

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：2024 / 6 / 7

● 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、サービスの提供を行い、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 NO.1)。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、事業再編の一巡後は経営基盤と収益力が強化された。現在、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) とコマース支援事業 (旧：商流プラットフォーム) の 2 事業で展開している。
- 設立以来、前期まで 23 期連続で過去最高売上高を更新中である (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。

今上期決算実績、及び今期の業績予想

- 今上期の連結決算 (2024/9 上期: 第 2 四半期累計: 2023 年 10 月～2024 年 3 月) は、売上高が前年同期比 (=YOY) 2.2% 増加の 1,851 百万円、営業利益が 49.2% 減少の 106 百万円、当期純利益も 59.8% 減少の 52 百万円と、微増収ながら大幅な減益となった。なお、上期業績の予想値は非公表であるが、いずれも同社の想定内に着地した模様である。
- マーケティング DX 支援事業の売上高 (外部顧客向け、以下同様) は 1,437 百万円 (YOY Δ 3.7%)、セグメント利益は 78 百万円 (同 Δ 50.3%) と減収減益、一方、コマース支援事業の売上高は 415 百万円 (同 +29.8%)、セグメント利益は 25 百万円 (同 Δ 52.8%) と、増収減益となった。
- マーケティング DX 支援事業においては、収益性が高いアドエビスのアカウント数が前期末まで漸減したため、マーケティングプロセス領域の売上高が減少したことに加え、新サービス開発に伴う投資等により減益となった。但し、アドエビスを含む同領域のアカウント数 (KPI) は、低価格プラン (GSP) の新規受注と CAPICO の寄与、解約率の低下により、2023 年 Q4 で底を打ち、今期に入って 2 四半期連続で増加している。一方、インキュベーション領域は微減収となった。
- コマース支援事業においては、EC 構築・運用領域の貢献により大幅な増収となったが、プラットフォームの減収と、体制強化に伴う先行投資のため減益となった。
- 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、財務体質は健全である。
- 同社は期初に発表した今期の通期計画を据え置き、通期の売上高を 4,100 百万円 (YOY +13.1%)、営業利益を 240 百万円 (同 Δ 24.7%)、当期純利益を 140 百万円 (同 Δ 28.9%) と見込んでいる。増収を維持し最高売上高を更新する計画だが、今後の成長ドライバーの開発・拡販のために下期も先行投資を継続するため、二期連続で減益となる見込みである。

1/31

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。

・同社は、連結株主資本配当率(DOE)の今期の目標を 2.5%とし、年間一株当たり配当金 7.9 円(前期比で 0.5 円の増配)を予定している。

・なお、会社の下期計画は(通期予想-上期実績により逆算すると)、売上高が 2,248 百万円(前下期比+23.9%)、営業利益が 133 百万円(同+22.6%)、当期利益が 87 百万円(同+32.8%)と、大幅な増収・増益を見込んでいる。営業利益率は、前下期とほぼ同じ 5.9%(今上期の 5.7%に対しては+0.2%)を想定している。EC 構築・運用領域、並びにマーケティングプロセス領域の寄与を見込んでいるものと推測される。

・当調査部では、会社計画に対し売上高を 100 百万円下回る 4,000 百万円と予想していたが、上期の実績と足元の月次売上高の推移、下期の同社の計画前提、インキュベーション領域の成長鈍化、新サービスの有償化の遅れを考慮し、3,850 百万円(YOY+6.2%)へとさらに 150 百万円下方修正した。これに伴い営業利益の予想を、30 百万円引き下げ 210 百万円に減額修正したが、配当金は 7.9 円(DOE 2.5%を基準)予想を据え置いた。

経営戦略と中期の業績予想

・当調査部では今期に加え、前回の来期、来々期の業績予想を見直し、マーケティング DX 支援事業を中心に減額修正した。しかし、来期以降は、マーケティング DX 支援における新サービス、広告効果測定、EC 構築・運用領域の増収寄与により、年率約 10%の増収とこれを上回る増益、並びに増配を予想している。

・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、及び 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 も実施する方針であることから、売上高の成長が見込まれる。

・現在は、将来の飛躍的な成長に向けた先行投資過程にあり、今後は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。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調査部では考えている。

・なお、中期で既存事業の安定成長と、2 領域(EC 構築・運用/マーケティングプロセス=「新たな成長ドライバーを創出」)の新サービスの拡大により、「総合マーケティング DX 支援集団」として、連結売上高 100 億円の早期達成を同社は目指している(達成時期は明示されていない)。

株価水準

・2023 年 11 月に株主還元強化策(増配、株主優待制度の再開、自社株買い)が発表され、株価はこれを好感し、500 円割れの水準から 700 円半ばまで急騰した。その後は、600 円前後でもみ合っている。上期の決算内容にサプライズはなく、株価に大きな影響はなかった。

・同社は、インターネット関連の小型株であり、株価のボラティリティは高い。また、今期の予想基準では、主要なバリュエーションに割安感はない。

・但し、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、並びに EC 構築・運用領域の事業拡大と収益への寄与が確認できれば、同社全体の業績のモメンタムが好転し、株価にも上昇余地があると考えられる。

・マーケティングプロセス領域のアカウント数と単価、解約率、増収率と、EC 構築・運用領域の売上高構成比率と増収率、月次売上動向(両支援事業の前年同月比)、四半期単位の損益動向、今期業績の着地、並びに来期以降の利益の見通し(増益に転じるタイミング、増減益率、利益率)、株主還元策の強化とその水準(DOE の引上げ、自社株買い等)、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

株式会社イルグルム (3690 東証グロス)

発行日：2024/6/7

【 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)
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	A	3,626	8.8	318	-18.8	329	-17.6	197	-16.5	31.4	309.1	7.4
2024/9	期初CE	4,100	13.1	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.7	-	7.9
2024/9	新E	3,850	6.2	210	-34.0	210	-36.2	125	-36.5	19.9	321.5	7.9
2024/9	旧E(前回)	4,000	10.3	240	-24.5	230	-30.1	140	-28.9	22.3	323.8	7.9
2025/9	新E	4,250	10.4	250	19.0	250	19.0	150	20.0	23.9	337.4	8.5
2025/9	旧E(前回)	4,400	10.0	300	25.0	300	30.4	180	28.6	28.6	344.6	8.5
2026/9	新E	4,680	10.1	280	12.0	280	12.0	170	13.3	27.0	356.0	9.0
2026/9	旧E(前回)	4,850	10.2	350	16.7	350	16.7	210	16.7	33.4	369.5	9.1
2023/9	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	249.1	0.0
2024/9	Q1 A	928	5.6	49	-49.2	52	-48.4	23	-66.0	3.8	291.9	0.0
2023/9	Q2 A	933	8.1	113	5.3	110	8.2	62	-16.5	9.9	298.5	0.0
2024/9	Q2 A	923	16.0	57	27.5	55	24.5	29	34.6	4.7	302.6	0.0
2023/9	H1 A	1,812	14.6	210	19.2	212	20.7	131	25.5	20.9	298.5	0.0
2024/9	H1 A	1,851	2.2	106	-49.2	107	-49.5	52	-59.8	8.5	302.6	0.0
2023/9	H2 A	1,814	3.5	109	15.8	117	19.6	66	7.1	10.5	309.1	7.4
2024/9	H2 CE	2,248	23.9	133	22.6	123	4.9	87	32.8	14.1	-	7.9

(備考)A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。旧:前回予想、新:今回の修正予想。

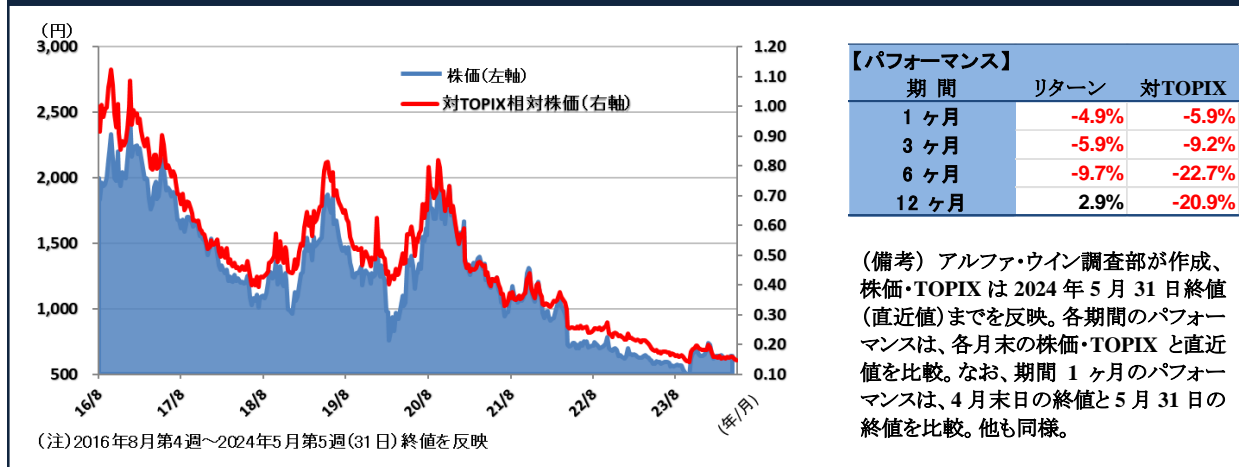
Q1:10~12月、Q2:1~3月、H1(上期):10~3月、H2(下期):4~9月

【 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	2024/5/31	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	602	前期実績	19.2	1.9	1.2%	23.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	30.3	1.9	1.3%	39.7%
時価総額 (百万円)	3,836	来期予想	25.2	1.8	1.4%	35.6%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	22.3	1.7	1.5%	33.3%
今上期・自己資本比率	62.7%	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

【 株価チャート (週末値) 3690 株式会社 イルグルム 】 図表C



3/31

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こと、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。

ディスクレマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。

弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（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。MV2024-0607-0003

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 DX 支援事業*1.....	P9
事業内容 II. コマース支援事業*2.....	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
日本の EC 市場の動向.....	P16
6. 今上期の業績と通期の見通し.....	P17
2024/9 期・第 2 四半期（上期）決算の実績.....	P17
2024/9 期・通期、及び下期業績の同社計画.....	P23
アルファ・ウイン調査部の 2024/9 期（通期）業績予想.....	P25
7. 成長戦略.....	P26
同社の中長期経営計画と戦略.....	P26
アルファ・ウイン調査部の中長期の業績見通し.....	P27
8. アナリストの視点.....	P29
株主還元.....	P29
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター.....	P29

(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。

*1(旧:マーケティングプラットフォーム事業)、*2(旧:商流プラットフォーム事業)。

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.)に商号変更。さらに 2024 年 1 月 1 日に、株式会社イーシーキューブがこれを吸収合併。

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、サービスの提供を行う総合マーケティング 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ェ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}市場でのソフトウェア「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測定システムの提供が主力のサービスだが、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5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3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）、持分法適用会社1社（有限会社彩）の7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（連結一単体）の業績は、2019/9 期以降は増収・黒字基調である（P7-図表1）。

◆ **総合マーケティングDX 支援企業集団。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。**

◆ **自社開発や 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)形態で提供するインターネット広告効果計測が主力。**

(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。

◆ **岩田社長が創業。現在、東証グロス市場に上場。**

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

◆ **同社を含め 7 社でグループを形成。**

◆ **連結対象子会社群の業績も回復し、堅調に推移。売上高に寄与。**

なお、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（但し、直近の各社の損益状況は非開示）。また、単独の上期決算数値は公表していない。

【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	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>

- ・実質的に無借金経営を継続。

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。しかし、2020/9 下期以降は改善傾向に転じ、資本の蓄積と現預金の増加が進んでいる(図表2)。2024年3月・上期末時点では借入金(合計)5.2億円に対し、現預金は13.7億円と実質的に無借金である。

【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		2024/9
	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	上期
営業CF ①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292	356	209	261
投資活動によるCF ②	-5	-27	-80	-69	-88	-106	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262	-181	-100	-57	-69
財務活動によるCF	-3	0	-18	3	-31	-0	169	542	162	-262	391	-56	-1	-23	-195	-121	-178	-115	-273
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-50	-317	328	206	20	-121	111	256	152	192
現金及び預金 (BS上)	666	787	738	782	764	681	760	1,194	924	774	847	1,119	1,342	1,392	1,214	1,321	1,408	1,452	1,370

(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30億円、時価総額40億円と小規模ながら、自己資本比率は62.7%、流動比率は198%と、財務体質は健全である(いずれも2024年3月・上期末を基準)。

- ・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。2024年3月末の残高は3億円と年間の予想EBITDAの56%であり、一括償却も十分可能な水準にある(図表3)。のれんにソフトウェアと同仮勘定の3.8億円等も含めた無形固定資産が7億円、これに繰延税金資産の0.5億円を加えると合計7.5億円となるが、純資産額19.1億円の範囲内(39%)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	2024/9上期
のれん金額(BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	109	316	450	484	362	301
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	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	1.2
EBITDA ④	273	373	286	174	6	247	514	638	686	628	535
のれん金額÷EBITDA=⑤=①÷④	0	0	0	0	0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6

(出所) 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。2024/9期・上期の斜線は、当部による年間予想値(上期実績を参考に試算)。

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。

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＞

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 DX 支援事業におけるアドエビスへのシフト）、ノンコアビジネス（コマース支援事業）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新規事業を中心に、積極的に拡大していくステージにある。

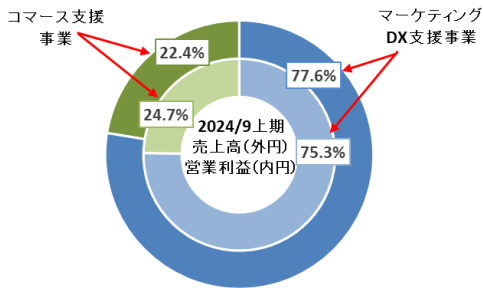
◆事業ポートフォリオの再構築を推進。ノンコア事業から撤退し、マーケティング DX 支援事業のアドエビスに経営資源を集中。近年、コマース支援事業も含め、周辺事業・企業を買収し再拡大中。

【図表 4】事業再編とセグメント（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DX支援事業 (旧: マーケティングプラットフォーム)	(1) マーケティングプロセス ～A: 広告効果測定	①アドエビス(AD EBIS, GSPを含む)、及びCAPIGO ～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
	～B: 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)。	
	～C: 新サービス(名称非公認)	①新サービス～SaaSと人的支援により、「マーケティング施策の効果改善サイクルを回す」ツール	現在、β版の提供会社を拡大し製品のアップデートに注力。今期Q4に正式版をリリース予定(有料化)であったが、来期以降に延期。	
	(2) 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。 2021年7月に正式版をリリース。現在、サービスの販売を制限中。 2024年6月にクローズ。	
		②eZCX～EC特化型CX向上のPF	全株式取得し子会社化(2020/12月)。 株式の約80%を取得し子会社化(2021/7月)。 全株式を取得し子会社化(2022/1月)。	
II. コマース支援事業 (旧: 商流プラットフォーム)	(1) プラットフォーム (旧: 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、同社から事業を2019年1月移管。 株式の約10%をオロコに売却。 EC-CUBE Innovationsを2024年1月に吸収合併し垂直統合、一体的運営。	連結
	(2) EC構築・運用 (旧: EC構築・運用支援)	①EC-CUBE Innovations(旧ボクブロック)⇒(株)イーシーキューブ(吸収合併)⇒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)⇒イルグルム社がイーシーキューブに株式を譲受⇒解散。	連結

(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（2024/9 期・上期）



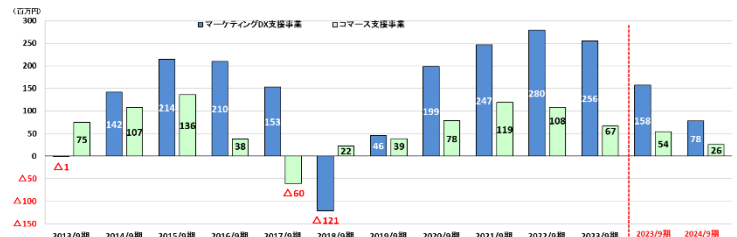
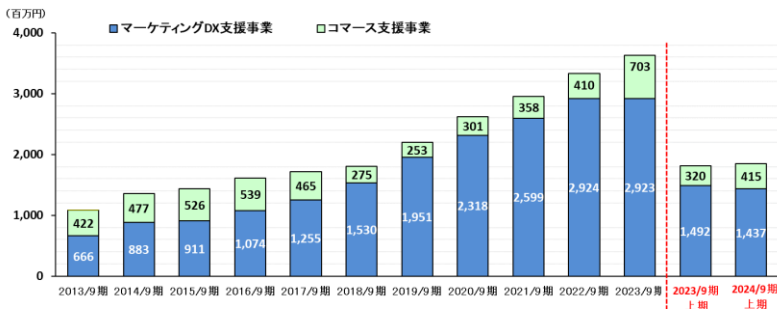
＜事業構成＞

現在、I. 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）、およびII. コマース支援事業（旧：商流プラットフォーム）の2事業で展開している。

マーケティング DX 支援事業が、今上期の総売上高の約 78% 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（セグメント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。

また、年度別の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、通期ベースでは両事業とも営業黒字（セグメント利益）を計上している。

- ◆ 事業再編期を除き、2 事業とも黒字。

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 (2024/5 末現在)



(出所) 過去の決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が一部加筆、更新し作成。

※ 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 DX 支援事業

マーケティング DX 支援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 DX 支援事業の売上高、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上期	2024/9上期
I. マーケティングDX支援事業	883	911	1,074	1,254	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,933	1,493	1,438
(1) マーケティングプロセス	883	911	1,074	1,254	1,445	1,775	2,135	2,313	2,368	2,402	1,224	1,179
A 広告効果測定	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	2,368	2,222	1,135	1,089
①AD EBIS (GSPを含む)	722	822	1,012	1,200	1,402	1,747	2,127	2,313	2,368	2,222	1,135	1,089
アドエビス増収率(前期比%)	27.3%	13.9%	23.1%	18.8%	16.8%	24.8%	21.8%	8.8%	2.4%	-6.2%	-3.7%	-4.1%
-GAPIGO(撤退)										0	0	7
THREe(撤退)	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0	0	0
B 広告代理店DX						124	152	182	175	180	89	90
①アドレボ						124	149	169	167	180	89	90
アドナレッジ							3	13	5			
(C) 新サービス											0	0
(2) インキュベーション							9	89	390	625	209	258
①アドラブ							20	41	56	25	19	
②eZCX(2024年5月クローズ)							1	6	5	2	1	
③スプー(2021年3月)							36	59	79	36	26	
④トピカ(2021年8月)							26	189	230	127	119	
⑤ファーエンド(2022年2月)							0	87	158	75	89	
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	256	158	78
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%	10.5%	5.4%

(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(斜字)。売上高は外部顧客向け。アドエビスは GSP を含む。

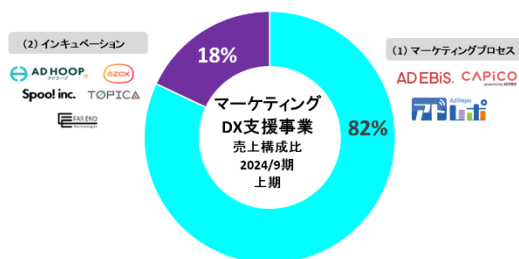
- ◆ マーケティング DX 支援事業は、3 セグメントから構成。

現在の I. マーケティング DX 支援事業は、図表 8 の (1) マーケティングプロセス領域、(2) インキュベーション領域の主要 2 セグメントから構成されている。

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 10】マーケティング DX 支援事業内の売上高構成



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆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。国内トップシェア。全社売上高の過半を占める。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。

