

アルファ・ウイン 企業調査レポート

アシロ

(7378 東証グロース)

発行日：2024/1/26

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部

<https://www.awincap.com/>

会社概要

- 株式会社アシロ(以下、同社)は、インターネット上で法律情報や弁護士情報を提供するリーガルメディア関連事業(メディアサイトを運営)をドメインとする独立系のベンチャー企業である。
- 同社(前身の旧アシロ:実質的な存続会社)は 2009 年にコンサルティングやウェブサイトの運営を目的に設立され、(旧アシロを吸収合併した現アシロは)2021 年 7 月に東証グロース市場(旧マザーズ)に上場した。
- 自社で人材紹介サービスである HR 事業を、また、連結子会社(株式会社アシロ少額短期保険)で損害保険業も営む。今期から新たに連結子会社にて(株式会社ヒトタス)、人材派遣業にも進出している。同社グループは、国内を事業基盤とし、同社と上記の連結子会社 2 社の 3 社で構成されている。
- 主力のリーガルメディアは、定額の月額掲載料収入を得るストック型の安定したビジネスモデルであり、収益ドライバーとして同社の高成長を牽引してきた。同事業が同社グループの売上・利益の過半を占める。

業績動向

- 2023/10 期・連結の売上収益(=国際会計基準:IFRS での売上高の名称)は 3,198 百万円(前期比+45.2%)、営業利益:53 百万円(同△89.0%)、税引前利益:43 百万円(同△90.9%)、親会社の所有者に帰属する当期利益:△12 百万円(以下、当期利益、2022/10 期は 344 百万円の黒字)と、大幅な増収・減益となった。
 - 全事業とも二桁の成長を遂げ、売上収益は期初予想(2022 年 12 月)、並びに修正予想(同年 6 月)を上回り、創業期の 2016/10 月期以降、7 期連続(単独決算期も含む)で過去最高を更新した。
 - 一方、各利益は 2019/10 期~2022/10 期にわたり増益を継続し、最高益を連続更新した。しかし、前期は、将来の成長に向け認知度向上を目的とした広告宣伝の強化、人員の拡充、M&A を進めた結果、先行投資負担が重く減益となり、加えて想定外の減損を計上したため、当期利益は僅かだが赤字となった。
 - 但し、年間配当金は期初計画通り 13.61 円を実施し、増配(前期比+1.16 円)となった。
- 同社は、今期(2024/10 期)の業績を、売上収益:4,236 百万円(前期比+32.5%)、営業利益:105 百万円(同+97.8%)、当期利益:26 百万円(前期の△12 百万円の赤字から黒字化)と予想している。
- 今期も掲載枠数や顧客数の増加が見込まれリーガルメディアが安定成長することに加え、派生メディアや HR 事業領域の拡大により 30%を超える高い増収率を予想している。これにより今期も、過去最高売上の連続更新を計画している。なお、増収効果により最終損益は黒字転換する見込みではあるが、積極的に先行投資を継続することから増益額は小幅にとどまる見通しである。

事業基盤、競争力と課題

- 実質的には約 14 年の業歴があり、主要顧客は日本国内の中小の法律事務所(約千社)が中心で、事業、及び収益基盤は盤石である。最大顧客向けの売上収益は、全体の 1 割未満(前期)と分散されている。
- 専門分野に特化した運営メディアサイトの知名度と、豊富な実績(サービスの質と内容、法律事務所等とのネットワーク)、強い営業力(直販営業体制、Web マーケティング力)や、充実したカスタマーサービス体制(迅速で柔軟なサポート、高い顧客満足度、月間 1%前後の低い解約率)、ベンチャースピリッツを持ち積極的な事業展開とスピード感のある経営スタイルが強みである。
- 国内において弁護士の供給は増加傾向にあり、メディアへの広告需要は拡大すると予想される。また、法律事務所に対する同社の現在の市場シェアは約 5%であり、今後、少なくとも現状の 3 倍以上の成長ポテンシャルがあると同社は考えている。

1/48

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、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内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様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責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身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の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

・今後は、既存事業の拡大、並びに顧客の開拓による高い増収率の維持、新規事業の開発と収益化、全社の利益率の向上と安定化、人材の採用と育成、並びに認知度の向上が課題である。

経営戦略

- ・同社は、中期経営計画(2023/10 期～2025/10 期)において、「マーケティングを競争力の源泉とする事業創造会社」となることを掲げている。なお、年次売上成長率 30%超の継続と、最終年度である 2025/10 期(来期)に売上収益 55 億円超、営業利益 11 億円超の達成を目指している。そのため、広告宣伝や人材への投資を積極的に増強し、リーガルメディア関連事業の強化に加え、HR 事業、保険・新規事業を次なる柱として育成し拡大する方針である。
- ・また、長期的にも年率 30%超の売上成長率を継続し、早期に(2028/10 期)売上収益 100 億円を達成したい意向である。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・アルファ・ウイン調査部(以下、当調査部、または当部)では、同社のイニシャルカバレッジを開始し、今期を含め 3 期間の業績を予想した。足元の業況は好調に推移している模様であり、先行投資が引き続き増加するが適正なコストコントロールを行えば、今期の会社計画(売上収益・利益)の達成は可能と思われる。
- ・来期もリーガルメディアの堅調な需要、新規事業の伸長を背景に、売上収益の拡大が見込まれる。先行投資を一時的に休止し計画利益の達成を目指す方針だが、過去の増収率、並びに利益率の実績から判断し前提は妥当なものであり、計画値は実現可能な範囲内にあると考えている。
- ・来々期以降の中期では、投資の再開有無、人材の確保、新規事業の損益動向、新たな M&A の有無とその成否、自然検索におけるアルゴリズムの変更による影響、不採算事業における減損が主な不透明要因、あるいはリスクである。
- ・経営上の優先目標の設定、コストコントロールや投資と利益のバランスの考え方などの経営方針に、利益水準は依存する。当面、同社が事業ドメインとする市場の開拓余地は大きく、年率 30%前後の増収率の維持と一定の利益率の確保は可能と思われ、当調査部では増収増益・増配基調が続くと考えている。

株価水準

- ・同社は、マクロ環境や地政学的なリスクの影響を受けにくい。ストック型の安定したビジネスモデルがコアであり、ディフェンシブな内需・小型成長株と考えられる。同社の株価は、基本的には業績動向(増減益と利益水準)を反映し推移してきたと思われ、利益の急回復時には株価が上昇し、インデックスをアウトパフォームする可能性がある。
- ・前期においては、東証グロース市場、並びに小型株市場が相対的に軟調に推移したことに加え、同社の減益予想の発表を受けて株価は軟化した。しかし、今期の業績発表報道後は、株式市場全体の上昇と、同社の黒字転換・増益や増配の予想、並びに今後の利益成長期待を反映し、株価はボトムアウトしつつある。
- ・今期の予想基準に基づく同社のバリュエーションは、東証の主要インデックスの全銘柄平均と比較すると、割安感はない。一方、同業の類似会社間では、バリュエーションにばらつきがあり比較しにくい、概ね中位にある。
- ・但し、同社の現中計の最終年度である 2025/10 期(来期)の業績計画値を基準とすると(営業利益 11 億円、配当性向 30%を前提)、PER は 8.4 倍、配当利回りは 3.6%と推計される(株価 2024/1/26 終値 755 円を基準)。これらのバリュエーションを、同社のヒストリカルな水準や、現時点での(今期予想の)市場平均、及び同業他社と比較すると、株価には割安感がある。
- ・従って、先行投資を一旦休止する来期に好業績が確認され、業績目標の達成確度が高まるに連れ、市場参加者の予想 EPS と PER が水準訂正され、株価には上値余地があると考えられる。
- ・来期の EPS と来々期以降の EPS の成長率が、今後の株価を決定する重要なファクターであると思われる。

株主還元

- ・同社は創業以来、無配であったが 2022/10 期に初配当を実施し、前期には増配を行った。さらに今期も、先行投資前の営業利益率 20%、実効税率 39%の想定の下、連結配当性向 30%を目安として、大幅な増配を予定している(今期 21.43 円、前期比+7.82 円)。なお、株主優待制度はなく、配当による株主還元を重視している。
- ・配当利回りは、前期実績で約 1.8%、今期の会社計画では 2.8%となる(いずれも株価は 2024 年 1 月 26 日終値基準)。また、親会社所有者帰属持分分配当率(以下、連結 DOE)は、前々期実績 3.6%、前期実績 4.4%、今期予想(会社の利益・配当予想を基準として当調査部が推計)では 7.1%と高く、かつ上昇傾向が見られる。
- ・今後も単年度の業績にはある程度の変動(増減益)が予想されるが、当調査部では中長期では業績の伸長(年率で二桁の利益成長)を見込んでおり、増益による増配余地は大きいと考えている。加えて 2021 年 7 月の上場から既に二度、自社株買いが実施されており、今後も株価や市況次第で自社株買いや株式分割などの株主還元の強化も期待される。

【 7378 アシロ 業種：情報・通信 】 図表 A												
決算期	IFRS、連結	売上収益	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	親会社の所有者に帰属する当期利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/10	A	1,479	-	333	-	323	-	208	-	34.66	186.69	0.00
2021/10	A	1,553	5.0	361	8.5	354	9.5	229	10.0	36.67	325.44	0.00
2022/10	A	2,202	41.8	484	34.0	477	34.7	344	50.2	50.03	342.07	12.45
2023/10	CE	3,167	43.8	80	-83.5	75	-84.2	33	-90.5	4.29		13.61
2023/10	A	3,198	45.2	53	-89.0	43	-90.9	-12	-	-1.69	306.59	13.61
2024/10	CE	4,236	32.5	105	97.8	100	130.2	26	-	3.59		21.43
2024/10	E	4,250	32.9	120	126.4	110	155.8	30	-350.0	4.15	297.10	21.43
2025/10	中計CE	5,500	29.8	1,100	947.6							
2025/10	E	5,600	31.8	1,100	816.7	1,090	890.9	650	2,066.7	89.88	365.55	26.96
2026/10	E	7,280	30.0	1,150	4.5	1,130	3.7	680	4.6	94.03	432.62	28.21

(出所) アルファ・ウイン・キャピタル調査部が作成。

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン・キャピタル調査部予想。上記の連結決算は IFRS を採用。純利益は親会社の所有者に帰属する当期利益。EPS は基本的 1 株当たり当期利益(=「親会社の所有者に帰属する当期利益」÷「自己株式を除く発行株式数」)、なお、希薄化は考慮していない(以下同様)。

(注) 本レポートにおいて、四捨五入や計算過程の処理、表示基準等で差異が生じ、同一項目の数値が本レポート内、または会社公表数値と、完全には一致しないことがある。また、△はマイナス、あるいは赤字を意味する。

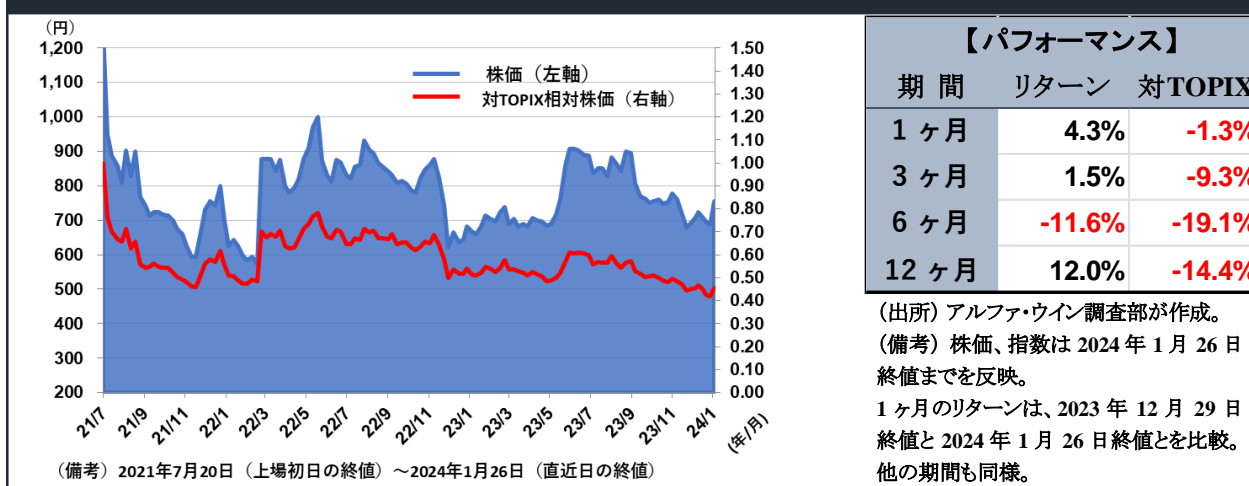
【 株価・バリュエーション指標：7378 アシロ 】 図表 B						
項目	2024/1/26	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	755	前期実績	-	2.5	1.8%	-
発行済株式数 (千株)	7,351	今期予想	182.0	2.5	2.8%	516.6%
時価総額 (百万円)	5,550	来期予想	8.4	2.1	3.6%	30.0%
潜在株式数 (千株)	220	来々期予想	8.0	1.7	3.7%	30.0%
前期末・自己資本比率	59.6%	前期純資産配当率(DOE)		4.4%	前期ROE	-0.5%

(出所) アルファ・ウイン・キャピタル調査部が作成。

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部による予想。各種バリュエーションは、2024/1/26 の終値の株価で計算。

自己資本比率は親会社所有者帰属持分比率、純資産配当率は親会社所有者帰属持分分配当率、ROE は親会社所有者帰属持分当期利益率、PER に用いた EPS は基本的 1 株当たり当期利益(希薄化を考慮していない)。PBR に用いた BPS は 1 株当たり親会社所有者帰属持分の金額。前期は 2023/10 期、今期は 2024/10 期、来期は 2025/10 期、来々期は 2026/10 期。

【 株価チャート (週末値) 7378 アシロ 】 図表C



(出所) アルファ・ウイン・キャピタル調査部が作成。(備考) 同社の上場初日(2021年7月20日)の終値が始期(左端)。

ディスクレマー

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された)最新のレポートは、弊社のホームページ(<https://www.awincap.com/>)にてご覧ください。

なお、本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。 PFV2024-1-30-0100

目次

1. 会社概要	P6
沿革.....	P6
企業理念と行動指針.....	P7
アシログループの概要.....	P8
2. 事業内容とビジネスモデル	P12
独立系のメディアサイトの運営会社.....	P12
事業内容.....	P14
ビジネスモデル.....	P17
同業他社比較.....	P21
3. 株主構成	P23
株主所有者別保有状況.....	P23
上位株主構成.....	P23
4. ESG とサステナビリティ	P25
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance).....	P25
サステナビリティ (Sustainability).....	P25
5. 成長の軌跡	P26
過去の業績推移.....	P26
6. 業界環境	P28
リーガルメディアの市場動向.....	P28
HR 事業、派生メディア (キャリズム関連) の市場動向.....	P29
少額短期保険事業の市場動向.....	P31
7. 前期の決算実績と今期以降の業績見通し	P32
前期 (2023 年 10 月期) の連結決算.....	P32
アシロによる今期 (2024 年 10 月期) の業績予想.....	P36
アルファ・ウイン調査部による今期以降の業績予想.....	P39
8. 成長戦略	P42
中期経営計画の概要と進捗状況.....	P42
長期の経営目標.....	P43
9. アナリストの視点	P44
アシロの強みと課題.....	P44
株主還元.....	P44
株価水準と株価に影響を与えるファクター.....	P46

1. 会社概要

◆ 沿革

<創業>

- ◆ 2009年11月に中山社長が創業。

創業者である中山 博登氏(代表取締役社長)が、株式会社ワークポート【人材サービス業】～以下、株式会社は(株)とも表記～、並びに(株)幕末、現・イシン(株)【メディア事業】に勤務後、2009年11月に現在の同社の前身となる株式会社アシロ～旧(株)アシロ～を設立した。

現在のリーガルメディアの原型となる WEB での情報提供サービスを、2012年6月からスタートし、主に取り扱い分野(分野特化型法律メディアサイト)を拡充し成長を遂げた。

<事業展開と上場>

- ◆ LBO により事業を継承。2021年7月に東京証券取引所マザーズ市場(現グロース市場)に株式を上場

(注1) LBO【Leveraged Buyout】(レバレッジド・バイアウト)の略語。企業買収方法の一つ。買収に際して、買い手の企業が売り手の企業の資産などを担保に、金融機関等から買収資金調達をする点に特徴がある。自己資金が少なくても M&A が可能。

- ◆ 積極的に M&A を実施。少額短期保険等の金融分野にも進出。さらに子会社を設立し、HR 事業を拡大。有望な事業分野にシフトし急成長。

・2016年4月に設立した現(株)アシロが、2016年10月に、旧(株)アシロ(実質的な存続会社)の吸収合併(LBO)^{注1}を実施した(図表1)。

・その後、リーガルメディアや派生メディアのサービス領域、及び顧客を拡大した。2019年12月には、(株)trientを子会社として設立し HR 事業にも進出した(但し、同社が2021年12月には trient を吸収合併)。

・2021年7月に、東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場した。

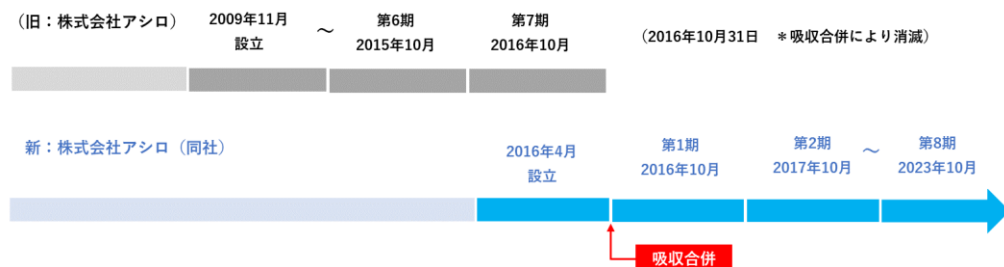
・2022年4月には、(株)カイラス少額短期保険～現・(株)アシロ少額短期保険～を買収し子会社化した。

・次いで2023年3月には、(株)ビッコレも買収し子会社化したが、2023年6月に吸収合併し、ポイントサイトや FX デモトレーディングアプリ事業を、同社の派生メディア事業内に継承した(ビッコレは清算し消滅)。

・さらに同年8月には(株)ヒトタスの子会社として設立し、11月から人材派遣業に進出した。

・なお、上場後の2期間(2021/10期～2023/10期)で売上収益は倍増し、急成長を遂げている。

【図表1】新旧・株式会社アシロの関係と決算期間



- ◆ 社名の由来は、世界最深地点で生存が確認された深海魚。

<社名の由来>

社名であるアシロ(ASIRO Inc.)は、「世界中の誰よりも深くユーザーとお客様を幸せにしたい」、「社会基盤となりうる水準までサービスを深化させたい」との企業理念の下、世界最深地点で生存が確認された深海魚の

名前(ヨミノアシロ)に因んだものである。

<経営ビジョン>

「アシロに関わる人を誰よりも深く幸せにすることで、よりよい社会の実現に貢献する」ことを、経営ビジョンとして掲げている。

- ・目の前のお客様を幸せにする。
- ・そのお客様が他の誰かを幸せにする。
- ・それが積み重なる事で社会をより良い方向へ。

「Keep going on(常に前進を続けよう)」をスローガンとして掲げ、「一人ひとりのやりきる強い執着心と行動力」で事業を拡大し、社会に貢献することで、愛されるアシロの実現を目指している。

◆ロゴは英文社名をベースに作成。

<ロゴマーク>

アシロ社の英文社名(ASHIRO)をベースにロゴとしている。社名の前の三角形は、魚のヒレをイメージしてデザインしたもので、中央の I を小文字の i とし、人を表現している。(図表 2)。

【図表 2】アシログループのロゴマーク



(出所) 同社より提供

◆ 企業理念と行動指針

<理念>

以下(図表 3)の 3つの理念を掲げている。

◆3つの理念。

【図表 3】アシログループの経営理念



(出所) 同社 HP

<行動指針>

「DO やりきる執着心 やりきる行動力」を掲げ、以下のユニークな 7つの行動指針を定めている。因みに、行動指針が各会議室の名称となっている。

◆DO、やりきる執着心、やりきる行動力。

- 1, 失敗しとるか、2, 燃え盛れ、3, 私心なかりしか、4, 愛をこめて
- 5, すなおにまなぼう、6, 遅いことは誰でもできる、7, やるか、やりきるか

◆ アシログループの概要

＜グループ事業の概要＞

- ◆リーガルメディア関連事業をドメインとし、HR 事業、保険事業の 3 事業を営む。

株式会社アシロ(以下、同社)グループは、リーガルメディア関連事業(リーガルメディア、及び派生メディアのサイトの運営)を事業ドメインとし、HR 事業(人材紹介・人材派遣サービス)、保険事業(少額短期保険^{注 2)}の 3 事業を営む。

- ◆同社と国内連結子会社 2 社の計 3 社でグループを形成。

同社は、連結対象子会社 2 社(全て国内子会社)と合計 3 社でグループを形成している。連結従業員数 80 人(2023 年 10 月末現在)を擁する。拠点は東京本社(新宿区)と、子会社のアシロ少額短期保険(名古屋市)の 2 つである。

- ◆戦略的な企業買収と子会社の設立・吸収合併により、事業ポートフォリオを構築。

同社は、自社内で事業の拡充や新規開発をするとともに、子会社を設立し事業を拡大する一方、企業買収を拡大戦略の一つの柱としている。2011 年以降、今日に至るまで 2 社を買収し子会社化した。また、子会社の設立や吸収合併を行い、事業の拡大と事業ポートフォリオの構築並びに、経営効率の改善を図ってきた。

