

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## エフ・コード

9211 東証グロース市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2024年4月4日(木)

執筆：客員アナリスト

松本章弘

FISCO Ltd. Analyst **Akihiro Matsumoto**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2023年12月期の業績概要	01
2. 2024年12月期業績見通し	02
■ 会社概要	03
■ 事業概要	05
1. サービスの概要	05
2. 同社の強み	09
■ 業績動向	10
1. 2023年12月期の業績概要	10
2. M&Aの概要	11
3. 財務状況と経営指標	13
■ 今後の見通し	15
1. 2024年12月期業績見通し	15
2. 今後の展望	16
■ 中長期の成長戦略	18
■ 株主還元策	19

## ■ 要約

### 上場後 11 件の M&A を実行し急成長。 2023 年 12 月期の売上収益は前期の約 2.3 倍、営業利益は約 5 倍

エフ・コード<9211>は、「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」というミッションを掲げ、企業の DX を支援するデジタルマーケティングサービスを提供するグループ 6 社の統括会社である。生活者の利便性を高める CX 向上 SaaS と独自の CX データ基盤を軸に、M&A により Web 構築から認知度アップ、顧客化、その後のリピート促進までの事業領域をカバーし、一気通貫での顧客の DX をワンストップで支援するサービス体制を敷く。

#### 1. 2023 年 12 月期の業績概要

2023 年 12 月期 (IFRS※) の連結業績は、売上収益 2,482 百万円 (前期比 131.6%)、営業利益 651 百万円 (同 397.2% 増)、税引前利益 612 百万円 (同 394.1% 増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 484 百万円 (同 598.5% 増) となった。企業の DX 市場拡大、CX 改善ニーズの高まりを受けて、既存の CX 向上 SaaS 事業と付随するコンサルティングサービスの受注が順調に推移した。既存 5 事業の M&A により、SaaS テクノロジー領域の隣接事業領域である Web サイト構築から集客、リピート促進までのクリエイティブ及びマーケティング領域をカバーし、提供するプロダクトやサービスを大幅に拡充した。同社では、2023 年 12 月期までに 9 件の M&A を行い、5 件の事業を同社が吸収している。4 件の事業は新設分割により連結子会社化。2024 年 1 月には 10 件目の M&A として、LTV サイエンス事業を運営する BINKS を連結子会社化した。現在の顧客数は 2,616 社と、上場時の 271 社から 2 年間で約 10 倍に成長、売上収益は前期の約 2.3 倍、営業利益は前期の約 5 倍に成長した。同 4 月には 11 件目の M&A として、新規事業開発や開発チーム内製化支援等を行うラグナロク (株) の全株式を取得し完全子会社化。ラグナロクが獲得してきたグロースエンジニアリングのノウハウ及び技術を生かし、同社グループによるクライアント企業への最適な DX 推進と同社 CX SaaS の機能開発強化を一層推進するための体制を構築、顧客価値の最大化を目指す。

※ 同社は、2023 年 12 月期より連結決算を導入している。さらに、2023 年 12 月期第 3 四半期より IFRS (国際財務報告基準) の任意適用を開始しており、2022 年 12 月期決算も同基準に基づき調整している。

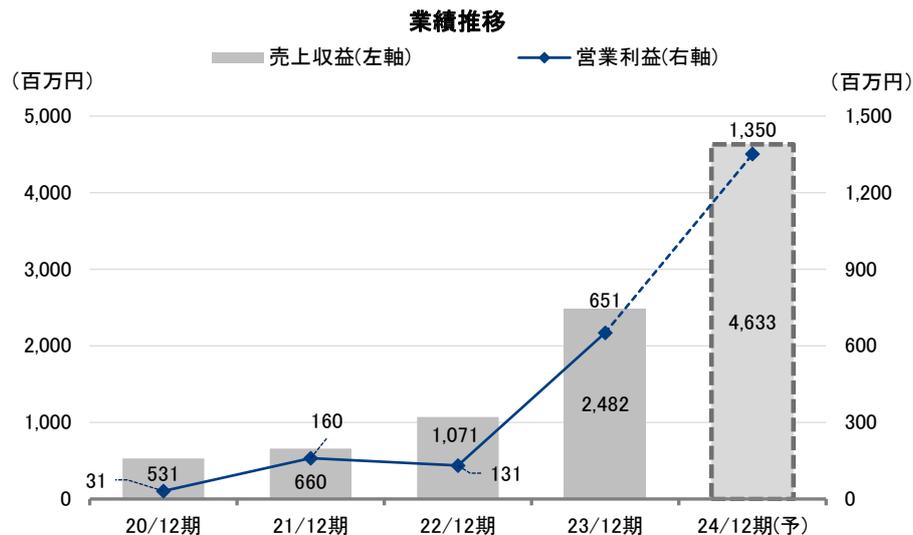
要約

## 2. 2024年12月期業績見通し

2024年12月期(IFRS)の連結業績は、売上収益4,633百万円(前期比86.7%増)、営業利益で1,350百万円(同107.1%増)、税引前利益1,274百万円(同108.2%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益775百万円(同59.9%増)と大幅な増収増益を見込んでいる。さらなる成長を目指し、2024年1月にはデータサイエンスによるLTVマーケティング事業を提供する(株)BINKSをM&Aにより連結子会社化した。これにより、上場以後のM&Aは10件となった。グループ化した各事業のオーガニックな成長とともに、グループの各プロダクト・サービスのクロスセルをはじめ、グループ各社の力を結集してWebサイト構築から集客、リピート促進、さらには優良顧客の発掘とLTV最大化施策実行までの一気通貫での顧客支援を展開する計画だ。また、SNSサミットなどのイベント・セミナーの主催、販売パートナーとの業務提携などによりクライアントを増やし、計画達成を目指す。なお、そのほかのM&Aなどノンオーガニック成長は織り込まない計画でいる。2023年12月期において、継続型売上が売上収益の89%を占めるサブスク型ビジネスであり、顧客数は2,616社と2年間で上場時の約10倍まで拡大したことで、今後の成長に向けた収益基盤は整ったと思われる。今後、マーケティング費用の投下やM&Aにかかる費用などによる変動は想定されるが、M&Aで獲得した9件の事業収益をフルに反映した直近四半期の収支状況(2023年12月期第3四半期の売上収益901百万円、営業利益231百万円)、BINKSの直近決算見込み(2023年12月期の売上収益500百万円、営業利益363百万円)、並びに各事業の成長スピードなどを考慮すれば、保守的な会社計画であると弊社では判断している。

