

ホリスティック企業レポート ロックオン 3690 東証マザーズ

フル・レポート
2016年1月15日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20160112

ネット広告効果測定システムとECサイト構築オープンソースソフトのトップ企業 社外リソースの有効活用による事業のプラットフォーム化が成長をけん引

1. 会社概要

・ロックオン(以下、同社)は、ネット広告市場(マーケティングプラットフォーム事業)とEC関連市場(商流プラットフォーム事業)を対象とするBtoB型のネットサービス提供企業である。

アナリスト:大間知淳
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・09/9期～15/9期の業績は年平均16.5%増収66.6%経常増益と、両事業の売上拡大と従業員1人当たりの売上増加による収益性の改善を背景に、順調な成長をみせた。
・他社との比較では、収益性、成長性、安全性の観点で魅力的な財務指標を有していると評価できる。

【主要指標】

	2016/1/8
株価(円)	2,431
発行済株式数(株)	6,290,490
時価総額(百万円)	15,292

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、EC関連事業者にとってのインフラの一つとなっている同社サービス(EC-CUBE)の事業展開で発揮された“プラットフォーム形成力”にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	65.9	62.0	55.4
PBR(倍)	14.7	12.1	10.1
配当利回り(%)	0.2	0.2	0.2

4. 経営戦略の分析

・現状のネット広告市場を主体とする事業展開をマーケティング市場全体へと拡大し、マーケティングプラットフォーム事業においても業界のインフラ企業となることで更なる成長を目論んでいる。

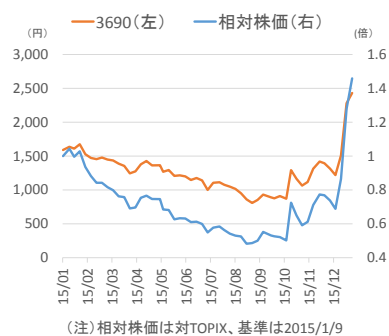
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.6	108.7	45.1
対TOPIX(%)	14.0	124.7	41.9

5. アナリストの評価

・商流プラットフォーム事業は国内EC市場に連動した成長が期待できる。一方、マーケティングプラットフォーム事業は順調な拡大が見込まれるものの、マーケティング業界のプラットフォーム企業になれるかは不透明である。証券リサーチセンターでは、同社及び提携先の動向に注目する必要があると考えている。
・最近の株価急騰のきっかけとなった業務提携が、同社の業績に大きな影響を与えるかどうかは未知数であり、株価の乱高下に留意したい。

【株価チャート】



【3690 ロックオン 業種: 情報・通信業】

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)
2014/9	1,360	24.8	249	234.4	233	211.4	137	224.7	24.0	129.3	0.0
2015/9	1,437	5.7	350	40.5	352	50.7	230	67.7	36.9	165.7	4.5
2016/9 CE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4.5
2016/9 E	1,550	7.8	366	4.5	368	4.6	246	6.7	39.2	200.5	4.5
2017/9 E	1,736	12.0	398	8.7	400	8.6	276	12.0	43.9	239.6	4.5
2018/9 E	1,940	11.8	460	15.7	462	15.6	319	15.6	50.7	285.3	4.5

(注) E:証券リサーチセンター予想、2014/9期から連結決算に移行、会社予想は非公表

フル・レポート

2/28

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。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家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個人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にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

(注1) オープンソースソフトウェアとは、ソフトウェアの設計図に当たるソースコードを、インターネットなどを通じて無償で公開し、誰でもそのソフトウェアの改良、再配布を行えるようにすること。

(注2) SEM(Search Engine Marketing)とは、検索エンジンから自社 Web サイトへの訪問者を増やすマーケティング手法である。

(注3) マーケティングオートメーションとは、興味・関心や行動が異なる個別の顧客とコミュニケーションを行うデジタルマーケティングにおいて、その煩雑な業務を自動化するために開発されたツールや仕組みをいう。

◆ ネット広告の効果測定と EC サイト構築関連サービスが 2 本柱

ロックオン (以下、同社) は、ネット広告の効果測定を主体とするマーケティング支援サービス (マーケティングプラットフォーム事業、以下、MPF 事業) と、EC サイト構築と協力企業との提携による関連サービスの提供 (商流プラットフォーム事業、以下、SPF 事業) を企業や個人事業主に提供する BtoB 型のネットサービス企業である。

少数精鋭主義を謳い、連結従業員数は 71 人 (15/9 期) に過ぎないが、販売代理店や EC 関連サービスを展開する協力会社 (オフィシャルパートナー) などの企業との協業にとどまらず、ソフトウェア技術を有する個人を組織化し、EC サイト構築のオープンソースソフトウェア注1の開発コミュニティの拡大に成功した実績を持つ。外部リソースの有効活用によるユニークな事業展開が同社最大の特徴であるといえよう。

◆ 事業の柱はネット広告関連サービスを行う MPF 事業

同社の創業事業は Web サイトの受託開発であったが、現在の事業の柱はインターネット広告の効果測定システム AD EBiS (以下、アドエビス) である。04 年のアドエビスの販売開始によって、同社は受託開発型企業から自社プロダクト提供企業へと脱皮した。アドエビスは PC やスマートフォンなどに表示されるネット広告のインプレッション数や、クリック数、コンバージョン数などを測定し、広告の投資効率を分析することができる。

また、同社はその後、広告代理店の SEM注2運用業務を支援するリスティング広告自動最適化システム「THREe (スリー)」の販売も開始し、ネット広告分野における提供サービスを拡充した。

同社では、こうしたネット広告を出稿する広告主と広告代理店に向けて、アドエビスと「THREe」を提供する事業を MPF 事業と名付けている (15/9 期売上構成比 63.4%)。

同事業は、広告の効果測定から最適化、買付・入稿に至る一連の業務をプラットフォーム上で完結するモデルとなっており、マーケティングオートメーション注3に必要な 3 要素を提供している。

◆ オープンソース方式の採用が差別化に繋がった SPF 事業

同社は 03 年に Web サイトの受託開発の延長線上にある EC サイト構築事業にも乗り出したが、差別化が図れないでいた。そこで同社は EC 事業者が提供したいサービスに自由にカスタマイズすることが可能なオープンソースソフトウェアを無料で提供し、周辺サービスにより収益を得るフリーミアムモデルを採用し、06 年に「EC-CUBE」と

して事業展開を開始した。

EC-CUBE で EC ビジネスを開始するには以下のような手順で行われている。

- ① 公式サーバーかホスティングパートナーのレンタルサーバーから、EC-CUBE をインストールするサーバーを選択する
- ② EC-CUBE をダウンロードし、インストールする
- ③ 公式決済かオフィシャルパートナーの決済サービスから、決済方法を決定する
- ④ 管理画面にログインし、EC サイトの基本情報を設定する
- ⑤ レイアウトやデザインのカスタマイズを行う（自らオーナーズストアでデザインテンプレートを選択したり、プラグインを追加したりするか、同社かインテグレートパートナーである EC サイト構築会社にカスタマイズを依頼する）
- ⑥ 商品の登録情報や購入動作などをチェックする
- ⑦ EC サイトを公開する

同社で従来行っていた Web サイトの受託開発は、E コマースビジネスのコンサルティングと「EC-CUBE」を用いた EC サイトの受託開発に移行し、同社ではこれに「SOLUTION」という製品名をつけ、「EC-CUBE」と合わせて、SPF 事業と定義した（15/9 期売上構成比 36.6%）。

> ビジネスモデル

◆ 外部リソースの有効活用と競争力のある製品展開が戦略の中心

同社は、設立当初から、少数精鋭主義を貫いてきており、外部リソースをいかに有効活用してビジネスを展開するかを経営戦略の基本にしていると証券リサーチセンター（以下、当センター）では考えている。同社は、自社で開発するシステムやツールは汎用性や拡張性を重視し、なるべく多くの顧客に対して提供可能な競争力のあるサービスを創ることを志向していると思われる。

結果として、自社単独で展開することで得られる小さなパイを独占するのではなく、事業パートナーと協力して自社の製品を拡販することで市場を大きくして、その付加価値をパートナーと分配する方が自社の獲得するパイが大きくなると思ったのだと思われる。

具体的には、アドエビスと THREe では、広告代理店を販売代理店として拡販に活用する一方、EC-CUBE では、そのサイト上で周辺サービスを展開するオフィシャルパートナーからその収益の一部をロイヤリティーとして得る形態をとることで、数多くの EC 関連企業を同社のネットワークに組み込んでいる。

◆ **MPF 事業はアドエビスを主体とした限界利益率が高いビジネス**
 15/9 期の MPF 事業の売上高の内訳は、アドエビス 822 百万円 (MPF 事業内の構成比 90.2%)、THREe88 百万円 (同 9.8%) であり、アドエビスが事業の屋台骨を支えている (図表 1)。

【 図表 1 】 MPF 事業の業績推移

(単位:千円)

決算期	12/9単	13/9単	14/9連	15/9連
売上高	545,235	668,446	882,906	911,090
増収率	—	22.6%	32.1%	3.2%
AD EBIS	498,928	587,238	721,903	822,141
増収率	—	17.7%	22.9%	13.9%
THREe	46,114	81,207	161,003	88,948
増収率	—	76.1%	98.3%	-44.8%
営業利益	-61,263	-453	141,885	214,484
増益率	—	—	—	51.2%
売上高営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%

(出所) ロックオン有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

MPF 事業全体として、直販による広告主への売上高と販売代理店経由の売上高はほぼ半々程度になっていると当社では説明している。当事業の販売代理店に対する手数料は販売管理費の販売促進費として計上されているため、仮に同事業の売上高の 50%を販売代理店経由と仮定すると、代理店が得るマージンは 20%程度と推察される。その他に大きな変動費はないということなので、事業全体の限界利益率は 90%程度と試算される。

また、有価証券報告書では単体の売上原価明細が開示されているが、サーバー管理費は同事業のみで計上されている。15/9 期のサーバー管理費は 4,414 万円と同事業売上高の 4.8%に相当するが、設備の効率化により、同数値にはまだ改善の余地が残されている模様である。

同事業の売上高営業利益率は 14/9 期の 16.1%から 15/9 期には 23.5%へと改善した。収益性の改善要因として、当社では人員シフトによって利益率の低い THREe の拡販努力を控えて利益率の高いアドエビスに注力したことを強調しているが、同事業の労務費の一部 (1,761 万円) がソフトウェアとして資産計上された影響も大きかったと当センターでは考えている。

◆ **アドエビスは月額課金のストックビジネス**

アドエビスは、基本機能に関して、初期費用無料、最低利用料金月額 1 万円 (以下、全て税別) に設定し、月間広告クリック数に応じた従

量課金制から成る利用しやすい料金体系を採用している。月間クリック数が10,000件までが1万円、10,001件から30,000件までが2万円、30,001件から50,000件までが3万円、50,001件から100,000件までが5万円と、以降も段階的に料金が上がっていく体系となっている。

オプションサービスとして提供している ViewThru エビス、SEO エビス、LOG エビス、コンテンツエビスに関しては、それぞれの指標に応じた従量課金制を、アプリエビスに関しては、初期費用5万円と月間トラフィック数に応じた従量課金制の組み合わせを、その他のオプションサービスに関しては主に月額固定料金制を採用している。

同社は15/9期決算説明会資料で初めてアドエビスに関するKPIとして、四半期毎に、平均単価、アクティブアカウント数、販売代理店数の推移をグラフ形式で開示した。

アドエビスの平均単価(月間)は、基本機能での利用料金の増加とオプションサービスの利用拡大を背景に、開示されている期間で最も古い四半期である11/9期第1四半期の約4.4万円から上昇傾向で推移し、15/9期第4四半期で約6.2万円に達した。

アクティブアカウント数は11/9期第1四半期末の約750から上昇基調で推移し、15/9期第4四半期末で過去最高の1,133となっている。アクティブアカウント数は第4四半期末、第1四半期末が前四半期末で増加傾向にあるのに対し、特に第3四半期末(3月末)に前四半期末比で減少したり、伸び悩んだりする傾向が見られる。これは広告代理店経由で契約した顧客が、3月末に契約広告代理店を同社のサービスを積極的に扱っていない代理店に変更した際、ネット広告の効果想定ツールに関し、アドエビスからその代理店のグループ企業が提供するサービスに切り替えてしまうことが時々あるためである。

また、同社はアドエビスの累計導入件数を7,000件超と説明しているが、サービス開始当初は一定期間無料で提供していたこともあり、有料化のタイミングでお試しユーザーの多くが解約してしまったことがアクティブアカウント数との乖離の主因となっている。

販売代理店数に関しても、11/9期第1四半期末の245程度から15/9期第4四半期末には325程度へと順調に拡大してきている。新規上場時の有価証券届出書に開示されている売掛金の相手別先内訳によれば、アサツー ディ・ケイ(9747 東証一部)やセプテーニ・ホールディングス(4293 東証JQS)が13/9期におけるアドエビスの最有力代理店であった模様である(その後は非開示)。

◆ THREe は顧客数や顧客の利用状況で変動するフロービジネス

THREe の料金は顧客のリスティング広告出稿金額の 5%とシンプルな体系である。同サービスのアクティブアカウント数や導入件数、平均単価、販売代理店数は今のところ開示されていない。但し、その販売代理店はある程度、アドエビスの代理店と重複しているものと推測される。

有価証券報告書によれば、THREe の売上高は、13/9 期 8,120 万円、14/9 期 1 億 6,100 万円（うち、約 2,000 万円は受注開発によるスポット案件だった模様）、15/9 期 8,894 万円と推移している。15/9 期の減収は、サービスの提供に人手がかかり、利益率が低い THREe から高いアドエビスに営業・開発人員をシフトしたことから、THREe の顧客数が減少したためであると同社では説明している。しかしながら、売上高の減少率が極めて大きいため、顧客が THREe を通じて出稿したリスティング広告の金額（平均単価）も減少した可能性があるのではないかと当センターでは考えている。

つまり、ネット広告の効果測定ツールとして幅広い機能を持ち、顧客数や顧客の利用状況が比較的安定しているアドエビスについてはストックビジネスとしての性格が強いのにに対し、リスティング広告自動入札システムである THREe は、機能がシンプルであるため、顧客を長期にわたって繋ぎ止める力が弱く、顧客のリスティング広告の出稿量の変動による影響をダイレクトに受けるフロービジネスの色彩が濃いと当センターではみている。

◆ SPF 事業は収益性が異なるビジネスから構成されている

SPF 事業は高収益の EC-CUBE ビジネス (SPF 事業内の構成比 43.8%) と低収益の SOLUTION ビジネス (同 56.2%) によって構成されている。同事業の売上高営業利益率は 14/9 期の 22.5%から 15/9 期で 25.8%に改善した (図表 2)。EC-CUBE ビジネスの構成比は 14/9 期の 51.4%から低下したものの、売上高を落としたのは EC-CUBE ビジネスの中でも低採算であるイベント関連売上やセールスプロモーション収入などのスポット案件であり、高収益のロイヤリティー収入は増加したため、事業全体の利益率の向上に繋がったと同社では説明している。

【 図表 2 】 SPF 事業の業績推移

(単位:千円)

決算期	12/9単	13/9単	14/9連	15/9連
売上高	322,600	421,779	477,389	526,354
増収率	—	30.7%	13.2%	10.3%
EC-CUBE	150,201	207,427	245,288	230,321
増収率	—	38.1%	18.3%	-6.1%
SOLUTION	172,447	214,352	232,100	296,033
増収率	—	24.3%	8.3%	27.5%
営業利益	98,345	75,022	107,451	135,941
増益率	—	-23.7%	43.2%	26.5%
売上高営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%

