

# 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)

発行日：2021/5/24

### ● 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。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、独自開発したインターネット広告効果測定システム (アドエビス) で、圧倒的なシェアを握り (業界 NO1)、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で継続性・安定性が高い。KPI である単価の上昇と顧客数の増加により、売上高と利益を持続的に拡大できる構造である。
- 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ってきたが、事業再編と先行投資が一巡し、収益力が高まりつつある。

#### 今上期決算実績、及び今期の業績予想

- 今上期の連結決算 (2021/9 第 2 四半期累計) は、売上高が前年同期比 18.7% 増加の 1,466 百万円、営業利益が同 150.3% 増加の 178 百万円、純利益も 155.6% 増加の 116 百万円と、大幅な増収増益となった。非公開ではあるが、売上高は想定通りだが、利益は会社の上期予想を上回った模様である。
- コアのアドエビスはアカウント数が減少したものの、全面リニューアルによる機能向上と、高単価の新規契約の獲得に伴い平均単価が上昇し、マーケティングプラットフォーム (以下、PF) 事業の成長を支えている。加えて、コロナによる巣ごもり需要のため EC ビジネスが活況で、商流 PF 事業の業績も急回復している。
- 黒字による資本の蓄積により、自己資本比率は 51.5% まで上昇し、実質無借金と財務体質は健全である。
- なお、同社は従来の通期業績予想を変えていない。売上高 3,000 百万円 (前期比 14.6% 増)、営業利益は 330 百万円 (同 19.2% 増)、当期純利益 210 百万円 (同 14.5% 増) と大幅な増収増益を見込んでいる。
- 上期の通期会社計画に対する進捗率は、売上高が 48.9% (前上期は 45.7%)、営業利益では 53.9% (同 35.8%) と順調である。
- 上期の好業績に加えて、足元の月次売上高も良好である。下期も主力製品のアドエビスとイーシーキューブの成長持続や、新サービスの寄与が見込まれる。また、下期の利益率の会社前提は保守的であると考えられ、通期の利益は会社計画を上回ると当調査部では見込んでいる。

#### 経営戦略と中期の業績予想

- コア製品の拡販に努める一方、シナジーが見込める周辺事業や新ビジネスに展開し、顧客の DX 推進に貢献する PF ビジネスを通じて、持続的な成長を図る「MXP」(Marketing Transformation Platform) 戦略を推進している。M&A や他社との連携も積極的に進め、成長を加速する意向である。
- 2023/9 期に「売上高 50 億円、営業利益率 15%、DOE3% 以上」とする中期経営目標を同社は掲げている。
- 同社が経営資源を集中投下しているインターネットマーケティング関連分野は、中長期的にも成長ポテンシャルが大きく、同社は年率二桁の売上高成長が見込まれる。中期的には事業拡大による増収と利益率の改善により、年率 20% 前後の利益成長が可能であると当部では考えている。

#### 株価水準

- 株価は、業績回復に伴いボトムアウトし、直近 4 年間は 1,000 円から 2,000 円のボックスレンジで推移している。黒字化し復配したことにより、バリュエーションによる比較の幅が広がった。
- 株価には既に、アドテク関連の内需成長株として一定の評価が織り込まれていると思われ、今期基準では、主要なバリュエーションに割安感はない。

1/30

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。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。

- ・但し、3～5年タームでのPERや、PEG(=予想PER/年間予想利益成長率)を考慮すれば、株価に上昇余地はあると当調査部では考えている。
- ・今後は、四半期の損益動向やM&A・提携の発表、中期的な利益水準の見通し、株主還元の水準が株価に影響を与えると思われる。

株主還元

- ・子会社株式の一部売却による株主資本の増加に伴い、今期の予想配当を、期初計画の一株当たり年間4.5円から5.0円に増額すると公表した。現在はDOEの2%を配当方針としているが、2023/9期には3%以上にまで引き上げる方針である。

【3690 株式会社 イルグルム 業種：情報・通信】 図表A

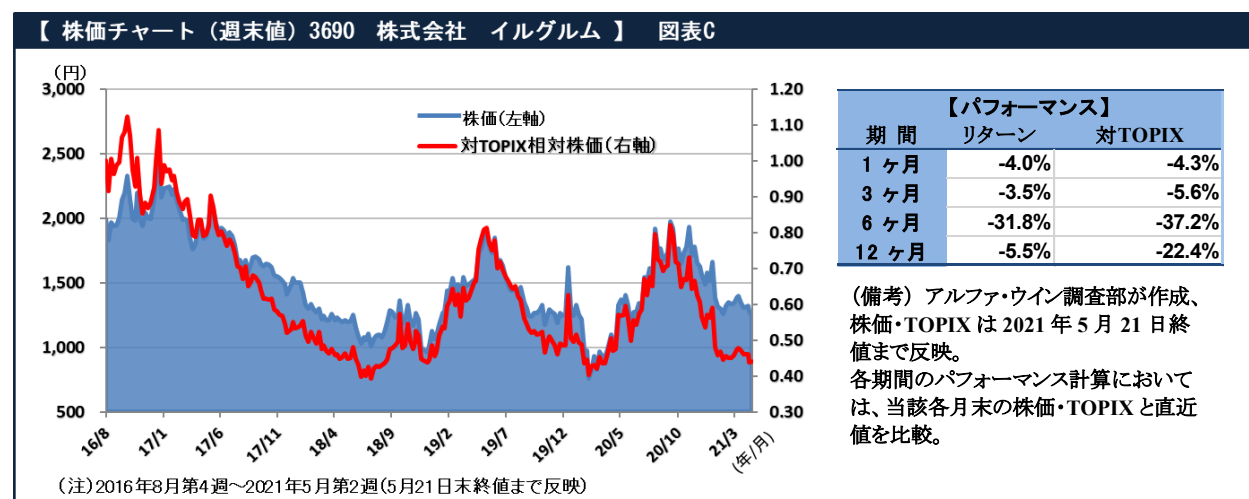
決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2018/9	A	1,804	5.0	-98	赤字化	-115	赤字化	-88	赤字化	-14.02	184.97	0.00
2019/9	A	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字幅縮小	-5.54	168.68	0.00
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.09	202.20	4.00
2021/9	CE	3,000	14.6	330	19.2	320	22.5	210	14.5	33.26		5.00
2021/9	新E	3,000	14.6	350	26.8	340	30.3	225	23.0	35.61	231.37	5.00
2021/9	旧E	3,000	14.6	330	19.2	320	22.5	210	14.8	33.24	229.31	4.50
2022/9	E	3,390	13.0	400	14.3	390	14.7	260	15.6	41.15	268.48	7.00
2023/9	E	3,860	13.9	480	20.0	470	20.5	320	23.1	50.65	309.68	9.30
2023/9	中計CE	5,000		750								
2020/9	Q1	585	12.7	24	黒字化	25	黒字化	19	黒字化	3.04		0.00
2021/9	Q1	721	23.3	94	281.6	95	279.8	61	222.7	9.77		0.00
2020/9	Q2	650	15.6	47	黒字化	45	黒字化	26	黒字化	4.22		0.00
2021/9	Q2	745	14.6	84	80.5	82	80.2	55	107.6	8.75		0.00
2020/9	H1	1,235	14.2	71	239.2	70	310.4	45	黒字化	7.26	180.25	0.00
2021/9	H1	1,466	18.7	178	150.3	177	151.0	116	155.6	18.52	237.56	0.00
2020/9	H2	1,383	23.2	205	221.7	191	208.3	138	1,070.2	21.83		0.00
2021/9	H2 CE	1,534	10.9	152	-26.4	143	-25.1	94	-32.4	14.74		5.00

(備考)  
CE:会社予想、  
E:アルファ・ウイン調査部予想  
Q1:10-12月  
Q2:1-3月  
H1:10-3月  
H2:4-9月

【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	株価5/21	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	1,255	前期実績	43.1	6.2	0.3%	13.8%
発行済株式数(千株)	6,372	今期予想	35.2	5.4	0.4%	14.0%
時価総額(百万円)	7,997	来期予想	30.5	4.7	0.6%	17.0%
潜在株式数(千株)	0	前期末自己資本比率	46.4%	前期ROE	15.7%	

(備考)予想は、  
アルファ・ウイン調査部予想



## 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
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P6
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P6
独自開発のソフトウェアを提供.....	P6
事業内容の詳細（Ⅰ）マーケティング PF 事業.....	P7
事業内容の詳細（Ⅱ）商流 PF 事業.....	P12
3. 株主構成.....	P14
上位株主構成.....	P14
4. 成長の軌跡.....	P15
過去の業績推移.....	P15
5. 業界環境.....	P16
日本の広告市場の動向.....	P16
同業類似会社.....	P17
6. トピックス.....	P18
新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対応.....	P18
個人情報保護の規制強化による影響と同社の対応.....	P18
7. 今上期の業績と通期の見通し.....	P19
2021/9 期第 2 四半期（上期）決算の実績.....	P19
2021/9 期（通期）業績の同社予想.....	P22
アルファ・ウイン調査部の 2021/9 期（通期）業績予想.....	P24
8. 成長戦略.....	P25
同社の中長期経営計画と戦略.....	P25
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.....	P28
株主還元.....	P28
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター.....	P28
ディスクレマー.....	P30

（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。

## 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。インターネット広告効果計測とEC構築オープンソースの国内ソフトウェア市場ではトップシェア。

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

(注2)オープンソース: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。

- ◆ 岩田社長が創業、東証マザーズ上場。

- ◆ 2019年に、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.)」

- ◆ 売上高・利益とも連単倍率は、好転。イーシーキューブのカーブアウトと業績回復が寄与。

#### <会社概要>

株式会社イルグルム(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、販売を行うマーケティングテクノロジーカンパニーである。

「データとテクノロジーによって世界中の企業の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」をビジョンとして掲げ、独自開発したソフトウェアで事業展開し急成長。インターネット広告効果測定ツール<sup>注1</sup>:「アドエビス(AD EBiS)」と、EC構築オープンソース<sup>注2</sup>市場でのソフトウェア「イーシーキューブ」シリーズでは、いずれもトップシェアを有する。

#### <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>

同社は、旧社名の「株式会社ロックオン」から、2019年8月に「株式会社イルグルム(英語表記:YRGLM Inc.)」へ商号を変更した。

#### <連結対象と連結決算の動向>

同社グループは、同社と連結子会社3社(イーシーキューブ、スプー、ベトナム現地法人)、非連結子会社1社(アメリカの休眠会社)、持分法適用会社1社(彩)の6社で構成されている。

過去、売上高、利益とも連単倍率はほぼ1倍で推移し、連結対象子会社群の合計経常損益はほぼゼロであった(図表1)。2019/9期以降は、連結対象子会社(連結-単体)の売上高、並びに経常利益は大きく改善している。この要因は、イーシーキューブ事業を単体から子会社等にカーブアウトしたことと、その業績が好転したことによる。

【図表1】 年度別売上高・経常利益の連単比較 (単位:百万円、%)

