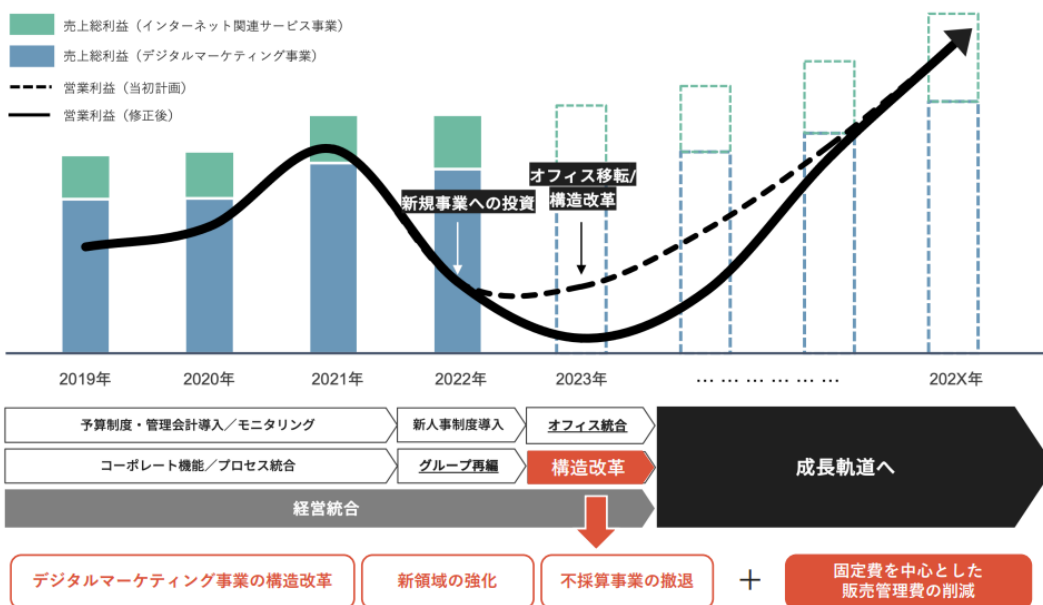


収益構造のシェイプアップを推し進める

エグゼクティブ・サマリー

- 構造改革の具体策が相次ぎ表面化している。23/12期2Q決算発表までに不採算事業（ゲーム・ふるさと納税事業）の撤退、固定費を中心とした10億円規模の販売管理費削減、直販営業子会社4社の経営統合など合理化策の実施が発表されていたが、9/5には新たに希望退職者の募集が役員決議された。23年4～6月期決算は広告企業で業績予想の下方修正が相次ぎマクロ的な業況の悪さが際立ったが、同社ほど抜本的な施策を実行している企業は他に無く、将来的なV字回復に向けた動きとして特筆できよう。
- 過去1年強に渡り株価はリニアに下落し続けてきたが、23/12期2Q決算発表以降は横ばっている。業績予想の下方修正をもって概ね悪材料が出尽くしたことで、マーケット参加者が底打ち・反転を意識し始めた可能性がある。また、セクター内では相対的に高い配当利回りが株価を下支えしていることも考えられる。同社は株主還元方針としてDOE5.0%を採用しており、足元4.3%を超える配当利回りを確保している。アップサイドを探る上では、構造改革を通じた収益改善の期待醸成がいつ・どの程度織り込まれるかを見定めることが肝要と言えよう。効果がPLに表れ始めるのは2～4四半期先だろうが、追加施策を含む合理化状況のアップデートや24/12期ガイダンス等がカタリストとなり得るだろうと見ている。
- 前身のVOYAGE GROUP時代から「1事業=1子会社制を基本とした権限移譲とやる気の醸成を通じた新規事業開発・推進力」を強みの一つとする同社にとって、構造改革は相反する施策である。今回、軟調なマクロ環境を受け筋肉質化は不可避との考えから改革を断行しているが、「The Evolution Factory」としての本質は変わらず、シェイプアップ後は再び新規領域開発にも注力する考えを持っている。

業績のV字回復イメージ図（会社説明資料より抜粋転載）



出所：同社IR資料

2Q Follow-up



注目点：

アドテク分野の新規事業創出に強みを持つVOYAGE GROUPとメディアレップ最大手CCIが19年1月に経営統合。マス・リテール広告領域のDX化推進プレイヤーとしての中長期成長戦略の動向と成否を要注視。

