

ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 10 月 28 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

■ 足元で好調な業績に加えて、成長戦略も順調に進展

ティー・ワイ・オー〈4358〉は、TV-CM の企画・制作を始め、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。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、インドネシアに合併会社（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 月には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）を連結子会社化しており、足元で好調な業績に加えて、同社の成長戦略も順調に進展しているとみてよいだろう。

2015 年 7 月期決算は、売上高が前期比 6.9% 増の 28,393 百万円、営業利益が同 10.0% 増の 1,884 百万円と、売上高は 4 期連続の増収、営業利益も 6 期連続の増益となり過去最高益を更新した。期初予想に対しても、売上高はほぼ計画どおり、各利益は計画を上回る着地となった。特に、注力する広告主直接取引が大きく拡大しており、同社の業績の伸びをけん引している。

2016 年 7 月期の業績予想について同社は、中期経営計画のとおり、売上高を前期比 12.7% 増の 32,000 百万円、営業利益を同 14.1% 増の 2,150 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

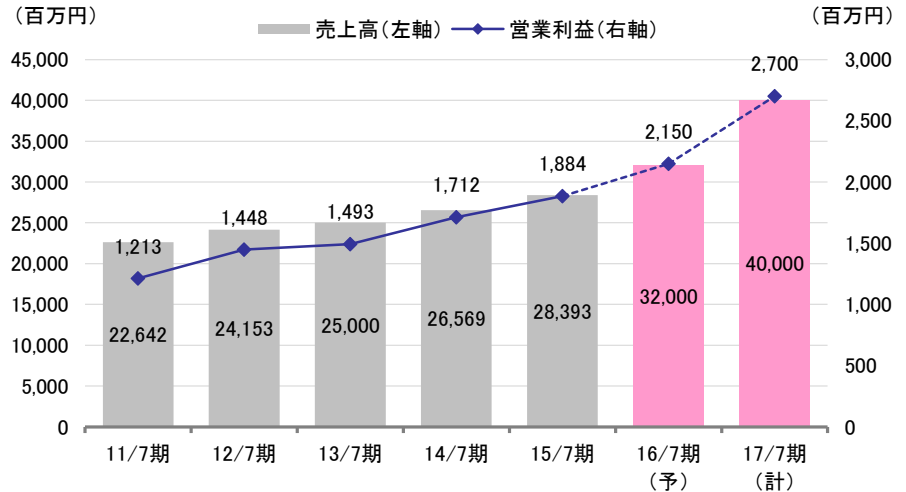
弊社では、好調な受注環境に加え、インドネシア子会社や K&L の連結化による上乗せを考慮すると、同社予想は保守的な水準であるとみている。したがって、業績の上振れの可能性を含めて、足元の業績推移に注意するとともに、来期（2017 年 6 月期）以降の成長に向けた取り組みなど、成長戦略の進捗にも注目していきたい。

2015 年 10 月 28 日（水）

■ Check Point

- ・ 中核事業を軸とした新たな成長ステージに突入
- ・ 各利益は計画を上回って着地
- ・ 配当性向の改善、及び利益成長に伴う増配余地は十分

通期業績の推移



■ 会社概要

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

(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、JR 東海〈9022〉の「そうだ京都、行こう。」やユニクロ〈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。

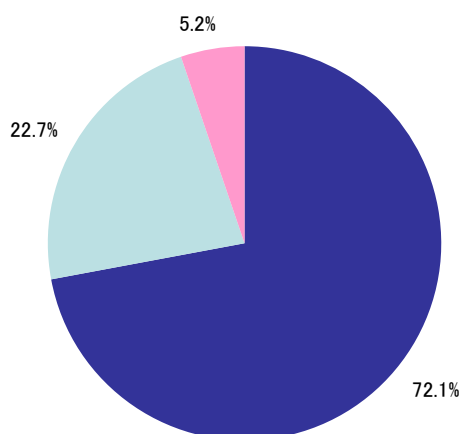
過去にゲームソフトやアニメーションなど、エンタテインメントビジネスへと事業領域の拡充を図ったことが、景気後退の影響と重なって業績の足を引っ張る要因となった。しかし、不採算部門の整理と本業回帰による事業再編が奏功し、財務基盤の強化と収益性の向上に一定の成果が現われ、更なる成長を追求するフェーズに入ったとみられる。

