

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：2021/12/13

● 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。
- 中堅・大手企業向けにクラウド形式で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（全売上高の約9割）であり、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であるデータを活用し、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（新区分ではグロースに移行予定）。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期には営業損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）以降は収益のV字回復が鮮明となり、11四半期連続で黒字を維持している。新領域への先行投資を吸収し、利益体質が定着している。
- 前期（2021/9期）は売上高2,957百万円（前期比+12.9%）、営業利益365百万円（同+32.0%）、当期利益239百万円（同+30.7%）と高い伸長率を示す好決算となった。主力のマーケティングPF（プラットフォーム）ではアドエビスの単価上昇が寄与し、また商流PFでもEC市場が活況で、いずれも増収増益を達成した。期中に発表した売上高には1.4%ほど届かなかったが、コスト削減が進み各利益は事前予想を上回った。また、少なくとも12年連続で過去最高売上高を更新し、6期振りに過去最高益を更新した。

競争力

- 長年にわたって蓄積されたデータ、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（アドエビスとイーシーキューブ）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、業界内で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、「総合マーケティングDX支援集団」を目指し、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。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。

1/49

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。

・変化の激しい当業界にあって、自社開発に加え企業/事業買収・業務提携も積極的に活用し、グループにおけるシナジー効果により、さらなる製品力・サービス力の強化と業容の拡大を狙う。

今期の業績予想

- ・合理的な業績予想が困難であるとして、過去 6 年間にわたって期初に業績予想を非公表としていたが、今期(2022/9 期)は予想を公表した(上期予想は非公表)。今期は、売上高 3,600 百万円(前期比+21.7%)、営業利益 470 百万円(+28.6%)、当期利益 320 百万円(+33.5%)、配当金 7.5 円(同 2.3 円/株の増配)を同社は見込む。先行投資段階にある広告代理店 DX、並びに新サービスの増収や利益率の改善により、二桁の増収増益を予想している。前期に続き過去最高売上高、及び利益を更新する計画となる。
- ・アルファ・ウイン調査部では前期実績と現況を考慮し、今期以降の 3 期間の業績予想を見直した。今期の売上高を、前回予想と同じ 3,500 百万円(前期比+18.3%、会社計画比△100 百万円)に据え置く一方、営業利益を 400 百万円⇒470 百万円(同+28.6%)、当期利益を 260 百万円⇒320 百万円(同+33.5%)、配当金を 7.0 円/株⇒7.5 円/株へと会社予想値まで引き上げた。

来期以降の中期の業績予想

- ・同社は、現中計の最終年度となる来期(2023/9 期)には、売上高 5,000 百万円(今期会社予想比+38.9%)、営業利益 750 百万円(同+59.6%)、営業利益率 15%(今期予想 13.1%)、と高い目標を掲げている。達成には M&A と新サービス等による拡大を見込んでいる。
- ・当調査部では来期、並びに来々期について、マーケティング PF におけるアドエビスの伸長、新事業の売上高・利益両面での貢献、コスト削減効果の継続、新規の M&A による上乘せ、また、商流 PF においては競合激化の影響があるが製品強化や提携効果を期待し、増収増益と増配を予想した。但し、来期に関しては、M&A や新サービスを含む既存事業のリスクを考慮し、会社予想に対してやや保守的な予想となった。
- ・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、同社の中長期的な売上高成長率は年率 10~20%前後が見込まれる。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(積極的な M&A)をすると予想され、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。

株価水準と今後の注目点

- ・同社は、アドテク関連の内需・小型成長株と認識されている。8 月の Q3 決算発表後は、好調な業績推移や今後の見通し、利益の上方修正・増配を受け TOPIX や東証マザーズ指数をアウトパフォームしている。当調査部の今期予想の PER・PBR・配当利回りを TOPIX と比較すると、現状では同社の株価に割安感はない。但し、類似会社とのバリュエーション比較や、来々期の予想 PER、中長期の期待利益成長率を考慮した PEG レシオでは、投資を検討できる株価水準と考えられる。
- ・サブスクリプション・ビジネスモデルの確立により、収益の V 字回復後も増収増益傾向が鮮明となり、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、新規事業や買収した企業の業績動向、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、解約率に注目したい。

株主還元

- ・2020/9 期には 4.0 円/株に復配し、2021/9 期は 5.2 円/株へと増配した。両期とも期中に配当金を増額修正し、今年 11 月には自社株買いを行うなど株主還元には積極的である。
- ・現中計にて、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。DOE の目標を前期の 2%から今期は 2.5%に引き上げ、さらに来期はこれを 3%以上とする計画であり、かつ増益も見込まれるため連続増配となる可能性が高い。

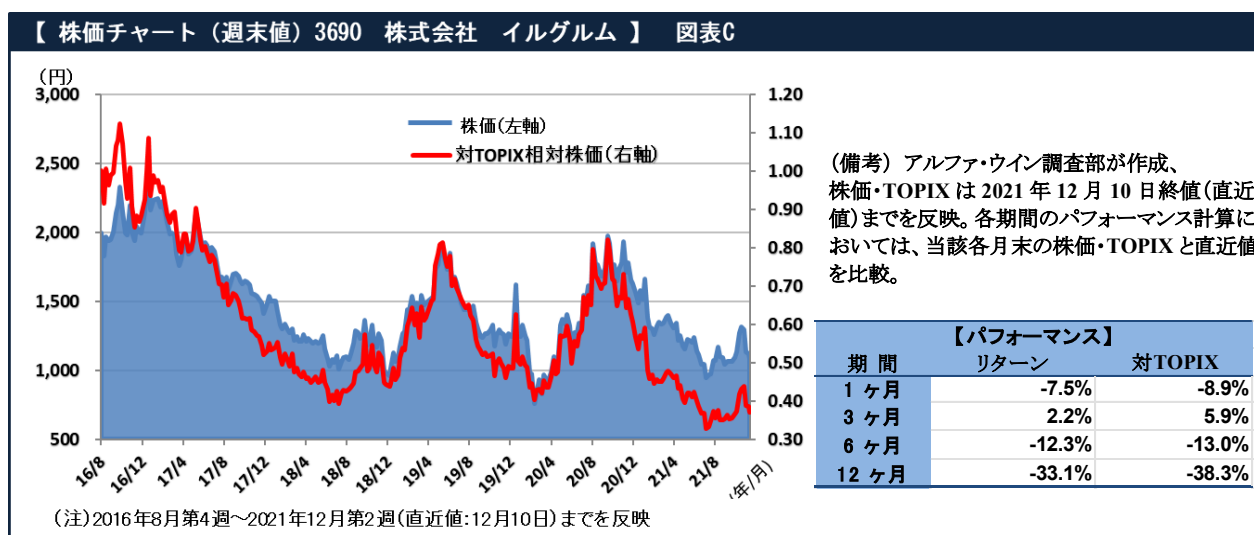
・同社は成長ステージにあるが、株主還元を行いつつ成長投資も継続し、業績の伸長によって株主価値を高めたい意向である。

| 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 | A | 2,957 | 12.9 | 365 | 32.0 | 364 | 39.5 | 239 | 30.7 | 37.96 | 257.52 | 5.20 |
| 2022/9 | CE | 3,600 | 21.7 | 470 | 28.6 | 460 | 26.3 | 320 | 33.5 | 49.98 | | 7.50 |
| 2022/9 | E | 3,500 | 18.3 | 470 | 28.6 | 460 | 26.3 | 320 | 33.5 | 50.68 | 302.98 | 7.50 |
| 2023/9 | 中計CE | 5,000 | 38.9 | 750 | 59.6 | OPM=15% | | | | | | DOE≥3% |
| 2023/9 | E | 4,600 | 31.4 | 650 | 38.3 | 620 | 34.8 | 420 | 31.3 | 66.51 | 361.99 | 10.90 |
| 2024/9 | E | 5,300 | 15.2 | 780 | 20.0 | 750 | 21.0 | 510 | 21.4 | 80.77 | 431.85 | 13.00 |

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

| 項目 | 株価12/10 | 項目 | PER (倍) | PBR (倍) | 配当利回り | 配当性向 |
|-------------|---------|-----------|---------|---------|-------|-------|
| 株価 (円) | 1,089 | 前期実績 | 28.7 | 4.2 | 0.5% | 13.7% |
| 発行済株式数 (千株) | 6,372 | 今期予想 | 21.5 | 3.6 | 0.7% | 14.8% |
| 時価総額 (百万円) | 6,940 | 来期予想 | 16.4 | 3.0 | 1.0% | 16.4% |
| 潜在株式数 (千株) | 0.0 | 前期末自己資本比率 | | 51.8% | 前期ROE | 16.5% |

(備考) 図表 B の予想は、アルファ・ウイン調査部による予想



(注) 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、また、計算過程の処理により、同一項目の数値が会社の公表数値やレポート内で使われている数値等と異なることがある。

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..... | P8 |
| 2. 事業内容とビジネスモデル..... | P9 |
| 独自開発の製品・サービスを提供..... | P9 |
| 事業ポートフォリオの再構築と強化..... | P10 |
| 事業内容の詳細：Ⅰ.マーケティングプラットフォーム事業..... | P11 |
| 事業内容の詳細：Ⅱ.商流プラットフォーム事業..... | P20 |
| サブスクリプションモデル（補足説明）..... | P22 |
| 3. 株主構成..... | P24 |
| 株主所有者別構成の推移..... | P24 |
| 上位株主構成..... | P24 |
| 4. ESG..... | P26 |
| 環境対応（Environment）、社会的責任（Society）、企業統治（Governance）..... | P26 |
| 5. 成長の軌跡..... | P27 |
| 過去の業績推移..... | P27 |
| 6. 業界環境..... | P28 |
| 日本の広告市場の動向..... | P28 |
| 同業類似会社..... | P29 |
| 新型コロナウイルス感染症による影響と同社の対応..... | P30 |
| 個人情報保護の規制強化による影響と同社の対応..... | P30 |
| 7. 前期業績と当社による今期の業績予想、及び中期経営計画..... | P31 |
| 2021/9 期（前期）決算の実績..... | P31 |
| 2022/9 期（今期）業績の当社予想..... | P35 |
| 中期経営計画と戦略..... | P37 |
| 8. アルファ・ウイン調査部による今期、及び中期の業績予想..... | P39 |
| アルファ・ウイン調査部による今期の業績予想..... | P39 |
| アルファ・ウイン調査部による中期の業績予想..... | P41 |
| 9. アナリストの視点..... | P44 |
| SWOT 分析..... | P44 |
| 株主還元..... | P45 |
| 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター..... | P46 |

1. 会社概要

- ◆ マーケティングDX支援サービスを提供。

(注1)DX:
デジタルトランスフォーメーション【Digital Transformation】:デジタル技術によるビジネスや生活の変革・革新。

(注2)インターネット広告効果測定ツール: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。

- ◆ 現在、SaaS(クラウド)形式で提供するインターネット広告効果計測が主力、積極的なM&Aを通じ総合マーケティングDX支援集団に進化中。

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

- ◆ 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。

- ◆ 同社を含む6社でグループを形成。

- ◆ 前期に、スプーとトピカの2社を買収し、連結子会社化。

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

<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、販売を行うマーケティングDX^{注1}支援サービス会社である。

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効果測定ツール^{注2}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カンパニー。

現在は、SaaS^{注3}(=クラウド)によるインターネット広告効果計測システムの提供が主力サービスだが、自社開発に加えて積極的なM&Aを通じて、総合マーケティングDX支援集団に進化中である。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)を展開している。

<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。2022年4月以降は、新区分のグロース市場に移行する予定。現在、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。

<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4社、持分法適用会社1社の6社で構成されている。

連結子会社4社

前期に、株式会社スプー(以下、スプー社)と株式会社トピカ(以下、トピカ社)の2社を新たに買収。

- ・スプー社(本社:東京都千代田区、設立:2000年3月、同社の株式保有比率:100%、以下同順)を2020年12月に買収し連結子会社化。WEBメディアの企画・編集・制作を行う。業績は非開示。

- ・トピカ社(東京都新宿区、2016年6月、約60%)を2021年7月に220百万円で買収し連結子会社化。動画コンテンツの企画制作から、SNSの運用代行までをワンストップで提供する。

- ◆その他の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。2020年11月にオリコが出資し提携。

・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。同社が株式の100%を保有)。

・株式会社イーシーキューブ(大阪府大阪市、2018年10月、89.5%)。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%を譲渡し資本業務提携。

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)。

2018/9期まで売上高、利益とも親会社のウェ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)。

なお、従来、非連結子会社であったLOCKON marketing of U.S.A(情報収集目的に設立)は、クローズされ連結対象からは除外された。

- ◆連結対象子会社群の業績も回復し、堅調に推移。

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。イーシーキューブ社が黒字で業績が好調であることに加え、複数の企業買収とそれらの業容の拡大もあり、連結対象子会社群(連結-単体)は、2019/9期以降は増収・黒字基調である。

【図表1】連結、及び単体の年度別業績比較(売上高・経常利益)

| | 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 | 2021/9期 |
|-------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| A | 連結売上高 | 1,360 | 1,437 | 1,613 | 1,719 | 1,804 | 2,204 | 2,618 | 2,957 |
| B | 単体売上高 | 1,360 | 1,437 | 1,613 | 1,719 | 1,804 | 2,010 | 2,317 | 2,532 |
| A-B=C | (連結-単体)売上高 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 194 | 301 | 425 |
| 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% | 14.4% |
| A/B | 連単倍率 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.10 | 1.13 | 1.17 |
| A | 連結経常利益 | 234 | 352 | 250 | 106 | -115 | 79 | 261 | 364 |
| B | 単体経常利益 | 245 | 359 | 252 | 107 | -110 | 19 | 165 | 278 |
| A-B=C | (連結-単体)経常利益 | -12 | -7 | -2 | -1 | -5 | 60 | 96 | 86 |
| C/B | (子会社等/単体)経常 | -4.7% | -1.9% | -0.7% | -0.5% | - | 315.9% | 58.2% | 30.9% |
| A/B | 連単倍率 | 0.95 | 0.98 | 0.99 | 1.00 | - | 4.16 | 1.58 | 1.31 |

(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。

<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期に将来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PF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った。

・実質的には無借金。FCF(フリー・キャッシュ・フロー)は、プラス転換。

・財務体質は健全。

・のれん代の増加やソフトウェアの資産計上があり、無形固定資産は計 9 億円。但し、純資産の範囲内。

・同社が保有する未上場子会社のイーシーキューブ社の株式価値は、推定 13 億円。14 億円の現預金もあり、当面の資金余力はある。

・外部から会社に対する高い評価を得る。「働きがい認定企業」に選出。

(注 4) 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。

損益並びに FCF の黒字化の定着により資本の蓄積と財務改善が進み、2021/9 期末時点では、長短借入金合計約 9.8 億円に対し現預金が約 13.9 億円と実質的には無借金である。

また、総資産は約 31 億円、時価総額は約 68 億円 (2021 年 9 月 30 日終値、株価 1,066 円) と小規模ながら、自己資本比率 51%、流動比率 203%と財務的には問題ない。

M&A に伴うのれんの増加(前々期末 316 百万円⇒前期末 450 百万円)やソフトウェアの資産計上があり、無形固定資産は 9 億円、繰延税金資産が 1.3 億円と合計 10.3 億円ある。但し、純資産合計額 16.5 億円の範囲内にあり、当面は問題がないと考える。

<未上場子会社の株式価値>

子会社であるイーシーキューブの株式を、同社は現在 89.5%保有している。2020 年 12 月に、イーシーキューブ株式の 10%を同社からオリコへ、155 百万円で譲渡した。当時の売却金額から単純に試算すると、残る保有株式価値は時価約 13 億相当となる。

売却時、売上高の約 5.2 倍で時価評価されており、今後も業容が拡大すれば、資産余力も一層増すと考えられる。

<受賞・外部評価>

Great Place to Work ®Institute ^{注 4} Japan より 2021 年 12 月に、2022 年版日本における「働きがいのある会社認定」において、「働きがい認定企業」に選出された。

また、同組織から 2021 年 2 月に Great Place to Work(R) 働きがいのある会社ランキング「従業員 100~999 人部門」においてベストカンパニーを 9 年連続 (10 度目) 受賞している。