主要指標

株価 (9/19)	1,262
年初来高値 (23/2/6)	1,697
年初来安値 (23/8/18)	1,136
10年間高値 (14/7/4)	4,110
10年間安値 (20/3/19)	688
発行済株式数(百万株)	25,164
時価総額(十億円)	31.5
EV(十億円)	15.0
自己資本比率(6/30)	55.4%
23/12 PER (会予)	-
22/12 PBR (実績)	1.16x
23/12 DY (会予)	4.31%

22年以降の株価・出来高



出所：SPEEDA

アナリスト 長谷川 翔平

research@sessapartners.co.jp



本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレームーをご覧ください。

23/12期2Q決算

広告市況は依然軟調、インセンティブ構造の見直しを進める

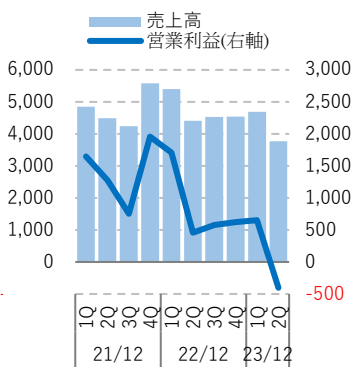
8月10日、23/12期2Q決算が発表され、合わせて決算説明会が実施された。4～6月期は、売上高が前年同期比9.3%減の56.3億円、営業利益が4.0億円の赤字（前年同期は2.4億円の黒字）と低調だった。期初想定以上に業績回復が遅れていることを受け同日23/12通期予想を下方修正、売上高は266.0→242.0億円で、営業利益は23.0→5.0億円に引き下げられた。

軟調な広告市況の影響を受け、主にCARTA COMMUNICATIONSが展開する予約型広告がマイナス成長となったことが業績低迷の主因である。広告主側の需要はまだ力強くない上、4～6月期は例年広告閑散期なため、他の四半期以上に利益の落ち込みが大きくなった。マージン体系が広告ボリュームに応じた多段階形式となっているため、一定のボリュームが確保できない限り分の悪い料率となる収益構造にあることも収益悪化に拍車をかけている。現況を受け、足元ではインセンティブに依存しない事業モデルへの転換・契約変更を推し進めている模様である。

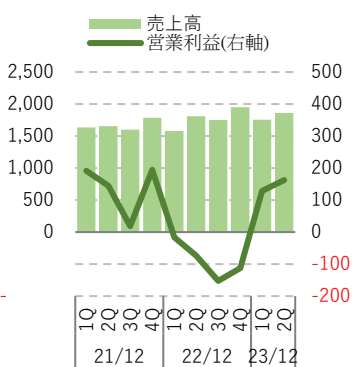
また、今四半期に関してはテイクレートの低い不採算案件が計上されたことも一定影響している。同社は直販比率の引き上げによる収益性改善策を推し進めているが、一部案件で需給価格のミスマッチが発生し不採算化した模様である。4～6月期はデジタルマーケティング事業の取扱高が前年同期比6.8%増だった一方、売上高は同14.5%減と歪だったが、この背景には上記要因等によるテイクレートの低下があった。4～6月期の直販比率は23.2%で前年同期の16.1%、前四半期の18.8%と比較すると明確な上昇が確認でき、施策自体は順調に推し進められていると評価できる。

一方、インターネット関連事業は、IT・ベンチャー企業の就職活動を支援する「サポーターズ」が好調に推移した上、前年同期にゲーム事業向けに投下していた広告宣伝負担が軽減されたことで、増収増益を確保した。不採算事業の撤退など合理化効果が本格的に発現するには多少の時間を要するだろうが、短中期的に全社業績を引き上げる一要素として注目できる。

