

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：2024/8/20

アルファ・ウイン 調査部 <https://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と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、次なる成長に向け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、図表1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

事業名称	事業区分	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領域 ~A: 広告効果測定	①アドエビス(AD EBIS、GSPを含む)、及びCAPICO ~広告効果測定ツール	ADPLAN事業(2020/11に事業買収、統合後)は、2021/3にクローズ。	本体
	~B: 広告代理店DX	①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)。	
	~C: 新サービス(名称非公開)	①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版の提供会社を拡大し製品のアップデートに注力。今期Q4に正式版をリリース予定(有料化)であったが、来期以降に延期。	
	(2) インキュベーション領域 (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。	
		②ターゲットプッシュ~Webプッシュ通知ツール	2024年7月に一般向けにリリース(配信条件の絞り込みによるプッシュ通知で最適な顧客体験を実現する)。 なお、eZCX(EC特化型CX向上のPF)は、2024年5月にクローズ。	
II. コマース支援事業 (旧: 商流プラットフォーム)	(1) プラットフォーム領域 (旧: イーシーキューブ)	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)。	連結
		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)。	
	(2) EC構築・運用領域 (旧: EC構築・運用支援)	⑤ファーストテクノロジー~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)。	連結
		(EC-CUBE)(ec-cube.co)~EC構築オープンソース	(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%をオロコに売却。 EC-CUBE Innovationsを2024年1月に吸収合併し垂直統合、一体的運営。	
		①EC-CUBE Innovations(旧ポクブロック)⇒(株)イーシーキューブ(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(2023/8月)⇒イルグルム社がイーシーキューブに株式を譲渡⇒解散。	

(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。

決算レポート

1/14

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。

◆ 今期・第3四半期累計決算～微増収で最高売上高を更新するが大幅減益。

<Q3 累計決算 (2023年10月～2024年6月：9ヶ月間)：概要>

・2024/9期・第3四半期累計の業績は、売上高 2,729 百万円 (前年同期比=YOY: +0.7%、以下同様)、営業利益 134 百万円 (同△48.4%)、経常利益 134 百万円 (同△50.1%)、当期純利益 59 百万円 (同△62.7%) と、微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、原則、単位未満は四捨五入している。また、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。)

・Q3 累計決算としては、前年同期に続き過去最高売上高を更新した。また、Q3 (4～6月) の四半期売上高 879 百万円は、前期 Q3 (2023年4～6月) の 898 百万円に次ぐ水準となった。

・通期の売上高計画 (修正後) に対する今期 Q3 累計の進捗率は 74.8% (参考：2014/9期～2023/9期 10期間の同単純平均値は 74.7%)、同様に営業利益の進捗率は 95.7% (同 64.3%)、当期利益は同 107.3% (同 72.7%) である。今期の進捗率は高く、最終利益は超過達成している。

・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増収減益となった。いずれも利益は、前年同期比でほぼ半減した。

【図表 2】四半期別業績推移

(単位:百万円、%)	2023/9期			2024/9期			2023/9期	2024/9期	2023/9期 累計(前年比)	
	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q1(10-12月)	Q2(1-3月)	Q3(4-6月)	Q3累計	Q3累計	増減額	変化率/幅
売上高合計	879	933	898	929	922	878	2,710	2,729	19	0.7%
マーケティングDX支援事業	742	761	723	712	725	708	2,215	2,145	-70	1.8%
コマース支援事業	138	182	176	217	198	170	495	585	90	96.3%
粗利	554	576	523	524	532	532	1,653	1,588	-65	-4.0%
粗利率	63.1%	61.7%	58.2%	56.5%	57.7%	60.6%	61.0%	58.2%	-2.8%	
販売管理費	457	483	472	475	474	504	1,392	1,453	61	4.4%
販売管理費比率	52.0%	49.6%	52.6%	51.1%	51.5%	57.4%	51.4%	53.3%	-5.0%	
営業(セグメント)利益	97	113	51	49	57	28	261	134	-127	-48.4%
マーケティングDX支援事業	71	86	49	33	45	40	206	118	-89	-42.9%
コマース支援事業	27	28	2	17	9	-2	57	24	-33	-58.2%
営業利益率	11.1%	12.1%	5.7%	5.3%	6.1%	3.2%	9.6%	4.9%	-4.7%	
マーケティングDX支援事業	9.6%	11.5%	6.8%	4.6%	6.3%	5.6%	9.3%	5.5%	-3.8%	
コマース支援事業	19.5%	15.1%	1.1%	7.8%	4.5%	-1.0%	11.6%	4.1%	-7.5%	
経常利益	102	110	56	53	55	27	269	134	-135	-50.1%
当期利益	69	62	27	24	28	7	158	59	-99	-62.7%

(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) セグメント売上高は外部顧客向け、同利益は連結調整前。

<Q3 累計決算:全社の損益>

・同期間の全社の粗利率は、前期⇒今期の順に (以下同様)、61.0%⇒58.2%へと 2.8%ポイント低下した。19 百万円の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 1,653 百万円⇒1,588 百万円へと、65 百万円 (YOY△4.0%) 減少した。

・一方、販売管理費は 1,392 百万円⇒1,453 百万円と 61 百万円 (+4.4%) 増加し、営業利益は 261 百万円⇒134 百万円へと、127 百万円の減益となった。販管比率は 51.3%⇒53.2%へと 1.9%ポイント上昇し、営業利益率は 9.6%⇒4.9%へとほぼ半減した (△4.7%ポイントの低下)。

・同様に EBITDA は、490 百万円⇒353 百万円と 137 百万円 (△28.0%) 減少し、同マージンは 18.1%⇒12.9%と 5.2%ポイント低下した。

・なお、全社の営業利益の変動要因分析 (前期 Q3 累計：261 百万円⇒今期 Q3 累計：135 百万円、YOY△126 百万円の減益要因) は、P3-図表 3 の通りである。

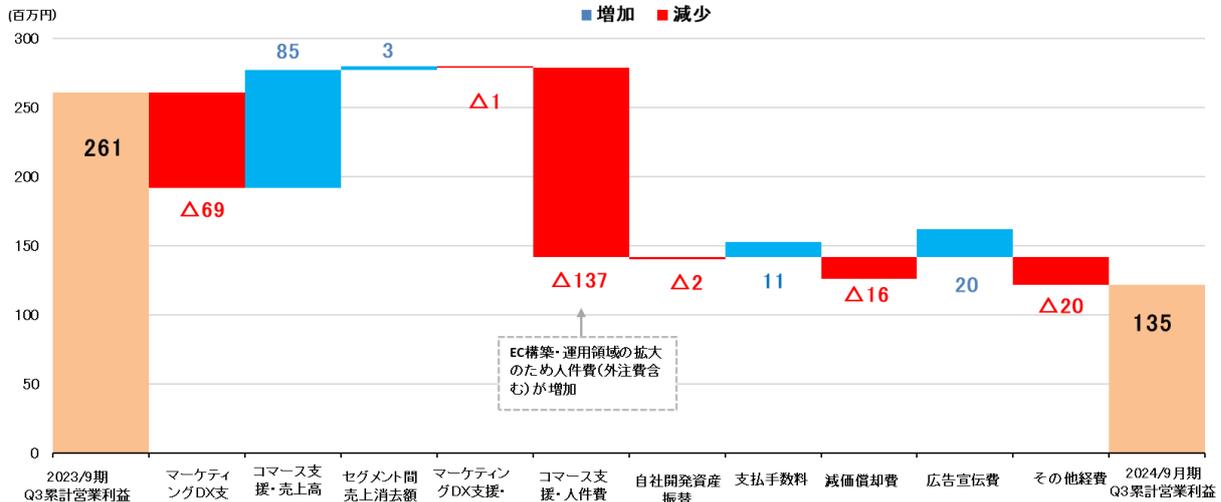
・コマース支援事業の増収 (YOY+85 百万円、以下同様) が最大の増益要因となったが (外部顧客向け売上高は+90 百万円の増収)、同事業内の EC 構築・運用領域における業務拡大のため、外注費を含む人件費が大きく増加 (YOY 減益効果：△137 百万円) し、カバーできなかった。

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。

- ・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（同△69 百万円、外部顧客向け売上高は△70 百万円の減収）が大きかった。
- ・全社では、広告宣伝費や支払手数料などのコストが減少したが、その他の経費や減価償却費の増加と相殺された。人件費を除き、際立ったコストの増減はなかった。

【 図表 3 】 Q3 累計決算・連結営業利益の変動要因分析（前年同期比）

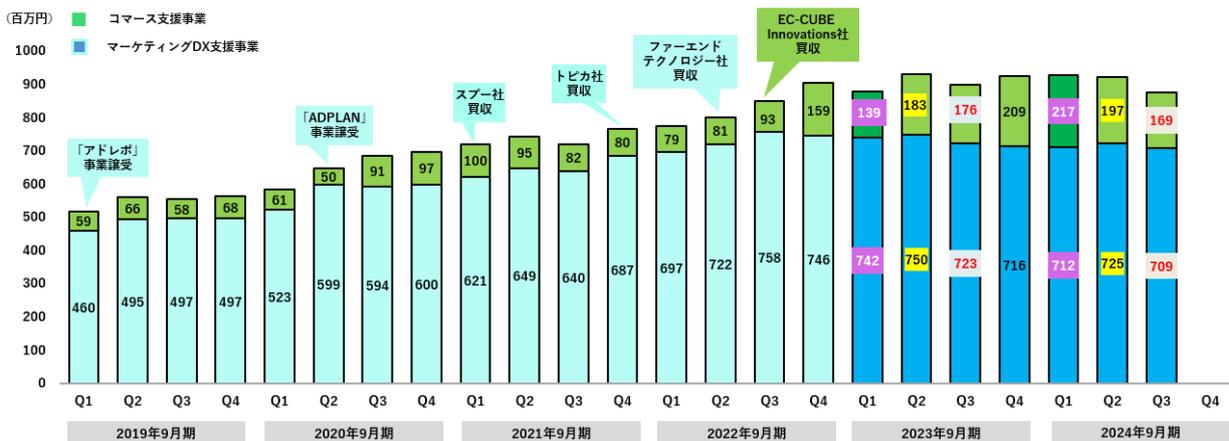


(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。

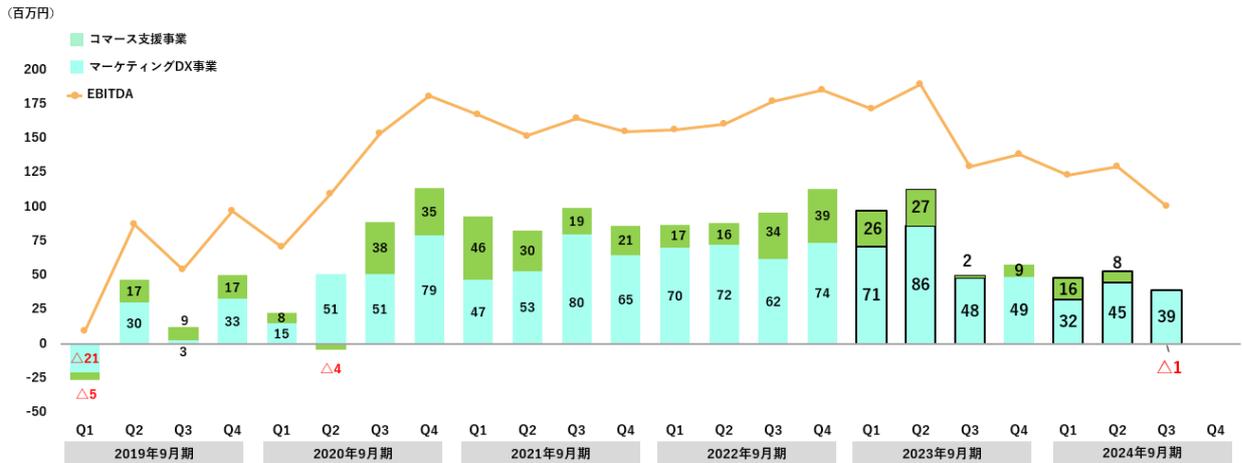
<セグメント別売上高・利益の推移>

- ・2019/9 期から 2024/9 期 Q3 までの四半期別の売上高（図表 4）、並びにセグメント別の営業利益、EBITDA を示した（P4-図表 5）。
- ・売上高は、増収または高水準横ばい、営業利益・EBITDA は黒字が定着してきたものの、利益はボックス圏内で推移し、直近の 5 四半期は前年同期比で減益基調が続いている。

