

ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

<http://group.tyo.jp/ir/>

2016 年 4 月 20 日 (水)

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

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
柴田 郁夫

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■ インドネシアの国内資本系最大規模の広告会社グループから事業継承

ティー・ワイ・オー〈4358〉は、TV-CM の企画・制作をはじめ、ブランディングや Web を中心としたデジタル広告、スマートフォンアプリなどあらゆる広告コンテンツの企画・制作を手掛けているクリエイティブエージェンシーである。好調な受注環境が続くなか、消費者の印象に残る数々の CM 制作を手掛けてきたクリエイティブ力と幅広い広告の制作に対応するワンストップソリューションを武器として順調に業績を拡大してきた。

同社は 2014 年 7 月期を初年度とした中期経営計画を進めている。広告代理店取引の継続強化に加えて、広告主直接取引の躍進、海外事業の新規展開によって、2017 年 7 月期の売上高 40,000 百万円、営業利益 2,700 百万円を目標としており、3 年間の平均成長率では売上高が年率 14.6%、営業利益が同 16.4% と高い伸びを見込んでいる。特に成長分野と位置付けている広告主直接取引は、従来の TV-CM 制作や Web 制作における優位性や顧客接点を生かしながら、あらゆる広告制作市場をターゲットとして同社グループの成長に取り込んでいく戦略である。加えて、ASEAN 及びインドを中心とした海外展開も戦略的 M&A の実現に向けて準備を進めてきた。

その結果、2015 年 3 月に海外事業の統括管理会社をシンガポールに設立すると、2015 年 7 月にはアジアにおける戦略的 M&A の第 1 段階として、インドネシアに合弁会社 (PT TYO FIRST EDITION) を立ち上げ、インドネシアの国内資本系では最大規模の広告会社 (The First Edition) グループから事業を継承して活動をスタートさせた。また、2015 年 8 月にグラフィック領域に強みがあり、アジア地域を中心とした海外にもネットワークを持つ (株) ケー・アンド・エル (以下、K&L) を連結子会社化した。

ただ、2016 年 7 月期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高が前年同期比 9.5% 増の 13,791 百万円、営業利益が同 43.4% 減の 408 百万円と増収減益となったが、売上高、利益ともに期初予想を下回った。好調な受注環境を追い風として広告事業が伸長したものの、第 1 四半期での低利益率案件による出遅れに加えて、インドネシア子会社及び映像関連事業の低迷が業績の足を引っ張った。

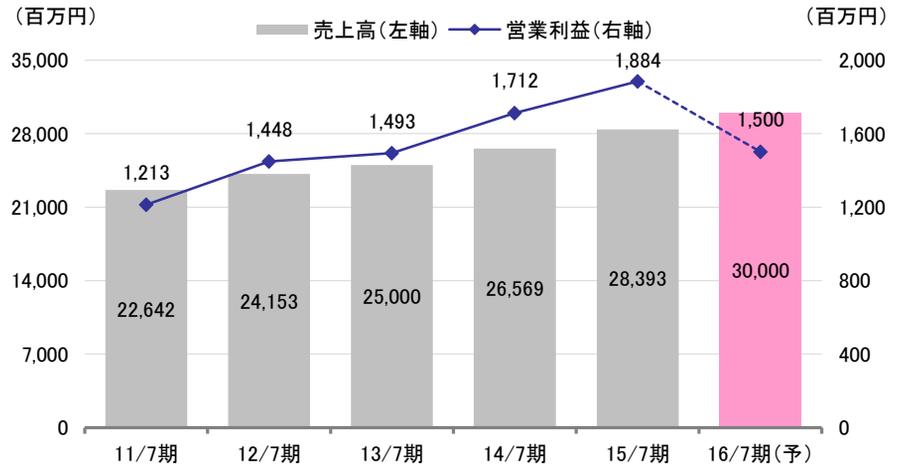
2016 年 7 月期の業績予想について同社は、上期業績等を勘案して減額修正を行った。修正後の業績予想として、売上高を前期比 5.7% 増の 30,000 百万円、営業利益を同 20.4% 減の 1,500 百万円と見込んでいる。

弊社では、想定外の要因が重なったことで今期の業績はやや足踏みとなる見通しであるが、注力する広告主直接取引において一定の成果が出始めていることに加えて、先行投資的な人員増強が図られていることなどから、今後の事業拡大に向けた施策は着実に進展しているものと評価している。M&A の第 2 弾を含め、来期 (2017 年 6 月期) 以降の成長に向けた取り組みなど成長戦略の進捗に注目していきたい。

## Check Point

- ・グラフィック領域に強く、海外ネットワークを有する K&L を連結子会社化
- ・案件選別を厳格化することの影響をふまえ、業績予想は保守的
- ・総資産回転率や財務レバレッジが高いため ROE は他社より高い

通期業績の推移



## 事業概要

### グラフィック領域に強く、海外ネットワークを有する K&L を連結子会社化

#### (1) 事業内容

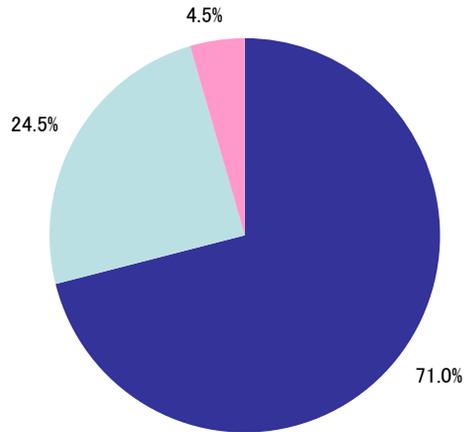
同社は、TV-CM の企画・制作をはじめ、ブランディングや Web を中心としたデジタル広告スマートフォンアプリなどあらゆる広告コンテンツの企画・制作を手掛けるクリエイティブエージェンシーである。

TV-CM 制作市場が堅調な伸びを見せるなかで、JR 東海（東海旅客鉄道 <9022>）の「そうだ京都、行こう。」やユニクロ（ファーストリテイリング <9983>）など、消費者の印象に残る数々の CM 制作を手掛けてきたクリエイティブ力を武器に順調に業績を拡大してきた。

