

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社 ロックオン

(3690 東証マザーズ)

発行日：2018/12/18

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

事業内容

・株式会社ロックオン（以下、同社）は、インターネットマーケティング関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行う。岩田社長が大学時代に起業し、2001年に同社を設立。主力製品は、独自開発のインターネット広告効果測定システムであり、クラウド形式で中堅・大手企業向けに提供している。また、同社の主力ビジネスは、ストック型のサブスクリプションモデルで、顧客獲得時には費用が先行し一時的には損益上マイナスになるが、一定期間経過後、費用を回収し収益を安定的に拡大する構造である。今後は、これまで蓄積したストック資産を活かし、収益力を高めるステージに入るものと思われる。2014年9月に、東証マザーズに上場。ニッチ分野のリーディングカンパニーである。

業績動向

・マザーズ上場以降、増収、黒字基調であった。しかし2017/9期以降は、増収を継続するものの事業拡大に伴う先行投資、事業再編に伴うコスト負担により減益が続く、2018/9期は、売上高1,804百万円（前期比5.0%増）、当期損失88百万円と赤字（前期は72百万円の黒字）、無配に転じる。同社は現時点では、2019/9期の予想数値を公表していない。なお事業の移管・買収による影響を考慮すると、前期も含め直近の数年間も実質的には堅調な増収トレンドを継続している。

競争力

・当分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、実績があり充実した機能を持つ製品と、継続的に蓄積してきたビッグデータの保有が同社の強みである。主力2商品は共に国内シェア1位を獲得している。黎明期の当業界にあって、さらなる製品力の強化と圧倒的シェアの確保を狙う。

経営戦略

・インターネットマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット戦略」を掲げ、広告計測から分析・活用へと、また海外展開へと事業領域を総合的に拡大する方針。2020/9期には売上高30億円を計画。そのためにはM&Aや他社との連携も積極的に進め、成長を加速化する方針である。

業績予想(アルファ・ウイン調査部)

・事業構造改革は一段落したと推測され、また足元の売上高も好調であり、2019/9期の売上高は2,150百万円（前期比19.2%増）、当期利益は10百万円の黒字化を当調査部では予想する。中長期的にも「攻めの」先行投資は継続すると思われるが、既存及び今後の事業・企業買収やこれまでの各種の施策の成果が期待され、成長ポテンシャルは大きく年率20%前後の増収が見込まれる。また、コストコントロール次第ではあるが、今後は黒字基調を維持し中長期的に二桁の利益成長も可能であると考えている。

株価水準

・TOPIX・類似会社等と同社のバリュエーションの比較を行うと割安感はない。しかし業績のボトムアウトが確認されれば再注目される可能性があると思われる。今後は株価に影響を与えうる月次別売上高推移、四半期単位での損益動向（黒字化の時期）やM&A・提携・新機能の発表にも注目したい。特にコアのアドエビスの単価とアクティブアカウント数は、業績に直結する重要指標（KPI）であり、注目していきたい。

株主還元

・前期は最終赤字を計上、無配とし優待制度の廃止も行った。現在、成長ステージにあるため資金の社外流出よりも成長投資を優先して行い、業績の回復によって株主価値を高めたいと同社は考えている。

1/32

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から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。

【3690 株式会社 ロックオン 業種：情報・通信】 図表A

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/9	1,612	12.2	247	-29.2	250	-28.9	168	-26.9	26.79	189.08	5.0
2017/9	1,719	6.6	92	-62.6	106	-57.5	72	-56.8	11.56	195.60	5.0
2018/9	1,804	5.0	-98	-	-115	-	-88	-	-14.02	184.97	0.0
2019/9 CE	現時点では、非公表										
2019/9 E	2,150	19.2	30	黒字化	10	黒字化	10	黒字化	1.57	186.41	0.0
2020/9 E	2,600	20.9	120	300.0	100	900.0	96	860.0	15.11	201.53	0.0
2021/9 E	3,000	15.4	250	108.3	230	130.0	155	61.5	24.40	225.93	0.0

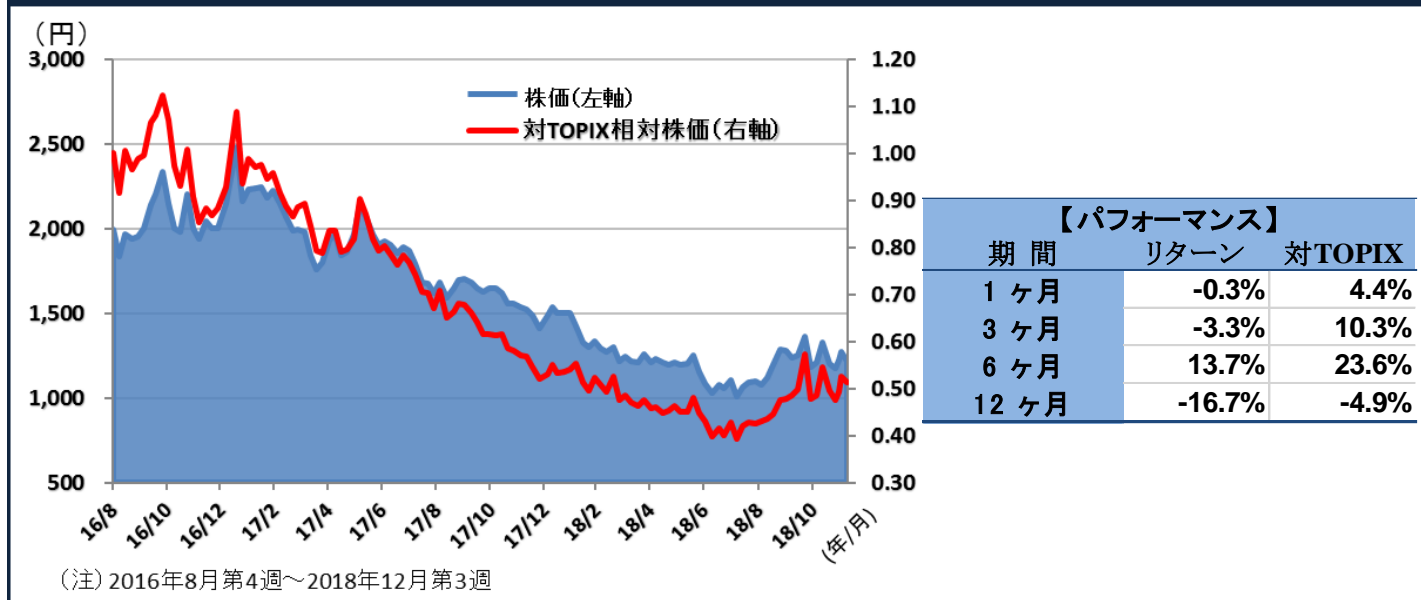
(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

【株価・バリュエーション指標：3690 株式会社 ロックオン】 図表B

項目	2018/12/14	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,220	前期実績	-	6.6	0.0%	0.0%
発行済株式数 (千株)	6,352	今期予想	774.9	6.5	0.0%	0.0%
時価総額 (百万円)	7,750	来期予想	80.7	6.1	0.0%	0.0%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		54.5%	前期ROE	-

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【株価チャート (週末値) 3690 株式会社 ロックオン】 図表C



(注) アルファ・ウイン調査部が作成、パフォーマンス計算においては株価、TOPIXは2018年12月14日が直近。但し、期間は当該各月末株価との比較。

目次

1. 会社概要.....	P4
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P4
経営理念と社是、行動指針.....	P5
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P6
独自開発したマーケティングロボットをクラウドで提供.....	P6
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P7
事業内容の詳細.....	P8
サブスクリプションモデル.....	P12
3. 株主構成.....	P15
株主所有者別構成の推移.....	P15
上位株主構成.....	P15
4. ESG.....	P17
環境対応 (Environment) 、社会的責任(Society)、企業統治 (Governance)	P17
5. 成長の軌跡.....	P18
沿革.....	P18
過去の業績推移.....	P18
6. 業界環境.....	P20
日本の広告業界の動向.....	P20
株式会社ロックオンの同業類似会社.....	P21
7. 前期の業績と今期の見通し.....	P22
2018/9 期 (前期) 通期決算.....	P22
株式会社ロックオンによる 2019/9 期 (今期) 業績予想.....	P23
8. 成長戦略.....	P24
株式会社ロックオンの中期経営計画・戦略.....	P24
アルファ・ウイン調査部の 2019/9 期業績予想.....	P26
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P27
9. アナリストの視点.....	P29
SWOT 分析.....	P29
株主還元.....	P29
株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター.....	P30

1. 会社概要

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

- ◆ 人に代わってマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット事業」を展開中。現在は、その一部であるインターネット広告効果計測が主力。

- ◆ 主力サービスは、SaaS(クラウド)形式でインターネットマーケティング関連のプラットフォームを提供。

(注1)インターネット広告効果測定システム:様々なインターネット広告や SEO 施策を総合的に測定、評価するツール。

(注2)リスティング広告:検索連動型広告ともいう。インターネットでユーザーが検索または閲覧したキーワードに関連した広告を表示する手法。ユーザーが関心のある分野の広告を効果的に表示する。企業側にとっても高い広告効果が期待できる。

(注3)SaaS:ソース、【software as a service】:インターネットを経由してソフトウェアを利用するサービス(クラウドとほぼ同義)。パッケージ商品を購入せず、インターネットを通じて必要な機能・内容・分量のみを利用し、サービスに応じて対価を支払う。

(注4)運用型広告:広告の最適化を自動的に、または即時に支援する広告手法。出稿後、最適化を行い、より高い成果をあげる。

- ◆ 主力製品は、独自開発したアドエビスとイーシーキューブ。

株式会社ロックオン(以下、同社)は、インターネット広告関連ソフトウェア、及びeコマース関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行う新興企業である。岩田進社長が大学時代にホームページ制作事業を大阪で起業し、業容の拡大に伴い2001年に同社を設立。

独自開発したソフトウェアで、人に代わってマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット事業」(同社の商標登録)を本格的に展開し成長。これまで、マーケティングプラットフォーム、商流プラットフォームの2部門で展開してきた。主力商品は、インターネット広告効果測定システム^{注1}「ADEBiS(または以下、アドエビス)」とリスティング広告^{注2}運用プラットフォーム「THREe(または以下、スリー)」であり、SaaS^{注3}(クラウド)形式で企業向け(BtoB)に提供する。マーケティングロボット事業というニッチ分野のリーディングガンである。2014年9月に東証マザーズに上場。現在は、大阪と東京の2本社制。

社名の(株式会社)「ロックオン」は、「ミサイルがターゲットを自己追従する状態に入ること」を意味する軍事用語である英語の【lock on】に由来する。創業者の岩田社長が「軍事用語のロックオンは、信頼性、先進性、高速性、主体性、独自性を連想させ、コーポレート・ステートメント(企業理念)の【Impact on the world】を体現しようとする自分たちの姿と同じである」と考え、これを社名として選択した。

事業内容は、マーケティングロボットの提供事業に特化しており、以下の2事業を行っている(「」内は主力の製品名)。

- (1) マーケティングプラットフォーム:「アドエビス:ADEBiS」、「スリー:THREe」、「アドレポ:AdRepo」(運用型広告^{注4}レポート自動作成ツール)
- (2) 商流プラットフォーム:「イーシーキューブ:EC-CUBE」

また、同社グループは、同社と連結子会社2社、非連結子会社1社、持分法適用会社2社の6社で構成されている。

<連結子会社>

- ・LOCKON Vietnam Co., Ltd. (ベトナム社会主義共和国、オフショア開発の拠点、同社から受託したソフトウェアを開発する。同社が100%出資)
- ・株式会社イーシーキューブ(大阪市北区、2018年10月に設立。同社が100%出資。2019年1月に親会社の商流プラットフォーム事業から「EC-CUBE」事業を引き継ぐ予定)

<非連結子会社1社>

- ・LOCKON marketing of U.S.A (情報収集目的に設立、休眠会社)

<持分法適用会社>

- ・有限会社彩 (2015年9月に株式の20%を取得、EC受託開発事業を株式会社ロックオンから移管)
- ・株式会社ラジカルオプティ (2017年5月に株式の20%を取得、彩と同じくEC受託開発事業を株式会社ロックオンから移管)

