

# 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：2024/2/20

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、事業再編後は経営基盤と収益力が強化された。会社設立後、前期まで23期連続で過去最高売上高を更新中であり（単独決算時期も含む）、2020/9期以降は黒字が定着し、増配トレンドにある。

・売上100億円達成に向けた道のりを明確なものにすべく、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。

・現在の事業区分は以下の通りである。I.マーケティング DX 支援事業（旧：マーケティングプラットフォーム事業、今期より名称変更）とII.コマース支援事業（旧：商流プラットフォーム事業）の2事業（セグメント）を営み、それぞれ2つのサブセグメントに区分される。

・マーケティング DX 支援事業は(1) マーケティングプロセス領域と(2) インキュベーション領域、コマース支援事業は(1) プラットフォーム領域と(2) EC 構築・運用領域から構成される。

### 【 図表 1 】 事業内容と区分

(出所) 決算説明資料等より、当調査部が作成 (備考) 撤退した事業を除く主要事業。

事業名称(セグメント)	領域:事業区分(サブセグメント)	主要サービス(または社名)	変動	備考
I. マーケティングDX支援事業 (旧:マーケティングプラットフォーム)	(1) マーケティングプロセス ~A: 広告効果測定	①アドエビス(AD EBIS)~ 広告効果測定ツール	ADPLAN事業(2020/1に事業買収、統合後)は、2021/3にクローズ	本体
	~B: 新サービス(名称非公表)	②新サービス~SaaSと人的支援により、「マーケティング施策の効果改善サイクルを回す」ツール。	現在、β版を限定公開中、今期Q4に正式版をリリース予定(有料化)	
	~C: 広告代理店DX	③アドレポ~広告分析レポート自動作成ツール	事業買収(2018年8月)	
(2) インキュベーション (従来の「新サービス」)	①アドフープ~マーケティング特化型マッチング	2020年6月よりサービスイン。2021年1月よりアドフープに名称変更	連結	
	②eZCX~EC特化型CX向上のPF	2021年7月に正式版をリリース。現在、サービスの販売を制限中		
	③スプー~Webメディア制作・運用代行	全株式取得し子会社化(2020/12月)		
	④トピカ~SNS/動画を活用したマーケティング支援	株式の約60%を取得し子会社化(2021/7月)		
	⑤ファーエンドテクノロジー~プロジェクト管理ツール	全株式を取得し子会社化(2022/1月)		
II. コマース支援事業 (旧: 商流プラットフォーム)	(1) プラットフォーム (旧: イーキューブ)	(株)イーキューブに、同社から事業を2019年1月に移管。 株式の約10%をオロコに売却。 EC-CUBE Innovationを2024年1月に吸収合併し産直統合、一体的運営。	連結	
	(2) EC構築・運用 (旧: EC構築・運用支援)	①EC-CUBE Innovations(旧ボクブロック)~(株)イーキューブ(吸収合併)~ECサイト構築・運用、ソリューション	全株式を取得し子会社化(2022/5月)→EC CUBE Innovationsに商号変更(2023/6月)→イルグルム社がイーキューブに株式を譲渡→解散	連結

### 決算レポート

1/13

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ない。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。

◆ 今期・第1四半期決算～微増収で最高売上高を更新するが大幅減益、会社想定内。

<Q1 決算 (2023年10月～2023年12月：3ヶ月間)：概要>

- ・2024/9期・第1四半期(Q1)の業績は、売上高928百万円(前年同期比=YOY：+5.6%、以下同様)、営業利益49百万円(同△49.2%)、経常利益52百万円(同△48.4%)、当期純利益23百万円(同△66.0%)と、増収ながら大幅な減益となった(図表2)。  
(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。)
- ・Q1 決算としては、前年同期に続き過去最高売上高を更新した。また、四半期売上高では、前期Q4(2023年1～3月)の933百万円に次ぐ水準となった(P3-図4)。
- ・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・赤字となった。しかし、2019/9期のQ4には当期利益が黒字転換し、以後18四半期連続で最終黒字を維持している(P4-図5)。
- ・通期の売上高計画に対する今期Q1の進捗率は22.7%(参考値：2021/9期～2023/9期の3期間の各Q1の単純平均は24.0%)、同様に営業利益の進捗率は20.6%(同26.2%)、当期利益は同16.8%(同28.4%)である。今期の進捗率は低いが、Q1の実績は同社のほぼ想定通りとなった模様である。
- ・2事業のうち、I.マーケティングDX支援事業が減収減益、一方、II.コマース支援事業が大幅な増収ながら減益となった(詳細は後述)。

【図表2】四半期別業績推移

第1四半期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2024/9期	2024/9期	2024/9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)	Q1(10～12月)	金額差異
売上高合計	433	520	585	721	778	879	928	49	5.6
マーケティングDX支援事業*	353	460	524	621	697	742	712	-30	-4.1
コマース支援事業*	80	59	62	100	79	139	217	78	55.5
粗利率	286	344	407	505	505	554	524	-30	-5.4
粗利率	66.1%	66.1%	69.5%	70.1%	65.1%	63.1%	56.5%		-6.6%
販売管理費	334	370	382	411	417	457	475	18	3.9
販売管理費比率	77.1%	71.3%	65.2%	56.9%	53.7%	52.0%	51.2%		-0.8%
営業(セグメント)利益	-48	-27	25	94	88	97	49	-48	-49.2
マーケティングDX支援事業*	-44	-21	16	48	70	71	32	-39	-53.9
コマース支援事業*	-3	-5	9	46	17	26	17	-9	-37.4
営業利益率	-11.0%	-5.1%	4.2%	13.1%	11.3%	11.1%	5.3%		-5.8%
マーケティングDX支援事業*	-12.5%	-4.6%	3.0%	7.7%	10.1%	9.6%	4.5%		-5.1%
コマース支援事業*	-4.2%	-9.2%	14.5%	45.8%	21.5%	18.7%	7.8%		-10.9%
経常利益	-47	-30	25	95	87	102	52	-50	-48.4
当期利益	-32	-36	19	61	58	69	23	-46	-66.0
EBITDA	-26	8	70	167	156	171	123	-48	-27.7
EBITDAマージン	-6.1%	1.5%	12.0%	23.1%	20.1%	19.5%	13.3%		-6.1%

