

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：2020/6/1

● 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、定額の継続課金を基本とし、顧客数の増加に伴い売上高と収益を安定的かつ、持続的に拡大できる構造である。
- ・これまでビジネスモデルの転換と事業ポートフォリオの選択と集中を行ってきたが、先行投資が一巡し収益力が高ま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。

競争力

- ・当分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、実績と充実した機能を持つ製品、並びに継続的に蓄積してきたビックデータの保有と活用が同社の強みである。シナジー効果が見込める関連事業を相次いで買収。広告効果測定システムツール（アドエビス）では、5年連続業界NO1。直近ではオプトからADPLAN事業を買収しシェアは65.9%と圧倒的。今後は価格支配力が高まると推測される。

経営戦略

- ・中長期的には、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。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する意向。

今上期決算実績、及び今期と中期の業績予想

- ・今上期の連結決算（2020/9期第2四半期累計）は、売上高が前年同期比14.2%増加の1,235百万円、営業利益が同239.2%増加の71百万円と大幅な増収増益となった。なお、前年上期は特損が発生し純利益は△46百万円の赤字となったが、今上期は45百万円と黒字化した。
- ・また、今年2月7日に公表した、「売上高27億円、営業利益2億円、当期純利益1.3億円、期末配当は未定」とする同社の通期見通しに変更はない。上期の通期会社計画に対する進捗率は、売上高が45.7%（前上期は49.0%）、営業利益では35.7%（同25.0%）。上期の業績予想は非公表であったが、ほぼ会社想定通りに着地した。
- ・マーケティングプラットフォーム事業のコアであるアドエビスが、ADPLAN事業を取り込んだこともあり、順調にアカウント数を伸ばしたことと、料金改定により平均単価が上昇したことが成長を牽引している。
- ・また、広告効果の効率性が一層求められECなどの非対面ビジネスからの需要が堅調であること、ストック型のビジネスモデルが中心で継続性・安定性が高いこと、同社の業務がテレワーク等との親和性が高いことから、新型コロナウイルス感染症拡大による業績への影響は軽微にとどまっている。
- ・下期も主力製品であるアドエビスの売上高が伸長することに加えて、一層のコスト改善が見込まれ、通期では会社計画並みの二桁の増収と大幅な増益、最終利益の黒字転換を当部では見込んでいる。
- ・同社が経営資源を集中投下しているインターネットマーケティング関連分野は、中長期的にも成長ポテンシャルが大きく、同社は年率二桁の売上高成長が見込まれる。中長期的には事業拡大に向け

1/29

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。

た先行投資も継続すると思われ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、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

・アドテック関連の内需成長株。事業の再編過程で減益・赤字となり下落トレンドであった株価は、近年の業績回復を受けボトムアウトし、1,000 円から 2,000 円のボックスレンジで推移している。2020 年 1～4 月の足元の業績は堅調であること、新型コロナ禍の厳しい経済環境下でも同社が通期業績予想を据え置いたこと、また収益の V 字回復の確度が高まりつつあることから、下値不安は和らいでいる。新型コロナによる株価の暴落後の反騰局面では、東証マザーズおよび TOPIX をアウトパフォームしている。類似会社と今期ベースでのバリュエーションを比較すると割安感はない。今後は、四半期の損益動向や M&A・提携の発表、中期的な利益水準の見通し、復配のタイミングが株価に影響を与えると思われる。

株主還元

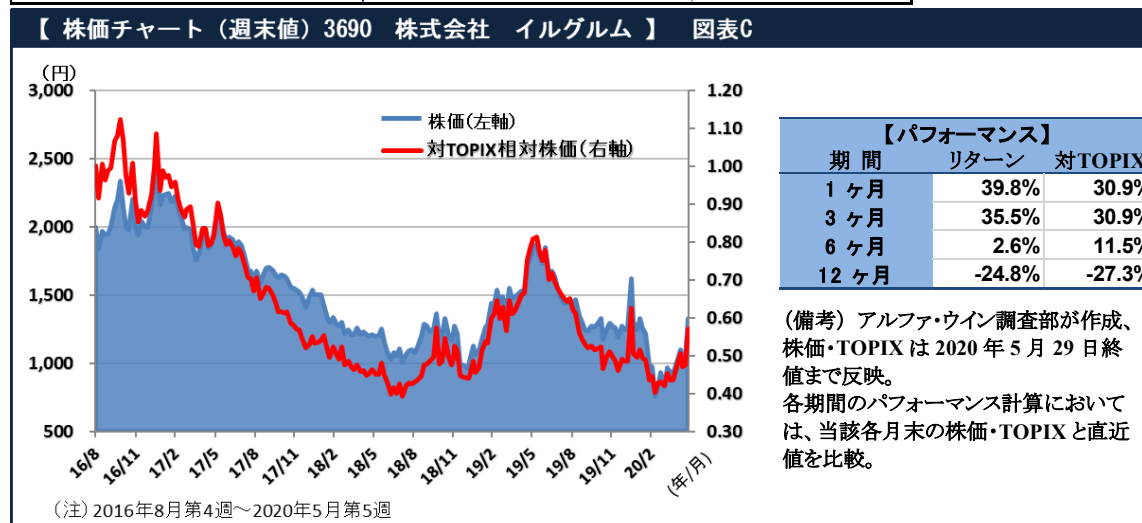
・前期及び前々期は、最終赤字のため無配となった。今期の配当は、未定と同社は公表している。復配の可能性は低く、来々期以降に持ち越されると思われる。現在、再成長ステージにあるため資金の社外流出よりも成長投資を優先し、業績回復によって株主価値を高めたいと同社は考えている。

【 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	5.00
2018/9	1,804	5.0	-98	赤字化	-115	赤字化	-88	赤字化縮小	-14.02	184.97	0.00
2019/9	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字化	-5.54	168.68	0.00
2020/9 CE	2,700	22.5	200	135.5	190	140.4	130	黒字化	20.62		未定
2020/9 E	2,650	20.2	200	135.5	190	140.4	130	黒字化	20.59	188.67	0.00
2021/9 E	3,010	13.6	300	50.0	290	52.6	200	53.8	31.68	220.35	0.00
2022/9 E	3,390	12.6	380	26.7	370	27.6	255	27.5	40.40	260.75	5.00
2019/3 Q1	520	20.0	-27	赤字幅縮小	-30	赤字幅縮小	-36	赤字幅微増	-5.72	179.12	0.0
2020/3 Q1	585	12.7	25	黒字化	25	黒字化	19	黒字化	3.04	171.69	0.0
2019/3 Q2	562	26.3	48	黒字化	47	黒字化	-10	赤字幅縮小	-1.66		0.0
2020/3 Q2	650	15.6	47	-2.0	46	-2.8	27	黒字化	4.22		0.0
2019/3 H1	1,082	23.2	21	黒字化	17	黒字化	-47	赤字幅縮小	-7.38	166.83	0.00
2020/3 H1	1,235	14.2	71	239.2	71	310.5	46	黒字化	7.26	180.12	0.00
2019/9 H2	1,123	21.1	64	黒字化	62	黒字化	12	黒字化	1.84		0.00
2020/9 H2 CE	1,465	30.5	129	101.3	119	93.1	84	616.4	13.36		未定

(備考)
CE:会社予想、
E:アルファ・ウイン調査部予想
Q1:10-12 月
Q2:1-3 月
H1:10-3 月
H2:4-9 月

【 株価・バリュエーション指標：3690 株式会社 イルグルム 】 図表B							
項 目		2020/5/29	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)		1,328	前期実績	-	7.9	0.0%	0.0%
発行済株式数 (千株)		6,372	今期予想	64.5	7.0	0.0%	0.0%
時価総額 (百万円)		8,463	来期予想	41.9	6.0	0.0%	0.0%
潜在株式数 (千株)		0	今期Q2末自己資本比率		46.8%	前期ROE	-3.1%

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想



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
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P6
独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供.....	P6
事業ポートフォリオの再構築と強化.....	P7
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.....	P7
事業内容の詳細（2）商流プラットフォーム事業.....	P11
3. 株主構成.....	P13
上位株主構成.....	P13
4. 成長の軌跡.....	P14
過去の業績推移.....	P14
5. 業界環境.....	P15
日本の広告市場の動向.....	P15
同業類似会社.....	P16
6. トピックス.....	P17
新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対応について.....	P17
個人情報保護の規制強化による影響と同社の対応について.....	P17
7. 今上期の業績と通期の見通し.....	P18
2020/9 期第 2 四半期（上期）決算の実績.....	P18
2020/9 期（通期）業績の同社予想.....	P21
アルファ・ウイン調査部の 2020/9 期（通期）業績予想.....	P22
8. 成長戦略.....	P24
同社の中期経営計画・戦略.....	P24
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P26
9. アナリストの視点.....	P27
株主還元.....	P27
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター.....	P27
ディスクレーマー.....	P29

1. 会社概要

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

<会社概要>

株式会社イルグルム（以下、同社）は、インターネット広告関連ソフトウェア、及びeコマース関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行うマーケティングテクノロジーカンパニーである。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。インターネット広告測定ツール市場では、圧倒的なシェアを有する。

<沿革>

岩田進社長が大学時代にホームページ制作事業を大阪で起業し、業容の拡大に伴い2001年に同社を設立した。2014年9月に東証マザーズに上場。現在は、大阪と東京の2本社制。

<社名変更>

同社は、旧社名の（株式会社）「ロックオン」から、2019年8月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。なお、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。

<主要な事業内容>

現在、マーケティングプラットフォーム、および商流プラットフォームの2事業で展開している。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、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。「」内：主力製品名

(1) マーケティングプラットフォーム：

「アドエビス：ADEBiS」、並びに「アドプラン：ADPLAN」（インターネット広告効果測定システム）、

「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」

<連結対象と連結決算の動向>

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。

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（P5 図表1）。前期には連結対象子会社（連結一単体）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

◆ 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。

◆ 岩田社長が創業、東証マザーズ上場。

◆ 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.）」

◆ 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。

◆ 主力製品は、独自開発したアドエビス。

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

（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。

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等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） 本レポートで使用されている数値は、単位未満を原則、四捨五入しており、会社の公表数値等と異なることがある。
2014/9 期以降は、連結決算(以下、同様)。

- 無借金経営であったが、3 月末時点では借入金で現預金を上回る。但し、財務体質には問題はない。

<財務状況>

同社は上場以来、無借金経営を続けてきたが、2018/9 期に今後の投資資金（事業買収等）として、借入金にて約 8 億円を調達した。2020 年 3 月末時点では、長短借入金合計約 11.3 億円に対し、現預金が約 8.5 億円と借入金で現預金を上回った。ただし、総資産約 25 億円、時価総額約 59 億円（2020 年 3 月 31 日終値、株価 920 円）と小規模ながら、自己資本比率 44.9%、流動比率 164.3%と財務的には問題はない。

のれん（アドレボや ADPLAN 事業の譲受に伴うもの）やソフトウェアを含めた無形固定資産が 8.6 億円、繰延税金資産が 1.2 億円と合計 9.8 億円あるが、純資産合計額 11.4 億円の範囲内にあり、当面は支障がないと考える。

- 外部からの高い評価、「働きがいのある会社」ランキング 8 年連続受賞、9 度目のベストカンパニーに選出。

<受賞・外部評価>

Great Place to Work®Institute^{注4} Japan より、2020 年版日本における「働きがいのある会社」ランキング「中規模部門（従業員 100～999 人）」においてベストカンパニーに選出された（8 年連続受賞、9 度目）。これまでも同社は他の機関からも多数の受賞歴があり、人財が鍵となる業態にあって、採用につながりうる高い外部評価を受けている。

（注 4）Great Place To Work®Institute:毎年世界約 50 カ国で「働きがいのある会社」の調査を行い発表する組織。

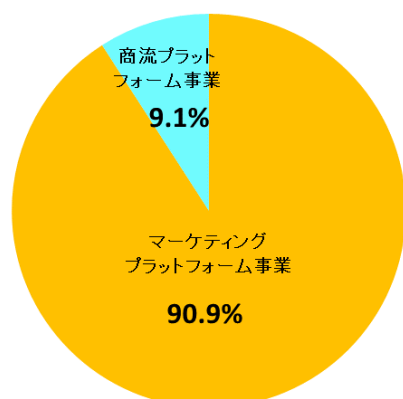
2. 事業内容とビジネスモデル

- ◆BtoBビジネス、独自開発したソフトウェアをクラウドで提供。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がコア。

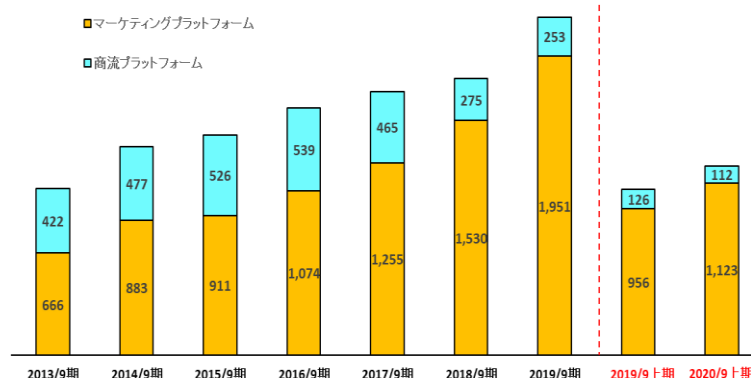
◆独自開発のマーケティングロボットをクラウドで提供

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。同社はマーケティングプラットフォーム事業と商流プラットフォームの2事業から構成される。マーケティングプラットフォーム事業が、今上期では総売上高の90.9%を占め（図表2）、かつ長年にわたり同社全体の増収を牽引してきた（図表3）。また、事業別の営業利益の推移は、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2020/9上期売上構成

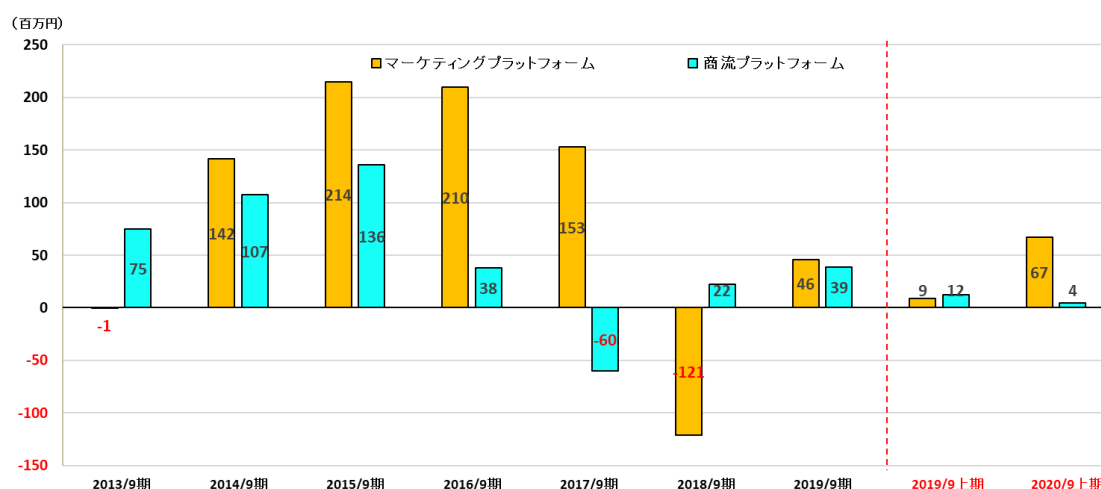


【図表3】事業別の売上高推移（単位：百万円）



（出所）図表2～図表4まで有価証券報告書、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】事業別のセグメント営業利益の推移



- ◆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。周辺事業を買収し強化。

- ◆アドエビスが、全社総売上高の約8割を占めるコア商品で成長ドライバー。

◆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、近年の具体的な事業の再編及び強化策は、2019年12月13日発行レポートを参照）。

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、総売上高の約8割（今上期実績）を占める。今後も、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（ハイライト部分が撤退したビジネス）

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(2020年3月末)	
	③DMP事業		ソリューション(SOLUTION)から移管、縮小方針	
	→プロフェッショナルサービス		今後、アドエビス関連のソフト開発業務を拡大する方針	
	④アドレボ事業		事業買収(2018年8月)	
(2) 商流プラットフォーム	⑤ADPLAN事業		事業買収(2020年1月)	連結
	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	
	②ソリューション(SOLUTION)→廃止	EC受託開発事業	(有)会社)彩(持分法適用)と、(株)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	
		(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5) 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6) DMP【Data Management Platform】：データ・マネジメント・プラットフォームの略：クライアントである企業が自社サイトを分析する手法。

今期に入ってからの変化は以下の通り（表中の番号に対応）。

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

(1) ③受管したDMP^{注6}関連事業を縮小し、アドエビスとの関連性が高いソフトウェア開発を進める新たなプロフェッショナルサービス業務を拡大していく方針。

(1) ⑤業界で同社に次ぐ、ADPLAN事業を2020年1月(今期Q2)に、株式会社オプト（オプトホールディング＜東証一部2389、以下オプトHD＞の連結子会社）から、315百万円で譲受。将来的にアドエビスに統合予定。

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、P8の図表6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	2020/9上期	
									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	1,123	90.9%
①AD EBIS	499	567	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	1,029	83.3%
②THREs	46	81	161	89	62	54	43	28	7	0.6%
③プロフェッショナルサービス(DMP)							84	51	17	1.4%
④アドレポ								124	70	5.7%
⑤ADPLAN										
セグメント営業利益	-61	-1	142	214	210	153	-121	46	67	93.8%
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%	6.0%	営利構成比 ↑

(出所) 有価証券報告書、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。なお一部の推定も含む。

- ・マーケティングプラットフォーム事業のコアは、アドエビスとADPLAN。共にインターネット広告効果測定システム。

マーケティングプラットフォーム事業は、現在、①「アドエビス：AD EBIS」と⑤ADPLAN 事業（いずれもインターネット広告効果測定システム）、③プロフェッショナルサービス（DMP 等）、④アドレポの4 事業で構成される。アドエビスに、2020 年1 月から事業譲受したADPLAN 事業が加わった。

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。

- ・独自の開発製品アドエビスは、国内シェア首位。

① 「アドエビス：AD EBIS」 + ⑤「アドプラン：ADPLAN」

<独自製品（アドエビス）>

アドエビスは、同社がオリジナル開発したコア製品（国内トップシェア）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。

