

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証マザーズ)

【旧社名：株式会社ロックオン】

発行日：2019/12/13

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部

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

事業内容

・株式会社イルグルム（以下、同社）は、インターネットマーケティング関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行うマーケティングテクノロジーカンパニーである。岩田社長が大学時代に起業し、2001年に同社を設立。主力製品は、独自開発のインターネット広告効果測定システムで、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。これまでビジネスモデルの転換と事業ポートフォリオの選択と集中を行い、蓄積してきたストック資産を活かし、収益力を高めるステージに入りつつある。2014年9月に、東証マザーズに上場。なお、同社は2019年8月1日に、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。

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増により減益が続き、2018/9期には増収ながら赤字を計上し無配に転じた。2019/9期（前期）は、売上高は2,204百万円と22.1%の増収、営業利益では84百万円へと黒字に転換した。ただし、商標権に関する訴訟関連費用を特損に計上したため、当期損失△34百万円となった（注：△はマイナスを意味する、以下同様）。同社は予想数値をレンジで公表しており、売上高は予想下限値を下回ったものの、営業利益は予想上限値を上回った（当調査部予想に対しても同様）。これまで懸案であった訴訟が解決したこと、及び第2四半期（2019年1～3月）以降の各四半期営業利益は黒字を維持し定着しつつある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、企業買収・事業買収・業務提携も積極的に活用し、さらなる製品力の強化と主力製品の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や周辺事業への展開、他社との連携も積極的に進め、成長を加速化する意向である。直近では、オプトからADPLAN事業買収を決定し、シェアを拡大する見込み。

今期、及び中期の業績予想

・今期である2020/9期の業績予想（売上高、利益、配当）を同社は、昨年度と同様に、未確定な要素が多いため合理的な業績予想が困難であり、合理的な算定が可能となった時点で速やかに公表する予定であるとして非公表である。当調査部では、アドエビスの単価上昇や事業買収効果を考慮し、前回の業績予想を見直した。売上高は2,750百万円（前期比24.8%増）の予想を据え置く一方、営業利益を200百万円（前期比138.1%増）、当期利益を165百万円（黒字化）に上方修正した。会社計画の発表（レンジでの予想と推定される）時期は、今Q1あるいは中間決算の実績を踏まえて、2月あ

1/41

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。

るいは5月頃と思われる。今期も主力製品であるアドエビスの売上高が伸長し、加えてコスト改善が継続することにより、二桁の増収と大幅な増益、最終利益の黒字転換が見込まれる。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、中長期で年率15~20%前後の増収が見込まれる。なお、今後も成長に向けた事業ポートフォリオの積極的な選択と集中、事業拡大が予想され、「攻めの」先行投資を継続すると思われる。従ってコストコントロール次第とはなるが、利益率は改善する方向にあり、最終黒字基調を維持し、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。

株価水準と特徴

・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月以降夏まで株価は上昇し、インデックスをアウトパフォームしたが、その反動もあり直近半年では調整中である。TOPIX や類似会社とバリュエーションを比較すると、現状では割安感はない。しかし、業績のボトムアウト・営業利益の黒字化が確認され、収益のV字回復の確度がより高まってきている。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、引き続き注目したい。

株主還元

・前期及び前々期は最終赤字のため無配となった。今期の配当も未定と同社は公表しているが、復配の可能性は低く来々期以降に持ち越されられると思われる。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 イルグルム 業種：情報・通信 】 図表A												
決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
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		2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	-	-5.54	168.68	0.0
2020/9	CE	非公表(但し、中計では、売上高を30億円と設定)										
2020/9	E	2,750	24.8	200	135.5	200	153.2	165	黒字化	26.23	194.88	0.0
2021/9	E	3,150	14.5	300	50.0	300	50.0	230	39.4	36.56	231.44	0.0
2022/9	E	3,600	14.3	380	26.7	380	26.7	250	8.7	39.74	271.18	5.0

(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 イルグルム 】 図表B						
項 目	2019/12/6	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,271	前期実績	-	7.5	0.0%	0.0%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	48.5	6.5	0.0%	0.0%
時価総額 (百万円)	8,099	来期予想	34.8	5.5	0.0%	0.0%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	51.4%	前期ROE	-3.1%	

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート（週末値） 3690 株式会社 イルグルム 】 図表C



（備考）アルファ・ウイン調査部が作成、株価・TOPIX は 2019 年 12 月 6 日終値が直近値。
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。

目次

1. 会社概要.....	P5
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P5
経営理念.....	P7
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P8
独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供.....	P8
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P9
事業内容の詳細.....	P10
サブスクリプションモデル.....	P15
3. 株主構成.....	P17
株主所有者別構成の推移.....	P17
上位株主構成.....	P17
4. ESG.....	P19
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）.....	P19
企業統治（Governance）.....	P20
5. 成長の軌跡.....	P21
沿革.....	P21
過去の業績推移.....	P21
6. 業界環境.....	P23
日本の広告市場の動向.....	P23
同業類似会社.....	P24
プライバシー保護強化による広告効果測定への影響.....	P25
7. 前期の業績と今期の見通し.....	P27
2019/9 期（前期）決算の実績.....	P27
2020/9 期（今期）業績の同社予想.....	P30
トピック：「ADPLAN」事業の譲受について.....	P32
8. 成長戦略.....	P33
同社の中期経営計画・戦略.....	P33
アルファ・ウイン調査部の 2020/9 期（今期）業績予想.....	P35
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P36
9. アナリストの視点.....	P38
SWOT 分析.....	P38
株主還元.....	P38
株価の水準と特性、株価に影響を与えうるファクター.....	P39

1. 会社概要

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

- マーケティングテクノロジーカンパニー。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) 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.)」

株式会社イルグルム（以下、同社）は、インターネット広告関連ソフトウェア、及び e コマース関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行う新興のマーケティングテクノロジーカンパニーである。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 年に同社を設立した。

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。ニッチ分野の同事業のリーディングガリバーである。

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）」であり、SaaS^{注2}（クラウド）形式で企業向け（BtoB）に提供する。

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。加えて 2019 年 8 月に働く場所にとらわれない多様な働き方の推進を目的にワーキングスペースとして、KYOTO BASE（京都市）を新設した。優秀な人材の確保と研究開発拠点としても活用していく予定。

同社は、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。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。



◆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 3）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。

◆売上高・利益とも連単倍率は、1 倍前後で推移。前期は、子会社が寄与し連単倍率は改善。

なお同社は、新ビジョンを、「データとテクノロジーによって世界中の企業のマーケティング活動を支援し、売り手と買い手の幸せをつくる企業になる。」と定めた。

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」、
「アドレポ：AdRepo」（運用型広告^{注3}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、以下の同社と連結子会社 2 社、非連結子会社 1 社、持分法適用会社 1 社の 5 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）
- ・ なお、株式会社ラジカルオブティは、2017 年 5 月に株式の 20%を取得し、その後、彩と同じく EC 受託開発事業を同社から移管したが、前期に一部保有株式を売却し適用会社からは除外されている。

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、連結対象子会社群の合計経常損益もほぼゼロであった（図表 1）。前期には、連結対象子会社（連結一単位）の売上高は 193 百万円、経常利益は 60 百万円と大きく改善している（前々期は、各 0 百万円、△5 百万円）。この要因は、イーシーキューブ事業を単体から子会社にカーブアウトしたことと、その業績が好転したことによる。

【図表1】 年度別経常利益の連単比較（単位：百万円、%）

		14/9期	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期
A	連結経常利益	234	352	250	106	-115	79
B	単体経常利益	245	359	252	107	-110	20
A-B=C	(連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60
C/B	(子会社等/単体)経常	-4.7%	-1.9%	-0.7%	-0.5%	-	304.9%
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.05

（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、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）。

・9 月末時点では、借入金は現預金残高見合いで、実質的に、ほぼ無借金。

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。

2019/9 月末時点では、長短借入金合計約 7.4 億円に対し現預金が約 7.7 億円と、実質的にはほぼ無借金である。また、9 月末の総資産約 21 億円、時価総額約 84 億円（2019 年 9 月 30 日終値、株価 1,325 円）と小規模ながら、自己資本比率 51%、流動比率 139%と財務的には問題ない。

のれん（アドレパ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 5.9 億円、繰延税金資産が 0.9 億円と合計 6.8 億円あるが、純資産合計額 10.6 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

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。

バリュー（価値観、行動指針）として「最後の最後まで求め続けよう」「領域を越えよう」「本当にできると信じよう」という 3 つの指針を掲げている。

・同社の経営理念



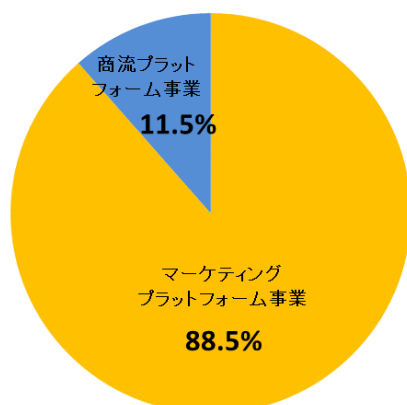
2. 事業内容とビジネスモデル

- ◆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。

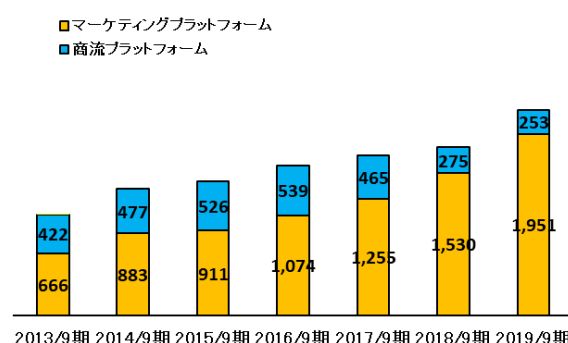
◆独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供

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、前期では総売上高の88.5%を占め、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、及び2018/9期の事業再編期を除き、通期ベースでは両プラットフォーム事業とも、営業利益を計上している。

