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

アップデート・レポート

2017年1月20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 20170117

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

ロックオン（3690 東証マザーズ）

発行日：2017/1/20

ネット広告の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
17 年 9 月期も先行投資を優先し、業績回復は 18 年 9 月期にずれ込む見通し

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

＞ 要旨

◆ ネット広告市場と EC 関連市場を対象とする BtoB 型ネット企業

・ロックオン（以下、同社）は、ネット広告市場と EC 関連市場を対象とする BtoB 型のネットサービス提供企業である。

◆ 16 年 9 月期決算は 12%増収、29%営業減益

・16/9 期決算は、12.2%増収、29.2%営業減益であった。先行投資を拡大したため、主力サービスのアドエビスの増収率は回復したものの、全体としてはコストの増加を吸収できず、大幅減益を余儀なくされた。

◆ 前期に続いて 17 年 9 月期の会社計画は非開示

・17/9 期について同社は、16/9 期と同様に、期初時点では積極的な先行投資の規模と効果を正確に予測することは困難とし、会社計画を公表しなかった。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）は、先行的な費用増が継続するわりに売上高の伸びが高まってこないと想定し、17/9 期の業績予想を見直し、売上高は 1,976 百万円→1,851 百万円（前期比 14.8%増）に、営業利益は 328 百万円→251 百万円（同 1.2%増）に修正した。

◆ コストの伸びの鈍化により 18 年 9 月期からの業績回復を予想

・同社は、16/9 期から積極的な人員増強を中心とした先行投資を行っている。当センターでは、同社が投資期と成長期・回収期を分けて経営を考えていることを考慮し、18/9 期以降、コストの伸びは鈍化に向かい、業績も回復すると予想する。しかしながら、増加が予想されるコストの多くは人件費などの固定費であり、コスト構造が元に戻るとは想定しにくいため、営業利益率がピークであった 15/9 期の水準を回復することは当面は難しいと見ている。

【主要指標】

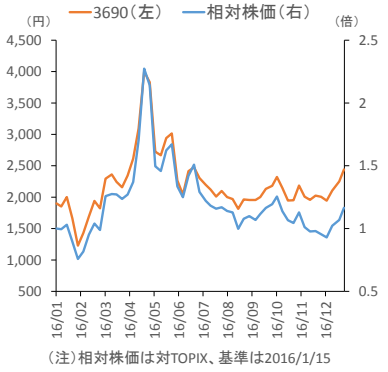
	2017/1/13
株価（円）	2,442
発行済株式数（株）	6,310,374
時価総額（百万円）	15,410

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	91.1	87.8	76.3
PBR（倍）	488.4	488.4	488.4
配当利回り（%）	0.2	0.2	0.2

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12カ月
リターン（%）	16.0	13.8	22.0
対TOPIX（%）	14.0	2.7	13.1

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2016/1/15

【 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)
2015/9		1,437	5.7	350	40.5	352	50.7	230	67.7	36.9	165.7	4.5
2016/9		1,612	12.2	247	-29.2	250	-28.9	168	-26.9	26.8	189.1	5.0
2017/9	CE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5.0
2017/9	E	1,851	14.8	251	1.2	254	1.5	175	3.8	27.8	211.9	5.0
2018/9	E	2,051	10.8	290	15.5	293	15.4	202	15.4	32.0	238.9	5.0
2019/9	E	2,207	7.6	315	8.6	318	8.5	220	8.8	34.9	268.8	5.0

(注) E：証券リサーチセンター予想、 CE：会社予想は非公表

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ず、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。

＞ 事業内容

◆ 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。

同社は、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 サイト構築で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組織化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の最大の特徴と言えよう。

（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。

少数精鋭主義を謳っていた同社の単体従業員数は、10/9 期末の 42 人に対して、15/9 期末においても 56 人と毎期小幅な増加にとどまっていたが、ここに来て業容拡大を目指して積極採用に踏み切った結果、16/9 期末には 72 人に急増した。ベトナムの開発子会社を含めた連結従業員数も、15/9 期末の 71 人から 98 人へと大幅に増加した。

◆ 事業の柱はネット広告関連サービスを行う MPF 事業

同社の事業の柱は 04 年にサービス提供を開始した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。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ている。

