

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社ロックオン (3690 東証マザーズ)

【新社名 (2019 年 8 月 1 日以降) : 株式会社イルグルム】 発行日 : 2019/5/31

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

事業内容

・株式会社ロックオン (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、独自開発のインターネット広告効果測定システムであり、クラウド形式で中堅・大手企業向けに提供している。また、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、顧客獲得時には費用が先行し一時的には損益上マイナスになるが、一定期間経過後、費用を回収し収益を安定的に拡大する構造である。今後は、これまで蓄積したストック資産を活かし、収益力を高めるステージに入るものと思われる。2014 年 9 月に、東証マザーズに上場。ニッチ分野のリーディングカンパニーである。なお、同社は 2019 年 8 月 1 日より、「株式会社イルグルム (英語表記 : YRGLM Inc.)」へ商号を変更する。

業績動向

・マザーズ上場以降、増収、黒字基調であった。しかし 2017/9 期以降は、増収を継続するものの事業拡大に伴う先行投資、事業再編に伴うコスト負担により減益が続く、2018/9 期は、増収ながら赤字を計上し無配に転じる。同社は、2019/9 期の予想数値をレンジで公表しているが、2 桁の増収と営業利益での黒字転換を見込んでいる。なお今上期の売上高は 1,081 百万円と 23%の増収、営業利益では 21 百万円の黒字を計上した。ただし、訴訟関連費用を特損に計上したため、当期損失△47 百万円となった (注 : △はマイナスを意味する、以下同様)。上期決算は、懸案であった訴訟が和解し、第 2 四半期 (1~3 月) に営業利益が黒字化したことが確認できるポジティブな内容であった。

競争力

・当分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、実績があり充実した機能を持つ製品と、継続的に蓄積してきたビックデータの保有とその活用ができる点が同社の強みである。主力 2 商品は共に国内シェア 1 位を獲得している。成長期の当業界にあって、さらなる製品力の強化と圧倒的シェアの確保を狙う。

経営戦略

・インターネットマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット戦略」を掲げ、広告計測から分析・活用へと、また海外展開へと事業領域を総合的に拡大する方針。2020/9 期には売上高 30 億円を計画。そのためには M&A や他社との連携も積極的に進め、成長を加速化する方針である。

業績予想 (アルファ・ウイン調査部)

・2019/9 期の業績予想を同社が発表する前に、当調査部では売上高を 2,150 百万円 (前期比 19.2%増)、当期利益を+10 百万円 (黒字化) と予想していた。会社計画の発表と中間決算の実績を踏まえてこれを見直し、実質的には若干の上方修正を行った (売上高 2,260 百万円、営業利益+60 百万円)。主力製品であるアドエビスの売上高が大きく寄与し、加えてコスト改善が進み、今通期での営業黒字の達成は濃厚になったと思われる。予め見込んでいなかった特損が確定したことにより最終損失の可能性はあるが、赤字幅は限定的と思われる。事業構造改革が一段落し、アドエビスの好調が持続する中で、既存及び今後の事業・企業買収やこれまでの各種の施策の成果が期待される。成長ポテンシャルは大きく、中長期では年率 20%前後の増収が見込まれる。また、中長期的には事業拡大に向けた「攻めの」先行投資を継続すると思われるため、コストコントロール次第とはなるが、今後は黒字基調を維持し、増収率を上回る年率 20~30%の利益成長が可能であると当部では考えている。

1/36

アルファ・ウイン企業調査レポート (以下、本レポート) は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社 (以下、弊社) が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。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。

株価水準

・アドテク関連の内需成長株。自社株買いや業績回復を受け 2019 年 2 月以降、株価は上昇し主要インデックスをアウトパフォームしている。TOPIX や類似会社とバリュエーションを比較すると割安感はない。しかし、業績のボトムアウト・黒字化が確認され、収益の V 字回復期待が高まっている。今後は、月次売上高推移、四半期の損益動向（黒字幅の変化）や M&A・提携・新機能の発表、次期中計発表の内容と中期的な利益水準の見通しが株価に影響を与えると思われる。コアビジネスであるアドエビスの単価とアクティブアカウント数は、業績に直結する重要指標（KPI）であり注目していきたい。

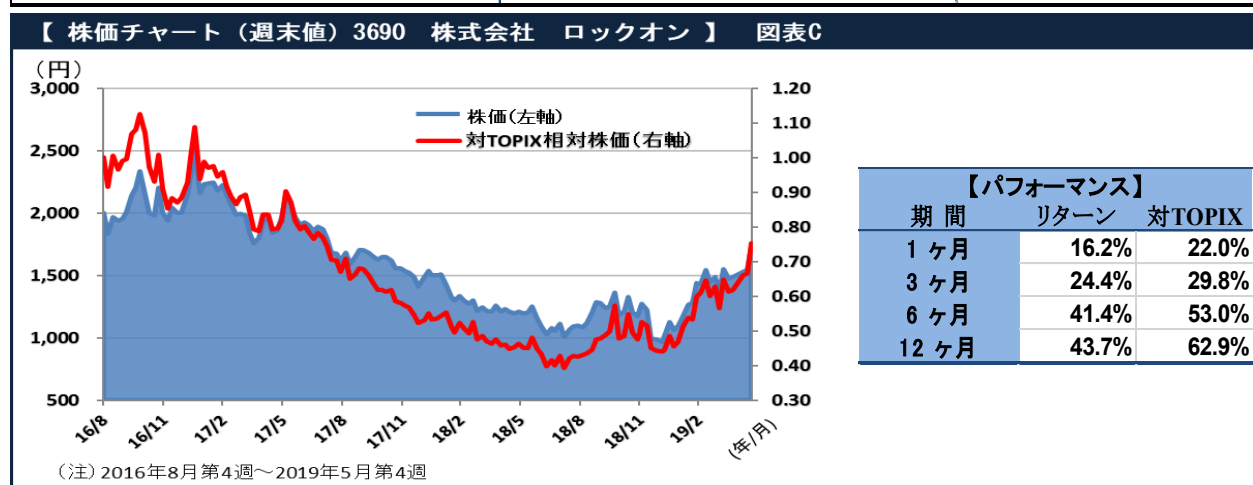
株主還元

・前期は最終赤字のため無配とし優待制度の廃止も行った。今期の配当は未定と同社は公表しているが、復配の可能性は低く来期以降に持ち越される可能性が高い。現在、成長ステージにあるため資金の社外流出よりも成長投資を優先し、業績回復によって株主価値を高めたいと同社は考えている。

【 3690 株式会社 ロックオン 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)
2016/9		1,612	12.2	247	-29.2	250	-28.9	168	-26.9	26.79	189.08	5.0
2017/9		1,719	6.6	92	-62.6	106	-57.5	72	-56.8	11.56	195.60	5.0
2018/9		1,804	5.0	-98	-	-115	-	-88	-	-14.02	184.97	0.0
2019/9	CE	2,250～ 2,350	24.7～ 30.2	0～50	-	現時点では非公表						
2019/9	E	2,260	25.3	60	黒字化	45	黒字化	-25	-	-3.97	182.55	0.0
2020/9	E	2,750	21.7	120	100.0	100	122.2	92	黒字化	14.62	197.17	0.0
2021/9	E	3,150	14.5	250	108.3	230	130.0	155	68.5	24.63	221.80	5.0
2018/3	上期	877	3.7	-70	-	-81	-	-58	-	-9.32	184.84	0.0
2019/3	上期	1,081	23.2	21	黒字化	17	黒字化	-46	-	-7.38	166.83	0.0

（備考）CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標：3690 株式会社 ロックオン 】 図表B						
項 目	2019/5/24	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,731	前期実績	-	9.4	0.0%	0.0%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想 E	-	9.5	0.0%	0.0%
時価総額 (百万円)	11,031	来期予想 E	118.4	8.8	0.0%	0.0%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	54.4%	前期ROE	-7.4%	



（備考）アルファ・ウイン調査部が作成、パフォーマンス計算においては株価、TOPIX は 2019 年 5 月 24 日が直近。但し、期間は当該各月末株価との比較。

目次

1. 会社概要.....	P4
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P4
経営理念と基本方針、社是と行動指針.....	P6
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P7
独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供.....	P7
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P8
事業内容の詳細.....	P9
サブスクリプションモデル.....	P14
3. 株主構成.....	P16
株主所有者別構成の推移.....	P16
上位株主構成.....	P16
4. ESG.....	P18
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）.....	P18
企業統治（Governance）.....	P19
5. 成長の軌跡.....	P20
沿革.....	P20
過去の業績推移.....	P20
6. 業界環境.....	P22
日本の広告市場の動向.....	P22
株式会社ロックオンの同業類似会社.....	P23
7. 今上期の業績と通期の見通し.....	P24
2019/3 期（今上期）決算.....	P24
株式会社ロックオンによる 2019/9 期（今期）業績予想.....	P26
8. 成長戦略.....	P27
株式会社ロックオンの中期経営計画・戦略.....	P27
アルファ・ウイン調査部の 2019/9 期業績予想.....	P29
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P30
9. アナリストの視点.....	P33
SWOT 分析.....	P33
株主還元.....	P33
株価の水準と特性、株価に影響を与えうるファクター.....	P34

1. 会社概要

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

株式会社ロックオン（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、販売を行う新興企業である。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。

独自開発したソフトウェアで、人に代わってマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット事業」（同社の商標登録）を本格的に展開し成長。これまで、マーケティングプラットフォーム、商流プラットフォームの2部門で展開してきた。主力商品は、インターネット広告効果測定システム^{注1}「ADEBiS（または以下、アドエビス）」とリスティング広告^{注2}運用プラットフォーム「THREe（または以下、スリー）」であり、SaaS^{注3}（クラウド）形式で企業向け（BtoB）に提供する。マーケティングロボット事業というニッチ分野のリーディングガリバーである。2014年9月に東証マザーズに上場。現在は、大阪と東京の2本社制。

- ◆ 人に代わってマーケティングを自動化・効率化する「マーケティングロボット事業」を展開中。現在は、その一部であるインターネット広告効果計測が主力。

- ◆ 主力サービスは、SaaS（クラウド）形式でインターネットマーケティング関連のプラットフォームを提供。

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

（注2）リスティング広告：検索連動型広告ともいう。インターネットでユーザーが検索または閲覧したキーワードに関連した広告を表示する手法。ユーザーが関心のある分野の広告を効果的に表示する。企業側にも高い広告効果が期待できる。

（注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。

- ◆ 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.）」

現社名の（株式会社）「ロックオン」は、「ミサイルがターゲットを自己追従する状態に入ること」を意味する軍事用語である英語の【lock on】に由来する。なお2019年8月1日より、「株式会社イルグルム（英語表記：YRGLM Inc.）」へ商号を変更する。上場から5年を経過し、来年（2020年）には創業20周年を迎え第2の創業期とも言える大きな節目に先立つことから、自社の提供価値と目指すゴールを再確認し更なる飛躍を目指すべく、その決意を新社名に込めた。同社は、まだ見ぬ理想の世界を『YRGLM』と名付け、新しい社名とした。「まだこの世に存在しない未来像を示すために、既存の言葉に由来を持たない『意味を持たない文字列』を語源としました。どこにもない企業を目指すために選んだ、どこにもない名前です。」（同社HPより抜粋）

また、シンボルマークを理想の世界YRGLMの実現を目指す組織像として「5つの輪ゴム」で表現した。輪ゴムは、使う人によって様々な意味を持つ無限の可能性の象徴であり、重なり合う形は社員の強い和を示すとしている。さらに、一人ひとりの個性と多様性を尊重し、柔軟に変化する組織の強さとしなやかさを表現している。因みに、新社名、及び新シンボルマークは、商標を登録済である。



◆主力製品は、独自開発したアドエビスとイーシーキューブ。

（注 4）運用型広告：広告の最適化を自動的に、または即時に支援する広告手法。出稿後、最適化を行い、より高い成果をあげる。

事業内容は、マーケティングロボットの提供事業に特化しており、以下の 2 事業を行っている（「」内は主力の製品名）。

- （1）マーケティングプラットフォーム：「アドエビス：AD EBiS」、「スリー：THREe」、「アドレポ：AdRepo」（運用型広告^{注 4}レポート自動作成ツール）
- （2）商流プラットフォーム：「イーシーキューブ：EC-CUBE」

また、同社グループは、同社と連結子会社 2 社、非連結子会社 1 社、持分法適用会社 2 社の 6 社で構成されている。

<連結子会社>

・LOCKON Vietnam Co., Ltd.（ベトナム社会主義共和国、オフショア開発の拠点、同社から受託したソフトウェアを開発する。同社が 100% 出資）

・株式会社イーシーキューブ（大阪市北区、2018 年 10 月に設立。同社が 100% 出資。2019 年 1 月に親会社の商流プラットフォーム事業から「EC-CUBE」事業を承継）

