

# トライステージ (2178 東証マザーズ)

発行日: 2012/6/20  
調査日: 2012/4/18  
調査方法: 企業訪問

## テレビショッピング企業にメディア放送枠やノウハウを提供

### > 要旨

#### ◆ 地上波放送のテレビショッピング枠ではトップシェアを確保

- ・同社はテレビショッピングを行う企業に対して、テレビ放送枠の販売をメインに番組企画やコールセンターの手配など、テレビショッピングに必要なソリューションをワンストップで提供している。
- ・今後は、メディア媒体をインターネットにも広げるほか、顧客企業のリピーター確保に向けた CRM ビジネスにも進出し、中国などのアジア展開でビジネスポートフォリオを拡充する方針である。

#### ◆ 2012年2月期決算は2期連続の営業減益

- ・2012年2月期決算は売上高が前期比7.3%減の348.1億円、営業利益は同38.6%減の19.7億円、当期純利益は同39.9%減の11.4億円となった。主な減収要因は、テレビCM枠やBS番組枠などのメディア仕入れに苦戦し、顧客企業へのメディア枠販売が落ち込んだため。利益面では売上高の減少に加え、事業強化に伴う人員増などが収益を圧迫した。

### > 投資判断

#### ◆ 2015年2月期を最終年度とした中期経営計画を公表

- ・同社は2015年2月期に売上高500億円を目指す中期経営計画を公表した。この成長戦略は、1) 新業種・新領域クライアントの発掘と育成、2) WEBマーケットへの進出と育成、3) CRMビジネスの創出と育成、4) 海外マーケットへの進出と育成、などで事業ポートフォリオを拡充する構え。
- ・一方、2013年2月期の会社計画は売上高が前期比4.9%減の331.2億円、営業利益は同31.2%減の13.6億円を見込む。13年2月期も12年2月期と同様にテレビCM枠やBS番組枠の価格高止まりから、採算ベースでのメディア仕入れの苦戦が予想されるうえ、上記中期経営計画の成長戦略に対する先行投資が収益を圧迫する見通し。

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は1,170円～1,500円のレンジを想定

- ・2013年2月期は上期の大幅な減収減益見通しから、株価は短期的に下値模索の展開が予想されるものの、中期経営計画に掲げられた成長戦略の具現化で、株価は下げ止まりから下値切上げへのトレンド転換が想定される。
- ・現在の株価バリュエーションから、同社の妥当PER水準を7倍～9倍と仮定すると、アナリストの16年2月期予想EPS166.4円を基にした中長期的な適正株価水準は1,170円～1,500円のレンジが想定される。

業種: サービス業  
アナリスト: 馬目 俊一郎  
+81 (0)3-6858-3216  
manome@holistic-r.org

【主要指標】	2012/6/15
株価(円)	790
発行済株式数(株)	7,543,800
時価総額(百万円)	5,960
上場日	2008/8/7
上場来パフォーマンス	-11.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	5.2	7.1
PBR(倍)	0.7	0.7
配当利回り	2.5%	2.5%
	$\sigma$	$\beta$ 値
リスク指標	76.4%	0.7

#### 【主要KPI(業績指標)】

月次売上高 (前年同月比)	12/2期	13/2期
3月	-6.9%	-7.9%
4月	5.3%	-20.0%
5月	9.1%	-20.3%
6月	5.9%	-
7月	-9.3%	-
8月	-8.6%	-

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	0.3%	-12.9%	-58.7%
対TOPIX	2.3%	-7.0%	-52.2%

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20120615

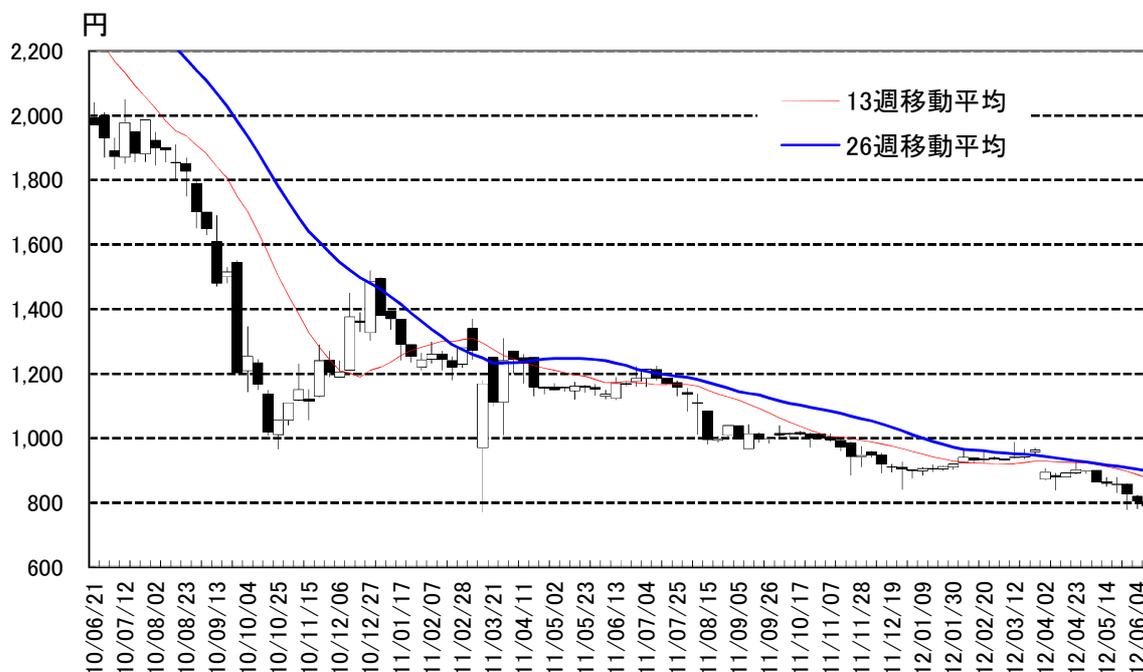
# トライステージ (2178 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/2期 実績	2012/2期 実績	2013/2期 会社予想	2013/2期 予想	2014/2期 予想	2015/2期 予想	2016/2期 予想
売上高	37,572	34,813	33,120	33,200	35,200	38,200	42,200
前年比	9.7%	-7.3%	-4.9%	-4.6%	6.0%	8.5%	10.5%
営業利益	3,224	1,979	1,362	1,420	1,630	1,910	2,130
前年比	-10.9%	-38.6%	-31.2%	-28.2%	14.8%	17.2%	11.5%
経常利益	3,237	1,988	1,362	1,427	1,638	1,918	2,138
前年比	-10.6%	-38.6%	-31.5%	-28.2%	14.8%	17.1%	11.5%
当期純利益	1,908	1,147	790	820	940	1,100	1,230
前年比	-9.5%	-39.9%	-31.1%	-28.5%	14.6%	17.0%	11.8%
期末株主資本	7,396	8,250	—	8,920	9,712	10,635	11,658
発行済株式数(株)	7,525,500	7,543,800	7,543,800	7,543,800	7,543,800	7,543,800	7,543,800
EPS(円)	254.1	153.3	106.9	110.9	127.1	148.8	166.4
配当(円)	20.0	20.0	20.0	20.0	24.0	28.0	30.0
BPS(円)	982.9	1,115.9	—	1,206.5	1,313.6	1,438.4	1,576.7
ROE	29.6%	14.7%	—	9.6%	10.1%	10.8%	11.0%
株価(円)	1,226	940	790	790	—	—	—
PER(倍)	4.8	6.1	7.4	7.1	6.2	5.3	4.7
配当利回り	1.6%	2.1%	2.5%	2.5%	3.0%	3.5%	3.8%
PBR(倍)	1.2	0.8	—	0.7	0.6	0.5	0.5

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

## > 株価パフォーマンス



## 決算サマリー

### > 事業内容

地上波放送のテレビショッピング放送枠ではトップシェアを確保

#### ◆ 地上波放送のテレビショッピング枠ではトップシェアを確保

同社はテレビショッピングを行う企業に対して、テレビ放送枠の販売をメインに番組企画やコールセンターの手配など、テレビショッピングに必要なソリューションをワンストップで提供している。

顧客企業は食品や化粧品などの消費財メーカーのほか、語学教材などのサービス企業が主力。同社はこれら顧客企業に対し、番組放送枠やCM 放送枠などの販売に加え、消費者にアピールする番組企画や広告表現、電話やインターネット等による最適な受注方式の提案、広告効果の検証など、顧客企業のテレビショッピングを総合的に支援する。今後は、メディア媒体をインターネットにも広げるほか、顧客企業のリピーター確保に向けた CRM (顧客管理: Customer Relationship Management) ビジネスにも進出し、中国などのアジア展開でビジネスポートフォリオを拡充する方針である。

### > 決算概要

12年2月期はテレビCM枠の買い負けが響く

#### ◆ 2012年2月期決算は2期連続の営業減益

2012年2月期決算は売上高が前期比7.3%減の348.1億円、営業利益は同38.6%減の19.7億円、当期純利益は同39.9%減の11.4億円となった。

主な減収要因は、テレビCM枠やBS番組枠などの価格高騰でメディア仕入れに苦戦し、顧客企業へのメディア枠販売が落ち込んだためである。なかでもテレビCM市場は、震災によるCM自粛が開けた12年2月期第2四半期頃から活況に転じ、価格が採算ベースを上回ったことから仕入れを手控えざるを得なくなり、広告宣伝費に余裕のある大手消費財メーカーなどのナショナルプレイヤーに「買い負け」状態であった。

利益面では売上高の減少に加え、事業強化に伴う人員増などが収益を圧迫した。

一方、顧客企業数は新業種開拓の取り組み強化で11年2月期末の62社から12年2月期末には77社に増加。顧客属性はメディア仕入れの不調で大口顧客が減少したものの、顧客企業数の増加で中長期的な事業基盤が強化されつつある。

#### ◆ 2012年2月期はアナリストの想定以上に「買い負け」

2012年2月期はメディア仕入れが想定以上に買い負けたことで、業績はアナリスト予想(売上高371.6億円、営業利益27.1億円)を大幅に下回る結果となった。

また、12年2月期下期から取り組んでいるインターネットやラジオ等とのクロスメディアサービスやCRMサービス、海外展開などはスタート間もないこともあり、短期的な収益寄与は困難と考えられる。

> 業績見通し

中期経営計画は事業ポート  
フォリオの拡充に取り組む

◆ 2015年2月期を最終年度とした中期経営計画を公表

同社は2012年2月期決算とともに、15年2月期を最終年度とする中期経営計画を公表した。

売上高目標は12年2月期の348億円から15年2月期には500億円を目指す。この売上高500億円の内訳は、既存事業が12年2月期比52億円増の400億円、新規事業は中期経営計画終盤に向けて100億円の売上高規模を見込む。

同社は中期経営計画の成長戦略として、1) 新業種・新領域クライアントの発掘と育成、2) WEBマーケットへの進出と育成、3) CRMビジネスの創出と育成、4) 海外マーケットへの進出と育成、などを掲げ、これらを達成すべく社内体制強化と資本注入を含む外部との連携を強化する方針である。

◆ 2013年2月期の会社計画は3期連続の営業減益見通し

2013年2月期の会社計画は売上高が前期比4.9%減の331.2億円、営業利益は同31.2%減の13.6億円、当期純利益は同31.1%減の7.9億円を見込む。13年2月期も12年2月期下期と同様にテレビCM枠やBS番組枠の価格高止まりから、採算ベースでのメディア仕入れの苦戦が予想されるうえ、上記中期経営計画の成長戦略に対する先行投資が収益を圧迫する見通し。特に13年2月期上期までは、12年2月期上期のハードルが高く、二桁の減収減益が見込まれる。

◆ アナリストは中長期業績予想を減額修正

アナリストはメディア仕入れの買い負けや中期経営計画における先行投資などを考慮し、前回レポート(2012年12月発行)の業績予想を大幅に減額修正した。主な内容は、2013年2月期が売上高401.4億円→332.0億円、営業利益28.6億円→14.2億円に修正したほか、14年2月期から15年2月期までの業績予想を売上高で約80億円、営業利益は約14億円をそれぞれ減額修正し、新たに16年2月期予想を表記した。

ただし、上記アナリストの業績予想は顧客企業数の積み上げを前提にしており、中期経営計画に掲げられた成長戦略の成果は織り込んでいない。この理由として、

- 1) 新業種・新領域のクライアント発掘は進行しているものの、小口顧客が多く収益面での寄与が小さい。
- 2) WEBマーケット進出とCRMビジネス創出は、これらのノウハウに乏しい同社単独での事業化が困難。
- 3) 海外展開はインドのテレビショッピングチャンネル運営会社への出資・業務提携を公表したが、現段階ではそのポテンシャルが未知数。などが挙げられる。

アナリストは中期経営計画における成長戦略の成果を確認しながら、業績予想を逐次修正する方針である。

## 投資判断

### > 株主還元

#### ◆ 2013年2月期も20円配当を維持する計画

同社の配当政策は、経営成績及び財務状態を勘案しながら決定する方針である。2012年2月期は最終減益ながら20円配当を継続し、13年2月期も最終減益見通しの中でも20円配当(予想配当性向18.7%)を維持する計画である。

また、同社の自己資本比率は、12年2月期で73.2%と厚みを増していることから、中期的には配当性向18%程度の配当が可能と考えられる。

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 株価は短期的に下値模索の展開を想定

株価は2009年10月の高値3,166円(分割調整後)を境にダウントrendに転換し、直近では800円を挟んだ揉み合いを続けている。この要因は、11年2月期からの営業減益でテレビCM枠を重視した同社の事業戦略に対する疑念と、メディア仕入れに頼る事業リスクが認識されたためと推察される。

13年2月期は上期の大幅な減収減益見通しから、株価は短期的に下値模索の展開が予想されるものの、中期経営計画に掲げられた成長戦略の具現化で、株価は下げ止まりから下値切上げへのトレンド転換が想定される。したがって、ボラティティの高いメディア仕入れをカバーする事業ポートフォリオの確立が、中長期的な株価動向をサポートすると考えられる。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は1,170円～1,500円を想定

現在の株価バリュエーションはアナリストの2013年2月期予想PERで7.1倍、同予想PBRは0.7倍の水準まで下落するなど、足元の株価は今期の減収減益見通しを織り込みつつあると考えられる。

前回レポートでは、アナリストの15年2月期予想EPSを基にした適正株価水準を1,810円～2,330円と想定していたが、アナリストは業績予想の減額修正に伴い適正株価水準を以下のように修正している。上述した株価バリュエーションから、同社の妥当PER水準を7倍～9倍と仮定すると、アナリストの16年2月期予想EPS166.4円を基にした中長期的な適正株価水準は1,170円～1,500円のレンジが想定される。

## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

### ■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ $\beta$ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

#### 免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。  
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。  
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。  
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。  
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。  
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます