

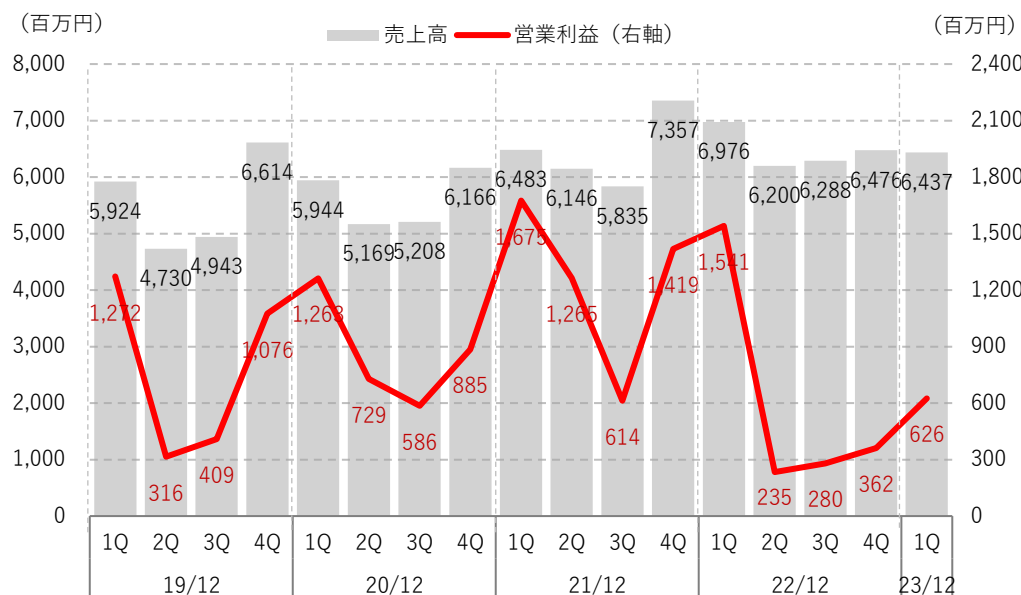
反転材料の精査とタイミングの見極めが肝要 ～株価は対広告セクターでアンダーパフォームしている～

U字型業績回復局面の見定めがリバーサルを狙う上でのポイント

23/12期1Q決算は、運用型テレビ「テレシー」の取扱高がYoY23.3%増、リテール領域のグロス売上高が同2.8倍となり、中期経営方針で注力分野と位置付けるマス・リテール領域は順調だった。一方、軟調なマクロ環境を受け予約型広告の2桁減収が継続しており、全社としてはYoY7.7%減収、59.3%営業減益と振るわなかった。次四半期から前年ハードルは下がるが、2Qは例年広告閑散期である事や、4月以降の新年度広告主の動きも力強さに欠けることから、業績はV字回復というよりU字回復を辿ると見込まれる。本格的な業績反転が期待できる要素やタイミングを探る局面と言えよう。株価は23年に入ってから対広告セクターでアンダーパフォームしており、反転の兆しが見えればリバーサルを狙いやすい状況にあると見る。

反転材料は多数、四半期決算だけでなくニュースフローも要注視

個社施策としては、①CCIの事業構造転換、②インターネット関連サービスにおける低採算事業の撤退と言った「守り」の施策進捗、③マス・リテール分野の継続成長、及び④M&A・協業の進展やシナジー創出など「攻め」の本格化に一定の期待が持てる。四半期決算だけでなく、これら施策状況が分かるニュースフローが株価カタリストになり得ることも考えられ、開示はつぶさに確認すべきだろう。また、今回の決算発表より人的資本開示が一段強化され、離職率の四半期推移やeNPSの推移が新たに判明した。22年1月の新人事制度導入及びグループ再編で一時的に離職率やeNPSは低下していたが、足元は一時的な悪影響が一巡している。22年半ばより陣容拡大を図っており、従業員エンゲージメントを維持・向上しつつ、人的資本を業績再拡大に繋げられるか動向を注視したい。



出所：同社IR資料より SIR作成

1Q Follow-up



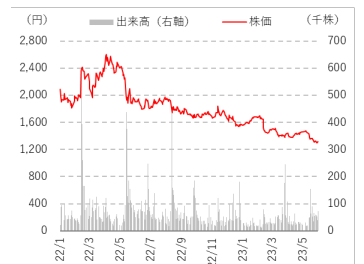
注目点：

アドテク分野の新規事業創出力に強みを持つ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 (6/6)	1,344
年初来高値 (2/6)	1,722
年初来安値 (6/1)	1,299
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)	25.164
時価総額 (十億円)	33.8
EV (十億円)	16.9
自己資本比率(3/31)	53.2%
23/12 PER (会予)	338.2x
22/12 PBR (実績)	1.33x
23/12 DY (会予)	4.00%

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下さい。

23/12期1Q決算

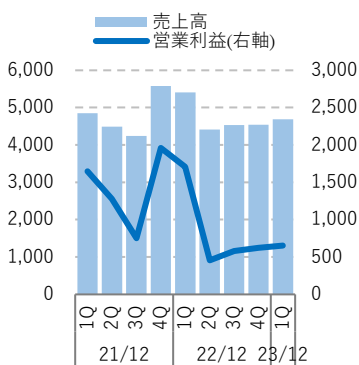
足元業績は軟調だが反転タイミングを見定めたい

5月12日、23/12期1Q決算が開示され、同日決算説明会が開催された。売上高は前年同期比7.7%減の64.4億円、営業利益は同59.3%減の6.3億円だった。D2C事業のヨミテが好調だったことを主因にインターネット関連サービスは10.9%増収となり、セグメント利益は1.3億円と1年ぶりに四半期黒字を確保した。一方、主力のデジタルマーケティングは、主に予約型広告が同18.3%減収と落ち込んだため、セグメント利益は61.7%減の6.5億円に落ち込んだ（セグメント数値はいずれも修正値。定義は左図注記を参照されたい）。

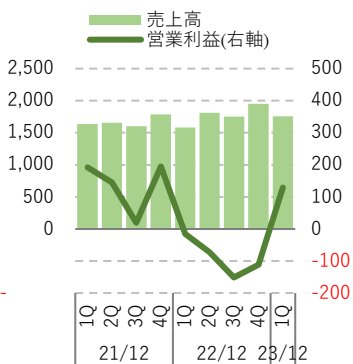
ウクライナ情勢や円安・資源高等を受けた事業会社側のコスト構造悪化から、短期的にパフォーマンスに繋がりにくい予約型広告のクライアント側予算が見直されたことで、取扱高はYoY20%弱の減少傾向が続いている。十分なボリュームが確保できず、メディア側からのインセンティブが限定的となっていることも収益減の一因である。また、運用型広告も軟調に推移している。サブセグメント全体ではYoY0.4%増を確保しているものの、同23.3%増と好調な運用型テレビCMサービス「テレシー」を除くと同1.7%減である。中小クライアントの利用は順調な一方、米系テック企業で費用適正化の動きがあり、全体としての伸び悩みに影響している。

1Qは見栄えの冴えない決算だったが、四半期モメンタムでは底が見え始めている。マクロ的な環境変化から過去1年は逆風だったが、逆に言えば次四半期決算からは前年ハードルが下がる上、市況悪化も最悪期を脱しつつある。また、予約型広告を手掛けるCARTA COMMUNICATIONSでは顧客視点を意識した事業構造への転換を図っており、個社としての収益改善も短中期的に期待できよう。例年、4-6月期は広告閑散期のため2Q決算に過度な期待は禁物だろうが、反転を意識すべき局面を迎えていると見る。また、インターネット関連サービスでは低採算の複数事業の撤退を検討しており、筋肉質の収益構造を確立するための一施策として注目できる。収益トレンド反転のカタリストとして機能する可能性があり、決算だけでなくニュースフローにも気を配りたい。

デジタルマーケティング

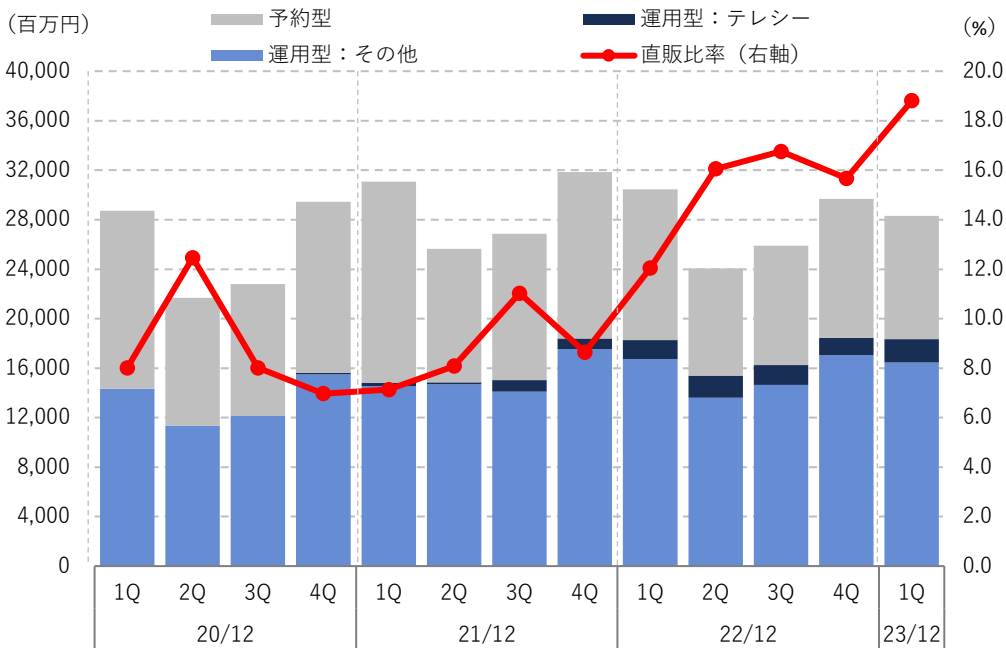


インターネット関連サービス



出所：同社IR資料よりSIR作成
注：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。

デジタルマーケティングの取扱高の推移



出所：同社IR資料よりSIR作成
注：取扱高のうち、その他/調整額は表記していない。

費用動向も一つの注目ポイントだろう。トップラインが総じて横ばい未満に留まる中、外注費は逆に増加傾向にある。主に定常業務の外出しに係る費用の模様で、人件費が積み増しの一途にあることを踏まえれば、内製対応によるコストコントロールが可能な領域と見ている。短中期的に費用適正化が進むか注視したい。一方、広告宣伝費は22/12期と比較して低水準となっているが、前年の新作ゲームリリースに係る一時的な費用積み増し影響の平準化が主因であり、更なる費用低下は見込みにくいだろう。

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	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	1,526	-
役員・正社員	人	1,340	1,361	1,341	1,320	1,332	1,357	1,376	1,387	1,397	1,387	-
アルバイト	人	94	104	112	114	103	120	125	139	95	139	-
年間離職率	%	6.3	7.8	8.6	10.2	10.8	11.1	10.4	9.1	8.5	9.1	-
取扱高												
デジタルマーケティング	mn	31,929	26,086	26,537	31,378	30,409	23,386	25,323	28,436	26,749	107,554	-
YoY	%	5.3	13.9	11.1	3.4	-4.8	-10.4	-4.6	-9.4	-12.0	-7.2	-
運用型	mn	14,814	14,861	15,032	18,399	18,279	15,390	16,250	18,461	18,346	68,380	-
YoY	%	3.4	31.2	23.9	17.8	23.4	3.6	8.1	0.3	0.4	8.4	-
うち、テレシー	mn	261	167	929	859	1,534	1,792	1,600	1,403	1,891	6,329	-
YoY	%	-	-	7,046.2	647.0	487.7	973.1	72.2	63.3	23.3	185.6	-
予約型	mn	16,260	10,789	11,834	13,455	12,190	8,684	9,666	11,223	9,960	41,763	-
YoY	%	12.9	4.1	11.0	-2.8	-25.0	-19.5	-18.3	-16.6	-18.3	-20.2	-
その他/セグメント相殺	mn	855	436	-329	-476	-60	-688	-593	-1,248	-1,557	-	-
直販	mn	2,277	2,109	2,926	2,713	3,662	3,754	4,244	4,456	5,031	16,116	-
YoY	%	-6.2	-26.1	52.9	28.2	60.8	78.0	45.0	64.2	37.4	60.8	-
代理店	mn	29,341	24,026	23,366	28,334	26,676	19,592	20,912	23,828	21,754	91,008	-
YoY	%	4.8	19.4	7.7	1.0	-9.1	-18.5	-10.5	-15.9	-18.5	-13.4	-
その他/セグメント相殺	mn	311	-49	245	331	71	40	167	152	-36	-	-
直販比率	mn	7	8	11	9	12	16	17	16	19	15	-
売上高	mn	6,483	6,146	5,835	7,357	6,976	6,200	6,288	6,476	6,437	25,940	26,600
YoY	%	9.1	18.9	12.0	19.3	7.6	0.9	7.8	-12.0	-7.7	0.5	2.5
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	18,877	-
YoY	%	14.6	21.9	17.7	24.3	11.4	-1.8	6.9	-18.6	-13.3	-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	-	-
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	7,098	-
YoY	%	-4.9	11.0	0.5	6.1	-3.2	9.2	9.3	9.4	10.9	6.2	-
調整額	mn	-3	-3	-10	-4	-7	-18	3	-14	-3	-36	-
売上原価	mn	800	577	622	621	735	615	681	720	715	2,751	2,501
% of Sales	%	12.3	9.4	10.7	8.4	10.5	9.9	10.8	11.1	11.1	10.6	9.4
売上総利益	mn	5,682	5,569	5,213	6,736	6,241	5,584	5,608	5,756	5,722	23,189	24,099
% of Sales	%	87.6	90.6	89.3	91.6	89.5	90.1	89.2	88.9	88.9	89.4	90.6
販管費	mn	4,007	4,303	4,600	5,317	4,699	5,350	5,328	5,394	5,095	20,771	21,799
% of Gross profit	%	70.5	77.3	88.2	78.9	75.3	95.8	95.0	93.7	89.0	89.6	90.5
人件費	mn	2,272	2,431	2,455	2,231	2,339	2,512	2,545	2,538	2,605	9,935	10,872
% of Gross profit	%	40.0	43.7	47.1	33.1	37.5	45.0	45.4	44.1	45.5	42.8	45.1
広告宣伝費	mn	271	337	454	512	522	787	734	697	397	2,741	2,188
% of Gross profit	%	4.8	6.1	8.7	7.6	8.4	14.1	13.1	12.1	6.9	11.8	9.1
デジタルマーケティング等	mn	158	275	336	182	327	500	454	542	205	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	917	-
システム関連費	mn	453	491	577	636	650	662	705	751	680	2,770	2,953
% of Gross profit	%	8.0	8.8	11.1	9.4	10.4	11.9	12.6	13.0	11.9	11.9	12.3
外注費	mn	188	214	248	331	350	417	462	516	493	1,746	1,588
% of Gross profit	%	3.3	3.8	4.8	4.9	5.6	7.5	8.2	9.0	8.6	7.5	6.6
決算インセンティブ	mn	0	0	0	575	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	-
その他	mn	823	830	866	1,032	838	972	882	892	920	3,579	4,198
% of Gross profit	%	14.5	14.9	16.6	15.3	13.4	17.4	15.7	15.5	16.1	15.4	17.4
営業利益	mn	1,675	1,265	614	1,419	1,541	235	280	362	626	2,418	2,300
% of Sales	%	25.8	20.6	10.5	19.3	22.1	3.8	4.5	5.6	9.7	9.3	8.6
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	5,338	-
% of Segment sales	%	33.9	28.5	17.7	35.1	31.6	10.4	12.8	13.7	14.0	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	-341	-
% of Segment sales	%	11.7	8.7	1.2	10.9	-1.0	-4.0	-8.7	-5.7	7.4	-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	-594	-
決算インセンティブ	mn	0	0	0	-575	0	0	0	0	0	0	-
EBITDA*	mn	2,478	1,556	960	1,708	3,174	896	748	1,273	84	6,091	-
% of Sales	%	38.2	25.3	16.5	23.2	45.5	14.5	11.9	19.7	1.3	23.5	-

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：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

マス・リテール領域のDX化推進や新規事業・M&A動向を注視

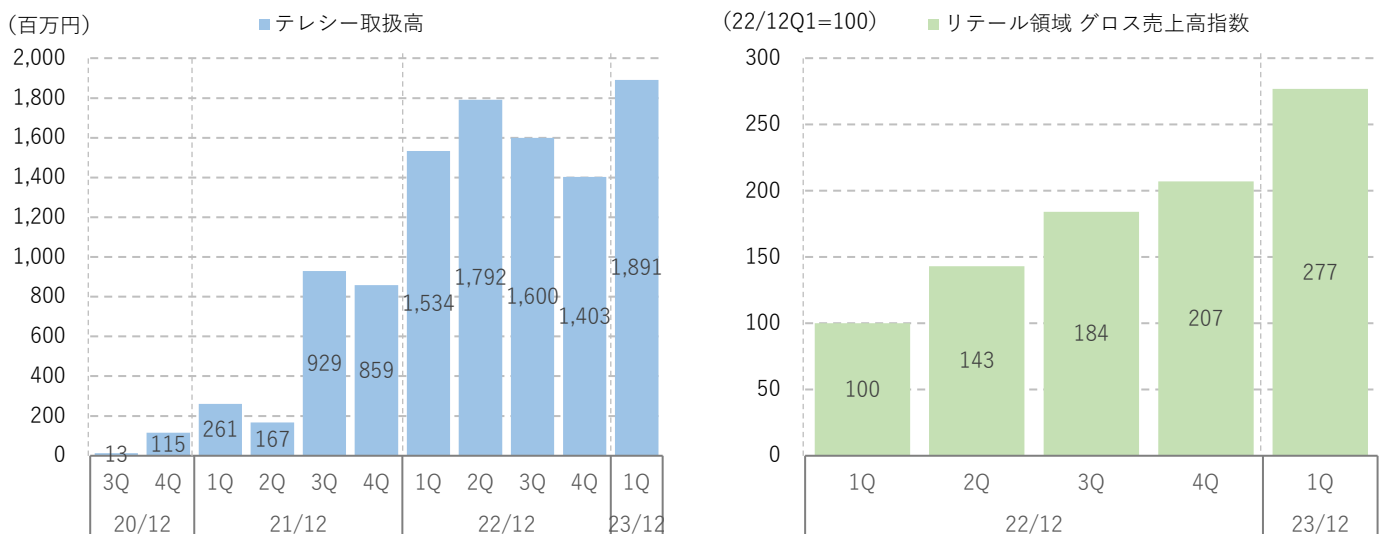
新中期経営方針に沿った重点領域の伸長も確認された。同社はインターネット広告だけでなくマス広告や販促・プロモーションといった領域でもDX化を推進することで次世代型の広告ソリューションを生み出し持続的成長の糧とすることを睨み、「広告領域のDX支援」と「リテール領域のDX支援」を新領域の重点施策に据えている。

まず、運用型テレビ「テレシー」の1Qグロス売上高は23.3%増の18.9億円だった。顧客分散や収益平準化が十分進んでいる事業では無い上、季節性影響も受けるため四半期ではバラツキが大きく、QoQで比較すると三四半期ぶりの取扱増となっている。しかし、競合であるラクスル（4384）のノバセルはYoY減収となる四半期が過去1年内で散見される一方、当社は電通との協業体制を活かし概して持続的成長を実現している点は特筆できよう。

また、リテール領域のグロス売上高指数が今回から新たに開示され始めたが、YoYで約2.8倍の伸びを確保した模様である。店舗のデジタルサイネージや、店舗又はチェーン店独自のECサイト・モバイルアプリを広告プラットフォームとするリテールメディア市場は、同社の独自調査によれば、2021年の90億円、22年の135億円から、26年には800億円を超えると見込まれており、高成長市場に先行して取り組む姿勢を示している。23年3月に発表された、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）との協業動向及び収益寄与の中長期的ポテンシャルにも注目したい。

進行期こそオフィス移転に係る一過性特損等からボトムラインはゼロに近い水準となるが、事業拡大にあたって多額な資産投資を必要とするビジネスモデルではなく、基本的にキャッシュが溜まりやすい特性を持つ。自己資本比率も23年3月末時点53.2%と健全である。DOE5%を目安とした配当政策や、プライム上場維持基準に抵触しない範囲での自社株買いといった還元方針を掲げる一方、ROE≧ROIC≧9%>WACCを徹底した上で、事業投資・M&Aも積極的に検討する方針を掲げている。短期的な先行きが見通しにくいこと等から現行中計は「中期経営方針」として具体的な定量目標が掲げられているわけではないが、バランスシートを含む今後の経営アクションを注視したい。

マス広告及び販促・プロモーション分野の業績動向



出所：同社IR資料よりSIR作成

注：いずれも取扱高（グロス売上高）であり、財務会計上の売上高とは異なる点に留意されたい。

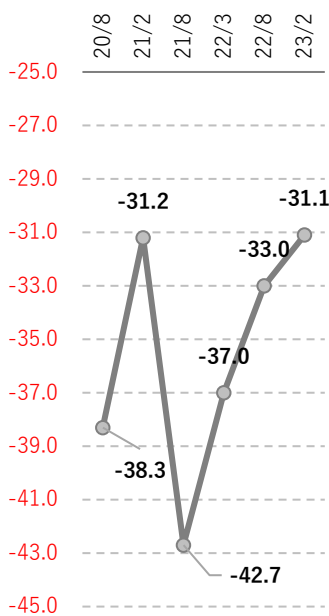
トピック

人的資本開示を拡充

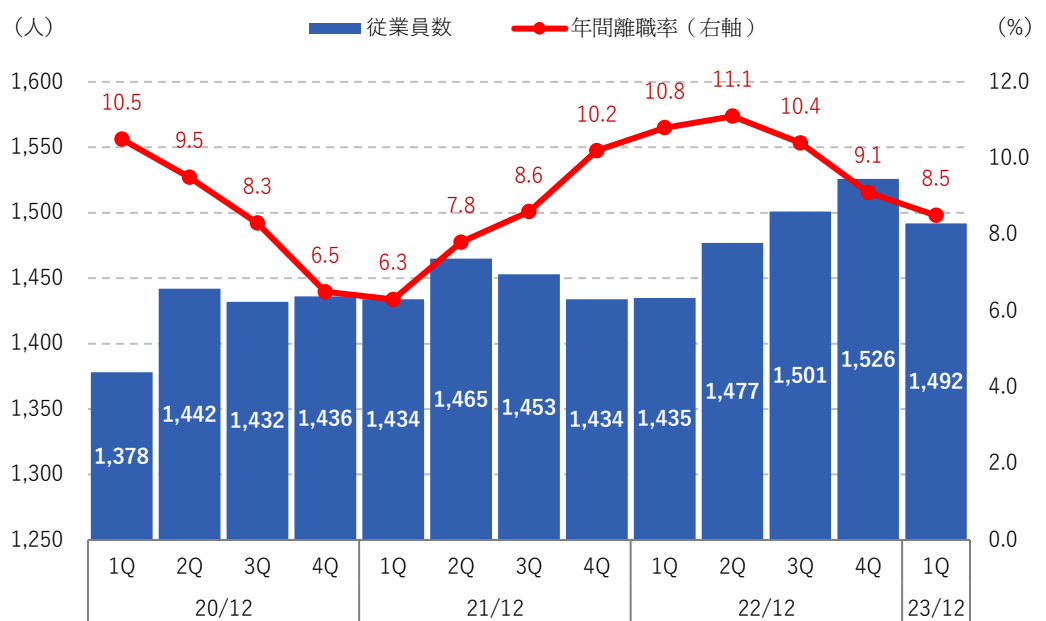
23/12期1Q決算より決算説明会資料の開示内容に相応に変化があったが、中でも人的資本開示が一段進んだ点が注目できよう。年間離職率の四半期推移だけでなく、eNPS (=「親しい知人や友人にあなたの職場をどれくらい勧めたいか」を尋ね、「職場の推奨度」を数値化したもの)も時系列開示が開始されている。12月期決算の当社の場合、有価証券報告書への人的資本開示義務化は23/12通期分からであり、現時点で開示義務は無いが、ビジネスモデルに鑑みた人的資本の重要性に鑑み、今回決算より継続開示している方針とした模様である。

数値としては、年間離職率・eNPS共に21年後半～22年前半にかけ悪化したが、足元は改善傾向にある。21年12月までは旧2社の人事制度を運用していたが、22年1月からはCARTA HOLDINGSとしての新人事制度に統一すると共にグループ再編しており、一時的に従業員エンゲージメントが低下していた。悪影響は概ね一巡しており、今後は従業員数の再拡大期にある中において、良好な値を維持・向上できるか注視したい。

eNPSの推移



従業員数と年間離職率の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

注：従業員数は期末の平均人数、離職率は直近1年間の従業員数に基づき算出した値である。eNPSとは、「親しい知人や友人にあなたの職場をどれくらい勧めたいか」を尋ね、「職場の推奨度」を数値化したもの。0に近いほど良いとされ、平均値は-50から-55である。

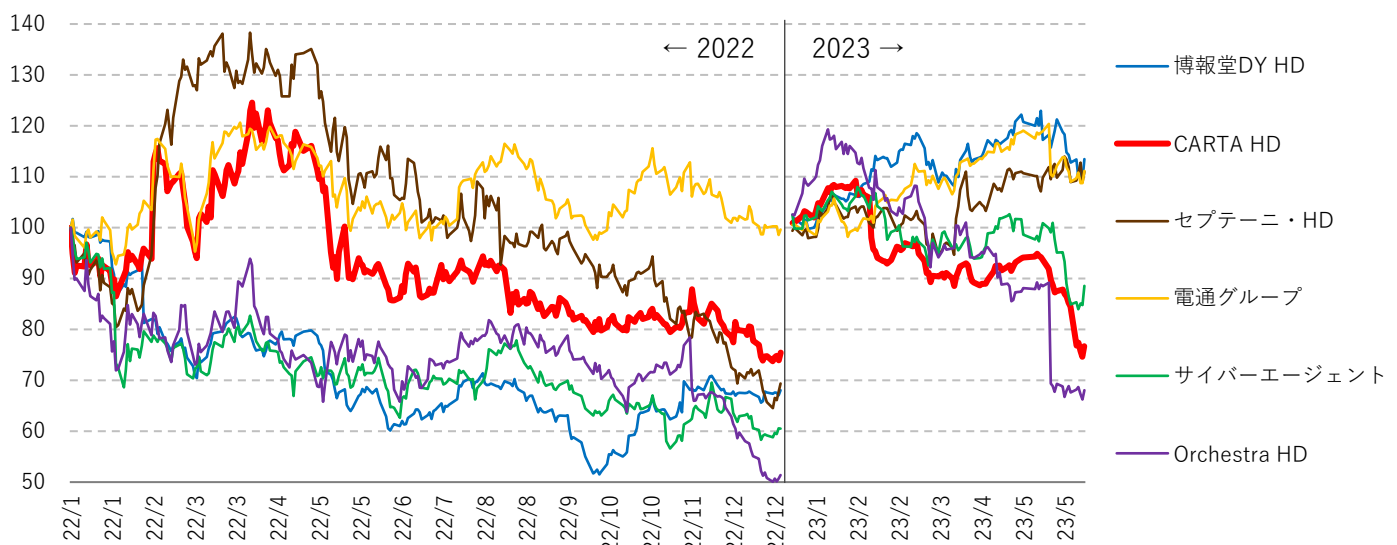
バリュエーション

23年も株価下落が継続、業況軟調なセクター内でも低評価となっている

過去1年強、同社株価は大きく調整してきた。マクロ経済が変調し始めた22年3月以降、広告銘柄は年末にかけほぼ一様に下落してきたが、23年に入ってからは反転の兆しを見せる銘柄もありセクター内格差が開き始めている。同社はガイダンスの力弱さもあり下落傾向を深めているグループに属するが、逆に言えば業績反転の兆しささえ見えれば再評価が進みやすい素地があるとも整理できよう。進行期基準のP/Eは異常値ではあるが、直近1期実績ベースでは11倍前後と相対低位な評価に留まっている。反転のタイミングを伺う局面に移行しつつあると見て注視できる。

広告銘柄の株価動向と valuation table

(22/1/4or23/1/4=100)



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		
			(6/2)	(6/2)	FY21	FY22	FY23E	直近通期	直近通期	FY21	FY21	FY22	FY23E
-	-	-	円	百万円			倍	倍	百万円				%
3688	CARTA HOLDINGS	12	1,321	33,242	10.8	11.1	332.7	1.22	15,954	5,614	68.3	-45.9	-24.2
-	広告業界	-	-	-	13.6	17.2	19.5	2.00	-	-	29.0	-8.4	-0.6
2433	博報堂DYホールディングス	3	1,498	583,560	10.1	18.0	20.7	1.52	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	373	78,733	18.1	12.2	-	1.25	18,254	3,796	66.9	54.2	-
4324	電通グループ	12	4,580	1,237,357	11.8	20.5	15.7	1.38	-152,848	241,841	-272.0	-51.4	31.2
4751	サイバーエージェント	9	1,028	520,244	12.5	21.5	29.7	3.61	119,652	104,694	209.2	-33.7	-35.2
6533	Orchestra Holdings	12	1,192	11,703	15.4	13.7	11.7	2.26	1,308	1,286	88.3	8.9	17.1
7095	Macbee Planet	4	16,080	57,342	67.1	37.3	-	19.13	1,053	1,233	57.1	66.3	-

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	4.09
-	広告業界	-	23.4	19.5	13.4	11.7	1.52	1.29	36.9	42.5	15.4	27.1	1.57
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	2.14
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	3.43
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	1.46
6533	Orchestra Holdings	12	24.7	18.0	7.7	13.5	2.18	0.94	40.9	45.4	10.3	10.3	0.84
7095	Macbee Planet	4	33.5	51.4	8.5	10.8	3.12	3.22	46.2	-	0.0	0.0	0.00

出所：各社IR資料よりSIR作成

注：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。また、サイバーエージェントのFY23E値は、上限下限平均値を参照している。また、直近でM&A・増資などコーポレートアクションが複数あったMacbee Planetは広告業界平均値の算出対象から除外している。

LEGAL DISCLAIMER

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