

# アルファ・ウイン 企業調査レポート

## 株式会社イルグルム (3690 東証マザーズ)

【旧社名：株式会社ロックオン】

発行日：2020/12/7

### ● 要旨

アルファ・ウイン 調査部  
<http://www.awincap.com/>

#### 事業内容

- ・株式会社イルグルム（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、販売を行うテクノロジーカンパニーである。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（アドエビス）で、ニッチ分野のリーディングカンパニーである。
- ・クラウド形式で中堅・大手企業向けにサービスを提供している。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（全売上高の87%）で、顧客獲得時には費用が先行するが定額課金収入により費用を回収し、継続的かつ安定的に収益を積み上げる構造である。
- ・これまでビジネスモデルの転換と事業ポートフォリオの選択と集中を行い、次なる成長に備え経営基盤を強化してきた。現在、蓄積してきたノウハウとストック資産を活用し、収益力を高めるステージに入りつつある。
- ・2014年9月に、東証マザーズに上場。同社は2019年8月に、株式会社ロックオンから株式会社イルグルム（英語表記：YRGLM Inc.）へ商号を変更した。

#### 過去の業績推移

- ・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負担や事業再編に伴うコストの発生により減益が続いた。2018/9期には増収ながらも、赤字を計上し無配に転じた。
- ・その後、構造改革を進め2019/9期（前々期）には営業利益では黒字に転換したが、訴訟関連費用を特損に計上したため、最終赤字を継続した。2019/9期第2四半期（2019年1～3月）以降は四半期単位で黒字を維持し、増収増益基調とV字回復が鮮明になっている。

#### 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サポート体制、安定したサブスクリプションモデル、M&Aなどの機動的な事業戦略が同社の強みである。主力2製品は共に国内シェア1位を獲得している。特に、インターネット広告効果測定システムにおいては、業界第2位のADLPANを買収し圧倒的なポジションを確立した。

#### 経営戦略

- ・データの統合・分析・活用支援を通して顧客のDX推進に貢献する「MXP戦略」を掲げ、広告効果計測から事業領域を総合的に拡大する方針である。今年11月に発表された新中期経営計画では、最終年度となる2023/9期に売上高50億円、営業利益率15%、株主資本配当率3%以上（全て連結ベース）を目標としている。コア事業の継続的な進化と拡大、広告代理店ビジネスや新領域におけるプラットフォームビジネスの創出により、成長を加速したい意向である。変化の激しい当業界にあって、企業/事業買収・業務提携を積極的に活用し、さらなる製品力・サービス力の強化と業容の拡大を狙う。

#### 今期、及び中期の業績予想

- ・今期である2021/9期の業績予想（売上高、利益）について同社は、昨年度と同様に、新型コロナウイルス感染症の影響など未確定な要素が多く、現段階では合理的な業績予想が困難であるため非公表としている。例年通り会社計画の発表時期は、Q1発表の2月と推測される。

1/40

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。

- ・アルファ・ウイン調査部では前期の実績と現況を考慮し、今期以降の3期間の業績予想を行った。今期の売上高は3,010百万円（前期比15.0%増）、営業利益300百万円（同8.7%増）、当期利益200百万円（同9.3%増）との従来予想は据え置いた。メジャーアップデートが予定されている主力製品であるアドエビスと、ECマーケットの活況を背景にイーシーキューブの両事業が続伸する上、コスト抑制効果も加わり、今期も増収増益と増配が見込まれる。
- ・インターネットマーケティング関連分野は成長ポテンシャルが大きく、同社は中長期的に年率10~20%前後の増収が見込まれる。なお、今後も変化に合わせ成長に向けた事業ポートフォリオの選択と集中、拡大が予想され、「攻めの」先行投資を継続すると思われる。一方でコストコントロールを徹底し利益率は改善方向にあり、（新型コロナの影響がない平常時には）増収率を上回る年率20~30%前後の利益成長が可能であると当調査部では考えている。

株価水準と特徴

- ・アドテク関連の内需・小型成長株と認識され、利益の上方修正や復配を受け、年初来ではTOPIXや東証マザーズ指数をアウトパフォームしている。IT、中でもアドテクは、高い成長性期待から株価にプレミアムが付く傾向がある。当調査部の予想PER、PBR、予想配当利回りをTOPIXや類似会社と比較すると、現状では株価に割安感はない。
- ・ビジネスモデルの確立により黒字化が定着し、中長期的な利益成長の確度が高まりつつある。今後は中短期業績の変化を織り込む形で、株価が変動するものと思われる。個人情報保護規制の動向、月次売上高推移、四半期の損益変化やM&A・提携・新機能の発表、また業績に直結する重要指標（KPI）であるアドエビスの単価とアクティブアカウント数に引き続き注目したい。

株主還元

- ・同社は当初、前期の配当を未定と公表していたが、業績の急回復により3期振りに復配を発表した。今回、連結株主資本配当率（DOE）を基準とする配当方針を打ち出した。今後は増益が自動的に増配に直結することになり、ポジティブと捉えられる。同社は成長ステージにあるが、株主還元を行いつつ成長投資も継続し、業績の伸長によって株主価値を高めたい意向である。

【 3690 株式会社 イルグルム 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)
2017/9	A	1,719	6.6	92	-62.6	106	-57.5	72	-56.8	11.56	195.60	5.00
2018/9	A	1,804	5.0	-98	赤字化	-115	赤字化	-88	赤字化	-14.02	184.97	0.00
2019/9	A	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字幅縮小	-5.54	168.68	0.00
2020/9	CE	2,700	22.5	200	135.5	190	140.4	130	黒字化	20.62		3.80
2020/9	E	2,630	19.3	235	176.7	225	184.7	155	黒字化	24.55	193.74	3.80
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.09	202.20	4.00
2021/9	CE	非公表										4.50
2021/9	E	3,010	15.0	300	8.7	290	11.1	200	9.3	31.68	229.07	4.50
2022/9	E	3,390	12.6	380	26.7	370	27.6	255	27.5	40.40	264.15	5.30
2023/9	E	3,860	13.9	480	26.3	470	27.0	320	25.5	50.69	305.52	9.30
2023/9	中計CE	5,000		750								

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

(備考) 図表Bの予想は、アルファ・ウイン調査部の予想

【 株価・バリュエーション指標：3690 株式会社 イルグルム 】 図表B						
項目	2020/11/30	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,840	前期実績	63.3	9.1	0.2%	13.8%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	58.1	8.0	0.2%	14.2%
時価総額 (百万円)	11,725	来期予想	45.5	7.0	0.3%	13.1%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	46.4%		前期ROE	15.7%

【株価チャート（週末値）3690 株式会社 イルグルム】 図表C



\*\*\*\*\*

## 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(<http://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。

FV2020-1210-1700F

## 目次

1. 会社概要.....	P5
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P5
経営理念.....	P7
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P8
独自開発のマーケティングツールをクラウドで提供.....	P8
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P9
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.....	P10
事業内容の詳細（2）商流プラットフォーム事業.....	P15
サブスクリプションモデル.....	P17
3. 株主構成.....	P18
株主所有者別構成の推移.....	P18
上位株主構成.....	P18
4. ESG.....	P20
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）、企業統治（Governance）.....	P20
5. 成長の軌跡.....	P21
過去の業績推移.....	P21
6. 業界環境.....	P22
日本の広告市場の動向.....	P22
同業類似会社.....	P23
個人情報保護の規制強化と広告効果測定への影響.....	P24
7. 前期の業績と今期の見通し.....	P25
2020/9 期（前期）決算の実績.....	P25
2021/9 期（今期）業績の同社予想.....	P29
アルファ・ウイン調査部の 2021/9 期（今期）業績予想.....	P30
8. 成長戦略.....	P32
旧中期経営計画・戦略と実績.....	P32
新中期経営計画と戦略.....	P33
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P34
9. アナリストの視点.....	P37
SWOT 分析.....	P37
株主還元.....	P37
株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター.....	P38

## 1. 会社概要

### ◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

• マーケティングテクノロジーカンパニー。データの統合・分析・活用支援を通して顧客のDX推進に貢献する「MXP戦略」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。

• 2001年に大阪に設立、2014年東証マザーズに上場。

• 社名とシンボルマークを変更。新社名は、「株式会社イルグルム(英語表記:YRGLM Inc.)」

• 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。

(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)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。

<会社概要>

株式会社イルグルム(以下、同社)グループは、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、販売を行う新興のマーケティングテクノロジーカンパニーである。

独自開発したソフトウェアで、マーケティングを効率化する事業を本格的に展開し成長。インターネット広告測定ツール市場では、圧倒的なシェアを有する。ニッチ分野のリーディングガリバーである。現在は、データの統合・分析・活用支援を通して顧客のDX推進に貢献する「MXP戦略」(Marketing Transformation Platform)を展開中である。

<沿革>

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年に同社を設立した。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。

<社名変更>

旧社名の(株式会社)「ロックオン」から、2019年8月1日に「株式会社イルグルム(英語表記:YRGLM Inc.)」へ商号を変更した。合わせてシンボルマークも一新した。

<主要な事業内容>

現在、マーケティングプラットフォーム、および商流プラットフォームの2事業で展開している。主力商品はインターネット広告効果測定システム<sup>注1</sup>「ADEBiS(または、アドエビス)」であり、SaaS<sup>注2</sup>(クラウド)形式で企業向け(BtoB)に提供する(「」内は主力の製品名、またはサービス名)。

(1) マーケティングプラットフォーム:「アドエビス:AD EBiS」、  
「アドプラン:ADPLAN」、「アドレポ:AdRepo」、  
「アドナレッジ」、「広告代理店ご紹介サービス」など。

(2) 商流プラットフォーム:「イーシーキューブ:EC-CUBE」

<連結対象と連結決算の動向>

同社グループは、同社と以下の連結子会社2社、非連結子会社1社、持分法適用会社1社の5社で構成されている。

(1) 連結子会社2社

・YRGLM 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。同社が100%出資)。

◆主な連結対象子会社は、(株)イーシーキューブ。商流プラットフォーム事業を担当。11月にオリコが10%出資し提携することに基本合意。

・株式会社イーシーキューブ（大阪市、2018年10月に設立。同社が現在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イーシーキューブ事業を承継。完全子会社であったが2020年11月に、株式会社オリエントコーポレーション（東証一部、コード8585、以下、オリコ）に、同社が保有する株式の10%を譲渡し資本提携することに基本合意した。

(2) 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）

(3) 持分法適用会社1社

・有限会社彩（2015年9月に株式の20%を取得、EC受託開発事業を同社から移管）

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倍前後で推移し、連結対象子会社群の合計経常損益もほぼゼロであった（図表1）。

◆連結対象子会社群の業績も回復基調。

2019/9期中に、イーシーキューブ事業を単体から期中にカーブアウト（分社後は連結対象子会社）したため、以降、連単の業績のバランスが変化している。(株)イーシーキューブが黒字で業績が好調であることもあり、連結対象子会社群（連結-単体）の業績も回復している。

【図表1】 年度別売上高・経常利益の連単比較

	単位：百万円、%	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期
A	連結売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,204	2,618
B	単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,010	2,317
A-B=C	(連結-単体)売上高	0	0	0	0	0	194	301
C/B	(子会社等/単体)売上高	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	11.5%
A/B	連単倍率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.10	1.13
A	連結経常利益	234	352	250	106	-115	79	261
B	単体経常利益	245	359	252	107	-110	19	165
A-B=C	(連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96
C/B	(子会社等/単体)経常	-4.7%	-1.9%	-0.7%	-0.5%	-	315.9%	58.2%
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58

(出所) 同社の有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 本レポートで使用されている数値は、単位未満を原則、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(以下、同様)。また、2014/9期以降は、連結決算。

#### <財務状況>

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、及び将来的なM&Aに備えるための資金である。

- 9 月末時点では、借入金は現預金の残高見合い。

2020/9 期末時点では、長短借入金合計約 10.8 億円に対し現預金が約 11.2 億円と、実質的にはほぼ無借金である。また、総資産は約 28 億円、時価総額は約 108 億円（2020 年 9 月 30 日終値、株価 1,695 円）と小規模ながら、自己資本比率 46%、流動比率 217%と財務的には問題ない。

- のれん代やソフトウェアの資産計上が増加、無形固定資産は計 8.3 億円だが、純資産の範囲内。

のれん（アドレポの承継や ADPLAN 事業の買収に伴うもの）やソフトウェアが増加し、無形固定資産は 8.3 億円、繰延税金資産が 1.3 億円と合計 9.6 億円ある。但し、純資産合計額 12.8 億円の範囲内にあり、当面は問題がないと考える。

- 外部から高い会社に対する評価を得る。「働きがいのある会社」ランキング 8 年連続受賞、9 度目のベストカンパニーに選出。

<受賞・外部評価>

Great Place to Work® Institute<sup>注3</sup> Japan より、2020 年版日本における「働きがいのある会社」ランキング「中規模部門（従業員 100～999 人）」においてベストカンパニーに選出された（8 年連続受賞、9 度目）。これまでも他の外部機関から多数の受賞歴があり、人財が鍵となる業態にあって、採用につながりうる高い外部評価を受けている。

（注 3）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。

- 主力製品も、同様にトップクラスの高い評価を受ける。

また、製品分野においてもアドエビスは、アイティクラウド株式会社（本社：東京都港区）運営の IT 製品レビュープラットフォーム「ITreview」（法人向け IT 製品・クラウドサービスのリアルユーザーが集まるレビューサイト）において、「ITreview Grid Award 2020 Fall」アクセス解析・アトリビューション部門で「High Performer」に選出された。

さらに、商流プラットフォーム事業を担うイーシーキューブは、提供する EC オープンプラットフォームである「EC-CUBE」が、EC マーケティング株式会社（本社：東京都港区）より 2020 年 10 月に行われたネットショップ動向調査において「月商 1000 万円以上で利用されているカートシステム」利用数で No.1 を獲得した（第 2 位の 2.5 倍以上となる大差、高評価）。

## ◆ 経営理念

同社は、「Impact On the World」のミッション（果たすべき使命）の下に、独自の価値を提供する企業がともに発展できる社会の実現を目指している。この理念には、「自分に関わること 1 つ 1 つに Impact を与え続けよう。人々の心に伝わる小さな Impact の積み重ねが、やがて世界を揺るがす大きなうねりとなるから。」との思いが込められている。

「データとテクノロジーによって、世界中の企業によるマーケティング活動を支援し、売り手と買い手の幸せをつくる企業になる。」をビジョン（将来像）としている。



© YRGLM Inc.