◆広告代理店 DX 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。

(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。

今上期の売上高の内訳は、P9-図表 9、図表 10 の通りである。一時期よりも売上高の構成比率は低下したが、同事業の過半を「アドエビス」が占める。

なお、マーケティング DX 支援事業内の A 広告効果測定+B 広告代理店 DX が、(1) マーケティングプロセス領域である。

以下は、現在のマーケティング DX 支援事業内のサブセグメント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）

＜ I . マーケティング DX 支援事業

(1) マーケティングプロセス領域の事業内容＞

(A) 広告（マーケティング）効果測定

広告効果測定は、アドエビスが売上高のほとんどを占める（GSP はアドエビスの低価格サービスでアドエビスに含まれる。一方、CAPHO は別サービスだが、売上高は僅少である。

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。

(B) 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領域に変更。アドナレッジは撤退）。

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。

「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。

＜I. マーケティング DX 支援事業

(2) インキュベーション領域の事業内容＞

(各セグメント売上高は、P20-図表 23)

◆インキュベーション領域は、自社開発製品であるアドフープと、企業買収による連結子会社 3 社の事業により構成。

◆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。

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、サービス領域を大幅に拡大。新規案件の獲得とクロスセルを目指す。

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、2024年5月にクローズ。

□

同社は、以下に記載のように、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た。直近で買収した3社とも、各社のエッジと同社グループのシナジーを活かし、領域・顧客の拡大、並びに競争力の強化を図り、事業を拡大してきた。

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。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。

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。

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と定着が進み、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。

◆ 事業内容 II. コマース支援事業

◆コマース支援事業は、EC構築・運用領域とプラットフォーム領域から構成。

(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。

コマース支援事業は従来、イーシーキューブ(EC-CUBE)のプラットフォーム(領域)のみから構成されていた。しかし、旧:株式会社クブロック(後に株式会社EC-CUBE Innovationsに社名変更、その後、株式会社イーシーキューブがこれを吸収合併)を買収し、プロフェッショナルサービス注7(⇒EC構築・運用領域)への再参入を行った(2022年6月から連結対象)。

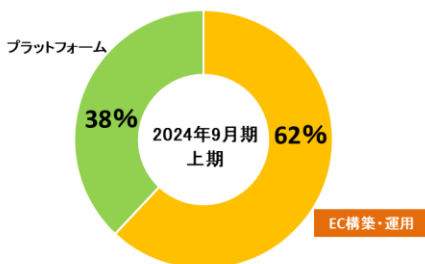
コマース支援事業の年度別の売上高の内訳、及び利益推移を、図表11に示した。EC構築・運用領域は、同社、及びプラットフォームとのシナジー効果が大きく、同セグメントの業績に寄与している。

【図表11】コマース支援事業の売上高、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上期	2024/9上期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
II.コマース支援事業	477	528	539	485	275	253	301	358	414	709	320	415
(1)プラットフォーム	245	230	219	208	254	253	301	358	331	355	174	169
イーシーキューブ増収率(前期比%)	18.3%	-6.1%	-4.8%	-6.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	18.8%	-7.6%	7.3%	8.1%	-8.2%
①決済手数料								290	253	261	136	125
②サブスクリプション								12	29	37	19	19
③その他								54	50	56	19	29
(2)EC構築・運用(旧:クブブロック)								0	83	353	145	257
旧-(3)SOLUTION(移管・撤退)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
旧-①EC構築事業・ECサイトのコンサル等	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
ラジDMP(移管)				104								
セグメント営業利益	107	136	38	-80	22	39	78	119	108	67	54	26
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%	17.0%	6.2%

(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(斜字)。

【図表12】コマース支援事業内の売上高構成



(出所) 決算説明資料

<II. コマース支援事業

(1) プラットフォーム(イーシーキューブ)領域の事業内容<サービスの概要>

- ・プラットフォーム(イーシーキューブ)領域は、コマース支援事業売上高の38%(図表12)、全社売上高の9%を占める。
- ・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。

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。

- プラットフォーム領域では、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。
- 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。

- EC 構築・運用領域はコマース支援事業売上高の 62%、全体の 14%を占める。

- グループ間のシナジーを活かし大きく伸長。

・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^{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（プラットフォーム内では最大の売上高）、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入、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）から構成される。

<Ⅱ. コマース支援事業 (2) EC 構築・運用領域の事業内容>

- ・企業買収により、旧ボクブロック社が営んでいた EC 構築・運用領域の事業を、当セグメントに 2022/9 期 Q3 から計上している。
- ・EC 構築・運用領域は、コマース支援事業売上高の 62%、全社売上高の 14%を占める。

・現在は、同社の子会社である株式会社イーシーキューブが一体となって、プラットフォーム、EC 構築・運用領域の事業を展開している。EC-CUBE と連携しプロフェッショナルサービスに本格的に参入し、垂直統合型モデルのワンストップサービスを提供している。

- ・EC 構築・運用領域の売上高は、構築案件の受注規模や進捗状況により変動性はあるが、買収後、大口契約（1 案件で数千万～1 億円超）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。

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

2024年3月末時点での大株主を、図表13に示した。以下はその補足である。

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

- ・上位の大株主の顔ぶれは、大きくは変わっていない。
- ・岩田社長が筆頭株主で約44%を保有する。上位2、3位の株主は元役員で、3者合計で発行済株式数の約6割を保有している。

- ・投信など機関投資家による投資は僅少であり、ほとんどが個人投資家による投資である。なお、第7位から10位まで個人株主が名を連ねる。

◆ 自社株買いを実施。自社株保有比率は3.2%で、第4位株主に相当。

- ・なお、2023年11月に、約1億円(154.6千株相当)の自社株を購入した。一方、2024年1月に譲渡制限付株式報酬として36.1千株を処分した。同社は2024年3月末時点で、204,935株の自社株を保有している。これは発行済株式数の3.2%にあたり、実質的には第4位の株主に相当する。

- ・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。

- ・また、手元の現預金を活用し、機動的な自社株買いが可能である。

【図表13】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9月末	2024年3月末	現時点保有割合	順位
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	2,826	2,827	2,809	2,753	2,708	43.88	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	617	779	805	805	13.05	2
又兼 加藤子氏(元取締役専務執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	329	329	329	5.33	3
イルグルム従業員持株会	78	39	48	69	68	71	68	69	79	69	1.11	4
株式会社博覧堂DYメディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	0.97	5
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—	—	—	0.90	6
山田 智剛氏	—	—	28	—	—	—	33	36	53	53	0.85	7
長谷川 聡氏	—	—	—	—	—	—	—	37	37	37	0.59	8
中川 仁氏	—	—	—	—	—	—	—	—	—	27	0.43	9
長瀬 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—	—	24	0.38	10
山下 良久氏	—	—	—	—	—	—	54	54	—	68	—	—
白井 賢氏	—	—	—	—	—	—	—	—	—	38	—	—
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	35	34	—	34	—	—
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	—	—	—	—	—
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-AG)	—	—	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	—	—	—	—	—	—	—	—
高橋 昌子氏	—	—	—	29	—	—	—	—	—	—	—	—
和出 憲一郎氏(元社外取締役)	39	29	29	—	—	—	—	—	—	—	—	—
高山 健雄氏	—	—	26	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
塩原 明夫氏(元取締役・監事等委員)	28	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式:千株)	0	0	0	1	81	64	58	112	84	205	—	実質4位
(自己株式比率:%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.81%	1.75%	1.34%	3.22%	—	—

(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。

4. 成長の軌跡

◆ 過去の業績推移

<売上高> (以下、時系列的な補足)

◆ 売上高は、創業以来 23 期連続で過去最高を更新中。

◆ 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。積極的に M&A も実施し、時代のニーズを先取りし、急成長。

◆ 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。

◆ 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。

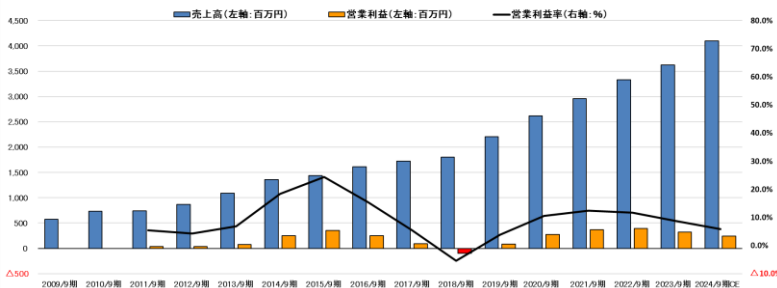
・創業以来、23 期連続で増収を達成し、毎期、売上高は最高値を更新している。業績に関する数字情報が開示されている 2009/9 期～2023/9 期の 14 期間において、売上高は 5.7 億円から 36.2 億円へと約 6.3 倍（年率複利換算：約+14%）に増加した。

・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・サービスを開発・投入した上で、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 DX 支援事業のアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC 市場の成長にも支えられ、コマース支援事業の EC-CUBE が安定成長したことが背景にある。

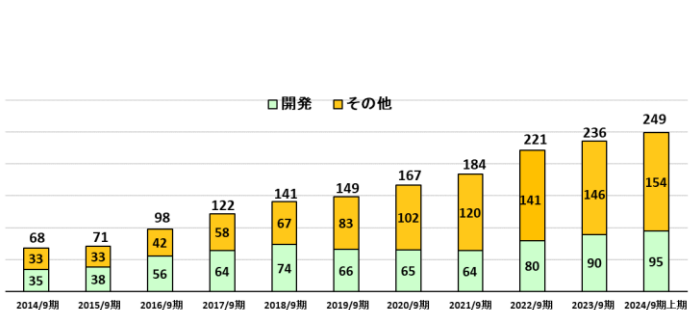
<利益>

・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た。
 ・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 期以降は事業再編と先行投資を積極的に行い、増収ながらもコストの増加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 14、15）。
 ・翌 2019/9 期には、マーケティング DX 支援事業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。
 ・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。

【 図表 14 】 過去の業績推移と会社の今期予想
(単位：百万円、%)



【 図表 15 】 人員推移 (単位：人)



