

# 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：2023/12/8

### ● 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ェアの企画、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。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、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。
- 設立以来、前期まで 23 期連続で過去最高売上高を連続更新中である (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。

### 前期の業績、及び今期の業績予想

- 前期の連結決算 (2023/9 期:2022 年 10 月~2023 年 9 月) は、売上高が前年同期比 8.8% 増加の 3,626 百万円、営業利益が 18.8% 減少の 318 百万円、当期純利益も 16.5% 減少の 197 百万円と、増収ながら二桁の減益となった。なお、上期の決算発表時に、通期の業績見通しを下方修正 (レンジで公表) したが、売上高はほぼレンジの下限、利益は上限に着地し想定内であった。いずれも当調査部予想と、ほぼ同水準であった。
- マーケティング PF 事業の売上高は 2,933 百万円 (前年同期比+0.3%)、セグメント利益は 255 百万円 (同△8.5%)、一方、商流 PF 事業の売上高は 709 百万円 (同+71.2%)、セグメント利益は 66 百万円 (同△38.4%) と、両事業ともに増収減益となった。
- 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) 42 四半期連続で上昇したものの、新規顧客の獲得に苦戦しアカウント数の減少が継続した。収益性の高い広告効果測定の売上高が、想定を下まわったため減益となった。
- 一方、商流 PF 事業においては、EC-CUBE Innovations (旧・ボクブロック) を中心に EC 構築・運用支援領域の拡大により、大幅な増収となったが、体制強化のための採用・人件費等の増加により減益となった。
- 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、財務体質は引き続き健全である。
- 同社は、今期も増収減益、最高売上高の更新を見込んでいる。「成長ドライバーを磨き上げ、来期以降の加速的な売上成長に導くための基盤を固める」ことをテーマとし、必要な投資を積極的に行う。このため増収ながら、連続減益となる見込みである。予想売上高を 4,100 百万円 (前期比+13.1%)、営業利益を 240 百万円 (同△24.7%)、当期純利益を 140 百万円 (同△28.9%) と見込む。なお、上期の業績予想は非公表である。
- 今期も連結株主資本配当率 (DOE) の目標である 2.5% に則り、年間一株当たり配当金を 7.9 円とし、前期の 7.4 円から 0.5 円の増配とする。また、株主優待制度の再開、並びに上限 1 億円、または 200 千株の自己株式の取得も行う予定であり、株主還元の強化を明確にしている。

1/39

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

・当調査部では、今・来期の業績予想を見直し(売上高はほぼ据え置き、利益予想を減額修正)、来々期の業績予想を新たに作成した。今期の売上高は、会社計画を 100 百万円下回る 4,000 百万円へと、また各利益を同社計画と同額まで引き下げた。足元の売上高が会社の年間増収率想定を下回っている状況や、今期の新サービスの寄与が限定的であると考えられることから、期中に新たな M&A がない場合、売上高は会社計画に対し未達となる可能性があると思われる。一方、コストコントロールにより予想利益は達成可能と判断している。配当金は、会社予想と同じ 7.9 円と予想した。

### 経営戦略と中期の業績予想

・新たな中期経営方針「VISION2027」では、マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用支援の 2 軸の成長ドライバーによって、売上高 100 億達成の道のりを明確にしている。

・マーケティング DX 支援事業(旧・マーケティング PF 事業)では、開発中のマーケティングプロセス支援サービスを SaaS により提供し、マーケティング施策の広告効果改善サイクルを回したいという顧客課題を、人的支援も含めてサポートする。その後、マーケティングプロセス領域におけるクロスセルを強化する計画であるが、そのためには人員の増強、及びアカウント数を増加させ顧客基盤を強化する必要がある。

・一方、コマース支援事業(旧・商流 PF 事業)の EC 構築・運用領域では、垂直統合モデルを目指し、構築・運用・マーケティング活動までワンストップサービスの提供を進める。それに加えて、大型 EC サイト向けに EC-CUBE Enterprise 版を開発し提供することにより、更なる売上拡大と収益性の改善につなげたい意向である。コマース支援事業内の EC 構築・運用売上高を、前期の 50%から現中計の最終年度となる 2027/9 期には、80%超まで急拡大する計画である

・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、中長期的な成長ポテンシャルが高い。さらに同社は成長戦略の一つとして積極的な 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、利益は開発投資や人員増強の水準により変動し、利益と投資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開発投資を強化している段階にある。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効果と利益率の改善により、来期以降は増益トレンドに戻ると当調査部では考えている。

### 株価水準

・株価は、前上期決算発表時に通期の業績予想を下方修正したことから下落し、上場来の安値圏で調整していた。しかし、決算発表において、前期決算が想定内に留まったこと、また今期も増収減益の計画ながら、既述の 3 つの株主還元の強化策(増配、株主優待制度の再開、自社株買い)を打ち出したことから、株価はこれを好感し、500 円割れから 700 円前後まで急上昇している。

・同社は「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として既に認知され、一定の評価は株価に織り込まれている。現状の業況を考慮すると、株価はほぼ妥当なレンジ内にあると思われる。同社による今期の業績予想を基準とすると、東証グロスに上場する全銘柄、並びに類似会社との比較では主要なバリュエーションは低く、一方、東証プライム全銘柄との比較では高い。

・今後の株価は、新設の KPI であるアカウント数の増減、利益動向(増益に転じるタイミング)、月次売上高の推移(前年同期比の水準)、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 マーケティングプロセス領域の新サービスの立ち上がり、EC 構築・運用の拡大の成否が、中期業績の変動要因としては大きい。

・今後、再び 10%を超える持続的な利益成長トレンドに回帰し、継続的な増配を行えば、中期では株価に上値余地があると思われる。

**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、あるいは誤差が生じることがある。なお、△、－は、マイナスを意味する。

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	CE 平均	3,650	9.5	305	-22.4	305	-23.8	185	-21.7	29.5	-	7.4
	CE 下限	3,600	8.0	280	-28.7	280	-30.0	170	-28.0	27.1	-	7.4
	CE 上限	3,700	11.0	330	-16.0	330	-17.5	200	-15.3	31.9	-	7.4
2023/9	A	3,626	8.8	318	-18.8	329	-17.6	197	-16.5	31.4	309.1	7.4
2023/9	E(前回)	3,650	9.5	310	-20.9	310	-22.3	190	-19.5	30.2	305.4	7.4
2024/9	CE	4,100	13.1	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.8	-	7.9
2024/9	新E	4,000	10.3	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.8	323.8	7.9
2025/9	新E	4,400	10.0	300	25.0	300	30.4	180	28.6	28.6	344.6	8.5
2026/9	新E	4,850	10.2	350	16.7	350	16.7	210	16.7	33.4	369.5	9.1
2024/9	旧E(前回)	4,000	9.6	330	6.5	330	6.5	200	5.3	31.8	329.9	8.3
2025/9	旧E(前回)	4,350	8.7	365	10.6	365	10.6	220	10.0	35.0	356.6	8.9

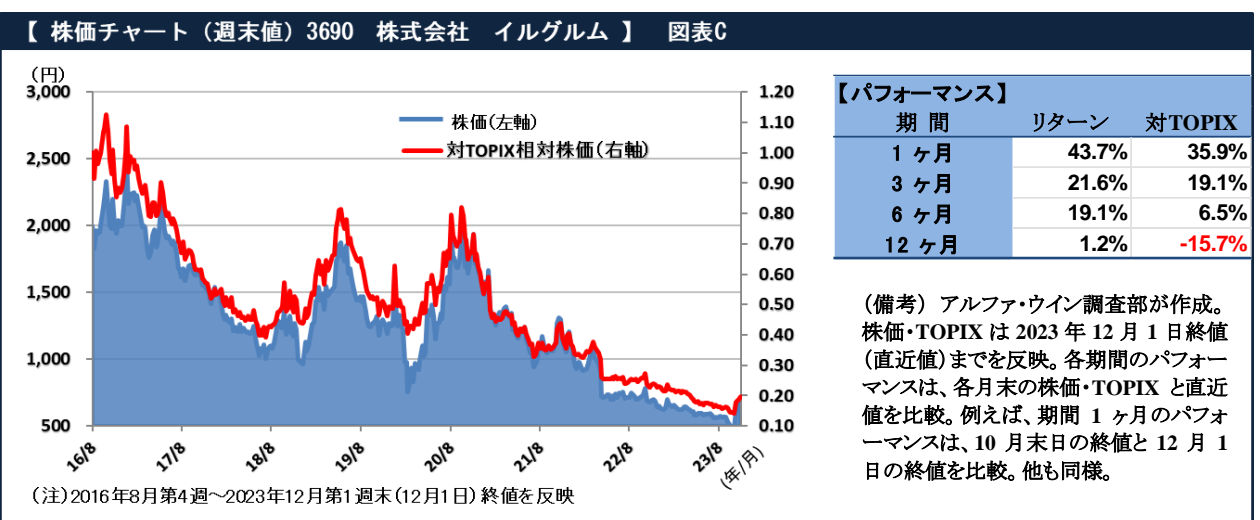
(備考) 旧(前回)：従来予想、新：今回の予想。

A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

2023/9 期の 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。

項目	2023/12/1	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	697	前期実績	22.2	2.3	1.1%	23.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	30.5	2.2	1.1%	34.6%
時価総額 (百万円)	4,442	来期予想	24.3	2.0	1.2%	29.7%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	20.9	1.9	1.3%	27.2%
前期末・自己資本比率	61.4%	前期株主資本配当率	2.5%	前期ROE	10.6%	

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想



\*\*\*\*\*

## 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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ (<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](mailto: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。MV2023-12-18-1000

## 目次

1. 会社概要.....	P6
ニッチ分野のリーディングカンパニー.....	P6
経営理念.....	P8
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P9
事業ポートフォリオ.....	P9
事業内容 I. マーケティング PF*事業 (新：マーケティング DX 支援事業) .....	P10
事業内容 II. 商流 PF*事業 (新：コマース支援事業) .....	P13
セグメント名称の変更.....	P15
3. 株主構成.....	P16
株主所有者別構成の推移.....	P16
上位株主構成.....	P16
4. ESG と SDGs.....	P17
環境対応 (Environment) 、社会的責任 (Society) 、企業統治 (Governance) .....	P17
SDGs (Sustainable Development Goals) .....	P17
5. 成長の軌跡.....	P18
過去の業績推移.....	P18
6. 業界環境.....	P19
日本の広告市場の動向.....	P19
7. 前期の業績と今期の業績予想.....	P20
2023/9 期 (前期) 連結決算の実績.....	P20
2024/9 期 (今期) 連結業績の同社計画.....	P24
アルファ・ウイン調査部の 2024/9 期 (今期) 業績予想.....	P26
8. 成長戦略.....	P29
同社の中長期経営計画と戦略.....	P29
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P32
9. アナリストの視点.....	P34
SWOT 分析.....	P34
株主還元.....	P35
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター.....	P35

(備考) \*PF は、プラットフォームの略語。

2024 年 1 月 1 日に、連結子会社である株式会社 EC-CUBE Innovations (旧・ボクブロック株式会社)を、株式会社イーシーキューブ (EC 構築・運用とプラットフォームを担当)に吸収合併する予定である。

## 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 DX <sup>注1</sup> 支援、並びにコマース支援サービスの提供会社である。

「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ェアで事業展開し急成長を遂げた。インターネット広告効果測定ツール <sup>注2</sup>：「アドエビス（AD EBiS）」と、EC構築オープンソース <sup>注3</sup> 市場でのソフトウェア「EC-CUBE」シリーズでは、いずれもトップシェアを有しニッチ分野のリーディングカンパニーである。

現在は、SaaS <sup>注4</sup>（≒クラウド）によるインターネット広告効果測定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。

#### <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、株式会社EC-CUBE Innovations：旧・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（2023年11月末時点、P7-図表1）。

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2）。

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、インキュベーション領域やEC構築・運用支援領域の増収に大きく寄与している。現状では各社とも黒字を計上している模様である。

- ◆ **マーケティングDX支援とコマース支援サービスを提供する企業。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、国内ソフトウェ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4）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。

- ◆ **積極的なM&Aにより新ビジネスに展開。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。**

なお、例年通り、上期連結決算、並びに単独決算の業績予想数値は公表していない。

【図表1】 連結対象子会社・持分法適用会社の概要 (単位：百万円、%)

社名・連結対象会社	事業内容・特徴	形態	買収/分社/合併/譲渡時期	所在地	出資比率	資本金 百万円	設立時期	決算期				純資産	
								売上高	営業利益	当期利益	最近の開示情報、または買収時点での業績		
連結子会社 (6社→5社)		(買収金額：当期推定)											
トピカ	動画コンテンツの企画制作、SNSの運用代行、ワンストップ提供	企業買収 (2.2億円)	2021年7月	東京都千代田区	約96%	37	2016年6月	2023/4期	230				
スプー	WEBメディアの企画・編集・制作	企業買収 (数千円)	2020年12月	東京都千代田区	100%	10	2000年3月	2023/12期	78				
ファーエントテクノロジー	インターネットサービス提供、情報セキュリティ支援サービス	企業買収 (1.3億円)	2022年2月	島根県松江市	100%	8	2008年9月	2023/5期	157				
イーシーキューブ	高流PFからイーシーキューブ事業を承継。オリコと資本業務提携。	分社化・業務移管	2019年1月	大阪府大阪市北区	89.5%	30	2018年10月	2021/9期	358	119	248		
EC-CUBE Innovations (旧ポクブロック)	ECサイト構築とクラウド EC サービスを提供	企業買収 (1.5~2億円)	2022年5月	東京都千代田区	89.5%	10	2007年5月	2021/9期	139	-7	0	171	63
YRGLM Vietnam Co., Ltd.	オフショアのソフトウェア開発拠点	設立	2023年9月	ベトナム ホーチミン市	100%	US\$20万	2013年12月						
持分法適用会社 (1社)													
有限会社 彩	同社の (旧) EC委託開発事業を移管	分社化・業務移管	2015年9月		20%	3	2004年4月				13		

(出所) 有価証券報告書により、当調査部が作成。(有)彩の当期利益は、前期の持分法上の投資利益から逆算した推計値。

【図表2】 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	2023/9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	3,626
B 単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,010	2,317	2,532	2,583	2,476
A-B=C (連結-単体)売上高	0	0	0	0	0	194	301	425	751	1,150
A/B 連単倍率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.10	1.13	1.17	1.29	1.46
A 連結経常利益	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	261	364	399	329
B 単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	165	278	315	232
A-B=C (連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86	84	97
A/B 連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58	1.31	1.27	1.42

(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9月末時点では**現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) のマイナスが続いたが、2020/9下期から改善傾向に転じ、資本の蓄積と現預金の増加が進んでいる(図表3)。2023年9月末時点では借入金の合計6.3億円に対し、現預金14.5億円と実質的には無借金である。

【図表3】 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	下期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292	356	209
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-183	-261	-100	-57
財務活動によるCF	-3	0	-16	3	-31	-0	189	542	162	-282	391	-56	-1	-23	-195	-121	-178	-115
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	208	20	-42	32	256	152
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	1,452

(出所) 決算短信により、アルファ・ウイン調査部が作成。

- 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36億円(2023年9月29日終値：569円を基準)と小規模ながら、自己資本比率は61.4%、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9月末時点)。

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9月末の残高は3.6億円と年間のEBITDAの6割程度であり、一括償却も可能な水準にある(P8-図表4)。

- **のれんを含めた無形固定資産は、純資産の範囲内。** のれんにソフトウェアと同仮勘定の 4 億円を含めた無形固定資産が 7.8 億円、これに繰延税金資産の 0.6 億円を加えると合計 8.4 億円と、純資産額 19.9 億円の範囲内 (42%) にあり問題はない。

【 図表 4 】 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
のれん金額(BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	109	316	450	484	362
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	122
平均償却期間 ③=①/②:年	0	0	0	0	0	7.0	5.8	5.4	4.5	3.0
EBITDA ④	274	373	286	175	6	247	513	638	677	628
のれん金額 / EBITDA ⑤=①/④	0	0	0	0	0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6

(出所) 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

- **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 89.5%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、同社には少なくとも 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。

ちなみに、売却当時である 2020 年 11 月末の TOPIX の終値と直近の終値 (2023 年 11 月末終値) を比較すると、2 割以上も上昇しており、実際の時価・含み益は上記の金額を上回っていると推察される。

### ◆ 経営理念

同社は、「Impact On the World」のミッション (果たすべき使命) の下に、独自の価値を提供する企業がともに発展できる社会の実現を目指している。この理念には、「自分に関わること 1 つ 1 つに Impact を与え続けよう。人々の心に伝わる小さな Impact の積み重ねが、やがて世界を揺るがす大きなうねりとなるから」との思いが込められている。

また、「データとテクノロジーによって、世界中の企業によるマーケティング活動を支援し、売り手と買い手の幸せをつくる企業になる」をビジョン (将来像) としている。



## 2. 事業内容とビジネスモデル

### ◆事業ポートフォリオ

＜事業ポートフォリオの再構築と強化＞

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

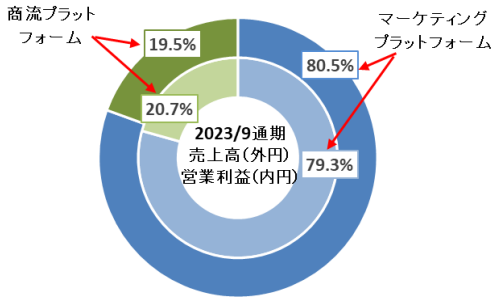
同社は、2016/9 期以降、コアビジネスへの集中（マーケティングプラットフォーム事業のアドエビスへのシフト）、ノンコアビジネス（商流プラットフォーム事業）の切り離し、M&A の実施により、事業ポートフォリオの再編と強化を、積極的に進めてきた（図表 5）。事業の再編は一巡し、現在は次なる成長に向けて事業を拡大していくステージにある。

【図表 5】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）

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 （⇒新：マーケティングDX支援事業）	(1) 広告効果測定 （⇒新：マーケティングプロセス）	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9月末)	
	(2) 広告代理店DX (同上)	①アドレボ ~ 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	2020年7月よりサービスイン、2023年1月でサービス終了	
	(3) インキューション （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)		
*その他	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)	連結	
	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)		
II. 商流プラットフォーム （⇒新：コマース支援事業）	(1) イーシーキューブ （⇒新：プラットフォーム）	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
	(2) EC構築・運用支援 （⇒新：EC構築・運用）	(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。EC CUBE Innovations (旧ボクブロック) を吸収合併 (2024/1月予定)	連結
	(3) ソリューション (SOLUTION) ⇒撤退	①EC-CUBE Innovations (旧ボクブロック) ~ 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) → EC CUBE Innovationsに商号変更 (2023/6月) ⇒ イーシーキューブが株式を譲受 (同年9月) ⇒ 解散予定	連結
		①EC受託開発事業+コンサルティング等	有限会社社 (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 5~8: 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。図表 5 の赤文字は、最近の動向・予定。

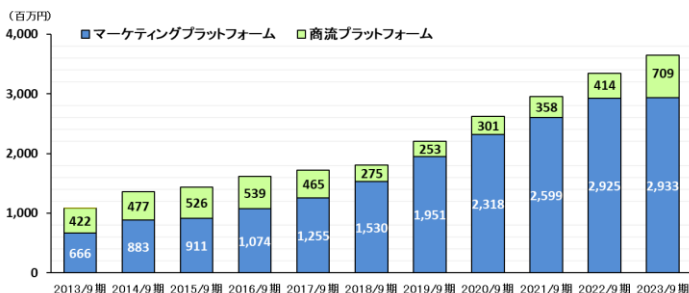
【図表 6】事業別売上高・利益構成 (2023/9 期・通期)



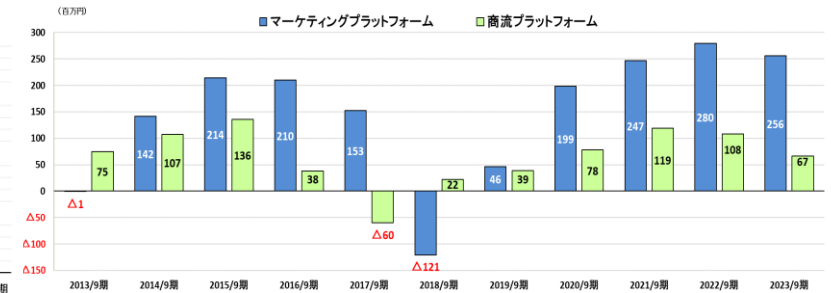
### ＜事業構成＞

2023/9 期末（前期末）時点では、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、前期では総売上高、並びに営業利益の約 8 割を占め（図表 6）、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 7）

【図表 7】事業別の売上高推移（単位：百万円）



【図表 8】事業別のセグメント営業利益の推移



(備考) セグメントの売上高は「外部顧客+内部+振替高」、利益は連結調整前の数字(以下同様)。

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。

- ◆ 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、P9-図表 8 の通りである。2017/9 期、及び 2018/9 期の事業再編期を除き、通期ベースでは両 PF 事業とも営業利益（セグメント利益）を計上している。

なお、前期末時点での事業ポートフォリオを図表 9 に示した。（図表 9 における事業番号と、図表 5 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 9 】 事業構成 (2023/9 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

(新: マーケティング DX 支援事業)

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 10 に示した。

【 図表 10 】 マーケティング PF 事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高(百万円)	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2023/9期、前期比	
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結 A	連結 B	B-A (B-A)/A	
<b>I. マーケティングプラットフォーム</b>	<b>883</b>	<b>911</b>	<b>1,074</b>	<b>1,255</b>	<b>1,530</b>	<b>1,951</b>	<b>2,318</b>	<b>2,599</b>	<b>2,925</b>	<b>2,933</b>	<b>8</b>	<b>0.3</b>
(1) 広告効果測定	883	911	1,074	1,254	1,445	1,775	2,135	2,313	2,369	2,229	-140	-5.9
(1) ①AD EBIS+②ADPLAN (2020/1事業買収)	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	2,369	2,229	-140	-5.9
①アドエビス増収率(前期比%)	27.3%	13.9%	23.7%	18.8%	16.8%	24.6%	21.8%	8.8%	2.4%	-5.9%		
②THREO(継承)	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0		
(2) 広告代理店DX						124	152	182	175	176	0	0.3
(2) ①アドレボ						124	149					
②アドナレッジ(継承)							3					
(3) インキュベーション							3	89	392	525	133	34.1
(3) ①アドフープ、②EZCX、③スプー、④トピカ、⑤ファーエンド							3	89	392	525	133	34.1
(スプーを2020年12月買収、トピカを2021年7月買収、アドフープを2021/9期より広告代理店DXから移管、ファーエンドを2022年1月買収→)												
* その他: 旧: プロフェッショナルサービス(DMP)						84	51	27				
(プロフェッショナルサービス、買収PFから事業移管→)												
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	256	-24	-8.5
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%	8.7%	-0.8%	

(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。

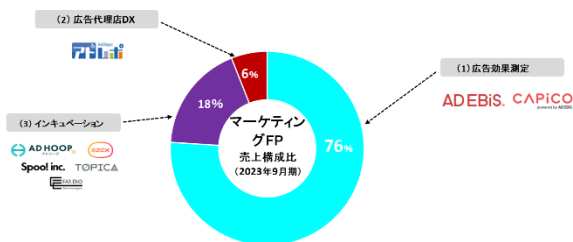
- ◆ マーケティング PF 事業は、3 セグメントから構成。アドエビス(広告効果測定)がメイン。

I マーケティング PF 事業は、図表 9 の (1) ~ (3) までの主要 3 セグメントから構成されている。前期の売上高の内訳は、図表 10、P11-図表 11 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 61%) 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の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

【図表 11】マーケティング PF 事業セグメント別の売上高構成



(出所) 決算説明資料よりアルファ・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は撤退。

◆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。インキュベーション領域全体では、前期比 34.1%の増収。

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) マーケティング効果測定

① 「アドエビス：AD EBiS」

- ・インターネット広告効果測定システム。
- ・同社が独自開発したコア製品（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<sup>注5</sup>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、前期（2023/9 期）の売上高は 22.2 億円と前々期（2022/9 期）の 23.7 億円から約 6%の減収となったと推計される（P10-図表 10）。

(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、新ビジネスに区分変更。アドナレッジは撤退）。前期の売上高は 176 百万円と推計され、マーケティング PF 事業の売上高の 6%（前々期と同率、売上高は横ばい）を占める。

① 「アドレポ：AdRepo」

- ・運用型広告<sup>注6</sup>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（P13-図表 12）

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、前期 56 百万円（前期比+35.5%、マーケティング PF 事業の売上高の約 2%）。黒字化が課題。

◆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、前期比二桁の増収と順調に事業を拡大中。

- 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(前々期、前期の売上高は各 6 百万円、4 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。

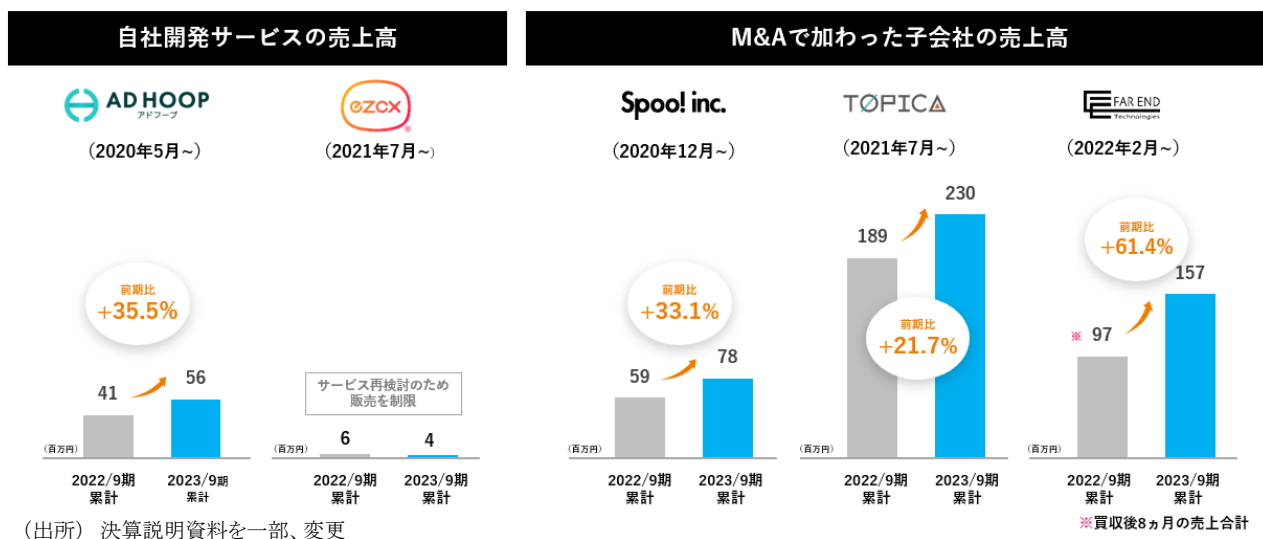
- ③ スプー社 (Spoo! inc.) ~連結子会社~ (株式の 100%を保有)
- ・ Web メディア・制作事業を営む。2000 年 3 月に設立、2020 年 12 月に買収。少数で受託開発サービスを展開中。人員の確保が課題。
  - ・ 同社はスプー社のクリエイティブ力と人材を活用し、自社の保有するデータとテクノロジーを融合。これにより新たな価値提供と領域拡大、並びに競争力の強化を図る。
  - ・ 売上高は前々期の 59 百万円から、前期には 78 百万円へと 33.1%増収。

