

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：2024/12/9

● 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、マーケティング DX 支援とコマース支援の 2 事業で構成される。岩田社長が大学時代に起業し、2001 年に同社を設立した。現在、東証グロース市場に上場している。
- M&A を戦略的に実施し、成長へ向けた先行投資を強化している。ビジネスモデルの変革を進めており、現在のステージを第二の創業期と位置づけている。
- マーケティング DX 支援事業での主力製品は、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) である。圧倒的なシェアを握り (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。中堅・大手企業向けにクラウドサービスを提供するストック型のサブスクリプションビジネスであるため、事業の継続性・安定性・収益性が高い。
- コマース支援事業での主力製品は、EC サイトを構築するためのオープンプラットフォームである EC-CUBE である。近年、EC 構築・運用支援サービスを急拡大し、コマース事業の垂直統合モデルの構築を推進中である。
- 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。
- 設立以来、前期まで 24 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 (2024/9 期:2023 年 10 月~2024 年 9 月) は、売上高が前年同期比 0.3% 増加し 3,636 百万円、営業利益が 48.4% 減少し 164 百万円、当期純利益も 65.1% 減少し 68 百万円と、微増収ながら各利益は半減した。なお、同社は期中に通期の業績見通しを下方修正したが、売上高はほぼ計画通り、利益は計画をやや上回った。いずれも当調査部では、会社計画と同額を予想していた。
- マーケティング DX 支援事業の外部顧客向けの売上高は 2,858 百万円 (前年同期比 Δ 2.2%)、セグメント利益は 151 百万円 (同 Δ 41.0%)、一方、コマース支援事業の同売上高は 778 百万円 (同+10.7%)、セグメント利益は 7 百万円 (同 Δ 88.8%) と、両事業ともに減益となった。
- マーケティング DX 支援事業においては、利益率が高くコアのアドエビスが減収となり減益となった。但し、マーケティングプロセス領域のアカウント数は、底を打ちつつある。
- 一方、コマース支援事業においては、EC 構築・運用支援領域の拡大により増収となったが、開発体制強化のための採用・人件費、開発費等の先行投資費用の増加により減益となった。
- なお、財務面では利益計上による資本、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、一時期よりも低下したが十分な水準にあり、ルビー・グループ株式会社 (以下、ルビー社) を買収後も、財務体質は引き続き健全である。
- ルビー社が今期より連結 PL に算入される。その影響額については精査中であり、「通期業績予想・株主還元予想は、合理的に予想可能となった時点で速やかに公表する」とし、期初時点では予想値は非公表である。
- ルビー社の直近期の売上高は 10 億円前後であり、連結業績に寄与するため今期は大幅な増収となり、最高売上高を更新することが確実視される。

1/38

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。

- ・当調査部では、今・来期の業績予想を見直し(売上高、及び利益予想を減額修正)、来々期の業績予想を新たに加えた。
- ・今期の売上高を 47.5 億円と予想し、利益を前期比で微増と予想した(営業利益:1.8 億円、当期利益:1.1 億円、配当金:7.9 円、+0.1 円の増配、DOE2.5%を継続する前提、以降も同様)。
- ・来期以降も中期的に増収増益・増配基調を予想するが、先行投資が継続し、かつルビー社ののれんの償却費が継続的に発生すると考えられるため、増益率は増収率を下回ると推定される。

経営戦略と中期の業績予想

- ・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 億円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。大型 EC サイト向けに EC-CUBE Enterprise 版を開発し提供することに加えて、ルビー社の買収により、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。
- ・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、既存事業の安定収益を成長ドライバーに投資し、DX 人材の獲得を目的とした積極的な M&A を実施する方針であることから、今後も年率(平均)で二桁の売上高の成長が見込まれる。
- ・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、先行投資が継続するため過去最高益の更新時期は予見しにくい。

株価水準

- ・前期に業績予想を期中に下方修正したこともあり、株価は下落した。しかし、利益が修正予想をやや上回る水準に着地したことから、過去 12 ヶ月間の下値を割り込むことなく 500 円台の半ばで推移している。
- ・なお、年初来では、東証グロース市場指数、並びに TOPIX をアンダーパフォームしている。
- ・同社は「アドテック+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と考えられる。前期基準、並びに当調査部による同社の今期の業績予想を基準とすると、東証グロースに上場する全銘柄、東証プライム全銘柄、並びに類似会社との比較では主要なバリュエーションに割安感はない。
- ・今後の株価は、今期の業績予想の発表内容(特に利益と配当)、KPI であるアカウント数の増減、M&A のリリース、並びに月次売上高の推移(前年同期比の水準)により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(ルビー社とのシナジー効果)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、継続的な増配を継続すれば、中長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。

【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	修正CE	3,650	0.7	140	-56.1	135	-59.0	55	-72.1	8.9	-	7.6
2024/9	期初CE	4,100	13.1	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.7	-	7.9
2024/9	A	3,636	0.3	164	-48.4	162	-50.8	68	-65.1	11.1	304.6	7.8
2024/9	旧E	3,650	0.7	140	-56.0	135	-59.0	55	-72.1	8.9	316.8	7.6
2025/9	CE	非公表										
2025/9	新E	4,750	30.6	180	9.8	180	11.1	110	61.8	17.9	314.6	7.9
2025/9	旧E	5,000	37.5	250	52.4	250	54.3	150	120.6	24.3	333.6	8.3
2026/9	新E	5,000	5.3	200	11.1	200	11.1	120	9.1	19.5	326.2	8.1
2026/9	旧E	5,500	10.0	280	12.0	280	12.0	170	13.3	27.6	352.9	8.8
2027/9	新E	5,300	6.0	300	50.0	300	50.0	180	50.0	29.2	347.3	8.6

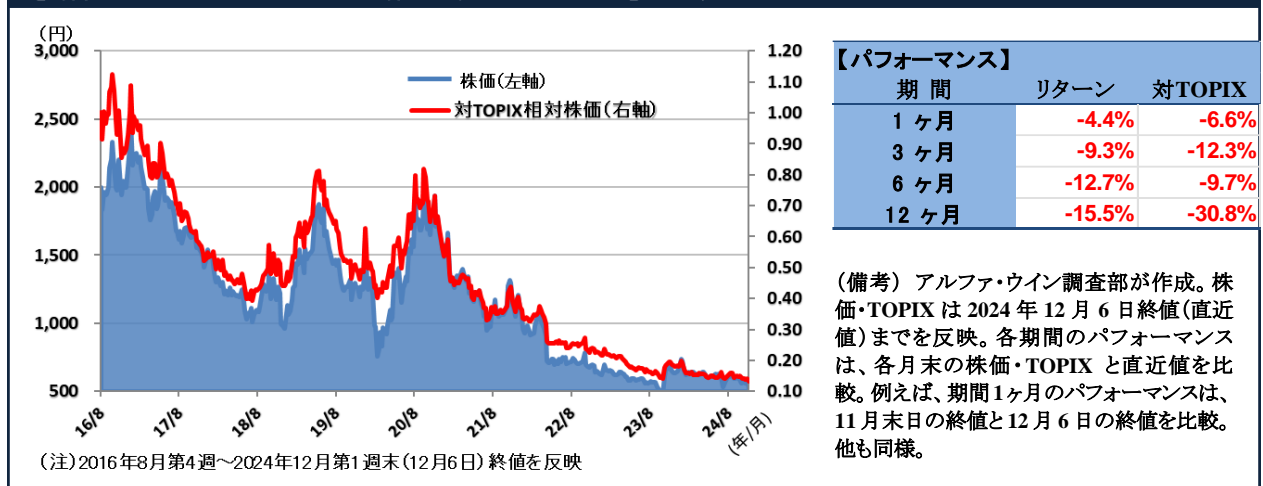
(備考) 旧 E: 前回予想、新: 今回の予想。 A: 実績、CE: 会社予想、E: アルファ・ウイン調査部予想。
2025/9 期の CE: 会社の予想は非公表。

【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	2024/12/6	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	538	前期実績	48.3	1.8	1.4%	70.0%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	30.1	1.7	1.5%	44.3%
時価総額 (百万円)	3,428	来期予想	27.6	1.6	1.5%	41.6%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	18.4	1.5	1.6%	29.4%
前期末・自己資本比率	53.3%	前期株主資本配当率	2.5%	前期ROE	3.6%	

(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



ディスクレマー

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

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

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ (<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。FV2024-12-13-0002

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.....	P9
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P10
事業ポートフォリオ.....	P10
事業内容 I. マーケティング DX 支援事業 (旧：マーケティング PF*事業)	P12
事業内容 II. コマース支援事業 (旧：商流 PF*事業)	P15
3. 株主構成.....	P17
株主所有者別構成の推移.....	P17
上位株主構成.....	P17
4. ESG と SDGs.....	P18
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)	P18
SDGs (Sustainable Development Goals)	P18
5. 成長の軌跡.....	P19
過去の業績推移.....	P19
6. 業界環境.....	P20
日本の広告市場の動向.....	P20
日本の EC 市場の動向.....	P20
7. 前期の業績と今期の業績予想.....	P21
2024/9 期 (前期) 連結決算の実績.....	P21
2025/9 期 (今期) 連結業績の同社計画.....	P27
アルファ・ウイン調査部の 2025/9 期 (今期) 業績予想.....	P28
8. 成長戦略.....	P31
同社の中長期経営計画と戦略.....	P31
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)に吸収合併した。また、2024 年 9 月 30 日にルビー・グループ株式会社を買収し、同社の連結子会社とした。

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 ^{注1} 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 ^{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しニッチ分野のリーディングカンパニーである。

これまでは 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サービスだったが、自社開発に加え 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の制作事業を大阪で起業し、業容を拡大し 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。

<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 7 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 5 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、ルビー・グループ株式会社とその子会社である KIMEI GLOBAL Co.,Ltd）、持分法適用会社 1 社（有限会社彩）の 9 社で構成されている（2024 年 11 月末時点、P7-図表 1）。

なお、株式会社 EC-CUBE Innovations（旧・ボクブロック株式会社）は、株式会社イーシーキューブに吸収合併された。

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）。

- ◆ 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。

- ◆ 積極的な M&A により新ビジネスを展開。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、東証グロス市場に上場。

- ◆ 同社を含め 9 社でグループを形成。

（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。

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寄与している。

【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 (買収金額: 当期推定)	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	売上高	営業利益	当期利益	純資産	純資産
連結子会社 (8社⇒7社)									直近の開示情報、または買収時点での業績				
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60%	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				
ファーエンドテクノロジー	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	鳥取県松江市	100%	8	2008年9月	2023/6期	157				
イーシーキューブ	コマース支援事業からイーシーキューブ事業を承継	分社化・業務移管	2019年1月	大阪府大阪市北区	68.5%	30	2018年10月	2021/9期	358	119		249	
	オリコと資本業務提携	2024年1月											
ルビーグループ株式会社	ラグジュアリーブランドのECサイト構築・運営等	企業買収 (約4.6億円)	2024年9月	東京都品川区	100%	174	2011年1月	2024/3期	1,028	2	△0	826	498
KIMEI GLOBAL CO., LTD	eコマースのウェブサイトの作成	ルビーグループの子会社	2024年9月	ベトナム ホーチミン市	100%	4,454百万VND*			(* VND:ドン、4,454百万VNDは約20百万円に相当)				
YRGLM Vietnam Co., Ltd.	オフショアのソフトウェア開発拠点	設立		ベトナム ホーチミン市	100%	4,256百万VND*		2013年12月	(* VND:ドン、4,256百万VNDは約25百万円に相当)				
持分法適用会社 (1社)													
有価証券 彩	同社の(旧)EC受託開発事業を移管	分社化・業務移管	2015年9月		20%	3	2004年4月					20	

(出所) 有価証券報告書、株主招集通知書により、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

【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	2024/9期
A 連結売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,204	2,818	2,957	3,334	3,626	3,636
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	2,410
A-B=C (連結-単体)売上高	0	0	0	0	0	194	301	425	751	1,150	1,226
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	1.51
A 連結経常利益	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	261	364	399	329	162
B 単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	165	278	315	232	193
A-B=C (連結-単体)経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86	84	97	-31
A/B 連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58	1.31	1.27	1.42	0.84

(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)。

<ルビー・グループ株式会社を買収>

◆ルビー社を買収し、連結子会社化。

同社は、2024年9月30日付けでルビー社の全株式を485百万円で取得し、今期Q1よりルビー社の子会社と共に買収し連結の対象とした。

(注5)フルフィルメント:ECなどにおいて、受注から配達までの業務(受注、梱包、在庫管理、発送、受け渡し、代金回収まで)の一連のプロセス全体のことを指す。

ルビー社は、ラグジュアリーブランドのECサイトの構築や運営、フルフィルメントサービス^{注5}の業務を得意とする。買収により同社グループの顧客に対する垂直統合的なサービスの提供を、充実することができると同社は見込んでいる。