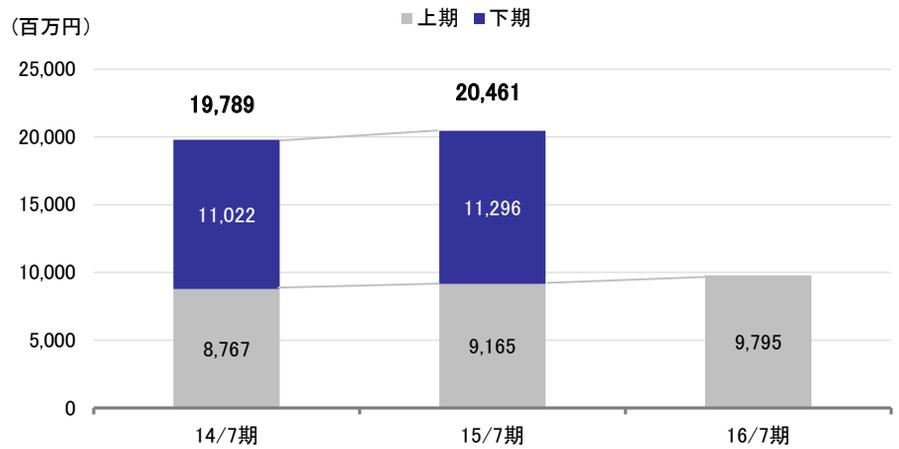
事業セグメントは、主力の「広告事業」のほか、子会社によるミュージックビデオ、アニメーションの制作等を手掛ける「映像関連事業」の 2 つに区分される。また、「広告事業」は、広告代理店向けに TV-CM の企画・制作等を行う「広告代理店取引」と、直接広告主向けに Web 広告及びプロモーションメディア広告の企画・制作等を展開する「広告主直接取引」に分かれており、最近では、注力する「広告主直接取引」が大きく伸びている。広告事業が売上高の 95.5% を占めているが、そのうち広告代理店取引が売上高の 71.0%、広告主直接取引が 24.5% を構成している（2016 年 7 月期第 2 四半期累計実績）。

事業セグメント別の売上高構成比率(2016年7月期上期実績)

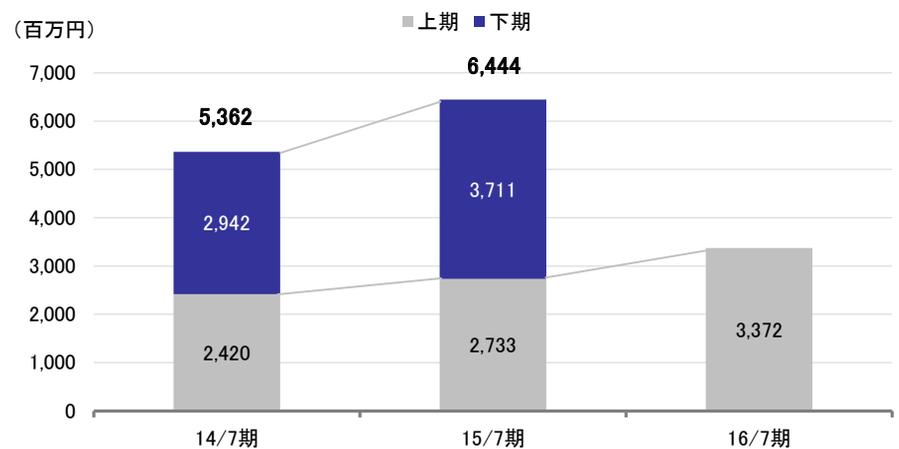
■ 広告代理店取引 ■ 広告主直接取引 ■ 映像関連事業



広告代理店取引の推移

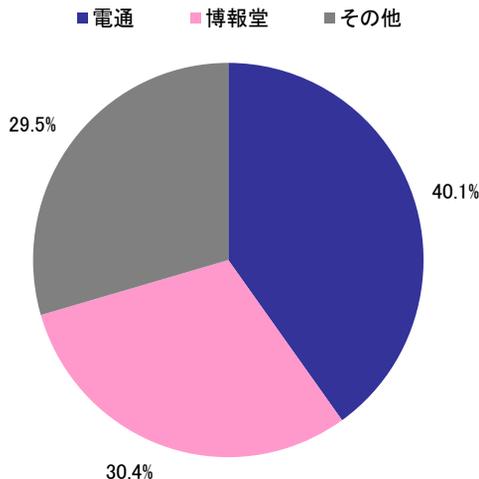


広告主直接取引の推移



広告代理店別の構成比率は、(株) 電通<4324> 向けが 40.1%、(株) 博報堂向けが 30.4%、2 社グループ合計で 70.5% を占めている。また、業種別の構成比率では、「電気・情報通信」「車両・交通器具・工業機械」「飲料」「衣料・繊維・服飾」「娯楽・エンターテインメント」が上位にランクされている(2016 年 7 月期第 2 四半期累計実績)。

広告代理店別売上高構成比率(2016年7月期上期実績)



業種別売上高 TOP10

	2015.2Q(累計)	2016.2Q(累計)
1位	電気・情報通信	電気・情報通信
2位	車両・交通器具・工業機械	車両・交通器具・工業機械
3位	飲料	飲料
4位	衣料・繊維・服飾	衣料・繊維・服飾
5位	娯楽・エンターテインメント	娯楽・エンターテインメント
6位	流通関係・レストラン	教養・出版・情報
7位	教養・出版・情報	化粧品・衛生・医療
8位	化粧品・衛生・医療	金融・保険
9位	食品	流通関係・レストラン
10位	不動産・建設	食品

(2) 沿革

同社は、1982 年 4 月に東京都港区六本木において CM 制作会社として設立された。大手 CM 制作会社 3 社の中では後発となる。現代表取締役社長の吉田博昭(よしだひろあき)氏が、早川和良(はやかわかずよし)氏(現専務取締役)を含む 5 名の CM クリエイターとともに、「クリエイターの、クリエイターによる、クリエイターのための理想の会社づくり」という夢を掲げて同社を立ち上げた。

設立以来、同社の強みであるクリエイティブ力を発揮することで順調に事業を軌道に乗せ、1987 年に制作した CM が「カンヌ国際広告映画祭」で金賞を受賞(1992 年に再受賞)した。1989 年には日本の CM 界の最高の荣誉である「全日本 CM 大賞」を受賞(1990 年に再受賞)した。

一方、更なる成長を目指すため、エンターテインメント映像分野（ゲーム・音楽・テレビ番組等）への参入を図り、1994 年にコンピュータ・グラフィックス制作事業、1995 年にゲームソフト事業、2000 年には音楽関連映像制作事業を開始して業容を拡大。2002 年に JASDAQ へ上場を果たした。

その後も、積極的な M&A や会社設立等により事業領域の拡充を進め、2002 年に Web 制作事業、2003 年にキャラクター制作事業とアニメーション事業、2006 年に放送番組制作事業を開始。2007 年には経営難に陥っていた（株）円谷プロダクションをグループ化した（ただし、2010 年に保有株 51.0% すべてをフィールズ〈2767〉に譲渡し連結除外）。

