アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム（3690 東証グロース）

発行日：2023 / 6/5

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
https://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エアの企画、開発、販売を行い、東証グロース市場に上場する。岩田社長が大学時代に起業し、2001 年に同社を設立した。
・主力製品は、独自開発したインターネット広告効果測定システム（アドエビス）で、圧倒的なシェアを握る（業界 NO1）。小規模ながらも、ニッチ分野ではリーディングカンパニーである。
・同社の強みは、高精度なデータ計測を可能とする技術力&専門性の高い DX 人材、フロントランナーとして蓄積してきたビッグデータ、500 社超のパートナーとのネットワークである。
・同社の主力ビジネスは、中堅・大手企業向けにクラウドサービスを提供するもので、ストック型のサブスクリプションモデルである。このため、事業の継続性・安定性・収益性が高い。
・2016 年以降、ビジネスモデルの転換と事業ポートフォリオの選択と集中を行い、事業再編は一巡し経営基盤と収益力が強化された。現在、マーケティング PF（プラットフォーム）と商流 PF の 2 事業で展開しているが、両事業において M&A を実施し、成長へ向けた布石を着々と打ってきている。
・少なくとも 2010/9 期以降、前期まで 13 期連続で過去最高売上高を連続更新中であり（単独決算時期も含む）、2020/9 期以降は黒字が定着し、増配トレンドにある。

今上期決算実績、及び今期の業績予想

・今上期の連結決算（2023/9 上期：第 2 四半期累計：2022 年 10 月～2023 年 3 月）は、売上高が前年同期比 14.6%増加の 1,812 百万円、営業利益が 19.2%増加の 210 百万円、当期純利益も 25.5%増加の 131 百万円と、二桁の増収増益となった。なお、上期の事前予想は非公表であるが、期初通期予想に対する上期の売上高・利益の進捗率はいずれも高いものの、社内計画をやや下回ったと推測される。
・マーケティング PF 事業の売上高（外部顧客向け、以下同様）は 1,492 百万円（前年同期比+5.0%）、セグメント利益は 158 百万円（同+10.3%）、一方、商流 PF 事業の売上高は 320 百万円（同+98.3%）、セグメント利益は 54 百万円（同+61.8%）と、両事業ともに増収増益となった。

・マーケティング PF 事業においては、コアのアドエビスの単価が（前年同期比では）20 四半期連続で上昇したものの、増加額・上昇率が鈍化していること、新規顧客の獲得が想定を下回っていること、2022/9 期 Q4 以降、解約率が 2.4%と横ばいであることから、広告効果測定の売上高は微減収となった。
・一方、自社開発サービスであるアドフープの領域拡大と、買収した子会社 3 社の寄与により、インキュベーション領域が大幅な増収となり、これをカバーした。収益面でもインキュベーションの赤字幅が縮小したことに加え、オフィス移転に伴うコストの減少などが増益要因となった。
・加えて、商流 PF 事業においては大型案件の受注もあり、買収したボクブロック社を中心に EC 構築・運用支援領域の増収増益が寄与した。

・なお、財務面では黒字による資本、並びに現預金の蓄積により、実質的には無借金経営を続けている。自己資本比率・流動比率は十分な水準にあり、財務体質は健全である。

・同社は、期初に今期も増収増益、最高益の更新を見込んでいた。しかし、収益性が高いアドエビスの新規顧客の獲得が上期に苦戦している実績を踏まえ、通期の予想売上高を 3,900 百万円（前期比+17.0%）⇒3,600～3,700 百万円（前期比+8.0～+11.0%）、営業利益を 400 百万円（同+1.9%）⇒280～330 百万円（同△16.0～△28.7%）、当期純利益を 240 百万円（同+1.7%）⇒170～200 百万円（同△15.3～△28.0%）へと減額修正した。増収は維持し、かつ最高売上高を更新するものの、一転し減益となる見込みである。

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

・今期は、連結株主資本配当率（DOE）の目標を 2.5%としているため、利益の下方修正に伴い、年間一株当たり配当金も 7.8 円⇒7.4 円へと減額修正した。但し、前期実績の 7.0 円と比較すると＋0.4 円の増配となる。

・当調査部では、期初の会社計画に対し、売上高を 100 百万円下回る 3,800 百万円、営業利益を同額の 400 百万円と予想していたが、会社の修正計画はこれらを下回った。コストバッファーがあり、売上高が未達となったとしても、コストコントロールにより予想利益は達成可能な水準と判断していた。しかし、アドエビスのアカウント数が想定以上に減少した点と、将来の成長に向けた開発投資の強化を継続した点が、当部の業績予想との差異の要因と思われる。

・会社の新計画の前提と足元の状況を考慮し、当調査部でも通期予想を会社予想並みに下方修正した。新たな売上高の予想を 3,650 百万円（会社計画レンジの平均値と同じ）、営業利益を 310 百万円（同+5 百万円）、配当金を 7.4 円（会社予想と同じ）とした。
・会社の下期計画は（通期予想平均−上期実績により逆算すると）、売上高が 1,838 百万円（前下期比+4.8%）、営業利益が 95 百万円（同△56.2%）、当期利益が 54 百万円（同△59.1%）と、微増収・大幅減益を見込んでいる。今上期比でも同様に、微増収（+1.4%）ながら、コストの増加、利益率の悪化により、大幅な減益（営業利益：△54.8%）を予想しているが、やや保守的な前提とも思われる。

経営戦略と中期の業績予想

・コア製品の拡販に努める一方、シナジーが見込める周辺事業や新ビジネスに展開し、顧客の DX 推進に貢献する PF ビジネスを通じて、持続的な成長を図る戦略を推進している。M&A や他社との連携も積極的に進め、成長を加速する意向である。
・同社は、時期を明示していないが、中期で既存事業（広告効果測定／広告代理店 DX／EC-CUBE）の安定成長と、3 領域（インキュベーション／EC 構築・運用支援／マーケティングプロセス支援）の新サービスの拡大により「新たな成長ドライバーを創出」し、「総合マーケティング DX 支援集団」として、連結売上高 100 億円の達成を目指している。

・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、および EC 関連分野は、中長期的にも市場の成長ポテンシャルが高い。さらに同社は成長戦略として積極的な M&A を実施する方針であることから、今後も年率（平均）で二桁の売上高成長が見込まれる。
・成長過程にあるため利益は開発投資の水準次第にはなるが、利益とコストのバランスを意識した経営が求められる。現在は、将来の高成長に向けた先行投資を行っている段階にある。当面の先行投資がピークアウトとすれば、既存並びに新規の両事業の拡大による増収と利益率の改善により、増益トレンドに戻ると当部では考えている。なお、当部では、来期、来々期の業績予想についても、アドエビスを中心に前回の業績予想を見直し減額修正したが、増収増益・増配を予想している。

株価水準

・株価は、上期決算発表時の通期業績予想の下方修正を受けて下落し、上場来の安値圏で調整中である。
・既に、「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として認知され、一定の評価は株価に織り込まれていると考えられる。今期の新予想基準では、主要なバリュエーションは妥当なレンジ内にあると思われる。今後の株価は、利益、並びに配当水準に応じて変動すると予想される。
・中長期的には DOE の引き上げ余地があり、また増益による増配が見込まれ、配当の動向や自社株買いなどの株主還元についても注目したい。

・成長ドライバーとして期待される新サービスの成否が、今後の業績の変動要因としては大きいが、中期の利益成長性や今後の増配余地を考慮すると、中長期では株価に上値余地があると思われる。
・引き続きアドエビスのアカウント数と単価、KPI である「アドエビスの解約率」と「新サービス売上高比率」、月次売上動向（両 PF 事業の前年同月比）、四半期単位の損益動向、今期の業績の着地、並びに来期以降の利益水準の見通し（増益に転じるタイミング）、株主還元策とその水準、M&A・提携の発表が、株価に影響を与える重要なファクターと思われる。

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

株式会社イルグルム（3690 東証グロース） 発行日：2023/6/5

【 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）
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.1	202.2	4.0
2021/9	A	2,957	12.9	365	32.0	364	39.5	239	30.7	38.0	257.5	5.2
2022/9	A	3,334	12.7	392	7.4	399	9.8	236	-1.5	37.7	283.3	7.0
2023/9		5,000	-	750	-	OPM=旧15%⇒新10%			DOE＝旧3.0%⇒新2.5%			
2023/9	期初CE	3,900	17.0	400	1.9	390	-2.5	240	1.7	38.3	-	7.8
2023/9	新CE 平均	3,650	9.5	305	-22.4	305	-23.8	185	-21.7	29.5	-	7.4
	新CE 下限	3,600	8.0	280	-28.7	280	-30.0	170	-28.0	27.1	-	7.4
	新CE 上限	3,700	11.0	330	-16.0	330	-17.5	200	-15.3	31.9	-	7.4
2023/9	新E	3,650	9.5	310	-20.9	310	-22.3	190	-19.5	30.2	305.4	7.4
2023/9	旧E（前回）	3,800	14.0	400	2.0	390	-2.3	240	1.7	38.2	314.6	7.8
2024/9	新E	4,000	9.6	330	6.5	330	6.5	200	5.3	31.8	329.8	8.3
2024/9	旧E（前回）	4,320	13.7	460	15.0	450	15.4	300	25.0	47.9	354.7	8.9
2025/9	新E	4,350	8.7	365	10.6	365	10.6	220	10.0	35.0	356.5	8.9
2025/9	旧E（前回）	5,000	15.7	530	15.2	520	15.6	340	13.3	54.3	400.1	10.0
2022/9	Q1 A	776	7.6	87	-7.1	87	-8.2	58	-5.1	9.3	249.1	0.0
2023/9	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	285.9	0.0
2022/9	Q2 A	805	8.1	89	5.3	89	8.2	46	-16.5	7.4		0.0
2023/9	Q2 A	933	16.0	113	27.5	110	24.5	62	34.6	9.9		0.0
2022/9	H1 A	1,581	7.8	176	-1.3	176	-0.6	104	-10.5	16.7	260.3	0.0
2023/9	H1 A	1,812	14.6	210	19.2	212	20.7	131	25.5	20.9	297.4	0.0
2022/9	H2 A	1,753	17.5	216	15.8	223	19.6	132	7.1	21.0		7.0
2023/9	H2 CE	1,838	4.8	95	-56.2	93	-58.7	54	-59.1	8.5		7.4

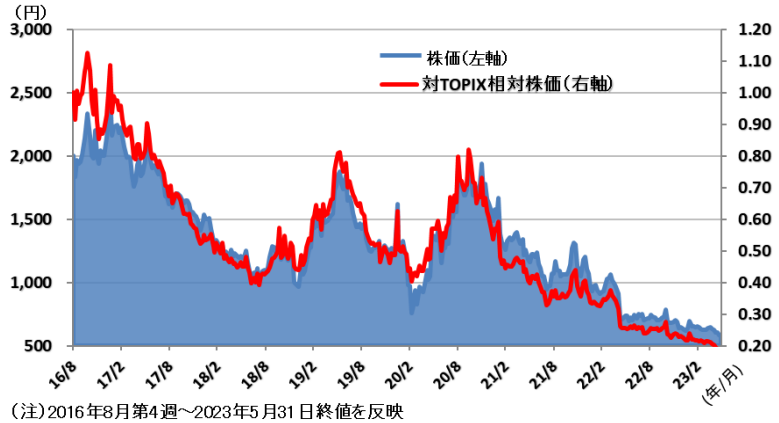
（備考）旧：期初または従来予想、新：今期の修正予想。A:実績、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想。
2023/9 期新 CE 平均：会社の予想レンジである売上高（3,600～3,700 百万円）、営業利益（280～330 百万円）、経常利益（280～330 百万円）、純利益（170～200 百万円）の平均値。
Q1:10～12 月、Q2:1～3 月、H1（上期）:10～3 月、H2（下期）:4～9 月

【 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	2023/5/31	項 目	PER（倍）	PBR（倍）	配当利回り	配当性向
株 価（円）	585	前期実績	15.5	2.1	1.2%	18.6%
発行済株式数（千株）	6,372	今期予想	19.3	1.9	1.3%	24.5%
時価総額（百万円）	3,728	来期予想	18.4	1.8	1.4%	26.1%
潜在株式数（千株）	0.0	今上期末自己資本比率		59.3%	前期ROE	13.9%

（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



（注）2016年8月第4週～2023年5月31日終値を反映

【パフォーマンス】

期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	-7.6%	-10.8%
3 ヶ月	-10.8%	-16.6%
6 ヶ月	-15.1%	-20.9%
12 ヶ月	-22.4%	-30.4%

（備考） アルファ・ウイン調査部が作成、株価・TOPIX は 2023 年 5 月 31 日終値（直近値）までを反映。各期間のパフォーマンスは、各月末の株価・TOPIX と直近値を比較。なお、期間 1 ヶ月のパフォーマンスは、4 月末日の終値と 5 月 31 日の終値を比較。他も同様。

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。

備考: 本レポートでは、本文、図表などにおいて四捨五入や計算過程の端数処理、表示方法等の理由で、同一項目の数値が異なる、または、会社発表値と異なる誤差が生じることがある。なお、－、△は、マイナスを意味する。

＊＊＊

ディスクレーマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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（**https://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。MV2023-0621-1500