◆ルビー社の収益性は低い、財務状況は健全。

開示されたルビー社の業績は、以下の通りである(P8-図表3)。直近期(2024/3期)の売上高は10億円程度、最終損益はほぼゼロとなっている。収益性は低い、自己資本比率は60%、純資産は498百万円と、財務状況は健全と思われる。

◆相対的に大きなM&A。

同社グループの前期の売上高、並びに前期Q3(=ルビー社合併直前期)の総資産、純資産を基準とすると、ルビー社はそれぞれ28.2%、29.0%、26.0%に相当し、従来のM&Aと比較すると相対的に規模が大きい。

◆のれんは1.5億円、償却負担額は年間20百万円と推計。

なお、買収に伴うのれんは開示されていないが、決算短信の各種数値から推計すると1.5億円と見積もられる。これを5年から10年程度

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。

で定額償却すると仮定すると、年間の償却額は 20 百万円と試算される（平均して 7.5 年として算出）。

【 図表 3 】 ルビー社の連結業績と財務状況の推移

決算期	2022/3期	2023/3期	2024/3期
決算期間	2022/3～2022/3	2022/4～2023/3	2023/4～2024/3
売上高	122	975	1,026
営業利益	44	25	2
営業利益率(%)	36.1	2.6	0.2
経常利益	43	22	2
当期利益	10	4	0
EPS(円)	70.3	32.94	-1.89
配当金(円)	-	-	-
純資産	478	497	498
総資産	877	778	826
純資産比率(%)	54.5	63.9	60.3
BPS(円)	3,129.48	3,144.72	3,153.45
総資産回転率(倍)	-	1.18	1.28

(出所) ニュースリリースより、アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 2022年3月期は、決算期変更のため1ヵ月の変則決算。単位は百万円。

<財務状況>

- 2024年9月末時点では現預金が借入金を上回り、実質的に無借金。

M&A と大型投資により一時期、フリーキャッシュフロー (FCF) 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きた (図表 4)。2024 年 9 月末時点では借入金合計 8.4 億円に対し、現預金 14.1 億円と実質的には無借金である。

主にルビー社の買収に伴い、前期に長期借入金として 480 百万円を調達し (財務 CF)、ルビー社の株式を取得 (480 百万円) した。この結果、通期では、営業 CF を上回る投資 CF が発生し、フリーCF は 103 百万円のマイナスとなった。

【 図表 4 】 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	下期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292	356	209	261	126
投資活動によるCF②	-5	-27	-80	-69	-88	-108	-94	-118	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262	-181	-100	-57	-89	-421
財務活動によるCF	-0	0	-18	3	-31	-0	169	542	-0	-100	391	-58	-1	-23	-195	-121	-178	-115	-273	327
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-269	-60	-317	328	206	20	-121	111	256	152	192	-295
現金及び預金(BS上)	656	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	1,370	1,407

(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 5 割と財務体質は健全。

総資産 35 億円、時価総額 34 億円 (2024 年 12 月 6 日終値 : 538 円を基準) と小規模ながら、自己資本比率は 53.3% (2023/9 期 : 61.4%)、流動比率は 199.5% (同 206.4%) と、財務体質は健全である (いずれも 2024 年 9 月末時点)。

- のれんを含めた無形固定資産は、純資産の50%以下。

前期は、直近のルビー社を含めた企業買収に伴い、のれんはやや増加した (YOY+28 百万円)。2024 年 9 月末の残高は 3.9 億円と年間の EBITDA の 85%程度であり、一括償却も可能である (図表 5)。

のれんにソフトウェアと同仮勘定 (4.6 億円) を含めた無形固定資産が 8.7 億円、これに繰延税金資産の 0.8 億円を加えると合計 9.5 億円と、純資産額 19.3 億円の範囲内 (約 49%) にあり問題はない。

【 図表 5 】 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期
のれん金額 (BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	109	316	450	484	362	389
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	3.2
EBITDA ④	274	373	286	175	6	247	514	638	686	629	461
のれん金額 / EBITDA ⑤=①/④	0	0	0	0	0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.8

(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、一部の株式を第三者に売却した当時でも 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 (1,754.92) と直近の終値 (2024 年 11 月末終値: 2,680.71) を比較すると、5 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、大きく上回っていると推察される。

時価、含み益とも、TOPIX 並みに (1.5 倍以上に) 増加していると仮定すれば、イーシーキューブの現在の株式の市場価値は 21 億前後、同様に現在の株式の含み益は、20 億円前後と推計される。

◆ 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、「自分が関わること 1 つ 1 つに Impact を与え続けよう。人々の心に伝わる小さな Impact の積み重ねが、やがて世界を揺るがす大きなうねりとなるから」との思いが込められている。

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

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（アドエビスへのシフト）、ノンコアビジネスの切り離し並びに撤退、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 6）。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。

- 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、アドエビスに経営資源を集中。近年は、コマース支援事業も含め、周辺事業・企業を買収し拡大中。

【 図表 6 】 事業再編とセグメント（灰色のハイライト部分は、クローズしたビジネス）

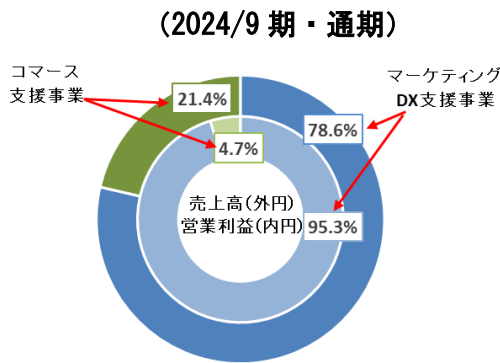
事業名称	事業区分	主要サービス(または社名)	変動	備考
I. マーケティングDX 支援事業 (旧: マーケティングプラットフォーム)	(1) マーケティングプロセス ~A: 広告効果測定	①アドエビス(AD EBIS, GSPを含む)、及びCAPIGO~ 広告効果測定ツール	ADPLAN事業(2020/1に事業買収、統合後)は、2021/3にクローズ。	本体
	~B: 広告代理店DX	②アドレポ~ 広告分析レポート自動作成ツール	事業買収(2018年8月)。	
	~C: 新サービス(名称非公認)	③新サービス~ SaaSと人的支援により、「マーケティング施策の効果改善サイクルを回す」ツール	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。今下期に「アドエビス」顧客に、来期に一般顧客に正式版をリリース予定(有料化)。	
	(2) インキュベーション	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。	連結
		②TargetPush~ リテンションマーケティングツール	2024年7月よりサービスイン。	
		③スプー~ Webメディア・制作、運用代行	全株式を取得し子会社化(2020/12月)。	連結
④トピカ~ SNS/動画を活用したマーケティング支援		株式の約60%を取得し子会社化(2021/7月)。		
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)	①(EC-GUBE) (ec-cube.co) ~ EC構築オープンソース	全株式を取得し子会社化(2022/1月)。 2021年7月に正式版をリリース。2024年5月にクローズ。	連結
	(2) EC構築・運用 (旧: EC構築・運用支援)	①EC-GUBE Innovations(旧ポプブロック) ⇒ (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 ②ルビーグループ~ ECサイトの運用代行、フルフィルメントサービス	全株式を取得し子会社化(2022/5月) → EC GUBE 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。 全株式取得し子会社化(2024/9月)。	連結

(出所) 図表 6~9: 決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。図表 6 の赤字は、最近の動向・予定。

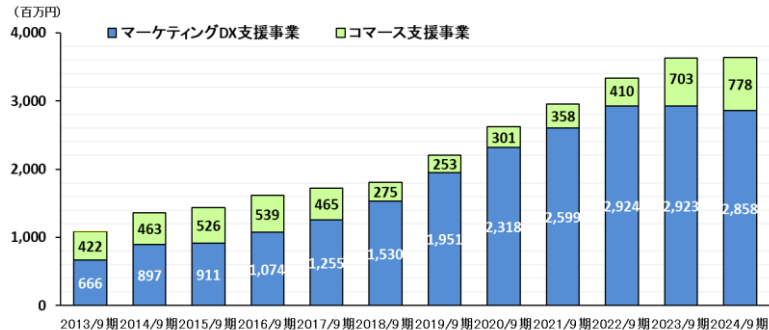
<事業構成と事業別の業績推移>

2024/9 期末（前期末）時点では、I. マーケティング DX 支援、および II. コマース支援の 2 事業で展開している。マーケティング DX 支援事業が、前期では総売上高（外部顧客向け）の約 79%、並びに営業利益（連結調整前）の約 95%を占め（図表 7）、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。事業別の売上高の推移を図表 8 に示した。

【 図表 7 】 事業別売上高・利益構成

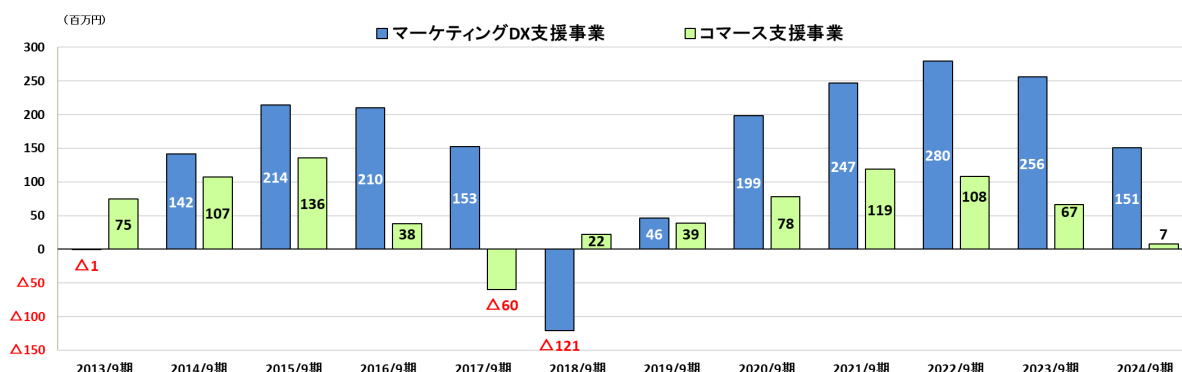


【 図表 8 】 事業別の売上高推移（単位：百万円）



(備考) セグメントの売上高は「外部顧客」向けの数字(以下同様)。

【 図表 9 】 事業別のセグメント営業利益の推移



(備考) セグメント利益は連結調整前の数字(以下同様)。

◆ 事業再編期を除き、2つの事業とも営業黒字。

また、年度別の事業別営業利益の推移は、図表9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利益(セグメント利益)を計上している。過去の12期間において、利益的には概ねマーケティングDX支援事業の寄与が相対的に大きい。

なお、前期末時点での事業ポートフォリオを図表10に示した。(図表10における事業番号と、P10-図表6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 10 】 事業構成 (2024/9 末現在)

I. マーケティングDX支援事業 (Marketing)		II. コマース支援事業 (Commerce)	
(1) マーケティングプロセス	(2) インキュベーション	(1) プラットフォーム	(2) EC構築・運用
① ADEBiS. CAPiCO 広告効果測定市場 売上シェア国内No.1 ※1 ② AdRepo	① ADHOOP 広告代理店マッチング プラットフォーム ② Target Push Web通知プッシュ通知ツール ③ Spool! inc. クリエイティブエージェンシー ④ TOPICA 分散型動画メディア 運営代行サービス ⑤ FAR END Technologies プロジェクト管理ツールの 開発・提供 * eZCX EC特化型CX向上プラットフォーム 「イージーシーエックス」 (2024年5月クローズ)	① ECICUBE ECオープンプラットフォーム 「イーシーキューブ」 ec-cube.co クラウドECプラットフォーム 「イーシーキューブシニア」 EC構築オープンソース 利用数国内No.1 ※2	① ECICUBE 株式会社イーシーキューブ ② RUBYGROUP ECサイトの運用代行・ フルフィルメントサービス (2025年9期Q1より運用開始)

※ 1: 日本マーケティングリサーチ機構調べ 調査概要:2024年8月期_指定領域における市場調査

※ 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」

(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。

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。

◆ 事業内容 I. マーケティング DX 支援事業 (旧: マーケティング PF 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 11 に示した。

【図表 11】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	2024/9期	2024/9期	前期比
	連結	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
I. マーケティングDX支援事業	897	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,823	2,858	-65	-2.2
(1) マーケティングプロセス	883	911	1,074	1,254	1,529	1,951	2,306	2,504	2,525	2,402	2,340	-62	-2.6
A 広告効果測定	883	911	1,074	1,254	1,445	1,747	2,127	2,311	2,353	2,222	2,155	-67	-3.0
①AD EBIS(GSPを含む)	722	822	1,012	1,200	1,402	1,719	2,119	2,311	2,353	2,222	2,150	-72	-3.2
アドエビス増収率(前期比%)	27.3%	13.9%	23.1%	18.6%	16.8%	22.6%	23.3%	9.1%	1.8%	-5.6%	-3.2%		
CAPICO(2023年8月以降)										0	5		
THREe(2020年3月末撤退)	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0	0		
B 広告代理店DX						124	152	181	172	180	185	5	2.8
①アドレボ					(事業買収2018年10月→)	124	149	169	167	180	185	5	2.8
アドナレッジ(2023年1月末撤退)							3	12	5	撤退			
C 新サービス										0	-	-	-
(2) インキュベーション							3	89	390	530	525	-5	-0.9
①アドフープ(2020年5月)								20	41	58	42	-14	-26.0
②TargetPush(2024年7月)											4		-
③スポール(2020年12月)								38	59	79	43	-36	-45.6
④トピカ(2021年7月)								28	189	230	239	9	3.9
⑤ファーエンド(2022年2月)								0	97	158	195	37	23.4
●ozx(2024年5月クローズ)								1	6	4	3		-
*その他: プロフェッショナルサービス(DMP)					84	80	27						
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	258	151	-105	-41.0
セグメント営業利益率(%)	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	8.7%	5.3%	-	-

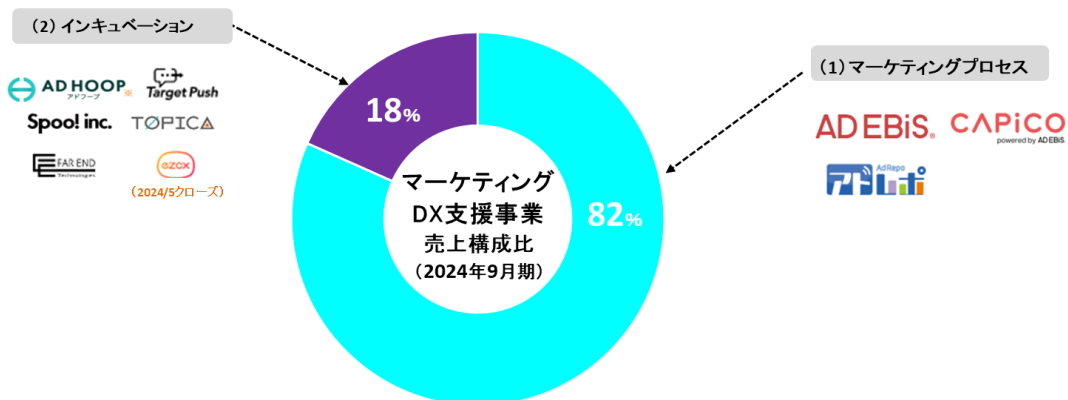
(出所) 決算説明資料、取材によりアルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 一部に当部の推計・推定(今期の斜文字部分)も含む。

◆ マーケティング DX 支援事業は、2 セグメントから構成。マーケティングプロセス内のアドエビス(広告効果測定)がメイン。

I. マーケティング DX 支援事業は、(1) マーケティングプロセス領域と、(2) インキュベーション領域の 2 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 11、図表 12 の通りである。一時期よりも売上高比率は低下したが、マーケティング DX 支援事業の 76% (全社の 60%) を (1) マーケティングプロセス領域内の「アドエビス」が占めると推定される。

【図表 12】マーケティング DX 支援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

以下は、現在の同事業内の領域区分と主力製品名である（「 」内がサービス、または製品名）。

<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>

- ◆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 6) 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 7) 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、ターゲットプッシュから構成される。インキュベーション領域全体の売上高は、前期比横ばい。

- ① 「アドエビス：AD EBis」+CAPiCO（自社開発サービス）
 - ・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：87.4%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：2024 年 8 月期_指定領域における市場調査）。
 - ・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6}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、アドエビス（CAPiCO を含む）の売上高は、非公表となったが、前期（2024/9 期）の売上高は 21.5 億円と前々期（2023/9 期）の 22.2 億円から約 3%の減収となったと推計される。

- ② 「アドレポ：AdRepo」
 - ・運用型広告^{注7}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。
 - ・現在、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区分変更。アドナレッジは撤退）。前期の売上高は約 185 百万円と推計され、マーケティング DX 支援事業の売上高の 6%（前々期と同率、売上高は横ばい）を占める。

<事業別の業績動向：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 (P15-図表 13)

- ① 「アドフープ：AD HOOP」（自社開発サービス）
 - ・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により業容を拡大したい意向。
 - ・売上高は、前々期の 56 百万円から、前期には 42 百万円へと減収（YOY△25.0%、マーケティング DX 支援事業の売上高の約 1.5%）。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 社の合計売上高は、467 百万円から 477 百万円へと 2%の微増収。

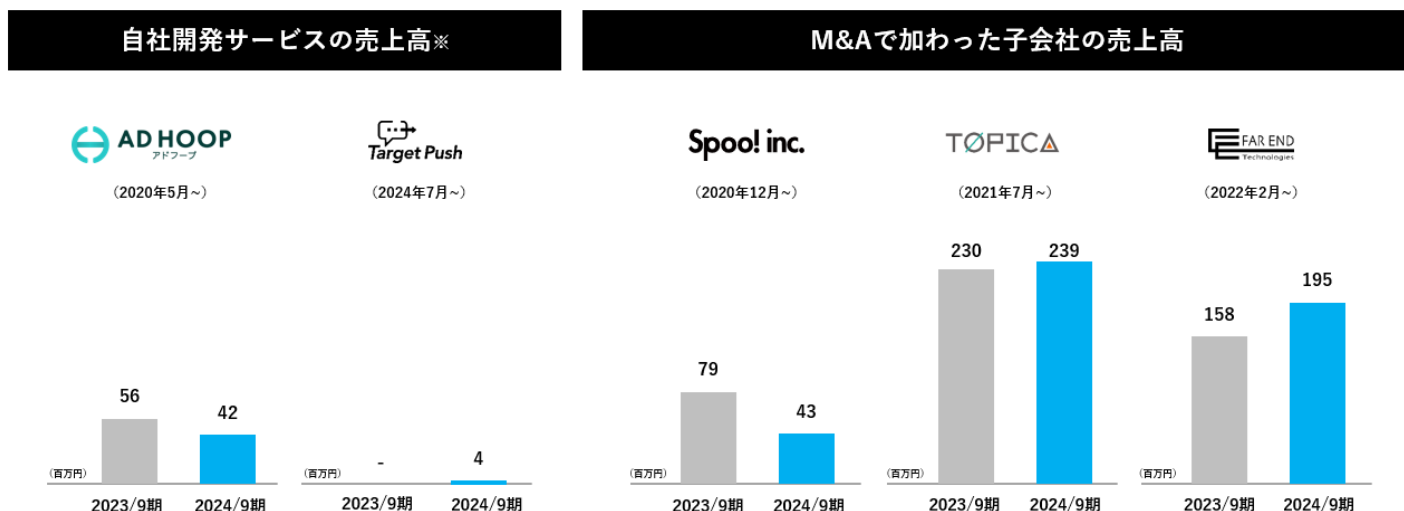
- ②ターゲットプッシュ (TargetPush) (自社開発サービス)
- ・ユーザーの PC やスマートフォンに対しダイレクトにアプローチができる Web プッシュ通知ツール。
 - ・ユーザーが Web ブラウザ上で「通知許可」をすれば継続的なコンタクトが可能になるため、リターゲティング広告やメールマガジンなどに代わる手段として、Web サイトへの再来訪やコンバージョン促進が期待できる。

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したが、近年の売上高はほぼ横ばいで推移している。

- 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 79 百万円から、前期には 43 百万円へと、36 百万円 (YOY+45.6%) の減収。
- 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 230 百万円から前期には 239 万円へと、9 百万円 (YOY+3.9%) の微増収。
- 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 158 百万円から前期には 195 百万円へと 37 百万円、23.4%の増収となった。

【 図表 13 】 インキュベーション領域の売上高の比較



(出所) 決算説明資料から作成。(備考) *「eZCX(イージーシーエックス)」サービスは、2024年5月にクローズ。

◆ 事業内容 II. コマース支援事業(旧・商流 PF 事業)

- ◆コマース支援事業は、イーシーキューブとEC構築・運用の2領域から構成。今期からは、統合し単一事業となる。

(注 8)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、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(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注8)への再参入を行った(2022年6月から連結対象、後に吸収合併)。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(P16-図表14)。

なお、コマース支援事業は、プラットフォームとEC構築・運用の2領域から構成されていたが、今期から統合される(単一セグメント)。

【 図表 14 】 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 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結	2018/9期 連結	2019/9期 連結	2020/9期 連結	2021/9期 連結	2022/9期 連結	2023/9期 連結 A	2024/9期 連結 B	2024/9期、前期比 B-A (B-A)/A
II. コマース支援事業	463	526	539	465	274	253	301	358	410	703	778	10.7
(1) プラットフォーム (旧・イーシーキューブ)	245	230	219	208	254	253	301	358	330	354	326	-28
増収率 (前期比%)	18.3%	-6.1%	-4.8%	-5.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	19.1%	-7.9%	7.3%	-7.9%	
① 決済手数料								290	250	260	245	-15
② サブスクリプション								14	29	35	37	2
③ その他								54	49	56	57	1
④ その他								0	81	351	450	99
新-(2) EC構築・運用 (旧・ボクブロック)							0	0	0	0	0	0
旧-(3) SOLUTION (移管・継続)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
旧-① EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等 ② SaaS (移管)	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0
セグメント営業利益	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	67	7	-59
セグメント営業利益率	22.5%	25.8%	7.1%	-	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.4%	9.5%	1.0%	-8.5%

(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(斜文字部分)も含む。

＜事業別の業績動向：II.コマース支援事業

(1) プラットフォーム事業領域＞

イーシーキューブのサービスの概要

- ・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。

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。

(注 9)フリーミアムモデル：フリーミアム(【Freemium】)は、フリー(【free】、無料)と、プレミアム(【premium】、割増)を合わせた造語。基本的なサービスを無料で提供する一方、より高機能な、または特別に追加された関連サービスについて課金することにより、収益を得るビジネスモデルを指す。

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9}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、「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(プラグイン等)から構成される。近年、売上高は 3 億円強で横ばいで推移している。

- ・ワンストップサービスを提供し、垂直統合モデルを構築。
- ・EC 構築・運用支援事業は、グループ間のシナジーを活かし急拡大。

＜事業別の業績動向：II.コマース支援事業

(2) EC 構築・運用領域＞

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 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を提供し、垂直統合モデルを構築しつつある。

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するが、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伸長している(2022/9 期⇒2023/9 期⇒2024/9 期：事業内の売上高構成比は 20%⇒50%⇒58%、売上高は 81 百万円⇒351 百万円⇒450 百万円へと急増)。なお、前期のコマース支援事業における売上高構成比 (KPI) は 58%を占める。

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 95%と圧倒的に高い。

2023 年 9 月末の株主所有者別構成比率 (図表 15) では、「個人その他」が、95%と圧倒的に多い (2024/9 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 15 】 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	2023/9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	95.29
金融機関等	3.12	0.47	1.49	0.47	1.40	8.95	7.84	3.91	2.06	0.00
外国法人等	0.35	0.54	1.07	0.54	0.56	5.88	2.64	1.32	1.34	0.82
その他の法人	4.49	3.2	2.96	3.20	1.99	1.85	1.78	1.80	2.08	1.76
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	2.12

(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。

2024 年 9 月末時点での大株主を、図表 16 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。
- ・国内投信では、楽天・新経連株価指数ファンド (JANE インデックス) が、同社の株式を組み入れている模様。
- ・なお、2024 年 9 月末では約 210 千株の自社株を保有している (発行済株式数の 3.3%、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 16 】 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	2024年9月末	同時点保有割合	順位	増減数 (23/9-24/9)
岩田 道氏 (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	2,615	42.44	1	-137
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	805	13.06	2	0
又藤 加奈子氏 (元取締役専務執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	329	329	329	5.34	3	0
山下 良久氏	—	—	—	—	—	—	54	54	68	68	1.09	4	0
イルグルム従業員持株会	76	39	48	69	68	71	66	69	79	64	1.03	5	-16
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	60	0.97	6	0
山田 智則氏	—	—	28	—	—	—	33	36	53	53	0.86	7	0
長谷川 聡氏	—	—	—	—	—	—	—	37	37	37	0.59	8	0
中川 仁氏	—	—	—	—	—	—	—	—	27	27	0.43	9	—
長野 雄代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—	24	24	0.38	10	—
自井 真氏	—	—	—	—	—	—	—	—	—	36	—	—	—
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	129	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	—	—	—	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 憲一郎氏 (元社外取締役)	39	29	29	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
高山 義雄氏	—	—	—	28	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
遠藤 明夫氏 (元取締役：監査等委員)	26	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式：千株)	0	0	0	1	81	64	58	112	84	210	—	—	—
(自己株式比率：%)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.91%	1.75%	1.32%	3.30%	—	—	—

