

AVIC | 9554

東証グロース

Full Report

手札を増やし、ミッションの実現に向け歩を進める

- 会社概要：**「マーケティングで人・企業・社会をより良くする」をミッションに掲げ、広告予算が中・小規模のクライアントに対しても高品質のデジタルマーケティングサービスを提供することを目的に、インターネット広告の運用代行やSEO(検索エンジン最適化)コンサルティングサービスを提供する。また、23年10月よりECモールの販促最適化を支援するFACTを完全子会社化しており、サービスラインナップの相互補完及びクライアントへのクロスセルを推し進めている。
- 競争優位性：**①元サイバーエージェント広告事業部局長である同社代表をはじめとした経営陣の各媒体アルゴリズムへの深い理解や経験・実績に裏付けされたクオリティ、②ソリューションが標準化されやすい中規模顧客に対し、一般的には工数が高む高品質サービスを徹底した生産性管理・向上施策により効率よく提供できる案件執行・組織運営力、③充実した採用・教育制度により人材の早期戦力化が実現できる仕組み、が競争力の源泉である。23/9期は一部既存クライアントの離反・予算減額影響等から収益性が低下したものの、それでもなお従業員1人当たり営業利益は殆どの同業他社より高水準だったことは、高い組織・運営力を背景にニーズの強い事業領域で高付加価値を創出できていることの証左と言えよう。
- 業績動向：**当初、23/9期は30%超の増収増益が計画されていたが、着地は19.5%増収0.6%営業増益に留まった。ベンチャーなど新興系企業の業況及び調達環境の軟化でトップライン成長が十分確保できず、人員拡充を含む固定負担増も相俟って微増益に留まった。なお、経常利益以下は減益となっているが、オフィス移転に係る一過性費用を除けば、実質増益を確保出来ている。足元既に同影響は小康化しており、24/9期は売上高19.0億円(前期比27.8%増)、営業利益3.5億円(同11.1%増)と再成長加速を計画している。増収率が高い割に増益率が低く見えるが、これはオフィス増床による地代家賃の増額(23/9期比で0.7億円利益を押し下げ)が一因であり、生産性の更なる悪化を企図したものでは無い。四半期決算等で既存事業の再成長加速やFACTとのシナジー創出状況を注視していきたい。
- バリュエーション：**22年6月末の新規上場後、株価は一時1,400円を超えていたものの、足元では700円前後の評価に甘んじている。23/9期中に業況軟化したことに加え、23年4~6月期に広告セクター全体で会社計画の下方修正が相次いだことで、マーケット参加者の目線感が厳しくなったことが一因と見られる。業界・個社双方でボトムアウト・再成長加速タイミングを見定めることが肝要と見ている。

	Gross	YoY	Net	YoY	営業利益	YoY	当期	YoY	EPS	DPS
決算期	売上高	(%)	売上高	(%)	(百万円)	(%)	純利益	(%)	(円)	(円)
2020/9	697	194.8	432	186.7	120	-	86	-	16.3	0.0
2021/9	1,330	90.9	687	59.3	120	0.3	79	-8.8	14.2	0.0
2022/9	3,401	155.7	1,246	81.3	316	162.8	226	187.2	40.5	0.0
2023/9CE	3,920	15.3	1,467	17.8	286	-9.6	194	-14.2	33.8	0.0
2023/9	3,992	17.4	1,488	19.4	318	0.6	219	-3.1	38.2	0.0
2024/9CE	-	-	1,902	27.8	353	11.1	255	16.4	41.7	0.0

注釈：「収益認識に関する会計基準」等をFY22/9より適用している。決算短信など財務会計上の開示はFY21/9まで媒体手数料を売上高及び売上原価に両建てするGross売上高、FY22/9以降はNet売上高で表記されている点に留意されたい。

出所：同社IR資料よりSIR作成



注目点：

綿密且つデータドリブンな戦略策定・高速PDCAで成果にコミットするマーケティング支援会社。高いクオリティ・生産性・組織運営力を武器に成長著しいインターネット広告市場で持続的な業績拡大を図る。

主要指標

株価 (11/14)	673
年初来高値 (2/7)	1,478
年初来安値 (8/18)	662
10年間高値 (23/2/7)	1,478
10年間安値 (23/8/18)	662
発行済株式数(百万株)	5,775
時価総額(十億円)	3,886
EV (百万円)	3,564
自己資本比率(9/30)	58.6%
24/9 PER (会予)	16.15x
23/9 PBR (実績)	3.93x
23/9 ROE (実績)	26.0%
24/9 DY (会予)	0.00%

年初来株価・出来高



出所：SPEEDA

アナリスト
長谷川翔平

research@sessapartners.co.jp

エグゼクティブ
・サマリー



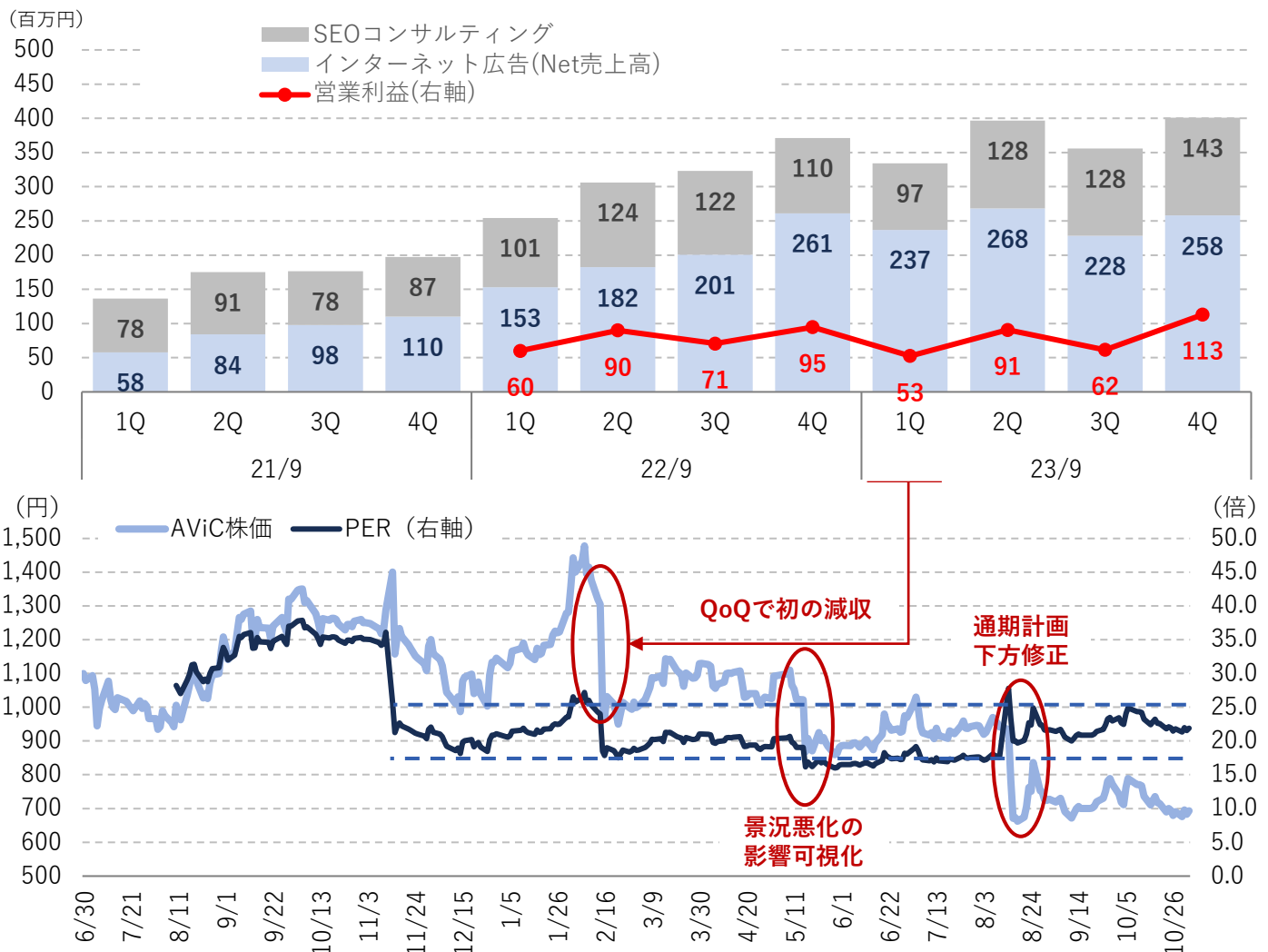
収益拡大の再加速に連れた再評価タイミングを伺う局面

「マーケティングにおける企業のデジタル・デバイド(格差)を無くす」を理念とし、広告予算が月間500~5,000万円程度の中規模クライアントをコアターゲットにデジタルマーケティング事業を展開する。リスティング・ディスプレイ・インフィード広告を中心に媒体費用の15~20%を手数料として受領する収入体系で顧客インターネット広告の運用を支援する「インターネット広告サービス」と、SEO最適化や記事ページを企画作成する「SEOコンサルティングサービス」を手掛ける。

