

|| 企業調査レポート ||

## AOI TYO Holdings

3975 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 4 月 18 日 (水)

執筆：客員アナリスト

**柴田郁夫**

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
■ 会社概要	02
1. 事業概要	02
2. 沿革	05
■ 経営統合について	06
1. 背景	06
2. 目的	06
3. 期待効果	06
■ 決算概要	07
■ 活動実績	09
1. 主力事業の状況と主な取り組み	09
2. 統合効果の進捗	10
■ 業績見通し	11
■ 成長戦略	13
1. ソリューション事業	14
2. 海外事業	14
■ 株主還元	15

## ■ 要約

### 統合1期目の業績は計画を上回る増収増益を実現。 利益率改善に加えて、プリントレスの遅行がプラス材料に

AOI TYO Holdings<3975>は、(株)AOI Pro.と(株)ティー・ワイ・オー(TYO)の経営統合により設立された共同持株会社である。主力のテレビCMの企画・制作を始め、広告主直接取引やオンライン動画などのデジタルコンテンツを軸とした「ソリューション事業」などを手掛けている。業界大手2社の経営統合によりテレビCM制作においてはトップシェアを握る。

インターネットを中心としたメディア(媒体)やデバイス(スマートフォンやタブレットなど)の多様化に加え、通信速度やデータ解析、VR(仮想現実)<sup>※1</sup>やAR(拡張現実)<sup>※2</sup>などの技術革新の進展など業界環境が大きく変化するなかで、これまでのテレビCM制作では大きな成長は見込みにくくなる一方、広告に関連する事業領域は、その手法や構造変化を伴いながらも拡大していくものと予想されていることが経営統合に至った背景である。経営資源の結集及び有効活用により、スケールメリットやシナジー創出を実現し、新たな価値創造と事業拡大のスピードを速めるところに狙いがあると考えられる。

※1 VR(仮想現実)とは、仮想世界を含めたあらゆる体験を、時間や空間を超えてまるで現実世界のように表現する技法やその手法のこと。

※2 AR(拡張現実)とは、現実世界で人が感知できる情報に「何かの情報」を加え、現実を「拡張」表現する技術やその手法のこと。

2017年12月期の業績は、売上高が前期比<sup>※1</sup>18.5%増の70,473百万円、営業利益が同35.0%増の4,619百万円と期初予想を大きく上回る増収増益となった。「広告映像制作事業」が堅調に推移したほか、成長領域と位置付ける「ソリューション事業」が大きく拡大した。利益面でも、増収効果や「広告映像制作事業」の利益率改善により大幅な営業増益を実現した。利益率改善が進んだところに、プリントレス<sup>※2</sup>の遅行が重なったことが、とりわけ利益面での大幅な計画超過につながったと言える。また、統合効果の進捗についても、成長領域への積極投資や業務効率化などで一定の成果を残すことができたことと評価できる。

※1 前期実績値は、AOI Pro.及びTYOの暦年ベース(プロフォーマ、12月期ベース)連結業績の単純合算数値を使用。

※2 従来、各放送メディアへ入稿するためにテレビCM素材を記憶媒体へ複製(プリント)して納品しており、その複製にかかる売上・利益が計上されていたが、オンラインでのデータ送稿へ移行するためプリント売上が減少していることが見込まれている。2017年10月からスタートしたが、ここまでは進展が遅い。

2018年12月期の業績予想について同社は、売上高を前期比0.7%減の70,000百万円、営業利益を同17.7%減の3,800百万円とプリントレスによる影響や成長領域への先行投資などから、業績は一旦踊り場を迎える見通しである。減収予想となっているのは、プリントレスの加速や働き方改革への対応(受注コントロール)による「広告映像制作事業」の売上減少が主な理由である。一方、成長領域である「ソリューション事業」やM&Aを推進する「海外事業」は拡大する見通しとなっている。利益面では、利益率改善幅が前期ほどではないためプリントレスによる影響を利益率改善でカバーしきれないことや、成長領域への先行投資により営業減益となる見込みである。

## 要約

同社は、中長期的な成長イメージとして、「ソリューション事業」と「海外事業（中国・東南アジア）」が業績の伸びをけん引する方向性を描いている。一方、従来の主力事業である「広告映像制作事業」は、採算性重視の徹底及び効率化を図り、プリントレスに対応した筋肉質な組織づくりを進めながら着実な成長を目指す方針である。また、2021年12月期の目標として、ROEを12%以上、EBITDAを80億円（2018年12月期のEBITDA予想50億円を基準とした3年間の平均成長率17.0%）と掲げている。

弊社でも、同社が拡大を図る「ソリューション事業」の領域は、ポテンシャルの大きな市場である上、同社が培ってきた映像制作における経験や知見が差別化要因として生かせることや、同社の信用力（ブランド力）及び財務力が大きなアドバンテージとなる可能性が高いと評価している。足元では、利益率改善などに進展がみられるが、経営統合や成長領域への積極投資が具体的にどのような成果を生み出していくのか、特に、新たな価値創造の部分（VR技術やデータ活用など）に今後も注目したい。

**Key Points**

- ・ AOI Pro. と TYO の経営統合により設立された共同持株会社であり、テレビ CM 制作においては業界トップシェアを握る
- ・ 統合1期目となる2017年12月期の業績は計画を上回る増収増益を実現
- ・ 利益率の改善に加えて、プリントレスの運行がプラス要因となった
- ・ 2018年12月期はプリントレスの加速や先行投資などにより、業績は一旦踊り場を迎える見通し
- ・ 「ソリューション事業」や「海外事業」が中長期的な業績の伸びをけん引

## ■ 会社概要

### AOI Pro. と TYO の経営統合により設立された共同持株会社。 テレビ CM 制作においては業界トップシェアを握る

#### 1. 事業概要

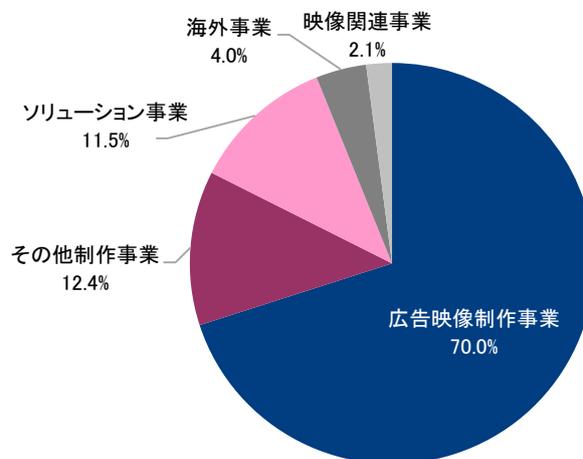
AOI TYO Holdings は、AOI Pro. と TYO を傘下に持つ共同持株会社であり、テレビ CM の企画・制作を始め、広告主直接取引や Web 動画などのデジタルコンテンツを軸とした「ソリューション事業」などを手掛けている。業界大手 2 社の経営統合により 2017 年 1 月に設立し、テレビ CM 制作においてはトップシェアを誇る※。

※ これまで、東北新社 <2329> を筆頭に、AOI Pro. と TYO の業界大手 3 社が業界のシェア 3 ~ 4 割を分け合う構造が続いてきたが、今回の経営統合によりトップシェアを握るに至った。

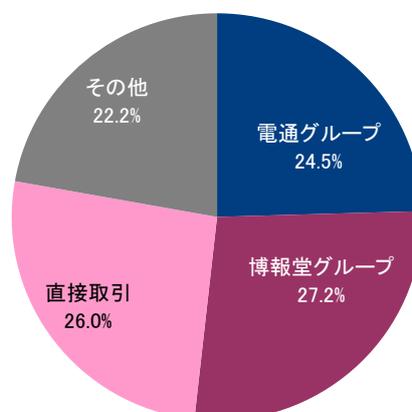
## 会社概要

事業セグメントは、広告事業及び映像関連事業であるが、サブセグメントとして、「広告映像制作事業」、「その他制作事業」、「ソリューション事業」、「海外事業」、「映像関連事業」の5つに分類される。従来からの主力である「広告映像制作事業」が売上高全体の約7割を占める一方、成長領域である「ソリューション事業」が足元で大きく伸びており、今後の成長ドライバーとして注力している。

また、2017年12月期の顧客別の売上構成比率は、「電通グループ」向けが24.5%、「博報堂グループ」向けが27.2%、「直接取引」が26.0%、「その他」が22.2%とバランスがとれている。「直接取引」はこれまでTYOが得意としてきたが、経営統合後も「ソリューション事業」の伸びに連動する形で増加している。

**事業別売上構成比(2017年12月期実績)**


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

**顧客別売上構成比(2017年12月期実績)**


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 会社概要

各事業の概要は以下のとおりである。

**(1) 広告映像制作事業**

テレビCMなど広告映像の企画・制作を行っている。AOI Pro. 及びTYOともに主力としてきた事業であり、業界大手2社の経営統合によりトップシェアを握るに至った。堅調な受注環境が続くなか、両社ともに数々の優れたテレビCMを手掛けてきた。ただ、インターネットの普及などに伴う媒体価値の変化やプリントレスによる収益性低下の懸念などに直面しており、収益構造の変革や業務効率化が課題となっている。

**(2) その他制作事業**

広告映像以外の制作事業で、映画やドラマ、イベントの企画制作、Webの制作や販促物の制作などが含まれる。

**(3) ソリューション事業**

顧客の問題解決のための施策を提供する事業である。現在は、TYO オファリングマネジメント部門<sup>※1</sup>とAOI Pro. の子会社(株)Quark tokyo<sup>※2</sup>による業績をほぼ合算したものとなっているが、今後の成長領域として2018年2月1日に新設したSOOTH(株)<sup>※3</sup>も含まれる。

※1 TYO 営業統括本部より改称。広告主直接取引により、複合的なメディア展開などを軸としたワンストップソリューションを提供している。

※2 動画を中心としたオンラインコンテンツの戦略立案、企画、制作、データ解析、メディア配信までのPDCAソリューションを提供している。

※3 これまでのAOI Pro. 体験設計部での、最新テクノロジーを取り入れたVR等のコンテンツの企画・制作、また特に飛躍的に進化するデバイスやAIを活用して得られる感情データを含むナレッジの蓄積を活かしたコンサルティング、これらを通じて培った経験をサービス化し、コンテンツプロデュースの未来を大きく拡張する事業への進化を目指している。

**(4) 海外事業**

中国及び東南アジア(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)に海外拠点を構え、日系企業を始め、現地企業との取引拡大を図っている。AOI Pro. 及びTYOともに積極的に取り組んできた地域が多く、今後の成長ドライバーの1つに位置付けられる。M&Aにも積極的であり、2017年10月にベトナム最大手の映像プロダクション会社「VIEWFINDER MEDIA JOINT STOCK COMPANY(以下、VF MEDIA)」をグループ(持分法適用会社)化すると、2018年3月にはマレーシア大手テレビCM制作会社のDIRECTORS THINK TANK SDN. BHD. 及びTHE TANKERS SDN. BHD. 及びDIRECTORS THINK TANK PTE. LTD. (シンガポール)の親会社である「RESERVE TANK SDN. BHD. (以下、Reserve Tank)」を連結子会社化している。

**(5) 映像関連事業**

広告事業以外の事業であり、一般消費者向けの写真スタジオの運営<sup>※</sup>やミュージックビデオの制作などを行っている。

※ AOI Pro. の子会社(株)ホリーホックが手掛けている。東京都港区六本木の東京ミッドタウンに1号店となる旗艦店を出店すると、その後徐々に店舗数を増やし、現在は4店舗を数える。

## 2. 沿革

### (1) AOI Pro.

同社の歴史は古く、1963年にテレビCM制作を目的とする(株)葵プロモーションとして、東京都港区に設立されたところに遡る。一貫してテレビCMを主力とする映像制作会社として事業基盤を確立。1990年にはさらなる発展と社会的信用を高めるために、業界の中で先陣を切ってJASDAQに上場した。

その後も、話題性に溢れた数々の映像作品を生み出すことで順調に業績を拡大し、1998年に東証2部、2000年には東証1部へ上場。大手テレビCM制作会社の一角として、名実ともに確固たるポジションを確立してきた。

一方、2011年9月には、インドネシアにテレビCM制作関連業務を行うための海外拠点を開設、また、2014年10月には、新たな成長領域である動画コンテンツマーケティング事業の本格展開を目指し、オンライン動画プラットフォームの効果測定及び運用を得意とするナカミノ(株)※を資本提携によりグループ(持分法適用関連会社)化するなど、多様化するメディアへの対応やオンライン動画などのデジタルコンテンツへの需要拡大、成長著しいアジアへの日系企業の進出などを見据え、同業他社に先駆けて体制を構築してきた。

※ 2015年12月末には追加出資により連結子会社化し、2016年4月に(株)Quark Tokyoに商号を変更。

### (2) TYO

同社は、1982年4月に東京都港区六本木においてテレビCM制作会社として設立された。大手テレビCM制作会社3社の中では後発となる。現在もAOI TYO Holdingsの代表取締役会長CEOを務めている吉田博昭(よしだひろあき)氏が4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。

2002年にJASDAQへ上場。その後もJR東海(東海旅客鉄道<9022>)の「そうだ 京都、行こう。」など、消費者の印象に残る数々のテレビ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部へ指定替えとなった。

テレビCM、オンライン動画、デジタルやイベントなど多様なコンテンツ制作を手掛け、広告主の広告宣伝や販促活動に最適となるワンストップソリューションに強みを持つ。また、業界に先行して※広告主直接取引の営業体制・ノウハウを蓄積しており、広告主との長期的な関係の構築、案件規模の拡大、販売促進費の獲得にも注力し、さらに、海外展開にも積極的に取り組んできた。

※ 2003年7月より広告主直接取引の営業を開始し、現在はTYO オファリングマネジメント部門がグループ全体の広告主直接取引の営業を担う。

## ■ 経営統合について

### 事業環境の変化へ対応し、 競争力のある先進的なビジネスモデルの構築を目指す

同社は、前述したように、2017年1月にAOI Pro.とTYOの経営統合により設立された共同持株会社である。大手テレビCM制作会社2社による経営統合には、以下のような背景や目的、期待効果がある。

#### 1. 背景

インターネットを中心としたメディア（媒体）の多様化や、スマートフォンやタブレット端末などに代表されるデバイスの多様化に加え、通信速度やデータ解析、VRやARなどのテクノロジーの進化など、広告業界を取り巻く環境が大きく急激に変化しているなかで、これまでのテレビCM制作では大きな成長は見込みにくくなる一方、広告に関連する事業領域は、その手法や構造の変化を伴いながらも拡大していくものと予想されている。そのような環境認識のもと、業界をリードする新たなグループを形成し、経営資源の結集及び有効活用により、「より大きなシェア」、「より強い交渉力」、「より強靱な資本」を保持するとともに、競争力のある先進的なビジネスモデルを構築していくことが中長期的な成長のために必要であると判断したものである。

#### 2. 目的

事業環境の変化に先駆け、先進的なビジネスモデルを推進し、長年の広告映像制作で培ってきたクリエイティビティを最新の技術や多様なデータと融合させることで、世界中に新たな感動を創出することを目指す。

#### 3. 期待効果

##### (1) 広告映像制作事業領域の強化

コア事業である広告映像制作事業においては「ブランド競争力」及び「業務効率化」、「新技術開発」、「コスト競争力」において統合の効果を追求する。すなわち、それぞれのブランドは従来どおり競合関係を維持し、切磋琢磨していくことで収益機会を極大化を目指す一方、人材交流、効率化施策などの共有による業務効率化のほか、仕入共同化、撮影機材レンタル部門の相互融通などによるコスト競争力の促進を図る。

##### (2) 戦略的事業領域の推進

両社が戦略的に取り組んできた領域、すなわち、「広告主直接取引」と「動画コンテンツマーケティング」との融合を図る。具体的には、TYOが強みとする「広告主直接取引」については、広告主と直接取引するための営業体制やノウハウを蓄積してきた一方、広告主が求める、Webやオンライン動画に関するソリューション提供が必要となっている。一方、AOI Pro.が強みとする「動画コンテンツマーケティング」においては、拡大を続けるオンライン動画市場におけるソリューション提供を可能とする一方、広告主との直接取引への営業力が必要となっていた。そこで両社が相互活用を図ることによりシナジー創出が可能になるものと考えられる。

## 経営統合について

**(3) 海外領域の加速化**

海外事業については、AOI Pro. が広告映像制作ビジネスを展開する一方で、TYO が広告会社との M&A を進めており、機能重複がない上、クライアントを日系企業から現地企業へと拡大する方針が一致していることから、両社拠点を相互活用することによりアジア戦略の加速化を図る。



出所：会社資料より掲載

加えて、共同持株会社体制により、共通の経営戦略のもと、成長分野に両社の経営資源を効率的に配分することができるようになるため、経営の機動性や効率性が増すとともに、これまで以上に前向きなリスクテイクが可能となり、業界の変化への適応力が高まるものと考えられる。

## 決算概要

### 第1期業績は計画を大きく上回る増収増益を実現。 利益率改善に加えて、プリントレスの運行がプラス要因に

統合1期目となる2017年12月期の業績は、売上高が前期比※8.5%増の70,473百万円、営業利益が同35.0%増の4,619百万円、経常利益が同48.3%増の4,394百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同154.0%増の2,781百万円と期初予想を大きく上回る増収増益となった。

※ 前期実績値は、AOI Pro. 及び TYO の暦年ベース（プロフォーマ、12月期ベース）連結業績の単純合算数値を使用。

AOI TYO Holdings | 2018年4月18日(水)  
 3975 東証1部 | <http://aoityo.com/>

## 決算概要

売上高はすべての事業が伸長した。特に、「広告映像制作事業」が堅調に推移したほか、成長領域と位置付ける「ソリューション事業」が大きく拡大した。また、顧客別売上高では、「ソリューション事業」の拡大に伴って広告主との直接取引が大幅に伸長している。

一方、利益面でも、統合に伴う費用などにより販管費が大きく増加したものの、増収効果や「広告映像制作事業」の利益率改善により大幅な営業増益を実現し、営業利益率が6.6%（前期は5.3%）に大きく改善した。また、最終利益（親会社株主に帰属する当期純利益）の伸び率が大きいのは、グループ事業の整理などに伴う税務上の損金（税金費用の減少）が一因としてある。

なお、計画を上回る業績の伸びを実現したのは、プリントレスに先行して取り組んできた利益率改善が進んだところに、2017年10月から始まったプリントレスがあまり進行しなかったことが理由である。すなわち、2つのプラス要因が重なったことが、とりわけ利益面での大幅な計画超過につながったと言える。

財政状態は、総資産が59,737百万円、自己資本が24,675百万円となり、自己資本比率は41.3%を確保するとともに、流動比率も164.2%と高い水準にあることから財務基盤の安定性に懸念はない。有利子負債は16,238百万円、D/Eレシオも0.64倍と低い水準にある。一方、資本効率を示すROEは11.3%と高い水準にあるが、前述した特殊要因（プリントレスの遅行や税効果会計）によるプラス要因があることに注意が必要である。また、総資産のうち、「のれん（無形固定資産）」※は4,106百万円（総資産の6.9%）となっている。