(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。

4. ESG と SDGs

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。

◆ ESG については、継続的に取り組んでいる。

◆ 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、並びに取締役を兼務しない 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 10）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 ^{注 10}（エスディー・ジーズ：持続可能な開発目標）については、雇用における目標と、同社のサービスを通じた目標の両面から、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 17）。

【図表 17】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、24 期連続で過去最高を更新中。
- 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。人員も順調に拡大。

設立以来、24 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～2024/9 期に至るまで、売上高は 5.7 億円から 36.4 億円へと約 6.4 倍（年率複利換算 +13.2%）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（図表 18、図表 19）。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。これに加え、EC 市場の成長に支えられて、コマース支援事業の EC-CUBE が安定成長したこと、並びに買収した企業（EC 構築・運用支援等）の寄与が背景にある。

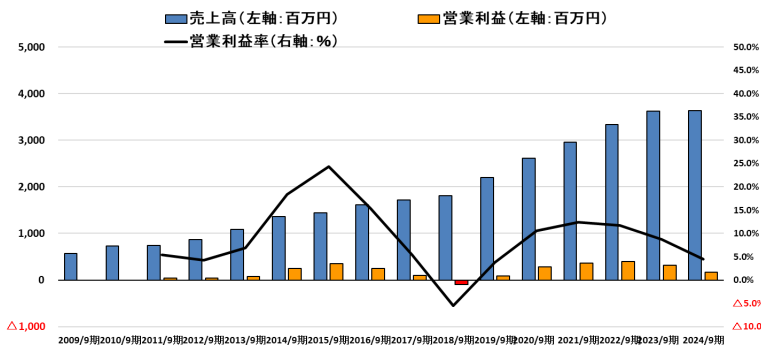
<利益>

- 2015/9 期には、当時の過去最高益を計上。
- 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。
- 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・経常利益が最高益を連続更新。その後は増収減益傾向。

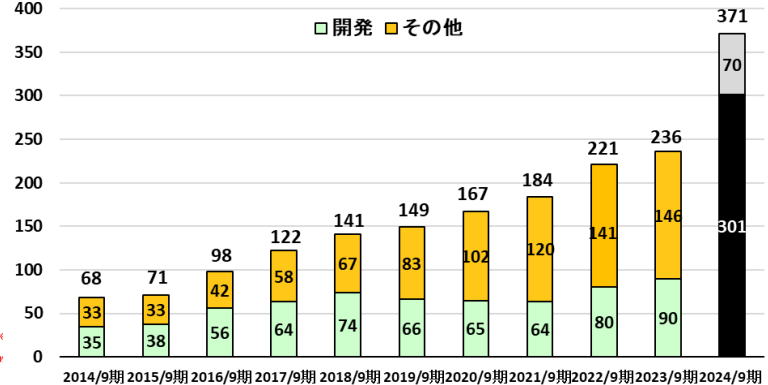
一方、利益面では、2017/9 期までは単独・連結とも黒字を維持し、2015/9 期には営業利益 350 百万円、当期利益 231 百万円と過去最高益を計上した。しかし 2016/9 期以降、事業再編と先行投資により増収ながらも、コスト負担が収益を圧迫し連続減益となった。2018/9 期には開発・営業などの人員の増強を中心とする先行投資負担から、上場後初の赤字（営業損失△98 百万円、当期純損失△88 百万円）に転落した。翌 2019/9 期には、マーケティング DX 支援事業においてアドエビスが牽引し 2 割の増収となり、営業・経常利益ともに黒字化した。しかし、特別損失を計上し 2 期連続の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

続く 2020/9 期には連続増収に加えコストの改善が進み、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。但し、2023/9 期以降は、先行投資負担から増収減益傾向となっている。

【図表 18】過去の業績推移と会社の今期予想



【図表 19】人員推移 (単位:人)



(出所) 図表 18、19 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。(出所) 決算説明資料

(備考、CE は会社予想。図表 19 において、2024/9 期の人員数 371 名のうち、70 名はルビー社の従業員数。

6. 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。

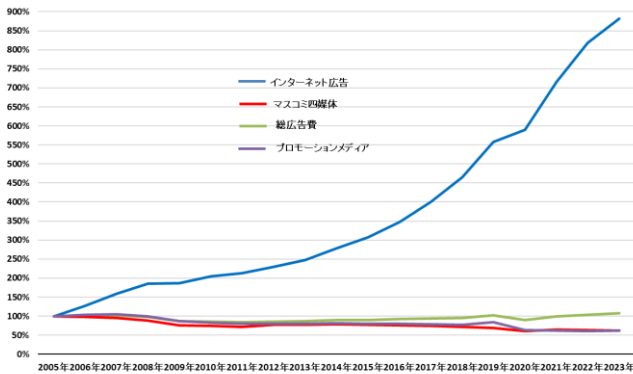
2023年(暦年、本章では以下同様)の日本の総広告費は、前年比で3.0%増加し、約7.3兆円と過去最高となった。新型コロナウイルス感染症の鎮静化に伴うリアルイベントの増加、国内外の観光・旅行の活性化による回復が見られた。特に社会のデジタル化を背景に、「インターネット広告費」の成長が市場全体を支え、同社のインターネット広告関連ビジネスに望ましい環境が続いている。

◆インターネット広告費市場は、高成長を持続。最大の媒体に。足元も順調に推移。

<インターネット広告市場(年次)>

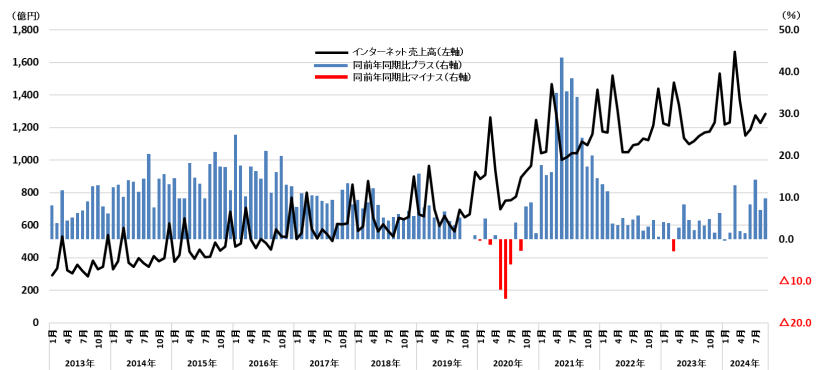
デジタル化の進展、EC市場の活況、動画広告需要の拡大で、インターネット広告費市場(媒体費と製作費の合計)は約3.3兆円に達し、成長率はやや鈍化したものの前年比で7.8%増加した。同市場は、2005年の広告費を基準とすると2023年には8.8倍(年間単純平均成長率+13.1%)に急拡大している(図表20)。足元も順調である(図表21)。また、インターネット広告費は、総広告費のうち43.5%を占める最大の媒体となっている(出所：電通「2023年日本の広告費」)。

【図表20】媒体別広告費の推移(指数化：2005年=100)



(出所) 図表21: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21】インターネット広告(月次売上高)の推移



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
(2024年9月まで、月次データを反映)

◆ 日本のEC市場の動向

<BtoC-ECの市場規模とEC化率(年次)>

コマース支援事業で同社が提供する製品・サービスと関連が深い、2023年の日本国内のBtoC-EC(消費者向け電子商取引)市場規模は、24.8兆円(YOY+9.23%、2021年20.7兆円、2022年22.7兆円)と順調に拡大している。

◆BtoC-EC市場は、順調に拡大。物販系のEC化率は9%台。今後の成長ポテンシャルは高い。

・また、BtoC-ECにおける物販系分野の市場規模の増加率(YOY)は+4.83%、同EC化率は9.38%(前年比+0.25%ポイント)と、商取引の電子化が引き続き進展している(出所：経済産業省、「令和5年度デジタル取引環境整備事業(電子商取引に関する市場調査)」)。

7. 前期の業績と今期の業績予想

◆ 2024/9 期(前期)連結決算の実績

<概要>

- ◆ 前期は微増収ながら利益が半減、売上高は過去最高を24期連続で更新。

2024/9 期・通期連結決算（2023 年 10 月～2024 年 9 月）は、売上高が前年同期比+0.3%（+10 百万円）増加の 3,636 百万円、営業利益が同△48.4%（△154 百万円）減少の 164 百万円と、微増収ながら利益は半減した（図表 22）。

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△65.1%（△129 百万円）減益の 68 百万円となった。通期決算としては、創業以来、過去最高売上高を 24 期連続で更新した。

【 図表 22 】 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	2024/9期			2024/9期・会社予想=当期予想			
	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)	金額(実績)	増減額/率	増減率	金額(予想)	増減額/率	増減率	
												YOY	YOY		実績と予想の比較		
売上高合計	1,360	1,437	1,613	1,719	1,805	2,204	2,619	2,958	3,334	3,626	3,636	10	0.3%	3,650	-14	-0.4%	
I マーケティングDX支援事業	887	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,923	2,858	-66	-2.2%				
II コマース支援事業	463	526	539	465	274	253	301	358	410	703	778	76	10.7%				
粗利	867	956	1,044	1,123	1,190	1,561	1,832	2,039	2,260	2,169	2,119	-50	-2.3%				
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	70.0%	68.9%	67.8%	59.8%	58.3%	-1.5%	-				
販売管理費	618	606	796	1,030	1,289	1,476	1,555	1,674	1,867	1,850	1,955	104	5.6%				
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.9%	71.4%	66.9%	59.4%	56.8%	56.0%	51.0%	53.8%	2.7%	-				
営業(セグメント)利益	249	350	248	93	-98	85	277	305	392	318	164	-154	-48.4%	140	24	17.5%	
I マーケティングDX支援事業	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	256	151	-105	-41.0%				
II コマース支援事業	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	67	7	-59	-88.8%				
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%	4.5%	-4.2%	-	3.8%	0.7%	-	
I マーケティングDX支援事業	15.8%	23.5%	19.5%	12.2%	-7.9%	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	8.7%	5.3%	-3.5%	-				
II コマース支援事業	23.2%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.4%	9.5%	1.0%	-8.5%	-				
経常利益	234	352	250	106	-115	79	261	364	399	329	162	-167	-50.8%	135	27	20.1%	
当期利益	138	231	169	73	-89	-35	183	240	236	197	68	-129	-65.1%	55	13	23.6%	

(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>

- ◆ 売上高は事前予想並み、利益はやや上回って着地。

なお、上期の決算発表時（2024 年 8 月 5 日）に通期の業績見通しを下方修正したが、ほぼ想定通りに着地しノーサプライズであった。売上高は修正予想（3,650 百万円）とほぼ変わらず（14 百万円、0.4%の未達）、利益は予想を僅かに上回った（営業利益の事前予想 140 百万円に対し 164 百万円、同当期利益 55 百万円に対し 68 百万円）。

なお、当調査部は、会社の修正予想と同一の予想をしていた。

<事業別の業績動向、概要>

- ◆ マーケティング DX 支援事業、コマース支援事業は、ともに利益率が悪化し減益。

マーケティング DX 支援事業の売上高（外部顧客向け、単位未満を四捨五入、以下同様）は 2,858 百万円（前年同期比△2.2%）、セグメント利益は 151 百万円（同△41.0%）、一方、コマース支援事業の売上高は 778 百万円（同+10.7%）、セグメント利益は 7 百万円（同△88.8%）と、両事業ともに大幅な減益となった。

＜事業別の業績動向：I.マーケティング DX 支援事業＞

マーケティングプロセス領域

・減収減益要因

- ◆アドエビスは減収。アドレポの売上高は横ばい。
- ◆新サービスの開発費が増加し、減益要因。
- ◆マーケティングプロセス領域の平均単価は YOY で下落、アカウント数は底をうち反転しつつある。
- ◆アドエビスは減収傾向。