しかし、安定的な広告制作事業に比べ、ハイリスク・ハイリターン型のエンターテインメントビジネスが、景気後退の影響も重なって業績の足を引っ張る要因となった。2009 年にはゲームソフト事業から撤退するなど、不採算部門の整理と本業回帰による事業再編を矢継ぎ早に進めた。その対応策が奏功して、財務基盤の強化及び収益性の向上が図られたことから業績は V 字回復し、2013 年 10 月に東証 2 部へ市場変更すると、2014 年 1 月には東証 1 部へ指定となった。

同社の社名は、IATA（国際航空運送協会）が「東京」を表すために用いる都市コード「TYO」を由来としている。クリエイターがクリエイティブ・ビジネス都市「TYO」を目指して集まってほしい、世界にメッセージを発信するような日本を代表する「東京」のプロダクションになろう、という気持ちが込められている。

### (3) アジアにおける戦略的 M&A（第 1 段階）を実現

同社の中期経営計画「TYO グループ中期計画 2013」は、広告代理店取引の継続強化に加えて、広告主直接取引の躍進、海外事業の新規展開を戦略の柱としている。同社は、成長戦略の一環として、2015 年 7 月にアジアにおける戦略的 M&A の第 1 段階としてインドネシアに合弁会社（PT TYO FIRST EDITION）を立ち上げた。また、2015 年 8 月にはグラフィック領域を強みとし、アジア地域を中心とした海外にもネットワークを有する K&L を第三者割当増資引受により連結子会社とした。

PT TYO FIRST EDITION（以下、FE）は、インドネシアの国内資本系では最大規模の広告会社 The First Edition グループの代表との合弁会社として設立され、The First Edition の事業を承継することで 2015 年 8 月より実質稼働している。当初計画では 2016 年 7 月期での予定であったが 1 年前倒しでの実現に至った。なお、The First Edition には、インドネシア国内において、ブランディング・コンサルティング及びクリエイティブ、ストラテジックプランニング・リサーチ、イベント等のサービスを手掛けてきた実績がある。今後は、現地従業員に対して同社の誇るクリエイティブ力や技術・ノウハウを伝え人材を育成することにより、成長著しいインドネシアの広告市場においてシェア拡大を図るほか、インドネシアにおける日系企業との取引拡大を目指す方針である。なお、同社の出資比率は 51.0%（取得原価は約 76 百万円）であり、のれん代は取得原価と同額の約 76 百万円（5 年間で均等償却）となっている。

一方、K&L は、グラフィック領域を中心として大手広告主等の案件を長きにわたり手掛けてきた実績のあるクリエイティブエージェンシーであり、多くの日本企業に先駆けて、中国やインド等アジア地域をはじめとした海外へも事業進出している。K&L グループの有する海外を含む豊富な実績及びノウハウを、同社グループの広告主直接取引の拡充及び海外事業の本格展開に生かすとともに、両社グループが有する経営資源と国内外にまたがる営業ネットワークを相互に有効活用することにより、事業規模の拡充及び事業効率の向上等に狙いがあるとみられる。なお、第三者割当増資引受による同社の議決権所有割合は 68.0% (取得価額は非開示)でのれん代は約 9 百万円 (5 年間で均等償却)となっている。K&L の直近期 (2015 年 6 月期) の売上高は 1,499 百万円、総資産は 388 百万円である。本件に伴って、凱立広告 (上海) 有限公司が連結子会社となっている。また、2015 年 12 月にはシンガポールに現地法人 (K&L CREATIVE ASIA PTE.LTD.) を新設した。

## ■ 企業特徴

### 多くの受賞歴が実証するクリエイティブ力など 4 つの強みを有する

同社の強みとして、a) 豊富な実績やマルチブランド展開による営業力、b) 多くの受賞歴が実証するクリエイティブ力、c) 多様なコンテンツ制作によるワンストップソリューション、d) 広告主直接取引の推進、の 4 つを挙げることができる。

#### a) 豊富な実績やマルチブランド展開による営業力

同社の強い営業力は、上場企業であることの信頼性はもちろん、一流広告主等への広告制作実績 (年間 2,000 本以上) やマルチブランド展開によるそれぞれの特徴を生かした幅広い企画・提案力によって支えられている。特にマルチブランド展開は、徹底したファイヤーウォール (情報隔離) のもとで広告主側の競合対策 (競合企業と同じ制作会社へ注文することによる弊害や抵抗感を払拭すること) になるとともに、それぞれがカンパニー的な存在として、大きな権限移譲と独立採算性のもと高いモチベーションを維持する効果が働いており、他の大手制作会社との差別化要因ともなっている。

#### 広告代理店取引の主要ブランド

 <b>TYO drive</b> TV-CM制作	 <b>TYOプロダクションズ 2</b> TV-CM制作	 <b>MONSTER</b> モンスター TV-CM制作
 <b>Camp KAZ</b> TV-CM制作	 <b>クリエイティブ・センター</b> 広告の企画・演出	
 <b>(株)TYOテクニカルランチ</b> 映像ポスト・プロダクション業務、 映像撮影関連業務、 照明機材関連業務	 <b>(株)ルーデンス</b> CG・デジタル コンテンツ企画制作	



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

<http://group.tyo.jp/ir/>

2016 年 4 月 20 日 (水)

広告主直接取引の主要ブランド

<b>ID</b> インタラクティブコンテンツ、スマートフォンアプリの企画制作	<b>ドワーフ</b> キャラクター等の企画・開発	<b>ゼロスリー</b> クリエイティブディレクション ユニット
(株)ゼオ マーケティングコミュニケーション	(株)コム WEB広告制作	
<b>MIURA &amp; CO.</b> (株)MIURA&Company 広告コミュニケーションのアイデア開発、ディレクション <b>NEW</b>	<b>K&amp;L</b> (株)ケー・アンド・エル 広告コミュニケーション業務全般 <b>NEW</b>	
<b>PT TYO FIRST EDITION</b> 【インドネシア】ブランディング・コンサルティング・クリエイティブ等のサービス <b>NEW</b>	<b>K&amp;L</b> 凱立広告(上海)有限公司 【上海】広告コミュニケーション業務全般 <b>NEW</b>	<b>K&amp;L CREATIVE ASIA PTE. LTD.</b> 【シンガポール】広告コミュニケーション業務全般 <b>NEW</b>

b) 多くの受賞歴が実証するクリエイティブ力

同社はクリエイターが設立した企業であるとともに、社員約 850 名のうち、約 9 割をクリエイターが占めるクリエイター集団として、制作におけるクオリティには特にこだわりを持っており、18 年目に入った JR 東海の「そうだ京都、行こう。」や、ユニクロなど、消費者の印象に残る数々の CM 制作を手掛けてきた。また、同社の卓越したクリエイティブ力を実証するものとして、数多くの受賞実績を挙げることができる。

受賞実績 (2014 年)

**2014**

<b>in the World</b>		
<b>第17回 アジア太平洋広告祭</b> Grande ★★ Gold ★★ Silver ★★ Bronze ★ Finalist ★★	<b>カンヌライオンズ 国際クリエイティブ・フェスティバル</b> Bronze ★	<b>Spikes Asia</b> Silver ★ Bronze ★
<b>in Japan</b>		
<b>第54回 ACC CM Festival</b> シルバー ★★ ブロンズ ★★★★★ ファイナリスト ★★★★★★	<b>第67回 テレビ広告電通賞</b> 優秀賞 ★★	<b>フジサンケイグループ 広告大賞</b> 優秀賞 ★★
<b>第51回 ギャラクシー賞</b> 奨励賞 ★	<b>コードアワード</b> Good Campaign ★	<b>VFX-Japan アワード</b> 最優秀賞 ★

c) 多様なコンテンツ制作に対応するワンストップソリューション

同社はTV-CMの企画・制作をはじめとして、デジタルメディア(Web等)やイベントなどのセールスプロモーションなど、あらゆるメディアに対応した多様な広告コンテンツ制作を手掛けており、広告主の広告宣伝や販促活動に最適となるプロダクトミックスを提案できる場所にも強みがある。同社の広告主直接取引が伸長しているのは、ワンストップソリューションによる幅広い企画・提案力が寄与しているところも大きい。

#### d) 広告主直接取引の推進

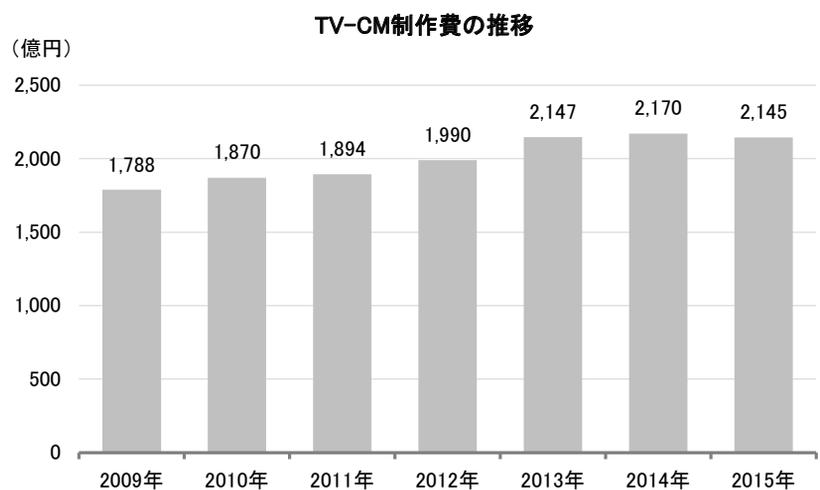
同社が広告主直接取引を推進していることも特徴として挙げられる。業界の商慣習では、広告代理店が広告主から一括して発注を受け、制作会社はその下請け的な役割を担うことが一般的であるのに対し、広告主直接取引は、同社のような制作会社が、広告主から案件を直接受注するものである。その背景として、広告主側の変化（媒体と制作とを分けて発注する動き）が見られ始めていることに加えて、制作会社—広告代理店との関係においても互いに得意分野へ経営資源を集中することで経営効率を高めるという新しい形の相互補完的な関係性がトレンドとして始まっていることも挙げられる。

同社は、広告主直接取引の推進によって、収益性の向上、広告主との長期的な関係の構築（広告主との直接対話を通じて、長期的な視点による提案が可能）、案件規模の拡大（媒体や部署をまたいだ案件の獲得による単価の向上）、販売促進費の獲得（広告宣伝費に加え、販売促進費もターゲット）などのメリットを追求する構えである。

## ■ 業界環境

### 広告主直接モデル推進と周辺領域への進出でマーケット規模は拡大

電通の調査によれば、広告市場（TV-CM 市場）は、約 90% の媒体費と約 10% の制作費から構成されている。TV-CM 制作市場は、媒体取引に比べると市場規模が小さいものの、媒体価格が景気変動の影響を受けやすいのとは対照的に、景気に左右されにくい安定した市場であるところに特徴があり、その点が媒体取引を主体とする広告代理店との最大の違いである。TV-CM 制作市場は、おおむね安定的に推移している。2015 年がやや軟調であったのは、前年の消費増税前の駆け込み需要やソチオリンピック、FIFA ワールドカップブラジル大会開催に伴う反動減、海外経済の景気減速や個人消費の伸び悩みなどにより総広告費全体が伸び悩んだことが影響した。ただ、今後は 2020 年の東京オリンピック開催に向けて、企業の宣伝広告活動が活発化することが予想されており、TV-CM 制作市場の拡大も見込まれている。

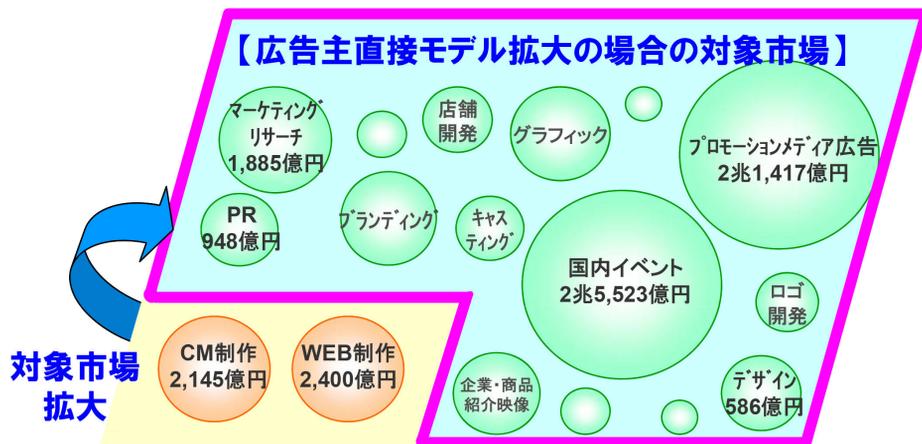


出所: 電通「日本の広告費」より

また、同社が戦略分野として位置付けている広告主直接取引は、従来の TV-CM 制作や Web 制作に加えて、国内イベント、プロモーションメディア、マーケティングリサーチ、PR、ブランド・コンサルティング、店舗開発等、あらゆる広告周辺市場をターゲットにしている。現業での主な対象市場である TV-CM 制作や Web 制作ではそれぞれ約 2,000 億円規模のマーケットであるが、例えば国内イベント市場やプロモーションメディア広告はともに約 2 兆円規模の広大な市場を形成しており、広告主直接モデル推進による周辺領域への進出によって、同社のマーケット規模は格段に拡大するとみている。

この分野への進出は、他の大手 CM 制作会社とは一線を画しており、広告主直接取引を推進する同社だからこそ取り込める周辺領域としてポテンシャルの高さと捉えることができるだろう。

広告主直接取引による対象市場



競合環境に関しては、業界老舗の東北新社 <2329> を筆頭に、同社、AOI Pro.<9607> の大手 3 社によって市場全体の約 30% (同社の市場シェアは約 9.0%) が占められている。一方、一般社団法人日本アド・コンテンツ制作社連盟 (JAC) 正会員数の推移を見ると、1992 年の 143 社をピークとして 2015 年には 94 社と減少傾向にあるが、大手 3 社の市場シェアが拡大していることから、業界の寡占化が進展していると考えられる。その背景には、広告主側の情報管理を含めたコンプライアンス意識の高まりや、スケールメリットが働く事業構造であることから、小規模の事業者が案件を受けにくくなってきたことが考えられる。

一方、広告主側の変化として、これまで広告代理店に対して一括して発注するのが一般的であったが、媒体と制作とを分けて発注する動きが見られ始めたこともあげられる。それぞれの分野において最適な取引先を自ら選定することにより、コストパフォーマンスの向上を図ることに狙いがあるとみられる。広告代理店と制作会社とのすみ分けをはっきりすることにより、両者の共存共栄の補完的な関係がさらに強まることは、広告主との直接取引の拡大を目指す同社にとっては事業拡大の好機として捉えることができる。

## ■ 決算概要

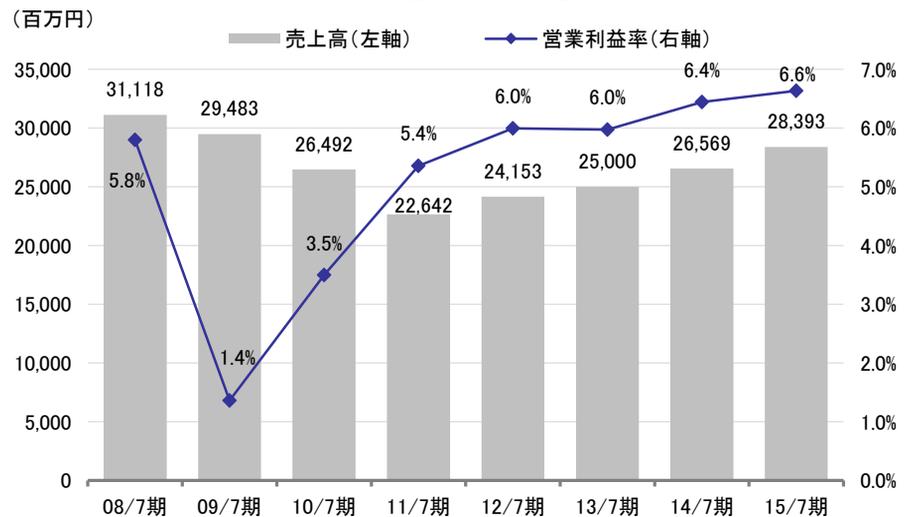
### 2009 年 7 月期から大きく落ち込んだ後、V 字回復し 6 期連続の増益

#### (1) 過去の業績推移

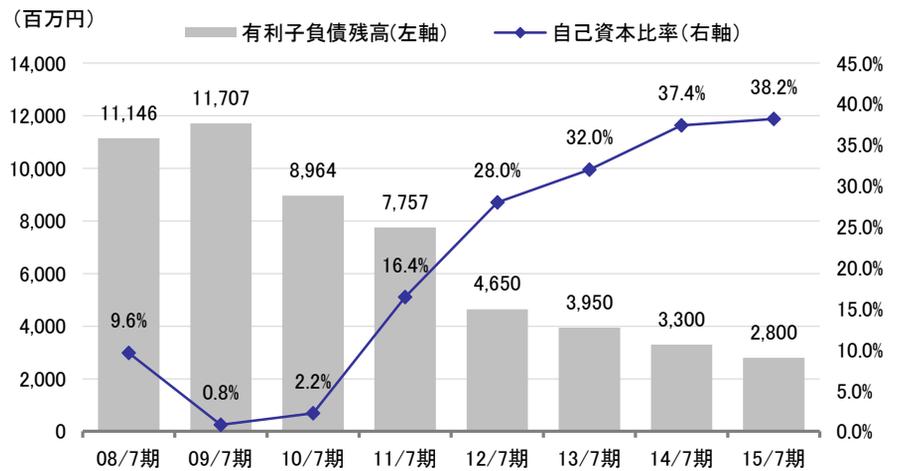
過去の業績推移を振り返ると、売上高は 2008 年 7 月期にピークを迎えた後、過去の事業領域の拡充によって生じた不採算部門の整理により、同社の業績は下降線をたどった。ただし、本業回帰による事業再編が奏功して、売上高は 2011 年 7 月期に底をつくと 4 期連続で増収となり、中核事業を軸とした新たな成長ステージに入ったと見られる。また、営業利益についても、不採算部門の整理による損失を計上した 2009 年 7 月期に大きく落ち込んだ後、V 字型に回復して 6 期連続の増益となっている（過去最高益を更新）。

財務面でも、過去の事業領域の拡充に伴って有利子負債残高が膨らむとともに、2009 年 7 月期には不採算部門の整理により自己資本比率が 0.8% へ大きく落ち込んだが、その後、業績回復による内部留保の積み上げや 2010 年 12 月に実施した第三者割当増資（約 13 億円）などにより、2015 年 7 月期の自己資本比率は 38.2% の水準にまで回復している。また、有利子負債の返済も順調に進んでいる。2015 年 7 月期の有利子負債残高は 2,800 百万円であるが、現預金残高を差し引いたネット有利子負債残高では 2014 年 7 月期からゼロの状態となっている。

売上高・営業利益率の推移



## 有利子負債(借入金及び社債)・自己資本比率の推移



## (2) 2016 年 7 月期第 2 四半期累計決算の概要

2016 年 7 月期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高が前年同期比 9.5% 増の 13,791 百万円、営業利益が同 43.4% 減の 408 百万円、経常利益が同 48.3% 減の 366 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 69.9% 減の 132 百万円と増収減益となり、売上高、利益ともに期初予想を下回った。

売上高は、好調な受注環境を追い風として、広告代理店取引が堅調に推移するとともに、広告主直接取引も FE 及び K&L の連結化により大きく伸長した。ただ、売上高が期初予想を下回ったのは、FE による業績寄与が想定を下回ったことと、映像関連事業が低調に推移したことが主な要因となっている。

損益面では、第 1 四半期での低利益率案件の影響等により粗利益率が大きく低下するとともに、FE 及び K&L の連結化に伴う費用増に加えて、事業拡大に向けた先行費用（人件費及び M&A 関連費用等）により販管費が拡大したことから減益となり、営業利益率も 3.0%（前年同期は 5.7%）に低下した。もっとも販管費の拡大はほぼ想定内であり、営業利益が期初予想を大きく下回ったのは、売上高の未達と粗利益率の低下によるものである。

財務面では、総資産が 14,868 百万円（前期末比 1.9% 増）とわずかに増加した一方、自己資本は配当金の支払い等により 5,361 百万円（前期末比 3.8% 減）に減少したことから、自己資本比率は 36.1%（前期末は 38.2%）に若干低下した。また、有利子負債残高も 3,025 百万円（前期末比 8.0% 増）に増加したが、流動比率は 203.3% と高い水準を維持しており財務の安全性に懸念はない。

## 2016 年 7 月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	15/7 期上期 実績		16/7 期上期 実績		増減		16/7 期 期初予想		計画 差異
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	12,596		13,791		1,194	9.5%	14,500		95.1%
広告事業	11,899	94.5%	13,167	95.5%	1,268	10.7%	-	-	-
映像関連事業	696	5.5%	623	4.5%	-73	-10.6%	-	-	-
売上原価	10,417	82.7%	11,625	84.3%	1,207	11.6%	-	-	-
販管費	1,457	11.6%	1,757	12.7%	300	20.6%	-	-	-
営業利益	721	5.7%	408	3.0%	-313	-43.4%	900	6.2%	45.4%
広告事業	1,540	12.9%	1,383	10.5%	-157	-10.2%	-	-	-
映像関連事業	52	7.6%	-1	-	-54	-	-	-	-
調整額	-872	-	-973	-	-101	-	-	-	-
経常利益	709	5.6%	366	2.7%	-342	-48.3%	830	5.7%	44.2%
親会社株主に帰属 する四半期純利益	439	3.5%	132	1.0%	-307	-69.9%	500	3.4%	26.5%

	2015 年 7 月末	2016 年 1 月末	増減	
				増減率
総資産	14,590	14,868	277	1.9%
自己資本	5,572	5,361	-210	-3.8%
自己資本比率	38.2%	36.1%	-2.1	

主な事業別の状況は以下のとおりである。

広告事業のうち広告代理店取引は、売上高が前年同期比 6.9% 増の 9,795 百万円、営業利益が同 4.3% 減の 1,472 百万円であった※。第 1 四半期において、低利益率案件や検収時期の変更となった案件が重なったことから出遅れがあったものの、売上高は第 2 四半期で順調に検収ずれ案件を回収したことにより増収を確保した。電通及び博報堂との取引も 2 社合計で 6,914 百万円（前年同期比 18.1% 増）と順調に拡大している。ただ、損益面では、低利益率案件等の影響を挽回するに至らず減益となった。受注環境が好調に推移するなかで、多くの案件を抱えることにより、受注後の利益率管理が不十分であったことが複数の低利益率案件の発生を招いた一因であり、第 2 四半期会計期間以降は受注段階からの厳格な精査・選別及び収益管理体制の徹底により、利益率が改善傾向である。

一方、成長分野として取り組んでいる広告主直接取引は、売上高が前年同期比 23.4% 増の 3,372 百万円、営業利益が同 24.7% 減の 50 百万円であった。FE と K&L の連結化に伴う上乗せにより大きく伸長したものの、FE の低迷等により売上高、利益ともに期初予想を下回った。FE の低迷の主な理由は、1) 地場経済が低調であったこと、2) 取引依存度の高い大手顧客側の一時的な事情（体制変更等）の影響を受けたことに加えて、3) 新規顧客開拓が進捗しなかったことの 3 点である。ただ、広告主直接取引で中心的な役割を担う営業統括本部における利益率は、案件規模の大型化や業務遂行の習熟度が高まってきたことなどから着実に改善しているようだ。

映像関連事業は、売上高が前年同期比 10.6% 減の 623 百万円、営業損失が 1 百万円（前年同期は 52 百万円の利益）であった。アニメ制作で一部案件の受注規模が縮小したことに加えて、ミュージックビデオ制作も前年同期ほどの大型案件の受注がなかったことから低調に推移した。また、損益面でも、減収による収益の押し下げに加えて、アニメ制作における一部案件の作業の長期化やミュージックビデオ制作でも高利益率の大型案件があった前年同期と比べて採算性が悪化したことから営業損失に転落した。

※ 取引ごとの業績は、売上高が外部顧客売上高合算、営業利益が部門別営業利益合算（調整前）である。

## 案件選別を厳格化することの影響をふまえ、業績予想は保守的

### (3) 2016 年 7 月期の業績予想

2016 年 7 月期の業績予想について同社は、上期業績の状況等を勘案して、期初予想を減額修正した。修正後の業績予想として、売上高が前期比 5.7% 増の 30,000 百万円（修正幅：△ 2,000 百万円）、営業利益が同 20.4% 減の 1,500 百万円（修正幅：△ 650 百万円）、経常利益が同 25.3% 減の 1,350 百万円（修正幅：△ 650 百万円）、当期純利益が同 35.7% 減の 720 百万円（修正幅：△ 480 百万円）と見込んでいる。

好調な受注環境が続くなかで、FE 及び K&L の連結化による上乘せを含めて広告事業が伸長する想定である。ただ、売上高を減額修正したのは、上期業績の足を引っ張った FE 及び映像関連事業の低迷を通期予想に反映させたことと、低利益率案件を排除するために案件選別を厳格化することによる影響を保守的に見積もったことが主因である。

また、損益面でも、下期での損益改善を見込むものの、上期での出遅れ分や FE 及び映像関連事業の低迷を反映させたことから減額修正となり、期初の増益予想から一転して減益予想となった。

修正後の業績予想達成のためには、下期での売上高 16,208 百万円（前年同期比 2.6% 増）、営業利益 1,091 百万円（同 6.1% 減）が必要となる。弊社では、2016 年 1 月末時点の受注高が 15,263 百万円（前年同期比 3.6% 増）であることや、案件の検収時期（特に高利益率案件）が下期に集中していることから同社の業績予想はやや保守的なものとみている。また、現在、調査及び選定を準備中である M&A の第 2 弾の実現が業績の上振れ要因となる可能性も否定できない。

低利益率案件の影響や FE 及び映像関連事業の低迷など想定外の要因が重なったことにより、今期の業績はやや足踏みとなる見通しであるが、注力する広告主直接取引において一定の成果が出始めていることに加えて、仕込み案件や引き合いが順調に積み上がっていること、先行投資的な人員増強が図られていることなどから、今後の事業拡大に向けた施策は着実に進展しているものと評価している。

### 2016 年 7 月期の業績予想

（単位：百万円）

	15/7 期 実績		16/7 期 予想				増減			
			期初		修正後		期初		修正後	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率	金額	増減率
売上高	28,393		32,000		30,000		3,607	12.7%	1,607	5.7%
営業利益	1,884	6.6%	2,150	6.7%	1,500	5.0%	266	14.1%	-384	-20.4%
経常利益	1,806	6.4%	2,000	6.3%	1,350	4.5%	194	10.7%	-456	-25.3%
当期純利益	1,119	3.9%	1,200	3.8%	720	2.4%	81	7.2%	-399	-35.7%

## ■ 中期経営計画とこれまでの進捗

### 進行中の中計では更なる成長を追及するフェーズ移行を目指す

同社は、2014 年 7 月期を初年度とする中期経営計画「TYO グループ中期経営計画 2013」を進めている。

過去 5 年間にわたり、本業回帰による事業の再生及び再構築を進めてきたが、収益力、財務基盤ともに急激な回復を遂げたことから、更なる成長を追求するフェーズへの移行を目指す内容となっている。広告代理店取引の継続強化、広告主直接取引の躍進、海外事業の新規展開によって、2017 年 7 月期には、売上高 40,000 百万円（3 年間の年平均成長率 14.6%）、営業利益 2,700 百万円（営業利益率 6.8%）を目標としている。また、2018 年 7 月期の売上高目標として 50,000 百万円（4 年間の年平均成長率 17.1%）を掲げており、さらに成長を加速させる方針である。

財務面では、2014 年 7 月期にネット有利子負債残高をゼロとする目標を達成したが、その一方で、財務基盤の強化に一定の成果を収めたことや、今後は成長重視の積極的な事業拡大に取り組む方針から、2016 年 7 月期に自己資本比率を 50% 以上に引き上げるという当初目標にかかわらず、成長のための有効な資金活用に注力するとした。

#### (1) 広告代理店取引の継続強化

広告代理店取引の継続強化を図るための施策として、1)「面」の拡大（人員増強やブランド拡充等）を中心に、2) 上流への領域拡大（広告代理店に対するクリエイティブ機能の補完を図ることによる連携強化等）、3) 下流への影響力強化（外注業者や同業者との連携強化等）を掲げている。広告代理店取引の 2018 年 7 月期の売上高は 26,000 百万円（年平均成長率 7.1%）を目標としている。

#### (2) 広告主直接取引の躍進

一方、成長分野と位置付けている広告主直接取引については、1) 営業力の強化（人員増強やブランド拡充等）、2) 機能の充実（ブランディング、マーケティング機能を拡充）、3) 新規広告主の獲得、4) 既存広告主案件の拡大等を掲げている。特に、広告主直接取引は、従来の CM 制作や Web 制作に加え、国内イベント市場、プロモーションメディア市場などを含む広大な市場が対象となる。広告主直接取引の 2018 年 7 月期の売上高は 18,000 百万円（年平均成長率 35.4%）を目標としており、売上高構成比率は現在（2015 年 7 月期）の 22.7% から 36.0% に上昇することになる。

同社は、人員拡充や近年積極的に採用してきた人材の戦力化等による営業力向上を図っており、上流からの一括受注の大型案件も着々と増加している。特に既存クライアントからの継続受注及び案件規模の大型化に加えて、複数の新規クライアントからの大型案件を含む受注が好調のようだ。また、国内においても事業成長を加速させる M&A を積極的に行う方針としており、広告主直接取引の拡大につながる PR やセールスプロモーションを始めとした一定規模以上の企業を対象に検討を進めている。



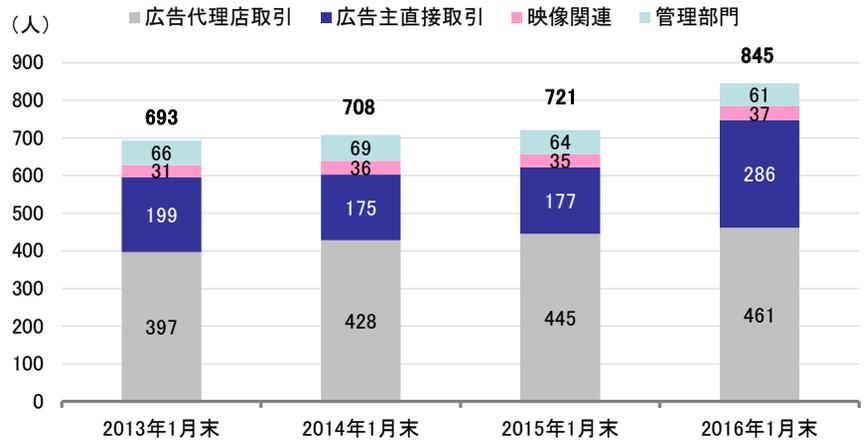
ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

<http://group.tyo.jp/ir/>

2016 年 4 月 20 日 (水)

### 人員推移



注: 2016年1月末の広告主直接取引にはFE及びK&Lの連結化による増加分を含む

また、前述のとおり、2015 年 8 月にグラフィック領域を強みとし、海外にもネットワークを有する K&L を連結子会社化したことに加え、2015 年 9 月には広告コミュニケーションのアイデア開発、ディレクションを行うクリエイティブ・ブティックである (株)MIURA & Company (以下、MIURA & CO) を設立した。代表には、JR 東海の「シンデレラ・エクスプレス」シリーズ等をはじめ、長年にわたり数多くの作品を同社グループと生み出してきた三浦武彦 (みうらたけひこ) 氏が就任した。同社グループ全セクションの機能をフル活用し、映像コンテンツの企画・制作はもちろん、ワンストップでブランド設計から実践までの支援を行う予定であり、同社グループのクリエイティブ力及びブランディング力の一層の強化に狙いがあるとみられる。

### (3) 海外事業の新規展開

海外事業については、現地の独立系エージェンシーを買収することを視野に検討を進めている。既に現地で自走して利益を上げている企業を買収を想定しているため、展開当初は現地クライアントへのサービスの継続が中心となるが、将来的には ASEAN10 ヶ国及びインドにてクリエイティブ企業のネットワークを創り、当該エリアで日系企業や地域間事業展開を図る現地企業へのサービスを提供できる体制を構築することを目指している。海外事業の 2018 年 7 月期の売上高は 4,000 百万円を目標としている。

2014 年 8 月にアジア戦略部を新設し、戦略的 M&A の実現に向けて本格的な準備を進めてきた。2015 年 3 月に海外事業の統括管理会社 (TYO-ASIA PTE.LTD) をシンガポールに設立すると、2015 年 7 月には、前述のとおり、アジアにおける戦略 M&A の第 1 段階としてインドネシアに合弁会社 (FE) を設立した。成長著しいインドネシアの広告市場においてシェア拡大を図るほか、インドネシアにおける日系企業との取引拡大を目指している。アジア地域を中心に海外ネットワークを有する K&L を合わせた今回の戦略的 M&A により、海外売上高目標 4,000 百万円のうち 2,000 百万円については達成の目途が立ったとしており、今後は、残り 2,000 百万円を積み上げるべく、第 2 弾以降の M&A 候補先の調査及び選定を進めている。

## 中期経営計画

(単位：百万円)

	中期経営計画								4 年後のイメージ		
	14/7 期実績		15/7 期実績		16/7 期		17/7 期	3 年間の年成長率	18/7 期		4 年間の年成長率
		構成比		構成比	期初予想	修正後予想	計画			構成比	
売上高	26,569	-	28,393	-	32,000	30,000	40,000	14.6%	50,000	-	17.1%
(伸び率)	6.3%	-	6.9%	-	12.7%	5.7%	33.3%		25.0%	-	
広告代理店取引	19,789	74.5%	20,461	72.1%	-	-	-	-	26,000	52.0%	7.1%
広告主直接取引	5,362	20.2%	6,444	22.7%	-	-	-	-	18,000	36.0%	35.4%
映像関連事業 (海外事業)	1,417	5.3%	1,487	5.2%	-	-	-	-	1,500	3.0%	1.4%
(海外事業)					-	-	-	-	4,000	8.0%	-
営業利益	1,712	-	1,884	-	2,150	1,500	2,700	16.4%			
(利益率)	6.4%	-	6.6%	-	6.7%	5.0%	6.8%				

同社の中期経営計画の達成は、外部要因（好調な受注環境や寡占化の進展等）や、内部要因（財務基盤や収益力の回復、クリエイティブ力による差別化、人材の増強、広告主直接取引の本格稼働等）から勘案すると十分に実現可能と判断できる。ただ、懸念材料としては、FE が当初の想定よりも立ち上がりにもたつきがみられるところである。したがって、新規顧客開拓の進展を含めて、FE の業績改善に向けた道筋に注目したい。

また、広告主直接取引が同社の中期的な成長をけん引する計画であることから、その進捗状況については注意して見守る必要があるだろう。特に、売上計画の進捗はもちろん、規模拡大に伴って広告代理店との関係や同社の収益構造にどのような変化をもたらすか、周辺領域の取り込みをどのように進めていくかがポイントになると考えられる。

海外事業での展開は、現地の広告会社を買収することにより現地メディアとの関係を構築するとともに広告主を囲い込む戦略であるが、同社のクリエイティブ力との融合（現地化）と現地子会社のマネジメントが最大の課題になると考えられる。

## ■ 同業他社比較

### 総資産回転率や財務レバレッジが高いため ROE は他社より高い

同社の成長性、及び収益性、財務健全性について、直近期の決算内容を基準に他の大手 CM 制作会社 2 社と比較した。

過去 3 年間の成長性を見ると、売上高では AOI Pro. が際立っている。同じく同社を見ると、2014 年 7 月期から高い成長率になっていることから、今後の売上高成長率の推移に注目すべきだろう。一方、営業利益の成長率では AOI Pro. と同水準にある。同社の場合、不採算部門の整理と本業回帰による損益改善を図ってきたことの成果として捉えることができる。

収益性に関しては、原価率の低い映像・放送事業を手掛ける東北新社が高い営業利益率を誇っている。一方、収益性の改善に取り組んできた同社の営業利益率は、AOI Pro. とほぼ同水準にある。また、資本効率を示す ROE は、総資産回転率や財務レバレッジが高い同社が他社よりも優れている。

財務の健全性に関しては、同社の自己資本比率は他社よりも劣位するものの、財務基盤の安定性に懸念がある水準ではない。また、流動比率やインタレストカバレッジレシオから短期支払能力や利払い能力にも懸念はないと判断できる。

財務指標比較

(単位：百万円)

	東北新社	AOI	TYO
	2329 15/3 期	9607 15/3 期	4358 15/7 期
規模			
売上高	58,098	28,817	28,393
営業利益	5,403	1,952	1,884
収益性			
営業利益率	9.3%	6.8%	6.6%
原価率	75.0%	80.9%	82.5%
販管費率	15.7%	12.7%	10.9%
ROE	5.4%	11.3%	21.6%
成長性 (過去 3 年間)			
売上高	-2.5%	10.0%	5.5%
営業利益	-4.3%	9.2%	9.2%
健全性			
自己資本比率	69.4%	45.8%	38.2%
流動比率	257.1%	172.9%	192.8%
インタレストカバレッジレシオ	90.0	13.8	32.7
総資産回転率	0.62	1.17	2.65
財務レバレッジ	1.47	2.24	2.07

■ 株主還元

利益成長に伴う増配余地は十分に期待できる

2015 年 7 月期は、2014 年 7 月期の上場記念配を除くと、実質的に前期比 2 円増配となる 1 株当たり年 5 円配 (配当性向 27.8%) を実施した。2016 年 7 月期についても、期初予想を据え置き、1 株当たり年 5 円配 (修正後の配当性向は 43.3%) を予定している。同社は、中期経営計画の中で、財務基盤が強化されてきたことを理由として、企業の所有者たる株主への還元を重視する方針を打ち出しており、配当性向 25% 以上を目標に掲げている。したがって、同社の中期経営計画の実現を前提にすれば、配当性向の改善、及び利益成長に伴う増配余地は十分にありと期待できる。

また、期末の配当と合わせ、中間期における株主還元策として株主優待制度も継続実施している。2016 年 7 月期 (2016 年 1 月 31 日基準) の株主優待は、所有株数に応じた QUO カードの贈呈に加えて、抽選 2 組に対してオリジナルアニメーションを制作する「株主様！あなたがアニメの主人公！」を実施した。同社は、同社ならではのクリエイティブ性のある株主優待を継続的に実施する方針である。

#### ディスクレーマー（免責条項）

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・表示したのですが、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・加工することは強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・譲渡することは強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