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。

目次

1. **会社概要 P6**
ニッチ分野のリーディングカンパニー P6

2. **事業内容とビジネスモデル P8**
事業ポートフォリオ P8
事業内容 Ⅰ．マーケティング PF*事業 P9
事業内容 Ⅱ．商流 PF*事業 P12

3. **株主構成 P14**
上位株主構成 P14

4. **成長の軌跡 P15**
過去の業績推移 P15

5. **業界環境 P16**
日本の広告市場の動向 P16

6. **今上期の業績と通期の見通し P17**
2023/9 期・第 2 四半期（上期）決算の実績 P17
2023/9 期（通期・下期）業績の同社計画 P21
アルファ・ウイン調査部の 2023/9 期（通期）業績予想 P25

7. **成長戦略 P27**
同社の中長期経営計画と戦略 P27
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し P29

8. **アナリストの視点 P31**
株主還元 P31
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター P31

（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、若干異なることがある。
＊PF は、プラットフォームの略語。
また、2023 年 6 月 30 日に、連結子会社であるボクブロック株式会社を、株式会社 EC-CUBE Innovations（ 英文表記：EC-CUBE Innovations Inc. ）、（ E コマースに関わるソリューション全般を担当 ）に商号変更する予定である。

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

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 DX 支援事業会社。インターネット広告効果計測と EC 構築オープンソースにおける、国内ソフトウエア市場ではトップシェア。**

（注 1）DX：デジタルトランスフォーメーション【Digital Transformation】：デジタル技術によるビジネスや生活の変革・革新。

（注 2）インターネット広告効果測定ツール：様々なインターネット広告や SEO 施策を総合的に測定、評価するソフト。

（注 3）オープンソース：ソフトウエ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 4）SaaS：サース、【software as a service】：インターネットを経由してソフトウエ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。

- **M&A により、新ビジネスへの展開にも積極的。現在、SaaS（クラウド）形式で提供するインターネット広告効果計測が主力。自社開発とM&Aを通じ、総合マーケティングDX支援企業集団として進化中。**

- **岩田社長が創業。現在、東証グロース市場に上場。**

- **同社を含め 8 社でグループを形成。**

＜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エア、及び e コマース関連のソフトウエアの企画、開発、販売を行うマーケティング DX 注1 支援事業会社である。

「データとテクノロジーによって世界中の企業のマーケティング活動を支援し、売り手と買い手の幸せをつくる企業になる」をビジョンとして掲げ、独自開発したソフトウエアで事業展開し急成長。インターネット広告効果測定ツール注2：「アドエビス（AD EBiS）」と、EC 構築オープンソース注3 市場でのソフトウエア「EC-CUBE」シリーズでは、いずれもトップシェアを有するニッチ分野のリーディングカンパニーである。

現在は、SaaS 注4（≒クラウド）によるインターネット広告効果計測システムの提供が主力サービスだが、自社開発に加え積極的な M&A を通じて、総合マーケティング DX 支援企業集団として進化中である。

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

＜社名変更＞
同社は、旧社名の「株式会社ロックオン」から、2019 年 8 月に「株式会社イルグルム（英語表記：YRGLM Inc.）」へ商号を変更した。

＜連結対象と連結決算の動向＞
同社グループは、同社と連結子会社 6 社（株式会社イーシーキューブ、ベトナム現地法人、及び買収した 4 社：株式会社スプー、株式会社トピカ、ファーエンドテクノロジー株式会社、ボクブロック株式会社）、持分法適用会社 1 社（有限会社彩）の 8 社で構成されている。

2019/9 期中に、イーシーキューブ事業を単体からカーブアウト（分社後は連結対象子会社）したため、以降、連単の業績のバランスが変化している。イーシーキューブ社が黒字で業績が好調であるため、連結対象子会社群（連結－単体）は、2019/9 期以降は増収・黒字基調である（P7-図表 1）。

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。

また、買収により連結対象となった子会社群は、買収後に業容が拡大し増収に寄与している。現状では各社とも黒字を計上している模様であるが、利益面での本格的な寄与は来期以降となろう。
なお、上期決算では単独の業績数値を公表していない。

【 図表 1 】 年度別売上高・経常利益の連単比較 （単位：百万円、%）

	単位：百万円、%	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期
A	連結売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,204	2,618	2,957	3,334
B	単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,010	2,317	2,532	2,583
A-B＝C	（連結-単体）売上高	0	0	0	0	0	194	301	425	751
A/B	連単倍率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.10	1.13	1.17	1.29
A	連結経常利益	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	261	364	399
B	単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	165	278	315
A-B＝C	（連結-単体）経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86	84
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58	1.31	1.27

（出所） 有価証券報告書によりアルファ・ウイン調査部が作成。（備考） 2014/9 期以降は、連結決算（以下、同様）。

＜財務状況＞

・2023 年 3 月末時点では現預金が借入金を上回り、実質的に無借金。

M&A と大型投資により一時期、フリーキャッシュフロー（FCF）はマイナスが続いたが、2020/9 下期以降改善傾向に転じ、資本の蓄積と現預金の増加が進んでいる（図表 2）。2023 年 3 月末時点では借入金の合計 7.5 億円に対し、現預金 14.1 億円と実質的には無借金である。

【 図表 2 】半期別キャッシュフローと現預金残高の推移

単位：百万円	2015/9		2016/9		2017/9		2018/9		2019/9		2020/9		2021/9		2022/9		2023/9
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292	356
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262	-181	-100
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	169	542	162	-262	391	-56	-1	-23	-195	-121	-178
FCF（①+②）	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	206	20	-121	111	256
現金及び預金(BS上)	666	787	738	762	764	681	760	1,194	924	774	847	1,119	1,342	1,392	1,214	1,321	1,408

（出所） 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

・自己資本比率は、約 6 割と財務体質は健全。

総資産 32 億円、時価総額 40 億円（2023 年 3 月 31 日終値：623 円を基準）と小規模ながら、自己資本比率は 59.3%、流動比率は 200%を超え、財務体質は健全である（いずれも 2023 年 3 月末時点）。

・のれんを含めた無形固定資産は、純資産の範囲内。

企業買収や事業等の譲受に伴いのれんは増加したが、償却により減少に転じている。2023 年 3 月末の残高は 4.2 億円と年間の予想 EBITDA の 7 割程度であり、一括償却も可能な水準にある（図表 3）。
のれんにソフトウエアと同仮勘定の 4.2 億円を含めた無形固定資産が 8.6 億円、これに繰延税金資産の 0.7 億円を加えると合計 9.3 億円となるが、純資産額 19.3 億円の範囲内（48%）にあり問題はない。

・子会社株式の含み益は、13 億円超と推計。

加えて子会社である株式会社イーシーキューブの株式の約 90%を同社は保有している。株式の一部を、株式会社オリエントコーポレーションに売却した金額（2020 年 11 月当時）を基準とすると、同社には 14 億円の時価相当の株式と 13.7 億円の含み益があると推計される。

【 図表 3 】のれん残高と同償却額の推移

年度別 のれん	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期上期
のれん金額（BS残高：百万円）①	0	0	0	0	0	109	316	450	484	423
年間のれん償却額（CF計算書：百万円）②	0	0	0	0	0	16	55	84	108	61
平均償却期間 ③＝①/②：年	0	0	0	0	0	7.0	5.8	5.4	4.5	*3.5*
EBITDA ④	273	373	286	174	6	247	514	638	686	*618*
のれん金額 ÷ EBITDA ⑤=①÷④	0	0	0	0	0	0.4	0.6	0.7	0.7	*0.7*

（出所） 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。2023/9 期・上期（斜線は年間予想値、または年換算値、EBITDA は会社予想値の平均）

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

2. 事業内容とビジネスモデル

◆事業ポートフォリオ

- 事業ポートフォリオの再構築を推進。ノンコア事業から撤退し、マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスに経営資源を集中。近年、商流PF事業も含め、周辺事業・企業を買収し再拡大中。

＜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、M&A の実施により、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 4）。

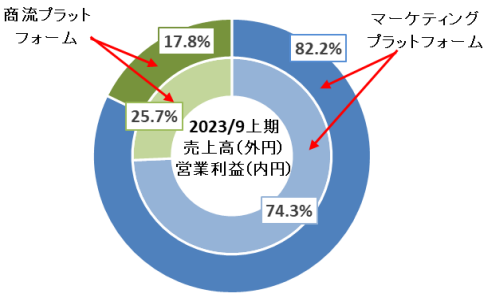
事業の再編は一巡し、現在は次なる成長に向けて事業を拡大していくステージにある。

【 図表 4 】事業再編とセグメント（灰色のハイライト部分は撤退したビジネス、黄色のハイライトは新サービス）

事業名称	事業区分	主要サービス（または社名）	変動	備考
Ⅰ．マーケティングプラットフォーム	(1)広告効果測定	①アドエビス（AD EBiS）～広告効果測定ツール	ADPLAN事業（2020/1に事業買収、統合後）は、2021/3にクローズ	本体
		②スリー（THREe）～リスティング広告運用	撤退（2020年3月末）	
	(2)広告代理店DX	①アドレポ～広告分析レポート自動作成ツール	事業買収(2018年8月)	
		②アドナレッジ～クラウド案件管理ツール	2023年1月31日でサービス終了（2020年7月よりサービスイン）	
	(3)インキュベーション（従来の「新サービス」）	①アドフープ～マーケティング特化型マッチング	2020年5月よりサービスイン。2021年1月よりアドフープに名称変更	
		②eZCX～EC特化型CX向上のPF	2021年7月に正式版をリリース	
		③スプー～Webメディア・制作、運用代行	全株式取得し子会社化（2020/12月）	連結
		④トピカ～SNS/動画を活用したマーケティング支援	株式の約60%を取得し子会社化（2021/7月）	
		⑤ファーエンドテクノロジー～プロジェクト管理ツール	全株式を取得し子会社化（2022/1月）	
	＊その他	旧：プロフェッショナルサービス（DMP事業）	（旧ソリューション：SOLUTIONから移管し縮小）	本体
Ⅱ．商流プラットフォーム	(1)イーシーキューブ	（EC-CUBE）（ec-cube.co）～EC構築オープンソース	（株）イーシーキューブに2019年1月移管。株式の約10%をオリコに売却	連結
	(2)EC構築・運用（新：プロフェッショナルサービス）	①ボクブロック～ECサイト構築・運用、ソリューション	全株式を取得し子会社化（2022/5月末）	連結
	(3)ソリューション（SOLUTION）→撤退	①EC受託開発事業+コンサルティング等	有限会社彩（持分法適用、継続）と、株式会社ラジカルオプティに移管（移管後、持分法適用から除外）	持分
		（うちDMP事業）	マーケティングプラットフォーム：＊その他に移管	本体

（出所） 図表 4～7：決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。図表 4 の赤文字は、今期の動向・実績。

【 図表 5 】事業別売上高・利益構成（2023/9 期・上期）

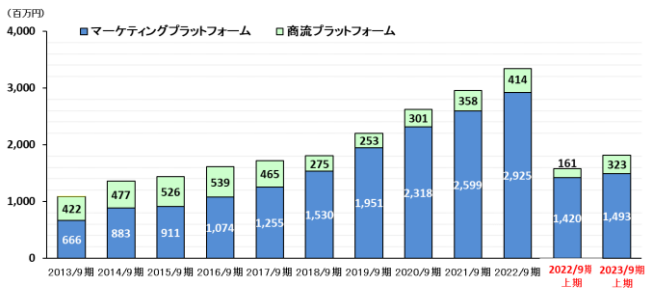


＜事業構成＞

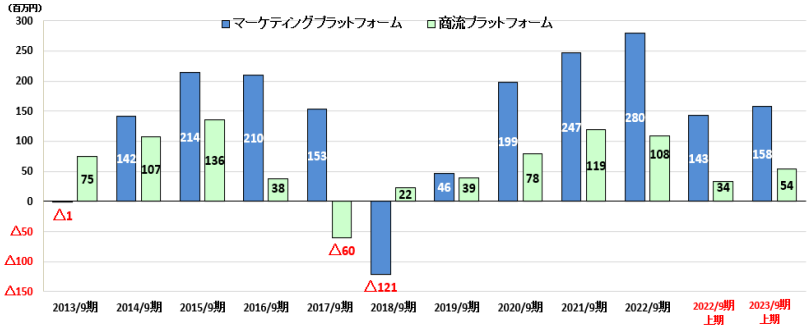
現在、Ⅰ．マーケティング PF（プラットフォームの略）、およびⅡ．商流 PF の 2 事業で展開している。

マーケティング PF 事業が、今上期では総売上高の約 8 割を占め（図表 5）、今日に至るまで長年にわたり、同社全体の増収を牽引してきた（PF 事業別の売上高推移：図表 6）

【 図表 6 】事業別の売上高推移（単位：百万円）



【 図表 7 】事業別のセグメント営業利益の推移



（出所） 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

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

・事業再編期を除き、2 つの PF 事業とも営業黒字。

また、年度別の PF 事業別営業利益の推移は、P8-図表 7 の通りである。2017/9 期、及び 2018/9 期の事業再編期を除き、通期ベースでは両 PF 事業とも営業利益（セグメント利益）を計上している。

なお、現在の事業ポートフォリオを、図表 8 に示した。（図表 8 の事業番号と、図表 4 や事業内容以降の説明における事業番号はリンクしている）。

【 図表 8 】事業構成（2023/5 末現在）

（出所） 決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が一部加筆し作成。
※ 1:日本マーケティングリサーチ機構調べ 調査概要:2021 年 6 月期_指定領域における競合調査
※ 2:独立行政法人情報処理推進機構「第 3 回オープンソースソフトウェア活用ビジネス実態調査」