【図表2】事業別の2019/9期通期売上構成

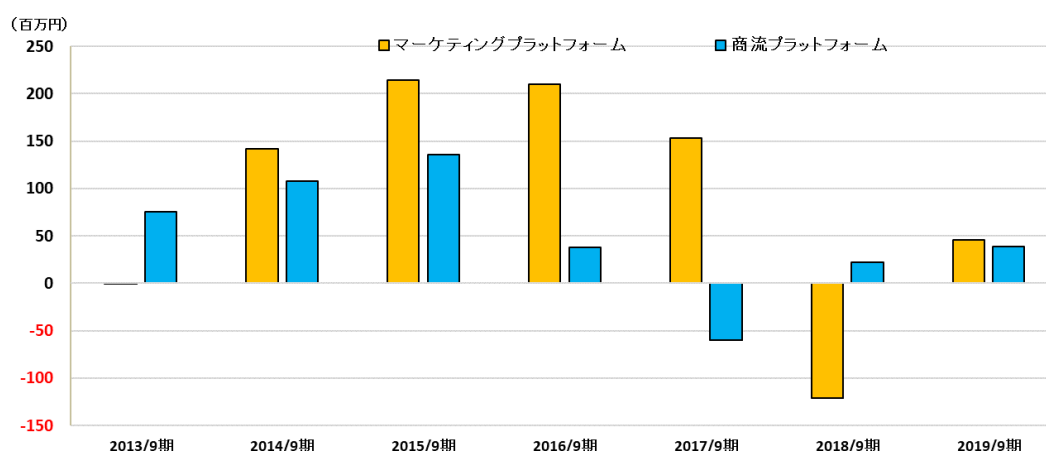


【図表3】事業別の通期売上高推移（単位：百万円）



（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。

◆事業ポートフォリオの再構築と強化

同社は、2016/9 期以降、コアビジネスへの集中（マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスへのシフト）、ノンコアビジネス（商流プラットフォーム事業）の切り離しなど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「ADEBiS（以下、アドエビス）」が、総売上高の 8 割弱（前期実績）を占める。今後、同製品、及びその関連製品に経営資源を集中的に投下し、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。

【図表 5】事業再編とセグメント（ハイライト部分が今後継続する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)		撤退予定(2020年3月)	
	③DMP事業		ソリューション(SOLUTION)から移管、今後縮小・撤退方針	
	④アドレポ事業		買収(2018年8月)	
	⑤ADPLAN事業		買収予定(2020年1月)	
(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
	②ソリューション(SOLUTION)→廃止	EC受託開発事業	(有限会社)彩(持分法適用)と、(株式会社)ラジカルオプティに移管(前期に、持分法適用から除外)に移管	持分
		(DMP事業)	ソリューション(SOLUTION)へ移管	

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

(注 4)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 5)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。

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4}(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機能、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他社との新規連携 30 件に対して 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、マーケティングプラットフォーム事業に組入れ。
- ④ 商流プラットフォーム事業を再編。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。なお、移管先の 1 社である(株)ラジカルオプティは、前期に持分法適用対象外となった。
- 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に移管。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5} 関連事業(前期売上実績 51 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々期に移管。

⑦ 成長に向けた人員の増強。2014/9 期以降、新卒と中途採用を進め 2019/9 期に至るまで、68→71→98→122→144→151（期末人員数、単位：名）と、毎年人員を増やしてきた。しかし、前期は売り手市場の中で優秀な人材の採用が容易ではなく、純増ペースは鈍った。今後も一定の人材採用を継続し、成長を加速する方針である。これまでは販売強化のためのセールスパーソンとソフトウェア開発のためのエンジニアを中心に強化してきたが、近時は、カスタマーサクセス領域に人材をシフトし、顧客への価値提供強化を図っている。なお、今期は新卒 11 名と中途採用により増員し、今期末人員は 160 名前後となる見込みである。

⑧ 「スリー：THREe」事業（リスティング広告^{注6}運用プラットフォームからの撤退を決定（2020 年 3 月末予定）。

（注 6）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。

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特化している。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。

◆ 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高、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 単独	2013/9期 単独	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	2019/9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	1,951	87.6%
①AD EBIS	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	78.5%
②THREe	46	81	161	89	62	54	43	28	1.3%
③(DMP)							84	51	2.3%
④アドレボ								124	5.6%
⑤ADPLAN									(事業買収予定)
セグメント営業利益	-61	-1	142	214	210	153	-121	46	
セグメント営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	

（出所）有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。一部の推定を含む。

◆ アドエビスが、全社総売上高の約 79%(2019/9 期)を占めるコア商品で成長ドライバー。

マーケティングプラットフォーム事業は、現状、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。なお、計画通

りに事業買収が行われれば、今期から⑤ADPLAN 事業がこのセグメントに加わる見込みである（詳細は P32 を参照）。

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

● **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。**

① 「アドエビス：AD EBiS」

アドエビスは、同社がオリジナル開発したコア製品であり、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 P15 を参照）を採用している。

2004 年のリリース以来、累計 1 万件を超える導入実績を持ち（2019 年 8 月 21 日時点）、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、WOWOW、ライオン、ミキハウス、アイフル、ノエビア、ツヴァイ、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）



売上 =

アカウント数



平均単価

◆アドエビスのアカウント数と平均単価が KPI。

◆新料金のパッケージプランに移行し、単価は大幅に上昇。

◆アドエビスのアクティブアカウント数は、純減に転じる。解約率の引き下げが課題。

◆売上金額ベースでは、2 割成長を維持。

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（レポートティングなどの各種外部連携機能等）加えることができる。

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 期の月額平均単価（各四半期末とも最終月末時点での平均単価、以下同様）は、前期 Q1（2018 年 10～12 月）⇒Q4（2019 年 7～9 月）の順に、86,621 円（直前の四半期比 2.0%増）→98,042 円（同 13.2%増）→102,262 円（同 4.3%増）→107,143 円（同 4.8%増）と上昇した（図表 7）。各四半期末の単純平均は、前期 98,517 円で前々期の 78,938 円に対し、19,580 円または 24.8%と価格改定の効果で大幅に増加した。因みに、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。なお、今 Q1 に入っても、平均単価は上昇傾向にある。

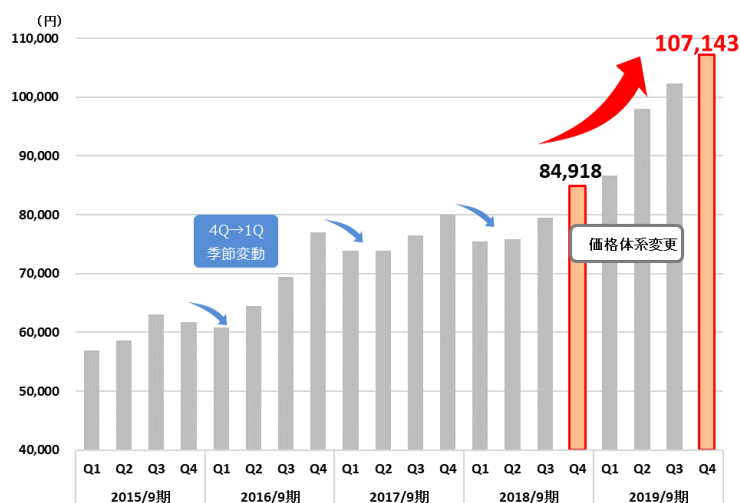
一方で、アクティブアカウント数は、2019/9 期 Q1 末(2018 年 12 月末)まで四半期末ベースでは増加していたが、その後、3 四半期連続で減少に転じている。前期 Q1（2018 年 10～12 月）⇒Q4（2019 年 7～9 月）の順に、1,569（直前の四半期比 3.4%増、過去のピーク）→1,516（同 3.4%減）→1,433（同 5.5%減）→1,425（同 0.6%減）と単価と反対に減少した（図表 8）。各四半期末の単純平均は、前期 1,486 で前々期の 1,476 に対し、10 アカウントまたは 0.6%増と価格改定の影響で微増に止まった。今期に入っても減少傾向にあり、下げ止まるタイミングを見極めたい。

単価の上昇とアカウント数の減少は、2019 年の 3 月以降、既存顧客の契約を新価格体系に移行する際に、低価格帯と代理店経由の契約に解約が増加したことが要因である。

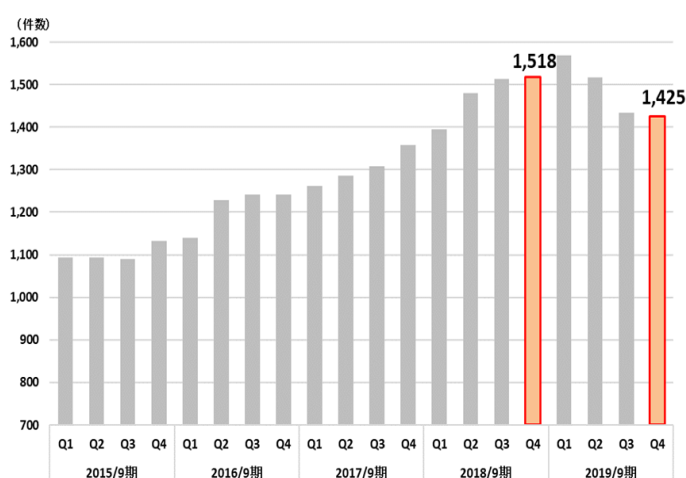
なお、アドエビスの売上金額では、アカウント数の伸び悩みを単価の上昇で十分に補い、年度では、前年比 20%台の増収が継続している。

高単価の新規顧客の増加に加えて、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、今後は単価の上昇とアクティブ会員数の純増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8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

◆スリーの上高は僅少、経営資源をアドエビスに集中するため撤退を決定。

(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。

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、広告の自動最適化と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。

しかし、2019/9 期では、「THREe」の総売上高に占める割合は、約1%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、縮小していく方針を打ち出していたが、2020 年3月末にサービスを停止することを決定した。