(出所) 図表 14、15 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。

5. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

<総広告費>

- ◆ 2023 年の日本の総広告費は、前年比 3%の増加と堅調。過去最高を連続更新。

2023 年（暦年、本章では以下同様）の日本の総広告費は、前年比で 3.0%増加し、約 7.3 兆円と過去最高となった。新型コロナウイルス感染症の鎮静化に伴うリアルイベントの増加、国内外の観光・旅行の活性化による回復が見られた。特に社会のデジタル化を背景に、「インターネット広告費」の成長が市場全体を支え、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継続している。

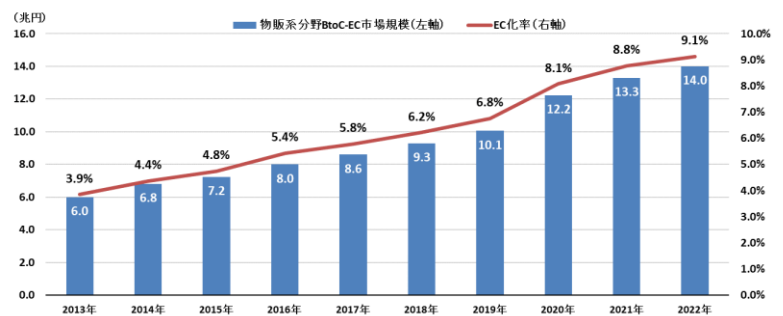
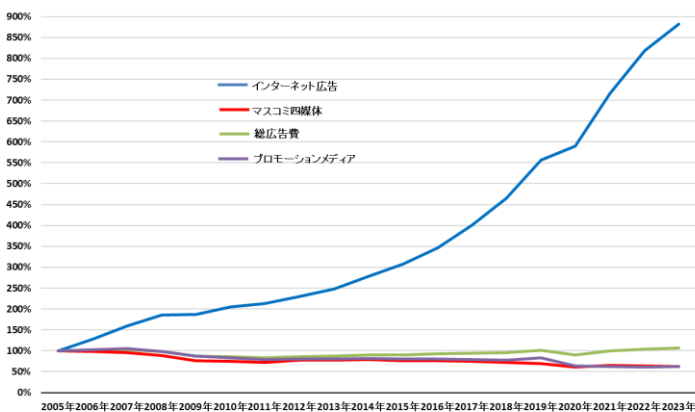
- ◆ インターネット広告費市場は高成長を継続。最大の媒体に。

<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 3.3 兆円に達し、成長率はやや鈍化したものの前年比で 7.8%増加した。同市場は、2005 年の広告費を基準（100）とすると 2023 年には 8.8 倍（年間単純平均成長率+13.1%）と急拡大している（図表 16）。

その結果、インターネット広告費は、総広告費のうち 45.5%（前年 43.5%）を占め（最大の媒体）、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「2023 年日本の広告費」）

【図表 16】媒体別広告費の推移（指数化：2005 年=100） 【図表 17】物販系 BtoC-EC 市場規模、及び EC 化率の推移



（出所）図表 17:株式会社電通「2023 年日本の広告費」より、当調査部が作成。
図表 18:経済産業省「令和 4 年度電子商取引」より、当調査部が作成。

◆ 日本の EC 市場の動向

<事業タイプ別の市場規模と EC 化率（年次）>

- ◆ 日本の BtoC-EC 市場は継続的に拡大。同社のコマース支援事業にはフォローアップ。

同社のコマース支援事業のビジネス領域である EC 市場も、継続的に成長しており、今後もビジネス拡大のポテンシャルは大きい（以下のデータは、経済産業省発表の「令和 4 年度電子商取引」より）。

2022 年の国内 BtoC-EC 市場規模は 22.7 兆円（YOY+9.9%）、このうち物販系は 14 兆円（同+5.4%）に達し、EC 化率は 9.1%（YOY+0.3%ポイント）まで高まっている（図表 17）。

同様に BtoB-EC 市場の規模は 420.2 兆円（YOY+12.8%）、EC 化率は 37.5%（YOY+1.9%ポイント）まで拡大している。

6. 今上期の業績と通期の見通し

◆ 2024/9 期・第 2 四半期(上期)決算の実績

<概要>

- ◆ 上期は微増収ながら、利益は半減。

2024/9 期・第 2 四半期連結決算（上期：2023 年 10 月～2024 年 3 月）は、売上高が前年同期比 2.2%（+39 百万円）増加の 1,851 百万円、営業利益が 49.2%（△104 百万円）減少の 106 百万円と、微増収ながら大幅な減益となった（図表 18）。但し、上期決算としては、前上期の過去最高売上高を更新した。

セグメント別では、マーケティング DX 支援事業が減収減益、コマース支援事業は増収減益となった。いずれも成長に向けた投資を拡大しコストが増加したため、利益率が低下し減益となった。

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 59.8%（△79 百万円）減益の 52 百万円となった。

【 図表 18 】 四半期、及び上期の業績比較

(単位:百万円、%)	2023/9期		2024/9期		2023/9期	2024/9期	2024/9上期(前年比)	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	上期(10-3月)	上期(10-3月)	増減額	変化率/増
売上高合計	879	933	929	922	1,812	1,851	39	2.2%
マーケティングDX支援事業	742	751	712	725	1,492	1,437	-56	-3.7%
コマース支援事業	138	182	217	198	320	415	95	29.8%
粗利	554	578	524	532	1,130	1,056	-74	-6.5%
粗利率	63.1%	61.7%	56.5%	57.7%	62.4%	57.1%		-5.3%
販売管理費	457	463	475	474	920	949	30	3.2%
販売管理費比率	52.0%	49.6%	51.1%	51.5%	50.8%	51.3%		0.5%
営業(セグメント)利益	97	113	49	57	210	106	-104	-49.2%
マーケティングDX支援事業	71	86	33	45	158	78	-79	-50.3%
コマース支援事業	27	28	17	9	54	26	-29	-52.8%
営業利益率	11.1%	12.1%	5.3%	6.1%	11.6%	5.7%		-5.9%
マーケティングDX支援事業	9.6%	11.5%	4.6%	6.3%	10.6%	5.4%		-5.1%
コマース支援事業	19.5%	15.1%	7.8%	4.5%	17.0%	6.2%		-10.8%
経常利益	102	110	53	55	212	107	-105	-49.5%
当期利益	69	62	24	28	131	52	-79	-59.8%

(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。支援事業別の売上高は、外部顧客向け。

<上期の進捗率>

- ◆ 通期計画に対する上期利益の進捗率はやや低い
- ◆ マーケティング DX 支援事業は、微減収ながら利益率が悪化し、大幅な減益。

通期見通しに対する上期の進捗率は、売上高が 45.1%（前上期の実績は 50.0%）、営業利益では 44.2%（同 66.0%）、当期利益では 37.1%（同 66.5%）と、前年同期と比較すると低かった。

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・利益ともに想定通りと同社はコメントしている。

<事業別の業績動向：I. マーケティング DX 支援事業>

事業別では、マーケティング DX 支援事業の売上高（外部顧客向け、以下同様）が、前上期の 1,492 百万円から今上期には 1,437 百万円へと 56 百万円（YOY△3.7%）減少した。

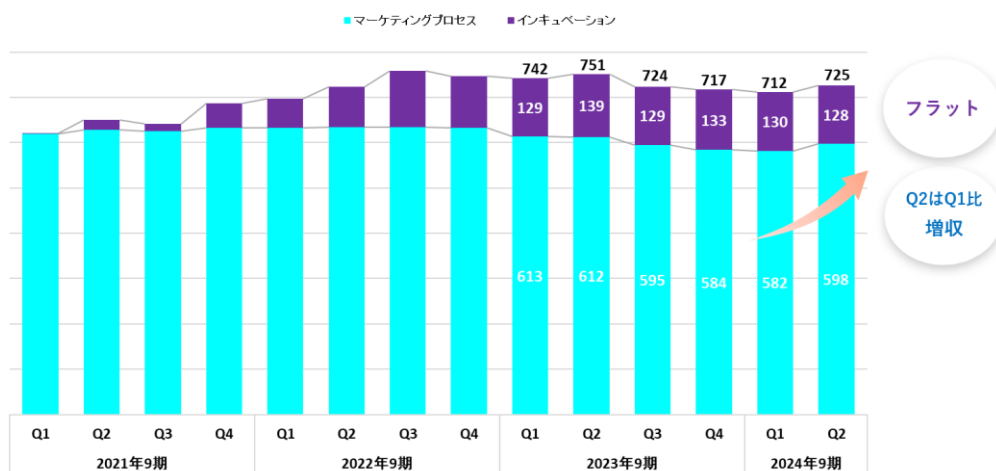
同様に同セグメント（営業）利益は、158 百万円から 78 百万円へと半減した（同△79 百万円、△50.3%）。

- ◆アドエビスの減収と新サービス開発の先行投資が減益要因。
- ◆マーケティングプロセス領域のQ2の売上高はQ1比で増収に転じる。

詳細は後述するが、利益率が高いアドエビスが減収となったことが、セグメントの主な減収減益要因である。加えて新サービスの開発投資が増加したことも、減収率を大きく上回る減益率に繋がった。

なお、マーケティングプロセス領域のアカウント数は、今期に入り回復していることから、マーケティングプロセス領域のQ2の売上高は、Q1を上回った(図表19)。

【図表19】マーケティングDX支援事業の売上高の推移(四半期)



(出所) 決算説明資料を基に、アルファウイン調査部が作成。一部、推計値も含む。

《事業別の業績動向: I. マーケティングDX支援事業

(1) マーケティングプロセス領域～A 広告効果測定～①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DX事業の増収増益がもたらされてきた。

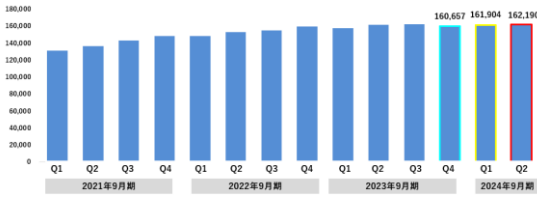
しかし、平均単価の上昇率が鈍化する一方(今上期のアドエビスの単価は微増で高水準を維持したと思われる)、前期までのアドエビスのアカウント数が減少したため、アドエビスの上期の売上高は前期比で減収(当部推定: Δ3~5%)となった模様である。

- ◆今期より平均単価・アカウント数・解約率が、従来のアドエビス単独から、マーケティングプロセス領域全体の数字に変更。

なお、今期から開示基準が変更となり、従来のアドエビスのみの平均単価、並びにアカウント数、解約率に代わり、マーケティングプロセス領域(アドエビス、アドエビスとの併用を除くCAPiCO、低価格帯のGSP、アドレポ、新SaaSのアカウント数を合計した指標)の各数字が開示されている。

新基準での過去に遡及した数字は、一部のみ公表されており、従来基準でのアドエビス単独での各数値は非公表となっている。

【図表 20】マーケティングプロセス領域の平均単価 (円) の推移



(出所) 決算説明資料

新基準でのマーケティングプロセス領域の平均単価は、2023/9 期 Q4 末:160,657 円⇒今期 Q1 末:161,904 円⇒同 Q2 末:162,190 円(今期 Q1・Q2 と前年同期比で微増)と、低価格プラン (GSP) が増加したものの(今上期の新規受注件数における GSP の割合 54%) 堅調に推移した(図表 20)。

一方で、同アカウント数は減少傾向が続いていたが、前期 Q4⇒今期 Q1⇒Q2 の順に、1,198⇒1,205 (QoQ+7) ⇒1,236 (同+31) と 2 四半期連続で増加している(図表 21、過去最高は 2020/9 期 Q2 の 1,666 である)。

また、解約率は、2022/9 期以降、2%半ばで横ばいであったが、今期 Q2 には 2.2%まで低下した(図表 22)。

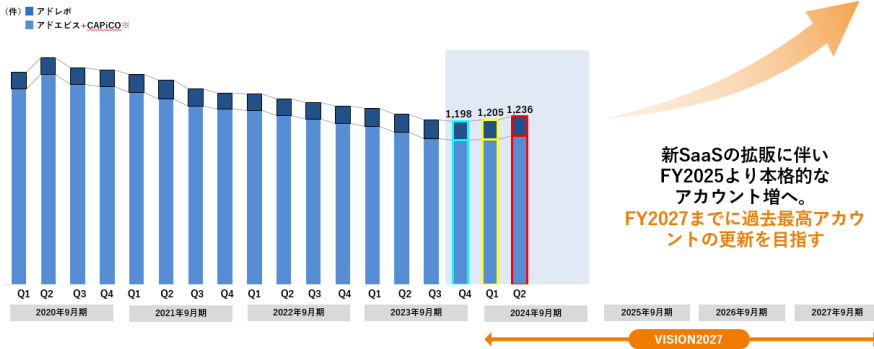
◆単価は高水準横ばい、アカウント数は純増に転じ、解約率は改善。

(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。

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への移行などメディア環境の変化もあり、アドエビスの解約が続いていた。

しかし、カスタマーサクセスチームの顧客対応の強化もあり、アドエビスの解約が一巡し、加えて GSP を中心とする新規顧客の獲得が進んでいることから、今上期のアカウント数は反転増加に転じている。

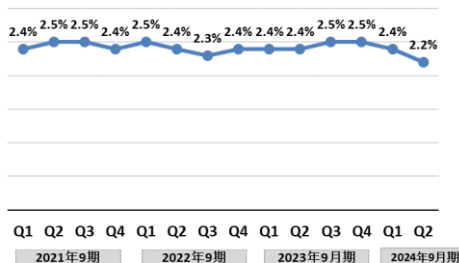
【図表 21】マーケティングプロセス領域の アカウント数の推移



新SaaSの拡販に伴い FY2025より本格的なアカウント増へ。 FY2027までに過去最高アカウントの更新を目指す

(出所) 図表 21、22: 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 22】解約率の推移



定義
 ・月間解約率=当月の解約金額÷前月売上金額
 ・解約には顧客企業の決算月等による季節変動があるため、傾向把握に適した12カ月移動平均を採用

(備考) 「アドエビス」+「CAPiCO」のみ利用のアカウント数を集計。「CAPiCO」の「アドエビス」併用アカウントはカウント対象外。なお、有料アカウントの数値のため、新 SaaS の β 版アカウントは含めていない。

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。

◆ 広告代理店 DX 事業の売上高は、横ばい。

《事業別の業績動向：I.マーケティング DX 支援事業
 (1) マーケティングプロセス領域～B 広告代理店 DX～①アドレポ》
 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 DX 支援の売上高の約 6%を占め（前上期と同率）、売上高は 90 百万円と推計される。前期比では微増収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。

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

《事業別の業績動向：I.マーケティング支援事業
 (2) 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、前期まで売上高の拡大が同支援事業の増収に寄与した。

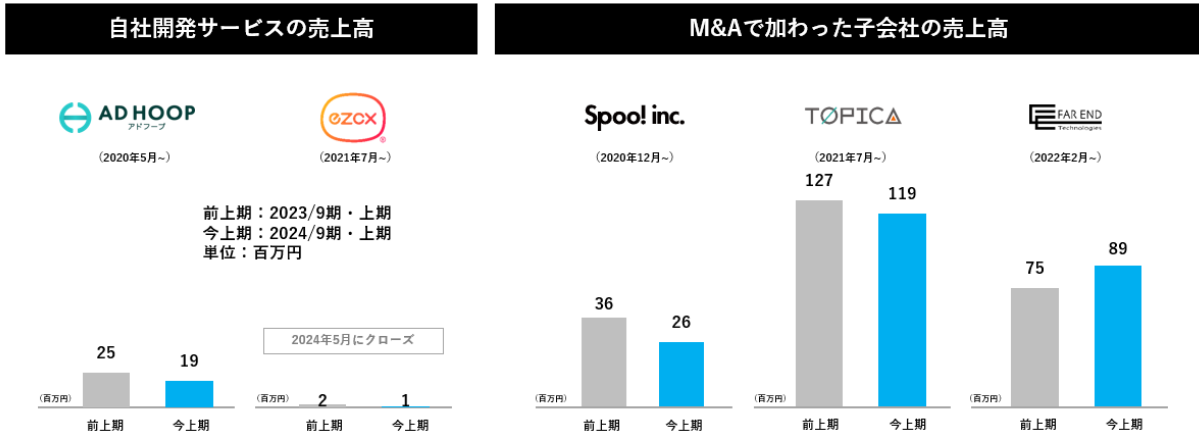
◆ インキュベーションの今上期の売上高は横ばい。

しかし、今上期はマーケティングプロセス領域と EC 構築・運用領域に経営資源を集中させていることもあり、インキュベーションの売上高は前上期の 265 百万から今上期には 254 百万円に△11 百万円、△4%減少し、この結果、全社に占める同売上高構成比は、15%⇒14%に低下した（図表 23）。

◆ 黒字化が課題。

なお、セグメント損益は赤字が継続していると推測され、来期以降の黒字化が課題である。

【 図表 23 】 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、当調査部が一部加筆変更。

◆コマース支援事業の売上高は好調。

◆プラットフォーム領域の今上期の売上高は横ばい。

◆EC 構築・運用領域が大幅な増収。

◆コマース支援において垂直統合モデルによるワンストップサービスが強み。

＜事業別の業績動向：II.コマース支援事業＞

もう一つの事業であるコマース支援事業は、今上期に売上高 415 百万円を計上し、前年同期比で 28.6%の大幅な増収となった。一方、セグメント利益は 26 百万円と 52.8%の減益となった。同事業は、全社売上高の 23%、セグメント利益の 25%を占める (P12-図表 11)。

《事業別の業績動向：コマース支援事業 (1) プラットフォーム》
プラットフォームの今上期の売上高は、158 百万円で前期の 176 百万円から、18 百万円 (△10%) の減収となったと推計される (Q1・Q2 の売上高は横ばい)。競争の激化に伴い、利益率が高い決済手数料収入の減少が、コマース支援事業における減益の要因の一つとなった。

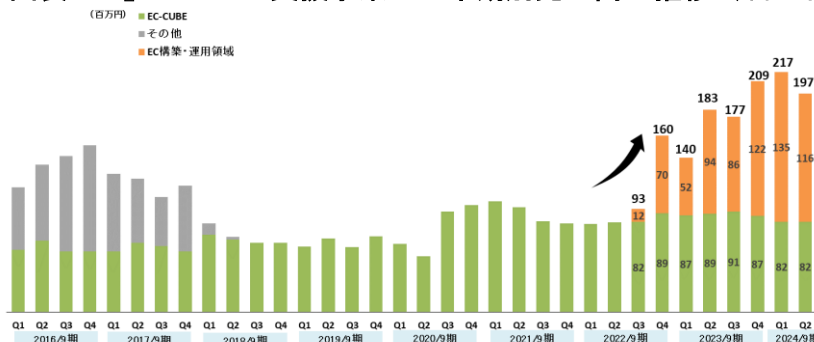
《事業別の業績動向：コマース支援事業 (2) EC 構築・運用領域》
一方、EC 構築・運用領域では、新規案件の受注が好調で増収に寄与した。今上期の売上高は、257 百万円と前期の 144 百万円から、113 百万円、78%の増収となったと推計される (Q1・Q2 とも前年同期を大きく上回って、高水準の売上高を計上、図表 24)。

しかし、体制強化に伴う人件費の増加などにより、一時的に損益は悪化したと思われる

但し、EC-CUBE の強みを活かしながら、垂直統合モデル (コマース支援における物流、集客、運用、構築、EC アプリ、EC 構築システム) を目指したワンストップサービスを提供し、事業規模は順調に拡大している。

EC 構築・運用領域のソリューションの汎用化による生産性と効率性の向上や、現在開発中の EC-CUBE Enterprise (大規模・高アクセス向け E コマース構築システム) 並びに、EC-CUBE 公式セキュリティチェックの提供により、今後、EC 構築・運用領域の競争優位性や売上高、サービスの安全性の向上を目指しており、先行投資が一段落すれば収益性の回復が見込める。

【 図表 24 】コマース支援事業の四半期別売上高の推移 (単位：百万円)



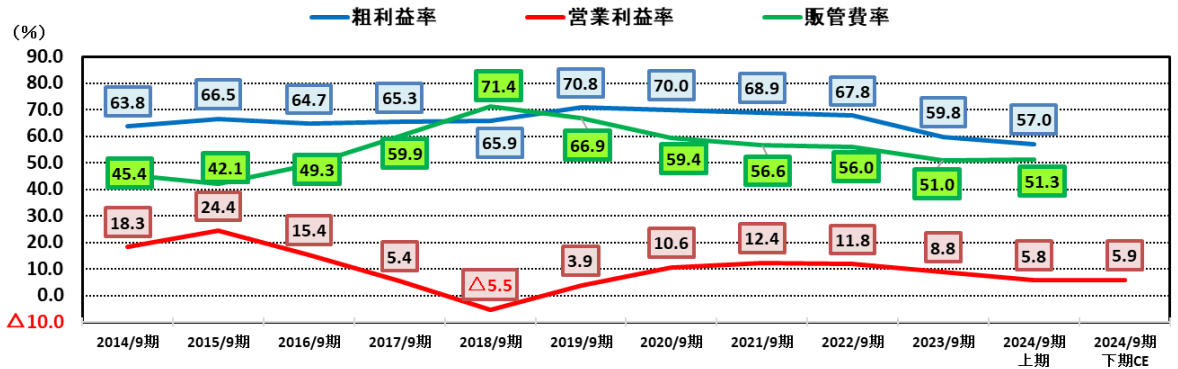
(出所) 決算説明資料より当調査部が作成。一部に推計値を含む。

- ◆粗利率が低下、販管費率は上昇し、営業利益率は半減。

<全体の利益率の動向>

開発に伴う外注費用や人員の増強、インフレによる各種コストの増加のため、粗利率は前上期の 62.4%から、今上期は 57.0%へと 5.4%ポイント低下した(図表 25)。一方、販管費は増収率(YOY+2.2%)やや上回る+3.2%の伸びとなり、売上高販管費比率は、同順に 50.8%から 51.3%へと 0.5%ポイント上昇した。この結果、営業利益率は、前上期の 11.6%から今上期には 5.8%へと半減した。

【図表 25】販管費率と利益率の推移(単位: %)



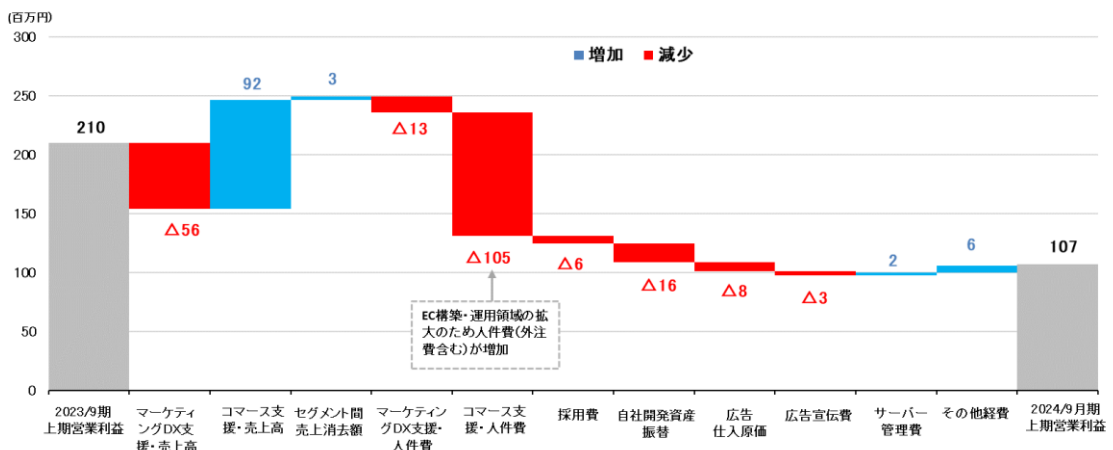
(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。CE は会社予想。

- ◆人件費を中心とする先行投資の増加が減益要因。

<上期の増減益要因分析>

上期の増減益要因分析は、図表 26 の通りである。既述のようにマーケティング DX 支援事業の減収(YOY△56 百万円)をコマース支援事業の増収(同+92 百万円)で相殺したものの、コマース支援事業の EC 構築・運用領域の拡大のための人件費(外注費を含む)が 105 百万円増加したことが、最大の減益要因となった。

【図表 26】2024/9 期・上期の営業利益の変動要因(前年同期比)



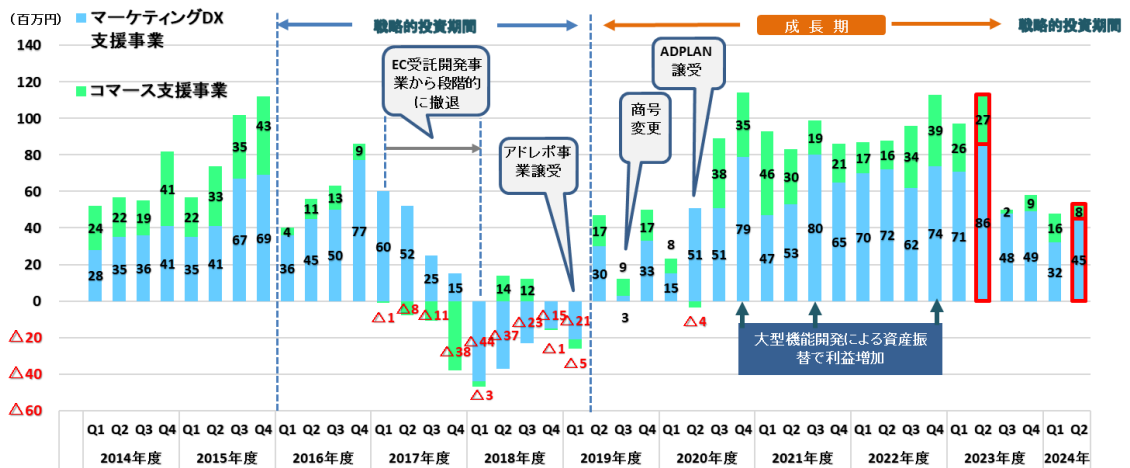
(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ Q1、Q2 とも前期比で利益は半減。

<四半期ベースの業績推移>

今期 Q1 は前年同期比で 5.6%の増収ながら、Q2 は 1.1%の減収となり、2018/9 期 Q1 以降では四半期単位で初めて減収 (YOY) となった。また、2023/9 期 Q3 (2023 年 4 月～6 月) 以降は、営業利益が 50 百万円前後で推移し、4 四半期連続で減益 (YOY で利益が半減) となっている (図表 27)。

【図表 27】四半期別、営業利益の推移



(出所) 決算説明資料、決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 2024/9 期・通期、及び下期業績の同社計画

<通期予想>

同社は、期初に発表した通期の業績見通しを変更していない。売上高 4,100 百万円 (YOY+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、二桁の増収ながら 2~3 割前後の減益を計画している。売上高は過去最高を連続更新すると見込むが、成長に向けた投資を継続することから減益を予想している。

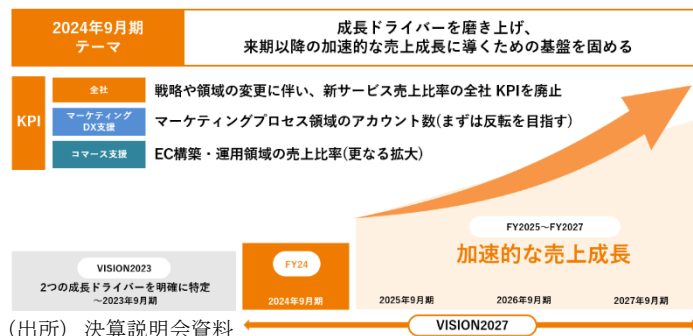
- ◆ 同社は、通期の期初計画を維持し、二桁の増収減益を予想。売上高は、過去最高を更新する計画。

<事業方針>

SaaS (新サービス) のローンチがやや遅れ気味ではあるが、概ね計画に沿って今期の事業方針を実行中である (図表 28)。

- ◆ 概ね事業方針・計画に沿って実行。

【図表 28】今期の事業方針



(出所) 決算説明会資料

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。

- ◆下期は前年同期比で、2割を超える増収と営業増益を計画。

<今下期の業績予想>

同社は下期の業績（＝通期予想－上期実績）を、売上高 2,248 百万円（YOY+23.9%）、営業利益 133 百万円（同+22.6%）、当期純利益 87 百万円（同+32.8%）と二桁の増収増益を計画している（営業利益率は 5.9%、図表 29）。

今上期比でも今下期は増収（+397 百万円、+21.4%）、増益（営業利益：+26 百万円、+24.8%）を予想している。

下期に業績の急回復を見込む要因は、マーケティングプロセス領域におけるアカウント数の伸長、及びインキュベーションの回復、EC 構築・運用領域の拡大などによる増収効果と推測される。

【図表 29】今下期の業績予想 (出所) 決算短信 (備考) CE は会社予想(通期予想－上期実績)

(単位:百万円、%)	2023/9期	2024/9期CE	2024/9下期(前年比)	
	下期(4-9月)	下期(4-9月)	増減額	変化率/幅
売上高合計	1,814	2,248	434	23.9%
営業利益	109	133	25	22.6%
営業利益率	6.0%	5.9%		-0.1%
経常利益	117	123	6	4.9%
当期利益	66	87	22	32.8%

- ◆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月次別売上高の推移である。今期に入り(2023 年 10 月から 2024 年 4 月まで)、全社ベースの売上高は前年同月比で一桁の増収、または減収となっている。過去数年間のデータと比較すると、売上高のモメンタムは低下している。

- ◆下期の初月である 4 月の売上高は、前年同月比 1.2%の減収。会社の下期前提は 24.0%の増収と大きく乖離。

下期の初月となる 4 月単月の全社売上高は 302 百万円、前年同月比では 1.2%の減収であり、下期の会社計画である 24.0%の増収率からは下方乖離している(通期の増収率予想+13.1%、4 月までの累計+1.7%)。