<ADPLAN のアドエビスへの統合>

事業譲受後も ADPLAN のサービスはイルグルムが継続し、システム開発・更新を効率化する為、イルグルムが提供するアドエビスに順次移行、統合する計画である。

- ・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。

<ビジネスモデル>

いずれも SaaS 方式でサービスを提供しており、ストック型のサブスクリプションモデル^{注7}（詳細は、2019 年 12 月 13 日発行のレポート P15～16 を参照）を採用している。

（注7）サブスクリプションモデル：提供するサービスに対して利用期間に応じた対価を支払う方式。



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。

- ◆アドエビスの平均単価は、2 桁の上昇率。

なお、アドエビス、並びに ADPLAN は、定額課金ビジネスであり、売上高は、平均単価×アクティブアカウント数により決定される。いずれの数値も同事業はもとより、同社全体の重要指標（KPI）である。

<顧客>

BtoB ビジネスであり、アドエビスの代表的な顧客は、WOWOW、ライオン、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。ADPLAN のアカウント数は 100 社強であるが、優良なナショナルクライアントが多い。

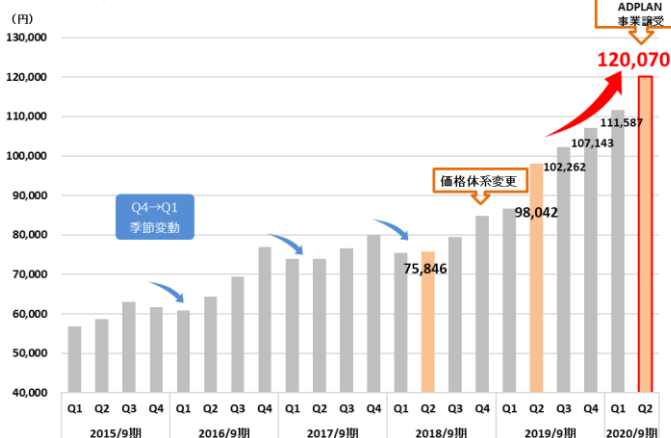
<料金体系>

アドエビスは、従来は複数のパラメータによる従量課金であった。しかし、2018 年 6 月から基本機能とサポートをパッケージ化したテーブル式定額制の料金プランを導入した。これに一定のオプション（レポートニングなどの各種外部連携機能等）加えることができる。既に新規契約は新料金体系に移行し、その後も価格改定を実施。

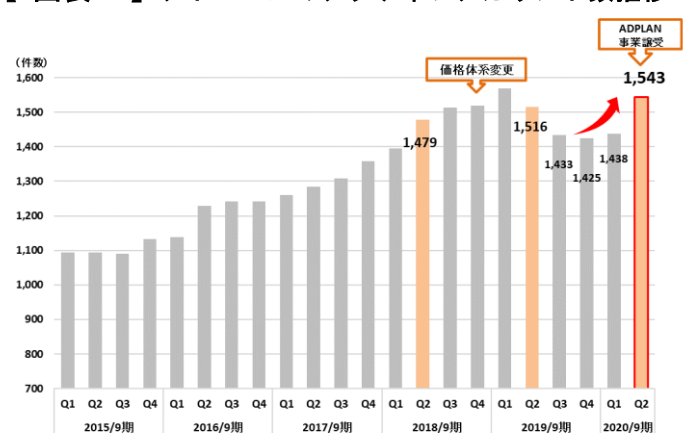
<平均単価の推移>

各四半期末（最終月末時点）の平均単価推移を図表 7 に示した。従来は、四半期ごとの季節変動が顕著に見られたが、サブスクリプションモデルへの移行後は直線的に上昇している。なお、2018/9 期 Q2 以降、9 四半期連続で平均単価は上昇中である。2018/9 上期末（2018 年 12 月末）の月額平均単価（以下同様）は 75,846 円⇒2019/9 上期末 98,042 円（前年同期比 29.3%増、22,196 円増）⇒直近の 2020/9 上期末では 120,070 円（同 22.5%増、22,028 円増）となった（図表 7）。直近の Q2 は、2020 年 2 月以降の価格の再改定の効果や ADPLAN の取り込みにより（平均単価約 17 万円）、平均単価が上昇した。因みに、2020 年 1 月以降は、新規に獲得した契約の平均単価は 14 万円を超え、今 Q3 に入っても、ストックの平均単価は上昇傾向にあると推測される。

【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

9/29

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は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。

- ◆アドエビスのアクティブアカウント数は、ADPLAN の取り込みにより大幅増加。今後は解約率の引き下げが課題。

- ◆アドエビスの売上高(金額ベース)では、2 桁成長を維持。

- ◆「アドエビス」、5 年連続で国内シェア首位を獲得。シェア 65.9%と圧倒的。

- ◆ADPLAN はアドエビスに統合予定。

<アクティブアカウント数>

一方で、アクティブアカウント数は、2019/9 期 Q1 末(2018 年 12 月末)まで四半期末ベースでは増加していたが、その後、価格改定による解約があり 3 四半期連続で減少に転じた。しかし、今期に入って Q1 では 1,438 と微増に転じ(直前 Q 比: 13 増、0.9%増)、Q2 では ADPLAN の譲受(100 強)も加わり 1,543(直前 Q 比: 105 増、7.3%増)と急増した。

<売上金額>

単価の上昇とアカウント数の一時的な減少は、2018/9 期 Q3 以降、既存顧客の契約を新価格体系に移行する際に、低価格帯と代理店経由の契約に解約が増加したことが要因であった。

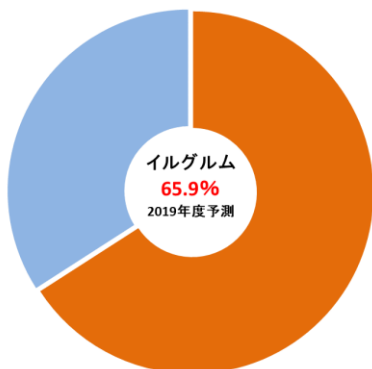
しかし、アドエビスの売上金額は、アカウント数の伸び悩みが見られた局面でも単価の上昇で十分に補い、各年度では前年比 20%前後の増収を継続している。

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)が追加されること、製品のアップセル・クロスセルに加え価格支配力が強まると予想されることから、今後も単価の継続的な上昇とアクティブ会員数の微増トレンドが予想される。

<業界シェア>

アドエビスは、2004 年のリリース以来、累計 1 万件を超える導入実績を持ち、インターネット広告効果測定システムでは 5 年連続で国内シェア首位を獲得している。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%と年々シェアをアップし、ADPLAN の事業譲受により 2019 年度には 65.9%(予測値)と圧倒的なシェアを握っている(図表 9)。但し、システム開発や更新を効率化するために、今後は ADPLAN をアドエビスに統合していく方針である。ADPLAN の顧客の継続率やこれを対象とした商品のクロスセルなどにも注目していきたい。

【図表 9】広告効果測定市場 ベンダー別売上金額シェア(2019 年予想)



(出所) 決算説明会資料

出典: ITR「ITR Market View:メール/Web マーケティング市場 2020」(2015~2019 年度予測)

注: AD EBIS と 2020 年 1 月に事業譲受した株式会社オプトの「ADPLAN」売上合算値

- 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った。しかし、2019/9 期では総売上高に占める割合は、約 1% とわずかとなり、経営資源をアドエビスに集中させるため、2020 年 3 月末にサービスを停止した。
- ③ プロフェッショナルサービス事業

現在の同事業の売上高のほとんどを占める 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であり、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、DMP は段階的に縮小し最終的には撤退する方針である。今後は、プロフェッショナルサービスとして、新たにアドエビス周辺のソフトウェアの開発事業を拡大する計画である。
- 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、2019/9 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。

- ◆ スリーは、経営資源をアドエビスに集中するため撤退。
- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 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する意向。

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。

◆ 事業内容の詳細 (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 つで構成されていた (図表 10)。

【図表 10】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	2020/9上期	
									連結	構成比
商流プラットフォーム	323	422	477	526	539	465	275	253	112	9.1%
①EC-CUBE	150	207	245	230	219	208	254	253	112	9.1%
②SOLUTION	174	214	232	296	319	257	20	0	0	0.0%
(DMP)						104				0.0%
セグメント営業利益	98	75	107	136	38	-60	22	39	4	6.2%
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%	4.0%	増利増成比 ↑

(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。

(注 8)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 9)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。

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8}・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。低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴をもち、国内シェア 1 位を獲得しており、現在、スタンダードプラットフォームとなっている。

イーシーキューブは、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9}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。

但し、グループの事業領域の再構築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。

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

◆大株主の上位に大きな変化はない。現役員または元役員に、持株会などを加えると関係者で約 6 割を保有。

◆アセットマネジメント One の保有株式は、ピーク時の 5%超から減少。他社が運用する複数の投資信託が投資。

◆自社株保有比率は 1%弱。

2020 年 3 月末時点での大株主は、図表 11 の通りで、以下はその補足である。上位大株主の顔ぶれは、大きくは変わっていない。

・但し、第 5 位の株主に、BNY GCM CLIENT ACCOUNT AC ISG が今回初登場（同名義では、少なくとも約 200 社前後の日本の中小型株から大型株に投資）。最終投資家名や投資目的は不明。

・また、アセットマネジメント One（以下、AMO）が運用する「MHAM 新興成長株オープン（愛称：J-フロンティア）」（追加型国内株式投信、運用金額約 630 億円、高成長株が期待できる日本の新興企業の株式に投資）に、2019 年 2 月 25 日時点で、同社の株式 189.5 千株（発行済株式数の約 3%に相当）が組み込まれていた。その後、同じく AMO が運用する「マネックス・日本株成長ファンド」でも買い増し、2019 年 7 月 31 日に提出した大量保有報告書（5%ルール報告書）によれば、合計で 328.4 千株（保有割合 5.15%）を保有していた。その後一部を売却し、提出された変更報告書によれば、2020 年 1 月 31 日時点で 249.3 千株（同 3.91%）を保有している。

なお、日興アセットマネジメントが運用する「日本新興株オープン」、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」にも同社株は組み入れられている（いずれも 2019 年 12 月 18 日時点）。

・第 6 位株主として大株主に現れた SBI 証券、第 8 位株主の楽天証券の保有目的は不明ながら、顧客関連のポジションと推測される。

・なお、2020 年 3 月末では 59,700 株の自社株を保有している（発行済株式数の 0.93%に相当）。将来的に、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 11】大株主の状況

	表内の株数単位：千株					割合：%		
	2015年9月末	2016年9月末	2017年9月末	2018年9月末	2019年9月末	2020年3月末	同時点保有割合	順位
岩田 進氏（代表取締役社長執行役員）	2,851	2,817	2,817	2,819	2,822	2,825	44.7	1
福田 博一氏（元取締役副社長執行役員）	1,071	1,021	1,021	961	801	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	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	311	4.9	4
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	—	286	4.5	5
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	142	2.2	6
資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	104	1.6	7
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	80	1.3	8
イルグルム従業員持ち株会	76	39	48	69	68	79	1.3	9
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	1.0	10
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	—	—	—
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	—	—
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—	—
高島 昌子氏	—	—	—	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	—	—	—	—	—	—	—
堀内 明夫氏（元取締役：監査等委員）	26	—	—	—	—	—	—	—
（自己株式、株）	0	0	45	983	81,423	59,700	—	—
（自己株式比率）	—	—	0.0007%	0.0155%	1.2777%	0.9369%	—	—

（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. 成長の軌跡

◆ 過去の業績推移

- ◆ 他社と差別化できる独創的な製品を開発し投入。時代のニーズを先取りし、急成長。

- ◆ 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。

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

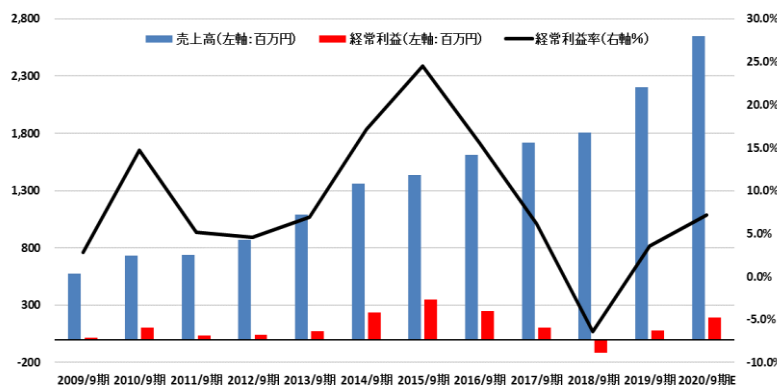
- ◆ 前 2019/9 期は大幅増収により、営業利益・経常利益とも黒字に転換。

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。

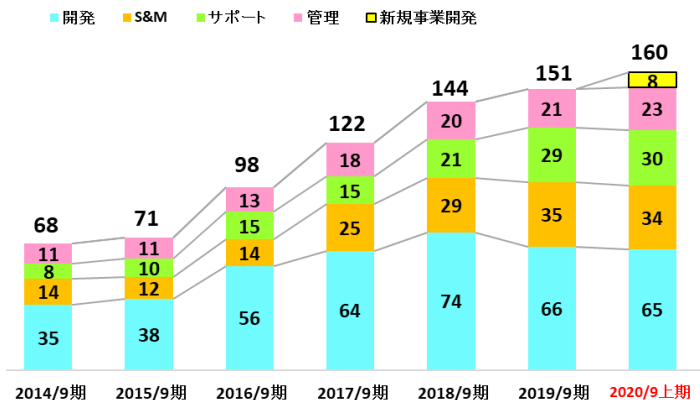
一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資を積極的に進め、増収ながらコスト負担が収益を圧迫し連続減益が続いた。前々期である 2018/9 期には開発・営業などの人員の増強（図表 13）を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字（当期純損失△88 百万円）に転落した（図表 12、及び図表 13 を参照）。

また、2019/9 期（前期）決算は、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。

【図表 12】 過去の業績推移 （単位：百万円、％）



【図表 13】 人員推移 （単位：人）



（出所）図表 12 および 13 は、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

5. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

＜総広告費＞

◆インターネット広告費市場は、2005年から2019年にかけて約5.6倍に増加。年間単純平均成長率は、約13.3%と高い。

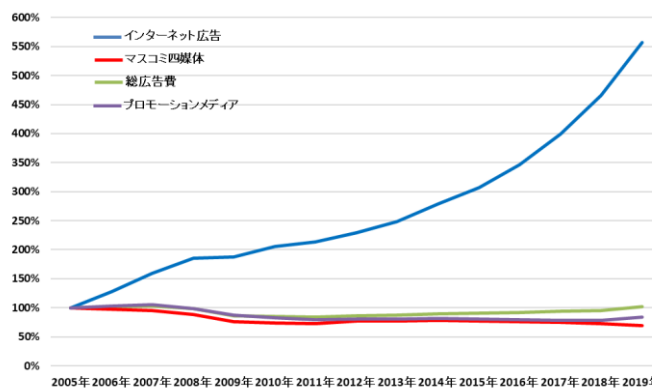
2019年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は約6.9兆円であり、長期的には横ばいである。しかし、2012年以降は8年連続でプラス成長を示し、市場全体では微増傾向にある（同期間の年間単純平均成長率：約2.5%）。

＜インターネット広告市場＞

インターネットの急速な普及と活用に連動し、インターネット広告費は急増し総広告費全体を牽引している。インターネット広告は、2005年の広告費を基準（100）とすると2019年には約5.6倍（年間単純平均成長率約13.3%）と大幅に拡大した。特に直近5年間では、年を追うごとに伸び率は加速している（図表14）。

インターネット広告費（媒体費と製作費の合計）は、約2.1兆円（前年比19.7%増、6年連続で2桁増加）と総広告費のうち約30%を占める（出所：電通「2019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27%を2019年には上回り最大の媒体となった。

【図表14】媒体別広告費の推移（指数化：2005年＝100）



（出所）株式会社電通「2019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

＜最近の状況＞

◆インターネット広告は、今後も二桁成長が予想される。同社には追い風。

新型コロナウイルス感染症の影響により総広告費は抑制されていると推測されるが、巣ごもり消費からECが活発化し、インターネット広告市場は堅調に推移していると推測される。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、同広告費は二桁の成長が

予想される。従って、インターネット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。

◆ サービス価格帯が類似する
大手競合会社は不在。

（注 10）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 11）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。

◆ 同業類似会社

同社の同業の類似会社として、直接の比較対象となる日本の上場会社は見当たらない。競合製品は、上場会社のオプト HD グループが提供していた ADPLAN（導入社数累計 1,500 社超）であったが、同社が事業を買収済である。このため、サービス価格帯が類似する大手競合会社は不在となった。

同様に広告効果測定・分析ツールとしては、国内の中小企業が幅広く活用している Google Analytics^{注10} や Adobe Analytics^{注11}、未上場企業の（株）ビービットが提供する「ウェブアンテナ：Web Antenna」（大手企業からベンチャー企業まで導入実績 600 社以上）が競合製品となる。但し、他社は専業ではなく、製品の機能や計測対象・分析内容・サポート体制が限定されている。対して同社の製品は、スペック、開発・サポート体制が充実し優位性が高く、圧倒的なシェアを握る業界ナンバーワンとなっている。

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。

なお、競合相手ではないが同じサブスクリプションモデルで上場している企業としては、米国企業である HubSpot, Inc.（ハブスポット、NYSE：HUBS）が挙げられる（詳細は、2019 年 5 月 31 日発行のレポート P15 を参照）。HUBS 社は、マーケティング、セールス、カスタマーサービスの各ソフトウェアをつなぐプラットフォームを提供している。

6. トピックス

◆ 新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対応について

<対応策>

- ◆ 同社は、全従業員を対象に在宅勤務を実施。

2020年3月31日より全従業員が在宅勤務を実施し、営業・カスタマーサクセス・カスタマーサポート・開発・管理等ほぼすべての事業活動をオンラインで継続している。業務の性質上、テレワークとは親和性が高く、基本的には業務の円滑な遂行に問題はない。

<影響>

- ◆ 新型コロナの影響は軽微にとどまる。

後述のように上半期決算は順調に推移し、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響はほとんどなかった。

- ◆ 人材派遣、旅行、娯楽、教育、ブライダル、証券、金融業界等の顧客が新型コロナの影響を受け、一部でアドエビスの解約があった。一方、巣ごもり消費が活発で、ECビジネス関連の顧客からの需要は好調でほぼ相殺。

新型コロナが、長期化すれば新規顧客の開拓などの営業面で一定の影響はあると思われるが、同社はこのような状況下でも持続的成長が可能であると考えている。「3月後半以降、COVID-19の影響を強く受けている産業の顧客においてサービス解約・休止の増加がみられるが、ECなど非対面ビジネスにおける需要は堅調であり、全体として需要減には至っていない。」とコメントしている。主力製品であるアドエビスは、広告効果測定によるコスト最適化を図るためのツールであり、コロナ禍の中でECへの消費シフトが進み、広告訴求効果の効率性が強く求められる現況ではむしろビジネスチャンスとも考えられる。

◆ 個人情報保護の規制強化による影響と同社の対応について

<対応策>

（注12）規制強化：プライバシー保護の強化から、EUでは、GDPR（一般データ保護規則）が施行。Apple社の「Safari」にはトラッキング防止機能が追加され、Google社の「Chrome」も2年以内に3rd party Cookieの利用を廃止予定。

世界的な個人情報保護を求める規制強化^{注12}から、日本においても個人情報保護法が強化された。同社はこれに対応して、アドエビスにて、3rd party Cookieを使わない新計測法「CNAMEトラッキング」^{注13}の提供を開始し、今年1月中旬には提供開始から3ヶ月間で導入企業は300社を突破した。

（注13）CNAMEトラッキング：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。1st party Cookieを採用。詳細は、2019年12月13日発行レポートのP26を参照。

また、データとテクノロジーの活用を通じた「企業価値の向上」と「プライバシーに配慮したよりよいユーザー体験」を両立することを宣言するとともに6つの原則を示し、プライバシーステートメントとして公表した。これは、情報保護を重視し遵守する企業姿勢を公表することによって、ユーザー並びに一般社会に対して信頼性と安全性をコミットするものである。

また、トラッキングとは、インターネット上でWebサイトの訪問者やオンラインサービスの利用者を識別し、訪問やサイト内での行動履歴を記録し追跡すること。

<影響>

個人情報保護に関する規制強化に対応できない一般企業、あるいは同業他社は多いと考えられる。同社は広告効果測定を専業とし、技術開発力や対応力が高いため、今後、同分野における相対的な優位性は高まるものと当部では推察している。

7. 今上期の業績と通期の見通し

◆ 2020/9 期第 2 四半期(上期)決算の実績

<概要>

◆ 上期売上高は、過去最高を更新。

◆ 最終損益も黒字化。

2020/9 期第 2 四半期連結決算（2019 年 10 月～2020 年 3 月）は、上期売上高が前年同期比 14.1%増加の 1,235 百万円、営業利益が同 239.2%増加の 71 百万円と大幅な増収増益となった（図表 15）。また、前年上期は特損が発生し純利益は、△47 百万円の赤字となったが、今上期は 46 百万円の黒字となった。上期としては過去最高売上高を更新した。

<上期の進捗率>

◆ 上期業績は計画線、順調。

上期の通期見通しに対する進捗率は、売上高が 45.7%（前年同期は 49.0%）、営業利益では 35.7%（同 25.0%）となった。なお、上期の業績予想は非公表であったが、ほぼ想定通りとなった模様である。

<事業別の業績動向>

◆ 主力のアドエビスが好調。単価上昇と ADPLAN 事業の譲受によるアカウント数の増加も業績に寄与。

事業別では、マーケティングプラットフォーム事業の売上高が、前上期の 956 百万円から今上期には 1,122 百万円へと 17.5%増加した。一方、営業利益は 9 百万円から 67 百万円へ 658.1%増加し、収益が大きく改善した。これは、コア事業のアドエビスのアカウント数が増加したことと、同平均単価の上昇によってもたらされている（P9 図表 7 および 8 を参照）。なお、事業譲受により 1 月から取り込んだ ADPLAN 事業も、Q2 にアカウント数の増加と単価上昇の両面で貢献した。

◆ 商流プラットフォーム事業は、一部の契約更新に期ずれがあり、一時的に減収。

一方、もう一つの事業である商流プラットフォーム事業は、一部の契約更新に期ずれが生じ（現時点では更新済）、売上高は前上期の 125 百万円から今上期には 112 百万円へと 10.7%減少し、これに連動して営業利益も 12 百万円から 4 百万円へ 63.5%減少した。

【図表 15】四半期・上期の業績比較

Q1(10-12月)、Q2(1-3月)、 Q2累計(10-3月)	2019/9期		2020/9期		2019/9期 Q2累計	2020/9期 Q2累計	2020/9期Q2累計YOY	
(単位:百万円)	Q1	Q2	Q1	Q2			増減額	変化率/倍
売上高合計	520	563	585	650	1,083	1,235	153	14.1%
マーケティングプラットフォーム	460	496	524	599	956	1,122	167	17.5%
商流プラットフォーム	59	67	62	51	126	112	-14	-10.7%
粗利	344	404	407	432	748	839	91	12.2%
粗利率	66.1%	71.8%	69.5%	66.5%	69.1%	67.9%		
販売管理費	370	356	382	386	727	767	41	5.6%
販売管理費比率	71.3%	63.3%	65.2%	59.3%	67.1%	62.1%		
営業(セグメント)利益	-27	48	25	47	21	71	50	239.2%
マーケティングプラットフォーム	-21	30	16	51	9	67	58	658.1%
商流プラットフォーム	-5	18	9	-4	12	4	-8	-63.5%
営業利益率	-5.1%	8.4%	4.2%	7.2%	1.9%	5.8%		
マーケティングプラットフォーム	-4.6%	6.1%	3.0%	8.5%	0.9%	6.0%		
商流プラットフォーム	-9.2%	26.6%	14.5%	-8.8%	9.7%	4.0%		
経常利益	-30	47	25	46	17	71	53	310.5%
当期利益	-36	-10	19	27	-47	46	92	-197.8%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

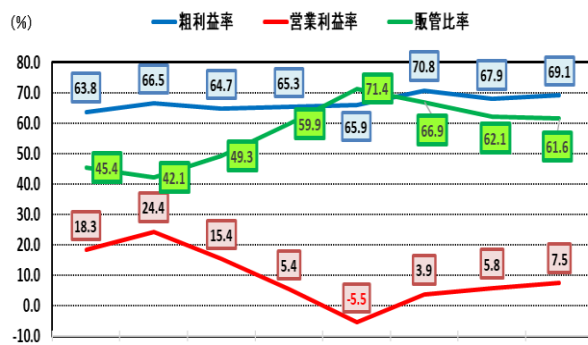
- ◆販管費率が低下し、営業利益率は大幅に改善。

- ◆特損がなくなり、最終損益も黒字化。

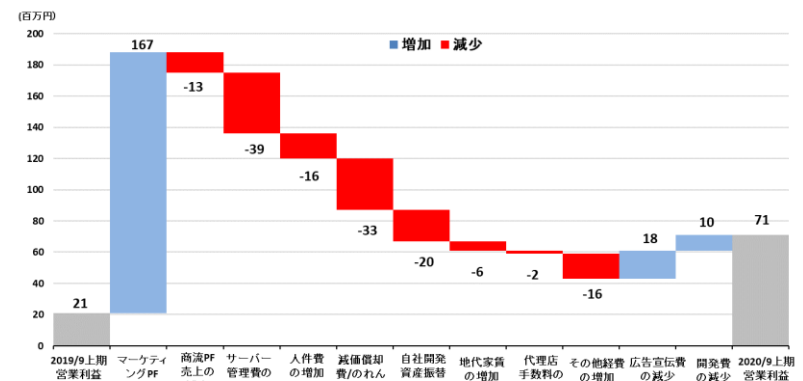
<利益率と損益の動向>

マーケティングプラットフォーム事業が増収となったものの、同事業のキャパシティ確保のためのインフラ対策投資等と、商流プラットフォーム事業の減収により、粗利率は前上期の 69.1%から今上期は 67.9%へと若干悪化した(図表 16)。しかし、販管費が増収率(14.1%)を下回る 12.2%の伸びにとどまり、売上高販管費比率は、同順に 67.1%から 62.1%へと大きく低下した。この結果、営業利益率は、1.9%から 5.8%へと約 3.9 ポイント改善した。前上期には、訴訟関連損失△60 百万円と固定資産除却損等、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が、今上期には特別損失の計上はなく、当期純利益は黒字を確保した。

【図表 16】利益率の推移(単位：%)



【図表 17】2020/9 上期の営業利益の変動要因(単位：百万円)



(出所) 図表 16 および 17 は、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。

- ◆増収効果とコスト抑制で、増益。

<上期の増減益要因分析>

上期の増減益要因分析は、上の図表 17 の通りである。コスト面では、サーバー関連費 39 百万円、減価償却費・のれん償却費 33 百万円、人件費 16 百万円の増加が、主要な減益要因である。サーバー費の増加は、マーケティングプラットフォーム事業のインフラのキャパシティを確保・増強したものである。また、減価償却費・のれん償却費の増加は、ADPLAN 事業の買収によるのれんの償却によるもので、人件費の増加も新事業向けの人員増強など、いずれも前向きな先行投資によるものである。一方、広告宣伝費の削減 18 百万円、採用費の減少 10 百万円などが増益要因であるが、全体的にマーケティングプラットフォーム事業の増収が増益に大きく寄与している。