### Key Points

- ・ 上場以後約2年間で10件のM&Aを実行し、売上収益は約4倍に急成長
- ・ 2023年12期の売上収益は前期の約2.3倍、営業利益は約5倍に成長
- ・ 2024年12月期もBINKSの子会社化と既存事業の成長により増収増益を見込む



注：21/12期までは日本基準、22/12期よりIFRSを遡及適用。22/12期までは非連結、23/12期より連結決算  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### CX 向上 SaaS とデジタルマーケティングで顧客の DX を推進。 上場後 2 年間で顧客数は約 10 倍

同社は「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」することをミッションに掲げ、デジタル上での「生活者」（世の中一般の不特定多数の人々を指す言葉として同社では同表現を用いている）の利便性を高める CX<sup>※1</sup>（顧客体験）向上 SaaS<sup>※2</sup> 及び伴走型コンサルティングによるデジタルマーケティングサービスを提供する。単なる Web コンサルティングではなく、同社が保有する生活者目線に立った豊富な CX データ基盤と SaaS ツールを活用して、生活者が快適かつ効率的に商品・サービスと出会い、利用できるように事業者の DX<sup>※3</sup> 戦略の設計・実行を支援することで差別化を図っている。

- ※1 CX：Customer Experience の略。Web サイトや店舗体験など、企業から生活者が受け取る製品にまつわるすべての体験。
- ※2 SaaS：Software as a Service の略。「サーズ」または「サーズ」と呼び、ベンダーが提供するクラウドサーバーにあるソフトウェアを、インターネット経由してユーザーが利用できるサービス。
- ※3 DX：Digital Transformation の略。企業のビジネスモデルや業務フローをデジタル化し非連続的な成長を図ること。

同社は、2006 年に Web コンサルティング事業を提供する会社として創業し、デジタルコンサルティング、デジタル広告運用などの実績、経験を積み重ねながら、そこから得た知見やノウハウを SaaS 型ソフトウェアとして昇華してきた。2013 年以降は、エントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO<sup>※1</sup>」、Web 接客ツール「f-tra CTA」、ブラウザプッシュ通知ツール「f-tra Push」など、エントリーフォーム入力事項やサイト内のチャットなどの反応といったユーザーとのコミュニケーション領域におけるマーケティングツールの開発に取り組んでいる。2018 年に、それまで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」を主力商品としてリリースした。また、これらのサービスから、EFO データ、VOC<sup>※2</sup> データ、Web 接客データ、サイト行動データなどユーザーの生の声である CX 領域のデータを蓄積し、業界別・課題別の知見・ノウハウとして参照可能な CX データ基盤を構築してきた。さらに、同社のクライアントに対するソリューションを新たなフィードバックデータとして加え、累計では 1,000 社、アカウント数は 3,000 件を超えるユニークな CX データ基盤として進化させてきた。この CX データ基盤を活用し、生活者の目線を CX データ解析により理解し、CX データに基づいた実証ベースによって、業界別・課題別に事業者にとって“デジタル上での生活者との接点はどうあるべきか”というあるべき CX の全体観を整理・設計した上で、DX によって解決すべき課題とその優先順位を明確化し、個々のデジタル施策が戦略上一体となって効果を発揮する DX 推進サービスを展開している。

- ※1 EFO：Entry Form Optimization の略。Web サイトの申込サイトの入力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を意味する。
- ※2 VOC：Voice of Customer の略。顧客から実際に寄せられる商品サービスや企業に対するフィードバックをまとめたデータを意味する。

## 会社概要



企業のDXが進み、Webサイト、Facebook、X、Instagram、LINE、YouTubeなどのSNSにおいて生活者との情報接点が氾濫している現状において、CRMなどによる顧客管理の自動化、デジタル広告の自動・最適化などの個別のシステムやサービス、デジタル施策は、それらが機能する領域のみでの部分最適に陥りがちである。最終的に情報を受け取る生活者にとっては、一方的かつランダムに情報を受け取ることになり、かえって望むタイミングで望む情報と出会うことが難しくなる側面が生じている。同社は、この状況を生活者目線に立って打開するサービスを提供できるユニークな企業である。

2021年12月東京証券取引所（以下、東証）マザーズ市場（現グロース市場）に上場し、その後「CODE Marketing Cloud」を中心とした既存事業の拡大に加えて、2024年1月までの2年間で、同社とシナジーのあるマーケティングSaaS事業とのM&Aを10件成約させ、顧客数は約10倍の2,616社、売上収益は約4倍の2,482百万円、営業利益も約4倍の651百万円と急成長を実現している。

2022年2月に（株）コミクスの「EFO CUBE」などの事業、同年9月にブルースクレイ・ジャパン（株）の「GORILLA EFO」事業を、事業譲渡により取得した。さらに、同年11月にはメディアリンク（株）のSaaS型Webチャットシステム「sinclo」事業を、同年12月にhachidori（株）のLINE活用型マーケティング・チャットボット「hachidori」事業及びSaaS型動画メッセージツール「recit」事業を、それぞれ事業譲渡により取得した。2023年は、同年1月にサブスクリプションファクトリー（株）が提供するWeb接客ツール「KaiU」事業を新設分割した（株）KaiUに100%出資して子会社化した上で、同年3月に同社を吸収合併した。続いて、同年5月に（株）Radixが運営するInstagramマーケティングSaaS「SAKIYOMI」事業を新設分割した（株）SAKIYOMIに100%出資して子会社化。同年8月には、デジタルマーケティング事業を運営するCRAFT（株）に80%出資して子会社化、（株）TEORYが提供する中堅・中小企業向けデジタルマーケティング事業を新設分割した（株）JITTに100%出資して子会社化、さらに、（株）マイクロウェーブが提供する「デジタルマーケティング」事業を新設分割した（株）マイクロウェーブクリエイティブに100%出資して子会社化した。2024年は、同年1月に機械学習を用いた高度なデータ分析・運用力を軸として、Web広告やSNS・SEO・LINE・メルマガ等施策全般の運用を改善し、クライアントのLTV※の最大化を支援するBINKSに85%出資し子会社化した。

※ LTV：Life Time Value の略。顧客が生涯を通じて企業にもたらす利益を指す。

会社概要

沿革

年月	沿革
2006年 3月	東京都目黒区で Web コンサルティング事業を提供する会社として、(株)エフ・コード創業
2013年 2月	エントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO」をリリース、SaaS 事業を開始
2016年 5月	Web 接客ツール「f-tra CTA」をリリース
2016年12月	ブラウザプッシュ通知ツール「f-tra Push」をリリース
2018年 7月	CX 向上 SaaS として Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」をリリース
2021年12月	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2022年 2月	(株)コミクスの SaaS 事業(「EFO CUBE」等)を譲受
2022年 4月	東京証券取引所の市場区分再編に伴い、グロース市場へ移行
2022年 7月	本社を東京都新宿区神楽坂に移転
2022年 9月	ブルースクレイ・ジャパン(株)の SaaS 事業「GORILLA EFO」を事業譲受
2022年11月	メディアリンク(株)の SaaS 型 Web チャットシステム「sinclo」事業を事業譲受
2022年12月	hachidori(株)の LINE 活用型マーケティング・チャットボット「hachidori」事業及び SaaS 型動画メッセージツール「recit」事業を譲受
2023年 1月	新株発行による公募増資及び第三者割当増資を実施し、自己資本 1,846 百万円調達 サブスクリプションファクトリー(株)の新設分割会社((株)KaiU)を完全子会社化
2023年 3月	KaiU を吸収合併
2023年 5月	(株)Radix(旧商号:(株)SAKIYOMI)の新設分割会社(SAKIYOMI)を完全子会社化
2023年 8月	CRAFT(株)を連結子会社化 (株)TEORYの新設分割会社((株)JITT)を完全子会社化 (株)マイクロウェブの新設分割会社((株)マイクロウェブクリエイティブ)を完全子会社化
2023年11月	1,262 百万円の無償減資により資本金を 10 百万円とし、減資分はその他資本剰余金に振替
2024年 1月	LTV サイエンス事業を営む(株)BINKS を子会社化
2024年 4月	グロースエンジニアリング事業を行うラグナロク(株)を完全子会社化

出所:有価証券報告書、ホームページ、ニュースリリースよりフィスコ作成

## 事業概要

### M&A を活用し事業領域拡大。 デジタルマーケティングに必要な領域をワンストップでカバー

#### 1. サービスの概要

同社は、生活者の利便性を向上することでクライアントである企業の収益性を高めることにコミットしており、生活者と企業を結び付けるプロセスとしてクリエイティブ、マーケティング、テクノロジー、データサイエンス・LTV マーケティングの 4 つの事業領域を定義している。まず、Web サイトを構築するクリエイティブの領域において、生活者と企業の出会いの場を設ける。そして、ソーシャルメディアや広告を利用したマーケティングの領域において、生活者に出会いの場である Web サイトを認知してもらい、集客する。そして、Web サイトや LINE を使い易くするテクノロジーの領域において、出会いの場に集客した生活者を、顧客化する、利用してもらう、長く取引をしてもらうためのツールを提供する。最後に、データサイエンスと LTV マーケティングの領域において、より多く・高く購入する顧客を発掘し、施策改善する。

事業概要

DX・デジタルマーケティングに取り組みたい企業に対して、基盤を構築するクリエイティブ分野から、集客するマーケティング分野、顧客化・CRMのためのテクノロジーの分野、優良顧客を見つけLTVを改善するデータサイエンスの分野まで、4つの事業領域を一気通貫で対応し、生活者を不安なく快適に効率よく購買導線まで導くことができる。

サービス概要



出所：決算説明資料より掲載

(1) クリエイティブ事業

クリエイティブの領域においては、2023年8月にWebサイトの制作など企業のDXをコンサルティングするデジタルマーケティング事業を運営する3社を子会社化し、全国の中小企業から大企業までの領域をカバーする体制を構築した。マイクロウェブクリエイティブが年間100社近くの大企業のWebサイト構築、クリエイティブ制作を担っている。また、JITTが年間3,000件以上の全国の中堅・中小企業のWebサイトを構築しており、この2社で全国の中小企業から大企業までのニーズに合った生活者との場を作り上げている。また、CRAFTは、マーケティング業界をリードするコンサルタントが多数在籍し、卓越したクリエイティブやLPO（ランディングページ最適化）とデモグラフィックデータやエリアデータなどの多様なデータを活用した高度なデータ分析ノウハウにより、高い収益性と顧客満足度を実現しており、グループの内製化によるトータルサービスの品質向上を実現する。

(2) マーケティング事業

マーケティングの領域においては、2023年5月に子会社化したSAKIYOMIが、ソーシャルメディア・マーケティングのプロ集団として、Instagramアカウントの構築、コンテンツの運用、重要変数にフォーカスしたダッシュボードにより未経験者でもプロの分析・運用が可能なInstagram分析ツール「SAKIYOMI」の導入により、1,500社以上の顧客の認知度を高め、生活者の目に触れるように支援している。

(3) テクノロジー事業

テクノロジーの領域においては、Web接客SaaSとして「CODE Marketing Cloud」「KaiU」を、エン트리フォーム最適化SaaSとして「f-tra EFO」「GORILLA EFO」「EFO CUBE」を、WebチャットボットSaaSとして「sinclo」を、LINEマーケティングSaaSとして「hachidori」などの各種ツールを提供している。

#### 事業概要

##### ・Web 接客 SaaS

「CODE Marketing Cloud」は同社の主力商品であり、それまで培ってきた CX 向上ツールを統合・発展させたツールとして 2018 年 7 月にリリースした。サイト内でのユーザーの行動情報・購買情報を分析し、最適なタイミングでポップアップバナーなどの適切なコンテンツを自動提示するなど、一人ひとりの行動履歴や志向性に応じた 1to1 コミュニケーションを実現する。CX（顧客体験）とロイヤリティの向上に寄与する Web 接客ツールを提供する SaaS である。このツールは、自らが取得するサイト内の行動データをはじめ、Google Analytics などの解析ツールやマーケティング・オートメーションツールのデータや、顧客が管理してきた顧客情報などを収集・統合して利活用できる。

