

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証スタンダード)

発行日：2025/12/25

● 要旨

アルファ・ワイン 調査部

<https://www.awincap.com/>

事業内容

- ・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、販売を行い、マーケティング DX 支援（新名称：マーケティング AI 事業）とコマース支援（新名称：コマース AI 事業）の 2 事業で構成される。岩田社長が大学時代に起業し、2001 年に同社を設立した。現在、東証スタンダード市場に上場している。時価総額は、36 億円の小型成長株である。
- ・M&A を戦略的に実施し、成長へ向けた先行投資を強化している。同社は現在のステージを第二の創業期と位置づけ、「AI 企業としての進化」～AI 時代に最適化した組織とサービス群にフルモデルチェンジ～をテーマとして掲げ、ビジネスモデルの変革を進めている。
- ・マーケティング DX 支援事業での主力製品は、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）である。圧倒的なシェアを握り（業界 NO.1）、小規模ではあるがニッチ分野ではリーディングカンパニーである。中堅・大手企業向けにクラウドサービスを提供するストック型のサブスクリプションビジネスであるため、事業の継続性・安定性・収益性が高い。
- ・一方、コマース支援事業での主力製品は、EC サイトを構築するためのオープンプラットフォームである EC-CUBE である。さらにルビー・グループ社の買収を通じて EC 構築・運用支援サービスを急拡大し、コマース支援事業における垂直統合モデルの構築を推進中である。
- ・同社の強みは、フロントランナーとして蓄積してきたビッグデータ、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、複数サービスの展開による豊富な顧客との接点、500 社超のパートナーとのネットワークである。

前期の業績

- ・前期の連結決算（2025/9 期：2024 年 10 月～2025 年 9 月）は、売上高が前年同期比で 35.7% 増加し 4,934 百万円（過去最高、創業以来 25 期連続の増収）、営業利益も 69.6% 増加し 278 百万円（歴代第 5 位）を計上した。大幅な増収・営業増益となったが、当期純利益は買収した子会社 2 社の減損を計上したことにより、△142 百万円の赤字となった（赤字額は過去最大）。
- ・なお、同社は期中に通期の業績見通しを修正したが、ほぼ計画通りに着地した。最終赤字となったものの、計画通りに 7.9 円（前年同期比：YOY+0.1 円）の配当を行う。
- ・マーケティング DX 支援事業の売上高（外部顧客向け、以下同様）は 2,919 百万円（YOY+2.1%）、セグメント利益は 273 百万円（同+80.6%）と微増収・大幅増益となった。一方、コマース支援事業の売上高は 2,016 百万円（同+159.0%）、セグメント利益は 6 百万円（同△17.0%）と大幅な増収ながら微減益となり、対照的な実績となった。
- ・マーケティング DX 支援事業においては、利益率が高くコアであるアドエビスの売上高が堅調に推移した。コマース支援事業へのリソース分散や AI を活用した業務の効率化に加え、減価償却費が減少し利益率が 5.3% から 9.3% へと大きく改善したことが増益に繋がった。
- ・契約件数（旧称アカウント数）は、アドエビスの新規獲得施策である低単価プラン（GSP）の導入と CAPICO が奏功し、2023/9 期 Q4 に底を打って以来、緩やかな増加傾向が続いている。また、平均単価は通減しているものの想定通りであり、解約率も目標としている 2.0% 水準を維持している。

1/44

アルファ・ワ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・ワイン・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。

- 一方、コマース支援事業では、買収したルビー・グループ社が四半期ごとに売上高を積み上げ、当初の想定を上回り、同支援事業の売上高は約 2.6 倍になった。ルビー社は期初から連結業績に寄与し、その売上高 1,050 百万円は全社の増収額である 1,298 百万円の約 80%を占めた。
- しかし、連結化に伴い人件費も大幅に増加したため、同事業の利益はほぼ横ばいとなった。
- 主要顧客の一部に解約の可能性が生じ不確実性が増したことにより、ルビー社に対する減損 238 百万円を特別損失に計上した。同じく連結子会社のトピカ社も SNS 運用代行事業における直近の業績状況を勘案し、のれん償却費 98 百万円を特別損失に計上した。
- この結果、最終赤字となったが、一過性の特損を考慮した実質的な当期純利益は 195 百万円と試算され、黒字かつ増益（YOY+127 百万円、+186.8%）であったと考えられる。
- なお、財務面では利益の積み上げによる資本、並びに現預金の蓄積により、実質的には無借金経営を続けている。一時期よりも自己資本比率・流動比率は低下したが、十分な水準にある。買収した子会社の減損を実施後も、財務体質は引き続き健全である。

シルバーエッグ・テクノロジー株式会社の公開買い付け

- 同社は 2025 年 11 月に、シルバーエッグ・テクノロジー株式会社（東証グロース市場、証券コード：3961、時価総額：約 23 億円）の株券等に対する公開買付けを行うと発表した。
- 買収予想金額 2,026 百万円は前期末に同社が保有する現預金 1,558 百万円を超える（銀行融資により買収資金を調達するため、買収後の財務状況を注視する必要がある（但し、2025 年 9 月末時点ではシルバーエッグ社には借入金はなく 1,190 百万円の現預金を保有するため、同社にとって実質的な買収金額は 8 億強と試算される）。

今期の業績予想

- 同社は、今期の売上高を 5,450 百万円（YOY+10.4%）、営業利益を 320 百万円（同+14.7%）、当期利益を 180 百万円（黒字転換、322 百万円の利益の改善）、配当金は 8.0 円（+0.1 円の増配、DOE 2.5%に基づく 7.00 円+市場変更にともなう記念配 1.00 円）と計画している。
- 売上高は過去最高を連続更新し、営業利益は歴代 4 位、当期利益は同 5 位となる見込みである。
- なお、今期は全社で、AI を中心とする戦略的な投資（約 130 百万円）を行う予定である。
- セグメント別では、コマース AI 事業（今期より新名称を使用）においては、AI 活用のための戦略的な投資を行い、AI による事業変革を通じて収益力を高める。同事業の売上高を 2,450 百万円（同+21.4%）、営業利益を 120 百万円（同 19.3 倍）、営業利益率を 4.9%（同+4.6%ポイント）と予想しており、同事業が全体の業績を牽引する。
- 一方で、マーケティング AI 事業においては、主力のアドエビスが横ばいとなる見込みであることから、売上高は 3,000 百万円と微増収（同+2.6%）を見込む。但し、来年度以降の成長に向けて戦略的に投資を行うことからコストが増加し、営業利益率は 6.7% に低下（同△2.6%ポイント）する。そのため営業利益は 200 百万円と、減益（同△26.7%）を予想する。
- 当調査部では、今期業績を同社の計画と同水準と予想している。なお、シルバーエッグ社の買収完了後、連結業績に与える影響を加味し、今期以降の業績予想を見直す予定である。

経営戦略と中期の業績予想

- これまで同社はプロダクトを中心に成長を遂げてきた。しかし、中期経営方針「VISION 2027」（2024/9 期～2027/9 期）では、「プロダクト×DX 人財」で顧客を支援するビジネスパートナーへと変革し、マーケティングプロセス支援とコマース支援の 2 軸の成長ドライバーによって、売上高 100 億円の早期達成を目指すとしている。

- ・また、従来の基本方針では「加速的な売上拡大を最重要ミッションとし、連結営業黒字を維持できる範囲で先行投資を強化する」としていたが、今期から「成長投資を実施しながら、売上・利益ともに成長を目指す」へと変更し、また、新たに「ROE10%超の維持」を掲げた。売上高重視から利益も意識した経営に転換した点は、特筆すべき変化である。
- ・具体的には、アドエビスを中心とする既存事業での安定収益を、今後の成長ドライバーとして期待されるコマース事業の拡大に振り向け、次にマーケティングプロセス領域の新サービスの収益を追求することで業績拡大を目指す方針である。なお、中計の最終年度となる2027/9期の目標数値（売上高・利益）は公表されていない。
- ・当調査部では今期に加え来期の業績予想を見直し（売上高・利益予想を上方修正）、来々期の業績予想を新たに加えた。両期とも前期比で10%程度の売上高と利益成長、並びに継続的な増配を見込んでいる。
- ・なお、AI関連の戦略的投資やM&Aを含めた先行投資は今後も継続し、さらにインフレによるコストの増加も予想されるため、限界利益率が高いビジネスモデルではあるが、増益率は増収率をやや上回る水準にとどまると考えた。
- ・当面、先行投資が継続するため過去最高益（2022/9期・営業利益399百万円）の更新時期は予見しにくいが、コスト（＝投資額）コントロール次第では、来期、あるいは次期の中計期間内には実現する可能性があると思われる。

株価水準・パフォーマンス・バリエーション

- ・最近の株価は、業績修正を受け変動している。前期Q3は好業績であったことから8月に株価は大きく上昇し、その後、一旦の調整を経て、10月には売上高・営業利益を上方修正したことから株価は再び上昇した。
- ・しかし、修正予想通りに前期の業績は着地し（11月発表）、かつ今期の予想も二桁の増収増益・黒字化、増配ではあったがポジティブサプライズがなく、モメンタムの低下（今期の予想増益率の鈍化）から株価は5百円台半ばまで売られ調整中である。
- ・なお、年初来では、主要インデックスをアンダーパフォームしている。
- ・同社は「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として認知されてきたが、中長期的にはAI企業として進化し二桁の増収増益を継続できるか否かが、株価、及びバリュエーションを決定する上で重要な鍵と考えられる。同社、並びに当調査部による今期の業績予想を基準とすると、上場する東証スタンダード全銘柄、東証プライム全銘柄とのバリュエーション比較ではやや高いものの、以前のような割高感はない。これに対して、類似会社との比較では割安感がある。
- ・今後の短期的な株価は、今期の業績動向（特に、AIの活用によるコマースAI事業とマーケティングAI事業の利益動向、並びに配当金の増減、四半期決算の内容）、並びに月次売上高の推移（前年同期比の水準）により変動すると予想される。
- ・成長ドライバーとして期待されるコマースAI事業の展開（ルビー社とのシナジー効果やイーシーキューブ社の新製品・サービスの拡販）と、マーケティングAI事業の新SaaSであるキャンペーンマネージャー、及び戦略として掲げるM&Aの成否（買収予定のシルバーエッジ社のPMI：買収後の経営統合作業やシナジー効果）が、中期の業績に影響を及ぼす重要な要素となろう。
- ・今後、二桁の利益成長率を維持し、かつ増配を継続できれば、株価に上値余地があると思われる。

（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、あるいは誤差が生じることがある。なお、△、ーは、マイナスを意味する。予想は、アルファ・ワイン調査部予想

3/44

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証スタンダード)

発行日 : 2025/12/25

【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)
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	A	3,636	0.3	164	-48.4	162	-50.8	68	-65.1	11.1	304.6	7.8
2025/9	A	4,934	35.7	278	69.6	279	72.5	-142	-	-23.0	267.6	7.9
2025/9	CE(直前・修正)	4,930		270		270		-140				7.9
2025/9	初回CE=旧E	4,750	30.6	200	22.0	190	17.3	100	47.1	16.2	313.0	7.9
2026/9	CE	5,450	10.4	320	14.7	310	10.9	180	-	28.9		8.0
2026/9	新E	5,450	10.4	320	14.7	310	10.9	180	-	28.9	288.6	8.0
2026/9	旧E	5,050	6.3	250	25.0	240	26.3	145	-	23.5	328.7	8.1
2027/9	新E	6,000	10.1	350	9.4	340	9.7	230	27.8	37.1	317.7	8.1
2027/9	旧E	5,300	5.0	300	20.0	290	20.8	175	20.7	28.4	349.0	8.6
2028/9	E	6,600	10.0	400	14.3	390	14.7	265	15.2	42.7	352.3	8.8

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ワイン調査部予想。

旧E:前回予想(2025/2/25 レポート)、新E:今回の新予想。

CE(直前・修正):2025年10月21日の会社による修正予想。

2025/9 期の初回 CE:2025/1/17 に発表された、会社による初回の業績予想(期初予想は非公表のため)。

【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	2025/12/17	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	569	前期実績	-24.8	2.1	1.4%	-34.4%
発行済株式数(千株)	6,372	今期予想	19.7	2.0	1.4%	27.7%
時価総額(百万円)	3,626	来期予想	15.3	1.8	1.4%	21.8%
潜在株式数(千株)	0.0	来々期予想	13.3	1.6	1.5%	20.6%
前期末・自己資本比率	51.8%	前期株主資本配当率	2.8%		前期ROE	-8.0%

(備考)予想は、アルファ・ワイン調査部予想

【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・ワ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・ワイン・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。

なお、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。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】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。FV2025-12-31-00-00

目次

1. 会社概要	P7
ニッチ分野のリーディングカンパニー	
シルバーエッグ・テクノロジー株式会社の買収計画	P10
経営理念	P12
2. 事業内容とビジネスモデル	P13
事業ポートフォリオ	P13
事業内容 I. マーケティング DX 支援事業（新名称：マーケティング AI 事業）	P15
事業内容 II. コマース支援事業（新名称：コマース AI 支援事業）	P18
AI 技術の活用	P20
3. 株主構成	P22
株主所有者別構成の推移	P22
上位株主構成	P22
4. ESG と SDGs	P23
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）、企業統治（Governance）	P23
SDGs（Sustainable Development Goals）	P23
5. 成長の軌跡	P24
過去の業績推移	P24
6. 業界環境	P26
日本の広告市場の動向	P26
日本の EC 市場の動向	P26
7. 前期の業績と今期の業績予想	P27
2025/9 期（前期）連結決算の実績	P27
2026/9 期（今期）連結業績の同社計画	P33
アルファ・ワイン調査部の 2026/9 期（今期）業績予想	P35
8. 成長戦略	P36
同社の中長期経営計画と戦略	P36
アルファ・ワイン調査部の中期業績見通し	P37
9. アナリストの視点	P39
SWOT 分析	P39
株主還元	P40
株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター	P41

(備考)セグメント名称を変更：マーケティング DX 支援事業⇒マーケティング AI 事業（Marketing）、コマース支援事業⇒コマース AI 事業（Commerce）。

6/44

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

1. 会社概要

◆ ニッチ分野のリーディングカンパニー

<会社概要>

株式会社イルグルム（以下、同社）は、インターネット広告関連ソフトウェア、及び e コマース関連のソフトウェアの企画、開発、販売を行うマーケティング DX ^{注1} 支援、並びにコマース支援サービスの提供会社である。

- ・マーケティング DX 支援とコマース支援サービスを提供する企業。インターネット広告効果計測と EC 構築オープンソースにおける、国内ソフトウェア市場ではトップシア。

(注 1) DX:
デジタルトランスフォーメーション【Digital Transformation】: デジタル技術によるビジネスや生活の変革・革新。

(注 2) インターネット広告効果測定ツール: 様々なインターネット広告や SEO 施策を総合的に測定、評価するソフト。

- ・積極的な M&A により新ビジネスを展開。今後は AI の活用により事業成長を図り、AI 企業として進化を遂げる。

- ・AI 時代に最適化した組織とサービス群へのフルモデルチェンジを推進中。

- ・岩田社長が創業。現在、東証スタンダード市場に上場。

(注 3) オープンソース: ソフトウェアの設計図に相当するソースコードを、無償で公開し、誰でもその改良・再配布を行えるようにすること。

(注 4) SaaS: サーブス、【software as a service】: インターネットを経由してソフトウェアを利用するサービス（クラウドとほぼ同義）。パッケージ商品を購入せず、インターネットを通じて必要な機能・内容・分量のみを利用し、サービスに応じて対価を支払う。

- ・同社を含め 9 社でグループを形成。

「データとテクノロジーによって世界中の企業の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企業になる」をビジョンとして掲げ、独自開発したソフトウェアで事業展開し急成長を遂げた。インターネット広告効果測定ツール^{注2}: 「アドエビス (AD EBiS)」と、EC 構築オープンソース^{注3}市場でのソフトウェア「EC-CUBE」シリーズでは、いずれもトップシェアを有しニッチ分野のリーディングカンパニーである。

これまで、SaaS^{注4}（＝クラウド）によるインターネット広告効果計測システムの提供が主力サービスだったが、自社開発に加え M&A を通じて、EC サイトの構築ソリューション、及び EC オペレーションマネジメントを強化し、総合マーケティング DX 支援企業集団として進化してきた。

現在は、最重要テーマである AI の活用により事業成長を図り、AI 企業として進化することを目標としている。今期以降、AI 時代に最適化した組織とサービス群へのフルモデルチェンジを推進する。

<沿革>

岩田進社長が大学時代にホームページの制作事業を大阪で起業し、業容の拡大に伴い 2001 年に同社を設立した。

2014 年 9 月に旧・東証マザーズ（現在のグロース市場）に上場し、2025 年 8 月に東証スタンダード市場に区分変更した。現在は、大阪と東京の 2 本社制。

<連結対象と連結決算の動向>

同社グループは、同社と連結子会社 7 社（株式会社イーシーキューブ、YRGLM VIETNAM Co.,Ltd.、及び買収した 5 社：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、ルビー・グループ株式会社とその子会社である KIMEI GLOBAL Co.,Ltd.）、持分法適用会社 1 社（有限会社彩）の 9 社で構成されている（2025 年 11 月末時点、P8-図表 1）。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム（3690 東証スタンダード）

発行日：2025/12/25

2019/9 期中に、イーシーキューブ事業を単体からカーブアウト（分社後は連結対象子会社）したため、以降、連単の業績のバランスが変化している。連単倍率は、売上高では年々上昇し、前期では 2 倍程度、経常利益は年度により大きく変動するが、連結対象子会社群（連結単体）は、2019/9 期以降は概ね増収・黒字基調である（図表 2）。