- 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、前々期の 189 百万円から前期には 230 百万円へと 21.7%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ェア「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。

- ・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、前々期の 97 百万円（買収後 8 ヶ月間の売上高）から前期には 157 百万円（フル期間寄与）へと 61.4%増収。

【 図表 12 】 インキュベーション領域の売上高の比較



◆ 事業内容 II. 商流 PF 事業(新:コマース支援事業)

- ・商流 PF 事業は、イーシーキューブと EC 構築・運用支援サービスから構成。

(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。

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、(旧)ボクブロック株式会社 (現・株式会社 EC-CUBE Innovations) を買収し、EC 構築・運用支援 (プロフェッショナルサービス<sup>注7</sup>) 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 13)。

【 図表 13 】 商流プラットフォーム事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高 (百万円)	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2023/9期、前期比
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結 C	連結 A	連結 B	B-A (B-A)/A
II. 商流プラットフォーム	477	528	539	465	275	253	301	358	414	709	295 71.2
(1)イーシーキューブ(EC-GUBE)	245	230	219	208	254	253	301	358	414	709	295 71.2
イーシーキューブ増収率(前期比%)	18.3%	-6.1%	-4.8%	-5.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	18.9%	15.7%	71.2%	55.5%
①決済手数料								290	253	262	10 3.8
②サブスクリプション								12	29	35	6 22.3
③その他								54	50	57	7 14.1
新-(2)EC構築・運用(EO-CUBE Innovations)								0	83	355	272 328
旧-(3)SOLUTION(移管・撤退)	232	298	319	257	20	0	0	0	0	0	0
旧-①EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等 (うちDMP(移管))	232	298	319	257	20	0	0	0	0	0	0
セグメント営業利益	107	138	38	-60	22	39	78	119	108	67	-41 -38.4
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%	9.4%	-16.7%

(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

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。

- ・イーシーキューブ事業では、EC ウェブサイトを自社で構築し運用できるソフトウェアを提供。
- ・ダウンロード版に加え、クラウド版を投入。
- ・国内シェア 1 位を獲得。

(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。

- ・プロフェッショナルサービスを拡大する方針。

### 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) ウェブサイトを自社で構築し運用できるソフトウェアプラットフォーム。
- ・ウェブで商品・サービスの販売・提供を始める事業者向けに、ウェブサイト製作用パッケージソフトであるオープンソース型のダウンロード版「EC-CUBE (イーシーキューブ)」と、クラウド版の「ec-cube.co (イーシーキューブシーオー)」を提供。
- ・低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴をもち、国内シェア 1 位を獲得し、スタンダードプラットフォームとなっている。

#### <ビジネスモデルと売上高構成>

- ・「EC-CUBE」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<sup>注8</sup>を採用。
- ・これを活用してネット事業を行うオフィシャルパートナーからの決済手数料売上高 (前期の同 PF 内での売上高構成比：37%)、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入 (同 5%)、その他 (プラグイン：ソフトウェアに機能を追加するプログラムによる機能追加料等、同 8%) から構成される (図表 14)。

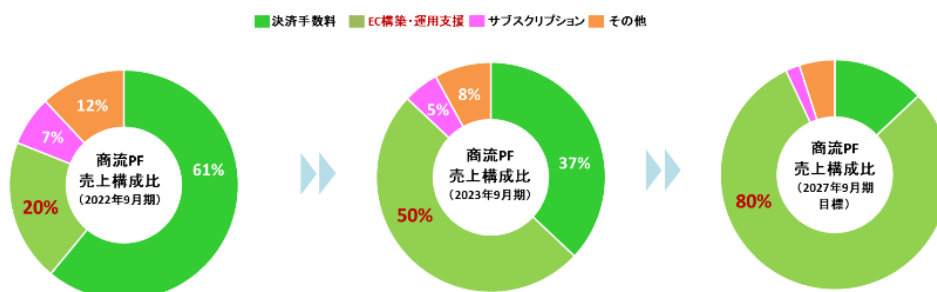
#### <事業別の業績動向：Ⅱ 商流 PF 事業 (2) EC 構築・運用支援>

企業買収により EC-CUBE Innovations (旧・ボクブロック) が営む EC 構築・運用支援事業が、当セグメントに前々期 (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があるが、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 (前々期⇒前期：事業内の売上高構成比は 20%⇒50%、売上高は約 83 百万円⇒約 355 百万円へと急増)。

【 図表 14 】 商流 PF 事業内の売上高構成 (単位：%、百万円)



(出所) 決算説明資料をもとに、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 今期よりセグメント名称を変更し、2 事業、4 領域に統合・集約。

### ◆ セグメント名称の変更

中期経営方針「VISION2027」の実現に向けた事業戦略をより明確に表現するため、同社は 2024/9 期以降、セグメント名称と領域名称を変更すると発表した（図表 15）。

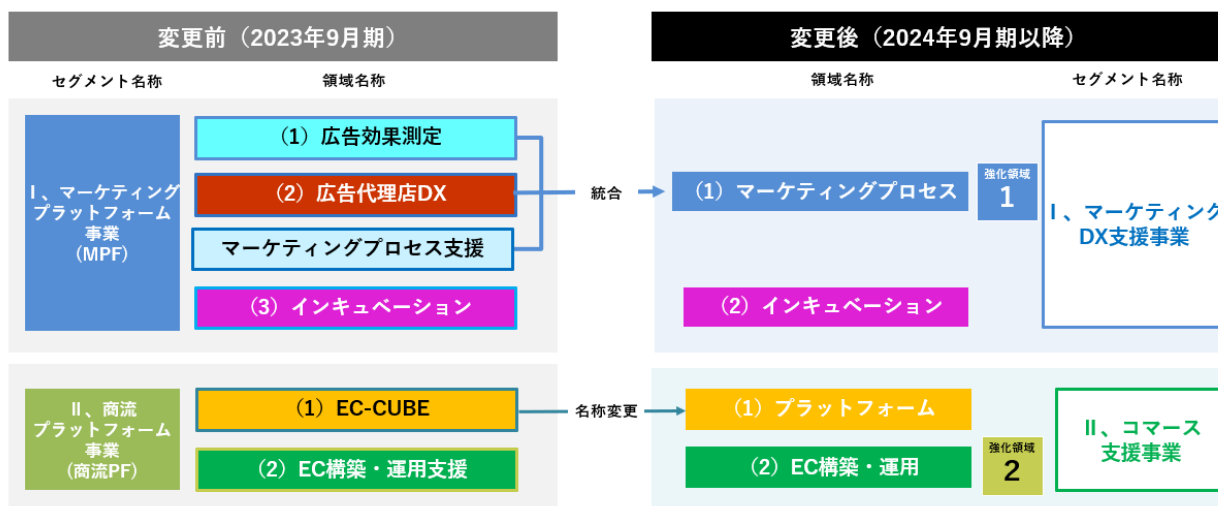
事業数（2つ）は変わらないが、マーケティングプラットフォームをマーケティング DX 支援事業に、また、商流プラットフォームをコマース支援事業に変更する。

マーケティングプラットフォームでは、広告効果測定、広告代理店 DX、マーケティングプロセス支援の 3 領域を統合し、マーケティングプロセスとする。なお、インキュベーション領域の名称に変更はない。これにより、これまでの 4 領域から 2 領域に集約される。

商流プラットフォームでは、イーシーキューブ（EC-CUBE）をプラットフォームに、また、EC 構築・運用支援を EC 構築・運用へと名称の変更を行う。

また、2024 年 1 月 1 日に、連結子会社である株式会社 EC-CUBE Innovations（旧・ボクブロック株式会社）を、株式会社イーシーキューブが吸収合併する予定である（イーシーキューブ社は、コマース支援事業のプラットフォームと EC 構築・運用を統合し、一体的に経営）。

【 図表 15 】 セグメント名称の変更



（出所） アルファ・ウイン調査部が、決算説明資料から抜粋し、一部変更。

### 3. 株主構成

#### ◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 個人の株式保有比率が、約 92%と圧倒的に高い。 2022 年 9 月末の株主所有者別構成比率 (図表 16) では、「個人その他」が、92%と圧倒的に多い (2023/9 期末は現時点では非公表)。なお、「金融機関等」、並びに「外国法人等」は、減少傾向にある。

【 図表 16 】 株主所有者別構成比率の推移 (単位：%)

	2014/9期末	2015/9期末	2016/9期末	2017/9期末	2018/9期末	2019/9期末	2020/9期末	2021/9期末	2022/9期末
個人その他	87.90	94.69	89.48	94.69	93.62	81.51	83.29	91.42	91.93
金融機関等	3.12	0.47	1.49	0.47	1.40	8.95	7.84	3.91	2.06
外国法人等	0.35	0.54	1.07	0.54	0.56	5.88	2.64	1.32	1.34
その他の法人	4.49	3.2	2.96	3.20	1.99	1.85	1.78	1.80	2.08
金融商品取引業者	4.13	1.10	5.00	1.10	2.43	1.81	4.46	1.55	2.59

(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

#### ◆ 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 9 月末時点での大株主を、図表 17 に示した。1 年前と比較すると、日本カストディ銀行と一部の個人株主以外に、上位の大株主の顔ぶれは変わっていない。
  - ・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。
  - ・過去、コモンズ投信が運用する「ザ・2020 ビジョン」や楽天・新経連株価指数ファンド (JANE インデックス) 等の国内投信が、若干組み入れていた。直近の保有状況は不明ながら、非保有の可能性が高い。
  - ・なお、2023 年 9 月末では約 84 千株の自社株を保有している (発行済株式数の 1.34%、実質的には第 4 位の株主に相当)。
  - ・将来的には、自社株の消却、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 17 】 大株主の状況 (単位：千株、%) (備考) 自己株式は大株主から除外、持株比率は自己株式を除外して計算。

	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9月末	同時点保有割合	前期末
岩田 達氏 (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	2,753	43.77	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	805	12.80	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
イルグルム従業員持株会	76	39	48	69	68	71	66	69	79	1.26	4
山下 長久氏	—	—	—	—	—	—	54	54	68	1.07	5
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	60	60	0.95	6
山田 智剛氏	—	—	28	—	—	—	33	36	57	0.84	7
長谷川 聡氏	—	—	—	—	—	—	—	37	37	0.58	8
白井 貴氏	—	—	—	—	—	—	—	—	36	0.56	9
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	35	34	34	0.53	10
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	—	—	—	—	—	221	128	103	—	—	—
株式会社日本カストディ銀行 (証券投資信託口)	—	—	—	—	—	169	82	—	—	—	—
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—	—	—	—
田中 幸夫氏 (個人投資家)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
株式会社SBI証券	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
上田八木短資株式会社	—	—	—	—	—	—	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	—	—	—	—	—	—	—
高島 昌子氏	—	—	—	29	—	—	—	—	—	—	—
和出 重一郎氏 (元社外取締役)	39	29	29	—	—	—	—	—	—	—	—
高山 謙雄氏	—	—	28	—	—	—	—	—	—	—	—
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—	—	—	—
株式会社セブテーニ	62	62	—	—	—	—	—	—	—	—	—
松井証券株式会社	—	36	—	—	—	—	—	—	—	—	—
日本証券金融株式会社	30	35	—	—	—	—	—	—	—	—	—
西河 洋一氏	34	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
塩尻 明夫氏 (元取締役・監査等委員)	26	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	0	0.045	0.983	81.423	64.493	57.825	111.580	84.068	—	—
(自己株式比率：%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.91%	1.75%	1.34%	—	—

(出所) 株主招集通知等に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。赤字は、イルグルムの現・元役員、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. ESG と SDGs

- ◆ ESG については、継続的に取り組んでいる。

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

### ◆ 環境対応 (Environment)

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

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社のビジネスは、インターネットマーケティングツールの提供と活用を通じて、ユーザーの業務の効率化と事業の拡大に貢献している。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は、監査等委員会設置会社制度を採用し、取締役会の権限のうち重要な業務執行の決定を取締役に委任することで迅速な意思決定を可能としている。また、執行役員制度を導入し、業務の執行と監督を分離することで経営の効率化と迅速化を図るよう努めている。

なお、取締役は岩田代表取締役 CEO を含め 6 名で、このうち監査等委員である社外取締役は 3 名（神戸製鋼所や三菱東京 UFJ 銀行出身者、公認会計士）。現在、取締役、並びに取締役に兼務しない 4 名の執行役員（CTO、CAO など）に女性、並びに外国人の登用はない。

- ◆ 取締役の半数は、社外取締役。

（注 9）SDGs【Sustainable Development Goals】は、国連サミットで採択された、「2030 年までに持続可能で、よりよい世界を目指す」国際的な開発目標。