【 図表 4 】 四半期別・事業別（セグメント別）売上高の推移



【 図表 5 】 四半期別・事業別営業利益の推移



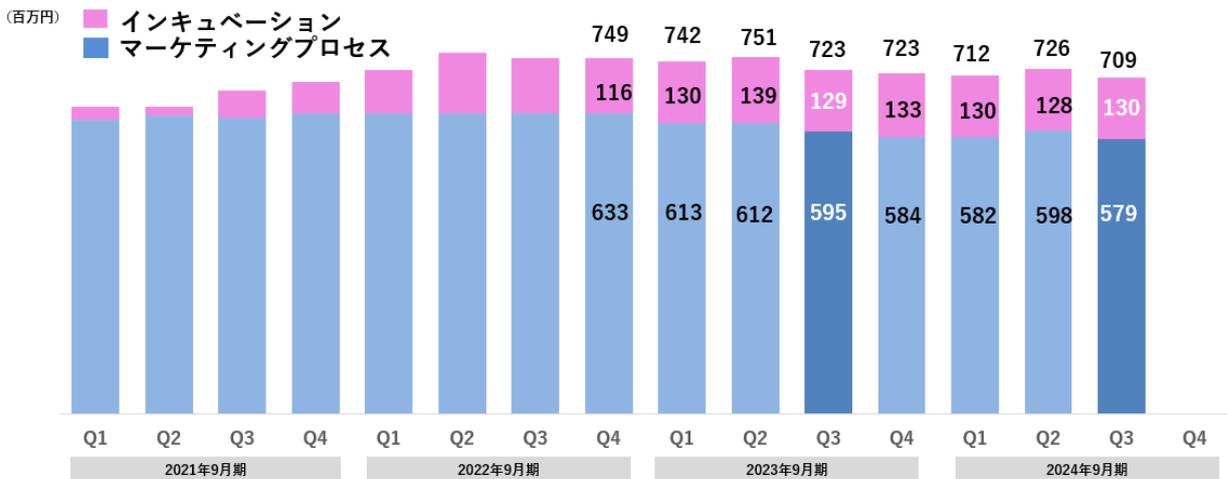
(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

(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。

< 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 Q3 累計全社売上高の 78%、同営業利益の 66%を構成する。なお、アドエビスが、同支援事業内で売上高の約 8 割（同社全売上高の約 6 割、いずれも推定値）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 Q3 累計の 2,215 百万円から今期 Q3 累計には 2,145 百万円（外部顧客向け売上高、以下同様）へと 70 百万円（YOY△3.2%）の小幅な減収となった（P2-図表 2）。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、アカウント数の減少によりアドエビスが減収となったことが、同支援事業の主な減収要因である（但し想定内で推移）。
- ・また、収益性の高いアドエビスの減収により、同セグメントの営業利益率は 9.3%から 5.5%に低下し、同利益は 206 百万円から 118 百万円へ 89 百万円（同△42.9%）の大幅な減益となった。
- ・なお、四半期別のマーケティング DX 支援事業、並びにそのサブセグメントの売上高推移を図表 6 に示した。今期 Q1～Q3 は、前年同期比で微減収、あるいは横ばい基調となっている。

【 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）

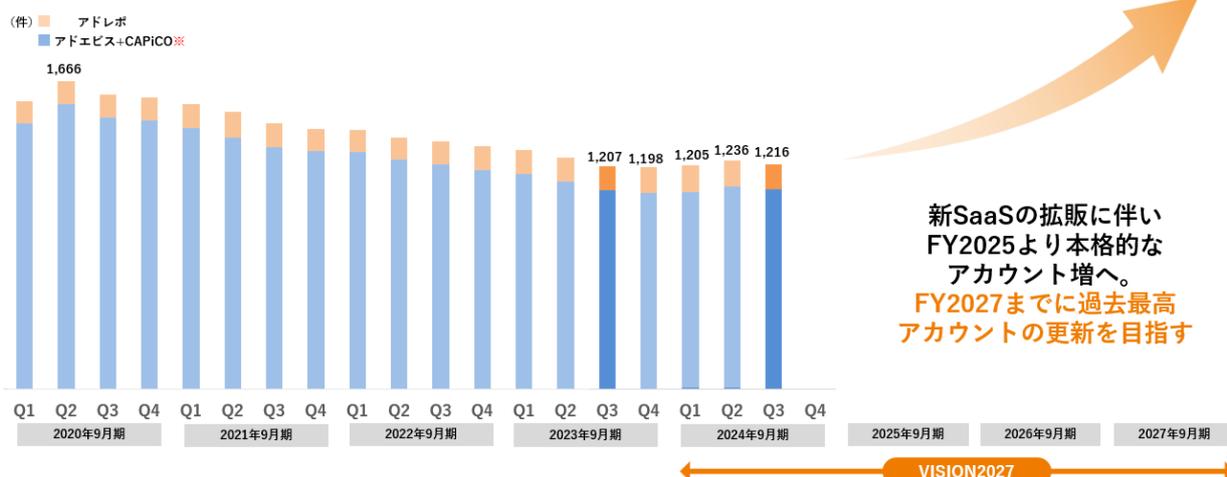


(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。

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% (全社の 64%) 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領域は、アドエビス、CAPICO、アドレポの 3 事業から構成される。
- ・開示基準が変更され、従来の広告効果測定 (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合計の数字が開示されるようになった。
- ・同領域のアカウント数 (KPI) は、2023/9 期 Q4 に 1,198 件 (ボトム) まで減少、その後反転し、今期 Q3 では 1,216 件まで回復してきている (図表 7)。アドエビスの Q3 累計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 56% を占め、アカウント数の回復に貢献している。なお、Q2 の 1,236 件 (直近のピーク) からは減少しているが、低価格帯を扱う代理店 (1 社) との契約解消に伴うものが主であり、売上高に与える影響は軽微であった。
- ・一方、Q3 末の平均単価は 164,595 円/月と YOY (具体的な数字は非開示)、QOQ (+2,405 円、+1.5%) とともに微増で推移している (P-6 図表 8)。但し、増加している GSP は、新規契約から 2 年間は特別価格 5 万円/月 (2 年経過後は 10 万円/月) にて提供していることから、全体の平均単価の上昇率の鈍化要因になっていると推測される。
- ・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 末の 2.4% から僅かに改善し、Q2・3 とも 2.2% にて推移している (P-6 図表 9)
- ・なお、前期 Q1・Q2 の (新基準での) アカウント数、並びに平均単価が開示されていないため、アドエビスの今期 Q3 累計売上高を前年同期と正確には比較できないが、前期比で微減収 (当調査部の推定：△50~60 百万円、△2.8% 前後) となったと推測される。アドエビスの減収がマーケティング DX 事業の減収 (YOY △70 百万円) の主要因と考えられる。
- ・また、アドレポの売上高は、概ね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)