また、買収により連結対象となった子会社は、ファーエンド社やルビー社を筆頭に、概ね買収後に業容が拡大し増収に寄与している。

【図表 1】 連結対象子会社・持分法適用会社の概要（単位：百万円、%）

社名・連結対象会社	事業内容・特徴	形態 (買収金額：当部推定)	買収/分社/合併/離脱時期	所在地	出資比率 (出資金額、出資 比率)	資本金 百万円	設立時期	決算期	売上高	営業利益	当期利益
トピカ	動画コンテンツの企画制作、SNSの運用代行、ワンストップで提供	企業買収（2.2億円）	2021年7月	東京都千代田区	75%	38	2016年6月	2025/4期	231		
スピー	WEBメディアの企画・編集・制作	企業買収（数千万円）	2020年12月	東京都千代田区	100%	10	2000年3月	2024/12期	55		
ファーエンドテクノロジー	インターネットサービス提供、情報セキュリティ支援サービス	企業買収（1.3億円）	2022年2月	島根県松江市	100%	8	2008年9月	2025/6期	241		
イーシーキューブ	コマース支援事業からイーシーキューブ事業を承継 オリコ上資本業務提携	分社化・業務移管	2019年1月	大阪府大阪市北区	90%	30	2018年10月	2025/9期	971	19	2
	EC-CUBE Innovations株式会社2023年9月に取得（株式譲受1億円） ⇒吸収合併		2024年1月								
ルビー・グループ株式会社	ラグジュアリーブランドのECサイト構築・運営等	企業買収（約4.8億円）	2024年9月	東京都品川区	100%	30	2011年1月	2025/3期	1,037	-12	-42
KIMEI GLOBAL CO., LTD	コマースのウェブサイト作成	ルビー・グループの子会社	2024年9月	ベトナム ホーチミン市	51%	4,454百万VND*					
YRGLM Vietnam Co., Ltd.	オフショアのソフトウェア開発拠点	設立		ベトナム ホーチミン市	100%	4,256百万VND*	2013年12月				
持分法適用会社(1社)											
有限会社 彩	同社の（旧）EC委託開発事業を移管	分社化・業務移管	2015年9月			20%	3	2004年4月			17

（出所）有価証券報告書、決算説明資料により、当調査部が作成。（有）彩の当期利益は、前期の持分法上の投資利益から逆算した推計値。

（備考）2024年1月1日に、連結子会社である株式会社 EC-CUBE Innovations（旧・ボクブロック株式会社）を、株式会社イーシーキューブ（EC 構築・運用とプラットフォームを担当）に吸収合併した。また、2024年9月30日にルビー・グループ株式会社を買収し、同社の連結子会社とした。さらに、東証グロース市場に上場するシルバーエッグ・テクノロジー株式会社（証券コード：3961）に対し、現在、公開買付けを実施中である。

【図表 2】 年度別売上高・経常利益の連単比較（単位：百万円、倍）

	単位：百万円、倍	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2024/9期	2025/9期
A	連結売上高	1,380	1,437	1,613	1,719	1,804	2,204	2,818	2,957	3,334	3,826	3,838	4,934
B	単体売上高	1,360	1,437	1,613	1,719	1,804	2,010	2,317	2,532	2,583	2,476	2,410	2,419
A-B=C	（連結-単体）売上高	0	0	0	0	0	194	301	425	751	1,150	1,228	2,515
A/B	連単倍率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.10	1.13	1.17	1.29	1.46	1.51	2.04
A	連結経常利益	233.6	352.0	250.3	106.3	-115	79	281	364	399	329	162	279
B	単体経常利益	245.2	359.0	252.1	106.8	-110	19	165	278	315	232	193	258
A-B=C	（連結-単体）経常利益	-12	-7	-2	-1	-5	60	96	86	84	97	-31	21
A/B	連単倍率	0.95	0.98	0.99	1.00	-	4.16	1.58	1.31	1.27	1.42	0.84	1.08

（出所）有価証券報告書により、アルファ・ワイン調査部が作成。（備考）2014/9 期以降は、連結決算（以下、同様）。

＜財務状況とキャッシュフロー（CF）の推移＞

M&A と大型投資により一時期、フリーキャッシュフロー（FCF）はマイナスが続いたが、2020/9 下期から改善傾向に転じ、資本の蓄積と現預金の増加が進んだ（P9-図表 3）。

2025年9月末時点では借入金合計 679 百万円に対し、現預金は 1,558 百万円と実質的には無借金である。

なお、2024/9 下期は、ルビー社の買収により投資 CF が大きく膨らみ、フリーCF（=営業 CF+投資 CF）は一時的にマイナスとなった。

・現預金が借入金を上回り、実質的に無借金経営が続く。

・前期は赤字だが、FCF はプラスに転換。

しかし、前期は最終赤字を計上したが、のれん償却や減損の計上によるものであるため、営業 CF はプラス水準を維持する一方、投資 CF が減少し、上期以降、フリーCF はプラスに転換した。

【図表3】半期別のキャッシュフローと現預金残高の推移

単位:百万円	2015/9		2016/9		2017/9		2018/9		2019/9		2020/9		2021/9		2022/9		2023/9		2024/9		2025/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期
営業CF①	15	148	48	93	121	23	7	9	99	109	92	429	241	333	141	292	356	209	261	126	193	398
投資活動によるCF②	-8	-27	-80	-69	-86	-106	-94	-116	-368	-158	-409	-101	-35	-313	-262	-181	-100	-57	-69	-421	-92	-96
財務活動によるCF	-0	0	-16	3	-31	-0	169	542	-0	-100	391	-68	-1	-23	-185	-121	-178	-115	-273	327	-210	-54
FCF(①+②)	9	121	-32	24	33	-83	-88	-110	-268	-50	-317	328	208	20	-121	111	256	152	192	-295	101	301
現金及び預金(BS上)	656	787	738	762	764	681	780	1,194	924	774	847	1,119	1,342	1,392	1,214	1,321	1,408	1,452	1,370	1,407	1,298	1,558

(出所) 決算短信により、アルファ・ワイン調査部が作成。

- 自己資本比率は 52%、流動比率は 218%と財務体質は健全。

- 償却を行いのれんは大幅に減少。残高は僅少で、一括償却も可能。

総資産 32 億円、時価総額 36 億円 (2025 年 12 月 17 日終値 : 569 円を基準) と小規模ながら、自己資本比率は 51.8% (2024/9 期 : 53.3%) 、流動比率は 217.6% (同 199.5%) と、財務体質は健全である (いずれも 2025 年 9 月末時点)。

＜のれん残高の推移＞

ルビー社を含めた企業買収に伴いのれんは増加したが、前期に償却を進め、2025 年 9 月末の残高は 58 百万円 (YOY△372 百万円) まで大幅に減少した。年間の EBITDA (583 百万円) との比較では少額であり (10%程度) 、一括償却も可能である (図表 4)。

のれんに、ソフトウェアと同仮勘定 (387 百万円) を含めた無形固定資産が 457 百万円と、潜在的に償却・減損リスクがあると思われる資産 (固定資産は除く) は、純資産額 1,685 百万円の範囲内 (約 27%) にあり、現状では問題はない。

【図表4】のれん残高と同償却額の推移

年度別 のれん	2014/9期	2015/9期	2016/9期	2017/9期	2018/9期	2019/9期	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	2024/9期	2025/9期
のれん金額(BS残高:百万円)①	0	0	0	0	0	109	316	450	484	362	430	58
年間のれん償却額(CF計算書:百万円)②	0	0	0	0	0	16	55	84	108	122	122	106
平均償却期間 ③=①/②:年	0	0	0	0	0	7.0	5.8	5.4	4.5	3.0	3.5	0.5
EBITDA ④	274	373	286	175	6	247	514	638	686	629	461	583
のれん金額 / EBITDA ⑤=① / ④	0	0	0	0	0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.9	0.1

(出所) 決算短信、決算説明資料により、当調査部が作成。

- 子会社であるイーシーキューブの株式の含み益は、一部の株式を第三者に売却した当時でも 13 億円超、現時点では倍増していると推計される。

＜株式会社イーシーキューブの株式価値＞

同社は、子会社である株式会社イーシーキューブの株式の 90%を保有している。株式の一部 (10%) を、株式会社オリエントコーポレーションに売却した金額 (2020 年 11 月当時) を基準とすると、同社には少なくとも 14 億円の時価相当の株式と、13.7 億円の含み益があつたと推計される。

ちなみに、売却当時である 2020 年 11 月末の TOPIX の終値 (1,754.92) と直近の終値 (2025 年 11 月末終値 : 3,378.44) を比較すると、5 年間で 9 割以上も上昇しており、実際の時価・含み益は上記の金額を、大きく上回っていると推察される。

時価、含み益とも、TOPIX 並みに (1.9 倍以上に) 増加していると仮定すれば、イーシーキューブの現在の株式の市場価値は 26.6 億円前後、同様に現在の株式の含み益は、26 億円前後と推計される。

- ・東証グロース市場に上場するシルバーエッグ社にTOBを実施中。買収後、連結子会社化し非公開とする方針。

- ・過去と比較し、相対的に大きなM&A。

(注5)コミットメントライン期限付きタームローン：予め定めた貸出実行期間内に、同社(借入人)からの申出により一定金額を上限として、借り入れることが可能なタームローン。設定期間内において、長期借入金を機動的に調達することが可能。

(注6)ネットレバレッジ・レシオ：(有利子負債 - 現金及び預金) ÷ 自己資本。純資産に対する純有利子負債の比率、財務健全性の指標で、一般的に1以下が望ましい。

- ・シルバーエッグ社は、AIを活用したWebマーケティングサービスを提供。リアルタイムレコメンドに強みがあり、トップシェア。

(注7)レコメンド技術：オンラインショップなどで、利用者の好みにあった物品やサービスを推薦するための技術・手法。

(注8)パーソナライゼーション技術：顧客のウェブ閲覧行動、購買行動などの情報を基に、その顧客に最適な情報を提供する技術。

(注9)アイジェント・レコメンダー：AIと高等数学を組み合わせたロジックによる精度の高いリアルタイム・レコメンドサービス。

◆シルバーエッグ・テクノロジー株式会社の買収計画

<TOBの概要と資金調達計画>

同社は、2025年11月に、シルバーエッグ・テクノロジー株式会社（以下、シルバーエッグ社、2026年9月に東証グロース市場に上場、証券コード：3961、時価総額：約23億円）の株券等に対する公開買付けを行うと発表した。2026年3月までに最終的には全株式を買収し、完全子会社化した上で上場を廃止する。

買収想定金額2,026百万円（公開買付け1,673百万円+不応募合意株353百万円）は前期末に同社が保有する現預金1,558百万円を超える。これまでにない大型買収となる。このため、買収後の業績と共に財務状況を注視する必要がある。

なお、買収資金を調達するため、同社はみずほ銀行との間でコミットメントライン期限付きタームローン^{注5}（1,680百万円）を契約した。

なお、同契約には、以下の3つの財務上の特約（コバナンツ）がついている。いずれも借入期間中、各連結会計年度で求められる。

- ① 期末の純資産を正の値とすること、
- ② 経常損益が二期連続で損失となならないこと、
- ③ ネットレバレッジレオ^{注6}を5以下とすること。

但し、シルバーエッグ社は、2025年9月末時点での借入金ではなく1,190百万円の現預金を保有する。このため、これを差し引いた実質的な買収資金は8億強と試算される。

<シルバーエッグ社の事業概要と強み>

シルバーエッグ社は1998年8月に設立され、AI（人工知能）技術をベースにしたWebマーケティングサービスの開発・提供を行う。シルバーエッグ社は自社を「AI・機械学習を活用したレコメンドサービスの提供に日本で初めて成功し、デジタルマーケティング領域におけるパーソナライゼーションのトップカンパニー」としている。

デジタルマーケティングにおいて、レコメンド技術^{注7}、パーソナライゼーション技術^{注8}を活用しB2Bマーケティングサービスを通販企業、アパレル企業（ユニクロ、アバランチ等）、化粧品会社、ニトリ、リコー、ケーズデンキ、エン、エノテカ等の優良顧客に提供している。

アイジェント・レコメンダー^{注9}が代表的なサービスで、リアルタイムリコメンドに強みがあり、サイト閲覧と同時に解析・推定を行い、同時に閲覧者に最適な商品を提供できる（レコメンダー市場：シェア41%、取引実績：累計500社以上---シルバーエッグ社のHPより）。

- シルバーエッグ社の買収で、AI技術とエンジニアを活用、シナジーにより成長の加速を見込む。

＜シルバーエッグ社の買収目的＞

同社は、シルバーエッグ社の買収により、シルバーエッグ社が保有するAI技術とエンジニア集団を活用し、開発の効率化や製品への組み込みを行い、既存事業とのシナジーや他社と差別化を見込んでいる。

特に、同社グループが有するパートナーネットワークや営業管理手法を活用して、シルバーエッグ社のプロダクトによる顧客の獲得機会、及び顧客への提供価値の増大を図るなど、短期的にもEC構築・支援事業の拡大を期待している。

また中期的には、より効果的な顧客へのマーケティング支援を進め、新たなビジネスチャンスを創出し、成長を加速することを目的としている。

＜シルバーエッグ社の業績と財務状況＞

開示されているシルバーエッグ社の近年の業績は、以下の通りである（図表5）。

過去3期（2022/12期～2024/12期）は、安定した売上高を計上し、黒字を確保してきた。

- 今期は減収・赤字の見込み。

しかし、直近期（2025/12期の会社予想）は、大口顧客の解約があつた上、円安により米ドル建てのクラウドサービス利用料が増加したこと、及び先行投資負担により、減収、並びに赤字を見込んでいる。

- シルバーエッグ社の財務は健全。

これまでの蓄積もあり、今期Q3時点の自己資本比率は95%、純資産は約14億円、保有する現預金は約12億円と、財務状況は健全でキャッシュリッチである。

【図表5】シルバーエッグ社の業績と財務状況の推移（単位：百万円）

決算期	2022/12期	2023/12期	2024/12期	2025/12期予想
決算期間	2022/1～2022/12	2023/1～2023/12	2024/1～2024/12	2025/1～2025/12
売上高	1,241	1,257	1,229	1,036
営業利益	99	95	65	-54
営業利益率（%）	8.0	7.6	5.3	-5.2
経常利益	80	95	66	-52
当期利益	9	59	30	-53
EPS(円)	3.16	19.92	10.21	-18.07
配当金(円)	0.00	0.00	0.00	（以下、Q3決算）
純資産	1,238	1,377	1,420	1,405
総資産	1,383	1,505	1,521	1,459
純資産比率（%）	89.5	91.5	93.4	96.3
BPS(円)	417.40	464.45	477.09	467.07
総資産回転率（倍）	0.93	0.87	0.81	—
現預金残高	1,021	1,097	1,179	1,190

（出所）シルバーエッグ社のIR資料より、アルファ・ワイン調査部が作成。

＜シルバーエッグ社の同社グループへの影響＞

同社グループの前期の実績を基準としたシルバーエッグ社の比率は売上高では 21%、総資産では 46%、並びに純資産では 83%となる（比較において、シルバーエッグ社の売上高は 2025/12 期の予想、総資産・純資産は同期 Q3 の実績を使用）。

これまで実施してきた M&A 案件と比較すると、相対的に規模が大きい。そのため買収後、連結貸借対照表（BS）には大きな変化が生じると予想される。

一方、買収の完了期日にもよるが 2025 年 2 月から連結に算入するすれば、今期の連結損益計算書（PL）には 8 ヶ月前後の業績が反映されることになる。加算される期間按分の売上高は 7 億円前後と推計されるが、一時的な費用を除けば損益に対する影響は軽微と思われる。

- シルバーエッグ社の買収に伴う売上高は約 7 億円（今期寄与分）、損益には大きな影響を与えないと推察。

シルバーエッグ社の今期予想（2025/12 期）、及び過去 3 期間の損益は少額であることに加え、買収関連費用（仲介手数料やのれん償却等）が発生すると思われるため、通期業績にフル寄与し、かつシナジー効果が本格的に現れるのは同社の来期（2027/9 期）以降と思われる。

なお、買収に伴うのれん見込み金額・償却方法は開示されていない。但し、のれんを 5 年から 10 年程度で定額償却すると仮定すれば、その償却額が期間損益に与える影響は限定的と推測される。

但し、シルバーエッグ社の BS、特に純資産額（2025/12 期 Q3 末では 1,405 百万円）は、同社グループに対しては相対的に大きく、DOE 2.5% の配当方針を基準に配当額を決定するとすれば、該当部分の配当金（8.0 円の配当金のうち記念配 1 円を除く、普通配当 7.0 円部分）が増加し、今後、配当金が増額される可能性はある。

◆ 経営理念

同社は、「Impact On the World」のミッション（果たすべき使命）の下に、独自の価値を提供する企業がともに発展できる社会の実現を目指している。

この理念には、「自分が関わること 1 つ 1 つに Impact を与え続けよう。人々の心に伝わる小さな Impact の積み重ねが、やがて世界を搖るがす大きなうねりとなるから」との思いが込められている。

また、「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企業になる」をビジョン（将来像）としている。

2. 事業内容とビジネスモデル

◆事業ポートフォリオ

＜事業ポートフォリオの再構築と強化＞

- 事業ポートフォリオの再構築を推進。ノンコア事業から撤退し、アドエビスに経営資源を集中。近年は、コマース支援事業も含め、周辺事業・企業を買収し拡大。

同社は、2016/9期以降、コアビジネスへの集中（アドエビスへのシフト）、ノンコアビジネスの切り離し並びに撤退、M&Aの実施により、事業ポートフォリオの再編と強化を、積極的に進めてきた（図表6）。事業の再編は一巡し、現在は次なる加速的な成長に向けて事業を急拡大していくステージにある。

【図表6】事業再編とセグメント（灰色のハイライト部分は、クローズしたビジネス。記載以外にも撤退した事業は複数あり。）

事業名称	事業区分	主要サービス（または社名）	変動
I. マーケティングDX支援事業 (新:マーケティングAI事業)	(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、GSPを含む)、CAPIGO、および新SaaS「キャンペーンマネージャー」～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。
	～B:広告代理店DX	②アドレポ～広告分析レポート自動作成ツール ③アドフープ～マーケティング特化型マッチング ④TargetPush～リテラシヨンマーケティングツール ⑤スプ～Webメディア・制作・運用代行 ⑥トピカ～SNS/動画を活用したマーケティング支援 ⑦フアーエンドテクノロジー～プロジェクト管理ツール	事業買収(2018年8月)。 2020年5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。 2024年7月よりサービスイン。 全株式を取得し子会社化(2020/12月)。 株式を取得し子会社化(2021/7月)。現在、約75%の株式を所有。 全株式を取得し子会社化(2022/1月)。
	(2)インキュベーション	⑧(1)EC構築ソリューション (IB:プラットフォームとEC構築・運用が統合)	(株)イーシーキューブに、同社から事業を2019年1月移管。 株式の約10%をオリコに売却。 EC-CUBE Innovationsを2024年1月に吸収合併し垂直統合、一括の運営。
II. コマース支援事業 (新:コマースAI事業)	(2)ECオペレーションマネジメント	⑨(2)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シーキューブに株式を譲り⇒解散。
		⑩ルビ…グループ～ECサイトの運用代行、フルフィルメントサービス	全株式を取得し子会社化(2024/9月)。