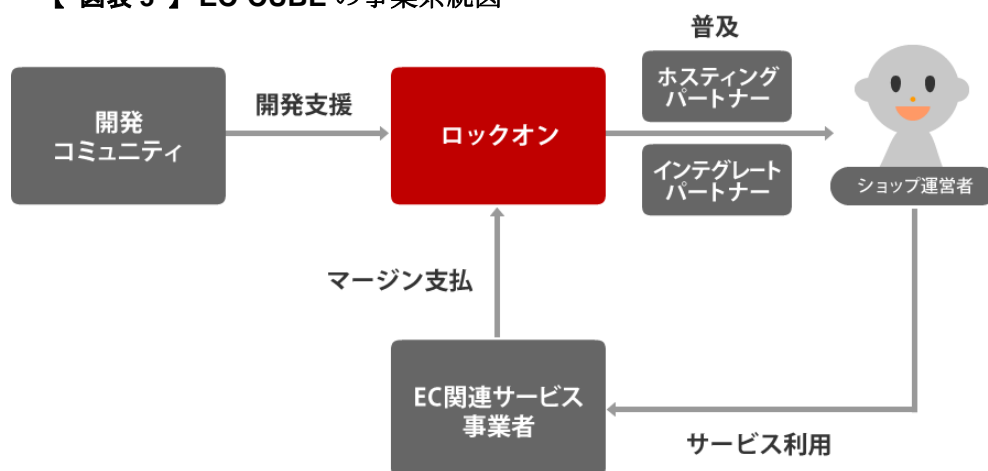
(出所) ロックオン有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

◆ EC-CUBE はロイヤリティー収入主体の高収益ビジネス

EC-CUBE は、同社で設備投資やシステム開発を行うわけではないので固定費負担が少ないだけでなく、変動費もほとんど発生しない低コストビジネスである。

収益の源泉は、EC-CUBE のサイト内で EC-CUBE を利用してネット通販を行う事業者に対して各種のサービスを提供する決済代行事業者やホスティング事業者などの EC-CUBE オフィシャルパートナーからのロイヤリティー収入であり、同サービス売上高の 9 割以上を占めている (図表 3)。同社のロイヤリティー収入は一件当たりの単価は極めて低いビジネスであるが、「塵も積もれば山となる」商売であり、低コスト構造と相まって極めて高収益な事業に育て上げたといえよう。

【 図表 3 】 EC-CUBE の事業系統図



(出所) ロックオン決算説明会資料

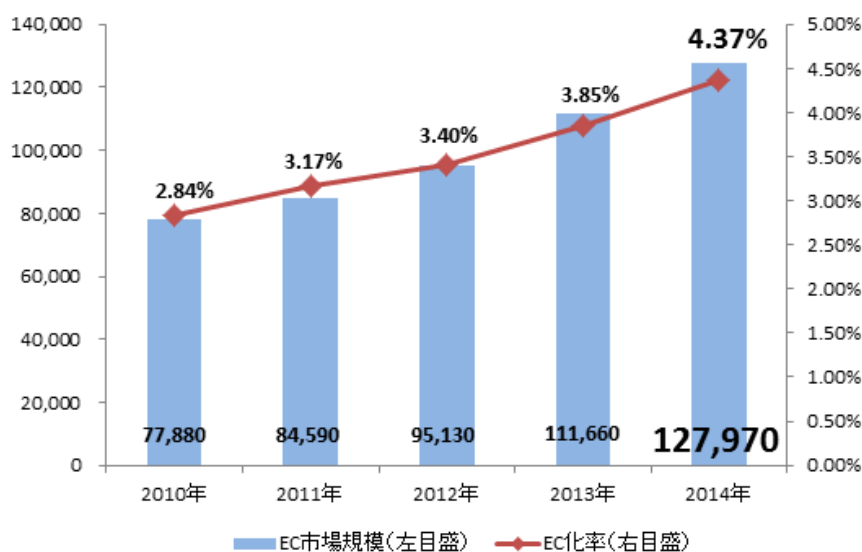
ロイヤリティー収入の提供サービス別の内訳は開示されていないが、大部分は決済代行事業者からのものであると同社では説明している。実際、新規上市時の有価証券届出書に開示されている売掛金の相手別先内訳(13/9 期末)によれば、GMO ペイメントゲートウェイ(3769 東証一部)や SMBC ファイナンスサービスの社名が見られる。

(注 4)プラグインとは、ソフトウェアに機能を追加する小さなプログラムを指す。同社が提供するものには有料のものと無料のものがある。

ロイヤリティー収入以外には、EC-CUBE 本体へ簡単に機能追加を行うプラグイン^{注 4}やデザインテンプレート、商用ライセンスの販売収入、EC-CUBE 関連のイベント・セミナー収入、EC-CUBE 関連サイトへの広告枠の販売等があり、より幅広く収益を上げる「EC-CUBE プラットフォーム」の構築している。こうした取り組みが成果を上げてきていることから、当センターでは EC-CUBE の売上は長期的には国内 BtoC EC 市場に連動して成長していく公算が大きいと考えている(図表 4)。

【図表 4】日本の B to C EC 市場規模の推移

(単位:億円)



(注) EC 化率とは、全ての商取引金額に占める電子商取引の割合を表す
(出所) 経済産業省

同社は 15/9 期決算説明会資料で初めて EC-CUBE に関する KPI として、四半期末の開発コミュニティユーザー数、オフィシャルサイト会員数、EC 関連サービスのプラグイン数をグラフ形式で開示した。

開発コミュニティユーザー数は、EC-CUBE 本体やプラグインの充実に関わる重要な指標と同社では認識している。11/9 期第 1 四半期末の

約4,500から四半期毎に着実に増加し、15/9期第4四半期末で約16,000に達した。同社によれば、EC-CUBEはオープンソフトウェアの開発コミュニティとして国内最大級の規模を誇っている。

開発者、Web制作会社、EC店舗主といったEC-CUBE利用者全体で構成されるオフィシャルサイト会員数に関しては、開示されている期間で最も古い四半期である12/9期第3四半期末の5,000未満の水準から四半期毎に着実に増加し、15/9期第4四半期末で約50,000に達した。なお、開発者は開発コミュニティユーザー数と重複して計上されているが、オフィシャルサイト会員数はEC-CUBEの利用者の総数を表しており、両方を重視していると同社では説明している。

EC関連サービスのプラグイン数はEC-CUBEの機能の充実度を示す指標として同社では注目しているが、12/9期第3四半期末の約50から四半期毎に着実に増加し、15/9期第4四半期末で450~500に達した。

◆ SOLUTION サービスは受託開発型の低収益ビジネス

同社のSOLUTIONサービスはEC-CUBEから発生するECサイトのカスタマイズ案件の受託開発を、外注を活用しつつ、単体、ベトナム子会社で分担して行っているほか、単体ではECサイトのコンサルティングサービスも提供している。ビジネスの性格上、人件費が嵩むため、EC-CUBEやMPF事業に比べて収益性は落ちるが、顧客ニーズの把握に役立つほか、研究開発的要素を持つことから、同社では現状程度の規模で当サービスを継続する意向を見せている。

◆ 単体全体でも開発コストの低さが高収益をもたらしている

なお、単体に関しては、有価証券報告書で売上原価明細が開示されている。15/9期の開示によれば、売上高労務費率は11.2%にとどまる。また、同経費率も23.2%(うち同外注費率が13.4%、同減価償却費率が1.1%)に過ぎず、同原価率は33.1%と低い。同販管費率は42.1%となっているが、それでも同営業利益率は24.8%に達している。

外注分に関しては、主に常駐の協力会社や、ベトナム子会社、ベトナムの提携会社に発注されている。実態としての開発コストと考えられる労務費と外注費合計の売上高に対する比率は24.6%となっているが、低い水準に抑えられている。EC-CUBEビジネスから得られる売上高に対する開発コストがかからないという同社ビジネスの特徴がここにも見て取れると言えよう。

> 業界環境と競合

◆ MPF 事業はニッチマーケットの有カプレーヤーとして展開

MPF 事業で同社が手掛けるアドエビスと THREe の対象市場は、ネット広告市場の拡大を背景に成長していると推測されるが、ネット広告業界の中でもニッチなマーケットであるため、市場の規模やシェアの状況などについて詳細は不明である。両サービスの業界内でのポジションについては、市場調査・コンサルティング会社である株式会社シード・プランニングが、07 年 8 月に公表した「広告効果測定ツール市場調査」においてアドエビスを、12 年 6 月に公表した「インターネット広告流通自動化とアドテクノロジー業界の動向調査」において THREe を、導入件数でトップとしてランクした。

しかしながら、その後、シード社を含めて同種の調査は実施されておらず、現状で同社サービスの業界順位やシェアの動向は不明である。同社は、アドエビスについては現状でも業界シェアが No.1 であると認識している一方、THREe に関しては足元でアクティブアカウント数を減らしているため、導入件数でトップを維持しているのか確信は持っていないようである。

当センターでは、同社及び競合他社の開示情報を確認した結果、両サービスとも同社がトップ企業であると断定するには至らなかったものの、それぞれの業界内で同社が有力プレーヤーであることは間違いないと考えている。

◆ アドエビスはネット広告効果測定市場の No.1 ツールとみられる

ネット広告の効果測定ツール市場は、広告代理店が自社で開発、または、他社から導入したツールと、広告代理店以外のサードパーティーが開発・販売しているツールに大別されている。広告代理店ツールは、広告代理店が自社の顧客である広告主に無償で提供する場合もあるが、その顧客に限定されるためデファクトスタンダードにはなりにくく、同社では脅威には感じていないようである。一方、サードパーティーツールについては、同社以外は非上場企業のものであるため、知名度、信用力などで同社に軍配が上がる状況となっているようである。

広告代理店ツールの代表としては、オプトホールディング (2389 東証一部、以下、オプト HD) の ADPLAN が挙げられる。オプト HD のウェブサイトの情報では、ADPLAN の導入社業数は 1,500 社超となっているが、アクティブアカウント数や売上高などについては開示されておらず、当センターでは ADPLAN がアクティブアカウント数でアドエビスよりも優位に立っている可能性は低いと判断している。

アドエビス以外のサードパーティーツールとしては、ディーボ社のアドゴクウ、ビービット社のウェブアンテナなどが存在するが、アドエ

ビスに匹敵するようなデータの存在は確認できなかった。

15/9 期の決算説明会資料でアクティブアカウント数や販売代理店数を開示したことは、同社が業界内でのリーディングカンパニーであることの自信の表れであるとみられ、当センターでもアドエビスが業界のデファクトスタンダードの地位にあると判断している。

◆ THREe は対象市場の中で有力サービスとしての地位を形成か

リスティング広告最適化システムに関しては、プレーヤー各社がそれぞれの立場から機能拡張に取り組んでおり、各社の比較が難しい状況となっている。有力な競合としては、ブレインパッド (3655 東証一部) の L2Mixer (エルツーミキサー) と、オプト HD の ADPLAN シリーズの ADPLAN LS が挙げられる。

同社の THREe がリスティング広告の最適化機能に特化しているのに対し、L2Mixer はリスティング広告だけでなく、Google ディスプレイネットワークや Yahoo! ディスプレイアドネットワークといったディスプレイ広告を含めた運用型広告を対象とするほか、各種の実績や予算進捗状況などのレポート機能も有している。また、ADPLAN LS はリスティング広告の効果測定機能やレポート機能も搭載している。

同社によれば、THREe は中小広告主をメインターゲットとして、現在は営業人員を置かず顧客からの注文のみに対応しているのに対し、L2Mixer、ADPLAN LS は大手広告主向けであり、現状では棲み分けがなされているとしている。

ただ、ブレインパッドのサイトでは、L2Mixer が 2 万アカウントの国内最大規模の運用型広告最適化ツールであると表示しており、2 万アカウントが導入件数かアクティブアカウント数か不明ではあるが、THREe とある程度、顧客層は重なっているものと思われる。

同社の話では、THREe の導入件数はアドエビス (7,000 件超) を下回っているということなので、少なくとも導入件数では THREe は L2Mixer を下回っている模様である。

◆ EC-CUBE は国内シェア 1 位の EC 構築オープンソースソフト

EC を始めようとする事業者は、まず、独自ドメイン店舗かショッピングモール店舗を開設することを決めることになるが、ショッピングモールへの出店に関しては、EC サイトの構築だけではなく、決済や物流などを含めて一連の機能が ASP で提供されており、通常、料金は低価格 (Yahoo! ショッピングは無料) であるが、カスタマイズが出来ないため事業者のオリジナルな店造りが困難である。

一方、独自ドメイン店舗を出店する際、オリジナルな EC サイトを独自に開発することを志向する事業者は、NTT データ (9613 東証一部) のような大手システム開発会社か、中堅、中小開発会社に独自開発を依頼することになるが、コストが高く、開発に時間がかかるというデメリットがある。

オリジナル性を犠牲にしてもコストを抑えたい事業者は、ショッピングカートと言われる ASP サービスを選択することになる。ショッピングカートは通常、低価格で各種の機能を備え、多少のカスタマイズ性を備えている。同サービスの代表例として、GMO インターネット (9449 東証一部) の連結子会社である GMO メイクショップが提供する MakeShop が挙げられる。このサービスは国内 2 万 2 千店舗で利用されている。

低コストでオリジナル性を追求する事業者に関しては、オープンソースソフトウェアを使って EC ショップを開設するという選択肢もあり、EC-CUBE がその代表例である。しかしながら、インストールは無料とは言っても、オープンソースソフトウェアを使って EC サイトを構築するにはセキュリティ対策などの点でかなりの知識が必要となるため、実際は有償で提供会社が提携する制作会社にサイト構築を依頼するケースも多いようである。

オープンソースソフトウェアの競合先としては、株式会社アークウェブが提供する Zen Cart が挙げられる。Zen Cart は元々、米国のオープンソースソフトウェアであり、その日本語版は EC-CUBE 発売前の 04 年から提供されているが、コミュニティの活性化や、プロモーション、パートナーシップの強化などにおいて会社としての取り組みがロックオンとは異なっていたと推測される。

EC-CUBE は 170 万ダウンロード、利用店舗数 2 万 2 千店 (同社推定) であるが、EC 構築オープンソースソフトウェアとしてトップであることに間違いはないものとみられる。また、そうした実績を支える開発コミュニティユーザー数や、オフィシャルサイト会員数、プラグイン数などの順調な増加を見る限り、オープンソースソフトウェアの中での同社の優位性は揺るぎないものと思われる。

EC サイト構築の他の手段である独自開発やショッピングカートとも広い意味では競合しているが、EC 事業者の裾野が広いため、EC サイト構築業界における同社のユニークなポジションは維持される公算が大きいと当センターでは考えている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 岩田社長が大学在学中にホームページ制作事業を開始

同社は、01年6月に兵庫県尼崎市において、現社長の岩田進氏が関西学院大学商学部在学中に、ホームページ制作を目的に、有限会社ロックオン(03年に株式会社に組織変更)を設立したことで誕生した。

岩田社長は、大学時代にアルバイト先だった赤字の飲食店をオーナーから譲り受け、悪戦苦闘しながら経営力を培うなど異色な経歴を持つ。外食産業で競争優位に立つのは困難と判断した岩田氏は、ネットワークエンジニアの技術を独学で身に着けるなど、当時、勃興期だったインターネットを活用して独自プロダクトを提供する競争力のある会社の設立を目指した。

しかしながら、最初からオリジナルなプロダクトを開発する資金や人材は確保できなかったため、独自プロダクトを開発できる組織造りを行うことを意図した社長は、ウェブサイトの受託開発を創業事業として選択した。

◆ 創業事業の差別化要因を活用して新規事業(MPF事業)に進出

同社は当初からウェブサイトを制作した際、どのくらいサイトへの訪問回数が増え、実際の成果に繋がったのかを調べるアクセス解析も行っていった。最初は外部のアクセス解析ツールを使用していたが、満足するものが見当たらなかったため、自社で解析ツールの開発に取り組んだ。

出来上がった解析ツールで分析した結果、顧客に高く評価され、ウェブサイトの受託開発ビジネスにおける差別化に成功したが、受託開発会社としての地位に甘んずることなく、自社開発プロダクト会社として生きる道を目指し、解析ツールのブラッシュアップを進めた。その結果、04年7月にインターネット広告の効果測定システム「EBiS」(現ADEBiS)として、SaaS^{注5}方式で幅広い広告主や広告代理店へのサービス提供を開始した。

(注5) SaaS(Software as a Service)
必要な機能を必要な分だけサービスとして利用できるようにしたソフトウェア

◆ 06年にEC構築オープンソースソフトウェアの提供を開始

同社は単なるウェブサイト制作会社では他社と差別化できないと考えて、創業初期からEC構築の受託開発を事業の柱としていたが、顧客のコストが嵩むため、事業の将来性に課題を抱えていたようだ。オリジナルで柔軟性の高いECショップを低価格で提供する仕組みを探していた同社は、海外で普及しつつあったEC構築用のオープンソースソフトウェアに注目した。

オープンソースは利用者の自己責任が強く求められる手法であるため、決済や物流のアライアンスパートナーに加えて、ソースコードを書き換えて利用者が提供したいサービスにカスタマイズするインテ

グレートパートナーも紹介することで利用者に安心感と利便性を与える仕組みを構築し、EC-CUBE というサービス名で 06 年に発表した。

サービス開始当初は、ネットショップ初心者利用が多かったが、アライアンスパートナーの拡充や機能の強化を継続した結果、大規模業者の利用実績も出てきている。

◆ 09 年にリスティング広告自動入札システムの販売を開始

アドエビスでネット広告の広告主や広告代理店との取引を開始した同社は、当時急成長していた SEM 運用業務について広告代理店の人手による運用が限界に近づいていると感じていたことから、欧米で運用業務を自動化するツール(自動入札ツール)が登場していることに注目していた。そこで同社でもリスティング広告自動入札システムの開発に取り組み、完成したのがアドエビス AutoBid だった。

アドエビス AutoBid には人手のようなきめ細かい対応力が不足していたため、更なる改良に取り組んだ結果、アドエビスや媒体側に蓄積されている膨大なビッグデータを独自の最適化エンジンにより解析、広告の自動出稿を行い、更には自動入稿までを行う広告運用プラットフォーム (THREe) の販売を SaaS 方式で 12 年に開始した (13 年にアドエビス AutoBid とサービスを統合)。

◆ 13 年にベトナムにソフトウェア開発子会社を設立

開発規模の拡大に対応するため、オフショアの開発拠点として同社はベトナムに 100% 子会社を設立した。ベトナム子会社は MPF 事業に属し、その従業員は 14/9 期末の 12 人から 15/9 期末には 15 人へと拡大している。

◆ 創業直後から社長を支える二人の社内取締役が存在

同社の社内取締役は 3 人であるが、01 年 12 月に現専務の又座加奈子氏、02 年 9 月に現副社長の福田博一氏が同社に入社した。2 人は岩田社長のアルバイト仲間であったが、岩田氏に共鳴し、同社の経営陣に加わった。福田副社長は子供のころから IT に興味を持って独学で深い知識を身に付けていたため、技術部門のトップとしてウェブサイトの制作や、アドエビスの開発、EC CUBE の運営などを主導し、現在は MPF 事業の開発本部長を兼務している。

◆ 経営理念

同社は、グローバルに影響のある企業を作り、より多くの人に夢と希望を与えたいという創業時からの想いを経営理念である「Impact On The World」という言葉に込めて事業運営を行っている。現状では同社グループは海外での売上高はないが、将来は海外展開から収益を上げることを目標としている。

◆ 株主

15年9月末の株主の状況は図表5の通りである。

15年9月末時点で、社長の岩田進氏、副社長の福田博一氏、専務の又座加奈子氏の3人の社内取締役による保有株の比率が69.3%に達している。その他の株主には、従業員持株会、取引先であるセプテーニ(セプテーニHDの子会社)、博報堂DYメディアパートナーズ(博報堂DYホールディングス2433東証一部の子会社)、などが名を連ね、9月末時点では大株主上位10名で74.5%の株式が保有されている。

【図表5】大株主の状況

株主(敬称略)	15年9月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
岩田進	2,851,400	45.6%	1	代表取締役社長執行役員
福田博一	1,071,200	17.1%	2	取締役副社長執行役員
又座加奈子	415,400	6.6%	3	専務取締役執行役員
ロックオン従業員持株会	75,500	1.2%	4	
株式会社セプテーニ	62,000	1.0%	5	
株式会社博報堂DYメディアパートナーズ	60,000	1.0%	6	
和出憲一郎	39,400	0.6%	7	元社外取締役(15年12月退任)
西河洋一	34,000	0.5%	8	
日本証券金融株式会社	29,500	0.5%	9	
塩尻昭夫	26,400	0.4%	10	取締役(監査等委員)
(大株主上位10位)	4,664,800	74.5%	-	
発行済株式総数	6,258,600	100.0%	-	

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、09/9 期以降（13/9 期までは単体のみ）が開示されているが、連結子会社は同社の外注先であり、外部売上がないベトナム子会社のみであるため、09/9 期の単体決算と 15/9 期の連結決算を用いて計算してみると、直近の 6 期の平均では、16.5%増収 66.6%経常増益と、両事業の売上拡大と従業員 1 人当たりの売上増加による収益性改善を背景に、順調な成長をみせた。

11/9 期から開示されているセグメント別決算をみると、MPF 事業は開発投資負担が高んでいた 13/9 期までは営業損失を記録していたが、売上高の増加と開発投資の一巡により、14/9 期は黒字化、15/9 期も大幅増益と収穫期を迎えている。一方、自社での開発負担や設備投資が発生しない SPF 事業は、基調として増収増益が続いている。

◆ 15 年 9 月期はコスト抑制と事業ミックスの改善により大幅増益

15/9 期は、売上高が前期比 5.7%増の 1,437 百万円、営業利益が同 40.5%増の 350 百万円、経常利益が同 50.7%増の 352 百万円、当期純利益が同 67.7%増の 230 百万円と、大幅増益となった。

MPF 事業は、相対的に採算が低い THREe の売上高が同 44.8%減少したものの、好採算のアドエビスは同 13.9%増加したことや、事業コストが削減されたことを背景に、3.2%増収、51.2%営業増益と利益率の改善が図られた。SPF 事業は、低利益率のイベント関連売上高などが落ち込み、EC-CUBE が同 6.1%減少したが、SOLUTION は同 27.5%増加したため、10.3%増収 26.5%営業増益と、売上、利益ともに好調な伸びをみせた。

日本で法人税率の引き下げが実施されたのと、ベトナム子会社で IT 投資減税が適用された影響から連結ベースの法人税率が前期の 41.1%から 34.4%に低下したため、当期純利益の伸びは経常利益の伸びを上回った（図表 6）。

【 図表 6 】 15 年 9 月期業績

(単位:千円)

	14/9	15/9	前期比
売上高	1,360,296	1,437,444	5.7%
売上総利益	867,447	956,266	10.2%
販売管理費	618,110	605,839	-2.0%
営業利益	249,336	350,426	40.5%
経常利益	233,563	352,024	50.7%
当期純利益	137,674	230,853	67.7%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

(注6) プライベート DMP
 広告主が持つ自社サイトへのアクセス状況、広告配信、会員情報などのデータを管理、分析し、メールや広告の配信などに利用できるようにするデータ統合管理ツール

◆ ネット広告関連企業と EC 関連企業と比較

同社は、ネット広告の効果測定を中心とした広告運用サポートと、EC サイト構築用オープンソースソフトとその周辺サービスを提供しているが、上場企業で同社と同じ事業構成の会社は見当たらないため、それぞれの事業毎に比較対象企業を選定してみた。

まず、ネット広告の効果測定システムの競合企業に関してはオプトHD を、リスティング広告自動入札システムにおいてはブレインパッドを、比較対象として選定した。また、同社が今後注力する方針であるプライベート DMP ^{注6} に関して、将来的に競合関係が強くなる可能性がある企業としてフリークアウト (6094 東証マザーズ) を取り上げた。フリークアウトは広告主が広告在庫の買い付けから配信、ターゲティングなどを一括して管理できる広告配信プラットフォームを運営する DSP(Demand Side Platform)であるが、広義では同社のリスティング広告自動入札システムの競合先でもある。

EC 構築関連においては、EC サイトの構築をスクラッチで開発する大手システム開発会社や低コストの ASP 型サービスを提供する会社も数多く存在するが、同社とは事業上の位置づけや対象顧客層が異なるため、あまり参考にならないと思われる。むしろ、EC バックオフィス支援システムを手掛ける Hamee (3134 東証マザーズ) の方が、EC 市場のインフラを国内中小事業者に幅広く提供しているという観点から比較企業に相応しいと判断した (図表 7)。

【 図表 7 】 類似企業との財務指標比較

(単位:百万円)

項目	銘柄	コード	ロックオン	オプトHD	ブレインパッド	フリークアウト	Hamee
			3690	2389	3655	6094	3134
		直近決算期	15/9	14/12	15/6	15/9	15/4
規模	売上高	百万円	1,437	66,984	2,712	4,217	5,657
	経常利益	百万円	352	4,067	99	95	329
	総資産	百万円	1,250	39,436	1,956	3,178	2,906
収益性	自己資本利益率	%	25.0	5.3	-1.6	2.8	16.0
	総資産経常利益率	%	30.9	10.3	5.2	3.1	14.2
	売上高営業利益率	%	24.4	6.7	5.5	2.3	5.9
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	18.3	2.5	11.7	64.7	17.0
	経常利益 (同上)	%	107.4	46.4	-32.0	-18.1	32.1
	総資産 (同上)	%	46.0	8.6	13.7	61.4	40.5
安全性	自己資本比率	%	82.9	42.9	58.3	73.7	59.8
	流動比率	%	511.5	189.1	268.2	373.3	345.6
	固定長期適合率	%	15.2	51.5	49.5	22.3	9.1

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書及び届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、オプトHDを除けば、経常利益や総資産の規模は同程度と言える。収益性に関しては、同社は売上高営業利益率と総資産経常利益率、自己資本利益率は他社の水準を大きく上回っている。同社においては外部リソースを有効に活用する経営方針が徹底しているため、人件費や減価償却費などの固定費負担が他社に比べ軽くなっており、収益性の差に繋がっているとみられる。

一方、成長性に関しては、各社の事情で全社ベースでは大きな格差が生じている。同社とHameeは先行投資時期を過ぎて主力事業が収益拡大期に入り、大幅な利益成長を見せているが、ブレインパッドとフリークアウトは人員増強などで固定費増加が重荷となり減益を余儀なくされている。オプトHDは大幅な経常増益となっているが、これは投資育成事業で多額のキャピタルゲインを計上したためである。同事業を除いた営業利益は11/12期の11.0億円から14/12期の0.9億円へと大幅に減少しており、実態は厳しいと推測される。

次に、各社のセグメント別決算の開示期間に合わせて、同社の2事業と各社の対象事業を比較してみた。同社のMPF事業は過去3年間で、売上高は年平均18.7%増、営業損益は61百万円の赤字から214百万円の黒字に転換した。オプトHDのデータベース事業の外部売上高は年平均5.0%増、営業損益は55百万円の黒字から9百万円の赤字に転落している。また、ブレインパッドのマーケティングプラットフォーム事業の売上高は年平均19.1%増、営業利益は同17.1%増であった(フリークアウトはセグメント情報を開示していない)。したがって、オプトHDとフリークアウトは利益成長が実現できていないのに対し、同社のMPF事業は、ブレインパッドと並んで過去3年において相対的に高い成長を実現していると判断される。

同社のSPF事業は過去2年間で、売上高は年平均11.7%増、営業利益は同34.7%増と好調に推移した。一方、Hameeのプラットフォーム事業の売上高は年平均36.3%増、営業利益は同42.0%増であった。増収率ではHameeに及ばないが、増益率はかなり接近した数値であり、両社のEC業界のインフラに相当する事業は共に高成長を実現していると評価できよう。

また、安全性に関しても、自己資本比率、流動比率、固定長期適合率の全てにおいて、他社比で良好な数値となっており、財務体質は極めて健全と言える。

よって、同社は収益性、成長性、安全性の観点で比較対象企業よりも魅力的な財務指標を有していると評価できる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ “プラットフォーム形成力”が知的資本の源泉

同社は EC サイト構築において、社外のコミュニティユーザーによって開発されるオープンソースソフトウェアを用いた事業展開を日本で初めて成功させた経験を持つ。国内大手 EC ポータルサイトである「EC のミカタ Web」による EC 関連サービス相関図の中では、「EC-CUBE 系」というカテゴリで同社サービスが紹介されるなど、EC-CUBE は EC 事業者だけでなく、決済や EC サイト制作などの EC 関連サービス業者にとってのインフラとなっている。

連結従業員が 15/9 期末で 71 人と少ないにもかかわらず、同社が EC 周辺市場とネット広告関連市場において存在感と収益性を兼ね備えた会社として成長してきたのは、ひとえに外部リソースを有効活用して、プラットフォームを形成する能力が秀でていたからだ当センターでは考えている。

ひとたびプラットフォームの形成に成功すると、その活性化に取り組む外部の協力者が更に増えていくことで、社内リソースの制約を超えて好循環が継続することが起こりうる。そういう意味でも、同社の“プラットフォーム形成力”は正に知的資本の源泉と言えよう。

同社は、MPF 事業においても、多くの広告・マーケティング関連企業と連携して、アドエビスをネット広告以外をも取り込んだ総合的なマーケティングプラットフォームへと進化させることを目指しており、当センターではこうした取り組みが成功するかに注目している。

【図表 8】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・顧客基盤	・アドエビスアクティブアカウント数 1,133 ・EC-CUBE利用店舗数(推定) 22,000店以上
	ブランド	・アドエビスは広告効果測定ツールの業界標準 ・EC-CUBEはECサイト構築のオープンソースソフトウェアの業界標準	・国内シェア (推定) 1位 ・国内シェア (推定) 1位
	事業パートナー	・アドエビスの販売代理店は順調に拡大	・販売代理店数 320社超
		・EC-CUBEの開発コミュニティは国内最大級の開発コミュニティ規模を誇る ・EC-CUBE利用者(開発者、Web制作会社、EC店舗主)も着実に増加 ・EC-CUBEパートナーによる機能拡張(プラグイン)も順調に増加	・開発コミュニティユーザー数 15,000人超 ・オフィシャルサイト会員数 50,000人超 ・EC-CUBEプラグイン数 450件超
組織資本	プロセス	・アドエビスのサービス拡充に注力し、平均単価は上昇傾向が継続 ・事業のプラットフォーム化による協力企業を巻き込んだ事業拡大	・アドエビス月額平均単価 60,000円超
	知的財産 ノウハウ	・MPF事業、SPF事業において豊富なビッグデータを保有 ・開発コミュニティ(EC-CUBE)の運営ノウハウを蓄積	
	経営陣	・外部リソースの有効活用によるニッチトップ戦略を推進	
人的資本	従業員	・社内取締役による高い経営へのコミットメント ・若手社員を中心とした高い団結力、一体感 ・インセンティブ制度	・社内取締役の保有株数 4,338,000株(69.3%) ・平均年齢(単体) 32.9歳 ・従業員持株会 75,500株(1.2%)

(注) 開示データは 15/9 期末、KPI 数値のカッコ内は発行済み株式数に対する比率
(出所) ロックオン有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の事業はウェブ上でのサービス提供あり、会社資料等において環境対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、企業規模の大小に関わらず、それぞれの身の丈に合わせた社会的な取り組みを行うことが、企業市民としての最低限の責任であり、企業の成長を促進すると考えている。具体例としては、Osaka Startups やマーケティングメトリックス・アカデミーと称した活動が挙げられる。

Osaka Startups とは、大阪を拠点としたスタートアップ企業、及び、これから起業を目指している個人に向けた企業家支援プログラムである。「大阪から世界へ」の合言葉のもと、地域創生に貢献したいとしている。マーケティングメトリックス・アカデミーでは、同社のマーケティングメトリックス研究所のノウハウを元に大学生や大学院生に向けてマーケティング分析を学べる場を提供し、人材育成を目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、監査等委員である取締役以外の取締役4名(うち、社外取締役1名)、監査等委員である取締役3名(全て社外取締役)の計7名で構成され、社外取締役が過半数を超えている。

15年12月に社外取締役に選任された森本親治氏は、公認会計士であるが、アオキインターナショナル(現 AOKI ホールディングス 8214 東証一部)の常務取締役を務めた経歴を有している。同氏が公認会計士としての専門知識・経験等に加え、上場企業の経営者としても豊富なキャリアと幅広い見識を持っている。

監査等委員会は、監査等委員である取締役(全て非常勤)3名で構成される。藤本光庸氏は、事業会社における長年にわたる豊富な経験と幅広い知識が評価され、07年に同社常勤監査役に就任し、同社が監査等委員会設置会社に移行したのに伴い、15年12月に取締役(監査等委員)に就任している。塩尻明夫氏は、塩尻公認会計士事務所所長、非上場企業3社の監査役を兼務する公認会計士、中町昭人氏はアンダーソン・毛利・友常法律事務所パートナー、オイシックス(3182 東証マザーズ)などの監査役を兼務する弁護士であり、いずれも15年12月に取締役(監査等委員)に就任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 人材の確保と社員の能力向上

同社はこれまで少数精鋭主義で組織運営を行ってきたが、今後の成長のためには人員拡充とその能力向上が必要であると考えている。しかしながら、過去2年間で単体の従業員数は2名の増加にとどまっており、人員拡充は進んでいない。外部リソースの有効活用という同社の特徴は大いに評価できるものの、一段の成長を実現するには従業員の採用強化は不可欠であり、今後の取り組みを注視したい。

◆ THREeの売上落ち込みへの対応

同社の4つのサービスの中で、15/9期に売上低迷が目立ったTHREeに関して、同社ではアドエビスへの人員シフトをその理由として挙げているが、当センターでは、提供開始から3年が経過し、サービスの魅力や競争力が低下してきているのではないかと考えている。アドエビスで広告効果を測定し、THREeでリスティング広告の最適化、メディアの買付、広告配信を行うという、一気通貫でのサービス提供を志向しているのであれば、THREeの地盤沈下への対応は軽視できない課題である。

同社は、THREeに関し、リスティング広告以外の広告(DSP、ソーシャル、デジタルサイネージ)にも適用範囲を広げていく方針を14年に表明しているが、今のところ同社から具体的な発表は出ていない。

> 今後の事業戦略

◆ MPF事業は積極的な他社との連携による機能拡張を目指す

同社はこれまでアドエビスを自己完結型のネット広告効果測定システムとして発展させてきたが、インターネットマーケティングにおいてニーズの高度化、多様化が進むと考えたことから、今後は積極的に他社サービスと連携する方向に舵を切り、データの測定と活用の両面で機能の拡張に取り組むことで、総合的なマーケティング統合環境(プラットフォーム)へと進化させることを目指している。

◆ 新規ビジネスや海外展開の促進も狙う

同社はネット広告市場とEC市場を中心に事業を行っているが、インターネット市場は急速に変化することから、新しいビジネスモデルを構築することが重要であると考えている。15/9期の決算説明会において、同社はビッグデータ、AI、IoTといった要素技術を用いて、企業と顧客のコミュニケーションを円滑化(自動化・効率化)する事業(同社はマーケティングロボット事業と定義)に取り組むことを表明している。また、同社は「Impact On The World」の企業理念のもと、海外展開への挑戦も課題として掲げている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表9のようにまとめられる。

【図表9】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・アドエビスにおける強固な顧客基盤(大手広告主、有力販売代理店) ・アドエビスによって蓄積された国内有数のマーケティング分野のビッグデータ ・EC-CUBEの開発コミュニティの発展に成功したこと ・EC-CUBEのEC関連市場における確固たる存在感
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・社長、副社長の経営力に対する高い依存 ・販売代理店やオフィシャルパートナーの方針変更が同社の業績に影響を与える可能性があること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ネットマーケティング市場とEC市場の拡大による既存事業の成長 ・「マーケティングロボット」事業への進出 ・海外での拡販
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・自社システムに大規模なトラブルが発生すること ・ネット広告業界の市場環境が急変し、アドエビスの競争優位性が低下すること ・ネット業界における技術革新への対応が遅れること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ MPF 事業のプラットフォーム化戦略は他社からの開示に注目

プライベート DMP では、ライオン (4912 東証一部) に対する受託開発を行ったことや、NTT データが顧客に提供するプライベート DMP のデータ連携基盤にアドエビスが採用されたことなどの実績が開始しているほか、TVCM データや TV 通販データとの連携の取り組みも開始した。なお、同社では、プライベート DMP を今後は SaaS 型で提供し、収益性の向上を図りたいとしている。

同社の Web サイトをみると、アドエビスや EC-CUBE などのサービスごとにニュースリリースが積極的に開示されている。もちろん、同社の事業への取り組みが全てニュースリリースとして公表されている訳ではないが、事業戦略の進捗状況を確認する上で、投資家や株主の参考になる情報開示であると当センターでは評価している。

ただ、MPF 事業のプラットフォーム化戦略が着実に進行しているかを評価するにあたっては、同社と連携したり、同社の顧客となったりする他社からのニュースリリースが増えていくことがより重要だと思われる。他社からの評価が高まることこそがプラットフォームとして定着するかどうかのカギになるからである。SPF 事業で培った社外のパートナーとのネットワークの構築力(“プラットフォーム形成力”)が MPF 事業でも発揮できるのかに注目したい。

◆ 新規ビジネスや海外展開を評価するには時期尚早

マーケティングロボット事業に関して、同社はまだ具体的な施策を明らかにしていない。ただ、同社単独で、あまり知見のない新規分野に資金やコストを短期で集中投下して行うようなものではなく、ハードウェア技術を持つメーカーや情報通信会社と連携し、IoT などから蓄積されるビッグデータをアドエビスで分析することで、MPF 事業の収益を将来的には押し上げるような事業展開を検討しているものと当センターでは推測している。

ただし、今のところ、詳細な事業計画は公表されていないため、業績への影響を評価する段階ではない。海外展開に関しては、何をどこでどのように展開するのか何も方針が出ていないため、評価するには更に時期尚早である。

(注 7) 元々は、銃など照準に目標を捉えること意味するが、転じて、狙ったターゲット逃さないこと、または、ターゲットに狙いを定めることといった意味で使用されている。

岩田社長は、同社をロックオン^{注7}と名付けたのは、「事業は手段。手掛けるテーマは必ず変わっていくと考えているので、製品カテゴリーに縛られない社名にしたかったから」と語っている。一般的に、ベンチャー企業は歴史の古い企業に比べて安定性に欠けるものであるが、同社の場合は特に、取り組む事業に対する「選球眼」の良し悪しで、会社の将来が大きく変わる可能性があると思われる。新規ビジネスや海外展開は新興企業にとって飛躍の機会であると同時に大きなリスクでもあるため、当センターではその展開手法や進捗状況を注意深くフォローしていくつもりである。

> 今後の業績見通し

◆ 同社は 16 年 9 月期予想を非開示

同社は、新規領域に対して積極的に投資する方針を表明したが、現時点ではその規模と効果を正確に予測することは困難とし、16/9 期の会社計画を一切公表していない。

同社は、16/9 期の単体採用計画に関しては、新規ビジネスの展開次第で最大 10 数名に膨らむ可能性を示唆したが、既存事業の売上高やコストの見通しなどについての言及はない。

また、15 年 12 月に提出された有価証券報告書によると、設備の新設について前年の報告書に掲載されていた 17 年 9 月完成予定の SPF 事業の設備投資計画の記載がなくなり、その他の投資計画(投資予定額合計 1.7 億円)のみが継続して開示されていた。このことから、当センターでは、少なくとも 16/9 期に関しては、新規ビジネスに関して大規模な設備投資が実施されたり、それに伴って減価償却費が急増したりする可能性は低いと判断している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/9期業績を、売上高1,550百万円(前期比7.8%増)、営業利益366百万円(同4.5%増)、経常利益368百万円(同4.6%増)、当期純利益246百万円(同6.7%増)と予想する(図表10)。

セグメント別では、MPF事業は、売上高1,010百万円(前期比10.9%増)、営業利益219百万円(同2.2%増)と見込んだ。サービス別の売上では、主力のアドエビスがアクティブアカウント数、平均単価共に増加傾向が続くとみて同13.1%増と予想したものの、THREeは年度後半まで顧客数が落ち込むと想定し、同10.1%減と見込んだ。セグメントの費用に関しては、新規ビジネスの立ち上げを目指し、積極的な社員採用を行うことを同事業の業績予想に織り込んだため、同13.5%増えると予想している。

SPF事業については、売上高540百万円(前期比2.6%増)、営業利益147百万円(同8.1%増)と見込んだ。SOLUTIONは前期の売上急増の反動を見込んで、同5.4%減と予想したが、EC-CUBEは、15年7月のバージョンアップ効果や国内EC市場の順調な拡大などを背景に、同12.9%増と見込んでいる。営業利益率が上昇するのは、事業ミックスの改善効果をみたためである。

17/9期と18/9期については、MPF事業は、THREeの減収に歯止めがかかる中、アドエビスの順調な成長が続き、コスト増の影響は残るものの、徐々に増益率が高まってゆくと予想した。SPF事業は、EC-CUBEがSOLUTIONよりもやや高い売上の伸びをみせると見込み、小幅ながら営業利益率の改善傾向が続くと想定した。

【図表10】証券リサーチセンターの業績予想(損益計算書) (単位:百万円)

決算期	14/9	15/9	16/9E	17/9E	18/9E
損益計算書					
売上高	1,360	1,437	1,550	1,736	1,940
前期比	24.8%	5.7%	7.8%	12.0%	11.8%
セグメント別	-	-	-	-	-
マーケティングプラットフォーム	897	911	1,010	1,130	1,260
商流プラットフォーム	462	526	540	606	680
営業利益	249	350	366	398	460
前期比	234.4%	40.5%	4.5%	8.7%	15.7%
営業利益率	18.3%	24.4%	23.6%	22.9%	23.7%
セグメント別	-	-	-	-	-
マーケティングプラットフォーム	142	214	219	232	270
商流プラットフォーム	107	135	147	166	190
経常利益	233	352	368	400	462
前期比	211.4%	50.7%	4.6%	8.6%	15.6%
経常利益率	17.1%	24.5%	23.8%	23.0%	23.8%
当期純利益	137	230	246	276	319
前期比	224.7%	67.7%	6.7%	12.0%	15.6%

(注) E:証券リサーチセンター予想、14/9期の前期比は13/9期単体決算との比較

(出所)ロックオン有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績予想(貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/9	15/9	16/9E	17/9E	18/9E
貸借対照表					
現預金	656	786	951	1,120	1,404
売掛金	199	271	238	304	312
その他	26	34	29	30	31
流動資産	882	1,092	1,218	1,454	1,747
有形固定資産	44	30	113	123	133
無形固定資産	6	24	39	53	65
投資その他の資産	95	103	104	105	106
固定資産	146	157	257	282	305
資産合計	1,029	1,250	1,475	1,736	2,052
買掛金	16	15	18	19	22
未払金	80	75	81	89	98
未払法人税等	88	82	73	74	85
賞与引当金	17	20	21	23	26
その他	20	19	20	22	24
流動負債	222	213	215	229	257
純資産合計 (自己資本)	806	1,036	1,260	1,507	1,795
(少数株主持分+新株予約権)	0	0	0	0	0
キャッシュフロー計算書					
税金等調整前当期純利益	233	352	368	399	462
減価償却費	24	22	36	61	63
売上債権の増減額 (-は増加)	-37	-71	33	-66	-8
賞与引当金の増減額 (-は減少)	9	3	0	2	2
未払金の増減額 (-は減少)	16	-5	5	8	9
その他	2	-10	6	0	0
法人税等の支払額	-35	-127	-130	-122	-131
営業活動によるキャッシュフロー	212	163	319	283	398
有形固定資産の取得による支出	-21	-4	-110	-60	-60
無形固定資産の取得による支出	-2	-20	-25	-25	-25
その他	9	-6	-1	-1	-1
投資活動によるキャッシュ・フロー	-14	-32	-136	-86	-86
株式発行による収入	321	0	9	0	0
配当金の支払額	0	0	-28	-28	-28
その他	1	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	322	0	-18	-28	-28
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	520	130	164	169	283
現金及び現金同等物の期首残高	135	656	786	951	1,120
現金及び現金同等物の期末残高	656	786	951	1,120	1,404

(注) E: 証券リサーチセンター予想、14/9期の前期比は13/9期単体決算との比較

(出所) ロックオン有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 新規事業や海外展開が業績に大きな影響を与える可能性

同社が今期の会社計画を非公表とした背景には、新規事業の積極展開に伴うコストの増加が読み切れないという面もあるが、M&A や資本業務提携が実施された場合、決算数値が大幅に変動する可能性があるという面もある。

また、M&A に関しては、既存事業関連においても、海外展開として、大規模な案件が実施されるケースも考えられる。その際には、同社の現在の収益力に比して、大きな負担となるのれんの償却が必要となる可能性も否定できないため、同社からの新規事業や海外展開に関する情報開示には十分な注意が必要である。

◆ M&A で大規模なエクイティファイナンスが実施される可能性

同社の新規事業や海外事業の展開手法においては、自前で設備投資をして事業を構築していくことも考えられるが、その際は大きな資金を投じていくことにはならないと当センターでは想定している。同社は現在、無借金経営ではあるものの、借入れ余力はさほど大きくはないと推測され、M&A を積極的に活用する際には、大規模なエクイティファイナンスが実施される可能性を否定できない。その場合は、成長ストーリーがマーケットに評価されるものでなければ、株価に悪影響を与える可能性もあるものと思われる。

◆ FinTech^{注8}に関する報道が同社の株価に影響を及ぼす可能性

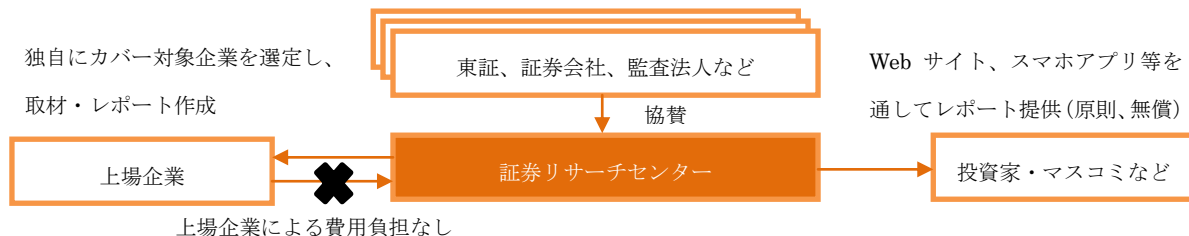
15年12月にテックビューロ株式会社とのEC用受注エンジンの実証実験を開始するとニュースリリースが同社サイトに掲載されてから、同社がFinTech(フィンテック)関連銘柄であるとの認識が市場で広がり、株価も急騰している。

今回の業務提携がSPF事業のファンダメンタルズに大きな影響を与えるものなのかはまだよく分からないが、同社による金融サービスの提供につながるものではないと思われる。しかしながら、マーケットにおいては同社をFinTech関連株と位置付けているため、今後も関連する報道などを受けて、同社の株価が乱高下する可能性があることには留意したい。

(注8) IT技術を使った新たな金融サービス。金融を意味する「Finance(ファイナンス)」と技術を意味する「Technology(テクノロジー)」を組み合わせた造語。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

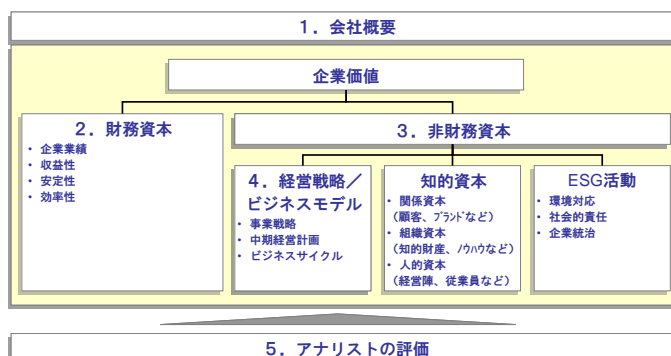
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家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個人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にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。