グループ会社(連結対象子会社)の概要は、図表 4 の通り。

【図表 4】グループ会社の概要

社名・連結対象会社	事業内容	連結の要因	会社の設立時期	本社所在地	出資比率	資本金 百万円	従業員数	決算期
連結子会社(2社)		(買収費用)						直近期
①株式会社アシロ少額短期保険 (旧 株式会社カラス少額短期保険)	保険事業	2022年4月買収(1.4億円)	2017年12月	愛知県名古屋市 (東京都新宿区)	62.31%⇒77.14%	388.5	13名(2023/3末)	2023/3期
②株式会社ヒトタス	人材派遣業	子会社として設立	2023年8月	東京都新宿区	100%	85	約20名(2023/10末)	2023/10期
③株式会社ピッコレ⇒2023年8月に吸収合併し消滅	メディア事業等	2023年3月買収(1.5億円)	2022年7月	東京都港区	100%⇒0%	10⇒0	-	-

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

(注 2) 少額短期保険：保険金額が「少額」で保険期間が「短期」(生保医療分野は 1 年、損保分野は 2 年以内)の保険。財務省(財務局長)の事前登録を受けた保険業者が取り扱う。

＜連結対象の 2 子会社＞

親会社の売上収益・総資産・純資産に対し、それぞれ 10%を超える連結子会社はない。

主要な子会社である① 株式会社アシロ少額短期保険(以下、アシロ少短)は、買収により子会社化したもので同社が約 77%を出資する。

- ◆アシロ少短は、事業立ち上げ後の拡大期にあたり、増収ながら赤字を継続。但し、増資により健全性は高い。

アシロ少短の主要な業績・財務データは、個別に開示されている(P9-図表 5)。2020 年 4 月に営業を開始し 4 年弱が経過しているが、立ち上げ後の拡大期にあたり、先行投資負担が発生している。

増収基調であり連結売上収益には寄与しているが、買収後も赤字を継続しているため、連結利益にはマイナスの寄与となっている。

・アシロ少短の連結寄与分(推計、アシロ少短は 3 月決算)

2022/10 期: 売上収益 27 百万円、営業利益△63 百万円(7ヶ月間)

2023/10 期: 売上収益 64 百万円、営業利益△217 百万円(12ヶ月間)

(注 3) ソルベンシーマージン比率：保険会社の支払い能力を示す指標。数値が高いほど安全性が高い。

但し、増資により財務状況は改善し、自己資本比率が 81%、ソルベンシーマージン^{注 3}は 3,061%(200%以上が健全性の目安、少額短期保険会社ではトップクラス)と高く、経営上の健全性は保たれている。

【図表 5】アシロ少額短期保険の業績推移

単位：百万円	2021/3期	2022/3期	2023/3期
経常収益（保険料等収入）	14	43	53
経常費用	69	79	147
経常利益	-55	-36	-94
当期純利益	-56	-41	-97
純資産	82	41	143
総資産	90	54	176
自己資本比率%	90.8	74.5	81.1
ソルベンシーマージン比率%	-	1,033.3	3,061.7

(出所) アシロ少額短期保険(3月決算)のHPの開示資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆人材派遣を手掛けるヒトタスを前期に設立。今期から事業開始。

また、もう一社の連結対象子会社である②株式会社ヒトタス(以下、ヒトタス)は、同社が人材派遣サービスを行う子会社(出資比率 100%)として設立し、2023年11月から事業(ベンナビスタッフイング サービス)を開始した。前期には売上収益の計上はなく、創業費用が発生し赤字を計上した模様である。

＜連結・単体の業績比較＞

- ◆連結はIFRS、単体は日本基準を採用。

連結決算はIFRS(国際財務報告基準)、単体(親会社単独)決算は日本基準を採用しているため単純比較はできないが、参考までに連結開始後の直近4期間の連結・単体の業績比較を行った。

- ◆売上収益に占める連結子会社のウエイトは僅少。

この間、売上収益(売上高)の連単倍率は、1.01~1.04倍で推移し子会社の寄与は小さい(P10-図表6)。

一方、営業利益は0.51~1.72倍と変動が大きい(P10-図表7)。「営業利益(連結-単体)」で計算される損益は、前期を除き2020/10期~2022/10期までプラスで推移し、連単倍率は1倍を超えているが、単体は日本基準であることからのれんの減価償却を行っているのに対し、連結はIFRSを採用しており、のれんの償却がないことが影響している。

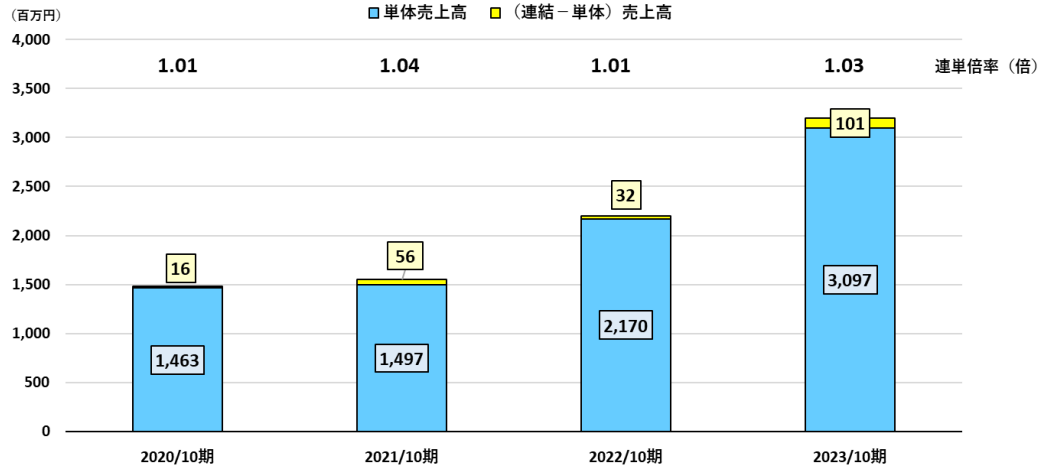
- ◆連結の営業損益には、連結子会社の赤字とアシロ少短の減損が反映。

2023/10期の連単の損益差異の拡大は、主として赤字を継続しているアシロ少短の業績と減損処理の計上の違いによるものである。単独決算はアシロ少短の株式評価損を特別損失に計上するため、営業利益・経常利益には影響がない。一方、連結決算では連結子会社の営業赤字と、(IFRSを採用しているため)アシロ少短を主な対象とする減損が、その他の費用として営業損益に反映されている。

- ◆今期は、ビッコレからの継承事業とヒトタスが、連結業績にほぼフルに寄与。

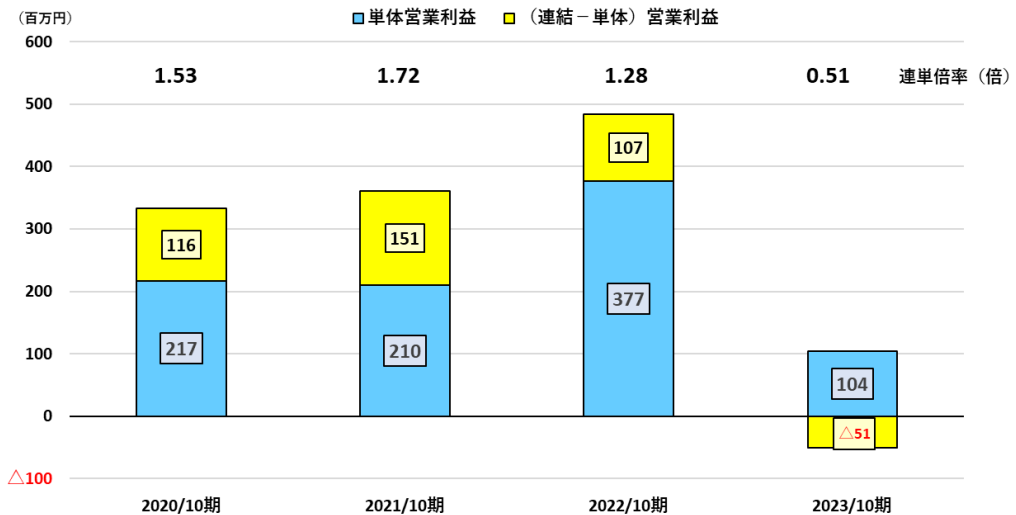
因みに、2023年3月に買収した③ビッコレの継承事業と、同年8月に設立した連結子会社(②ヒトタス)が、前期から期間按分で連結決算に反映されている。今期からビッコレの継承事業と新事業(人材派遣)の貢献が、ともにほぼフルに業績に反映される。

【図表 6】売上収益（売上高）・連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



(出所) 図表 6, 7: 有価証券報告書に基づき当調査部が作成。

【図表 7】営業利益・連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



<財務状況（連結）>

◆実質無借金。

売上収益 32 億円、総資産 37 億円、純資産 22 億円の規模に対して、現預金が 12 億円(月商の約 5 ヶ月分、総資産の 33%、純資産の 55% に相当)、一方、有利子負債は約 7 億円(=社債・借入金)と実質無借金である(いずれも 2023 年 10 月末時点、P11-図表 8)。

◆IFRS を採用しているため、原則、のれんは未償却。のれん残高は、純資産額の 0.6 倍程度。

なお、IFRS を採用しているため、定期的にはのれんの償却を行っていない。前期末時点でののれん残高は 1,340 百万円と、総資産の約 36% を占める。今後も対象事業、企業の収益力の低下に伴い、減損を計上するリスクはあるが、純資産金額 2,227 百万円の範囲内(0.6 倍)に収まっており、仮に一括償却しても債務超過にはならない。

◆のれんの過半はリーガルメディア。好調事業であり、同事業の減損リスクは極めて低い。

なお、のれん残高の内訳は、リーガルメディア 1,138 百万円 (LBO 実施時に発生)、保険 65 百万円、ビッコレ (派生メディア) 137 百万円と、リーガルメディア関連事業が約 95%を占める。リーガルメディアは過去から安定した収益をあげており、のれんの減損リスクは極めて小さいと思われる。一方、他の 2 事業を減損するリスクは、業況によってはあり得るが、残高が小さく影響は限定的である。

◆自己資本比率 (親会社所有者帰属持分比率)・流動比率は十分な水準。

また、自己資本比率は約 56% (同社の目標は 40%~70%)、流動比率は約 233%、現金比率 (現金同等物 ÷ 流動負債) 160%、有利子負債比率 (有利子負債 ÷ 自己資本) 43% など財務比率は健全であり、大型の M&A や設備投資 (本社の建設等) を行わない限り安全性に懸念はない。

◆財務制限条項はクリア。

長期借入金の借入に際し、IFRS に基づく財務諸表を基礎として、金融機関と合意して決められた計算式で算出される CF を 50 百万円以上に維持すること、並びに期末の単体の貸借対照表における資本の部の金額を前年同期比で 75% 以上に維持することが、財務制限条項として求められているが、2023/10 期末時点でもこれらの基準を満たしている。

◆資本・資産収益率は悪化したが一時的。

前期は減益により ROE (自己資本利益率) は前々期の 13.7% から $\Delta 0.5\%$ へ (同社の目標は 10% 以上)、ROA (資産合計税引前利益率) も同様に 14.0% から 1.1% に大きく低下したが、一時的なものと判断される。

◆FCF は、前上期にマイナスに転じたが下期には再びプラスへ。投資により現預金残高は減少。

<フリーキャッシュフロー (連結) >

半期単位のフリーキャッシュフロー (FCF = 営業活動によるキャッシュフロー + 投資活動によるキャッシュフロー、図表 8) は、2023/10 期・上期を除きプラスで推移している。バランスシート (B/S) 上の現預金は、増加傾向にあったが、2022/10 期・下期をピークに減少している。

【図表 8】キャッシュフロー (CF) と現預金残高の推移

単位: 百万円	2020/10期	2021/10期	2022/10期	2023/10期
営業活動によるCF ①	237	299	511	-103
投資活動によるCF ②	-55	-12	-269	-168
財務活動によるCF	-14	460	329	-378
FCF (①+②)	183	287	243	-271
現金及び預金 (B/S上) ③	557	1,304	1,876	1,226
有利子負債 ④	653	269	569	665
ネットキャッシュ⑤=③-④	-96	1,035	1,307	561

単位: 百万円	2021/10期		2022/10期		2023/10期	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期
営業活動によるCF ①	144	155	246	265	-135	32
投資活動によるCF ②	-10	-2	-183	-86	-191	23
財務活動によるCF	-362	822	189	140	-200	-178
FCF (①+②)	134	152	64	179	-325	54
現金及び預金 (B/S上) ③	330	1,304	1,556	1,876	1,350	1,226
有利子負債 ④	-	269	575	569	798	665
ネットキャッシュ⑤=③-④	-	1,035	981	1,307	552	561

(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 現預金は、CF計算上の数値ではなく、バランスシート上の数値を記載。

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 独立系のメディアサイトの運営会社

<事業概要>

- ◆ 東証グロースに上場する独立系の情報提供会社。メディアサイトの運営による広告収入を収益源とするベンチャー企業。

同社は、東証グロース市場に上場する独立系の情報サービス提供会社である。リーガルメディア関連事業を事業ドメイン（広告収入が収益源）とし、HR 事業、保険事業の 3 事業を営む。

創業社長の強いリーダーシップの下、ベンチャー企業としてスピーディな意思決定を行い、成長分野へリソースを集中投下し急成長を目指す。

<規模>

- ◆ 東証グロース市場に上場する企業の中では、中規模。全上場企業のメディアセクター内では中下位。

同社の売上収益(2023/10 期:32 億円)、株式時価総額 (2024 年 1 月 26 日終値基準:55 億円) とも、東証グロース市場に上場する企業の中では中規模である(同市場における売上高ランキングは、約 540 社中 280 位前後、時価総額ランキングでは 290 位前後)。

全上場企業のメディアセクター内では、約 140 社中 80~90 位の規模に位置する。

<事業基盤と実績>

- ◆ 業歴は約 14 年。リーガルメディアでは業界トップクラスの規模。

旧アシロを含めた実質的な業歴は約 14 年であるが、リーガルメディアサイトの運営ではトップクラスの規模を誇る。

ニッチマーケットではあるが、業界内での知名度、信頼性は高く、実績がある。法律事務所を中心に、安定した事業・顧客基盤を持つ。

- ◆ 主要顧客は、全国の法律事務所。

◆ 事業構成

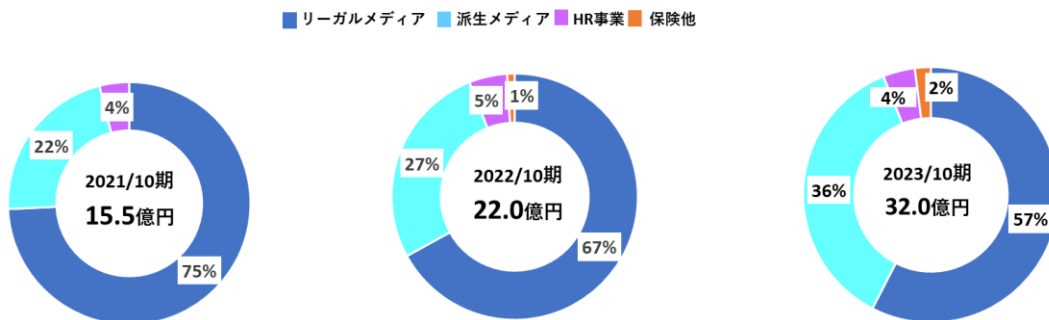
<セグメントの売上収益と利益>

- ◆ リーガルメディア関連事業が、売上収益と利益の過半を占めるコアビジネス。

決算短信による報告セグメントでは、リーガルメディア関連事業、HR 事業、並びに保険事業に 3 区分され(その他を除く)、売上収益(図表 9)、セグメント利益(P13-図表 10)が開示されている。

同社のコアビジネスは、リーガルメディア関連事業であり、前期は、全売上収益の約 93%、営業利益の全てを占める(他事業が赤字であった為)。

【図表 9】 報告セグメント別・売上収益の構成比の推移 (2021/10 期~2023/10 期)



(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

◆有報では、その他を含め5つの事業分野別に売上収益と利益を開示。

◆リーガルメディア・派生メディアは、ともに黒字。

◆HR事業・保険事業は赤字を計上。

◆新規事業分野の拡大で、成長の加速とリスク分散を図る方針。

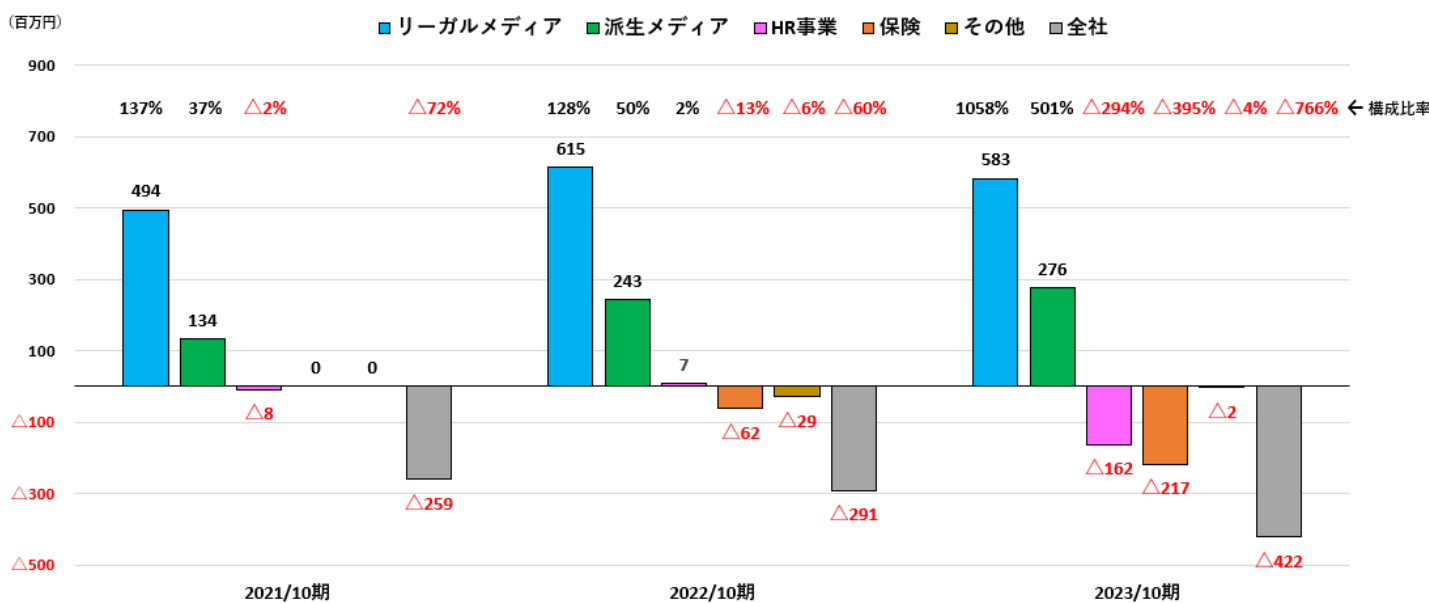
なお、リーガルメディア関連事業は、リーガルメディアと派生メディアの2つに区分される。その他を含めれば全社では5つのセグメントの売上収益と利益が、有価証券報告書では開示されている(図表10)。

収益源であるリーガルメディア関連事業内の前期の事業別のセグメント利益は、リーガルメディア 583 百万円(利益率 31.7%)、派生メディア 276 百万円(同 23.8%)といずれも黒字で、高い利益率をあげている。

一方、事業の拡大に伴い HR 事業のセグメント利益は、前々期の 7 百万円の黒字から前期には△162 百万円の赤字となった。保険事業は先行投資が継続している上、前期にはのれんの減損処理を行ったため、同利益は△63 百万円から△217 百万円へと赤字幅が拡大している。

リーガルメディア関連事業、特にリーガルメディアへの業績の依存度が高く、派生メディア、HR 事業や保険事業の拡大と、その他の新規事業分野への進出により、成長の加速とリスク分散を図っていく方針である。

【図表10】セグメント別・営業利益の推移と構成比率(2021/10期~2023/10期:連結)の推移(単位:百万円、%)



(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 全社のセグメント利益(全社費用を調整後の営業利益)を100%として、各事業のセグメント利益の構成比を算出。

数値の表記にあたって、単位未満を四捨五入。

◆事業内容

同社の事業内容は、以下(図表 11 の通りである。

【図表 11】事業内容と主要サービス

		事業内容	主要顧客	主要サービス
リーガルメディア関連事業	リーガルメディア (2012年開始)	法律事件分野ごとの特化型サイトの運営	法律事務所	
	派生メディア (2014年開始)	アフィリエイトサイトやアプリの運営 「キャリアズム」 「ピッコレFX」 「浮気調査ナビ」等	人材紹介会社 FX会社 探偵事務所	
	HR事業 (2020年開始)	人材紹介事業 (弁護士等の士業や管理部門人材の紹介) 人材派遣事業 (事務人材の派遣)	士業事務所 一般企業	
	保険事業 (2022年開始)	少額短期保険 弁護士費用保険の販売	個人	

(出所) 決算説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

・リーガルメディア関連事業の収益は、運営サイトにおける有料広告掲載料。

(注 4) 自然検索：検索結果画面に表示される URL のリストのうち、広告を含まない部分。検索エンジンのアルゴリズムにより URL をランキング付けしリスト化できる。検索エンジンの最適化対策の対象。

(注 5) リスティング広告：検索キーワードに応じて検索結果上位に表示される広告。検索連動型広告とも呼ばれ、ユーザーがクリックするごとに課金される。

＜リーガルメディア関連事業＞

★広告収入事業

リーガルメディア関連事業は、弁護士へのマーケティング支援サービスを提供している「リーガルメディア」と、弁護士以外の広告主へのマーケティング支援サービスを提供している「派生メディア」に分類される。いずれも分野別に特化したバーティカルサイトを運営している。

ユーザー(潜在顧客である個人)は、リーガルメディア、派生メディアとも原則として無料で閲覧することができ、メディアに広告出稿する弁護士・企業などの顧客から広告収入を、同社がチャージする事業となっている(報酬体系によるビジネスモデルの詳細な説明は P17～19)

★流入経路

ユーザーが、同社の運営するサイトに流入する経路は 2 つある。記事等のコンテンツを制作することによる大手検索サイト(Google 等)での自然検索^{注 4} 経由の流入(過半を占める)と、大手検索サイトにおいて出稿するリスティング広告^{注 5} 経由の流入である。なお、Google の検索アルゴリズムなどの変更により、自然検索経由での流入が増減することがあるため、リスティング広告経由での流入も活用することで安定的な集客を行っている。

★リーガルメディア(前期の売上構成比率:57%、以下同様)

- リーガルメディアは、法律事務所を顧客とするメディアサイト。法律や弁護士情報をユーザーに無料で提供。

リーガルメディアは、法律事務所を主な顧客としているメディアサイトであり、離婚・交通事故・相続・労働問題・刑事事件・債権回収・債務整理・ITの8つの事件分野ごとに独立特化した「ベンナビ」と、様々な事件分野を一つのサイト内で扱う総合ポータル型法律メディアサイト「あなたの弁護士」を運営している。これらのサイトに、法律事務所または弁護士が出稿し広告の掲載を行う。

- 弁護士数の増加に伴い競争が激化、広告による宣伝・集客ニーズが高まる。

弁護士業界は、弁護士数の増加に伴い案件獲得の競争が激化している(P29-図表 32)。弁護士は自身の得意分野や取扱分野を明確化、または差別化し、効率的に集客(アピール+アクセス)することが重要となってきた。同社が運営するリーガルメディアは事件分野に特化しているため、弁護士が獲得したい事件分野の問い合わせや案件を獲得しやすい。一方、ユーザーは無料で法律や弁護士情報を入手でき、各事件分野に精通した弁護士に相談できる。このため効率性、及びマッチング精度が高い点が、同社のサイトの大きな特徴である。

★派生メディア(売上構成比率:36%)

- 派生メディアは、一般企業(転職支援会社等)を広告主とするサイト。問い合わせ数に応じて、顧客から広告収入を得る。

キャリアズム(転職エージェントを顧客としたメディアサイト、派生メディアの過半を占める)、浮気調査ナビと人探しの窓口(探偵事務所を顧客としたメディアサイト)、ビッコレ及びビッコレ FX(買収したビッコレ社のポイントサイトやFXデモトレーディングアプリ事業を継承、FX会社を顧客とした金融領域のメディアサイト)により構成されている。ユーザーが、同社の顧客に対して行った問い合わせ数に応じて、顧客から広告収入を得る。

<HR事業>(売上構成比率:4%)

- HR事業は、求人ニーズがある法律事務所や一般企業に、転職希望者を紹介する人材紹介サービス。

HR事業は、弁護士(サイト名、以下同様、NO-LIMIT)、会計士・税理士(Hi-Standard)、管理部門の人材(BEET DIRECT、BEET AGENT)などの転職の専用サイトを運営し、求人ニーズのある法律事務所や一般企業にライトパーソンを、同社が直接紹介する人材紹介サービスである。2020年4月からサービスを提供している。

- 既存のネットワークを活用し、人材派遣業にも進出。

また、既存のネットワークやこれまで蓄積してきたインターネット上での集客ノウハウを活用し、前期に設立した連結子会社のヒトタスを通じて、法律事務所や一般企業に対して人材派遣を行う事業にも、今期から本格的に進出する。

- 子会社で少額短期保険業を営む。弁護士費用保険に特化して販売。

<保険事業>(売上構成比率:2%)

連結子会社であるアシロ少額短期保険が保険業務を担う。日常生活で生じたトラブルの解決を弁護士に依頼する際に生じる費用の一部を、保険金で補填する少額短期保険「ベンナビ弁護士保険」を、主に直販(自社サイト経由)にて、代理店販売も併用し一般個人向けに販売している。現在、取扱商品は一種類のみで、現在、新商品の開発も検討している。

＜主要取引先（顧客）＞

◆リーガルメディアの主要取引先は、法律事務所。取引先は約千社あり分散。

同社の取引先は、リーガルメディア(同社のメディアサイトに出稿する顧客)、HR 事業の人材紹介(人材募集を行う顧客)は、中小の法律事務所を中心に約 1,000 件ある。前期は、全連結売上収益に対して 10%を超える取引先(販売先)はない。

◆前期では全売上収益の10%を超える取引先はない。個人顧客を主とする大手法律事務所が、同社のトップクライアント。

前々期までの最大の取引先は、弁護士法人アディーレ法律事務所であり、年間約 2 億円の売上収益があった。全体に占める売上依存度は、2021/10 期 13.5%、2022/10 期 8.7%、2023/10 は開示対象外だが最大の顧客と推定される(図表 12)。

アディーレ法律事務所に所属する弁護士は 220 名以上、全国に 65 拠点を有し、国内の法律事務所の中で 7 番目の事業規模(出所:同法律事務所の HP)を誇る。

4 大法律事務所が企業をクライアントとしているのに対し、同事務所は国内の個人を主な顧客としている点に特徴があり、TV やラジオでの CM や出演、書籍の出版などメディア活動や広告宣伝活動に積極的である。

また、同様に過去、主な販売先として開示されていた(株)ベリーベストは、ベリーベスト法律事務所グループの一社である。グループの WEB サイト制作・運營業務を担当し、リーガルサービスの情報発信や法律業務の効率化を図る「リーガルテック」(IT 化)を推進している。

同社との取引は、アディーレに次ぐ規模と推測される。

なお、同事務所に所属する弁護士は 347 名以上、全国に 72 拠点を有し、アディーレ法律事務所を上回る(6 番目以内の事業規模)。

個人を主な顧客とする点が、アディーレ法律事務所と共通する。

◆リスク分散の観点から特定取引先への依存度をコントロールする方針。

リスク分散と事業拡大の観点から、今後も新規顧客の開拓に注力し、特定取引先への依存度をコントロールしていく方針である。

【図表 12】大口顧客との取引状況

販売先	取引額、比率	2019/10期	2020/10期	2021/10期	2022/10期	2023/10期
弁護士法人アディーレ法律事務所	売上収益(百万円)	174	187	206	191	-
	同比率(%)	15.0	12.6	13.5	8.7	-
株式会社ベリーベスト	売上収益(百万円)	120	128	131	-	-
	同比率(%)	10.3	8.7	8.5	-	-
2社合計	売上収益(百万円)	293	315	338	-	-
	同比率(%)	25.3	21.3	22.0	-	-

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

なお、リーガルメディア以外の派生メディア、HR 事業では、法律事務所に加え一般企業(出稿する企業、求人企業等)や、保険事業では個人が顧客(保険契約者)となるが、個々の取引額は少額で分散されている。

◆ビジネスモデル
 <ビジネスの特徴>

- ◆報酬体系別では、ストック型とフロー型のビジネスモデルが併存。

同社のビジネスは報酬体系の観点から、月額定額収入が得られるストック型ビジネスモデルと、成果報酬を得るフロー型ビジネスモデルに二分される(図表 13、14)。

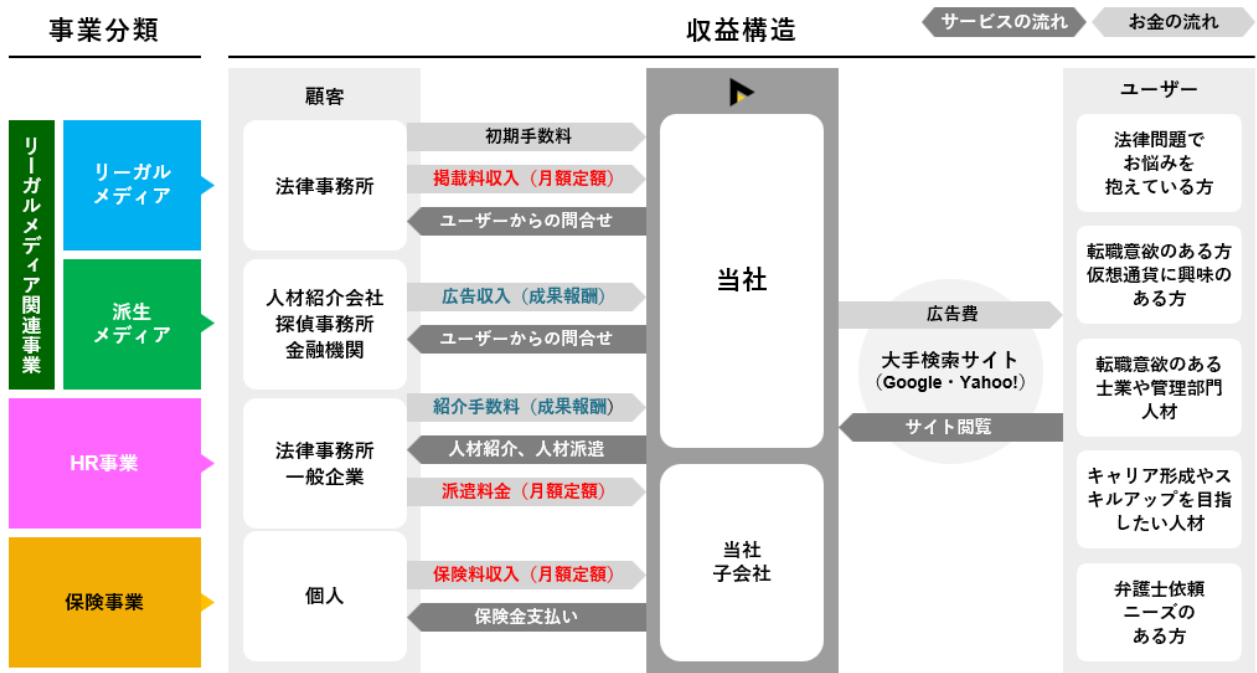
【図表 13】ビジネスモデル別・売上収益の構成比



報酬体系に基づく事業ポートフォリオの観点からは、ストック型ビジネスモデルのコアであるリーガルメディアの売上収益・利益の依存度が高い。しかし、上記の 2 種類のモデルの事業がそれぞれ複数あり、かつリーガルメディア内のサイト別売上収益構成比率は、特定の事件分野への集中がなく分散されている。また、新事業の拡大により、事業ポートフォリオの分散が徐々に図られつつある。

(出所) 図表 13、114: 有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。

【図表 14】ビジネスモデル (事業分類と収益構造)



<ストック型ビジネスモデル>

- ◆ストックビジネスは、リーガルメディア、保険事業、HR 事業の人材派遣サービス。月額定額収入が基本。
- ◆継続性・安定性・収益性が高いストックビジネスの売上収益比率は全体の 53%。

リーガルメディア、保険事業、HR 事業の人材派遣サービスは、月額定額収入を基本とするストック型のビジネスモデルである。前期では全社の売上収益の約 53%を占める。同ビジネスは継続性と安定性に加え、サイト運営による広告掲載事業を中心に限界利益率が高く、収益性も優れている。これにより経営の安定性と持続性を高め、基盤を強化している。

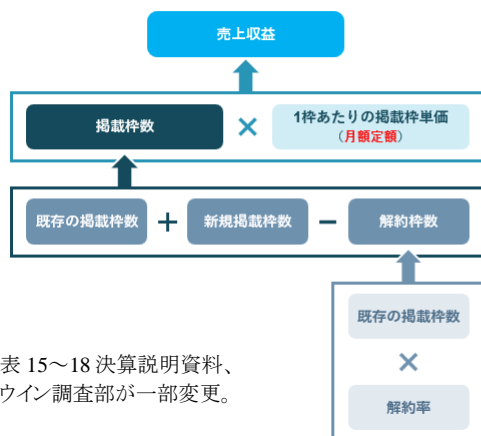
リーガルメディアでは、広告 1 枠あたりの掲載単価は月額定額であり(推計平均単価:65 千円/月・枠、過去のデータから算出、以下同様)、

- リーガルメディアの売上収益 = 掲載枠数 × 掲載単価 (月額定額)。掲載顧客数を含めた KPI は順調に増加。

掲載広告枠数 (KPI) にリンクして売上収益が変動する。広告枠数のキャパシティは理論的には限界はなく、需要の増大に伴って安定的な成長が見込める。掲載枠数 (有料広告の延べ掲載数) は順調に増加している (図表 15)。同様に各年度の月間平均掲載顧客数 (社数、KPI) も、2020/10 期 ⇒ 2023/10 期 (YOY) の順に、439 ⇒ 544 (+23.8%) ⇒ 683 (+25.5%) ⇒ 890 (+30.4%) と増加している。

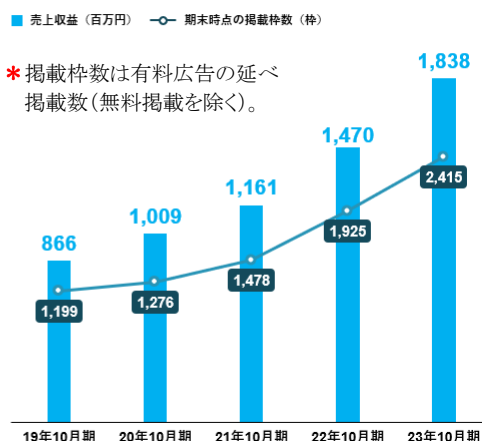
【図表 15】リーガルメディアの収益モデルと KPI

収益モデル (リーガルメディア)



(出所) 図表 15~18 決算説明資料、アルファ・ウイン調査部が一部変更。

売上収益 / 掲載枠数推移* (リーガルメディア)



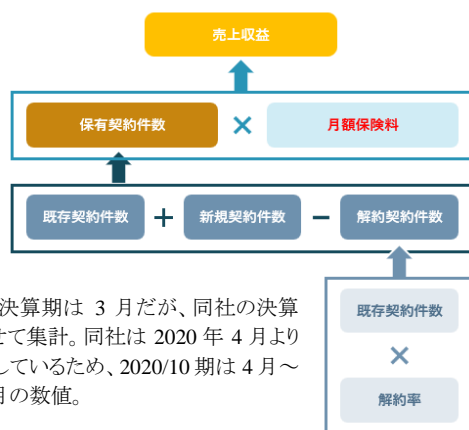
* 掲載枠数は有料広告の延べ掲載数 (無料掲載を除く)。

- 保険事業の売上収益 = 保険契約件数 × 月額保険料。規模の経済が働く業態。損益分岐点に達せず。

保険事業も同様なストックモデルであり、月額を支払い保険料が定額 (推計平均単価、約 3 千円/月・件) であることから、保有契約数に比例して、売上収益が増加する (図表 16)。ある程度の規模の経済が働く業態であり、現時点では少額短期保険事業は損益分岐点に達していない。

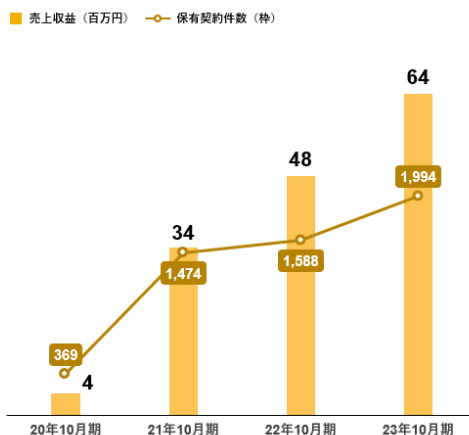
【図表 16】保険事業の収益モデルと KPI

収益モデル (保険事業)



(備考) * アシロ少短の決算期は 3 月だが、同社の決算期 10 月に合わせて集計。同社は 2020 年 4 月より保険事業を開始しているため、2020/10 期は 4 月~10 月までの 7 ヶ月の数値。

売上収益 / 保有契約件数* (保険事業)



- 人材派遣事業の売上収益 = 派遣先数 × 派遣単価 (月)。派遣先の蓄積 (増加) が増収に直結。

HR 事業の人材派遣サービスは今期から事業を開始した。派遣料金は月額定額で、派遣人員数 × 派遣単価により派遣報酬 (売上収益) が決定する。派遣人員数の増加が増収に結び付く、ストック型ビジネスである。

<フロー型ビジネスモデル>

- ◆ フロービジネスは、派生メディア、HR 事業の人材紹介。
- ◆ 派生メディアでは、ユーザーからの問い合わせ件数に連動する成果報酬体系を採用。

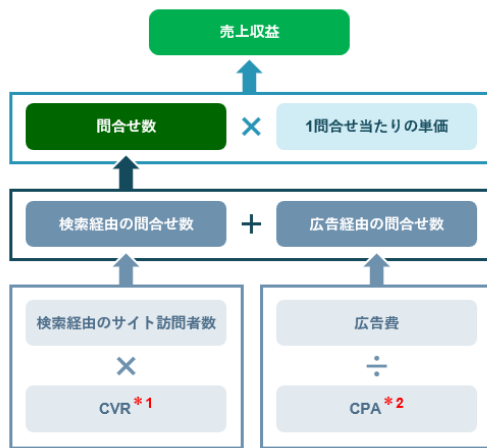
一方、派生メディア、HR 事業の人材紹介は、成果報酬型(フロー型)のビジネスモデルである。

派生メディアでは、同社の顧客である人材紹介会社・探偵事務所・金融機関へのユーザーからの問い合わせ件数に応じて、広告収入が決まる成果報酬の料金体系となっている(図表 17)。

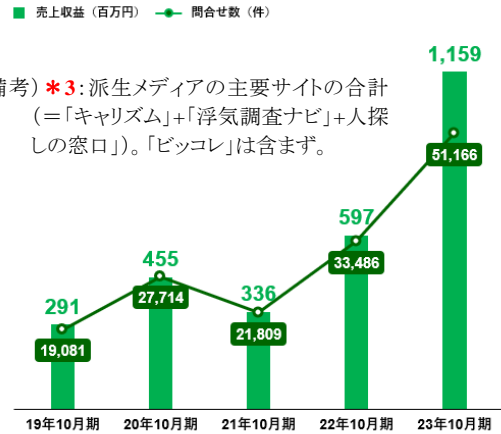
問い合わせに対する平均単価は、約 22 千円/件と推計される。

【図表 17】派生メディアの収益モデルと KPI

収益モデル (派生メディア)



売上収益／問合せ数推移*3 (派生メディア)



(備考)*3: 派生メディアの主要サイトの合計 (=「キャリアズム」+「浮気調査ナビ」+人探しの窓口)。「ピッコレ」は含まず。

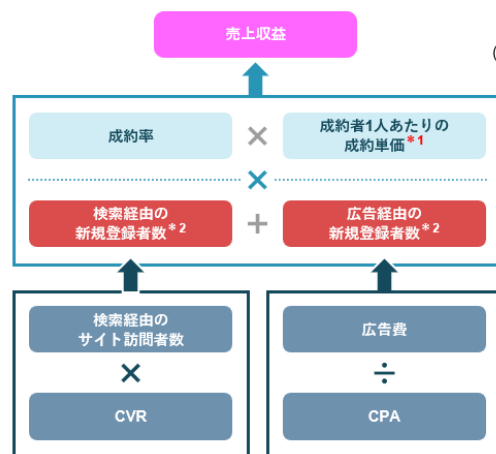
(備考)*1: CVR は Conversion Rate の略 (=問い合わせ数÷サイト訪問者数)。*2: CPA は Cost Par Acquisition の略 (=広告費÷問合せ数)

- ◆ 人材紹介は、転職成約時に紹介手数料収入を得る成功報酬制。

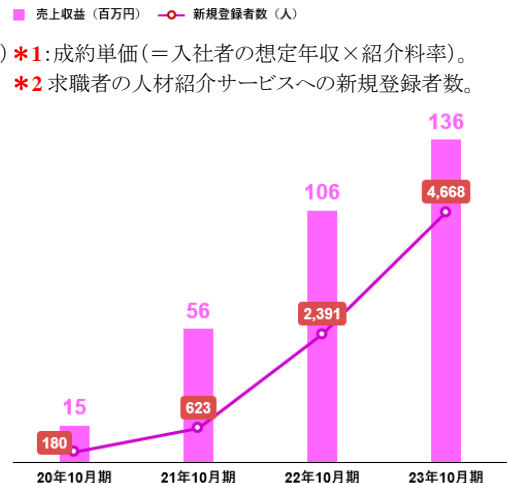
HR 事業の人材紹介は、転職の成約に伴い求人企業等に、同社がチャージする紹介手数料が売上収益となる(図表 18)。採用者の年間基本給の 3~4 割程度、平均単価は数百万円/人と推測される。

【図表 18】HR 事業の人材紹介の収益モデルと KPI

収益モデル (HR 事業)



売上収益／新規登録者数推移 (HR 事業)



(備考)*1: 成約単価 (=入社者の想定年収×紹介料率)。

*2 求職者の人材紹介サービスへの新規登録者数。

◆人材と人員効率

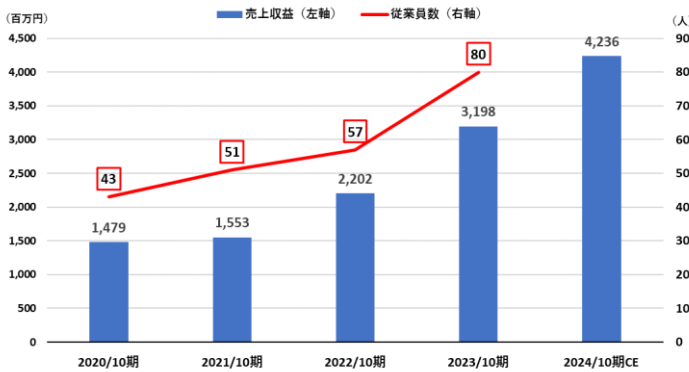
◆人的なリソースが重要な業態。

◆連結従業員数は増加傾向。一人当たりの売上収益と利益は上昇傾向。

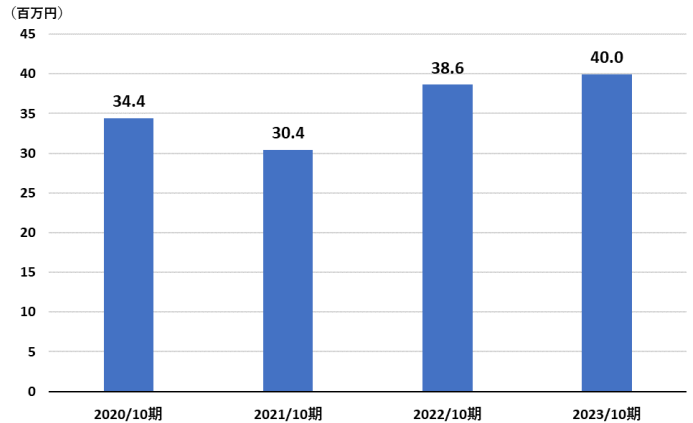
同社が営むビジネスは、人的資本(人材の質と数)が重要なリソースである。WEB マーケティング、営業、カスタマーサービス、事業開発等の分野での優秀な人材の確保と育成が、成長の鍵を握る。

M&A による増員も含めて、同社グループの人員は増加傾向にある(図表 19)。人手不足の中、連結従業員数は毎年増加し、事業領域の拡大と増収、並びに(修正)営業利益の増加に結びついている(図表 21)。従業員一人当たりの生産性(売上収益)、並びに収益性(従業員一人当たりの修正営業利益)は、一時期から改善し近年、上昇傾向にある(図表 20, 22)。

【図表 19】売上収益と従業員数の推移

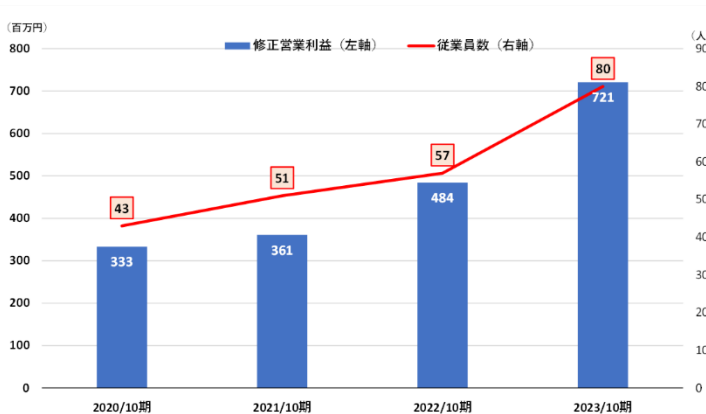


【図表 20】従業員一人当たりの売上収益の推移

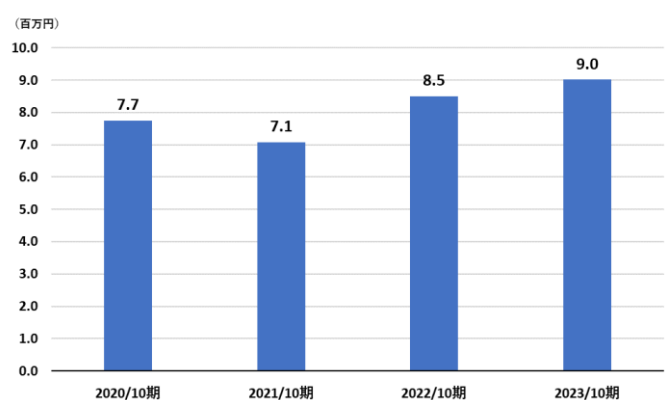


(出所) 図表 19~22: 有価証券報告書、会社説明資料に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。
 (備考) 従業員数は連結ベース、修正営業利益は、投資額、並びに減損額を足し戻した営業利益。

【図表 21】修正営業利益と従業員数の推移



【図表 22】従業員一人当たりの修正営業利益の推移



◆同業他社比較

＜競合と優位性＞

◆上場するライバル企業は、リーガルメディアでは数社、人材紹介・派遣では多数。

競合する主な上場企業は、リーガルメディアでは弁護士ドットコム、HR事業における人材紹介事業では MS-Japan などである。人材紹介、人材派遣事業では、上場・未上場企業を含め分野ごとに多数存在する。

◆弁護士保険でのライバルは数社。

少額短期保険会社のうち、弁護士保険を含む区分である「費用保険・その他」を、メインに取り扱う会社は 27 社ある(詳細は後述、P31)。
 弁護士保険でのライバルは、ミカタ少額短期保険、エール少額短期保険(いずれも未上場)であり、アシロ少額短期保険は三番手クラスである。

◆上場するライバル企業の弁護士ドットコム、MS-Japan と比較。

競合する上場企業として、以下の 2 社との比較を行った(各社の概要は、P22-図表 24)。特に、弁護士ドットコムとは、事業分野、ビジネスモデル、並びに顧客層が類似しており、直接競合する。
 以下、社名(当調査部による略称:証券コード、上場市場)～主な事業内容や競合分野の順に記載した。

- ・弁護士ドットコム(B4:6027、東証グロース)～法律相談サイト、弁護士等の営業支援分野など
- ・MS-Japan (MS:6539、東証プライム)～専門職(企業の管理部門職種、弁護士・公認会計士・税理士等)の人材紹介・ダイレクトリクルーティング、関連メディアサイトの運営。

◆上場する類似会社は、ポート、ココナラ。

なお、類似するビジネスモデル、または競合分野を持つ上場企業として以下の 2 社が挙げられる。
 ・ポート(PT:7047、東証グロース)～インターネットを媒介とした新卒就活生向け求人情報提供(採用・販促活動の成約支援、関連サイトの運営)。
 ・ココナラ(CC:4176、東証グロース)～個人の「知識・スキル・経験」を売買するスキルマーケットの運営開発。法律相談・業務委託のマッチング。

同社と弁護士ドットコムのリーガルメディア分野での比較は、P22-図表 23 の通りである。弁護士ドットコムが弁護士個人を主な掲載単位としているのに対し、同社は法律事務所を掲載単位としている。

◆同社の ARPU は高く、競争優位性の高いバリューチェーンを確立。

また、同社は事件分野に特化した 10 のバーティカルサイトを運営するため、訴求効果やマッチング精度が高く、対価としての同社の ARPU(ユーザー当たりの月間事業収入)は、弁護士ドットコムの 4 倍以上である。

この結果、サービスや広告に十分な資金を投下することが可能となり、コンテンツ・WEB マーケティング・カスタマーサクセスなどを強化している。これにより、競争優位性が高いバリューチェーンを確立し、顧客満足度の向上、解約率の低下を図っている。これらの一連の流れが好循環となり、同社の高い成長を支えている。

【図表 23】リーガルメディアにおける競合他社比較

	競合: 弁護士ドットコム (B4)	ASIRO	
主な掲載単位	弁護士個人	法律事務所	同社の主な掲載単位は法律事務所であり、事務所としての広告予算を獲得しやすい傾向がある。
売上収益 *1	2,376百万円	1,838百万円	
売上収益成長率 (直近1年間)	3.2%	25.1%	ARPUが高く、サービスの運営原価や広告費に十分な資金を投下することが可能であり、低い解約率により売上収益は安定的に成長。
掲載顧客数 (年間平均)	5,295件 *3	890件	
ARPU *2 (1顧客当たりの平均月次売上収入)	3.7万円	17.2万円	分野ごとに独立したパーティカルサイトのため、マッチング精度の高さや安定した広告効果を背景に、競合他社比で高い単価を獲得。
サイト数	1サイト+α	10サイト	
派生メディア	無し	有り	集客したユーザーを派生メディアに送客することで、収益獲得機会が増加。 (=集客に掛けられる広告投資余力が増加)

(出所) 同社の説明資料を一部変更 (競合 B4: 弁護士ドットコム社については B4 社の決算資料)。

(備考) *1: 同社は 2023/10 期のリーガルメディアの数値を集計 (その他の項目も同様)。

また、競合 B4 社は近似した期間 (2023/3 期 Q3~2024/3 期 Q2) の弁護士支援サービスの数値を集計し各項目を比較。

*2: ARPU = 売上収益 ÷ 年間平均の掲載顧客数 (競合 B4 社については、以下 *3 の通り有料登録弁護士数) ÷ 12

*3: 競合 B4 社の有料登録弁護士数を記載。

【図表 24】上場する同業 3 社の概要比較 (リーガルメディア、人材紹介事業での競合他社)

社名	アシロ (AS:連結)	弁護士ドットコム (B4:非連結)	MS-Japan (MS:連結)
コード・市場	7378 G	6027 G	6539 P
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ・弁護士へのマーケティング支援サービス (分野特化型法律メディアサイト、総合ポータル型法律メディアサイト) ・弁護士以外の広告主へのマーケティング支援サービス (転職エージェント・異業メディア・金融メディアサイト) を運営 ・HR (人材紹介・人材派遣)、少額短期保険を提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・法律相談ポータルサイト「弁護士ドットコム」、税務相談ポータルサイト「税理士ドットコム」等を運営したインターネットメディアの運営 ・契約マネジメントプラットフォーム「クラウドサイン」などの IT・ソリューションサービスの提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・管理部門 (経理/財務、人事/総務、法務、外資・グローバル企業) と会計・法律分野 (弁護士、公認会計士、税理士)、その他有資格分野に特化した人材紹介サービスを提供
設立 上場	2016年4月 2021年7月	2005年7月 2014年12月	1990年4月 2016年12月
売上区分・構成 (実績)	(2023/10期) ・リーガルメディア関連事業 94% ・IR事業 4% ・保険事業 2%	(Q2 2024/3期) ・メディア 43% ・IT・ソリューション 57%	(Q2 2024/3期) ・人材紹介 91% ・メディア 7% ・DRM 2%
拠点数	東京都新宿区本社 (アシロ少額有名古里が本社)	東京都港区本社、ほか大阪、福岡	東京都千代田区本社、ほか横浜、大阪、名古屋
経営目標、成長戦略	<ul style="list-style-type: none"> <今中期経営計画 2023/10期~2025/10期> ・年次売上成長率 30% 超 ・2023/10期: 営業収益 28.6 億円 → 31.7 億円 上方修正 (実績 32.0 億円)、営業利益 8 千万円 (実績 6.3 千万円) ・2024/10期: 営業収益 42 億円、営業利益 1 億円 ・2025/10期: 売上収益 66 億円、営業利益 11 億円 <長期目標> ・年次売上成長率 30% 超 ・2025/10期: 売上収益 100 億円 (早期に達成) <事業別目標> ・リーガルメディア事業: 弁護士広告として日本の売上規模を確保 ・派生メディア事業: リーガルメディアに並ぶ売上規模を引き上げ ・HR事業: 第3の柱として設立 (管理部門人材紹介の拡大) ・保険・新業事業: 第4の柱を創出 (保険商品の開発や保険以外の新規事業にも取組む) 	<ul style="list-style-type: none"> クラウドサイン レビューの提供開始: 契約書レビュー業界で業界トップを目指す ・弁護士監督による高い精度のレビュー機能、導入しやすい価格体系 ・弁護士事業所向けは、弁護士ドットコム・ビジネスロイヤーズのチャネルを介して弁護士へ一斉案内 ・企業向けは、クラウドサイン・ビジネスロイヤーズが有する企業法務ユーザーに一斉案内 	<ul style="list-style-type: none"> <中期経営計画 2023/3期~2025/3期> ・2023/3期: 売上高 44.1 億円 (実績 42.9 億円)、営業利益 17.9 億円 (実績 17.9 億円)、経常利益 17.9 億円 (実績 17.9 億円)、親会社に帰属する当期純利益 11.9 億円 (実績 12.2 億円) ・2024/3期: 売上高 51.9 億円、営業利益 21.2 億円、経常利益 21.0 億円、親会社に帰属する当期純利益 14.2 億円 ・2025/3期: 売上高 61.3 億円、営業利益 25.7 億円、経常利益 25.1 億円、親会社に帰属する当期純利益 18.9 億円
経営戦略、重点分野	<ul style="list-style-type: none"> ・マーケティングを競争力の源泉とする事業創出会社を目指す ・リーガルメディア: 新規開拓の促進、解約率の低減、年率 20% 程度の安定的な成長を継続 ・派生メディア: 転職メディア「キャリアム」の送客数の増加、新たな事業展開 ・HR事業: コンサルタントの人員体制強化により成約率を引き上げ売上成長を確保 ・保険事業: リーガルメディアと連携してプランニングを進め、商品・市場の認知度向上を図る 	<ul style="list-style-type: none"> ・日本発「マイナンバーカード署名」サービスをリリース: 従来の事業者署名型電子契約に加え、独自の事業者署名型電子契約を提供 ・SMB クラウドサインとの連携: 日本の法務に特化した弁護士監督の電子契約サービスを提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・メディア事業と HR 関連事業の相乗効果: 管理部門・土壌領域における潜在的家賃者の見込み ・メディア事業: 経営管理領域において情報とビジネスが流通するプラットフォームを目指す ・将来的に国内のスタンダードを確立して海外での人材ビジネスを目指す
売上 (百万円) 会社予想	4,238	10,730	5,190
営業利益 (百万円) 予想	105	1,200	2,099
営業利益率 (%) 予想	2.5	11.2	40.4
EPS (会社予想) 前期比 (%)	黒字化	2.9	14.3
純資産倍当率 (%) 実績	4.4	-	12.2
自己資本比率 (%) 実績	59.8	60.2	93.0
全グループ正規従業員数 (人) 実績	80	491	198
関係役員一人当たりの売上高 (百万円/人)	53.0	23.0	31.0
関係役員一人当たりの営業利益 (百万円/人)	7.9	2.6	12.0
ROE (%) 実績	A=B*C/D	25.9	12.2
売上高当期利益率 (当期/売上高: %)	B	8.2	28.5
総資産回転率 (売上/総資産平均: 倍)	C	2.1	0.4
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均: 倍) D	1.6	1.5	1.1
ROA (経常利益/総資産: %)	E=F*G	28.6	16.5
売上高経常利益率 (%) 同業横	F	12.7	41.6
総資産回転率 (売上/総資産平均: 倍)	G	0.8	2.1

(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 業績予想や指標 (斜字) は各社の今期計画。それ以外は前期実績。従業員数は直近の通期末値。アシロは 10 月決算 (IFRS)、弁護士ドットコム、MS-Japan は 3 月決算 (日本基準)。橙色のハイライトは 3 社内での最高値。

アルファ・ウイン企業調査レポート (以下、本レポート) は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社 (以下、弊社) が企業内容の説明を目的に作成したもので、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内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様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責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身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の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

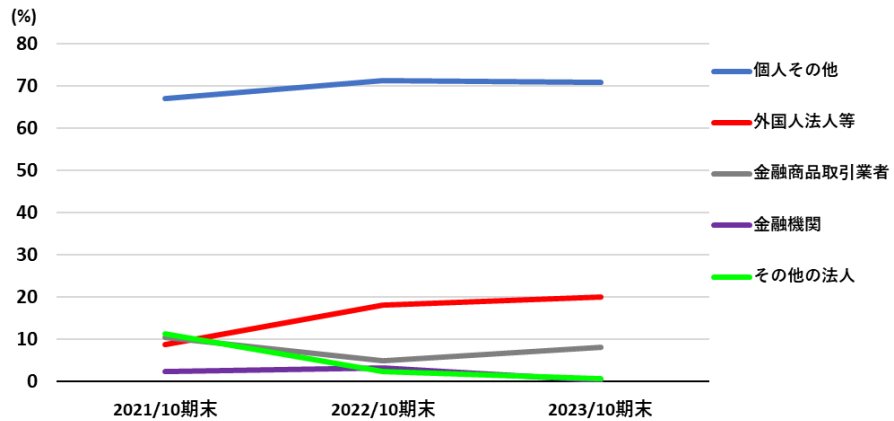
3. 株主構成

◆個人投資家が、所有者別保有比率では70%、株主数では97%を占める。

◆株主所有者別保有状況

所有者別保有状況は、図表 25 の通りである。「個人その他」の保有比率が70%を超え圧倒的に高い。また、近年、「その他の法人」の保有比率が低下する一方、「外国法人等」の保有比率が上昇し20%に達している。株主数では、個人投資家が4千名を超え全体の97%を占める。

【図表 25】所有者別保有状況（構成比率）の推移



(出所) アルファ・ウイン調査部が有価証券報告書から作成。

◆過去3期間で上位大株主は、大きく変動。アクティビストからの投資はない模様。

◆上位株主構成

2023年10月末時点の大株主は、図表 26 の通りである。投資組合の保有株売却に伴い、過去3期間で上位10位内の大株主は、大きく変動している。現状、大株主にアクティビストは見当たらない。

【図表 26】大株主の状況（単位、保有株数：千株、比率：%）

	2021/10月末	2022/10月末	2023/10月末	同時点保有割合	同順位
中山 博登 氏 (代表取締役社長/執行役員)	1,140	1,843	1,855	25.7	1
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	217	817	11.3	2
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	292	286	4.0	3
川村 悟士 氏 (取締役CFO/執行役員/管理本部長)	—	168	175	2.4	4
JPモルガン証券株式会社	—	—	156	2.2	5
PARAIBA Family Office投資事業組合	—	—	113	1.6	6
野村證券株式会社	80	—	110	1.5	7
株式会社SBI証券	87	—	109	1.5	8
ML INTL EQUITY DERIVATIVES	—	—	84	1.2	9
JP JPMSE LUX RE UBS AG LONDON BRANCH EQ CO	—	—	83	1.1	10
楽天証券株式会社	262	159	—	—	—
野平 健一 氏	90	—	—	—	—
J-STAR二号投資事業有限責任組合	707	323	—	—	—
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	—	292	—	—	—
日本証券金融株式会社	—	177	—	—	—
BNP PARAIBAS ARBITRAGE SNC	—	124	—	—	—
MIDWEST MINATO, L.P.	264	121	—	—	—
Pacific Minato II, L.P.	225	—	—	—	—
野村信託銀行株式会社 (投信口)	100	—	—	—	—
宮崎 淳平 氏	60	—	—	—	—
河原 雄太 氏	60	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	136	119	—	—
(自己株式比率：%)	—	1.7	1.6	—	—

(出所) 有価証券報告書に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 株主の保有比率は、自己株式を除く発行株式総数に対する所有株式の割合。

赤字は、経営陣の保有状況を示す。

◆社長を含めた上位 2 者の株主が、全体の 37%を占める。

上位 10 位までの大株主が保有する合計の株式数割合は約 52.4%である(自己株式を除く発行株式総数に対する比率、小数点第 2 位を四捨五入、以下同様)。

筆頭株主である中山社長の保有分(25.7%)に、第 2 位株主である GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL(11.3%、以下 GS)を加えると、2 者で全体の 37%を占める。第 3 位から 10 位の大株主の各保有比率は、1.1~4.0%と分散されている。

◆実質的な第 2 位株主は、アジアを拠点とする資産運用会社(プラットフォームの提供会社)。純投資が目的。

なお、ゴードیان・キャピタル・シンガポール・プライベート・リミテッド(Gordian Capital Singapore Private Limited、以下、ゴードیان)が大量保有報告書(変更報告書)を提出している。

2023 年 1 月 10 日時点で 14.24%(約 1,030 千株)を保有しており、株主順位第 2 位の GSを始め、第 6 位の PARAIBA Family Office 投資事業組合(パライバ・ファミリー・オフィス、ゴードیانが運用するファンドのミラーファンドと推定される)や、複数のカストディアン(第 3 位の BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG、第 9 位の ML INTL、第 10 位の JP JPMSE)、並びに証券(第 5 位の JPモルガン、7 位の野村、8 位の SBI)など、複数の機関を経由して投資していると推測される。

ゴードیانは、アジアを中心に展開する資産運用会社で、運用者に対してファンドのプラットフォームを提供する。株式のロングオンリーファンドに加え、各種のヘッジファンド、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルなどオルタナティブ投資も行う。日本にも拠点をもち、日本に上場する十数社に対し 5%以上の株式を保有する。現状では、アクティビスト的な活動は行っていない模様である。なお、提出された報告書によれば、保有目的は純投資である。

◆経営陣は株式の約 28%を保有。

また、同社の経営者では、中山社長の保有分に、第 4 位株主である川村取締役が保有する 2.4%を加えると、全体の 28.1%を占める。

◆一部の国内投資信託は、保有株を売却済。

投資信託では、野村アセットマネジメントが運用し、野村信託銀行が受託する野村リアルグロース・オープンが、2022 年 10 月末時点では約 74.6 千株を組入れていたが、2023 年 10 月末では非保有となった。

◆自己株式の保有比率は 1.6%。

同社は自己株式の取得を行う一方、譲渡制限付株式報酬としての自己株式の処分、並びに自己株式の消却を行った。前期末時点では、約 118 千株(発行済株式総数比 1.6%)の自己株式を保有している。

◆潜在株比率は 3%。

因みに新株予約権による潜在株は 220 千株あるが、希薄化率は 3.0%(発行済株式総数比)と低く、株価の上値を抑える要因として懸念する必要はない。

4. ESG とサステナビリティ

◆ 環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)

ESG に関しては、以下のように取り組んでいる。

★ 環境対応 (Environment)

「もの」を生産、または大量消費する業態ではなく、環境に負荷をかけるビジネスではない。インターネットの効率的な活用による紙の使用量や移動コスト、エネルギーの削減に寄与していると考えられる。

★ 社会的責任 (Society)

司法サービスへのアクセス機会の提供 (SDGs については後述)、働き方改革 (ハイブリッド勤務制度)、若手の人材育成 (資格取得支援などのキャリアサポート)、女性が働きやすい職場環境の整備を通じて社会に貢献している。

★ 企業統治 (Governance)

取締役会の監督機能の強化によるコーポレート・ガバナンスの充実を図るため、今期から監査等委員会設置会社に移行した。

取締役は 6 名おり、このうち中山代表取締役社長と川村取締役 CFO を除く、4 名が社外取締役・監査等委員 (うち 1 名は女性で弁護士) で、社外取締役が過半を占める (女性役員の比率 = $1/6$ = 約 16.7%)。

また、2021 年 12 月から執行役員制度を導入し、執行役員は中山社長、川村取締役を加えて合計 5 名 (うち 3 名は、デジタルマーケティングやコンサルティングの経験者、全員男性) から構成されている。取締役、並びに執行役員に外国人の登用はない。

なお、譲渡制限付株式報酬制度の導入により、役員に対するインセンティブの付与を行っている。

◆ サステナビリティ (Sustainability)

同社が取り組む事業は、法律分野でのメディアサイトを通じた情報提供 (法律問題、弁護士情報とマッチング)、企業内弁護士や社外取締役などの人材紹介、弁護士費用の一部を負担する保険の販売による資金提供など、司法サービスのアクセス機会と利便性の提供により、「持続可能な開発目標 (SDGs)」の達成、並びに社会に貢献している。

同社は、SDGs で掲げられた 17 の目標のうち、「目標 16: 平和と公正をすべての人に」の達成に向け注力している。

また、2023 年 3 月には、無担保社債 (SDGs 推進私募債、2 本合計で 350 百万円) を発行した。その際、社債の保証を行う銀行を通じて、発行額の一部を SDGs 関連団体や SDGs に積極的に取り組む企業に寄付する仕組みを採用し、SDGs の推進を、金融面でも後押ししている。

◆ 監査等委員会設置会社に移行。

◆ 取締役 6 名のうち社外取締役が 4 名と過半。女性は 1 名 (弁護士)。

◆ 執行役員制度を導入。執行役員 5 名は、全員男性。

◆ 司法サービスのアクセス機会の提供により、SDGs に取り組み社会に貢献。

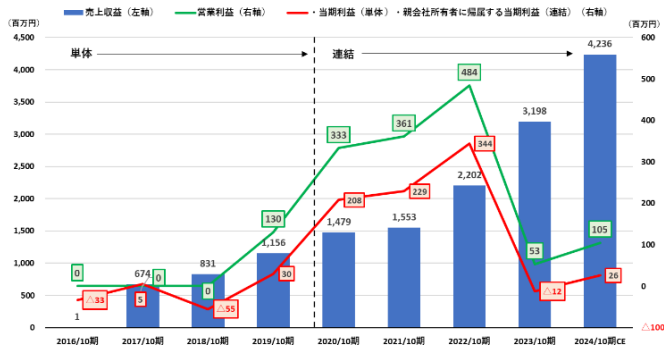
◆ SDGs 推進私募債を発行。

5. 成長の軌跡

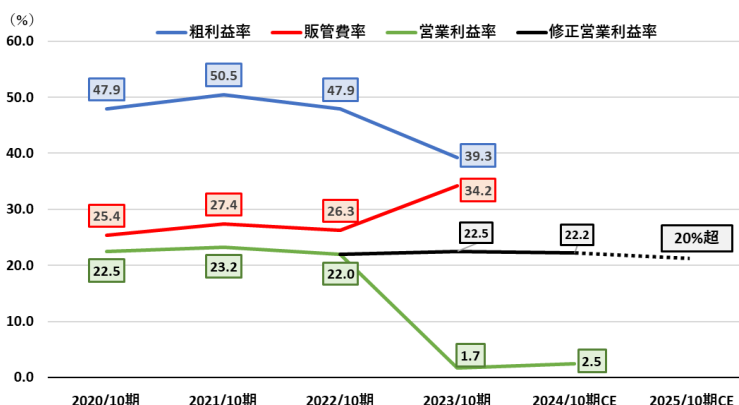
◆ 過去の業績推移

第1期である2016/10期以降の業績の推移は、図表27の通りである(以下、時系列的な業績の補足説明)。

【図表27】会社設立以来の業績推移



【図表28】連結粗利率、販管比率、営業利益率の推移



(出所) 決算短信・有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 2019/10期まで単独決算。2020/10期より連結決算。2018/10期までは日本基準、2019/10期以降はIFRSを適用。CEは会社計画。

修正営業利益率は、営業利益に先行投資額と減損額を足し戻した本来の営業利益。

◆ 会社設立以来、売上収益は過去最高を連続更新中。過去2期間で売上収益は倍増。2022/10期には過去最高益を計上。

◆ 先行投資を足し戻した修正営業利益率は22%前後を維持。

◆ 上場後の3期間とも当初の売上収益は超過達成。

◆ 減損を計上した前期を除き、利益も上方修正。

<連結業績予想の推移>

・売上収益(売上高)は会社設立以降、7期連続で過去最高値を更新中である。なお、2023/10期の売上収益は、2020/10期比で倍増している。また、2019/10期～2022/10期までは、4期連続で増益でもあり、2022/10期には過去最高の利益を計上した(2019/10期までは単独決算、2020/10期より連結決算、2019/10期よりIFRSを適用)(図表27)。

なお、図表28に、同社が連結決算へ移行後の直近4期間の粗利率、販管費率、営業利益率を示した。先行投資負担により、粗利率の低下、販管費率の上昇により、営業利益率が急低下している。しかし、先行投資負担を考慮した修正営業利益率(本来の営業利益率)は、低下せず22%前後を維持している。

<連結業績予想の推移、期初予想との乖離>

上場後の業績データは3期間(2021/10期～2023/10期)と短いですが、参考までに同社による期初発表の業績予想と、その後の修正履歴、実績を時系列に比較し分析した(P27-図表29)。

同期間にわたり、期初予想の売上収益に対し(2021/10期のみ7月に公表)、実績はこれを上回った。利益についても、2021/10期、2022/10期ともに上回ったが、既述のように2023/10期は減損を計上したことにより、

計画を下回った。但し、減損を計上していなければ、利益も計画を上回ったと推測される。

◆配当は計画通りに実施。

配当については、いずれも期初計画、あるいは直前の修正計画から変更はなかった(2022/10期は、期中に初配当を公表)。

2021/10期は、リーガルメディアの堅調な成長に加えて、コロナの悪影響を受けていた派生メディアが予想以上に回復し、売上収益、利益ともに事前予想を上回った。

2022/10期は、新型コロナウイルス感染拡大による影響を考慮し、業績予想を策定していたが、収束に伴い経済の正常化が進んだ。

このためリーガルメディア事業において、顧客数、及び掲載枠数が想定を上回り、かつ派生メディア事業も人材市場の回復を受けて好調に推移した。

この結果、2022年7月に売上収益、利益ともに期初予定を増額修正し、実績はこれをさらに上回った。

2023/12期は、リーガルメディア事業、及び派生メディア事業が期初予想を上回って好調に推移した。

これに加えて、買収した(株)ビッコレを2023年4月より連結化(2023年6月1日付で本社が吸収合併)したことに伴う売上収益の増加の影響を見込み(約+133百万円)、6月に通期の売上収益予想を上方修正した(利益予想は据え置き)。実績は、若干上回った(図表29、P32-図表37)。

◆業績修正は、上期決算発表前後(6~7月)に多い。

因みに直近の2年間において、期中での通期の業績予想に関するアナウンス(一部の項目の修正を含む)は、上期決算の発表前後(6月~7月)に多い。

【図表29】過去の連結決算分析~会社による業績予想の修正履歴と実績値の時系列的比較~

連結	単位:百万円	予想修正日	売上収益		営業利益		税引前利益		親会社利益に帰属する当期純利益(当期利益)		売上収益	営業利益	税引前利益	当期利益	売上収益	営業利益	税引前利益	当期利益	
			予想	実績	予想	実績	予想	実績	予想	実績									期初・修正予想からの乖離率
2016/10期 単体	-	-	-	1	-	非公表	-	-43	-	-33	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017/10期 単体	-	-	-	874	-	非公表	-	77	-	5	-	-	-	-	67300.0%	-	-	-	-
2018/10期 単体	-	-	-	831	-	非公表	-	1	-	-55	-	-	-	-	23.3%	-	-	-98.7%	-
2019/10期 単体	-	-	-	1,156	-	130	-	121	-	30	-	-	-	-	39.1%	-	-	12000.0%	黒字化
2020/10期	-	-	-	1,479	-	333	-	323	-	209	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2021/10期	期初(2021/7)	1,492	1,553	341	381	338	354	222	229	4.8%	5.0%	5.4%	3.2%	5.0%	8.5%	8.5%	8.5%	10.0%	
2022/10期	期初(2021/12)	1,861		408		403	477	276		18.3%	19.2%	18.4%	24.8%						
	修正(2022/7)	2,149		473		467	477	319		2.5%	2.3%	2.1%	7.8%						
	修正(2022/6)配当のみ	2,149		473		467	477	319		2.5%	2.3%	2.1%	7.8%						
	実績(2022/12)		2,202		484		477		344					41.8%	34.0%	34.7%		50.2%	
2023/10期	期初(2022/12)	2,861		80		75		33		11.5%	-33.8%	-42.7%	-						
	修正(2023/6)売上のみ	3,167		80		75		33		0.7%	-33.8%	-42.7%	-						
	実績(2023/12)		3,189		53		43		-12					45.2%	-89.0%	-90.9%		赤字化	
2024/10期OE	期初(2023/12)	4,238		105		100		26						13.2%	12.2%	11.4%		4.8%	
参考: 期初予想と実績を比較した単純平均乖離率(単位:%)、売上収益・利益ともデータのある最長期間により計算(2020/10期~2023/10期) →											11.5%	-2.8%	-6.3%	N.A	30.7%	-15.5%	-15.6%	N.A	
緑のハイライト: 過去最高値	桃色のハイライト: 過去歴代二位	黄色のハイライト: 過去歴代三位	← 全て今期予想を越		連続期初予想に対する上方修正: 下方修正(単位:期) →		3:0	2:1	2:1	2:1	↑ 参考: 各期間の連結単純平均(2021/10期~2023/10期)								

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 上場後の2021/10期以降、連結決算の予想を公表。2024/10期CEは、会社計画(参考値で計算の対象外)。

(注) 利益に関する単純平均値は、「期間損益が赤字化した、あるいは黒字化した期間」を除いて参考までに算出。

6. 業界環境

◆リーガルメディアの市場動向

<弁護士業界・市場>

同社のコアビジネスであるリーガルメディアの顧客である弁護士業界の状況と、同社のポジショニングは以下の通りである。

◆法律事務所のシェアは5.4%。トップクラスの規模。成長余地は大きい。

◆小規模の法律事務所は、広告の出稿ニーズが高く同社に商機がある。

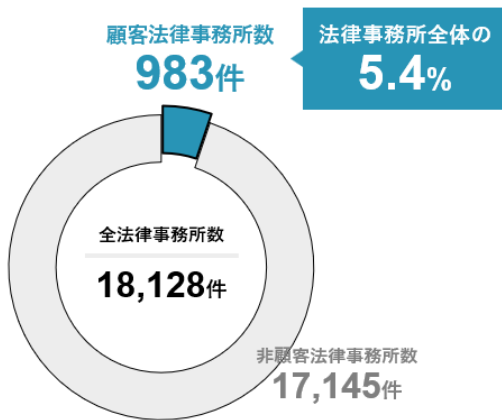
★法律事務所数を基準とする市場シェア

2023/10 期末現在で、同社の顧客である法律事務所数は 983 件であり、日本全国の法律事務所数 18,128 件(日本弁護士連合会「弁護士白書 2022 年版」)の 5.4%を占める(図表 30)。

リーガルメディアはニッチなマーケットではあるが、同社はトップクラスの規模を誇る。現在の市場シェアから判断し今後の成長余地は大きく、少なくとも現状の 3 倍以上のポテンシャルがあると同社では判断している。

同社の顧客である法律事務所は、弁護士数で 1 名から数百名までと規模は幅広い。少人数規模の事務所も多く、IT 知識やノウハウ、人的なりソース面で顧客に対するマーケティング(集客)を、単独では十分にはこなせないことから、同社に広告を出稿するケースが多いと推測される。

【図表 30】法律事務所における同社のシェア

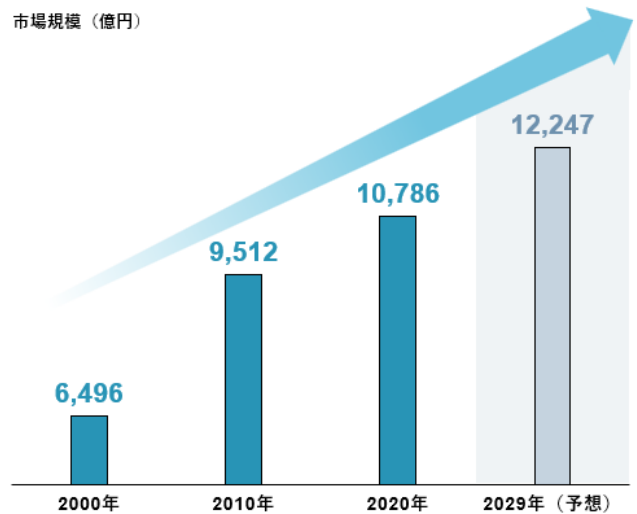


(出所) 図表 30、31: 決算説明資料、及び成長可能性に関する説明資料。
(備考) 元データは、日本弁護士連合会「弁護士白書 2022 年版」。

◆弁護士報酬の市場規模は堅調に増加すると見込まれる。

◆弁護士数は増加傾向、競争は激化する方向。

【図表 31】弁護士報酬の市場規模の推移



★弁護士報酬の市場規模

また、弁護士報酬の市場推定規模は、2020 年が 1 兆 786 億円であり、2029 年には 1 兆 2,247 億円まで、9 年間で+13.5% (年率複利では+1.4%) 増と堅調に推移すると見込まれている(図表 31)。

★弁護士数と競争環境

弁護士数は、2020 年の 42,164 人から 2049 年には 64,307 人まで 29 年間で 52.5% (年率複利では+1.5%) 増加すると見込まれている。

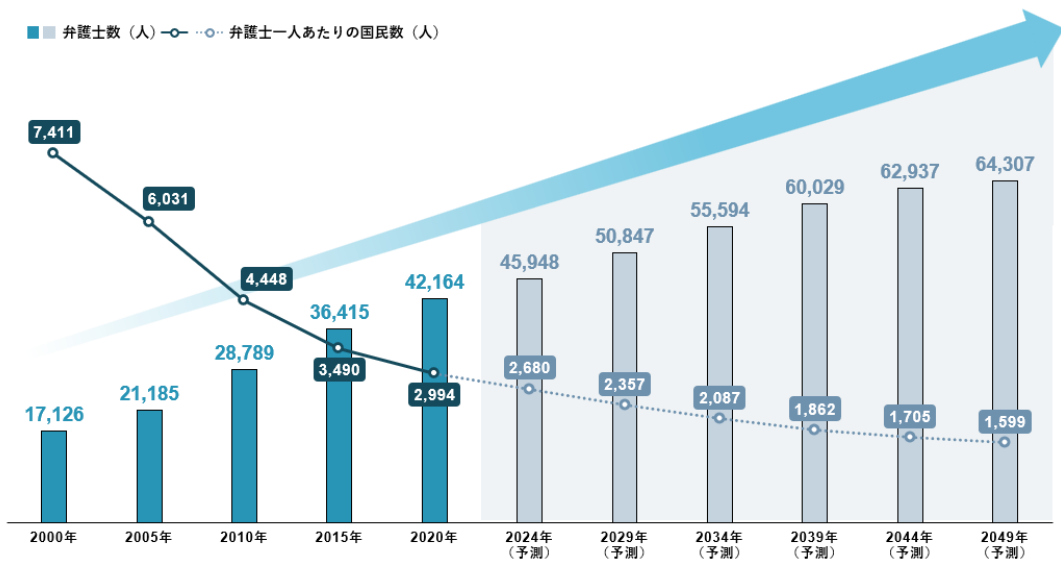
- ◆競争の激化は、顧客獲得を目的とする弁護士からの広告出稿の増加に繋がり、同社には追い風。

日本の人口が減少する中で弁護士数は増加し、弁護士一人当たりの国民数は減少することが予想される(同期間で 2,994 人⇒1,599 人、△1,395 人、△46.6%減)。

弁護士間の競争が強まる結果、顧客への訴求を高める必要があり、弁護士からの広告出稿需要が拡大すると見込まれる(図表 32)。

弁護士の収入環境が悪化するマイナスの要因があるものの、同社にとっては構造的な追い風となる可能性が高い。

【図表 32】 弁護士数と弁護士一人当たりの国民数の推移



(出所) 決算説明資料、及び成長可能性に関する説明資料。

(備考) 元データは、日本弁護士連合会「弁護士白書 2022 年版」、総務省統計局「人口推計」など。

◆HR 事業、派生メディア(キャリアズム関連)の市場動向 ＜人材紹介・業界データ＞

- ◆人材紹介ビジネスは高成長。紹介手数料収入も年率二桁ペースで増加。

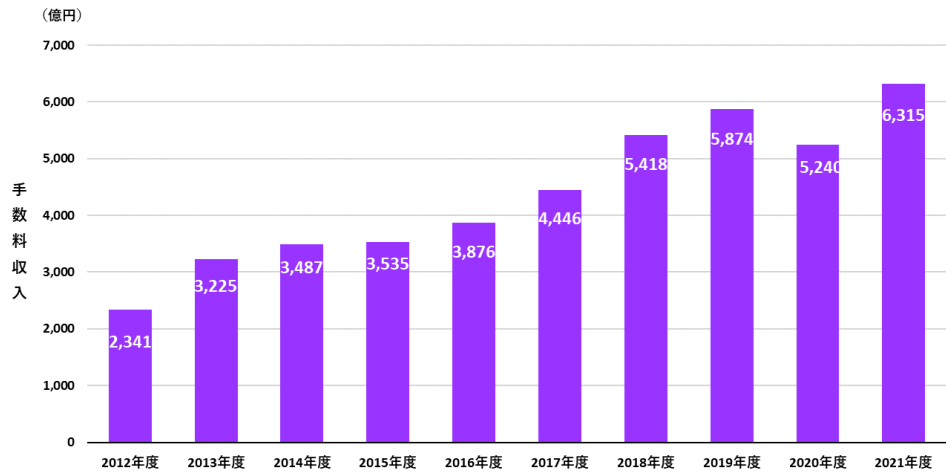
人材紹介ビジネスの市場規模は、2008 年のリーマンショック以後、拡大している。

厚生労働省の「令和 3 年度(=2021 年)職業紹介事業報告書の集計結果(速報)」によると、過去 9 年間で人材紹介事業の手数料収入は、年率平均+11.7%のペースで増加傾向にある(P30-図表 33)。

- ◆転職市場は拡大、有効求人倍率も高止まり。
- ◆人材紹介業者間の競争は激化。

人手不足から有効求人倍率は上昇傾向、あるいは高水準にあり(2023 年 11 月の全国平均:1.28 倍)、人材の流動化・働き方の多様化を背景に、転職市場は拡大している。今後も人材紹介や転職関連ビジネスは成長が見込まれ、これに伴い人材紹介会社(有料職業紹介事業所)の数も増加し、競争は激化している。

【図表 33】人材紹介事業の手数料収入の推移



(出所) 厚生労働省「令和3年度職業紹介事業報告書の集計結果(速報)」(2023年3月発表)より、アルファウイン調査部が作成。

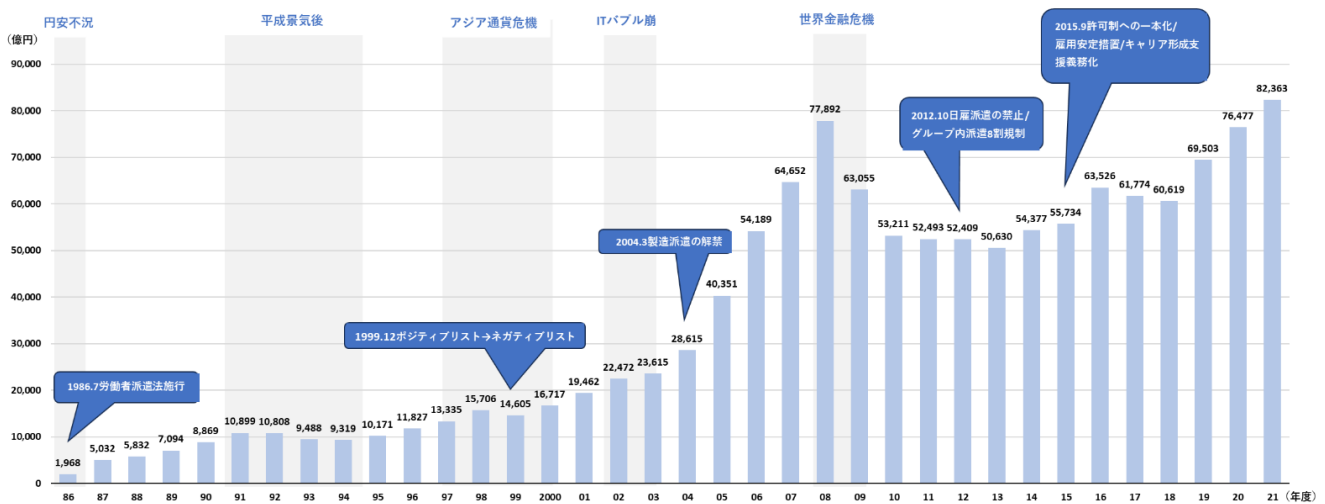
＜人材派遣・業界データ＞

◆人材派遣市場も成長。

経済環境、並びに法改正により、人材派遣市場は影響を受けるものの、厚生労働省「労働者派遣事業報告書の集計結果」によれば、長期的には派遣社員の人数および市場規模(労働者派遣売上高)は増加傾向にある(図表 34)。