<非連結子会社 1 社>

・LOCKON marketing of U.S.A（情報収集目的に設立、休眠会社）

<持分法適用会社>

・有限会社彩（2015 年 9 月に株式の 20% を取得、EC 受託開発事業を株式会社ロックオンから移管）

・株式会社ラジカルオブティ（2017 年 5 月に株式の 20% を取得、彩と同じく EC 受託開発事業を株式会社ロックオンから移管）

◆売上高・利益とも連単倍率は、1 倍前後。

売上高、利益とも親会社のウエイトが圧倒的に高く、連単倍率はほぼ 1 倍で推移している。連結対象子会社の合計経常損益もほぼゼロである（図表 1）。

【図表 1】 年度別経常利益の連単比較（単位：百万円、%）

		13/9期	14/9期	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
A	連結経常利益	-	234	352	250	106	-115
B	単体経常利益	75	245	359	252	107	-110
A-B=C	（連結-単体）経常利益	75	-12	-7	-2	-1	-5
C/B	（子会社等/単体）経常	-	-4.7%	-1.9%	-0.7%	-0.5%	-
A/B	連単倍率	NA	0.95	0.98	0.99	1.00	-

（出所） 同社の有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、HP などによりアルファ・ウイン調査部が作成。

（備考） 以下、特に断りがなければ、出所が上記と同様の場合には出所を省略することがある。また、本レポートで使用されている数値は、単位未満を当調査部では原則、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。2014/9 期以降は連結決算（以下、同様）

・実質的には、無借金。

同社は上場以来、無借金経営を続けてきたが、2018/9 期に今後の投資資金として、長短借入金にて約 8 億円を調達した。これは、マーケティングプラットフォームや AI 領域における開発投資資金、及び将来的な M&A に備えるための資金であると同社はコメントしている。

2019/3 月末時点では、長短借入金合計 8.4 億円に対し現預金が約 9.2 億円と、実質的には無借金である。また、3 月末の総資産約 22 億円、時価総額約 110 億円（2019 年 5 月 24 日終値、株価 1,731 円）と小規模ながら、自己資本比率 47%、流動比率 147%と財務的には問題ない。

のれん（アドレポ事業の承継に伴うもの）やソフトウェアを含めた無形固定資産が 5.3 億円、繰延税金資産が 1.1 億円と合計 6.4 億円あるが、純資産合計額 10.5 億円の範囲内ではあり、当面は支障がないと考える。

◆ 経営理念と基本方針、社是と行動指針

・同社の経営理念



社名変更が予定されているが、同社の経営理念は、「Impact On the World」で不変である。この言葉には、「グローバルに影響のある企業を作り、より多くの人に夢と希望を与えたい。」との思いが込められている。

「企業価値の最大化を図り活力ある豊かな社会の実現に貢献し、お客様から高い信頼と評価を得られるよう法令遵守のもと、各個人が与えられた仕事に対し期待以上の成果を出すことによって、組織・事業を加速しながらより多くの人に夢と希望を与えること」を経営の基本方針とし、取り組んでいる。

社是として「全従業員の幸せのために」「全顧客の幸せのために」「全仕入先の幸せのために」という 3 つの指針を掲げている。また、「信頼性」「スピード」「独自性」「先進性」「主体性」の 5 つの行動指針を定めている。

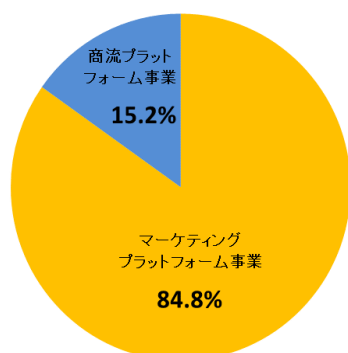
2. 事業内容とビジネスモデル

- ◆BtoB ビジネス、独自開発したソフトウェアのクラウドでの提供が事業の柱。2つのプラットフォーム事業で展開。マーケティングプラットフォーム事業に注力。

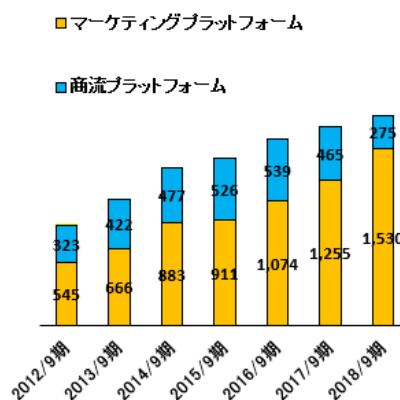
◆独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供

少子高齢化と人口減少の中で、インターネットマーケティングの領域にも、人に代わって自動的にかつ効率的に課題を解決する「マーケティングロボット」が必要であるとのコンセプトから、ツールとして同社がソフトウェアを独自開発、クラウド形式で企業を中心に提供する。同社は、（1）マーケティングプラットフォーム、（2）商流プラットフォームの2事業で構成される。前者のプラットフォーム事業が、今上期では総売上高の約88%を占め（2018/9期約85%）、売上高を牽引している（年度ベース、図表2、及び図表3）。また、事業別の営業利益推移は以下の図表4の通りである。2017/9期を除き、通期ベースではマーケティングプラットフォーム事業の利益の変動を、商流プラットフォームの利益が底支えしてきた。

【図表2】事業別の2018/9期通期売上構成

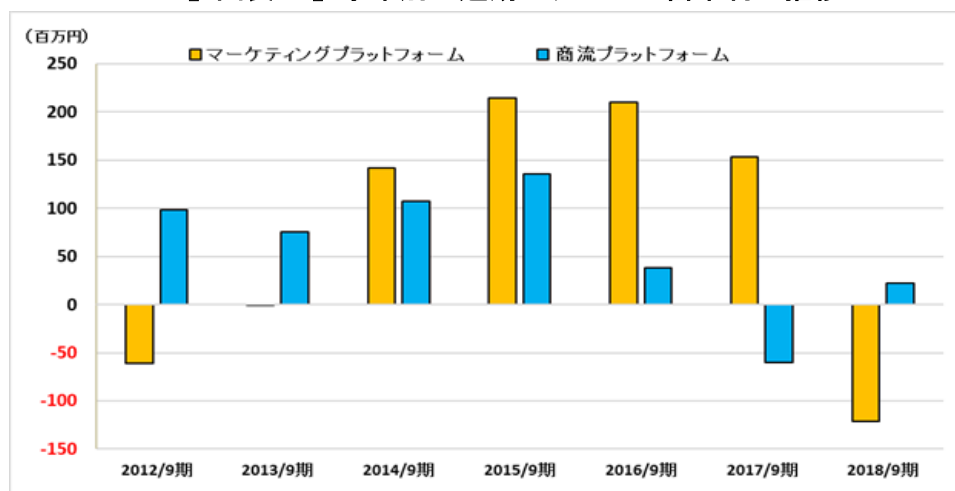


【図表3】事業別の通期売上高推移（単位：百万円）



（出所）図表2～図表4まで有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

【図表4】事業別の通期セグメント営業利益推移



◆事業ポートフォリオの再構築を推進。マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスに経営資源を集中。

（注5）クロスデバイス機能：デバイス・アプリ・ブラウザ間を横断してユーザー行動を可視化する機能。

（注6）DMP：クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。

◆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）、ノンコアビジネス（商流プラットフォーム事業）の切り離しなどの事業ポートフォリオの再編と強化を、積極的に進めてきた（図表5）。マーケティングプラットフォーム事業の中でも、インターネット広告効果測定システムである AD EBIS（以下、アドエビス）」が、総売上高の8割弱（今上期実績）とほとんどを占める。今後、同製品及びその関連製品に集中的に経営資源を投下し、さらなる成長ドライバーとして強化することにより、圧倒的なシェアを獲得する方針である。

近年、具体的には、以下のような事業の再編及び強化を行ってきた。

- ① マーケティングプラットフォーム事業における商品力を強化。アドエビスに人工知能を搭載した「クロスデバイス機能^{注5}（特許出願中、2018 年 8 月から提供開始）」や「カスタマージャーニー分析機能（ユーザーの行動履歴を可視化し評価する。特許を取得）」などの各種オプション機能を加え、商品力を高めて提供。
- ② 開発戦略の重点目標としていた新規の他社との連携 30 件に対して進捗 31 件を達成（2018/9 期）。これにより、外部のリソースも活用しつつ「マーケティングロボット」に必要な計測、分析、活用の3分野のパーツを一通りカバー。
- ③ （株）EVERRISE のレポート自動作成ツール「アドレポ」事業を、2018 年 8 月に買収し、マーケティングプラットフォーム事業内に取り込む
- ④ 商流プラットフォーム事業を再編し EC 受託開発事業（売上規模 246 百万円、2016/9 期実績）を持分法適用子会社 2 社に業務移管し、受託事業から撤退。
- ⑤ さらに、同事業の EC-CUBE 部門を新設連結子会社である（株）イーキューブへ、2019 年 1 月 1 日に会社分割により移管。新バージョンの EC-CUBE4 の提供を開始（2018 年 10 月）。
- ⑥ また同じく同事業の DMP^{注6} 関連事業（前期売上実績 84 百万円）は、アドエビスとの関連性が高いため、同社のマーケティングプラットフォーム事業に前期に移管。
- ⑦ 成長に向けた人員の増強。2014/9 期以降、2018/9 期に至るまで、68→71→98→122→144 名（期末人員数）と、新卒と中途採用を進め、最近の3年間では毎年 20 名前後の人員を増やし倍増している。特にソフトウェア開発のためのエンジニア、販売強化のためのセールスパーソンを強化している。今上期末の従業員数は、150 名と 6 ヶ月間で 6 名の増員に留まっている。人員面では従来のペースと比較すると抑制気味であるが、カスタマースクセス領域に人材をシフトし、顧客への更なる価値提供を目指す方針である。なお、下期には新卒 11 名と途中採用により増員し、期末人員の同社想定は 160 名前後である。

以上により 2019/9 期第 2 四半期以降、同社（本体）はマーケティングプラットフォーム事業に一層注力している。但し、連結でのセグメント区分は、EC-CUBE を移管した先が連結子会社であるため、従来通りの 2 部門のままである。

【図表 5】事業再編とセグメント（ハイライト部分が現状のビジネスセグメント）

事業名称	主要サービス	事業細目(区分)	変動	備考
(1) マーケティングプラットフォーム	①アドエビス(AD EBIS)			本体
	②スリー(THREe)			
	③DMP事業		ソリューション(SOLUTION)から移管	
	④アドレボ事業		買収	
(2) 商流プラットフォーム	①イーシーキューブ(EC-CUBE)		(株) イーシーキューブに2019/1/1に移管済	連結持分
	②ソリューション(SOLUTION)→廃止	EC 受託開発事業(DMP 事業)	(有限会社) 彩と(株) ラジカルオプティに移管済	
			マーケティングプラットフォームへ移管	

（出所）図表 5 及び図表 6 は、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 事業内容の詳細

(1) マーケティングプラットフォーム事業

マーケティングプラットフォーム事業の年度別の売上及び利益推移は以下の通りである。

【図表 6】マーケティングプラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益推移

売上高 (百万円)	2012/9期 単体	2013/9期 単体	2014/9期 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結	2018/9期 連結	構成比
マーケティングプラットフォーム	545	666	883	911	1,074	1,255	1,530	84.7%
①AD EBIS	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	77.7%
②THREe	46	81	161	89	62	54	43	2.4%
③(DMP)							84	4.7%
セグメント営業利益	-61	-1	142	214	210	153	-121	
セグメント営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	

◆アドエビスが、全社総売上高の約 78%(2018/9 期)を占めるコア商品。

マーケティングプラットフォーム事業は、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）と②「スリー：THREe」（自社運用型リスティング広告運用プラットフォーム）、③DMP、④アドレボの 4 事業で構成される。インターネット広告から得られる効果を測定・分析するアドエビスに、自動最適化、自動入稿を可能とするスリーを加えることにより、「マーケティングオートメーション」の 3 要素である『効果測定→最適化→買付/入稿』までの一連の業務をワンストッププラットフォームとして提供している。

インターネット社会において、消費者行動の多様化・分散化が進み、そのマーケティング・広告に関しても高度化・複雑化してきており、

テクノロジーによる運用が重要になってきている。通常、広告効果測定システムは、「広告の測定、分析、解析」を意味し、「活用」（広告の運用）は行っていないことが多い。同社は、多くの機能を兼ね備え様々な分析手法により、インターネット広告効果を正確に評価・活用できるソフトウェアをリーズナブルなプライスで提供し、かつ充実したサポートができる点が特徴であり、強みと言える。

① 「アドエビス：AD EBIS」

◆アドエビスは、インターネット広告効果測定システム。

◆SaaS 方式でサービスを提供、ストック型のサブスクリプションモデルを採用。

（注 7）インプレッション数：広告が表示された回数。

（注 8）クリック数：広告がクリックされた回数。

（注 9）コンバージョン数：広告をクリックしてサイトに訪れたユーザーが、商品購入、資料請求、問い合わせなど、出稿者である広告主が成果と考える行動をとった数。

（注 10）サブスクリプションモデル：提供するサービスに対して利用期間に応じて対価を支払う方式。

◆4 年連続で国内シェア 1 位。

◆新料金のパッケージプランに移行し、単価は大幅に上昇。

アドエビスは、同社のコア製品であり、Web 広告等の効果を一元管理・計測・分析・可視化し、広告の費用対効果を把握できるインターネット広告効果測定システムである。ユーザーが「測定」機能で蓄積されたマーケティングデータを、「活用」し、攻めのマーケティングにより見込顧客を獲得する、あるいは売上高の極大化を行うために利用されるワンストップマーケティング環境を総合的に提供している。PC やスマートフォン等に表示される広告のインプレッション数^{注 7}、ユーザーの広告に対しての接触、興味、反応から、リスティング広告のクリック履歴・数^{注 8}、広告主の自社サイトでの最終購買（コンバージョン数^{注 9}）に至る一連の行動を計測・把握することができ、マーケティング施策（評価、改善など）を可視化することを可能とした。

なお、SaaS 方式でサービスを提供しており、ストック型のサブスクリプションモデル^{注 10}（詳細は P14 を参照）を採用している。

2004 年のリリース以来、累計 9,000 件を超える導入実績を持ち、インターネット広告効果測定システムでは 4 年連続で国内シェア 1 位を獲得している。しかも、同社の決算説明会資料によれば、2015 年度 36.0%、2016 年度 40.0%、2017 年度 42.9%、2018 年度 44.2%（予測値）と年々シェアをアップしている模様である。BtoB ビジネスであり、代表的な顧客は、ECC ジュニア、アイフル、ノエビア、ツヴァイ、小林製薬、Z 会、やずや、世田谷食品などである。

アドエビスは、基本機能に多彩なオプション機能（クロスデバイス機能、アクセス履歴解析機能など）を必要に応じて付加することが可能で、従来は複数のパラメータによる従量課金であった。しかし、2018 年 6 月からシンプル化し、月間のクリック数と PV（ページビュー）の一定数までを上限とする、携帯電話の料金プランのようなテーブル式定額制の料金プランを設定した。既に新規契約は、新料金体系に移行している。新料金体系は、基本機能に導入支援プログラムと電話サポートをパッケージにしたもので、主力は S、M、L の 3 プラン（月額基本料金：各 10、20、30 万円）。これに一定のオプション（レポートニングなどの各種外部連携機能等）加えることができる。



売上 =

アカウント数

×

平均単価

なお、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。

2019/9 期 Q2（1～3 月）では、月額平均単価（各四半期とも最終月末時点での平均単価、以下同様）は 98,042 円と、前年同期の 75,846 円に対し、22,196 円または 29.3%と大幅に増加した。Q1 と比較しても、11,421 円、13.2%の増加となっている。

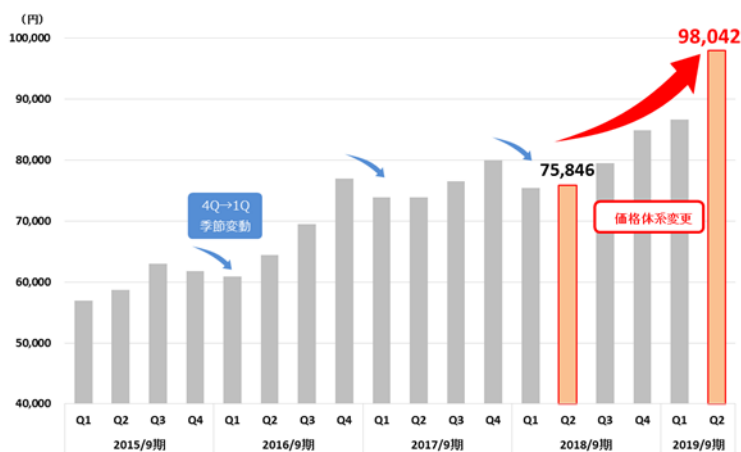
◆アドエビスのアカウント数と平均単価が KPI。

◆アドエビスの解約率の低下を図ることが課題。

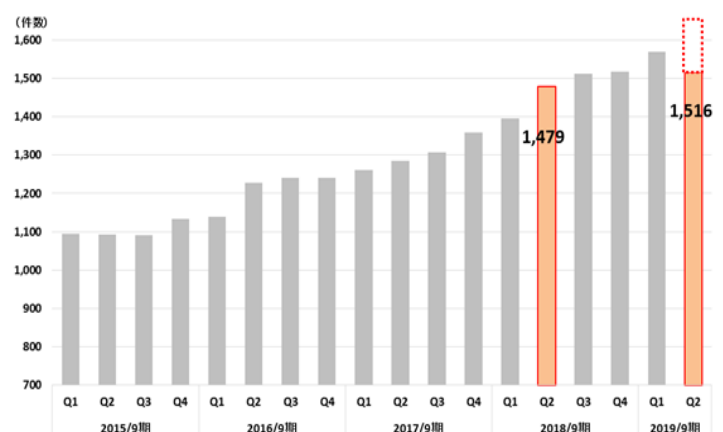
一方で、同様にアクティブアカウント数は 1,516 件、前年度同期の 1,479 件に対して 37 件または 2.5%の微増に留まった。Q1 末と比較すると 53 件減少している（図表 8）。単価の急上昇とアカウント数の微減は、2019 年の 3 月及び 4 月にかけて、既存顧客の契約を新価格体系に移行した際に、低価格帯の契約で解約が増加したことが要因である。但し、同社は価格改定に伴う一過性の現象であり、解約が増加した低価格帯の売上高は全売上高の 2%に過ぎないことから懸念していない。

2018 年 10 月以降は、新規に獲得した契約のアドエビスの平均単価は 10 万円を超えている。既存顧客の 9 割近くが既に新価格体系に移行済みであり、価格改定による単価の大幅な上昇は概ね一巡している。しかし、高単価の新規顧客の増加に伴い、加えて、新たな機能・サービス（外部提携先のオプションサービス提供による同社の収入増なども含む）が追加され、今後も年率 5～10%程度の単価の上昇トレンドが予想される。

【図表 7】アドエビスの平均単価推移



【図表 8】アドエビスのアクティブアカウント数推移



（出所）図表7～図表 9 は、決算説明会資料、有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部が作成

- スリーの売上高は僅少、経営資源をアドエビスに集中するため縮小していく方針。

（注 11）ヒト型ポートフォリオ：運用者の入札戦略をアルゴリズム化した入札機能。予算と目標効率を設定すれば、あたかも人が運用しているように最適な入札を自動で行う。

- DMP事業を商流プラットフォーム事業より、受管。

- アドレポの顧客は、広告代理店。自動化により運用型広告レポート自動作成が可能。

② スリー（THREe）

スリーも、同社が独自開発したリスティング広告運用プラットフォームである。インターネット広告でも特に急成長している運用型広告は、複雑化・高度化してきていることから、人手による運用が難しくなっている（インターネット広告の約7割が運用型広告）。スリーでは、アドエビスや媒体に蓄積されているビックデータを解析し、広告の自動最適化を行い、自動入稿を行うことができる。最適な入札単価調整や、キーワード追加など完全自動運用（ヒト型ポートフォリオ^{注11}）を可能とすることで運用管理の時間短縮や最適化の実現が可能となった。利用実績数は、5,000 件以上にのぼる。スリーも SaaS 方式で提供されている。

ただし、2018/9 期では、「THREe」の総売上高に占める割合は、3%弱、今上半期では1~2%とわずかである。経営資源をアドエビスに集中させるため、今後は縮小していく方針である。

③ DMP 事業

DMP 事業は、アドエビスとの関連性が高いために、商流プラットフォーム事業のソリューション（SOLUTION）事業から、マーケティングプラットフォームのセグメントに前期から移管した。DMP は「Data Management Platform（データ・マネジメント・プラットフォーム）」の略であり、同社が扱うプライベート DMP は、クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。サイトに訪れたユーザーのサイト内の行動履歴、滞在などを調査・検証する。主要クライアントは、ライオンなど数社。今上半期では、全体売上高の約3%とわずかであり、スリー同様に縮小方針である。

④ アドレポ事業

2018 年 8 月に、運用型広告レポート自動作成ツールである「アドレポ」事業を買収し、今期からフルに事業展開を行う。年商は、昨年度実績で1億円弱と推定され、新規顧客の獲得とアドエビスのシナジー効果により、成長事業として育成していく方針である（今期推定年商1億円強、30%程度の成長予測）。業界シェアは、ATOM（株式会社テクロコ：未上場企業）、glu（アタラ合同会社：未上場企業、同社の連携先）に次いで、国内第3位。

アドレポは、レポート作成を完全自動化するツールであり、運用型広告のレポート作成における広告代理店の業務負荷軽減を目的に開発されたクラウドサービスである。Google AdWords や Yahoo!プロモーション広告、Facebook 広告、FreakOut などの主要広告プラットフォームと連携し、運用型広告のデータ集約とレポート作成を自動化することができる。また、アドエビスとの連携を強化し、データ計測からレ

ポーティングまでの全データの統合管理と、デジタルマーケティング業務の自動化を可能とする。

（2）商流プラットフォーム事業

商流プラットフォーム事業は、2018/9 期までは①イーシーキューブ（EC-CUBE）と②ソリューション（SOLUTION）の2つで構成されてきた。今期よりソリューションビジネスは移管により無くなった。

【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 単体	2013/9期 単体	2014/9期 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465
①EC-CUBE	150	207	245	230	219	208
②SOLUTION	174	214	232	296	319	257
(DMP)						104
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-60
セグメント営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%

① イーシーキューブ（EC-CUBE）

イーシーキューブは、EC（イーコマース：電子商取引）ウェブサイト自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア^{注12}・プラットフォームである。ウェブで商品・サービスの販売・提供を始める事業者向けに、ウェブサイト制作パッケージソフトである「EC-CUBE」を無償で提供する。ASP^{注13}型の容易さと、プログラムソースを事業者が直接自由にカスタマイズできる開発型の利便性の二面性を持ち、国内シェア1位を獲得している。「EC-CUBE」は、低コスト・高カスタマイズ（ユーザーの必要に応じて変更が可能）・操作性の良さなどの特徴をもち、スタンダードプラットフォームとなっている。

イーシーキューブは、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14}を採用している。これを活用してネット事業を行うオフィシャルパートナー（決済代行事業やホスティング事業など）からのロイヤリティ収入、プラグイン（ソフトウェアに機能を追加するプログラム）による機能追加料、商用ライセンスの販売収入などから、同社は収益を得ている。他にも、セールスプロモーションやイベント関連収入も売上高に含まれる。

但し、同社グループの事業領域の再構築の観点からイーシーキューブ事業は、2019年1月1日に100%連結子会社の株式会社イーシーキューブに継承された。フル連結対象であるため連結決算には変化はないが、独立した事業体として他社との提携も含めて展開し、一層の成長を図る方針である。なお、新バージョンのEC-CUBE4の開発を終え、2018年10月より提供を開始している。また、クラウドバージョンもリリースし、今後の展開を模索中である。

（注12）オープンソースソフトウェア：ソフトウェアの設計図に相当するソースコードを、無償で公開し、誰でもその改良・再配布を行えるようにすること。

（注13）ASP：インターネットを通じて、顧客にアプリケーションをレンタルするサービス。

（注14）フリーミアムモデル：フリーミアム（【Freemium】）は、フリー（【free】、無料）と、プレミアム（【premium】、割増）を合わせた造語。基本的なサービスを無料で提供する一方、より高機能な、または特別に追加された関連サービスについて課金することにより、収益を得るビジネスモデルを指す。

・イーシーキューブ事業は、連結子会社へ移管済。

- ◆ ソリューション事業は、持分法適用会社へ移管済。

- ◆ メインビジネスはサブスクリプションモデル。定額課金型のストックビジネスで、継続的かつ安定的な利益を獲得できる。

- ◆ 新規契約締結直後は赤字だが、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ていくモデル。

② 旧ソリューション（SOLUTION）

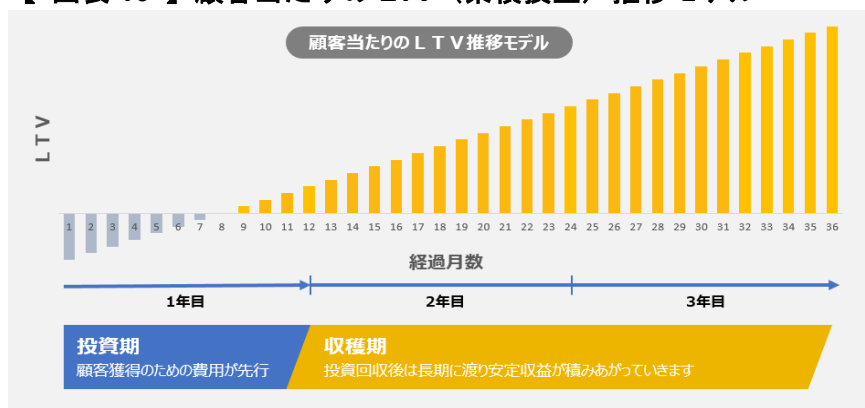
ソリューション事業は複数のビジネスから構成されていたが、事業の再編が進み、主力の EC 受託開発事業は同社が各 20%の持分を保有する関連会社 2 社に移管済みである（持分法損益として、営業外損益に反映される）。今期以降、連結セグメント内には存在していない。