## 2. 事業内容とビジネスモデル

### ◆独自開発のマーケティングツールをクラウドで提供

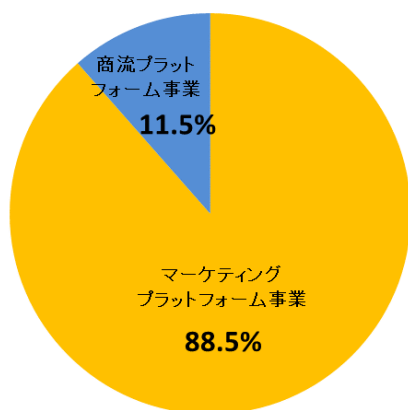
- BtoB ビジネス、独自開発したツール(ソフトウェア)をクラウドで提供。

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、効率的かつ迅速に課題を解決するツールが必要であるとの考えから、同社がソフトウェアを独自開発し、クラウド形式で企業を中心に提供する。

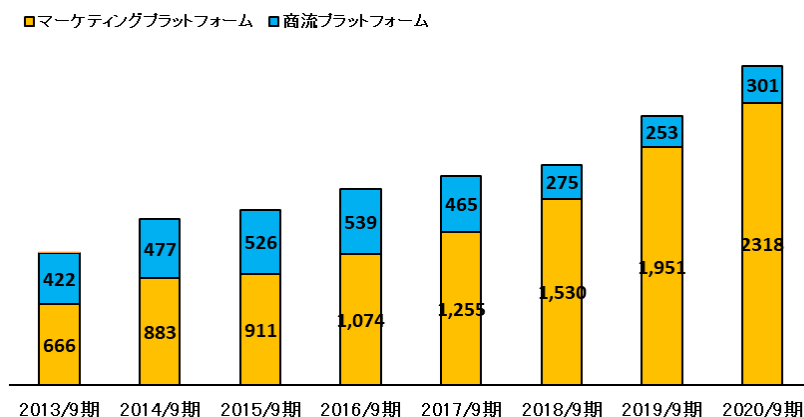
- 2つのプラットフォーム事業で展開。これまでマーケティングプラットフォーム事業に注力してきたが、商流プラットフォーム事業もEC市場が活況でビジネスチャンスが到来。

同社は、(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、前期では総売上高の88.5%を占め、かつ売上高を牽引している(図表2、図表3)。また、事業別の営業利益の推移は、以下の図表4の通りである。2017/9期、及び2018/9期の事業再編期を除き、通期では両プラットフォーム事業とも、営業利益を計上している。

【図表2】事業別の2020/9期売上構成



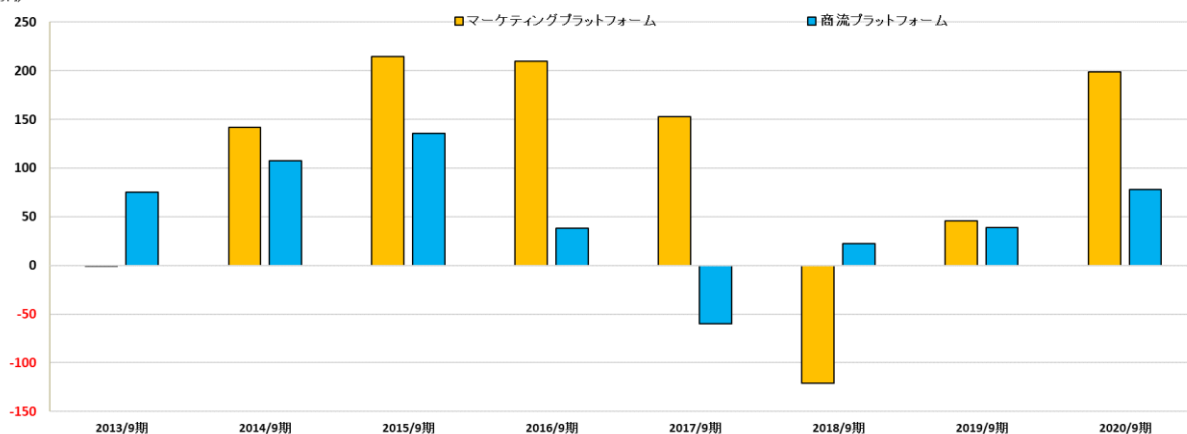
【図表3】事業別の売上高推移（単位：百万円）



(出所) 図表2～図表4まで、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

(百万円)



◆ 事業ポートフォリオの再構築と強化

● 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。

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へのシフト）と、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、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、過去の詳細な事業の再編は、2019 年 12 月 13 日発行レポートを参照）。

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「ADEBiS（以下、アドエビス）」が、総売上高の約 81%を占める。今後も、同製品、及びその関連製品に経営資源を集中的に投下し、さらなる成長ドライバーとして強化する方針である。

因みに 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特化している。なお、イーシーキューブ事業を移管した先が連結子会社であるため、連結でのセグメント区分は従来通り 2 部門のままである。

【 図表 5 】 事業再編とセグメント

事業名称	主要サービス	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
	②スリー(THREe)		撤退(2020年3月末)	
	③DMP事業		ソリューション(SOLUTION)から移管、縮小方針	
	→プロフェッショナルサービス		アドエビス関連のソフト開発業務+DMP	
	④アドレポ事業		事業買収(2018年8月)	
	⑤ADPLAN事業		事業買収(2020年1月)、アドエビスに統合予定	
	⑥広告代理店ご紹介サービス		2020年5月よりサービスイン	
(2) 商流プラットフォーム	⑦アドナレッジ		2020年7月よりサービスイン	連結 持分
	①イーシーキューブ(EC-GUBE)		(株)イーシーキューブに2019/1/1に移管済、株式の10%をオロコに売却	
	②ソリューション(SOLUTION)→廃止	EC受託開発事業	(有限会社)彩(持分法適用)と、(株式会社)ラジカルオプティに移管(その後、持分法適用から除外)に移管	
		(DMP事業)	ソリューション(SOLUTION)へ移管	

(出所) 有価証券報告書、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 灰色のハイライト部分は、撤退したビジネスセグメント。赤文字部分は前期以降の変化。

(注 4)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。企業側にも高い広告効果が期待できる。

(注 5)DMP:「Data Management Platform(データ・マネジメント・プラットフォーム)」、クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。

前期以降の変化は以下の通り（表中の番号に対応）。

(1) ②スリー「THREe」事業（リスティング広告<sup>注4</sup>運用プラットフォームから撤退（2020 年 3 月末完了済）。

(1) ③商流プラットフォーム事業から受管した DMP<sup>注5</sup> 関連事業を縮小し、アドエビスとの関連性が高いソフトウェア開発を進めるプロフェッショナルサービス業務を行っている。

(1) ⑤業界で同社に次ぐ、ADPLAN 事業を 2020 年 1 月(前期 Q2)に、株式会社オプト（デジタルホールディング：旧オプトホールディングス<東証一部：2389、以下デジタル HD>の連結子会社）から 315 百万円で譲受。順次、アドエビスに統合予定。現在、同社とデジタル HD は業務提携関係にある。

(1) ⑥広告代理店ご紹介サービス：新規ビジネスとして 5 月にスタート、インターネットの広告主に対し、最適な広告代理店を紹介する。同社は契約成立時に紹介手数料を得るモデルである（詳細は P14）。

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。

(注 6) 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。

(注 7) 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た対価を支払う方式。P17 参照。

(1) ⑦アドナレッジ：新たに開発した、広告代理店に特化したクラウド案件管理システムを7月にスタート。運用型広告<sup>注6</sup>を扱う広告代理店の業務の改善と効率化をサポートする（詳細はP14）。サブスクリプションモデル<sup>注7</sup>（SaaS型）で提供を行う。

(2) ①（株）イーキューブに、オリコが10%出資し提携する見込みであり、商流プラットフォーム事業も拡大していく方針である。

### ◆ 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年度別の売上高、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の推移

売上高 (百万円)	2012/9期 単独	2013/9期 単独	2014/9期 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結	2018/9期 連結	2019/9期 連結	2020/9期 連結
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	1,951	2,317
①AD EBIS	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127
②THRE	46	81	161	89	62	54	43	28	8
③プロフェッショナルサービス(DMP等)							84	51	27
④アドレポ								124	149
⑤ADPLAN							非公表(2020年1月に事業買収、AD EBIS売上高と合算して公表) 1		
⑥広告代理店ご紹介サービス									3
⑦アドナレッジ									3
セグメント営業利益	-61	-1	142	214	210	153	-121	46	198
セグメント営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%

(出所) 決算短信、決算説明会資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。一部の推定を含む。

マーケティングプラットフォーム事業は、現在、①「アドエビス：AD EBIS」と⑤ADPLAN（いずれもインターネット広告効果測定システム）、③プロフェッショナルサービス（DMP等）、④アドレポ、⑥広告代理店ご紹介サービス、⑦アドナレッジの7事業で構成される。

#### ①「アドエビス：AD EBIS」+ ⑤「アドプラン：ADPLAN」

< 独自製品（アドエビス） >

・マーケティングプラットフォーム事業のコアは、独自の開発製品のアドエビスと買収したADPLAN。共にインターネット広告効果測定システム。

・アドエビス+ADPLAN が、全社総売上高の約 81% (2020/9期)を占める。

アドエビスは、同社がオリジナル開発したコア製品（同社総売上高の81%）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の環境を、総合的に提供している。

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、テクノロジーによる運用が重要になってきている。同社は、多くの機能（広告の測定、分析、解析等）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を提供している。

- ◆ADPLAN はアドエビスに統合予定。

<ADPLAN のアドエビスへの統合>

事業譲受後も ADPLAN のサービスは、同社が継続している。今後、システム開発・更新を効率化する為、アドエビスに順次移行、統合する計画である。なお、ADPLAN 単独の単価・アカウント数・売上高に関するデータは開示されていない。譲受後はアドエビスとの合算値ベースで開示されている。

- ◆アドエビスのアカウント数と平均単価が KPI。

<ビジネスモデル>

アドエビス、ADPLAN は、いずれも 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（詳細は P17）を採用している。



定額課金ビジネスであり、売上高は、平均単価×アクティブアカウント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。

- ◆新料金のパッケージプランに移行し、単価は大幅に上昇。

<顧客>

BtoB ビジネスであり、アドエビスの代表的な顧客は、WOWOW、ライオン、ミキハウス、アイフル、ツヴァイ、Z 会、やずや、世田谷食品などである。ADPLAN の移管時のアカウント数は推定 100 社強であるが、優良なナショナルクライアントが多い。

- ◆アドエビスの平均単価は、2 桁の上昇率。過去 5 年間で約 2 倍。

<料金体系>

アドエビスは、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 月から基本機能とサポートをパッケージ化したテーブル式定額制の料金プランを導入した。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）を加えることができる。既に新規契約は新料金体系に移行し、その後も価格改定を実施した。

- ◆前期の平均単価は、18% 上昇。

<平均単価の推移>

各四半期末（最終月末日時点）の平均単価推移を P12 の図表 7 に示した。従来は、四半期ごとに季節的な変動が顕著に見られたが、サブスクリプションモデルへ移行後は、右肩上がり直線的に上昇している。なお、2018/9 期 Q2 以降、11 四半期連続で平均単価は上昇中である。平均単価は、過去 5 年間で 2 倍になっている。

2019/9 期末と 2020/9 期末を比較すると、月額平均単価（月末日時点での平均値、以下同様）は、107,143 円⇒126,825（前年同期比 18.4% 増、19,682 円増）となった。前期は、2020 年 2 月以降の価格の再改定効果、高価格帯の新規顧客並びに ADPLAN（平均単価推定：約 17 万

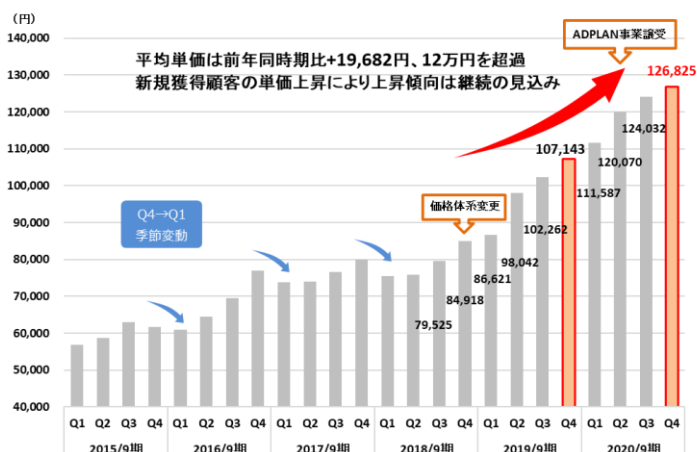
円)の取り込みにより、平均単価は上昇した。因みに、2020年10月以降も平均単価は、緩やかながらも上昇傾向にある模様である。

＜アクティブアカウント数＞

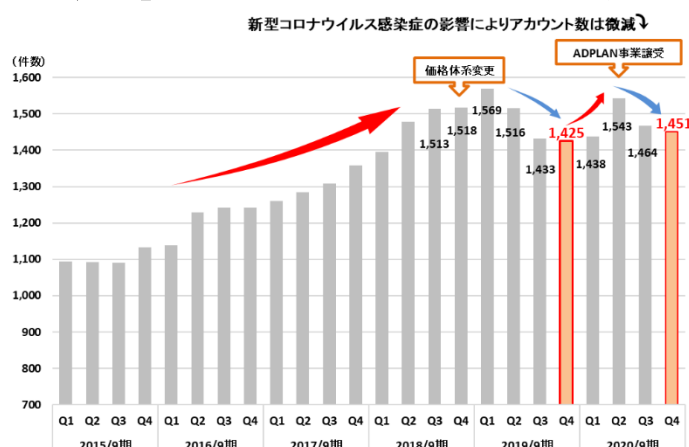
一方で、アクティブアカウント数は、2019/9期Q1末（2018年12月末）まで四半期末ベースでは増加していたが、その後、価格改定に伴う解約があり3四半期連続で減少に転じた。しかし、前期に入ってQ1では1,438社へと微増に転じ（直前Q比：13社増、0.9%増）、Q2ではADPLANの譲受も加わり1,543社（同：105社増、7.3%増）へと急増した。その後、新型コロナウイルス感染症の影響により、サービス休止や解約があり、Q4には1,451社まで減少した。但し、2019/9期Q4の1,425社を26社、1.8%上回った（図表8）。月間解約率は、2%前後と推定され、今後はその引き下げが課題である。

