

# 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 東証グロース)

発行日：2022/6/6

### ● 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。
- 同社の強みは、高精度なデータ計測を可能とする技術力&専門性の高い DX 人材、フロントランナーとして蓄積してきたビッグデータ、500社超のパートナーとのネットワークである。
- 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 であるアドエビスの単価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、事業再編が一巡し収益力が回復してきた。この結果、近年、二桁の増収率を維持し、黒字が定着してきている。

#### 今上期決算実績、及び今期の業績予想

- 今上期の連結決算 (2022/9 上期: 第 2 四半期累計) は、売上高が前年同期比 7.8% 増加の 1,581 百万円、営業利益が同△1.3% 減少の 176 百万円、純利益も△10.5% 減少の 104 百万円と、増収ながら減益となった。上期事前予想は非公表であるが、売上高・利益とも社内計画を下回った模様である。
- これは、①マーケティング PF 事業において、コアのアドエビスの単価が 16 四半期連続で上昇したものの、増加額、上昇率が鈍化していることと、新規顧客の獲得が想定を下回ったこと、②商流 PF 事業において、競合の激化に伴い利益率の高い EC-CUBE の決済手数料が予想を下回ったこと、及び投資強化によるコスト負担増による。
- なお、黒字による資本の蓄積により、自己資本比率は 2022/3 月末時点で 54.0% まで上昇し、実質無借金と財務体質は健全である。
- また、上期の実績を踏まえ、同社は期初の通期業績予想を下方修正した。売上高 3,600 百万円 (前期比 +21.7% 増) ⇒ 3,400 百万円 (前期比 +15.0% 増)、営業利益は 470 百万円 (同 +28.6% 増) ⇒ 340 百万円 (同△7.0% 減)、当期純利益 320 百万円 (同 +33.5% 増) ⇒ 210 百万円 (同△12.4% 減) と、期初は増益を見込んでいたが、一転し減益予想に修正した。これに伴い今期は DOE: 2.5% を目安としているため、年間一株当たり配当金も 7.5 円 ⇒ 7.0 円へと減額修正した。但し、前期比では 1.8 円の増配となる。
- 当調査部では、期初の会社計画に対し、売上高を△100 百万円減額の 3,500 百万円、営業利益を同額の 470 百万円と予想していたが、会社の修正計画はこれを下回った。アドエビスのアカウント数の減少と、EC-CUBE の決済手数料の減収が予想以上であったことと、コストコントロールにより利益計画の達成は可能と判断していたが、将来の成長に向けた投資を強化した点が、業績予想の差異と思われる。なお、会社新計画と足元の状況を考慮し、当調査部でも予想をほぼ会社予想並みに下方修正した (⇒ 売上高新予想: 3,365 百万円、会社計画比△35 百万円、営業利益: 350 百万円、同+10 百万円、配当金: 7.0 円、同 0 円)。
- 上期の通期会社計画 (修正後) に対する進捗率は、売上高が 46.5% (前上期は 49.6%)、営業利益では 51.8% (同 48.8%) となる。
- 逆算すると会社下期計画は、売上高 1,819 百万円 (前期比 +22.0% 増)、営業利益は 164 百万円 (同△12.4% 減)、当期利益 106 百万円 (同△14.1% 減) と増収減益を見込んでいる。下期には、主力製品のアドエビスの過去最大のメジャーアップデートを行い、アカウント数の増加による増収を計画している。

1/31

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と、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。

加えてEC-CUBEでは、ボクブロック社の買収によるシナジー、新ビジネスの伸長により売上高の拡大を目指す。但し、先行投資負担からコスト増となり、減益を予想している。

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、これを継続している。なお、M&Aの有無、PMIの成否により、同社の業績は大きく変動する可能性がある。
- ・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、年率二桁の売上高成長が同社には見込まれる。事業の再強化のための前向きな先行投資が一巡すれば、来期以降、既存並びに新規の両事業の拡大による増収と利益率の改善により、年率二桁の利益成長ペースに戻ると当部では考えている。なお、来期、来々期の業績予想についても、当部の前回の業績予想を、やや慎重に見直した。

株価水準

- ・株価は、業績回復に伴いボトムアウトし、直近5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た。しかし、世界的な株価調整や、今期業績の下方修正、配当金の減額修正発表を受けて、株価は700円台で調整中である。
- ・既に、「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として一定の評価が織り込まれ、また、業績修正後の今期の予想基準では、主要なバリュエーションは、ほぼ妥当レンジ内にあると考えられる。一方で株価は既に大きく切り下がり、中期の成長性を考慮したPEGレシオなどでは、投資を検討できる水準に近いと思われる。
- ・今後は、KPI(特にアドエビスのアカウント数と単価)、月次売上動向(両PF事業の前年同月比)、四半期単位の損益動向(特に増益率や買収した企業の収益寄与)、今来期の利益水準の見通し、株主還元の水準、M&A・提携の発表が株価に影響を与えると思われる。

株主還元

- ・今期は連結株主資本配当率(DOE)：2.5%を配当方針としているが、2023/9期には3%以上に引き上げる方針である。今後も増配が見込まれ、配当水準や株式分割についても注目したい。

【 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)
2019/9	A	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字幅縮小	-5.5	168.7	0.0
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.1	202.2	4.0
2021/9	A	2,957	12.9	365	32.0	364	39.5	239	30.7	38.0	257.5	5.2
2022/9	期初CE	3,600	21.7	470	28.6	460	26.3	320	33.5	50.0		7.5
2022/9	修正CE	3,400	15.0	340	-7.0	340	-6.7	210	-12.4	33.5		7.0
2022/9	E	3,365	13.8	350	-4.1	350	-3.8	218	-8.8	34.8	289.3	7.0
2023/9	中計CE	5,000	47.1	750	120.6	OPM=15%						DOE≥3%
2023/9	E	4,320	28.4	500	42.9	500	42.9	320	46.8	51.1	333.4	9.3
2024/9	E	4,740	9.7	580	16.0	580	16.0	380	18.8	60.7	384.8	10.8
2021/9	Q1	721	23.3	94	281.6	95	279.8	61	222.7	9.8	207.7	0.0
2022/9	Q1	776	7.6	87	-7.1	87	-8.2	58	-5.1	9.3	249.1	0.0
2021/9	Q2	745	14.6	84	80.5	82	80.2	55	107.6	8.8		0.0
2022/9	Q2	805	8.1	89	5.3	89	8.2	46	-16.5	7.4		0.0
2021/9	H1	1,466	18.7	178	150.3	177	151.0	116	155.6	18.5	237.6	0.0
2022/9	H1	1,581	7.8	176	-1.3	176	-0.6	104	-10.5	16.7	260.3	0.0
2021/9	H2	1,491	7.8	187	-9.2	187	-1.9	123	-10.8	19.4		0.0
2022/9	H2 CE	1,819	22.0	164	-12.4	164	-12.4	106	-14.1	16.8		0.0

(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 6/3	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	736	前期実績	19.4	2.9	0.7%	13.7%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	21.1	2.5	1.0%	20.1%
時価総額 (百万円)	4,690	来期予想	14.4	2.2	1.3%	18.2%
潜在株式数 (千株)	0.0	今上期自己資本比率	54.0%		前期ROE	16.5%

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 3690 株式会社 イルグルム 】 図表C



\*\*\*\*\*  
**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を負いません。MV2022-0612-1200

## 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
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P7
事業ポートフォリオ.....	P7
事業内容（Ⅰ）マーケティング PF*事業.....	P8
事業内容（Ⅱ）商流 PF*事業.....	P11
3. 株主構成.....	P12
上位株主構成.....	P12
4. 成長の軌跡.....	P13
過去の業績推移.....	P13
5. 業界環境.....	P14
日本の広告市場の動向.....	P14
6. トピック（M&A）.....	P15
過去の M&A の実績.....	P15
直近の M&A（株式会社ボクブロックの買収）.....	P16
今後の M&A 戦略.....	P17
7. 今上期の業績と通期の見通し.....	P18
2022/9 期第 2 四半期（上期）決算の実績.....	P18
2022/9 期（通期・下期）業績の同社計画.....	P22
アルファ・ウイン調査部の 2022/9 期（通期）業績予想.....	P25
8. 成長戦略.....	P27
同社の中長期経営計画と戦略.....	P27
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P28
9. アナリストの視点.....	P30
株主還元.....	P30
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター.....	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。

\*PF は、プラットフォームの略語。

## 1. 会社概要

- ◆ マーケティング DX 支援事業会社。インターネット広告効果計測と EC 構築オープンソースにおける、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。

- ◆ 自社開発と M&A により、新ビジネスへの展開にも積極的。

- ◆ 岩田社長が創業、東証マザーズ市場(現在は東証グロース市場)に上場。

- ◆ 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.)」

- ◆ 同社を含め 7 社でグループを形成。

- ◆ 連結対象子会社群の業績も回復し、堅調に推移。カーブアウトとしたイーシーキューブの業績回復、及び買収した子会社が売上高には寄与。

### ◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

#### <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 DX 支援事業会社である。

「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 (ADEBiS)」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「EC-CUBE」シリーズでは、いずれもトップシェアを有する。

なお、自社開発による新ビジネスの展開に加え、M&A による周辺ビジネスへの展開にも意欲的である。

#### <沿革>

岩田進社長が大学時代にホームページ制作事業を大阪で起業し、業容の拡大に伴い 2001 年に同社を設立した。2014 年 9 月に東証マザーズ(現在:東証グロース市場)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 5 社(株式会社イーシーキューブ、ベトナム現地法人、及び買収した 3 社:株式会社スプー・株式会社トピカ・ファーエンドテクノロジー株式会社)、持分法適用会社 1 社(有限会社彩)の 7 社で構成されている。なお、株式会社 HOWDY(トピカの休眠子会社)、並びにクラウドファイン株式会社(ファーエンドテクノロジー株式会社の 100%子会社、企業向けにノベルティグッズを企画・販売)の 2 社は、重要性がないため連結から除外されている。

2019/9 期中に、イーシーキューブ事業を単体からカーブアウト(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、複数の企業買収による売上高への寄与もあり、連結対象子会社群(連結一単体)は、2019/9 期以降は増収・黒字基調である(P6-図表 1)。なお、上期決算では単独の業績数値は公表されていない。

【 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	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
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	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	261	364
B	単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	165	278
A-B=C	(連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86
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(以下、同様)。なお、上期の単独決算は、非公表。

<財務状況> (詳細は P16 を参照)

- 2022 年 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。

M&A を継続しているが利益の計上と大型投資の一巡により、フリーキャッシュフロー (FCF) は一旦プラスに転じ、資本の蓄積と現預金の増加が進んでいる。2022 年 3 月末時点では長短借入金の合計約 9.4 億円に対し、現預金は約 12.1 億円と実質的には無借金となっている。

総資産 30 億円、時価総額 65 億円 (2022 年 3 月 31 日終値：1,019 円を基準) と小規模ながら、自己資本比率 54.0%、流動比率 194.1%と財務体質は健全である。

- のれんを含めた無形固定資産は、純資産の範囲内。

2022 年 3 月末では、のれん (過去の企業買収や事業等の譲受に伴うもの) 4.8 億円と、ソフトウェア+同仮勘定=4.3 億円を含めた無形固定資産が 9.3 億円、これに繰延税金資産の 1.1 億円を加えると合計 10.4 億円となるが、純資産額 16.5 億円の範囲内であり問題はない。

- 子会社株式の含み益は、13 億円超と推計。

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約 90%を同社は保有している。株式会社オリエントコーポレーションに売却した金額 (2020 年 11 月当時、約 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。

- 外部からの高い評価、「働きがい認定企業」にも選出。

(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。

<受賞・外部評価>

Great Place to Work ®Institute <sup>注3</sup> Japan より、2022 年版日本における「働きがいのある会社」において、「働きがい認定企業」に選出された。これまでも同組織よりベストカンパニーに合計 10 回選出され、また、他の組織からも多数の受賞歴がある。人財が鍵となる業態にあって、採用にも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)」の「ITreview Grid Award 2022 Spring」アクセス解析・アトリビューション部門において、5 期連続で「Leader」に選出された (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

