

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：2022/8/22

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」総合マーケティング DX 支援集団を目指している。現在は、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。
- ・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 ビジネスに加え、企業買収によりプロフェッショナルサービスにも参入した。
- ・これまで周辺分野において M&A を積極的に進め、ビジネスモデルの転換や、事業ポートフォリオの再構築を行ってきた。現在はシナジーを追求し、次なる成長に向けた既存事業の競争力の強化と新サービスの拡充を、自社リソースの活用、並びに M&A により加速するステージにある。
- ・売上高は過去最高を連続更新中であり、今通期も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11%の増収、営業利益は微減益。四半期、並びにQ3累計決算では、過去最高売上高を更新。

<Q3累計決算(2021年10月～2022年6月:9ヶ月間):概要>

- ・2022/9期第3四半期累計（Q3累計）の業績は、売上高2,431百万円（前年同期比+11.0%、以下同様）、営業利益278百万円（同△0.2%）、経常利益283百万円（同+1.5%）、当期純利益163百万円（同△10.0%）と増収・最終減益となった（図表1）。四半期（3ヶ月間）、並びにQ3累計決算としては過去最高売上高を連続更新した。減益とは言え、過去と比較すると高水準の利益を維持した。
- ・通期の売上高計画に対する今期Q3累計の進捗率は71.5%（前々年同期、前年同期の実績の順に73.3%、74.0%、以下同じ）、同様に営業利益の進捗率は81.9%（同58.3%、76.4%）、当期利益は同78.0%（同52.5%、76.0%）である。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僅かに上回ったと推測される。セグメント別ではMPFが増収増益、商流PFが減収減益となった。

【図表1】前期、及び今期の四半期別業績推移 (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、CE:会社予想

(単位:百万円、%)	2021/9期				2022/9期				2021/9期		2022/9期	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q4(7-9月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q4(7-9月)CE	Q3累計(10-3月)	Q3累計(10-3月)	通期(4-3月)	通期(4-3月)CE
売上高合計	721	745	723	768	776	805	850	969	2,190	2,431	2,958	3,400
マーケティングプラットフォーム	622	649	641	687	697	723	758	832	1,912	2,178	2,599	3,010
商流プラットフォーム	100	95	82	80	80	81	93	135	278	255	358	390
粗利	505	496	513	525	505	564	581		1,514	1,650	2,039	
粗利率	70.1%	66.6%	70.9%	68.3%	65.1%	70.0%	68.4%		69.2%	67.9%	68.9%	
販売管理費	411	412	413	438	417	475	479		1,235	1,372	1,674	
販売管理費比率	56.8%	55.3%	57.0%	57.1%	53.7%	59.0%	56.4%		56.4%	56.4%	56.8%	
営業(セグメント)利益	94	84	101	88	87	89	102	62	279	278	365	340
マーケティングプラットフォーム	48	53	80	65	70	73	62		182	205	247	
商流プラットフォーム	47	31	20	21	18	16	35		98	68	119	
営業利益率	13.0%	11.3%	14.0%	11.3%	11.2%	11.1%	12.0%	6.4%	12.7%	11.5%	12.4%	10.0%
マーケティングプラットフォーム	7.7%	8.2%	12.6%	9.5%	10.1%	10.0%	8.2%		9.5%	9.4%	9.5%	
商流プラットフォーム	46.5%	32.6%	24.1%	26.4%	22.1%	19.7%	37.1%		35.1%	26.8%	33.1%	
経常利益	95	82	102	85	87	89	107	57	279	283	364	340
当期利益	61	55	66	58	58	46	60	46	182	164	240	210