- ◆アドエビスのアクティブアカウント数は、ADPLANの取り込みにより大幅増加。その後、コロナの影響もあり純減に転じる。解約率（月間2%前後）の引き下げが課題。

【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、図表8は、決算説明会資料によりアルファ・ウイン調査部が作成、買収後は、ADPLANの数字もアドエビスに含まれる。

＜売上金額＞

これまでの単価の上昇とアカウント数の減少は、アカウント数よりも高単価を優先する政策によるものである。2018/9期Q3以降、既存顧客の契約を新価格体系に移行する際に、低価格帯のユーザーと代理店経由の契約に解約が増加した。但し、アカウント数の伸び悩みを単価の上昇で十分に補い、アドエビスの売上金額は各年度で前期比2割前後の増収を継続している（P10図表6）。

- ◆アカウント数は伸び悩むが単価の上昇で、アドエビスの売上高(金額)は、2桁成長を維持。

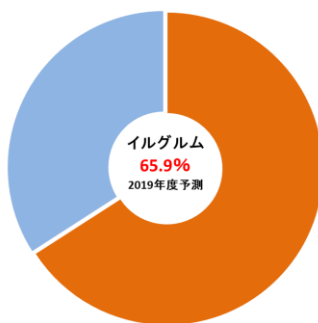
高単価の新規顧客の増加に加えて、メジャーアップデートによる新たな機能の追加やサービスの充実や、製品のアップセル・クロスセルに加え、圧倒的なシェアを背景に価格支配力が強まると予想されることから、継続的な単価の上昇とアクティブ会員数の微増トレンドが予想され、売上高は2桁の成長が見込まれる。

- ◆アドエビスは、インターネット広告効果測定システムでは、5年連続で国内シェア首位を獲得。シェア 65.9%と圧倒的。

＜業界シェア＞

アドエビスは、2004年のリリース以来、累計1万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5年連続で国内シェア首位を獲得している。しかも、同社の決算説明会資料によれば、2015年度36.0%、2016年度40.0%、2017年度42.9%、2018年度44.2%と年々シェアをアップし、ADPLANの事業譲受により2019年度には65.9%（予測値）と圧倒的なポジションを確立した（図表9）。

【図表9】広告効果測定市場 ベンダー別売上金額シェア（2019年予想）



（出所）決算説明会資料

出典：ITR「ITR Market View:メール/Web マーケティング市場 2020」（2015～2019年度予測）

注：AD EBISと2020年1月に事業譲受した株式会社オプトの「ADPLAN」売上合算値

- ◆2021年1月からアドエビスを順次、フルアップデート。商品力を強化し拡販を狙う。

（注8）UI：【User Interface】：ユーザーインターフェイスの略。ユーザーが直接触れる部分。

（注9）D2C:Direct to Consumer: 消費者に対する直販（モデル）。

（注10）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。

- ◆スリーは、経営資源をアドエビスに集中するため撤退。
- ◆DMP事業を商流プラットフォーム事業より受管。今後、撤退を計画。

＜アドエビスのメジャーアップデート＞

アドエビスのメジャー（フル）アップデートを、2021年1月から順次リリースすることを同社は発表した。今回のフルアップデートではUI<sup>注8</sup>の全面刷新をはじめ、D2C<sup>注9</sup>/サブスクリプションモデルに特化したLTV（顧客生涯価値）分析機能を含め、合計20以上の機能の追加と更新、アドエビスと外部サービスをつなげるAPI<sup>注10</sup>の刷新などを予定している。これにより、「より簡単に、よりスピーディーに」データを分析・活用できるようになる。なお、これに合わせて、アドエビスのプロダクトロゴ・サービスデザインも刷新した。商品力の強化により、新規顧客の獲得やアップセルやクロスセルによる拡販を狙う。

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った。しかし、2019/9期では総売上高に占める割合は、約1%とわずかとなり、経営資源をアドエビスに集中させるため、2020年3月末にサービスを停止した。

③ プロフェッショナルサービス事業

現在の同事業の売上高のほとんどを占めるプライベート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であり、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。

前期では、全体売上高の約1%と僅少であり、DMPは段階的に縮小し最終的には撤退する方針である。現在、プロフェッショナルサービスとして、アドエビス周辺のソフトウェアの開発事業を行っている。

◆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。アドエビスとのシナジーを狙い積極的に事業を拡大する意向。

#### 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、2019/9期初からフルに事業展開を行っている。年商は、前期実績で約150百万円であり、新規顧客の獲得とアドエビスとのシナジー効果により、成長事業として育成・強化していく方針である（当部の今期推定年商165百万円程度、10%程度の成長を予測）。業界シェアは、ATOM(SO Technologies株式会社：ソウルドアウト・東証一部6553の完全子会社、旧株式会社テクロコ)、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、主要広告プラットフォームと連携しレポート作成を完全自動化するツールで、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。

◆インターネットの広告主に、最適な広告代理店を紹介するサービスを開始。

#### ⑥ 広告代理店ご紹介サービス

インターネットの広告主に対し、最適な広告代理店を紹介するサービスを2020年5月にリリースした。同社は300社超の代理店ネットワークと独自の情報から、広告主各社に合った代理店を候補先として選定し、紹介までをワンストップで支援する。効率よく代理店を選び、最適なマッチングを通してインターネット広告のパフォーマンス向上を図ることが可能となる。なお、広告主は無料でサービス提供を受けられるが、同社は契約成立時に紹介先である広告代理店から紹介手数料を得るモデルである。

◆広告代理店に特化したクラウド案件システムサービス:アドナレッジをスタート。代理店の業務の改善と効率化をサポート。

#### ⑦ アドナレッジ

同社が新たに開発した、広告代理店に特化したクラウド案件管理システムであり、2020年7月にスタートした。運用型広告を扱う広告代理店の業務の改善と効率化をサポートする。

日本のインターネット広告では、予算上限や配信期間、配信方法を柔軟にコントロールできる運用型広告が主流であり、既に、多くの企業で利用されている。但し、その活用においては知識と経験に加え、時間と労力を要することから、広告代理店が運用を担うケースが多い。しかし、広告代理店は、日々、多岐にわたる広告案件を同時に運用しており、タイムリーな運用実績の確認とチューニング、進捗管理、請求処理など案件を管理する上で負担も重い。

これまで蓄積してきたアドエビスの知見を活かして、アドナレッジによりこれらを解決し、広告代理店のカスタマーサクセスを支援するものである。アドエビスと同様にサブスクリプション・モデル(SaaS型)で提供を行う。

◆ 事業内容の詳細 (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、2018/9 期までは①イーシーキューブ（旧セグメント名「EC-CUBE」）と②ソリューション（SOLUTION）の2つで構成されてきた。現在はイーシーキューブ事業のみ営んでいる。（図表 10）。

【図表 10】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 単独	2013/9期 単独	2014/9期 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結	2018/9期 連結	2019/9期 連結	2020/9期 連結
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465	275	253	300
①EC-CUBE	150	207	245	230	219	208	254	253	300
②SOLUTION	174	214	232	296	319	257	20	0	0
(DMP)						104			
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-60	22	39	78
セグメント営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。一部の推定を含む。

① イーシーキューブ(旧「EC-CUBE」)

- ◆ 商流プラットフォーム事業は、イーシーキューブに一本化。
- ◆ イーシーキューブも国内シェア 1 位。

(注 11) 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 12) 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。

- ◆ イーシーキューブ事業は、同社の連結子会社である(株)イーシーキューブが担当。

「EC-CUBE」は、EC（イーコマース：電子商取引）ウェブサイト自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア<sup>注 11</sup>・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。低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴を持ち、国内シェア 1 位を獲得しており、現在、スタンダードプラットフォームとなっている。

(株)イーシーキューブ（以下、イーシーキューブ社）は、ソフトウェアを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<sup>注 12</sup>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収益を得ている。

但し、グループの事業領域の再構築からイーシーキューブ事業は、2019 年 1 月 1 日に当時 100% 連結子会社の株式会社イーシーキューブに継承された。フル連結対象であるため連結決算に影響はない。

また、新バージョンの「EC-CUBE4」の開発は終え、2018 年 10 月より提供を開始している。また、クラウドバージョンである「ec-cube.co」も 2019 年 2 月にリリースし、EC 市場が拡大する中、決済代行手数料の増加等により業績は堅調に推移している。

- ◆イーシーキューブ社に、オリコが出資し業務提携する見込み。DX 関連需要を取り込み拡大していく方針。

なお、イーキューブ社にオリコが、10%出資し（155 百万円）提携することに基本合意した（2020 年 11 月）。今後は、オリコの加盟店 83 万店の EC 化の支援を推進し、ビジネスを拡大する方針である。

同社は提携により、オリコの顧客ネットワークと営業力を活用し、新規顧客の開拓と事業の拡大を図りたい意向である。また、オリコを通じクラウド型の「ec-cube.co」を拡販し、これまでのオープンソース（基本部分は無料）からクラウド型 SaaS（有料課金）へと、ビジネスモデルを転換することを目指している。

一方、オリコは、巣籠り消費で活発な EC 需要を取り込み、ショッピング等による決済手数料収入を増やすメリットがある。両社にとって、Win-Win の提携と考えられる。

加えてイーシーキューブ社に、政府 CIO 補佐官<sup>注 13</sup>の市谷聡啓氏が DX 推進アドバイザーとして就任し、「EC-CUBE」を活用した「EC を中心とした DX」を、全国の企業に展開していく方針である。他社との提携も含め商流プラットフォーム事業も、拡大していく方針である。

（注 13）政府 CIO 補佐官：内閣情報通信政策監（旧：情報化統括責任者＝CIO）補佐官、日本政府による電子政府構築計画において、内閣に設置される IT 総合戦略本部に所属する内閣情報通信政策監や情報システム統括部門に対して、支援・助言を行うことを任務とする。関連する知識や独立性・中立性を有する外部専門家。

なお、P7 に記載したように「EC-CUBE」は、ネットショップ動向調査で高い評価を得ているが、EC プラットフォーム（EC ウェブサイトの構築パッケージソフトウェア）において競合すると思われる上場会社は以下の通り（製品・サービス名、運営企業グループ、市場、コードの順）。

- ・BASE---BASE、東証マザーズ：4477
- ・ecbeing---ソフトクリエイト HD、東証一部：3371
- ・コマース 21---E ストアー、JASDAQ：4304
- ・ebisumart---インターファクトリー、東証マザーズ：4057
- ・futureshop---コマース One ホールディングス、東証マザーズ：4496

## ② 旧ソリューション(SOLUTION)

- ◆ソリューション事業(EC 受託開発)は、持分法適用会社へ移管済。

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 20%の持分を保有する関連会社等に移管済みである（持分法損益として、営業外損益に反映される）。連結売上高セグメント内には存在してない。

### ◆ サブスクリプションモデル

<概要>

- ◆ サブスクリプションモデルは、定額課金型のストックビジネスで、継続的かつ安定的な収益を獲得できる。
- ◆ 新規契約締結直後は費用先行だが、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る。

同社の売上高の約 9 割を占めるマーケティングプラットフォーム事業のほとんど（98.6%）は、SaaS（クラウド）を活用した定額課金モデル（サブスクリプションモデル）である。契約期間においてユーザーは、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パッケージ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して発生するものの、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:継続期間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ビジネスモデルである。

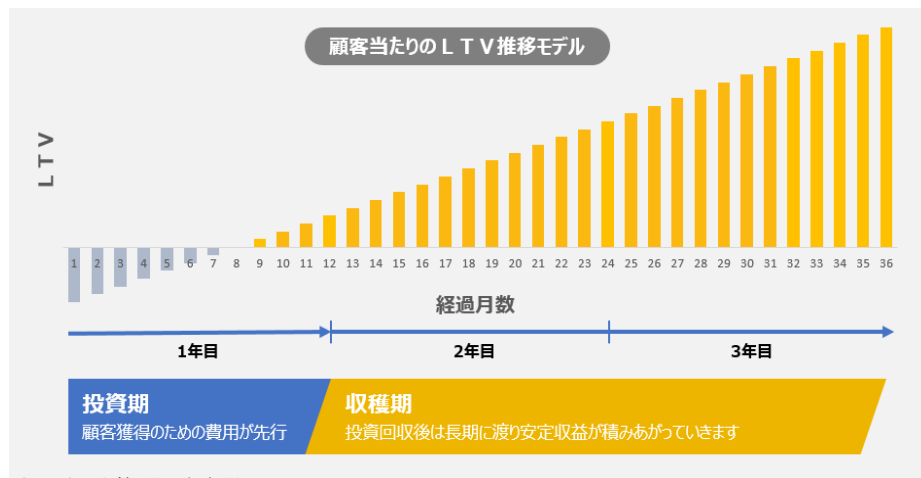
<顧客当たりの LTV（累積損益）推移>

図表 11 は、平均期間を 3 年とするサブスクリプション契約における、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（ゼロ）に達する。9 ヶ月目からは累積損益（LTV）が黒字化し、解約と想定される 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する局面では、表面上、初年度は損益的な貢献度が少なく、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という、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 11 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ンシヤルコストをコントロールしている。

【 図表 11 】 一顧客当たりの LTV（累積損益）推移モデル



(出所) 決算説明会資料

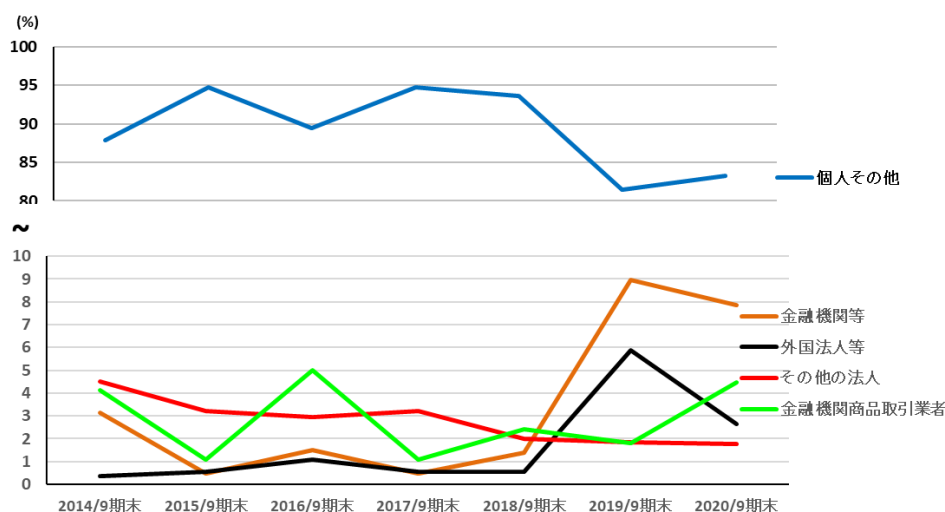
### 3. 株主構成

#### ◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 個人の株式保有比率が、約 83%と圧倒的に高い。

2020 年 9 月末の株主所有者別構成比率（図表 12）は、1 年前と比較すると「個人その他」が全体の約 81%から約 83%へ、また「金融機関商品取引業者」が、2%弱から 4%半ばまでと微増となった。一方、「金融機関等」は約 9%から約 8%、「外国法人等」は 6%から 3%弱へと減少している。