- ◆売上高・利益とも連単倍率は、1倍前後。 売上高、利益とも親会社のウエイトが圧倒的に高く、連単倍率はほぼ1倍で推移している。連結対象子会社の合計経常損益もほぼゼロである(図表1)。

【図表1】 経常利益の連単比較 (単位：百万円、%)

		13/9期	14/9期	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
A	連結経常利益	-	234	352	250	106	-115
B	単体経常利益	75	245	359	252	107	-110
A-B=C	(連結-単体)経常利益	75	-12	-7	-2	-1	-5
C/B	(子会社等/単体)経常	-	-4.7%	-1.9%	-0.7%	-0.5%	-
A/B	連単倍率	NA	0.95	0.98	0.99	1.00	-

(出所) 同社の有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、HPなどよりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 以下、特に断りがなければ、出所が上記と同様の場合には出所を省略することがある。また、本レポートで使用されている数値は、単位未満を当調査部では原則、四捨五入しており会社の公表数値等と異なることがある。

同社は上場以来、無借金経営を続けてきたが、2018/9期に今後の投資資金として、長短借入金にて約8億円を調達した。これは、マーケティングプラットフォームやAI領域における開発投資資金、及び将来的なM&Aに備えるための資金であると同社はコメントしている。2018/9期末時点では、現預金が約12億円あることから、実質的には無借金である。また、同期末の総資産約22億円、時価総額約80億円(2018年9月末時点、株価1,262円)と小規模ながら、自己資本比率54%、流動比率259%と財務的には問題ない。

◆ 経営理念と社是、行動指針

◆ 同社の経営理念

同社の経営理念は、「Impact On the World」である。この言葉には、「グローバルに影響のある企業を作り、より多くの人に夢と希望を与えたい」との思いが込められている。



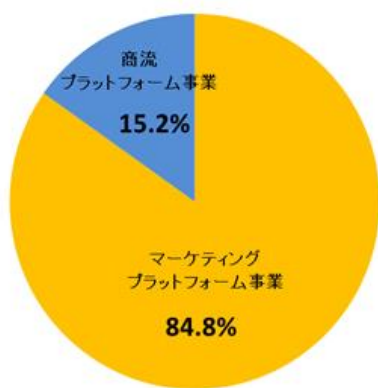
社是として「全従業員の幸せのために」「全顧客の幸せのために」「全仕入先の幸せのために」という3つの指針を掲げている。また、「信頼性」「スピード」「独自性」「先進性」「主体性」の5つの行動指針を定めている。

2. 事業内容とビジネスモデル

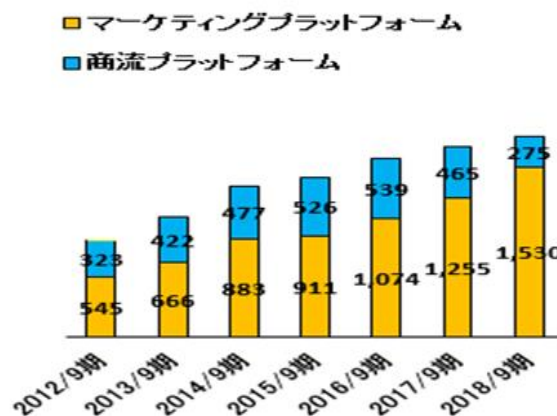
◆BtoB ビジネス、独自に開発したソフトウェアのクラウドでの提供が事業の柱。2つのプラットフォーム事業で展開。マーケティングプラットフォーム事業に注力。

◆独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供
 少子高齢化と人口減少の中で、インターネットマーケティングの領域にも、人に代わって自動的にかつ効率的に課題を解決する「マーケティングロボット」が必要であるとのコンセプトから、ツールとして同社がソフトウェアを独自開発、クラウド形式で企業を中心に提供する。同社の事業は、(1) マーケティングプラットフォーム、(2) 商流プラットフォームの2事業で構成される。前者のプラットフォーム事業が、総売上高の約85%を占め、売上高を牽引している(図表2、3)。また、事業別の営業利益推移は以下の図表4の通りである。2017/9期を除き、マーケティングプラットフォーム事業の利益の変動を、商流プラットフォームの利益が底支えしてきた。

【図表2】事業別の売上構成

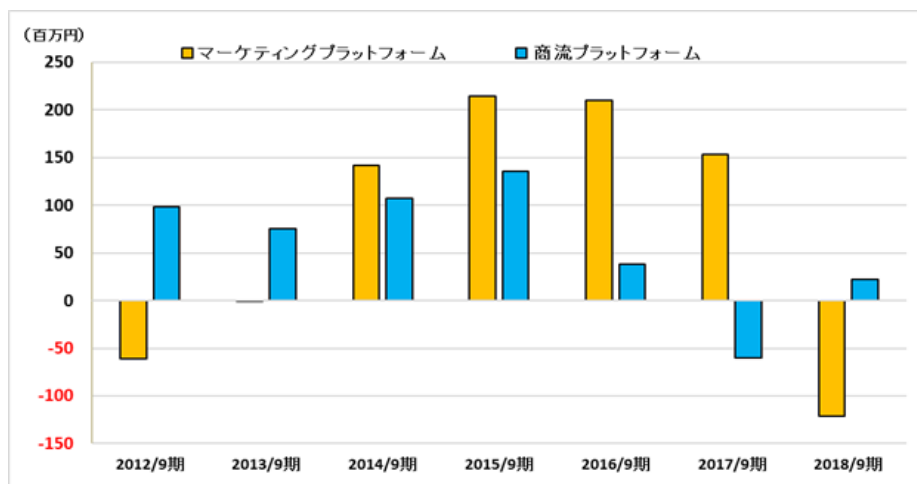


【図表3】事業別の売上高推移



(出所) 図表2~4までで有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

【図表4】事業別のセグメント営業利益推移



◆ 事業ポートフォリオの再構築を推進。マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスに経営資源を集中。

(注5)クロスデバイス機能:デバイス・アプリ・ブラウザ間を横断してユーザー行動を可視化する機能。

(注6)DMP:クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。

◆ 事業ポートフォリオの再構築と強化

同社は、2016/9 期以降、コアビジネスへの集中（マーケティングプラットフォーム事業のアドエビス）、ノンコアビジネス（商流プラットフォーム事業）の切り離しなどの事業ポートフォリオの再編と強化を、積極的に進めてきた（図表 5）。マーケティングプラットフォーム事業の中でも、インターネット広告効果測定システムである AD EBiS（以下、アドエビス）」が、総売上高の 78%とほとんどを占めるが、今後、同製品及びその関連製品に集中的に経営資源を投下し、さらなる成長ドライバーとして強化することにより、圧倒的なシェアを獲得する方針である。

近年、具体的には、以下のような事業の再編及び強化を行ってきた。

- ① マーケティングプラットフォーム事業における商品力を強化。アドエビスに人工知能を搭載した「クロスデバイス機能^{注5}(特許出願中、2018 年 8 月から提供開始)」や「カスタマージャーニー分析機能(ユーザーの行動履歴を可視化し評価する。特許を取得)」などの各種オプション機能を加え、商品力を高めて提供。
- ② 開発戦略の重点目標としていた新規の他社との連携 30 件に対して進捗 31 件を達成(2018/9 期)。これにより、外部のリソースも活用しつつ「マーケティングロボット」に必要な計測、分析、活用の 3 分野のパーツを一通りカバー。
- ③ (株) EVERRISE のレポート自動作成ツール「アドレポ」事業を、2018 年 8 月に買収し、マーケティングプラットフォーム事業内に取り込む
- ④ 商流プラットフォーム事業を再編し EC 受託開発事業(売上規模 246 百万円、2016/9 期実績)を持分法適用子会社 2 社に業務移管し、受託事業から撤退。
- ⑤ さらに、同事業の EC-CUBE 部門を新設連結子会社である(株)イーキューブへ、2019 年 1 月 1 日に会社分割により移管することを決定。新バージョンの EC-CUBE4 の開発と提供開始(2018 年 10 月)。
- ⑥ また同じく同事業の DMP^{注6} 関連事業(前期売上実績 84 百万円)は、アドエビスとの関連性が高いため、同社のマーケティングプラットフォーム事業に前期に移管。
- ⑦ 成長に向けた人員の増強。2014/9 期以降、2018/9 期に至るまで、68→71→98→122→144 名(期末人員数)と、新卒と中途採用を進め、最近の 4 年間では毎年 20 名以上人員を増やし倍増している。前期比 22 名の増員)。特にソフトウェア開発のためのエンジニア、販売強化のためのセールスパーソンを強化している。

以上により 2019/9 期第 2 四半期以降、同社(本体)はマーケティングプラットフォーム事業に専念することになる。但し、連結でのセグメント区分は、EC-CUBE を移管した先が連結子会社であるため、従

来通りの2部門となる予定である。ただし、各セグメント内での売上高を開示する事業区分は、現時点では不確定である。

【図表5】事業再編

事業名称	主要製品・サービス	事業細目(区分)	変動	備考
(1) マーケティングプラットフォーム	①アドエビス (AD EBiS)			本体
		DMP事業	ソリューション(SOLUTION)から移管	
		アドレポ事業	買収	
	②スリー(THREe)			
(2) 商流プラットフォーム	①イーシーキューブ (EC-CUBE)		(株) イーシーキューブに2018/1/1に移管予定	連結
	②ソリューション (SOLUTION)	EC受託開発事業 (DMP事業↑)	(有限会社)彩と(株)ラジカルオプティに移管済	持分

(出所) 図表5及び6は、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 事業内容の詳細

(1) マーケティングプラットフォーム事業

マーケティングプラットフォーム事業の売上及び利益推移は以下の通りである。

【図表6】マーケティングプラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益推移

売上高 (百万円)	2012/9期	2013/9期	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期 構成比
マーケティングプラットフォーム	545	666	883	911	1,074	1,255	1,530 84.7%
AD EBiS	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402 77.7%
THREe	46	81	161	89	62	54	43 2.4%
(DMP)							84 4.7%
セグメント営業利益	-61	-1	142	214	210	153	-121
セグメント営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%

◆ アドエビスが、全社総売上高の約78% (2018/9期)を占めるコア商品。

マーケティングプラットフォーム事業は、①「アドエビス：AD EBiS」(インターネット広告効果測定システム)と②「スリー：THREe」(自社運用型リスティング広告運用プラットフォーム)で構成される。インターネット広告から得られる効果を測定・分析するアドエビスに、自動最適化、自動入稿を可能とするスリーを加えることにより、「マーケティングオートメーション」の3要素である『効果測定→最適化→買付/入稿』までの一連の業務をワンストッププラットフォームとして提供している。

インターネット社会において、消費者行動の多様化・分散化が進み、そのマーケティング・広告に関しても高度化・複雑化してきており、テクノロジーによる運用が重要になってきている。通常、広告効果測定システムは、「広告の測定、分析、解析」を意味し、「活用」(広告の運用)は行っていないことが多い。同社は、多くの機能を兼ね備え様々な分析手法により、インターネット広告効果を正確に評価・活

◆アドエビスは、インターネット
広告効果測定システム。

◆SaaS 方式でサービスを提供、
ストック型のサブスクリプションモデルを採用。

(注 7)インプレッション数: 広告が表示された回数。

(注 8)クリック数: 広告がクリックされた回数。

(注 9)コンバージョン数: 広告をクリックしてサイトに訪れたユーザーが、商品購入、資料請求、問い合わせなど、出稿者である広告主が成果と考える行動をとった数。

(注 10) サブスクリプションモデル: 提供するサービスに対して利用期間に応じて対価を支払う方式。

◆3年連続で国内シェア1位。

◆新料金プランに移行し、単価は上昇傾向。

用できるソフトウェアをリーズナブルなプライスで提供し、かつ充実したサポートができる点が特徴であり、強みと言える。

① 「アドエビス: AD EBIS」

アドエビスは、同社のコア製品であり、Web 広告等の効果を一元管理・計測・分析・可視化し、広告の費用対効果を把握できるインターネット広告効果測定システムである。ユーザーが「測定」機能で蓄積されたマーケティングデータを、「活用」し、攻めのマーケティングにより見込顧客を獲得する、あるいは売上高の極大化を行うために利用されるワンストップマーケティング環境を総合的に提供している。PC やスマートフォン等に表示される広告のインプレッション数^{注7}、ユーザーの広告に対しての接触、興味、反応から、リスティング広告のクリック履歴・数^{注8}、広告主の自社サイトでの最終購買(コンバージョン数^{注9})に至る一連の行動を計測・把握することができ、マーケティング施策(評価、改善など)を可視化することを可能とした。

