

# CARTA HOLDINGS | 3688

Sponsored Research  
2021年8月5日



Sessa Investment Research

## INITIATION

# CARTA

HOLDINGS

### Focus Points:

デジタル広告のスペシャリストである同社は電通グループの広告DXを主導すると共に、日本の広告業界をテクノロジーで牽引している

### 主要指標

株価 (8/4)	1,914
年初来高値 (7/5)	2,007
年初来安値 (1/5)	1,225
10年間高値 (14/7/7)	4,335
10年間安値 (20/3/23)	662
発行済株式数(百万株)	25.306
時価総額 (十億円)	48.436
EV (十億円)	48.722
自己資本比率(12/31)	49.6%
21/12 PER (会予)	20.10x
20/12 PBR (実績)	1.93x
20/12 ROE (実績)	7.45%
21/12 DY (会予)	2.61%

## デジタル広告のトランスフォーメーション

### Executive Summary

CARTA HOLDING (以下、CARTA HD) は電通グループのメディアソリューション領域におけるデジタルトランスフォーメーションの先駆けとなるべく、VOYAGE GROUPとサイバー・コミュニケーションズという2つのビジネスユニットの統合を推進している。同社のデジタル広告技術に関しては同社の顧客と電通の大手顧客ニーズに十分に応えていると言えるだろう。また技術の進歩と消費者行動の変化によって、日本国内の広告市場の変革スピードが加速しており、同社は電通との密接な連携によって開発した広告技術とプラットフォームを市場に投入しており、22年度までに10%の増収を目指す。同業他社と比較して株価バリュエーションは魅力的であり、以下の重要な点を株価はまだ織り込んでいないと言えるだろう。

- ▷ 日本における広告市場のトランスフォーメーション
- ▷ 統合されたグループ構造へのトランスフォーメーション
- ▷ 新しいデジタルサービスのインパクト

(百万円)	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期利益	前期比	EPS
決算期		(%)		(%)		(%)		(%)	(円)
2018/09	28,518	-	1,420	-	1,432	-	1,117	-	93.6
2019/12*	26,158	-	3,839	-	3,812	-	2,139	-	94.3
2020/12	22,487	-	3,467	-	3,335	-	1,781	-	70.6
2021/12 CE	24,500	8.6	3,800	9.6	3,700	10.9	2,400	34.8	95.3

出所：決算短信よりSESSAパートナーズ作成 \* 決算期変更により15ヶ月決算

### Investment Summary

#### トランスフォーメーションは順調に推移

CARTA HDは今後数年間において、以下3つのトランスフォーメーションによる恩恵を享受できる見込みである。

#### 1. マーケティングと広告におけるデジタルトランスフォーメーション

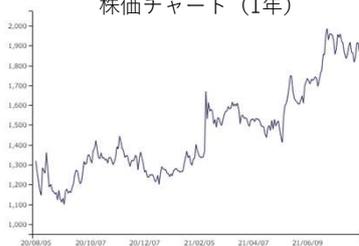
2020年は日本におけるデジタル広告の転換の年となり、デジタル広告の市場規模は従来型メディアの市場規模を初めて上回った。世界の他の地域と同じように、新型コロナウイルス感染拡大はソーシャルライフとワークライフにおけるDXを加速させ、商取引、ゲーム、リモートワーク、キャッシュレス決済のオンライン広告が躍進した。

#### 2. CARTA HDの内部組織の変革は順調に進捗

過去2年間において、CARTA HDは合併による統合を進め、製品ポートフォリオの合理化を行い、中期経営計画における2022年の業績目標の達成を視野に入れた。

本レポートはCARTA HOLDINGS株式会社からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末の免責事項をご覧ください。

株価チャート (1年)



Source: SPEEDA

### チームカバレッジ

[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)



### 3. CARTA HDの製品ポートフォリオトランスフォーメーション

同社の今後数年間の目標は広告プラットフォームビジネスを成長させることである。そのため、電通グループと協力し、成長戦略の要となる「テレシー」、「PORTO」という2つの重要なサービス展開を開始している。

#### 業績動向：収益の改善

2020/12月期の業績は新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の影響を反映し、全体の収益は+1.2%増となった。コロナ危機によって、ブランド広告の需要は低迷したが、パフォーマンス広告の多いアドプラットフォーム事業の回復が早く、同事業はコロナ禍以前のレベルにまで急速に回復した。

同社は2021/12期に主力事業が着実に改善し、売上高は8.9%増、EBITDAは21%増になると見込んでいる。EBITDAマージンは内部組織の再編による合理化によって、中期経営計画の最終年には23%にまで上昇する見込みである。目標としてはDOE5%に向けた財務効率の維持、および12%を上回るROEの達成である。

#### バリュエーション

コロナ禍後すぐに業績が回復し、株価も高いパフォーマンスを見せたにも関わらず、国内のデジタル広告会社やグローバル企業と比較して依然魅力的な水準である。SIRでは、経営計画の達成、組織体制の改善、そして成長ドライバーとなる新サービスが、同社の株主価値を長期的に高めると見ている。

## 目次

<b>Executive Summary</b>	1
<b>Investment Summary</b>	1
<b>PART ONE</b>	
会社概要	4
<b>セグメント</b>	
アドプラットフォーム事業	5
パートナーセールス事業	7
コンシューマー事業	8
<b>PART TWO</b>	
<b>軌道に乗ったトランスフォーメーション</b>	
①日本のデジタル広告トランスフォーメーション	9
②グループストラクチャートランスフォーメーション	10
③プロダクトトランスフォーメーション	12
<b>業績動向</b>	
コストコントロール	14
<b>PART THREE</b>	
<b>財務</b>	
キャッシュフローとバランスシート	15
株主還元	15
<b>その他</b>	
ESGとガバナンス	16
センシティブティとリスク	17
株価バリュエーションと同業他社比較	18
<b>APPENDIX</b>	
用語解説	19
連結財務データ	21

## PART ONE

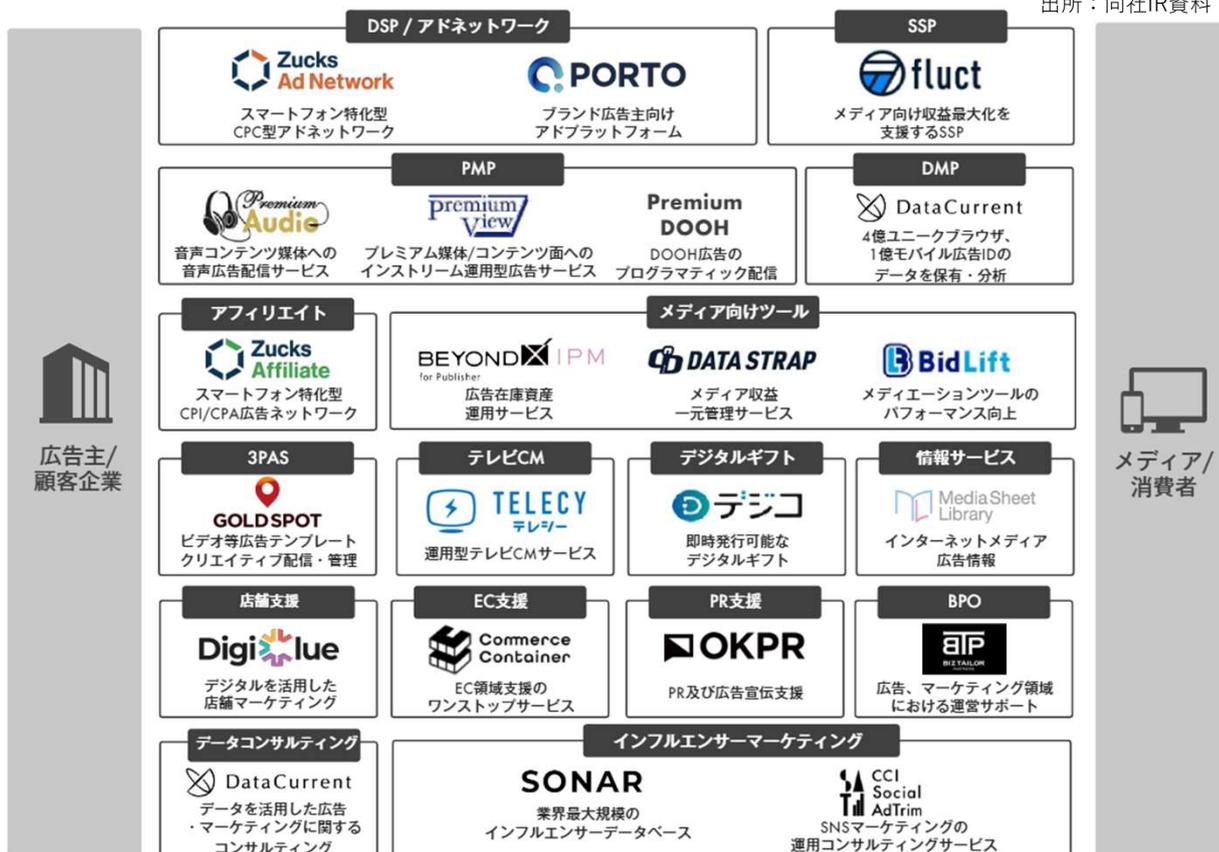
※本レポートで「電通」とは株式会社電通を指す

### 会社概要

CARTA HDはVOYAGE GROUPとサイバーコミュニケーションズの合併により、2019年1月に持ち株会社として設立された。サイバーコミュニケーションズは電通(※)の完全子会社であり、合併後も電通は53%の株式を保有する親会社である。電通グループにおけるCARTA HDの一つの役割としては日本におけるメディアソリューションのデジタルトランスフォーメーション(以下、DX)を加速することであり、合併後の会社はVOYAGE GROUPのデジタル広告におけるテクノロジーとサイバーコミュニケーションズのパブリッシャーおよびメディアとのコネクションの両方の強みを併せ持つ。現在同社はブランド広告、パフォーマンス広告からブランド構築まで、幅広いデジタルソリューションを提供している。

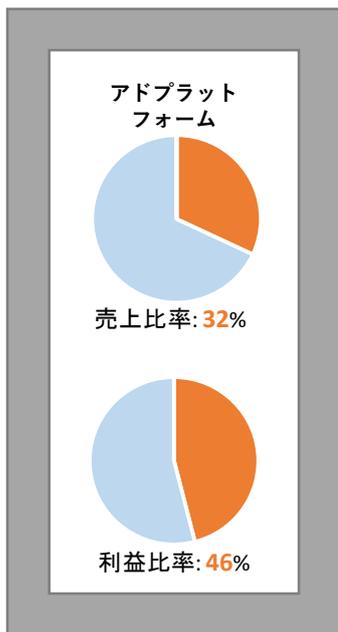
これまで日本における広告市場はテレビや新聞などの従来型メディアによって独占されてきた。しかし消費者のインターネット利用時間が増加するにつれ、デジタル広告は欠かせない存在となった。広告主はいつでもどこでも顧客にリーチできるデジタル戦略を求めており、その重要性はますます高まっている。今日、消費者行動の変化とテクノロジーの進化、そしてデータ活用の進歩によってデジタル広告は大きく飛躍し、デジタル広告プラットフォームを通じた運用型広告キャンペーンへの劇的な転換がもたらされた。運用型プラットフォームによって、広告主はより正確に消費者のターゲットを絞ることができ、さらに基礎データとその分析によって、マーケティングキャンペーン毎の結果や費用対効果がより明確に把握することができる。また広告導入に於いて人手に頼ってきただけのプロセスを効率化することも運用型ネットワークの利点である。現代の広告プラットフォームビジネスには構成する様々なサービスがあるが、CARTA HDもその例外ではない。以下の図はこれらの同社のサービスがどのように組み合わされているかを示している。各サービスの詳細については本レポート巻末の用語解説を参照して欲しい。

出所：同社IR資料



CARTA HDの収益構造

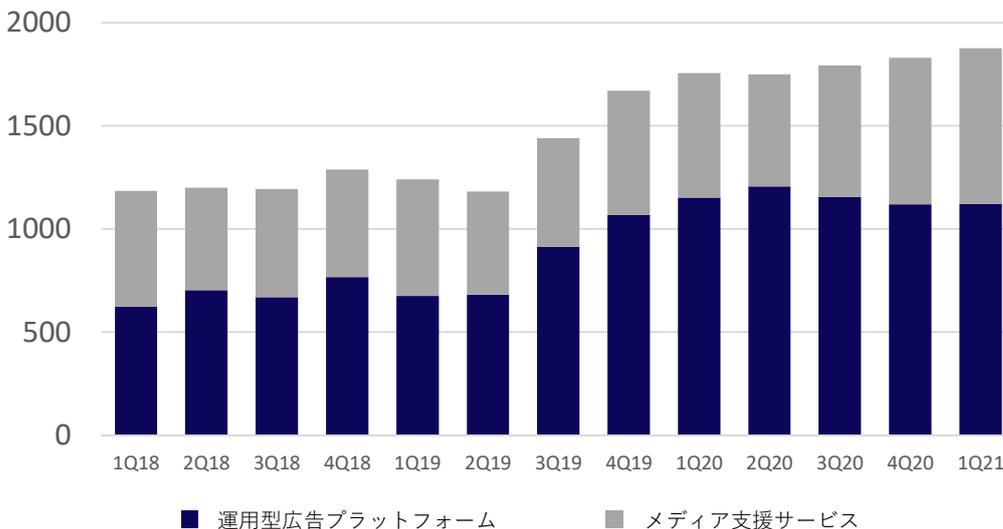
1. アドプラットフォーム事業（売上高の32%、利益の46% [20/12期]）



出所：同社IR資料

アドプラットフォーム事業はテクノロジーの進歩による変化が激しい環境下にある。アドテクノロジーの進歩に対応し、広告プラットフォームの収益は運用型広告プラットフォーム（セグメント売上高の60%）とメディア支援サービス（セグメント売上高の40%）の2つのサブセグメントに分類できる。

図表4：アドプラットフォーム事業の売上高四半期推移（百万円）



出所：同社IR資料

運用型広告型プラットフォーム（セグメント売上高の60%）

「PORTO」はDSP広告プラットフォームであり、著作権やコンテンツの権利に適切な対応を行っているメディアに対してのみ広告の配信を行っている。そのため広告主としては広告配信の際に「ブランドセーフティな環境」が保証されている。またオンライン、オフラインを問わず、すべてのフォーマットにおいて広告を評価、管理、配信しており、例えばPORTOはSpotifyのような主要な音声メディアにプレミアムオーディオ広告を出している。





「テレシー」とは運用型テレビCMプラットフォームである。過去にはPORTO.TVと呼ばれていたこともあり、電通との協業事業として運営している。テレシーを活用すれば、インターネット広告で通常行っているのと同じ分析を行うことが可能だ。費用は最低100万円からと安価で、CM企画から制作、そして効果測定までワンストップで提供できるメリットがあり、テレビコマーシャルを簡単に出すことができる。