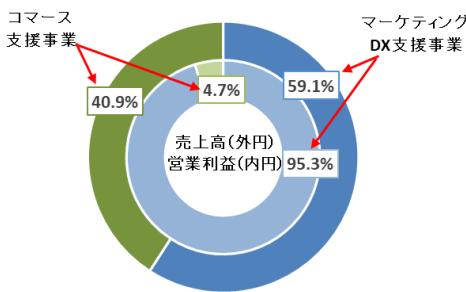
(出所) 図表6～8:決算短信、説明資料等により、当調査部が作成。

＜事業構成と事業別の業績推移＞

2025/9期末（前期末）時点では、I. マーケティング DX 支援、およびII. コマース支援の2事業で展開している。

マーケティング DX 支援事業が、前期では総売上高（外部顧客向け）の約 59%、営業利益（連結調整前）の約 95%を占める（図表7）。今日に至るまで長年にわたり、マーケティング DX 支援事業が、同社全体の増収を牽引してきた。その中でもアドエビスの売上高が大きく、全体の 80%前後を占めていたが、コマース支援事業を中心にアドエビス以外の売上高が急拡大し、前期では 44%までに低下している。事業別の売上高の推移を図表8に示した。

【図表7】事業別売上高・利益構成
(2025/9期・通期)



(備考) セグメントの売上高は「外部顧客」向けの数字(以下同様)。

【図表8】事業別の売上高推移（単位：百万円）

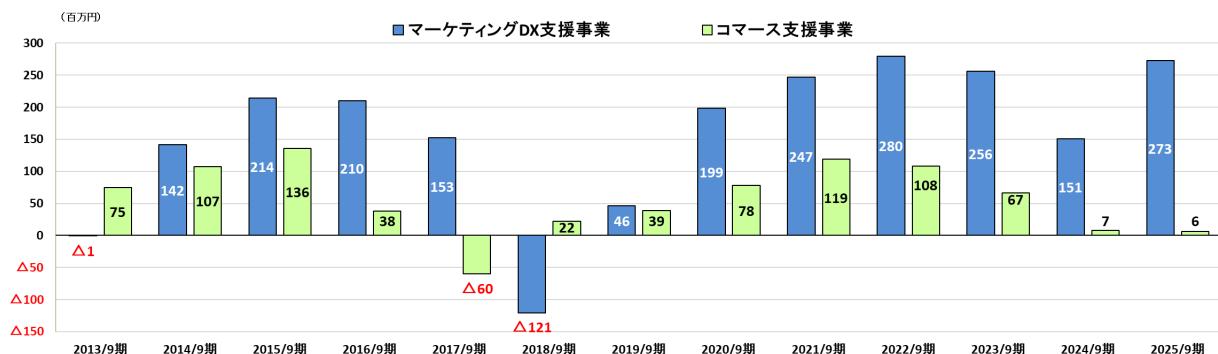


13/44

アルファ・ワ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・ワイン・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。

【図表9】事業別のセグメント営業利益の推移



(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ワイン調査部が作成。(備考) セグメント利益は連結調整前の数字(以下同様)。

◆事業再編期を除き、2事業とも営業黒字。

また、年度別の事業別営業利益の推移は、図表9の通りである。2017/9期、及び2018/9期の事業再編期を除き、通期ベースでは両事業とも営業利益(セグメント利益)を計上している。

過去の13期間において、マーケティングDX支援事業の利益寄与が相対的に大きい。

なお、前期末時点での事業ポートフォリオを図表10に示した。(図表10における事業番号と、P13-図表6や事業内容以降の説明における事業番号はリンクしている)。

【図表10】事業構成(2025/9末現在)



※1:日本マーケティングリサーチ機構調べ 調査概要:2024年8月期_指定領域における市場調査

※2:独立行政法人情報処理推進機構「第3回オープンソースソフトウェア活用ビジネス実態調査」

(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ワイン調査部が加筆し作成。

◆事業内容 I. マーケティング DX 支援事業 (新名称:マーケティング AI 事業)

マーケティング DX 支援事業の年度別の売上高の内訳、及び利益の推移を、図表 11 に示した。

【図表 11】マーケティング DX 支援事業の売上高、及びセグメント(営業) 利益の推移

売上高(百万円)	2014/9期 連結	2015/9期 連結	2016/9期 連結	2017/9期 連結	2018/9期 連結	2019/9期 連結	2020/9期 連結	2021/9期 連結	2022/9期 連結	2023/9期 連結	2024/9期 連結 A	2025/9期 連結 B	2025/9期 B-A	2025/9期 (B-A)/A
I. マーケティング DX 支援事業	897	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,923	2,858	2,919	61	2.1
(1) マーケティングプロセス	883	911	1,074	1,254	1,529	1,951	2,308	2,504	2,525	2,402	2,382	2,375	43	1.8
A 広告効果測定	883	911	1,074	1,254	1,445	1,747	2,127	2,310	2,363	2,222	N.A.	N.A.		
①AD EBIS (GSPを含む)	722	822	1,012	1,200	1,402	1,719	2,119	2,311	2,353	2,222	2,152	2,183	31	1.4
アドエビス(増収率(前期比%))	27.3%	13.9%	23.1%	18.8%	16.8%	22.8%	23.3%	9.1%	1.8%	-5.6%	-3.2%	1.4%		
CAPICO (2023年8月以降)										0	N.A.	N.A.		
キャンペーンマネージャー(2025年5月)										N.A.	N.A.	N.A.		
THRee (2020年3月末撤退)	161	89	62	54	43	28	8	0	0	0	0	0	0	
B 広告代理店DX						124	152	181	172	180	N.A.	N.A.		
①アドレボ						(事業買収2018年10月→)	124	149	169	167	180			
アドレボ(2023年1月末撤退)							3	12	5	5	撤退			
(2) インキュベーション							3	87	392	525	526	544	18	3.4
①アドフープ(2020年5月)								20	41	58	42	10	-32	-70.2
②TargetPush(2024年7月)										4	7	3	75.0	
③スプー(2020年12月)								38	59	78	43	55	12	27.9
④トピカ(2021年7月)								28	169	230	239	231	-8	-3.3
⑤フーエンド(2022年2月)								0	97	157	195	241	46	23.6
ezCX(2024年5月クローズ)								1	6	4	3	-	-	-
*その他: プロフェッショナルサービス(DMP)						(プロフェッショナルサービス、直営PFから事業移管→)	84	80	27					
セグメント営業利益	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	256	151	273	122	80.6
セグメント営業利益率(%)	16.1%	23.5%	19.5%	12.2%	-	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	8.7%	5.3%	9.3%	4.1%	

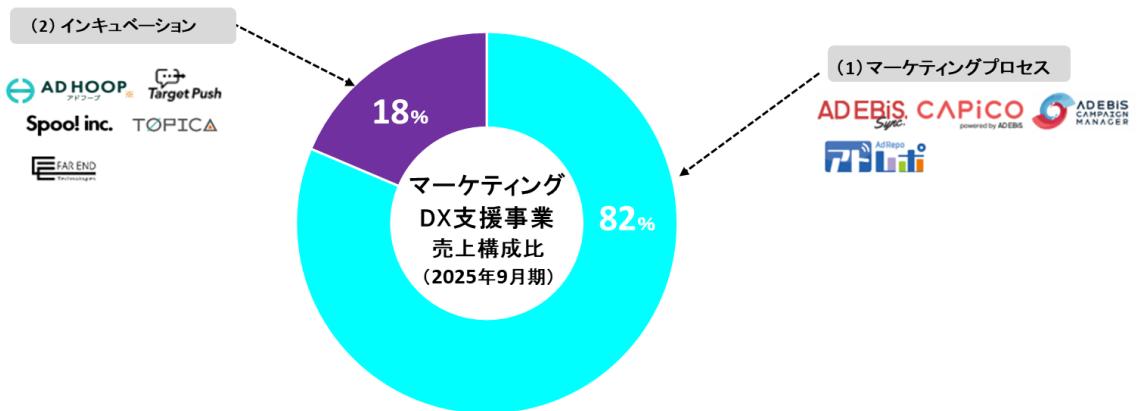
(出所) 決算説明資料、取材によりアルファ・ワイン調査部が作成。(備考)一部に当部の推計・推定も含む。なお、N.A.は非公表。

・マーケティング DX 支援事業は、2 セグメントから構成。マーケティングプロセス内のアドエビス(広告効果測定)がメイン。

I. 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の 2 セグメントから構成されている(構成比率は順に 82%、18%)。

前期の売上高の内訳は、図表 11、図表 12 の通りである。一時期よりも売上高比率は低下したが、マーケティング DX 支援事業の 75% (全社の 44%) を (1) マーケティングプロセス領域内の「アドエビス」(売上高 2,183 百万円) が占める (アドレボはマーケティング DX 支援事業の約 7% と推定される)。

【図表 12】マーケティング DX 支援事業セグメント別の売上高構成



(出所) 決算説明資料より、アルファ・ワイン調査部が作成。

以下は、現在の同事業内の領域区分と主力製品名である（「 」内がサービス、または製品名）。

コアのアドエビスは、独自開発したインターネット広告効果測定システム。シェアトップ。全社売上高の約44%を占める。継続課金ビジネスで安定性が高い。

（注 10）ACM：AD EBiS Campaign Manager:アドエビスで蓄積されたデータと、外部情報検索と連携した生成AIによる分析支援を組み合わせ、マーケティング施策の記録・評価・改善を管理するツール。2025年5月にサービスイン。

（注 11）サブスクリプションモデル：一定期間の利用権として定期的に支払う方式。

（注 12）運用型広告：広告の最適化を自動的に、または即時に支援する広告手法。出稿後、最適化を行い、より高い成果をあげる広告。

・広告代理店向けビジネスは、運用型広告レポート作成を完全自動化するアドレポの単一事業。

・インキュベーション領域は、企業買収による連結子会社3社の事業と、自社開発製品であるアドフープ、ターゲットプッシュから構成される。

＜事業別の業績動向：I マーケティング DX 支援事業

（1）マーケティングプロセス領域

- ① 「アドエビス：AD EBiS」+「CAPiCO」+「アドエビスキャンペーンマネージャー（略称：ACM）^{注10}」（自社開発サービス）
 - ・インターネット広告効果測定システム。
 - ・同社が独自開発したコア製品（国内トップシェア：87.4%と圧倒的なポジションを確立、出所：日本マーケティングリサーチ機構調べ、調査概要：2024年8月期_指定領域における市場調査）。
 - ・Web広告等の効果を一元管理・計測・分析・可視化し、広告の費用対効果を把握できる。
 - ・ストック型のサブスクリプションモデル^{注11}を採用。
 - ・定額課金ビジネスであり、アドエビスの売上高は、平均単価×契約件数により決定される。いずれの数値も同事業はもとより、同社全体の業績に影響を与える重要な指標である。
 - ・なお、アドエビス（CAPiCO等を含む）の売上高は、2022/9期をピークに遞減基調であったが、前期（2025/9期）の売上高は2,183百万円と前々期（2024/9期）の2,152百万円から約1.4%の増収に転じている。

- ② 「アドレポ：AdRepo」：運用型広告^{注12}レポートの作成を完全自動化するツール。

- ・広告代理店の業務の負荷軽減を目的とする。クラウドサービス。
- ・2018年8月、事業を買収。
- ・現在、広告代理店向けビジネスは、アドレポの1事業で構成されている（アドフープは、インキュベーション領域に区分変更。アドナレッジは撤退）。前期の売上高は約1.8億円前後と推計され、マーケティング DX 支援事業の売上高の7%（前々期とほぼ売上高・比率ともほぼ横ばい）を占めると思われる。

＜事業別の業績動向：I. マーケティング DX 支援事業

（2）インキュベーション領域（P18-図表13）

- ① 「アドフープ：AD HOOP」（自社開発サービス）
 - ・広告主企業が抱える課題やニーズに対し最適なソリューションパートナーを紹介するマーケティング特化型マッチングプラットフォーム。2020年5月にリリース。広告代理店 DX から区分変更。売上高は、契約改定もあり前々期の42百万円から、前期には10百万円へと減収（YOY△76.2%、マーケティング DX 支援事業の売上高の約0.3%）。黒字化が課題。

- ② 「ターゲットプッシュ：TargetPush」（自社開発サービス）
・ユーザーのPCやスマートフォンに対し、ダイレクトにアプローチができるWebプッシュ通知ツール。
・ユーザーがWebブラウザ上で「通知許可」をすれば、継続的なコンタクトが可能になるため、リターゲティング広告やメールマガジンなどに代わる手段として活用できる。
売上高は、前々期の4百万円から前期には7百万円へと僅かに増収（YOY+75.0%、マーケティングDX支援事業の売上高の約0.2%）。

・年間1~2社ペースで、インターネットマーケティングの周辺事業を営む企業を買収し、連結子会社化。

・買収した3社の合計売上高は、477百万円から527百万円へと10%の増収。

また、以下のように年間1~2社ペースで、インターネットマーケティングの周辺事業を営む企業を買収し、連結子会社化してきた。直近で買収した3社とも、エッジとシナジーを活かし事業を拡大してきた。

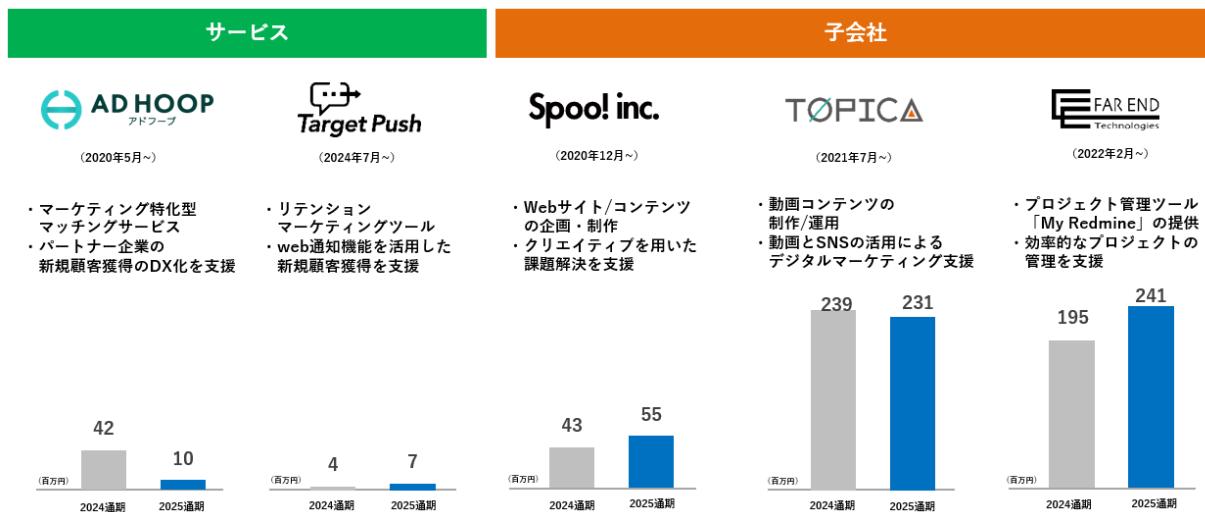
- ③スプー社（Spoo ! inc.）～連結子会社～（株式の100%を保有）
・Webメディア・制作事業を営む。2000年3月に設立、2020年12月に買収。少数で受託開発サービスを展開中。人員の確保が課題。
・同社はスプー社のクリエイティブ力と人材を活用し、自社の保有するデータとテクノロジーを融合。これにより新たな価値提供と領域拡大、並びに競争力の強化を図る。
・売上高は前々期の43百万円から、前期には55百万円へと、12百万円（YOY+27.8%）の増収。

- ④トピカ（TOPICA）～連結子会社～（株式の約75%を保有）
・2016年5月に設立。2021年7月に買収。
・SNSと動画を活用したマーケティング支援事業を展開（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）。
・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社前後）にトピカのサービスをクロスセルする。これに加えて、同社の持つデータ、並びにテクノロジー領域と、トピカのSNSマーケティング領域を融合し、新たなサービスの開発・提供に取り組む。
・売上高は、前々期の239百万円から前期には231百万円へと、8百万円（YOY△3.3%）の微減収。

- ⑤ファーエンドテクノロジー（Far End Technologies Corporation以下、ファーエンド社）～連結子会社～（株式の100%を保有）
・2008年9月に設立、インターネットサービス（SaaS）の提供や情報セキュリティ支援サービスを営む。
・2022年1月に買収し、完全子会社化。

- 世界的に知名度が高いオープンソースのプロジェクト管理ソフトウェア「Redmine」（レッドマイン）の開発や、有償のクラウド版である「My Redmine」の提供を主要な業務としている。
- 近年、コロナ禍以降リモートワークが定着し、プロジェクト進捗管理ニーズが高まってきている。アカウント数は安定的に増加しており、今後も成長が期待できる。
- グループの持つテクノロジー・ノウハウの活用・融合により、領域拡大、並びに競争力の強化を図り、顧客に新たな価値提供を行う。
- 売上高は、2023/9期 158百万円、2024/9期 195百万円、前期には241百万円 (YOY+46百万円、+23.6%) と順調である。

【図表 13】インキュベーション領域の売上高の比較



(出所) 決算説明資料。

◆事業内容 II. コマース支援事業(新名称:コマースAI事業)

- コマース支援事業は、EC構築ソリューション(イーシーキューブとEC構築・運用の2領域は前期から統合され単一事業)と、ECオペレーションマネジメントから構成。
- ルビー社の買収により、売上高は急増。

コマース支援事業は、EC構築ソリューション（旧プラットフォームと旧EC構築・運用を統合）を担うイーシーキューブ (EC-CUBE) と、ECオペレーションマネジメントを担うルビー・グループから構成されている。

なお、コマース支援事業の売上高は、株式会社 EC-CUBE Innovations (旧・ボクブロック株式会社)、並びにルビー・グループの買収により、急増しており (2022/9期 410百万円⇒2025/9期 2,016百万円、4.9倍に増加)、同社の売上高成長の牽引役になっている (P19-図表 14)。

但し、ルビー社の連結化もあり、人件費の急増を含むコストの上昇により、利益は黒字ながらも横ばいとなった (7百万円⇒6百万円)。

【図表 14】コマース支援事業の売上高、及びセグメント営業利益の推移

売上高 (百万円)	2014/9期 通額	2015/9期 通額	2016/9期 通額	2017/9期 通額	2018/9期 通額	2019/9期 通額	2020/9期 通額	2021/9期 通額	2022/9期 通額	2023/9期 通額	2024/9期 通額 A	2025/9期 通額 B	2025/9期、前年比 B-A (B-A)/A	
II. コマース支援事業	463	526	539	465	274	253	301	358	410	703	778	2,016	1,237	159.0
(1) EC構築ソリューション (旧プラットフォームと旧EC構築・運用を統合)	245	230	219	208	254	253	301	358	411	705	778	966	180	24.5
・イーシーキューブ(旧・プラットフォーム)	245	230	219	208	264	253	301	358	330	354	326	328	2	0.6
・増収率(前年比%)	18.3%	-8.1%	-4.8%	-5.2%	22.2%	-0.4%	19.0%	19.1%	14.7%	71.5%	10.1%	24.5%	14.4%	
①決済手数料								290	260	260	245	N/A		
②サブスクリプション								14	28	35	37	N/A		
③その他								54	49	56	57	N/A		
・EC構築・運用(旧・ボックプロック)								0	81	351	450	N/A		
(2) ECオペレーションマネジメントルビーグループ												1,050		
(3) SOLUTION(新規・微調) -旧	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0
①EC受託開発事業・ECサイトのコンサル等 -旧	232	296	319	257	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0
うちDMP(蓄積)				104										
セグメント営業利益	107	130	38	-60	22	39	78	119	108	67	7	8	-1	-17.0
セグメント営業利益率	22.5%	25.8%	7.1%	-	8.2%	15.4%	26.1%	33.1%	26.4%	9.5%	1.0%	0.3%	-0.7%	

(出所) 決算説明資料、取材によりアルファ・ワイン調査部が作成。(備考) 一部に当部の推計・推定も含む。

＜事業別の業績動向：II.コマース支援事業

(1) EC構築ソリューション

①イーシーキューブ

サービスの概要

- イーシーキューブは、EC(イーコマース：電子商取引)ウェブサイトを自社で構築し運用できるソフトウェアプラットフォーム。
- ウェブで商品・サービスの販売・提供を始める事業者向けに、ウェブサイト製作用パッケージソフトであるオープンソース型のダウンロード版「EC-CUBE(イーシーキューブ)」と、クラウド版の「ec-cube.co(イーシーキューブシーオー)」を提供。
- 低コスト・高カスタマイズ・操作性の良さなどの特徴をもち、国内シェア1位を獲得し、スタンダードプラットフォームとなっている。

ビジネスモデルと売上高構成

- 「EC-CUBE」は、ソフトウェアを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^{注13}を採用。
- 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からの決済手数料売上高、「ec-cube.co」の月額課金によるサブスクリプション収入、その他(プラグイン等)から構成される。
- 近年、売上高は3億円強で、横ばいで推移していた。

エンタープライズ版・新サービス(有料版)の展開

- 同社は大手企業向けに、大規模EC向け構築運用サービスである「EC-CUBE Enterprise」の新サービス提供に注力している。

- 2024年10月にMall(モール型ECサイト対応)、Multilingual(多言語ECサイト対応)、続いて12月にはSubscription(定期購入版)、2025年1月にはBtoB版と矢継ぎ早に、種々のラインナップの提供を開始している(P21-図表15)。

- さらに、生成AIを活用して、より効率的で高クオリティなEC構築を実現する次世代型EC開発プロセス標準化への取り組み「EC-CUBE EQ」を2025年2月に発表した。また、「AI×専門家」でEC

ビジネスの成長を伴走支援する「EC ビジネスグロース支援サービス」も、2025 年 9 月より提供を開始している。

②EC 構築運用サービス

- ワンストップサービスを提供し、垂直統合モデルを構築。EC 構築・運用は、シナジー効果もあり急拡大。

(注 14) プロフェッショナルサービス:コンサルティング、アカウント運用、受託制作など、クラウドツール提供以外の役務提供サービスの総称。

- ルビー社は前期から連決業績にフル寄与。

- コマース支援事業においてワンストップサービスを提供。

- AI を積極的に活用。AI 企業として進化し、国内 AI 市場で確固たるポジションを築く方針。

旧・ボクブロック株式会社の買収により、プロフェッショナルサービス^{注 14}に再参入し、EC-CUBE を活用した独自性の高い EC サイトの構築と運用支援を行い、EC サイトの構築からマーケティング支援までを提供するソリューションサービスを提供している。

イーシーキューブ社は、近年、EC 構築・運用案件の受注の増加により売上高が急拡大し、同社の成長ドライバーの一つとなっている。前期の売上高は 778 百万円⇒971 百万円へと増収 (YOY+194 百万円、+24.9%) となり、下期から黒字化し通期では 19 百万円の営業黒字を計上している。

＜事業別の業績動向：II.コマース支援事業

(2) EC オペレーションマネジメント(ルビー・グループ)

企業買収により連結子会社化したルビー社は、前期初より連結業績にフルに寄与している。

ルビー社は、ラグジュアリーブランドの EC サイト構築・運営を提供する。EC サイトの運用代行 (フルフィルメントサービス、コンサルタント、オペレーション、カスタマーサポートなど) を営む。

イーシーキューブ社にルビー社が加わり、コマース支援事業においてワンストップサービスを提供し、垂直統合モデルを構築しつつある。従来は、EC 構築・運用支援事業が中心となっていたが、ルビー社の買収により、EC オペレーションマネジメントの売上高が加わり、両者の売上高は拮抗しつつある。

◆AI 技術の活用

同社は、近年、AI 技術を活用した機能拡充や新サービスを、両事業において戦略的に開発しリリースしている (P21-図表 15 の赤文字が、AI を活用した新規の製品・サービス)。

今後、AI 市場の主戦場はアプリケーションレイヤーになると同社は考えている。これまでの強みに磨きを変え AI 企業として進化し、業務・産業特化の AI を活用した SaaS において、急成長が期待される国内 AI 市場で確固たるポジションを築くことを狙っている。

このため M&A により必要な外部ソースを積極的に加え、AI 組み込み能力をさらに強化したい意向である。

【図表 15】前期の新サービスのリリース実績

事業区分	リリース時期	サービス名	サービス内容・特長
コマース支援事業 (コマースAI事業)	2024年10月～	EC-CUBE Enterprise Mall（モール）	モール型ECサイト対応。「EC-CUBE Enterprise」は、エンタープライズ向けの大規模EC構築・運用サービス。2024年6月からInfrastructure（インフラストラクチャー）を提供開始。
	2024年10月～	EC-CUBE Enterprise Multilingual（マルチリンガル）	多言語ECサイト対応
	2024年12月～	EC-CUBE Enterprise Subscription（サブスクリプション）	エンタープライズ向けEC-CUBEパッケージ
	2025年1月～	EC-CUBE Enterprise BtoB	エンタープライズ向け BtoB EC対応版
	2025年2月～	EC-CUBE EQ	生成AI技術を活用し次世代型ECサイト構築・開発プロセスの標準化への取り組み
マーケティングDX支援事業 (マーケティングAI事業)	2025年9月～	ECビジネスグロース支援サービス	EC運営び包括的な支援サービス
	2024年11月～	AI推定クロスデバイス	日次でクロスデバイス分析が可能。迅速な意思決定をサポート
	2025年5月～	アドエビスキャンペーンマネージャー	AIを活用した新SaaS、正式版をリリース。マーケティングの施策情報を一元管理。生成AIが実績結果を分析し、改善提案。デバイスやプラウザを横断したユーザー行動を可視化。
	2025年7月～	アドエビスキャンペーンマネージャー：AI企画推定機能	過去のマーケティング施策を分析。施策データがなくても改善提案が可能。
	2025年9月～	アドエビスキャンペーンマネージャー：ナレッジインポート機能	散らばったデータをAIで共有、ナレッジ化。組織全体で活用可能な資産に変える。

(出所) 決算説明資料より作成。赤文字はAIを組み込んだサービス。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証スタンダード)

発行日 : 2025/12/25

3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

- 個人の株式保有比率が、約 97%と圧倒的に高い。

2025 年 9 月末の株主所有者別構成比率 (図表 16) では、「個人その他」が 97% と圧倒的に多く、近年、その比率は増加傾向にある (株主数での個人その他の比率 : 約 99%。現・元役員である上位 3 名を除く、単純平均保有株数 : 250 株/人)。

【図表 16】株主所有者別構成比率の推移 (単位 : %)

	2014/9期末	2015/9期末	2016/9期末	2017/9期末	2018/9期末	2019/9期末	2020/9期末	2021/9期末	2022/9期末	2023/9期末	2024/9期末	2025/9期末
個人その他	87.80	94.89	89.48	94.69	93.82	81.51	83.29	91.42	91.93	95.29	97.40	98.91
金融機関等	3.12	0.47	1.49	0.47	1.40	8.95	7.84	3.91	2.06	0.00	0.00	0.06
外国法人等	0.35	0.54	1.07	0.54	0.56	5.88	2.64	1.32	1.34	0.82	0.29	0.80
その他の法人	4.49	3.20	2.96	3.20	1.99	1.85	1.78	1.80	2.08	1.76	1.66	1.66
金融商品取引業者	4.13	1.10	5.00	1.10	2.43	1.81	4.46	1.55	2.59	2.12	0.63	0.57

(出所) 有価証券報告書に基づき、アルファ・ワイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

- 上位大株主に大きな変化はない。現役員、元役員に持株会などを加えると、関係者で約 6 割を保有。

2025 年 9 月末時点での大株主を、図表 17 に示した (以下補足)。

- 1 年前と比較すると、元役員の保有株が減少し岩田社長の保有株が増加している。
- なお、大株主であった博報堂 DY メディアパートナーズが博報堂に統合され、名義が変更となったが保有株数に変化はない。
- また、第 10 位の株主となった株式会社アイレップ (博報堂関連会社と推測される) と、一部の個人株主以外に、上位の大株主の顔ぶれは変わっていない。
- 上位 3 位までの株主には、岩田社長を筆頭に役員 (元役員も含む) が名を連ね、合計すると発行済株式数の過半数となる。
- 国内投信では、楽天・新経連株価指値ファンドが投資している。
- なお、同社は、2025 年 9 月末では約 173 千株 (発行済株式数の 2.7%) の自社株を保有している (実質的には第 4 位の株主に相当)。役職員に対する株式報酬として過去数回に分けて自己株式を処分しており、自己株式の保有数は減少している。

【図表 17】大株主の状況 (単位 : 千株、%)

	2015/9月末	2016/9月末	2017/9月末	2018/9月末	2019/9月末	2020/9月末	2021/9月末	2022/9月末	2023/9月末	2024/9月末	2025/9月末	瞬時点保有割合	回数	累積数 (25/9-24/9)
岩田 透氏 (代表取締役社長執行役員)	2,851	2,813	3,817	2,810	2,823	3,835	3,827	2,809	2,793	3,615	3,641	42.59	1	25
柳田 一氏 (元取締役社長執行役員)	1,071	1,021	1,021	961	801	781	817	778	805	771	12.43	2	0	-34
又座 加奈子氏 (元取締役等執行役員)	415	415	352	354	353	352	329	329	329	329	5.31	3	0	0
山下 久氏 (元取締役等執行役員)	—	—	—	—	—	—	54	54	68	68	1.09	4	0	0
イルグルム社員持株会	76	39	48	69	68	71	66	69	79	64	64	1.03	5	0
株式会社博報堂	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60	60	0.96	6	—
山田 管則氏	—	—	28	—	—	—	33	36	53	53	53	0.85	7	0
中川 仁氏	—	—	—	—	—	—	—	—	—	27	30	0.48	8	3
長野 佳代子氏	—	—	24	—	—	—	—	—	—	24	24	0.38	9	0
株式会社アイレップ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	22	22	0.35	10	—
株式会社博報堂 DY メディアパートナーズ	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	—	—	—
J.P. MORGAN SECURITIES PLC	—	—	—	—	—	—	—	35	34	34	34	—	—	—
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	—	—	—	—	—	221	128	103	—	—	—	—	—	—
株式会社日本カストディ銀行 (証券投資信託口)	—	—	—	—	—	169	82	—	—	—	—	—	—	—
楽天証券株式会社	—	—	—	72	64	—	—	—	—	—	—	—	—	—
株式会社SB証券	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
上田八木証券株式会社	—	—	—	—	—	86	—	—	—	—	—	—	—	—
RIU HOLDINGS 株式会社	—	—	—	—	—	62	—	—	—	—	—	—	—	—
三井UFJリカーズ・リース・リレーションズ株式会社	—	—	—	—	—	58	—	—	—	—	—	—	—	—
(旧) 日本カストディ・サービス貯蓄銀行株式会社	59	—	60	333	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
BNY GCM CLIENT ACCOUNT PROD AC ISG (FE-AG)	—	—	60	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(旧) 楽天証券サービス・信託銀行株式会社	—	—	29	123	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	284	—	—	—	—	—	—	—	—	—
上田八木証券株式会社	—	—	—	113	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
和出 順一氏 (元社外取締役)	39	29	29	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
株式会社セガチーニ	62	62	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
松井証券株式会社	—	36	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
日本証券株式会社	30	35	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
塙 勉氏 (元取締役・監査等委員)	26	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(自己株式 : 千株)	0	0	0	1	81	64	58	112	84	210	173	—	実質4位	—
(自己株式 : %)	—	—	0.00%	0.02%	1.28%	1.01%	0.91%	1.75%	1.32%	3.30%	2.71%	—	—	—

(出所) 有価証券報告書に基づき、アルファ・ワイン調査部が作成。(備考) 自己株式は大株主から除外。また、持株比率は自己株式を除外して計算。

赤文字は、イルグルムの現・元役員、持ち株会などの関係者を示す。なお、過去における一部の一般個人投資家はリストから削除した。

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

4. ESG と SDGs

従来から ESG・SDGs について、継続的に取り組んでいます。直近の 1 年間で特筆すべき変化はない。

◆ 環境対応 (Environment)

業態上、環境に負荷をかけるビジネスではなく、節電などを通じて省エネを心掛けている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社のビジネスは、インターネットマーケティングツールの提供と活用を通じて、ユーザーの業務の効率化と事業の拡大に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

- ・取締役を 1 名増員(女性)。
- ・取締役 8 名のうち社外取締役が 5 名を占める。

◆ 雇用とサービスを通じた SDGs の目標に取り組む。

(注 15) SDGs 【 Sustainable Development Goals 】は、国連サミットで採択された、「2030 年までに持続可能で、よりよい世界を目指す」国際的な開発目標。

◆ SDGs(Sustainable Development Goals)

SDGs ^{注 15} (エスディージーズ：持続可能な開発目標) については、雇用における目標と、同社のサービスを通じた目標の両面から、共通目標である「マーケティング DX 支援により、自社及び顧客企業における働きがい創出と事業成長に寄与」を掲げ、豊かな社会作りに向けて取り組んでいる（図表 18）。

【図表 18】SDGs の目標と取り組み



5. 成長の軌跡

◆ 過去の業績推移

＜売上高＞

・売上高は、25期連続で過去最高を更新中。過去16期間で売上高は8.6倍に増加。年間・平均売上高成長率は+14.4%。

・他社と差別化できる独創的な製品・サービスを開発し投入。加えてM&Aによりサービスを拡大。時代のニーズを取りし、急成長。人員も順調に拡大。

創業以来、25期間にわたって毎期、増収を達成し、過去最高の売上高を連続更新している。

情報が開示されている2009/9期～2025/9期に至るまで、売上高は5.7億円から49.3億円へと約8.6倍（年率複利換算+14.4%）に増加した。

時代のニーズを取りし、他社と差別化できる独創的な製品・サービスの開発・投入に加え、人員の増強とビジネスポートフォリオの再構築のためのM&Aを実施し、急成長を遂げた（P25-図表19、図表20）。

クラウドサービスの提供や拡充、特に自社開発サービスであるマーケティングDX支援事業のアドエビスが急速に拡大したことに加え、EC市場の成長に支えられてコマース支援事業のEC-CUBEが安定成長したこと、並びに買収した企業（EC構築・運用支援等）の貢献がその背景にある。

＜利益＞

・2016/9期以降は将来の成長を加速するため、利益よりも事業再編と先行投資を優先。2018/9期・2019/9期と連続して最終赤字を計上。

一方、利益面では、2017/9期までは単独・連結とも黒字を維持した。しかし、2016/9期以降は増収ながらも事業再編と先行投資によるコストの増加が収益を圧迫し、連続減益となつた。

2018/9期には開発・営業などの人員増強を中心とする先行投資負担から、上場後、各利益は初の赤字に転落した（営業赤字はこの1期のみ）。

翌2019/9期には、マーケティングDX支援事業においてアドエビスが牽引し、営業・経常利益ともに黒字化した。しかし、特別損失を計上し、2期連続の最終赤字となつた。

続く2020/9期には増収に加えコストの改善が進み、営業・経常利益は前期の3倍に拡大、最終利益も3期ぶりに黒字化し、V字回復が鮮明となつた。

2021/9期には各利益が、さらに2022/9期には営業・経常利益が揃つて過去最高益を更新した。

その後、2023/9期、2024/3期と先行投資負担から増収ながら減益となつたが、前期には営業増益に転じ、今期も更なる増益を計画している。

なお、過去5期間（2021/9期～2025/9期）にわたり、各期の業績予想の推移と実績を比較した（P25-図表21）。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

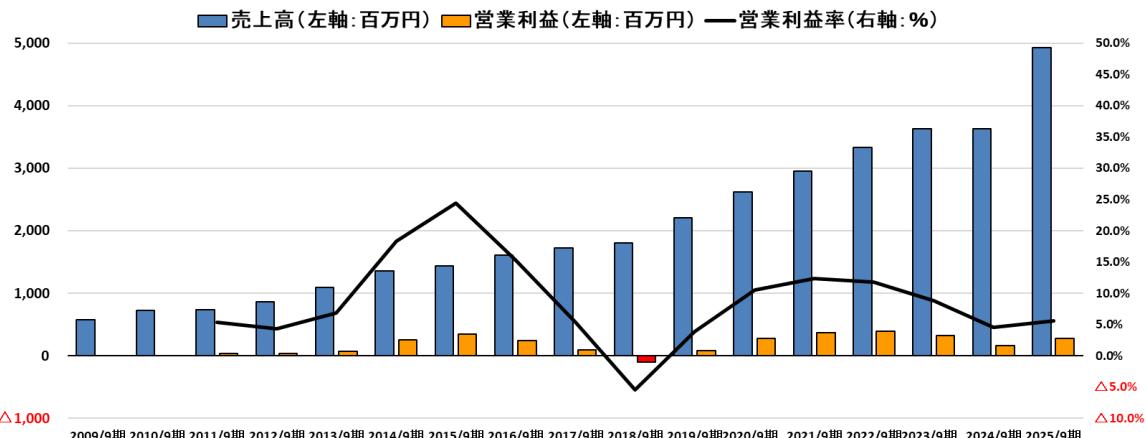
株式会社イルグルム (3690 東証スタンダード)

