ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

2014 年 4 月 18 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

■卓越したクリエイティブ力に優位性を発揮する広告制作会社

ティー・ワイ・オーは、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企業再編が奏功して、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。

2013 年 7 月期の業績は、売上高が前期比 3.5% 増の 25,000 百万円、営業利益が同 3.1% 増の 1,493 百万円と増収営業増益決算となった。不採算子会社の譲渡などがあったものの、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。

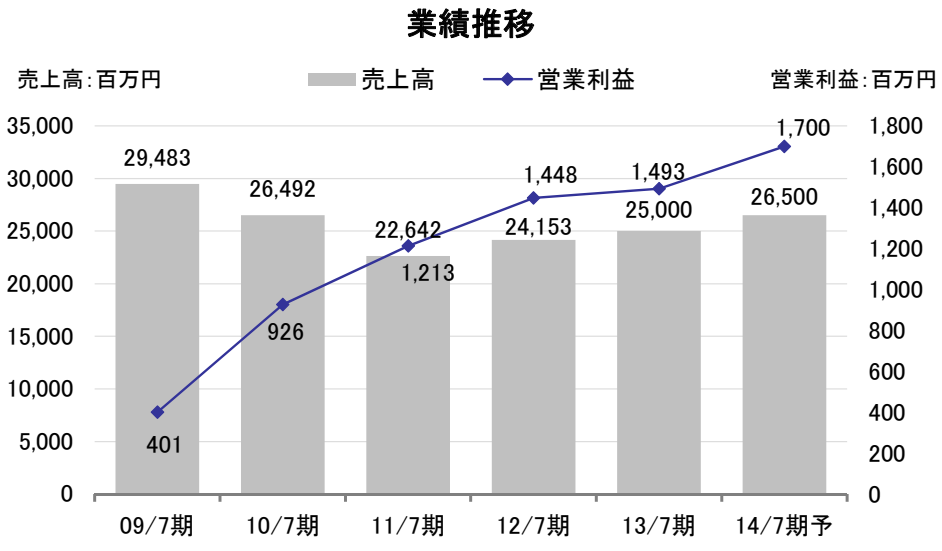
2014 年 7 月期第 2 四半期（累計）の業績は、消費税増税前後の購買意欲喚起を目的とした一部大型案件の検収時期の変更から、売上高が前年同期比 5.0% 減の 11,752 百万円、営業利益が同 21.2% 減の 644 百万円と減収減益となった。ただし、受注残高は大きく積み上がっており、増収基調に変化はないと判断できる。同社は、2014 年 7 月期の通期業績予想について、期初予想を据え置いており、売上高が前期比 6.0% 増の 26,500 百万円，営業利益が同 13.8% 増の 1,700 百万円と増収増益を見込んでいる。

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生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、5 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。

■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の移行を目指す
- 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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。



■会社概要

TV-CM の企画・制作を主力に多様なコンテンツ制作も手掛ける

（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リ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 72.7%（2013 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）が生かせる広告主直接モデルの拡大に取り組んでいる。

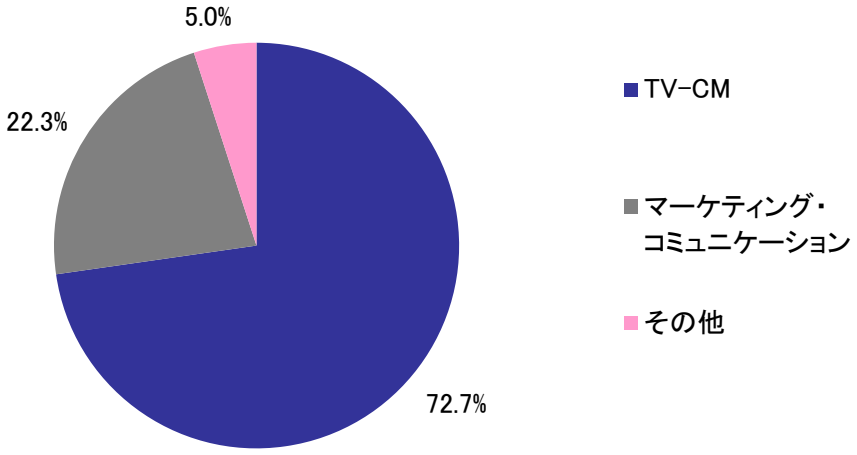
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

