

# 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：2023/2/20

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、インターネット・マーケティング関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行う。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、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。
- ・同社の強みは、高精度なデータ計測を可能とする技術力、専門性の高い DX 人材、フロントランナーとして蓄積してきたビッグデータ、500 社超のパートナーとのネットワークである。
- ・なお、主力ビジネスはストック型のサブスクリプションモデルで、継続性・安定性が高い。

- ・2016 年以降、ビジネスモデルの転換と事業ポートフォリオの選択と集中を行い、事業再編は一巡し経営基盤と収益力が強化された。少なくとも 2010/9 期以降、前期まで 13 期連続で過去最高売上高を連続更新中であり（単独決算時期も含む）、2020/9 期以降は黒字が定着、かつ増益・増配トレンドにある。
- ・売上高 100 億円を新たな中期テーマに設定しこれを達成すべく、長期にわたり蓄積してきたノウハウとテクノロジー、ビッグデータを活用した自社開発や、M&A による新事業への展開を積極的に進めている。現在は、次なる成長に備えた先行投資を加速する段階にある。
- ・2014 年 9 月に、旧東証マザーズに上場し、2019 年 8 月に株式会社ロックオンから株式会社イルグルム（英語表記：YRGLM Inc.）へ商号を変更した。東京証券取引所の市場区分変更に伴い、2022 年 4 月に東証グロース市場に移行した。

#### ◆ 今期第 1 四半期決算～前年同期比で 2 桁の増収増益、好スタート

##### <概要>

- ・同社の 2023/9 期第 1 四半期（10 月～12 月：以下、Q1）の業績は、売上高 879 百万円（前年同期比=YOY: +13.2%）、営業利益 97 百万円（同+10.8%）、経常利益 102 百万円（同+16.7%）、当期純利益 69 百万円（同+18.4%）と、二桁の増収増益となった（P2-図表 1）。

（備考:本レポートでは、本文、図表などにおいて四捨五入や計算過程の端数処理、表示方法等の理由で、同一項目の数値が異なる、または、会社発表値と異なる誤差が生じることがある。なお、△はマイナスを意味する。）

- ・今期 Q1 の売上高は、四半期データが開示されている 2015/9 期以来、Q1 決算として過去最高売上高を更新した。また、2022/9 期 Q4（7-9 月）の売上高 903 百万円に次ぎ、歴代 2 位の四半期売上高となった。営業利益は、2020/9 期 Q4 の過去最高益である 115 百万円には及ばなかったものの、高水準を維持した。

- ・なお、同社は、2016/9 期より事業再編と先行投資を積極的に行い、増収ながらもコスト負担が収益を圧迫し、連続減益となった。2017/9 期の Q4 以降は 6 四半期連続で営業赤字に陥ったが、2019/9 期 Q2 に黒字転換後、16 四半期連続で営業黒字を維持している（P2-図 2、3）。
- ・通期の会社予想に対する今期 Q1 の売上高進捗率は 22.5%（前年同期の実績：21.6%）、営業利益の進捗率は 24.3%（同 18.5%）と、好調なスタートとなった。

### 決算レポート

1/10

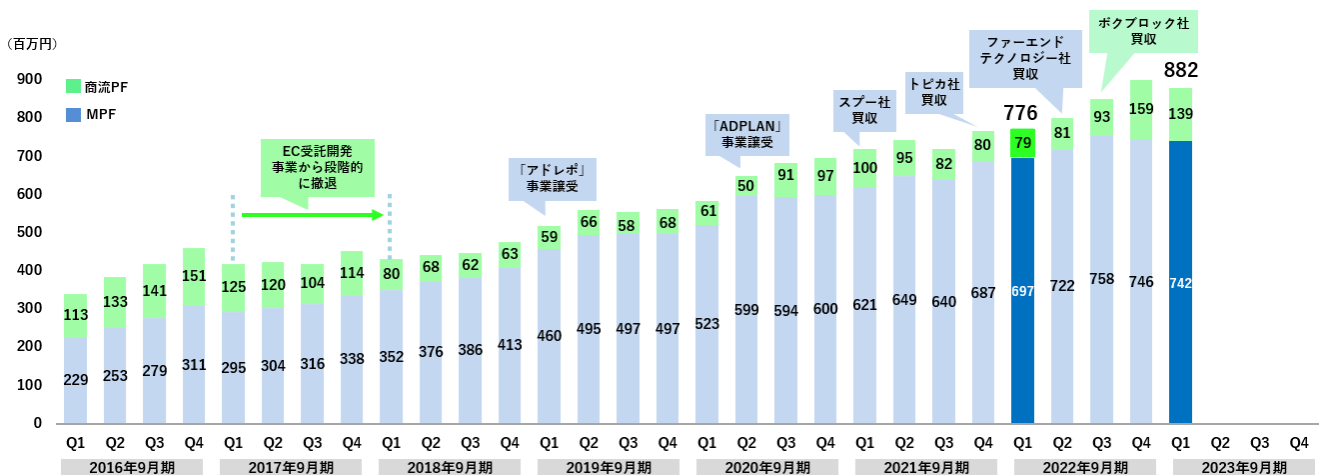
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損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