※ 統合に伴うのれん計上額は約40億円（統合時点）であり、20年償却（年間2億円の償却）を予定している。

## 2017年12月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/12期		17/12期		増減		17/12期		達成率
	実績	構成比	実績	構成比		増減率	期初予想	構成比	
売上高	64,928	100.0%	70,473	100.0%	5,545	8.5%	65,000	100.0%	108.4%
広告映像制作事業	48,750	75.1%	49,339	70.0%	589	1.2%	-	-	-
その他制作事業	8,608	13.3%	8,773	12.4%	165	1.9%	-	-	-
ソリューション事業	3,610	5.6%	8,071	11.5%	4,461	123.6%	-	-	-
海外事業	2,558	3.9%	2,842	4.0%	284	11.1%	-	-	-
映像関連事業	1,401	2.2%	1,446	2.1%	45	3.2%	-	-	-
売上原価	-	-	56,788	80.6%	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	-	-	9,065	12.9%	-	-	-	-	-
営業利益	3,422	5.3%	4,619	6.6%	1,197	35.0%	3,500	5.4%	132.0%
経常利益	2,963	4.6%	4,394	6.2%	1,431	48.3%	3,200	4.9%	137.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,095	1.7%	2,781	3.9%	1,686	154.0%	1,400	2.2%	198.7%
EBITDA	4,389	6.8%	5,755	8.2%	1,366	31.1%	4,630	7.1%	124.3%
顧客別売上構成比									
電通グループ	18,566	28.6%	17,299	24.5%	-1,267	-6.8%			
博報堂グループ	18,814	29.0%	19,182	27.2%	368	2.0%			
広告主直接取引	14,891	22.9%	18,357	26.0%	3,466	23.3%			
その他	12,658	19.5%	15,635	22.2%	2,977	23.5%			

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 決算概要

## 2017年12月末の財政状態（財務比率）

	2017年12月末	備考
(単位：百万円)		
流動資産	41,503	
現金及び預金	12,573	
受取手形及び売掛金	17,813	
仕掛金	3,629	
電子記録債権	6,208	
固定資産	18,234	
有形固定資産	7,679	
無形固定資産	5,269	のれん 4,106 百万円
投資その他の資産	5,285	
資産合計	59,737	
流動負債	25,275	
買掛金	7,341	
短期借入金等	12,772	
前受金	758	
固定負債	8,756	
長期借入金	3,465	
長期預り金	3,501	
負債合計	34,031	
純資産	25,706	
株主資本	24,186	
自己資本比率	41.3%	
流動比率	164.2%	
D/E レシオ	0.64 倍	

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 活動実績

### 利益率改善や成長領域への積極投資で大きな成果

#### 1. 主力事業の状況と主な取り組み

##### (1) 広告映像制作事業

テレビCMなど従来メディアの広告制作市場が横ばい（ないし減少傾向）にて推移するなかで、「広告映像制作事業」の売上高は前期比1.2%増の49,339百万円と堅調に推移した。注目すべきは、採算性重視の営業管理体制（案件受注段階からの厳格な精査・選別、売上原価管理の徹底など）の構築により、売上高の伸びは緩やかであった一方、実行利益率※が33.4%（前期は31.2%）と改善したところであり、全社的な利益の上振れに大きく貢献した。また、そのうちプリント売上高については前期比9.6%減の2,654百万円に減少したものの、2017年10月から始まったプリントレスがあまり進行しなかったため、こちら計画に対しては上振れる要因となった。

