

|| 企業調査レポート ||

## トライステージ

2178 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年11月29日(水)

執筆：客員アナリスト

**佐藤 譲**

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2018年2月期第2四半期累計業績は増収、営業減益に	01
2. 2018年2月期通期業績は状況が見えてきた段階で発表予定	01
3. グループ収益力の回復を優先し、M&A投資は一旦凍結	02
4. 株主優待も含めた投資利回りは4%台と高水準	02
■ 会社概要	03
1. 事業内容	03
2. ダイレクトマーケティング市場の動向と同社の強み	07
■ 業績動向	09
1. 2018年2月期第2四半期累計業績の概要	09
2. 事業セグメント別動向	10
■ 財務状況	14
■ 今後の見通し	15
1. 2018年2月期の業績見通し	15
2. 中期経営計画の進捗状況と成長戦略	17
■ 株主還元策	19
■ 情報セキュリティ対策	19

## ■ 要約

### 国内外のダイレクトマーケティング市場で M&A を積極活用し、高成長を目指す

トライステージ<2178>は、通販事業者に対して主にテレビ放送番組枠を使ったダイレクトマーケティング支援事業を手掛け、テレビ通販の放送枠では業界トップシェアを握る。子会社で DM 事業を展開するほか、2017年2月期に M&A で東南アジアのダイレクトマーケティング企業 2 社を子会社化するなど海外事業も本格的に立ち上げた。また、2017年3月には国内で Web 広告事業を展開する(株)アドフレックス・コミュニケーションズ(以下、アドフレックス)を子会社化し、テレビ事業や DM 事業とのシナジーを生かした事業展開を進めていく戦略となっている。

#### 1. 2018年2月期第2四半期累計業績は増収、営業減益に

2018年2月期第2四半期累計(2017年3月-8月)の連結業績は、テレビ事業や DM 事業の拡大により売上高が前年同期比 22.5% 増の 27,807 百万円と好調に推移したが、営業利益はテレビ事業の粗利率低下や新規事業となる通販事業の立ち上げ費用等により同 35.6% 減の 553 百万円となった。期初会社計画(売上高 27,014 百万円、営業利益 663 百万円)に対して、売上高は DM 事業の好調で上回ったものの、営業利益はテレビ事業で一部値引き販売等を行ったことが下振れ要因となった。また、持分法適用関連会社である TV Direct Public Company Limited(タイ)の株価が8月末時点で大きく下落したことにより、持分法による投資損失 621 百万円を営業外費用で計上したことで、経常利益は 72 百万円の損失(前年同期は 839 百万円の利益)となった。

#### 2. 2018年2月期通期業績は状況が見えてきた段階で発表予定

2018年2月期通期の業績について今回は修正されなかったが、12月下旬に発表予定の第3四半期決算と合わせて修正発表する可能性が高いと見られる。収益性が悪化したテレビ事業については、レギュラー枠の仕入量を10月以降絞ることで値引き販売を抑制し、粗利率を2017年2月期下期並みに回復させる考えだ。仕入量を絞るため売上高が減少する可能性はあるものの、スポット枠を需要動向に応じて仕入販売していくことで、下期の売上高についても前年同期並みの水準を目指していく。DM 事業については下期も好調を持続するほか、第2四半期より連結対象となった Web 広告のアドフレックスも期初計画どおりの推移が見込まれる。海外子会社については主力商材の販売がピークアウトしたことで、当初の想定を下回っているが、第3四半期以降は日本や韓国の商材を拡販していくほか、広告宣伝費の見直し等を行っていくことで、収益を回復していく方針となっている。

## 要約

### 3. グループ収益力の回復を優先し、M&A 投資は一旦凍結

同社では2018年2月期までの3ヶ年中期経営計画で、100億円の投融資枠を設定し、積極的なM&Aにより事業規模を拡大していく戦略を推進してきた。2017年8月までに53億円の投資を実施し、残り47億円の枠が残っているが、業績が一時的に悪化したこともありM&A投資については一旦凍結し、収益力回復の道筋が見えてきてから再開する意向を示した。中期経営計画の経営目標値（連結売上高555億円、EBITDA（償却前営業利益）24億円、のれん控除前ROE10%）は未達となる可能性が高いが、国内でDM事業やWEB事業が育ってきているほか、海外についても拠点構築は終えるなど、中期的な成長に向けた体制はほぼ整ったと言え、2019年2月期以降の成長が期待される。

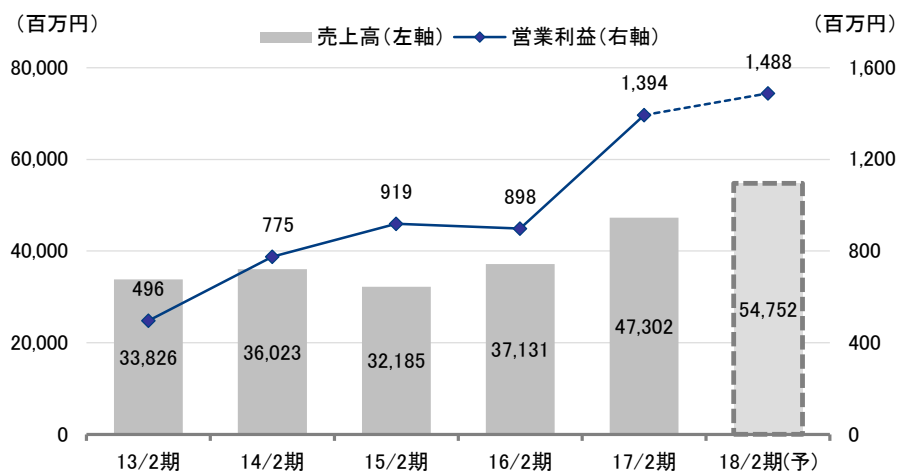
### 4. 株主優待も含めた投資利回りは4%台と高水準

同社は株主還元として配当のほか株主優待を実施している。2018年2月期の1株当たり配当金は前期比実質横ばいの22.50円（配当性向109.0%）としている。また、株主優待については、400株以上2,000株未満の株主に対して1,000円相当、2,000株以上保有の株主に対しては、5,000円相当のQUOカードを年2回（2月末、8月末株主）贈呈している。配当金とQUOカードを合わせた年間投資利回り（400株保有株主）は、現在の株価水準（10月30日終値588円）で計算すると4.7%の水準となる。

#### Key Points

- ・ダイレクトマーケティング支援事業が主力、M&Aにより業容を拡大中
- ・2018年2月期の業績見通しは現在見直し中で、状況の見極めがつき次第発表する予定
- ・M&A投資については一旦凍結し、既存事業の収益力回復を最優先課題に取り組む