また、2023年12月の一般社団法人日本人材派遣協会の労働者派遣事業統計調査によれば、2023年Q3(7~9月)、派遣社員の実労働者総数(四半期平均、実際に働いている人数)は408,843人で、前年同期比+4.7%増、前四半期平均比+0.2%増と足元でも堅調に推移している。因みに、2021年Q2(4~6月)以降、10四半期連続で前年同期を上回っている。また、人手不足を背景に、派遣時給も上昇基調が続いている。

【図表 34】労働者派遣売上高の推移



(出所) 一般社団法人日本人材派遣協会「労働市場・派遣市場の概要 2024年1月」、及び厚生労働省「労働者派遣事業報告書の集計結果」より、アルファウイン調査部が作成。

◆少額短期保険市場は拡大。

(注6) ロングテールニーズ：売れ筋ではないニッチ商品の幅広いニーズ。インターネット販売等において、このニーズに応じて全体の売上を拡大する戦略がある。

◆少額短期保険事業の市場動向

少額短期保険事業は、財務省管轄の登録制であることから、一定の参入障壁がある。同事業を営む会社数は約 120 社あり、そのうち弁護士保険を含む区分である「費用保険・その他」を、メインに取り扱う会社は 27 社ある(2023 年 3 月末時点、出所：一般社団法人 日本少額短期保険協会)。

少額短期保険事業は 2006 年 4 月に改正保険業法が施行され、正式にスタートした比較的新しいビジネスである。ニッチマーケットで多様なロングテールニーズ^{注6}に対応した商品を提供できるため、新規に参入する企業が増加し、価値観やライフスタイルの変化、並びに多様化を背景に市場が成長してきている。

少額短期保険会社の社数、並びに保有契約件数(図表 35)、収入保険料(図表 36)とも、順調に増加している。なお、弁護士保険が含まれる「費用保険・その他」も小規模ながら、過去 5 年間で(保険)保有契約件数は、年率複利換算(CAGR)で+6.9%、収入保険料は同+5.9%と順調に増加している。

因みに、アシロ少短の直近 2 期間(同社決算期 10 月に合わせて集計した 2021/10 期~2023/10 期、各期ともフル稼働期間)の保有契約保険件数は、CAGR+16.3%、売上収益(=収入保険料)で+37.2%と、これらを大きく上回っている。

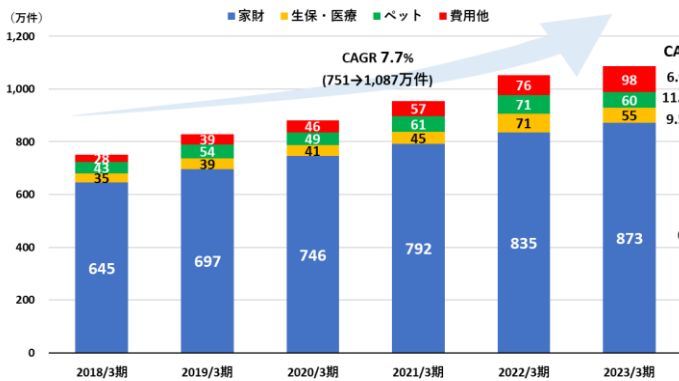
◆15 年間で少額短期保険会社数は約 2 倍、保有契約件数並びに収入保険料は約 3 倍に増加。

因みに過去 15 年間の長期(2008/3 末~2023/3 末)で比較すると、少額短期保険の会社数は約 2 倍、同保険の契約件数、並びに収入保険料はともに約 3 倍に増加している。

なお、収入保険料を基準とすると、「費用保険・その他」区分内では同社は約 0.5%のシェア、少額短期保険協会に加盟する全社の収入保険料に対しては、0.04%のシェアを占める。

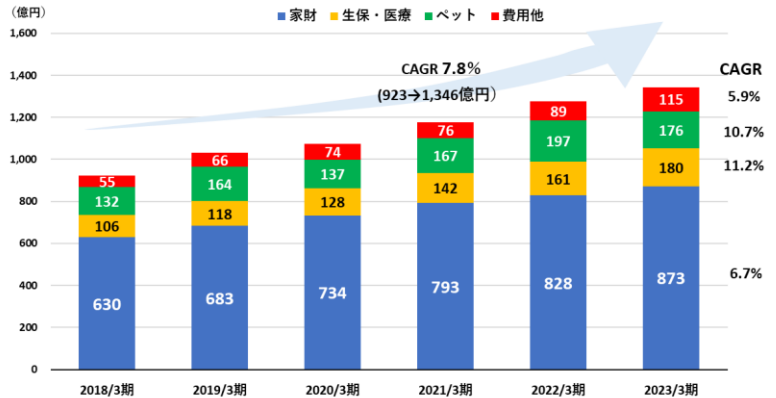
【図表 35】少額短期保険の保有契約軒数の推移

(左：万件、右：CAGR:複利換算の年間成長率)



【図表 36】少額短期保険の収入保険料の推移

(左：億円、右：CAGR:複利換算の年間成長率)



(出所) 図表 35、36 とも一般社団法人 日本少額短期保険協会の資料を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。

7. 前期の決算実績と今期以降の業績見通し

◆ 前期(2023年10月期)の連結決算

<概要>

- ◆ 前期は大幅な増収ながら減益。最終損益は赤字。
- ◆ 配当は期初計画通りに実施、前期比で増配。

2023/10期(前期)の連結業績は、売上収益(売上高)が3,198百万円(YOY +45.2%)、営業利益は53百万円(同△89.0%)、税引前利益は43百万円(同△90.9%)、親会社の所有者に帰属する当期利益(以下、当期利益)は△12百万円(2022/10期は344百万円の黒字)と、大幅な増収ながら減益となった。なお、最終損益は赤字となったが、配当金は期初計画と同額、前期比では増配となった。

【図表 37】 2023/10期・連結業績、予想と実績

決算期 (百万円)	2021/10期	2022/10期	2023/10期						
	実績	前々期実績	期初会社計画 (2022年12月 発表)	修正会社計画 (2023年6月 発表)	2023/10期 前期実績	期初会社計画比 (乖離幅)	期初会社計画比 (達成率)	前年同期比 (YOY:増減幅)	前年同期比 (YOY:増減率)
		A	B	C	D	E=D-B	F=E/B	G=D-A	H=D/A
売上収益	1,553	2,202	2,861	3,167	3,198	337	11.8%	996	45.2%
粗利	784	1,054			1,257			203	19.2%
粗利益率	50.5%	47.9%			39.3%			-8.6%	
販売管理費	426	579			1,094			516	89.1%
販管費率	27.4%	26.3%			34.2%			7.9%	
営業利益	361	484	80	80	53	-27	-33.4%	-430	-89.0%
営業利益率	23.2%	22.0%	2.8%	2.5%	1.7%	-1.1%	-	-20.3%	
税引前利益	354	477	75	75	43	-32	-42.4%	-434	-90.9%
親会社の所有者に帰属する当期利益	229	344	33	33	-12	-45	-	-356	赤字化
配当金	0.00	12.45	13.61	13.61	13.61	0.00	0.0%	1.16	9.3%

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

税引前利益は黒字を計上したのに対して当期利益が赤字となった要因は、法人所得税費用が82百万円発生したためである。親会社単体が黒字で課税される一方、連結子会社が赤字のため平均実際負担税率が高く、連結すると税引前利益が圧縮されて表面的には税負担が重く見える。

- ◆ 期初予想の売上収益を期中に上方修正したがこれをやや上回って着地、過去最高を更新。

なお、売上収益は、同社による期初予想(2022年12月時点)である2,861百万円、並びに修正予想(同年6月時点)である3,167百万円を上回った(図表37)。売上収益は、会社設立以降7期連続で過去最高を更新した(単独決算の時期を含む)。

- ◆ 想定外の減損を計上し、利益は計画を下回る。

一方、期初の予想利益に対し期中に変更はなかったが、実績は計画を下回った。Q3までは年間計画に対して高い進捗率を示していたが、Q4に想定外の減損損失△114百万円(アシロ少短買収にかかるのれんの減損△98百万円、及びHR事業の固定資産:システム開発に関連するソフトウェアの減損△16百万円)を、販管費のその他の費用に計上したことから(IFRS採用のため)、営業利益以降の各利益は計画を下回って着地した。

- ◆ 減損は、主に保険事業ののれんの償却。

減損を計上した要因は、保険の契約件数が想定よりも低調に推移したこと、HR事業において新規事業として検討していたダイレクトリクルーティ

◆のれん残高は微増。

ングサービスを停止したことによる。

なお、アシロ少短ののれんの一部を償却したが、ビッコレの買収により
のれん総額は、前々期末の 1,302 百万円から前期末には 1,340 百万円へ
と増加した。前期末ののれんのうち、約 65 百万円はアシロ少短買収に
関するのれん残高である(詳細は P11 を参照)。

◆増収をコストの増加が
上回り減益。

＜連結営業利益の増減益要因分析＞

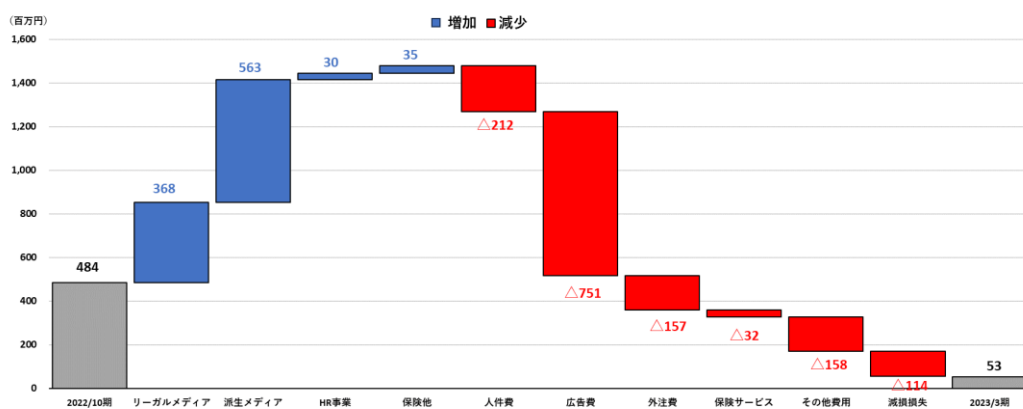
前通期の連結営業利益の増減益要因分析を行った。

売上収益・コストによる損益分析では、リーガルメディア、派生メディアの
増収による増益要因を、広告費・人件費・外注費の増加による減益要因
が上回り、全体では減益となった(図表 38)。

◆HR 事業・保険事業が減
益要因。

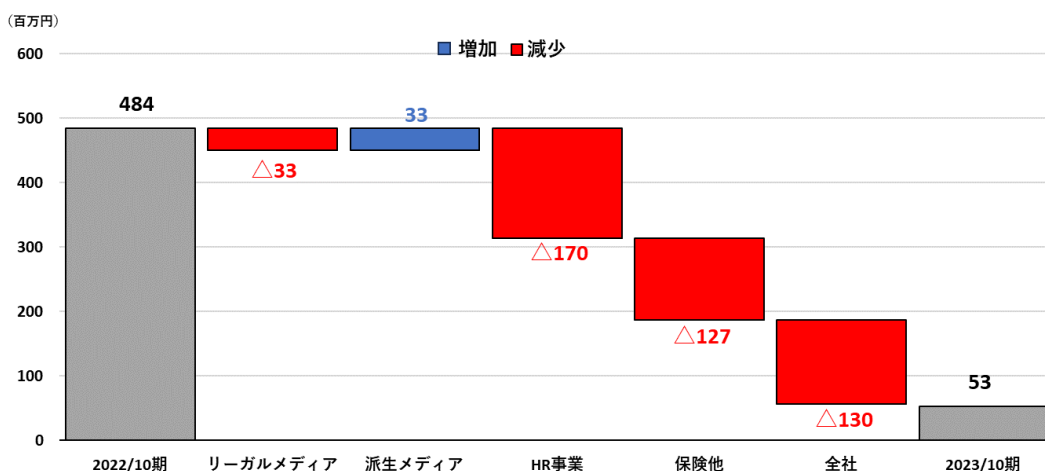
また、事業別の損益分析では、リーガルメディアと派生メディアの増減益
が相殺された一方、HR 事業・保険その他の事業の減益と、全社費用の
増加が減益要因となった(図表 39)。

【図表 38】2023/10 期・営業利益の増減益分析(売上収益・コスト別)



(出所) 図表 38、39 とも、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

【図表 39】2023/10 期・営業利益の増減益要因(事業別)



◆前期は全四半期ともYOY、QOQで増収、毎四半期最高売上収益を更新。

◆月次のストック収益は直線的に増加。順調に積み上がる。

＜四半期単業績の推移＞

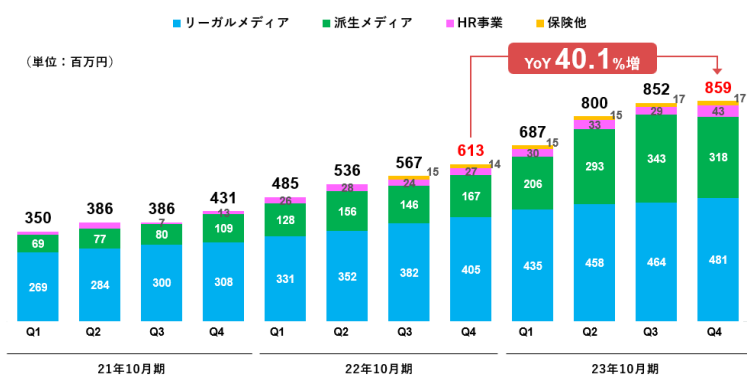
前期は全四半期とも前年同期比(YOY)で増収、かつ直前四半期(QOQ)に対しても増収となった。株式上場後の2021/10期Q3(2021年5月～7月)以降、9四半期連続で過去最高の売上収益を更新した(図表40)。

四半期ベースでもリーガルメディアが安定的に増収となったことに加え、派生メディア、並びにHR事業が増収に寄与したことがその要因である。

なお、月次ストック収益(MRR、リーガルメディアの掲載料収入+保険事業の保険料収入)は、前期比20%以上の増加率で直線的に毎月積みあがっている(図表41)。

【図表40】四半期別・事業別の連結売上収益の推移

【図表41】月次ストック収益の推移



(出所) 図表40, 41とも決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)。

◆コスト増により四半期の営業利益は減益基調。Q4は赤字を計上。

◆但し、先行投資を足し戻した修正営業利益は増益、好調持続。

一方、四半期別の営業利益は、売上収益と真逆の動きとなり、前期の全四半期を通じて、YOY、QOQともに減益となった(P35-図表43)。これは主に、事業拡大に伴う先行投資(広告費・人件費・外注費)を、期を追うごとに増額したためである(P35-図表44)。なお、Q1～Q3までは営業黒字を維持したが、Q4は減損を計上したため赤字となった。

但し、投資額、並びに減損額を除いた(足し戻した)修正営業利益では、従来の実績である22%前後の営業利益率を維持し、実質的には増収により増益となっている(P35-図表43)。

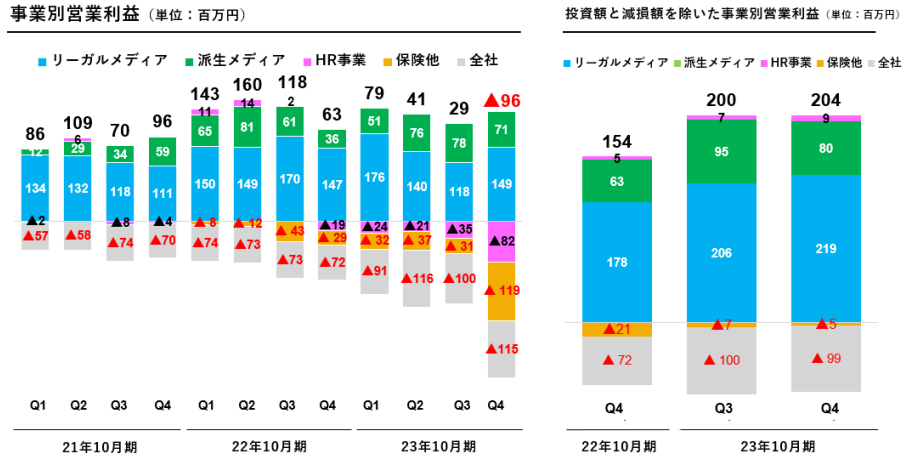
特に、Q4は減損を計上したことから△96百万円の営業赤字となったが、修正営業利益は、204百万円と、前Q4の154百万円と比較すると32.6%の増益、また、直前Q3の200百万円と比較しても微増であり、実質的には損益面でも好調に推移していると考えられる。

◆前期は全四半期とも、リーガルメディアと派生メディアは黒字、HRと保険は赤字。

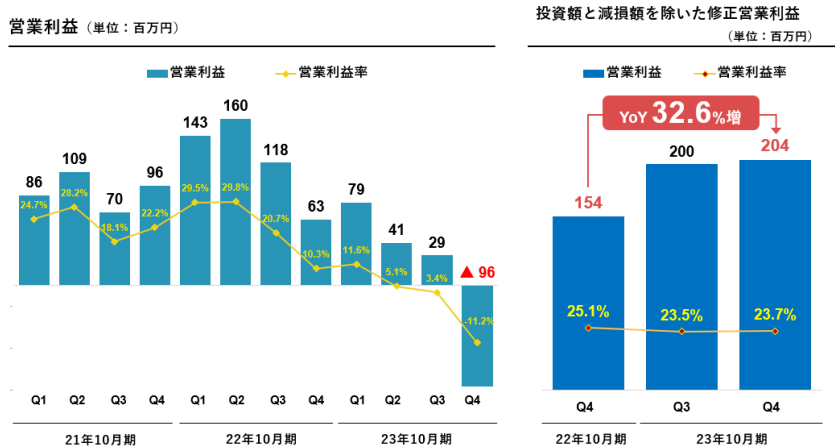
なお、前期の事業別損益を見ると、全四半期ともリーガルメディア、並びに派生メディアは安定的な黒字を計上する一方、HR事業、並びに保険他は、赤字を計上している。

但し、同様に投資額や減損額を戻し入れると、HR 事業は毎期 6~9 百万程度の営業黒字を計上しており、保険その他は、毎四半期△5~△11 百万円程度の小幅な営業赤字に留まっている。

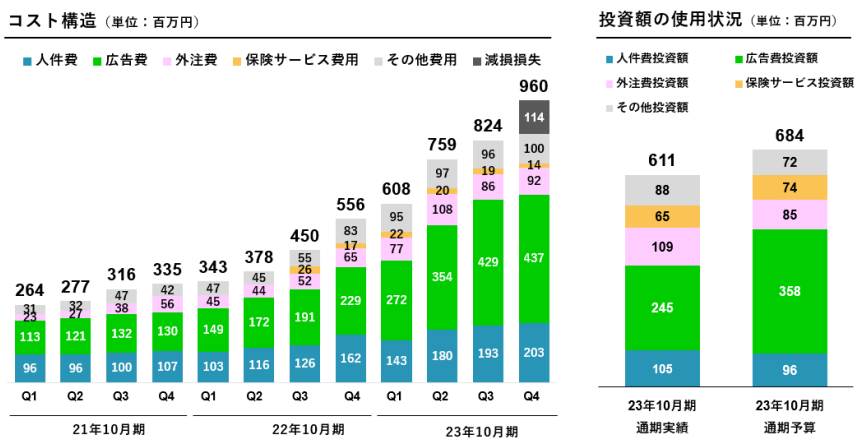
【図表 42】四半期別・事業営業利益の推移



【図表 43】四半期別・実質営業利益と同営業利益率の推移



【図表 44】四半期別・コスト構造と投資額の推移



(出所) 図表 42~44: 決算説明資料、またはこれを一部変更してアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ アシロによる今期(2024年10月期)の業績予想

＜通期業績予想の概要＞

◆ 今期は中計の中間年度、先行投資を継続。

今期(2024/10期)は中期経営計画の中間年度にあたり、前期に引き続き、将来の成長に向けての先行投資期間と位置付けられている。

◆ 同社は増収・微増益・黒字転換を予想。

同社は、今期、売上収益:4,236百万円(YOY +32.5%)、営業利益:105百万円(同+97.8%)、営業利益率:2.5%、(親会社の所有者に帰属する)当期利益:26百万円(前期:△12百万円の赤字から黒字化)、一株当たり配当金は前期比+7.82円増配の21.43円と計画している。

◆ 売上収益は過去最高を連続更新する見込み。先行投資により増益額は小幅。

今期も過去最高の売上収益を連続更新する計画ではあるが、先行投資負担から増益額は小幅にとどまり、過去最高益の更新には至らない。

増収効果によりコストの増加を吸収し、営業利益率は前期の1.7%から今期には2.5%に改善すると予想している。営業利益(YOY +62百万円)・当期利益(同+38百万円)ともに、増益に転じる計画である。

◆ 実質的には、2億円を超える営業増益を予想。

なお、修正営業利益(投資額を足し戻した本来の営業利益)は、前期の721百万円から939百万円と実質的な増益(YOY +218百万円、+30.2%)を予想している。