- ◆ 雇用とサービスを通じた SDGs の目標に取り組む。

### ◆ SDGs(Sustainable Development Goals)

SDGs <sup>注9</sup> エスディーゼーズ：持続可能な開発目標）については、雇用における SDGs 目標と、同社のサービスを通じた SDGs 目標の両面から、共通目標である「マーケティング DX 支援により、自社及び顧客企業における働きがい創出と事業成長に寄与」を掲げ、豊かな社会作りに向けて取り組んでいる（図表 18）。

【図表 18】SDGs の目標と取り組み



(出所) 決算説明資料

## 5. 成長の軌跡

### ◆ 過去の業績推移

#### <売上高>

- 売上高は、23 期連続で過去最高を更新中。

設立以来、23 期間にわたって毎期、増収を達成し、かつ売上高は最高値を更新している。情報が開示されている 2009/9 期～2023/9 期に至るまで、売上高は 5.7 億円から 36.3 億円へと約 6.3 倍（年率複利換算 +14.1%）に増加した。

- M&A によるサービスの拡大に加えて、他社と差別化できる独創的な製品・サービスを開発し投入。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 安定成長したことや、買収した EC 構築・運用支援の寄与が背景にある。

#### <利益>

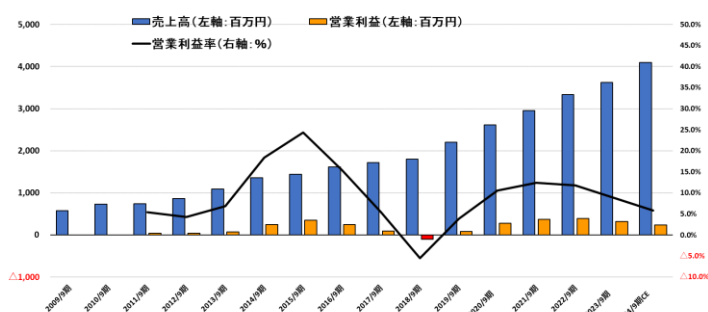
- 2015/9 期には、当時の過去最高益を計上。

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により、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 19、20）。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。

- 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。その後は増収減益傾向。

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・経常利益が揃って過去最高益を連続更新した。2023/9 期以降は、増収減益傾向となっている。

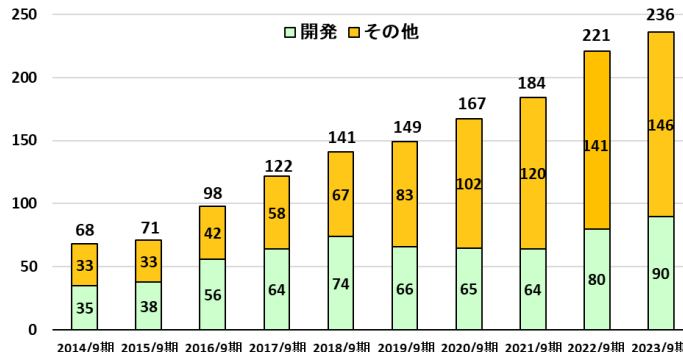
【図表 19】過去の業績推移と会社の今期予想  
(単位：百万円、%)



(出所) 図表 19、20 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

【図表 20】人員推移 (単位：人)



## 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。

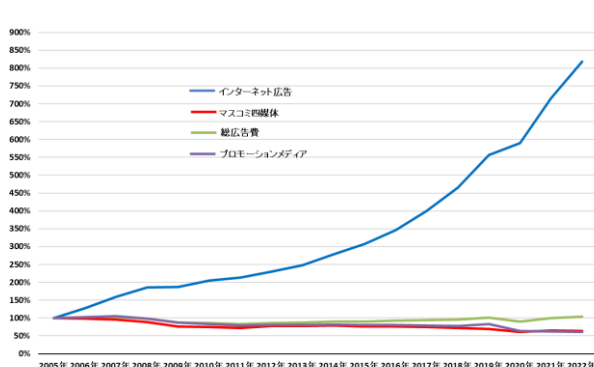
- ◆ インターネット広告費市場は、二桁の高成長を継続。最大の媒体に。

#### <インターネット広告市場（年次）>

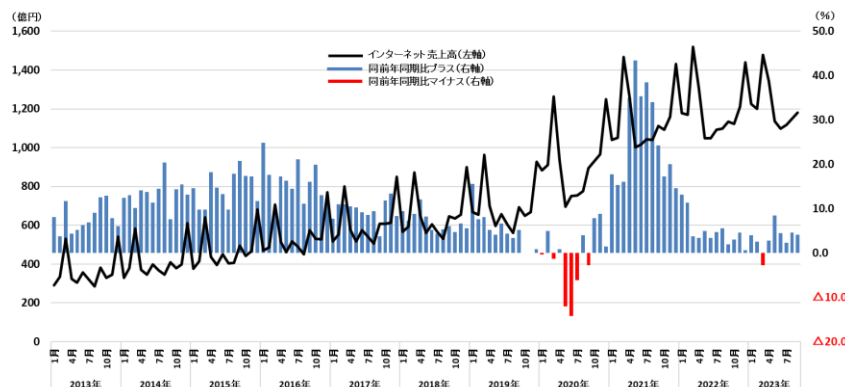
デジタル化の進展、EC 市場の活況、動画広告需要の拡大で、インターネット広告費市場（媒体費と製作費の合計）は約 3.1 兆円に達し、前年比+14.3%増と二桁成長を継続した。同市場は、2005 年の広告費を基準(100)とすると 2022 年には 8.2 倍(年間単純平均成長率+13.4%、複利換算+17.6%)と急拡大している（図表 22）。

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 21】媒体別広告費の推移（指数化：2005 年=100） 【図表 22】インターネット広告（月次売上高）の推移



（出所）図表 21: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 22: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 9 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（月次売上高）でプラスに転じ堅調だが、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る。今年 3 月には  $\Delta 2.8\%$  となったが、4 月以降は再びプラス基調に戻り一時的であった（図表 22）。同広告市場は堅調ではあるが、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。

## 7. 前期の業績と今期の業績予想

### ◆ 2023/9 期(前期)連結決算の実績

<概要>

2023/9 期・通期連結決算（2022 年 10 月～2023 年 9 月）は、売上高が前年同期比+8.8%（+292 百万円）増加の 3,626 百万円、営業利益が同△18.8%（△74 百万円）減少の 318 百万円と、増収ながら二桁の減益となった（図表 23）。

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△16.5%（△39 百万円）減益の 197 百万円となった。通期決算としては、過去最高売上高を 23 年連続で更新した。

- ◆ 前期は増収ながら減益、売上高は過去最高を更新。

【 図表 23 】 通期の業績推移と比較

(単位:百万円、%)	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期		2023/9期・会社予想(修正後)比					2023/9期・当期予想(前回)比				
	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	金額(実績)	増減額/率 YOY	増減率 YOY	金額(予想)	上履	下履	上履	下履	上履	金額(予想)	増減額/率	増減率
売上高合計	1,360	1,437	1,813	1,719	1,805	2,204	2,819	2,958	3,334	3,626	292	8.8%	3,600	3,700	26	-74	0.7%	-2.0%	3,650	-24	-0.7%
I マーケティングPF	883	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,933	9	0.3%							2,970	-37	-1.2%
II 商流PF	477	526	539	465	274	253	301	358	414	709	295	71.3%							680	29	4.3%
粗利	867	958	1,044	1,123	1,190	1,561	1,832	2,039	2,280	2,169	-90	-4.0%							2,310	-141	-6.1%
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	70.0%	68.9%	67.8%	59.8%	-8.0%	-							63.3%	3.5%	-
販売管理費	618	608	796	1,030	1,289	1,478	1,555	1,674	1,867	1,850	-17	-0.9%							2,000	-150	-7.5%
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.9%	71.4%	68.9%	59.4%	56.8%	56.0%	51.0%	-5.0%	-							54.8%	3.8%	-
営業(セグメント)利益	249	350	248	93	-96	85	277	365	392	318	-74	-18.8%	280	330	38	-12	13.6%	-3.6%	310	8	2.6%
I マーケティングPF	142	214	210	153	-121	46	199	247	279	255	-24	-8.5%							-	-	-
II 商流PF	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	66	-42	-38.4%							-	-	-
営業利益率	18.3%	24.4%	15.4%	5.4%	-5.5%	3.9%	10.6%	12.4%	11.8%	8.8%	-3.0%	-	7.8%	8.9%	-1.0%	0.1%	-	-	8.5%	-0.3%	-
I マーケティングPF	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	9.5%	9.5%	6.7%	-0.8%	-							-	-	-
II 商流PF	22.5%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.1%	9.3%	-18.8%	-							-	-	-
経常利益	234	352	250	106	-115	79	261	364	399	329	-70	-17.5%	280	330	48	-1	17.5%	-0.3%	310	19	6.1%
当期利益	138	231	189	73	-89	-35	183	240	236	197	-39	-16.5%	170	200	27	-3	15.9%	-1.5%	190	7	3.7%

(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。

<事前予想と実績の比較>

- ◆ 売上高・利益ともに想定内に着地。

なお、上期の決算発表時に、通期の業績見通しを下方修正（レンジで公表）したが、売上高は予想レンジ（3,600～3,700 百万円）のほぼ下限（3,626 百万円）、利益は上限に着地し想定内であった（営業利益の予想レンジ：280～330 百万円に対し 318 百万円、同当期利益 170～200 百万円に対し 197 百万円）。また、当調査部予想（順に 3,650 百万円、310 百万円、190 百万円）とほぼ同水準であった。

<事業別の業績動向、概要>

- ◆ マーケティング PF 事業、商流 PF は、ともに増収ながら利益率が悪化し減益。

・マーケティング PF 事業の売上高は 2,933 百万円（前年同期比+0.3%）、セグメント利益は 255 百万円（同△8.5%）、一方、商流 PF 事業の売上高は 709 百万円（同+71.3%）、セグメント利益は 66 百万円（同△38.4%）と、両事業ともに増収減益となった。

・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）43 四半期連続で上昇した。しかし、新規顧客の獲得に苦戦しアカウント数の減少が続いたことから、収益性の高い広告効果測定の上高が想定を下まわり、減収減益の主要因となった。

◆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した模様。

◆商流プラットフォームは、体制強化のためのコスト増で減益。

◆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。広告効果測定は、YOY で約 6% の減収。

◆解約率は横ばい。

◆新規顧客の獲得に苦戦。

(注 10) 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

ただし、アドエビス（広告効果測定）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、インキュベーションの赤字幅は縮小した模様であるが、M&A と円安によるコストの増加も減益要因となった。

一方、商流 PF 事業においては、EC-CUBE Innovations（旧・ボクブロック）を中心に EC 構築・運用支援領域の受注拡大により、大幅な増収となったが、体制強化のための採用・人件費等の増加により減益となった。

#### <事業別の業績動向：マーケティング PF 事業・アドエビス>

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（P9-図表 7、8 および P22-図表 26）。

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、アドエビスの前期の売上高は前年同期比で減収（当部推定：約△6%減）となった模様である（参考：四半期単位の推定売上高 P22-図表 26）。

平均単価は、2022/9 期 Q4 末：164,745 円（前年同期比+12,609 円、+8.3%、以下同順）⇒前期 Q1 末：163,200 円（+10,964 円、+7.2%）⇒同 Q2 末：167,976 円（+10,655 円、+6.8%）⇒同 Q3 末：169,264 円（+9,461 円、+5.9%）⇒同 Q4 末：166,931 円（+2,186 円、+1.3%）と増加した（P22-図表 24）。

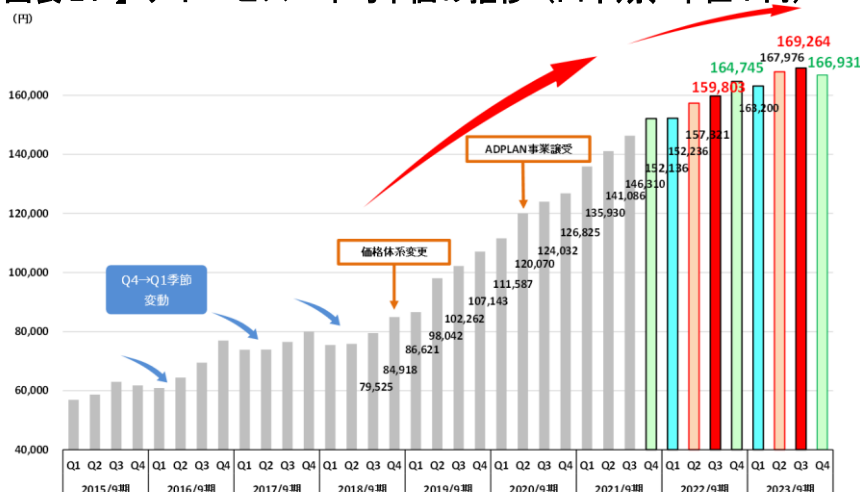
一方で、アクティブアカウント数は同順に、1,183⇒1,162⇒1,121⇒1,074⇒1,061（前 Q4 末時点で前年同期比△122、△10.3%）と減少傾向が続いている（直前四半期比：QOQ では 14 四半期連続で純減、P22-図表 25）。

