

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：2025/2/25

アルファ・ウイン 調査部
<http://www.awincap.jp/>

● 決算速報

◆ インターネット広告効果測定システムのトップ企業、コマース支援業務も急拡大。第二創業期と位置付け、M&A・新事業を積極展開。加速的成長で年商 100 億円を目指す。

・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、並びに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 24 期連続で過去最高売上高を更新中である（単独決算時期も含む）。2020/9 期以降は、黒字が定着し増配トレンドにある。

・売上 100 億円達成に向けた道のりを明確なものにすべく、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サービスや、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、第二創業期として次なる成長に備え、先行投資を加速する段階にある。

・2014 年 9 月に旧東証マザーズに上場し、東京証券取引所の市場区分変更に伴い、2022 年 4 月に東証グロース市場に移行した。

・現在の事業区分は以下の通りである（図表 1）。I.マーケティング DX 支援事業と、II.コマース支援事業の 2 事業（セグメント）を営む。

・前者は（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、後者は（1）コマース領域から構成される（プラットフォーム領域と EC 構築・運用領域は、今期 Q1 から統合された）。

・M&A により、第二の柱としてコマース支援事業を急拡大中である。

【 図表 1 】 事業内容と区分 (出所) 決算説明資料等より、当調査部が作成 (備考) 撤退した事業を除く主要事業。

事業名称	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 ~A: 広告効果測定	①アドエビス(AD EBIS, GSPを含む)、及びGAPICO~ 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	②アドレボ~ 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)	③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。今下期に「アドエビス」顧客に、末期に一般顧客に正式版をリリース予定(有料化)。	
	(2) インキュベーション	④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。	
		⑤TargetPush~ リテンションマーケティングツール	2024年7月よりサービスイン。	
II. コマース支援事業 (旧: 高流プラットフォーム)	(1) プラットフォーム⇒ コマース (旧: イーシーキューブ)	③スプー~ Webメディア・制作、運用代行	全株式を取得し子会社化(2020/12月)。	連結
	(2) EC構築・運用⇒ コマース (旧: EC構築・運用支援)	④トピカ~ SNS/動画を活用したマーケティング支援	株式の約60%を取得し子会社化(2021/7月)。	
		⑤ファーストテクノロジー~ 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)。	
		* eZOX~ EC特化型CX向上のPF	2021年7月に正式版をリリース。2024年5月にクローズ。	
	①(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(2023/6月)⇒イルグルム社がイーシーキューブに株式を譲受⇒解散。		
	②ルビーグループ~ 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)。	連結

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が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

◆ 今期・第1四半期決算～M&A 効果で最高売上高を更新、大幅減益だが会社想定内。

<Q1 決算 (2024年10月～2024年12月：3ヶ月間)：概要>

・2025/9期・第1四半期 (Q1) の業績は、売上高 1,167 百万円 (前年同期比=YOY：+25.7%、以下同様)、営業利益 23 百万円 (同△53.3%)、経常利益 17 百万円 (同△66.1%)、当期純利益 4 百万円 (同△82.8%) と、増収ながら大幅な減益となった (図表 2)。

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

- ・Q1 の売上高は、四半期決算としては 2023/9 期 Q2 (2023 年 1～3 月) の 933 百万円を超え、過去最高を更新した (P3-図 4)。
- ・なお、2016/9 期より事業再編と先行投資を積極的に行い、増収ながらもコスト負担が収益を圧迫し、その後、連続減益・赤字となった。しかし、2019/9 期の Q4 には当期利益が黒字転換し、以後 22 四半期連続で最終黒字を維持している (P3-図 5)。
- ・通期の売上高計画に対する今期 Q1 の進捗率は 24.3% (参考値：2023/9 期～2024/9 期の 2 期間の各 Q1 の単純平均の進捗率は 24.9%)、同様に営業利益の進捗率は 11.5% (同 29.9%)、当期利益は同 4.0% (同 34.4%) である。今期 Q1 の進捗率は低いが、想定内であると同社はコメントしている。
- ・2 事業のうち、I.マーケティング DX 支援事業が減収増益、黒字を維持する一方、II.コマース支援事業が大幅な増収ながら減益・赤字となった (詳細は後述)。

【図表 2】Q1 の業績推移と Q2～Q4 (9ヶ月間) の業績比較

第1四半期 (単位:百万円)	2018/9期		2019/9期		2020/9期		2021/9期		2022/9期		2023/9期		2024/9期		2025/9期		2025/9期		2025/9期		2025/9期		
	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	Q1(10~12月)	金額差	変化率%/前%	Q2~Q4(1~9月)	Q2~Q4(1~9月)	金額差	変化率%/前%	Q2~Q4 YOY	
売上高合計	433	520	595	721	778	879	928	1,167	239	25.7					2,708	3,633	925	25.7					
マーケティングDX支援事業*	353	480	524	621	697	742	709	-3	-4.1														
コマース支援事業*	80	59	62	100	79	139	217	459	242	111.3													
粗利	286	344	407	505	505	554	524	601	77	14.6													
粗利率	66.1%	66.1%	68.2%	70.1%	64.9%	61.5%	56.5%	51.5%	-6.0%														
販売管理費	334	370	382	411	417	457	475	578	103	21.6													
販売管理費比率	77.1%	71.3%	63.9%	56.9%	53.7%	52.0%	51.2%	49.5%	-1.7%														
営業(セグメント)利益	-48	-27	25	94	88	97	49	23	-26	-53.3					115	177	62	-53.3					
マーケティングDX支援事業*	-44	-21	16	48	70	71	32	53	21	62.0													
コマース支援事業*	-3	-5	9	46	17	26	17	-30	-47	減益・赤字													
営業利益率	-11.0%	-5.2%	4.2%	13.1%	11.3%	10.6%	4.2%	1.9%	-5.8%						4.2%	4.9%							0.8%
マーケティングDX支援事業*	-12.5%	-4.0%	3.0%	7.7%	10.1%	9.6%	4.5%	7.5%															
コマース支援事業*	-4.2%	-9.2%	14.5%	45.0%	21.5%	18.7%	7.8%	-6.8%	-14.3%														
経常利益	-47	-30	25	95	87	92	17	-35	-66.1						110	17	-93	-66.1					
当期利益	-32	-36	19	61	58	69	23	4	-82.8						45	4	-41	-82.8					
EBITDA	-26	8	70	187	171	123	107	-16	-13.4														
EBITDAマージン	-6.1%	1.5%	12.0%	26.1%	22.1%	13.5%	11.6%	-1.4%	-13.7%														

(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) *売上高は外部顧客への売上高、セグメント利益はセグメント間取引消去及びのれんの償却前(決算短信・四半期連結損益計算書の営業利益との調整前)の利益。セグメント情報が決算説明資料と異なる場合、決算短信の数値を優先。