◆ 上期予想は非公表。

なお、粗利率や販管費率の前提は開示されていない。また、例年通り、今期も上期の業績予想を公表していない。

【図表45】今期の業績予想(会社計画)

単位:百万円、%	2020/10期	2021/10期	2022/10期	2023/10期	2024/10期CE	同左構成比率	増減額YOY	増減率YOY
売上収益	1,479	1,553	2,202	3,198	4,236	100.0	1,038	32.5%
1、リーガルメディア関連事業	1,463	1,497	2,067	2,997	3,864	91.2	867	28.9%
(1)リーガルメディア	1,009	1,161	1,470	1,838	2,211	52.2	373	20.3%
①ストック収入	966	1,108	1,334	1,636				
②フロー収入	43	53	136	202				
(2)派生メディア	455	336	597	1,159	1,653	39.0	494	42.6%
2、HR事業	15	56	106	136	290	6.8	154	113.2%
3、保険事業	-	0	27	64	82	1.9	18	27.2%
売上総利益	709	784	1,054	1,257	1,665		408	32.5%
(対売上収益比)	47.9%	50.5%	47.9%	39.3%	39.3%			
販管費及び一般管理費	376	426	579	1,094	1,567		473	43.2%
(対売上収益比)	25.4%	27.4%	26.3%	34.2%	37.0%			
営業利益	333	361	484	53	105		52	97.1%
1、リーガルメディア関連事業	583	628	860	859				
(1)リーガルメディア	462	494	616	583				
(2)派生メディア	122	134	244	276				
2、HR事業	-13	-8	7	-162				
3、保険事業			-63	-217				
調整値	-237	-259	-291	-424				
営業利益率	22.5%	23.2%	22.0%	1.7%	2.5%			
1、リーガルメディア関連事業	39.8%	42.0%	41.6%	28.7%				
(1)リーガルメディア	45.8%	42.5%	41.9%	31.7%				
(2)派生メディア	26.8%	39.9%	40.9%	23.8%				
2、HR事業	-86.7%	-14.3%	6.6%	-119.1%				
3、保険事業			-233.3%	-336.6%				
税引前利益	323	354	477	43	100		57	131.3%
(対売上収益比)	21.9%	22.8%	21.7%	1.4%	2.4%			
親会社の所有者に帰属する当期利益	208	229	331	-38	26		64	黒字転換
(対売上収益比)	14.1%	14.7%	15.0%	-1.2%	0.6%			
配当金(円)	0.00	0.00	12.45	13.61	21.43		7.82	57.5%

(出所) 決算短信、決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成。

＜事業別売上収益予想＞

- ◆ 全 4 事業とも 20%を超える高い増収率を計画。
- ◆ リーガルメディアは約 20%の安定成長を予想。
- ◆ 派生メディアの増収寄与が最大となる見込み。
- ◆ HR 事業の売上収益は倍増を計画。
- ◆ 保険も代理店経由の契約により増収の見込み。
- ◆ 事業別の損益予想は非開示。

今期も、全 4 事業とも二桁の増収を計画している(図表 46)。メインのリーガルメディアは規模の拡大とともに増収率がやや低下しているものの、顧客の新規開拓、CS 体制の強化による解約率の低減により、売上収益は前期の 1,838 百万円から今期は 2,211 百万円へと、前期比+20.3%の安定成長を見込んでいる。増収額(YOY+373 百万円)は、全体の増収額の 35.9%を占め、派生メディアに次ぐ寄与を見込んでいる。

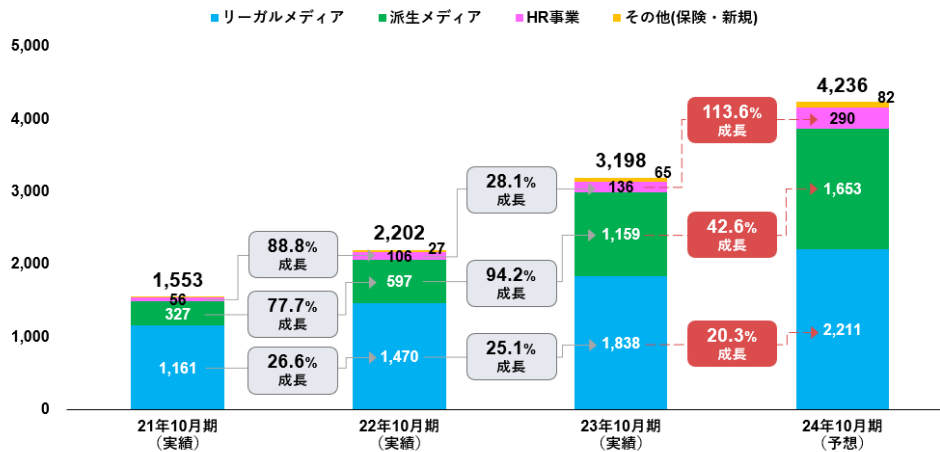
派生メディアも同順に 1,159 百万円から 1,653 百万円へと前期比+42.6%の高い増収率を見込む。増収額(同+494 百万円)は 4 事業内では最大となり、全体の 47.6%を占める。キャリアズムの成長が牽引する見通しである。

HR 事業は、売上収益が 136 百万円から 290 百万円へと倍増する(同+113.6%)計画である。増収率は 4 セグメント内で最大で、増収額(同+154 百万円)は全体の 14.8%を占める。新規登録者数が急増しており、コンサルタントの増員・体制強化により、成約率を引き上げ増収を見込む。

その他(保険・新規)は売上収益額が小さいが、代理店契約を進め拡販により、65 百万円から 82 百万円へと増収(YOY +17 百万円、+26.2%)を見込む。なお、事業別の損益動向の予想は開示されていない。

【図表 46】事業別売上収益の推移と今期の予想(会社計画)

売上収益予想(単位:百万円)



(出所)決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)

- ◆ 今期の投資は前期比で約+2 億円、3 割強の増額を計画。
- ◆ 人件費と広告費を中心に積極的に投資。

＜事業別投資予定額＞

全社ベースの投資額は、前期の 611 百万円から今期には 833 百万円へと、前期比+222 百万円、+36.3%の増加を予定している。来期中の計目標達成に向け、積極的な投資を継続する(P38-図表 47)。

項目別では、人件費と広告費を中心に増額する予定である。広告費は

認知度の向上を目的に 331 百万円(投資額の 39.7%)を予定し、前期比で+86 百万円、+35.1%の増加となる。

同様に人件費の投資額は、人員体制強化を目的に 189 百万円(投資額の 22.7%)を予定し、前期比で+84 百万円、+84.8%の増加を計画する。

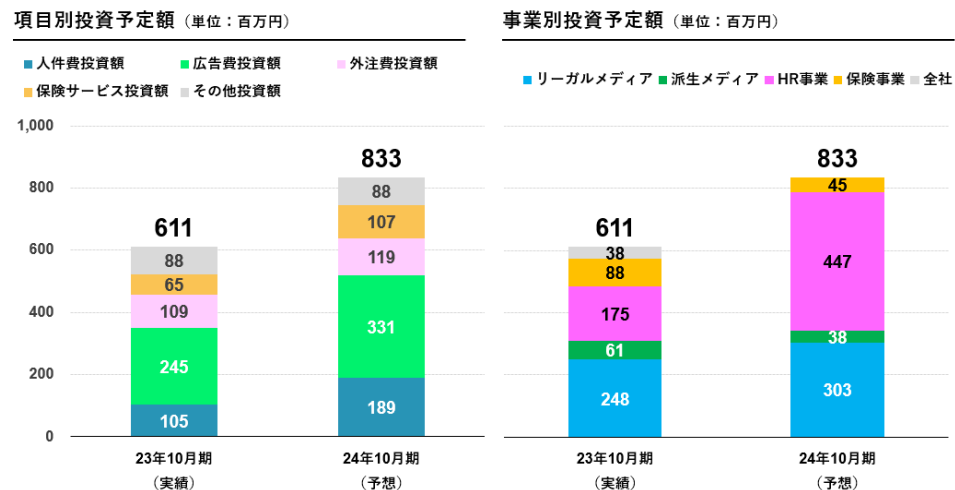
- ◆事業別では HR 事業の人材紹介事業の拡大に向けて人的投資と広告投資を強化。

事業別では保険事業や全社ベース(M&A 関連費用)での事業投資が減少する。一方、HR 事業では前期 175 百万円の投資に対し、今期は 447 百万円と大幅な増加を予定し(前期比+274 百万円、+55.4%)、今期の投資予定額の 53.7%を占める。主に人材紹介事業の増収と、人材派遣の立ち上げに向けた投資を計画している(図表 48)。

- ◆リーガルメディアにおける投資も 2 割強増額予定。

リーガルメディアでも 248 百万円から 303 百万円へと、前期比+55 百万円、+22.2%の増額を予定している。同事業の予定増収率(YOY+20.3%)と同水準の投資となる。新サービス開発のための広告費・外注費、認知度向上に向けた広告費の投資が主なものである。

【図表 47】投資計画(会社計画)



(出所) 図表 47、48 とも、決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)

【図表 48】事業別投資予定の主な内容

事業	投資予定額	主要投資予定内容
リーガルメディア	303百万円	・新規サービス開発に向けた、広告費や外注費への投資 ・「ベンナビ」の認知向上に向けた、広告費への投資 ・販促・顧客満足度向上に向けた、広告費や外注費への投資
派生メディア	38百万円	・新規サービス開発や既存サービスに向けた、外注費への投資
HR事業 (人材紹介)	380百万円	・人員体制の強化に向けた、人件費や採用費への投資 ・管理部門転職サービス「BEET」の認知向上に向けた広告費への投資
(人材派遣)	67百万円	・派遣人材の獲得に向けた、採用費への投資
保険	45百万円	・保有契約件数の増加に向けた、広告費や代理店手数料への投資

◆ アルファ・ウイン調査部による今期以降の業績予想

＜今期の業績予想＞

◆ 今期の会社予想は、概ね妥当で達成可能と判断。

当調査部では、今期の会社計画(売上収益や利益率)の前提は、過去の実績と足元の状況を勘案し、概ね妥当なものであると考えている。コストコントロールを適正に行えば目標利益の達成は可能と判断し、会社計画とほぼ同額を予想している。

売上収益を 4,250 百万円(会社計画比+14 百万円)、営業利益を 120 百万円(同+15 百万円)、当期利益を 30 百万円(同+4 百万円)、配当は会社計画と同額の 21.43 円と予想した。

◆ 足元も好調持続、コストコントロールの余地があり、目標利益の創出は可能。

理由は以下の通りである。

- ・足元の業況は、全般的に好調を継続していると考えられる。
- ・リーガルメディアは、内需のストック型のビジネスモデルであり、安定性と継続性が高いため、確度の高い増収が見込める。毎月公表される掲載顧客数(KPI)は、今期に入り 11 月、12 月ともに前年同月比で+25%以上の増加を維持している。
- ・また、派生メディア(キャリズム等)での問い合わせ数、HR 事業で新規登録者数など主要な KPI も好調に推移している模様である。
- ・全社で前期比+30%の増収率は、過去、並びに足元の状況から判断して、やや保守的と思われる。但し、増収額は+1,038 百万円(前期は+996 百万円の増収)を見込んでおり、大きな違和感はない。
- ・各種のコストの上昇が懸念されるが、利益水準を達成するために投資や費用の予算執行を調整できるとと思われる。

【図表 49】中期の業績予想(当調査部予想)

単位:百万円、%	2022/10期	2023/10期	2024/10期CE	2024/10期:E	2025/10期中計	2025/10期:E	2026/10期E
売上収益	2,202	3,198	4,236	4,250	5,500	5,600	7,280
リーガルメディア関連事業	2,067	3,000	3,864	3,880		5,100	6,550
リーガルメディア	1,470	1,838	2,211	2,230		2,700	3,350
派生メディア	597	1,159	1,653	1,650		2,400	3,200
HR事業	106	137	290	290		400	550
保険事業・その他(新事業)	29	64	82	80		100	180
売上総利益	1,054	1,257		1,500		2,250	2,900
(対売上比)	47.9%	39.3%		35.3%		40.2%	39.8%
販管費及び一般管理費	579	1,094		1,380		1,150	1,750
(対売上比)	26.3%	34.2%		32.5%		20.5%	24.0%
営業利益	484	53	105	120	1,100	1,100	1,150
(対売上比)	22.0%	1.7%	2.5%	2.8%		19.6%	15.8%
税引前利益	477	43	100	110		1,090	1,130
(対売上比)	21.7%	1.4%	2.4%	2.6%		19.5%	15.5%
親会社の所有に帰属する当期利益	331	-38	26.0	30		650	680
(対売上比)	15.0%	-1.2%	0.6%	0.7%		11.6%	9.3%
売上収益(YOY:伸率)	41.8%	45.2%	32.5%	32.9%	29.8%	31.8%	30.0%
リーガルメディア関連事業	38.9%	45.1%	28.8%	29.4%		31.4%	28.4%
リーガルメディア	26.6%	25.0%	20.3%	21.3%		21.1%	24.1%
派生メディア	82.6%	94.1%	42.6%	42.4%		45.5%	33.3%
HR事業	89.3%	29.5%	111.2%	111.2%		37.9%	37.5%
保険事業・その他(新事業)	-	122.3%	27.2%	24.1%		25.0%	80.0%
売上総利益率(前期との差異)	-2.6%	-8.6%	-	-4.0%		4.9%	-0.3%
販管費及び一般管理費(伸率:YOY)	36.0%	89.1%	-	26.1%		-16.7%	52.2%
営業利益(伸率:YOY)	34.0%	-89.0%	97.8%	125.3%	947.6%	816.7%	4.5%
税引前利益(伸率:YOY)	34.7%	-90.9%	130.2%	154.4%		890.9%	3.7%
親会社の所有に帰属する当期利益(同上)	44.6%	赤字化	黒字化	黒字化		2066.7%	4.6%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

◆リスクは、新事業の業績動向、減損などだが限定的と思われる。

◆来期は、中計の最終年度で利益創出期。売上収益 55 億円超、営業利益 11 億円超 (営業利益率 20%) の達成を目指す。

◆来期の業績計画は、達成可能と予想。

◆来期・来々期とも、増収・増益・増配を予想。

◆来々期は、新中計の初年度にあたるため、成長に向けた先行投資を再開する可能性も。

一方、業績面でのリスク要因は、新規事業 (HR、保険) の業績が想定を下回ること、検索アルゴリズムの変更による売上収益への影響、のれんの減損による利益の圧迫、新たな M&A による関連コストの増加などであるが、影響は限定的であると思われる。

<来期 (2025/10 期) の業績予想>

中期経営計画において最終年度となる 2025/10 期を、利益創出期間と位置付けている。売上収益 55 億円超、営業利益 11 億円超 (営業利益率 20%) の達成を目指している (詳細は後述、P42)。

これまでも年率 30% 超の増収率を目標として掲げ、成長に向けて積極的に投資を行ってきた。しかし、来期は、一旦、先行投資を減速し、投資家に同社の本来の収益力を示したい意向である。

前々期+42%、前期+45%の増収率 (YOY) の実績に対し、今期は +32.5%、来期は+29.8%を計画しており、これまでの実績から判断して、やや保守的な予想であると思われる。

また、営業利益率 20%も 2021/10 期~2023/10 期の先行投資を考慮した実質的な営業利益率が 20%を超えていることから (今期は 22.2%の見込み、P26-図表 28)、投資、並びにコストコントロールを適正に行えば、来期の計画も達成可能な目標数値であると当調査部では考えている。

当調査部では来期の売上収益を、会社計画を 100 百万円上回る 5,600 百万円 (今期の当部予想比+31.8%) と予想した。リーガルメディアの安定成長、派生メディアの続伸、HR 事業の人材派遣事業の本格的な寄与を前提とした。

営業利益率は同社目標の 20%とほぼ同じ 19.6%を見込み、営業利益を会社計画と同額の 1,100 百万円 (同+816.7%)、当期利益を 650 百万円 (同+2,066.7%) と予想した。

以上の予想を前提に、従来通りの配当性向 30%を適用すると、配当金は 26.96 円となり、今期計画 21.43 円から 5.53 円 (+25.8%) の増配となる。

<来々期 (2026/10 期) の業績予想>

来々期も引き続き前期比+30%の増収を見込んだ。但し、一旦、来期に休止する予定である先行投資を再開するか否か、またその水準により、収益は大きく影響を受ける。

同社は、長期経営計画の中で早期に売上収益 100 億円の達成を目指しており、内部での新サービスの開発・育成に加えて M&A を含めた事業投資を再開すると当調査部では考えている。

◆ 来々期は、増収ながら
先行投資の再開から、
5%前後の微増益を予
想。

◆ 中長期の増収率は当面
30%を継続すると予
想。

来々期は新中計の初年度となり、増員や従業員教育、認知度向上のための広告宣伝の再強化、新ビジネスへの展開、M&A等の成長に向けた先行投資を積み増し、一定程度、増減益要因が相殺される可能性がある。

従って当調査部では、売上成長率を下回る前期比5%前後のEPS成長を予想している。増益に伴いわずかではあるが、増配が期待される。

当調査部では、2026/10期の売上収益を(当調査部予想の前期比、以下同様)+30.0%増収の7,280百万円と予想した。

なお、営業利益率はやや低下すると想定し(15.8%、前期比△3.8ポイントの低下)、営業利益を1,150百万円(同+4.5%)、当期利益は680百万円(同+4.6%)と微増益を見込んだ。

これに伴い、配当金を28.21円/株(前期比で+1.25円の増配)と予想している。

<中長期利益の成長率予想>

経営上の優先目標の設定、コストコントロールや投資と利益のバランスの考え方などの経営方針に、利益水準は依存する。

当面、同社が事業ドメインとする市場の開拓余地は大きく、年率30%前後の増収率の維持と一定の利益率の確保は可能と思われ、当調査部では増収増益基調が続くと考えている。

規模拡大に向けた先行投資の再開や、新規事業の立ち上げ負担により営業利益率は低減し18%前後で推移するとの前提を置いた。

好業績、増益を背景に、継続的な増配が期待される。

8. 成長戦略

◆ 中期経営計画の概要と進捗状況

- ◆ 中計では、第3・4の柱として、HRと保険・新事業を育成・拡大する計画。
- ◆ 「マーケティングを競争力の源泉とする事業創造会社」を目指す。

同社グループは、2023/10期(前期)から2025/10期(来期)にわたる3期間の【中期経営計画】を公表している。

<中期経営計画における方向性と各事業の目標>

リーガルメディア、派生メディアの現在の2つの柱を拡大することに加えて、HR事業を第3の柱として確立するとともに、保険・新規事業において第4の柱の創出を目指している(図表50)。

また、これまで法律領域を中心に成長してきたが、今後はより大きい市場に進出し続け、永続的に成長するために、「法律領域に専念する会社」ではなく、「マーケティングを競争力の源泉とする事業創造会社」となることを目指している。現時点では具体的な開示はないが、新事業分野を中心に、シナジーが見込まれるM&Aも積極的に実施すると思われる。

<現行の中期経営計画における数値目標と進捗状況>

目標とする経営指標としては、中計の最終年度となる2025/10期を利益の創出期間と位置づけ、売上収益55億円超(参考、2024/10期計画:42億円)、営業利益11億円超(同105百万円)を設定している(図表51)。

なお、現行の中期経営計画では、年率30%超の売上成長率を目標としてきた(これまで継続的に超過達成)。特に前期はこれを大きく上回る45%の増収を遂げ、今期も32%の増収を計画している。

利益に関しても、投資額を考慮した本来の営業利益(修正営業利益)は増益基調で、計画線にあると思われる(図表52)。

過去の営業利益率は、2019/10期22.0%、2020/10期22.5%、2021/10期23.2%、2022/10期22.0%、2023/10期(前期)1.7%と推移した。今期計画2.5%に対し来期の目標は20%以上である。しかし、修正営業利益率は2023/10期22.5%、2024/10期22.2%(同社予想)と実質的に20%を上回っており、来期の目標も達成可能と考えられる(P26-図表28)。

【図表50】中計における各事業の目標



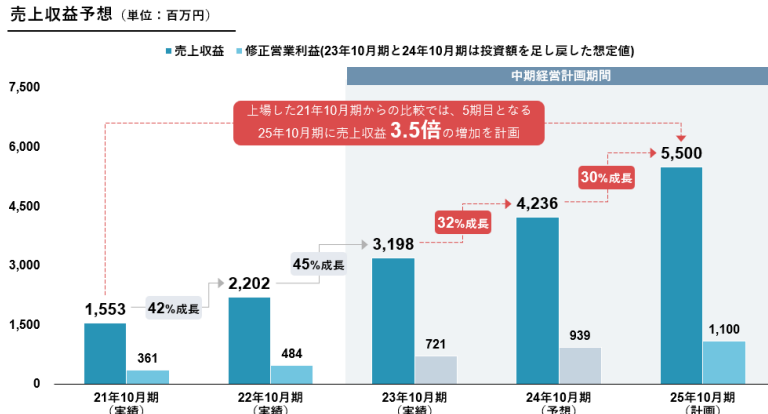
【図表51】来期の業績予想
(中期経営計画の最終年度)



(出所) 図表50~52: 決算説明会資料、一部を当部が変更。

- ◆ 中期経営計画の業績目標に対する進捗は、投資額を考慮すれば利益も順調に推移。

【図表52】中期経営計画の進捗状況(実績と目標) 単位: 百万円



因みに、2022年7月に発行した取締役、執行役員、従業員向けのストックオプションでは、上記の売上収益、かつ営業利益の目標を、来期(2025/10期)、または来々期で達成することが行使条件となっている。

