

トライステージ (2178 東証マザーズ)

顧客企業のテレビ通販事業をワンストップで支援 事業ポートフォリオの拡充で収益源の多様化を模索

> 要旨

◆ 地上波のテレビ通販番組放送枠シェアは業界トップクラス

- ・同社はクライアントのテレビ通販事業に対して、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、テレビ通販に必要なソリューションをワンストップで提供。
- ・同社の主な収入源は、テレビ・ラジオの番組及びCM放送枠販売のほか、顧客企業のテレビ通販収益に応じて受け取るインセンティブで構成。
- ・同社の中期的な成長戦略は、テレビ中心のメディア媒体をWebにも広げ、クライアントのリピーター確保に向けたCRMビジネスにも進出し、アジア地域でのテレビ通販参入で事業ポートフォリオを拡充する方針。

◆ 13年2月期決算は実質74.3%営業減益

- ・13年2月期決算は売上高が338.2億円、営業利益は4.9億円。子会社買収による連結決算移行で前期比較はできないものの、前期比較可能な単体決算はクライアントの出稿量とインセンティブ減少で74.3%営業減益。

> 投資判断

◆ 中期経営計画の数値目標を修正

- ・同社はダイレクトマーケティング事業の苦戦から、13/2期から15/2期に至る中期経営計画の数値目標を減額修正した。
- ・14/2期の会社予想は売上高が前期比9.5%増の370.2億円、営業利益は同67.9%増の8.3億円。売上面では買収したダイレクトメール事業が通年で寄与し、利益面では貸倒引当金の消滅で収益モメンタムが転換。
- ・当センターではダイレクトメール事業の買収で売上高予想を増額するも、ダイレクトマーケティング事業の苦戦から利益予想は減額修正した。

◆ 中長期的な適正株価水準は1,400円～1,900円を想定

- ・同社の妥当株価バリュエーションをPER15倍～20倍と仮定し、これに当センターの17/2期予想EPS95.0円を当てはめると、同社の中長期的な適正株価は1,400円～1,900円のレンジを想定。

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

| 【主要指標】 | 2013/5/10 |
|------------|-----------|
| 株価(円) | 1,145 |
| 発行済株式数(株) | 7,550,100 |
| 時価総額(百万円) | 8,645 |
| 上場日 | 2008/8/7 |
| 上場来パフォーマンス | -2.5% |

| | 前期 | 今期予想 |
|--------|------|------|
| PER(倍) | 34.1 | 17.6 |
| PBR(倍) | 1.0 | 1.0 |
| 配当利回り | 1.7% | 1.7% |

| | σ | β値 |
|-------|-------|------|
| リスク指標 | 36.8% | 0.53 |

【主要KPI(業績指標)】

| クライアント数(ダイレクトマーケティング事業) | |
|-------------------------|-----|
| 2008/2期末 | 38社 |
| 09/2期末 | 44社 |
| 10/2期末 | 50社 |
| 11/2期末 | 62社 |
| 12/2期末 | 77社 |
| 13/2期末 | 84社 |

【株価パフォーマンス】

| | 1カ月 | 3カ月 | 12カ月 |
|--------|------|-------|--------|
| リターン | 5.0% | 18.0% | 36.3% |
| 対TOPIX | 1.1% | -4.9% | -19.0% |

*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20130514

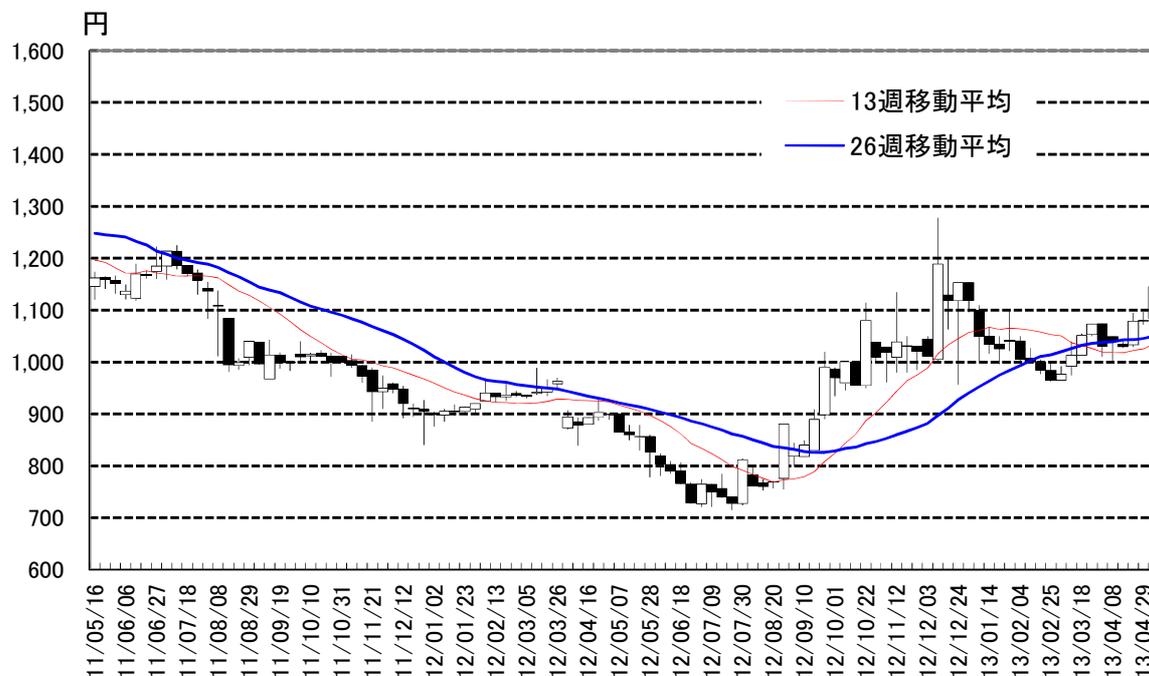
トライステージ (2178 東証マザーズ)

> 収益モデル

| (単位:百万円) | 2012/2期 実績 | 2013/2期 実績 | 2014/2期 会社予想 | 2014/2期 予想 | 2015/2期 予想 | 2016/2期 予想 | 2017/2期 予想 |
|-----------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 売上高 | 34,813 | 33,826 | 37,026 | 37,700 | 40,200 | 42,200 | 45,200 |
| 前年比 | -7.3% | - | 9.5% | 11.5% | 6.6% | 5.0% | 7.1% |
| 営業利益 | 1,979 | 496 | 834 | 920 | 1,020 | 1,120 | 1,320 |
| 前年比 | -38.6% | - | 67.9% | 85.5% | 10.9% | 9.8% | 17.9% |
| 経常利益 | 1,988 | 503 | 803 | 922 | 1,025 | 1,125 | 1,325 |
| 前年比 | -38.6% | - | 59.6% | 83.3% | 11.2% | 9.8% | 17.8% |
| 当期純利益 | 1,147 | 248 | 418 | 482 | 535 | 605 | 705 |
| 前年比 | -39.9% | - | 68.5% | 94.4% | 11.0% | 13.1% | 16.5% |
| 期末株主資本 | 8,250 | 8,356 | - | 8,689 | 9,076 | 9,517 | 10,044 |
| 発行済株式数(株) | 7,543,800 | 7,574,700 | 7,574,700 | 7,574,700 | 7,574,700 | 7,574,700 | 7,574,700 |
| EPS(円) | 153.3 | 33.5 | 56.3 | 64.9 | 72.1 | 81.5 | 95.0 |
| 配当(円) | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 22.0 | 24.0 | 28.0 |
| BPS(円) | 1,115.9 | 1,125.5 | - | 1,170.3 | 1,222.4 | 1,281.9 | 1,352.8 |
| ROE | 14.7% | 3.0% | - | 5.7% | 6.0% | 6.5% | 7.2% |
| 株価(円) | 940 | 970 | 1,145 | 1,145 | - | - | - |
| PER(倍) | 6.1 | 28.9 | 0.0 | 17.6 | 15.9 | 14.1 | 12.1 |
| 配当利回り | 2.1% | 2.1% | 0.0% | 1.7% | 1.9% | 2.1% | 2.4% |
| PBR(倍) | 0.8 | 0.9 | 0.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |

(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

地上波のテレビ通販番組放送枠シェアは業界トップクラス。

◆ クライアントのテレビ通販事業をワンストップで支援

同社はクライアント（顧客企業）のテレビ通販事業に対して、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、テレビ通販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。地上波のテレビ通販番組放送枠シェアは、同社調査で業界トップクラスの25.2%（2012年12月末）を誇る。

クライアント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。同社の主な収入源は、テレビ・ラジオの番組及びCM放送枠販売のほか、クライアントのテレビ通販収益に応じて受け取るインセンティブ（成功報酬）で構成される。

同社の中期的な成長戦略は、テレビ中心のメディア媒体を Web にも広げ、クライアントのリピーター確保に向けた CRM（顧客関係管理：Customer Relationship Management）ビジネスにも進出し、アジア地域でのテレビ通販参入で事業ポートフォリオを拡充する方針である。この方針の下、2012年10月にベトナムの現地パートナー企業と連携によりダイレクトマーケティング支援事業をスタートさせ、同年11月にはDM（ダイレクトメール）発送代行のメールカスタマーセンター社株式の50.2%（議決権割合）を取得。13年6月にはGMOアドパートナーズとの合弁で Web 広告代理店トライズデジタルベース社（持分51.0%）を設立する計画である。

> 決算概要

◆ 13年2月期決算は実質74.3%営業減益

2013年2月期決算は売上高が338.2億円、営業利益は4.9億円。メールカスタマーセンター社買収による連結決算移行で前期比較はできないものの、12年12月公表の会社予想（売上高332.2億円、営業利益2.9億円）を上回る着地となった。

事業セグメント別では既存事業（単体）のダイレクトマーケティング支援事業（以下：ダイレクトマーケティング事業）は売上高が308.1億円、営業利益は5.0億円。買収による新規事業のダイレクトメール発送代行業（同：ダイレクトメール事業）は半期分の寄与で売上高が30.0億円、営業赤字0.1億円であった。

一方、前期比較可能な単体決算（ダイレクトマーケティング事業）は売上高が前期比11.5%減の308.1億円、営業利益は同74.3%減の5.0億円と厳しい内容だった。

売上面ではクライアントの商品サイクルやテレビ通販市場の環境変化等でクライアントの収益性が低迷。これに伴い出稿量が減少し、同社の放送枠販売及びインセンティブも減少した。

利益面では減収要因に加え、事業ポートフォリオ拡大に向けた要員確

保や、一時的な貸倒引当金 4.2 億円計上などのコスト増が収益を圧迫した。

同社の事業モデルの中で、ストック部分に相当するクライアント数は 12/2 期末 77 社から 13/2 期末 84 社に増加したものの、出稿量及びインセンティブの減少で各クライアントは全体的に小型化している。

> 業績見通し

◆ 中期経営計画の数値目標を見直し

同社は中期経営計画 (13/2 期～15/2 期) の折り返しを迎え、既存事業 (ダイレクトマーケティング事業) の苦戦と新規事業の買収等を背景に数値目標を見直した。最終年度の 15/2 期は売上高が 500 億円から 450 億円に下方修正された。その内訳は既存事業が 400 億円から 330 億円に大幅減額の方、新規事業は 100 億円から 120 億へ微増額。既存事業のみ公表の営業利益は、売上高の減額修正で 21 億円から 11 億円に半減された。

◆ 14 年 2 月期の会社予想は収益モメンタムの転換を見込む

14/2 期の会社予想は売上高が前期比 9.5%増の 370.2 億円、営業利益は同 67.9%増の 8.3 億円を見込む。売上面ではダイレクトマーケティング事業の下げ止まりと、買収したダイレクトメール事業の通年寄与を見込む。利益面では 13/2 期の減益要因の一つだった貸倒引当金 4.2 億円の消滅で、収益モメンタムは転換する見通し。

なお、13 年 6 月立ち上げ予定の Web 広告代理店は、この期初会社予想に織り込まれていない模様。

◆ 当センターは中期業績予想を修正

当センターではダイレクトメール事業の買収と、ダイレクトマーケティング事業の事業環境悪化を受け、前回レポート (2012 年 10 月発行) の中長期業績予想を修正した。

この主な修正ポイントは、1) ダイレクトメール事業連結による売上高予想の増額修正、2) ダイレクトマーケティング事業の低迷による利益予想の減額修正、など。

この中で、収益の大部分を稼ぎ出すダイレクトマーケティング事業は、クライアントのヒット商品不足で、出稿とインセンティブの早期回復が見込めない状況が続いていることから、売上高の回復には時間を要すると考えられる。一方、ストック部分の新規クライアント数は順調に積み上げているものの、イニシャルコストとインセンティブのタイムラグが避けられず、新規クライアントの収益寄与は遅れると推察。加えて、番組・CM 放送枠単価などの原価も高止まりしていることか

ら、当センターではダイレクトマーケティング事業の収益性低迷を予想する。

| | 2013/2期 | 14/2期E | | 15/2期E | | 16/2期E | | 17/2期E |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 旧 | 新 | 旧 | 新 | 旧 | 新 | 新 |
| 売上高 | 33,826 | 33,200 | 37,700 | 35,200 | 40,200 | 38,200 | 42,200 | 45,200 |
| 営業利益 | 496 | 1,220 | 920 | 1,350 | 1,020 | 1,480 | 1,120 | 1,320 |
| 経常利益 | 503 | 1,228 | 922 | 1,358 | 1,025 | 1,488 | 1,125 | 1,325 |
| 当期純利益 | 248 | 710 | 482 | 780 | 535 | 860 | 605 | 705 |

出所) 決算短信、予想は当センター

◆ 新規事業のポテンシャルは未知数

同社は既存事業(ダイレクトマーケティング事業)の苦戦が続くなか、新規事業による事業ポートフォリオ拡大で収益源の多様化を目指している。13/2期はベトナムの現地パートナーと連携でダイレクトマーケティング支援をスタートさせ、ダイレクトメール事業を買収。14/2期はGMOアドパートナーズと合弁でWeb広告代理店を立ち上げるなど、海外・CRM・Web分野への参入で事業ポートフォリオを拡大させている。

この中で、海外とWebは事業モデルが明確にされておらず、現段階でそのポテンシャルは未知数と言わざるを得ない。他方、CRMを担うダイレクトメール事業は、低い収益性ゆえに利益寄与は限定的だが、約550社の顧客基盤を有していることから、クライアントの相互活用などでダイレクトマーケティング事業とのシナジーが期待される。

以上から、同社が進める事業ポートフォリオの拡充は、あくまでもダイレクトマーケティング事業のサービスライン追加であって、新規事業の立ち上げで同社の収益モメンタムが大きく変化することは考えにくい。

投資判断

> 株主還元

◆ 株主還元策は配当と株主優待の2本立て

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。13/2期は最終減益でも12/2期と同様に年20円配当を維持し、安定的かつ継続的な株主還元を実施している。

また、12/2期からは1単元(100株)以上の株主に対する株主優待としてクオカードを進呈するなど、株主還元策に厚みを持たせている。同社の自己資本比率は13/2期末で67.8%の水準であり、新規事業育成に向けた資金需要を考慮しても、業績の回復局面では増配の可能性が高いと考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 短期的にはフェアバリュエーションの範囲内と推察

現在の株価バリュエーションは、当センターの14/2期予想PERで17.6倍の水準。上場会社に競合企業が存在しないため、同業他社とのバリュエーション比較はできないものの、新興市場(JASDAQ)平均の今期予想PER24.3倍及び東証二部全銘柄平均の今期予想PER17.5倍に比べると、同社の予想PERはフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。以上を基に、当センターでは同社の妥当株価バリュエーションをPER15倍~20倍と仮定する。

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は1,400円~1,900円を想定

当センターの17/2期予想EPS95.0円に上記妥当株価バリュエーションを当てはめると、同社の中長期的な適正株価は1,400円~1,900円のレンジが想定される。

株式相場の上昇が続くなか、同社の株価は直近で1,000円~1,200円のボックス圏にある。14年2月期は貸倒引当金消滅で営業増益が見込まれるものの、収益モメンタムに08/2期から10/2期のような勢いは感じられず、直近の株価パフォーマンスもTOPIX並で推移している。

同社の株価がボックス圏を切り上げるのは、貸倒引当金消滅が利益に反映される第3四半期決算以降と考えられる。

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

■ σ (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

■ β (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小さいかを示す指標です。ベータ値(β 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ことがあります。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が、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