（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。

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（16/9 期売上高構成比 66.6%）。

同事業では、ネット広告の『効果測定』（アドエビス）からリスティング広告の『最適化』、『買付・入稿』（THREe）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（効果測定、最適化、買付・入稿）を提供している。

（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。

◆ 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

16/9 期の MPF 事業の売上高の内訳は、アドエビス 1,012 百万円（MPF

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ず、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。

事業内の構成比 94.2%）、THREe61 百万円（同 5.8%）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）

	12/9単	13/9単	14/9連	15/9連	16/9連
売上高	545,235	668,446	882,906	911,090	1,073,977
増収率	—	22.6%	32.1%	3.2%	17.9%
AD EBiS	498,928	587,238	721,903	822,141	1,012,038
増収率	—	17.7%	22.9%	13.9%	23.1%
THREe	46,114	81,207	161,003	88,948	61,938
増収率	—	76.1%	98.3%	-44.8%	-30.4%
営業利益	-61,263	-453	141,885	214,484	209,894
増益率	—	—	—	51.2%	-2.1%
売上高営業利益率	-11.2%	-0.1%	16.1%	23.5%	19.5%

（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 事業の販売においては、概ね半分は広告代理店を経由しており、その販売手数料は販売促進費（16/9 期の同事業売上高の 10.0%に相当）として計上されている。同事業において他に変動費はないため、限界利益率が極めて高い事業と言える。

◆ オープンソース方式の採用が差別化に繋がった SPF 事業

03 年に始めた EC サイト構築事業で差別化が図れなかった同社は、EC 事業者が提供したいサービスを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。

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 事業と定義している（16/9 期売上高構成比 33.4%）。

◆ SPF 事業は収益性が異なる 2 つのサービスから構成される

SPF 事業は EC-CUBE（SPF 事業内の売上高構成比 40.7%）と SOLUTION（同 59.3%）によって構成されている（図表 2）。

サービス別の利益率について同社は明らかにしていないが、人件費や外注費の負担が小さい EC-CUBE が好採算である一方、外注費の負担が大きい SOLUTION は低採算となっている模様である。

EC-CUBE の売上高は、EC-CUBE を利用してネット通販を行う事業者に決済代行サービス等を提供するオフィシャルパートナーから受け取

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ず、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。

るロイヤリティー収入が中心となっているが、イベント関連売上やセールスプロモーション収入なども含まれている。

【 図表 2 】 SPF 事業の業績推移 （単位：千円）

	12/9単	13/9単	14/9連	15/9連	16/9連
売上高	322,600	421,779	477,389	526,354	538,569
増収率	—	30.7%	13.2%	10.3%	2.3%
EC-CUBE	150,201	207,427	245,288	230,321	219,267
増収率	—	38.1%	18.3%	-6.1%	-4.8%
SOLUTION	172,447	214,352	232,100	296,033	319,302
増収率	—	24.3%	8.3%	27.5%	7.9%
営業利益	98,345	75,022	107,451	135,941	38,041
増益率	—	-23.7%	43.2%	26.5%	-72.0%
売上高営業利益率	30.5%	17.8%	22.5%	25.8%	7.1%

（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

過去 2 期においては、SOLUTION が順調に拡大しているものの、EC-CUBE は減収傾向にある。EC-CUBE の不振の主因について、同社はコストが嵩むイベント関連売上などの落ち込みとしているものの、16/9 期についてはロイヤリティー収入についても伸び悩んだものと見られる。

＞ SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 3 のようにまとめられる。

【 図表 3 】SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・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)	・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)	・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

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は“プラットフォーム形成力”にある

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPI の数値を中心にアップデートした（図表 4）。

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ず、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。

【 図表４ 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
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	1,241
			・EC-CUBE利用店舗数(推定)	22,000店以上	30,000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	・国内シェア（推定）	1位	1位
		・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	1位
	事業パートナー	・アドエビスにおいて強固な販売代理店網を構築	・販売代理店数	320社超	非開示
		・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	・開発コミュニティユーザー数	16,300人	18,633人
		・EC-CUBE利用者（開発者、Web制作会社、EC店舗主）も着実に増加	・オフィシャルサイト会員数	49,741人	61,113人
		・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	・EC-CUBEプラグイン数	461件	640件
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	・アドエビス月額平均単価	61,765円(15年9月)	76,941円(16年9月)
		・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			
	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			
人的資本	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			
		・社内取締役による高い経営へのコミットメント	・社内取締役の保有株数	4,338,000株(69.3%)	4,254,000株(67.4%)
	従業員	・若手社員を中心とした高い団結力、一体感	・平均年齢（単体）	32.9歳	33.3歳
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	75,500株（1.2%）	39,000株（0.6%）