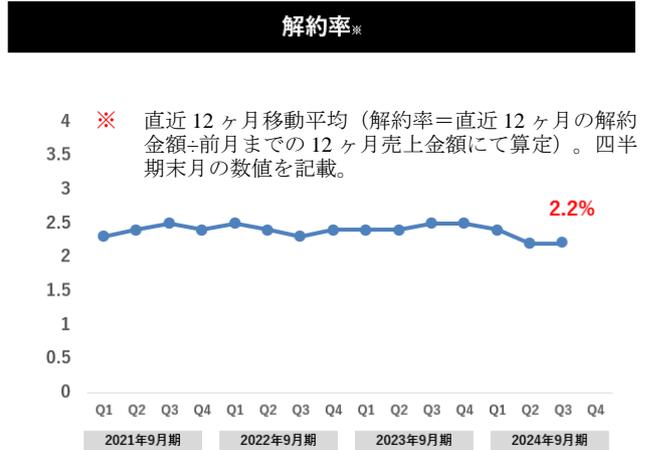
(出所) 決算説明資料 (一部を当調査部が変更)。

(備考) アカウント数は、「アドエビス」、「CAPICO」のみ利用のアカウント数を集計。「CAPICO」の「アドエビス」併用アカウントは、カウントの対象外。なお、上記のアカウント数は、有料アカウントの数値であるため、新 SaaS の β 版アカウントは含めていない。2023 年 9 月期 Q2 以前は非開示。

【 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) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成。

I, (2) インキュベーション領域

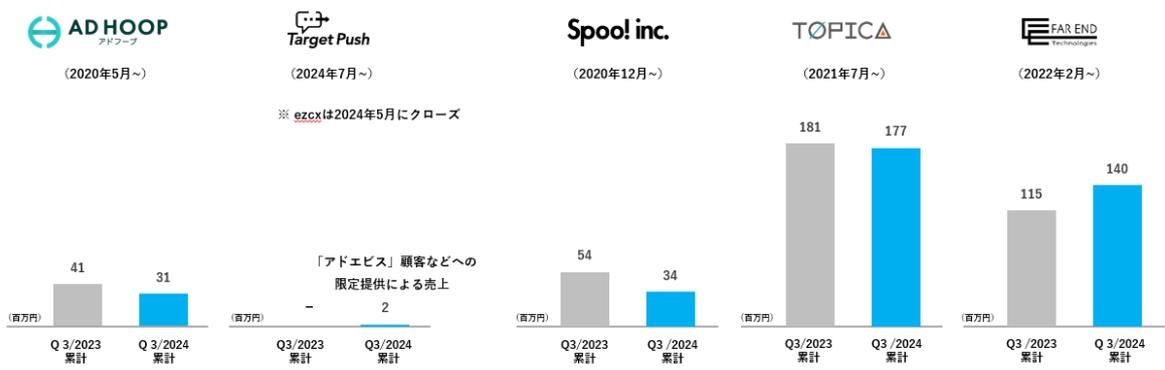
- ・インキュベーション領域は、自社開発の①アドフープ、②ターゲットプッシュ (Web プッシュ通知ツール) の2事業と、買収した連結3子会社である③スプー、④トピカ、⑤ファーエンドテクノロジーが経営する事業から構成される。
- ・同領域の売上高は、マーケティング DX 支援事業の約 14%を占める。売上高は、前期 Q3 累計の 391 百万円から今期 Q3 累計の 384 百万円へと、微減収 (YOY△7 百万円、△1.8%) となった。
- ・アドフープ、スプー、トピカが減収となったが、ファーエンドテクノロジーが増収となりほぼ相殺した (図表 10)。
- ・今期は、リソースをマーケティングプロセス領域と 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を、通期でも横ばいと同社は見込んでいる (損益動向は非開示)。

【 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 (単位：百万円)

インキュベーションのQ3累計合計売上高 (前期⇒今期) : 391百万円⇒384百万円

自社開発サービスの売上高※

M&Aで加わった子会社の売上高



(出所) 決算説明資料。

<Q3 累計決算：II. コマース支援事業>

- ・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 (同社が約 90%出資する連結子会社) が、(株) EC-CUBE Innovations (買収した旧・ボクブロック株式会社) を 2024 年 1 月に吸収合併し、現在、コマース支援事業を担当している。
- ・コマース支援事業の今期 Q3 累計での売上高は全体の 21%、営業利益では 17%を占める。
- ・同支援事業は、売上高 (外部顧客向け) が前期 Q3 累計の 495 百万円から、今期 Q3 累計には 585 百万円へと増収 (同+90 百万円、同+18.1%の増収) となった (P2-図表 2)。
- ・しかし、EC 構築・運用領域における体制強化に伴う人件費等の先行投資の増加により、同支援事業の営業利益率は 11.6%から 4.1%に大きく低下し、営業利益は 57 百万円から 24 百万円へと 32 百万円の減益 (同△58.2%) となった (P2-図表 2)。