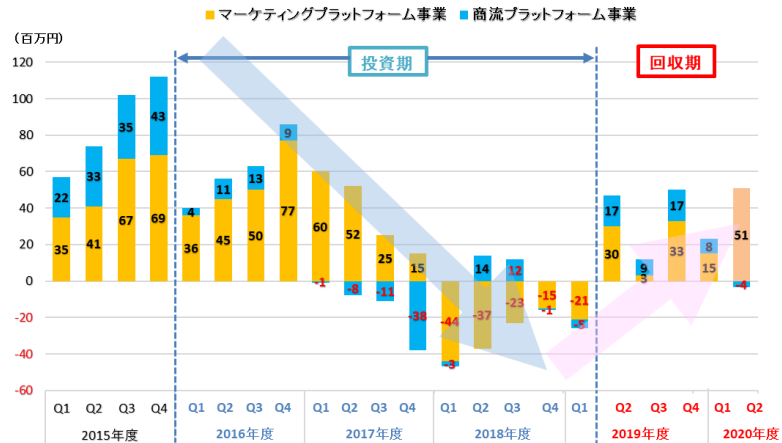
- ◆7 四半期ぶりに営業損益が黒字化して以降、5 四半期連続で営業黒字を維持。
- ◆事業再編と定額課金へのビジネスモデルの転換により、季節変動性が小さい安定した経営体質へ。

<四半期ベースの業績推移>

今期第 1 四半期 (Q1)、第 2 四半期 (Q2) とともに前年同期比で 2 桁の増収となり、それぞれ過去最高売上高を更新した。また、四半期ベースで営業利益の推移を見てみると (P20 図表 18)、2017/9 期の Q4 (2017 年 7~9 月) から 2019/9 期の Q1 (2019 年 10~12 月) にかけて赤字であったが、同 Q2 に 7 四半期ぶりに黒字化し、

以後、2020/9 期 Q2(2020 年 1～3 月)まで 5 四半期連続で営業黒字を維持している（図表 18）。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、コストコントロールなどによる粗利率や販管比率の改善が背景にある。

【図表 18】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。

- ◆ 今期の業績予想に変更はなし。増収増益、黒字化、最高売上高の更新を計画。

< 足元の状況 >

また、P17 で述べたように、広告効果の効率性が一層求められ EC などの非対面ビジネスの需要が堅調であること、ストック型のビジネスモデルが中心であること、業務がテレワークなどとの親和性が高いことから、新型コロナウイルス感染症拡大による上期業績への影響は軽微にとどまっている。

- ◆ 足元の売上高は堅調。

特に、1～3 月期は、新型コロナウイルス感染症に伴う非常事態宣言により経済活動が停滞し、上場企業の約 1/4 が赤字となった。同社とは決算月は異なるが、3 月を本決算とする上場企業の半数以上が今期の業績を未定と発表する中、対照的に同社の堅調なファンダメンタルズが確認できた。

< 半期別キャッシュフローの推移 >

なお、半期ベースでは、積極的な投資を継続していることから投資活動によるキャッシュフローがマイナスであり、フリーキャッシュフロー（FCF）もマイナスが続いている（図表 19）。当面は、FCF のプラス転換が次の課題となろう。

- ◆ フリーキャッシュフローは、依然マイナス基調。プラス転換が次なる課題。

【図表 19】半期別キャッシュフローの推移

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

単位: 百万円	2015/9		2016/9		2017/9		2018/9		2019/9		2020/9
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	162	-262	391
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317
現金及び預金(BS上)	666	787	738	762	764	681	760	1,194	924	774	847

20/29

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为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。

◆ 2020/9 期(通期)業績の同社予想

<通期予想>

今年 2 月 7 日に公表した、売上 27 億円（前年同期比 22.5%増）、営業利益 2 億円（同 135.5%増）、経常利益 190 百万円（140.4%増）当期純利益 1.3 億円（黒字化）、期末配当は未定とする同社の今期の通期見通しには変更はない。通期の部門別売上高や営業利益、全体の粗利率、販管費率などは非公表である。また、法人税率は正常化する前提である。

なお、現中期計画の最終年度にあたる今期については、かねてより売上高目標を 30 億円と設定していたが、今回、同社は公表済みである 27 億円に修正した。

<月次売上の状況>

図表 20 は、同社より公表されている今期の月次別売上高の推移である。今下期の初月である 4 月の総売上高は、217 百万円、前年同月比、12.6%増となった。2018 年 10 月以降、17 ヶ月連続で 2 桁の増収を維持し、3 月には 1 桁後半の伸びにとどまったが、再び 2 桁増となった。

全社売上高の 9 割以上を占めるマーケティングプラットフォーム事業部門は、4 月単月の売上高が約 198 百万円、前年同月比 17.2%の増収と好調を継続している。一方、商流プラットフォーム事業部門の 4 月の売上高は、契約更新の期ずれ等により、約 19 百万円、前年同月比 20.9%の減収となった。

なお、4 月を含めた今期累計 7 ヶ月間（2019 年 10 月～2020 年 4 月）の全社売上高は、1,452 百万円、前年同期比 13.9%の増収、また通期の会社売上高計画 27 億円に対する進捗率は、53.8%（前年同期の通期に対する進捗率の実績は、57.8%）。

◆ 今期業績予想は、据え置き。通期最高売上高の更新と、営業利益の倍増を計画。

◆ 下期の初月である 4 月売上高も好調を持続。

【図表 20】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%）

暦年	2018			2019								
年度	2019/9期											
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
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
	126.9	130.9	133.7	132.9	132.9	129.0	133.0	133.0	120.3	124.6	122.2	114.6
商流 プラットフォーム	21,839	18,683	18,938	25,060	19,460	21,990	23,467	17,363	17,883	30,223	19,341	19,019
	78.3	67.6	76.5	96.8	82.9	117.2	100.8	90.3	87.6	115.9	104.7	102.3
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
	117.6	118.6	124.0	126.4	125.0	127.5	128.0	127.3	116.1	123.2	120.1	113.2
暦年	2019			2020				2019/10～2020/4				
年度	2020/9期							今年度(2020/9期)				
月次売上高	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	上期累計	今期累計			
マーケティング プラットフォーム	167,418	173,197	183,085	200,850	197,252	200,976	198,072	1,122,778	1,320,850			
	112.2	115.1	114.1	126.9	118.8	117.3	117.2	117.5	117.4			
商流 プラットフォーム	26,164	17,602	18,019	26,041	16,126	8,450	18,569	112,402	130,971			
	119.8	94.2	95.2	103.9	82.9	38.4	79.1	89.2	87.6			
全社	193,583	190,799	201,105	226,891	213,378	209,427	216,642	1,235,183	1,451,821			
	113.2	112.8	112.1	123.7	115.1	108.3	112.6	114.2	113.9			

(出所) 同社資料より、分析が作成。(備考) なお、法人の監査報告値であり、可能性がある。

（出所）同社の HP の月次発表資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

（備考）なお記載数値は、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。

- ◆ 同社は、今下期、前年同期比 30.5%の増収、101.3%の営業大幅増益を予想。販管費率が大きく改善し、利益率が上昇する前提。

<下期の計画>

通期予想から上期実績を差し引いた、実質的な下期の会社予想は、売上高 1,465 百万円（前年同期比 30.5%増）、営業利益 129 百万円（同 101.3%増）、経常利益 119 百万円（同 93.1%増）、当期純利益 84 百万円（同 616.4%増）となる。前年同期や今上期（18.6%の増収、80.1%の営業増益）と比較すると、大幅な増収増益を想定している。また、営業利益率では、前年上期 1.9%、同下期 5.7%、今上期 5.8%から、今下期には 8.8%まで大きく改善すると見込んでいる。これは、粗利率の改善に加え、販管費率が大きく改善すると予想しているためである。

- ◆ 下期は、新規事業開発も進めつつ、集中分野を絞り込みコスト管理を強化する方針。

<下期の方針>

下半期の経営方針として、同社は危機を機会に変えるべく方針を機動的に修正するとし、①集中分野を絞り込み、市場の変革をとらえたサービスの提供を加速、②さらなる景気減退による影響に備え、コスト管理を厳格化、③危機を通して得られた新しい働き方を促進し、生産性向上を図る方針である。これにより通期の業績計画、特に利益目標を、より確実に達成したい意向である。また、リソースを割き、新事業開発にも取り組む方針である。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2020/9 期(通期)業績予想

<今期予想の修正>

- ◆ 当調査部では、今期、売上高を若干、下方修正。利益は、コストコントロールを強化することから下振れリスクは小さいと判断し、従来予想を据え置く。会社計画並みの利益を予想。
- ◆ リスク要因は、新型コロナの第 2 波などによる影響の長期化。

上期の実績と同社への取材を踏まえ、当調査部の今期の通期売上高を若干、下方修正した。但し、今期の利益予想は、従来の見直しを変えていない。新型コロナの第 2 波到来などにより、国内経済の停滞が長期化することがリスク要因。