◆ 事業内容 Ⅰ. マーケティング PF 事業

マーケティング PF 事業の年度別の売上高の内訳、及び利益推移を、図表 9 に示した。

【 図表 9 】マーケティング PF 事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高（百万円）	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9上期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
Ⅰ、マーケティングプラットフォーム	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,925	1,492
(1)広告効果測定	883	911	1,074	1,254	1,445	1,775	2,135	2,313	2,369	1,134
(1)①AD EBiS+旧ADPLAN（2020/1事業買収）	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	2,369	1,134
①アドエビス増収率（前期比%）	27.3%	13.9%	23.1%	18.6%	16.8%	24.6%	21.8%	8.8%	2.4%	-3.6%
②THREe（撤退）	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0
(2)広告代理店DX						124	152	182	175	90
(2)①アドレポ				（事業買収2018年10月→）		124	149			
②アドナレッジ							3			
(3)インキュベーション（従来の「新サービス」）							3	89	380	269
(3)①アドフープ、②EZCX、③スプー、④トピカ、⑤ファーエンド	（スプーを2020年12月買収、トピカを2021年7月買収、アドフープを2021/9期より広告代理店DXから移管、ファーエンドを2022年1月買収→）						3	89	380	269
＊その他：旧：プロフェッショナルサービス（DMP）		プロフェッショナルサービス、商流PFから事業移管→			84	51	27			
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	158
セグメント営業利益率（%）	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	10.6%

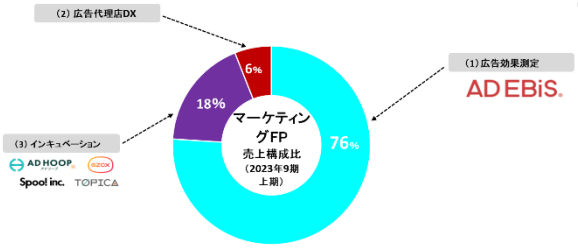
（出所） 決算説明資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。（備考）一部に当部の推計・推定も含む。売上高は外部顧客向け。

・マーケティング PF 事業は、3 セグメントから構成。

Ⅰ マーケティング PF 事業は、図表 8 の（1）～（3）までの主要 3 セグメントから構成されている。今上期の売上高の内訳は、図表 9、P10-図表 10 の通りである。一時期よりも売上高比率は低下したが、同 PF 事業の 76%（全社の 63%）を「アドエビス」が占める。

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

【 図表 10 】マーケティング PF 事業セグメント別の売上高構成



（出所） 決算説明資料よりアルファ･ウイン調査部が作成

◆コアのアドエビスは、独自開発したインターネット広告効果測定システム。シェアトップ。全社売上高の約 6 割を占める。継続課金ビジネスで安定性が高い。

（注 5）サブスクリプションモデル：一定期間の利用権として定期的に支払う方式。

（注 6）運用型広告：広告の最適化を自動的に、または即時に支援する広告手法。出稿後、最適化を行い、より高い成果をあげる広告。

◆広告代理店向けビジネスは、運用型広告レポート作成を完全自動化するアドレポの単一事業。広告代理店に特化したクラウド案件管理システムであるアドナレッジから撤退。

◆インキュベーション領域は、企業買収による連結子会社 3 社の事業と、自社開発製品であるアドフープ、eZCX から構成。今後、同社の成長ドライバーとなることが期待されるビジネス。

以下は、現在の PF 内の事業区分と主力製品名である（「　」内がサービス、または製品名）

（1）広告効果測定

①「アドエビス：AD EBiS」

・インターネット広告効果測定システム。

・同社が独自開発したコア製品（国内トップシェア：86.7%と圧倒的なポジションを確立、出所：日本マーケティングリサーチ機構調べ、調査概要：2021 年 6 月期_指定領域における競合調査）。

・Web 広告等の効果を一元管理・計測・分析・可視化し、広告の費用対効果を把握できる。

・ストック型のサブスクリプションモデル[注 5]を採用。

・定額課金ビジネスであり、アドエビスの売上高は、平均単価×アクティブアカウント数により決定される。いずれの数値も同事業はもとより、同社全体の業績に影響を与える重要な指標である。なお、今上期の売上高は 11.3 億円（前上期 11.8 億円から約 3%の減収）と推計される（P9-図表 9）。

（2）広告代理店 DX

広告代理店向けビジネスは、アドレポの 1 事業で構成されている（アドフープは、インキュベーションに区分変更。アドナレッジは撤退）。今上期の売上高は 90 百万円と推計され、マーケティング PF 事業の売上高の 6%（前期下期と同率）を占める。

①　「アドレポ：AdRepo」

・運用型広告[注 6]レポート作成を完全自動化するツール。

・広告代理店の業務の負荷軽減を目的に開発、クラウドサービス。

・2018 年 8 月、事業を買収。今後も事業拡大に向け注力する方針。

②　「アドナレッジ」

・広告代理店に特化したオリジナルのクラウド案件管理システム。

・運用型広告を扱う広告代理店の業務の改善と効率化をサポート。

・2020 年 7 月にスタート、サブスクリプションモデル（SaaS 型）で提供するが、2023 年 1 月に撤退。

（3）インキュベーション領域（P12-図表 11）

①「アドフープ：AD HOOP」

・広告主企業が抱える課題やニーズに対して最適なソリューションパートナーを紹介するマーケティング特化型マッチングプラットフォーム。2020 年 5 月にリリース。広告代理店 DX から区分変更。2023 年 3 月より、サービス領域を 3 から 12 へ大幅に拡大。新規案件の獲得とクロスセルにより業容を着実に拡大中。

・売上高は、今上期 25 百万円（前期比+71%、マーケティング PF 事業の売上高の 2%）。eZCX と並んで、黒字化が課題。

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。

②「eZCX（イージーシーエックス）」
・EC 特化型 CX 向上プラットフォーム。
・Web サイト における CX（顧客体験）の向上を実現するサービス。新規顧客の獲得効率の向上に資する。
・2021 年 5 月にリリースするが、サービスの再検討のため販売を制限中（上期売上高は、2 百万円と僅少）。

□

以下のように年間 1～2 社ペースで、インターネットマーケティングの周辺事業を営む企業を買収し連結子会社化してきた。直近で買収した 3 社とも、エッジとシナジーを活かし順調に事業を拡大中である。

◆年間 1～2 社ペースで、インターネットマーケティングの周辺事業を営む企業を買収し、連結子会社化。

◆買収した 3 社とも、順調に事業を拡大中。

③ スプー社（Spoo！inc.）～連結子会社～（株式の 100%を保有）
・Web メディア・制作事業を営む。2000 年 3 月に設立、2020 年 12 月に買収。少数で受託開発サービスを展開中。人員の確保が課題。
・同社はスプー社のクリエイティブ力と人材を活用し、自社の保有するデータとテクノロジーを融合。これにより新たな価値提供と領域拡大、並びに競争力の強化を図る。
・売上高は前上期の 24 百万円から、今上期には 36 百万円に 47%増収。

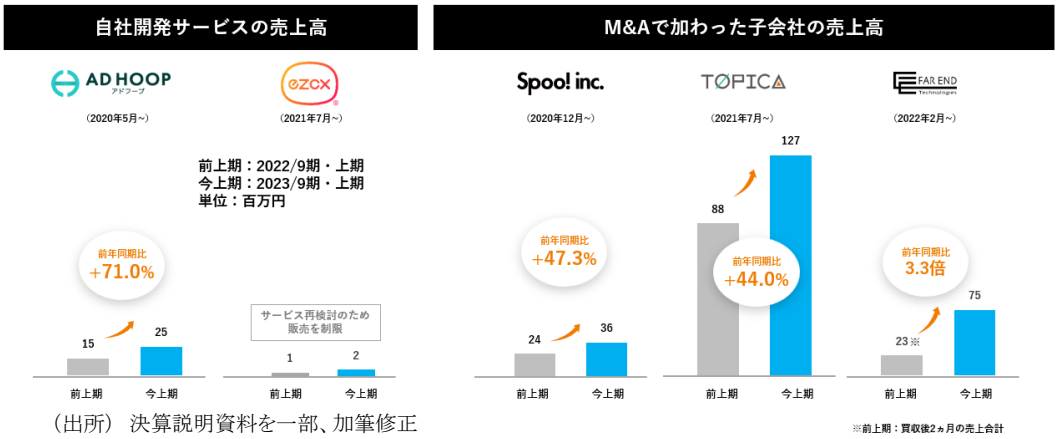
④ トピカ（TOPICA）～連結子会社～（株式の約 60%を保有）
・2016 年 5 月に設立。2021 年 7 月に買収。
・SNS と動画を活用したマーケティング支援事業を展開（動画コンテンツの企画制作から SNS アカウントの運用代行まで）。
・買収により、急成長が続くソーシャルメディアマーケティング市場に事業領域を拡大し、既存の顧客企業（1,300 社前後）にトピカのサービスをクロスセルする。これに加えて、同社の持つデータ、並びにテクノロジー領域と、トピカの SNS マーケティング領域を融合し、新たなサービスの開発・提供に取り組む。
・売上高は、前上期の 88 百万円から今上期には 127 百万円へと 44%増収。順調に事業を拡大中。

⑤ファーエンドテクノロジー（Far End Technologies Corporation 以下、ファーエンド社）～連結子会社～（株式の 100%を保有）
・2008 年 9 月に設立、インターネットサービス（SaaS）の提供や情報セキュリティ支援サービスを営む。
・2022 年 1 月に買収し、完全子会社化。
・世界的に知名度が高いオープンソースのプロジェクト管理ソフトウエア「Redmine」（レッドマイン）の開発や、有償のクラウド版である「My Redmine」の提供を主要な業務としている。

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。

・近年、コロナ禍を背景にリモートワークの普及が進み、プロジェクト進捗管理ニーズが高まってきている。アカウント数は安定的に増加しており、高成長が期待できる。
・グループの持つテクノロジー・ノウハウの活用・融合により、領域拡大、並びに競争力の強化を図り、顧客に新たな価値提供を行う。
・売上高は、前上期の 23 百万円（買収後 2 ヶ月間の売上高）から今上期には 75 百万円（フル寄与）へと 226%増収。

【 図表 11 】インキュベーション領域の上期売上高の比較



（出所） 決算説明資料を一部、加筆修正

・**商流 PF 事業は、イーシーキューブとプロフェッショナルサービスから構成。**
（注 7）プロフェッショナルサービス：コンサルティング、アカウント運用、受託制作など、クラウドツール提供以外の役務提供サービスの総称。

◆ 事業内容 Ⅱ. 商流 PF 事業

商流 PF 事業は従来、イーシーキューブ（EC-CUBE）のみから構成されていたが、株式会社ボクブロックを買収し、プロフェッショナルサービス[注7]（EC 構築・運用支援）への再参入を行った（2022 年 6 月から連結対象）。イーシーキューブとのシナジー効果が大きく、同セグメントの業績に寄与している（図表 9）。

【 図表 12 】商流プラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高（百万円）	2014/9期 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期 連結	2021/9期 連結	2022/9期 連結	2023/9上期 連結
Ⅱ、商流プラットフォーム	477	526	539	465	275	253	301	358	414	320
(1)イーシーキューブ(EC-CUBE)	245	230	219	208	254	253	301	358	331	176
イーシーキューブ増収率(前期比%)	18.3%	-6.1%	-4.8%	-5.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	18.9%	-7.4%	9.3%
①決済手数料								290	253	134
②サブスクリプション								12	29	19
③その他								54	50	22
新-(2)EC構築・運用(ボクブロック)								0	83	144
旧-(3)SOLUTION(移管・撤退)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0
旧-①EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0
うちDMP(移管)				104						
セグメント営業利益	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	54
セグメント営業利益率	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.1%	17.0%

（出所） 決算説明資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。（備考）一部に当部の推計・推定も含む。売上高は外部顧客向け。

・**イーシーキューブ事業では、EC ウエブサイトを自社で構築し運用できるソフトウエアを提供。**

① イーシーキューブ
＜サービスの概要＞
・イーシーキューブは、EC（イーコマース：電子商取引）ウエブサイトを自社で構築し運用できるソフトウエアプラットフォーム。

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。

・ダウンロード版に加え、クラウド版を投入。

・国内シェア 1 位を獲得。

（注 8）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。

・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、ウエブサイト製作用パッケージソフトであるオープンソース型のダウンロード版「EC-CUBE（イーシーキューブ）」と、クラウド版の「ec-cube.co（イーシーキューブシーオー）」を提供。
・低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴をもち、国内シェア 1 位を獲得し、スタンダードプラットフォームとなっている。

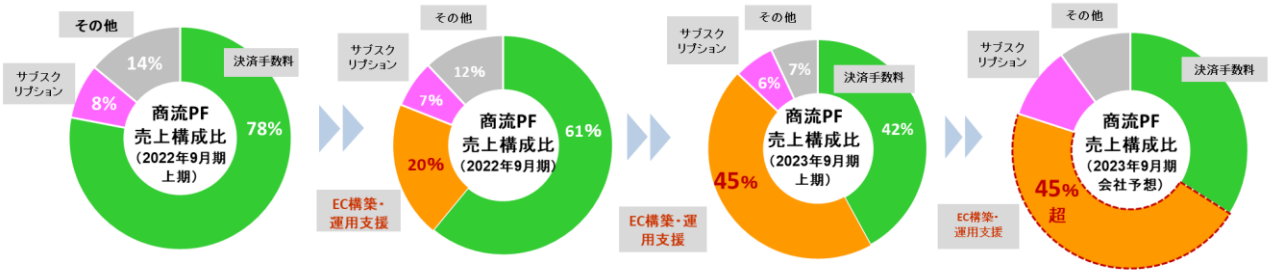
＜ビジネスモデルと売上高構成＞
・「EC-CUBE」は、ソフトウエアを無償供与する代わりに、周辺サービスにより収益を得るフリーミアムモデル[注 8]を採用。
・これを活用してネット事業を行うオフィシャルパートナーからの決済手数料売上高（今上期の同 PF 内での売上高構成比：42%）、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入（同 6%）、その他（プラグイン：ソフトウエアに機能を追加するプログラムによる機能追加料等、同 7%）から構成される（図表 13）。

・プロフェッショナルサービスを拡大する方針。

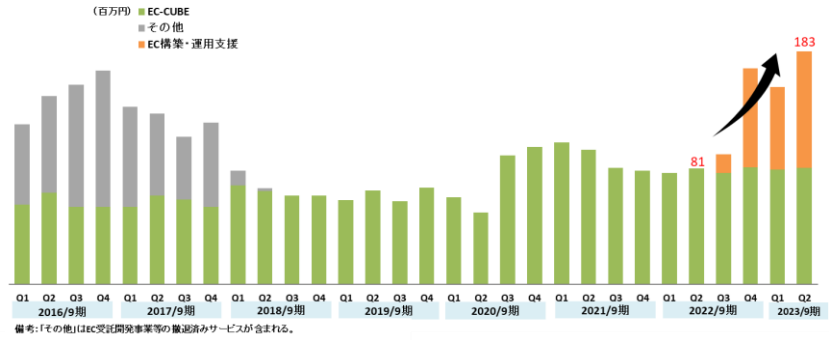
・EC 構築・運用支援事業は、グループ間のシナジーを活かし大きく伸長。

＜事業別の業績動向：Ⅱ商流 PF 事業（2）EC 構築・運用支援＞
企業買収により、ボクブロック社が営む EC 構築・運用支援事業が、当セグメントに前期（2022/9 期 Q3）から計上された。
プロフェッショナルサービスに本格的に参入し、EC-CUBE と連携したワンストップサービス、ハイブリッドモデルを構築している。
EC 構築・運用支援事業の売上高は、構築案件の受注や進捗状況により変動性はあるが、買収後、大口契約を受注するなど、グループ内でのシナジーが表れ大きく伸長している（今上期の売上高は、144 百万円、事業内の売上高構成比 45%、前上期は連結前で売上高ゼロ）。

【 図表 13 】商流 PF 事業内の売上高構成（単位：%、百万円）



【 図表 14 】商流 PF 事業の四半期別売上高の推移（単位：百万円）



（出所） 図表 13，14：決算説明資料をアルファ・ウイン調査部が、一部を加筆修正。

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。

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

・上位大株主に大きな変化はない。現役員、元役員に持株会などを加えると、関係者で約 6 割を保有。

2023 年 3 月末時点での大株主を、図表 15 に示した。以下はその補足である。証券会社や個人株主以外に、上位の大株主の顔ぶれは、ほぼ変わっていない。

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

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

・複数の国内株式投資信託が投資。

・国内投信では、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」が、2022 年 12 月 19 日時点で 108 千株を保有している（ファンド内の組み入れ比率 0.57%、なお 2021 年 12 月 20 日基準では 161 千株保有）。また、楽天・新経連株価指数ファンド（JANE インデックス）も、若干組み入れている（ファンド内の組み入れ比率 0.04%）。

・自社株保有比率は 1.39%で、第 6 位株主に相当。

・なお、過去に取得した自社株の一部を譲渡制限付株式報酬として処分しており、2023 年 3 月末では 88,680 株の自社株を保有している（発行済株式数の 1.39%を保有、実質的には第 6 位の株主に相当）。
・将来的には、自社株を消却するほか、M&A や提携戦略、役職員に対する株式報酬として活用することが想定される。

【 図表 15 】大株主の状況 （表内の株数単位：千株、割合：%）

	2015年9月末	2016年9月末	2017年9月末	2018年9月末	2019年9月末	2020年9月末	2021年9月末	2022年9月末	2023年3月末	同時点保有割合	同順位
岩田 進氏（代表取締役社長執行役員）	2,851	2,817	2,817	2,819	2,822	2,825	2,827	2,809	2,788	44.36	1
福田 博一氏（元取締役副社長執行役員）	1,071	1,021	1,021	961	801	781	817	779	661	10.52	2
又座 加奈子氏（元取締役専務執行役員）	415	415	352	354	353	352	329	329	329	5.23	3
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—	177	2.81	4
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	—	—	—	—	—	221	128	103	97	1.54	5
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	—	—	85	1.35	6
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—	—	—	80	1.26	7
イルグルム従業員持ち株会	76	39	48	69	68	71	66	69	73	1.16	8
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	60	60	0.95	9
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	33	36	53	0.84	10
山下 良久氏	—	—	—	—	—	—	54	54			
長谷川 聡氏	—	—	—	—	—	—	—	37			
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	35	34			
株式会社日本カストディ銀行（証券投資信託口）	—	—	—	—	—	169	82	—			
田中 幸夫氏（個人投資家）	—	—	—	—	—	—	—	—			
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	—	86	—	—			
auカブコム証券株式会社	—	—	—	—	—	62	—	—			
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	—	—	—	—	—	58	—	—			
（旧）日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	—	59	—	60	333	—	—	—			
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	60	—	—	—	—	—			
（旧）資産管理サービス信託銀行株式会社	—	—	60	29	123	—	—	—			
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—			
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	113	—	—	—			
伊藤 勝之氏	—	—	—	52	—	—	—	—			
高嶌 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	—	—	—	—	—	—			
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—	—	—			
塩尻 明夫氏（元取締役：監査等委員）	26	—	—	—	—	—	—	—			
（自己株式：千株）	0	0	0.045	0.983	81.423	64.493	57.825	111.580	88.680		
（自己株式比率：%）			0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.91%	1.75%	1.39%		

（出所）有価証券報告書等に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。赤文字は、イルグルムの現・元役職員、持ち株会などの関係者を示す。

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

4. 成長の軌跡

◆ 過去の業績推移

＜売上高＞

- **売上高は、13 期連続で過去最高を更新中。**

2009/9 期～2022/9 期に至るまで、情報が開示されている少なくとも 13 期間にわたって、毎期、売上高は最高値を更新している。この間、売上高は 5.7 億円から 33.3 億円へと約 5.8 倍（年率複利換算+14.5%）に増加した。

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

時代のニーズを先取りし、他社と差別化できる独創的な製品の開発・投入に加え、人員の増強と M&A を実施し急成長を遂げた。クラウドサービスの提供や拡充、特に自社開発サービスであるマーケティング PF のアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC 市場の成長に支えられ、商流 PF の EC-CUBE が安定成長したことが背景にある。

＜利益＞

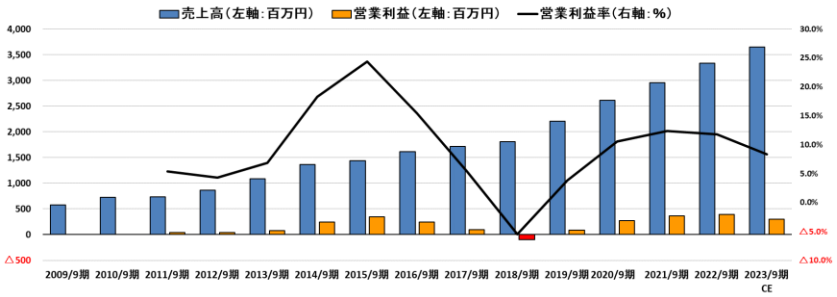
- **2015/9 期には、当時の過去最高益を計上。**
- **2016/9 期以降は将来の成長を加速するため、利益よりも事業再編と先行投資を優先。2018/9 期・2019/9 期と連続して最終赤字を計上。**

一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資を積極的に行ったため、増収ながらコスト負担が収益を圧迫し連続減益となった。2018/9 期には開発・営業などの人員の増強を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字（営業損失△98 百万円、当期純損失△88 百万円）に転落した（図表 16、17）。翌 2019/9 期には、マーケティング PF において主力のアドエビスが牽引し、2 割の増収により営業・経常利益ともに黒字化した。しかし、特別損失を計上し 2 期連続の最終赤字となった。

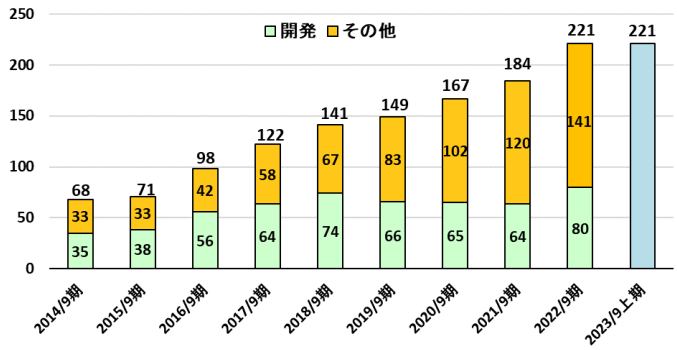
- **以降、増収とコスト改善が進み、業績はＶ字回復。2021/9 期には、売上高に加え、利益も過去最高を更新。さらに 2022/9 期には、営業・経常利益は最高益を連続更新。**

続く 2020/9 期には連続増収に加えコスト改善が進み、営業・経常利益は前期の 3 倍に拡大、最終利益も 3 期ぶりに黒字化し、V 字回復が鮮明となった。2021/9 期には 6 期振りに過去最高益を更新し、さらに 2022/9 期には営業・経常利益は揃って過去最高益を連続更新した。

【 図表 16 】 過去の業績推移と会社の今期予想
（単位：百万円、% ）



【 図表 17 】 人員推移 （単位：人）



（出所） 図表 16、17 は、有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。
（備考） 2014/9 期より連結決算、それ以前は単独決算、CE は会社予想

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。

5. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

＜総広告費＞

・2022 年の日本の総広告費は、前年比 4%の増加と堅調。

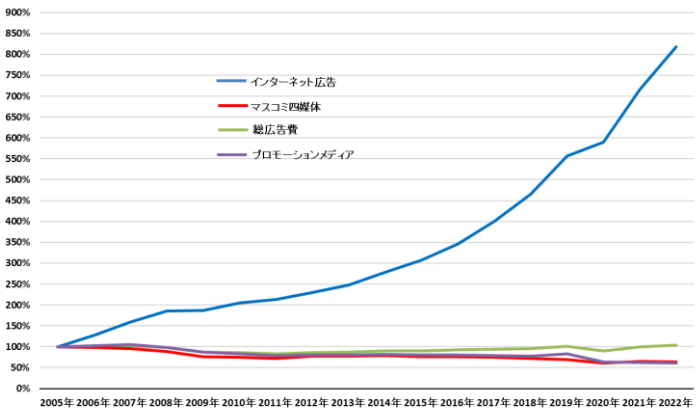
2022 年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は、前年比で+4.4%増加し、約 7.1 兆円と過去最高となった。新型コロナウイルス感染症の再拡大、ウクライナ情勢、インフレなどの悪影響があったが社会のデジタル化を背景に、「インターネット広告費」の成長に市場全体が支えられ堅調であった。

＜インターネット広告市場（年次）＞

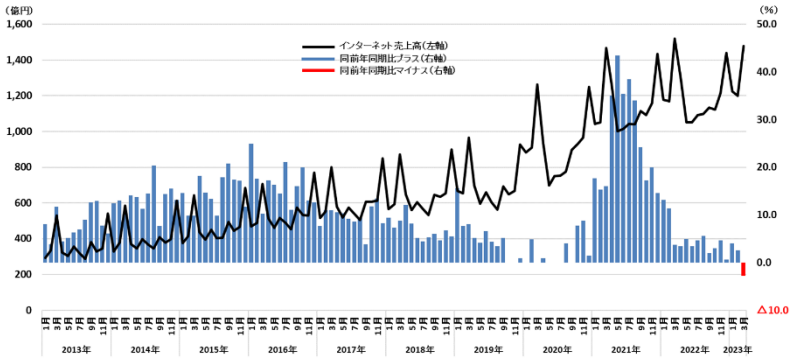
・インターネット広告費市場は、二桁の高成長を持続。最大の媒体に。

デジタル化の進展、EC 市場の活況、動画広告需要の拡大で、インターネット広告費市場（媒体費と製作費の合計）は約 3.1 兆円に達し、前年比+14.3%増と二桁成長を継続した。同市場は、2005 年の広告費を基準(100)とすると 2022 年には 8.2 倍(年間単純平均成長率+13.4%、複利換算+17.6%）と急拡大している（図表 18）。
また、インターネット広告費は、総広告費のうち 43.5%(前年 39.8%)を占め（最大の媒体）、その構成比率は毎年数%ずつ着実に上昇してきている。（出所：電通「2022 年日本の広告費」）

【 図表 18 】媒体別広告費の推移（指数化：2005 年＝100）



【 図表 19 】インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所） 図表 18:株式会社電通「2022 年日本の広告費」より、当調査部が作成
図表 19:経済産業省・特定サービス動態統計より、当調査部が作成
(2023 年 3 月まで、月次データを反映)

＜インターネット広告市場（月次）＞

・インターネット広告市場は、前年比(月次)でプラスに転換後も堅調だったが、モメンタムは低下傾向。

新型コロナウイルス感染症の影響で、インターネット広告市場全体（経済産業省発表の広告業の売上高）は、2020 年初頭より前年同月比でマイナス基調が続いていた。同年 10 月にプラスに転じ、以降は、プラス基調を維持していたが、今年 3 月には△2.8%となった（図表 19）。同広告市場は好調ではあるが、巣ごもり消費に一巡感もあり、月次のモメンタム（売上高増加率）は低下傾向にある。
なお、更なる社会のデジタル化に伴い、同社のインターネット広告関連ビジネスに望ましい環境が、今後も継続すると考えられる。

