

ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2014 年 10 月 20 日（月）

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

■ 事業再編が奏功し更なる成長を追求するフェーズへ

ティー・ワイ・オー〈4358〉は、TV-CM の企画・制作を主力としており、大手 CM 制作会社の一角を占めている。また、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・制作も手掛けている。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業績を順調に拡大している。過去にはエンタテインメントビジネスへの事業領域拡充が景気後退の影響と重なったことにより業績低迷を招いたものの、不採算部門の整理と本業回帰による事業再編が奏功して、財務基盤の強化と収益性の向上に一定の成果が現われ、更なる成長を追求するフェーズに入ったとみられる。

2014 年 7 月期の業績は、売上高が前期比 6.3% 増の 26,569 百万円、営業利益が同 14.7% 増の 1,712 百万円と 3 期連続の増収、並びに 5 期連続の営業増益となった。不採算事業部門の譲渡の影響はあったものの、大手代理店経由の TV-CM 制作案件や広告主との直接取引によるクロスメディア案件が順調に拡大した。

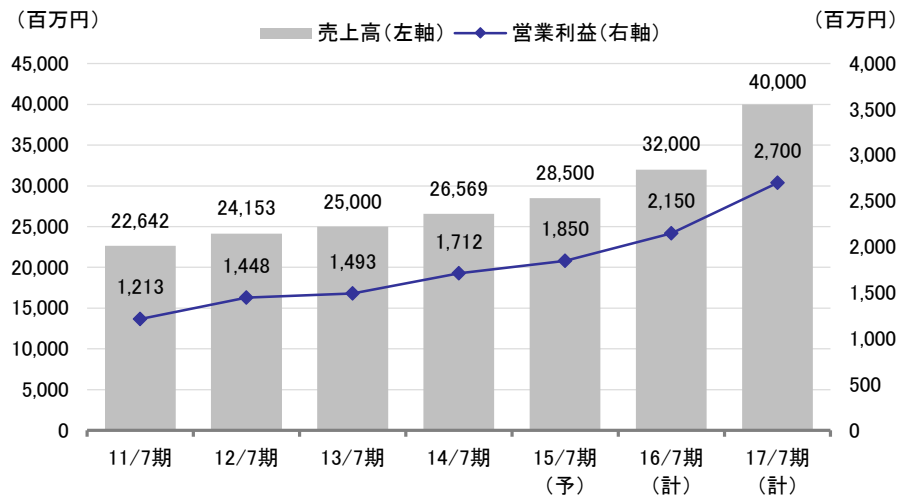
2015 年 7 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 7.3% 増の 28,500 百万円、営業利益を同 8.0% 増の 1,850 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。好調な広告市場を背景に大手代理店経由の TV-CM 制作案件と広告主との直接取引がそれぞれ伸長する想定と見られる。また、業績予想には織り込んでいないものの、戦略的 M&A による海外展開も本格化する計画であり、その動向によっては業績の上振れ要因となる可能性も考えられる。

同社の成長戦略の柱は、広告代理店経由モデルの継続強化に加えて、同社のワンストップソリューションが活かせる広告主直接モデルの躍進、海外事業の新規展開の 3 軸であり、4 年後（2018 年 7 月期）の売上高目標として 500 億円を目指している。国内の広告制作市場は、東京オリンピック効果等により好調に推移することが予想されているが、大手 CM 制作会社による寡占化の進展に伴うシェア拡大に加えて、広告主直接取引による周辺領域の取り組み、並びに海外事業の新規展開により国内の広告制作市場の伸びを上回る成長率の実現に注目したい。

■ Check Point

- ・卓越したクリエイティブ力と多様な広告の制作能力を武器に業績は順調に拡大
- ・本業回帰による事業再編が完了し、新たな成長フェーズへ移行中
- ・TV-CM 制作市場は継続成長しているうえ、東京オリンピック効果や大手 CM 制作会社による寡占化の進展等に好機
- ・同社のワンストップソリューションが生かせる広告主直接モデルが成長を牽引

通期業績の推移



■ 会社概要

TV-CM の企画・制作を主力にあらゆる広告コンテンツを手掛ける

(1) 事業内容

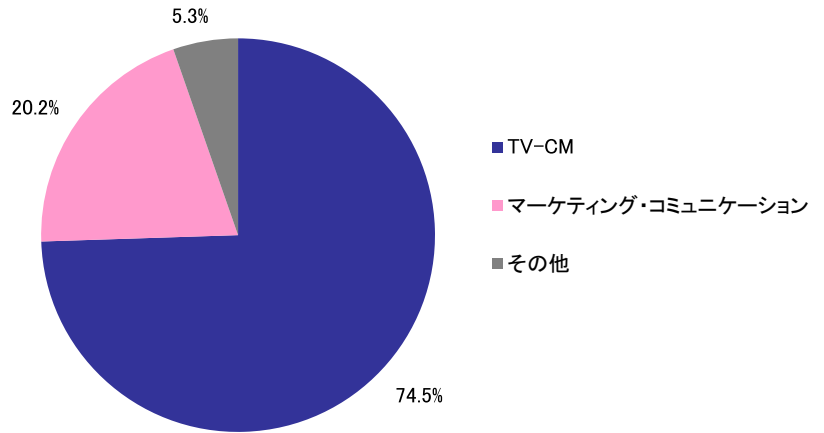
同社は、TV-CM の企画・制作を主力としており、大手 CM 制作会社の一角を占めている。TV-CM の企画・制作の他にも、ブランディングや Web を中心としたデジタル広告、スマートフォンアプリなどあらゆる広告コンテンツの企画・制作も手掛ける。

TV-CM 制作市場が堅調な伸びを見せるなかで、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クリエイティブ力を武器に業績を順調に拡大している。

過去にゲームソフトやアニメーションなど、エンタテインメントビジネスへと事業領域の拡充を図ったことが、景気後退の影響と重なって業績の足を引っ張る要因となった。しかし、不採算部門の整理と本業回帰による事業再編が奏功し、財務基盤の強化と収益性の向上に一定の成果が現われ、更なる成長を追求するフェーズに入ったとみられる。

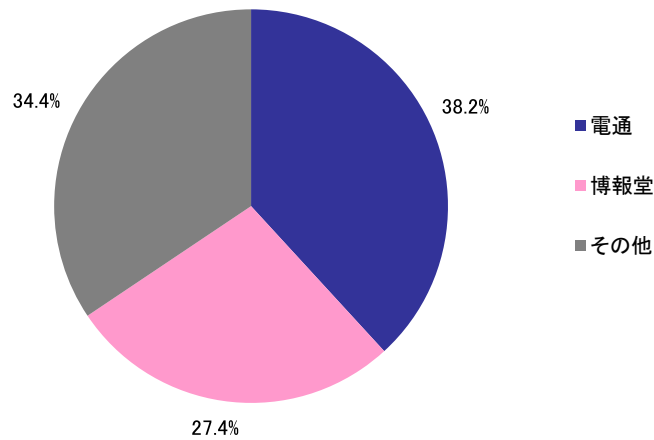
事業セグメントは、広告代理店向けに TV-CM の企画・制作等を行う「TV-CM 事業」と、直接広告主向けに Web 広告及びプロモーションメディア広告の企画・制作等を展開する「マーケティング・コミュニケーション事業」の他、子会社によるミュージックビデオ、アニメーションの制作等のその他事業に分類されるが、主力の TV-CM 事業が売上高の 74.5%（2014 年 7 月期）を構成している。同社は、販売チャネル別に、TV-CM 事業を「広告代理店経由モデル」、マーケティング・コミュニケーション事業を「広告主直接モデル」として管理しているが、同社の多様なコンテンツ制作（ワンストップソリューション）が活かせる広告主直接モデルの拡大に取り組んでいる。なお、2015 年 7 月期からは、事業間をまたぐ取引による損益の歪みを是正し、事業活動の実態をセグメント情報に反映するため、「TV-CM 事業」と「マーケティング・コミュニケーション事業」を「広告事業」として統合、「その他」を「映像関連事業」とする事業セグメントの変更を行っている。

事業セグメント別売上高構成比率(14/7期)



広告代理店別の構成比率、及び業種別の構成比率は以下のとおりとなっている。

TV-CM事業広告代理店別売上高構成率(14/7期)



【業種別 売上高 TOP10】

2014 年 7 月期（累計）

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



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2014 年 10 月 20 日（月）

設立以来、クリエイティブ力を強みに順調に事業を拡大

(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 界の最高の栄誉である「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 月には史上最短の 98 日で東証 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。

2014 年 10 月 20 日（月）

マルチブランド展開による幅広い企画・提案力に強み

(3) 企業特徴

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の 3 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。

