

ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 4 月 10 日（金）

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

■ ワンストップソリューションを武器に業績を順調に拡大

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。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。

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活かしながら、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。また、ASEAN 及びインドを中心とした海外展開も戦略的 M&A の実現に向けて本格的な準備を進めており、2015 年 3 月には海外事業の統括管理会社をシンガポールに設立している。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、インドネシアに合併会社（PT TYO FIRST EDITION）を立上げ、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）から事業を継承して活動をスタートさせる予定である。

2015 年 7 月期の第 2 四半期累計（2014 年 8 月 - 2015 年 1 月）は、売上高が前年同期比 7.2% 増の 12,596 百万円、営業利益が同 12.0% 増の 721 百万円と増収増益となった。好調な受注環境を背景に、広告事業における広告代理店取引及び広告主直接取引がともに順調に拡大したことに加えて、映像関連事業も大きく伸長した。

2015 年 7 月期業績予想について同社は、期初予想を据え置いており、売上高が前期比 7.3% 増の 28,500 百万円、営業利益が同 8.0% 増の 1,850 百万円、経常利益が同 12.6% 増の 1,700 百万円と過去最高の営業利益、経常利益を更新する見通しである。弊社では、2015 年 7 月期第 2 四半期決算や受注残のほか、上期からの期ずれ分を含めた下期偏重の案件状況等を勘案し、同社計画の達成は可能であると判断している。また、海外での戦略的 M&A については、本格的な業績貢献は来期以降になるものと想定される。

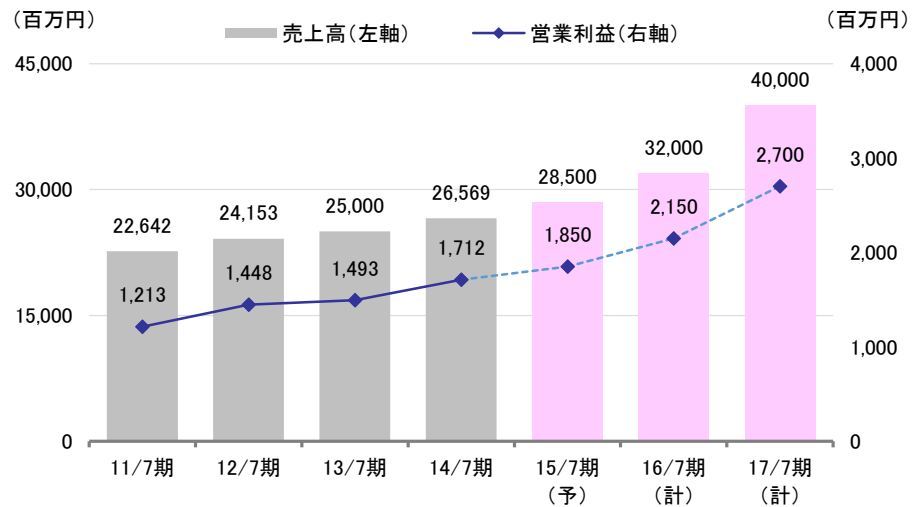
同社は、今後 3 年間に於いて、海外のほか、国内においても事業成長を加速させる M&A を積極的に行う方針としており、広告主直接取引の拡大につながる PR やセールスプロモーションを始めとした一定規模以上の企業を対象に検討を進めている。また、2015 年 3 月には民事再生手続き中のスカイマーク（株）に対するブランド再生支援を決定した。まずは無償でのサービス提供となるが、同社のブランディング（ブランド設計及びコミュニケーション戦略の上流領域）における実力を知らしめる絶好の機会であり、営業面での先行投資的な効果に狙いがあるとみられる。弊社では、目標とする高い成長性の実現に向けて、同社戦略の進捗に注目していきたい。

2015 年 4 月 10 日（金）

Check Point

- ・営業力やクリエイティブ力に強み、広告主との直接取引で独自路線
- ・2015 年 7 月期上期は、増収増益決算で着地
- ・財務基盤の強化により、株主への還元を重視する方針
- ・当初計画より 1 年前倒しで、アジアにおける戦略的 M&A の実施へ

通期業績の推移



会社概要

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拡大

(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。

TV-CM 制作市場が堅調な伸びを見せるなかで、東海旅客鉄道〈9022〉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。

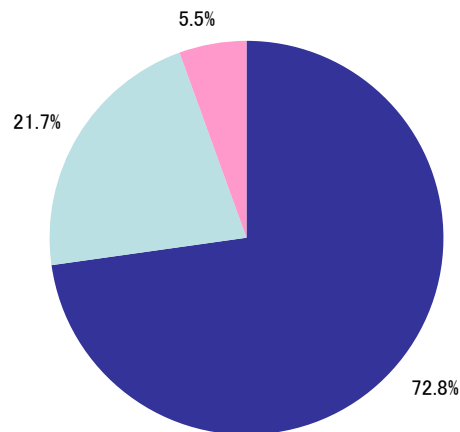
過去にゲームソフトやアニメーションなど、エンタテインメントビジネスへと事業領域の拡充を図ったことが、景気後退の影響と重なって業績の足を引っ張る要因となった。しかし、不採算部門の整理と本業回帰による事業再編が奏功し、財務基盤の強化と収益性の向上に一定の成果が現われ、更なる成長を追求するフェーズに入ったとみられる。

同社は、2015 年 7 月期より事業セグメントを変更した。従来の事業セグメントは、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」、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」の 3 つに区分していたが、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させるため、「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」として統合するとともに、「その他」を「映像関連事業」に改称した。

2015 年 7 月期第 2 四半期で見ると、主力の広告事業が売上高の 94.5% を占めているが、そのうち、広告代理店取引が 72.8%、成長分野である広告主直接取引は 21.7% となっている。

事業セグメント別売上高構成比率(15/7期第2四半期累計決算)

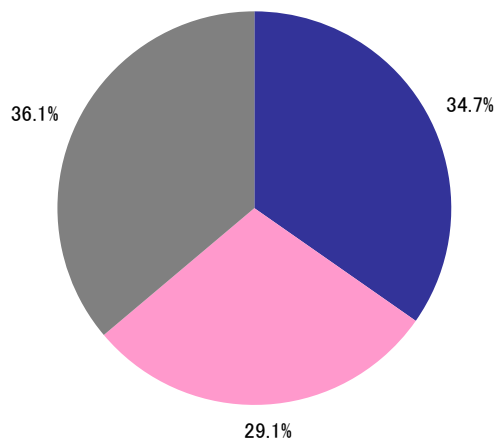
■ 広告事業(代理店取引) ■ 広告事業(広告主直接取引) ■ 映像関連事業



広告代理店別の売上高構成比率は、電通<4324>向けが 34.7%、博報堂 DY ホールディングス<2433>向けが 29.1%、2 社合計で 63.9% を占めている。

広告事業広告代理店別売上高構成率(15/7期第2四半期累計決算)

■ 電通 ■ 博報堂 ■ その他



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」が上位にランクされている。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 4 月 10 日（金）

業種別売上高 TOP10

2015 年 7 月期第 2 四半期（累計）

順位	業種
1 位	電気・情報通信
2 位	車両・交通器具・工業機械
3 位	飲料
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	食品
10 位	不動産・建設

事業再編により業績は V 字回復、2014 年 1 月には東証 1 部指定に

(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。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 4 月 10 日（金）

営業力やクリエイティブ力に強み、広告主との直接取引で独自路線

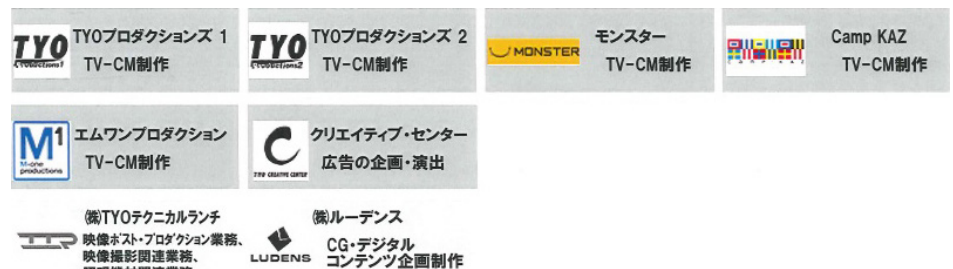
(3) 企業特徴

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対応す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



出所：会社紹介資料

広告主直接取引の主要ブランド



出所：会社紹介資料

(b) 多くの受賞歴が実証するクリエイティブ力

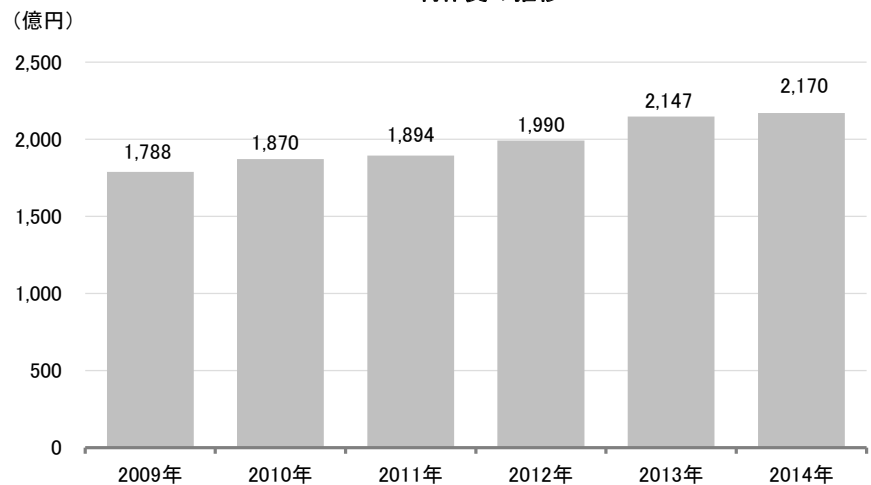
同社はクリエイターが設立した企業であるとともに、社員約 700 名の内、約 9 割をクリエイターが占めるクリエイター集団として、制作におけるクオリティには特にこだわりを持っており、17 年目に入った JR 東海の「そうだ京都、行こう。」や、ユニクロなど、消費者の印象に残る数々の CM 制作を手掛けてきた。また、同社の卓越したクリエイティブ力を実証するものとして、数多くの受賞実績を挙げることができる。

■ 業界環境

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

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。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な伸びを見せており、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



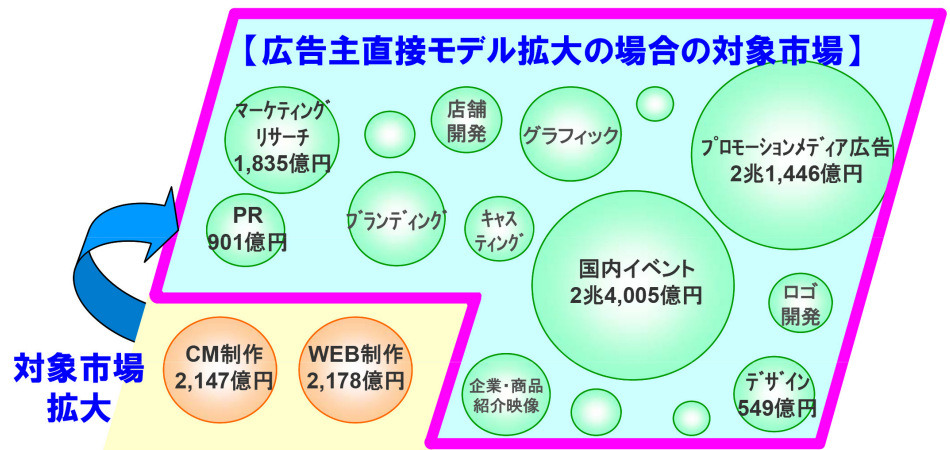
出所: 電通「日本の広告費」

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、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。

2015 年 4 月 10 日（金）

広告主直接取引による対象市場



出所：会社資料

競争環境に関しては、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・コンテンツ制作者連盟（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 社となるなど減少傾向が見られるが、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。

■ 決算概要

売上高は 3 期連続増収、中核事業を軸とした新たな成長ステージに

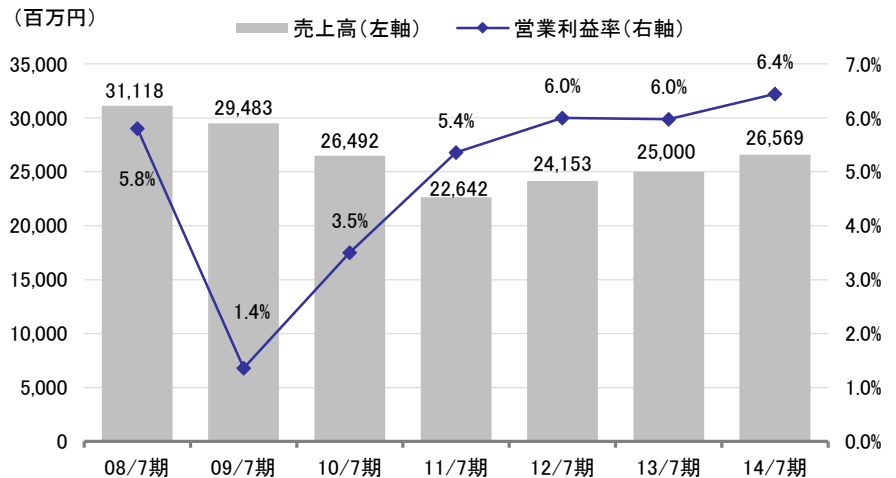
(1) 過去の業績推移

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後、V 字型に回復した。

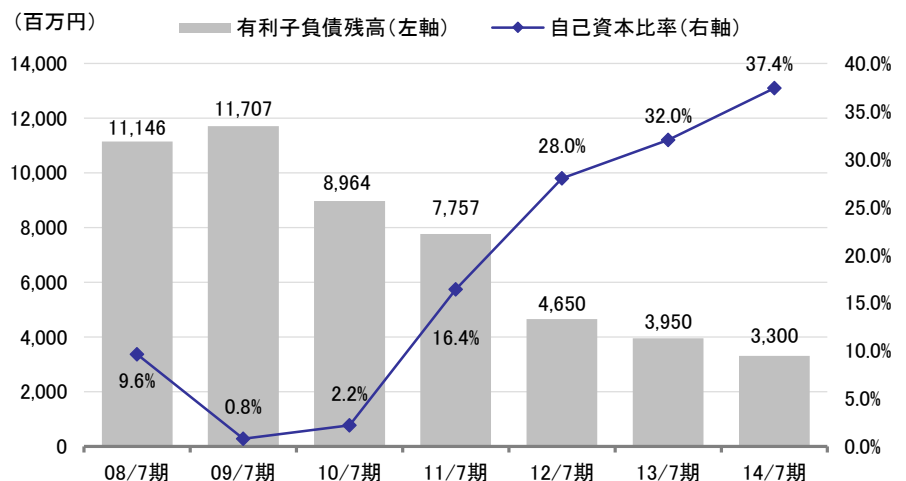
2015 年 4 月 10 日（金）

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 3 者割当増資（約 13 億円）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ではゼロとなった。

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



2015 年 7 月期上期は、増収増益決算で着地

(2) 2015 年 7 月期第 2 四半期累計決算の概要

2015 年 7 月期第 2 四半期累計決算は、売上高が前年同期比 7.2% 増の 12,596 百万円、営業利益が同 12.0% 増の 721 百万円、経常利益は同 24.3% 増の 709 百万円、純利益が同 67.7% 増の 439 百万円と増収増益となった。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 4 月 10 日（金）

期初会社予想との対比では、売上高が 96.9%、営業利益が 90.1% とともに計画を下回っているが、大型案件の検収時期の変更（下期への期ずれ）に加えて、積極的な営業活動により営業費用が想定を上回ったことが原因とみられる。

売上高は、好調な受注環境を背景として、広告事業における広告代理店取引及び広告主直接取引がともに順調に拡大したことに加えて、映像関連事業も大きく伸長している。

利益面では、大型案件の一部に低採算のものがあつたことや、広告主直接取引による一括受注案件の拡大が外部委託の増加を招いたことにより原価率が上昇したものの、増収による固定費負担の軽減や前期における一過性費用（上場関連費用約 53 百万円等）の解消などで営業利益率は 5.7%（前年同期は 5.5%）に改善した。

貸借対照表の状況は、受注残拡大に伴う仕掛品の増加などにより総資産が 13,038 百万円（前期末比 1.2% 増）と拡大したが、純資産も着実な利益の積み上げにより 5,016 百万円（前期末比 1.4% 増）と創業来初の 5,000 百万円を突破したことから、財務基盤の安定性を示す自己資本比率は 37.4%と前期末比横ばいで推移している。また、有利子負債も約定返済に伴い 3,050 百万円（前期末比 7.6%減）と着実に減少している。

2015 年 7 月期第 2 四半期決算（累計）の概要

（単位：百万円）

	14/7 期 2Q 実績		15/7 期 2Q 実績		増減		15/7 期 2Q 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	11,752		12,596		843	7.2%	13,000		96.9%
広告代理店取引	8,767	74.6%	9,165	72.8%	398	4.5%	-	-	-
広告主直接取引	2,420	20.6%	2,733	21.7%	313	12.9%	-	-	-
映像関連事業	564	4.8%	696	5.5%	132	23.4%	-	-	-
原価	9,597	81.7%	10,417	82.7%	820	8.5%	-	-	-
販管費	1,511	12.9%	1,457	11.6%	-54	-3.6%	-	-	-
営業利益	644	5.5%	721	5.7%	77	12.0%	800	6.2%	90.2%
広告代理店取引	1,500	17.1%	1,525	16.6%	25	1.7%	-	-	-
広告主直接取引	73	3.0%	60	2.2%	-13	-17.8%	-	-	-
映像関連事業	64	11.5%	52	7.6%	-12	-18.5%	-	-	-
経常利益	570	4.9%	709	5.6%	138	24.3%	750	5.8%	94.6%
四半期純利益	262	2.2%	439	3.5%	177	67.7%	400	3.1%	109.9%
受注高	12,886		14,729		1,842	14.3%			
受注残高	7,423		7,736		312	4.2%			

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 4.5% 増の 9,165 百万円、営業利益が同 1.7% 増の 1,525 百万円であった。景況感の回復を追い風として、電気・情報通信、自動車等の既存大型案件等の受注好調により増収増益となった。なお、大手広告代理店向けの売上高は、2 社合計（電通、博報堂）で前年同期比 1.9%増の 5,852 百万円と堅調に推移している。

一方、成長分野と位置付けている広告主直接取引は、売上高が前年同期比 12.9% 増の 2,733 百万円、営業利益が同 17.9% 減の 60 百万円となった。案件の大型化及び多様化（広告媒体及び制作物の複合化）が増収に寄与したものの、一括受注案件の拡大に伴う外部委託の増加や新規営業活動の推進にかかる先行費用の発生により減益となった。ただし、積極的な営業活動の成果として受注案件が増加していることから、下期以降の業績寄与により十分に挽回できるものとみている。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 4 月 10 日（金）

映像関連事業は、売上高が前年同期比 23.4% 増の 696 百万円、営業利益が同 18.5% 減の 52 百万円であった。ミュージックビデオ制作が好調であったことに加え、アニメ制作の案件単価の上昇が増収に寄与したが、アニメ制作において一部作業の外部委託が増加したことから減益となった。

期初予想を据え置き、M&A の動向など業績の上振れ要因に注意

(3) 2015 年 7 月期の業績予想

同社は、2015 年 7 月期業績予想について期初予想を据え置いており、売上高が前期比 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取引が同社の業績の伸びをけん引する想定のような。広告主直接取引についても、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、1 年前倒しで戦略的 M&A が実現し、2015 年 7 月期への業績貢献には限定的ではあるが、2016 年 7 月期以降の業績に大きく寄与するものと想定される。

利益面では、増収にも関わらず営業利益率は前期とほぼ横ばいの 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乘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 月期の業績予想

(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%
広告代理店取引	19,789	74.5%	—	—	—	—
広告主直接取引	5,362	20.2%	—	—	—	—
映像関連事業	1,417	5.3%	—	—	—	—
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%
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

中期経営計画を進め更なる成長を追求

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。1) 広告代理店取引の継続強化、2) 広告主直接取引の躍進、3) 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、(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、(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。

同社では、直接受注で中心的な役割を担う「営業企画部」の「営業統括本部」への格上げ（2014 年 5 月）や、直営業特化の特設サイトの開設（2014 年 8 月）など営業体制の強化を図っており、上流からの一括受注の大型案件も着々と増加している。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。

2015 年 3 月には民事再生手続き中のスカイマーク（株）に対するブランド再生支援を決定した。まずは、無償でのサービス提供となるが、同社のブランディング（ブランド設計及びコミュニケーション戦略の上流領域）における実力を知らしめる絶好の機会であり、営業面での先行投資的な効果に狙いがあるとみられる。

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%）、売上構成比率 36.0% を目標としている。

2015 年 4 月 10 日（金）

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。

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、2015 年 3 月には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した。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、インドネシアに合併会社 (PT TYO FIRST EDITION) を立上げ、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) から事業を継承して活動をスタートさせる予定であり、これは当初計画よりも 1 年前倒しでの案件成立となる。現在、The First Edition 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展開しており、同社の事業を継承していくことにより、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目指すほか、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。本件を含む M&A を複数手掛けることにより、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。

中期経営計画の計数目標

(単位：百万円)

	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	26,569	-	28,500	32,000	40,000	14.6%	50,000		17.1%
(伸び率)	6.3%		7.3%	12.3%	25.0%		25.0%		
広告代理店取引	19,789	74.5%	-	-	-	-	26,000	52.0%	7.1%
広告主直接取引	5,362	20.2%	-	-	-	-	18,000	36.0%	35.4%
映像関連事業	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	1,712	-	1,850	2,150	2,700	16.4%	-		-
(利益率)	6.4%		6.5%	6.7%	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、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。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よう。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。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

今後の売上高成長率の推移に注目

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 年間の年平均成長率を見ると、売上高では AOI Pro. が際立っている。同じくティー・ワイ・オーを見ると、直近の 3 年間（2012 年 7 月期 -2014 年 7 月期）で年平均成長率がプラスに転換していることから、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

（単位：百万円）

	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%

同社の株価バリュエーションは、同業他社と比較して PER（予想）、PBR（実績）ともに高い水準となっている。特に、PBR が高いのは、同社の資本効率（ROE）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 17.3 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することができる。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、国内の TV-CM 制作市場を上回る成長期待を確信させる成果を示すことができれば、同社の株価バリュエーションに見直しが入る余地は十分にある。

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 4 月 9 日終値（円）	999	904	213
発行済株数（千株）	46,735	13,335	62,356
時価総額（百万円）	46,689	12,055	13,282
EPS（予想）	90.05	106.20	14.87
BPS（実績）	1,369.24	844.61	77.18
配当（予想）	17	24	4
PER（予想）	11.1	8.5	14.3
PBR（実績）	0.7	1.1	2.8
配当利回り（予想）	1.70%	2.65%	1.88%

■ 株主還元

財務基盤の強化により、株主への還元を重視する方針

2014 年 7 月期は上場市場変更記念配 3 円を加えた 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している。2015 年 7 月期（2015 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 3 組に対してオリジナルミュージックビデオを制作する「株主様！あなたがアーティスト！」を予定している。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