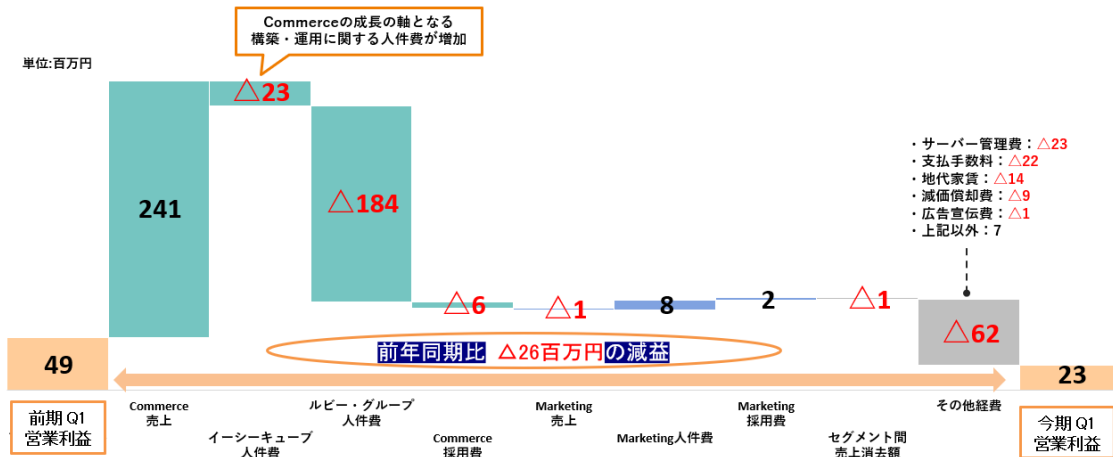
<Q1 決算:全社の損益>

- ・全社の粗利率は、前期 Q1⇒今期 Q1 の順に (以下同様)、56.5%⇒51.5%へと 5.0%ポイント悪化した。利益率が低下したが 239 百万円の増収効果が大きく、粗利額は 524 百万円⇒601 百万円へと 77 百万円 (YOY+14.6%) 増加した (原則、単位未満は四捨五入、以下同様)。
- ・一方、販売管理費は 475 百万円⇒578 百万円と 103 百万円 (+21.6%) 増加し、営業利益は 49 百万円⇒23 百万円へと、26 百万円の減益となった。販管比率は 51.2%⇒49.5%へと 1.6%ポイント改善したが、営業利益率は 5.3%⇒2.0%へと悪化した (△3.3%ポイント)。
- ・同様に EBITDA は、123 百万円⇒107 百万円と 16 百万円 (△13.4%) 減少し、同マージンは 13.3%⇒9.2%と 4.1%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 Q1：49 百万円⇒今期 Q1：23 百万円、YOY△26 百万円、△53.3%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+241 百万円、以下同様) が最大の増益要因となった。これはルビー・グループ株式会社 (以下、ルビーG) を買収し、期初から連結化したため売上高が急増したことによる。一方で、その関連コストの増加 (主な減益効果：人件費 Δ 184 百万円) や、今後の売上高拡大に向けた戦略的な投資が増加し (同事業内の EC 構築・運用領域の業務拡大のための人件費の増加：減益効果： Δ 23 百万円)、その大半が相殺された。

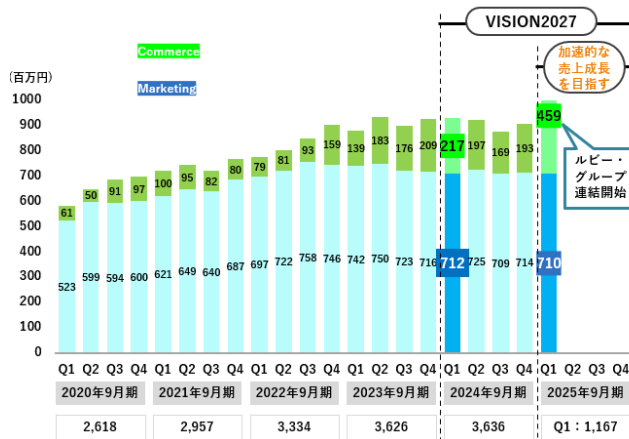
・全社ではサーバー管理費、支払い手数料、地代家賃などのコストが増加し、62 百万円の減益効果となった。

【 図表 3 】 Q1 決算・連結営業利益の変動要因分析 (前年同期比、減益要因は Δ)



(出所) 決算説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

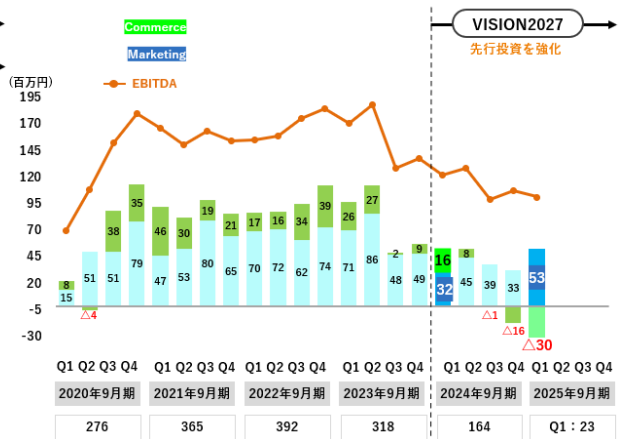
【 図表 4 】 四半期別・事業別売上高の推移



(出所) 決算説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 事業別 (セグメント別) の売上高は、セグメント間取引の調整額の表記を省略しているため、各セグメント売上高の合計値が、連結売上高と一致しないことがある (セグメント利益も同様)。また、最下段の数値は各年度の合計値だが、同様の理由で決算短信のセグメント情報と一致しないことがある。

【 図表 5 】 四半期別・事業別営業利益の推移



<セグメント別売上高・利益の推移>

・2020/9 期から 2025/9 期 Q1 までの、四半期別の売上高、並びにセグメント別の営業利益、EBITDA を示した (図表 4, 図表 5)。売上高は増収基調、営業利益・EBITDA は黒字が定着しているが、利益はボックス圏内で推移し、直近の 7 四半期は前年同期比で利益が半減し減益基調となっている。

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

<Q1 決算：I.マーケティング DX 支援事業>

・マーケティング DX 支援事業は、今期の Q1 全社売上高の 61%、営業利益の全てを占める（コマース支援事業が赤字の為）。なお、同事業内の (1) マーケティングプロセス領域が全売上高の 50%、(2) インキュベーションが 11%を占める。また、(1) マーケティングプロセス領域内のアドエビスが、同事業内の売上高の 75.6%（同社全売上高の 45.8%）を占めるコア事業である。