「KaiU」は 2023 年 1 月にサブスクリプションファクトリーより取得した。離脱防止ポップアップ、Web 接客ポップアップ、チャット連携などきめ細かなセグメントやカスタマイズ設定が可能であり、Web ページからの離脱操作やそれ以外の動作トリガーの条件設定によりバナーがポップアップするなど、ユーザーのサイト回遊率、見込客の顧客へのコンバージョン率を向上させるツールである。また、顧客のリソース不足に対応するため、運用シナリオ作成、設定、テスト、レポートなどツール運用の代表的な作業をすべて代行するオプションも提供している。「CODE Marketing Cloud」と同種の SaaS であるが、累計で 1,400 以上のサイトに導入されている評価の高いツールであり、継続率も 2022 年度で 96% 以上と高く、同社の CX データの質と量をさらに充実させることができるうえ、他の EFO ツール、チャットボットなどとのクロスセルが期待される。

##### ・エントリーフォーム最適化 SaaS

同社の主力「f-tra EFO」は 2013 年 2 月にリリースした。PC 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ツールで、「CODE Marketing Cloud」に含まれる一部機能を独立して提供する SaaS である。ユーザーの最終アクションであるエントリーフォームへの入力作業において、ユーザーの離脱を防止するため、入力形式の指示やエラー表示によってエントリーフォームを最適化し、ユーザーの入力ストレスやミスの低減を通してフォーム完成率を向上させ、コンバージョン率を改善する。

エントリーフォーム最適化ツールとしては、そのほか 2022 年 2 月にコミクスから譲り受けた「EFO CUBE」と、2022 年 9 月にブルースクレイ・ジャパンから譲り受けた「GORILLA EFO」を提供する。「EFO CUBE」は、強力なデータ解析機能を持ち、「GORILLA EFO」は充実した入力支援機能やチャットフォーム機能を持ち、それぞれクライアントの CVR※の最大化に寄与する。

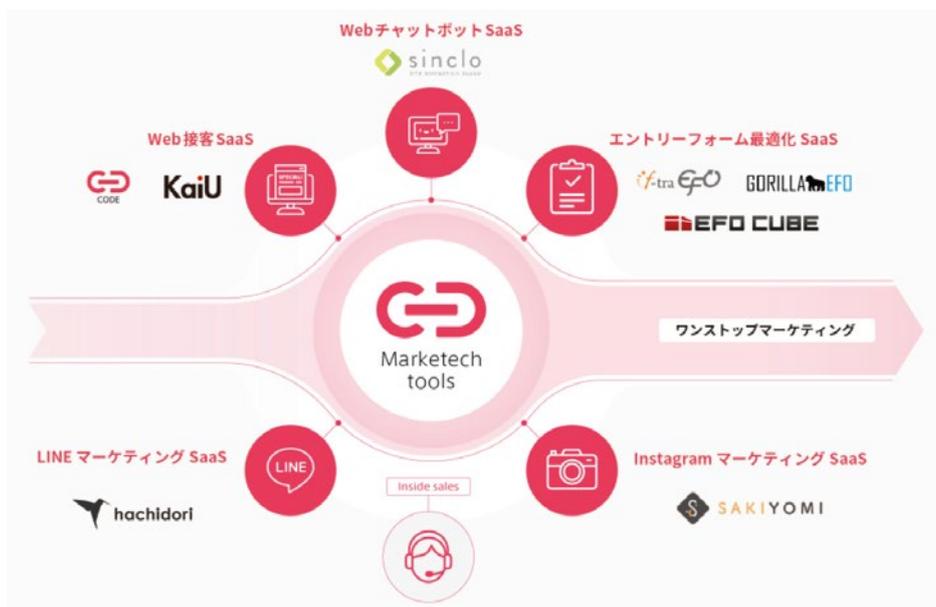
※ CVR：Conversion Rate の略。Web サイト訪問者が、実際に商品を購入するなど顧客化する割合を指す。

事業概要

・チャットボット SaaS

Webサイトの使い易さを向上するチャットボット SaaS「sinclo」とLINEを活用したマーケティング・チャットボット SaaS「hachidori」を提供する。企業のニーズに応じて、WebサイトとLINEのどちらでも対応できるツールを提供できる。2022年11月にメディアリンクから譲り受けた「sinclo」は、ノーコードでWebサイトにチャットボットを簡単に導入できるツールであり、800社以上で利用されている。アイティクラウド(株)運営のIT製品レビュープラットフォーム「ITreview」における「ITreview Grid Award 2023 Winter」では、「Webチャット」「オンライン商談」「チャットボットツール」の3部門で「Leader」に選出された。同年12月に譲り受けた「hachidori」は、LINEの開発パートナー(Technology Partner)として認定バッジ「Nortification」を保持する国内4社のうちの1社であるhachidoriが、8,000件を超えるLINE公式アカウントの開発・運用実績をベースに勝ち筋の機能・サービスを凝縮したツールで、大手企業はじめスタートアップや教育・行政まで幅広く利用されている。また、LINE WORKSを運営するワークスマイルジャパン(現LINE WORKS(株))より「Best Collaboration Award」を受賞している。

主要サービス一覧



出所：決算説明資料より掲載

(4) データサイエンス・LTV マーケティング事業

2024年1月に子会社化したBINKSは、GoogleやYahooなどの媒体データ、クライアントの保有する顧客データなどを取り込んで機械学習することで、クライアントの優良顧客とその期待収益、LTVを予測し、その優良顧客にフォーカスしたマーケティング・セールス活動などの支援を行うデジタルマーケティング・コンサルティング集団である。データを集積・利活用するビジネスモデルであり継続型の売上が収益の大半を占める。

#### 事業概要

その特色は、コアのデータテクノロジー、データ分析技術を用いて、クライアントのユーザーの中から誰が優良顧客になるか、そして pLTV (=predicted Life Time Value 予測顧客生涯価値) を予測し、その優良顧客と pLTV の最大化にフォーカスしたマーケティング施策を打てることにある。この LTV サイエンスのナレッジをクリエイティブ、マーケティング、テクノロジーのそれぞれの事業領域に組み込むことで、グループとしてのシナジー効果向上が期待される。具体的には、各 SaaS ツールへの同社の機械学習、LTV の予測機能などをビルドインし、より精度の高い CX 施策が提供できるほか、DX サービスを提供中のクライアントに対して、新たに機械学習による分析や pLTV 起点の施策改善を実施し、より高いパフォーマンスの実現も可能になる。

