

エフ・コード(9211)

レーティング：A（新規）

目標株価：6,000 円（新規）

■会社概要

エフ・コード(9211)は、CX 領域のデータ解析・ノウハウをコアとして、CX SaaS を主軸とした広範なデジタルサービスを展開することで顧客の DX を実現する。生活者がサイト上で買い物をする際の「買い物体験」を快適にする SaaS 型 Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」を主力としている。2006 年 3 月に創業、2021 年 12 月に東証マザーズ市場（現グロース市場）に新規上場。

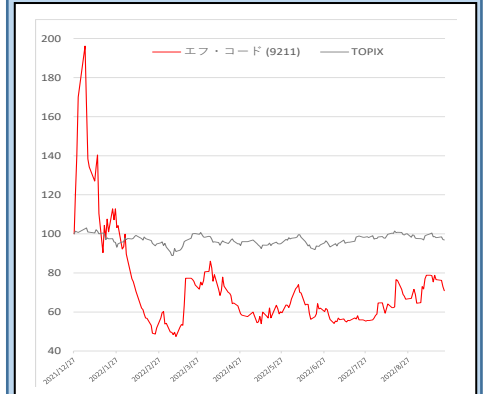
■DX の流れの中で引き合いの強い事業性と高精度の M&A 能力が武器

2022 年 12 月期業績について弊社では、売上高が 1,000 百万円、営業利益は 220 百万円を予想(会社予想は、959 百万円、営業利益は 180 百万円)。買収によってコミクス社の SaaS 事業、ブルースクレイ・ジャパン社が運営していた SaaS 事業が加わったことによる顧客基盤の拡大及びクロスセル効果などが期待される。ただし、下期に追加の M&A があった場合や 2023 年 12 月期以降の成長に向けた意図的なコスト投下等の有無と規模によっては、利益面の変動が起こり得る点は認識しておく必要があるだろう。とはいえ、仮にそうした要因が生じても、いずれも成長に向けたポジティブなコスト要因であり、同社の中長期的な高成長性の確度は不変であると弊社では考える。また、2023 年 12 月期についても大幅な増収増益を弊社では予想している。

■目標株価は 6,000 円、レーティング「A」を付与

弊社は、同社の目標株価を 6,000 円と算定、レーティングは新規「A」とする。目標株価は、23 年 12 月期弊社予想 EPS 115.77 円(22 年 12 月期上期末発行済株式数ベース)と妥当 PER52.0 倍から算出。現在株価と目標株価の乖離からレーティングは「A」とした(詳細は 7 ページ記載)。