◆ サブスクリプションモデル

同社の売上高の約 9 割を占めるマーケティングプラットフォーム事業のコアは、SaaS（クラウド）を活用した定額課金モデルである。一定の契約期間においてアドエビスなどのシステムサービスの使用料、またはサービス内容に対して所定のパッケージ金額を支払うもので、解約するまで継続的に収入が得られるストック型ビジネスである。契約当初は顧客獲得のためのマーケティングやセールスコスト、研究開発費等が先行するものの、約 3 年に渡るライフタイム（一顧客が取引を開始してから終了するまでの期間）を通じて、継続的に収入を積み上げ、ライフタイムバリュー（LTV:継続期間内にどれだけの累積利益をもたらすか）を獲得できる安定した成長モデルである。

以下の図表 10 は、平均契約期間を 3 年とするサブスクリプションモデルにおける、同社の累積損益の推移をモデル化したものである。ある月に獲得した契約に対して、費用は当月に全額計上されるため単月では赤字となる。しかし、契約初月からほぼ定額の売上収入が毎月計上されるため、8 ヶ月経過後に累積損益分岐点に達する。9 ヶ月目からは累積損益（LTV）が黒字化し、解約が想定される 36 ヶ月目まで利益が積み上がる。つまり、契約数の増加が加速化する局面では、表面上、初年度は損益的な貢献度が少なく、むしろ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、タイムラグがある構造となっている。同社は、最終的な累積利益となる LTV（図表 10 のグラフ右端の累積利益額）の約 3 割を初期コストの上限と考え、契約獲得に関するイニシャルコストをコントロールしている。

【図表 10】顧客当たりの LTV（累積損益）推移モデル



（出所）決算説明会資料、HP などよりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ・同じサブスクリプションモデルを採用し、米国に上場する HubSpot, Inc. は、業績が改善し株価は高騰。

（注 15）インバウンドマーケティング：既にある程度の興味を持っており、将来的に自社の潜在顧客となりうる候補に対して、有益な情報（コンテンツ）を発信し関心を持たせ、最終的に自社の製品・サービスの購入を促すマーケティングのコンセプト。

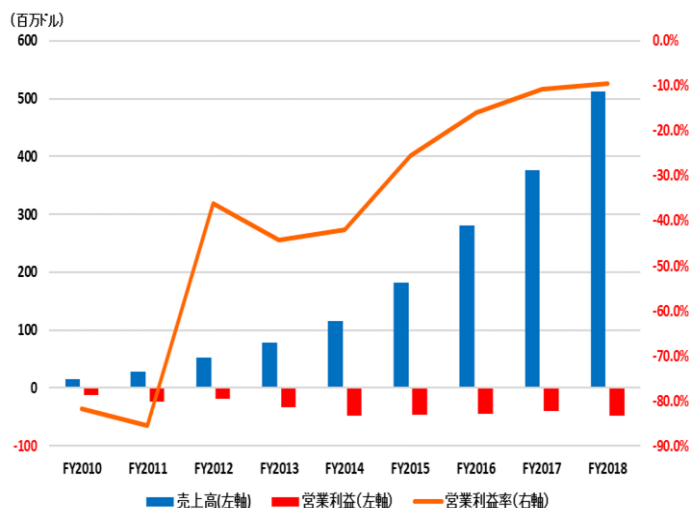
また、同社と同じサブスクリプションモデルを採用し参考となる企業が、米国 NYSE に上場している HubSpot, Inc. (以下、HUBS) である。HUBS 社は、インバウンドマーケティング^{注 15}とセールスのための統合ソフトウェアをクラウド形式にて提供するビジネスを行う。料金は利用状況に応じた月額課金となっている。

HUBS 社全体の業績の推移を示したものが図表 11、また利益率・各種経費率と顧客数の推移を示したものが図表 12 である。ビジネスの成長過程、つまり顧客数が加速化して増加する過程において、セールス及びマーケティング費、研究開発費（R&D）などの先行投資負担が発生した為、営業利益率は 2010 年度（FY2010）には△82%と大幅なマイナスとなった。しかし、前述したサブスクリプションモデルの構造上、契約件数・売上高と利益の増加にタイムラグが生じ、FY2018 には営業利益率が△9%へと急激に改善している。これに伴って HUBS 社の株価は上場時（2014 年 10 月時点）の価格の約 7.7 倍程度までに急上昇し、同期間の NASDAQ（3.1 倍）や S&P500（2.6 倍）指数の上昇率を大きく上回っている（2019 年 5 月 18 日時点）。

同社（株式会社ロックオン）の収益も HUBS 社と同様に、契約数（売上高・アクティブアカウント数）の増加からタイムラグを伴って改善する傾向があると考えられ、単年度ではなく複数年で時系列的にフォローしていくことが肝要である。その意味ではアクティブアカウント数や平均単価は、同社業績の先行指標と考えられる。

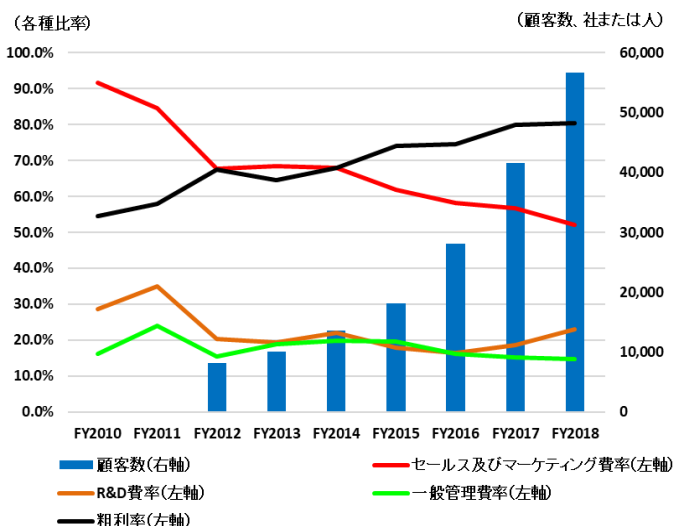
【図表 11】 HUBS 社の業績推移-1

売上高・営業利益（左軸） 単位：百万米ドル
売上高営業利益率（右軸） 単位：%



【図表 12】 HUBS 社の業績推移-2

粗利率並びに各種経費比率（左軸） 単位：%
顧客数（右軸） 単位：社または人



（出所）図表 11 及び図表 12 は、HUBS 社の決算資料、HP などよりアルファ・ウイン調査部が作成。

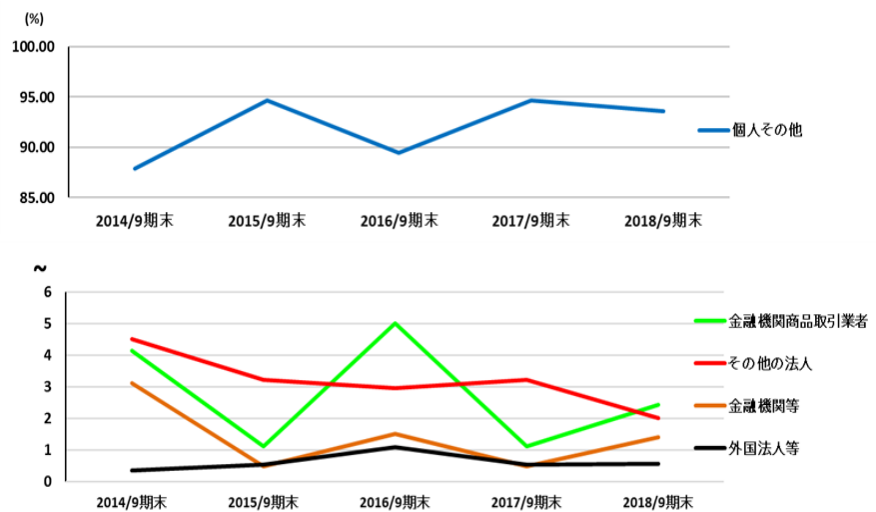
3. 株主構成

- ◆ 個人の株式保有比率が約94%と圧倒的に高い。

◆ 株主所有者別構成の推移

2018年9月末の株主所有者別構成比率（図表13）では、「個人その他」が、全体の約94%と圧倒的なウェイトを占める。「その他法人」は約2%、「金融機関商品取引業者」も約2%、「外国法人等」と「金融機関等」は各1%未満、約1%と低い。各構成比は大きくは変わっていない。

【図表13】株主所有者別構成比率の推移（単位：％）



（出所）2018/9期有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 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。

◆ 上位株主構成

大株主は、図表14の通りで、以下はその補足である（2019年3月末時点）。時系列的に比較すると上位の投資家の顔ぶれは、一般個人投資家を除くとほとんど変わっていない。

- ・筆頭株主は、4割強を保有し創業者でオーナーでもある岩田社長。
- ・第2位・第3位株主は、同社の元取締役であり、同社役員、及び役員と第7位株主である従業員持ち株の比率を合わせると、全体の6割を超える。
- ・第4位、5位株主は、いずれも信託銀行であり実質的な最終投資家名や投資目的は不明だが、株式を買い増し、株主順位を上げてきている。なお、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）」のポートフォリオに、2019年2月25日時点で189.5千株（株式会社ロックオンの発行済株式数の約3%に相当）が組み込まれている。大株主として表面上、

明確には特定できないが、信託銀行名義で投資されている可能性が高い。

- ・第8位株主は、博報堂メディアパートナーズで同社の代理店。
- ・第9位である BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG は、日本の小型株中心に大型株まで合計 40 数銘柄の大株主として登場するアカウント。投資目的は不明だが、現状ではアクティビストのような目立った動きはない模様。

なお、自社保有株数は 2018 年 9 月末に 983 株であったが、2019 年 2 月及び 3 月に自社株買いを行い（総額約 1 億円、平均単価 1,363 円）78,396 株まで増加した（発行済株式数の 1.23%に相当）。今後は、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意向である。

【図表 14】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3月末	同時点保有割合	同順位
岩田 進氏（代表取締役社長執行役員）	2,851	2,817	2,817	2,819	2,822	44.83	1
福田 博一氏（元取締役副社長執行役員）	1,071	1,021	1,021	961	961	15.27	2
又座 加奈子氏（元取締役専務執行役員）	415	415	352	354	353	5.60	3
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	60	246	3.91	4
資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	111	1.76	5
楽天証券株式会社	—	—	—	72	110	1.75	6
ロックオン従業員持ち株会	76	39	48	69	71	1.12	7
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	0.95	8
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	37	0.58	9
山田 智則氏	—	—	28	—	28	0.44	10
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—
高島 晶子氏	—	—	—	29	—	—	—
和出 憲一郎氏（元社外取締役）	39	29	29	—	—	—	—
高山 義雄氏	—	—	28	—	—	—	—
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—
株式会社セブテーニ	62	62	—	—	—	—	—
松井証券株式会社	—	36	—	—	—	—	—
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—	—
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—	—
塩尻 明夫氏（元取締役：監査等委員）	26	—	—	—	—	—	—
（自己株式、株）	0	0	45	983	78,396	—	—
（自己株式比率）	—	—	0.0007%	0.0155%	1.2302%	—	—

（出所）2019/9 期第 2 四半期の有価証券報告書に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

4. ESG

◆ 環境対応（Environment）

業態上、環境に負荷をかけるビジネスではなく、節電などを通じて省エネを心掛けている。

◆ 社会的責任（Society）

◆ CSR に積極的。未来の起業家、次世代の人材育成、テクノロジー業で働く女性を支援。

同社は、CSR(corporate social responsibility、企業が倫理的観点から事業活動を通じ、自主的に社会に貢献する責任を意味する)に積極的で、以下のような考え方のもとに、社会的な取り組みを実践している。

「企業規模の大小に関わらず、それぞれの身の丈に合わせた社会的な取り組みを行うことが、企業市民としての最低限の責任であり、企業の成長を促進するものであると考えます。そのような企業理念を実践し、お客さま、株主、従業員、地域社会をはじめとするステークホルダーの皆様へご提供する価値を高めることを追及しています。」

- ・「大阪から世界へ」地域発展への取り組み：「Osaka Startups」：大阪を拠点としたスタートアップ企業やこれから起業を目指す人向けの支援プログラムを提供。
- ・「女性活躍推進」への取り組み：「Girls in Tech Japan」：「Girls in Tech(GIT)」(2007年に米国サンフランシスコで発足した非営利団体)の理念を基に、テクノロジー業で働く女性の地位向上などを応援。
- ・「次世代の人材育成」への取り組み：学生を対象とした若年層の人材輩出を目的として、先端技術を支える「プログラミングスキル」について実務を通して学べる場を提供。

また、毎年2回の社員総会、また毎月末の金曜日に全社員が集まって行われる「締め会」を実施している。加えて部活制度もあり、情報の共有と社員間の交流を深める機会を設定している。

毎年取得必須の9連続休暇制度「山ごもり休暇制度」や、自らの成長のため最大2年間の休職ができる「武者修行制度」、また、従業員間のコミュニケーションと自由な学びの施設（一軒家）「ロックオフ」の設置など、ユニークな福利厚生の充実にも力を入れており、これらが評価されて以下のような受賞歴がある。

(注 16)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。

- ・ Great Place to Work ®^{注16}働きがいのある会社ランキングベストカンパニー受賞（7年連続受賞、8度目）。組織の拡大に伴い、従来の「小規模部門（従業員 25～99 人）」から中規模部門（従業員 100～999 人）」に変更となったが、今回も受賞を継続。
- ・ 経済産業省による 2017 年度「地域未来牽引企業」に選定
- ・ リクナビ NEXT 主催「第 2 回グッド・アクション」ベスト・アクション受賞

- ・第8回「デロイト アジア太平洋地域テクノロジー Fast500」受賞
- ・第7回「日本テクノロジー Fast50」受賞

◆ 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（5名）、業務の執行と監督を分離することで経営の効率化と迅速化を図るよう努めている。

取締役5名のうち、監査等委員である社外取締役は3名（神戸製鋼所や三菱東京UFJ銀行出身者、公認会計士）。現在、取締役、並びに執行役員に女性の登用はない。

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

また、同社は買収防衛策を導入していない。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

◆ 岩田社長が 2001 年に創業。

岩田進社長が、大学時代にバックパッカーとして世界中を旅行。帰国後、飲食業をスタートしたが撤退し、次にトラベルコンテンツ事業を起業した。その際、インターネットや WEB 制作のスキル・ノウハウを身につけ、ホームページ制作事業を個人でスタート。事業拡大に伴い岩田氏が 21 歳で、2001 年 6 月に同社を設立した。その後、インターネットを活用した事業ポテンシャル、双方向性やリアルタイム性、データマイニングの重要性に着目し、Web インテグレーション事業への転換を図っていった。

◆ 他社と差別化できる独創的な製品を開発し投入。

「見せるだけのウェブサイトから、活用するウェブサイト」をコンセプトとして、2004 年 9 月に独自開発したインターネット広告効果測定システム「EBis」（「アドエビス」の前身）の発売を開始した。さらに 2006 年 9 月には日本初のオープンプラットフォームの「EC-ECUBE」を、また 2012 年 10 月にはリスティング広告マネジメントサービス「THREe」をリリースした。インターネット広告の急速な普及と、関連する広告計測や EC の市場ニーズが高まる中、独創的な製品を先駆的に開発し、市場を創造することによって順調に業容を拡大した。2014 年 9 月に東証マザーズ市場に上場。

◆ 2014 年 9 月にマザーズに上場。

◆ 過去の業績推移

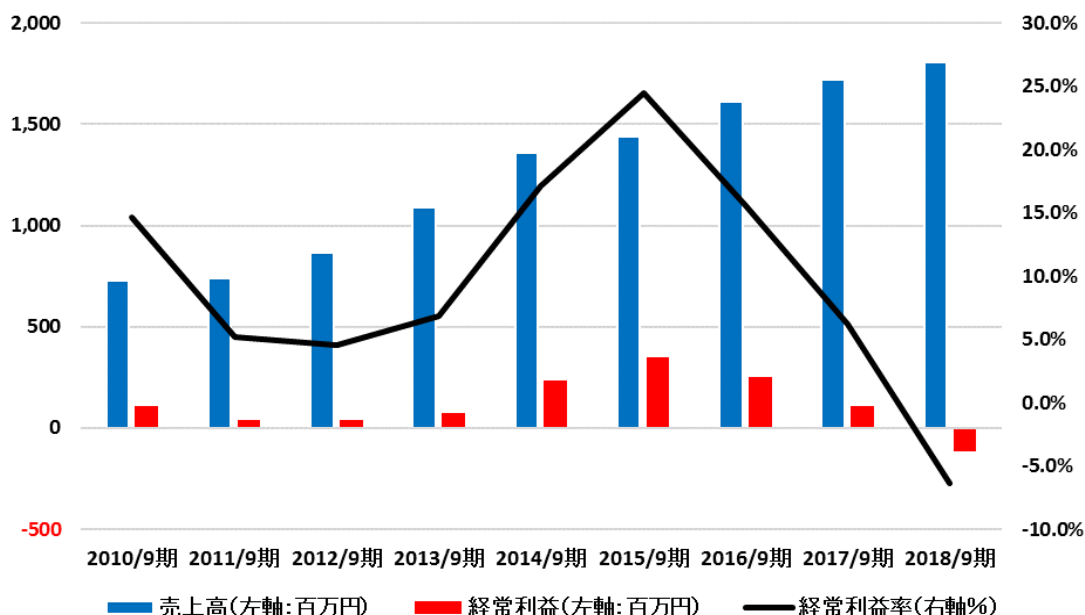
◆ 2015/9 期には、過去最高益を計上。売上高は、毎期過去最高を更新中。

2010/9 期～2013/9 期は単独決算であり 4 期連続で増収、さらに連結決算がスタートした 2014/9 期以来も、2018/9 期に至るまでの 4 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 8 期連続で売上高を更新中）。この間、売上高は 7.3 億円から約 18 億円へと約 2.5 倍に増加した。マーケティングプラットフォームのアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC-CUBE とソリューションの商流プラットフォームが安定成長したことが背景にある。

◆ 2016/9 期以降は、利益よりも将来の成長を加速する方針で、事業再編と先行投資を優先。2018/9 期には赤字を計上。

一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資を積極的に行ったことにより、増収ながらコスト負担が収益を圧迫し連続減益が続いた。前期である 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（2018/9 期決算の詳細については、初回レポート：「アルファ・ウイン HP：2018 年 12 月 18 発行」を参照）。

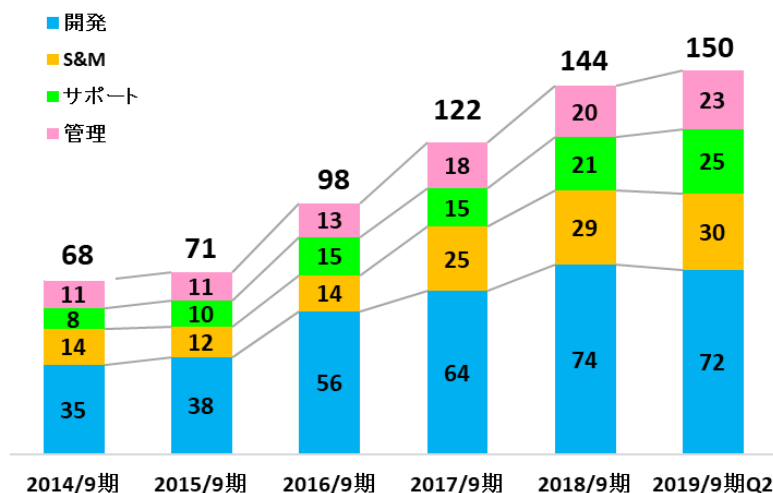
【図表 15】 過去の業績推移 （単位：百万円、％）



（出所） 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・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

【図表 16】 人員推移 （単位：人）



（出所） 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

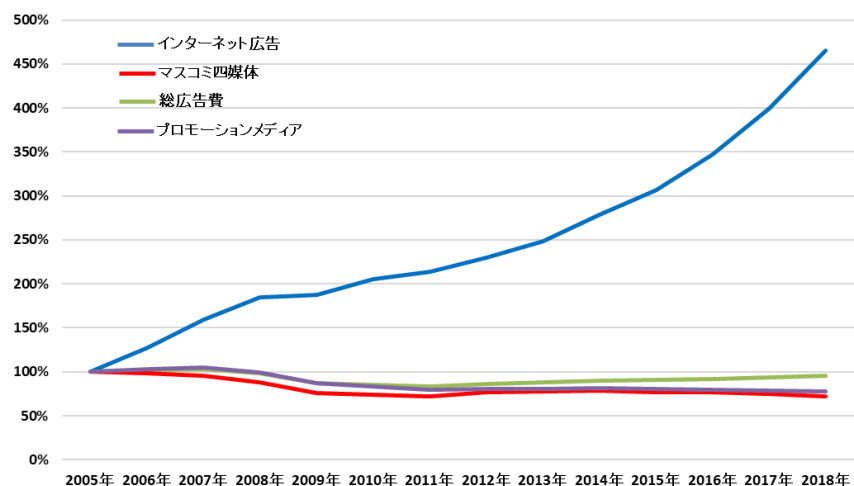
6. 業界環境

- ◆ インターネット広告費市場は、2005 年から 2018 年にかけて約 4.6 倍に増加。年間単純平均成長率は約 12.8%と高い。

◆ 日本の広告市場の動向

2018 年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は約 6.5 兆円であり、長期的には横ばいである。しかし、2012 年以降は 7 年連続でプラス成長を示し、市場全体では微増傾向にある（年間単純平均成長率 1.9%）。好調な企業収益や雇用環境の改善などが日本経済の成長を後押し、またインターネット広告費が総広告費全体を牽引している。総広告費のうちインターネット広告費（媒体費と製作費の合計）は、約 1.76 兆円（前年比 16.5%増、5 年連続で 2 桁増加）と約 26.9%を占める（出所：電通「2018 年日本の広告費」）。その構成比率は毎年 1～3%ずつ着実に上昇し、マスコミ 4 媒体広告（新聞、雑誌、ラジオ、テレビ）の中でも、主要媒体であるテレビメディアの 29%に迫る成長を見せている。なお、インターネット広告は、2004 年の広告費を基準(100)とすると 2018 年には約 4.6 倍までと、年間単純平均成長率約 12.8%のペースで急速に拡大している（図表 17）。

【図表 17】媒体別広告費の推移（指数化：2005 年を=100）



（出所）株式会社電通「2018 年日本の広告費」よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ インターネット広告は、今後も二桁成長が予想される。

なお、今後もインターネット広告媒体費は、引き続き二桁成長が予想される。総務省が公表するインターネット利用者数や人口普及率では、既に日本の人口の 83.5%がインターネットを利用しており、生活の必需品となっている。インターネット上での広告は、近い将来、最も有力な広告媒体となる可能性が高い。今後も技術進歩とともにインターネットの利用の拡大が見込まれることから、同広告の需要は伸長すると予想される。

特に、インターネット広告費のうち、同社ビジネスと関連性の高い運用型広告費は約 1.2 兆円（前年比 22.5%増、インターネット広告費における構成比約 7 割）とインターネット広告の平均を上回る高い成長率を示している。運用型では予算管理、配信期間、配信方法をコントロールできることや、リアルタイムでの把握が可能で、当市場の成長により、広告効果計測や活用など同社のビジネス展開に望ましい環境が、当面継続すると考えられる。

◆ 株式会社ロックオンの同業類似会社

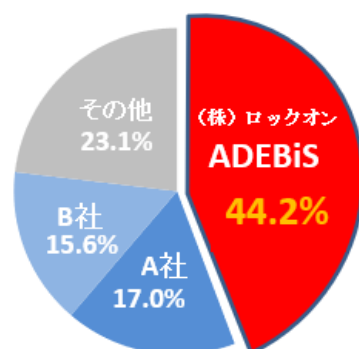
同社の同業他社として、直接の比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。広告効果測定・分析ツールとして、国内の中小企業が幅広く活用している Google Analytics^{注17}や Adobe Analytics^{注18}、上場会社のオプトホールディングス（東証一部 2389、以下オプト HD）グループが提供する ADPLAN（導入社数累計 1,500 社超）、未上場企業であるが（株）ビービットが提供する「ウェブアンテナ：Web Antenna」（大手企業からベンチャー企業まで導入実績 600 社以上）が競合製品となる。但し、他社は専業ではなく、製品の機能や計測対象・分析内容・サポート体制が限定されている。対して同社の製品は、スペック、開発・サポート体制が充実し優位性が高く、業界ナンバーワン・高シェアの要因となっている。因みに同社の顧客のターゲット層は、ミドルクラスであり、ハイエンドクラスをターゲットとする有料版（同社の 10 倍前後の料金設定と推定される）の Google Analytics や Adobe Analytics とは顧客層が異なる。

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

（注 18）Adobe Analytics：アクセス解析ツールの1つで、多くの大規模ウェブサイト導入されている。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。

【図表 18】広告効果測定市場 ベンダー別売上金額シェア（2018 年予想）

- ◆「アドエビス」、4 年連続で国内シェア1位獲得。シェアは上昇トレンド。



（出所）同社の決算説明会資料

7. 今上期の業績と通期の見通し

◆ 2019/3 期(今上期)決算

◆ 成長に向けての先行投資により赤字となったが、今上期には営業黒字化。売上高は、上期で過去最高を連続更新。

◆ 但し、特損により最終損益は赤字。

◆ 主力のアドエビスが、単価上昇により増収に寄与。

2019/9 期連結上期決算（以下、上期：2018 年 10 月～2019 年 3 月）は、売上高 1,081 百万円（前年同期比 23.2%増）、営業利益は 21 百万円（前年同期は△70 百万円の赤字）、経常利益は 17 百万円（同△81 百万円の赤字）、親会社に帰属する当期損失は、△46 百万円（同△58 百万円の赤字）となった。売上高は、上期では過去最高を連続更新し大幅増収となった。2017 年 Q4 以来 6 四半期にわたり、先行投資負担と構造改革により営業赤字となっていたが、今 Q2 に黒字に転じた。但し、訴訟関連損失△60 百万円と固定資産除却損△11 百万円の合計△71 百万円を特別損失に計上したため、最終利益は赤字となった。

部門別では、全体の上期売上高が前年同期比 204 百万円の増収幅となったが、このうちマーケティングプラットフォーム事業は 226 百万円と増収効果が大きく、同様に利益改善（営業利益：前上期△82 百万円→今上期 9 百万円）においても、+90 百万円と大幅に寄与した（図表 19）。これは、前述したようにアドエビスの平均単価が価格改定により大幅に上昇したことに加え、アクティブアカウント数も増加したことによる。商流プラットフォーム事業は、業務移管などの再編もあり、前年同期比△15.1%の減収（△22 百万円）となったが、営業利益は前上期：11 百万円→今上期 12 百万円とほぼフラットであった。

【図表 19】今上期の業績（出所）決算説明会資料、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

(単位: 百万円)	2018/9期		2019/9期		2018/9期	2019/9期	2019/9期上期 YOY	
	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)	金額	変化率
売上高合計	433	444	520	561	877	1,081	204	23.2%
マーケティングプラットフォーム	353	377	460	496	729	956	226	31.0%
商流プラットフォーム	80	68	59	67	148	126	-22	-15.1%
粗利	286	296	344	404	582	748	166	28.4%
粗利率	66.1%	66.7%	66.1%	72.0%	66.4%	69.2%		
販売管理費	334	319	370	356	653	727	74	11.3%
販売管理費比率	77.1%	71.8%	71.3%	63.5%	74.4%	67.2%		
営業(セグメント)利益	-48	-23	-27	48	-70	21	92	黒字化
マーケティングプラットフォーム	-44	-37	-21	29	-82	8	90	黒字化
商流プラットフォーム	-3	15	-5	18	11	12	1	10%
営業利益率	-11.0%	-5.1%	-5.1%	8.5%	-8.0%	1.9%		
マーケティングプラットフォーム	-12.5%	-9.9%	-4.6%	5.9%	-11.2%	0.8%		
商流プラットフォーム	-4.2%	21.3%	-9.2%	26.6%	7.5%	9.7%		
経常利益	-47	-34	-30	47	-81	17	98	-1
当期利益	-32	-27	-36	-10	-59	-46	13	-0

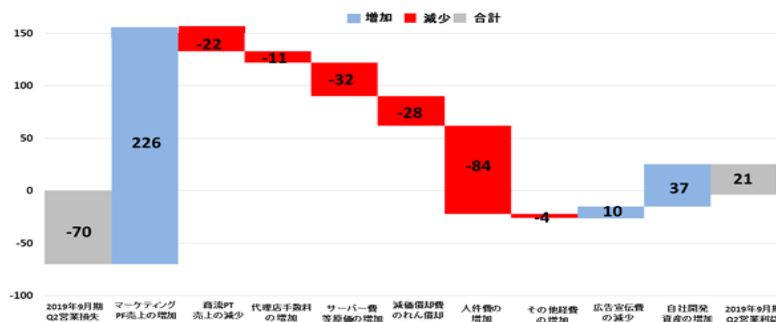
◆ 増収効果で、販管費率は低下し利益率は改善。

全体の利益改善は増収効果が大きく、人員の増強などを含めた人件費の増加 84 百万円や、サーバー費などの原価の増加 32 百万円、のれん・減価償却費の増加 28 百万円を吸収した（図表 20）。

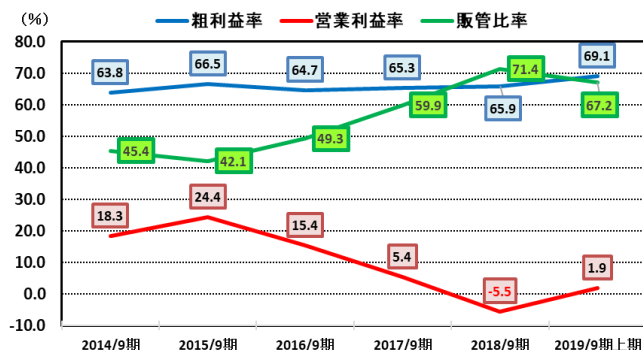
また売上高総利益率は 2014/9 期以降、65%前後の高い水準を維持し安定していたが、今上期は 69.1%と前上期に対し 2.7 ポイント改善した。一方、販管費（売上高同比率）は、2016/9 期 796 百万円（49.3%）→2017/9 期 1,030 百万円（59.9%）→2018/9 期 1,298 百万円（71.4%）

と急激に上昇したが、今上期は広告宣伝費の抑制などにより 67.2%（前上期 74.4%）まで低下した（図表 21）。

【図表 20】2019/9 上期の営業利益の変動要因（単位：百万円）



【図表 21】利益率の推移（単位：%）



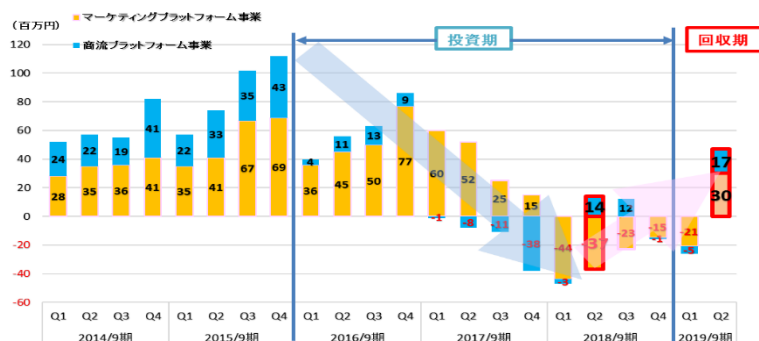
（出所）図表 20 は、決算説明会資料。図表 21 は、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 7 四半期ぶりに営業損益が黒字化。
- ◆ 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。
- ◆ フリーキャッシュフローは、依然マイナス。

また、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると、2017/9 期の Q4（7～9 月）から 2019/9 期の Q2（1～3 月）にかけて順に（△は赤字、以下同様）、△23→△48→△23→△12→△16→△26→+47（単位：百万円）と、7 四半期ぶりに黒字化した（図表 22）。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、有望事業の買収、従量課金体系から定額課金へのビジネスモデルの転換、並びにこれによる季節変動性の排除などに伴い売上が安定成長したこと、2018/9 期 Q2 以降、コストコントロールを進め販管比率が、また同 Q3 以降、粗利率が改善していることが背景にある。なお、半期ベースでは、フリーキャッシュフロー（FCF）はマイナスを継続している（図表 23）。

【図表 22】四半期営業利益の推移

（出所）決算説明会資料、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。



【図表 23】半期別キャッシュフローの推移

単位: 百万円	2015/9期		2016/9期		2017/9期		2018/9期		2019/9期
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
営業CF ①	15	148	48	93	121	23	7	9	7
投資活動によるCF ②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-94
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	169
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-88
現金及び預金	666	787	738	762	764	681	760	1,194	924

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 同社は、今通期では増収増益、営業利益の黒字化を計画。

◆ 株式会社ロックオンによる 2019/9 期(今期)業績予想

同社は、今期（2019/9 期）も積極的に投資を継続する方針であるが、期初時点ではその成果を正確に予想することが困難であるため、業績見通し及び配当見込みについては非開示としていた。2019 年 2 月 6 日の第 1 四半期決算のタイミングで、売上高、及び営業利益の見込みをレンジで公表した。売上高は、2,250～2,350 百万円（前期 1,804 百万円）、営業利益を 0～50 百万円（同△98 百万円）と予想し、経常利益並びに当期純利益については非公表、配当は未定とした。会社通期予想から上期実績を差し引き逆算すると、下期の売上高は 1,169 百万円～1,269 百万円（前年同期 927 百万円）は、営業利益は△21 百万円～+29 百万円（同△28 百万円）となる。

- ◆ 足元の月次売上高は好調持続。

なお、図表 24 は、同社により公表されている今期の月次別売上高の推移である。今下期の初月の 4 月の総売上高は、前年同月比、28%増と好調に推移している。商流プラットフォームが移管等に伴い減収基調となっていたが、前年同月比ではそのマイナス効果が一巡し、プラスに転じつつある。なお、マーケティングプラットフォームの売上高は引き続き 3 割近い伸びを示し、好調を持続している。

（注 19）UI【User Interface】：ユーザーインターフェイスの略。ユーザーが直接触れる部分。
UX【User Experience】：ユーザーエクスペリエンスの略。ユーザーが製品・サービスを使うことによって得られる体験。

同社は、既存顧客への更なる価値提供によるカスタマーサクセスの実現を目指し、カスタマーサクセスと開発の 2 軸で強化をはかる方針である。前者では、解約率の抑制、カスタマーサクセス本部での採用・育成強化、後者では、既存顧客へのアップセル商材（より高い製品・サービス）の開発、UI/UX^{注19}の向上、マーケティングロボット三階層モデルの開発（計測、分析、活用）を掲げている。

【図表 24】直近の月次別売上高（速報）推移

（上段：売上高：単位 千円、千円未満切捨）

（下段：前年同期比：単位 %）

	2018 年			2019 年				今年度	
2019/9 期 月次売上高	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	上期累計	10-4 月累計
マーケティング プラットフォーム	149,201	150,478	160,409	158,319	165,994	171,330	168,971	955,731	1,124,702
	126.9	130.9	133.7	132.9	132.9	129.0	133.0	131.0	131.3
商流 プラットフォーム	21,839	18,683	18,936	25,060	19,460	21,990	23,467	125,968	149,435
	78.3	67.6	76.5	96.8	82.9	117.2	100.8	84.9	87.0
全社	171,041	169,161	179,345	183,379	185,455	193,321	192,439	1,081,702	1,274,141
	117.6	118.6	124.0	126.4	125.0	127.5	128.0	123.2	123.9

（出所） 同社 HP リリースよりアルファ・ウイン調査部が作成。

（備考）なお記載数値は、監査法人の監査を受けていない速報値であり、今後修正される可能性がある。

8. 成長戦略

◆ 株式会社ロックオンの中期経営計画・戦略

◆「マーケティングロボット」の成長戦略を掲げ、2020/9 期の売上高目標は 30 億円。目標に向かって順調に業容を拡大中。

◆他社とも積極的に連携。

◆マーケティングロボット開発の推進と、マーケティングセールス組織の拡充に注力。

（注 20）BI

【Business Intelligence】：ビジネスインテリジェンス企業などが情報システムで蓄積した業務データを、ユーザーが必要に応じて分析・加工し、業務や経営に活用する手法。または、そのためのソフトウェアや情報システム。

（注 21）API【Application

Programming Interface】：アプリケーション・プログラミング・インターフェース、コンピュータプログラムの機能や管理するデータなどを、外部の他のプログラムからアクセスし利用するための手順やデータ形式などを定めた規約。

中長期計画に変更はなく、計画に沿って着実に施策を実行し、事業は順調に推移している。「インターネットマーケティング分野で、他社と差別化できる全く新しい製品を開発し、圧倒的なシェアを国内で獲得した後、海外展開し存在感のある企業にしたい。」という岩田社長の長期的な経営プランに基づき事業を推進している。具体的には、「マーケティングロボット」の成長戦略を掲げ、2020/9 期に売上高 30 億円の達成（2018/9 期比 66%増、2019/9 期会社予想に対し 28%~33%増）を目標としている（図表 25）。なお、事業展開を加速させるために、既に外部 31 社（当初目標の 30 社をクリア）と新規連携を完了している（図表 26）。連携強化は、オプション機能の充実によるアドエビスの商品力を高め、契約数の増加、単価上昇、解約防止に繋がる。また、目標に向けて以下のような施策を掲げ、取り組んでいる。