(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、または振替高の調整前の売上高・利益

<Q1 決算:全社の損益>

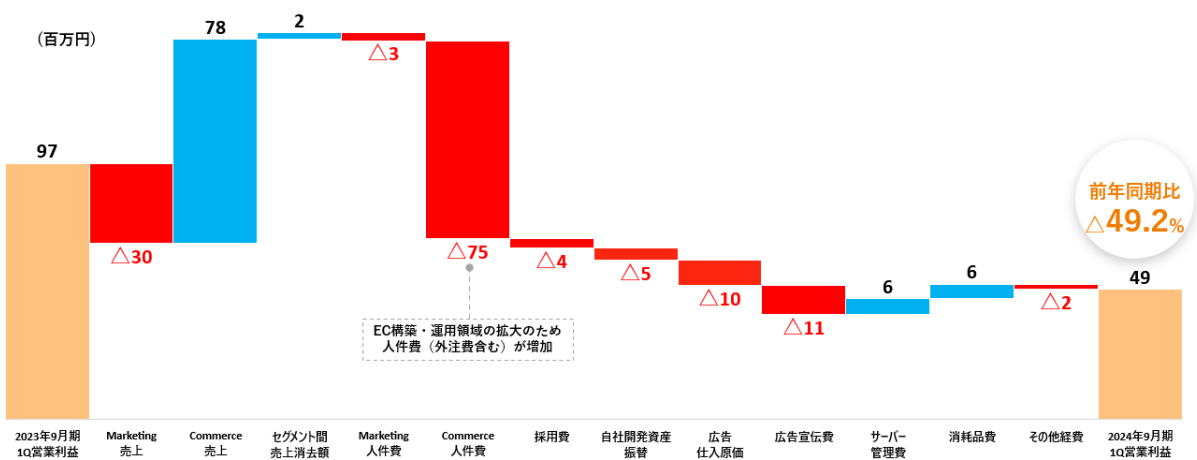
- ・全社の粗利率は、前期Q1⇒今期Q1の順に(以下同様)、63.1%⇒56.5%へと6.6ポイント悪化した。増収効果があったものの利益率が低下したため、粗利額は554百万円⇒524百万円へと、30百万円(YOY△5.4%)減少した(原則、単位未満は四捨五入、以下同様)。
- ・一方、販売管理費は457百万円⇒475百万円と18百万円(+3.9%)増加し、営業利益は97百万円⇒49百万円へと、48百万円の減益となった。販管比率は52.0%⇒51.2%へと0.8ポイント低下し、営業利益率は11.1%⇒5.3%へと半減した(△5.8ポイント)。
- ・同様にEBITDAは、171百万円⇒123百万円と48百万円(△27.7%)減少し、同マージンは19.5%⇒13.3%と6.1ポイント低下した。

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。

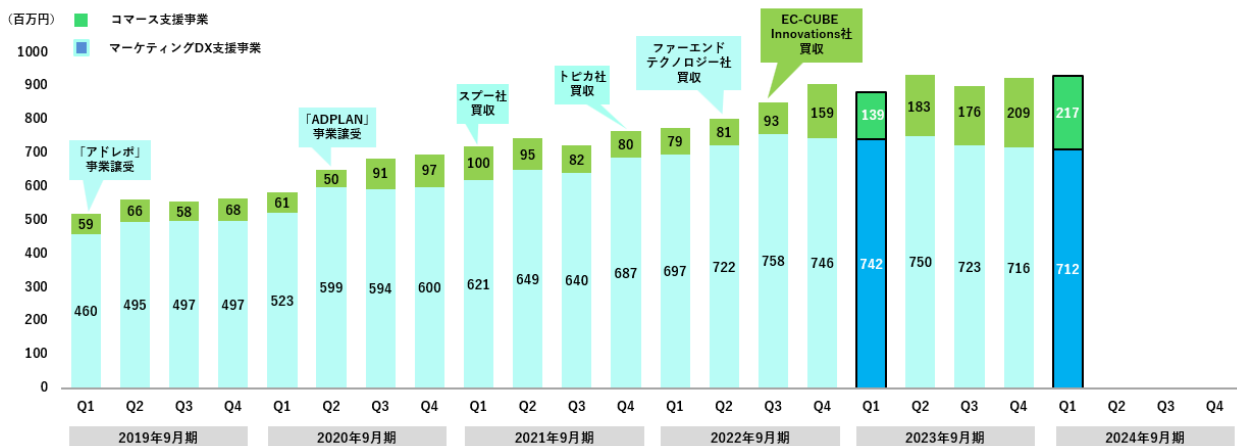
- ・なお、全社の営業利益の変動要因分析（前期 Q1：97 百万円⇒今期 Q1：49 百万円、YOY△48 百万円、△49.2%の減益要因）は、図表 3 の通りである。
- ・コマース支援事業の増収（YOY+78 百万円、以下同様）が最大の増益要因となった。一方で、同事業内の EC 構築・運用領域が業務拡大のため、人件費が増加（減益効果：△75 百万円）し、その大半が相殺された。
- ・また、マーケティング DX 支援事業においては、固有の増益要因はなく、減収効果（△30 百万円）が大きかった。
- ・全社では、広告宣伝費や採用費などのコストが上昇したが、影響は軽微であった。

【 図表 3 】 Q1 決算・連結営業利益の変動要因分析（前年同期比）



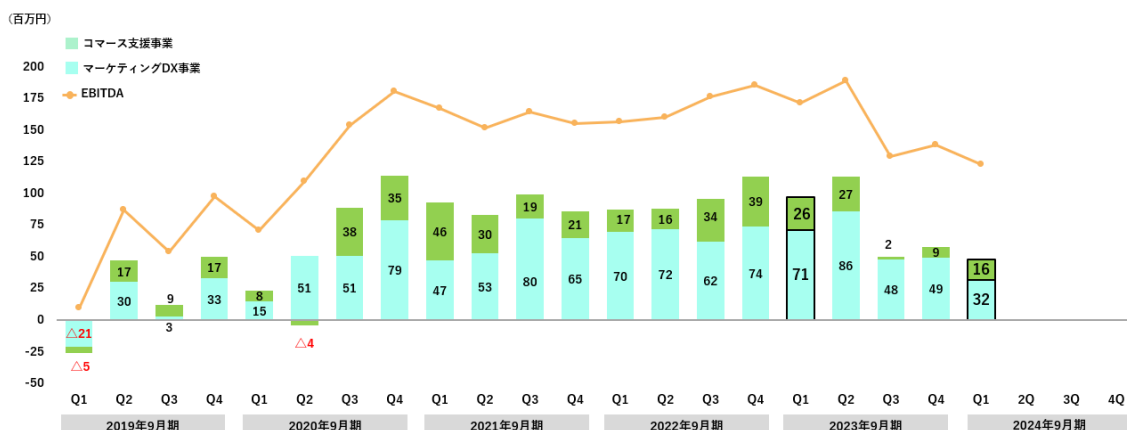
(出所) 決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部を変更)。