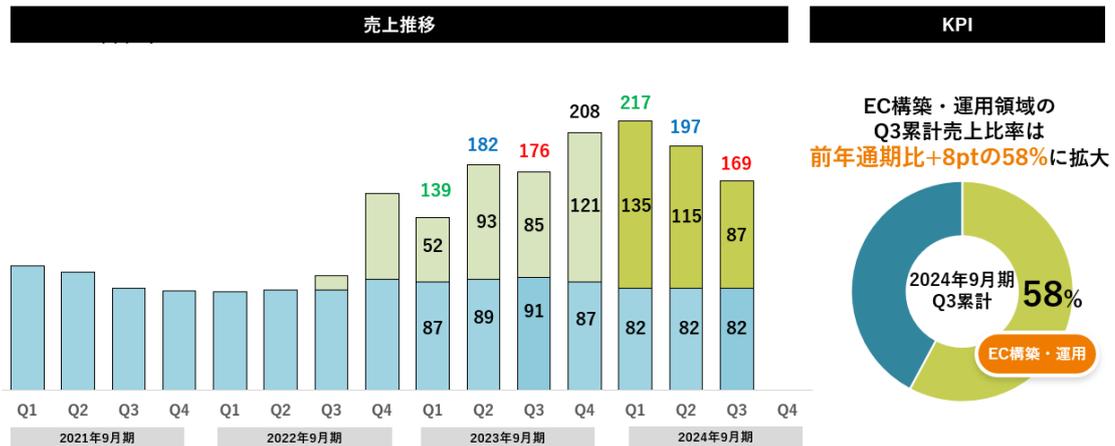
II- (1) プラットフォーム領域 (EC サイトを構築するためのオープンプラットフォーム EC-CUBE の開発提供)

- ・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 42%の売上高を占め (全社売上高比は 9%)、今期 Q3 累計の売上高は 246 百万円 (YOY: △21 百万円、△7.9%の減収) と推計される。なお、今期 Q1~Q3 の 4 売上高は、ほぼフラットで推移した (図表 11-左)。

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 58% (図表 11-右)、全売上高の 12%を占める。
- ・売上高は、前年同期の 228 百万円から約 1.5 倍の 339 百万円 (同+111 百万円) まで大きく増加したと推測される。但し、新規受注が同社の期初予想を下回り、売上高も計画未達となった。
- ・なお、コマース支援事業の増収額の全てを、EC 構築・運用支援が占めた (寄与度 123%)。
- ・今期 Q2、Q3 は、QQQ (直前の四半期との比較) では減収となっているが、大型案件を含めた受注の有無により業績が変動するため、今後の動向を注視したい (図表 11-左)。

【 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、単位：百万円)



(出所) 決算説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。推計値を含む。

(出所) 決算説明資料

<人員>

- ・新卒・中途採用の強化に加え相次ぐ 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 (P8-図表 12)。特に、専門性の高い DX 人材を積極的に採用し、テクノロジーの開発に注力している。直近の Q3 (6 月) 末では従業員数 260 名 (前期末比では+24 名の増加) のうち、エンジニアが 34%を占める。

- ・2024年6月末の従業員数は、2014年9月末比（9年6ヶ月間）で3.8倍とり、ほぼ同期間の売上高の増加率である2.7倍（2024/9期の予想売上高÷2014/9期売上高）を上回る。
- ・なお、一人当たりの売上高は2014/9期の20百万円から2024/9期には14百万円（=3,650÷260、期末従業員数を260名と仮定）に低下する見込みであるが、意図的な人的先行投資による。

【図表12】従業員数の推移（単位：人）



（出所）決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。一部推定値を含む。

<バランスシート>（いずれも今期Q3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425百万円に減少した。現預金残高は約13億円あるため、実質的には無借金である。ルビー社の買収資金480百万円を全額現金で支払ったとしても、手元には約8億円が残る。
- ・過去の企業・事業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、同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Q3末の順に、1.1億円⇒3.2億円⇒4.5億円⇒4.8億円⇒3.6億円⇒2.7億円）。のれん・ソフトウェアを含む無形固定資産は6.8億円だが、純資産金額19.2億円の約35%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209.7%、自己資本比率は65.9%と財務の健全性は高い。

◆ルビー・グループ株式会社を買収

<ルビー・グループ社の概要と買収目的>

- ・同社は、ルビー・グループ株式会社（東京都渋谷区、資本金174百万円、2011年1月設立、連結従業員数90名前後、以下、ルビー社）を、その株式の100%を保有するSMN株式会社（東京都品川区大崎、親会社であるソニーネットワークコミュニケーションズ株式会社が、SMN社の約54%の株式を保有）から、買収することを決定した。
- ・買収額は480百万円で（アドバイザー費用等の5百万円を除く）、普通株式の100%を取得し完全子会社化する。
- ・ルビー社は、ラグジュアリーブランドのECサイト構築・運営などを営み、ECサイトの運用代行（ECサイト構築後の運用の受託）やフルフィルメントサービス（通信販売やECサイトにおいて生じる受注・決済・ピッキング・配送などの一連の業務の総称）を得意とする。
- ・同社グループの第二の柱であるコマース支援事業は、EC構築のためのオープンプラットフォーム「EC-CUBE」及びEC構築支援を中心とするECソリューションを提供する。構築から運用まで一気通貫で支援する垂直統合モデルによる事業拡大を、成長戦略として掲げている。ルビー社の買収により、顧客に対するサービス提供を充実させ、さらなる事業成長ができると考えている。

＜ルビー社の業績＞

- ・ルビー社の直近の3期間にわたる業績が開示されている（図表13）。2024/3期の売上高は、約10億円、損益はほぼゼロ、減益基調である。
- ・自己資本比率は60%と高く、内部資本の蓄積があると考えられる。
- ・なお、株式譲渡実行日は2024年9月30日のため、2025/9期（来期）初よりルビー社の業績が同社グループの連結会計にフルに組み込まれる。
- ・2024/3期の業績を基準とすると買収価格は、PSR:2.1倍、PBR:0.96倍、PER/配当利回り:N.A.（赤字・無配のため）と試算され、概ね妥当なプライシングと推察される。
- ・現時点では、のれんや今後のシナジー効果（各数値）について、会社からのアナウンスはない。

【図表13】ルビー社の業績の推移

決算期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期
	(2022/3～2022/3) (注)	(2022/4～2023/3)	(2023/4～2024/3)
純資産	478百万円	497百万円	498百万円
総資産	877百万円	778百万円	826百万円
純資産比率 %	54.5	63.9	60.3
売上高	122百万円	975百万円	1,026百万円
営業損益	44百万円	25百万円	2百万円
営業利益率 %	36.1	2.6	0.2
経常損益	43百万円	22百万円	2百万円
親会社株主に帰属する 当期純利益	10百万円	4百万円	△0百万円
1株当たり当期純損益	70.30円	32.94円	△1.89円
1株当たり配当金	-	-	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が、ニュース・リリースから作成。

