

AViC | 9554

東証グロース

バリュエーションの調整が進んだ

～トップライン成長の再加速タイミングを見定めたい～

サマリー

・決算概要

5月15日、23/9期2Q決算が発表された。10～3月期は、売上高が前年同期比30.1%増の7.3億円と伸長した一方、営業利益は同5.1%減の1.4億円とほぼ横ばい圏の推移に留まった。クライアント全体の一定割合を占めるスタートアップ系企業の一部で、昨今のVC調達環境の悪化を受け離反・予算減額が発生した上、採用・ベースアップに伴う人件費増が先行した。一方、営業リード数やクライアント数は足元回復傾向にあり、上記影響の3Q以降の埋め戻し動向を注視したい。

・成長戦略

1人当たり取扱高は前年同期と比較するとやや低下したものの高水準を維持、社員数は堅調な増加が確認できた。業務に精通したオンボーディング人材も、前年同期と比較して10名純増の41名に拡大しており、新規クライアント獲得に伴う再成長加速局面に向け、着実に素地を固めていると言えよう。23年1月1日にはoverflow社のSEOコンサルティング事業を取得しAViCとしての同事業のクライアント基盤やノウハウを強化、また2Q決算時には動画広告ツール「Cre Tech Force」の第一弾として分析機能の提供開始した旨を発表している。中期的な業容拡大に向けた動きとして注目出来よう。

・バリュエーション

1Q決算前の2月7日に上場来高値を更新したものの、その後2度の四半期決算発表を受け株価は低迷、足元は上場来安値圏で推移している。一過性特需があった22/9期4Qと比較した収益水準の1段の切り下がりや、23/9期ガイダンス未達リスクが意識されているものと推察する。また、広告業界全体として成長鈍化又は低迷局面にあり、業界全体としてバリュエーション調整が進んでいることも一因と考えられる。ただし、同社の会社1期計画P/Eは足元16倍水準まで調整が進んでおり、同業他社の単純平均P/E30倍前後と比較すると相対低位な評価に甘んじていると見られる。収益再加速のビジビリティが増せば再評価が進む可能性があり、定点観測が肝要と考えている。

決算期	Gross 売上高 (百万円)	YoY (%)	Net 売上高 (百万円)	YoY (%)	経常利益 (百万円)	YoY (%)	当期 純利益 (百万円)	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
2018/9	38	-	38	-	3	-	2	-	-	0.0
2019/9	236	521.0	151	295.6	-9	-	-2	-	-	0.0
2020/9	697	194.8	432	186.7	122	-	86	-	16.3	0.0
2021/9	1,330	90.9	687	59.3	112	-8.7	79	-8.8	14.2	0.0
2022/9	3,401	155.7	1,246	81.3	305	173.3	226	187.2	40.5	0.0
2023/9CE	4,652	36.8	1,711	37.3	419	37.4	310	37.2	54.5	0.0
2022/9 2Q累	1,420	-	561	-	148	-	103	-	18.6	-
2023/9 2Q累	1,992	40.3	730	30.1	143	-3.2	105	2.1	18.4	-

出所：同社IR資料より SIR作成

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。

2Q Follow up



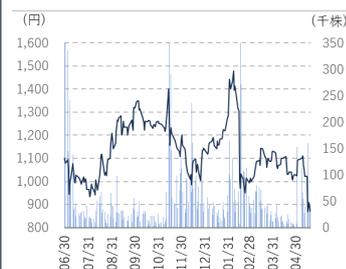
注目点：

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 (5/19)	871
年初来高値 (2/7)	1,478
年初来安値 (5/19)	871
10年間高値 (23/2/7)	1,478
10年間安値 (23/5/19)	871
発行済株式数(千株)	5,693
時価総額(百万円)	5,029
EV(百万円)	4,419
自己資本比率(3/31)	55.4%
23/9 PER (会予)	15.98x
22/9 PBR (実績)	5.84x
22/9 ROE (実績)	43.1%
23/9 DY (会予)	0.00%

上場来株価・出来高



出所：SPEEDA

アナリスト
長谷川翔平research@sessapartners.co.jp

決算概要

23/9期2Q：一部の離反・予算減額顧客の埋め戻し動向を注視

5月15日、23/9期2Q決算が発表された。1～3月期は、売上高が前年同期比29.4%増の4.0億円、営業利益が同0.2%増の0.9億円だった。リスティング・ディスプレイ・インフォード広告を中心に運用支援するインターネット広告事業の売上高が同47.3%増の2.7億円と堅調に伸びた一方、採用・ベースアップに伴う人件費増が先行し、利益ベースでは横ばい圏の推移に留まった。昨今のVC調達環境の悪化を受け、当社クライアントの一定割合を占めるスタートアップ系クライアントの一部で離反・予算減額が発生したことも伸び悩みの一因である。

2Q累計業績の計画進捗率は、売上高が42.7%、営業利益が34.2%とやや弱く見える。規模拡大期故に一定程度は下期偏重予算であると見込まれるが、期初計画達成には上記の離反・予算減額影響の埋め戻しが必要だろう。四半期別のクライアント数の推移を見ると、22年12月末はQoQ-5.3%と減少した一方、23年3月末は同23.6%増となり、6月末は同12.4%増と更に伸長することが見込まれている。また、1～3月期の営業リード数はYoY180.6%増とリカバリーに向け順調の様相である。これら先行指標が収益に本格寄与するには更に1四半期前後を要するだろうが、再度の成長加速に向けた材料として注目したい。なお、当社は従業員給与等につき、具体的な執行案件に紐づく工数相当分は原価算入、新規クライアントの獲得などの販売活動に紐づく工数相当分は販管費に按分している。通期計画に対する販管費消化率が高いが、これは新規クライアントの獲得に注力し当初計画以上に販管費算入される人件費が増加したことが主因である。ミスリードを避けるため、基本的には売上原価と販管費を合算した営業費用及びその内訳をモニタリングするのが適切だろう。

AViCの四半期業績表

項目 (百万円)	22/9				23/9		22/9	23/9 CE
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	Full Year	Full Year
取扱高	604	818	826	1,153	943	1,049	3,401	4,652
YoY, %	134.1	162.5	157.3	162.5	56.2	28.3	155.7	36.8
売上高	255	306	313	371	334	397	1,246	1,711
YoY, %	86.9	74.6	77.4	88.2	31.0	29.6	81.3	37.3
インターネット広告	153	182	201	261	237	268	798	1,187
YoY, %	163.8	117.0	104.9	137.2	54.8	47.3	126.8	48.7
SEOコンサルティング	101	124	122	110	97	128	447	524
YoY, %	29.1	35.6	55.8	26.5	-4.0	3.5	33.5	17.1
売上原価+販管費	194	215	242	277	281	306	929	1,292
% of Sales	75.9	70.3	77.4	74.5	84.2	77.1	74.6	75.5
人件費	77	82	97	105	115	128	361	-
% of Sales	30.1	26.7	31.1	28.4	34.4	32.3	29.0	-
外注費	75	85	88	112	99	118	360	-
% of Sales	29.6	27.9	28.0	30.1	29.6	29.8	28.9	-
採用教育費	8	14	17	8	13	12	47	-
% of Sales	3.2	4.6	5.4	2.0	3.9	3.0	3.8	-
支払報酬料	13	12	12	18	22	16	56	-
% of Sales	5.2	4.0	3.8	4.9	6.6	4.0	4.5	-
その他	20	22	28	34	32	29	106	-
% of Sales	7.8	7.1	9.1	9.0	9.7	7.3	8.5	-
営業利益	60	90	71	95	53	91	316	419
% of Sales	23.5	29.4	22.6	25.5	15.8	22.9	25.4	24.5

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：一部項目は千円単位開示の四捨五入値と百万円単位の切り捨て数値が混在しており、実態と比較して端数差異があり得る点に留意されたい。

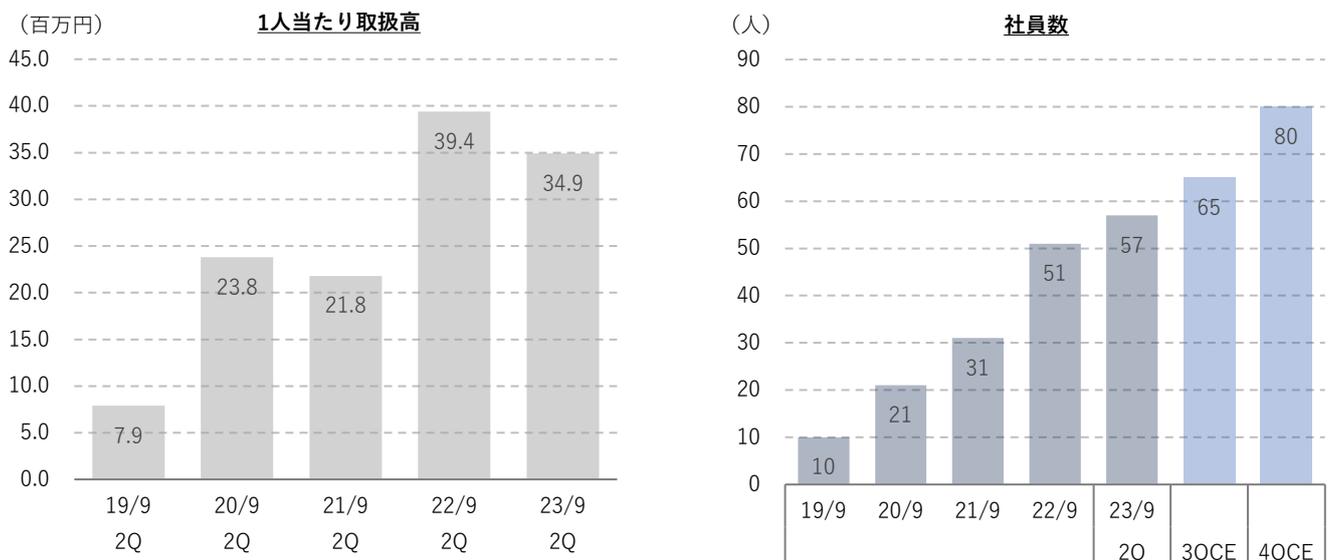
成長戦略

生産性は高水準維持、動画広告領域に進展

当社事業はある程度労働集約型ビジネスのため、社員数の確保及び効率的な教育（≒生産性の維持・向上）が一つの重要指標である。以下グラフの通り、1人当たり取扱高は前年同期と比較すると多少落ち込んではいるものの高水準を維持、社員数も着実に拡大している。6月末見込み値で社員数は65名であり、期初計画の80名（4Q末）と比較すると若干ビハインド気味ではあるが、採用要件に合致する人材を焦らず着実に増強していく方針である。

メンターを必要とせず、逆に未経験メンバーのメンターを担えるほど成熟したオンボーディング人材は、22年3月末の31名に対し23年3月末は41名（+32.3%）と着実に増加している。同社は、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を言語化した独自の評価項目を備え、また組織的に高頻度のPDCAを回し未経験メンバーを早期にオンボーディング人材化するための独自システム「イネーブルメント・プロジェクト」を推進している。新規クライアント獲得・再成長加速に向けた地盤固めを着実に推し進めていると言えよう。

AViCの1人当たり取扱高と社員数の推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

注：1人当たり取扱高は、2Q累計取扱高を2Q末人員数で除算した値である。また3Q末社員数は2Q末時点における会社見込値、4Q末社員数は会社の期初計画値である。

また今回、動画広告に対するアプローチに進展が見られた。動画広告の分析・プランニング・制作を最新AI技術を駆使して高精度に行うことを目論み開発中だった「Cre Tech Force」につき、第一弾として分析機能の提供が開始された。マクロ的な成長が著しく、また広義の広告代理店としての付加価値を高めるために重要と見て、YouTuber事務所UUUM（3990）との資本業務提携を含め、従前より強化していた事業領域である。インターネット広告の更なる収益拡大を牽引し得る要素であり、今後の施策動向を注視したい。

