

Net Cash控除後の修正PERは12.5倍

～経営のスリム化が進み、業績・株価共にV字回復の序章にある～

概要 | デジタルマーケティングを主軸に展開する「The Evolution Factory」。アドテク領域中心に相次ぎ新規事業を創出してきた旧VOYAGE GROUPと、メディアレップ最大手である旧サイバー・コミュニケーションズが、2019年1月に経営統合し設立された。2023年のネット広告取扱高は約1,205億円であり、国内インターネット広告市場で3.6%のマーケットシェアを持つ。

優位性 | ベンチャースピリット溢れるカルチャーと推進力で広告主・媒体社（メディア）双方の収益最大化に資する新規事業を創出し続ける組織風土や蓄積ノウハウを持つ一方、必要性に迫られればリストラも辞さない経営判断・実行が出来る点が一つの特徴である。また、筆頭株主且つ広告業界の雄である電通グループ（4324、53.4%を保有）の影響力を持つ点も優位性と言える。

経営方針 | 成長投資・株主還元の双方で規律ある基本方針を持つ。ROIC9%・IRR9%といった投資基準、3期連続赤字など撤退基準を設定し、実際に2023年には不採算だったゲーム・ふるさと納税事業から撤退している。一方、ミニマムキャッシュの考え方も明示し、余剰は積極的に成長投資・株主還元に戻す方針を掲げている。現在の株主還元方針は、DOE5%を目安とした配当実施にある。

業績動向 | 2021年まではマクロ的な広告のデジタルシフトの潮流を受け収益拡大していた。また、運用型TVCMテレシーなど新領域の急成長も全社業績を後押しした。一方、22年からは主に予約型広告の業況が軟化し、固定費増も相俟って収益は一転低迷した。この結果を受け、23年からスタートした新中期経営方針では、収益力の強靱化を進めるための「集約フェーズ」としての色が強い方針が掲げられた。早期退職の実施、子会社の経営統合といった合理化策が矢継ぎ早に実施された。24/12期の会社計画営業利益は前期比53.7%増の20.0億円であり、23/12期まで2期連続した大幅営業減益の底打ち・反転が期待される。

バリュエーション | 過去1-2期は、DOE5%の配当方針及び高い配当利回りが株価を底支えた結果、PERは異常値化していた。しかし、24/12期2Q決算と同時に上方修正された計画EPSベースのPERは22.6倍（10/4終値基準）であり、他のデジタルマーケティング銘柄の平均PERと同水準で、従来と比較して値頃感が出始めている。また、約350億円の時価総額に対し24年6月末時点で150億円強のNet Cashを抱えており、これを考慮すると修正PERは12.5倍と試算される。11四半期連続でYoY減収している予約型の下げ止まりをはじめ、何かしらのアップサイドカタリストが発現すれば再評価が進みやすい状況にある。適時のモニタリングが欠かせないだろう。

決算期	売上高 (百万円)	YoY (%)	営業利益 (百万円)	YoY (%)	親会社株主利益 (百万円)	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
2021/12	25,821	14.8	4,973	43.6	3,105	74.2	122.7	51.0
2022/12	25,940	0.5	2,418	-51.4	3,036	-2.2	119.2	54.0
2023/12	24,111	-7.1	1,301	-46.2	-2,360	-	-93.8	54.0
2024/12 CE	24,000	-0.5	2,000	53.7	1,600	-	63.4	54.0
2023/12 2Q累	12,062	-8.5	231	-87.0	-1,194	-	-47.5	27.0
2024/12 2Q累	11,778	-2.4	1,118	382.7	996	-	38.3	27.0

出所：同社IR資料より抜粋転載

Full report



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。収益構造の強靱化と、注力する広告・リテール領域のDX化推進状況に注目。

主要指標

株価 (10/4)	1,432
年初来高値 (4/30)	1,774
年初来安値 (8/18)	1,136
10年間高値 (17/7/25)	2,899
10年間安値 (20/3/19)	688
発行済株式数(百万株)	25.301
時価総額 (十億円)	35.4
EV (十億円)	18.7
株主資本比率	47.33%
25/12 PER (会予)	44.08
24/12 PBR (実績)	1.50x
25/12 DY (会予)	3.9%

株価チャート (1年)



出所：TradingView

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。

目次

サマリー

会社概要 _____ p.3

- 概論 | インターネット広告の革新と歴史を併せ持つ
- ビジネスモデル | 様々な立場で多様な付加価値を提供する
- 沿革① | 旧VOYAGE GROUP (1999年～)
- 沿革② | 旧CCI (1996年～)
- 沿革③ | 経営統合後 (2019年～)

事業環境 _____ p.8

- 概論 | 予約型の構成比が大きく、マーケットトレンドにビハインド

中期経営方針 _____ p.10

- 概論 | 収益構造の強靱化と再成長に向けた布石を打つ
- 財務戦略 | 規律ある基本方針を対外的に明示する
- M&A方針 | バランスシートは強靱で買収余力は大きい
- 株主還元 | DOE5%の配当方針は株価を底支えする
- 組織体制 | 全体最適且つ迅速な施策実行のため、監督と執行を統合

業績動向 _____ p.14

- 2021/12期実績 | 広告のデジタルシフトが急速に進んだ
- 2022/12期実績 | マクロ環境悪化と固定費の肥大で収益が低迷
- 2023/12期実績 | 構造改革初年度、矢継ぎ早に施策を実行した
- 2024/12期計画 | 構造改革は進んでいたが、ガイダンスは保守的だった
- 2024/12期2Q決算 | 通期営業利益計画を15→20億円に上方修正
- セグメント別概況 | 運用型の取扱高減少は、案件選別の結果の模様

バリュエーション _____ p.19

- 株価動向 | 1度底打ちを経験も、本格上昇局面はまだ訪れていない
- マルチプル | PERは20倍台前半と、現実的な水準に落ち着いてきた

Appendix _____ p.22

- 財務三表
- 四半期損益計算書明細

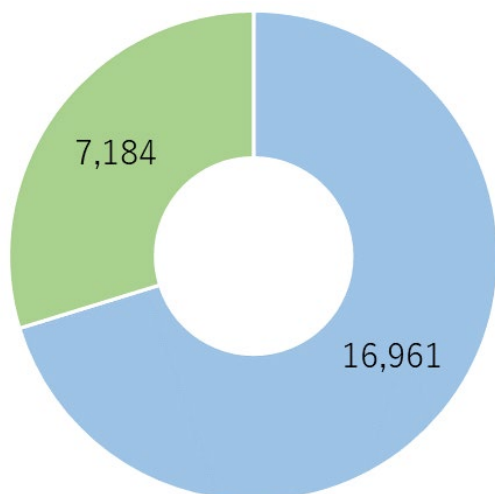
会社概要

概論 | インターネット広告の革新と歴史を併せ持つ

デジタルマーケティング事業を主軸に展開する「The Evolution Factory」。アドテク領域で次々と新規プラットフォームを開発してきた旧VOYAGE GROUPと、Yahoo! JAPANの広告販売を目的に設立された日本で最も古いインターネット広告会社である旧サイバー・コミュニケーションズの2社が、2019年1月に経営統合して設立された。23/12期のインターネット広告取扱高は1,205億円で、国内インターネット広告費総額の約3.6%のシェアを持つ（デジタルマーケティング事業の一定割合は売上高がネット計上されており、取扱高と売上高が大きく異なる）。

売上高の約7割を「デジタルマーケティング事業」が、3割を「インターネット関連サービス事業」が占めている。より詳細には、旧CCIの主力事業であるメディアレップ、旧VOYAGE GROUPが手掛ける広告主の効果最大化を図る運用型プラットフォームや媒体社の収益最大化のためのメディア支援サービス、祖業の「ECナビ」を含むメディア/EC/人材など、デジタルマーケティング事業と連携可能な多数のインターネットサービスを幅広く手掛けている。

セグメント別の売上高構成比（23/12期実績、百万円）



■ デジタルマーケティング事業

- ・メディアレップ
- ・運用型広告プラットフォーム
- ・メディア支援サービス

■ インターネット関連サービス

- ・メディアソリューション
- ・EC/人材等

デジタルマーケティング事業

インターネット関連サービス事業

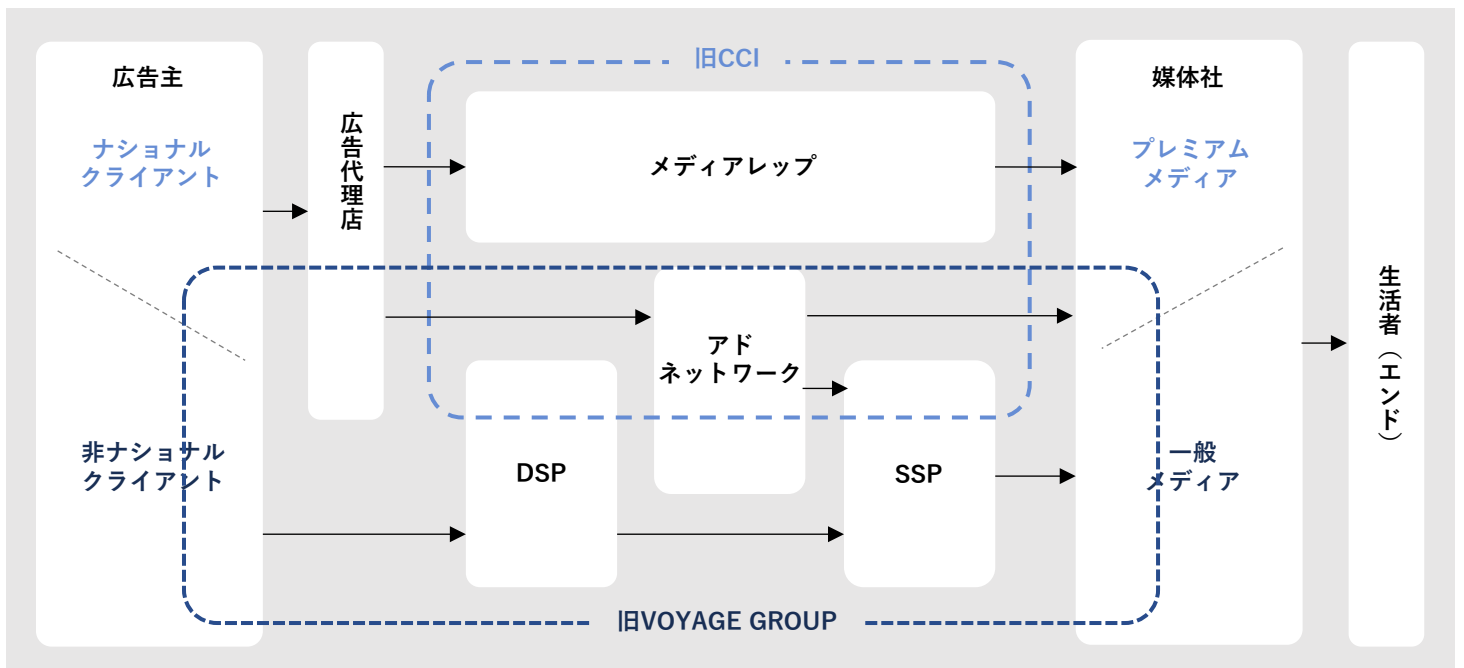
出所：会社資料よりSIR作成
注：セグメント別売上高構成比には、連結相殺▲34百万円を含んでいない。

ビジネスモデル | 様々な立場で多様な付加価値を提供する

一口にデジタルマーケティング、インターネット広告と言っても、その領域は多岐に渡る。広告主が生活者などエンドクライアントに対し情報をリーチするまでの過程において、①広告主側には時に広告代理店が入り、費用対効果を最大化するために「いかに高い効果の見込まれる広告枠を安く仕入れるか」を模索する。一方、②情報を届ける媒体社（メディア）も収益最大化のために「いかに高く広告枠を購入する広告主を探すか」を検討する。つまり、広告枠の需要者（広告主・代理店）と広告枠の供給者（媒体社）の主に2つのプレイヤーが居る。また③テクノロジーを活かしてそれら業務を効率化したり効果を引き上げる支援サービスがあり、④数多くの需給を取り纏め全体最適を図ることを付加価値とする立場もある。