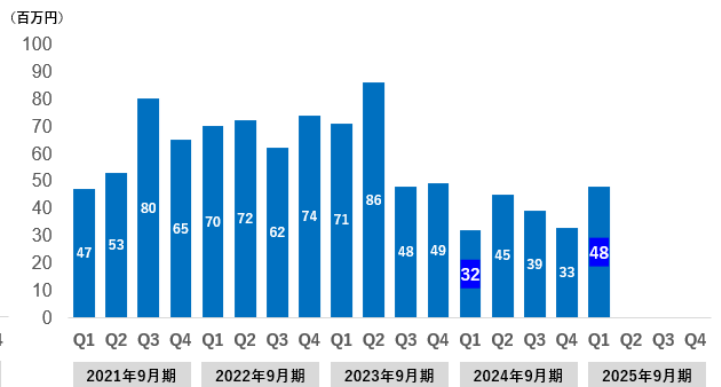
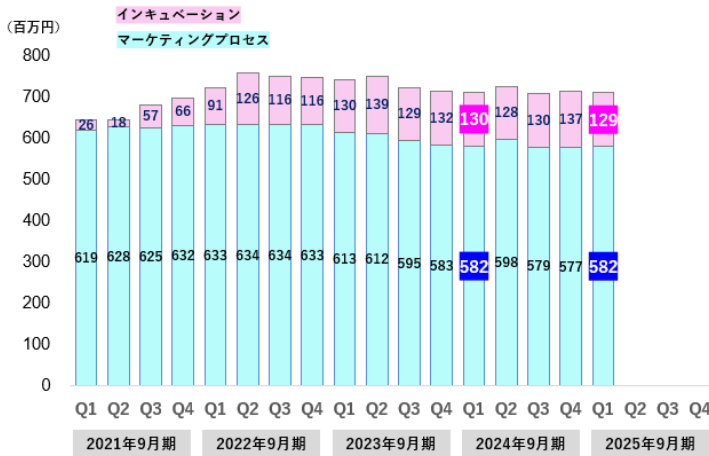
・マーケティング DX 支援事業の売上高（外部顧客への売上高、以下同様）は、前期 Q1 の 712 百万円から今期 Q1 には 709 百万円（連結調整前、以下同様）へと 33 百万円（YOY△0.4%）の小幅な減収となった（図表 6、注：図表内の合計値とは若干、数値が異なる。以下同様）。これまで長期間にわたり、アドエビスが全体の増収を牽引してきた。近年、アカウント数の減少により売上高のモメンタムが低下してきたが、低価格プランの導入や解約率の低下により、アカウント数は底打ちし、同事業の売上高はフラットになってきている。

・また、同セグメントの営業利益率は 4.6%から 7.5%に 2.9%ポイント改善し、減収ながら同利益は、33 百万円から 53 百万円へと 20 百万円（同+62.0%）の増益となった（図表 7、図表内では 32 百万円から 48 百万円へと 26 百万円：+50.0%）の増益）。

・これはマーケティング DX 支援事業において、社内外の人的・開発リソースをコマース支援事業にシフトしたことにより、按分コストが低下したことが主な増益要因であったと考えられる。

【 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、単位：百万円）

【 図表 7 】 マーケティング DX 支援事業の営業利益推移（四半期別、単位：百万円）



（出所）決算説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

（備考）セグメント別の売上高、並びに営業利益は、セグメント間取引の調整額の表記を省略しているため、各セグメント売上高、並びに利益の合計値が、決算短信の連結売上高、並びに営業利益と一致しないことがある。

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

・マーケティングプロセス領域の売上高は、マーケティング DX 支援事業の約 82%を占める。
 ・マーケティング DX 支援事業内の (1) マーケティングプロセス（広告測定・分析）は、アドエビス、CapiCO、アドレポの 3 事業から構成される。

・前期から開示基準が変更され、広告効果測定（アドエビス）単独の売上高や単価・アカウント数に代わり、アドエビスに CapiCO、アドレポを加えたマーケティングプロセス領域の数字が開示されるようになった。

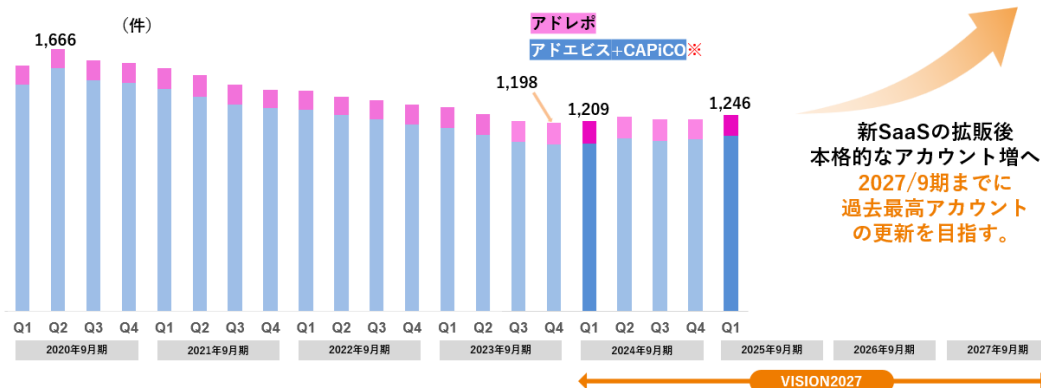
・同領域の Q1 末（2024 年 12 月末）の平均単価は、GSP プランの導入により 156,200 円/月となり、

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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

前年同期末の 161,904 円/月から△3.5% (YOY)、直前四半期末の 158,162 円から△1.2% (QOQ) と、いずれに対しても微減となっている (図表 9)。

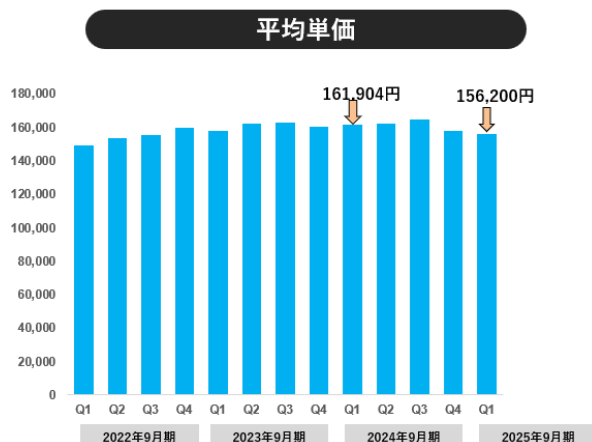
- ・一方、新規顧客の獲得に苦戦する中、解約によりアカウント数 (KPI) は、2023/9 期 Q4 末に 1,198 件 (=ボトム) まで減少した (図表 8)。
- ・但し、翌 2024/9 期 Q1 に入りアドエビスの新規獲得が回復したことに加え、解約率が逡減し、マーケティングプロセス領域のアカウント数は増加に転じ、今期 Q1 末には 1,246 件となった (ボトム比 +48 件、直前四半期末比+26 件)。低価格プラン (Growth Step Program : GSP) の導入 (アドエビスの新規受注件数における GSP の比率 : 55%) や、CapiCO (キャピコ、コンバージョン API : Cookie を使用せずにコンバージョン=最終的な成果を計測する手法) の投入が効果を上げつつある。
- ・また、継続的なカスタマーサクセス活動により、解約率は今期 Q1 末では 2.0% (前期 Q1 末 2.4%) まで改善し、目標を達成した (図表 10)
- ・なお、アドエビスの Q1 の売上高は、既述のように下げ止まりつつある。単価は下げ止まっていないが、「アドエビス+CapiCO」のアカウント数が微増に転じ相殺している (YOY、QOQ)。
- ・Q1 のアドレポの売上高も、前年同期比でほぼ横ばいであったと推定される。

