

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：2022/12/15

● 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。
- 2016 年以降、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、事業再編は一巡し経営基盤と収益力が強化された。近年、二桁の増収率を維持しつつ黒字が定着し、かつ増益・増配トレンドにある。
- 現在は次なる成長に備え、これまで蓄積してきたノウハウ・テクノロジー、ビックデータを活用した自社開発や、M&A による新事業への展開を積極的に進め先行投資段階にある。
- 2014 年 9 月に、旧東証マザーズに上場し、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。区分変更に伴い 2022 年 4 月に、東証グロース市場に移行。

前期決算

- 前期（2022/9 期）は売上高 3,334 百万円（前期比+12.7%）、営業利益 392 百万円（同+7.4%）と増収増益となったが、減損損失を特別損失に計上したため、当期利益は 236 百万円（同△1.5%）と微減益となった。同社は期初計画を 5 月に減額修正したが、売上高はこの計画に対し 66 百万円（修正計画比△1.9%）の未達となった。一方、営業利益は 52 百万円（同+15.3%）、当期利益は 26 百万円（同+12.4%）と計画を上回った（一株当たりの配当金 7 円は変わらず）。
- また、前期実績はアルファ・ウイン調査部の前回予想を、売上高で 34 百万円（予想比+1.0%）、営業利益・当期利益ではそれぞれ 42 百万円（同+12.0%）、18 百万円（同+8.3%）上回った。

- M&A や自社開発のサービスの寄与により、全社売上高は堅調に推移し、上場来、9 期間にわたって過去最高売上高を更新した。一方、営業利益は 4 期連続の増益、2 期連続の過去最高益の更新となった。但し、M&A とプロモーションの強化等に伴うコストの増加があり、営業利益率は前々期の 12.4%から前期には 11.8%と 0.6 ポイント悪化し、増益率の鈍化につながった。

今期の業績予想

- 今期（2023/9 期）は前期に続き、通期の業績予想を期初に公表した（上期予想は非公表）。
- 今期は、売上高 3,900 百万円（前期比+17.0%）、営業利益 400 百万円（同+1.9%）、当期利益 240 百万円（同+1.7%）、配当金 7.8 円（同 0.8 円/株の増配）を同社は見込む（営業利益率 10%、株主資本配当率 2.5%を計画）。
- なお、中期経営計画の最終年度となる今期の業績目標を、売上高 5,000 百万円、営業利益 750 百万円（営業利益率 15%以上）、株主資本配当率 3%以上としていたが、いずれも減額修正した。この要因は、前期にアドエビスの売上高が想定を下回ったこと、中長期の成長に向けた投

1/47

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。

資強化による先行投資負担の増加を見込んだことに加え、新たな M&A を含めた未確定要因を計画から除外したことによるものと推察される。

・但し、今期の新予想でも上場以来、10 期連続して過去最高売上高を更新し、かつ営業利益並びに当期利益は過去最高益を僅かながらも更新する計画である。なお、今期の業績予想には、M&A や、既存サービス以外の新たに加えるサービス事業による効果は、全く織り込んでいない。

・アルファ・ウイン調査部（当部）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。前回までは、ある程度の M&A を加味して業績予想を立てていたが、同社に合わせて今期の予想ではこれを除外した。さらに前期までに買収した効果を考慮しつつも、主にアドエビスのアカウント数と単価の前提を変更したことにより、今期の予想を前回予想から下方修正した。新予想では売上高を、同社予想を 100 百万円下回る 3,800 百万円（前期比+14.0%）とした。一方で、コストに一定のバッファがあると思われることから、営業利益を 400 百万（同+1.9%）、当期利益を 240 百万円（同+1.7%）、配当金を 7.8 円/株へといずれも会社予想値と同じ水準に修正した。なお、期中に M&A があれば売上高は上振れる可能性があるが、買収企業の業績、買収時期、買収費用（のれん償却費用を含む）の計上タイミングによっては、今期（単年度）の利益にはプラス・マイナスいずれにも影響を与える可能性がある。また、大口取引案件の獲得の有無によっても業績は変動する。

経営戦略と来期以降の中期業績予想

・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、【既存サービスの成長加速】と【新サービスの複数展開】によって、国内企業のマーケティング DX を支援するプラットフォームビジネスを運営する「総合マーケティング DX 支援集団」を目指している。

・今回、戦略のアップデートを行い、商流 PF 事業では EC 構築・運用支援の強化とリソースの増強、マーケティング PF 事業では新サービスの創出に向けた開発投資の強化を打ち出した。
 ・また、目標の達成時期は明示されていないが中長期的な目標として、新たに「売上高 100 億円の早期達成」を掲げた。既存事業の安定成長と 3 領域（マーケティング PF のインキュベーション、並びにマーケティングプロセス支援、商流 PF の EC 構築・運用支援）での新サービスの拡大により、これを達成する計画である。計画値には M&A 等による拡大が含まれていると推察される。

・当部では現況を踏まえ、また同社は積極的な M&A を成長戦略の一つと考えていることから、新規の M&A による寄与をある程度考慮して、来期の予想を見直し、また来々期予想を新規に加えた。マーケティング PF における広告代理店 DX やインキュベーション事業の売上高・利益両面での貢献、適正なコストコントロールの継続、また、商流 PF においては EC 構築・運用支援事業の拡大を想定し、増収増益と増配を予想した。

・但し、前回予想と比較し、同社が次なる成長に向けた成長投資を当面継続すること、及びアドエビスのアカウント数の減少傾向が継続していること、同単価の上昇率が鈍化していることから、広告効果測定事業の成長率の鈍化を考慮し、やや保守的な予想とした。

・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、積極的に M&A を実施すると思われる、同社の中長期的な売上高成長率を年率 10~20%前後と見込んだ。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（不採算事業からの撤退）と集中（成長分野へのリソースのシフト）、拡大（M&A）をすると予想される。当面は攻めの先行投資を継続すると思われることから、短期的に業績は影響を受けやすい点には留意すべきである。

・一方でコストコントロールを適正に行い、大幅な減益や赤字への転落は避けるスタンスと推察される。利益率を横這い、あるいは逡増と想定し、中期的には増収率並みの 10~20%（前回予想では、年率 20~30%前後の増加）の利益成長が可能であると当部では考えている。

株価水準と今後の注目点

- ・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。今年に入って小型成長株の株価が軟調に推移したことに加え、業績の下方修正もあり、同社の株価は TOPIX や東証グロース、マザーズなどの主要指数をアンダーパフォームしている。
- ・会社、並びに当調査部の今期予想の PER・PBR・配当利回りを、東証プライム全銘柄平均と比較すると、現状では同社の株価に割安感はない。一方、所属する東証グロース市場や、類似会社とのバリュエーション比較では割高感もない。株価は既に調整済みでボックスレンジの下限に近く、今期の業績も堅調であることから、株価のダウンサイドリスクは限定的であると考えられる。
- ・サブスクリプション・ビジネスモデルへのシフトにより、経営の安定化が進んでいる。黒字を維持しつつ収益とのバランスを取りながら、成長投資を継続し新事業へ展開することにより、長期的には増収増益基調が予想される。中長期の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。
- ・今後は短中期業績の変化を織り込む形で、株価は変動するものと思われる。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、個人情報保護規制の動向、次期中期経営計画（来期からスタート）の内容に加え、業績に直結する指標であるアドエビスのアカウント数（純増への転換のタイミング）、解約率（低下トレンドへの転換）、単価（前年同期比の増減率）に特に注目したい。

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	A	3,334	12.7	392	7.4	399	9.8	236	-1.5	37.7	283.3	7.0
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	修正E(前回)	3,300	13.8	350	-4.1	350	-3.8	218	-8.8	34.8	-	7.0
2023/9	中計・旧CE	5,000	-	750	-	OPM=旧15%⇒新10%		DOE=旧3.0%⇒新2.5%		-	-	-
2023/9	新CE	3,900	11.6	400	1.9	390	-2.5	240	1.7	38.3	-	7.8
2023/9	新E	3,800	14.0	400	2.0	390	-2.3	240	10.1	38.3	314.5	7.8
2023/9	旧E(前回)	4,320	29.6	500	27.6	500	25.3	320	35.6	51.1	327.3	9.3
2024/9	旧E(前回)	4,740	9.7	580	16.0	580	16.0	380	18.8	60.7	378.7	10.8
2024/9	新E	4,320	13.7	460	15.0	450	15.4	300	25.0	47.9	367.4	9.2
2025/9	新E	5,000	15.7	530	15.2	520	15.6	340	13.3	54.3	412.5	10.3

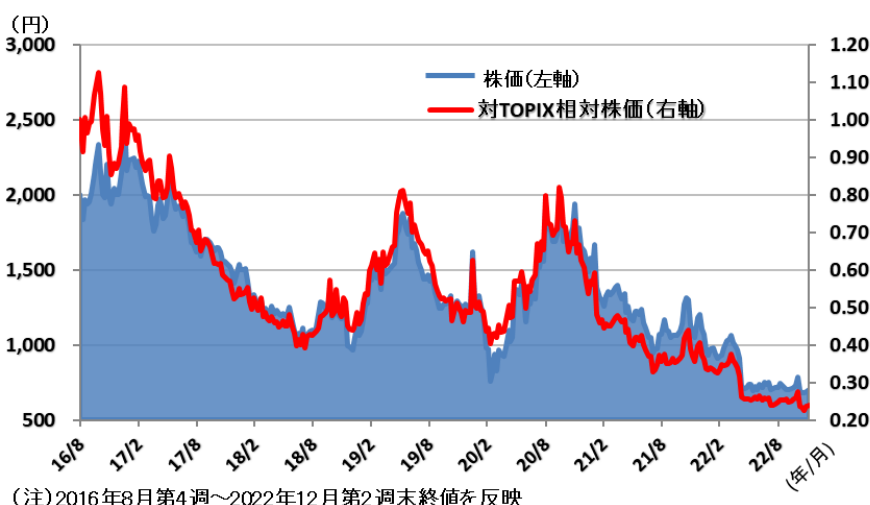
(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

(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。

項目	2022/12/9	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	699	前期実績	18.5	2.5	1.0%	18.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	18.2	2.2	1.1%	20.3%
時価総額 (百万円)	4,454	来期予想	14.6	1.9	1.3%	19.2%
潜在株式数 (千株)	0.0	前期末自己資本比率	57.1%		前期ROE	13.9%

(備考)今期・来期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想

【 株価チャート (週末値) 3690 株式会社 イルグルム 】 図表C



【パフォーマンス】		
期間	リターン	対TOPIX
1ヶ月	1.5%	2.7%
3ヶ月	-0.1%	-6.5%
6ヶ月	-2.6%	-7.1%
12ヶ月	-41.9%	-41.0%

(備考) アルファ・ウイン調査部が作成、株価・TOPIXは2022年12月9日終値(直近値)までを反映。各期間のパフォーマンス計算においては、当該各月末の株価・TOPIXと直近値を比較。

(注)2016年8月第4週～2022年12月第2週末終値を反映

ディスクレマー

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

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

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(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。FV2022-1223-1900

目次

1. 会社概要.....	P6
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P6
経営理念.....	P9
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P10
事業ポートフォリオ.....	P10
事業内容：I.マーケティングプラットフォーム事業.....	P12
事業内容：II.商流プラットフォーム事業.....	P15
3. 株主構成.....	P18
株主所有者別構成の推移.....	P18
上位株主構成.....	P18
4. ESG と SDGs.....	P20
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）、企業統治（Governance）.....	P20
SDGs (Sustainable Development Goals).....	P20
5. 成長の軌跡.....	P21
過去の業績推移.....	P21
6. 業界環境.....	P22
日本の広告市場の動向.....	P22
同業類似会社.....	P23
類似サービスとプライバシー保護規制への対応.....	P23
7. 前期業績と本社による今期の業績予想、及び中期経営計画.....	P24
2022/9 期（前期）決算の実績.....	P24
2023/9 期（今期）業績の同社予想.....	P32
中期経営計画と戦略.....	P35
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.....	P38
アルファ・ウイン調査部による今期の業績予想.....	P38
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.....	P43
SWOT 分析.....	P43
株主還元.....	P44
株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター.....	P45

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、M&Aを通じ総合マーケティングDX支援企業集団として進化中。

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

- ◆ 2001年に大阪に設立、2014年に東証マザーズに上場。

- ◆ 社名とシンボルマークを変更。



© YRGLM Inc.

- ◆ 8社でグループを形成。

◆ 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急成長。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、自社開発に加え積極的なM&Aを通じて、総合マーケティングDX支援企業集団として進化中である。

<沿革>

岩田進社長が大学時代にホームページ制作事業を大阪で起業し、業容の拡大に伴い2001年に同社を設立した。

2014年9月に旧東証マザーズに上場。2022年4月に、新設のグロース市場(略称:GRT)に移行。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>

同社グループは、同社と以下の連結子会社6社〜<買収した4社である株式会社トピカ(トピカ社とも表記、以下同様)、株式会社スプー(スプー社)、ファーエンドテクノロジー株式会社(ファーエンド社)、ボクブロック株式会社(ボク社)、並びにYRGLM VIETNAM CO.,LTD.(ベトナム現地法人)、株式会社イーシーキューブ(イーシーキューブ社)〜及び、持分法適用会社1社(有限会社 彩)の合計8社で構成されている(図表1)。前々期に、スプーとトピカの2社、前期にファーエンドとボクブロックの2社を次々に買収し、連結子会社化。

【図表1】連結対象会社の概要

社名・連結対象会社	事業内容・特徴	形態	買収/分社時期	所在地	出資比率	資本金 百万円	設立時期	決算期	売上高 百万円	営業利益	当期利益	純資産	純資産
		(買収金額:当期決定)							直近の開示情報(買収時点での業績)				
トピカ	動画コンテンツの企画制作、SNSの運用代行、ワンストップで提供	企業買収(2.2億円)	2021年7月	東京都新宿区	約80%	37	2016年6月	2021/4期	158	4	4	83	21
スプー	WEBメディアの企画・制作	企業買収(数千円)	2020年12月	東京都千代田区	100%	10	2009年3月	2021/12期			若干の黒字	15	
ファーエンドテクノロジー	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	企業買収(1.3億円)	2022年2月	鳥取県松江市	100%	8	2008年9月	2021/5期	117	10	8	77	29
イーシーキューブ	商業PPFからイーシーキューブ事業を承継、オニコと資本業務提携	分社化・業務移管	2019年1月	大阪府大阪市	89.5%	30	2018年10月	2021/9期	358	119		249	
ボクブロック	EO サイト構築とクラウドEO サービスを提供	企業買収(1.5~2億円)	2022年5月	東京都千代田区	100%	10	2007年5月	2021/9期	139	-7	0	171	63
YRGLM Vietnam Co., Ltd.	オフショアのソフトウェア開発拠点	設立		ベトナム社会主義共和国	100%	US\$20万	2013年12月						
持分法適用会社(1社)													
有限会社 彩	同社の(旧)EO委託開発事業を移管	分社化・業務移管	2015年9月			20	3	2004年4月					

(出所) 有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部(当調査部)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。

＜連結決算の動向＞

- ◆ 連結対象子会社群の業績も回復し、堅調に推移。
- ◆ イーシーキューブを分社化。
- ◆ 最近の連単倍率は、1.3～1.4倍で推移。

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 2）。

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ったことに加え、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。なお、今期も売上高・経常利益の連単倍率は、前期並みの 1.3～1.4 倍が見込まれている。

【図表 2】 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	2022/9期
A	連結売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,204	2,618	2,957	3,334
B	単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,010	2,317	2,532	2,583
A-B=C	(連結-単体)売上高	0	0	0	0	0	194	301	425	751
A/B	連単倍率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.10	1.13	1.17	1.29
A	連結経常利益	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	261	364	399
B	単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	185	278	315
A-B=C	(連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86	84
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58	1.31	1.27

(出所) 有価証券報告書により当調査部が作成。 (備考) 2014/9 期以降は、連結決算。

＜財務状況＞

- ◆ 実質的には無借金、財務体質は健全。

同社は上場以来、無借金経営を続けてきたが、2018/9 期に長短借入金にて約 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。なお、黒字化の定着により資本の蓄積と財務改善が進み、2022/9 期末時点では長短借入金合計約 8.8 億円に対し、現預金は約 13.2 億円と実質的には無借金である。

総資産は約 31 億円、時価総額は約 45 億円（2022 年 9 月 30 日終値、株価 700 円）と小規模ながら、自己資本比率は 57%、流動比率は 208%と財務的には問題ない。

(注 4) FCF（フリーキャッシュフロー）：＝営業 CF+投資 CF。
「自由に使うことができる資金」。会社が生み出した CF から、事業維持のために必要な投資等を差し引いた CF。