【図表1】第1四半期の推移

第1四半期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2023/9期	2023/9期
(単位:百万円)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	Q1(10-12月)	金額差異
売上高合計	433	520	585	721	776	879	103	13.2
マーケティングプラットフォーム*	353	460	524	621	697	742	45	6.5
商流プラットフォーム*	80	59	62	100	79	137	60	75.2
粗利	288	344	407	505	505	554	50	9.8
粗利率	66.1%	66.1%	69.5%	70.1%	65.1%	63.1%		-2.0%
販売管理費	334	370	382	411	417	457	40	9.6
販売管理費比率	77.1%	71.3%	65.2%	56.9%	53.7%	52.0%		-1.8%
営業(セグメント)利益	-48	-27	25	94	88	97	9	10.8
マーケティングプラットフォーム	-44	-21	16	48	70	71	1	1.5
商流プラットフォーム	-3	-5	9	46	17	26	9	52.5
営業利益率	-11.0%	-5.1%	4.2%	13.1%	11.3%	11.1%		-0.3%
マーケティングプラットフォーム	-12.5%	-4.6%	3.0%	7.7%	10.1%	9.6%		-0.5%
商流プラットフォーム	-4.2%	-9.2%	14.5%	45.8%	21.5%	19.0%		-2.5%
経常利益	-47	-30	25	95	87	102	15	16.7
当期利益	-32	-36	19	61	58	69	11	18.4
EBITDA	-26	8	70	167	156	171	15	9.4
EBITDAマージン	-6.1%	1.5%	12.0%	23.1%	20.1%	19.5%		-0.7%

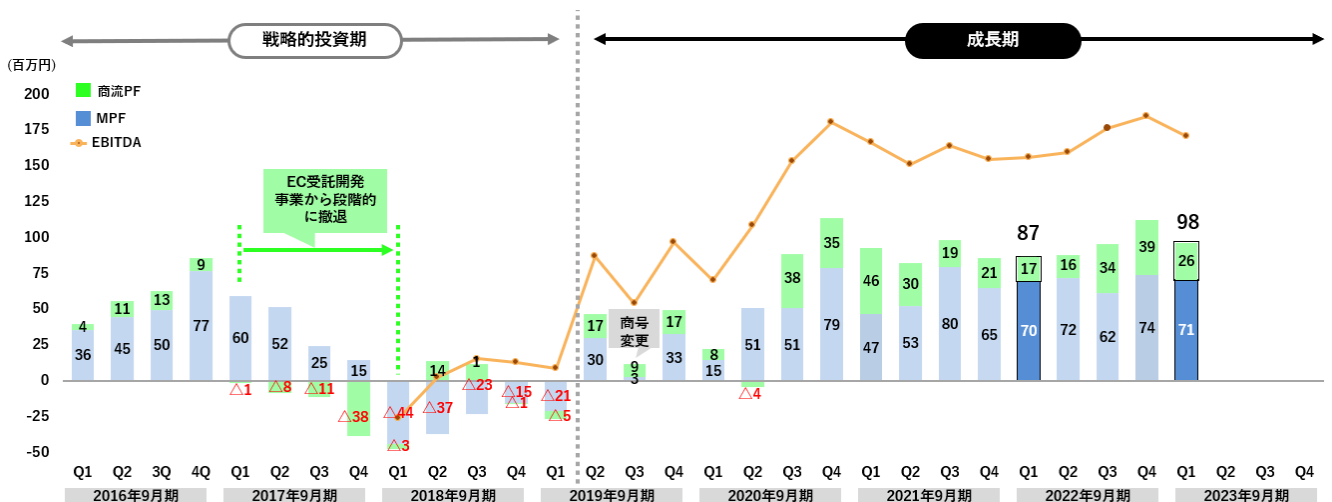
(出所) 決算短信、及び決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成 (備考) \*セグメント間の内部売上高または振替高を含む売上高

【図表2】四半期別売上高の推移



(出所) 図表2、3とも決算説明資料(一部修正)。(備考)MPFはマーケティングプラットフォーム事業、商流PFは商流プラットフォーム事業を意味する。なお、売上高には、外部顧客への売上高、及びセグメント間の内部売上高または振替高を含む。

【図表3】四半期別営業利益の推移

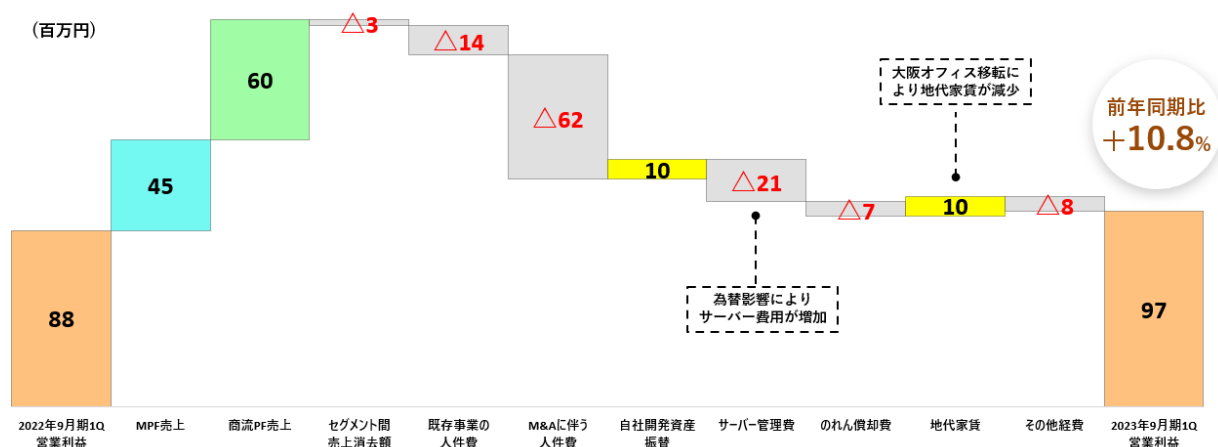


<全社の損益>

- ・今期 Q1 の全社の粗利率は、前期 Q1 の 65.1%から 63.1%へと 2 ポイント低下した。
- ・また、販売管理費は前期 Q1 の 417 百万円から今期 Q1 に 457 百万円へと、YOY で 40 百万円 (+9.6%) 増加したが、その増加率は増収率 (+13.2%) を下回った。販管比率は (2018/9 期 Q1 から 2023/9 期 Q1 にかけて順に、以下同様) 77.1%⇒71.3%⇒65.2%⇒56.9%⇒53.7%⇒52.0%へと継続的に改善している。全体の営業利益率も、△11.0%⇒△5.1%⇒4.2%⇒13.1%⇒11.3%⇒11.1%と改善傾向にある (P2-図表 1)。
- ・なお、今期 Q1 全社の営業利益の増減要因分析 (前年同期比) は、図表 4 の通りである。

- ・マーケティングプラットフォーム事業の増収 (前年同期比+45 百万円、以下同様) 並びに、商流プラットフォーム事業の増収 (+60 百万円) による効果が大きく、M&A に伴う人件費の増加 (+62 百万円) や円安によるサーバ管理費の増加 (+21 百万円) を吸収し、営業利益は前年同期比 9 百万円 (+10.8%) の増益となった。なお、営業外損益に為替差益 (3 百万円) を計上し、当期利益も増益 (+11 百万円、+18.4%) となった (以下、プラットフォームは PF と表記)。

【 図表 4 】 今期・第 1 四半期の営業利益の増減益要因 (前年同期比)



(出所) 決算説明資料 (備考)MPF: マーケティングプラットフォーム事業、商流 PF: 商流プラットフォーム事業。1Q=Q1: 第 1 四半期。

<セグメント別売上高・利益>

- ・セグメント (事業) 別では、中核となるマーケティング PF 事業の売上高 (外部顧客向け、以下同様) が、前期 Q1 の 697 百万円から今期 Q1 には 741 百万円へ、44 百万円の増収 (前年同期比+6.5%) となったが、同営業利益は順に、70 百万円から 71 百万円へと微増益 (同+1.5%) に留まった。営業利益率が 10.1%から 9.6%へと 0.5 ポイント低下したため、営業利益は横這いとなった (P2-図表 1~3)。
- ・一方、商流 PF は、79 百万円から 137 百万円に前年同期比 60 百万円 (同+75.2%) の大幅な増収となり、M&A による人件費の増加を吸収し、営業利益も 17 百万円から 26 百万円へと 9 百万円 (同+52.5%) の増益となった。商流 PF 事業の寄与が相対的に大きく、今期 Q1 全体では増収・増益となった。

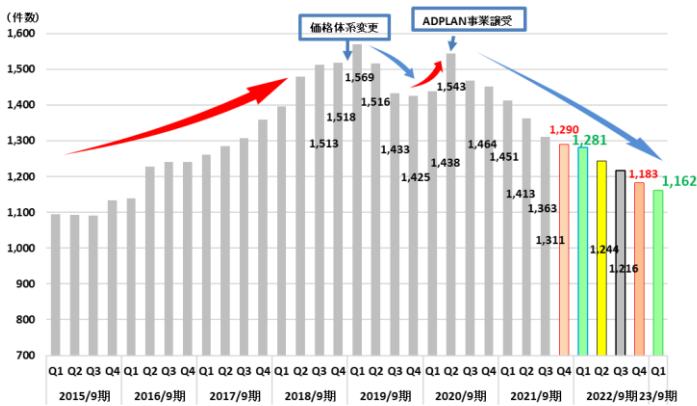
<マーケティングプラットフォーム事業の動向>

- ・マーケティング PF 事業が、Q1 全社売上高の 84%、セグメント利益の 72%を占める。同事業においてはコアであるアドエビスが、その 77% (全社売上高比では 65%) と圧倒的なウェイトを占める。
- ・アドエビスの売上高は微減となったが (推定売上高: 前期 Q1 ⇒ 今期 Q1 : 585 百万円 ⇒ 571 百万円)、インキュベーション領域の拡大に伴いその売上高が倍増したことが、同事業の増収に寄与した。