会社予想の売上高 27 億円は、新規ビジネスの寄与等が想定通りであれば、達成可能な範囲内にはあると考えられる。しかし、新型コロナの影響や、プロフェッショナル事業、商流プラットフォーム事業の売上高を、前回よりもやや慎重に見直した。

一方、利益予想は、ADPLAN を含めたアドエビスと新規事業開発において、売上高が多少の未達となっても、以下の理由により利益面での大きな下振れリスクは低いと思われる。

- ・ストック型のビジネスモデルであり、確実に利益が積みあがる構造であること（ADPLAN が下期はフル寄与）。
- ・また、代理店手数料の改定（販売代理店制度の見直し）など各種経費のコントロールを強化しつつあること。

当調査部の通期予想の前提は、前回予想時と大きくは変わっていないが、変更点は以下の通りである。

<売上高に関する前提>

- ・アドエビスのアカウント数（年度平均）は、ADPLAN からのスイッチも考慮して前期比 4%増と予想していたが、現況も踏まえて約 1%増、一方、単価は約 17%上昇と予想していたが、価格改定効果が予想以上に表れており約 27%上昇へと前提を見直した。結果としてアドエビスの売上高は、若干上方修正した。
- ・プロフェッショナルサービス等の新規事業は、拡大する計画であったが、新型コロナの影響もあり、やや進捗が遅れ気味と思われ売上高を慎重に予想。
- ・以上によりマーケティング PF（プラットフォーム）事業は、約 27%増収の 2,470 百万円から、23%増収の 2,400 百万円へと予想を修正。
- ・一方、商流 PF は、EC キューブの売上高を 280 百万円と予想していたが、前年度とほぼ横ばいの 250 百万円に修正。
- ・通期の売上高を、従来は会社予想に対し 50 百万円ほど上方に当部は予想していたが、上期実績や上記の要因を考慮し修正した（旧予想：2,750 百万円→新予想：2,650 百万円）。

<利益に関する前提>

- ・販売代理店制度の見直しを行い、今下期から来年度にかけて手数料率の改善が段階的に予想され、売上高利益率は、今後 1 年程度で数ポイント程度改善する。
- ・今期以降、通常の法人税率が適用される。
- ・不透明要素は、企業や事業買収に伴う売上高や諸コスト（例：新規の買収に関わるのれん代の償却、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が、今下期は新たな M&A は発生しないと想定。

【図表 21】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期実績	2020/9期OE	2020/9期E	2021/9期E	2022/9期E
売上高	1,805	2,204	2,700	2,850	3,010	3,390
マーケティングPF	1,530	1,951		2,400	2,750	3,120
商流PF	274	253		250	260	270
売上高総利益	1,190	1,581		1,830	2,100	2,400
売上高総利益率	65.9%	70.8%		64.1%	69.8%	70.8%
販管費及び一般管理費	1,289	1,476		1,830	1,800	2,020
対売上高比	71.4%	66.9%		64.1%	59.8%	59.6%
営業利益	-98	85	200	200	300	380
対売上高比	-5.5%	3.9%	7.4%	7.5%	10.0%	11.2%
経常利益	-115	79	190	190	300	380
対売上高比	-6.4%	3.6%	7.0%	7.2%	10.0%	11.2%
当期純利益	-99	-35	130	130	200	255
対売上高比	-4.9%	-1.6%	4.8%	4.9%	6.6%	7.5%
KPI	年度平均実績	年度平均実績		年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数	1,476	1,486		1,500	1,550	1,600
同変化率		0.7%		0.9%	3.3%	3.2%
アドエビス 平均単価(円)	78,938	98,517		125,000	135,000	145,000
同変化率		24.8%		26.9%	8.0%	7.4%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%	22.1%		20.2%	13.6%	12.6%
マーケティングPF	21.9%	27.5%		23.0%	14.6%	13.5%
商流PF	-41.1%	-7.6%		-1.3%	4.0%	3.8%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%	4.9%		-1.7%	0.7%	1.0%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%	14.5%		10.5%	10.4%	12.2%
営業利益(伸率)	赤字化	黒字化		135.5%	50.0%	26.7%
経常利益(伸率)	赤字化	黒字化		140.4%	57.9%	26.7%
当期純利益(伸率)	赤字化	赤字縮小		黒字化	53.8%	27.5%

(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。

8. 成長戦略

◆ 同社の中期経営計画・戦略

- ◆ 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。

中長期計画に、基本的には変更はない。計画に沿って着実に施策を実行しつつある。「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。

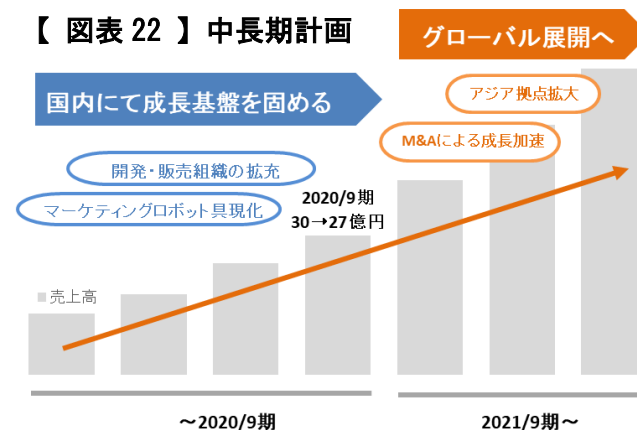
< 中期戦略 >

- ◆ 「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30億円から27億円で修正。

「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）を中計の目標としていたが、同社は今回、現状を踏まえ公表済みの27億円で修正した（図表22）。なお、事業展開を加速させるために、既に外部31社と新規連携を完了している。また、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ことと、マーケティングセールス組織を拡充することを掲げ、事業を推進してきた。

- ◆ 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。



（出所）説明会補足資料をアルファ・ウイン調査部が加筆・修正。

< 長期戦略 >

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経済状況が平常化すれば、来期以降も積極的な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、従来は4項目に分けてコントロールしていたが、今期より新

事業開発を加え、5項目となった。各比率の中長期目標が設定されている（図表23）。

<コスト管理指標>

- ◆中長期的には、営業利益率 10~20%を目指す。

中長期計画において今後の利益金額の目標数値は公表されていないが、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%と設定している。

- ◆主力のマーケティングプラットフォーム事業のコスト構造は、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となった。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。未達の二つの費用比率も、投資の一巡と増収に伴い相対的に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%のレンジに安定させる計画である。この水準は、過去にも達成しており、実現の可能は高いと思われる。なお、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、来期に達成する可能性もあろう。因みに今期上期実績は 5.8%、通期見通しは 7.4%。上期は新規事業開発に 4%のリソースを割いているが、これがなければ 10%に近い水準に達していたことになる。

【図表 23】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）

マーケティングプラットフォーム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	2020年 9月期Q2	中長期目標モデル
マーケティング・セールス	24%	強化 28%	強化 33%	26%	24%	25-30%
開発	21%	強化 24%	強化 36%	29% ^{*2}	31%	25-30%
カスタマーサクセス (旧サポート)	11%	11%	11%	強化 17%	15%	10-15%
新規事業開発	—	—	—	—	強化 4%	5%
その他間接	24%	25%	28%	26% ^{*1}	20%	15-20%
営業利益	20%	12%	▲8%	2%	6%	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: 開発の運用人員をカスタマーサクセスに移管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・ウイン調査部の中期業績見通し

◆当調査部では、従来の中期業績予想を見直した。売上高を若干、下方修正したもの、営業・経常利益の予想は据え置いた。

◆コスト管理を強化し、利益率は改善傾向。

◆中期的には、年率二桁の売上高と利益成長を予想。

＜中期業績予想の修正＞

従来の来期以降の中期業績を見直したが（P23 図表 21）、当部の基本的な考え方に変更はない。アドエビスの単価前提を引き上げる一方、アカウント数の伸びを保守的に予想した。マーケティングプラットフォームの売上高、並びに商流プラットフォームの増収を小幅に見積もったことから、全社の売上高をやや下方修正した。但し、アドエビスが牽引し、マーケティングプラットフォームは2桁の売上高成長が引き続き見込まれる。

一方、今後一層、コスト管理効果が顕在化すると思われ、中期の各年度の営業利益予想は、据え置いている。なお、当期利益は、法人税率が正常化するという前提で修正を行った。

＜中長期成長力＞

2020年11月頃の今期決算発表時に、来期（2022/9期）の業績見通しと共に、次期中計が公表されると思われる。

中長期的には、広告効果測定市場が拡大する中、圧倒的なシェアと信頼性を背景に、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微増が見込まれ、業容の拡大が期待される。加えて、既存顧客に対して販社経由で、製品のアップセル、クロスセル、新サービスの提供など、事業の成長ポテンシャルは大きい。これらが成長ドライバーとなり、中長期的には年率15～20%前後の増収率が期待される。

損益面では、先行投資が一段落し従来の売上高重視から、コスト、収益重視へと変化しつつあること、また同社の事業は限界利益率（推定70%）が高いビジネスであることから、増収により黒字が定着し収益のV字回復が鮮明になると推測される。

当調査部では、売上高成長率を上回る年率20～30%の高い利益成長率（平準化ベース）を見込んでいる。これまでのところ、計画に沿ってビジネスを拡大しつつあり、今後2～3年内には復配、また中期ターム（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。