	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	1,805	2,204	2,619
B	単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,805	2,011	2,318
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%	58.3%
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58

(出所) 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) 2014/9期以降は、連結決算(以下、同様)。なお、2021/9期上期は、非公表。

- 3 月末時点では現預金が借入金を上回り、実質的に無借金。自己資本比率は5割を超え、財務体質は健全。FCF もプラスに転じる。

- 子会社株式の含み益は、13 億円超と推計。

- 外部からの高い評価、「働きがいのある会社」ランキング9年連続受賞、10度目のベストカンパニーに選出。

(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。

### <財務状況>

利益の計上と投資の一巡により、フリーキャッシュフロー (FCF) はプラスに転じ、子会社株式の一部売却も加わり、資本の蓄積と現預金の増加が進んでいる。2021 年 3 月末時点では長短借入金合計約 9.6 億円に対し、現預金は約 13.4 億円まで増加し、実質無借金となっている。

総資産約 29 億円、時価総額約 85 億円 (2021 年 3 月 31 日終値、株価円 1,342 円を基準) と小規模ながら、自己資本比率 51.5%、流動比率 248.6%と財務体質は健全である。

のれん (アドレポや ADPLAN 事業等の譲受に伴うもの) やソフトウェアを含めた無形固定資産が 7.5 億円、繰延税金資産が 1.2 億円と合計 8.7 億円あるが、純資産合計額 15.2 億円の範囲内であり問題はない。

加えて、子会社である株式会社イーシーキューブの株式の 90%を保有しており、株式会社オリエントコーポレーションに売却した金額 (10%の株式を 155 百万円で売却、売却益は 152 百万円) を基準とすると、同社には 14 億円の時価相当の株式と、13.7 億円の含み益があると考えられる。

### <受賞・外部評価>

Great Place to Work ®Institute <sup>注3</sup> Japan より、2021 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 (9 年連続受賞、10 度目)。これまでも他の機関からも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。

また、独自開発したインターネット広告効果計測ツールである「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、代表取締役社長：黒野源太氏) が運営する IT 製品レビュープラットフォーム「ITreview (アイティレビュー)」において、「ITreview Grid Award 2021 Spring」アクセス解析・アトリビューション部門で「Leader」に選出された。「ITreview Grid Award 2021 Winter」の「High Performer」受賞に続き、3 期連続での選出となる (同社 HP より)。

## 2. 事業内容とビジネスモデル

### ◆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。ノンコア事業から撤退し、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。周辺事業を買収し強化。

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 PF 事業のアドエビスへのシフト）、ノンコアビジネス（商流 PF 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 2、近年の具体的な事業の再編及び強化策は、2020 年 12 月 7 日発行レポート P9 を参照）。  
事業の再編は既に一巡し、今後は次なる成長に向けて事業を拡大していくステージにある（詳細は、中期経営戦略 P25 を参照）。

なお、2019/9 期第 2 四半期以降、イーシーキューブ事業を株式会社イーシーキューブに移管したため、同社（本体）はマーケティング PF 事業に特化している。但し株式会社イーシーキューブ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 2】事業再編とセグメント（ハイライト部分が撤退したビジネス）

事業名称	事業区分	主要サービス	変動	備考
I、マーケティングプラットフォーム	(1) マーケティング効果測定	①アドエビス(AD EBIS) ②スリー(THREe)	ADPLAN事業：(2020/1に事業買収)統合後、2021/3にクローズ 撤退(2020年3月末)	本体
	(2) 代理店支援	①アドレボ事業 ②アドナレッジ	2020年7月よりサービスイン	
	(3) 新サービス	③アドフープ(旧広告代理店紹介) ①スプー ②EZGX	2020年5月よりサービスイン。2021年1月よりアドフープに名称変更 全株式取得し子会社化(2020/12月) 2021年5月より先行リリース版をサービスイン	連結
	* その他	プロフェッショナルサービス (↑ IDMP事業を含む)	今後、アドエビス関連のソフト開発業務を拡大する方針 (ソリューション：SOLUTIONから移管し縮小)	本体
	(1) イーシーキューブ	(EC-CUBE) (ec-cube.co)	(株)イーシーキューブに2019年1月移管。株式の10%をオリコに売却	連結
	EC受託開発事業 (IDMP事業)	②ソリューション(SOLUTION)→廃止	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 ソリューション(SOLUTION)へ移管	持分 本体

(出所) 同社の決算短信、決算説明資料、HP などによりアルファ・ウイン調査部が作成。赤字は、最近の動向

### ◆独自開発のソフトウェアを提供

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システム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し、企業を中心に提供している。

- BtoB ビジネス。独自開発したソフトウェアをクラウドで提供。

#### <主要な事業内容>

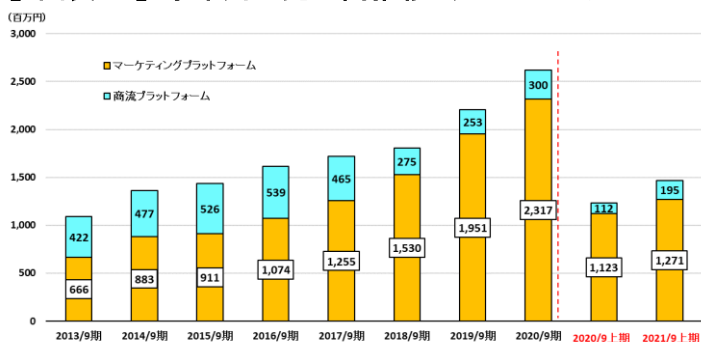
現在、(I) マーケティング PF (プラットフォームの略)、および (II) 商流 PF の 2 事業で展開している。  
マーケティング PF 事業が、今上期では総売上高の 86.7% を占め、今日に至るまでかつ長年にわたり、同社全体の増収を牽引してきた。  
(PF 事業別の売上高推移：P7-図表 3)

- 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が主力。

また、年度別の 2 つの PF 事業別の営業利益の推移は、P7-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、通期ベースでは両 PF 事業とも営業利益を計上している。

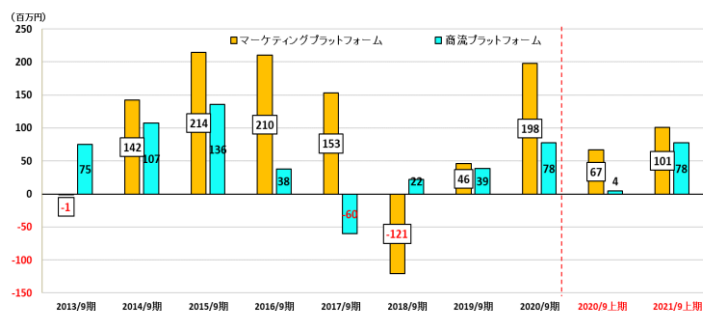
- 近年、EC 市場が活況で商流プラットフォーム事業も急回復。

【図表3】事業別の売上高推移 (単位：百万円)



(出所) 図表2, 3: 決算短信、決算説明資料より、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の推移



◆ 事業内容の詳細 (I) マーケティング PF 事業

マーケティング PF 事業の年度別の売上高、及び利益推移は、図表5の通りである。

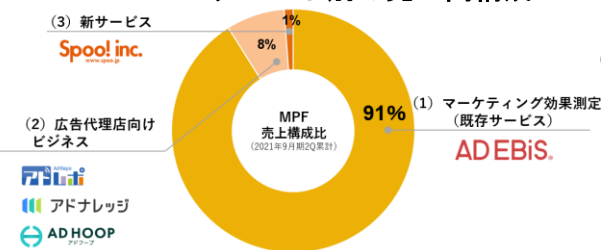
【図表5】マーケティング PF 事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

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	2019/9期	2020/9期	2020/9上期		2021/9上期	
	単独	単独	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	構成比	連結	全社構成比
I、マーケティングプラットフォーム	545	668	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,317	1,123	89.5%	1,271	86.7%
(1)①AD EBIS+ADPLAN (2020/1事業買収)	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	1,029	83.3%	1,157	78.9%
(1)②THREe(撤退)	46	81	161	89	62	54	43	28	8	7	0.6%	0	0.0%
(2)①アドレポ								124	149	70	5.7%	102	6.9%
(2)②アドナレッジ									3	3		5	0.3%
(2)③アドフープ									3			8	0.5%
(3)新サービス(スプーを含む)												15	1.0%
*その他:プロフェッショナルサービス(DMP)							84	51	27	17	1.4%	7	0.5%
セグメント営業利益	-67	-7	142	214	210	153	-121	46	198	67	93.8%	101	56.6%
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%	6.0%	営業構成比↑	8.0%	営業構成比↑

(出所) 決算説明資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。一部の推定も含む。

◆ アドエビスが、全社売上高の約8割を占める。

【図表6】マーケティング PF 事業セグメント別の売上高構成



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

(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広告。

マーケティング PF 事業は、下記の (1) ~ (3) までの主要3セグメントから構成されている。今上期の売上高の内訳は、図表5, 6の通りで、同 PF 事業の91% (全社の79%) を「アドエビス」が占める。

以下は、現在の PF 別の事業区分と主力製品名である (「」内が。サービスまたは製品名。なお、プロフェッショナルサービスは除く)

(1) マーケティング効果測定

① 「アドエビス: ADEBiS」 (アドプラン: ADPLAN を含むインターネット広告効果測定システム)

(2) 広告代理店支援

① 「アドレポ: AdRepo」 (運用型広告注4 レポート自動作成ツール)

② 「アドナレッジ」 (広告代理店向け案件管理ツール)

③ 「アドフープ: ADHOOP」 (広告代理店マッチングプラットフォーム)

(3) 新サービス

買収したスプー社や、5月に先行版をリリースした EC 特化型 CX 向上プラットフォーム「eZCX」など、今後展開するビジネス

- ◆アドエビスは、独自開発したインターネット広告の効果測定ツール、業界トップ。

- ◆ADPLAN は、アドエビスに統合しクローズ。

- ◆アドエビスを全面リニューアル。単価のアップ、顧客の獲得、解約防止を狙う。

- ◆アドエビスのアカウント数と平均単価が KPI。



- ◆サブスクリプションモデルで展開。定額課金型の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。

(注 5) SaaS: サース、【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 6) 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。

以下は、各セグメントにおけるビジネスの概要と特徴である。

(1) ①「アドエビス: AD EBIS」+「アドプラン: ADPLAN」

<独自製品 (アドエビス) >

アドエビスは、同社がオリジナル開発したコア製品 (国内トップシェア) 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。

<ADPLAN のアドエビスへの統合>

2020 年 1 月から事業譲受した ADPLAN のサービスは継続していたが、システム開発・更新を効率化する為、イルグルムが提供するアドエビスに順次移行・統合し、2021 年 3 月にクローズした。なお、平均単価やアクティブアカウント数は、合算され発表されている。

<新アドエビスのリリース>

サービス提供開始以来、アドエビスの全面リニューアルを 2021 年 1 月に実施した。第一弾として、①画面レスポンスの高速化 (最大 82% のスピードアップ)、②データ分析に最適化された UI (ユーザーインターフェイス) の全面改定 (視認性と操作性を改善)、③分析メニューの刷新 (合わせて 20 以上の機能追加と改善を実施し、生産性を大幅に向上) を主に行った。

これにより直感的で効率的なデータ分析が可能となり、製品の魅力を高め、新規顧客の獲得、単価のアップと既存顧客の解約防止に繋がった考えである。

また、追加のアップデートを順次実施する予定である。

<ビジネスモデル>

アドエビスは SaaS<sup>注 5</sup> 方式でサービスを提供し、ストック型のサブスクリプションモデル<sup>注 6</sup>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。

<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、クラシエ、sansan、ライフネット生命、パーソルキャリア、ツヴァイ、Z 会、ブリヂストンサイクルなどである。旧 ADPLAN のアカウントは、優良なナショナルクライアントが多い。

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

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

<料金体系>

アドエビスは、依然に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）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、その後もバージョンアップに合わせて価格改定を実施している。

◆バージョンアップ、機能追加による料金改定と、高単価の新規顧客の獲得により、アドエビスの顧客単価は12四半期連続で上昇。

<平均単価の推移（旧 ADPLAN を合算したベース）>

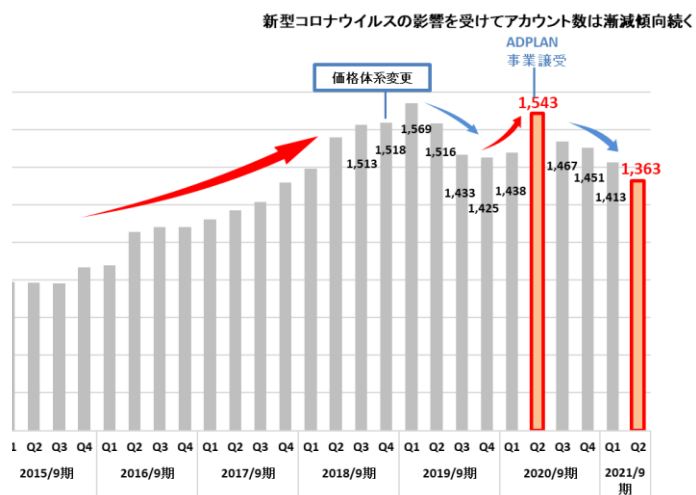
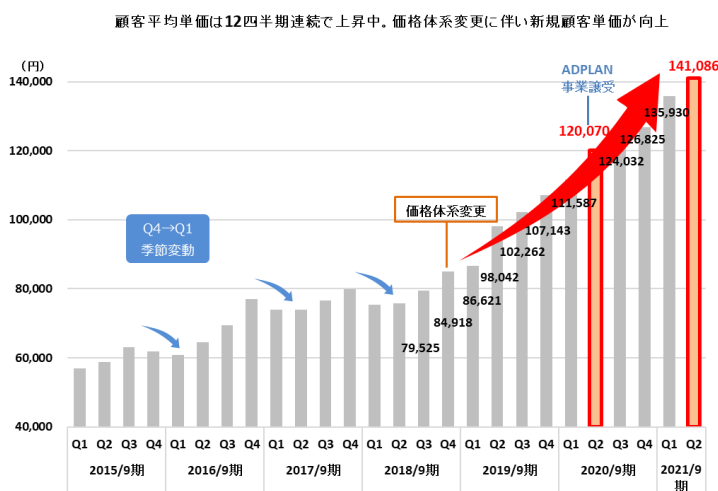
各四半期末（最終月末時点）の平均単価推移を図表7に示した。従来は、四半期ごとの季節変動が顕著に見られたが、サブスクリプションモデルへの移行後は直線的に上昇している。なお、2018/9期Q2以降、12四半期連続で平均単価は上昇中である。

2018/9 上期末（2018年12月末）の月額平均単価（以下同様）は75,846円⇒2019/9 上期末 98,042円（前年同期比29.3%増、22,196円増）⇒2020/9 上期末では120,070円（同22.5%増、21,016円増）⇒直近2021/9 上期末では141,086円（同17.5%増、22,028円増）の上昇となった（図表7）。

直近ではアドエビスの全面的なリニューアルに合わせた価格改定効果や顧客の入れ替わりにより、平均単価が上昇した（新規顧客の平均単価は約15万円）。なお、今Q3に入っても、ストックの平均単価は上昇傾向にあると推測される。

【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、図表8は、決算説明資料、有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆アドエビスのアクティブアカウント数は、コロナの影響があり漸減傾向。今後は解約率の引き下げが課題。

#### <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、価格改定による解約があり減少傾向に転じた(図表 8)。2020/9 期 Q2 に ADPLAN 事業の譲受により一時的に増加したが、その後、再び減少傾向をたどっている。新型コロナの影響もあり、アカウント数(アドエビスと旧 ADPLAN の合計値のみ公表)は、今 Q1 では 1,413 件(直前の Q4 : 1,451 件、同比 38 件減、2.6%減)、Q2 では 1,363 件(Q1 比 50 件減、3.5%減)と 4 四半期連続で漸減となっている。解約率は、月 2~3%で横ばいである。

- ◆アドエビスのアカウント数の減少を平均単価の上昇でカバー。アドエビスの売上高(金額ベース)では、2 桁成長を維持してきたがやや鈍化。

#### <売上金額>

単価の上昇がアカウント数の減少を十分に補い、アドエビスの売上金額は、每期、前年同期比で 2 桁の増収を継続してきたが、最近はやや鈍化してきている。

但し、国内における圧倒的なポジションを背景に価格支配力が強まっていると考えられ、高単価の新規顧客の増加に加えて、新たな機能・サービスの追加、製品のアップセル・クロスセルにより、今後も単価の継続的な上昇が見込まれる。一方、アクティブ会員数の漸減トレンドが、いつ反転するかについては注目していきたい。

- ◆「アドエビス」は、国内首位。ADPLAN の買収により圧倒的なシェアを持つ。

#### <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、国内シェア首位を獲得している。しかも、同社によれば年々シェアをアップし、ADPLAN の事業譲受により 2019 年度には圧倒的なシェアを握った。2020 年度もこれを維持していると思われる。

- ◆広告代理店向けビジネスの 3 事業を強化。

#### (2) 広告代理店向けビジネス

広告代理店向けビジネスは、以下の 3 事業で構成されている。今上期の合計売上高は 102 百万円で、マーケティング PF 事業の売上高の 8%である(3 事業別の売上高は開示されていない)。

- ◆アドレポは、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。

#### (2) ①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 期初から同グループでフルに事業展開を行っている。

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。

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。上期の売上高は84百万円前後で、マーケティングPF売上高の約7%を占める。

## (2) ②アドナレッジ

- ◆アドナレッジは、クラウド案件管理システム。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。サブスクリプションモデルでサービスを提供。

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。一方で、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ことを目的としている。なお、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。

上期の売上高は約5百万円で、マーケティングPF売上高の約0.4%を占める。

## (2) ③アドフープ（旧、広告代理店ご紹介サービス）

- ◆アドフープは、広告主に対し、最適な広告代理店を紹介するサービス。

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。

広告主は無料でサービス提供を受けられが、同社は、マッチングによるアポイントメントの提供により、広告代理店から対価を得る。

なお、2021年1月より、従来の「広告代理店ご紹介サービス」の名称を「アドフープ（ADHOOP）」へ変更した。同サービスは提供開始から利用社数が順調に増加している。3月にはリニューアルを実施し、新規顧客獲得のためのDX推進支援を加速することにより、本格的に事業展開していきたい意向である。

上期の売上高は約8百万円で、マーケティングPF売上高の約0.6%を占める。

- ◆ 株式会社スプーの企業買収や、自社開発製品である eZCX を投入。新サービスビジネスをスタート。

### (3) 新サービス

中長期的に同社の成長ドライバーとして強化していきたい新しいビジネスである。スタートしたばかりで、今上期の売上構成比は1% (13百万円前後) と低い。この中には、買収した株式会社スプーの売上高約10百万円 (2021年1月～3月) が計上されている (株式会社スプー、英文表記 Spoo! inc.以下、スプー社、本社所在地：東京都渋谷区松濤、代表取締役：川崎和哉氏、従業員7名)。

なお、同社は、2020年12月30日付でスプー社を買収し、完全子会社化した (連結対象子会社)。スプー社は、2000年3月に設立され Web メディア・制作事業を営む。取引先は、株式会社 ADK マーケティング・ソリューションズ、 サッポロ不動産開発株式会社などである。

今後、同社はスプー社のクリエイティブ力と人材を活用し、同社の保有するデータとテクノロジーを融合することによって、新たな価値提供と領域拡大、並びに競争力の強化を図る方針である。

なお、スプー社との具体的な事業展開については、現時点で公表されていないため、今後のリリースを待ちたい。

また、5月に、Web サイト における CX (顧客体験) の向上を実現する新サービス「eZCX (イージーシーエックス)」の先行リリース版の提供を開始した (Q3以降、業績に反映される見込み)。年率3割の市場成長が続いている CX 領域において、「eZCX」は“誰でも簡単に使える”をコンセプトにした EC 特化型 CX 向上プラットフォームである。

アドエビスに蓄積されたユーザー行動データをもとにユーザーの気持ちを解析し、適切なタイミングで適切な体験を提供し、新規獲得効率の向上に資するものである。

なお、先行導入企業においては、CVR (コンバージョンレート、成約率) が最大10%改善しており好評で、今後の正式リリースに向けてさらなる機能改善を進めていく予定である。本格的に売上高に貢献するのは、来期以降と思われる。

## ◆ 事業内容の詳細 (Ⅱ) 商流 PF 事業

- ◆ 商流 PF 事業は、イーシーキューブ事業に特化。

商流 PF 事業は、2018/9 期までは①イーシーキューブ (EC-CUBE) と②ソリューション (SOLUTION、撤退済み) の2つで構成されていたが、現在はイーシーキューブ事業のみとなっている (P13-図表9)。

【 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	2019/9期	2020/9期	2020/9上期		2021/9上期		
	単独	単独	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	構成比	連結	全社構成比	
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465	275	253	300	112	9.1%	195	13.3%	
①EC-CUBE	150	207	245	230	219	208	254	253	300	112	9.1%	195	13%	
決済手数料												162	11%	
サブスクリプション												6	0%	
その他												27	2%	
②SOLUTION (DMP)	174	214	232	296	319	257	20	0	0	0	0.0%	0		
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-80	104	22	39	78	4	6.2%	78	43.4%
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%	4.0%	営業構成比↑	39.7%	営業構成比↑	

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、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。

• **イーシーキューブ事業では、EC ウェブサイトを自社で構築し運用できるソフトウェアを提供。**

• **ダウンロード版に加え、クラウド版を投入。**

• **国内シェア 1 位を獲得**

(注 7)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。

① イーシーキューブ

<サービスの概要>

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ソフトウェア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、ウェブサイト製作用パッケージソフトであるオープンソース型のダウンロード版「EC-CUBE (イーシーキューブ)」と、クラウド版の「ec-cube.co (イーシーキューブシーオー)」を提供する。