【図表 8】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)

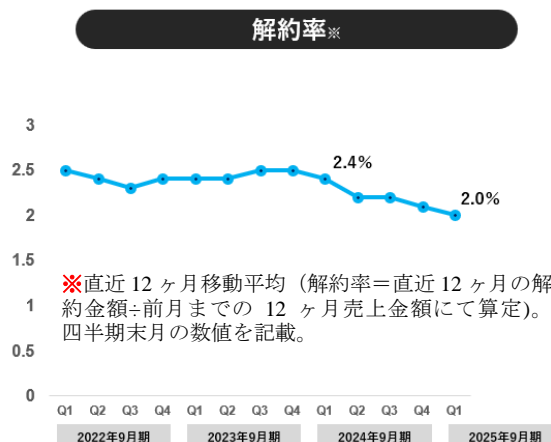


(出所) 決算説明資料から当調査部が作成。(備考) アカウント数は、「アドエビス」、「CapiCO」、「アドレポ」の合計値 (※併用アカウント数は重複計算せず)。

【図表 9】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 10】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、当調査部が作成。

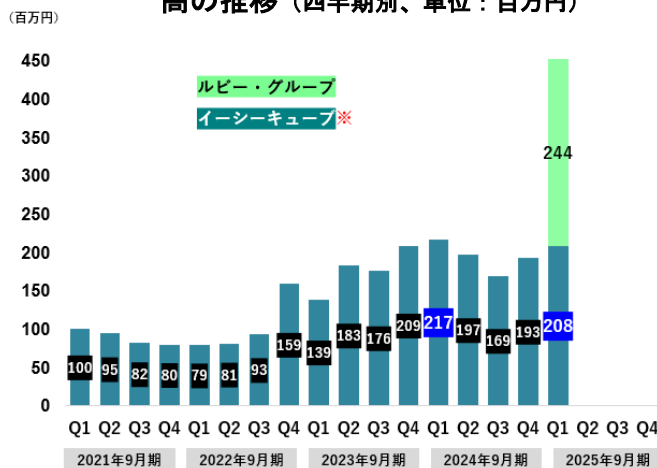
I- (2) インキュベーション領域

- ・インキュベーション領域は、自社開発のアドフープ・ターゲットプッシュの2事業と、買収した連結3子会社であるスパー・トピカ・ファーエンドが経営する事業から構成される。
- ・同領域の売上高は、全社売上高の11%、マーケティングDX支援事業の約18%を占める。今期Q1の売上高は約128百万円と推定され、前期Q1の売上高とほぼ同額で横ばいとなった。なお、今期Q1決算では、各事業（あるいは子会社）の売上高は開示されていない。
- ・今期もリソースをマーケティングプロセス領域とコマース領域に集中配分することから、インキュベーション領域の売上高は、通期でも横ばい、あるいは微減収を同社は見込んでいると思われる。

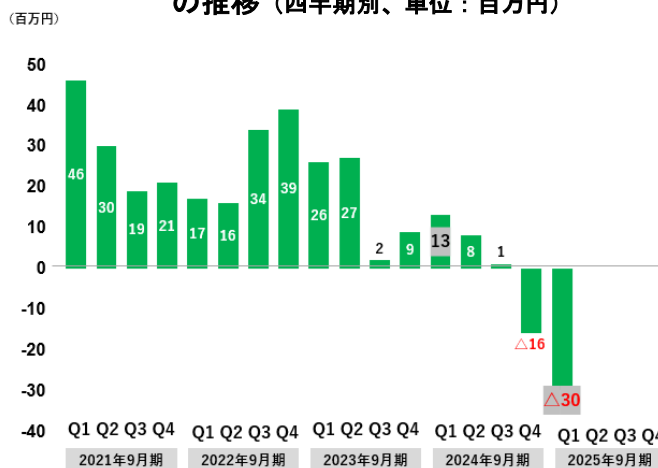
<Q1 決算: II. コマース支援事業>

- ・これまではイーシーキューブ事業を、同社が約90%出資する連結子会社である株式会社イーシーキューブ（株式会社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）が、EC構築・運用支援を担っていた。
- ・ルビーGの買収により、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、Q1から領域の統合によりコマース支援事業（コマース領域）に一本化された。同事業は連結子会社、主要2社で構成されている。
- ・コマース支援事業の今期Q1での売上高は全体の39%（前期：23%）、営業利益では△130%（赤字のため、ネットの黒字額に対する赤字額の比率。前期は黒字で34%）を占める。
- ・同支援事業は、売上高が前期Q1の217百万円から、今期Q1には459百万円へと倍増した（YOY+242百万円）。このうちルビーGの寄与が244百万円と増収額の全てを占める。イーシーキューブ社の売上高は208百万円と前期比では微減となった模様である（図表11）。
- ・EC構築・運用領域における人件費と体制強化に伴う採用費の増加など戦略的なコストを投下したことにより、同支援事業の営業利益は17百万円から△30百万円へと47百万円悪化し、営業利益率は7.8%から△6.6%に急低下した（決算短信の数値、図表12の数字と若干異なる）。