◆ 長期の経営目標

- ◆ 現中計後も年率 30%超の成長により早期に売上収益 100 億円を目指す (2028/10 期)。

現在の中計後も、「年率 30%超の売上収益の成長を継続し、最速で売上収益 100 億円を目指す」方針である。

同社の開示資料によれば、2028/10 期には売上収益 100 億円に到達することになる(図表 53)。

- ◆ 売上収益 100 億円達成時に、営業利益率 18%前後を確保できれば、株価指標は割安。

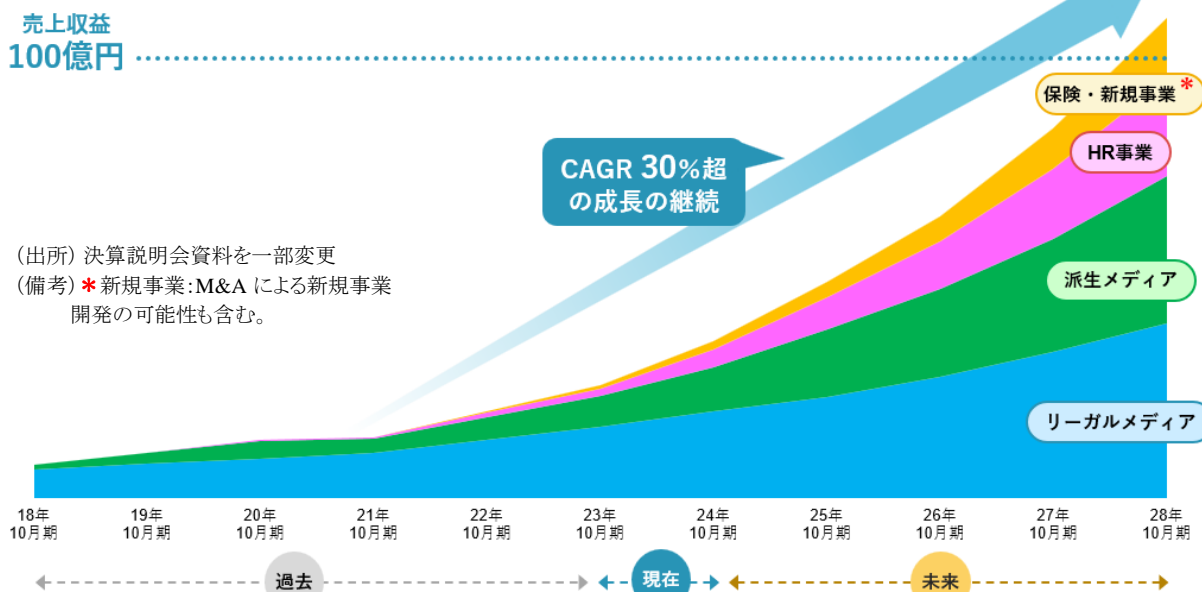
中計の最終目標(来期)を基準とし、各事業の拡大により売上収益の増加率を、会社の想定通り年率 30%(超)と仮定すると、2027/10 期の想定売上収益は 93 億円(=2025/10 期の予想売上収益×(1.3)²=55 億円×1.3 倍×1.3 倍)、2028/10 期には 121 億円(=93 億円×1.3)に達する。

なお、売上収益 100 億円に到達した際の営業利益率の目標は公表されていない。先行投資の再開による負担から同率は 20%を下回り、18%前後が現実的なターゲットと当調査部では推定している。営業利益を 18 億円、実効税率を 39%とすれば、当期利益は 11 億円、EPS で 152.1 円と推計され、現株価では PER 5.0 倍となる。配当性向を 30%と仮定すれば、配当金は 45.6 円、配当利回りは 6.0%と試算される。

- ◆ 中長期では、株価の上昇余地はある。

同社の妥当 PER を、現時点での東証プライム全銘柄平均と同等の約 15.9 倍と仮定し、2028/10 期の推定当期利益(11 億円)を基準に試算すると、将来の同社の時価総額は 175 億円となり、理論上、現在の約 55 億円の 3.2 倍となる。

【図表 53】長期の経営目標 (会社計画：売上収益のイメージ)



9. アナリストの視点

◆ アシロの強みと課題

- ・強みは、WEB マーケティング力、ストック型ビジネスであるリーガルメディアの安定した事業基盤と収益力、並びに関連事業の成長性、社長の強いリーダーシップ、積極的な事業展開。
- ・企業規模が小さく特定人物・事業に対する依存度が高いことと、認知度の向上が課題。
- ・のれんの減損や検索アルゴリズムの変更、システムトラブルが潜在的なリスク。

同社の SWOT 分析の結果を、図表 54 にまとめた。以下が主要なポイントである。

- ・WEB マーケティング力とノウハウ、リーガルメディアではニッチ分野における大手で顧客基盤や競争力・収益力・知名度を有していること、安定性と継続性の高いストック型のビジネスモデルを採用していること、法律事務所を中心とする既存のネットワークを活用し、新規の関連事業分野でも高い成長ポテンシャルを有していること、社長の強いリーダーシップとベンチャースピリッツ(迅速で積極的な事業展開)が強みである。
- ・一方で、企業規模が小さく、社長への経営依存度、並びにリーガルメディアへの収益依存度が高いこと、認知度の向上、新規分野での損益の改善が課題である。
また、事業の収益力低下に伴う減損(のれんの償却等)やコストの上昇、大手の検索サイトにおけるアルゴリズムの変更によるユーザー獲得への影響、システムトラブル、個人情報漏洩が潜在的なリスクと考えられる。

【図表 54】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・主力事業のリーガルメディアは参入障壁が高く、知名度と信頼性がある。 ・法律事務所との取引実績、ネットワーク(約千件)。 ・WEBマーケティング力と蓄積されたノウハウ。 ・リーガルメディア、保険、人材派遣は、継続性と安定性が高いストック型のビジネスモデル。 ・直販体制を生かしたカスタマーサクセス(顧客満足度の把握、改善策の提案)の充実。 ・リーガルメディアでは法律事務所を主な掲載単位としておりARPUが高く、差別化・競争優位性の確立に収益金を投資できる。 ・創業社長の強いリーダーシップ、迅速な意思決定、新分野・成長分野に挑戦するベンチャースピリッツ。
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・社長や特定分野(リーガルメディア事業)に対する依存度が高い。 ・業歴が浅く、組織が小規模・未成熟。 ・専門性の高い人員不足(人材の確保・定着・育成)。 ・先行投資負担や大型企業買収に伴う資金調達力。
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・リーガルメディア分野での成長ポテンシャルが高い(弁護士数の増加等による市場拡大)。 ・保険(新商品の販売、代理店制度の活用)、新サービス・新領域への展開(M&Aや提携による事業拡大とシナジー)。 ・人材の流動化・人員不足を背景とした人材紹介・人材派遣市場の成長と関連ビジネスの拡大。 ・既存のネットワークを活用したアップセル・クロスセル。
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・競争の激化、ライバルの出現による競争力の低下。技術革新による既存サービスの陳腐化・ニーズの減少。 ・検索サイトのアルゴリズムの変更による収益機会の低下。 ・情報管理・情報漏洩リスク。システムトラブル。 ・人件費や広告費などのコスト上昇。事業の収益力低下に伴う、のれん等の減損リスク。 ・自然災害、パンデミックによる経済活動・人流の停止や減速(拠点が実質的に東京本社に一極集中、全事業への影響)。

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 株主還元

- ・初配当を実施後、増配傾向。配当による株主還元を重視。

同社は、創業以来、2021/10 期まで無配であったが、2022/10 期に初配当を実施し、その後は増配傾向にある(期末に年間 1 回の配当を行う)ことを基本としている。

株主優待制度はなく、株主還元においては配当を重視している。

◆実質的な利益に対する連結配当性向 30%が配当方針。

◆今期も連続増配を予定。

◆今期の予想配当利回りは 3.0%。DOE は高水準で上昇傾向。

◆今後も増配余地は大きい。また株価水準により、自社株買いや株式分割も期待される。

2022/10 期、2023/10 期は、先行投資により利益が圧縮されているため、売上収益に先行投資前の本来の営業利益率である 20%を乗じ、実効税率を 39%、連結配当性向を 30%とし、配当額を決定している。今期予想の配当金は 21.43 円と、前期の 13.61 円から+7.82 円の増配を予定している。

上記を考慮しない連結配当性向(実績)は、2022/10 期に 24.9%、2023/10 期は赤字の為、計算不能であり、今期は 596.9%を見込んでいます。戦略的な投資を行い必要な内部留保を確保した上で、連結配当性向を基準とし、今後も安定的、継続的な配当を行う方針である。

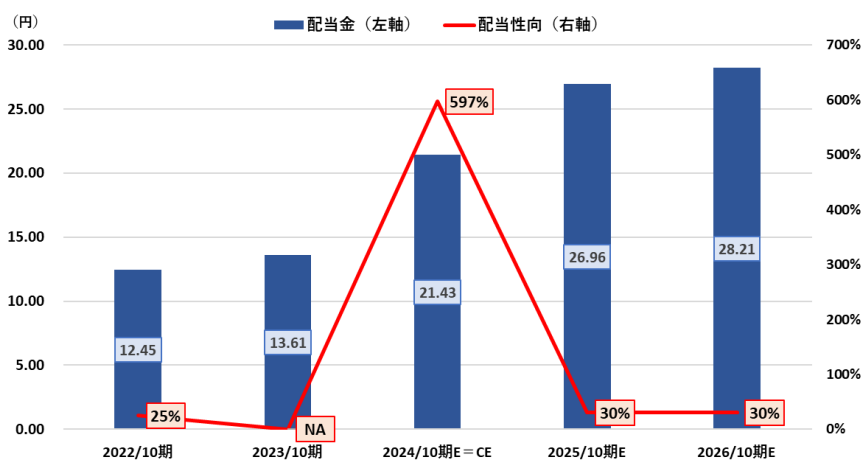
配当利回りは、前期実績で 1.8%、今期の会社計画では 2.8%を見込んでいる(株価:2024 年 1 月 26 日終値 755 円を基準)。

なお、親会社所有者帰属持分配当率(連結 DOE)は、前々期実績 3.6%、前期実績 4.4%、今期予想(会社予想を基準として当部が試算) 7.1%と、一般的な目安の 2.5%を大きく上回り、上昇傾向にある。今後も単年度では業績変動が予想されるため、投資余力や財務健全性を考慮した上で、DOE を重視した安定配当を行うことも検討の余地がある。(図表 55)

株式上場後に株式分割を行っていないが、直近では 2022 年 12 月から 2023 年 4 月に約 448 千株、3 億円の自己株式を取得し、全数を株式消却した(消却前の発行済株式総数に対する割合 5.75%、2021 年にも 1 億円の自己株式を取得)。

当調査部では、中期的に増収増益基調を予想しており、現在の連結配当性向や DOE を維持するとしても、増配の余地が大きいと判断している。加えて、株価水準によっては自社株買い、あるいは株式分割などの株主還元強化も期待される。

【図表 55】配当金と配当性向の推移



(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。CEは会社計画、Eは当部予想。

◆ 株価水準と株価に影響を与えるファクター

＜パフォーマンス＞

◆ 上場以降の約 3 年半では、TOPIX をアンダーパフォーム。

図表 56 に、上場以降の約 3 年半にわたる同社の株価、TOPIX 及び同業他社の株価を示した(同社の上場初日の終値を起点ゼロとして作成)。

◆ 同業・類似会社の 5 社内では、パフォーマンスは中位。

この間、同社の株価は TOPIX をアンダーパフォームしている。一方、同業・類似会社 5 社での比較では、中位にある(弁護士ドットコム、ココナラに対しては、アウトパフォーム)。

◆ 小型成長株であるため、株価のボラティリティは高い。

同社は小型の成長株であるため、やや流動性が低く(P47-図表 57) 株価の変動率が高い。(上場来の高値:2021 年 7 月 20 日 1,515 円、同安値:2022 年 2 月 24 日 535 円、参考:公開価格 1,160 円、上場日 2021 年 7 月 20 日の初値 1,480 円、同日終値 1,239 円)。

◆ 基本的に株価は業績のモメンタムに連動する傾向。

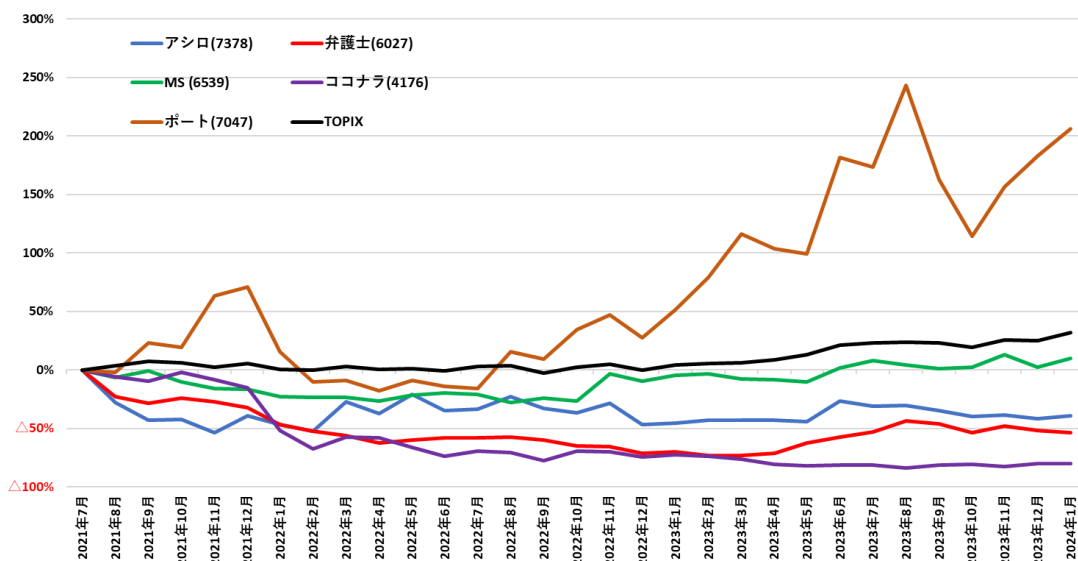
なお、同社の株価は、基本的に業績のモメンタム(増減益)を反映し、推移してきたと思われる。

前期は減益予想の発表を機に、株価は一旦、弱含んだが、上方修正発表を受けリバウンドした。

◆ 株価はボトムアウトしつつある。

その後、再び株価は軟調となったが、株式市場全体の上昇と、同社の今期の増益・黒字転換、並びに増配計画を受け、株価はボトムアウトしつつあり、700 円半ばまで回復している。

【 図表 56 】 株式上場後の株価の相対的な比較



(出所)アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考)同社の上場日の終値を基準(ゼロ)として、各社の株価および TOPIX を比較。

【図表 57】 同業他社、並びに主要インデックスとのパフォーマンス、バリュエーション、流動性の比較

社名(上場市場・コード番号・略称)、 インデックス	2024年1月26日終値			主要なバリュエーション					パフォーマンス		流動性
	直近の 本決算期	株価・指数	時価総額: 百万円	今期予想PER: 倍	実績PBR: 倍(四半期末)	(単純平均) 配当利回り %	EV/EBITDA 倍	PSR 倍	2023年の年初 来リターン: %	2023年12月14日 以降のリターン: %	過去約3ヶ月間の 平均売買金額 :百万円/日
アシロ (G・7378・AS)	2023/10期	755	5,550	210.31	2.46	2.84	18.80	1.31	13.70	5.15	31
弁護士ドットコム (G・6027・B4)	Q2 2024/3期	4,170	93,296	125.30	26.59	0.00	57.80	8.69	60.63	-1.88	1,376
MS-JAPAN (P・6539・MS)	Q2 2024/3期	1,221	30,521	21.83	3.06	4.59	11.10	5.88	21.61	8.92	139
ポート (G・7047・PT)	Q2 2024/3期	2,548	35,147	20.24	7.52	未定	15.07	2.30	139.25	30.80	586
コナラ (G・4176・CC)	Q1 2024/8期	379	9,048	9,475.00	4.44	0.00	112.00	1.55	-22.18	13.47	207
東証プライム全銘柄平均 (P)	-	1,285.25	901兆円	15.88	1.35	2.15	-	-	32.05	7.81	-
東証スタンダード全銘柄平均 (S)	-	1,215.29	29兆円	15.00	1.02	2.16	-	-	22.10	6.27	-
東証グロース全銘柄平均 (G)	-	902.81	7兆円	55.19	3.34	0.50	-	-	-2.70	7.05	-
TOPIX	-	2,497.65	-	-	-	-	-	-	32.03	7.59	-
東証グロース250(旧東証マザーズ)	-	714.12	-	-	-	-	-	-	-2.23	7.87	-
日経平均	-	35,751.07	-	15.68	1.38	1.83	-	-	37.0	9.38	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が、有価証券報告書、決算短信から作成。

(注) 以下の備考において、青文字:直近の四半期実績、緑文字:時価、橙文字:今期予想

(備考) コード・市場、P:プライム、S:スタンダード、G:グロース。時価総額=発行済株式総数×時価(2024年1月26日終値)

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、今期の会社予想(アシロ=ASは2024/10期予想、B4、MS、PTは2024/3期予想、CCは2024/8期予想) PBRに用いたBPSは四半期ベースの各社の直近実績値、PSR=時価総額÷今期の会社予想売上高(売上収益)

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)÷(予想営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)、なお、減価償却費+無形固定資産等償却は、前期実績、あるいは四半期決算の実績を基準・参考にした当部による推定。

2023年12月14日は、同社の決算発表日。AS、PTはIFRS基準、B4、MS、CCは日本基準。B4のみ非連結決算、AS、MS、PT、CCは連結決算。

1日平均売買金額概算:【日々の出来高×当日の終値=概算売買代金】の過去、約3ヶ月間の平均値

<バリュエーション>

- 今期の会社業績予想を基準とすると、市場平均値とのバリュエーション比較では高安まちなち。

今期(2024/10期)の会社予想のEPSベースを基準とすると予想PERは210.3倍、当調査部予想では今期182.0倍となる(2024年1月26日終値基準、以下同様)。

東証プライム、並びにスタンダードの全銘柄平均と比較すると、今期の予想基準では同社のPER・PBRなどのバリュエーションは高い。一方、同社の配当利回りは、約1%程度高い。

また、所属する東証グロース全銘柄平均との比較では、PERは高いもののPBRは低く、配当利回りは高い(図表57)。

- 同業他社比較でも今期予想基準では、主要なバリュエーションに割安感・割安感はない。

さらに同業他社(競合・類似会社)と、同社をバリュエーションで比較した。同社の配当利回りは高くPSRやPBRは低い一方、PERは高く、EV/EBITDAは中位であり、主要なバリュエーション指標は高低まちなちである。市場比較と同様に、同社の今期基準のバリュエーションに、特段の割安感・割高感はない。

- 来期はEPSの急上昇を見込み、バリュエーションが大きく低下する予想。

但し、来期(2025/10期)は、中計の利益計画(営業利益11億円)を達成することが可能であると当調査部では予想しており、これを基準とするとEPSが急上昇し、PERは8.4倍まで大きく低下する。

また、配当性向30%を維持するとすれば、増益により増配となり、配当利回りは3.6%と推計される。

- 来期以降の利益成長を見込めば株価は割安圏。

これらのバリュエーションを同社のヒストリカルな水準や、現時点での(今期予想の)市場平均、及び同業他社と比較すると、同社の株価には割安感がある。

さらに将来の利益成長を見込めば、現在の株価は割安圏にあると考えている(来々期の当調査部予想 PER 8.0 倍、2028/10 期は P43 を参照)。

<株価の見通しと今後の注目点>

中長期にわたり、リーガルメディア関連事業や HR 市場は順調な拡大が予想され、保険事業の赤字幅も規模の拡大とともに圧縮すると考えられることから、増収と利益率の改善(今期比)、並びに一定水準の維持により利益成長が見込まれる。

来期以降の好業績(増益や利益率の上昇等)が確認されれば、利益成長に伴い EPS の増加と PER の切り上がりが、株価の上昇要因となり、現在の株価には上値余地があると考えられる。

なお、今後、同社の株価にインパクトを与えるファクターとして、以下の点が挙げられ注目していきたい。特に、来期(2025/10 期)の最終利益・EPS の水準と、来々期(2026/10 期)以降の利益(EPS)の成長率の見通しが、今後の株価水準を決定する最大の要素であると考えている。

◆利益成長が確認されるにつれ EPS の増加と PER の水準訂正により、株価には上昇余地も。

◆来期の業績と中期の EPS 成長率が、株価水準を決定する最大のポイント。

◆業績に加え、KPI (掲載枠・顧客数・問い合わせ数・新規登録者数) 動向や、株主還元策、新規ビジネスの損益動向に注目。

➤ 今期業績の達成状況、来期の業績動向、並びに次期中期経営計画の内容(優先目標と戦略、トップラインの成長率と増益率、並びに営業利益率の水準、新規事業を含めた事業ポートフォリオの構成と、各事業の収益性、全体利益への寄与等)

➤ リーガルメディアにおける KPI である掲載枠・顧客数の動向、並びに派生メディアにおける問い合わせ数、HR 事業における新規登録者数の動向

➤ 配当政策・株式分割・自社株買いなどの株主還元策

➤ 連結子会社であるアシロ少短とヒトタスの業績(損益額の増減、黒字化のタイミング、並びに減損リスク)

➤ 新規の M&A や提携戦略のニュースリリースと成否(PMI、シナジー効果と業績への寄与)

➤ 東証プライム市場への移行(基準の達成状況、売上収益 100 億円の達成以降、視野に入れている模様)

◆ディフェンシブな内需小型成長株として期待したい。

また、流動性の改善や時価総額の上昇、並びに持続的で安定した利益成長が課題であるが、今後は、新規事業の寄与と既存事業の業容の拡大とともに改善していくものと考えられる。

中長期的な観点から、ディフェンシブな内需型の小型成長株として期待したい。

以上