低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴をもち、国内シェア 1 位を獲得。現在、スタンダードプラットフォームとなっている。

「EC-CUBE」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注 7 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。

一方、現在、「ec-cube.co」は、アドエビスと同じように月額課金によるサブスクリプション収入がメインであるが (商流 PF 売上高の 3%)、将来的には「EC-CUBE」と同様に、決済手数料収入の拡大を目指している。

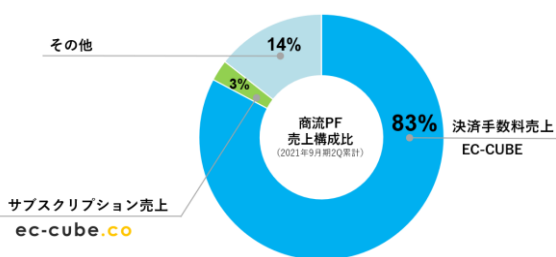
<売上高構成>

上期の売上高構成比は、図表 10 の通りであるが、決済手数料売上高 (「EC-CUBE」における決済プラグイン利用による、決済代行パートナー企業からのマージン収入) が同 PF 事業の 83% を占める。

<事業展開>

オリコが、同社からイーキューブ社の 10% の株式を買い取り、資本・業務提携した。今後は、オリコの顧客ネットワーク (加盟店 83 万店の EC 化の支援の推進) と営業力を活用し、クラウド型の「ec-cube.co」の拡販を図りたい意向である。

【 図表 10 】 商流 PF 事業の事業別の売上高構成 (単位：%、百万円)



(出所) 決算説明資料によりアルファ・ウイン調査部が作成

• **オリコと資本業務提携。クラウドに注力。決済手数料収入の引き上げが目的。**

### 3. 株主構成

#### ◆ 上位株主構成

2021年3月末時点での大株主は、図表11の通り。以下はその補足である。上位大株主の顔ぶれは、大きくは変わっていない。

◆ 大株主の上位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。

◆ 複数の国内株式投資信託が投資。

◆ 自社株保有比率は1%弱。

・なお、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」が、2020年12月18日基準で103,500株（ファンド運用金額の1.37%を組み入れ、以下同様）、また、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）」が2021年2月24日基準で100,000株（同0.46%）、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」が2020年12月18日基準で49,900株（同0.96%）の同社株を保有している。

・また、元役員が徐々に持ち株の売却を進め、代わりに証券会社が買い増している。第4位株主の楽天証券、第9位のJPモルガン証券、第10位のSBI証券各社の保有目的は不明ながら、顧客関連のポジションと推測される。

・なお、2021年3月末では53,941株の自社株を保有している（発行済株式数の0.85%に相当）。将来的に、自己株式をM&Aや提携戦略、役職員に対する株式報酬として活用する意向である。

【図表11】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9月末	2019年9月末	2020年9月末	2021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	2,822	2,825	2,827	44.73	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	701	11.09	2
又座 加奈子氏 (元取締役専務執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	5.21	3
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	219	3.47	4
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	—	—	—	—	—	221	193	3.05	5
株式会社日本カストディ銀行 (証券投資信託口)	—	—	—	—	—	169	88	1.38	6
イルグルム従業員持株会	76	39	48	69	68	71	67	1.06	7
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	0.94	8
JPモルガン証券株式会社	—	—	—	—	—	—	53	0.83	9
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	37	0.57	10
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	—	86	—	—	—
auカブコム証券株式会社	—	—	—	—	—	62	—	—	—
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	—	—	—	—	—	58	—	—	—
(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	—	—	—	—	—	—
(旧)資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	—	—	—	—
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	—	—	—	—	—
高島 昌子氏	—	—	—	29	—	—	—	—	—
和出 憲一郎氏 (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	—	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：千株)	0	0	0.045	0.983	81	64	54	—	—
(自己株式比率：%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.85%	—	—

(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。赤字はイルグルムの現・元役員、持株会、自社の関係者を示す。

## 4. 成長の軌跡

### ◆ 過去の業績推移

- 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。

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

- 2016/9 期以降は、利益よりも将来の成長を加速することを優先し、事業再編と先行投資を実施。2018/9 期には赤字を計上。

- 2019/9 期は大幅増収により、営業・経常利益とも黒字に転換。2020/9 期は、同利益は前期の 3 倍、最終黒字を計上し V 字回復。

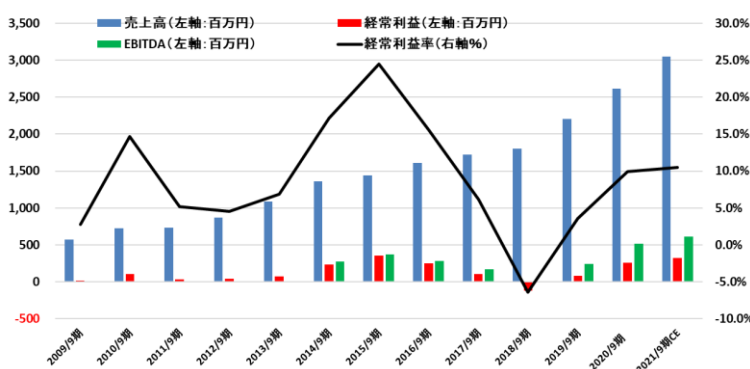
2010/9 期～2013/9 期は単独決算であり 4 期連続で増収、さらに連結決算がスタートした 2014/9 期以来も、2020/9 期に至るまでの 6 期間、売上高は毎期最高値を更新している（開示資料の範囲内で少なくとも 10 期連続で売上高を更新中）。この間、売上高は 7.3 億円から 26.2 億円へと 3.6 倍に増加した。マーケティング PF のアドエビスが急速に拡大したことに加え、商流 PF の EC-CUBE とソリューションが安定成長したことが背景にある。

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進め、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（図表 12）。

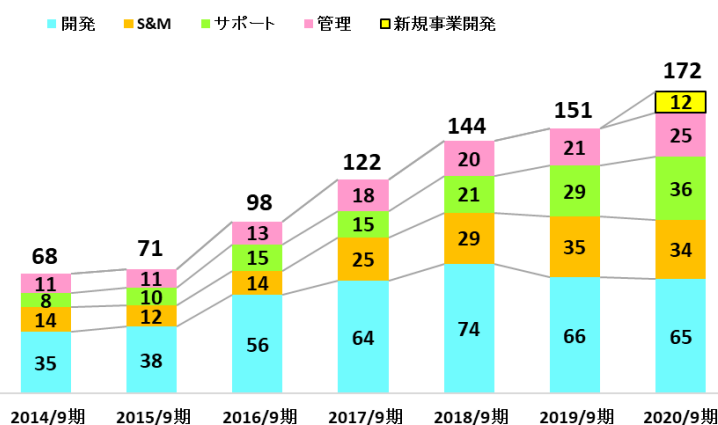
2018/9 期には開発・営業などの人員の増強（図表 13）を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字（当期純損失△88 百万円）に転落した。

2019/9 期に、マーケティング PF において、主力のアドエビスが牽引し 2 割増収となり、営業・経常利益ともに通期で黒字化した。続く 2020/9 期も連続増収とコスト改善が進み、営業・経常利益は前期の 3 倍に拡大、最終利益も 3 期ぶりに黒字化し、V 字回復が鮮明となった。

【図表 12】 過去の業績推移と会社今期予想  
(単位：百万円、%)



【図表 13】 人員推移 (単位：人)



(出所) 図表 12 および 13 は、有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・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、CE は会社予想

## 5. 業界環境

### ◆ 日本の広告市場の動向

#### <総広告費>

- ◆ 新型コロナの影響で日本の総広告費は、前年比2桁の減少。

2020年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は、前年比で11.2%減少し約6.2兆円となった。新型コロナの影響で緊急事態宣言が発出され、人流の制限、経済への悪影響が大きく、広告市場もその余波を受けた。マイナス成長は、2011年の東日本大震災以来、9年ぶりとなった。

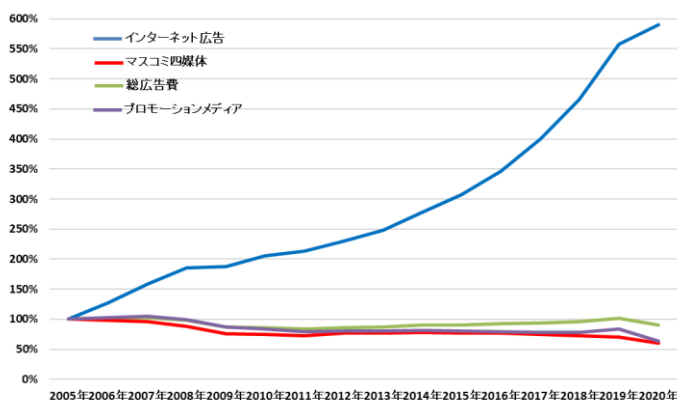
#### <インターネット広告市場>

- ◆ インターネット広告費市場は、2005年から2020年の15年間に5.9倍に増加。年間単純平均成長率は、12.8%。

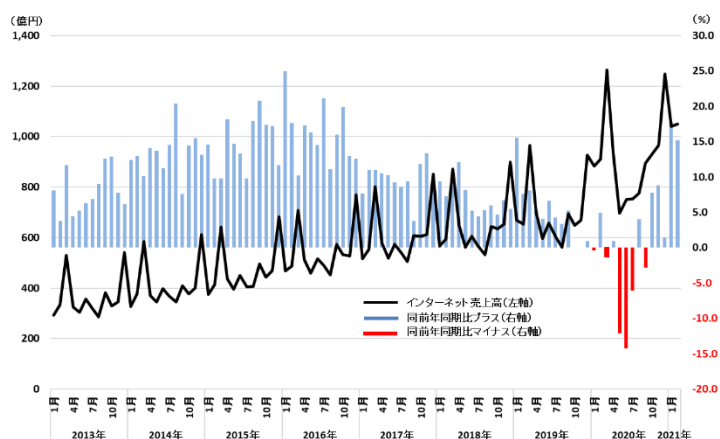
総広告費が大きく減少する一方、コロナ禍の巣ごもり消費によりEC市場は活況で、インターネット広告費は前年比5.9%のプラス成長となった。インターネット広告は、2005年の広告費を基準（100）とすると2020年には5.9倍（年間単純平均成長率12.8%）と大幅に拡大している（図表14）。

インターネット広告費（媒体費と制作費の合計）は、約2.2兆円と総広告費のうち約36%を占め、その構成比率は毎年数%ずつ着実に上昇して来ている、マスコミ4媒体広告（新聞、雑誌、ラジオ、テレビ）に匹敵し、その中でも主要媒体であるテレビメディアの27%を上回り最大の媒体となった。（出所：電通「2020年日本の広告費」）