(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

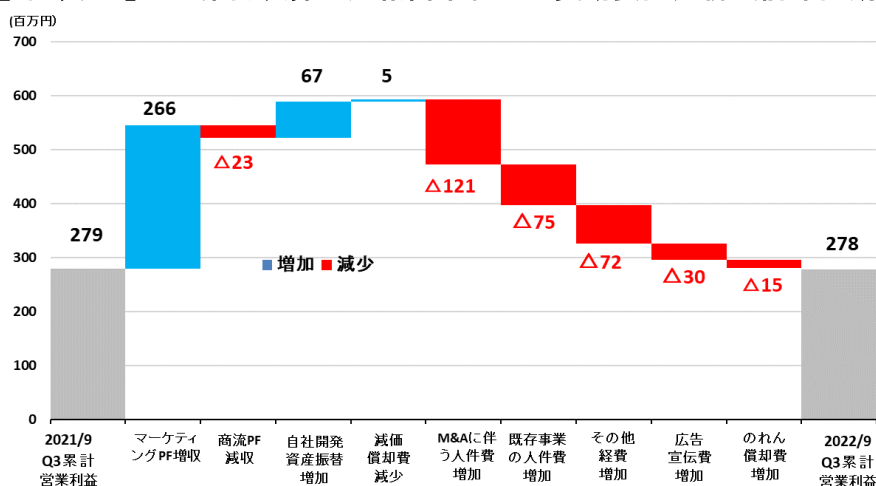
1/10

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 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）、69.2%⇒67.9%へと 1.3 ポイント悪化した。利益率の低下はあったが増収効果により、粗利額は 1,514 百万円⇒1,650 百万円へと、135 百万円（+8.9%）増加した。一方、販売管理費は 1,235 百万円⇒1,372 百万円と 136 百万円（+11.0%：増収率と同じ）増加したが、販管比率は前期と同水準の 56.4%を維持した。この結果、営業利益率は、12.7%⇒11.5%へと低下した。
- ・ なお、全社の営業利益の変動要因分析は、図表 2 の通りである。MPF 事業の増収（前年同期比+266 百万円、以下同様）、自社開発資産の振替の増加（同+67 百万円）が増益要因となった。一方、商流プラットフォーム事業の減収（△23 百万円）に加えて、コストコントロールに努めたものの M&A や増員による人件費の増加（+196 百万円）や、広告宣伝費の増加（+30 百万円：アドエビス シンクのプロモーション費用等）などの減益要因が大きくほぼ相殺された。この結果、営業利益は前期比△0.2%の減少と横ばいとなった。

【 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、一部を省略。

<Q3 累計:セグメント別売上高・利益>

- ・ 主力の MPF は、売上高が 1,912 百万円から 2,178 百万円へと 266 百万円（前年同期比+13.9%）の増収となり、引き続き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率は横這いだったが、増収により同利益は、182 百万円から 205 百万円へと 23 百万円（+12.9%）の増益となった。（P1-図表 1）。
- ・ 商流 PF は、売上高（連結調整額の考慮前）が 278 百万円から 255 百万円へと 23 百万円の減収（△8.4%）、同利益は 98 百万円から 68 百万円へと 30 百万円の減益（△29.9%）となった。

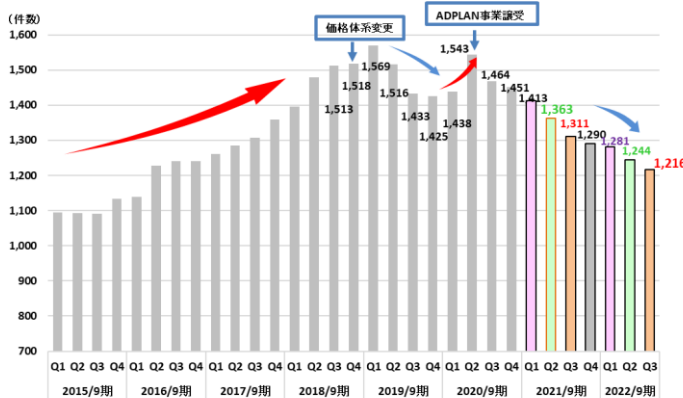
<Q3 累計:マーケティングプラットフォーム(MPF)事業>《概要》

- ・ MPF 事業の売上高は、Q3 累計全売上高の 90%、営業利益は 74%を占める。同事業内ではコアのアドエビスが、売上高の 81%（同社全売上高の約 7 割）を占める。しかし、広告効果測定（アドエビス）の売上高は、後述するように単価の上昇率の鈍化とアカウント数の減少により、前年同期（Q3 累計）の約 17.4 億円から今期は 17.6 億円へと微増に留まっていると推計される（P3-図表 6）。
- ・ 一方、MPF 事業における新サービスは、M&A（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）やアドフープの成長により、同事業内での売上高構成比率は前通期（12 ヶ月間）の 4%から、今期 Q3 累計（9 ヶ月間）では 13%に上昇し、売上高も同順に約 0.9 億円から約 2.7 億円に増加したと推察される。アドエビスに代わって、新サービスの伸長が業績に寄与している。なお、広告代理店 DX の今期 Q3 の売上高累計は、1.3 億円、同構成比率は同事業の 6%と、前年同期と比較し大きな変化はない模様。

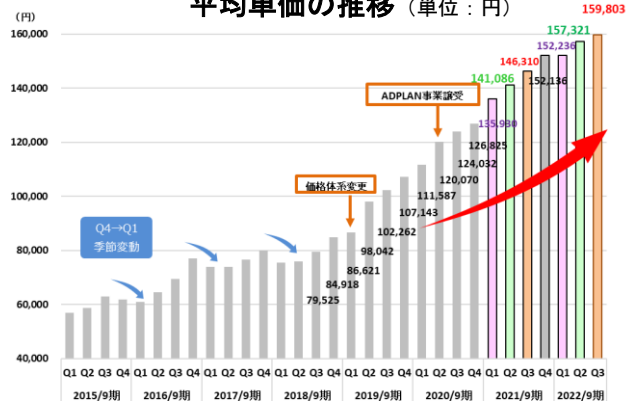
＜Q3 累計：マーケティングプラットフォーム(MPF)事業＞《アドエビス》

- ・同社は、2022年4月にアドエビスのメジャーアップデートを実施し、媒体データを自動で取得・統合する「媒体シンク機能」を備える「アドエビス シンク」を投入した。8月には広告自動登録機能、年内には取り込み指標を追加する機能をリリースする計画である。これにより、ユーザーは広告運用業務の効率化と関係者間の情報共有を促進することが可能となる。
- ・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9四半期連続で減少している(図表3)。マクロ経済の悪化、新型コロナウイルス感染症の拡大と長期化の影響を大きく受けた旅行・飲食業を中心に、解約やサービスの休止の増加が継続している。
- ・そこで商品力の強化と拡販、カスタマーサクセスの強化により、KPIの一つである解約率を今年度末までには2.0%まで低下させ、アカウント数を今年度末には前期末比で+100の純増(⇒1,390)を目指している。しかし、Q3の解約率は2.3%とQ2比で横這いとどまり、当初想定よりも改善が鈍い(図表5)。新規顧客の獲得も遅れ、Q3末のアカウント数は1,216件と、前年同期比では95件(△7.2%)、また直前のQ2末と比較しても28件(△2.3%)減少し、純減のペースで推移している。
- ・一方、利便性の向上や新機能の充実などアップデートを行い価格体系の改定、アップセルやクロスセルの実施や顧客の入れ替わりにより、アドエビスの平均単価は、17四半期連続で上昇している。今年度の各四半期末の平均単価は、Q1では152,236円(直前の四半期比：QOQ、以下同様：+100円、+0.1%)、Q2には157,321円(+5,083円、+3.3%)、Q3には159,803円(+2,482円、+1.6%)へと上昇している。但し、従来の4%前後の伸び率と比較すると鈍化が見られる(図表4)。単価の上昇がアカウント数の減少をカバーしたが、アドエビスの売上高は横ばいと推計される(図表6)。

【図表3】アドエビスの四半期別アクティ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)



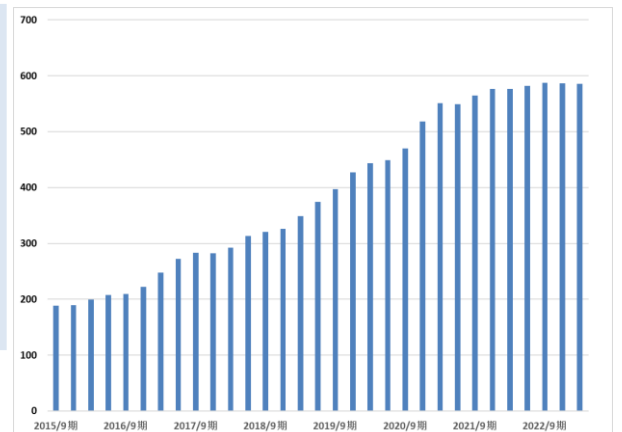
【図表5】アドエビスの四半期別、解約率の推移 (単位：%)



定義

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

【図表6】アドエビスの四半期別、推定売上高の推移 (単位：百万円)



(出所) 図表3～5は決算短信、決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。図表6では、各四半期のアドエビス推定売上高=平均単価*アカウント数(両数値とも、当該四半期末と直前四半期末の平均値で試算)。

<Q3 累計:マーケティングプラットフォーム(MPF)事業> <<新サービス・広告代理店 DX>>

- ・図表 7 のように、KPI と定める全売上高に占める新サービスの売上比率は順調に上昇し、Q3 累計は推定で 11%と今年度目標の 14%に近づきつつある (Q3 : 3 ヶ月間では 12.9%)。アドフープの増収や買収した企業の貢献により、売上高も四半期ごとに増加し、順調に推移していると推測される。
- ・また、新サービスは広告代理店 DX (アドレポ、アドナレッジ) とともに、先行投資段階にあり依然として赤字だが、増収により損益は改善傾向にある。来期には、いずれのセグメントも黒字化を同社は計画している。

【 図表 7 】 新サービスの売上高の推移 (単位：百万円)