連結業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

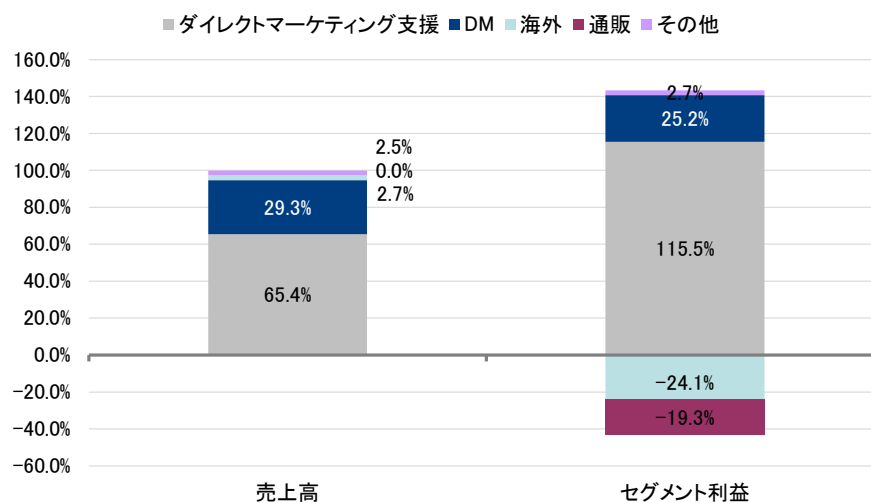
## ■ 会社概要

### ダイレクトマーケティング支援事業が主力、 M&Aにより業容を拡大中

#### 1. 事業内容

同社の事業は「ダイレクトマーケティング支援事業」「DM事業」「海外事業」「その他事業」に加えて、2018年2月期から新たに開始した「通販事業」を加えた5つの事業セグメントで構成されている。2018年2月期第2四半期累計の売上構成比で見ると、「ダイレクトマーケティング支援事業」が65.4%を占めており、次いで「DM事業」が29.3%、「海外事業」が2.7%、「通販事業」が0.0%、「その他事業」が2.5%となる。一方、セグメント利益の構成比で見ると、「ダイレクトマーケティング支援事業」で115.5%、「DM事業」で25.2%、「その他事業」で2.7%となっており、「海外事業」「通販事業」についてはまだ損失を計上している。なお、グループ連結子会社は2017年8月末で7社、持分法適用関連会社1社の構成となっている。

事業別構成比(2018年2月期第2四半期累計)



注：セグメント利益は調整額控除前ベース  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

トライステージ | 2017年11月29日(水)  
 2178 東証マザーズ | <http://www.tri-stage.jp/ir/>

## 会社概要

## 主なグループ会社（事業内容、出資比率）

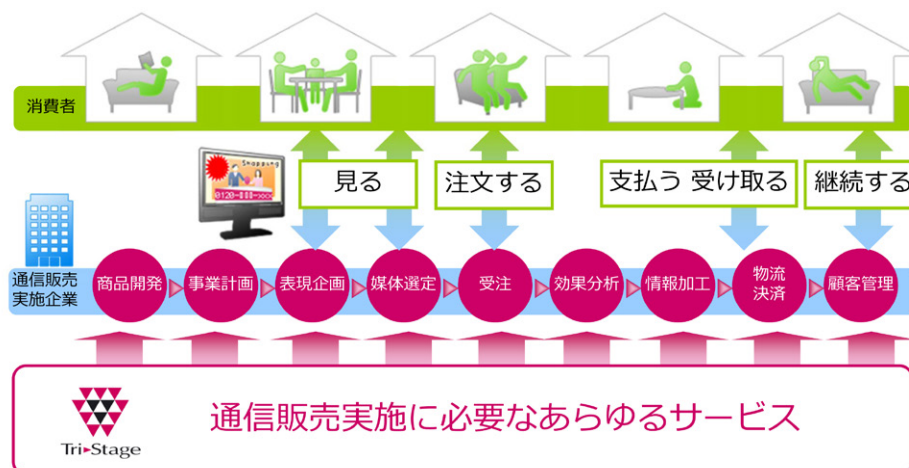
会社名	決算期	出資比率	事業セグメント	事業内容
<b>(連結子会社)</b>				
(株) アドフレックス・コミュニケーションズ	12月	100.0%	WEB	インターネット広告代理店
メールカスタマーセンター(株)	2月	97.1%	DM	ダイレクトメール発送代行
(株) 日本ヘルスケアアドバイザーズ	2月	100.0%	通販	一般用医薬品通信販売
(株) 日本百貨店	2月	100.0%	その他	地域特産品・名産品及び雑貨の仕入販売
JML Singapore Pte. Ltd. (シンガポール)	12月	75.0%	海外	テレビ通販、リテール卸、EC事業等
PT. Merdis International (インドネシア)	12月	74.0%	海外	テレビショッピングチャンネルへの卸売事業
Tri-Stage Merchandising (Thailand) Co., Ltd. (タイ)	12月	100.0%	海外	主に TV Direct への卸
<b>(持分法適用関連会社)</b>				
TV Direct Public Company Limited (タイ)	12月	15.0%	-	テレビ通販、リテール卸、カタログ通販事業等

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## (1) ダイレクトマーケティング支援事業

同社の祖業となるダイレクトマーケティング支援事業では、通販事業者に対して主にテレビ通販番組枠やCM枠の提供、販売戦略のプランニング、番組の制作、商品の受注（コールセンターの斡旋）、放送後の効果分析や物流・決済、顧客管理の支援に至るまで、ダイレクトマーケティング（通信販売）に必要なあらゆるサービスをワンストップで提供している。

## サービス概要（9つのサービス）

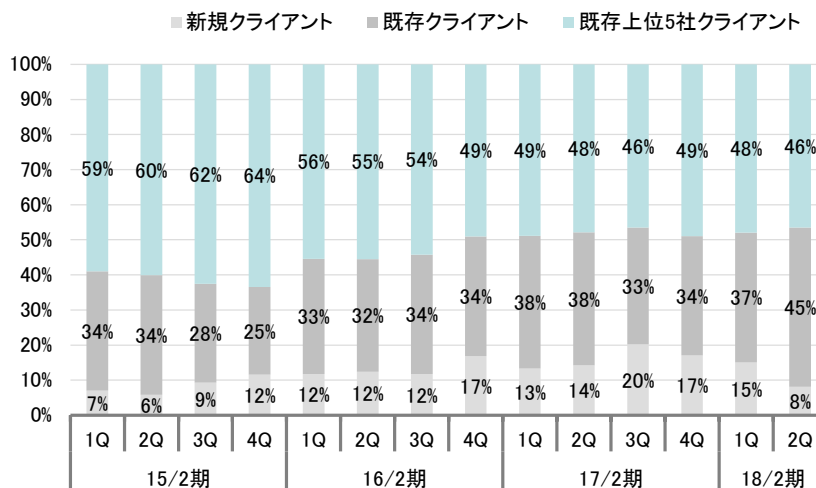


出所：決算説明会資料より掲載

## 会社概要

テレビ通販の放送枠に占める同社のシェアは2割強とトップにあり、媒体別の売上構成比では地上波で約6割、BS放送で約3割、その他(CATV、CS)で1割弱となっている。また、同事業における継続的な顧客数は100社程度で、このうち上位5社で売上高の5割近くを占めている。なかでも主要顧客は(株)富山常備薬グループ、キューサイ(株)の2社で、いずれも売上構成比で10%を超える水準となっている。同社は大手顧客の売上高を維持しつつ、それ以下の既存顧客の育成と新規顧客の開拓により、大手5社の依存度を引き下げることで収益の安定化を図りつつ、売上を拡大していく戦略を推進している。業種別売上構成比で見ると、健康食品が5割、美容(化粧品)が2割、生活雑貨・その他業種が3割となっている。ここ最近では会員誘導型企業(スポーツジムなど)や通信教育サービス企業など新規業種やクライアントの開拓にも注力している。新規クライアント(取引開始後2年以内)の売上高構成比率で見ると、2018年2月期第2四半期(2017年5月-8月)は8%と前四半期の15%から急低下したが、これは比較的規模の大きい新規顧客が2年を経過して2018年2月期第2四半期より既存顧客に組み入れられたことが主因となっている。2015年2月期以降の傾向で見れば、大手5社の構成比が徐々に低下してきており、同社の戦略が着実に進んでいるものと評価される。

## 顧客別売上構成比の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## (2) DM 事業

DM事業は、2012年11月に子会社化したメールカスタマーセンター(株)(以下、MCC)の事業となる。顧客企業が発送するパンフレットやカタログなど軽量物を入れたダイレクトメールの発送代行サービスを主にやっている。顧客企業数は600社を超え、年間の発送通数は2017年2月期で約2億通と直近5年間で2倍に拡大している。日本郵便(日本郵政<6178>)の「ゆうメール」やヤマト運輸(ヤマトホールディングス<9064>)の「クロネコDM便」を利用し、大口割引適用を受けることによって顧客企業の発送コスト削減を実現している。東京本社のほか、札幌、新潟、名古屋、大阪、福岡の6拠点で営業展開を行っている。

発送代行業務のみでは付加価値が低いことから、顧客との直接取引比率の向上(現在は大半が代理店経由)に取り組むほか、上流工程である企画や印刷、発送物の封入作業などの受注獲得を目論んでいる。なお、ダイレクトメール発送代行の業界トップはアド・ダイセンで、同社は第2位になっている。



## 会社概要

**(3) 海外事業**

2017年2月期より新たにセグメント開示した海外事業には、同社の海外事業と2017年2月期第3四半期に子会社化したシンガポールのJML Singapore Pte. Ltd. (以下、JML)、第4四半期に子会社化したインドネシアのPT. Merdis International (以下、Merdis)、2018年2月期第2四半期よりタイで新たに設立したTri-Stage Merchandising (Thailand) Co., Ltd. (以下、TSM) の事業が含まれる。

JMLはシンガポールで主に健康器具や雑貨のテレビ通販事業を展開しているほか、アセアン最大手のスーパーマーケットやドラッグストア等へのリテール卸、EC事業なども行っており、販売国としてはシンガポールのほか2012年に香港、2015年にマレーシアに進出している。

Merdisはインドネシアのテレビショッピングチャンネル向けに、主に韓国の美容・雑貨商品の輸入販売を行っている企業で、2016年12月期の売上高実績は50,896百万ルピアだった。

TSMはタイ国内でテレビ通販市場を含むリテール市場の動向分析を行いながら、日本製商品のマーチャライジングとセールス・マーケティング、ロジスティック業務を行う目的で設立された。当初の商品提供先はタイで最大のテレビ通販事業会社であり、同社の持分法適用関連会社でもあるTV Directとなり、日本製商品だけでなく、Merdisを通じて韓国製商品の卸販売も行う計画となっている。

**(4) 通販事業**

2017年3月より子会社の(株)日本ヘルスケアアドバイザーズ(以下、NHA)で、一般用漢方製剤の通信販売事業を開始している。取扱商品は、頻尿や更年期障害等の改善が期待される日本製にこだわった漢方薬やサプリメントなどを販売している。薬剤師等の有資格者がコールセンターのオペレーターとしてカウンセリングを実施しながら販売する。新聞広告やラジオ広告のほか、現在はCSテレビを使った広告展開も行っている。3年後に売上高15億円、営業利益の黒字化を目標としている。

同事業を開始した目的は、ダイレクトマーケティングの中でもリテンション領域での顧客提案力を強化することにある。リテンションとは既存顧客との関係を維持していくためのマーケティング活動を指す。健康食品やサプリメント等を手掛ける通販企業にとって最も重要な課題は、リピート顧客をいかに獲得し、取引を継続していくことができるかという点にあり、そのためにはリテンション領域の戦略が重要な要素となる。同社は実際に自社グループで通販事業を行い、顧客データベースの管理・構築や顧客ニーズの吸収、リピート率の向上施策等のノウハウを蓄積することで、将来的にはダイレクトマーケティング支援事業における顧客獲得のための訴求力向上につなげ、顧客数と売上高の拡大に結び付けていく考えだ。



## 会社概要

**(5) その他事業**

その他事業としては、2016年3月に子会社化した(株)日本百貨店の事業が含まれる。日本百貨店では日本各地の特産品や名産品、雑貨等を取り扱う店舗「日本百貨店」を東京都、神奈川県に合わせて7店舗出店している(うち、3店舗は2016年3月以降出店)ほか、2016年7月にオンラインストア「日本百貨店おんらいん」もオープンしている。また、2017年からは香港にも工芸品等の輸出を開始している。

**日本百貨店**

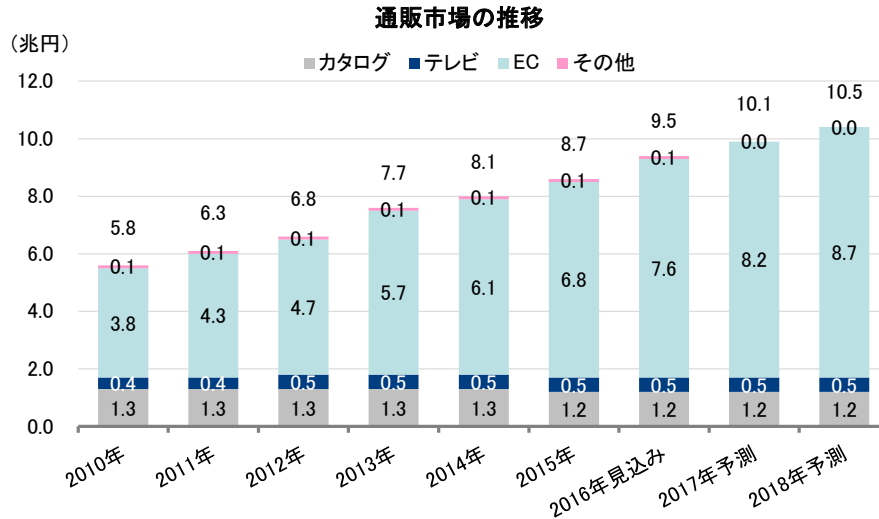

出所：ホームページより掲載

**2. ダイレクトマーケティング市場の動向と会社の強み**

一般に「ダイレクトマーケティング」とは、テレビやインターネット等のメディアに電話番号やURL等のコンタクト先を明示し、電話やEメール等で消費者と直接型・対話型のコミュニケーションを取り、商品やサービスを販売するマーケティング手法を指す。いわゆる通信販売である。

2016年の国内通販市場は全体で約9.5兆円と前年比で9%成長になったとみられる。媒体別で見るとECが7.6兆円と全体の8割を占め、次いでカタログ通販が1.2兆円、テレビ通販が5,300億円規模となっている。ここ数年のダイレクトマーケティング市場の推移を見ると、主にEC通販が成長のけん引役となっているが、EC通販の中にはテレビで通販番組を見てWeb経由で注文するケースも一定割合存在するため、実際のテレビ通販市場はもう少し大きい規模になっていると思われる。2017年以降のダイレクトマーケティング市場も、前年比で1ケタ台の安定成長が続くものと予想されている。

## 会社概要



出所：富士経済「通販 e コマースビジネスの実態と今後 2017」よりフィスコ作成

ダイレクトマーケティング支援事業における競合企業は、大手広告代理店から番組制作会社まで様々だが、いずれもテレビ通販のバリューチェーンの一部を提供するにとどまっている。ダイレクトマーケティング支援サービスに関して、商品企画や番組制作などの川上から顧客管理といった川下分野まで総合的に提供できる企業は同社のみであり、ワンストップソリューションでサービスを提供できることが同社の最大の強みとなっている。

その他、同社の強みとしては業界トップのテレビ番組放送枠を確保しており、過去から蓄積した膨大なデータの分析に基づき、顧客に最適な放送枠を提供できること、長年培った映像制作実績により、商品の特性に応じて「売れる」番組を制作できるノウハウを持つこと、複数のコールセンターと提携して機動的な受注体制を編成し、消費者の満足度を上げ優良顧客化していくノウハウを持つこと、などが挙げられる。

## 業績動向

### DM事業が好調に推移するも、テレビ事業の粗利益率低下により 2018年2月期第2四半期累計の営業利益は減益に転じる

#### 1. 2018年2月期第2四半期累計業績の概要

2018年2月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比22.5%増の27,807百万円、営業利益が同35.6%減の553百万円となった。売上高はテレビ事業やDM事業が好調に推移したほか、2018年2月期第2四半期より連結対象となったアドフレックスの売上664百万円が加わったことにより、半期ベースで過去最高を更新したものの、営業利益はテレビ事業の粗利益率低下や新規事業となる通販事業の立ち上げ費用、M&Aで取得した子会社における人件費や広告宣伝費の増加等によって3年ぶりの減益に転じた。期初会社計画比では売上高はDM事業の好調により計画を2.9%上回ったが、営業利益はテレビ事業の粗利益率低下を主因に同16.4%下回った。ただ、この中には一時的な要因となる特定クライアント向けの売上値引き処理117百万円が入っており、同要因を除けば前年度下期並みの水準だった。

売上原価率が前期比0.9ポイント上昇したが、これは主にテレビ事業の粗利益率低下と粗利率の低いDM事業の売上構成比が前年同期の24.8%から29.3%に上昇したことが要因となっている。また、販管費については前期比で606百万円の増加となったが、主な増加要因は、人件費で181百万円、広告宣伝費で112百万円、賃借料で73百万円、のれん償却費で51百万円となっており、これらはM&Aで取得した子会社並びに新規設立した子会社によるものとなっている。

#### 2018年2月期第2四半期連結業績

(単位：百万円)

	17/2期2Q累計			18/2期2Q累計			
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	22,703	-	27,014	27,807	-	22.5%	2.9%
売上原価	20,214	89.0%	-	24,992	89.9%	23.6%	-
販管費	1,628	7.2%	-	2,235	8.0%	37.2%	-
営業利益	860	3.8%	663	553	2.0%	-35.6%	-16.4%
(持分法による投資損失)	-7	-	-	-621	-	-	-
経常利益	839	3.7%	637	-72	-0.3%	-	-
特別損益	-5	-	-	-1	-	-	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	505	2.2%	200	-194	-0.7%	-	-

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

なお、2018年2月期第2四半期累計では経常損失が72百万円（前年同期は839百万円の利益）となったが、これは持分法による投資損失621百万円を計上したことが要因となっている。持分法適用関連会社であるTV Direct（出資比率15.0%、保有株数97.5百万株）の2017年8月末時点の株価が1.52THBと取得時よりも大きく下落したことで関係会社株式の評価替えを実施し、のれんの一時償却費として564百万円等を計上した。この影響で、親会社株主に帰属する四半期純利益についても194百万円の損失（同505百万円の利益）となった。

## 業績動向

TV Direct の業績はタイ国王逝去による一時的な消費冷え込みをきっかけとして、2016年10月-12月期に損失を計上し、2017年に入ってから低迷が続いている。主力商材であった健康器具の販売ピークアウトが要因と見られる。こうした収益状況から、2017年10月末時点の株価も1.37THBと8月末の水準を下回っている。今の株価水準で期末まで推移したとすれば、評価替えだけで持分法投資損失が更に膨らむ可能性がある。ただ、期末時点で株価が1.75THBを上回れば、会計方針により評価替えを行う必要はなく、一時償却費用も発生しないことになる。同社はTV Directの業績回復施策として、日本や韓国の健康食品、化粧品等をTV Directのテレビ通販番組で販売していく計画としており、11月から出荷を開始する予定にしている。これら商材は健康器具と比較して平均単価が低いいため収益回復の即効性は低いものの、リピート客を獲得できるため、収益の安定化に寄与するものと期待される。

## テレビ事業は一時的に粗利益率が低下、DM事業は想定以上に好調に推移

### 2. 事業セグメント別動向

#### (1) ダイレクトマーケティング支援事業

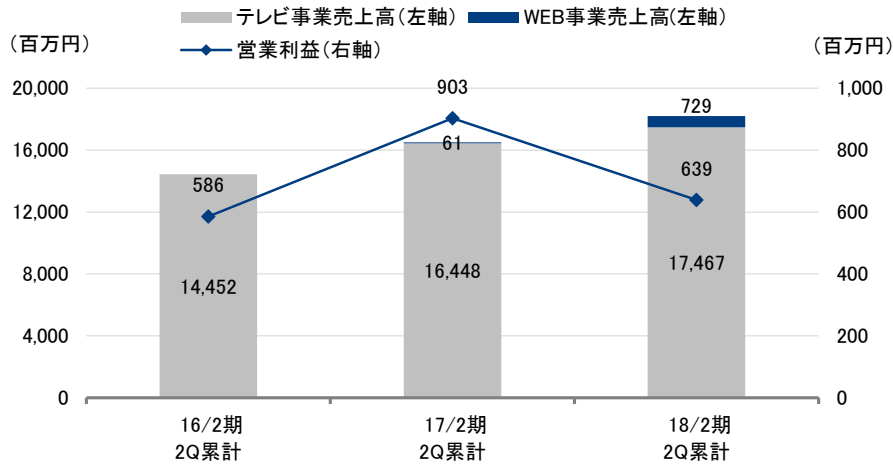
ダイレクトマーケティング支援事業の売上高は前年同期比10.2%増の18,197百万円、営業利益は同29.2%減の639百万円となった。売上高の内訳を見ると、テレビ事業が前年同期比6.2%増の17,467百万円、WEB事業が同12倍増の729百万円となった。WEB事業のうち第2四半期から連結に加わったアドフレックスの売上高は664百万円、営業利益は41百万円とほぼ会社計画どおりの進捗となった。のれん償却費については四半期で16百万円となるため、のれん償却費控除後も利益ベースで業績に寄与したことになる。

ただ、主力のテレビ事業の粗利益率が前年同期の12.3%から10.0%に低下したことが減益要因となった。粗利益率の低下要因としては、顧客の出稿意欲が前期に引き続き2018年2月期も強いと見て、2017年4月の改編時にメディア枠を多めに発注したが、出稿意欲が想定よりも鈍かったため一部のメディア枠について値引き販売を実施したこと、また、特定クライアントにおいてパフォーマンスが悪化したことに伴う売上値引き処理約117百万円が第2四半期に発生したことが要因となっている。

顧客動向では、上位5社の売上高は個別の増減はあるものの、合計では前年同期比2億円増の82億円と堅調に推移した。顧客業種別では、2016年に伸びた雑貨品が減少したが、健康食品が引き続き堅調に推移した。

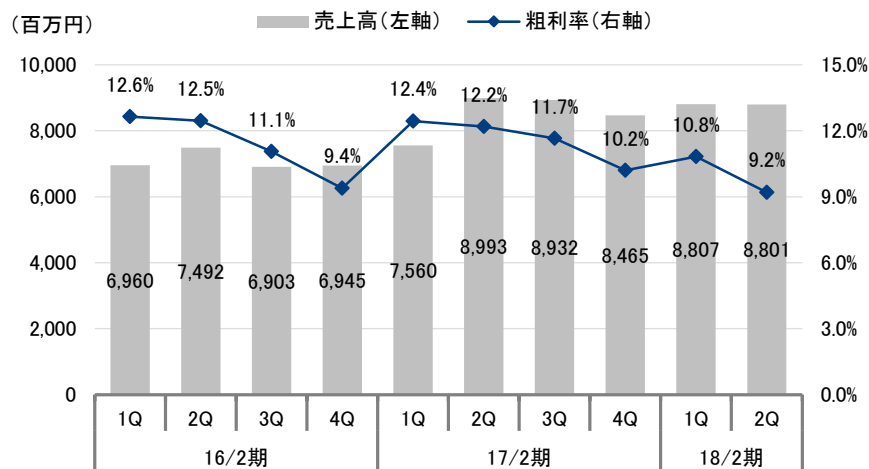
## 業績動向

## ダイレクトマーケティング支援事業



出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 四半期売上高・粗利率の推移(単体)



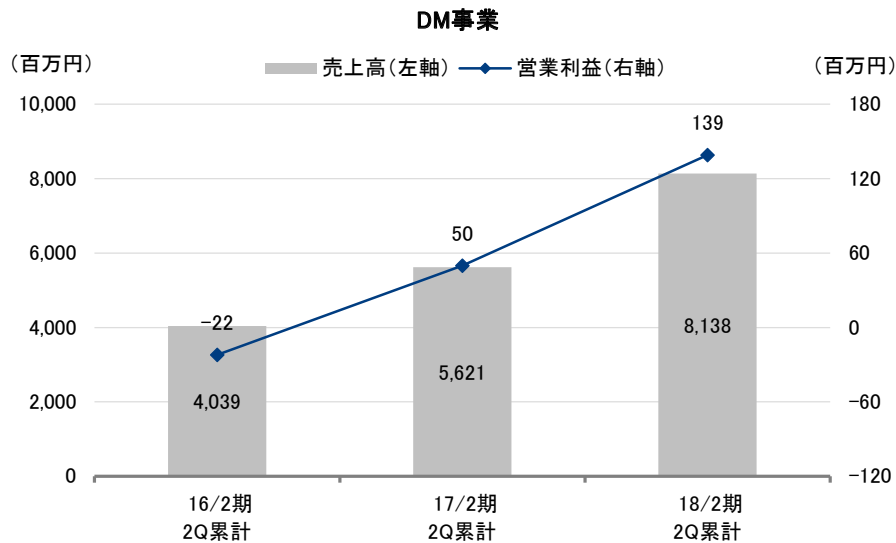
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## (2) DM 事業

DM 事業の売上高は前年同期比 44.8% 増の 8,138 百万円、営業利益は同 176.8% 増の 139 百万円と大幅増収増益となった。参入企業が多く利益率の低い DM 発送業界において、ヤマト運輸や日本郵便が相次ぐ値上げを実施したことで、中堅以下の事業者が収益的に厳しくなっており、業界内で大手の寡占化が進行していることが同社にとっても追い風となっている。

## 業績動向

利益面でも、増収効果に加えて2017年6月にハガキやDM便の値上げが進んだことや、収益性の高い直接取引の新規顧客が着実に増加したことなどが増益要因となっており、営業利益率はのれん償却前ベースで2.4%まで上昇した。なお、のれん償却は半期で55百万円だが、第2四半期末ののれん資産は18百万円まで減少しており、第3四半期でのれん償却費はすべてなくなる見通し。



出所：決算短信よりフィスコ作成

### (3) 海外事業

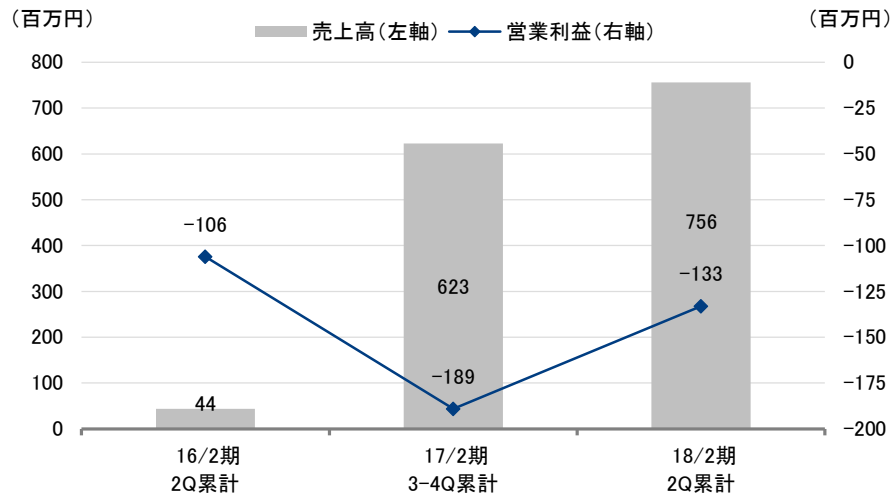
海外事業の売上高は前年同期比1599.4%増の756百万円、営業損失は133百万円（前年同期は106百万円の損失）となった。2017年2月期下期に子会社化したJMLの業績は売上高が374百万円、営業損失が25百万円、Merdisは売上高が345百万円、営業利益が37百万円となった。前年同期との比較はないがJMLについては減収減益、Merdisについては増収増益となった。Merdisについてはのれん償却28百万円を含めても利益に貢献したことになる。ただ、いずれも会社計画比ではやや下回ったようだ。なお、TSMについてはまだ売上はなく、営業損失で1百万円となった。海外事業の業績数字と3社合計の差額は、単体の海外事業となる。

JMLについてはTV Directと同様に主力の欧米製の健康器具や調理器具のライフサイクルが終盤を迎えてきたこと、代替するヒット商品が出ていないことなどが業績低迷の要因となっている。同社は日本の健康食品や韓国の化粧品等のラインナップを今後拡充していくほか、コスト削減に取り組むことで早期の業績回復を目指していく方針としている。Merdisについては主力の韓国製商品がインドネシア国内だけでなく周辺国への輸出も堅調に推移しており、着実に業績が伸びているが、今後、グループの各拠点への卸を強化していくことで業績拡大を加速化していく考えだ。



## 業績動向

## 海外事業



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 海外子会社の業績

(単位：百万円)

会社名	18/2期 2Q 累計業績		のれん資産	償却期間	年間償却費
	売上高	営業利益			
JML Singapore Pte. Ltd. (シンガポール)	374	-25	324	10年	32
PT. Merdis International (インドネシア)	345	37	676	12年	56
Tri-Stage Merchandising(Thailand) Co., Ltd. (タイ)	-	-1	-	-	-

出所：決算説明会資料、有価証券報告書よりフィスコ作成

## (4) 通販事業

通販事業の売上高は6百万円、営業損失は107百万円となった。2017年3月に子会社のNHAで営業を開始し、頻尿や更年期障害を対象とした漢方薬やサプリメントを、コールセンターで薬剤師のカウンセリングを実施しながら販売している。地方の新聞広告やラジオ広告によるテストマーケティングの段階からスタートしたため、売上高はわずかとなっているが、現在はCSテレビでの広告も開始するなど積極的なメディア出稿により拡販を進めていく計画となっている。

## (5) その他事業

その他事業の売上高は前年同期比34.2%増の708百万円、営業利益は同11.0%増の14百万円となった。2016年3月に子会社化した日本百貨店が運営する小売事業「日本百貨店」と卸売事業が含まれる。「日本百貨店」の既存店は微増となり、前期途中に出店した新規2店舗の売上増分が増収要因となった。店舗数は現在、7店舗（東京、神奈川、オンラインストア）となっている。



## 業績動向

また、2017年3月には香港の大型ショッピングモール「K11（ケーイレブン）」のエントランスフロアに設置されている特別展示販売スペースにて、日本の工芸品を販売し好評を博したことから、5月に「K11」を運営するK11 Design Store Limited（以下、K11）と、日本製工芸品の販売拡大を目的とする業務委託契約を締結した。今後、K11が運営する複数のECサイトへの商品卸や「K11」等商業施設への出店等、香港や中国市場での事業展開を幅広く検討していくこととなった。

国内での卸事業展開では、2017年6月に沖縄最大の流通企業グループであるリウボウグループの傘下である（株）リウボウインダストリーと相互の商品供給や商品開発を中心とした業務提携を発表した。日本百貨店の商材を、リウボウグループ傘下の百貨店やスーパーマーケットに卸販売し、インバウンド需要を取り込んでいくほか、リウボウグループの沖縄産商品を仕入れ、「日本百貨店」を通じて販売していくことになる。また、商品の共同開発やアジア市場での共同事業展開も視野に入れている。

## ■ 財務状況

### M&A 投資については一旦凍結し、 既存事業の収益力回復を最優先課題に取り組む

2018年2月期第2四半期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比1,119百万円増加の17,814百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では取引規模の拡大に伴い受取手形及び売掛金が1,154百万円増加した。また、固定資産ではアドフレックスの子会社化に伴いのれんが387百万円増加した一方で、TV Directの株式減損に伴い投資有価証券が614百万円減少した。

負債合計は前期末比1,995百万円増加の9,563百万円となった。流動負債では営業取引の拡大やアドフレックスの子会社化により買掛金が1,091百万円増加したほか、短期借入金が323百万円増加した。また、固定負債では長期借入金が1,085百万円増加している。純資産は親会社株主に帰属する四半期純損失194百万円を計上したほか、剰余金の配当643百万円により前期末比876百万円減少の8,250百万円となった。

経営指標で見ると、自己資本比率が前期末の53.3%から45.0%へ低下し、逆に有利子負債比率が24.2%から44.4%に上昇するなど、財務体質はやや悪化している。ここ数年は借入金も活用しながら積極的なM&A投資並びに株主還元を実行してきたことに加え、2018年2月期第2四半期は持分法による投資損失の計上もあって収益が落ち込んだことが要因だ。ただ、現金及び預金は60億円以上と高水準であり、ネットキャッシュ（現金及び預金＋有価証券－有利子負債）も黒字となっており財務の健全性は維持されていると判断される。

なお、同社は2018年2月期までの3ヶ年中期経営計画で総額100億円のM&A投融資枠を設定し、M&Aや新規事業への投資を行っていく方針とし、2017年8月までに合計53億円の投資を実行してきた。残り47億円が未行使となっているが、主力のダイレクトマーケティング支援事業の収益性が低下しているほか、海外事業についても当初想定を下回る収益状況となっていることから、M&A投資については一旦凍結し、既存事業の収益力向上を最優先課題に取り組んでいく方針とした。

## 財務状況

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	15/2 期末	16/2 期末	17/2 期末	18/2 期 2Q 末	増減額
流動資産	11,980	8,490	13,102	14,373	1,270
(現金及び預金・有価証券)	7,643	3,468	6,188	6,088	-100
固定資産	1,006	1,370	3,514	3,371	-143
(のれん)	295	184	1,215	1,602	387
総資産	12,987	9,861	16,694	17,814	1,119
流動負債	3,594	4,169	5,291	6,177	885
固定負債	398	279	2,275	3,386	1,110
負債合計	3,993	4,448	7,567	9,563	1,995
(有利子負債)	637	365	2,152	3,562	1,409
純資産	8,993	5,412	9,127	8,250	-876
(安全性)					
流動比率	333.3%	203.7%	247.6%	232.7%	
自己資本比率	69.1%	54.5%	53.3%	45.0%	
有利子負債比率	7.1%	6.8%	24.2%	44.4%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2018年2月期の業績見通しは現在見直し中で、 状況の見極めがつき次第発表する予定

#### 1. 2018年2月期の業績見通し

同社では2018年2月期通期の業績について、今回は修正を行わず、下期の収益状況を見極めたうえで、修正発表を行う方針とした。タイミングとしては12月下旬に予定されている第3四半期決算発表と併せて行うことになりそうだ。期初計画では売上高で前期比15.8%増の54,752百万円、営業利益で同6.7%増の1,488百万円を見込んでいた。

今後の見通し

## 2018年2月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/2期		18/2期		18/2期		前期比
	実績	対売上比	上期実績	下期必要額	通期計画	対売上比	
売上高	47,302	-	27,807	26,945	54,752	-	15.8%
ダイレクトマーケティング 支援事業	33,875	71.6%	18,197	21,342	39,539	72.2%	16.7%
テレビ事業	33,764	71.4%	17,467	18,532	35,999	65.7%	6.6%
WEB事業	110	0.2%	729	2,811	3,540	6.5%	3118.2%
DM事業	11,535	24.4%	8,138	3,562	11,700	21.4%	1.4%
海外事業	668	1.4%	756	1,213	1,969	3.6%	194.5%
通販事業	-	-	6	94	100	0.2%	-
その他	1,222	2.6%	708	734	1,442	2.6%	18.0%
営業利益	1,394	2.9%	553	935	1,488	2.7%	6.7%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

足許の状況から事業セグメント別の下期の収益動向を見ると、ダイレクトマーケティング支援事業のうちテレビ事業に関しては、利益率改善を最優先課題に、10月改編時のメディアレギュラー枠の仕入量を絞り込み、需要に応じてスポット枠の仕入販売を行う方針に転換、販売価格の適正化を進めていく。また、業務効率の向上に向けた取り組みも継続していくことで、下期の粗利益率を前年同期並みの11%弱まで回復させたい考えだ。レギュラー枠の仕入量が減少するため売上が減少するリスクはあるものの、スポット枠での対応を図ることで売上高についても前年同期並みの水準を目指す。

一方、WEB事業についてはその中心となるアドフレックスの業績が計画どおりに進んでいる。参考までに、アドフレックスの2016年12月期の業績は売上高で3,249百万円、営業利益で190百万円であった。のれん償却は年換算で66百万円となる。子会社化以降、顧客の相互紹介を進めており、下期以降はその効果も見込まれる。

DM事業については通期計画を大きく上回る可能性が高い。第2四半期までの売上進捗率は69.6%に達しており、下期も高水準の需要が見込まれるためだ。2017年10月に宅急便が値上げされたことで、さらにシェアを拡大する可能性もある。顧客獲得のため営業体制も3名増員し関西エリアを中心に強化しており、下期も上期並みの売上、利益水準はキープできるものと予想される。

海外事業については、JMLやTSMを通じたTV Directでの日本、韓国製商品の拡販がいかに進むかがカギを握るものと見られる。JMLについては日本の健康食品等が売れ始めているほか、コスト低減に向けた取り組みも進んでおり、上期比で収益改善が見込める状況となっているが、全体的には進捗の遅れを取り戻すには至らず通期計画は下振れリスクがあると見ている。

通販事業に関してはCSテレビ広告の展開を開始しており、下期から売上は伸びる見通しだ。ただ、広告費が先行するため営業損失の額としては下期もやや拡大する見込みで、通期では2億強の損失が見込まれる。その他事業に関しては「日本百貨店」での小売事業のほか卸事業が立ち上がり始めており、下期も着実に拡大していく見通しで通期計画の達成は可能と見ている。

## 今後の見通し

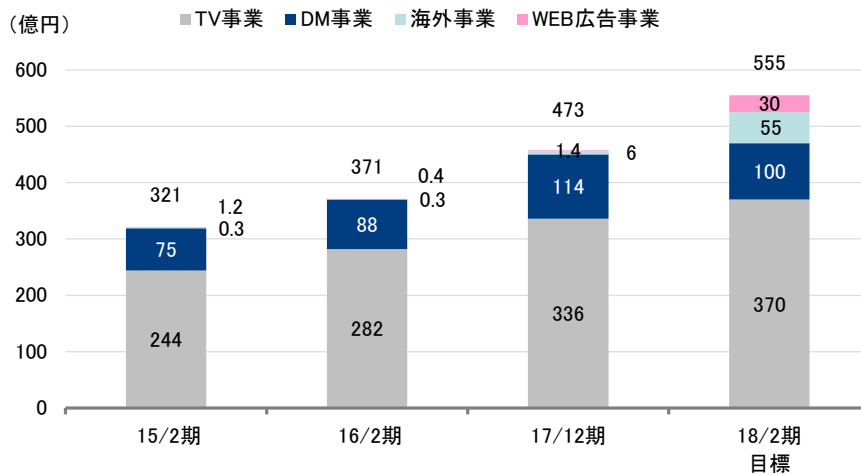
以上から、売上高についてはテレビ事業や海外事業の下振れリスクがあるものの、DM事業の好調である程度カバー可能と見られる。ただ、営業利益に関してはテレビ事業と海外事業の収益回復状況次第であり、第3四半期の状況次第では若干下回る可能性もある。なお、経常利益に関してはTV Directの2018年2月末の株価次第であり、評価洗い替えの基準となる1.75THBを上回るかどうかにかかっている。

## 2. 中期経営計画の進捗状況と成長戦略

同社は中期経営計画「Tri's next vision 2015」を2015年4月に発表し、2018年2月期はその最終年度に当たる。経営ビジョンとして「ダイレクトマーケティングにおけるテレビ広告の更なる革新」「テレビとWEBのシームレス化を見据えた独自のWEB広告の実現」「海外事業の革新的なビジネスモデルでの展開」を掲げ、その実現に向けて、M&A戦略も積極的に活用しながら取り組みを進めてきた。

経営数値目標としては、連結売上高で555億円、EBITDA（償却前営業利益）で24億円、のれん控除前ROEで10%を掲げ、事業別の売上目標は、主力のテレビ事業で370億円、WEB事業で30億円、DM事業で100億円、海外事業で55億円と設定していた。このうち、WEB事業についてはアドフレックスの子会社化により目標を上回る見通しとなったほか、DM事業についても既に1年前倒しで目標を達成し、大きく上回るペースとなっている。一方で、テレビ事業に関しては販売体制の強化につながるM&Aが実現しなかったこともあり、目標を下回る情勢となったほか、海外事業についてもM&Aの事業基盤構築が遅れたことにより目標を下回る見通しだ。

## 事業別売上計画



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

中期経営計画の数値目標そのものはテレビ事業の収益性が悪化したほか、海外事業の事業基盤構築が遅れたこともあり、全体的に達成は厳しくなったが、2019年2月期以降の成長に向けた経営基盤づくりはほぼ構築できたと言える。テレビ事業や海外事業の収益性が2018年2月期下期に回復すれば2019年2月期以降の成長期待も高まってくると予想される。主要事業の成長戦略については以下のとおり。

### (1) テレビ事業

テレビ事業では更なる収益性向上に向けた取り組みとして、現在は顧客ごとに最適なメディア枠の割り振りを行っていたシステムを、顧客の商材別まで踏み込んで割り振るシステムに進化させるべく開発を進めており、早ければ2018年2月期末頃に運用開始できる見込みとなっている。商材別まで細分化して割り振りを行うことで、広告の費用対効果がさらに向上し、顧客の利益拡大に貢献すると同時に、さらに広告出稿を増やすといった好循環の流れを作り出すことを期待している。

また、顧客拡大のため新業種の開拓にも引き続き注力していく。新規顧客開拓専門の営業部隊は現在、8人程度の体制となっており、スポーツジムや教育サービス、保険サービス等の個々の商品サービスに対応したソリューションを開発・提案していくことで顧客開拓を進めていく戦略だ。

### (2) WEB 事業

WEB 事業ではアドフレックスを中心としてテレビと Web を融合した新たなサービスの開発を今後進めていく予定だ。テレビと Web の連携では TV エピスのサービスを既に提供しているが、費用対効果を可視化するサービスであり、補助的なサービスという位置付けとなっている。今後は、ダイレクトマーケティング企業向けに Web 動画広告やアフィリエイト広告なども含めた費用対効果の高いサービス提供を行うことで、事業規模を拡大していく戦略となっている。

### (3) DM 事業

DM 事業では営業体制の強化を進め、直販顧客の獲得に注力していくほか、収益性向上施策として DM の川上領域（DM の企画・制作・印刷等）まで事業領域を広げていく戦略を進めていく予定だ。2017年5月にサービスを開始した「Tri メール」もその一環となる。「Tri メール」は DM の印刷・宛名印字から発送にかかる関連作業をパッケージ化した A4 シートメールの印刷・発送サービスで、同形状の発送サービスで大幅なコストダウンを実現したサービスとなる。例えば、A4 サイズの 20 ページの会報誌を 5～10 万通発送する場合は、従来のビニール封筒に入れて送る場合と比べて 10% 程度のコストダウンが可能となっているほか、フラップ圧着による封止をしているため、開封も簡単で開封率アップの効果も期待できる。こうした付加価値サービスを提供することで、規模の拡大と同時に収益性の向上も進める戦略となっている。

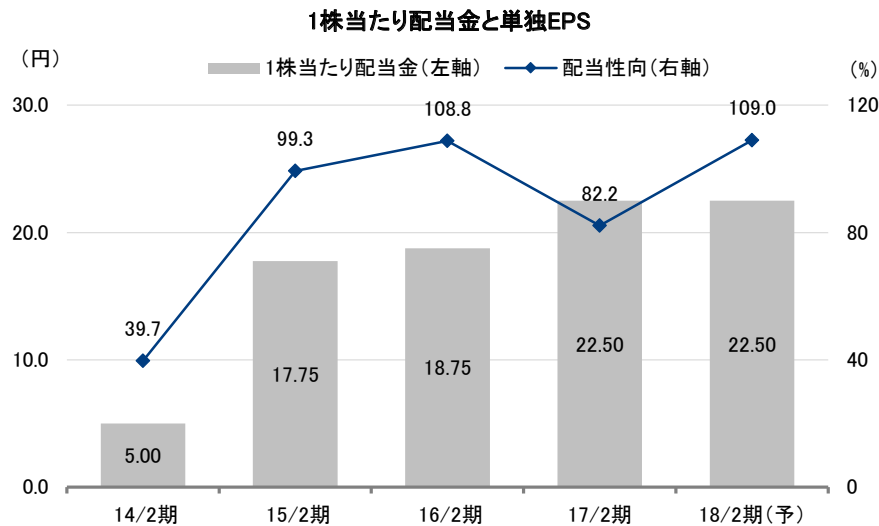
### (4) 海外事業

海外事業については、前述したとおりまずは日本、韓国製商品を JML や TV Direct の通販番組を通じて拡販していくほか、日本で蓄積した番組制作ノウハウなども注入していくことで収益力を向上させていく戦略となっている。健康食品や化粧品等はリピート商材のため、収益の安定化にもつながる。タイやインドネシアでは経済発展とともにダイレクトマーケティング市場も年率 2 ケタ成長で伸びている。特に TV Direct についてはタイ最大のテレビ通販事業者であり、今後も同市場をリードしていくことが予想され、日本や韓国の商材が浸透していけばグループのシナジー効果も発揮されることになり、成長期待が一段と高まることになる。

## ■ 株主還元策

### 配当金と株主優待を合わせると、投資利回りは4%台の水準に

同社は株主還元として配当のほか株主優待を実施している。2018年2月期の1株当たり配当金は前期比実質横ばいの22.50円（配当性向109.0%）としている。また、株主優待については、400株以上2,000株未満の株主に対して1,000円相当、2,000株以上保有の株主に対しては、5,000円相当のQUOカードを年2回（2月末、8月末株主）贈呈している。配当金とQUOカードを合わせた年間投資利回り（400株保有株主）は、現在の株価水準（10月30日終値588円）で計算すると4.7%の水準となる。



注：2017年3月1日付で1：4の株式分割実施、17/2期以前の配当金は遡及して修正  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ対策

同社グループでは、顧客企業の個人情報を取り扱うことがあり、ダイレクトマーケティング支援事業については、グループの外注先であるコールセンター等に対する監視・指導の徹底、DM事業については、顧客データベースに基づいてデータ処理を実施した後、封入封緘等を依頼する外注先に対する監視、指導を徹底することにより、個人情報などの漏えいリスクを最小限に抑え、「個人情報保護法に関する法律」の遵守に努めている。その結果、同社及びMCCは（一財）日本情報経済社会推進協会よりプライバシーマークの付与認定を受けている。

また、社内情報システムに対するセキュリティ対策としてはウイルス対策ソフトを導入しているほか、個々の社員に対して情報の取り扱いについての指導・管理を徹底している。



#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