③ DMP 事業

◆DMP事業を商流プラットフォーム事業より、受管。今後、撤退を計画。

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々期から移管した。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、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。前期では、全体売上高の約2%と僅少であり、スリー同様に、段階的に縮小し最終的には撤退する方針である。

④ アドレポ事業

- ・アドレポ事業は、アドエビスとのシナジーを狙い積極的に事業を拡大。

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、前期初からフルに事業展開を行う。年商は、前期実績で124百万円であり、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強化していく方針である（当部の今期推定年商1.4億円程度、10%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ト作成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、イーシーキューブに一本化。

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（図表9）。

【図表9】商流プラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高 (百万円)	2012/9期 単独	2013/9期 単独	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	2019/9期 連結	2019/9期 構成比
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465	275	274	12.3%
①EC-CUBE	150	207	245	230	219	208	254	274	12.3%
②SOLUTION	174	214	232	296	319	257	20	0	0.0%
(DMP)						104			0.0%
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-60	22	39	
セグメント営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	14.2%	

（出所）有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。一部の推定を含む。

① イーシーキューブ（EC-CUBE）

（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。

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、ウェブサイト製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

(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で展開。定額課金型のストックビジネスで、継続的かつ安定的な利益を獲得できる。

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、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等）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影響はないが、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、決済代行手数料の増加等により業績は堅調に推移している。

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等に移管済みである（持分法損益として、営業外損益に反映される）。前期以降、連結売上高セグメント内には存在していない。

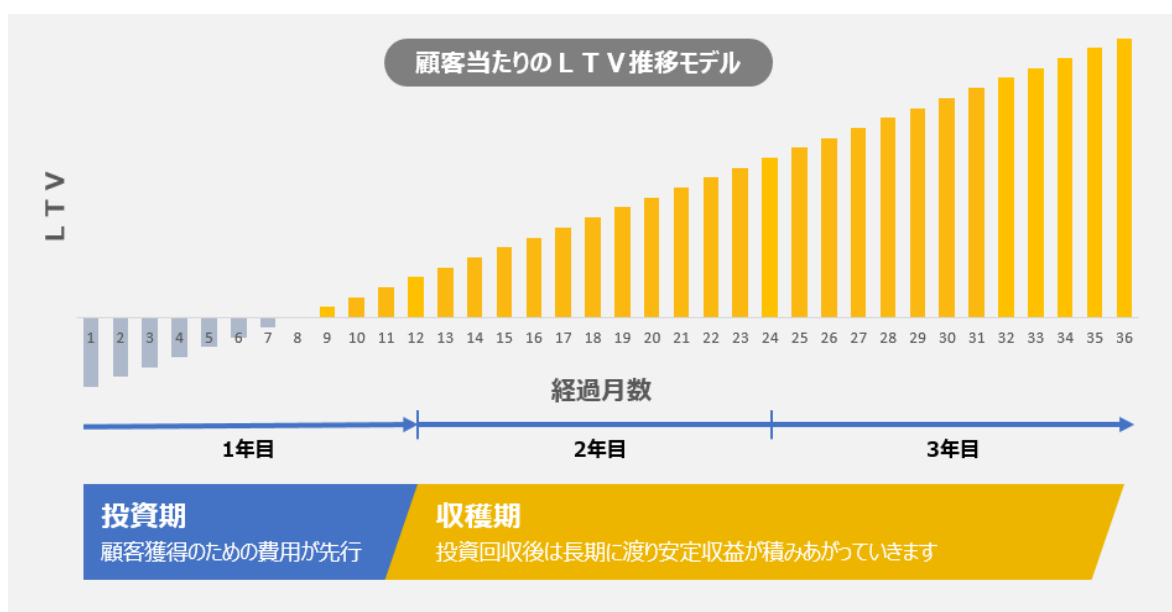
◆ サブスクリプションモデル

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して発生するものの、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。

P16 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、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



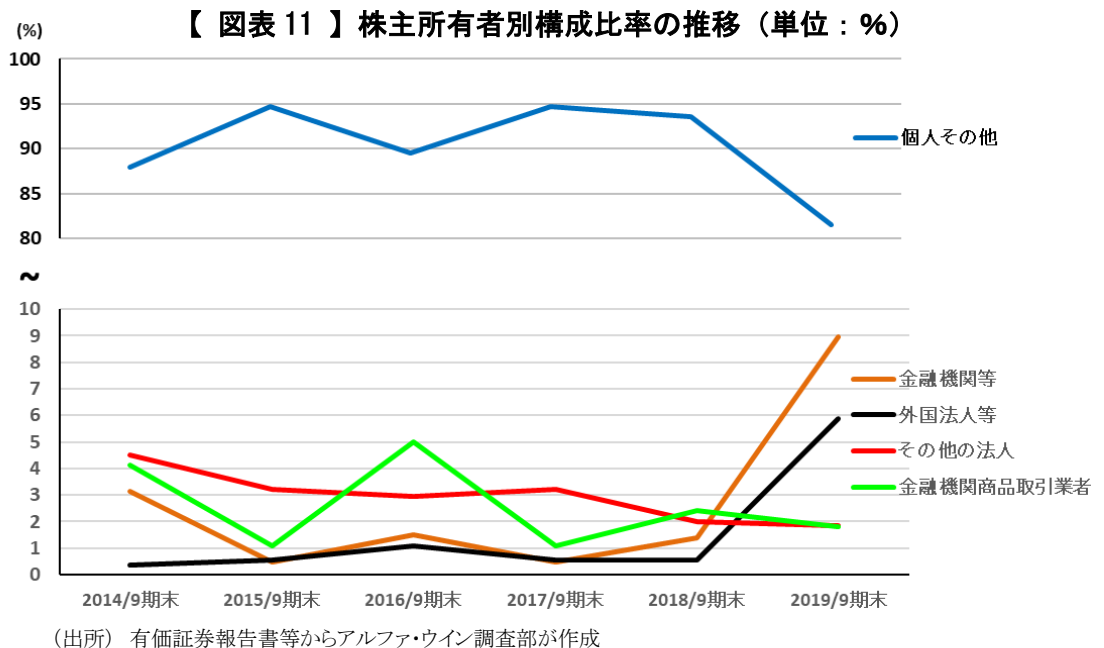
（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

3. 株主構成

- ◆ 個人の株式保有比率が約82%と圧倒的に高い。

◆ 株主所有者別構成の推移

2019 年 9 月末の株主所有者別構成比率（図表 11）は、1 年前と比較すると「個人その他」が、全体の約 94%から約 82%減少する一方、「金融機関等」は約 1%から約 9%、「外国法人等」は 0.6%から 5.9%へと増加している。



- ◆ 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

2019 年 9 月末時点での大株主は、図表 12 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、大きくは変わっていない。

- ・筆頭株主は、4 割強を保有し創業者兼オーナーでもある岩田社長。
- ・第 2 位・第 3 位株主は、いずれも同社の元取締役であり（徐々に売却）、同社役員、及び元役員と第 8 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 4~6 位株主は、信託銀行等のカストディアンであるため、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（株式会社イルグルムの発行済株式数の約 3%に相当、平均組入単価 1,277 円）が組み込まれている。なお、その後買い増した結果、2019 年 7 月 31 日に、大量保有報告書（5%ルール報告書）を提出し、328,400 株（保有割合

- 5.15%)を保有している。名目上の大株主名を明確には特定できないが、これらの信託銀行名義で投資されていると推定される。
- ・第10位株主は、博報堂メディアパートナーズで同社の代理店。
 - ・上田八木短資、楽天証券の保有目的などは不明。
 - ・現状では、投資家にアクティビスト活動のように目立った動きは見られない。

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）2019年9月末では81,423株まで増加した（発行済株式数の1.28%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12】大株主の状況

	表内の株数単位：千株				割合：%		
	2015年9月末	2016年9月末	2017年9月末	2018年9月末	2019年9月末	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	44.8	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	12.7	2
又座 加奈子氏（元取締役専務執行役員）	415	415	352	354	353	5.6	3
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	60	333	5.2	4
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	4.5	5
資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	1.9	6
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	1.8	7
イルグルム従業員持ち株会	76	39	48	69	68	1.0	8
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	1.0	9
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	0.9	10
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	—	—	—
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	—
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—
高嶋 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	81,423	—	—
（自己株式比率）	—	—	0.0007%	0.0155%	1.2777%	—	—

（出所）有価証券報告書等に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

4. ESG

ESG に関しては、従来通りで大きな変化はない。

◆ 環境対応（Environment）

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

◆ 社会的責任（Society）

◆ 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 15)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 15}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（6名：前期比1名増員）、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。

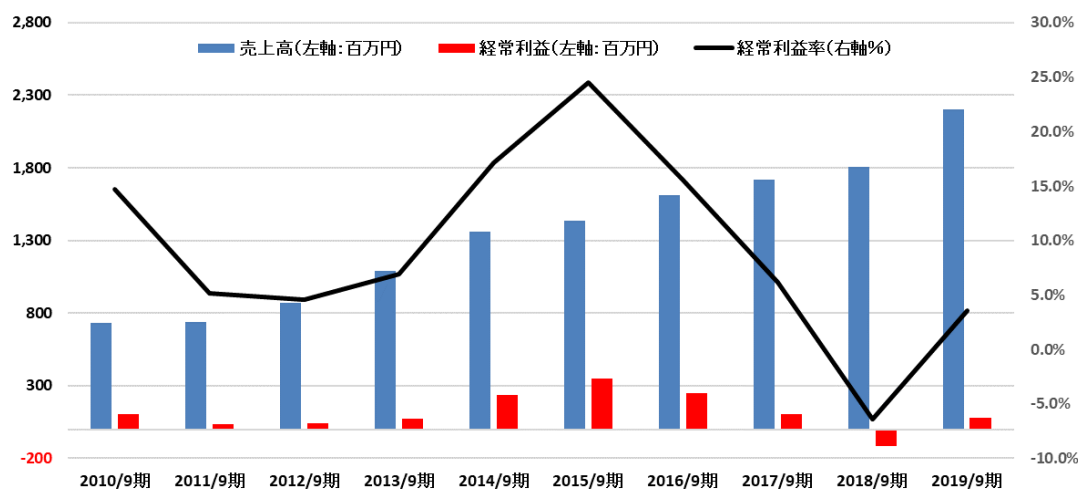
2010/9 期～2013/9 期は単独決算であり 4 期連続で増収、さらに連結決算がスタートした 2014/9 期以来も、2019/9 期に至るまでの 5 期間、売上高は毎期最高値を更新している（開示資料の範囲内で少なくとも 9 期連続で売上高を更新中）。この間、売上高は 7.3 億円から約 22 億円へと約 3 倍に増加した。マーケティングプラットフォームのアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC-CUBE とソリューションの商流プラットフォームが安定成長したことが背景にある。

◆ 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。前々期である 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（図表 13、及び図表 14 を参照）。また、2019/9 期（前期）決算については後述するが、マーケティングプラットフォームにおいて、主力のアドエビスの平均単価の上昇により、対前年比 22% の増収となり、営業利益・経常利益ともに通期で黒字化した。

◆ 前 2019/9 期は大幅増収により、営業利益・経常利益とも黒字に転換。

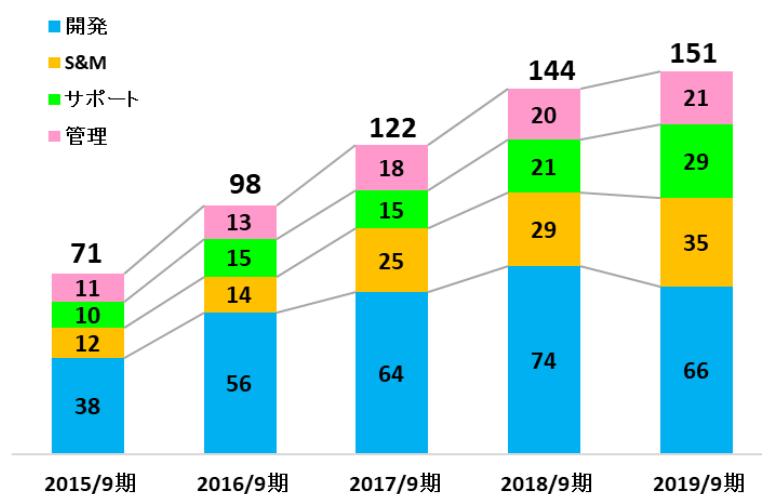
【図表 13】 過去の業績推移 （単位：百万円、％）



（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 14】 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

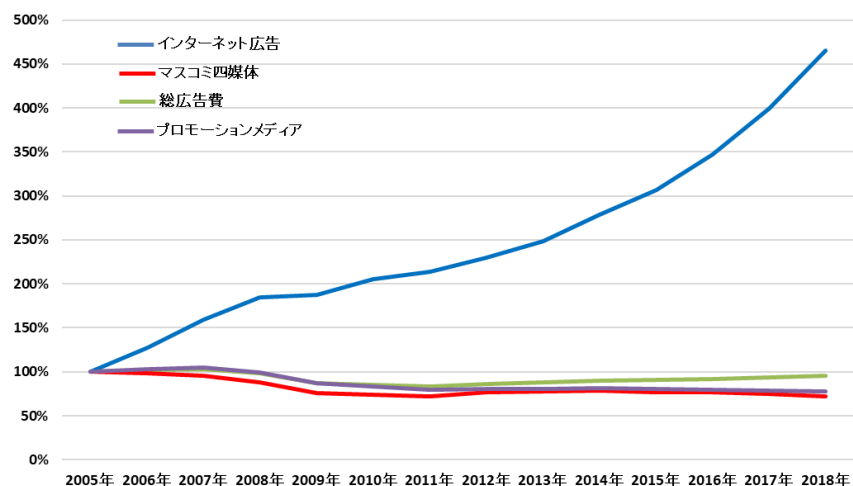
6. 業界環境

◆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15）。

【図表15】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」（毎年2月に発表）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。

◆ 同業類似会社

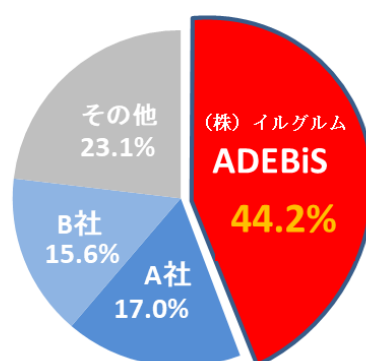
同社の同業他社として、直接の比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。広告効果測定・分析ツールとして、国内の中小企業が幅広く活用している Google Analytics^{注16}や Adobe Analytics^{注17}、上場会社のオプトホールディングス（東証一部 2389、以下オプト HD）グループが提供する ADPLAN（導入社数累計 1,500 社超、但し同社が事業買収予定）、未上場企業であるが（株）ビービットが提供する「ウェブアンテナ：Web Antenna」（大手企業からベンチャー企業まで導入実績 600 社以上）が競合製品となる。但し、他社は専業ではなく、製品の機能や計測対象・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（図表 16）。因みに同社の顧客のターゲット層は、中堅企業から上場会社までのミドルクラスであり、ハイエンドクラスをターゲットとする有料版（同社の 10 倍前後の料金設定と推定される）の Google Analytics や Adobe Analytics とは顧客層が異なる。

（注 16）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 17）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 16】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

◆ 個人情報保護に関する世界的な規制強化。

（注 18）ITP【Intelligent Tracking Prevention】：ターゲティング広告と呼ばれる、ブラウザの Cookie を利用した広告について、一定期間後に Cookie の利用制限が行われる仕組み。

◆ 日本でも個人情報保護法の改正により、プライバシー保護が厳格化される方向。Cookie 等の利用に際し本人の同意が義務化される見通し。

（注 19）IP アドレス：インターネットなどネットワークに接続されたコンピュータや通信機器の個々の機器に割り当てられた識別番号。データの宛先の指定や送信元の特典などに用いられる。

（注 20）Cookie【クッキー】：Web サイトを閲覧した際に、Web ブラウザ側に作成されるコード。一時的に保管され、主にウェブサイトの利用者判別に使われる。サイトの訪問履歴やコンテンツの閲覧状況等が判別可能。パーソナライズされた広告の表示や Web 接客等、Web マーケティング・サービスに幅広く利用されている。

◆ プライバシー保護の規制強化は、専業で技術力のある会社にはビジネスチャンス。

◆ プライバシー保護強化による広告効果測定への影響

背景：欧州連合（EU）で施行された一般データ保護規定（GDPR）の強化に呼応して、海外はもとより日本国内でもプライバシー保護の観点から個人情報のデータの取り扱いに関する規制強化・厳格化が進みつつある。

具体的には、Apple 社の Safari ブラウザに追加されたトラッキング防止機能 Intelligent Tracking Prevention^{注 18}（以下、ITP）など、Web 上のユーザー行動データの収集において、IP アドレス^{注 19}や Cookie^{注 20}等も個人情報とみなされ、ブラウザ各社でも ITP をはじめとして Cookie を用いたトラッキングを制限する動きが強まっている（現時点では、Google クローム、インターネットエクスプローラーなどの他のブラウザには、波及や影響はない）。

日本でも、政府の個人情報保護委員会は個人情報保護法を見直し、2019 年 11 月 29 日に個人情報保護法の改正案の骨子を発表した。これによれば、インターネットサイトの閲覧履歴などを別の企業に提供する場合（第三者提供）、提供先が持つ個人情報と結び付けて本人が特定できる場合は利用者の同意を義務付ける。

現状では、広告主や業者などは、本人の同意がない場合でも、閲覧履歴から性別、年齢層、志向、興味などを推定し、これに合わせた広告の配信に活用していることもある。リクルートナビの就活生の内定辞退率の分析と採用企業への情報提供や、巨大 IT 企業を中心にデータの大規模活用が広がる中、個人の権利保護を強化する狙いがある。

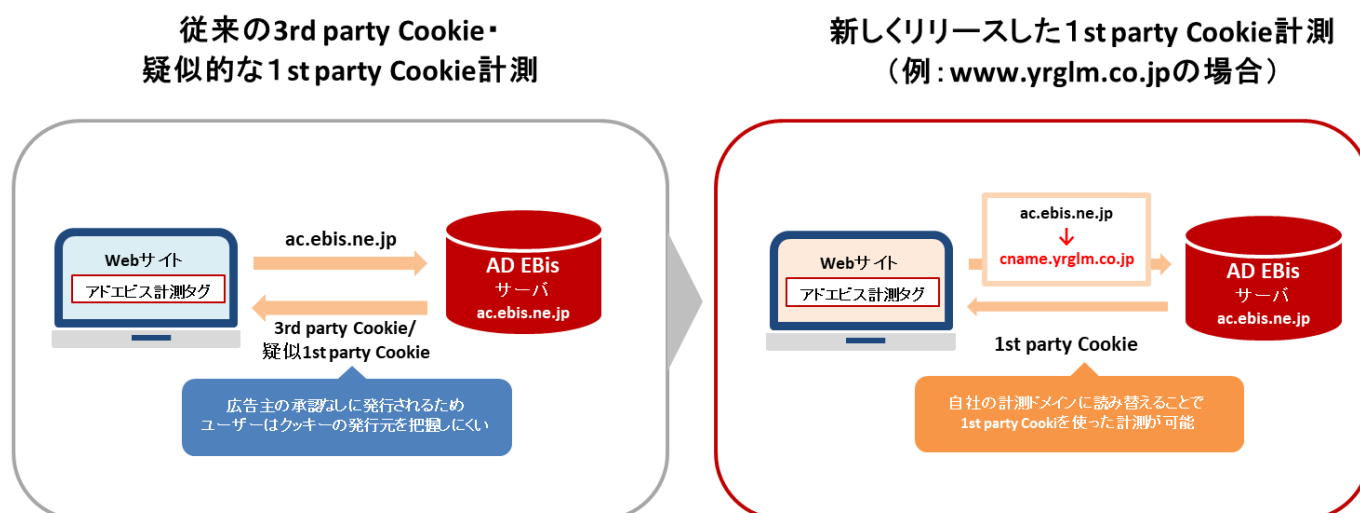
複数のドメインを横断的に情報を収集・追跡するクロスサイト・トラッキングを行っている広告関連事業者等には、これらの規制により、リターゲティング広告（サイトの既訪問者への広告）が配信されない、あるいは広告効果測定に支障が発生するなどのマイナスインパクトが予想される。