	MPF内の新サービス売上高(累計、概算):百万円	全売上高に対する新サービスの売上高構成比率(累計):%	全売上高(累計):百万円	四半期別の新サービス売上高(3ヶ月間・概算):百万円	四半期別の新サービス売上高構成比率:%	四半期別の全売上高:百万円
2021/9期末実績	89	3	2,957			
2022/9期予想	476	14	3,400			
2023/9期計画	1,500	30	5,000			
2021/12期 Q1実績	62	8	777	62	8.0	776
2022/3期 Q2実績	158	10	1,581	96	11.9	805
2022/6期 Q3実績	267	11	2,431	109	12.9	850
2022/9期 Q4予想	476	14	3,400	209	21.5	969

(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。一部、推計も含む。

<Q3 累計:商流プラットフォーム(商流 PF)事業>

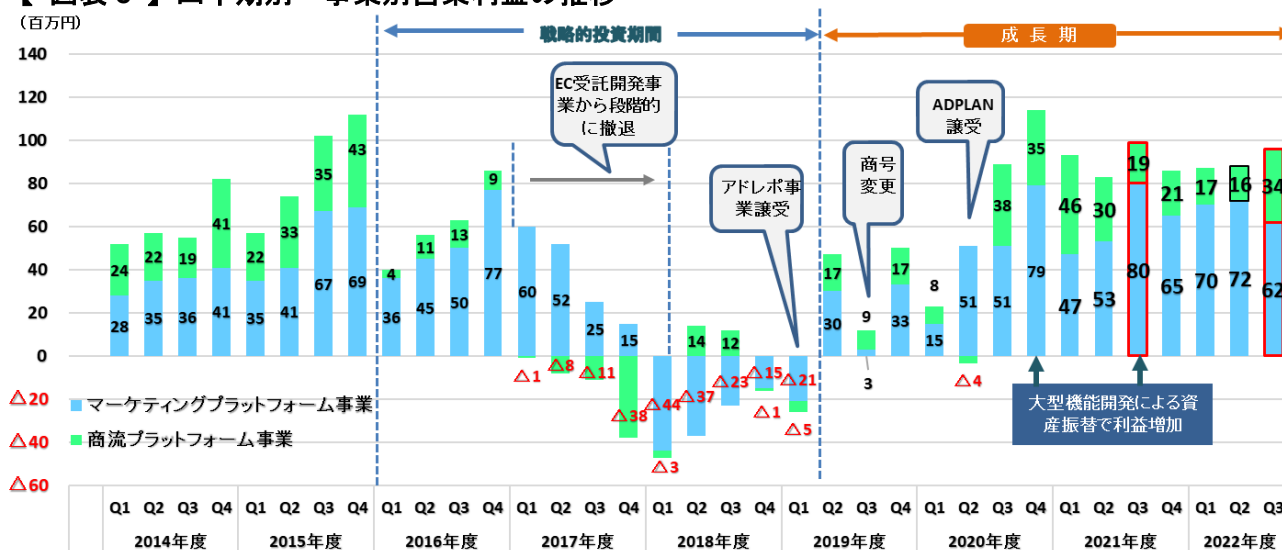
- ・商流 PF 事業の売上構成は、今期 Q3 累計では全体の 10%、営業利益では 25%を占める。
- ・同事業セグメントは、EC-CUBE の単一事業 (同社が 90%出資する連結子会社に事業を移管し運営) であった。ボクブロック株式会社 (以下、ボクブロック社) を買収後、連結化し (2022 年 6 月以降、売上高を計上)、プロフェッショナルサービス事業領域への展開をスタートした。
- ・EC-CUBE 事業では、EC (イーコマース:電子商取引) ウェブサイトをユーザー各社が自社で構築し運用できるオープンソースソフトウェア (ダウンロード版「EC-CUBE」が主) を、同社が無償供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 (決済代行事業やホスティング事業等) からの決済手数料収入、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。
- ・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、同事業の過半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。しかし、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、一部の顧客からの解約があり、前年同月比では減収が続き失速の兆候が見られた。
- ・限界利益率が高いビジネスであり、Q3 累計では減収となり減益に直結した。
- ・2022 年 4 月に EC サイトにおけるクレジットカード不正利用防止を目的に、株式会社アクルと業務提携する一方、2022 年 7 月には、セキュリティの強化や新機能を追加した EC-CUBE の最新版 (β 版) の提供をスタートするなど、商品力の強化に努めている。
- ・今後は、EC サイト構築からマーケティング支援までを垂直統合型で提供するソリューションサービスを追加し、ワンストップサービスにより競合優位性を高め、プロフェッショナルサービス領域で新たな収益機会の獲得を目指す意向である。

<Q3(2021 年 4~6 月:3 ヶ月間):概要>

- ・今期 Q3 (2022 年 4~6 月) の 3 ヶ月間の業績は、売上高 850 百万円を計上し、前年同期の 723 百万円から 127 百万円の増収 (+17.5%) と好調であった。直前の Q2 (1~3 月) の売上高 805 百万円と比較しても、45 百万円 (QOQ:+5.6%) の増収となった。