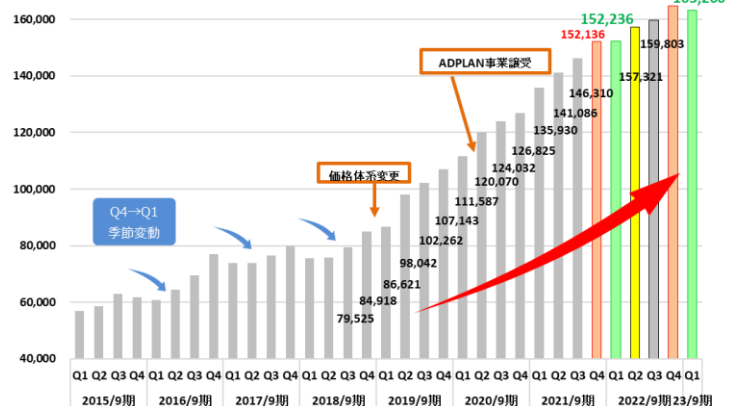
《アドエビス》

- ・アドエビスのアクティブアカウント数は、2022/9 期 Q1 (12 月末、以下同様) には 1,281 件、2023/9 期 Q1 には 1,162 件と前期比で 119 件 (△9.3%) 減少した (図表 5) )。但し、2022/9 期 Q4 末 (9 月末) との比較では、21 件の減少、△1.8% (単純年換算△7.1%) に留まっている。
- ・特定業種のユーザーにコロナやインフレの悪影響が表れているが、カスタマーサクセスの強化により、月間解約率 (過去 12 ヶ月の移動平均値、金額ベース) は、直前四半期 (前期 Q4) 並びに前年同期 (前期 Q1) と同じ 2.4%となった。なお、同社は、解約率を 2%前半で維持することを目標 (KPI) としている。
- ・一方、アドエビスの平均単価は価格体系の変更と提供価値の向上により、19 四半期連続 (QOQ) で上昇してきたが、新バージョンであるアドエビス シンクの価格を据え置いたこともあり、QOQ では微減に転じた。また、平均単価は YOY では 39 四半期連続で上昇中であり、前期 Q1 の 152,236 円から、今期 Q1 には 163,200 円 (YOY : +10,964 円、+7.2%) へとアップした (図表 6) )。しかし、アカウント数が減少したため、アドエビス (インターネット広告効果測定) の売上高は微減収となったと推察される。

【図表 5】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 6】アドエビスの四半期別平均単価の推移 (単位: 円)



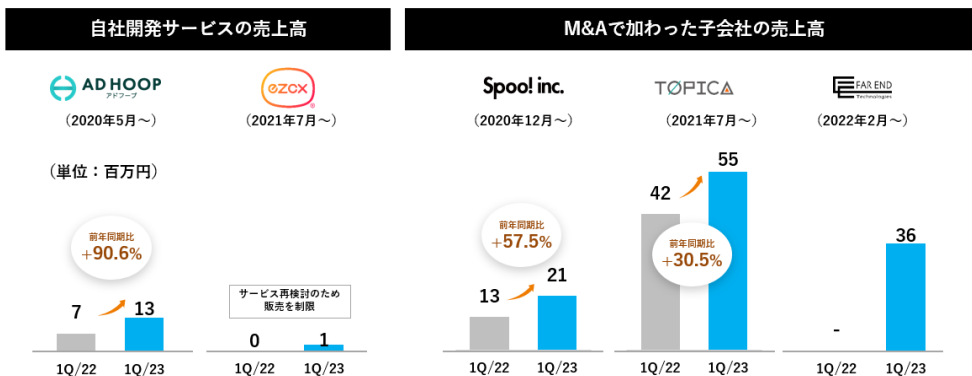
(出所) 図表 5、6 とも決算短信、及び決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 数字は全て各四半期の最終月末時点の平均値。

《インキュベーション》

- ・自社開発サービスであるアドフープや、M&A により連結に組み入れた子会社 3 社 (スプー、トピカ、ファーエンドテクノロジー) の売上高が拡大し、同 PF 事業の増収に寄与した (図表 7) )。インキュベーションの売上高は前期 Q1 の 62 百万円から今期 Q1 には 126 百万円に倍増し、この結果、全社に占める同売上高構成比は、8%⇒14%に上昇した。なお、増収に伴い営業利益の赤字幅も縮小した (P5-図表 9 左)。

【図表 7】インキュベーションの売上高比較



(出所) 決算説明資料

(備考) 1Q=Q1: 第 1 四半期

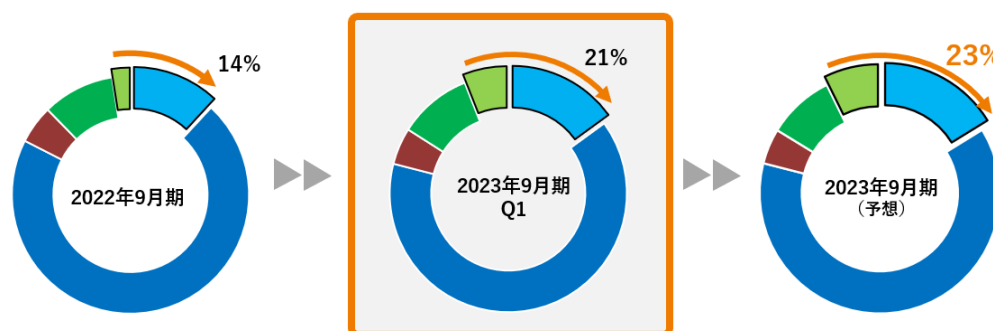
＜商流プラットフォーム事業の動向＞

- ・ 商流 PF 事業は、全社売上高の 16%、セグメント利益の 28%を占める。同 PF 事業内では、決済手数料売上高が 48% (66 百万円) を占め、買収したボクロックの事業である EC 構築・運用支援が 37% (51 百万円) を占める (残る 15%はクラウド版 EC-CUBE 「ec-cube.co」のサブスクリプション収入など)。
- ・ EC 構築・運用支援では、前期 Q4 と同様に今期 Q1 に受注した大型のスポット案件が増収に寄与した。好調に推移しており、今通期では商流 PF 売上高の 40%を超える見込みである (前通期実績：20%)。
- ・ また、決済手数料の増加、並びにアドフープとの協業によるマッチング強化が奏功し、EC-CUBE の売上高は、前期 Q1 の 79 百万円から今期 Q2 には 87 百万円へと YOY で 9.6%の増収となった。
- ・ 今後もオープンソースの強化とマッチングの拡大により、成長を図る方針である。