そこで、同社は対応策として、ユーザーのプライバシーに配慮しながら、精度の高い広告効果測定が可能な新しい計測方法である「CNAME トラッキング」をリリースした（クラウドにて提供）。これは、広告主が承認したドメインでのみ情報を取得・保持するもので、プライバシーに配慮し、かつ正確な計測ができるツールである（図表 17）。

今後も一層、保護規制の強化が進むと思われる、ユーザーのプライバシーに配慮した高精度な広告効果測定のニーズが高まる。一方 必要とされる技術力もますます高度なものが求められると考えられる。同社は、専業で業界ナンバーワンの技術開発力やサポート体制を持ってお

り、技術的にキャッチアップが難しい他社との差別化（十分には対応できない同業他社は多数存在すると考えられる）により優位性が増し、規制強化はむしろビジネスチャンスとも考えられる。

【図表 17】クッキーによる計測方法の差異



（出所）決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

＜補足＞

（注 21）【1st party Cookie】と【3rd party Cookie】：クッキーの発行元により付与されるクッキーの分類。ユーザーが訪れたドメイン（サイト）から発行される（ドメイン固有の）クッキーが 1st、それ以外の第三者から付与される（ドメインの横断的な）クッキーが 3rd。1st は、精度の高いトラッキングや効果測定が可能であることと、ユーザーにブロックされにくい点にメリットがある一方で、サイトに負荷がかかる。これに対し 3rd は、サイト（ドメイン）を横断してクッキーを付与できるが、プライバシー保護に問題がありユーザーにブロックされやすく、Web 広告の正確な効果測定が難しくなっている。

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 21}を活用する従来型のシステムでは、ユーザーのプライバシーを損なう可能性がある。これに対し 1st party Cookie^{注 21}は、広告主が承認したドメインにおいてのみ計測が可能で、ユーザーの行動履歴が、本人の了解なく第三者のベンダーには渡らない。このため、3rd party Cookie に比べ、より多くのブラウザで使用が許可され、より長い期間保管することが可能である。

同社が今回開発した計測方法は、CNAME トラッキングを有効にする顧客側の設定作業により、顧客のドメインでの 1st party Cookie 計測に切り替え、プライバシーの配慮と正確な計測を両立するものである。ユーザーから同意された情報を活用する手法であり、規制強化の直接的な影響は受けにくい。

（同社 HP・ニュースリリースより抜粋し加筆修正）

7. 前期の業績と今期の見通し

◆ 2019/3 期(前期)決算の実績

• 成長に向けての先行投資により赤字となったが、前期には営業損益が黒字化。売上高は、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。

• 売上高は、事前予想を下回るが、利益は上方修正。

2019/9 期連結決算（2018 年 10 月～2019 年 9 月）は、売上高が 2,204 百万円（過去最高値を更新）、対前年比 22.1%の増収となった。限界利益率が高いビジネスモデルのため、粗利率は前々期の 65.9%から前期は 70.8%へと大きく改善した。また、販管費は増収率を下回る 14.5%の伸びにとどまり、売上高販管費比率は（同）71.4%から 66.9%へと、営業利益率も△5.5%から+3.9%へと 9.4 ポイント改善した。営業利益は 85 百万円の黒字（前々期△98 百万円の赤字）、経常利益も 79 百万円の黒字（同△115 百万円の赤字）に転換した。但し、訴訟関連損失△60 百万円と固定資産除却損や減損等、合計 79 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。

同社は、2019 年 2 月 6 日の第 1 四半期決算のタイミングで、前期予想を、売上高、及び営業利益のみレンジで公表した（経常利益並びに当期純利益については非公表）。この事前予想に対し、売上高は予想下限値（予想レンジ 2,250～2,350 百万円）を△46～△146 百万円下回る一方、営業利益は、上限予想値（同 0～50 百万円）を 35～85 百万円上回る着地となった。なお、配当は未定とされていたが無配を継続した。（図表 18）また、当部の予想は、売上高を会社下限レンジに近い 2,260 百万円としていたが実績はこれを下回る一方、営業利益は会社予想の上限を上回る 60 百万円と予想していたが、実績はわずかにこれを超過するものとなった。

【図表 18】過去 5 期間の業績予想と実績の比較・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
(金額、及びパーセント)					
2015/9期	2014/11/10 (GE)	1,545	350	350	203
	実績(百万円)	1,437	350	352	230
会社予想比	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 (GE)	1,600	200	201	130
	実績(百万円)	1,612	247	250	168
会社予想比	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 (GE)	1,650～1,700	10～100	-	-
	実績(百万円)	1,719	92	106	72
会社予想比	乖離率(%)	1.1～4.2	-8.0～820.0	-	-
	乖離幅(百万円)	19～69	-8～82	-	-
2018/9期	2018/2/6 (GE)	1,800	-150	-	-
	実績(百万円)	1,804	-98	-115	-88
会社予想比	乖離率(%)	0.2	-	-	-
	乖離幅(百万円)	4	52	-	-
2019/9期	2019/5/8 (GE)	2,250～2,350	0～50	-	-
	実績(百万円)	2,204	85	79	-35
会社予想比	乖離率(%)	-6.2～-2.0	∞～70.0	-	-
	乖離幅(百万円)	-146～-46	35～85	-	-
2019/9期	2019/5/8 (E)	2,260	60	45	-25
	実績(百万円)	2,204	85	79	-35
当部予想比	乖離率(%)	-2.5	41.7	75.6	-
	乖離幅(百万円)	-56	20	34	-10

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

以下が、売上高、及び営業利益の会社計画並びに、当調査部予想との差異の主な要因である。

・売上高未達の要因は、営業力の一時的な低下と値上げによる一部顧客の解約。

＜売上高の差異＞

- ・新規獲得が計画比で伸び悩み：中堅営業マンの退職に対して、採用が遅れ人員不足による一時的な営業力の低下（中途採用者が進まず、新卒採用者を半年かけて教育・戦略化したのが、貢献が後ずれ）。
- ・既存顧客の解約：価格体系の変更に伴う値上げにより、主に代理店ルートで獲得した顧客数が減少したこと、解約率の改善が足踏み。
- ・DMP 事業の減収：縮小するとの従来方針通りではあるが、ユーザーのシステムのスイッチ先が見つかり、一部の顧客が解約。

・利益の上方修正の要因は、コストコントロール。

＜利益・コストとの差異＞

- ・広告宣伝費の効率的な運用を実施→大型イベントから小規模イベント（自社で開催）を増やしコストを削減。
- ・人員の採用計画の一部見直し→想定していた増員数には未達、結果的に人件費等のコスト減。
- ・マーケティングプラットフォーム事業の増収に伴うコスト構造の改善→増収による収益改善効果がコスト増を想定以上に上回った。

・アドエビスの平均単価上昇が、増収増益の主要因。

全体の前期売上高は、前期比 399 百万円の増収となったが、部門別では、マーケティングプラットフォーム事業は 421 百万円と増収寄与が大きく、同様に営業利益においても前々期△121 百万円→前期 46 百万円と 167 百万円の改善と貢献した（図表 19）。

これは、アドエビスのアクティブアカウント数は微増に止まったが平均単価が価格改定により大幅に上昇したことと、買収したアドレポのフル寄与による。一方、商流プラットフォーム事業は、業務移管などによる再編もあり、前年同期比△7.7%の減収（△21 百万円減）となった。しかし、営業利益は不採算事業からの撤退と、子会社のイーシーキューブの業績寄与を反映し、前々期 22 百万円→前期 39 百万円と増益となった。

【図表 19】前期の業績（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。

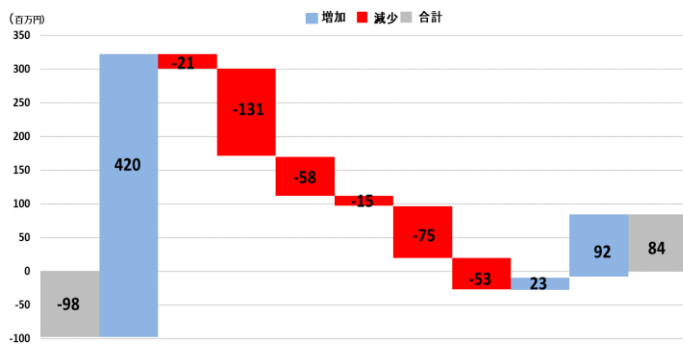
（単位：百万円、%）	2014/9期 金額/比率	2015/9期 金額/比率	2016/9期 金額/比率	2017/9期 金額/比率	2018/9期 金額/比率	2019/9期 金額/比率	変化率/幅
売上高合計	1,360	1,437	1,613	1,719	1,805	2,204	22.1%
マーケティングプラットフォーム	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	27.5%
商流プラットフォーム	477	526	539	465	274	253	-7.7%
粗利	867	956	1,044	1,123	1,190	1,561	31.1%
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	4.9%
販売管理費	618	606	796	1,030	1,289	1,476	14.5%
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.9%	71.4%	66.9%	-4.4%
営業（セグメント）利益	249	350	248	93	-98	85	-
マーケティングプラットフォーム	142	214	210	153	-121	46	黒字化
商流プラットフォーム	107	136	38	-60	22	39	73.3%
営業利益率	18.3%	24.4%	15.4%	5.4%	-5.5%	3.9%	9.3%
マーケティングプラットフォーム	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	10.3%
商流プラットフォーム	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	7.2%
経常利益	234	352	250	106	-115	79	黒字化
当期利益	138	231	169	73	-89	-35	赤字幅縮小