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」というカテゴリー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 16/9 期末で 98 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。

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。

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ず、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。

＞ 決算概要

◆ 16 年 9 月期は 12.2%増収、29.2%営業減益、28.9%経常減益

16/9 期決算は、前期比 12.2%増収、29.2%営業減益、28.9%経常減益であった。これを第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、上期の前年同期比 6.8%増収、27.1%営業減益に対して、下期は、同 17.1%増収、30.6%営業減益であった（図表 5）。

【 図表 5 】16 年 9 月期業績

（単位：百万円）

	15/9期									16/9期	
	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	1,437	342	386	729	6.8%	420	462	883	17.1%	1,612	12.2%
売上総利益	956	207	252	459	2.2%	268	315	583	15.3%	1,043	9.1%
売上総利益率	66.5%	60.7%	65.2%	63.1%	－	63.7%	68.2%	66.1%	－	64.7%	－
販売管理費	605	166	195	361	14.8%	204	229	433	49.3%	795	31.3%
販売管理費率	42.1%	48.6%	50.6%	49.6%	－	48.6%	49.6%	49.1%	－	49.3%	－
営業利益	350	41	56	98	-27.1%	63	86	149	-30.6%	247	-29.2%
営業利益率	24.4%	12.1%	14.6%	13.5%	－	15.1%	18.6%	17.0%	－	15.4%	－
経常利益	352	41	56	98	-27.6%	63	87	151	-29.7%	250	-28.9%
経常利益率	24.5%	12.3%	14.6%	13.5%	－	15.2%	19.0%	17.2%	－	15.5%	－
当期（四半期）純利益	230	27	36	63	-27.2%	40	64	105	-26.7%	168	-26.9%

（出所）ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

これは、売上総利益率については、労務費や外注費などの増加により、前年同期比で 2.8%ポイント悪化した上期に対し、増収効果が増した下期は同 1.0%ポイントの悪化にとどまったものの、販売費及び一般管理費（以下、販管費）の伸び率が上期の前年同期比 14.8%増に対して、人件費などが大幅に膨らんだ下期は同 49.3%増となったためである。

上期決算発表時に公表した通期計画に対しては、売上高 100.8%、営業利益 123.5%、経常利益 124.4%、当期純利益 129.2%の達成率となった。セグメント別の売上計画に対しては、MPF 事業が 3 百万円下回った一方で、SPF 事業は 14 百万円上回った。利益が上回ったのは、MPF 事業の営業スタッフの増員が計画を下回り、同事業の採用関連費や人件費が計画ほどには増えなかったためとしている。

前期との比較では、売上総利益率は 15/9 期の 66.5%から 64.7%に低下した。自社制作ソフトウェアを他勘定振替高に計上し、売上原価から控除した金額が前期比 72 百万円増加し、売上原価の減少要因となったものの、MPF 事業を中心に、単体、ベトナム子会社双方で 9 人ずつエンジニアを増やしたことによる労務費の増加（同 51 百万円増）、SPF 事業の外注費の増加（同 50 百万円増）、ソフトウェアなどの減価償却費の増加（同 14 百万円増）などが売上原価の増加要因となったためである。

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ず、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。

一方、広告宣伝費が 41 百万円、外注費が 26 百万円、販売促進費が 16 百万円、採用関連費が 14 百万円、役員報酬と人件費（給与賞与と賞与引当金繰入額の合計額）が合わせて 66 百万円増えたことなどにより、販管費は前期比 31.3%増加した。

なお、第 4 四半期の売上総利益率が第 3 四半期よりも大幅に上昇したのは、アドエビスの値上げ効果に加え、自社制作ソフトウェアを他勘定振替高に計上した金額が増加したことが要因と見られる。