CARTA HOLDINGSは、上述した立場・機能の全てを取り揃える企業グループである。旧CCIは国内最大級の**メディアレップ**（インターネットメディアにとっては広告枠を販売する営業組織、広告代理店及び広告主にとっては広告枠を購入する仕入組織）として展開する。また、複数の広告媒体を集めて広告配信ネットワークを形作りメディアに広告をまとめて配信する**アドネットワーク**を構築している。旧VOYAGE GROUPは、スマートフォンに特化しCPC型アドネットワークを構築する「Zucks Ad Network」やCPI/CPA型の「Zucks Affiliate」といった**DSP（Demand-Side Platform）サービス**、メディア向け収益最大化を支援する「fluct」やメディア収益を一元管理する「DATA STRAP」、インプレッションが発生する度にリアルタイムオークションを実施する「Bid Lift」といった**SSP（Supply-Side Platform）サービス**の双方を多数取り揃える。また、広告データを保有・分析し**コンサルティングサービス**を提供する「Data Current」や**店舗マーケティング**をデジタル支援する「DigiClue」、広告・マーケティング領域の**BPO支援サービス**「BTP（ビズテラー・パートナーズ）」など、幅広い企業ニーズに応えられるサービスラインナップを整えている。また、インターネット関連サービスセグメントでは、いくつかの**メディア**も抱えている。経営統合後も、運用型TVCMサービス「テレシー」、ブランド広告主向けDSPサービス「PORTO」といった新規サービスを相次ぎリリースし、収益拡大に繋げている。

CARTA HOLDINGSに係る主な事業系統図



出所：会社資料等を参考にSIR作成

沿革① | 旧VOYAGE GROUP (1999年～)

1999年10月、インターネット関連事業を目的に、(株)アクシブドットコム(現CARTA HOLDINGS)代表取締役 社長執行役員の宇佐美氏により設立された。「一つのIDであらゆるサービスを使える」といった、現在で言えばGoogleやFacebookのIDに通ずるサービス横断的な共通ID構想の実現のため、まずは参加企業への訴求力を高める目的で懸賞情報サイト「MyID」のサービスを開始したのが起源である。

事業が軌道に乗り、01年9月にはサイバーエージェント(4751)の連結対象子会社となった。以降、事業の見直しや新規事業の創出といったいくつかの転機を迎えるが、12年6月のMBO実施までの10年強にわたり同社グループに属していたことは、チャレンジ精神ある組織風土を形作り、新規事業創出力を強みに持続成長していく一つの背景となった。14年7月には単独で株式上場を果たしている。

04年に第一の転機を迎える。この年、主力だった懸賞情報サイト「MyID」を価格比較サイト「ECナビ」にリニューアルした。懸賞情報サイトの最大手群としての立場を確立し業績順調だったものの、競合の相次ぐ台頭や将来性に鑑み、先んじて事業転換を実施した。後に商号を(株)ECナビに変更するほどの主力事業となるが、「取り得る選択肢の多い、上手くいっている時こそ変える」といった創業者の経営理念を体現した一例である。

10年に第二の転機を迎える。当時の収益の主軸であり、08年に開始した「顧客メディアに個別にカスタマイズしたサイト内検索を埋め込み、検索連動型広告が表示されるとレベニューシェアされる仕組みの商材」に欠かせない元となる検索エンジンの提供元から、今後は提供が難しいと通知された。突如、次の収益の柱を形作る必要に駆られ新規開発した事業の一つが、ディスプレイ広告の最適化にフォーカスしたサプライサイドプラットフォーム「fluct」であり、他社プラットフォームに依存するのではなく、自らのプラットフォームを構築するその後の流れを作った。
参考URL：<https://dentsu-ho.com/articles/7279> (電通報)

旧VOYAGE GROUPの主な沿革

年	月	内容
1999	10	インターネット関連事業を目的にアクシブドットコムを設立
1999	11	懸賞情報サイト「MyID」のサービスを開始
2001	9	サイバーエージェント(4751)の連結対象子会社となる
2004	7	「MyID」をリニューアルし価格比較サイト「ECナビ」のサービスを開始
2005	10	商号を(株)アクシブドットコムから(株)ECナビに変更
2005	11	アンケートモニターサイトを手掛けるリサーチパネルを設立
2006	4	リサーチパネルとクロス・マーケティンググループ(3675)が資本提携
2007	1	ポイント交換サイト「Pex」を運営するPexを設立
2007	3	電通グループの電通ドットコムから出資を受ける
2007	7	ヤフーと提携し検索シンジケーション事業を開始
2008	6	検索連動型広告の導入支援を手掛けるadingoを設立
2010	10	adingoがサプライサイドプラットフォーム「fluct」のサービスを開始
2011	4	モバイル・スマートフォン向け広告事業を手掛けるZucksを設立
2011	10	商号を(株)ECナビから(株)VOYAGE GROUPに変更
2012	4	学生エンジニアのキャリア・就活支援を手掛けるサポーターズを設立
2012	6	MBOによりサイバーエージェントの連結対象子会社から外れる
2013	3	「ECナビ」を価格比較サイトからポイントサイトへ転換
2014	7	当時の東証マザーズに株式上場(15年9月に当時の東証一部に市場変更)
2014	8	ゲームパブリッシングを手掛けるVOYAGE SYNC GAMES設立

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：有価証券報告書及び各社ホームページを元に抜粋掲載した。

沿革② | 旧CCI (1996年～)

1996年6月、ヤフーのインターネット広告の販売を主目的に電通グループ(4324)とソフトバンクグループ(9984)の共同事業として設立された、日本で一番歴史を持つインターネット広告企業である。メディアレップ(インターネットメディアにとっては広告枠を販売する営業組織、広告代理店及び広告主にとっては広告枠を購入する仕入組織)として事業展開しIT時代の到来に合わせ業績を拡大、2000年9月に株式上場を果たした。

その後もメディアプランニング、広告配信技術の開発・提供、広告クリエイティブの制作、ECソリューションの提供などに業容拡大し業界をリードするプレイヤーであり続けていたが、公開買付けにより2009年7月に電通グループの完全子会社となった。

08年金融危機の影響で短中期的に厳しい景況の継続が見込まれる一方、インターネットやデジタル技術を活用したマーケティング・コミュニケーションへの社会的な関心やニーズの高まりから国内外企業によるサービス・技術開発をめぐる競争が激化する只中にあり、上場企業として重視すべき各期利益の最大化という命題と、中長期的な競争力強化のための経営施策が両立困難となったことが一つの背景である。

上場廃止後は「The Media Growth Partner」として、自社開発・有力企業との積極的なパートナー提携を通じて最先端の広告技術の開発やサービス提供を推進、経営統合直前時点で500社以上の広告主・広告会社、1,500社以上の媒体社(メディア)とのリレーションを活かし、継続的な収益拡大を遂げていた。

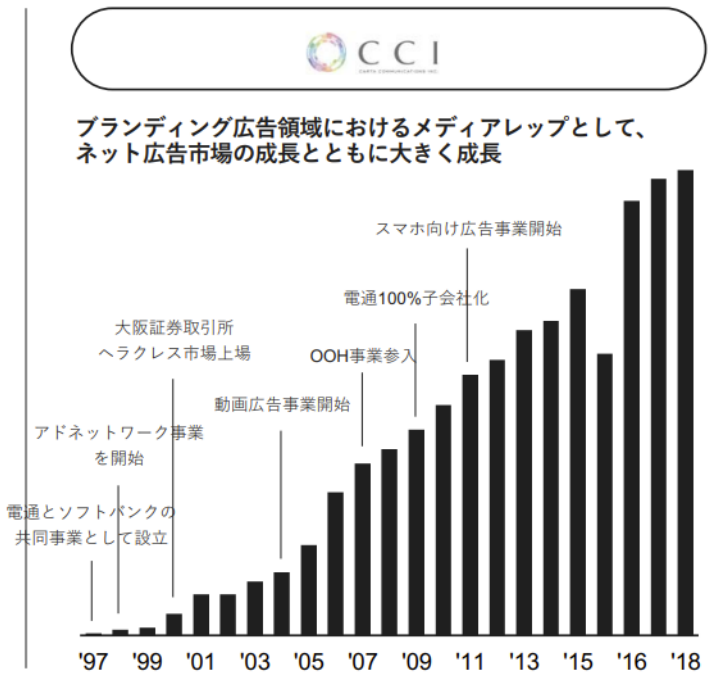
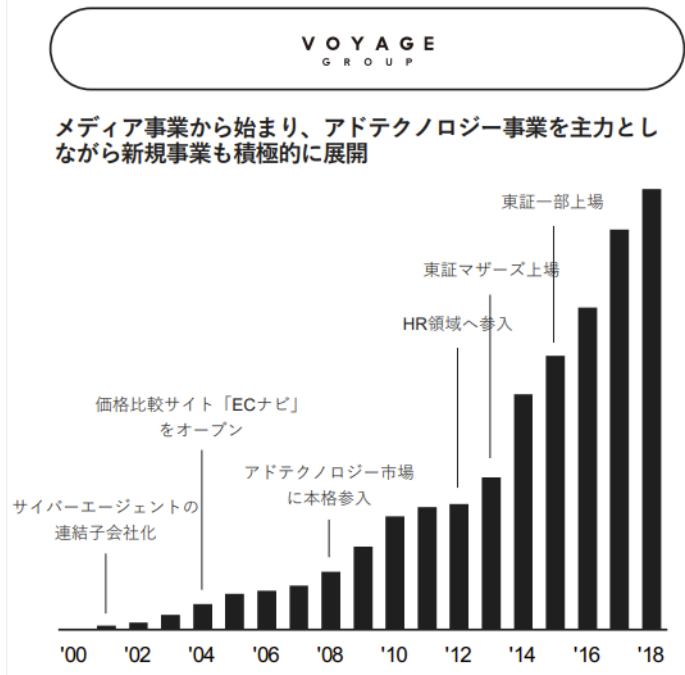
旧CCIの主な沿革

年	月	内容
1996	6	インターネット広告及び関連事業を目的にサイバー・コミュニケーションズを設立 *電通グループ(4324)とソフトバンクグループ(9984)の共同事業
1996	7	ヤフーのインターネット広告の取り扱いを開始
1996	10	マイクロソフトのインターネット広告の取り扱いを開始
1998	1	アドネットワーク事業を開始
2000	9	当時の大証ヘラクレスに株式上場(03年10月に当時の東証マザーズに市場変更)
2004	5	動画広告事業を開始
2006	1	国内最大級アドネットワーク「ADJUST」を構築
2008	1	クロスメディア事業開始
2008	10	OOH(Out of Home, 屋外広告)事業参入
2009	2	音声広告事業開始
2009	7	電通グループの完全子会社化に伴い上場廃止
2011	1	スマートフォン向け広告事業開始
2011	10	ソーシャルメディア上の評価分析ツール「Communication Explorer」のサービス開始
2012	6	オンラインアドエクスチェンジ事業を開始
2012	7	RTBを活用したターゲティング広告運用サービス「PerformanceX」の事業を開始
2013	9	アド・ベリフィケーション・サービスを提供開始
2013	10	媒体社向けデータマネジメントサービスを開始
2016	9	ロケーションベースマーケティング事業を開始
2017	2	「ADJUST」を「BeyondXシリーズ」として名称変更及びサービス刷新

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：有価証券報告書及び各社ホームページを元に抜粋掲載した。

統合2社の沿革と取扱高の超長期推移



出所：会社資料より抜粋転載

注：旧CCIはFY15とFY16の間に9ヵ月変則決算がある点に留意されたい。

沿革③ | 経営統合後（2019年～）

2018年10月末、旧VOYAGE GROUPと旧CCIの経営統合、及び電通グループとの資本業務提携が発表された。国内広告市場に占めるインターネット広告費率が20%に迫り、また運用型広告市場が急速拡大する中（いずれも当時）、旧VOYAGE GROUPにとっては電通グループが抱えるナショナルクライアントの広告予算へのアプローチ力強化策として、旧CCIにとってはVOYAGE GROUPの持つサプライサイド/デマンドサイド双方をカバーしたアドプラットフォームや技術力・サービス開発力を活かしたテクノロジー強化策として、大きな統合シナジーが見込まれると考えられたことが背景の一つである。

旧中期経営計画「CARTA2022」では、統合4年目にあたる22/12期までにEBITDA60億円を確保することを目標（18年1～12月参考値は43.0億円）に、重点施策として①事業シナジーの推進、②電通グループとの協業推進、③経営基盤の強化を、成長戦略として④既存事業の更なる成長、⑤M&Aや投資による成長、⑥新領域への挑戦を掲げ、事業を推進した。

運用型TVCM「テレシー」やブランド広告主向けアドプラットフォーム「PORTO（2023年10月にCARTA MARKETING FIRMとして他グループ会社3社と経営統合）」など新たなプロダクト・ソリューションの立ち上げ、電通グループを含むグループ内取引の推進や体制強化が功を奏し、21/12期に1年前倒しで目標EBITDAを超過達成（67.0億円、EBITDAの算出定義は会社に準拠）した。

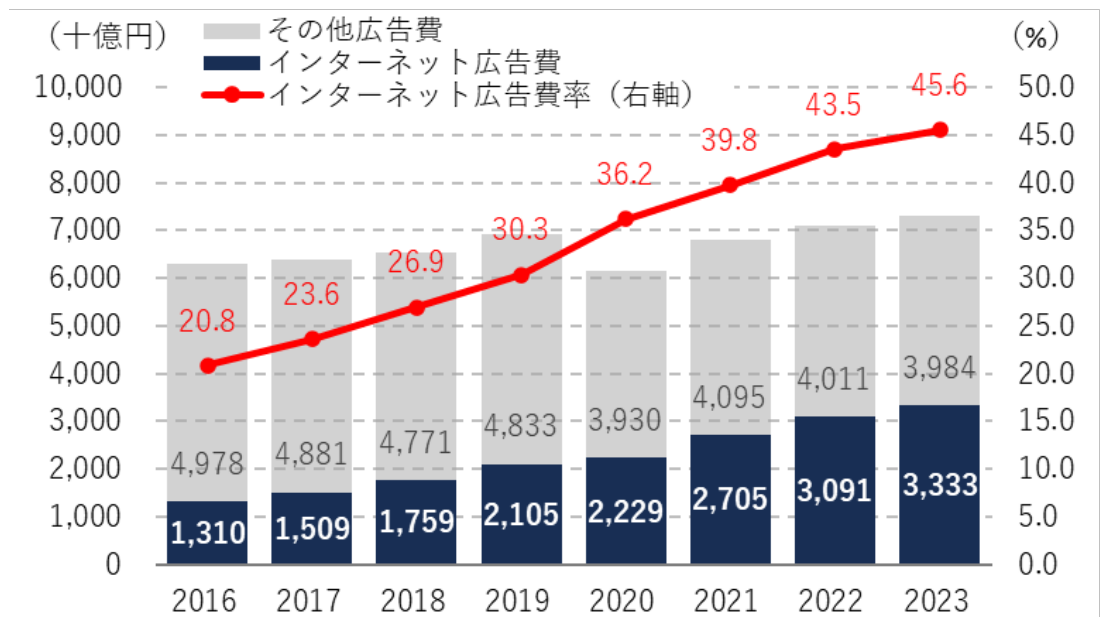
一方、マクロ環境の変調から既存事業の収益力が低下した上、電通グループ内の商流見直し影響等を受け、22/12期以降は業績がダウントレンドに転じた。また、犬種に特化したペットメディア「FRENCH BULLDOG LIFE」を展開するrakanu（現dot LIFE）や、インフルエンサーのキャスティングと企画力に強みを持つKAIKETSU（23年4月付で広告代理業を手掛けるグループ会社ATRACに統合、その後23年10月付でCARTA MARKETING FIRMに統合）などM&Aを実行したものの、2社統合後のPMIを優先したため、現時点まで大規模なM&Aは実施していない。

事業環境

概論 | 予約型の構成比が大きく、マーケットトレンドにビハインド

過去中期的に見ると、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きた。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、7年後の2023年には約2.5倍の3.3兆円、構成比45.6%にまで市場を拡大している。同社の2023年の取扱高は約1,205億円であり、インターネット広告市場におけるマーケットシェアは約3.62%となっている。

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

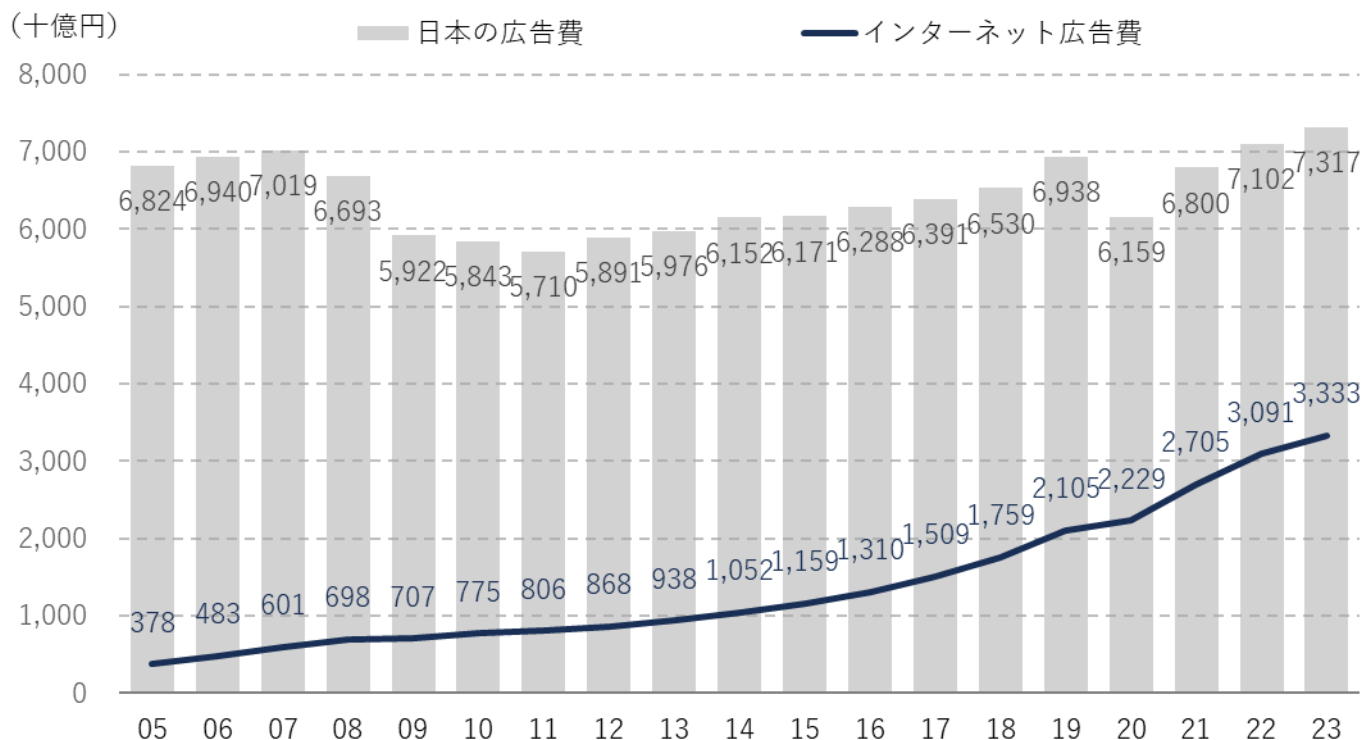
COVID-19前の2019年を起点とすると2023年までに市場はCAGR12.2%で成長している一方、同社の全社売上高は年率2.1%増（発射台となる19/12期は変則決算調整後且つCMerTV除く修正値を参照）に留まっており、マーケットトレンドに対してビハインドしている。

COVID-19やウクライナ戦争等の影響を受け広告主が広告予算の使い方を厳格化中、相対的に運用型広告よりも予約型広告の予算が見直されやすく、旧CCIの事業領域で落ち込みが大きくなったことが主因である。例えば、予約型のディスプレイ広告の市場規模は、2019年の1,514億円に対し2023年は762億円とほぼ半減しており、市況の厳しさが伺える。

広告種別や取引手法別に子細に市場推移を確認すると、流行り廃りが目まぐるしく移り変わっていると見て取れる（詳細は次頁の数表を参照されたい）。インターネット広告と言ってもその領域は幅広い。マーケティング会社が各プレイヤー（役務提供先）にとってその時々最適なソリューションを開発し提供し続けられるか、その総合力が問われるマーケット環境に移り変わっているとSIRでは見ている。

インターネット広告費の明細表と日本の広告費の長期推移

項目	実額 (十億円)					成長率 (YoY,%)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
総計	6,938	6,159	6,800	7,102	7,317	6.2	-11.2	10.4	4.4	3.0
インターネット広告費	2,105	2,229	2,705	3,091	3,333	-	5.9	21.4	14.3	7.8
インターネット広告媒体費	1,663	1,757	2,157	2,480	2,687	14.8	5.6	22.8	15.0	8.3
<広告種別>										
検索連動型広告	668	679	799	977	1,073	17.1	1.6	17.7	22.2	9.9
ディスプレイ広告	554	573	686	737	770	-1.7	3.4	19.6	7.5	4.5
ビデオ (動画) 広告	318	386	513	592	686	57.1	21.3	32.8	15.4	15.9
インストリーム	-	180	292	346	384	-	-	62.3	18.3	11.0
アウトストリーム	-	206	221	246	302	-	-	7.0	11.6	22.7
成果報酬型広告	105	99	94	97	73	6.0	-6.1	-4.6	2.7	-24.1
その他のインターネット広告*	17	20	66	78	85	45.3	17.6	228.5	18.4	8.9
<取引手法×広告種別>										
運用型広告	1,327	1,456	1,838	2,119	2,349	15.2	9.7	26.3	15.3	10.9
検索連動型広告	668	679	799	977	1,073	17.1	1.6	17.7	22.2	9.9
ディスプレイ広告	403	452	606	645	694	-0.5	12.2	34.0	6.5	7.5
ビデオ (動画) 広告	252	321	429	494	579	45.1	27.2	33.8	15.1	17.2
その他のインターネット広告	3	4	4	3	3	41.7	29.4	-4.5	-21.4	0.0
予約型広告	231	202	225	265	265	17.4	-12.5	11.1	17.7	0.0
ディスプレイ広告	151	121	80	92	76	-4.7	-19.9	-34.3	15.4	-17.2
ビデオ (動画) 広告	66	66	84	98	107	129.8	-1.2	27.6	17.3	9.1
その他のインターネット広告	14	16	62	75	82	47.8	14.7	294.2	21.1	9.4
成果報酬型広告	105	99	94	97	73	6.0	-6.1	-4.6	2.7	-24.1
<チャンネル別>										
ソーシャル広告	490	569	764	860	974	25.9	16.1	34.3	12.5	13.3
SNS系	228	249	317	368	407	-	9.1	27.3	16.0	10.7
動画共有系	114	159	261	305	337	-	39.2	64.7	16.9	10.5
その他	148	162	186	187	229	-	9.1	15.2	0.4	22.8
その他	1,173	1,188	1,393	1,621	1,714	10.8	1.3	17.3	16.3	5.7
インターネット広告媒体費以外	442	472	548	611	646	-	6.9	16.0	11.5	5.7
インターネット広告制作費	335	340	385	420	436	5.1	1.4	13.2	9.2	3.7
物販系ECプラットフォーム広告費	106	132	163	191	210	-	24.2	23.5	17.0	10.1
その他広告費*	4,833	3,930	4,095	4,011	3,984	1.3	-18.7	4.2	-2.0	-0.7



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: 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。

中期経営方針

概論 | 収益構造の強靱化と再成長に向けた布石を打つ

機会の創出に重きをおき「発散フェーズ」にあった22/12期までに対し、23/12期を初年度とする中期経営方針は、収益力の強靱化を進めるための「集約フェーズ」としてのコンセプトが強い。本中計では財務会計上の定量目標は提示されていないが、短中期的な業績V字回復、及び成長軌道への回帰を強力に推し進めている。

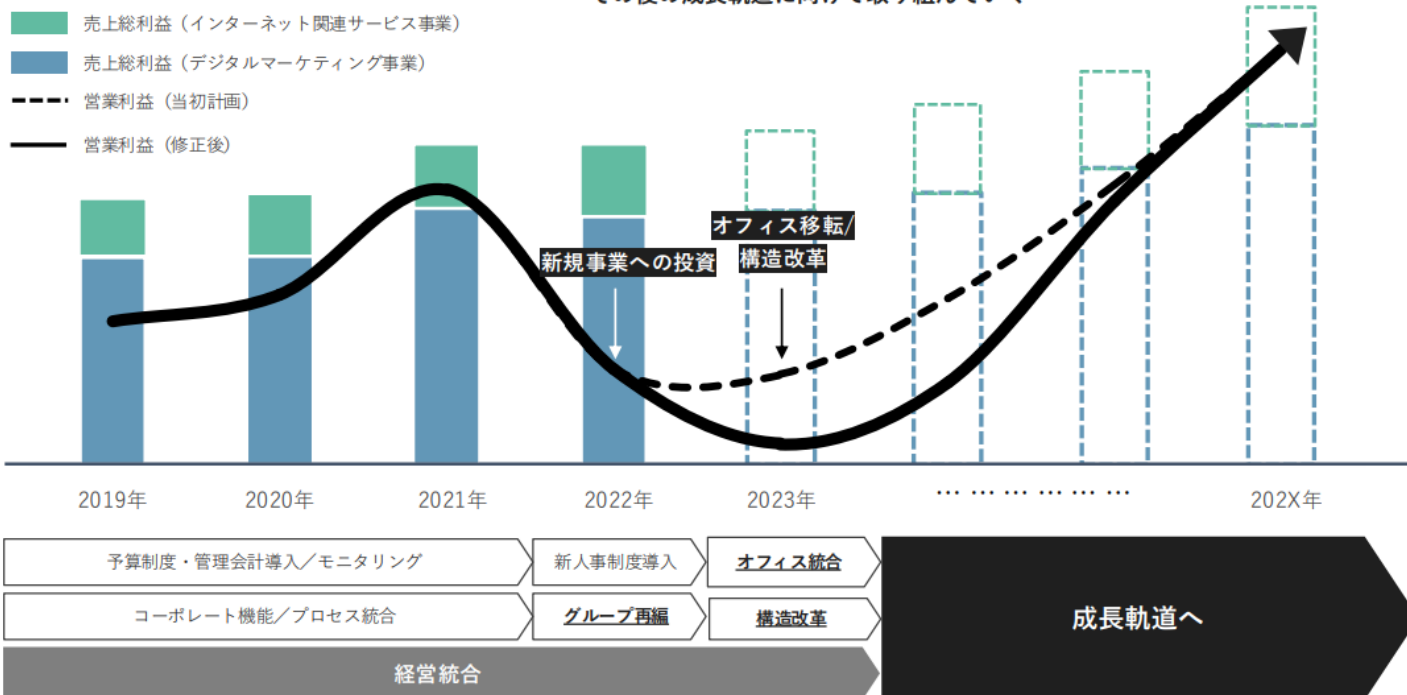
実際、2023年には直販営業子会社4社（広告代理業ATRAC及びCARTA AGE、ブランド広告主向けアドプラットフォームPORTO、スマートフォン向けアドプラットフォームZucks）のCARTA MARKETING FIRMへの経営統合をはじめとしたデジタルマーケティング事業の構造改革、ゲーム・ふるさと納税事業といった不採算事業の撤退、早期退職の募集を含む固定費削減を矢継ぎ早に実施した。

2024年9月19日には、組織改革を伴う更なる合理化策が発表されている。2025年中を目途に、上述のCARTA MARKETING FIRMと、予約型広告を取り扱うCARTA COMMUNICATION(CCI)、ECを中心とした広告・マーケティング・プロモーションのコンサルティングを行うBarrizの3社を経営統合する模様である。「集約フェーズ」の一環として、各社で重複していた機能（主に営業機能）を統廃合し合理化を図ると共に、今まで以上にCARTAグループとして持つソリューションを総合的にクライアントに提供できる体制を整えることで、シナジーの創出を図ることは主目的と見ている。

中期経営方針の概要

新中期経営方針で目指す方向性

オフィス統合にて経営統合最終フェーズ。デジタルマーケティング事業の構造改革・不採算事業の撤退等を推進し収益構造の改善を図り、業績のV字回復、その後の成長軌道に向けて取り組んでいく



出所：会社資料より抜粋転載

注：23/12期2Q決算発表と同時に、当初開示資料から一部修正が加えられており、上記は修正後資料である点に留意されたい。

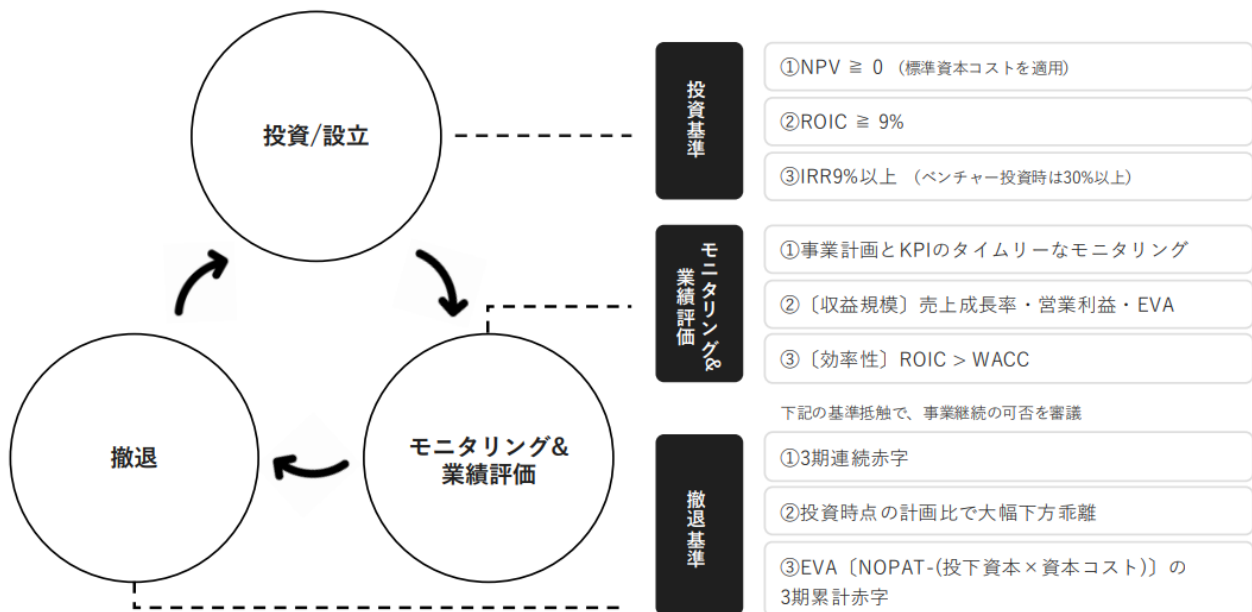
財務戦略 | 規律ある基本方針を対外的に明示する

同社は、成長投資・株主還元の双方で規律ある基本方針を明示している点の一つの特徴がある。統合後の経営アクションに鑑みるに、実態ベースでも下記方針に従って監督・執行していると見受けられ、投資判断にあたっては押さえておきたい事項の一つと見ている。

まず、事業ポートフォリオ運営に関しては、投資基準として①NPVが0以上（標準的な資本コストを割引率に適用）、②ROICが9%以上、③IRRが9%以上（ベンチャー投資時は30%以上）といった投資基準を設けている。同社は有利子負債が無い場合株主資本コスト≒WACCとなるが、過去PERが低下したタイミングでも11.1倍（9%の逆数）を割ること無く、株式市場の目線感から見ても妥当性のある基準だと考えている。

投資・新規事業立上後は、ROIC > WACCが保てているかを常にモニタリングした上で、①3期連続赤字、②投資時点の計画比で大幅下方乖離、③EVA（=NOPAT-（投下資本×資本コスト））の3期連続赤字、を一つの基準に、事業撤退を判断している。23/12期に撤退したゲーム・ふるさと納税事業は、これら基準に従ったものと見られる。

事業ポートフォリオ運営に関する基本方針



出所：会社IR資料より抜粋転載

M&A方針 | バランスシートは強靱で買収余力は大きい

同社は重要な成長戦略の1施策としてM&Aを位置付け、中長期的な事業成長シナリオに即した事業ドメインに限定してソーシングしている。内的な組織改革を推し進めている途上のため、近々で目立った動きは無い。しかし、24年6月末で150億円のNet Cashを持ち、また自己資本比率は同55.0%と強靱なため、バランスシート上の余力が十二分にある点は押さえておくべきだろう。24/12期2Q決算資料から新たに「上場企業も対象に黒字企業/事業を合理的なEV/EBITDA倍率でM&A」、「グループインセンティブ設計/子会社上場等の幅広い資本政策も組み合わせ事業の成長を支援」との文言が追加された。上場会社を含む動きも検討していると見て注視したい。

株主還元 | DOE5%の配当方針は株価を底支えする

株主還元に関しては、①DOE5%を目安とした配当と、②プライム市場の上場維持基準である流通株式35%を下回らない範囲での機動的な自社株買の実施を掲げている。20/12期までは連結配当性向25%を掲げていたが、21年2月に基準をDOEに変更したことで、短期業績の上下に関わらず、安定した配当金受取を期待しやすくなった。現行株価水準における配当利回りは4%弱あり、一定の株価底支え機能を果たしていると見ている。

バランスシートマネジメントに関しても一定の方針が示されている。「経常収支1ヶ月分+PeX事業（ポイント交換サービス）の預り金」を目安とするミニマムキャッシュの考え方が示されている点の一つのポイントで、余剰資金は成長投資・株主還元積極的に配分する、と明記されている。

M&A戦略の考え方と対象領域、バランスシートマネジメントの考え方

M&Aの考え方

- ・ 中長期的な事業成長シナリオに即した事業ドメインに限定
- ・ シナジーのある既存事業及び隣接領域を強化/拡張
- ・ 上場企業も対象に黒字企業/事業を合理的なEV/EBITDA倍率でM&A
- ・ グループインセンティブ設計/子会社上場等の幅広い資本政策も組み合わせ事業の成長を支援

対象領域

デジタルマーケティング領域

既存事業の強化
(リスティング/運用/クリエイティブ/インハウス支援等)

隣接領域への拡張
(広告領域のDX支援/リアル領域のDX支援 等)

インターネット関連サービス領域

既存事業及び隣接領域の強化/拡張

流動資産

現金及び現金同等物

- ・ 運転資本3ヶ月分+PeX事業の預り金が目安

余剰資金

- ・ 余剰資金(※1)は成長投資、株主還元積極的に配分

固定資産

政策保有株式

- ・ 資本コストに見合わない株式は原則保有しない

(2023年12月末時点)

※1: 余剰資金=135億(現預金)-56億(運転資本3ヶ月分)-19億(PeX預り金保全分)=60億

※2: 現在の自己資本=235億

流動資産

現預金

余剰資金

固定資産

負債

有利子負債

純資産

自己資本

負債

有利子負債

- ・ 成長投資資金は保有資金で賄える状態にあるため、不要な借入はしない
- ・ 大型M&A等、資本調達が必要な場合には、借入を利用

純資産

自己資本(※2)

- ・ 積極的な成長投資・株主還元による資本効率化を意識
- ・ DOE5%目安
- ・ 流通株式35%を下回らない範囲で自己株式取得

出所: 会社IR資料より抜粋転載

組織体制 | 全体最適且つ迅速な施策実行のため、監督と執行を統合

経営統合以降、2023年末までは監督（取締役）と執行（執行役員）は切り離されていたが、24年1月付で監督と執行が一部統合されている。旧VOYAGE GROUP創業者で「代表取締役会長 兼 CEO」だった宇佐美氏が「代表取締役 社長執行役員」となり、また「デジタルマーケティング事業統括」の担当に就いた点が一つのポイントである。

これまで、エンゲージメントを高め、一人ひとりの能力引き出す一環として1サービス1子会社に近い形態で組織運営を進めてきた。しかし、大括りのサービスラインナップ毎の部分最適が進んだが故に、同一クライアントに対しそれぞれの部門がアプローチを掛けたり、既存クライアントへの他サービスの提案が進まなかったりと全体最適化が進みにくかった。今後は、デジタルマーケティング事業全体を俯瞰して見た上で横串を指し、ソリッドな事業展開を推し進めると見られる。

取締役は、代表の宇佐美氏、副社長で経営統合前からCCIの代表を務める新澤氏、2000年5月に前身のアクシブドットコムに入社したCFOの永岡氏をはじめ計7名（うち、社外取締役は3名）、監査役は3名（うち、社外監査役は2名）である。

業務執行体制の新旧比較表

氏名	2024年1月1日付		2023年1月1日付	
	役職名	担当	役職名	担当
宇佐美 進典	代表取締役 社長執行役員	グループ経営全般 兼 デジタルマーケティング事業統括	代表取締役会長兼 CEO	-
新澤 明男	取締役 副社長執行役員	グループ経営全般 兼 社長補佐	代表取締役社長兼 COO	-
永岡 英則	取締役 執行役員 CFO	グループ経営全般	取締役 CFO	-
目黒 拓	上級執行役員	デジタルマーケティング事業本部 代理店 DX 事業統括	上級執行役員	事業統括
西園 正志	上級執行役員	デジタルマーケティング事業本部 マーケティング DX 事業統括	上級執行役員	事業統括
古谷 和幸	上級執行役員	デジタルマーケティング事業本部 パブリッシャーDX 事業統括 兼 リテール DX 事業統括	上級執行役員	事業統括
佐藤 亘	-	-	執行役員	事業担当
岸岡 勝正	執行役員	デジタルマーケティング事業本部 代理店 DX 事業	執行役員	事業担当
望月 貴晃	執行役員	デジタルマーケティング事業本部 パブリッシャーDX 事業 兼 代理店 DX 事業	執行役員	事業担当
鈴木 健太	執行役員 CTO	CTO 室	執行役員 CTO	CTO 室
高橋 佑樹	-	-	執行役員	コーポレート本部長
岩崎 理	執行役員	ファイナンス本部 兼 コーポレート本部 兼 内部監査室	執行役員	ファイナンス本部長
小椋 祐二	執行役員	HR 本部 兼 ICT 本部	執行役員	HR 本部長
佐野 敏毅	-	-	執行役員	経営戦略本部長兼 ICT 本部長
梶原 理加	執行役員	グループコミュニケーション本部	執行役員	グループコミュニケーション 本部長

出所：会社IR資料よりSIR作成

注：社外取締役及び監査役は表記していない。24年1月1日付で取締役だけでなく執行役員を兼務する宇佐美氏／新澤氏／永岡氏は参考までに旧来の取締役としての役職名を併記している。

業績動向

2021/12期実績 | 広告のデジタルシフトが急速に進んだ

経営統合3年目にあたる21/12期は、売上総利益が前期比18.2%増の232.0億円、営業利益が同43.6%増の49.7億円と大きく業績が拡大した。COVID-19の影響で事業会社各社の広告予算が全体的に圧縮される中、より高い広告効率を求めたデジタルシフトが好調に進み、予約型の取扱高が同6.2%増の523.4億円、運用型が同18.2%増の631.1億円と共に伸長した。また、運用型TVCMテレシーが本格的に収益貢献を開始、立ち上げ2年目にして22.2億円の取扱高を確保したのも21/12期のトピックスの一つである。

2022/12期実績 | マクロ環境悪化と固定費の肥大で収益が低迷

22/12期は、売上総利益が前期比ほぼ横ばいの231.9億円、営業利益が同51.4%減の24.2期億円と収益低迷した。2022年2月のウクライナ戦争に端を発したマクロ環境の変調から、予約型の取扱高が前期比20.2%減の417.6億円と大幅に落ち込んだ。

固定費の肥大も特筆事項である。円安に伴うサーバー観点費(AWS)の増加、領域拡大及び連れた子会社の増加等に合わせた外部パートナー企業との連携・BPO活用により、システム関連費が前期比6.1億円増の27.7億円、外注費が同7.6億円増の17.5億円となった。加えて、新規ゲームのリリースに合わせ多額の広告投下を実施した一方、トップラインが振るわなかったことも収益構造の悪化に拍車をかけた。

2023/12期実績 | 構造改革初年度、矢継ぎ早に施策を実行した

業況軟化を受け、23/12期からの中期経営方針では「デジタルマーケティング事業の構造改革、不採算事業の撤退等を推進し収益構造の改善を図り、再度成長軌道に乗せる。」ことがコンセプトに据えられた。また、当初想定以上に業況悪化の底が深いとの判断から、23年8月に発表された業績計画の下方修正と合わせ、希望退職の実施を含む10億円規模の固定費削減方針が追加発表され、実行に移された。前述した直販営業子会社4社の経営統合による経営のスリム化、ゲーム・ふるさと納税事業からの撤退も、23/12期のトピックスである。業績は、売上総利益が前期比7.4%減の214.8億円、営業利益が同46.2%減の13.0億円で着地した。

売上総利益と営業利益の推移



出所：会社IR資料よりSIR作成

24/12期計画 | 構造改革は進んでいたが、ガイダンスは保守的だった

24/12期の期初計画は、営業利益が前期比15.2%増の15.0億円と示された。業績のV字回復に向けた各種施策が強力に推し進められている点に鑑みると、物足りなさを感じるガイダンスであった。①広告不況はボトムアウトしたものの先行きは依然不透明である点や、②Google Chromeで段階的にサードパーティークッキーの利用が廃止されることで広告ターゲティング精度が低下し業績軟化することが加味された(後に、Googleはクッキー利用廃止判断を中止した)。22/12期、23/12期と2期連続で会社計画を期中に下方修正しており、3期連続の下方修正を避けるために堅めのガイダンスを提示した向きもあったとSIRは推察する。

24/12期2Q決算 | 通期営業利益計画を15→20億円に上方修正

8月9日、24/12期2Q決算発表と同時に通期計画の修正が発表された。売上高は期初計画240.0億円が据え置かれた一方、営業利益は15.0→20.0億円へ、経常利益は14.0→21.0億円へ、親会社株主利益は8.0→16.0億円へ、それぞれ上方修正されている。1Q時点で営業利益の進捗率が65.7%と高水準だったことに鑑みれば、利益段階の上方修正自体に大きなサプライズない。しかし、10/4終値1,432円を修正後の24/12期会社計画EPS63.38円で除算したPERは22.6倍であり、一時的な収益の落ち込みからPERが異常値化していた過去1-2年と比較して、現実的なマルチプル水準を起点に割高割安を判断しやすくなった点は、新規投資家の売買を誘発し得る一要素として注目できよう。

24年4～6月期業績は、売上高が前年同期比0.8%減の55.8億円、営業利益が同5.3億円改善の1.3億円（前年同期は4.0億円の営業赤字）だった。主力のデジタルマーケティング事業の売上高が同3.4%減の36.4億円と引き続き低下した一方、インターネット関連事業の売上高が同5.6%増の19.7億円で全社業績を底支えした。また、前期に実施したコスト構造改革の効果を享受し始めている上、期初想定したほど従業員の純増が進まず人件費が積み増されていないことや、EC関連事業に係る広告費を想定ほど投下していないこと等から、2セグメント共に営業利益が前年同期比及び会社計画比で改善している。期初計画がそもそも保守的に組まれていた事と利益進捗率が高いことから、今回、通期利益計画を上方修正するに至ったと見られる。

24/12期会社計画の修正状況

	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主利益	EBITDA	EPS
	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	円
期初計画	24,000	1,500	1,400	800	2,300	31.78
修正計画	24,000	2,000	2,100	1,600	3,200	63.38
増減額	0	500	700	800	900	31.60
増減率(%)	0.0	33.3	50.0	100.0	39.1	99.4

出所：会社IR資料よりSIR作成

注：EBITDAは、税金等調整前当期純利益に支払利息、減価償却費、償却費、のれん償却費、固定資産除去損及び減損損失を加えた金額。

セグメント別業況 | 運用型の取扱高減少は、案件選別の結果の模様

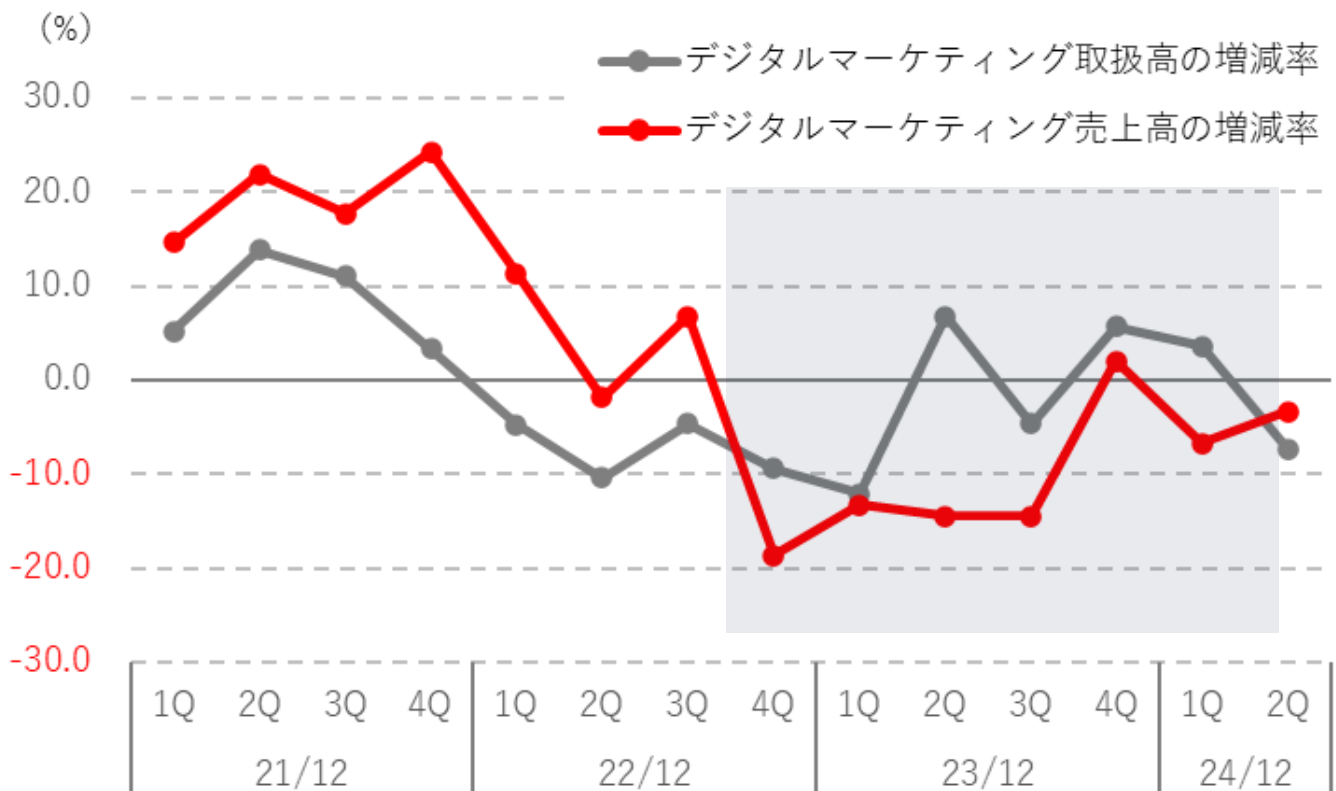
デジタルマーケティング事業の24/12期2Q業績は、取扱高が前年同期比7.3%減の231.6億円、セグメント売上高が同3.4%減の36.4億円、セグメント営業利益が同419百万円改善の19百万円（のれん等調整項目を加算した修正ベース）だった。総じて、トップラインは引き続き振るわなかった一方で、2023年に実施したコスト合理化策の効果から利益水準は大きく改善した。

運用型の取扱高が前年同期比1.5%減の185.9億円と僅かながら減少した点が特筆事項だろう。それ以前の過去4四半期は2桁の増加率を確保し、23/12期4Qは同20.5%と順調だったため、一見ブレーキがかかったように見える。ただし、ヒアリングによれば、この背景は「業況軟化」ではなく、「粗利の確保しにくい案件を選別した結果」の模様である。

22/12期4Qから24/12期1Qまでの6四半期にわたって、デジタルマーケティング事業の売上高の伸び率は同取扱高ほど伸びない（≒マージンが低下している）状況にあり、収益性が低下していた。会社は取扱高でなく粗利を重要指標に据えており、より高い収益性・生産性を確保できる案件に注力した結果として、今四半期は運用型の取扱高も振るわなかったと見られる。SIRでは、今後数四半期は、ミックス改善効果が確認できるかが一つの注目ポイントになると考えている。

一方、予約型の取扱高は前年同期比6.6%減の79.5億円と11四半期連続で前年割れとなり、今四半期も底打ちが確認できなかった。マクロ的な市況感は持ち直しつつあると会社は認識しているが、個社業績の反転が可視化されるまでは保守的な見立てを持つべきだろうとSIRは見ている。

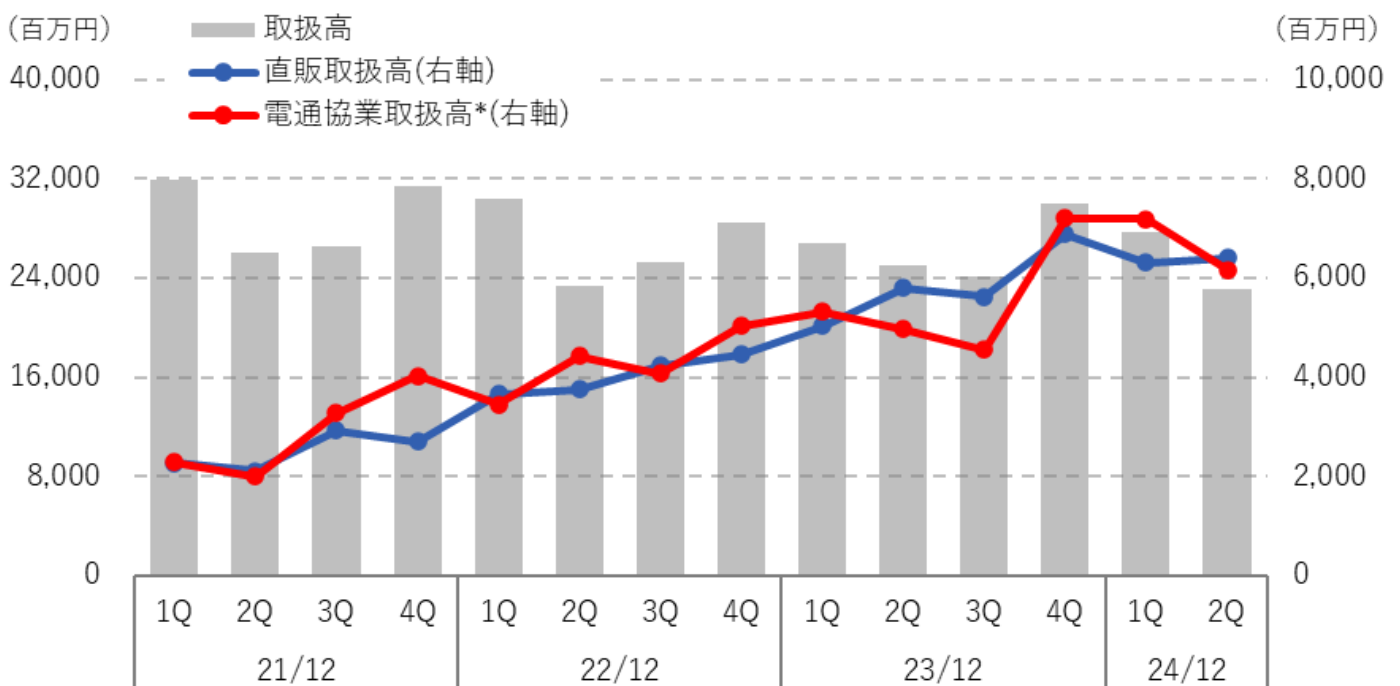
デジタルマーケティング事業の取扱高と売上高のYoY増減率



出所：会社IR資料よりSIR作成

デジタルマーケティング事業のミックス改善を見通す上では、「直販取扱高」や「電通協業取扱高（CCIなど旧来からの取引を除く）」の動向にも注目したい。以下グラフの通り、全体取扱高は過去2-3期概ね横ばい圏で推移しているが、取扱高に関する2つの指標は着実な拡大トレンドにあると分かる。直販比率の上昇は中間マージン削減による収益性改善が期待でき、電通協業比率の上昇はテレシーや電通営業局、ラジオテレビ局との新たな取り組みに係る収益が拡大している証左となる。元来収益性の高かった予約型の構成比が低下しているため、運用型のミックス改善効果は現時点で確認しにくい。予約型の下げ止まりが確認できれば、全社粗利の反転要素となるため、注目できよう。

デジタルマーケティング取扱高と直販・電通協業比率の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

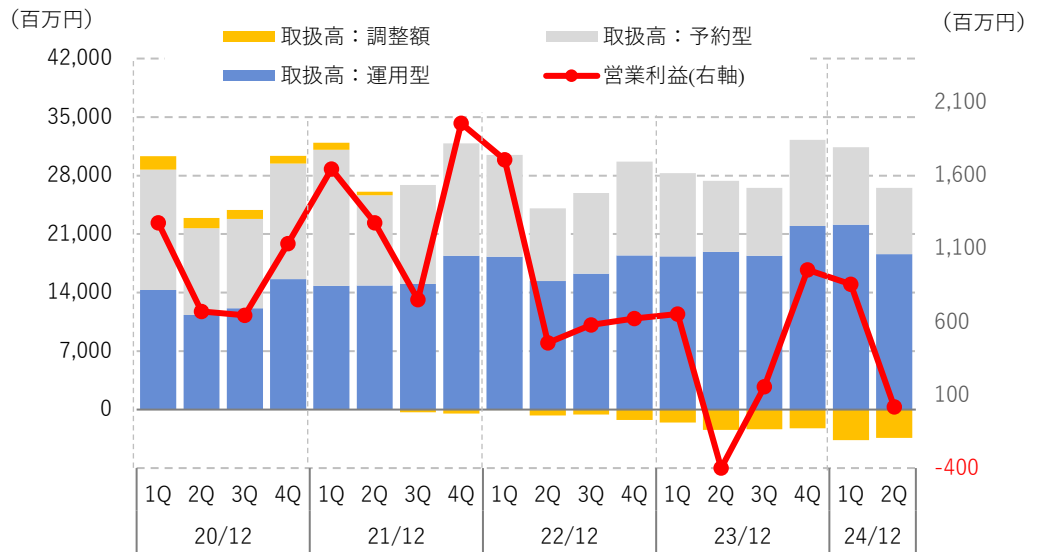
注：電通協業取扱高は、経営統合以降に始まった電通グループとの協業事業の取扱高を集計しており、予約型など旧来からの取引はカウントしていない点に留意されたい。

短中期的な収益寄与は大きくはないだろうが、海外に注力する方針を持つ点も押さえておきたい。従来より、中華圏の広告主に対するデジタルプロモーション・広告代理業を目的に、2019年6月にZucks China, inc.を設立し展開していたが、2024年8月にはCARTA VIETNAM Co., LTDを新設し、ベトナムにおけるパブリッシャー・グロス・マーケティング事業を開始した。主にゲーム会社など日本での展開を目標とするアジア圏の企業の支援を想定しており、既存拠点は既に収益が立ち始めている模様である。中長期的な収益拡大に資する一要素として、注視していきたい。

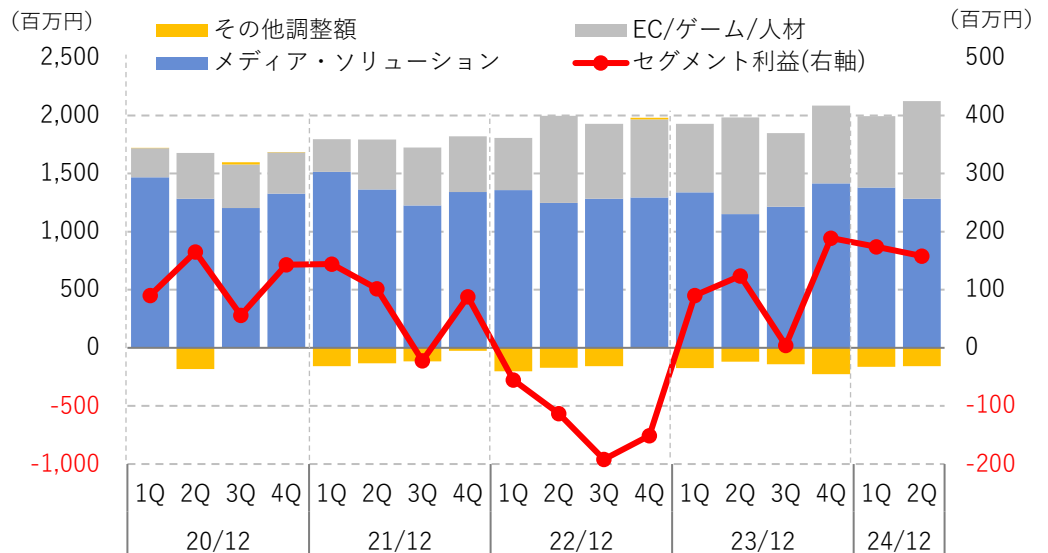
インターネット関連サービス事業は順調に伸びている。24/12期2Qはセグメント売上高が前年同期比5.6%増の19.7億円、セグメント営業利益が同20.9%増の197百万円（のれん等調整項目を加算した修正ベース）だった。低採算だった一部事業は2023年に撤退判断をしており、成長性・収益性をより確保できるビジネスにリソースを集中できている。キャッシュを稼ぎながら、成長領域への投資（費用投下）を継続実施する基本方針のもと事業運営しており、限界利益の効いた非連続な利益拡大は想定しにくい。中長期的に全社の収益拡大をサポートする事業として注目できよう。

セグメント別収益と販管費明細の四半期推移

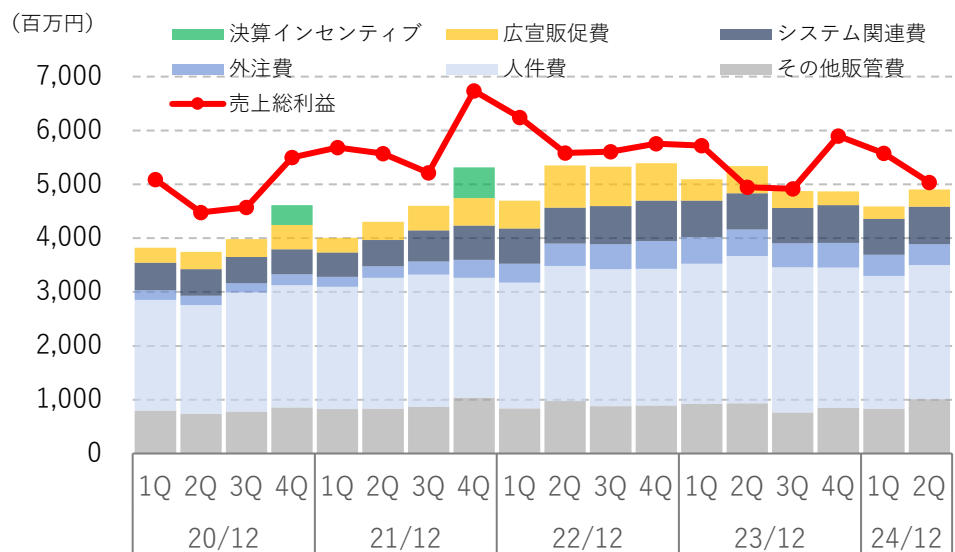
デジタル
マーケティング



インターネット
関連サービス



全社粗利と
販管費明細



出所：同社IR資料よりSIR作成

バリュエーション

株価動向 | 1度底打ちを経験も、本格上昇局面はまだ訪れていない

2019年の経営統合以降、株価は堅調に推移していた。また、広告のデジタルシフト進展で大きく収益拡大した21年は、TOPIXを大きくアウトパフォーマンスした。しかし、22年2月のウクライナ戦争及び遅行して影響が現れた広告不況から収益が低迷しはじめたのに連れ、結果として株価は2年近くダウントレンドを辿った。23年上期には、経営統合以降の累積で見てもTOPIXをアンダーパフォーマンスするに至った。

23年8月頃、株価は底打ち・反転し始める。23/12通期計画の下方修正の発表で悪材料が出尽くし、また早期退職を含む抜本的な構造改革が打ち出されたことで、マーケット参加者が業績悪化の底打ちを期待し始めた表れだと見ている。24/12期の期初計画が期待に届かず、2月中旬は小幅な株価下落局面を迎えたものの、ポテンシャルはガイダンスより一段上にあるとの見方が広がり、株価は再び上昇に転じた。ただし、予約型の下げ止まりが依然確認できないことや、グローバルなマーケットショックからバリュエーション水準が切り下がったことで、足元は1,300~1,400円程度の株価水準で一進一退を続ける展開となっている。

CARTA HOLDINGSの株価とTOPIXの日次推移



出所：SPEEDAよりSIR作成

マルチプル | PERは20倍台前半と、現実的な水準に落ち着いてきた

同社のPERは足元22.6倍（10/4終値基準）である。過去1-2期は、利益水準が振るわない一方で、同社の収益改善ポテンシャルやDOE5%を目安とする高い株主還元方針に株価が底支えされ、PERは異常値化していたが、ガイダンス修正に伴い現実的なマルチプル水準に落ち着いてきた。バラツキはあるが同業他社も概ね20倍前後の評価を受けており、25/12期以降の利益拡大如何で更なる再評価を見通しやすい状況に移行したと見ている。

更なる再評価・上昇を見据える上では、2023年に大きく低下した機関投資家保有率の再上昇が進むかが一つの焦点となろう。株式の所有者別状況の構成比を確認すると、2023年は金融機関が売り越し、個人その他が受け皿になったと分かる。電通グループが株式の50%超を保有している点には留意が必要だが、時価総額400億円前後と一定の規模がある企業にしては、金融機関比率が約4%といささか低く、逆に言えば機関投資家が買い手に回ることによって再評価が進むシナリオが想定できよう。

Valuation Table

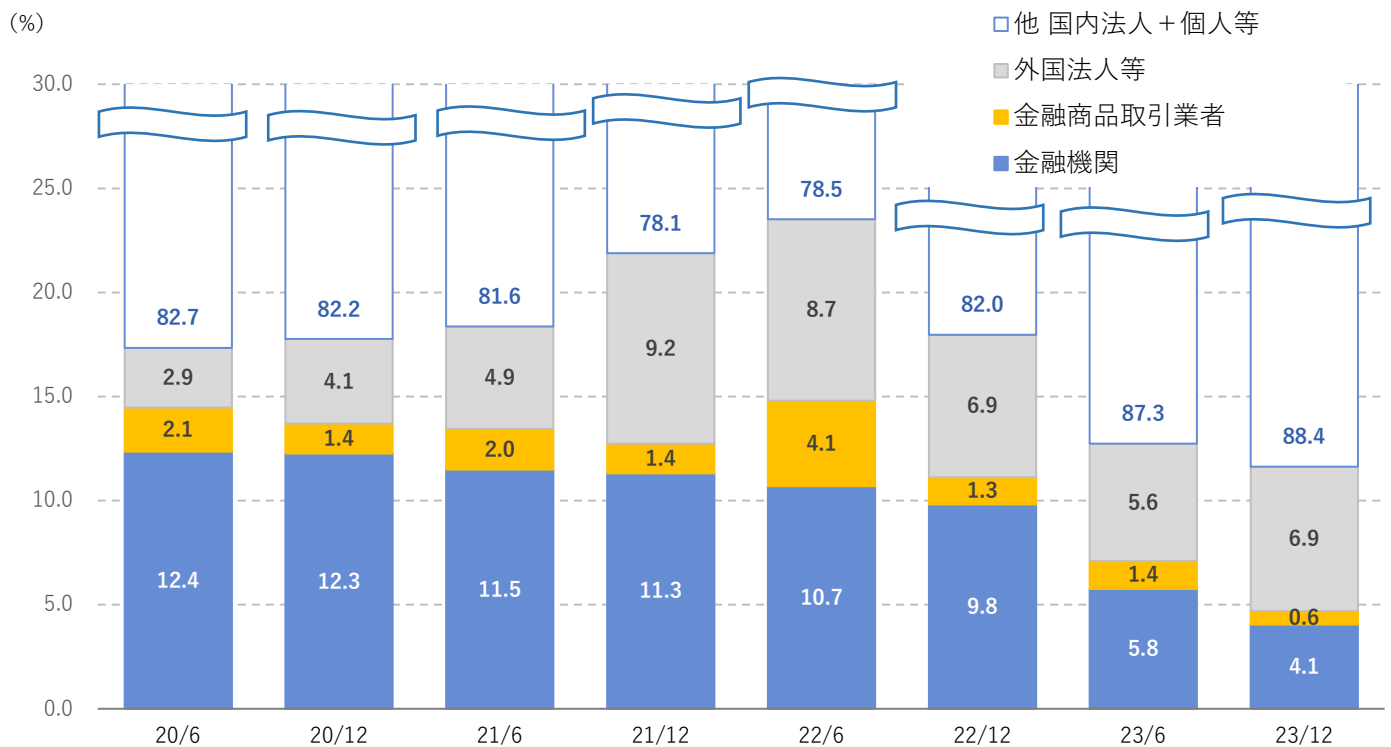
コード	企業名	決算月	株価	時価総額	P/E			PBR	Net Cash	経常利益	経常増益率		
			(10/4)	(10/4)	FY22	FY23	FY24E	直近通期	直近通期	FY22	FY23	FY24E	
-	-	-	円	百万円			倍	倍	百万円				%
3688	CARTA HOLDINGS	12	1,432	36,231	12.0	赤字	22.6	1.53	13,528	3,036	-45.9	-40.8	16.8
-	広告業界	-	-	-	16.1	19.9	22.0	2.26	-	-	-	-	-
2433	博報堂DYホールディングス	3	1,184	461,433	14.2	17.4	-	1.19	33,376	60,378	-20.3	-37.4	1.8
2489	アドウェイズ	12	334	14,030	5.3	13.3	22.5	0.92	10,189	1,506	決算期変更	-12.8	-23.8
4293	セブテーニ・ホールディングス	9→12	451	95,337	14.8	-	14.4	1.42	15,986	5,855	54.2	-	-
4324	電通グループ	12	4,504	1,216,825	20.2	-111.2	32.1	1.42	-103,767	117,617	-51.4	-61.5	136.4
4751	サイバーエージェント	9	1,013	512,906	21.2	96.2	31.1	3.55	92,498	69,464	-33.7	-64.1	64.6
6533	Orchestra Holdings	12	871	8,729	10.0	18.0	15.5	1.65	231	1,400	8.9	-44.6	28.9
7036	イーエムネットジャパン	12	856	3,346	18.7	44.8	39.2	2.28	1,415	238	-45.4	-49.6	0.8
7095	Macbee Planet	4	2,708	39,684	22.5	17.1	-	3.94	8,299	2,108	71.0	74.0	-
7357	ジオコード	2	616	1,703	20.4	118.5	55.3	1.40	1,010	119	-39.3	-81.5	168.2
9244	デジタルフト	9	747	1,166	7.8	21.1	121.1	1.56	523	198	1.5	-45.5	-73.1
9554	AVIC	9	1,051	6,446	25.9	27.5	20.3	8.57	558	305	174.8	-4.6	49.1

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	進行期
-	-	-		%		%	回		%		%	%	
3688	CARTA HOLDINGS	12	11.1	-9.3	11.7	7.5	0.49	0.48	53.9	47.2	45.3	0.0	3.77
-	広告業界	-	16.2	5.8	11.8	7.0	1.03	0.98	50.5	47.0	-	-	1.68
2433	博報堂DYホールディングス	3	8.6	-	6.1	4.0	0.95	-	35.5	-	38.5	47.1	2.70
2489	アドウェイズ	12	16.6	6.4	11.2	9.7	0.51	0.51	57.4	56.5	22.2	23.0	1.07
4293	セブテーニ・ホールディングス	9→12	14.1	-	20.3	-	0.44	-	70.7	70.1	15.1	-	1.75
4324	電通グループ	12	6.9	-1.2	9.5	3.5	0.33	0.35	23.5	23.2	69.5	-	3.10
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	1.48
6533	Orchestra Holdings	12	18.0	8.9	13.5	6.4	0.94	1.00	45.4	43.1	10.3	20.7	1.26
7036	イーエムネットジャパン	12	11.9	5.0	16.2	8.8	0.47	0.46	50.1	47.9	65.4	167.5	未定
7095	Macbee Planet	4	29.0	-	10.8	9.3	1.67	-	46.2	-	0.0	35.3	-
7357	ジオコード	2	6.6	1.1	7.8	1.4	0.76	0.77	61.5	62.8	49.7	384.6	未定
9244	デジタルフト	9	22.6	7.2	7.5	3.0	2.00	2.10	53.0	35.1	0.0	0.0	0.00
9554	AVIC	9	43.1	26.0	24.5	19.6	1.19	0.95	48.7	58.6	0.0	0.0	0.00

出所：各社IR資料よりSIR作成

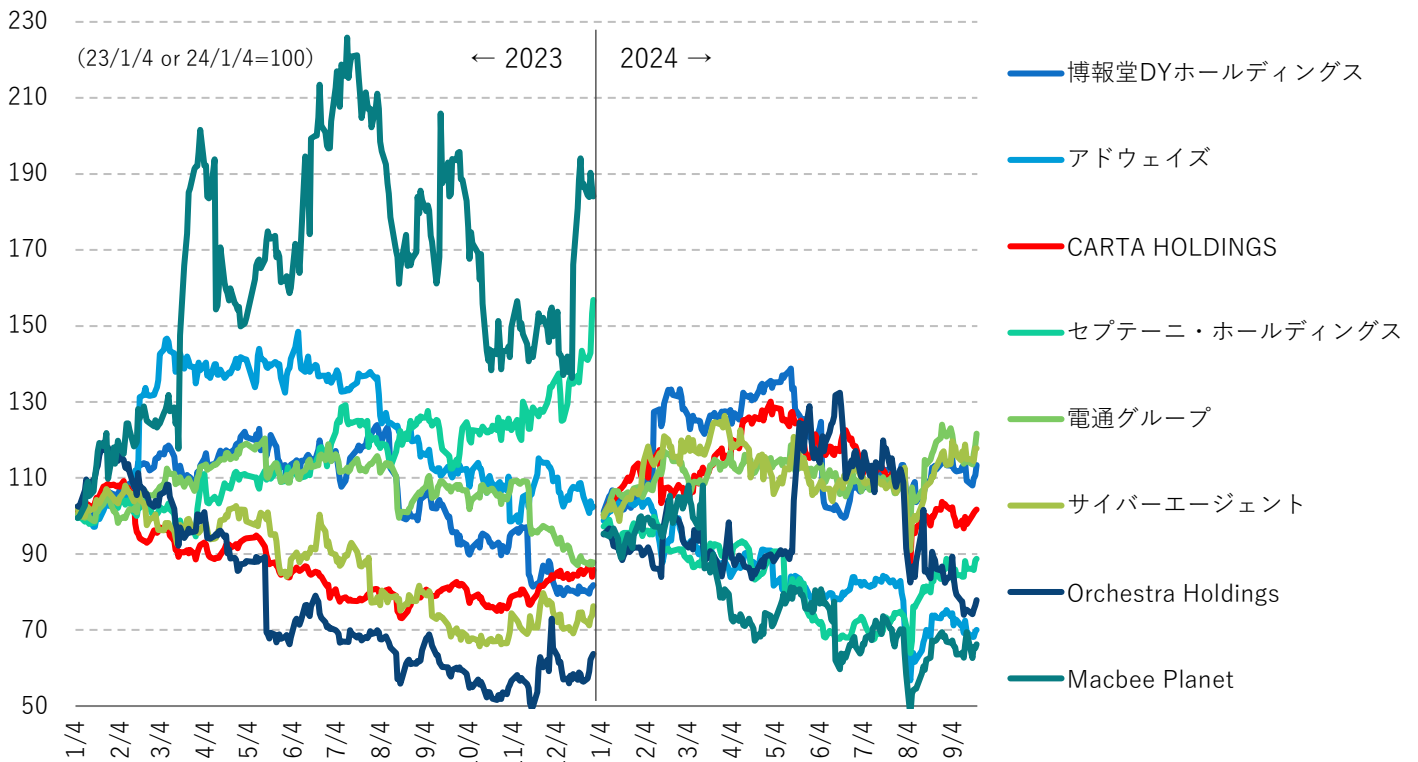
注：セブテーニ・ホールディングスは経常利益に代えてNon GAAP営業利益を、電通グループは営業利益を参照している。セブテーニ・ホールディングスは決算期変更で進行期が15ヵ月変則決算となっているため、一部項目を表記していない。セクター平均P/Eは、値がマイナス又は50倍以上の異常値の場合は平均算出対象より除外している。

株式の所有者別状況の推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

広告銘柄の株価動向（指数）



出所：SPEEDAよりSIR作成

財務三表

項目	単位	Actual 20/12	21/12	22/12	23/12	Co's 24/12 CE	23/12 1Q	2Q	3Q	4Q	24/12 1Q	2Q
売上高	百万円	22,487	25,821	25,940	24,111	24,000	6,437	5,625	5,569	6,480	6,196	5,582
YoY	%	1.2	14.8	0.5	-7.1	-0.5	-7.7	-9.3	-11.4	0.1	-3.7	-0.8
売上原価	百万円	2,852	2,620	2,751	2,631	-	715	681	652	583	618	547
% of Sales	%	12.7	10.1	10.6	10.9	-	11.1	12.1	11.7	9.0	10.0	9.8
売上総利益	百万円	19,635	23,200	23,189	21,480	-	5,722	4,944	4,916	5,898	5,577	5,036
% of Sales	%	87.3	89.8	89.4	89.1	-	88.9	87.9	88.3	91.0	90.0	90.2
販管費	百万円	16,172	18,227	20,771	20,178	-	5,095	5,339	4,874	4,870	4,592	4,903
% of Sales	%	71.9	70.6	80.1	83.7	-	79.2	94.9	87.5	75.2	74.1	87.8
営業利益	百万円	3,463	4,973	2,418	1,301	2,000	626	-395	43	1,027	985	133
% of Sales	%	15.4	19.3	9.3	5.4	8.3	9.7	-7.0	0.8	15.8	15.9	2.4
営業外収益	百万円	149	691	698	669	-	75	423	148	23	171	213
営業外費用	百万円	277	49	79	173	-	154	-7	20	6	52	4
経常利益	百万円	3,335	5,614	3,036	1,798	2,100	548	34	171	1,045	1,105	341
% of Sales	%	14.8	21.7	11.7	7.5	8.8	8.5	0.6	3.1	16.1	17.8	6.1
特別利益	百万円	231	259	2,017	51	-	12	7	29	3	14	92
特別損失	百万円	511	723	355	3,956	-	1,975	-190	536	1,635	28	45
税引前利益	百万円	3,055	5,151	4,698	-2,105	-	-1,414	230	-335	-586	1,091	388
法人税等合計	百万円	1,190	2,027	1,596	90	-	-223	154	-33	192	362	132
実効税率	%	39	39	34	-	-	-	67	-	-	33	34
当期純利益	百万円	1,865	3,124	3,102	-2,196	-	-1,191	77	-302	-780	728	256
非支配株主利益	百万円	83	19	66	164	-	58	21	35	50	22	-5
親会社株主利益	百万円	1,782	3,105	3,036	-2,360	1,600	-1,249	55	-337	-829	706	260
EPS	円	70.6	122.7	119.2	-93.8	63.4	-	-	-	-	-	-
潜在株調整後EPS	円	70.2	121.3	118.6	-93.3	-	-	-	-	-	-	-
BPS	円	967.5	1,070.4	1,080.5	935.3	-	-	-	-	-	-	-
DPS	円	48.0	51.0	54.0	54.0	54.0	-	-	-	-	-	-
配当性向	%	68.0	41.6	45.3	-	-	-	-	-	-	-	-
ROE	%	7.5	12.0	11.1	-9.3	-	-	-	-	-	-	-
自己資本比率	%	49.5	49.6	53.9	47.2	-	-	-	-	-	-	-
資産合計	百万円	49,259	55,376	50,440	49,863	-	47,696	46,310	45,427	49,863	47,212	43,872
流動資産	百万円	37,004	42,513	38,364	37,669	-	36,470	34,406	32,778	37,669	36,029	32,788
現金	百万円	15,600	21,031	16,101	13,528	-	16,350	16,589	14,196	13,528	12,330	15,169
売上債権	百万円	17,697	18,349	15,796	17,496	-	15,357	12,789	12,544	17,496	17,561	12,639
棚卸資産	百万円	564	338	660	480	-	680	493	656	101	355	267
その他	百万円	3,143	2,795	5,807	6,165	-	4,083	4,535	5,382	6,544	5,783	4,713
固定資産	百万円	12,255	12,863	12,075	12,194	-	11,225	11,904	12,649	12,194	11,182	11,083
有形固定資産	百万円	1,276	1,290	1,515	1,908	-	624	633	580	1,908	1,879	1,846
無形固定資産	百万円	5,462	4,689	3,975	2,168	-	4,080	3,925	3,793	2,168	2,117	2,061
投資その他資産	百万円	5,516	6,883	6,584	8,117	-	6,520	7,345	8,275	8,117	7,185	7,175
負債合計	百万円	24,705	27,619	22,969	26,030	-	22,006	20,288	20,421	26,030	23,226	19,500
流動負債	百万円	23,287	26,280	21,841	25,704	-	21,292	19,350	19,467	25,704	22,919	19,195
仕入債務	百万円	16,655	16,899	14,855	15,543	-	14,022	11,695	11,795	15,543	15,217	10,654
短期有利子負債	百万円	19	0	147	0	-	0	0	0	0	0	0
未払法人税等	百万円	-	1,356	0	535	-	0	10	0	535	396	565
その他	百万円	6,613	8,025	6,839	9,626	-	7,270	7,645	7,672	9,626	7,306	7,976
固定負債	百万円	1,417	1,339	1,127	325	-	714	937	954	325	307	304
長期有利子負債	百万円	180	63	0	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	百万円	1,237	1,276	1,127	325	-	714	937	954	325	307	304
純資産合計	百万円	24,553	27,757	27,471	23,833	-	25,689	26,022	25,005	23,833	23,985	24,371
株主資本	百万円	23,924	26,002	26,689	22,985	-	24,739	24,823	23,806	22,985	23,205	23,465
その他の包括利益累計額	百万円	452	1,441	498	549	-	613	853	945	549	555	681
新株予約権	百万円	7	122	75	66	-	75	75	71	66	0	3
非支配株主持分	百万円	170	190	207	231	-	260	269	182	231	224	219
営業CF	百万円	1,883	7,102	-1,886	1,739	-	-	-	-	-	-	-
税引前利益	百万円	3,055	5,151	4,698	-2,105	-	-	-	-	-	-	-
償却費計	百万円	1,073	1,173	1,077	931	-	-	-	-	-	-	-
運転資本の増減額	百万円	-849	-182	187	-833	-	-	-	-	-	-	-
その他の増減額	百万円	506	1,457	-4,548	3,783	-	-	-	-	-	-	-
法人税等支払額	百万円	-1,902	-497	-3,300	-37	-	-	-	-	-	-	-
投資CF	百万円	197	-765	-698	-2,775	-	-	-	-	-	-	-
有形固定資産の増減額	百万円	-97	-436	-490	-154	-	-	-	-	-	-	-
無形固定資産の増減額	百万円	-219	-330	-246	-241	-	-	-	-	-	-	-
その他の増減額	百万円	513	1	38	-2,380	-	-	-	-	-	-	-
FCF	百万円	2,080	6,337	-2,584	-1,036	-	-	-	-	-	-	-
財務CF	百万円	-892	-1,215	-2,504	-1,610	-	-	-	-	-	-	-
有利子負債の増減額	百万円	-243	-171	-46	-133	-	-	-	-	-	-	-
配当金の支払額	百万円	-404	-1,639	-1,355	-1,357	-	-	-	-	-	-	-
エクイティの増減額	百万円	-251	596	-1,054	7	-	-	-	-	-	-	-
その他の増減額	百万円	6	-1	-49	-127	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の換算差額	百万円	-134	308	160	73	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の増減額	百万円	1,054	5,430	-4,929	-2,573	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の期首残高	百万円	14,546	15,600	21,031	16,101	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の期末残高	百万円	15,600	21,031	16,101	13,528	-	-	-	-	-	-	-

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。

四半期損益計算書明細

項目	単位	22/12				23/12				24/12	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
従業員数	人	1,435	1,477	1,501	1,526	1,492	1,592	1,590	1,563	1,414	1,459
役員・正社員	人	1,332	1,357	1,376	1,387	1,397	1,476	1,462	1,434	1,321	1,354
アルバイト	人	103	120	125	139	95	116	128	129	93	105
年間離職率	%	10.3	11.7	10.5	9.8	9.4	7.8	7.9	8.7	10.2	11.1
取扱高											
デジタルマーケティング	mn	30,408	23,386	25,323	28,436	26,749	24,974	24,158	30,051	27,718	23,160
YoY	%	-4.8	-10.3	-4.6	-9.4	-12.0	6.8	-4.6	5.7	3.6	-7.3
運用型	mn	18,279	15,390	16,250	18,461	18,346	18,875	18,411	21,958	22,110	18,593
YoY	%	23.4	3.6	8.1	0.3	0.4	22.6	13.3	18.9	20.5	-1.5
予約型	mn	12,190	8,684	9,666	11,223	9,960	8,512	8,100	10,331	9,272	7,950
YoY	%	-25.0	-19.5	-18.3	-16.6	-18.3	-2.0	-16.2	-7.9	-6.9	-6.6
その他/セグメント相殺	mn	-61	-688	-593	-1,248	-1,557	-2,413	-2,353	-2,238	-3,664	-3,383
直販	mn	3,662	3,754	4,244	4,456	5,031	5,803	5,627	6,890	6,306	6,399
YoY	%	60.8	78.0	45.0	64.2	37.4	54.6	32.6	54.6	25.3	10.3
代理店	mn	26,676	19,592	20,912	23,828	21,754	19,282	18,426	22,583	21,374	17,036
YoY	%	-9.1	-18.5	-10.5	-15.9	-18.5	-1.6	-11.9	-5.2	-1.7	-11.6
その他/セグメント相殺	mn	70	40	167	152	-36	-111	105	578	38	-275
直販比率	%	12.0	16.1	16.8	15.7	18.8	23.2	23.3	22.9	22.8	27.6
売上高	mn	6,976	6,200	6,288	6,476	6,437	5,625	5,569	6,480	6,196	5,582
YoY	%	7.6	0.9	7.8	-12.0	-7.7	-9.3	-11.4	0.1	-3.7	-0.8
デジタルマーケティング	mn	5,401	4,407	4,532	4,537	4,685	3,769	3,876	4,630	4,373	3,642
YoY	%	11.4	-1.8	6.9	-18.6	-13.3	-14.5	-14.5	2.0	-6.7	-3.4
テイクレート	%	17.8	18.8	17.9	16.0	17.5	15.1	16.0	15.4	15.8	15.7
旧マーケティングソリューション*	mn	3,357	2,708	2,645	3,002	-	-	-	-	-	-
旧メディアコミュニケーション	mn	3,132	2,453	2,397	2,698	-	-	-	-	-	-
旧デジタルマーケティング	mn	635	631	733	839	-	-	-	-	-	-
旧その他/セグメント内消去	mn	-410	-376	-485	-535	-	-	-	-	-	-
旧アドプラットフォーム*	mn	1,967	1,645	1,839	1,636	-	-	-	-	-	-
旧運用型広告プラットフォーム	mn	1,397	1,238	1,378	1,399	-	-	-	-	-	-
旧メディア支援サービス	mn	643	575	628	656	-	-	-	-	-	-
旧その他/セグメント内消去	mn	-73	-168	-167	-419	-	-	-	-	-	-
インターネット関連サービス	mn	1,583	1,810	1,752	1,953	1,755	1,863	1,707	1,858	1,832	1,967
YoY	%	-3.2	9.2	9.3	9.4	10.9	2.9	-2.6	-4.9	4.4	5.6
旧メディア・ソリューション	mn	1,358	1,248	1,284	1,293	1,339	1,150	1,213	1,414	1,378	1,283
旧EC/ゲーム/人材	mn	448	748	643	673	589	833	634	670	616	841
旧その他/セグメント内消去	mn	-203	-171	-158	13	-173	-120	-140	-226	-162	-157
調整額	mn	-7	-18	3	-14	-3	-7	-15	-9	-10	-28
売上原価	mn	735	615	681	720	715	681	652	583	618	547
% of Sales	%	10.5	9.9	10.8	11.1	11.1	12.1	11.7	9.0	10.0	9.8
売上総利益	mn	6,241	5,584	5,608	5,756	5,722	4,944	4,916	5,898	5,577	5,036
% of Sales	%	89.5	90.1	89.2	88.9	88.9	87.9	88.3	91.0	90.0	90.2
販管費	mn	4,699	5,350	5,328	5,394	5,095	5,339	4,874	4,870	4,592	4,903
% of Gross profit	%	75.3	95.8	95.0	93.7	89.0	108.0	99.1	82.6	82.3	97.4
人件費	mn	2,339	2,512	2,545	2,538	2,605	2,738	2,702	2,602	2,471	2,494
% of Gross profit	%	37.5	45.0	45.4	44.1	45.5	55.4	55.0	44.1	44.3	49.5
広告宣伝費	mn	522	787	734	697	397	505	315	255	232	322
% of Gross profit	%	8.4	14.1	13.1	12.1	6.9	10.2	6.4	4.3	4.2	6.4
システム関連費	mn	650	662	705	751	680	673	654	701	671	695
% of Gross profit	%	10.4	11.9	12.6	13.0	11.9	13.6	13.3	11.9	12.0	13.8
外注費	mn	350	417	462	516	493	492	443	463	388	384
% of Gross profit	%	5.6	7.5	8.2	9.0	8.6	10.0	9.0	7.9	7.0	7.6
決算インセンティブ	mn	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% of Gross profit	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	mn	838	972	882	892	920	931	760	849	746	923
% of Gross profit	%	13.4	17.4	15.7	15.5	16.1	18.8	15.5	14.4	13.4	18.3
営業利益	mn	1,541	235	280	362	626	-395	43	1,027	985	133
% of Sales	%	22.1	3.8	4.5	5.6	9.7	-7.0	0.8	15.8	15.9	2.4
デジタルマーケティング	mn	1,708	457	580	622	654	-400	156	956	856	19
% of Segment sales	%	31.6	10.4	12.8	13.7	14.0	-10.6	4.0	20.6	19.6	0.5
旧マーケティングソリューション*	mn	1,098	161	201	523	-	-	-	-	-	-
旧アドプラットフォーム*	mn	603	293	376	94	-	-	-	-	-	-
インターネット関連サービス	mn	-16	-73	-152	-112	129	163	43	228	213	197
% of Segment sales	%	-1.0	-4.0	-8.7	-5.7	7.4	8.7	2.5	12.3	11.6	10.0
無形資産及びのれん償却費等	mn	-151	-149	-148	-148	-157	-158	-156	-157	-84	-84
決算インセンティブ	mn	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA*	mn	3,174	896	748	1,273	84	249	-158	987	1,353	638
% of Sales	%	45.5	14.5	11.9	19.7	1.3	4.4	-2.8	15.2	21.8	11.4

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。

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