

## 日本BS放送

9414 東証 1 部

2015 年 11 月 20 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  
浅川 裕之

### ■ 同時に同一放送を提供する特長を生かし高収益を実現

日本 BS 放送 <9414> は無料の BS デジタルハイビジョン放送「BS11 (ビーエス・イレブン)」を運営する独立系 BS 放送局だ。BS 放送は地上波放送と比較して、放送衛星を介して全国約 4,000 万世帯の視聴者に全時間帯において、同時に同一放送を提供できるという特長がある。同社はこの特長を生かして高収益体質を実現している。

無料 BS 放送局である同社の売上高は広告収入によって成り立っている。視聴者における認知度と広告収入との間には高い相関性が見られる。同社は 2007 年の本格放送開始以来、番組コンテンツの充実によって着実に認知度を向上させ収益拡大を達成してきた。現状は、認知度約 40%、無料 BS 放送 8 社の中の広告収入シェア約 10% という状況にある。

同社は黎明期から拡大・成長期へと移行しており、2016 年 8 月期は勝負の年と位置付けている。売上高は 10,200 百万円と一気に大台乗せを狙っている。一方営業利益は 2,000 百万円で前期比横ばいを想定している。この理由は、番組制作や自社の広告宣伝などの費用を先行投資として通常よりも多く投下し、一気に認知度と売上高の水準を一段上のステージへと引き上げる計画のためだ。

同社は 2015 年 10 月の番組改編で期待の新番組を複数ローンチする一方、広告宣伝の一環で新聞への出稿やイベント出展などを継続して行っている。また、自社の広告価値の上昇を受けて広告単価の引き上げ交渉も粘り強く行って収益拡大に努めている。こうした努力が奏功すれば、同社の掲げる収益水準の一段引き上げ計画の実現は十分可能であると弊社ではみている。

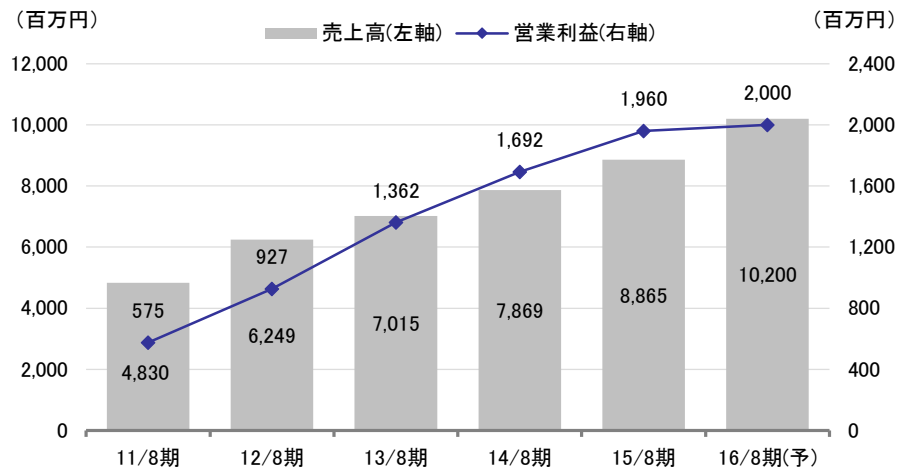
株主還元も着実に充実している。同社は配当性向 30% を目標に、2014 年 8 月期の配当開始以来、収益拡大に応じて着実に配当を引き上げている。2016 年 8 月期は前期比 2 円増配の 17 円配 (予想配当性向 22.4%) を計画している。株主優待制度の充実も図っており、株主への意識が高い経営が継続している。

### ■ Check Point

- ・ 一定の認知度・浸透度に達したことを受け、成長拡大ステージへ
- ・ 同社は市場成長をアウトパフォームする成長を実現
- ・ 15/8 期は売上高と全利益項目で計画を上回る

2015 年 11 月 20 日 (金)

業績の推移



## ■ 会社概要

一定の認知度・浸透度に達したことを受け、成長拡大ステージへ

### (1) 沿革と企業理念

同社は 1999 年 8 月、ビックカメラ<3048>により、日本ビーエス放送企画(株)として設立された。1999 年 12 月に郵政省(現・総務省)に BS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受けたのを皮切りに、試験的なデータ放送などを経て、2005 年 12 月に総務省より BS デジタル高精細度テレビジョン放送(BS デジタルハイビジョン放送)の委託放送業務の認定を受け、2007 年 12 月から本格的に BS デジタルハイビジョン放送(現行の BS11)を開始して現在に至っている。この間、2010 年に日本民間放送連盟に加入したほか、2011 年には(株)ビデオリサーチが行う接触率調査(BS パワー調査)※に参加するなど、衛星放送業界の中での信用度と存在感を高めてきている。株式市場には、2014 年 3 月に東京証券取引所第 2 部に上場したのち、2015 年 3 月に 1 部指定となって現在に至っている。

※ 接触率調査(BS パワー調査) : 2010 年民放キー局系の BS デジタル放送 5 社が共同で(株)ビデオリサーチに委託して開始した、BS 放送の視聴動向調査。BS11 は 2011 年 10 月から参加し、現在は 6 社 6 チャンネルによる共同委託となっている。2015 年 4 月より調査方法が「日記式」(紙に記入するアンケート方式)からより信頼性の高い「機械式」へと変更されると共に、調査名称も「機械式視聴世帯数調査」に変更された。調査方法はいわゆる視聴率調査と類似だが、チャンネルごと及び番組ごとの視聴世帯数は非公表となっている。



## 日本BS放送

9414 東証 1 部

2015 年 11 月 20 日 (金)