◆ 事業別には MPF 事業の売上高に先行投資の成果が見られる

事業別の売上高と営業利益は、MPF 事業が前期比 17.9%増、2.1%減、SPF 事業が同 2.3%増、72.0%減であった（図表 6）。

【 図表 6 】16 年 9 月期のセグメント別業績

（単位：百万円）

	セグメント		15/9期 通期	1Q	2Q	3Q	4Q	16/9期 通期
売上高			1,437	342	386	420	462	1,612
		前年同期比	5.7%	3.7%	9.6%	16.2%	17.9%	12.2%
	MPF		911	229	253	279	311	1,073
		同	3.2%	3.7%	13.0%	23.3%	30.4%	17.9%
	SPF		526	113	133	141	151	538
		同	10.3%	3.8%	3.7%	4.3%	-1.6%	2.3%
営業利益			350	41	56	63	86	247
		同	40.5%	-29.5%	-25.3%	-37.7%	-24.2%	-29.2%
	MPF		214	36	45	50	77	209
		同	51.2%	1.6%	8.9%	-24.4%	10.7%	-2.1%
	SPF		135	4	11	13	9	38
		同	26.5%	-78.3%	-67.5%	-63.0%	-79.4%	-72.0%

（出所）ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

MPF 事業の通期の営業利益は前期比微減となったものの、四半期毎の前年同期比増収率は、第 1 四半期 3.7%、第 2 四半期 13.0%、第 3 四半期 23.3%、第 4 四半期 30.4%と期を追うごとに高まった。第 4 四半期の増収率が加速したのはアドエビスの値上げ効果が主因であるものの、それまでの改善に関しては、人員増強によるアドエビスの製品力の向上や広告宣伝活動の強化など 16/9 期期初から取り組んでいる先行投資が一定の成果を挙げたものと見られる。

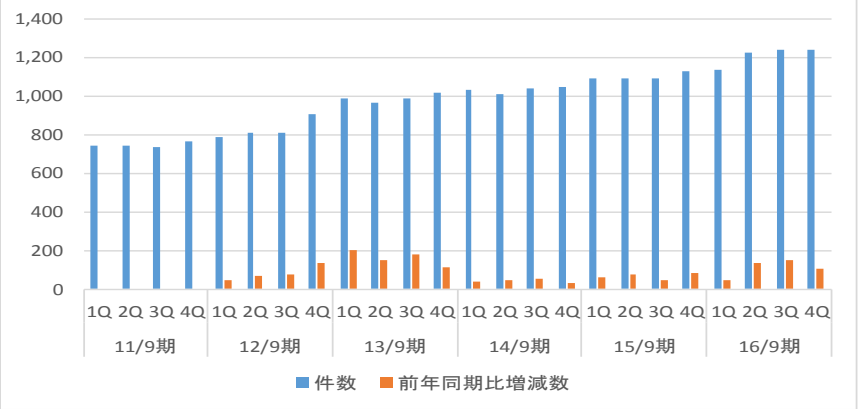
一方、四半期毎の営業利益の伸び率が売上高よりも低いのは、人件費を中心に販管費の増加ペースが加速していたためと考えられる。

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ず、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。

MPF 事業の中核サービスであるアドエビスのアクティブアカウント数と平均単価については、双方の増加が確認された。

アクティブアカウント数は、15 年 9 月は 1,133 件であったが、広告宣伝などのマーケティング活動や解約防止対策を強化したことで、16 年 3 月には 1,228 件に増加した。下期は値上げの影響による小規模顧客の解約があったものの、同年 9 月には 1,241 件に達した（図表 7）。

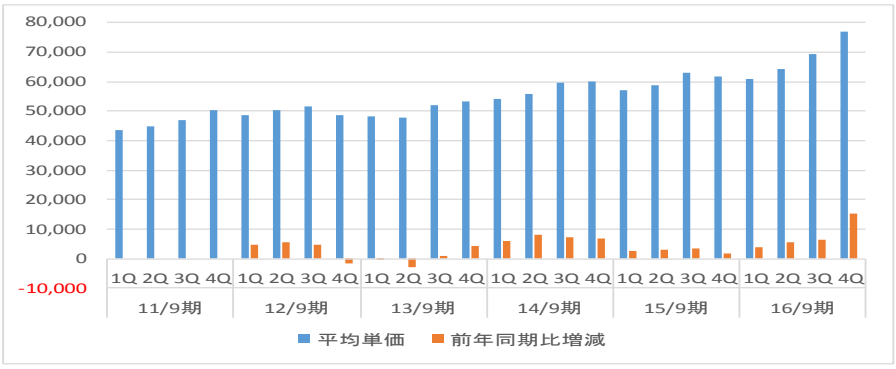
【 図表 7 】アドエビスのアクティブアカウント数の推移 （単位：件）



（注）数値は、四半期の数値ではなく、四半期末月の数値
（出所）ロックオン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

