式会社Y's corporation	120,000	6.4%	2	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) (常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	75,200	4.0%	3	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	47,800	2.6%	4	
資産管理サービス信託銀行株式会社(証券投資信託口)	41,000	2.2%	5	
安中 臣一郎	30,000	1.6%	6	代表取締役社長(戸籍上の氏名)
金 鉉俊	20,900	1.1%	7	
イーエムネットジャパン従業員持株会	17,200	0.9%	8	
株式会社山東	12,000	0.6%	9	
池田 薫	10,200	0.5%	10	
(大株主上位10名)	1,554,500	82.8%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	132,300	7.0%	-	
発行済株式総数	1,877,200	100.0%	-	

(出所) イーエムネットジャパン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

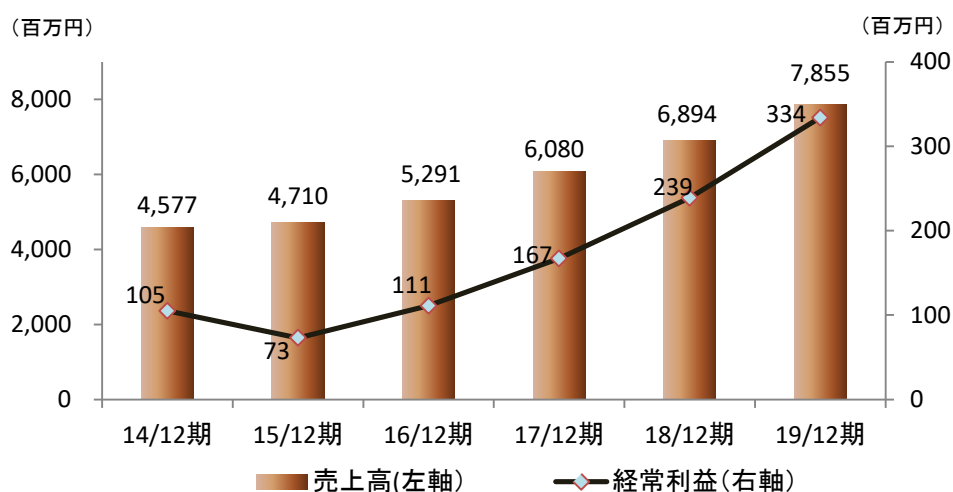
### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は14/12期以降の分が開示されている(図表9)。インターネット広告市場の成長が追い風となり売上高は着実に増加しており、14/12期から19/12期まで年平均11.4%の成長となった。

経常利益も概ね増加基調にあるが、15/12期に減益となったのは、派遣社員の正社員化を進めたことにより、費用が嵩んだことが要因である。

【図表9】売上高、経常利益の推移



(出所) イーエムネットジャパン届出目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 19年12月期は会社計画を上回る増収増益を実現

19/12期の売上高は前期比13.9%増の7,855百万円、営業利益が同28.0%増の327百万円、経常利益が同39.5%増の334百万円、当期純利益が同43.1%増の239百万円であった。同社が期初に公表した会社計画(売上高7,588百万円、営業利益318百万円、経常利益319百万円、当期純利益218百万円)を上回った。

増員して積極的な営業活動を行った結果、新規クライアントの獲得が進んだことに加え、既存クライアントからの広告受注も順調で増収につながった。広告媒体運営会社に支払う媒体費の増加により売上総利益率が前期比0.4%ポイント悪化した一方、増収効果により販管費率は同0.8%ポイント改善した。経常利益及び当期純利益の伸び率が若干高いのは、18/12期に株式公開費用16百万円を営業外費用に計上した反動である。

**◆ 20年12月期上期決算概要**

20/12 期上期の業績は、売上高 4,367 百万円（前年同期比 14.2%増）、営業利益 142 百万円（同 23.2%減）、経常利益 142 百万円（同 22.7%減）、四半期純利益 98 百万円（同 22.2%減）であった。

