

# note (東証グロース-5243)

～ 戦略投資をこなし持続的収益成長へ、株価は適正価値圏内 ～

## 投資評価

前回 **1** → **2** 今回  
2024/4/11 Neutral

アナリスト  
**岩元 泰晶**

## 主要指標

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| 5243<br>(2024年7月10日現在)       |           |
| 株価                           | 696 円     |
| 時価総額                         | 107 億円    |
| 予想PER (24/11期)               | 2,139.0 倍 |
| 予想PER (25/11期)               | 37.1 倍    |
| 実績PBR                        | 6.63 倍    |
| 予想配当                         | 0.0 円     |
| 予想配当利回り                      | 0.00 %    |
| 配当性向                         | 0.0 %     |
| 予想ROE                        | 0.32 %    |
| 予想DOE                        | 0.00 %    |
| 発行済株式数                       | 15,366 千株 |
| 売買単位                         | 100 株     |
| (注1) 予想はTIW.                 |           |
| (注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE) |           |

## 要旨・投資のポイント

＜戦略投資をこなし持続的収益成長へ、株価は適正価値圏内＞

- 投資判断を「2 (Neutral)」へと引き下げる。TIW業績予想は前回と同じ。株価は、前回評価時からの上昇により、適正価値圏内にあるものと判断する。5期業績予想 (P.3下段表) では、23%の売上高CAGR、並びに販管費率の継続的低下 (23/11期106.1%→28/11期予75.0%) を織り込んだ。
- 24/11期2Q (3～5月) の連結業績は、売上高811百万円 (前年同期比17%増)、営業利益19百万円 (前年同期は88百万円の損失) となった。売上成長やコストマネジメント強化により、上場来初の四半期黒字を達成した。24/11期通期の会社予想は、据え置かれた。
- 24/11期TIW予想は売上高3,498百万円、営業損失3百万円。戦略投資をこなし損益はゼロ近辺へ。「note」では各種機能強化策が、「note pro」では値上げの浸透が寄与しよう。25/11期は32%増収、営業損益は332百万円の黒字を見込む。

＜ユーザーのすそ野拡大に向けた機能強化策が適宜進展へ＞

- 同社は、唯一無二のCtoCメディアプラットフォーム「note」を創設。クリエイターや読者の利用促進に向けた機能強化策が引き続き図られることで、そのすそ野は一段と広がるものとみられる。noteの基盤を活用した企業向けメディアSaaS「note pro」も展開。note proはあらゆる法人の幅広い情報発信に活用が可能。各種ウェブサイトを代替或いは補完するビジネスインフラとなり得よう。

## 業績推移

5243

単位: 百万円、円、%

| 連結通期             | 売上高   | 伸率 | 営業利益 | 伸率 | 経常利益 | 伸率     | 純利益  | 伸率    | EPS   | DPS |
|------------------|-------|----|------|----|------|--------|------|-------|-------|-----|
| 2022/11          | 2,317 | 23 | -732 | na | -742 | na     | -756 | na    | -53.1 | 0.0 |
| 2023/11          | 2,777 | 20 | -380 | na | -413 | na     | -414 | na    | -27.5 | 0.0 |
| 2024/11 会社予      | 3,350 | na | -80  | na | -80  | na     | -82  | na    | -5.3  | 0.0 |
| TIW予             | 3,498 | na | -3   | na | 3    | na     | 5    | na    | 0.3   | 0.0 |
| 2025/11 TIW予     | 4,634 | 32 | 332  | na | 340  | 113.3倍 | 288  | 57.6倍 | 18.7  | 0.0 |
| 2026/11 TIW予     | 5,532 | 19 | 614  | 85 | 622  | 83     | 527  | 83    | 34.3  | 0.0 |
| 2024/11 コンセンサス予想 | 3,498 | na | -3   | na | 3    | na     | 5    | na    | 0.3   | 0.0 |
| 2025/11 コンセンサス予想 | 4,634 | 32 | 332  | na | 340  | 113.3倍 | 288  | 57.6倍 | 18.8  | 0.0 |
| 2026/11 コンセンサス予想 | 5,532 | 19 | 614  | 85 | 622  | 83     | 527  | 83    | 34.3  | 0.0 |

出所: 会社データ、TIW、アイフィスジャパン 注: TIWの予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

24/11期より連結決算に移行、22/11期及び23/11期業績は非連結

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

24/11期2Qは17%増収、営業利益は19百万円と上場来初の四半期黒字を達成

- 同社は当期24/11期より、連結決算へと移行。上期（12～5月）業績は、売上高1,616百万円（前年同期（単独業績）比20%増）、営業利益12百万円（前年同期（同）は309百万円の損失）となった。2Q（3～5月）は、売上高811百万円（同17%増）、営業利益19百万円（前年同期は88百万円の損失）だった。売上成長やコストマネジメント強化により、上場来初の四半期黒字を達成した。四半期推移でみた営業損益は、段階的に改善。1Q（12～2月）は7百万円の損失。前4Qは16百万円、前3Qは53百万円の損失だった。主力の「note」の売上高は、659百万円（同23%増）。会員登録者数やコンテンツ数の拡大が収益増に直結した。「note pro」の売上高は、125百万円（同21%増）。契約料金の引き上げ等が押し上げに寄与した。双方事業における主要KPIは、次のとおりである。noteのGMV（Gross Merchandise Volume：流通総額）4,175百万円（同26%増）、note proのARR（Annual Recurring Revenue：期末月の月次経常収益（月額料金＋一部オプション利用料）を12倍したもの）505百万円（同21%増）。

24/11期通期の会社予想は据え置き、21%増収、営業損失80百万円

- 24/11期通期の会社予想は、据え置かれた。同予想は、売上高3,350百万円（前期（単独業績）比21%増）、営業損失80百万円（前期（同）は380百万円の損失）。note及びnote proにおける機能強化並びに新規事業開発に向けた戦略投資がかさむなか、損益については水面下を余儀なくされる見込み。23/11期は新規採用活動を抑制したが、今期は採用活動を再開するほか業務委託も積極化させるもよう。なお、当該新規事業の今期収益への貢献は織り込んでいないとしている。

24/11期TIW予想は26%増収、損益はゼロ近辺

- TIWでは24/11期の連結業績を、売上高3,498百万円（前期（単独業績）比26%増）、営業損失3百万円と予想する。戦略投資をこなし、各段階損益ともゼロ近辺となろう。noteのGMVを17,282百万円（同26%増）と想定。「アプリでの記事購入」や「noteポイント」をはじめとする継続的な機能改善が寄与するものとみられる。note proのARRについては、694百万円（同48%増）を見込む。有料アカウント数の伸びに加え、これに伴う新料金契約の構成比拡大が押し上げ要因となろう。

25/11期は32%増収、営業損益は322百万円の黒字を見込む

- 25/11期TIW予想は売上高4,634百万円（前期比32%増）、営業損益は332百万円の黒字。人件費等の増加をこなし、損益は水面上へと浮上する見込み。noteのGMVを23,057百万円（同33%増）と想定。会員登録者数の伸びを背景に、一段の収益増が実現しよう。note proのARRについては、872百万円（同26%増）を見込む。値上げ効果の一層の進展が見込めよう。加えて、新事業の本格始動も上乘せ要因になるとみられる。

noteの利用促進に向けた機能強化策が進展、「アプリでの記事購入機能」の提供を開始

- 同社では、クリエイターや読者によるnoteの利用を促進するため、様々な機能強化策を実施している。6月18日より「PayPal」決済を導入。これにより、海外居住者やクレジットカードを持たないユーザーによるコンテンツ購入を可能とした。同社は、

これまでも各種施策を展開。4月10日には、「アプリでの有料記事購入機能」の提供を開始。noteの閲覧手段のうち、25%超がスマホアプリを介したものであることから、同機能による購入機会の拡大は、GMVの押し上げに直結するとみられる。1月5日には、「noteポイント」を導入。ポイント利用によるコンテンツ購入は、GMV拡大の契機となっているもよう。2023年11月には、Adobeとの提携により「生成AIによる見出し画像作成機能」リリース。クリエイターが、自らの記事に適した見出し画像をAIで生成することを可能とした。2023年4月には、創作支援ツール「AIアシスタント(β)」の提供を開始。同ツールは、文章の校正やレビュー、タイトルの提案など様々な機能を有し、コンテンツ制作の効率化と質的向上を支援している。

唯一無二のメディアプラットフォーム「note」を創設、さらには企業向けメディアSaaS「note pro」へと展開

- 出版やテレビ等の伝統的メディアでは、「いい作品が人々に届けられ収益化されるエコシステム」が確立されているのに対し、インターネットではこうしたシステムは確立されていなかった。そうしたなか、同社はCtoCメディアプラットフォーム「note」を創設（下図参照）、これにより唯一無二のビジネスモデルをつくり上げた。次いで、noteの基盤を活用した企業向けメディアSaaS「note pro」を立ち上げた（下図参照）。note proはあらゆる法人の幅広い情報発信に活用が可能。各種ウェブサイトのを代替或いは補完するビジネスインフラとなり得る。



出所：note「有価証券報告書」

#### 【TIW業績予想】

note (5243)