【 図表 12 】 株主所有者別構成比率の推移（単位：％）



（出所） 有価証券報告書等からアルファ・ウイン調査部が作成

#### ◆ 上位株主構成

- ◆ 上位大株主に大きな変化はない。現役員または元役員に、持株会などを加えると関係者で約 6 割を保有。

2020 年 9 月末時点での大株主は、P19 の図表 13 の通りで、以下はその補足である。時系列的に比較すると大株主上位の投資家の顔ぶれは、実質的には大きくは変わっていない。

- ・ 筆頭株主は、4 割強を保有し創業者兼オーナーでもある岩田社長。
- ・ 第 2 位・第 3 位株主は、いずれも同社の元取締役であり（徐々に売却）、同社役員、及び元役員と第 7 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・5 位株主は、日本カストディ銀行。カストディアン（投資家に代わって有価証券の保管・管理などの業務を行う金融機関）であるため、最終投資家不明だが、旧信託銀行時代から株式を保有している。因みに、同銀行は、JTC ホールディングス、日本トラスティ・サービス信託銀行、資産管理サービス信託銀行の 3 社が 2020 年 7 月に合併した、日本では No.1 の資産管理専門銀行。

◆複数の投資信託も投資。

なお、2019年7月31日に提出された大量保有報告書（5%ルール報告書）によれば、アセットマネジメント One（以下、AMO）が運用する「MHAM 新興成長株オープン（愛称：J-フロンティア）」のポートフォリオを中心に、同社の株式 328.4 千株（保有割合 5.15%）を保有していた。その後一部を売却し、2020年2月25日時点で 246.2 千株（同約 3.9%）を保有している。

また、日興アセットマネジメントが運用する「日本新興株オープン」、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」にも同社株は組み入れられている（いずれも 2019年12月18日時点で、103.5 千株、47.3 千株を保有）。明確には特定できないがこれらの投信が、上位株主に記載のカストディアン名義で投資している可能性が高い。

- ・第9位株主は、博報堂メディアパートナーズで同社の代理店。
- ・上田八木短資、au カブコム証券、三菱 UFJ モルガンスタンレー証券の保有目的は不明。
- ・現状では投資家に、アクティビスト活動のように目立った動きは見られない。

◆自社株は、発行済株式数の約 1%。

なお、自社保有株数は 2018年9月末では 983 株であったが、2019年2月及び3月に自社株買いを行い（総額約 1 億円、平均単価 1,363 円）2019年9月末では約 81.4 千株まで増加した。その後、22.7 千株を役員に対し譲渡制限付株式報酬として処分したため、2020年9月末では約 64.5 千株を所有している（発行済株式数の約 1%に相当）。今後は、自己株式を M&A や提携戦略、役員に対する株式報酬として活用する意向である。

【 図表 13 】 大株主の状況

	2015年9月末	2016年9月末	2017年9月末	2018年9月末	2019年9月末	2020年9月末	同時点保有割合	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	2,822	2,825	44.7	1
福田 博一氏（元取締役副社長執行役員）	1,071	1,021	1,021	961	801	781	12.3	2
又座 加奈子氏（元取締役専務執行役員）	415	415	352	354	353	352	5.5	3
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	—	—	—	—	—	221	3.4	4
株式会社日本カストディ銀行（証券投資信託口）	—	—	—	—	—	169	2.6	5
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	—	86	1.3	6
イルグルム従業員持ち株会	76	39	48	69	68	71	1.1	7
auカブコム証券株式会社	—	—	—	—	—	62	0.9	8
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	0.9	9
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	—	—	—	—	—	58	0.9	10
(旧) 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	60	333	—	—	—
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	—	—	—	—
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	—	—
(旧) 資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	—	—	—
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	—	—	—
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	—	—
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—	—
高尾 晶子氏	—	—	—	29	—	—	—	—
和出 肇一郎氏（元社外取締役）	39	29	29	—	—	—	—	—
高山 善雄氏	—	—	28	—	—	—	—	—
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—
株式会社セブテーニ	62	62	—	—	—	—	—	—
松井証券株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—	—	—
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—	—	—
塩原 明夫氏（元取締役：監査等委員）	26	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	0	0.045	0.983	81	64	—	—
(自己株式比率：%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	—	—

(出所) 有価証券報告書等に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成、赤文字は同社関係者。

## 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）

同社のビジネスは、インターネットマーケティングツールの提供と活用により、ユーザーの業務の効率化と事業の拡大に貢献している。

〈社会的な取り組み〉

安全性確保と円滑な業務の遂行のため、新型コロナウイルス感染症の対策として在宅勤務併用体制を敷き、ほぼすべての事業活動をオンラインで継続している。

◆ CSR に積極的。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。

同社は、CSR(社会的責任)に積極的で、以下のような取り組みを行っている。

- ・「大阪から世界へ」地域発展への取り組み：「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。
- ・「女性活躍推進」への取り組み：「Girls in Tech Japan」（2007年に米国サンフランシスコで発足した非営利団体の日本の拠点）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」への取り組み：学生を対象とした若年層の人材輩出を目的として、先端技術を支える「プログラミングスキル」について実務を通して学べる場を提供。

### ◆ 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。

◆ 取締役を増員し、経営管理体制を強化する方針。

株主総会（12月）の議決を経て、経営管理体制の強化を目的に、執行役員経営管理本部長が新任取締役に就任する見込みである。取締役は1名増員となり、合計6名となる予定である。このうち、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）。現在、取締役、並びに執行役員に女性の登用はない。

なお、譲渡制限付株式報酬として、取締役（監査等委員である取締役を含む）、執行役員、従業員などに株式の割り当てを行い、インセンティブを与える制度を設けている。

また、同社は買収防衛策を導入していない。

## 5. 成長の軌跡

### ◆ 過去の業績推移

<売上高>

- ◆ 他社と差別化できる独創的な製品を開発し投入。時代のニーズを先取りし、急成長。売上高は、毎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、2020/9 期に至るまでの 6 期間、売上高は毎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 10 期連続で売上高を更新中）。この間、売上高は 7.3 億円から 26.2 億円へと約 3.6 倍に増加した。

他社と差別化できる独創的な製品を開発し投入、時代のニーズを先取りし急成長してきた。マーケティングプラットフォームのアドエビスが急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、売上高の連続更新の背景にある。

<利益>

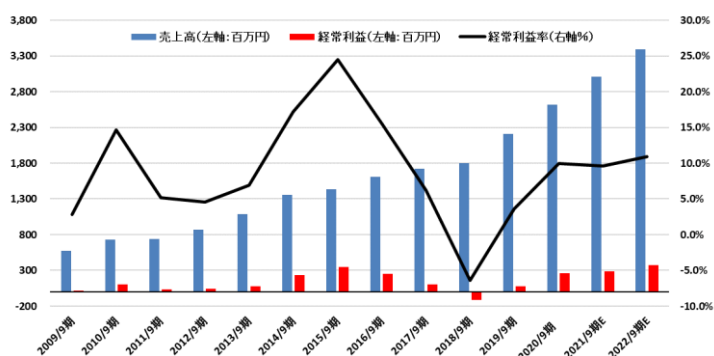
- ◆ 2015/9 期には、過去最高益を計上。
- ◆ 2016/9 期以降は、利益よりも将来の成長を加速するため、事業再編と先行投資を優先。2018/9 期には赤字を計上。

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となった。2018/9 期には開発・営業などの人員の増強を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字（当期純損失△88 百万円）に転落した（図表 14、図表 15）。

- ◆ 2019/9 期、大幅増収により営業利益・経常利益とも黒字に転換。2020/9 期も連続増収増益、特損がなくなり最終損益が黒字化し復配。

2019/9 期（前々期）には、構造改革の効果が現れるとともに、マーケティングプラットフォームにおいて、主力のアドエビスの平均単価の上昇等により増収となり、営業利益・経常利益ともに通期で黒字化した。2020/9 期（前期）決算については後述（P25）するが、連続増収増益となり繰越損失を一掃し復配した。

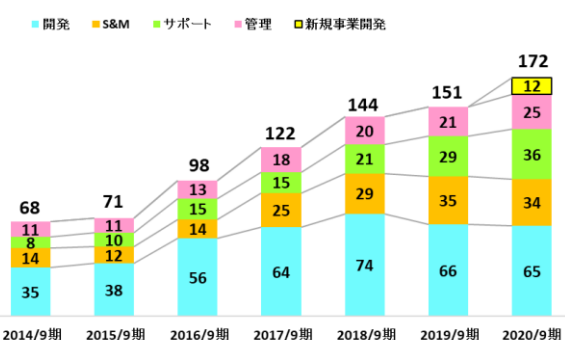
【図表 14】 過去の業績推移と予想（単位：百万円、%）



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。E: 当調査部予想。

(備考) 2014/9 期より連結決算、それ以前は単独決算

【図表 15】 人員推移（単位：人）



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

## 6. 業界環境

### ◆ 日本の広告市場の動向

＜総広告費＞

2019年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は約6.9兆円であり、長期的には横ばいである。しかし、2012年以降は8年連続でプラス成長を示し、市場全体では微増傾向にある（同期間の年間単純平均成長率：約2.5%）。

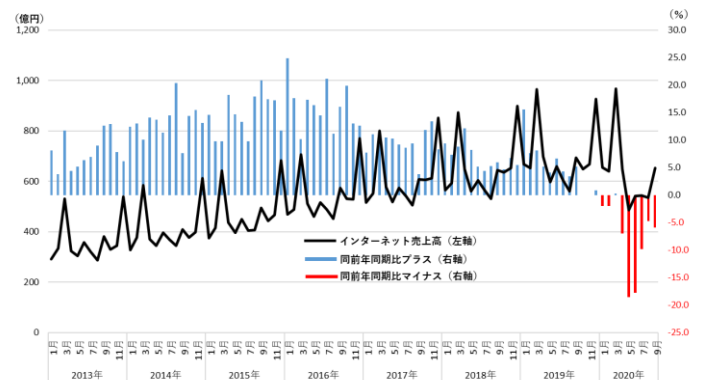
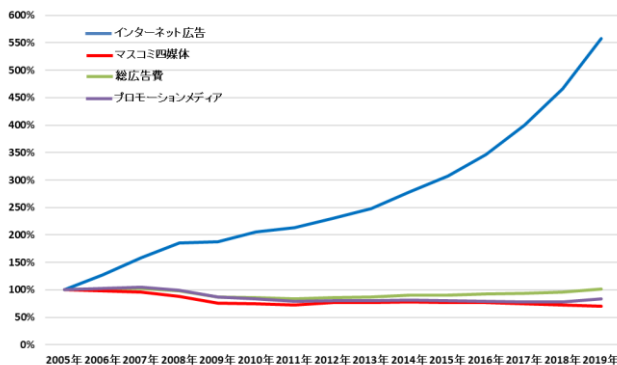
＜インターネット広告市場＞

- ◆ インターネット広告費市場は、2005年から2019年にかけて約5.6倍に増加。年間単純平均成長率は約13.3%、TV広告を抜き最大の媒体となる。

インターネットの急速な普及と活用に連動し、インターネット広告費は急増を続け、総広告費全体を牽引している。インターネット広告は、2005年の広告費を基準（100）とすると2019年には約5.6倍（年間単純平均成長率約13.3%）と大幅に拡大した。特に直近5年間では、年を追うごとに伸び率は加速している（図表16）。

インターネット広告費（媒体費と製作費の合計）は、約2.1兆円（前年比19.7%増、6年連続で2桁増加）と総広告費のうち約30%を占める（出所：電通「2019年日本の広告費」）。近年、その構成比率は毎年1~3%ずつ着実に上昇し、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27%を、2019年には初めて上回り最大の媒体となった。

【図表16】媒体別広告費の推移（指数化：2005年を=100）【図表17】インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所）図表16：株式会社電通「2019年日本の広告費」（毎年2月に発表）、図表17：経済産業省・特定サービス動態統計より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ インターネット広告は、足元マイナス基調が続くが、徐々に好転。
- ◆ インターネット広告は、中長期的には二桁成長に戻ると予想される。

＜最近の状況＞

巣ごもり消費からEC関連は活発化しているものの、新型コロナウイルス感染症の影響により、インターネット広告市場全体（経済産業省発表の広告業の売上高）は、前年同月比でマイナス基調が続いている。しかし、最近では減少率が縮小してきており、徐々に好転の兆しが伺える（図表17）。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、ニューノーマルに移行後、インターネット広告媒体費は、引き続き二桁成長が予想される。

### ◆ 同業類似会社

- ◆ サービス価格帯が類似する大手競合会社は不在。事業買収により優位性が強まる。

同社の同業他社比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。最大の競合製品は、上場会社のデジタル（旧オプト）HD グループが提供していた ADPLAN（当時のアカウント数は同社の約 1/10 と推定）であった。しかし、同社が事業を買収し圧倒的なシェアを握る業界 No.1 となった（P13 図表 9）。このため、サービス価格帯が類似する大手競合会社は不在となり、価格支配力や訴求力が強まっている。

（注 14）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格帯である模様。

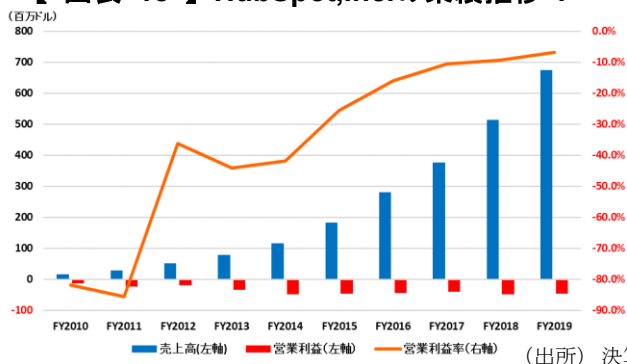
（注 15）Adobe Analytics：アクセス解析ツールの1つで、多くの大規模ウェブサイトに導入されている。複雑かつ大量のデータ分析が可能で、カスタマイズ性が高く多機能・高性能であるが、価格が高め。