広告代理店経由モデルの主要ブランド



出所：会社資料

広告主直接モデルの主要ブランド



出所：会社資料

(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 742 名（2014 年 7 月末時点）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いる。10 年来シリーズを継続している 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。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2014 年 10 月 20 日（月）

受賞実績（2013 年）

2013

in the World

第16回 アジア太平洋広告祭

SILVER

BLONZE

FINALIST

カンヌライオンズ 国際クリエイティビティ・フェスティバル

BLONZE

SHORTLIST

Spikes Asia

GOLD

SILVER

BLONZE

One Show Interactive

Merit Award

釜山国際広告祭

CRYSTAL

SILVER

BRONZE

FINALIST

George Foster Peabody Awards

Peabody賞

in Japan

第53回 ACC CM Festival

ゴールド

シルバー

ブロンズ

地域賞

ファイナリスト

第66回 広告電通賞

準テレビ広告電通賞

最優秀賞

優秀賞

第53回 消費者のためにあった広告コンクール

銅賞

JACリマーカブル・ディレクター・オブ・ザ・イヤー

受賞

JACリマーカブル・プロデューサー・オブ・ザ・イヤー

ファイナリスト

第50回 ギャラクシー賞

大賞

出所：会社 HP

（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・制作をコア領域としながら、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。同社の広告主直接モデル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）広告主直接モデルを推進

同社が広告主直接モデル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、広告主直接モデルは、同社の様な制作会社が、広告主から案件を直接受注するモデルである。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、広告主直接モデルの推進によって、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。

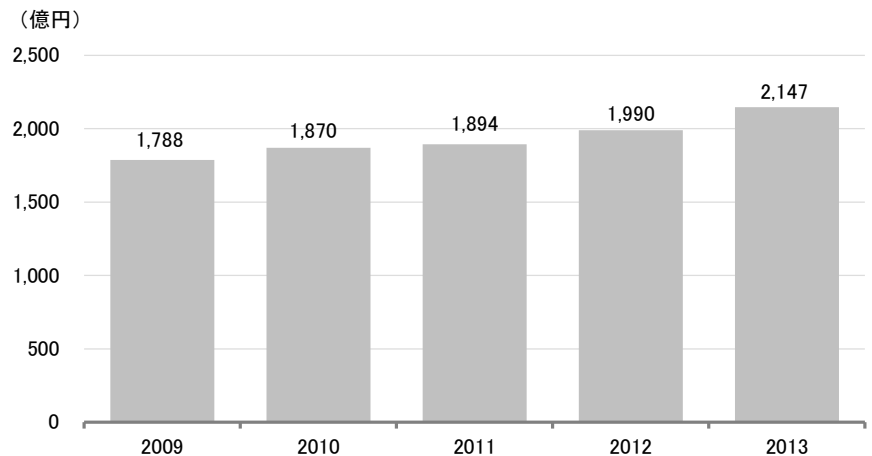
2014 年 10 月 20 日（月）

■ 業界環境

コア領域である TV-CM 制作は安定的かつ着実に伸長

電通<4324>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。同社のコア領域である TV-CM 制作は、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、過去数年にわたって安定的かつ着実に伸びを見せており、今後も 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。

TV-CM制作費の推移



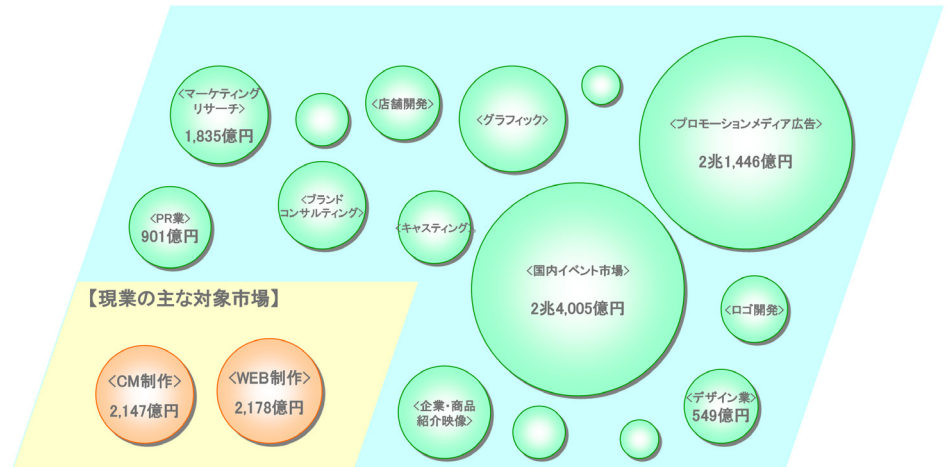
出所: 電通「日本の広告費」

また、同社が戦略分野として位置付けている広告主直接モデルは、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、たと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見ている。