マーケティングプロセス領域は減収（YOY△66 百万円）、減益となったが、アドレポの売上高は前期比で横ばいとなっており、利益率が高いアドエビスの減収（当調査部の推定：△50～60 百万円、△3%前後）に加えて、新サービスへの投資が減益の主要因となった。

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 支援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、アカウント数の減少に歯止めがかからず、マーケティングプロセス領域のアドエビスの売上高は減収傾向が続いている。

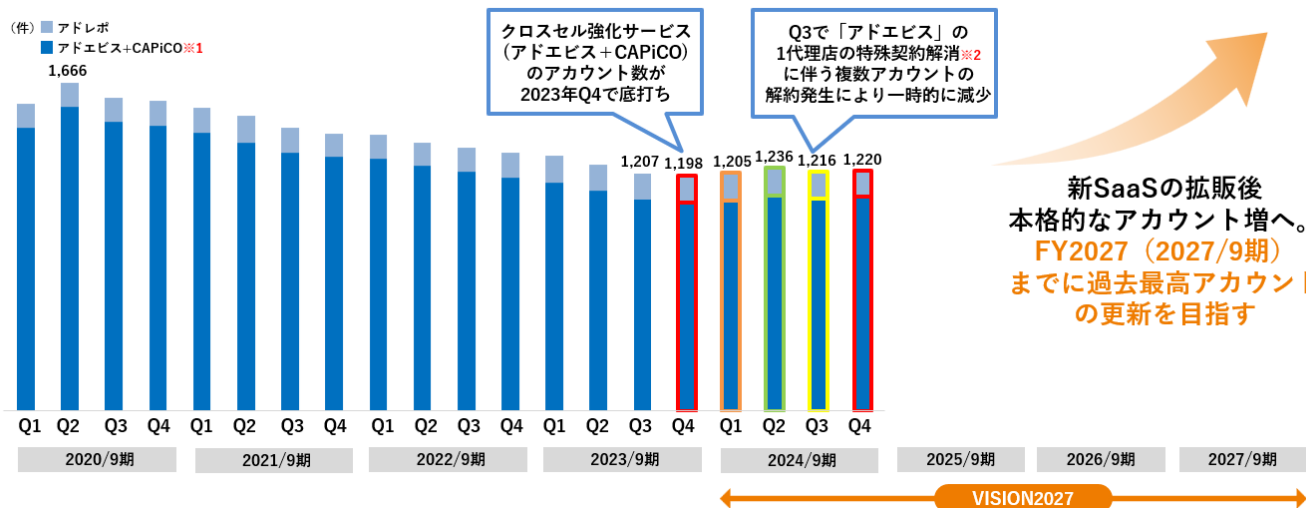
・アカウント数

開示基準が変更され、従来のアドエビス単独の売上高や単価・アカウント数に代わり、アドエビスに CAPICO、アドレポを加えたマーケティングプロセス領域合計の数字が開示されるようになった。

- ◆新規顧客の獲得に、低価格プランが寄与。

同領域のアカウント数（KPI）は、2023/9 期 Q4 に 1,198 件（ボトム）まで減少、その後反転し、前期末では 1,220 件まで回復してきている（図表 23）。前期の新規獲得契約のうち、低価格プラン：GSP（Growth Step Program、2023 年 7 月にリリース）が 58%を占め、アカウント数の回復に貢献している。

【図表 23】マーケティングプロセス領域のアカウント数の推移（四半期、単位：件）



新SaaSの拡販後
本格的なアカウント増へ。
FY2027（2027/9期）
までに過去最高アカウント
の更新を目指す

（備考）※1 「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、「アドエビス」のオプション扱いである為カウント対象外。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。

※2 複数の低単価アカウントを持つ 1 代理店の解約のため、売上高への影響は軽微。

（出所）決算説明資料より当調査部が作成。

◆平均単価は、低価格プランの各範囲より低下傾向。将来的な展開を見据えて、アカウントの純増を優先。

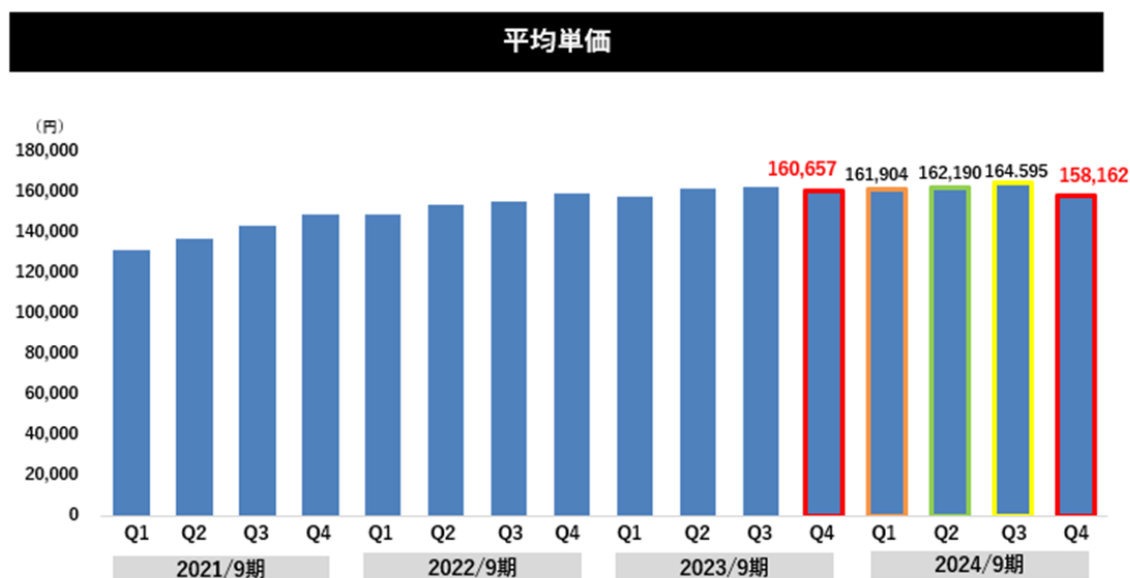
・平均単価

一方、前期 Q4 末の平均単価は 158,162 円/月と YOY (△2,495 円、△1.6%)、QOQ (△6,433 円、△3.9%) とともに微減となっている (図表 24)。

増加している GSP は、新規契約から 2 年間は特別価格 5 万円/月 (2 年経過後は 10 万円/月) にて提供していることから、全体の平均単価の下落要因になっている。今後もアカウント数の純増を図る方針であることから、単価の継続的な下落が予想される。

マーケティング DX 支援事業においては、マーケティングプロセス領域のコアであるアドエビスの単価が、低価格プランの拡販によりやや低下した。

【 図表 24 】 マーケティングプロセス領域の平均単価の推移 (四半期、単位：円)



(出所) 決算説明資料より当調査部が作成。

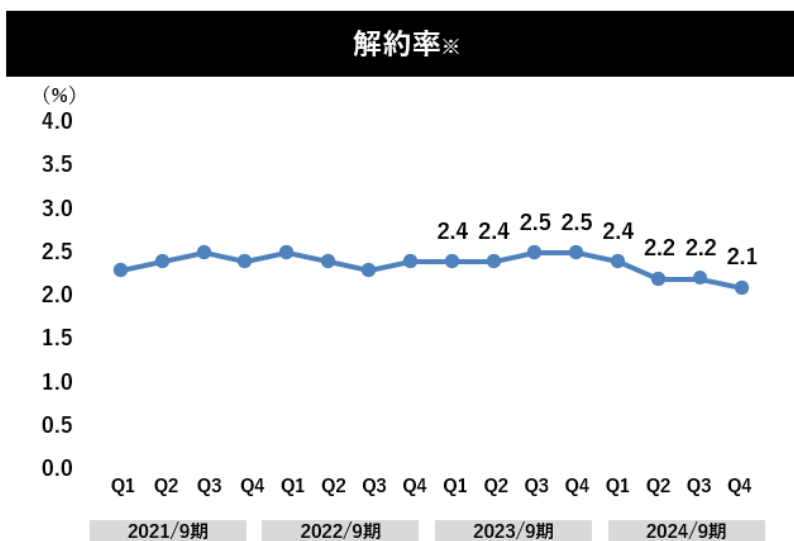
◆解約率は減減。

・解約率

解約率は、2022/9 期 Q2 以降、2.3%~2.5%で横ばいであった。しかし、継続的なカスタマーサクセス活動により、前期 Q1 末の 2.4% から Q2・Q3 とともに 2.2%、前期 Q4 末には 2.1%と徐々に低下している (P24-図表 25)。

解約率は Q4 には 2.1%まで低下し、新規受注における GSP の増加 (通期での構成比率 58%) により、マーケティングプロセス領域のアカウント数の減少は、2023/9 期の Q4 をボトムに反転した。

【 図表 25 】 マーケティングプロセス領域の解約率の推移 (四半期、単位：%)



(出所) 決算説明資料より当調査部が作成。

(備考) ※直近 12 ヶ月移動平均(解約率=直近 12 ヶ月の解約金額÷前月までの 12 ヶ月売上金額にて算定) 四半期末月の数値を記載。

インキュベーション領域

• インキュベーション領域の売上高は横ばい。

マーケティング DX 支援事業のもう一つのインキュベーション領域は、経営資源をマーケティングプロセス領域と EC 構築・運用支援に集中していることから、売上高は 525 百万円のまま横ばいとなった。

• ファーエンド社は好調。

ファーエンド社は、売上高が 158 百万円から 195 百万円へと成長したが、スーパーやアドフープの減収と相殺された。なお、ファーエンド社は、2024 年 8 月から、将来のグローバル展開を見据え、プロジェクト管理ツールのクラウドサービス「My Redmine Global Edition」を海外向けに提供を開始している。

<事業別の業績動向: II.コマース支援事業>

• EC 構築・運用支援領域の拡大により増収だが、先行投資により、コマース支援事業は減益。

コマース支援事業内では、プラットフォーム領域の売上高は微減となったが、EC 構築・運用支援領域の受注・売上高の拡大により増収となった。

しかし、体制強化のための採用・人件費等の増加やエンタープライズ版の開発にともなう先行投資により減益となった。

• プラットフォーム領域と EC 構築・運用支援領域を統合し。コマース事業は単一セグメントに。EC 構築・運用支援領域のコマース事業に対する売上高比率:KPI を廃止。

なお、コマース支援事業における KPI である、EC 構築・運用支援領域の売上高比率は、前年度比+8%ポイント上昇し 58%となった。

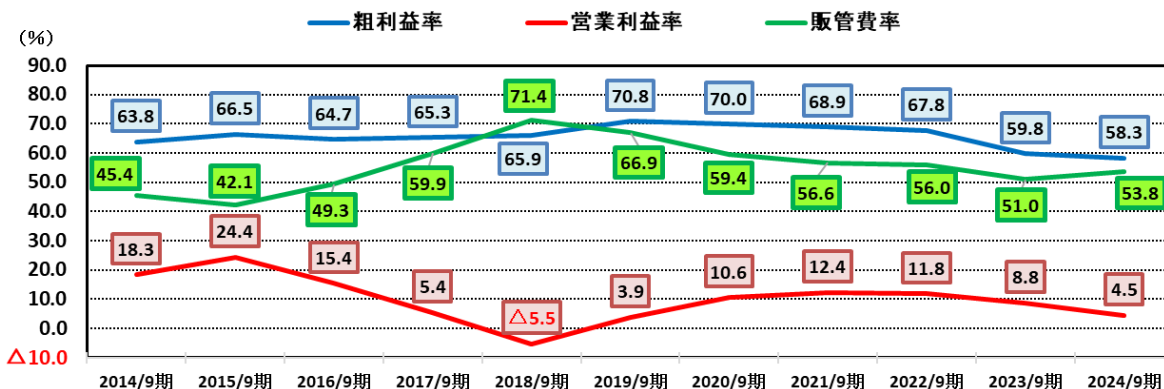
今期からルビー社を連結に組み込み、垂直統合モデルのサービス拡充を図り 2 領域の統合を行うため、同 KPI を廃止する。

＜全体の利益率の動向＞

- ◆粗利率が低下したことに加え、販管費率が上昇し、営業利益率は急低下。

M&A による事業構成の変化もあり、粗利率は前々期の 59.8%から前期は 58.3%へと 1.5%ポイント低下した (図表 26)。一方、販管費は増収率 (+0.3%) を大きく上回る 5.6%の増加となり、売上高販管費比率は、同順に 51.0%から 53.8%へと 2.8%ポイント上昇した。この結果、前期の営業利益率は 8.8%から 4.5%へと 4.3%ポイント低下した。

【 図表 26 】 販管費率と利益率の推移 (単位：%)