- ◆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。近年、周辺事業を買収し強化。

#### <事業ポートフォリオの再構築と強化>

同社は、2016/9 期以降、コアビジネスへの集中（マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスへのシフト）、ノンコアビジネス（商流プラットフォーム事業）の切り離しなど、事業ポートフォリオの再編と強化を、積極的に進めてきた（図表 2）。

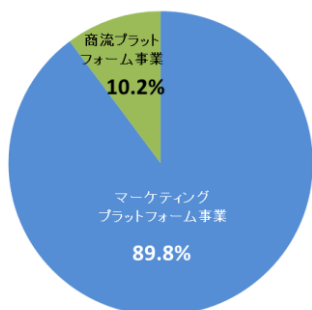
事業の再編は既に一巡し、現在は次なる成長に向けて事業を拡大していくステージにある。

【図表 2】事業再編とセグメント（ハイライト部分が撤退、または大幅に縮小したビジネス）

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) 広告効果測定	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) は、2021/3にクローズ 撤退 (2020年3月末)	本体
	(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)	
④トピカ		株式の約60%を取得し子会社化 (2021/7月)		
*その他	⑤ファーエンドテクノロジー	全株式取得し子会社化 (2022/1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
	(2) プロフェッショナルサービス	①ボクブロック	(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 全株式取得し子会社化 (2022/6月末)	連結
	(3) ソリューション (SOLUTION) →撤退	①EO受託開発事業+コンサルティング等	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
		(うちDMP事業)	マーケティングプラットフォーム: *その他に移管	本体

(出所) 図表 2~5: 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。赤字は、今期の動向。

【図表 3】事業別売上高構成 (2022/9 上期)

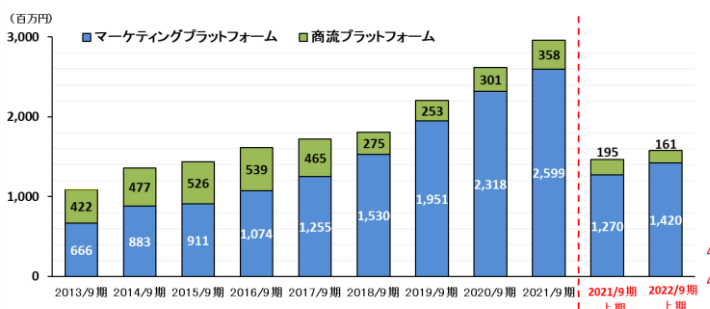


#### <事業構成>

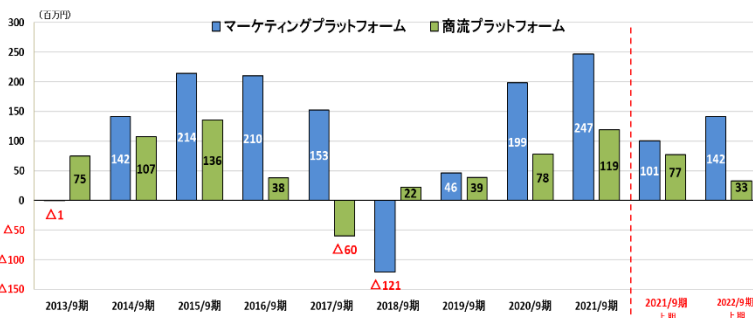
現在、I. マーケティング PF (プラットフォームの略)、および II. 商流 PF の 2 事業で展開している。

マーケティング PF 事業が、総売上高の約 9 割を占め (図表 3)、今日に至るまで長年にわたり、同社全体の増収を牽引してきた。(PF 事業別の売上高推移: 図表 4)

【図表 4】事業別の売上高推移 (単位: 百万円)



【図表 5】事業別のセグメント営業利益の推移



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。

- ◆ 事業再編期を除き、2 つの PF 事業とも営業黒字。

また、年度別の PF 事業別営業利益の推移は、P7-図表 5 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（セグメント利益）を計上している。

なお、現在の事業ポートフォリオを、図表 6 に示した。（図表 6 内と事業内容以降の説明における、事業の番号はリンクしている）。

【 図表 6 】 事業構成 (2022/5 末現在)



(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が一部加筆し作成。

- ※ 1: 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
- ※ 2: 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」

◆ 事業内容 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、及び利益推移を、図表 7 に示した。

【 図表 7 】 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	2021/9期	2022/9上期
	単結	単結	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	1,420
(1) 広告効果測定	545	648	883	911	1,074	1,254	1,445	1,775	2,135	2,313	1,176
(1) ①AD EBIS+②ADPLAN (2020/1事業買収)	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	1,176
①アドエビス増収率(前期比%)		13.7%	27.3%	13.9%	23.1%	18.6%	16.6%	24.6%	21.6%	8.6%	1.6%
②THREo(継承)	46	81	161	89	62	54	43	28	8	0	0
(2) ②アドナレッジ								124	152	182	85
(2) ①アドナレッジ								124	149	149	82
(3) ①アドナレッジ								3	3	3	3
(3) ②アドナレッジ								3	104	104	153
(3) ③アドナレッジ											
(3) ④アドナレッジ											
(3) ⑤アドナレッジ											
(3) ⑥アドナレッジ											
(3) ⑦アドナレッジ											
(3) ⑧アドナレッジ											
(3) ⑨アドナレッジ											
(3) ⑩アドナレッジ											
(3) ⑪アドナレッジ											
(3) ⑫アドナレッジ											
(3) ⑬アドナレッジ											
(3) ⑭アドナレッジ											
(3) ⑮アドナレッジ											
(3) ⑯アドナレッジ											
(3) ⑰アドナレッジ											
(3) ⑱アドナレッジ											
(3) ⑲アドナレッジ											
(3) ⑳アドナレッジ											
(3) ㉑アドナレッジ											
(3) ㉒アドナレッジ											
(3) ㉓アドナレッジ											
(3) ㉔アドナレッジ											
(3) ㉕アドナレッジ											
(3) ㉖アドナレッジ											
(3) ㉗アドナレッジ											
(3) ㉘アドナレッジ											
(3) ㉙アドナレッジ											
(3) ㉚アドナレッジ											
(3) ㉛アドナレッジ											
(3) ㉜アドナレッジ											
(3) ㉝アドナレッジ											
(3) ㉞アドナレッジ											
(3) ㉟アドナレッジ											
(3) ㊱アドナレッジ											
(3) ㊲アドナレッジ											
(3) ㊳アドナレッジ											
(3) ㊴アドナレッジ											
(3) ㊵アドナレッジ											
(3) ㊶アドナレッジ											
(3) ㊷アドナレッジ											
(3) ㊸アドナレッジ											
(3) ㊹アドナレッジ											
(3) ㊺アドナレッジ											
(3) ㊻アドナレッジ											
(3) ㊼アドナレッジ											
(3) ㊽アドナレッジ											
(3) ㊾アドナレッジ											
(3) ㊿アドナレッジ											
* その他: プロフェッショナルサービス (DMP)							84	51	27		
セグメント営業利益	-67	-7	142	214	210	153	-121	46	199	247	143
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%	10.1%

(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。

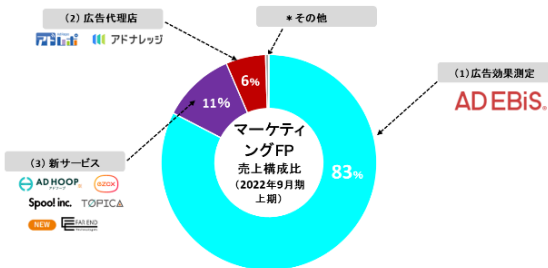
- ◆ マーケティング PF 事業は、3 セグメントから構成。

I. 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 7、P9-図表 8 の通りで、同 PF 事業の 83% (全社の 72%) を「アドエビス」が占める。

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。

【図表8】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

◆コアのアドエビスは、独自開発したインターネット広告効果測定システム。シェアトップ。全社売上高の約7割を占める。継続課金ビジネスで安定性が高い。

(注4) サブスクリプションモデル：一定期間の利用権として定期的に支払う方式。

(注5) 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。

◆広告代理店向けビジネスは、運用型広告レポート作成を完全自動化するアドレポと、広告代理店に特化したクラウド案件管理システムであるアドナレッジの2事業で構成。

◆新サービスは、3社の企業買収による事業と、自社開発製品であるアドフープ、eZCXから構成。今後、急拡大し同社の成長ドライバーとなるビジネス。

以下は、現在のPF内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）

(1) マーケティング効果測定

① 「アドエビス：AD EBis」

- ・インターネット広告効果測定システム
- ・同社が独自に開発したコア製品（国内トップシェア：86.3%と圧倒的なポジションを確立、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\_指定領域における競合調査）。
- ・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。
- ・ストック型のサブスクリプションモデル<sup>注4</sup>を採用
- ・定額課金ビジネスであり、アドエビスの売上高は、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。

(2) 広告代理店DX

広告代理店向けビジネスは、以下の2事業で構成されている（アドフープは、新ビジネスに区分変更）。今上期の合計売上高は85百万円で、マーケティングPF事業の売上高の6%を占める。2事業の各売上高は開示されていないが、ほとんどがアドレポの売上高である。

① 「アドレポ：AdRepo」

- ・運用型広告<sup>注5</sup>レポート作成を完全自動化するツール
- ・広告代理店の同業務の負荷軽減を目的に開発されたクラウドサービス
- ・2018年8月、事業を買収。今後も事業拡大に向け注力する方針

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
- ・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
- ・2020年7月にスタート、サブスクリプションモデル(SaaS型)で提供するが、やや低調に推移している模様。

(3) 新サービス

① 「アドフープ：AD HOOP」

- ・広告主企業が抱える課題やニーズに対して最適なソリューションパートナーを紹介するマーケティング特化型マッチングプラットフォーム。2020年5月にリリース。領域拡大に伴い広告代理店DXから区分変更。
- ・業容を着実に拡大中。4月より、EC制作会社とEC事業者のマッチングサービスも開始。

② 「eZCX（イージーシーエックス）」

- ・EC特化型CX向上プラットフォーム。

- ◆ 年間 1~2 社ペースで、インターネットマーケティングの周辺事業を営む企業を買収し、連結子会社化。
- ◆ 買収した 3 社とも、順調に事業を拡大中。

- ・ Web サイトにおける CX (顧客体験) の向上を実現するサービス。新規顧客の獲得効率の向上に資する。
- ・ “誰でも簡単に使える” がコンセプト。
- ・ 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。
- ・ 2021 年 5 月にリリースするが、伸び悩んでいる模様。

③ スプー社 (Spoo! inc.) ~ 連結子会社 ~

- ・ Web メディア・制作事業を営む。2000 年 3 月に設立、2020 年 12 月に買収。順調に展開中。人員の確保が課題。
- ・ 同社はスプー社のクリエイティブ力と人材を活用し、自社の保有するデータとテクノロジーを融合。これにより新たな価値提供と領域拡大、並びに競争力の強化を図る。

④ トピカ (TOPICA) ~ 連結子会社 ~

- ・ 2016 年 5 月に設立。2021 年 7 月に買収し、株式の約 60% を保有。
- ・ SNS と動画を活用したマーケティング支援事業を展開。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。
- ・ 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。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。好調に事業を拡大中。

⑤ ファーエンドテクノロジー (Far End Technologies Corporation 以下、ファーエンド社) ~ 連結子会社 ~

- ・ 2008 年 9 月に設立、インターネットサービス (SaaS) の提供や情報セキュリティ支援サービスを営む。
- ・ 2022 年 1 月に買収し、完全子会社化。
- ・ 世界的に知名度が高いオープンソースのプロジェクト管理ソフトウェア「Redmine」(レッドマイン)の開発や、有償のクラウド版である「My Redmine」の提供を主要な業務としている。
- ・ 近年、コロナ禍を背景にリモートワークの普及が進み、プロジェクト進捗管理ニーズが高まってきている。アカウント数は安定的に増加しており、高成長が期待できる。
- ・ 両社の持つテクノロジー・ノウハウを活用し融合することによって、領域拡大、並びに競争力の強化を図り、顧客に新たな価値提供を行う計画である。