【 図表 4 】 四半期別・事業別（セグメント別）売上高の推移



(出所) 決算説明資料(一部をアルファ・ウイン調査部が変更)。(備考)セグメント別の売上高は、セグメント間取引の調整額の表記を省略しているため、各セグメント売上高の合計値が、連結売上高と一致しないことがある。

【 図表 5 】 四半期別・事業別営業利益の推移



(出所) 決算説明資料(アルファ・ウイン調査部が一部を変更)。

(備考) セグメント別の営業利益は、セグメント間取引の調整額の表記を省略しているため、各セグメント利益の合計値が、連結営業利益と一致しないことがある。

＜セグメント別売上高・利益の推移＞

・ 2019/9 期から 2024/9 期 Q1 までの、四半期別の売上高、並びにセグメント別の営業利益、EBITDA を示した (P3-図表 4, 図表 5)。売上高は増収基調、営業利益・EBITDA は黒字が定着しているが、利益はボックス圏内で推移し、直近の 3 四半期は前年同期比で減益基調である。

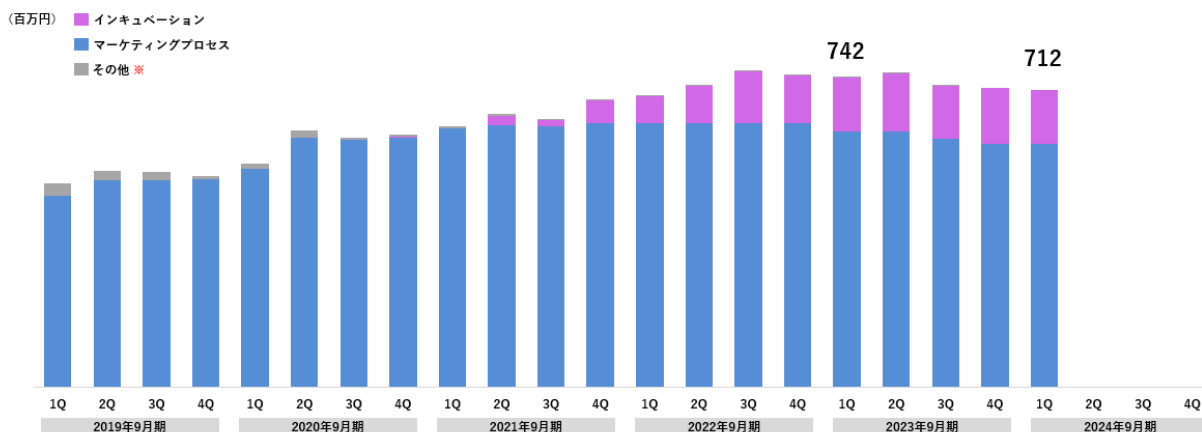
＜Q1 決算: I.マーケティング DX 支援事業＞

・ マーケティング DX 支援事業は、今期の Q1 全社売上高の 77%、営業利益の 66%を占め、アドエビスが同事業内の売上高の約 8 割 (同社全売上高の約 6 割) を占めるコア事業である。

・ マーケティング DX 支援事業の売上高は、前期 Q1 の 742 百万円から今期 Q1 には 712 百万円 (連結調整前、以下同様) へと 30 百万円 (YOY△4.1%) の小幅な減収となった (図表 6)。これまで、アドエビスが長期間にわたり全体の増収を牽引してきたが、前期までのアカウント数の減少により売上高のモメンタムが低下している。

・ また、同セグメントの営業利益率は 9.6%から 4.6%に半減し、減収も加わり同利益は、71 百万円から 32 百万円へと 39 百万円 (同△53.9%) の大幅な減益となった (P2-図表 2)。

【 図表 6 】 マーケティング DX 支援事業の領域別売上高推移 (四半期別、単位: 百万円)



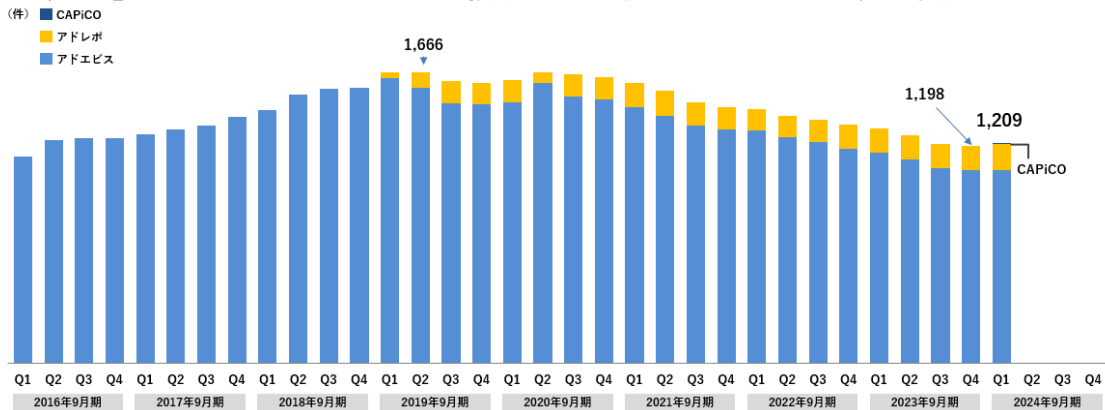
(出所) 決算説明資料(一部をアルファ・ウイン調査部が変更)。(備考) 1Q は Q1(第 1 四半期)、他も同様。

※その他:2020 年 3 月末撤退の THREE、旧プロフェッショナルサービス(DMP 事業)

I- (1) マーケティングプロセス領域 (番号は、P1-図表 1 とリンク、以下同様)