【図表11】コマース支援事業の子会社別売上高の推移（四半期別、単位：百万円）



【図表12】コマース支援事業の営業利益の推移（四半期別、単位：百万円）



（出所）決算説明資料から、当調査部が作成。

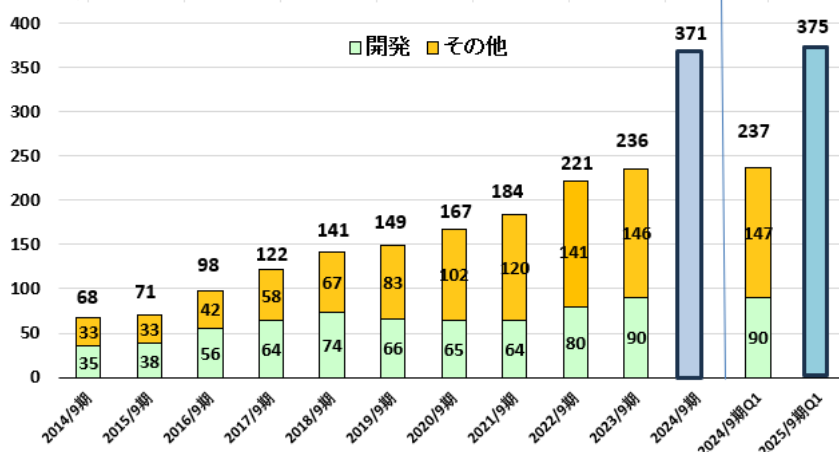
（備考）図表におけるセグメント別業績は、セグメント間取引の調整額の表記を省略している。このため各セグメント売上高、及び営業利益の合計値が、決算短信（セグメント情報）の連結売上高、及び連結営業利益と一致しないことがある。

※ サービスである「EC-CUBE」の売上高ではなく、子会社イーシーキューブの売上高。

<人員>

- ・今期 Q1 末 (2024 年 12 月末) の総従業員数は、375 名 (YOY+138 名) と順調に増加し、事業と組織の継続的な拡大につながっている (図表 13)。M&A による獲得も含め、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。
- ・2024/9 期末の総従業員数は 371 名 (2024/9 期末以降は、買収したルビーG の人員を含む) と 10 年間で 5.5 倍となった (2024/9 期÷2014/9 期、CAGR:年平均換算では+18.5%)。これに対し同期間の売上高は 2.7 倍 (CAGR+10.3%) であり、人員の増加が先行している。

【図表 13】従業員数の推移 (単位: 人)



(出所) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成(一部推計を含む)。

(備考) 2024/9 期末以降は、ルビーG の人員を含む。最上段の数字は、総従業員数

<バランスシート> (いずれも今期 Q1 末時点の数字)

- ・長期借入金の返済が進み、同残高は前期末の 844 百万円から 783 百万円に減少した。現預金残高は 1,270 百万円あり、実質的には無借金である。
- ・前期末にはルビーG の買収に伴い一時的にのれんが増加したが、同社は平均 5 年程度で償却を進めているため、のれん残高は再び減少しつつある (2019/9 期⇒2020/9 期⇒2021/9 期⇒2022/9 期⇒2023/9 期⇒2024/9 期⇒2025/9 期 Q1 の順に、1.1 億円⇒3.2 億円⇒4.5 億円⇒4.8 億円⇒3.6 億円⇒3.9 億円⇒3.7 億円)。
- ・なお、のれん・ソフトウェアを含む無形固定資産は 8.6 億円だが、純資産金額 18.4 億円の 47% 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 185.0%、自己資本比率は 50.5% と財務の健全性は高い。

◆通期の業績予想は据置：二桁の増収と減益、増配予想を継続

<過去の業績推移>

- ・長期の業績推移は、P8-図表 14 の通りである。会社設立以来、2024/9 期まで 24 期連続で増収を維持している。この間、事業構造改革と先行投資を行ったことから、2018/9 期並びに 2019/9 期の両期には最終損益が赤字となった (営業赤字は 2018/9 期の一期のみ)。
- ・しかし、2019/9 期に黒字転換、2020/9 期以降は 2023/9 期まで、每期 3 億円前後の営業黒字と 2 億円前後の最終黒字を計上した。2022/9 期には増収と利益率の改善により、過去最高益 (営業利益 392

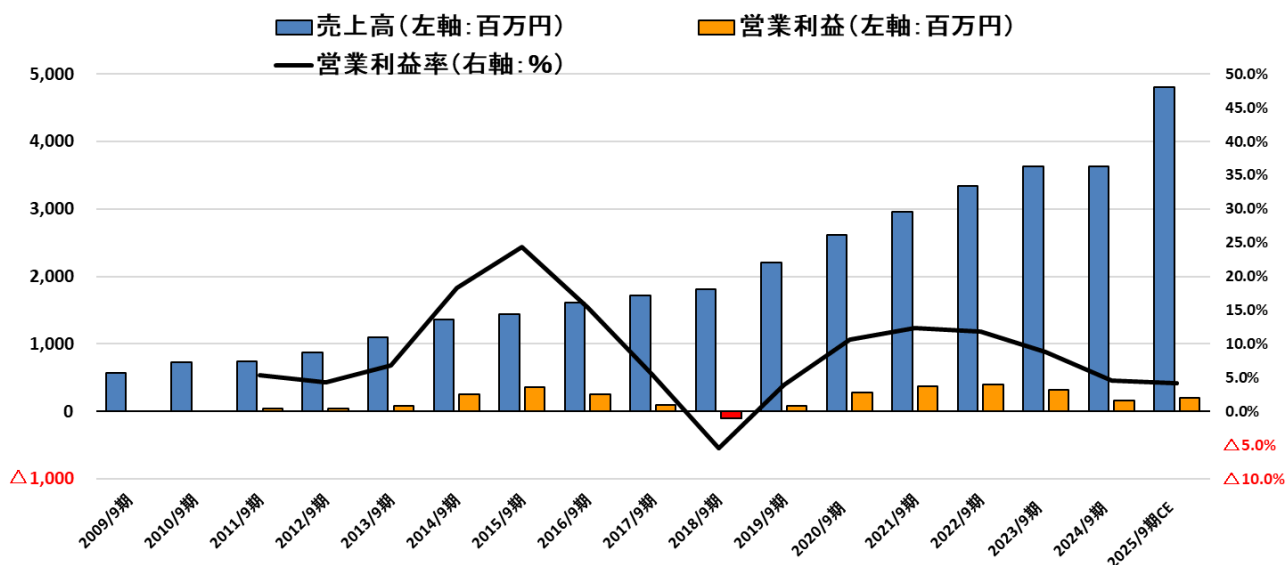
百万円) を更新した (当期利益は 2021/9 期の 399 百万円が最高益)。