I. マーケティング PF 事業の (1) ①~ (3) ④までの各ビジネスの詳細は、2021 年 12 月 13 日発行の当調査部のレポート P13~19 を、また、(3) ⑤ ファーエンドテクノロジーについては、2022 年 2 月 14 日発行のレポート P7~8 を参照。

◆ 事業内容 II. 商流 PF 事業

- ◆ 上期時点では、商流 PF 事業は、イーシーキューブ事業に特化。ボクブロックの買収により、プロフェッショナルサービスに再参入。

商流 PF 事業は、現在（上期）、イーシーキューブ（EC-CUBE）のみから構成されている（図表 9）。なお、同社は株式会社ボクブロックを買収し、プロフェッショナルサービス<sup>注 6</sup>への再参入を行う。2022 年 6 月から商流 PF に、連結対象として加わる。

【 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	2021/9期	2022/9上期
	単独	単独	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	161
(1)イーシーキューブ(EC-CUBE)	150	207	245	230	219	208	254	253	301	358	161
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%	-17.6%
①決済手数料										290	126
②サブスクリプション										12	13
③その他										54	23
(2)SOLUTION(移管・増収)	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	174	214	232	296	319	257	20	0	0	0	0
うちDMP(移管)						104					
セグメント営業利益	98	76	107	136	38	-80	22	39	78	119	34
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%	20.9%

(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。

(注 6)プロフェッショナルサービス:コンサルティング、アカウント運用、受託制作など、クラウドツール提供以外の役務提供サービスの総称。

- ◆ 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。

- ◆ プロフェッショナルサービスを拡大する方針。

① イーシーキューブ

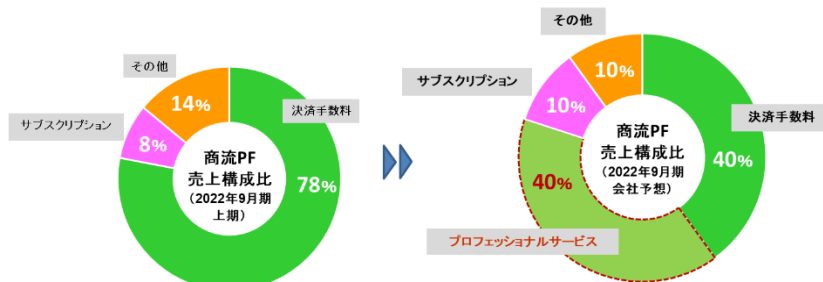
<サービスの概要>

- ・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。
- ・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。
- ・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 位を獲得し、スタンダードプラットフォームとなっている。

<ビジネスモデルと売上高構成>

- ・「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<sup>注 7</sup>を採用。
- ・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からの決済手数料売上高（今上期の同 PF 内での売上高構成比：78%）、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入（同 8%）、その他（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等、同 14%）から構成される（図表 10）。
- ・下期以降、プロフェッショナルサービスの拡大に向け注力する方針。

【 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) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

### 3. 株主構成

#### ◆ 上位株主構成

◆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。

◆自社株買いにより、自社株保有比率は 1.75%へ上昇。

2022年3月末時点での大株主を、図表 11 に示した。以下はその補足である。第 8 位の個人株主（複数の上場会社の大株主）以外に、上位の大株主の顔ぶれは変わっていない。

・上位 3 位までの株主には、岩田社長を筆頭に役員（元役員も含む）が名を連ね、発行済株式数の過半数を保有している。

・銀行・証券名義は、下記の投信等のカストディとしての保有や顧客関連のポジションと推測される。

・国内投信の保有は、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、2021年12月20日基準では 81.5 千株を保有（約 1 年前の保有株式数 103.5 千株から減少）。また、アセットマネジメント One が運用する「MHAM 新興成長株オープン（愛称：J-フロンティア）」は、2021年2月24日基準で 100 千株保有していたが、その後、全株を売却している。一方、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」では、2020年12月18日基準で 49.9 千株保有していたが、2021年12月20日時点では 161 千株まで買い増している。

・なお、2021年11月~12月に自社株を取得したこともあり、2022年3月末では 111,580 株の自社株を保有している（発行済株式数の 1.75% に相当）。過去に自社株の一部を、譲渡制限付株式報酬として処分しているが、将来的には、消却の他、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ことが想定される。

【 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9月末	2022年3月末	同時点保有割合	同順位
岩田 道氏 (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	2,829	45.22	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	779	12.46	2
又藤 加奈子氏 (元取締役専務執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	329	5.26	3
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	—	—	—	—	—	221	128	100	1.60	4
株式会社日本カストディ銀行 (証券投資信託口)	—	—	—	—	—	169	82	70	1.11	5
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	69	1.09	6
イルグルム従業員持ち株会	76	39	48	69	68	71	66	65	1.04	7
田中 幸夫氏 (個人投資家)	—	—	—	—	—	—	—	61	0.97	8
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	60	0.95	9
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	—	38	0.60	10
山下 昌久氏	—	—	—	—	—	—	—	54	—	—
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	—	35	—	—
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	—	33	—	—
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	28	123	—	—	—	—	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	—	—	—	—	—
伊藤 磨之氏	—	—	—	52	—	—	—	—	—	—
高橋 磨子氏	—	—	—	29	—	—	—	—	—	—
和出 兼一郎氏 (元社外取締役)	39	29	29	—	—	—	—	—	—	—
高山 善雄氏	—	—	28	—	—	—	—	—	—	—
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—	—	—
株式会社セブテー二	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	—	—	—	—	—	—	—	—	—
堀尾 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	81.423	64,493	57,825	111,580	—	—
(自己株式比率：%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.91%	1.75%	—	—

(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、持ち株会、自社の関係者を示す。

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。

## 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。

- ◆ 11 期連続で売上高を更新中。

- ◆ 2015/9 期には、当時、過去最高益を計上。

- ◆ 2016/9 期以降は、利益よりも将来の成長を加速することを優先し、事業再編と先行投資を実施。2018/9 期、2019/9 期には、最終赤字を計上。

- ◆ 2020/9 期には、営業利益は前期の 3 倍以上に回復、最終黒字を計上し V 字回復。

- ◆ 2021/9 期には、売上高と利益は過去最高を更新。

2009/9 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 11 期連続で売上高を更新中）。

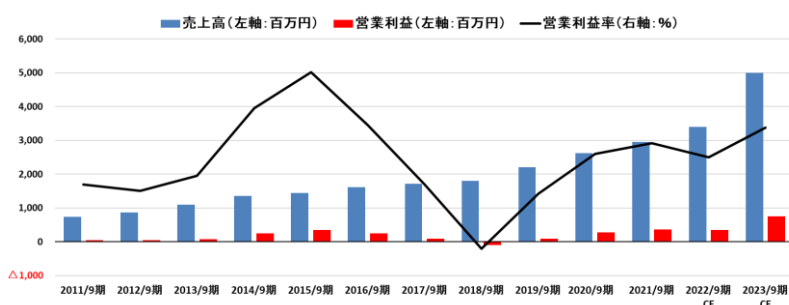
2009/9 期～2021/9 期までの 12 年間で売上高は 5.7 億円から 29.6 億円へと 5.2 倍に増加した。マーケティング PF のアドエビスが急速に拡大したに加え、商流 PF の EC-CUBE が安定成長したことが背景にある。

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たため、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。特別損失を計上し、2 期連続の最終赤字となった。

続く 2020/9 期には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。2021/9 期には、売上高と利益ともに過去最高を更新した。

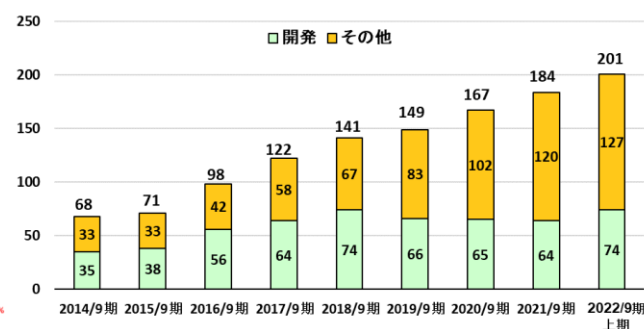
【図表 12】 過去の業績推移と会社の今来期予想  
(単位：百万円、%)



(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

【図表 13】 人員推移 (単位：人)



## 5. 業界環境

### ◆ 日本の広告市場の動向

#### <総広告費>

◆2021年の日本の総広告費は、前年比二桁の増加。

2021年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は、前年比で+10.4%増加し約6.8兆円となった。新型コロナウイルス感染症の影響が緩和したことや前年の反動により、広告市場は急回復となった。

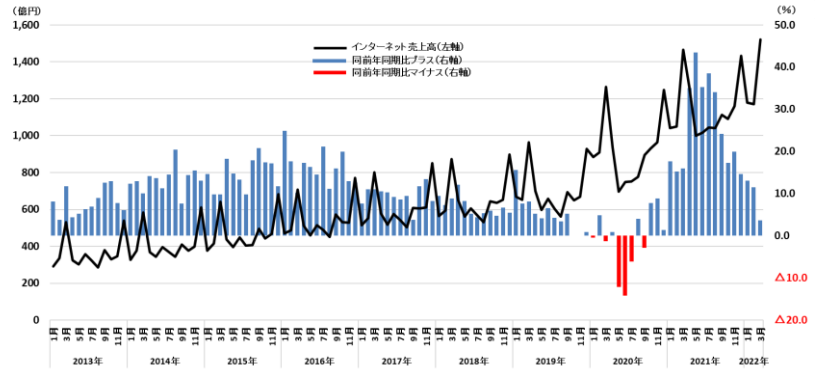
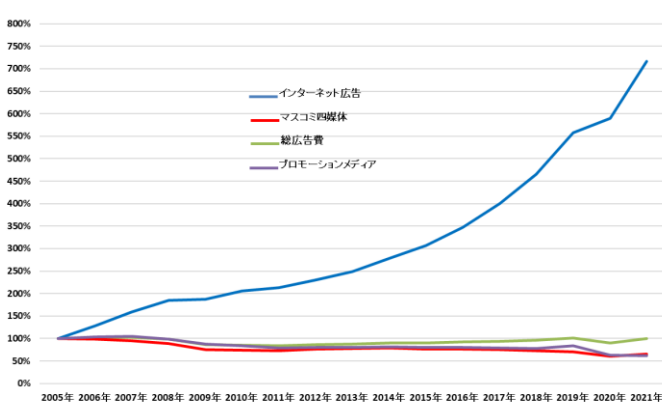
#### <インターネット広告市場（年次）>

◆インターネット広告費市場は、高成長を持続。マスコミ4媒体広告を抜き、最大の媒体に。

総広告費が増加する中、社会のデジタル化、EC市場の活況、動画広告需要の拡大で、インターネット広告費は前年比+21.4%増と、全体を大きく上回る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2021年には7.2倍（年間単純平均成長率+13.3%）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2.7兆円と総広告費のうち約39.8%を占め、その構成比率は毎年数%ずつ着実に上昇してきている。2021年には、マスコミ4媒体広告（新聞、雑誌、ラジオ、テレビ）を初めて上回り、最大の媒体となった。（出所：電通「2021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「2021年日本の広告費」より、当調査部が作成

図表15：経済産業省・特定サービス動態統計より、当調査部が作成

#### <インターネット広告市場（月次）>

◆コロナ禍でもインターネット広告市場は、前年比（月次）でプラスに転換。堅調だがモメンタムは低下傾向。

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、同年10月にプラスに転じた（図表15）。

引き続き巣ごもり消費や在宅需要が旺盛で、ECが活況なためインターネット広告市場も堅調だが、一巡感もあり月次のモメンタム（売上高増加率）は低下傾向にある。中長期的にはデジタル化の進展に伴い、同社のインターネット広告関連ビジネスに望ましい環境が継続すると考えられる。

## 6. トピック(M&A)

### ◆ 過去の M&A の実績

#### <M&A の実績>

- ◆ 成長に向け積極的な M&A を実施。但し、被買収企業の収益寄与は、現状では限定的であると思われる。

近年の M&A、並びに事業譲受等をまとめたものが、図表 16 である。買収後の数値的なシナジー効果や、買収した企業の個別業績は開示されていない。同社の増収には寄与している一方で、のれんの償却費用も考慮すれば、これまでのところ収益への寄与は限定的であると推察される。

- ◆ 買収金額は小さく、知見のある周辺ビジネスの買収であるためリスクは低い。

また、買収コストや業績が非開示である、買収した企業(事業譲受等)もあるが、既存事業の周辺ビジネスや知見のある領域においてシナジー効果を狙った買収であること、多額の赤字を計上している企業を買収していないこと、また、1 件当たりの買収金額は 3 億円前後(概ね総資産の 1/10 以下)が上限であったと推定されることから、リスクは低いと考えられる。

- ◆ 直近の約 3 年半で、6 社(事業)を買収。

過去約 3 年半で、6 社の企業買収(事業譲受等を含む)を行っている(図表 16)。単純合計すると、買収金額は 10 億円前後(当調査部の推定を含む、以下同様)、買収時ののれん額合計は 5~6 億円、買収当時の(開示されている各社の直近期)売上高合計は 8 億円、当期利益は若干の黒字(ほぼゼロ)と試算される。

【図表 16】企業買収の実績(事業譲受等を含む)

企業名、単位:百万円、%	I-(2)② ポクブロック	I-(3)③ ファーエンドテクノロジー	I-(3)④ トピカ	I-(3)⑤ スプー	I-(1)⑥ ADPLAN事業(オプト社)	I-(2)⑦ アドレボ事業(EVERRISE社)
形態	企業買収	企業買収	企業買収	企業買収	事業譲受	事業譲受(吸収分割)
株式所有比率(取得前→後)	0%⇒100%	0%⇒100%	0%⇒80.05%	0%⇒100%	統合済(以下の創業者オプト社)	統合済(以下の創業者EVERRISE社)
買収時期	2022年5月31日	2022年2月1日	2021年7月1日	2020年12月30日	2020年1月	2018年10月
所在地	東京都千代田区	兵庫県神戸市	東京都新宿区	東京都千代田区	東京都千代田	東京都港区
代表	代表取締役 林 昌孝	代表取締役 前田 順	代表取締役 堀 俊介	代表取締役 井 隆久	代表取締役 藤本 聖也	代表取締役 倉田 宏康
設立時期	2007年11月5日	2008年9月9日	2018年5月20日	2000年3月9日	2015年4月1日	2008年7月3日
資本金	10百万円	8百万円	37百万円	10百万円	100百万円	35百万円
既存の事業内容	ECサイト制作、クラウド ECサービスの提供	インターネットサービス提供、情報セキュリティ支援サービス、ネットワークシステムの設計・構築、ソフトウェア開発 など	動画マーケティング事業・動画メディアの運営	Webメディア・制作事業	eマーケティング効果測定システム「ADPLAN」を開発しサービスを提供	運用型広告レポート自動作成機能を提供するサービス(ツールである「アドレボ」事業)
買収の目的	商流PFの強化、EC-CUBEとの連携・プロフェッショナルサービスへの参入 分業⇒分業+垂直統合	顧客企業へのマーケティングDX推進 支援サービスの強化	ソーシャルメディアマーケティング市場の 事業領域の拡大	新たな価値提供と領域拡大、 競争力の強化	広告効果測定領域における 市場競争力の強化	広告効果測定領域における 市場競争力の強化
今期:連結対象の組入期間	4ヶ月間	8ヶ月間	12ヶ月	12ヶ月	アドレボに統合済	12ヶ月
買収金額	非開示(推定 1.5~2億円前後)	195百万円	220百万円(確定総額 350百万円)	非開示(推定 数千円)	315百万円	200百万円
(買収時の)のれん額	(推定 50~70百万円前後)	約 70百万円		約 8百万円	約 250百万円	約 121百万円
(買収前)直近期の財務状況と業績	2021/9月期	2021/6月期	2021/4月期	2021年12月期(直近の官報)	2018/12期(当該事業)	2018/6期(当該事業)
純資産	83百万円	28百万円	21百万円			
総資産	171百万円	77百万円	83百万円	15百万円		
売上高	139百万円	117百万円	159百万円		288百万円	83百万円
営業利益	-7百万円	10百万円	4百万円		95百万円	
経常利益	0百万円	11百万円	4百万円			
当期利益	0百万円	8百万円	4百万円	若干の黒字		
一後当たり配当金	-	-	-	-	-	-
経営指標						
営業利益率	-5.0%	8.5%	2.6%		33.2%	
ROE=当期利益/純資産平均	0.0	32.0%	21.1%			
ROA=経常利益/総資産平均	0.0	44.0%	21.1%			
自己資本比率	38.8%	37.7%	25.3%			
買収価格のバリュエーション						
PBR=買収金額/純資産	(推定 3倍前後)	4.1	10.0			
PER=買収金額/経常利益	N.A.	15.0	52.5			
PSR=買収金額/売上高	(推定 1.5倍前後)	1.0	1.3		1.1	3.2
配当利回り	-	-	-	-	-	-

(出所) ニュースリリース等より、当調査部が作成。なお、買収金額、のれん金額の一部は非公開のため、当調査部が、売上高や純資産、総資産、利益水準等から、独自に推定したもので、同社の確認を得たものではない。

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。

- ◆のれんは増加傾向だが、問題のない水準。

(注 8) EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費

＜のれん残高と償却の推移＞

企業買収や事業譲受により、のれんの期末残高は増加傾向にある。日本の会計基準を適用し、原則、定額償却している為、連動してのれんの償却額も増加傾向にある。単純に、のれん残高をのれん償却実施額（年間）で割ると、5年前後となる（図表 17）。

また、同様に年間の EBITDA 注 8 をのれん金額（残高）で割ると、直近では 1.2~1.3 倍程度となる（のれんを一括償却したとしても、単年度の EBITDA はプラスを維持することが可能）。いずれも現状では問題のない水準と考えられる。

【図表 17】 のれん残高と同償却額の年度別推移

年度別 のれん	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(上期)	備考
のれん金額(BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	109	318	450	478	①=上期末残高
年間ののれん償却額(CF計算書:百万円)②	0	0	0	0	0	16	55	84	49	②=上期実績
平均償却期間 ③=①/②:年	0	0	0	0	0	7.0	5.8	5.4	4.8	③=年換算
EBITDA ④	273	373	286	174	6	247	514	638	640	④=通期会社予想
EBITDA/のれん金額 ⑤=④/①	0	0	0	0	0	2.3	1.6	1.2	1.3	⑤=年換算

(出所) 決算短信より当調査部が作成。2022/3 期(上期)の③と⑤は年換算値(斜字)、また、同 EBITDA は通期の会社予想(斜字)。

- ◆積極的な投資により、今上半期の FCF は再びマイナスへ。

＜半期別キャッシュフローと現預金の推移＞

収益力の回復と投資の一巡により、2020/9 下期に FCF はプラスに転換した。2021/9 期にも企業買収を行ったが、上・下期とも FCF はプラスを維持した。

今上期は営業 CF が減少する一方、ファーエンド社の買収により投資額が増加し、FCF は再びマイナスとなった（図表 18）。

- ◆手持ちの現預金で、数件の企業買収も可能。

これに加えて、自社株買いや長期借入金の返済も進め、現預金は前期末の 1,392 百万円から 1,214 百万円へと減少した。通常の運転資金を月商の 2~3 ヶ月分とすると、買収規模にもよるがこれまでのロットであれば、数件程度の企業買収を手元の現預金で賄える計算になる。

【図表 18】 半期別キャッシュフローと現預金の推移

単位:百万円	2015/9		2016/9		2017/9		2018/9		2019/9		2020/9		2021/9		2022/9
	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	上期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	642	162	-262	391	-56	-1	-23	-195
FGF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	206	206	-121
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	1,214

(出所) 決算短信より、当調査部が作成。

◆ 直近の M&A (株式会社ボクブロックの買収)

- ◆ EC サイトを構築するボクブロック社を買収し、連結子会社化。商流 PF の強化と新領域を拡大。

＜株式会社ボクブロック (BOKUBLOCK INC.) ＞

前回の調査レポート以降（ファーエンドテクノロジーの買収後）、同社は、EC サイト構築とクラウド EC サービスを提供するボクブロック株式会社（以下、ボク社）を買収した。株式の 100%を 5 月 31 日に取得し、完全子会社化により連結対象となった。

これまでは、拡大領域であるマーケティング PF における M&A が主体であった。しかし、オープンソース型の EC サイトプラットフォームが飽和し競合が激化していることから、商流 PF の強化と新領域の拡大のため、ボク社の買収を決定した。

ボク社は、同社の EC-CUBE インテグレートパートナー最上位であるプラチナパートナー（パートナー企業数 143 社のうち、プラチナパートナーは 9 社）であり、EC-CUBE を活用した独自性の高い EC サイトの構築から運用支援まで、幅広く事業を展開している。

- ◆ 協業により EC に最適化したワンストップサービスを提供。

これまで同社はボク社と、インテグレートパートナーとして分業モデルで展開してきた。買収により今後は一体となって、EC 構築オープンプラットフォームの提供に加え、EC サイト構築からマーケティング支援までを垂直統合型で提供する。

- ◆ プロフェッショナルサービスに再参入。

両社の協業により、EC に最適化したワンストップサービスの提供が可能となる（ライバルは、EC-being や ec-force）。また、ボク社のノウハウと人材も生かしてプロフェッショナルサービスへ再参入し、新たなソリューションサービスを加えて、事業領域と収益の更なる拡大を目指す。なお、プロフェッショナルサービスの領域拡大を視野に、EC 受託開発分野での買収も今後ありうると予想される。

### ◆ 今後の M&A 戦略

- ◆ 自社開発と M&A によりビジネスポートフォリオを強化。

総合マーケティング DX 支援企業として、必要なビジネスポートフォリオの構築のため、今後も、積極的な M&A により外部からビジネスとノウハウ、人材を取り込み、既存ビジネスを補完・強化する計画である。

- ◆ 今後も持続的な成長のために積極的に M&A を実施、業績の変動要因。

自社技術の開発と M&A の2つのアプローチによる事業領域の拡大により、顧客企業に最適な複合的なサービス提供が可能となり、同社にとっての LTV<sup>注9</sup>の最大化を目指す。マーケティング PF、商流 PF のいずれのビジネスにおいても、持続的成長を遂げるためには、既存事業の付加価値・競争優位性・シナジー効果を高め、新領域を開拓する必要があり、今後もさらに積極的な M&A、提携等を行う可能性が高い。年間で1~3件、1件当たり2~3億円程度の周辺ビジネスの買収が想定される。

(注9) LTV: ライフタイムバリュー、顧客生涯価値。ある顧客から生涯を通じて得られる利益のこと。

なお、M&Aの有無とその規模、PMI (Post Merger Integration : M&A後の統合プロセス、経営統合・業務統合・意識統合の3段階から成る)の成否により、同社グループの業績は大きく変動する可能性がある。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。

## 7. 今上期の業績と通期の見通し

### ◆ 2022/9 期第 2 四半期(上期)決算の実績

#### <概要>

- ◆ 上期の売上高は、過去最高を更新するが、微減益。

2022/9 期第 2 四半期連結決算（上期：2021 年 10 月～2022 年 3 月）は、売上高が前年同期比+7.8%（+115 百万円）増加の 1,581 百万円、営業利益が同△0.9%（△2 百万円）減少の 176 百万円と、増収・微減益となった（図表 19）。商流 PF が減収減益となったものの、マーケティング PF が大幅な増収増益となりカバーした。