また、解約率は、2022/9 期 Q2 以降、2.3%～2.5%で横ばいであり、大きく改善する兆しはない。

前期のアカウント数の減少に関しては、通常的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。

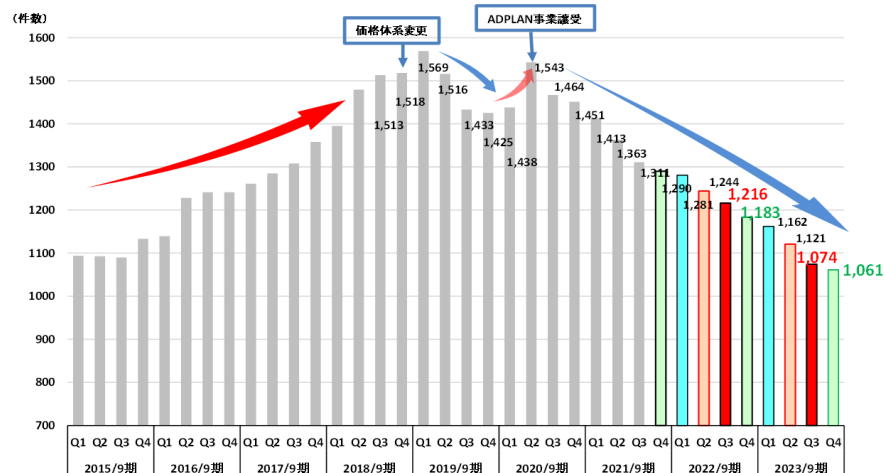
3rd Party Cookie 規制<sup>注 10</sup>に伴いユーザーが広告の出稿を大手プラットフォームに集約し、大手が寡占化する傾向にある（例：アクセス解析の Google アナリティクス 4 プロパティ：GA4 への移行）。その結果、媒体を横断して計測できる強みがあるアドエビスのニーズが減少している点が、新規獲得の不振の主要因であると同社では分析している。

【図表 24】 アドエビス・平均単価の推移（四半期、単位：円）

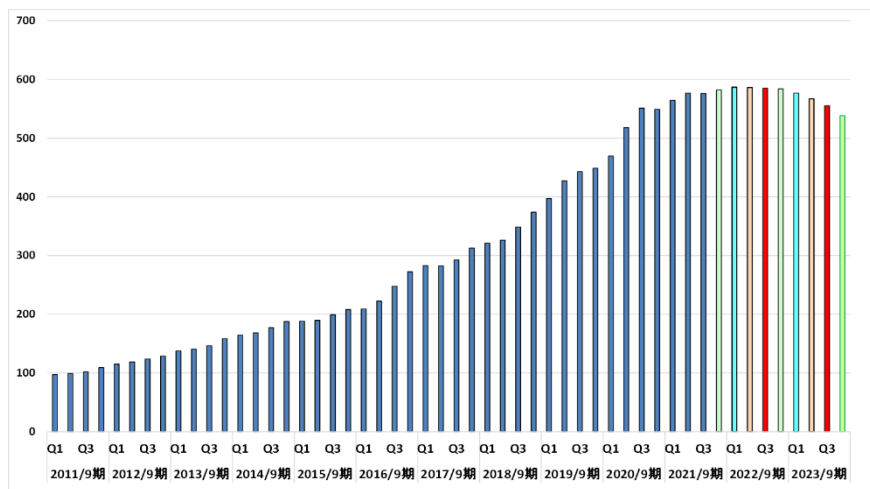


(出所) 図表 24～25:決算短信、決算説明資料より当調査部が作成。図表 26 は当調査部による推計。

【図表 25】 アドエビス・アカウント数の推移（四半期、単位：件）



【図表 26】 アドエビス・推定売上高の推移（四半期、単位：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。

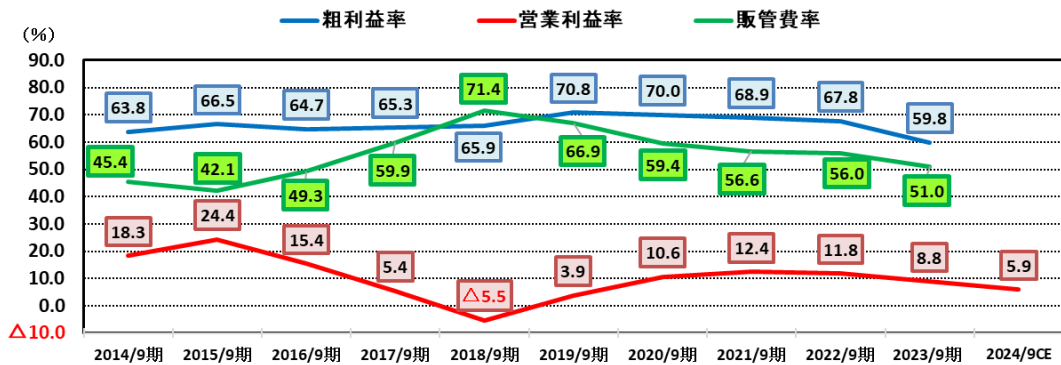
弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

- ◆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。

<全体の利益率の動向>

M&Aによる事業構成の変化もあり、粗利率は前々期の67.8%から、前期は59.8%へと8.0ポイント低下した(図表27)。一方、販管費は増収率(+8.8%)を大きく下回る0.9%の減少となり、売上高販管費比率は、同順に56.0%から51.0%へと5.0ポイント低下した。この結果、前期の営業利益率は11.8%から8.8%へと、3.0ポイント低下した。

【図表27】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。

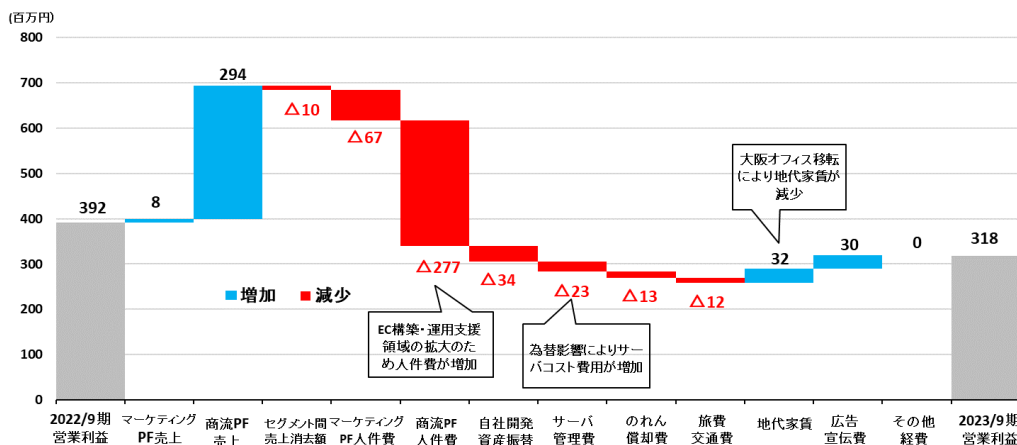
<前期の増減益要因分析>

- ◆売上高は拡大するが、人件費を中心とするコストの増加を吸収しきれず二桁の減益に。

前期の増減益要因分析は、図表28の通りである。既述のようにマーケティングPF事業は微増収(前年同期比+8百万円)に留まったが、商業PF事業の増収(同+294百万円)が大きく寄与した。また、地代家賃や広告宣伝費の削減による増益効果もあった。

一方で、両事業の人件費の増加(同合計+344百万円)、円安によるサーバー管理費の増加(同+23百万円)を吸収しきれず、減益(同△74百万円)となった。

【図表28】2023/9期・通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

＜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。Q3、4は一転して微増収、大幅減益。

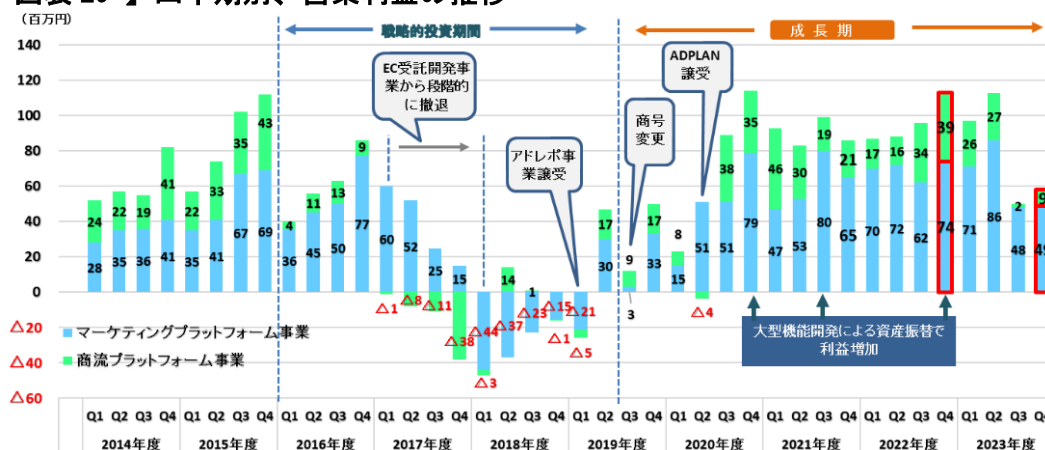
前期・第1四半期(Q1)、第2四半期(Q2)とも前年同期比で二桁の増収増益となり、利益は高水準、各四半期とも最高売上高を更新した。

これに対し、第3四半期(Q3)、第4四半期(Q4)とも前年同期比で一桁台の微増収にとどまり、大幅な減益となった。

- ◆ 先行投資負担から前下期の営業利益率が低下、四半期の営業利益額は半減。

また、四半期単位で営業利益の推移を見ると(図表29)、2019/9期のQ2(2019年1~3月)に7四半期ぶりに黒字化し、以降、2023/9期Q4(2023年7~9月)まで19四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%を超え安定していた。但し、前期Q3、4にも増収を継続したが、先行投資負担から営業利益率は6%前後に急低下し、営業利益は半減した。

【図表29】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。

黒字の定着は増収効果が大いだが、これ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。

◆ 2024/9期(今期)連結業績の同社計画

＜通期予想＞

- ◆ 二桁の増収・減益、並びに過去最高の売上高の更新を見込むが、先行投資により二期連続の減益に。但し、増配を計画。

同社は、通期の業績について、売上高4,100百万円(前期比+13.1%)、営業利益240百万円(同△24.7%)、経常利益230百万円(同△30.2%)、当期純利益140百万円(同△28.9%)と、同社は二桁の増収で過去最高売上高を連続更新すると見込んでいるが、成長分野の投資を継続することから3割近い減益を予想している。但し、二期連続の減益となるが、今期も増配する方針である(P28-図表31)



なお、今期の事業別の売上高・利益、粗利や販管費の予想、KPI の今期末時点での目標値は開示されていない。

◆ **今期は成長に向けた基盤を固める方針。**

今期のテーマは「成長ドライバーを磨き上げ、来期以降の加速的な売上成長に導くための基盤を固める」であり、成長分野に注力する。

◆ **KPI はアカウント数の反転と、EC 構築・運用の売上高比率の拡大。**

KPI は、マーケティング DX 支援ではマーケティングプロセス領域のアカウント数（反転を目指す）、また、コマース支援においては EC 構築・運用の売上高比率の拡大を掲げている。

< 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。

◆ **月次売上高（前年同月比）のモメンタムは低下。**

全社ベースでは、今期に入り 10～11 月までは一桁の増収（2 ヶ月累計：前年同月比+4.2%）が継続しており、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。

◆ **今期の 10、11 月の売上高は、YOY で累計 4.2%増。通期の会社前提は 13.1%の増収で、想定線を下回って推移。**

また、今期に同社が想定した増収率：13.1%増も下回って推移している。

【 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 年度	2023年			
	2024/9期			単位
月次売上高	10月	11月	2ヶ月累計	
マーケティングDX支援事業 (旧マーケティングプラットフォーム)	232,034	243,991	476,025	千円
	93.5	98.1	95.8	YOY %
コマース支援 (旧商流プラットフォーム)	72,280	65,678	137,958	千円
	145.9	153.7	149.5	YOY %
全社	304,315	309,670	613,985	千円
	102.2	106.2	104.2	YOY %

（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、10 月以降の記載数値は、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。

◆ **10、11 月のマーケティング PF の売上高は、YOY で減収が続く。**

事業別にみると、主力のマーケティング DX 支援事業の 10、11 月の月次売上高は、前年同月比で△6.5%、△1.9%の減収と、2023 年 4 月以来、8 ヶ月間連続で前年割れが続いている。

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

◆ **コマース支援事業の売上高は、高い成長率を維持。**

コマース支援事業は、EC 構築・運用領域の寄与により、株式会社 EC-CUBE Innovations（旧・ボクブロック株式会社）の買収効果が一巡した 2023 年 7 月以降も、二桁の売上高成長が続き好調である。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2024/9 期(今期)業績予想

<今期予想の修正>

- ◆ 前期の実績と足下の状況を考慮し、今期の利益を下方修正。
- ◆ 当調査部の新予想では、会社予想の売上高をやや下回るが、各利益・配当金は同額を見込む。

前期の実績、足元の状況、同社への取材を踏まえ、当調査部では今期の売上高、及び利益予想を見直した (P28-図表 31)。

売上高 4,000 百万円の予想を据え置き、営業利益を (前回予想⇒今回予想の順に、以下同様) 330 百万円⇒240 百万円、当期利益を 200 百万円⇒140 百万円に減額修正した。当調査部の新予想は、同社の予想に対し、売上高で 100 百万円 (△2.4%) 下回るが、各利益は会社予想と同額である。配当金も同社の計画と同じ 7.9 円/株とした。

<予想における前提>

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。

- ◆ 今期の会社による予想利益は、保守的で概ね達成可能と思われる。
- ◆ 利益率は急低下する前提。コストコントロールの余地があり、ダウンサイドリスクは限定的。
- ◆ マーケティング PF 事業における3つの新サービスの販売状況に注目。
- ◆ 新たにローンチされる予定のマーケティングプロセス支援の新サービスに関する詳細は不明。

① 【全社売上高】売上高は 10、11 月の増収率や足元の状況から判断し、上期は同社の通期増収率 13.1%の想定を下回る可能性がある。新サービスの投資負担とサービスローンチのタイミングから、売上高・利益とも今期は下期の依存度が高いと想定される。新サービスの開発・販売が順調に進めば、概ね計画線に着地することも考えられるが、リスクも勘案しやや保守的に予想した。

② 【全社利益】営業利益率は前年度の 8.8%から今年度計画の 5.9% (前年度下期実績：6.0%とほぼ同水準) に急低下し、約 24.7%の営業減益を見込んでいること、加えて投資や諸コストのコントロールの余地があると推察されることから、予想利益を大幅に割り込むリスクは小さいと考えている。

③ 【新サービス】以下の旧マーケティング PF 事業の 3 つの新サービスについては、販売状況を見極める必要がある。

- ・2023 年 7 月下旬にローンチした GSP (Growth Step Program の略称) :グロス期にある新規顧客向けに当初 2 年間、5 万円/月の特別価格でアドエビスを提供するプラン、その後は 10 万円/月以上の上位プランに移行予定。
- ・同年 8 月下旬にローンチした CAPICO (キャピコ) : Cookie 計測制限に伴う広告媒体の CV 欠損を補うコンバージョン API ツール、単独で 1.5 万円/月、アドエビスとセットでは追加料金 5 千円/月程度で利用可能。
- ・今期に開発及び発売を予定しているマーケティングプロセス支援の新サービス：その概要・価格体系など。

但し、当調査部ではこれらの新サービスの売上高を多くは織り込んでいない(GSP+ CAPICO で今期の売上高を 15 百万円と予想)。特にマーケティングプロセス支援の新サービス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い。

◆新サービスの業績への寄与は、来年以降と思われる。

◆GSPとCAPiCOも含めた新サービスは、サブスクリプションモデルのため、今期の業績に与えるインパクトは限定的と推定。

◆当部では、アドエビスの従来基準の単価を、前期比で遡増すると予想。

◆表面的な単価は、低価格帯のサービスにより低下方向。

◆従来基準のアカウント数は、期中平均で今期も減少すると予想。

◆新基準ではアカウント数は反転すると予想。

◆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。

期間的（今期は最大約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（今期のマーケティングプロセス支援の新サービス売上高は、21百万円程度を当部予想に組み入れた）。

いずれも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収益寄与までは一定のタイムラグがあり、業績への本格的な寄与は早くとも来期以降となると判断している。

④【アドエビスの単価】従来基準でのアドエビスの年度平均単価（各四半期末の平均値）の今期の前提を前回の175,000円から167,000円へと、また、前期の年度平均実績166,843円と比較すると横ばいと仮定した（前期Q4末は166,931円）。

今後の低価格帯のサービスの提供によるミックスの変化を踏まえると、表面的には平均単価予想が下がることが想定される。

但し、今期以降の業績予想に際しては、継続性を持たせるため、従来のアドエビスと新サービスの単価・アカウント数・売上高を区分して予想している。

【アドエビスのアカウント数】一方、従来のアドエビスの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きた。今期も期中平均で1,060と前期の期中平均1,105から45アカウント程度減少することを見込んでいる（参考：前回予想は期中平均1,090、また前期末実績は1,061）。

但し、今期よりアカウント数の計上基準が変わるため、低価格帯のサービスの増加により、全体のアカウント数は増加に転じるとと思われる（なお、アカウント数の計算上、CAPiCOをアドエビスとセット契約する場合には、重複カウントしない）。

業績予想の前提として、CAPiCOが年間で約100アカウント増加（但し、ほとんどセットと想定されるためアカウント数にはほぼ加算せず）、GSPも同様に約100アカウント、年度内に純増すると仮定した。

但し、いずれもこれまでのアドエビスの単価と比較すると安いことや、期中平均（各50アカウント）で売上高を試算すると、増収効果と増益効果は限定的である。

【アドエビスの売上高】この結果、アドエビス（従来のアドエビス）の通期の売上高を、前期2,222百万円⇒今期2,124百万円と約1億円の減収を予想する（当部の前回予想に比べ、売上高を約2億円減額修正した）。アドエビスの限界利益率は高いことから、予想利益についても引き下げた。前期実績からの減益、並びに当調査部の前回予想からの今期の売上高・利益予想の下方修正は、主にアドエビスの前提の見直しによるものである。

◆マーケティングDX支援事業全体では微増収を見込む。

◆コマース支援事業の業績予想を上方修正、増収増益を見込む。

◆コストの増加が収益を圧迫し、減益予想。

⑤ 【広告代理店 DX・インキュベーション】なお、マーケティングDX支援事業では、旧・広告代理店DXが微増収（前期⇒今期の順、以下同様、176百万円⇒180百万円）、インキュベーションは引き続き増収（528百万円⇒610百万円）を見込み、旧・広告効果測定減収をカバーし、マーケティングDX支援事業全体では微増収を予想している（2,933百万円⇒2,950百万円）。

⑥ 【コマース支援事業】また、コマース支援事業は、大型案件の有無により変動性がある。しかし、EC構築・運用の受注が好調であり、引き続き業績への寄与が見込まれ、前回の売上高・利益の見直しを上方修正した。今期の同支援事業の売上高を1,050百万円（前期比+341百万円、同+48.1%）、セグメント利益を100百万円（前期比+34百万円、同+51.5%）と増収増益を予想する。

⑦ 【利益率・販管費】粗利率は前期Q4並みの56.0%と保守的に予想した。また、販売管理費は人件費・広告宣伝費・販売促進費を中心に大きく増加する（1,850百万円⇒2,000百万円、前期比+150百万円、+8.1%）と想定した。増収効果を先行投資負担が上回るため、減益となると考えている。

⑧ 【M&A】不透明な要素は、期中の企業や事業買収に伴う売上高やコストの発生だが、今期は新たなM&Aを見込んでいない。

【図表 31】業績推移と、今期並びに中期の業績予想

(百万円)	2022/9期・実績	2023/9期・実績	2024/9期・GE	2024/9期・新E	2025/9期・新E	2026/9期・新E	2024/9期・旧E	2025/9期・旧E
売上高	3,334	3,828	4,100	4,000	4,400	4,850	4,000	4,350
I.マーケティングPF	2,925	2,933	空欄(非公表)	2,950	3,200	3,600	3,235	3,530
II.商流PF	414	709	以下同様	1,050	1,200	1,350	765	820
売上高総利益	2,260	2,169		2,240	2,500	2,800	2,455	2,660
売上高総利益率	67.8%	59.8%		56.0%	56.8%	57.7%	61.4%	61.1%
販管費及び一般管理費	1,867	1,850		2,000	2,200	2,450	2,125	2,300
対売上高比	56.0%	51.0%		50.0%	50.0%	50.5%	53.1%	52.9%
営業利益	392	319	240	240	300	350	330	365
対売上高比	11.8%	8.8%	5.9%	6.0%	6.8%	7.2%	8.3%	8.4%
経常利益	399	329	230	230	300	350	330	365
対売上高比	12.0%	9.1%	5.6%	5.8%	6.8%	7.2%	8.3%	8.4%
当期純利益	236	197	140	140	180	210	200	220
対売上高比	7.1%	5.4%	3.4%	3.5%	4.1%	4.3%	5.0%	5.1%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	13.1%	10.3%	10.0%	10.2%	10.3%	8.7%
I.マーケティングPF	12.5%	0.3%		0.8%	8.5%	9.4%	10.3%	9.1%
II.商流PF	15.6%	71.2%		48.1%	14.3%	12.5%	7.9%	7.2%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%		-3.8%	0.8%	0.9%	1.8%	-0.2%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.6%	-0.9%		8.1%	10.0%	11.4%	14.9%	8.2%
営業利益(伸率)	7.4%	-18.8%	-24.7%	-24.7%	25.0%	16.7%	3.5%	10.6%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-30.2%	-30.2%	30.4%	16.7%	0.2%	10.6%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-16.5%	-28.9%	-28.9%	28.8%	16.7%	1.5%	10.0%
EBITDA	677	628		540	600	650	645	675
アドエビス 前掲	年度平均実績	年度平均実績	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数 従来基準	1,231	1,201	1,080	1,080	1,090	1,100	1,100	1,115
同変化率	-8.4%	-2.4%		-11.7%	1.9%	0.9%	-8.4%	1.4%
アドエビス 平均単価(円) 従来基準	158,527	168,707	167,000	170,000	172,000	175,000	185,000	185,000
同変化率	10.2%	5.2%	0.2%	1.8%	1.2%	5.0%	5.7%	
I.(1)旧・広告測定(アドエビス)の売上高実績/予想	2,369	2,229	2,124	2,200	2,250	2,310	2,475	
I.(4)ポストCookie(GAPIGO)+低価格(GSP)売上高			15	100	170	25	50	
I.(2)旧・広告代理店DXの売上高	175	176	180	200	210	200	205	
I.(3)インキュベーションの売上高	380	528	610	650	770	650	700	
I.(5)マーケティングプロセス・新サービス売上高予想			21	50	100	50	100	
I.旧・マーケティングPF (1)+(2)+(3)+(4)+(5)	2,925	2,933	2,950	3,200	3,500	3,235	3,530	
II.旧・商流PF (1)+(2)	414	709	1,050	1,200	1,350	765	820	
(1)旧・イーシーキューブ	330	354	355	360	370	365	370	
(2)EC構築・運用、旧・ポクブロック	84	355	695	840	980	400	450	

(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。セグメントの売上高の一部に、当社による推計値・推定値を含む。  
 (備考) CEは会社予想、Eは当事部予想。アドエビスの平均単価、アクティブアカウント数の実績や予想前提は、各年度の各四半期の平均値であるため、会社発表基準(各年度の最終月末時点での数値)とは異なる。

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。

## 8. 成長戦略

### ◆ 同社の中長期経営計画と戦略

＜前・中期経営計画（VISION2023）：戦略＞

同社は、MXP 戦略（Marketing Transformation Platform）と名付けた方針を打ち出した。顧客企業に対し単一サービスを提供するだけでなく、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。

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った。

＜前・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（前期）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）。

これを前期の期初（2022 年 11 月 4 日）に中計目標を、今年 5 月に前期の業績予想を修正した。昨年 11 月発表の最新中計の目標に対し、DOE のみ達成し、連結売上高・営業利益率は未達となった。5 月発表の予想値に対しては、既述のように想定レンジ内に着地した。

【図表 32】中期計画の数値目標（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 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%
2023年9月期実績	36.2億円	8.8%	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 2022 年 11 月時点での前期(2023/9 期)の中計予想、再修正は 2023 年 5 月時点での前期予想。

◆ 総合マーケティング DX 支援ビジネスを志向。

◆ 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。

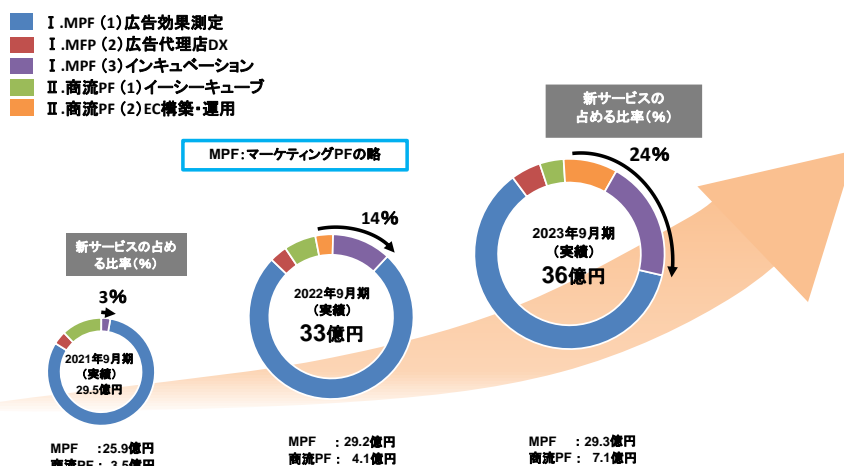
◆ 中計最終年度(2023/9 期:前期)の数値目標を段階的に引き下げ。昨年 11 月発表の中計目標に対し DOE は達成するが、連結売上高・営業利益率は未達。

◆ KPI の一つであった新サービスの売上高比率は、目標を達成。

前中計では、アドエビスを中心とした既存事業の強化に加えて新領域に注力し、全社 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領域+商流 PF の EC 構築・運用）の売上高比率」を加えた。

2021/9 通期：3%、2022/9 通期：14%の同比率を、前期には 23%超（従来の目標値：30%）に引き上げる計画であったが 24%まで拡大した（図表 33）。なお、目標達成にともない、新たな中期経営計画では、同比率は KPI から削除された。

【 図表 33 】 新サービス売上高比率の推移



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

(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。

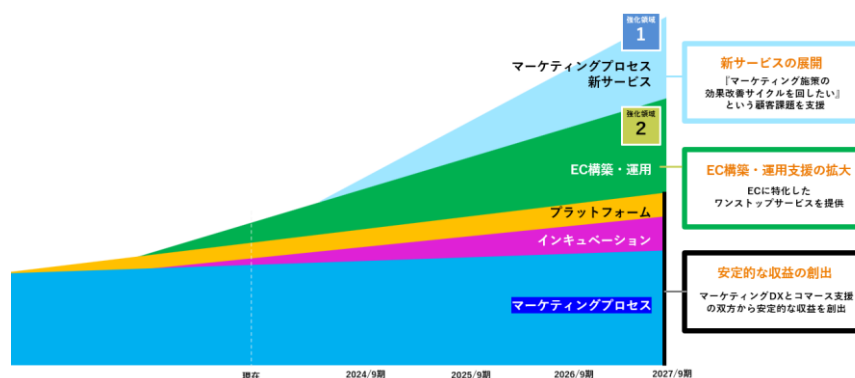
MPF は、マーケティングプラットフォームの略。

- ◆ 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(達成時期は未定)。

<新中期経営計画 (VISION2027) : 戦略>

同社は、新たに VISION2027 (2024/9 期~2027/9 期 : 4 期間) を策定した。「マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用支援の 2 軸の成長ドライバーによって売上高 100 億円の達成への道のりを明確にする」をテーマとして掲げた。中長期の売上高の目標に変更はない(達成時期は未定)、マーケティングプロセス支援での新サービスと EC 構築・運用の拡大を強化し、加速的な成長を目指す (図表 34)。

【 図表 34 】 VISION2027 における売上高の成長イメージ



(出所) 決算説明資料より引用し、一部変更。

- ◆ 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の新サービスは、今期 Q4 にリリースを予定。

<マーケティング DX 支援事業における戦略>

また、マーケティング DX 支援事業（マーケティングプロセス+インキュベーション）では、全社の成長ドライバーの一つであるマーケティングプロセス領域で新サービスを今期 Q4 に開始予定（正式版の提供、有料化）である（図表 35）。

同サービスは、「マーケティング施策の効果改善サイクルを回したい」との顧客課題を総合的に支援するものである。

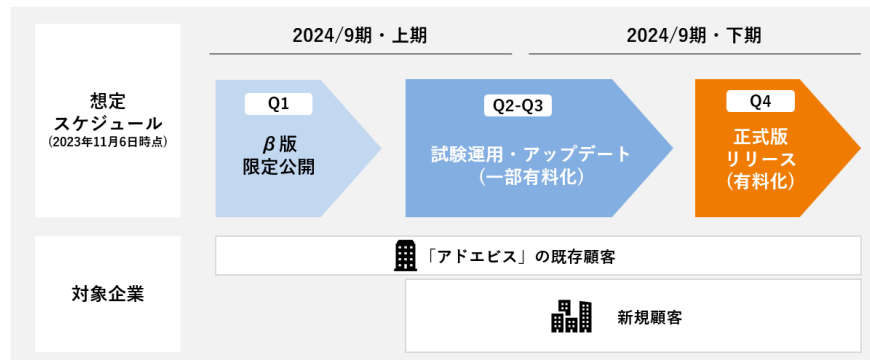
これは、広告の効果測定に加えて、適応学習、施策の選択・実行のマーケティングプロセス全体を円滑かつ効果的に行うことを支援するサービスである。Plan：計画、Do：実行、Check：測定・評価、Action：対策・改善の仮説・検証型プロセスを循環させ、マーケティングマネジメントの品質を高めようという概念である。

現在、製品サービスを開発中で、β版を今期 Q1 の限定公開し、改良を加えリリースを目指している。

- ◆ SaaS 型でツールを提供し人的支援も行い、クロスセルを強化する方針。

詳細は非公表であるが、SaaS 型でツールを提供するのに加え、人的支援（プロフェッショナルサービス）を行い、顧客に対するクロスセルを強化する方針である。

【 図表 35 】 マーケティングプロセス領域の新サービスの想定スケジュール



(出所) 決算説明資料より引用し、一部変更。

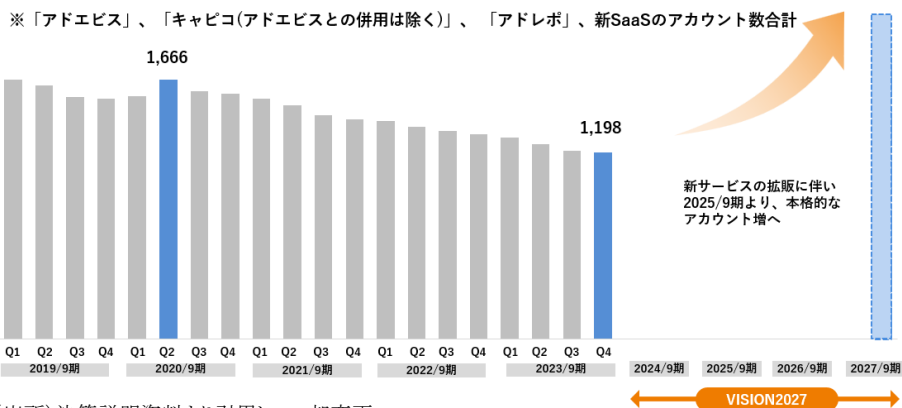
- ◆ マーケティングプロセス領域では、新たなKPIとしてアカウント数を設定。アカウント数を拡大し、2027/9 期までには過去最高数を更新したい意向。

そのためには、アカウント数を拡大する必要があり、マーケティングプロセス領域では、新たな KPI としてアカウント数を設定した。

これは、アドエビスに加え、CAPiCO（アドエビスとの併用を除く）、アドレポ、新 SaaS のアカウント数を合計した指標であり、今期には減少に歯止めをかけ反転させる計画である。

さらに 2027/9 期までには、過去最高（2022/9 期 Q2：1,666）の更新を目指すとしている（P32-図表 36、参考：2023/9 期 Q4 末時点：1,198、アドエビス単独では 1,061）。

【 図表 36 】 マーケティングプロセス領域の KPI : アカウント数



(出所) 決算説明資料より引用し、一部変更。

- ◆ もう一つの成長ドライバーとして期待される EC 構築・運用領域では、垂直統合モデルによる増収と、新製品のサービスを予定。

< コマース支援事業における戦略 >

一方で、2 軸の一つで成長ドライバーとして、同社が期待している EC 構築・運用領域では、垂直統合モデルにより売上高を拡大する。加えて新たに大規模 EC サイト向けの EC 構築システムツールである EC-CUBE Enterprise の提供を開始し、収益性の改善に努める方針である。

コマース支援事業においては、株式会社イーシーキューブが、旧・ボクブロック株式会社である株式会社 EC-CUBE Innovations を 2024 年 1 月に吸収合併した上で、組織体制を強化する。

また、コマース支援事業における EC 構築・運用売上高構成比率を KPI とし、前期の 50% から 2027/9 期（中計の最終年度）には 80% 超まで引き上げたい意向である。

◆ 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 >

- ◆ 来期の業績を見直し、利益予想を下方修正。

当調査部では、今来期の前回の業績予想を見直し、新たに来々期の業績予想を加えた。アドエビスの前提（単価・アカウント数）を修正し、マーケティング DX 支援事業を中心に変更した。また、コマース支援事業については、ほぼ当調査部の前回の業績予想を変えず、来期の全社売上高予想を若干増額したが、先行投資が続くことから利益については減額修正した（P28-図表 31）。

- ◆ 来期・来々期は、増収増益・増配基調を見込む。

但し、先行投資の一巡、マーケティングプロセスにおける新サービスのフル寄与、EC 構築・運用強化による増収・増益効果、アドエビスの売上高の底打ち、クロスセルの強化による増収効果により、2025/9 期（来期）、2026/9 期（来々期）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。



◆従来基準でのアドエビスの単価とアカウント数は遡増すると予想。

◆新基準でのアカウント数は増加を見込むが、広告効果測定の売上高は、横ばいを見込む。

主力の旧マーケティング PF 事業では、従来基準でのアドエビスの年度平均単価、並びにアカウント数は遡増すると予想した。なお、低価格帯のサービスの構成比率の増加に伴い、表面上の年度平均単価は低下し、一方、アカウント数は増加すると予想される（年度平均で各新サービスの単価は横ばい、アカウント数は+100~200件/年）。これに伴い、両期の旧広告効果測定（アドエビス）の売上高予想を下方修正した。

2025/9 期（来期）の予想売上高を 4,350 百万円⇒4,400 百万円と引き上げる一方、営業利益を 365 百万円⇒300 百万円（営業利益率 8.4%⇒6.8%）、当期利益を 220 百万円⇒180 百万円へと下方修正した（P28-図表 31）。

また、2026/9 期（来々期）の予想売上高を 4,850 百万円、営業利益を 350 百万円（営業利益率 7.2%）、当期利益を 210 百万円と新たに予想した。

◆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、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。

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。

◆中期の年間利益成長率を 10%前後と予想。

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。

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マーケティングプロセスの売上高や収益へのインパクトを予想するのは難しいが、短期的にはサブスクリプションモデルのため影響は限定的であると予想。

また、既述のように今期 Q4 にはマーケティング DX 支援事業において、マーケティングプロセスの新サービスの提供開始を計画している。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、GSP や CAPiCO、並びにマーケティングプロセス支援の新サービスは、クラウドによるサブスクリプションモデルのため、来期・来々期の業績に与えるインパクトを、大きくは見込んでいない。マーケティングプロセス支援の新サービスの具体的な内容と価格帯、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。

◆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。

## 9. アナリストの視点

### ◆ SWOT分析

同社のSWOT分析を図表37に列挙した(以下、補足)。基本的には、前回から大きな変更はない。

- ◆長年にわたって蓄積されたデータ・テクノロジー、DX人材、社外ネットワーク、社長の経営手腕、製品力とサポート体制、ビジネスモデル、積極的なM&A戦略が同社の強み。

#### <強み>

主な強みとして、これまでアドエビスを通じて長年にわたり蓄積されてきたデータとテクノロジー、専門性の高いDX人材、事業パートナーとの豊富なネットワーク、インターネットマーケティング分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、実績と充実した機能を持つ主力製品とサポート体制(専門大手ならではの技術力・開発スピード・変化に対する対応力)とポジショニング(インターネット広告効果測定では圧倒的なシェア業界No.1)、安定したサブスクリプションモデル、積極的なM&Aや事業買収による成長戦略が挙げられる。

- ◆一方、リスクは個人情報保護に関する規制強化や技術革新、競争の激化、人員不足。

#### <リスク要因>

一方で、主なリスクは、(インターネット広告効果測定を行う上で)プライバシー保護強化などによる個人情報のデータ収集や活用のさらなる規制強化、高度なAI技術の発達による代替製品の出現、新型コロナの影響、人員不足、競争の激化などが挙げられる。

- ◆各役員の管掌分野を明確化、組織的な経営体制へ移行。

なお、これまで経営が岩田社長に大きく依存していることが課題ではあったが、取締役や執行役員が分担・専任化して、管掌し業務を遂行する体制に移行しており、経営スピードのアップやリスクの軽減につながっていると考えられる。岩田社長はCEOとして新規開拓領域を統括し、成長ドライバーの創出にシフトしている。

【図表37】SWOT分析(赤字は、前回からの追加・修正点)

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆創業以来、自社に蓄積されたデータやノウハウ(ビッグデータとしての活用余地)、テクノロジー</li> <li>◆知名度と顧客基盤、実績、製品力(インターネット広告効果システムツールで、圧倒的にシェア1位)</li> <li>◆コアのマーケティングプラットフォーム事業は、安定収入が見込めるストック型ビジネス(サブスクリプションビジネス)</li> <li>◆多くの事業パートナーとのネットワーク(外部提携先のリソースの活用、協業)</li> <li>◆アップセル・クロスセルによる顧客単価の上昇や顧客層の拡大余地</li> <li>◆業界の先端技術に精通している社長の経営手腕、<b>機動的な経営戦略の実施</b></li> <li>◆労働環境の整備、専門の最先端知識を持つエンジニアとノウハウの蓄積(専門大手の開発・対応力の優位性)</li> </ul>
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ニッチ分野に特化しており、小規模であること(<b>特定サービスへの集中</b>)</li> <li>◆経営が社長に依存していること(但し、他の役員にも権限と責任を委譲し分散化)</li> <li>◆アドエビスのアカウント数の減少傾向(解約率の有効な改善策の模索)</li> <li>◆人材不足(エンジニア、営業員)</li> <li>◆資金力(先行投資負担や、大型企業買収に伴う資金余力・エクイティファイナンスのリスク)</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆インターネット広告マーケティング市場の拡大余地</li> <li>◆<b>既存製品・ノウハウを活かした新領域での成長ポテンシャル</b> (⇒マーケティングプロセス支援への進出、EC構築・運用への展開に伴うビジネスチャンス)</li> <li>◆<b>顧客基盤を活用したクロスセル</b></li> <li>◆M&amp;Aや事業買収による事業拡大とグループにおけるシナジー</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆新型コロナウイルス感染症拡大に伴う影響(ユーザー企業の業績悪化による解約・サービス停止など)</li> <li>◆競合の激化(特にイーシーキューブ関連)、代替商品・サービスのローンチ、ライバルの出現、既存製品の競争力の低下</li> <li>◆プライバシー保護の強化による個人情報等の利用に関する規制強化(<b>情報取得に関する制限</b>)</li> <li>◆製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ</li> <li>◆コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル</li> </ul>

(出所) 当調査部が作成

### ◆ 株主還元

前期の期初時点では、7.8 円/株への増配（前期比+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、計画通り実施した。