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ゆがみを是正し、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 月期で見ると、主力の広告事業が売上高の 94.8% を占めているが、そのうち、広告代理店取引が 72.1%、成長分野である広告主直接取引は 22.7% 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)

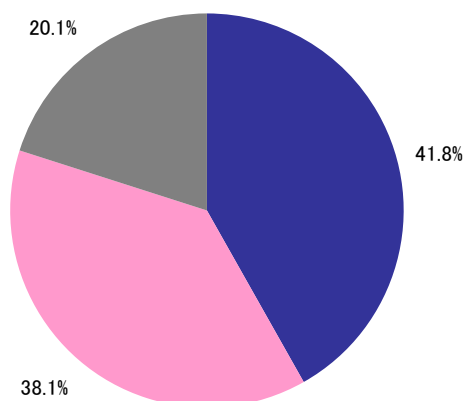
■ 広告事業(代理店取引) ■ 広告事業(広告主直接取引) ■ 映像関連事業



広告代理店別の構成比率は、電通<4324>グループ向けが 41.8%、博報堂 DY ホールディングス<2433>グループ向けが 38.1%、2 社グループ合計で 79.9% 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」「娯楽・エンターテインメント」が上位にランクされている。

広告代理店別売上高構成比率(15/7期累計決算)

■ 電通 ■ 博報堂 ■ その他





ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 10 月 28 日（水）

業種別売上高 TOP10

	2014年7月期(累計)	2015年7月期(累計)
1位	飲料	電気・情報通信
2位	電気・情報通信	車両・交通器具・工業機械
3位	車両・交通器具・工業機械	飲料
4位	衣料・繊維・服飾	娯楽・エンターテインメント
5位	娯楽・エンターテインメント	教養・出版・情報
6位	流通関係・レストラン	衣料・繊維・服飾
7位	教養・出版・情報	化粧品・衛生・医療
8位	化粧品・衛生・医療	流通関係・レストラン
9位	不動産・建設	不動産・建設
10位	食品	食品

事業再編を進め業績は V 字回復、2014 年に東証 1 部へ指定

(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。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 10 月 28 日（水）

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。

海外事業の新規展開は戦略の柱のひとつ

(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 3 者割当増資引受により連結子会社とした。

PT TYO FIRST EDITION 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 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始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 3 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）であり、のれん代は発生しないようだ。また、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、（株）インタースタジオが連結子会社、K&L ARMS COMMUNICATION PRIVATE LIMITED が持分法適用会社となっている。

■ 企業特徴

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

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

 TYO TYOプロダクションズ 1 TV-CM制作	 TYO TYOプロダクションズ 2 TV-CM制作	 MONSTER モンスター TV-CM制作
 Camp KAZ TV-CM制作	 M1 エムワンプロダクション TV-CM制作	 クリエイティブ・センター 広告の企画・演出
 (株)TYOテクニカルランチ 映像ホスト・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	 (株)ルーデンス CG・デジタル コンテンツ企画制作	

広告主直接取引の主要ブランド

 ID 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	 ドワーフ キャラクター等の 企画・開発	 ゼロスリー 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	 (株)キャンブドラフト ブランド設計
 MIURA & CO. (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 NEW	 (株)ケー・アンド・エル 広告コミュニケーション 業務全般 NEW	
 PT TYO FIRST EDITION 【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 NEW	 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 NEW	

2015 年 10 月 28 日（水）

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 800 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、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。