株価推移（日足）



出所：QUICK より弊社作成

代表者：工藤 勉

上場市場：東証グロース

株価：3545 円（9 月 22 日終値）

時価総額：73.48 億円

発行済み株式数：2,073,000 株

自己資本比率：50.5%

配当利回り：-%

株主優待の有無：無し

本レポートに対する問い合わせは、
エイチ・エス証券 経済調査室
にお願いいたします。

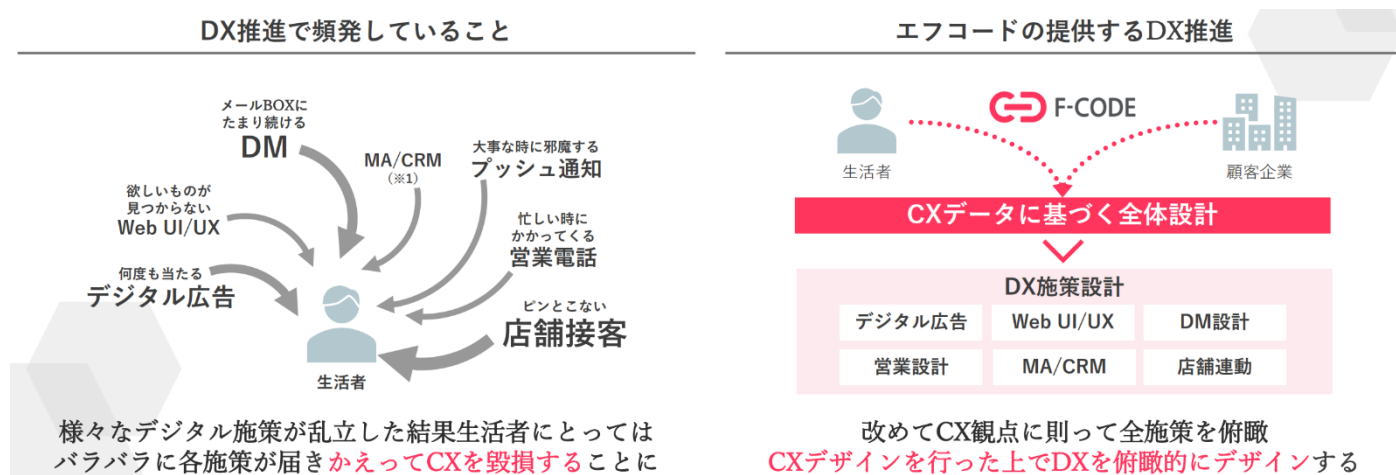
※19 年 12 月期の数値は非連結。

決算期	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
19年12月期実	458	8.8%	-	-	-64	-	-39	-	-
20年12月期実	531	15.8%	31	-	30	-	40	-	21.49
21年12月期実	660	24.3%	160	407.6%	149	383.1%	152	275.3%	78.56
22年12月期会予	959	45.3%	180	12.3%	170	13.8%	141	-6.8%	68.50
23年12月期弊予	1,200	25.1%	340	88.9%	330	94.1%	240	70.2%	115.77

■事業概要

エフ・コード(9211)は、CX（Customer Experience=顧客体験）領域のデータ解析・ノウハウをコアとして、CX SaaS（Software as a Service=従来の買い切り型とは異なり、必要な機能だけを必要な分だけ利用できるようにした継続利用型のソフトの提供形態）を主軸とした広範なデジタルサービスを展開することで顧客のDX（デジタル・トランスフォーメーション）を実現する。生活者（※同社は世の中一般の不特定多数の人々を「生活者」と表記）がサイト上で買い物をする際の「買い物体験」を快適にする SaaS 型 Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」を主力としている。2006 年 3 月に創業、2021 年 12 月に東証マザーズ市場（現グロース市場）に新規上場。

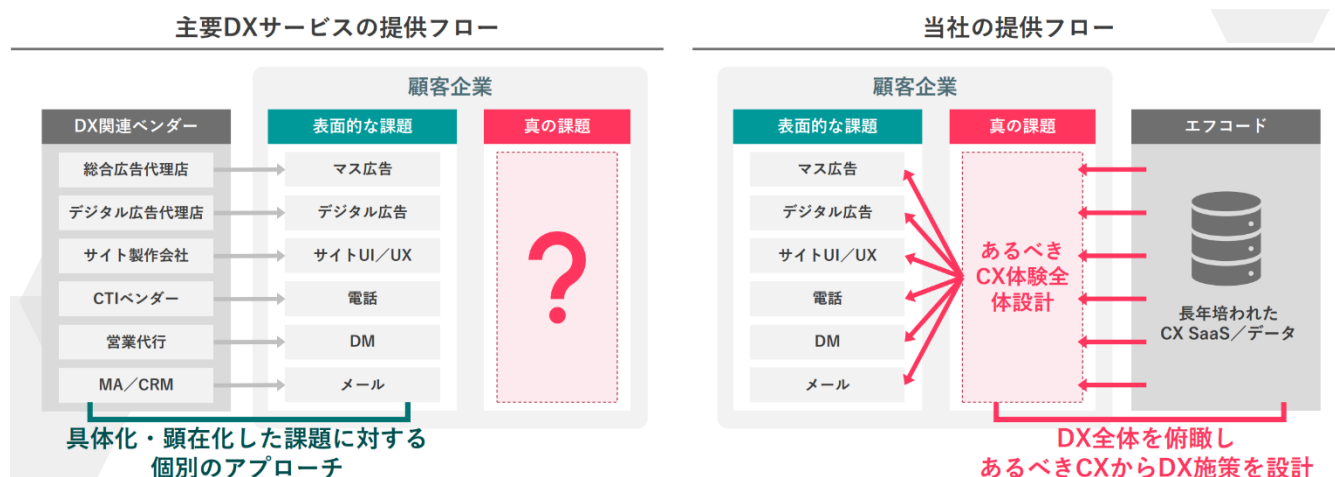
図表 1（※会社説明資料より抜粋）



■ビジネスモデル

同社は、DX 事業の単一セグメントで事業を展開。DX 領域は顕在化する(している)課題が多種多様であるため、それに対応するサービスの提供ベンダー等も多い。その反面、そうした対処療法的な個々のサービス利用では、その背景にある構造的な真の課題を洞察し、対処することができていない場合も多い。また、DX の推進に集中するあまり、CX の観点が抜け落ちることも少なくない。同社は、まず真の課題解決という意味で重要なファクターである「CX」を設計し、それに立脚して DX サービス提供を行うことで顧客の事業成長を実現する。