平均単価については、15 年 9 月の 61,765 円から 16 年 9 月には 76,941 円と前年同月比 15,176 円上昇した（図表 8）。同社は、上昇分の内、値上げによる貢献は 5,000 円程度としており、それ以外は有料のオプションサービスの利用増加と大口顧客比率の上昇によるものと見られる。

【 図表 8 】アドエビスの平均単価の推移 （単位：円）



（注）数値は、四半期の数値ではなく、四半期末月の数値
（出所）ロックオン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

SPF 事業の四半期売上高については、前年同期比の増減率に大きな変動は見られない。第 4 四半期については、前年同期比 1.6%減収となったが、この主因は 15/9 期第 4 四半期に実施したイベントを 16/9 期は実施しなかったためと見られる。

しかしながら、16/9 期通期における同事業の売上高は、EC サイト構築を行う SOLUTION が前期比 7.9%増えたのに対して、EC-CUBE が同 4.8%減であることから、収益源である EC-CUBE のロイヤリティー収入においても伸び悩みが継続しているものと思われる。

EC-CUBE のロイヤリティー収入の中心は決済課金関連と推測されるが、国内 EC 市場の成長鈍化やアマゾンなどの大手業者の市場シェアの上昇が中小ユーザーを中心とした同社にネガティブな影響を与えているものと見られる。

加えて、16/9 期期初から強化している EC-CUBE の機能強化のための開発投資が未だ十分な成果を上げていない面もあると当センターでは捉えている。15/9 期までは、EC-CUBE の機能強化は社外の開発コミュニティを中心に行われていたが、それでは不十分と認識した同社は、社内技術者による開発を強化し、ロイヤリティー収入の拡大を目指している。

同社が SPF 事業の KPI として開示している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 関連サービス事業者数（プラグイン数）はいずれも順調に増加しているものの、当センターが前回レポートで指摘したように、これらの 3 指標は EC-CUBE 売上との相関性が低下してきていると考えられるため、KPI の好調に反して、EC-CUBE の回復はしばらく先になろう。

＞ 業績見通し

◆ ロックオンは 17 年 9 月期予想を非開示

17/9 期業績について同社は、16/9 期の期初計画と同様に、新規領域に対して予定している積極投資の規模と効果を正確に予測することが困難という理由から予想を開示しなかった。

16 年 12 月に提出された有価証券報告書の設備投資計画によると、17/9 期の投資計画は支払済みの金額を除くと約 2.2 億円となっており、16/9 期の約 1.5 億円に比べて増える計画ではあるものの、大きなものではない。

同社は、17/9 期末までに単体従業員数を 20～30 人ほど増やす方針を

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ず、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。

示していることから、積極投資とは中長期を見据えた人員増強を意味していると当センターでは捉えている。

◆ 証券リサーチセンターの 17 年 9 月期予想

当センターは、17/9 期予想を見直した結果、先行的な費用増が継続するわりに売上高の伸びが高まってこないと想定し、売上高を 1,976 百万円→1,851 百万円、営業利益を 328 百万円→251 百万円、経常利益を 330 百万円→254 百万円、当期純利益を 228 百万円→175 百万円に減額した。前期比では 24.0%増収、61.6%営業増益から、14.8%増収、1.2%営業増益へと修正した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

MPF 事業は、売上高を 66 百万円、営業利益を 45 百万円引き下げた。

売上高については、TVCM が Web サイトへ与えた影響を測定する有料オプションサービスの「TV エビス」（16 年 9 月開始）が寄与してくると予想されるものの、THREe の不振が 16/9 期下期も継続したと思われることと、アドエビスのアクティブアカウント数が下期に伸び悩んだことなどを考慮した。営業利益については、17/9 期においても積極的な人員増強が続く見通しになったことを織り込んだ。