受賞実績（2014 年）



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。

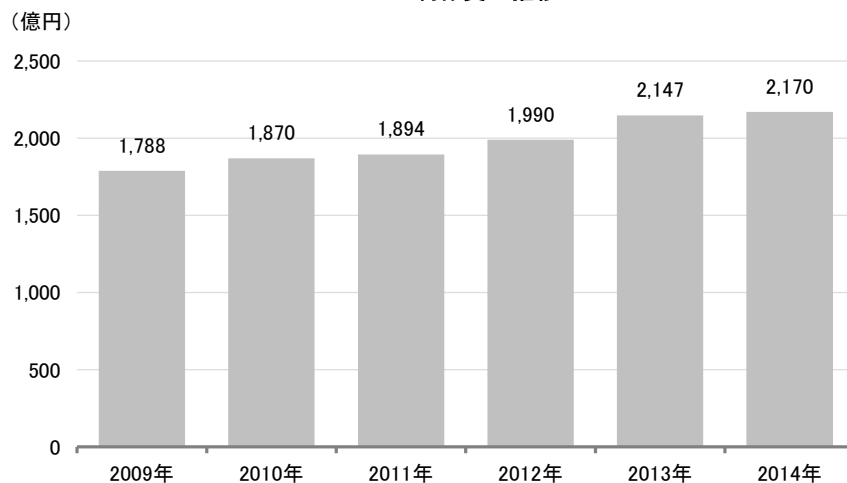
同社は、広告主直接取引の推進によって、収益性の向上、広告主との長期的な関係の構築（広告主との直接対話を通じて、長期的な視点による提案が可能）、案件規模の拡大（媒体や部署をまたいだ案件の獲得による単価の向上）、販売促進費の獲得（広告宣伝費に加え、販売促進費もターゲット）などのメリットを追求する構えである。

■ 業界環境

コア領域である TV-CM 制作は、景気に左右されにくい安定市場

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、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



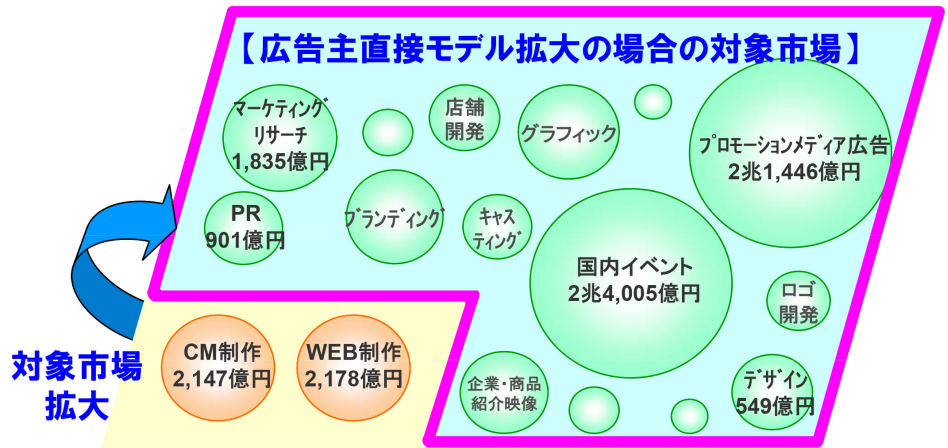
出所: 電通「日本の広告費」

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、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よう。

2015 年 10 月 28 日（水）

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 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 社に減少する傾向が見られるが、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

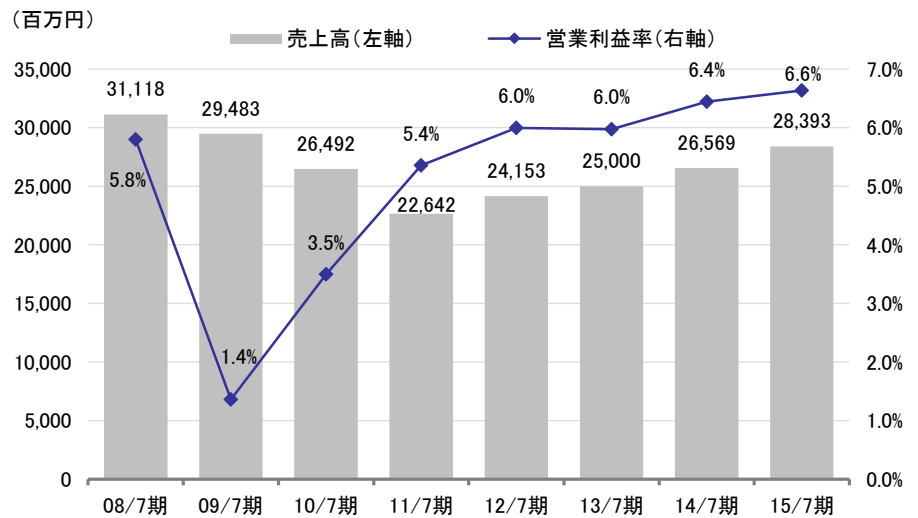
中核事業を軸とした新たな成長ステージに突入

(1) 過去の業績推移

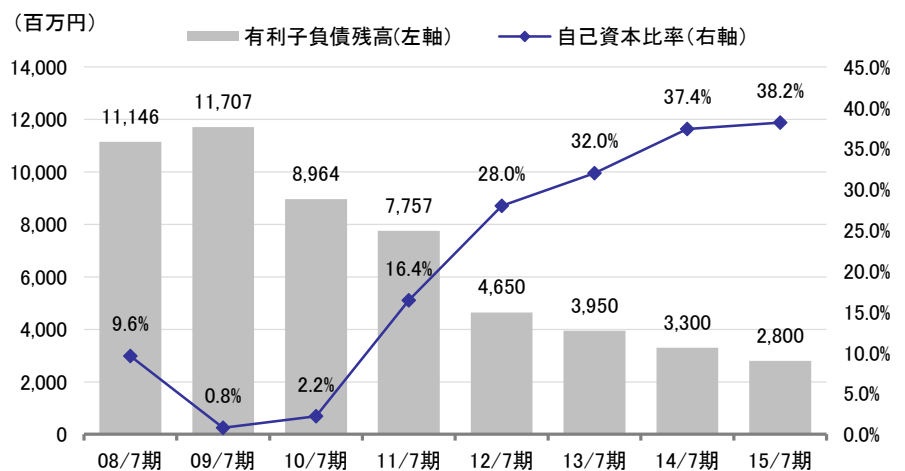
過去の業績推移を振り返ると、売上高は 2008 年 7 月期にピークを迎えた後、過去の事業領域の拡充によって生じた不採算部門の整理により、同社の業績は下降線をたどった。ただし、本業回帰による事業再編が奏功して、売上高は 2011 年 7 月期に底をつくと 4 期連続で増収となり、中核事業を軸とした新たな成長ステージに入ったと見られる。また、営業利益についても、不採算部門の整理による損失を計上した 2009 年 7 月期に大きく落ち込んだ後、V 字型に回復して 6 期連続の増益となっている（過去最高益を更新）。

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



各利益は計画を上回って着地

(2) 2015 年 7 月期決算の概要

2015 年 7 月期決算は、売上高が前期比 6.9% 増の 28,393 百万円、営業利益が同 10.0% 増の 1,884 百万円、経常利益が同 19.7% 増の 1,806 百万円、当期純利益が同 87.8% 増の 1,119 百万円と、売上高は 4 期連続の増収、営業利益及び経常利益は 6 期連続の増益となり、過去最高益を更新した。また、期初予想に対しても、売上高はほぼ計画どおり、各利益は計画を上回る着地となった。

売上高は、好調な受注環境を追い風として、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好調であったことに加えて、映像関連事業も伸長した。とりわけ広告主直接取引が大きく拡大したことが業績の伸びをけん引している。

利益面でも、増収による固定費の軽減やコスト管理の徹底のほか、前期における一過性費用（上場関連費用）の解消などで営業利益率は 6.6%（前期は 6.4%）に上昇した。

2015 年 10 月 28 日（水）

貸借対照表の状況は、好調な案件受注に伴って「受取手形及び売掛金」や「仕掛品」が増加したことから総資産が 14,590 百万円（前期末比 13.3% 増）に増加した一方、それ以上に自己資本が内部留保の積み上げで 5,572 百万円（同 15.8% 増）に増加したことから自己資本比率は 38.2% に改善した。また、有利子負債は約定返済が進んだことから 2,800 百万円（前期末比 15.2% 減）に減少した。

2015 年 7 月期決算の概要

（単位：百万円）

	14/7 期 実績		15/7 期 実績		増減		15/7 期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	26,569		28,393		1,823	6.9%	28,500		99.6%
広告代理店取引	19,789	74.5%	20,461	72.1%	672	3.4%	-	-	-
広告主直接取引	5,362	20.2%	6,444	22.7%	1,082	20.2%	-	-	-
映像関連事業	1,417	5.3%	1,487	5.2%	70	5.0%	-	-	-
原価	21,875	82.3%	23,425	82.5%	1,549	7.1%	-	-	-
販管費	2,981	11.2%	3,084	10.9%	102	3.4%	-	-	-
営業利益	1,712	6.4%	1,884	6.6%	171	10.0%	1,850	6.5%	101.8%
広告代理店取引	3,344	16.9%	3,340	16.3%	-4	-0.1%	-	-	-
広告主直接取引	99	1.8%	309	4.8%	210	209.8%	-	-	-
映像関連事業	172	12.1%	151	10.2%	-21	-12.1%	-	-	-
経常利益	1,509	5.7%	1,806	6.4%	297	19.7%	1,700	6.0%	106.3%
当期純利益	596	2.2%	1,119	3.9%	523	87.8%	900	3.2%	124.4%

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、売上高が前期比 3.4% 増の 20,461 百万円、営業利益が同 0.1% 減の 3,340 百万円と増収ながらわずかに減益となった。同社を含めた大手制作会社による寡占化が緩やかに進行するなかで売上高は安定した伸びをみせている。また、電通及び博報堂グループに対する売上高についても、堅調な大型案件や Web ムービー等の動画広告市場の拡大などを背景として 2 社グループ合計で 16,354 百万円（前期比 0.8% 増）と着実に伸びている。一方、利益面では、売上増加に伴う人員数や外注費の増加により営業利益は微減となった。

一方、成長分野と位置付けている広告主直接取引は、売上高が前期比 20.2% 増の 6,444 百万円、営業利益が同 209.8% 増の 309 百万円と大幅な増収増益となった。人員拡充や人材戦力化による営業力向上を図ってきた結果、案件受注規模が拡大したことが増収に寄与した。また、利益面でも、案件の大型化やコスト管理の徹底により、新規営業活動の推進にかかる先行コストを吸収して大幅な増益となった。また、営業利益率も 4.8%（前期は 1.8%）に大きく改善している。本来は直接取引であることから高い利益率となるはずのものであるが、これまでは売上高の規模に比べてカバーする領域が広いことから、固定費負担が重い構造となっていた。したがって、今後は売上規模の拡大に伴って、損益改善も進むものとみられる。

映像関連事業は、売上高が前期比 5.0% 増の 1,487 百万円、営業利益が同 12.1% 減の 151 百万円と増収ながら減益となった。企業向け映像案件や高利益率のライブ映像等の案件が大幅に増加したことに加えて、アニメ制作の案件単価の上昇が増収に寄与した。一方、利益面では、アニメ制作の案件増加に伴い、外部委託作業が増加したことから減益となった。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 10 月 28 日（水）

今期も引き続き増収増益を見込む

(3) 2016 年 7 月期の業績予想

同社は、2016 年 7 月期の業績予想について、中期経営計画のとおり、売上高を前期比 12.7% 増の 32,000 百万円、営業利益を同 14.1% 増の 2,150 百万円、経常利益を同 10.7% 増の 2,000 百万円、当期純利益を同 7.2% 増の 1,200 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

事業別の売上高予想の開示はないが、好調な受注環境が続く中で、広告事業が同社の業績の伸びをけん引する前提となっているようだ。特に、K&L やインドネシア合弁会社の連結化による上乗せが期待できる広告主直接取引が大きく伸びる想定とみられる。

利益面でも、増収による増益を見込んでいる。ただ、大幅な増収にも関わらず営業利益率が前期とほぼ横ばいと想定しているのは、K&L やインドネシア合弁会社による利益貢献を固めにみていることや、先行投資的な費用を保守的に反映させたことが理由と考えられる。

弊社では、K&L とインドネシア合弁会社の連結化による上乗せが 2 社合計で 20 億円前後とみていることや、2015 年 7 月期末の受注残高が 6,452 百万円（前期末比 15.2% 増）と順調に積み上げていることから判断して、同社の売上高予想は固めの水準とみている。また、利益予想についても、保守的な前提となっていることから上振れの可能性に注意する必要がある。加えて、中期経営計画の実現に向けて、来期（2017 年 7 月期）以降の成長に結び付く取り組み（特に戦略的 M&A 等）など、成長戦略の進捗にも注目していきたい。

2016 年 7 月期の業績予想

（単位：百万円）

	15/7 期 実績		16/7 期 会社予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	28,393		32,000		3,607	12.7%
広告代理店取引	20,461	72.1%	—	—	—	—
広告主直接取引	6,444	22.7%	—	—	—	—
映像関連事業	1,487	5.2%	—	—	—	—
原価	23,425	82.5%	—	—	—	—
販管費	3,084	10.9%	—	—	—	—
営業利益	1,884	6.6%	2,150	6.7%	266	14.1%
経常利益	1,806	6.4%	2,000	6.3%	194	10.7%
当期純利益	1,119	3.9%	1,200	3.8%	81	7.2%

2015 年 10 月 28 日（水）

■ 中期経営計画とこれまでの進捗

18/7 期の売上高目標 500 億円を掲げ、更なる成長加速へ

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、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。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。

同社では、人員拡充・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。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。



ティー・ワイ・オー

4358 東証 1 部

2015 年 10 月 28 日（水）

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）氏が就任する。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すると、2015 年 7 月期には、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併会社（PT TYO FIRST EDITION）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。上海など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。

中期経営計画の計数目標

（単位：百万円）

	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					構成比	
売上高	26,569	-	28,393	-	32,000	40,000	14.6%	50,000	-	17.1%
（伸び率）	6.3%	-	6.9%	-	12.7%	25.0%		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	1,417	5.3%	1,487	5.2%	-	-	-	1,500	3.0%	1.4%
（海外事業）	0	0.0%			-	-	-	4,000	8.0%	-
営業利益	1,712	-	1,884	-	2,150	2,700	16.4%	-		-
（利益率）	6.4%	-	6.6%	-	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であろう。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 2329 15/3 期	AOI Pro. 9607 15/3 期	同社 4358 15/7 期
規模			
売上高（百万円）	58,098	28,817	28,393
営業利益（百万円）	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	0.61	1.13	1.95
財務レバレッジ	1.44	2.18	2.62

2015 年 10 月 28 日（水）

■ 同業他社比較

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 14.46 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 15/3 期	AOI Pro. 9607 15/3 期	同社 4358 15/7 期
株価 10 月 19 日終値（円）	886	877	202
発行済株数（千株）	46,735	13,335	62,389
時価総額（百万円）	41,408	11,694	12,603
EPS（予想）	72.35	80.48	19.24
BPS（実績）	1,482.31	943.52	89.31
配当（予想）	14.00	25.00	5.00
PER（予想）	12.2	10.9	10.5
PBR（実績）	0.6	0.9	2.3
配当利回り（予想）	1.58%	2.85%	2.48%

■ 株主還元

配当性向の改善、及び利益成長に伴う増配余地は十分

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 1 株当たり年 5 円配（配当性向 26.0%）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