＜中長期業績予想の留意点＞

なお、新型コロナの収束後とはなろうが、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。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、M&Aや業務提携・事業取得を継続的に行う可能性がある。従って、これらの実施の有無や成否、収益への寄与の多寡が、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。但し、同社は、仮に今後、先行投資を行う場合でも、最終損益は黒字を確保したい意向である。

◆M&Aや事業買収の有無と成否が変動要因。中長期的には、黒字を維持したい意向。

9. アナリストの視点

◆ 株主還元

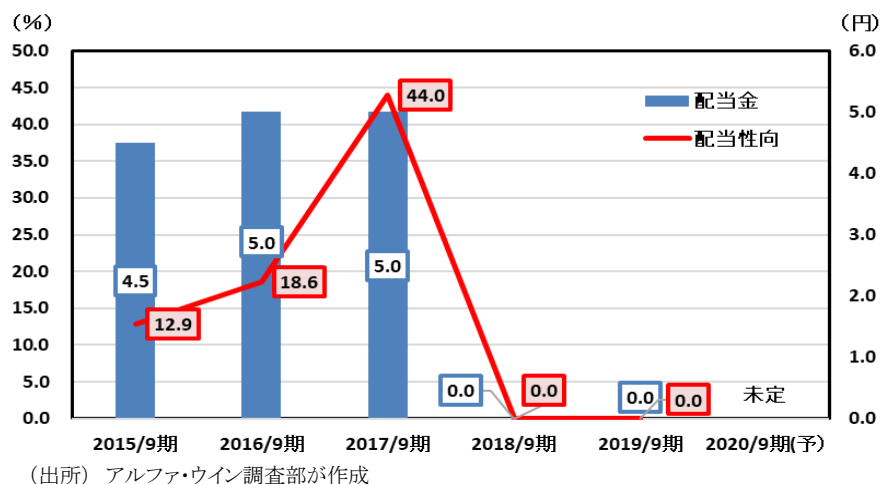
同社は、上場2年目（2015/9期）に一株当たり4.5円、2016/9期には0.5円を増配し一株当たり年間5.0円、2017年9月期も同様に5.0円と3期連続で配当を実施した（図表24）。しかし、2018/9期、2019/9期と最終連続赤字となったことから無配とし、併せて株主優待制度を廃止した。

- ◆ 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。
- ◆ 業績の回復により、株主価値を高めたい考え。

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、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24】配当金と配当性向の推移



◆ 株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター

＜株価の水準と動向＞

同社は、東証マザーズ上場の小型アド・テクノロジー^{注14}関連株であり、上場来の株価のボラティリティは高い（最高値2016年5月：5,260円、最安値2015年8月：677円）。

業績が悪化する過程で同社の株価は軟調となったが、収益の回復とともに株価はボトムアウトしつつある。直近の3年間では、ほぼ1,000円から2,000円のボックスレンジで推移している。2020年1～4月の足元の業績は堅調かつ、新型コロナ禍で厳しい経済環境の中、同社は通期業績予想を据え置いたこと、また収益のV字回復の確度が高ま

(注14) アド・テクノロジー【ad technology】：広告ビジネスで使われる情報技術の総称で、インターネット広告などで用いられるデジタル技術を指す。

- ◆ 株価のボラティリティは高い。株価は、最近の反騰局面では、好業績を背景に堅調。

- 直近の底値からは、パフォーマンスは良好。

りつつあること、新型コロナウイルス感染症の収束期待から、下値不安は和らいでいる。新型コロナによる株価の暴落後の反騰局面では(直近の終値ベースでの最安値である3月16日以降5月29日まで)、東証マザーズおよびTOPIXをアウトパフォームしている(図表25)。

【図表25】 直近の安値（終値ベース）からのパフォーマンス比較

2020年	3月16日	5月29日	パフォーマンス
イルグルム	750.00	1328.00	77.1%
東証マザーズ	559.54	982.43	75.6%
TOPIX	1236.34	1563.67	26.5%

(出所) 株価データよりアルファ・ウインが作成。

<バリュエーション>

- バリュエーションでは、今期ベースでは割安感はない。株価は、中期の利益水準を伺う展開へ。

類似会社と今期ベースでのバリュエーションを比較すると、割安感はない。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24社の規模・事業内容・バリュエーションの概要を比較した(P29図表26)。

(注15)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。

この比較において、今期業績(各社の計画値)の基準でPER、PBR、PSR^{注15}および配当利回りでは、同社のバリュエーションには割安感はない。これは、中期業績の伸長期待がある程度、現在の株価に反映されているためと考えられる。黒字化と法人税率の正常化によりPERで他社との比較ができるようになり、来期、来々期の予想EPSベースでのバリュエーションを、投資の際には考慮していく必要がある(当部業績予想に基づく予想PERは、来期41.9倍、来々期32.9倍)。

<今後の注目点>

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

今後は、月次売上高の推移(前年比)、四半期の動向(増益率、利益率、アドエビスの平均単価とアクティブアカウント数)やM&A・提携・新機能の発表、新サービス・商品のローンチ、次期中計発表の内容と中期的な利益水準の見通し、復配の有無が株価に影響を与えると思われる。

- 市場拡大の恩恵を享受し、成長ポテンシャルは大きいと予想。

中長期的には、インターネット広告市場の継続的な拡大が見込め、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い。同社は、その恩恵を享受できるポジションにいて考えられる。新型コロナ、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 26】 類似会社比較（アドテクノロジー関連企業等 24 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	事業区分	市場	単位：百万円			%	倍			%	終値 (5/29)
コード	社名				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・アドテク(ネット広告配信技術)	TSE2	6,818	21,400	1,350	6.3	0.31	8.71	1.82	0.00	425
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	38,417	未定	未定	-	-	-	1.44	0.00	1,529
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	36,619	34,300	3,750	10.9	1.07	13.82	1.81	3.99	476
2491	パリエーコマース		アフィリエイト(成果報酬型)広告	TSE1	92,865	30,000	5,500	18.3	3.10	24.17	7.28	1.26	2,694
3134	Hamee		携帯アクセサリ/ECクラウド支援	TSE1	20,700	11,288	1,427	12.6	1.83	20.95	4.25	0.51	1,284
3655	ブレインバット		ネットマーケティング・データ解析	TSE1	36,424	6,800	1,080	16.4	5.52	44.42	9.45	0.00	4,945
3688	GARTA HD		アドプラットフォーム	TSE1	27,305	23,000	2,500	10.9	1.19	17.06	1.17	1.49	1,073
3690	(株)イルグルム		インターネット広告計測ツール	TM	8,463	2,650	200	7.5	3.19	64.40	7.37	0.00	1,328
3853	アステリア		パッケージソフトウェア	TSE1	8,921	未定	未定	-	-	-	1.81	0.00	510
3923	ラクス		クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	TM	195,079	未定	未定	-	-	-	37.57	0.15	2,153
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	30,423	17,000	1,250	7.4	1.79	38.49	1.83	0.91	219
4395	アクリート		SMS配信サービス	TM	4,799	1,650	300	18.2	2.91	23.28	4.46	1.15	869
4751	サイバーエージェント		ネット広告代理業・スマホ、ゲーム	TSE1	686,496	465,000	30,000	6.5	1.48	76.08	8.62	0.61	5,430
4784	GMOアドパートナーズ		ネット広告代理業、アドプラットフォーム	JQS	6,703	36,000	280	0.8	0.19	32.10	1.29	1.58	400
6026	GMO TECH		アプリ導入型課金広告、検索エンジン最適化	TM	1,708	3,100	50	1.6	0.55	85.42	2.11	0.59	1,552
6038	イード		コンテンツマーケティングプラットフォーム	TM	4,175	5,200	200	3.8	0.80	31.27	1.33	0.00	834
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	3,812	9,758	169	1.7	0.39	53.41	1.81	1.88	478
6081	アライダーキテック		SNS関連のマーケティング支援	TM	4,353	4,558	101	2.2	0.96	-	2.83	0.00	310
6094	フリークアウトHD		インターネット広告配信(DSP)	TM	19,427	27,000	200	0.7	0.72	-	4.23	0.00	1,221
6175	ネットマーケティング		成果報酬型の広告代理	TSE1	10,089	未定	未定	-	-	-	3.79	0.88	682
6533	Orochestra HD		企業向けデジタルマーケティング	TSE1	11,794	11,300	600	5.3	1.04	31.87	8.25	0.54	1,288
6550	Fringe81		ネット広告代理、メディア収益化支援	TM	5,940	7,295	-525	-7.2	0.81	赤字でNA	6.17	0.00	602
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	TSE1	23,205	23,000	800	3.5	1.01	-	7.69	0.00	2,218
6562	ジーニー		メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	TM	11,547	未定	未定	-	-	-	4.55	0.00	643
アドテクノロジー関連企業24社 単純平均					55,754	38,952	2,591	6.7	1.52	37.70	5.53	0.65	

(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 29 日時点で公表されているデータに基づく)。なお、レンジで予想を発表している場合には、原則、中央値で計算。

また、同社については、当調査部予想を使用。他社が、売上高・営業利益、EPS や配当金予想を非公表の場合には、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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。なお、本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】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。

MV20200613-1600

29/29

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

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