- ◆ FCF はマイナス基調から 3 半期連続でプラスとなったが、前上期は M&A によりマイナス、下期には再びプラスに転換。

＜年度別キャッシュフロー、及び現預金の推移＞

収益力の回復と投資の一巡により、2020/9 下期に FCF ^{注4}（フリーキャッシュフロー）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。

前期は営業 CF が減少する一方、ファーエンド社やボク社の買収により投資額が増加し、通期の FCF は 10 百万円のマイナスとなった（P8-図表 3）。但し、前上期の 121 百万円のマイナスによるもので、下期には、111 百万円と再びプラスに転換している。

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。

現預金は M&A により、前期末の 1,392 百万円から今期末には 1,321 百万円へと若干減少した。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 (約 10 百万円/件~約 3 億円/件以内) であれば、今後さらに数件程度の企業買収を、「手元の現預金+借入金」で賄える計算になる。

【 図表 3 】 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		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	下期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262	-181
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	162	-262	391	-56	-1	-23	-195	-121
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	206	20	-121	111
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	1,321

(出所) 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

<のれん残高と償却の推移>

- のれん残高は増加傾向にあるが、問題がない水準。また、のれんにソフトウェア等の資産計上分を含めた無形固定資産+繰延税金資産は計 10 億円だが、純資産の範囲内(56%)。

(注 5) EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費

企業買収や事業譲受により、のれん残高は増加傾向にある (2020/9 期末 316 百万円⇒2021/9 期末 450 百万円⇒2022/9 期末 484 百万円)。日本の会計基準を適用し、原則、5 年間で定額償却している為、買収に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、4.5 年となる (図表 4)。

同様に年間の EBITDA ^{注5} (前期: 686 百万円) をのれん金額 (残高) で割ると、直近では 1.4 倍となる (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。

また、のれんにソフトウェアの資産計上分等を合計した無形固定資産は 9 億円、繰延税金資産が 1 億円と合計約 10 億円。純資産合計額 18 億円の範囲内 (56%) にあり、健全性は保たれていると考えられる。

【 図表 4 】 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
のれん金額(BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	0	109	316	450
年間のれん償却額(CF計算書:百万円)②	0	0	0	0	0	0	16	55	84
平均償却期間 ③=①/②:年	0	0	0	0	0	0	7.0	5.8	5.4
EBITDA ④	273	373	286	174	6	247	514	638	686
EBITDA/のれん金額 ⑤=④/①	0	0	0	0	0	0	2.3	1.6	1.2

(出所) 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

<未上場子会社の株式価値>

- 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。同額(13 億円)の現預金もあり、当面の資金余力はある。

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>

- 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 6) Great Place To Work® Institute: 毎年世界約 60 カ国で「働きがいのある会社」の調査を行い発表する組織。

2022 年 12 月に Great Place to Work ®Institute ^{注 6} Japan より、2023 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) で受賞している。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つて、採用につながりうる高い外部評価を受けている。

- 主力製品も、同様にトップクラスの高い評価を受ける。

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 2022 Fall」アクセス解析・アトリビューション部門で「Leader」に 7 期連続で選出された (顧客満足度と認知度が優れた製品を「Leader」として表彰)。なお、「ITreview Grid Award」の選出は 9 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

- 同社の経営理念: Impact On the World

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。

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と強化>

- ◆事業ポートフォリオの再構築を推進。ノンコア事業から撤退し、マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスに経営資源を集中。近年は、周辺事業を買収し、グループの総合力を強化。

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。

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 5 】 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(または社名)	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)～ 広告効果測定ツール ②スリー(THREe)～ リスティング広告運用	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～ 広告分析レポート自動作成ツール ②アドナレッジ～ クラウド案件管理ツール	事業買収(2018年8月) 2020年7月よりサービスイン	
	(3) インキュベーション (従来の「新サービス」)	①アドフープ～ マーケティング特化型マッチング ②eZCX～ EC特化型CX向上のPF	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 2021年7月に正式版をリリース	連結
		③スプー～ Webメディア・制作、運用代行 ④トピカ～ SNS/動画を活用したマーケティング支援	全株式取得し子会社化(2020/12月) 株式の約60%を取得し子会社化(2021/7月)	
		⑤ ファーストテクノロジー～プロジェクト管理ツール	全株式を取得し子会社化(2022/1月)	
	*その他	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
II. 商流プラットフォーム	(1) イーシーキューブ	(EC-CUBE)(ec-cube.co)～ EC構築オープンソース	(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) EC構築・運用支援 (新:プロフェッショナルサービス)	① ボクブロック～ECサイト構築・運用支援、ソリューション	全株式を取得し子会社化(2022/5月末)	連結
	(3) 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) マーケティングプラットフォーム: *その他に移管	持分 本体

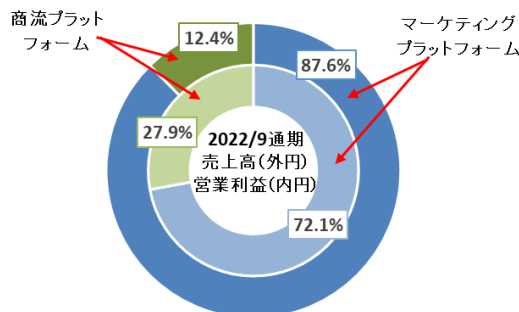
(出所) 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。赤字は、前期に変化があった、または買収した事業・企業を示す。

- ◆2 事業で構成。事業再編期を除き両事業とも営業黒字。

<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（図表5）。

【 図表 6 】 2022/9 通期の事業別売上高（外円）とセグメント利益の構成（内円）



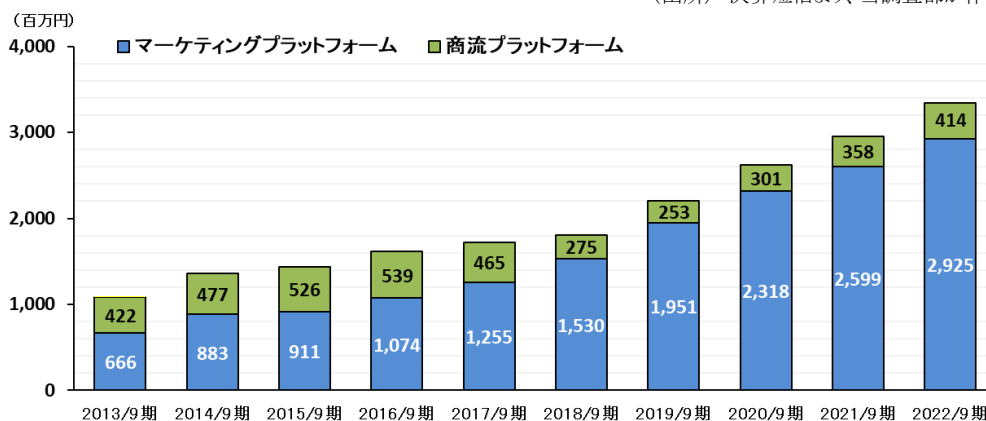
(出所) 決算短信より、当調査部が作成。

マーケティング PF では、インターネットマーケティングにおける各種のツールやソリューションを提供する。一方、商流 PF では、EC構築のためのオープンソースやEC構築・運用支援サービスを提供する。

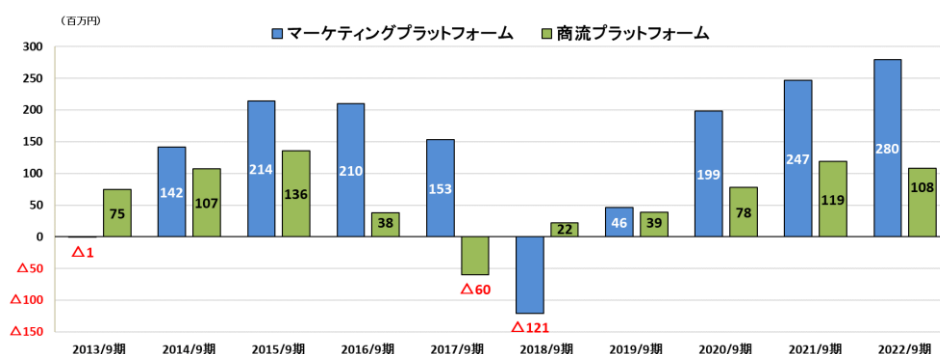
2022/9 期ではマーケティング PF 事業が、総売上高の約88%、セグメント利益の約72%を占め（図表6）、長年にわたり同社全体の増収を牽引してきた。（PF 事業別の売上高推移：P11-図表7）

また、年度別の PF 事業別営業利益の推移は、P11-図表8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。

【 図表 7 】 事業別の売上高推移 (単位：百万円) (出所) 決算短信より、当調査部が作成。



【 図表 8 】 事業別のセグメント営業利益の推移 (出所) 決算短信より、当調査部が作成。



なお、現在の事業ポートフォリオを、図表9に示した。(図表9内の事業番号と、事業内容の説明における事業番号はリンクしている)。

【 図表 9 】 事業構成 (2022/11 末現在)

マーケティングDX支援事業

I. マーケティングプラットフォーム事業			II. 商流プラットフォーム事業	
(1) 広告効果測定	(2) 広告代理店DX	(3) インキュベーション	(1) EC-CUBE	(2) EC構築・運用支援
<p>① ADEBIS 広告効果測定プラットフォーム「アドエビス」</p> <p>広告効果測定市場 売上シェア国内No.1 ※1</p>	<p>① AdRego 運用型広告レポート自動作成ツール</p> <p>② アドナレッジ 広告代理店向け案件管理ツール</p>	<p>① ADHOOP 広告代理店マッチングプラットフォーム</p> <p>② eZCX EC特化型CX向上プラットフォーム「イージーシーエックス」</p> <p>③ Spoo! inc. クリエイティブエージェンシー</p> <p>④ TOPICA 分散型動画メディア運営代行サービス</p> <p>⑤ FAR END Technologies プロジェクト管理ツールの開発・提供</p>	<p>① EC CUBE ECオープンプラットフォーム「イーシーキューブ」</p> <p>ec-cube.co クラウドECプラットフォーム「イーシーキューブシーオー」</p> <p>EC構築オープンソース 利用数国内No.1 ※2</p>	<p>① BOKUBLOCK INC. eコマースに関わるソリューション全般</p>

(出所) 決算説明資料を基に、当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、及び利益推移を、図表 10 に示した。

【図表 10】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

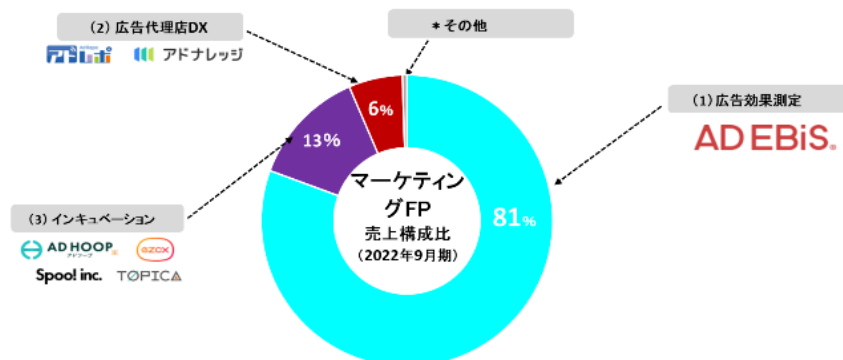
売上高(百万円)	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2022/9期、前期比
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結 A	連結 B	B-A (B-A)/A
I. マーケティングプラットフォーム	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,925	326 12.5
(1) 広告効果測定	883	911	1,074	1,254	1,445	1,775	2,135	2,313	2,369	56 2.4
(1) ①AD EBIS+旧ADPLAN(2020/1事業買収)	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	2,369	56 2.4
①アドエビス増収率(前期比%)	27.3%	13.9%	23.1%	18.6%	16.8%	24.8%	21.8%	8.8%	2.4%	-6.3%
②THREe(撤退)	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0
(2) 広告代理店DX						124	152	182	175	-7 -3.6
(2) ①アドレボ				(事業買収2018年10月→)		124	149			
②アドナレッジ							3			
(3) インキュベーション(従来の「新サービス」)							3	89	380	291 327.2
(3) ①アドフープ、②EZGX、③スプー、④トピカ、⑤ファーエンド	(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、ファーエンドを2022年1月買収→)									
* その他: 旧:プロフェッショナルサービス(DMP)	(プロフェッショナルサービス、関連PFから事業移管→)									
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	33 13.3
セグメント営業利益率(%)	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	0.1%

(出所) 決算説明資料、取材により、当調査部が作成。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。前期の売上高の内訳は、図表 10、11 の通りで、同 PF 事業の 81% (全社の 71%) を「アドエビス」が占める。

【図表 11】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、当調査部が作成

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)

◆ 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で、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 7) 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。詳細は、P17 の補足説明を参照。

(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^{注7}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。

(2) 広告代理店 DX

- ・**広告代理店 DX 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。**

(注 8)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、以下の2事業で構成されている(アドフープは、インキュベーションに区分変更)。前期の合計売上高は175百万円で、マーケティングPF事業の売上高の6%を占める。2事業の各売上高は非開示だが、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^{注8}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
- ・クラウドサービスを提供し、今後も事業拡大に注力する方針。

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、小規模で売上高は横這いの模様。

- ・**従来の「新サービス」は、「インキュベーション」に名称を変更。**

- ・**インキュベーションは、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として期待。**

(3) インキュベーション(旧名は新サービス、今回から名称変更)

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。
- ・広告代理店に加え、SNSアカウント運用代行会社、ECサイト制作会社(EC-CUBEに限定したサービス)向けにサービス提供の領域(対象)を拡充。業容を着実に拡大中。2022/9期は、売上高が前年比4倍以上に成長。

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。
- ・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、売上高は横這いで推移。

◆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。

(備考) 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の詳細については、2022年2月14日発行のレポート P7~8 を参照。

③スーパー社 (Spoo! inc.) ~連結子会社~

- Web メディア・制作事業を営む。2020年12月に買収後、受注案件を増やし順調に展開中。人員の確保が課題。
- 同社はスーパ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方針。

④トピカ (TOPICA) ~連結子会社~

- 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ワンストップで提供。
- 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。
- SNS 運用代行、特に TikTok について実績と強みがあるため引き合いが増え、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~

- 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น์)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。
- 開発人材の強化、プロダクトの改善、並びに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。

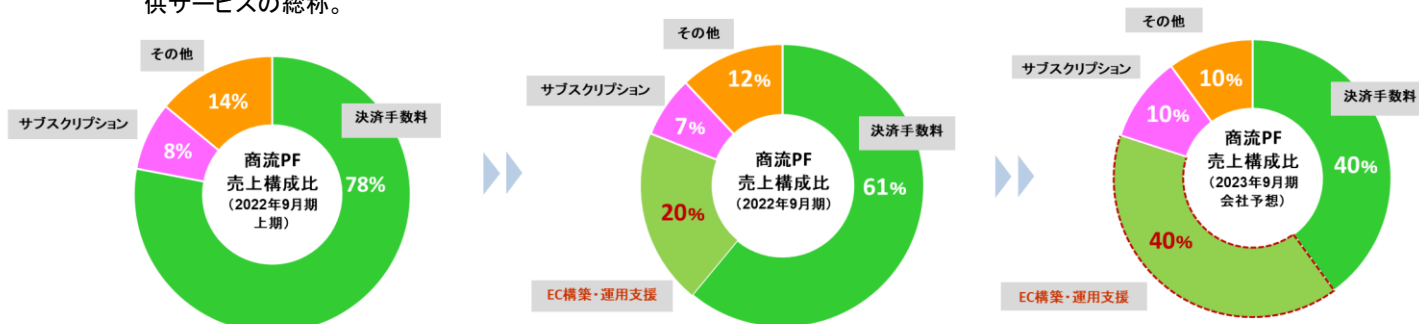
◆ 商流 PF 事業は、イーシーキューブ事業に特化していたが、ボクブロックの買収により、EC 構築・運用支援に参入し、2 事業により構成。

(注 9)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。

◆ 事業内容 II. 商流プラットフォーム事業

商流 PF 事業は、イーシーキューブ (EC-CUBE) のみから構成されていたが、ボクブロック (株) を買収し、プロフェッショナルサービス注 9 (EC 構築・運用支援) に再参入した (2022 年 6 月から連結対象、図表 12、13)。イーシーキューブが商流 PF の前期売上高の 80% を占める。