テレワーク下での営業体制構築が迅速に進んだことで、新型コロナウイルス感染症拡大の影響は軽微で、4月から6月の月次売上高も前年同月を上回る水準を維持した。売上高は第1四半期が前年同期比17.0%増の2,310百万円、第2四半期が同11.2%増の2,057百万円であった。

一方、営業利益は第1四半期が前年同期比2.7%減の117百万円、第2四半期が同61.5%減の24百万円となった。第1四半期の小幅な減益は、顧客業種別のセールスマックスが変化したことなどから売上総利益率が同2.0%ポイント悪化したことである。人材サービス関連などの広告売上が減少した一方、トイレタリーや日用品、インテリアといった業種での広告売上が増加した。第2四半期に減益幅が拡大したのは、第1四半期と同様に売上総利益率が同1.9%ポイント悪化したことに加え、採用に伴う費用の増加やテレワーク関連費用の発生により販管費率が同0.4%ポイント上昇したことが要因である。

同社は上期計画を公表していない。通期の会社計画（売上高 8,666 百万円、営業利益 350 百万円）に対しての進捗率は、売上高で 50.4%、営業利益で 40.7%である。

**> 他社との比較****◆ インターネット広告関連事業を行う企業と比較**

インターネット広告関連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、主力のデジタルマーケティング事業で運用型広告等の運営を行い、同社と主力顧客の業種が近い Orchestra Holdings、運用型広告を含むネットビジネス支援事業を行い、地方の中小企業をターゲットとする点が同社と共通しているソウルアウト、予算規模の小さい中小企業を主要顧客としてデジタルマーケティング事業などを行うブランディングテクノロジーを選定した（図表 10）。

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、収益性の項目については同社の自己資本利益率が他の3社を上回っており、総資産経常利益率及び売上高営業利益率は Orchestra Holdings に次ぐ水準である。成長性の項目については売上高の成長率はソウルアウト、Orchestra Holdings を下回るものの、経常利益の成長率が40%超でトップの位置にある。

安全性の面では、自己資本比率は40%台で特に高い水準ではないものの、その他の安全性の指標については良好で、財務基盤の安定性については問題ないと言える。

【 図表 10 】 財務指標比較：インターネット広告関連事業を行う企業

項目	銘柄	コード	イーエムネット	Orchestra	ソウルドアウト	ブランディング
			ジャパン	Holdings		テクノロジー
		直近決算期	7036 19/12	6533 19/12	6553 19/12	7067 20/3
規模	売上高	百万円	7,855	9,339	19,702	5,161
	経常利益	百万円	334	534	699	57
	総資産	百万円	2,512	3,762	6,152	1,845
収益性	自己資本利益率	%	25.5	22.3	13.2	3.8
	総資産経常利益率	%	14.4	16.5	11.8	3.1
	売上高営業利益率	%	4.2	5.7	3.7	1.2
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	14.1	23.8	32.1	7.1
	経常利益（同上）	%	44.4	21.4	12.4	12.2
	総資産（同上）	%	17.1	33.5	31.2	3.3
安全性	自己資本比率	%	41.4	35.9	48.7	60.0
	流動比率	%	153.9	132.0	162.9	252.4
	固定長期適合率	%	30.9	66.8	37.0	20.2

(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）

(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



### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は中小・地方企業など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 11 に示した。

知的資本の源泉のひとつは、同社が創業来積み重ねてきた中小企業、地方企業との取引を通じて形成した関係資本にあると考えられる。また、営業・運用・分析を自社で一貫し、広告主の広告効果を最大化して事業成長につなげることが可能な組織資本を構築していることも源泉のひとつと考えられる。