- ・事業別では MPF 事業においては、売上高は 758 百万円と前年同期比 117 百万円の増収となったが、営業利益は 62 百万円と 18 百万円の減益となった。新サービスの増収があったものの、M&A 関連やマーケティングなどの先行投資負担がその要因と思われる。
- ・一方、商流 PF 事業では、売上高 93 百万円とボクブロック社を買収などにより 10 百万円の増収となり、営業利益も 35 百万円と 15 百万円の増益となった。
- ・なお、全社ベースでは事業再編と投資により、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 (2022 年 4~6 月) に至るまで 14 四半期連続で営業黒字を計上している (図表 8)。また、現在、4 連続四半期にわたり最高売上高を更新中である。
- ・今期 Q3 には営業利益 102 百万円を計上し、2020/9 期 Q4 (7-9 月) の 115 百万円に次ぐ水準となった。今期に入り営業利益率は 11%前半で推移しており、Q3 (4-6 月) には 12% (前年同期は 14.0%) と高い水準を維持している。近年の業績を見る限り、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 8】四半期別・事業別営業利益の推移

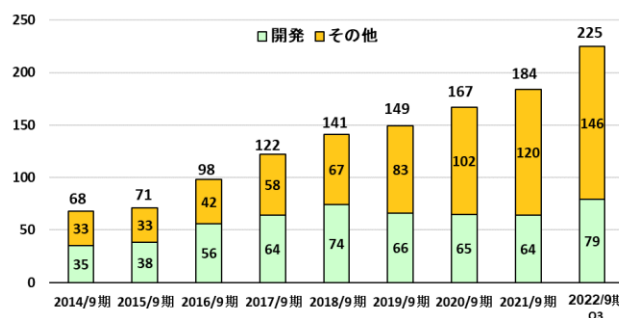


(出所)決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

<人員>

- ・M&A による人員増もあり、従業員数はコロナ禍にあっても順調に増加し、事業と組織の継続的な拡大につながっている (図表 9)。特に専門性の高い DX 人材を積極的に採用し、テクノロジーの開発に注力している。直近では従業員数のうち、エンジニアが 37%を占める。2022/9 期 Q3 末の従業員数は、225 名と約 5 年間で倍増した。前年同期比 (2021/9 期 Q3 末：181 名) でも +34 名の純増 (YOY+19%) となっている。

【図表 9】従業員数の推移 (単位：人)



(出所)決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

<バランスシート> (いずれも今期 Q3 末時点の数字)

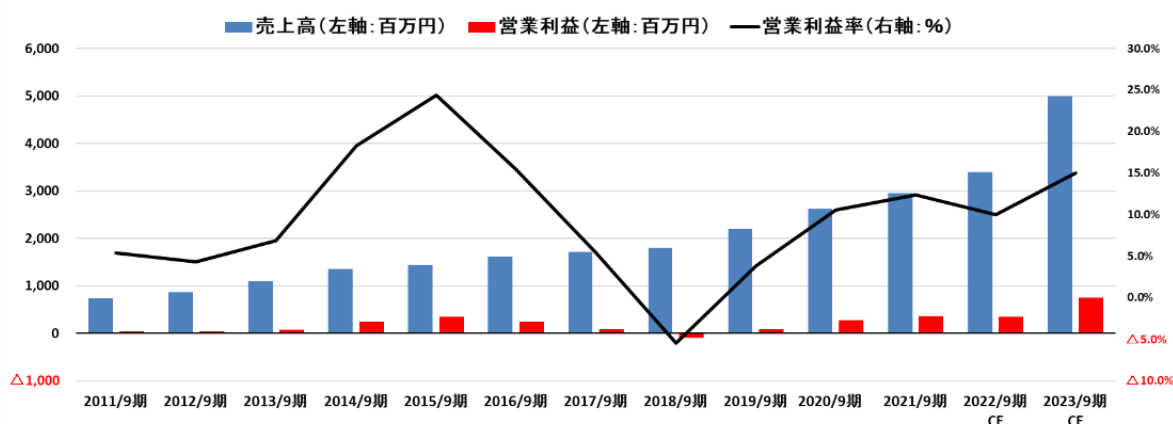
- ・長短借入金残高の約 9.5 億円に対し、現預金残高は 11.9 億円と実質的には無借金である。なお、2022 年 2 月にファーエンドテクノロジー社 (買収金額は約 135 百万円、のれん約 76 百万円) また 2022 年 5 月にボクブロック社を買収したため (買収金額等は非公表、当部推定 1.5~2 億円、のれん同推定約 70 百万円)、現預金残高は前期末比で約 2 億円減少している (フリーキャッシュフローは、今期 Q3 累計はマイナスと考えられる)。
- ・上記の 2 社以外にも過去の買収により のれん が発生し、平均 5 年程度で償却を実施しているが、のれん残高は増加傾向にある (2019/9 期⇒2020/9 期⇒2021/9 期⇒2022/6 期の順に、1.1 億円⇒3.2 億円⇒4.5 億円⇒5.1 億円)。のれん・ソフトウェアを含む今期 Q3 末の無形固定資産は 9.8 億円ではあるが、純資産金額 17.3 億円の 6 割弱と問題のない水準と考えられる。
- ・一時期よりは低下したが、流動比率は 193.3%、自己資本比率は 54.9%と財務の健全性は高い。

◆通期業績予想は据置：二桁の増収と最終減益、増配を予想

<過去の業績推移と会社による通期計画>

- ・長期業績の推移は、図表 10 の通り。少なくとも 2009/9 期 (単独を含む) 以降、2021/9 期まで 12 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 期の最終損益は連続して赤字になった。しかし、その後は黒字転換し、年間で 3 億円前後の営業黒字と、2 億円前後の最終黒字を維持している。前期には増収と利益率の改善により、過去最高益を更新した。
- ・同社は、5 月 6 日に今期の期初予想を下方修正したが、その後は変更していない。今通期の売上高は 3,400 百万円 (前期比+15.0%)、営業利益は 340 百万円 (同△7.0%)、当期利益 210 百万円 (△12.4%) と 2 桁の増収ながら減益を計画している。また、連結株主資本配当率 (DOE) を前期の 2.0%から 2.5%に引き上げ、今期は一株当たり 5.2 円/株から 7.0 円/株への増配を計画している。

【 図表 10 】 通期業績の推移



(出所)決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

<足元の状況>

・Q4 の初月となる 7 月の全社売上高は、前年同期比で+17.3%の増加となり、4 月以降の 2 桁増収を維持した (図表 11)。一時期と比較すると月次の増収率は回復してきたが、新サービスの伸長や複数の企業買収の効果が主な要因と思われる。なお、今期・累計売上高 (2021 年 10 月~2022 年 7 月までの 10 ヶ月間) は、2,724 百万円と前年同期比+11.6%となった。これは今通期の会社計画である増収率 15.0%をやや下回っており、年間売上高に対する同期間の進捗率は前年同期の 82.5%に対し、80.1%に留まる。

・プラットフォーム別では、MPF 事業の売上高は今年の 2 月以降、ファーエンドテクノロジー社の買収による寄与もあり、月商 250 百万円前後で安定的に推移している (前年同月比では、ほぼ 2 桁の増収率

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。

を維持)。また、商流 PF 事業は前年同月比で減収基調であったが、今年の 6 月以降は、買収したボクブロック社の寄与もあり、同 40%の増収に転じている

【 図表 11 】 月次売上高の推移

暦年	2021年			2022年							今期累計 (2021/10月～ 2022/7月)
	2022/9期										
年度	10月	11月	12月	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	233,052	231,281	232,702	231,333	244,921	246,739	259,809	247,842	251,186	247,875	2,426,540
	114.3	112.7	109.6	112.1	113.1	109.0	121.1	116.9	117.2	113.8	113.9
商流 プラットフォーム	31,473	23,739	24,575	34,695	24,222	22,494	32,168	24,579	35,057	47,321	300,323
	88.2	65.2	86.7	87.8	82.8	85.5	93.0	102.6	146.8	140.6	96.4
全社	264,526	255,021	257,278	266,028	269,143	269,233	291,977	272,421	286,244	291,997	2,723,868
	110.4	105.5	106.9	108.2	109.5	108.5	117.2	115.4	120.2	117.3	111.8

(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。
 連結子会社化したことにより、2021年8月から株式会社トピカ、2022年2月からファーエンドテクノロジー株式会社の両売上高がMPF事業に、また、2022年6月以降、ボクブロック株式会社の売上高が商流PF事業に計上されている。

◆ 今期・中長期業績予想 (アルファ・ウイン調査部)

< 今期の業績予想 >

・ 前回 (2022年6月6日の発行レポートを参照)、会社予想の売上高 3,400 百万円に対し当調査部では、3,365 百万円とやや慎重に予想していたが、Q3 までの実績と足元の状況を踏まえ、僅かな減額ではあるが 3,300 百万円に引き下げた。一方、利益に関しては当調査部の想定通りやや強含みで推移しており、会社予想の営業利益を 10 百万円上回る前回予想を据え置いた。配当予想は会社予想と同額としている (1.8 円/株増配の年間 7.0 円/株)。

