

## AOI TYO Holdings

(3975・東証1部) 2019年5月13日

## 受注抑制一巡や五輪需要で、20/12期には業績復調へ

## ベーシックレポート

(株) QUICK  
清水 康之

会社概要	
所在地	東京都品川区
代表者	吉田 博昭 中江 康人
設立年月	2017/1
資本金	5,000百万円 (2018/12/31 現在)
上場日	2017/1/4
URL	http://aoityo.com
業種	情報・通信業

## 主要指標 2019/5/9 現在

株価	775円
年初来高値	871円 (19/2/4)
年初来安値	745円 (19/4/12)
発行済株式数	24,566,477株
売買単位	100株
時価総額	19,039百万円
予想配当 (会社)	20.00円
予想EPS (アナリスト)	55.19円
実績PBR	0.73倍

## テレビCM制作の業界トップ

テレビCM制作大手のAOI Pro. とティー・ワイ・オーが経営統合に伴い17年1月に設立した共同持株会社。経営統合により業界トップに躍進。「動画広告事業（旧、広告映像制作事業）」を主力に、「ソリューション事業」では、広告主との直接取引による複合的なメディア展開や、動画を活用したウェブプロモーションなど支援する。

## 動画広告での圧倒的地位確立と、周辺領域や海外の強化図る

事業戦略の基本方針は、「動画広告事業」の安定成長と、「ソリューション事業」ならびに「海外事業」の拡大。「動画広告事業」では、テレビCM制作業界トップとして利益を確保しつつ、拡大するオンライン動画の取り込みを強化する。特にブランディング目的の高品質動画の需要を取り込むことで、動画広告市場での圧倒的な地位確立を狙う。一方、「ソリューション事業」は、広告主との直接取引や動画コンテンツマーケティング支援をベースに、動画と親和性の高いイベントやPRなどの領域にも事業を拡大。そこで使われるコンテンツとしての動画制作を強みに周辺ソリューションの機能強化を図る。「海外事業」では、M&A（合併・買収）も活用し、東南アジアでの事業拡大を狙う。

## 19/12期は先行投資や働き方改革対応による人員増が負担に

QUICK 企業価値研究所では、19/12期の連結業績を売上高 650 億円（前期比横ばい）、営業利益 26 億円（同 24%減）、続く、20/12期の連結業績を売上高 680 億円（同 5%増）、営業利益 32 億円（同 23%増）と予想。注力する「ソリューション事業」や「海外事業」が伸長するが、主力事業での受注抑制、不採算子会社の整理等で売上高が伸び悩む見通し。一方で、拡大する事業領域への投資や「働き方改革」対応による人員増強等で費用が先行、昨年10月に稼働した新管理システムの償却負担が本格化することも響く。ただ、20/12期には、受注抑制が一巡するうえ、東京五輪開催で広告制作が活発化することが見込まれ、全体の業績も復調するとみる。

業績動向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2018/12	通期	実績	64,792	-8.1	3,433	-25.7	3,325	-24.3	1,952	-29.8	82.48
2019/12	通期	会社予想 (2019年2月発表)	65,000	0.3	2,600	-24.3	2,500	-24.8	1,300	-33.4	54.93
		アナリスト予想 (2019年5月発表)	65,000	0.3	2,600	-24.3	2,500	-24.8	1,300	-33.4	55.38
2020/12	通期	アナリスト予想 (2019年5月発表)	68,000	4.6	3,200	23.1	3,100	24.0	1,600	23.1	68.17

(注) アナリスト予想のEPSは、現在推進中の自己株取得が取得枠上限の50万株まで完全実施されることを前提に計算

## 会社概要

## 会社概要

AOI TYO Holdings（アオイティーワイオーホールディングス）は、テレビCM制作会社のAOI Pro.（アオイプロ）と同業のティー・ワイ・オーが経営統合し、2017年1月4日に株式移転により設立した共同持株会社。経営統合により、テレビCM制作で首位だった東北新社（2329）を抜き、業界トップに躍進した。

## 経営者

代表取締役会長 CEO（最高経営責任者） 吉田 博昭 氏

代表取締役社長 COO（最高執行責任者） 中江 康人 氏

会長の吉田氏は、広告制作会社の日本天然色映画を経て、1982年にティー・ワイ・オーを設立。それ以来、ティー・ワイ・オーグループを牽引し業界屈指の企業に育成した。一方、社長の中江氏は、1991年に葵プロモーション（現、AOI Pro.）に入社し、制作の指揮を執るプロデューサー業に長年従事。2015年2月にAOI Pro.の社長に就任。デジタル領域の強化や海外展開を推進し、AOI Pro.の現在の基盤をつくった。

AOI TYO Holdings 設立にあたり両氏ともに代表取締役に就任、2018年1月から現職。

## 企業理念

広告のコミュニケーションをとりまく環境が大きく変わる中であっても、コミュニケーションを成立させる最大の要素は「感動」であることは不変であると考え、広告映像制作分野において培ってきた「感動」を創り出す感覚・技術・仕組みをさらに高性能化し、新しい「実体験型」のノウハウを大幅に導入して、企業と生活者を「感動」でつなぐことがAOI TYOグループの使命と捉えている。

企業理念に代わり、同社が掲げるミッション（使命）とビジョン（展望）は、以下の通り。

## ミッション

新しい「心動かす」で、新しい価値創出をしつづける。

## 会社概要

## ビジョン

メディアを枠として捉える時代は過ぎ、  
企業と生活者をつなぐチャネルはどんどん多様化しています。

そこに乗せるコンテンツのあり様も変わっていきます。  
映像は視聴から体験へシフトするでしょう。  
会話は言語からノンバーバルへ加速するでしょう。

しかし、どんなコミュニケーションにも欠かせないのは、  
心動かす何か。

私たちは最新のテクノロジー、マーケティング手法、データ解析、  
これまで培ってきたコンテンツ制作の知見で  
企業と生活者のコミュニケーションに変革をもたらします。

そうして来たるべき時代においても、  
感動創出企業として成長していきます。

## 沿革

## 沿革

AOI Pro. は、1963年にテレビCM制作を目的とする葵プロモーションとして設立。テレビCMを主力とする映像制作会社として事業基盤を確立し、2006年からはデジタルコンテンツの制作などCM制作以外の領域への展開も推進、2012年に商号を現在のAOI Pro. に変更した。

ティー・ワイ・オーは、現AOI TYO Holdings 代表取締役会長CEOの吉田氏が、1982年に4人のCMクリエイターと設立したテレビCM制作会社。1994年以降、コンピュータ・グラフィック制作や音楽関連映像制作、ウェブ制作、放送番組制作などに事業を拡大。

株式の店頭登録（現在のJASDAQ上場に相当）は、AOI Pro. が1990年と早く、ティー・ワイ・オーが2002年。その後、それぞれ東証2部を経て、AOI Pro. が2000年に同1部指定、ティー・ワイ・オーが2014年に同1部指定となった。

年月	区分	事項
1963年 10月	AOI Pro.	テレビCMの制作を主たる目的として葵プロモーション設立
1982年 4月	TYO	ティー・ワイ・オー設立、TV-CM制作事業を開始
1990年 9月	TYO	ポスト・プロダクション事業を開始
2003年 9月	TYO	キャラクター制作事業を開始
2006年 3月	AOI Pro.	デジタルコンテンツ・ウェブサイト等の企画・制作を行う子会社の葵デジタルクリエーション（11年10月に葵プロモーションへ吸収合併）設立
2011年 9月	AOI Pro.	インドネシアに、テレビCM制作関連業務を行うPT. AOI ASIA INDONESIA 設立
2012年 7月	AOI Pro.	AOI Pro. に社名変更
2013年 3月	AOI Pro.	タイに、テレビCMの企画・制作を行うAOI ASIA THAI CO., LTD. 設立

## 会社概要

年月	区分	事項
2014年	8月	TYO TV-CM事業およびマーケティング・コミュニケーション事業を広告事業に統合、その他事業を映像関連事業へ改称
	10月	A0I Pro. オンライン動画マーケティング業務を行うナカミノへ出資
2015年	8月	TYO 広告事業を行うケー・アンド・エルおよび同社の子会社である凱立広告(上海)有限公司を子会社化
2016年	4月	A0I Pro. ナカミノの社名をQuark tokyo (クォークトーキョー)に変更
2017年	1月	HD A0I Pro.とティー・ワイ・オーが経営統合。株式移転によりA0I TYO Holdings設立

(注) 区分に“A0I Pro.”の記載(青色の網掛け)がある事項は、A0I Pro.グループの沿革、“TYO”の記載(薄橙色の網掛け)がある事項はティー・ワイ・オーグループの沿革

(出所) 有価証券報告書をもとに当研究所作成

## 大株主

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	1,956	8.16
2	日本トラスティ・サービス信託銀行 (信託口)	1,890	7.88
3	コスモチャンネル	1,153	4.81
4	IMAGICA GROUP	1,018	4.25
5	日本トラスティ・サービス信託銀行 (信託口9)	558	2.33
6	フィールズ	479	2.00
7	野村信託銀行(投信口)	475	1.98
8	資産管理サービス信託銀行(信託E口)	418	1.75
9	日本トラスティ・サービス信託銀行 (信託口5)	418	1.74
10	原 仁	400	1.67

(注) 株式数、所有比率は18年12月31日時点

(出所) 18/12期有価証券報告書をもとに当研究所作成

## 事業概要

事業の内容  
売上構成

広告映像制作が  
67%。ソリューション事業と海外事業  
に注力

広告コンテンツ等の戦略立案・企画・制作を行う「広告事業」（18/12期連結売上構成比 98%）と、ミュージックビデオの企画・制作などを行う「映像関連事業」（同 2%）の 2 セグメントで事業を展開。

サブセグメントとして、表 1 に整理した 5 事業に分けて業績を開示しており、主力である「広告映像制作事業」の売上高が全体の 66.9%（18/12 期連結実績）を占める（なお、19/12 期より、後段の表 5 の通り、事業区分ならびに名称を変更）。

広告映像以外の制作業務を手掛ける「その他制作事業」では、映画やドラマの制作も行っており、18 年 5 月には、AOI が出資・制作した映画「万引き家族」（監督：是枝裕和氏）が、第 71 回カンヌ国際映画祭のコンペティション部門に最高賞にあたるパルムドールに選ばれた。

今後の成長領域として、広告主との直接取引や動画コンテンツマーケティングの支援などを手掛ける「ソリューション事業」と、「海外事業」に注力している。

表1. 事業区分とその概要

区分	概要	18/12期 売上構成比
広告映像制作事業	・ テレビCMなど広告映像の企画・制作	66.9%
その他制作事業	・ 広告映像以外の制作事業 ・ 映画やドラマ、イベントの企画制作、ウェブサイト制作や販促物制作なども含む	13.1%
ソリューション事業	・ 広告主の問題解決のための施策を提供 ・ 広告主との直接取引や、オンライン動画コンテンツの制作・運用を通じた動画コンテンツマーケティングの支援 ・ VR等のコンテンツを制作、映像を視聴した被験者の生体反応データを収集・分析し、その結果を反映させたストーリー設計などにも注力	11.7%
海外事業	・ 中国や東南アジア（タイ、ベトナム、シンガポール、インドネシア、マレーシア、インド）の海外拠点における、広告映像の企画・制作 ・ 成長ドライバーの1つに位置付け。M&A にも積極的	6.2%
映像関連事業	・ 一般消費者向けの写真スタジオの運営（注1）、ミュージックビデオの制作等	2.1%

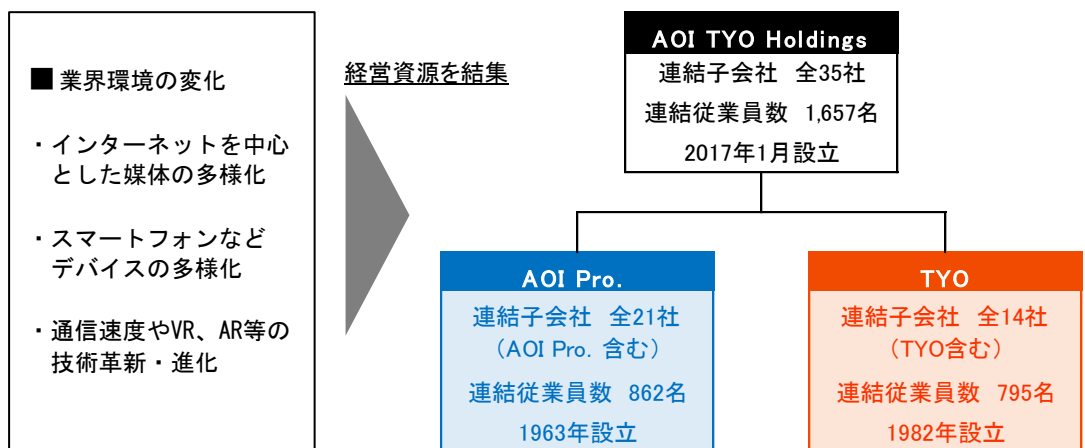
（注）一般消費者向けの写真スタジオを運営するホリーホック（東京・中野）は19年4月1日付で、DNPフォトイメージングジャパン（同）に譲渡（出所）会社資料をもとに当研究所作成