- ・なお、2023/9 期、2024/9 期は、連続増収、かつ最高売上高を更新ながら、二期連続の減益となった。

<会社による通期計画>

- ・前期末のルビーG の買収に伴い、期初時点では今通期の業績見通しを非公表としていた。
- ・しかし 2025 年 1 月に、今期の通期業績予想を売上高 4,800 百万円 (YOY+32.0%)、営業利益 200 百万円 (同+21.6%)、経常利益 190 百万円 (同+17.2%)、当期利益 100 百万円 (同+45.4%)、配当金 7.9 円 (同+0.1 円) と発表した。前期比で二桁の増収増益、並びに僅かながらも増配となる。連結株主資本配当率 (DOE) 2.5%を堅持し、予想配当性向は 48.9%となる。
- ・事業別の予想売上高は公表されていない。ルビーG の連結子会社化を主因に、コマース事業が牽引し、過去最高売上高を 25 期連続で更新する。今期の業績予想には、ルビーG の売上高は 9~10 億程度を見込む一方、営業利益への寄与は見込んでないものと推察される (参考：ルビーG の 2024/3 期実績：売上高 1,026 百万円、営業利益 2 百万円)。
- ・なお、「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」との方針の下、積極的な投資を継続し、コストの増加により営業利益率は前期の 4.5% から 4.2%に低下する見込みである。
- ・利益水準は低く増配額が少ないとはいえ、減益基調から増益に転じる見込みであること、また、株主優待の継続も含め株主還元に向きに取り組んでいる姿勢は評価されよう。

【 図表 14 】 過去の業績の推移



(出所) アルファ・ウイン調査部が、有価証券報告書より作成。(備考) CE は会社予想。

【 図表 15 】 通期業績の推移と中期の業績予想

(百万円)	2022/9期・実績	2023/9期・実績	2024/9期・実績	2025/9期・初OE	2025/9期・旧E	2025/9期・新E	2026/9期・旧E	2026/9期・新E	2027/9期・旧E	2027/9期・新E
売上高	3,334	3,626	3,636	4,800	4,750	4,750	5,000	5,050	5,300	5,300
Ⅰ.マーケティングDX支援事業	2,924	2,923	2,858		2,900	2,950	3,000	3,000	3,200	3,100
Ⅱ.コマース支援事業	410	703	778		1,850	1,800	2,000	2,050	2,100	2,200
売上高総利益	2,260	2,169	2,119		2,480	2,480	2,600	2,650	2,800	2,800
売上高総利益率	67.8%	59.8%	58.3%		52.2%	52.2%	52.0%	52.5%	52.8%	52.8%
販管費及び一般管理費	1,074	1,457	1,517		2,300	2,280	2,400	2,400	2,500	2,500
対売上高比	56.0%	51.0%	53.8%		48.4%	48.0%	48.0%	47.5%	47.2%	47.2%
営業利益	392	318	164	200	180	200	200	250	300	300
対売上高比	11.8%	8.8%	4.5%	4.2%	3.8%	4.2%	4.0%	5.0%	5.7%	5.7%
経常利益	399	329	162	190	180	190	200	240	300	290
対売上高比	12.0%	9.1%	4.5%	4.0%	3.8%	4.0%	4.0%	4.8%	5.7%	5.5%
当期純利益	236	197	88	100	110	100	120	145	180	175
対売上高比	7.1%	5.4%	1.9%	2.1%	2.3%	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%	3.3%
売上高(前期比伸率、以下同様)	12.7%	8.8%	0.3%	32.0%	30.6%	30.6%	5.3%	6.3%	6.0%	6.0%
Ⅰ.マーケティングDX支援事業	12.5%	-0.0%	-2.2%		1.5%	3.2%	3.4%	1.7%	6.7%	3.3%
Ⅱ.コマース支援事業	14.4%	71.4%	10.7%		137.6%	131.2%	8.1%	13.9%	5.0%	7.3%
売上高総利益率(前期との差異)	-1.2%	-8.0%	-1.5%		-8.1%	-8.1%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.4%
販管費及び一般管理費(伸率)	11.6%	-0.9%	5.7%		17.7%	16.6%	-0.4%	0.5%	4.2%	4.2%
営業利益(伸率)	7.4%	-18.8%	-48.4%	21.6%	8.8%	21.6%	11.1%	25.0%	50.0%	20.0%
経常利益(伸率)	9.8%	-17.6%	-50.8%	17.2%	11.1%	17.2%	11.1%	26.3%	50.0%	20.8%
当期純利益(伸率)	-1.5%	-16.5%	-85.1%	45.4%	61.8%	45.4%	9.1%	45.0%	60.0%	20.7%

(出所) 決算短信よりアルファ・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。初は初回予想、旧は前回予想、新は今回予想。

<足元の状況>

・Q2(1月~3月)の初月となる1月の全社売上高は、前年同期比で+33.9%の増加となり、10月以降は高水準を維持している(図表16)。

・マーケティングDX支援事業の売上高は、10月~1月まで前年同月と同額の水準が継続している。
 ・一方で、ルビーGの連結参入により、10月以降はコマース支援事業の売上高は倍増している。

・2024/9期(前年度)の月次売上高は、年度を通じて前年同月比でほぼフラットで推移したが、今期に入りコマース支援事業が牽引し、全社の増収率は20%~30%台の成長が続いている。

・なお、今期の全社の累計売上高(2024年10月~2025年1月までの4ヶ月間)は、1,579百万円と前年同期比で+27.8%となった。これは今通期の会社計画の増収率である+32.0%を若干、下回る。
 ・年間売上高(計画)に対する同期間の進捗率は、24.3%と前年同期(実績比)の25.5%もやや下回るが、同社は想定内であるとしている。

・ストック型のビジネスモデルであることや、新サービスのローンチや有償化を予定していることから、下期、特にQ4の業績の寄与を想定していると推測される。

【 図表 16 】 今期の月次売上高の推移

暦年	2024年			2025年	2024年10月~2025年1月	
	2025/9期					
年度	10月	11月	12月	1月	4ヶ月累計	単位
月次売上高						
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)	230,454	240,089	238,014	243,408	951,965	千円
	99.3	98.9	100.5	101.9	100.2	YOY %
コマース支援事業 (旧商流プラットフォーム)	136,575	152,804	169,840	167,534	626,753	千円
	189.0	232.7	214.0	246.4	219.7	YOY %
全社	367,030	392,894	407,854	410,943	1,578,721	千円
	120.6	127.4	129.0	133.9	127.8	YOY %

(出所) 同社HPのニュース・リリースより、当調査部が作成。

(備考) 記載数値は、監査法人の監査を受けていない速報値であり、今後修正される可能性がある。

◆ 今期・中長期業績予想（アルファ・ウイン調査部）

<今期の業績予想>

- ・会社の業績予想の発表前の段階で、当調査部では（前回：2024年12月時点の予想）売上高4,750百万円、営業利益180百万円、当期利益110百万円、配当金7.9円と予想していた。同社予想は、当部予想といずれもほぼ同水準であり想定内であった。しかし、足元の状況と取材を反映し、当調査部では売上高（会社計画比△50百万円、△1.3%）と配当金（会社予想と同額）を据え置いた。営業利益は予想を引き上げる一方、当期利益を引き下げ、いずれも同社予想と同額に修正した。
- ・関税による貿易摩擦、地政学的なリスク、インフレのよるコストの増加、国内金利の上昇懸念、円安の修正、人手不足は、同社のユーザーである企業の業績やIT投資に影響を与え、間接的なリスク要因である。
- ・しかし、同社の事業は、内需中心のストック型サブスクリプションモデルであるため、コストの増加を除き、これらの影響を直接的には大きく受けにくい。

