

# 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：2024/7/5

### ● 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、2021 年 7 月に東証グロース市場(旧マザーズ)に上場した。
- HR 事業では、自社で人材紹介サービス業を展開するほか、新たに連結子会社(株式会社ヒトタス)を設立し、人材派遣業にも進出している。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。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。
- なお、グループ全体の事業は、メディア事業(旧リーガルメディア関連事業、今上期から名称変更)内のリーガルメディア及び派生メディア、HR 事業、保険その他に 3 分類されている。
- 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。同事業がグループの売上・利益の過半を占めていたが、派生メディアと HR 事業の大幅な増収により、事業構成が均衡化しつつある。

#### 業績動向

- 2024/10 上期(2024/4 期)の連結の売上収益(=国際会計基準:IFRS での売上高の名称)は 2,126 百万円(前期比+43.1%)、営業利益:△41 百万円(前上期は 120 百万円の黒字)、親会社の所有者に帰属する当期利益:△124 百万円(以下、当期利益、前上期は 66 百万円の黒字)と、大幅な増収・減益、赤字となった。
- 全事業とも売上収益は二桁の成長を遂げ、全社的には計画以上の伸長率であったと思われる。メディア事業におけるピッコレ関連事業、並びに保険事業の苦戦により、減損処理(△203 百万円)を行い赤字となった。
- リーガルメディアは 300 百万円の営業利益を計上し、加えて派生メディアも大幅な増収により黒字に転換し 68 百万円の利益を計上した。一方、HR 事業は派遣事業の立ち上げなどの先行投資負担から、また保険事業は減損の計上により、それぞれ 1 億円を超える赤字を計上した。
- なお、将来の成長に向け、集客や認知度向上を目的とした広告宣伝の強化、及び人員の拡充を進めたが、減損を除く上期の営業利益は 162 百万円の黒字と、同社の通期予算である 105 百万円を超過達成した。

- 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。期初計画から変更はなく、創業期の 2016/10 月期以降、8 期連続(単独決算期も含む)で過去最高の売上収益の更新を見込む。
- 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 事業領域の急拡大により 30%を超える高い増収率を予想している。足元は、これを上回るペースで推移しており、同社は今期の計画達成に自信を深めている(決算説明会での社長によるコメントより)。
- なお、増収効果により最終損益は黒字に転換する見込みではあるが、先行投資によるコストの増加や減損の計上により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 15 年の業歴を有し、日本国内の中小の法律事務所(約千社)が主要顧客で、事業、及び収益基盤は盤石である。最大の顧客向けの売上収益は、全体の 1 割未満(前期、今上期)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

1/33

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の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が、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。

(迅速で柔軟なサポート、高い顧客満足度、毎四半期ごとの純増を実現している低い解約率)、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る。競争環境が厳しくなり、他の事務所・弁護士との差別化や集客の効率化の観点から、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 6%であり、今後、少なくとも現状の 3 倍程度までの成長ポテンシャルがあると同社は考えている。
- 今後は、既存事業の拡大、更なる成長ドライバーとなる新規事業の開発と収益化(保険事業を含む)、全社の高い増収率の維持と利益率の向上並びに安定化、人材の採用と育成、及び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、メディア事業の強化に加え、HR 事業、保険・新規事業を次なる柱として育成すべく拡大してきた。しかし、来期には一旦、先行投資を抑え、目標となる業績を達成する方針である。
- 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、今期を含め 3 期間の業績を見直した。
- 上期は赤字ながら、減損を除けば事業は全体的に好調に推移しており、下期に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増収に加え、派生メディアの続伸、HR 事業の損益の改善を背景に、売上収益並びに利益の拡大が見込まれる。過去の増収率の実績、足元の状況から判断し、売上収益の前提は妥当なものと思われる。また、利益目標についても同社のコミット意識は高く、投資の休止を含めたコストカットにより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、投資の再開によるコストの増加、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 20～30%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る。当調査部では、シクリカルながらも増収増益・増配基調が続くと考えている。
- 早期に事業規模の拡大を図る方針であることから先行投資負担が継続的、あるいは循環的に発生するものの、同社は現中計の終了後、今期または前期でアナウンスしたような利益の殆どを投資に振り向けることは想定しない旨を発信しており、また、限界利益率が高いビジネスモデルであることから適正なコストコントロールを行えば、中長期の年間平均・利益成長率は売上成長率と同程度となると当調査部では予想している。

### 株価水準

- 同社は、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、今後、利益の急回復局面では、株価が上昇する可能性が高い。
- 前期は、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、特に、今上期の業績発表以降は、通期の高い増収率、黒字転換や増配計画の維持、並びに来期の目標利益の達成期待(社長の目標達成に向けた強い自信と意欲)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(全銘柄平均)と比較すると、割安とは言えない。一方、同業・類似会社のバリュエーションは、ばらつきがあり比較しにくいだが、概ね中位

にある。

- ・なお、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 9.09 倍、配当利回りは 3.30%、PSR1.09 倍と推計される(株価 2024/6/28 終値 815 円を基準、以下同様)。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、来期の業績予想が現中計の目標値と同程度、もしくはそれ以上の水準となるか否か、かつ来々期以降も一定の利益成長を継続できるか否かが、今後の株価を決定する重要なファクターである。来期の業績予想が現中計の目標値と同程度、もしくはそれ以上の水準となり、業績目標の達成確度が高まれば、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生じると考えられる。

株主還元

- ・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、年間 21.43 円、前期比で 7.82 円の増配を予定している(期初計画からの変更はない)。
- ・これを基準とすると、今期の予想配当利回りは、2.63%となる。また、親会社所有者帰属持分配当率(以下、連結 DOE)は、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、近年、上昇傾向が見られる(前期実績 4.4%)。
- ・今後も単年度業績では高い変動性が予想されるが、当調査部は中長期間では業績が伸長すると見込んでいることや、同社としても現中計において先行投資前の営業利益率 20%を基準として配当を実施するなど、株主還元に対して強いコミットメントを示していることから、増益による増配が期待できると考えている。

【 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	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	新E	4,450	39.1	105	97.8	100	130.2	26	-	3.59	295.86	21.43
2024/10	旧E (前回)	4,250	32.9	120	126.4	110	155.8	30	-	4.14	296.41	21.43
2025/10	中計CE	5,500	29.8	1,100	947.6							
2025/10	新E	5,700	28.1	1,100	947.6	1,090	990.0	650	2,400.0	89.68	364.11	26.90
2025/10	旧E (前回)	5,600	31.8	1,100	816.7	1,090	890.9	650	2,066.7	89.68	364.67	26.90
2026/10	新E	7,400	29.8	1,150	4.5	1,130	3.7	680	4.6	93.82	431.03	28.15
2026/10	旧E (前回)	7,280	30.0	1,150	4.5	1,130	3.7	680	4.6	93.82	431.58	28.15
2023/10	Q1 A	687	41.5	79	-44.7	77	-45.8	45	-54.3	5.90	321.86	0.00
2024/10	Q1 A	966	40.7	-104	-	-106	-	-128	-	-17.76	275.59	0.00
2023/10	Q2 A	799	49.1	41	-74.4	39	-75.3	21	-80.7	2.95	306.56	0.00
2024/10	Q2 A	1,160	45.2	63	53.7	59	51.3	4	-81.0	0.55	275.94	0.00
2023/10	H1 A	1,486	45.6	120	-60.2	116	-61.4	66	-68.1	8.85	306.56	0.00
2024/10	H1 A	2,126	43.1	-41	-	-47	-	-124	-	-17.21	275.94	0.00
2023/10	H2 A	1,712	45.0	-67	-	-73	-	-78	-	-10.54	306.59	13.61
2024/10	H2 CE	2,110	23.2	146	-	147	-	150	-	20.80	-	21.43

(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。旧 E: 前回予想、新 E: 今回予想

Q1:11~1 月、Q2:2~4 月、H1 (上期):11~4 月、H2 (下期):5~10 月

上記の連結決算では IFRS を採用。

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済株式数」、

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	2024/6/28	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	815	前期実績	—	2.7	1.7%	—
発行済株式数 (千株)	7,351	今期予想	227.2	2.8	2.6%	597.4%
時価総額 (百万円)	5,991	来期予想	9.1	2.2	3.3%	30.0%
潜在株式数 (千株)	186	来々期予想	8.7	1.9	3.5%	30.0%
今上期・自己資本比率	56.2%	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、当調査部による予想。各種バリュエーションは、2024/6/28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)。

\*\*\*\*\*

ディスクレーマー

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の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](mailto: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を負いません。

PFV2024-7-11-1600

## 目次

1. 会社概要	P6
沿革	P6
アシログループの概要	P6
2. 事業内容とビジネスモデル	P9
独立系のメディアサイトの運営会社	P9
事業内容と各事業の収益モデル	P9
ビジネスモデル	P13
3. 株主構成	P14
株主所有者別保有状況	P14
上位株主構成	P14
4. 上期決算と今期以降の業績見通し	P15
上期の連結決算	P15
アシロによる今期(2024年10月期)の業績予想	P21
アルファ・ウイン調査部による今期以降の業績予想	P24
5. 成長戦略	P28
中期経営計画の概要と進捗状況	P28
長期の経営目標	P29
6. アナリストの視点	P30
アシロの強みと課題	P30
株主還元	P30
株価水準と株価に影響を与える要因	P31

(備考) 会社概要、並びに事業内容とビジネスモデルの詳細、及び ESG とサステナビリティ、成長の軌跡(過去の業績推移)、業界環境については、前回の調査レポートを参照(2024年1月26日発行)。

## 1. 会社概要

### ◆ 沿革

#### ＜創業とその後の事業展開＞

- ◆ 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、人材サービス業、並びにメディア事業を営む会社に勤務後、2009年11月に現在の同社の前身となる株式会社アシロを設立した。

- ◆ 有望な事業分野に積極的にシフトし急成長。

(注1 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。

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、リーガルメディアにおいて顧客の拡大、及び取り扱い分野(分野特化型法律メディアサイト)を広げ急成長した。

- ◆ 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

加えてサービス領域を拡大し、派生メディア、HR事業の人材紹介、及び新規の事業領域(子会社による人材派遣業や、M&Aによる少額短期保険<sup>注1</sup>事業への進出、派生メディアにおける金融関連事業の買収による強化)を拡充し成長を遂げた。

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)に株式を上場した。

### ◆ アシログループの概要

#### ＜グループ事業の概要＞

- ◆ メディア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、メディア事業(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)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128人(2024年4月末現在、派遣人員を含む)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展開する一方、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。その後、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再構築、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1の通り。

【図表1】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	従業員数	決算期
連結子会社(2社)		(買収費用)				百万円		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)	82.31%⇒77.14%	388.5	13名(2024/4末)	2024/3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%	65	28名(2024/4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8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。

＜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。

◆アシロ少短は拡大期にあたり、増収ながら赤字を継続。

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(図表 2)。2020 年 4 月に営業を開始し 4 年強が経過した。現在は、立ち上げ後の拡大期にあたるが、保有契約件数の積み上げが鈍く、損益分岐点に達しない状況が続いている。

増収基調のため連結売上収益には寄与しているが、買収後も投資により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。

◆増資により健全性は高い。

但し、増資により財務状況は改善し、自己資本比率が 79%(2024/3 期末時点)、ソルベンシーマージン<sup>注 2</sup>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、2023/3 期末時点)と高く、経営上の健全性は保たれている。

(注 2) 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。

【図表 2】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	2024/3 期
経常収益(保険料等収入+他)	14	43	53	73
経常費用	69	79	147	175
経常利益	-55	-36	-94	-101
当期純利益	-56	-41	-97	-102
純資産	82	41	143	141
総資産	90	54	176	178
自己資本比率%	90.8	74.5	81.1	79.4
ソルベンシーマージン比率%	N.A.	1,033.3	3,061.7	N.A.