## 戦略分析

事業環境の変化に対応し、先進的なビジネスモデルの構築を目指す

メディア（媒体）やデバイス（視聴機器）の多様化に加え、通信速度やデータ解析、VR（仮想現実）などの技術革新により、広告映像制作市場の事業環境は急激に変化しており、これまでのテレビCM制作だけでは大きな成長は見込み難しくなっている。そこで、AOIとTYOは、経営資源を結集することにより「より大きなシェア」、「より強い競争力」、「より強靱な資本」を獲得するとともに、先進的なビジネスモデルを構築することが、中長期の成長に必要であると考え、17年1月に経営統合した。

図1. 経営統合の概要



(注)子会社数、従業員数は2018年12月末時点

(出所)決算説明会資料など会社資料をもとに当研究所作成

統合時に作成した中期経営方針を刷新。「規模より質」へ舵を切る

そして経営統合から2年超が経過した今年3月、経営統合時に発表した中期経営方針（以下、中計）を刷新し、「規模より質」へ経営の舵を切った。急激に事業環境が変化する中、如何なる時代にも対応できる力強い企業体であり続けるため、1) ニーズや変化に対応した事業を展開すること、2) 人材の力を最大限活用すること、3) 適切な収益を上げ続けることを目指す。

なお、これまで推進してきた数値目標（表2）は一旦取り下げ、今後は売上高や利益等の数値目標をKPI（重要業績評価指標）とはしない方針。ただし、持続可能性や株主還元等は継続して重視、株主資本コストを上回るROEの確保を目標として掲げている。

新たな中計のキーワードは、「掘り下げる」、「広げる」、「人材」、そして「海外」の4つ。ポイントを以下にまとめた。

表2. 従来の中計における21/12期の目標値

項目	目標値
EBITDA	80億円
ROE	12%以上
DOE	4%めど

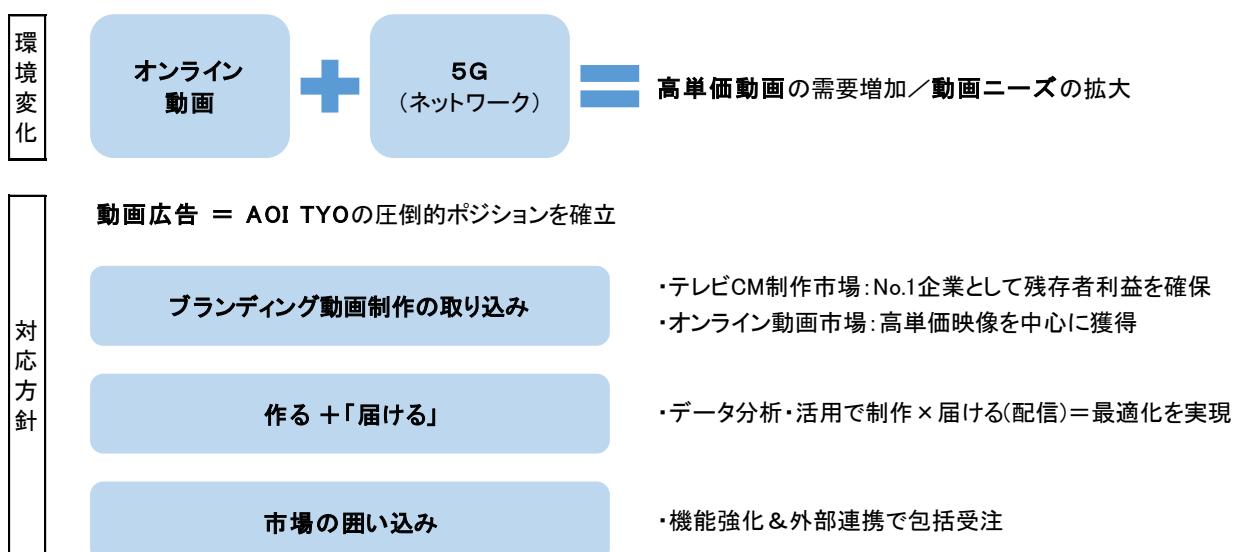
(注)17年1月の経営統合時に発表した中期経営方針の内容を記載  
(出所)会社資料をもとに当研究所作成

「掘り下げる」では、動画広告の取り込みで圧倒的なポジションを確立へ

1点目の「掘り下げる」では、これまでの中核事業であるテレビCM制作市場でナンバー1企業として残存者利益を確保しつつ、高速通信の普及を背景に拡大するオンライン動画の取り込みを強化する。とりわけ、大手広告主のブランディングを目的とした高品質動画、すなわち、高単価映像の需要を取り込むことで、動画広告市場での圧倒的なポジション確立を狙っている。

また、データ分析・活用により動画制作と配信の最適化を実現するほか、周辺ソリューションを強化（次項参照）することにより動画広告市場の囲い込みを図る考えだ。

図2. 戦略①「掘り下げる」～動画広告の取り込み



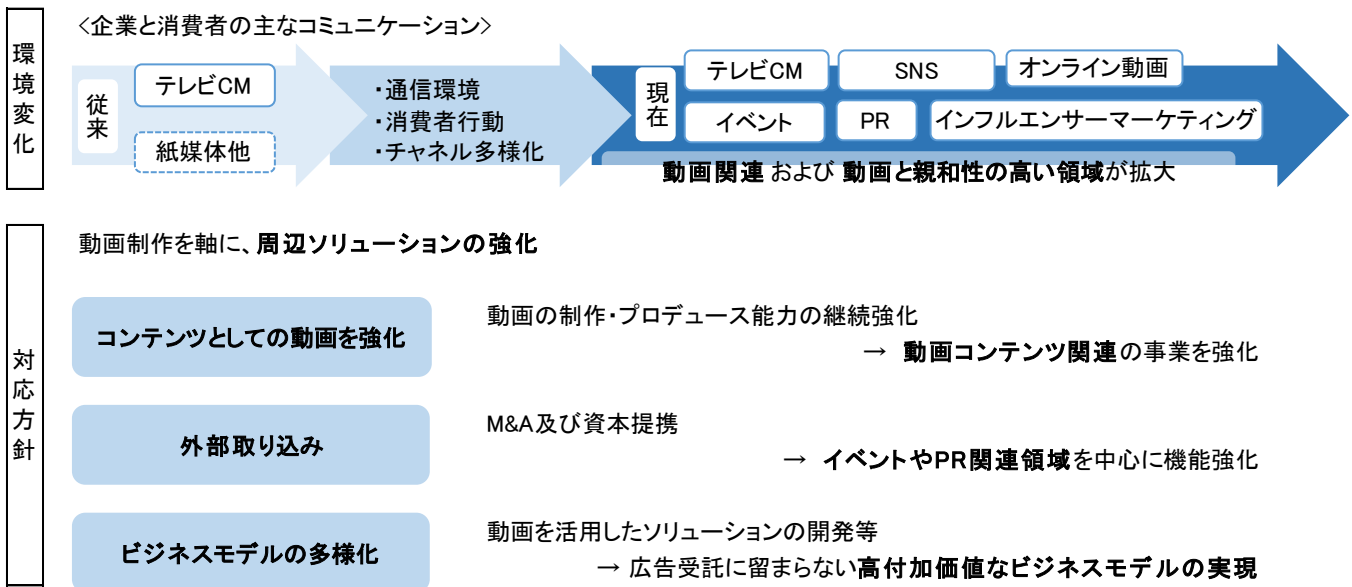
(出所)会社資料をもとに当研究所作成

## 周辺ソリューションの強化で「広げる」

「広げる」では、企業から消費者へのコミュニケーション手段が多様化しているのを受け、企業の販売促進を目的としたイベントや、効果的なメディア露出を支援するPRなど、動画と親和性の高い領域にも事業を拡大。そこで使われるコンテンツとしての動画制作を強みに周辺ソリューションの機能強化を図る方針。

機能強化にあたっては、既にグループ内に擁する機能を拡張するのに加え、イベントやPRなどに関しては、M&A（企業の合併・買収）や資本提携を通じた外部連携も積極的に検討。周辺ソリューションの開発により、単なる広告制作受託にとどまらない包括的な受注を獲得するなど、高付加価値なビジネスモデル実現を目指す。

図3. 戦略②「広げる」～周辺ソリューションの強化



（出所）会社資料をもとに当研究所作成

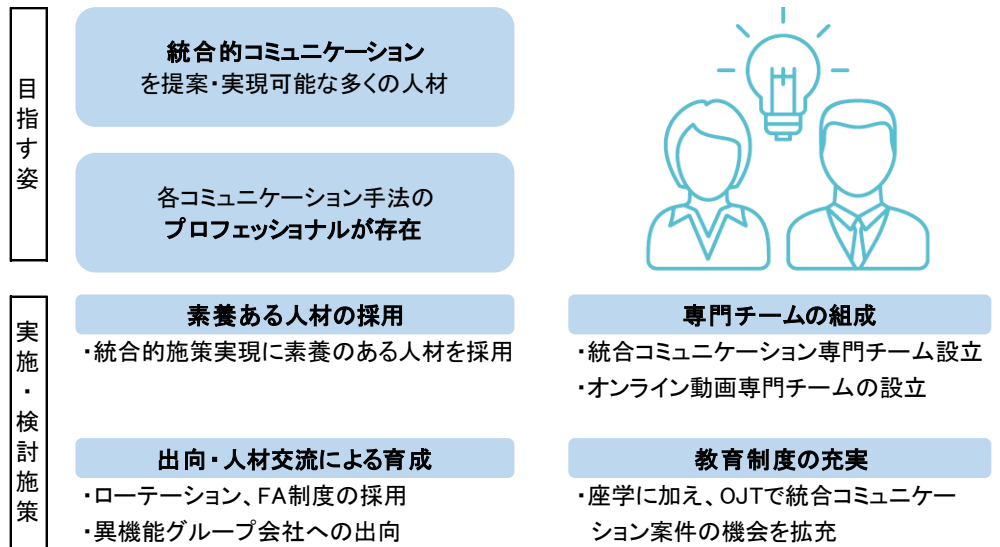
## 「人材」は“質×量”を以って強さの源泉に

「人材」に関しては、動画を軸に統合的なコミュニケーション施策を提案・実現できる多くの人材や、各コミュニケーション手法のプロフェッショナルを獲得し、人材の“質×量”を以って強さの源泉としたい考え。

そのための施策（図4参照）として、1）統合的施策の実現に通じた素養のある人材の採用、2）専門チームの組成（統合コミュニケーション専門チームやオンライン動画専門チームの設立など）、3）出向・人材交流による育成（ローテーションやFA制度の採用、異機能グループ会社への出向）、4）教育制度の充実に取り組む方針。



図4. 戦略③ 「人材」の育成・採用



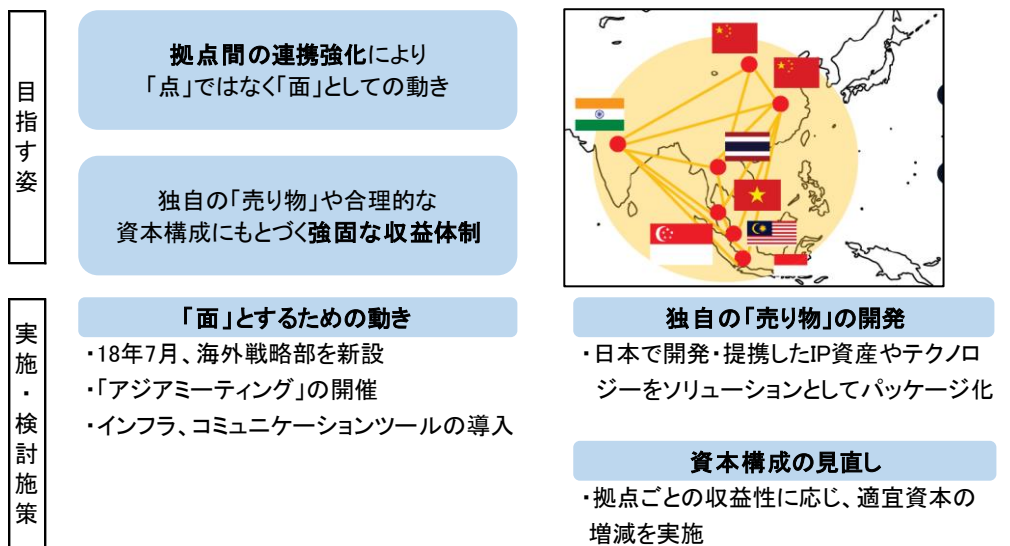
(出所)会社資料をもとに当研究所作成

### 「海外」は面での展開に注力。拠点の再編も検討

「海外」では、AOI と TYO が独自に“点”として展開してきた拠点間の連携を強化し“面”とするための動きを進める。18年7月には、海外拠点を統括する海外戦略部を新設、コミュニケーションツールの導入も行った。

今後は、日本国内で培ったノウハウや、業務提携により獲得した知見・技術をソリューションとしてパッケージ化するなどして、独自の“売り物”づくりを急ぐ。なお、展開エリアは、既に拠点がある中国や東南アジアを想定しているが、不採算拠点については再編・整理も検討。拠点ごとの収益性に応じ、資本構成の見直しも進めることで、強固な収益体制確立を目指す。

図5. 戦略④ 海外展開の強化



(出所)会社資料をもとに当研究所作成

## ■ 2018年12月期通期（2018年1月～12月）業績

受注抑制の影響で  
18/12期の売上  
高は8%減

経営統合して2年目となる、18/12期通期の連結業績は、売上高が17/12期比8%減の648億円、営業利益が同26%減の34億円だった（表3参照）。採算を重視した選別受注や、労働環境改善に向けた「働き方改革」に伴う受注抑制の影響で、主力の「広告映像制作事業」が落ち込んだ。「海外事業」は新規連結会社の寄与で売り上げを大きく伸ばしたが、補いきれなかった。

減収により売上総利益は同6.9%減少。17/12期に発生した経営統合に伴う一時費用がなくなり販管費の伸びは小幅に抑えられたものの、営業利益は同2割を超える減少となった。

表3. 通期連結業績(実績)の概要

(単位:百万円)

	17/12期<通期>		18/12期<通期>			
	実績	売上比	実績	売上比	前期比	
					増減額	増減率
売上高	70,473	100.0%	64,792	100.0%	-5,681	-8.1%
広告映像制作事業	49,270	69.9%	43,331	66.9%	-5,939	-12.1%
その他制作事業	8,774	12.5%	8,463	13.1%	-312	-3.5%
ソリューション事業	8,072	11.5%	7,585	11.7%	-487	-6.0%
海外事業	2,912	4.1%	4,038	6.2%	+1,126	+38.7%
映像関連事業	1,446	2.1%	1,372	2.1%	-74	-5.1%
売上総利益	13,685	19.4%	12,740	19.7%	-944	-6.9%
販売費・一般管理費	9,065	12.9%	9,307	14.4%	+241	+2.7%
営業利益	4,619	6.6%	3,433	5.3%	-1,186	-25.7%
経常利益	4,394	6.2%	3,325	5.1%	-1,068	-24.3%
純利益	2,781	3.9%	1,952	3.0%	-829	-29.8%

(注)金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前年比は千円単位で算出  
(出所) 会社資料をもとに当研究所作成

「広告映像制作事業」は12%減収。  
プリントレスの影響は想定以下

「広告映像制作事業」の売上高は同12%減の433億円となり、金額では同59億円の減収となった。受注抑制に加え、CM作品をテレビ局へオンライン納品するプリントレス（プリントレスについては表4参照）の進展により、好採算のプリント売上高が、17/12期の27億円から19億円に同7億円減少したことも響いた。

ただ、プリント売上高については、期初時点の会社側予想では11億円前後まで減少すると見込んでいたのに比べ、影響は抑えられた。多くの放送局で放映したり、複数バージョンつくるような案件では、広告主にとって、オンライン納品に切り替えることによる効率化のメリットが大きく、切り替えも進んだ。一方で、放映が地方の数局に限定されるような案件については、コスト的に記憶媒体による納品からオンライン納品へのインセンティブが働き難い。そのため、切り替えのスピードは遅く、一定の需要が残った。

表4.「プリントレス」とは

概要
<ul style="list-style-type: none"> <li>制作した映像をビデオテープや記憶媒体に複製(プリント)する業務がなくなること。テレビCMは従来、制作した映像を複製して各放送局に納品してきた。しかし、17年10月からオンラインでのデータ納品がはじまり、プリント業務の減少が進んでいる。</li> <li>プリント業務は、直接的な原価は記憶媒体費程度であるため、利益率は相対的に高い。このため、広告制作の現場では従来、プリント業務での利益を見越し、制作業務での収益管理が緩むケースも少なくなかった。</li> <li>事業環境の変化を受けて同社では、プリント売上がなくなることを前提に、受注段階から厳格に案件を選別。売上規模を問わず、採算重視の営業管理体制を構築することで、プリントレスの時代においても利益が確保できる組織づくりを進めている。</li> </ul>

(出所)会社資料をもとに当研究所作成

「その他制作事業」は小幅減収にとどまる。出資・制作映画のヒット貢献

「その他制作事業」は同3億円の減収だった。17/12期に約8億円の売り上げがあったウェブサイト制作会社のビジネス・アーキテクト（東京・港）が連結対象から外れたうえ、17/12期の売上高を約16億円押し上げていた映画制作受託の大型案件も剥落したが、同事業の減収幅は小幅にとどまった。

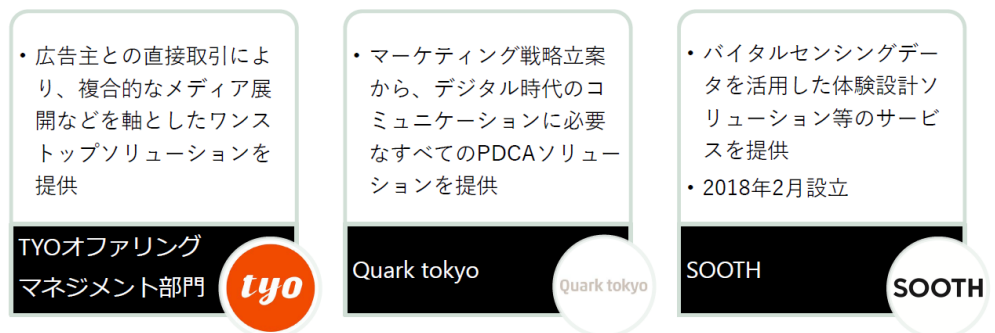
イベントやPRを手掛ける子会社がそれぞれ好調だったうえ、AOIが出資・制作した映画「万引き家族」のヒットに伴う制作委員会への出資に対する配当金も約2億円（他作品分も含む）なども貢献した。

## 注力2事業では規模拡大に課題残す

注力事業のうち、「ソリューション事業」は同5億円の減収になる一方、「海外事業」は同11億円の増収となり、明暗が分かれた。

「ソリューション事業」は、TYOで広告主との直接取引を行うオフリングマネジメント部門と、AOIの子会社で、動画を中心としたオンラインコンテンツの企画・制作・配信などを手掛けるQuark tokyo（クォークトーキョー）が主体（同事業の概要は図6参照）。

図6. 「ソリューション事業」の概要



(出所)18/12期上期決算説明会資料

このうち、オフリングマネジメント部門では、主要顧客である新興企業で広告予算の伸びが一服したうえ、制作業務とセットで取り扱っていた媒体（広告枠）の取扱いを抑制した影響で、売上高が伸び悩んだ。Quark tokyoでは、前の期に大型案件があった反動が出た。オンラインコンテンツに対する需要は強いものの、当該分野に長けた人材の採用が想定以上に苦戦。専門性の高い人材の確保など体制強化が課題となった。

「海外事業」では、昨年3月に連結子会社化したマレーシアの映像プロダクションが貢献。ただ、既存の海外拠点においては、一部に想定を上回って苦戦するところもあり、こちらも、事業規模拡大の面では課題を残した。

2 期連続の営業減益を計画。人員増強や新管理システムの償却負担で

### ■ 2019 年 12 月期通期（2019 年 1 月～12 月）業績の会社計画

19/12 期の通期連結業績について会社側は、売上高 650 億円（前期比横ばい）、営業利益 26 億円（同 24%減）を計画する（表 6 参照）。注力する「ソリューション事業」や「海外事業」が伸長するが、主力事業での受注抑制、不採算子会社の整理等で売上高が伸び悩む見通し。一方で、事業領域拡大や「働き方改革」対応による人員増強や業務委託などで費用が先行するほか、昨年 10 月の新管理システム稼働にともない償却負担が増加。好採算だったプリント業務の減少も続くため 2 期連続での大幅な営業減益を見込む。

なお、19/12 期より会社側は、事業区分を見直し、旧「その他制作事業」と旧「映像関連事業」を統合し「広告関連事業」に再編。併せて、主力事業の名称を「広告映像制作事業」から「動画広告事業」に変更した。「ソリューション事業」と「海外事業」に変更はない（表 5 参照）。

表5. 19/12期からの事業区分・名称の変更内容

旧区分		新区分	概要
広告映像制作事業	名称変更	動画広告事業	・ テレビCM、オンライン動画など広告映像の企画・制作
その他制作事業 映像関連事業	統合・ 名称変更	広告関連事業	・ 映画やドラマ、イベントの企画制作 ・ デジタルコンテンツ、販促物、ミュージックビデオの制作
ソリューション事業	(変更なし)	ソリューション事業	・ 顧客の問題解決のための施策提供 (広告主直接取引、動画コンテンツマーケティングなど)
海外事業	(変更なし)	海外事業	・ 東南アジアを中心に展開している海外拠点における事業 ・ 海外プロダクションから受注する映像政策

(出所)会社資料をもとに当研究所作成

売上高は注力 2 事業で伸長も、主力事業は伸び悩み

「動画広告事業」の売上高は同横ばいの 434 億円を計画。従来からのテレビ CM 制作で安定的な収益を確保しつつ、オンライン動画市場で比較的高単価なブランディング動画の取り込みを強化する。プリント売上は前期の 19 億円から 10 億円に減少を見込むものの、前期にやや厳格に運用しすぎた選別受注の採算基準も見直すことで、同事業としては、前期と同水準の売上高を見込んでいる。

「ソリューション事業」は同 4 億円の増収、「海外事業」は同 5 億円の増収を計画。「ソリューション事業」のうち、広告主との直接取引については、これまでの注力してきた新興企業のテレビ CM だけでなく、大企業の案件も強化。加えて、CM 制作の周辺にあるイベントや PR などの需要も取り込むことで業績の底上げを狙う。「海外事業」では、M&A（企業の合併・買収）を含め、東南アジアでの規模拡大を進める考え。

表6. 通期連結業績(予想)の概要

(単位:百万円)

	18/12期<通期>		19/12期<通期>				20/12期<通期>		
	実績	売上比	会社計画	当研究所予想		当研究所予想			
				売上比	前期比		売上比	前期比	
売上高	64,792	100.0%	65,000	65,000	100.0%	+0.3%	68,000	100.0%	+4.6%
動画広告事業	43,331	66.9%	43,400	43,400	66.8%	+0.2%	44,400	65.3%	+2.3%
広告関連事業	9,835	15.2%	9,100	9,100	14.0%	-7.5%	9,300	13.7%	+2.2%
ソリューション事業	7,585	11.7%	8,000	8,000	12.3%	+5.5%	9,300	13.7%	+16.3%
海外事業	4,038	6.2%	4,500	4,500	6.9%	+11.4%	5,000	7.4%	+11.1%
売上総利益	12,740	19.7%	-	13,000	20.0%	+2.0%	13,600	20.0%	+4.6%
販売費・一般管理費	9,307	14.4%	-	10,400	16.0%	+11.7%	10,400	15.3%	+0.0%
営業利益	3,433	5.3%	2,600	2,600	4.0%	-24.3%	3,200	4.7%	+23.1%
経常利益	3,325	5.1%	2,500	2,500	3.8%	-24.8%	3,100	4.6%	+24.0%
純利益	1,952	3.0%	1,300	1,300	2.0%	-33.4%	1,600	2.4%	+23.1%

(注1) 金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前期比は千円単位で算出

(注2) 売上高の事業区分は19/12期から分類で表示。このため、18/12期実績のうち「動画広告事業」は旧「広告映像制作事業」の実績であり、「広告関連事業」は旧「その他制作事業」と旧「映像関連事業」の単純合算値

(出所) 会社資料をもとに当研究所作成、予想は当研究所

### ■ 2019年12月期通期業績の QUICK 企業価値研究所予想

営業 24%減益を  
予想。売上高伸び  
悩む中、人件費な  
ど費用が先行

19/12期の連結業績について QUICK 企業価値研究所では、売上高を 650 億円（前期比横ばい）、営業利益を 26 億円（同 24%減）と予想する。会社計画と同額の予想であり、基本的な見方も会社側と大きな違いはない。事業別の見方などは後述するが、全体としては受注抑制やプリントレスの動きが継続、不採算子会社の整理もあり売上高の伸びは見込み難い。その中で、費用が先行し減益が続くとみる。

なお、売上総利益率については、プリントレスや人件費増の影響を外部支出原価削減の努力で吸収することにより、近年 20%内外の水準を維持しており、今期についても、水準に大きな変動はないだろう。ただ、17年1月の経営統合以降続けてきた外部支出原価削減の余地は限られているとみられるため、四半期ごとの推移を注視する必要がある。

また、販管費は同 11 億円の増加を予想している。主な増加要因は、人件費関連と昨年 10 月に稼働した新管理システムの償却負担の増加だ。

いわゆる働き方改革関連法が4月に施行され、時間外労働などの規制が厳しくなる中で人員は増やさざるを得ない。事業領域も拡大しており、直接的な人件費の増加のみならず、採用や人材育成などでも費用が先行しそうだ。社員を増やすのか、人材派遣ないし外注という形で外部リソースを活用するかは流動的であり、一部は原価計上される可能性はあるが、外部から費用配賦割合等の予想は困難なことから、人件費関連での費用増を約7億円と想定し、全額を販管費に反映した。

新システムの償却負担増は約2億円となる見通し。当該償却負担は年間で約3億円だが、昨年は10月の稼働のため、前期決算での償却負担は8000万円程度だった。償却負担に加え、継続的な機能強化に向けた開発費も残りそうだ。

「動画広告事業」の売上予想は横ばい。プリント減少をオンライン動画で補う

主力の「動画広告事業」の売上高は434億円（前期比横ばい）を予想する。

日経広告研究所（東京・千代田）によれば、19年度の国内広告費は前年度比横ばいの見通しだ。インターネット広告市場の伸長が続くほか、9月にはラグビーのワールドカップ（W杯）開催などもあることから、テレビ広告も、昨年のサッカーW杯や冬季五輪の反動減を吸収して、同横ばいとみられている。

このように、同社に関連する市場に限っていえば、企業が広告宣伝費を減らす動きは見られない。また、同社においては、プリントレス進展に伴う減収が今期9億円程度見込まれるが、既に全体の売上高に占める割合も低下し、少なくとも売上面での影響は限定的だ。働き方改革関連法の施行もあって、人繰りを考えれば案件を積極的に獲得しにくい状況ではなく、売上高が大きく増えることは考え難いが、同事業全体としてとみれば、プリントレスの影響をオンライン動画市場での案件獲得などにより補うことで、前期と同水準の売上高達成は可能とみる。

大型広告主から直接受注強化し、「ソリューション事業」は5%増収を予想

「ソリューション事業」の売上高は80億円（同5%増）を予想。広告主との直接取引を行うオフファリングマネジメント部門が、これまで対応が手薄だったナショナルクライアント（豊富な広告予算を持ち全国規模で販促や宣伝に力を入れる大企業の広告主）にも注力することで復調。中計で掲げるイベントやPRなど周辺業務強化の進展次第では上振れも期待できよう。

ただ、オンラインコンテンツの企画・制作・配信などを手掛ける Quark tokyo は、専門性の高い人材の確保が課題となっていることから売上高を大きく増やせる状況ではない。また、オフリングマネジメント部門において、制作業務とセットで取り扱うこともあった媒体（広告枠）の仕入れ販売を積極的には行わない方針に変更、該当する媒体売上が剥落するため、同事業としての増収幅は限られる可能性が高いとみる。

「海外事業」は  
M&Aの進展次第で  
上積みの可能性も

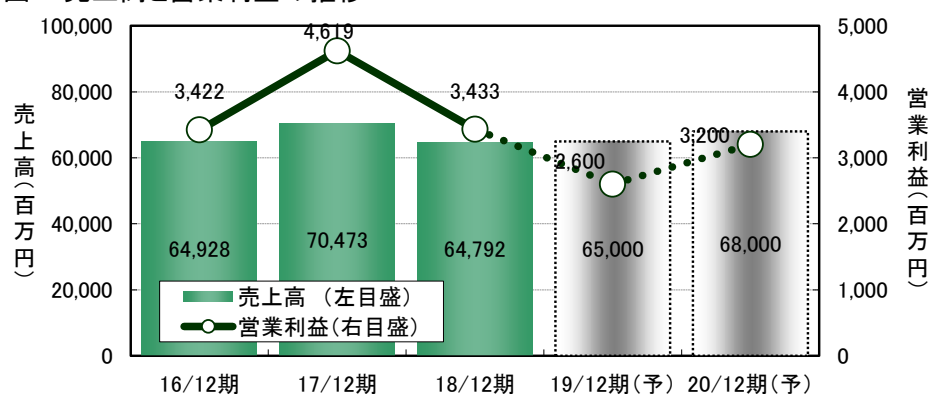
「海外事業」の売上予想は会社計画と同額の 45 億円（同 11%増）とした。同事業では、今期も M&A が続く可能性がある。一方で、中計では不採算拠点の見直しにも言及しており、業績予想が難しい。今回は会社計画を尊重した。増収額としては、昨年連結子会社化したマレーシアの映像プロダクションが貢献した前期増収額の半分以下であり、基本的に既存拠点の成長分しか見込んでいないとみられる。今後、新たな M&A があれば上積みとなる可能性がある。

映画配当剥落や写  
真スタジオ売却で、  
「広告関連事業」は  
7%減収予想

映画やドラマ等の制作を手掛ける旧「その他制作事業」と、写真スタジオの運営やミュージックビデオの制作などを行う旧「映像関連事業」を統合した「広告関連事業」の売上高は 91 億円（同 7%減）を予想。

旧「その他制作事業」では、映画「万引き家族」制作委員会への出資に対する配当収入が剥落。旧「映像関連事業」では、一般消費者向け写真スタジオを運営するホリーホック（東京・中野）を 4 月 1 日付で DNP フォトイメージングジャパン（同）に譲渡した影響が出そうだ。

図7. 売上高と営業利益の推移



(注) 16/12期業績は、会社側が参考値として発表したAOIおよびTYOそれぞれの16年1月～12月実績の単純合算値

(出所) 会社資料をもとに当研究所作成。予想は当研究所

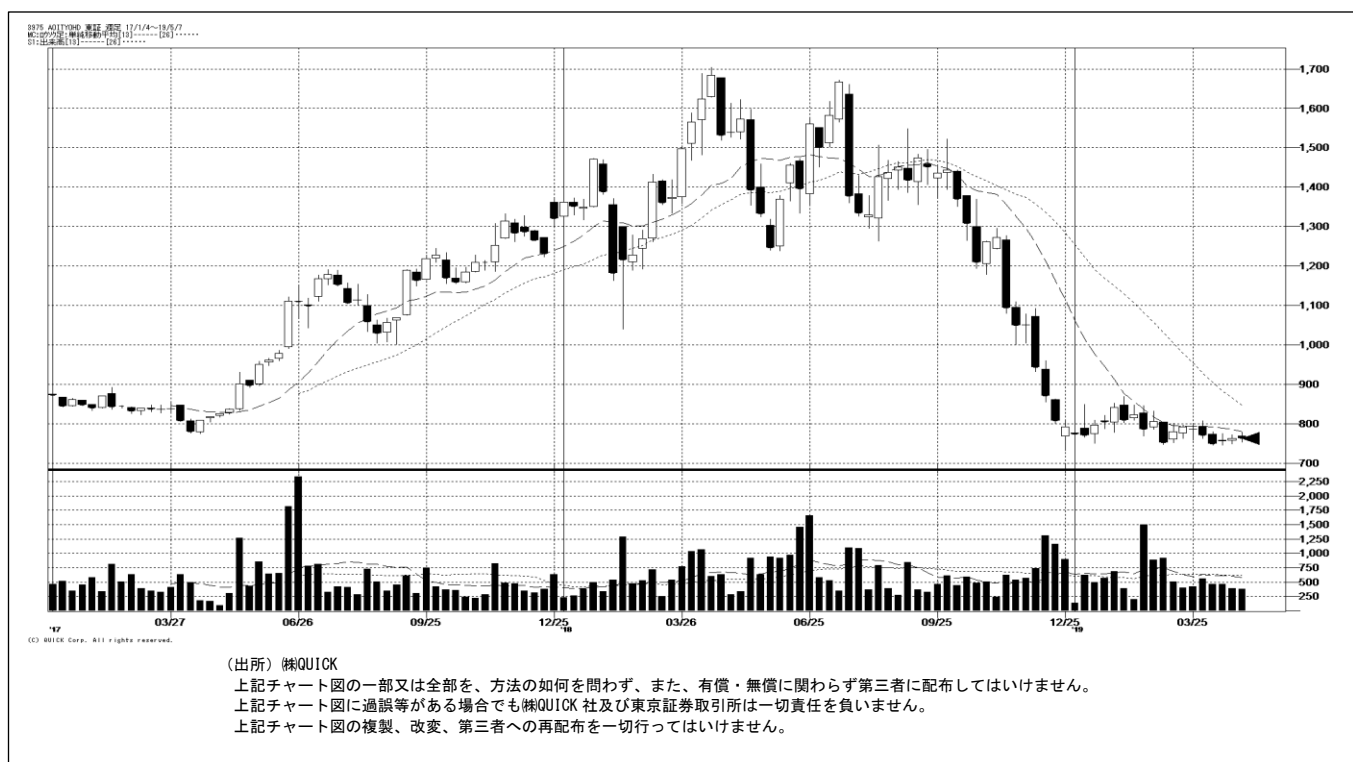


受注抑制など一巡、東京五輪関連の需要増を背景に業績は復調へ

#### ■ 2020年12月期通期（2020年1月～12月）業績の当研究所予想

20/12期の連結業績について当研究所では、売上高を680億円（前期比5%増）、営業利益を32億円（同23%増）と予想。東京五輪開催に関連した広告制作が活発化することが見込まれ、「動画広告事業」と「ソリューション事業」が牽引する形で、全体の業績も復調するとみる。

「動画広告事業」では受注抑制が一巡、プリントレスについても、オンライン送稿に移行する経済合理性のない案件については、今後もプリント業務が残る可能性があり、プリント売上の減少が業績に与える影響が限定的になることもポジティブだ。「ソリューション事業」も需要の拡大に加え、体制整備の効果が発現してくるとみる。費用面でも、人件費の急増が一服するため17年1月の経営統合以来初めての営業増益を予想する。



			—	2017/12	2018/12	2019/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	—	1,376	1,706	—
	株 価 (年 間 安 値)	円	—	775	731	—
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	—	23,506	28,774	—
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	—	70,473	64,792	65,000
	営 業 利 益	百 万 円	—	4,619	3,433	2,600
	経 常 利 益	百 万 円	—	4,394	3,325	2,500
	当 期 純 利 益	百 万 円	—	2,781	1,952	1,300
	E P S	円	—	117.10	82.48	55.38
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	R O E	%	17年1月の	11.3	7.8	5.1
	流 動 資 産 合 計	百 万 円	設立のため	41,503	36,307	—
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	16/12 期の	18,234	19,327	—
	資 産 合 計	百 万 円	データは	59,737	55,634	—
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	ありません	25,275	20,114	—
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	—	8,756	9,840	—
	負 債 合 計	百 万 円	—	34,031	29,954	—
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	株 主 資 本 合 計	百 万 円	—	24,186	24,972	—
	純 資 産 合 計	百 万 円	—	25,706	25,679	—
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	—	1,393	5,379	—
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	—	-2,632	-2,060	—
主 要 項 目	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	—	5,445	-5,862	—
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	—	12,372	9,790	—

(注) アナリスト予想のEPSは、現在推進中の自己株取得が取得枠上限の50万株まで完全実施されることを前提に計算

## リスク分析

## 事業に関するリスク

## ● 主要取引先の動向について

18/12期の売上高の46.6%を電通(4324)および博報堂(東京・港)の2社が占める。これら主要販売先の経営施策や取引方針等の変更によっては、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ● 海外事業展開について

すでに進出しているアジア諸国を中心に海外展開を推進し、今後もM&Aを含めた積極展開を検討している。これらの事業展開には、海外の事業展開に伴うリスク(為替リスク、カントリーリスク等)、出資額あるいは出資額を超える損失が発生するリスク、グループの信用低下リスク等を伴う場合があり、計画通りに事業展開が進捗しない場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ● 人材確保および育成について

同社グループでは、いかなる時代にも対応できる力強い企業体であり続けるために、統合的なコミュニケーションを提案・実現可能な人材、多様化する様々なコミュニケーション手法のプロフェッショナルの育成・採用が重要な経営課題であると認識している。しかし、必要な人材の育成・採用ができない場合、あるいは人材が社外流出した場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## 業界に関するリスク

## ● 経済情勢等の影響について

広告業界は、主に企業の広告宣伝費にもとづいて事業運営をしているため、内外の経済情勢・企業収益の動向に大きく左右される傾向が強い。

## ● CM映像の納品方法変更に伴う影響について

放送局に対するテレビCM映像の提供方法は従来、記憶媒体へ複製(プリント)したものを納品していた。しかし、17年10月からオンラインでの納品がはじまり、2018年以降、オンラインによるデータ送稿への移行が加速している。それに伴い、同社グループではプリント売上の減少が予想されており、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社 QUICK（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>