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。

なお、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 2021 Fall」アクセス解析・アトリビューション部門で「Leader」に 3 期連続で選出された。なお、「ITreview Grid Award」の選出は 5 期連続となる。

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 倍以上となる大差での高評価）。

◆ 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、「自分が関わること 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。

また、「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

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

- ◆ 主力はマーケティング PF 事業。商流 PF 事業を含め、両 PF 事業とも黒字。

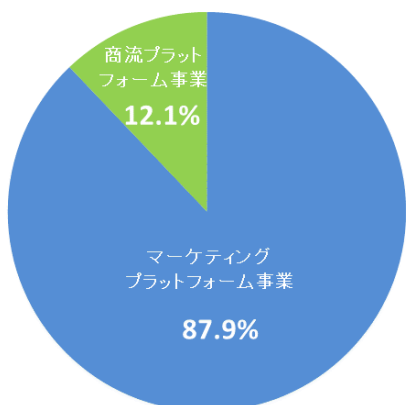
◆ 独自開発の製品・サービスを提供

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、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、主にクラウド形式で企業 (BtoB) を中心に提供する。

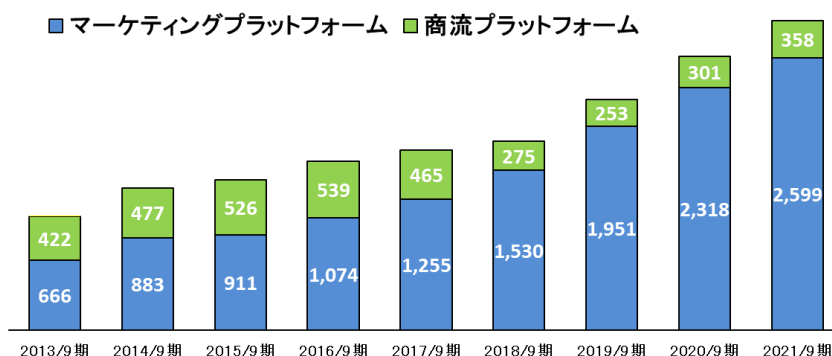
同社のマーケティング DX 支援事業は、I.マーケティングプラットフォーム、II.商流プラットフォームの 2 事業で構成される。マーケティング PF 事業が、前期では総売上高の 87.9%を占め、かつ売上高の成長を牽引している (図表 2、図表 3)。

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 2021/9 期売上構成

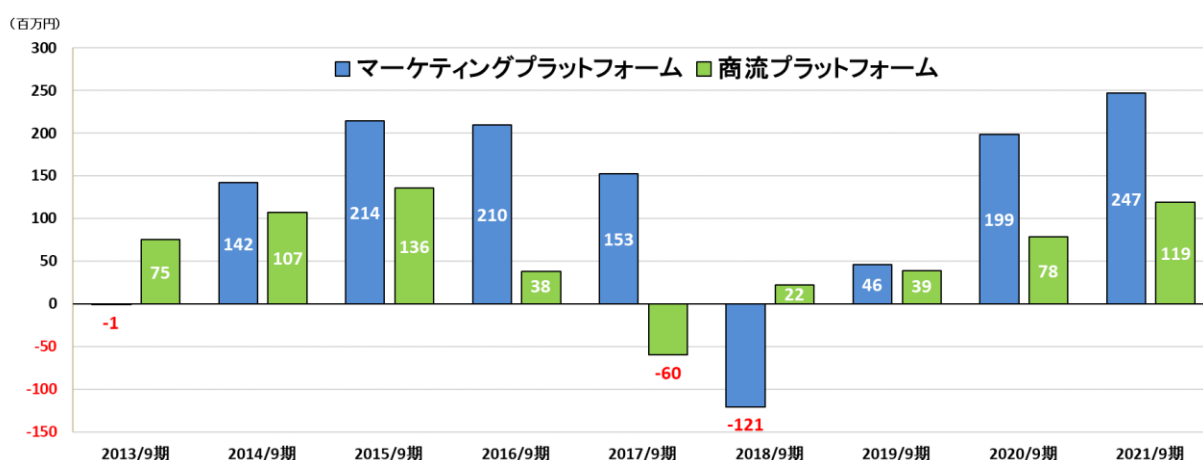


【 図表 3 】 事業別の売上高推移 (単位：百万円)



(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



◆ 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。

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）と、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 5）。

● マーケティング PF 事業のアドエビスに経営資源を集中。

マーケティング PF 事業の中でも、インターネット広告効果測定システムである「AD EBiS（以下、アドエビス）」が、前期では全社売上高の約 78%を占める。長年にわたり同製品とその関連製品に経営資源を集中的に投下し、成長ドライバーとして強化してきた。

● 商流 PF 事業は、連結子会社にカーブアウト。

2019/9 期第 2 四半期以降、同社（本体）はマーケティング PF 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のため、連結でのセグメント区分は従来通り 2 部門のみである。

【図表 5】事業再編とセグメント

| 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) 広告効果測定 | ①アドエビス(AD EBiS) | ADPLAN事業(2020/11に事業買収、統合後)は、2021/3にクローズ | 本体 |
| | | ②スリー(THREe) | 撤退(2020年3月末) | |
| | (2) 広告代理店DX | ①アドレボ事業 | 事業買収(2018年8月) | |
| | | 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 | ①アドフープ(旧広告代理店紹介) | 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 | |
| ②eZCX | | 2021年7月に正式版をリリース | | |
| ③スプー | | 全株式取得し子会社化(2020/12月) | | |
| *その他 | ④トピカ | 株式の約60%を取得し子会社化(2021/7月) | 連結 | |
| II、商流プラットフォーム | (1) イーシーキューブ | 旧プロフェッショナルサービス(DMP事業) | (旧ソリューション:SOLUTIONから移管し縮小) | 本体 |
| | | (EC-CUBE)(eo-cube.co) | (株)イーシーキューブに2019年1月移管。株式の約10%をオリコに売却 | 連結 |
| | (2) ソリューション(SOLUTION) →撤退 | ①EC受託開発事業+コンサルティング等 (うちDMP事業) | 有限会社彩(持分法適用、継続)と、株式会社ラジカルオプティに移管(移管後、持分法適用から除外) | 持分 |
| | | | マーケティングプラットフォームの*その他に移管 | 本体 |

(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。2021年11月末現在。

(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。赤字部分は前期以降の変化。

● 現在、マーケティング PF 事業は、広告効果測定、広告代理店 DX、新サービスの 3 事業区分から構成。

近年の変化は以下の通り（図表 5 の表中の番号に対応）。前期より、I. マーケティング PF 事業を (1) 広告効果測定、(2) 広告代理店 DX、(3) 新サービスの 3 区分、7 事業とした。

(注 5) リスティング広告: 運用型広告の一手法。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。

I. (1) ①2020 年 1 月にデジタルホールディングの連結子会社である株式会社オプトから、ADPLAN を 315 百万円で譲受しアドエビスに統合。

②スリー「THREe」事業（リスティング広告^{注5}運用プラットフォームから撤退（2020 年 3 月末完了済）。

I. (2) 広告代理店 DX の区分を設け、アドレボとアドナレッジの 2 事業とした。

I. (3) 新サービスの区分を設け、今後の領域拡大に伴いアドフープを広告代理店 DX から新サービスに移管した。また、eZCX と買収した 2 社を同区分に組み入れた。

I.(その他) 商流 PF 事業から受管した DMP^{注6} 関連事業を縮小移管。

(注 6) 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。

II. (1) 商流 PF 事業は、従来通りイーシーキューブ事業のみである。

以上のようなビジネスの再編を行った結果、現在のビジネスポートフォリオは、図表 6 のようになっている。

【図表 6】マーケティング DX 支援事業の構成



※ 1:「アドフープ」は今後の領域拡大に伴い、広告代理店 DX から新サービスに領域を変更

※ 2: ITR「ITR Market View:メール/Web マーケティング市場 2020」広告効果測定市場:ベンダー別売上金額シェア(2015~2019 年度予測)

※ 3: 独立行政法人情報処理推進機構「第 3 回オープンソースソフトウェア活用ビジネス実態調査」による

(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 事業内容の詳細: I. マーケティングプラットフォーム事業

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 7 の通りである。

【図表 7】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 | 2013/9期 | 2014/9期 | 2015/9期 | 2016/9期 | 2017/9期 | 2018/9期 | 2019/9期 | 2020/9期 | 2021/9期 | 2022/9期OE | 2023/9期CE |
|--|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 単独 | 単独 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 |
| 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 | 2,318 | 2,599 | 3,220 | 4,590 |
| (1) 広告効果測定 | 545 | 648 | 883 | 911 | 1,074 | 1,254 | 1,445 | 1,775 | 2,135 | 2,313 | 2,520 | |
| (1) ①AD EBiS+IRADPLAN(2020/1事業買収) | 499 | 567 | 722 | 822 | 1,012 | 1,200 | 1,402 | 1,747 | 2,127 | 2,313 | 2,520 | |
| ①アドエビス増収率(前期比%) | | 13.7% | 27.3% | 13.6% | 23.1% | 16.6% | 16.6% | 24.6% | 21.6% | 8.6% | 8.9% | |
| ②THREo(撤退) | 46 | 81 | 161 | 89 | 62 | 54 | 43 | 28 | 8 | 0 | 0 | |
| (2) ①アドナレッジ | | | | | | | | 28 | 152 | 182 | 196 | |
| (2) ②アドナレッジ | | | | | | | | 124 | 149 | | | |
| (2) ③アドナレッジ | | | | | | | | 3 | | | | |
| (3) ①アドフープ、②EZCX、③スプー、④トピカ | | | | | | | | | | 89 | 504 | 1,500 |
| (スプーを2020年12月買収、トピカを2021年7月買収、アドフープを2021/9期より広告代理店DXから移管→) | | | | | | | | | 3 | | | |
| * その他: プロフェッショナルサービス(DMP) | | | | | | | | 84 | 51 | 27 | | |
| (プロフェッショナルサービス、商流PFから事業移管→) | | | | | | | | | | | | |
| セグメント営業利益 | -81 | -1 | 142 | 214 | 210 | 153 | -121 | 48 | 199 | 247 | | |
| 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% | 9.5% | | |

(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。CEは会社予想。過去、及び今期のセグメント売上高の一部は、当部の推定。

マーケティング PF 事業は、現在、以下の 3 区分で売上高が開示されており、7つのサブカテゴリー事業から構成されている。

(1) 広告効果測定: ①「アドエビス: AD EBiS」が、同事業の 89% の売上高を占める (P12-図表 8)。

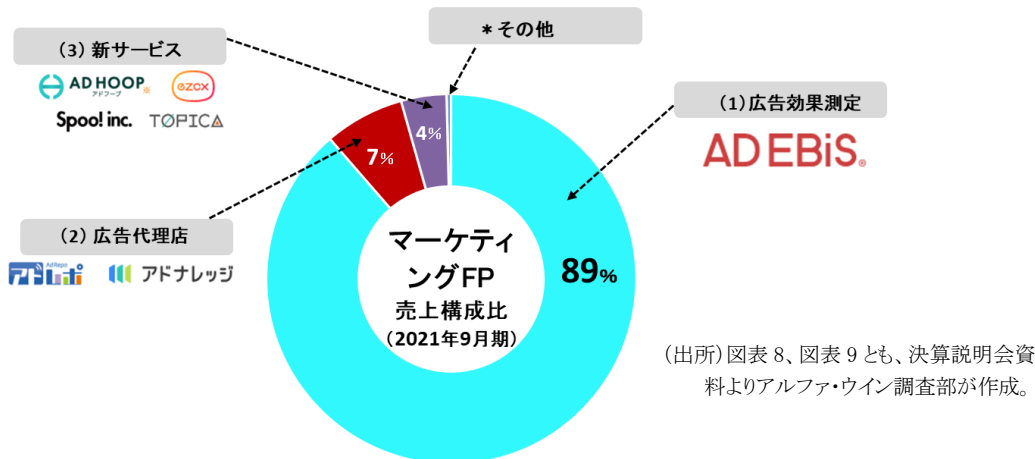
- ◆ 広告効果測定が、マーケティング PF の売上高の 89%、全社総売上高の約 78% (いずれも 2021/9 期) を占める。

(2) 広告代理店 DX：売上高の 7% を占めるが、そのほとんどが①アドレポの売上高による。

(3) 新サービス：スタート段階にあるため、現状では売上高の 4% を占めるに過ぎない。

なお、「*その他」は、旧プロフェッショナルサービス (DMP 等) であるが、売上高は僅少であり、区分は設けていない。

【 図表 8 】 マーケティングプラットフォーム事業の売上高構成比率 (2021/9 期)

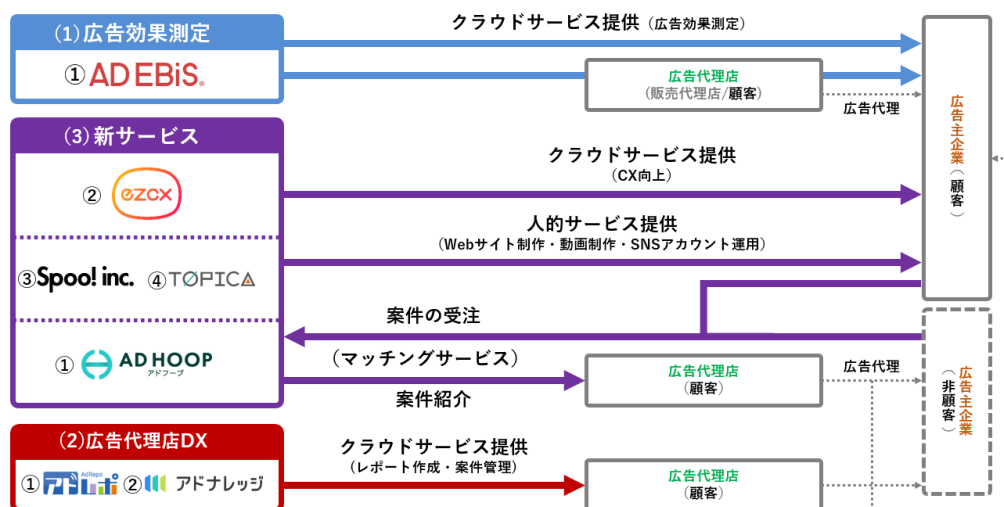


※アドフープは今後の領域拡大に伴い、(2) 広告代理店DXから、(3) 新サービスに領域を変更

- ◆ BtoB ビジネス。クラウドサービスが、全社売上高のほとんどを占める。

マーケティング PF 事業の各ビジネスの提供サービスと顧客との関係を示したものが、図表 9 のフローチャートである。広告代理店と広告主企業が顧客となる BtoB ビジネスである。前期の売上高では、クラウドサービスが、同 PF 事業の約 97% とほとんどを占める。

【 図表 9 】 マーケティングプラットフォーム事業のビジネスフローチャート



- ◆ 独自開発のアドエビスがコア製品。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。

I.(1) 広告効果測定

スリーなどの撤退により、現在、広告効果測定は、アドエビスの単一事業である。

I.(1) 広告効果測定 ①「アドエビス:AD EBiS」

<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 (同社総売上高の78%) 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・複雑化しており、テクノロジーによる運用が重要になってきている。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。



- ◆ SaaS 方式でサービスを提供、ストック型のサブスクリプションモデル。
- ◆ アドエビスのアカウント数と平均単価が KPI。

(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て対価を支払う方式。詳細は P22 を参照。

- ◆ 顧客には有名企業も多数。

<ADPLAN のアドエビスへの統合>

事業譲受後も ADPLAN のサービスは、同社が継続していたが、システム開発・更新を効率化する為、アドエビスに移行し 2020 年 12 月に統合した。その後、ADPLAN は、顧客をアドエビスに引き継ぎ 2021 年 3 月に廃止し一本化した。

<ビジネスモデル>

アドエビスは SaaS 方式でサービスを提供しており、ストック型のサブスクリプションモデル^{注7} (詳細は P22-図表 16) 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、同社全体の最重要指標 (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、ツヴァイ、Z 会、ブリヂストンサイクルなどである。ADPLAN の移管時のアカウント数は推定 100 社強であったが、優良なナショナルクライアントが多い。