※ 実行利益とは、売上高から外部支出原価を差し引いた数値。

## 活動実績

**(2) ソリューション事業**

成長領域として注力する「ソリューション事業」の売上高は、前期比 123.6% 増の 8,071 百万円と大きく拡大した。そのうち、TYO 営業統括本部（現オファリングマネジメント部門）の売上高は前期比 108.6% 増の 5,577 百万円、AOI Pro. の子会社 Quark tokyo による売上高は同 234.6% 増の 2,416 百万円とそれぞれ大きく伸びている。前者については、得意とする「広告主直接取引」において、新規広告主からの大型案件受注があったことや、既存広告主の案件規模拡大が業績の伸びに寄与した。一方、後者についても、本格稼働から 2 期目となり案件受注が軌道に乗り始めた。特に、PDCA による動画コンテンツマーケティングへの需要が拡大するなかで、強みとなる制作機能などで差別化を図りながら、大企業向け直接取引などが伸びているようだ。また、新しいマーケティング戦略に特化した専門チーム※を立ち上げ、2017 年 12 月には同チームによる縦型動画メディア「Q16GiRL」をローンチ。第 1 弾コンテンツとして、(株)ロッテのチューインガム Fit's とのタイアップを実施した。

※ ミレニアルズ（1980 年～2000 年頃に生まれた世代）を中心とする新しいマーケティングコミュニケーションが必要なターゲットに対して、最適化されたマーケティング戦略の立案とクリエイティブディレクション、制作プロデュースを行う専門チーム。なお、ミレニアルズはデジタルネイティブ世代と重なり、SNS などを通じたコミュニケーションが定着。モノよりも経験や体験、他人の共感や評価を重視する意識が高く、場所・モノを共有するシェアリング・エコノミーと親和性が高い。社会や消費のあり方に大きな影響を与える世代として注目されている。

また、AOI Pro. 体験設計部が手掛けてきた事業については、2018 年 2 月 1 日に新会社 SOOTH を設立するに至った。これまで、1) VR/AR/MR をはじめとする最新テクノロジーを取り入れたコンテンツの企画・制作、2) 新たなデータや感情データを含むナレッジの蓄積、などを進めてきたが、ここからさらに、3) 統合マーケティング事業（ブランド戦略立案から効果測定・分析までを統合したソリューション提供）への展開、4) データ活用による高付加価値事業への発展を目指すことが、新会社設立（別会社化）の狙いであり、事業拡大への手応えをつかんだ証左とも言える。本格的な業績貢献には長期的視点が必要であるが、応用範囲を含めてポテンシャルは大きい。

**(3) 海外事業**

「海外事業」の売上高は、前期比 11.1% 増の 2,842 百万円とおおむね計画どおりに伸長した。また、2017 年 10 月には、ベトナム最大手の映像プロダクション会社「VF MEDIA」をグループ会社（持分法適用会社）化※。その規模と経験からベトナム国内のクライアント・広告会社からの信頼の厚い「VF MEDIA」との業務連携により、広告市場が拡大しているベトナムで事業拡大することに狙いがある。将来的には、段階的な株式取得により連結化も視野に入れているようだ。さらに、2018 年 3 月には、マレーシア大手テレビ CM 制作会社を傘下を持つ「Reserve Tank」を連結子会社とした。マレーシアのみならず、市場の大きいインドネシアや中国など近隣諸国の案件も数多く受注しており、本件を通じて東南アジア市場におけるさらなる事業拡大を目指す。

※ 「VIEWFINDER MEDIA JOINT STOCK COMPANY」の持株会社である「VF INVESTMENT JOINT STOCK COMPANY」の株式の 36% を取得し、両社をグループ会社化した。

**2. 統合効果の進捗**

統合効果の早期実現に向け、コーポレート部門の再編や成長領域への積極投資、外部支出低減などに取り組んでいる。成長領域への投資（特に、VR 関連やベンチャー投資など）や業務効率化などで一定の成果があったほか、足元では以下の取り組みを実施している。

## 活動実績

**(1) グループ事業の整理**

2017年11月以降、事業環境の変化に伴う事業のリストラクチャリングを目的として、子会社（(株)TYOアニメーションズ、(株)リアル・ティ、(株)ビジネス・アーキテクト）の整理を行うとともに、安定した需要の増加が見込める照明機材レンタル事業については集約による強化を図った。