【 図表 11 】 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 ・一般消費者（検索運動型広告の閲覧者） （運用型広告の閲覧者） （SNS広告の閲覧者）	・検索を行う能動的なユーザー	特になし	
		・不特定多数の潜在ユーザー	特になし	
		・不特定多数のSNS利用者	特になし	
	クライアント	・各種広告の広告主、クリエイティブ制作の発注者	・広告主の業種	ファッション・アクセサリー、通信、教育・資格、食品、化粧品など
			・東京以外の広告主	売上高の約4割
	ブランド	・大手ポータルサイトやSNS運営企業から優れたパートナーとして認定	・ヤフー認定パートナー三つ星	19年10月に認定
			・Google 「Google Partner プレミアバッジ」 ・LINE 「Marketing Partner Program」 Sales Partner (Bronze)	16年7月に取得 18年8月に認定
	ネットワーク	・TRANSCOSMOS (MALAYSIA) SDN.BHD.グローバルデジタルマーケティングセンター	・デジタルマーケティング業務運用契約を締結	19年5月に契約締結
			・LINE	・戦略的パートナーシップ契約を締結 19年5月に契約締結
		・大手企業の認定代理店として登録	・同社を代理店として認定した企業（Google、Zホールディングス、Facebook,Inc.、Twitter Japanなど）	特になし
・タンゴヤ			・資本提携を実施 19年11月に契約締結	
組織資本	プロセス ・営業 ・設定、配信、運用 ・分析 ・改善	・広告主ごとに専任の担当者がワンストップで対応し、広告効果の最大化を実現	特になし	
		知的財産 ノウハウ ・精緻なアクセス解析のノウハウ ・蓄積された広告運用に関するノウハウ	・解析担当のエンジニアを擁す ・14年の事業開始以来蓄積したノウハウ	特になし 6年
人的資本	経営陣 ・インセンティブ	・現代取締役社長の下での体制	・在任期間 4年	
		・代表取締役社長及び資産管理会社の保有 ・ストックオプション（取締役） ・役員報酬総額（取締役） *社外取締役、監査等委員は除く	150,000株（8.0%） ※20年6月末時点	
			80,000株（4.3%） 54百万円（3名）	
	従業員 ・企業風土（新卒者や未経験者を積極的に採用して独自のプログラムで育成） ・インセンティブ	・従業員数 ・平均年齢 ・平均勤続年数	90名 29.5歳 3.5年	
		・業績連動インセンティブを月ごとに支給 ・ストックオプション制度を導入	特になし 特になし	

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 19/12 期か 19/12 期末のものとする

(出所) イーエムネットジャパン有価証券報告書、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)

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)

同社は企業理念として「クライアントと共に歩む企業」を掲げている。マーケットとクライアントの間に立ち、インターネット広告に関する最新の情報と広告運用のノウハウを提供し続けることで、クライアントの企業価値向上を図り、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)

同社は19年3月に監査等委員会設置会社に移行している。

取締役会は7名(社外取締役は4名)で構成されている。社外取締役の上野正博氏はリクルート、ダブルクリック、トランスコスモス、オーバーチュア、ビカム、CRITEOを経て18年5月に同社取締役に就任した。マナ及びグアダーニョの代表取締役社長、Sojern Asia PTE Ltd. アジア太平洋地域担当バイスプレジデントを兼任している。

社外取締役で常勤監査等委員の西村訓仁氏はニューヨーク銀行(現ニューヨーク・メロン銀行)、ソシエテ・ジェネラル銀行、ドイツ銀行、インフォマ グローバル マーケットジャパンを経て19年3月に同社取締役(常勤監査等委員)に就任した。

同じく社外取締役で監査等委員の落合出氏は医師で、群馬大学第二内科、国立高崎病院内科(現 高崎総合医療センター)、東京女子医大心臓血管研究所などを経て19年3月に同社取締役(監査等委員)に就任した。医療法人社団ミッドタウンクリニック会員制医療運営部門VIP幹事との兼任である。

同じく社外取締役で監査等委員の朝吹英太氏は弁護士で、永島橋本安國法律事務所に所属しており、港区情報公開・個人情報保護審査会委員を務めている。19年3月に同社取締役(監査等委員)に就任した。

尚、19/12期の取締役会は16回開催されており、上野氏はそのうち15回に出席している。西村氏、落合氏、朝吹氏はともに就任後に開催された取締役会10回、監査等委員会10回の全てに出席している。

> 対処すべき課題

◆ 技術革新への対応

同社は、IoT や AI (人工知能) といった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、提供するサービスの利用価値を継続的に高めることが必要と認識している。そのため、最新の技術動向や環境変化を常に把握して対応できる体制づくりに取り組んでいる。