＜料金体系＞

- ◆新料金のパッケージプランに移行し、単価は大幅に上昇。

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。

- ◆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14四半期連続で上昇。過去5年間で約2.5倍。

＜平均単価の推移＞

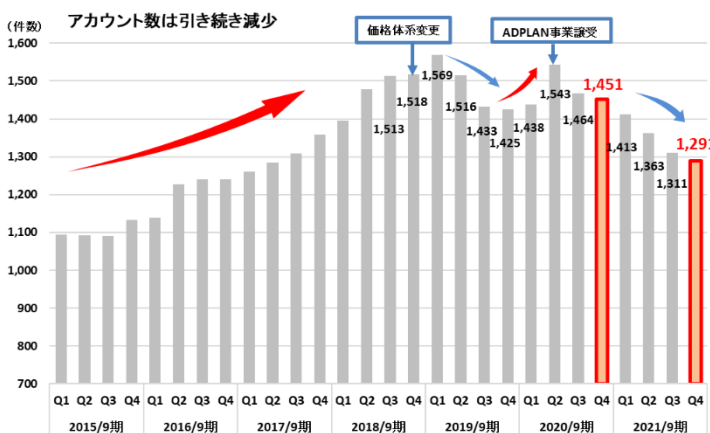
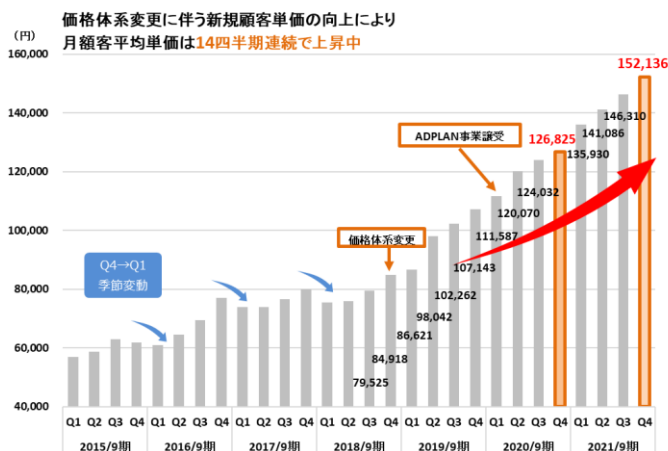
各四半期末（最終月末日時点）の平均単価推移を図表10に示した。従来は、四半期ごとに季節的な変動が顕著に見られたが、サブスクリプションモデルへ移行後は、右肩上がりでも直線的に上昇している。なお、2018/9期Q2以降、14四半期連続で平均単価は上昇中である。平均単価は、過去5年間で約2.5倍になった。

- ◆前期の平均単価は20%上昇。

2019/9期末から2021/9期末までを比較すると、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）⇒152,136円（同順に20.0%増、25,311円増）となった。前期は、低価格帯の契約の解約と高価格帯の新規顧客の獲得、高機能化による価格改定により、平均単価は上昇した。

【図表10】アドエビスの平均単価推移

【図表11】アドエビスのアクティブアカウント数推移



(出所) 図表10、図表11は、決算説明会資料によりアルファ・ウイン調査部が作成、買収後は旧ADPLANの数字もアドエビスに含まれる。

- ◆アドエビスのアクティブアカウント数は、コロナの影響もあり純減傾向が続く。純増施策が課題。

＜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、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。2020/9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）へと増加した。

しかし、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発生し、6 四半期連続で純減となり、前期 Q4 末には 1,290 社まで減少した (P14-図表 11)。

<売上金額>

- ◆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 桁近い成長を維持。

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 1~2 割前後の増収を継続している (P11-図表 7)。

<解約率 (チャーンレート : Churn Rate) >

- ◆アドエビスの月間平均解約率は、現状 2.5%。今期末には 2.0%まで改善させたい意向。

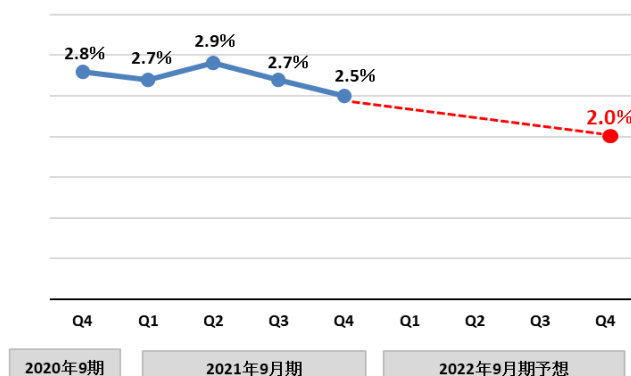
アドエビスの直近 12 ヶ月間の月間平均解約率 (月間平均解約率 = 当月の解約金額 ÷ 前月売上金額) を、新たに KPI に設定し開示した。四半期単位では低減基調にあるが、前期 Q4 では 2.5%である (図表 12)。

前期末の単価とアカウント数を基準にアドエビスの月商を 196.4 百万円とすると、解約による減収は月間 4.9 百万円、年間 58.8 百万円に相当する。因みに同時点のアカウント数である 1,290 件を基準に件数換算すると、月間約 32.3 件、年間約 387 件に相当する。

(注 8) オンボーディング: 【onboarding】: (アドエビスの) 新たなユーザーとなった顧客に対し、操作や活用方法の導入支援を行い、満足度を高め、継続的な利用を促すための一連のプロセス。

同社の分析によると、解約案件の約 40%が契約後 1 年以内のものである。導入はしたものの上手く使いこなせていないことが解約理由としては多く、同社はオンボーディング^{注8}を強化し、早期解約の低減を目指す。1 年後の 2022/9 期 Q4 には、2.0% (月間で 3.9 百万円、約 25.8 件の解約に相当) まで 0.5% (月間で約 1 百万円、約 6.5 件に相当) 引き下げる目標を設定している。

【 図表 12 】 アドエビスの月間平均解約率の推移



定義

- ・月間解約率 = 当月の解約金額 ÷ 前月売上金額にて算定
- ・解約には顧客企業の決算月等による季節変動があるため、傾向把握に適した12カ月移動平均を採用

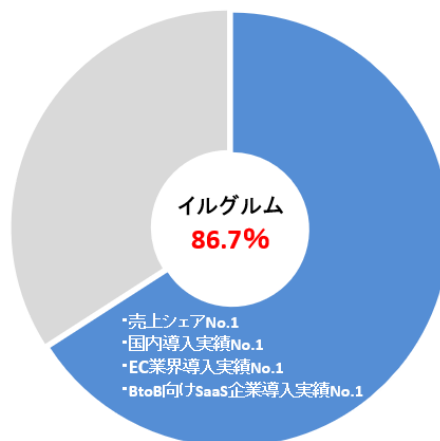
(出所)、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆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(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)。その後の直近の調査では、シェア 86.7%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、2015年から2019年まで5年連続で国内シェア首位を獲得した。しかも、年々シェアをアップし、ADPLANの事業譲受もあり、直近の調査では86.7%と圧倒的なNo.1のポジションを確立した(図表13)。

【図表13】広告効果測定市場 ベンダー別売上金額シェア



(出所) 日本マーケティングリサーチ機構調べ、調査概要:2021年6月期 指定領域における競合調査。株主総会招集通知よりアルファ・ウイン調査部が作成。

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

(注11)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。

◆運用広告のレポートを完全自動作成。顧客は、広告代理店。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。

＜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注9の全面刷新をはじめ、D2C注10/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20以上の機能の追加、アドエビスと外部サービスをつなげるAPI注11の刷新などを実施している。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。

I.(2)広告代理店 DX 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期初からフルに事業展開を行っている。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。

買収当時の年商は約 150 百万円であり、成長事業として位置付け、新規顧客の獲得とアドエビスとのシナジーにより、育成・強化する意向である。

◆ 業界シェアは、3 位。

後発であり、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。

◆ 機能を追加。

(注 12)カスタマーサクセス：

【customer success】顧客を成功に導くことを目的に能動的に働きかけ、LTV の最大化を目指す一連の活動。

また、2021 年 7 月から「スマート考察機能」(時間と手間のかかる運用広告型レポートの考察を自動出力する機能)をサービスインし、レポート業務の効率化、広告代理店の DX 推進をサポートする。今後は、プロダクトの改善、カスタマーサクセス^{注 12}体制の強化、基盤プログラムの改修により、コストの削減、利益率の向上を目指している。

◆ 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。

(注 13)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。

I.(2) 広告代理店 DX ②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^{注 13}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ことを目的としている。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。

I.その他:旧プロフェッショナルサービス事業

クライアントは 1 社で売上高は僅少であるが、マーケティング PF の 3 区分以外の「*その他」にプライベート DMP が計上されている。

- ◆新サービスは4事業から構成。

I.(3)新サービス

新サービスには①アドフープ、②eZCX、③スプー、④トピカの4事業がある。①②は自社開発によるクラウドサービス、③④はM&Aによるプロフェッショナルサービス事業である。

- ◆アドフープを新サービスに区分変更。

I.(3)新サービス ①アドフープ

(旧「広告代理店ご紹介サービス」、2021年1月に名称変更)

アドフープは、広告代理店マッチングフォームであり、今後の領域拡大に伴い、広告代理店DXから新サービスに区分を変更した。

- ◆アドフープは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。

2020年5月に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新サービスとしてスタートした。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。

- ◆広告代理店から紹介手数料を得るモデル。

なお、広告主は無料でサービス提供を受けられるが、同社はマッチングによるアポイントの提供により、広告代理店から対価を得るモデルである。

前期にサービス内容を一新し、前々期と比較し売上高が8倍に増加した。今後は広告主企業向けに新たな機能(登録サイトの新設等)の提供とマッチング領域の拡大を通して、マッチング効率とスピードアップを図り高成長を計画している。

- ◆自社開発製品であるEC特化型CX向上プラットフォーム、eZCXを投入。

I.(3)新サービス ②eZCX(イージーシーエックス)

年率3割の市場成長が続いているCX^{注14}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。

2021年7月に、WebサイトにおけるCXの向上を通して売上拡大を支援する、新サービス「eZCX(イージーシーエックス)」正式版の提供をスタートした。ECに特化したプリセット機能の提供により、簡易な設定で効果的な顧客体験施策の実施と測定が可能となる。

(注14)CX:顧客価値
カスタマー・エクスペリエンス
【Customer Experience】顧客が商品やサービスを体験し、その過程における経験の価値を評価すること。

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、本格的に同社の売上高に貢献するのは、今期以降と思われる。

- ◆Web メディア・制作事業会社である(株)スプーを買収。クリエイティブ力と人材を活用する計画。

I.(3)新サービス ③スプー

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、並びに競争力やクロスセルの強化を図る方針である。

なお、スプー社と同社の共同企画により、「事例侍」(BtoB向け導入事例制作サービス)を、2021年11月から提供を開始した。

- ◆SNSと動画を活用したマーケティング支援事業を展開する(株)トピカも買収。

I.(3)新サービス ④トピカ

2021年7月30日付けで、同社は株式会社トピカ(本社：東京都新宿区、代表取締役：麓 俊介氏、設立：2016年5月、資本金：約37百万円、以下：トピカ)の株式の約60%を、約220百万円で取得し買収した(トピカ社の時価総額は約350百万円)。前期の第4四半期以降、連結対象子会社となった。

なお、トピカの2021/4期決算(直近期)では、売上高156百万円、当期純利益4百万円、純資産83百万円を計上している。これらの実績値を基準とするとPER：87.5倍、PBR：4.2倍、PSR(株価売上高倍率＝時価総額/年間売上高)：2.2倍でプライシングしたことになる。また、同社の連結(2021/9期実績)と比較すると、トピカの売上高は5%、当期利益は2%、純資産は5%に相当する。

- ◆クロスセルや新サービスの開発により、同社とのシナジー効果を期待。

トピカは、SNSと動画を活用したマーケティング支援事業を展開し、動画コンテンツの企画制作からSNSアカウントの運用代行までを一貫して提供している。同社グループは買収により、急成長が続くソーシャルメディアマーケティング市場に事業領域を拡大し、既存の顧客企業(1,300社前後)にトピカのサービスをクロスセルする。

さらにこれに加えて、同社の持つデータ並びにテクノロジー領域と、トピカのSNSマーケティング領域を融合し、新たなサービスの開発・提供に取り組む意向である。

◆ 事業内容の詳細：II 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、イーシーキューブに一本化。
- 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。

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) 旧ソリューション (SOLUTION) の 2 つで構成されてきた。現在、商流 PF 事業はイーシーキューブの単一事業であり、連結子会社のイーシーキューブ社が担当している (図表 14)。

【図表 14】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 | 2021/9期 | 2022/9期GE | 2023/9期GE |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| | 単独 | 単独 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 |
| II、商流プラットフォーム | 323 | 422 | 477 | 526 | 539 | 465 | 275 | 253 | 301 | 358 | 380 | 410 |
| (1)イーシーキューブ(EG-CUBE) | 150 | 207 | 245 | 230 | 219 | 208 | 254 | 253 | 301 | 358 | 380 | 410 |
| イーシーキューブ増収率(前期比%) | | 38.1% | 18.3% | -6.1% | -4.8% | -5.2% | 22.2% | -0.4% | 19.0% | 18.9% | 6.1% | 7.9% |
| ①決済手数料 | | | | | | | | | | | 290 | |
| ②サブスクリプション | | | | | | | | | | | 12 | |
| ③その他 | | | | | | | | | | | 54 | |
| (2)SOLUTION(移管・撤退) | 174 | 214 | 232 | 296 | 319 | 257 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| ①EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等 うちDMP(移管) | 174 | 214 | 232 | 296 | 319 | 257 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| セグメント営業利益 | 98 | 75 | 107 | 136 | 38 | -60 | 22 | 39 | 78 | 119 | | |
| 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% | 33.1% | | |

(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。

- イーシーキューブも、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では国内 No.1。

(注 15)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。

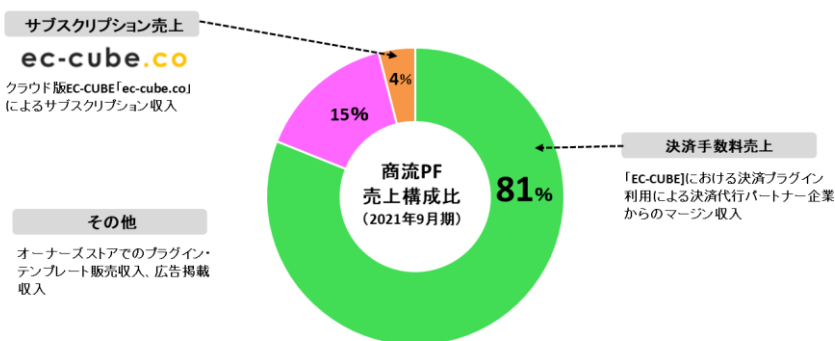
(注 16)フリーミアムモデル:フリーミアム(【Freemium】)は、フリー(【free】、無料)と、プレミアム(【premium】、割増)を合わせた造語。基本的なサービスを無料で提供する一方、より高機能な、または特別に追加された関連サービスについて課金することにより、収益を得るビジネスモデルを指す。

II.(1)イーシーキューブ(旧「EC-CUBE」)

「EC-CUBE」は、EC (イーコマース:電子商取引) ウェブサイトを自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア^{注 15}・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」(ダウンロード版)を無償で提供する。推定 35 千店舗で稼働しており、15 年の歴史を持つロングセラーカートである。低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さ等の特徴を持ち、国内シェア 1 位を獲得し、現在、スタンダードプラットフォームとなっている。

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^{注 16}を採用している。ネット事業を行うオフィシャルパートナー (決済代行業等) からの決済手数料収入、機能追加料収入や、ec-cube.co のサブスクリプション収入を得ている (図表 15)。

【図表 15】商流プラットフォーム事業の売上高構成比率 (2021/9 期)



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

新バージョンの「EC-CUBE4」は、2018年10月より提供を開始し更新を重ねている。また、クラウドバージョンである「ec-cube.co」(有料課金)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きた。