<今期 Q2~4:業績想定>

- ・今通期の会社計画から Q1 の実績を差し引いた Q2~Q4（2025年1~9月）の業績計画は、売上高3,633百万円（前年同期：2,708百万円）と、前年同期比では925百万円、34.25%の増収を予想している。直近の1月を含めた月次の増収率のトレンドから判断すると、通期の売上高目標はやや高いと考えられる。
- ・一方で、同期間の営業利益は173百万円（前年同期：115百万円）と、前年同期比で62百万円、53.9%の増益を、同様に当期純利益も96百万円（同45百万円）と51百万円、113.3%の増益を見込んでいる。
- ・なお、営業利益率は前年同期の4.2%に対し、今期は4.9%と0.7%ポイントの上昇を、また、今期Q1の2.0%からは、2.9%ポイントの改善を予想している。約10億円の売上高があるルビーGの営業利益率がほぼゼロであったこと、PMI（M&A後の統合プロセス）で費用が先行することから、既存事業での収益性の改善を見込んでいると推定される。
- ・なお、Q2~Q4の業績予想には、新事業などの開発費や人件費、販促費などの諸コストの上昇を一定程度、織り込んでいると考えられる。コストコントロールの余地があると思われことから、新サービスの開発やローンチの遅れや、コマース領域での大型案件の失注などが無い限り、通期計画の利益の下振れリスク・減配リスクは限定的と思われ、公表されている予想利益並みに着地する可能性が高いと当調査部は判断している。

<中期の業績予想>

- ・当調査部では、来期以降の中期業績予想についても前回予想を大きくは変更していないが、一部を修正した（P9-図表15）。
- ・来期については、売上高を5,050百万円（前回予想比+50百万円=コマースDX支援事業を増額、YOY+6.3%、以下同順）、営業利益を250百万円（前回予想比+50百万円、YOY+25.0%）、当期利益145百万円（前回予想比+25百万円、YOY+45.0%）、配当金8.1円（前回予想と同じ、YOY+0.2円）と予想した。
- ・来々期については売上高を5,300百万円に据え置き（前回予想と同額だが、マーケティングDX支援事業を前回予想に対し1億円減額する一方、コマースDX支援事業を1億円増額。YOY+5.0%）、営業利益を300百万円（前回予想と同額、YOY+20.0%）、当期利益175百万円（前回予想比△5百万円、YOY+20.7%）、配当金8.6円（前回予想と同じ、YOY+0.5円）と予想した。

・業績は、M&A の実施状況や先行投資次第にはなるが、基本的には増収増益・増配基調を予想している（詳細は、前回調査レポート P32～P33 を参照）。但し、現在の中計期間においては、黒字を維持できる範囲内で先行投資を進めることから、増額幅は当面小幅に留まるであろう。

・なお、前期から新中期経営計画 **VISION 2027**（2024/9 期～2027/9 期：4 期間）がスタートした。新中計では、マーケティングプロセス支援と EC 構築・運用支援（現在のコマース支援）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 億円は今期の予想売上高の約 2.1 倍に相当する。

・マーケティング DX 支援事業の既存事業（マーケティングプロセス、インキュベーション）は、アカウント数の反転により安定的な推移が見込まれる。加えてマーケティングプロセス領域における新サービス（SaaS+人的支援サービス）と、コマース支援事業の拡大により、加速的な成長を目指し目標を達成する計画である。

・また、中長期的な収益性や将来的な株主還元目标是、現時点では開示されていない（当面は DOE 2.5%、並びに株主優待の維持）。

・少なくとも数年間は、売上高の拡大・目標達成に向けて高水準の投資が継続すると思われ、投資と利益（成長）のバランスを取った経営姿勢が求められるよう。M&A を含めた先行投資がピークアウトし、「売上高・同成長率重視」から「利益率・利益成長率重視」への転換点が、中長期的な視点からは最大の注目点となろう。

◆ 株価水準

<パフォーマンス>

・インターネット関連の小型成長株であり、株価のボラティリティは高い。
 ・前々期・前期に連続減益になり、株価は一時期、安値圏で調整した。しかし、前期決算は下方修正後の業績予想を上回ったこと、さらに今期は増益に転じ増配計画であることから、株価は底を打ちつつあり、500 円後半で収まっている。

・最近の株式市場では、業績の上方修正銘柄や自社株買いを公表した銘柄、金利・景気敏感株、インバウンド関連株や AI・半導体関連株が選好される傾向がある。小型グロースでデフェンシブ性を持つ同社株は、昨年初来では TOPIX などの主要指数をアンダーパフォームしている（図表 17）。

<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、今期基準での同社のバリュエーションはやや高い（図表 17）。
 ・一方、同社が所属する東証グロース全銘柄平均の主要バリュエーションを、同社は大きく下回る。

【図表 17】同社と各市場平均のバリュエーション、及びリターンと比較

2025年2月21日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR	単純平均配当利回り	2024年初来のリターン (2023年12月末以降のリターン)	2025年2月5日 (今期Q1決算発表日)以降のリターン	2024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) G*	566	34.94	1.86	1.40	-11.15	-5.35	-0.53	-10.4
東証プライム全銘柄平均 P	1,408.53	14.92	1.32	2.48	15.88	-0.32	0.77	1.1
東証スタンダード全銘柄平均 S	1,292.29	14.09	1.02	2.55	10.52	1.41	5.91	3.3
東証グロース全銘柄平均 G*	871.38	39.38	3.27	0.81	-2.21	3.59	9.32	3.9
TOPIX	2,736.53				15.84	-0.32	0.76	1.1
東証グロース250(旧東証マザーズ)	680.22				-3.71	3.87	9.46	3.9
日経平均	38,776.94	15.17	1.39	2.07	15.88	-0.14	-1.78	1.5

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

・また、当調査部の予想を基準とすると、同社の PER は（今期⇒来期⇒来々期の順に）34.9 倍⇒24.0 倍⇒19.9 倍となる（P13-図表 B）。増益トレンドを予想しているため、バリュエーションが低下し