【 図表 12 】 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

【 図表 13 】 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)	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	2022/9期	2022/9期	2022/9期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結 A	連結 B	B-A	(B-A)/A	前期比
II. 商流プラットフォーム	477	528	539	465	275	253	301	358	414	58	15.6	15.6
(1)イーシーキューブ(EC-CUBE)	245	230	219	208	254	253	301	358	414	56	15.6	15.6
イーシーキューブ増収率(前期比%)	18.3%	-6.1%	-4.8%	-5.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	18.9%	15.6%	-3.3%	-12.9	-12.9
①決済手数料								290	253	-37	-12.9	-12.9
②サブスクリプション								12	29	17	149.9	149.9
③その他								54	50	-4	-7.4	-7.4
新-(2)EC構築・運用支援(ボクブロック)								0	83	83	83	83
旧-(3)SOLUTION(移管・撤退)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
旧-①EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等 クラウドDMP(移管)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
セグメント営業利益	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	-11	-9.0	-9.0
セグメント営業利益率	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.1%	-7.0%	-7.0%	-7.0%

(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成、一部の推定を含む。

(1) イーシーキューブ～連結子会社～
＜サービスの概要＞

◆ 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フリー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。

・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。

(注 10)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。

- ◆EC構築・運用支援を行うボクブロック社を買収。イーシーキューブ社と協業して、ECに最適化したワンストップサービスを提供。

- ◆買収後、イーシーキューブ社とのシナジー効果があり、大口案件も獲得。業績は好調。

- ◆大型案件の構築と構築後の運用支援により、継続的な売上創出と収益率の向上を目指す方針。

- ◆新たなソリューションサービスを加え、事業領域と収益の更なる拡大を目指す。

- ◆プロフェッショナルサービスに、再参入。同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。

＜ビジネスモデルと売上高構成＞

- ・「EC-CUBE」では、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10}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（前期の同PF内での売上高構成比：61%）、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入（同7%）、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12%）から構成される（P15-図表12中央）。

(2) ボクブロック株式会社 (BOKUBLOCK INC.) ～連結子会社～ ＜概要＞

- ・商流PFの強化と新領域の拡大のため買収し、完全子会社化。2022年6月から連結対象となった。
- ・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た（同社とはパートナーとして分業）。

・買収により一体となって、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サービスの提供を開始した。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った（ライバルは、EC-beingやec-forceなど）。

＜ビジネスモデルと強み＞

・オープンソースでソースコードを顧客企業が保有することから、イーシーキューブ社には多くの案件依頼が寄せられ、買収後はイーシーキューブ社を通じて、ボク社はコンスタントに案件獲得ができています。EC-CUBEの上位パートナーとしての実績と、買収後はEC-CUBEが持つ競合優位性、イルグルムグループであることが強みとなっている。

・前期に既に大型案件（総額1億円超）の受注があり、売上高に貢献し予想を上回る結果をもたらした。

・今期以降については、大型案件の獲得に注力し、EC構築と構築後の運用支援により、継続的な売上創出と収益率の向上を目指す方針である。なお、採用の強化による新規案件の獲得に加え、既存顧客に対する垂直統合メニューの提案も行っていく予定である。

・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意向である。

・今後は、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ありうると推測される。

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8割強(全売上高の7割強)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。

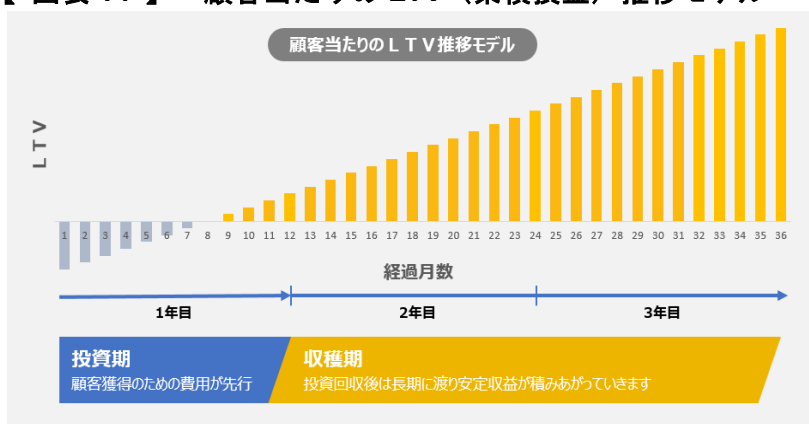
- 新規契約締結直後は費用先行だが、時間経過とともにコストを回収し利益を着実に積み上げる。

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14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14】一顧客当たりのLTV(累積損益)推移モデル



(出所) 過去の決算説明会資料

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(グラフの右端は累積利益額を示す)。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。

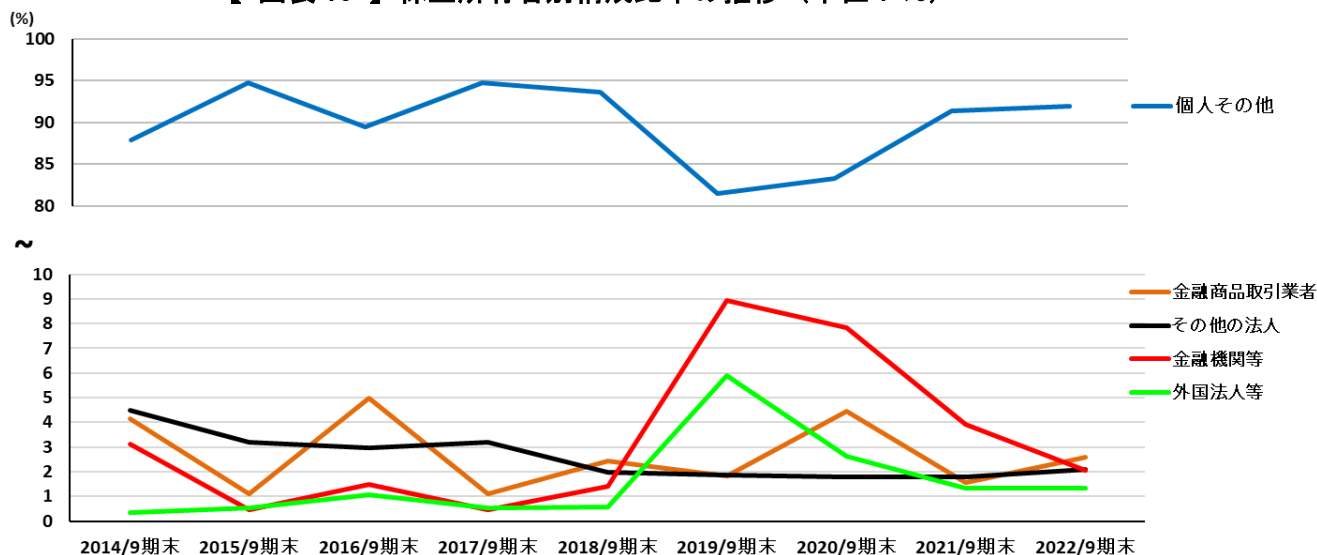
3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 個人の株式保有比率が、約92%と圧倒的に高い。

2022年9月末の株主所有者別構成比率(図表15)に、大きな変化はない。1年前と比較すると「個人その他」が全体の約91%から約92%へ僅かに増加した。一方、「金融機関等」は約4%から約2%に減少し、「外国法人等」は1%前後と横ばいである。

【図表15】株主所有者別構成比率の推移(単位：%)



(出所) 株主招集通知、有価証券報告書から、当調査部が作成

- ◆ 上位の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。

◆ 上位株主構成

2022年9月末時点での大株主は、P19の図表16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、実質的に大きくは変わっていない。

- ◆ 日本カストディ銀行(信託口)、並びに(証券投資信託口)とも、保有株式数は減少。

- ・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(徐々に売却により保有比率は低下傾向)、同社役員、及び元役員と第5位株主である従業員持ち株の比率を合わせると、全体の6割を超える。
- ・第4位株主は、日本カストディ銀行(信託口)で保有株は約26千株減少するが、約103千株(1.6%)を保有。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日本ではNo.1の資産管理専門銀行)であるため、最終投資家不明である。同銀行の証券投資信託口も大株主であったが、株式を売却したと思われる、今回は大株主10社には記載がない。

◆複数の投資信託が投資。

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」(2021年12月20日現在、ポートフォリオの同社株の構成比率0.69%、以下同様)、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」(1.10%)、楽天投信投資顧問が運用する「楽天・新経連株価指数ファンド(JANインデックス)」ファンド(0.04%)にも同社株は組み入れられている。特定はできないがこれらの投信が、上位株主に記載されているカストディアン名義で、一部投資している可能性もある。

- ・第6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10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7位から9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。

◆複数回、自社株買いを実施し、2022年9月末時点では、発行済株式数の約1.75%の自社株を保有。自社が実質的には第4位株主。

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～3月に自社株買いを行い(総額約1億円、平均購入単価1,363円)、2019年9月末では81千株まで増加した。

さらに2021年11月～12月に合計で80千株(総額100百万円、平均購入単価1,253円)を取得した。その後、一部を役職員に対し譲渡制限付株式報酬として交付し、2022年9月末では約115.6千株の自社株を所有している(発行済株式数の約1.75%、実質的には第4位株主)。

将来的には自己株式をM&Aや提携戦略、役職員に対する株式報酬として活用する可能性がある。

【図表16】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	2022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	2,809	44.86	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	12.44	2
又座 加奈子氏(元取締役専務執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	329	5.25	3
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	—	—	—	—	—	221	128	103	1.63	4
イルグルム従業員持株会	76	39	48	69	68	71	66	69	1.09	5
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	6
山下 良久氏	—	—	—	—	—	—	54	54	0.86	7
長谷川 聡氏	—	—	—	—	—	—	—	37	0.58	8
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	33	36	0.57	9
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	35	34	0.53	10
株式会社日本カストディ銀行(証券投資信託口)	—	—	—	—	—	169	82	—	—	—
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—	—	—
田中 幸夫氏(個人投資家)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
auカブコム証券株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(旧)日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	60	333	—	—	—	—	—
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	—	—	—	—	—	—
(旧)資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	—	—	—	—	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	—	—	—	—	—
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—	—	—	—
高島 晶子氏	—	—	—	29	—	—	—	—	—	—
和出 豊一郎氏(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	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—	—	—	—	—
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—	—	—	—	—
塩尻 明夫氏(元取締役・監査等委員)	26	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	0	0.045	0.983	81.423	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) 株主招集通知、有価証券報告書等から、当調査部が作成、赤字は同社関係者。

(備考) 保有割合(持株比率)は、自己株式を控除して計算。株主順位も同様に、自社を除くランキング。

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。

4. ESG と SDGs

- ◆ ESG については、従来通り継続的に取り組んでいる。

ESG については、従来通り継続して取り組んでおり、直近の 1 年間で特筆すべき変化はない。

◆ 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を通じて、ユーザーの業務の効率化と事業の拡大に貢献している。

◆ 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。

なお、取締役は岩田代表取締役 CEO を含め 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 3 名の執行役員 (CTO、COO、CSO) に女性、並びに外国人の登用はない。

- ◆ 取締役の半数は、社外取締役。

◆ SDGs(Sustainable Development Goals)

(注 11) SDGs【Sustainable Development Goals】は、国連サミットで採択された、「2030 年までに持続可能で、よりよい世界を目指す」国際的な開発目標。

SDGs 注 11 (エスディーゼーブズ：持続可能な開発目標) については、雇用における SDGs 目標と、同社のサービスを通じた SDGs 目標の両面から、共通目標である「マーケティング DX 支援により、自社及び顧客企業における働きがい創出と事業成長に寄与」の達成に向けて取り組んでいる (図表 17)。

【図表 17】SDGs の目標と取り組み



5. 成長の軌跡

◆ 過去の業績推移

<売上高>

- ◆ M&Aと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、13 期連続で過去最高を更新中。

2009/9 期～2022/9 期に至るまで、情報が開示されている少なくとも 13 期間、売上高は毎期最高値を更新している。この間、売上高は 5.7 億円から 33.3 億円へと約 5.8 倍 (年率複利換算+14.5%) に増加した。時代のニーズを先取りし、他社と差別化できる独創的な製品の開発・投入に加え、M&A を実施し急成長を遂げた。クラウドサービスの提供や拡充、特に自社開発サービスであるマーケティング PF のアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC 市場の成長に支えられ、商流 PF の EC-CUBE が安定成長したことが背景にある。

<利益>

- ◆ 2015/9 期には、当時の過去最高益を計上。

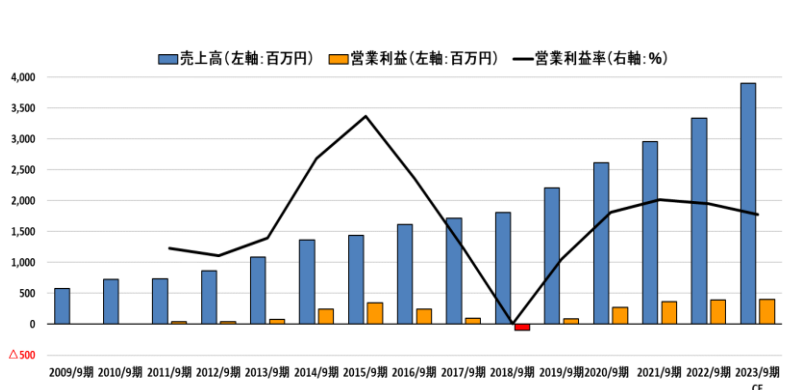
- ◆ 2016/9 期以降は将来の成長を加速するため、利益よりも事業再編と先行投資を優先。2018/9 期・2019/9 期と連続して最終赤字を計上。

一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資を積極的に行ったため、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 18、図表 19)。翌 2019/9 期には、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・経常利益ともに黒字化した。しかし、特別損失を計上し 2 期連続の最終赤字となった。

- ◆ 以降、増収とコスト改善が進み、業績は V 字回復。2021/9 期には、売上高に加え、利益も過去最高を更新。さらに 2022/9 期には、営業・経常利益は最高益を連続更新。

続く 2020/9 期には連続増収に加えコスト改善が進み、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 6 期振りに過去最高益を更新し、さらに 2022/9 期には営業・経常利益は揃って過去最高益を連続更新した。

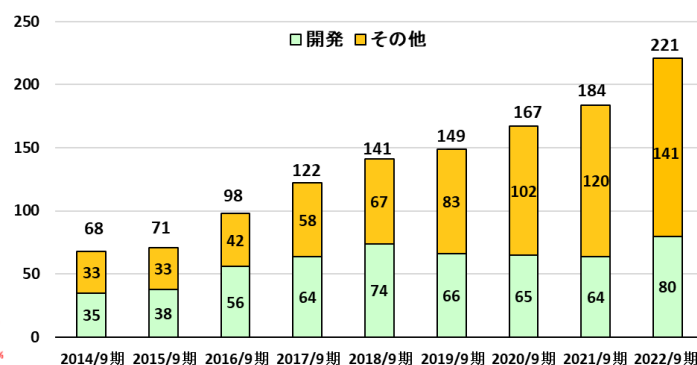
【図表 18】過去の業績推移と今期予想 (単位：百万円、%)



(出所) 決算短信より、当調査部が作成。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。2010/9 期以前の営業利益は未入手。

【図表 19】人員推移 (単位：人)



(出所) 決算説明会資料より、当調査部が作成。一部推計。

6. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

<総広告費>

- ◆ 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した。

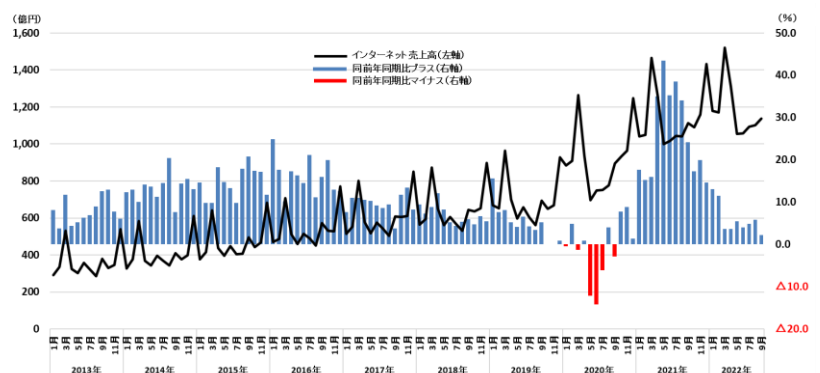
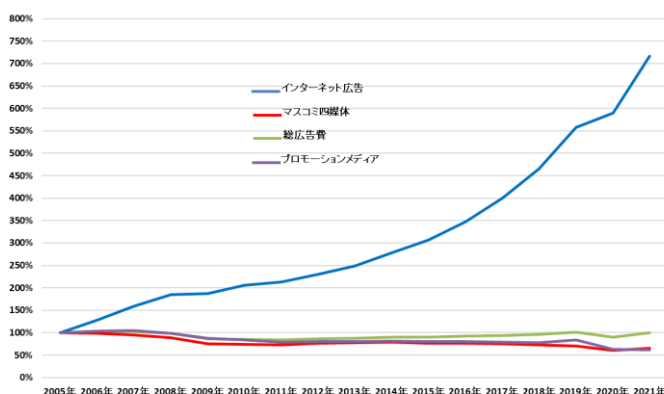
<インターネット広告市場>