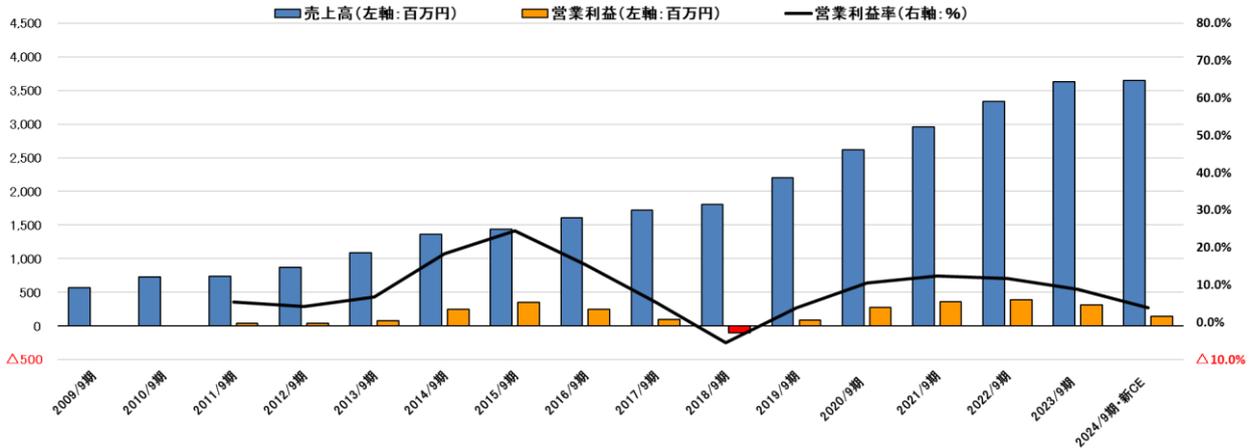
(注) 2022年3月期は、決算期変更により2022年3月1日～2022年3月31日までの1カ月の変則決算。

◆通期の業績予想を下方修正：微増収ながら大幅な減益、減配を計画

＜過去の業績推移＞

- ・長期の業績推移は、P10-図表14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期に黒字転換し、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。
- ・また、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239百万円が最高益）。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。
- ・今期も売上高は、過去最高を24期連続で更新する見込みである。

【 図表 14 】 通期業績の推移



<会社による通期計画>

- ・ 同社は、今期の期初予想を今回 (Q3 決算発表時、2024 年 8 月 5 日) 下方修正した。期初予想⇒修正予想の順に、売上高 4,100 百万円⇒3,650 百万円 (修正額△450 百万円、修正率△11.0%、以下同順)、営業利益 240 百万円⇒140 百万円 (△100 百万円、△41.7%)、経常利益 230 百万円⇒135 百万円 (△95 百万円、△41.3%)、当期利益 140 百万円⇒55 百万円 (△85 百万円、△60.7%) とした。前期比で 0.7%の微増収と見込みながら、営業利益で 56.1%、当期利益で 72.1%の大幅な減益を予想している (図表 15)。
- ・ コマース支援事業の EC 構築・運用支援領域が増収となるものの、新規の受注が計画未達となり、期初の売上高予想を 250 百万円下回る見込みであることと、マーケティング DX 支援事業のインキュベーション領域の売上高が同様に 150 百万円下回る見込みとなったことが、全社売上高の下方修正額 450 百万円の主な要因である。
- ・ 一方、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 (アドエビスがメイン) は、減収ながらもほぼ計画線に着地する予定である。
- ・ 売上高の減額修正に伴い、全社の予想利益も下方修正した。
- ・ なお、通期の営業利益率 (予想) は、5.9%⇒3.8%〜 2.1%ポイント低下する見込みである。因みに、今期 Q3 累計の営業利益率は 4.9% (今期 Q1~Q3 の順に、5.3%⇒6.2%⇒3.2%、前期 Q4 は 6.2%) であり、今期 Q4 には 0.7%まで急低下すると見込んでいる。
- ・ また、連結株主資本配当率 (DOE) 2.5%を基準とし (従来から変更なし)、利益の下方修正に伴い一株当たり配当金を、期初の 7.9 円から 7.6 円へと 0.3 円減額した。しかし、前期と比較すると 0.2 円の増配となる (予想配当性向：85.3%)。

【 図表 15 】 業績予想

(百万円)	2022/9期・実績	2023/9期・実績	2024/9期・旧CE	2024/9期・新CE	2024/9期・新E	2025/9期・新E	2026/9期・新E	2024/9期・旧BE	2025/9期・旧BE	2026/9期・旧BE
売上高	3,334	3,026	4,100	3,650	3,650	5,000	5,500	3,850	4,250	4,680
I.マーケティングDX支援事業	2,924	2,923	空欄(非公表)	空欄(非公表)	2,950	3,100	3,200	2,950	3,100	3,200
II.コマース支援事業	410	703	以下同様	以下同様	700	1,900	2,300	900	1,150	1,480
売上高総利益	2,200	2,169			2,060	2,300	2,380	2,130	2,300	2,380
売上高総利益率	67.8%	59.8%			56.4%	48.0%	43.3%	55.3%	54.1%	50.9%
販管費及び一般管理費	1,867	1,850			1,920	2,060	2,100	1,920	2,050	2,100
対売上高比	56.0%	51.0%			52.8%	41.0%	38.2%	49.9%	48.2%	44.9%
営業利益	392	318	240	140	140	250	280	210	250	280
対売上高比	11.8%	8.8%	5.9%	3.8%	3.8%	5.0%	5.1%	5.5%	5.9%	6.0%
経常利益	399	329	280	195	195	280	280	210	250	280
対売上高比	12.0%	9.1%	5.8%	3.7%	3.7%	5.0%	5.1%	5.5%	5.9%	6.0%
当期純利益	298	197	140	55	55	150	170	125	150	170
対売上高比	7.1%	5.4%	3.4%	1.5%	1.5%	3.0%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%
売上高(前期比増減、以下同様)	12.7%	8.8%	13.1%	0.7%	0.7%	37.0%	10.0%	6.2%	10.4%	10.1%
I.マーケティングDX支援事業	12.5%	-0.0%			0.9%	5.1%	3.2%	0.9%	5.1%	3.2%
II.コマース支援事業	14.4%	71.4%			-0.4%	171.4%	21.1%	28.0%	27.8%	28.7%
売上高総利益率(前期との増減)	-1.2%	-8.0%			-9.4%	-10.4%	-2.7%	-4.5%	-1.2%	-3.3%
販管費及び一般管理費(増減)	11.6%	-0.9%			3.8%	6.8%	2.4%	3.8%	6.8%	2.4%
営業利益(増減)	7.4%	-18.8%	-24.7%	-56.1%	-56.0%	78.8%	12.0%	-34.0%	19.0%	12.0%
経常利益(増減)	9.8%	-17.8%	-30.2%	-59.0%	-59.0%	85.2%	12.0%	-36.2%	19.0%	12.0%
当期純利益(増減)	-1.5%	-16.5%	-28.8%	-72.1%	-72.1%	172.7%	13.3%	-36.5%	20.0%	13.3%