28/41

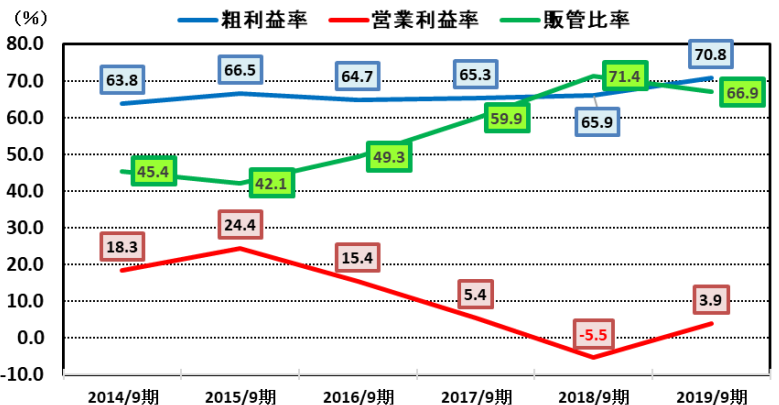
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

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

【図表 20】2019/9 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：％）



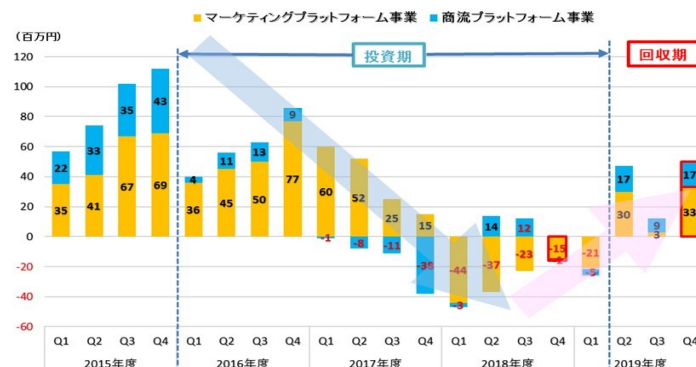
（出所）図表 20、及び図表 22 は、決算説明会資料。図表 21 は、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆増収効果とコスト抑制で、利益率の改善傾向が鮮明。

全体的に増収効果が大きく、売上高総利益率と販管費率、営業利益率の改善が大きく進展した（図表 20、図表 21）。人員の増強などを含めた人件費の増加 131 百万円や、売上高に連動するサーバー費などの原価の増加 75 百万円、のれん・減価償却費の増加 58 百万円を増収効果が吸収した。

なお、販管費（売上高同比率、前年比増減率）は、2016/9 期 796 百万円（49.3%、31.3%増）→2017/9 期 1,030 百万円（59.9%、29.5%増）→2018/9 期 1,298 百万円（71.4%、25.1%増）と急激に上昇した。しかし、前期はコストの抑制などにより 1,476 百万円（66.9%、14.5%増）となり、販管費の伸率が 4 期ぶりに増収率（前期比 22.1%増）を下回る水準に低下した。

【図表 22】四半期営業利益の推移



（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆7 四半期ぶりに営業損益が黒字化。以降、両 PF とも 3 四半期連続で黒字を維持。

◆事業再編と定額課金へのビジネスモデルの転換により、季節変動性が小さい安定した経営体質へ。

また、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると、2017/9 期の Q4（2017 年 7～9 月）から 2019/9 期の Q4（2019 年 7～9 月）にかけて順に（△は赤字、以下同様）、△23→△48→△23→△12→△16→△26→+47→+12→+50（単位：百万円）と、7 四半期ぶりに黒字化し、その後も 3 四半期連続で黒字を維持している（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高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。

◆フリーキャッシュフローは、依然マイナス基調。

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）。当面は、FCF のプラス転換が次の課題となろう。同社では、3~5 億円程度のキャッシュがあれば、通常の運転資金としては問題がないと思われる。なお、M&A などにより資金調達が必要となった場合でも、当面はエクイティファイナンスではなく、銀行借り入れにて対応する意向である。

【図表 23】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	
	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	7	201
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-94	-432
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	169	-269
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-88	-231
現金及び預金(BS上)	666	787	738	762	764	681	760	1,194	924	774

（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。

◆今期の業績予想は非公表。中計での売上高目標は 30 億円。

◆2020/9 期(今期)業績の同社予想

同社は、前期と同様に「現時点では 2020 年 9 月期の業績に影響を与える未確定な要素が多いため、第 2 四半期（累計）及び通期の合理的な業績予想の算定が困難な状況です。当該連結業績予想については、合理的な算定が可能となった時点で速やかに公表する予定です。」とし、期初時点では、中間及び通期の業績見通し、及び配当見込みについては非公表とした。但し、現中期計画の最終年度である今期については、かねてより売上高目標を 30 億円と設定しており、現時点まで変更はない。中計での利益目標数値の公表はないが、主力のマーケティングプラットフォームにおける中長期的な営業利益率のターゲットを、10~20%としている。この前提を適用すると（売上高ウエイト：約 9 割）、営業利益は約 2.7 億円から 5.4 億円の想定となる。

◆業績予想の発表は、2 月或いは 5 月頃と推測される。

なお、これまで同社は 2 月の第 1 四半期決算または、5 月の中間決算発表のタイミングで、売上高、及び営業利益の見込みを（レンジで）公表する傾向がある（前出 P27 の図表 18）。今期も同様な展開が予想され、2020 年 2 月 7 日（予定）の Q1、あるいは遅くとも 5 月の Q2 の決算発表時には、具体的な予想数値が公表されるものと考えられる。

また、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。今上期の初月の 10 月の総売上高は、前年同月比、13.2%

◆ 足元の月次売上高は、実質的には好調持続。

（注 22）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。

増、11 月は 12.8%増と好調ながら伸び率が鈍化している。特に、マーケティングプラットフォームの売上高は、引き続き 2 桁成長を維持しているものの、一時期の 20~30%の成長率（前年比）から減速しているように見える。但し、これは前年度の 10 月以降、買収したアドレポの売上高が、同社に取り込まれた影響が大きく、これを考慮すれば、従来通り 20%前後の伸び率で推移していると考えられる。12 月以降も、月次売上高の対前年の伸び率に注目していきたい。
一方、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、2019 年 7 月以降は再び継続的にプラスに転じている。

なお、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 軸で強化を図る方針である。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 22}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 %）

2018/10~2019/11 月次売上高	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	今期累計
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	165,515	162,982	163,876	165,521	168,509	167,418	173,197	340,615
	126.9	130.9	133.7	132.9	132.9	129.0	133.0	133.0	120.3	124.6	122.2	114.6	112.2	115.1	113.7
商流 プラットフォーム	21,839	18,683	18,936	25,060	19,460	21,990	23,467	17,363	17,883	30,223	19,341	19,019	26,164	17,802	43,766
	78.3	67.6	76.5	96.8	82.9	117.2	100.8	90.3	87.6	115.9	104.7	102.3	119.8	94.2	108.0
全社	171,041	169,161	179,345	183,379	185,455	193,321	192,439	182,878	180,866	194,099	184,863	187,529	193,583	190,799	384,382
	117.6	118.6	124.0	126.4	125.0	127.5	128.0	127.3	116.1	123.2	120.1	113.2	113.2	112.8	113.0

（出所）同社の HP リリースより、アルファ・ウイン調査部が作成。

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

◆ 広告効果測定ツール分野では、ライバルでもあるオプトのADPLAN 事業の買収計画を発表。顧客のスイッチによる圧倒的なシェアアップを狙い。

◆ 業績に与えるインパクトは、精査中だが、年商は約3億円規模。

◆ トピック：「ADPLAN」事業の譲受について

同社は、広告効果測定ツール分野のライバルであるオプト（株式会社オプトホールディング：コード2389、東証1部上場の100%出資子会社）が提供する「ADPLAN」（アドプラン）事業を譲り受けることに関して、基本合意書を締結することを決議した。

- ・ADPLANは、Web広告の「計測」ツールで、オプトが2000年に提供を開始。導入社数累計1500社を超え、国内有数の実績がある。広告効果測定市場において同社のアドエビスに次ぐ確固としたポジションを築いている。事業取得後の両社の合計推定シェアは、約6割と圧倒的。

- ・目的：ADPLANを利用中の顧客の獲得により、広告効果測定ツール分野でのシェアアップと、市場競争力を強化し事業の拡大を狙う。

- ・譲受金額：未決定（現金での決済予定）

- ・今後のスケジュール（予定）：

事業譲渡契約締結日 2019年12月下旬

事業譲受予定日 2020年1月

- ・業績に与えるインパクト：同事業の2018/12期の売上高は、286百万円（同事業の利益は非公表であるが、黒字のビジネスと推定される）。連結業績に与えるインパクトは同社が精査中ではあるが、買収後9ヶ月分が計上されると仮定すれば、今期の増収寄与は2億円強と推定される。一方、買収金額は、売上高から推定すると数億円規模となり、今後、のれん代が発生する可能性がある。

また、オプトとイルグルムは、データマーケティング事業において戦略的パートナーシップをスタートするとしており、今後、他の分野でも更なる共同展開や提携も予想される。プライバシー保護強化による開発負担・対応コストがかかる同事業の売却により、オプトは、計測後のデータ蓄積、分析、活用を担うデータマーケティング事業に経営資源をシフトする方針である。

事業譲渡後も「ADPLAN」のサービスはイルグルムが継続し、2020年以降はイルグルムの提供する広告効果測定ツール「アドエビス」に順次移行していく方針である。今後は、ADPLANの既存、あるいは潜在顧客の同社への取り込み（継続率、商品の切り替え、単価アップなど）の状況もフォローしていきたい。