営業外損益、並びに特別損益に大きな計上はなく、最終利益は同 10.3%（△12 百万円）減益の 104 百万円となった。上期決算としては、過去最高売上高を更新した。

【 図表 19 】 四半期・上期の業績比較

(単位:百万円、%)	2021/9期		2022/9期		2021/9期	2022/9期	2022/9上期前年比	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	上期(10-3月)	上期(10-3月)	増減額	変化率/増
売上高合計	721	745	776	805	1,466	1,581	115	7.8%
マーケティングプラットフォーム	622	649	697	723	1,271	1,420	149	11.7%
商流プラットフォーム	100	95	80	81	195	161	-34	-17.5%
粗利	505	496	505	564	1,002	1,069	67	6.7%
粗利率	70.1%	66.6%	65.1%	70.0%	68.3%	67.6%		-0.7%
販売管理費	411	412	417	475	823	892	69	8.4%
販売管理費比率	56.9%	55.3%	53.7%	59.0%	56.1%	56.4%		0.3%
営業(セグメント)利益	94	84	87	89	178	176	-2	-0.9%
マーケティングプラットフォーム	48	53	70	73	101	143	42	41.3%
商流プラットフォーム	47	31	18	16	78	34	-44	-56.7%
営業利益率	13.0%	11.3%	11.2%	11.1%	12.1%	11.2%		-1.0%
マーケティングプラットフォーム	7.7%	8.2%	10.1%	10.0%	8.0%	10.1%		2.1%
商流プラットフォーム	46.5%	32.6%	22.1%	19.7%	39.7%	20.9%		-18.9%
経常利益	95	82	87	89	177	176	-1	-0.6%
当期利益	61	55	58	46	116	104	-12	-10.3%

(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。

#### <上期の進捗率>

- ◆ 上期の売上高と利益は想定を下回った模様。

通期見通しに対する上期の進捗率は、修正後の売上高に対して 46.5%（前期比 49.6%）、同営業利益では 51.8%（48.8%）となった。なお、同社による上期の業績予想は非公表であるが、売上高・営業利益ともに想定を下回った模様である。

#### <事業別の業績動向：I. マーケティング PF 事業>

- ◆ マーケティング PF 事業は、新サービスが貢献。利益率が改善し、二桁の増収増益。

事業別では、マーケティング PF 事業の売上高が、前上期の 1,271 百万円から今上期には 1,420 百万円へと 149 百万円（前期比+11.7%）増加した。同様に同セグメント（営業）利益は、101 百万円から 143 百万円へ 42 百万円（同+41.3%）増と大きく伸長した。

M&A の寄与やアドフープ（新サービス）の成長による増収効果、自社開発資産の振替増とサーバー管理費等のコスト削減による利益率の改善効果（営業利益率：8.0%⇒10.1%）が増益要因である。

◆アドエビスの単価は YOY で二桁の上昇率だが鈍化。一方、アカウント数は純減傾向、アドエビスの売上高は横這い。

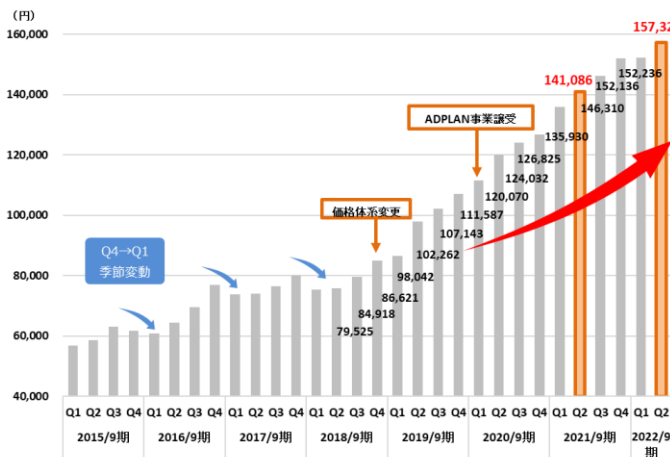
◆解約率は遞減し、ほぼ計画線。

＜事業別の業績動向：マーケティング PF 事業 (I) アドエビス＞

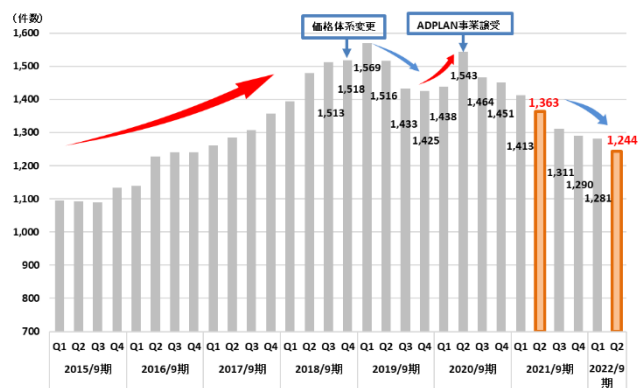
これまでは、主にコア事業のアドエビスの平均単価の上昇によって、マーケティング PF の増収増益がもたらされてきた (P8 図表 7 および 20)。しかし、平均単価の上昇率が鈍化する一方、アカウント数の減少が続き、アドエビスの上期の売上高は前期比で微増 (当部推定 +1.0% 増) に止まった模様である (図表 23)。

平均単価は、2021/9 期 Q4 末:152,136 円 (前年同期比+25,311 円、+20.0%) ⇒ 今期 Q1 末:152,236 円 (前年同期比+16,306 円、+12.0%) ⇒ 同 Q2 末:157,321 円 (今 Q2 末時点で前年同期比+16,235 円、+11.5%) と増加した (図表 20)。一方で、アクティブアカウント数は同順に、1,290 ⇒ 1,281 ⇒ 1,244 (今 Q2 末時点で前年同期比△119、△8.7%) と減少傾向に歯止めがかかっていない (図表 21)。新規顧客の獲得が想定を下回ったことと、Q2 に低価格帯での複数の解約があったためである。しかし、解約率は、同順に 2.5% ⇒ 2.4% ⇒ 2.3% (前年 Q2 は 2.9%、0.6 ポイント改善) と低減し、概ね計画線上で推移している (図表 22)。

【 図表 20 】 アドエビス・平均単価の推移



【 図表 21 】 アドエビス・アカウント数の推移



◆ 広告代理店 DX 事業は、  
堅調。

<事業別の業績動向：マーケティング PF 事業 (2) 広告代理店 DX>  
同事業内での売上高のほとんどを占めるアドレポは、上期は前期比で横ばいとなった模様であるが、下期以降、回復する見込みである。一方、アドナレッジは積極的な営業展開をしておらず、売上高は通減傾向にある。

◆ M&A や新サービスが、売上高や収益改善に寄与。

<事業別の業績動向：マーケティング PF 事業 (3) 新サービス>  
M&A により買収した3社 (スーパー、トピカ、ファーエンド) の売上高への寄与や、アドフープ等の新サービスの拡大により、増収増益 (赤字幅の縮小) となった。なお、連結総売上高に占める新サービスの売上高比率は、前通期：3%⇒今上期：10%に上昇しており (推定売上金額は同順に、89 百万円⇒156 百万円)、順調に推移している。

◆ EC-CUBE は、限界利益率の高いビジネスモデルであるため、減収が減益に直結。

<事業別の業績動向：II 商流 PF 事業>

一方、もう一つの事業である商流 PF 事業は、EC プラットフォームでの競合激化に伴い、一部の顧客の利用終了による影響が残り、売上高は前上期の 195 百万円から今上期には 161 百万円へと 34 百万円 (△17.5%減) の減収となった。

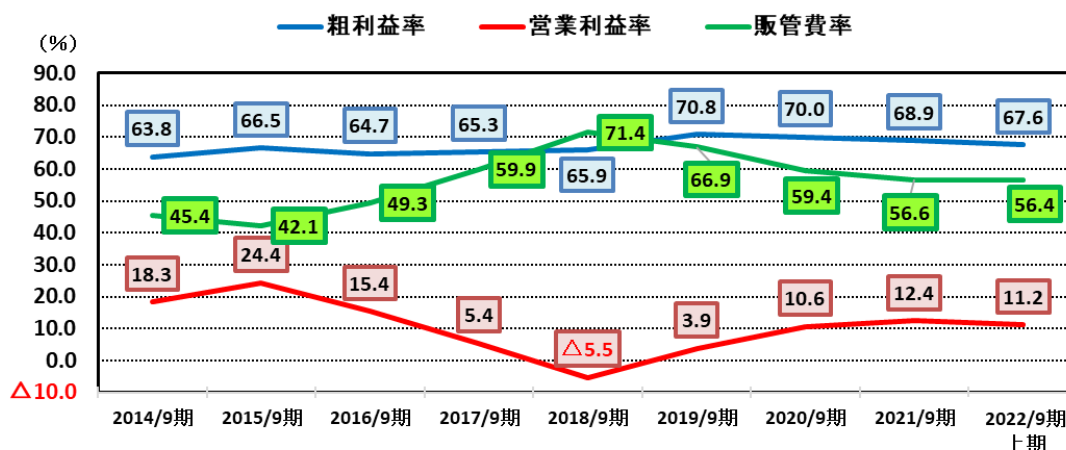
限界利益率が高いビジネスモデルであるため、セグメント (営業) 利益も 78 百万円から 34 百万円へと 44 百万円 (△56.7%減) の減益となった。

◆ 粗利率の低下、販管費率の上昇で、営業利益率はやや低下。

<全体の利益率の動向>

粗利率は前上期の 68.3%から、今上期は 67.6%へと 0.7 ポイント低下した (図表 24)。一方、販管費は増収率 (+7.8%) をやや上回る +8.4% の伸びとなり、売上高販管費比率が、同順に 56.1%から 56.4%へと 0.3 ポイント上昇した。この結果、上期の営業利益率は、12.2%から 11.2%へと、1.0 ポイント低下した。

【 図表 24 】 販管費率と利益率の推移 (単位：%)



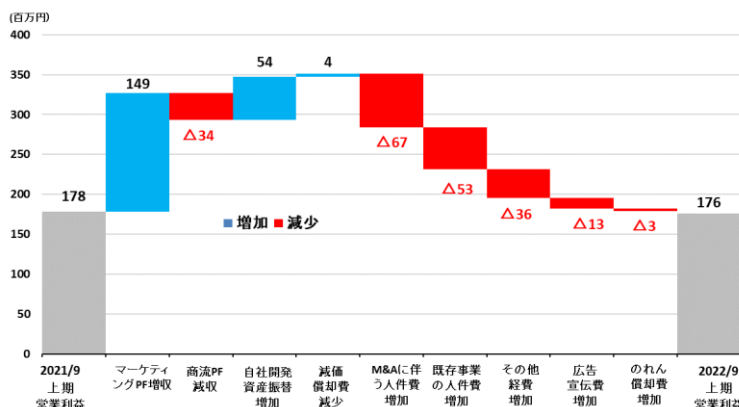
(出所) 決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 上期は、人件費の増加や商流PFの減収による減益効果を、マーケティングPFの増収と自社開発資産の振替の増加による増益効果がほぼ吸収し微減益。

<上期の増減益要因分析>

上期の増減益要因分析は、図表 25 の通りである。既述のようにマーケティングPF事業の増収（前年同期比+149百万円）と自社開発資産の振替の増加（同+54百万円）が増益効果となった。これに対し商流PF事業の減収（同△34百万円）、M&A並びに既存事業の人件費の増加（各+67百万円、+53百万円）、及び広告宣伝費の増加等の減益効果とほぼ相殺され、前期比△2百万円の減益となった。