・ 新型コロナウイルス感染症の再拡大や、ウクライナ戦争による混乱・インフレは、リスク要因ではある。しかし、同社はストック型の内需中心のビジネスモデルのため、これらの直接の悪影響を受けにくいこと、適正なコントロールを継続し、Q4 に大型の M&A 等の追加投融資を行わない前提では、今通期の過去最高売上高の連続更新に加え、過去と比較し高水準の利益を達成する可能性がある。

< 今期 Q4: 業績想定 >

・ なお、今通期の会社計画から Q3 累計の実績を差し引いた Q4 (2022年7~9月) の業績計画は、売上高 969 百万円 (前年同期比: +26.2%) と前年同期比では二桁の増収を予想している。直前の Q3 の売上高 850 百万円と比較しても 169 百万円 (+14.0%) の増収と、やや強めの見通しと考えられる。

・ 一方で、Q4 は増収計画にも拘わらず、営業利益が前期 Q4 の 86 百万円から今期 Q4 には 62 百万円 (前年同期比△27.9%) への減益 (今期 Q3 比では△39.2%の減益を予想)、同順に当期純利益も 58 百万円から 46 百万円 (前年同期比△17.5%) への減益を見込んでいる。

・ Q4 に関しては宣伝費・開発費の諸コストや人件費の増加に加え、買収したボクブロック株式会社に関するのれんの償却費など (期間按分) がフルに計上されると思われ、Q4 の営業利益率予想は 6.4%と、前期 Q4 の 11.2%、今期 Q3 の 12.0%と比較すると半減すると見込んでいる (P1-図表 1)。

・ 利益前提はやや保守的と思われ、コストコントロールの余地もあり、利益の下振れリスクは限定的であると当調査部では考えている。

<中期の業績予想>

・当調査部では、前回、来期以降の中期業績予想を見直したが、これを変更していない (P9-図表 A)。今期の本決算発表後に、来期以降の中期の業績予想を再度、見直す予定である。

・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 3,400 百万円)、同営業利益率 15% (同 10%)、DOE 3%以上 (同 2.5%) 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、来期以降も増配が期待できる。

・同社は「アドエビス」で培った強みを活かした自社開発と M&A により、グループアセットを拡大し、新サービス領域の更なる開拓・拡大とシナジーを追求し、持続的な成長を目指す方針である。

・なお、同社による 2023/9 期の数値目標はアグレッシブでハードルは高いと当調査部では考えている。ただし、今後の M&A を含めた先行投資の水準にもよるが、これまでの投資とコスト管理が収益に結びつき、来期以降、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)。

◆ 株価水準

<パフォーマンス>

・インターネット関連の小型成長株であり、株価のボラティリティは高い。Q3 の決算発表後、株価は 700 円前後まで下落し、安値圏でもみ合っている (8 月 19 日終値：712 円)。

・なお、株式市場ではバリュー株や大型株、金利敏感株や資源株が選好される傾向もあり、同社株は TOPIX を、過去 12 ヶ月間で大きくアンダーパフォームしている (P10-図表 C)。

<バリュエーション>

・東証プライム企業の平均 (PER 14.0 倍、PBR 1.2 倍、純平均配当利回り 2.3%) 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 PER 21.2 倍、実績 PBR 2.8 倍、予想配当利回り 1.0%)。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) 20.4 倍⇒13.9 倍⇒11.7 倍となる。利益の見通しを据え置いているため、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、今後も利益成長が期待できるため、3 年タームでの PER や、PEG レシオ (【当調査部による今期予想 PER/同中期・年間平均予想利益成長率 (15~20%)】：1.0~1.4 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>

・業績に直結する重要指標 (KPI) であるアドエビスのアクティブアカウント数 (特に純増に転じるタイミング)、単価並びに解約率、今通期の業績の着地水準と来期の利益水準、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、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 (新サービスの売上高構成比率と収益性の変化)、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、個人情報保護法の規制強化の動向が、今後の株価を見る上では注目点になると思われる。

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証グロース)

発行日：2022/8/22

【 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)
2019/9	A	2,204	22.1	84	黒字化	79	黒字化	-34	赤字幅縮小	-5.5	168.7	0.0
2020/9	A	2,618	18.8	276	226.1	261	230.5	183	黒字化	29.1	202.2	4.0
2021/9	A	2,957	12.9	365	32.0	364	39.5	239	30.7	38.0	257.5	5.2
2022/9	期初CE	3,600	21.7	470	28.6	460	26.3	320	33.5	50.0		7.5
2022/9	修正CE	3,400	15.0	340	-7.0	340	-6.7	210	-12.4	33.5		7.0
2022/9	旧E	3,365	13.8	350	-4.1	350	-3.8	218	-8.8	34.8	289.4	7.0
2022/9	新E	3,300	11.6	350	-4.1	350	-3.8	218	-8.8	34.8	289.4	7.0
2023/9	中計CE	5,000	47.1	750	120.6	OPM=15%						DOE≥3%
2023/9	E	4,320	28.4	500	42.9	500	42.9	320	46.8	51.1	333.5	9.3
2024/9	E	4,740	9.7	580	16.0	580	16.0	380	18.8	60.7	384.9	10.8
2021/9	Q1	721	23.3	94	281.6	95	279.8	61	222.7	9.8	207.7	0.0
2022/9	Q1	776	7.6	87	-7.1	87	-8.2	58	-5.1	9.3	249.1	0.0
2021/9	Q2	745	14.6	84	80.5	82	80.2	55	107.6	8.8	237.6	0.0
2022/9	Q2	805	8.1	89	5.3	89	8.2	46	-16.5	7.4	260.3	0.0
2021/9	Q3	723	5.5	101	11.5	102	20.1	66	29.1	10.32	255.2	0.00
2022/9	Q3	850	20.0	102	-43.6	107	-36.7	59	13.9	9.44	266.4	0.00
2021/9	Q3累計	2,189	14.0	279	72.9	279	79.6	182	89.2	28.84		0.00
2022/9	Q3累計	2,431	11.0	278	-0.2	283	1.5	163	-10.0	26.14		0.00
2021/9	Q4	768	0.0	86	0.0	85	0.0	57	0.0	9.12	257.5	5.20
2022/9	Q4CE	969	26.2	62	-27.9	57	-32.9	47	-17.5	7.40		7.00
2021/9	H1	1,466	18.7	178	150.3	177	151.0	116	155.6	18.5	237.6	0.0
2022/9	H1	1,581	7.8	176	-1.3	176	-0.6	104	-10.5	16.7	260.3	0.0
2021/9	H2	1,491	7.8	187	-9.2	187	-1.9	123	-10.8	19.4		0.0
2022/9	H2 CE	1,819	22.0	164	-12.4	164	-12.4	106	-14.1	16.8		0.0

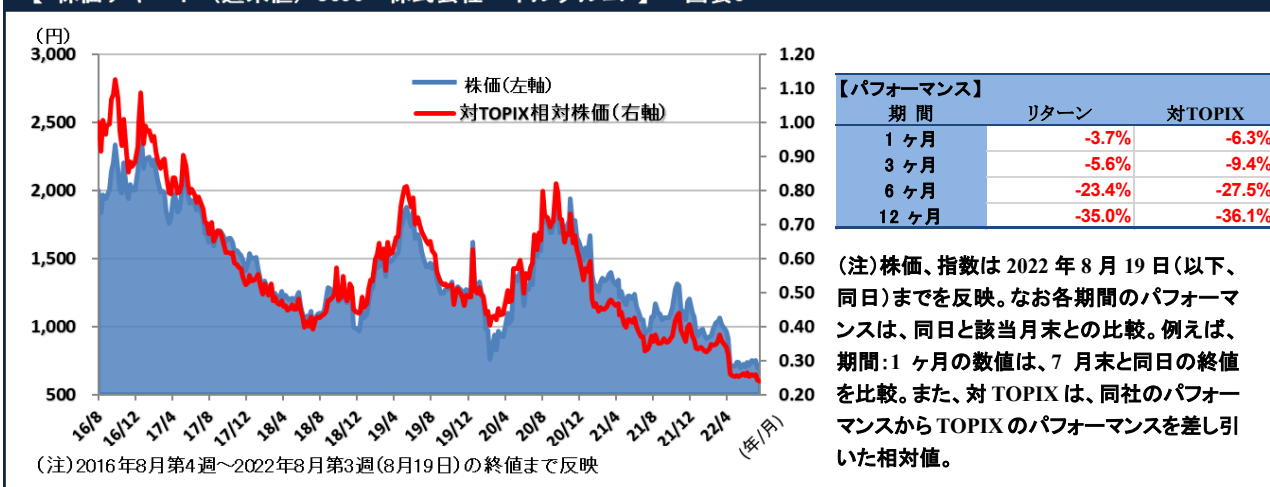
(注) A：実績、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1(10-12月)、Q2(1-3月)、Q3(4-6月)、Q3累計(10-6月)、Q4(7-10月)、H1(10-3月)、H2(4-9)

【 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 8/19	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	712	前期実績	18.8	2.8	0.7%	13.7%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	20.4	2.5	1.0%	20.1%
時価総額 (百万円)	4,537	来期予想	13.9	2.1	1.3%	18.2%
潜在株式数 (千株)	0.0	今期Q3自己資本比率		54.0%	前期ROE	16.5%

(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



決算レポート

9/10

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。

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（<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。 2022-0819-2200