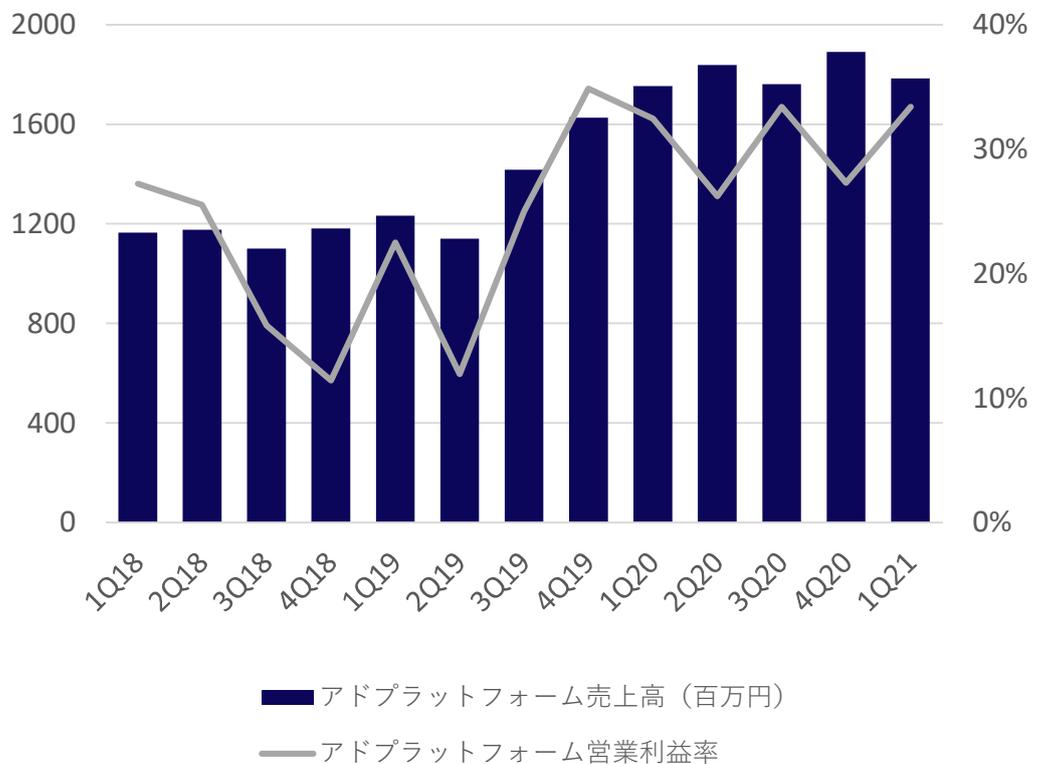
「Zucks」はスマートフォンに特化したクリック課金型の広告ネットワークであり、「Zucks Affiliate」と「Zucks Ad Network」という2つのプラットフォームを提供。Zucks Affiliateは最大のスマートフォンCPI / CPA広告ネットワークであり、Zucks Ad Networkは日本最大のスマートフォンCPC広告ネットワークである。Zucksはユーザー獲得やアプリの収益化などの問題を抱える広告主をサポートしている。



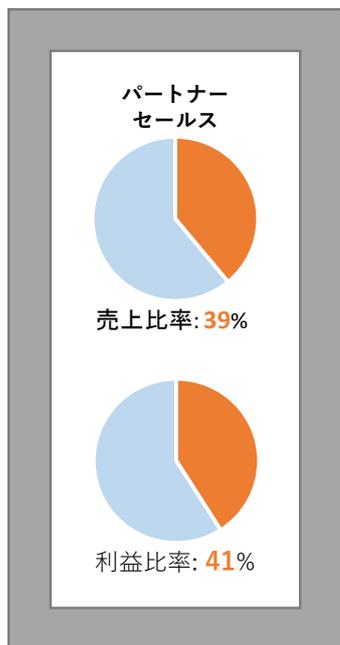
**メディアサポートサービス（セグメント売上高の40%）**

「fluct」とはメディアの広告収益最大化を図るSSPである。fluctは2008年からSSPを運用しており、17,000を超えるメディア所有者とアプリに最適な広告掲載サービスを実施している。近年、音声および動画広告への取り組みを拡大し、広告主のキャンペーンに一致する広告配信枠を提供。また国内の75を超えるDSPの他、海外ではTrade Deskに接続している。

図表5：アドプラットフォームの売上高（百万円）と営業利益率の推移（右軸）



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成



## 2. パートナーセールス事業（売上高の39%、利益の41%を占める）

メディアプランニングとクライアント（広告主と代理店）のサポートを行う事業である。広告主のマーケティング活動に必要なすべての機能（メディアプランニングと購入、コンテンツの制作、コンサルティング、分析）を提供している。同社はまた、日本において1,500以上のメディアに総合的なサポートとサービスを提供している。これらのサービスにはウェブサイトの改善、広告製品の開発、収益の最大化、およびコンテンツ開発が含まれており、顧客である広告主やメディアは同社が保有するデータに裏付けられたサービスを受けることができる。

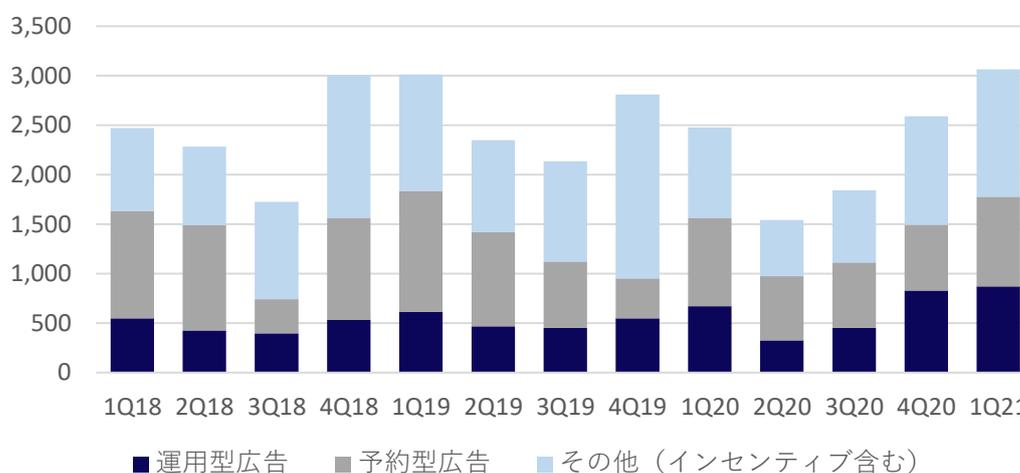
図表6：パートナーセールス事業のサービス



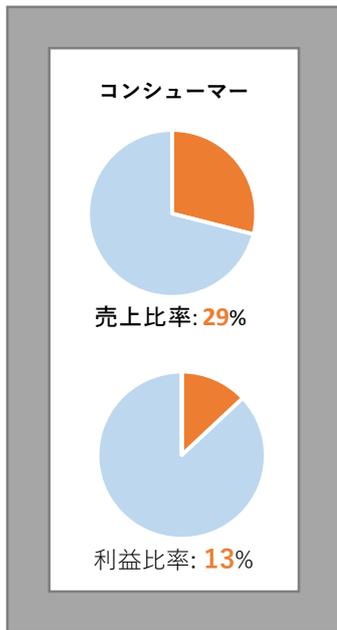
出所：同社IR資料

売上高について、パートナーセールス事業は運用型広告、予約型広告、そしてその他（インセンティブ含む）に分類できる。

図表7：パートナーセールス事業のサービス別売上高（百万円）



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成



3. コンシューマー事業（売上高の29%、利益の13%を占める）

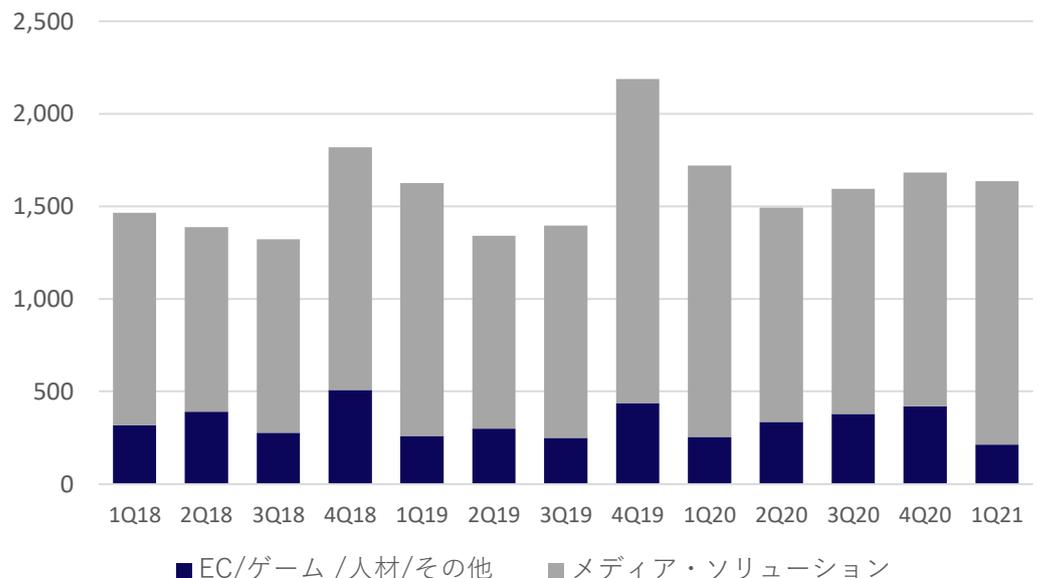
コンシューマー事業にはグループ全体の垂直統合を促進する様々な新規事業が含まれている。コンシューマー事業は自社メディアの運営、ECサイト、およびスマートフォンゲームの開発を行っている。

図表8：コンシューマー事業のサービス



出所：同社IR資料

図表9：コンシューマー事業のサービス別売上高



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

PART TWO

軌道に乗ったトランスフォーメーション

①日本のデジタル広告トランスフォーメーションは始まったばかり

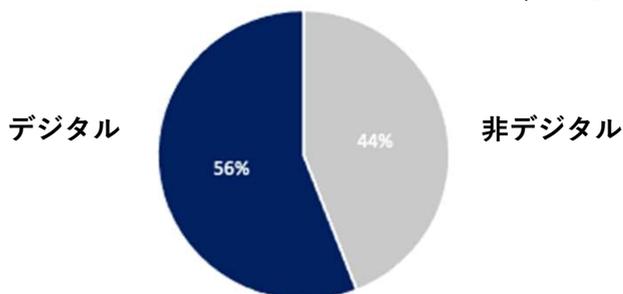
これまで日本では広告のデジタルメディアへの対応が比較的遅かった。しかし、水準の違いはあっても日本のトレンドは世界の他の地域と同様であり、従来型広告は循環的で経済状況との相関が強いが、デジタル広告は構造的な成長が継続している。そのため、CARTA HDは変化する消費者行動と広告における技術革新の恩恵を享受できるだろう。

世界の広告市場

広告費はGDP成長率と強い相関があるが、2020年はコロナ禍によって引き起こされた深刻な景気後退が大きなダメージを与えた。Magnaによれば、リニア広告※（テレビ、印刷物、ラジオ、OOH広告、映画）による収入は2桁の縮小となったが、堅調なデジタル広告の伸び（+1%）が落ち込み幅を緩和し、全体として世界の広告収入は2020年に約7%の縮小に留めた。

※リニア広告：  
デジタルでない広告で一方  
向の発信による伝統的な広告手法

図表10：2020年の世界の広告市場（5,400億ドル）



出所：Magna Global

新型コロナウイルス感染拡大とそれによる世界的なロックダウン期間中、デジタル広告は、消費者のデジタルメディアの利用時間の増加によって多大な恩恵を享受したが、消費者のEコマースへの継続的なシフトも広告市場を変える重要な要因であった。

消費者のデジタルシフト以外にも、技術革新によってデジタル広告支出のシェアの上昇が促され、デジタル広告の支出は2019年には従来型のリニアテレビの支出を上回り、2023年にはメディア支出合計の3分の2以上にも達すると予想されている。またデジタル広告販売の約85%は運用型広告であり、人手に頼る非運用型広告はごくわずかである。

日本の広告市場

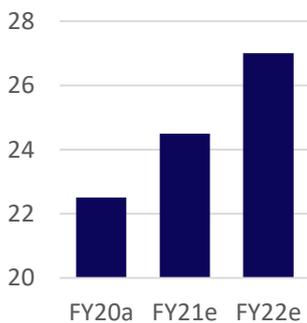
電通によれば、2020年の日本の広告市場は新型コロナウイルスの影響と東京オリンピックの延期を反映し、550億ドル（前年比11.2%減）となった。これは2011年の東日本大震災以来9年ぶりの市場縮小である。また日本の広告市場はいまだにテレビが27%のシェアを占めており、依然としてデジタルへの移行に大きく遅れをとっている。

世界の他の地域と同様、新型コロナウイルスの感染拡大はソーシャルライフとワークライフのDXを加速した。配達、オンライン消費、オンライン会議、リモートワーク、キャッシュレス決済の需要に牽引されて2020年のインターネット広告市場は記録的な年となった。同年の日本のデジタル広告費は前年比5.9%増の210億ドルとなり、従来型メディアの市場規模を初めて上回り、日本におけるデジタル広告の分水嶺の年となった。動画広告は前年度比21.3%増の3,700億円であり、デジタル広告支出の22%を占める。運用型広告は前年度比9.7%増となりデジタル広告全体の83%を占めた。

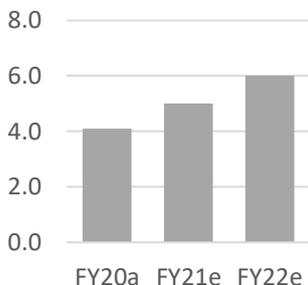


日本の広告支出：6.9兆円

中計売上高目標（10億円）



中計EBITDA目標（10億円）



図表11：日本の媒体別広告支出

	2019 (10億円)	2020	YoY	2020 10億ドル
<b>伝統的メディア</b>				
新聞	455	369	-19%	4
雑誌	168	122	-27%	1
ラジオ	126	107	-15%	1
テレビ	1861	1656	-11%	16
<b>伝統メディア合計</b>	<b>2609</b>	<b>2254</b>	<b>-14%</b>	<b>21</b>
<b>インターネット合計</b>	<b>2105</b>	<b>2229</b>	<b>6%</b>	<b>21</b>
<b>プロモーション合計</b>	<b>2224</b>	<b>1677</b>	<b>-25%</b>	<b>16</b>
<b>合計</b>	<b>6938</b>	<b>6160</b>	<b>-11%</b>	<b>59</b>

出所：電通資料よりSESSAパートナーズ作成

## ②グループの組織再編は順調に進展

CARTA HDの中期経営計画（MTP）は2019年の経営統合時に策定された。「CARTA2022」プランでは以下の3点の明確なコミットメントが表明されている。

- 広告プラットフォームの統合と合理化を行い、ビジネスの相乗効果を促進。
- 新サービスの共同開発によって、親会社である電通グループとより連携を強化。
- 人材とシステムを合理化することによる生産性の向上。

この2年間、CARTA HDは同計画を遂行し、2社の経営統合を当初計画よりも早く推進した。重複する広告プラットフォームは新サービスであるPORTO（下記参照）に統合し、テレシー（下記参照）などの主力サービスについて電通グループとのコラボレーションを強化した。

業績に関して、中期経営計画では利益（EBITDA）、資本効率（ROE）、株主利益率（DOE）を重視している。

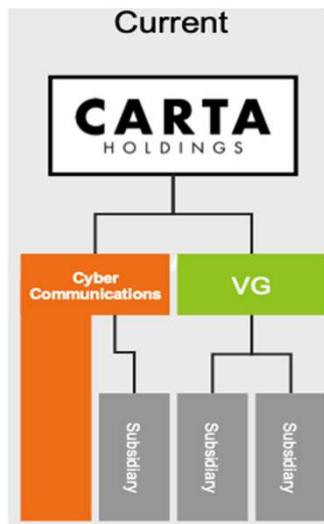
図表12：中期経営計画の目標

FY2022 中期経営計画	KPI	目標値
収入	EBITDA	60億円
資本効率	ROE	12%
株主還元	DOE	5%

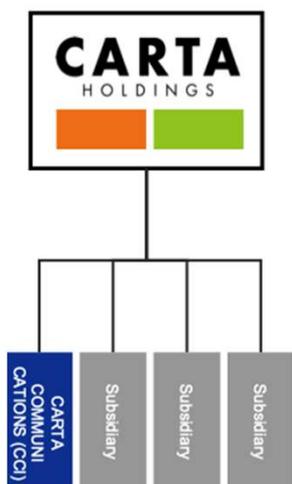
出所：同社IR資料、同データよりSESSAパートナーズ作成

同社は事業統合によって、2022年までの業績目標の達成を視野に入れた。そのため、今は今後数年間にわたる持続可能な成長を推進する経営体制の強化に力を注いでいるが、これには以下の3つの戦略を含んでいる。

## グループ組織再編



January 2022



1. マネジメントレベルを単一レイヤーに集約し、ビジネスユニットを事業子会社に変えることで迅速な意思決定につなげる。
2. 人事、テクノロジー、監査、コーポレートなど、サイバーコミュニケーションズとVOYAGE GROUPのすべてのバックオフィス部門をCARTA HDへ統合した。最も重要な点は、人事システムの統合で、高い人事評価の透明性を維持しながら、1,500人のグループ従業員の生産性を効率的に上げることである。
3. コーポレートガバナンスの強化。CARTA HDは監督と執行を分離し、より優れたガバナンス体制を構築した。取締役会は3名の社内取締役と4名の社外取締役に構成され、監督機能を重視し、執行を担う経営陣をより適切にモニターできる体制とした。また執行を担うマネジメントチームは、主要セグメントの責任者とCTOの5名の役員で構成されている。

図表13：経営チーム



出所：同社IR資料

### ③製品ポートフォリオの変革

同社は今後数年間において、広告プラットフォームビジネスを積極的に成長させることを目指している。以下では電通グループと協力した「TELECY」と「PORTO」という2つのキーとなる成長戦略の展開に焦点を当てる。

#### テレシー：従来型メディアのデジタルトランスフォーメーションを促進

同社は運用型テレビCMプラットフォームであるテレシーを立ち上げた。その背景としてはテレビコマーシャルの制作と放映に高い費用が必要であるにも関わらず、これまでテレビコマーシャルを放送している消費者ブランドは広告が効果的であるかどうかについての指標が分かり難かったりタイムラグがあった。しかしこのデメリットにも関わらず、テレビの影響力が大きいこともあり、テレビCMは依然として日本の広告主にとって人気のある選択肢となっていた。

テレシーは、最低100万円から簡単にテレビCMの出稿ができ、効果もしっかりと確認しながらPDCAを回すことができる運用型テレビCMプラットフォームだ。電通との共同事業で、電通が持つテレビCM枠の強力な買い付け力と、広告プラットフォーム運営で培ってきた分析機能が強みである。

ネット広告同様に、テレビCMをCPM/CPA/CPI (※) の指標で把握できるため、費用対効果を確認しながらの運用が可能だ。

テレシーはデジタル広告で普及しているデータ分析を活用することによって、テレビコマーシャルの効果を検証でき、またテレビコマーシャルをわずか100万円(約10,000ドル)から制作/放映できるといった費用対効果の高いプラットフォームを提供している。

デジタルマーケティングと運用型広告トランザクションの成功によって、広告効果の一元的な見える化とその評価に対する幅広い需要が生まれた。顧客獲得を進めるため、デジタルマーケティングツールであるTELECY Analyticsを展開し、コマーシャルの影響を明確に評価し、最適化できる機能を提供している。

CARTA HDは運用型テレビ広告の成長に大きな期待を寄せており、2020年の約50億円から2025年には920億円へと市場規模が拡大すると予測している。

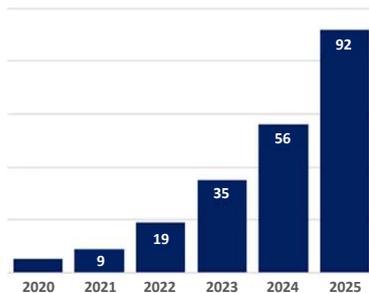
図表14：テレシーパフォーマンスダッシュボード



出所：テレシー資料より

(※)  
 CPM: Cost Per Miles  
 CPA: Cost Per Acquisition  
 CPI: Cost Per Install

運用型テレビCM市場予想  
 (単位：10億円)



出所：テレシー資料より  
 SESSAパートナーズ作成

現在、主な競合としてはラクスル（4384）が運営するノバセルが挙げられる。ノバセルはテレビコマーシャルの制作、放映、および効果の確認を含む包括的広告サービスを提供している。ノバセルは数年前、主にインターネット関連企業やスタートアップ企業にテレビコマーシャルを提供することからその事業を開始した。同社はプロジェクトあたり数百万円の広告予算を持つ顧客をターゲットとしていたが、最近、日本市場で業界3位の広告代理店であるアサツーDKグループと提携し、より多くの法人顧客向けにサービスを開始した。直近の四半期（21年度第2四半期）のセグメント売上高は前年同期比68%増の12億4,800万円と過去最高を記録しており、これはTELECYの成長ポテンシャルを示している。

**PORTO：ブランド広告**

PORTOはブランディングを重視する広告主が安心して掲載できる広告プラットフォームであり、オーディオ、インストリーム※、DOOH（デジタル屋外広告）、プレミアムオンラインおよびオフラインメディアなどの様々なフォーマットにおいて総合的な評価、管理、配信を行うことで、広告の運用型配信を可能にしており、PORTOは大手メディアのSpotify、Gyao!、LiveBoardなど繋がっている。同社の競争優位性は、PORTOが世界標であるIAS/Oracleと連携しており、広告主のブランドの保護と不正クリックを防止していることである。

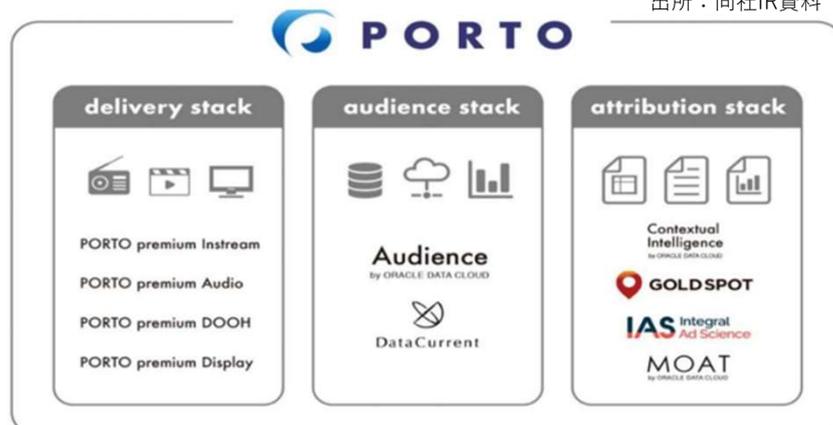
※インストリーム：  
動画サイトなどの再生  
画面内で表示される広告

**PORTOの運用：PORTO + LIVEBOARD**

OOH（Out-of-Home、屋外広告）は従来型のシンプルな広告板であり、公共の場や交通機関でその広告を見ることが出来る。一方、DOOHは人々と対話できる複数の動画を複数のデジタルスクリーンに投影することで広告をよりエネルギーでインタラクティブなものにする。DOOHは世界的に急激な成長をしており、2020年の市場規模は約200億ドル（約2.2兆円）であった。DOOHは動的で状況により変化する機能（例えば、カメラがあくびを検出すると、コーヒーの広告を投影）を使用し、クリエイティブなコンテンツを別々の場所で配信できるという点で、広告主にとってユニークなメディアである。しかしこれまで、日本はデジタル技術普及の遅れにより、DOOHにおいては世界に遅れを取っていた。LIVE BOARD（NTTと電通の合弁会社）はインプレッションに基づいた運用型トランザクションを可能にする日本初のDOOH広告プラットフォームであり、PORTOはDOOH広告をLIVEBOARDマーケットプレイスに配信している。LIVE BOARDはアナログ広告ボードのデジタル化を推進しているが、PORTOはそれらとのネットワークを構築することで広告をより効果的なものにした。PORTOを通じた運用型DOOHによって、広告主は詳細な条件を設定することでターゲットとする消費者にリーチすることができるのである。

図表15：PORTO アドプラットフォーム

出所：同社IR資料



業績動向

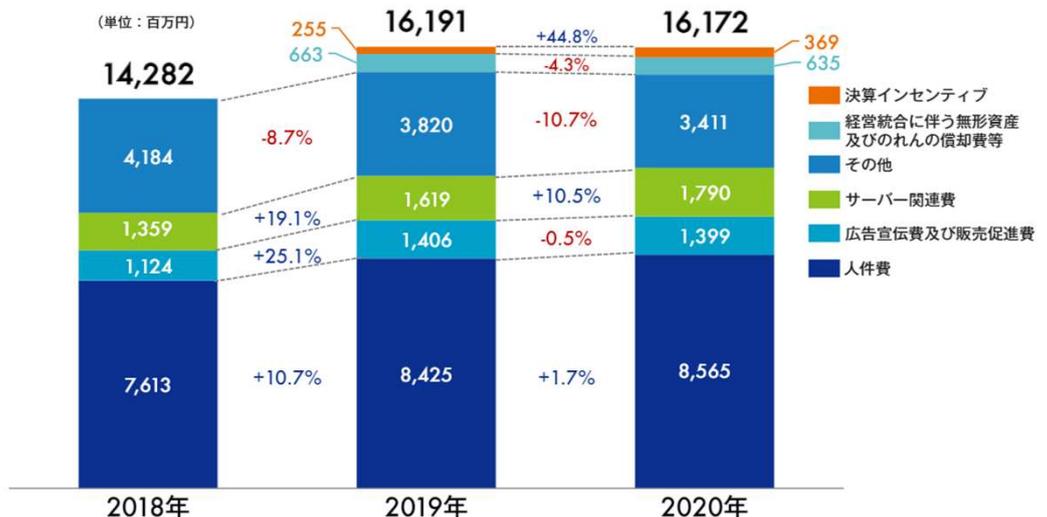
予防的なコストコントロールを実施

2020/12月期の売上高は1.2%増の225億円、営業利益は前年同期比12.6%増の35億円であった。コロナ禍拡大の影響を受け、4月の緊急事態宣言下において広告収入は減少したが、同宣言解除後、パフォーマンス広告はすぐに前年度の水準にまで回復した。ブランド広告についてはキャンペーンの提案から掲載までのリードタイムが長いこと回復は遅くなったものの9月から回復している。

セグメント別ではアドプラットフォーム事業の売上高は新規に立ち上げを行った運用型広告プラットフォームであるテレシーを含め、昨年度比33.8%増。コロナ危機によりクライアントはブランド広告キャンペーンの縮小を行ったため、パートナーセールスは前年度比15.8%減となり、コンシューマー事業の売上高はほぼ横ばい（前年度比0.9%減）となった。

マーケティングはかねてより「労働集約型」サービスであり、新型コロナウイルス感染拡大によって企業は人件費と賃料のコストに注目し始めた。同社では2020/12月期の販管費は162億円とほぼ横ばいを維持。販管費の52%は人件費が占めており、人件費は前年同期比で1.7%増であったが、東銀座事務所の縮小やより柔軟な働き方（フリーアドレス）への転換などによって、その他のコスト削減を実現した。

図表16：販売管理費内訳



※2018年以前は、比較情報として新収益認識基準（ネット計上）の早期適用及びセグメント変更を遡及して反映したVOYAGE GROUPとCCIとの単純合算数値（監査対象外）※2019年以前は、CMeTV除く数値。

出所：同社2020/12月期決算説明会資料

## PART THREE

### キャッシュフローとバランスシート：

CARTA HDのバランスシートは健全な財務状態を示しており、純資産総額245億円のうち、現金は154億円、有価証券は40億円。マーケティングビジネスとしての性質上、固定資産は必要なく、総資産493億円の2.5%のみである。バランスシートの大部分は売掛金（177億円）と買掛金（165億円）から構成される運転資金となっている。

同社のビジネスモデルは本質的に魅力的なキャッシュフロー特性を備えており、EBITDAのキャッシュコンバージョンは過去2年間で平均95%である（CFO※78億円/EBITDA82億円）。そのためキャッシュフローの大部分はM&Aまたは株主還元にあてることが可能だ。

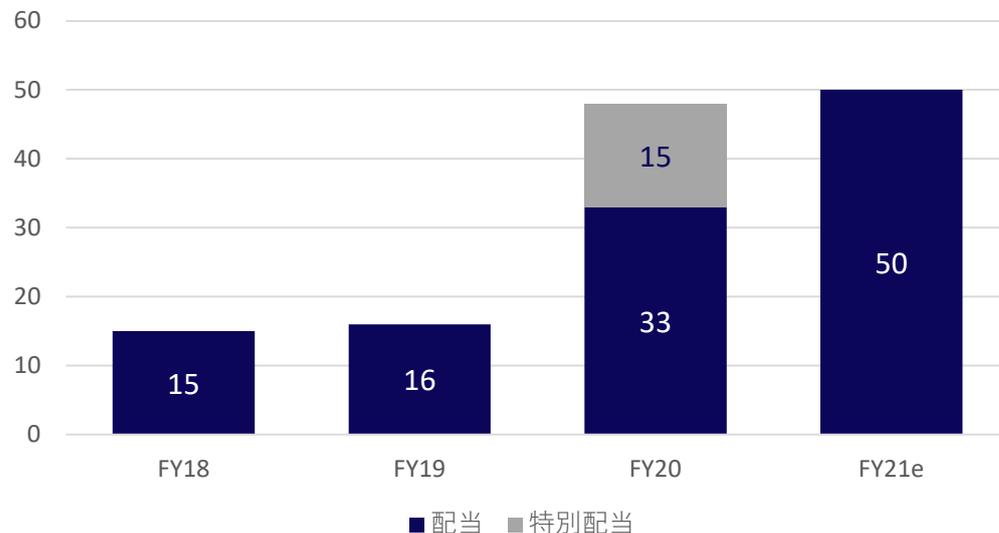
現在の経営陣の考えは効率的なバランスシートを維持しながら、将来の成長のために投資することであり、高水準の保有現金は継続的な投資とM&Aを可能にしている。

### 株主還元：

最近の決算発表において、同社はこれまで25%の配当性向を目標としていたが、将来的な資本効率を高めるため、5%の株主資本配当率（DOE）へと株主還元方針の改定を行った。

また東京証券取引所が予定している新市場の分類である「プライム」の上場基準の一つである流動株式比率35%を維持しながら自社株買いも選択肢としている。

図表17：一株当たり配当推移（円）



出所：同社資料よりSESSAパートナーズ作成

※CFO：  
Cash Flow from Operations  
営業活動によるキャッシュフロー

## ESGとガバナンス

電通グループの中核的な子会社として、CARTA HDは親会社のサステナビリティ戦略に深く携わっている。電通グループには同社も参加する企業の社会的責任（CSR）委員会が存在し、それはグループ会社の執行役員から構成されており、同社では宇佐美会長がその役を担う。

委員会では深刻な影響があると考え

- 1) 気候変動
- 2) 持続可能な消費と生産
- 3) ダイバーシティ&インクルージョン
- 4) デジタル人権

を戦略的重点分野と設定している。

### ・気候変動

2030年までにすべてのグループ会社が再生可能エネルギーの使用へと転換することを目標としている。オフィスの統合を含む排出量削減策によって、紙や水の使用量や廃棄物が削減を進めており、また、二酸化炭素排出量を減らすため出張を削減するなどの施策を引き続き講じている。また、同社はワークプロセスを継続的に改善し、環境への影響とリスクを最小限に抑えることを目的に、2021年1月に効果的な環境管理システムの国際規格であるISO14001を取得した。

### ・持続可能な消費と生産

2019年、電通グループは大手のクライアントと協力し、#BrandForGoodを開始。これは消費者の持続可能性に対するモチベーションを高めるため、マーケティングと広告の役割を変革する運動であり、消費者が9つの持続可能な行動を取り、より持続可能な生活となるような運動である。

### ・ダイバーシティの促進と女性のエンパワーメント

CARTA HDには現在3名の社外取締役がおり、取締役会の43%を占める。また厚生労働省から職場での女性の活躍促進とキャリアアップにおいて優良企業であることを証明する「えるぼし認定」を受けている。

### ・人権とデジタル権の尊重

委員会はビジネスにとって重要な課題であるデータプライバシーと保護に焦点を当てている。また電通グループはデジタルセーフティの向上を目指すグループである「責任あるメディアに向けた世界同盟（Global Alliance for Responsible Media）」の戦略的パートナーでもある。

## センシティブリティとリスク

### プライバシー保護

近年、プライバシーがデジタル分野での焦点になっており、データをどのように収集し、分析するのかが議論されている。そしてどのようなデータが収集可能か、誰がデータを収集し所有できるのかに関する論争はGDPR、CCPA、CRPAなどの法律制定につながった。

- ・ GDPR（一般データ保護規則）：個人データは個人が管理することとし、国際ビジネスの規制環境を簡素化することによって、EU域内のプライバシー規制を統一することを目的としたEU法。
- ・ CCPA（カリフォルニア州消費者プライバシー法）：データ取り扱いに関する厳しい制限を行い、カリフォルニア州の住民のプライバシー権と消費者保護を強化することを目的としたカリフォルニア州法。
- ・ CPRA（カリフォルニアプライバシー権利法）：CCPAの適用拡大および改訂。

環境の変化にも関わらず、過去数年間はドラスチックな規制変更はなく、比較的ゆっくりとした調整であった。しかし、変化のスピードは再び加速しており、GDPRによって、デバイスのオペレーティングシステムとウェブブラウザを所有するテクノロジー企業もデータ保護について再考する必要性が出てきた。単純な解決策（CookieとモバイルデバイスIDの使用を禁止すること）は効果的であるが、識別子に依存して広告をカスタムおよび自動化してきた広告業界にとって、新たな課題が浮き彫りとなったが、CARTA HDはターゲティング広告の割合が比較的少なく影響は限定的としている。

### iOS14の変更

Appleの最新のOSであるiOS14.5はアプリと広告主が明確な同意なしにiPhoneユーザーからデータを収集することを禁止した。そして多くのユーザーはトラッキングの拒否を選択することが予想されているため、モバイル広告業界の仕組みに大きな影響を与える可能性がある。広告主がオンライン上でiOSユーザーをトラッキングできるかどうかはiOSユーザー自身が決定できるようになったことは小さな変更のように思えるかもしれないが、これは広範な影響をもたらす。その背景としてはデジタル広告プラットフォームのこれまでの大きな成功はユーザーのオンライン行動を制限なくトラッキングできていたためである。

デジタル広告プラットフォームが広告パフォーマンスを維持できるかどうかはユーザーとデバイスをリンクするために各iPhoneに割り当てられたデバイスIDであるIDFAの複数の識別子を使用するクロスデバイストラッキングにどれだけ多額の投資を行えるかによるだろう。

### 統合ID：UID2.0

サードパーティCookieが消滅しつつある現在、The Trade Desk、LiveRamp、BritePoolなどの企業、そしてEpsilon、Neustarなどの大手データコンサル会社や代理店がいわゆる代替識別子を提供している。これらの中にはメールアドレスやその他の個人情報を使用し、暗号化されたIDを作成することで、ウェブ全体で人々をトラッキングし、運用型広告システムの広告のターゲティングや評価を行うものもある。

**バリュエーションと同業他社比較**

以下の表ではCARTA HDと日系ネット広告企業、および海外の広告テクノロジー会社を比較している。バリュエーション指標は過去の結果ではあるが、企業が従来の指標に対してどのように歩んできたのを見ることができ、有益な分析を提供してくれるものである。同社はEV / EBITDAが5倍で取引されており、利益およびEBITDAの成長率は20%近くにもなる。そのため、収益とEBITDAの成長率が低いにも関わらず、EV / EBITDAが15倍で取引されている同業他社と比べて魅力的な評価となっている。同社は過去2年間にわたり事業の合併を行っており、市場は、まだ進行中であるビジネス構造の変化をバリュエーションの考慮に入れない可能性がある。その進捗と執行役員のコミットメントによるコストナジの相乗効果が現れれば、各種バリュエーションの再評価につながるであろう。

また、ターゲット市場や製品ラインナップの違いによって比較は単純にできないが、同社と海外の広告会社（Trade Desk、Magnite、Criteo）と比較しても魅力的な評価となっている。

図表18：同セクター内比較（日本と海外）

コード	会社名	デジタル広告分野	時価総額 (\$m)	1年株価変動率	EV/EBITDA (X)	PE (TTM, X) ※	PBR (X)	売上成長率 (TTM)	EBITDA成長率 (TTM)	EBITDAマージン (TTM)
3688	CARTA HD	デジタルアド代理店	357	82.7	5.2	21.7	1.3	16.0%	18.0%	19.0%
4751	サイバーエージェント	マーケティングエージェント	10,063	90.2	18.8	69.9	9.0	5.5%	7.2%	8.0%
4384	ラクスル	デジタルTVCM	1,284	77.8	324.4	1759.4	12.1	25.2%	na	-0.4%
2491	バリューコマース	アフィリエイトマーケティング	1,077	39.5	13.6	48.9	7.0	13.5%	33.8%	24.9%
4293	セプテーニ	広告サービス	598	118.3	12.4	27.5	2.5	6.8%	729.1%	17.8%
2461	ファンコミュニケーションズ	アフィリエイト広告	281	-12.6	3.1	15.3	1.5	-14.1%	-22.0%	10.5%
TTD	TRADE DESK	Ad Tech	31,438	109.6	147.1	129.7	37.4	26.5%	31.5%	25.3%
MGNI	MAGNITE INC	Ad Tech	3,680	374.4	279.1	-65.0	9.2	41.7%	29.0%	5.9%
CRTO	CRITEO SA	Ad Tech	2,248	282.4	5.5	28.6	1.2	-8.4%	-35.9%	11.0%
<b>平均値</b>				<b>90.2</b>	<b>13.6</b>	<b>28.6</b>	<b>7.0</b>	<b>13.5%</b>	<b>23.5%</b>	<b>11.0%</b>

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成 ※ Tailing Twelve Months = 直近12ヶ月分

## デジタル広告用語集

### ・運用型広告

運用型広告の購入を簡単に言うと、ソフトウェアを使用してデジタル広告を購入すること。従来の方法では提案依頼、入札、見積もり、人による交渉が含まれるが、運用型購入では機械とアルゴリズムを使用して広告枠を購入する。

### ・リアルタイムビidding (RTB)

広告の購入者がDSPを使用し、インプレッション毎に入札形式にてメディア広告スポットを購入する広告技術。したがって、広告の購入者はその有効性に見合った価格を支払うことによって、広告の有効性を高めることができ、メディアは最高入札額の広告主にインプレッションとして販売できるため、広告収入を大幅に増やすことができる。

### ・データ管理プラットフォーム (DMP)

簡単に言えば、データのウェアハウスである。DMPは社内システムおよびサードパーティからデータを取得し、そのデータを使用して、ターゲットを絞った広告キャンペーンを推進するための詳細な顧客プロファイルを作り上げる。DMPは一元化された1つの場所で顧客のトラッキングを行い、顧客データを分析し、デジタル広告プラットフォームと結び付け、そのプラットフォームが誰に対してどの広告またはコンテンツを配信するのが良いか判断できるようにする。

### ・デマンドサイドプラットフォーム (DSP)

使用すると、広告主はリアルタイムビidding (RTB) のプロセスを通じ、ウェブページの読み込みにかかるミリ秒以内に入札スペースに入札することで、インプレッションごとにリアルタイムに広告を購入できる。またDSPはパブリッシャーサプライサイドプラットフォーム (SSP) に接続している。

### ・セルサイドプラットフォーム (SSP)

入力インプレッションに関する情報を広告エクスチェンジに送信することで広告プロセスを開始し、これには広告の種類、広告の掲載場所、人口統計および地理情報などが含まれる。そしてDSPはその情報を評価し、広告主が希望するターゲットの基準に一致する場合、インプレッションに入札を行い、すべての入札が行われると、SSPは最高入札額を選択し、広告の掲載を行う。

### ・プライベートマーケットプレイス (PMP)

運用型エコシステム内のこの機能を使用すると、購入者は自動化のメリットを活用しながら、カスタマイズ要件を確実に満たしているか確認することができる。このトランザクションタイプでは独占的パートナーを介して、プログラムを使用し、広告を売買でき、ブランドはキャンペーンを好みに合わせてカスタマイズしながらリーチを最大化できるため、オープンエクスチェンジとPMPを組み合わせて使用している。

- **アフィリエイト広告**

アフィリエイトマーケティングは従来のアイデアに新たな工夫を加えたものであり、顧客を紹介した時、紹介手数料を受け取ることが可能である。パブリッシャーは訪問者に製品やサービスを紹介し、独自のアフィリエイトサイトリンクを経由して購入した場合、パブリッシャー手数料を受け取る。

- **インプレッション単価 (CPM)**

1000インプレッション（または表示回数）あたりの費用であり、これは広告をウェブサイト上に1000回公開し、ユーザーに表示するのにかかる費用を意味する。

- **クリック単価 (CPC)**

広告主が関連する広告をクリックした平均回数を決定するためにウェブサイト上で使用できる方法。CPCは広告主がキャンペーン予算とパフォーマンスを管理するために組み込んでいる、幅広く使用されている指標でもある。

- **コストパーアクイジション (CPA)**

CPMやCPCのような支払いスキーム。ただし、購入、ダウンロード、無料トライアルなど、ユーザーが目的のトランザクションを完了した時にのみ広告主が支払うという点において違いがある。したがって、広告主は顧客の獲得ができた場合にのみ支払いを行うが、これはクリックやインプレッションの代わりに完了したコンバージョンに基づいて支払いが行われるため、パブリッシャーが広告を掲載するためのすべてのリスクを負うことを意味する。またこれはアフィリエイト広告と呼ばれることが多い。

## 連結損益計算書

(単位：百万円)

	2019年12月期 (統合による変則決算) ※	2020年12月期
売上高	26,158	22,487
売上原価	3,192	2,852
売上総利益	<b>22,965</b>	<b>19,635</b>
販売費及び一般管理費	※1 19,125	※1 16,172
営業利益	<b>3,839</b>	<b>3,463</b>
営業外収益		
受取利息及び配当金	39	38
投資事業組合運用益	39	11
業務受託料	35	33
固定資産賃貸料	24	16
保険配当金	21	17
その他	8	31
営業外収益合計	169	149
営業外費用		
持分法による投資損失	88	44
投資事業組合運用損	21	86
為替差損	0	137
貸倒引当金繰入額	57	-
その他	28	9
営業外費用合計	196	277
経常利益	<b>3,812</b>	<b>3,335</b>
特別利益		
投資有価証券売却益	1	170
関係会社株式売却益	-	46
事業譲渡益	139	-
その他	0	14
特別利益合計	141	231
特別損失		
固定資産除却損	116	155
減損損失	-	※2 240
投資有価証券売却損	163	77
本社移転費用	121	-
その他	35	38
特別損失合計	436	511
税金等調整前当期純利益	<b>3,517</b>	<b>3,055</b>
法人税、住民税及び事業税	1,798	1,321
法人税等調整額	△403	△131
法人税等合計	1,395	1,190
当期純利益	2,122	1,865
非支配株主に帰属する当期純利益又は非支配株主に帰属する当期純損失 (△)	△17	83
親会社株主に帰属する当期純利益	<b>2,139</b>	<b>1,781</b>

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成 ※期間は2018年10月1日より2019年12月31日まで

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	2019年12月期（統合による変則決算）※	2020年12月期
<b>負債の部</b>		
流動負債		
買掛金	18,110	16,655
資産除去債務	—	70
賞与引当金	1,380	1,193
役員賞与引当金	27	24
ポイント引当金	505	515
預り金	2,742	2,963
短期借入金	19	19
1年内返済予定の長期借入金	195	118
その他	2,037	1,725
<b>流動負債合計</b>	<b>25,019</b>	<b>23,287</b>
固定負債		
長期借入金	208	180
資産除去債務	536	397
繰延税金負債	874	596
その他	262	243
<b>固定負債合計</b>	<b>1,881</b>	<b>1,417</b>
<b>負債合計</b>	<b>26,900</b>	<b>24,705</b>
純資産の部		
<b>株主資本</b>		
資本金	1,096	1,111
資本剰余金	12,016	12,031
利益剰余金	9,642	11,046
自己株式	△0	△264
株主資本合計	22,754	23,924
その他の包括利益累計額		
その他有価証券評価差額金	704	463
為替換算調整勘定	△15	△10
その他の包括利益累計額合計	689	452
新株予約権	7	7
非支配株主持分	268	170
<b>純資産合計</b>	<b>23,720</b>	<b>24,553</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>50,621</b>	<b>49,259</b>

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成 ※期間は2018年10月1日より2019年12月31日まで

連結キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	2019年12月期 (統合による変則決算) ※	2020年12月期
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>5,901</b>	<b>2,013</b>
税金等調整前当期純利益	3,517	3,055
減価償却費	1,022	766
減損損失	-	240
のれん償却額	335	307
貸倒引当金の増減額 (△は減少)	86	-34
持分法による投資損益 (△は益)	88	44
売上債権の増減額 (△は増加)	-665	667
たな卸資産の増減額 (△は増加)	391	-128
仕入債務の増減額 (△は減少)	2,748	-1,388
賞与引当金の増減額 (△は減少)	1,107	-152
役員賞与引当金の増減額 (△は減少)	27	-3
ポイント引当金の増減額 (△は減少)	37	9
投資有価証券売却損益 (△は益)	163	-93
固定資産除却損	116	155
受取利息及び受取配当金	-39	-38
未収入金の増減額 (△は増加)	-851	697
その他	-395	-225
小計	7,692	3,880
利息及び配当金の受取額	39	38
利息の支払額	-2	-2
法人税等の支払額	-1,827	-1,902
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>3,986</b>	<b>66</b>
有形固定資産の取得による支出	-506	-97
無形固定資産の取得による支出	-307	-219
投資有価証券の取得による支出	-376	-516
投資有価証券の売却による収入	440	569
敷金及び保証金の差入による支出	-488	-1
敷金及び保証金の回収による収入	217	18
事業譲渡による収入	80	-
貸付けによる支出	-512	-255
貸付金の回収による収入	5,604	112
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による収入	-	358
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による収入	-	16
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-163	-
その他	0	80
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-548</b>	<b>-892</b>
短期借入金の純増減額 (△は減少)	19	-
長期借入金の返済による支出	-477	-197
ストックオプションの行使による収入	21	14
配当金の支払額	-178	-404
自己株式の取得による支出	0	-265
リース債務の返済による支出	-55	-46
セール・アンド・リースバックによる収入	123	-
その他	-	6
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>14,546</b>	<b>15,600</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	-3	-134
現金及び現金同等物の増減額 (△は減少)	9,336	1,054
現金及び現金同等物の期首残高	5,679	14,546
被取得企業の現金及び現金同等物の期首残高	-5,679	-
取得企業の現金及び現金同等物の期首残高	238	-
株式交換による現金及び現金同等物の受入額	4,972	-

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成 ※期間は2018年10月1日より2019年12月31日まで



## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており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データ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都渋谷区広尾5-3-18

[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)

