

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 東証マザーズ)

発行日：2021/8/20

アルファ・ウイン 調査部
http://www.awincap.jp/

● 決算速報

◆ インターネット広告効果測定システムのリーディングカンパニー

- ・株式会社イルグルム（以下、同社）は、「IMPACT ON THE WORLD」をミッションに掲げ、「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」ことを目指して、マーケティングプラットフォーム事業（MPF）と商流プラットフォーム事業（商流PF）の2事業を展開している。岩田社長が大学時代に起業し、2001年に同社を設立した。
- ・主力製品は、MPF事業の独自開発したインターネット広告効果測定システム（アドエビス）で、圧倒的なシェアを握り（業界NO1）、ニッチ分野のリーディングカンパニーである。クラウド形式で中堅・大手企業向けにサービスを提供している。ストック型のサブスクリプションモデルのため継続性・安定性が高い。KPIである単価の上昇と顧客数の増加により、売上高と利益を持続的に拡大できる構造である。
- ・また、商流PF事業では、国内NO1のEC構築オープンソースを提供するEC-CUBEビジネスが、EC市場の活況に伴い伸長している。
- ・M&Aを積極的に進め、これまでビジネスモデルの転換や、事業ポートフォリオの選択と集中を行ってきた。事業再編と先行投資が一巡し、EC関連ビジネスの強化を図り収益力が高まりつつある。
- ・売上高は過去最高を連続更新中であり、今通期には過去最高益に迫る利益が見込まれる。

◆ 今期第3四半期決算～前年同期比14%の増収、当期利益は89%の大幅増益。Q3累計決算では、過去最高売上高と利益を更新。

<Q3累計決算(2020年10月～2021年6月:9ヶ月間)・概要>

- ・2021/9期第3四半期累計（Q3累計）の業績は、売上高2,190百万円（前年同期比+14.0%、以下同様）、営業利益279百万円（同+72.9%）、経常利益279百万円（同+79.6%）、当期純利益182百万円（同+89.2%）と前年同期比で大幅な増収増益となった（図表1）。Q3累計決算としては過去最高売上高と利益を更新した（参考：Q3累計決算での過去最高益は、2015/9期Q3に計上した営業利益236百万円、当期利益153百万円）。
- ・セグメント別ではMPFと商流PFの2プラットフォーム事業とも、二桁の増収を示し大幅な増益となった。通期の売上高計画に対する今期Q3累計の売上高の進捗率は73.0%（前年同期の実績71.1%）、同様に営業利益の進捗率は84.6%（同80.7%）と高い。同社はQ3累計の業績予想を公表していないが、進捗率を勘案すると利益は想定を上回ったと推測される。

【図表1】前期、及び今期の四半期別業績推移

(単位:百万円、%)	2020/9期(2019年10月～2021年6月)			2021/9期(2020年10月～2021年6月)			2020/9期	2021/9期	2021/9期Q3累計YOY	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q3累計(10-6月)	Q3累計(10-6月)	増減幅	変化率/幅
売上高合計	585	650	685	722	744	723	1,921	2,190	269	14.0%
マーケティングプラットフォーム	524	599	594	622	649	641	1,717	1,912	195	11.3%
商流プラットフォーム	62	51	91	100	95	82	204	278	74	36.5%
粗利	407	432	476	505	496	513	1,315	1,514	200	15.2%
粗利率	69.5%	66.5%	69.4%	70.0%	66.7%	70.9%	68.5%	69.2%	0.7%	
販売管理費	382	388	388	411	412	413	1,153	1,235	82	7.1%
販売管理費比率	65.2%	59.3%	56.3%	56.9%	55.4%	57.0%	60.0%	56.4%	-3.6%	
営業(セグメント)利益	25	47	90	95	84	100	161	279	118	72.9%
マーケティングプラットフォーム	16	51	52	48	53	80	119	182	63	53.1%
商流プラットフォーム	9	-4	38	47	31	20	43	98	55	127.8%
営業利益率	4.2%	7.2%	13.1%	13.1%	11.3%	13.9%	8.4%	12.7%	4.3%	
マーケティングプラットフォーム	3.0%	8.5%	8.7%	7.7%	8.2%	12.6%	6.9%	9.5%	2.6%	
商流プラットフォーム	14.5%	-8.8%	42.1%	46.5%	32.6%	24.1%	21.0%	35.1%	14.1%	
経常利益	25	46	85	95	82	102	155	279	124	79.6%
当期利益	19	27	50	62	55	65	96	182	86	89.2%