(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。

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。

◆ 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> 前回予想を下方修正

- ・会社による今期の売上高 (期初) 予想 4,100 百万円に対し、当調査部は 3,850 百万円を予想 (会社計画比△250 百万円、△6.1%) していた。今回の会社による業績の下方修正額は当調査部の想定以上であり、同社の新予想である 3,650 百万円まで予想を引き下げた (P10-図表 15)。
- ・同様に、当調査部では従来予想である営業利益 210 百万円 (会社予想比△30 百万円、△12.5%) ⇒ 140 百万円、当期利益 125 百万円 (会社予想比△15 百万円、△10.7%) ⇒ 55 百万円、配当金 7.9 円/株 (会社予想と同額) ⇒ 7.6 円/株と、いずれも同社の新たな計画値まで引き下げた。
- ・前回の調査時点では、ある程度、コストのバッファがあると考えていたが、想定よりも減収幅が大きく、売上高の減額に伴う減益をカバーできなかったと推察している。
- ・後述するように、Q4 の売上高、利益予想とも保守的であり、通期のさらなる下振れリスクは小さいと考えている。

- ・また、地政学的なリスクの顕在化、インフレ、国内金利の上昇、円高の進行は、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、今期以降の間接的なリスク要因である。
- ・但し、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的には受けにくい。

<今期 Q4:業績想定>

- ・今通期の会社計画から Q3 累計の実績を差し引いた Q4 (2024 年 7~9 月) の業績計画は、売上高 921 百万円 (前年同期: 916 百万円) と、前年同期比では 5 百万円、5.5%の増収となる。直近の 3 ヶ月 (4~6 月) の月次の増収率のトレンド (YOY: 平均△2.3%)、7 月単月実績 (YOY: △0.7%) から判断すると、Q4 の売上高前提は若干高めと思われるが、大型スポット案件受注の可能性や、新サービスの寄与やストックビジネスの特性を考慮すれば、概ね妥当と考えられる。
- ・一方で、同期間の予想営業利益は 6 百万円 (前年同期: 57 百万円) と、前年同期比で 51 百万円、約 9 割の減益を、また当期純利益は 4 百万円の赤字 (同 39 百万円の黒字) を見込んでいる。
- ・なお、Q4 の営業利益率は前期の 5.3%に対し、今期は 0.7% (△4.6%ポイント) を予想している。
- ・Q4 の業績予想は、開発費や人件費などの諸コストの増加を一定程度、織り込んでおり、かつコストコントロールの余地があると思われる。残り約 2 ヶ月で本決算を迎え着地が見えつつある中で、同社が通期の業績を修正したことからも、Q4、並びに通期の業績は修正された計画と同水準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見直した。来期は、買収したルビー社が期初からフル寄与することから、10 億円程度の増収要因となる。同様に中期の売上高を上方修正した。
- ・一方、来期以降の利益予想については、コストの増加が継続する前提で据え置いた (P10-図表 15)。
- ・但し、2 事業における先行投資が一旦ピークアウトすると想定し、今期の業績下方修正により基準が低くなったこともあり、来期以降は増収増益・増配基調を予想している。
- ・なお、ルビーの損益は、直近の 2024/3 期でゼロであるため、来期以降の収益寄与は現時点では見込んでいない。今後、シナジーが見込める段階で、収益効果を再考したい。

- ・また、今期から中期経営方針 VISION 2027 (2024/9 期~2027/9 期: 4 期間) がスタートしている。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、売上高目標である 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 2.7 倍に相当する。

- ・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。

決算レポート

◆ 株価水準

<パフォーマンス>

- ・同社は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が高い。
- ・2024年8月5日に世界的な株価の暴落や、同社が通期の業績を下方修正したこともあり、株価は大きく下落し年初来の安値をつけた（同日終値：525円）。その後の相場の反転局面にあつて株価の戻りは鈍く、500円台後半で調整している（P14-図表C）。
- ・なお、同社株はTOPIX、東証プライム、日経平均などの主要指数を、年初来でアンダーパフォームしているが、東証グロース、同250（旧マザーズ）をややアウト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高い（図表16）。一方、所属する東証グロース全銘柄平均のバリュエーションと比較すると、同社のPERは高いが、PBRは低く、配当利回りは高い。

【図表16】同社と各市場平均のバリュエーション、及びリターンの比較

2024年8月16日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR	単純平均配当利回り	年初来リターン	2024年8月5日以降のリターン
イルグルム(3690:東証グロース)	568	63.66	1.88	1.39	-10.83	8.19
東証プライム全銘柄平均	1,378.64	15.47	1.31	2.42	13.23	20.28
東証スタンダード全銘柄平均	1,223.08	13.74	0.98	2.45	4.60	15.79
東証グロース全銘柄平均	783.95	44.79	2.98	0.74	-12.02	24.78
TOPIX	2,678.60				13.19	20.27
東証グロース250(旧東証マザーズ)	609.11				-13.77	25.58
日経平均	38,062.67	15.64	1.37	1.95	13.74	20.99

(出所) 市場データより、アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 2024年8月5日は、同社の今期Q3決算発表日。