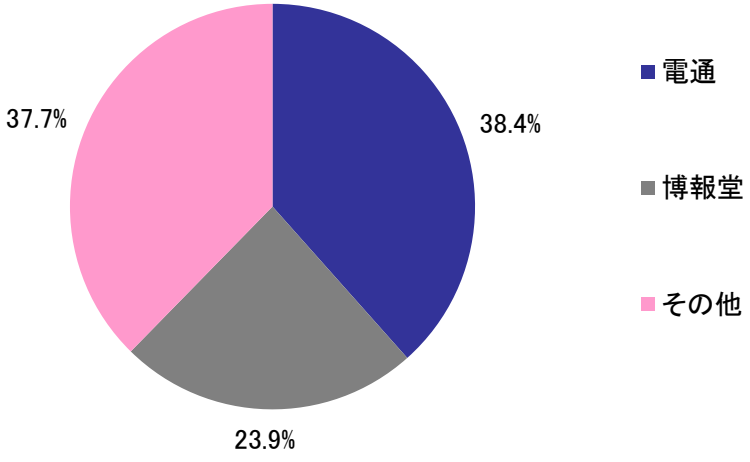
2014 年 4 月 18 日（金）

事業セグメント別売上高構成比率（13/7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（13/7期）



【業種別　売上高 TOP10】
2014 年 7 月期第 2 四半期（累計）

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

出所：決算説明会資料

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

事業再編に一定の成果を上げ、更なる成長フェーズへ移行

（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 部へ指定替えとなった。

同社社名は、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。

卓越したクリエイティブ力とワンストップソリューションに強み

（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：会社紹介資料

広告主直接モデルの主要ブランド

出所：会社紹介会資料

(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、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あげることができる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

2014 年 4 月 18 日（金）

受賞実績

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 消費者のためにな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：会社概要資料

（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ところにも強みがある。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。

広告主直接モデルの取り組みにも特徴

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。

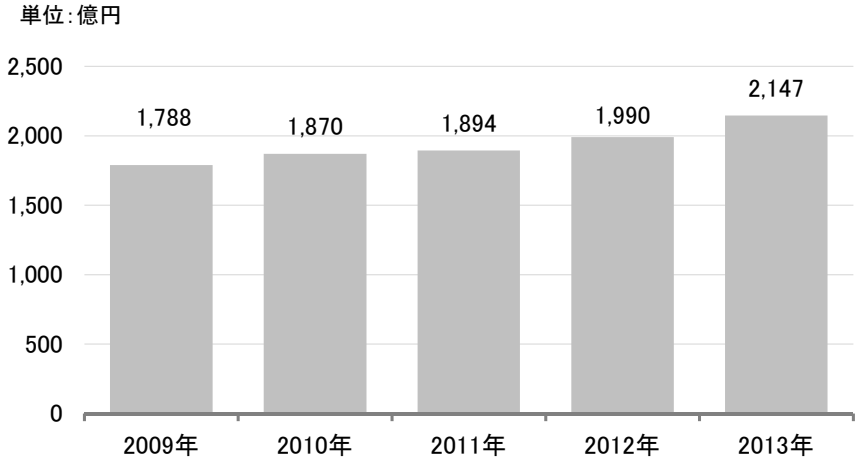
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

■業界環境

広告（TV-CM）制作は安定的な市場

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。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。

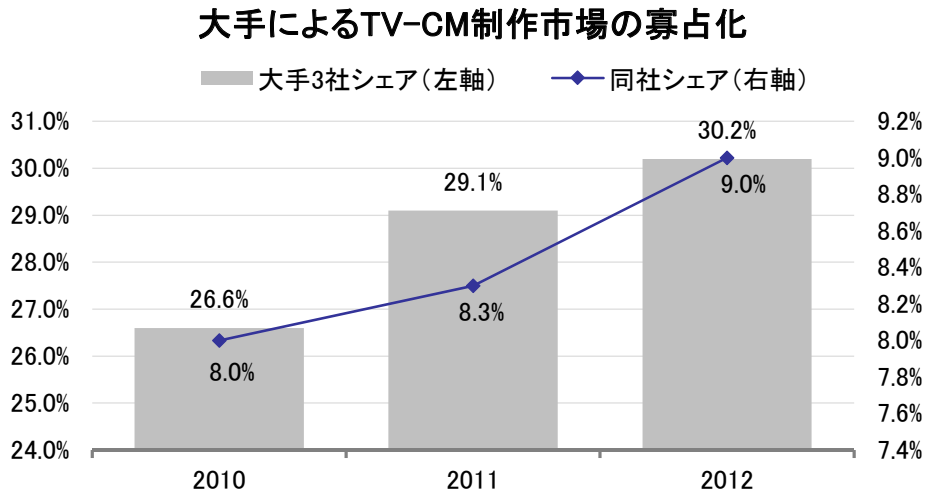
TV-CM制作費の推移



出所：電通「日本の広告費」

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 30.2%（同社の市場シェアは 9.0%）が占められている。一方、JAC（業界団体）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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。



出所：決算説明会資料

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ところから、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が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更に強まることは、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よう。

■決算動向

過去 4 年間にわたる事業再編の成果により収益力、財務基盤が回復

（1）過去の業績推移

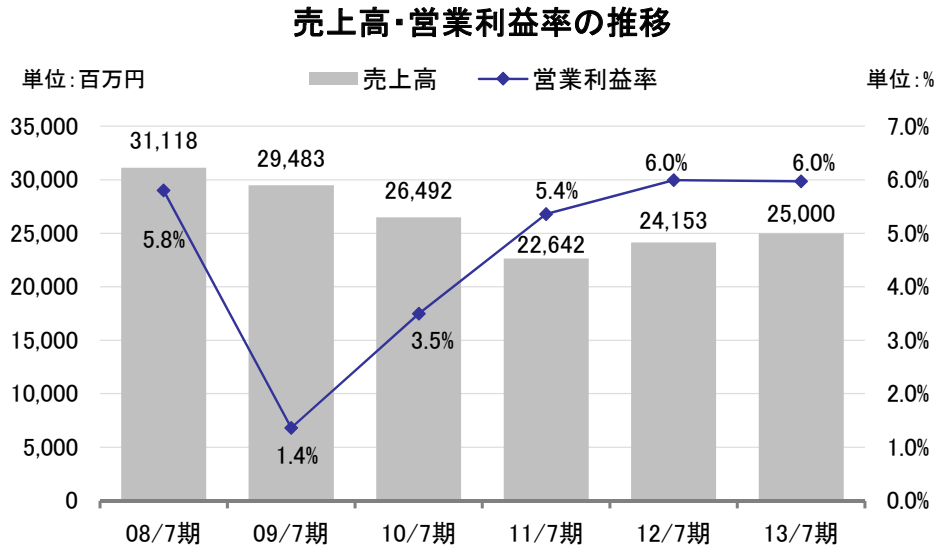
過去の業績推移を振り返ると、売上高は 2008 年 7 月期にピークを迎えた後、リーマンショック等による景気後退の影響に加えて、過去の事業領域の拡充によって生じた不採算部門の整理が重なり、同社の業績は下降線をたどった。ただし、本業回帰による事業再編が奏功して、売上高は 2011 年 7 月期に底をつくと 2 期連続で増収となり、中核事業を軸とした新たな成長ステージに入ったと見られる。また、営業利益についても、不採算部門の整理による損失を計上した 2009 年 7 月期に大きく落ち込んだ後、V 字型に回復した。

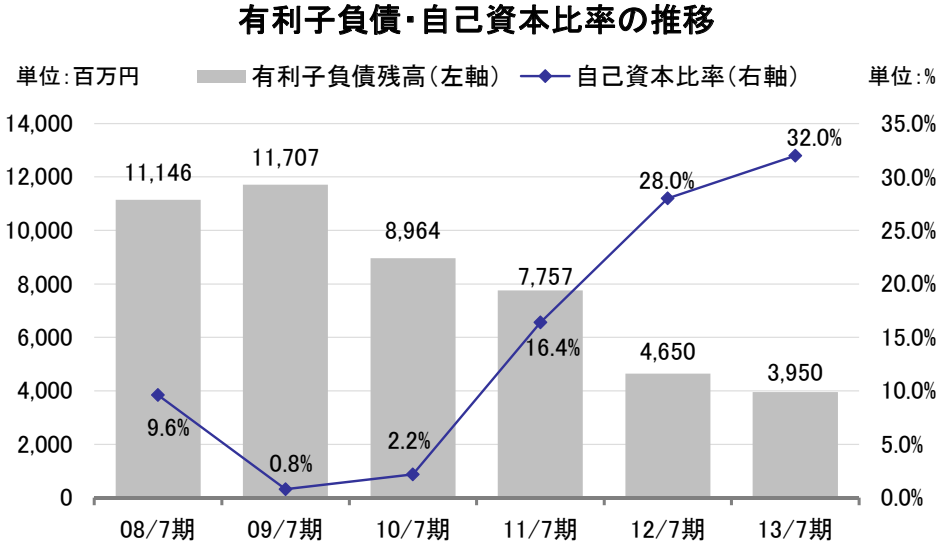
また、財務面でも、過去の事業領域の拡充に伴って有利子負債残高が膨らむとともに、2009 年 7 月期には不採算部門の整理により自己資本比率が 0.8% へ大きく落ち込んだが、その後、業績回復による内部留保の蓄積や 2010 年 12 月に実施した第 3 者割当増資（約 13 億円）により 2013 年7月期の自己資本比率は 32.0% の水準にまで回復し、有利子負債の返済も順調に進んでいる。

FISCO

ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

2014 年 4 月 18 日（金）





TV-CM 制作と広告主との直接取引によるクロスセル案件が好調

（2）2013 年 7 月期決算の概要

2013 年 7 月期の業績は、売上高が前期比 3.5% 増の 25,000 百万円、営業利益が同 3.1% 増の 1,493 百万円、経常利益が同 27.1% 増 1,390 百万円、当期純利益が同 27.9% 減と 808 万円の増収営業増益となった。期初会社予想との対比では、売上高が 100%（計画どおり）、営業利益は 93.3%（若干の未達）の着地である。なお、当期純利益が前期比で減益となったのは、法人税等調整額の増加によるものである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

事業別売上高で見ると、主力の TV-CM 事業では、好調な受注環境を追い風として、大手広告代理店経由の案件が順調に拡大したことが増収に寄与した。一方、マーケティング・コミュニケーション事業では、広告主との直接取引によるクロスセル案件（TV-CM や Web、グラフィック、セールスプロモーションなど一括受注案件）が好調であったものの、不採算子会社の除外により減収となった。不採算子会社の除外については、2012 年 9 月に連結子会社 2 社を譲渡したものであり、それに伴う減収要因は 777 百万円と推定される。したがって、マーケティング・コミュニケーション事業における既存事業ベースの売上高では 214 百万円（前期比 4.0% 増）の増収と言える。

また、利益面では、増収効果に加えて、不採算子会社の除外などにより販管費を削減したことで営業増益を確保したものの、TV-CM 事業で労務環境の改善及び定着率向上を目的とした先行投資的な人件費の増加があったことや、マーケティング・コミュニケーション事業における 1 ブランド（テオーリア）で大幅な予算未達があったことが、期初会社予想比で未達となった要因である。テオーリアについては、収益性の改善は困難と判断したことや、事業の方向性の違いが明確になったことから 2013 年 5 月に事業譲渡を実施したため今後の業績に与える影響はない。

2013 年 7 月期の決算概要

（単位：百万円）

	12/7 期		13/7 期		増減		13/7 期 期初予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	24,153		25,000		846	3.5%	25,000		100%
TV-CM	16,896	70.0%	18,183	72.7%	1,287	7.6%	－	－	－
マーケティング コミュニケーション	6,129	25.4%	5,566	22.3%	−563	−9.2%	－	－	－
その他	1,127	4.7%	1,250	5.0%	122	10.9%	－	－	－
売上原価	19,471	80.6%	20,477	81.9%	1,006	5.2%	－	－	－
販管費	3,233	13.4%	3,028	12.1%	−204	−6.3%	－	－	－
営業利益	1,448	6.0%	1,493	6.0%	44	3.1%	1,600	6.4%	93%
TV-CM 事業	2,849	16.9%	2,915	16.0%	66	2.3%	－	－	－
マーケティング コミュニケーション	288	4.7%	−34	－	−322	−111.8%	－	－	－
その他	78	7.0%	117	9.4%	39	48.7%	－	－	－
調整	−1,768	－	−1,505	－	263	－	－	－	－

検収時期の期ズレにより減収減益となるが受注残高は順調に拡大

（3）2014 年 7 月期第 2 四半期（累計）決算の概要

2014 年 7 月期第 2 四半期（累計）の業績は、売上高が前年同期比 5.0% 減の 11,752 百万円、営業利益が同 21.2% 減の 644 百万円、経常利益が同 24.5% 減の 570 百万円、純利益が同 44.6% 減の 262 万円と減収減益となった。期初会社予想との対比でも、売上高が 90.4%、営業利益は 85.3% の未達となった。

事業別売上高で見ると、TV-CM 事業では、消費税増税前後の購買意欲喚起を目的とした一部大型案件の検収時期の変更があった。そのため売上高で前年同期比 2.1% 減の減収となったことが、期初会社予想比でも未達となった要因である。ただし、受注残高は順調に伸長（同 21.4% 増）しており、売上高と受注残高を合算した数値でも同 3.7% 増となっていることから、増収基調に変化はないと考えられる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

また、マーケティング・コミュニケーション事業では、2013 年 5 月に事業譲渡したテオーリアの影響（591 百万円の減収要因）により前年同期比 10.6% 減の減収となったが、既存事業ベースの売上高では 303 百万円（同 14.3% 増）の増収であった。

利益面では、減収要因に加えて、東証 2 部への市場変更及び同市場 1 部指定・株式売出し関連費用（約 53 百万円）や株主優待実施費用（特別優待を含めて約 70 百万円）など、一過性の本部経費負担が生じたことから減益となった。事業別セグメント利益で見ると、TV-CM 事業では、事業規模拡大に伴う人件費や海外制作費の増加があったものの、利益管理の徹底等により増益を確保した。一方で、マーケティング・コミュニケーション事業では、Web 広告コンテンツの多様化により一部の案件で制作費が増加したことから営業損失を計上した。

2014 年 7 月期第 2 四半期（累計）の概要

（単位：百万円）

	13/7 期上期		14/7 期上期		増減		14/7 期上期 期初予算		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	12,373		11,752		−620	−5.0%	13,000	−	90.4%
TV-CM	8,953	72.4%	8,767	74.6%	−185	−2.1%	−	−	−
マーケティング コミュニケーション	2,708	21.9%	2,420	20.6%	−288	−10.6%	−	−	−
その他	711	5.8%	564	4.8%	−147	−20.7%	−	−	−
売上原価	10,091	81.6%	9,597	81.7%	−493	−4.9%	−	−	−
販管費	1,465	11.8%	1,511	12.9%	45	3.1%	−	−	−
営業利益	817	6.6%	644	5.5%	−172	−21.2%	755	5.8%	85.3%
TV-CM 事業	1,479	16.5%	1,548	17.7%	69	4.7%	−	−	−
マーケティング コミュニケーション	40	1.5%	−44	−	−84	−	−	−	−
その他	87	12.4%	64	11.5%	−23	−26.2%	−	−	−
調整	−790	−	−924	−	−134	−	−	−	−
受注残	6,116		7,423		1,307	21.4%			
売上高＋受注残	18,489		19,175		686	3.7%			

好調な受注環境と広告主との直接取引推進により増収増益を見込む

（4）2014 年 7 月期の業績予想

同社は、第 2 四半期（累計）の実績が期初会社予想比で未達となったのは期ズレ要因によるものであり、受注環境そのものは好調が続いていることから、通期業績予想の変更を行っていない。2014 年 7 月期の売上高は前期比 6.0% 増の 26,500 百万円、営業利益が同 13.8% 増の 1,700 百万円、経常利益が同 10.8% 増の 1,540 百万円、純利益が同 10.1% 増と 890 百万円の増収増益を見込んでいる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

2014 年 4 月 18 日（金）

2014 年 7 月期の業績見通し

（単位：百万円）

	13/7 期		14/7 期		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	25,000		26,500		1,499	6.0%
TV-CM	18,183	72.7%	-	-	-	-
マーケティングコミュニケーション	5,566	22.3%	-	-	-	-
その他	1,250	5.0%	-	-	-	-
売上原価	20,477	81.9%	-	-	-	-
販管費	3,028	12.1%	-	-	-	-
営業利益	1,493	6.0%	1,700	6.4%	206	13.8%
TV-CM 事業	2,915	16.0%	-	-	-	-
マーケティングコミュニケーション	-34	-	-	-	-	-
その他	117	9.4%	-	-	-	-
調整	-1,505	-	-	-	-	-
経常利益	1,390	5.6%	1,540	5.8%	149	10.8%
純利益	808	3.2%	890	3.4%	81	10.1%

■中期経営計画

広告主直接モデルの躍進により成長を加速する戦略

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）を掲げている。

過去 4 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、2016 年 7 月期には、売上高 32,000 百万円（3 年間の年平均成長率（CAGR8.6%）、営業利益 2,150 百万円（営業利益率 6.7%）を目標としている。また、5 年後（2018 年 7 月期）の売上高目標として 50,000 百万円（5 年間の年平均成長率 14.9%）を掲げており、さらに成長を加速させる方針である。

また、財務面でも、2014 年 7 月期にネット有利子負債残高をゼロにするとともに、2016 年 7 月期には自己資本比率を 50% 以上に引き上げる計画である。

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、（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。広告代理店経由モデルの 5 年後の売上高は 26,000 百万円（年平均成長率 7.4%）を目標としている。

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、（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（2 兆 4,005 億円／同社推定）、プロモーションメディア市場（2 兆 1,424 億円／同社推定）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 5 年後の売上高は 18,000 百万円（年平均成長率 26.5%）、売上構成比率 36.0% を目標としている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ティー・ワイ・オー
4358 東証 1 部

2014 年 4 月 18 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。展開当初は日系企業の海外での広告活動をサポートするが、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 5 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				5 年後のイメージ		
	13/7 期	構成比	14/7 期	15/7 期	16/6 期	3 年間の年成長率	18/7 期	構成比	5 年間の年成長率
売上高	25,000	－	26,500	28,000	32,000	8.6%	50,000	－	14.9%
（伸び率）	3.5%		6.0%	5.7%	14.3%				
広告代理店経由モデル	18,183	72.7%	－	－	－	－	26,000	52.0%	7.4%
広告主直接モデル	5,566	22.3%	－	－	－	－	18,000	36.0%	26.5%
その他	1,250	5.0%	－	－	－	－	1.500	3.0%	3.7%
（海外事業）	－	－	－	－	－	－	4,000	8.0%	－
営業利益	1,493		1,700	1,850	2,150	12.9%	－	－	
（利益率）	6.0%		6.4%	6.6%	6.7%				
有利子負債	3,950		－	－	－				
（ネット有利子負債）	555		0	－	－				
自己資本比率	32.0%		－	－	50% 以上				

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

成長性、収益性、健全性ともに遜色ない水準に回復

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 年間の成長性に関しては、売上高で見ると、同社は不採算部門の整理等によりマイナスとなっているが、営業利益では 3 社ともに TV-CM 制作の好調な受注環境を反映してほぼ同水準の成長率で伸びている。なお、AOI Pro. の売上高の伸びが大きいのは、積極的な子会社買収及び海外進出によるものである。

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. を若干上回る水準にある。

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 13/3 期	AOI Pro. 9607 13/3 期	同社 4358 13/7 期
規模			
売上高（百万円）	59,886	25,568	25,000
営業利益（百万円）	6,598	1,381	1,493
収益性			
営業利益率	11.0%	5.4%	6.0%
（原価率）	74.7%	82.3%	81.9%
（販管費率）	14.3%	12.3%	12.1%
自己資本当期利益率	5.9%	3.2%	21.1%
成長性（CAGR）			
売上高成長率（過去 3 年間）	−0.6%	21.7%	−1.9%
営業利益成長率（過去 3 年間）	20.5%	16.1%	17.2%
健全性			
自己資本比率	58.4%	46.2%	32.0%
流動比率	192.1%	170.0%	188.0%

中期的には成長期待に伴う見直しの余地も

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 14.5 倍であることを考慮すれば、3 社ともに安定的な市場推移を前提（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が示せれば、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ろう。

株価バリュエーション比較

	東北新社 2329 2013/3 期	AOI 9607 2013/3 期	同社 4358 2013/7 期
株価 3 月 31 日終値（円）	730	650	161
発行済株数（千株）	46,735	13,335	60,280
時価総額（百万円）	34,117	8,668	9,705
EPS（予想）	74.61	62.99	14.90
BPS（実績）	1,290.03	809.07	70.01
配当（予想）	14	23	6
PER（予想）	9.8	10.3	10.8
PBR（実績）	0.6	0.8	2.3
配当利回り（予想）	1.9%	3.5%	3.7%

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

■株主還元

目標配当性向 25% を基準として利益成長に伴う増配が期待できる

2013 年 7 月期は 1 株当たり年 3 円配（配当性向 22.2%）を実施した。また、2014 年 7 月期については、普通配 3 円（予想配当性向 20.1%）に上場市場変更記念配 3 円を加えた年 6 円配を予定している。同社は、中期経営計画のなかで、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する意向である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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にお願いします。

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