- ◆マーケティング支援事業の売上高は、前年同月比で減収が継続。コマース支援事業の売上高は、概ね増収基調を維持。

事業別にみると、主力のマーケティング DX 支援事業の今期の月次売上高は、前年同月比で減収が続いている。足元は下げ止まったものの前期末までのアドエビスのアカウント数の減少と、インキュベーション領域の苦戦が、減収の主な要因と推察される。

一方、コマース支援事業は、EC 構築・運用領域の拡大により、2 月を除き、全体で増収を維持し好調である(大口案件の計上の有無により、月次の売上高・増減収率は変動する傾向がある)。

(図表 30 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。

【図表 30】今期の月次別売上高(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年				今期累計 (2023/10月 ~2024/4月)
	10月	11月	12月	2024/9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DX支援事業	232,034	242,656	236,897	238,831	237,968	248,286	235,091	1,671,763
	93.5	97.6	96.9	98.7	95.1	96.0	96.3	96.3
コマース支援事業	72,280	65,678	79,350	67,980	52,148	77,601	66,700	481,737
	145.9	153.7	174.3	111.2	82.7	134.4	108.5	126.4
全社	304,315	308,335	316,247	306,812	290,117	325,887	301,792	2,153,505
	102.2	105.8	109.1	101.2	92.6	103.0	98.8	101.7

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

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

◆ アルファ・ウイン調査部の2024/9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、売上高、及び利益を下方修正。配当は前回予想を据え置き(会社計画と同額)。

上期の実績、足元の状況(月次売上高の推移)、同社への取材を踏まえ、当調査部では通期の売上高を、前回予想⇒今回予想の順に、4,000百万円⇒3,850百万円へと150百万円下方修正した(図表31)。これは会社の予想を250百万円下回る。

これに伴い営業利益を240百万円⇒210百万円、当期利益を140百万円⇒125百万円へと下方修正した。新たな予想は、会社計画をそれぞれ30百万円、15百万円下回る。なお、配当予想の7.9円(同社計画と同額、DOE 2.5%を基準)は、変更していない。

下期の会社前提は増収率、並びに増益率の前提が高く、マーケティングDX支援事業の売上高を中心に(主にインキュベーション領域の停滞や新サービスの有償化の遅れ)、コマース支援事業においてもプラットフォームの伸び悩みにより、計画が未達となる可能性がある。

なお、アカウント数の反転や平均単価の高止まりはポジティブではあるが、GSPやCAPICO(ポストCookieソリューション)の増収効果や、マーケティングプロセス領域等の新サービスは、主としてサブスクリプションモデルであり、今期の業績に与えるインパクトは限定的と思われる。

同社による下期の営業利益率の前提は6.0%であり、前年下期と同水準、今上期比では約0.3%の改善を見込んでいる。しかし、売上高の未達懸念や、コストの増加による利益率の悪化を考慮し、5.2%と予想した(通期予想の営業利益率は5.5%)。

なお、当調査部の今期予想には、新たなM&Aを考慮していない。

【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・実績	2024/9期・CE	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	2026/9期・旧E
売上高	3,334	3,828	4,100	3,850	4,250	4,680	4,000	4,400	4,850
I.マーケティングDX支援事業	2,924	2,923	空欄(非公表)	2,950	3,100	3,200	2,950	3,200	3,500
II.コマース支援事業	410	703	以下同様	900	1,150	1,480	1,050	1,200	1,350
売上高総利益	2,280	2,189	2,130	2,300	2,380	2,240	2,500	2,500	2,800
売上高総利益率	67.8%	58.8%	55.3%	54.1%	50.8%	56.0%	56.8%	57.7%	57.7%
販管費及び一般管理費	1,887	1,950	1,920	2,050	2,100	2,000	2,200	2,450	2,450
対売上高比	56.0%	51.0%	49.9%	48.2%	44.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.5%
営業利益	392	318	240	210	250	280	240	300	350
対売上高比	11.8%	8.8%	5.9%	5.5%	5.9%	6.0%	6.0%	6.8%	7.2%
経常利益	399	329	230	210	250	280	230	300	350
対売上高比	12.0%	9.1%	5.6%	5.5%	5.9%	6.0%	5.8%	6.8%	7.2%
当期純利益	236	197	140	125	150	170	140	180	210
対売上高比	7.1%	5.4%	3.4%	3.2%	3.5%	3.6%	3.5%	4.1%	4.3%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	13.1%	6.2%	10.4%	10.1%	10.3%	10.0%	10.2%
I.マーケティングDX支援事業	12.5%	-0.0%		0.9%	5.1%	3.2%	0.9%	8.5%	9.4%
II.コマース支援事業	14.4%	71.4%		28.0%	27.8%	28.7%	49.4%	14.3%	12.5%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%		-4.5%	-1.2%	-3.3%	-3.8%	0.8%	0.9%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.8%	-0.9%		3.8%	6.8%	2.4%	8.1%	10.0%	11.4%
営業利益(伸率)	7.4%	-10.8%	-24.7%	-34.0%	19.0%	12.0%	-24.5%	25.0%	16.7%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-30.2%	-36.2%	19.0%	12.0%	-30.1%	30.4%	16.7%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-16.5%	-28.9%	-36.5%	20.0%	13.3%	-28.9%	28.6%	16.7%
EBITDA	677	680		595	540	570	680	760	850

(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)。旧は前回予想、新は今回の予想。

7. 成長戦略

◆ 同社の中長期経営計画と戦略

<中期経営計画 (VISION2027) : 概要>

◆ VISION2027(新中計)を策定。

同社は、新たに VISION2027 (2024/9 期～2027/9 期：4 期間) を策定し、今期はその初年度に当たる。

◆ 売上高 100 億円の早期達成を目指す。

「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、中長期の目標としている (早期としているが、達成時期は未定)。その過程の中で新中計のテーマを、「マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用領域の 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」と掲げている。

◆ マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用領域が 2 軸の成長ドライバー。

◆ 重点投資により、加速的な成長を目指す。

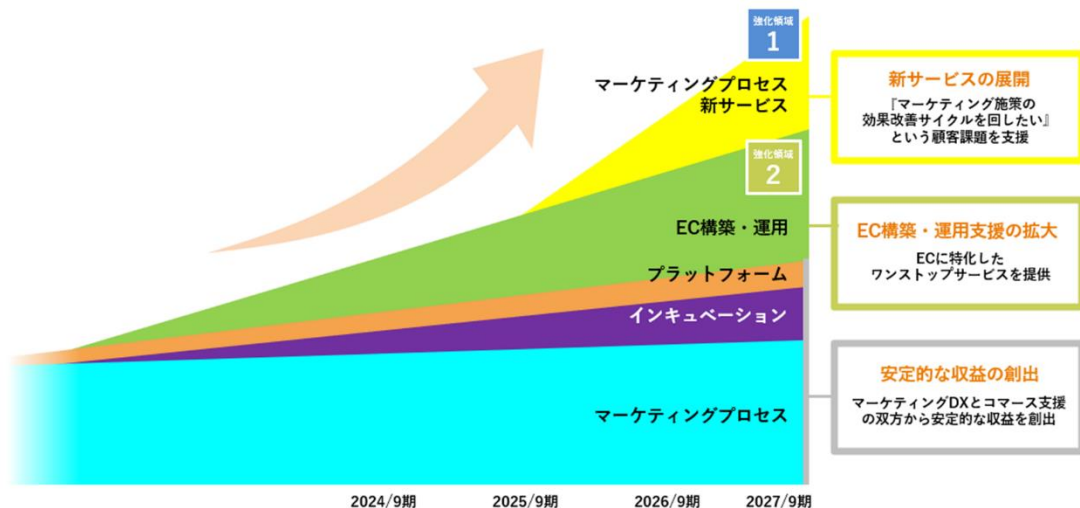
既存事業 (マーケティングプロセス/インキュベーション/プラットフォーム) の安定成長と、2つの強化領域 (EC 構築・運用/マーケティングプロセスの新サービス) に重点投資し、その強化・拡大により加速的な成長を目指すとしている (図表 32)。

なお、前中計とは異なり、最終年度の売上高、営業利益、営業利益率、株主資本配当率などの具体的な数値目標は公表されていない。

◆ 新中計において 2 つの KPI の目標を設定。

但し、2027/9 期までにマーケティングプロセス領域におけるアカウント数の過去最高値 (2020/9 期 Q2 の 1,666 件) を更新することと、EC 構築・運用領域のコマース事業における 2027/9 期の売上高比率を、80%超 (今上期の実績 62%) にする 2 つの KPI を、目標として設定している。

【 図表 32 】 VISION2027 の売上高の成長イメージ



(出所) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成。

また、VISION2027 の目指す姿と投資領域は、図表 33 の通りである。

【 図表 33 】 VISION2027 の目指す姿と投資領域

マーケティングプロセスとEC構築・運用領域に重点投資

	『VISION2027』の目指す姿	重点投資領域
マーケティング DX支援	マーケティング活動を実施する企業がマーケティング施策の効果改善サイクルを回すことができる社会を実現し、マーケティングプロセス支援のパイオニアとして確固たるポジションを確立する	<ul style="list-style-type: none"> マーケティングプロセス領域の新SaaSのリリースと継続的なアップデート 既存サービスの拡販によるアカウント数の拡大とクロスセルの促進 SaaSでは充足しえない顧客課題を解決する人的支援サービスの開発・提供 M&Aによるサービスの拡充
コマース支援	高度化するeコマース市場において構築・運用・マーケティング活動までをワンストップで提供し、エンタープライズのコマース支援において確固たるポジションを確立する	<ul style="list-style-type: none"> EC-CUBEエンタープライズ版の開発 日越（日本とベトナム）における開発体制の拡充 ECサイト構築後の運用とマーケティング活動を支援するサービスの拡充

(出所)決算説明資料より引用し、一部修正。

◆ アルファ・ウイン調査部の中長期業績見通し

<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、マーケティング DX 支援事業を中心にコマース支援も含めて、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 (P25-図表 31)。

以下のように売上高の予想を減額し、戦略的な先行投資コストに加えて、インフレによる人件費・外注費などの各種コストの増加を考慮し、利益率、及び利益の予想を引き下げた。

2025/9 期 (来期) の予想売上高を 4,400 百万円⇒4,250 百万円、営業利益を 300 百万円⇒250 百万円 (営業利益率 6.8%⇒5.9%)、当期利益を 180 百万円⇒150 百万円へと下方修正した。

同様に 2026/9 期 (来々期) の予想売上高を 4,850 百万円⇒4,680 百万円、営業利益を 350 百万円⇒280 百万円 (営業利益率 7.2%⇒6.0%)、当期利益を 210 百万円⇒170 百万円へと下方修正した。

◆ 但し、来期以降、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領域における新サービス (新 SaaS の有償化と人的支援サービスの強化) の立ち上がり、EC 構築・運用領域における既存ビジネスと「EC-CUBE Enterprise」の拡販による増収、既存のマーケティングプロセスにおける (アドエビスのアカウント数の底打ち、GSP、CAPiCO の寄与) 増収を想定し、2025/9 期、2026/9 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。

なお、今期に予定しているマーケティングプロセス領域での「新 SaaS と人的支援サービス」、コマース支援事業における「EC-CUBE Enterprise」、並びに「EC-CUBE 公式セキュリティチェック」などの新サービスが、来期以降にどの程度業績に寄与するかを、現状で合理的に判断するのは難しい。

◆現時点で、来期以降の新サービスの業績寄与は、大きく見込まず。

このため、来期・来々期の売上高・利益に、これらの新サービスによる寄与は大きく見込んでいない。

◆当部では、新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、中期業績を見直す予定。

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。

◆当部では、当面の DOE を 2.5%と想定。

また、配当金に関しては、中期にわたって前回予想と同じ DOE 2.5%を前提とした。利益見通しの変更に伴い、予想配当額を一部修正したが、増益に伴い増配が続くとの見方は変わらない。

なお、中期的に増益基調が定着すれば、従来掲げていた DOE 3.0%まで、再度、目標を引き上げる可能性もある。

<長期の業績見通し>

現在、手元の現預金や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ている段階にある。

今後、既存ビジネスの自然成長に加え、新規事業の収益化とシナジーが見込める M&A が実施されれば、成長の加速も予想される。

◆長期の年間平均増収率を 10%前後、利益成長率はこれを上回ると予想。

長期的には、成長に向けた投資期間とその回収期間が循環し、業績の変動率は引き続き高いと思われる。しかし、基本的には黒字を維持しつつ年率平均で 10%前後の増収と、これを上回る利益成長が可能であると当調査部では考えている。

8. アナリストの視点

◆ 株主還元

- ◆ 今期は、DOE2.5%を目安に、4期連続の増配を計画。

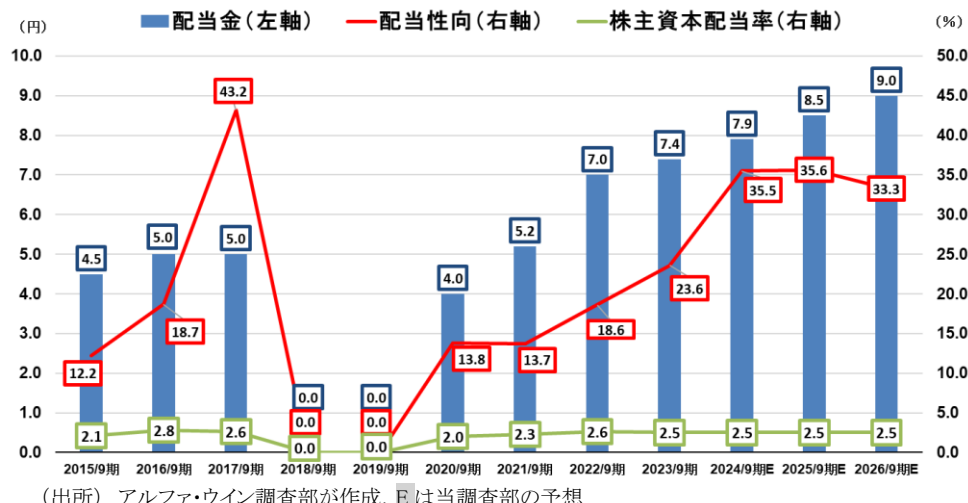
同社は、今期の連結株主資本配当率 (DOE) 2.5%を配当の目安としており、配当金を7.9円/株 (前期比:+0.5円/株) と計画している。2020/9期に復配後、4期連続の増配となる。

当調査部は今期の業績を見直したが (P25)、配当の予想額を会社と同額の7.9円/株のまま据え置いている。2025/9期、2026/9期の業績予想の修正に伴い、DOE 2.5%を前提に配当を調整した。

- ◆ 来期以降も、増配基調を見込む。

同社グループは成長ステージにあり、来期以降はこれまでの投資成果が表れ、再び増益トレンドに戻ると当調査部では予想している。黒字により純資産が増加するため、増配基調が続くと見込んでいる (図表34)。

【図表34】配当金と配当性向の推移



◆ 株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター ＜株価の水準と動向＞

- ◆ 株価のボラティリティは高い。
- ◆ 株価は、株主還元の強化により急騰後、もみ合い。

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。

同社は、前期の決算発表時 (2023年11月) に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) を発表した。株価はこれを好感し、500円割れから700円半ばまで急上昇した。その後は、600円前後でもみ合っている。

なお、年初来では、東証グロース、旧マザーズをアウトパフォーマンスする一方、東証プライム、スタンダード、TOPIXなどの主要インデックスをアンダーパフォーマンスしている (P30-図表35)。

(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。

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てきたが、利益成長率の鈍化が株価に織り込まれつつあると考えられる。

【 図表 35 】 バリュエーションとパフォーマンスの比較

2024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11月6日以降のリターン	2024年5月8日以降のリターン
イルグルム(3690) GRT	602	30.28	1.99	1.31	-5.49	16.44	-4.7
東証プライム全銘柄平均 PRM	1,427.16	16.27	1.39	2.29	17.21	17.47	2.5
東証スタンダード全銘柄平均 STD	1,234.56	14.01	1.00	2.34	5.58	9.39	-1.3
東証グロス全銘柄平均 GRT	796.23	46.41	3.00	0.63	-10.64	-8.43	-5.1
TOPIX	2,772.49				17.16	17.46	2.4
東証グロス250(旧東証マザーズ)	618.49				-12.45	-10.74	-5.6
日経平均	38,487.90	16.52	1.48	1.80	15.01	17.7	0.7

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。実績 PBR: 同社に関しては 2024/9 期の上期末、その他は 2024 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 11 月 6 日は前期の決算(+株主還元強化)発表日、2024 年 5 月 8 日は上期の決算発表日。

<バリュエーション>

今期の業績を基準(予想は会社計画)とすると、同社のバリュエーションは予想 PER 26.54 倍、実績 PBR 1.99 倍、予想 PSR ^{注12}0.94 倍、及び同配当利回り 1.31%となる。

(注 12)PSR: 株価売上高倍率
 =時価総額/売上高

なお、当調査部の業績予想に基づく PER は今期 30.3 倍、来期 25.2 倍、来々期 22.3 倍(以下同順)、PBR は 1.9 倍、1.8 倍、1.7 倍、配当利回りは 1.3%、1.4%、1.5%となる。

◆株主優待制度を再開。

因みに、再開された株主優待制度では、100 株以上の株主に 3 月と 9 月の 2 回、Amazon ギフト券 1,000 円分を贈呈するが、これを考慮した実質的な株主利回りは約 4.6%となる(100 株を保有した場合)。

◆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 16.27 倍、PBR 1.39 倍、単純配当利回り 2.29%)と比較するといずれもやや高い。一方、所属する東証グロス全銘柄の平均値(PER 46.41 倍、PBR 3.00 倍、同配当利回り 0.63%)との比較では割安となる。

なお、EV/EBITDA は今期 5.6 倍、来期 5.5 倍、来々期 5.2 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。

(注 13)PEG: PER÷中期利益(EPS)期待成長率(年率)

また、中期の利益成長率を 10%とすると、PEG ^{注13}は 3.0 倍前後となり割安感はないが、20%と仮定すれば 1.5 倍と、株価は許容範囲内にあると考えられる。

◆今後の株価は、利益のモメンタムと配当水準次第。

バリュエーションに極端な割高・割安感はなく、今後の株価は、来期以降の利益モメンタム、並びに配当予想に連動すると予想される。

◆ 株価の上昇には、来期以降の利益成長性の回復が必須。

特に、成長ドライバーとして期待される2つのサービスの成否が、業績の変動要因としては大きい。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。

<今後の注目点>

◆ アカウント数・単価・解約率、新サービスや EC 構築・運用領域の業績への寄与、M&A、配当などが株価の注目材料。

・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 「マーケティングプロセスのアカウント数 (KPI)」、並びに「単価 (上昇幅と上昇率)」、「解約率」
- ② 今後ローンチされる新たなサービスの具体的な内容 (新 SaaS と人的支援サービス) と業績への貢献度
- ③ 「EC 構築・運用領域の売上高がコマース支援の売上高に占める比率 (KPI)」と、EC 構築・運用領域の収益性
- ④ 月次売上動向 (両支援事業の前年同月比)
- ⑤ 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)
- ⑥ 今期の業績の着地水準、並びに来期以降の利益の見通し (増益に転じるタイミングと増益率)
- ⑦ 株主還元策とその水準
- ⑧ M&A・提携の発表
- ⑨ 個人情報保護法等による規制強化

成長過程にある小型株であるため、業績や株価のボラティリティは今後とも高いと思われる。

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、また、手元資金を活用した M&A を含め同社のビジネスの成長余地は大きい。

◆ マーケティング DX 支援、並びにコマース支援事業を営む、ニッチな内需成長株として、業績の変化に注目。

同社は、新型コロナウイルス感染症、海外情勢、金利や為替の変動による影響を直接的には受けにくく、マーケティング DX 支援、並びにコマース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