なお、23年1月1日を効力発生日に、株式会社overflowのSEOコンサルティング事業を4,000万円で取得している。AViCのSEOコンサルティング事業はインターネット広告事業と比較すると伸び悩みが見られていたが、同社のクライアント基盤や事業運営ノウハウを取り込むことで、同事業の成長加速やインターネット広告とのより一層のシナジー創出を図る目論見である。

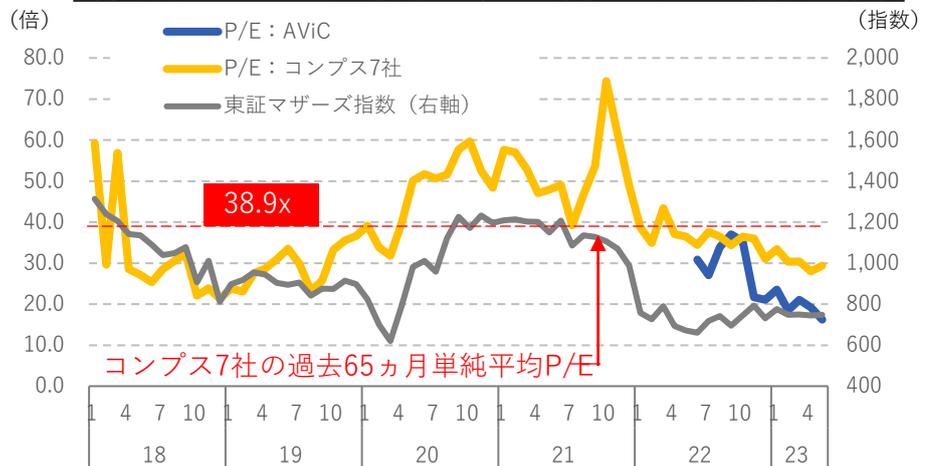
バリュエーション

過去2四半期の決算を経てP/E水準は相当に調整が進んでいる

1Q決算発表前の2月7日に上場来高値の1,478円を付けたが、1Q及び2Q決算翌日にそれぞれ10~20%株価下落し、足元は900円を割る水準となっている。1Q決算時は、一部クライアントが4Qに大型広告投資を実施したことの反動減からQoQ減収減益となったこと、2Q決算時は、QoQで増収増益は見られたものの力強さは今ひとつでガイダンス未達リスクが意識されたことが悪材料視された可能性がある。

ただし、相応にバリュエーション調整が進んだ点や、営業リード数・クライアント数といった先行指標では再成長が見え始めている点から、23/9期の進捗又は24/9期ガイダンス次第で再評価が進み得る状況にある点は念頭に置いておくべきと考える。広告業界はクライアント側の予算見直しの煽りを受け短期的に業績が伸び悩む局面にあり、コンプス企業群のP/E水準も1年前と比較すれば2-3割低い評価が付されている。とは言え、以下グラフの通り同業他社の単純平均P/E30倍程度に対して、AViCは16倍前後まで調整が進んでおり相対低位な評価に甘んじていると言える。

同社及びコンプス企業群のP/Eと東証マザーズ指数の推移



同社及びコンプス7社のバリュエーションシート

コード	企業名	決算月	株価 (5/19)	時価総額 (5/19)	P/E			PBR 直近通期	Net Cash 直近通期	経常利益		経常増益率	
					FY21	FY22E	FY23E			FY21	FY22E	FY21	FY22E
-	-	-	円	百万円			倍	倍	百万円	百万円		%	
9554	AViC	9月	871	5,029	61.3	21.5	16.0	7.00	683	112	-8.7	173.3	37.4
-	セクター単純平均	-	-	-	33.5	23.4	29.5	5.43	-	-	-	-	-
4293	セプテーニ・ホールディングス	9月	369	77,888	17.9	12.1	-	1.23	12,406*	3,796	54.8	54.2	-
4499	Speee	9月	1,697	17,626	20.4	16.0	46.4	2.92	4,851	1,191	76.7	33.4	-41.2
4751	サイバーエージェント	9月	1,104	558,705	13.4	22.3	31.9	3.87	139,675	104,694	209.2	-33.7	-35.2
6533	Orchestra Holdings	12月	1,214	11,915	15.7	13.9	11.9	2.30	1,308	1,286	88.3	8.9	17.1
7069	サイバー・パス	9月	1,425	5,682	-72.9	64.3	27.8	2.90	-	4	-98.0	4,175.0	133.9
7095	Macbee Planet	4月	17,380	61,978	72.5	40.3	-	20.68	1,053	1,233	57.1	66.3	-
9246	プロジェクトカンパニー	12月	4,265	24,580	61.3	35.8	29.3	8.77	1,552	502	195.3	88.8	32.9

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	FY22E	FY21	FY22	FY21	FY22	FY21	FY22E	1期計画
-	-	-		%		%		回		%		%	%
9554	AViC	9月	26.2	43.1	16.2	24.5	1.23	1.19	52.8	48.7	0.0	0.0	0.00
-	セクター単純平均	-	26.4	19.5	11.8	13.5	1.73	1.27	54.9	59.8	5.7	7.7	0.30
4293	セプテーニ・ホールディングス	9月	15.2	14.1	17.8	20.3	0.56	0.44	43.9	70.7	16.5	15.1	0.00
4499	Speee	9月	18.9	20.1	9.4	14.1	1.70	1.36	63.7	66.6	0.0	0.0	0.00
4751	サイバーエージェント	9月	38.1	17.7	15.7	9.8	2.07	1.85	33.7	37.6	13.4	28.3	1.36
6533	Orchestra Holdings	12月	24.7	18.0	7.7	13.5	2.18	0.94	40.9	45.4	10.3	10.3	0.74
7069	サイバー・パス	9月	-3.9	4.6	0.1	4.0	1.38	1.77	80.8	73.4	0.0	0.0	0.00
7095	Macbee Planet	4月	33.5	-	8.5	10.8	3.12	-	46.2	-	0.0	0.0	0.00
9246	プロジェクトカンパニー	12月	28.0	27.7	23.5	21.8	1.11	1.23	75.0	65.1	0.0	0.0	0.00

出所：各社IR資料、SPEEDAよりSIR作成

注：Macbee Planet以外の各社FY22データは実績値である。セプテーニ・ホールディングスはIFRS会計のため経常利益の代わりにNo-GAAP営業利益を参照している。また、AViC、Speee、Orchestra HoldingsはFY22より収益認識に関する会計基準の適用影響で売上高がGross計上からNet計上に変更されており、資産回転率や経常利益率がテクニカルに変化している点に留意されたい。サイバーエージェントの会社計画値はレンジ提示のため、上限下限平均値を用いて各種指標を算出している。

AViCの業績表

決算期 百万円、%	2018/9 実績	2019/9 実績	2020/9 実績	2021/9 実績	2022/9 実績	2023/9 会予	2022/9				2023/9	
							1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
Gross売上高(取扱高)	38	236	697	1,330	3,401	4,652	604	818	826	1,153	943	1,049
YOY	239.9	521.0	194.8	90.9	155.7	36.8	134.1	162.5	157.3	162.5	56.2	28.3
Net売上高	38	151	432	687	1,246	1,711	255	306	313	371	334	397
YOY	239.9	295.6	186.7	59.3	81.3	37.3	86.9	74.6	77.4	88.2	31.0	29.6
インターネット広告	-	-	239	352	798	1,187	153	182	201	261	237	268
YOY	-	-	-	47.3	126.8	48.7	163.8	117.0	104.9	137.2	54.8	47.3
SEOコンサルティング	-	-	193	335	447	524	101	124	122	110	97	128
YOY	-	-	-	74	33	17	29	36	56	27	-4	4
売上原価(媒体費除く)	-	-	142	323	585	897	123	139	146	177	158	184
売上高比率	-	-	33.0	47.0	46.9	52.4	48.0	45.4	46.7	47.7	47.4	46.3
販売費及び一般管理費	-	-	169	244	345	395	71	76	96	100	123	122
売上高比率	-	-	39.2	35.5	27.7	23.1	27.8	24.8	30.7	26.8	36.8	30.9
売上原価+販管費	-	-	312	567	929	1,292	194	215	242	277	281	306
売上高比率	-	-	72.2	82.5	74.6	75.5	75.9	70.3	77.4	74.5	84.2	77.1
人件費	-	-	-	-	361	-	77	82	97	105	115	128
売上高比率	-	-	-	-	29.0	-	30.1	26.7	31.1	28.4	34.4	32.3
外注費	-	-	-	-	360	-	75	85	88	112	99	118
売上高比率	-	-	-	-	28.9	-	29.6	27.9	28.0	30.1	29.6	29.8
採用教育費	-	-	-	-	47	-	8	14	17	8	13	12
売上高比率	-	-	-	-	3.8	-	3.2	4.6	5.4	2.0	3.9	3.0
支払報酬料	-	-	-	-	56	-	13	12	12	18	22	16
売上高比率	-	-	-	-	4.5	-	5.2	4.0	3.8	4.9	6.6	4.0
その他	-	-	-	-	106	-	20	22	28	34	32	29
売上高比率	-	-	-	-	8.5	-	7.8	7.1	9.1	9.0	9.7	7.3
営業利益	-	-	120	120	316	419	60	90	71	95	53	91
売上高比率	-	-	27.8	17.5	25.4	24.5	23.5	29.4	22.6	25.5	15.8	22.9
経常利益	3	-9	122	112	305	419	-	-	58	98	53	90
売上高比率	8.0	-3.7	17.6	8.4	24.5	24.5	-	-	18.7	26.4	16.0	22.8
税金等調整前当期純利益	-	-	122	112	306	-	-	-	58	99	53	90
法人税等合計	-	-	35.9	32.9	79.9	-	-	-	17.9	16.5	14.1	24.5
実効税率	-	-	29.3	29.5	26.1	-	-	-	30.6	16.6	26.4	27.1
当期純利益	2	-2	86	79	226	310	-	-	41	83	39	66
EPS(円)	0.42	-0.43	16.30	14.21	40.54	54.51	-	-	7.31	14.61	6.90	11.51
BPS(円)	2.5	7.6	47.2	61.4	124.4	-	-	-	-	-	-	-
DPS(円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-	-
配当性向(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	57.2	26.2	43.1	-	-	-	-	-	-	-
自己資本比率(%)	46.7	33.9	55.0	52.8	48.7	-	-	-	-	-	-	-
設備投資(百万円)	-	-	-	51.26	2,843	-	-	-	-	-	-	-
従業員数(人)	5	10	21	31	54	80	-	-	-	-	51	57
資産合計	27	118	476	645	1,456	-	-	937	1,109	1,456	1,237	1,553
現預金	-	-	330	329	724	-	-	407	644	724	568	771
売上債権	-	-	90	228	565	-	-	404	330	565	370	462
負債合計	14	78	211	301	743	-	-	488	478	743	479	689
仕入債務	-	-	44	145	442	-	-	183	169	442	316	349
有利子負債	-	-	54	62	41	-	-	25	25	25	25	38
純資産合計	12	40	265	344	713	-	-	449	630	713	758	864
自己資本	-	-	262	340	708	-	-	444	625	708	753	861
営業キャッシュフロー	-	-	171	15	324	-	-	-	-	-	-	-
投資キャッシュフロー	-	-	-28	-26	-34	-	-	-	-	-	-	-
フリーキャッシュフロー	-	-	144	-10	291	-	-	-	-	-	-	-
財務キャッシュフロー	-	-	146	9	105	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の増減額	-	-	290	-1	396	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の期首残高	-	-	40	330	329	-	-	-	-	-	-	-
現金同等物の期末残高	-	-	330	329	724	-	-	-	-	-	-	-

出所：同社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