- ◆ インターネット広告費市場は、高成長を継続。マスコミ 4 媒体広告を抜き最大。

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、同年の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 20）。

なお、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 20 】 媒体別広告費の推移（指数化：2005 年を=100）【 図表 21 】 インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所） 図表 20:株式会社電通「2021 年日本の広告費」（毎年 2 月に発表）、図表 21:経済産業省・特定サービス動態統計（広告業）より、当調査部が作成

<最近の状況>

- ◆ インターネット広告は、プラス基調に転換。但しモメンタム（前年同月比）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 21）。その後も EC が活況なためプラス基調だが、巣ごもり消費に一巡感もあり、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は、望ましい環境が継続すると考えられる。

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

(注 12) 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 (例えば後述する GA360 では、「月額約 130 万円+従量課金」等の組み合わせ)

(注 13) Adobe Analytics: アクセス解析ツールの1つで、多くの大規模ウェブサイトに導入されている。複雑かつ大量のデータ分析が可能で、カスタマイズ性が高く多機能・高機能であるが、価格が高め。

(注 14)、Cookie(クッキー)は、WEB サイトの訪問者の閲覧履歴や入力データ、利用環境などの情報を記録する仕組み。情報や履歴を判別することで、個々人に合わせた広告や情報提供が可能となる。
なお、Cookie には、ユーザーが訪問している Web サイトのドメイン(ホスト)から直接発行される 1st Party Cookie と、異なるドメインから発行される 3rd Party Cookie がある。

◆ 同業類似会社

インターネット広告効果測定分野で、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。かつての最大の競合製品は ADPLAN であったが、同社が事業を買収した。この結果、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た。

◆ 類似サービスとプライバシー保護規制への対応

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12} や Adobe Analytics^{注13}、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、かつ価格の優位性も高い。

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、基本的には顧客層が異なる。

<最近の動向>

- ・ Apple や Google は、ユーザーのプライバシー保護の観点から、複数のサイトを横断的に計測し、ユーザーを特定できる 3rd Party Cookie^{注14}の使用を制限・廃止する方向にある。基本的には複数のサイトを横断した計測ができない 1st Party Cookie^{注14}が主流になりつつある。
- ・ Google は、従来版のユニバーサルアナリティクス プロパティのサポートを 2023 年 7 月に打ち切り、後継の Google アナリティクス 4 プロパティ(以下、GA4)に一本化することを決めた。GA4 では、クロスデバイス・ユーザー解析、アプリ・Web の一括管理、機械学習を利用したユーザー行動予測機能が搭載されている。但し、データ取得において、Cookie や Google アカウント情報を活用している。
- ・ 通常版(無料版)と有料版(Google アナリティクス 360、以下 GA360)の 2 種類があるが、無料版は機能に制約がある一方、有料版は高機能だが高価格である。GA360 は、同社のアドエビスと多くの類似機能を持ち、価格帯が異なるものの一部の顧客では競合すると推測される。
- ・ なお、アドエビスは 2022 年 12 月下旬に、高精度な広告効果測定を可能にする新しい計測方式「1st Party Cookie プログラム」(自社開発)をリリースする。同社の従来方式では、規制の強化により一部の計測に制約があったが、広告主の Web サーバによる 1st Party Cookie 発行へ切り替えることにより、Cookie 規制の範囲内で正確なデータ計測が可能となる。

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

◆ 2022/9 期(前期)決算の実績

<概要>

- ◆ 前期は約 13%の増収、7%の営業増益。

2022/9 期連結決算 (2021 年 10 月～2022 年 9 月) は、売上高 3,334 百万円 (前期比+12.7%)、営業利益 392 百万円 (同+7.4%) と増収増益となった。当期利益は減損損失 (提供を終了したソフトウェアの減損処理) を特別損失に計上したため、236 百万円 (同△1.5%) と微減益となった (P25-図表 22)。

- ◆ 売上高は、過去最高を(上場来)9 期連続で更新。

全社売上高については、M&A や自社開発のサービスの寄与により堅調に推移し、上場来、9 期間連続で過去最高売上高を更新した。

- ◆ 近年、増収率、増益率は鈍化傾向だが、営業・経常利益は過去最高益を更新。

営業利益に関しては、4 期連続の増益、2 期連続で過去最高益を更新した。なお、増収率は二桁のプラスとなったが、過去 4 期間で増収率と増益率に徐々に鈍化傾向が見られる。前期は M&A とプロモーションの強化に伴うコストの増加があり、営業利益率が悪化したことが増益率の鈍化につながった。

- ◆ 売上高は会社計画に対してやや未達ながら、利益は上振れ。減益予想から一転して増益に。

《同社予想比》

同社は期初計画を 5 月に減額修正し、増収減益を見込んでいた。修正計画に対して売上高は 66 百万円 (修正計画比△1.9%) の未達となったものの、営業利益は 52 百万円 (同+15.3%)、当期利益は 26 百万円 (同+12.4%) 同社の予想を上回り、かつ一転して増益となった。また、一株当たりの配当金は、修正後の 7 円/株から変更はなかった。

- ◆ 売上高未達の主な要因は、一部の顧客からの大口解約による、アドエビスのアカウント数の減少。

コアのアドエビスがアカウント数の減少により想定売上高を下回ったことに加え、アドフープも計画に対し未達となった。この結果、マーケティング PF 事業の売上高は、想定を約 85 百万円下回った。

- ◆ 利益の上方修正は、コスト前提との差異によるもの。

一方、商流 PF は、買収後にボク社が大口案件を受注し売上高を積み上げたため、想定売上高を約 24 百万円上回った。

なお、利益が上振れた主要因は、資産振替額が想定より多かったことと、一部の広告宣伝施策の見送りや、採用の遅れによる人件費の未消化によるものである。

- ◆ 売上高、利益とも当部予想をやや上回る着地。

《当部予想比》

一方、当部の前予想に対し、実績は売上高では 34 百万円 (当部予想比+1.0%)、営業利益は 43 百万円 (同+12.2%)、当期利益は 18 百万円 (同+8.3%) それぞれ上回った。売上高はほぼ想定通りであったが、利益の上振れ要因は、資産振替額を中心とするコスト見込みの差異と推定される。

【 図表 22 】 前期業績（予想と実績の比較）

(単位:百万円,%)	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期			2022/9期・会社予想(修正)			2022/9期・当部予想(前回)		
	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	増減額/率	変化率	金額(予想)	増減額/率	率	金額(予想)	増減額/率	率
売上高合計	1,360	1,437	1,613	1,719	1,805	2,204	2,619	2,959	3,334	376	12.7%	3,400	-66	-1.9%	3,300	34	1.0%
I マーケティングPF	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,925	326	12.5%	3,031	-106	-3.5%	2,960	-35	-1.2%
II 商流PF	477	526	539	465	274	253	301	358	414	56	15.6%	393	21	5.4%	340	74	21.8%
粗利	867	956	1,044	1,123	1,190	1,561	1,832	2,039	2,260	220	10.8%	2,299	-39	-1.7%	2,250	10	0.4%
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	70.0%	68.9%	67.8%	-1.2%	-	67.6%	-0.2%	-	68.2%	-0	-
販売管理費	618	606	796	1,030	1,289	1,476	1,555	1,674	1,867	193	11.5%	1,955	-88	-4.5%	1,900	-33	-1.7%
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.9%	71.4%	66.9%	59.4%	56.6%	56.0%	-0.6%	-	57.5%	1.5%	-	57.6%	-0	-
営業(セグメント)利益	249	350	248	93	-88	85	277	365	392	27	7.4%	340	52	15.3%	350	42	12.0%
I マーケティングPF	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	33	13.3%	285	5	1.9%	290	-10	-3.6%
II 商流PF	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	-11	-9.0%	56	52	93.1%	60	48	80.2%
営業利益率	18.3%	24.4%	15.4%	5.4%	-5.5%	3.9%	10.6%	12.4%	11.8%	-0.6%	-	10.0%	1.8%	-	10.6%	0	-
I マーケティングPF	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	0.1%	-	9.4%	0.2%	-	9.8%	-0	-
II 商流PF	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.1%	-7.0%	-	14.2%	11.9%	-	17.8%	0	-
経常利益	234	352	250	106	-115	79	261	364	399	36	9.8%	340	59	17.4%	350	49	14.0%
当期利益	138	231	169	73	-89	-35	183	240	236	-4	-1.5%	210	26	12.4%	218	18	8.3%

(出所) 決算短信、決算説明資料より、当調査部が作成。

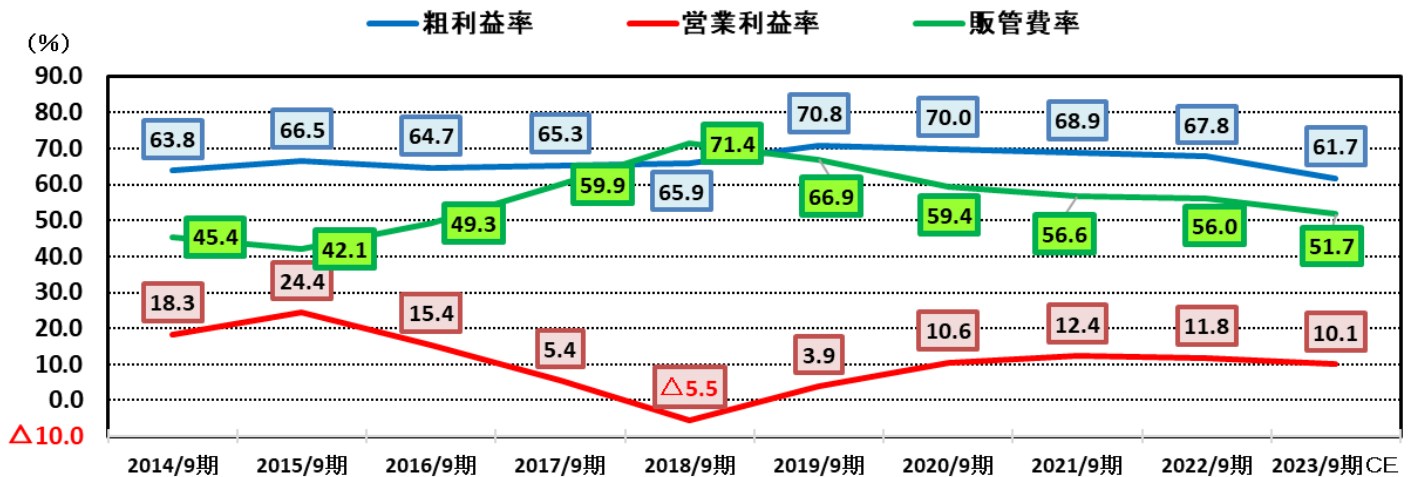
- ◆ 営業利益率は低下するものの増収により営業増益、予想を上回る。

《利益率・販管費率》

粗利率は前々期の 68.9%から前期は 67.8%へと 1.1 ポイント悪化し、売上高販管費比率は 56.6%から 56.0%に 0.6 ポイント改善した。営業利益率は 12.4%から 10.4%への悪化を見込んでいたが、実績では 11.8%へと 0.6 ポイントの低下に留まった（図表 23）。

販管費は前期比 193 百万円、11.5%の増加となったが、増収率 12.7%を下回ったため、増収により営業増益となった。

【 図表 23 】 利益率と販管費率の推移



(出所) 決算短信より、当調査部が作成。(備考)CE は、会社予想。

<事業別概要>

- ◆マーケティング PF は二桁の増収増益と好調、コスト増を吸収。

事業内のセグメント別の状況は後述するが、事業別では主力のマーケティング PF 事業の売上高（外部顧客向け）は、2021/9 期の 2,599 百万円から 2022/9 期に 2,925 百万円へと 325 百万円（前期比+12.5%）の増収となった。これは全体の増収幅の 86%を占める。

一方、営業利益は、M&A とプロモーション強化に伴うコスト増を、増収と新機能に伴う資産振替の増加（期間損益の計上ではなく資産に計上）により吸収し、247 百万円から 280 百万円へと 33 百万円（+13.3%）増加し、全体の増益幅の 122%を占めた。

なお、同 PF のセグメント利益は、営業利益率は 9.5%から 9.6%と僅かに改善した。

- ◆商流 PF はボク社の買収効果が大きく、二桁増収ながら関連コストの増加があり、セグメント利益は減益。

商流 PF では、EC 構築・運用支援を手掛けるボクブロック社を買収した効果が大きく、売上高 414 百万円を計上し、前期比 56 百万円（+15.6%）の増収となった。

しかし、M&A に伴う人件費や円安によるサーバ管理費の増加等により、営業利益率は 33.1%から 26.4%に低下し、セグメント利益は 108 百万円と 11 百万円（△9.0%）の減益となった。

<事業別の業績動向：マーケティング PF 事業（1）アドエビス>

- ◆広告効果測定の上昇は、増加するが、増収率は低下。平均単価の上昇率の鈍化と、アカウント数の純減が要因。

広告効果測定の上昇は、前年同期比で微増となった模様である（当部推定で前期比：約+4%）。

これまでは、主にコア事業のアドエビスの月額顧客・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。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く、アドエビスの前期の売上高は想定 2,400 百万円を約 30 百万円下回った模様である。

- ◆平均単価は、19 四半期連続で、直前四半期を上回る。前年同期比では、38 四半期連続で上昇。

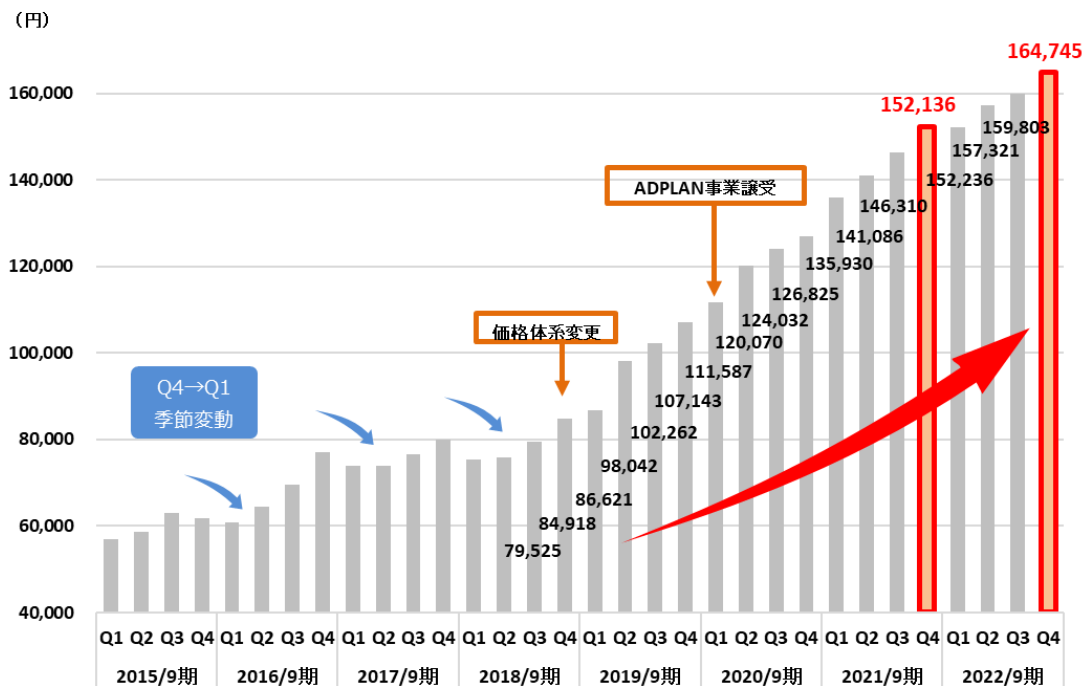
機能向上による価格改定、顧客の層の入れ替わりによる高価格帯へのシフト等により、平均単価は P27-図表 24 のように、直前の四半期対比では 19 四半期連続で上昇している（2022/9 期 Q4 末:164,745 円）。

- ◆アドエビス シンクヘメジャーアップデート、商品力を強化。

（注 15）アドエビス シンクヘメジャーバージョンアップ：媒介シンク機能、自動広告登録機能、マージン設定機能の合計 3 回にわたりバージョンアップを実施。自動化により広告運用業務の効率化と関係者間の情報共有が促進され、競争優位性が向上。

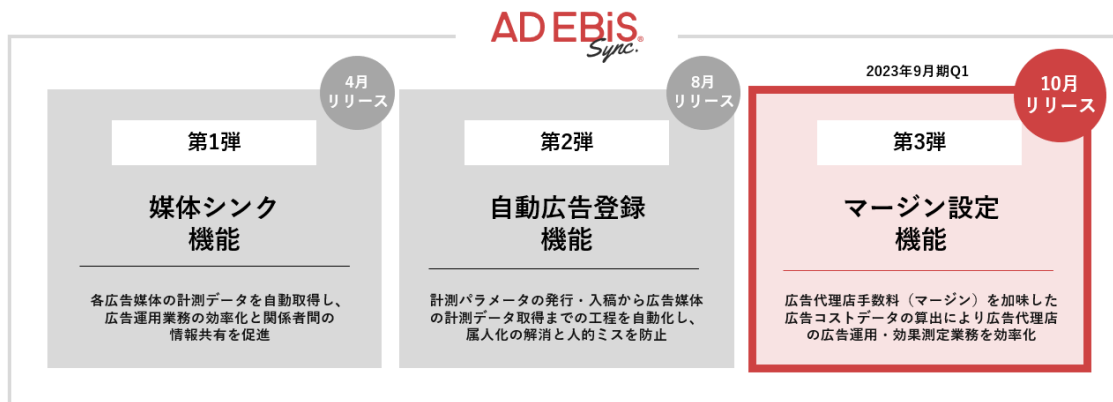
しかし、2021/9 期 Q4 末から 2022/9 期 Q4 末の順に（前年同期比で）平均単価の上昇幅は、25,311 円⇒16,306 円⇒16,235 円⇒13,493 円⇒+12,609 円、同様に上昇率も +20.0%⇒+12.0%⇒+11.5%⇒9.2%⇒+8.3%と鈍化している。アドエビスからアドエビス シンクヘメジャーバージョンアップ^{注 15}を実施したが（P27-図表 25）、標準サービスとし価格を据え置いたことも要因の一つである。

【 図表 24 】 アドエビス・平均単価の推移



(出所) 決算短信、決算説明資料より、当調査部が作成。

【 図表 25 】 アドエビス シンクのアップデート (2022 年)



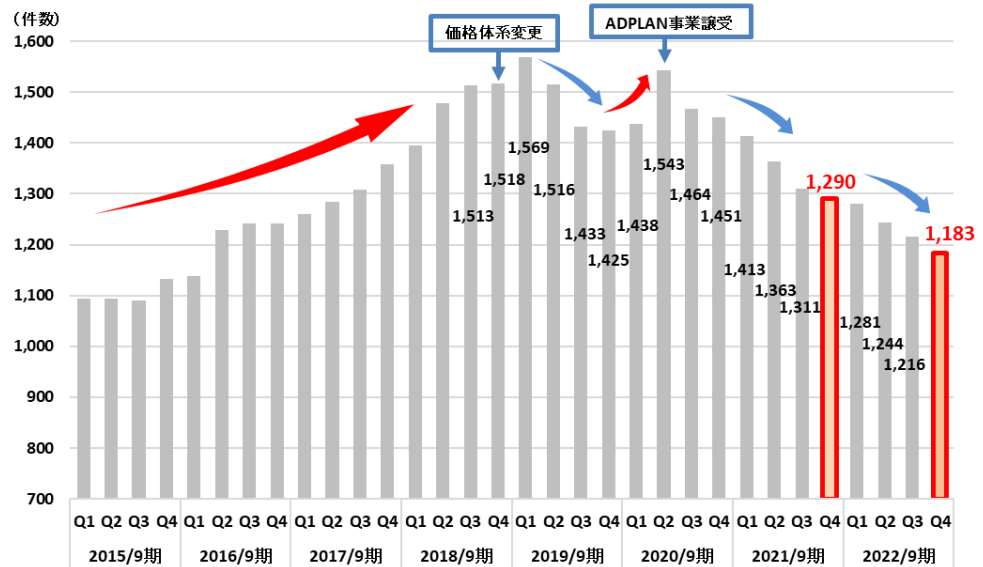
(出所) 決算説明資料

◆ **アカウント数は、純減傾向が継続。**

一方で、アカウント数は、10 四半期連続で直前の四半期に対して減少し、低下傾向に歯止めがかかっていない (P28-図表 26)。

直近でも、2021/9 期 Q4 末:1,290 件⇒2022/9 期 Q4 末:1,183 件 (前年同期比△107 件、△8.3%) と純減している。新規顧客の獲得が想定を下回ったことと、業績が低迷する業種の顧客や大口顧客からの解約があったためである。

【 図表 26 】 アドエビス・アカウント数の推移



(出所) 決算短信、決算説明資料より、当調査部が作成。

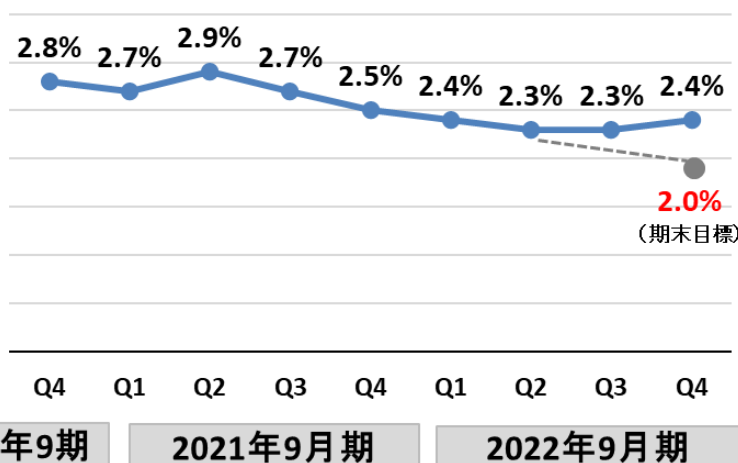
◆ 解約率は横這い。

四半期単位の解約率は、2021/9 期 Q4 から 2022/9 期 Q4 に向け、2.5% ⇒ 2.4% ⇒ 2.3% ⇒ 2.3% ⇒ 2.4% と横這いとなり、前期末目標であった 2.0% に到達していない (図表 27)。

◆ カスタマーサクセスの強化と大口顧客の獲得に注力。

同社は、ユーザーが導入後、広告効果測定の実績を十分にはビジネスに活用できていないことが解約の主要因であると考えている。今後は、さらにカスタマーサクセスの強化による解約防止とともに、営業効率を高めアカウント数の回復を図る方針である。

【 図表 27 】 アドエビス・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

・ 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) 決算説明資料より、当調査部が作成。

- ◆ 広告代理店 DX 事業は、ほぼ横這い。

＜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＞
同広告代理店 DX 内で売上高のほとんどを占めるアドレボは、前期比でほぼ横ばいの売上高となった模様である。一方、アドナレッジは積極的な営業展開をしておらず、売上高は逡減傾向にある。

- ◆ M&A や新サービスが、売上高に寄与。

＜事業別の業績動向：マーケティング PF 事業 (3) インキュベーション＞

従来区分の新サービスを、インキュベーションに名称変更を行った。M&A により買収した 3 社 (スプー、トピカ、ファーエンド) の売上高への寄与や、アドフープの拡大により、売上高は前期比 4.1 倍と増収に寄与した。但し、自社開発の運用開始により、赤字幅はやや拡大した模様である。

なお、連結総売上高に占めるインキュベーションの売上高比率は、2021/9 期：3%⇒2022/9 期：12%に上昇しており (推定売上金額は同順に、89 百万円⇒400 百万円)、順調に推移している。

- ◆ 商流 PF は M&A により、増収だが、関連のコスト増により減益。

＜事業別の業績動向：商流プラットフォーム事業＞

商流 PF では、EC 構築・運用支援を手掛けるボクブロック (株) を買収した効果が大きく、売上高 (外部顧客向け) は、前々期の 358 百万円から前期には 414 百万円へと 52 百万円 (YOY+15.6%) 増加した。これは全体の増収幅の 14%を占める。

一方、増収ながら M&A に伴う人件費の増加と円安によるサーバ管理費などのコストの増加により、営業利益 (セグメント利益) 率は 33.1% から 26.4%に低下し、同利益は 119 百万円から 108 百万円へと 11 百万円 (△9.0%) の減益となった。

- ◆ イーシーキューブは、競争の激化と一部の顧客の利用中止により、減収。

＜事業別の業績動向：II 商流 PF 事業 (1) イーシーキューブ＞

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、売上高は前々期の 358 百万円から前期には 331 百万円へと 27 百万円 (△7.5%減) の減収となったと推計される。限界利益率が高いビジネスモデルであるため、セグメント利益の減益要因になったと推測される。

- ◆ イーシーキューブもメジャーアップグレードを実施。

商流 PF 事業の 2 事業のうち、従来から営んでいるイーシーキューブは、2022 年 9 月にメジャーアップグレードを行い (セキュリティの強化と新機能の追加)、最新版の「EC-CUBE4.2」をリリースした。

- ◆ ボク社は好調、同社グループとのシナジーがあり、大口契約を受注。

＜事業別の業績動向：II 商流 PF 事業 (2) EC 構築・運用支援＞

企業買収により、ボクブロック社が営む EC 構築・運用支援事業が、当セグメントに今期から計上された。期中での按分による売上計上額

(4ヶ月間に相当)は、逆算により約80百万円と推測され、想定売上高を上回ったようである。買収前の年商を基準とすると、買収後は倍増ペースの水準で売上高を計上していると推察され、早くも大口契約を受注するなど、グループ間のシナジーが表れている。

<増減益要因>

前期の営業利益の増減益要因は、図表28の通りである。

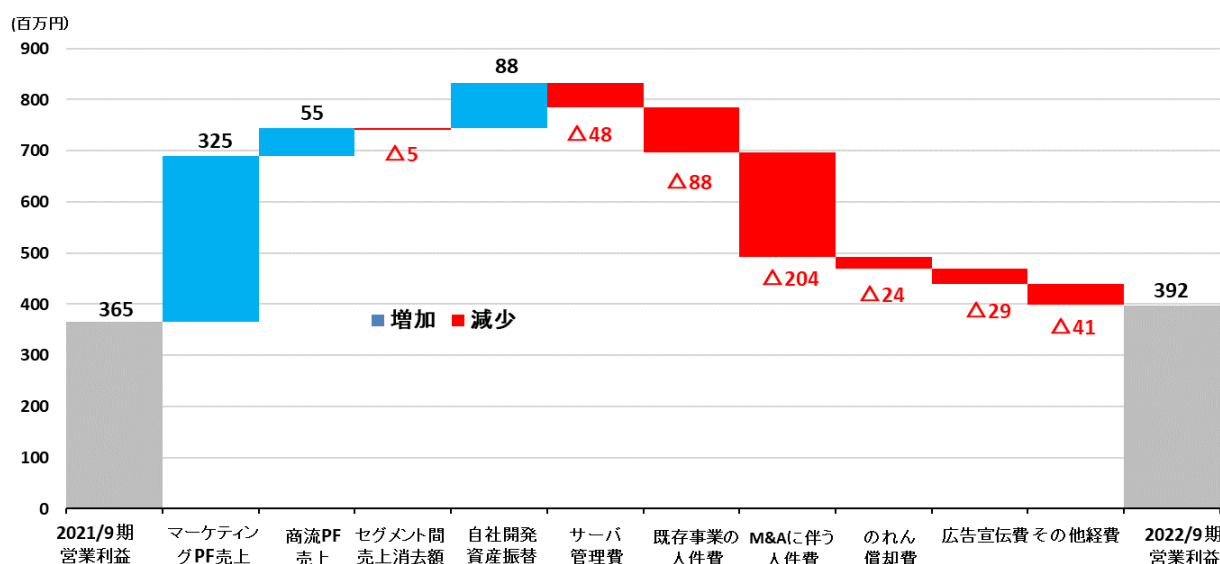
- ◆増収効果と自社開発資産の振替増が、増益の主要因。人件費の増加を吸収。

増益要因としては、マーケティングPF事業の増収効果(前期比+325百万円)が最大で、次いで自社開発資産の振替増加(+88百万円)、商流PFでのボクブロック社の買収等による増収(+55百万円)が加わる。

一方、減益要因として最大のものは、M&Aに伴う人件費の増加(約20名の増員、△204百万円の減益要因、以下同様)、次いで既存事業での人員の増加等に伴う人件費の増加(△88百万円)である。アドエビス シンク等の販促に伴う広告宣伝費も増加(△29百万円)したが、いずれも、事業の拡張過程における先行投資である。

また、海外のサーバを利用していることから、円安によるサーバ管理費の増加(△48百万円)や、M&Aによるのれん償却費の増加(△24百万円)等が減益要因に加わる。これらを吸収し、ネットでは前期比27百万円(+7.4%)の営業増益となった。

【図表28】2022/9期の営業利益の変動要因(単位:百万円)



(出所) 決算説明資料より、当調査部が作成。

＜四半期ベースの業績推移＞

◆ 前期は全四半期とも増収、過去最高の四半期売上高を連続更新。高水準の四半期利益を維持。

◆ Q4 の経常利益は、四半期ベースでは過去最高を更新。

◆ 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。
◆ 両事業とも、10 四半期連続で黒字を維持。

また、前期の四半期ベースの売上高は、全四半期とも前年同期比で増収、かつ直前の四半期を上回り、四半期の過去最高売上高を連続更新した。営業利益率は、全四半期で2桁(11.1%~12.6%)を維持し、Q2以降は前年同期比で営業増益となった。

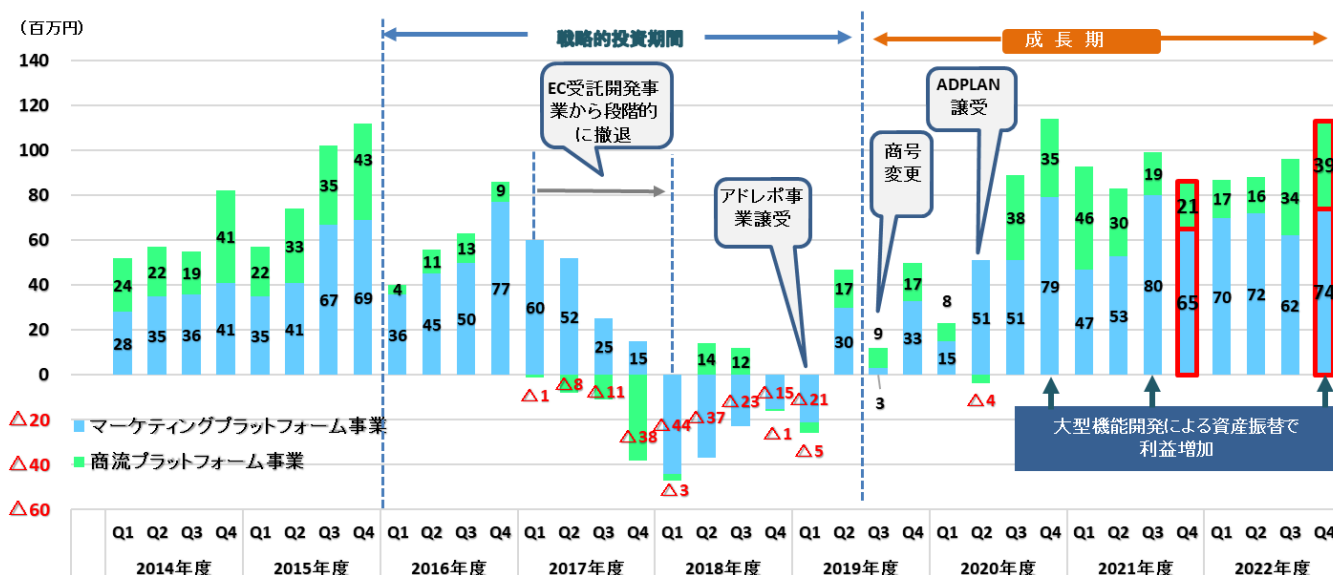
なおQ4は、M&A効果(Q2にファーエンド社、Q3にボク社を買収)や、大型機能開発による資産振替の増加の影響があり、四半期単位では売上高に加え、経常利益でも過去最高を更新した(営業利益では四半期・最高営業利益を計上した2020/9期Q4に僅かに及ばなかった)。

マーケティングPF事業では、Q1~Q3まで四半期最高売上高を更新した。子会社でQ3にスポット売上高があった反動で、Q4はQ3比で減収となったが、基本的には増収基調が続いている(図表29)。営業利益は70百万円前後を、毎四半期計上し堅調である。

商流PF事業では、一時期は売上高が停滞したものの、前期はQ3のボク社の買収により、Q4に向け売上高・営業利益とも伸長した。

事業再編と定額課金へのビジネスモデルの転換、周辺分野への進出により、季節変動性が小さく安定した経営体質になってきている。2020年度Q3以降は、両PF事業とも、黒字基調が定着してきている。

【図表29】四半期営業利益の推移



(出所) 決算短信、決算説明資料より、当調査部が一部修正し作成。

◆ 2023/9 期(今期)業績の同社予想

<概要>

◆ 今期は、二桁増収・微増益、増配を予想。

同社は、今期（2023/9 期）の業績予想を、売上高 3,900 百万円（前期比+17.0%）、営業利益 400 百万円（同+1.9%）、当期利益 240 百万円（同+1.7%）、配当金 7.8 円（同 0.8 円/株の増配）、営業利益率 10%、株主資本配当率 2.5%とした（図表 30、31）。

◆ 中計比、今期業績予想を減額修正。

中期経営計画では最終年度となる今期の業績を、売上高 5,000 百万円、営業利益 750 百万円（営業利益率 15%以上）、株主資本配当率 3%以上と計画していたが、いずれも現在の予想に減額修正した。これは、前期にアドエビスの売上高が想定を下回ったことを反映し、また新たな M&A や今後スタートする新サービスを含めた未確定要因を計画から除外したことによると推察される（今期の業績予想には、全く織り込んでいない）。

◆ 減額修正の要因は、前期のアドエビス売上高の未達、先行投資の継続、未確定要素を計画から除外したため。

◆ 今期も過去最高売上高と最高利益の連続更新を狙う。

但し、今期の新予想でも上場以来、10 期連続して過去最高売上高を更新、かつ営業・当期利益は 3 期連続で最高益を更新する計画である。なお、上期の業績予想は、前期同様に非公表である。

【 図表 30 】 主要な業績目標の推移と今期の業績修正予想

	連結売上高	連結営業利益率	株主資本配当率
2020年9月期末実績	26.1億円	10.6%	2.0%
2021年9月期末実績	29.5億円	12.4%	2.3%
2022年9月期末実績	33.3億円	11.8%	2.6%
2023年9月期 旧中期業績目標	50億円	15%	3%以上
2023年9月期 修正業績目標	39億円	10%	2.5%以上

(出所) 決算説明会資料より、当調査部が作成

【 図表 31 】 今期の会社による業績予想

(単位:百万円、%)	2022/9期	2023/9期会社予想		
	金額(実績)	金額(予想)	増減額/率	変化率
売上高合計	3,334	3,900	566	17.0%
I マーケティングPF	2,924	3,260	336	11.5%
II 商流PF	414	640	226	54.5%
粗利	2,260	2,410	150	6.7%
粗利率	67.8%	61.8%	-6.0%	-8.8%
販売管理費	1,867	2,010	143	7.7%
販売管理費比率	56.0%	51.5%	-4.5%	-8.0%
営業(セグメント)利益	393	400	7	1.9%
I マーケティングPF	280	340	60	21.6%
II 商流PF	108	60	-48	-44.5%
営業利益率	11.8%	10.3%	-1.5%	-12.9%
I マーケティングPF	9.6%	10.4%	0.9%	9.1%
II 商流PF	26.1%	9.4%	-16.7%	-64.1%
経常利益	400	390	-10	-2.5%
当期利益	236	240	4	1.7%

(出所) 決算短信より、当調査部が作成。
(備考) 今期の業績予想については、粗利、販管費、セグメント利益の内訳は、当調査部の推計。各 PF 内の売上高は、売上高が構成比や増減率で示されているものもあり、当部にて推計値を表中や本文に記載した。

- ◆ 今期は、両事業とも二桁の増収を予想。

＜売上高＞

《プラットフォーム (PF) 別の売上高》

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 2,924 百万円から 3,260 百万円と 336 百万円の増収（いずれも概算値、以下同様、前期比+11.5%）、商流 PF 事業の売上高が 414 百万円から 640 百万円と 266 百万円の増収（同+54.5%）を、同社は見込んでいると推計される。

- ◆ 商流 PF は、相対的に高い成長により、売上高構成比が 5 ポイント上昇する見込み。

《プラットフォーム別の売上高構成比》

連結売上高の構成比率は、約 83%がマーケティング PF（前期比 5 ポイントの減少）、残る 17%が商流 PF（前期比 5 ポイント上昇）と予想している。なお、プラットフォーム別のセグメント利益予想は、開示されていない。

- ◆ アドエビス売上高は、アカウント数の減少を単価の上昇でカバーし、微増を予想。

《マーケティング PF 内の売上高予想》

また、マーケティング PF 事業内では、広告効果測定の売上高を 2,460 百万円（前期比+3.8%）と予想している。予想前提となるアドエビスの顧客単価、並びにアカウント数は公表されていないが、単価が微増、アカウント数は微減を前提としている。

広告代理店 DX の売上高はアドレポの増収により、175 百万円から約 180 百万円に微増収予想をしていると推測される。

- ◆ インキュベーションは、大幅増収を見込む。

インキュベーションは、アドフープの取り扱い領域の拡大と期中に買収した企業のフル寄与により、414 百万円から 640 百万円へと 226 百万円（同+54.6%）の大幅な増収を見込んでいる。

《商流 PF 内の売上高予想》

イーシーキューブは減収トレンドであったが、今期は 331 百万円から 352 百万円へ 21 百万円の増収を見込む。

- ◆ 商流 PF では、ボク社が成長ドライバー。

なお、ボクブロックは、前期に 4 ヶ月分の売上高（推定 84 百万円）が連結に寄与し、今期は約 290 百万円への増収を見込んでいると推計される。

- ◆ 中期目標の新サービス比率は 30%だが、達成は来期以降を見込む。

《新サービス比率》

全社 KPI の一つとである「連結売上高における新サービス比率」は、2021/9 月期の 3%（実績推定：約 89 百万円）から、2022/9 期には 14%（500 百万円）へ、さらに 2023/9 期（今期）には 30%（1,500 百万円）に引き上げる計画であった（30%の達成時期は、来期以降に延長された）。

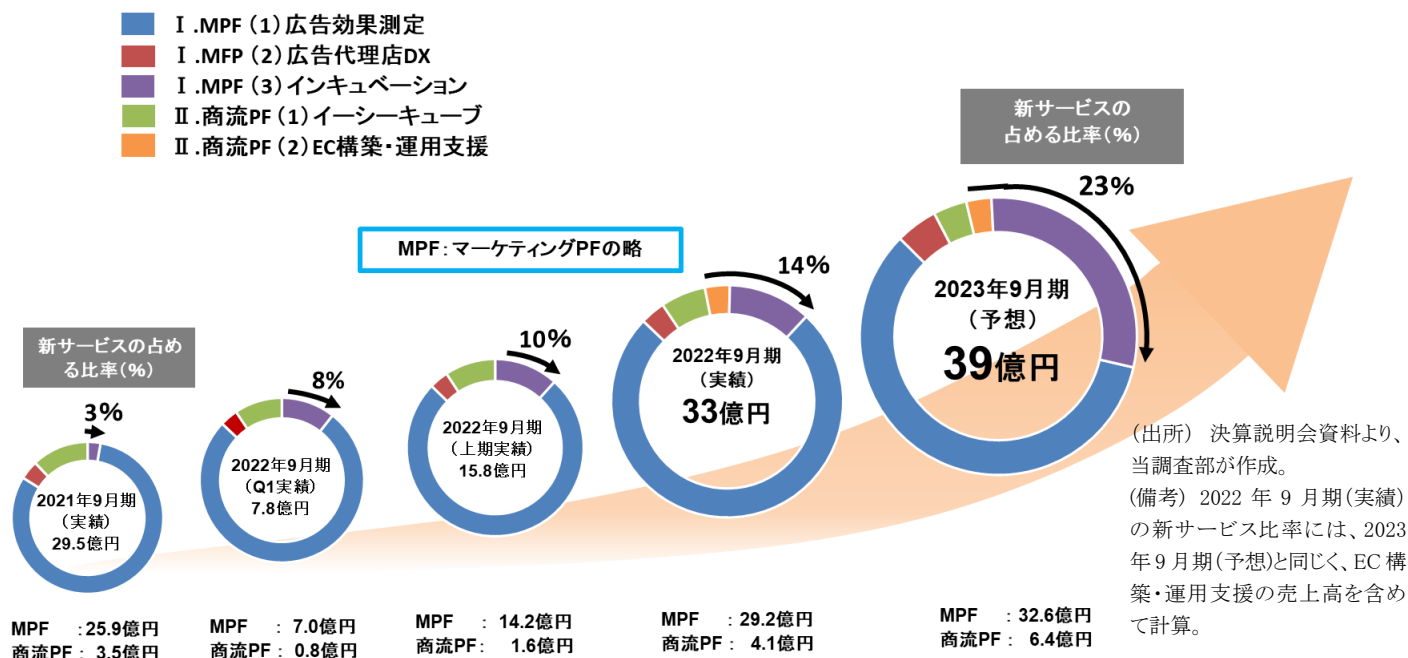
◆新サービス比率は、2021/9 期の3%から2022/9 期には12% (EC 構築・運用支援を除く)に急上昇。なお、(インキュベーション+EC 構築・運用支援)/全売上高)の新基準では、前期14%と目標に到達。

◆新サービスの今期売上高は、倍増を計画。

しかし、eZCX 等の売上高が当初計画を下回ったこと等から、前期は12%の実績 (EC 構築・運用支援の売上高を除外した従来基準：約400百万円、なお EC 構築・運用支援の売上高を含む新基準では約470百万円、14%の比率目標には到達)となり、また、今期は23%へ目標値 (同新基準) を引き下げた (図表32)。

この結果、今期の新サービスの売上高予想は900百万円 (推定) に下方修正された。しかし、下方修正されたとは言え、今期の同売上高は前期比で、ほぼ倍増する計画である。マーケティング PF 事業内では買収したファーエンド社、及び商流 PF ではボク社 (EC 構築・運用支援) が業績にフル寄与し、シナジー効果により大きく伸長することを見込んでいる。

【 図表 32 】 事業別の業績推移と、連結売上高における新サービス比率の推移



◆営業利益率は、先行投資負担から低下する見込み。

<全社の利益>

同社はさらなる事業拡大に向けて、極力、減益を避けつつも先行投資を継続する方針と思われる。新たなツールやサービス開発のための投資や、M&A、並びに事業モデルの変更により、全体の営業利益率は前期の11.8%から、今期には約10%に低下すると見込んでいる。

<EBITDA>

EBITDA は、前期の677百万円から680百万円と、前期比3百万円の微増益 (+0.3%) となる見通しである。EBITDA マージンは、20.3%から17.4%へと2.9ポイント低下する。

◆ 戦略のアップデート、売上高 100 億円の早期達成、今期・業績目標の修正を発表。

◆ 中期経営計画と戦略

同社は、2021/3 期から 2023/9 期までの 3 期間にわたる中期経営方針「VISION2023」を発表している。基本方針、重点戦略は変更していないが、戦略のアップデート、売上高 100 億円の早期達成、業績目標の修正（今期が対象、P32-図表 30 を参照）の発表を行った。

<重点戦略>

既存サービスと新サービスの複数展開により、国内企業のマーケティング DX を支援するプラットフォームビジネスに進化させる戦略を掲げ、経営資源を成長分野に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がある。

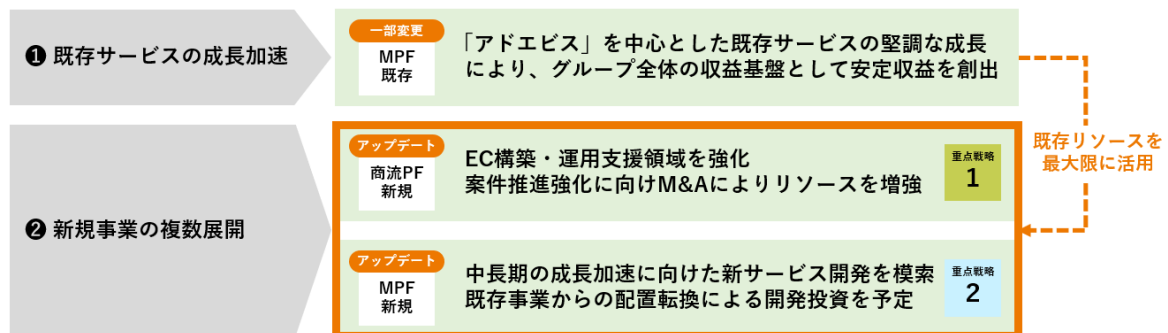
<グループシナジー>

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。顧客企業に対して単一サービスを提供するのではなく、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り、LTV (Life Time Value/ライフタイムバリュー) の最大化を目指す。

<戦略のアップデート>

今回、時期は明示されていないが、売上高 100 億円の早期達成を新たに目標に掲げ、これに向けて現行の戦略の一部をアップデートした。

【 図表 33 】 戦略のアップデート



(出所) 決算説明会資料

総合マーケティングDX支援企業集団へ進化し、LTVの最大化を目指す

(図表 33 の) ①既存サービスの成長加速においては、アドエビスに経営資源を集中してコアの成長ドライバーとするのではなく、アドエ

ビスを中心とした既存サービスの堅調な成長により、グループ全体の収益基盤として安定収益を創出し、新規事業にリソースを最大限に活用する方針に改めた。

- ◆商流 PF では、EC 構築・運用支援にリソースを増強し、成長を加速する。

また (P35-図表 33 の) ②新規事業の複数展開においては、《重点戦略 1》として、商流 PF 事業ではボク社をコアに、同社グループの強みと EC-CUBE の競争優位性を活用し、構築・運用支援領域を強化 (垂直統合モデルの推進により成長を加速) する。増員や M&A によりリソースを増強し、大口案件の獲得、並びに構築後の運用支援による継続ビジネスの獲得に注力する方針である。

- ◆マーケティング PF では、新サービスの創出を目指す。

《重点戦略 2》として、マーケティング PF 事業においては、中長期の成長加速に向け投資を強化し、マーケティングプロセス支援領域において新サービスの創出を行う方針である (今期中のリリースを目指す)。

- ◆既存事業の安定成長に加え新サービスの拡大により、売上高 100 億円の早期達成を目指す。

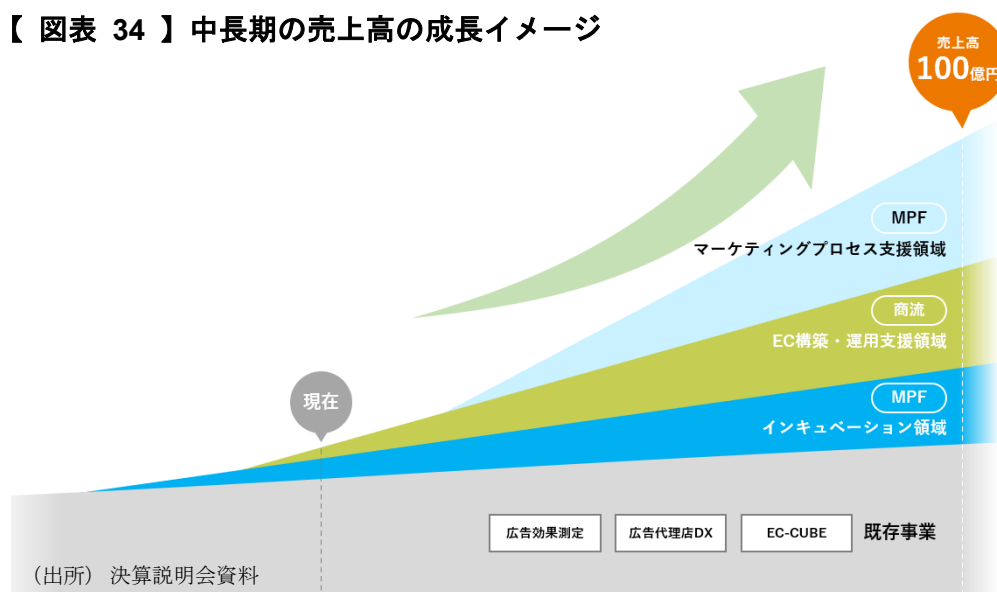
＜売上高 100 億円の早期実現＞

今回掲げた売上高 100 億円の達成を目指すにあたって、既存事業 (広告効果測定/広告代理店 DX/EC-CUBE) の安定成長と、3 領域 (インキュベーション/EC 構築・運用支援/マーケティングプロセス支援) での新サービスの拡大を想定している (図表 34)。

- ◆マーケティングプロセス支援事業は開発中、今期リリースを目指す。

なお、将来的には大きなウェイトを占めると想定されるマーケティングプロセス支援については、現在開発中であり、ビジネスモデルを含め詳細なサービス内容は開示されていない。「マーケティングプロセス全体の円滑化を支援するサービス」が、そのコンセプトである。

【 図表 34 】 中長期の売上高の成長イメージ



- ◆売上高 100 億円は高い目標だが、過去の成長率のトラックレコードや、今後の M&A を考慮すれば可能な範囲。

ちなみに、売上高 100 億円は、今期計画の売上高 39 億円に対し 2.56 倍となる。仮に来期以降の 6 年間で達成すると仮定すると、年率（複利計算）で 17.0%の増収率が求められる（5 年間で達成するには年率 20.7%の増収率が必要）。但し、過去の業績では、同等の売上高成長率を達成してきている（今期も前期比+17%の売上高成長を見込む）。

目標値には M&A による相応額の増収効果も含まれていると推測され、中長期のターゲットとしては非現実的なものではなく、達成する可能性はある。

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

- ◆ 当調査部は、中期(今来期)の業績予想を更新し、2025/9(来々期)の業績予想を新たに付け加えた。

当部では、足元の状況を反映し、今期、並びに来期の業績予想を見直した。また、2025/9(来々期)の業績予想を新たに付け加えた(P39-図表36)。

- ◆ 10、11月とも全体では、前年同月比で二桁の増収基調が続くが、同社が想定する年間増収率には届かず。

<足元の状況>

今期に入って初月と次月である10月、及び11月の月次の全社売上高は、それぞれ12.6%増、14.3%増と、いずれも前年同月比で二桁のプラスとなった。商流PFはボク社の買収効果があり高い増収率を示す一方、マーケティングPFの増収率は、ファーエンド社の買収効果はあるものの、アドエビスのアカウント数の減少などにより鈍化しつつある。2ヶ月間の累計では全社の増収率は13.4%増と、今期の会社前提である増収率17.0%をやや下回って推移している(図表35)。

新たなM&Aや開発予定の新サービスについては、今期の会社業績予想には織り込まれていない。現状の増収率が継続し、期中のM&Aがないと仮定すると、売上高は未達となる可能性も考えられる。

【図表35】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	2022年												2022年 2023/9期		今期累計 (2022/10月~ 2022/11月)
	2022/9期												10月	11月	
月次売上高(千円)	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	233,052	231,281	232,702	231,333	244,921	246,739	259,809	247,336	250,882	247,675	248,093	250,142	248,293	248,744	497,037
	114.3	112.7	109.8	112.1	113.1	109.0	121.1	116.8	117.1	113.8	108.0	104.2	106.5	107.6	107.0
商流 プラットフォーム	31,473	23,739	24,575	34,695	24,222	22,494	32,168	24,579	35,057	47,321	56,207	53,636	49,525	42,736	92,261
	88.2	65.2	86.7	87.8	82.8	85.5	93.0	102.6	146.8	140.6	236.7	232.3	157.4	180.0	167.1
全社	264,526	255,021	257,278	266,028	269,143	269,233	291,977	271,915	285,940	294,997	304,300	303,779	297,819	291,480	589,299
	110.4	105.5	106.9	108.2	109.5	106.5	117.2	115.2	120.1	117.3	120.1	115.4	112.6	114.3	113.4

(出所) 同社のHPリリースより、当調査部が作成。(備考) 上記の数値は、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。なお、2022年2月より、連結子会社化したファーエンドテクノロジー株式会社の売上高が、マーケティングプラットフォーム事業に、また、2022年6月より、連結子会社化したボクブロック株式会社の売上高が、商流プラットフォーム事業に含まれている。

<今期(2023/9期)の新業績予想>

- ◆ 当部では、前回の売上高・利益予想を引き下げ、売上高は未達の可能性があるが、利益・配当金は会社計画並みを予想。今期も、増収増益・増配を見込む。

当部では、前回作成した今期の業績予想である売上高4,320百万円、営業利益500百万円、当期利益320百万円、配当金9.3円/株の予想を引き下げた。新たな予想は、売上高3,800百万円、営業利益で400百万円、当期利益で240百万円、配当金7.8円/株である。それぞれ520百万円、100百万円、80百万円、1.5円/株を減額修正した。

- ◆ 過去の実績を見ても、ある程度のコストコントロールが行われる傾向にある。

会社計画に対して、売上高は100百万円下回る予想としたが、ある程度のコストバッファがあると思われ、利益と配当金は、会社予想と同等とした(P39-図表36)。

◆事業投資の増減や大口契約の有無等が、業績の変動要因。

但し、期中の M&A の有無や規模、事業投資額の増減、新規事業や大口受注の成否、人員の採用状況、マクロ環境の変化により、業績が変動するリスクは考慮しておく必要がある。

【 図表 36 】 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)	2021/9期実績	2022/9期・実績	2023/9期・新CE	2023/9期・新E	2024/9期・新E	2025/9期・新E	2022/9期修正CE	2023/9期・旧CE	2022/9期・旧E	2023/9期・旧E	2024/9期・旧E
売上高	2,957	3,334	3,900	3,800	4,320	5,000	3,400	5,000	3,300	4,320	4,740
I. マーケティングPF	2,599	2,825	3,280	3,137	3,507	4,038	3,010	4,590	2,950	3,870	4,260
II. 商流PF	358	414	640	670	810	965	390	410	350	450	480
売上高総利益	2,039	2,260	2,410	2,320	2,610	2,880			2,310	2,950	3,280
売上高総利益率	69.0%	67.8%	61.8%	61.1%	60.4%	57.6%			70.0%	68.3%	69.2%
販管費及び一般管理費	1,673	1,867	2,070	1,920	2,150	2,350			1,960	2,450	2,700
対売上高比	56.8%	56.0%	51.5%	50.5%	49.8%	47.0%			58.4%	56.7%	57.0%
営業利益	365	392	400	400	460	530	340	750	350	500	580
対売上高比	12.3%	11.8%	10.3%	10.5%	10.6%	10.6%	10.0%	15.0%	10.6%	11.6%	12.2%
経常利益	364	399	390	390	450	520	340		350	500	580
対売上高比	12.3%	12.0%	10.0%	10.3%	10.4%	10.4%	10.0%		10.6%	11.6%	12.2%
当期純利益	239	236	240	240	300	340	210		218	320	380
対売上高比	8.1%	7.1%	6.2%	6.3%	6.9%	6.8%	6.2%		6.6%	7.4%	8.0%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.9%	12.7%	17.0%	12.9%	13.7%	15.7%	15.0%		11.6%	29.6%	9.7%
I. マーケティングPF	12.1%	12.5%	11.6%	4.6%	11.8%	15.1%	-14.2%		13.5%	32.3%	10.1%
II. 商流PF	19.2%	15.6%	54.5%	83.6%	20.9%	19.1%	-51.9%		-2.3%	8.7%	6.7%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.0%	-1.2%	-6.0%	-7.6%	-0.6%	-2.8%			13.3%	0.5%	0.9%
販管費及び一般管理費(伸率)	7.8%	11.6%	7.7%	-2.0%	9.3%	9.3%			17.2%	31.2%	10.2%
営業利益(伸率)	32.0%	7.4%	1.9%	14.3%	15.0%	15.2%	-7.0%		-4.1%	27.6%	16.0%
経常利益(伸率)	39.5%	9.6%	-2.5%	11.4%	15.4%	15.6%	-6.7%		5.0%	25.3%	16.0%
当期純利益(伸率)	30.7%	-1.6%	1.7%	10.1%	25.0%	13.3%	-12.4%		-4.1%	35.6%	18.8%
EBITDA	638	677	680	680	760	850	640		650	820	910
KPI	年度平均実績	年度平均実績	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数	1,344	1,231	1,160	1,170	1,186	1,186	1,280	1,310	1,350	1,350	1,350
同変化率	-8.9%	-8.4%	減減	-5.8%	0.9%	1.3%		-4.8%	6.4%	3.1%	3.1%
アドエビス 平均単価(円)	143,866	158,527	165,000	175,000	185,000	185,000	156,300	157,000	158,000	158,000	158,000
同変化率	19.3%	10.2%	4.1%	6.1%	5.7%		8.6%	-1.0%	0.6%	0.6%	0.6%
I.(1) 広告測定(アドエビス)の売上高実績/予想	2,313	2,369	2,480	2,297	2,457	2,831		2,400	2,470	2,560	2,560
I.(2) 広告代理店DXの売上高	182	175	180	190	200	205		170	210	240	240
I.(3) インキューベーションの売上高	104	380	620	650	850	1,200	476	1,500	430	1,190	1,460
I. マーケティングPF (1)+(2)+(3)	2,599	2,825	3,280	3,137	3,507	4,038	3,010	4,590	3,000	3,870	4,260
II. 商流PF (1)+(2)	358	414	640	670	810	965	390	410	350	450	480
(1) イーシーキューブ	358	330	350	350	360	370	390	410	365	450	480
(2) EO構築・運用、ポクブロック		84	290	320	450	595					

(出所) 決算短信、決算説明会資料、取材により、当調査部が作成。(備考)CEは会社予想、Eは当部予想。旧は前回予想、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(斜字)。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。

<今期の売上高前提>

◆当部の前回予想を引き下げ。M&Aを見込まず、アドエビスの前提を変更し、月次売上高などの足元の状況を反映。

・当部は、前回の売上高予想を引き下げたが、前回予想では、新たなM&Aによる増収寄与を一部見込んでいた。しかし、同社が発表した今期予想には、M&Aや新たなサービスによる効果が含まれていないため、当部でもこれに合わせ今期の予想を修正した。

・これに加えて、アドエビスのアカウント数の減少トレンド、並びに単価の上昇率の鈍化、10月以降の足元の月次売上高の水準などの足元の状況も考慮した。

◆アドエビスの単価の前提を引き上げる一方、アカウント数の前提を引き下げ、売上高予想を更新。

なお、アドエビスのアカウント数(各四半期末の年度平均)の前提を、前回⇒今回の順に、1,310件⇒1,160件へと引き上げる一方、月平均単価(同年度平均)を157,000円⇒165,000円に引き上げた。この結果、広告効果測定の売上高予想を2,468百万円⇒2,300百万円へと減額修正した。

◆アドエビスは3回のメジャーアップデートを実施。

・現状では純増への転換が見られないが、3回にわたるメジャーアップデートにより、アドエビスの製品力の強化がなされていること、今

・アカウント数の年度平均の減少率は縮小すると予想。

後さらにオンボーディングを強化し解約の防止や、大口契約の獲得に注力することから、年度平均のアカウント数の前提は、2021/9 期、2022/9 期の前期比約 8%の減少率から、今期は 5~6%の減少率に縮小するとした。

・今期の年度平均単価を、前期比 4%上昇すると予想。

・一方、顧客の入れ替わりにより、低価格帯から高価格帯へのシフトに加え、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、前期平均に対し約 4%上昇すると予想した。因みに、2022 年 10 月以降、9 月末比でアドエビスの平均単価は、ほぼ横這い、対してアカウント数は微減となっていると当部では推測している。

・アドエビスの今期売上高を、微減収を予想。

・以上によりアドエビスの売上高（広告効果測定）を前期比約 3%減の 2,300 百万円（会社計画比、約△160 百万円、以下同様）と見込んだ。今後のアドエビスの価格政策とアカウント数の反転に注目したい。広告代理店 DX の売上高は微増の 190 百万円と予想し（会社計画並み）、インキュベーションについては、アドフープの領域の拡大や、前期に買収したファーエンド社のフル寄与に加え、増員によるキャパシティの拡大、獲得案件数の増加が見込め、会社予想をやや上回る 650 百万円（会社計画比+30 百万円、前期比+270 百万円：+71%）と予想した。

・アドエビスの価格政策と、アカウント数の反転に注目。

・広告代理店 DX と微増収を見込むが、インキュベーションは、大幅な増収を予想。

以上により、マーケティング PF 事業全体では、前期比で 7.4%増収の 3,140 百万円（同、約△130 百万円）と見込む。

・マーケティング PF は、増収ながら、会社予想売上高を 1 億円強、下回ると予想。

・一方、商流 PF は、イーシーキューブの売上高は横這いながら、買収したボク社のフル寄与と業績の伸長が見込め、会社計画の売上高を上回ると予想。

・商流 PF 事業では、イーシーキューブの売上高を、前期比微増の 350 百万円と会社計画並みとした。新規の EC 構築・運用支援は、スポット的な大口案件の受注の有無により売上高は変動するが、イーシーキューブとのシナジー効果も出始めて入り、順調に拡大しつつある。売上高は会社計画を 30 百万円上回る 320 百万円と予想した。

・以上により、同 PF 事業の売上高を 670 百万円（会社計画比+30 百万円、前期比+61.8%）と予想した。

・売上高は会社計画に届かない可能性があるが、コストコントロールにより、目標利益は達成可能と判断。

<今期の利益前提>

・今後の成長に向けた先行投資を継続し、開発費や人件費の増加などコストの増加により、粗利益率の低下が予想される。但し、販管費等のコストコントロールの余地があり、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、最終的には会社計画並みの利益を確保できると予想した。

既述のように売上高の未達懸念はあるが、営業利益率は会社計画の 10.3%（前期比 1.5 ポイントの悪化を同社は想定）をやや上回る 10.5%とし、営業利益を 400 百万円（会社予想と同じ）と予想した。
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（2024/9期）の業績予想＞

- ◆ 来期の業績予想には、新たな M&A や事業の寄与を一部想定して業績予想に反映。

同社からは、次期の中期経営計画がスタートする 2024/9 期以降の各期の具体的な目標売上高・利益は公表されておらず、今後の発表を待つ必要がある（来春以降、公表されると思われる）。

なお、今期予想とは異なり、来期以降については新たな M&A や事業による効果を、ある程度見込んでいる。

- ◆ 前回予想を引き下げが、2024/9 期(修正予想)も増収増益、過去最高売上と利益の連続更新を見込む。

前回予想⇒今回予想の順に、売上高 4,740 万円⇒4,320 百万円（当調査部の 2023/9 期比+13.7%）、営業利益 580 百万円⇒460 百万円（同+13.7%）、当期利益 380 百万円⇒300 百万円（同+25.0%）と修正した。M&A や新サービスの伸長により過去最高売上の連続更新を見込んでいる（P39-図表 36）。

また、現状の営業利益率を維持したまま増収効果により、利益も連続更新を予想している。

- ◆ 増益により連続増配が見込まれるが、将来的には配当性向などを考慮すると増配余地は大きい。

配当金は、DOE=2.5%の継続を前提に、9.2 円/株（同 1.5 円/株の増配）を予想した。将来的には配当性向などを考慮すると増配余地は大きい。

- ◆ アドエビスの増収率を、年率 8%と想定。

なお、来期以降は、アドエビスの年間の単価上昇率を 6～8%、アカウントの増加率を約 1%、増収率を約 8%との前提をおき、広告効果測定の売上高予想を行っている。

- ◆ 増収により広告代理店 DX とインキュベーションの黒字転換が視野。

また、広告代理店 DX とインキュベーションが増収により、黒字への転換が視野に入ってくる可能性がある上、現在開発中のマーケティングプロセス支援領域が売上に計上され始める可能性もあり、これらの寄与も見込んでいる。

- ◆ 当面は、増益率は増収率並みと予想。

但し、両プラットフォーム事業とも増収が見込まれるが、コストコントロールを行いながらも継続的な先行投資を進めると推測されることから、増収率を大きく超える増益率は見込みにくい。

- ◆ M&A は重要な成長戦略だが、業績の大きな変動要因。

今期は予想には加味されていないが、M&A が重要な成長戦略であり、現実的には適宜 M&A を行い、業績が大きく変動する可能性がある。M&A により、売上高は当部予想を上回る可能性がある一方、単年度利益に関しては、買収費用、のれん代の償却、被買収企業の業績、買収タイミングにより、当部予想を下回ることもあり得る。

現段階では不透明な要素もあることから、リスクを勘案しやや保守的に予想した。

- ◆ 先行投資の一巡と相対的な経費率の低減により、来々期も、増収増益、増配を予想。

＜来々期（2025/9 期）の業績予想＞

来々期については、売上高 5,000 百万円、営業利益で 530 百万円、当期利益で 340 百万円、配当金 10.3 円/株と予想した。先行投資の一巡とその効果の発現、増収による相対的な経費率の低下が見込まれ、増収増益・増配、並びに過去最高売上と利益の連続更新を予想した (P39-図表 36)。

＜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、M&A と自社開発により、新たに周辺事業領域を取り込み方針であり、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。

- ◆ 中期的には年率 10～20%前後の増収率を予想。

また、EC 市場の拡大に伴う商流プラットフォーム事業も、EC 構築・運用支援事業を加え、M&A を通じてさらなる事業領域の拡大により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。