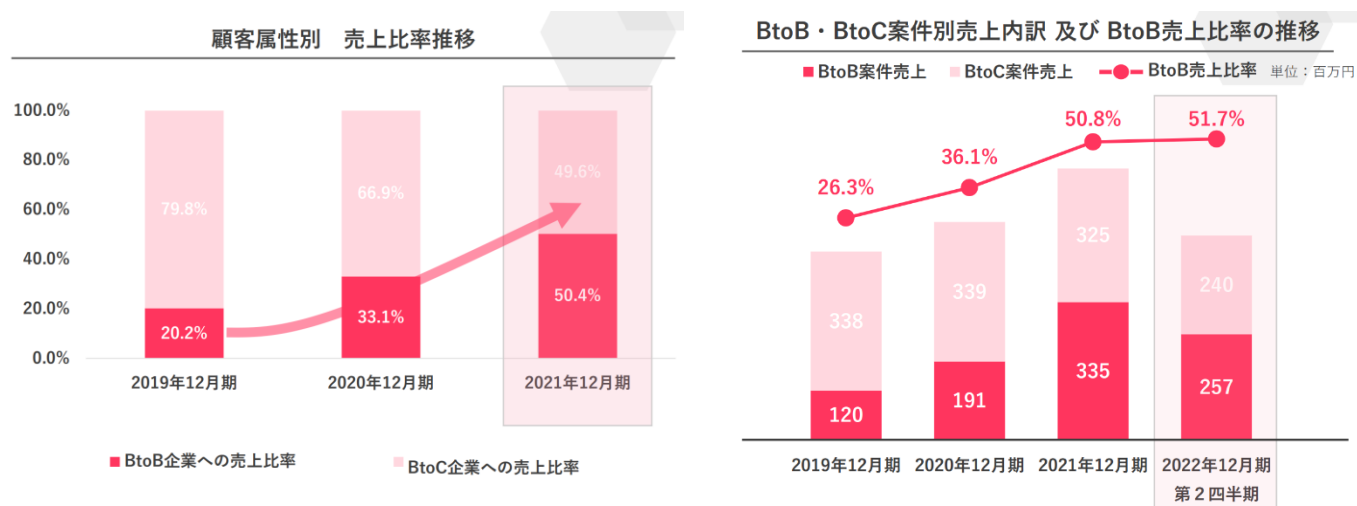
図表 2（※会社説明資料より抜粋）



エントリーフォーム最適化ツール「f-tra EFO」、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等の反応といったユーザーとの深い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きた。その後、サービスを統合・強化した CX 向上 SaaS の開発に着手し、2018 年に Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」へと発展させた。現在は、CX 向上 SaaS として自社プロダクトである「CODE Marketing Cloud」を主力とし、その一部の機能を独立して提供する「f-tra EFO」の 2 本柱で事業を推進。月額課金制のため、サイトの PV 数(訪問者数)に応じて対価は変動。なお、顧客によっては、ツールの運用代行も行う場合もあり、そういったオプションサービスの有無で上乗せが生じることになる。解約率は非開示だが、ネットレベニューチャーンレート(「(解約等により)失った収益」と「(新規契約により)得られた収益」を合算)は、一般的な上場 SaaS 企業の平均値に近い数値だと弊社では予想しており、特段警戒する必要はないだろう。