発行日 : 2025/12/25

- 過去 5 期間では、期初予想を下回ることが多く、意欲的な目標を設定。

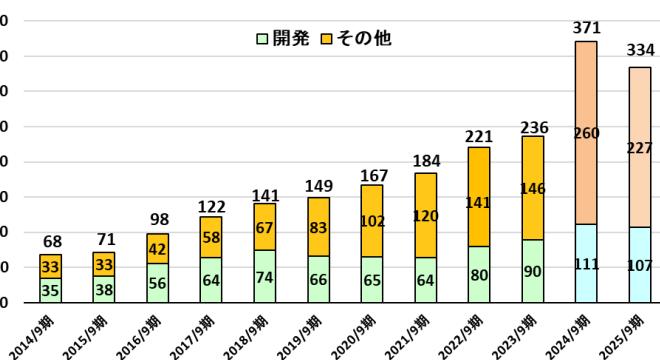
この間、期初予想を実績が上回った期間は、売上高では 1 期、営業利益では 2 期、当期利益でも 1 期となっている。期初時点では、やや意欲的な業績予想を発表する傾向が見られる。

【 図表 19 】 過去の業績推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ワイン調査部が作成。2014/9 期より連結決算、それ以前は単独決算。

【 図表 20 】 人員推移 (単位 : 人)



(出所) 決算説明資料・有価証券報告書からアルファ・ワイン調査部が作成。

(備考) 2024/9 期、2025/9 期の開発とその他の従業員数の内訳は推定値。2025/9 期は、前期末に買収したルビー社の海外子会社の社員の退職に伴い、人員が減少。

【 図表 21 】 過去 5 年間の業績予想の推移
(期中の修正履歴と実績)

決算期	決算発表日、または修正日	履歴区分	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	経常利益 (百万円)	最終利益 (百万円)	修正当 (円)
2021/9期	2020/11/6	期初	—	—	—	—	4.5
	2021/2/5	初回	3,000	330	320	210	4.5
	2021/5/7	修正	3,000	330	320	210	5.0
	2021/11/5	実績	2,957	365	364	239	5.2
	期初(初回)と 実績の乖離 比率	金額	−43	35	44	29	0.7
2022/9期	2021/11/5	期初	3,600	475	460	320	7.5
	2022/5/6	修正	3,400	340	340	210	7.0
	2022/11/4	実績	3,334	392	399	236	7.0
	期初(初回)と 実績の乖離 比率	金額	−266	−83	−61	−84	−0.5
2023/9期	2022/11/4	期初	3,900	400	390	240	7.8
	2023/5/8	修正	3,650	305	305	185	7.4
	2023/11/6	実績	3,626	318	329	197	7.4
	期初(初回)と 実績の乖離 比率	金額	−274	−82	−61	−43	−0.4
2024/9期	2024/11/6	期初	4,100	240	230	140	7.9
	2024/8/5	修正	3,650	140	135	55	7.6
	2024/11/6	実績	3,636	164	162	68	7.8
	期初(初回)と 実績の乖離 比率	金額	−464	−76	−68	−72	−0.1
2025/9期	2024/11/6	期初	—	—	—	—	—
	2025/1/17	初回	4,800	200	190	100	7.9
	2025/10/21	修正	4,930	270	270	−142	7.9
	2025/11/6	実績	4,934	278	279	−142	7.9
	期初(初回)と 実績の乖離 比率	金額	134	78	89	−242	0.0
上記5期間単純平均の乖離率				−4.9%	−4.0%	0.4%	0.5%
上方修正:下方修正微回数				1;4	2;4	2;4	1;4
2026/9期	2025/11/6	期初	5,450	320	310	180	8.0

(出所) 決算短信よりアルファ・ワイン調査部が作成。

25/44

アルファ・ワ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・ワイン・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。

6. 業界環境

◆ 日本の広告市場の動向

<総広告費>

・2024年の日本の総広告費は、前年比で約5%増加し、3年連続で過去最高を更新。

・2024年のインターネット広告費市場は、前年比で約10%増加し高成長を維持。総広告費の約48%を占めるまで拡大。足元も順調に推移。

(注16)なお、経済産業省・特定サービス動態統計調査の終了に伴い、インターネット広告(月次売上高)の動向は把握できなくなった。

・BtoC-EC市場は、前期比+5%と順調に拡大、今後の成長ポテンシャルは高い。

・物販系のEC化率は、約10%まで上昇。

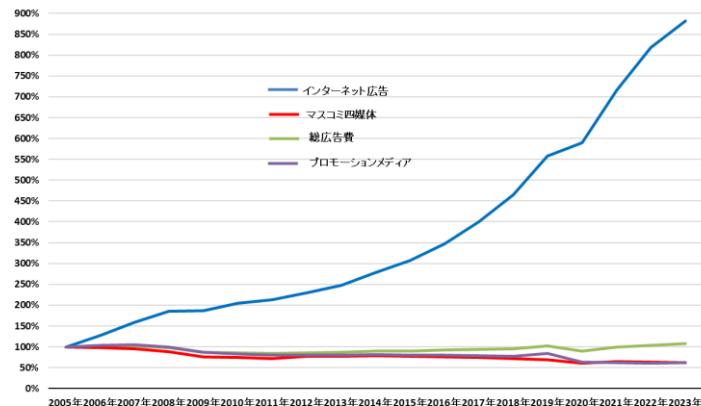
<インターネット広告市場^{注16}(年次)>

2024年(暦年、本章では以下同様)の日本の総広告費は、前年比で4.9%増加し約7.7兆円と3年連続で過去最高を更新した。コロナ後のリアルイベントの増加、国内外の観光・旅行の回復や個人消費の活性化、好調な企業収益がその背景にある。特に社会のデジタル化の進展により、インターネット広告費の成長が市場全体を支え、同社のインターネット広告関連ビジネスに望ましい環境が続いている。

<インターネット広告市場^{注16}(年次)>

デジタル化の進展、EC市場の活況、動画広告需要の拡大で、2024年のインターネット広告費市場(媒体費と製作費の合計)は約3.7兆円に達し、前年比で9.6%増加した。同広告費は、総広告費のうち47.6%を占める最大の媒体となっている(出所：電通「2024年日本の広告費」)。なお、同市場は、2005年を基準とすると2024年には9.7倍(年間単純平均成長率+12.9%)に急拡大している(図表22)。

【図表22】媒体別広告費の推移(指標化：2005年=100)



(出所) 電通「2024年日本の広告費」より、当調査部が作成。

◆ 日本のEC市場の動向

<BtoC-EC市場の規模とEC化率(年次)>

コマース支援事業で同社が提供する製品・サービスと関連が深い、2024年の日本国内のBtoC-EC(消費者向け電子商取引)市場規模は、26.1兆円(YOY+5.1%、2021年20.7兆円、2022年22.7兆円、2023年24.8兆円)と順調に拡大している。

また、BtoC-ECにおける物販系分野の市場規模の増加率(YOY)は+3.07%、同EC化率は9.78%(前年比+0.40%ポイント)と、商取引における電子化が順調に増加している(出所：経済産業省、「令和6年度デジタル取引環境整備事業(電子商取引に関する市場調査)」)。

7. 前期の業績と今期の業績予想

◆ 2025/9 期(前期)連結決算の実績

<概要>

- ・**前期は大幅な増収・営業増益、売上高は過去最高を25期連続で更新。**

2025/9期・通期連結決算（2024年10月～2025年9月）は、売上高が前年同期比+35.7%増加の4,934百万円（YOY+1,298百万円）、営業利益も同+69.6%増加の278百万円（YOY+114百万円）と、大幅な増収増益となった（図表23）。

- ・**特損を計上し、最終赤字に。**

売上高は創業以来25期連続の増収で、過去最高を更新した。また、営業利益は、歴代第5位の水準となった。但し、過去に買収した子会社2社の減損を特別損失として計上したため、当期純利益は△142百万円の赤字となった（赤字額は過去最大）。

連結子会社となったルビー社は、主要顧客の一部に解約可能性が生じ、不確実性が増したため保守的に見直し、減損238百万円を特別損失に計上した。加えて、同じく連結子会社のトピカ社に対しても、SNS運用代行事業における直近の業績状況を勘案し、のれん償却として特別損失に98百万円を計上した。

従って、一時的な費用により計上した特損を除外した実質的な当期純利益は195百万円と、黒字かつ増益（YOY+127百万円、+86.8%）と試算される。

- ・**但し、配当は計画通りに実施。**

なお、最終赤字になったものの計画通りに、7.9円（YOY+0.1円）の配当を行う。

- ・**事前の修正計画通りに着地し、ノーサプライズ。**

また、同社は2025年10月21日に、通期の業績見通しを修正している。前期の本決算は、売上高、及び各利益ともに想定通りに着地し、ノーサプライズであった。

【図表23】通期の業績推移

(単位:百万円、%)	2014/9期～2025/9期 業績推移												2025/9期・会社予想			
	2014/9期 金額(実績)	2015/9期 金額(実績)	2016/9期 金額(実績)	2017/9期 金額(実績)	2018/9期 金額(実績)	2019/9期 金額(実績)	2020/9期 金額(実績)	2021/9期 金額(実績)	2022/9期 金額(実績)	2023/9期 金額(実績)	2024/9期 金額(実績)	2025/9期 金額(実績)	増減額/率 YOY	増減率 YOY	金額(予想)	増減額/率 実績と予想の比較
売上高合計	1,380	1,437	1,613	1,719	1,805	2,204	2,619	2,958	3,334	3,626	3,636	4,934	292	0.3%	4,930	4 0.1%
I マーケティングDX支援事業	897	911	1,074	1,255	1,530	1,951	2,318	2,599	2,924	2,923	2,858	2,919	-1	-0.2%		
II コマース支援事業	463	526	539	485	274	253	301	358	410	703	778	2,016	293	186.8%		
粗利	867	956	1,044	1,123	1,190	1,581	1,832	2,039	2,260	2,168	2,119	2,586	-90	16.3%		
粗利率	63.8%	66.5%	64.7%	65.3%	65.9%	70.8%	70.0%	68.9%	67.8%	59.8%	58.3%	52.0%	-8.0%	-		
販売管理費	618	606	796	1,030	1,289	1,476	1,555	1,674	1,867	1,850	1,955	2,287	-17	23.6%		
販売管理費比率	45.4%	42.1%	49.3%	59.8%	71.4%	66.8%	59.4%	56.6%	58.0%	51.0%	53.8%	46.4%	-5.0%	-		
営業(セグメント)利益	249	350	248	93	-68	85	277	365	392	318	164	278	-74	-48.4%	270	8 3.0%
I マーケティングDX支援事業	142	214	210	153	-121	46	199	247	280	256	151	273	-24	8.6%		
II コマース支援事業	107	136	38	-60	22	39	78	119	108	67	7	6	-41	-90.7%		
営業利益率	18.3%	24.4%	15.4%	5.4%	-5.6%	3.9%	10.6%	12.4%	11.8%	8.8%	4.5%	5.6%	-3.0%	-	5.5%	0.2%
I マーケティングDX支援事業	15.8%	23.6%	19.5%	12.2%	-7.0%	2.4%	8.6%	9.5%	9.6%	8.7%	5.3%	9.3%	-0.8%	-		
II コマース支援事業	23.2%	25.8%	7.1%	-12.9%	8.2%	15.4%	29.1%	33.1%	26.4%	9.5%	1.0%	0.3%	-16.9%	-		
経常利益	234	352	250	108	-115	79	281	364	399	329	162	279	-70	-50.8%	270	9 3.3%
当期利益	138	231	169	73	-89	-35	183	240	236	197	68	-142	-39	-65.1%	-140	-2 1.4%

(出所) 決算説明資料よりアルファ・ワイン調査部が作成 (備考) マーケティングDX支援、コマース支援の売上高は、外部顧客向けの売上。

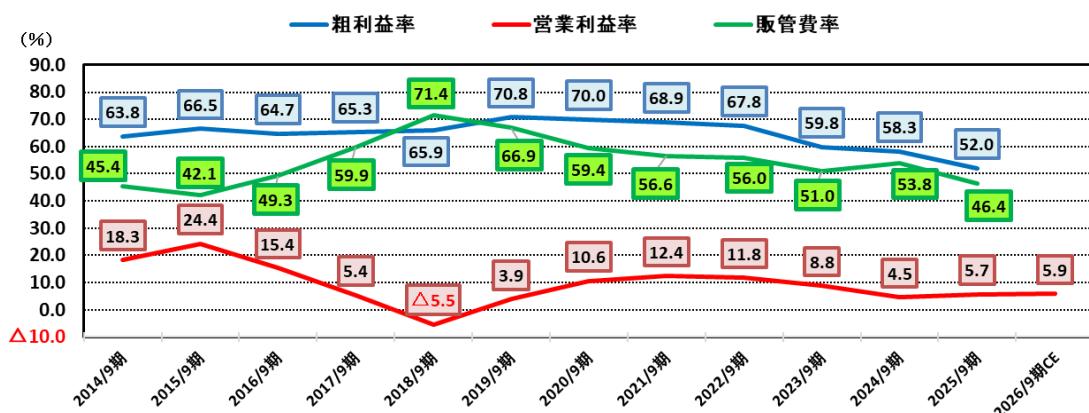
＜全体の利益率の動向＞

M&A による事業構成の変化もあり、粗利率は前々期の 58.3%から前期は 52.0%へと 6.3%ポイント低下した（図表 24）。

一方、販管費は増収率 (+35.7%) を大きく下回る 17.0%の増加に留まり、売上高販管費比率は、同順に 53.8%から 46.4%へと 7.4%ポイントも低下した。

この結果、前期の営業利益率は 4.5%から 5.7%へと 1.2%ポイント上昇した。

【図表 24】販管費率と利益率の推移（単位 : %）



（出所）決算説明資料よりアルファ・ワイン調査部が作成。

＜前期の増減益要因分析＞

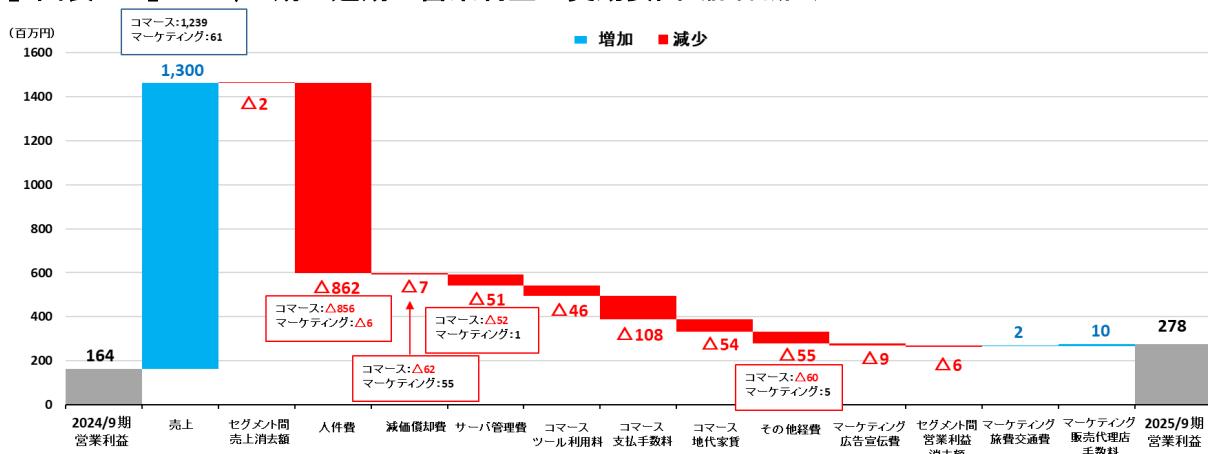
◆コマース支援事業の増減

要因は相殺され利益は横ばい。マーケティング支援事業の増益が全社の利益を押し上げた。

前期の全社ベースでの増減益要因分析は、図表 25 の通りである。

コマース支援事業の増減要因（ルビー社の買収に伴う増収と人件費の増加）は相殺され、利益は横ばいとなった。マーケティング DX 支援事業の増収による増益効果と減価償却費の減少が、全社でも主な増益要因となった（P29-図表 26）。

【図表 25】2025/9期・通期の営業利益の変動要因（前年同期比）



（出所）決算説明資料よりアルファ・ワイン調査部が作成。P29-図表 26 の左右の図表を合算。

【図表 26】2025/9期・通期の事業別営業利益の変動要因 (前年同期比)



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ワイン調査部が作成。

<四半期ベースの業績推移>

・経営改革後、全社では黒字が定着。27四半期連続で営業黒字を継続。

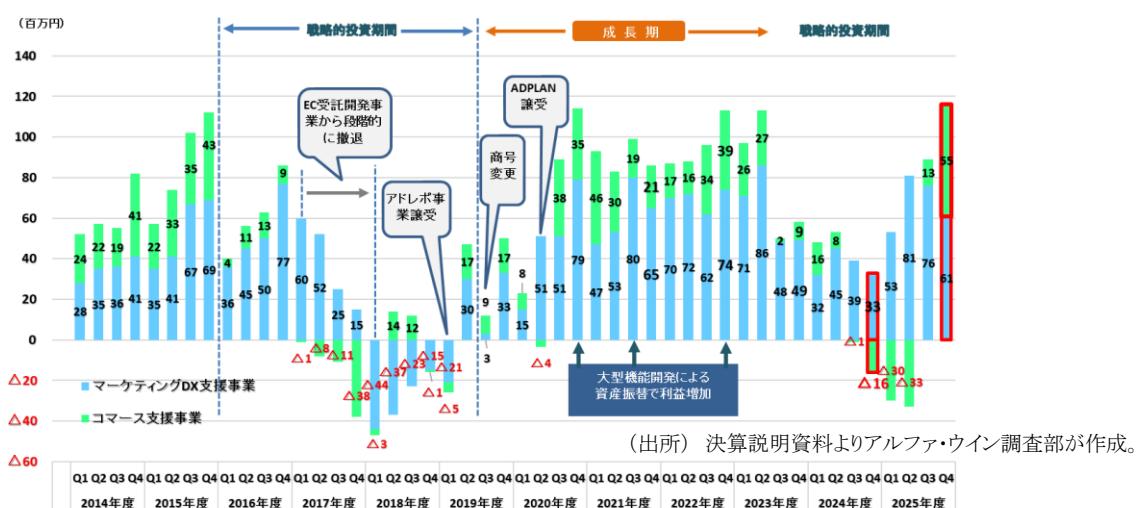
・四半期ごとに利益が急回復。

全社ベースでは、27四半期連続で営業黒字を継続している(図表 27)。なお、前期は、Q1~Q4まで毎四半期、前年同期比で大幅な増収となつた。Q1及びQ2は営業減益ではあったが、黒字を維持した。

また、QOQ(直前の四半期比)でも増収となり、かつYOY(前年同期比)でも四半期ごとに増収率が高まり、Q1からQ4に向けて、収益が急回復した。Q3及びQ4の営業利益は前年同期の3倍以上と非常に好調であった(但し、Q4は特損の計上により最終赤字)。

事業別では、マーケティングDX事業の売上高・営業利益とも安定して推移した。一方、コマース支援事業ではイーシーキューブ社、ルビー社の収益性がともに改善し、上期の赤字から下期(Q3)には黒字に転換した。この結果、同事業の通期利益は前年並みの水準を維持した(P32-図表 31)。

【図表 27】四半期別、営業利益の推移



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ワイン調査部が作成。

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

<事業別の業績動向：I.マーケティング DX 支援事業>

概要・**微増収・大幅増益。**

マーケティング DX 支援事業の売上高（外部顧客向け、単位未満を四捨五入、以下同様）は 2,919 百万円（前年同期比+2.2%）、セグメント利益は 273 百万円（同+80.6%）と微増収だが大幅な増益となった。

・**アドエビスは堅調。AI を活用した業務の効率化により利益率は改善。**

利益率が高くコアであるアドエビスの売上高が堅調に推移する中、AI を活用した業務の効率化による収益改善に加え、減価償却費が減少し、利益率が 5.3%から 9.3%へと大きく改善した。

・**安定した収益源。**

新 SaaS への投資を行ったが、人員の配置転換によるものが中心であり、人件費はほぼフラットであった。

毎四半期、50 百万円の利益を超える利益を計上し、前年同期比でもいずれも増益となり、安定した収益源となっている。

I-(1)マーケティングプロセス領域(①アドエビス+②アドレポ)・**マーケティングプロセス領域の売上高、契約件数は遙増。**

マーケティングプロセス領域は、微増収 2,322 百万円⇒2,375 百万円（YOY+43 百万円、+1.8%）となった。

契約件数が増加した結果、アドエビスの売上高が、2,152 百万円⇒2,183 百万円と増収（YOY+31 百万円、+1.4%）と増加に転じたことが主な要因である。

・**新規顧客の獲得に、低価格プランが寄与。**

契約件数は、アドエビスの新規獲得施策である低単価プラン（GSP）と CAPiCO が奏功し、2023/9 期 Q4 の 1,198 件をボトムに、緩やかな増加傾向が続いている（P31-図表 28）。

・**平均単価は、低下傾向だが想定内。将来的な展開を見据えて、契約件数の純増を優先。解約率は遙減。**

因みに、前期の新規獲得契約のうち、低価格プラン：GSP (Growth Step Program、2023 年 7 月にリリース) が 57% を占め、契約件数の増加に貢献している。

契約件数は、前期末には 1,266 まで回復してきた。

Q3 にリリースしたキャンペーンマネージャーが、今期の認知獲得施策の実行により契約の増加に繋がり、2027/9 期にはピーク時（2020/9 期 Q2）の 1,666 件を超えることを目指している。

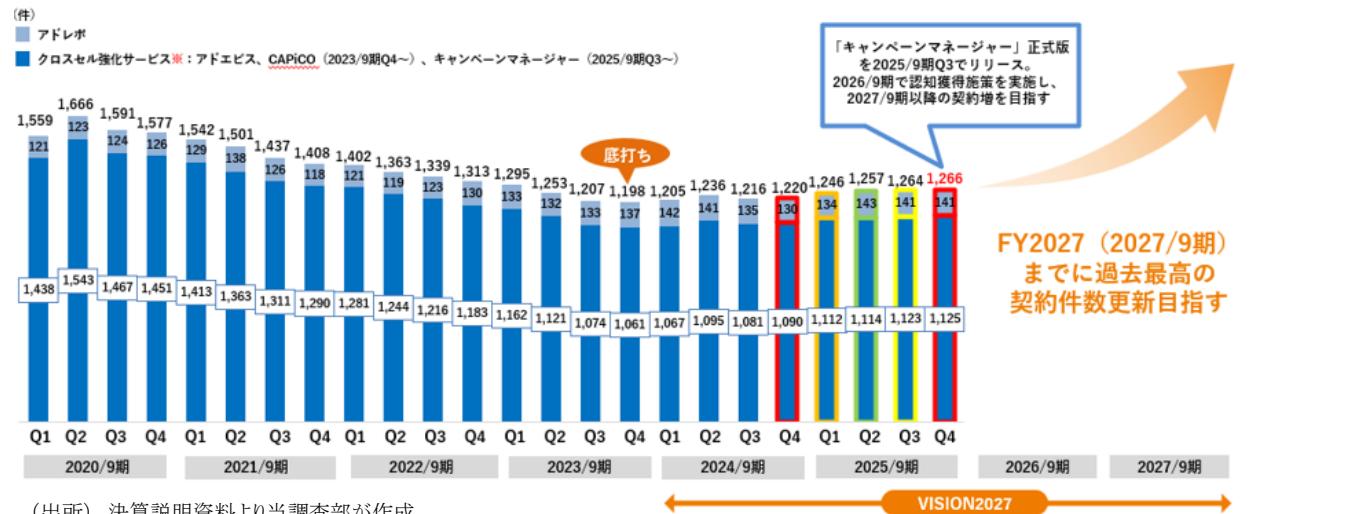
また、GSP の拡販により平均単価は遙減しているが想定通りであり、解約率も遙増傾向にあるが目標としてきた 2.0% の水準を維持している（P31-図表 29、図表 30）。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム（3690 東証スタンダード）

発行日：2025/12/25

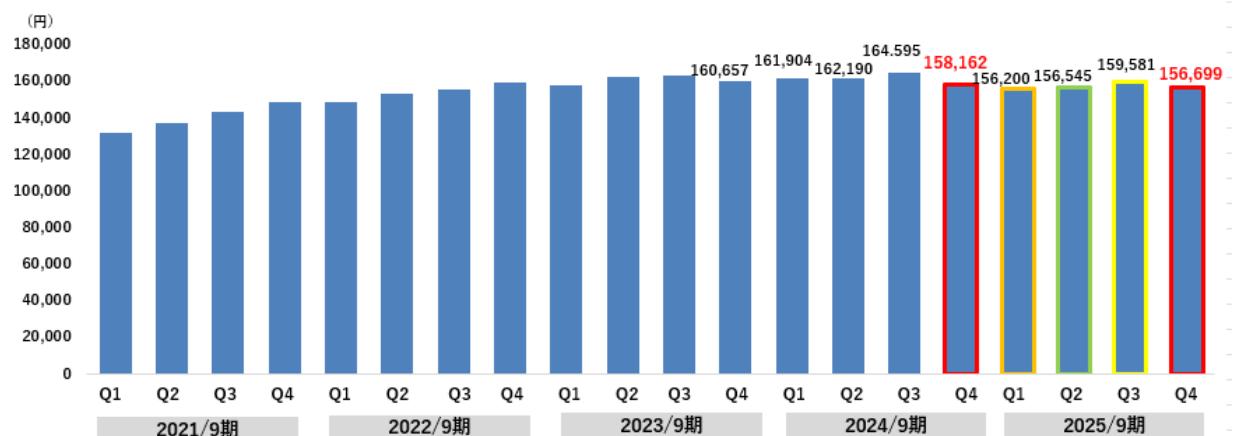
【図表28】マーケティングプロセス領域の契約件数の推移（四半期、単位：件）



（出所）決算説明資料より当調査部が作成。

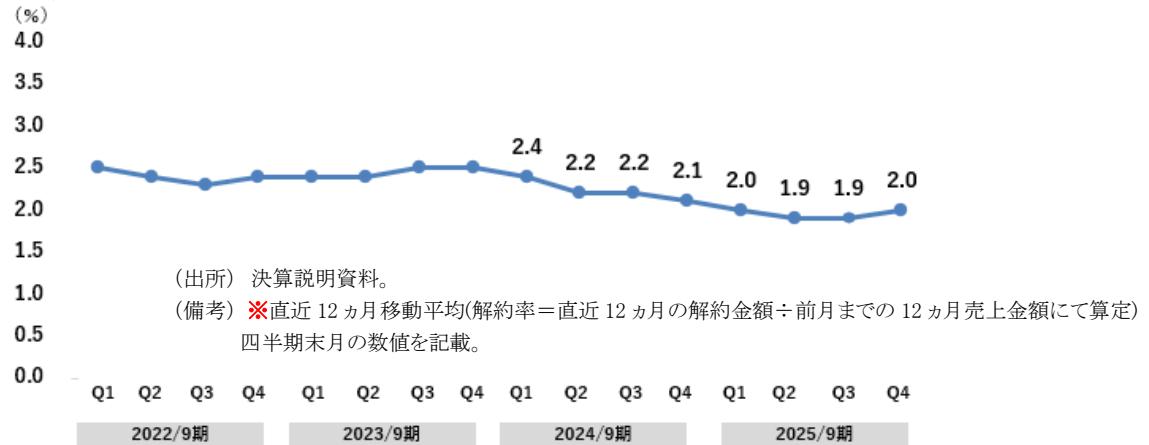
（備考）※「アドエビス」+「CAPiCO」+「キャンペーンマネージャー」を利用する有償アカウント数（契約件数）を集計。「CAPiCO」の「アドエビス」併用アカウントは、「アドエビス」のオプション扱いである為、カウント対象外。

【図表29】マーケティングプロセス領域の平均単価の推移（四半期、単位：円）



（出所）決算説明資料より当調査部が作成。

【図表30】マーケティングプロセス領域の解約率の推移（四半期、単位：%）



31/44

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

I-(2) インキュベーション領域(2つの自社開発サービス+買収した子会社3社)

- ・インキュベーション領域の売上高は微増。

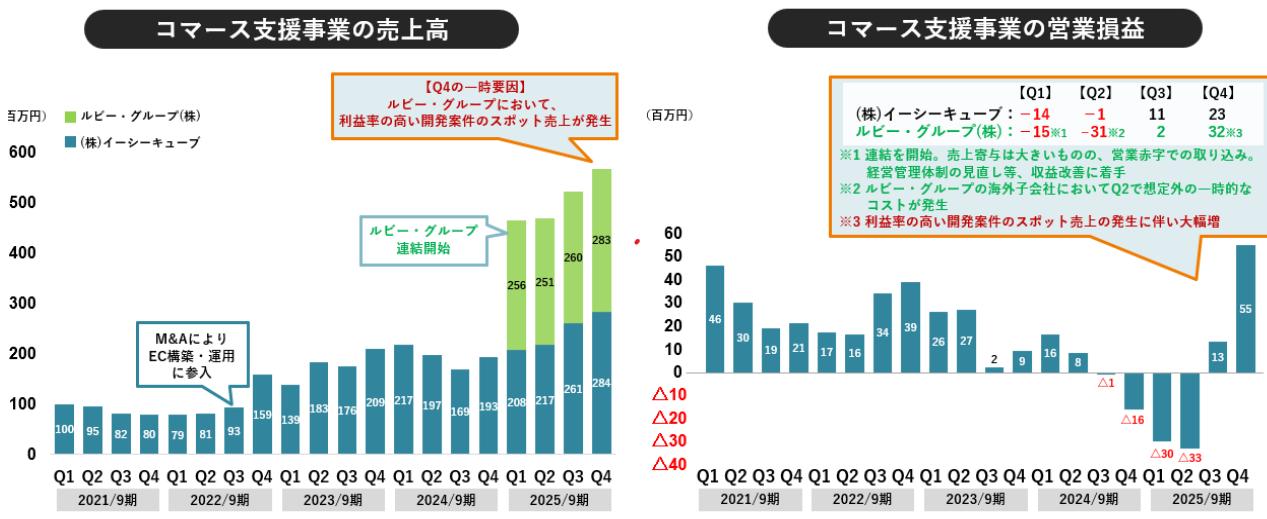
マーケティング DX 支援事業のインキュベーション領域は、経営資源をマーケティングプロセス領域と EC 構築・運用支援に集中していることから、売上高は前期の 523 百万円から 544 百万円と (YOY+21, +4.0%) 微増となった。

ファーエンド社は、売上高が 195 百万円から 241 百万円へと成長し、アドフープやトピカの微減収をカバーした。

＜事業別の業績動向 : II. コマース支援事業＞

コマース支援事業内は、領域が統合され単一セグメントとなったが、事業内容は EC 構築ソリューションを担うイーシーキューブ社と、EC オペレーションマネジメントを担うルビー社から構成される。四半期の業績の推移は、図表 31 に記載の通りである。

【図表 31】コマース支援事業の売上高、及びセグメント営業利益の四半期推移



(出所) 決算説明資料。(備考) 一部を当調査部で調整。

- ・コマース支援事業の増収が、売上高を牽引。

前期の全社の増収額 1,298 百万円のうち、コマース支援事業の増収額が 1,239 百万円と過半を占める。そのうち新たに買収したルビー社の増収寄与が 1,050 百万円 (ルビー社の売上高) とほとんどを占めた (全社の増収額に対し 81%、コマース支援事業の増収額に対し 85%)。ルビー社は、四半期ごとに売上高を積み上げ、当初の想定を上回り、同支援事業の売上高は約 2.6 倍となった。ルビー社は、通期では 12 百万円の赤字となったが、利益率の高い開発案件を受注し下期には 34 百万円の黒字に転換した。

イーシーキューブ社も EC 構築・運用案件の受注の拡大により、同様に業績が回復し通期では黒字を確保した。

2 社が下期に黒字転換し、上期の赤字をカバーしたため、コマース支援事業の全体では黒字を確保し、利益を前期比横ばいとした。

◆ 2026/9期(今期)連結業績の同社計画

<通期予想>

- 今期は二桁の増収増益、並びに増配を計画。特損がなく最終損益は黒字の見込み。

同社は、今期の売上高を 5,450 百万円 (YOY+10.4%)、営業利益を 320 百万円 (同+14.7%)、当期利益を 180 百万円 (黒字転換、YOY 322 百万円の利益改善)、配当金は 8.0 円 (+0.1 円の増配、DOE 2.5% に基づく 7.00 円+市場変更に伴う記念配 1.00 円) を計画している。

(P34-図表 34、P40-図表 37)

- 過去最高の売上高の更新を見込む。

売上高は今期も過去最高を連続更新し、営業利益は歴代 4 位、当期利益は同 5 位となる見込みである。

- 戦略的な投資を実行予定。利益率は微増、増収が大幅増益の主な要因。

今期は新 SaaS の認知獲得施策や、全社で AI による事業変革に約 130 百万円の戦略的な投資を行う予定である。このため全社の営業利益率は、前期の 5.7% から今期には 5.9% と 0.2% ポイントの改善に留まり、二桁の増益率は増収による効果が大きい。

- コマース AI 事業が売上高・利益の両面で全社の業績を牽引。

なお、セグメント別では、今期はコマース AI 事業（今期より新名称を使用）の売上高を 2,450 百万円 (同+21.4%)、営業利益を 120 百万円 (同 19.3 倍)、営業利益率を 4.9% (同+4.6% ポイント) と予想している（図表 32）。

同事業が売上高・利益の両面で全体の業績を牽引する計画であり、AI による事業変革を通じて収益力の向上を見込んでいる。コマース AI 事業の増収予定額は 432 百万円で、全社の増収額 516 百万円の約 84% を占める。同様に営業増益予定額は 113 百万円で全体の 263% に相当する。

- マーケティング AI 事業は、売上高は横ばいだが、投資コストの増加により利益率が低下し、二桁の減益予想。

一方で、主力のアドエビスが横ばいとなる見込みであることから、マーケティング AI 事業の売上高は 3,000 百万円と、微増収 (同+2.6%、+76 百万円) を予定する。

但し、今後の成長に向けて戦略的に投資を行うことから、営業利益率が 9.3% から 6.7% へと 2.6% ポイント低下すると予想し、営業利益は 272 百万円から 200 百万円に大きく減少する (同△26.7%、△72 百万円)。

【図表 32】今期のセグメント別業績予想

(単位：売上高：単位百万円、%)

コマース AI 事業(Commerce)					マーケティング AI 事業(Marketing)				
単位：百万円	FY2025 通期実績	FY2026 通期予想	前期比	増減額	単位：百万円	FY2025 通期実績	FY2026 通期予想	前期比	増減額
売上高	2,017	2,450	+21.4%	+432	売上高	2,923	3,000	+2.6%	+76
営業利益	6	120	19.3倍	+113	営業利益	272	200	△26.7%	△72
営業利益率	0.3%	4.9%	+4.6pt	—	営業利益率	9.3%	6.7%	△2.6pt	—

(出所) 決算説明会資料。(備考) 本社費用は、マーケティング AI 事業に計上。

33/44

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

<足元の状況(月次売上の状況)>

・今期の10月、11月の合計売上高(前年同月比)は二桁の増加、計画線で推移。

・コマース AI 事業が引き続き好調。

図表33は、同社より公表された今期の月次別売上高の推移である。前期は、2024年10月からルビー・グループの連結参入を開始したのに伴い、コマース事業の売上高が急増した。このため、月次の全社の増収率は高く、前年同期比で+21%から+55%のレンジ内で推移した。

今期に入り全社の増収率は、前年同月比で10月は+15.9%、11月は+4.7%、2ヶ月累計では+10.1%となった。同社の今通期の予想増収率+10.4%と同水準で、売上高は想定通りに順調に推移している。なお、マーケティング AI 事業は微増収で、コマース AI 事業は二桁近い成長を継続している。

【図表33】直近の月次別売上高(速報)推移

(上段；売上高：単位千円、下段；前年同期比：単位%)

暦年 年度	2025年			
	2026/9期			単位
月次売上高(千円)	10月	11月	2ヶ月累計	
マーケティング	244,463	244,759	489,222	千円
AI事業	106.1	101.9	104.0	YOY %
コマース	180,947	166,620	347,567	千円
AI事業	132.5	109.0	119.7	YOY %
全社	425,410	411,379	836,789	千円
	115.9	104.7	110.1	YOY %

(出所) 同社のHPの月次発表資料より、アルファ・ワイン調査部が作成。本社費用はMarketingセグメントに計上

(備考) なお、10月以降の記載数値は、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。

【図表34】今期、並びに中期の業績予想

(百万円)	2022/9期・実績	2023/9期・実績	2024/9期・実績	2025/9期・実績	2026/9期・CE	2026/9期・新E	2027/9期・新E	2028/9期・E	2026/9期・旧E	2027/9期・旧E
売上高	3,834	3,626	3,836	4,934	5,450	5,450	6,000	6,600	5,050	5,300
I.マーケティングAI事業(旧・マーケティングDX支援事業)	2,924	2,923	2,858	2,919	3,000	3,000	3,100	3,200	3,000	3,100
II.コマースAI事業(旧・コマース支援事業)	410	703	778	2,016	2,450	2,450	2,850	3,400	2,050	2,200
売上高純利益	2,260	2,169	2,119	2,566		2,720	2,850	3,000	2,650	2,800
売上高純利益率	67.8%	59.8%	59.3%	52.0%		49.8%	47.5%	45.5%	52.5%	52.8%
販管費及び一般管理費	1,887	1,850	1,955	2,287		2,400	2,500	2,600	2,400	2,500
対売上高比	56.0%	51.0%	53.8%	46.4%		44.0%	41.7%	39.4%	47.5%	47.2%
営業利益	392	318	184	278	320	320	350	400	250	300
対売上高比	11.8%	8.8%	4.5%	5.6%	5.9%	5.9%	5.8%	6.1%	5.0%	5.7%
経常利益	399	329	182	279	310	310	340	390	240	290
対売上高比	12.0%	9.1%	4.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.9%	4.8%	5.5%
当期純利益	236	197	68	-142	180	180	230	265	145	175
対売上高比	7.1%	5.4%	1.9%	-	3.3%	3.3%	3.8%	4.0%	2.9%	3.3%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	0.3%	35.7%	10.4%	10.5%	10.1%	10.0%	2.4%	5.0%
I.マーケティングAI事業	12.5%	-0.0%	-2.2%	2.1%	2.8%	2.8%	3.3%	3.2%	2.8%	3.3%
II.コマースAI事業	14.4%	71.4%	10.7%	159.0%	21.4%	21.5%	18.4%	17.2%	101.7%	107.3%
売上高純利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%	-1.5%	-6.3%		-2.1%	-2.4%	-2.0%	0.5%	0.4%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.6%	-0.9%	5.7%	17.0%		4.9%	4.2%	4.0%	4.9%	4.2%
営業利益(伸率)	7.4%	-18.8%	-48.4%	69.8%	14.7%	15.1%	9.4%	14.3%	-10.1%	20.0%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-50.6%	72.5%	10.9%	11.1%	9.7%	14.7%	-14.0%	20.8%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-10.5%	-85.1%	-	-	-	27.8%	15.2%	-	20.7%
営業利益 I.マーケティングAI事業	280	256	151	272	200	200	200	200	200	200
営業利益 II.コマースAI事業	108	67	7	6	120	120	150	200	40	90
営業利益率 I.マーケティングAI事業	9.6%	8.7%	5.3%	9.3%	6.7%	6.7%	6.5%	6.3%	6.7%	6.5%
営業利益率 II.コマースAI事業	26.4%	9.5%	1.0%	0.3%	4.9%	4.9%	5.2%	5.9%	2.0%	4.1%

(出所) 決算短信、説明会資料よりアルファ・ワイン調査部が作成。(備考) CEは会社予想、Eは当部予想。新Eは今回予想、旧Eは前回予想。

◆ アルファ・ワイン調査部の 2026/9 期(今期)業績予想 <今期予想の修正>

- ・今期の業績を見直し、会社予想まで売上高・利益を上方修正。

前期の実績、足元の状況、同社への取材を踏まえ、当調査部では今期の売上高、及び利益予想を見直し、会社計画と同一にした（P34-図表34）。会社前提は概ね妥当と思われ、当調査部は前年同期比で増収・増益・増配を予想している。適正なコストコントロールを行えば、利益のダウンサイドは限定的と思われる。

- ・前回予想から配当金を減額修正したが、新予想でも前期比で増配を見込む。

予想売上高を（前回予想⇒今回予想の順に、以下同様）5,050 百万円⇒5,450 百万円、営業利益を 250 百万円⇒320 百万円、当期利益を 145 百万円⇒180 百万円に増額修正した。一方、配当予想を 8.1 円⇒8.0 円に減額修正した。

- ・コマース AI 事業の売上高・利益を増額修正。

セグメント別では、想定よりもコマース AI 事業の前期の増収額が大きく、また同事業の利益率の改善も進んでおり、今期の主な上方修正要因である。一方、マーケティング AI 事業の今期の同社による予想売上高は、当調査部の予想に一致したが、戦略的な投資に伴うコストの増加により利益は想定をやや下回った。

- ・営業利益率は、若干改善する予想。

なお、粗利率の前提を 49.9%（前期 52.0% から △2.1% ポイント低下）、販管費は 2,400 百万円（YOY+113 百万円、+4.9%）、販管費率を 44.0%（前期 46.4% から 2.4% ポイント改善）とした。

この結果、営業利益率は、5.9% と前期の 5.6% から 0.3% ポイント上昇すると予想した。

また、営業外損益は 10 百万円の黒字とし、最終利益も同社と同じ 180 百万円を予想している。

- ・シルバーエッグ社を買収すれば、売上高は 7 億程度上乗せされるが、損益へのインパクトは限定的と推測。

業績の主な変動要因は、シルバーエッグ社の買収を除けば、コマース AI 事業における大型 EC 構築案件の受注の有無、及び EC-CUBE Enterprise シリーズの成否、マーケティング AI 事業では新 SaaS キャンペーンマネージャーの販売状況、及びアドエビスの契約件数・平均単価・解約率の増減、並びに両事業において戦略コストを含めたコストコントロールの巧拙が挙げられる。

なお、当調査部の新予想には、現在、TOB 中のシルバーエッグ社の買収による影響は含まれていない。

不確定要素が多く、シルバーエッグ社の利益予想は難しいが、TOB が成立した場合の連結業績のインパクトは、（P12 に記載の通りであるが）、短期的には損益へ影響は限定的であると思われる。一方、シルバーエッグ社の期間按分の売上高（約 7 億円と推計）が上乗せされれば、連結売上高は 62 億円前後になると推測される。

8. 成長戦略

◆ 同社の中長期経営計画と戦略

<中期経営計画(VISION2027) : 概要>

・今期は VISION2027 (中計)の 3 期目。

・現在は第二の創業期。

・売上高 100 億円の早期達成を目指す。

・マーケティングプロセス支援とコマース支援が 2 軸の成長ドライバー。

・今中計の最終年度の業績目標は非公表。

・最重要ミッションは加速的な売上拡大であったが、今後は一定の利益を確保し増益基調を継続する。

同社は、現在のステージを「第 2 創業期」と位置づけている。

これまでプロダクトを中心に成長を続けてきたが、『プロダクト×DX 人材』で顧客事業を支援するビジネスパートナーへ変革し、売上高 100 億円の早期達成を目指すことを目標としている（早期としているが、達成時期は未定）。

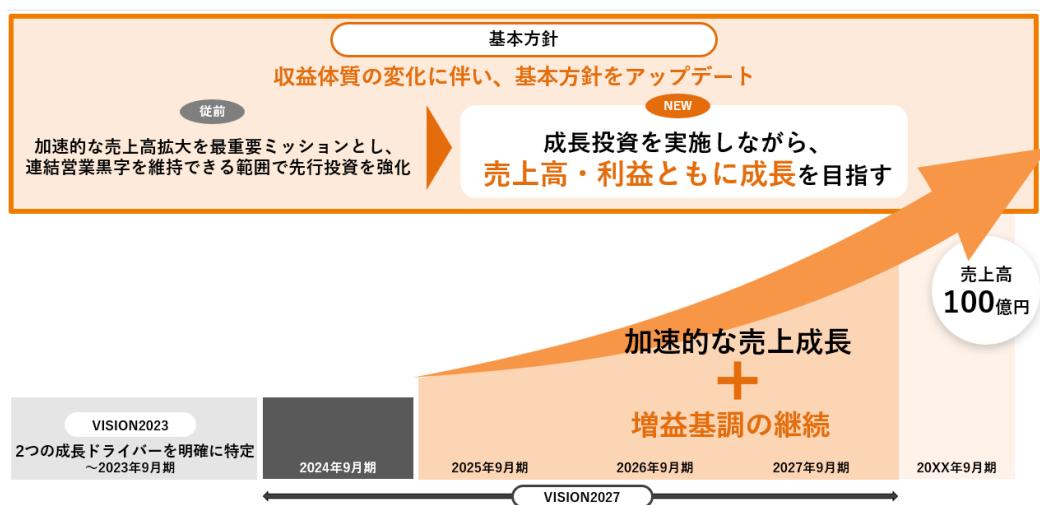
その過程でドメインを絞り込み、現中計のテーマを「マーケティングプロセス支援とコマース支援の 2 軸の成長ドライバーによって売上高 100 億円の達成への道のりを明確にする」としている。

なお、前中計とは異なり、最終年度の売上高・営業利益・営業利益率・株主資本配当率など、具体的な数値目標は公表されていない。

「加速的な売上拡大を最重要ミッションとし、連結営業黒字を維持できる範囲内で先行投資を強化」することを、これまで業績に関する基本方針としていた。

但し、収益体質が改善してきており、今後は「成長投資を実施しながら、売上・利益ともに成長を目指す」へと改め、一定の利益を確保しながら増益基調を継続する方針に転換した（図表 35）

【図表 35】VISION2027 における売上高の成長イメージ



(出所) 決算説明資料。

◆ AI 関連の M&A も積極的に実施する意向。

◆ AI の活用により収益性を上げ、成長力を加速する方針。

◆ コマース AI 事業の拡大により、2027/9 期には両事業の売上高が同水準となる計画。

◆ 中期の業績を見直し、来期予想を上方修正。新たに来々期の業績予想を追加。

◆ 来期・来々期も、増収増益、最高売上高の連続更新を見込む

◆ マーケティング AI 事業の売上高は微増、利益は横ばいと予想。

中期経営計画を達成するための投資方針は、以下の 2 点である。

- ① 「アドエビス」を中心とする既存事業の収益を今後の成長ドライバーに投資する。
- ② AI 企業として進化するために必要となる組織能力を獲得・補強する。特に顧客接点、AI 組み込み能力、データ資産の 3 要素に強みを持つ企業、及びコマース事業が推進している垂直統合モデルの加速につながる企業を買収候補として検討する。

売上成長が加速しているコマース AI 事業をさらに伸ばし、マーケティング AI 事業では、マーケティングプロセス領域の新サービスである SaaS「キャンペーンマネージャー」の拡販などにより収益を追求する。両事業とも AI による組織変革・事業変革によって、競争力を向上させるとともに利益率の改善を図る。

なお、コマース AI 事業の拡大により、2027/9 期には両事業の売上高が同水準となると見込んでいる。

◆ アルファ・ワイン調査部の中期業績見通し <中期の業績見通し>

当調査部では、前回の来期の業績予想を見直し、売上高、及び利益を上方修正した。また、新たに来々期の業績予想を付け加えた（P34-図表 34）。

2027/9 期（来期）、2028/9 期（来々期）ともに二桁の増収増益、継続的な増配、及び最高売上高の連続更新を当調査部では見込んでいる。

2027/9 期（来期）の予想売上高を 5,300 百万円 ⇒ 6,000 百万円と引き上げ、営業利益を 300 百万円 ⇒ 350 百万円（営業利益率 5.7% ⇒ 5.8%）、当期利益を 175 百万円 ⇒ 230 百万円へと上方修正した。

また、2028/9 期（来々期）の予想売上高を 6,600 百万円、営業利益を 400 百万円（営業利益率 6.1%）、当期利益を 265 百万円と新たに予想した。

なお、シルバーエッグ社の買収が完了し、不確定要素がなくなった時点で、再度、今期を含め中期の業績を見直す予定である。

事業別には、マーケティング AI 事業は年率 3% の売上成長ながら開発コストなどの増加により、利益はフラットで推移すると予想した。マーケティングプロセス領域は、アドエビス、アドレポとも売上高は横ばいと予想した。アドエビスは、契約件数の微増と平均単価の遞減

◆来期以降に新サービスの寄与があると予想。

で相殺されと思われる。なお、キャンペーンマネージャーもストックビジネスである為、来期以降には一定の業績への寄与が見込まれる。販売動向によっては同領域の売上高も、緩やかな増収基調になる可能性はある。

◆コマースは、二桁の増収増益を見込む。

一方、インキュベーション領域の売上高は、子会社間で業績の変化にばらつきが予想されるものの、ファーレンド社等の貢献により全体では5~10%程度の増収を想定した。

◆AI技術の活用で、中期の年間利益成長率を10~15%前後と予想。

また、コマースAI事業については、イーシーキューブ、ルビー両社ともこれまでの施策の効果により事業が軌道に乗りつつあり、売上高の拡大、収益性の改善により二桁の増収増益を予想する。

◆当面のDOEを2.5%と想定し、増益による資本の蓄積により、増配の継続を見込む。

当面、両事業ともAIを中心に先行投資が続くと思われるが、AIを組み込んだ新サービスの提供が開始されることによる増収効果に加え、AI技術の活用による開発効率の向上、及びオペレーションの効率化により、収益性の改善が見込まれる。コストコントロールを適正に行う前提で、利益成長率は増収率をやや上回る10~15%と予想した（P34-図表34）。

配当金に関しては、両期とも会社の現在の方針であるDOE=2.5%を前提とした。利益見通しの変更に伴い、予想配当額を修正したが、増益に伴い純資産額が増加し、増配を継続するとの予想は変わらない。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を図表 36 に列挙した（以下、補足）。

＜強み＞

- ・長年にわたって蓄積されたデータ・テクノロジー、DX 人材、社外ネットワーク、社長の経営手腕、製品力とサポート体制、ビジネスモデル、積極的な M&A 戦略が同社の強み。AI の活用によるビジネスチャンスが期待される。

主な強みとして、これまでアドエビスを通じて長年にわたり蓄積されてきたデータとテクノロジー、専門性の高い DX 人材、事業パートナーとの豊富なネットワーク、インターネットマーケティング分野の先端技術に精通した社長の経営手腕、実績と充実した機能を持つ主力製品とサポート体制（専業大手ならではの技術力・開発スピード・変化に対する対応力）とポジショニング（アドエビス、及び EC-CUBE は、トップシェア）、安定したサブスクリプションモデル、積極的な M&A や事業買収による成長戦略が挙げられる。更に AI の活用による製品サービス開発と差別化、自社内における開発の効率化とコスト削減を進めることができ、新たな強み・ビジネスチャンスとなろう。

＜リスク要因＞

- ・リスクは個人情報保護に関する規制強化や技術革新、競争の激化、AI/DX 人材不足、システムトラブル。

一方で、主なリスクは、（インターネット広告効果測定を行う上で）プライバシー保護強化などによる個人情報のデータ収集や活用のさらなる規制強化、高度な AI 技術の発達による代替製品の出現、ユーザー（企業）の業績の悪化、AI や DX 関連の人員不足、競争の激化、情報漏洩やシステム障害などが挙げられる。

- ・各役員の管掌分野を明確化、組織的な経営体制へ移行。社長は成長ドライバーの創出にシフト。

これまで経営において、岩田社長への依存度が高かったことが課題であった。しかし、役員間での分担・専任化により組織的な経営体制への移行が進み、経営スピードのアップやリスクの軽減に繋がっていると思われる。岩田社長は新規開拓領域を統括し、成長ドライバーの創出にシフトしている。

【図表 36】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 創業以来、自社に蓄積されたデータ資産やノウハウ（ビッグデータとしての活用余地）、テクノロジー 知名度と顧客基盤、実績、製品力（インターネット広告効果システムツールで圧倒的にシェア1位。EC-CUBEもオープンソースのECサイト構築ソフトで首位） マーケティングAI事業もコアであるアドエビスは、安定収入が見込めるストック型ビジネス（サブスクリプションビジネス） 多くの事業パートナーとのネットワーク（外部提携先のリソースの活用、協業） 業界の先端技術に精通している社長の経営手腕、機動的な経営戦略の実施 労働環境の整備、専門の最先端知識を持つエンジニアとノウハウの蓄積（専業大手の開発・対応力の優位性） ニッチ分野に特化しており、小規模であること
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 経営が社長に依存していること（但し、他の役員にも権限と責任を委譲し分散化、依存度は低下） マーケティングプロセス領域の契約件数の本格的な増加策（低価格プランの導入により、減少傾向には歯止め） グループ全体の収益性（M&A を含めた拡大に伴う先行投資により、一時期と比較し収益性は低下。買収した企業の収益改善策） AI、並びにDX人材不足（エンジニア、営業員） 資金力（先行投資負担や、大型企業買収に伴う資金余力・エクイティファイナンスのリスク） 経営が社長に依存していること（但し、他の役員にも権限と責任を委譲し分散化、依存度は低下） マーケティングプロセス領域の契約件数の本格的な増加策（低価格プランの導入により、減少傾向には歯止め） グループ全体の収益性（M&A を含めた拡大に伴う先行投資により、一時期と比較し収益性は低下。買収した企業の収益改善策） AI、並びにDX人材不足（エンジニア、営業員） 資金力（先行投資負担や、大型企業買収に伴う資金余力・エクイティファイナンスのリスク）
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> インターネット広告マーケティング市場、並びにEC市場の拡大余地 既存製品・ノウハウを活かした新領域での成長ポテンシャル（＝新SaaSキャンペーンマネージャーや、エンターブラウザ向けのEC構築サイト等のリリースによるビジネスチャンス） AI技術の活用による開発体制・業務の効率化、および製品サービスの提供、競争力の強化・差別化・高付加価値化 顧客層の拡大、顧客基盤を活用したクロスセル・アップセル、平均単価の上昇余地 M&Aや事業買収による事業拡大とグループにおけるシナジー
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> マクロ環境の悪化に伴う影響（金利の上昇・インフレ・貿易摩擦などにより、ユーザー企業の業績が悪化し、解約の増加やサービス停止を招く） 競合の激化（特にイーシーキューブ関連）、代替商品・サービスのローンチ、ライバルの出現、既存製品の競争力の低下 プライバシー保護の強化による個人情報等の利用に関する規制強化（情報取得に関する制限） 製品・サービスの瑕疵、開発、新機能のサービス提供の遅れ コンピューターシステムの停止などの大規模なシステムトラブル、情報漏洩

（出所）アルファ・ワイン調査部が作成。（備考）赤文字は、前回からの主な追加・修正点。

◆ 株主還元

- 最終赤字となったが、計画通りに7.9円を配当(0.1円の増配)。
- 今期の配当は0.1円増配して8.0円を予定。DOE2.5%を基準とする7.0円に、記念配1.0円を上乗せ。

(注17) デジタルギフト: デジタルプラス(東証グロース市場に上場、コード番号: 3691)が提供する、キャッシュレスで金券を贈れるサービス。各種のギフトカード、ポイント、デジタルマネーから選択できる。

- 当面DOE2.5%を基準とする配当方針を継続。
- 当部では、来期以降も増配を見込む。

前期は特損により最終赤字となったものの、計画通りに一株当たり7.9円を実施した(前期比+0.1円の増配)。

同社は、今期もDOE2.5%を基準とした普通配当7.0円に、スタンダード市場・上場記念配当の1.0円を加え、8.0円(前期+0.1円増配)を予想している。2022/9期に4.0円に復配後、6期連続で増配となる。なお、配当性向は27.7%、DOEは約2.8%になると推計される。

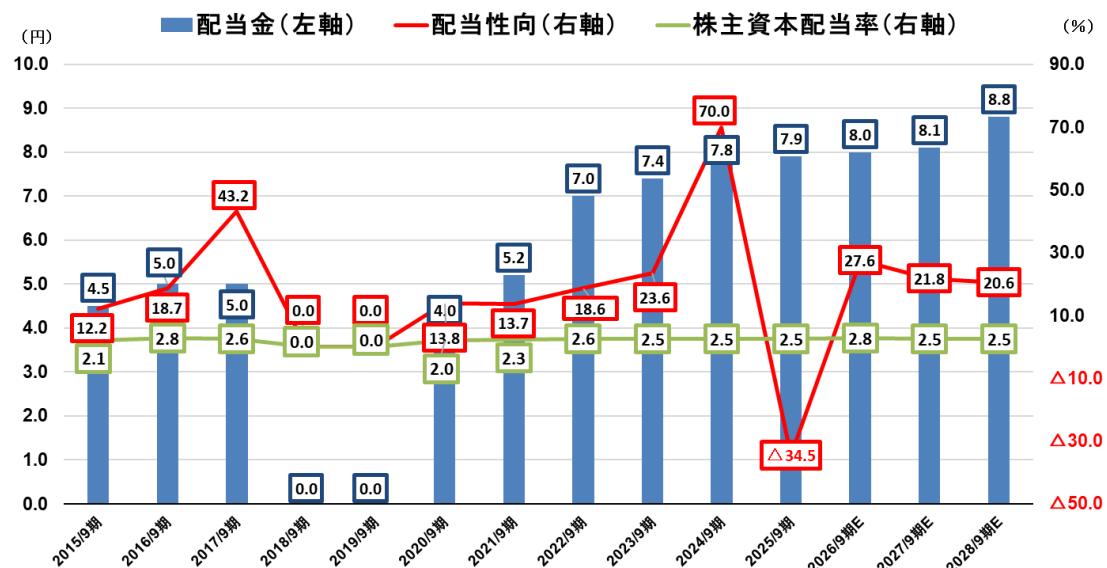
また、株主優待制度を再開しているが、Amazonギフト券の贈呈(100株以上の株主を対象に、1000円分を年2回)から、株主の利便性を高めるために、デジタルギフト^{注17}に変更した。但し、基準や金額には変更はない。

今後も、安定的かつ継続的な利益配分を行うことを、配当の基本方針としており、連結株主資本配当率(DOE)2.5%を目安に、期末配当を実施する予定である。

当調査部では、2027/9期、2028/9期ともに増益と、これによる純資産の増加を見込んでおり、DOE:2.5%を前提に配当を予想した(図表37)。

なお、予想にあたって、シルバーエッグ社を買収した場合に、組み込まれる純資産の増加に伴う増配は考慮していない。

【図表37】配当金と配当性向の推移



(出所) アルファ・ワイン調査部が作成、Eは当調査部の予想。

◆ 株価の水準と動向、株価に影響を与えるファクター <株価動向とパフォーマンス>

- ・小型株、株価のボラティリティは高い。

同社は、東証スタンダード市場（2025年8月20日までは東証グロース市場＝旧・東証マザーズ市場）に上場している、時価総額36億円の小型のアド・テクノロジー関連株であり、上場来の株価のボラティリティは高い（ザラバ最高値2014年11月：5,770円、ザラバ最安値2023年10月：469円）。

- ・最近の株価は、業績修正内容に沿って変動。

最近の同社の株価は、業績の発表内容（修正）に沿い変動している。前期Q3は好業績であったため今年の8月に株価は大きく上昇した。その後、一旦の調整を経て、10月には通期の売上高・営業利益の見通しを上方修正したことから、株価は再び上昇に転じた（P4-図表C）。

- ・前期決算はノーサプライズ。その後、株価は調整中。

11月に発表された前期の本決算は、事前予想通りに着地したが、株価は5百円台半ばまで売られ調整中である。今期も二桁の増収増益、並びに僅かながらも増配の予想を発表したが、ポジティブサプライズがなく、モメンタム（変化率）が低下すると投資家に捉えられたためと推測される。

- ・年初来では主要インデックスを、アンダーパフォーム

なお、大手企業の株価が好業績を背景に上昇する中、小型のグロース株で業績的には踊り場を迎えていることもあり、同社株は年初来で、所属する東証スタンダード、プライムなどの主要インデックスを、アンダーパフォームしている（図表38）。

【図表38】 主要インデックスとのバリュエーション、及びパフォーマンスの比較

2025年12月17日終値	株価・指數	今期予想PER (倍)	実績PBR(倍)	単純平均配当利回り(%)	年初来リターン (%)	2025年11月6日 (前期決算発表日) 以降のリターン (%)	2024年5月8日 (株主還元強化の 発表日)以降の リターン(%)
イルグルム(3690) STD	569	19.68	2.13	1.41	5.57	-11.78	-10.0
東証プライム全銘柄平均 PRM	1,735.22	17.93	1.57	2.41	21.07	1.69	24.6
東証スタンダード全銘柄平均 STD	1,502.22	14.81	1.10	2.41	18.09	1.49	20.1
東証グロース全銘柄平均 GRT	851.16	33.02	3.26	0.91	3.22	-7.09	1.4
TOPIX	3,369.39				20.99	1.69	24.5
東証グロース250(旧東証マザーズ)	647.80				0.56	-7.86	-1.1
日経平均	49,512.28	18.79	1.67	1.87	24.11	-2.70	29.6

（出所）アルファ・ワイン調査部が作成。同社のPERは同社の業績予想（EPS）に基づく。

＜東証主要指標とのバリュエーション比較＞

今期の業績を基準とすると同社のバリュエーションは、予想PER 19.68倍、実績PBR 2.13倍、同配当利回り 1.41%、及び予想PSR^{注18} 0.67倍となる（予想は会社予想＝当調査部によるもの）。

- ・バリュエーションは、東証プライム・スタンダード平均よりは高い。

同社株は、東証プライム市場全銘柄の平均値（PER 17.93倍、PBR 1.57倍、単純配当利回り 2.41%）、並びに所属する東証スタンダード全銘柄の平均値（PER 14.81倍、PBR 1.10倍、同配当利回り 2.41%）との比較では、PER、PBR は高く、配当利回りは低い。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

株式会社イルグルム (3690 東証スタンダード)

発行日 : 2025/12/25

•EV/EBITDA、PEG レシオに、割高感はない。

(注19)PEGレシオ: PER÷中期利益(EPS)期待成長率(年率)

•今期から来々期にかけ増益が見込まれ、予想 PER は低下。

なお、EV/EBITDA は今期 5.0 倍、来期 4.8 倍、来々期 4.4 倍（当部予想）と、一般的なレンジ内（2~8 倍程度）にあると思われる。

当調査部の新たな業績予想に基づく PER は、来期 15.3 倍、来々期 13.3 倍と低下し、投資が検討できる水準になると考えられる。

一方、中期の利益成長率を 10~15% とすると、PEG レシオ^{注19} は 1.3~2.0 倍前後（今期予想基準 PER÷期待利益成長率）となり、割高感はなく妥当な水準と思われる（一般的には 1 倍以下で割安、2 倍以上で割高）。

＜類似会社とのバリュエーション比較＞

日本において同社に類似するアド・テクノロジー企業で、ツールを扱うサブスクリプションモデルの上場会社は存在しない。

代わりに、アド・テクノロジー業界で業務の一部が類似する、または EC プラットフォーム（EC ショップのウェブサイトの構築パッケージソフト等）で競合する上場会社とも、バリュエーション・規模・事業内容の概況を比較した（図表 39）。

【図表 39】類似会社比較（アドテク関連企業+EC プラットフォーム関連企業+海外企業 2 社）

アドテクノロジー関連企業		市場表示 PRM: 東証プライム、STD: 東証スタンダード、 GRT: 東証グロース		単位: 百万円(外国企業: 百万米ドル)			%	倍			%	終値 (12/17)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価
2389	デジタルHD	インターネット広告代理店/広告計測ツール	PRM	37,406	14,000	700	5.0	2.67	17.00	1.31	0.01	2,014
2461	ファンコミュニケーションズ	アフィリエイト(成県報酬型)広告	PRM	34,591	7,440	1,950	26.2	4.65	27.02	2.01	5.17	522
2491	パリュー・コマース	アフィリエイト(成県報酬型)広告	PRM	23,185	22,900	1,500	6.8	1.01	8.93	1.04	7.29	672
3134	Hamee	携帯アクセサリー/ECクラウド支援	STD	7,167	25,528	2,920	11.4	0.28	3.69	0.68	5.13	439
3655	ブレインパット	ネットマーケティング・データ解析	PRM	61,683	13,500	1,750	13.0	4.57	50.69	10.26	0.00	2,766
3690	(株)イルグルム	インターネット広告計測ツール	STD	3,626	5,450	320	5.9	0.67	19.88	2.13	1.41	569
3853	アステリア	パッケージソフトウェア	PRM	17,124	3,500	850	24.3	4.9	—	2.45	0.87	979
3923	ラクス	クラウドサービス・メール配信・IT技術者派遣	PRM	365,896	60,000	16,000	26.7	6.10	30.25	21.88	0.34	1,015
4293	セブティニHD	ネット広告代理、スマホマーク支援	STD	88,881	30,300	4,000	13.2	2.9	22.43	1.31	4.38	411
4395	アクリート	SMS配信サービス	GRT	9,036	8,516	504	5.9	1.06	31.39	3.84	—	1,200
4751	サイバーエージェント	ネット広告代理業・スマホ・ゲーム	PRM	663,881	880,000	55,000	6.3	0.8	24.14	3.69	1.45	1,310
4784	GMOインターネット	ネット広告代理業・間接プラットフォーム	PRM	174,708	75,000	8,000	10.7	2.33	34.95	12.76	2.86	636
6031	ZETA	デジタルマーケティングソリューション	GRT	7,524	2,200	650	29.5	3.42	13.84	2.70	1.51	292
6038	イード	コンテンツマーケティングプラットフォーム	GRT	4,703	6,400	600	0.1	0.7	12.15	0.95	2.37	929
6045	レントラックス	成県報酬型インターネット広告サービス	GRT	12,530	4,102	1,317	32.1	3.05	17.15	3.25	1.53	1,571
6081	アライドアーキテクツ	SNS関連のマーケティング支援	GRT	3,116	2,650	-300	-11.3	1.18	—	1.73	—	196
6094	フリークアウトHD	インターネット広告記録(DSP)	GRT	9,444	55,000	700	1.3	0.17	—	0.87	0.00	524
6185	SMN	リターゲティング広告、アフィリエイトサービス	STD	6,384	12,200	550	4.5	0.52	14.68	1.54	0.00	432
6533	Orchestra HD	企業向けデジタルマーケティング	PRM	12,051	16,500	1,400	8.5	0.73	14.18	1.65	1.00	1,201
6535	アイモバイル	アドネットワーク(クリック報酬型広告記録)	PRM	27,811	22,000	4,500	20.5	1.27	8.62	1.67	5.63	480
6562	ジーニー	メディア広告枠を自動売買、アドテク事業	GRT	18,056	14,150	2,200	15.5	1.28	8.65	1.43	—	1,000
アドテクノロジー関連企業21社(最終利益予想が赤字ではない企業) 単純平均				75,566	61,016	5,005	12.2	2.11	19.86	3.77	2.27	
NYSE:HUBS	HubSpot Inc.(ハブスポット)	クラウドベースの顧客管理プラットフォームの提供	NYSE	20,764	2,828	-67	-2.5	7.9	—	10.51	0.00	USD 387.58
ECプラットフォーム関連企業		市場表示 P: 東証プライム、S: 東証スタンダード、 G: 東証グロース		単位: 百万円(外国企業: 百万米ドル)			%	倍			%	終値 (12/17)
コード	社名	事業区分	市場	時価総額	売上高	営業利益	営業利益率	PSR	PER	PBR	配当利回り	株価
3371	ソフトクリエイトHD	ECサイト構築パッケージ、法人向け物品販売	PRM	57,029	33,500	6,000	17.9	1.70	13.84	1.96	3.00	2,070
4057	インターネットクリエイター	クラウドコマースプラットフォーム	GRT	1,712	3,223	82	2.5	0.53	31.92	1.39	0.00	415
4477	BASE	Eコマースプラットフォーム・オンライン決済	GRT	36,878	20,836	1,179	5.7	1.77	24.98	2.55	1.28	313
4496	コマースOneHD	中堅・中小ECサイト運営業者向けECサイト運営支援	GRT	5,870	4,387	665	15.2	1.34	11.97	2.17	2.57	816
ECプラットフォーム関連企業5社 有効データの単純平均				25,372	15,487	1,982	10.3	1.34	20.63	2.02	1.71	
NYSE:SHOP	Shopify Inc.(ショッピファイ)	クラウドベースの商取引プラットフォームの提供	NYSE	190,121	8,880	1,075	12.1	21.41	103.00	18.11	0.00	USD 161.73

(出所) 各社の HP や有価証券報告書、決算短信、決算説明資料により、当調査部が作成。

(注) 原則、直近決算発表時点(四半期単位での直近決算)での各社の予想数値、または直近実績値(BPS 等)を使用(2025 年 12 月 17 日時点)で公表されているデータに基づく)。なお、レンジで予想を発表している場合には、原則、中央値で計算。

また、他社が非公表の場合には、未定、または「-」にて表記。有効な数値のみを使用し平均値を算出。

外国企業 2 社については、直近通期(2024/12 期)の業績・財務データ(実績値)を基準に、PER、PSR、PBR、営業利益率などを計算。

アルファ・ワ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・ワイン・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、投資の勧説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。

日本の合計 25 社（同社を含むアドテク 21 社、及び EC 4 社）と比較すると、企業間格差が大きく平均値にはあまり意味がない。

参考までに今期基準で、類似会社の単純平均値と比較すると、同社の今期予想 PER はほぼ同水準、配当利回りも低く特に魅力的ではない。

- ◆日本の類似企業とのバリュエーション比較では、PSR、PBR には割安感がある。

しかし、PBR、特に、予想 PSR 0.67 倍は、アドテク関連の主要上場企業 21 社の平均値である 2 倍強、また EC プラットフォーム 4 社の平均値である 1.3 倍と比較すると極めて低い（P42-図表 39：類似会社比較）。

同社のバリュエーションは、配当利回りを除けば類似会社と比較すると、総じて割安感がある。

＜今後の注目点と株価の見通し＞

同社は「アドテク+サブスク」関連の内需成長株として認知されてきたが、今後は「AI 企業として進化し二桁の増収増益を継続できるか否か」が、バリュエーションの水準、並びに株価を決定する重要なポイントと考えられる。

今期の業績予想を基準とすると、既述のようにインデックス、並びに類似会社とのバリュエーション比較では、株価の下落と EPS・BPS・配当金の上昇により、少なくとも以前のような割高感はない。収益が回復する一方、株価が下落しているため、現状ではほぼ適正なバリュエーションとなっていると考えている。

従って先行投資をこなしながら、再び二桁の持続的な利益成長性の確度が高まれば、バリュエーションは切り上がり、また今後の増配余地を考慮すると、中期では株価に上値余地があると考えている。

- ◆二桁の持続的な利益成長のビジビリティが高まれば、株価に上値余地があると思われる。

- ◆成長余地は大きい。

中長期的にはインターネット広告市場や EC 市場は、継続的な拡大が見込まれ、同社のビジネスの成長余地は大きい。さらに AI の活用により、更に成長ポテンシャルが高まると考えられる。

- ◆業績や株価のボラティリティは、今後も高いと予想。

但し、小型成長株であるため、業績や株価のボラティリティは今後も高いと思われる。

- ◆AI 技術を活用したインターネットの関連ソフトを、サブスクリプションモデルで提供する内需成長株として、業績の変化に注目したい。

AI 技術を活用したインターネット関連ソフトウェアを、サブスクリプションモデルで提供する内需成長株として、今後の事業展開と売上高・利益成長率の変化に注目したい。

・新サービスやM&A、AIの活用による今来期の業績へのインパクト、中期的な利益成長率、配当水準が株価の主な注目材料。

・以下が、株価に影響を与えるファクターと考えられ、今後、注目すべき点と思われる。

- ① 今期の業績予想の進捗状況と最終的な着地（利益と配当）と来期以降の利益水準の見通し（利益成長率）。
- ② 買収後の各子会社の業績動向とM&A・提携の新たな発表。買収予定のシルバーエッグ社のPMI（買収後の経営統合作業）やシナジー効果、連結業績に与えるインパクト。
- ③ AI技術の活用によるビジネスチャンスと業績へのインパクト。
- ④ マーケティングプロセス領域の重要な指標である契約件数と単価、解約率。SaaS型の新サービスである「キャンペーンマネージャー」の業績への貢献度。
- ⑤ コマース支援事業におけるルビー社の業績寄与、EC構築・運用領域における新サービスの（EC-CUBE Enterpriseシリーズ等）の業績への貢献度。
- ⑥ 月次売上動向（両支援事業の前年同月比）。
- ⑦ 四半期単位の損益動向（増益率、利益率、EBITDA、セグメント別の売上高・利益の変動）。
- ⑧ 株主還元策とその水準（DOE、増配や追加の自社株買いの可能性）
- ⑨ 個人情報保護法等による規制強化等。

以上