(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

(注)本レポート全体にわたり、本文、図表などにおいて四捨五入や計算過程の端数処理、表示等で、同一項目の数値が若干異なることがある。

決算レポート

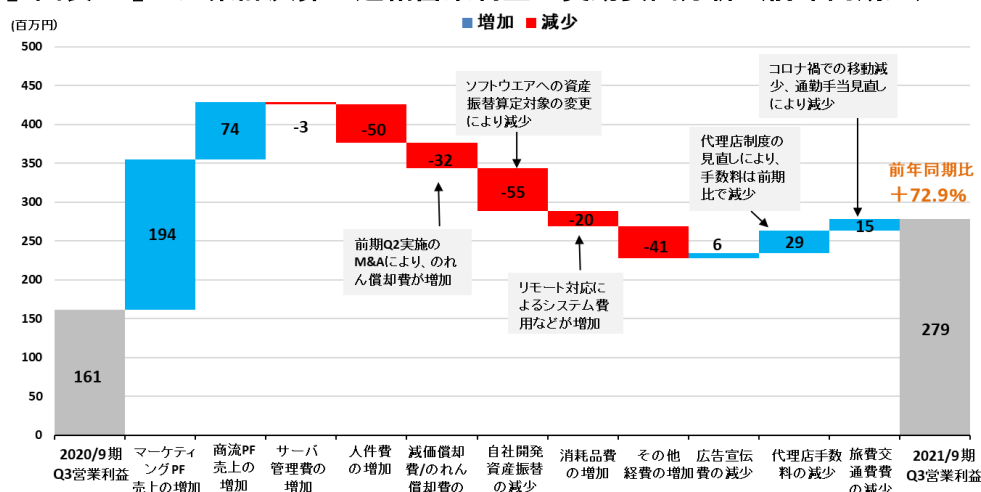
1/10

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

<Q3 累計・損益>

- ・Q3 累計の全社の粗利率は、前期 Q3⇒今期 Q3 の順に（以下同様）、68.5%⇒69.2%へと 0.7 ポイント改善した。増収効果と利益率の上昇により、粗利額は 1,315 百万円⇒1,514 百万円へと、200 百万円(+15.2%) 増加した。一方、コストコントロールを進め、販管比率は、60.0%⇒56.4%へと 3.6 ポイント改善した。この結果、営業利益率は、8.4%⇒12.7%へと上昇し、大幅増益に寄与した。なお、Q3（4-6 月）でも営業利益率は 13.9%と高水準を維持している。
- ・また、全社の営業利益の変動要因分析（前年同期比+118 百万円の純増益）は、図表 2 の通りである。MPF 事業の増収（前年同期比+194 百万円、以下同様）と商流プラットフォーム事業の増収（+74 百万円）効果が大きい。加えて代理店制度の見直しによる手数料の減少（△29 百万円）や、旅費交通費・広告宣伝費等の減少が増益要因となり、自社開発資産への振替の減少に伴う期間費用の増加（+55 百万円）、人件費（+50 百万円）や減価償却費とのれんの償却費（+32 百万円）などの諸経費の増加（減収要因）をカバーした。この結果、営業利益は前期 Q3 の 161 百万円から、今期 Q3 には 279 百万円へと 72.9%の増益となった。

【 図表 2 】 Q3 累計決算・連結営業利益の変動要因分析（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

<Q3 累計・セグメント別売上高・利益の概要>

- ・主力の MPF は、売上高が 1,717 百万円から 1,912 百万円へと 195 百万円（前年同期比+11.3%）の増収となった。全社の増収幅である 269 百万円のうち 72%を占め、全体の増収を牽引している。また、同セグメントの営業利益は、119 百万円から 182 百万円へと 63 百万円（+53.1%）の増益となり、全社の増益幅である 118 百万円の 53%を占める。同様に商流 PF は、売上高が 204 百万円から 278 百万円へと 74 百万円の増収（+36.5%）、同利益は 43 百万円から 98 百万円（+127.8%）へと倍増している。

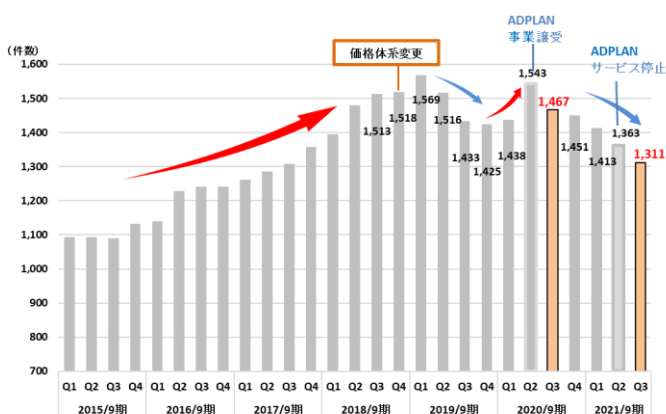
<Q3 累計・マーケティングプラットフォーム(MPF)事業>

- ・MPF 事業の売上高は、Q3 累計全売上高の 87%、営業利益は 65%を占める。同事業内ではコアのアドエビスが、売上高の 91%（約 17.4 億円、同社全売上高の約 8 割）を占め、アドエビスの伸長が増収増益に寄与した。
- ・MPF 事業における広告代理店向けビジネス（アドレポ、アドナレッジ、アドフープ）の売上高構成比率は同事業の 8%、新サービス（スーパ、eZCX）は 1%と、現状では業績に対する寄与度は小さいが、今後、増加していく見込みである。
- ・アドエビスのアクティブアカウント数は、ADPLAN の事業譲受により 2020/9 期 Q2 には 1,543 件まで回復したが、以降 5 四半期連続で減少傾向が継続している。今期は、ADPLAN のサービス終了（Q2 末）