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

6. 今上期の業績と通期の見通し

◆ 2023/9 期・第 2 四半期（上期）決算の実績

＜概要＞

・上期は二桁の増収増益、売上高・利益とも過去最高を更新。

2023/9 期・第 2 四半期連結決算（上期：2022 年 10 月～2023 年 3 月）は、売上高が前年同期比+14.6%（+231 百万円）増加の 1,812 百万円、営業利益が同+19.2%（+34 百万円）増加の 210 百万円と、二桁の増収・増益となった（図表 20）。マーケティング PF、商流 PF ともに増収増益となった。特に、商流 PF の売上高は倍増し、業績に寄与した。

営業外損益、並びに特別損益に大きな計上はなく、最終利益は同 25.5%（+27 百万円）増益の 131 百万円となった。上期決算としては、過去最高売上高と利益を更新した。

【 図表 20 】四半期・上期の業績比較

（単位：百万円、%）	2022/9期 Q1(10-12月)	2022/9期 Q2(1-3月)	2023/9期 Q1(10-12月)	2023/9期 Q2(1-3月)	2022/9期 上期（10－3月）	2023/9期 上期（10－3月）	2023/9上期（前年比） 増減額	2023/9上期（前年比） 変化率/幅
売上高合計	777	804	879	933	1,581	1,812	231	14.6%
マーケティングプラットフォーム	697	723	742	750	1,420	1,492	72	5.0%
商流プラットフォーム	80	81	140	180	161	320	159	98.3%
粗利	505	564	554	576	1,069	1,130	62	5.8%
粗利率	65.0%	70.1%	63.1%	61.7%	67.6%	62.4%		-5.2%
販売管理費	417	475	457	463	892	920	28	3.1%
販売管理費比率	53.7%	59.1%	52.0%	49.6%	56.4%	50.8%		-5.7%
営業（セグメント）利益	88	89	97	113	176	210	34	19.2%
マーケティングプラットフォーム	70	73	71	86	143	158	15	10.3%
商流プラットフォーム	18	16	27	28	34	54	21	61.8%
営業利益率	11.3%	11.0%	11.1%	12.1%	11.2%	11.6%		0.4%
マーケティングプラットフォーム	10.1%	10.0%	9.6%	11.5%	10.1%	10.6%		0.5%
商流プラットフォーム	22.1%	19.7%	19.3%	15.3%	20.9%	17.0%		-3.8%
経常利益	87	89	102	111	176	213	36	20.7%
当期利益	58	46	69	62	105	131	27	25.5%

（出所） 決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。PF 別の売上高は、外部顧客向け。

＜上期の進捗率＞

・通期修正計画に対する上期利益の進捗率は高い。

通期見通しに対する上期の進捗率は、通期業績の修正前⇒修正後の順に、売上高が 46.5%⇒49.0%～50.3%（前上期の実績は 47.4%）、営業利益では 52.5%⇒63.6%～75.0%（同 44.9%）、当期利益では 54.6%⇒65.5%～77.1%（同 44.1%）、同様に EBITDA では 53.1%⇒56.1%～60.9%（同 46.7%）と、修正後の利益では、前年同期と比較し高い進捗率となっている。なお、期初時点での同社による上期の業績予想は非公表だが、売上高・営業利益ともに想定を下回った模様である。

＜事業別の業績動向：Ⅰ．マーケティング PF 事業＞

・マーケティング PF 事業は、微増収ながら利益率が改善し、二桁の増益。

事業別では、マーケティング PF 事業の売上高（外部顧客向け、以下同様）が、前上期の 1,420 百万円から今上期には 1,492 百万円へと 72 百万円（前期比+5.0%）増加した。同様に同セグメント（営業）利益も、143 百万円から 158 百万円へと 15 百万円（同+10.3%）の増益となった。

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。

- **アドエビスは減収。インキュベーションの大幅な増収がカバー。**
- **インキュベーションの赤字幅は縮小。**

アドエビスの減収をインキュベーション領域の高成長がカバーし、同PF全体では微増収となった。利益面では、M&Aと円安によるコストの増加があったが、増収とオフィスの移転に伴うコストの削減により、二桁の増益を確保した。インキュベーションは赤字ながら、赤字幅が縮小した効果が大きい。

《事業別の業績動向：マーケティングPF事業（1）アドエビス》

- **アドエビスの単価はYOYで上昇するが、アカウント数は純減傾向が続く。**

これまでは、主にコア事業のアドエビスの平均単価の上昇によって、マーケティングPFの増収増益がもたらされてきた（P8図表6，7および P19-図表24）。しかし、平均単価の上昇率が鈍化する一方、アカウント数の減少に歯止めがかからず、アドエビスの上期の売上高は前期比で減収（当部推定約△3%減）となった模様である。

平均単価は、2022/9期Q4末:164,745円（前年同期比+12,609円、+8.3%）⇒今期Q1末:163,200円（前年同期比+10,964円、+7.2%）⇒同Q2末：167,976円（前年同期比+10,655円、+6.8%）と増加した（図表21）。

- **解約率は横ばい。**

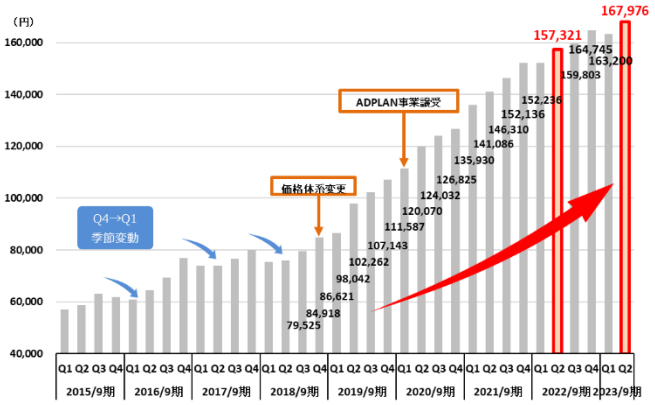
一方で、アクティブアカウント数は同順に、1,183⇒1,162⇒1,121（今Q2末時点で前年同期比△123、△9.9%）と減少傾向が続いている（直前四半期比：QOQでは13四半期連続で純減、図表22）。
また、解約率は、2022/9期Q2以降、2.4%で横ばいである（P19-図表23）。

- **新規顧客の獲得に苦戦。**

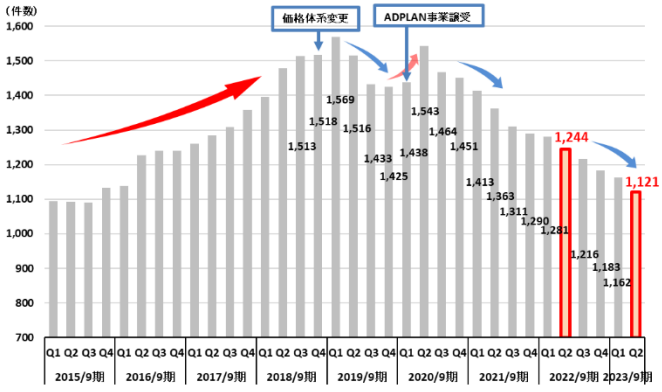
今上期のアカウント数の減少に関しては、通常の一定数の解約がある中、新規顧客の獲得が想定を下回ったことが主因である。
3rd Party Cookie規制[注9]に伴う大手媒体への寡占化（例：アクセス解析のGoogleアナリティクス4プロパティ：GA4への移行）や、各媒体の管理画面でのシンプルな広告効果測定と広告運用など、メディア環境の変化によるものと同社では分析している。

（注9）3rd Party Cookie規制：プライバシー保護規制については、2022年12月発行のアルファ・ウイン企業調査レポートP23を参照

【 図表21 】アドエビス・平均単価の推移



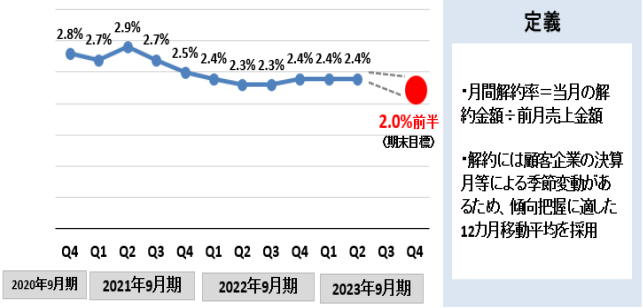
【 図表22 】アドエビス・アカウント数の推移



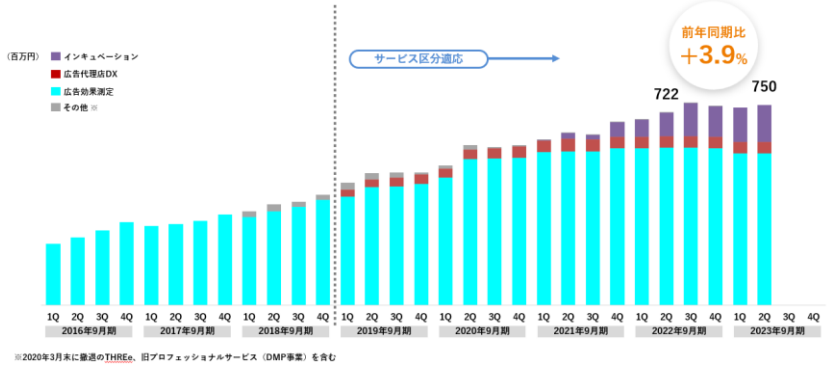
（出所） 図表21，22：決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

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。

【 図表 23 】アドエビス・解約率の推移



【 図表 24 】マーケティング PF の事業別売上高の推移（四半期）



（出所） 図表 23，24：決算短信、決算説明資料より当調査部が作成。図表 24 の 1Q～4Q は、Q1～Q4 の意味。

◆広告代理店 DX 事業は、堅調。

《事業別の業績動向：マーケティング PF 事業（2）広告代理店 DX》

広告代理店 DX 事業内の全売上高を占めるアドレポは、上期のマーケティング PF の売上高の 6%を占め（前上期と同率）、売上高は 90 百万円と推計される。前期比では5%の増収と微増となった模様である。なお、アドナレッジ事業からは、2023 年 1 月に撤退した。

◆インキュベーショでは、M&A による子会社群や自社開発サービスが、増収や収益改善に寄与。

（注 10）PMI：Post-Merger Integration：買収後の経営統合作業

《事業別の業績動向：マーケティング PF 事業（3）インキュベーション》

自社開発サービスであるアドフープや、M&A により連結に組み入れた子会社 3 社（スプー、トピカ、ファーエンドテクノロジー）の PMI 注 10 が順調に進み、売上高の拡大が（連結参入後の期間的なフル寄与を含む）、同 PF 事業の増収に寄与した（P12-図表 11）。

インキュベーションの売上高は前上期の 153 百万から今上期には 267 百万円に 75%増加し、この結果、全社に占める同売上高構成比は、12%⇒15%に上昇した。なお、増収に伴い営業利益の赤字幅も 1/3 程度まで（前上期の約△80 百万円から約△30 百万円、いずれも当調査部の推測値）縮小したと推測される（P20-図表 26）。

◆商流 PF では、EC 構築・運用支援が好調。

＜事業別の業績動向：II商流 PF 事業＞

一方、もう一つの事業である商流 PF 事業は、全社売上高の 18%、セグメント利益の 26%を占める。同 PF 事業内では、EC-CUBE の決済手数料売上高が 42%（134 百万円）を占め、買収したボクロックの事業である EC 構築・運用支援が 45%（144 百万円）を占める（P13-図表 13）。

EC 構築・運用支援では大型のスポット案件も受注し、増収に寄与した（前上期は買収前のため、売上高はゼロ）。損益的には、若干の黒字を計上した（P20-図表 26）。好調に推移しており、今通期では商流 PF 売上高の 45%を超える見込みである（前通期実績：20%）。

また、決済手数料の増加、並びにアドフープとの協業によるマッチング強化が奏功し、EC-CUBE の売上高は、前上期の 161 百万円から今上期には 176 百万円へと前年同期比で 9%の増収となった。

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。

・EC-CUBE 用の Amazon Pay（ID 決済）プラグイン開発・サポート事業譲受により、今後、利便性を高め EC-CUBE 事業を強化する一方、アドフープ、EC-CUBE とのシナジーの強化により、EC 構築・運用支援を拡大し、商流 PF 事業の成長を図る方針である。

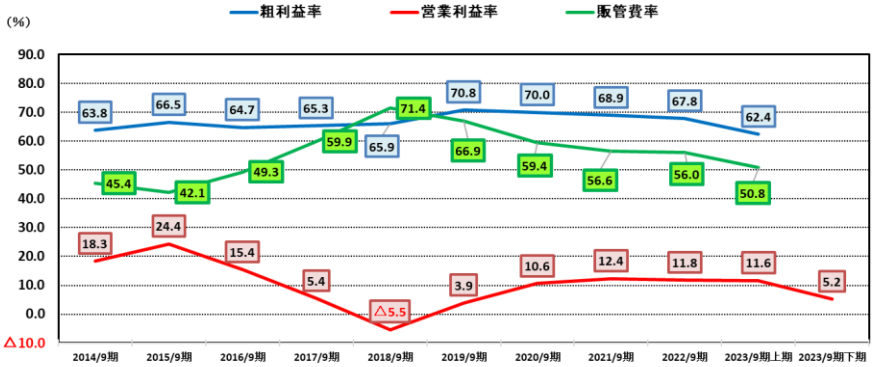
◆グループシナジーを活かし、EC 構築・運用支援の成長を目指す。

＜全体の利益率の動向＞

M&A による事業構成の変化もあり、粗利率は前上期の 67.6%から、今上期は 62.4%へと 5.2 ポイント低下した（図表 25）。一方、販管費は増収率（+14.6%）を大きく下回る+3.1%の伸びとなり、売上高販管費比率は、同順に 56.4%から 50.8%へと 5.6 ポイント低下した。この結果、上期の営業利益率は、11.2%から 11.6%へと、0.4 ポイント上昇した。

◆粗利率は悪化するが、販管費率の改善で、営業利益率は改善。

【 図表 25 】販管費率と利益率の推移（単位：%）



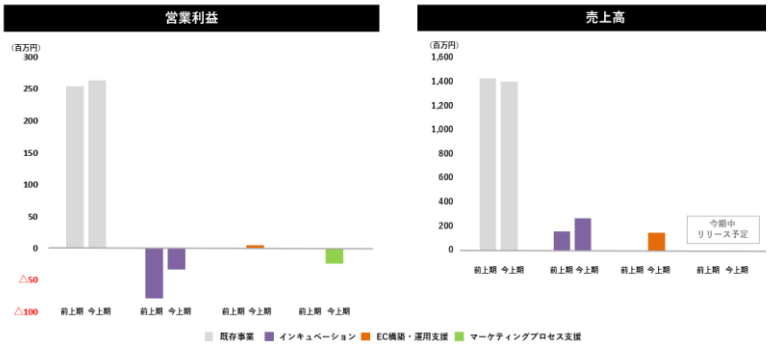
（出所） 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

＜上期の増減益要因分析＞

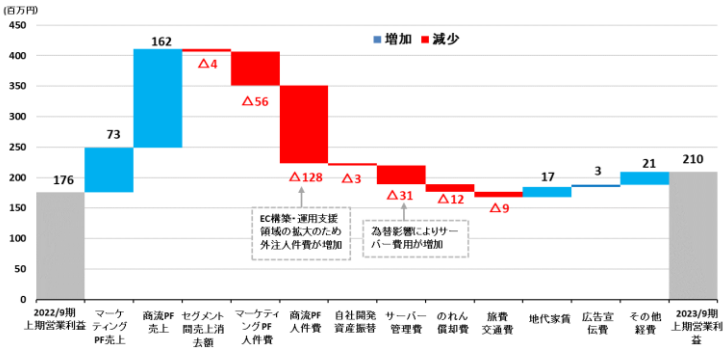
上期の増減益要因分析は、図表 27 の通りである。既述のようにマーケティング PF 事業の増収（前年同期比+73 百万円）と商業 PF 事業の増収（同+162 百万円）が、両事業の人件費の増加（同合計+184 百万円）、円安によるサーバー管理費の増加（同+31 百万円）、インフレなどによるその他のコストの増加を吸収し、主な増益要因となった。

◆人件費を中心とするコストの増加を。増収効果が吸収し増益に。

【 図表 26 】2023/9 期・上期のセグメント別売上高・営業利益の変動要因（単位：百万円）



【 図表 27 】2023/9 期・上期の営業利益の変動要因（前年同期比）



（出所） 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

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。

＜四半期ベースの業績推移＞

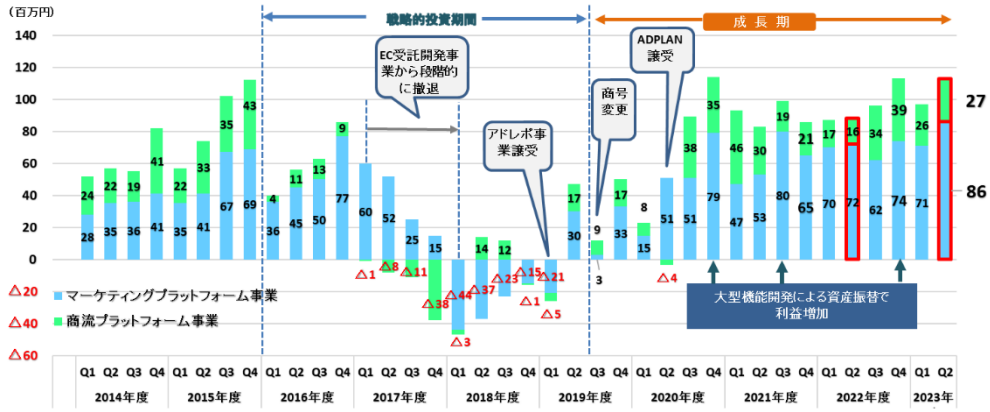
・Q1、2 とも二桁の増収増益、利益も高水準。

今期・第 1 四半期（Q1）、第 2 四半期（Q2）とも前年同期比で二桁の増収増益となり（P17-図表 20）、利益は高水準、各四半期とも最高売上高を更新した。

・過去 3 年間の四半期の営業利益率は 11%を超えるが、営業利益額はボックス圏で推移。

また、四半期単位で営業利益の推移を見ると（図表 28）、2019/9 期の Q2 （2020 年 1～3 月）に 7 四半期ぶりに黒字化し、以降、2023/9 期 Q2（2023 年 1～3 月）まで 17 四半期連続で営業黒字を維持している。営業利益率は、12 四半期連続で 11%を超え安定している。但し、増収を継続しているが、直近の 12 四半期間の営業利益額は、83 百万円から 115 百万円のボックスレンジ内で推移している。

【 図表 28 】四半期別、営業利益の推移



（出所） 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

・経営改革により、黒字が定着し利益率が安定。

黒字の定着と利益率の安定は、増収に加え、アドエビスによる収益の底支えと、不採算事業からの撤退、イーシーキューブの収益改善、有望事業の買収や新ビジネスへの展開、従量課金体系から定額課金へのビジネスモデルの転換、コストコントロールなどによる粗利率や販管比率の改善が背景にある。

◆ 2023/9 期（通期・下期）業績の同社計画

＜通期予想＞

・期初は増収増益、過去最高の売上高と最終利益の更新を計画。

期初に通期の業績について、売上高 3,900 百万円（前期比+17.0%）、営業利益 400 百万円（同+1.9%）、経常利益 390 百万円（同△2.5%）、当期純利益 240 百万円（同+1.7%）と、同社は二桁の増収、並びに当期利益の微増を計画していた。売上高は 13 期連続増収、かつ売上高に加えて当期利益は過去最高を連続更新すると見込んでいた。

・業績予想を、下方修正。増収ながらも大幅な減益予想に。増配幅も減額。予想値はレンジで開示。

しかし、上期決算発表時（2023 年 5 月 8 日）に、今期の年間売上高を 2～3 億円下方修正し 3,600～3,700 百万円（同+8.0～+11.0%、過去最高売上高は更新する計画）とした。また、営業利益を 70～120 百万円

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。

下方修正し 280～330 百万円（同△16.0～△28.7%）、経常利益を 60～110 百万円下方修正し 280～330 百万円（同△17.5～△30.0%）、当期純利益も 40～70 百万円下方修正し、170～200 百万円（同△15.3～△28.0%）とした。これに伴い一株当たり配当金額の予想も 7.8 円から 7.4 円に減額修正した（但し、前期比では+0.4 円の増配を予定）。

◆下方修正の主要因は、アドエビスの新規顧客の獲得数の未達を反映。

下方修正の主な要因は、既述のように（P18）、大手媒体の寡占化などメディア環境の変化によりアドエビスの新規獲得が苦戦し、アカウント数が想定を大きく下回ったことによる。平均単価はほぼ計画通りで推移したと思われるが、解約率はフラットで低下しなかったことも要因であると考えられる。

なお、ボクブロックは期初計画を上回ると予想され、アドエビス以外ではほぼ相殺される見込みである。

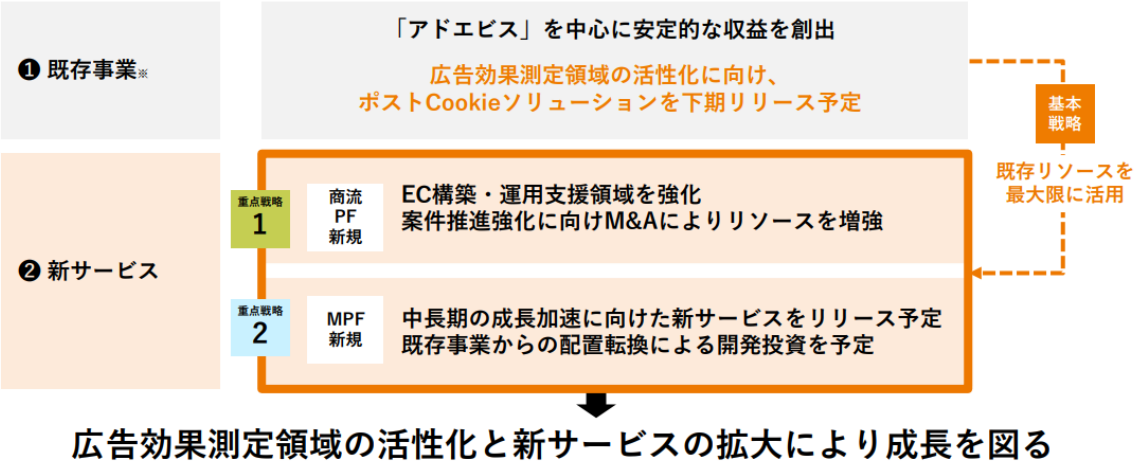
◆下期の戦略は、既存事業の収益基盤の強化と新サービスの提供開始。

＜今下期の戦略＞
下期の戦略は、❶引き続き既存事業において広告効果測定領域を活性化させ、収益基盤をより強固とすること、❷既存のリソースを活用し、各セグメントの新サービスの開発・ローンチ（図表 29 の重点戦略 1&2）を進め、成長を目指すというものである。

◆新サービスの売上高構成比率は 23%まで上昇し、当初目標を達成、高い成長を維持。

なお、売上高に占める新サービスの売上高構成比を、前期の 14%（売上高：約 467 百万円）から今期通期には 23%（期初予想、同約 897 百万円）へ高める計画であった。しかし、上期に前倒しで 23%（推定売上高 417 百万円）に達し、通期では 23%超を目指すとしている。

【 図表 29 】今下期の戦略



（出所） 決算説明会資料
（備考）※ 既存事業には MPF の広告効果測定、広告代理店 DX、商流 PF の「EC-CUBE」を含む。

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。

＜下期の業績計画＞

◆下期は、微増収・大幅減益を計画。

会社の下期計画は、(以下、通期予想の平均値から逆算)売上高が 1,838 百万円（前下期比+85 百万円、同+4.8%、以下同順）、営業利益が 95 百万円（△121 百万円、△56.2%）、当期利益が 54 百万円（△78 百万円、△59.1%）と、微増収・大幅減益を見込んでいる。

今上期比でも今下期は、同様に微増収（+26 百万円、+1.4%）ながら、大幅な減益（営業利益：△115 百万円、△54.8%）を予想している。

◆下期の営業利益率は急低下を見込む。予想は、やや保守的な印象。

営業利益率は、前上期 11.1%、同下期 12.3%、今上期 11.6%から、今下期には 5.2%まで悪化すると同社は見込んでいる。収益源のアドエビスは限界利益率が高いため、その売上高の減額修正により、全体の利益率が悪化する前提と推察される。加えて、開発・人員の増強などの先行投資、インフレによるコストの増加により利益率が悪化する想定と思われるが、やや保守的と考えられる。

◆アドエビスの新規獲得状況と EC 構築・運用支援の売上高の 2 要素の前提により、通期予想をレンジで公表。

また、下期業績の前提条件により、通期業績の予想（修正）をレンジで開示した。

・上限値：アドエビスの新規獲得が期初計画通りに伸長
　　＆　EC 構築・運用支援領域の売上が期初計画を上回る
・下限値：アドエビスの新規獲得が上期程度にとどまる
　　＆　EC 構築・運用支援領域の売上が期初計画通りとなる

なお、下線部について具体的な数字の開示はない。

◆マーケティング PF において Q4 に 2 つのサービスの提供を開始予定だが、今期の売上高の予想には含まず。

マーケティング PF において Q4 に、「ポスト Cookie ソリューション」の投入と、「マーケティングプロセス支援領域における新サービス」のローンチを計画している。ただし、いずれも今下期の売上高の予想に含んでいない。
現段階では、両サービスの詳細は非公表であるが、ともにサブスクリプションモデルであり、ストックビジネスとなると予想される。

「ポスト Cookie ソリューション」は、既存の技術を活用した低価格帯でのサービスの提供となり、相対的に高単価・多機能のアドエビスを補完し、広告効果測定領域の製品ラインナップの拡充とシナジーを目的としている。ドアノック商材として、クロスセルの促進とアドエビスの新規獲得につなげたい意向である（なお、アドエビスの一部の機能を代替し、カニバリゼーションを起こすようなアドエビスの廉価版の製品・サービスではない）。

また、「マーケティングプロセス支援」は、新たな売上創出を目指した期待のサービスで、中長期の経営計画においても、大きな成長を同社は期待している。

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

・月次売上高（YOY）のモメンタムは低下。

＜足元の状況（月次売上の状況）＞

図表 30 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。

今期に入りでは、3 月までは二桁の増収（前年同月比）が継続していたが、過去数年間のデータと比較し増収率のモメンタムはやや低下してきている。

・下期の初月である 4 月の売上高は、前年同月比 4.6%増。下期前提は 2.0～7.7%の増収（平均+4.8%）で、想定線。

下期の初月となる 4 月単月の全社売上高は、306 百万円、前年同月比では 4.6%の増収と一桁台の増収率となった。

但し、全社ベースでは下期に想定した増収率のレンジ内（YOY：+2.0～+7.7%、平均+4.8%）にある。

【 図表 30 】直近の月次別売上高（速報）推移（上段；売上高：単位千円、下段；前年同期比：単位%）

暦年	2022年			2023年				今期累計（2022/10月～2023/4月）
年度	2023/9期							
月次売上高（千円）	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	
マーケティングプラットフォーム	248,293	248,744	244,462	242,066	250,282	258,554	244,070	1,736,471
	106.5	107.6	105.1	104.6	102.2	104.8	93.9	103.4
商流プラットフォーム	49,525	42,736	45,528	61,129	63,030	57,750	61,480	381,178
	157.4	180.0	185.3	176.2	260.2	256.7	191.1	197.1
全社	297,819	291,480	289,999	303,196	313,313	316,335	305,550	2,117,692
	112.6	114.3	112.7	114.00	116.4	117.5	104.6	693.1

（出所） 同社の HP の月次発表資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。
（備考） なお、4 月の記載数値は、監査法人の監査を受けていない速報値であり、今後、修正される可能性がある。

・4 月のマーケティング PF の売上高は、前年同月比で減収。

事業別にみると、主力のマーケティング PF 事業の 4 月の月次売上高は、前年同月比で△6.1%の減収と、今期の 2022 年 10 月～2023 年 3 月までの約+2～+8%の増収から、マイナスに転じている。

同 PF において、インキュベーションや広告代理店 DX の売上高は堅調に推移していると思われ、広告効果測定の減収が要因と推察される。アドエビスのアカウント数の減少傾向が、下期に入っても継続している可能性がある。

・商流 PF の売上高は、高い成長を維持。

商流 PF は、2022 年 6 月から連結子会社化されたボクブロック社（EC 構築・運用支援）の寄与により、4 月も高い増収率を維持し好調である。

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

◆ アルファ・ウイン調査部の 2023/9 期（通期）業績予想

＜今期予想の修正＞

・上期の実績と足下の状況を考慮し、業績を下方修正。

上期の実績、足元の状況、同社への取材を踏まえ、当調査部では通期の売上高、及び利益予想を下方修正した（P26-図表 31）。

・当調査部の新予想は、会社の新予想のレンジ内へ。

前回予想⇒今回予想の順に、今期売上高を 3,800 百万円⇒3,650 百万円、営業利益を 400 百万円⇒310 百万円、当期利益を 240 百万円⇒190 百万円に見直した。結果的に当調査部の新予想は、同社の修正予想のレンジ内となり、レンジの平均値に対し、売上高は同額で、営業利益は 5 百万円わずかに上回る。

不透明な要素は、企業や事業買収に伴う売上高やコストの発生、インフレによる諸コストの上昇だが、今下期は、新たな M&A は発生しないと想定した。

・下期の会社予想はやや保守的。

当調査部では、今期の業績予想にあたり以下の前提を置いた。

① 下期の売上高は、4 月の増収率や足元の状況から判断し、概ね想定内に着地する可能性がある。また、下期の営業利益率は 12.3%⇒5.2%（平均値）に急低下し、前年下期比 56.0%（同）の営業減益とやや保守的な予想をしていると思われること、加えてコストコントロールの余地があると推察されることから、レンジの下限値を割り込むリスクは小さいと考えている。

・新たにローンチされる、ポスト Cookie ソリューションとマーケティングプロセス支援の詳細は不明。今期の業績に与えるインパクトは限定的。

② 既述のようにマーケティング PF 事業においては、Q4 にポスト Cookie ソリューションの投入と、マーケティングプロセス支援のローンチを計画しているが、会社予想と同様にその売上高を織り込んでいない。それぞれの価格体系やサービス内容が開示されていないため売上高の予想が難しく、また期間的（最大 3 ヶ月間の寄与）にも今期業績への影響は限定的と思われるためである。サブスクリプションモデルの、ストックビジネスであることからタイムラグがあり、業績への寄与は早くとも来期以降となると判断している。

・アドエビスの通期の予想平均単価を引き上げる一方、アカウント数の前提を引き下げ。

③ アドエビスの年度平均単価（各四半期末の平均値）の前提を、上期の実績を踏まえ（Q2 末は 167,976 円）、前回予想 165,000 円⇒今回予想 168,000 円へと引き上げた（前年度の平均単価との比較では+9,473 円、+6.0%）。同社はアドエビス シンクの価格を据え置いたが、アップセル・顧客ミックスの変化により、当調査部の想定よりも平均単価が上昇している。
一方、アカウント数については、当調査部の想定を下回り減少傾向が続いている。

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。

平均単価と同様に上期の実績（Q2 末は 1,121 件）を踏まえ、年度平均のアカウント数の前提を、前回予想 1,160 件⇒今回予想 1,090 件と引き下げた（前年度平均アカウント数との比較では△141 件、△11.5%）。

この結果、アドエビスの売上高の通期予想を、2,297 百万円⇒2,200 百万円へと、約 1 億円減額修正した。アドエビスの限界利益率は高いことから、該当する利益についても約 70 百万円引き下げた。

・下方修正の主な要因は、アドエビスの前提を見直したことによるもの。

当調査部の前回予想からの今期の売上高・利益の下方修正は、主にアドエビスの前提の見直しによるものである。

【 図表 31 】アルファ・ウイン調査部の今期修正予想、及び中期業績予想

（百万円）	2022/9期・実績	2023/9期・新CE	2023/9期・新CE	2023/9期・新E	2024/9期・新E	2025/9期・新E	2023/9期・旧E	2024/9期旧E	2025/9期・旧E
売上高	3,334	3,900	3,650	3,650	4,000	4,350	3,800	4,320	5,000
Ⅰ.マーケティングPF	2,925	3,260		2,970	3,235	3,530	3,137	3,507	4,036
Ⅱ.商流PF	414	640		680	765	820	670	810	965
売上高総利益	2,260	*2,410*		2,310	2,455	2,660	2,320	2,610	2,880
売上高総利益率	67.8%	61.8%		63.3%	61.4%	61.1%	61.1%	60.4%	57.6%
販管費及び一般管理費	1,867	*2,010*		2,000	2,125	2,300	1,920	2,150	2,350
対売上高比	56.0%	51.5%		54.8%	53.1%	52.9%	50.5%	49.8%	47.0%
営業利益	392	400	305	310	330	365	400	460	530
対売上高比	11.8%	10.3%	8.4%	8.5%	8.3%	8.4%	10.5%	10.6%	10.6%
経常利益	399	390	305	310	330	365	390	450	520
対売上高比	12.0%	10.0%	8.4%	8.5%	8.3%	8.4%	10.3%	10.4%	10.4%
当期純利益	236	240	185	190	200	220	240	300	340
対売上高比	7.1%	6.2%	5.1%	5.2%	5.0%	5.1%	6.3%	6.9%	6.8%
売上高（前期比伸率、以下同様）	12.7%	17.0%	9.5%	9.5%	9.6%	8.7%	14.0%	13.7%	15.7%
Ⅰ.マーケティングPF	12.5%	11.5%		1.5%	8.9%	9.1%	7.2%	11.8%	15.1%
Ⅱ.商流PF	15.8%	54.5%		64.2%	12.5%	7.2%	61.8%	20.9%	19.1%
売上高総利益率（前期との差異）	-1.2%	-6.0%		-4.5%	-1.9%	-0.2%	-6.7%	-0.6%	-2.8%
販管費及び一般管理費（伸率）	11.6%	7.7%		7.1%	6.3%	8.2%	2.8%	12.0%	9.3%
営業利益（伸率）	7.4%	2.0%	-22.2%	-20.9%	6.5%	10.6%	2.0%	15.0%	15.2%
経常利益(伸率)	9.6%	-2.3%		-22.3%	6.5%	10.6%	-2.3%	15.4%	15.6%
当期純利益（伸率）	-1.2%	1.7%	-21.6%	-19.5%	5.3%	10.0%	1.7%	25.0%	13.3%
EBITDA	677	680	618	625	645	675	680	760	850
KPI	年度平均実績	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス　アクティブアカウント数	1,231	微減		1,090	1,100	1,115	1,160	1,170	1,185
同変化率	-8.4%			-11.5%	0.9%	1.4%	-5.8%	0.9%	
アドエビス　平均単価（円）	158,527	微増		168,000	175,000	185,000	165,000	175,000	185,000
同変化率	10.2%			6.0%	4.2%	5.7%	4.1%	6.1%	5.7%
Ⅰ.(1)広告測定（アドエビス）の売上高実績/予想	2,369	2,460		2,200	2,310	2,475	2,297	2,457	2,631
Ⅰ.(4)ポストCookie売上高				0	25	50			
Ⅰ.(2)広告代理店DXの売上高	175	*180*		190	200	205	190	200	205
Ⅰ.(3)インキュベーションの売上高	380	*620*		580	650	700	650	850	1,200
Ⅰ.(5)マーケティングプロセス売上高予想				0	50	100			
Ⅰ.マーケティングPF （1)+(2)+(3)＋(4)＋(5)	2,925	3,260		2,970	3,235	3,530	3,137	3,507	4,036
Ⅱ.商流PF （1)+(2)	414	640		680	765	820	670	810	965
(1)イーシーキューブ	330	*350*		345	365	370	350	360	370
(2)EC構築・運用、ポクブロック	84	*290*		335	400	450	320	450	595

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

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

7. 成長戦略

◆ 同社の中長期経営計画と戦略

＜中期経営計画（VISION2023）：戦略＞

・総合マーケティング DX 支援ビジネスを志向。

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

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

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

・中計最終年度（2023/9 期：今期）の数値目標を段階的に引き下げ。

＜中期経営計画（VISION2023）：数値目標＞

同社は、中期経営計画（VISION2023）の最終年度となる 2023/9 期（今期）に、売上高 50 億円、営業利益率 15%、営業利益 750 百万円以上、株主資本配当率 3%以上との目標を掲げていた（図表 32）。
これを今期の期初と今年 2 月の上期決算発表時に修正し、現在の予想に変更した。

【 図表 32 】長期計画の数値目標（各発表時点）

	連結売上高	連結営業利益率	株主資本配当率
2020年9月期実績	26.1億円	10.6%	2.0%
2021年9月期実績	29.5億円	12.4%	2.3%
2022年9月期実績	33.3億円	11.8%	2.6%
2023年9月期 旧・中期業績目標	50億円	15%	3%以上
2023年9月期 修正・業績目標	39億円	10%	2.5%以上
2023年9月期 再修正・業績目標	36～37億円	7.8～8.9%	2.5%

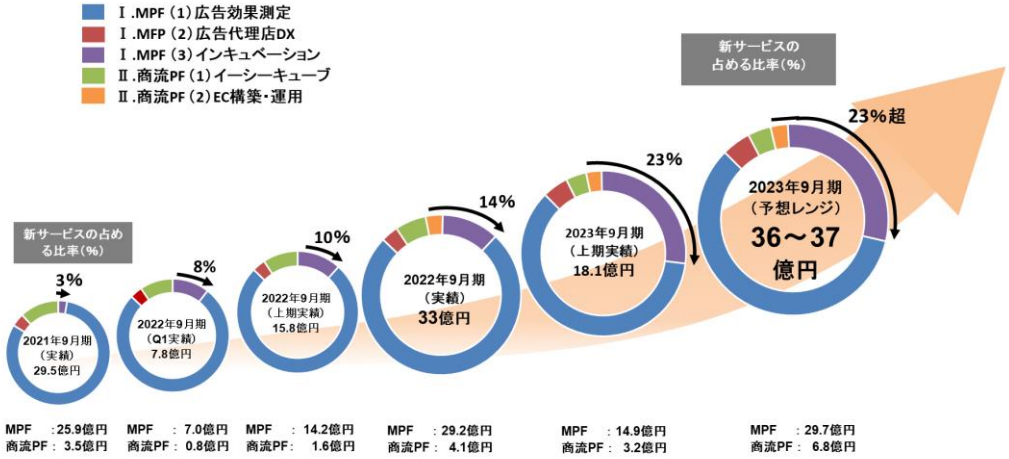
（出所） 決算説明資料をアルファ・ウイン調査部が一部加筆・修正。
（備考） 修正は今期の期初予想、再修正は今上期での予想。

・KPI として新サービスの売上高比率を追加で設定。

なお、KPI として「連結売上高に占める新サービス（マーケティング PF のインキュベーション+商流 PF の EC 構築・運用）の売上高比率」を加え、2021/9 通期：3%、2022/9 通期：14%、今上期：23%の同比率を、今通期には 23%超（従来の目標値：30%）に引き上げる計画である（P28-図表 33）。
来期以降の新たな中期経営計画は、今通期の決算発表時に合わせて公表されると思われる。

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

【 図表 33 】新サービス比率の推移



（出所） 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。今期予想は、会社計画。今期の PF 別売上高予想は、当調査部の推定値。
（備考） 新サービス比率は インキュベーション領域+EC 構築運用・支援領域の合計売上高の連結売上高に占める割合。
MPF は、マーケティングプラットフォームの略。

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

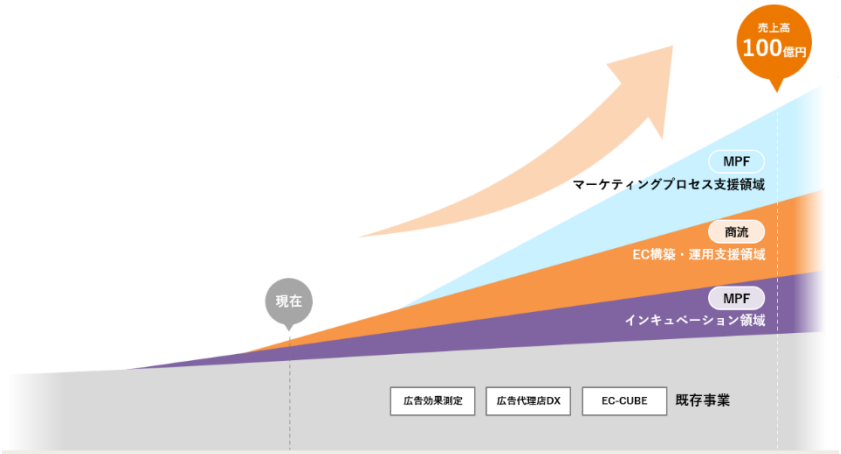
＜売上高 100 億円の早期実現＞

「総合マーケティング DX 支援企業集団として売上高 100 億円の達成を目指す」を中長期テーマとして掲げ、既存事業（広告効果測定／広告代理店 DX／EC-CUBE）の安定成長と、3 領域（インキュベーション／EC 構築・運用支援／マーケティングプロセス支援）での新サービスの拡大を想定している（図表 34）。

・今後の成長ドライバーとして期待されるマーケティングプロセス支援事業は、今期 Q4 にリリースを予定。

なお、今後の高成長を期待し、将来的には大きなウエイトを占めると想定しているマーケティングプロセス支援については、Q4 のリリースに向けて現在、開発中である。ビジネスモデルを含め詳細なサービス内容や価格体系は開示されていないが、「マーケティングプロセス全体の円滑化を支援するサービスをクラウドで提供する」が、そのコンセプトである。

【 図表 34 】中長期の売上高の成長イメージ



（出所）決算説明資料より引用し、一部修正。

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。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

＜中期の業績見通し＞

・今期以降の 3 期間の業績を見直し、下方修正。

今期に加え、来期、来々期の業績予想についても、アドエビスの前提（アカウント数）を含むマーケティング PF を中心に、商流 PF 事業も含めて、当調査部の前回の業績予想を見直し、全体的に減額修正した（P26-図表 31）。

・来期以降、増収増益・増配基調を見込む。

ただし、先行投資の一巡、新サービス（特にインキュベーション領域と EC 構築・運用支援）の増収に伴う増益効果、アドエビスの売上高の底打ち、ポスト Cookie ソリューションの投入による広告効果測定の売上高の維持、マーケティングプロセス支援の増収効果により、2024/9 期、2025/9 期ともに増収増益、増配、及び最高売上高の連続更新を当調査部では見込んでいる。

主力のマーケティング PF 事業では、低価格帯のポスト Cookie ソリューションを除いた、アドエビスの年度平均単価の前提は変えず、アカウント数（年度平均）を来期、来々期の順に、1,170⇒1,100、1,185⇒1,115 へと変更した。
これに伴い、両期のアドエビスの売上高予想を下方修正した。

2024/9 期（来期）の予想売上高を 4,320 百万円⇒4,000 百万円、営業利益を 460 百万円⇒330 百万円（営業利益率 10.6%⇒8.3%）、当期利益を 300 百万円⇒200 百万円へと下方修正した（P26-図表 29）。

同様に 2025/9 期（来々期）の予想売上高を 5,000 百万円⇒4,350 百万円、営業利益を 530 百万円⇒365 百万円、当期利益を 340 百万円⇒220 百万円へと下方修正した。

・当部では、当面の DOE を 2.5%と想定。

配当金に関しては、両期とも前回予想と同じ DOE=2.5%を前提とした。利益見通しの変更に伴い、予想配当額を減額修正したが、増益に伴い増配を継続するとの予想は変わらない。

なお、いずれ先行投資が一巡すれば、従来掲げていた DOE＝3.0%まで、再度、配当の目標を引き上げる可能性もある。

・中期の年間利益成長率を 10%前後と予想。

現在、既存事業のキャッシュフローを活用し、新規領域や周辺領域にリソースシフトを進める段階にある。

今後、既存ビジネスの自然成長に加え、新規事業の進展と積極的な M&A があれば、そのシナジーにより成長の加速も予想される。
中期的には年率 10%前後（従来は 15%～20%前後を予想）の持続的な利益成長が可能であると当調査部では考えている。

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。

なお、今後の M&A の有無とその成否（PMI）が、業績の変動要因となる。

◆現時点で、詳細が開示されていないポスト Cookie ソリューションと、マーケティングプロセス支援の売上高を予想するのは難しいが、一定額を予想に反映。

既述のように今期 Q4 にはマーケティング PF において、ポスト Cookie ソリューションの投入と、新たな売上創出を目指した期待のマーケティングプロセス支援のローンチを計画している。しかし、来期以降への業績への寄与は、サービス内容や顧客の反応、価格設定等が開示されていないため、現状では判断するのが難しい。

ただし、ポスト Cookie ソリューション、並びにマーケティングプロセス支援は、新サービスであり、かつクラウドによるサブスクリプションモデルのため、来期・来々期の売上高・利益に与えるインパクトを、大きくは見込んでいない。

◆新たにローンチするサービスの詳細と動向が判明すると思われる来期以降、再度、中期業績を更新予定。

これらの内容と価格帯、実績がある程度、判明する来期以降、適宜、中期の業績を更新したい。

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

8. アナリストの視点

◆ 株主還元

・今期は、利益の下方修正に伴い配当額を減額修正。しかし、前期比では増配を計画。DOE2.5%は維持。

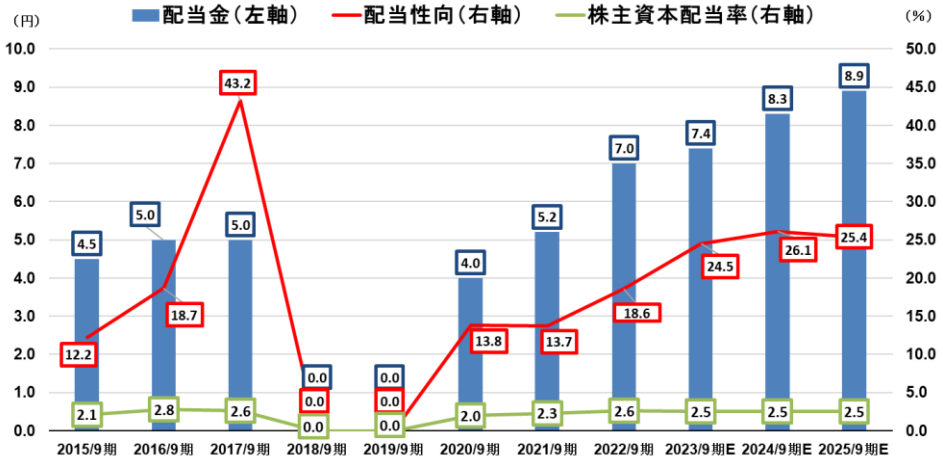
期初時点では、前期 7.0 円/株から今期は 7.8 円/株への増配（+0.8 円/株）を同社は計画していた。しかし、業績の下方修正に伴い、連結株主資本配当率（DOE）2.5%を配当の目安としていることから、7.4 円/株（前期比：+0.4 円/株）に引き下げた。

当調査部でも今期の業績を見直し、配当の予想額を会社と同額の 7.0 円/株へと引き下げた。あわせて 2024/9 期、2025/9 期とも業績を見直し、DOE：2.5%を前提に配当予想を修正した。

・来期以降も、増配基調を見込む。

但し、同社グループは依然として成長ステージにあり、来期以降、これまでの投資成果により、再び増益トレンドに戻ると当調査部では予想しており、増配を見込んでいる（図表 32）。

【 図表 35 】配当金と配当性向の推移



（出所） アルファ・ウイン調査部が作成、E は当調査部の予想

◆ 株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター

＜株価の水準と動向＞

・株価のボラティリティは高い。

・株価は、業績の下方修正発表を受け軟調。

同社は、東証グロース市場に上場する小型のアド・テクノロジー[注 11]関連株であり、上場来の株価のボラティリティは高い（ザラバ最高値 2014 年 11 月：5,770 円、ザラバ最安値 2023 年 5 月：581 円）。

同社は、上期決算発表時に通期の業績予想を下方修正し、これを受けて株価は下落し上場来安値を更新した。現在、株価は安値圏で調整中である。

年初来では、東証グロース、マザーズ、および TOPIX などの主要インデックスを、アンダーパフォームしている（P32-図表 34）。

（注 11）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。

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。

【 図表 36 】 バリュエーションとパフォーマンスの比較

2023年5月31日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR	単純平均配当利回り	年初来リターン	2023年4月末以降のリターン	2023年5月8日以降のリターン
イルグルム（G 3690）	585	19.37	1.97	1.26	-9.58	-7.6	-17.4
東証プライム全銘柄平均 P	1,096.42	14.53	1.24	2.36	12.65	3.6	2.9
東証スタンダード全銘柄平均 S	1,064.93	14.59	0.94	2.28	6.99	0.2	-1.2
東証グロース全銘柄平均 G	951.61	63.32	4.23	0.40	2.56	0.4	-0.9
TOPIX	2,130.63				12.63	3.6	2.9
東証マザーズ	748.06				2.42	0.4	-0.9
日経平均	30,887.88	14.09	1.27	2.07	18.4	7.0	6.7

（出所） アルファ・ウイン調査部が作成。実績 PBR：同社は 2023/9 期の上期末、その他は 2023 年 5 月 31 日時点の数値。
同社の PER は当部予想の EPS に基づく。なお、2023 年 5 月 8 日は、上期の決算発表日。

＜バリュエーション＞

（注 12）PSR：株価売上高倍率 =時価総額/売上高

今期の業績基準では、同社のバリュエーションは、予想 PER 18.36～21.59 倍、実績 PBR 1.97 倍、予想 PSR [注12] 1.01～1.04 倍、及び同配当利回り 1.26%となる（予想は会社計画の予想レンジを基準）。

・バリュエーションは、東証プライム平均よりは高く、東証グロース平均よりは低い。

同社株は、東証プライム市場全銘柄の平均値（PER 14.53 倍、PBR 1.24 倍 、単純配当利回り 2.36%）と比較するといずれもやや高い。
一方、所属する東証グロース全銘柄の平均値（PER 63.32 倍、PBR4.23 倍、同配当利回り 0.40%）との比較では割安となる。

（注 13）PEG： PER÷中期利益（EPS）期待成長率（年率）

なお、EV/EBITDA は今期 4.5 倍、来期 4.4 倍、来々期 4.2 倍（当部予想）と一般的なレンジ内（2～8 倍程度）にあると思われる。
また、中期の利益成長率を 10%とすると、PEG [注13] は 1.8～2.2 倍前後となり割高感はない。

・主要なバリュエーションは若干高いが、妥当なレンジ内。今後の株価は、利益と配当水準次第、中長期では上値余地があると予想。

既に、同社は「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として認知され、株価に一定の評価は織り込まれていると考えられる。今期の新予想基準では、主要なバリュエーションは、妥当レンジ内にあると思われる。このため今後の株価は、来期以降の利益、並びに配当水準に応じて変動すると予想される。

成長ドライバーとして期待される今後の新サービスの成否が、業績の変動要因としては大きい。しかし、既存ビジネスの中期の利益成長性や今後の増配余地を考慮すると、中長期では株価に上値余地があると考えている。

・株価の上昇には、今期の予想業績の達成と、来期以降の増益トレンドへの回帰が必須。

今期の予想業績の達成と今後の利益成長性に対する投資家からの期待が戻れば、株価は反転する可能性がある（当調査部による修正後の業績予想に基づく予想 PER は、今期 19.3 倍、来期 18.4 倍、来々期 16.7 倍）。

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。

◆アドエビスのアカウント数・単価・解約率、新サービスの業績への寄与、M&A、配当などが株価の注目材料。

＜今後の注目点＞

・以下が、株価に影響を与えるファクターであり、今後の注目すべき点と思われる。

① アドエビスのアカウント数（純減から純増に転じるタイミング）と単価（上昇幅と上昇率）、「アドエビスの解約率（KPI）」
② 「連結売上高における新サービス売上高比率（KPI）」と、今後ローンチされる新たなサービスの内容と業績への貢献度
③ 月次売上動向（両 PF 事業の前年同月比）
④ 四半期単位の損益動向（増益率、利益率、EBITDA、セグメント別の売上高・利益の変動）
⑤ 今期の業績の着地、並びに来期以降の利益水準の見通し（増益に転じるタイミング）
⑥ 株主還元策とその水準
⑦ M&A・提携の発表
⑧ 個人情報保護法等による規制強化等

◆マーケティング DX 支援事業を営む内需成長株として、引き続き注目。

小型成長株であるため、業績や株価のボラティリティは今後も高いと思われる。
しかし、中長期的にはインターネット広告市場や EC 市場は、継続的な拡大が見込まれ、同社のビジネスの成長余地は大きい。同社は、新型コロナ、海外情勢、インフレや為替動向の影響を直接的には受けにくく、マーケティング DX 支援事業を営む内需成長株として、今後の展開と売上高・利益成長率の変化に注目したい。

以上

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。