デジタルマーケティング

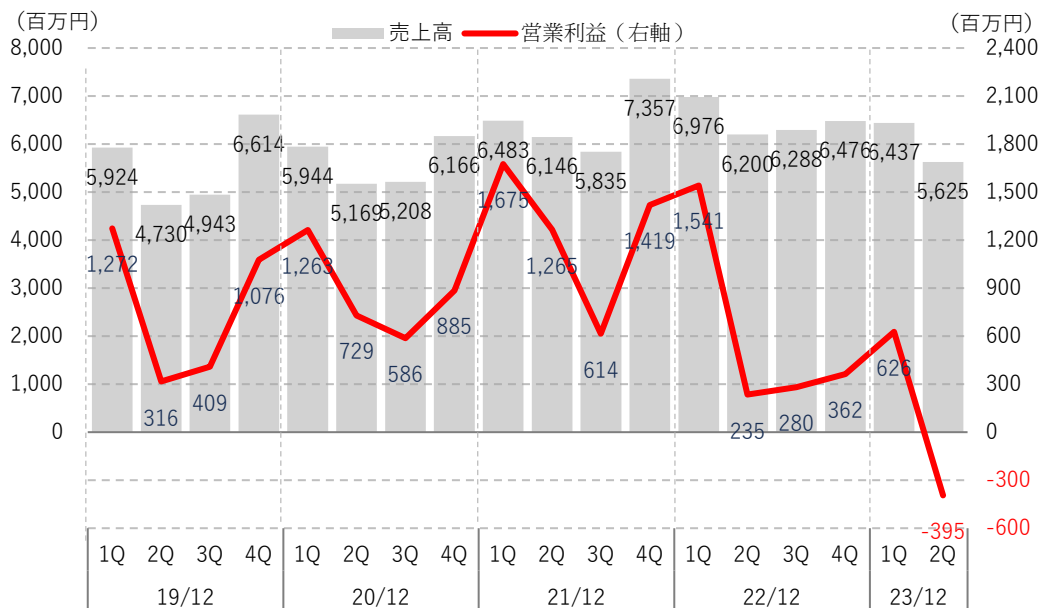


インターネット関連サービス



出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：売上高は連結相殺考慮前の値である。営業利益は無形資産及びのれん償却費と決算インセンティブを除く修正値である。

全社売上高と営業利益の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

四半期業績表

項目	単位	21/12				22/12				23/12		22/12	23/12CE
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	Full year	Full year
従業員数	人	1,434	1,465	1,453	1,434	1,435	1,477	1,501	1,526	1,492	1,592	1,526	-
役員・正社員	人	1,340	1,361	1,341	1,320	1,332	1,357	1,376	1,387	1,397	1,476	1,387	-
アルバイト	人	94	104	112	114	103	120	125	139	95	116	139	-
年間離職率	%	6.3	7.8	8.6	10.2	10.8	11.1	10.4	9.1	8.5	7.7	9.1	-
取扱高													
デジタルマーケティング	mn	31,928	26,084	26,537	31,377	30,408	23,386	25,323	28,436	26,749	24,974	107,553	-
YoY	%	5.3	13.8	11.1	3.4	-4.8	-10.3	-4.6	-9.4	-12.0	6.8	-7.2	-
運用型	mn	14,814	14,861	15,032	18,399	18,279	15,390	16,250	18,461	18,346	18,875	68,380	-
YoY	%	3.4	31.2	23.9	17.8	23.4	3.6	8.1	0.3	0.4	22.6	8.4	-
うち、テレシー	mn	261	167	929	859	1,534	1,792	1,600	1,403	1,891	1,935	6,329	-
YoY	%	-	-	7,046.2	647.0	487.7	973.1	72.2	63.3	23.3	8.0	185.6	-
予約型	mn	16,260	10,789	11,834	13,455	12,190	8,684	9,666	11,223	9,960	8,512	41,763	-
YoY	%	12.9	4.1	11.0	-2.8	-25.0	-19.5	-18.3	-16.6	-18.3	-2.0	-20.2	-
その他/セグメント相殺	mn	854	434	-329	-477	-61	-688	-593	-1,248	-1,557	-2,413	-	-
直販	mn	2,277	2,109	2,926	2,713	3,662	3,754	4,244	4,456	5,031	5,803	16,116	-
YoY	%	-6.2	-26.1	52.9	28.2	60.8	78.0	45.0	64.2	37.4	54.6	60.8	-
代理店	mn	29,341	24,026	23,366	28,334	26,676	19,592	20,912	23,828	21,754	19,282	91,008	-
YoY	%	4.8	19.4	7.7	1.0	-9.1	-18.5	-10.5	-15.9	-18.5	-1.6	-13.4	-
その他/セグメント相殺	mn	310	-51	245	330	70	40	167	152	-36	-111	-	-
直販比率	%	7.1	8.1	11.0	8.6	12.0	16.1	16.8	15.7	18.8	23.2	15.0	-
売上高	mn	6,483	6,146	5,835	7,357	6,976	6,200	6,288	6,476	6,437	5,625	25,940	24,200
YoY	%	9.1	18.9	12.0	19.3	7.6	0.9	7.8	-12.0	-7.7	-9.3	0.5	-6.7
デジタルマーケティング	mn	4,849	4,490	4,241	5,575	5,401	4,407	4,532	4,537	4,685	3,769	18,877	-
YoY	%	14.6	21.9	17.7	24.3	11.4	-1.8	6.9	-18.6	-13.3	-14.5	-1.5	-
テイクレート	%	15.2	17.2	16.0	17.8	17.8	18.8	17.9	16.0	17.5	15.1	-	-
インターネット関連サービス	mn	1,636	1,658	1,603	1,785	1,583	1,810	1,752	1,953	1,755	1,863	7,098	-
YoY	%	-4.9	11.0	0.5	6.1	-3.2	9.2	9.3	9.4	10.9	2.9	6.2	-
調整額	mn	-3	-3	-10	-4	-7	-18	3	-14	-3	-7	-36	-
売上原価	mn	800	577	622	621	735	615	681	720	715	681	2,751	-
% of Sales	%	12.3	9.4	10.7	8.4	10.5	9.9	10.8	11.1	11.1	12.1	10.6	-
売上総利益	mn	5,682	5,569	5,213	6,736	6,241	5,584	5,608	5,756	5,722	4,944	23,189	-
% of Sales	%	87.6	90.6	89.3	91.6	89.5	90.1	89.2	88.9	88.9	87.9	89.4	-
販管費	mn	4,007	4,303	4,600	5,317	4,699	5,350	5,328	5,394	5,095	5,339	20,771	-
% of Gross profit	%	70.5	77.3	88.2	78.9	75.3	95.8	95.0	93.7	89.0	108.0	89.6	-
人件費	mn	2,272	2,431	2,455	2,231	2,339	2,512	2,545	2,538	2,605	2,738	9,935	-
% of Gross profit	%	40.0	43.7	47.1	33.1	37.5	45.0	45.4	44.1	45.5	55.4	42.8	-
広告宣伝費	mn	271	337	454	512	522	787	734	697	397	505	2,741	-
% of Gross profit	%	4.8	6.1	8.7	7.6	8.4	14.1	13.1	12.1	6.9	10.2	11.8	-
デジタルマーケティング等	mn	158	275	336	182	327	500	454	542	205	299	1,823	-
インターネット関連サービス	mn	113	62	118	330	195	287	280	155	192	206	917	-
システム関連費	mn	453	491	577	636	650	662	705	751	680	673	2,770	-
% of Gross profit	%	8.0	8.8	11.1	9.4	10.4	11.9	12.6	13.0	11.9	13.6	11.9	-
外注費	mn	188	214	248	331	350	417	462	516	493	492	1,746	-
% of Gross profit	%	3.3	3.8	4.8	4.9	5.6	7.5	8.2	9.0	8.6	10.0	7.5	-
決算インセンティブ	mn	0	0	0	575	0	0	0	0	0	0	0	-
% of Gross profit	%	0.0	0.0	0.0	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
その他	mn	823	830	866	1,032	838	972	882	892	920	931	3,579	-
% of Gross profit	%	14.5	14.9	16.6	15.3	13.4	17.4	15.7	15.5	16.1	18.8	15.4	-
営業利益	mn	1,675	1,265	614	1,419	1,541	235	280	362	626	-395	2,418	500
% of Sales	%	25.8	20.6	10.5	19.3	22.1	3.8	4.5	5.6	9.7	-7.0	9.3	2.1
デジタルマーケティング	mn	1,645	1,278	752	1,957	1,708	457	580	622	654	-400	5,338	-
% of Segment sales	%	33.9	28.5	17.7	35.1	31.6	10.4	12.8	13.7	14.0	-10.6	28.3	-
インターネット関連サービス	mn	192	145	19	195	-16	-73	-152	-112	129	163	-341	-
% of Segment sales	%	11.7	8.7	1.2	10.9	-1.0	-4.0	-8.7	-5.7	7.4	8.7	-4.8	-
無形資産及びのれん償却費等	mn	-162	-158	-157	-158	-151	-149	-148	-148	-157	-158	-594	-
決算インセンティブ	mn	0	0	0	-575	0	0	0	0	0	0	0	-
EBITDA*	mn	2,478	1,556	960	1,708	3,174	896	748	1,273	84	249	6,091	-
% of Sales	%	38.2	25.3	16.5	23.2	45.5	14.5	11.9	19.7	1.3	4.4	23.5	-

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：23/12期1Q決算時より開示され始めた新セグメント基準に準拠している。

中計進捗

10億円規模の固定費削減の動向を注視

従前より事業撤退を含む経営合理化策を新中期経営方針の1施策として掲げていたが、今回、対象（ゲーム・ふるさと納税）が具体的に示された上、新たに10億円規模の販売管理費削減方針（23/12期比で24/12期の固定費を10億円削減する）が示された点は特筆できよう。23年8～12月の役員報酬減額発表と合わせ、収益性改善に向けた経営の本気度が伺える。

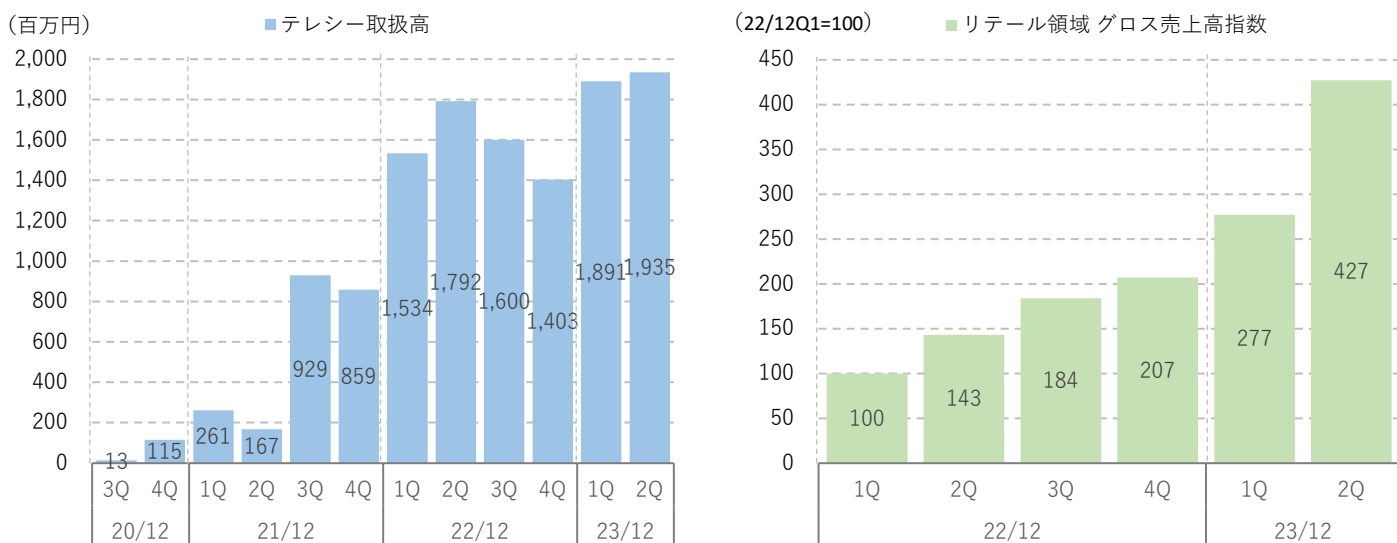
10億円規模の販売管理費削減の内訳は、①人件費・採用費の削減、②システム利用費の削減、③業務委託費・外注費の見直し、④オフィス統合に伴う重複機能の統合・合理化の4点である。それぞれの内訳は開示されていないものの、9/5に募集人数70名程度の希望退職が募られている事を踏まえ、①人件費・採用費の削減が一定割合を占めると見られる。

また、トップラインが減収局面にありながらも増額傾向にあった外注費は、内製対応を進めることで一定の費用削減余地があるだろう。従来より計画していたオフィス移転に伴う本社機能のスリム化も一定の効果が期待できる。10億円まで施策効果が積み上げられるかは精査が必要だが、24/12期以降は相応の固定費削減が期待できるだろう。

攻めの施策に関しては、運用型TVCM「テレシー」がやや伸び悩んでいる点が気掛かりである。取扱高は4～6月期に四半期で過去最高値を更新したが、YoY+8.0%増、QoQ+2.3%増と力強さは見られない。需要は旺盛な一方、対応した供給が可能なほど必要技能を備えた人材が確保できておらず、供給制約が成長の足枷となっている模様である。全社方針とは異なるが、同事業に関してはスキルフルな人材の採用を継続し供給能力を高める方針を採っており、今後の動向を注視したい。

リテール領域は実額開示が無くボリュームは限定的と見られるが、流通高は前四半期比1.5倍強と大きく拡大した模様である。特定チェーン・店舗で使えるオリジナル電子マネー及びその決済機能を提供するアララ（4015）との協業を踏まえ、第3、第4の事業軸として花開くか動向を注視したい。

テレシーとリテール領域の取扱高の四半期推移



出所：会社IR資料よりSIR作成

注釈：テレシーの取扱高は実数値である一方、リテール領域の取扱高は指数値である点に留意されたい。

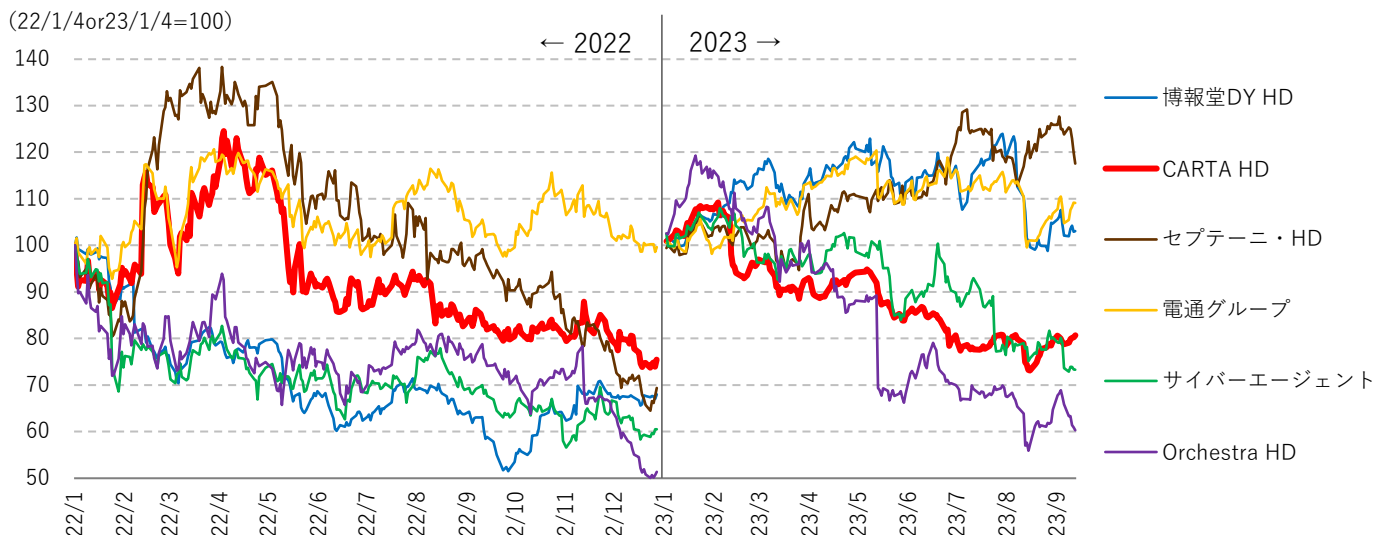
バリュエーション

PBRは1.1倍と相対低く、配当利回りは4.3%強を確保している

4~6月期は広告企業で業績予想の下方修正が相次いだ。同社の他、電通グループ(4324)、セプテーニ・ホールディングス(4293)、Orchestra Holdings(6533)、AViC(9554)が広告事業の不振を理由に予想を見直している。このため、セクターに属する銘柄の多くは決算発表のあった8月上~中旬に一時的な株価下落を経験した。ただし、9月中旬にかけて調整を続けた銘柄は多くなく、セクター全体として軟調な業況はある程度株価に織り込まれ済みで、底打ち・反転が意識され始めていると考えられる。

同社は進行期にオフィス移転に係る特別損失を見込み赤字ガイダンスのためPERは参考にできないが、PBRは1.1倍台とセクター内で最低水準、配当利回りは4.3%強と最高水準にある。年初来パフォーマンスもセクター内で劣位なグループに属することから、24/12期以降のV字回復への期待が高まれば、各種施策効果の発現度合い及び利益水準次第で、再評価が進みやすいバリュエーション状況にあると言える。3Q決算の定量・定性開示を精査し24/12期ガイダンスの水準を見極める事が短期的な焦点だと見ている。

広告銘柄の株価動向と valuation table



コード	企業名	決算月	株価 (9/15)	時価総額 (9/15)	FY21	P/E FY22	FY23E	PBR 直近通期	Net Cash 直近通期	経常利益 FY21	FY21	FY22	FY23E
-	-	-	円	百万円			倍	倍	百万円				%
3688	CARTA HOLDINGS	12	1,254	31,556	10.2	10.5	-19.7	1.16	15,954	5,614	68.3	-45.9	-70.4
-	広告業界	-	-	-	23.8	19.7	32.0	2.87	-	-	33.7	4.8	-11.4
2433	博報堂DYホールディングス	3	1,360	529,801	9.2	16.4	18.8	1.38	38,707	75,740	52.7	-20.3	-15.5
4293	セプテーニ・ホールディングス	9→12	395	83,376	19.2	12.9	-	1.32	18,254	3,796	66.9	54.2	-
4324	電通グループ	12	4,496	1,214,663	11.6	20.1	17.2	1.35	-152,848	241,841	-272.0	-51.4	7.6
4751	サイバーエージェント	9	851	430,672	10.3	17.8	71.8	2.98	119,652	104,694	209.2	-33.7	-64.0
6533	Orchestra Holdings	12	1,056	10,368	13.7	12.1	14.7	2.00	1,308	1,286	88.3	8.9	-17.9
7095	Macbee Planet	4	18,850	67,447	78.6	39.1	37.3	8.21	5,587	1,233	57.1	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		配当利回り
			FY21	FY22	FY21	FY22	FY21	FY22	FY21	FY22	FY21	FY22	進行期
-	-	-		%		%		回		%		%	%
3688	CARTA HOLDINGS	12	12.0	11.1	21.7	11.7	0.49	0.49	49.6	53.9	41.6	45.3	4.31
-	広告業界	-	23.4	15.7	13.4	11.6	1.52	1.03	36.9	43.1	15.4	27.1	1.71
2433	博報堂DYホールディングス	3	16.0	8.6	8.5	6.1	0.90	0.95	34.0	35.5	21.7	38.5	2.35
4293	セプテーニ・ホールディングス	9→12	15.2	14.1	17.8	20.3	0.56	0.44	43.9	70.7	16.5	15.1	未定
4324	電通グループ	12	13.1	6.9	22.3	9.5	0.31	0.33	22.7	23.5	30.2	69.5	3.49
4751	サイバーエージェント	9	38.1	17.7	15.7	9.8	2.07	1.85	33.7	37.6	13.4	29.2	1.76
6533	Orchestra Holdings	12	24.7	18.0	7.7	13.5	2.18	0.94	40.9	45.4	10.3	10.3	0.95
7095	Macbee Planet	4	33.5	29.0	8.5	10.8	3.12	1.67	46.2	46.2	0.0	0.0	0.00

出所：各社IR資料よりSIR作成

注釈：セプテーニ・ホールディングスは経常利益に代えてNon GAAP営業利益を、電通グループは営業利益を参照している。セプテーニ・ホールディングスは決算期変更で進行期が15ヵ月変則決算となっているため、FY23E値を表記していない。

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