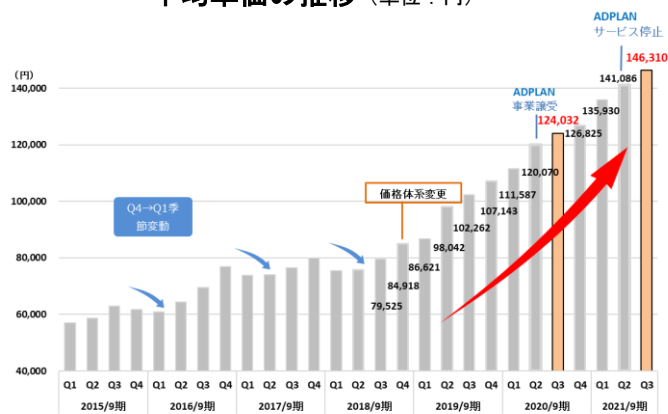
に伴う解約や、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を大きく受けた旅行・飲食産業を中心に解約、及びサービスの休止の増加が見られた。この結果、Q3 末のアカウント数は 1,311 件と、直前の Q2 末と比較し 52 件 (△3.8%) 減少した (図表 3)。同社は、アカウント数の減少要因が出尽くしたことや、サービス・商品力の更なる強化により底打ちを見込んでいる。

一方、アドエビスの平均単価は、サービスや新機能の充実を背景に、13 四半期連続で上昇している。各四半期末時点の平均単価は、今期 Q1 では 135,930 円 (直前の四半期比:QOQ、以下同様:+9,105 円,+7.2%)、Q2 には 141,086 円 (+5,156 円,+3.8%)、Q3 には 146,310 円 (+5,224 円,+3.7%) へと上昇している (図表 4)。リニューアルやオプションの追加、価格体系の改定や契約更新時にアップセルが進んだことに加え、高価格帯の新規契約を獲得したことが単価上昇に寄与した。これによりアカウント数の減少をカバーし、増収となった。限界利益率が高いビジネスであり増収と利益率の改善により、同事業の今期 Q3 累計利益は前期比 53.1%増となった (P1-図表 1)。

【 図表 3 】 アドエビスの四半期別アクテブ アカウント数の推移 (単位：件)



【 図表 4 】 アドエビスの四半期別、平均単価の推移 (単位：円)



(出所) 図表 3、図表 4 は、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成、(注)アドエビスのアカウント数と平均単価に、ADPLAN は含まれる。

<Q3 累計・商流プラットフォーム(商流 PF)事業>

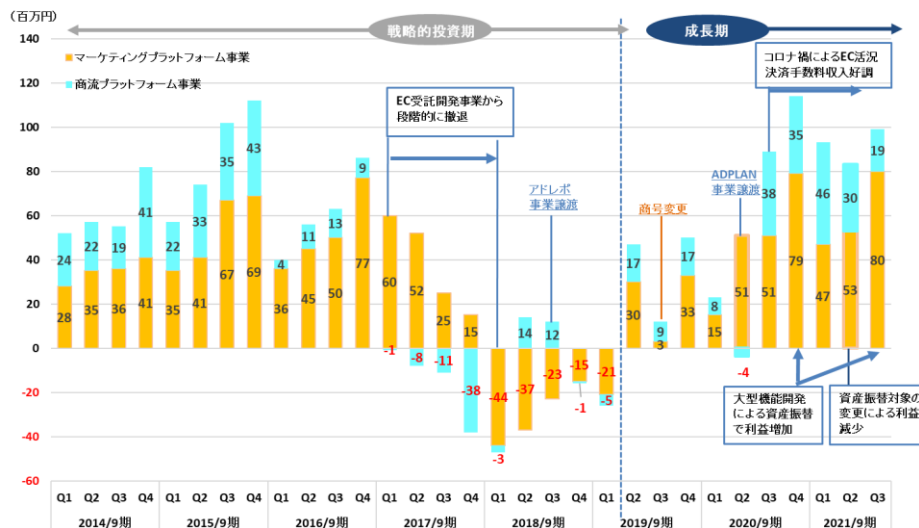
- ・ 商流 PF 事業の売上構成は、今期 Q3 累計では全体の 13%、営業利益では 35%を占める。
- ・ なお、同事業セグメントは、EC-CUBE の単一事業であり、同社が 90%出資する連結子会社に事業を移管し運営されている (株式会社オリентコーポレーション<以下、オリコ。東証一部上場：8585、時価総額約 2500 億円>に子会社の株式の 10%を譲渡)。
- ・ 同事業では、EC (イーコマース：電子商取引) ウェブサイトをユーザー各社が自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア (ダウンロード版「EC-CUBE」が主) を、同社が無償供与する代わりに周辺サービスにより収益を得るフリーミアムモデルを採用している。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 (決済代行業業やホスティング事業等) からのロイヤリティ収入、プラグイン (ソフトウェアに機能を追加するプログラム) による機能追加料、商用ライセンスの販売収入などから、収益を得ている。限界利益率が高いビジネスモデルであり、売上高の変動が利益に大きな影響を与える (今期 Q3 累計の営業利益率は 35.1%)。
- ・ コロナ禍における巣ごもり消費により EC 市場が活況となる中、同事業の 83%を占める決済手数料収入の増加が、2020 年 9 月期 Q3 以降の増収増益につながってきた。
- ・ 但し、巣ごもり消費の恩恵の一巡とともに、EC 構築ソフトウェア市場での競争激化と一部の顧客からの解約があり、一時的に減速の兆候が見られる。今後は、オリコとの協業によりクラウド版の「ec-cube.co」の販売強化を図り、決済手数料の拡大に繋げたい意向である。