単位：百万円

|      | 23/11 | 24/11予 | 25/11予 | 26/11予 | 27/11予 | 28/11予 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高  | 2,777 | 3,498  | 4,634  | 5,532  | 6,579  | 7,799  |
| 営業利益 | -380  | -3     | 332    | 614    | 954    | 1,363  |
| 経常利益 | -413  | 3      | 340    | 622    | 962    | 1,371  |
| 純利益  | -414  | 5      | 288    | 527    | 815    | 969    |

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【会社概要】

2022年12月に東証グロス市場に上場。「だれもが創作をはじめ、続けられるようにする」をミッションに2011年12月に創業。2012年9月、クリエイターと読者をつなぐコンテンツ配信サイト「cakes」を立ち上げた（2022年8月にサービス終了）。2014年4月には、「CtoC×課金」の仕組みでクリエイターの創作を後押しするメディアプラットフォーム「note」を開始。2019年3月には、noteの基盤を活用し、企業が自社サイトとして情報発信できるメディアSaaS（メディアSoftware as a Service：企業が自社で所有・運営するメディアを構築するためのソフトウェアをネットワーク経由で提供するサービス）「note pro」を始動した。

## 【ビジネスモデルの特徴】

出版やテレビ等の伝統的メディアでは、「いい作品が生まれ出され、広く人々に届けられ、収益化されるエコシステム（複数のプレイヤーが有機的につながり共存共栄していく仕組み）」が確立されているのに対し、インターネットではこうしたシステムは確立されていなかった。そうしたなか、同社はクリエイターが文章やマンガ、写真、動画等のコンテンツを自由に投稿・販売でき、ユーザーはそのコンテンツを楽しんで応援・購読できるメディアプラットフォーム「note」を創設、これにより独自のビジネスモデルをつくり上げた。

## 【リスク要因】

「note」では、健全性を欠いたり、他者を誹謗中傷したりするようなコンテンツやコメントが投稿される可能性がある。同社では利用規約の明示や適宜コンテンツまたはコメントの削除を行う等適切な運営に努めている。しかしながら、これらへの十分な対応ができない場合、クレームやネット上の拡散、通報等に端を発した炎上等によるレピュテーションリスクが発生する可能性がある。また、自然災害、事故、不正アクセスなどによってシステム障害が発生した場合、同社に直接的損害が生じるほか、同社サーバーの作動不能や欠陥等に起因するサービスの停止等については、同社のシステム自体への信頼性の低下を招きかねない。

## 【四半期業績推移】

| 四半期決算データ |          |        |       |       |        |          |       |    |    |       |
|----------|----------|--------|-------|-------|--------|----------|-------|----|----|-------|
| 単位：百万円   |          |        |       |       |        |          |       |    |    |       |
| 5243     | 2023年11月 |        |       |       |        | 2024年11月 |       |    |    |       |
| note     | 1Q       | 2Q     | 3Q    | 4Q    | 通期     | 1Q       | 2Q    | 3Q | 4Q | 累計    |
| 売上高      | 654      | 693    | 707   | 723   | 2,777  | 804      | 812   |    |    | 1,616 |
| 前年同期比    |          |        |       |       | 19.9%  | 22.9%    | 17.2% |    |    | 20.0% |
| 営業利益     | -221     | -88    | -54   | -17   | -380   | -7       | 19    |    |    | 12    |
| 前年同期比    |          |        |       |       | na     | na       | na    |    |    | na    |
| 経常利益     | -249     | -94    | -56   | -14   | -413   | -4       | 19    |    |    | 15    |
| 前年同期比    |          |        |       |       | na     | na       | na    |    |    | na    |
| 純利益      | -249     | -95    | -55   | -15   | -414   | -4       | 18    |    |    | 14    |
| 前年同期比    |          |        |       |       | na     | na       | na    |    |    | na    |
| 売上高営業利益率 | -33.8%   | -12.7% | -7.6% | -2.4% | -13.7% | -0.9%    | 2.3%  |    |    | 0.7%  |
| 自己資本比率   | 53.4%    | 49.1%  | 46.8% | 47.1% | -      | 45.5%    | 45.3% |    |    | -     |
| 純資産      | 1,693    | 1,612  | 1,559 | 1,561 | -      | 1,593    | 1,622 |    |    | -     |
| 総資産      | 3,171    | 3,281  | 3,335 | 3,312 | -      | 3,492    | 3,556 |    |    | -     |