22年6月末の新規上場後、株価は一時1,400円を超えていたものの、足元では700円前後の評価に甘んじている。22/9期4Q決算まではQoQで着実な増収を遂げていたが、23/9期1Q決算で初めてQoQ減収となり、2Q決算では一部クライアントの離反・予算減額が可視化、3Q決算発表と同時に通期計画が下方修正されるなど、マーケット参加者が考える予想EPS水準が徐々に切り下がってきたことが背景と考えられる。一方、多少前後はあるものの、23/9期会社計画ベースのPERは10倍台後半~25倍の間で推移しており、バリュエーションは一定水準を保っている。

再評価ポイントは、「景況悪化影響の一巡及び短期的な利益目線の切り上がり」、「外部成長を含む中長期的な収益拡大の蓋然性の向上」にあると見る。進行期はこれら要素が可視化される可能性があり、定点モニタリングが欠かせないだろう。

サービス別売上高と営業利益の四半期推移、及び株価・PERの日次推移



注釈：インターネット広告は取扱高でなくNet売上高を参照している。PERは会社1期計画EPS基準で算出した値を参照している。
出所：会社資料、SPEEDAよりSIR作成

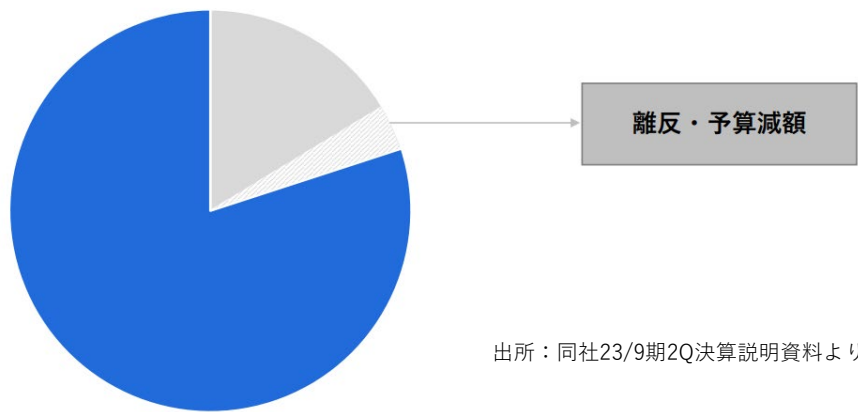
23/9期は新興系企業の離反・予算減額影響で増収率が当初計画比低減

再評価タイミングを伺う上では、まず「なぜ23/9期は会社計画を引き下げるに至ったか」を整理しておく必要があるだろう。当初、会社は23/9期計画として、売上高17.1億円（前期比37.3%増）、営業利益4.2億円（同32.4%増）を掲げていたが、23年8月14日の3Q決算発表と同時に、売上高14.7億円（前期比17.8%増、期初計画比14.2%減）、営業利益2.9億円（同9.6%減、同31.7%減）に引き下げられている。

トップラインに関しては、ベンチャーなど新興系企業の業況及び調達環境の軟化が背景にある。当時の売上高の内、凡そ2割は新興系企業で占められており、離反や予算減額から増収率が押し下げられた。この影響は足元既に小康化している模様で、進行期は四半期を追う毎に新規クライアントの獲得や既存クライアントの深耕効果が四半期増収率に表れやすくなると見て注視したい。

顧客属性の状況

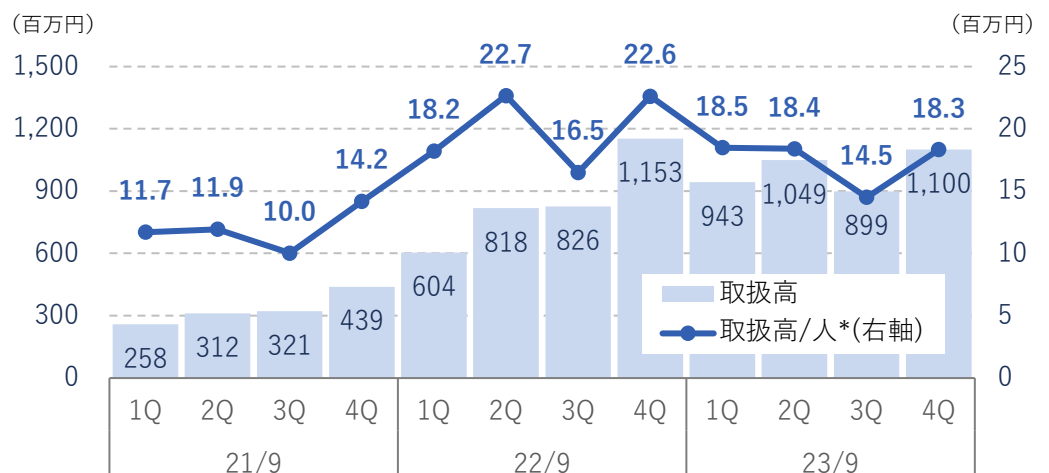
■ 新興系クライアント ■ その他クライアント



出所：同社23/9期2Q決算説明資料より抜粋

利益水準に関しては、高いトップライン成長を見越し積み増していた人件費など固定費負担増をカバーしきれなかった点が主因である。同社は徹底した工数管理と自社開発ツールの利用、オンボーディングの仕組みから高い生産性を誇る点の一つの特徴だが、新規クライアントの多くはスイッチングでの獲得となるため、収益貢献まで一定のリードタイムを要することが多く、23/9期は高い生産性を維持しきれなかった。23/9期中より人員計画を見直し当初比で採用数を絞り込み適正化を図ってきたため、進行期は徐々に生産性の再改善が期待できるだろう。

取扱高及び1人当たり取扱高の四半期推移



注釈：取扱高/人は、各四半期取扱高を各四半期末時点の従業員数で除算し算出している。
出所：会社資料よりSIR作成

ECモールの販促最適化を手掛けるFACTを完全子会社化

M&Aをはじめとしたインオーガニックな成長可能性も注視したい。23年10月1日を効力発生日に、デジタル領域でコンサルティング事業を営む(株)FACTを完全子会社化、進行期より連結化している。

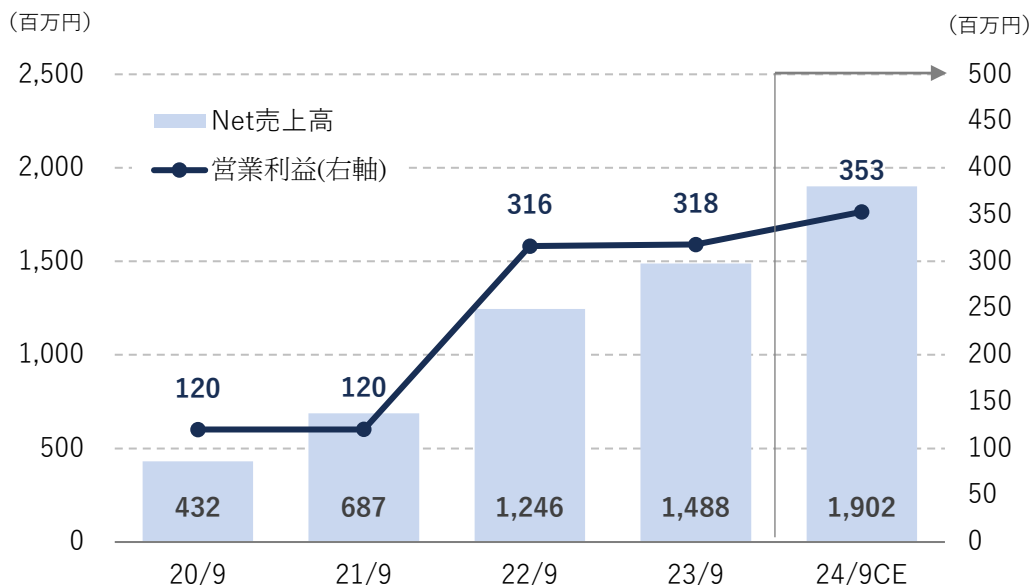
検索エンジンの最適化コンサルティングを手掛けるAViCに対し、同社はAmazonなどECモールの販促支援やWeb上でのレピュテーション・マネジメントを通じた最適化コンサルティングを手掛けており、サービスラインナップの相互補完及びクライアントへのクロスセルといったシナジー効果が期待できる。また、同社の23/9期業績は売上高4.0億円、営業利益0.7億円程度を確保している上、具体的な条件は非開示なものの、のれん償却後でも黒字確保可能な金額で買収できた模様で、純粋な足し算でも一定の収益貢献が期待できよう。

AViCは、バランスシートサイズこそ大きくないものの、23年9月末時点でNet Cash5.6億円、自己資本比率58.8%と財務は健全であり、M&Aによる不連続な収益拡大余地を一定残していると言える。会社は、クライアント基盤や事業執行体制、事業運営ノウハウの獲得及びM&A後のシナジー創出を目的として、PL影響に配慮しながら買収先を探索しており、今後も本ケースのような案件が表面化してくるか注目したい。

M&A効果や増床影響はあるが、着実な増収増益を計画する

11月14日に発表された24/9期会社計画は、売上高が前期比27.8%増の19.0億円、営業利益が同11.1%増の3.5億円だった。増収率が高い割に増益率が低く見えるが、これはオフィス増床による地代家賃の増額(23/9期比で0.7億円利益を押し下げ)が一因であり、生産性の更なる悪化を企図したものでは無い点に留意が必要だろう。過度に人的資本投資を先行させるのではなく、トップライン増に応じた人員増を図る模様で、24/9期末時点で社員数82名を計画している(23/9期末は60名)。1Q決算から販管費実額が1段切り上がるはずで、極短期的には四半期営業利益が伸び悩んで見えるリスクには留意が必要だろう。ただし、オーガニックな収益拡大や生産性の再改善、FACT社とのシナジー創出が四半期を追う毎に可視化されてくる可能性があり、その前兆をつぶさに確認したい。なお、会社計画にはFACTとのシナジー創出効果はほぼ織り込まれておらず、アップサイドリスクとして注目できるだろう。

Net売上高と営業利益の推移



出所：会社資料よりSIR作成

会社概要

沿革：18年3月の創業より実績を積み上げ業容を拡大

広告予算が中・小規模のクライアントに対しても高品質のデジタルマーケティングサービスを提供することを目的に、インターネット広告の運用代行やSEO(検索エンジン最適化)コンサルティングサービスを手掛ける。サイバーエージェント(4751)で広告事業部門の局長を務めていた現同社代表取締役の市原創吾氏が、月額5,000万円を超えるような潤沢な広告予算を抱える一部大手企業を除き、多くは良質なデジタルマーケティングソリューションを享受できていない事実ビジネスチャンスを見出し、2018年3月の創業に至った。

クライアントの広告効果最大化のため、リスティング・ディスプレイ・インフィードをはじめとしたインターネット広告に加え、Googleなど検索エンジンにおける掲載順位引き上げのためのWebサイト最適化やCV獲得を念頭においた記事ページの企画・作成等を担うSEOコンサルティングにも業容拡大している。22年3月には、インフィード広告等における動画広告クリエイティブの品質向上・差別化のため、YouTuberのマネジメント等で業界トップのUUUM(3990)と資本業務提携契約を締結している。また、23年1月にはoverflow社のSEOコンサルティング事業を譲受、10月にはECモールの販促最適化コンサルティングを手掛けるFACTを完全子会社化するなど、インオーガニックな成長も遂げている。

なお、同社の企業母体は下表のとおり13年7月設立の風外堂(株)(14年4月にOWL(株)に社名変更)だが、18年3月に現同社代表取締役の市原創吾氏に第三者割当増資を行った上、デジタルマーケティング事業に事業内容を変更したことに伴い、実質的な創業に至っている。

沿革

年	月	内容
2013	7	株式会社BuySellTechnologies(7685)の代表取締役社長兼CEO岩田匡平氏の配偶者が風外堂(株)を設立。
2014	4	岩田匡平氏が風外堂(株)の全株式を取得し、マーケティングコンサルティング業を事業内容としたOWL(株)に社名を変更。
2018	3	現代表取締役社長の市原創吾氏を割当先に第三者割当増資を行い、社名を現社名、事業内容をデジタルマーケティングサービスの提供に変更。併せて、岩田匡平氏が退任し、市原創吾氏が代表取締役に就任。
2018	9	SEOコンサルティングサービスを開始。
2021	3	本店を東京都港区赤坂に移転。
2022	3	UUUM株式会社(3990)と資本業務提携契約を締結。
2022	6	東証グロース市場に株式上場
2023	1	株式会社overflowのSEOコンサルティング事業を事業譲受
2023	10	簡易株式交換により株式会社FACTを完全子会社化

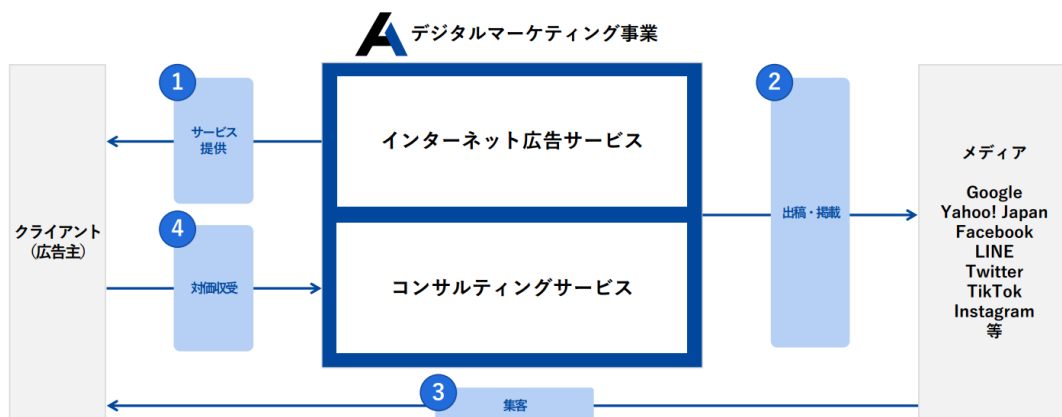
出所：同社IR資料よりSIR作成

*1：FY21/9まではクリック数×単価に応じたリスティング広告費など各媒体費用を売上高及び売上原価の双方に計上（Gross計上）していたが、収益認識に関する会計基準の適用に伴いFY22/9より手数料相当額のみを売上高に純額計上（Net計上）する会計方針に変更している。

事業内容：多種多様な企業のインターネット広告・SEO運用を手掛ける

同社事業は、①リスティング・ディスプレイ・インフィード広告等の運用代行を手掛ける「インターネット広告サービス」と、②Googleなど検索エンジンにおける掲載順位引き上げのためのWebサイト最適化やCV獲得を念頭においた記事ページの企画・作成を支援する「SEOコンサルティングサービス」の2つに大別される。前者は媒体費用の15～20%程度を運用手数料として受領*1する一方、後者では工数に応じた月額コンサルフィーや記事作成料等をキャッシュポイントとしている。23/9期は、売上高の約7割をインターネット広告サービスが占めた。

事業系統図



出所：会社資料

顧客業種は多種多様で、幅広い業界に対しデジタルマーケティング支援が可能である。有価証券報告書の主要な顧客や売掛金明細に開示がある企業だけでも、博報堂DYホールディングス(2433)傘下のデジタル・アドバタイジング・コンソーシアムや東急エージェンシーといった広告代理店の他、直取引ではスクウェア・エニックス・ホールディングス(9684)連結子会社でアミューズメント施設を企画・運営するタイトーや中古車販売・買取査定ネクステージ(3186)、決済・送金アプリのKyash、ミツカングループ通販子会社であるZENB JAPANなどが確認できる。

一方、顧客規模としては大手広告代理店が主力とする月間5,000万円強(年間6億円強)の広告予算を抱える層が中心ではなく、一段下の月間500～5,000万円(年間6,000万円～6億円)の層を主なターゲットとしている。大手広告代理店がリソースや生産性の観点から積極的でない一方、深度あるマーケティング支援を求めている企業群で、後述する同社の競争優位性を活かしやすい顧客層と言える。

過去及び現在の主な顧客

業種	過去及び現在の主な顧客
広告代理店	デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム
広告代理店	東急エージェンシー
広告代理店	ADKデジタル・コミュニケーションズ
アミューズメント施設の企画・運営	タイトー
中古車販売・買取査定	ネクステージ
ブライダルジュエリー	ニューアート・シーマ
地域医療サービス	メディカルサービス
決済・送金アプリ	Kyash
食品通販	ZENB JAPAN

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：有価証券報告書の主な顧客や相手先別売掛金明細をもとに抜粋掲載しており、全体の一部に過ぎない。

特徴：綿密且つデータドリブンな戦略策定・高速PDCAで成果を創出

「インターネット広告サービス」では、①GoogleやYahoo!JAPANなど国内利用率の高い検索エンジンを用いたリスティング(検索連動型)広告、②検索エンジンに加えLINEなど広告枠のある主要WEBサイト等におけるディスプレイ(バナー)広告、③Facebook、X(旧Twitter)、Instagramといったフィード型SNS・メディアに差し込まれるインフィード広告を中心に取り扱いしているが、顧客の広告効果最大化に資する場合は④アフィリエイト広告等も活用している。同社サービスの1つの特徴は、綿密なマーケティング戦略策定とデータドリブンな高速PDCAにある。

例えばGoogleのリスティング広告であれば、Google広告管理画面での設定自体は、広告文の作成・画像の選定・広告予算やクリック単価の設定・ユーザー検索時に広告掲載するためのフックとしてのキーワード群選定などに限られる。しかし、優良な見込み顧客を低単価で獲得する、といった観点に立つとその最適戦略の模索は複雑さを増す。ペルソナ設定を起点に、広告文に盛り込むべき事項の単語レベルでの検討・ユーザーの興味や検索行動から逆算したキーワードの選定等が必要で、またその最適解はサービスサイクルや顧客の属する業界の環境変化の他、競合他社のリスティング広告におけるキーワード・広告予算設定にも左右される。

上記では簡略化のためにGoogleリスティング広告のみを例としたが、他の媒体も同様に広告効果を計測・横比較した上で媒体間の最適アロケーションを決めることが更に必要で、一口にデジタルマーケティングといっても「どこまでの分析深度と工数負担でもって運用するか」によって成果や費用対効果には大きな差が出る。同社は、深度あるソリューションを広告予算が限られた顧客に提供することで、同規模帯で事業展開する同業他社との差別化を図っている。

クリック数等に応じた媒体費用を検索エンジン運営会社に支払い【広告】と銘打って検索上位に表示させるリスティング広告に対し、自然検索で掲載順位の上位表示を図る支援を手掛けるのが「SEOコンサルティングサービス」である。リスティング広告同様にペルソナ設定やキーワード選定を行うが、LP(ランディングページ)やWEBサイトの構造自体を最適化し、また適切にキーワードを散りばめること等で、検索エンジン自体に当該LP又はWEBサイトが競合先と比較して有用であると認識させることが重要となる。Googleなど検索エンジンの検索表示アルゴリズムは非開示且つ都度アップデートにより評価項目や重み付けが調整されているため、高い成果を出すためには、アルゴリズムへの深い理解や継続的な実務的検証が不可欠で、経験の積み上げによる差別化が表れやすい部分である。

同社サービスの特徴



出所：会社資料

競争優位性

経営陣：豊富な経験・実績に裏打ちされたメンバーが集う

同社の1つの競争優位性は、良質なデジタルマーケティングサービスを提供するための豊富な経験・実績に裏打ちされたメンバーが経営陣に多数集まっている点だろう。元サイバーエージェント広告事業部門局長である代表取締役社長をはじめ、大手～ベンチャー広告代理店で事業責任者として活動してきたメンバーの他、TikTokやLINEといった媒体側に精通する人材も揃っている。

フロント部門をマネジメントする主な経営陣の実務経験

役職	名前	経験
代表取締役社長	市原 創吾	元サイバーエージェント(4751)広告事業部門局長。同社在籍時に、運用型広告事業で年間100億円の売上拡大を実現。
インターネット広告本部長	奥川 哲史	デジタルマーケティング支援会社アイトリガーの元代表取締役社長。日本に10人のLINE認定講師「LINE Frontier」としても活動。
インターネット広告部長	町田 和哉	元ユナイテッド(2497)広告代理及び広告プロダクト事業部長。SNS広告やASO施策・IPコラボに明るくアプリ案件を得意とする。
SEOコンサルティング部長	櫻庭 洋平	Webマーケティングベンチャーにて執行役員として営業体制の構築・サービス品質向上等を統括。累計800社以上に対しSEOサービスを提供した実績を持つ。
サービス開発本部長	畠山 雄	サイバーエージェントで各種運用の仕組み化・自動化システム開発。後、ByteDanceにて執行役員としてTikTok運用型広告のグローバル展開立上に従事。
事業戦略本部副本部長	増田 光恵	元サイバーエージェント広告事業部門営業局長。同社の運用型広告・インフィード広告のコンサルティング局責任者も歴任。

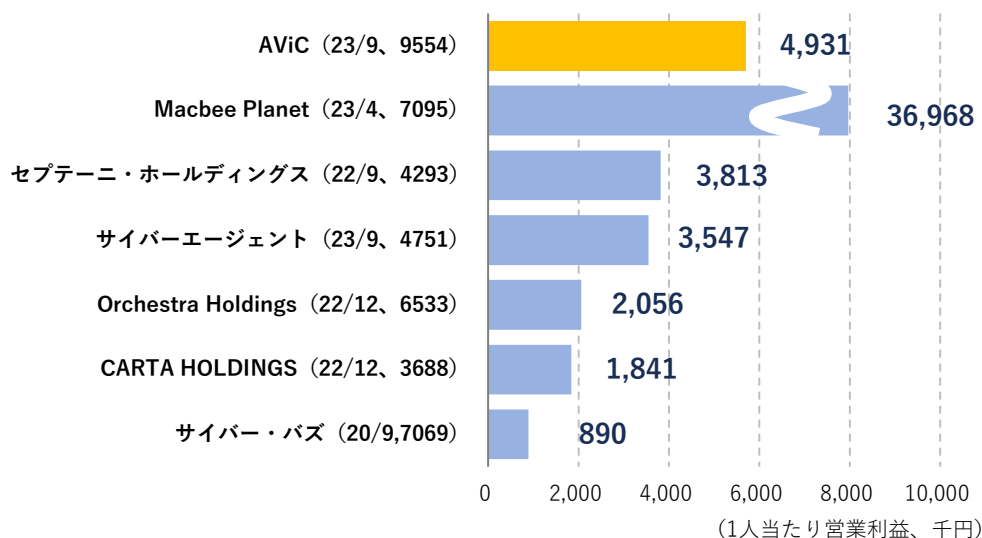
出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：文中内の定量・定性実績は本レポート執筆時点の情報をもとに記載している。

生産性：工数管理・外部利用の徹底と自社開発ツールで高生産性を実現

提供価値の深度と業務効率化は相反しやすいが、同社は①コンサルタントの徹底した工数管理、②付加価値業務の選別と適切な外部利用、③自社開発ツールを用いた工数削減、により高い生産性を実現している。上場する同業他社比で見ても、高水準の一人当たり営業利益を確保していることは特筆に値しよう。

デジタルマーケティング各社の1人当たり営業利益の状況



注釈：各社当期営業利益を期初期末平均連結従業員数（正社員）で除算して算出している。
出所：各社IR資料よりSIR作成

①工数管理：同社はフロントに携わる社員一人一人が、①どの案件に対し、②何%の工数を割いているか週次単位で管理すると共に、案件ごとの想定粗利率を逐次把握する運営体制を敷いている。収益性が低い又は悪化している案件については責任者が担当者に原因を確認し、付加価値業務にフォーカスできない理由があるならば案件執行方針を含め改善策を模索し、業務効率や優先順位付けなどスキルに依拠する課題であれば教育を含め改善を促す。

②外部利用：23/9期末で正社員数は60名と小規模であるため、工数拡大の主因が同社にとって付加価値の高くない業務対応に依るものであれば、外部業者の活用も厭わない。例えば、SEO対策のための記事ライティングは多くの場合外注しており、また案件執行中であっても切り出しすべき業務は外部利用を模索、同社社員が注力すべき業務に集中できる組織風土を整えている。

③自社開発ツール：工数管理や外部利用といった業務最適化とは別に、分析やシミュレーション業務に係る工数を直接的に削減する仕組みとして自社開発ツールを抱え、活用している。「インターネット広告サービス」では広告効果のモニタリングや広告配信時に想定される効果シミュレーションの自動計算、「SEOコンサルティングサービス」では候補キーワード及びその組み合わせの生成や、検索順位結果に大きな影響のある要素に関する競合サイトとの差分検証の自動化を可能としている。特にSEO領域については、同社トップコンサルタントが仮に手動対応した際に108時間かかる高精度の分析・戦略設計・打ち手設計・数値計画のアウトプットにつき、ツール利用で8時間(7.4%相当)まで削減することが可能となっている。

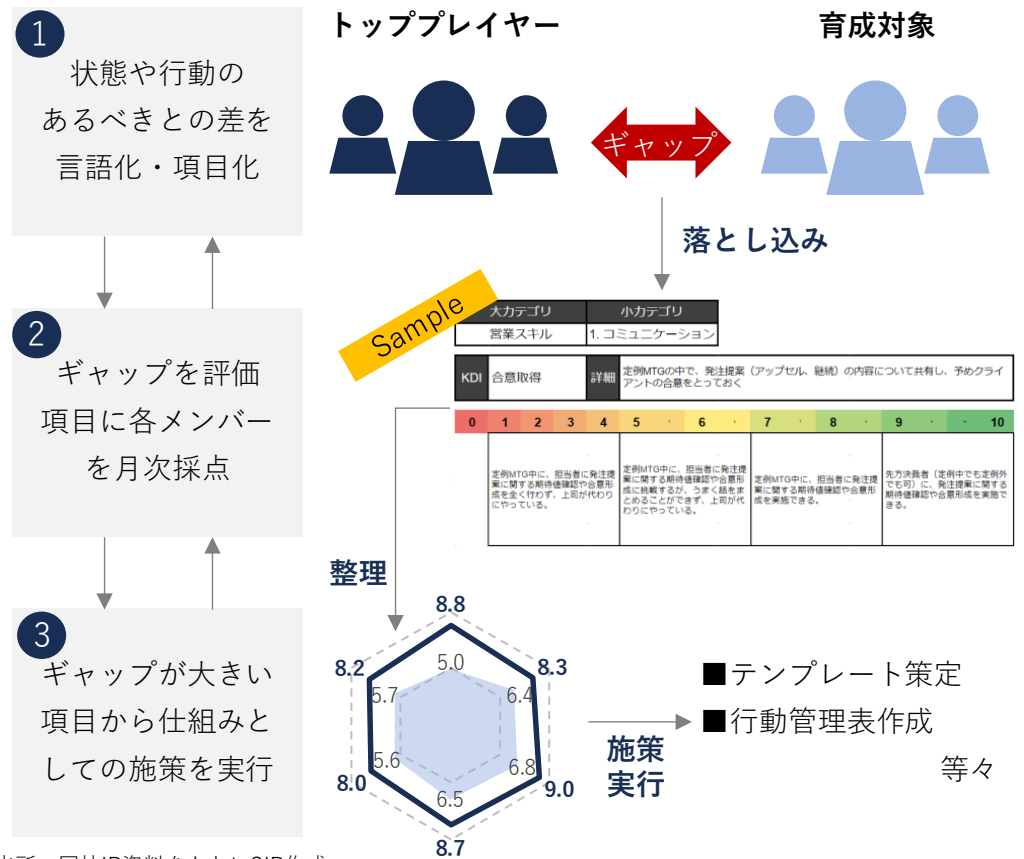
採用・教育：社内的な組織運営・仕組み作りでも高速PDCAを回す

実力・経験豊富な経営陣と高付加価値業務に集中できる環境・管理体制があったとしても、良質なデジタルマーケティングサービスを提供するスキル・ノウハウを蓄積したコンサルタントの採用・育成自体が仕組み化できていなければ高い業績成長には繋がりにくい。その意味で、創業2年目から新卒採用を実施し一定の教育知見を蓄積、未経験者でも3ヵ月～1年程度で戦力化できる社は持続的成長に向けた地盤固めが進んでいると言えるだろう。また、同社は内定者アルバイト制度により新卒入社直後から円滑に業務に取り組むことが可能な体制を敷いている。

人材の即戦力化のための一施策は月次評価・査定による個々人のスキルの見える化及び課題抽出・改善活動にある。同社は人材を有効化(イネーブルメント)するための取組として22/9期中より「イネーブルメント・プロジェクト」と銘打つ人材育成の仕組みを構築、実行している。

経営陣をはじめとしたトッププレイヤーと育成対象者とのギャップにつき、「広告成果に直接的に繋がるノウハウ」はもちろん、コミュニケーション力をはじめとした「クライアントに入り込むためのスキル」など広範な項目を洗い出し項目ごとに採点、改善のための仕組みが必要であればテンプレートや行動管理表に落とし込むなどして、属人的対応でなく組織力としての引き上げを念頭に育成システムを構築している。また、「あるべき」や評価項目自体の見直しも行っており、仕組み自体もPDCAを回すことで、より精度の高い育成体制の構築を図っている。

イネーブルメント・プロジェクトのイメージ図



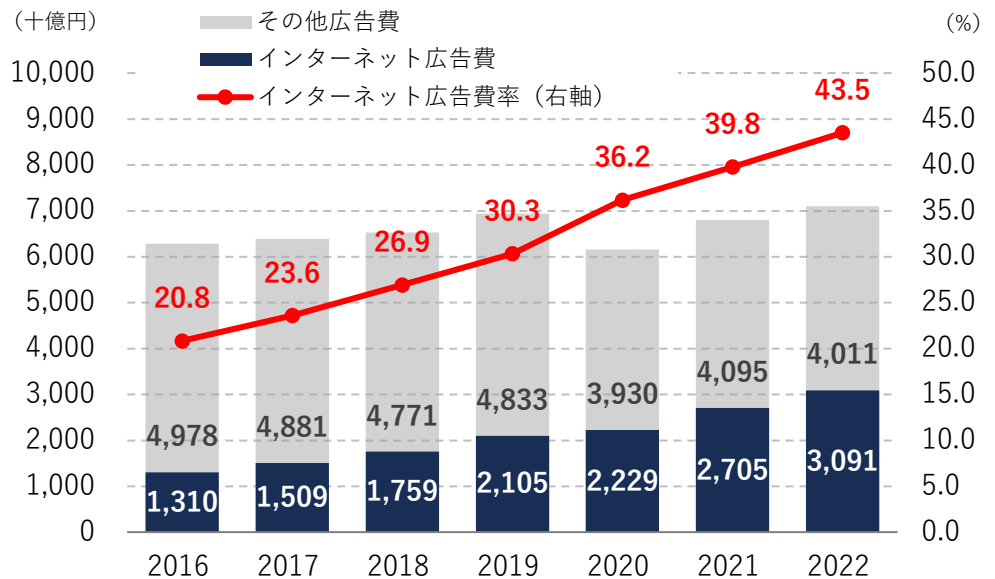
出所：同社IR資料をもとにSIR作成

マクロ環境

市場概況：全体感としてはインターネット広告市場の成長が続く

国内インターネット広告市場の成長性は高く、同社業績に追い風となっている。2016年時点では、国内広告費約6.3兆円に対しインターネット広告は1.3兆円で構成比は20.8%に過ぎなかったが、6年後の2022年には約2.4倍の3.1兆円、構成比43.5%にまで市場を拡大している。COVID-19前の2019年を起点とするとCAGR13.7%で成長しており、これを上回る成長を実現できているか否かが個社動向を評価する上で一つの基準となるだろう。

日本の広告費の推移



出所：「日本の広告費（電通等）」資料よりSIR作成

デジタルマーケティング各社の四半期業績動向を確認すると、足元伸び率の格差が大きくなってきている。Macbee Planetは好調を維持、Orchestra Holdingsやサイバー・バズはマーケットを上回る成長を堅持している一方、CARTA HOLDINGSやサイバーエージェント、セプテーニ・ホールディングスはマーケットを下回る成長又は減収に転じている。各社の背景説明は異なるものの、総じて「高い広告効率を直接的に享受する」ことを重視するニーズが高まっており、独自技術・ノウハウで成果にコミットできる企業ほど持続的な成長を実現している一方、予約型広告の構成比が高い企業の業績は軟化していると見られる。

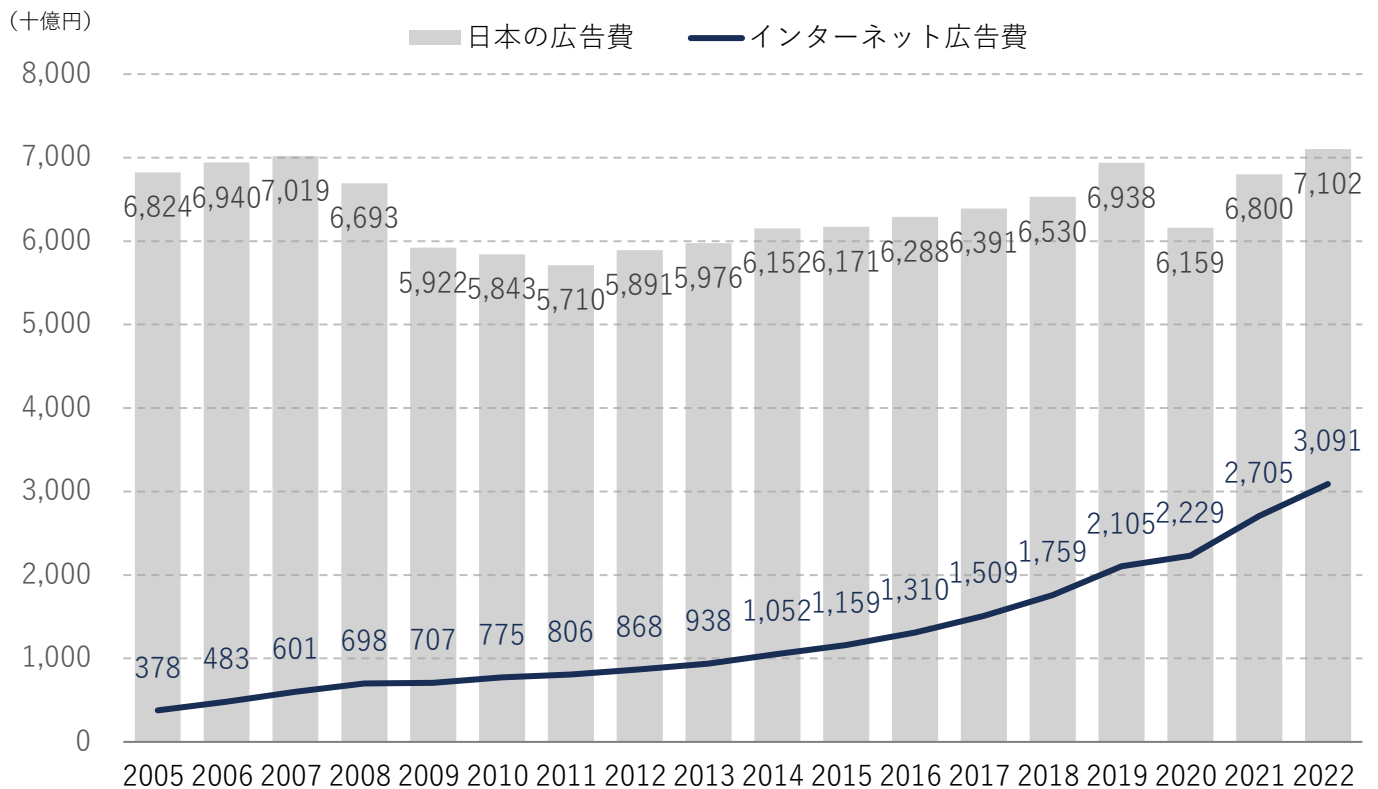
同業他社の類似事業セグメントのYoY増収率の四半期推移

コード	企業名	CY21				CY22				CY23		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
9554	AViC	39.2	63.9	65.1	86.9	74.6	77.4	88.2	31.0	29.6	13.7	8.3
3688	CARTA HOLDINGS	14.6	21.9	17.7	24.3	11.4	-1.8	6.9	-18.6	-13.3	-14.5	-14.5
4293	セプテーニ・ホールディングス	24.0	25.3	7.9	27.5	48.4	40.1	32.2	3.4	-7.2	-4.5	-1.1
4751	サイバーエージェント	10.9	27.2	26.7	14.8	20.3	21.6	12.3*	8.9*	3.3*	5.9*	12.7
6533	Orchestra Holdings	32.1	41.2	46.5	42.7	29.6	32.2	22.3	26.8	30.4	22.4	14.7
7069	サイバー・バズ	6.5	23.6	23.0	71.6	30.0	11.9	33.5	18.2	18.8	59.1	45.8
7095	Macbee Planet	104.9	134.2	39.8	30.3	18.0	8.9	34.2	53.3	51.6	102.8*	-

注釈：AViC／サイバー・バズ／Macbee Planetは全社売上高、CARTA HOLDINGS／セプテーニ・ホールディングス／Orchestra Holdingsはデジタルマーケティング事業売上高、サイバーエージェントはインターネット広告事業売上高を参照した。新規連結及び連結除外影響は控除できておらず、例えばサイバーエージェントはCY22Q3～CY23Q2にかけマイクロアドの非連結影響から増収率が一段切り下がっており、逆にMacbee PlanetはCY23Q2よりネットマーケティングの新規連結効果があり、増収率が異常値となっている点に留意されたい。

出所：各社資料よりSIR作成

データ：日本の広告費の長期推移とインターネット広告費の明細表



項目	実額 (十億円)						成長率 (YoY.%)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022
総計	6,391	6,530	6,938	6,159	6,800	7,102	1.6	2.2	6.2	-11.2	10.4	4.4
インターネット広告費	1,509	1,759	2,105	2,229	2,705	3,091	15.2	16.5	-	5.9	21.4	14.3
インターネット広告媒体費	1,221	1,448	1,663	1,757	2,157	2,480	17.6	18.6	14.8	5.6	22.8	15.0
< 広告種別 >												
検索連動型広告	483	571	668	679	799	977	-	18.2	17.1	1.6	17.7	22.2
ディスプレイ広告	499	564	554	573	686	737	-	13.0	-1.7	3.4	19.6	7.5
ビデオ (動画) 広告	116	203	318	386	513	592	-	75.5	57.1	21.3	32.8	15.4
インストリーム	-	-	-	180	292	346	-	-	-	-	62.3	18.3
アウトストリーム	-	-	-	206	221	246	-	-	-	-	7.0	11.6
成果報酬型広告	105	99	105	99	94	97	-	-5.6	6.0	-6.1	-4.6	2.7
その他のインターネット広告*	18	12	17	20	66	78	-	-36.1	45.3	17.6	228.5	18.4
< 取引手法 × 広告種別 >												
運用型広告	940	1,152	1,327	1,456	1,838	2,119	27.3	22.5	15.2	9.7	26.3	15.3
検索連動型広告	483	571	668	679	799	977	-	18.2	17.1	1.6	17.7	22.2
ディスプレイ広告	359	405	403	452	606	645	-	12.7	-0.5	12.2	34.0	6.5
ビデオ (動画) 広告	97	174	252	321	429	494	-	79.8	45.1	27.2	33.8	15.1
その他のインターネット広告*	17	2	3	4	4	3	-	-86.2	41.7	29.4	-4.5	-21.4
予約型広告	176	197	231	202	225	265	14.3	12.1	17.4	-12.5	11.1	17.7
ディスプレイ広告	139	159	151	121	80	92	-	14.0	-4.7	-19.9	-34.3	15.4
ビデオ (動画) 広告	19	29	66	66	84	98	-	52.9	129.8	-1.2	27.6	17.3
その他のインターネット広告*	17	9	14	16	62	75	-	-47.1	47.8	14.7	294.2	21.1
成果報酬型広告	105	99	105	99	94	97	-28.0	-5.6	6.0	-6.1	-4.6	2.7
< チャネル別 >												
ソーシャル広告	-	389	490	569	764	860	-	-	25.9	16.1	34.3	12.5
SNS系	-	-	228	249	317	368	-	-	-	9.1	27.3	16.0
動画共有系	-	-	114	159	261	305	-	-	-	39.2	64.7	16.9
その他	-	-	148	162	186	187	-	-	-	9.1	15.2	0.4
その他	-	1,059	1,173	1,188	1,393	1,621	-	-	10.8	1.3	17.3	16.3
インターネット広告媒体費以外	289	311	442	472	548	611	6.1	7.7	-	6.9	16.0	11.5
インターネット広告制作費	289	319	335	340	385	420	6.1	10.5	5.1	1.4	13.2	9.2
物販系ECプラットフォーム広告費	-	-	106	132	163	191	-	-	-	24.2	23.5	17.0
その他広告費*	4,881	4,771	4,833	3,930	4,095	4,011	-1.9	-2.3	1.3	-18.7	4.2	-2.0

出所：「日本の広告費 インターネット広告媒体費 詳細分析」よりSIR作成

注釈：その他広告費はマスコミ四媒体（新聞・雑誌・ラジオ・テレビメディア）及びプロモーションメディアである。その他のインターネット広告はメール広告・オーディオ広告・タイアップ広告等である。タイアップ広告は2020年集計までディスプレイ広告に含まれていたため一部データは不連続となっている。2019年から物販系ECプラットフォーム広告費が集計対象に追加されたため、インターネット広告費総額は一部不連続となっている。

業績動向

23/9期実績

23/9期は、売上高が前期比19.5%増の14.9億円、営業利益が同0.4%増の3.2億円だった。期初計画では37.3%増収32.4%営業増益を計画していたが、景況軟化やベンチャー調達環境の変化から一部の新興企業クライアントで離反・予算減額が発生したためトップラインは未達となり、固定負担増も相俟って微増益に留まった。なお、経常利益以下は減益となっているが、オフィス移転に係る一過性費用を除けば、実質増益を確保出来ている。

同社は、売上比60~65%を人件費及び外注費が占める労働集約的なビジネスモデルで事業展開しているが、トップラインが未達となった一方で一定の人員採用を進めていたことから、主に人件費率が22/9期の29.0%から23/9期に33.9%まで上昇したため、営業利益率は25.4%→21.4%に低下した。期中に採用計画を見直しコストコントロールを図ったため、23/9末従業員数は当初計画の80名に対し60名となっている。

24/9期計画

24/9期は、売上高が前期比27.8%増の19.0億円、営業利益が同11.1%増の3.5億円だった。足元、新興企業の離反・減額影響は既に落ち着きを取り戻しており、一定のオーガニック成長を見込んで見られる。また、会社ごとの明細開示は無いものの、23/9期に売上高4.0億円・営業利益0.7億円程度だったFACTの新規連結効果も織り込まれている。

増収率が高い割に増益率が低く見えるが、これはオフィス増床による地代家賃の増額(23/9期比で0.7億円利益を押し下げ)が一因であり、生産性の更なる悪化を企図したものでは無い点に留意が必要だろう。過度に人的資本投資を先行させるのではなく、トップライン増に応じた人員増を図る模様で、24/9期末時点で社員数82名を計画している(23/9期末は60名)。

進行期の一つの注目点は、FACTとのシナジー創出動向だろう。SEOコンサルティングを手掛けるAViC単体に対し、ECモールの販促最適化を営むFACTは相互送客の観点で比較的早い段階でのシナジー創出が期待しやすいと見る。既存事業の再成長加速確度と合わせ、四半期決算の要モニタリング事項となろう。

損益計算書明細

百万円、%	決算期	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9CE	22/9				23/9			
	Actual	Actual	Actual	Actual	Co's	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Gross売上高(取扱高)		697	1,330	3,401	3,992	-	604	818	826	1,153	943	1,049	899	1,100
Net売上高		432	687	1,246	1,488	1,902	255	306	313	371	334	397	356	402
YoY,%		186.7	59.3	81.3	19.4	27.8	86.9	74.6	77.4	88.2	31.0	29.6	13.7	8.3
インターネット広告		239	352	798	992	1,073	153	182	201	261	237	268	228	258
YoY,%		-	47.3	126.8	24.3	8.2	163.8	117.0	104.9	137.2	54.8	47.3	13.7	-1.1
SEOコンサルティング		193	335	447	496	829	101	124	122	110	97	128	128	143
YoY,%		-	74.2	33.5	10.9	-	29.1	35.6	55.8	26.5	-4.0	3.5	4.4	29.6
売上原価+販管費*		312	567	929	1,170	1,548	194	215	242	277	281	306	294	289
% of sales		72.2	82.5	74.6	78.6	81.4	75.9	70.3	77.4	74.5	84.2	77.1	82.7	71.9
人件費		-	-	361	504	-	77	82	97	105	115	128	131	130
% of sales		-	-	29.0	33.9	-	30.1	26.7	31.1	28.4	34.4	32.3	36.8	32.3
外注費		-	-	360	425	-	75	85	88	112	99	118	105	103
% of sales		-	-	28.9	28.6	-	29.6	27.9	28.0	30.1	29.6	29.8	29.5	25.6
採用教育費		-	-	47	36	-	8	14	17	8	13	12	6	5
% of sales		-	-	3.8	2.4	-	3.2	4.6	5.4	2.0	3.9	3.0	1.7	1.2
支払報酬料		-	-	56	76	-	13	12	12	18	22	16	19	19
% of sales		-	-	4.5	5.1	-	5.2	4.0	3.8	4.9	6.6	4.0	5.3	4.7
その他費用		-	-	106	121	-	20	22	28	34	32	29	30	30
% of sales		-	-	8.5	8.2	-	7.8	7.1	9.1	9.0	9.7	7.3	8.4	7.5
営業利益		120	120	316	318	353	60	90	71	95	53	91	62	113
% of sales		27.8	17.5	25.4	21.4	18.6	23.5	29.4	22.6	25.5	15.8	22.9	17.3	28.1

出所：同社IR資料よりSIR作成

損益計算書・貸借対照表・キャッシュフロー計算書

決算期	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9
百万円、%	実績	実績	実績	実績	実績	実績	会予
Gross売上高(取扱高)	38	236	697	1,330	3,401	3,992	-
Net売上高	38	151	432	687	1,246	1,489	1,902
YoY,%	239.9	295.6	186.7	59.3	81.3	19.5	27.8
売上原価(媒体費除く)	-	-	142	323	585	690	-
売上総利益	-	-	289	364	661	799	1,111
販管費	-	-	169	244	345	480	757
営業利益	-	-	120	120	316	318	353
% of Sales	-	-	27.8	17.5	25.4	21.4	18.6
経常利益	3	-9	122	112	305	291	344
税引前利益	-	-	122	112	306	295	-
法人税等	-	-	36	33	80	75	-
実効税率	-	-	29.3	29.5	26.1	25.6	-
当期純利益	2	-2	86	79	226	219	255
EPS(円)	0.4	-0.4	16.3	14.2	40.5	38.2	41.7
BPS(円)	2.5	7.6	47.2	61.4	124.4	171.3	-
DPS(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向(%)	-	-	-	-	-	-	-
ROE(%)	19.0	-8.7	57.2	26.2	43.1	26.0	-
自己資本比率(%)	46.7	33.9	55.0	52.8	48.7	58.6	-
設備投資(百万円)	-	-	-	51	35	-	-
従業員数(人)	5	10	21	31	51	60	-
資産合計	27	118	476	645	1,456	1,666	-
現預金	-	-	330	329	724	750	-
売上債権	-	-	90	228	565	567	-
その他資産	27	118	56	88	166	348	-
負債合計	14	78	211	301	743	687	-
仕入債務	-	-	44	145	442	244	-
有利子負債	0	0	54	62	41	192	-
その他負債	14	78	112	93	259	251	-
純資産合計	12	40	265	344	713	979	-
自己資本	0	0	262	340	708	975	-
新株予約権	0	0	3	4	5	3	-
営業キャッシュフロー	-	-	171	15	324	-6	-
投資キャッシュフロー	-	-	-28	-26	-34	-166	-
フリーキャッシュフロー	-	-	144	-10	291	-172	-
財務キャッシュフロー	-	-	146	9	105	198	-
現金同等物の増減額	-	-	290	-1	396	26	-
現金同等物の期首残高	-	-	40	330	329	724	-
現金同等物の期末残高	-	-	330	329	724	750	-

出所：同社IR資料よりSIR作成

バリュエーション

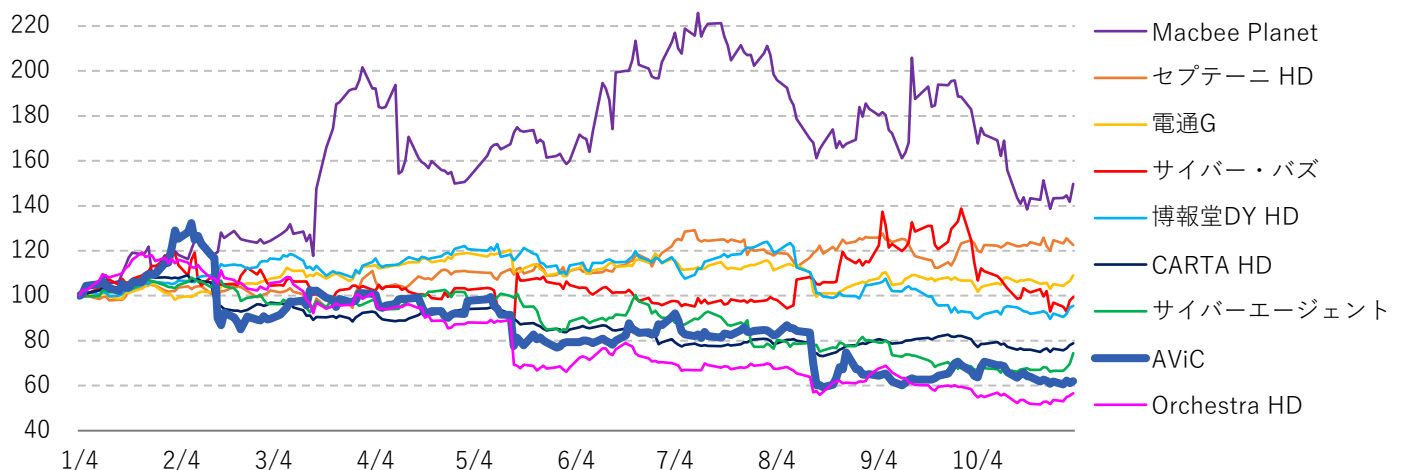
広告セクター全体でボトムアウトタイミングを見定める局面

2023年は、TOPIXが足元まで凡そ25%上昇する一方、ほとんどの広告銘柄は同値を下回るパフォーマンスに甘んじている。23年4~6月期決算発表のタイミングでAViCは会社計画を下方修正していたが、この他、CARTA HOLDINGS(3688)、セプテーニ・ホールディングス(4293)、電通グループ(4324)、サイバーエージェント(4751)、Orchestra Holdings(6533)も同様に会社計画を下方修正しており、これら発表に前後して、業界全体として当初想定より業況軟調であることがマーケットに織り込まれていったものと推察される。

個社ごとに子細に見ると業績軟化背景の説明は異なるものの、マーケット参加者の広告セクターに対する目線感は厳しめで、セクター全体としてのボトムアウト・再成長の絵がいつ・どの水準で示されるかがバリュエーション水準を左右しやすく、個社への投資判断を検討するにあたって重要な要素となるだろう。

広告銘柄の株価推移とバリュエーションシート

(2023/1/4=100とした指数)



コード	企業名	決算月	株価	時価総額	P/E			PBR	Net Cash	経常利益	経常増益率		
			(11/14)	(11/14)	FY22	FY23	FY24E	直近通期	直近通期	FY22	FY22	FY23	FY24E
-	-	-	円	百万円			倍	倍	百万円				
9554	AViC	9	673	4,122	17.1	20.5	18.2	5.57	683	305	174.8	-15.4	27.9
-	広告業界	-	-	-	21.6	28.4	-	2.69	-	-	-	-	-
2433	博報堂DYホールディングス	3	1,117	435,138	13.4	15.4	-	1.13	38,707	60,378	-20.3	-15.5	-
3688	CARTA HOLDINGS	12	1,193	30,012	10.0	赤字	-	1.10	15,954	3,036	-45.9	-70.4	-
4293	セプテーニ・ホールディングス	9→12	413	87,176	13.5	-	-	1.38	18,254	5,855	54.2	-	-
4324	電通グループ	12	4,412	1,191,970	19.8	16.9	-	1.33	-152,848	117,617	-51.4	7.6	-
4751	サイバーエージェント	9	810	409,863	16.9	76.9	51.3	2.84	92,498	69,464	-33.7	-64.1	20.4
6533	Orchestra Holdings	12	959	9,415	11.0	13.4	-	1.82	1,308	1,400	8.9	-17.9	-
7069	サイバー・バズ	9	1,404	5,599	63.4	27.9	-	2.85	1,454	171	4,175.0	133.9	-
7095	Macbee Planet	4	14,140	50,636	29.3	28.0	-	6.16	5,587	2,108	71.0	32.8	-

コード	企業名	決算月	ROE		経常利益率		資産回転率		自己資本比率		配当性向		配当利回
			FY22	FY23	FY22	FY23	FY22	FY23	FY22	FY23	FY22	FY23	進期
-	-	-		%		%	回		%		%	%	
9554	AViC	9	43.1	27.4	24.5	17.6	1.19	1.01	48.7	#VALUE!	0.0	0.0	0.0
-	広告業界	-	14.1	7.1	10.6	7.3	1.14	1.89	47.5	#VALUE!	23.2	43.4	1.55
2433	博報堂DYホールディングス	3	8.6	-	6.1	5.0	0.95	-	35.5	-	38.5	44.2	2.86
3688	CARTA HOLDINGS	12	11.1	-	11.7	3.7	0.49	-	53.9	-	45.3	-84.9	4.53
4293	セプテーニ・ホールディングス	9→12	14.1	-	20.3	-	0.44	-	70.7	-	15.1	-	未定
4324	電通グループ	12	6.9	-	9.5	9.9	0.33	-	23.5	-	69.5	60.0	3.56
4751	サイバーエージェント	9	17.7	3.7	9.8	3.5	1.85	1.67	37.6	30.2	29.2	142.5	1.85
6533	Orchestra Holdings	12	18.0	-	13.5	10.0	0.94	-	45.4	-	10.3	13.9	1.04
7069	サイバー・バズ	9	4.6	10.4	4.0	7.3	1.77	2.10	73.4	#VALUE!	0.0	0.0	0.00
7095	Macbee Planet	4	29.0	-	10.8	8.0	1.67	-	46.2	-	0.0	0.0	0.00

注釈：セプテーニ・ホールディングスは経常利益の代わりにNon GAAP営業利益を、電通グループは同営業利益を参照している。また、セプテーニ・ホールディングスは決算期変更に伴いFY23が15ヵ月変則決算となっているため、表記していない。

出所：各社IR資料よりSIR作成

ディスクレーマー／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分析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

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp