

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 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6月7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. 2017年2月期は主力事業の好調により大幅増収増益に	01
2. 2018年2月期は主力事業の拡大とグループ連携を深めることで更なる成長を目指す	01
3. 国内外でM&Aを積極推進	01
4. 株主優待も含めた投資利回りは高水準	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会社の強み	07
■ 業績動向	09
1. 2017年2月期の業績概要	09
2. 事業セグメント別動向	09
■ 今後の見通し	12
1. 2018年2月期の業績見通し	12
2. 事業セグメント別の見通し	13
■ 中期経営計画	15
1. 中期経営計画の進捗状況	15
2. 財務戦略	16
■ 株主還元策	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。子会社でダイレクトメール（以下、DM）発送代行事業を展開するほか、2017年2月期からはM&Aで東南アジアのダイレクトマーケティング支援関連企業を2社子会社化し、海外事業を本格的に立ち上げた。また、2017年3月には国内でインターネット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）を子会社化するなどM&Aによる事業領域の拡大も進めている。

1. 2017年2月期は主力事業の好調により大幅増収増益に

2017年2月期の連結業績は、売上高が前期比27.4%増の47,302百万円、営業利益が同55.3%増の1,394百万円と大幅増収増益となった。主力のダイレクトマーケティング支援事業やダイレクトメール発送代行事業がいずれも好調に推移したことが主因。特に、ダイレクトマーケティング支援事業では、ここ数年取り組んできた新規クライアントの開拓や、放送枠効果実績に基づいた最適な仕入・枠提案を行ってきた効果が顕在化し、収益性も向上した。なお、2017年2月期より新規連結子会社として、M&Aにより取得した（株）日本百貨店や海外子会社2社が加わっている。売上高としては約18億円の上乗せ要因となったが、利益面ではのれん償却も含めると若干のマイナス要因となった。

2. 2018年2月期は主力事業の拡大とグループ連携を深めることで更なる成長を目指す

2018年2月期は、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1,488百万円と増収増益が続く見通し。売上高は主力2事業が拡大するほか、新たに加わったアドフレックスの売上高35億円が加わること等が寄与する。営業利益については、海外子会社の収益を保守的に見込んでいるほか、のれん償却額の増加や子会社で新たに立ち上げた通販事業の投資費用増等により1ケタ台の増益にとどまる。また、親会社株主に帰属する当期純利益についてはのれん償却額の増加や赤字子会社の影響によって、前期比21.2%減の600百万円を見込んでいる。2018年2月期についてはM&Aによってグループ化した子会社との連携を深め、シナジーを構築していくための1年と位置付けている。

3. 国内外で M&A を積極推進

M&Aも引き続き積極的に進めていく方針だ。同社では2018年2月期までの3ヶ年中期経営計画で、100億円の投融资枠を設定しているが、2017年3月までに49億円の投資を実行している。今後のM&Aの対象として国内では、通販会社の顧客基盤と放送メディアの仕入れ枠を持つ代理店や、DM分野における上流工程（顧客分析、DM制作、印刷等）を手掛ける企業、海外では東南アジア地域でダイレクトマーケティング関連事業を手掛ける企業となる。

要約

4. 株主優待も含めた投資利回りは高水準

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(6月6日終値666円)で計算すると4.1%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月期はM&A効果により2ケタ増収見通し、利益計画は保守的な印象
- ・中期経営計画の業績目標達成は射程圏内、今後もM&Aを実施する方針



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」「ダイレクトメール発送代行事業」「海外事業」「その他事業」の4つの事業セグメントで構成されている。2017年2月期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71.6%を占めており、次いで「ダイレクトメール発送代行事業」が24.4%、「海外事業」が1.4%、「その他事業」が2.6%となる。一方、セグメント利益の構成で見ると、「ダイレクトマーケティング支援事業」でほぼ全体の利益を稼ぎ出す状況となっている。グループ連結子会社は2017年2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。

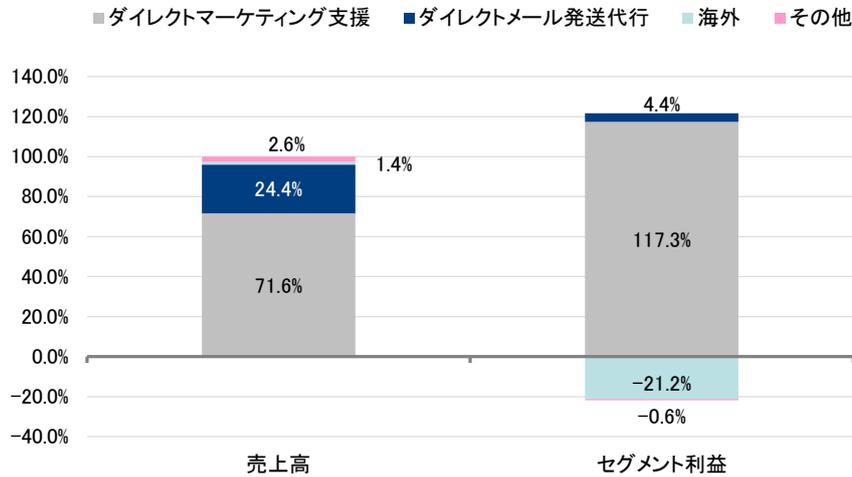
投資先各社の概況

社名	連結子会社					関連会社
	株式会社日本百貨店	JML Singapore Pte. Ltd	PT. Merdis International	株式会社日本ヘルスケアアドバイザーズ	株式会社アドフレックス・コミュニケーションズ	TV Direct Public Company Limited
所在地	東京都港区	シンガポール	インドネシア ジャカルタ	東京都港区	東京都港区	タイ バンコク
設立	2016年1月	2010年2月	2007年3月	2016年3月	2008年3月	1999年4月
事業内容	「日本百貨店」運営	テレビ通販事業、リテール卸事業、EC事業等	テレビショッピングチャンネルへの卸売業	一般用医薬品通信販売	インターネット広告代理店	テレビ通販事業、リテール事業、カタログ通販等
資本金	41百万円	1百万円	57百万円	96百万円	25百万円	325百万THB (1,036百万円)
出資比率	100%	75.0%	74.0%	100%	100%	15%
出資額	133百万円	378百万円 (予定)	1,294百万円	193百万円	1,140百万円	1,020百万円
事業規模						
決算年月	当期実績	2016年12月期	2016年12月期	2016年2月末	2016年12月期	2016年12月期
単位	百万円	百万円 参考レート 80.63	百万円 参考レート 0.0087	百万円	百万円	百万円 参考レート 3.24
総資産	448	402	619	309	1,498	5,447
売上高	1,227	741	607	0	3,249	11,025

出所：決算説明会資料より掲載

会社概要

事業別構成比(2017年2月期)

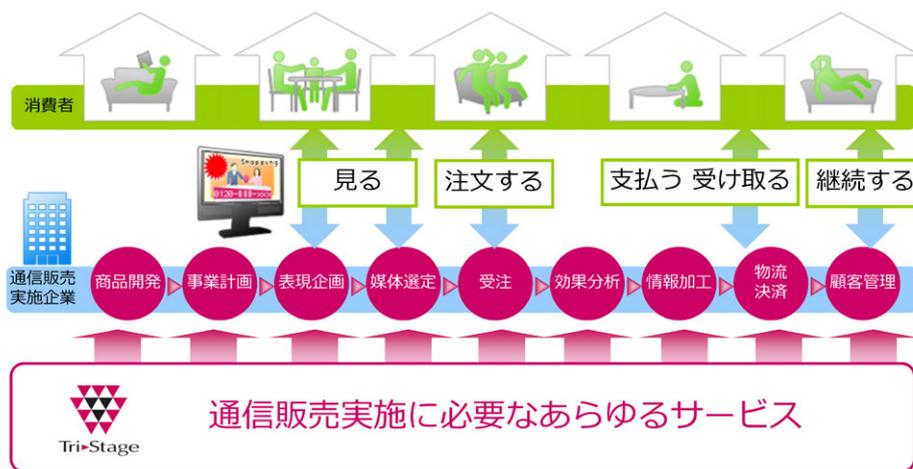


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(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)

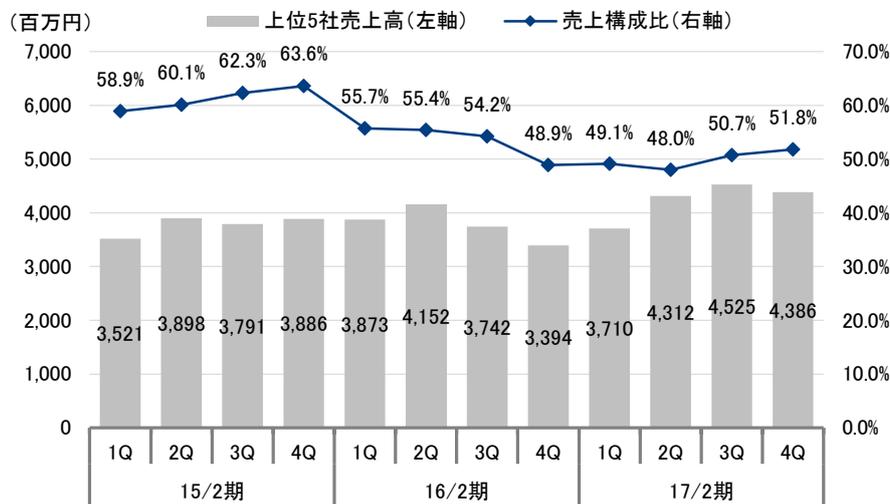


出所：決算説明会資料より掲載

会社概要

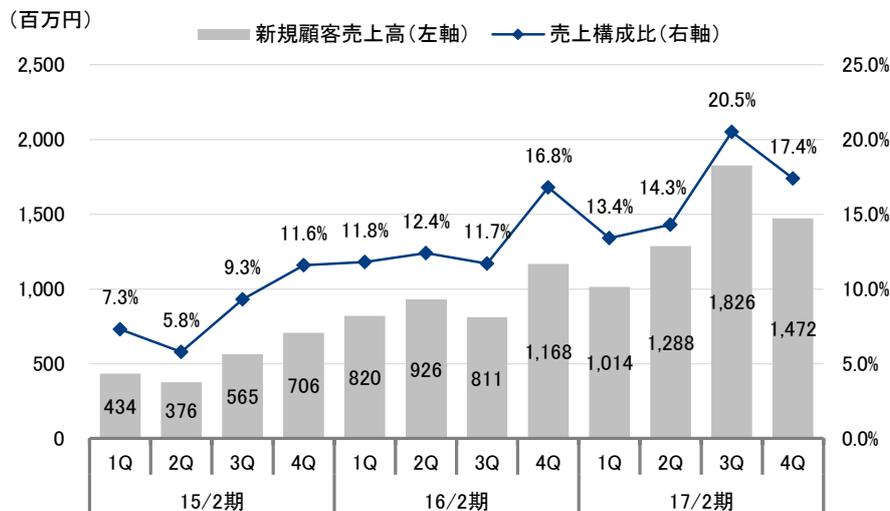
テレビ通販の放送枠に占める同社のシェアは2割強とトップにあり、媒体別の売上構成比では地上波で約6割、BS放送で約3割、その他(CATV、CS)で1割弱となっている。また、同事業における継続的な顧客数は100社程度で、このうち上位5社で売上高の約50%を占めている。主要顧客は(株)富山常備薬グループ、キューサイ(株)の2社となり、いずれも売上構成比は15%を超える水準となっている。また、顧客の業種別売上構成比で見ると、健康食品と美容(化粧品)が各3割、生活雑貨が2割、その他業種が2割となっている。ここ最近では会員誘導型企業(スポーツジムなど)や通信教育サービス企業など新規業種やクライアントの開拓にも注力している。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、2015年2月期の8.4%から2017年2月期は16.5%まで上昇しており、顧客の裾野が広がっていることがうかがえる。