【図表 25】2022/9 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。

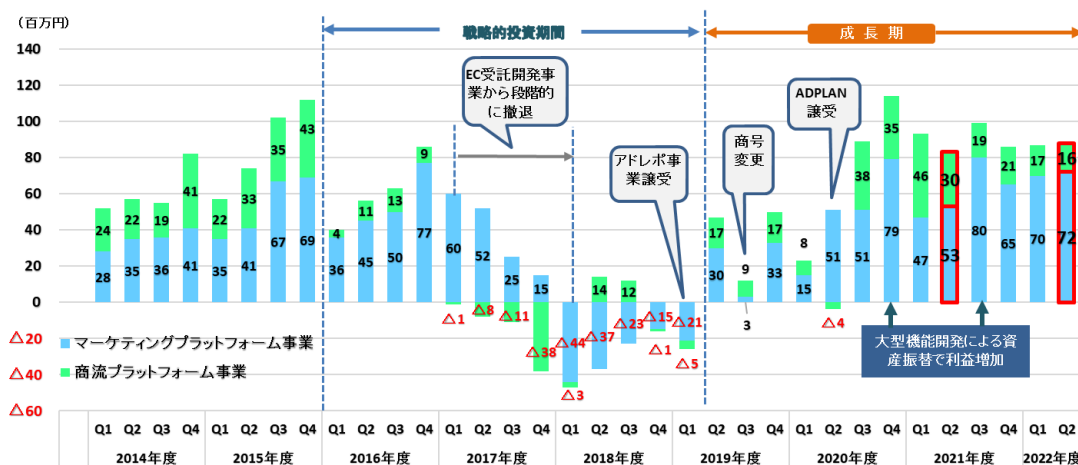
- ◆ Q1,Q2 とも、それぞれ過去最高売上高を更新。
- ◆ 7 四半期ぶりに営業損益が黒字化して以降、13 四半期連続で営業黒字を計上。

<四半期ベースの業績推移>

今期第1四半期(Q1)、第2四半期(Q2)とも前年同期比で約8%の増収となり、それぞれ過去最高売上高を連続更新した。また、四半期単位で営業利益の推移を見ると(図表 26)、2019/9 期のQ2(2020年1~3月)に7四半期ぶりに黒字化し、以降、2022/9 期Q2(2022年1~3月)まで13四半期連続で営業黒字を維持している。

(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 26】四半期別、営業利益の推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆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。

◆過去 2 年間は、四半期の営業利益はボックス圏で推移。

◆期初は、大幅な増収増益を予想。

◆今期の業績予想を、下方修正。増配幅も減額修正。

◆下方修正の要因は、アドエビスの新規顧客の獲得数の未達と、EC の決済手数料売上高が想定を下回ったこと、及び投資強化によるコスト増。

◆下期の初月である 4 月の売上高は、前年同月比 17.2% 増（下期前提は 22.0% 増収）。

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、有望事業の買収や新ビジネスへの展開、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。

但し、直近の 8 四半期間の営業利益額は、83 百万円から 114 百万円の範囲内で、ほぼ横這いで推移している。

### ◆ 2022/9 期(通期・下期)業績の同社計画

#### <通期予想>

期初に通期の業績について、売上高 3,600 百万円（前期比+21.7%増）、営業利益 470 百万円（同+28.6%増）、経常利益 460 百万円（同+26.3%増）、当期純利益 320 百万円（同+33.5%増）と、同社は二桁の増収、並びに増益を計画していた。売上高は 12 期連続増収、かつ最高売上高の更新、加えて各利益は過去最高益の連続更新を見込んでいた。

しかし、上期決算発表時（2022 年 5 月 6 日）に、今期の年間売上高を 2 億円下方修正し 3,400 百万円（同 15.0%増、過去最高売上高は更新する計画）とした。また、営業利益を 1.3 億円下方修正し 340 百万円（同△7.0%減）、経常利益を 1.2 億円下方修正し 340 百万円（同△6.7%減）、当期純利益も 1.1 億円下方修正し 210 百万円（同△12.4%減）とした。これに伴い一株当たり配当金額を 7.5 円から 7.0 円に減額修正した（但し、前期比では+1.8 円の増配）。

下方修正の要因は、主に以下の 2 点。

- ・マーケティング PF において、新サービスの売上高は堅調であったが、アドエビスの単価の上昇率が鈍化中、新規顧客の獲得が想定以下であり、アドエビスの売上高が想定を下回ったこと。

- ・商流 PF において、EC プラットフォームでの競争激化に伴い、一部の顧客の利用中止により、限界利益率の高い決済手数料が減収になったこと、及び投資の強化を行ったこと。

#### <足元の状況（月次売上の状況）>

ストック型のビジネスが中心であること、同社の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。

P23-図表 27 は、同社より公表されている今期の月次別売上高の推移である。過去数年間と比較し増収率のモメンタムが低下しているものの、今期に入り前年同月比では 6~10%前後の増収が継続していた。下期の初月となる 4 月単月の全社売上高は、260 百万円、前年同月比で 17.2%の増収（前月の 3 月比：+5.3%の増収）と、一時的な要因もあり高い伸び率となった。但し、下期の増収率前提は下回っている。

【 図表 27 】 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	2021年			2022年				今期累計 (2021/10月 ~2022/4月)
年度	2022/9期							
月次売上高(千円)	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	233,052	231,281	232,702	231,333	244,921	246,739	259,809	1,679,837
	114.3	112.7	109.6	112.1	113.1	109.0	121.1	113.1
商流 プラットフォーム	31,473	23,739	24,575	34,895	24,222	22,494	32,168	193,368
	88.2	65.2	86.7	87.8	82.8	85.5	93.0	84.0
全社	264,526	255,021	257,278	266,028	269,143	269,233	291,977	1,873,206
	110.4	105.5	106.9	108.2	109.5	106.5	117.2	109.2

(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、4月の記載数値は、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。

◆4月のマーケティング PF は増収率が上昇し、商流 PF の減収率は縮小。

◆今期累計売上高の計画に対する進捗率は、やや鈍い。

◆6月以降、商流 PF に買収したボクブロック社の売上高が寄与。

◆下期はチャンスと捉え、両 PF 事業の主力サービスの大規模なテコ入れを実施。

◆アドエビスをメジャーアップデート。

事業別にみると、主力のマーケティング PF 事業は、新サービスや買収した子会社の寄与もあり、ほぼ二桁の増収を継続している。

4月の売上高は、前年同月比+21.1%の増収と好調であった。一方、商流 PF 事業は、一部の顧客の解約により二桁の減収が続いていたが一巡し、減収率は縮小しつつある。4月の売上高は一時的な要因もあり、同△7.0%の減収まで回復しているが、継続性をフォローしたい。

今期、2022年10月から2022年4月までの7ヶ月間の累計・全社売上高（月次売上高の速報値累計金額）は、1,873百万円、前年同期比+9.2%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（+15.0%）を下回っている。

また、通期の売上高実績に対する進捗率は、前期58.0%に対し、今期は（通期の会社修正計画に対し）55.1%とやや下回っている。

なお、買収したボク社の売上高が6月以降、商流 PF に加算される見込みである。ボク社の2021/9期の売上高実績である139百万円と、今期も同額と仮定し単純に期間按分すると、4ヶ月間（2022年6~9月）では、46百万円が売上高に寄与すると推定される。これは、該当期間（各月間）で4~5%の増収率の上乗せ要因になると推計される。

<下期の方針>

同社は、今下期を創業以来の最大の転換期・チャンスと捉え、来期以降の更なる成長に向け、両 PF 事業の主力サービスの大規模なテコ入れを、前倒しで実施する予定である（P24-図表28）。

マーケティング PF 事業では、主力の「アドエビス」を過去最大級のメジャーアップデート（新バージョンである「アドエビス シンク」

◆買収したファーエンド社のプロジェクト管理ソフトウェアを、クラウドで提供するサブスクリプションサービスを拡販予定。

◆アドエビス シンクは、多機能で利便性を大幅に向上。価格を据え置き、アカウント数の純増を狙う。

(注 10) 媒体シンク機能: 各広告媒体の計測データ(広告コストや表示回数等)を自動取得し、広告効果測定ツールの計測データと自動結合する、業界で初となる機能。広告成果レポート業務の効率化をサポート。

(注 11) 自動広告機能: 計測における各広告媒体へのパラメータ入稿作業(入稿用 URL など)の負荷軽減をサポートする機能。特許出願中。

(注 12) 取り込み指標の追加: 媒体アカウントから自動取得する指標が増えること。広告主・同代理店の利便性向上と利用促進が見込まれる。

◆買収したボクブロック社と協業し、プロフェッショナルサービスを展開。

の開発強化・拡販)を順次実施し、圧倒的なサービスへと進化させる計画である。

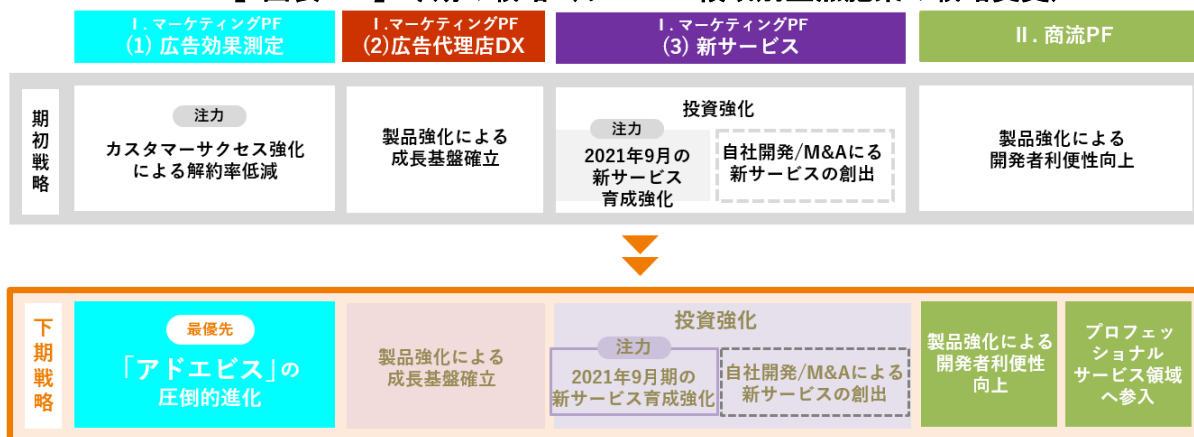
加えて、買収したファーエンド社のプロジェクト管理ソフトウェアである「Redmine (レッドマイン) 」(オープンソース)をクラウドで提供するサブスクリプションサービスである「My Redmine」を、同社との協業により拡販する計画である。リモートワークの普及と DX の推進により、プロジェクト管理ツールのニーズが急拡大し、「My Redmine」のアカウント数も急増している。

また、アドエビス シンクでは、媒体データを自動で取得し統合する「媒体シンク機能<sup>注10</sup>」、並びに広告管理を自動化する独自機能が追加され、集計ミスを防ぎ業務の効率化や、関係者間での情報共有が常時できるなど利便性が大幅に向上する。既に4月下旬に「媒体シンク機能」を搭載しており、8月には「自動広告機能<sup>注11</sup>」、年内には「取り込み指標の追加<sup>注12</sup>」と、3回に渡り段階的なアップデートを行う。

なお、価格を据え置いた上で機能を大幅に改善することにより(標準機能)、解約の抑制と新規顧客の獲得につなげたい意向である。同社は、アドエビスの下期の平均単価を上期比で横這いと的前提を置く。一方で、アカウント数は期末までに100件の純増、解約率(KPI)を2.0%(直近:2.3%)とすることを目指している。足元は既存顧客のアドエビス シンクへの切り替えは好調で、今後の成約状況を注視したい。

また、商流 PF 事業では、ボク社の M&A により、プロフェッショナルサービス領域へ参入し、新分野での収益機会と既存事業とのシナジーにより、事業のテコ入れを行う方針である。当面は、EC-CUBE を使った EC サイトの構築・開発案件の増加が期待される。

【 図表 28 】 今期の戦略 (サービス領域別重点施策の戦略変更)