【図表14】媒体別広告費の推移（指数化：2005年=100）



【図表15】インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所）図表14：株式会社電通「2020年日本の広告費」（毎年2月に発表）よりアルファ・ウイン調査部が作成、

図表15：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

#### <最近の状況>

- ◆ コロナ禍でもインターネット広告市場は、プラス成長に転換。コロナの収束後は、再度、安定的な二桁成長が予想される。

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、2020年初頭より前年同月比でマイナス基調が続いていたが、最近ではプラスに転じている（図表15）。新型コロナウイルス感染症の第3波の影響により、総広告費は抑制されていると推測されるが、引き続き巣ごもり消費が旺盛で

EC が活況なため、インターネット広告市場も堅調に推移していると推測される。コロナが収束後は、技術進歩とともにインターネットの利用の拡大が一層見込まれ、同広告費は再び年率二桁の高成長が予想される。従って、インターネット広告効果計測や活用、EC 関連市場の拡大など、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。

◆ 広告効果測定ツールでは、サービス価格帯が類似する大手競合会社は不在。

(注 8) 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 9) 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・高機能であるが、価格が高め。

◆ 同業類似会社

同社の同業の類似会社として、直接の比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。

< 広告効果測定ツール >

アドエビスに関しては、上場会社のオプト HD グループが提供していた ADPLAN が競合製品であったが、同社が事業を買収したため、サービス価格帯が類似する大手競合会社は不在となった。

同様に広告効果測定・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 注 8 や Adobe Analytics 注 9、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く、圧倒的なシェアを握る業界ナンバーワンとなっている。

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。

< EC プラットフォーム (EC サイト構築パッケージソフト) >

「EC-CUBE」は、ネットショップ動向調査で高い評価を得ている (月商 10 百万円以上で利用されているカートシステム利用者数国内 No.1)。EC プラットフォームにおいて、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

現在、同分野は競合が激しいため、同社は上位顧客層をターゲットとし、投資を増やすことによって、製品の競争力、並びに開発環境等のサポートの強化を図りたい考えである。

◆ EC ウェブサイトの構築オープンプラットフォーム (月商 10 百万円以上で利用されているカートシステム) では、トップシェアながら、ライバルが多く競合は激しい。

◆ 同社のターゲットは、上位顧客層。競争力強化のために投資に注力。

## 6. トピックス

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対応

#### <対応策>

- ◆ 同社は、全従業員を対象に在宅勤務を実施。

全従業員の在宅勤務環境を整備し、営業・カスタマーサクセス・カスタマーサポート・開発・管理等ほぼすべての事業活動をオンラインで継続している。業務の性質上、テレワークとは親和性が高く、これまで業務は円滑に遂行されてきており問題はない。同社は、現在のような状況下でも持続的成長が可能であると考えている。

#### <影響>

- ◆ 新型コロナの影響は、軽微にとどまる。

上半期決算は順調に推移し、新型コロナウイルス感染症による大きな影響は全く感じられない。旅行・飲食・娯楽・人材派遣・ブライダル関連の顧客が新型コロナの影響を受け、一部の顧客からアドエビスの解約があった。一方、巣ごもり消費が活発で、EC 業界・SaaS ビジネス関連の顧客からの契約の増加が、ほぼカバーした。

- ◆ 旅行・飲食のサービス業界等の一部の顧客が、新型コロナの影響を受けアドエビスを解約。一方、巣ごもり消費が活発で EC ビジネス関連の顧客からの契約は好調、ほぼ相殺。

なお、主力製品であるアドエビスは、広告効果測定によるコスト最適化を図るためのツールであり、コロナ禍の中で EC への消費シフトが進み、広告訴求効果の効率性が強く求められる現況では、むしろビジネスチャンスとも考えられる。

### ◆ 個人情報保護の規制強化による影響と同社の対応

#### <対応策>

(注 10)規制強化：プライバシー保護の強化から、EU では、GDPR(一般データ保護規則)が施行。

世界的な個人情報保護を求める規制強化<sup>注10</sup>が行われ、日本においても個人情報保護法が強化された。また、Apple と Google との提供するブラウザー<sup>注11</sup>において、Web サイトを跨ぎ閲覧履歴をトラッキング<sup>注12</sup>できる 3rd party Cookie (サードパーティクッキー：ユーザーが訪問している Web サイトのドメイン以外から発行されている Cookie) の規制を、それぞれ順次実行、あるいは実行予定であり、これによる広告測定が難しくなってきた。

(注 11)Apple 社の「Safari」にはトラッキング防止機能が追加され、Google 社の「Chrome」も 2022 年を目途に 3rd party Cookie の利用を廃止予定。

(注 12)トラッキング：インターネット上で Web サイトの訪問者やオンラインサービスの利用者を識別し、訪問やサイト内での行動履歴を記録し追跡すること。

同社はこれらに対応し、アドエビスにおいて、顧客の委託による 1st party Cookie<sup>注13</sup>を活用した計測法の提供を既に開始しており、提供開始からの導入企業は 700 社前後に達した模様である。問題となっている 3rd party Cookie を利用せずに、ユーザーのプライバシーに配慮しながら、精度の高い広告効果測定が可能な計測方法である。

(注 13)1st party Cookie：ユーザーが訪問している Web サイトのドメインから直接発行されている Cookie。

#### <影響>

個人情報保護の規制強化に対応できない一般企業、または同業他社は多いと考えられる。同社は広告効果測定を専業とし、技術開発力や対応力が高いため、今後、同分野における相対的な優位性は高まるものと当部では推察している。

## 7. 今上期の業績と通期の見通し

### ◆ 2021/9 期第 2 四半期(上期)決算の実績

#### <概要>

- ◆ 上期売上高・利益は、過去最高を更新。

2021/9 期第 2 四半期連結決算 (2020 年 10 月～2021 年 3 月) は、上期売上高が前年同期比 18.7%増加の 1,466 百万円、営業利益が同 150.3%増加の 178 百万円と大幅な増収増益となった (図表 16)。営業外損益、並びに特別損益に大きな計上項目はなく、最終利益は同 155.6%増の 116 百万円となった。上期決算では、過去最高売上高と同利益を更新した。

#### <上期の進捗率>

- ◆ 上期利益は想定を上回った模様。

通期見通しに対する上期の進捗率は、売上高が 48.9% (前年同期は 45.7%)、営業利益では 53.9% (同 35.7%) となった。なお、上期の業績予想は非公表であるが、営業利益は想定を上回った模様である。

#### <事業別の業績動向>

- ◆ アドエビスの単価上昇が、マーケティング PF の大幅増益に貢献。

事業別では、マーケティング PF 事業の売上高が、前上期の 1,122 百万円から今上期には 1,271 百万円へと 13.2%増加した。一方、同セグメント (営業) 利益は、67 百万円から 101 百万円へ 51.0%増と大きく伸長した。

- ◆ 過去の M&A や新規のビジネスも業績に寄与。

これは、主にコア事業のアドエビスの平均単価の上昇によってもたらされている (P9 図表 7 および 8 を参照)。事業譲受により 2020 年 1 月から取り込んだ ADPLAN 事業もフルに寄与し貢献した (前期にはなかった Q1: 10-12 月分の売上高が、今期は計上されプラス)。

他にも金額的なインパクトは小さいものの、買収 (スーパ社の 3 ヶ月分の売上高) や新ビジネスのスタート (アドナレッジとアドホープの各 6 ヶ月分の売上高が前年同期比ではオン) が、業績に寄与している。

【図表 16】四半期・上期の業績比較

Q1(10-12月)、Q2(1-3月)、Q2累計(10-3月) (単位:百万円、%)	2020/9期		2021/9期		2020/9期	2021/9期	2021/9期Q2累計YOY	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q2累計	Q2累計	増減幅	変化率/幅
売上高合計	585	650	722	744	1,235	1,466	231	18.7%
マーケティングプラットフォーム	524	599	622	649	1,123	1,271	148	13.2%
商流プラットフォーム	62	51	100	95	112	195	83	73.8%
粗利	407	432	505	496	839	1,002	163	19.4%
粗利率	69.5%	66.5%	70.0%	66.7%	67.9%	68.3%		0.4%
販売管理費	382	388	411	412	767	823	55	7.2%
販売管理費比率	65.2%	59.3%	56.9%	55.4%	62.1%	56.1%		-6.0%
営業(セグメント)利益	25	47	95	84	71	179	107	150.3%
マーケティングプラットフォーム	16	51	48	53	67	101	34	51.0%
商流プラットフォーム	9	-4	47	31	4	78	73	1643.3%
営業利益率	4.2%	7.2%	13.1%	11.3%	5.8%	12.2%		6.4%
マーケティングプラットフォーム	3.0%	8.5%	7.7%	8.2%	6.0%	8.0%		2.0%
商流プラットフォーム	14.5%	-8.8%	46.5%	32.6%	4.0%	39.7%		35.8%
経常利益	25	46	95	82	71	177	107	151.0%
当期利益	19	27	62	55	46	117	71	155.7%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 限界利益率が高い商流プラットフォーム事業の利益は、増収に伴い前年比 17 倍。

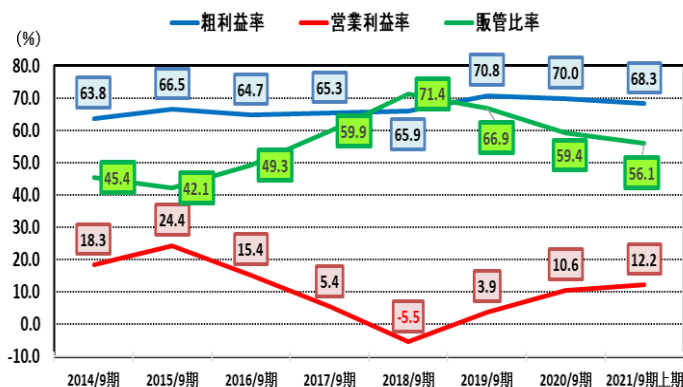
一方、もう一つの事業である商流 PF 事業は、EC 取引が活況であったため、売上高は前上期の 112 百万円から今上期には 195 百万円へと 73.8%増と大きく伸びた。限界利益率が高いビジネスモデルであるため、セグメント（営業）利益も 4 百万円から 78 百万円へ、1,643.3%増と急拡大した。

- ◆ 販管費率が低下し、営業利益率は大幅に改善。

<利益率と損益の動向、>

粗利率は前上期の 67.9%から、今上期は 68.3%へと僅かに改善した（図表 17）。さらに、販管費は増収率(+18.7%)を大きく下回る+7.2%の伸びにとどまり、売上高販管費比率が、同順に 62.1%から 56.1%へと 6.0 ポイント低下した。この結果、上期の営業利益率は、5.8%から 12.2%へと、6.4 ポイント改善した。

【 図表 17 】 販管費率と利益率の推移（単位：%）



(出所) 決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 増収効果とコストコントロールで増益。両 PF とも寄与。