## 2. 同社の強み

企業の DX 需要が強まり、DX 市場が拡大する中で、人材の慢性的な不足が課題となっているが、同社は反対に人材が強みの 1 つとなっている。同社が M&A を行った子会社は、単独でも上場が可能な企業もあり、業界でも著名なファウンダーや経営陣が揃っている。そして、彼等がそのままグループに参画しており、その従業員も含めて、グループの人員は 50 人規模から 150 人規模に増加した。特に急成長を遂げているベンチャー企業を作り上げた経営陣がそのままグループに多数参画していることで、事業展開のスピードやアイデア等の面で見えざる資産として大きく機能している。また、彼等 1 人 1 人を新たな求心力の源として、ユニークな IT 人材が興味や関心を持って雪だるまのように集まる構図が出来上がっているようだ。加えて、同社単体においても、多数のファイナンス、マーケティング領域のプロフェッショナル人材が参画しており、集まった人材を活かす経営組織・体制作りやマーケティング支援を可能にしている。

もう 1 つの強みは、同社の CX データ基盤のみならず、グループ化した各社、各事業が多様かつ豊富なデータを保有していることだ。獲得した複数の SaaS プロダクトや複数のマーケティングサービスと、そのデータを掛け合わせることで、高いパフォーマンスを実現し、クライアントから評価されるサービスが展開できる。また、一気通貫でデジタルマーケティング全般に対して、クロスセル等を通じたサービス提供が可能となっている点は、同社の非常に高い利益率の源になっている。

## 業績動向

### 2023年12月期は事業領域をさらに拡大。 前期比で売上収益は約2.3倍、営業利益は約5倍に

#### 1. 2023年12月期の業績概要

2023年12月期（IFRS）の連結業績は、売上収益2,482百万円（前期比131.6%）、営業利益651百万円（同397.2%増）、税引前利益612百万円（同394.1%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益484百万円（同598.5%増）となった。企業のDX市場拡大、CX改善ニーズの高まりを受けて、既存のCX向上SaaS事業と付随するコンサルティングサービスの受注が順調に推移した。同社単体の売上収益は1,498百万円と前期比39.8%増となり、前期のM&Aにより譲り受けた4件のCX向上SaaS事業が通年でフルに貢献した。一方、連単差は984百万円あり、2023年12月期中にM&Aにより連結子会社化した5社（うち1社は期中で吸収合併）が成長に大きく寄与していることがうかがえる。

損益面においても、単体の営業利益は240百万円と前期比8.6%の伸びに留まるが、連単差は411百万円と単体の営業利益を大きく上回る。この5事業のM&Aにより、SaaSテクノロジー領域の隣接事業領域であるWebサイト構築から集客、リピート促進までのクリエイティブ及びマーケティング領域をカバーし、提供するプロダクトやサービスを大幅に拡充した。顧客数は2,616社と、上場時の271社から2年間で約10倍に成長し、売上収益は前期の約2.3倍、営業利益は前期の約5倍に成長した。上場後2年で、デジタルマーケティングサービスをワンストップで提供できる体制と収益基盤を構築し、今後の成長に向けた経営基盤が整ったと言える。

なお、2023年12月期より連結決算を導入し、2023年12月期第3四半期よりIFRSを任意適用しており、比較する2022年12月期決算もIFRSに基づき調整している。2022年12月期の売上収益は日本基準と不変であるが、営業利益は、日本基準では求められていない有給休暇及び新株予約権の費用化、減価償却方法の変更により、日本基準の営業利益230百万円が131百万円に減額されている。また、日本基準における「経常利益」項目はなくなり、「営業外収益・費用」「特別利益・損失」に表示していた項目は、「その他の収益・費用」と「金融収益・費用」とに分けられ、それぞれ営業利益の前と後に分解して表示されている。「税金等調整前当期純利益」がIFRSの「税引前利益」に該当する。

#### 2023年12月期の業績

（単位：百万円）

	22/12期		23/12期		前期比	
	実績(単体)	売上比	実績(連結)	売上比	増減額	増減率
売上収益	1,071	100.0%	2,482	100.0%	1,410	131.6%
売上総利益	627	58.5%	1,470	59.2%	842	134.3%
販管費	489	45.7%	824	33.2%	335	68.5%
営業利益	131	12.2%	651	26.3%	520	397.2%
税引前利益	123	11.6%	612	24.7%	488	394.1%
親会社の所有者に帰属する当期利益	69	6.5%	484	19.5%	415	598.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

2. M&A の概要

2023年12月期までに9件のM&Aを行い、5件の事業を同社が吸収し、4件の事業は新設分割により連結子会社化した。また、2024年1月には10件目のM&Aとして、LTVサイエンス事業を運営するBINKSを連結子会社化した。さらに、4月には、11件目のM&Aとして、新規事業開発や開発チーム内製化支援等を行うラグナロクの全株式を取得し完全子会社化した。ラグナロクが獲得してきたグロースエンジニアリングのノウハウ及び技術を生かし、同社グループによるクライアント企業への最適なDX推進と同社CX SaaSの機能開発強化を一層推進するための体制を構築し、顧客価値の最大化を目指す。同社では、テクノロジー領域のSaaS事業を対象とした、2022年2月のコミクスから2023年1月のKaiUまでのM&Aをフェーズ1と捉えている。2023年5月のSAKIYOMIからラグナロクまでは、テクノロジー領域の隣接事業を拡大するフェーズ2と捉えている。フェーズ1はSaaS事業の譲受であり、リカーリング収益を生むプロダクト、サービスを継承するため、最小限の人員を受け入れている。一方、フェーズ2は、クリエイティブ領域、マーケティング領域、データサイエンス領域の事業であり、それぞれ既往の経営陣、従業員を含めてグループ化しており、従業員数も前期末の単体50数名規模（臨時を含む）からグループで150名規模に増加している。

M&Aについては、買収後の事業の成長に応じて追加で対価を支払う条件付対価（＝最大追加金額）を設定している。条件付対価については、支払済みの対価は「のれん」に加わり、未実現の対価は発生確率を加味した割引現在価値を「その他の金融負債」と「のれん」に両建てで計上されている。2023年12月期末で、「のれん」は4,284百万円、「その他の金融負債」は1,170百万円が計上されている。

M&A の案件概要

(単位：百万円)

