

エフ・コード(9211)

レーティング：A（従来「A」）

目標株価：6,000円（従来「6,000円」）

■投資アクション

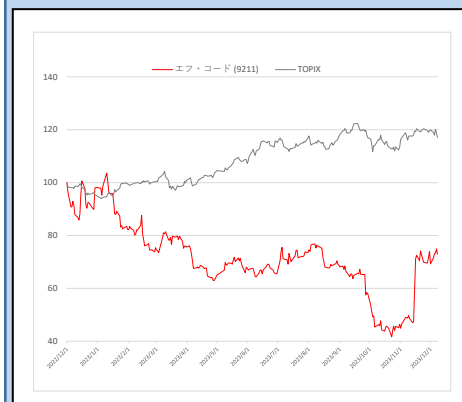
Jトラストグローバル証券(以下「弊社」)では、エフ・コード(9211)の目標株価を従来の6,000円を維持、投資判断も「A」を継続。同社の中長期的な高い成長性及び良好な事業環境に対する見方に変更はない。

■トピック

同社は、2023年12月期第1四半期より連結決算に移行。加えて、第3四半期からは国際財務報告基準(IFRS)を任意適用した。そのため参考までに足元の業績と前年同期の個別経営成績(※IFRS準拠)を比較すると、2023年12月期第3四半期の売上収益は前年同期比97.0%増の15.80億円、営業利益は同260.7%増の4.20億円。一見M&A効果で業績を押し上げているように映るかもしれないが、基本的にはエフ・コード単体の高成長が背景にある。これは2023年11月14日付で発表された通期予想の上方修正の背景についても同様だ(売上収益は1,970百万円から2,439百万円、営業利益は415百万円から628百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は263百万円から421百万円にそれぞれ引き上げた)。

2024年12月期業績について弊社では、売上収益が前期会社予想比55.8%増の3,800百万円、営業利益は同59.2%増の1,000百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同42.5%増の600百万円を予想。なお、同社に関してはM&Aの規模および件数、その他成長に向けた意図的なコスト投下等の有無によって、弊社想定との乖離が起こり得る点は認識しておく必要がある。とはいえ、仮にショットでそうした要因が生じても、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。

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：1823円(12月8日終値)

時価総額：95.85億円

発行済み株式数：5,258,300株

自己資本比率：28.3%

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、
Jトラストグローバル証券
経済調査室にお願いいたします。

※2023年12月期第1四半期より連結決算に移行。同第3四半期から国際財務報告基準(IFRS)を任意適用。

決算期	売上収益		営業利益		経常利益		当期利益		EPS
	百万円	前期比	百万円	前期比	百万円	前期比	百万円	前期比	
20年12月期実単	531	15.8%	31	-	30	-	40	-	10.75
21年12月期実単	660	24.3%	160	407.6%	149	383.1%	152	275.3%	39.28
22年12月期実単	1,071	62.3%	230	43.9%	225	51.2%	194	27.5%	46.86
23年12月期会予 連IFRS	2,439	-	628	-	-	-	421	-	81.65
24年12月期弊予 連IFRS	3,800	55.8%	1,000	59.2%	-	-	600	42.5%	114.10

■業績概要

■2023年12月期第3四半期業績

同社は、2023年12月期第1四半期より連結決算に移行。加えて、第3四半期からは国際財務報告基準（IFRS）を任意適用した。そのため対前年同四半期増減率並びに2022年12月期第3四半期数値及び対前年同四半期増減率は公表されていない。これを踏まえた上で、参考までに足元の連結経営成績と前年同期の個別経営成績（※IFRS準拠）を比較すると、2023年12月期第3四半期の売上収益は前年同期比97.0%増の15.80億円、営業利益は同260.7%増の4.20億円となっている。一見M&A効果で業績を押し上げているように映るかもしれないが、基本的にはエフ・コード単体の高成長が背景にある。これは2023年11月14日付で発表された通期予想の上方修正の背景についても同様だ（売上収益は1,970百万円から2,439百万円、営業利益は415百万円から628百万円、税引前利益は376百万円から583百万円、当期利益は263百万円から421百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は263百万円から421百万円にそれぞれ引き上げた）。