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

なお、2020年12月のオリコとの資本業務提携により、オリコの顧客ネットワークと営業力を活用し、「ec-cube.co」の拡販や新規顧客の開拓と事業の拡大を図るとともに、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。

一方、オリコは活発な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。

今後、他社との提携も含め商流PF事業も、拡大していく方針である。

- ◆ **ECプラットフォームの主な競業他社は、上場企業グループ。**

なお、P7~8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、同様なサービスを提供する上場会社は以下の通りである(製品・サービス名、運営企業グループ、市場、コード)。イーシーキューブ社は、ハイエンドの顧客をターゲットとし、主にecbeingやコマース21と競合する。

- ・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

- ◆ **Shopifyの進出もあり、競争環境は激化。**

一方、ニューヨークやトロント証券取引所に上場するShopify Inc.*が、日本にも本格的に進出し、イーシーキューブ社とも競合しつつあると推測される(*カナダに拠点を置く多国籍eコマース企業、ティッカーコード:SHOP、以下SHOP社、時価総額1,160億ドル、PER:547倍、PBR:28倍)。

SHOP社が提供する、世界最大のECサイト制作プラットフォーム:Shopify(ショッピングファイ)は、カスタマイズ機能や決済方法が充実し操作性がシンプルで使いやすい、かつコストパフォーマンスに優れたプラットフォームとして拡大しつつある。

II.(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し撤退。**

旧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受託開発事業は黒字であったが、同社が20%の持分を保有する関連会社等に移管し、同社は撤退した(持分法損益として、営業外損益に反映されている)。

現在、連結売上高のセグメント内には存在していない。

◆ サブスクリプションモデル(補足説明)

<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。

同社の売上高の88%を占めるマーケティングPF事業の89%(全売上高の78%)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が支払われ、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。なお、コアのアドエビス以外でも、売上高は僅少であるがイーシーキューブや広告代理店DX事業でも、同様のモデルを採用している。

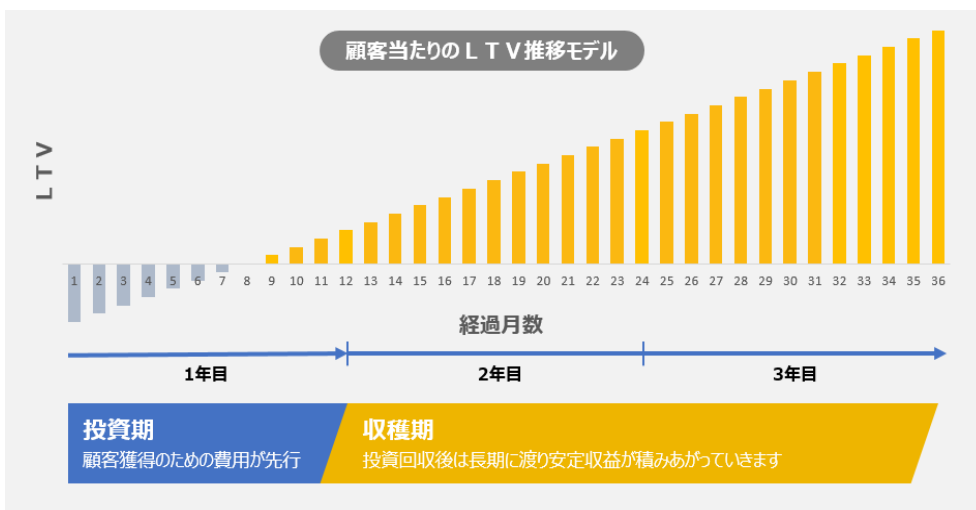
- ◆ 新規契約締結直後は費用先行だが、時間経過とともにコストを回収し利益を着実に積み上げる。

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:継続期間内にもたらす累積利益)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16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。

【図表16】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

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（P22-図表 16 のグラフ右端の累積利益額）の約 3 割を初期コストの上限と考え、契約獲得に関するイニシャルコストをコントロールしている。

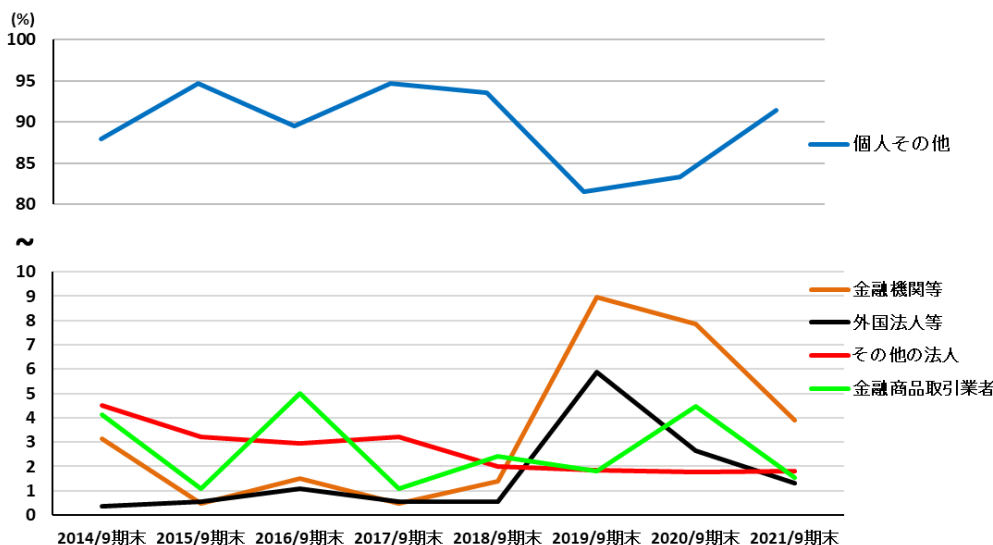
3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 個人の株式保有比率が、約91%と圧倒的に高い。

2021年9月末の株主所有者別構成比率(図表17)は、1年前と比較すると「個人その他」が全体の約83%から約91%へ増加した。一方、「金融機関等」は約8%から約4%、「外国法人等」は3%から1%強へと減少している。

【図表17】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。

2021年9月末時点での大株主は、P25の図表18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(徐々に売却を継続)、同社役員、及び元役員と第6位株主である従業員持ち株の比率を合わせると、全体の6割を超える。
- ・第4・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。

◆ 複数の投資信託が投資。

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%)、2021年2月4日には100千株(同約1.7%、同ファンドのポートフォリオの0.37%に相当)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2020年12月18日時点で、103.5千株、49.9千株を保有)。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7位株主は、博報堂DYメディアパートナーズで同社の代理店。
- ・第9位株主のJ.P.MORGAN SECURITIES PLCの最終投資家、及びその保有目的は不明。
- ・第8位、10位の株主は、複数の日本の上場企業に大株主として名を連ねる個人投資家。
- ・現状では、アクティビスト活動を行う投資家は見受けられない。

◆ 個人投資家も大株主に登場。

◆ 9月末時点では、発行済株式数の約0.9%(約58千株)の自社株を保有。11月に追加で53千株(同0.8%相当)の自社株買いを実施。

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、一部を役員に対し譲渡制限付株式報酬として処分し、2021年9月末では約57.8千株を所有している(発行済株式数の約0.9%に相当)。

また、2021年11月に普通株式53千株(発行済株式数の0.8%に相当)の自己株式を69百万円(平均購入単価1,311円)で取得した。将来的には自己株式をM&Aや提携戦略、役員に対する株式報酬として活用する可能性がある。

【図表18】大株主の状況(単位:千株、%)

| | 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 | 2,827 | 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 | 817 | 12.9 | 2 |
| 又座 加奈子氏(元取締役専務執行役員) | 415 | 415 | 352 | 354 | 353 | 352 | 329 | 5.2 | 3 |
| 株式会社日本カストディ銀行(信託口) | — | — | — | — | — | 221 | 128 | 2.0 | 4 |
| 株式会社日本カストディ銀行(証券投資信託口) | — | — | — | — | — | 169 | 82 | 1.2 | 5 |
| イルグルム従業員持ち株会 | 76 | 39 | 48 | 69 | 68 | 71 | 66 | 1.0 | 6 |
| 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 | 0.9 | 7 |
| 山下 良久氏 | — | — | — | — | — | — | 54 | 0.8 | 8 |
| J.P. MORGAN SECURITIES PLC | — | — | — | — | — | — | 35 | 0.5 | 9 |
| 山田 智則氏 | — | — | 28 | — | — | — | 33 | 0.5 | 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 | — | — | — | — | — | — |
| 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 | — | — | — | — |
| 伊藤 勝之氏 | — | — | — | 52 | — | — | — | — | — |
| 高尾 晶子氏 | — | — | — | 29 | — | — | — | — | — |
| 和出 憲一郎氏(元社外取締役) | 39 | 29 | 29 | — | — | — | — | — | — |
| 高山 義雄氏 | — | — | 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 | — | — | — | — | — | — | — | — |

(出所) 株主招集通知、有価証券報告書等からアルファ・ウイン調査部が作成、赤字は同社関係者。

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。

4. ESG

直近の1年間では、特に大きな変化はない。

◆ 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。また、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。

取締役は6名で、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4名の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。

◆ 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。

◆ 取締役の半数は、社外取締役。

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、2021/9期に至るまでの7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12期連続で売上高を更新中)。この間、売上高は7.3億円から29.6億円へと約4.1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PF事業のアドエビスが急拡大したことに加え、商流PF事業のEC-CUBEと旧ソリューション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>

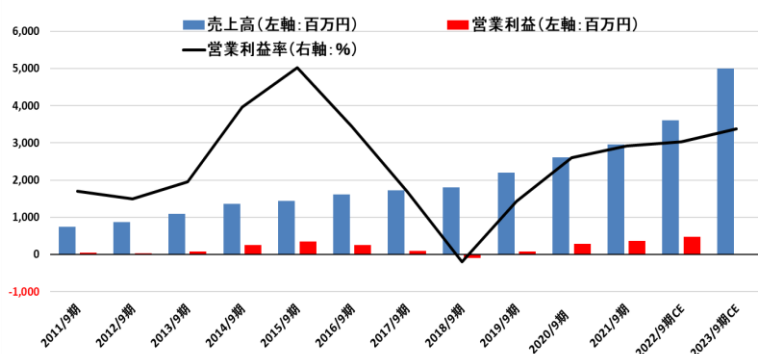
- ◆ 2015/9期には、過去最高益を計上。

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19、図表20)。

- ◆ 2019/9期、大幅増収により営業利益・経常利益とも黒字転換。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。2021/9期には、過去最高売上高と利益を更新。

2019/9期には構造改革の効果に加え、マーケティングPF事業がアドエビスの平均単価の上昇等により大幅増収となった結果、営業利益・経常利益ともに通期で黒字化した。2020/9期は連続増収増益により、繰越損失を一掃し復配した。続く2021/9期には過去最高売上高と利益を更新し、新たな成長ステージに入った。

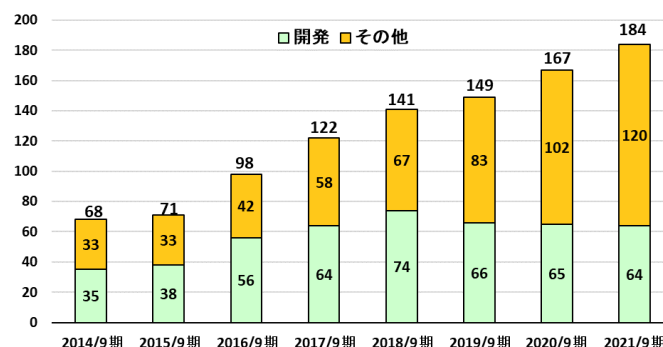
【図表19】過去の業績推移と予想(単位:百万円、%)



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。CE:会社予想。

(備考) 2014/9期より連結決算、それ以前は単独決算

【図表20】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。一部推計。

6. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

<総広告費>

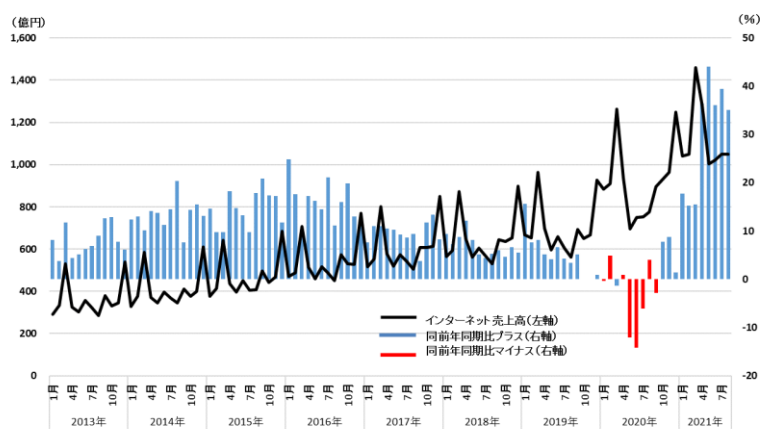
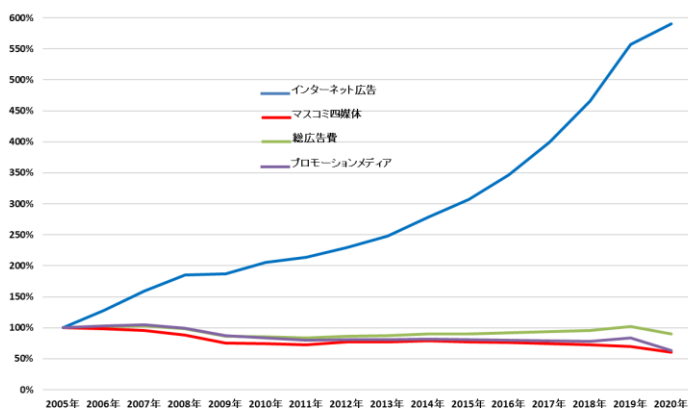
日本の総広告費は、東日本大震災以後、2012年（暦年、本章では以下同様）から2019年まで8年連続でプラス成長を示したが、長期的には横ばいで推移している。2020年の同市場は、新型コロナの影響が大きく前年比で11.2%減少し、約6.2兆円となった。

<インターネット広告市場>

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（媒体費と制作費の合計）は急増を続け、総広告費全体を牽引している。同広告は、2005年の広告費を基準（100）とすると2020年には約5.9倍（年間単純平均成長率約12.8%）まで大幅に拡大した。2020年は、総広告費が前期比二桁マイナスとなる中、社会のデジタル化が加速し、インターネット広告は同5.9%増とプラスを維持した（図表21）。インターネット広告費は約2.3兆円（調査開始以来、少なくとも16年連続で増加）と、総広告費のうち約36%を占める（出所：電通「2020年日本の広告費」）。その構成比率は、年間数%ずつ上昇し、主要媒体であるテレビメディア（構成比27%）を抜き最大の媒体となった。

◆インターネット広告費市場は、2005年から2020年にかけて約5.9倍に増加。年間単純平均成長率は約12.8%。2020年もプラス成長。TV広告を抜き最大の媒体。

【図表21】媒体別広告費の推移（指数化：2005年を=100）【図表22】インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所）図表21：株式会社電通「2020年日本の広告費」（毎年2月に発表）、図表22：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>

- ◆インターネット広告は、足元、大幅に好転。
- ◆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。

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た。しかし、2020年10月以降、前年同月比でプラスに転換し、2021年4月以降は30%を超える増加率となっている（図表22）。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年率二桁で成長することが予想される。

◆ 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 ADPLAN 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り、同社の価格支配力や訴求力が強まっている。

<国内における類似サービス>

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 注17 や Adobe Analytics 注18、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。