### 沿革表

1999年 8月	衛星放送の番組及び普及に関する調査研究を目的に日本ビーエス放送企画(株)として設立
1999年12月	日本ビーエス放送(株)に商号変更。郵政省よりBS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受ける
2000年12月	BS デジタルデータ放送開始。郵政省より110度CS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受ける
2002年 4月	110度CS デジタルデータ放送開始
2004年 5月	総務省より110度CS デジタル放送(標準テレビジョン放送)の委託放送業務の認定を受ける
2005年10月	(株)メガポート放送を吸収合併
2005年12月	総務省よりBS デジタルハイビジョン放送の委託放送業務の認定を受ける
2007年 2月	日本BS放送(株)に商号変更
2007年12月	BS デジタルハイビジョン放送開始
2010年 4月	社団法人日本民間放送連盟(現・一般社団法人日本民間放送連盟)に入会
2010年11月	(株)ジュピターテレコムにおいて再送信開始
2011年 1月	競馬中継開始
2011年10月	(株)ビデオリサーチが実施する接触率調査(BS パワー調査)に参加
2014年 3月	東京証券取引所第2部に株式を上場
2015年 3月	東京証券取引所第1部に指定

出所：有価証券報告書からフィスコ作成

同社は地上波キー局の系列に属さない独立系のBS放送局だ。また、ファウンダーのビックカメラはその後TV通販事業から撤退したため、ビックカメラ向け売上高比率は約2%（2015年8月期実績）まで低下しており、完全に自立した経営状態にある。

同社は2015年9月に経営理念や経営ビジョンを一新した。新しい経営理念では「質の高い情報を提供することで人々に感動を与え、幸せな社会づくりに貢献します」とうたっている。従来の経営理念では「心に響くBS11」を掲げていた。また、新経営ビジョンでは番組作りの基本的なスタンスとしてかつての「ゆったり」「じっくり」といった表現から「豊かで癒される」「中立公正な」という表現に変わっている。弊社ではこの変化の背景に、“BS11”が一定の認知度・浸透度に達したことを受け、更なる社会への貢献に向けて一歩踏み込むと同時に、独立系放送局として黎明期から成長・拡大期へと一段ステージが上がったことに対する同社の自信の表れを感じ取った。

## 認知度向上の余地が大きいいため、収益成長余地も大きい

### (2) 事業モデルと収益構造

#### a) 収入の構造

同社は放送法に基づく認定基幹放送事業者としてBS(放送衛星)を用いたデジタル放送を行っている。現在BS放送のチャンネルは31チャンネルあるが、これらは無料放送と有料放送とに分けられる。無料放送を行っているのは、同社のほかには民放キー局系列の5社とTwellV、Dlifeしかない。すなわち同社は、無料放送であることとキー局系列に属さない独立系であることの2つの特徴を持ったBS放送局である。



日本BS放送

9414 東証 1 部

2015 年 11 月 20 日 (金)

主要な BS 放送チャンネル

BS放送のチャンネル(全国)														無料	
無料/有料	有料			無料				有料					無料		
チャンネル	101	103	141	151	161	171	181	191	192	193	200	201	202	211	222
リモコン	1	2	4	5	6	7	8	9	9	9	10	10	10	11	12
放送局名	(NHK) (BSJ)	(NHK) (BSプレミアム)	BS日テレ	BS朝日	BS-TBS	BS JAPAN	BSフジ	WOWOWプライム	WOWOWライブ	WOWOWシネマ	スターチャンネル1	スターチャンネル2	スターチャンネル3	<b>BS11</b>	Twelve

出所：会社資料

同社の収益構造は、同じく無料放送を行っている地上波のテレビ局と同様、広告収入が基本となっている。すなわち「広告枠」が同社の商品であるが、それらは、タイム枠、持込枠、通信販売枠などに細分類することができる。同社の売上高内訳の開示法としては、タイム収入、スポット収入、その他に分類されている。2015年8月期実績ではタイム収入が72.1%、スポット収入が25.5%、その他が2.4%となっている。

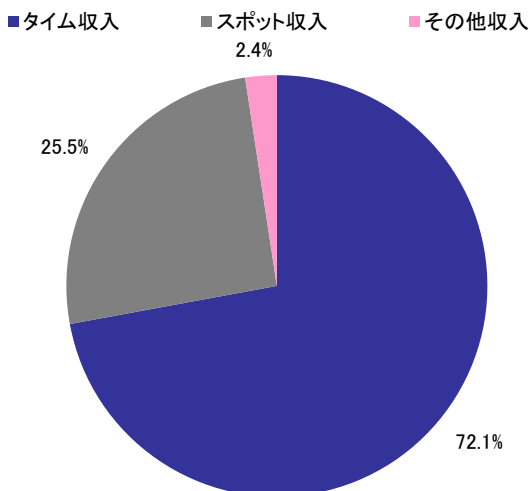
主要商品の一覧

主要商品	時間枠	「売上高内訳」における区分
タイム (提供)	60 秒	タイム収入
持込枠 (電波料)	60 分	タイム収入
通信販売枠 (電波料)	30 分	タイム収入
ミニ枠	5 分	タイム収入
通信販売スポット枠	120 秒	スポット収入
純広告スポット枠	30 秒	スポット収入

売上高の収入別内訳 (定義と直近期の売上構成比)

売上高の収入別区分	定義	15/8 期実績 (百万円)
タイム収入	広告主に番組の放送時間枠を販売し、広告主の提供する番組及びコマーシャルメッセージを放送して得られる収入	6,392
スポット収入	広告主に番組と番組の間の時間枠を秒単位で販売し、広告主のコマーシャルメッセージを放送して得られる収入	2,259
その他収入	地上波ローカル局等への番組販売、番組制作による収入及び製作委員会方式により制作されたアニメ作品等に係る出資配当金等	214

売上高の収入別内訳



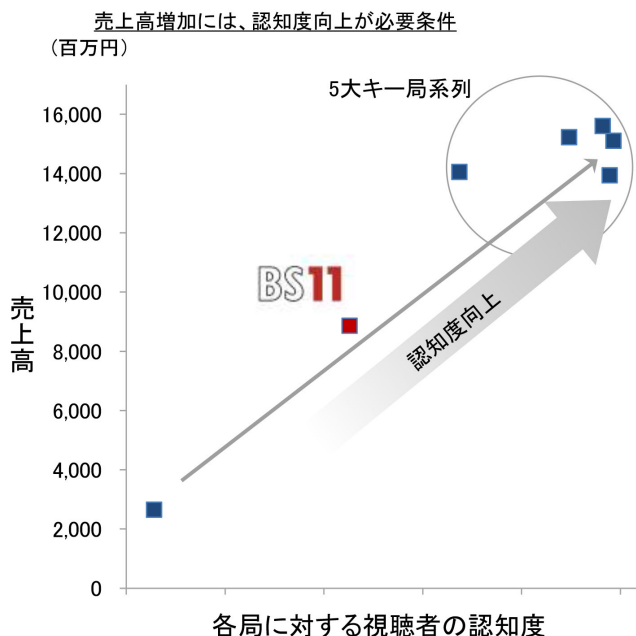
出所：決算説明会資料などからフィスコ作成

収入源である広告枠の販売動向を左右するのは、認知度（視聴者による BS 各局及び番組についての認知度合い）で、両者には明確な相関関係が読み取れる。この理由は、広告主がより高い効果を求めて、認知度調査や前出の視聴世帯数調査などの結果を参考にしながら出稿先の BS 局や番組を選定してくるためと考えられる。

現状では、同社の認知度は 40% 程度とみられ、キー局系列 BS 大手 5 社に比較して一段低いレベルにある。それゆえ同社の売上高の水準も、キー局系列 5 社が 15,000 百万円～16,000 百万円の水準にあるのに対して同社は 9,000 百万円の水準にとどまっている。裏を返せば、認知度が高水準に達したキー局系列 5 社に比較して、同社は認知度向上の余地が大きく、それだけ収益成長余地も大きいといえることができる。

視聴者の認知度と売上高の相関

BSデジタル放送各社の売上と認知度



(出所)ビデオリサーチ「BSデジタル世帯普及率調査」、各社決算公告

b) 費用の構造

BS 放送局の特徴は、放送衛星を通じて日本全国に電波を送ることができるため、地上局のネットワーク構築が不要な点にある。それに対して地上波の放送局の場合は、各地に放送用電波塔を建設し、中継基地等を経由して電波を届けることになるため、BS 局には存在しないネットワーク維持費が原価に加わることになる。両者の差は小さいように見えるが、実際には、放送コストで 100 倍近くの差があるとも言われている（同社とキー局ネットワーク 1 系列との比較のイメージ）。

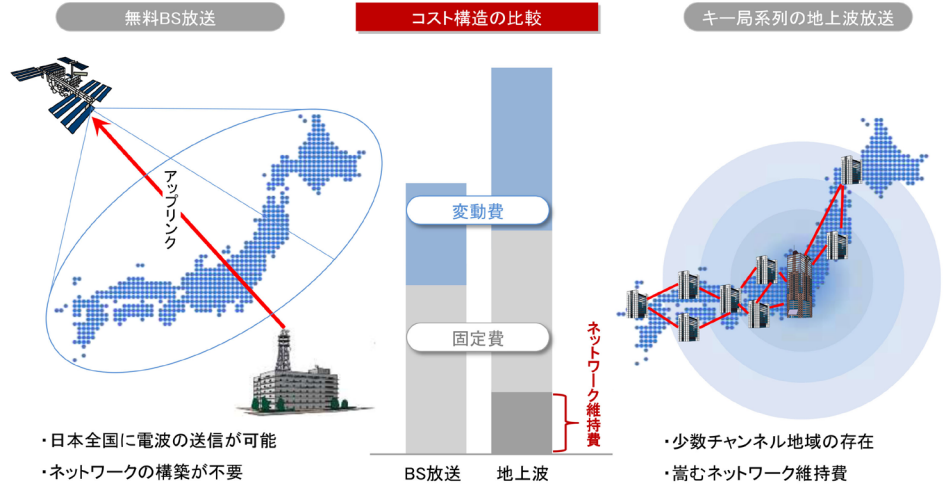
BS 放送局と地上波放送局のコスト構造の違いは、商品である広告枠の価格の差にストレートに反映されることになる。すなわち、広告単価が BS 放送と地上波放送とでは 10 倍～20 倍の差があると言われている。しかし放送コストが低いため、広告単価がそれだけ低くても BS 放送局の利益率は地上波放送局のそれを上回っているとみられる。

重要なことは、BS 放送の広告単価が地上波放送と比べて 10～20 分の 1 に固定されているわけではないということだ。同社は半年ごとに広告単価の改定交渉を行っているが、同社の広告価値向上を反映して毎回 10% 程度の単価引き上げが続いている状況にある。

BS 放送と地上波放送のコスト構造比較のイメージ

【地上波とは全く異なるコスト構造により高効率の広告ビジネスを実現】

◆ 地上波に比べ低コストでの放送 ⇒ 効率的な広告費で日本全国に放送可能

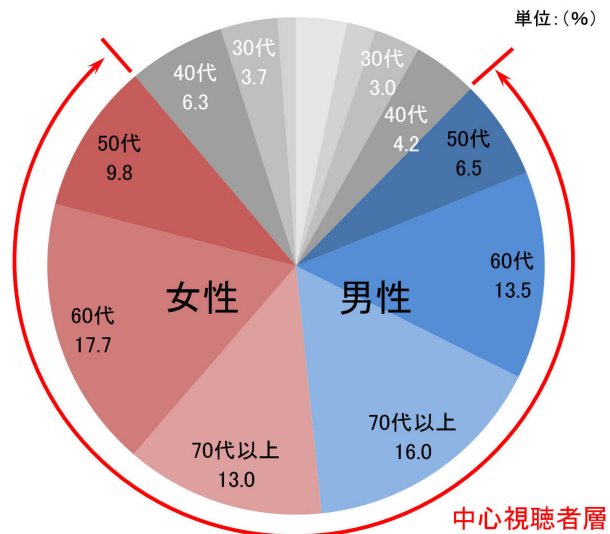


出所：会社資料

c) 視聴者層

BS 放送の市場は地上波放送と比較して視聴者の年齢層において大きな特徴がある。それは、男女ともに、50代～70代が中心となっていることだ。このことは、いくつかの重要な示唆を含んでいる。テレビとインターネットの競合が言われて久しいが、BS 放送は中心年齢層が高いため、この点はまだ大きな 이슈とはなっていない。また、時間帯ごとの視聴者の年齢層にメリハリがあるため、番組編成や番組作りにおいて、年代ごとのニーズに特化したメリハリのある番組作りを進めやすく、また、広告主の側からも、ターゲットを絞った広告戦略を打ちやすいという利点が想定される。実際に同社は、視聴者の年齢層とその視聴行動を十分に分析・理解し、番組作りや広告宣伝にそれを活かして、認知度向上と広告収入拡大のための効率性を強く意識した経営を行っている。

BS 放送視聴者の年齢別構成比



(出所)「BSデジタル放送メディアパワーガイド」

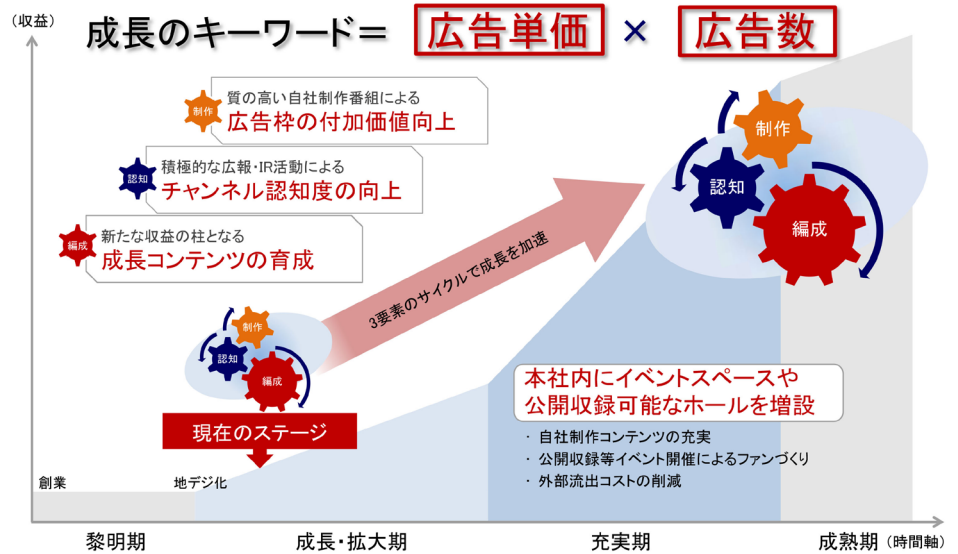


### 同社は市場成長をアウトパフォームする成長を実現

#### (1) 総論

同社の売上高は広告の本数と広告単価の積で決まる。単価と数量の双方を上昇・拡大させて収益の拡大につなげていくことが基本的な同社の成長戦略だ。市場環境として、BS放送の広告市場はこれまで年率11%以上の成長を続けているが、同社は設立以来それをアウトパフォームする成長を実現してきた。弊社では、同社が今後も市場全体の伸びを上回るペースで収益成長を継続することは、十分可能であると考えている。その理由は、前述のように、同社の認知度が現状はまだ十分に高いとは言えず、それが逆に成長余地につながると考えられることと、後述するような同社の強み・特徴を生かした各種施策により、認知度や視聴世帯数の向上を実現できると考えられることである。

BS11の成長戦略のイメージ図



出所：会社資料

同社は認知度向上に向けた当面の施策として、「放送番組の充実」と同社自身についての「積極的な広告宣伝活動」の2つを大きな枠組みとして掲げている。この2つに、独立系BS放送局である同社の根源的強みである、「広告主にとって使い勝手の良い広告枠の提供力」が合わさって、認知度向上が広告収入増へつながる流れが加速し、初期の成長シナリオを実現させることができると弊社では期待している。

2015年11月20日(金)

## (2) 放送番組の充実

同社はテレビ放送業界の慣行に従い、毎年4月と10月にメジャーな番組改編を行っている。2015年10月の改編では、紀行番組や家電情報番組、アニメ情報番組などを新たに制作し、レギュラー番組化した。なかでも同社が期待をかけるのは「尾上松也の古地図で謎解き! につぼん探究」だ。これは若手人気歌舞伎俳優の尾上松也氏を起用して古地図片手に全国を巡り、地域の魅力と歴史の謎に迫るといったものだ。

同社はこれをエース番組の1つに育てることを狙っている。同番組は2015年1月にトライアル番組として放送されたが、その際の視聴者からの高評価を受けて今回、レギュラー番組となった。10月6日のスタート後、機械化された視聴世帯数調査が行われたが、期待どおりの好調な出足となったもようだ。基本的に同社は、番組作りにおいて、トライアル番組で視聴者の反応を見たとうえで次のステップに進むという、慎重なスタンスを採用し、リスクを抑えて成功可能性を高める番組制作を心掛けている。

### 「尾上松也の古地図で謎解き! につぼん探究」



#### ・尾上松也の古地図で謎解き! につぼん探究

数百年もの時を超え、現代に残る古地図。

若手人気歌舞伎俳優の尾上松也さんが全国を巡り、現存する古地図を片手に地域の魅力と歴史の謎に迫ります。

10月6日(火)  
20:00スタート

出所：会社資料

同社はまた特別番組やスポーツ番組の充実にも注力している。特別番組では、昭和歌謡特集など、視聴者の中心年齢層に合わせた企画番組を月2本程度のペースで放送している。スポーツでは一定のファンがいながらもテレビで取り上げられることが少ない種目や、リアルタイム放送のニーズが高くない種目などにフォーカスを当てることで、他社との差別化を図っている。

同社は、通信販売・ドラマ・アニメ・競馬の高収益の番組コンテンツを確立しており、昼間や深夜の時間帯においては一定のプレゼンスを確立している。収益拡大という点では、自社制作番組が中心となるゴールデンタイム(夜8時から11時)の視聴世帯数をどう高めて広告収入につなげるか、ということが課題となっている。前述の「尾上松也の古地図で謎解き! につぼん探究」は、この時間帯に切り込む先鋒の役割が期待されており、今後の進展が注目される。

## (3) 積極的な広告宣伝活動

認知度向上のための重要な施策として、同社は自社の広告宣伝にも注力している。2015年初頭からイメージキャラクターのネーミングを公募し、決定した「じゅういっちゃん」を本格稼働させるとともに、新聞・雑誌への出稿、花火大会などのイベントへのブースの出展、ラジオ番組の開始などの施策を行っている。また、SNSサイト「BSイレブンファン」の開設や映画「罪の余白」の製作投資なども行っている。



前述のように、BS放送の視聴者の中心年齢層は、50代～70代だ。これらの世代は、新聞を丹念に読むほか、ラジオの聴取率も他の年齢層に比べて高いという傾向がある。同社はそうした現状を踏まえて、全国紙及び地方紙に毎月出稿を行っているほか、早朝時間帯のラジオ番組で自社番組の宣伝を行っている。弊社ではこうした施策が認知度向上に一定の成果をもたらすものと期待している。

## 日本BS放送

9414 東証1部

2015年11月20日（金）

### 広告宣伝活動の例

<p><b>新聞・雑誌への広告出稿</b></p> <p>国内大手新聞等への番組・キャンペーン紹介記事出稿</p> <p>日本経済新聞 2015年3月12日 産経新聞 2015年4月6日 東京メトロ中吊り (銀座線・丸の内線)</p>	<p><b>イベントへの出展</b></p> <p>・AnimeJapan2015 ・東京モーターサイクルショー</p> <p>・神奈川新聞花火大会 ・神宮外苑花火大会</p>
<p><b>映画「罪の余白」への製作出資</b></p> <p>・映画「罪の余白」へ製作出資し、弊社が制作を受注</p> <p>・主演の内野聖陽をはじめ、オスカープロモーション期待の若手女優吉本美憂など豪華俳優陣を揃えた期待の映画</p> <p>・平成27年10月3日公開</p>	<p><b>らじおBS11</b></p> <p>局認知度向上と視聴促進のためのラジオ番組を開始。</p> <p>InsideOUTアナウンサーの渡名喜織恵さんとじゆういっちゃん(BS11番組出演者をゲストに迎えて送る15分)</p> <p>◆放送スケジュール</p> <p>ラジオ大阪 毎週土曜日 6:15～6:30 東海ラジオ 毎週土曜日 5:00～5:15 ラジオ日本 毎週日曜日 5:30～5:45</p>

出所：会社資料

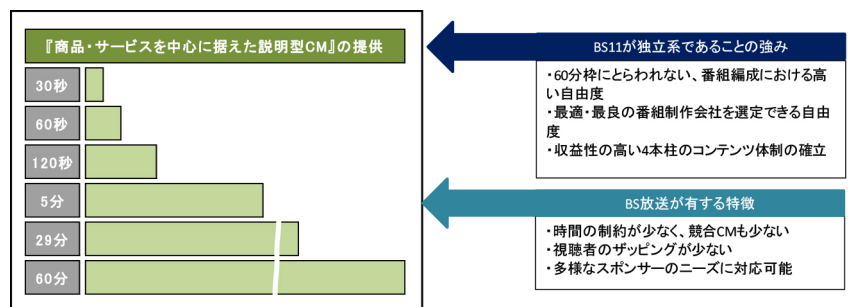
## 注目すべきは自由度の高いCM枠の設定

### (4) 独立系の強み：広告主のニーズに対応した広告枠の設定

同社は、特徴の1つである独立系であることを、いくつかの強みへと発展させた。具体的には、60分枠にとらわれない番組編成、最適・最良の番組制作会社選定の自由度の実現、収益性の高い4本柱（通信販売、ドラマ、アニメ、競馬）コンテンツ体制の確立などだ。

なかでも弊社が注目するのは、自由度の高いCM枠設定だ。同社はBS放送局として、時間の制約が少ない、視聴者のザッピングが少ない、多様なスポンサーニーズに対応可能、といった特徴を有しており、それらを活かした「説明型CM」に注力している。この説明型CMを効率的に配信するためには、CM枠の設定においても工夫が必要となる。同社は30秒から60分までの多様なCM枠設定で広告主のニーズに応えている。こうした取り組みは今後の広告収入増大に重要な貢献を果たすと弊社では考えている。

### BS11が提供するCM枠の多様性のイメージ



出所：会社説明資料、取材等からフィスコ作成

2015年11月20日(金)

## (5) 中期的な業績規模のイメージ

同社は、いわゆる中期経営計画や中期業績目標といったものを公表していない。前述のような施策を実行し、成功したとして、同社の収益規模をどうイメージしたら良いのであろうか。

弊社では、キー局系BS放送局の収益規模が1つの手掛かりになると考えている。前述の図で見たように、キー局系のBS放送各社は、認知度において80%超、売上高で15,000百万円～16,000百万円という水準にある。したがって同社にとっての合理的な収益目標としても、まずはこの売上高規模が浮上してくる。

別の見方をするならば、キー局系BS各社の実績から、認知度向上と売上高の相関関係は売上高15,000百万円～16,000百万円規模までは有効に働くということができる。これは、拡大・成長期に入ったばかりの同社には心強いポイントだ。

利益面はどうか。BS放送局は地上波放送局に比べて、本質的にローコストオペレーションが可能なコスト構造になっているのは前述のとおりだ。地上波キー局各社の連結決算ベースでの比較では、営業利益率やROE(自己資本当期利益率)など各収益性指標で、同社が圧倒的に高い状況にある。

## BS11と地上波キー局の主要経営指標比較

会社名		BS11	フジ・メディア HD	TBSHD	日本テレビ HD	テレビ朝日 HD	テレビ東京 HD
コード		9414	4676	9401	9404	9409	9413
売上高	FY15予 百万円	10,200	644,000	345,000	407,000	278,000	134,000
売上高販管費率	FY14実 %	31.0%	27.9%	26.1%	23.4%	23.4%	26.0%
営業利益	FY15予 百万円	2,000	21,300	16,000	48,000	15,000	6,500
売上高営業利益率	FY15予 %	19.6%	19.6%	4.6%	11.7%	5.4%	4.6%
営業利益3年(FY12-15)平均成長率	%	29.2%	-13.8%	9.6%	14.2%	12.8%	43.8%
1株当たり利益(EPS)	FY15予 円	75.83	78.27	60.20	137.95	96.90	148.52
1株当たり純資産(BPS)	FY14実 円	735.13	2,739.59	2,689.56	2,240.64	2,809.57	2,450.67
1株当たり配当金	FY14実 円	15.00	40.00	22.00	30.00	30.00	35.00
配当性向	FY14実 %	21.9%	46.5%	27.8%	25.0%	29.6%	32.0%
ROE(FY14実績ベース)	%	9.7%	3.3%	3.2%	5.6%	3.9%	4.6%
ROA(FY14実績ベース)	%	13.6%	3.4%	3.1%	7.0%	4.5%	5.7%
株価(11月11日)	円	1,013	1,448	1,790	2,185	2,045	2,276
時価総額	百万円	18,034	342,350	340,879	576,451	205,727	65,502
予想PER(株価収益率)	倍	13.4	18.5	29.7	15.8	21.1	15.3
実績PBR(株価純資産倍率)	倍	1.4	0.5	0.7	1.0	0.7	0.9

注：BS11は8月決算のためFY15予は16/8期予想を、BS11以外は3月決算のためFY15予は16/3期予想を、それぞれ使用。

キー局系系BS各社の単体の財務諸表は公表されていないが、それらとの比較においても同社は低コスト構造となっている模様だ。同社は原価のうち「番組関連費用」(番組購入費と番組制作費の合計)について、売上高比率30%を1つの基準として経営を行っている。キー局系各社は約40%と高い状況にあるとみられる。これは、激しい視聴世帯数競争や企業グループ内での政策的側面などが影響しているためと考えられる。独立系の同社は経済合理性の観点に基づいたコスト管理を徹底することで、低コスト体質を将来的に維持できると弊社ではみている。

### 15/8 期は売上高と全利益項目で計画を上回る

#### (1) 2015 年 8 月期決算

2015 年 8 月期は、売上高 8,865 百万円（前期比 12.7% 増）、営業利益 1,960 百万円（同 15.8% 増）、経常利益 1,912 百万円（同 14.1% 増）、当期利益 1,216 百万円（同 1.9% 減）と増収増益で着地した。計画との対比でも、売上高及び全利益項目で計画を上回った。

#### 2015 年 8 月期決算の概要

（単位：百万円）

	14/8 期	15/8 期	15/8 期			
	通期	上期	通期			
	実績	実績	実績	前期比	計画値	計画比
売上高	7,869	4,354	8,865	+12.7%	8,800	+0.7%
タイム収入	5,905	3,055	6,392	+8.2%	6,300	+1.5%
スポット収入	1,874	1,132	2,259	+20.5%	2,310	-2.2%
その他	90	166	214	+137.0%	190	+12.7%
営業利益	1,692	1,113	1,960	+15.8%	1,840	+6.5%
営業利益率	21.5%	25.6%	22.1%	-	20.9%	-
経常利益	1,675	1,096	1,912	+14.1%	1,800	+6.2%
当期利益	1,240	708	1,216	-1.9%	1,100	+10.6%

出所：決算短信、説明会資料からフィスコ作成

売上高の内訳では、タイム収入、スポット収入ともに前期比増収となった。タイム収入では通販番組の単価が引き続き上昇中であることと、アニメ番組の放送時間枠拡大が収入増をもたらした。スポット収入は、韓国ドラマの根強い人気がスポット収入のベースを支えたことに加え、BS 放送の媒体価値向上に伴って純広スポットも順調に増加したことが貢献した。

費用面では、売上原価全体の約 60% を占める「番組関連費用」が映画製作の出資や番組充実化によって増加したものの、「放送関連費用」の減少などもあって、売上高原価率は前期の 48.5% から当期は 46.9% へと低下した。販管費においては認知度向上のための広告関連費用や、代理店手数料が増加したものの売上高比率では 1% の増加にとどまった。その結果、営業利益率は前期の 21.5% から当期は 22.1% に上昇した。

弊社が同社の業績で最も評価するポイントは、同社の費用構造において、前述した BS 放送局ならではの特徴がきちんと実現できている点にある。地上波放送局との最大の違いである放送関連費用は、2015 年 8 月期の対売上高比率が 7.3% にまで低下した。当面、実額として年間 700 百万円前後で推移する見通しであり、売上高の拡大に伴い、売上高比率はさらに低下することが期待される。また、番組関連費用対売上高比率 30% を目途とする姿勢を堅持している。この値はキー局系列 BS 放送各社と比べて 10% ポイント程度低いとみられる。その他の経費も基本的には固定費的な性格が強く、売上高の増加率に対して低い伸び率で推移することが予想され、売上高利益率は今後、徐々に拡大していくと弊社ではみている。

注意を要するのは広告代理店に支払う代理店手数料だ。同社の広告収入の 7 割超は広告代理店経由であり、その比率は今後、緩やかに上昇するとみられる。したがって収入増に伴って代理店手数料も増加することは避けられない。しかしこれを吸収して、売上高利益率は改善基調をたどると弊社ではみている。

主要な費用項目の内訳

(単位：百万円)

	14/8期		15/8期		備考
	実績		実績	前期比	
売上高	7,869		8,865	12.7%	
売上原価	番組関連費用	2,234	2,601	16.4%	
	対売上高比率	28.4%	29.3%	-	
	番組購入費	388	372	-4.0%	
	番組制作費	1,846	2,228	20.7%	映画制作出資 100 百万円含む
	放送関連費用	736	646	-12.2%	
	対売上高比率	9.4%	7.3%	-	
	放送委託費	555	555	-	
	技術費	180	90	-49.6%	放送設備のリース期間終了
	その他原価	848	914	7.8%	
	売上原価合計	3,818	4,161	9.0%	
対売上高比率	48.5%	46.9%	-		
売上総利益	4,050	4,704	16.1%		
販管費	代理店手数料	1,004	1,114	11.0%	
	広告関連費用	532	689	29.4%	
	対売上高比率	6.8%	7.8%	-	
	広告宣伝費	502	621	23.7%	認知度向上のための費用増
	販売促進費	30	68	123.4%	機械式接触率調査導入による増
	人件費	420	454	8.1%	「役員報酬」、「給料及び手当」、「退職給付費用」
	その他販管費	402	487	21.1%	
販管費合計	2,358	2,744	16.3%		
対売上高比率	30.0%	31.0%	-		
営業利益	1,692	1,960	15.8%		

出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

16/8 期も増収増益を予想

(2) 2016 年 8 月期業績見通し

2016 年 8 月期について同社は、売上高 10,200 百万円（前期比 15.1% 増）、営業利益 2,000 百万円（同 2.0% 増）、経常利益 2,000 百万円（同 4.6% 増）、当期利益 1,350 百万円（同 11.0% 増）と増収増益を予想している。

2016 年 8 月期予想の概要

(単位：百万円)

	15/8期		16/8期			
	上期実績	通期実績	上期予想	前年同期比	通期予想	前期比
売上高	4,354	8,865	4,850	+11.4%	10,200	+15.1%
タイム収入	3,055	6,392	3,467	+13.5%	7,359	+15.1%
スポット収入	1,132	2,259	1,321	+16.6%	2,706	+19.8%
その他	166	214	61	-63.0%	134	-37.3%
営業利益	1,113	1,960	910	18.3%	2,000	+2.0%
営業利益率	25.6%	22.1%	18.8%	-	19.6%	-
経常利益	1,096	1,912	910	-17.0%	2,000	+4.6%
当期利益	708	1,216	567	-20.0%	1,350	+11.0%

出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

2015年11月20日（金）

売上高の15.1%増という増収率は、BS放送の広告市場の過去10年間の年平均成長率が約11%であることや、同社の直近2期間の増収率が、12%台にとどまっていることに照らせば、簡単な目標とは言えない。しかしながら弊社では、同社の増収目標が達成される可能性は十分に高いと考えている。その理由として、まず、認知度が着実に上昇し、広告単価の引き上げが順調に推移していることが挙げられる。また、2015年10月の番組改編で新番組を積極的に投入していることの効果が期待される。特に、接触率調査が従来の日記式から機械式に変わったことで、番組単位の視聴世帯数を放送日から短期間のうちに把握することが可能になった。その結果、放送局は番組の手直しなどを素早く柔軟に行うことができるようになり、広告収入増大に貢献することが期待される。さらには、前期に引き続き広告宣伝を積極的に行って認知度向上を図る取り組みも、増収への貢献が期待される。

利益面では、売上高の増収率に比較して営業利益の増益率が低い予想となっている。これは、売上高の伸びの確保のために、費用（とりわけ番組関連費用と広告宣伝費）を通常よりも多めに支出する計画のためだ。同社は番組関連費用の売上高比率について30%を目安としているが、今期は30%超となる見込みだ。広告宣伝費も同様に、前期の7.0%から今期は9%程度に引き上げられる見通しとなっている。このほか、売上増に伴う代理店手数料の増加や人員増強に伴う人件費増などの要因もあり、2,000百万円という営業利益予想になったものとみられる。

今期業績は、売上高が予想を上回ってくれば利益面でも上振れしてくる可能性は高い。しかし現状では、そもそも売上高の計画のハードルが決して低いものではなく、さらには、売上高確保のために先行的に費用を投下する、という構図になるため、当面は現在の会社予想をベースに進捗状況を見守りたいと弊社では考えている。

今期の同社の業績計画は、一時的な利益率の低下を甘受してでも売上高10,000百万円超えを目指すというものだ。これは、同社が、自社の認知度向上のペースに手応えを感じている現状、その勢いをそのままに、一気に認知度と収益の水準を次のステージ（認知度で40%台、売上高で10,000百万円）に引き上げることを目論んだものと弊社では理解している。売上高が順調に拡大すれば比率を下げても番組関連費用や広告宣伝費の絶対額は前年同様の水準を確保することができるため、2016年8月期に勝負に出るとい同社の決断は、十分に説得力がある施策と弊社では考えている。



損益計算書及び主要指数

(単位:百万円)

	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期			16/8期	
				上期	下期	通期	上期 (予想)	通期 (予想)
売上高	6,249	7,015	7,869	4,354	4,511	8,865	4,850	10,200
前期比、前年同期比	29.4%	12.3%	12.2%	15.4%	10.1%	12.7%	11.4%	15.1%
売上総利益	2,578	3,308	4,050	2,319	2,384	4,704	-	-
売上総利益率	41.3%	47.2%	51.5%	53.3%	52.9%	53.1%	-	-
販管費	1,650	1,946	2,358	1,205	1,538	2,744	-	-
売上高販管费率	26.4%	27.7%	30.0%	27.7%	34.1%	31.0%	-	-
営業利益	927	1,362	1,692	1,113	846	1,960	910	2,000
前期比、前年同期比	61.4%	46.8%	24.2%	27.2%	3.6%	15.8%	-18.3%	2.0%
売上高営業利益率	14.8%	19.4%	21.5%	25.6%	18.8%	22.1%	18.8%	19.6%
経常利益	884	1,352	1,675	1,096	815	1,912	910	2,000
前期比、前年同期比	75.0%	52.9%	23.9%	19.9%	7.3%	14.1%	-17.0%	4.6%
当期利益	1,030	1,322	1,240	708	507	1,216	567	1,350
前期比、前年同期比	30.1%	28.4%	-6.2%	-7.7%	7.4%	-1.9%	-20.0%	11.0%
分割調整後EPS(円)	71.6	91.9	77.7	39.8	28.5	68.3	30.9	75.8
分割調整後配当金(円)	0.0	0.0	12.5	0.0	15.0	15.0	-	17.0
分割調整後BPS(円)	462.82	554.69	679.29	-	-	735.13	-	-

貸借対照表

(単位:百万円)

	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期
流動資産	3,275	4,719	6,556	7,892
現預金	1,552	2,895	4,794	6,131
売掛金	1,025	1,178	1,368	1,499
その他	698	646	393	261
固定資産	4,206	4,161	6,651	7,049
有形固定資産	4,039	3,987	6,459	6,833
無形固定資産	14	12	10	18
投資等	153	161	181	196
繰延資産	11	-	-	-
資産合計	7,493	8,880	13,208	14,942
流動負債	725	809	1,043	1,782
買掛金	169	171	249	228
短期借入金	-	-	-	-
その他	556	638	793	1,554
固定負債	104	85	71	72
長期借入金	-	-	-	-
その他	104	85	71	72
株主資本	6,663	7,985	12,093	13,087
資本金	2,749	2,749	4,183	4,183
資本剰余金	2,083	2,083	3,516	3,516
利益剰余金	1,829	3,152	4,393	5,387
自己株式	-	-	-0	-0
純資産合計	6,663	7,985	12,093	13,087
負債・純資産合計	7,493	8,880	13,208	14,942

キャッシュフロー計算書

(単位:百万円)

	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期
営業活動によるキャッシュフロー	1,052	1,266	1,646	1,788
投資活動によるキャッシュフロー	-69	97	-2,571	-207
財務活動によるキャッシュフロー	-19	-20	2,823	-243
現預金増減	963	1,343	1,898	1,337
期首現預金残高	589	1,552	2,895	4,794
期末現預金残高	1,552	2,895	4,794	6,131



## ■ 株主還元

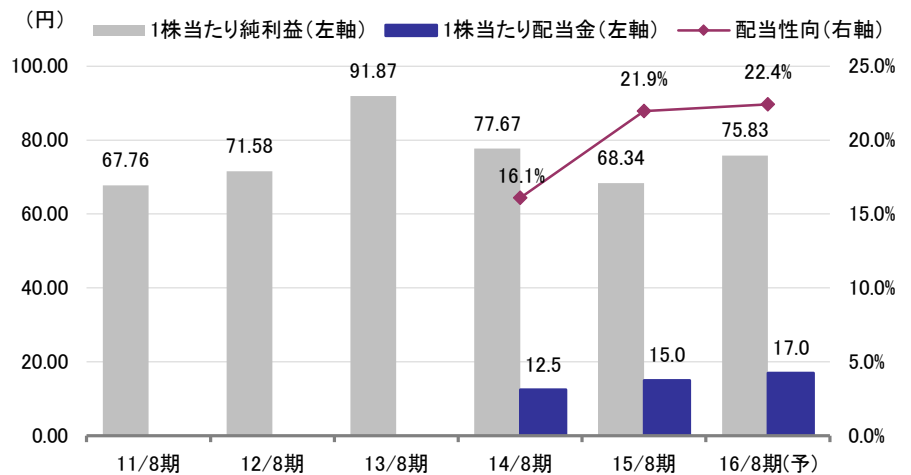
### 強固な財務基盤を有しているため、配当性向 30% は実現可能

同社は株主への適正な利益配分を経営の重要な課題の 1 つと位置付けており、配当をもって還元することを基本としている。配当水準に関して、いわゆる公約配当性向は定めていないが、配当性向 30% の実現を目標とすることは公表している。

同社の 2015 年 8 月期の配当金は前期から 2.5 円増配の 15 円だった。内訳は普通配 13.5 円と、東証 1 部指定記念配 1.5 円となっている。2016 年 8 月期については、さらに 2 円増配の 17 円を予想している。2016 年 8 月期の会社予想 1 株当たり利益金に基づく配当性向は 22.4% となっている。

同社は、自己資本比率が 87.6% (2015 年 8 月期末) と強固な財務基盤を有しており、配当性向 30% を一気に実現することも十分可能であると考えられる。それにもかかわらず段階的な配当引き上げを行うのは、将来に予想される大型設備投資に備えて内部留保を積み増していることが背景にあるとみられる。同社は配当性向 30% を目標に利益に応じた株主還元を行うこと明言しており、企業業績も着実に成長しているため、今後も段階的に配当が引き上げられ、配当性向 30% へ近づいていくものと弊社では予想している。

1株当たり純利益、配当金及び配当性向の推移



同社は株主優待制度も設けている。内容は、1 単元 (100 株) 以上保有の株主を対象に、「ビックカメラ商品券 (1,000 円券)」1 枚を、年 2 回 (基準日は 8 月末と 2 月末) 贈呈するというものだ。また、長期保有株主優待制度として、基準日の株主名簿に連続 3 回以上同一株主番号で記載された株主に対しては、「ビックカメラ商品券 (1,000 円券)」1 枚を追加で贈呈することとしている。

#### 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