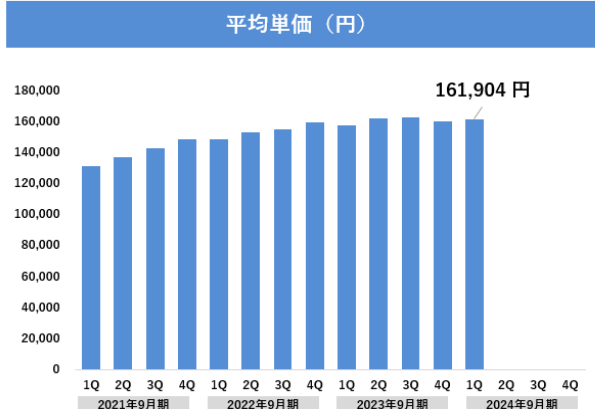
- ・マーケティングプロセス領域の売上高は、マーケティング DX 支援事業の約 82% を占める。
- ・マーケティング DX 支援事業内の (1) マーケティングプロセスは、アドエビス、CAPiCO、アドレポの 3 事業から構成される。
- ・今期から開示基準が変更され、広告効果測定 (アドエビス) 単独の売上高や単価・アカウント数に代わり、アドエビスに CAPiCO、アドレポを加えたマーケティングプロセス領域の数字が開示されるようになった。
- ・同領域の Q1 末の平均単価は 161,904 円/月と YOY (+2.5% と推計)、QOQ (+0.8% と推計) とともに微増で推移していると思われる。一方、アカウント数 (KPI) は 1,209 件まで減少 (YOY Δ80~90 件程度の減少と推定) している (図表 7、8)。
- ・但し、Q1 に入りアドエビスの新規獲得が回復し、マーケティングプロセス領域のアカウント数は、前期 Q4 末の 1,198 件から 11 件 (+0.9%) の増加に転じている。低価格プラン (Growth Step Program) の導入 (アドエビスの新規獲得件数の 55%) や、CAPiCO (キャピコ、コンバージョン API: Cookie を使用せずにコンバージョン=最終的な成果を計測する手法) の投入が効果を上げつつある。
- ・また、継続的なカスタマーサクセス活動により、解約率は Q1 末で 2.4% と僅かに改善傾向にある。(図表 9)
- ・なお、アドエビスの Q1 売上高は、同アカウント数が 100 件前後 (YOY 推定) 減少したことに伴い、前期の 613 百万円から今期には 582 百万円に 31 百万円 (Δ5%) の減収になったと推計され、アドエビスの減収がマーケティング DX 事業の減収の主要因である。
- ・また、アドレポの売上高は、逆算により 3 百万円で横ばいであったと推定される。

【 図表 7 】 マーケティングプロセス領域の四半期別・アカウント数の推移 (単位: 件)

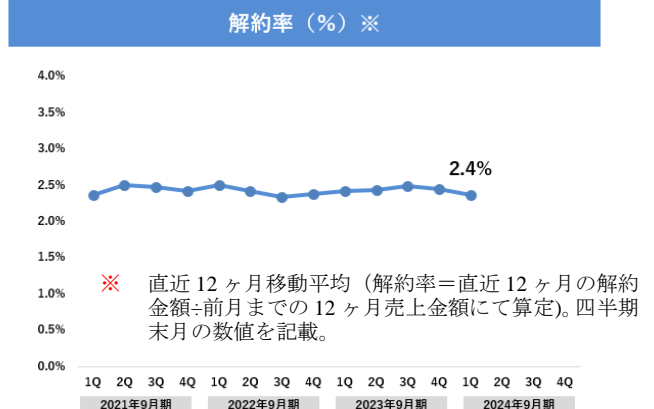


(出所) 決算説明資料 (一部を当調査部が変更)。(備考) アカウント数は、「アドエビス」、「CAPiCO」、「アドレポ」の合計値 (併用アカウント数は重複計算せず)。

【 図表 8 】 マーケティングプロセス領域の四半期別・平均単価の推移 (単位: 円)



【 図表 9 】 マーケティングプロセス領域の四半期別・解約率の推移 (単位: %)

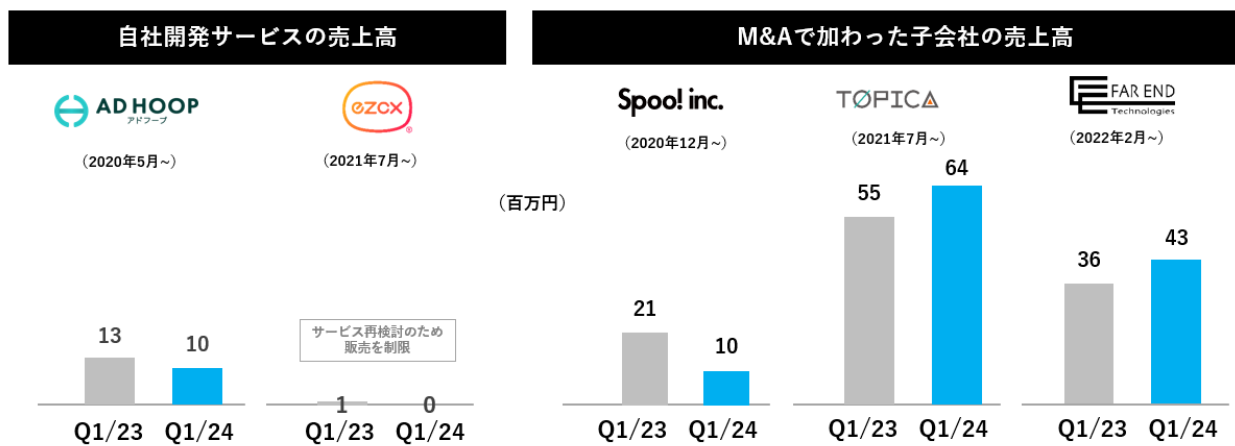


(出所) 決算説明資料

I- (2) インキュベーション領域

- ・インキュベーション領域は、自社開発のアドフープ・eZCX の 2 事業と、買収した連結 3 子会社であるスプー・トピカ・ファーエンドが経営する事業から構成される。
- ・同領域の売上高は、マーケティング DX 支援事業の約 18% を占め、前期 Q1 の 126 百万円から今期 Q1 の 127 百万円へと横ばいとなった。アドフープ、スプーが減収となったが、トピカとファーエンドの増収が相殺した (図表 10)。
- ・今期は、リソースをマーケティングプロセス領域と EC 構築・運用に集中配分することから、インキュベーション領域の売上高は、通期でも横ばいを同社は見込んでいる。

【 図表 10 】 インキュベーション領域の売上高の内訳と前年同期比較 (Q1 売上高、単位：百万円)



(出所) 決算説明資料

<Q1 決算: II. コマース支援事業>

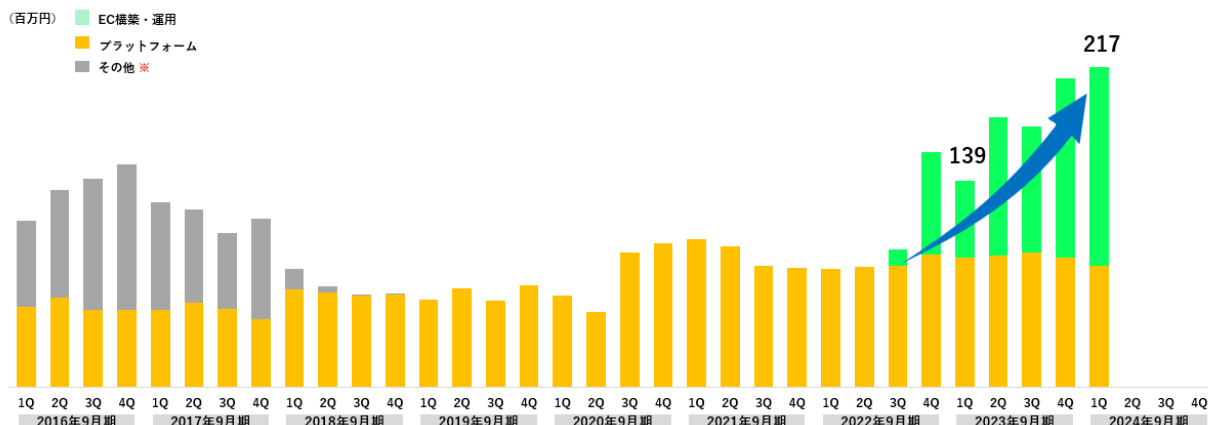
- ・これまでイーシーキューブ事業を、同社が約 90% 出資する連結子会社である株式会社イーシーキューブが、また EC 構築・運用支援を株式会社 EC-CUBE Innovations (買収した旧・ボクブロック株式会社) が、別会社で担っていた。しかし、垂直統合の加速とサービス化の推進による生産性と利益の向上を目指し、(株) イーシーキューブが (株) EC-CUBE Innovations を 2024 年 1 月に吸収合併した。
- ・コマース支援事業の今期 Q1 での売上高は全体の 23%、営業利益では 34% を占める。
- ・同支援事業は、売上高が前期 Q の 139 百万円から、今期 Q1 には 217 百万円へと大幅な増収 (同 +78 百万円、同+55.5%の増収) となった (P3-図表 4、P7-図表 11)。
- ・しかし、EC 構築・運用領域における人件費と体制強化に伴い採用費の増加などにより、同事業の営業利益率は 19.3% から 7.8% に低下し、営業利益は 26 百万円から 16 百万円へと 10 百万円の減益 (同△37.4%) となった (P4-図表 5)。

II- (1) プラットフォーム領域 (EC サイトを構築するためのオープンプラットフォーム EC-CUBE の開発提供)

- ・同事業内では、サブセグメントのプラットフォーム領域が 38% の売上高を占め (全社売上高比は 9%)、今期 Q1 の売上高は 84 百万円 (YOY△5% 前後の減収) と推計される (P7-図表 11)。

- II- (2) EC 構築・運用領域 (EC 構築からマーケティング支援まで EC ソリューションを提供)
- ・一方、EC 構築・運用領域は、コマース支援事業の 62%、全売上高の 14%を占める。
  - ・売上高は、前年同期の 52 百万円から 2.5 倍の 130 百万円 (同+82 百万円) まで急増したと推測され、四半期では過去最高の売上高を達成した (図表 11)。なお、コマース支援事業の増収額 (139 百万円⇒21 百万円 7, YOY+78 百万円、+55.5%) の全てを、EC 構築・運用支援が占めた (寄与度 105%)。

【 図表 11 】 コマース支援事業の領域別売上高の推移 (四半期別)

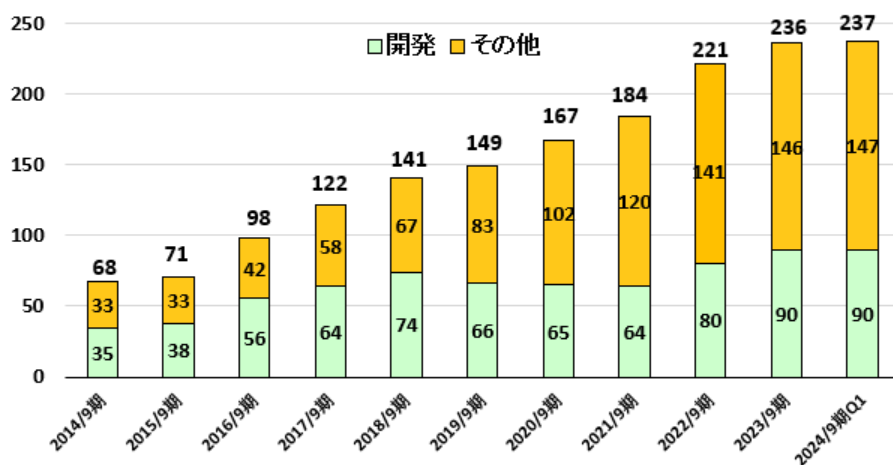


(出所) 決算説明資料。アルファ・ウイン調査部が一部変更。(備考)\*その他:EC 受託開発事業等の撤退済みのサービスが含まれる。

### <人員>

- ・M&A による人員の増加もあり従業員数は順調に増加し、事業と組織の継続的な拡大につながっている (図表 12)。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。直近の Q1 末では従業員数 237 名 (前期末比では+1 名増) のうち、エンジニアが 38%を占める。
- ・2023/9 期末の従業員数は 236 名と 9 年間で 3.5 倍となり、同期間の売上高は 2.7 倍 (前 2023/9 期の売上高÷2014/9 期売上高) となった (開発エンジニアの人員は 2.6 倍に増加)。
- ・なお、一人当たりの売上高は 2017/9 期の 20 百万円から 2023/9 期には 15 百万円に低下しているが、意図的な人的先行投資によると思われる。

【 図表 12 】 従業員数の推移 (単位:人)



(出所) :決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成(一部推計を含む)。

<バランスシート> (いずれも今期 Q1 末時点の数字)

- ・長期借入金の返済が進み、長短借入金残高は前期末の 635 百万円から 576 百万円に減少した。現預金残高は約 14 億円あるため、実質的には無借金である。
- ・過去の買収によりのれんが増加したが、平均 5 年程度で償却を進めてきたため、のれん残高は減少傾向に転じている (2019/9 期⇒2020/9 期⇒2021/9 期⇒2022/9 期⇒2023/9 期⇒2024/9 期 Q1 の順に、1.1 億円⇒3.2 億円⇒4.5 億円⇒4.8 億円⇒3.6 億円⇒3.3 億円)。のれん・ソフトウェアを含む無形固定資産は 7.4 億円だが、純資産金額 18.5 億円の約 4 割であり、問題が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 190.5%、自己資本比率は 60.5%と財務の健全性は高い。

◆通期の業績予想は据置：二桁の増収と減益、増配予想を継続

<過去の業績推移>

- ・長期の業績推移は、図表 13 の通りである。会社設立以来、2023/9 期まで 23 期連続で増収を維持している。この間、事業構造改革と先行投資を行ったことから、2018/9 期並びに 2019/9 期の両期には最終損益が赤字となった (営業赤字は 2018/9 期の一期のみ)。
- ・しかし、2019/9 期に黒字転換、2020/9 期以降は 2023/9 期まで、毎期 3 億円前後の営業黒字と 2 億円前後の最終黒字を計上した。2022/9 期には増収と利益率の改善により、過去最高益 (営業利益 392 百万円) を更新した (当期利益は 2021/9 期の 399 百万円が最高益)。翌 2023/9 期は、増収ながら減益となったが、高水準の利益を維持した。

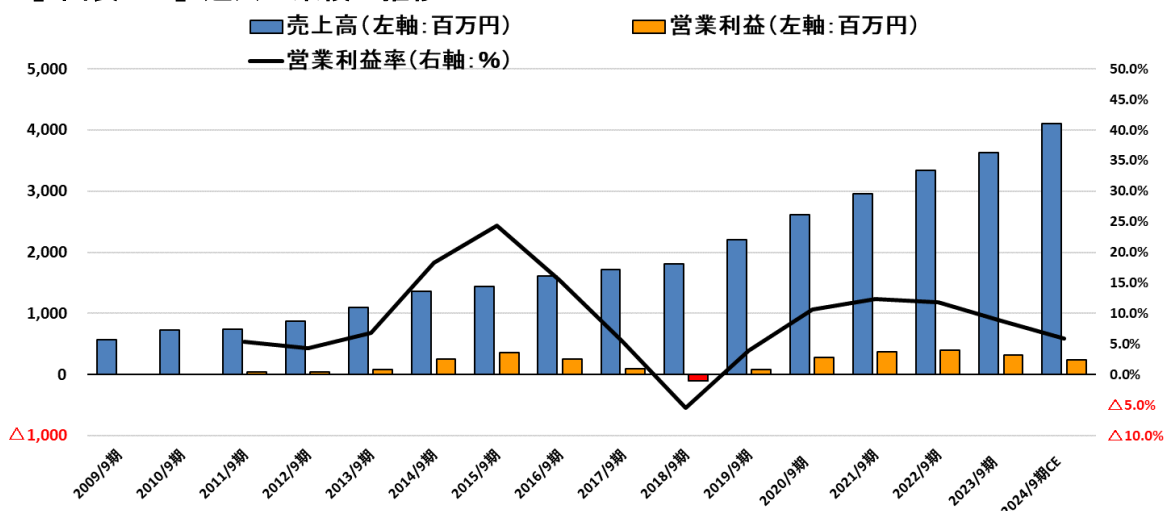
<会社による通期計画>

- ・同社は、今期の期初予想である売上高 4,100 百万円 (YOY+13.1%)、営業利益 240 百万円 (同△24.7%)、経常利益 230 百万円 (同△30.2%)、当期利益 140 百万円 (同△28.9%)と二桁の増収ながら、3 割近い減益を計画している。

- ・売上高は、EC 構築・運用が牽引し過去最高売上高の更新を予定する。しかし、「成長ドライバーを磨き、来期以降の加速的な売上成長に導くための基盤を固める」をテーマとし、積極的な投資を継続することからコストが増加し、減益となる (営業利益率は、前期の 8.8%から今期には 5.9%まで低下予定)。

- ・また、一株当たり配当金を、前々期の 7.0 円から前期には 7.4 円と 0.4 円を増配した。今期も連結株主資本配当率 (DOE) を 2.5%とし、7.9 円 (+0.5 円の増配) を計画している (予想配当性向：34.6%)。

【図表 13】過去の業績の推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成、CEは会社予想。

【 図表 14 】 通期業績の推移

(百万円)	2022/9期・実績	2023/9期・実績	2024/9期・CE	2024/9期・E	2025/9期E	2026/9期・E
売上高	3,334	3,626	4,100	4,000	4,400	4,850
I.マーケティングDX支援事業(旧・マーケティングPF)	2,925	2,933	空欄(非公表)	2,950	3,200	3,500
II.コマース支援事業(旧・商流PF)	414	709	以下同様	1,050	1,200	1,350
売上高総利益	2,260	2,169		2,240	2,500	2,800
売上高総利益率	67.8%	59.8%		56.0%	56.8%	57.7%
販管費及び一般管理費	1,867	1,850		2,000	2,200	2,450
対売上高比	56.0%	51.0%		50.0%	50.0%	50.5%
営業利益	392	319	240	240	300	350
対売上高比	11.8%	8.8%	5.9%	6.0%	6.8%	7.2%
経常利益	399	329	230	230	300	350
対売上高比	12.0%	9.1%	5.6%	5.8%	6.8%	7.2%
当期純利益	236	197	140	140	180	210
対売上高比	7.1%	5.4%	3.4%	3.5%	4.1%	4.3%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	13.1%	10.3%	10.0%	10.2%
I.マーケティングDX支援事業(旧・マーケティングPF)	12.5%	0.3%		0.6%	8.5%	9.4%
II.コマース支援事業(旧・商流PF)	15.6%	71.2%		48.1%	14.3%	12.5%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%		-3.8%	0.8%	0.9%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.6%	-0.9%		8.1%	10.0%	11.4%
営業利益(伸率)	7.4%	-18.8%	-24.7%	-24.7%	25.0%	16.7%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-30.2%	-30.2%	30.4%	16.7%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-16.5%	-28.9%	-28.9%	28.8%	16.7%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) CEは会社予想、Eはアルファ・ウイン調査部による予想。

< 足元の状況 >

- ・Q2の初月となる1月の全社売上高は、前年同期比で+1.2%の増加に留まった(図表15)。それまでの2桁の増収率(YOY)から、2023年4月以降は一桁台に増収率が低下している。
- ・新サービスのローンチ前であることや、新たな買収がないこと、並びに買収した企業の連結参入から丸1年以上が経過したこともあり、全体的には変化率が鈍化しつつあると推定される。
- ・マーケティングDX支援事業の売上高は、アドエビスの減収により同年4月以降、前年割れが続いているが、減収率は縮小しつつある。
- ・コマース支援事業は大幅な増収率を示していたが、1月には約11%まで低下した。但し、増収率は大型案件の売上高計上のタイミングもあり、トレンドでみる必要がある。
- ・なお、今期の累計売上高(2023年10月~2024年1月までの4ヶ月間)は、1,236百万円と前年同期比で+4.5%となった。これは今通期の会社計画の増収率である+13.1%を大きく下回っている。年間売上高に対する同期間の進捗率は30.1%と、前年同期の32.6%をやや下回っている。
- ・ストック型のビジネスモデルであることや、新サービスのローンチを予定していることから、年度後半、特にQ4の業績の寄与を想定していると思われる。