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、広告主直接モデル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よう。

2014 年 10 月 20 日（月）

広告主直接モデル拡大の場合の対象市場



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 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 2014 年には 96 社に減少する傾向が見られるなかで、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難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挙げられる。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棲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。

■ 決算動向

本業回帰による事業再編が奏功し新たな成長ステージへ

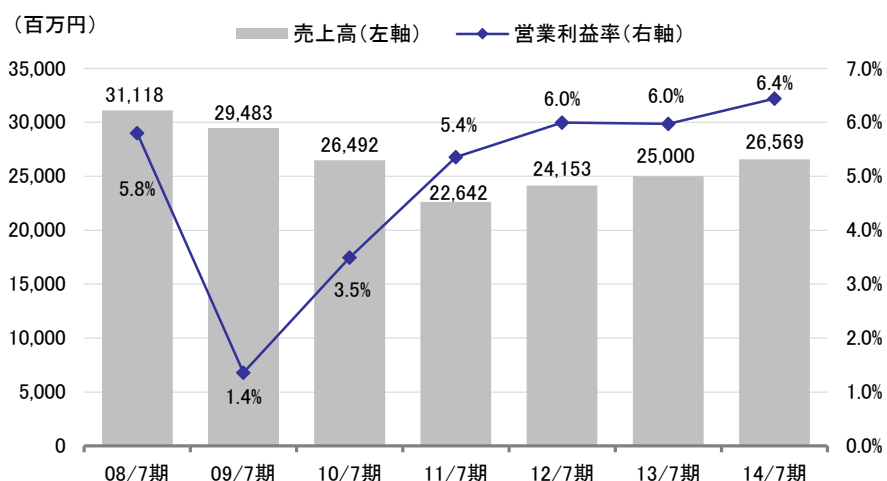
（1）過去の業績推移

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 3 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が、その後 V 字型に回復した。

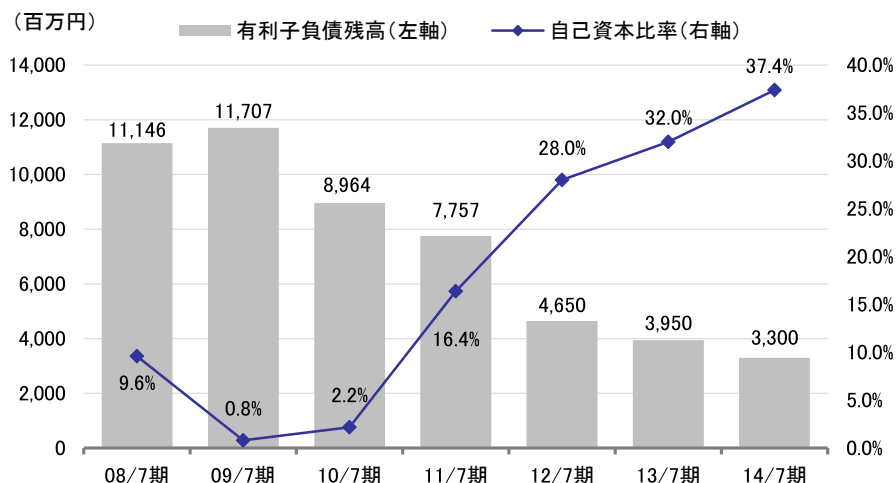
2014 年 10 月 20 日（月）

また、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 1,300 百万円）により 2014 年 7 月期の自己資本比率は 37.4% の水準にまで回復している。また、借入金の返済も順調に進んでいる。2014 年 7 月期の借入金残高は 3,300 百万円となり、現預金残高を差し引いたネット有利子負債残高はゼロとなった。

売上高・営業利益の推移



有利子負債(借入金及び社債)・自己資本比率の推移



14 年 7 月期は 3 期連続増収、経常利益は創業来最高を更新

(2) 2014 年 7 月期決算の概要

2014 年 7 月期の業績は、売上高が前期比 6.3% 増の 26,569 百万円、営業利益が同 14.7% 増の 1,712 百万円、経常利益が同 8.6% 増の 1,509 百万円、当期純利益が同 26.2% 減の 596 百万円となり、3 期連続の増収及び 5 期連続の営業増益を達成するとともに、経常利益は創業来最高を更新した。なお、当期純利益が減益となったのは、事業譲渡した不採算事業部門向けの債権に対する貸倒引当金の計上及び法人税等の増加によるものである。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2014 年 10 月 20 日（月）

好調な受注環境を背景として、主力の TV-CM 事業（広告代理店経由モデル）が大きく伸長したことが増収に寄与した。一方、戦略分野と位置付けるマーケティング・コミュニケーション事業（広告主直接モデル）は事業譲渡の影響で減収となったが、存続事業ベースでは順調に拡大している。その他についても、アニメーションやミュージックビデオの企画・制作により着実な伸びとなった。

利益面では、一部の不採算案件の影響で原価率が上昇したものの、増収効果や費用抑制による販管費率の低減を図ったことから営業利益率は 6.4%（前期は 6.0%）に改善した。なお、2014 年 7 月期は、東証 2 部への市場変更及び同市場 1 部指定、並びに株式売出関連費用（合計で 53 百万円）、株主優待制度の実施に係る費用（68 百万円）、M&A によるのれん償却額（68 百万円）等の費用が発生したものの、コスト管理の徹底により販管費は前期比で減少した。また、経常利益率の伸び率が緩やかなのは、シンジケートローン契約締結に伴う手数料（95 百万円）の計上によるものであるが、適用金利の低いシンジケートローンへの借り換えにより、2015 年 7 月期以降の金融収支は改善される見込みである。

財務面では、2014 年 7 月期におけるネット有利子負債（借入金－現預金）残高ゼロを目標に掲げてきたが、借入金の返済（650 百万円）により、2014 年 7 月期末の借入金残高は 3,300 百万円に減少し、現預金残高（3,878 百万円）を差し引いたネット有利子負債残高ゼロを達成した。また、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も 37.4%（前期は 32.0%）に改善されている。

主な事業別の状況は以下のとおりである。

TV-CM 事業（広告代理店経由モデル）は、景況感の回復を追い風に広告市場全体が活況であることや、飲料、電気・情報通信、自動車、衣料等の業界を中心とした大型案件及び新規案件の受注が好調であったことから大きく伸長した。営業利益率も増収効果や販管費の抑制により 17.2%（前期は 16.0%）に上昇した。

なお、対電通売上高は前期比 8.2% 増の 7,556 百万円、対博報堂売上高は前期比 19.7% 増の 5,425 百万円と 2 社合計で 12.7% 増加しており、制作大手 3 社を中心とした業界の寡占化の進展を反映したものと捉えることができる。

マーケティング・コミュニケーション事業（広告主直接モデル）は、2013 年 5 月に事業譲渡したブランド（テオリア）の影響を通年で受けたことから減収となったが、映像を含めたあらゆるメディアに対応した広告の一括受注の増加により、存続事業ベースでの売上高は前期比 12.0% の増収となった。

一方、利益面では、一部大型案件の制作費が想定を超過したことや、業務範囲の拡大に伴う TV-CM 事業への振り分けや外部委託が増加したことから、営業損失幅が拡大する結果となった。したがって、コスト管理の強化は今後の課題として挙げられるが、積極的な拡大路線による経験則の積み上げが損益改善を図るうえでも重要であり、中期的には利益率の高い直接取引による恩恵を享受できる体制を構築できるものとみている。

2014 年 7 月期の決算概要

（単位：百万円）

	13/7 期 実績		14/7 期 実績		増減		14/7 期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	25,000		26,569		1,569	6.3%	26,500		100.3%
TV-CM	18,183	72.7%	19,789	74.5%	1,606	8.8%	-	-	-
マーケティング・ コミュニケーション	5,566	22.3%	5,362	20.2%	-203	-3.7%	-	-	-
その他	1,250	5.0%	1,417	5.3%	167	13.4%	-	-	-
売上原価	20,477	81.9%	21,875	82.3%	1,397	6.8%	-	-	-
販管費	3,028	12.1%	2,981	11.2%	-47	-1.6%	-	-	-
営業利益	1,493	6.0%	1,712	6.4%	219	14.7%	1,700	6.4%	100.7%
TV-CM	2,915	16.0%	3,406	17.2%	490	16.8%	-	-	-
マーケティング・ コミュニケーション	-34	-	-135	-	-101	-	-	-	-
その他	117	9.4%	172	12.1%	55	46.7%	-	-	-
調整	-1,505	-	-1,730	-	-225	-	-	-	-
経常利益	1,390	5.6%	1,509	5.7%	119	8.6%			
当期純利益	808	3.2%	596	2.2%	-211	-26.2%			
自己資本比率	32.0%		37.4%		5.4pt				
有利子負債残高	3,950		3,300		-650	-16.5%			
ROE	21.1%		13.3%		-7.8pt				

15 年 7 月期は営業・経常利益ともに過去最高を更新する見通し

(3) 2015 年 7 月期の業績予想

同社は、2015 年 7 月期の業績予想について、売上高を前期比 7.3% 増の 28,500 百万円、営業利益を同 8.0% 増の 1,850 百万円、経常利益を同 12.6% 増の 1,700 百万円、当期純利益を同 50.9% 増の 900 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。これは、2013 年 9 月に公表した「TYO グループ中期経営計画 2013」の 2015 年 7 月期売上高目標を 500 百万円増額修正した水準である。また、利益水準は据え置いているものの、営業利益、経常利益はともに過去最高益を更新する見通しだ。

事業別の売上高予想の開示はないが、引き続き、好調な受注環境が続く広告代理店経由モデルが同社の業績の伸びをけん引する想定のような。広告主直接モデルについても、体制面の強化を図ることで、新規広告主の獲得並びに既存案件の拡大を目指す方針である。また、成長戦略の 3 つ目の軸である海外事業についても、2014 年 8 月にアジア戦略部を新たに立ち上げるなど、新規展開に向けた準備が本格化している。東南アジアや南アジア、中近東における戦略的 M&A の実施を目指しており、実現すれば業績の上振れ要因となる可能性が高い。

利益面では、増収に関わらず営業利益率は 2014 年 7 月期とほぼ横ばいの 6.5% を見込んでいる。これは、M&A を含めて未確定要素のある上乗せ分を売上高予想に織り込んでいない一方、想定されるコスト要因はすべて反映させたことが主因であり、保守的な前提と言える。

したがって、M&A の動向など、業績の上振れ要因には十分に注意する必要がある。

2015 年 7 月期の業績見通し

（単位：百万円）

	14/7 期 実績		15/7 期 会社予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	26,569		28,500		1,930	7.3%
TV-CM	19,789	74.5%	—	—	—	—
マーケティングコミュニケーション	5,362	20.2%	—	—	—	—
その他	1,417	5.3%	—	—	—	—
売上原価	21,875	82.3%	—	—	—	—
販管費	2,981	11.2%	—	—	—	—
営業利益	1,712	6.4%	1,850	6.5%	137	8.0%
TV-CM	3,406	17.2%	—	—	—	—
マーケティングコミュニケーション	—135	—	—	—	—	—
その他	172	12.1%	—	—	—	—
調整	—1,730	—	—	—	—	—
経常利益	1,509	5.7%	1,700	6.0%	190	12.6%
当期純利益	596	2.2%	900	3.2%	303	50.9%

■ 中期経営計画

広告主直接モデルの躍進、海外事業の新規展開で中計達成へ

同社は、2014 年 7 月期を初年度とした中期経営計画（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。広告代理店経由モデルの継続強化、及び広告主直接モデルの躍進、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、4 年後（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拘らず、成長のための有効な資金活用に注力するとした。

1) 広告代理店経由モデルの継続強化

広告代理店経由モデルの継続強化を図るための施策として、(a)「面」の拡大（人員増強やブランド拡充等）を中心に、(b) 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）、(c) 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。広告代理店経由モデルの 4 年後の売上高は 26,000 百万円（年平均成長率 7.1%）を目標としている。

2014 年 10 月 20 日（月）

2) 広告主直接モデルの躍進

一方、今後の成長ドライバーである広告主直接モデルについては、(a) 営業力の強化（人員増強やブランド拡充等）、(b) 機能の充実（ブランディング、マーケティング機能を拡充）、(c) 新規広告主の獲得、(d) 既存広告主案件の拡大等を掲げている。特に、広告主直接モデルは、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。同社は、M&A などによる外部資源の活用により、周辺領域を取り込むことで成長を加速する戦略である。広告主直接モデルの 4 年後の売上高は 18,000 百万円（年平均成長率 35.4%）、売上構成比率 36.0% を目標としている。

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 4 年後の売上高は 4,000 百万円を目標としている。

中期経営計画の計数目標

（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	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	
売上高 （伸び率）	26,569 6.3%	-	28,500 7.3%	32,000 12.3%	40,000 25.0%	14.6%	50,000 25.0%		17.1%
広告代理店経由モデル	19,789	74.5%	-	-	-	-	26,000	52.0%	7.1%
広告主直接モデル	5,362	20.2%	-	-	-	-	18,000	36.0%	35.4%
その他	1,417	5.3%	-	-	-	-	1,500	3.0%	1.4%
（海外事業）	0	0.0%	-	-	-	-	4,000	8.0%	-
営業利益 （利益率）	1,712 6.4%	-	1,850 6.5%	2,150 6.7%	2,700 6.8%	16.4%	-		-

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、広告主直接モデルの本格稼働等）から勘案すると十分に実現可能と判断できる。一方、課題としては、好調な外部環境が想定されるなかで、取りこぼしによる機会損失を回避するための体制づくりにあると言える。同社は、先行投資的にスタッフ増強を行ってきたが、クリエイティブ力にこだわる同社ゆえに、クオリティや収益性とのバランスがジレンマとなる可能性が考えられる。

また、広告主直接モデルが同社の中期的な成長を牽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

不採算部門の整理と本業回帰で営業利益成長率は高い水準

同社の成長性、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 年間の年平均成長率を見ると、売上高では AOI Pro. が際立っている。ティー・ワイ・オーの場合、3 年間の年平均成長率の推移を見ると 2014 年 7 月期にプラスに転じていることから、今後の売上高成長率の推移に注目すべきであろう。一方、営業利益の成長率では同社が高い水準にある。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. と同水準にある。

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

	東北新社 2329 14/3 期	AOI Pro. 9607 14/3 期	同社 4358 14/7 期
規模			
売上高（百万円）	61,159	27,976	26,569
営業利益（百万円）	6,447	1,783	1,712
収益性			
営業利益率	10.5%	6.4%	6.4%
（原価率）	74.5%	81.3%	82.3%
（販管費率）	15.0%	12.3%	11.2%
ROE	5.3%	6.5%	13.3%
成長性（過去 3 年間）			
売上高	0.3%	20.5%	5.5%
営業利益	11.1%	6.4%	12.2%
健全性			
自己資本比率	66.4%	43.2%	37.4%
流動比率	244.4%	165.8%	210.6%

同社の PBR（実績）が高いのは、資本効率（自己資本当期利益率）の高さを反映しているものである。ただし、日経平均の PER（予想）が 15.7 倍であることを考慮すれば、3 社ともに成熟市場を前提（市場の伸びや市場シェアの変化を織り込まない）とした株価バリュエーションと言うことができる。したがって、同社の中期経営計画の実現による利益成長が株価を押し上げる要因となることはもちろん、市場シェアの向上や周辺領域の取り込み、海外進出等、市場の成長を上回る成長期待を確信させる成果を示せば、同社の株価バリュエーションに見直しが入る余地も十分にありう。

株価バリュエーション比較

	東北新社 2329 14/3 期	AOI Pro. 9607 14/3 期	同社 4358 14/7 期
株価※（円）	873	670	169
発行済株数（千株）	46,735	13,335	62,356
時価総額（百万円）	40,800	8,934	10,538
EPS（予想）	90.04	74.58	14.87
BPS（実績）	1369.24	844.61	77.18
配当（予想）	14	23	4
PER（予想）	9.7	9.0	11.4
PBR（実績）	0.6	0.8	2.2
配当利回り（予想）	1.6%	3.4%	2.4%

※株価は 10 月 20 日終値

■ 株主還元

中計実現を前提とした配当性向の改善、増配余地に期待

2014 年 7 月期は上場市場変更記念配 3 円を加え 1 株当たり年 6 円配（配当性向 60.9%）を実施した。2015 年 7 月期は 1 株当たり年 4 円配（配当性向 26.9%）を予定しており、記念配を除けば実質増配となる。同社は、中期経営計画のなかで、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ると期待できる。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する意向である。

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