年月	案件 (相手先)	M&A 形態	事業	売上規模	買収金額	最大追加金額
2022年 2月	コミクス	事業譲受	EFO、CUBE 事業、chroko 事業、Butterfly 事業、Growth Hack LTV 事業	96	240	63
2022年 9月	ブルースクレイ・ジャパン	事業譲受	GORILLA EFO	48	93	93
2022年11月	メディアリンク	事業譲受	sinclo	96	350	150
2022年12月	hachidori	事業譲受	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	223	720	80
2023年 1月	KaiU	子会社化→吸収合併	Web 接客ツール KaiU	203	300	-
2023年 5月	SAKIYOMI	新設分割会社の完全子会社化	Instagram マーケティング	391	806	659
	CRAFT	80% 子会社化	デジタルマーケティング	380	1,509	-
2023年 8月	JITT	新設分割会社の完全子会社化	デジタルマーケティング事業 (SMB 向け)	229	250	250
	マイクロウェーブクリエイティブ	新設分割会社の完全子会社化	デジタルマーケティング事業 (大企業向け)	755	720	280
2024年 1月	BINKS	85% 子会社化	LTV サイエンス事業	500	2,550	-
2024年 4月	ラグナロク	完全子会社化	グロースエンジニアリング	-	-	-
			合 計	2,921	7,538	1,575

出所：有価証券報告書、リリース資料よりフィスコ作成

業績動向

個別の事業について EBITDA は非公表であるが、フェーズ 1 については、支払い済みの条件対価を含め、被買収事業の純資産を控除した M&A 投下資金約 20 億円に対して、EBITDA は約 4 億円増加した。フェーズ 2 については、BINK も含めて、同 M&A 投下資金約 49 億円に対して、EBITDA は約 10 億円増加する見込みだ。合計では約 14 億円の EBITDA が M&A によって増加することになる。

また、M&A を活用する企業において「投下資金をどのように調達するか」と「どのような企業を対象としているか」という 2 点は言わずもがな重要なポイントである。前者に関しては、当然エクイティ・ファイナンスによる調達の場合は、企業目線では返済義務がないという点において好ましいものの、株主目線では新株発行による 1 株価値の希薄化が生じて短期的には株価下落を伴うことが多く、忌避される。一方、同社の場合、M&A 資金はデット・ファイナンスによる調達を基本方針として掲げており、ここまで資本コストを最小化しながら M&A 実行により収益、利益を拡大している点は押さえておきたい。こうして企業価値を増加させながら、一方で財務バランスを厳格に評価し、2023 年 1 月には効率的なエクイティ調達を新たに実行し、財務安全性を高めた。これにより、さらなる M&A に向けた投資、デット調達を可能にする余力を獲得し、次の優良案件に備えるというサイクルを上手くコントロールしている。

また、「どのような企業を対象としているか」という点についても、これまで同社は事業ベースから企業体の買収まで徐々に規模を拡大させ知見を積み上げながら行ってきたが、一貫して M&A 時点で黒字化している事業・企業のみをその対象にしてきた。加えて、グループの提供価値最大化を意図し、ケイパビリティ（組織能力や優位性）拡張のために実施することを M&A 方針として有している。赤字企業を割安で買収し、再生して価値を高めるような M&A 手法もあるが、同社はそうしたリスクは排除している。経営効率が原因の可能性もあるため一概には判断できないものの、赤字企業の場合は製品・サービス自体が本質的には既に競争力を失っている場合もある。その場合は経営効率を改善したとしても、黒字化が一時的なものになりかねないからだ。

だからこそ、特に足元の M&A に関しては、黒字化しているだけでなく、スタンドアロンで大きく成長を続けている（成長可能性も踏まえ）企業をターゲットとしているのだ。ケイパビリティ（組織能力や優位性）拡張のための M&A で、そもそも対象を隣接領域にいる事業・企業に限定しているため、同社自体がその評価を非常に正確に行うことが可能な点が最大のポイントであろう。

M&A の資金調達及び投資とその成果の全体像



出所：決算説明資料より掲載

### 3. 財務状況と経営指標

2022年2月から2023年1月までに5件のM&Aに投資した約20億円は、IPOで2億円、デット調達で約18億円調達したため、2022年12月期末の自己資本比率（日本基準）は25.5%と前期末を32.8pt下回り、財務バランスが悪化した。そのため、2023年1月に公募と（株）SBI証券への第三者割当による18億円の増資を行い、M&Aによるデット調達資金をカバーし、自己資本増強を図った。自己資本比率（日本基準）は、2023年12月期第1四半期末で53.5%（日本基準）となり、グループ拡大により膨らんだバランスシートの財務安全性を確保した。また、財務体質を強化することで、2023年12月期の機動的な追加資金調達やM&Aなどの事業投資を可能にしたと言えよう。なお、増資により株式数は2023年12月期末で5,161千株と前期末比1,017千株増加したが、事業拡大により当期純利益がそれを上回り増加したため、EPSは2023年12月期末で93.94円と前期末の16.74円の5.6倍に増加した。

2023年12月期は、引き続き4件のM&Aを実施するため4,475百万円のデット調達を行い、1,827百万円の増資と合わせて財務活動のキャッシュ・フローは5,586百万円の収入となった。営業活動によるキャッシュ・フロー878百万円の収入が加わり、M&Aなど投資活動によるキャッシュ・フロー3,304百万円の支出を控除して、現預金は3,161百万円増加した。また、M&Aによる4子会社分ののれんが3,149百万円増加し、資産合計は前期末を7,745百万円上回る10,980百万円となった。その結果、第1四半期で一時的に増加していた自己資本比率（親会社所有者帰属持分比率）は29.1%と前期を7.8pt上回ったが、財務安全性の観点からはさらなる自己資本の充実が求められるだろう。一方、M&Aの投資額は、被買収子会社のEBITDAの5倍程度、すなわちデット調達しても5年で返済できる水準としているため、有利子負債から現預金を控除したネットデットをEBITDAで割った倍率は、2023年12月期末で1.9倍だ。言い換えれば、債務を1.9年で返済可能であることを示す指標であり、極めて財務の安全性、信頼性が高いと言えよう。

エフ・コード | 2024年4月4日(木)  
 9211 東証グロース市場 | <https://f-code.co.jp/ir/>

業績動向

連結財務諸表及び経営指標

(単位：百万円)