【 図表 15 】 月次売上高の推移

暦年	2023年			2024年	2023年10月~2024年1月	
	10月	11月	12月	1月	4ヶ月累計	単位
年度	2024/9期					
月次売上高	10月	11月	12月	1月	4ヶ月累計	単位
マーケティングDX支援事業 (旧マーケティングプラットフォーム)	232,034	242,656	236,897	238,831	950,418	千円
	93.5	97.6	96.9	98.7	96.6	YOY %
コマース支援事業 (旧商流プラットフォーム)	72,280	65,678	79,350	67,980	285,288	千円
	145.9	153.7	174.3	111.2	143.4	YOY %
全社	304,315	308,335	316,247	306,812	1,235,709	千円
	102.2	105.8	109.1	101.2	104.5	YOY %

(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。

◆ 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> 前回予想を継続

- ・会社予想の売上高 4,100 百万円に対し、当調査部は 4,000 百万円と予想（会社計画比△100 百万円、△2.4%）し、これを据え置いた（2023 年 12 月 8 日発行の前回レポートを参照）。
- ・同社によれば Q1 決算は利益に関しても想定内にあり、当調査部では従来予想である（同社予想と同額である）営業利益 240 百万円、当期利益 140 百万円、配当金 7.9 円/株を変更していない。
- ・地政学的なリスクの顕在化、インフレ、国内金利の上昇懸念、新型コロナウイルス感染症の再拡大は、同社のユーザーである企業の業績や IT 投資に影響を与え、間接的なリスク要因である。
- ・しかし、同社の事業は、内需中心のストック型サブスクリプションモデルであるため、これらの影響を直接受けにくい。

<今期 Q2~4:業績想定>

- ・今通期の会社計画から Q1 の実績を差し引いた Q2~4 (2024 年 1~9 月) の業績計画は、売上高 3,172 百万円（前年同期：2,747 百万円）と、前年同期比では 15.5%の増収を予想している。直近の 1 月を含めた月次の増収率のトレンドから判断すると、通期の売上高目標はやや高いと考えられる。
- ・一方で、同期間の営業利益は 191 百万円（前年同期：221 百万円）と、前年同期比で 13.6%の減益を、同様に当期純利益も 117 百万円（同 128 百万円）と 8.6%の減益を見込んでいる。
- ・なお、営業利益率は前年同期の 8.0%に対し、今期は 6.0%と 2.0 ポイントの低下を、また、今期 Q1 の 5.3%からは、0.7 ポイントの低下を予想している。
- ・そのため Q2~4 の業績予想には、開発費や人件費などの諸コストの増加を一定程度、織り込んでいると考えられること、また、コストコントロールの余地があると思われることから、通期計画の利益の下振れリスク・減配リスクは限定的であり、公表されている予想利益並みに着地する可能性が高いと当調査部は判断している。

<中期の業績予想>

- ・当調査部では、来期以降の中期業績予想についても据え置いた（P9-図表 14）。増収増益・増配基調を予想している（詳細は、前回調査レポート P32-33 を参照）。
- ・今期から新中期経営計画 **VISION 2027**（2024/9 期~2027/9 期：4 期間）がスタートした。
- ・新中計では、マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用支援の 2 軸の成長ドライバーによって、売上高 100 億円への道のりを明確にすることを目指している。100 億円は今期予想売上高の約 2.4 倍に相当する。
- ・今期を起点とし、年間の売上高成長率を+10%と仮定すると、約 11 年後=2034/9 期に達成する（参考：連結会計移行後、過去 9 年間の売上高・年間平均成長率は、複利換算で+11.5%、各年度の単純平均で+11.6%）。同様に+20%の年率成長率を前提とすると、約 6 年後=2029/9 期に達成する計算になる。
- ・既存事業（マーケティングプロセス、インキュベーション、プラットフォーム）の安定成長に加え、マーケティング DX 支援事業のマーケティングプロセス領域における新サービスと、コマース支援事業の EC 構築・運用領域の拡大により、加速的な成長を目指し目標を達成する計画である。
- ・中長期的な収益性や株主還元の目標は、現時点では開示されていない。前中計の当初目標であった営業利益率 15%（参考：今期計画の平均値 5.9%）、並びに DOE 3%以上（参考：今期目標 2.5%）が一つの目安となろう。
- ・来期以降は、2 事業における先行投資が一旦ピークアウトし、その増収効果による増益と増配が期待される。但し、今後も売上高の拡大・目標達成に向けて高水準の投融资が継続すると思われる、投資と利益（成長）のバランスを取った経営姿勢が求められるよう。

◆ 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。
- 株価は、前上期決算発表時に通期の業績予想を下方修正したことから下落し、上場来の安値圏で調整していた。

しかし、前期の本決算発表において業績が想定内に留まったこと、また今期も増収減益の計画ながら、3つの株主還元の強化策（増配、株主優待制度の再開、自社株買い）を打ち出したことを株価は好感じ、500円割れから700円半ばまで急上昇した。その後は、600円前半で収まっている。

最近の株式市場では、大型株、円安メリットのある輸出関連株、金利・景気敏感株、インバウンド関連株や半導体関連株が選好される傾向がある。小型でデフェンシブ性がある同社株は、昨年初来ではTOPIXなどの主要指数をアンダーパフォームしている（図表16）。

＜バリュエーション＞

- 東証プライム全銘柄の平均、並びに東証スタンダード全銘柄平均と比較すると、今期基準の同社のバリュエーションはやや高い（図表16）。
- 一方、同社が所属する東証グロース全銘柄平均の各バリュエーションは、同社を大きく下回る。

【図表16】 同社と各市場平均のバリュエーション、及びリターンとの比較

2024年2月16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(%)	2023年初来 リターン(%)	2024年2月5日終値 (Q1決算発表日)以 降のリターン(%)
イルグルム(3690) G*	618	27.06	2.10	1.28	-	-4.5	-14.8
東証プライム全銘柄平均 P*	1,350.82	16.26	1.40	2.15	2.07	38.8	2.7
東証スタンダード全銘柄平均 S*	1,227.33	15.16	1.01	2.20	2.01	23.3	-0.7
東証グロース全銘柄平均 G*	939.36	51.62	3.41	0.52	0.38	5.5	3.9
TOPIX	2,624.73	-	-	-	-	38.7	2.7
東証マザーズ	753.25	-	-	-	-	3.1	-3.9
日経平均	38,487.24	16.27	1.47	2.29	-	42.0	5.9