- ◆ 参考となる企業は、米国の HubSpot,Inc. サブスクリプションモデルで急成長。

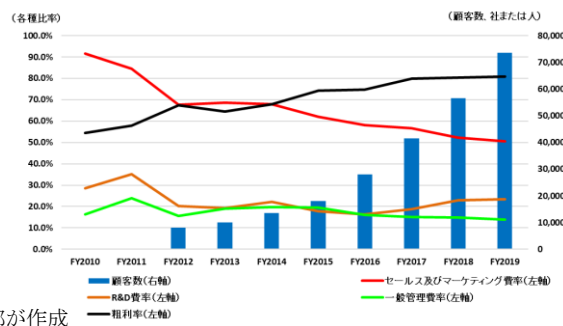
類似する広告効果測定・分析ツールとしては、国内の中小企業が幅広く活用している Google Analytics<sup>注14</sup> や Adobe Analytics<sup>注15</sup>、未上場企業の（株）ビービットが提供する「ウェブアンテナ：Web Antenna」（大手企業からベンチャー企業まで導入実績 600 社以上）が競合製品となる。但し、他社は専業ではなく、製品の機能や計測対象・分析内容・サポート体制が限定されている。対して同社の製品は、スペック、開発・サポート体制が充実し優位性が高い。因みに同社の顧客のターゲット層は、中堅企業から上場会社までのミドルクラスであり、ハ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。

なお、競合相手ではないが同じサブスクリプションモデルで上場している企業としては、米国企業の HubSpot,Inc.（ハブスポット、NYSE：HUBS）が挙げられる。HUBS 社は、マーケティングソフトウェアの開発会社で、セールス、CRM、分析・レポート等の機能を含むマーケティングプラットフォームをグローバルで提供している。急拡大する中、先行投資負担から赤字を継続しているが、時間経過とともに売上高が急増し損益率は大きく改善している。株価は 2014 年 10 月の上場以来、業績を先取りする形で継続して上昇し 13 倍となっている（11 月 27 日時点）。この間、SP500 や NASDAQ COMPUTER INDEX を、それぞれ約 1,128%、956%アウトパフォーマンスしている。クラウドやサブスクリプションモデルで先行する米国の企業である HUBS 社の急成長とその高い評価は、同社の将来を見る上で参考になる。

【図表 18】 HubSpot,Inc.の業績推移-1



【図表 19】 HubSpot,Inc.の業績推移-2



◆ 世界的な個人情報の規制強化の流れ。

（注 16）ITP【Intelligent Tracking Prevention】：ターゲティング広告と呼ばれる、ブラウザの Cookie を利用した広告について、一定期間後に Cookie の利用制限が行われる仕組み。

◆ 日本でも法改正により、個人情報保護が厳格化。Cookie 等の利用に際し本人の同意が義務化。

（注 17）IP アドレス：インターネットなどネットワークに接続されたコンピュータや通信機器の個々の機器に割り当てられた識別番号。

（注 18）Cookie【クッキー】：Web サイトを閲覧した際に、Web ブラウザ側に作成されるコード。一時的に保管され、主にウェブサイトの利用者判別に使われる。サイトの訪問履歴やコンテンツの閲覧状況等が判別可能。パーソナライズされた広告の表示や Web 接客等、Web マーケティング・サービスに幅広く利用されている。

（注 19）【3rd party Cookie】：クッキーの発行元により付与されるクッキーの分類。ユーザーが訪れたドメイン（サイト）から発行される（ドメイン固有の）クッキーが 1st、それ以外の第三者から付与される（ドメインの横断的な）クッキーが 3rd。1stは、精度の高いトラッキングや効果測定が可能であり、ユーザーにブロックされにくい点がメリット。一方で、サイトに負荷がかかる。これに対し 3rdは、サイトを横断してクッキーを付与できるが、プライバシー保護に問題がありユーザーにブロックされやすく、制限により Web 広告の正確な効果測定が難しくなりつつある。

◆ プライバシー保護の規制強化は、専業で技術力のある会社にはビジネスチャンス。

◆ 個人情報保護の規制強化による広告効果測定への影響

<背景>

欧州連合（EU）で施行された一般データ保護規定（GDPR）の強化に呼応して、グローバルでプライバシー保護の観点から、個人情報のデータの取り扱いに関する規制強化・厳格化が進みつつある。

<規制強化の関連する内容と影響>

具体的には、Apple 社の Safari ブラウザに追加されたトラッキング防止機能 Intelligent Tracking Prevention<sup>注 16</sup>（以下、ITP）など（特に iOS14 以降の端末識別子：IDFA の取得制限）、Web 上のユーザー行動データの収集において、IP アドレス<sup>注 17</sup>や Cookie<sup>注 18</sup>等も個人情報とみなされ、ブラウザ各社でも ITP をはじめとして Cookie を用いたトラッキングを制限する動きが強まっている（現時点では、Google クローム、インターネットエクスプローラーなどの他のブラウザには、波及や影響はない模様）。

これらの規制により、複数のドメインを横断的に情報を収集・追跡するクロスサイト・トラッキングを行っている広告関連事業者等には、リターゲティング広告（サイトの既訪問者への広告）が配信されない、あるいは広告効果測定に支障が発生するなどのマイナスインパクトが予想される。

<対応策>

日本においても個人情報保護法が強化され、同社はこれに対応して、アドエビスにて、3rd party Cookie<sup>注 19</sup>を使わない新計測法「CNAME トラッキング」の提供を開始し、今年 1 月中旬には提供開始から 3 ヶ月間で導入企業は 300 社を突破した。また、プライバシーステートメントを公表し、情報保護を重視し遵守する企業姿勢や信頼性と安全性を、ユーザー並びに一般社会に対してコミットした。

<同社ビジネスへのインパクト>

ユーザーが個人情報の取得や利用に同意しない場合には、収集するデータの量や質に影響があり、効果測定の精度が低下することが予想される。但し、効果測定をせず広告を継続することは考えにくく、得られるデータ内での効果測定のニーズは、引き続き高いと考えられる。今後も一層、保護規制の強化が進むと思われる、ユーザーのプライバシーに配慮した上で、高精度な広告効果測定の必要性が高まるであろう。一方、求められる技術力もますます高度なものになると考えられる。同社は、専業で業界ナンバーワンの技術開発力やサポート体制を持っており、技術的にキャッチアップが難しい他社との差別化により優位性が増し（十分には対応できない同業他社や広告代理店、ユーザー候補の企業は多数存在すると考えられる）、規制強化はむしろビジネスチャンスの側面もあると考えられる。

## 7. 前期の業績と今期の見通し

### ◆ 2020/9 期(前期)決算の実績

<概要>

- ◆ 前期は増収増益、売上高は、過去最高を連続更新。販管費率が大きく改善し、営業利益は前期比 3 倍超。

- ◆ 特損がなくなり最終損益は黒字化。

2020/9 期連結決算（2019 年 10 月～2020 年 9 月）は売上高が 2,618 百万円（前期比+18.8%）、営業利益 276 百万円（同+226.1%）、当期利益 184 百万円（前々期△34 百万円の赤字）と大幅な増収増益となった。両プラットフォーム事業とも前期比 18.8%の増収となり、総売上高は過去最高値を連続更新した。また、粗利率は前々期の 70.8%から前期は 70.0%へと 0.8 ポイント悪化した。一方で売上高販管費比率は 66.9%から 59.4%へと大きく改善したため、営業利益率は 3.9%から 10.6%へと 6.7 ポイント上昇した（図表 20）。販管費は 46 百万円の増加と前期比 5.4%の増加にとどまり、増収率を大きく下回った。営業利益は黒字化した 2019/9 期の 85 百万円から約 3 倍と大幅な増益になった。前期には、訴訟関連損失、固定資産除却損等の特別損失がなく、最終利益は黒字転換した。

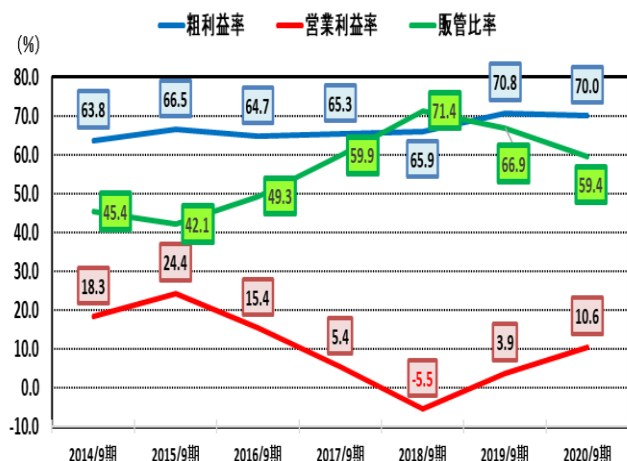
<達成状況>

- ◆ 売上高は計画に対し未達。一方、利益・配当は、事前会社並びに当部予想を上回る。3 期ぶりに復配。

同社は、2020 年 2 月 7 日の第 1 四半期決算のタイミングで、通期予想を公表した。この事前予想に対し、売上高は△82 百万円（△3.0%）の未達となる一方、営業利益は 76 百万円、38.0%上回った（図表 21）。なお、配当は未定とされていたが、8 月に復配（年間一株当たり配当金を 3.8 円）を発表し、最終的には 4.0 円に増額した。また、当部では売上高を会社計画に対し保守的に 2,630 百万円と予想していたが、実績（2,618 百万円）とほぼ水準となった。一方、営業利益は会社予想を上回る 235 百万円と予想していたが、実績（276 百万円）はこれを上回った。なお、直近の 3 期間では事前会社予想に対し、売上高は下方修正、利益は上方修正となる傾向が見られる。

【図表 20】利益率の推移（単位：%）

【図表 21】過去 6 期間の業績予想と実績の比較・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	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
	乖離額(百万円)	-108	0	2	27
2016/9	2016/5/12	1,800	200	201	130
	実績(百万円)	1,812	247	250	168
	乖離率(%)	0.75	23.5	24.4	29.2
	乖離額(百万円)	12	47	49	38
2017/9	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	-	-
	乖離額(百万円)	19~69	-8.0~820.0	-	-
2018/9	2018/2/6	1,800	-150	-	-
	実績(百万円)	1,804	-98	-115	-88
	乖離率(%)	0.2	-	-	-
	乖離額(百万円)	4	52	-	-
2019/9	2019/5/8	2,250~2,350	0~50	-	-
	実績(百万円)	2,204	85	79	-35
	乖離率(%)	-6.2~-2.0	∞~70.0	-	-
	乖離額(百万円)	-146.0~-46.0	35~85	-	-
2020/9	事前予想 2020/2/7	3,000~2,700	200	190	130
	実績(百万円)	2,618	276	261	183
	乖離率(%) 直前比	-3.0	38.0	37.4	40.8
	乖離額(百万円)	-82	76	71	53

(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・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家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。

<事業別の業績動向：マーケティングプラットフォーム事業>  
 事業別では、マーケティングプラットフォーム事業の売上高は、前々期の1,951百万円から前期には2,317百万円へと367百万円増加した。これは全体の増収幅の89%を占める。一方、営業利益は46百万円から198百万円へと152百万円増加し、全体の増益幅の79%を占めた（図表22）。

【図表22】事業別の業績推移

(単位:百万円、%)	2014/9期		2015/9期		2016/9期		2017/9期		2018/9期		2019/9期		2020/9期	
	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	金額/比率	変化率/幅	
売上高合計	1,360	1,437	1,613	1,719	1,805	2,204	2,619	2,318	18.8%					
マーケティングプラットフォーム	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,317	18.8%						
商流プラットフォーム	477	528	539	465	274	253	301	18.8%						
粗利	867	956	1,044	1,123	1,190	1,561	1,832	17.4%						
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	70.0%	-0.8%						
販売管理費	618	606	796	1,030	1,289	1,476	1,555	5.4%						
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.9%	71.4%	66.9%	59.4%	-7.6%						
営業(セグメント)利益	249	350	248	93	-98	85	277	-						
マーケティングプラットフォーム	142	214	210	153	-121	46	199	331.1%						
商流プラットフォーム	107	136	38	-60	22	39	78	101.6%						
営業利益率	18.3%	24.4%	15.4%	5.4%	-5.5%	3.9%	10.6%	6.7%						
マーケティングプラットフォーム	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	6.2%						
商流プラットフォーム	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	10.7%						
経常利益	234	352	250	106	-115	79	261	230.5%						
当期利益	136	231	169	73	-89	-35	183	黒字化						

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

また、当事業の営業利益率は2.4%から8.6%と改善した。これはコア事業で高収益のアドエビス (+ADPLAN、以下同様)の貢献によるものである。

アドエビスのアカウント数は、新型コロナウイルス感染症の影響もあり年度平均では微減となった(年度平均≒各四半期末の平均値:1,486→1,475と減少、注:年度末比では1,425→1,451と増加)。

しかし、同平均単価が大きく上昇したため増収となった(同様に年度平均では98,517円→120,629円:+22,112円、+22.4%の増)(P12図表7、図表8、及びP30図表27)。なお、事業譲受により2020年1月から取り込んだADPLAN事業も、Q2以降アカウント数の移管による増加と平均単価引き上げの両面で貢献した。

<事業別の業績動向：商流プラットフォーム事業>

一方、もう一つの事業である商流プラットフォーム事業は、一部の契約更新に期ずれなどが生じたため売上高の計上にタイムラグが生じるなど、月次売上高は変動した。

但し、通期では同事業の売上高が、前々期の253百万円から前期には301百万円へと47百万円増加した。これに連動して営業利益も39百万円から78百万円へと倍増した。コロナ禍における巣籠り消費によりEC市場が活況となり、大幅な増収増益につながった。なお、同事業の営業利益率も、15.4%から26.1%と10.7ポイントも改善した。

(図表22)