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

<Q3(2021年4~6月:3ヶ月間)・概要>

・一時期、四半期単位では営業赤字が続いたが、2019/9期Q2(1~3月)以降は営業利益が黒字化し、今期Q3(2021年4~6月)に至るまで10四半期連続で営業黒字を維持している(図表5)。ECやSaaS関連等の業績が好調である顧客を獲得しており、最近の業績を見る限り、新型コロナウイルス感染症が同社の業績に与える影響は軽微である。

【図表5】四半期別・事業別営業利益の推移



(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

- ・今期Q3(2021年4~6月)の3ヶ月間の業績は、売上高が723百万円となり、前年同期の685百万円から38百万円の増収(+5.5%)となった。但し、直前のQ2(1~3月)の売上高744百万円と比較すると、22百万円(QOQ:△3.0%)の減収となった。MPF事業においては、ADPLAN事業の終了に伴う解約が、また商流PF事業においては一部の顧客に解約が発生し、前期Q3比9百万円(同△9.9%)、今期Q2比13百万円(同△13.7%)の減収となった。
- ・一方、今期Q3の営業利益は99百万円を計上し、前期Q3の89百万円と比較すると10百万円(+11.5%)の増益、今期Q2の83百万円と比較すると16百万円(同+19.3%)の増益となった。
- ・セグメント別みると、MPF事業では、大型機能開発による資産振替金額の増加による期間コストの減少が増益要因となり、営業利益は前期Q3の51百万円から今期Q3には80百万円へと、29百万円(+53.1%)の増益となった。同様に今期Q2の53百万円と比較すると、27百万円(+50.9%)の増益となった。
- ・一方、商流PF事業では減収の影響が大きく、営業利益は19百万円と前期Q3(38百万円)、直前の今期Q2(30百万円)のいずれと比較しても減益となった。

<バランスシート> (いずれも今期Q3末時点の数字)

- ・長短借入金残高：約10.1億円に対し、現預金残高は13.7億円と実質的には無借金である。なお、2021年7月に株式会社トピカを約2.1億円(現金)で買収したため、これを考慮した現預金残高は11.6億円前後と推計される。また、過去の買収によるのれん代が発生し、無形固定資産は四半期単位でのピーク時である2020/3期末には8.6億円(のれん3.5億円を含む)に増加した。その後、償却等により今期Q3末では7.3億円(のれんは2.7億円)まで減少してきている、なお、トピカの買収費用(アドバイザー費用等)は約10百万円、のれん代は現時点では未確定のため非公表である。
- ・流動比率は256.2%と高く、また自己資本比率は53.6%まで上昇している。

<人員>

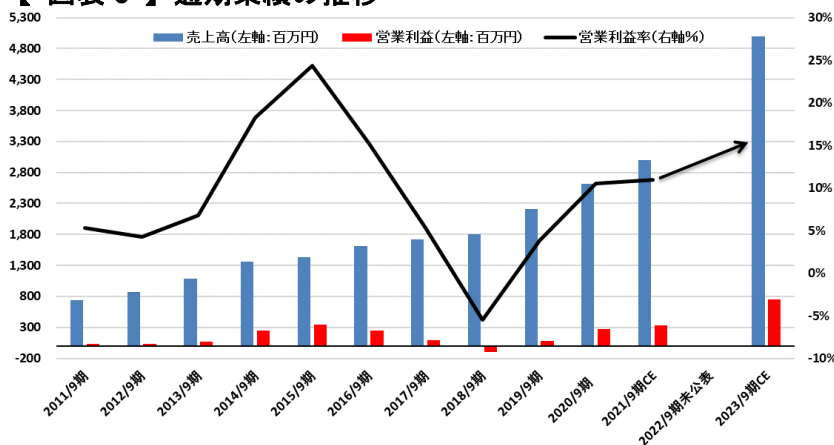
・従業員数は2016/9期末98名⇒2017/9期末122名⇒2018/9期末141名⇒2019/9期末149名⇒2020/9期167名⇒2021/9期Q3末(2021年6月)181名と、コロナ禍にあっても増加し、事業と組織の拡大を継続的に進めている。なお、従業員数のうちエンジニアが4割を占め、テクノロジーの開発に注力している。