◆ 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、同社の経営方針を理解して、チームワークを発揮していく営業人員や精度の高いアクセス解析<sup>注5</sup>のシステムを構築するエンジニアなどの確保及び研修・教育体制の強化が必要と同社は認識している。

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が必要となる。

◆ 内部管理体制の強化

今後の事業規模拡大のためには、内部管理体制の強化とコーポレート・ガバナンスの充実が必要であると同社は認識しており、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。

注5) アクセス解析

Web サイトのアクセス数、滞在時間、閲覧、離脱、流入元、ブラウザ等を解析して現状を把握し、訪問者や購買を増やすための有効な手段の一つ。

> 今後の事業戦略

◆ 中小企業や地方企業への営業を強化して事業規模拡大を目指す

同社は、1) 中小企業、地方企業への営業強化、2) 新規案件獲得の推進などに取り組み、持続的な事業規模拡大を目指す考えである。

1) 中小企業、地方企業への営業強化

中小企業や地方企業は、新聞や雑誌、テレビやラジオのCMといった従来のメディアに広告を出稿している例が多い。中小企業の広告費全体に占めるインターネット広告費の割合は10.2%と、大企業の20.3%と比べて低い水準にとどまっている(中小企業とは従業員100名未満の企業、大企業とは従業員100名以上の企業、経済産業省「平成30年特定サービス産業実態調査報告書広告業編」)。

同社は、大企業、中小企業ともに広告のデジタルシフトは更に進むと予測しており、大手広告代理店がターゲットとしない中小企業や地方企業の開拓にビジネスチャンスがあると考えている。この考えのもと、中小企業や地方企業をメインターゲットとし、従来の広告手法からインターネット広告へのシフトを進めるための営業活動を強化していく考えである(図表12)。

【図表12】イーエムネットジャパンのターゲット



(出所) イーエムネットジャパン決算説明会資料

2) 新規案件獲得の推進

同社の社員数は18/12期末で76名、19/12期末で90名である。20年4月には30名を新卒採用し、20/12期上期末では113名となっている。社員数増加に伴い、既存クライアントの担当者は丁寧なコンサルティング

ングやアドバイスを継続して一社当たり広告予算の増加を図りながら、新規クライアント担当を増員して案件獲得を強化する体制が整いつつある。

同社は、既存・新規クライアントの双方から売上拡大を図る方針のもとで新卒採用者の教育を進めており、売上高 100 億円を当面の目標としている。

## 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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

<b>強み</b> (Strength)	・大手広告代理店がターゲットとしない地方企業、中小企業をメインターゲットとしていること ・ファッション・アクセサリから通信、教育、食品など、幅広い業種のクライアントを持つこと ・受注から運用、広告効果の分析までを一貫し、クライアントの広告効果の最大化を実現していること ・大手総合ポータルサイトなどから優れたパートナーと認定された広告代理店であること
<b>弱み</b> (Weakness)	・事業規模の小ささ ・小規模組織であること ・単一セグメントで、広告収入の減少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拡大が見込まれること ・地方企業における広告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し、広告出稿を抑え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

#### ◆ 市場拡大を追い風にした事業規模拡大を予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、広告のデジタルシフトは今後一層進むと予測している。なかでも広告費全体に占めるインターネット広告費が 10%程度にとどまっている中小企業におけるデジタルシフトの余地は大きいと考えている。

同社は、固定費が発生する地方拠点を設置せず、地元の広告代理店などのビジネスパートナーと協業して地方の中小企業を開拓する体制を構築しており、地域や業種を限定せず、幅広いクライアントの開拓を進めてきた実績がある。人員の獲得及び育成は順調に進んでいることから、営業体制を強化して新規クライアントの獲得を加速することは可能と考えている。

新規クライアントの獲得と並行し、既存クライアントを定着させて広告予算の引き上げを図ることも業績拡大の大きな要素である。同社は、広告効果を高めるためのアクセス解析や、効率的な PDCA

(Plan-Do-Check-Action) サイクルの運用を得意としている。こうした手法を活かして広告効果の最大化を図ることが顧客満足度を高め、広告予算の引き上げにつながると考えている。

今後の事業規模拡大に欠かせないのが継続的な人員の拡充である。同社では、新卒人材やアクセス解析など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って多数の応募がある模様で、20年4月には30名の新卒を採用している。当センターでは、今後も継続的な採用を進めると同時に教育体制も強化していくことが必要と考えている。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 20年12月期も増収増益となる会社計画

20/12期の会社計画は、売上高8,666百万円(前期比10.3%増)、営業利益350百万円(同7.0%増)、経常利益351百万円(同5.2%増)、当期純利益240百万円(同0.3%増)である(図表14)。

【図表14】20年12月期会社計画

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	6,894	7,855	8,666	10.3%
売上総利益	1,046	1,165	1,300	-
売上総利益率	15.2%	14.8%	15.0%	-
営業利益	255	327	350	7.0%
営業利益率	3.7%	4.2%	4.0%	-
経常利益	239	334	351	5.2%
経常利益率	3.5%	4.3%	4.1%	-
当期純利益	167	239	240	0.3%

(出所) イーエムネットジャパン決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

増収を見込むのは、既存クライアント企業との取引額拡大に加え、営業人員増加により新規クライアントの獲得が進むことを想定しているためである。増員に伴う人件費の増加や業務効率化のためのシステム投資費用の増加により営業利益率は前期比0.2%ポイントの悪化を見込むものの、増益を維持する計画となっている。

配当については、19/12期は1株当たり配当金17.5円(19年9月1日付けで実施した1:2の株式分割の影響考慮後)を実施したが、20/12期はそれを上回る1株当たり22.5円を予定している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 20/12 期業績を、売上高が前期比 9.5%増の 8,600 百万円、営業利益が同 7.0%増の 350 百万円、経常利益が同 5.2%増の 351 百万円、当期純利益が同 0.3%増の 240 百万円と、会社計画並みの水準を予想する(図表 15)。

【 図表 15 】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)

	18/12	19/12	20/12CE	20/12E	21/12E	22/12E
<b>損益計算書</b>						
売上高	6,894	7,855	8,666	8,600	9,550	10,500
前期比	13.4%	13.9%	10.3%	9.5%	11.0%	9.9%
売上総利益	1,046	1,165	1,300	1,290	1,442	1,596
前期比	11.4%	11.4%	11.6%	10.7%	11.8%	10.7%
売上総利益率	15.2%	14.8%	15.0%	15.0%	15.1%	15.2%
販売費及び一般管理費	790	838	950	940	1,032	1,113
販管費率	11.5%	10.7%	11.0%	10.9%	10.8%	10.6%
営業利益	255	327	350	350	410	483
前期比	53.9%	28.0%	7.0%	7.0%	17.1%	17.8%
営業利益率	3.7%	4.2%	4.0%	4.1%	4.3%	4.6%
経常利益	239	334	351	351	411	484
前期比	42.9%	39.5%	5.2%	5.2%	17.1%	17.8%
経常利益率	3.5%	4.3%	4.1%	4.1%	4.3%	4.6%
当期純利益	167	239	240	240	280	330
前期比	48.3%	43.1%	0.3%	0.3%	16.7%	17.9%
<b>社員数</b>						
	18/12	19/12	20/12CE	20/12E	21/12E	22/12E
社員数	76	90	-	120	140	160
(内、営業人員数)	-	-	-	98	116	134

◇ 上期、下期別の実績と予想

	18/12	19/12	20/12E	21/12E	22/12E
売上高	上期 百万円	3,370	3,824	4,367	4,680
	下期 百万円	3,524	4,031	4,233	4,870
営業利益	上期 百万円	134	185	142	175
	下期 百万円	121	142	208	235
営業利益率	上期 %	4.0	4.8	3.3	3.7
	下期 %	3.4	3.5	4.9	4.8

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想、20/12 期上期は実績

(出所) イーエムネットジャパン決算短信、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

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) 売上高については、既存クライアント分が 7,052 百万円、新規クライアント分が 1,548 百万円と予想した。クライアント別の実績が公表されていないため、正確な前期比は不明であるが、当センター推計では既存クライアント分が前期比 8%増程度、新規クライアント分が同 15%増程度である。営業員を増員した効果で、既存クライアント分、新規クライアント分ともに売上増を予想した。尚、下期の売上高



は前年同期比 5.0%増の 4,233 百万円を予想する。

2) 売上総利益率は、上期の 14.0%から下期には 16.1%へ改善し、通期では前期比 0.2%ポイント改善の 15.0%と予想する。下期の改善要因は、幅広い業種で事業活動が正常化してくることによる顧客業種別のセールスマックスの変化を考慮に入れている。

3) 販管費率は、増員に伴う費用増により上期の 10.7%から下期は 11.2%、通期では同 0.2%ポイント悪化の 10.9%と予想した。期末社員数は 19/12 期末より 30 名増加の 120 名とし、これに伴い 20/12 期の人件費(給料及び手当)は 19/12 期より 120 百万円増加の 511 百万円と予想した。

21/12 期以降についても、インターネット広告市場の拡大が続くなか人材採用及び育成が順調に進み、業績拡大が継続すると予想する。既存クライアントの売上高は、社数の増加と 1 社当たり予算の拡大により年率 8~9%、新規クライアントの売上高は営業社員増加に伴い獲得案件数が増加することにより同 17~19%増加すると予想した。

21/12 期の売上高は前期比 11.0%増の 9,550 百万円(上期 4,680 百万円、下期 4,870 百万円)、営業利益は同 17.1%増の 410 百万円(上期 175 百万円、下期 235 百万円)、22/12 期の売上高は同 9.9%増の 10,500 百万円(上期 5,145 百万円、下期 5,355 百万円)、営業利益は同 17.8%増の 483 百万円(上期 220 百万円、下期 263 百万円)と予想する。上期の利益率が下期より若干低いのは、採用に伴う費用の発生と、新卒採用した営業員が稼働するまで、売上貢献しない一方で人件費負担があることを考慮したためである。

売上増に伴い売上総利益率は年率 0.1%ポイントの改善、販管費率は人件費の増加を売上増で吸収して 21/12 期に前期比 0.1%ポイント、22/12 期に同 0.2%ポイントの改善を予想した。社員数は 20 名ずつ増加し、それに伴い人件費は毎年 80 百万円程度の増加を想定した。

【 図表 16 】 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)

	18/12	19/12	20/12CE	20/12E	21/12E	22/12E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	790	842	-	1,027	1,248	1,516
受取手形	-	2	-	3	4	4
売掛金	1,079	1,221	-	1,341	1,489	1,638
前払費用	19	29	-	39	49	59
未収消費税等	-	82	-	92	102	112
その他	0	0	-	0	0	0
貸倒引当金	-8	-6	-	-8	-8	-8
流動資産	1,880	2,172	-	2,496	2,887	3,322
有形固定資産	9	8	-	10	12	14
無形固定資産	0	0	-	0	0	0
投資その他の資産	232	331	-	338	343	350
固定資産	242	339	-	349	356	365
資産合計	2,122	2,512	-	2,846	3,243	3,687
買掛金	837	1,069	-	1,169	1,298	1,428
リース債務	1	1	-	1	1	1
未払金	57	65	-	70	75	80
未払費用	13	14	-	15	16	17
未払法人税等	61	68	-	72	74	76
未払消費税等	87	-	-	-	-	-
前受金	132	163	-	183	203	223
預り金	33	28	-	29	30	31
その他	0	0	-	0	0	0
流動負債	1,224	1,411	-	1,543	1,701	1,859
リース債務	1	0	-	0	0	0
退職給付引当金	25	27	-	29	31	33
役員退職慰労引当金	15	18	-	20	22	24
資産除去債務	15	15	-	15	15	15
固定負債	58	61	-	66	70	74
純資産合計	839	1,039	-	1,236	1,471	1,753
(自己資本)	839	1,039	-	1,236	1,471	1,753
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	239	334	-	351	411	484
減価償却費	3	4	-	3	3	3
貸倒引当金の増減額 (ーは減少)	0	0	-	1	0	0
受取利息	0	0	-	0	0	0
支払利息	0	0	-	0	0	0
退職給付引当金の増減額 (ーは減少)	4	1	-	2	2	2
役員退職慰労金の増減額 (ーは減少)	2	2	-	2	2	2
売上債権の増減額 (ーは増加)	-34	-145	-	-119	-148	-148
仕入債務の増減額 (ーは減少)	27	231	-	100	129	129
未払消費税等の増減額 (ーは減少)	-4	-87	-	-	-	-
未収消費税等の増減額 (ーは増加)	-	-82	-	-10	-10	-10
前受金の増減額 (ーは減少)	16	31	-	20	20	20
その他の資産の増減額 (ーは増加)	-8	-11	-	0	0	0
その他の負債の増減額 (ーは減少)	-17	5	-	0	0	0
小計	230	284	-	349	409	482
利息の受取額	0	0	-	0	0	0
利息の支払額	0	0	-	0	0	0
法人税等の支払額	-42	-94	-	-110	-130	-153
営業活動によるキャッシュ・フロー	188	189	-	239	278	328
有価証券の取得による支出	-	-84	-	-	-	-
有形固定資産の取得による支出	-	-3	-	-5	-5	-5
差入保証金の差入による支出	-	0	-	0	0	0
保険積立金の積立による支出	-6	-7	-	-6	-6	-6
投資活動によるキャッシュ・フロー	-6	-96	-	-11	-11	-11
リース債務の返済による支出	-1	-1	-	-1	-1	-1
配当金の支払額	-	-41	-	-42	-45	-48
株式の発行による収入	190	1	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュ・フロー	189	-40	-	-43	-46	-49
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	371	52	-	185	221	267
現金及び現金同等物の期首残高	418	790	-	842	1,027	1,248
現金及び現金同等物の期末残高	790	842	-	1,027	1,248	1,516

(注) CE: 予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) イーエムネットジャパン決算短信、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

### ◆ 親会社との関係について

同社の親会社である EMNET INC.は、20 年 6 月末時点で同社発行済株式総数の 62.9%を所有している。EMNET INC.の承認を必要とする取引や業務はないものの、EMNET INC.の事業戦略やグループ戦略に変更が生じた場合には、同社の事業展開に影響が出る可能性がある。

### ◆ システム障害について

同社は、定期的なバックアップ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。

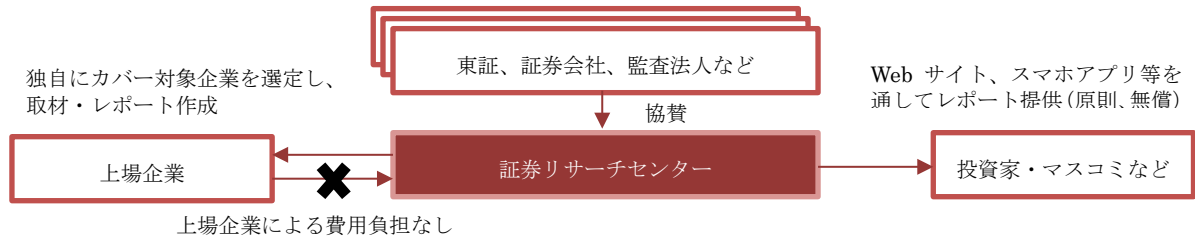
### ◆ 媒体会社への依存度の高さについて

同社が営むインターネット広告事業は、媒体運営会社からの広告枠の仕入れに依存している。媒体運営会社のうち、Google,Inc の提供する「Google 広告」、ヤフーの提供する「Yahoo!広告」への依存度は徐々に低下する傾向にあるものの、同社が 2 社に支払う媒体費の合計は 19/12 期の媒体費総額の 76.8% (18/12 期は 83.7%) を占めている。両社の事業方針の変更や契約の更新内容等により、同社の事業活動並びに財務状態、業績に影響が出る可能性がある。

## 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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

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

### 免責事項

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