<上期の増減益要因分析>

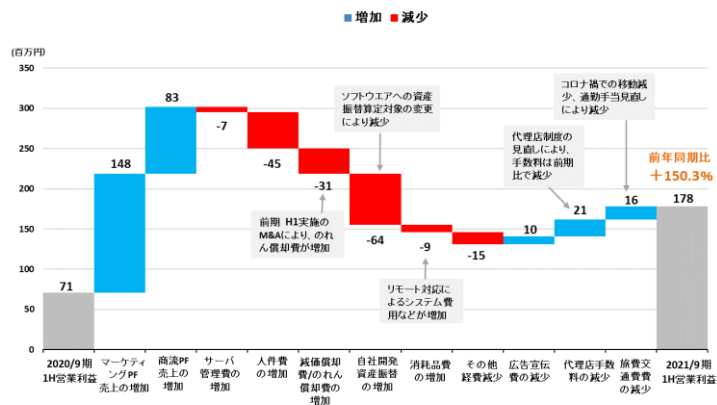
上期の増減益要因分析は、P21 の図表 18 の通りである。マーケティング PF 事業の増収（前年同期比 148 百万円増）と商流 PF 事業の増収（同 83 百万円増）のいずれも、増益に大きく寄与している

コスト面では、自社開発資産の振替額の減少 64 百万円（⇒期間費用計上額の増加）、減価償却費・のれん償却費 31 百万円、並びに人件費 45 百万円の増加が、主な減益要因である。

のれん償却費の増加は、ADPLAN 事業等の買収に伴うもので、人件費の増加も新事業向けの人員増強など、いずれも前向きな先行投資によるものである。

一方、代理店制度の見直しによる代理店手数料の減少 21 百万円、コロナ禍での旅費交通費の削減 16 百万円、広告宣伝費の削減 10 百万円がコスト面での増益要因である。

【図表18】2021/9 上期の営業利益の変動要因 (前年同期比)



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

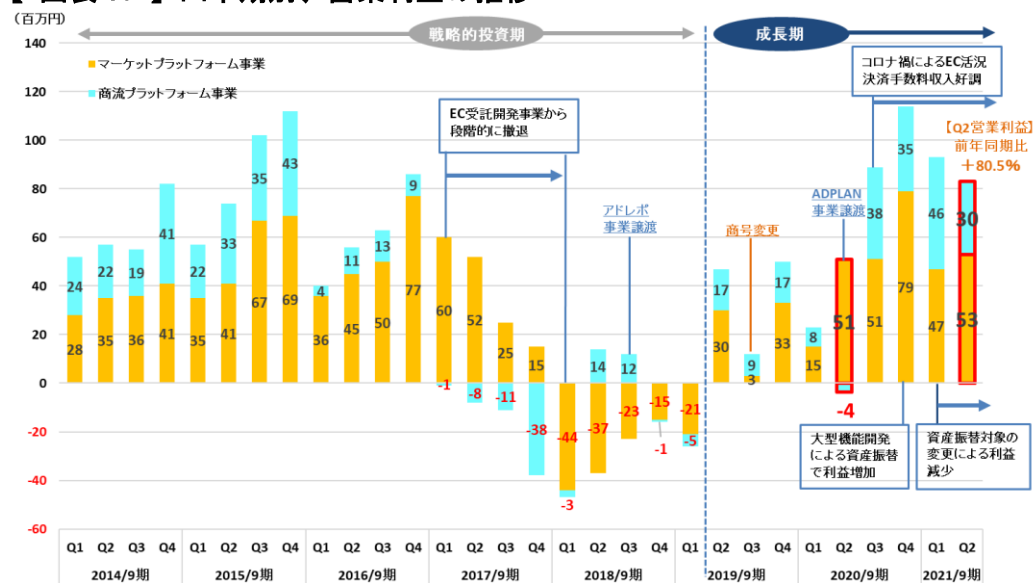
<四半期ベースの業績推移>

- ◆ Q1, Q2とも、それぞれ過去最高売上高と最高益を更新。
- ◆ 7 四半期ぶりに営業損益が黒字化して以降、9 四半期連続で営業黒字を維持。
- ◆ 収益を重視した成長に方針転換。事業再編と定額課金へのビジネスモデルの転換が奏功

今期第1 四半期 (Q1)、第2 四半期 (Q2) とも前年同期比で2桁の増収となり、それぞれ過去最高売上高と利益を更新した。

また、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると (図表 19)、2017/9 期の Q4 (2017 年 7~9 月) から 2019/9 期の Q1 (2019 年 10~12 月) にかけて赤字であったが、同 Q2 に 7 四半期ぶりに黒字化し、以降、2021/9 期 Q2 (2021 年 1~3 月) まで 9 四半期連続で営業黒字を維持している。これは、アドエビスによる増収効果と、不採算事業からの撤退、イーシーキューブの収益改善、有望事業の買収、従量課金体系から定額課金へのビジネスモデルの転換、コストコントロールなどによる粗利率や販管比率の改善が背景にある。

【図表19】四半期別、営業利益の推移



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

<半期別キャッシュフローの推移>

- ◆FCFは、2四半期連続でプラスを維持。

なお、半期ベースでは、積極的な投資を継続していたことから、フリーキャッシュフロー（FCF）はマイナスであったが、増益と投資一巡によりプラスに転じた（図表 20）。

【図表 20】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		2021/9
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-388	-158	-409	-101	-35
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	162	-262	391	-56	-1
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	206
現金及び預金(BS上)	666	787	738	762	764	681	780	1,194	924	774	847	1,119	1,342

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 2021/9 期(通期)業績の同社予想

<通期予想>

- ◆今期の業績予想は、据え置き。通期最高売上高の更新と、二桁増益を計画。

同社は、通期の業績について、売上高 3,000 百万円（前期比+14.6%増）、営業利益 330 百万円（同+19.2%増）、経常利益 320 百万円（同+22.5%増）、当期純利益 210 百万円（同+14.5%増）と 2 桁の増収、並びに増益を計画しており変更はない。売上高は 12 期連続増収、一方、各利益は過去最高益の更新には至らないものの、これに近い水準まで達する見込みである。

<足元の状況（月次売上の状況）>

また、既述したように、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、コロナウイルス感染症拡大による業績への影響は軽微にとどまっている。

- ◆下期の初月である 4 月次売上高も好調を継続。コロナの影響は軽微。

P23-図表 21 は、同社より公表されている近年の月次別売上高の推移である。下期に入って初月となる 4 月単月の全社売上高は、249 百万円、前年同月比で 15.0%の増収と二桁の伸び率を持続した。新型コロナウイルス感染症に伴う再度の非常事態宣言により、経済活動が停滞しているが、同社のファンダメンタルズは引き続き堅調である。

事業別にみると、主力のマーケティング PF 事業の 4 月の売上高は、前年同月比 8.3%の増収とやや鈍化している。一方、商流 PF 事業の 4 月の売上高は、同 86.2%増と大幅な増収となった。

今期、2020 年 10 月から 2021 年 4 月までの累計では、全社売上高（月次売上高の速報値累計金額）は 1,716 百万円、前年同期比 18.2%の増収となっている。これは、通期の会社前提である増収率 14.6%増を上回っている。

また、前年同期の売上高は 1,452 百万円であり、通期の売上高実績に対する進捗率は 55.4%であった。今期の同期間の進捗率は、通期会社計画に対し 57.2%と、これをやや上回っている。

【 図表 21 】 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%）

暦年 年度	2020			2021				今期累計 (2020/10月 ~2021/4月)
	2021/9期							
月次売上高	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	
マーケティング プラットフォーム	203,942	205,256	212,307	206,412	216,511	226,457	214,535	1,485,420
	121.8	118.5	116.0	102.8	109.8	112.7	108.3	112.5
商流 プラットフォーム	35,699	36,386	28,356	39,511	29,247	26,297	34,582	230,078
	136.4	206.7	157.4	151.4	181.4	311.2	186.2	175.7
全社	239,641	241,642	240,664	245,924	245,758	252,755	249,118	1,715,502
	123.8	126.6	119.7	108.4	115.2	120.7	115.0	118.2

(出所) 同社の HP の月次発表資料より、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。

<下期の方針>

今期の経営方針は、「中期経営方針『VISION2023』の初年度として、既存サービスの成長加速に注力すると共に新たな成長ドライバーの創出に取り組む」としている。

下期は、コストコントロールを継続しながらも、競争力を強化すべき分野や成長領域にリソースを割き、新事業開発にも積極的に投資を行う方針である。

<下期の計画>

通期予想から上期実績を差し引いた、下期の会社予想は、売上高 1,534 百万円（前年同期比 10.9%増）、営業利益 151 百万円（同 26.4%減）、経常利益 143 百万円（同 25.1%減）、当期純利益 93 百万円（同 32.4%減）となる。

今上期と比較すると、今下期は 4.6%の増収、15.4%の営業減益を想定している（上期比で 67 百万円の増収に対し、28 百万円の減益予想）。また、営業利益率では、前年上期 5.8%、同下期 14.9%、今上期 12.2%から、今下期には 9.9%まで悪化すると同社は見込んでいる。

これは上述したように、下期に既存ビジネスの強化、新ビジネスの展開、将来の成長に向けた先行投資を行うため、粗利率の悪化や販管費率の上昇を想定しているためと思われる。

- ◆ 同社は、今下期、前年同期比 10.9%の増収、26.4%の営業大幅減益を予想。
- ◆ 上期比では、増収減益を予想。
- ◆ 下期は、新規事業開発を中心に積極的に投資を行い、営業利益率はやや悪化する想定。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2021/9 期(通期)業績予想

<今期予想の修正>

- ◆ 当調査部では、今通期の利益予想を、上方修正。会社前提は保守的と思われる。

当調査部では、今通期の売上高・利益の会社計画の達成確度は高いと判断している。上期の実績、足元の状況、同社への取材を踏まえ、通期の予想利益を上方修正した(図表 22)。理由は、以下の通り。

- ① 上期は好決算で、利益は会社計画を上回っていると思われる。営業利益の進捗率は 53.9%と高い。
- ② これに加え、4 月の全社売上高も 15%増と堅調に推移している。
- ③ 下期の利益額・利益率の前提は、前下期や今上期と比較すると、保守的であると考えられる。

- ◆ アドエビスの通期前提は、アカウント数を引き下げる一方、単価を引き上げ。

アドエビスのアクティブアカウント数は、当調査部の想定よりも低く推移しており、年度平均の前提を引き下げた。一方、平均単価は逆に想定を上回り引き上げた。また、代理店向けビジネスと新ビジネスの売上高予想を上方修正したためほぼ相殺され、マーケティング PF の売上高は僅かな下方修正に止めた(前回予想 2,630 百万円⇒今回予想 2,550 百万円、以下同順)。

- ◆ 商流 PF の売上高は絶好調。

これに対し、商流 PF は非常に好調であり、売上高を上方修正した(370 百万⇒450 百万円)。また、コストコントロールも目標レンジの範囲内で継続的に行われており、利益の未達懸念は少ない。

- ◆ 業績予想にあたり、下期に大きな M&A は発生しないと想定。

以上から、当調査部では、通期の売上高は従来予想(3,000 百万円)のままとし、一方で営業利益を 20 百万円、従来予想から上方修正した(旧予想：330 百万円⇒同新予想：350 百万円)。これに連動し経常利益、当期利益予想も引き上げた。

不透明要素は、企業や事業買収に伴う売上高や諸コストだが、今下期は新たに大きな M&A は発生しないと想定した。

【図表 22】アルファ・ウイン調査部の今期修正予想、及び中期業績予想

(百万円)	2018/9期実績	2019/9期実績	2020/9期OE	2020/9期E	2020/9期実績	2021/9期OE	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	3,000	3,000	3,380	3,680
マーケティングPF	1,530	1,951		2,400	2,318		2,550	2,880	3,310
商流PF	274	253		250	301		450	500	550
売上高総利益	1,190	1,561		1,830	1,832		2,080	2,380	2,750
売上高総利益率	65.9%	70.8%		69.1%	70.0%		69.3%	70.2%	71.2%
販管費及び一般管理費	1,289	1,478		1,830	1,555		1,730	2,000	2,270
対売上高比	71.4%	68.9%		61.6%	59.4%		57.7%	59.0%	58.9%
営業利益	-99	85	200	200	276	330	350	400	480
対売上高比	-6.5%	3.9%	7.4%	7.5%	10.5%	11.0%	11.7%	11.8%	12.4%
経常利益	-115	79	190	190	261	320	340	390	470
対売上高比	-6.4%	3.6%	7.0%	7.2%	10.0%	10.7%	11.3%	11.5%	12.2%
当期純利益	-89	-35	130	130	183	210	225	265	320
対売上高比	-4.9%	-1.6%	4.8%	4.9%	7.0%	7.0%	7.5%	7.8%	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	1,478	1,488		1,500	1,475		1,350	1,380	1,400
同変化率		0.7%		0.8%	-0.7%		-8.5%	0.7%	2.8%
アドエビス 平均単価(円)	78,898	98,517		125,000	120,829		142,000	155,000	165,000
同変化率		24.8%		26.9%	22.4%		17.7%	9.2%	6.5%
売上高(前期比増率、以下同様)	5.0%	22.1%		20.2%	18.8%		14.6%	13.0%	13.9%
マーケティングPF	21.9%	27.5%		23.0%	18.8%		10.0%	13.3%	14.5%
商流PF	-41.1%	-7.6%		-1.3%	18.8%		49.6%	11.1%	10.0%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%	4.9%		-1.7%	-0.8%		-0.6%	0.9%	1.0%
販管費及び一般管理費(増率)	25.1%	14.5%		10.5%	5.4%		11.3%	15.6%	13.5%
営業利益(増率)	赤字化	黒字化		135.5%	225.0%		26.8%	14.3%	20.0%
経常利益(増率)	赤字化	黒字化		140.4%	230.3%		30.3%	14.7%	20.5%
当期純利益(増率)	赤字化	赤字増小		黒字化	黒字化		23.0%	17.8%	20.8%

(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提は年度の平均値のため、会社発表基準(各四半期の最終月末の平均値)とは異なる。また、実績値は各四半期末の数値の単純平均。

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。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。

## 8. 成長戦略

### ◆ 同社の中長期経営計画と戦略

#### < 中期経営計画 >

- ◆ MXP 戦略を推進し、顧客の DX を支援。

同社は、MXP 戦略 (Marketing Transformation Platform) と名づけた方針を打ち出し、国内企業のマーケティング DX を支援するプラットフォームビジネスに、自社の事業を進化させたい考えである。

- ◆ 既存ビジネスに加え、広告代理店向けサービス、新サービスを拡大。

MXP 戦略では、マーケティング PF 事業を、3 区分し各領域 (既存ビジネス、広告代理店向けサービス、新サービス) で事業拡大を図る (図表 23)。強みであるデータの計測と分析の既存領域を伸ばすことに加え、これらを活用しながら、独自開発のサービスの投入と M&A により、新サービスを複数展開していく。また、広告代理店ビジネスを加速するため、代理店の DX 推進や業務の効率化を支援する。

- ◆ 平均単価と顧客数を増やす戦略。

なお、各事業領域で、顧客数 (顧客ターゲット) の拡大と、クロスセルやアップセルによる平均単価の上昇の 2 軸で、事業売上高を伸ばす計画である。

【図表 23】 MXP 戦略 (出所) 決算説明資料をアルファ・ウイン調査部が一部修正  
平均単価の向上・顧客数の拡大を目指す

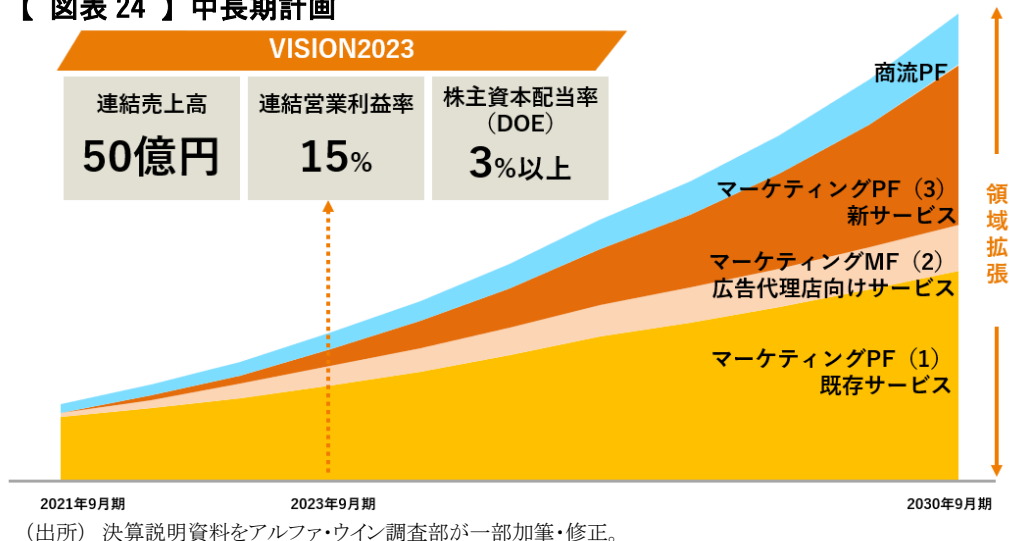


- ◆ 中期目標数値は意欲的。
- ◆ 中計の最終年度となる2023/9期には、売上高50億円、営業利益率15%、DOR3%以上を目指す。

また、同社は、中期経営計画 (VISION2023) を発表しており、最終年度となる2023/9期に、売上高50億円 (今期計画30億円、今期比+66% または20億円の増収)、営業利益率15% (今期計画11%に対し+4%のアップ、今期予想の営業利益330百万円に対し目標営業利益は750百万円以上と420百万円の増益、または127%の増加を想定)、株主資本配当率3%以上 (今期計画2%) との目標を掲げている (P26-図表 24)。

今期計画と比較すると高い目標設定であり、既存のコアビジネスや、注力中の新規ビジネスの成長に加え、新たなプラットフォームビジネスの創出で成長を加速する方針である。

【 図表 24 】 中長期計画



なお、「マーケティングセールス、開発、カスタマーサクセス、その他間接」に、今期より「新事業開発」を加え合計5項目で、主力のマーケティング PF 事業における中期のコスト目標が設定され（売上高に対する各比率）、コントロールされている。コスト管理の結果となる、マーケティング PF における営業利益率のターゲットは、10~20%と設定されているが、今上期では既に 12.1%を達成し、通期見込みも 11%とそのレンジ内に入ってきている。

#### <長期計画>

- ◆中長期的には、マーケティング PF 事業の新サービスの成長寄与を大きく見込む。

今回の決算説明会資料によると長期経営計画の期間が、従来の「2021/9期から2026/9期」から「2021/9期から2030/9期」まで、4年間延長されている（図表24、グラフの右端）。基本的には成長カーブのトレンドは変わらないが、従来と比較しマーケティング PF 事業の新サービスの成長を相対的に大きく見込んでいる。

- ◆目標達成に向け、M&A や提携も視野。M&Aの有無と成否が変動要因。中長期的には、増益を維持しながらトップラインを伸ばしたい意向。今後は ROIC にも注目。

売上高の内訳など具体的な目標数字と手段は、明示されていない。しかし、グラフのスケール（現実的な数値に近いスケールで作成したとの同社のコメント）から類推すると、2030/9期の総売上高は、2023/9期の売上高目標の3倍強の165億円前後（構成比率、マーケティング PF 事業の既存サービス：同広告代理店サービス：同新サービス：商流 PF=45：10：35：10）を想定していると考えられる。

経済状況が平常化すれば、オーガニック・グロースだけではなく、積極的な M&A、提携等を視野に入れ成長を加速すると思われる。

今後は、成長に向けた投資とこれから得られるリターンのバランス、投下資本利益率（ROIC）が、個々の案件に問われよう。

## ◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

### <中期の業績見通し>

同社が注力する「インターネットマーケティング活動における国内企業の DX 市場」の成長ポテンシャルは高い。また、新型コロナウイルスの影響も徐々に緩和され、経済も正常化に向かう前提で、2022/9 期、2023/9 期ともに 2 桁の増収増益が見込まれる。

主力のマーケティング PF 事業では、アドエビスを中心としたアップセル・クロスセルによる単価の上昇が見込まれ、引き続き成長ドライバーになると考えられる。これに加えて同 PF 事業では、中期的に目標設定した各経費率に従いオペレーションを管理し、これまでの施策の効果により、収益の継続的な改善が見込まれる。

現在、既存事業のキャッシュフローが改善し、新規領域や周辺領域にリソースシフトを進める段階にある。今後、新規事業の進展と積極的な M&A や他社との業務提携による成長の加速が予想され、中期的には年率 20%前後の持続的な利益成長が可能であると当調査部では考えている。

当調査部では来期の利益予想のみ引き上げ、来期の売上高、並びに来々期の業績予想は据え置いた (P2-図表 A、P24-図表 22)。

今期予想と同様に、2022/9 期についても、アドエビスのアクティブアカウント数の前提を引き下げ、同売上高を下方修正した。一方で、商流 PF 事業の売上高を上方修正したため売上高は相殺される。商流プラットフォーム事業は、EC 市場の安定した高成長が続く中、オリコとの提携効果や新たな価値創造に向けた次の戦略が期待され、好調に推移するものと考えられる。

新ビジネス等への先行投資負担があるが、コスト削減 (サーバーコスト等) による利益率の改善が見込まれ、営業利益を 380 百万円から 400 百万円に上方修正した。これに伴い経常利益、当期利益の予想も増額した。

来期は 7 期ぶりに最高益更新 (2015/9 期：営業利益 350 百万円、当期利益 230 百万円) を達成する可能性があるかと当調査部では考えている。これに連動して増配も期待される。