(出所) 同社の決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が一部加筆し作成。

- ◆ 同社は、今下期、前年同期比 22.0%の増収、12.4%の営業減益を予想。

#### <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 1,819 百万円(前年同期比+22.0%増)、営業利益 164 百万円(同△12.4%減)、経常利益 164 百万円(同△12.4%減)、当期純利益 106 百万円(同△14.1%減)となる。

- ◆ 上期比でも、増収減益を予想。

今上期と比較すると、今下期は約 15%の増収ながら、約 7%の営業減益を想定している(上期比で 238 百万円の増収に対し、△12 百万円の減益予想)。

- ◆ 下期は、販売促進や新規事業開発などの先行投資負担から、営業利益率はやや悪化する想定。

また、営業利益率では、前年上期 12.1%、同下期 12.5%、今上期 11.1%から、今下期には 9.0%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(アドエビスのメジャーアップデートの開発費・広告宣伝費の増加)、新ビジネスの育成など将来の成長に向けた先行投資負担(M&A コスト等)が膨らみ、粗利率の悪化や販管費率の上昇を想定していると考えられる。

- ◆ 両 PF で、下期に増収を計画。アドエビス シンクの効果や新ビジネス等の伸長を見込む。

PF 別の下期の売上高は、マーケティング PF でアドエビス シンクの効果等により 1,590 百万円(前年同期比：+262 百万円、+19.7%の増収)、商流 PF ではボク社などの寄与により 229 百万円(同+66 百万円、+40.4%の増収)と、両 PF で増収を計画している。今上期との比較でも、マーケティング PF は 170 百万円(+12.0%)、商流 PF は 68 百万円(+41.9%)の増収となる見込みである。

なお、今期通期の売上高に占める新サービスの売上高構成比は、14%(売上高：約 476 百万円)と、前期の 3%(同約 89 百万円)、並びに上期の 10%(同約 158 百万円)から大きく上昇する計画である。

### ◆ アルファ・ウイン調査部の 2022/9 期(通期)業績予想

#### <今期予想の修正>

- ◆ 当調査部では、今通期の売上高、及び利益予想を、ほぼ会社予想並みに下方修正。

上期の実績、足元の状況、同社への取材を踏まえ、当調査部では通期の売上高、及び利益予想を、ほぼ会社計画まで下方修正した(P26-図表 29)。

- ◆ 修正後の今期の同社による業績計画は、ほぼ達成可能な範囲と思われる。

前回予想⇒今回予想の順に、今期売上高を 3,500 百万円⇒3,365 百万円、営業利益を 470 百万円⇒350 百万円、当期利益を 320 百万円⇒215 百万円に見直した。同社の修正予想に対し、売上高は 35 百万円下回る一方、利益は達成可能でやや上回ると当調査部では予想している。

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、ボク社を除き新たな M&A は発生しないと想定した。

当調査部では、今期の業績予想にあたり以下の前提を置いた。

① 下期の売上高は、前下期比+22%の増収とやや強気な前提であり、月次の増収率から判断しても、僅かながら未達となる可能性がある。また、下期の営業利益率前提はやや保守的と思われること、加えてコストコントロールの余地があることから、仮に売上高が多少ショートしたとしても、もう一段の利益の下方修正リスクは小さいと考えられる。

◆ 上期の実績と今後の販売政策を考慮し、アドエビスの下期・通期の平均単価とアカウント数の前提を引き下げ、業績を修正。

② マーケティング PF 事業においては、コアのアドエビスの年度平均単価の前提を、157,000 円⇒156,300 円と引き下げた。同社はアドエビス シンクの価格を据え置く戦略であるため、クロスセル・アップセル・顧客ミックスの変化が多少見込めるものの、年度末の平均単価を 158,000 円と、Q2 末と比較しほぼ横ばいの+679 円、+0.4%の上昇と予想した（前期末比では+5,864 円、+3.9%）。また、アカウント数については、当調査部の想定を下回り減少傾向が続いている。しかし、価格を置いた上で機能を大幅に高めたアドエビス シンクの投入は、利便性の向上から顧客獲得と解約防止につながると思われる。年度末のアカウント数を 1,315 とし（会社計画：1,344、同 Q2 末比+100）、今年度平均を 1,355⇒1,280 へと下方修正した。この結果、アドエビスの売上高予想を、2,500 百万円⇒2,400 百万円へと減額修正した。

◆ アドエビス シンク、新サービス、ボク社の売上高への貢献が、下期以降、見込まれる。

③ なお、買収した企業（ファーエンド社やボク社等）の連結決算の組み入れにより、（前年度並みの売上高を前提とすると）期間按分で前年下期比：約 1 億円強の増収効果と推定される。加えて、既存の新ビジネスの増収、並びに損益改善が下期に見込める

【 図表 29 】 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期実績	2021/9期実績	2022/9期初CE	2022/9期修正CE	2022/9期E	2022/9期新E	2023/9期CE	2023/9期E	2023/9期新E	2024/9期E	2024/9期新E
売上高	1,805	2,204	2,818	2,987	3,600	3,400	3,500	3,365	5,000	4,600	4,320	5,300	4,740
I. マーケティングPF	1,530	1,951	2,318	2,599	3,220	3,010	3,150	3,000	4,590	4,220	3,870	4,900	4,260
II. 商流PF	274	253	301	388	380	390	350	365	410	380	450	400	480
売上高総利益	1,180	1,581	1,832	2,039	2,450	2,210	2,460	2,310	3,220	2,960	2,690	3,710	3,280
売上高総利益率	65.8%	70.8%	70.0%	68.0%	68.0%	65.0%	70.3%	68.6%	64.4%	70.0%	68.3%	70.0%	68.2%
販管費及び一般管理費	1,289	1,478	1,555	1,873	1,980	1,960	1,960	1,960	2,570	2,450	2,450	2,930	2,700
対売上高比	71.4%	66.9%	58.4%	56.8%	55.0%	56.0%	56.0%	58.2%	51.6%	53.1%	56.7%	55.3%	57.0%
営業利益	-98	84	278	365	470	340	470	350	750	650	800	780	580
対売上高比	-5.6%	3.8%	10.5%	12.3%	13.1%	10.0%	13.4%	10.4%	15.0%	14.1%	11.8%	14.7%	12.2%
経常利益	-119	79	281	364	460	340	460	350	620	500	600	750	580
対売上高比	-6.4%	3.6%	10.0%	12.3%	12.8%	10.0%	13.1%	10.4%	13.5%	11.8%	14.2%	12.2%	12.2%
当期純利益	-89	-34	183	239	320	210	320	218	420	320	320	510	380
対売上高比	-4.9%	-1.5%	7.0%	8.1%	9.9%	6.2%	9.1%	6.5%	8.4%	7.4%	7.4%	9.2%	8.0%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%	22.1%	18.8%	12.9%	21.7%	15.0%	18.4%	18.8%	47.1%	31.4%	28.4%	15.2%	8.7%
I. マーケティングPF	21.9%	27.5%	18.8%	12.1%	23.9%	15.8%	21.2%	16.4%	52.5%	34.0%	28.0%	16.1%	10.1%
II. 商流PF	-41.1%	-7.8%	18.8%	19.2%	6.0%	8.8%	-2.3%	1.8%	8.6%	8.6%	23.3%	5.3%	6.7%
売上高総利益率(前期との差)	0.7%	4.9%	-0.8%	-1.0%			0.3%	-0.3%		-0.3%	-0.4%	0.0%	0.9%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%	14.5%	5.4%	7.8%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	31.1%	25.0%	25.0%	14.0%	10.2%
営業利益(伸率)	赤字化	黒字化	226.1%	32.2%	28.6%	-7.0%	28.6%	-4.1%	120.8%	38.3%	42.9%	20.0%	16.0%
経常利益(伸率)	赤字化	黒字化	230.5%	39.5%	28.3%	-6.7%	26.4%	-3.8%	34.8%	42.9%	21.0%	16.0%	16.0%
当期純利益(伸率)	赤字化	赤字幅縮小	黒字化	30.7%	33.5%	-12.4%	33.9%	-8.3%	31.3%	48.8%	21.4%	18.8%	18.8%
EBITDA	5	247	513	638	770	640	770	650	1,000	820	1,140	910	810
KPI	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績
アドエビス アクティブアカウント数	1,478	1,486	1,475	1,344	1,355	1,280	1,280	1,280	1,400	1,310	1,310	1,450	1,380
同変化率		0.7%	-0.7%	-8.9%		0.8%	-4.8%		3.3%	2.3%	3.8%	3.1%	
アドエビス 平均単価(円)	78,838	98,517	120,829	143,886	157,000	156,300	156,300	156,300	168,000	157,000	178,000	158,000	158,000
同変化率		24.8%	22.4%	19.3%		9.1%	8.8%		7.0%	0.4%	6.0%	0.8%	
I. (1) 広告測定(アドエビス)の売上	1,402	1,747	2,127	2,313	2,520	2,550	2,400	2,400	2,820	2,470	2,470	3,100	2,560
I. (2) 広告測定店DXの売上				182	196	200	170	170	250	210	210	300	240
I. (3) 新サービスの売上				104	504	478	400	430	1,500	1,150	1,190	1,500	1,480
I. (1) 広告測定店(2) 広告測定店DXの売上高				2,495	2,716	2,534	2,750	2,570	3,080	3,070	2,880	3,400	2,800
I. マーケティングPF(1)+(2)+(3)	1,630	1,951	2,316	2,599	3,220	3,010	3,150	3,000	4,660	4,220	3,870	4,900	4,260

(出所) 決算短信、説明会資料よりアルファ・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。

## 8. 成長戦略

### ◆ 同社の中長期経営計画と戦略

#### <中期経営計画 (VISION2023) : 戦略>

中期経営計画に変更はない。

同社は、MXP 戦略 (Marketing Transformation Platform) と名付けた方針を打ち出し、顧客企業に対し単一サービスを提供するだけではなく、最適なサービスを提供する「総合マーケティング DX 支援ビジネス」に、自社の事業を進化させたい考えである。

- ◆ 総合マーケティング DX 支援ビジネスを志向。

- ◆ 自社開発と M&A により、既存ビジネスの加速に加え、新サービスを複数展開する方針。

これまで培った強みを活かし、自社開発と M&A により、マーケティング PF 事業、商流 PF 事業において「既存サービスの成長加速」と「新サービスの複数展開」を行う。これにより、グループアセットの最大化とシナジーを追求する。

#### <中期経営計画 (VISION2023) : 数値目標>

また、同社は、中期経営計画 (VISION2023) の最終年度となる 2023/9 期 (来期) に、売上高 50 億円 (今期計画 34 億円、今期比+47%または +16 億円の増収)、営業利益率 15% (今期計画 10%に対し+5%のアップ)、営業利益 750 百万円以上 (今期計画 340 百万円に対し、前期比 : +410 百万円または+121%の増益)、株主資本配当率 3%以上 (今期計画 2.5%に対し+0.5%以上のアップ) との目標を掲げている (図表 30)。

- ◆ 中計最終年度(2023/9 期)には、売上高 50 億円、営業利益率 15%、DOE 3%以上を目指す。

今期の修正計画値と比較すると、かなり高い目標設定ではあるが、目標値に変更はない。

- ◆ 中期目標数値は、意欲的。現状、変更なし。

### 【図表 30】中長期計画の数値目標

	連結売上高	連結営業利益率	株主資本配当率	新サービス売上比率
2020年9月期実績	26.1億円	10.6%	2.0%	
2021年9月期実績	29.5億円	12.4%	2.3%	3.0%
2022年9月期予想	34.0億円	10.0%	2.5%	14.0%
2023年9月期業績目標	50億円	15%	3%以上	30%

(出所) 決算説明資料をアルファ・ウイン調査部が一部加筆・修正。

- ◆ KPI として新サービスの売上高比率を追加で設定。

なお、目標達成に向けて、既存ビジネスや、新規ビジネスの成長に加え、M&A による新たなビジネスの創出で成長を加速する方針である。KPI として連結売上高に占める新サービス (マーケティング PF+商流 PF の新サービス合計) の売上高比率を加え、前通期 : 3%、今 Q1 :

◆ 新サービスの急成長を見込む。

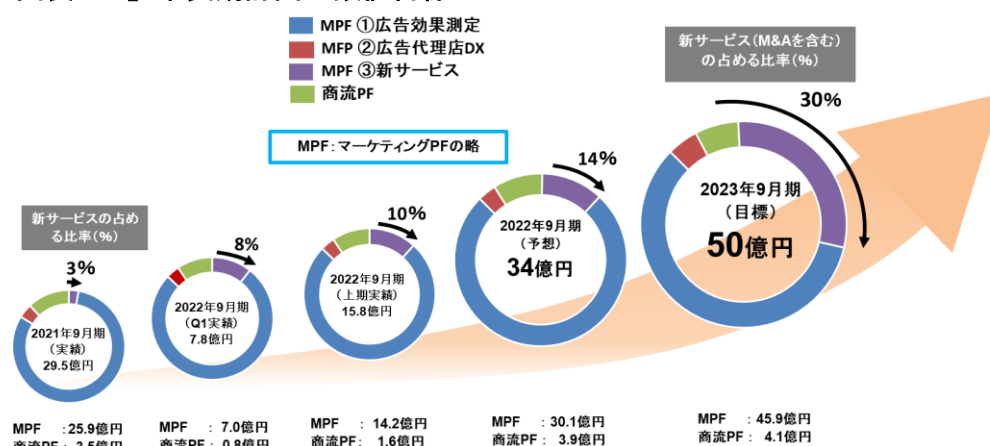
◆ 来期には、新サービスの黒字化を見込む。

8%、今上期：10%の同比率を、今通期には 14%、来期（2023/9 期）には 30%に引き上げる計画である（図表 31）。

この計画によれば、新サービスの売上高は、2021/9 期⇒2022/9 期⇒2023/9 期の順に、89 百万円⇒476 百万円⇒1,500 百万円と急拡大し、来期は全社の増収幅（今期比：+1,600 百万円）の 64%を、新サービスの増収（+1,024 百万円）が占める。

同様に来期にかけ全社の営業利益率が 10%から 15%へと 5%改善すると見込んでいる。これは広告効果測定のアドエビスシンクによる増収効果に加え、現在は赤字であるマーケティング PF の広告代理店 DX、及び新サービスが黒字化すると予想しているためである。

【 図表 31 】 中長期計画の数値目標



(出所) 決算説明資料をアルファ・ウイン調査部が一部加筆・修正。

### ◆ 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、世界的にマクロ経済が不透明はあるが、新型コロナによる規制も徐々に緩和され、国内の経済活動も正常化に向かう前提とした。

◆ 当部では、来期、来々期とも二桁の増収増益を予想。最高売上高と最高益の連続更新を見込む。

アドエビス シンクのフル寄与によるアカウント数の増加、両 PF の M&A や新サービスの増収効果により、2023/9 期、2024/9 期ともに二桁の増収増益、及び最高売上高と最高益の連続更新を当調査部では見込んでいる。

◆ 企業買収による効果を、業績予想に反映。

但し、主力のマーケティング PF 事業では、アドエビスのアカウント数の増加を優先し、単価を据え置く戦略に転換したことから、単価(年度平均)を来期、来々期の順に、168 千円⇒157 千円、178 千円⇒158 千円に引き下げた。加えてアカウント数の前提(年度平均)を同順に、1,400⇒1,310、1,450⇒1,350 へと変更した。

◆ 中期予想でもアドエビスの単価、アカウント数の前提を変更。

これに伴い、広告効果測定の上高の予想も下方修正した。但し、同事業の増収率は鈍化するが、増収基調は続く予想している。今後は、アドエビスのアカウント数の増減により、価格戦略の再考(低価格帯のサービスラインナップの拡充等)も選択肢として考えられるが、広告効果測定の上高の増収基調を維持できるか否かが注目点である。

なお、同 PF の広告代理店 DX や新サービスの売上高予想は、ほぼ想定通りに推移しており、大きくは変更していない。

◆ 商流 PF は買収効果を見込み、売上高予想を引き上げ。

商流プラットフォーム事業は、ボク社の買収によるプロフェッショナルサービス売上高の増加や、同社とのシナジー効果を見込み、来期・来々期とも売上高を増額修正した。

◆ 利益率の予想を引き下げ。

利益率に関しては、マーケティング PF 事業については、従来予想と比較し、単価前提の変更と新ビジネスの先行投資負担から引き下げた。また、商流 PF 事業についても、ボク社の連結への組み入れ(ボク社の 2021/9 期の営業利益率実績：△5%)と、プロフェッショナルサービス等の先行投資が予想され、同様に引き下げた。但し、コストコントロールにより販管費率が低下し、来期、来々期とも営業利益率が改善するとした。

以上により、2023/9 期の売上高を 4,600 百万円⇒4,320 百万円(当部の前年同期予想比、増収率+28.4%、以下同様)、営業利益を 650 百万円⇒500 百万円(同増収率+42.9%、営業利益率 14.1%⇒11.6%)、当期利益を 420 百万円⇒320 百万円(同増収率+46.8%)へと、予想を下方修正した(P26-図表 29)。

同様に 2024/9 期の売上高を 5,300 百万円⇒4,740 百万円(当部の前年同期予想比、増収率+9.7%)、営業利益を 780 百万円⇒580 百万円(同増収率+16.0%、営業利益率 14.7%⇒12.2%)、当期利益を 510 百万円⇒380 百万円(同増収率+18.8%)へと予想を下方修正した。

◆ 中期的に、増益により増配を予想。

配当金に関しては、両期とも DOE=3%を前提とした。利益見通しの変更に伴い、予想配当額を減額修正したが、増益に伴い増配を継続するとの予想は変わらない。

◆ 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。

現在、既存事業のキャッシュフローを活用し、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、既存ビジネスの自然成長に加え、新規事業の進展と積極的な M&A やそのシナジーにより成長の加速が予想され、中期的には年率 15%から 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。なお、M&A の有無とその成否が、業績の変動要因となる。

◆ 中期的には年率 15%～20%の利益成長を予想。

## 9. アナリストの視点

### ◆ 株主還元

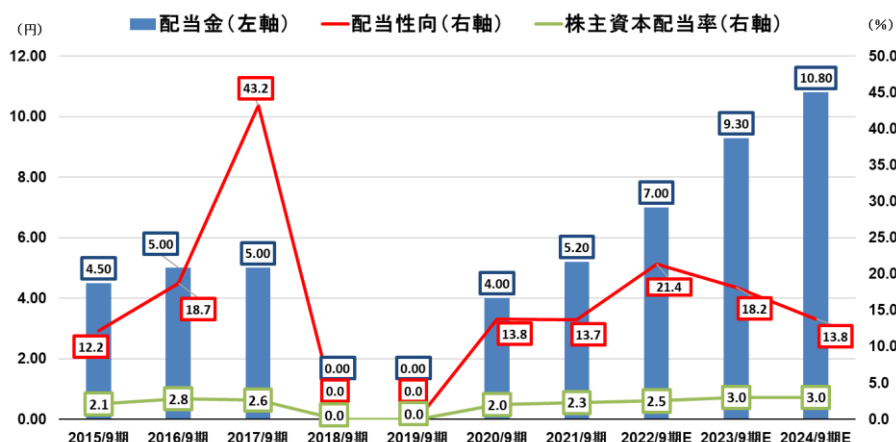
- ◆ 復配後は、増配傾向。
- ◆ 今期は、配当額を減額修正したが、前期比では増配の計画。
- ◆ 来期には、DOEを2.5%から3%に引き上げる方針。来期以降も増配が見込まれる。

同社は、業績の回復に伴い2020/9に復配(4円/株)し、その後、増配傾向にある。今期は期初時点では7.5円/株への増配(前期5.8円/株比:+2.7円/株)を計画していた。しかし、既述のように業績の下方修正に伴い、連結株主資本配当率(DOE)2.5%を今期の配当の目安としていることから、同社は7.0円/株(前期比:+1.2円/株)に引き下げた。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。

会社による今期配当予想の減額に合わせ、当調査部でも今期の配当予想額を7.5円/株から7.0円/株へと引き下げた。また、2023/9期、2024/9期とも当調査部では業績を見直し、DOE:3%を前提に配当予想を修正した。

但し、同社グループは依然として成長ステージにあり、来期以降、投資成果により再び増益トレンドに戻ると当調査部では予想しており、増配が見込まれる(図表32)。

【図表32】配当金と配当性向の推移



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成、Eは当調査部の予想

- ◆ 株価のボラティリティは高い。

(注13) 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、東証グロース市場に上場する小型のアド・テクノロジー<sup>注13</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、直近の約5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きた。

- ◆ 最近の株価は、小型成長株全般の調整と業績の下方修正発表を受け軟調。

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、株価は上昇した。しかし、ウクライナ戦争や中国のロックダウン、世界的なインフレ抑制のための金融引き締めにより、株式市場が大きく調整する中、小型成長株が全般的に軟調となっている。

加えて、今期業績の下方修正発表がネガティブサプライズとなり、同社株は急落し、年初来安値を更新した。但し、売り一巡後、株価は700円前後で底値を固めつつあるようにも見受けられる。

年初来では、東証マザーズ、および TOPIX のインデックスを、アンダーパフォームしている (図表 33)。

【 図表 33 】 年初来 (終値ベース) のパフォーマンス比較

	2021年12月30日	2022年6月3日	パフォーマンス
イルグルム	1,204	736	-38.9%
東証マザーズ	987.94	670.37	-32.1%
TOPIX	1,992.33	1,933.14	-3.0%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 調整後の株価に基づく、今期予想の業績を基準とすると、主要なバリュエーションは若干高いが、ほぼ妥当なレンジ内。

(注 14)PSR: 株価売上高倍率=時価総額/売上高

(注 15)PEG: PER÷中期利益(EPS)期待成長率(年率)

- ◆ PEG や中期業績を考慮すれば、投資を検討できる株価水準。

- ◆ アドエビスのアカウント数、単価、来期の業績、M&Aなどが株価の注目材料。

- ◆ マーケティング DX 支援事業を営む内需成長株として、引き続き注目。

<バリュエーション>

今期の業績基準では、同社のバリュエーションは、PER 21.1 倍、PBR 2.5 倍、PSR 1.4 倍<sup>注14</sup>、及び配当利回り 1.0%となる。東証プライム市場全銘柄の平均値 (PER 13.9 倍、PBR 1.2 倍、単純配当利回り 2.3%) と比較すると高い。一方、東証グロス全銘柄の平均値 (PER 110.1 倍、PBR 3.5 倍、同配当利回り 0.3%) との比較では割安となる。

なお、EV/EBITDA は今期 10.5 倍、来期 8.3 倍、来々期 7.5 倍と平均的なレンジ内にある (当部予想)。また、PEG<sup>注15</sup>では 1.1~1.4 倍前後と 2 倍を切る。割高感はなく、株式市場全体の成長株に対する過度の警戒感が修正されれば、中長期的には利益成長性の視点に基づいて投資を検討できる水準と思われる (当部の修正後の業績予想に基づく予想 PER は、来期 14.4 倍、来々期 12.1 倍)。

<今後の注目点>

今後は、KPI (特にアドエビスの平均単価・アクティブアカウント数・解約率、連結売上高における新サービス比率) と EBITDA、月次売上高の推移 (前年比)、四半期の動向 (増益率、利益率) や、今通期の業績の着地、並びに来期の業績予想の変化、M&A・提携・新機能の発表、新サービスのローンチと業績への貢献度、株主還元策、個人情報保護法等による規制強化等が、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 市場は継続的な拡大が見込まれ、同社のビジネスの成長余地は大きい。同社は、新型コロナ、インフレや為替には直接影響を受けにくく、マーケティング DX 支援事業を営む内需成長株として、今後の展開と売上高・利益成長率の変化に注目していきたい。

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。