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。

割高感が徐々に薄れる。

- ・ PBR も利益による自己資本の増加により、（同順に）1.8 倍⇒1.7 倍⇒1.6 倍と逡減する。
- ・ なお、当調査部による予想ベースの EV/EBITDA は、（同順に）5.8 倍⇒5.3 倍⇒4.9 倍と総じて割高感を感じられない。
- ・ 一方、今期の予想売上高基準（会社計画）では、PSR（Price to Sales Ratio、株価売上高倍率＝時価総額÷年間売上高）も 0.75 倍と低い（アドテク関連の主要上場企業の平均値は 2 倍強）。
- ・ 配当利回りは 1.4%と低いと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エーションは高安まちまちであり、一概に割高・割安とは言えない。しかし、事業（売上高）と利益の拡大により、時間経過とともに PER、PBR、EV/EBITDA、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継続するため、今期の利益水準は増益ながらも低い。しかし、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、ルビーG の PMI が軌道にのれば、クロスセル、アップセルなどのシナジー効果により中期的な収益の拡大につながると思われる。
- ・ 株主還元強化策の発表や、利益率の改善により来期以降も増益基調が定着し、中長期的に利益成長期待が高まれば（年間平均の EPS 成長率の期待値＝PER の切り上がり）、株価には上昇余地があると当調査部では考えている。

<今後の注目点>

今後、株価に影響を与える要因として、以下の点に注目したい。

- ・ マーケティング DX 支援事業においては、業績に直結する重要な指標であるアドエビスを中心とするマーケティングプロセス領域のアカウント数（KPI）の純増減と平均単価、並びに解約率の動向。
- ・ マーケティングプロセス支援の新サービスの具体的な内容と業績への寄与度。
- ・ コマース支援事業では、増収率（モメンタム）と利益率（改善動向）の推移。特に、連結子会社化したルビーG とのシナジー効果とその収益貢献度。EC-CUBE エンタープライズ版等の販売状況。
- ・ 定期的に公表される月次売上高、及び四半期単位の利益（率）の動向。
- ・ 今通期の業績の着地水準と来期以降の利益水準（利益率の水準と中期の EPS 成長率）。
- ・ 売上高成長（率）重視から、収益性重視、及び利益成長率重視への経営方針の転換タイミング。
- ・ 東証グロース市場に上場を維持するための時価総額（安定的に 40 億円を上回れるか否か）。
- ・ 東証スタンダード市場への変更（現状でもスタンダード市場の上場審査基準の形式要件は、クリアしている模様）。
- ・ 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。
- ・ さらなる 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	A	3,636	0.3	164	-48.4	162	-50.8	68	-65.1	11.1	304.6	7.8
2025/9	今回CE	4,800	32.0	200	21.6	190	17.2	100	45.4	16.2	-	7.9
2025/9	期初CE	非公表										
2025/9	新E	4,750	30.6	200	22.0	190	17.3	100	47.1	16.2	313.1	7.9
2025/9	旧E	4,750	30.6	180	9.8	180	11.1	110	61.8	17.9	314.6	8.3
2026/9	新E	5,050	6.3	250	25.0	240	26.3	145	45.0	23.5	328.7	8.1
2026/9	旧E	5,000	5.3	180	0.0	180	0.0	120	9.1	19.5	326.2	8.1
2027/9	新E	5,300	5.0	300	20.0	290	20.8	175	20.7	28.4	349.0	8.6
2026/9	旧E	5,300	6.0	300	66.7	300	66.7	180	50.0	29.2	347.3	8.6
2023/9	Q1 A	879	13.2	97	10.8	102	16.7	69	18.4	11.1	285.9	0.0
2024/9	Q1 A	928	5.6	49	-49.2	52	-48.4	23	-66.0	3.8	294.8	0.0
2025/9	Q1 A	1,167	25.7	23	-53.3	17	-66.1	4	-82.8	0.7	290.2	0.0
2023/9	Q2~Q4 A	2,747	7.4	221	-27.5	227	-27.2	128	-28.1	20.3		7.4
2024/9	Q2~Q4 A	2,708	-1.4	115	-48.0	110	-51.5	45	-64.8	7.3		7.8
2025/9	Q2~Q4 CE	3,633	34.2	177	53.9	173	57.3	96	113.3	15.5		7.9

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

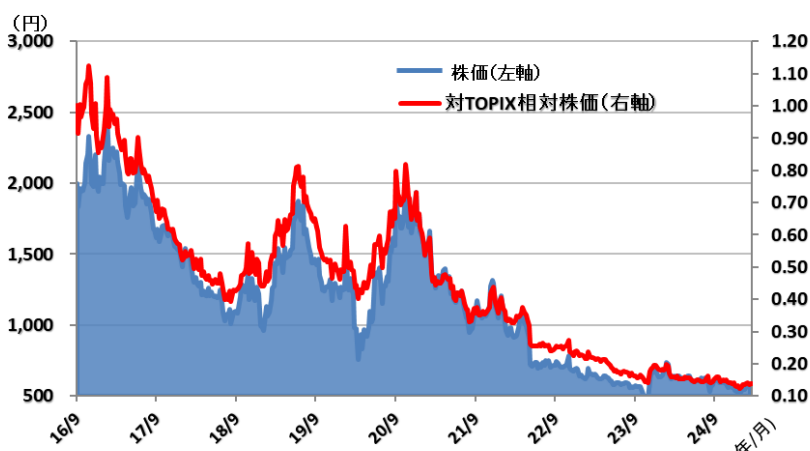
Q1:(10~12月)、Q2:(1~3月)、Q3:(4~6月)、Q4:(7~9月)、Q2~4:(1-9月)

【株価・バリュエーション指標：3690 株式会社 イルグルム】 図表B

項目	2025/2/21	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	566	前期実績	50.8	1.9	1.4%	70.0%
発行済株式数 (千株)	6,372	今期予想	34.9	1.8	1.4%	48.7%
時価総額 (百万円)	3,607	来期予想	24.0	1.7	1.4%	34.4%
潜在株式数 (千株)	0.0	来々期予想	19.9	1.6	1.5%	30.3%
今期Q1末・自己資本比率	53.3%	前期・株主資本配当率 (DOE)	2.5%	前期・ROE	3.6%	

(備考) 今期~来々期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想。

【株価チャート (週末値) 3690 株式会社 イルグルム】 図表C



(注) 2016年8月第4週~2025年2月第4週末(2月21日)終値を反映

【パフォーマンス】

期間	リターン	対TOPIX
1ヶ月	-2.7%	-0.9%
3ヶ月	0.5%	-1.5%
6ヶ月	-6.9%	-7.8%
12ヶ月	-11.6%	-13.8%

(注) 株価、指数は2025年2月21日の終値 (以下、直近日)までを反映。

各期間のパフォーマンスは、直近日と該当月末の終値を比較。例えば、期間:1ヶ月の数値は、1月末と直近日の終値を比較。

ディスクレマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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】](mailto:info@awincap.jp) にてお願いいたします。

但し、お問い合わせに対し弊社、及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。PSR 2025-0225-2000