上位5社売上高と構成比率



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

新規顧客売上高と構成比率



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

(2) ダイレクトメール発送代行事業

ダイレクトメール発送代行事業は、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行っている。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)や上流工程となる企画や印刷、発送物の封入作業などの受注獲得に取り組んでいる。なお、業界トップはディーエムエス<9782>で年間3.1億通を取り扱っており、同社は業界第5位となっている。

(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)の事業が含まれる。

JMLはシンガポールで主に美容健康商品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。2016年12月期の売上高実績は741百万円となる。

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607百万円となっている。

(4) その他事業

その他事業としては、2016年3月に子会社化した日本百貨店の事業と、2016年3月に設立し、翌3月に営業開始した連結子会社化NHA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、今後は東南アジアへの輸出版売も視野に入れている。

トリステージ | 2017年6月7日(水)
 2178 東証マザーズ | <http://www.tri-stage.jp/ir/>

会社概要

日本百貨店



出所：ホームページより掲載

一方、NHA では一般用漢方製剤の通信販売事業を 2017 年 3 月より開始している。取扱商品は頻尿や更年期障害等の改善が期待される漢方薬の販売を行っている。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手法を取る。現在は、新聞広告の掲載を開始した段階で状況を見ながらラジオ、テレビ広告なども進め、販売を拡大していく戦略となっている。

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している。通販企業にとっては、リピート顧客をいかに拡大するかが経営の重要課題となっている。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、リテンション領域の顧客提案力を強化し、ダイレクトマーケティング支援事業における顧客数並びに売上高の拡大につなげていくことを狙っている。

2. ダイレクトマーケティング市場の動向と同社の強み

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。

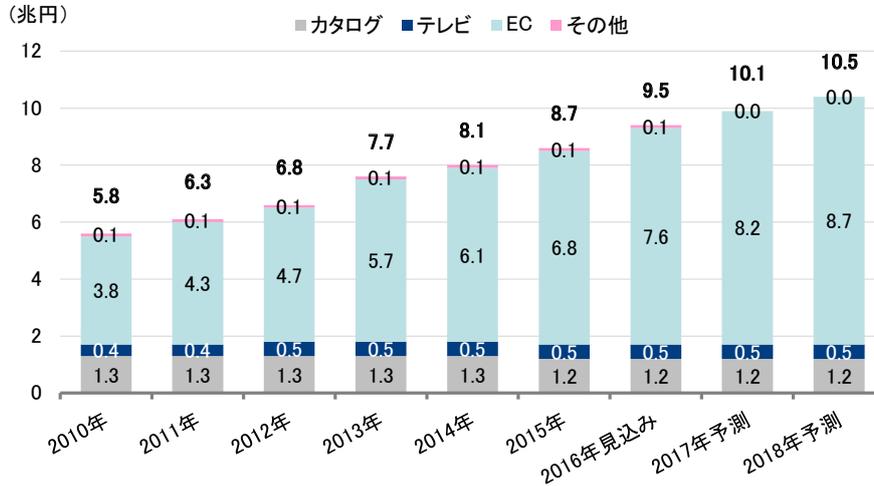
2016 年の国内通販市場は全体で約 9.5 兆円と前年比で 9% 成長になったとみられる。媒体別で見ると EC が 7.6 兆円と全体の 8 割を占め、次いでカタログ通販が 1.2 兆円、テレビ通販が 5,300 億円規模となっている。ここ数年のダイレクトマーケティング市場の推移を見ると、主に EC 通販が成長のけん引役となっているが、EC 通販の中にはテレビで通販番組を見て Web 経由で注文するケースも一定割合存在するため、実際のテレビ通販市場はもう少し大きい規模になっていると思われる。2017 年以降のダイレクトマーケティング市場も、前年比で 1 ケタ台の安定成長が続くものと予想されて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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要

通販市場の推移



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

2017年2月期はダイレクトマーケティング支援事業の好調で大幅増収増益に

1. 2017年2月期の業績概要

2017年2月期の連結業績は、売上高が前期比27.4%増の47,302百万円、営業利益が同55.3%増の1,394百万円、経常利益が同53.5%増の1,366百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同60.3%増の761百万円と大幅増収増益となった。主力のダイレクトマーケティング支援事業やダイレクトメール発送代行事業がいずれも好調に推移したことが要因だ。また、2017年2月期より日本百貨店や海外のJML、Merdisが子会社として加わり、利益面ではマイナス要因となったものの、売上高では増収に寄与する格好となった。

期初計画比でも売上高、利益ともに大きく上回る格好となった。期初段階である程度保守的な計画となっていた面もあるが、売上高では主力のダイレクトマーケティング支援事業やダイレクトメール発送代行事業がそれぞれ計画を上回って推移したことが主因となっている。また、利益面では両事業が計画を上回ったことに加えて、期初段階で想定していた海外子会社の損失額が小さかったことや人員の増加が計画内に収まったこと等が主因となっている。

2017年2月期連結業績

(単位：百万円)

	16/2期		期初計画	17/2期			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	37,131	-	40,478	47,302	-	27.4%	16.9%
ダイレクトマーケティング支援事業	28,262	76.1%	31,129	33,875	71.6%	19.9%	8.8%
ダイレクトメール発送代行事業	8,829	23.8%	8,319	11,535	24.4%	30.6%	38.7%
海外事業	39	0.1%	-	668	1.4%	1589.6%	-
その他事業	-	-	1,030	1,222	2.6%	-	18.7%
売上原価	33,555	90.4%	-	42,116	89.0%	25.5%	-
販管費	2,678	7.2%	-	3,756	7.9%	40.3%	-
営業利益	898	2.4%	585	1,394	2.9%	55.3%	138.5%
経常利益	890	2.4%	526	1,366	2.9%	53.5%	159.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	474	1.3%	103	761	1.6%	60.3%	639.0%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 事業セグメント別動向

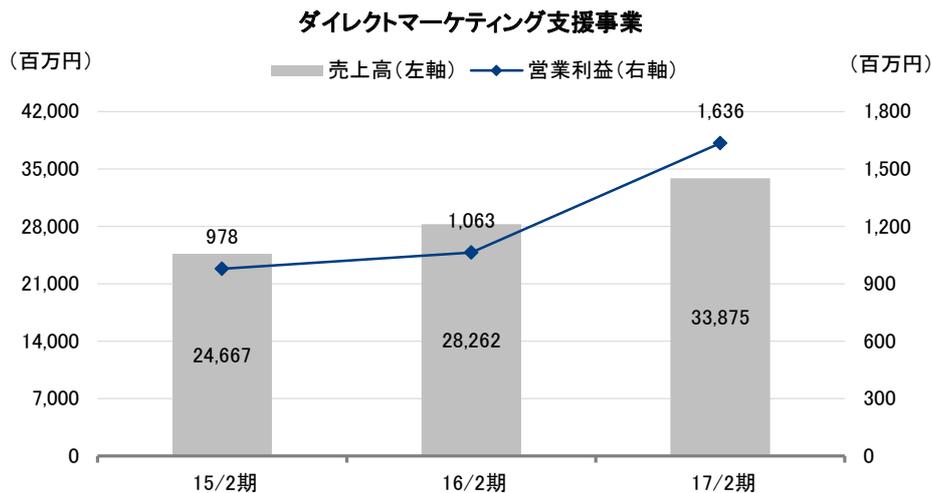
(1) ダイレクトマーケティング支援事業

ダイレクトマーケティング支援事業の売上高は前期比19.9%増の33,875百万円、営業利益は同53.9%増の1,636百万円と2ケタ増収増益となった。売上高の内訳を見ると、テレビ事業が前期比19.7%増の33,764百万円、WEB事業が同153.7%増の110百万円といずれも好調に推移した。

業績動向

テレビ事業が好調だった要因としては、主要顧客の売上高が堅調に推移したことに加えて、営業強化により新規顧客の開拓が順調に進んだことが挙げられる。売上高上位5社合計の売上高は前期比11.7%増の16,933百万円となり、新規顧客（取引開始2年以内の顧客）の売上高は同50.3%増の5,600百万円となった。利益面ではデータベース化した放送枠効果実績に基づいた適正な価格でのメディアの仕入販売と、顧客ごとに最適な放送枠の選定を推進してきたことによる売価安定により、粗利益率が前期比0.2ポイント上昇の11.6%となった。また、販管費も営業体制強化に伴う人件費の増加があったものの増収効果でカバーして、販管費率は前期比0.8ポイントの低下となった。

WEB事業については、テレビ通販番組と連動させたWeb広告の提案・販売に取り組んでおり、増収要因となっている。また、テレビがWebに与える貢献度をリアルタイムで可視化する分析ツール「TVエビス」をロックオン<3690>と共同開発し、販売を開始した。2017年2月末時点で5社に導入が進んでいる。売上貢献は軽微だが、顧客企業が同ツールを活用することで、広告予算配分の見直し（Web広告からテレビ通販へ）を行う契機になるものとして同社では期待している。



出所：決算短信よりフィスコ作成

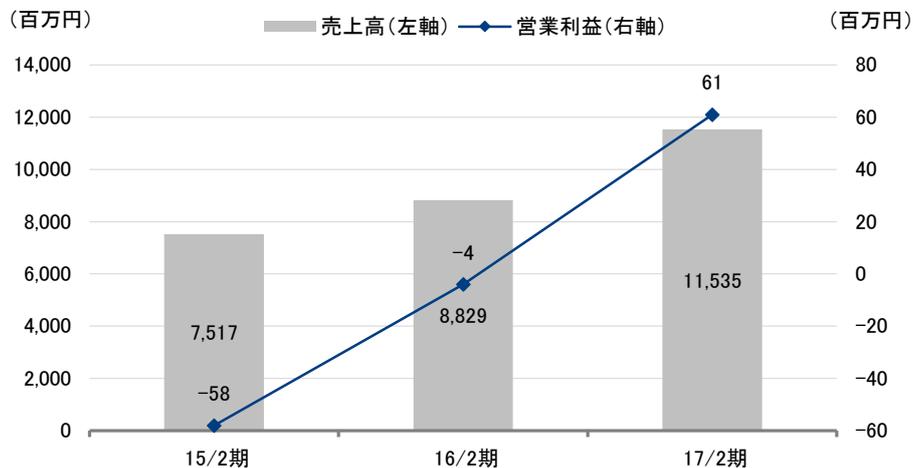
(2) ダイレクトメール発送代行事業

ダイレクトメール発送代行事業の売上高は前期比30.6%増の11,535百万円、営業利益は61百万円（前期は4百万円の損失）となり、子会社化以降初めて黒字化を達成した。また、売上高に関しては中期経営計画の最終年度（2018年2月期）の数字を1年前倒しで達成したことになる。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、中堅以下の事業者は収益的に厳しくなっており、業界内で大手の寡占化が進みつつあることが新規顧客開拓の面で追い風となっている。

収益性についても、直接取引の新規顧客の開拓が進んだことや、既存顧客との取引内容の見直しを進めたこと、各種経費の削減により販管費率が低下したこと等が改善要因につながった。同社は従来、代理店経由の売上上げが大半を占めていたが粗利益率が2%と低く、収益性が低い要因となっていた。直接取引では粗利益率が10%程度となるため、同比率の引き上げによる収益性改善効果は大きい。

業績動向

ダイレクトメール発送代行事業



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期比 1589.6% 増の 668 百万円、営業損失は 295 百万円（前期は 160 百万円の損失）となった。第 3 四半期にシンガポール、マレーシア、香港で事業展開するテレビ通販事業者の JML を、また、第 4 四半期にはインドネシアでテレビショッピングチャンネル向けに商品卸売を行う Merdis をそれぞれ子会社化したことが増収要因となった。

JML の売上高は 2016 年 12 月期実績で 741 百万円だったので、その約半分が寄与し、Merdis については同様に売上高が 607 百万円となっており、約 4 分の 1 が寄与したと見られる。利益面では JML が若干の赤字で、Merdis は黒字だったがのれん償却後では若干の赤字となっており、同事業セグメントの損失額の約半分が海外子会社の影響だったと見られる（のれん償却額は 31 百万円）。残り半分については、同社単体の海外部門における出張費や人件費のコスト分となっている。

なお、2016 年 7 月には東南アジア最大のテレビ通販事業者である TV Direct（タイ）に出資を行い、持分法適用関連会社（出資比率 15.0%）としている。タイにおいても今後、ダイレクトマーケティング支援事業を展開していく予定で、2017 年 4 月には輸入卸売会社も設立、今後同社グループから TV Direct に商品供給を開始していく計画となっている。

(4) その他事業

2017 年 2 月期より新設したその他事業の売上高は 1,222 百万円、営業損失は 8 百万円となった。2016 年 3 月より子会社化した日本全国の特産品・名産品等を販売する日本百貨店と、2016 年 3 月に設立した NHA の事業が含まれる。ただし、NHA については実質的な営業を開始したのが 2017 年 3 月からとなるため、2017 年 2 月期の事業セグメントでは日本百貨店の経営成績がほぼ反映された格好となっている。

業績動向

日本百貨店については子会社化前の事業規模（2015年3月売上高730百万円）から大きく規模を拡大している。子会社化以降、2016年3月に横浜赤レンガ、4月に町田、7月に東京駅内に3店舗を新規出店し、いずれも販売が好調に推移しているほか、7月にはオンラインストアもオープンするなど積極的な販売展開を進めたことが要因だ。店舗数は現在、7店舗（東京、神奈川）となっている。なお、のれん償却額は19百万円となっており、日本百貨店の償却前営業利益は黒字となっている。

■ 今後の見通し

2018年2月期はM&A効果により2ケタ増収見通し、利益計画は保守的な印象

1. 2018年2月期の業績見通し

2018年2月期の連結業績は売上高が前期比15.8%増の54,752百万円、営業利益が同6.7%増の1,488百万円、経常利益が同4.6%増の1,429百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同21.2%減の600百万円となる見通し。売上高については主力のダイレクトマーケティング支援事業が引き続き伸びるほか、前期に子会社化した海外の2社がフル寄与すること、2017年3月にM&Aで子会社化したインターネット広告事業を展開するアドフレックスの売上高が加わることで増収要因となる。

営業利益率が前期の2.9%から2.7%に低下するが、これは収益性の低い海外子会社の影響やNHAの立上げ費用などでマイナスの影響を見込んでいるため。また、M&A関連での一部コストのみを計上しているほか、人員採用強化による人件費の増加等も織り込んでいる。のれん償却額については前期の161百万円から大幅に増加する見込み。親会社株主に帰属する当期純利益が減益となるのは、のれん償却額の増加や赤字子会社の増加等により実効税率が上昇することによる。なお、トライステージ単体の業績については売上高が前期比6.2%増の36,069百万円、営業利益が同19.6%増の1,723百万円と、引き続き好調に推移する見通しとなっている。

2018年2月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/2期		上期計画	前年同期比	18/2期		前期比
	実績	対売上比			通期計画	対売上比	
売上高	47,302	-	22,703	19.0%	54,752	-	15.7%
ダイレクトマーケティング支援事業	33,875	71.6%	-	-	39,539	72.2%	16.7%
ダイレクトメール発送代行事業	11,535	24.4%	-	-	11,700	21.4%	1.4%
海外事業	668	1.4%	-	-	1,969	3.6%	194.5%
その他事業	1,222	2.6%	-	-	1,543	2.8%	26.2%
営業利益	1,394	2.9%	663	-22.9%	1,488	2.7%	6.7%
経常利益	1,366	2.9%	637	-24.1%	1,429	2.6%	4.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	761	1.6%	200	-60.4%	600	1.1%	-21.2%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 事業セグメント別の見通し

(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期比 16.7% 増の 39,539 百万円となる見通し。このうち、テレビ事業については前期比 6.6% 増の 35,999 百万円、WEB 事業はアドフレックスの子会社化により前期の 110 百万円から 3,540 百万円に拡大する見通しとなっている。

テレビ通販市場全体は横ばい水準で推移することを前提に、テレビ事業については業務の効率化やプロセス管理の強化、新業種・新規顧客の開拓に注力することで収益を拡大していく戦略だ。放送枠効果実績に基づいた顧客ごとの最適な放送枠の提案を高精度かつ迅速に進めるためのメディア枠割振りシステムの運用開始や、コールセンターの集約化などに取り組んでいく。また、テレビ以外のメディア売上についてもグループ会社と連携しながら注力していく。新業種・新規顧客の開拓では、過去の成功事例をモデルケースとし、顧客ごとの商品サービスに対応したソリューションを提案していくこと、営業人員の体制強化により開拓を進めていく方針だ。新業種としては商品販売に限らずクレジットカードやヘルスケア、老人ホーム運営等の顧客開拓を進めていく方針だ。

2018年2月期に入ってから顧客の出稿意欲は引き続き旺盛で、メディア放送枠の仕入価格も安定的に推移している。粗利益率は業務効率の向上等の取組みによって前期比 0.2 ポイントの上昇を見込んでいる。

WEB 事業では、2017年3月に全株式を取得し（取得額 1,120 百万円）子会社化したアドフレックスの業績が寄与することになる。アドフレックスの 2016年12月期の売上高は 3,249 百万円、営業利益は 190 百万円となっている。売上高の 2 割強はライオン <4912> で占められるが、その他の顧客は通販事業者が大半を占めており、同社ともシナジーが得られやすいとの判断で子会社化した。前期末の純資産が 541 百万円となっていることから、のれんは約 6 億円程度と推計される。2016年12月期に売上高が前期の 2,165 百万円から 5 割以上も大きく伸びているのは、新規顧客の開拓を本格的に開始し顧客数が増加したことや、ライオン向けの売上増が主因となっている。従来は主要顧客の意向もあって積極的な営業活動ができなかった。

今後は同社とアドフレックスでテレビ、Web の両メディアの総合的なサービスの提供、並びに動画広告など新サービスの開発を進めていく予定となっており、Web 広告事業の成長ポテンシャルは大きいと言える。2018年2月期の WEB 事業の売上計画については今後のシナジー効果も考えると保守的で、上振れ余地は大きいと弊社では見ている。

アドフレックスの業績推移

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期
売上高	2,262	2,165	3,249
営業利益	22	49	190
経常利益	21	74	182
当期純利益	4	45	118
純資産	377	422	541
総資産	1,004	1,135	1,498

出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) ダイレクトメール発送代行事業

ダイレクトメール発送代行事業の売上高は前期比 1.4% 増の 11,700 百万円と微増収で計画には織り込んでいたが、足元の市場環境は引き続き追い風で、上振れ余地は大きい。2018 年 2 月期の戦略としては、「営業体制の強化」「DM 値上げ対応」「川上領域への事業拡大」の 3 つの戦略に取り組んでいくことで、更なる収益拡大を目指している。

営業体制の強化では、関西エリア強化のため営業人員の増員（2～3 名増）を予定しているほか、同社との営業連携強化も進めていく。また、2017 年度中にハガキ及び DM 便の値上げが予定されており、中小規模の DM 発送代行事業者にとってはさらに厳しい経営環境になりそうで、同社にとってはシェア拡大及び直接取引比率拡大の好機になると見られる。収益性向上のためここ数年の課題となっている川上領域（顧客分析、DM 企画・制作、印刷、封入作業）への展開も進めていく予定となっている。川上領域への事業展開については、他社との連携もしくは M&A を実施することで実現していく考えだ。

(3) 海外事業

海外事業の売上高は前期比 194.5% 増の 1,969 百万円となる見通し。JML、Merdis の業績がフル寄与するほか、4 月に設立したタイの輸入卸売会社を通じた商品販売の拡大が見込まれる。商流としては日本や韓国からの商品を Merdis が一旦仕入れて、そこからインドネシア、マレーシア、シンガポール、タイに供給していくことになる。商品としては化粧品や雑貨、家電製品などを予定している。商品については現地のニーズに即した低価格品を国内の製造受託メーカーと共同開発することを検討している。また、東南アジア各国におけるリテール販売については資本業務提携先である双日 <2768> のネットワーク、ノウハウなども今後活用していくことを視野に入れている。なお、利益面については 2018 年 2 月期も損失が続くが、前期からは損失額も縮小する見込みとなっている。

(4) その他事業

その他事業の売上高は前期比 26.2% 増の 1,543 百万円となる見通し。日本百貨店については、2017 年 2 月期途中に出店した店舗やオンラインストアによる販売増、海外向けの販売開始などで増収増益を見込んでいる。ただ、営業開始初年度となる NHA で 2 億円程度の立ち上げ負担を見込んでおり、事業セグメントとしては損失が続く見込みとなっている。

NHA については頻尿や更年期障害等に向けた漢方薬の販売からスタートしているが、今後はサプリメントなど商品アイテム数も拡大していくことで、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。なお、通販事業を自社グループで開始することで、ダイレクトマーケティング支援事業の顧客と競合することによる営業上の影響が懸念されるが、顧客からは業界の活性化につながるものとして前向きに評価されているとのことで、その心配はないと考えられる。

■ 中期経営計画

中期経営計画の業績目標達成は射程圏内、今後も M&A を実施方針

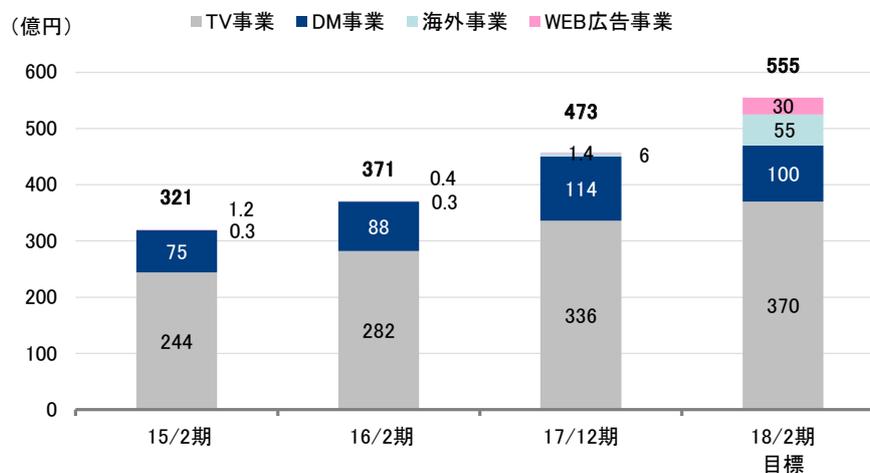
1. 中期経営計画の進捗状況

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さらなる革新」「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を中心とする100億円の投融資枠を設定した。投資の内訳としてはテレビ事業で30億円、海外事業で40億円、WEB事業で25億円、DM事業で5億円となる。

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、海外事業で55億円、WEB事業で30億円、DM事業で100億円を設定していた。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年前倒して目標を達成している。一方で、海外事業についてはM&A等が遅れたこともあって現時点での目標達成は困難だが、今後のM&Aによっては達成する可能性も残されている。また、テレビ事業については2018年2月期の計画が35,999百万円となっており、今後の販売状況次第で達成することも十分可能と見られる。EBITDAについては2018年2月期計画で18億円弱程度と見られ目標値には届かないが、計画がやや保守的な印象が強く、状況次第で達成する可能性もあると弊社では見ている。

今後のM&Aの対象として国内では、通販会社の顧客基盤と放送メディアの仕入れ枠を持つ代理店や、DM分野における上流工程（顧客分析、DM制作、印刷等）を手掛ける企業、海外では東南アジア地域でダイレクトマーケティング関連事業を手掛ける企業などが挙げられる。

事業別売上計画



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

投資資金は借入金で調達するも、財務の健全性は維持

2. 財務戦略

同社は2018年2月期までの3年間で投融資枠100億円を設定し、そのうち49億円を実行した。残り51億円の投融資を実行するに当たっての資金調達としては、調達コストが低い借入金を基本に考え、返済期限を分散し、金利を固定化することでリスク軽減を図っていく方針だ。

2017年2月期末の財務状況について見ると、総資産は前期末比6,833百万円増加の16,694百万円となった。流動資産では、現金及び預金・有価証券が2,719百万円、受取手型及び売掛金が1,310百万円、棚卸資産が387百万円それぞれ増加した。また、固定資産ではM&Aで取得した子会社ののれんが1,031百万円増加したほか、TV Directの株式取得に伴い投資有価証券が760百万円増加した。

一方、負債合計は前期末比3,118百万円増加の7,567百万円となった。主に有利子負債で1,787百万円、買掛金で609百万円の増加となった。また、純資産は前期末比3,714百万円増加の9,127百万円となった。自己株式処分に伴い自己株式が2,966百万円減少したほか、親会社株主に帰属する当期純利益761百万円を計上したこと等が主因となっている。

経営指標で見れば、自己資本比率は前期末の54.5%から53.3%と若干低下し、有利子負債比率は6.8%から24.2%に上昇するなど、積極的な投資を実行したことにより若干財務体質は悪化したものの、流動比率は200%を超える水準をキープしており、ネットキャッシュ（現金及び預金＋有価証券－有利子負債）も前期末比932百万円増の4,035百万円と高水準となっていることから、財務の健全性は維持されているものと判断される。

こうしたなかで中期経営計画では2018年2月期に、のれん控除前ROEで10.0%の水準を目標として掲げていた。2017年2月期には12.9%と目標をクリアしたが、今後も高い水準でのROEを目指していく方針に変わりない。ROEは売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジと3つの経営指標に分解され、これら数値を引き上げることで上昇することになる。売上高純利益率については、各事業の施策を実行することで収益性向上を実現していく考えだ。また、総資産回転率（売上高÷総資産）に関しては、各事業の施策実行による売上増加に加えて、売上債権等の早期回収による運転資本の圧縮・適正化、M&Aや新規領域への事業拡大等による資産の有効活用を推進していくことで引き上げていく。財務レバレッジについては、投資のための資金調達として借入金を増やしていけば上昇することになるが、これは今後の投資案件次第となる。

トリステージ | 2017年6月7日(水)
 2178 東証マザーズ | <http://www.tri-stage.jp/ir/>

中期経営計画

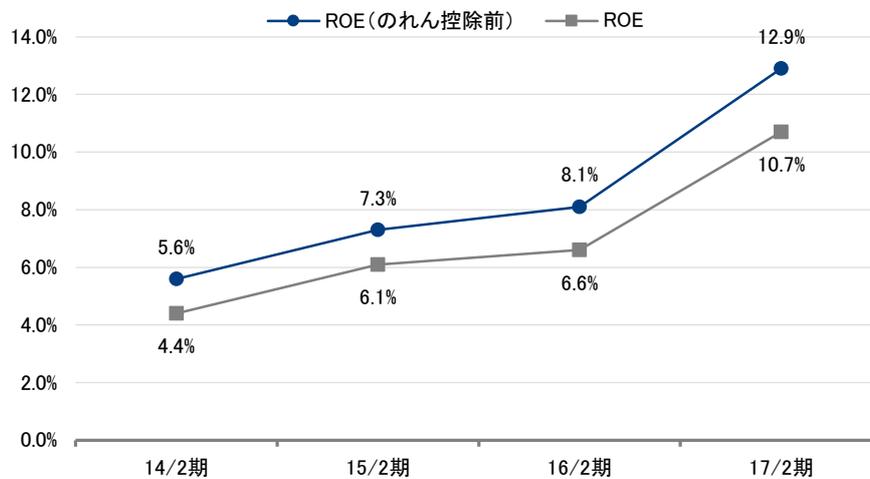
連結貸借対照表

(単位：百万円)

	14/2 期末	15/2 期末	16/2 期末	17/2 期末	増減額
流動資産	11,291	11,980	8,490	13,102	4,612
(現金及び預金・有価証券)	7,357	7,643	3,468	6,188	2,719
固定資産	1,450	1,006	1,370	3,514	2,143
総資産	12,741	12,987	9,861	16,694	6,833
流動負債	3,685	3,594	4,169	5,291	1,122
固定負債	441	398	279	2,275	1,996
(有利子負債)	635	637	365	2,152	1,787
負債合計	4,126	3,993	4,448	7,567	3,118
純資産	8,614	8,993	5,412	9,127	3,714
(安全性)					
流動比率	306.4%	333.3%	203.7%	247.6%	
自己資本比率	67.4%	69.1%	54.5%	53.3%	
有利子負債比率	7.4%	7.1%	6.8%	24.2%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

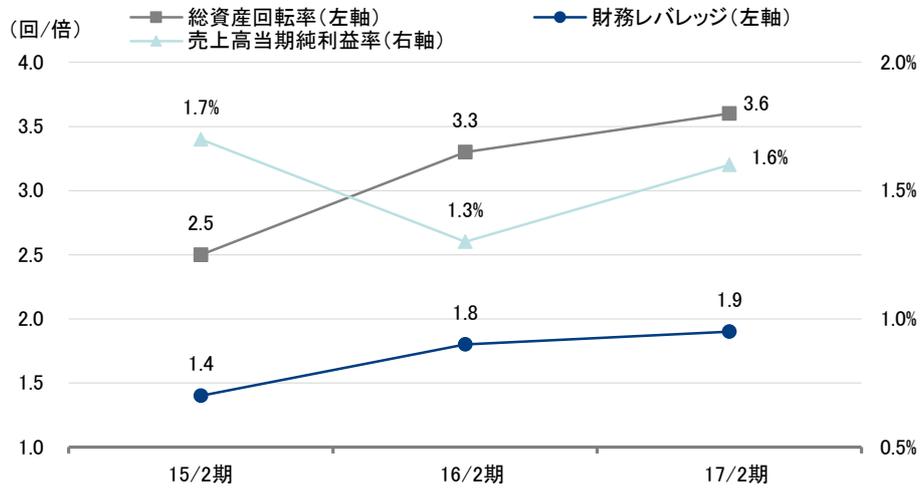
ROE推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

中期経営計画

各指標推移



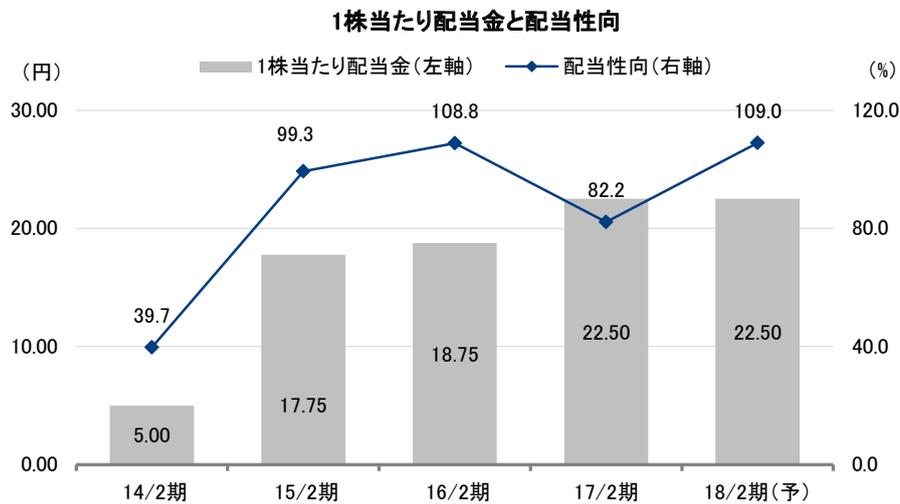
注: 財務レバレッジ = 総資産 ÷ 自己資本

出所: 決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 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。また、2017年3月1日付で、株式の流動性向上と投資家層の拡大を図ることを目的に1:4の株式分割も行っている。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（6月6日終値666円）で計算すると4.1%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

重要事項（ディスクレーマー）

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