8. 成長戦略

◆ 同社の中期経営計画・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(中計)は30億円。目標に向け、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 23)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 24)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（今期）に売上高 30 億円の達成（2019/9 期比 36.1%増）を従来からの目標としている（図表 25）。一方、絶対金額での利益の目標は開示していない。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23}、API^{注24}部門）

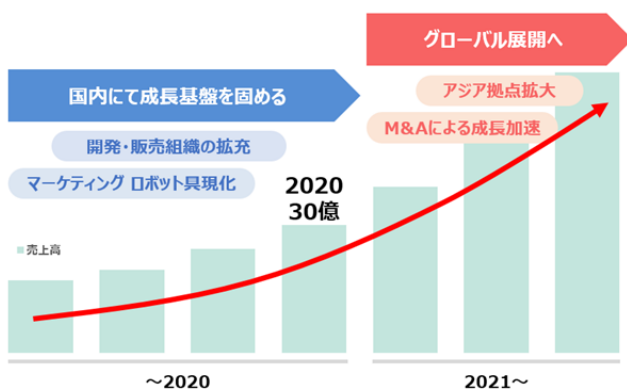
(2) マーケティングセールス組織を拡充する。

- ・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。

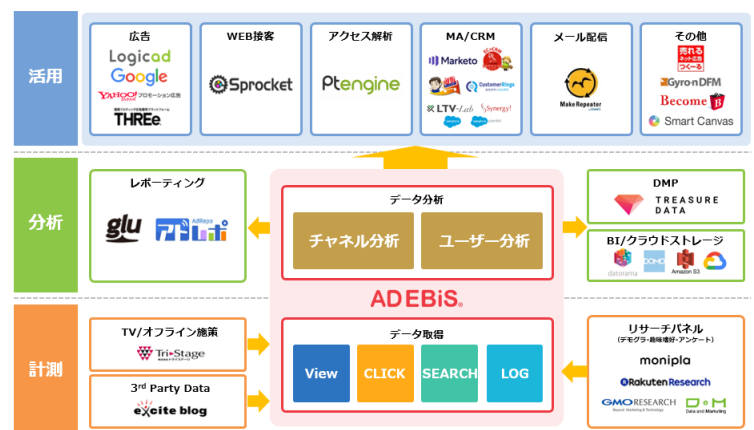
（毎年、新卒+中途採用で 20～30 名を増加させる→未達）

【図表 25】中長期の目標

2020年9月期 売上30億円



【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。

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、今後も積極的な M&A、他社からの事業買収が予想される。

因みに、次期中期計画については現状未定であるが、来期早々に公表される可能性がある。

- ◆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。

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）。

- ◆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。

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。但し、2018/9 期をボトムに反転しつつある。2019/9 期では、カスタマーサービス費用とその他間接費を除き、マーケティング&セールス、開発の 2 項目の売上比率は、既に中長期目標モデルのレンジ内に到達している。カスタマーサービス費用、及びその他間接費用の比率も、投資強化の一巡と増収に伴い低下すると想定され、来年度以降レンジ内に収束する可能性が高い。

- ◆中長期的には、営業利益率 10～20%を目指す。

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。目標の下限値である 10%の営業利益率は、コストコントロール次第では、今来期に達成する可能性もあろう。

【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年 9月期	2017年 9月期	2018年 9月期	2019年 9月期	中長期目標 モデル
マーケティング・ セールス	24%	29%	32%	26%	30%
開発	21%	24%	36%	29% ^{*2}	25-30%
カスタマーサクセス （旧サポート）	11%	11%	11% 投資強化	17%	10-15%
その他間接	24%	25%	28% ^{*1}	26%	15-20%
営業利益	20%	12%	▲8%	2%	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に移属したことによるもの。

（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウインが作成

◆ アルファ・ウイン調査部の 2020/9 期(今期)業績予想

- ◆ 当調査部では、今期、増収と大幅な増益、最終損益の黒字化を予想。会社が掲げる 2020/9 期の売上高 30 億円 の目標達成は、M&A や周辺事業の展開次第。

前期の実績と同社への取材を踏まえ、当調査部の今・来期の通期業績の従来見通しを修正した。加えて来々期となる 2022/9 期の業績予想を新たに加えた。大きな事業構造改革は既にほぼ終了しており、今後は成長に向けて、本業と周辺業務への積極的な先行投資が見込まれる。

2020/9 期の業績予想を、前回予想→今回予想の順に、売上高 2,750 百万円（前年比 24.8%増）→据え置き、営業利益 120 百万円（同 42.9%増）→200 百万円（同 135.5%増）へと上方修正した。会社が掲げる今期の売上高 30 億円の中計目標達成は、M&A や周辺事業の展開次第ではあるが、ADPLAN の買収により進展したと考えられる。また、今回は当期利益を 92 百万円に黒字化すると予想していたが、今期は前期の一過性の諸コストのほとんどがなくなり販管費の伸びを抑制すること、粗利益率も高水準を維持することが見込まれること、営業外損失や特損の計上がない見込みであることから、165 百万円（税務上の繰越損失も考慮）の黒字へと増額修正した。（図表 28）。

【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E	2019/9期実績	2020/9期CE	2020/9期E	2021/9期E	2022/9期E
売上高	1,805	2,250~2,350	2,280	2,204	3,000	2,750	3,150	3,600
マーケティングPF	1,530		2,020	1,951		2,470	2,875	3,280
商流PF	274		250	253		280	275	310
売上高総利益	1,190		1,560	1,561		1,900	2,250	2,560
売上高総利益率	65.9%		69.0%	70.8%		69.1%	71.4%	71.1%
販管費及び一般管理費	1,289		1,500	1,476		1,700	1,950	2,180
対売上高比	71.4%		66.4%	66.9%		61.8%	61.9%	60.6%
営業利益	-98	0~50	60	85		200	300	380
対売上高比	-5.5%		2.7%	3.9%		7.3%	9.5%	10.6%
経常利益	-115	非公表	45	79		200	300	380
対売上高比	-6.4%		2.0%	3.6%		7.3%	9.5%	10.6%
当期純利益	-69	非公表	-25	-35		165	230	250
対売上高比	-4.9%		-1.1%	-1.6%		6.0%	7.3%	6.9%
KPI	年度平均実績		年度平均予想	年度平均実績		年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数	1,476		1,546	1,486		1,550	1,650	1,750
同定化率			4.7%	0.7%		4.3%	6.5%	6.1%
アドエビス 平均単価(円)	78,938		98,666	98,517		115,000	130,500	145,000
同定化率			25.0%	24.8%		16.7%	13.5%	11.1%
売上高(前期比増率、以下同様)	5.0%		25.2%	22.1%		24.8%	14.5%	14.3%
マーケティングPF	21.9%		32.0%	27.5%		26.6%	16.4%	14.4%
商流PF	-41.1%		-8.8%	-7.6%		10.6%	-1.6%	12.7%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%		3.1%	4.9%		-1.7%	2.3%	-0.3%
販管費及び一般管理費(増率)	25.1%		16.4%	14.5%		15.2%	14.7%	11.8%
営業利益(増率)	赤字化		黒字化	黒字化		135.5%	50.0%	26.7%
経常利益(増率)	赤字化		黒字化	黒字化		153.1%	50.0%	26.7%
当期純利益(増率)	赤字化		黒字化	赤字増縮小		黒字化	39.4%	8.7%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。(備考)CEは会社予想 当部予想(E)に際してアドエビスの平均単価、アクティブアカウント数の前提は年度の平均値のため、会社発表基準(各四半期の最終月末の平均値)とは異なる。また、実績値は各四半期末の数値の単純平均。

- ◆ 今期は、全四半期とも黒字を維持すると予想。

また、前期の Q2 以降、四半期ベースでは 3 期連続で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、人員採用や開発投資、宣伝広告など適正なコストコントロールを行えば、今期は毎四半期とも黒字を維持することが可能であると推測される。但し、各種社内イベント、採用などで、コストの季節性が例年見られ、Q1 及び Q3 の各営業利益は若干、Q2 や Q4 と比較すると弱含む展開が予想される。

当調査部の今通期前提は、以下の通りである。

<売上高>

- ◆アドエビスの単価の継続的な上昇が見込まれる。一方、アクティブアカウント数の伸びが、一時的に鈍化し増減率が業績を占う上で最大のポイント。

- ・アドエビスのアカウント数は、ADPLAN からのスイッチも考慮して前期比 4%増、単価は機能強化と価格体系の変更により約 17%上昇。
- ・DMP は、減収後の規模は大幅に縮小し現状の月商が継続すると仮定。なお、スリーは、サービス提供終了予定までの 6 ヶ月間のみ計上。
- ・アドレボは、前年比で約 1 割増収。
- ・ADPLAN は、買収後の 9 ヶ月間のみ前年度実績を按分して見込む（2 億円強）。
- ・結果として、マーケティング PF（プラットフォーム）事業は、約 27%増収の 2,470 百万円を見込む。
- ・一方、商流 PF は、EC キューブが微増の 280 百万円と想定。

<利益>

- ・粗利率は、ほぼフラットと想定。
- ・販管費の伸び率は、人員を 10 名~15 名の純増、開発費負担やオフィス賃料の上昇、事業買収によるコスト増などにより、約 15%の増加を予想。なお、前期の社名等の変更や裁判にかかわる一過性の費用が大きく減り（数千万円程度）、結果として売上高販管費率は、66.9%から約 62%に低下。
- ・営業利益率は、前年度の 3.9%から 7.3%に 3.4 ポイント改善。
- ・営業外損益、特別損益の発生は見込まず、税務上の繰越損失を約 1 億円と想定。
- ・不透明要素は、企業や事業買収に伴う売上高や諸コスト（例：ADPLAN に関するのれん代の償却、手数料等）であり、その発生と計上方法により損益の変動要因となりうる。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

前回作成した来期以降の中期業績見通しに対する当部の基本的な考え方には大きな変化はないものの、以下のように当調査部は来期の通期業績の見通しの修正と、新たに来々期となる 2022/9 期の業績予想を行った。

- ◆当調査部では、業績予想を更新。売上高予想は据え置いたが、利益予想を上方修正。来期、来々期とも営業利益ベースでの二桁成長を予想。

来期（2021/9 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）3,150→据え置き（前期比 14.5%増）、営業利益 250→300（同 50.0%増）、当期利益 155→230（同 39.4%増）と利益のみを上方修正した。これは、主にアドエビスの単価上昇が想定以上であり、また買収予定の ADPLAN からのスイッチによるアクティブアカウント数の増加による寄与を考慮したことと、買収したアドレボの収益改善を見込んだためである。

来々期（2022/9 期）についても、機能追加によるアドエビス単価の上昇と顧客開拓によるアカウント数の増加、M&A により、マーケティングプラットフォームが牽引し、売上高 3,600 百万円（前期比 14.3% 増）、営業利益 380 百万円（同 26.7% 増）、当期利益 250 百万円（同 8.7% 増）を予想している。

◆中期的には年率 15～20%前後の増収率を予想。

中長期的には、広告効果測定市場が拡大する中、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増加が見込まれる。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 15～20%前後の増収率が期待される。

◆限界利益率が高いビジネスモデル。中長期的には利益成長率（平準化ベース）は、売上高成長率を上回る、年率 20～30%前後を予想。

損益面では、これまでの投資や事業再編の成果が表れ黒字が定着し、同社事業は限界利益率（推定 70%）が高いビジネスであることから、収益の V 字回復が鮮明化すると推測される。当調査部では、売上高成長率を上回る年率 20～30%近い利益成長（平準化ベース）を見込んでいる。

なお、事業構造改革は一巡したものの、同社は、依然成長ステージにあり、競争力強化、シェアアップ、周辺分野への進出には積極的である。M&A や業務提携・事業取得に意欲的であることから、この有無や収益寄与が、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で業績が変動するため予見しにくく、やや慎重な予想を行った。

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 年以内では復配や、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。

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。

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。M&A や事業買収を通じて、事業領域・海外への拡大も。

同社の SWOT 分析を図表 29 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、④本業への集中投資と業界ナンバーワンの技術力（專業大手ならではの開発スピード・変化に対する対応力）とポジショニング、⑤積極的な M&A や事業買収、他社との連携による事業拡大戦略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、今後の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。加えて同社には、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もあると思われる。

一方でリスクは、（マーケティング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活用の規制、人員・資金不足、高度な AI 技術の発達による代替製品の出現などが上げられる。

【図表 29】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、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 ・業界の先端技術に精通している社長の経営手腕 ・労働環境の整備、専門の最先端知識を持つ人材とノウハウの蓄積（專業大手の開発・対応力の優位性）
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 ・M&Aや事業買収による事業拡大、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 ・プライバシー保護の強化による個人情報等の利用に関する規制強化 ・製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ ・コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

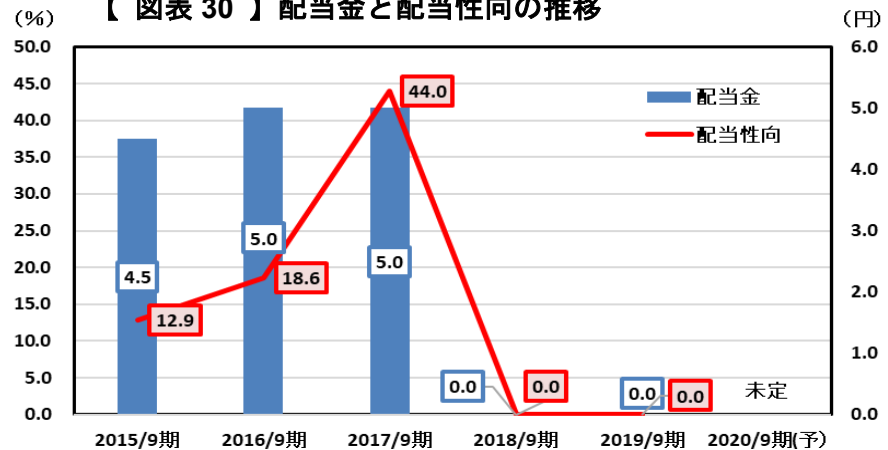
◆ 株主還元

◆ 今期は、無配の継続が予想され、復配は来々期以降と思われる。

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 30）。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。現在、同社は成長ステージにあるため、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ている。今期の配当は未定としているが、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。当部では、最終損益の黒字化が定着し、税務上の繰越損失を一掃するであろう、来々期となる 2022/9 期には復配の可能性があるかと判断している。

【図表 30】配当金と配当性向の推移



(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。

(注 25) 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。

◆ 株価は、TOPIX を大幅にアウトパフォーム後、調整中。

◆ バリュエーションでは現在の株価に割安感はない。今後の業績回復期待も、ある程度反映されていると考えられる。

◆ 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25}関連株であり、株価のボラティリティは高い。本レポート P3 の図表 C に、過去約 3 年 3 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一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、2018 年夏以降、2019 年半ばまで、黒字化への転換と自社株買いを好感し株価は上昇した。以降その反動と今後の業績動向を見極めたいとの思惑からか、株価は調整中である。

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 31)。この比較において、今期業績の基準で PER、PBR、PSR^{注26}(P40 を参照)及び配当利回りでみる限り、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。

（注 26）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 27）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、今期、並びに中期の利益水準を伺う展開へ
- 当面、アドエビスの単価とアクティブアカウント数、月次売上高や四半期単位での損益の動向、M&A、復配のタイミングなどが注目点。

因みに、PEG レシオ^{注27}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 81 億円から逆算して、必要な（通常の税率で法人税等を支払ったベースで、税引き後）当期利益は約 2 億円相当と試算される（PER60 倍の場合約 1.3 億円）。業績が回復し数年内にはこの利益水準を超える現実性が増してきており、株価水準が切り上がる展開もあると推測される。

今後は、引き続き月次の売上高推移（前年比）に加えて、特に四半期単位での黒字幅の変化や、M&A や事業買収の効果、復配の時期、インターネット広告全体の市場動向が注目されよう。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は、同社の成長性を見極める上で継続的に着目していきたい。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期待したい。

【図表 31】 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	市場	単位: 百万円		%		倍			%		終値 (12/8)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価	株価
2159	フルスピード	ネットマーケティング(ネット広告配信技術)	TSE2	8,128	21,400	1,350	6.3	0.38	10.70	2.18	0.00	522	522
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	41,467	未定	未定	-	-	-	1.52	0.00	1,741	1,741
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	14.58	1.83	3.83	498	498
2491	パルコマーケティング	アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	71,286	24,500	4,350	17.8	2.91	22.87	6.35	1.35	2,088	2,088
3134	Hamee	携帯アクセス/ECクラウド支援	TSE1	21,037	10,949	1,082	10.0	1.92	25.97	5.05	0.50	1,307	1,307
3655	ブレインバット	ネットマーケティング・データ解析	TSE1	40,605	6,800	1,200	17.6	5.97	42.59	13.65	0.00	5,670	5,670
3688	GARTA HD	アドプラットフォーム	TSE1	33,283	26,000	3,500	13.5	1.28	15.16	1.47	1.22	1,309	1,309
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計測ツール	TM	8,099	2,750	200	7.3	2.95	48.46	7.53	0.00	1,271	1,271
3923	ラウス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	184,025	未定	未定	-	-	-	38.14	0.18	2,031	2,031
4293	セブティニHD	ネット広告代理、スマホマーケティング	JQS	38,755	19,000	2,500	13.2	2.04	25.20	2.38	0.72	279	279
4395	アクリート	SMS配信サービス	TM	4,423	1,800	270	16.9	2.76	24.20	4.57	0.00	801	801
4751	サイバーエージェント	ネット広告代理、スマホ、ゲーム	TSE1	486,110	465,000	30,000	6.5	1.05	53.83	6.12	0.86	3,845	3,845
4784	GMODパートナーズ	ネット広告代理、同プラットフォーム	JQS	6,689	35,000	560	1.6	0.19	21.89	1.31	2.29	398	398
6026	GMO TECH	アプリ導入型現金広告、検索エンジン最適化	TM	2,187	2,900	30	1.0	0.75	19.17	2.53	2.61	1,987	1,987
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	3,781	9,515	191	2.0	0.40	49.48	1.80	1.90	474	474
6081	アライダーキテック	SNS関連のマーケティング支援	TM	5,940	4,161	-103	-2.5	1.43	赤字でNA	4.62	0.00	423	423
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	TM	26,243	27,000	200	0.7	0.97	-	5.89	0.00	1,650	1,650
6175	ネットマーケティング	成果報酬型の広告代理	TSE1	15,479	16,302	813	5.0	0.95	27.23	6.16	0.57	1,052	1,052
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	TSE1	10,006	9,500	570	6.0	1.05	25.40	7.82	0.52	1,154	1,154
6550	Fringe81	ネット広告代理、メディア収益化支援	TM	9,811	7,295	-525	-7.2	1.34	赤字でNA	8.07	0.00	995	995
6553	ソウルアウト	中堅・中小企業等向けのWebマーケティング	TSE1	20,607	20,000	850	4.3	1.03	35.53	7.29	1.02	1,970	1,970
6582	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	TM	10,425	15,572	23	0.1	0.67	赤字でNA	4.22	0.00	582	582
アドテクノロジー関連企業22社 単純平均				51,242	37,972	2,539	6.5	1.56	28.89	6.39	0.80		
TOPIX (2019/12/8終値)平均									15.93	1.25	1.89	1,713.36	1,713.36

(加重 2.28)

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

（注）原則、直近決算発表時点（四半期単位での直近決算）での各社予想数値、または直近実績値（BPS 等）を使用（12 月 6 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。

FV201912123-26