	22/12期(単体)	23/12期(連結)	増減額
流動資産	1,356	4,827	3,470
(現金及び預金)	977	4,139	3,160
(営業債権及びその他の債権)	240	568	328
非流動資産	1,878	6,153	4,274
有形固定資産	106	238	131
のれん	1,135	4,284	3,149
繰延税金資産	499	1,443	944
資産合計	3,234	10,980	7,745
流動負債	1,398	2,196	798
営業債務及びその他の債務	129	207	78
短期借入金	806	1,396	589
非流動負債	1,146	5,458	4,312
長期借入金	1,071	4,142	3,071
その他金融負債	-	1,170	1,170
負債合計	2,545	7,655	5,110
資本合計	689	3,324	2,635
(主な経営指標)			
EBITDA	175	717	542
ネットデット(有利子負債-現金及び預金)	899	1399	499
ネットデット/EBITDA(倍)	5.1	1.9	-3.2
株式数(千株)	4,143	5,161	1,017
1株当たり当期利益(EPS)(円)	16.74	93.94	77.2
1株当たり親会社所有者帰属持分(円)	166.34	605.40	439.06
親会社所有者帰属持分比率	21.3%	29.1%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2023年12月期のキャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	22/12期	23/12期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	120	878	757
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,441	-3,304	-1,863
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,694	5,586	3,891
現金及び現金同等物の期末残高	977	4,139	3,161

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 大型 M&A を既に 1 件実行、2024 年 12 月期も大幅な増収増益を継続

#### 1. 2024 年 12 月期の業績見通し

2024 年 12 月期（IFRS）の連結業績は、売上収益 4,633 百万円（前期比 86.7% 増）、営業利益で 1,350 百万円（同 107.1% 増）、税引前利益 1,274 百万円（同 108.2% 増）、親会社の所有者に帰属する当期利益 775 百万円（同 59.9% 増）と大幅な増収増益を見込む。さらなる成長を目指し、2024 年 1 月にはデータサイエンスによる LTV マーケティング事業を提供する BINKS を M&A により連結子会社化した。上場後の M&A はこれで 10 件となった。これら各事業のオーガニックな成長とともに、グループの各プロダクト、サービスのクロスセルをはじめ、グループ各社による Web サイト構築から集客、リピート促進までの一気通貫での顧客支援、さらに、SNS サミットなどのイベント・セミナー主催や販売パートナーとの業務提携によるクライアント拡大などの施策を展開し、計画達成を目指す。なお、そのほかの M&A などノンオーガニック成長は織り込まない計画としている。

2023 年 12 月期において、継続型売上が売上収益の 89% を占めるサブスク型ビジネスであり、顧客数は 2,616 社と 2 年間で上場時の約 10 倍まで拡大したことで、今後の成長に向けた収益基盤は整ったと思われる。今後、マーケティング費用や M&A にかかる費用の投下などによる変動は想定されるが、M&A で獲得した 9 件の事業収益を反映した直近四半期の収支状況（2023 年 12 月期第 4 四半期の売上収益 901 百万円、営業利益 231 百万円）、BINKS の直近決算見込み（2023 年 12 月期の売上収益 500 百万円、営業利益 363 百万円）、並びに各事業の成長スピードなどを考慮すれば、保守的な会社計画であると弊社では判断している。

#### 2024 年 12 月期の連結業績予想

（単位：百万円）

	23/12 期		24/12 期		前期比	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率
売上収益	2,482	100.0%	4,633	100.0%	2,151	86.7%
売上総利益	1,470	59.2%	2,780	60.0%	1,310	89.1%
販管費	824	33.2%	-	-	-	-
営業利益	651	26.3%	1,350	29.1%	699	107.1%
税引前利益	612	24.7%	1,274	27.5%	662	108.2%
親会社の所有者に帰属する 当期利益	484	19.5%	775	16.7%	291	59.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務状況としては、2024 年 1 月に BINKS の子会社化のために 2,550 百万円の借入を実行し、自己資本比率は再び 2022 年 12 月期末に近い水準に低下していると思われる。しかし、2024 年 12 月期末には EBITDA が 15.9 億円と前期を 8.8 億円上回る水準まで積み上がり、有利子負債から現預金を控除したネットデットは EBITDA の 2.4 倍となる見込みだ。親会社所有者帰属持分比率（自己資本比率）も 27.7% と前期比で 1.4pt の低下に留まる見通しだ。事業の成長に伴う収益力の向上により財務安全性は担保されていると言えよう。

エフ・コード | 2024年4月4日(木)  
 9211 東証グロース市場 | <https://f-code.co.jp/ir/>

今後の見通し

### 2024年12月期の経営指標予想

(単位：億円)

	23/12期(実績)	24/12期(予想)	増減額
EBITDA	7.1	15.9	8.8
有利子負債	55.3	80.8	25.5
現金及び預金	41.3	41.3	0
ネットデット(有利子負債-現金及び預金)	13.9	39.4	25.5
ネットデット/EBITDA(倍)	1.9	2.4	0.5
株式数(千株)	5,161	5,273	112
1株当たり当期利益(EPS)(円)	93.94	147.06	53.12
親会社所有者帰属持分比率	29.1%	27.7%	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## 2. 今後の展望

M&Aで獲得した各事業において、顧客数を伸ばし、クロスセルなどにより顧客単価向上を進める方針だ。顧客数拡大に向けては、各事業のオーガニック成長に加え、SNSサミットへの参加などマーケティング活動を展開する。顧客単価向上については、クロスセルのほか、提供サービスの拡充や伴走型支援を強化する。

### (1) マーケティング活動

長年にわたりCX改善・デジタルマーケティング支援に取り組んだ成果や知見を各種セミナー・ウェビナーや展示会で紹介しており、今後も多岐にわたるテーマで継続して実施する。また、2023年9月に開催した「SNS SUMMIT 2023」は、SNS思考について語るイベントとして、5,000名のインフルエンサー・マーケターが参加した。当日は、現地会場、Web配信、SNSそれぞれで多くの著名人、芸能人が参加し、大盛況であったため2024年も開催を予定している。