なお、SaaS 方式でサービスを提供しており、ストック型のサブスクリプションモデル^{注10}(詳細は後述)を採用している。

2004年のリリース以来、累計9,000件を超える導入実績を持ち、インターネット広告効果測定システムでは3年連続で国内シェア1位を獲得している。しかも、同社の資料によれば、2015年度36.0%、2016年度40.0%、2017年度42.9%(予測値)と年々シェアをアップしている模様である。BtoBビジネスであり、代表的な顧客は、ECCジュニア、アイフル、ノエビア、ツヴァイ、小林製薬、Z会、やずや、世田谷食品などである。

アドエビスは、基本機能に多彩なオプション機能(クロスデバイス機能、アクセス履歴解析機能など)を必要に応じて付加することが可能で、従来は複数のパラメータによる従量課金であった。しかし、2018年6月からシンプル化し、月間のクリック数とPV(ページビュー)の一定数までを上限とする、携帯電話の料金プランのようなテーブル式定額制の料金プランを設定した。今後はこの新料金体系を主流にしていきたい意向である。新料金体系は、基本機能に導入支援プログラムと電話サポートをパッケージにしたもので、主力はS、M、Lの3プラン(月額基本料金:各10、20、30万円)。これに一定のオプション(レポートニングなどの各種外部連携機能等)加えることができる。

また、アドエビスの売上高は、平均単価×アクティブユーザー数により決定される。いずれの数値も同事業はもとより、同社全体の重要指標(KPI)である。2018/9期Q4では、月額平均単価は84,918円と、



売上 =

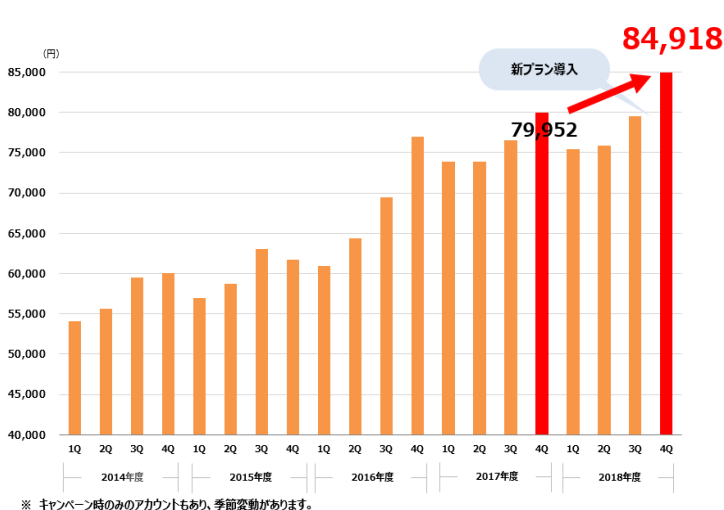
アカウント数

×

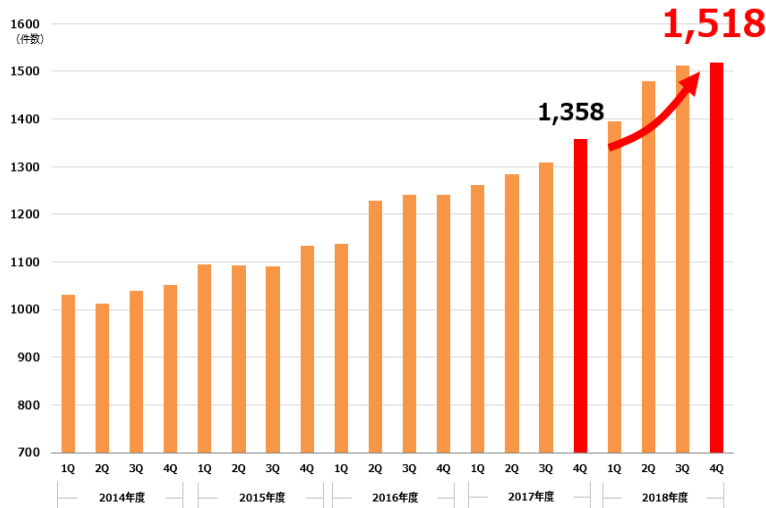
平均単価

前年同期の 79,952 円に対し、4,966 円または 6.5%の増加、同様に同時点でアクティブユーザー数は 1,518 件、前年度同期の 1,358 件に対して 160 件または 11.8%増と、いずれも前年度に比べて増加している(図表 8)。なお、新たな機能・サービスが追加されれば、平均単価は上昇していくため、売上高も増加する傾向がある。2018 年 10 月及び 11 月は、新規に獲得した契約の平均単価は、アドエビスは 10 万円を超えている模様である。

【図表 7】アドエビスの平均単価推移



【図表 8】アドエビスのアクティブアカウント数推移



(出所) 図表 7～9 は、決算説明会資料、有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部が作成

◆スリーの売上高は僅少、経営資源をアドエビスに集中するため縮小していく方針。

(注 11) ヒト型ポートフォリオ: 運用者の入札戦略をアルゴリズム化した入札機能。予算と目標効率を設定すれば、あたかも人が運用しているように最適入札を自動で行う。

② スリー (THREe)

スリーも、同社が独自開発したリスティング広告運用プラットフォームである。インターネット広告でも特に急成長している運用型広告は、複雑化・高度化してきていることから、人手による運用が難しくなってきた(インターネット広告の約 6 割が運用型広告)。スリーでは、アドエビスや媒体に蓄積されているビックデータを解析し、広告の自動最適化を行い、自動入稿を行うことができる。最適な入札単価調整や、キーワード追加など完全自動運用(ヒト型ポートフォリオ^{注 11})を可能とすることで運用管理の時間短縮や最適化の実現が可能となった。利用実績数は、5,000 件以上にのぼる。スリーも SaaS 方式で提供されている。ただし、2018/9 期では、「THREe」の総売上高に占める割合は、3%弱とわずかである。経営資源をアドエビスに集中させるため、今後は縮小していく方針である。

◆DMP事業を商流プラットフォーム事業より、受管。

③ DMP 事業

DMP 事業は、アドエビスとの関連性が高いため、商流プラットフォーム事業のソリューション (SOLUTION) 事業から、マーケティング

プラットフォームのセグメントに前期から移管した。DMPは「Data Management Platform (データ・マネジメント・プラットフォーム)」の略であり、同社が扱うプライベート DMP は、クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。サイトに訪れたユーザーのサイト内の行動履歴、滞在などを調査・検証する。主要クライアントは、ライオンなど数社。

◆アドレポの顧客は、広告代理店。自動化により運用型広告レポート自動作成が可能。

④ アドレポ事業

2018年8月に、運用型広告レポート自動作成ツールである「アドレポ」事業を買収し、今期からフルに事業展開を行う。年商は、昨年度実績で1億円弱と推定され、成長事業として育成していく方針である。業界シェアは、ATOM(株式会社テクロコ：未上場企業)、glu(アタラ合同会社：未上場企業、同社の連携先)に次いで、国内第3位。

アドレポは、レポート作成を完全自動化するツールであり、運用型広告のレポート作成における広告代理店の業務負荷軽減を目的に開発されたクラウドサービスである。Google AdWords や Yahoo!プロモーション広告、Facebook 広告、FreakOut などの主要広告プラットフォームと連携し、運用型広告のデータ集約とレポート作成を自動化することができる。また、アドエビスとの連携を強化し、データ計測からレポート作成までの全データの統合管理と、デジタルマーケティング業務の自動化を可能とする。

(2) 商流プラットフォーム事業

商流プラットフォーム事業は、①イーシーキューブ (EC-CUBE) と②ソリューション (SOLUTION) の2つで構成されてきた。

【図表 9】商流プラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高 (百万円)	2012/9期	2013/9期	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期 構成比	
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465	275	15.2%
EC-CUBE	150	207	245	230	219	208	254	14.1%
SOLUTION	174	214	232	296	319	257	20	1.1%
(DMP)						104		0
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-60	22	
セグメント営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	

(注 12) オープンソースソフトウェア：ソフトウェアの設計図に相当するソースコードを、無償で公開し、誰でもその改良・再配布を行えるようにすること。

(注 13) ASP：インターネットを通じて、顧客にアプリケーションをレンタルするサービス。

① イーシーキューブ (EC-CUBE)

イーシーキューブは、EC (イーコマース：電子商取引) ウェブサイトを自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア^{注 12}・プラットフォームである。ウェブで商品・サービスの販売・提供を始める事業者向けに、ウェブサイト制作パッケージソフトである「EC-CUBE」を無償で提供する。ASP^{注 13}型の容易さと、プログラムソースを事業者が直接自由にカスタマイズできる開発型の利便性の二面性を持ち、

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。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、本件に関する知的財産権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

国内シェア 1 位を獲得している。「EC-CUBE」は、低コスト・高カスタマイズ（ユーザーの必要に応じて変更が可能）・操作性の良さなどの特徴をもち、スタンダードプラットフォームとなっている。

(注 14)フリーミアムモデル：
フリーミアム(Freemium)は、フリー(Free)、無料)と、プレミアム(Premium)、割増)を合わせた造語。基本的なサービスを無料で提供する一方、より高機能な、または特別に追加された関連サービスについて課金することにより、収益を得るビジネスモデルを指す。

イーシーキューブは、無償供与する代わりに、周辺サービスにより収益を得るフリーミアムモデル^{注 14}を採用している。これを活用してネット事業を行うオフィシャルパートナー（決済代行事業やホスティング事業など）からのロイヤリティ収入、プラグイン（ソフトウェアに機能を追加するプログラム）による機能追加料、商用ライセンスの販売収入などから、同社は収益を得ている。他にも、セールスプロモーションやイベント関連収入も売上高に含まれる。

◆ソリューション事業は、連結会社へ移管。

但し、同社グループの事業領域の再構築の観点から、イーシーキューブ事業は 2019 年 1 月 1 日に、100%連結子会社の株式会社イーシーキューブに継承する予定である。フル連結対象であるため連結決算には変化はないが、独立した事業体として他社との提携も含めて展開し、一層の成長を図る方針である。なお、新バージョンの EC-CUBE4 の開発を終え、2018 年 10 月より提供を開始している。

② ソリューション (SOLUTION)

ソリューション事業は複数のビジネスから構成されていたが、事業の再編が進み、主力の EC 受託開発事業は同社が各 20%の持分を保有する関連会社 2 社に移管済みである。今期以降、セグメントとしては存在しなくなると思われる。

◆メインビジネスはサブスクリプションモデル。一定期間単位の課金型ストックビジネスで、継続的かつ安定的な利益を獲得できる。

◆ サブスクリプションモデル

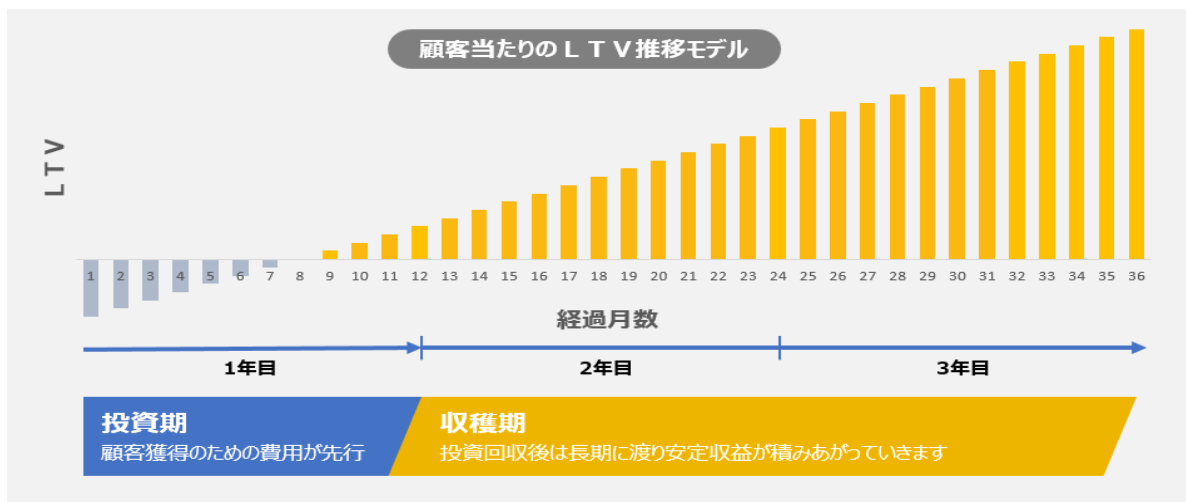
同社の売上高の約 85%を占めるマーケティングプラットフォーム事業のコアは、SaaS（クラウド）を活用した従量課金モデルである。一定の契約期間においてアドエビスなどのシステムサービスの使用料、またはサービス内容に対して所定の金額を支払うもので、解約するまで継続的に収入が得られるストック型ビジネスである。契約当初は顧客獲得のためのマーケティングやセールスコスト、研究開発費等が先行するものの、約 3 年に渡るライフタイム（一顧客が取引を開始してから終了するまでの期間）を通じて、継続的に収入を積み上げ、ライフタイムバリュー（LTV:ライフタイム内にどれだけの累積利益をもたらすか）を獲得できる安定した成長モデルである。