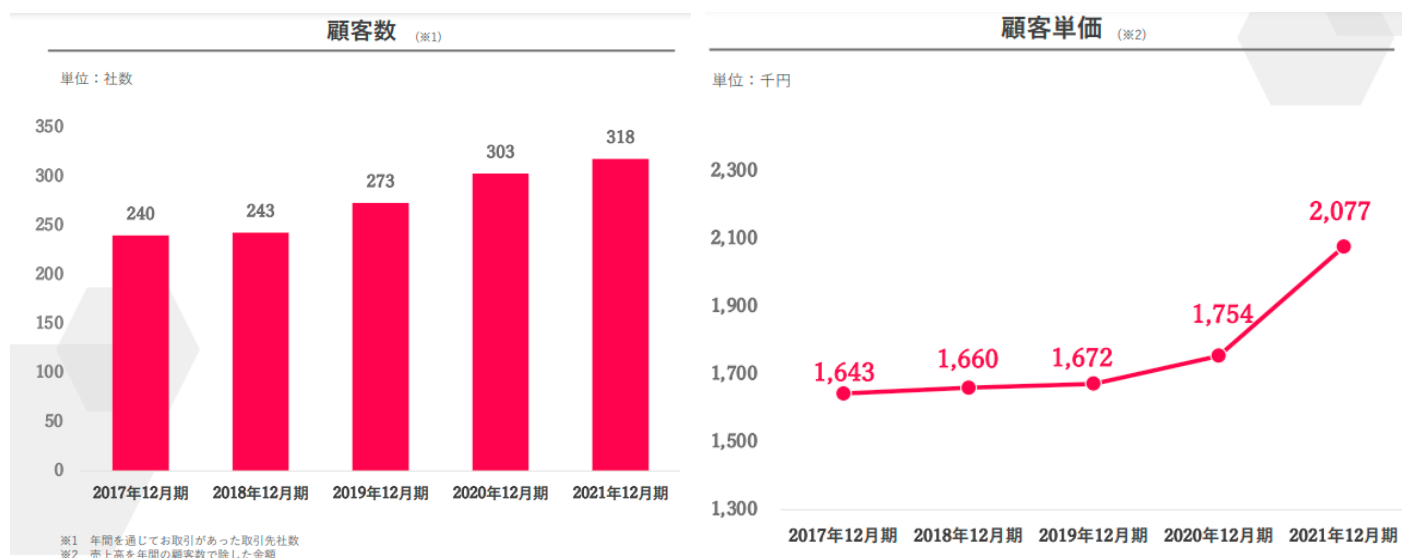
顧客属性については、WEB サイトでモノ・サービスを販売する BtoC 企業がもとも主力だが、コロナ禍で BtoB 企業の利用が伸びてきている。展示会もない、訪問営業もできないという、従来型の営業手法に制約が大きく課されていた状況下で、WEB 上で集客・営業するセールスマーケティング領域のデジタル化が急速に進展しているということだ。実際に図表 3 の通り BtoB 企業の比率が引きあがってきている。他方で正しく認識しておく必要があるのは、BtoC 領域の伸びしろがないというわけではない点だ。こちらについては後述するが、弊社では今後緩やかながら再成長していくことを想定している。

図表 3～4(※会社説明資料より抜粋)



また、同社は重要 KPI として(1)顧客数(2)平均顧客単価(3)売上総利益率の 3 つを挙げている(同社は特に「顧客数」を最重要視)。まず(1)顧客数については、2017 年から 2021 年の 4 年間で 32.5%の増加となっている。2021 年 12 月に新規上場したことを踏まえれば、知名度の観点からその効果が今後表れてくることが期待され、引き続き好調に推移する可能性が高いだろう。(2)平均顧客単価についても同 26.4%の増加だ。ちなみに、2021 年 12 月期に大きく平均単価が伸びた背景としては、コロナ禍の影響で既存顧客のサイト成長(PV 数の増加)が見られたことが挙げられる他、DX推進の風潮も追い風に今まで同社のようなサービスに興味を持たなかった大企業による規模の大きい引き合いが増加。さらに、1 社の中で複数事業(サービス)を導入してもらう事例が増えたことがあるようだ。なお、(3)売上総利益率については安定的に 6 割程度で推移している(2016 年 12 月期には 72%)。利益率について正しく理解しておきたいのは、同社が顧客応対に関する直接人件費等を原価に入れているという点だ。SaaS 企業においては粗利率が 8 割程度の企業も少なくないが、そうした企業と同社の差異は前述のコストの扱いであり、同社の収益構造が劣後しているわけではない。

図表 5～6(※会社説明資料より抜粋)

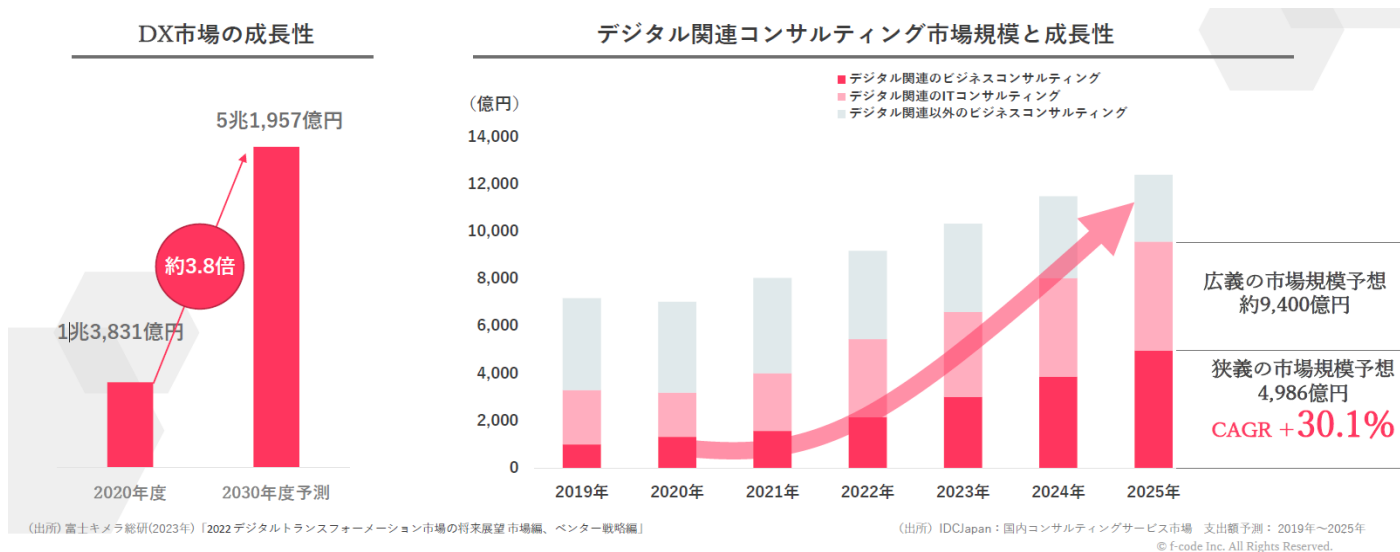


■市場規模

同社は、顧客の課題に即してCXの観点から、解決すべき・取り組むべき課題を設計。顧客のDX施策をより効果的なものとして推進する役割を果たす。対象としているDX市場については、その高成長性と成長確度の高さについてもはや改めて言及するまでもないだろう。同市場は、2020年度の1兆3,831億円から2030年度には5兆1,957億円と約3.8倍まで拡大する見通しだ(図表7)。また、少し目線を変えて「デジタル関連コンサルティング市場」という視点で見ても、市場の安定的かつ豊富な成長性については変わらない(図表8)。そういった意味で、CXという非常に重要な視点からDXの構築・推進・改善を支援することができる同社の活躍余地に対する不安感は乏しいと弊社では考えている。

また、前述した市場拡大の背景の説明としては、突飛な観点の話題となるかもしれないが、「世代」に注目して考察してみたい。今後現役世代のトップがいわゆる「バブル世代」から「団塊ジュニア」世代に移行していくことで、デジタル化の遅れが盛んに指摘される日本企業の変革が進んでいくことを期待する向きもあるかもしれない。一方、団塊ジュニア世代は「就職氷河期世代」とも呼ばれるように、企業内にそもそも不在ないし数が極端に少なかったり、能力があっても非正規職員のため企業改革の推進役としてそもそも位置付けられていないような場合も日本企業全体で見れば多いだろう。すると、大企業を除く中小・零細企業においては、さらに下のいわゆる「プレッシャー世代」が一段と台頭してくるまで、DXはおろかデジタル化推進すらも遅々として進まない状況もあり得る。そういった日本の人口構造とは関係なく、サービスやIT技術の高度化はさらに進んでいくことを踏まえれば、必然的にデジタル関連コンサルティングに対するニーズが維持・強化されていく構図は頷ける。

図表7(※会社説明資料より抜粋)



■業績概要

■2022 年 12 月期業績見通し

2022年12月期業績について弊社では、売上高が1,000百万円、営業利益は220百万円、経常利益は210百万円、当期純利益は190百万円を予想している(会社予想は、959百万円、営業利益は180百万円、経常利益は170百万円、当期純利益は141百万円)。買収によってコミクス社のSaaS事業、ブルースクレイ・ジャパン社が運営していたSaaS事業が加わったことによる顧客基盤の拡大及びクロスセル効果などが期待される。ただし、下期に追加のM&Aがあった場合や2023年12月期以降の成長に向けた意図的なコスト投下等の有無と規模によっては、利益面の変動が起こり得る点は認識しておく必要があるだろう。とはいえ、仮にそうした要因が生じることで短期的に弊社予想よりも弱含みの着地となったとしても、いずれも成長に向けたポジティブなコスト要因であり、同社の中長期的な高成長性の確度は不変であると弊社では考える。

■2023 年 12 月期業績見通し

2023年12月期業績について弊社では、売上高が1,200百万円、営業利益は340百万円、経常利益は330百万円、当期純利益は240百万円を予想している。もともとBtoC領域は大企業の導入事例もかなり積みあがっていたことに加え、BtoB領域の方が事業機会がより多いタイミングだったこともあり、コロナ禍中においては同領域にリソースを大きく振り分けた。上場によってリソースがさらに補充されたことで、BtoB領域は言うまでもなく、BtoC領域も再成長をしてくと弊社では見ている。また、SBIグループや地方銀行とのパートナーシップを通じた成長も一段と進むだろう。なお、後述するように同社の成長戦略にはM&Aが重要な位置を占めている。従って、弊社予想についてもM&Aの発生により諸費用の変動が生じる可能性については認識しておく必要がある。また、前期同様に意図的なコスト投下等の有無及び規模も利益面の変動要因となるのは同様の構図だ。

■利益成長に向けた施策

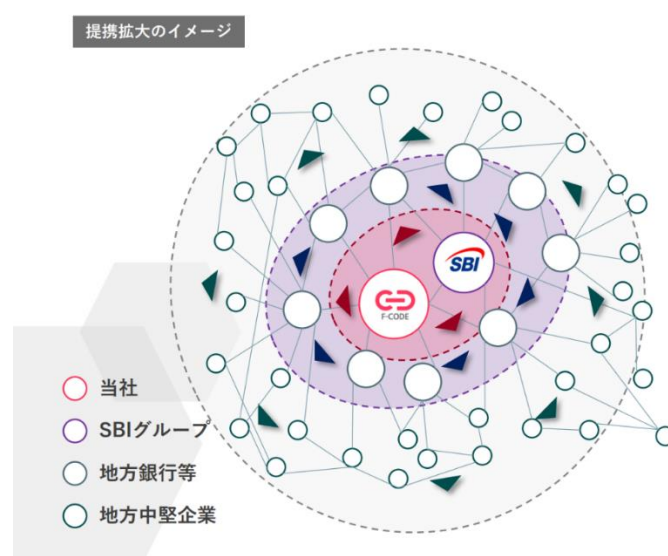
(1) SBI グループや地方銀行とのパートナーシップ

同社は、2021 年 3 月に SBI ホールディングスと包括的業務提携契約を締結している。発表によれば、SBI グループにおいては2016 年より 30 社以上(※契約締結時点)のグループ企業が同社サービスを活用してきたようだ。SBI ホールディングスは、多くの新興企業と業務提携を結んでいるが、残念ながら特筆すべき実態や期待したようなシナジーを生まない場合も多い印象がある。一方、同社に関しては価値(有用性)の確認が明確になされたうえでの業務提携契約の締結という点で、ある種「形式的」「模索的」な業務提携とは一線を画すと弊社では考えている。SBI ホールディングス自体が「地銀連合構想」を推し進めているこ

とは周知の事実であり、既に多数の地方金融機関とのパイプラインを有しているうえに、TOB(公開買付)によって新生銀行を連結子会社化した。SBIグループ企業への更なる展開、そして地方金融機関自体のDX・CX改善、そしてそこからさらに法人顧客へ展開を図っていく絵図は描きやすい。

実際に、2021年8月には島根銀行とCX改善に関する業務提携契約を締結。島根銀行自体はもちろん、当該銀行の法人顧客にCX最適化を推進していくことになっている。今後は、SBI経由以外でもこうした動きを加速できるかが大きな注目点となるだろう。ただ、この点に関しても前述した理由に加え、過去にはインドネシア民間最大手の銀行であるBCA(セントラルアジア銀行)が同社のWeb接客ツールを導入した実績もあり、期待感を持って弊社では見ている。

図表8(※会社説明資料より抜粋)



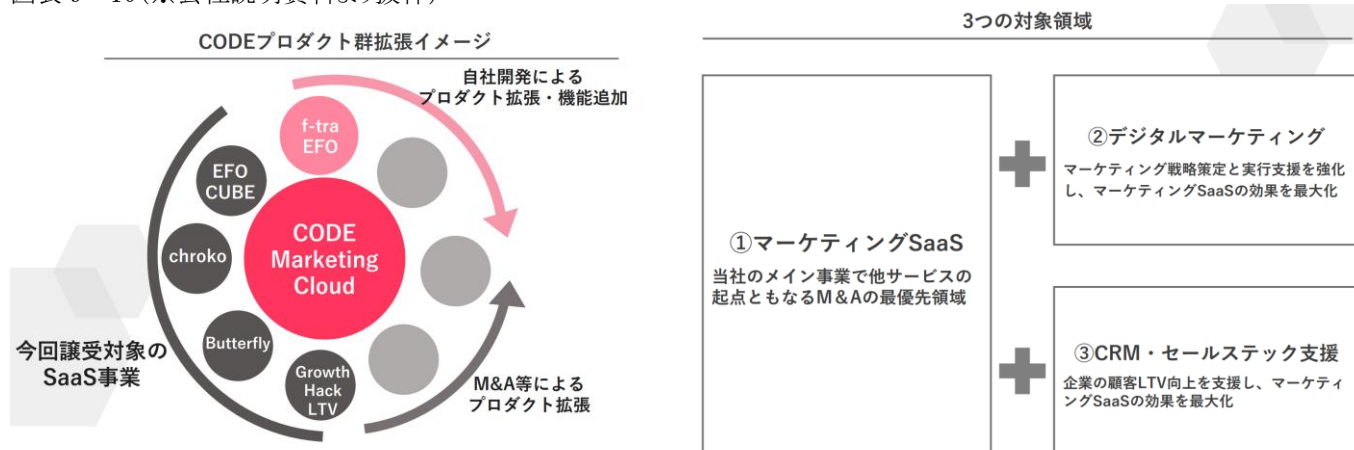
(2) M&A を通じた成長

主力プロダクトである「CODE Marketing Cloud」を中心に、自社における新規プロダクト開発・追加機能開発に加え、M&Aの実施によるプロダクト獲得を通じて、顧客ニーズへの対応力強化とプロダクトシナジーの発揮を志向している。実際に2022年2月1日付でコミクス社が行うSaaS事業(EFO CUBE事業、chroko事業、Butterfly事業、Growth Hack LTV事業)を同社が譲り受けると発表。同年8月17日にもブルースクレイ・ジャパン社が運営するSaaS事業(GORILLA-EFO)を譲り受ける旨について発表した。一層の収益性の向上はもちろんのこと、顧客企業への提供プロダクト及びサービスの拡大とCXデータの質及び量の増強が可能となる。また、同社が有するSaaS事業・デジタルマーケティング事業における知見を活用し、サービス間の相互補完や既存顧客への獲得サービスの提供・譲受事業の顧客へのサービス提供等を行うことによるシナジー効果も期待される。

もう少し同買収に関して補足するのであれば、新たに獲得したのは、EFO(Entry Form Optimization)領域、つまりエントリーフォーム最適化に関するプロダクトだ。例えばサイトを見ている段階では、個々人はアノニマスな状態にある。エントリーフォームは、ここを通ることではじめて属性が判明する(=企業と個人が正しくコミュニケーションできるようになる)という意味でマーケティング上非常に重要なポイントだ。コミクス社のSaaS事業はデータ活用、ブルースクレイ社側は、ユーザービリティを高めるユニークさを持っており、同領域ではそれぞれ一定の歴史と知名度を持つ。そういったものをコードマーケティングクラウドに取り込んでいけるという意味でプロダク的な価値を増すことになる。加えて、同社とは被りのないクライアントを各数百社規模で有している。つまり、そこに対してさらにクロスセル(ないしアップセル)していくシナジーが期待できる側面も持つ。一見すると小規模SaaS事

業を買収したように映るかもしれないが、かなり戦略的な事業獲得だったことがわかる。精度の高い M&A 能力は、明らかに同社の魅力の 1 つであろう。今後は、前述したコムクス社やブルースクレイ社のようなプロダクトシナジーやクロスセルが期待できる企業(事業)はもちろんのこと、CX 領域の前工程となるようなデジタルマーケティング企業、後工程にあたる CRM (Customer Relationship Management)、インサイドセールスを担うような企業にも対象が広がっていくことが期待されよう。

図表 9～10(※会社説明資料より抜粋)



■バリュエーション

目標株価（6,000 円）は、23 年 12 月期弊社予想 EPS 115.77 円（22 年 12 月期上期末発行済株式数ベース）と妥当 PER52.0 倍から算出する。妥当 PER は、同社上場後からの週次 PER 推移の平均値とした（本レポート執筆時まで）。足元の株式相場の状況を踏まえれば高 PER 水準ではあるものの、上場後のセカンダリー物色の流れの中でつけた PER 最高値を踏まえれば十分許容される水準であろう。なお、データを活用して顧客体験の良化・企業収益の向上を支援するサービスを展開している企業としてプレイド(4165)やブレインパッド(3655)、Appier Group(4180)などが競合企業と捉えられることが多い。ただし、規模の差異はあるとはいえ、安定的に黒字経営を行っているのは同社のみであり、そういった意味でも相対的な安心感があるだろう。