- ・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）63.7倍⇒23.3倍⇒20.6倍となる（P14-図表B）。増益を予想しているため、バリュエーションは低下する。
- ・一方、当調査部による予想ベースのEV/EBITDAは、同順に6.4倍⇒5.0倍⇒4.7倍と割高感はない。また、PBRは1.8倍とやや高く、PSRは0.99倍と低い。
- ・配当利回りは1.3%と低いですが、株主優待を考慮すると4.9%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・割安とは言えないが、事業と利益の拡大により、時間経過とともにPER、PSRは低下し、配当利回りは上昇すると予想される。

<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、中期的な売上高と収益の拡大につながると思われる。
- ・今後も売上高の拡大・目標達成に向けて高水準の投融資（事業投資やM&A）が継続と思われるが、投資（費用）と利益（成長）のバランスを意識した経営姿勢が求められるよう
- ・来期以降に増益基調に転じ、中長期的に増配と二桁台の利益成長期待が高まれば、株価には上昇余地がある。

<今後の注目点>

今後、同社の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 (YOY)、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。
- ・買収したルビー・グループのシナジーと業績への寄与、今後の 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 (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	新CE	3,650	0.7	140	-56.1	135	-59.0	55	-72.1	8.9	-	7.6
2024/9	期初CE	4,100	13.1	240	-24.7	230	-30.2	140	-28.9	22.7	-	7.9
2024/9	新E	3,650	0.7	140	-56.0	135	-59.0	55	-72.1	8.9	316.7	7.6
2024/9	旧E(前回)	3,850	6.2	210	-34.0	210	-36.2	125	-36.5	20.3	328.1	7.9
2025/9	新E	5,000	37.0	250	78.6	250	85.2	150	172.7	24.3	333.5	8.3
2025/9	旧E(前回)	4,250	10.4	250	19.0	250	19.0	150	20.0	24.3	344.5	8.5
2026/9	新E	5,500	10.0	280	12.0	280	12.0	170	13.3	27.6	352.7	8.8
2026/9	旧E(前回)	4,680	10.1	280	12.0	280	12.0	170	13.3	27.6	363.6	9.0
2023/9	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	249.1	0.0
2024/9	Q1 A	928	5.6	49	-49.2	52	-48.4	23	-66.0	3.8	291.9	0.0
2023/9	Q2 A	933	16.0	113	27.5	110	24.5	62	34.6	9.9	298.5	0.0
2024/9	Q2 A	923	-1.0	57	-48.9	55	-49.8	29	-52.1	4.7	302.6	0.0
2023/9	Q3 A	898	5.6	51	-50.0	57	-46.7	27		4	303.2	0.0
2024/9	Q3 A	878	-2.2	28	-45.1	27	-52.6	7		1	304.5	0.0
2023/9	Q4 A	916	1.4	57	-50.0	60	-48.3	39		6	-	7.4
2024/9	Q4 CE	921	0.5	6	-89.5	1	-98.3	-4	赤字	-0.7	-	7.6
2023/9	Q3累計 A	2,710	11.5	261	-6.2	269	-4.7	158	-3.3	25.3	303.2	0.0
2024/9	Q3累計 A	2,729	0.7	134	-48.4	134	-50.1	59	-62.7	9.6	304.5	0.0
2023/9	H1 A	1,812	14.6	210	19.2	212	20.7	131	25.5	20.9	298.5	0.0
2024/9	H1 A	1,851	2.2	106	-49.2	107	-49.5	52	-59.8	8.5	302.6	0.0
2023/9	H2 A	1,814	3.5	109	-50.2	117	-48.0	66	-50.0	10.5	309.1	7.4
2024/9	H2 CE	1,799	-0.8	34	-68.7	28	-76.0	3	-95.4	0.4	-	7.9

(備考) A:実績、及び CE:会社予想(決算短信の数値)。E:アルファ・ウイン調査部予想。

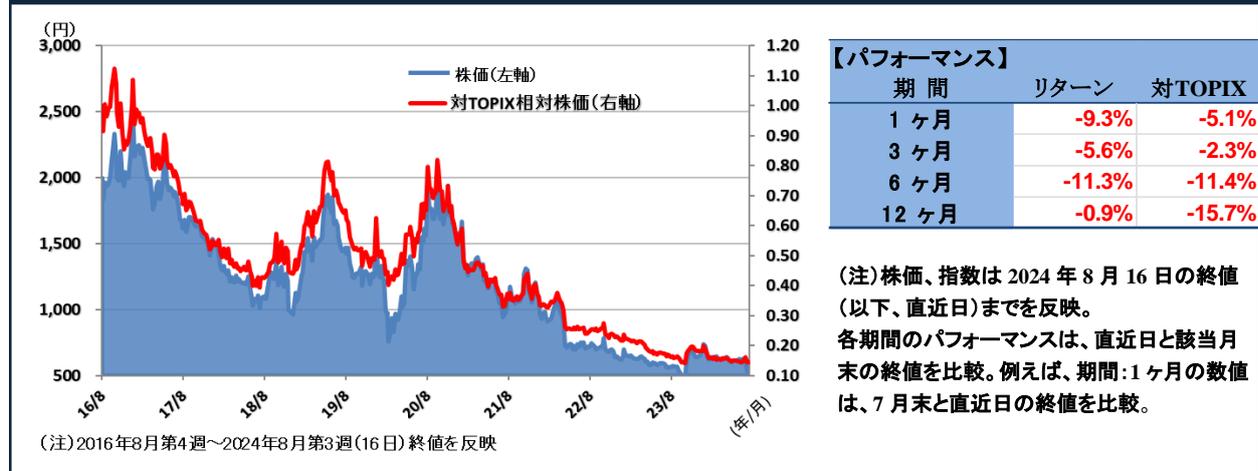
Q1:(10~12月)、Q2:(1~3月)、Q3:(4~6月)、Q4:(7~9月)、Q3累計:(1~9月)、H1:上期(10~3月)、H2:下期(4~9月)

【 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	2024/8/16	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	568	前期実績	18.1	1.8	1.3%	23.6%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	63.7	1.8	1.3%	85.2%
時価総額 (百万円)	3,620	来期予想	23.3	1.7	1.5%	34.1%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	20.6	1.6	1.5%	31.9%
今期Q3末・自己資本比率	65.9%	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



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(<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】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 2024-0828-0000

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。