また、2023/9 期はアドエビスのアクティブアカウント数のみを下方修正した。但し、同じマーケティング PF 事業の広告代理店向けビジネスの本格的な寄与と、新サービスが立ち上がってくるものと思われ、両事業の売上高予想を増額した。このため、全体の予想数値 (売上高・利益) には変更はない。

◆ 当調査部では、来期以降の中期業績予想を見直した。来期・来々期とも 2 桁の増収増益を見込む。

◆ 中期的には年率 20%の利益成長を予想。

◆ 来期は利益予想のみ上方修正。最高益の更新も視野。来々期は予想を据え置き。

## 9. アナリストの視点

### ◆ 株主還元

同社は、上場後、配当を行っていたが、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。

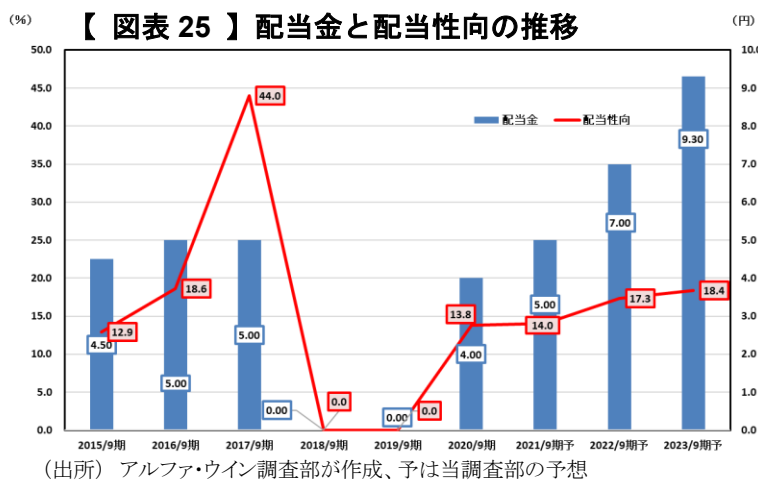
業績の回復に伴い、2020/9 に復配 (4 円/株) し、今期は期初時点では 4.5 円/株への増配を計画していた。しかし、子会社であるイーシーキューブの 10%にあたる株式を売却したことにより株主資本が増加し、これに伴い今期の配当を 5.0 円/株に増額すると発表した (図表 25)。同社は、現在、連結株主資本配当率 (DOE) 2%を、配当の目安としていることによるものである。

◆ 今期は、配当額を上方修正。

◆ 中期的には、DOE を 2% から 3%に引き上げる計画。

なお、2023/9 期には DOE を 3%以上に引き上げる目標を掲げている。加えて、依然成長ステージにあり増益トレンドが予想され、二要素により中期的に増配が見込まれる。

会社による今期配当予想の増額に合わせ、当調査部でも今期の配当予想額を 4.5 円/株から 5 円/株へと引き上げた。また、2022/9 期については、従来 DOE 2%との前提を置いていたが、今回は 2023/9 期の 3%まで段階的に DOE を引き上げるとの仮定を置き、2.5%とした。これにより、従来予想の 5.3 円/株から 7 円/株に配当を増額した。



(注 14) アド・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。

◆ 株価のボラティリティは高い。最近の株価は、小型株全般の調整を受け、やや軟調。

### ◆ 株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター ＜株価の水準と動向＞

同社は、東証マザーズ市場に上場する小型のアド・テクノロジー<sup>注 14</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)。業績が悪化する局面で株価は軟調となったが、収益の回復とともにボトムアウトし、直

近の4年間では、1,000円から2,000円のボックスレンジで推移している。

新型コロナ禍で厳しい経済環境の中、業績は好調で2020年3月以降、株価は上昇してきた。しかし、その反動に加え、大型の景気敏感株が買われる一方、株式需給の悪化により小型成長株全般が軟調となっていることから、年初来では、東証マザーズ、およびTOPIXの各種インデックスを、同社の株はアンダーパフォームしている(図表26)。

【図表26】 年初来(終値ベース)のパフォーマンス比較

	2020年12月30日	2021年5月21日	パフォーマンス
イルグルム	1,628.00	1,255.00	-22.9%
東証マザーズ	1,196.49	1,128.66	-5.7%
TOPIX	1,804.66	1,904.69	5.5%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 今期基準では、バリュエーションに割安感はない。

(注15)PSR: 株価売上高倍率  
=時価総額/売上高

- ◆ PEG や中期業績を考慮すれば、投資を検討できる株価の水準。

- ◆ アドテックおよびEC関連の内需成長株として注目。

#### <バリュエーション>

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28社の規模・事業内容・バリュエーションの概要を比較した(P30-図表27、業績予想は各社の最新発表値)。

今期の業績基準での比較において、同社のバリュエーションには割安感はない(PER 36.9倍、PBR 5.2倍、PSR 2.6倍<sup>注15</sup>、および配当利回り0.4%)。一方、東証一部銘柄の平均値(PER 16.0、PBR 1.3、単純配当利回り1.8%)と比較すると割高であるが、これは同社の中期業績の利益成長期待が、ある程度、株価に反映されているためと考えられる。

PEGでは1.8倍前後(今期予想PER÷当部予想の年間利益成長率=35.2倍÷20%)と2倍を切っており、成長性の視点に基づいて投資を検討できる水準であると思われる(当部業績予想に基づく予想PERは、来期30.5倍、来々期24.8倍)。

#### <今後の注目点>

今後は、月次売上高の推移(前年比)、四半期の動向(増益率、利益率、アドエビスの平均単価とアクティブアカウント数)や今通期の業績の着地、ならびにM&A・提携・新機能の発表、新サービス・商品のローンチと業績への貢献度が、株価に影響を与えると思われる。

中長期的には、インターネット広告市場やEC市場の継続的な拡大が見込め、同社のビジネスの成長余地は大きい。新型コロナ、貿易戦争や為替には直接影響を受けにくい、アドテックおよびEC関連の内需成長株として今後の展開に期待したい。

【図表 27】 類似会社比較 (アドテクノロジー関連企業)

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 (5/21)	
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			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	6,849	20,200	700	3.5	0.33	15.33	1.55	-	427			427	
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	49,350	100,000	12,000	12.0	0.49	-	1.49	-	2,072			2,072	
2481	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	29,849	28,900	2,720	9.4	1.03	15.10	1.46	4.90	388			388	
2491	パルユーコム	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	109,101	32,700	7,400	22.6	3.34	34.08	7.90	1.36	3,165			3,165	
3134	Hamee	携帯アプリ/ECクラウド支援	TSE1	25,067	12,832	1,778	13.9	1.95	19.36	4.13	0.52	1,546			1,546	
3655	ブレインバット	ネットマーケティング・データ解析	TSE1	40,884	7,125	770	10.8	5.74	73.66	9.17	0.00	5,500			5,500	
3688	GARTA HD	アドプラットフォーム	TSE1	44,598	24,500	3,800	15.5	1.82	18.34	1.76	2.88	1,747			1,747	
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計画ツール	TM	7,997	3,000	330	11.0	2.67	37.73	5.28	0.40	1,255			1,255	
3853	アステリア	パッケージソフトウェア	TSE1	14,675	未定	未定	-	-	-	-	2.46	-	839			839
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	369,681	未定	未定	-	-	-	-	47.13	0.09	2,040			2,040
4293	セブティニHD	ネット広告代理店、スマホマーケティング	JQS	65,985	21,500	4,000	18.6	3.07	21.07	3.45	-	475			475	
4395	アクリート	SMS配信サービス	TM	7,630	2,171	373	17.2	3.51	29.64	5.89	0.74	1,354			1,354	
4751	サイバーエージェント	ネット広告代理店・スマホ、ゲーム	TSE1	1,092,326	600,000	60,000	10.0	1.82	43.61	10.90	0.46	2,160			2,160	
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理店、アドプラットフォーム	JQS	8,747	35,500	410	1.2	0.25	29.91	1.52	1.69	522			522	
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	4,466	未定	未定	-	-	-	-	1.43	0.00	891			891
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	4,514	2,224	618	27.8	2.03	14.39	1.98	1.77	566			566	
6081	アライアーキテック	SNS関連のマーケティング支援	TM	13,232	5,190	520	10.1	2.56	-	6.55	0.00	939			939	
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	TM	25,574	27,000	200	0.7	0.95	-	3.77	0.00	1,511			1,511	
6175	ネットマーケティング	成果報酬型の広告代理	TSE1	7,651	14,400	400	2.8	0.53	28.33	2.84	1.16	517			517	
6533	Orochestra HD	企業向けデジタルマーケティング	TSE1	30,158	14,200	870	6.1	2.12	55.84	7.42	0.28	3,080			3,080	
6553	ソウルアウト	企業・中小企業等向けのWebマーケティング	TSE1	17,125	22,600	470	2.1	0.76	-	5.82	-	1,834			1,834	
6562	ジーニー	メディア広告を自動販売、アドテク事業	TM	21,441	13,582	740	4.4	1.58	-	8.08	-	1,188			1,188	
アドテクノロジー関連企業22社(最終利益予想が赤字ではない企業)単純平均				90,759	51,979	5,163	10.6	1.92	31.17	6.43	1.01				1,904.69	
TOPIX (2021/5/21終値)平均									16.04	1.29	1.80				1,904.69	
															(加重 2.02)	
6026	GMO TECH	アプリ導入型広告・検索エンジン最適化	TM	2,430	2,800	-1,000	-35.7	0.87	NA	3.02	0.00	2,208			2,208	
6550	Fringe81	ネット広告代理店、メディア収益化支援	TM	5,249	1,985	-235	-11.8	2.64	NA	18.13	0.00	440			440	

EO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 (5/21)
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			株価
3371	ソフトクリエイトHD	ECサイト構築/パッケージ、法人向け商品販売	TSE1	33,308	19,200	3,550	18.5	1.73	16.07	2.52	1.24	2,418			2,418
4304	EZストア	ECサイト構築、ネット通販支援	JQS	11,322	5,900	1,020	17.3	1.92	-	4.48	1.53	2,097			2,097
4057	インナーファクトリー	クラウドコマースプラットフォーム	TM	8,741	2,121	205	9.7	4.12	63.69	9.47	0.00	2,222			2,222
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	17,193	2,841	632	22.2	6.05	39.73	9.49	0.00	2,284			2,284
EOプラットフォーム関連企業4社(最終利益予想が赤字ではない企業)単純平均				17,639	7,516	1,352	16.9	3.46	39.83	6.49	0.69				2,284
4477	BASE	Eコマースプラットフォーム・オンライン決済	TM	182,878	10,143	-1,181	-11.6	18.03	NA	11.25	0.00	1,866			1,866

(出所) 各社のHPや有価証券報告書、決算短信、決算説明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(5月14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、売上高・営業利益、EPSや配当金予想を非公表の場合には、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。

\*\*\*\*\*

## ディスクレーマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された)最新のレポートは、弊社のホームページ(<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は負いません。

MV20210531-1500

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。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。