◆新規契約締結直後は赤字だが、時間経過とともにコストを回収し利益を着実に積み上げていくモデル。

以下の図表 10 は、平均契約期間を 3 年とするサブスクリプションモデルにおける、同社の累積損益の推移をモデル化したものである。ある月に獲得した契約に対して、費用は当月に全額計上されるため単月では赤字となる。しかし、契約初月からほぼ定額の売上収入が毎月計上されるため、8 ヶ月経過後に累積損益分岐点に達する。9 ヶ月目か

らは累積損益 (LTV) が黒字化し、解約が想定される 36 ヶ月目まで利益が積み上がる。つまり、契約数の増加が加速化する局面では、表面上、初年度は損益的な貢献度が少なく、むしろ次年度以降契約が終了するまで継続的かつ安定的に収益に貢献するタイムラグがある構造となっている。同社は、最終的な累積利益となる LTV (図表 10 のグラフ右端の累積利益額) の約 3 割を初期コストの上限と考え、契約獲得に関するイニシャルコストをコントロールしている。

【図表 10】顧客当たりの LTV (累積損益) 推移モデル



(出所) 決算説明会資料、HP などよりアルファ・ウイン調査部が作成。

(注 15) インバウンドマーケティング: 既にある程度の興味を持っており、将来的に自社の潜在顧客となりうる候補に対して、有益な情報(コンテンツ)を発信し関心を持たせ、最終的に自社の製品・サービスの購入を促すマーケティングのコンセプト。

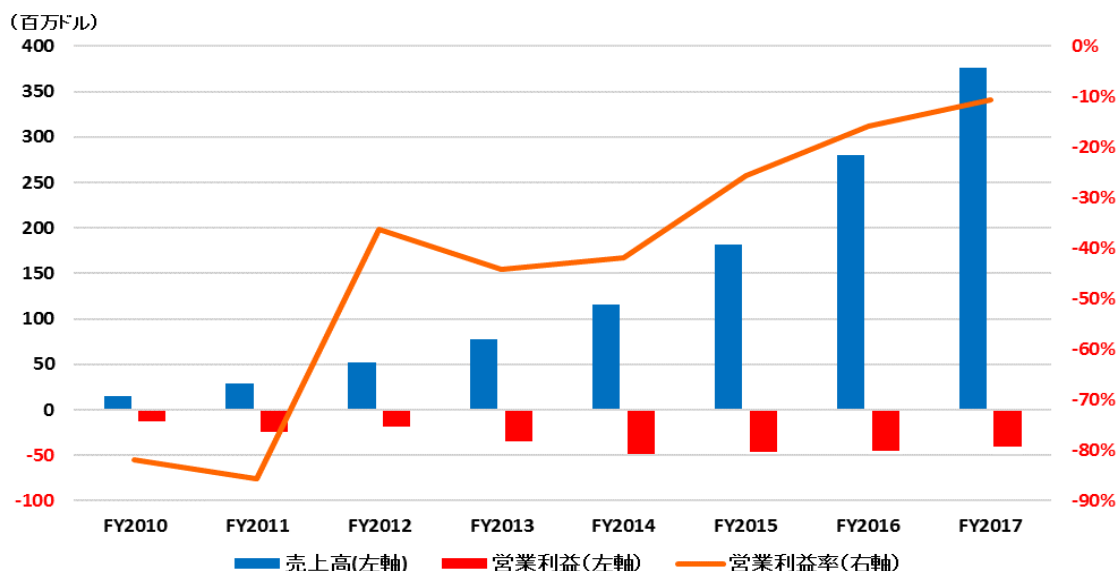
また、同社と同じサブスクリプションモデルを採用し参考となる企業が、米国 NASDAQ に上場している HubSpot, Inc. (以下、HUBS) である。HUBS 社は、インバウンドマーケティング^{注 15}とセールスのための統合ソフトウェアをクラウド形式にて提供するビジネスを行う。料金は利用状況に応じた月額課金となっている。

HUBS 社全体の業績の推移を示したものが図表 11、また利益率・各種経費率と顧客数の推移を示したものが図表 12 である。ビジネスの成長過程、つまり顧客数が加速化して増加する過程において、セールス及びマーケティング費、研究開発費 (R&D) などの先行投資負担が発生した為、営業利益率は FY2010 (2010 年度) には△82%と大幅なマイナスとなった。しかし、前述したサブスクリプションモデルの構造上、契約件数・売上高と利益にタイムラグが生じ、FY2017 には営業利益率が△11%へと急激に改善している。これに伴って HUBS 社の株価も IPO 時の価格の約 4 倍程度までに上昇し、NASDAQ や S&P500 指数を大きくアウトパフォームしている (2018 年 12 月 14 日時点)。

同社 (株式会社ロックオン) の収益も HUBS 社と同様に、契約数 (売上高・アクティブユーザー数) の増加からタイムラグを伴って改善す

る傾向があると考えられ、単年度ではなく複数年でフォローしていくことが肝要である。その意味ではアクティブユーザー数や平均単価は、同社業績の先行指標と考えられる。

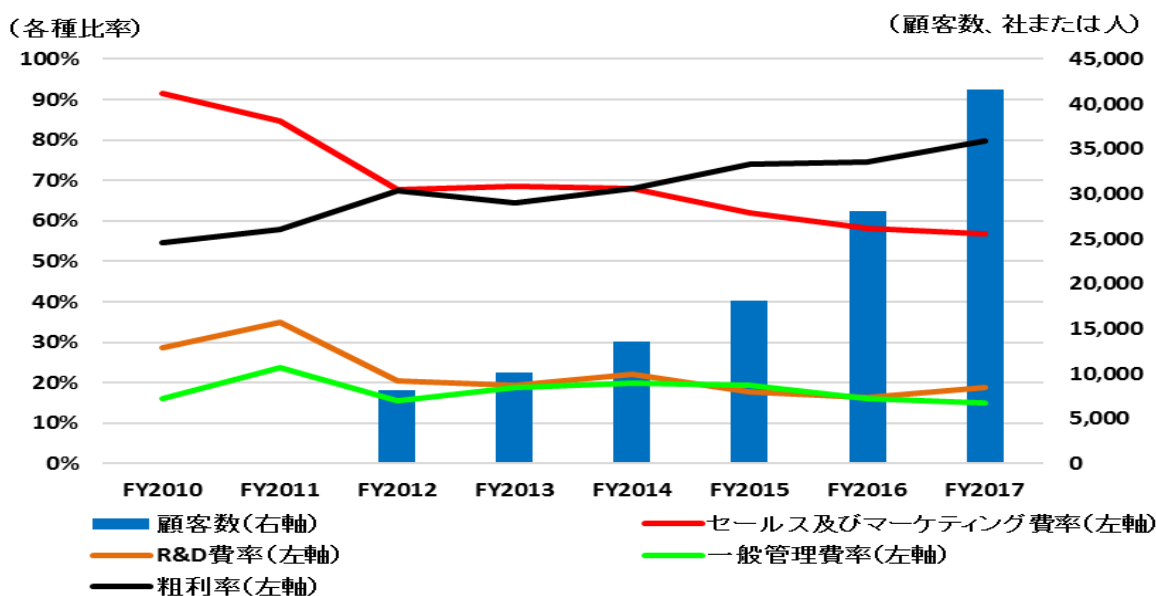
【 図表 11 】 HUBS 社の業績推移-1、
売上高・営業利益（左軸）：単位 百万米ドル、同利益率（右軸）：単位 %



(出所) 図表 11 及び 12 は、HUBS 社の決算資料、HP などよりアルファ・ウイン調査部が作成。

【 図表 12 】 HUBS 社の業績推移-2

粗利率並びに各種経費比率（左軸）：単位 % 顧客数（右軸）：単位 件、



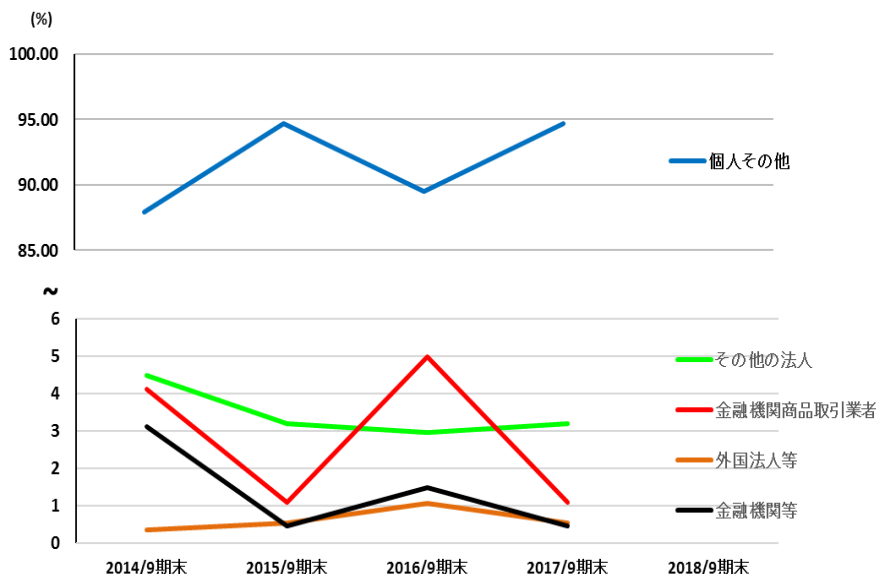
3. 株主構成

◆ 個人の株式保有比率が約 95%と圧倒的に高い。

◆ 株主所有者別構成の推移

2017 年 9 月末の株主所有者別構成比率 (図表 13) では、「個人その他」が、全体の約 95%と圧倒的なウエイトを占める。「その他法人」は約 3%、「金融機関商品取引業者」は約 1%、「外国法人等」と「金融機関等」は各 1%未満と低い。各構成比は大きくは変わっていない。

【 図表 13 】 株主所有者別構成比率の推移 (単位：%)



(出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

(注) レポート作成時点で、2018/9 期有価証券報告書は開示されていない。

◆ 大株主上位は、現役員または元役員。持株会などを加えると関係者で約 6 割を保有。

◆ 上位株主構成

大株主は、図表 14 の通りで、以下はその補足である (2018 年 9 月末の大株主は、レポート発行日時点では非公表)。

- ・ 筆頭株主は創業者でオーナーでもある岩田進現社長。
- ・ 第 2 位株主は、同社元取締役副社長、第 3 位株主は、現取締役専務執行役員の又座加奈子氏 (2018 年 12 月に退任予定)。第 9 株主は元取締役であり、以上の同社役員、及び元役員と第 6 位株主である従業員持ち株の比率を合わせると、全体の 6 割を超える。
- ・ 第 4 位株主は、楽天証券 (株)。
- ・ 第 5 位株主は、博報堂メディアパートナーズで同社の代理店。
- ・ 第 7 位株主の BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG は、日本の小型株中心に大型株まで合計 40 数銘柄の大株主として登場す

るアカウント。投資目的は不明だが、現状ではアクティビストのような目立った動きはない模様。

- ・第8、10位の株主は一般個人投資家と思われる。

なお、自社保有株数は、2018年3月末時点で45株とわずか。同年9月末に983株に増えたが、発行済株式数の0.02%弱とわずかである。

【 図表 14 】 大株主の状況

	表内の株数単位:千株			割合:%		
	2015年9月末	2016年9月末	2017年9月末	2018年3月末	同時点保有割合	同順位
岩田 進氏 (代表取締役社長執行役員)	2,851	2,817	2,817	2,819	44.39	1
福田 博一氏 (元取締役副社長執行役員)	1,071	1,021	1,021	961	15.13	2
又座 加奈子氏 (取締役専務執行役員)	415	415	352	354	5.58	3
楽天証券株式会社	—	—	—	63	0.99	4
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	0.94	5
ロックオン従業員持ち株会	76	39	48	57	0.89	6
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	29	0.46	7
伊藤 勝之氏	—	—	—	29	0.46	8
和出 憲一郎氏 (元社外取締役)	39	29	29	29	0.45	9
山田 智則氏	—	—	28	28	0.44	10
高山 義雄氏	—	—	28	—	—	—
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—
株式会社セブテーニ	62	62	—	—	—	—
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	—	—	—
松井証券株式会社	—	36	—	—	—	—
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—
塩尻 明夫氏 (元取締役：監査等委員)	26	—	—	—	—	—
(自己株式、株)	0	0	45	179	—	—
(自己株式比率)	—	—	0.0007%	0.0028%	—	—

(出所) 2018/9 期第 2 四半期有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

4. ESG

◆ 環境対応 (Environment)

業態上、環境に負荷をかけるビジネスではなく、節電などを通じて省エネを心掛けている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、以下の社会的な取り組みを実践している。

- ・「Osaka Startups」：大阪を拠点としたスタートアップ企業やこれから起業を目指す人向けの支援プログラムを提供。
- ・「Girls in Tech Japan」：「Girls in Tech (GIT)」(2007年に米国サンフランシスコで発足した非営利団体)の理念を基に、テクノロジー業で働く女性の地位向上などを応援。
- ・「次世代の人材育成」：学生を対象とした若年層の人材輩出を目的として、実務を通して学べる場を提供。

また、毎年2回の社員総会、また毎月末の金曜日に全社員が集まって行われる「締め会」を実施している。加えて部活制度もあり、情報の共有と社員間の交流を深める機会を設定している。

毎年取得必須の9連続休暇制度「山ごもり休暇制度」や、自らの成長のため最大2年間の休職ができる「武者修行制度」、また、従業員間のコミュニケーションと自由な学びの施設(一軒家)「ロックオフ」の設置など、ユニークな福利厚生の実施にも力を入れており、これらが評価されて以下のような受賞歴がある。

- ・ Great Place to Work®^{注16} 働きがいのある会社ランキング「従業員25～99人部門」ベストカンパニー受賞(6年連続受賞)
- ・ 経済産業省による2017年度「地域未来牽引企業」に選定
- ・ リクナビNEXT主催「第2回グッド・アクション」ベスト・アクション受賞
- ・ 第8回「デロイト アジア太平洋地域テクノロジー Fast500」受賞
- ・ 第7回「日本テクノロジー Fast50」受賞

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、監査等委員会設置会社制度を採用し、取締役会の権限のうち重要な業務執行の決定を取締役に委任することで迅速な意思決定を可能としている。また、執行役員制度を導入し、業務の執行と監督を分離することで経営の効率化と迅速化を図るよう努めている。

取締役6名のうち、監査等委員である社外取締役は3名(神戸製鋼所や三菱東京UFJ銀行出身者、公認会計士)。監査等委員である取締役以外の取締役3名のうち女性は1名である。

◆ 未来の起業家、次世代の人材育成、テクノロジー業で働く女性を支援

(注16) Great Place To Work® Institute: 毎年世界約50カ国で「働きがいのある会社」の調査を行い、発表する組織。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

- ◆ 岩田社長が 2001 年に創業。

岩田進社長が、大学時代にバックパッカーとして世界中を旅行。帰国後、飲食業をスタートしたが撤退し、次にトラベルコンテンツ事業を起業した。その際、インターネットや WEB 制作のスキル・ノウハウを身につけ、ホームページ制作事業を個人でスタートし、事業拡大に伴い岩田氏が 21 歳で、2001 年 6 月に同社を設立した。その後、インターネットを活用した事業ポテンシャル、双方向性やリアルタイム性、データマイニングの重要性に着目し、Web インテグレーション事業への転換を図っていった。

- ◆ 他社と差別化できる独創的な製品を開発し投入。

「見せるだけのウェブサイトから、活用するウェブサイト」をコンセプトとして、2004 年 9 月に独自開発したインターネット広告効果測定システム「EBis」（「アドエビス」の前身）の発売を開始した。さらに 2006 年 9 月には日本初のオープンプラットフォームの「EC-ECUBE」を、また 2012 年 10 月にはリスティング広告マネジメントサービス「THREe」をリリースした。インターネット広告の急速な普及と、関連する広告計測や EC の市場ニーズが高まる中、独創的な製品を先駆的に開発し、市場を創造することによって順調に業容を拡大した。2014 年 9 月に東証マザーズ市場に上場。

- ◆ 2014 年 9 月にマザーズに上場。

◆ 過去の業績推移

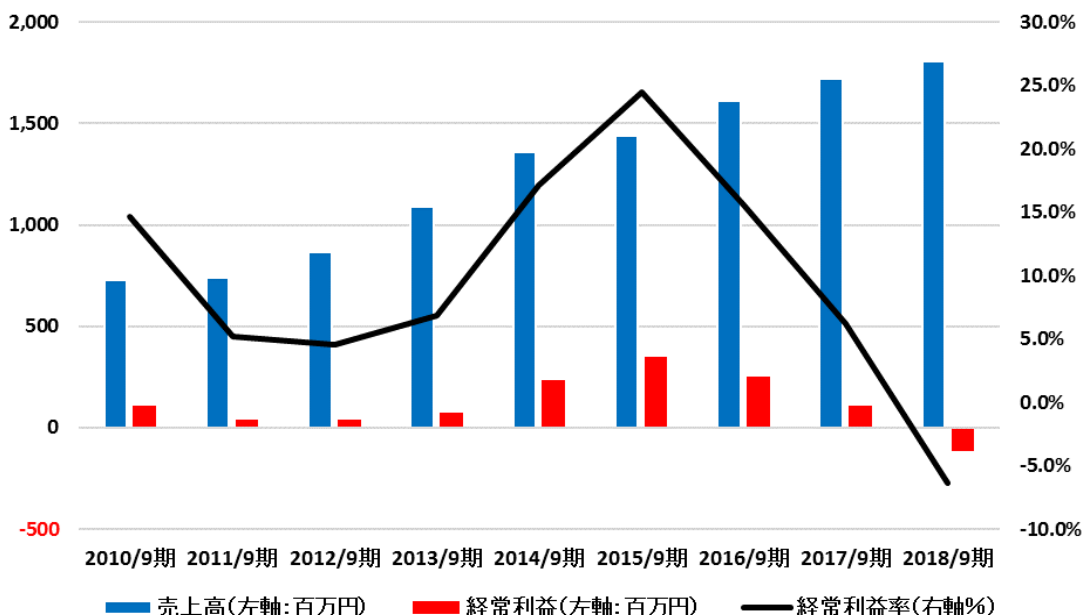
- ◆ 2015/9 期には、過去最高益を計上。売上高は、每期過去最高を更新中。

2010/9 期～2013/9 期は単独決算であり 4 期連続で増収、さらに連結決算がスタートした 2014/9 期以来も、2018/9 期に至るまでの 4 期間、売上高は每期最高値を更新している（開示資料の範囲内で少なくとも 8 期連続で売上高を更新中）。この間、売上高は 7.3 億円から約 18 億円に約 2.5 倍に増加した。マーケティングプラットフォームのアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC-CUBE とソリューションの商流プラットフォームが安定成長したことが背景にある。

- ◆ 2016/9 期以降は、利益よりも将来の成長を加速する方針で事業再編と先行投資を優先。2018/9 期には赤字を計上。

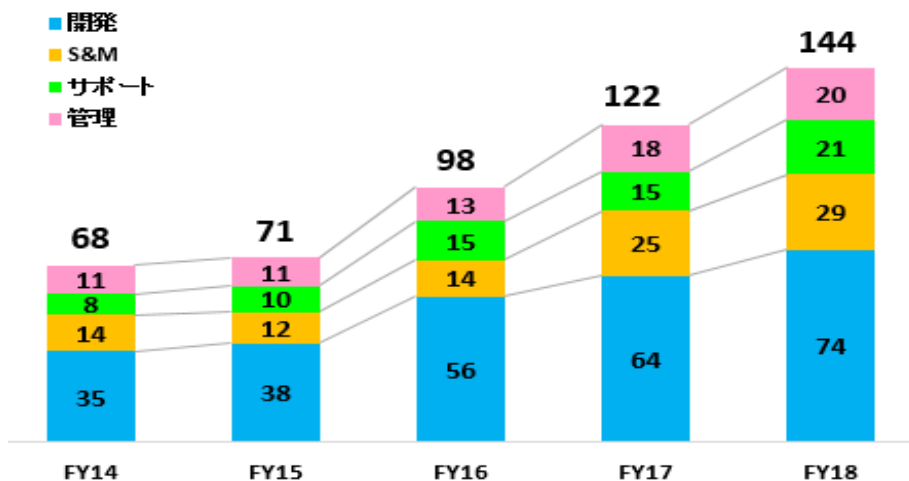
一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資を積極的に行ったことにより、増収ながらコスト負担が収益を圧迫し連続減益が続いた。前期である 2018/9 期には開発・営業などの人員の増強（人件費の増加）を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字に転落した（前期決算については、後述）。

【 図表 15 】 過去の業績推移



(出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。
 (備考) 2014/9 期より連結決算、それ以前は単独決算

【 図表 16 】 人員推移 (単位：人)



(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

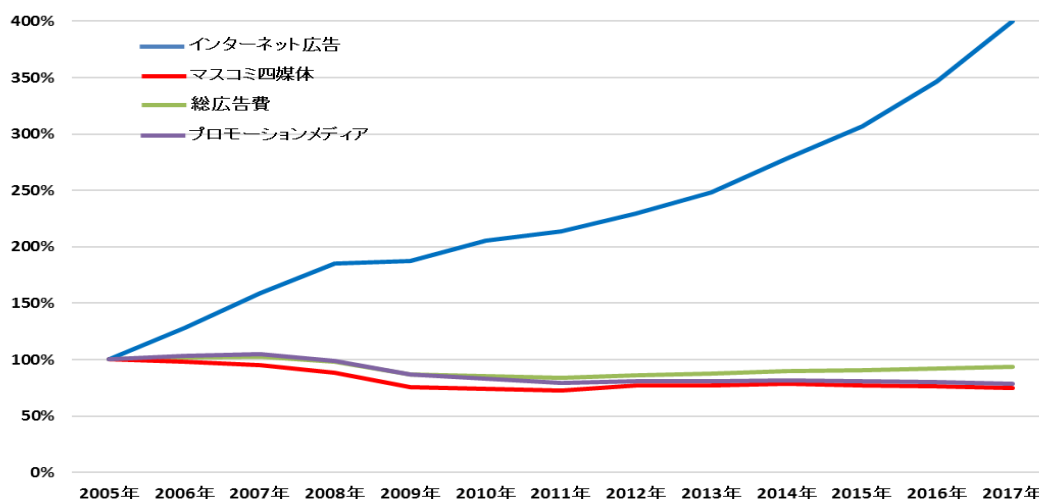
6. 業界環境

◆インターネット広告費市場は、2005年から2017年にかけて約4倍に増加。年間平均成長率は約12%と高い。

◆ 日本の広告市場の動向

2017年(暦年、本章では以下同様)の日本の総広告費は約6.4兆円であり、最近の10年間において上下動はあるものの、市場全体では微減傾向にある(年平均成長率△0.5%、注:本レポートでは△はマイナスを意味する)。このうちインターネット広告費(媒体費と制作費の合計)は、約1.5兆円(前年比15.2%増)と約24%を占める。その構成比率は年々1-2%ずつ着実に増加し、マスコミ4媒体広告(新聞、雑誌、ラジオ、テレビ)の中でも、主要媒体であるテレビメディアの30%に迫る成長を見せている。なお、インターネット広告は、2004年の広告費を基準(100)とすると2017年には約4倍までと、年間平均成長率約12.2%のペースで急速に拡大している(図表17)。

【図表17】媒体別広告費の推移 (指数化:2005年を=100)



(出所) 株式会社電通「2017年日本の広告費」よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆インターネット広告は、今後も二桁成長が予想される。

なお、2018年のインターネット広告媒体費は、約1.44兆円、前年比18%増と引き続き二桁成長が予想されている。(出所:電通「2017年日本の広告費」)。また、総務省が公表するインターネット利用者数や人口普及率では、既に日本の人口の83.5%がインターネットを利用している。特に20歳台の若い世代にとって、インターネットは生活の必需品となっており、インターネット上で広告に触れる機会はテレビCMに劣らず、近い将来、最も有力な広告媒体となる可能性が高い。今後も技術進歩とともにインターネットの利用の拡大が見込まれることから、インターネット広告の需要は伸長すると予想される。従って、その広告効果計測や活用など同社のビジネス展開に望ましい環境が、当面継続すると考えられる。

◆ 株式会社ロックオンの同業類似会社

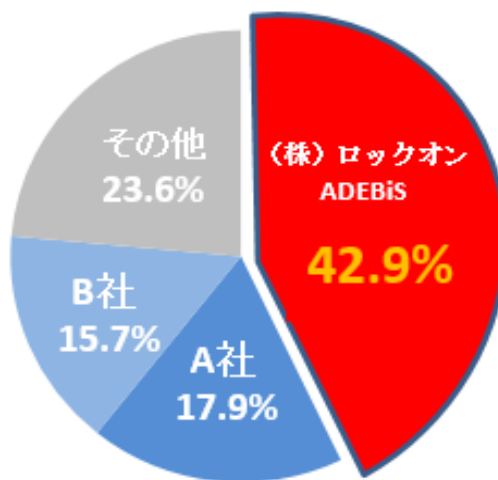
同社の同業他社として、直接の比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。広告効果測定・分析ツールとして、国内の中小企業が幅広く活用している Google Analytics^{注17} や Adobe Analytics^{注18}、上場会社のオプトホールディングス（東証一部 2389、以下オプト HD）グループが提供する ADPLAN（導入社数累計 1,500 社超）、未上場企業であるが（株）ビービットが提供する「ウェブアンテナ：Web Antenna」（大手企業からベンチャー企業まで導入実績 600 社以上）が競合製品となる。但し、他社は専業ではなく、製品の機能や計測対象・分析内容・サポート体制が限定されている。対して同社の製品は、スペック、開発・サポート体制が充実しており優位性が高く、業界ナンバーワン・高シェアの要因となっている。因みに同社の顧客のターゲット層は、ミドルクラスであり、ハイエンドクラスをターゲットとする有料版（同社の 10 倍前後の料金設定と推定される）の Google Analytics や Adobe Analytics とは顧客層が異なる。

(注 17)Google Analytics: 中小企業向けをユーザーの対象とした、Google が提供する Web サイトのアクセス解析ツール。Google のサイト内の分析に留まり、普及しているのは無料版。ハイスペックの有料版は高価帯である模様。

(注 18)Adobe Analytics: アクセス解析ツールの1つで、多くの大規模ウェブサイト導入されている。複雑かつ大量のデータ分析が可能で、カスタマイズ性が高く多機能・高機能であるが、価格が高め。

【図表 18】 広告効果測定市場 ベンダー別売上金額シェア（2017 年予想）

◆「アドエビス」、3期連続で国内シェア 1 位獲得



(出所) 同社の決算説明会資料

7. 前期の業績と今期の見通し

◆ 2018/9 期(前期)通期決算

- 成長戦略に向けての先行投資により前期は営業赤字。

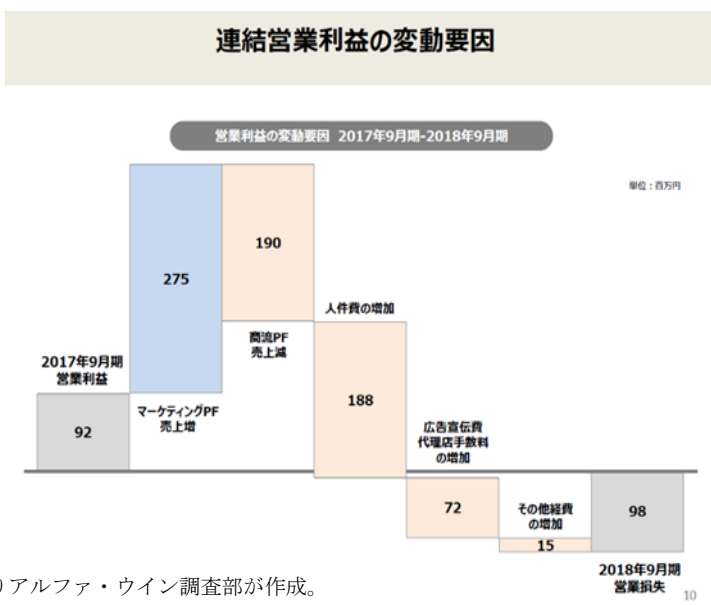
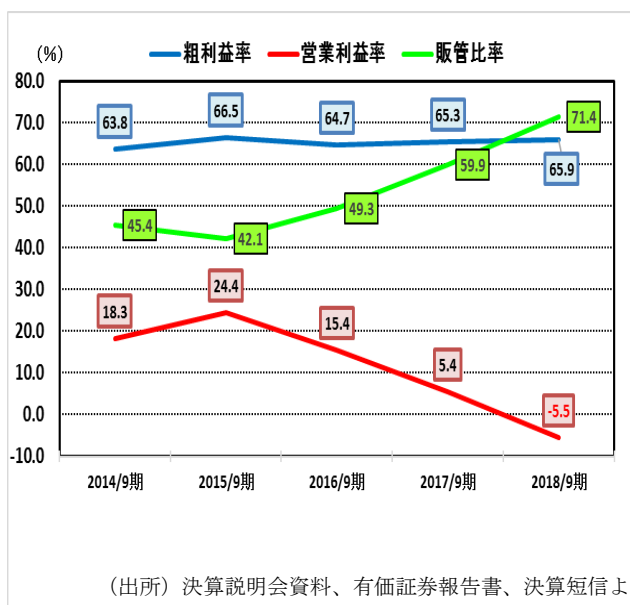
2018/9 期連結決算（以下、前期）は、売上高 1,804 百万円（前期比 5.0% 増）、営業損失は△98 百万円（前期は 92 百万円の黒字）、経常損失は△115 百万円（同 106 百万円の黒字）、親会社に帰属する当期損失は、△88 百万円（同 72 百万円の黒字）となった。売上高は過去最高を連続更新したが、先行投資負担から上場来初の営業赤字となった。売上高は、同社発表の事前予想とほぼ変わらずの水準で着地した。一方、利益は、人件費の圧縮（予定よりも 7 名の従業員の減少）、コストカットにより、事前予想（△150 百万円の損失）に対して 52 百万円、営業赤字幅は縮小した。

- 粗利率は、安定的に推移。ファンダメンタルズに変化ない。

また、売上高総利益率は 2014/9 期以降、65%前後の高い水準を維持し、2018/9 期も 65.9%とほぼ変わらず安定している。これはビジネス環境やファンダメンタルに大きな変化がないことを示している。一方で、売上高営業利益率は、2015/9 期には 24.4%であったが、2016/9 月期から積極的に進めている先行投資による販管費の増加により、前期は△5.5%まで低下した。売上高販管費（同比率）は、2016/9 期 796 百万円（49.3%）→2017/9 期 1,030 百万円（59.9%）→2018/9 期 1,298 百万円（71.4%）と急激に増加している（図表 19）。特に、前期は中長期的な成長戦略を見据え、人員の増強（22 名の増員）による人件費の増加 188 百万円や、商流プラットフォームのソリューション事業の持分適用会社への移管などに係る売上高の減少 190 百万円、広告宣伝費等の増加のため、営業赤字となった（図表 20）。

- 先行投資の中心は、人員増強。合わせて、事業再編も実施。

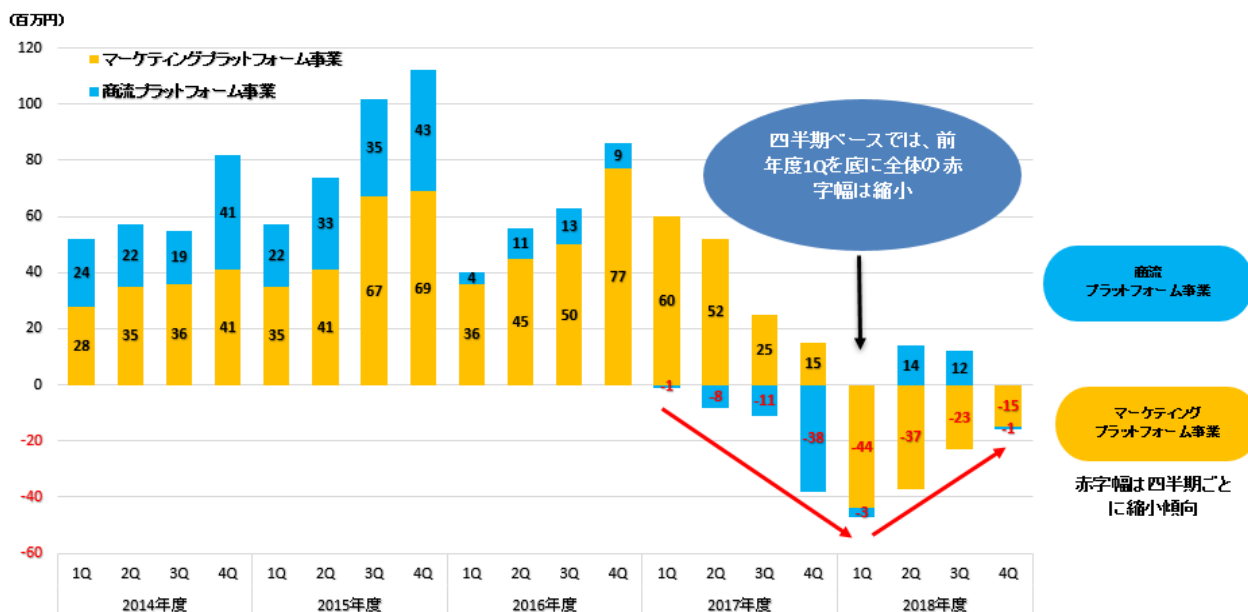
【図表 19】 利益率の推移（単位：%） 【図表 20】 2018/9 期（前期）の営業利益の変動要因（単位：百万円）



◆ 四半期ベースでの損益は、赤字幅は縮小傾向。

但し、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると、2018/9 期の第 1 四半期：Q1 から Q4 にかけて順に（△は赤字、以下同様）、△48→△23→△12→△16（単位：百万円）と、赤字幅はピークを越え縮小しつつある。これは、Q3 以降、粗利率が改善していることと、Q2 以降、コストコントロールも進め販管比率も改善していることが背景にある。

【 図表 21 】 四半期営業利益の推移



(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 今期予想は、非公表。足元の月次売上高は好調持続。

◆ 株式会社ロックオンによる 2019/9 期(今期)業績予想

同社は、今期(2019/9 期)も積極的に投資を継続する方針であるが、現時点ではその成果を正確に予想することが困難であるため、業績見通し及び配当見込みについては非開示としている。合理的な算定が可能となった段階で公表予定である。但し、図表 22 は、同社により公表されている今期の月次別売上高であるが、10、11 月とも総売上高は対前年同月比、約 18%増で推移している。商流プラットフォームが移管に伴い減収となる中、マーケティングプラットフォームは 3 割近い伸びを示し、売上高は好調である。

【 図表 22 】 直近の月次別売上高 (速報) 推移

(上段：売上高：単位 千円、千円未満切捨)
(下段：前年同期比：単位 %)

(出所) HP のニュースリリースより、アルファ・ウイン調査部が作成。なお記載数値は、監査法人の監査を受けていない速報値であり、今後修正される可能性がある。

2019/9 期売上高	10 月	11 月	累計
マーケティングプラットフォーム	149,201	150,478	299,679
	126.9	130.9	128.9
商流プラットフォーム	21,839	18,683	40,522
	78.3	67.6	73.0
全社	171,041	169,161	340,202
	117.6	118.6	118.1

8. 成長戦略

◆ 株式会社ロックオンの中期経営計画・戦略

「インターネットマーケティング分野で、他社と差別化できる全く新しい製品を開発し、圧倒的なシェアを国内で獲得した後、海外展開し存在感のある企業にしたい。」という岩田社長の長期的な経営プランに基づき事業を推進している。具体的には、「マーケティングロボット」の成長戦略を掲げ、2020/9 期に売上高 30 億円の達成（2018/9 期比 67%増）を目標としている。なお、事業展開を加速させるために、既に外部 31 社（当初目標の 30 社をクリア）と新規連携を完了している（図表 24）。連携強化は、オプション機能の充実によるアドエビスの商品力を高め、契約数の増加、単価上昇、解約防止に繋がる。また、目標に向けて以下のような施策を掲げ、取り組んでいる。

◆「マーケティングロボット」の成長戦略を掲げ、2020/9 期の売上高目標は 30 億円。

◆他社とも積極的に連携。

◆マーケティングロボット開発の推進と、マーケティングセールス組織の拡充に注力。

(注 19)BI

【Business Intelligence】: ビジネスインテリジェンス企業などが情報システムで蓄積した業務データを、ユーザーが必要に応じて分析・加工し、業務や経営に活用する手法。または、そのためのソフトウェアや情報システム。

(注 20)API【Application

Programming Interface】: アプリケーションプログラミングインターフェイスコンピュータプログラムの機能や管理するデータなどを、外部の他のプログラムからアクセスし利用するための手順やデータ形式などを定めた規約。

(1) マーケティングロボット開発を重点的に行い具現化する

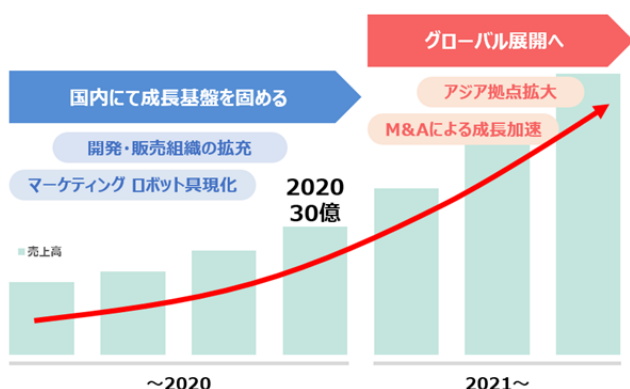
- ・人工知能を活用したビッグデータ解析を行い、新しい機能を開発・販売するために積極的に他社と連携を行う。
- ・コア事業（アドエビス）にエンジニアをシフトし、それ以外の事業は切り離す。
- ・開発人員を増加する（特に、人工知能、BI^{注19}、API^{注20}部門）

(2) マーケティングセールス組織を拡充する。

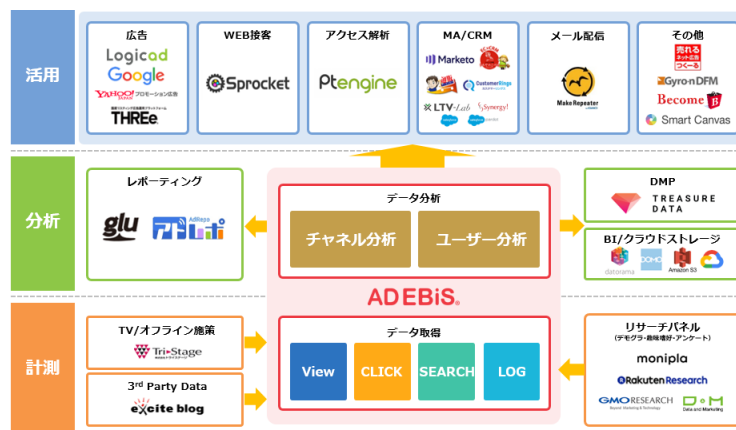
- ・マーケティング体制の拡充。
- ・エキスパート人材や営業マンを増加する。（毎年、新卒+中途採用で 20-30 名を増加させる）

【図表 23】中長期の目標

2020年9月期 売上30億円



【図表 24】マーケティングロボット 30 連携進捗



(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆中期的には国内の基盤を固め、長期的にはグローバル展開を目指す。

◆コア事業(マーケティングプラットフォーム事業)に専念するために事業の再編を行う。

さらに、長期戦略(2021/9期から2023/9期)では、アジアを中心に開発・販売拠点を増やしていく方針である。また、オーガニックグロスだけではなく、M&A、提携等を視野に入れ成長を加速していく意向である。但し、その売上高の内訳など具体的な目標数字と手段は、公表されていない。前倒しで資金調達しており、積極的なM&Aの実施が予想される。

コアとなるマーケティングプラットフォーム事業のコスト構造については、中長期目標が比率で開示されている(図表25)。これによれば、将来的には、過去の成長期に実績としてあげた営業利益率10-20%を目標としている。同社は、マーケットプラットフォーム事業で、2014年9月期以来、16~24%前後の高い営業利益率を上げてきた。しかし、2017/9期よりマーケティング&セールスおよび機能の開発に係る投資額を増加させているため、営業利益率は低下傾向にある。2018/9期でマーケティング&セールス費用は、同事業売上の32%、開発費用は36%であり、2016年9月期に比べ、それぞれ8%、15%増加している。

中長期においては、売上拡大に努め、売上高事業費用を大きく下げていく方針である。特に、マーケティング&セールス30%(2018/9期比△2%、△はマイナスの意味)、開発25~30%(同△6~△11%)、その他間接コスト15-20%(△8~△13%)まで下げることで、同事業の営業利益率を10~20%水準に安定させる計画である。この水準は、過去にも達成していた水準であり、実現可能な範囲であると思われる。

【図表25】マーケティングプラットフォーム(MPF)事業のコスト構造(実績と中長期目標)

MPF事業各費用 対売上比率	2016年 9月期	2017年 9月期	2018年 9月期	中長期目標 モデル
マーケティング& セールス	24%	29%	32%	30%
開発	21%	24%	36%	25-30%
カスタマーサポート	11%	11%	11%	10%
その他間接	24%	25%	28%	15-20%
営業利益	20%	12%	▲8%	10-20%

※1 事業再編による商流プラットフォーム事業の売上減少に伴い、共通部門費のセグメント配賦比率が増加したことによるもの。

(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 当調査部では、今期、増収による増益効果とコストコントロールにより、わずかながらも黒字化を予想。

◆ アドエビスの単価と契約数の伸びが期待できる。

◆ 業績予想は期初時点では未発表。

◆ アルファ・ウイン調査部の2019/9期業績予想

現時点では同社は今期予想数字を非開示としている。当調査部では、事業構造改革と積極的な先行投資が一旦はピークアウトしたと考え、2019/9期の売上高は、2,150百万円（前年比19.2%増）、当期利益は10百万円とわずかながらも黒字化を予想している（図表26）。

主力製品であるアドエビスの価格体系を変え、平均単価の上昇が継続的に期待できることから粗利率の改善が見込まれる。同事業の限界利益率は70%前後と推測され、変動費と考えられる代理店手数料やサーバー費等を除き、増収効果の多くは増益に寄与すると考えられる。先に説明したサブスクリプションモデルのため新価格体系で受注した契約が、収益面に本格的に寄与するのは、契約後約8ヶ月先となる。上期は収益貢献が少ないが、下期以降、来年度にかけて徐々に寄与すると思われる。

【 図表 26 】 アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績予想

(百万円)	2018/9期実績	2019/9期CE	2019/9期E	2020/9期CE	2020/9期E	2021/9期E
売上高	1,805	非公表	2,150	3,000	2,600	3,000
マーケティングPF	1,530		1,870		2,300	2,670
商流PF	274		280		300	330
売上高総利益	1,190		1,430		1,750	2,050
売上高総利益率	65.9%		66.5%		67.3%	68.3%
販管費及び一般管理費	1,289		1,400		1,630	1,800
対売上高比	71.4%		65.1%		62.7%	60.0%
営業利益	-98		30		120	250
対売上高比	-5.5%		1.4%		4.6%	8.3%
経常利益	-115		10		100	230
対売上高比	-6.4%		0.5%		3.8%	7.7%
当期純利益	-89		10		96	155
対売上高比	-4.9%		0.5%		3.7%	5.2%
KPI	第4四半期		年度平均		年度平均	年度平均
アドエビス アクティブアカウント数	1,518		1,670		1,837	2,020
同変化率			13.1%		10.0%	10.0%
アドエビス 平均単価	84,918		87,315		91,928	94,863
同変化率			10.6%		5.3%	3.2%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%		19.1%		20.9%	15.4%
マーケティングPF	21.9%		22.2%		23.0%	16.1%
商流PF	-41.1%		2.2%		7.1%	10.0%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%		0.6%		0.8%	1.0%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%		8.6%		16.4%	10.4%
営業利益(伸率)	赤字化		黒字化		300.0%	108.3%
経常利益(伸率)	赤字化		黒字化		900.0%	130.0%
当期純利益(伸率)	赤字化		黒字化		864.3%	61.0%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。CEは会社予想、Eは当調査部予想。

なお、最近の同社による業績予想(初回)と実績の差異は、図表27の通りである。同社は近年、業績予想を期初には発表せず、合理的な予

想が可能と判断した段階で発表している。その為、公表された予想と実績の乖離は小さい。今期は第2四半期あるいは第3四半期決算発表のタイミングで、通期の予想数字が公表される可能性があるだろう。

【 図表 27 】 業績予想と実績の推移

決算期	業績予想発表日	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益
(金額、及びパーセント)					
2015/9期	2014/11/10	1,545	350	350	203
	実績(百万円)	1,437	350	352	230
	乖離率(%)	-7.0	0.0	0.6	13.3
	乖離幅(百万円)	-108	0	2	27
2016/9期	2016/5/12	1,600	200	201	130
	実績(百万円)	1,612	247	250	168
	乖離率(%)	0.75	23.5	24.4	29.2
	乖離幅(百万円)	12	47	49	38
2017/9期	2017/5/9	1,650~1,700	10~100	-	-
	実績(百万円)	1,719	92	106	72
	乖離率(%)	1.1~4.2	-8.0~820.0	-	-
	乖離幅(百万円)	19~69	8~92	-	-
2018/9期	2018/2/6	1,800	-150	-	-
	実績(百万円)	1,804	-98	-115	-88
	乖離率(%)	0.2	-	-	-
	乖離幅(百万円)	4	52	-	-

(出所) 決算短信より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

今後、これまでの投資や事業再編の成果が表れ、加えてアドエビスの機能追加や料金体系の変更などにより、単価の上昇とアクティブ会員の増加が見込まれる。またマーケティングプラットフォーム事業の成長ポテンシャルは大きく、これが成長ドライバーとなって中長期的には年率15~20%前後の増収率が期待される。一方、今後も将来の成長のために先行投資を積極的に継続すると思われる。当然、最終損益は同社のコストコントロール、目標とするボトムラインの達成意欲次第とはなるが、基本的には黒字基調を維持し、中長期的に二桁の利益成長(平準化ベース)は可能であると考えている。限界利益率が高いビジネスであることから、売上高成長率を上回る20~30%の年率の利益成長を当調査部では、中長期的に見込んでいる。

当調査部の中期の業績予想を、図表26(前出P26)に示した。同社の掲げる2020/9期の売上高30億円の目標は、M&Aや提携戦略によっては達成可能な範囲内であると思われるが、高い水準であることと、現状ではM&Aの有無や収益寄与が予見できないことから、やや慎重な予想を行った。なお、予想にあたっての前提は次の通りである。

- ① マーケティングプラットフォーム事業の大半を占めるアドエビスの平均単価は、新規契約による単価の押し上げ効果と、既存契約のストック件数の2割相当が新規料金契約に切り替わることによって上昇。また、アクティブ会員数は年率10%増加。
- ② 結果として、マーケティングプラットフォーム事業の売上高は年率20%前後の成長を見込んでいる。