(出所) 市場データより、当調査部が作成。(備考) \* G:東証グロース市場、P:東証プライム市場、S:東証スタンダード市場。

また、当調査部の予想を基準とすると、同社のPERは(今期⇒来期⇒来々期の順に)27.1倍⇒21.6倍⇒18.5倍となる(P13-図表B)。前回の調査時点での予想利益を据え置いているため、株価の急騰によりバリュエーションも上昇している。

当調査部による予想ベースのEV/EBITDAは、同順に5.9倍⇒5.3倍⇒4.9倍であり、総じて割高感を感じられない。

中期の利益成長率を10%とすると、PEGレシオ(予想PER÷中長期の年間予想EPSの成長率)は約2.7倍(今期予想基準)～1.9倍(来々期予想基準)となり、やや割高感がある(一般的には1倍以下で割安、2倍以上で割高)。

一方、PSRは0.96倍と低い(アドテック関連の主要上場企業22社の平均値は2倍強)。

配当利回りは1.3%と低いですが、株主優待を考慮すると4.5%となるため、個人投資家の押し目買いも期待され、株価のダウンサイドリスクは軽減されると考えられる(優待の対象となる最低株数である100株を保有すると仮定し、年2回Amazonギフト券:合計2千円を経済価値として換算)。

総じて同社の現在のバリュエーションは高安まちまちであり、一概に割高・割安とは言えない。しかし、事業と利益の拡大により、時間経過とともにPER、PSRは低下すると予想される。

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から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。

<今後の株価の見通し>

- ・将来の売上高 100 億円を視野に入れた先行投資を、今期は 2 事業で継続することから減益となるが、マーケティングプロセスにおける新サービス、EC-CUBE エンタープライズなどの新たなサービスが軌道にのれば、中期的な収益の拡大につながると思われる。
- ・株主還元の追加強化策の発表や、来期以降に増益基調に転じ、中長期的に利益成長期待が高まれば（年間平均の EPS 成長率の期待値の切り上がり、現状 10~20%⇒将来 20~30%等）、株価には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>

今後、株価に影響を与える要因として、以下の点に注目したい。

- ・マーケティング DX 支援事業においては、業績に直結する重要な指標であるアドエビスを中心とするマーケティングプロセス領域のアカウント数 (KPI) の純増減と平均単価、並びに解約率の動向。
- ・マーケティングプロセス支援の新サービスの具体的な内容と業績への寄与度。
- ・新プラン、及び新機能リリースによる業績への寄与。
- ・コマース支援事業では、増収率 (モメンタム) と利益率 (改善度) の推移。特に EC 構築・運用の売上高比率 (KPI) と収益性の変化。
- ・今通期の業績の着地水準と来期以降の利益水準 (増益に転じるタイミングと中期の EPS 成長率)。
- ・定期的に公表される月次売上高、及び四半期単位の利益 (率) の動向。
- ・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)。
- ・追加の自社株買いや、株主優待の拡充の有無。
- ・
- ・M&A・事業提携の発表や、その投資収益効果。
- ・個人情報保護法の規制強化の動向と同社の対応 (相対的な優位性の変化)

以上

【 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	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
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	A	3,626	8.8	318	-18.8	329	-17.6	197	-16.5	31.4	309.1	7.4
2024/9	CE	4,100	13.1	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.8	-	7.9
2024/9	E	4,000	10.3	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.8	323.8	7.9
2025/9	E	4,400	10.0	300	25.0	300	30.4	180	28.6	28.6	344.6	8.5
2026/9	E	4,850	10.2	350	16.7	350	16.7	210	16.7	33.4	369.5	9.1
2023/9	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	285.9	0.0
2024/9	Q1 A	928	5.6	49	-49.2	52	-48.4	23	-66.0	3.8	294.8	0.0
2023/9	Q2~Q4 A	2,747	7.4	221	-27.5	227	-27.2	128	-28.1	20.3	23.2	7.4
2024/9	Q2~Q4 CE	3,172	15.5	191	-13.6	178	-21.6	117	-8.6	19.0	-	7.9

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

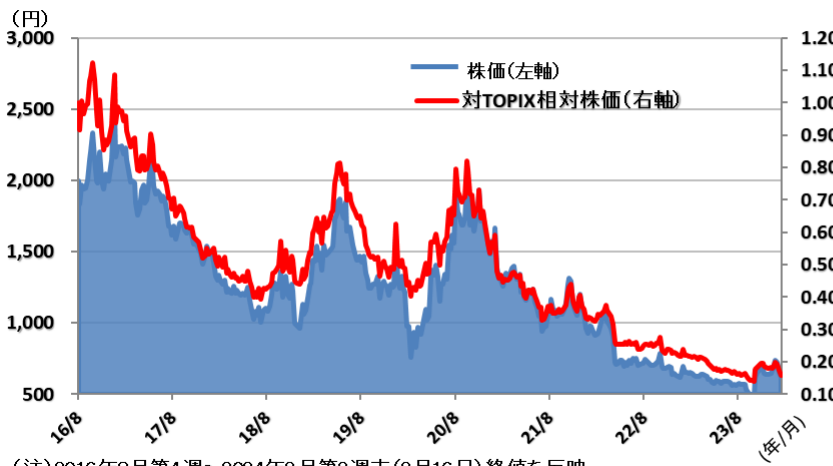
Q1:(10~12月)、Q2:(1~3月)、Q3:(4~6月)、Q4:(7~9月)、Q2~4:(1-9月)

【 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	2024/2/16	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	618	前期実績	19.7	2.0	1.2%	23.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	27.1	1.9	1.3%	34.6%
時価総額 (百万円)	3,938	来期予想	21.6	1.8	1.4%	29.7%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	18.5	1.7	1.5%	27.2%
今期Q1末・自己資本比率	60.5%	前期株主資本配当率	2.5%	前期ROE	10.6%	

(備考) 今期～来々期予想は、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



(注) 2016年8月第4週～2024年2月第3週末 (2月16日) 終値を反映

【パフォーマンス】

期間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	-13.7%	-16.1%
3 ヶ月	-7.3%	-16.2%
6 ヶ月	7.9%	-4.2%
12 ヶ月	-5.8%	-28.5%

(注) 株価、指数は 2024 年 2 月 16 日の終値 (以下、直近日) までを反映。  
各期間のパフォーマンスは、直近日と該当月末の終値を比較。例えば、期間:1ヶ月の数値は、1月末と直近日の終値を比較。

\*\*\*\*\*

ディスクレマー

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 (<https://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】](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。PSR 2024-0221-1500