- ◆売上高未達の要因は、コロナ禍における営業の停滞、影響を受けた一部の顧客からの解約。

<予想売上高との差異>

同社の通期売上高予想との乖離（△82百万円の未達要因）は、新型コロナを主因とするマーケティングプラットフォーム事業、特にプロフェッショナルサービスの拡販や新規サービスのサービスインの遅れ、アドエビスのアカウント数の伸び悩みによるものであった。特にアドエビス（ADPLANも含む）においては、EC関連など非対面にビジネスを営む企業からの新規契約が増加する一方、新型コロナ感染拡大を受けた飲食・旅行業などのユーザーからサービスの一時休止や解約があり、アカウント数が予想を下回ったと推察される。

- ◆利益の上方修正の要因は、EC関連の好調、コストの削減と抑制。

<利益の差異>

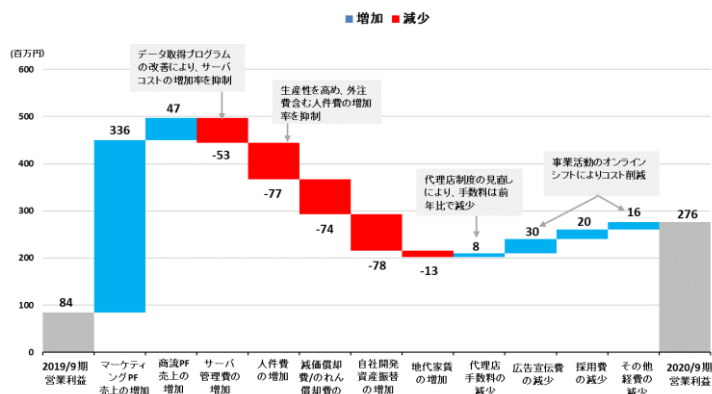
粗利率の高い商流プラットフォーム事業の売上が想定を上回り好調であったこと、また、マーケティングプラットフォーム事業においてデータ処理プログラムの刷新を行いサーバー管理費が大幅に削減されたこと、さらに事業活動全般のオンラインシフトにより販売管理費（交通費、広告費など）の削減があったことから、利益は事前予想を上回った。

- ◆増収効果とコスト削減が増益の主要因。

<増減益要因>

全体の営業利益ベースでの増減益要因は図表23の通りである。増益要因としては増収効果が大きい。また、上記のコスト削減に加えて代理店手数料体系の改定や採用費を含めた諸コストの削減・抑制策、生産性の向上も寄与し、人件費、減価償却費・のれん償却費の増加、サーバー管理費等の増加を吸収した。

【図表23】2020/9期の営業利益の変動要因（単位：百万円）



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

<四半期ベースの業績推移>

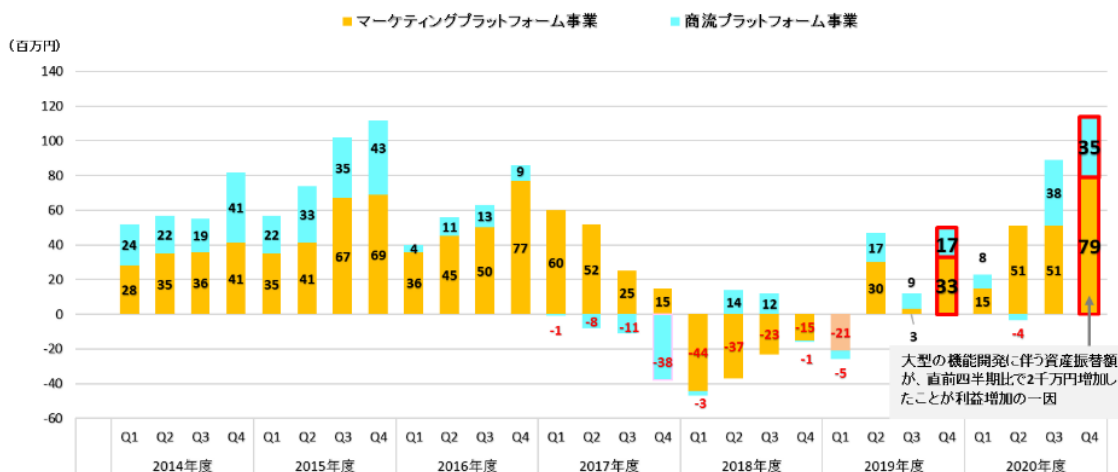
- ◆前期は、全四半期とも黒字、前年同期比、直前の四半期でも増益トレンド。

また、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると、前期は全四半期とも黒字を確保した。前年同期比並びに、直前の四半期に対しても増益となった。

- ◆事業再編と定額課金へのビジネスモデルの転換により、季節変動性が小さい安定した経営体質へ。

2017/9期のQ4（2017年7～9月）から2019/9期のQ1（2019年10～12月）まで6四半期連続で赤字を計上した。同期のQ2に黒字転換しその後、7四半期連続で黒字を維持し、増益トレンドが続いている（図表24）。四半期単位での収益の急回復も、コアのアドエビスの増収効果と、ビジネスポートフォリオの再構築、ビジネスモデルの転換、並びにイーシーキューブ事業のテコ入れによる復調、コストコントロールによる利益率の改善が背景にある。

【図表24】四半期営業利益の推移



(出所) 決算説明会資料、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆フリーキャッシュフローはマイナス基調から、前下期に僅かながらもプラスに転換。
- ◆同社が保有する子会社イーシーキューブの株式価値は、14億円相当。11億円の現預金もあり、当面の資金余力はある。

＜半期別キャッシュフローの推移＞

なお、半期ベースでは、フリーキャッシュフロー（FCF）は前上期まで6四半期連続でマイナスであった（図表25）。FCFのプラス転換が次の課題となっていたが、収益力の回復と投資の一巡により、前下期にプラスに転換した。同社では、3～5億円程度のキャッシュがあれば、通常の運転資金としては問題がないと思われるが、11億円の現預金がある。M&Aなどにより資金調達が必要となった場合でも、当面はエクイティファイナンスではなく、手元資金と銀行借入れにて対応する意向である。

加えて子会社のイーシーキューブの株式（同社が現在90%保有）は、オリコへの売却予定金額から単純に試算すると（10%を155百万円で売却、売上高の約5.2倍の時価評価）、残る保有株式価値は時価14億相当となり、資産的な余力として考えられる。

【図表25】半期別キャッシュフローの推移

単位：百万円	2015/9		2016/9		2017/9		2018/9		2019/9		2020/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	162	-262	391	-56
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328
現金及び預金(BS上)	666	787	738	762	764	681	760	1,194	924	774	847	1,119

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

- ◆ 今期の業績は新型コロナの影響で不透明な為、非公表。但し、増収増益を想定しており増配を計画。

### ◆ 2021/9 期(今期)業績の同社予想

同社は、現時点では新型コロナウイルス感染症による影響を適切に予想することが困難であり、未確定な要素が多いため 2021 年 9 月期の第 2 四半期及び通期の業績予想を非開示とした。なお、今期は連結株主資本配当率（DOE）を 2%とする方針で、年間一株当たりの配当金額は、0.5 円増配の 4.5 円を計画している。

但し、同社は 2021 年 9 月期も引き続き収益拡大フェーズと位置付けており、DOE=2%で固定しながら増配を前提としていることから、増収増益を想定していると考えられる。大きな事業構造改革と先行投資は既にピークアウトしており、今期は成長に向け、既存のアドエビスとイーシーキューブをコアとして、広告代理店プラットフォームや新領域のプラットフォーム事業に積極的に展開する方針である。

なお、これまでは同社は 2 月の Q1 決算または、5 月の中間決算発表のタイミングで、売上高、及び利益の予想を公表する傾向がある（P25 図表 21）。今期も同様な展開が予想され、2021 年 2 月 5 日に予定の Q1、あるいは遅くとも 5 月 7 日に予定の Q2 の決算発表時には、具体的な予想数値が公表されるものと考えられる

#### < 足元の状況 >

- ◆ 足元の月次売上高は、好調持続。

また、単籠もり需要で EC などの非対面ビジネスの需要が堅調であること、ストック型のビジネスモデルが中心であること、業務がテレワークなどとの親和性が高いことから、新型コロナウイルス感染症拡大による影響は限定的である。

今期に入って初月である 10 月の月次売上高は、両事業とも前年同月比で高い成長率を維持し、減速感はない（図表 26）。

但し、ADPLAN の取り込みによる増収効果が一巡する 2021 年 1 月以降、マーケティングプラットフォームの売上高（前年同期比）を注視する必要がある。

【 図表 26 】 直近の月次別売上高（速報）推移（上段：売上高、単位千円）（下段：前年同期比、単位%）

2019/10~ 2020/10 月次売上高	2019年			2020年									2020年
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
マーケティング プラットフォーム	167,418	173,197	183,085	200,850	197,252	200,976	198,072	197,817	198,330	197,871	201,505	201,488	203,942
	112.2	115.1	114.1	126.9	118.8	117.3	117.2	119.5	121.7	120.7	121.7	119.6	121.8
商流 プラットフォーム	26,164	17,602	18,019	26,041	16,126	8,450	18,589	14,856	57,689	43,474	25,477	28,236	35,699
	119.8	94.2	95.2	103.9	82.9	38.4	79.1	85.6	322.6	143.8	131.7	148.5	136.4
全社	193,583	190,799	201,105	226,891	213,378	209,427	216,642	212,673	256,019	241,345	228,983	229,725	239,641
	113.2	112.8	112.1	123.7	115.1	108.3	112.6	116.3	141.6	124.3	122.8	122.5	123.8

（出所） 同社の HP リリースより、アルファ・ウイン調査部が作成。

（備考） 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。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2021/9 期(今期)業績予想

前期の実績と同社への取材を踏まえ、アルファ・ウイン調査部は今期業績の見直しを行った。

- ◆ 当調査部では、今期の業績予想は、前回予想の数値を据え置いた。増収増益、増配を見込む。

当調査部では、2021/9 期の業績予想を、売上高、利益、配当金とも前回予想（2020 年 8 月 12 日付レポート）から変えず全て据え置いた。今期予想は、売上高 3,010 百万円（前年比 15.0%増）、営業利益 300 百万円（同 8.7%増）、経常利益 290 百万円（同 11.1%増）、当期利益 200 百万円（同 9.3%増）、配当金 4.50 円である。但し、セグメント別では好調な商業プラットフォームの売上高予想を引き上げる一方、アカウント数がやや伸び悩んでいるアドエビスを中心にマーケティングプラットフォームの売上高を引き下げた。

【 図表 27 】 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期実績	2020/9期CE	2020/9期E	2020/9期実績	2021/9期CE	2021/9期E	2022/9期E	2023/9期E
売上高	1,805	2,204	2,700	2,650	2,618		3,010	3,390	3,860
マーケティングPF	1,530	1,951		2,400	2,318		2,630	2,940	3,310
商流PF	274	253		250	301		380	450	550
売上高総利益	1,190	1,561		1,830	1,832		2,100	2,380	2,750
売上高総利益率	65.9%	70.8%		69.1%	70.0%		69.8%	70.2%	71.2%
販管費及び一般管理費	1,289	1,478		1,630	1,555		1,800	2,000	2,270
対売上高比	71.4%	66.9%		61.5%	59.4%	非公表	59.8%	59.0%	58.8%
営業利益	-98	85	200	200	278		300	380	480
対売上高比	-5.5%	3.9%	7.4%	7.5%	10.5%		10.0%	11.2%	12.4%
経常利益	-115	79	190	190	261		290	370	470
対売上高比	-6.4%	3.6%	7.0%	7.2%	10.0%		9.6%	10.9%	12.2%
当期純利益	-89	-35	130	130	183		200	255	320
対売上高比	-4.9%	-1.6%	4.8%	4.9%	7.0%		6.6%	7.5%	8.3%
KPI	年度平均実績	年度平均実績		年度平均予想	年度平均実績		年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数	1,476	1,486		1,500	1,475		1,490	1,520	1,550
同変化率		0.7%		0.9%	-0.7%		1.0%	2.0%	2.0%
アドエビス 平均単価(円)	78,938	98,517		125,000	120,629		137,000	150,000	165,000
同変化率		24.8%		26.9%	22.4%		13.8%	9.5%	10.0%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%	22.1%		20.2%	18.8%		15.0%	12.6%	13.9%
マーケティングPF	21.9%	27.5%		23.0%	18.8%		13.5%	11.8%	12.6%
商流PF	-41.1%	-7.6%		-1.3%	18.8%		26.3%	18.4%	22.2%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%	4.9%		-1.7%	-0.8%		-0.2%	0.4%	1.0%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%	14.5%		10.5%	5.4%		15.8%	11.1%	13.5%
営業利益(伸率)	赤字化	黒字化		135.5%	225.0%		8.7%	26.7%	26.3%
経常利益(伸率)	赤字化	黒字化		140.4%	230.3%		11.1%	27.6%	27.0%
当期純利益(伸率)	赤字化	赤字縮小		黒字化	黒字化		9.3%	27.5%	25.5%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。(備考)CE は会社予想、当部予想(E)に際して、アドエビスの平均単価、アクティブアカウント数の前掲は年度平均値(=各四半期末の平均値)、年度平均実績も同様。ADPLAN は、アドエビスに合算。

業績予想にあたって当調査部の今期前提は、以下の通りである。

- ◆ アドエビスのメジャーアップデートに期待。単価の上昇とアカウント数の微増により、アドエビスは 15%の増収を予想。

<売上高>

・アドエビスのアカウント数 (ADPLAN も含む) は、明確な純増トレンドは見られず、新型コロナの影響による好・不況業種のユーザー数の新規契約と解約がほぼ相殺されると予想される。

但し、2021 年 1 月以降、アドエビスのメジャーアップデートによる製品力の強化が順次見込め、また、従来の価格優先（高単価の顧客開

◆当調査部では、アドエビス（ADPLAN を含む）の今期の増収率を 15%と予想。単価は 13%アップ、アカウント数は 1%の増加が前提。

◆商流プラットフォームは、25%の増収を予想。

◆利益率は、前期比フラットを予想。

拓)の方針から、低価格帯のユーザーも開拓しアカウント数を増やす方針に転換することを考慮し、年度平均のアカウント数は前期比 1%程度の微増とした。

一方、アップデートに伴い、機能強化や追加を含むアップセルとクロスセルなどにより、単価は年度平均で約 13%上昇すると予想した。この結果、アドエビス+ADPLAN の合計売上高を、前期比 15%増の 2,450 百万円と見込む。

・アドエビス以外のマーケティングプラットフォーム事業では、既存のアドレボが前期比約 10%の増収、プロフェッショナルやその他が前期並み、新サービスのアドナレッジ、代理店紹介業務は、合計の増収効果を 50 百万円前後（前期はスタートしたばかりで売上高は合計で 5~10 百万円と推定）と想定。なお、基本的には既に完了した M&A や事業譲受のフル寄与による増収分を除き、売上高には見込んでいない。同様に、今後の新たな企業買収による増収も織り込んでいない。

・撤退するビジネスの減収分やリスクを考慮し、マーケティングプラットフォーム事業は、約 13.5%増収の 2,630 百万円を見込む。

・一方、商流プラットフォーム事業は、イーシーキューブが 25%前後の増収とし、売上高を 380 百万円と想定。新型コロナ禍での巣籠もり消費による EC 市場の活性化や、オリコとの提携効果を見込んでいる。

#### <利益>

・粗利率は、開発費やサーバー費（切り替えに伴う費用）などの一時的なコストもあり、ほぼフラット（前期：70.0%→今期：69.8%）と想定。

・販管費は、前期に実施した代理店手数料体系の改定に伴うプラス効果が、今期はフルに寄与すると思われる。しかし、開発や増員（20 名純増計画）などの先行投資、ソフトウェア資産やのれん代の償却費の増加、事業買収後の諸コスト増を考慮して約 15.8%の増加を予想。結果として売上高販管費率は、前期の 59.4%から今期は 59.8%とほぼフラットと予想。

・営業利益率はやや保守的に、前期の 10.6%とほぼ横ばいの約 10%。  
 ・営業外損益、特別損益の発生は見込まず。  
 ・今期を含めた今後の不透明要素は、コロナの既存ビジネスへの影響に加え（特にアドエビスの単価とアカウント数）、新規のビジネスの売上動向、企業や事業買収の有無（これに伴う売上高・損益の変動と、諸コストの計上、及びタイミング）であり、業績に影響を及ぼす可能性がある。

## 8. 成長戦略

### ◆ 旧中期経営計画・戦略と実績

- ◆ 前中計の売上高目標は未達に終わるが、国内の成長基盤を固める目標は達成。

旧中期経営計画は、2020/9 期を最終年度とし、売上高目標を 30 億円（後に 27 億に修正）に設定していたが、実績は 26 億円強と未達に終わった。

しかし、「国内にて成長基盤を固める」という目標に関しては、業界 No.2 の ADPLAN をデジタル HD グループから買収し圧倒的なポジションを確立する一方、代理店制度を見直し、またアドナレッジをリリースするなど十分な成果をあげた。これに対して周辺領域への展開（プロフェッショナルサービス）や、個人情報保護の規制強化に伴い市場をリードする、効果測定の商品開発には課題を残した。

また、メインの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を設定し、各費用項目に分けて比率をコントロールしてきた（図表 28）。概ね、新規事業開発費の比率とその結果である営業利益率を除き、目標レンジに到達している。当初、想定していなかった新規事業開発を除外して考えれば、営業利益率は 15%と、目標レンジの 10~20%に収まっていることになり、収益管理面でも構造改革の成果が表れている。

人員計画も採用難から想定通りには進まなかったものの、過去 4 年間で 74 名を純増員（2016/9 期 98 名→2020/9 期 172 名、単純平均：年間 18.5 名の増員）する一方で、既存事業の効率化を進め新規事業開発に人員をシフトした（P21 図表 15）。

- ◆ 近年、コスト構造を変え利益率は大きく改善。目標の営業利益率も射程圏。

なお、中長期のマーケティングプラットフォーム事業モデルにおいて売上拡大に努め、各事業費用を相対的に下げることによって、同事業の営業利益率を、現状の 8%から目標の 10~20%の水準に引き上げる計画である。この水準は過去にも達成しており、実現可能であると思われる。目標の下限である 10%の営業利益率は、コストコントロール次第では、今・来期にも達成する可能性がある（P25 図表 20）。

【 図表 28 】 マーケティングプラットフォーム事業のコスト構造

MPF事業各費用 対売上比率	2017年 9月期	2018年 9月期	2019年 9月期	2020年 9月期	中長期目標 モデル
マーケティング・セールス	28%	33% 強化	26%	23%	25-30%
開発	24%	36% 強化	29%※2	29%	25-30%
カスタマーサクセス (旧サポート)	11%	11%	17% 強化	15%	10-15%
新規事業開発	-	-	-	7% 強化	5%
その他間接	25%	28% ※1	26%	18%	15-20%
<b>営業利益</b>	<b>12%</b>	<b>8% ▲</b>	<b>2%</b>	<b>8%</b>	<b>10-20%</b>

※1 事業再編による販売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。  
※2 開発の運用人員をカスタマーサクセスに移管したことによるもの。

(出所) 決算説明会資料

- ◆ 新中計を発表、コロナで海外展開を一時休止、国内市場にフォーカス。

◆ 新中期経営計画と戦略

今回、新年度を迎えるに当たって、同社は 2021/3 期から 2023/9 期までの 3 期間にわたる、新・中期経営方針「VISION2023」を発表した。

これまで「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きた。しかし、コロナ禍で海外展開を一時中断し、国内市場に経営資源を集中する方針に転換した。

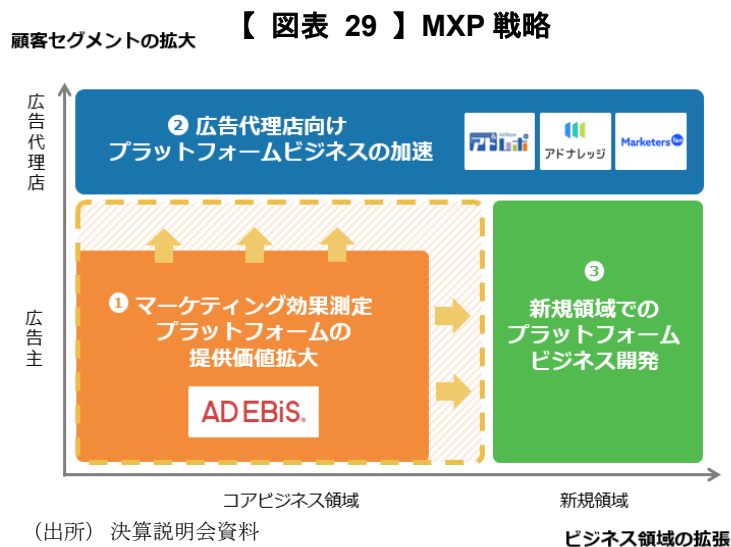
- ◆ 国内ターゲットは、DX 市場。

アフターコロナで加速するデジタルトランスフォーメーション（DX）を商機ととらえ、データの統合・分析・活用支援を通して顧客の DX 推進に貢献し、DX の進む国内市場で領域拡大に注力する。

今後、データとテクノロジーによるマーケティング支援を更に進め、これまでの主力であったデータの計測（マーケティング成果の記録）から、データの統合・分析（マーケティング成果の可視化）、データの活用（マーケティング活動の成果向上）に展開したい意向である。

- ◆ MXP 戦略で、事業領域を拡大。

今回、MXP 戦略（Marketing Transformation Platform）と名づけた方針を打ち出し、以下の 3 領域で事業拡大を図る（図表 29）。



- ◆ 効果測定領域では、大企業中小企業も開拓。

- ① マーケティング効果測定プラットフォームの提供価値拡大～コアビジネス領域における価値拡大と DX 推進を、大企業向けに計測センサーを販売（蓄積されたデータの販売）、または OEM 提供すること（既に提携先のデジタル HD 経由で実績あり）や SMB（中小企業）向け統合マーケティング支援パッケージの提供（必要な機能や付加価値情報・サービスの組み合わせ）により行う。

◆ 広告代理店向けのビジネスを拡大。

◆ 新領域の開拓は、社長が自らリード。

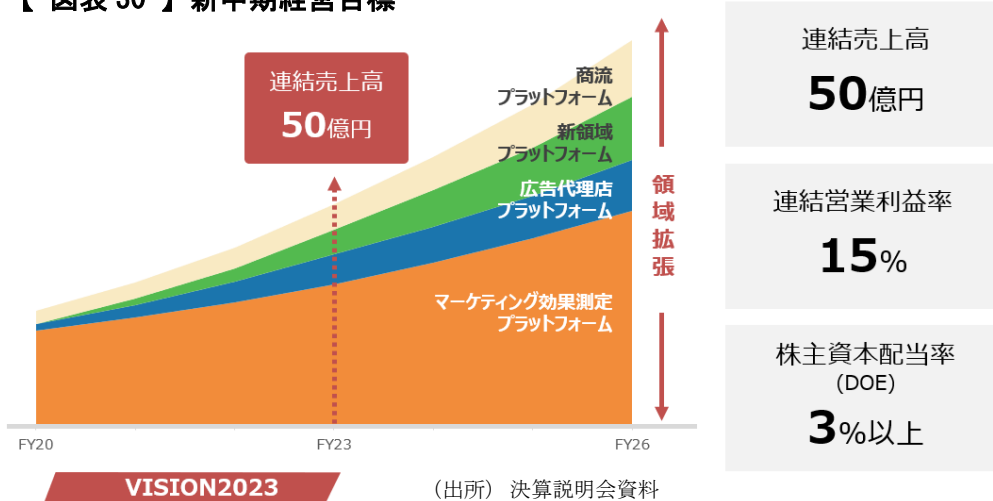
◆ 新中計の最終年度となる2023/9期の目標は、売上高50億円、営業利益率15%、DOE3%以上。

- ② 広告代理店向けプラットフォームビジネスの加速～広告代理店ビジネスのDX推進に貢献するために、広告代理店向け商品を統合し、広告代理店のリード獲得（見込み顧客の情報を集めること）からオペレーションの効率化までを支援する。
- ③ 新規領域でのプラットフォームビジネス開発～現在、研究開発中であるが、コア事業で蓄積したデータとナレッジで領域を拡張し、マーケティング成果向上に向けたサービスを開発する。

なお、①及び②は、現在のメンバーにて既に軌道に乗っており、社長は③の新領域のビジネス開発に注力する意向である。今後は更なる成長に向けて、既存のアドエビスとイーシーキューブをコア事業として進化・拡大することに加え、広告代理店プラットフォームや新領域のプラットフォーム事業を創出し、積極的に展開する方針である。

新中期計画の最終年度となる2023/9期には、売上高50億円、営業利益率15%（750百万円相当）、株主資本配当率（DOE）3%以上を数値目標として掲げている。2020/9期の実績と比較すると、目標達成には売上高で年率約24%、営業利益では同40%の成長が必要となる。

【図表30】新中期経営目標



### ◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

< 来期（2022/9期）業績予想 >

◆ 当調査部では、中期の業績予想を更新。来期予想は前回予想を据え置いたが、増収増益・増配を見込む。来期・来々期とも二桁に利益成長を予想。

前回作成した来期以降の中期業績見通しに対する当部の基本的な考え方には大きな変化はない。マーケティングプラットフォームと商流プラットフォームの売上高を見直したが、今期と同様に来期業績（2022/9期）の予想数字も、前回予想を据え置いた。また、新たに来々期となる2023/9期の業績予想を行った。

新型コロナの影響は残るもののそのインパクトは緩和され、経済環境が好転する前提で、来期（2022/9 期）の売上高を、3,390 百万円（前期比 12.6%増）、営業利益 380 百万円（同 26.7%増）、当期利益 255 百万円（同 27.5%増）と増収増益を予想している。

これは、メジャーアップデート効果がフルに寄与すると思われるアドエビスの単価上昇とアクティブアカウント数の増加、イーシーキューブ事業の増収増益や、アドナレッジや代理店プラットフォームを含む新規事業の伸長を考慮し、さらにサーバー管理費などのコスト改善を見込んだものである。

なお、新規の事業買収が例年数件はありえるが、今回の業績予想には見込んでいない。また、配当金については増益に伴い年間 5.3 円の従来予想を据え置くが、DOE の引き上げや利益の上振れにより、増額される可能性もある。

< 来々期（2023/9 期）の業績予想 >

来々期（2023/9 期）についても経済の正常化を前提に、両プラットフォーム事業とも増収とコスト改善が進み、売上高 3,860 百万円（前期比 13.9%増）、営業利益 480 百万円（同 26.3%増）、当期利益 320 百万円（同 25.5%増）の連続増収増益を予想している。

なお 2023/9 期は、会社の新中期計画の最終年度となり、同社は売上高 50 億円、営業利益率 15%（750 百万円相当）、株主資本配当率（DOE）3%以上を数値目標として掲げている。意欲的な目標であり達成には、新領域のビジネスや M&A 等による事業拡大が不可欠であろう。

配当については、来々期には DOE：3%以上と今期の 1.5 倍以上をターゲットとしていることから、一株当たり 9.3 円と今来期に続き連続増配を予想する。但し、当調査部の試算では、予想配当利回りは 0.3%、配当性向は 13.1%に留まり、市場平均と比較すると増配余地は大きい。

今後、デジタル化が進み広告効果測定市場が拡大する中、アドテクノロジーのツールとノウハウを活用したマーケティングプラットフォーム事業と、EC 市場の拡大に伴う商流プラットフォーム事業の成長ポテンシャルは大きく、同社には中長期的には年率 10~20%前後の増収率が期待される。

損益面では、先行投資、事業再編、コスト構造改革の成果が表れ、同社の事業は限界利益率（推定 70%）が高いビジネスであると推察されることから、増収に伴い高い増益率が予想される。当調査部では、売上高成長率を上回る年率 20~30%前後の利益成長（平準化ベース）を見込んでいる。

◆新中計の最終年度となる 2023/9 期の数値目標は、意欲的。達成には高いハードル。

◆連続増配が見込まれるが、配当性向などを考慮すると増配余地は大きい。

◆中期的には年率 10~20%前後の増収率を予想。

◆限界利益率が高いビジネスモデル。中長期的には利益成長率（平準化ベース）は、売上高成長率を上回る、年率 20~30%前後を予想。

◆M&A や新規ビジネスの成否が変動要因。

なお、事業構造改革は一巡したものの、同社は、依然成長ステージにあり、競争力強化、顧客開拓による事業拡大、新規・周辺分野への進出には積極的である。シナジーや業容の拡大に向けた M&A や業務提携・事業取得に意欲的であることから、この有無や成否が中長期的にも売上高、並びに収益に影響を及ぼすと考えられる。

◆中期的には、最高益の更新も視野に。

加えて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、経営選択事項の優先順位次第で業績が変動するため、予見しにくい点もあり、やや慎重な業績予想を行った。

これまでのところ、計画に沿ってビジネスを順調に拡大しつつあり、中期ターム（3～5年程度）では過去最高益の更新（2015/9期、営業利益：350百万円、当期利益230百万円が過去最高益）も視野に入らるであろう。

◆データマーケティング領域で、総合展開できるか否かが同社の成長性を占う。

中長期的には、現状の強まりつつある個人情報保護の強化の流れの中で、広告効果測定システム専業から、データの統合・分析・活用支援を通じて、新領域も含めた各プラットフォーム事業を総合的に展開できるか否かが、今後の同社の業績を見る上では、重要なポイントになる。

## 9. アナリストの視点

### ◆ SWOT分析

同社のSWOT分析を図表31に列挙した（以下、補足）。

◆社長の経営手腕、製品力とサポート体制、ビジネスモデル、積極的なM&A戦略が同社の強み。

同社の主な強みとして、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、実績と充実した機能を持つ主力製品とサポート体制（專業大手ならではの技術力・開発スピード・変化に対する対応力）とポジショニング（インターネット広告効果測定では圧倒的なシェア業界 No.1）、安定したサブスクリプションモデル、積極的なM&Aや事業買収・他社との連携による事業戦略が挙げられる。

◆一方、リスクは個人情報保護に関する規制強化や新型コロナウイルス。

一方で、主なリスクは、（インターネット広告効果測定を行う上で）プライバシー保護強化などによる個人情報のデータ収集や活用の規制、高度なAI技術の発達による代替製品の出現、新型コロナの影響、人員不足などが挙げられる。

【図表31】SWOT分析

<b>強み (Strength)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界の先端技術に精通している社長の経営手腕</li> <li>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、圧倒的にシェア1位)</li> <li>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</li> <li>創業以来の自社に蓄積されたノウハウとビッグデータの活用の余地</li> <li>労働環境の整備、専門の最先端知識を持つ人材とノウハウの蓄積(專業大手の開発・対応力の優位性)</li> </ul>
<b>弱み・課題 (Weakness)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ニッチ分野に特化しており、小規模であること</li> <li>経営が社長に依存していること</li> <li>人材不足(エンジニア、営業員)</li> <li>資金力(先行投資負担や企業買収に伴う資産余力)</li> </ul>
<b>機会 (Opportunity)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EC市場の拡大に伴うビジネスチャンス</li> <li>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</li> <li>M&amp;Aや事業買収による事業拡大、外部提携先のリソースの活用、協業</li> <li>新製品・サービスへの展開</li> </ul>
<b>脅威 (Threat)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新型コロナウイルス感染症拡大に伴う影響(ユーザー企業の業績悪化による解約・サービス停止など)</li> <li>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</li> <li>プライバシー保護の強化による個人情報等の利用に関する規制強化</li> <li>製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ</li> <li>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</li> </ul>

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

### ◆ 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、2017/9期も同様に5.0円と3期連続で配当を実施した(P38図表32)。しかし、2018/9期、2019/9期と最終連続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。

◆業績悪化により、一時期、無配を継続。資金の社外流出を抑え、成長投資に振り向けた。

資金を配当や優待で社外流出させず、次なる成長のために優先的に投資に振りむけ、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、無配を継続した。

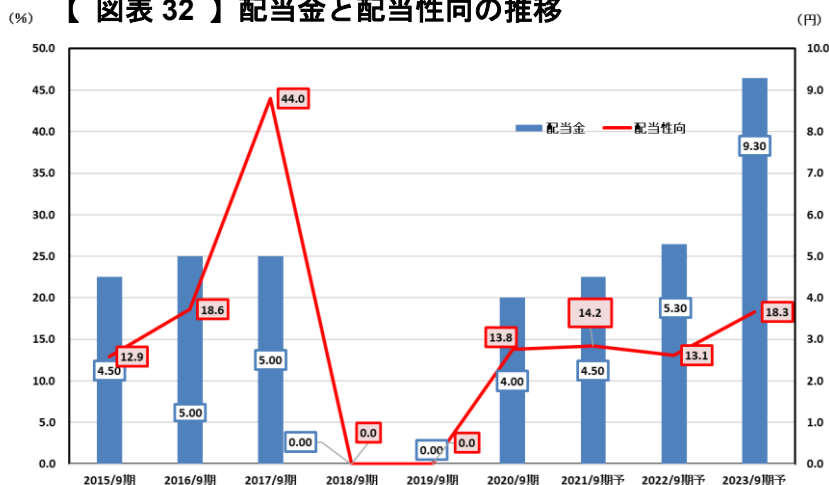
◆ 構造改革が成功し、前期、復配を達成。今後は DOE を基準に配当する方針。増益と DOE の引き上げにより増配が見込める。

◆ 将来的には、株式分割や自社株買いにも期待。

しかし、構造改革が奏功し黒字転換、繰越損失を一掃後、2020/9 期には 3 期振りに復配（期中に 3.8 円配当を発表後、4 円に増配）した（図表 32）。また、今期は DOE を 2%とする方針を打ち出し、2023/9 期には 3%以上とする目標を公表した。これは増益により自動的に増配が見込めることを意味し、ポジティブに捉えられる。同社は成長ステージにあるが、株主還元をいっつつ成長投資を継続し、業績の伸長によって株主価値を高めたい意向である。

当部では増益と DOE の引き上げにより、中期的に増配トレンドが続くと考えている。また、将来的には株価水準にもよるが、株式分割や自社株買いなどの株主還元策の強化も見込まれる。

【図表 32】配当金と配当性向の推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。予：当調査部予想

(注 20) アドテクテクノロジー：【ad technology】。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。具体的には、インターネット広告の売買や配信、広告効果測定などを効率的に実践するテクノロジー。広告主の広告効果の最大化と、媒体社の収益最大化を支援する。

◆ 年初来、株価は好業績を織り込み、TOPIX や東証マザーズ指数を大幅にアウトパフォーム。

### ◆ 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター

同社は、東証マザーズ上場の小型アドテクノロジー<sup>注20</sup> 関連株であり、上場来の株価のボラティリティは高い(最高値 2016 年 5 月：5,260 円、最安値 2015 年 8 月：677 円)。

本レポート P3 の図表 C に、過去約 3 年間の株価、及び TOPIX との相対株価を掲げている。業績が悪化する過程で同社の株価は軟調となったが、収益の回復とともに株価はボトムアウトし、この間ほぼ 1,000 円から 2,000 円のボックスレンジ内で推移している。

なお、年初来では同社株価は 47%上昇し、TOPIX や東証マザーズ指数を、それぞれ 45%、10%アウトパフォームしている（2020 年 11 月 30 日時点）。これは、新型コロナ禍で厳しい経済環境の中、前期に増収増益・利益の上方修正・復配と好決算を発表したことと、中期の利益成長期待が高いことを反映しているものと考えられる。

（注 21）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 22）アドテク業界のプレーヤー：アドテクに関連する技術や製品・サービスを、企画・開発・提案・販売する企業

◆バリュエーションでは、現在の株価に割安感はない。今後の高い利益成長期待が、一部反映されていると考えられる。

日本において同社に類似するアドテクノロジーでツールを扱うサブスクリプションモデルの上場会社は存在しない。因みに米国では、P23 の HubSpot 社が挙げられる（時価総額：182 億ドル、実績ベース PSR<sup>注21</sup>27 倍、同 PBR26 倍）。そのため参考までに、上場しているアドテクノロジー業界のプレーヤー<sup>注 22</sup>（アドテク関連で業務の一部が類似する上場会社）24 社と、EC プラットフォーム（EC ショップのウェブサイトの構築パッケージソフト等）で競合する 5 社（P16）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 33）。

この比較において、企業間格差が大きく平均値にはあまり意味がないが、今期基準で PER、PBR、PSR、及び配当利回りでみる限り、同社のバリュエーションは平均的であり、特に割高感も割安感もない。

また、同様に東証一部企業の平均値（今期予想 PER：27.1 倍、実績 PBR：1.3 倍、加重平均予想配当利回り：2.0%）と比較すると、全てのバリュエーションで高い。これは、IT 関連、特にアドテクの中小型成長株として、今後の高い利益の成長性期待が、プレミアムとして一部、株価に反映されているためと考えられる。

【図表 33】類似会社比較（アドテク関連企業 24 社+EC プラットフォーム関連企業 5 社）

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(11/30)
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	ネットマーケティング(ネット広告配信技術)	TSE2	7,708	20,200	700	3.5	0.38	17.77	1.79	-	495	
2389	デジタルHD	インターネット広告代理店/広告計画ツール	TSE1	44,468	非公表	非公表	-	-	-	1.33	-	1,867	
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	33,541	29,200	2,700	9.2	1.15	16.96	1.59	4.36	436	
2491	パリュエーション	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	119,959	30,000	5,500	18.3	4.00	31.22	8.36	0.98	3,480	
3134	Hamee	携帯アプリマーケティング/ECクラウド支援	TSE1	28,582	12,832	1,778	13.9	2.23	22.08	5.74	0.45	1,763	
3655	ブレインパット	ネットマーケティング・データ解析	TSE1	31,778	6,950	400	5.8	4.57	113.49	7.66	0.00	4,275	
3688	GARTA HD	アドプラットフォーム	TSE1	32,447	22,000	3,250	14.8	1.47	19.51	1.34	1.26	1,274	
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計画ツール	TM	11,725	3,010	300	10.0	3.90	58.08	9.10	0.24	1,840	
3853	アステリア	パッケージソフトウェア	TSE1	19,153	未定	未定	-	-	-	3.87	-	1,095	
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	441,823	15,119	3,604	23.8	29.21	162.36	71.23	0.07	2,437	
4293	セプティエHD	ネット広告代理、スマホマーケティング	JQS	60,568	20,000	2,850	14.3	3.03	30.88	3.49	-	436	
4395	アクリート	SMS配信サービス	TM	9,205	1,850	300	18.2	5.58	44.23	7.88	0.61	1,651	
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	903,950	500,000	32,500	6.5	1.81	100.21	10.07	0.52	7,150	
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理業、ECプラットフォーム	JQS	11,914	36,000	330	0.9	0.33	27.83	2.12	1.80	711	
6026	GMO TECH	アプリ導入支援金広告、検索エンジン最適化	TM	2,907	3,100	50	1.6	0.94	145.35	3.67	0.34	2,641	
6038	イード	コンテンツマーケティングプラットフォーム	TM	4,506	未定	未定	-	-	-	1.44	0.00	899	
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	4,443	10,097	217	2.1	0.44	50.27	2.13	1.62	557	
6081	アライドマーケティング	SNS関連のマーケティング支援	TM	7,196	4,150	230	5.5	1.73	-	4.24	0.00	512	
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	TM	15,583	27,000	200	0.7	0.58	-	3.36	0.00	935	
6175	ネットマーケティング	成果報酬型の広告代理	TSE1	8,567	15,500	650	4.2	0.55	19.25	3.04	1.04	579	
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	TSE1	23,168	11,300	600	5.3	2.05	62.61	13.61	0.28	2,530	
6550	Fringe81	ネット広告代理、メディア収益化支援	TM	4,825	未定	未定	-	-	-	31.33	0.00	466	
6553	ソウルアウト	中堅・中小企業等向けのWebマーケティング	TSE1	16,279	21,000	450	2.1	0.78	-	5.39	-	1,555	
6562	ジーニー	メディア広告枠を自販売、アドテク事業	TM	16,081	15,580	186	1.2	1.03	119.52	6.65	-	894	
アドテクノロジー関連企業24社 単純平均				80,178	40,234	2,840	8.1	3.29	61.27	8.76	0.75		
TOPIX (2020/11/30終値)平均									27.13	1.28	1.65	1,754.92	
												(加重1.99)	

ECプラットフォーム関連企業		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(11/30)
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	
4477	BASE	ECコマースプラットフォーム・オンライン決済	TM	196,110	7,810	250	3.2	25.11	1,156.82	47.72	0.00	9,590	
3371	ソフトクリエイトHD	ECサイト構築パッケージ、法人向け物販販売	TSE2	43,874	22,965	2,772	12.1	1.91	24.67	3.83	0.94	3,185	
4304	エストアー	ECサイト構築、ネット通販支援	JQS	14,524	9,645	398	4.1	1.51	-	6.96	1.03	2,814	
4057	インターファクトリー	クラウドコマースプラットフォーム	TM	11,998	1,598	155	9.7	7.51	125.97	17.41	0.00	3,255	
4496	コマースOneHD	中堅・中小ECサイト運営企業向けECサイト運営支援	TM	21,630	2,409	466	19.3	8.98	67.65	14.45	0.00	5,750	
ECプラットフォーム関連企業5社 単純平均				57,627	8,885	808	9.7	9.0	343.78	18.0	0.39		

（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。

（注）原則、直近決算発表時点（四半期単位での直近決算）での各社予想数値、または直近実績値(BPS等)を使用(11月30日時点)で公表されているデータに基づく。なお、レンジで予想を発表している場合には、原則、中央値で計算。また、同社については、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。有効な数値のみを使用し平均値を算出。

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。

（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。

- 株価にインパクトを与える個人情報保護規制の動向や業績、KPIの変化に注目。
- ディフェンシブなアドテク関連の内需・小型成長株として、今後の展開に期待。

因みに、今期の当部予想EPSの基づくPERは58.1倍、来期45.5倍、来々期36.3倍となる。同社のノーマライズしたEPSの中期成長率を25%と想定すると、同社のPEGレシオ<sup>注23</sup>は、今期ベースで2.3倍前後となる（成長率を約29%とすればPEGは2倍）。成長企業のPEGレシオを2倍前後まで許容するとすれば、一つの投資基準で検討できる株価水準に近づきつつあると思われる。業績モメンタムが強含めば、株価水準が切り上がる展開もあると考えられる。

引き続き、個人情報保護に関する規制強化の動向、月次の売上高推移（前年比）に加えて、特に四半期単位での増益幅・増益率の変化や配当水準、M&Aや事業買収・提携、新商品・サービスなどのニュースリリース、インターネット広告全体の市場動向が株価面では注目されよう。

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、同社の成長性を見極める上で継続的にフォローしていきたい。

中長期的には、インターネット広告市場における、同社が掲げるマーケティングプラットフォーム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ると考えられる。相対的にディフェンシブな、アドテク関連の内需成長株として今後の展開に期待したい。

以上