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

◆通期業績予想は据置：大幅増収増益・増配、並びに過去最高売上高の連続更新を計画<会社による通期計画>

- ・長期業績の推移は、図表6の通り。少なくとも2009/9期（単独を含む）以降、2020/9期まで11年連続で増収を継続している。この間、事業構造改革と先行投資を行ったことから、2018/9期と2019/9期に、最終損益は連続して赤字になったが、その後、黒字転換し増益トレンドにある。
- ・同社は、今期Q1決算発表時に通期の業績見通しを公表し、Q2決算発表時には年間配当金を4.5円/株から5.0円/株に増額した。その後は業績の修正を行っていない。今通期の売上高は3,000百万円（前期比+14.6%）、営業利益は330百万円（同+19.2%）と、2桁の増収増益を計画している。また、連結株主資本配当率（DOE）2%を、配当金の目安としている。

【図表6】通期業績の推移



【図表7】第4四半期の業績予想

(単位:百万円、%)	2020/9期	2021/9期CE	2021/9期Q4YOY	
	Q4(7-9月)	Q4(7-9月)	増減幅	変化率
売上高合計	697	810	113	16.1%
営業利益	115	51	-64	-55.9%
営業利益率	16.4%	6.3%	-10.1%	
経常利益	106	41	-65	-61.3%
当期利益	87	28	-59	-67.9%

(出所) 図表6、図表7は、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。
CEは会社予想、2022/9期の予想は未発表。2023/9期の予想は、同社中計の数値目標。
Eは当調査部予想。

<Q4業績想定>

- ・今通期の会社計画からQ3累計の実績を差し引いたQ4（2021年7～9月）の業績計画は、売上高810百万円（前年同期比：+16.1%）、営業利益51百万円（同△55.9%）、当期純利益28百万円（同△67.9%）と、前年同期比では増収ながら大幅な減益を予想している。また、今期Q4の売上高計画を直前の今期Q3の売上高723百万円と比較すると87百万円（+12.2%）の増収ながら、営業利益は101百万円から51百万円（△55.9%）への減益を見込んでいる。
- ・後述する株式会社トピカに関する買収費用やのれんの償却費（期間按分）がQ4の決算には計上されると思われるが、Q4の予想利益に関しては保守的な印象を受ける（図表7）。

<新サービス・新機能の投入>

- ・今期は、下期に主に以下の3つの新機能・サービスをリリースした。
- ①広告効果測定ツール導入実績調査において4部門で国内No.1（日本マーケティングリサーチ機構調べ、調査概要:2021年6月期 指定領域における競合調査）を獲得したアドエビスでは、6月に「LTV Forecast」（新パッケージ）を投入した。これは、Web広告施策におけるLTV（Life Time Value・ライフタイムバリュー：顧客生涯価値）を予想するD2C企業向けの新機能である（D2C:Direct to Consumer：製品の企画・製造・販売を一貫して行うビジネスモデル。特に、ECサイトを中心とした通信販売のビジネスにおいて、自社商品を自社のチャンネルを通して消費者に直接販売する）。アドエビスのデータと各種のデータを結合し、利益ベースでの広告投資の判断を短期間で行い、通販でのリピート客を効率的に獲得できる。
- ②広告代理店向けサービスにおいては、アドレポに運用型広告レポートの考察を自動出力できる「スマート考察機能」を7月にリリースした。これにより、広告代理店業務の改善と効率化を推進できる。
- ③5月から先行リリース版として提供してきた、EC特化型のCX（Customer Experience：顧客体験：顧客が商品やサービスを体験し、顧客の視点でその価値を評価すること）の向上を実現するプラットフォームである「eZCX」（イージーシーエックス）の正式版を、7月にリリースした。アドエビスの計測データの活用により、ユーザーの過去の行動履歴に基づく顧客体験の設計が可能となり、CVR（Conversion

Rate・コンバージョンレート（成約率）が約10%改善するという。

- ・今後も新機能・サービスの提供により付加価値を高め、アップセルやクロスセル、顧客の獲得を進め、顧客単価の上昇と顧客数の増加に結び付けていく方針である。

<株式会社トピカの買収>

- ・2021年7月30日付けで、同社は株式会社トピカ（本社：東京都新宿区、代表取締役：麓 俊介氏、設立：2016年5月、資本金：約37百万円、以下：トピカ）の株式の約60%を、約210百万円で取得し買収した（時価総額は約350百万円）。第4四半期以降、連結対象子会社となる予定である（トピカの買収金額は同社の今期予想売上高、Q3末の総資産額に対して各7%前後に相当）。
- ・なお、トピカの2021/4期決算（直近期）では、売上高156百万円、当期純利益4百万円、純資産83百万円を計上している。これらの実績値を基準とするとPER：87.5倍、PBR：4.2倍、PSR：2.2倍でプライシングしたことになる。また、同社の連結（2021/9期見込み）と比較すると、トピカの売上高は5%、当期利益は2%、純資産は5%に相当する。
- ・トピカは、SNSと動画を活用したマーケティング支援事業を展開し、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を一貫して提供している。同社グループは買収により、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社強）にトピカのサービスを販売するとともに、新事業領域における新サービスの開発に取り組む意向である。