◆ 当調査部では、中期的には年率15~20%前後の増収率を予想。

◆ 限界利益率が高いビジネスモデル。当調査部では、中期的には利益成長率は、売上高成長率を上回る、年率20~30%前後を予想。

◆ 会社が掲げる2020/9期の売上高30億円の目標は、M&Aや提携戦略次第。

- ③ また、プラットフォーム事業の限界利益率を 70%とし、粗利率は徐々に改善する。人員は毎年約 20 名増加。人件費を含めた一般管理費は年率 10~20%増加。売上高販売管理費は徐々に低下し、結果として営業利益利率は好転する。
- ④ 商流プラットフォーム事業については、EC-CUBE の売上高がほとんどであり、現時点では抜本的な拡大策が打ち出されていないが、新バージョンの効果もあり、年率 10%程度の増加を想定した。
- ⑤ なお、中期の業績予想にあたっては、特別利益または、偶発債務などの特段の特別損失は見込んでいない。
- ⑥ また、M&A による事業拡大、売上寄与を増収幅の約 1/3 から 1/2 程度を見込んだが、短期的には収益寄与を見込んでいない。

今後 3~5 年タームでは、復配や過去最高益の更新も視野に入ると思われる。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

- ◆ 社長の経営手腕、製品力、ビッグデータの蓄積と活用のポテンシャルが同社の強み。
- ◆ 今後の市場拡大の恩恵を享受しうるポジション。事業領域・海外への拡大を計画。

同社の SWOT 分析を図表 28 に列挙した。①インターネットマーケティング分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、②実績があり充実した機能を持つ主力製品とサポート体制、③サービス開始以来、長期にわたって蓄積してきたビッグデータの保有とその活用のポテンシャルが同社の主な強みであると判断される。特に、岩田社長は創業当時からインターネット関連技術を習得し、同分野に知見が深くこの点が他社に対する優位性と考えられる。また、いまだ黎明期であるマーケティングロボット市場の成長性は高く、同社はその恩恵を享受できるポジションにいる。同社は、同広告の計測から分析・活用へとマーケティングロボット事業への拡大に加え、海外展開によりその成長を加速できるポテンシャルがあると思われる。

【 図表 28 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・創業以来の自社に蓄積されたビッグデータと活用の余地 ・知名度と顧客基盤、実績、製品力(インターネット広告効果システムツールでシェア1位) ・コアのマーケティングプラットフォーム事業は、安定収入が見込めるストック型ビジネス ・業界の先端技術に精通している社長の経営手腕 ・労働環境の整備と高い従業員定着率、人材とノウハウの蓄積
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ニッチ分野に特化しており、小規模であること ・経営が社長に依存していること ・人材不足(エンジニア、営業員) ・資金力(先行投資負担の継続や、将来的な規模拡大のためのエクイティファイナンスリスク)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・インターネット広告マーケティング市場の拡大余地と既存製品の成長加速のポテンシャル ・外部提携先のリソースの活用、協業 ・海外展開 ・新製品・サービスへの展開
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・競合あるいは代替商品・サービスのローンチ、ライバルの出現、既存製品の競争力の低下 ・製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ ・コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 今期は、無配の継続が予想される。

◆ 株主還元

同社は、上場 2 年目 (2015/9 期) に一株当たり 4.5 円、2016/9 期には 0.5 円を増配し一株当たり年間 5.0 円、2017 年 9 月期も同様に 5.0 円と 3 期連続で配当を実施した (図表 29)。しかし、2018/9 期に最終赤字となったことから無配とし、併せて株主優待制度を廃止した (「大阪ええもん優待」：地元大阪への感謝と発展のために大阪の名産品を株主に抽選で贈呈するもの)。現在、同社は成長ステージにあり、資金を配当や優待で社外流出させるよりも、次なる成長のために投資に優先的に振りむけ、業績を回復させることによって株主価値を高めたいと考えている。今期の配当は未定とし、短期的には復配または、株主優待制度の復活は見込みにくい。

(注 21) アドテック: アド・テクノロジー【ad technology】の略。広告ビジネスで使われる情報技術の総称で、インターネット広告などで用いられるデジタル技術を指す。

(注 22) PSR【Price to Sales Ratio】: 株価売上高倍率。時価総額を年間売上高で割ったバリュエーション指標。PSR は、成長性が高い、あるいは赤字企業などの新興企業の株価水準をはかる指標として用いられることが多い。

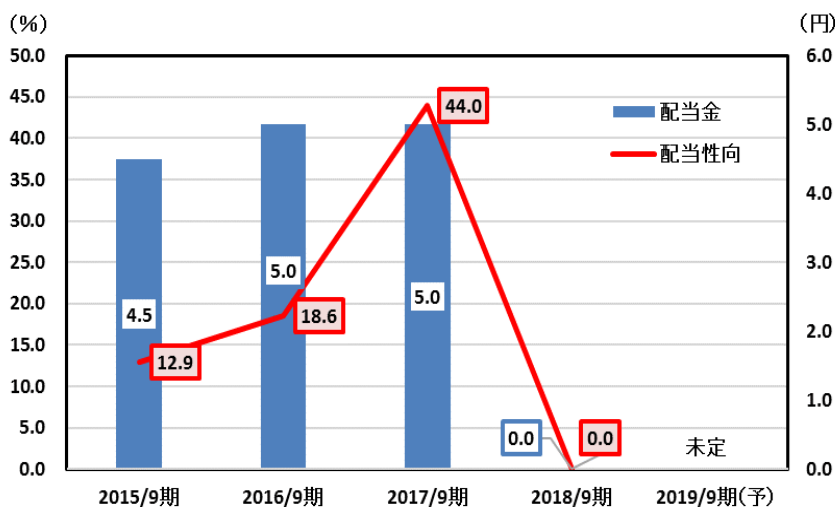
(注 23) PEG レシオ【Price Earnings Growth Ratio】: 企業の中期的な利益成長率を加味して株価の水準を測るバリュエーション指標。予想株価収益率(PER)を一株当たりの中期的な予想利益成長率(%)で割って算出する。一般的には PEG レシオが 1 倍以下なら割安、2 倍以上なら割高と言われている。

◆ 株価は下落基調で、TOPIX をアンダーパフォームしていたが、直近の数ヶ月は底堅く推移しつつある。

◆ バリュエーションには割安感はない。現在の株価には、ある程度の業績回復期待も反映されていると考えられる。

◆ 株価は、中期の利益水準を伺う展開へ。

【 図表 29 】 配当金と配当性向の推移



(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター

東証マザーズ上場の小型アドテクノロジー^{注21} 関連株であり、株価のボラティリティが高い。2 ページ (本レポート P2 の図表 C) に、過去約 2 年間の株価、及び対 TOPIX との相対株価を掲げている。この間、同社株価は下落基調で、TOPIX をアンダーパフォームしてきた。①東証マザーズ指数に見られるように新興市場の中小型株が全般的に軟調であるという市場環境と、②成長戦略である「マーケティングロボット」達成に向けて、コア事業に注力するために実施した事業再編や先行投資の増加による赤字、無配、株主優待制度の廃止などがその要因として挙げられる。但し、業績の反転期待もあり、最近の数ヶ月は、絶対・相対的な水準とも底堅く推移しつつある。

なお、参考までに同社を含めたアドテクノロジー関連、または業務の一部が類似する上場会社 22 社の規模・事業内容・バリュエーションの概況を比較した (図表 30)。この比較において、PER と PBR、PSR^{注22} 及び配当利回りで見ると、同社のバリュエーションには割安感はない。これは、今後の業績の好転や成長期待がある程度、株価に反映されているとも考えられる。

因みに、PEG レシオ^{注23} を 2 倍まで許容すると仮定し、ノーマライズした EPS の中期成長率を 20% と予想すると、PER は最大 40 倍前後となる (成長率を 30% とすれば PER は 60 倍)。現在の時価総額約 78 億円から逆算して、必要な (税引後) 当期利益は約 2 億円相当と試算される (PER60 倍なら 1.3 億円)。業績の回復によりこの利益水準を

超えると期待される局面では、株価の水準も切り上がる展開もあると推測される。

◆当面、アドエビスの単価とアクティブアカウント数、四半期単位での損益、M&A、復配のタイミングなどが注目点。

今後は、月次の売上高推移や人件費などのコストコントロール、特に四半期単位での黒字化のタイミングや、復配の時期が注目されよう。なお、最も重要な経営指標 (KPI) として、売上高の基礎となるアドエビスの単価とアクティブアカウント数を継続的にフォローしていきたい。また、M&A、業務提携、新商品・サービスなどのニュースリリースも、株価に影響を与えうると推測される。中長期的には、インターネット広告市場を含む、同社が掲げるマーケティングロボットビジネスの成長余地は大きく、同社はその恩恵を享受できるポジションにいと考えられ、アドテク関連の成長株として今後の展開に期待したい。

【図表 30】 類似会社比較 (アドテクノロジー関連企業等)

アドテクノロジー関連企業		市場表示 TSE: 東証1部、TSE2: 同2部、TM: 同マザーズ、JQS: JASDAQスタンダード		単位: 百万円			%	倍			%	終値 (12/14)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価
2159	フルスピード	ネットマーケ、アドテク(ネット広告配信技術)	TSE2	8,766	21,000	1,640	7.8	0.42	9.04	2.70	-	563
2389	オプトHD	インターネット広告代理店/広告計測ツール	TSE1	40,871	91,000	2,100	2.3	0.45	28.07	1.29	-	1,716
2461	ファンコミュニケーションズ	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	50,620	38,293	4,979	13.0	1.32	14.44	2.54	2.89	658
2491	パリュコマース	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	50,707	19,810	3,270	16.5	2.56	21.76	5.67	1.43	1,471
3134	Hamee	携帯アクセサリ/ECクラウド支援	TSE1	22,587	10,214	1,403	13.7	2.21	23.07	6.39	0.46	1,407
3655	ブレインパット	ネットマーケティング・データ解析	TSE1	43,538	5,200	750	14.4	8.37	83.72	22.27	0.00	6,440
3888	VOYAGE GROUP	アドプラットフォーム	TSE1	13,531	未定	未定	-	-	-	1.59	-	1,138
3690	(株)ロックオン	インターネット広告計測ツール	TM	7,750	2,100	30	1.4	3.69	774.89	6.60	0.00	1,220
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	92,873	8,601	1,376	16.0	10.80	104.33	23.09	0.20	2,050
4293	セブティエーニHD	ネット広告代理、スマホマーケ支援	JQS	28,049	17,200	2,000	11.6	1.63	19.63	1.63	-	202
4395	アクリート	SMS配信サービス	TM	5,922	1,390	220	15.8	4.26	42.05	7.68	0.00	1,089
4751	サイバーエージェント	ネット広告代理業・スマホ、ゲーム	TSE1	597,366	470,000	30,000	6.4	1.27	118.93	7.29	0.70	4,725
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理業、同プラットフォーム	JQS	7,105	33,600	600	1.8	0.21	34.95	1.35	1.44	424
6026	GMO TECH	アプリ導入型課金広告、検索エンジン最適化	TM	1,826	2,829	-100	-3.5	0.65	赤字でNA	2.63	0.00	1,659
6045	レントラックス	成果報酬型インターネット広告サービス	TM	5,855	10,000	500	5.0	0.59	18.15	2.87	1.09	736
6081	アライドアーキテツ	SNS関連のマーケティング支援	TM	6,537	4,047	0	0.0	1.62	赤字でNA	4.43	-	466
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	TM	19,036	19,000	100	0.5	1.00	35.57	4.48	0.00	1,429
6175	ネットマーケティング	成果報酬型の広告代理	TSE2	9,733	14,465	373	2.6	0.67	37.68	4.82	0.75	668
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	TM	8,189	7,204	445	6.2	1.14	27.88	7.89	0.31	962
6550	Fringe81	ネット広告代理、メディア収益化支援	TM	8,586	6,590	187	2.8	1.30	35.27	6.13	0.00	875
6553	ソウルアウト	中堅・中小企業等向けのWebマーケ支援	TM	42,130	15,700	1,000	6.4	2.68	64.50	17.67	-	4,275
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	TM	10,286	15,026	-400	-2.7	0.68	赤字でNA	3.47	-	581
アドテクノロジー関連企業22社 単純平均				51,027	38,727	2,403	6.6	2.26	82.99	6.57	0.62	
TOPIX (2018/12/14終値)平均									13.43	1.18	単純 1.93	1,592.16

(加重 2.35)

(出所)各社の HP や有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料によりアルファ・ウイン調査部が作成。原則、直近決算発表時点での各社予想数値を使用。なお、同社については、会社予想が非公表の為に当調査部予想を使用。他社が、非公表の場合には、未定、または「-」にて表記。

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。

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。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。FV20190209