(出所) アシロ少額短期保険(3月決算)HPの決算公告に基づき、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は創業赤字だが、想定以上に順調。

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)を、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。立ち上げ期にあたり赤字を計上しているが、既存事業のネットワークを活用したシナジー効果もあり、想定以上に順調である。

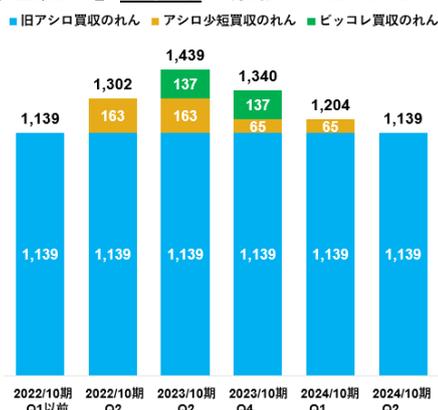
＜財務状況(連結)＞

◆実質無借金。

売上収益 42 億円(今期予想)、総資産 36 億円、純資産 20 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 35%、純資産の 61%に相当)、一方、有利子負債は 8 億円(=社債・借入金+リー

- ◆リーガルメディア以外ののれんを全額減損処理。同事業は好調であり減損リスクは低い。

【図表3】のれんの推移 (単位：百万円)



(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。(備考) 買収、または減損により、のれんの金額に変動があった四半期のみ表示。

- ◆のれん残高は、純資産額の0.6倍程度。
- ◆財務比率が高く、財務体質は健全。
- ◆FCFは、前上期を除けばプラス。投資や財務活動により現預金残高は減少傾向。

ス負債)と実質無借金である(2024年4月末時点、図表4)。

なお、連結決算はIFRSを採用しているため(単体は日本基準を採用)、定期的にはのれんの償却を行っていない。

前期末時点でのれん残高は1,340百万円であったが、対象事業・企業の収益力の低下に伴い、保険65百万円、ピッコレ(派生メディア)137百万円(合計203百万円)を、今上期にそれぞれ全額減損した(図表3)。

なお、上期末ののれん残高である1,139百万円は、全額メディア事業(LBO実施時に発生)に関するものである。メディア事業に属するリーガルメディア並びに派生メディアはLBO実施時と比較して大幅な成長を遂げており、減損リスクは非常に小さいと思われる。

のれん残高は、総資産の約32%を占めるが、純資産金額(親会社の所有者に帰属する持分)2,000百万円の範囲内(57%)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(償却後の純資産は9億円弱、自己資本比率は36%程度)。

また、上期末の自己資本比率(親会社所有者帰属持分比率)は約56%(同社の目標は40%~70%)、流動比率は約202%、現金比率(現金同等物÷流動負債)132%、有利子負債比率(有利子負債÷自己資本)41%など財務比率は健全である。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。

### ＜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4)は、2023/10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下期をピークに減少傾向にある。

【図表4】キャッシュフロー(CF)と現預金残高の推移

単位:百万円	2021/10期		2022/10期		2023/10期		2024/10期
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
営業活動によるCF ①	144	155	246	265	-135	32	228
投資活動によるCF ②	-10	-2	-183	-86	-191	23	-5
財務活動によるCF	-362	822	189	140	-200	-178	-214
FCF(①+②)	134	152	64	179	-325	54	223
現金及び預金(B/S上) ③	330	1,304	1,556	1,876	1,350	1,226	1,235
有利子負債 ④	-	300	591	756	951	952	816
ネットキャッシュ⑤=③-④	-	1,004	966	1,120	399	274	420

(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。有利子負債=社債・借入金+リース負債

## 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。メディアサイトの運営による広告収入が収益源である。

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と、成長分野へのリソースの集中により急成長を目指す。

#### <規模>

- ◆ グロース市場内では、中規模。

同社の売上収益(2023/10期:32億円)、株式時価総額とも、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320位前後、時価総額ランキングでは300位前後)。また、全上場企業のメディアセクター内では、約140社中90位前後の規模(時価総額)に位置する。

#### <事業基盤と実績>

- ◆ 業歴は約15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15年であり、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。

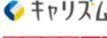
ニッチマーケットではあるが、業界内での知名度、信頼性は高く、豊富な実績がある。法律事務所1,053件(全国の法律事務所数18,276件の5.8%を占める)を中心に、安定した事業・顧客基盤を持つ。

- ◆ 主要顧客は、千社を超える全国の法律事務所。

### ◆ 事業内容と各事業の収益モデル

同社の事業内容、並びに各事業の収益モデルは、以下(図表5、P10~13)の通りである。(詳細は前回レポート参照)

【図表5】事業内容

		事業内容	主要顧客	主要サービス
メディア事業	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 「キャリズム」 「浮気調査ナビ」等	人材紹介会社 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) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

◆メディア、HR、保険の3事業を営む。

◆メディア事業が売上収益・利益のほとんどを占めるコアビジネス。

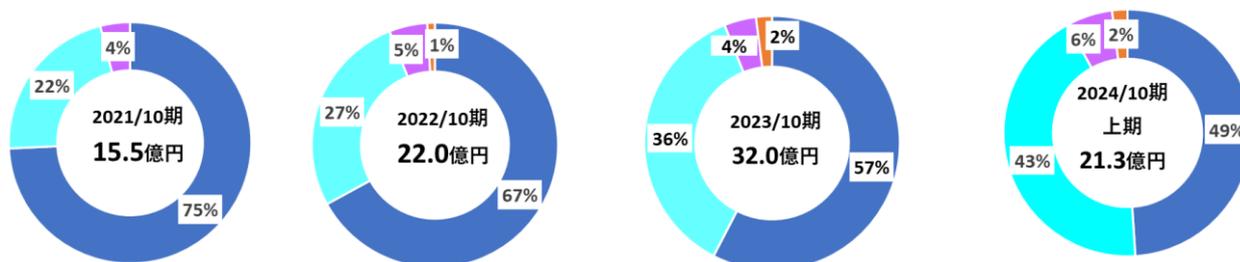
＜事業構成：セグメント別の売上収益と利益＞

決算短信による報告セグメントでは、メディア事業、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 6)、セグメント利益(P18-図表 19)が開示されている。

なお、決算説明資料では、コアビジネスであるメディア事業は、リーガルメディアと派生メディアに 2 分され、それぞれ売上収益と営業利益が開示されている。今上期では、リーガルメディアが全売上収益の 49%、派生メディアが 43%、また、両メディアが営業利益の全てを占める(他事業が、全て赤字の為、詳細は P17~18)。

【図表 6】 報告セグメント別・売上収益の構成比の推移 (2021/10~2023/10 通期、2024/10 上期)

■リーガルメディア ■派生メディア ■HR事業 ■保険他



(出所) 決算説明資料、決算短信に基づき当調査部が作成。

以下が、各事業の内容と収益モデル、並びに主要な KPI である。

◆メディア事業は、リーガルメディアと派生メディアから構成され、運営サイトにおける有料広告掲載料が収益源。

＜メディア事業＞(上期の売上構成比率:92%、以下同様)

メディア事業は、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同社が運営し、ユーザー(潜在顧客である個人)は、両メディアとも原則として無料で閲覧できる。同社は、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(掲載料)をチャージする事業となっている

◆リーガルメディアは、法律事件分野別の特化型の専用サイトを運営。

＜メディア事業:リーガルメディア＞(売上構成比率:49%)

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、事件分野ごとに独立特化した「弁護士ナビシリーズ」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」の 10 のサイトを運営している。これらのサイトに法律事務所、または弁護士が広告の掲載を行う。

◆弁護士数の増加に伴い競争が激化。差別化し効率的に集客する必要性が高まっている。

弁護士業界では、弁護士数の増加に伴い案件獲得の競争が激化している。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いる。

◆ 弁護士とニーズがある個人顧客をマッチング。

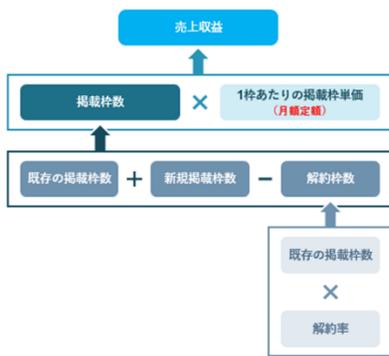
一方、ユーザーはサイトを通じ、無料で法律や弁護士情報を入手でき、各事件分野に精通した弁護士を選び相談できる。このため効率性、及びマッチング精度が高い点が、同社のサイトの大きな特徴である。

◆ KPI は、掲載枠数と顧客数。

同事業の KPI は、サイトの掲載枠数と顧客数であり、いずれも安定的に増加している。

【図表 7】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)



売上収益/掲載枠数/顧客数推移\*1 (リーガルメディア)



\*1: 掲載枠数は有料広告の延べ掲載数(無料掲載を除く)。

(出所) 図表 7~10: 決算説明資料、アルファ・ウイン調査部が一部変更。

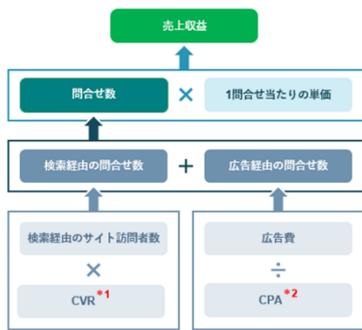
◆ 派生メディアは、転職エージェントを顧客としたキャリアズが主力。問い合わせ数に応じて、顧客から広告収入を得る。

<メディア事業: 派生メディア> (売上構成比率: 43%)

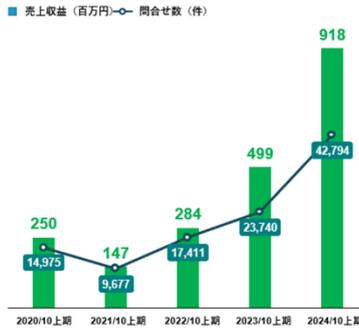
キャリアズ(転職エージェントを顧客としたメディアサイト、派生メディアの過半を占める)、浮気調査ナビと人探しの窓口(探偵事務所を顧客としたメディアサイト)、ピッコレ関連事業(今期中に事業撤退予定)により構成されている。ユーザーが、同社の顧客に対して行った問い合わせ数(KPI)に応じて、顧客から広告収入を得る。転職市場が活況で、今上期に問い合わせ件数は急増している。

【図表 8】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)

\*1: CVR は Conversion Rate の略(=問合せ数÷サイト訪問者数)。

\*2: CPA は Cost Par Acquisition の略(=広告費÷問合せ数)。

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

◆ HR 事業は、士業を中心とする人材紹介と、法律事務所・企業向けの人材派遣から構成。

<HR 事業> (売上構成比率: 6%)

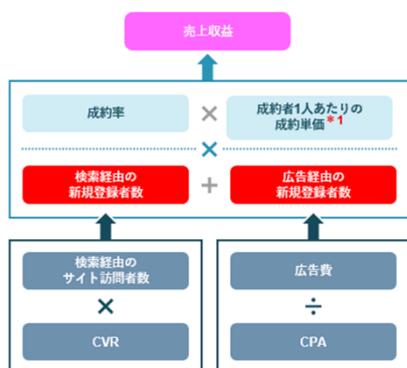
HR 事業は、同社が直接営む主力の人材紹介サービスと、連結子会社であるヒトタスが事業展開する人材派遣サービスから構成される。

人材紹介は、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サービスである。

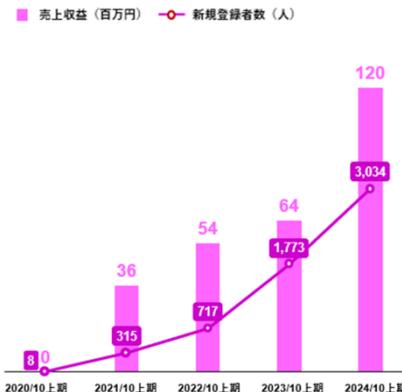
また、既存のネットワークや、これまで蓄積してきたインターネット上での集客ノウハウを活用し、ヒトタスを通じて法律事務所や一般企業に対して人材派遣を行う業務にも、今期から本格的に進出している。

【図表 9】 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\*2 (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。

- 少額短期保険事業は、個人向けの弁護士保険に特化。損益分岐点に届かず、商品戦略を再考中。

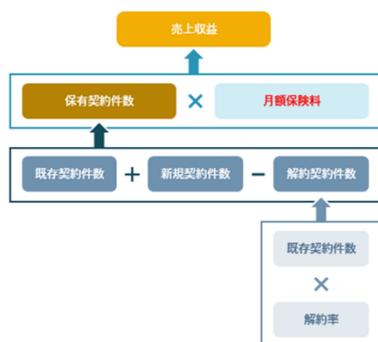
<保険事業>(売上構成比率:2%)

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)にて一般個人向けに販売している(代理店販売も併用)。現在、取扱商品は一種類のみで、新商品の販売を検討している。

KPI は保有契約件数であり着実に増加しているものの、純増ペースに鈍化が見られ、損益分岐点には到達していない。

【図表 10】 保険事業の収益モデルと KPI

収益モデル (保険事業)



売上収益／保有契約件数\*1 (保険事業)



(備考) \*1: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。

- 主要取引先は、中小の法律事務所。事業領域の拡大により、一般企業や個人に拡大し分散化。

<主要取引先(顧客)>

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)における取引先は、中小の法律事務所を中心に千件以上ある。

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)、及び保険事業では個人が顧客(保険契約者)であり、個々の取引額は少額で分散されている。

◆ビジネスモデル

＜ビジネスモデルと特徴＞

- ◆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。
- ◆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46%。
- ◆ストックビジネスは、リーガルメディア、HR事業の人材紹介サービス、保険事業。月額定額収入が基本。
- ◆フロービジネスは派生メディア、HR事業の人材紹介。成功報酬制。
- ◆新規事業分野の拡大により、成長の加速とリスク分散を図る方針。

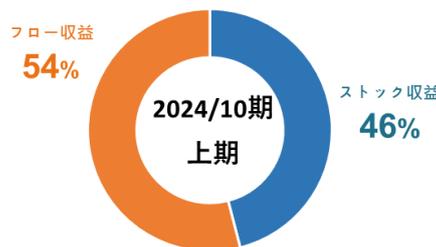
同社のビジネスは報酬体系の観点から、月額定額収入が得られるストック型ビジネスモデルと、成功報酬を得るフロー型ビジネスモデルに二分される(図表 11、12)。

ストック型ビジネスモデルは、コアのリーガルメディア、HR 事業の人材派遣、保険から構成され、今上期では全社の約 46%を占める。大部分を占めるリーガルメディア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。このため同社の経営基盤を強化し、安定性と持続性を高めている。

残る 54%を占めるフロー型のビジネスモデルは、成約あるいは成果に基づき成功報酬を得るもので、派生メディア、HR 事業の人材紹介から成る。

上記の 2 種類のビジネスモデルの事業がそれぞれ複数あり、かつ、新事業が相対的に急拡大しており、事業ポートフォリオの分散が図られつつある。

【図表 11】ビジネスモデル別・売上収益の構成比



(出所) 図表 11、12: 取材、決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

【図表 12】ビジネスモデル (事業分類と収益構造)



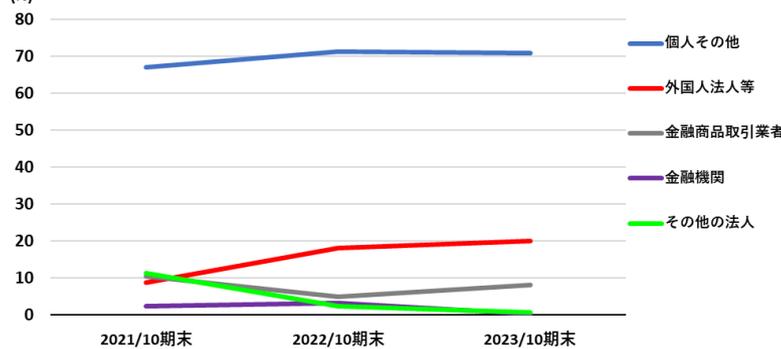
### 3. 株主構成

#### ◆ 株主所有者別保有状況

- ◆ 個人投資家が、所有者別保有比率で 70%、株主数では 97%を占める。

2023/10 期末の所有者別保有状況は、図表 13 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。個人株主数は 4 千名を超え、全体の 97%を占める。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 20%まで上昇している。

【図表 13】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。

#### ◆ 上位株主構成

- ◆ アクティビストからの投資はない模様。直近の半年間では大きな変動はない。

2024 年 4 月末時点の大株主は、図表 14 の通りである(詳細は前回レポートを参照)。2023 年 10 月末と比較すると、一部の証券等の入替を除き大きな変動はない。また、現状、大株主にアクティビストは見当たらない。

【図表 14】大株主の状況 (単位、保有株数：千株、比率：%)

株主名/保有時点	2021/10月末	2022/10月末	2023/10月末	2024/4月末	同時点保有割合	同順位	増減株数
中山 博登 氏 (代表取締役社長/執行役員)	1,140	1,843	1,855	1,866	25.8	1	11
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	217	817	875	12.1	2	57
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	292	286	294	4.1	3	8
川村 悟士 氏 (取締役CFO/執行役員/管理本部長)	—	168	175	181	2.5	4	6
株式会社SBI証券	—	—	—	172	2.4	5	—
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNYM GCM CLIENT	—	—	—	136	1.9	6	—
ACCTS M ILM FE	—	—	—	120	1.7	8	-35
楽天証券株式会社	262	159	—	127	1.8	7	—
JPモルガン証券株式会社	—	—	156	120	1.7	8	—
MSIP CLIENT SECURITIES	—	—	—	116	1.6	9	—
モルガン・スタンレー・MUFJ証券株式会社	—	—	—	97	1.3	10	—
PARAIBA Family Office投資事業組合	—	—	113	—	—	—	—
野村證券株式会社	80	—	110	—	—	—	—
株式会社SBI証券	87	—	109	—	—	—	—
ML INTL EQUITY DERIVATIVES	—	—	84	—	—	—	—
JP JPMSE LUX RE UBS AG LONDON BRANCH EQ CO	—	—	83	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	136	119	103	—	—	-16
(自己株式比率：%)	—	1.7	1.6	1.4	—	—	-0.2

(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) (自己株式保有比率以外の)大株主の保有比率は、自己株式を除く発行済株式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。

- ◆ 筆頭株主は中山社長で株式の約 26%を保有。
- ◆ 第 2 位の実質的な株主は、アジアを拠点とする資産運用会社と推定。純投資目的で株式を増し。
- ◆ 自己株式の保有比率は 1.4%。

筆頭株主は中山社長で、保有株数、同比率(25.8%)に変化はない。第 2 位株主である GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL の実質的な投資家は、ゴードリアン・キャピタル・シンガポール・プライベート・リミテッド(アジアを中心に展開する資産運用会社)と推察され、段階的に株式を買い増している。5%ルール報告書によれば、2024 年 5 月 29 日現在で、純投資を目的に 1,271 千株(同 17.29%)を保有する。また、同社は約 103 千株(発行済株式総数比 1.4%)の自己株式を保有している。

## 4. 上期決算と今期以降の業績見通し

### ◆ 上期の連結決算

#### <概要>

- ◆ 上期は大幅な増収だが、減損により減益・赤字。

2024/10 上期の連結業績は、売上収益が 2,126 百万円 (YOY +43.1%)、営業利益は△41 百万円 (前年同期 120 百万円の黒字)、当期利益は△124 百万円 (前年同期 66 百万円の黒字)と、大幅な増収で過去最高の上期売上収益を計上しながら、先行投資と減損により減益・赤字となった。

原価上昇により粗利率は、前上期の 41.4%から今上期には 35.4%に低下したが(以下同順)、増収により粗利額は 138 百万円の増益となった。一方、販管費は 111 百万円増加したものの、増収率の 43.1%を大きく下回る 22.4%の増加に留まり、販管費率は 33.4%から 28.6%に低下した。

これにより、本来であれば営業利益率は 8.0%から 6.8%に低下し、増収効果により営業利益(その他の収益・費用を除く)は 119 百万円から 146 百万円に増益となるはずであった。

- ◆ 想定外の減損を計上。

しかし、後述(P16)のように、想定外の総額 203 百万円の減損をその他の費用として計上したことから(IFRS を採用しているため減損は営業利益段階で反映される)、減益・赤字となった。

【図表 15】2024/10 期・連結業績、上期実績と下期予想

決算期	2023/10期			2024/10期			2024/10上期・比較		2023/10期	2024/10期	2024/10下期・比較	
	Q1 (11~1月)	Q2 (2~4月)	上期 (11~4月)	Q1 (11~1月)	Q2 (2~4月)	上期 (11~4月)	前年同期比 (YOY:増減額)	前年同期比 (YOY:増減率)	下期 (5~10月)	下期CE (5~10月)	前年同期比 (YOY:増減額)	前年同期比 (YOY:増減率)
(百万円)												
売上収益：A	687	799	1,486	966	1,160	2,126	640	43.1%	1,712	2,110	398	23.2%
粗利	282	334	616	327	427	754	138	22.3%	641	912	271	42.3%
粗利益率%	41.1%	41.8%	41.4%	33.8%	36.8%	35.4%	-	-6.0%	37.4%	43.2%	-	5.8%
販売管理費	203	293	497	301	307	608	111	22.4%	598	959	361	60.5%
販管費率%	29.6%	36.7%	33.4%	31.1%	26.5%	28.6%	-	-4.8%	34.9%	45.5%	-	10.5%
営業利益：B	79	41	120	-104	63	-41	-161	赤字化	-67	146	213	黒字化
営業利益率%	11.5%	5.1%	8.1%	-10.8%	5.4%	-1.9%	-	-10.0%	-3.9%	6.9%	-	10.8%
税引前利益	77	39	116	-106	59	-47	-69	赤字化	-73	147	220	黒字化
親会社の所有者に帰属する当期利益	45	21	66	-128	4	-124	-190	赤字化	-78	150	228	黒字化
先行投資額：C	95	159	254	175	154	329	75	29.5%	357	504	147	41.2%
減損損失：D	0	0	0	137	67	203	203	計上あり	114	0	-114	計上無い予定
修正営業利益：E = B+C+D	174	200	374	208	284	491	117	31.3%	404	650	246	60.9%
修正営業利益率%：F = E/A	25.3%	25.0%	25.2%	21.5%	24.5%	23.1%	-	-2.1%	23.6%	30.8%	-	7.2%

(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。

#### <実質的な営業利益>

- ◆ 実質的には増益で好調。

なお、上期の事前予想は開示されていないが、実質的な利益では会社想定を上回ったものと推測される。

減損損失を除いた(足し戻した)営業利益は、Q1 で 33 百万円、Q2 は 129 百万円、また、上期では 162 百万円の各黒字となる。今上期の営業利益は、上記基準の前上期の 120 百万円を 42 百万円、約 35%上回る。また、さらに先行投資も足し戻した修正営業利益は、今上期では 491 百万円と前上期を大きく上回る(前上期は減損がないため、修正営業利益も 374 百万円)。

<のれん減損の経緯と実施状況>

◆Q1 は、ビッコレ関連ののれん残高を一括処理。

Q1 には、2023 年 3 月に買収したビッコレ事業ののれんの全額(137 百万円)を、減損損失として計上した(P8-図表 3)。

買収後、当該事業の利益は買収時の計画を上回って推移していたが、今期に入り従来の主要送客先において広告費の大幅な絞り込みがあったこと、その結果、代替の送客先への変更を余儀なくされたが送客条件が大幅に悪化したこと、成長への回帰には追加的なコストと時間を要するため、今期中にサービスを停止する方針としたことが、その背景である。

◆Q2 は前期 Q4 に続き、アシロののれん残高を全額処理。

また、Q2 に 2022 年 4 月に買収したアシロ少短ののれん残高 65 百万円を減損処理した(前期 Q4 にも 98 百万円を減損処理済)。

保険契約件数の積み上げの進捗状況が鈍く、既存商品(弁護士保険：ベンナビ)の販促に向けた投資を抑制し、新商品の開発を推進する方針に転換したことがその要因である。

◆直近 3 四半期連続で、減損を計上(累計 3 億円)。

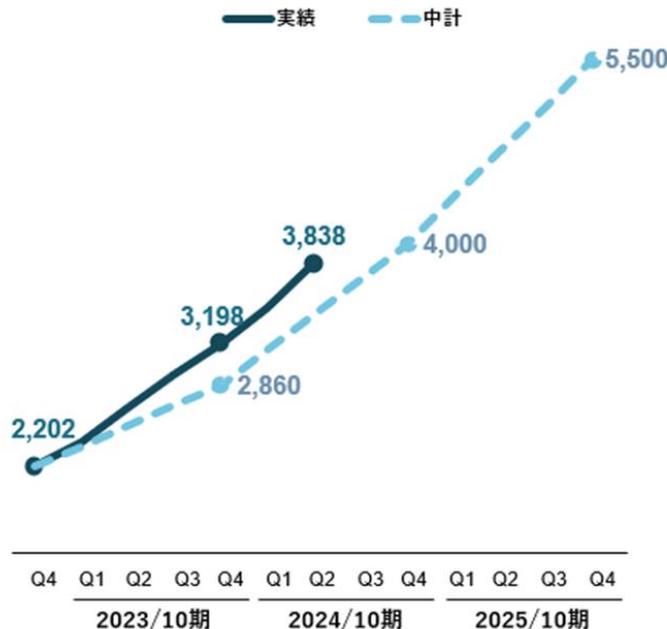
買収後間もない 2 社ののれんを、前期 Q4 から今期 Q2 まで 3 四半期連続で全額減損処理し、累計で 300 百万円の損失を計上したことになる。

<売上収益の伸長ペース>

◆LTM ベースの売上収益は、中計想定を上回り好調。

一方、LTM ベース(Last Twelve Months:直近 12 ヶ月間の売上収益の合計をローリング)での全社の売上収益は、図表 16 のように、中計の計画値を上回って推移しており、トップラインの成長は好調である。

【図表 16】LTM ベース(直近 12 ヶ月間)での売上収益の進捗状況 (単位：百万円)



(出所)決算説明資料。

(備考)例:2024 年 10 月期 Q2 時点の数値 3,838 百万円は、2023 年 10 月期 Q3 から 2024 年 10 月期 Q2 までの 1 年間(直近 12 ヶ月間)の売上収益を集計した値。

＜連結営業利益の増減益要因分析＞

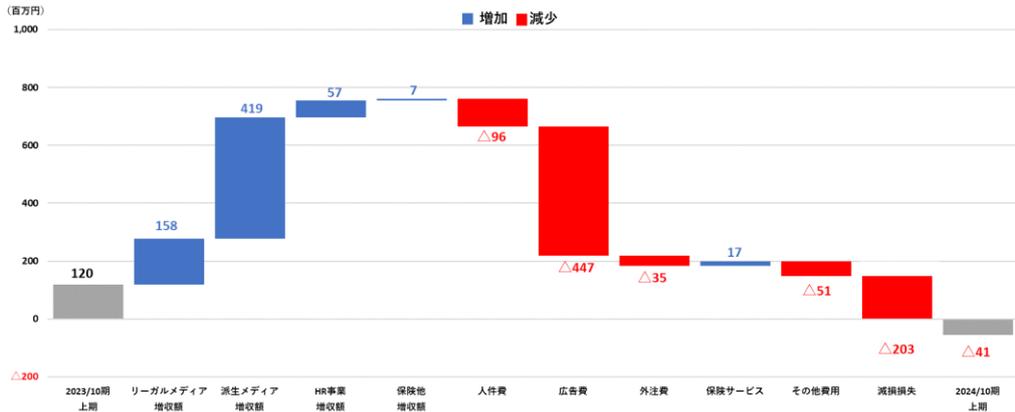
上期の連結営業利益の増減益要因分析(前年同期比)を行った(図表17)。

★売上収益・コストによる損益分析

派生メディアを中心にリーガルメディアとHR事業の増収による増益要因があったが、広告費・人件費等の費用の増加に加え、減損損失を計上し全体では減益・赤字となった。

- ◆増収効果を広告費等のコストの増加と減損が上回り、減益・赤字。

【図表 17】2024/10 上期・営業利益の増減益要因(売上収益・コスト別)



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

★事業別の損益分析

前上期にビッコレの買収関連費用が発生したが今期にはなく、全社(共通)セグメントは、唯一、増益となった。これに対して、リーガルメディア、派生メディア、HR事業、保険他の全4事業とも増収ながら減益となった(P18-図表18)。

但し、派生メディア、及び保険他の損益の悪化は、減損によるところが大きい。派生メディアは、減損額を足し戻せば実質的には前上期の127百万円から、今上期には205百万円に増益となる。

一方、保険他の事業は、保有契約数の積み上げが鈍く、赤字幅が拡大している(△67百万円⇒△101百万円)。減損(△67百万円)を考慮しても、△34百万円と赤字が継続している。

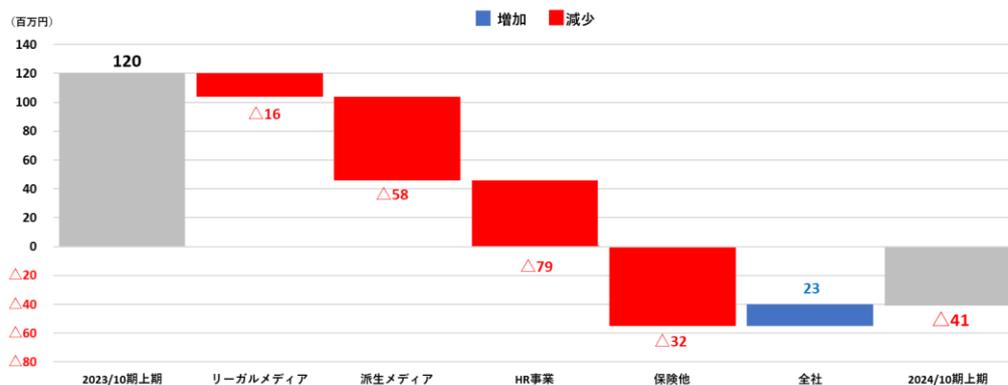
HR事業は、両事業の急拡大に伴い大幅な増収となった。減損の発生はなかったが、派遣事業の立ち上げに伴う先行投資から、上期のセグメント利益は赤字幅が拡大した(△44百万円⇒124百万円)。但し、Q2の赤字幅は、Q1に対しほぼ半減した(△80百万円⇒44百万円)。

なお、同社のドメインであるメディア事業内の上期における事業別のセグメント利益は、リーガルメディア300百万円(営業利益率28.5%)、派生メディア68百万円(同7.4%、減損を除けば22.3%)といずれも黒字で、実質的には高い利益率をあげている。

- ◆全4事業とも増収減益。
- ◆派生メディアは減損前では実質的に増益。
- ◆保険他は赤字を継続。
- ◆HR事業は派遣事業の先行投資のため上期の赤字幅は拡大するが、Q2はQ1に対し赤字が半減。
- ◆メディア事業の両事業とも高い利益率を実質的には維持。

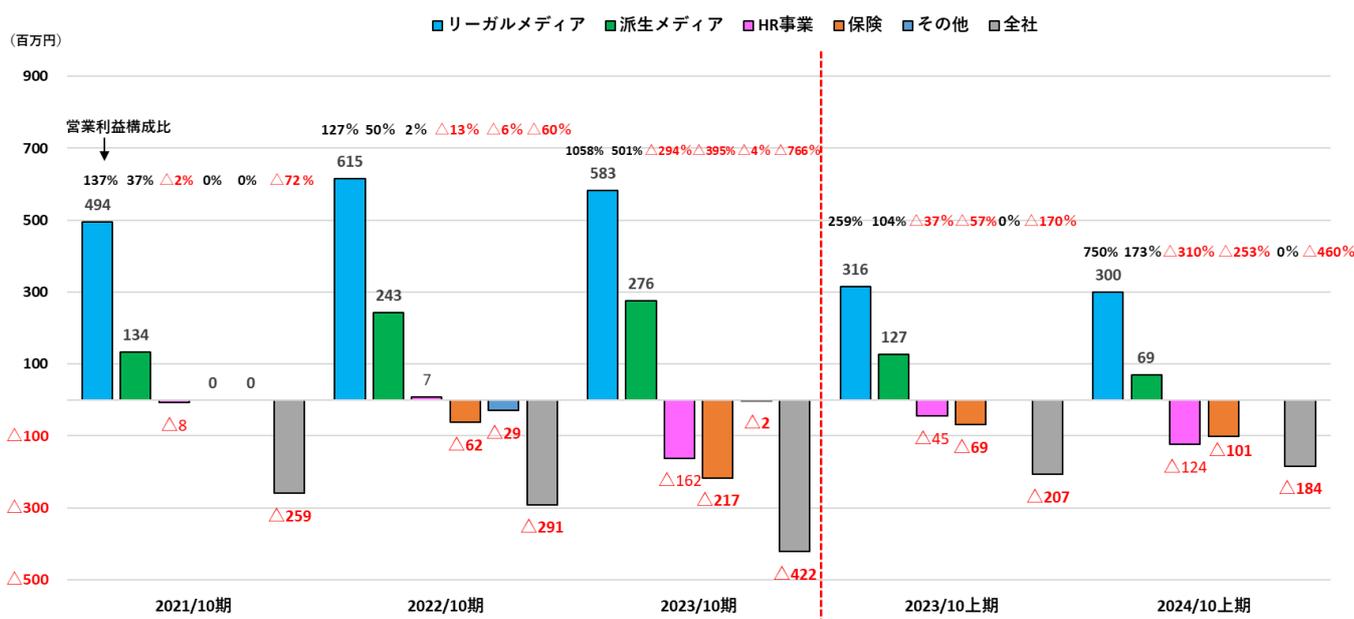
メディア事業、特にリーガルメディアへの利益の依存度は高く、派生メディア、HR 事業や保険事業の拡大と、その他の新規事業分野への進出により、成長の加速とリスク分散を図っていく方針である。

【図表 18】 2024/10 上期・営業利益の増減益要因（事業別）



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

【図表 19】 セグメント別・営業利益の推移と構成比率の推移（単位：百万円、%）



(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) 2023/10 上期、2024/10 上期は、保険とその他の内訳は開示されていない。

- ◆Q1・Q2ともYOY、及び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＞

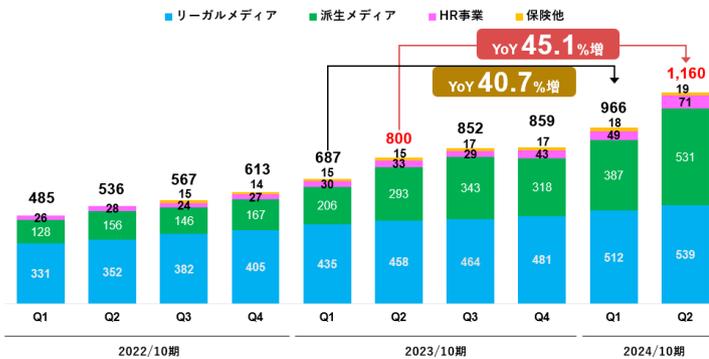
今期もQ1、Q2とも前年同期比(YOY)で増収、かつ直前四半期(QOQ)に対しても増収となった。株式上場後では2021/10期Q3(2021年5月～7月)以降、11四半期連続で過去最高の売上収益を更新した(図表20、上場前を含めれば13四半期連続で更新)。

両四半期とも、リーガルメディアの売上収益が安定的に増加したことに加え、派生メディアの大幅な伸長が寄与した。HR事業、保険他の事業も含め、全事業で過去最高の四半期の売上収益を連続更新した。

なお、月次ストック収益(MRR:Monthly Recurring Revenue、リーガルメディアの掲載料収入+人材派遣の派遣料収入+保険事業の保険料収入)は、高い増加率が継続し直線的に毎月積みあがっている(図表21)。

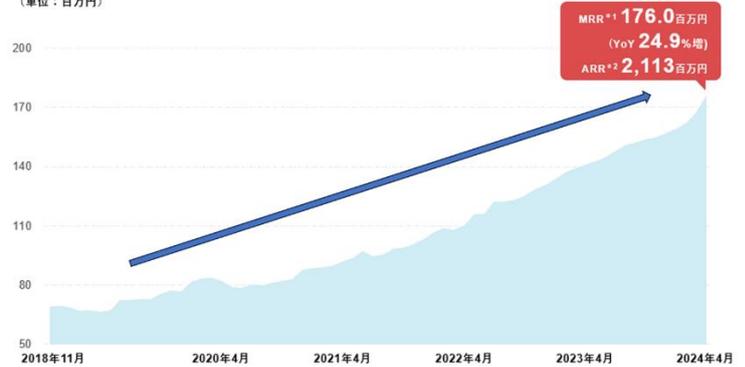
【図表20】四半期別・事業別の連結売上収益の推移

(単位：百万円)



【図表21】月次ストック収益の推移

(単位：百万円)



(出所) 図表 20、21 とも決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)。

- ◆コスト増や減損により四半期の営業利益は減益基調。前期Q4、今期Q1と連続赤字だったが、Q2に増益・黒字に転換。

- ◆先行投資と減損を足し戻した修正営業利益は、四半期単位でも増益基調で好調持続。

- ◆リーガルメディア、並びに派生メディア(減損前)は安定的に黒字を計上する一方、HR事業、並びに保険他は継続的に赤字を計上。

一方、四半期別の営業利益は2022/10期のQ2をピークに、今期のQ1までほぼ減益基調であったが、今期Q2はQOQ、YOYともに増益となった(P20-図表22-左図)。減益基調が続いた要因は、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こと、減損を計上したためである(P20-図表23)。

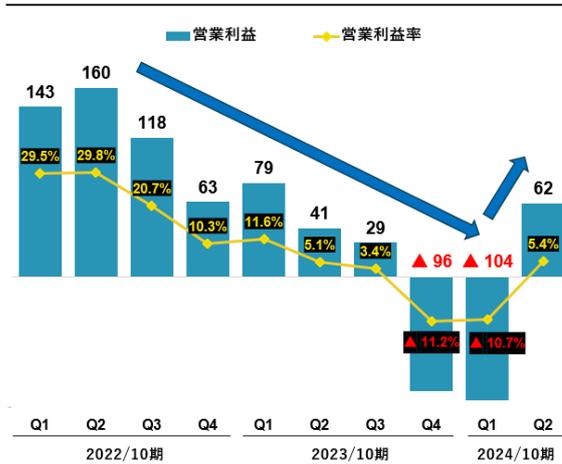
但し、投資額、並びに減損額を除いた(足し戻した)四半期の修正営業利益では、今期Q1は208百万円(前期比+34百万円、+19.3%)、Q2は283百万円(前期比+83百万円、+41.4%)と、実質的には、YOY、QOQでも増益となっている(P20-図表22-右図)。

同様の基準で、前期⇒今期の順に営業利益率は、Q1で25.4⇒21.5%、Q2で25.0⇒24.4%と、従来の実績である20%前後の営業利益率は四半期単位でも維持している。

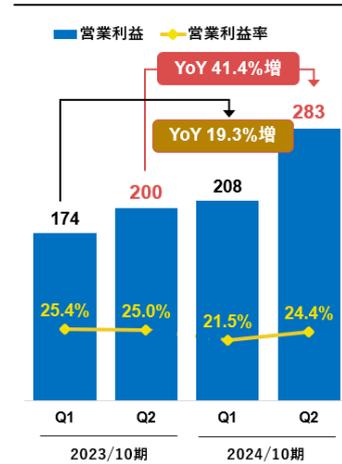
なお、四半期単位の事業別損益を見ると、全四半期ともリーガルメディア、並びに派生メディア(減損前)は安定的に黒字を計上する一方、HR事業、並びに保険他は、継続的に赤字を計上している(P20-図表24)。

【図表 22】 四半期別・営業利益と営業利益率の推移

営業利益 (単位：百万円)



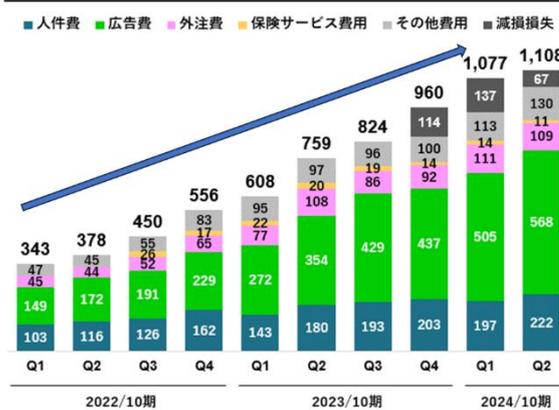
投資額と減損額を除いた営業利益 (単位：百万円)



(出所) 図表 22~24: 決算説明資料、アルファ・ウイン調査部が一部変更して作成。

【図表 23】 四半期別・コスト構造と投資額の推移

コスト構造 \*1 (単位：百万円)



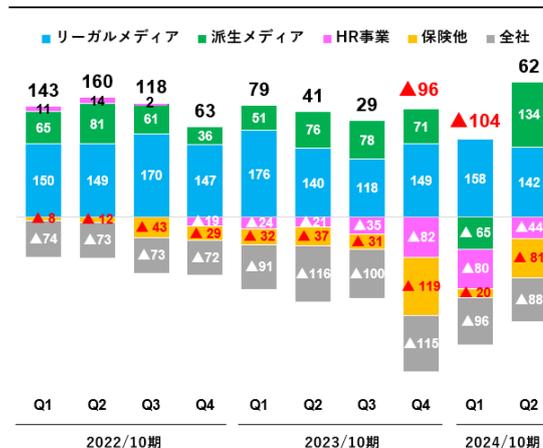
投資額の使用状況 \*1 (単位：百万円)



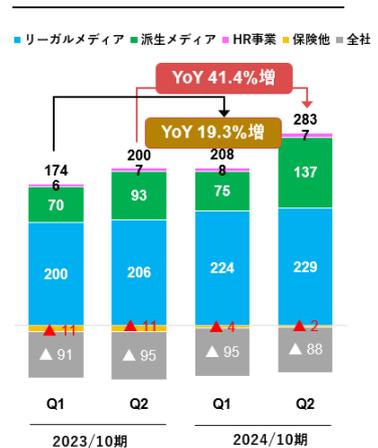
\*1: 保険サービス費用は、契約者獲得のための広告費や代理店手数料の他、支払保険金や支払いに備えた引当金(支払備金)等をまとめた、IFRS17号に基づいた費用。

【図表 24】 四半期別・事業営業利益の推移

事業別営業利益 (単位：百万円)



投資額と減損額を除いた事業別営業利益 (単位：百万円)



◆ 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、将来の成長に向けた先行投資期間と位置付けられている。

◆ 今期は増収・微増益・黒字転換を予想。上期は赤字だが、期初の通期計画は達成可能とし据え置き。

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%、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円を計画している。

既述のように上期は赤字を計上したが、通期の業績計画は達成可能として見通しを据え置いた。

◆ 通期の売上収益も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。

なお、増収効果とコストコントロールにより、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 +52百万円)・当期利益(同+38百万円)ともに、増益に転じる計画である。

なお、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留まり、最高益の更新には至らない。

◆ 実質的には、9億円を超える(修正後)営業利益を予想。

因みに、修正営業利益(減損、及び投資額を足し戻した本来の営業利益)は、前期の778百万円から9億円前後(減損分の先行投資予定額を減額すると仮定、P26を参照)と実質的には増益を予想している。

【図表 25】 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	97.8%
1、リーガルメディア関連事業	583	628	800	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	-	0	-63	-217				
調整額	-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%	41.8%	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%			
親会社の所有に帰属する当期利益	208	229	344	-12	26		38	黒字転換
(対売上収益比)	14.1%	14.7%	15.6%	-0.4%	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。

- ◆全 4 事業とも高い増収率を計画。
- ◆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。

＜事業別売上収益予想＞

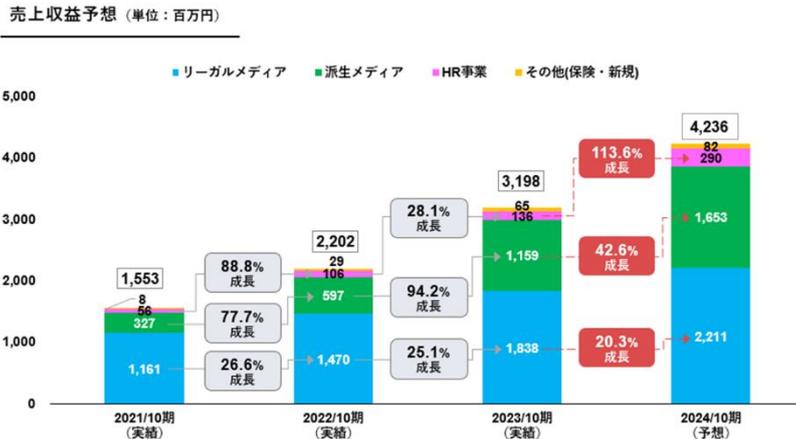
今期も、全 4 事業とも二桁の増収を計画している(図表 26)。メインのリーガルメディアは規模の拡大とともに増収率がやや低下しているものの、顧客の新規開拓、CS 体制の強化による解約率の低減により、売上収益は前期の 1,838 百万円から今期は 2,211 百万円へと、前期比 +20.3%の安定成長を見込んでいる。増収額(YOY+373 百万円)は、全体の増収額の 35.9%を占め、派生メディアに次ぐ寄与を見込んでいる。

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。問い合わせ数が急増しており、キャリアズム(過去の実績に対する顧客からの高い評価)の貢献を見込んでいる(ピッコレは事業撤退するため、増収寄与は少ない)。

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。新規登録者数が増加(YOY)しており、コンサルタントの増員・体制強化も進み、成約率の引き上げにより増収を見込む。

その他(保険・新規)は売上収益額が小さいが、代理店経由の拡販により、65 百万円から 82 百万円へと増収(YOY +17 百万円、+26.2%)を見込んでいたが、商品・販売戦略の変更により見直される可能性がある。なお、事業別の損益動向の予想は、開示されていない。

【図表 26】事業別売上収益の推移と今期の予想(会社・期初計画)



(出所) 決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)

＜事業別投資予定額＞

全社ベースの先行投資額は、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。来期の中計目標達成に向け、積極的な投資を継続する(P23-図表 27)。

- ◆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。

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。広告費は集客と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、+80.0%の増加を計画する。

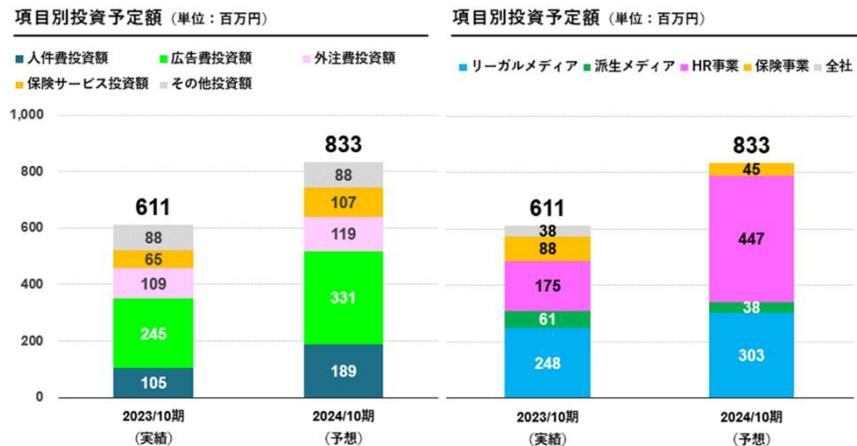
◆事業別では HR 事業の人材紹介事業の拡大に向けて人的投資と広告投資を強化。

事業別では保険事業や全社ベース(今期は M&A 関連費用の発生なし)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(YOY+272 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人員体制の強化と、人材派遣の人材獲得に向けた投資を計画している(図表 28)。人材派遣業においても、派遣人材の採用、派遣先の開拓が順調で増収への寄与が見込まれる。

◆リーガルメディアにおける投資は 2 割を増額予定。

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(高単価商品等)のための広告費・外注費、販促・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 27】投資計画(会社・期初計画)



【図表 28】事業別投資予定の主な内容(会社・期初計画)

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

(出所)図表 27、28とも、決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部変更)

◆ 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。

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、過去の実績と近況、並びにコスト(投資額)コントロールの余地があることを勘案し、概ね妥当なものであると考えている。

◆ 売上収益の予想を、会社計画を上回る 4,450 百万円まで上方修正。

上期の増収率(+43.1%)は当調査部の想定以上であり、通期の売上収益を 4,250 百万円(会社計画比+14 百万円)⇒4,450 百万円(会社計画比+214 百万円、YOY 増収率+39.2%)に上方修正した。足元の好調な推移を考慮し、主に派生メディア、HR 事業の見通しを増額した。

◆ 一方、減損の発生により利益予想を会社計画まで減額修正。

一方で、コストコントロールを適正に行えば目標利益の達成は十分に可能と判断していたが、想定外の減損が発生したため、通期の各利益予想を会社計画と同額まで引き下げた。

営業利益を(前回⇒今回の順に)、120 百万円⇒105 百万円、当期利益を 30 百万円⇒26 百万円へと変更した。一方、会社計画と同額(21.43 円)と予想していた配当金は据え置いた。

「通期予想－上期実績」で求められる下期の会社予想は、売上収益が 2,110 百万円(YOY+23.2%)、営業利益 146 百万円(前年同期△67 百万円に対し+213 百万円の増益)、営業利益率 6.9%(前年同期△3.9%)、当期利益 150 百万円(前年同期△78 百万円に対し+228 百万円の増益)となる。

利益目標はやや高めと思われるが以下の理由により、下期、あるいは通期の業績計画は、達成可能な範囲内にあると思われる。

◆ 足元も好調持続、下期の増収率前提は保守的。高めの利益目標はあるが、コストコントロールの余地があり達成は可能と判断。

- ・足元の業況は、全般的に好調を持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。これまで毎月公表されていた掲載顧客数(KPI)は、今期に入り前年同月比で+20%前後の増加率を維持している。
- ・また、派生メディア(キャリアズ等)での問い合わせ数、HR 事業で新規登録者数など主要な KPI も引き続き好調に推移している模様である。
- ・全社で前期比+23%の増収とする下期の前提は、過去の実績、並びに上期までの状況から判断してやや保守的と思われ、上振れ余地があると考えられる。
- ・インフレ、人手不足、円安を背景に各種のコストの上昇が懸念されるが、目標利益を達成するために広告費投資や外注費用の予算執行を減額し調整できると思われる。
- ・既にリーガルメディア以外ののれんを全額減損処理していることから、追加の減損や、その他の特損が発生する可能性は低いと考えられる。

- ◆リスクは、保険等の新事業の業績、コスト増等だが影響は限定的。

一方、業績面でのリスク要因は、新規事業(HR、保険・他)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、コストの増加による利益の圧迫、新たな M&A による関連コストの増加(買収後の業績不振を含む)などであるが、影響は限定的であると思われる。

【図表 29】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:新E	2024/10期:旧E	2025/10期中計	2025/10期:新E	2025/10期:旧E	2026/10期:新E	2026/10期:旧E
売上収益	2,202	3,198	4,236	4,450	4,250	5,500	5,700	5,600	7,400
リーガルメディア関連事業	2,067	2,997	3,864	4,080	3,880	5,200	5,100	6,650	6,550
リーガルメディア	1,470	1,838	2,211	2,230	2,230	2,700	2,700	3,400	3,350
派生メディア	597	1,159	1,653	1,850	1,650	2,500	2,400	3,250	3,200
HR事業	106	136	290	300	290	400	400	550	550
保険事業・その他(新事業)	29	65	82	70	80	100	100	200	180
売上総利益	1,054	1,257	1,665	1,580	1,500	2,150	2,250	2,800	2,900
(対売上比)	47.9%	39.3%	39.3%	35.5%	35.3%	37.7%	40.2%	37.8%	39.8%
販管費及び一般管理費	579	1,094	1,567	1,475	1,380	1,050	1,150	1,650	1,750
(対売上比)	26.3%	34.2%	37.0%	33.1%	32.5%	18.4%	20.5%	22.3%	24.0%
営業利益	484	53	105	105	120	1,100	1,100	1,150	1,150
(対売上比)	22.0%	1.7%	2.5%	2.4%	2.8%	20.0%	19.3%	15.5%	15.8%
税引前利益	477	43	100	100	110	1,090	1,090	1,130	1,130
(対売上比)	21.7%	1.3%	2.4%	2.2%	2.6%	19.1%	19.5%	15.3%	15.5%
親会社の所有に帰属する当期利益	344	-12	26	26	30	650	650	680	680
(対売上比)	15.6%	-0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	11.4%	11.6%	9.2%	9.3%
売上収益(YOY:伸率)	41.8%	45.2%	32.5%	39.1%	32.9%	29.8%	28.1%	31.8%	29.8%
リーガルメディア関連事業	38.1%	45.0%	28.9%	36.1%	29.4%	27.5%	27.5%	31.4%	27.9%
リーガルメディア	26.6%	25.0%	20.3%	21.3%	21.3%	21.1%	21.1%	25.9%	24.1%
派生メディア	78.2%	94.1%	42.6%	59.6%	42.4%	35.1%	45.5%	30.0%	33.3%
HR事業	89.2%	28.1%	113.6%	121.0%	113.6%	33.3%	37.9%	37.5%	37.5%
保険事業・その他(新事業)	-	124.2%	26.7%	8.1%	23.6%	42.9%	25.0%	100.0%	80.0%
売上総利益率(前期との差異)	-2.6%	-8.6%	-	-3.8%	-4.0%	2.2%	4.9%	0.1%	-0.3%
販管費及び一般管理費(伸率:YOY)	36.0%	89.1%	-	34.8%	26.1%	-28.8%	-16.7%	57.1%	52.2%
営業利益(伸率:YOY)	34.0%	-89.0%	97.8%	97.8%	126.4%	947.6%	816.7%	4.5%	4.5%
税引前利益(伸率:YOY)	34.7%	-90.9%	130.2%	130.2%	155.8%	990.0%	890.9%	3.7%	3.7%
親会社の所有に帰属する当期利益(同上)	50.2%	赤字化	黒字化	黒字化	黒字化	2400.0%	2066.7%	4.6%	4.6%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆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 (2025/10 期) の業績予想＞

同社は、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 (P28-図表 31、P29-図表 32)。

これまで年率 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、先行投資を抑え、投資家にこれまでの投資成果と同社の本来の収益力を示したい意向である。

前々期+41.8%、前期+45.2%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、やや保守的な予想と思われる。

- ◆来期の業績計画は、達成可能と予想。

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)、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予想を上方修正。

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 (今期の当部による前回予想比+31.8%) と前回予想したが、5,700 百万円 (今期の当部による新予想比+28.1%) に上方修正した。リーガルメディアの安定成長、派生メディアの続伸、HR 事業の人材紹介・

人材派遣事業の本格的な寄与(損益は会社の想定通り均衡、あるいは若干の黒字)を前提とした。

◆利益は前回予想を据え置き。

営業利益率は同社目標の 20%とほぼ同じ 19.3%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%)、当期利益も同様に 650 百万円(同+2,066.7%)と前回予想し、今回も利益予想を据え置いた。

◆来期の営業利益 11 億円の達成はハードルが低くはないが、成長投資を抑制すれば可能と思われる。

なお、営業利益 11 億円はハードルが低くはない計画値ではあるが、今期の通常の投資を同水準で継続したとしても、成長投資予定額を仮にゼロとすれば、約 8 億円の費用が圧縮され、同金額が増益要因となる。

メディア事業以外ののれんは、今上期までで全額減損処理済である。メディア事業に関連するのれんは、当該部門の業績が LBO 実施時と比較して大幅に伸長しており、減損の懸念は現時点では極めて小さい。

従って、今期の減損前、かつ先行投資前の修正営業利益は、「営業利益予想+上期の減損額+期初の先行投資予定額」= 105+203+833 = 1,141 百万円と推計される。これは来期の計画している営業利益 11 億円とほぼ同額となる。

但し、目標利益の達成に向け、減損を考慮した上で先行投資額を削減すると思われることから、実際の今期の修正営業利益は、9 億円程度と推計される。

来期にかけての通常の事業運営にかかわる諸コストは上昇すると思われるが、増収による増益効果で吸収され、かつ一過性の費用が発生しないと仮定すれば、営業利益 11 億円の達成も可能であると判断している。

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>

◆来々期も増収・増益・増配を予想。

来々期も、来期に続き増収増益を見込んだ。但し、一旦、来期に抑制する予定である先行投資を、一部再開する可能性もある為、その水準により、業績は影響を受けると考えられる。

◆来々期は、成長に向けた先行投資を再開する可能性も。

なお、今上期の決算説明会では、「来々期に先行投資を再開して、再び業績が悪化する」との一部の投資家が抱いている懸念については、社長が否定した。現時点では、来々期の投資計画は未定であり、業績を悪化させるほどの(赤字を計上するほどの)先行投資は控えるニュアンスのコメントがあった。

来々期は、増員や従業員教育、拡販や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、増益要因が相殺される可能性がある。

◆ 来々期の売上収益は、  
前回予想を上方修正。

当調査部では、2026/10 期の売上収益を(当調査部予想の各前期比、以下同様)+30.0%増収の 7,280 百万円と、前回予想したが、+29.8%増収の 7,400 百万円に上方修正した。

◆ 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。

営業利益率はやや低下すると想定し(19.3%⇒15.5%、2025/10 期比△3.8%ポイントの低下)、営業利益を 1,150 百万円(YOY +4.5%)、当期利益は 680 百万円(同+4.6%)と微かに増益を見込んだ。これを基準に、配当金を 28.15 円/株(YOY で+1.25 円の増配)と予想している。

なお、当調査部では、来々期は利益成長率のモメンタムが鈍化し、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。

◆ 早期に売上収益 100 億  
円の達成を目指す。

＜中長期利益の成長率予想＞

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いる。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。

中長期の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 20～30%前後の増収率の継続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 15%前後で逡減するとの前提を置いている。

◆ 中長期の年間平均増収  
率は当面 20～30%を継続し、  
適正なコストコントロールを行う前提  
で、同利益成長率も同程度と予想。

中長期の年間平均・利益成長率は、限界利益率が高いビジネスモデルであり、適正なコストコントロールを行えば、売上成長率(+20%～30%を予想)と同程度になると当調査部では予想している。好業績、増益を背景に、継続的な増配が期待される。

## 5. 成長戦略

### ◆ 中期経営計画の概要と進捗状況

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。なお、公表後、変更はない。

#### <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、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 30)。

また、これまで法律領域を中心に成長してきたが、今後は永続的に成長するために大きい市場に進出し続け、「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大型の M&A も積極的に検討すると思われる。

- ◆ 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。

【図表 30】 中計における各事業の目標



(出所) 決算説明資料、  
当社が一部を変更。

#### <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)を目標としている(図表 31)。

- ◆ 中計の最終年度の目標は、売上収益 55 億円超、営業利益 11 億円超。年次売上成長率は 30%超。

【図表 31】 来期の業績予想 (中期経営計画の最終年度)



(出所) 決算説明資料

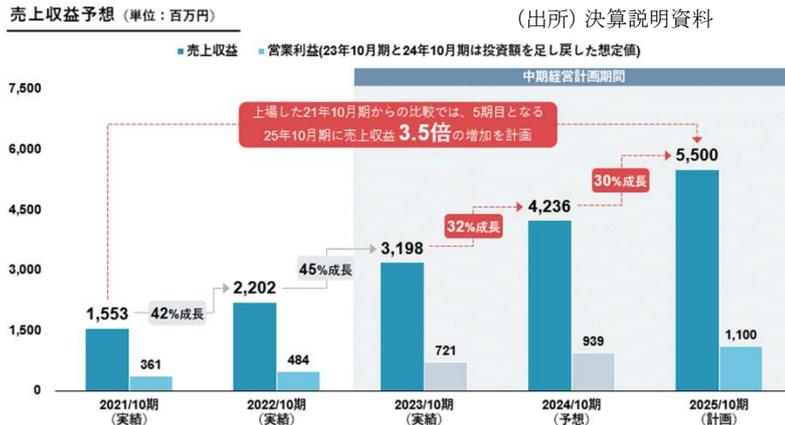
なお、現行の中期経営計画では、年率 30%超の売上成長率を目標としてきた(これまでは継続的に超過達成)。前期はこれを大きく上回る 45%の増収を遂げ、今期も 32%の増収を計画している。

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

利益に関しても、投資額、並びに減損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、計画線上にあると思われる(図表 32)。

過去の営業利益率は、2019/10 期から 2023/10 期(前期)まで順に 22.0%⇒22.5%⇒23.2%⇒22.0%⇒1.7%と推移した。なお、今期計画の 2.5%に対し来期の目標は 20%以上である。しかし、修正営業利益率では 2023/10 期 22.5%、2024/10 期 22.2%(同社予想)と 20%を上回っており、来期の目標も達成可能と考えられる。

【図表 32】中期経営計画の進捗状況(実績と目標) 単位：百万円



- ◆計画達成にインセンティブ。

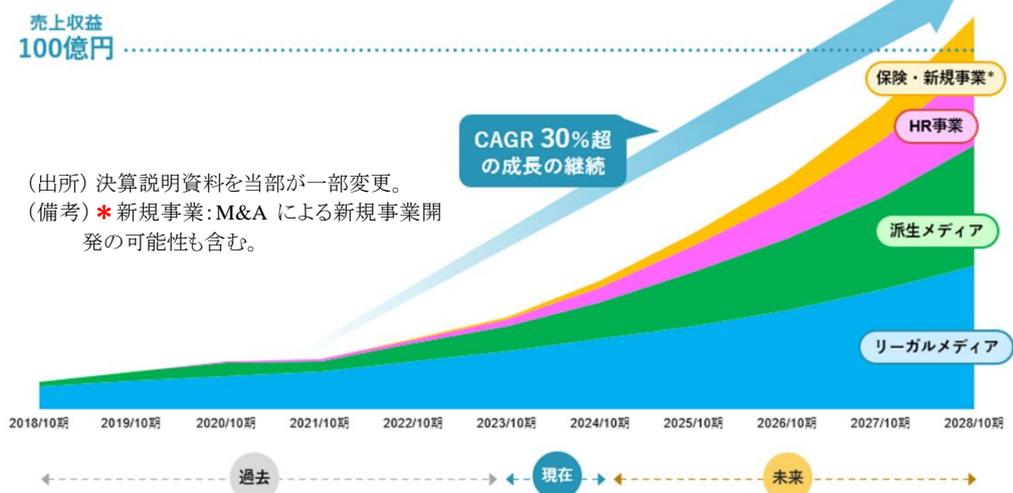
因みに、2022年7月に発行した取締役、執行役員、従業員向けのストックオプションでは、上記の売上収益、かつ営業利益の目標を、来期(2025/10期)、または来々期で達成することが行使条件となっている。

- ◆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。

◆ 長期の経営目標

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 33)。

【図表 33】長期の経営目標(会社計画：売上収益のイメージ)



## 6. アナリストの視点

### ◆ アシロの強みと課題

同社の SWOT 分析の結果を、図表 34 にまとめた。前回から大きな変更はない。

【図表 34】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"><li>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。</li><li>法律事務所との取引実績、ネットワーク（千件以上）。</li><li>WEBマーケティング力と蓄積されたノウハウ。</li><li>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。</li><li>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。</li><li>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資金を投下できる。</li><li>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。</li></ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"><li>社長や、収益面で特定分野（リーガルメディア）に対する依存度が高い。</li><li>業歴が浅く、組織が小規模・未成熟。</li><li>専門性の高い人員の不足（人材の確保・定着・育成）。</li><li>高水準の先行投資の継続や大型企業買収を行う資金力。</li></ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"><li>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）。</li><li>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&amp;Aや提携による事業拡大とシナジー）。</li><li>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。</li><li>既存のネットワークを活用したアップセル・クロスセル。</li></ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"><li>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。</li><li>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。</li><li>優秀な人材やノウハウ・技術の流出。</li><li>情報管理・情報漏洩リスク。システムトラブル。</li><li>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（但し、減損処理によりリスクは低下）。</li><li>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）。</li></ul>

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成。（備考）青文字は、今回の追記部分。

### ◆ 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、その後は増配を実施している。株式上場後に株式分割や株主優待制度の導入はなく、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。

2022/10 期～2024/10 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、先行投資開始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（今期の予定配当性向は 596.9%）、配当額を決定している。

◆ 今期も連続増配を予定。予想配当利回りは 2.63%。

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おり、予想配当利回りは 2.63%となる。

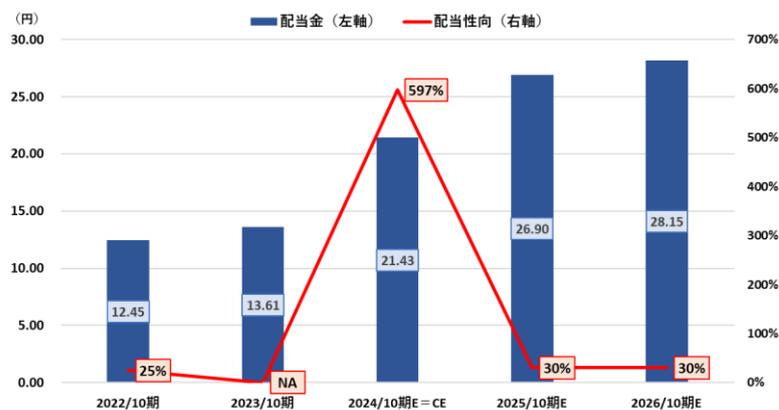
戦略的な投資を行い必要な内部留保を確保した上で、連結配当性向を基準とし、今後も安定的、継続的な配当を行う方針である。

◆ 連結 DOE は高水準で上昇傾向。

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、かつ上昇傾向にある。今後も単年度では業績変動性が高いと予想されるため、投資余力や財務健全性を考慮した上で、連結 DOE を基準とした安定配当にすることも検討の余地があろう。(図表 35)

【図表 35】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

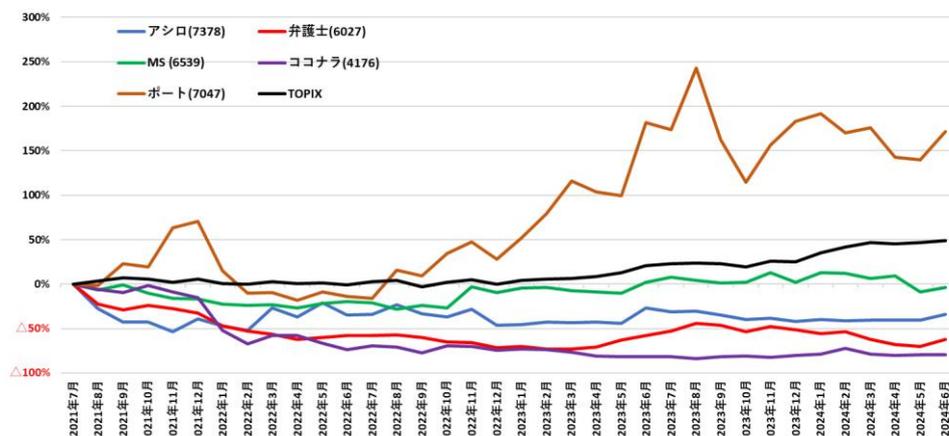
<パフォーマンス>

- 上場以降、TOPIX をアンダーパフォーム。
- 同業・類似会社の 5 社内では、パフォーマンスは中位。

図表 36 に、上場以降の同社の株価、TOPIX、及び同業・類似会社(弁護士ドットコム、MS-JAPAN に加え、ポート、ココナラ)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)。

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 社内での比較では、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)。

【図表 36】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。

・小型株であるため、株価のボラティリティは高い。

同社は小型株であるため、流動性が低く(図表 37) 株価の変動率が大きい。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。

・株価はボトムアウトしつつある。

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。

その後、再び株価は軟調となった。しかし、株式市場全体の上昇と、同社の今期の増益・黒字転換、増配計画、並びに来期の好業績の達成期待を受け(計画達成に向けた社長の強い自信と意欲)、株価はボトムアウトし、800 円台まで回復している。

【図表 37】 同業・類似会社、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

2024年6月28日終値				主要なバリュエーション						パフォーマンス		流動性
社名(上場市場・コード番号・略称)、インデックス	直近の決算期	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	2024年の年初来リターン: %	2024年6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)	2024/10期上期	815	5,992	227.02	2.95	2.63	19.76	1.41	12.57	4.62	14	
弁護士ドットコム (G・8027・B4)	2024/3期	3,385	75,763	75.42	18.41	0.00	30.02	5.14	43.61	5.78	609	
MS-JAPAN (P・6539・MS)	2024/3期	1,066	26,646	21.50	2.60	5.25	8.69	3.23	-6.00	1.43	127	
ポート (G・7047・PT)	2024/3期	2,263	31,623	15.99	4.38	0.11	9.47	1.50	-3.99	1.57	296	
ココナラ (G・4176・CC)	2024/8期上期	390	9,329	62.20	4.44	0.00	18.57	1.60	0.78	8.33	267	
東証プライム全銘柄平均 (P)	-	1,446.20	980兆円	16.47	1.41	2.25	-	-	18.77	2.30	-	
東証スタンダード全銘柄平均 (S)	-	1,279.99	29兆円	14.43	1.03	2.28	-	-	9.47	1.94	-	
東証グロース全銘柄平均 (G)	-	851.42	7兆円	50.67	3.26	0.83	-	-	-4.45	3.49	-	
TOPIX	-	2,809.63	-	-	-	-	-	-	18.73	2.29	-	
東証グロース250(旧東証マザーズ)	-	661.24	-	-	-	-	-	-	-6.39	3.52	-	
日経平均	-	39,583.08	-	16.74	1.50	1.80	-	-	18.28	1.98	-	

(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6月28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 2025/3 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。

2024年6月14日は、同社の上期の決算発表日。AS、PT は IFRS 基準、B4、MS、CC は日本基準。AS、B4、MS、PT、CC のいずれも連結決算。

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>

・今期の業績予想を基準とすると、市場平均値との比較ではバリュエーションは高安まちまち。

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 227.02 倍(当調査部予想も同じ)、上期の実績 PBR は 2.95 倍、今期の予想配当利回りは 2.63%となる(2024年6月28日終値基準、以下同様)。

各インデックス(東証プライム、並びにスタンダードの全銘柄平均)、同業他社(競合・類似会社)との比較では、PER は極めて高く、一方、配当利回りも高い。

同社の PBR は、東証プライム平均との比較では、高い一方、所属する東証グロース全銘柄平均や同業・類似会社との比較では低い(図表 37)。

さらに同業・類似会社との比較では、同社の PSR は低い一方、EV/EBITDA は中位にある。

◆同業類似会社比較でも  
今期予想基準では、主  
要なバリュエーションに  
割安感・割高感はない。

総じて主要なバリュエーションは高低まちまちであり、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。

◆中計の目標値を来期の  
業績計画の前提とすれ  
ば、現在の株価は割安  
圏。

但し、来期(2025/10 期)は、同社による中計(営業利益 11 億円)を基準に、一定の前提の基に試算すると(実効税率 39%等)と、PER は 9.09 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、予想配当利回りは 3.30%と推計される(いずれも当部による試算)。

なお、同計画に基づく PSR は、1.09 倍となる。

これらのバリュエーションから総合的に判断すると、当該業績予想が達成される前提では、同社の現在の株価は割安圏にある。

#### <株価の見通しと今後の注目点>

◆最大の注目点は、来期  
の新たな業績予想と利  
益の達成確度。

今後の株価は、今期、並びに来期以降の利益水準次第と考えられ、その達成状況が最大の注目点である。

◆来期の業績と中期の  
EPS 成長率が、株価水  
準を決定するポイント。

中期経営計画の最終年度となる来期の業績予想が、現中計の目標値と同程度、もしくはそれ以上の水準となり、かつ来期の業績目標の達成確度が高まれば、EPS の上昇に加え PER が切り上がることが予想され、株価の上昇余地は大きいと考えられる。

◆利益成長の確度が高ま  
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。

中長期的な観点から、内需型の小型成長株として期待したい。

以上