＜連結売上高に占める新サービス比率の推移＞

- ・ 同社は、マーケティング PF のインキュベーション (自社開発サービスのアドフープと eZCX + M&A により統合した子会社 3 社：スプー・トピカ・ファーエンド) と、商流 PF の EC 構築・運用支援を新サービスとして位置づけ、その合計売上高が連結売上高に占める比率を KPI としている。PMI (Post-Merger Integration：買収後の経営統合作業) が順調に進み、主に子会社の増収により同比率は拡大している (図表 8)。新サービスの売上高は、前期 Q1 の 62 百万円から今期 Q1 には 185 百万円へと増加し、この結果、全社に占める同売上高構成比は、8%⇒21%に上昇した。
- ・ 営業利益ベースでは、インキュベーションの増収により赤字幅が縮小し、新規に加わった EC 構築・運用支援の利益が上乘せされた (図表 9)。一方、マーケティング PF において今期中にリリース予定であるマーケティングプロセス支援事業の開発・準備費用が発生し、減益要因となった。

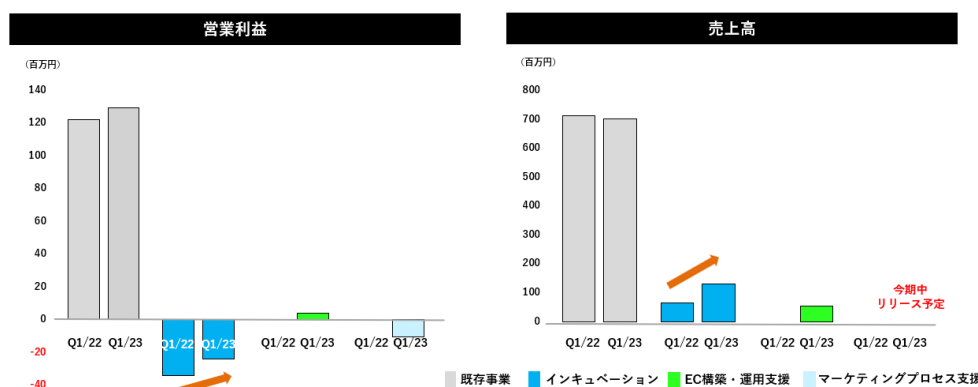
【 図表 8 】 新サービスの売上高比率 (対全社売上高比) の推移



■ 広告効果測定 ■ 広告代理店DX ■ インキュベーション ■ EC-CUBE ■ EC構築・運用支援

(出所) 図表 8、9: 決算説明資料 (一部修正)

【 図表 9 】 新サービスの業績動向 (単位：百万円)



<バランスシート>

- ・2023/9期 Q1 末 (2022年12月末) 時点で、現金及び預金は1,379百万円と、長短借入金残高：831百万円を上回り、実質的には無借金である。
- ・また、無形固定資産として、企業買収による「のれん」が453百万円、ソフトウェアと同仮勘定を合わせ431百万円、合計901百万円を資産に計上している。但し、同時点での純資産は1,823百万円と、無形固定資産の金額を大きく上回っており、懸念する必要はない。
- ・なお、今期 Q1 末で流動比率は203%、自己資本比率は57%と財務体質は健全である。

◆同社による今期の業績予想

<通期の業績予想 (会社計画) >

- ・同社は期初に、通期の業績見通しを発表した。今期の売上高を3,900百万円 (前期比+17.0%)、営業利益を400百万円 (同+1.9%)、経常利益を390百万円 (同△2.5%)、当期純利益を240百万円 (同+1.7%)と大幅な増収、並びに最終利益では微増益を計画している (図表10、P9-図表A)。
- ・なお、通期のセグメント別利益予想、上期の業績見込みは開示されていない。
- ・インキュベーション / EC構築・運用支援の新サービスの成長が、増収増益に寄与すると見込んでいる。
- ・また、新たなツール開発などの先行投資が継続し、実施したM&Aにより事業ポートフォリオ、並びに収益構造も変化しつつあることから、営業利益率を前期の11.8%から今期には10.3%に低下すると見込む。但し、増収により営業利益・当期利益とも、微増益を確保する計画である。
- ・前々期は連結株主資本配当率 (DOE) 2.0%を目安に一株当たり年間5.2円の配当を行い、前期よりDOEを2.5%に引き上げ7.0円の配当を実施した。今期は7.8円とし、復配後3期連続の増配を予定している。
- ・また、単独決算の時期も含め遡及できるデータで見る限り、少なくとも2009/9期から2022/9期まで13期連続で過去最高売上高を更新しており、今期も更新する計画である。利益に関しては、前期に6期ぶりに過去最高益を更新し、今期も最高益 (営業・当期利益) の連続更新を見込んでいる。

【図表10】過去の業績推移と中期の業績予想 (出所) 決算説明資料より当調査部が作成。CE:会社予想(斜字は当部推定) E:当調査部予想

(百万円)	2021/9期実績	2022/9期・実績	2023/9期・GE	2023/9期・E	2024/9期・E	2025/9期・E
売上高	2,957	3,334	3,900	3,800	4,320	5,000
I. マーケティングPF	2,599	2,925	3,260	3,137	3,507	4,036
II. 商流PF	358	414	640	670	810	965
売上高総利益	2,039	2,260	2,410	2,320	2,610	2,880
売上高総利益率	69.0%	67.8%	61.8%	61.1%	60.4%	57.6%
販管費及び一般管理費	1,673	1,867	2,010	1,920	2,150	2,350
対売上高比	56.6%	56.0%	51.5%	50.5%	49.8%	47.0%
営業利益	365	392	400	400	460	530
対売上高比	12.3%	11.8%	10.3%	10.5%	10.6%	10.6%
経常利益	364	399	390	390	450	520
対売上高比	12.3%	12.0%	10.0%	10.3%	10.4%	10.4%
当期純利益	239	236	240	240	300	340
対売上高比	8.1%	7.1%	6.2%	6.3%	6.9%	6.8%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.9%	12.7%	17.0%	14.0%	13.7%	15.7%
I. マーケティングPF	12.1%	12.5%	11.5%	7.2%	11.8%	15.1%
II. 商流PF	19.2%	15.6%	54.5%	61.8%	20.9%	19.1%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.0%	-1.2%	-6.0%	-6.7%	-6.6%	-2.8%
販管費及び一般管理費(伸率)	7.6%	11.6%	7.7%	2.8%	12.0%	9.3%
営業利益(伸率)	32.0%	7.4%	1.9%	2.0%	15.0%	15.2%
経常利益(伸率)	39.5%	9.8%	-2.5%	-2.3%	15.4%	15.6%
当期純利益(伸率)	30.7%	-1.5%	1.7%	1.7%	25.0%	13.3%
EBITDA	638	677	680	680	760	850
EBITDAマージン	21.6%	20.3%	17.4%	17.9%	17.6%	17.0%
アドエビスの実績と前提	年度平均実績	年度平均実績	年度平均GE予想	年度平均E予想	年度平均E予想	年度平均E予想
アドエビス アクティブアカウント数(社)	1,344	1,231	微減	1,160	1,170	1,185
同変化率	-8.9%	-8.4%		-5.8%	0.9%	1.3%
アドエビス 平均単価(円)	143,866	158,527	微増	165,000	175,000	185,000
同変化率	19.3%	10.2%		4.1%	6.1%	5.7%
I. (1) 広告測定(アドエビス)の売上高実績/予想	2,313	2,369	2,460	2,297	2,457	2,631
I. (2) 広告代理店DXの売上高	182	175	180	190	200	205
I. (3) インキュベーションの売上高	104	380	620	650	850	1,200
I. マーケティングPF (1)+(2)+(3)	2,599	2,925	3,260	3,137	3,507	4,036
II. 商流PF (1)+(2)	358	414	640	670	810	965
(1) イーシーキューブ	358	330	350	350	360	370
(2) EC構築・運用、ポクブロック		84	290	320	450	595

決算レポート

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。

- ・同社は、近年の積極的な M&A に伴う「のれん」の償却や、自社開発ソフトウェアの資産計上額の変動が利益に影響を及ぼすことから、EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization : 「営業利益+減価償却費+のれん代の償却費等」) を重要指標として開示している。
- ・遡及してデータが入手できる 2014/9 期以降の EBITDA はプラスを継続している。2018/9 期の 5 百万円の黒字をボトムに増加に転じ、前期の 677 百万円から今期は横這いの 680 百万円 (EBITDA マージン 20.3%⇒17.4%に低下) を見込んでいる。
- ・なお、通期の会社計画から Q1 の実績を差し引いた Q2~Q4 の 9 ヶ月 (2023 年 1~9 月) の会社計画は、売上高 3,021 百万円 (YOY+18.1%)、営業利益 303 百万円 (同△0.7%)、当期利益 171 百万円 (YOY△3.9%) となる (P9-図表 A)。

## ◆ アルファ・ウイン調査部による今期業績予想

### <今期予想の概要>

- ・当調査部では、今期の売上高を同社予想に対し 100 百万円減額した 3,800 百万円、営業利益以下を会社予想と同等とする前回予想を据え置いている (P6-図表 10、P9-図表 A)。
- ・Q1 の売上実績に 1 月の売上高実績を加えた 4 ヶ月間 (2022 年 10 月~2023 年 1 月) の実績は (図表 11)、前年同期比 13.4%の増加であるが、会社の通期前提である増収率 17.0%を 3.6 ポイント下回る。
- ・単純に前期の売上高実績である 3,334 百万円に、現状の未達率を掛け合わせると 120 百万円の不足となる。新サービスの業績が Q2 以降、加速すると思われることや、期中に新たな M&A を行えば、ある程度のカバーは可能と思われるが、現時点では計画する売上高には届かないと当調査部では予想している。
- ・一方、Q2~Q4 累計の営業利益率の同社想定は 10.0%と、前年同期の 11.9%や今期 Q1 の 11.1%から下落する前提である (今通期の想定は 10.3%、前期実績は 11.8%)。仮に売上高が未達となっても、コストにバッファーがあると思われる、計画利益は達成可能な水準と推察される。

### 【 図表 11 】 月次売上高の推移

暦年 年度	2022年			2023年	今期累計 (2022/10月~ 2023/1月)	前期累計 (2021/10月~ 2022/1月)
	2023/9期					
上段:月次売上高(千円) 下段:YOY(%)	10月	11月	12月	1月		
マーケティング プラットフォーム	248,293	248,744	244,462	242,066	983,565	928,368
	106.5	107.6	105.1	104.6	105.9	
商流 プラットフォーム	49,525	42,736	45,528	61,129	198,918	114,482
	157.4	180.0	185.3	176.2	173.8	
全社	297,819	291,480	289,991	303,196	1,182,486	1,042,853
	112.6	114.3	112.7	114.00	113.4	
進捗率(%)年度計画・実績比					30.3	31.3

(出所)同社のニュース・リリースよりアルファ・ウイン調査部が作成。

(備考)2023 年 1 月の売上高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。

2022 年 2 月以降、買収により連結子会社化したファーエンドテクノロジー株式会社の売上高が、マーケティングプラットフォーム事業に含まれている。同様に 2022 年 6 月以降、買収により連結子会社化したボクブロック株式会社の売上高が、商流プラットフォーム事業に含まれている。

## ◆中期業績予想

### <中期経営計画>

- ・同社は、時期を明示していないが、中長期で既存事業（インターネット広告効果測／広告代理店 DX／EC-CUBE）の安定成長と、3領域（インキュベーション／EC 構築・運用支援／マーケティングプロセス支援）の新サービスの拡大により、売上高 100 億円の達成を目指している。今期の売上高計画 39 億円の約 2.6 倍にあたる高い目標だが、今後の新サービスや M&A を含めた、新たなプラットフォームビジネスの創出で成長を加速する方針である（2022 年 12 月発行の前回レポート P35～37、以下、前回レポート）。
- ・商流プラットフォーム PF では、イーシキューブとボクブロックの協業により、EC 構築・運用支援分野で垂直統合モデルを推進する。EC 分野で最適化したワンストップサービスで、競争優位性を確保し、事業の拡大と収益力の向上を目指す。
- ・また、マーケティング PF では、現在開発中で今下期にリリースを予定している、マーケティングプロセス円滑化に向けた新サービス（DX 支援）を、中長期の成長のドライバーとしたい意向である。

### <中期の業績見通し>

- ・当調査部は、来期、並びに来々期の業績予想を、前回から変更していない（P6-図表 10、P9-図表 A）。来期以降も新サービスの伸長や M&A により、増収増益トレンドを継続する可能性が高いと当調査部では考えている（詳細は、前回レポート P41、42 を参照）。
- ・過去最高売上の連続更新に加え、適切なコストコントロールの下に、現状の営業利益率をほぼ維持することは可能と思われ、増収効果により利益の連続更新も視野に入る。また、「DOE=2.5%」に固定したとしても、増益に連動し増配も期待される。
- ・なお、リスクとしては、今後の大規模な M&A 実施後の PMI の遅れや損益の悪化、人材不足による成長の制約（シーリング）、ユーザー企業の業績の悪化等によるアドエビスの解約の増加などが挙げられる。

## ◆最近のトピック

### <「1st Party Cookie プログラム」をリリース>

- ・EU での GDPR（一般データ保護規則）や日本での改正個人情報保護法など、プライバシー保護の観点から Web 上のユーザー行動データの収集における規制強化や、ブラウザ各社による Cookie を用いたトラッキングを制限する動きが強まっている（前回レポート P23 を参照）。
- ・そこで同社は、アドエビスにおいて、Cookie 規制に対応した正確なデータ計測を実施できる仕組みとして、「1st Party Cookie プログラム」を 2022 年 12 月にリリースした。広告主の Web サーバに同プログラムを設置することにより有効期間の制限なく、計測対象 Web サイトにおいてサーバ側で発行される 1st Party Cookie を使い、簡単にかつ正確にデータ計測が可能となる。

### <自己株式の処分>

- ・同社は、機動的な資本政策を遂行するため 2021 年に自社株買いを行い、2022 年 12 月末で約 112 千株（発行済株式数の 1.76%）の自己株式を保有していた。
- ・昨年に続き 2023 年 2 月に、取締役、取締役を兼務しない執行役員、及び従業員等を対象に、譲渡制限付株式報酬として自己株式を付与した。処分した株式数は 23,600 株（発行済株式数の約 0.37%）、処分価額の総額は約 15 百万円（平均処分単価 620 円）、譲渡制限期間は 3 年間である。
- ・処分後の同社の自己株式保有数は、約 89 千株（発行済株式数の約 1.39%）となる。今後、保有する自己株式を、譲渡制限付株主報酬や、企業買収・提携などに活用すると考えられる。

◆ 株価水準、パフォーマンスとバリュエーション

・同社の株価は、2022年12月下旬に上場以来のザラ場安値（610円）をつけた後、反転し600円台半ばで推移している。世界的な金融引き締め懸念により小型成長株は売られたが、総じて回復基調にある中、中期経営計画策定時の今期予想を期初に減額修正したこともあり、同社の株価はTOPIXや東証グロース指数をアンダーパフォームしている（図表12、P11-図表C）。

・同社の主要なバリュエーションを、東証プライムや同スタンダードの全銘柄平均と比較するとやや高く、一方、所属する同グロース全銘柄平均との比較では安い（図表12）。

・同社の今期予想ベースのEV/EBITDAでは4.9倍であり、バリュエーションの絶対水準から考えて、成長株として割高感はないと考えられる。

・先行投資による効果が着実に始まってきており、中期的には増収増益・増配トレンド、及び年率2桁の利益成長を当調査部では予想している。3～5年タームでのPERや、PEG（＝予想PER/中期の年間予想利益成長率：1.14～1.71倍程度←17.1倍/15%～17.1倍/10%）、並びに株価が上場来の安値圏にあることを考慮すれば、株価に上昇余地があると考えている。

・定期的に公表される月次売上高、業績に直結する「アドエビスの単価とアクティブアカウント数、解約率（KPI）」、新サービスの売上高比率（KPI）と利益寄与、EBITDA、並びに今期業績の達成度やこれに伴う増減配の有無、株式分割や自社株買い等の株主還元策、M&Aや事業提携の発表とその成否、プライバシー保護に関する規制強化や中期的な利益と配当水準の動向が、株価に影響を与える可能性がある。

【図表12】同社と市場平均のバリュエーション、及びリターンの比較

2023年2月17日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR (四半期末)	予想単純平均 配当利回り(%)	予想加重平均 配当利回り(%)	2022年4月末(*の 開示スタート)以降 のリターン(%)	2023年初来 リターン(%)	2023年2月3日終値 (Q1決算発表日)以 降のリターン(%)
イルグルム(3690) GRT	655	17.13	2.29	1.19	-	-32.05	1.2	-6.2
東証プライム全銘柄平均 PRM*	1,024.99	14.01	1.18	2.39	2.52	4.90	5.3	1.1
東証スタンダード全銘柄平均 STD*	1,039.72	14.42	0.93	2.24	1.97	7.71	4.5	1.6
東証グロース全銘柄平均 GRT*	975.84	74.33	4.11	0.35	0.24	11.00	9.6	-1.8
TOPIX	1,991.93	-	-	-	-	4.86	5.3	1.1
東証マザーズ	766.05	-	-	-	-	10.32	4.9	-2.3
日経平均	27,513.13	13.07	1.18	2.29	-	-1.4	1.5	0.0

(出所) 市場データより、当調査部が作成。東証PRM(東証プライム)、STD(東証スタンダード)、GRT(東証グロース)の月末数値は、2022年4月以降に開示。2023年2月3日は、同社のQ1決算発表日。

【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	A	3,334	12.7	392	7.4	399	9.8	236	-1.5	37.7	283.3	7.0
2023/9	中計・旧CE	5,000	-	750	-	OPM=旧15%⇒新10%		DOE=旧3.0%⇒新2.5%				
2023/9	CE	3,900	17.0	400	1.9	390	-2.5	240	1.7	38.3	-	7.8
2023/9	E	3,800	14.0	400	1.9	390	-2.5	240	1.7	38.3	314.6	7.8
2024/9	E	4,320	13.7	460	15.0	450	15.4	300	25.0	47.9	354.7	8.9
2025/9	E	5,000	15.7	530	15.2	520	15.6	340	13.3	54.3	400.1	10.0
2021/12	Q1 A	776	7.6	87	-7.1	87	-8.2	58	-5.1	9.3	283.1	0.0
2022/12	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	285.9	0.0
2022/1~9	Q2-Q4 A	2,558	14.4	305	12.5	312	16.0	178	0.0	28.4	-	7.0
2023/1~9	Q2-Q4 CE	3,021	18.1	303	-0.7	288	-7.7	171	-3.9	27.3	-	7.8

(備考) 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-Q4:1~9月

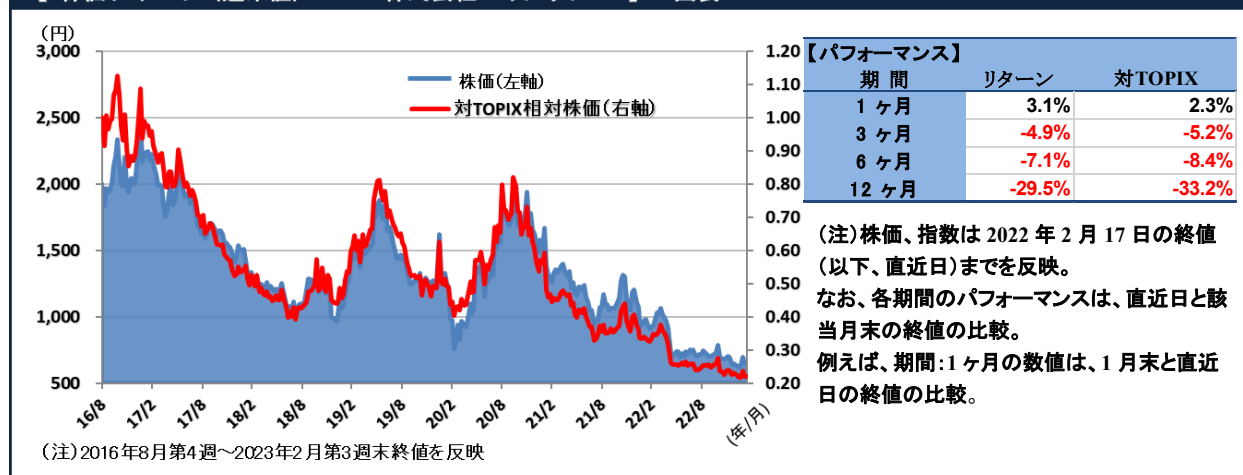
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損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

【 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	2023/2/17	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	655	前期実績	17.4	2.3	1.1%	18.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	17.1	2.1	1.2%	20.3%
時価総額 (百万円)	4,174	来期予想	13.7	1.8	1.4%	18.5%
潜在株式数 (千株)	0.0	今期Q1末自己資本比率	57.4%	前期ROE	13.9%	

(備考) 今期・来期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想

【 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/>) にてご覧下さい。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](mailto: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。 2023-0218-0800PSR