（1）マーケティングロボット開発を重点的に行い具現化する。

・人工知能を活用したビッグデータ解析を行い、新しい機能を開発・販売するために積極的に他社と連携を行う。

・コア事業（アドエビス）にエンジニアをシフトし、それ以外の事業は切り離す。

・開発人員を増加する（特に、人工知能、BI^{注 20}、API^{注 21}部門）

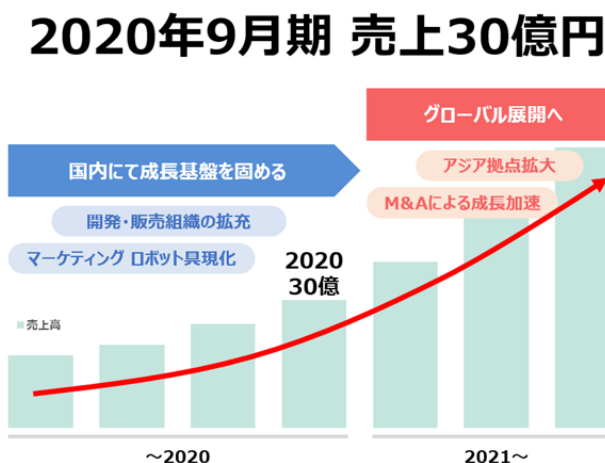
（2）マーケティングセールス組織を拡充する。

・マーケティング体制の拡充。

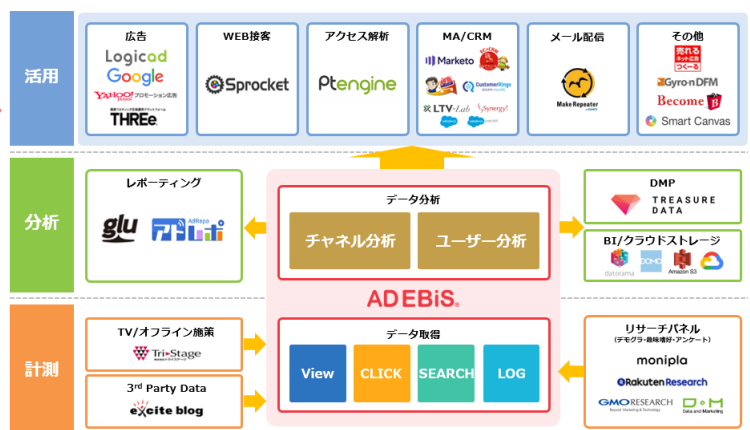
・エキスパート人材や営業マンを増加する。

（毎年、新卒+中途採用で 20~30 名を増加させる）

【図表 25】中長期の目標



【図表 26】マーケティングロボット 30 連携進捗



（出所）図表 25、図表 26 とも決算説明会資料

◆中期的には国内の基盤を固め、長期的にはグローバル展開を目指す。

◆コア事業（マーケティングプラットフォーム事業）にフォーカス。

◆マーケティングプラットフォーム事業のコスト構造も改善傾向。

◆中長期的には、営業利益率10～20%を目指す。

さらに、長期戦略（2021/9 期から 2023/9 期）では、アジアを中心に開発・販売拠点を増やしていく方針である。また、オーガニック・グロースだけではなく、M&A、提携等を視野に入れ成長を加速していく意向である。但し、その売上高の内訳など具体的な目標数字と手段は、公表されていない。前倒しで資金調達しており、積極的なM&A、他社からの事業買収が予想される。

コアとなるマーケティングプラットフォーム事業のコスト構造については、4 項目に分けてコントロールされており、各比率の中長期目標が設定されている（図表 27）。これによれば、将来的には営業利益率 10～20%を目標としている。同社は、マーケットプラットフォーム事業で、2014 年 9 月期以来、16～24%前後の高い営業利益率をあげてきた。しかし、2017/9 期よりマーケティング&セールス、及び機能の開発に係る投資額を増加させたため、営業利益率は低下傾向にあったが、2018/9 期をボトムに反転しつつある。2019/3 上期では、その他間接費を除く、マーケティング&セールス、開発、カスタマーサービス費用の 3 項目の売上比率は、既に中長期目標モデルの比率のレンジ内に到達している。その他間接費用の比率も、増収に伴い低下することが想定され、来年度以降レンジ内に収束する可能性が高いと思われる。

中長期においては売上拡大に努め、売上高事業費用を大きく下げることによって同事業の営業利益率を 10～20%水準に安定させる計画である。この水準は、過去にも達成していた水準であり、実現可能な範囲であると思われる。

【図表 27】マーケティングプラットフォーム（MPF）事業のコスト構造（実績と中長期目標）

MPF事業各費用 対売上比率	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期Q2	中長期目標 モデル
マーケティング・ セールス	24%	29%	32%	30%	30%
開発	21%	24%	36%	29%	25-30%
カスタマーサクセス (旧サポート)	11%	11%	11%	15%	10-15%
その他間接	24%	25%	28%	25%	15-20%
営業利益	20%	12%	▲8%	1%	10-20%

※1 事業再編による商流プラットフォーム事業の売上減少に伴い、共通部門費のセグメント配賦比率が増加したことによるもの。

※2 開発の運用人員をCSに移管したことによるもの。

（出所）決算説明会資料

◆当調査部では、今下期の会社前提はやや保守的で、営業利益では、若干の上方修正の余地があると判断。ただし最終損益は、特損により若干の赤字が見込まれる。

◆今上期はアドエビスの単価の急上昇と、アクティブアカウント数の一時的な伸び率鈍化が特徴。

◆Q3並びにQ4とも営業利益ベースでは、黒字の維持を予想。

◆ アルファ・ウイン調査部の2019/9期業績予想

上半期の実績と同社通期予想の発表を踏まえ、下期の予想を見直すとともに当調査部の通期業績の従来見通しを修正した。当部では、事業構造改革と積極的な先行投資が一旦はピークアウトしたと考えている。

2019/9期の業績予想を、従来予想→今回予想の順に、売上高 2,150 百万円（前年比 19.2%増）→2,260 百万円（前年比 25.3%増）、営業利益 30 百万円（黒字化）→60 百万円へと上方修正した。

ただし、前回は当期利益を 10 百万円と黒字化すると予想していたが、当初見込んでいなかった特損の計上があったため、△25 百万円の赤字へと変更した。（図表 28）。

同社の今通期計画（レンジの中央値と比較）に対する上期の進捗率は、売上高で 47%、営業利益では 84%となっている。特に、今第 2 四半期（2019 年 1～3 月、Q2）では、予想以上に売上高、特にアドエビスの平均単価が大きく伸び、+47 百万円と営業損益が黒字化するなどポジティブな内容であった。売上高は下期に入っても好調であり、また下期の会社前提の営業利益は、△21 百万円～+29 百万円で保守的であると考えられる。

Q2 の営業利益は既に黒字化しており、足元の状況を考慮すると Q3（同年 4～6 月）並びに Q4（同年 7～9 月）も黒字を維持するものと推測される。但し、採用費、増員による人件費増、社員総会や商号変更に伴う諸費用の計上が見込まれ、Q3 及び Q4 の各営業利益は Q2 には届かないと推定される。下期には追加の特損は発生しない予定であり、これを前提とすれば通期では、最終損失額は限定的となる可能性がある。

主力製品であるアドエビスの価格体系を変え、平均単価の上昇が継続的に期待できることから、粗利率の改善も見込まれる。同事業の限界利益率は 70%前後と推測され、変動費と考えられる代理店手数料やサーバー費等を除き、増収効果の多くは増益に寄与すると考えられる。先に説明したサブスクリプションモデルのため新価格体系で受注した契約が、初期コストを考慮したネットベースで収益面に本格的に寄与するのは、契約後約 8 ヶ月先となる。上期は収益貢献が少ないが、下期以降、来年度にかけて徐々に寄与すると思われる。

なお、アドエビスの解約率は、現状では月間数パーセント（非公表）であると推定される。今後は他社との連携によるオプション機能の追加、あるいは自社開発による機能の追加により、商品・サービス力の魅力を高め、解約防止に繋げたい意向である。

【 図表 28 】 アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績予想

(百万円)	2018/9期実績	2019/9期CE	2019/9期旧E	2019/9期新E	2020/9期CE	2020/9期E	2021/9期E
売上高	1,805	2,250~2,350	2,150	2,260	3,000	2,750	3,150
マーケティングPF	1,530		1,870	2,020		2,490	2,875
商流PF	274		280	250		260	275
売上高総利益	1,190		1,430	1,560		1,750	2,050
売上高総利益率	65.9%		66.5%	69.0%		63.6%	65.1%
販管費及び一般管理費	1,289		1,400	1,500		1,630	1,800
対売上高比	71.4%		65.1%	66.4%		59.3%	57.1%
営業利益	-98	0~50	30	60		120	250
対売上高比	-5.5%		1.4%	2.7%		4.4%	7.9%
経常利益	-115	非公表	10	45		100	230
対売上高比	-6.4%		0.5%	2.0%		3.6%	7.3%
当期純利益	-89	非公表	10	-25		92	155
対売上高比	-4.9%		0.5%	-1.1%		3.3%	4.9%
KPI	年度平均A	上半期平均A	年度平均E	年度平均E		年度平均E	年度平均E
アドエビス アクティブアカウント数	1,476	1,547	1,624	1,546		1,670	1,837
同変化率			10.0%	4.8%		8.0%	10.0%
アドエビス 平均単価	78,938	92,332	87,315	98,666		112,000	120,000
同変化率			10.6%	25.0%		13.5%	7.1%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%		19.1%	25.2%		21.7%	14.5%
マーケティングPF	21.9%		22.2%	32.0%		23.3%	15.5%
商流PF	-41.1%		2.2%	-8.8%		4.0%	5.8%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%		0.6%	3.1%		-2.9%	1.4%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%		8.6%	16.4%		8.7%	10.4%
営業利益(伸率)	赤字化		黒字化	黒字化		100.0%	108.3%
経常利益(伸率)	赤字化		黒字化	黒字化		122.2%	130.0%
当期純利益(伸率)	赤字化		黒字化	赤字化		黒字化	68.5%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 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、Aは実績値(各四半期末の数値の単純平均)。

なお、過去の同社による業績予想(初回)と実績の差異は、図表 29 の通りである。同社は近年、業績予想を期初には発表せず、合理的な予想が可能と判断した段階で発表している。その為、公表された予想と実績の乖離は小さい。今期は Q1 決算発表のタイミングで、通期の予想数字が公表された。

【 図表 29 】 業績予想と実績の推移

決算期	業績予想発表日	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益
2015/9期	2014/11/10	1,545	350	350	203
	実績(百万円)	1,437	350	352	230
	乖離率(%)	-7.0	0.0	0.6	13.3
	乖離幅(百万円)	-108	0	2	27
2016/9期	2016/5/12	1,600	200	201	130
	実績(百万円)	1,612	247	250	168
	乖離率(%)	0.75	23.5	24.4	29.2
	乖離幅(百万円)	12	47	49	38
2017/9期	2017/5/9	1,650~1,700	10~100	-	-
	実績(百万円)	1,719	92	106	72
	乖離率(%)	1.1~4.2	-8.0~820.0	-	-
	乖離幅(百万円)	19~69	8~92	-	-
2018/9期	2018/2/6	1,800	-150	-	-
	実績(百万円)	1,804	-98	-115	-88
	乖離率(%)	0.2			
	乖離幅(百万円)	4	52		
2019/9期	2019/2/6	2,250~2,350	0~50	-	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。CE は会社予想、E は当調査部予想。

◆ 当調査部では、中期業績を見直し、売上高及び利益予想を上方修正。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見直し

前回作成した来期以降の中期業績見直しに対する当部の考え方には大きな変化はないが、業績予想を見直した(前出、図表 28)。来期(2020/9 期)の売上高の予想は、前回→今回の順に(以下同様、単位: 百万円) 2,600→2,750、営業利益 120 のまま変わらず、2021/9 期の予

想は、売上高 3,000→3,150、営業利益 230→250 とした。これは、主にアドエビスの単価とアクティブアカウント数の前提を変更したことによる。

◆当調査部では、中期的には年率 20～30%前後の増収率を予想。

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

◆会社が掲げる 2020/9 期の売上高 30 億円の目標達成は、M&A や提携戦略次第。

今後、これまでの投資や事業再編の成果が表れ、加えてアドエビスの単価の継続的な上昇とアクティブアカウント数の順調な増加が見込まれる。従ってマーケティングプラットフォーム事業の成長ポテンシャルは大きく、これが成長ドライバーとなって中長期的には年率 20～30%前後の増収率が期待される。

一方、今後も将来の成長のために先行投資を積極的に継続すると思われる、最終損益は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次第とはなる。2020/9 期、2021/9 期は、コスト構造が変わりつつある中で増収効果が表れ、損益的には V 字回復が鮮明となり利益の変化率は大きいと推測される。当調査部では、長期的には黒字基調を維持し、限界利益率が高いビジネスであることから、売上高成長率を上回る年率 30%近い利益成長（平準化ベース）を見込んでいる。

基本的には当調査部では、同社の掲げる 2020/9 期の売上高 30 億円の目標は、M&A や提携戦略によっては達成可能な範囲内であると思われるが、高い水準であることと、現状では M&A の有無や収益寄与が予見できないことから、やや慎重な予想を行っている。なお、当調査部の予想にあたっての前提は次の通りである。

- ① 前回レポートでは、「マーケティングプラットフォーム事業の大半を占めるアドエビスの平均単価は、新規契約による単価の押し上げ効果と、既存契約のストック件数の 2 割相当が新規料金契約に切り替わることによって上昇。また、アクティブ会員数は年率 10%増加。」と予想していた。しかし、同社は 2019/9 期 Q2～Q3 にかけて、アドエビスの既存契約の約 9 割まで、ほぼ一斉に新料金体系に切り替えたため単価が急上昇した。10 万円を超える新規契約の増加による平均単価上昇へのフル寄与、オプションや新機能の付加による単価上昇により、来期以降は、年率 10%前後の単価上昇を前提とした。また、アクティブ会員数は、新規顧客の獲得と他社との連携強化による機能の充実などに伴う解約率の低下により、年率 8～10%増加の前提とした。
- ② 新規あるいは今後の買収企業の業績寄与も見込み、結果としてマーケティングプラットフォーム事業の売上高は、年率 20%前後の成長見込みを変えていない。
- ③ また、プラットフォーム事業の限界利益率を、来期以降も約 70%と想定。人員は毎年約 20 名増加し、人件費を含めた一般管理費は年率約 10%増加。売上高販売管理費率は徐々に低下し、結果として営業利益率は目標の 10%に向けて好転していく。