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）。平均顧客単価は、2021年12月期から足元にかけて低下傾向にある。ただし、これについても顧客単価の低下＝事業不調の兆しという話ではなく、2023年5月に買収したSAKIYOMI社など、低単価で顧客数を抱えている企業を連結したことで、平均すると結果的に単価が低下しているという図式だ。あくまで顧客基盤の拡大を先行させるという会社側の上場段階からの戦略に沿った動きのため、嫌気するべき部分だとは弊社では考えていない（実際、顧客数は上場時に200社程度だったが2,500社近くまで拡大）。同社の既存BtoC顧客と2023年12月期に傘下入りした各子会社のBtoC顧客とのクロスセリングが第3Q、第4Qにおける注力ポイントになっているが、こちらも順調に進捗していると弊社では考えており、今回上方修正した数値からさらに上振れての着地も期待されるところだろう。

なお、前回レポートにおいて、同社の魅力の1つとして高いM&A能力をあげた。今期に実施した複数のMA&Aについても、自社の能力強化と顧客基盤の拡大を図るために実施している。そもそも顧客をデジタルで獲得していくことを考えた場合、顧客獲得は大別すると3つの段階に分かれる。第1段階目は、消費者と出会う場を作るというクリエイティブの領域。第2段階はマーケティングの領域。第3段階目は、継続取引してもらえよう、ある意味顧客（見込み含む）を「おもてなし」するテクノロジー領域がそれである。同社は、周知のとおり3段階目に特に強みを持つ企業だが、今回傘下入りしたマイクロウェーブ社は、超大手企業のクリエイティブ制作等、クリエイティブの運用支援を行ってきた企業であり、上場企業で言えばネットイヤー（3622）やメンバーズ（2130）といった企業に伍する老舗企業である。同じくJITT社もクリエイティブの領域強化に資する。こちらは、マイクロウェーブ社と対照的に中堅中小企業向けを担う（提供サービスの面で見ればテクノロジー領域の強化に資するとも言える）。また、第2段階のマーケティング領域強化については、SNSマーケティング（インスタグラム中心）について1,500社以上の支援実績を持つSAKIYOMI社が該当する。加えて、広告マーケティングを担うのがCRAFT社である。特にSAKIYOMI社については、高成長が続いているもよう。なお、9月から10月に複数の借入に関する開示を行ったが、低金利かつ借入期間も5年程となっており、特殊条項等もついていない健全な内容だ。負債の額面だけ見ると懸念する向きもあるかもしれないが、EVITDAとのバランスが取れていると各行も判断していることは明らかであり、財務面で過度に懸念する必要はないと弊社では判断している。ただし、IFRS移行に伴ってやや実態が見えにくくなっている点は会社側も認識しており、今後投資家に向けた追加の説明が出て

くることに期待したい。

■2024年12月期業績見通し

2024年12月期業績について弊社では、売上収益が前期会社予想比55.8%増の3,800百万円、営業利益は同59.2%増の1,000百万円、税引前利益は同54.4%増の900百万円、当期利益は同42.5%増の600百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同42.5%増の600百万円を予想している。