<足元の状況>

- ・Q4初月となる7月の全社売上高は、前年同期比で+4.2%の増加となり、一時期と比較すると伸び率にやや減速感がある。しかし、今期・累計売上高（2020年10月～2021年7月までの10ヶ月間）は、2,411百万円と前年同期比+12.9%となった（図表8）。これは今通期の会社計画に対し、81.4%の進捗率となる（前年同期：82.6%）。
- ・プラットフォーム別では、MPF事業の売上高は前年の10月以降、月商210百万円前後と横這いで推移しているが、前年同月比では10%前後の成長を維持している。7月以降もアドエビスの平均単価の上昇、アクティブアカウントの微減、結果として同売上高の増加トレンドは継続している模様である。また、商流PF事業は、一時的な要因がある時期を除けば、概ね月商30～35百万円前後で推移している。

【図表8】月次売上高の推移

年度	2021/9期(上段:売上高・千円、下段:前年同月比・%)										今期累計 (2020年10月～ 2021年7月)
	2020年10月	11月	12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
マーケティング プラットフォーム (MPF)	203,942 121.8	205,256 118.5	212,307 116.0	206,412 102.8	216,511 109.8	226,457 112.7	214,535 108.3	212,076 107.2	214,294 108.0	217,719 110.0	2,129,509 111.2
商流 プラットフォーム (商流PF)	35,699 136.4	36,386 206.7	28,356 157.4	39,511 151.4	29,247 181.4	26,297 311.2	34,582 186.2	23,959 161.3	23,877 41.4	33,663 77.4	311,577 126.1
全社	239,641 123.8	241,642 126.6	240,664 119.7	245,924 108.4	245,758 115.2	252,755 120.7	249,118 115.0	236,036 111.0	238,171 93.0	251,383 104.2	2,441,092 112.9

(出所) 同社HPのニュース・リリースより当調査部が作成。

(備考) 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。なお、2018年10月から吸収分割により事業継承したアドレボ事業が、また2020年1月から2021年3月まで、事業譲受により継承したADPLAN事業が、MPF事業に含まれている。なお、前期の2020年6月には商流PF事業において、契約遅延の売上高である約28百万円が一括計上されている。

◆ 今期・中長期業績予想（アルファ・ウイン調査部）：今期の利益予想を上方修正

<今期>

- ・前回（2021年5月24日の発行レポートを参照）、会社予想の売上高に対し当調査部では、同額の3,000百万円と予想していたが、Q3までの実績と足元の状況を踏まえ据え置いた。2021年7月までの累計の増収率（前年同期比）を通期前提と比較すると、計画に対し売上高はやや弱含みながら、買収したトピカの寄与を考慮すればほぼ想定線に着地すると思われる。
- ・一方、Q3までの利益（累計）は、計画に対し強含みで推移していると思われる。増収予想ながらもQ4

決算レポート

6/10

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。

の営業利益（51 百万円）は、前期 Q4（営業利益：115 百万円）や今期の Q3（同 101 百万円）と比較すると、ほぼ半減するとの予想をしており保守的な計画であると考えられる。

- ・当調査部では、前回、営業利益や経常利益を会社予想に対し、それぞれ 20 百万円上回る 350 百万円、340 百万円と予想していた。今回は Q3 までの利益の実績と保守的な Q4 の利益予想を勘案し、それぞれを 370 百万円、360 百万円へと上方修正した。これに連動し当期利益の予想も、225 百万円から 235 百万円に引き上げた。
- ・新型コロナウイルス感染症の再拡大はリスク要因ではあるが、適正なコントロールを継続し、大型の M&A 等の追加投融資を行わない前提では、今期に過去最高売上高の連続更新に加え、過去最高益を更新する可能性もある。また、今期の配当金予想については、会社計画の 5.0 円/株のまま据え置いた。なお、トピカの買収に伴う関連費用を今期 15 百万円（アドバイザリー費用等 10 百万円+のれんの期間按分の推定償却費約 5 百万円、いずれも販管費に計上）と仮定し、当調査部の業績予想に反映した。

【 図表 9 】 業績予想

(百万円)	2018/9期実績	2019/9期実績	2020/9期実績	2021/9期CE	2021/9期旧E	2021/9期新E	2022/9期新E	2023/9期新E
売上高	1,805	2,204	2,618	3,000	3,000	3,000	3,500	3,950
マーケティングPF	1,530	1,951	2,318		2,550	2,620	3,050	3,450
商流PF	274	253	301		450	380	450	500
売上高総利益	1,190	1,561	1,832		2,080	2,080	2,370	2,680
売上高総利益率	65.9%	70.8%	70.0%		69.3%	69.3%	67.7%	67.8%
販管費及び一般管理費	1,289	1,476	1,555		1,730	1,710	1,970	2,200
対売上高比	71.4%	66.9%	59.4%		57.7%	57.0%	56.3%	55.7%
営業利益	-98	85	276	330	350	370	400	480
対売上高比	-5.5%	3.9%	10.5%	11.0%	11.7%	12.3%	11.4%	12.2%
経常利益	-115	79	261	320	340	360	390	470
対売上高比	-6.4%	3.6%	10.0%	10.7%	11.3%	12.0%	11.1%	11.9%
当期純利益	-89	-35	183	210	225	235	260	320
対売上高比	-4.9%	-1.6%	7.0%	7.0%	7.5%	7.8%	7.4%	8.1%
KPI	年度平均実績	年度平均実績	年度平均実績		年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想	年度平均予想
アドエビス アクティブアカウント数	1,478	1,486	1,475		1,350	1,345	1,360	1,380
同変化率		0.7%	-0.7%		-8.5%	-8.8%	1.1%	1.5%
アドエビス 平均単価(円)	78,938	98,517	120,629		142,000	143,700	162,000	180,000
同変化率		24.8%	22.4%		17.7%	19.1%	12.7%	11.1%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.0%	22.1%	18.8%	14.6%	14.6%	14.6%	16.7%	12.9%
マーケティングPF	21.9%	27.5%	18.8%		10.0%	13.0%	16.4%	13.1%
商流PF	-41.1%	-7.6%	18.8%		49.6%	26.3%	18.4%	11.1%
売上高総利益率(前期との差異)	-0.3%	4.9%	-0.8%		-0.6%	-0.6%	-1.6%	0.1%
販管費及び一般管理費(伸率)	25.1%	14.5%	5.4%		11.3%	10.0%	15.2%	11.7%
営業利益(伸率)	赤字化	黒字化	225.0%	19.2%	26.8%	34.1%	8.1%	20.0%
経常利益(伸率)	赤字化	黒字化	230.3%	22.5%	30.3%	37.9%	8.3%	20.5%
当期純利益(伸率)	赤字化	赤字縮小	黒字化	14.5%	23.0%	28.4%	10.6%	23.1%

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

＜中期の業績予想＞

- ・当調査部では、買収したトピカの業績を反映し、かつ両プラットフォーム事業の前提を変え、来期以降の中期業績予想を見直した。売上高を上方修正し、合わせて粗利率や販売管理費の見通しも修正したが、営業利益以下の各利益は前回の予想を据え置いた（図表 9）。
- ・これまでの投資成果とコスト管理が収益に結びつつあり、今期以降、過去最高益の更新も視野に入ると考えている（参考：通期の過去最高益：2015/9 期：営業利益 350 百万円、当期利益 230 百万円）。
- ・なお、同社は中期経営目標として 2023/9 期に、売上高 5,000 百万円（参考：今期予想 3,000 百万円）、同営業利益率 15%（同 11%）、DOE 3%以上（同 2%）を掲げている。利益の蓄積による株主資本の増加と DOE の引き上げが見込まれることから増配が期待できる。
- ・主力の MPF 事業において、リニューアルや新しいオプションの投入による付加価値の上昇、既存顧客の契約更新時のセルアップ、低価格帯の既存顧客の解約と高価格帯の新規顧客の獲得により、アドエビスの単価の継続的な上昇が今後も見込まれる。一方、新型コロナの長期化により業績面で影響を受けた顧客の解約・休止が継続し、アクティブアカウント数の逡減傾向が続くリスクがあり、今後のアカウント数の推移を注視したい。

・但し、単価上昇がアカウント数の減少をカバーし増収となることが見込まれる。加えて既述のように積極的に進めてきた投資成果（新サービスや買収企業の寄与、事業提携）も貢献すると思われ、売上高は好調に推移すると推測される。また、コスト構造の改革による利益率の改善も想定され、増収効果と相まって中期的には、MPF 事業は安定した増益トレンドが続くと当調査部では予想している。

・なお、インターネット広告市場の拡大に伴う効果測定システムのニーズは今後も強く、同業界では圧倒的なシェア（NO1 のポジション）を占める同社は、その恩恵を享受できると考えている。欧米・日本等の主要国で個人情報保護法の規制強化と、これに伴う対応が求められる中、アップルやグーグルは先導し対策に取り組み、サードパーティークッキーなどの活用による広告効果測定等が難しくなっている。同社は、既に対応策として「CNAME トラッキング」（広告主が承認したドメインでのみ情報を取得・保持し、ユーザーのプライバシーに配慮しながら、精度の高い広告効果測定が可能な新しい計測ツール）を、2019 年 10 月にリリースクラウドにて提供している。専業で技術力・開発力・サポート力に勝る同社の相対的な優位性は、今後も一層高まるであろう。

・一方、商流 PF 事業では、既述のようにコロナ禍における巣ごもり消費の恩恵の一巡と、EC 構築ソフトウェア市場での競争激化などにより、足元は売上高に減速の兆候が見られる。しかし、今後も国内 EC 市場は継続的な成長が見込まれる中、オリコとの業務提携による事業の拡大も期待され、当調査部では来期以降も商流 PF 事業の増収増益を予想している。

・同社が注力するインターネット・マーケティング関連事業の成長ポテンシャルは高い。既存事業の自然成長に加え、周辺ビジネスの M&A も積極的に実施することが見込まれ、同社全体では中期的に年率 15% 前後の増収基調を当調査部では予想している。買収した企業や新規ビジネスの貢献度や、全社的なコストコントロール（先行投資、採用の進捗状況など）に左右されるが、今後も年率 2 割前後の持続的な利益成長が可能であると思われる。