データ出所：アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【関連テーマ/チェックリスト】

5243

| 【企業戦略・ビジネスモデル】   | 【業績・財務】  | 【コーポレートアクション】  | 【テーマ】  |
|--|--|--|--|
| ✓ 高付加価値戦略<br>低価格戦略<br>多角化戦略<br>選択集中戦略<br>知財・研究開発型<br>装置型・インフラ型<br>労働集約型<br>FC・ファブレス型 | 上方修正期待<br>下方修正懸念<br>円高メリット<br>円安メリット<br>業績変動大(市況)<br>✓ 業績回復傾向<br>高ROE(10%以上)<br>✓ 高成長率<br>景気連動強い<br>✓ 景気連動弱い<br>財務体質強固<br>財務体質脆弱 | 増配・復配期待<br>分割期待<br>自社株買い期待<br>株主優待積極的<br>増資・ファイナンスの可能性<br>減配懸念<br>市場変更の可能性<br>株式流動性良好<br>✓ 株式流動性低い<br>外国人持株比率20%超<br>M&A積極姿勢<br>MBOの可能性有 | 規制緩和関連<br>新興国関連<br>資源関連<br>次世代エネルギー関連<br>公共投資関連(復興含む)<br>設備投資関連<br>個人消費関連<br>シルバー関連<br>✓ ITテクノロジー関連<br>ナノテク・バイオ関連<br>環境関連<br>大型新製品期待 |

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

## 【Fモデルによる理論株価推計】

note

5243

(2024年7月10日現在)

|    |       |
|----|-------|
| 株価 | 696 円 |
|----|-------|

|             |         |
|-------------|---------|
| Fモデルによる理論株価 | 392 円   |
| 現株価との乖離     | -43.6 % |

|          |         |     |
|----------|---------|-----|
| 当期利益(今期) | 5       | 百万円 |
| 当期利益(来期) | 288     | 百万円 |
| 来期EPS成長率 | 5,660.0 | %   |
| 現預金      | 2,011   | 百万円 |
| 有利子負債    | 80      | 百万円 |
| 自己資本     | 1,612   | 百万円 |
| 総資産      | 3,556   | 百万円 |
| 時価総額     | 10,695  | 百万円 |
| 株数       | 15,366  | 千株  |
| 株主数      | 6,626   | 名   |

|              |            |
|--------------|------------|
| Fモデルによる妥当PBR | 3.74 倍     |
| 収益力・成長性寄与分   | 2.54 倍     |
| 財務内容寄与分      | 1.20 倍     |
| PER(今期)      | 2,139.00 倍 |
| PER(来期)      | 37.14 倍    |
| 実績PBR        | 6.63 倍     |
| 今期予想ROE      | 0.32 %     |
| ネットD/Eレシオ    | -1.20 倍    |
| 割引率(資本コスト)   | 7.25 %     |
| 負債コスト        | 2.00 %     |

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times ( \text{負債コスト} \div \text{割引率} )$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【株価チャート】



## 【投資評価】

| 2           |       | Neutral |
|-------------|-------|---------|
| 過去の投資評価     | 株価(円) |         |
| 2024年4月11日  | 1     | 541     |
| 2024年1月15日  | 2+    | 568     |
| 2023年10月16日 | 1     | 538     |
| 2023年7月21日  | 1     | 514     |
| -           | -     | -       |
| -           | -     | -       |

## 【アナリスト・インプレッション®】

| 担当カバレッジ<br>内での<br>注力度 | 業績予想の<br>蓋然性 | 株価見通し       |             |             |             | 株価変動性 |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
|                       |              | 短期          |             | 中期          | 長期          |       |
|                       |              | ~3ヶ月以内      | 3ヶ月~12ヶ月    | 12ヶ月~36ヶ月   | 36ヶ月~       |       |
| 高い                    | 高い           | 非常に強気<br>強気 | 非常に強気<br>強気 | 非常に強気<br>強気 | 非常に強気<br>強気 | 大きい   |
| 普通                    | やや高い         | 普通<br>弱気    | 普通<br>弱気    | 普通<br>弱気    | 普通<br>弱気    | 普通    |
| 低い                    | 普通           | 非常に弱気       | 非常に弱気       | 非常に弱気       | 非常に弱気       | 小さい   |

## ●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。  
（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

## ●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

## 岩元泰晶（いわもとやすあき）プロフィール

甲南大学経済学部卒。国内証券3社を経て2023年6月より現職。セクターアナリストとして自動車産業を中心に20年以上にわたり企業調査に従事。日経ヴェリタスアナリストランキングで定評を獲得、その他多くの受賞歴を誇る。的確な業績予想並びにバリュエーション分析により、市場コンセンサスをリードすることを信条とする。

（社）日本証券業協会アナリスト協会検定会員。

## アナリストによる宣言

私、岩元泰晶は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。

レポート対象企業の選定はTIW社が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>