あくまで顧客基盤拡大を継続することを前提としたうえでだが、顧客単価を上昇させていく動きも同時並行で念頭に置いて進むフェーズに入っていくとみられる。実際、2023年8月に加わったCRAFT社、マイクロウェーブクリエイティブ社は、これまでのM&A対象と比較しても顧客単価が大きく、通期で連結効果が寄与してくることで多少この戦略絵図も見えてくる部分があるだろう。また、前期までのM&Aと異なり、2023年12月期に発表した4件のM&Aについては全て経営チームごと合流している点が見えにくい非常に大きな特徴でもある。結果、企業体としての社内教育能力が総合的に高まったことをはじめとして、採用時だけでなくM&A時の訴求能力や新規事業の創出能力が大幅に高まっているようだ。加えて、まだまだ不十分とはいえ同社の人的リソースも一連の買収によって上場時と比較して大幅に拡大しており、顧客側に必要人員がない場合、同社側から必要なリソースを出すというような高付加価値な伴走型支援のビジネス機会も出てきている。ソリューションのカバレッジ増大と、伴走型支援の取り込みに向けた人材リソースの増大、この2軸が一段の業績飛躍に向けた目先のポイントになるだろう。

なお、M&Aの規模および件数、成長に向けた意図的なコスト投下等の有無によって、弊社想定と特に利益面での変動が起り得る点は認識しておく必要がある。とはいえ、仮にショットでそうした要因が生じても、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。

■バリュエーション

目標株価(6,000円)は、24年12月期弊社予想EPS114.10円(23年12月期第3四半期末発行済株式数ベース)と従来レポートで設定していた妥当PER52.0倍から算出する。同社の直近1年間の平均PERを算出すると約43倍と妥当PERを下回って推移しているが、2023年10月には東証グロース市場指数が797.08ptまで低下するなど、ここまで相対的に新興市場から資金が逃避していた影響も大きいと弊社では判断した。妥当PERは、引き続き足元の株式相場の状況を踏まえれば高水準ではある。しかし、上場後の同社PER最高値の他、足元の利益水準という意味で大きな差はない同業他社の一角であるAppier Group(4180)の200倍超のPER水準等を踏まえれば十分許容される範囲であろう。

■カタリスト&リスク

株価の上昇に影響するカタリストは、自社の知名度向上、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、伴走型支援のビジネス拡大、地方企業の開拓加速、新規事業創出、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、M&Aの失敗、戦略投資の増加による利益率の一時的な悪化、企業イメージの低下、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	20年12月期実	21年12月期実	22年12月期実	23年12月期会予	24年12月期弊予
売上高 (※IFRS移行後は売上収益)	531	660	1,071	2,439	3,800
売上原価	221	254	452	-	1,800
売上総利益	309	405	619	-	2,000
販売費及び一般管理費	278	245	388	-	1,000
営業利益	31	160	230	628	1,000
経常利益 (※IFRS移行後は税引前利益)	30	149	225	583	900
当期純利益	40	152	194	421	600
連結貸借対照表	20年12月期実	21年12月期実	22年12月期実	-	-
流動資産	465	752	1,359	-	-
現預金	325	601	977	-	-
売掛金	124	137	225	-	-
固定資産	52	90	1,504	-	-
有形固定資産	8	8	21	-	-
無形固定資産	-	26	987	-	-
投資・その他の資産	43	55	496	-	-
資産合計	518	843	2,863	-	-
流動負債	259	205	1,048	-	-
買掛金	108	65	129	-	-
短期借入金	26	-	450	-	-
1年内返済予定の長期借入金	39	32	356	-	-
未払金	28	40	24	-	-
未払費用	39	23	49	-	-
固定負債	201	145	1,085	-	-
長期借入金	201	145	1,085	-	-
負債合計	461	351	2,133	-	-
純資産合計	56	491	729	-	-
株主資本	56	491	729	-	-
資本金	100	241	263	-	-
資本剰余金	244	385	407	-	-
利益剰余金	-287	-135	58	-	-
負債・純資産合計	518	843	2,863	-	-
キャッシュフロー計算書	20年12月期実	21年12月期実	22年12月期実	-	-
営業活動	53	102	58	-	-
投資活動	2	-16	-1,441	-	-
財務活動	86	189	1,756	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	325	601	977	-	-

※2023年12月期第1四半期より連結決算に移行。同第3四半期からは国際財務報告基準 (IFRS) を任意適用している。

【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、株式会社フォーサイド

(商号等) Jトラストグローバル証券株式会社／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