SPF 事業は、売上高を 59 百万円、営業利益を 32 百万円引き下げた。

売上高については、EC-CUBE は積極的な投資効果が下期から徐々に表れてくると想定し、通期では 16/9 期並みとなるものの、前回予想に比べて 49 百万円引き下げた。SOLUTION についても、大型案件の寄与により好調だった 16/9 期に対して反動減が生じると考え、前回予想に比べて 10 百万円引き下げた。営業利益については、人件費などの費用の増加が継続すると想定した。

なお、同社は、テックビューロ株式会社（大阪市、非上場）と業務提携し、テックビューロが提供する仮想通貨「Zaif Payment」を EC-CUBE の決済ツールとして 16 年 11 月 17 日から提供しているが、当センターではこのサービスによる大きな寄与は想定していない。

＞ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターでは中期見通しについても、前回の 18/9 期業績予想を見直すと共に、19/9 期予想を新たに策定した（図表 9）。

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ず、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。

【 図表９ 】中期業績予想 （単位：百万円）

	16/9期	旧17/9期E	17/9期E	旧18/9期E	18/9期E	19/9期E
売上高	1,612	1,976	1,851	2,246	2,051	2,207
前期比	12.2%	24.0%	14.8%	13.7%	10.8%	7.6%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
MPF	1,073	1,398	1,332	1,598	1,512	1,642
SPF	538	578	519	648	539	565
営業利益	247	328	251	432	290	315
前期比	-29.2%	61.6%	1.2%	31.6%	15.5%	8.6%
営業利益率	15.4%	16.6%	13.6%	19.2%	14.1%	14.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
MPF	209	277	232	365	264	279
SPF	38	51	19	67	26	36
経常利益	250	330	254	434	293	318
前期比	-28.9%	61.6%	1.5%	31.5%	15.4%	8.5%
経常利益率	15.5%	16.7%	13.7%	19.3%	14.3%	14.4%
当期純利益	168	228	175	300	202	220
前期比	-26.9%	66.4%	3.8%	31.6%	15.4%	8.8%

（注）E：証券リサーチセンター予想
（出所）ロックオン決算短信より証券リサーチセンター作成

18/9 期予想においては、売上高を 195 百万円、営業利益を 142 百万円減額した。

MPF 事業については、売上高を 86 百万円、営業利益を 101 百万円減額した。

売上高の減額については、17/9 期の予想を減額したことや、アドエビスの値上げ効果が一巡する点を前回予想よりも厳しくみたことが主な理由である。営業利益の減額については、売上高の減額の影響に加え、ソフトウェアの減価償却費が前回予想よりも増加すると想定したためである。

SPF 事業については、売上高を 109 百万円、営業利益を 41 百万円減額した。

売上高の減額については、17/9 期の予想を減額したことや、EC-CUBE の回復度合いを前回予想よりも厳しくみたことが主な理由である。営業利益の減額については、売上高の減額の影響を考慮した。

前期比では、10.8%増収、15.5%営業増益と業績回復に向かうと予想

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ず、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。

した。同社は、16/9 期から積極的な人員増強を中心とした先行投資を行っている。同社が投資期と成長期・回収期を分けて経営を考えていることを踏まえると、18/9 期においては、人件費などのコストの伸びを売上高の伸びよりも抑制してくると判断し、営業利益率が改善すると想定した。

新たに策定した 19/9 期に関しては、前期比 7.6%増収、8.6%営業増益と予想した。

MPF 事業は、アドエビスの増収率がやや鈍化する一方、ソフトウェアの減価償却費などコストの伸びはあまり低下しないと想定し、前期比 8.6%増収、5.7%営業増益を予想した。

SPF 事業は、機能強化の成果から EC-CUBE がけん引役となり、増収率がコストの伸びを上回ると想定し、同 4.8%増収、38.5%営業増益を予想した。

同社の業績は、16/9 期と 17/9 期のコスト増による低迷期を経て、18/9 期からは回復に向かうと当センターでは予想する。ただし、増加を予想するコストの多くは人件費などの固定費であり、コスト構造が元に戻るとは想定しにくいため、営業利益率がピークであった 15/9 期の水準を回復することは当面は難しいと見ている。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 留意点の中での重要性が変化している

当センターでは、16 年 1 月と 6 月に発行したレポートで、1）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、2）M&A に伴い大規模なエクイティファイナンスが実施される可能性、3）Fintech に関する報道が同社の株価に影響を及ぼす可能性、4）既存事業への先行投資の継続が業績低迷を長期化させる可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

この内、16 年 1 月において懸念していた 1）と 2）の留意点については実際に生じる可能性が低下したと見ているものの、4）の留意点については、既存事業への先行投資の継続により、少なくとも 17/9 期中は本格的な業績回復には至らないと当センターでは考えている。

◆ アドエビスの業界内での立ち位置が大きく向上する可能性

16 年 9 月に発覚した電通（4324 東証一部）による運用型広告の不正請求問題によって、ネット広告業界における不透明な業界慣行が明らかになってきた。広告代理店の中には、ネット広告の管理画面を依頼した広告主には見せずに、自社の効果想定ツールのみに基づいたレポ

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ず、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。

ートを顧客に提出している会社があるという。こうした体制では、運用型広告を適切に出稿したのかどうか、効果はどうだったかを客観的に分析することは困難である。

同社のアドエビスは、1）広告媒体や代理店から独立した立ち位置で提供され、2）各社の広告を横断的に想定でき、3）広告主自身で成果を確認できるという特徴があるため、今回のような不正を防ぐツールとなりうる。

業界 No.1 ツールとは言え、アドエビスはアクティブアカウント数、月額平均単価とも向上の余地は大きいと同社では認識している。同社によれば、日米で広告市場の規模に格差はあるものの、米国の類似企業が提供するサービスの月額平均単価は約 30 万円に達しているということである。

現在、アドエビスは、広告代理店経由で広告主に提供されているケースが全体の半分程度あるが、広告主が広告代理店を変更した際に解約されてしまうこともある。また、一旦導入されたものの、現在、利用されていないケースも相当数存在する。

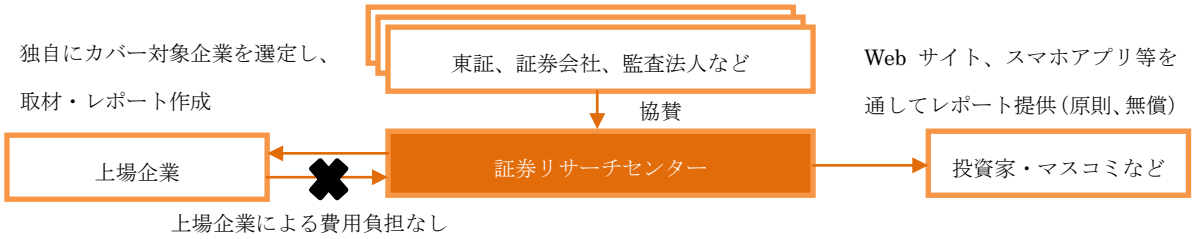
19/9 期までの期間においては、当センターはアドエビスの成長ペースが加速するとは予想していないものの、アドエビスの製品力が一段と向上し、ネット広告主にとって不可欠なツールという認識が一般化すれば、長期的には、アクティブアカウント数、月額平均単価の双方が飛躍的に上昇し、業界内での立ち位置が大きく向上する可能性はあると考えている。

よって、今回、将来的な観点から、アドエビスの業界内での立ち位置が大きく向上する可能性を投資に際しての留意点に加えたい。

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ず、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。

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

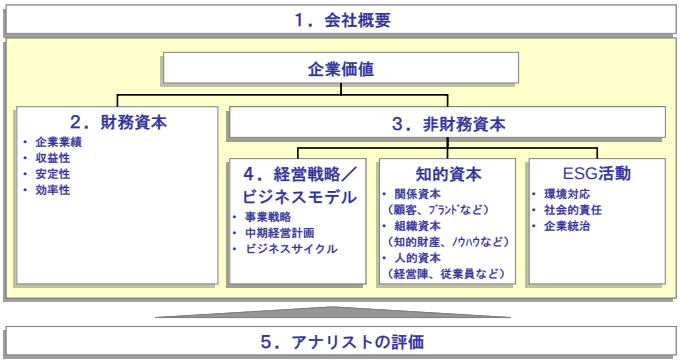
本レポートの構成

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ず、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。