◆ 広告効果測定システム専業からマーケティングロボット事業に総合的に展開できるか否かポイント。

◆ 中期的には、復配や最高益の更新も視野に。

- ④ 商流プラットフォーム事業については、EC-CUBE の売上高のみとなるが、現時点では抜本的な拡大策が打ち出されていない。ただし、EC マーケットの拡大と新バージョンの効果もあり、年率 4～6%程度の緩やかな増加へと想定を変更した（前回想定：10%の増加）。
- ⑤ なお、今期を除き中期の業績予想にあたっては、特別利益または、偶発債務などの特段の特別損失は見込んでいない。
- ⑥ また、M&A による事業拡大、売上寄与を増収幅の約 1/3 から 1/2 程度を見込んだが、短期的には収益寄与を見込んでいない。

中長期的には、現状の広告効果測定システム専業から、マーケティングロボット事業に総合的に展開できるか否かが今後の同社の業績を見る上では、重要なポイントになる。これまでのところ、計画に沿ってビジネスを順調に拡大しつつあり、今後 2～3 年内では復配や、中期ターム（3～5 年程度）では過去最高益の更新、株主優待制度の復活も視野に入ると思われる。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

- ◆ 社長の経営手腕、製品力、ビッグデータの蓄積と活用のポテンシャルが同社の強み。
- ◆ 今後の市場拡大の恩恵を享受しうるポジション。事業領域・海外への拡大を計画。

同社の SWOT 分析を図表 30 に列挙した。①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、②実績があり充実した機能を持つ主力製品とサポート体制、③サービス開始以来、長期にわたって蓄積してきたビッグデータの保有とその活用のポテンシャルが、同社の主な強みであると判断される。特に、岩田社長は創業当時からインターネット関連技術を習得し、同分野に知見が深くこの点が他社に対する優位性と考えられる。また、いまだ黎明期であるマーケティングロボット市場の成長性は高く、同社はその恩恵を享受できるポジションにいる。同社には、同広告の計測から分析・活用へとマーケティングロボット事業への拡大に加え、海外展開によりその成長を加速できるポテンシャルがあると思われる。

【図表 30】SWOT 分析

強み (Strength)	・創業以来の自社に蓄積されたビッグデータと活用の余地 ・知名度と顧客基盤、実績、製品力（インターネット広告効果システムツールでシェア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 ・業界の先端技術に精通している社長の経営手腕 ・労働環境の整備と高い従業員定着率、人材とノウハウの蓄積
弱み・課題 (Weakness)	・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 ・人材不足（エンジニア、営業員） ・資金力（先行投資負担の継続や、将来的な規模拡大のためのエクイティファイナンスリスク）
機会 (Opportunity)	・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 ・外部提携先のリソースの活用、協業 ・海外展開 ・新製品・サービスへの展開
脅威 (Threat)	・競合あるいは代替商品・サービスのローンチ、ライバルの出現、既存製品の競争力の低下 ・製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ ・コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 株主還元

- ◆ 今期は、無配の継続が予想され、復配は来期以降と思われる。

同社は、上場 2 年目（2015/9 期）に一株当たり 4.5 円、2016/9 期には 0.5 円を増配し一株当たり年間 5.0 円、2017 年 9 月期も同様に 5.0 円と 3 期連続で配当を実施した（図表 31）。しかし、2018/9 期に最終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。現在、同社は成長ステージにあり、資金を配当や優待で社外流出させるよりも、次なる成長のために投資に優先的に振りむけ、業績を回復させることによって株主価値を高めたいと同社は考えている。今期の配当は未定としたままであるが、短期的には復配または、株主優待制度の復活は見込みにくいと思われる。当部では、2021/9 期には復配の可能性があると判断している。

（注 22）アドテク：アド・テクノロジー【ad technology】の略。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。

（注 23）PSR【Price to Sales Ratio】：株価売上高倍率。時価総額を年間売上高で割ったバリュエーション指標。PSR は、成長性が高い、あるいは赤字企業などの新興企業の株価水準をはかる指標として用いられることが多い。

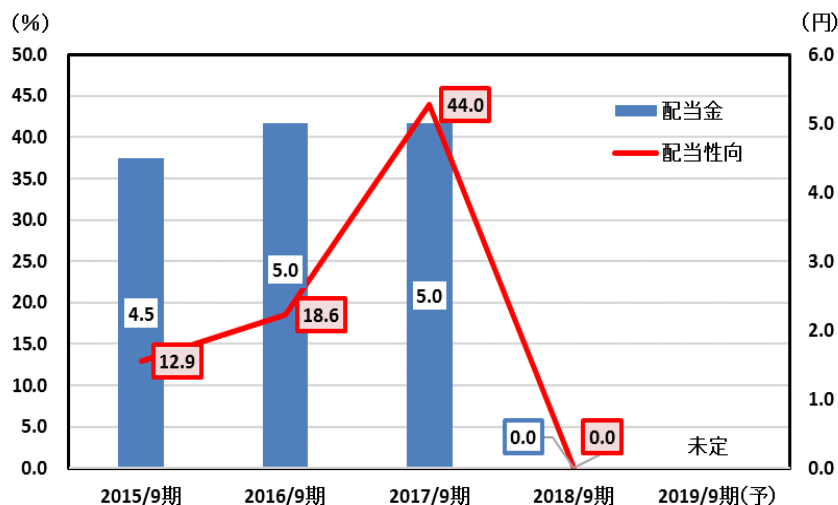
（注 24）PEG レシオ【Price Earnings Growth Ratio】：企業の中期的な利益成長率を加味して、株価の水準を測るバリュエーション指標。予想株価収益率（PER）を一株当たりの中期的な予想利益成長率（％）で割って算出する。一般的には PEG レシオが 1 倍以下なら割安、2 倍以上なら割高と言われている。

● **株価は、Q2 業績の黒字化発表を受けて急騰。直近の約 12 ヶ月間は、TOPIX を大幅にアウトパフォーム。**

● **バリュエーションには割安感はない。現在の株価には、今後の業績回復期待も一部反映されていると考えられる。**

● **株価は、中期の利益水準を何う展開へ。**

【図表 31】 配当金と配当性向の推移



（出所） 決算説明会資料、有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 株価の水準と特性、株価に影響を与えるファクター

同社は、東証マザーズ上場の小型アドテクノロジー^{注22} 関連株であり、株価のボラティリティは高い。本レポート P2 の図表 C に、過去約 2 年 9 ヶ月間の株価、及び TOPIX との相対株価を掲げている。約 1 年前まで同社株価は下落基調で、TOPIX を大きくアンダーパフォームした。①東証マザーズ指数に見られるように新興市場の中小型株が全般的に軟調であったという市場環境と、②成長戦略である「マーケティングロボット」達成に向けて、コア事業に注力するために実施した事業再編や先行投資の増加による赤字、無配、株主優待制度の廃止などがその要因として挙げられる。但し、最近の数か月間は、黒字化への転換と自社株買いを好感し株価は急上昇、その後も底堅く推移している。

なお、参考までに同社を含めたアドテクノロジー関連、または業務の一部が類似する上場会社 22 社の規模・事業内容・バリュエーションの概況を比較した（図表 32）。この比較において、PER と PBR、PSR^{注23} 及び配当利回り^{注24} でみる限り、同社のバリュエーションには割安感はない。これは、将来の業績の好転や成長期待がある程度、株価に反映されていると考えられる。

因みに、PEG レシオ^{注24} を 2 倍まで許容すると仮定し、ノーマライズした EPS の中期成長率を 20% と予想すると、PER は最大 40 倍前後となる（成長率を 30% とすれば PER は 60 倍）。現在の時価総額約 110 億円から逆算して、必要な（税引後）当期利益は約 2.8 億円相当と試算される（PER60 倍なら 1.8 億円）。業績の回復によりこの利益

水準を超えると期待される局面では、株価水準も切り上がる展開もあると推測される。

- ◆ 当面、アドエビスの単価とアクティブアカウント数、四半期単位での損益動向、M&A、復配のタイミングなどが注目点。

今後は、月次の売上高推移、特に四半期単位での黒字幅の変化や、復配の時期が注目されよう。なお、最も重要な経営指標（KPI）として、売上高の基礎となるアドエビスの単価とアクティブアカウント数を継続的にフォローしていきたい。また、M&A、業務提携、新商品・サービスなどのニュースリリースも、株価に影響を与えると推測される。中長期的には、インターネット広告市場を含む、同社が掲げるマーケティングロボット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と考えられる。貿易戦争や為替には直接影響を受けにくい、アドテク関連の内需成長株として今後の展開に引き続き期待したい。

【図表 32】 類似会社比較（アドテクノロジー関連企業等 22 社）

アドテクノロジー関連企業			市場表示 TSE:東証1部、TSE2:同2部、 TM:同マザーズ、JQS:JASDAQスタンダード		単位:百万円			%	倍			%	終値 (5/24)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価	
2159	フルスピード	ネットマーケティング(ネット広告配信技術)	TSE2	7,910	20,200	1,200	5.9	0.39	12.76	2.23	0.00	508	
2389	オプトHD	インターネット広告代理店/広告計測ツール	TSE1	34,059	未定	未定	-	-	-	1.08	0.00	1,430	
2461	ファンコミュニケーションズ	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	38,157	34,200	3,700	10.8	1.12	14.56	1.98	3.83	496	
2491	バリュコマース	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	91,279	24,500	4,350	17.8	3.73	29.29	9.12	1.08	2,648	
3134	Hamee	携帯アクセサリ/ECクラウド支援	TSE1	11,164	10,031	1,026	10.2	1.11	15.53	2.79	0.94	694	
3655	ブレインパット	ネットマーケティング・データ解析	TSE1	59,696	5,650	1,130	20.0	10.57	72.80	24.62	0.00	8,830	
3688	CARTA HD	アドプラットフォーム	TSE1	42,157	26,000	2,500	9.6	1.62	23.53	1.87	0.96	1,660	
3690	(株)ロックオン	インターネット広告計測ツール	TM	11,031	2,280	60	2.7	4.88	-	10.38	0.00	1,731	
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	95,364	未定	未定	-	-	-	20.76	0.30	2,105	
4293	セブティニHD	ネット広告代理店、スマホマーケティング支援	JQS	46,395	17,200	2,000	11.6	2.70	32.49	2.69	0.00	334	
4395	アクリート	SMS配信サービス	TM	4,421	1,600	270	16.9	2.76	24.38	4.97	0.00	807	
4751	サイバーエージェント	ネット広告代理店・スマホ、ゲーム	TSE1	576,505	440,000	20,000	4.5	1.31	287.33	7.31	0.72	4,560	
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理店、同プラットフォーム	JQS	7,055	35,000	560	1.6	0.20	23.16	1.39	2.16	421	
6026	GMO TECH	アプリ導入型露出広告・検索エンジン最適化	TM	2,141	2,900	30	1.0	0.74	18.76	2.57	2.67	1,945	
6045	レントラックス	成果報酬型インターネット広告サービス	TM	4,630	10,800	522	4.8	0.43	13.92	2.16	1.55	582	
6081	アライドアーキテクツ	SNS関連のマーケティング支援	TM	7,667	4,210	251	6.0	1.82	52.40	5.44	0.00	546	
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	TM	30,044	19,000	100	0.5	1.58	53.62	3.94	0.00	1,889	
6175	ネットマーケティング	成果報酬型の広告代理	TSE1	6,323	14,465	373	2.6	0.44	24.48	3.02	1.15	434	
6533	Orochestra HD	企業向けデジタルマーケティング	TM	10,616	9,500	570	6.0	1.12	27.07	9.02	0.49	1,230	
6550	Fringe81	ネット広告代理店、メディア収益化支援	TM	6,231	7,295	-525	-7.2	0.85	赤字でNA	4.21	0.00	635	
6553	ソウルドアウト	中堅・中小企業等向けのWebマーケティング支援	TM	26,295	22,000	1,150	5.2	1.20	33.06	10.06	0.78	2,552	
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	TM	9,327	15,572	23	0.1	0.60	赤字でNA	3.44	0.00	522	
アドテクノロジー関連企業22社 単純平均				51,294	36,119	1,965	6.5	1.96	44.66	6.14	0.76		
TOPIX (2019/5/24終値) 平均									13.36	1.14	単純 2.10 (加重 2.56)	1,541.21	

(出所) 各社の HP や有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料によりアルファ・ウイン調査部が作成。

(注) 原則、直近決算発表時点(四半期単位での直近決算)での各社予想数値、または直近実績値(BPS等)を使用(5月24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。配当については、予想を会社側が発表していない場合には、前期実績を使用。また、同社については、当調査部予想を使用。他社が、非公表の場合には、未定、または「-」にて表記。有効な数値のみを使用し平均値を算出。

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。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。FV20190610