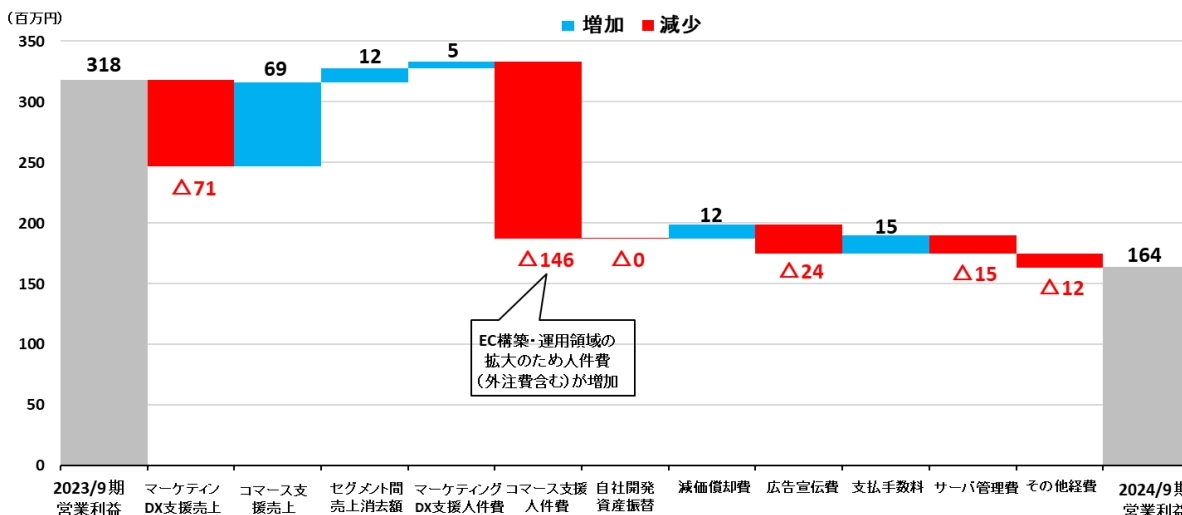
(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

＜前期の増減益要因分析＞

- ◆コマース支援事業の拡大に伴う人件費等コストの増加を吸収しきれず、利益は半減。

前期の増減益要因分析は、図表 27 の通りである。マーケティング DX 支援事業の減収は、コマース支援事業の増収でほぼ相殺された。しかし、コマース支援事業の人件費の上昇 (YOY+146 百万円) や広告宣伝費、サーバー管理費等の諸コストの増加が重く減益となった。

【 図表 27 】 2024/9 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 (備考) マーケティング DX 支援、コマース支援の増減収額は連結調整前の売上高を基準。

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。

＜四半期ベースの業績推移＞

◆経営改革により、全社では黒字が定着。23 四半期連続で営業黒字を継続。

全社ベースでは、23 四半期連続で営業黒字を継続している。黒字の定着の要因は増収効果が大きいが、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、従量課金体系から定額課金へのビジネスモデルの転換、M&A、コストコントロールの強化などによる粗利率や販管比率の改善が背景にある。

◆Q1 は YOY で増収、Q2 以降は減収を継続。先行投資負担から、2023/9 期 Q3 以降、6 四半期連続で利益が半減。

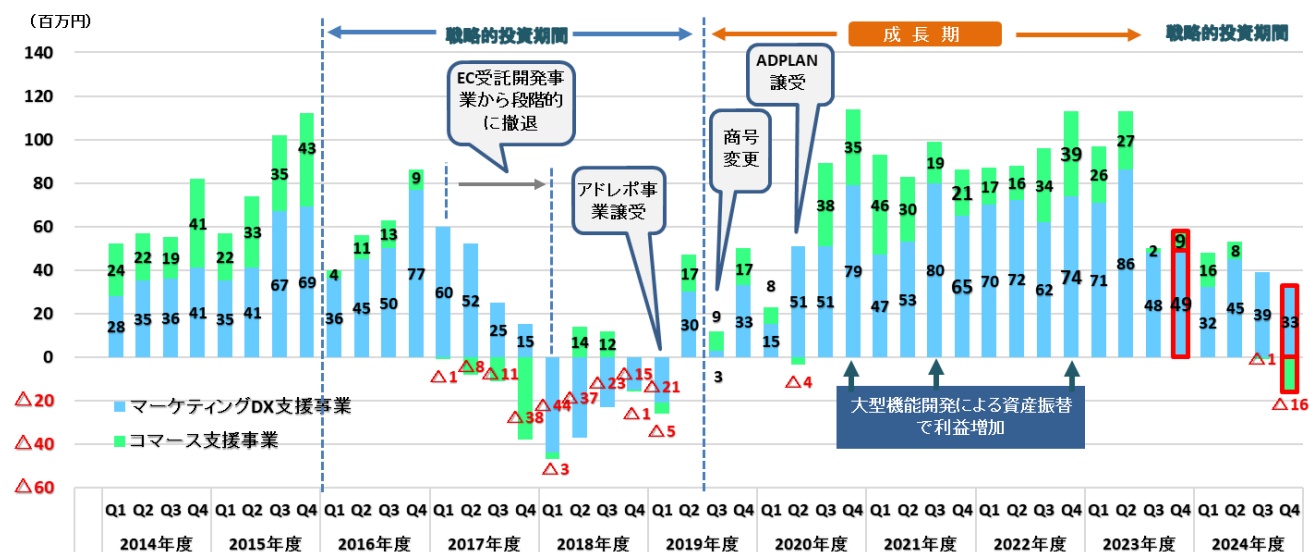
なお、前期 Q1 は、前年同期比で増収となったが、Q2 以降、Q4 まで、1~2%程度の減収となった。

一方、営業利益、当期利益とも、Q1 以降、毎四半期とも前年同期比で半減した（2023/9 期 Q3 以降、6 四半期連続で利益が半減中）（図表 28）。

◆コマース支援事業は、直近の 2 四半期連続で赤字。

新規サービスの開発体制の強化による人件費や開発費の増加による先行投資負担が、その主な要因である。両事業とも減益基調であるが、コマース支援事業は、直近の 2 四半期連続で小額ながら赤字となっている。

【図表 28】四半期別、営業利益の推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 2025/9 期(今期)連結業績の同社計画

<通期予想>

◆ 期初時点で、今期の業績並びに株主還元については非公表。

同社は通期の業績、並びに株主還元予想について、「ルビー・グループの連結開始に伴い会計方針の調整および会計処理の精査等に時間を要しているため、合理的に予測可能となった時点で速やかに公表する」として、現時点では非公表である。

◆ ルビー社の買収により、過去最高の売上高の更新は確実。

但し、「過去最高売上を更新する見込み（金額について精査中）」としている。Q1 の決算発表時に通期予想が公表されると推測される。

◆ 今期のテーマは、コマース領域の成長と、新サービスの収益化。

また、今期のテーマは「コマース領域の成長とマーケティングプロセス領域における新サービスの収益化」であり、成長分野に注力する。

◆ 月次売上高(前年同月比)のモメンタムは上昇。

<足元の状況(月次売上の状況)>

図表 29 は、同社より公表されている今期の月次別売上高の推移である。

◆ 今期の10月、11月の合計売上高は、YOY で累計 24% 増。ルビー社の貢献でコマース支援事業の売上高が倍増。マーケティングDX支援の売上高はフラット。

前期の月次・全社売上高は、前年同期比ではほぼフラットで推移した。今期に入り10月、11月は一転して前年同期比で20%超の大幅な増収(2ヶ月累計：前年同月比+24.0%)が継続している。

マーケティングDX事業は横ばいながら、コマース支援事業がほぼ倍増しており、ルビー社の連結によるものと推測される。

【 図表 29 】 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	2024年			
	2025/9期			
月次売上高(千円)	10月	11月	2ヶ月累計	単位
マーケティングDX 支援事業	230,454 99.3	240,089 98.9	470,543 99.1	千円 YOY %
コマース 支援事業	137,575 189.0	152,804 232.7	290,379 210.5	千円 YOY %
全社	367,030 120.8	392,894 127.4	759,924 124.0	千円 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。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2025/9 期(今期)業績予想
 <今期予想の修正>

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 (P30-図表 31)。

- ◆ 今期の業績を見直し、売上高・利益を下方修正。

売上高を(前回予想⇒今回予想の順に、以下同様) 5,000 百万円⇒4,750 百万円、営業利益を 250 百万円⇒180 百万円、当期利益を 150 百万円⇒110 百万円に減額修正した。

- ◆ 先行投資負担の増加とマーケティング DX 支援事業の売上高を見直した。

当調査部の新予想は、両事業における先行投資が想定以上に高水準であり今後も継続すると考えられること、並びにマーケティングプロセスやインキュベーションの売上高の前提を横ばいとしたことによる。

- ◆ 前回予想から減額修正したが、新予想でも前期比で増収・増益・増配を見込む。

利益の減額修正に伴い、配当金(予想)も 8.4 円/株⇒7.9 円/株とした。但し、前年同期比では、増収・増益・増配を見込んでいる。

<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。

- ◆ 既存事業の売上高は横ばい、ルビー社の売上寄与は直前期並みの 10 億円と想定。

① 【**全社売上高**】売上高は 10 月、11 月の増収率や足元の状況から判断し、マーケティング DX 支援の既存事業の売上高を前期並み、ルビー社の売上高を 2024/3 期と同様に年間 10 億円前後で横ばいと見た。

- ◆ 利益率は、先行投資やインフレにより低下すると見込む。コストコントロール次第では、営業増益の可能性もあると予想。

② 【**全社利益**】営業利益率は前年度の 4.5%から今年度は 3.8%にやや低下すると予想し(前年度下期実績: Q3、及び Q4 の 3.2%からは改善)、9.8%の営業増益を見込んでいる。先行投資の増加やインフレや人件費の上昇が続くが、投資額やコストコントロールを実施すれば、営業黒字を維持し増益の可能性もあると考えている。

- ◆ マーケティング DX 支援事業における新サービスの製品開発と販売状況に注目。

③ 【**新サービス**】新サービスの業績への寄与については、製品開発、概要・価格体系、販売状況を見極める必要がある。

マーケティングプロセス領域における新 SaaS のサービスに関しては、現在、アドエビスの既存顧客にβ版を無償で提供し、高品質な製品の開発に取り組んでいる。今下期にアドエビスの既存顧客に有償販売、来年度に一般顧客向けに有償販売を行うスケジュールである (P29-図表 30)。

- ◆ 新サービスの収益への本格的な寄与は、来期以降と思われる。

新サービスも、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ると思われる。収益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。そのため、現時点では業績予想に多くの利益貢献を見込んでいない。

【 図表 30 】 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) 決算説明資料より作成。

● 平均単価は、低価格帯のサービスの増加により逡減方向。

● アカウント数は、低価格プランの拡販もあり逡増すると予想。

● マーケティングプロセス領域の売上高は横ばいを予想。

● インキュベーションの売上高も、前期比で横ばいと予想。

④ 【マーケティングプロセス領域の単価】 マーケティングプロセスの今期末の平均単価(各四半期末の平均値)の前提を、前期 Q4 末の 158,162 円を参考に 156,500 円とした。GSP(低価格プラン)の新規契約に占める割合が 58%と高いことから、今後の価格帯ミックスの変化を勘案し、期中平均で 160,000 円、前年期中平均比でも約 1%低下すると仮定した。

【マーケティングプロセス領域のアカウント数】 一方、アカウント数は、GSP の寄与や解約率の低下もあり下げ止まりつつあり、微増と予想した。2024 年 Q4 末で 1,220 件だが、今年度末で 1,250 件とした(今期の期中平均で 1,235、前期の期中平均 1,219 から 16 アカウント(+1.3%)程度増加すると見込む)。

【マーケティングプロセス領域の売上高】 以上により、マーケティングプロセス領域の通期の売上高を、前期推定 2,336 百万円→今期 2,370 百万円(YOY+1.5%)と、売上高は横ばいを予想する。

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。

⑤ 【インキュベーション】 なお、マーケティングプロセスと EC 構築・運用支援領域に経営資源を集中する方針であることから、イ

ンキュベーション売上高は今期も前期並みの 525 百万円、損益も大きな変化がないと見込んだ。

◆ コマース支援事業は、ルビー社の買収効果と、増員効果で大幅な増収。買収によるシナジー効果、収益効果は来期以降と思われる。

⑥ 【コマース支援事業】また、コマース支援事業は、大型案件の無により変動がある。なお、EC-CUBE は、順次エンタープライズ版を投入するが、収益の寄与まで時間がかかると思われる。

コマース支援事業では、ルビー社が期初から連結売上高にフル寄与すること、並びに人員を増強してきた効果が、売上高に寄与すると見込まれる。

但し、ルビー社の PMI に時間とコストを要し、シナジー効果が表れるまで一定の期間が必要と思われる。そのため連結利益に本格的に寄与するのは来期以降と推測され、今期の利益への寄与は限定的であると予想した。

◆ 諸コストの上昇とルビー社の買収により利益率は低下すると予想。

⑦ 【利益率・販管費】買収もあり、粗利率は前期より 6.1%ポイント低下し 52.2%と予想した。

また、販売管理費は人件費・広告宣伝費・販売促進費が上昇するほか、ルビー社の費用が加わり大きく増加する (1,955 百万円⇒2,300 百万円、前期比+345 百万円、+17.6%) と想定した (但し、販管費率は 48.4%に低下)。

ルビー社の利益率が低いため、当面の増益効果は限定的であると考えている。

◆ 予想には大きな M&A は見込まず。

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、現時点では今期に新たに大きな M&A を見込んでいない。

【図表 31】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・実績	2025/9期・CE	2025/9期・新E	2026/9期・新E	2027/9期・新E	2025/9期旧E	2026/9期・旧E
売上高	3,334	3,020	3,030		4,750	5,000	5,300	5,000	5,500
Ⅰ. マーケティングDX支援事業	2,924	2,923	2,858		2,900	3,000	3,200	3,100	3,200
Ⅱ. コマース支援事業	410	703	778		1,850	2,000	2,100	1,900	2,300
売上高総利益	2,260	2,169	2,119		2,380	2,600	2,800	2,300	2,380
売上高総利益率	67.8%	59.8%	58.3%		50.1%	52.0%	52.8%	46.0%	43.3%
販管費及び一般管理費	1,074	1,851	1,911		2,270	2,400	2,500	2,050	2,100
対売上高比	56.0%	51.0%	53.8%		46.3%	48.0%	47.2%	41.0%	38.2%
営業利益	386	318	208		180	200	300	250	280
対売上高比	11.8%	8.8%	4.5%		3.8%	4.0%	5.7%	5.0%	5.1%
経常利益	399	329	182		180	200	300	250	280
対売上高比	12.0%	9.1%	4.5%		3.8%	4.0%	5.7%	5.0%	5.1%
当期純利益	236	197	68		110	120	180	150	170
対売上高比	7.1%	5.4%	1.9%		2.3%	2.4%	3.4%	3.0%	3.1%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	0.3%		30.6%	5.3%	6.0%	37.5%	10.0%
Ⅰ. マーケティングDX支援事業	12.5%	-0.0%	-2.2%		1.5%	3.4%	6.7%	8.5%	3.2%
Ⅱ. コマース支援事業	14.4%	71.4%	10.7%		137.6%	8.1%	5.0%	144.1%	21.1%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%	-1.5%		-8.2%	1.9%	0.8%	-12.3%	-2.7%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.6%	-0.9%	5.7%		12.5%	9.1%	4.2%	4.9%	2.4%
営業利益(伸率)	7.4%	-18.8%	-48.4%		9.8%	11.1%	50.0%	52.4%	12.0%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-50.8%		11.1%	11.1%	50.0%	54.3%	12.0%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-16.5%	-65.1%		61.8%	9.1%	50.0%	120.6%	13.3%

(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、E は当部予想。新 E は今回予想、旧 E は前回予想。

8. 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>

- ◆ 今期は VISION2027 (中計)の 2 期目。

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 2 期目に当たる。

- ◆ 現在は第二の創業期。

当社は、現在のステージを「第 2 創業期」と位置づけている。

- ◆ 売上高 100 億円の早期達成を目指す。

これまでプロダクトを中心に成長を続けてきたが、『プロダクト×DX 人材』で顧客事業を支援するビジネスパートナーへ変革し、総合マーケティング DX 支援企業集団として、売上高 100 億円の早期達成を目指すことを目標としている（早期としているが、達成時期は未定）。

- ◆ マーケティングプロセス支援とコマース支援が 2 軸の成長ドライバー。

その過程の中でドメインを絞り込み、現中計のテーマを、「マーケティングプロセス支援とコマース支援の 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」と掲げている。

- ◆ 今中計の最終年度の業績目標は非公表。

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。

- ◆ 最重要ミッションは加速的な売上拡大。

加速的な売上拡大を最重要ミッションとし、連結営業黒字を維持できる範囲内で先行投資を強化することを、業績に関する基本方針として明確にした。

- ◆ 営業黒字を維持し投資を強化。

中期経営計画達成のための投資方針としては、以下の 2 点である。

①「アドエビス」を中心とする既存事業の収益を今後の成長ドライバーへ投資する。

- ◆ M&A も積極的に実施予定。

②M&A によって不足しているケイパビリティ（特に DX 人材を）を獲得し、事業を伸張させる。

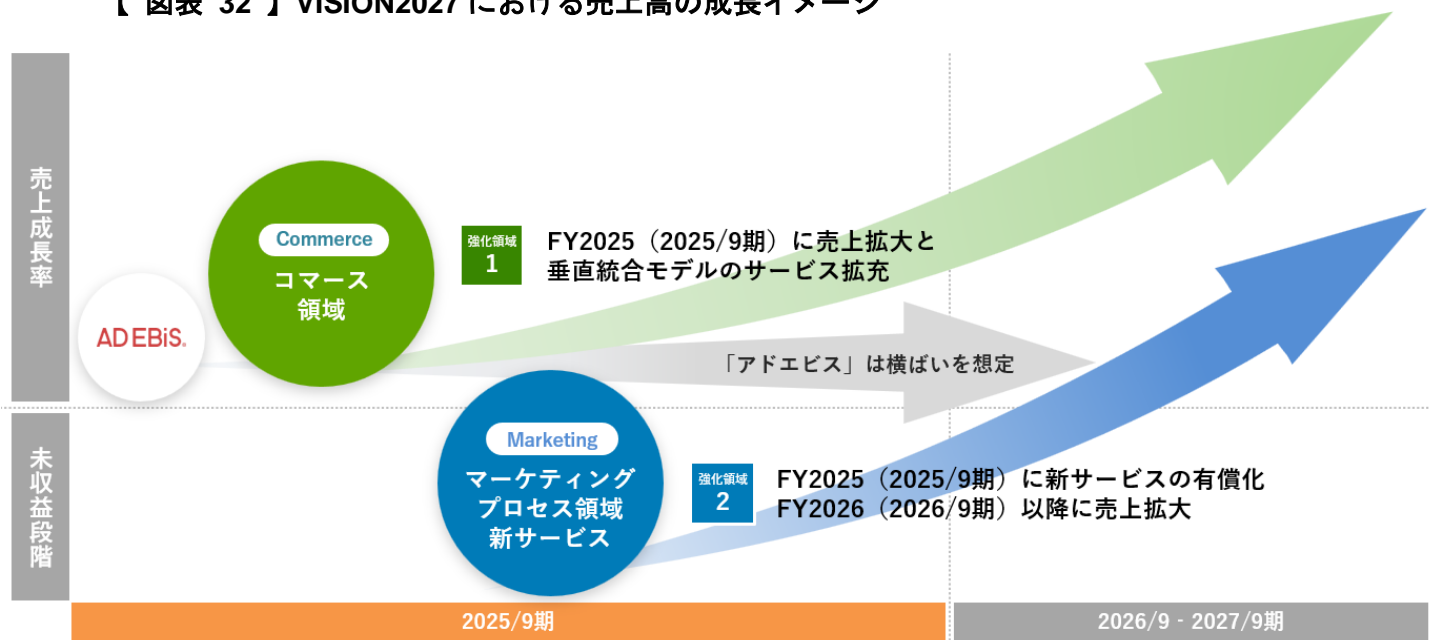
- ◆ 中計において、マーケティングプロセス領域におけるアカウント数の過去最高値の更新が、KPI の目標。

また、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（前期の実績 58%）にする 2 つの KPI を目標として設定していた。

後者はルビー社の連結により、今期に 80%超に達する見込みである。コマース支援事業内での領域統合もあり、売上高比率を KPI より削除した。

また、VISION2027 の目指す姿と投資領域は、P32-図表 32 の通りである。まずは売上成長が加速しているコマース領域をさらに伸ばし、次にマーケティングプロセス領域の新サービスの収益を追求する。

【 図表 32 】 VISION2027 における売上高の成長イメージ



(出所) 決算説明資料。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見直し

<中期の業績見直し>

◆ 中期の業績を見直し、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。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である。

◆ マーケティングプロセス領域での単価とアカウント数を修正。同領域の既存事業の売上高は横ばいと想定。

マーケティングプロセス領域の前提（平均単価・アカウント数）を修正し、マーケティング DX 支援事業の予想を変更した。既存のマーケティングプロセス、インキュベーションの売上高（新サービスを除く）は、当面、微増ないし横ばいと予想した。

◆ 新サービスの寄与は来期以降と予想。

なお、新サービスの売上寄与額は、現状では不透明であるが、SaaS によるストック型のビジネスであり、来期以降は年間 1 億円前後の増収効果を期待している。

◆ コマースは、ルビー社の寄与と既存の EC 構築・運用支援の拡大を見込む。

また、コマース支援事業については、既存の EC 構築・運用支援の拡大を見込むが、ほぼ当調査部の前回の業績予想を変えず、ルビー社の寄与分のみを、来期以降も全社売上高予想に加えた。当面、合理化に伴うコストの発生や先行投資が続くと思われ、利益については大きな効果を見込んでいない（P30-図表 31）。

但し、マーケティングプロセス領域における新サービスの寄与、ルビー社とのシナジー効果も見込める EC 構築・運用における増収・増益効果、マーケティングプロセスにおけるクロスセルの強化による増収

- ◆ **来期・来々期も、増収増益・増配基調、最高売上高の連続更新を見込む。**
効果により、2026/9 期（来期）、2027/9 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。
- ◆ **来期の業績を見直し、利益予想を下方修正。**
2026/9 期（来期）の予想売上高を 5,500 百万円⇒5,000 百万円と引き下げ、営業利益を 280 百万円⇒200 百万円（営業利益率 5.1%⇒4.0%）、当期利益を 170 百万円⇒120 百万円へと下方修正した（P30-図表 31）。
- ◆ **新たに来々期の業績予想を追加。**
また、2027/9 期（来々期）の予想売上高を 5,300 百万円、営業利益を 300 百万円（営業利益率 5.7%）、当期利益を 180 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、増益に伴い純資産額が増加し、増配を継続するとの予想は変わらない。
- ◆ **新規事業や M&A により業績は変動。成長が加速する可能性も。**
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をシフトしている段階にある。

今後、既存ビジネスの自然成長に加え、新規事業の進展と新たな M&A により、そのシナジーにより成長が加速することも予想される。今後の M&A の有無とその成否（PMI）が、グループ全体の業績に大きな影響を与える可能性がある。

中長期的には、投資、並びにコストコントロールを行えば、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。
- ◆ **営業黒字を維持しながら、利益はボックス圏で推移すると予想。**
当面は高い成長を目指し先行投資を継続することから、黒字を維持しながら、営業利益はボックス圏内（1～3 億円程度）で推移すると予想している。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社のSWOT分析を図表33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。

<強み>

- ◆ 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。

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(専業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。

<リスク要因>

- ◆ 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、DX人材不足。
- ◆ 各役員の間で管掌分野を明確化、組織的な経営体制へ移行。

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、ユーザー(企業)の業績の悪化、DX関連の人員不足、競争の激化などが挙げられる。

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33】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"> ・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 ・知名度と顧客基盤、実績、製品力(インターネット広告効果測定システムツールで、圧倒的にシェア1位) ・コアのマーケティングDX支援事業は、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) ・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) ・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 ・業界の先端技術に精通している社長の経営手腕、機動的な経営戦略の実施 ・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(専業大手の開発・対応力の優位性)
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ニッチ分野に特化しており、小規模であること(特定サービスへの集中) ・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) ・マーケティングプロセス領域のアカウント数の本格的な増加策(低価格プランの導入により、減少傾向には歯止め) ・グループ全体の収益性(拡大に伴う先行投資により、一時期と比較し収益性は大きく低下。買収したルビー社などの収益改善策) ・DX人材不足(エンジニア、営業員) ・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)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・インターネット広告マーケティング市場、並びにEC市場の拡大余地 ・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(⇒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) ・顧客基盤を活用したクロスセル ・M&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
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・マクロ環境の悪化に伴う影響(円高・金利の上昇・インフレ・貿易摩擦などによるユーザー企業の業績悪化がもたらす解約・サービス停止など) ・競争の激化(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 ・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(情報取得に関する制限) ・製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ ・コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル

(出所) 当調査部が作成

◆ 株主還元

◆ DOE 2.5%を基準に前期は増配。

前期の期初計画通り、7.8 円/株への増配（前期比+0.4 円/株）を実施した。

◆ 今期の配当は未定。当部では、今期以降も DOE2.5%を継続すると予想。

現時点では、今通期の配当政策は未定である。当調査部では、今期も DOE 2.5%を目安とし、7.9 円/株と 0.1 円/株の増配を予想している。

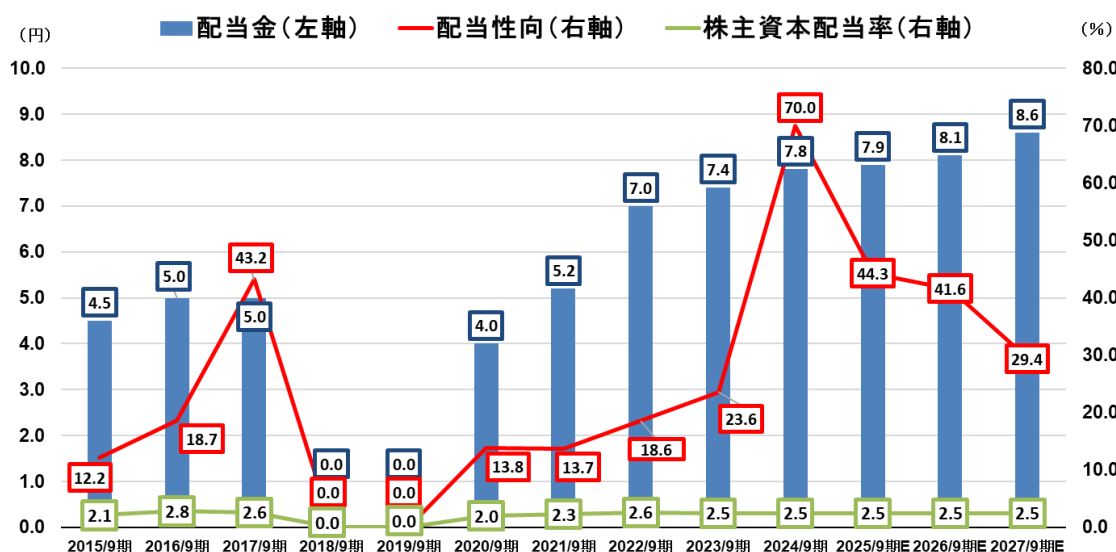
配当性向は、2022/9 期から 2024/9 期の順に 18.6%⇒23.6%⇒70.0%へと上昇したが、今期は当調査部の前提を基準とすると 44%前後に低下すると見込まれる。

2026/9 期、2027/9 期とも予想利益を見直したが、DOE：2.5%の前提を継続し、配当予想を修正した。

◆ 当部では、黒字による純資産の増加により、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、事業拡大、並びに成長ステージにある。継続的な投資を行うと思われるが、営業黒字を維持する方針であり、純資産は増加すると予想される。従って、当調査部では中期的にも増配を見込んでいる（図表 34）。

【 図表 34 】 配当金と配当性向の推移



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成、Eは当調査部の予想。

◆ 株価の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したが落ち着きつつある。

◆ 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 >

(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。インターネット広告等で用いられるデジタル技術。

同社は、東証グロース市場に上場する小型のアド・テクノロジー^{注 11} 関連株であり、上場来の株価のボラティリティは高い（ザラバ最高値 2014 年 11 月：5,770 円、ザラバ最安値 2023 年 10 月：469 円）。

同社は、前期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た。しかし、実際に発表された決算は、売上高が修正予想とほぼ同じ、利益はやや上回って着地した。株価は、過去12ヶ月間の安値を割り込むことなく、500円台半ば推移している。

なお、株主優待制度を再開（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）し、2023年11月には約1億円（約15万株）の自社株買いを実施するなど、株主還元を強化している。

業績的には踊り場を迎えていることもあり、同社株は年初来で東証グロス、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る（図表35）。

【図表35】 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

2024年12月6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	2024年11月6日 (前期決算発表日) 以降のリターン	2024年5月8日 (株主還元強化の 発表日) 以降のリターン
イルグルム(3690) GRT	538	30.14	1.77	未定	-15.54	-5.45	-14.9
東証プライム全銘柄平均 PRM	1,403.56	15.56	1.35	2.48	15.27	0.42	0.8
東証スタンダード全銘柄平均 STD	1,240.33	14.21	1.01	2.55	6.07	1.65	-0.9
東証グロス全銘柄平均 GRT	811.10	45.78	3.08	0.81	-8.97	1.75	-3.3
TOPIX	2,727.22				15.25	0.42	0.8
東証グロス250(旧東証マザーズ)	634.03				-10.25	2.02	-3.2
日経平均	39,091.17	15.77	1.43	2.00	16.81	-0.99	2.3

(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。

(注12)PSR: 株価売上高倍率
=時価総額/売上高

<東証主要指数とのバリュエーション比較>

今期の業績基準では、同社のバリュエーションは、予想PER 30.06倍、実績PBR 1.77、予想PSR^{注12} 0.72倍、及び同配当利回り 1.47%となる（予想は当調査部によるもの）。

◆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 15.56倍、PBR 1.35倍、単純配当利回り 2.48%）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 45.78倍、PBR 3.08倍、同配当利回り 0.81%）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 5.8倍、来期 5.5倍、来々期 4.6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～来々期の予想業績を基準とすると、PERは若干高い。

当調査部による新業績予想に基づく予想PERは、来期 27.6倍、来々期 18.4倍となる。中期の利益成長率を10%とすると、PEGレシオ^{注13}は3.0倍前後（今期予想基準、30.1/10）となり、割安感はない（一般的には1倍以下で割安、2倍以上で割高）。

- ◆ 当面、今期の業績予想の会社発表(利益と配当水準)に注目。

また、PSRは0.72倍と低い(P38図表36～類似会社比較：アドテク関連の主要上場企業24社の平均値は2倍強、ECプラットフォーム5社の平均値は1.4倍)。

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。今期の当部による予想基準では、主要なバリュエーションに割安感はない。今後の株価の動向は、同社による今期の業績・株主還元方針の発表が当面の注目点となる。

- ◆ 二桁の持続的な利益成長のビジビリティが高まれば、株価に上値余地があると思われる。

また、中期的には同社が成長ドライバーとして期待している今後の新サービス(マーケティングプロセス支援等)、並びにコマース支援事業の成否が、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。

<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の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36)。

- ◆ 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。

日本の合計27社(同社を含むアドテク24社、及びEC5社)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、及び配当利回りで見ると、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。

<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。

- ◆ マーケティングプロセス領域でのアカウント数、コマース支援領域でのEC構築・運用売上高の推移、特にルビー社の業績、新製品・サービスの業績への寄与、月次売上高の推移、M&A、今期の利益・配当などが株価の注目材料。

- ① 今期の業績予想の発表(利益と配当)
- ② マーケティングプロセス領域のKPIであるアカウント数と単価、解約率。SaaS型の新サービスの業績への貢献度
- ③ コマース支援事業におけるルビー社の業績寄与、EC構築・運用領域における新サービスの(今後ローンチ予定のEC-CUBE Enterpriseシリーズ等)の業績への貢献度

- 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 来期以降の利益水準の見通し (利益成長率)
- ⑦ 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)
- ⑧ M&A・提携の発表
- ⑨ 個人情報保護法等による規制強化等

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。

◆インターネットの関連ソフトをサブスクリプションモデルで提供する内需成長株として、業績の変化に引き続き注目したい。

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い。インターネットの関連ソフトをサブスクリプションモデルで提供する内需成長株として、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

【 図表 36 】 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 PRM: 東証プライム、STD: 東証スタンダード、 GRT: 東証グロース		単位: 百万円(外国企業: 百万米ドル)				倍			% 終値 (12/6)	
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	PRM	22,087	16,100	1,000	6.2	1.37	100.39	0.72	0.05	1,265
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	PRM	32,234	6,980	1,910	27.4	4.62	17.79	1.58	4.53	419
2491	バリューコマース	アフィリエイト(成果報酬型)広告	PRM	39,538	28,300	4,000	14.1	1.40	10.71	2.04	4.71	1,147
3134	Hamee	携帯アクセスサリ/ECクラウド支援	PRM	17,435	19,745	2,084	10.6	0.88	12.79	1.71	2.10	1,070
3655	ブレインバット	ネットマーケティング・データ解析	PRM	26,181	11,900	1,450	12.2	2.20	26.73	4.40	0.68	1,174
3688	CARTA HD	アドプラットフォーム	PRM	37,572	24,000	2,000	8.3	1.57	-	1.61	3.64	1,485
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計測ツール	GRT	3,428	4,750	180	3.8	0.72	30.06	1.77	1.47	538
3653	アステリア	パッケージソフトウェア	PRM	8,483	3,200	475	14.8	2.7	-	1.48	1.03	485
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	PRM	363,882	48,500	9,400	19.4	7.50	49.76	21.76	0.20	2,008
4293	セプティニHD	ネット広告代理、スマホマーケティング	STD	96,605	28,100	3,000	10.7	3.4	18.40	1.38	6.88	467
4395	アクリート	SMS配信サービス	GRT	4,429	7,319	433	5.9	0.61	18.83	1.86	-	741
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	PRM	541,304	820,000	42,000	5.1	0.7	25.78	3.40	1.59	1,089
4784	GMOアドパートナーズ	ネット広告代理業、同プラットフォーム	STD	11,998	15,000	100	0.7	0.80	209.97	2.26	0.98	716
6026	GMO TECH	アプリ導入型課金広告、検索エンジン最適化	GRT	8,057	7,200	1,040	14.4	1.12	12.49	7.50	4.00	7,320
6031	ZETA	デジタルマーケティングソリューション	GRT	10,537	800	45	5.6	13.17	282.07	3.78	0.88	409
6038	イード	コンテンツマーケティングプラットフォーム	STD	3,825	6,700	590	0.1	0.5	9.50	0.83	2.23	716
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	GRT	5,838	3,808	1,165	30.6	1.53	8.00	1.73	3.14	732
6081	アライアーキテック	SNS関連のマーケティング支援	GRT	3,106	3,400	-430	-12.6	0.91	-	1.10	-	218
6094	フリークアウトHD	インターネット広告配信(DSP)	GRT	11,985	58,000	450	0.8	0.21	-	0.91	0.00	665
6185	SMN	リターゲティング広告、アフィリエイトサービス	STD	6,417	10,000	150	1.5	0.64	42.19	1.75	0.00	435
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	PRM	8,168	14,000	1,500	10.7	0.58	14.53	1.30	1.35	814
6535	アイモバイル	アドネットワーク(クリック課金型広告配信)	PRM	31,167	23,000	4,500	19.6	1.36	10.47	1.99	4.85	536
6550	Unipos (赤字)	ネット広告代理、メディア収益化支援	GRT	1,666	1,056	-146	-13.8	1.58	-	4.48	0.00	128
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	GRT	28,656	12,000	2,500	20.8	2.39	12.88	2.78	-	1,587
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				55,183	48,827	3,308	9.0	2.19	48.07	3.09	2.11	
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	38,288	2,170	-111	-5.1	17.6	-	21.7	0.00	USD 741.67
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: 東証グロース		単位: 百万円(外国企業: 百万米ドル)				倍			% 終値 (12/6)	
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	ソフトクリエイトHD	ECサイト構築パッケージ、法人向け物品販売	PRM	60,638	30,000	5,480	18.3	2.02	16.01	2.40	2.50	2,201
4304	ESTAR	ECサイト構築、ネット通販支援	STD	7,358	13,350	1,206	9.0	0.55	9.20	1.85	-	1,200
4057	インタファクトリー	クラウドコマースプラットフォーム	GRT	1,740	3,104	100	3.2	0.56	25.73	1.62	0.00	422
4477	BASE	Eコマースプラットフォーム・オンライン決済	GRT	39,810	15,500	200	1.3	2.58	194.32	2.85	0.00	342
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	GRT	5,280	3,815	604	15.8	1.38	11.61	1.95	2.72	734
ECプラットフォーム関連企業5社 有効データの単純平均				22,925	13,154	1,518	9.5	1.41	51.37	2.13	1.31	
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	152,946	7,060	-78	-1.1	21.68	106.6	14.6	0.00	USD 118.37

(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(2024 年 12 月 6 日時点で公表されているデータに基づく)。なお、レンジで予想を発表している場合には、原則、中央値で計算。

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

外国企業 2 社については、直近通期(2023/12 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。

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。