■カタリスト&リスク

株価の上昇に影響するカタリストは、トップラインの安定的な拡大、M&Aを通じた顧客数の増加やクロスセル効果の発現、SBIグループや地方銀行とのパートナーシップ具体化、地方企業の開拓加速、業務提携の発表など。一方、株価の下落に影響するリスクは、BtoB領域の成長鈍化、マーケティング投資の増加による利益率の悪化、企業イメージの悪化、株式市場からの資金調達に伴う需給悪化等。

※単位は百万円、主要科目を抜粋した上で切捨て表示しているため誤差が生じる可能性があります。正確な数値は会社側資料をご覧ください。

連結損益計算書	19年12月期実	20年12月期実	21年12月期実	22年12月期弊予	23年12月期弊予
売上高	458	531	660	1,000	1,200
売上原価	-	221	254	380	460
売上総利益	-	309	405	620	740
販売費及び一般管理費	-	278	245	400	400
営業利益	-60	31	160	220	340
経常利益	-64	30	149	210	330
当期純利益	-39	40	152	190	240
連結貸借対照表	19年12月期実	20年12月期実	21年12月期実	-	-
流動資産	-	465	752	-	-
現預金	-	325	601	-	-
売掛金	-	124	137	-	-
固定資産	-	52	90	-	-
有形固定資産	-	8	8	-	-
無形固定資産	-	-	26	-	-
投資・その他の資産	-	43	55	-	-
資産合計	379	518	843	-	-
流動負債	-	259	205	-	-
買掛金	-	108	65	-	-
短期借入金	-	26	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	-	39	32	-	-
未払金	-	28	40	-	-
未払費用	-	39	23	-	-
固定負債	-	201	145	-	-
長期借入金	-	201	145	-	-
負債合計	-	461	351	-	-
純資産合計	16	56	491	-	-
株主資本	-	56	491	-	-
資本金	-	100	241	-	-
資本剰余金	-	244	385	-	-
利益剰余金	-	-287	-135	-	-
負債・純資産合計	379	518	843	-	-
キャッシュフロー計算書	19年12月期実	20年12月期実	21年12月期実	-	-
営業活動	-	53	102	-	-
投資活動	-	2	-16	-	-
財務活動	-	86	189	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	-	325	601	-	-

※2019年12月期の数値は非連結の数値。

【レーティングの定義】

※目標株価は、今後 6 カ月程度の期間に弊社経済調査室が達すると予想している株価水準です。

※レーティングは、弊社経済調査室が算出した目標株価を基準とする、3 段階の絶対評価です。

A: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を15%以上上回ると判断する銘柄

B: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を±15%未満の範囲内にあると判断する

C: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を15%以上下回ると判断する銘柄

RS: レーティング及び目標株価を一時的に付与しない銘柄

【ご投資にあたって】

本レポートの記載の内容を参考にして国内金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)を営業店でお取引をされる場合、約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(ただし約定代金の1.1524%に相当する額が 3,300 円に満たない場合は 3,300 円(税込)。手数料率等は取引チャネルにより異なります。)の委託手数料をご負担いただきます。

また、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。信用取引などを行う場合には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額がお客様の差し入れた委託保証金などの額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書及び契約締結前交付書面をよくお読みください。

【免責事項】

■本レポートは、当社と作成者であるアナリストとの契約に基づき、アナリストよりレポートの提供を受けることに対して個別に対価を支払っています。

■本レポートは当社がアナリストに対象会社を指定して作成を依頼したものです。

■本レポートに記載された意見及び予想は、作成日時点におけるアナリストの判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。

■本レポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されたものですが、当社はその正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

■本レポートに基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社は理由の如何を問わず責任を負いません。

■本レポートは、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定はお客様自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、当社の事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

【利益相反情報について】

■当社および関係会社又はその役職員は、本資料に記載された証券についてポジションを保有している場合があります。また、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他のサービス提供の勧誘を行う場合があります。

■当社の役員(会社法に規定する取締役、監査役又はこれに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼務しております。

:Jトラスト株式会社、株式会社 KeyHolder、株式会社ミライノポート

(商号等) エイチ・エス証券株式会社／金融商品取引業者／関東財務局長(金商)第35号
(加入協会) 日本証券業協会