<参考となる海外企業>

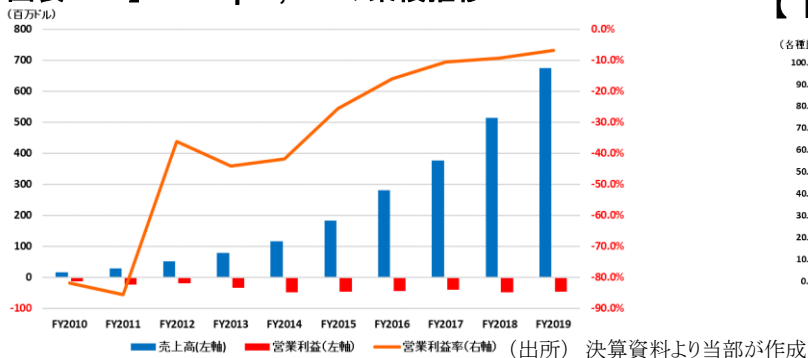
なお、競合相手ではないが同じサブスクリプションモデルで上場している企業としては、米国企業の HubSpot,Inc. (ハブスポット、NYSE: HUBS) が挙げられる。HUBS 社は、マーケティングソフトウェアの開発会社で、セールス、CRM、分析・レポート等の機能を含むマーケティングプラットフォームをグローバルで提供している。先行投資負担から赤字を継続しているが、時間とともに売上高が急増し、損益率は大きく改善している(図表 23、図表 24)。株価は、2014 年 10 月の上場日(終値 \$ 30.10)以降、業績を先取りする形で上昇し 24.0 倍となった(12 月 10 日終値)。この間、SP500 は 2.4 倍に上昇したが、HUBS 社は 10 倍のリターンをあげている。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。

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

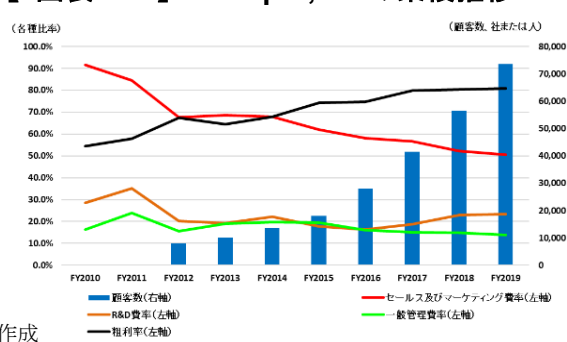
(注 18)Adobe Analytics: アクセス解析ツールの1つで、多くの大規模ウェブサイトに導入されている。複雑かつ大量のデータ分析が可能で、カスタマイズ性が高く多機能・高性能であるが、価格が高め。

- ◆ 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。

【 図表 23 】 HubSpot,Inc.の業績推移-1



【 図表 24 】 HubSpot,Inc.の業績推移-2



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。

- ◆ 全従業員を対象に在宅勤務を実施。

- ◆ 新型コロナの影響は、軽微にとどまる。

- ◆ 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。

(注 19)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。

(注 20)ブラウザ：WEB サイトを閲覧するために使うソフト。

(注 21)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。

(注 22)3rd party Cookie：ユーザーが訪問している Web サイトとは、異なるドメインから発行されている Cookie。

(注 23)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。

- ◆ 規制強化は、ビジネスチャンス的一面も。

◆ 新型コロナウイルス感染症による影響と社内の対応 <対応策>

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>

前期決算は好調であり、新型コロナウイルス感染症による大きな影響は感じられない。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は順調であった。

直近では、変異型ウイルスの世界的な拡散とその影響が懸念されている。しかし、同社の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る。コロナ禍の中で EC 市場は好調であり、広告訴求効果の効率性が強く求められる現況では、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社内の対応 <対応策>

世界的な個人情報保護を求める規制強化^{注 19}が行われ、日本においても個人情報保護法が強化された(改正個人情報保護法：2022 年 4 月 1 日施行)。また、Apple と Google との提供するブラウザ^{注 20}において、Web サイトを跨ぎ閲覧履歴をトラッキング^{注 21}できる 3rd party Cookie^{注 22}(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。3rd party Cookie を、Apple の標準ブラウザである Safari では 2020 年 3 月にデフォルトでブロック済(防止機能)であり、また、Google Chrome においては 2023 年後半までに廃止予定、Microsoft の Internet Explorer 等ではプライバシー設定によりクッキーの処理方法が選択可能である。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り 1st party Cookie^{注 23}を活用した計測法の提供を既に開始しており、導入企業は 700~800 社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である。

<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が高まると当調査部では推察している。

7. 前期業績と同社による今期の業績予想、及び中期経営計画

◆ 2021/9 期(前期)決算の実績

<概要>

- 前期は好調。増収増益、売上高は、過去最高を 12 年連続更新。

2021/9 期連結決算（2020 年 10 月～2021 年 9 月）は売上高が 2,957 百万円（前期比+12.9%）、営業利益 365 百万円（同+32.0%）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増収増益となり、全社売上高は 12 年連続で、各利益は 6 年振りに過去最高値を更新した。

- 販管費率が大きく改善し、利益は 6 年振りに過去最高益を更新。

粗利率は前々期の 70.0%から前期は 68.9%へと 1.1 ポイント悪化する一方、売上高販管費比率が 59.4%から 56.6%へと 2.8 ポイント改善した。この結果、営業利益率は 10.6%から 12.4%へと 1.8 ポイント上昇した（P32-図表 25）。販管費は前期比 119 百万円、7.6%の増加となったが、増収率 12.9%を大きく下回った。

また、持分法損益がプラスに転じ、営業外損益も改善した。特別損益に大きな計上はなく、当期利益も 239 百万円（同+30.7%）と大幅な増益を達成した

<達成状況>

- 売上高は会社計画(=当部予想)に対してやや未達。

同社は 2021 年 2 月 5 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。この会社予想に対し、売上高は△43 百万円（△1.4%）と僅かに未達となる一方、営業利益は+35 百万円（+10.6%）上回った（P32-図表 26）。なお、配当は期初 4.5 円/株と発表されていたが、5 月に 5 円/株、11 月に 5.2 円/株に増額された。

- 売上高未達の要因は、一部の顧客からの解約による、アドエビスのアカウント数の減少とイーシーキューブ売上高の失速。

なお、当部では売上高を会社計画と同額の 3,000 百万円と予想していた。実績（2,957 百万円）との差異は、以下の 2 点と推測される。

- ・ 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、アドエビスのアカウント数が予想を下回ったこと。

- ・ 競争の激化に伴い、イーシーキューブの顧客の一部から解約があったこと。

- 利益は事前の会社予想を上回り、当調査部予想並みに着地。配当も増額修正。

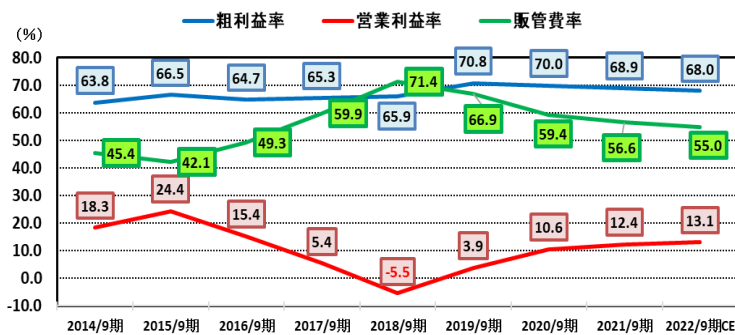
一方、当部では営業利益を、会社計画を上回る 370 百万円と予想していたが、実績（365 百万円）とほぼ同水準となった。

売上高はやや未達ではあったものの、事業活動全般のオンラインシフト等により、販売管理費（交通費、広告費など）のコスト削減が進んだことから、利益は同社の事前予想を上回った。

- 直近の 3 年間では、初回予想に対して利益は上振れる傾向。

なお、直近の 3 期間では初回の会社予想に対し、売上高はやや下方修正、利益は上方修正となる傾向が見られる（P32-図表 26）。

【図表 25】利益率の推移 (単位：%)



(出所) 図表 25、図表 26 とも決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成
(備考) 図表 25 の粗利率と販管費率は、会社予想の当部による推定値。

- ◆マーケティング PF の増収が全体を牽引。両 PF 事業とも、ほぼ均等に増益に寄与。

【図表 26】過去 7 期間の業績予想と実績の比較・推移

| 決算期 | 初回業績予想(発表日)/実績 | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 |
|--------|-----------------------|-------------|------------|------|-------|
| 2015/9 | 初回予想(2014/11/10:百万円) | 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 |
| 2016/9 | 初回業績予想(2016/5/12:百万円) | 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 |
| 2017/9 | 初回業績予想(2017/5/9:百万円) | 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 | - | - |
| 2018/9 | 初回業績予想(2018/5/8:百万円) | 1,800 | -150 | - | - |
| | 実績(百万円) | 1,804 | -98 | -115 | -88 |
| | 乖離率(%) | 0.2 | 0.2 | - | - |
| 2019/9 | 初回業績予想(2019/2/6:百万円) | 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 | - | - |
| 2020/9 | 初回業績予想(2020/2/7:百万円) | 2,700 | 200 | 190 | 130 |
| | 実績(百万円) | 2,818 | 276 | 261 | 183 |
| | 乖離率(%) | -3.0 | 38.0 | 37.4 | 40.8 |
| 2021/9 | 初回業績予想(2021/2/5:百万円) | 3,000 | 330 | 320 | 210 |
| | 実績(百万円) | 2,957 | 365 | 364 | 239 |
| | 乖離率(%) | -1.4 | 10.6 | 13.8 | 13.8 |

＜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 PF 事業の売上高は、前々期の 2,318 百万円から前期には 2,599 百万円へと 281 百万円増加した。これは全体の増収幅の 83%を占める。一方、営業利益は 199 百万円から 247 百万円へと 48 百万円増加し、全体の増益幅の 54%を占めた(図表 27)。

【図表 27】事業別の業績推移

| (単位:百万円,%) | 2020/9 | | 2021/9 | | |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 金額 | 金額 | 増減額/率 | 変化率 | 増減額寄与率 |
| 売上高合計 | 2,619 | 2,958 | 339 | 12.9% | 100.0% |
| マーケティングプラットフォーム | 2,318 | 2,599 | 281 | 12.1% | 83.0% |
| 商流プラットフォーム | 301 | 358 | 58 | 19.2% | 17.0% |
| 粗利 | 1,832 | 2,039 | 207 | 11.3% | - |
| 粗利率 | 70.0% | 68.9% | -1.0% | - | - |
| 販売管理費 | 1,555 | 1,674 | 119 | - | - |
| 販売管理費比率 | 59.4% | 56.6% | -2.8% | - | - |
| 営業(セグメント)利益 | 277 | 365 | 89 | 32.0% | 100.0% |
| マーケティングプラットフォーム | 199 | 247 | 48 | 24.2% | 54.3% |
| 商流プラットフォーム | 78 | 119 | 40 | 51.5% | 45.7% |
| 営業利益率 | 10.6% | 12.4% | 1.8% | - | - |
| マーケティングプラットフォーム | 8.6% | 9.5% | 0.9% | - | - |
| 商流プラットフォーム | 26.1% | 33.1% | 7.1% | - | - |
| 経常利益 | 261 | 364 | 103 | 39.5% | - |
| 当期利益 | 183 | 240 | 56 | 30.7% | - |

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆アドエビスの貢献で、営業利益率が改善。
- ◆年度平均では、アドエビスのアカウント数は 9%減少するが、単価は 19%上昇し、広告効果測定事業は増収を維持。

また、当 PF 事業の営業利益率は 8.6%から 9.5%と改善した。これはアドエビスの増収による貢献が大きい。

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(≒各四半期末の平均値)では、前々期⇒前期の順に 1,475 件⇒1,344 件へと△131 件、△9%減少した。

一方で、同平均単価が(同順に)年度平均では 120,629 円⇒143,866 円へと+23,237 円、+19.3%上昇した。

- ◆単価上昇は、顧客の入れ替わりと、機能向上によるアップセル等。

この背景には、既述のようにコロナの影響により二極化が生じ、悪影響を受けた事業主体を中心に低価格帯の契約が解約され、一方、好調な事業主体からは高価格帯の契約が獲得されミックスが改善したことと、機能強化などによる価格体系の改定、アップセル・クロスセルが進んだことがある。

この結果、アカウント数の減少を単価上昇がカバーし、広告効果測定事業は大幅な増収となった。(P11-図表 7、P14-図表 10・図表 11)。

なお、同 PF 事業のアドエビス以外の広告代理店 DX や新サービスも赤字ではあるが、少額ながら増収に寄与した。

<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の売上高は、前々期の301百万円から前期には358百万円へと58百万円増加した。限界利益率が高いビジネスであり、増収に連動して営業利益も78百万円から119百万円へと41百万円増加した。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、主力の決済手数料売上高が増加したため増収増益となった。なお、同事業の営業利益率も、26.1%から33.1%と7ポイント改善した。(P32-図表 27)

- ◆商流 PF 事業も増収増益。EC市場が活況で、決済手数料収入が増加。利益率も改善。

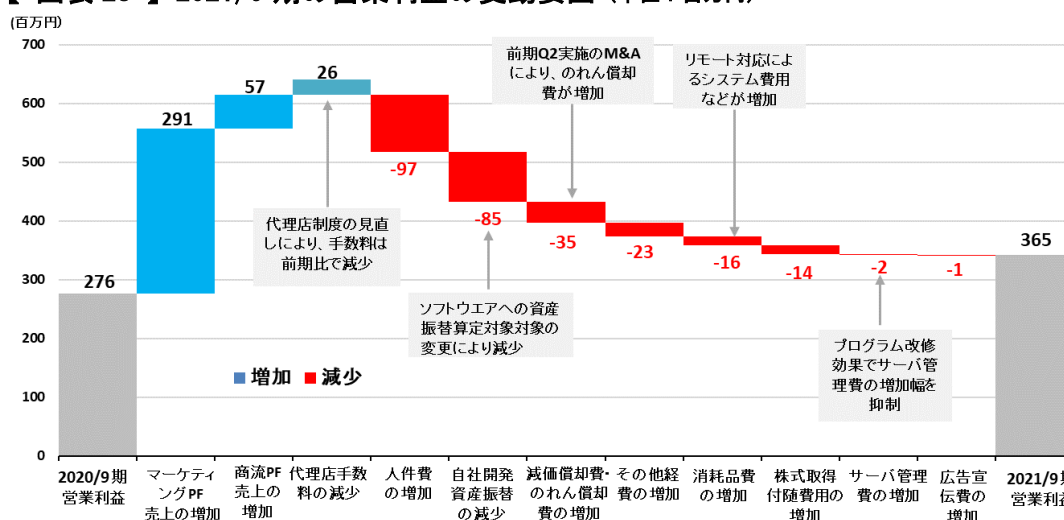
<増減益要因>

全体の営業利益ベースでの増減益要因は図表 28 の通りである。増益要因としては、マーケティング PF 事業の増収効果が大きい。代理店制度の見直しによる手数料の削減効果も加わり、M&Aを含む新領域での人員増加に伴う人件費負担や、ソフトウェアの自社開発資産の振替の減少によるコスト増、のれん償却費の増加等を吸収し、89百万円の増益となった。

- ◆利益の上方修正の要因は、主にコストの削減と抑制。

- ◆増収効果と代理店手数料削減が増益の主要因。

【 図表 28 】 2021/9 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・ウイン調査部が一部修正し作成。

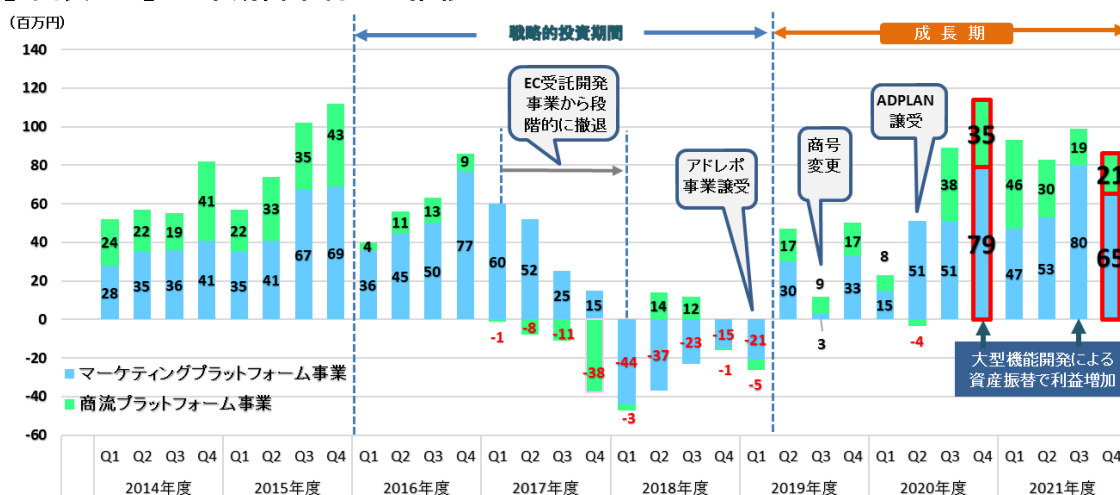
＜四半期ベースの業績推移＞

- ◆ 前期は、全四半期とも黒字。
- ◆ 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。

また、四半期ベース（前年同期比）では、前期は全四半期とも増収となり、営業利益で黒字を確保した。なお、Q4 は四半期単位では過去最高売上高を更新した。大型機能開発による資産振替で利益が増加した前々期の反動で、前期 Q4 は減益となったが他の3 四半期は増益となった。

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 四半期連続で営業赤字を計上したが、同期の Q2 に黒字転換し 11 四半期連続で営業黒字が続いている（図表 29）。ソフトウェア開発における資産振替金額の多寡により、四半期単位での収益には変動があるが、両事業の PF ともに黒字体質が定着してきている。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 29】 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。

＜半期別キャッシュフローの推移＞

- ◆ FCF はマイナス基調から、3 半期連続プラス。

半期ベースでは、FCF（フリーキャッシュフロー）は 2020/9 上期まで 6 四半期連続でマイナスであった（図表 30）。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、2020/9 下期にプラスに転換した。2021/9 期には企業買収を行ったものの、上・下期とも FCF はプラスを維持した。

【図表 30】 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 | 下期 |
| 営業CF① | 15 | 148 | 48 | 93 | 121 | 23 | 7 | 9 | 99 | 109 | 92 | 429 | 241 | 333 |
| 投資活動によるCF② | -5 | -27 | -80 | -69 | -88 | -106 | -94 | -118 | -368 | -158 | -409 | -101 | -35 | -313 |
| 財務活動によるCF | -3 | 0 | -16 | 3 | -31 | -0 | 169 | 542 | 182 | -262 | 391 | -56 | -1 | -23 |
| FCF(①+②) | 9 | 121 | -32 | 24 | 33 | -83 | -88 | -110 | -269 | -50 | -317 | 328 | 206 | 20 |
| 現金及び預金(BS上) | 666 | 787 | 738 | 762 | 764 | 681 | 760 | 1,194 | 924 | 774 | 847 | 1,119 | 1,342 | 1,392 |

(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。

◆ 2022/9 期(今期)業績の同社予想

<概要>

- ◆ 今期は、期初から業績予想を発表。

同社は、合理的な業績予想が困難であるとして（直近では新型コロナウイルス感染症による影響により）、過去6年間にわたって期初に業績予想を公表せず、期中に発表してきた（P32-図表26）。

- ◆ 二桁の増収増益、増配を計画。

しかし、今期（2022/9 期）業績予想に関しては、上期は非公表のままであるが、通期について売上高 3,600 百万円（前期比+21.7%）、営業利益 470 百万円（+28.6%）、当期利益 320 百万円（+33.5%）、配当金 7.5 円（同 1.7 円/株の増配）と期初に公表した（P36-図表32）。これが達成されれば、前期に続き過去最高売上高、及び利益を更新することになる。

- ◆ 過去最高売上高と利益の連続更新を狙う。

<売上高>

- ◆ マーケティング PF、特に新サービスの大幅な増収を予想。

プラットフォーム別では、マーケティング PF 事業の売上高が 3,220 百万円と 630 百万円の増収（前期比+24.3%）、商流 PF 事業の売上高が 380 百万円と 30 百万円の増収（同+8.6%）を見込んでいる。さらにマーケティング PF 事業内では、買収した 2 社のフル寄与もあり、新サービスが前期の 89 百万円から 504 百万円に、415 百万円もの大幅な増収になると計画している。残るアドエビスと広告代理店 DX の合計売上高は、前期 2,501 百万円（うちアドエビスが 2,313 百万円、広告代理店 DX が 182 百万円）から、今期 2,716 百万円（内訳は非公表）へと 215 百万円の増収となる見通しである。

- ◆ 先行投資段階にある新サービスの増収効果により、赤字幅が縮小し、利益率の改善を見込む。

<利益>

同社は 2022 年 9 月期も引き続き収益の拡大フェーズにあると考えている。先行投資段階にある広告代理店 DX、並びに新サービスの増収やこれによる利益率の改善により、全社の利益率が前期 12.4%から今期 13.1%へと 0.7 ポイント改善し、前期比二桁の増益を予想している。

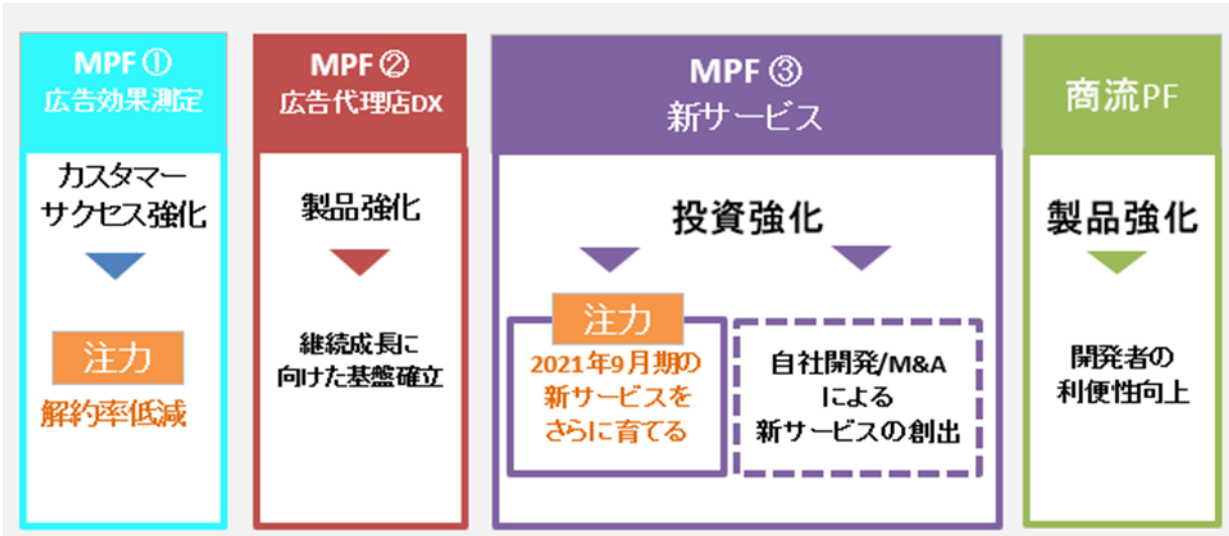
なお、EBITDA は、同様に 638 百万円から 770 百万円と、前期比 132 百万円の増益（+20.7%）となる見通しである。EBITDA マージンは、21.6%から 21.4%へと僅かに低下する。なお、「ソフトウェアとのれん代の償却費+減価償却費」の合計金額は、273 百万円から 300 百万円へと 27 百万円の増加を見込んでいる。

- ◆ サービス領域別に重点施策を実施予定。アドエビスの解約率の低減と、新サービスの投資強化がメインテーマ。

<サービス領域別重点施策>

今期のサービス領域別重点施策は、P36-図表 31 の通りである。特に、「アドエビスの解約率の低減」及び、「投資の強化による新サービスの育成」に注力する。サービス間のシナジーを追求し、クロスセルを強化、グループアセットの最大化を目指すとしている。今期から来期にかけて、積極的な M&A が想定される。

【図表 31】 今期のサービス領域別重点施策



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

【図表 32】 今期、及び中期業績予想 (同社予想、並びに当調査部予想)

| (百万円) | 2018/9期実績 | 2019/9期実績 | 2020/9期実績 | 2021/9期CE | 2021/9期前E | 2021/9期実績 | 2022/9期CE | 2022/9期前E | 2022/9期新E | 2023/9期CE | 2023/9期前E | 2023/9期新E | 2024/9期新E |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高 | 1,805 | 2,204 | 2,818 | 3,000 | 3,000 | 2,957 | 3,600 | 3,500 | 3,500 | 5,000 | 3,950 | 4,600 | 5,300 |
| I. マーケティングPF | 1,530 | 1,951 | 2,318 | 3,000 | 2,820 | 2,599 | 3,220 | 3,050 | 3,150 | 4,500 | 3,450 | 4,220 | 4,900 |
| II. 商流PF | 274 | 253 | 301 | 300 | 380 | 358 | 380 | 450 | 350 | 410 | 500 | 380 | 400 |
| 売上高総利益 | 1,190 | 1,561 | 1,932 | 2,080 | 2,039 | 2,450 | 2,370 | 2,480 | 2,480 | 3,680 | 3,220 | 3,710 | 4,370 |
| 売上高総利益率 | 65.9% | 70.8% | 70.0% | 69.3% | 68.0% | 83.0% | 65.8% | 70.9% | 70.9% | 73.6% | 81.3% | 80.7% | 82.5% |
| 販管費及び一般管理費 | 1,289 | 1,476 | 1,555 | 1,710 | 1,679 | 1,980 | 1,970 | 1,980 | 1,980 | 2,200 | 2,570 | 2,930 | 3,330 |
| 対売上高比 | 71.4% | 66.9% | 55.4% | 57.0% | 56.6% | 66.6% | 54.6% | 56.3% | 56.3% | 44.1% | 44.1% | 44.1% | 44.1% |
| 営業利益 | -99 | 85 | 278 | 330 | 370 | 366 | 470 | 400 | 470 | 750 | 480 | 650 | 780 |
| 対売上高比 | -5.5% | 3.9% | 10.5% | 11.0% | 12.3% | 12.3% | 13.1% | 11.4% | 13.4% | 15.0% | 12.2% | 14.1% | 14.7% |
| 経常利益 | -115 | 79 | 261 | 320 | 360 | 364 | 480 | 390 | 460 | 770 | 470 | 620 | 750 |
| 対売上高比 | -6.4% | 3.6% | 10.0% | 10.7% | 12.0% | 12.3% | 13.3% | 11.1% | 13.1% | 15.4% | 11.9% | 13.5% | 14.2% |
| 当期純利益 | -99 | -95 | 163 | 210 | 290 | 239 | 320 | 260 | 320 | 520 | 320 | 420 | 510 |
| 対売上高比 | -4.9% | -1.8% | 7.0% | 7.0% | 7.8% | 8.1% | 8.9% | 7.4% | 9.1% | 10.4% | 8.1% | 9.1% | 9.6% |
| 売上高(前期比伸率、以下同様) | 5.0% | 22.1% | 18.8% | 14.6% | 14.6% | 12.9% | 21.7% | 16.7% | 18.4% | 38.9% | 12.9% | 31.4% | 15.2% |
| I. マーケティングPF | 21.9% | 27.5% | 18.8% | 13.0% | 12.1% | 23.8% | 16.4% | 21.2% | 22.5% | 42.5% | 13.1% | 34.0% | 16.1% |
| II. 商流PF | -41.1% | -7.8% | 18.8% | 26.3% | 19.2% | 6.0% | 19.4% | -2.3% | 7.9% | 11.1% | 11.1% | 8.6% | 5.3% |
| 売上高総利益率(前期との差異) | -0.3% | 4.9% | -0.8% | -0.6% | -1.0% | -1.0% | -1.0% | 1.3% | 1.3% | 0.1% | -0.3% | 0.0% | 0.0% |
| 販管費及び一般管理費(伸率) | 25.1% | 14.5% | 5.4% | 10.0% | 7.8% | 10.2% | 17.2% | 17.2% | 17.2% | 11.7% | 31.1% | 14.0% | 14.0% |
| 営業利益(伸率) | 赤字化 | 黒字化 | 225.0% | 19.6% | 34.1% | 32.2% | 28.8% | 8.1% | 28.8% | 20.0% | 38.3% | 20.0% | 20.0% |
| 経常利益(伸率) | 赤字化 | 黒字化 | 230.3% | 22.8% | 37.9% | 39.5% | 26.4% | 8.3% | 26.4% | 20.6% | 34.8% | 21.0% | 21.0% |
| 当期純利益(伸率) | 赤字化 | 赤字増小 | 黒字化 | 14.8% | 28.4% | 30.6% | 33.9% | 10.8% | 33.9% | 23.1% | 31.3% | 21.4% | 21.4% |
| EBITDA | 8 | 247 | 513 | 610 | 638 | 638 | 770 | 770 | 770 | 1,000 | 1,000 | 1,140 | 1,140 |
| KPI | | | | | | | | | | | | | |
| アドエビス アクティブアカウント数 | 1,476 | 1,488 | 1,475 | 1,360 | 1,344 | 1,360 | 1,355 | 1,360 | 1,355 | 1,380 | 1,400 | 1,400 | 1,450 |
| 同変化率 | 0.7% | 0.7% | -0.7% | -8.8% | -8.8% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 1.5% | 3.3% | 3.3% | 3.8% |
| アドエビス 平均単価(円) | 78,838 | 98,517 | 120,829 | 143,700 | 143,866 | 143,866 | 162,000 | 167,000 | 167,000 | 180,000 | 188,000 | 188,000 | 178,000 |
| 同変化率 | 24.8% | 22.4% | 19.1% | 19.1% | 19.3% | 12.7% | 9.1% | 11.1% | 11.1% | 7.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| I.(1) 広告測定(アドエビス)の売上高実績/予想 | 1,402 | 1,747 | 2,127 | 2,320 | 2,313 | 2,520 | 2,844 | 2,650 | 2,650 | 3,881 | 2,821 | 2,820 | 3,100 |
| I.(2) 広告代理店DXの売上高 | | | | | | 182 | 188 | 200 | 200 | | | 250 | 300 |
| I.(3) 新サービスの売上高 | | | | | | 89 | 504 | 400 | 400 | 1,500 | | 1,150 | 1,500 |
| I.(1) 広告測定+ (2) 広告代理店DXの売上高 | | | | | | 2,495 | 2,716 | 2,750 | 2,750 | 3,090 | | 3,070 | 3,400 |
| I. マーケティングPF(1)+(2)+(3) | 1,530 | 1,951 | 2,318 | 2,820 | 2,599 | 3,220 | 3,050 | 3,150 | 3,150 | 4,500 | 3,450 | 4,220 | 4,900 |

(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、Eは当部予想。前は前回予想(2021年8月20日時点)、新は今回予想。

なお、今期の会社予想(CE)の粗利(率)、販管費(率)、広告効果測定・広告代理店・新サービスの売上高、及び過去のセグメント売上高の一部は、当部の推計値。

当部予想・実績において、アドエビスの平均単価、及びアクティブアカウント数は、年度平均値(=各四半期末の平均値)を使用。

また、旧 ADLPA は、アドエビスに合算。

◆ 中期経営計画と戦略

前期初に、2021/3 期から 2023/9 期までの 3 期間にわたる、新しい中期経営方針「VISION2023」を発表した。

<DX 支援>

コロナ禍で国内における、顧客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経営資源を集中し、事業展開を進めている。加速している DX を商機ととらえ、データとテクノロジーを活用し、領域拡大を図る意向である。

- ◆ 中計では、国内の DX 市場にフォーカスし、事業領域を拡大、新サービスにも注力。

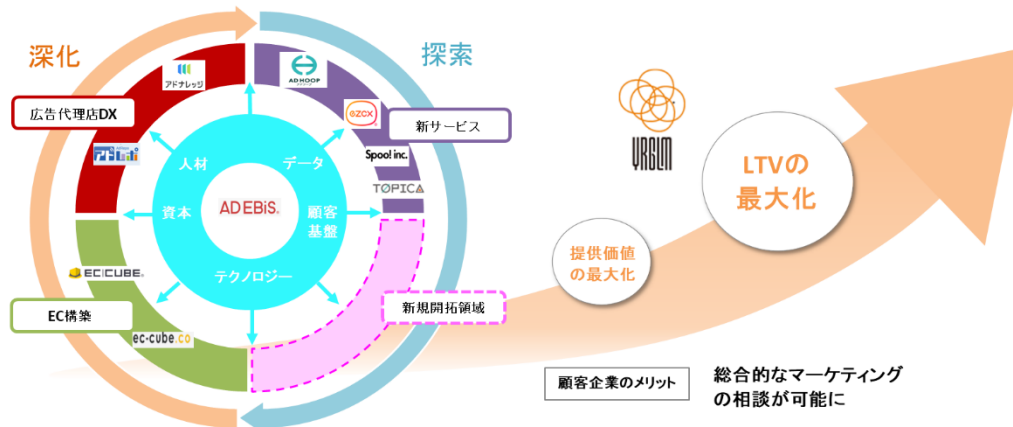
<グループシナジー>

アドエビスで蓄積された強みを活用した自社開発サービスと M&A により、既存領域の拡大(成長加速)に加え新領域の創出と開拓を行う。グループアセットを拡大し、グループ間のシナジーを追求する方針である (図表 33)。

- ◆ M&A も活用し事業を拡大、シナジーを追求。総合マーケティング DX 支援集団へ。

顧客企業に対して単一サービスを提供するだけでなく、最適な複数サービスを提供する総合マーケティング DX 支援集団への転換を図る。これにより、LTV (Life Time Value/ライフタイムバリュー) の最大化を目指す。

【 図表 33 】 グループのシナジーによる提供価値と LTV の最大化



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

<数値目標>

- ◆ 中計最終年度となる、来期の数値目標は 3 点。売上高 50 億円、営業利益 15.0% (750 百万円)、DOE3%以上。

中計の数値目標は、P38-図表 34 のように最終年度となる 2023/9 期の売上高を 50 億円、営業利益を 15.0% (750 百万円) としている。今期予想に対しては、それぞれ 14 億円 (+38.9%増)、280 百万円 (+59.6%増) の大幅な増収増益を想定している。また、株主資本配当率 (DOE) は 3.0% (+0.5%アップ) 以上を目標としている。

【 図表 34 】 中期経営方針「VISION2023」の業績目標

| | | | |
|------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| 2020年9月期実績 | 連結売上高 26.1億円 | 連結営業利益率 10.6% | 株主資本配当率 2.0% |
| 2021年9月期実績 | 29.5億円 | 12.4% | 2.3% |
| 2022年9月期予想 | 36.0億円 | 13.1% | 2.5% |
| 2023年9月期 業績目標 | 連結売上高 50億円 | 連結営業利益率 15% | 株主資本配当率 3%以上 |

(出所) 決算説明会資料より、当調査部が作成

- ◆ 広告代理店 DX と新サービス事業の増収により、営業利益率の改善を見込む。

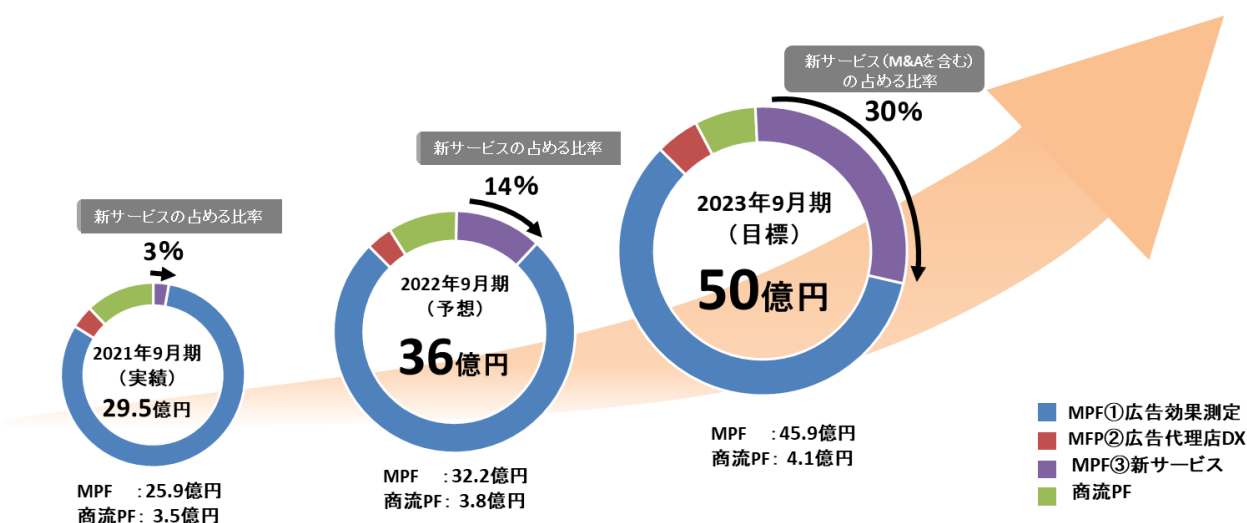
営業利益率は、前期実績の 12.3%から今期は 13.1% (前期比+0.8%) へと、さらに来期には 15.0% (同+1.9%) を目標としている。これは、マーケティング PF の広告測定事業の利益率が継続的に上昇することに加え、先行投資負担から赤字を計上している同 PF の広告代理店 DX と新サービスが、売上高の拡大により、今期には赤字幅が縮小、来期には黒字転換すると見込んでいるためである。

<新 KPI>

- ◆ 連結売上高における新サービスの比率を、KPI として設定。前期の 3%から来期には 30% に引き上げる目標。

なお、今回、新たに KPI として「連結売上高における新サービスの比率」を設定した (図表 35)。新サービス (マーケティング PF に区分) の育成を進め、同比率を 2021/9 月期の 3%から、2022/9 期には 14% へ、さらに M&A による領域拡大を図り、2023/9 期には 30%に引き上げる目標である。売上高金額では (同順に) 89 百万円、504 百万円、1,500 百万円 (いずれも概算値) と高い伸びを想定している。

【 図表 35 】 中期経営計画における新たな KPI (連結売上高に占める新サービスの比率)



(出所) 決算説明会資料より、当調査部が作成

8. アルファ・ウイン調査部による今期、及び中期の業績予想

◆ アルファ・ウイン調査部による今期の業績予想

- ◆ 当調査部では、中期の業績予想を更新。

当調査部では、2024/9（来々期）の業績予想を新たに付け加えるとともに、今期、並びに来期の業績予想を見直した（P36-図表 32）。

<今期（2022/9 期）の新業績予想>

- ◆ 売上高をやや保守的に予想したが、利益は会社予想並みまで引き上げ。増収増益・増配を見込む。

当調査部では、前回作成した今期の業績予想である売上高 3,500 百万円（会社計画比△100 百万円）、営業利益 400 百万円、当期利益 260 百万円を、売上高を据え置く一方、利益をそれぞれ会社予想と同じ、470 百万円、320 百万円まで引き上げた。同様に配当金の予想も、同様に 7.0 円/株から 7.5 円/株に引き上げた。

なお、同社の今期計画は当調査部の前回予想を、売上高では 100 百万円、営業利益で 70 百万円、当期利益で 60 百万円上回る。前回の当調査部予想との利益額の差は売上高の差異に加えて、当調査部の予想営業利益率が 11.4%であったのに対して、同社予想が 13.1%（前期実績：12.3%）であることによる。因みに今期の会社予想利益は、当調査部（前回）の 2023/9 期の予想とほぼ同額であり、当部予想よりも 1 年前倒して達成される計画である。

今回、売上高予想を据え置いた理由は、（詳細は後述するが）今期に入ってリリースされた 10 月及び 11 月の月次売上高から判断し、今通期の会社予想売上高はやや強気と考えた為である。主に、マーケティング PF のアドエビスや新サービス、商流 PF の売上高前提を保守的に予想した。

- ◆ 過去の実績を見ても、コストコントロールは着実に行われる傾向にある。

一方、利益を上方修正した要因は、メインのマーケティング PF 事業のコスト構造が、設定された中長期目標に従って着実にコントロールされ、想定以上に利益率の改善が進んでいることによる。今期もコントロールの余地があると思われ、仮に売上高が多少ショートしたとしても、目標利益の達成は可能であると考えた。

但し、M&A の有無や規模、新規事業等の成否、人員の採用状況、新型コロナウイルス感染（変異型等）状況によっては、業績が変動するリスクは考慮しておく必要がある。

<足元の状況>

巣籠もり需要で EC などの非対面ビジネスは、活況ながらも一巡しつつある。また、オープンソースの EC サイト構築システム（ショッピングカート）分野での競合の激化により、商流 PF 事業の月次売上高

は2021年以6月降、前年割れが続いている。これに対して、アドエビスの単価上昇と、新ビジネスや広告代理店DXの増収効果で、マーケティングPFは二桁の増収率を維持し、全体の売上高を支えている。

- ◆10、11月とも全体では、前年同月比で増収基調が続くが、同社の予想年間増収率には届かず。

今期に入って初月である10月、及び11月の月次の全社売上高は、いずれも前年同月比でプラスではあるが、増収率がやや鈍化している(図表36)。今通期の年間増収率の会社前提である21.7%とは、足元では10%以上の乖離がある(10月から11月までの累計の増収率は、前年同期比+8.0%)。

「M&Aがなくとも今期の売上高目標の達成は可能」との決算説明会でのコメントがあり、同社は、下期に尻上がりでの伸長を想定していると思われる。現状のペースでは、期中のM&Aがない場合には、売上高が未達となる可能性も考えられる。

【図表36】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%)

| 暦年 年度 | 2020年 | | | 2021年 | | | | | | | | | 2021年 2022/9期 | | 今期累計 (2021/10月~ 2021/11月) |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|---------|---------------------------------|
| | 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 | 11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 | 212,076 | 214,294 | 217,719 | 229,621 | 240,117 | 233,052 | 231,281 | 464,333 |
| | 121.8 | 118.5 | 116.0 | 102.8 | 109.8 | 112.7 | 108.3 | 107.2 | 108.0 | 110.0 | 114.0 | 119.2 | 114.3 | 112.7 | 113.5 |
| 商流 プラットフォーム | 35,699 | 36,386 | 28,356 | 39,511 | 29,247 | 26,297 | 34,582 | 23,959 | 23,877 | 33,663 | 23,746 | 23,088 | 31,473 | 23,739 | 55,212 |
| | 136.4 | 206.7 | 157.4 | 151.4 | 181.4 | 311.2 | 186.2 | 161.3 | 41.4 | 77.4 | 93.2 | 81.8 | 88.2 | 65.2 | 76.6 |
| 全社 | 239,641 | 241,642 | 240,664 | 245,924 | 245,758 | 252,755 | 249,118 | 236,036 | 238,171 | 251,383 | 253,368 | 263,205 | 264,526 | 255,021 | 519,547 |
| | 123.8 | 126.6 | 119.7 | 108.4 | 115.2 | 120.7 | 115.0 | 111.0 | 93.0 | 104.2 | 111.6 | 114.6 | 110.4 | 105.5 | 108.0 |

(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。

<売上高の前提>

- ◆当調査部では、アドエビスの今期の増収率を10%と予想。単価は13%アップ、アカウント数は1%の増加が前提。

・アドエビスのアカウント数は、純増トレンドへの転換が見られず、新型コロナウイルスの影響による好・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。

・継続的なアップデートによるアドエビスの製品力の強化がなされていること、今後オンボーディングを強化し解約率の低減に注力することから、年度平均のアカウント数は前期比1%弱の微増とした。

・一方、機能の強化や追加を含むアップセルとクロスセルにより、単価は年度平均で約9%上昇すると予想した。因みに、2021年10月以降もアドエビスの平均単価は、緩やかながらも上昇傾向にある模様である。

・以上によりアドエビスの売上高(広告効果測定)を、前期比10%増の2,550百万円と見込んだ。

・なお、基本的には既に関与を完了した企業や事業のフル寄与による増収分を除き、今後の新たな企業買収による増収分を売上高には見込んでいない。

◆新サービスの増収貢献を保守的に予想。

・新サービスの拡大幅についてはリスクを考慮し、保守的に予想した(増収幅：会社計画 約4億円、当部予想 約3億円)。広告代理店DXは10%前後の増収と予想し、マーケティングPF事業全体では、前期比で約21.2%増収の3,150百万円(会社計画比△70百万円)と見込む。

◆商流プラットフォームは、微減収を予想。

・商流PF事業は、足元の売上高が前年同期比でマイナス基調であることから、売上高を350百万円(会社計画比△30百万円)、△2.3%の減収と想定した。経営資源の投入によるテコ入れやオリコとの提携効果を下期に見込んだ。

<利益の前提>

◆利益率は、前期比で改善すると予想。

・開発費や人件費の増加などコストの増加もあるが、増収効果に加え、新サービスなどの利益率改善などがカバーし、粗利率は上昇すると想定した(前々期：70.0%→前期：69.0%→今期予想：70%)。販管費も管理され、営業利益率は前期の12.3%から13.4%に改善すると予想した。会社の利益計画はやや高いハードルではあるが、コストコントロールの余地があると思われることから、利益予想を同社計画まで引き上げた。なお、営業外や特別損益には、特段の発生を見越していない。

◆ アルファ・ウイン調査部による中期の業績予想

<来期(2023/9期)の業績予想>

◆当調査部による2023/9期の業績予想も上方修正。過去最高益の連続更新を予想。

来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見込まれ、業績予想を上方修正した。前回予想⇒今回予想の順に、売上高3,950百万円⇒4,600百万円(当調査部の2022/9期比+31.4%)、営業利益480百万円⇒650百万円(同+38.2%増)、当期利益320百万円⇒420百万円(同+31.3%)と増収増益、過去最高売上と利益の連続更新を予想している(P36-図表32)。

◆但し、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。

なお、既述のように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。ハードルが高く、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る。

現段階では不透明な要素もあることから、当調査部の予想にあたっては、リスクを勘案し保守的に予想した。

◆アドエビスの価格政策と、アカウント数の反転に注目。

なお、売上高の過半を占めるアドエビスの売上高は、KPIである単価とアカウント数のバランスにはなるが、徐々に単価上昇率の鈍化が予想され、アカウント数の持続的な増加への転換策が重要な課題として挙げられる。同社は、中価格帯のサービス提供によるアカウント数の増加も視野に入れていると思われ、今後の価格政策を注視したい。当

◆アドエビスの増収率を、10%と想定。

調査部では、来期以降は、年間の価格上昇率を6~7%、アカウントの増加率を約3%、増収率約10%を前提として、業績予想を行っている。

◆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。

なお、同社は来期にはDOE:3%以上とのターゲットを設定しており、当調査部の業績や純資産予想に基づきDOE:3%とすると、配当金は10.9円/株となり連続増配が予想される。当調査部の試算では、予想配当利回りは1.0%、配当性向は16.4%となる。

同社の予想配当利回りと同配当性向を市場平均と比較すると、依然、増配余地はある。

◆2024/9期(新規予想)も増収増益、過去最高売上と利益の連続更新を見込む。

<来々期(2024/9期)の業績予想>

来期と基本的には同じ考え方で、増収による相対的な経費率の低下(サーバーコストの低減など)が見込まれ、増収増益、過去最高売上と利益の連続更新を予想する(P36-図表32)。每期継続的に、一定規模の複数のM&Aがある前提で、売上高5,300百万円(当調査部の2023/9期比+15.2%)、営業利益780百万円(同+20.0%増)、当期利益510百万円(同+21.4%)、2023/9期に対し2.1円増配の13.0円(DOE=3%継続を前提)を予想している。

◆中期的には年率10~20%前後の増収率を予想。

<中長期的な成長率の予想>

今後、デジタル化が進みインターネット広告市場が拡大する中、周辺事業領域を取り込み、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PF事業の成長ポテンシャルは大きい。また、EC市場の拡大に伴う商流プラットフォーム事業は、安定成長が見込まれることから、同社全体では中長期的には年率10~20%前後の増収率が期待される。

◆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。

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。

事業の展開に当たり先行投資負担も継続的に発生すると思われることから、当調査部では売上高成長率と同等あるいはこれを上回る年率20~30%前後の利益成長(平準化ベース)を見込んでいる。

◆中期的には、最高益の連続更新も視野に。

中長期的には、M&Aや先行投資のタイミングにより、業績の変動が予想されるが、トレンドとしては過去最高売上高と利益の更新が見込まれる。

◆M&Aや新規ビジネスの成否が変動要因。

事業構造改革は一巡したものの、同社は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。

加えて、ニッチ分野に特化し小規模であること、また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る。

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、グループでシナジーを活かし、かつ一定の利益水準を確保しながら総合的に展開できるか否か、また、今後、新たに実施する M&A 案件の収益寄与度（投下資本利益率）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 37 に列挙した (以下、補足)。

<強み>

- ◆長年にわたって蓄積されたデータ、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。

主な強みとして、これまでアドエビスを通じて長年にわたり蓄積されてきたデータ、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 (専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。

<リスク要因>

- ◆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、競争の激化。

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、競争の激化などが挙げられる。

<経営体制の変更>

- ◆宮本氏が執行役員 COO に就任し、アドエビス事業を統括。

また、これまで課題として、経営が岩田社長に依存していることを挙げてきた。しかし、2021 年 10 月に宮本力氏が執行役員 COO に就任し、広告効果測定 (アドエビス事業全体) を統括する。一方、岩田社長は、CEO として広告代理店 DX、新サービス、新規開拓領域を統括し、成長ドライバーの創出にシフトする。マーケティング PF 事業の経営が専任化・分散化され、経営スピードのアップやリスクの軽減につながると考えられる。なお、宮本氏は、クリエイティブ領域の知見と組織経営の経験があり、2021 年 6 月にイルグルムに入社している。

【 図表 37 】 SWOT 分析 (赤文字は追加・修正点)

| | |
|---------------------|---|
| 強み (Strength) | <ul style="list-style-type: none"> ・創業以来、自社に蓄積されたデータやノウハウ、ビッグデータとしての活用余地 ・知名度と顧客基盤、実績、製品力(インターネット広告効果システムツールで、圧倒的にシェア1位) ・コアのマーケティングプラットフォーム事業は、安定収入が見込めるストック型ビジネス ・アップセル・クロスセルによる顧客単価の上昇や顧客層の拡大余地 ・業界の先端技術に精通している社長の経営手腕 ・労働環境の整備、専門の最先端知識を持つ人材とノウハウの蓄積(専業大手の開発・対応力の優位性) |
| 弱み・課題 (Weakness) | <ul style="list-style-type: none"> ・ニッチ分野に特化しており、小規模であること ・経営が社長に依存していること(但し、新COOが就任し権限と責任が分散化) ・2%台後半のアドエビスの月間解約率とアカウント数の減少傾向 ・人材不足(エンジニア、営業員) ・資金力(先行投資負担や、大型企業買収に伴う資金余力・エクイティファイナンスのリスク) |
| 機会 (Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> ・インターネット広告マーケティング市場の拡大余地と既存製品の成長加速のポテンシャル ・EC市場の拡大に伴うビジネスチャンス ・M&Aや事業買収による事業拡大とグループにおけるシナジー、外部提携先のリソースの活用、協業 ・新製品・サービスへの展開 |
| 脅威 (Threat) | <ul style="list-style-type: none"> ・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) ・競合の激化(特にイーシーキューブ関連)、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 ・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 ・製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ ・コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル |

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 株主還元

< 配当実績 >

- ◆ 上場後、配当を実施。その後、業績悪化に伴い一時期、無配へ。

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(図表38)。

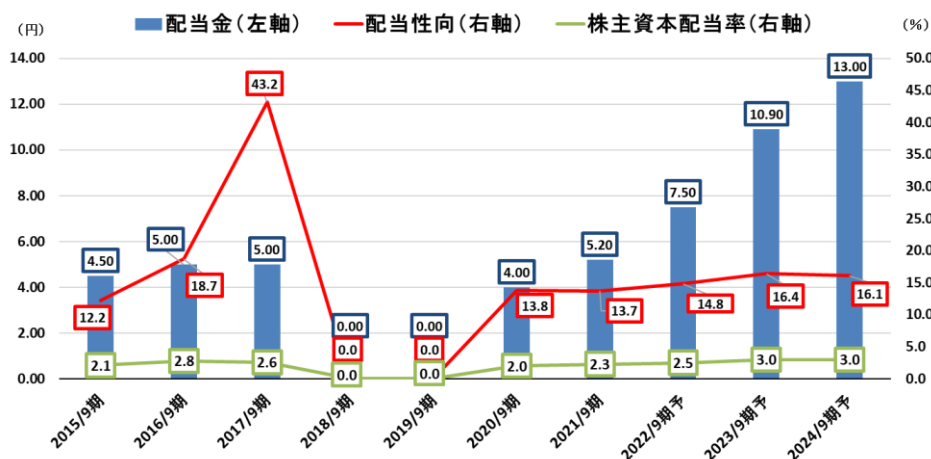
- ◆ 社外流出を抑え、成長投資に資金を振り向けた。

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。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、前々期に復配。

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 38 】 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

< 配当方針・目標 >

- ◆ 中計では、DOE を基準に配当する方針。増益と DOE の段階的な引き上げにより増配が見込める。

現行の中計では、目標とする純資産配当率(DOE)を年度ごとに設定し、これに従って配当金額を決定する。段階的にDOEを引き上げる計画となっており、これまでは増益や期中での利益の上方修正による純資産の増加も加わり、増配トレンドにある。

中計初年度となった前期はDOEを2%と設定し、当初4.5円/株の配当予想であったが期中に5.0円/株に修正した後、最終的には5.2円/株に増額した。2年目となる今期はDOE:2.5%を目標とし、前期比+1.7円/株増配の7.5円/株を計画している。これにより配当性向は前期13.7%から今期15.0%に上昇する。なお、最終年度となる2023/9期には3%以上とする目標を公表している。

◆ 自社株買いを実施。

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を継続し、業績の伸長によっても株主価値を高めたい意向である。
また、2021年11月に自社株買い(約53千株、発行済株式数の約0.8%、69百万円)を行い、今期の総還元性向は35%となる見込みである。

◆ DOE が固定されても、増益により増配トレンドを予想。

＜配当予想・株主還元＞

来々期以降、DOEの目標達成後は変更がない限り、利益額の変動に基づく純資産額に配当金は連動することになる。当調査部では中期的に増益トレンドが続くと予想しているため、増配ペースが鈍化する可能性はあるが、当面は増配が継続すると考えている。
将来的には株価水準にもよるが、株式分割や追加の自社株買いなど株主還元も見込まれる。

◆ 小型アドテク、株価のボラは高い。

(注 24)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。

◆ 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター

＜特性＞

同社は、東証マザーズ上場の小型アドテクノロジー^{注24}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)。

◆ 過去5年間の株価は、1,000円から2,000円のボックス圏。

＜株価＞

本レポート P3 の図表 C に、過去約5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。その後、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。

◆ 株価は年初来、TOPIX や東証マザーズ指数をアンダーパフォームしていたが、前期 Q3 決算発表後は、一転してアウトパフォーム。

＜パフォーマンス＞

年初来では同社株は、主要インデックスに対してアンダーパフォームしていたが、8月5日のQ3決算発表以降は、TOPIX や東証マザーズ指数を、それぞれ約7%、12%アウトパフォームしている(2021年12月10日の終値1,089円で比較)。これは前期の好決算に加え、今来期の大幅な増収増益・増配予想を好感し、中期の高い利益成長期待を反映しているものと考えられる。

◆ 参考となる類似企業は、米国の HubSpot 社。

＜同業他社、類似会社とのバリュエーション比較＞

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、類似会社として P29 に記載の HubSpot 社が挙げられる。HUBS 社は、2021年12月10日終値基準で時価総額342億ドル=約3.9兆円、約一年前と比較しても2倍以上に株価(時価総額)

・HUBS 社のバリュエーションは、極めて高い。

(注 25) 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。

・日本の類似企業とのバリュエーション比較では、やや割安感がある。

・東証一部平均とのバリュエーション比較では、現在の株価に割安感はない。

は上昇している。HUBS 社の 2020/12 期実績基準でのバリュエーションは、PSR ^{注 25}:43.0 倍、PBR:48.6 倍 (赤字のため PER:N.A) と極めて高い。

参考までに、日本で上場しているアドテクノロジー業界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 (P21) 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 39)。

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、及び配当利回りで見ると、同社のバリュエーションは概ね低位にあり、やや割安感がある。

<東証一部平均とのバリュエーション比較>

また、同様に東証一部企業の平均値 (2021 年 12 月 10 日終値基準で、今期予想 PER:15.3 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同社が高い。これは、アドテッ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、株価に反映されているためと考えられる。

【図表 39】類似会社比較 (アドテック関連企業 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 (12/10) |
|---------------------------------------|---------------|-----------------------------|---|-----------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|-------|-----|-----|------------|
| 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 | 株価 | 株価 | 株価 |
| 2159 | フルスピード | ネットマーケティング、アドテック(ネット広告配信技術) | TSE2 | 6,042 | 15,400 | 640 | 4.2 | 0.39 | 14.97 | 1.28 | - | - | - | - | - | 388 |
| 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 | 34,274 | 100,000 | 12,000 | 12.0 | 0.34 | - | 0.92 | 0.00 | 0.00 | 1,439 | 418 | 418 | 418 |
| 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 | 32,157 | 28,900 | 2,720 | 9.4 | 1.11 | 16.22 | 1.53 | 4.55 | 1,439 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 2491 | バリューコマース | アフィリエイト(成果報酬型)広告 | TSE1 | 163,737 | 32,700 | 7,400 | 22.8 | 5.01 | 51.16 | 10.10 | 0.91 | 4,750 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3134 | Hamee | 携帯アクセサリ/ECクラウド支援 | TSE1 | 17,899 | 14,000 | 2,250 | 16.1 | 1.26 | 10.72 | 2.42 | 1.88 | 1,088 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3655 | ブレインパット | ネットマーケティング・データ解析 | TSE1 | 37,614 | 8,500 | 1,020 | 12.0 | 4.43 | 158.97 | 8.83 | 0.00 | 5,080 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3688 | GARTA HD | アドプラットフォーム | TSE1 | 53,840 | 25,000 | 4,500 | 18.0 | 2.15 | 17.14 | 2.22 | 2.38 | 2,120 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3690 | (株)イルグルム | インターネット広告計画ツール | TM | 6,940 | 3,600 | 470 | 13.1 | 1.93 | 21.79 | 4.23 | 0.69 | 1,089 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3853 | アステリア | パッケージソフトウェア | TSE1 | 14,011 | 2,900 | 1,000 | 34.5 | 4.8 | 15.5 | 2.12 | - | 801 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 3923 | ラクス | クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣 | TM | 550,897 | 20,387 | 1,341 | 6.8 | 27.02 | 604.37 | 67.89 | 0.08 | 3,040 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 4293 | セブティエニHD | ネット広告代理、スマホマーケティング | JQS | 66,402 | 未定 | 未定 | - | - | - | 3.28 | - | 478 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 4395 | アクリート | SMS配信サービス | TM | 7,925 | 2,722 | 387 | 14.2 | 2.91 | 36.18 | 5.44 | 0.71 | 1,404 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 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 | 1,003,321 | 未定 | 未定 | - | - | - | 7.78 | - | 1,984 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 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 | 7,005 | 35,500 | 460 | 1.3 | 0.20 | 21.33 | 1.28 | 2.34 | 418 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 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 | 4,056 | 5,700 | 530 | 0.1 | 0.7 | 11.48 | 1.14 | 0.00 | 807 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6045 | レントラックス | 成果報酬型インターネット広告サービス | TM | 5,495 | 2,346 | 746 | 31.8 | 2.34 | 12.85 | 2.21 | 1.45 | 689 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6081 | アライドアーキテクト | SNS関連のマーケティング支援 | TM | 11,084 | 5,500 | 600 | 10.9 | 2.02 | - | 4.73 | - | 784 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6094 | フリックアウトHD | インターネット広告配信(DSP) | TM | 28,356 | 28,000 | 1,050 | 3.8 | 1.01 | - | 5.66 | 0.00 | 1,574 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6175 | ネットマーケティング | 成果報酬型の広告代理 | TSE1 | 6,678 | 5,785 | 500 | 8.6 | 1.15 | 17.80 | 2.13 | 1.34 | 447 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6533 | Orchestra HD | 企業向けデジタルマーケティング | TSE1 | 37,167 | 15,620 | 1,131 | 7.2 | 2.38 | 52.94 | 7.83 | 0.21 | 3,795 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6553 | ソウルアウト | 中堅・中小企業等向けWebマーケティング | TSE1 | 12,198 | 22,600 | 340 | 1.5 | 0.54 | 122.01 | 3.91 | - | 1,153 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 6582 | ジーニー | メディア広告を自動売買、アドテック事業 | TM | 14,168 | 13,582 | 740 | 5.4 | 1.04 | - | 5.23 | - | 785 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 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 | | | | 100,328 | 19,437 | 1,991 | 11.7 | 3.14 | 74.05 | 6.92 | 1.10 | | | | | |
| TOPIX (2021/12/10終値) 平均 | | | | | | | | | 15.26 | 1.28 | 1.96 | 1,975.48 | | | | |
| 6028 | GMO TECH (赤字) | アプリ導入型現金広告、検索エンジン最適化 | TM | 2,003 | 4,000 | -300 | -7.5 | 0.50 | -4.83 | 2.60 | 0.00 | 1,820 | | | | |
| 6550 | Unipos (赤字) | ネット広告代理、メディア収益化支援 | TM | 2,931 | 1,395 | -1,320 | -94.6 | - | - | 1.02 | 0.00 | 226 | | | | |

| 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 (12/10) |
|--|------------|---------------------------|---|--------|--------|--------|-------|------|--------|------|-------|-------|----|----|----|------------|
| 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 | 株価 | 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、法人向け物品販売 | TSE2 | 61,230 | 19,200 | 3,550 | 18.5 | 3.19 | 29.53 | 4.46 | 0.90 | 4,445 | | | | |
| 4304 | Eストア | ECサイト構築、ネット通販支援 | JQS | 8,500 | 5,900 | 1,020 | 17.3 | 1.44 | - | 3.10 | 2.12 | 1,508 | | | | |
| 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 | 3,868 | 2,577 | 159 | 6.2 | 1.50 | 35.48 | 4.02 | 0.00 | 969 | | | | |
| 4486 | 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 | 10,224 | 2,841 | 632 | 22.2 | 3.60 | 23.64 | 5.16 | 0.00 | 1,359 | | | | |
| EC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 | | | | 20,956 | 7,630 | 1,340 | 16.0 | 2.4 | 29.55 | 4.2 | 0.76 | | | | | |
| 4477 | BASE (赤字) | ECコマースプラットフォーム・オンライン決済 | TM | 74,048 | 10,143 | -1,181 | -11.8 | 7.30 | -61.64 | 4.68 | 0.00 | 666 | | | | |

(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(12 月 10 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。

- ◆ 今期予想 PER は 21.5 倍。来々期の予想 PER は 13.5 倍。

- ◆ PEG レシオは、1 倍弱から 2 倍程度。

(注 26) 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、M&A に注目。

- ◆ アドテック関連の内需・小型成長株として、今後の展開に期待。

<同社のバリュエーション>

因みに IT、特にアドテックは、高い成長性期待からバリュエーションにプレミアムがつく傾向がある。これに対して今期の当部予想 EPS の基づく PER は 21.5 倍、来期 16.4 倍、来々期には 13.5 倍と、バリュエーションが切り下がる見込みであり、その水準も許容範囲内と考えられる。

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^{注 26} は、今期ベースで 0.9 倍弱となる (年間平均の利益成長率を約 10.8% とすれば PEG は 2.0 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、期待利益成長率とのバランスでは検討できる株価水準にあると思われる。

業績目標の達成や一層の増配の確度が高まれば、株価水準が切り上がる展開も考えられる。

<今後の株価に影響を与えうる注目点>

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、成長を見込んでいる広告代理店 DX や新サービスの業績動向、M&A や事業買収・提携、今後の新商品・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、同社の利益成長性を見極める上で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 (価格政策) とアクティブアカウント数の増減に加え、同社が新たに開示したアドエビスの解約率と連結売上高における新サービスの比率を、継続的にフォローしていきたい。

<中長期的な見通し>

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。

アドテック関連の内需・小型成長株として、引き続き今後の展開に期待したい。

以上

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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（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】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。

FV2021-1225-1430