### 「SNS SUMMIT 2023」の内容



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 今後の見通し

そのほか、ソリューション導入事例・実績や業務改善の実績を積み上げ、順次リリースする。過去には以下のような事例を紹介している。

- ・モビリティサービスの企画立案から運営を担うホンダモビリティソリューションズ(株)(東京都港区)の提供する Honda の Web/ アプリから予約できるカーシェアサービス「EveryGo」および新規事業へ、広告戦略の設計、アプリプロモーションの立ち上げ、実際の運用、サイト改善までデジタルマーケティング支援サービスを提供した(2023年12月リリース)。
- ・中小企業支援機構のピーエムジー(株)(東京都新宿区)が、同社が運営する「資金調達ジャーナル」サービスサイトに、Web 接客 / 離脱防止ツール「KaiU」およびチャット型 Web 接客ツール「sinclo」を導入した(2023年12月リリース)。
- ・SAKIYOMI が提供する、Instagram の DM 配信を自動化するチャットボットツール「SAKIYOMI チャット」の導入実績が 500 件を突破した。また、新機能としてテキストや画像に加え、動画と音声も送信できるようになった(2024年1月リリース)。
- ・(株)つぼ八(北海道札幌市)の「居酒屋つぼ八」ホームページにチャットボット型 Web 接客ツール「sinclo」を導入し、運用開始 2 か月でウェブ予約数が 10 倍以上に増加した(2024年2月リリース)。

また、プロダクトやサービス、採用活動において受賞した実績も積極的にリリースする。過去には以下の受賞実績を紹介している。

- ・2023年7月チャットボットツール「sinclo」が、IT 製品レビュープラットフォーム「ITreview」に集まった約 11 万件のレビューをもとに、「ITreview Grid Award 2023 Summer」の「Web チャット」「オンライン商談」「チャットボットツール」の 3 部門で「Leader」に選出された。
- ・2023年10月チャットボットツール「KaiU」が、IT 製品レビュープラットフォーム「ITreview」において、「ITreview Grid Award 2023 Fall」の「Web 接客」「ヒートマップツール」の 2 部門で「High performer」に選出された。
- ・2023年12月 SAKIYOMI が、ビジネス SNS「Wantedly」が発表した「Wantedly Awards 2023」において、登録する約 39,000 社の中から、採用ブランディングや共感採用といった観点で総合的な採用力を称える BEST TEAM 部門 TOP100 Teams に選出された。

## (2) 販売パートナーとの提携

従来から同社のプロダクトの販売パートナーであった企業と、新しいプロダクトについても販売の業務提携を進め、クライアントを拡大する方針だ。2023年12月期は以下のような業務提携を進めた。

- ・2023年11月、同社の「f-tra EFO」や離脱防止 SaaS の「KaiU」を自社のクライアントに提案していた(株)DYM と、新たに JITT が提供する HP 制作ソリューション「Raven」「HUMMING BIRD」の販売パートナーシップも締結し、今後、主に中堅・中小企業クライアント向けに提供することとなった。
- ・2023年11月、SaaS ベンダーとして、同社よりプロダクトを提供し、そのプロダクトを DX ソリューションとして企業に提案していた(株)Wiz(ワイズ)に、新たに JITT の HP 制作ソリューションも提供する契約を締結した。

### (3) グループとしての提供価値の拡大

グループの顧客に対して、複数のサービスを提供するクロスセルにより売上単価の伸長を図る。2023年12月期においては、四半期毎に順次クロスセルを増やし、年間換算で50百万円以上のリカーリング収益を確保したが、まだその規模は小さく拡大の余地が大きい。また、企業のマーケティング活動を一通貫でDX推進できるプロダクト、サービスを揃えており、単純なプロダクトのクロスセルだけでなく、グループとしてシナジー効果を高めて新しい価値の創造が求められよう。例えば、人員規模がさらに整えば、DXチームとして顧客の中に参画するような高付加価値のサービス提供も可能となりそうだ。なお、同社では、週次、月次と定期的に経営陣トップのミーティングが開催されており、シナジー効果が生まれる環境は着実に作り上げられているようだ。

## ■ 中長期の成長戦略

### 引き続き M&A を用いた成長を目指す

今後の企業価値最大化に向けた主要な戦略の1つとして、今後もM&Aを推進しプロダクト・データ・人材の充実を図り、事業の成長を加速させる方針だ。M&Aの基本方針として、これまで同様に既存事業とシナジーのある同種、または隣接領域のソリューションを強化したいと考えているようだ。具体的には、同社のメイン事業であり、他のサービスの起点となるマーケティング SaaS 事業領域が最優先だ。次に、マーケティングやセールスの戦略策定・実行の支援を強化し、マーケティング SaaS の効果を最大化するデジタルマーケティング/セールスの事業領域だ。そして最後に、IT及びクリエイティブの側面から企業の顧客 LTV を支援し、マーケティング SaaS、デジタルマーケティング・セールスの効果を最大化する IT/クリエイティブの事業領域が対象領域となる。

また、黒字企業や事業を、合理的な EBITDA 倍率で M&A を行うとともに、資本コストの最小化と財務安全性確保を企図した多様な資金調達方法を活用する方針だ。デット調達最優先の方針は堅持するとみられ、金融機関借入だけでなく社債発行などもあるだろう。また、仮にエクイティでの調達を実施するタイミングがきた場合、デット調達→M&A 実行→企業価値の向上→エクイティ・ファイナンスというサイクルを回しながら、1株価値の希薄化が生じないようにタイミングよく実行することが必要だろう。

さらに、獲得した事業への経営支援、シナジー追求に加えて、子会社上場なども将来的な1つの選択肢として、グループ企業にインセンティブを与える制度設計などを行いながら、グループ企業の成長を支援する方針だ。

中長期の成長戦略

M&Aの振り返りと今後の取り組み



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 株主還元策

### M&Aを含めた事業成長のための投資で、将来的に株主への還元を期待

同社は、現時点で株主還元策を実施していない。上場後2年間でM&Aの実行を通じて、経営基盤、収益基盤を整えたところであり、今後の成長に向けたスタートラインに立ったと言える。同社としては、現時点においてはM&Aを含めた事業成長への投資が、結果的に企業価値を大きく高め、将来、株主により多くの還元が可能になると判断している。実際にこれまで、グロース市場の中でも際立った成長を実現しているほか、上場からの日の浅さも考慮すれば、事業体の成長にまい進することが妥当な時期と弊社でも見ている。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp