

AV i C | 9554

東証グロース

中規模顧客への高品質なマーケティング支援で付加価値を創出
～深度あるサービス提供と高生産性を両立し加速度的収益拡大を実現～

サマリー

- 会社概要：**リスティング・ディスプレイ・インフィード広告を中心に媒体費用の15～20%を手数料として受領する収入体系で顧客インターネット広告の運用を支援するインターネット広告サービスを軸に、SEO最適化・記事ページの企画作成を手掛けるSEOコンサルティングも手掛ける。「マーケティングにおける企業のデジタル・デバイド(格差)を無くす」ことを掲げ、良質なデジタルマーケティングサービスを受けられていない、広告予算が月額500～5,000万円程度の中規模顧客を中心に高品質なインターネット広告・SEOの最適戦略を提供している。
- 競争優位性：**①元サイバーエージェント広告事業部局長である同社代表をはじめとした経営陣の各媒体アルゴリズムへの深い理解や経験・実績に裏付けされたクオリティ、②ソリューションが標準化されやすい中規模顧客に対し、一般的には工数が高む高品質サービスを徹底した生産性管理・向上施策により効率よく提供できる案件執行・組織運営力、③充実した採用・教育制度により人材の早期戦力化が実現できる仕組み、が競争力の源泉である。上場他社と比較して平均給与が高い中、高水準の一人当たり営業利益を確保していることは、高い組織・運営力を背景にニーズの強い事業領域で高付加価値を創出できていることの証左と言えよう。
- 業績動向：**18年3月の実質的な創業より加速度的に収益拡大、FY22/9にはNet売上高1,246百万円、経常利益306百万円を確保した。現状、潜在案件には事欠かず業績成長速度は人的キャパシティに依拠しやすい状況で、即戦力人材の確保や教育が1つの大きな焦点と言える。FY23/9はマーケティングコンサルタントを中心に従業員数を約30名純増(51→80名)し、売上高1,711百万円(+37.3%)、経常利益419百万円(+37.4%)の確保を計画している。
- バリュエーション：**インターネット広告・デジタルマーケティング支援を主業とする上場企業群が直接的なコンプスで、業界平均P/E(会社計画1期基準)は過去約5カ年平均で39.8倍、足元35倍前後である。同社P/EはFY22/9実績基準で29.8倍、FY23/9計画基準で22.2倍のため会社計画の達成を前提とするならばやや低位な状況にある。高成長業界に属するため、同社及びコンプスの中期的な成長力・利益水準を見定めた上でのバリュエーション評価が重要だろう。
- リスク：**小規模且つ経営陣など特定人物に依存した組織体制から脱却できておらず、人的資源の確保難リスクには一定配慮が必要だろう。また、P/E水準は日本株平均より高く、業績悪化時のバリュエーション切り下げリスクにも留意したい。

決算期	Gross 売上高 (百万円)	YoY (%)	Net 売上高 (百万円)	YoY (%)	経常 利益 (百万円)	YoY (%)	当期 純利益 (百万円)	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
2018/9	38	-	38	-	3	-	2	-	-	0.0
2019/9	236	521.0	151	295.6	-9	-	-2	-	-	0.0
2020/9	697	194.8	432	186.7	122	-	86	-	16.3	0.0
2021/9	1,330	90.9	687	59.3	112	-8.7	79	-8.8	14.2	0.0
2022/9	3,401	155.7	1,246	81.3	305	173.3	226	187.2	40.5	0.0
2023/9CE	4,652	36.8	1,711	37.3	419	37.4	310	37.2	54.5	0.0

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：「収益認識に関する会計基準」等をFY22/9より適用している。決算短信など財務会計上の開示はFY21/9まで媒体手数料を売上高及び売上原価に両建てするGross売上高、FY22/9以降はNet売上高で表記されている点に留意されたい。

INITIATION



注目点：

綿密且つデータドリブな戦略策定・高速PDCAで成果にコミットするマーケティング支援会社。高いクオリティ・生産性・組織運営力を武器に成長著しいインターネット広告市場で持続的な業績拡大を図る。

主要指標

株価(11/18)	1,210
年初来高値(11/14)	1,400
年初来安値(8/2)	934
10年間高値(22/11/14)	1,400
10年間安値(22/8/2)	934
発行済株式数(千株)	5,693
時価総額(百万円)	6,889
EV(百万円)	6,206
自己資本比率(9/30)	48.7%
23/9 PER(会予)	22.20x
22/9 PBR(実績)	9.72x
22/9 ROE(実績)	43.1%
23/9 DY(会予)	0.00%

上場来株価・出来高



出所：SPEEDA

アナリスト
長谷川翔平

research@sessapartners.co.jp

会社概要



沿革：18年3月の創業より実績を積み上げ業容を拡大

広告予算が中・小規模のクライアントに対しても高品質のデジタルマーケティングサービスを提供することを目的に、インターネット広告の運用代行やSEO(検索エンジン最適化)コンサルティングサービスを手掛ける。サイバーエージェント(4751)で広告事業部門の局長を務めていた現同社代表取締役の市原創吾氏が、月額5,000万円を超えるような潤沢な広告予算を抱える一部大手企業を除き、多くは良質なデジタルマーケティングソリューションを享受できていない事実ビジネスチャンスを見出し、2018年3月の創業に至った。

創業当初はインターネット広告分野で他の広告代理店等が抱える顧客・案件に携わって収益を獲得していたが、徐々に実績を積み上げることで顧客との直契約が拡大、足元では売上高の概ね7割が直取引となっている。また、クライアントの広告効果最大化のため、リスティング・ディスプレイ・インフィードをはじめとしたインターネット広告に加え、Googleなど検索エンジンにおける掲載順位引き上げのためのWebサイト最適化やCV獲得を念頭においた記事ページの企画・作成等を担うSEOコンサルティングにも業容拡大している。22年3月には、インフィード広告等における動画広告クリエイティブの品質向上・差別化のため、YouTuberのマネジメント等で業界トップのUUUM(3990)と資本業務提携契約を締結している。

なお、同社の企業母体は下表のとおり13年7月設立の風外堂(株)(14年4月にOWL(株)に社名変更)だが、18年3月に現同社代表取締役の市原創吾氏に第三者割当増資を行った上、デジタルマーケティング事業に事業内容を変更したことに伴い、実質的な創業に至っている。

沿革

年	月	内容
2013	7	株式会社BuySellTechnologies(7685)の代表取締役社長兼CEO岩田匡平氏の配偶者が風外堂(株)を設立。
2014	4	岩田匡平氏が風外堂(株)の全株式を取得し、マーケティングコンサルティング業を事業内容としたOWL(株)に社名を変更。
2018	3	現代表取締役社長の市原創吾氏を割当先に第三者割当増資を行い、社名を現社名、事業内容をデジタルマーケティングサービスの提供に変更。併せて、岩田匡平氏が退任し、市原創吾氏が代表取締役に就任。
2018	9	SEOコンサルティングサービスを開始。
2021	3	本店を東京都港区赤坂に移転。
2021	12	監査等委員会設置会社に移行。
2022	3	UUUM株式会社(3990)と資本業務提携契約を締結。

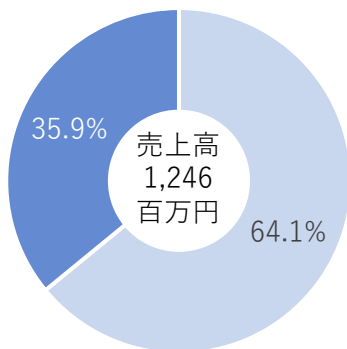
出所：同社IR資料よりSIR作成

事業内容：多種多様な企業のインターネット広告・SEO運用を手掛ける

同社事業は、①リスティング・ディスプレイ・インフィード広告等の運用代行を手掛ける「インターネット広告サービス」と、②Googleなど検索エンジンにおける掲載順位引き上げのためのWebサイト最適化やCV獲得を念頭においた記事ページの企画・作成を支援する「SEOコンサルティングサービス」の2つに大別される。前者は媒体費用の15~20%程度を運用手数料として受領*1する一方、後者では工数に応じた月額コンサルフィーや記事作成料等をキャッシュポイントとしている。FY22/9では、売上高の6割強をインターネット広告サービスが占めた。

*1：FY21/9まではクリック数×単価に応じたリスティング広告費など各媒体費用を売上高及び売上原価の双方に計上（Gross計上）していたが、収益認識に関する会計基準の適用に伴いFY22/9より手数料相当額のみを売上高に純額計上（Net計上）する会計方針に変更している。

売上構成比(FY22/9)



- インターネット広告
- SEOコンサルティング

出所：同社IRよりSIR作成
 注釈：表記はNet売上高を参照している。

顧客業種は多種多様で、幅広い業界に対しデジタルマーケティング支援が可能である。有価証券報告書の主要な顧客や売掛金明細に開示がある企業だけでも、博報堂DYホールディングス(2433)傘下のデジタル・アドバイジング・コンソーシアムや東急エージェンシーといった広告代理店の他、直取引では中古車販売・買取査定ネクステージ(3186)、決済・送金アプリのKyash、ミツカングループ通販子会社であるZENB JAPANなどが確認できる。

一方、顧客規模としては大手広告代理店が主力とする月間5,000万円強(年間6億円強)の広告予算を抱える層ではなく、一段下の月間500~5,000万円(年間6,000万円~6億円)の層を主なターゲットとしている。大手広告代理店がリソースや生産性の観点から積極的でない一方、深度あるマーケティング支援を求めている企業群で、後述する同社の競争優位性を活かしやすい顧客層と言える。

過去及び現在の主な顧客

業種	過去及び現在の主な顧客
広告代理店	デジタル・アドバイジング・コンソーシアム
広告代理店	東急エージェンシー
中古車販売・買取査定	ネクステージ
ブライダルジュエリー	ニューアート・シーマ
地域医療サービス	メディカルサービス
決済・送金アプリ	Kyash
食品通販	ZENB JAPAN

出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：有価証券報告書の主要な顧客や相手先別売掛金明細をもとに抜粋掲載しており、全体の一部に過ぎない。

特徴：綿密且つデータドリブンな戦略策定・高速PDCAで成果を創出

「インターネット広告サービス」では、①GoogleやYahoo!JAPANなど国内利用率の高い検索エンジンを用いたリスティング(検索連動型)広告、②検索エンジンに加えLINEなど広告枠のある主要WEBサイト等におけるディスプレイ(バナー)広告、③Facebook、Twitter、Instagramといったフィード型SNS・メディアに差し込まれるインフィード広告を中心に取り扱っているが、顧客の広告効果最大化に資する場合は④アフィリエイト広告等も活用している。同社サービスの1つの特徴は、綿密なマーケティング戦略策定とデータドリブンな高速PDCAにある。

例えばGoogleのリスティング広告であれば、Google広告管理画面での設定自体は、広告文の作成・画像の選定・広告予算やクリック単価の設定・ユーザー検索時に広告掲載するためのフックとしてのキーワード群選定などに限られる。しかし、優良な見込み顧客を低単価で獲得する、といった観点に立つとその最適戦略の模索は複雑さを増す。ペルソナ設定を起点に、広告文に盛り込むべき事項の単語レベルでの検討・ユーザーの興味や検索行動から逆算したキーワードの選定等が必要で、またその最適解はサービスサイクルや顧客の属する業界の環境変化の他、競合他社のリスティング広告におけるキーワード・広告予算設定にも左右される。

上記では簡略化のためにGoogleリスティング広告のみを例としたが、他の媒体も同様に広告効果を計測・横比較した上で媒体間の最適アロケーションを決めることが更に必要で、一口にデジタルマーケティングといっても「どこまでの分析深度と工数負担でもって運用するか」によって成果や費用対効果には大きな差が出る。同社は、深度あるソリューションを広告予算が限られた顧客に提供することで、同規模帯で事業展開する同業他社との差別化を図っている。

クリック数等に応じた媒体費用を検索エンジン運営会社に支払い【広告】と銘打って検索上位に表示させるリスティング広告に対し、自然検索で掲載順位の上位表示を図る支援を手掛けるのが「SEOコンサルティングサービス」である。リスティング広告同様にペルソナ設定やキーワード選定を行うが、LP(ランディングページ)やWEBサイトの構造自体を最適化し、また適切にキーワードを散りばめること等で、検索エンジン自体に当該LP又はWEBサイトが競合先と比較して有用であると認識させることが重要となる。Googleなど検索エンジンの検索表示アルゴリズムは非開示且つ都度アップデートにより評価項目や重み付けが調整されているため、高い成果を出すためには、アルゴリズムへの深い理解や継続的な実務的検証が不可欠で、経験の積み上げによる差別化が表れやすい部分である。

競争優位性

代表取締役社長 市原 創吾 氏



出所：同社IRより転載

経営陣：豊富な経験・実績に裏打ちされたメンバーが集う

同社の1つの競争優位性は、良質なデジタルマーケティングサービスを提供するための豊富な経験・実績に裏打ちされたメンバーが経営陣に多数集まっている点だろう。元サイバーエージェント広告事業部門局長である代表取締役社長をはじめ、大手～ベンチャー広告代理店で事業責任者として活動してきたメンバーの他、TikTokやLINEといった媒体側に精通する人材も揃っている。

フロント部門をマネジメントする主な経営陣の実務経験

役職	名前	経験
代表取締役社長	市原 創吾	元サイバーエージェント(4751)広告事業部門局長。同社在籍時に、運用型広告事業で年間100億円の売上拡大を実現。
インターネット広告本部長	奥川 哲史	デジタルマーケティング支援会社アイトリガーの元代表取締役社長。日本に10人のLINE認定講師「LINE Frontier」としても活動。
インターネット広告部長	町田 和哉	元ユナイテッド(2497)広告代理及び広告プロダクト事業部長。SNS広告やASO施策・IPコラボに明るくアプリ案件を得意とする。
SEOコンサルティング事業本部長	増田 光恵	元サイバーエージェント広告事業部門営業局長。同社の運用型広告・インフィード広告のコンサルティング局責任者も歴任。
SEOコンサルティング部長	櫻庭 洋平	Webマーケティングベンチャーにて執行役員として営業体制の構築・サービス品質向上等を統括。累計800社以上に対しSEOサービスを提供した実績を持つ。
サービス開発本部長	島山 雄	サイバーエージェントで各種運用の仕組み化・自動化システム開発。後、ByteDanceにて執行役員としてTikTok運用型広告のグローバル展開立上に従事。

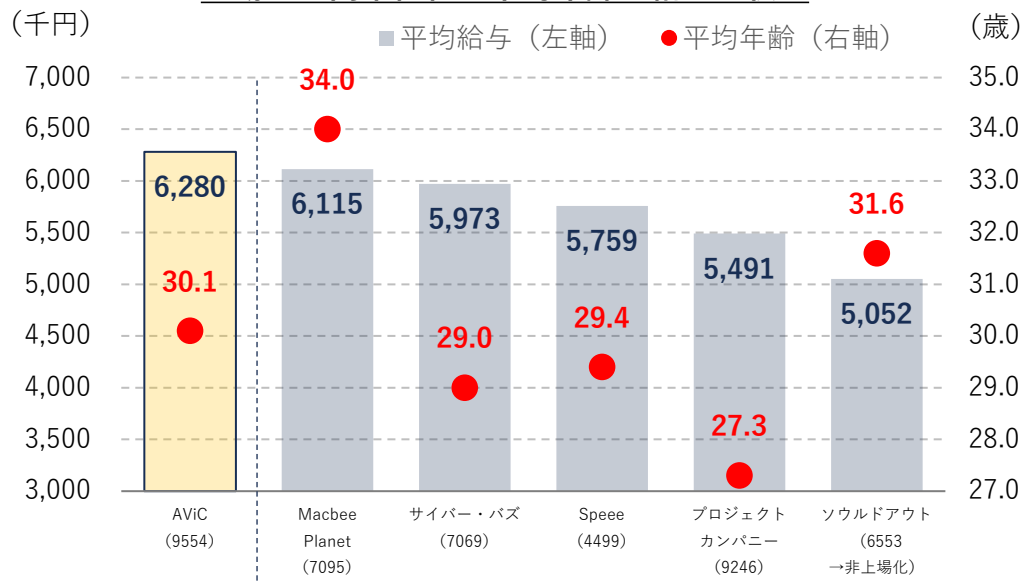
出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：文中内の定量・定性実績は本レポート執筆時点の情報をもとに記載している。

生産性：工数管理・外部利用の徹底と自社開発ツールで高生産性を実現

提供価値の深度と業務効率化は相反しやすいが、同社は①コンサルタントの徹底した工数管理、②付加価値業務の選別と適切な外部利用、③自社開発ツールを用いた工数削減、により高い生産性を実現している。上場する同業他社比で見ると、平均年齢に比して給与が高い中(上段図表)、高水準の一人当たり営業利益を確保している(下段図表)ことは特筆に値しよう。

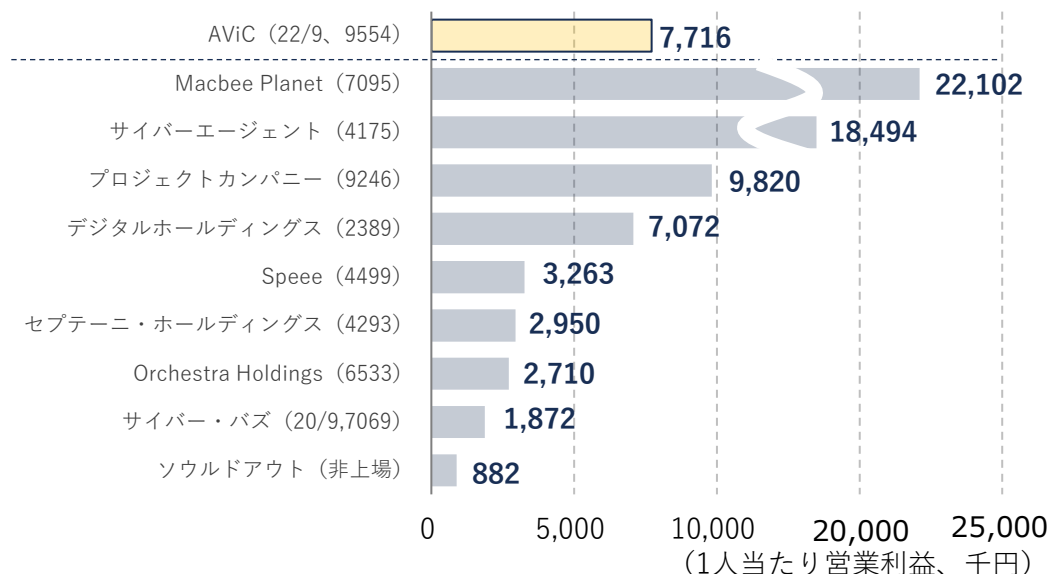
上場する同業他社の平均年齢・給与の状況



注釈：AViC及びMacbee Planetは22年4月末、プロジェクトカンパニー及びソウルドアウトは21年12月末、Speee及びサイバー・バズは21年9月末時点のデータを参照した。また、本レポートでは表記以外の企業も同業他社として扱っているが、その他企業は持ち株会社等に従事する従業員のみを母集団とした平均給与・年齢しか開示されておらず、比較に際して不適当と考えられるため除外している。

出所：各社IR資料よりSIR作成

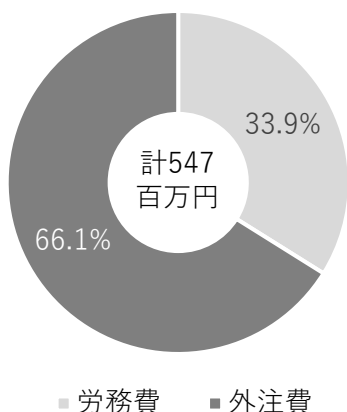
上場する同業他社の1人当たり営業利益



注釈：全社営業利益（連結優先）を期首期末正社員平均人員数で除算して算出している。同業他社の値は基本的に所有証券報告書開示ベースで22年11月時点で最新の直近同期データを参照しているが、FY21/9に一時的に利益落ち込み幅が大きかったサイバー・バズはFY20/9を参照した。Macbee Planet及びサイバーエージェントは特に同社より1人当たり営業利益が高いが、前者は年間数十億円規模の特定顧客をはじめ広告予算の大きな一部顧客に傾斜した収益構造で顧客単価が高いと見られること、後者はネット広告最大手としてのスケールメリット等享受していることが一因と推察される。

出所：各社IR資料よりSIR作成

労務費と外注費(FY22/9)



出所：同社IRよりSIR作成

*2：フロントに携わる社員の人件費は、執行中案件の工数相当分は売上原価の労務費に、マーケティング活動や全社MTGなど直接案件に関わらない時間相当分は販管費として計上している。

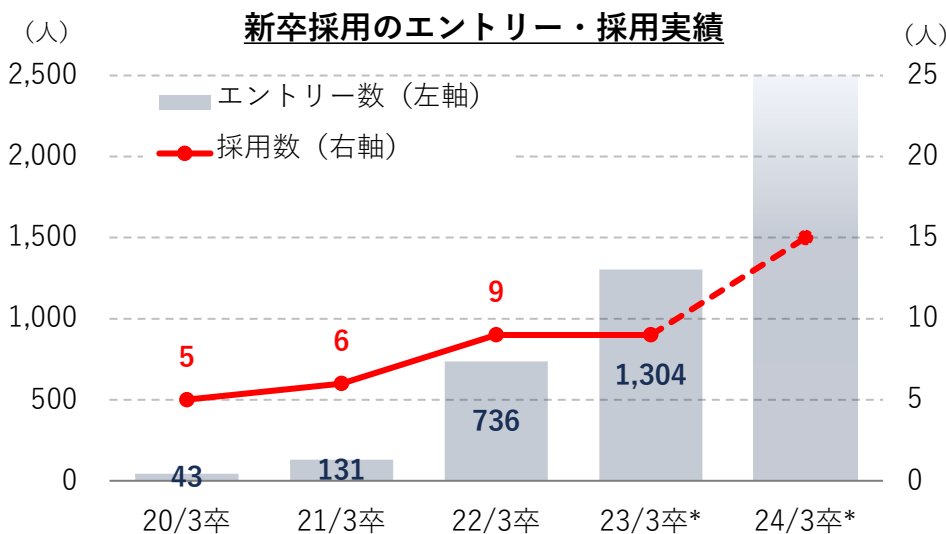
①**工数管理**：同社はフロントに携わる社員一人一人が、①どの案件に対し、②何%の工数を割いているか週次単位で管理すると共に、案件ごとの想定粗利率を逐次把握する運営体制を敷いている。収益性が低い又は悪化している案件については責任者が担当者に原因を確認し、付加価値業務にフォーカスできない理由があるならば案件執行方針を含め改善策を模索し、業務効率や優先順位付けなどスキルに依拠する課題であれば教育を含め改善を促す。

②**外部利用**：FY22/9末で正社員数は51名と小規模であるため、工数拡大の主因が同社にとって付加価値の低い業務対応に依るものであれば、外部業者の活用も厭わない。例えば、SEO対策のための記事ライティングは多くの場合外注しており、また案件執行中であっても切り出しすべき業務は外部利用を模索、同社社員が注力すべき業務に集中できる組織風土を整えている。結果として、売上原価に計上されている費用としては労務費よりも外注費が多い状況となっている*2。

③**自社開発ツール**：工数管理や外部利用といった業務最適化とは別に、分析やシミュレーション業務に係る工数を直接的に削減する仕組みとして自社開発ツールを抱え、活用している。「インターネット広告サービス」では広告効果のモニタリングや広告配信時に想定される効果シミュレーションの自動計算、「SEOコンサルティングサービス」では候補キーワード及びその組み合わせの生成や、検索順位結果に大きな影響のある要素に関する競合サイトとの差分検証の自動化を可能としている。特にSEO領域については、同社トップコンサルタントが仮に手動対応した際に108時間かかる高精度の分析・戦略設計・打ち手設計・数値計画のアウトプットにつき、ツール利用で8時間(7.4%相当)まで削減することが可能となっている。

採用・教育：社内的な組織運営・仕組み作りでも高速PDCAを回す

実力・経験豊富な経営陣と高付加価値業務に集中できる環境・管理体制があったとしても、良質なデジタルマーケティングサービスを提供するスキル・ノウハウを蓄積したコンサルタントの採用・育成自体が仕組み化できていなければ高い業績成長には繋がりにくい。その意味で、創業2年目から新卒採用を実施し一定の教育知見を蓄積、未経験者でも3ヵ月～1年程度で戦力化できる同社は持続的成長に向けた地盤固めが進んでいると言えるだろう。また、同社は内定者アルバイト制度により新卒入社直後から円滑に業務に取り組むことが可能な体制を敷いている。

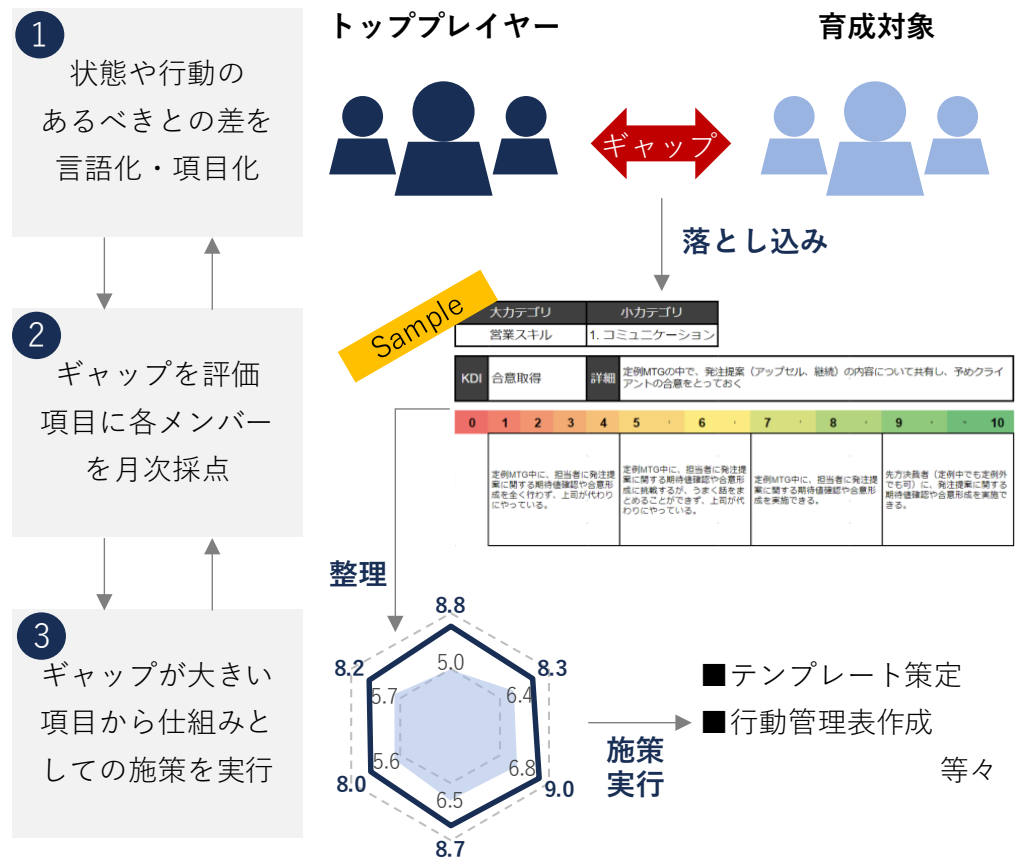


出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：23/3卒のエントリー数は22年9月末時点の数値である。また、23/3卒採用数及び24/3卒の各数値はイメージであり、会社は具体的な定量目標を開示していない。

人材の即戦力化のための一施策は月次評価・査定による個々人のスキルに見える化及び課題抽出・改善活動にある。同社は人材を有効化(イネーブメント)するための取組としてFY22/9期中より「イネーブメント・プロジェクト」と銘打つ人材育成の仕組みを構築、実行している。

経営陣をはじめとしたトッププレイヤーと育成対象者とのギャップにつき、「広告成果に直接的に繋がるノウハウ」はもちろん、コミュニケーション力をはじめとした「クライアントに入り込むためのスキル」など広範な項目を洗い出し項目ごとに採点、改善のための仕組みが必要であればテンプレートや行動管理表に落とし込むなどして、属人的対応でなく組織力としての引き上げを念頭に育成システムを構築している。また、“あるべき”や評価項目自体の見直しも行っており、仕組み自体もPDCAを回すことで、より精度の高い育成体制の構築を図っている。

イネーブメント・プロジェクトのイメージ図

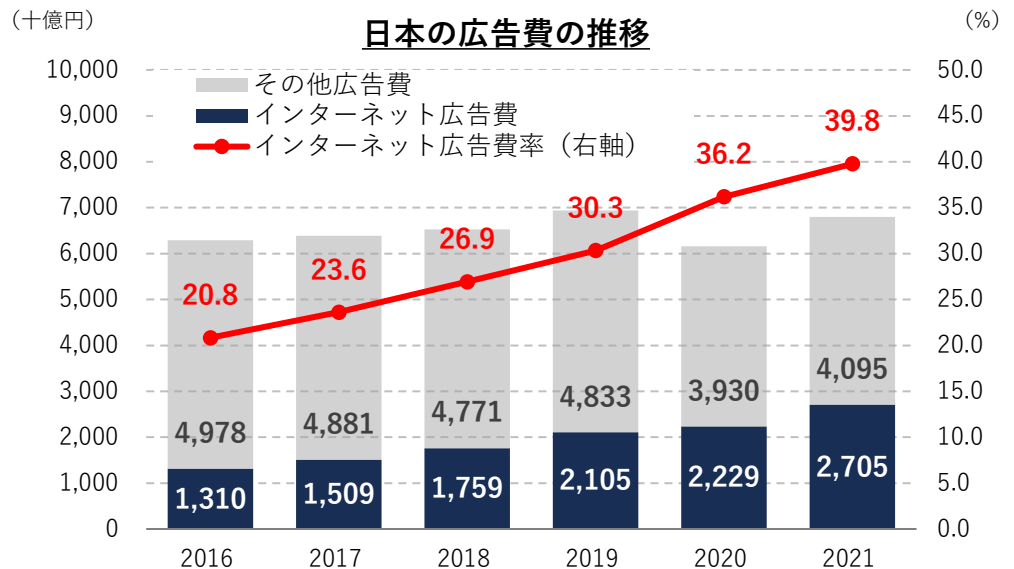


出所：同社IR資料をもとにSIR作成

マクロ環境

市場概況：インターネット広告は高成長、国内広告費の約4割を占める

国内インターネット広告市場の成長性は高く、同社業績に追い風となっている。2016年時点では、国内広告費約6.3兆円に対しインターネット広告は1.3兆円で構成比は20.8%に過ぎなかったが、5年後の2021年には約2倍の2.7兆円、構成比39.8%にまで市場を拡大している。

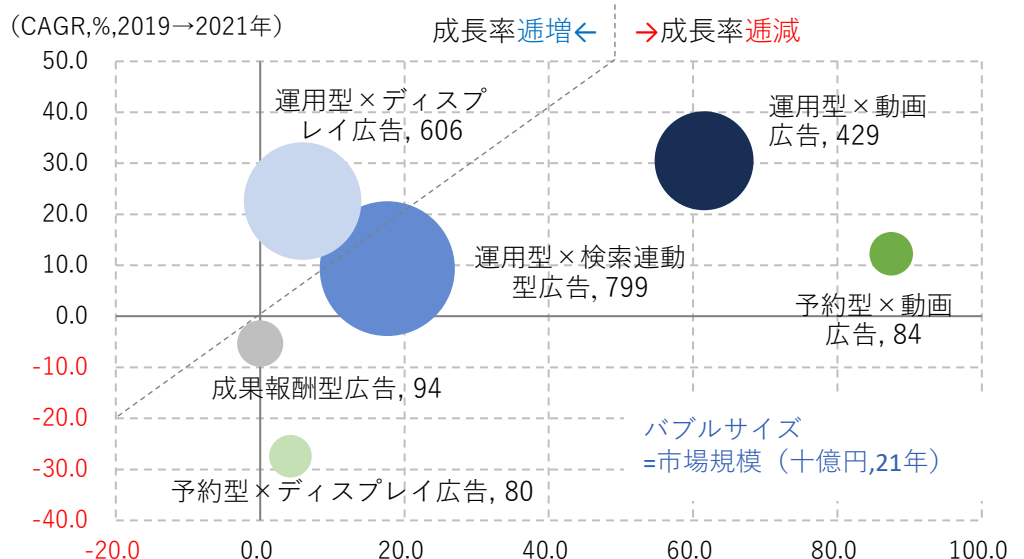


出所：「日本の広告費（電通等）」資料よりSIR作成

詳細動向：運用型は規模・成長性ともに優良、成長著しい動画にも注力

特に同社が主力とする運用型広告はインターネット広告の中でも規模が大きく、高成長を持続している。予約型や成果報酬型は成長モメンタムが鈍化(過去成長率をX軸、足元成長率をY軸とした下表で傾きが寝ている)又はマイナス化している一方、運用型は総じて一定の規模・成長性を確保している。最も成長著しい運用型×動画広告についても、YouTuber事務所最大手のUUUM(3990)と資本業務提携を交わしており、提供付加価値の引き上げ及び収益拡大要素として期待できよう。

取引手法×広告種別 インターネット広告の市場規模と成長性

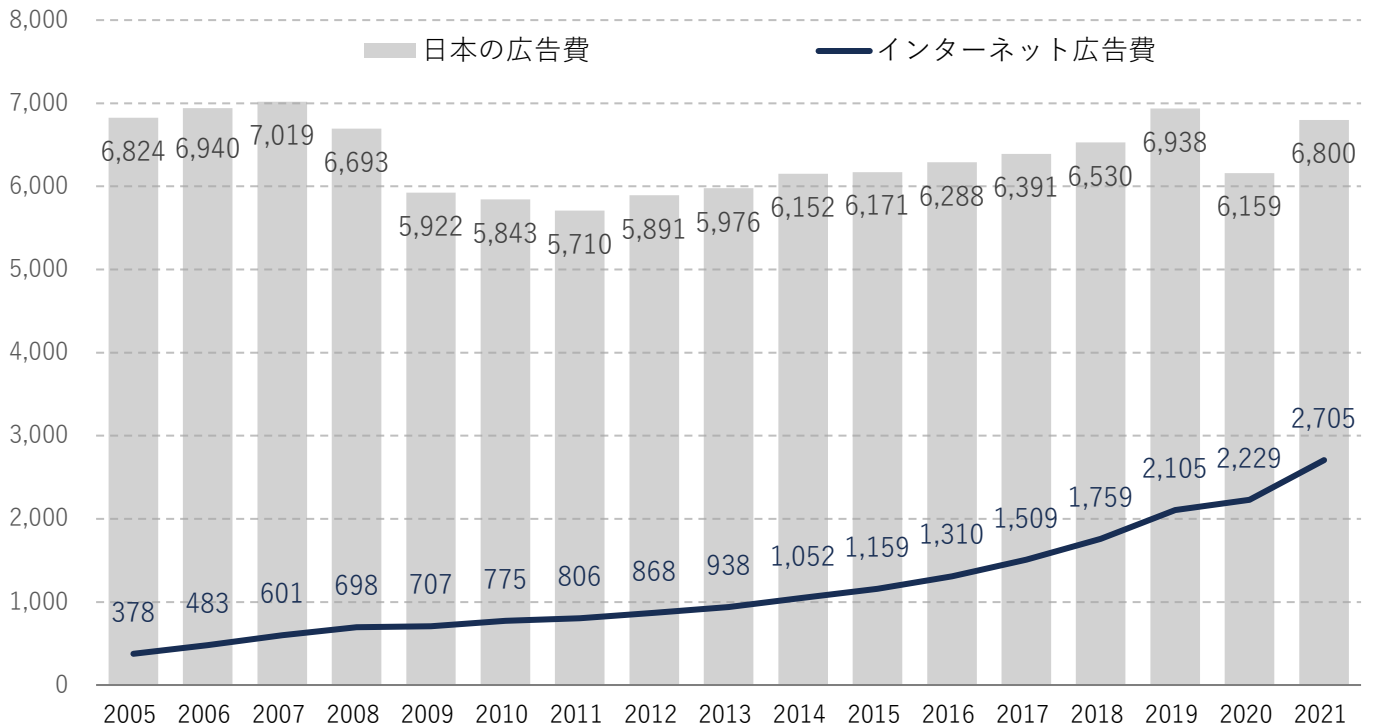


出所：「日本の広告費（電通等）」資料よりSIR作成

(CAGR,% 2017→2019年)

データ：日本の広告費の長期推移とインターネット広告費の明細表

(十億円)



項目	実額 (十億円)					成長率 (YoY,%)					CAGR(%)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	17→19	19→21
総計	6,391	6,530	6,938	6,159	6,800	1.6	2.2	6.2	-11.2	10.4	4.2	-1.0
インターネット広告費	1,509	1,759	2,105	2,229	2,705	15.2	16.5	-	5.9	21.4	18.1	13.4
インターネット広告媒体費	1,221	1,448	1,663	1,757	2,157	17.6	18.6	14.8	5.6	22.8	16.7	13.9
<広告種別>												
検索連動型広告	483	571	668	679	799	-	18.2	17.1	1.6	17.7	17.6	9.3
ディスプレイ広告	499	564	554	573	686	-	13.0	-1.7	3.4	19.6	5.4	11.2
ビデオ (動画) 広告	116	203	318	386	513	-	75.5	57.1	21.3	32.8	66.0	26.9
インストリーム	-	-	-	180	292	-	-	-	-	-	62.3	-
アウトストリーム	-	-	-	206	221	-	-	-	-	-	7.0	-
成果報酬型広告	105	99	105	99	94	-	-5.6	6.0	-6.1	-4.6	0.0	-5.3
その他のインターネット広告*	18	12	17	20	66	-	-36.1	45.3	17.6	228.5	-3.6	96.6
<取引手法×広告種別>												
運用型広告	940	1,152	1,327	1,456	1,838	27.3	22.5	15.2	9.7	26.3	18.8	17.7
検索連動型広告	483	571	668	679	799	-	18.2	17.1	1.6	17.7	17.6	9.3
ディスプレイ広告	359	405	403	452	606	-	12.7	-0.5	12.2	34.0	5.9	22.6
ビデオ (動画) 広告	97	174	252	321	429	-	79.8	45.1	27.2	33.8	61.5	30.5
その他のインターネット広告*	17	2	3	4	4	-	-86.2	41.7	29.4	-4.5	-55.8	11.1
予約型広告	176	197	231	202	225	14.3	12.1	17.4	-12.5	11.1	14.7	-1.4
ディスプレイ広告	139	159	151	121	80	-	14.0	-4.7	-19.9	-34.3	4.2	-27.4
ビデオ (動画) 広告	19	29	66	66	84	-	52.9	129.8	-1.2	27.6	87.4	12.3
その他のインターネット広告*	17	9	14	16	62	-	-47.1	47.8	14.7	294.2	-11.6	112.7
成果報酬型広告	105	99	105	99	94	-28.0	-5.6	6.0	-6.1	-4.6	0.0	-5.3
<チャンネル別>												
ソーシャル広告	-	389	490	569	764	-	-	25.9	16.1	34.3	-	24.9
SNS系	-	-	228	249	317	-	-	-	9.1	27.3	-	17.9
動画共有系	-	-	114	159	261	-	-	-	39.2	64.7	-	51.4
その他	-	-	148	162	186	-	-	-	9.1	15.2	-	12.1
その他	-	1,059	1,173	1,188	1,393	-	-	10.8	1.3	17.3	-	9.0
インターネット広告媒体費以外	289	311	442	472	548	6.1	7.7	-	6.9	16.0	23.7	11.4
インターネット広告制作費	289	319	335	340	385	6.1	10.5	5.1	1.4	13.2	7.8	7.1
物販系ECプラットフォーム広告費	-	-	106	132	163	-	-	-	24.2	23.5	-	23.8
その他広告費*	4,881	4,771	4,833	3,930	4,095	-1.9	-2.3	1.3	-18.7	4.2	-0.5	-8.0

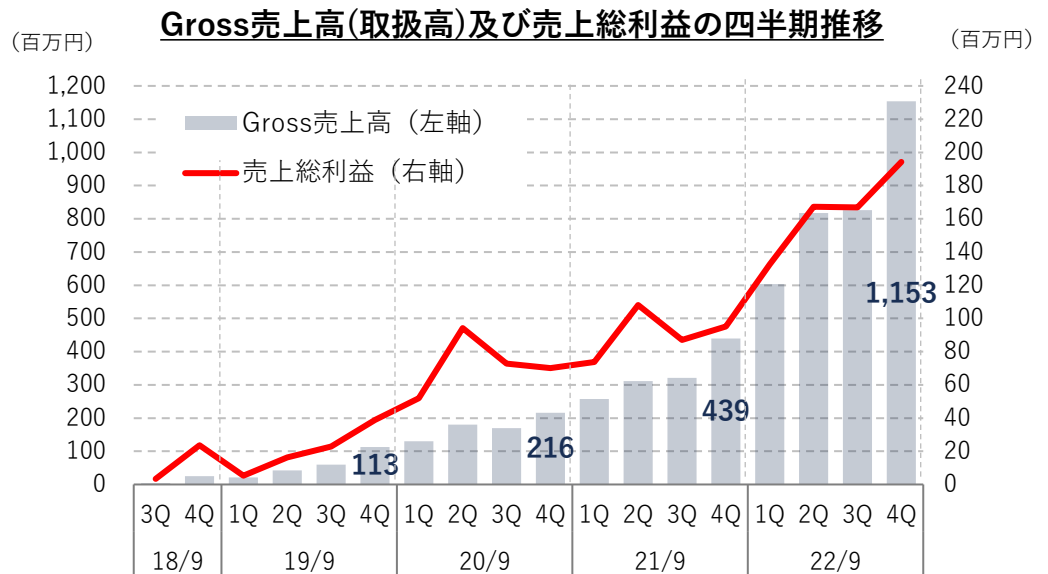
出所：「日本の広告費インターネット広告媒体費 詳細分析」よりSIR作成

注釈：その他広告費はマスコミ四媒体（新聞・雑誌・ラジオ・テレビメディア）及びプロモーションメディアである。その他のインターネット広告はメール広告・オーディオ広告・タイアップ広告等である。タイアップ広告は2020年集計までディスプレイ広告に含まれていたため一部データは不連続となっている。2019年から物販系ECプラットフォーム広告費が集計対象に追加されたため、インターネット広告費総額は一部不連続となっている。

業績動向

収益動向：Gross売上高(取扱高)は加速度的な成長を遂げている

広告予算が月間500~5,000万円程度の中規模顧客に対し、経営陣の豊富な経験・実績を裏付けとした良質なデジタルマーケティングソリューションの提供で成果を出し顧客に認められることで、加速度的な拡大を果たしている。各期4QのGross売上高は、FY19/9が113百万円、FY20/9が216百万円、FY21/9が439百万円と每期2倍近い拡大を続けてきた上、22/9は1,153百万円(+162.5%)と成長が加速した。



出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：FY22/9より収益認識に関する会計基準の適用に伴いNet売上高が会計監査対象となっており、Gross売上高は媒体費用を足し戻した会社試算値である点に留意されたい。

トップライン拡大のけん引役は新規顧客との直取引である。同社は現状アウトバウンド営業をしておらず、タッチポイントの多くは問い合わせや既存顧客からの紹介に依るが、高い広告成果が口コミで広がり引き合いは強い状況である。また、顧客によっては包括支援でなくFacebookなど1媒体に限り運用を任されるケースもあるが、その後成果を示すことで顧客内シェアを上げ、収益拡大に繋げている。

費用構造：人的費用が大半

人的資源に依拠した事業を展開するため、人件費・外注費・採用教育費といった広義の人件費で売上比60%強を占める。その他費用は13%程度で約25%の営業利益率を確保している。

管理人件費をはじめ固定費要素が強く規模拡大に伴い収益性改善要因となり得る項目は多少あるものの、多くは実質変動費的で、案件の高単価化や生産性の更なる改善が将来的な収益性改善の主だったアップサイド要素と見る。

費用構造の状況(FY22/9)

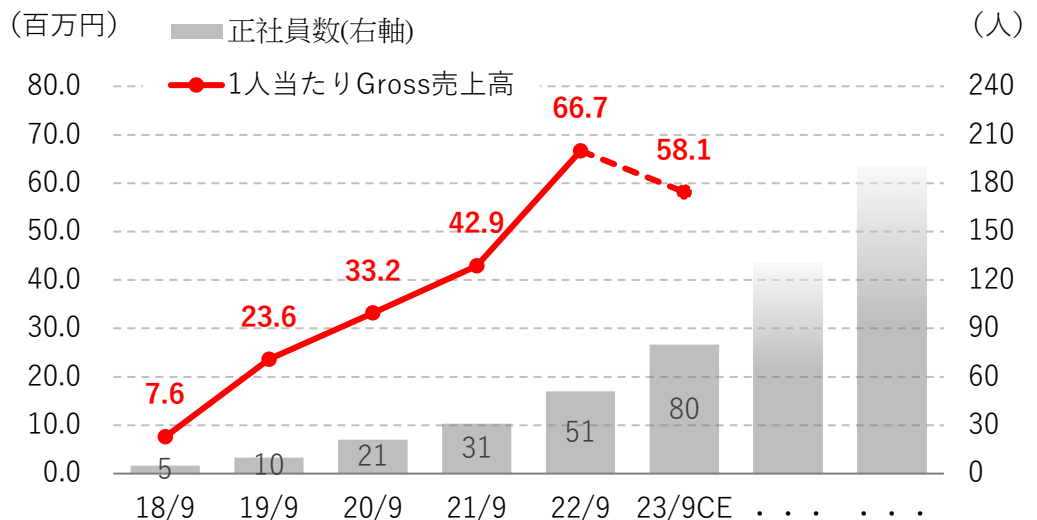
項目	FY22/9	
	(百万円)	(構成比,%)
Net売上高	1,246	100.0
売上原価+販管費	929	74.6
人件費	361	29.0
外注費	360	28.9
採用教育費	47	3.8
支払報酬料	56	4.5
その他費用	106	8.5
営業利益	316	25.4

出所：同社IR資料よりSIR作成

人材戦略：人員の積極採用・戦力化で連れた売上拡大を図る

工数ビジネスとしての色合いが強いため、高い収益成長の実現には組織拡大が不可欠で、会社は人員の積極採用・戦力化を図っている。19/9末の正社員数は10名に過ぎなかったが、21/9末は31名、22/9末は51名まで拡大した。また、一人当たりGross売上高(取扱高)が継続して拡大している点も特筆できよう。会社は、現状の生産性を一定維持しつつ継続して人員及び収益拡大を図る計画である。

正社員及び一人当たりGross売上高の推移



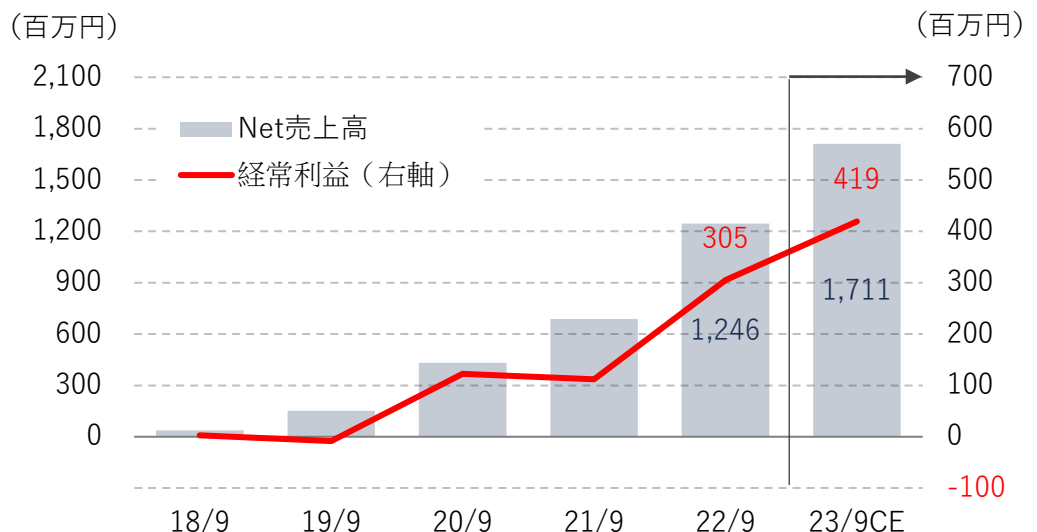
出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：FY23/9以降は会社計画地及び会社イメージ図を参照している。1人当たりGross売上高は各期末人員数で除算して算出している。

FY23/9計画：37.5%増収、42.0%経常増益を計画

FY23/9は、売上高が1,711百万円(+37.3%)、経常利益が419百万円(+37.4%)を計画している。積極採用や自社開発ツールの更なる進化でキャパシティを拡張、大手総合系広告代理店との協業も含め顧客基盤の拡大を図る見込みである。

売上高と経常利益の推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

損益計算書、補足情報

百万円、%	決算期						2022/9				2022/9		
	2018/9	2019/9	2020/9	2021/9	2022/9	2023/9	会予	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	3Q(9カ月)
売上高(財務会計開示)	38	236	697	1,330	1,246	1,711	-	-	313	371	562	875	1,246
YOY	-	521.0	194.8	90.9	-	37.3	-	-	-	-	-	-	-
Gross売上高(取扱高)	38	236	697	1,330	3,401	4,652	604	818	826	1,153	1,422	2,247	3,401
YOY	-	521.0	194.8	90.9	155.7	36.8	134.1	162.5	157.3	162.5	149.7	152.4	155.7
Net売上高	38	151	432	687	1,246	1,711	-	-	313	371	562	875	1,246
YOY	-	295.6	186.7	59.3	81.3	37.3	-	-	-	-	-	-	81.3
インターネット広告	-	-	239	352	798	1,187	-	-	201	261	337	537	798
YOY	-	-	-	47.3	126.8	48.7	-	-	-	-	-	-	126.8
SEOコンサルティング	-	-	193	335	447	524	-	-	112	110	225	337	447
YOY	-	-	-	74.2	33.5	17.1	-	-	-	-	-	-	33.5
売上原価(財務会計開示)	-	-	407	966	585	897	-	-	146	177	262	408	585
売上高比率*	-	-	58.5	72.6	46.9	52.4	-	-	46.7	47.7	46.6	46.6	46.9
媒体費	0	86	265	642	2,155	3,244	0	0	0	0	0	0	0
売上高比率*	0.0	36.3	38.0	48.3	63.4	69.7	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
売上原価(媒体費除く)	-	-	142	323	585	897	-	-	146	177	262	408	585
売上高比率	-	-	33.0	47.0	46.9	52.4	-	-46.7	47.7	46.6	46.6	46.6	46.9
販売費及び一般管理費	-	-	169	244	345	395	-	-	96	100	149	245	345
売上高比率	-	-	39.2	35.5	27.7	23.1	-	-	30.7	26.8	26.5	28.0	27.7
売上原価+販管費	-	-	312	567	929	1,292	-	-	242	277	411	653	929
売上高比率	-	-	44.7	42.6	74.6	75.5	-	-	77.4	74.5	73.1	74.6	74.6
人件費	-	-	-	-	361	-	77	82	97	105	159	256	361
売上高比率	-	-	-	-	29.0	-	-	-	31.1	28.4	28.3	29.3	29.0
外注費	-	-	-	-	360	-	75	85	88	112	161	248	360
売上高比率	-	-	-	-	28.9	-	-	-	28.0	30.1	28.6	28.4	28.9
採用教育費	-	-	-	-	47	-	8	14	17	8	22	39	47
売上高比率	-	-	-	-	3.8	-	-	-	5.4	2.0	4.0	4.5	3.8
支払報酬料	-	-	-	-	56	-	13	12	12	18	25	37	56
売上高比率	-	-	-	-	4.5	-	-	-	3.8	4.9	4.5	4.3	4.5
その他	-	-	-	-	106	-	-	-	28	34	44	72	106
売上高比率	-	-	-	-	8.5	-	-	-	9.1	9.0	7.8	8.2	8.5
営業利益	-	-	120	120	316	419	-	-	71	95	151	222	316
売上高比率	-	-	27.8	17.5	25.4	24.5	-	-	22.6	25.5	26.9	25.4	25.4
営業外収入	-	-	3	5	4	-	-	-	0	4	0	0	4
営業外費用	-	-	1	13	16	-	-	-	12	1	2	15	16
経常利益	3	-9	122	112	305	419	-	-	58	98	149	207	305
売上高比率	8.0	-5.8	28.3	16.2	24.5	24.5	-	-	18.7	26.4	26.5	23.7	24.5
特別利益	-	-	0	0	1	-	-	-	0	1	0	0	1
特別損失	-	-	0	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0
税金等調整前 当期純利益	-	-	122	112	306	-	-	-	58	99	149	207	306
法人税等合計	-	-	36	33	80	-	-	-	18	16	46	63	80
実効税率	-	-	29.3	29.5	26.1	-	-	-	30.6	16.6	30.6	30.6	26.1
当期純利益	2	-2	86	79	226	310	-	-	41	83	103	144	226
EPS(円)	0.42	-0.43	16.30	14.21	40.54	54.51	-	-	7.31	14.61	18.62	25.93	40.54
BPS(円)	2.5	7.6	47.2	61.4	124.4	-	-	-	-	-	80.1	109.8	124.4
DPS(円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-	-	-
配当性向(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	57.2	26.2	43.1	-	-	-	-	-	-	-	-
自己資本比率(%)	46.7	33.9	55.0	52.8	48.7	-	-	-	-	-	47.3	56.4	48.7
設備投資(百万円)	-	-	-	51.26	2,843	-	-	-	-	-	-	-	-
従業員数(人)	5	10	21	31	54	80	-	-	-	-	-	50	54

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：売上高比率は対Net売上高値を参照しているが、売上原価(財務会計数値)は対売上高(財務会数値)、媒体費は値Gross売上高の値である。

バランスシート・キャッシュフロー計算書

百万円、%	決算期					2023/9 会予	2022/9				2022/9		
	2018/9 実績	2019/9 実績	2020/9 実績	2021/9 実績	2022/9 実績		1Q	2Q	3Q	4Q	上期	3Q(9カ月) 上期	通期
資産合計	27	118	476	645	1456	-	-	-	-	-	937	1109	1456
現預金	-	-	330	329	724	-	-	-	-	-	407	644	724
売上債権	-	-	90	228	565	-	-	-	-	-	404	330	-
その他資産	-	-	56	88	166	-	-	-	-	-	126	135	731
負債合計	14	78	211	301	743	-	-	-	-	-	488	478	743
仕入債務	-	-	44	145	442	-	-	-	-	-	183	169	442
有利子負債	-	-	54	62	41	-	-	-	-	-	53	47	41
未払法人税等	-	-	34	14	76	-	-	-	-	-	47	53	76
その他負債	-	-	78	80	183	-	-	-	-	-	205	208	183
純資産合計	12	40	265	344	713	-	-	-	-	-	449	630	713
自己資本	-	-	262	340	708	-	-	-	-	-	444	625	708
その他純資産	-	-	3	4	5	-	-	-	-	-	6	6	5
営業活動による キャッシュフロー	-	-	171	15	324	-	-	-	-	-	112	-	324
税金等調整前当期純利益	-	-	122	112	306	-	-	-	-	-	149	-	306
償却費計	-	-	1	3	5	-	-	-	-	-	2	-	5
運転資本の増減額	-	-	6	-37	-40	-	-	-	-	-	-138	-	-40
その他の増減額	-	-	42	-10	81	-	-	-	-	-	113	-	81
法人税等支払額	-	-	0	-52	-29	-	-	-	-	-	-14	-	-29
投資活動による キャッシュフロー	-	-	-28	-26	-34	-	-	-	-	-	-24	-	-34
有形固定資産の増減額	-	-	-3	-1	-6	-	-	-	-	-	-2	-	-6
無形固定資産の増減額	-	-	-	-5	-6	-	-	-	-	-	-	-	-6
その他の増減額	-	-	-25	-20	-22	-	-	-	-	-	-22	-	-22
フリーキャッシュフロー	0	0	144	-10	291	-	-	-	-	-	88	-	291
財務活動による キャッシュフロー	-	-	146	9	105	-	-	-	-	-	-10	-	105
有利子負債の増減額	-	-	8	11	-21	-	-	-	-	-	-9	-	-21
配当金の支払い額	-	-	0	0	0	-	-	-	-	-	0	-	0
エクイティの増減額	-	-	138	-1	139	-	-	-	-	-	-1	-	139
その他の増減額	-	-	0	0	-13	-	-	-	-	-	0	-	-13
現金同等物の増減額	-	-	290	-1	396	-	-	-	-	-	78	-	396
現金同等物の期首残高	-	-	40	330	329	-	-	-	-	-	329	-	329
現金同等物の期末残高	-	-	330	329	724	-	-	-	-	-	407	-	724

出所：同社IR資料よりSIR作成

バリュエーション

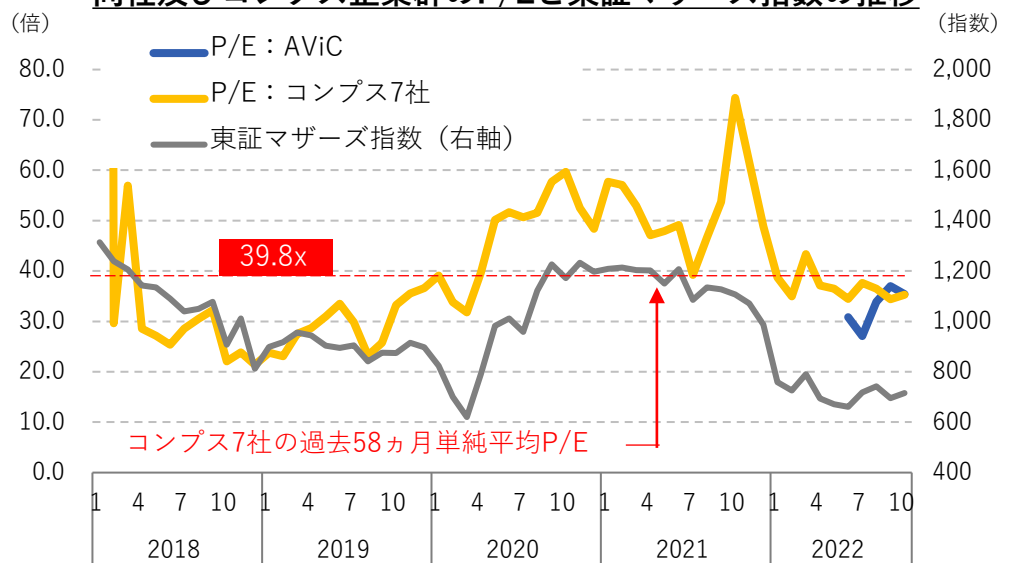
概論：FY23/9計画基準でP/Eは22.2倍

同社のバリュエーション水準を整理するにあたって、インターネット広告・デジタルマーケティング支援を主業とする①セプテーニ・ホールディングス(4293)、②Speee(4499)、③サイバーエージェント(4751)、④Orchestra Holdings(6533)、⑤サイバー・バズ(7069)、⑥Macbee Planet(7095)、⑦プロジェクトカンパニー(9246)の7社をコンプスとした。デジタルホールディングス(2389)及びソウルドアウト(6553→非上場化)も比較対象となり得るが、前者は連結子会社のカーブアウトを含む事業の見直しや投資事業の積極化で収益水準がボラタイルであること、後者は既に非上場化していることから除外した。

同社は22年6月の上場より日が浅くトラックレコードが少ないが、P/Eは会社計画1期基準で概ね30~35倍程度で推移してきた。コンプス7社の単純平均P/Eは過去約5ヵ年で39.8倍だが、コンプスの多くが属する新興市場のバリュエーション低迷から過去数か月は35倍前後で推移しており、概ね同水準の評価が付されてきた。

一方、11月18日終値1,210円を同14日に発表されたFY23/9計画EPS54.51円で除算すると22.2倍となるため、会社計画の達成を前提とするならばP/Eは他社比で相対的に低位に映る。ただし、成長業界故に短中期的な成長が見込まれやすい銘柄の多いセクターで、先々の利益拡大が先行して株価に織り込まれている可能性がある点には留意が必要である(次ページバリュエーションシート参照)。投資判断にあたっては、どの程度の成長性を先行して織り込むかがポイントの一つとなるだろう。

同社及びコンプス企業群のP/Eと東証マザーズ指数の推移



注釈：各社のP/Eは、時価総額を親会社株主利益又は当期純利益(会社計画1期、計画修正は都度反映)で除算した簡易試算値である。コンプス7社P/Eは単純平均値を用いているが、一過性損失等で赤字計画又は100倍を超えるP/E水準となった場合は単純平均算出対象から除外している。

出所：各社IR資料、SPEEDAよりSIR作成

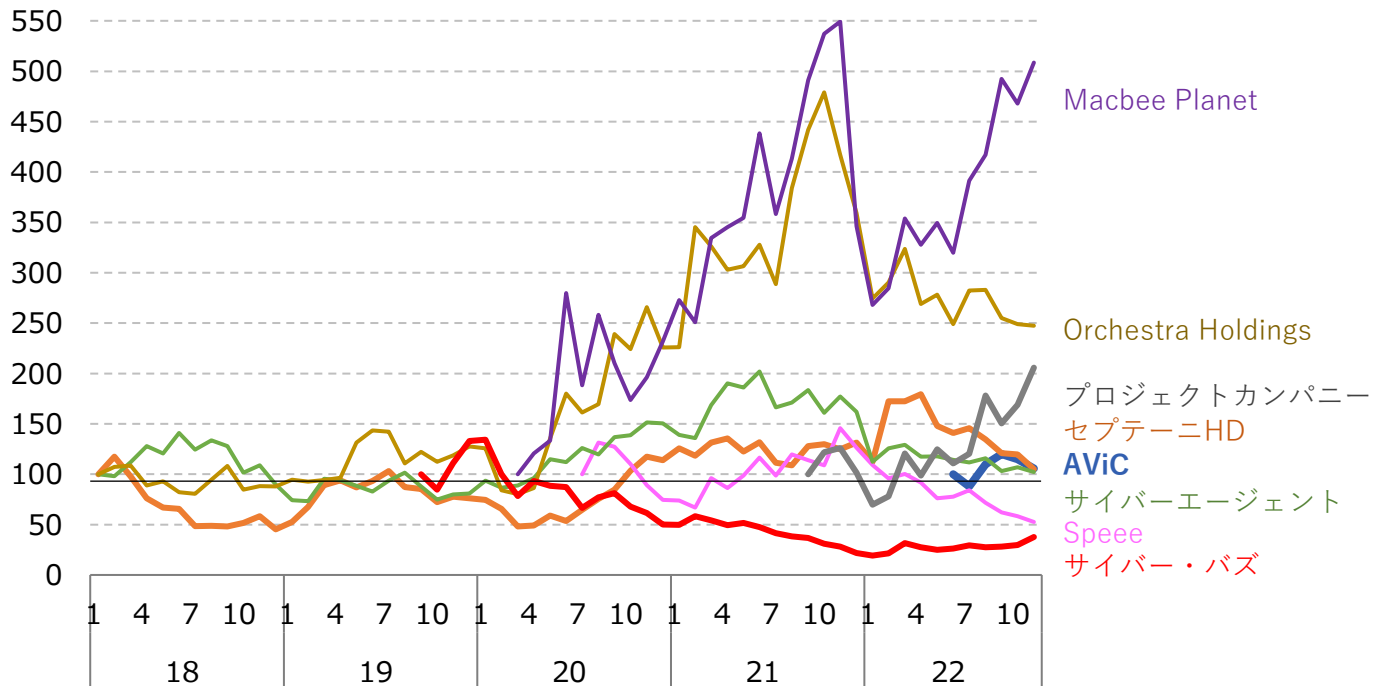
同社の基準期別P/Eの状況

項目		Actual		Co's		
		21/9	22/9	23/9CE	...	
2022/11/18時点						
株価(円)	1,210	EPS 円	14.21	40.54	54.51	XX.XX
時価総額(百万円)	6,889	P/E 倍	85.2	29.8	22.2	YY.YY

出所：同社IR資料、SPEEDAよりSIR作成

データ：同社及びコンプス7社の相対株価推移

(18年1月末又は上場初月末=100とした指数)



出所：SPEEDAよりSIR作成

データ：同社及びコンプス7社のバリュエーションシート

コード	企業名	決算月	株価	時価総額	P/E			PBR	Net Cash	経常利益	経常増益率			
			(11/18)	(11/18)	FY21	FY22E	FY23E	直近通期	直近通期	FY21	FY21	FY22E	FY23E	
-	-	-	円	百万円				倍	倍	百万円	百万円			%
9554	AViC	9月	1,210	6,889	85.2	29.8	22.2	9.72	683	112	-8.7	173.3	37.4	
-	セクター単純平均	-	-	-	38.2	29.3	41.6	6.08	-	-	-	-	-	
4293	セプテーニ・ホールディングス	9月	410	86,543	19.9	13.4	-	1.37	12,406*	3,796	54.8	54.2	-	
4499	Speee	9月	2,053	20,985	24.7	19.3	56.2	3.53	4,851	1,191	76.7	33.4	-41.2	
4751	サイバーエージェント	9月	1,242	628,357	15.1	25.1	35.9	4.36	139,675	104,694	209.2	-33.7	-35.2	
6533	Orchestra Holdings	12月	2,320	22,736	30.0	23.9	-	5.27	4,423	1,286	88.3	30.6	-	
7069	サイバー・バズ	9月	1,670	6,542	-85.5	75.4	32.6	3.40	-	4	-98.0	4,175.0	133.9	
7095	Macbee Planet	4月	9,250	29,988	38.6	29.8	-	11.01	1,053	1,233	57.1	29.8	-	
9246	プロジェクトカンパニー	12月	7,010	40,167	100.7	63.9	-	18.93	1,968	502	195.3	79.3	-	

コード	企業名	決算月	ROE		経常利益率		資産回転率		自己資本比率		配当性向		配当利回り
			FY21	FY22	FY21	FY22E	FY21	FY22	FY21	FY22	FY21	FY22E	1期計画
-	-	-	%		%		回		%		%		%
9554	AViC	9月	26.2	43.1	16.2	24.5	1.23	1.19	52.8	48.7	0.0	0.0	0.00
-	セクター単純平均	-	26.4	17.3	11.8	13.7	1.73	1.36	54.9	62.1	5.7	7.5	0.23
4293	セプテーニ・ホールディングス	9月	15.2	14.1	17.8	20.3	0.56	0.44	43.9	70.7	16.5	15.1	0.00
4499	Speee	9月	18.9	20.1	9.4	14.1	1.70	1.36	63.7	66.6	0.0	0.0	0.00
4751	サイバーエージェント	9月	38.1	17.7	15.7	9.8	2.07	1.85	33.7	37.6	13.4	28.3	1.21
6533	Orchestra Holdings	12月	24.7	-	7.7	16.8	2.18	-	40.9	-	10.3	9.3	0.39
7069	サイバー・バズ	9月	-3.9	4.6	0.1	4.0	1.38	1.77	80.8	73.4	0.0	0.0	0.00
7095	Macbee Planet	4月	33.5	-	8.5	9.4	3.12	-	46.2	-	0.0	0.0	0.00
9246	プロジェクトカンパニー	12月	28.0	-	23.5	21.6	1.11	-	75.0	-	0.0	0.0	0.00

出所：各社IR資料、SPEEDAよりSIR作成

注釈：AViC、セプテーニ・ホールディングス、Speee、サイバーエージェント、サイバー・バズのFY22データは実績値である。セプテーニ・ホールディングスはIFRS会計のため経常利益の代わりにNo-GAAP営業利益を参照している。また、AViC、Speee、Orchestra HoldingsはFY22より収益認識に関する会計基準の適用影響で売上高がGross計上からNet計上に変更されており、資産回転率や経常利益率がテクニカルに変化している点に留意されたい。セプテーニ・ホールディングスは22年11月時点で有利子負債の明細開示が無いため、Net CashはFY21/9の値である。また、FY23は決算期変更に伴う変則決算で計画数値が不連続なため表内未反映である。サイバーエージェントの会社計画値はレンジ提示のため、上限下限平均値を用いて各種指標を算出している。

ガバナンス

体制：社外取締役が過半を占める

同社は22年12月下旬開催の株主総会決議をもって取締役6名体制を敷く予定だが、同社代表取締役及び取締役CFOの2名を除く他4名は社外取締役である。社外取締役比率は67%と過半を超えており、一定のガバナンス強度を保てていると言えよう。なお、同社は監査等委員会設置会社の形態を採っており、監査等委員は全て社外取締役で構成されている。

取締役一覧

No.	役職名	名前	主な経歴	独立社外取締役	女性
1	代表取締役社長	市原 創吾	2009年、青山学院大学理工学部を卒業後、株式会社サイバーエージェントに入社。2015年に広告事業部門の局長に就任。運用型広告事業において、年間100億円の売上拡大を実現。2018年3月当社を創業、代表取締役社長に就任。		
2	取締役CFO	笹野 誠	2010年、東京大学卒業。株式会社みずほ銀行にて大企業営業に従事の後、2015年にみずほ証券株式会社にてテレコム・メディア・テクノロジーセクターのカバレッジとして投資銀行業務に従事。2020年1月にCFOとして当社に入社、2月より取締役に就任。		
3	取締役	長利 一心	2006年、京都大学大学院修了。ペイン・アンド・カンパニー・ジャパン・インコーポレイテッドに9年間勤務。株式会社セガゲームス社長室長を経て、2018年株式会社メルカリに入社。2022年より株式会社メルカリマーケットプレース事業COO（現任）。	●	
4	取締役 (常勤監査等委員)	天児 友美	2010年、京都大学卒業、有限責任監査法人トーマツ入所。プライスウォーターハウスクーパース株式会社（現PwCアドバイザリー合同会社）を経て、2020年9月に当社常勤監査役に就任。2021年12月より現任。2015年公認会計士登録。	●	●
5	取締役 (監査等委員)	山本 雄太	2007年、京都大学を卒業、株式会社ポストンコンサルティンググループに入社。NKリレーションズ株式会社（現ノーリツ鋼機株式会社）、株式会社JMDC取締役副社長兼CFO（現任）を経て、2020年8月に当社社外取締役に就任。2021年12月より現任。2014年弁護士登録。	●	
6	取締役 (監査等委員)	阿久津 操	1980年、早稲田大学商学部卒業。株式会社リクルートに入社し、人事業務に10年半従事。その後4社のベンチャー企業にて、人事責任者及びIPO関連業務を経験。2004年に株式会社ココブリーズを設立し、組織・人事コンサルティングを始動。ベンチャー企業の監査役を通算8社務める。	●	
				66.7%	16.7%

出所：同社IR資料よりSIR作成

リスク

留意事項：人的資源の確保難・プレミアム評価の剥落リスクに配慮

業績面のリスクとして、主には人的資源に係る事項に留意したい。組織力を高めているとはいえ小規模且つ経営陣など特定人物に依存した組織体制から脱却できておらず、キーマン退職に伴う収益悪化リスクは一定あろう。また、同社の要求水準に足る新規採用が進まず、キャパシティの観点から成長鈍化する可能性もある。

バリュエーション面では、成長鈍化・収益悪化から日本株全体と比較したプレミアム評価の剥落リスクに気を配りたい。コンプスとは会社計画1期ベースで同水準以下のP/E水準となっているが、日本株全体の13倍前後と比較すると高水準で、中長期の成長性に陰りが見えた場合は短期業績見通しの引き下げ幅以上に株価が反応する可能性は否定できない。

ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18

info@sessapartners.co.jp