・なお、当調査部の中期業績予想においては、追加の M&A に伴うコストを大きくは見込んでおらず、仮に大型の M&A や資産の売却・除却・再評価などが発生すれば、最終損益の予想を再考する。

◆ 株価水準

<パフォーマンス>

・インターネット関連の小型株であり、ボラティリティは高い。Q3 の決算発表後、株価は下落し年初来の安値を更新した（8 月 6 日終値：945 円）。なお、個人情報保護の強化報道に対する警戒感の台頭や、株式市場ではバリューストックや大型の景気敏感株が物色される傾向が見られ、年初来では（8 月 16 日終値：957 円まで）同社株は TOPIX、東証マザーズ指数を、それぞれ 48%、27%アンダーパフォームした。

<バリュエーション>

・東証一部企業の平均（PER15.2 倍、PBR1.3 倍、純平均配当利回り 1.9%）と比較すると、今期ベースでは同社のバリュエーションは高い（同社の今期予想基準でのバリュエーション：予想 PER28.8 倍、実績 PBR4.1 倍、予想配当利回り 0.5%）。また、当調査部による予想基準での PER は、（今期→来期→来々期の順に）25.7 倍→23.3 倍→18.9 倍となる。株価の下落によりバリュエーションの調整は進んでいる。

・一方、今後も高い利益成長が期待できるため、3～5 年タームでの PER や、PEG レシオ（【当調査部による予想 PER/同中期・年間平均予想利益成長率】：25.7 倍/20%＝1.3 倍 < 2 倍＝成長株の投資水準の目安）を考慮すれば、株価に上昇余地があると当調査部では考えている。

<今後の注目点>

・今通期の業績の着地水準と来期の利益水準、個人情報保護法の規制強化の動向や、定期的に公表される月次売上高、及び四半期単位の利益動向、業績に直結する重要指標（KPI）であるアドエビスの単価とアクティブアカウント数、配当水準（増益による株主資本の増加や、DOE の引上げによる増配期待）、新規ビジネスの業績への寄与、M&A や事業提携の発表やその投資収益効果、中期的な利益水準・EPS 成長率が、今後、株価面での注目点になるとと思われる。

【 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)
2018/9	A	1,804	5.0	-98	赤字化	-115	赤字化	-88	赤字化	-14.02	184.97	0.00
2019/9	A	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字幅縮小	-5.54	168.68	0.00
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.09	202.20	4.00
2021/9	CE	3,000	14.6	330	19.2	320	22.5	210	14.5	33.26		5.00
2021/9	新E	3,000	14.6	370	34.1	360	37.9	235	28.4	37.20	231.37	5.00
2021/9	旧E	3,000	14.6	350	19.2	340	22.5	225	14.8	35.62	229.31	5.00
2022/9	新E	3,500	16.7	400	8.1	390	8.3	260	10.6	41.16	270.08	7.00
2023/9	新E	3,950	12.9	480	20.0	470	20.5	320	23.1	50.66	311.24	9.30
2023/9	中計CE	5,000		750								
2020/9	Q1	585	12.7	24	黒字化	25	黒字化	19	黒字化	3.04		0.00
2021/9	Q1	721	23.3	94	281.6	95	279.8	61	222.7	9.77		0.00
2020/9	Q2	650	15.6	47	-2.6	45	-2.8	26	黒字化	4.22		0.00
2021/9	Q2	745	14.6	84	80.5	82	80.2	55	107.6	8.75		0.00
2020/9	Q3	685	23.2	90	627.1	85	645.0	51	黒字化	8.00		0.00
2021/9	Q3	723	5.5	101	11.5	102	20.1	66	29.1	5.99		0.00
2020/9	Q3累計	1,920	17.3	161	382.8	155	443.6	96	黒字化	15.26		0.00
2021/9	Q3累計	2,189	14.0	279	72.9	279	79.6	182	89.2	28.84		0.00
2020/9	Q4	698	23.2	115	124.4	106	109.8	87	618.8	13.83		4.00
2021/9	Q4 CE	810	16.1	51	-55.9	41	-61.3	28	-67.9	4.42		5.00

(備考)決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。(注)A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、旧:前回予想
(2021年5月)、新:今回予想、Q1(10~2月)、Q2(1~3月)、Q3(4~6月)、Q3累計(10~6月)、Q4(7~9月)、中計CEは会社計画

【 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	株価 8/16	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	957	前期実績	32.9	4.7	0.4%	13.8%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	25.7	4.1	0.5%	13.4%
時価総額 (百万円)	6,098	来期予想	23.3	3.5	0.7%	17.0%
潜在株式数 (千株)	0	今期Q3末自己資本比率		53.6%	前期ROE	15.7%

(備考)予想はアルファ・ウイン調査部の予想

【 株価チャート (週末値) 3690 株式会社 イルグルム 】 図表C



ディスクレーマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。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。取材や客観的な事実に基づいて、極力、中立的な立場からレポートの記載に努めています。また、会社による予想や判断と弊社による予想及び判断を区分し、記載するようにしております。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】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。 20210819-2200