

(4326・東証1部)

インテージホールディングス

ビッグデータ関連で相対的に評価できる企業

費用の期ズレ影響を除いても営業利益計画は超過したと推測される

投資判断

買い

目標株価

1,550円 (今回)

1,375円 (前回)

株価 1,347円
(12/8)

時価総額 538億円

PBR(2017/9) 2.3倍

ROE(2018/3予想) 12.0%

配当利回り(2018/3予想) 1.5%

小堀 徹
03(3238)2345
内線 2718

- マーケティングリサーチ会社の草分け。同社の特長であるパネル調査は、同じ調査対象に対して一定期間をおいて同じ質問を繰り返し行う調査手法。
- 投資判断は「買い」を継続。当部の目標株価は2019/3期当部予想EPS×約20倍の1,550円(株式分割考慮後の前回目標株価:2019/3期当部予想EPS×約18倍=1,375円)。適用バリュエーションは成長期待が高かった2006/3期、2007/3期の平均PER。今回のポイントは、①2Q累計(4-9月)の営業利益計画は1.7億円超過したが、費用の期ズレを除けば実質的には0.5億円強の上振れであったと当部では推測していること、②2019年からのセンサハイブリッドSRI(次世代パネル構想)のサービス開始が正式に発表されたこと。
- 11/10公表の2018/3期2Q累計の連結業績は売上高229.4億円(前年同期比+7%)、営業利益12.7億円(同▲8%)。売上高はマーケティング支援(消費財・サービス)事業で同+7%、マーケティング支援(ヘルスケア)事業で同+6%と堅調に拡大。また、1Q(4-6月)は苦戦したビジネスインテリジェンス事業は旅行業界などの案件獲得が進んだことで2Q累計では同+9%へ拡大。一方、営業利益は投資(R&D経費)が高んだことなどでマーケティング支援(消費財・サービス)事業などが減益。2Q(7-9月)では売上高125.1億円(前年同期比+8%)、営業利益9.0億円(同+2%)と若干の増益へ浮上。2Q累計実績の会社計画との比較では売上高で▲0.6億円、営業利益で+1.7億円。採算性の改善とR&D経費の消化が一部3-4Q(10-3月)へ期ズレした影響で営業利益は超過。
- 2018/3期の会社計画は期初計画から経常利益を1.5億円増額修正。投資先からの配当金増加が織り込まれた。会社側は2Q累計の営業利益計画上振れについて、R&D経費の一部が3-4Qへずれ込んだとしているが、当部ではこの影響を除いても0.5億円強上振れていると試算している。そのため、会社側利益計画からは若干の超過達成を予想した。リスク要因は、顧客の投資意欲減退、競合環境激化、海外情勢の変化など。

連結業績推移

	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	PER	配当金
	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(円)	(倍)	(円)
2016/3期実績	45,481	4%	3,883	9%	3,947	15%	2,326	▲6%	58.3	-	16.3
2017/3期実績	47,987	6%	4,268	10%	4,392	11%	2,871	23%	71.9	-	17.5
2018/3期会社	51,000	6%	4,000	▲6%	4,300	▲2%	2,900	1%	72.6	18.6	20.0
2018/3期予想	51,000	6%	4,100	▲4%	4,400	0%	2,950	3%	73.8	18.2	20.0
2018/3期予想(前回)	51,000	-	4,000	-	4,150	-	2,800	-	70.1	-	20.0
2019/3期予想	53,900	6%	4,350	6%	4,500	2%	3,050	3%	76.4	17.6	23.5
2019/3期予想(前回)	53,900	-	4,300	-	4,450	-	3,000	-	75.1	-	23.5
2020/3期予想	57,500	7%	4,700	8%	4,850	8%	3,250	7%	81.4	16.6	27.5
2020/3期予想(前回)	57,500	-	4,650	-	4,800	-	3,200	-	80.1	-	27.5

注: 予想EPSは自己株式を除く発行済株式数で計算(潜在株式は除く)。10月1日付けで1→2の株式分割を実施。EPSや配当は分割考慮後。予想は全て丸三証券調査部。当期利益は親会社株主に帰属する当期利益。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

当部の業績予想：前回から微修正に留める

- 会社計画：2018/3期は売上高 510.0 億円（前期比+6%）、営業利益 40.0 億円（同▲6%）、経常利益 43.0 億円（同▲2%）と 11/10 に期初計画から経常利益で 1.5 億円増額修正がなされた。経常利益の増額修正は期初想定外の受取配当金計上を反映したため。2Q 累計の会社計画と実績との比較では売上高は 0.6 億円の未達となったものの、営業利益は 1.7 億円の大幅超過達成であった。ただし、費用の一部が 3-4Q へずれ込んだことなどを理由に会社側は通期の営業利益計画を据え置いた。なお、セグメント計画は期初計画から据え置かれている。
- 当部予想：2018/3期は売上高 510.0 億円（同+6%）、営業利益 41.0 億円（同▲4%）、経常利益 44.0 億円（同微増）を予想。前回予想からは微修正に留めた。当部予想の前提は①2Q 累計の売上高は会社計画に対して若干未達となったが 3-4Q で挽回は可能な水準と見ていること、②R&D 経費の期ズレがあったことなどから、2Q 累計の営業利益は会社計画を上振れたが、R&D 経費期ズレの影響を除いても営業利益は 0.5 億円強の上振れであったと当部では試算していること、③会社計画同様に当部予想にも配当金の増加を織り込んだこと（経常利益の増額修正要因だが一過性）、など。なお、11/16 の決算説明会では、センサハイブリッド SRI（次世代パネル構想）の開発を加速させたいことから、2019/3期の R&D 経費は再度精査したいという説明がなされたものの、11/28 に行われたスモールミーティングでは、2 期連続の営業減益は避けたいとして、従来通り営業利益率 8%水準を念頭に置いて R&D 経費をコントロールしながら増益を目指す旨が確認できた。これらを考慮して、2019/3期、2020/3期の当部予想は前回から微修正に留めることとした。

■セグメント別の会社計画進捗率と当部の見解

		2018/3期 2Q累計 (億円)	2018/3期 会社計画 (億円)	進捗率 (実績/計画) (%)	取材を通じた当部の見解
マーケティング支援（消費財・サービス）	売上高	148.1	332.0	44.6	概ね計画並みと推測。
	営業利益	4.6	19.9	23.1	計画比上振れと推測。R&D経費が一部下期へずれ込んだ影響が大きい。
マーケティング支援（ヘルスケア）	売上高	53.9	115.0	46.9	計画からややショートしたと推測。人手不足で生産調整が起こったと見られる。
	営業利益	6.4	15.3	41.5	計画比上振れと推測。計画比では案件の採算性が改善。
ビジネスインテリジェンス	売上高	27.5	63.0	43.6	概ね計画並みと推測。
	営業利益	1.8	4.8	36.5	計画比上振れと推測。計画比では低採算案件の減少が寄与。
R&D経費		3.0	10.0	30.0	計画比で1億円程度下期へ消化がずれ込んだ模様。小売店とのデータ取得のための交渉が想定より遅れたことが理由。

出所：決算説明資料、決算説明会での会社側コメント、会社へのヒアリングにより当部作成
注：R&D 経費=AI や IoT に関わる一時的な費用で、売上高の 2%水準を每期投下する計画

当部の目標株価：適用バリュエーションを引上げる

- 前回までの目標株価：従来は 1,350 円（株式分割考慮後）としていたが、これは 2019/3期当部予想 EPS×約 18 倍で算出していた。適用バリュエーションの約 18 倍は、競合であった米ニールセンが市場から撤退し、同社が小売

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

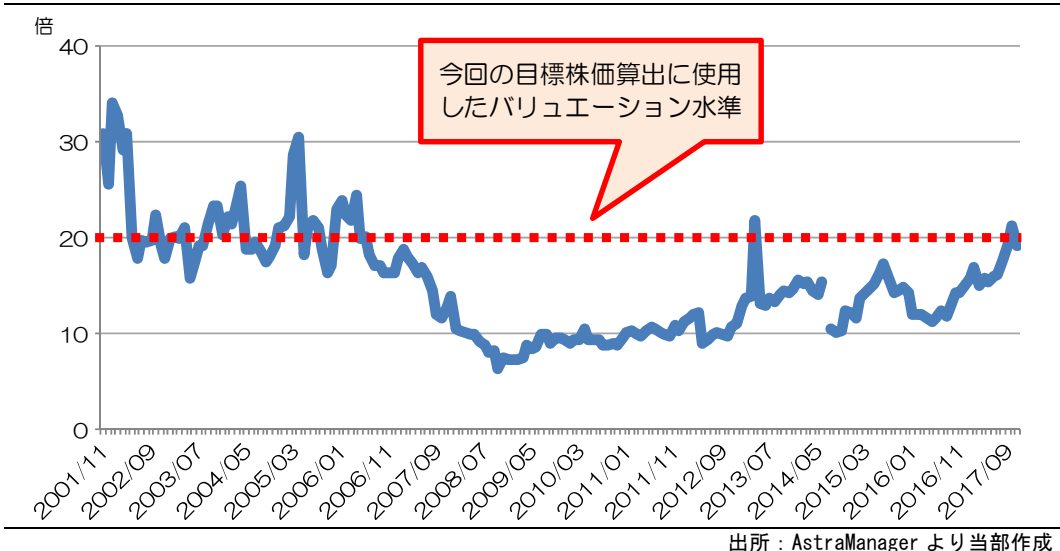
(4326・東証1部) インテージホールディングス

2017年12月8日

店パネル調査市場をほぼ独占する以前の、2006/3期、2007/3期のバリュエーションレンジの下限付近。この期間を選択したのは、小売店パネル市場をほぼ独占したことによって、将来の成長余地に対して限界が意識され始めたことなどが、その後のバリュエーションの低下理由と当部では捉えているため。データ活用プラットフォーム（ネット上や顧客社内などから多彩なデータを収集して分析できるサービス基盤）など新しいサービスによる成長シナリオが徐々に見えてくることで成長が期待されていた期間のバリュエーション水準へ戻ると当部では考えた。ただし、2017年6月に投資先行による減益計画が会社側より公表されたことから、同期間の平均PERであった約20倍から下限付近へ引き下げた経緯がある。

- 今回の目標株価：今回の1,550円は2019/3期当部予想EPS×約20倍で計算している。適用PERを前述の期間の平均PERである約20倍へ戻したのは、①今期の減益計画が公表されてから6ヶ月超が経過し来期以降の増益へ投資家の目が向くと考えたこと、②2019年からセンサハイブリッド SRI のサービスが提供されることが正式に発表されたことで、中期的な競争力強化が意識されると予想することなど、による。特に②は、投資費用が先行していた分野であるため、徐々に将来性への不透明感は払しょくされると当部では考えている。なお、センサハイブリッド SRI とは、当初より当部が注目していたデータ活用プラットフォームを受け皿としたサービスであり、より広範囲で多様なデータを収集することで高い調査精度や多角的な分析ができるサービスである。これらのことから、「ビッグデータ関連で相対的に評価できる企業」として引き続き「買い」を推奨したい。

■ インテージ HD の会社計画を基にした PER の推移（月次）



本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

(4326・東証1部) インテージホールディングス

2017年12月8日

【丸三証券調査部における投資判断の定義】

買い：当初投資判断時から1年間で、株価が15%程度以上上昇するとアナリストが予想する場合

中立：当初投資判断時から1年間で、株価が±15%未満の変動とアナリストが予想する場合

売り：当初投資判断時から1年間で、株価が15%程度以上下落するとアナリストが予想する場合

NR：投資判断を付与しない

注1) 投資判断及び目標株価の有効期限は、レポート発行日より6ヵ月間とする。なお当該銘柄に関するレポートを新たに発行した場合には、新しいレポートの投資判断及び目標株価を優先する。

注2) 目標株価は投資判断を買いとする銘柄のみ付与するものとする。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

【重要な注意事項】

〔当社の概要〕

商号等 丸三証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 167 号
加入協会 日本証券業協会

〔手数料等について〕

1. 「株式」に関する手数料等について
 - (1) 募集、売出し等
 - ・ 株式を募集等により取得する場合には、購入対価のみお支払いいただきます。
 - (2) 委託取引
 - ・ 株式の売買取引には、約定代金に対し、最大税込み 1.2420%（2,700 円に満たない場合には、2,700 円）の委託手数料をいただきます。
 - ・ 外国株式の外国取引にあたっては、約定代金に対し、最大税込み 0.864%の国内取次手数料をいただきます。また外国金融商品取引所等における売買手数料及び公租公課その他の賦課金が発生します。現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。
 - (3) 信用取引
 - ・ 信用取引を行うにあたっては、上記委託手数料のほかに、管理費及び権利諸費用等をいただきます。また買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付株式等に対する貸株料及び品貸料をいただきます。
2. 「債券」に関する手数料等について
 - (1) 募集、売出し等又は相対取引
 - ・ 債券を購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。
 - (2) 委託取引
 - ・ 転換社債型新株予約権付社債を委託取引で売買する場合は、約定代金に対して、最大税込み 1.080%の委託手数料をいただきます。
3. 「株価指数先物・オプション」に関する手数料等について
 - ・ 先物取引には、約定金額に対し、最大税込み 0.0864%（2,700 円に満たない場合は 2,700 円）を、またオプション取引には約定価額に対し、最大税込み 4.320%（2,700 円に満たない場合には、2,700 円）の委託手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

〔リスクについて〕

1. 「株式のリスク」
 - ・ 株価の変動等によって損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等によっても損失が生じるおそれがあります。また、信用取引は、少額の保証金で当該保証金の額を上回る取引を行うことから、委託保証金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。
2. 「債券のリスク」
 - ・ 債券の価格は、市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には、損失が生じるおそれがあります。外貨建債券は、為替相場の変動等によっても損失が生じるおそれがあります。
3. 「株価指数先物・オプションのリスク」
 - ・ 対象とする株価指数の変動等によって、損失が生じるおそれがあります。株価指数先物取引は、少額の証拠金で当該証拠金の額を上回る取引を行うことから、委託証拠金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。また株価指数オプション取引は、その変動率が現実の株価指数に比べて大きくなる傾向があり、場合によっては委託証拠金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。またオプションを行使できる期間には制限があります。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的とし、信頼できると思われる各種データに基づき作成したものです。正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された意見・予測等は、作成時点における当社判断に基づくもので、今後予告なしに変更される可能性があります。投資に関する最終決定はご自身の判断で行ってください。丸三証券及びその関連会社、役職員が、本資料に記載されている証券もしくは金融商品について、自己売買または委託売買取引を行うことがあります。このレポートのいかなる部分も一切の権利は丸三証券株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送等を行うことを禁じます。