- ◆ DOE 2.5%を維持。

- ◆ 今期は減益予想ながら、増配を同社は計画。当部では業績を見直し、配当金予想を会社計画値まで下方修正。

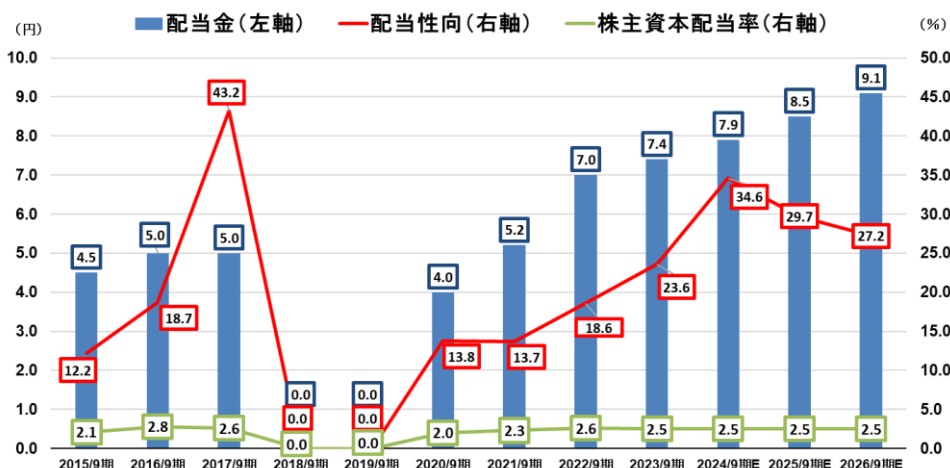
今期も DOE 2.5%を目安とし、7.9 円/株へと引き上げ 0.5 円/株の増配を計画している。配当性向は、2022/9 期から 2024/9 期の順に 18.6%⇒23.6%⇒34.6%へと上昇する。

当調査部でも今期の業績を見直し、配当の予想額を従来の 8.3 円/株から会社と同額の 7.9 円/株に修正した。あわせて 2025/9 期、2026/9 期とも予想利益を見直し、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。

同社グループは依然として成長ステージにあり、継続的な投資が必要となる。しかし、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、中期的にも増配を見込んでいる（図表 38）。

【 図表 38 】 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

(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。

- ◆ 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に推移。

### ◆ 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、東証グロース市場に上場する小型のアド・テクノロジー<sup>注 11</sup> 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 10 月：469 円）。

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

しかし、前期の決算発表時に今期の増配に加え、株主優待制度の再開（100株以上の株主を対象に、Amazonギフト券：1000円分を年2回贈呈）、および上限1億円あるいは20万株の自社株買いを実施すると発表した。株主還元の強化パッケージが好感され、株価は反転し現在700円前後で推移している。

決算（株主還元の強化策）発表まで、同社株は年初来で東証グロース、プライムなどの主要インデックスを、アンダーパフォームしていたが、発表後はアウトパフォームに転じている（図表39）。

【図表39】 主要インデックスとのバリュエーション、及びパフォーマンスの比較

2023年12月1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11月6日以降のリターン
イルグルム(G 3690)	697	30.52	2.25	1.13	7.73	34.8
東証プライム全銘柄平均 P	1,225.90	15.18	1.29	2.24	25.95	0.9
東証スタンダード全銘柄平均 S	1,163.06	14.34	0.97	2.27	16.85	3.1
東証グロース全銘柄平均 G	892.09	55.52	3.36	0.51	0.20	0.5
TOPIX	2,382.52				25.95	0.9
東証グロース250(旧東証マザーズ)	700.75				-4.06	1.1
日経平均	33,431.51	14.90	1.32	1.95	28.1	2.2

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。同社のPERは当部予想のEPSに基づく。なお、2023年11月6日は、前期の決算発表日。

＜東証主要指数とのバリュエーション比較＞

(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 30.52倍、実績PBR 2.25、予想PSR<sup>注12</sup> 1.08倍、及び同配当利回り 1.13%となる（予想は会社計画を基準）。

◆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 15.18倍、PBR 1.29倍、単純配当利回り 2.24%）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 55.52倍、PBR 3.36倍、同配当利回り 0.51%）との比較では割安となる。

(注13)PEGレシオ: PER÷中期利益(EPS)期待成長率(年率)

なお、EV/EBITDAは今期6.8倍、来期6.1倍、来々期5.6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。

◆今期～来々期の業績基準では、主要なバリュエーションは、PSRを除き若干高い。

当調査部による新業績予想に基づく予想PERは、今期30.5倍、来期24.3倍、来々期20.9倍となる。中期の利益成長率を10%とすると、PEGレシオ<sup>注13</sup>は3.0倍前後（今期予想基準）となり、やや割高感がある（一般的には1倍以下で割安、2倍以上で割高）。

また、PSRは1.08倍と低い（P38図表40～類似会社比較：アドテック関連の主要上場企業22社の平均値は2倍強）。

- ◆ 今後の株価は、利益と配当水準次第。

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、株価に一定の評価が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には割安感はない。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。

- ◆ 二桁の持続的な利益成長のジビリティが高まれば、株価に上値余地があると判断。

成長ドライバーとして期待される今後の新サービス（マーケティングプロセス支援等）の成否が、業績の変動要因としては大きい。先行投資が一巡し、再び二桁の持続的な利益成長性の確度が高まれば、バリュエーションは切り上がり、また今後の増配余地を考慮すると、中期では株価に上値余地があると考えている。

- ◆ 日本の類似企業とのバリュエーション比較では、やや割安感がある。

### <類似会社とのバリュエーション比較>

日本において同社に類似するアド・テクノロジー企業でツールを扱う、サブスクリプションモデルの上場会社は存在しない。

代わりに、日本で上場しているアド・テクノロジー業界で業務の一部が類似する、または EC プラットフォーム（EC ショップのウェブサイト構築パッケージソフト等）で競合する上場会社と、規模・事業内容・バリュエーションの概況を比較した（P38-図表 40）。

参考までに、いずれもアメリカに上場する HubSpot Inc.（ティッカーコード：HUBS、本国：アメリカ、開発したマーケティング PF をサブスクリプションモデルでグローバルに展開、赤字継続、PSR 14.3 倍、PBR 25.7 倍、2023 年 12 月 1 日終値を基準：次の SHOP も同時点）、Shopify Inc.（同：SHOP、本国：カナダ、中小企業向けに開発したクラウドベースのコマース PF を提供、日本にも進出し EC-CUBE と競合、急成長、PSR 15.4 倍、PBR 11.4 倍）とも比較した。両社とも赤字であり、PSR や PBR ともに同社と比較し極めて高い。

比較対象会社のうち、今期の会社予想による最終利益が黒字である、日本の合計 26 社（アドテク 22 社、及び EC4 社）との平均値と比較すると、企業間格差が大きく平均値にはあまり意味がない。

しかし、今期基準で PER、PBR、PSR、及び配当利回りでみる限り、同社のバリュエーションは概ね低位にあり、やや割安感がある。

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

アドテクノロジー関連企業		市場表示 P: 東証プライム、S: 東証スタンダード、 G: 東証グロス		単位: 百万円 (外国企業: 百万米ドル)			%				%	終値 (12/1)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価
2389	デジタルHD	インターネット広告代理店/広告計測ツール	P	21,895	16,000	210	1.3	1.37	63.28	0.46	0.00	1,254
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	P	32,080	7,600	2,100	27.6	4.22	22.28	1.57	4.56	417
2491	パリュコマース	アフィリエイト(成果報酬型)広告	P	46,570	29,100	4,700	16.2	1.60	13.65	2.01	3.70	1,351
3134	Hamee	携帯アクセスリー/ECクラウド支援	P	16,133	16,813	2,086	12.4	0.96	10.49	1.82	2.27	991
3655	ブレインパット	ネットマーケティング・データ解析	P	22,791	11,000	1,100	10.0	2.07	29.25	4.46	0.00	1,022
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計測ツール	G	4,442	4,100	240	5.9	1.08	30.52	2.25	1.13	697
3853	アステリア	パッケージソフトウェア	P	12,454	4,500	非公表	-	2.8	-	2.14	-	712
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	P	480,222	38,295	5,390	14.1	12.54	120.02	46.04	0.08	2,650
4293	セブティエニHD	ネット広告代理、スマホマーケティング支援	S	95,619	36,700	4,200	11.4	2.6	25.84	1.47	1.02	453
4395	アグリート	SMS配信サービス	G	6,272	7,784	1,168	15.0	0.81	8.30	2.50	0.95	1,050
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	P	438,767	750,000	30,000	4.0	0.6	54.86	3.04	1.73	867
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理業、ECプラットフォーム	S	6,217	15,500	10	0.1	0.40	77.62	1.15	0.65	371
6026	GMO TECH	アプリ導入型金広告、検索エンジン最適化	G	4,347	6,200	500	8.1	0.70	11.93	5.67	4.19	3,950
6031	サイジニア	デジタルマーケティングソリューション	G	7,475	1,800	470	26.1	4.15	44.43	8.85	0.32	1,169
6038	イード	コンテンツマーケティングプラットフォーム	S	3,640	6,700	650	0.1	0.5	8.58	0.85	1.81	719
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	G	3,757	3,232	794	24.6	1.16	11.66	1.28	2.55	471
6081	アライドアーキテクト	SNS関連のマーケティング支援	G	6,825	4,686	643	13.7	1.46	28.18	2.11	-	479
6094	フリークアットHD	インターネット広告配信(DSP)	G	15,716	51,000	非公表	-	0.31	-	0.95	0.00	872
6185	SMN	リターゲティング広告、アフィリエイトサービス	S	4,265	12,500	100	0.8	0.34	93.55	0.96	0.00	290
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	P	11,222	11,500	1,150	10.0	0.98	15.92	1.90	0.87	1,143
6535	アイモパイル	アドネットワーク(クリック課金型広告配信)	P	28,005	20,000	3,800	19.0	1.40	10.11	0.63	2.95	458
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	G	18,702	8,400	1,800	21.4	2.23	14.10	2.69	-	1,036
アドテクノロジー関連企業22社(最終利益予想が赤字ではない企業) 単純平均				58,519	48,337	3,056	12.1	2.01	34.73	4.31	1.51	
3688	CARTA HD (赤字)	アドプラットフォーム	P	32,713	24,200	500	2.1	1.35	-	1.32	4.15	1,300
6550	Unipos (赤字)	ネット広告代理、メディア収益化支援	G	2,668	973	-614	-63.1	2.74	-	3.99	0.00	205
NYSE:HUBS	HubSpot Inc. (ハブスポット)	クラウドベースの顧客管理プラットフォームの提供	NYSE	26,019	1,730	-109	-8.3	15.0	-	25.9	0.00	USD 518.97

ECプラットフォーム関連企業		市場表示 P: 東証プライム、S: 東証スタンダード、 G: 東証グロス		単位: 百万円 (外国企業: 百万米ドル)			%				%	終値 (12/1)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価
3371	ソフトクリエイティブHD	ECサイト構築パッケージ、法人向け物品販売	P	46,643	27,702	5,079	18.3	1.68	13.71	2.52	2.84	1,693
4304	ESTAR	ECサイト構築、ネット通販支援	S	7,132	12,498	835	6.7	0.57	8.91	2.01	-	1,210
4057	インターファクトリー	クラウドコマースプラットフォーム	G	2,235	2,883	69	2.4	0.78	48.87	2.14	0.00	542
4496	コマースOneHD	中堅・中小ECサイト運営企業向けECサイト運営支援	G	5,342	3,558	488	13.7	1.50	15.49	1.87	4.79	710
ECプラットフォーム関連企業4社(最終利益予想が赤字ではない企業) 単純平均				15,338	11,660	1,618	10.3	1.13	21.74	2.13	2.54	
4477	BASE (赤字)	Eコマースプラットフォーム・オンライン決済	G	28,454	11,500	-1,000	-8.7	2.47	-	2.17	0.00	247
NYSE:SHOP	Shopify Inc. (ショッピファイ)	クラウドベースの商取引プラットフォームの提供	NYSE	89,064	5,599	-822	-14.7	15.91	-	11.4	0.00	USD 73.86

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

(注) 原則、直近決算発表時点(四半期単位での直近決算)での各社の予想数値、または直近実績値(BPS等)を使用(2023年12月1日時点で公表されているデータに基づく)。なお、レンジで予想を発表している場合には、原則、中央値で計算。

また、同社については、当調査部予想を使用。非公表の場合には、未定、または「-」にて表記。有効な数値のみを使用し平均値を算出。

外国企業2社については、直近通期(2022/12期)の業績・財務データ(実績値)を基準に、PER、PSR、PBR、営業利益率などを計算。

<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。

◆アカウント数、EC構築・運用売上高構成比率の推移、新製品・サービスの業績への寄与、月次売上高の推移、M&A、配当などが株価の注目材料。

- ① マーケティングプロセス領域のKPIである広義のアカウント数：特にその内数となる前期までの基準による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
- ② コマース支援事業のKPIであるEC構築・運用売上高比率と、今後ローンチ予定のEC-CUBE Enterpriseの業績への貢献度
- ③ 月次売上動向(両支援事業の前年同月比、特にマーケティングDX支援事業が増収に転じるタイミング)
- 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（増配や追加の自社株買いの可能性）
- 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、コマース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、新型コロナウイルス、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、今後の事業展開と売上高・利益成長率の変化に注目したい。

以上