- ◆ 次にステージに向けた先行投資段階にあり、M&A や新規・周辺ビジネスへの進出には積極的。

事業構造改革は一巡したものの、同社は次の成長ステージに向けた先行投資段階にある。シナジーや業容の拡大に向けた M&A や業務提携・事業取得に意欲的であり、競争力の強化、新サービスや顧客開拓による既存事業の拡大、並びに新規・周辺分野への進出には積極的である。M&A の有無、新事業の成否が、中長期的な売上高、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、成長に向けた先行投資負担から、利益成長率(平準化ベース)は、売上高成長率と同等の年率 10～20%前後を予想。

なお、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、これまでの限界利益率(推定 70%)が高いビジネス以外への展開もありうることから、収益構造も変わると推察され、当部では売上高成長率と同等の年率 10～20%前後の利益成長(平準化ベース)を見込んでいる。営業利益率はほぼ一定とし(10%前後から通増トレンドを想定)、増収に伴い増益が予想される。

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)。基本的には、前回から大きな変更はない。

<強み>

- ◆長年にわたって蓄積されたデータ・テクノロジー、DX人材、社外ネットワーク、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とテクノロジー、専門性の高いDX人材、事業パートナーとの豊富なネットワーク、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や事業買収による成長戦略が挙げられる。

<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技術革新、競争の激化、人員不足。
- ◆各役員の管掌分野を明確化、組織的な経営体制へ移行。

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さらなる規制強化、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。

なお、経営が岩田社長に大きく依存していることが課題ではあった。しかし、取締役CFO(最高財務責任者)・各執行役員CTO(最高技術責任者)・COO(最高執行責任者)・CSO(最高戦略責任者)が分担・専任化して、管掌し業務を遂行する体制に移行しており、経営スピードのアップやリスクの軽減につながっていると考えられる。岩田社長は、CEOとして広告代理店DX、インキュベーション、新規開拓領域を統括し、成長ドライバーの創出にシフトしている。

【図表37】SWOT分析(赤字は、前回からの追加・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)、テクノロジー ・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(サブスクリプションビジネス) ・多くの事業パートナーとのネットワーク(外部提携先のリソースの活用、協業) ・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エンジニアとノウハウの蓄積(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、他の役員にも権限と責任を委譲し分散化) ・アドエビスのアカウント数の減少傾向(解約率の有効な改善策の模索) ・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 ・EG事業領域の拡大(企業買収によるEG構築・運用への展開) 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 ・新製品・新サービスへの展開
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) ・競争の激化(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) 当調査部が作成

◆ 株主還元

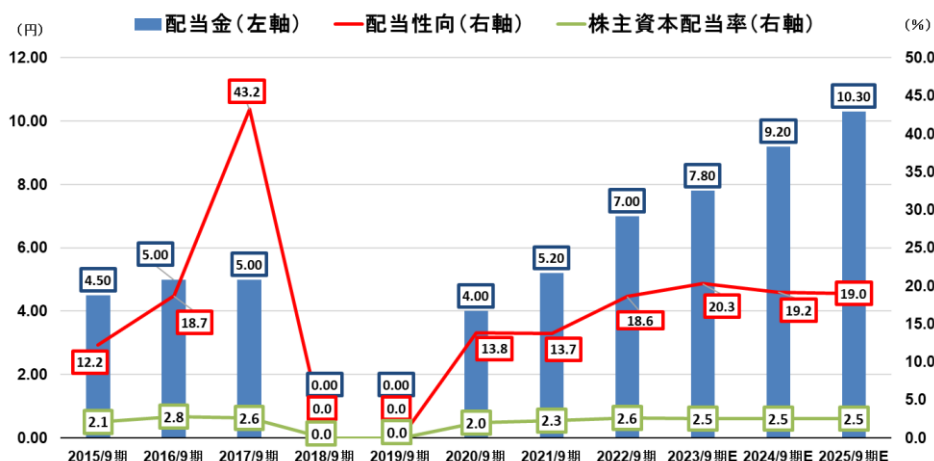
＜配当・株式分割の実績＞

- ◆ 上場後、3 期間にわたり配当を実施。その後、業績悪化に伴い一時期、無配へ。
- ◆ 社外流出を抑え、成長投資に資金を振り向けた。
- ◆ 構造改革が成功し、2020/9 期に復配、以降は連続して増配。

同社は上場 2 年目 (2015/9 期) に、年間一株当たり 4.5 円 (以下同様) の配当を行い、翌 2016/9 期には 0.5 円を増配し 5.0 円とした。続く 2017/9 期も 5.0 円を継続し 3 期連続で配当を実施した (図表 38)。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た。

構造改革が奏功し黒字に転換、繰越損失を一掃後、2020/9 期に 3 期振りに復配した。以降、5.2 円/株、7.0 円/株と毎期、連続増配を行っている。なお、2015 年 6 月に 1 : 2 の株式分割を実施したが、以降は行っていない。

【 図表 38 】 配当金と配当性向の推移



(出所) 決算短信より、当調査部が作成。E: 当調査部による予想

＜配当方針・目標＞

- ◆ 中計で DOE 目標を 3.0% から 2.5% に引き下げるが、増益による純資産の増加により、今期も 3 期連続の増配を計画。

中計「VISION2023」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方針を取り、段階的に DOE を引き上げる計画となっていた。

しかし、今回、中計の業績目標を修正し、中計の最終年度となる今期については、DOE 3% 以上の目標を 2.5% に引き下げた。前期の 2.6% からも低下するが、増益による純資産の増加が見込まれ、0.8 円を増配し、今期は 7.8 円の配当を計画している。

今期の配当性向は、20.3% となる見込みである。同社は成長過程にあるため、一般的な配当性向 30% には届かないものの上昇傾向にある。配当性向や DOE の引き上げ余地があり、かつ増益やこれによる純資産の増加が見込まれ、今後も増配トレンドが継続すると予想する。

◆ 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター

<特性>

- ◆ 東証グロース市場に上場。小型成長株で、ボラティリティが高い。

(注 16)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。

- ◆ 株価は上場来の安値近辺、ボックス圏の下限レンジで推移。

同社は、旧東証マザーズ、現在は東証グロース市場（GRT）に上場する小型アドテクノロジー^{注16} 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 2022 年 6 月：675 円）。

<株価>

本レポート P4 の図表 C に、2016 年 8 月以来の約 6 年間の株価、及び TOPIX との相対株価を掲げている。業績が悪化する過程で同社の株価は軟調となったが、その後、収益の回復とともにボトムアウトし、この間ほぼ 700 円から 2,000 円のボックスレンジ内で推移してきた。現在は、これまでのレンジの下限近辺で推移している。

<パフォーマンス>

- ◆ 株価は年初来、主要指数をアンダーパフォーム。

年初来、同社株は TOPIX や東証マザーズ、東証グロースなどの主要インデックスに対して、アンダーパフォームしている（2022 年 12 月 9 日の終値で比較、図表 39）。これは前期の業績予想を 5 月に下方修正したことや、中期計画で発表していた今期の業績目標を減額修正したためと考えられる。

但し、11 月 4 日の決算発表以降、同社の株価は調整し（TOPIX を 13.2% アンダーパフォーム）、これらをほぼ織り込んだと考えられる。

<東証主要指数とのバリュエーション比較>

- ◆ バリュエーションは、東証プライム平均を上回るが、グロース平均を大きく下回る。割高感はない。

東証プライム平均と比較すると、同社の主要バリュエーションはいずれも高い。これに対して東証グロース平均との比較ではいずれも低い。市場平均との対比では高安まちまちではあるが、バリュエーションの絶対水準から判断すると、株価に際立った割高感はないと思われる（図表 39）。

【 図表 39 】 同社と市場平均のバリュエーション、及びリターンの比較

2022年12月9日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR (四半期末)	単純平均配当 利回り	年初来リターン	2022年4月末 以降のリターン	2022年11月4日 以降のリターン
イルグルム(3690) GRT	699	18.24	2.47	1.12	-41.94	-27.5	-10.8
東証プライム全銘柄平均 PRM	1,009.38	13.51	1.16	2.36	-	3.3	2.4
東証スタンダード全銘柄平均 STD	1,010.46	14.27	0.91	2.22	-	4.7	2.1
東証グロース全銘柄平均 GRT	998.00	97.10	4.29	0.32	-	13.5	7.2
TOPIX	1,961.56				-1.54	3.3	2.4
東証マザーズ	787.03				-22.54	13.3	7.6
日経平均	27,901.01	12.66	1.14	2.27	-3.1	3.9	2.6

(出所) 市場データより、調査部が作成。東証 PRM(東証プライム)、STD(東証スタンダード)、GRT(東証グロース)の月末数値は、2022 年 4 月以降に開示。2022 年 11 月 4 日は、同社の決算発表日。

＜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企業でツールを扱う、サブスクリプションモデルの上場会社は存在しない。

代わりに、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、または 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) での競合する上場会社と、規模・事業内容・バリュエーションの概況を比較した (図表 40)。

参考までに、いずれもアメリカに上場する HubSpot Inc. (ティッカーコード：HUBS、本国：アメリカ、開発したマーケティング PF をサブスクリプションモデルでグローバルに展開、赤字継続、PSR10.9 倍、PBR15.9 倍)、Shopify Inc. (同：SHOP、本国：カナダ、中小企業向けに開発したクラウドベースのコマース PF を提供、日本にも進出し EC-CUBE と競合、急成長、PSR10.5 倍、PBR4.0 倍) とともに比較した。

●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。

(注 17) 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。

比較対象会社のうち、今期の会社予想による最終利益が黒字である、日本の合計 23 社 (アドテク 19 社、及び EC4 社) との平均値と比較すると、企業間格差が大きく平均値にはあまり意味がない。しかし、今期基準で PER、PBR、PSR 注 17、及び配当利回りでみる限り、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。

【図表 40】類似会社比較 (アドテク関連企業+EC プラットフォーム関連企業+海外企業 2 社)

アドテクノロジー関連企業		市場表示 PRM: 東証プライム、STD: 東証スタンダード、GRT: 東証グロース		単位: 百万円 (外国企業: 百万米ドル)		%		倍			%		終値 (12/9)
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	
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	PRM	28,391	16,400	0	0.0	1.73	3.59	0.87	0.00	1,192	
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	PRM	33,465	7,880	2,410	31.4	4.36	18.47	1.81	4.37	435	
2491	パルコ	アフィリエイト (成果報酬型) 広告	PRM	86,528	37,000	8,700	23.5	1.85	10.71	3.30	2.82	1,988	
3134	Hamee	携帯アクセサリ/EOクラウド支援	PRM	14,136	14,000	2,250	16.1	1.01	8.56	1.93	2.36	869	
3655	ブレインパット	ネットマーケティング/データ解析	PRM	18,822	10,300	1,100	10.7	1.83	23.14	3.90	0.00	844	
3688	GARTA HD	アドプラットフォーム	PRM	42,009	28,300	3,500	12.4	1.48	10.45	1.56	3.23	1,870	
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計画ツール	GRT	4,454	3,900	400	10.3	1.14	18.24	2.47	1.12	699	
3693	アステリア	パッケージソフトウェア	PRM	14,308	3,700	3,250	87.8	3.9	6.9	1.00	-	818	
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	PRM	316,947	27,302	1,424	5.2	11.61	339.61	36.34	0.11	1,749	
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支援	STD	74,722	42,500	7,500	17.8	1.8	12.46	1.18	-	354	
4395	アクリート	SMS配信サービス	GRT	21,259	6,121	1,220	19.9	3.47	27.33	11.87	0.28	3,605	
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	PRM	615,204	720,000	45,000	6.3	0.9	35.16	4.26	0.01	1,216	
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	STD	7,591	15,000	600	4.0	0.51	18.55	1.40	2.43	453	
6038	イーード	コンテンツマーケティングプラットフォーム	STD	4,769	8,000	730	0.1	0.8	9.28	1.20	0.00	942	
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	GRT	7,705	3,156	1,114	35.3	2.44	11.52	2.55	1.14	966	
6081	アライアーキテック	SNS関連のマーケティング支援	GRT	20,406	4,800	1,020	22.2	4.44	24.48	6.85	-	1,437	
6094	フリークアウHD	インターネット広告配信 (DSP)	GRT	24,511	35,000	1,600	4.8	0.70	-	2.85	0.00	1,360	
6533	Orochestra HD	企業向けデジタルマーケティング	PRM	20,243	10,000	1,670	16.7	2.02	21.29	3.69	0.44	2,065	
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	GRT	24,004	2,389	1,100	46.0	10.05	33.51	7.41	-	1,330	
アドテクノロジー関連企業19社(最終利益予想が赤字ではない企業) 単純平均				71,656	52,281	4,452	19.5	2.94	35.18	5.05	1.22		
6026	GMO TECH (赤字)	アプリ導入支援企画広告、検索エンジン最適化	GRT	1,816	5,000	100	2.0	0.36	-	2.88	0.00	1,650	
6550	Unipos (赤字)	ネット広告代理、メディア収益化支援	GRT	2,010	838	-1,138	-135.8	2.40	-	1.43	0.00	155	
NYSE:HUBS	HubSpot Inc. (ハブスポット)	クラウドベースの顧客管理プラットフォームの提供	NYSE	14,154	1,300	-54	-4.2	10.9	-	15.9	0.00	USD 291.38	
ECプラットフォーム関連企業		市場表示 PRM: 東証プライム、STD: 東証スタンダード、GRT: 東証グロース		単位: 百万円 (外国企業: 百万米ドル)		%		倍			%		終値 (12/9)
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	
3371	ソフトクワイエHD	EOサイト構築パッケージ、法人向け物品販売	PRM	45,871	23,480	4,140	17.6	1.96	17.11	3.06	1.50	3,330	
4304	ESTアー	EOサイト構築、ネット通販支援	STD	7,981	9,800	1,250	13.0	0.83	9.98	2.33	3.53	1,416	
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	GRT	5,076	2,843	229	8.1	1.79	32.55	4.94	0.00	1,267	
4496	コマースOneHD	中堅・中小EOサイト運営企業向けEOサイト運営支援	GRT	5,778	3,206	711	22.2	1.80	11.45	2.35	0.00	768	
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				16,177	9,777	1,583	15.2	1.59	17.77	3.17	1.26		
4477	BASE (赤字)	Eコマースプラットフォーム・オンライン決済	GRT	32,824	9,310	-2,215	-23.8	3.54	-	2.35	0.00	294	
NYSE:SHOP	Shopify Inc. (ショップファイ)	クラウドベースの商取引プラットフォームの提供	NYSE	48,320	4,611	288	5.8	10.48	-	3.94	0.00	USD 38.38	

(出所) 各社の HP や有価証券報告書、決算短信、決算説明資料により、当調査部が作成。

(注) 原則、直近決算発表時点 (四半期単位での直近決算) での各社の予想数値、または直近実績値 (BPS 等) を使用 (12 月 9 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。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。外国企業 2 社の財務データについては、直近通期の実績値、PER は予想値、PSR、PBR は実績値を基準。

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。

- 当部予想による今期 PER は 18 倍、来期では 15 倍。

- PEG レシオは、1 倍弱から 1.8 倍程度。

(注 18) 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、業績、KPI の変化、M&A に注目。

- アドエビスのアカウント数が純増に転換するタイミングに注目。

<同社のバリュエーション>

同社の株価は既に調整しており、当部の利益予想 (EPS) に基づく PER は今期 18 倍、来期 15 倍、来々期 13 倍と切り下がる見込みである。同社のノーマライズした EPS の中期成長率を 10~20% と想定すると、同社の PEG レシオ^{注 18} は、今期ベースで 0.9~1.8 倍となる (年間平均の利益成長率を約 9% 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、現在の株価はやや割安な水準であると考えられる。

一般的に IT、特にアドテクは、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が、現状の同社の株価には大きなプレミアムが上乗せされていないと判断される。

今後は、業績の上方修正や増配の確度が高まれば、株価水準が切り上げる可能性もあると考えられる。

<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、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 EC サイトの構築・運用支援やインキュベーションの業績動向、新たな 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、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 (数量戦略、特に純増への転換点に注目) に加え、アドエビスの解約率と連結売上高に占める新サービスの比率を、継続的にフォローしていきたい。

<中長期的な株価の見通し>

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。

同社は積極的な M&A と自社開発により、既存領域の成長を加速し、合わせて新事業を複数展開する方針であるため、売上高が先行して拡大し、その後、タイムラグをおいて利益成長につながると予想される。

株価は、現状のバリュエーションに割高感がないことから、基本的には同社の利益水準と利益成長率、配当水準に連動して推移すると考えている。アドテク関連の内需・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