**(2) コーポレート部門の集約**

2018年1月には、AOI Pro. と TYO の管理部門の機能統合を行った。

**(3) 本社移転、オフィス統合**

2018年3月にコーポレート部門の機能集約に伴い、本社を白金から大崎へ移転するとともに、資産の効率化のため TYO 本社（目黒）を売却した。

**(4) ベンチャー投資**

2017年8月に設立したベンチャー企業向けファンド「Ad Hack Ventures」※<sup>1</sup>については、比較的イグジット（IPOなど）の確率の高いステージにあり、継続して広告ニーズが見込めるベンチャー企業を対象としている。総額18億円（1案件当たり数億円規模まで）での運用を予定しているが、これまでの実績として、高い成長性が期待できるベンチャー企業3社※<sup>2</sup>に対して合計7億円強の投資を実施している。

※<sup>1</sup> TYO と (株) フィールドマネジメントとの共同により設立

※<sup>2</sup> (株) ログバー（世界初のウェアラブル音声翻訳デバイス「ili」の開発・販売）、(株) エプリー（日本最大級のテレビ動画メディア「DELISH KITCHEN」などを提供）、(株) サマリー（クラウド収納サービス「サマリーポケット」を提供）の3社

また、2018年1月には、Spiral Ventures Pte. Ltd.（本社：シンガポール）が運用する「アジア事業創造ファンド1号」に対して500万USドルの出資を実施した。「ソリューション事業」及び「海外事業」の成長戦略の一環として位置付けており、成長可能性の高いアジアのベンチャー企業と早期の段階で関係性を築き、投資先との協業体制を構築することにより、さらなる海外市場の拡大を目指す方針である。また、その過程において同社グループの持つ広告・映像制作分野のノウハウを生かした事業展開も見込んでいる。

## 業績見通し

### 2018年12月期は減益となる見通し。 プリントレスの影響や先行投資などから業績は一旦踊り場に

2018年12月期の業績予想について同社は、売上高を前期比0.7%減の70,000百万円、営業利益を同17.7%減の3,800百万円、経常利益を同15.8%減の3,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同17.3%減の2,300百万円としている。プリントレスによる影響や成長領域への先行投資などから、業績は一旦踊り場を迎える見通しである。

## 業績見通し

減収予想となっているのは、プリントレスによる影響（2018年4月頃からの加速を想定）や働き方改革への対応（受注コントロール）による「広告映像制作事業」の売上減小が主な理由である。また、「その他制作事業」もグループ事業整理などにより減収となる想定である。一方、成長領域である「ソリューション事業」やM&Aを推進する「海外事業」は拡大する見通しとなっている。

また、利益面では、利益率の改善幅が前期ほどではないためプリントレスによる影響（約9億円の減益要因）を利益率改善でカバーしきれないほか、成長領域への先行投資（R&D関連の件数費やシステム費用など）等により約8億円の営業減益となる想定である。一方、TYO本社（目黒）の売却に伴う譲渡益として334百万円（概算）が特別利益に計上される。

## 2018年12月期の業績予想

（単位：百万円）

	17/12期		18/12期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	金額	率
売上高	70,473	100.0%	70,000	100.0%	-473	-0.7%
広告映像制作事業	49,339	70.0%	45,300	64.7%	-4,039	-8.2%
その他制作事業	8,773	12.4%	7,900	11.3%	-873	-10.0%
ソリューション事業	8,071	11.5%	11,200	16.0%	3,129	38.8%
海外事業	2,842	4.0%	4,500	6.4%	1,658	58.3%
映像関連事業	1,446	2.1%	1,100	1.6%	-346	-23.9%
売上原価	56,788	80.6%	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	9,065	12.9%	-	-	-	-
営業利益	4,619	6.6%	3,800	5.4%	-819	-17.7%
経常利益	4,394	6.2%	3,700	5.3%	-694	-15.8%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,781	3.9%	2,300	3.3%	-481	-17.3%
EBITDA	5,755	8.2%	5,000	7.1%	-755	-13.1%
ROE	11.3%		8.8%		-2.5pt	-

出所：決算説明資料より作成

主要事業の業績予想とその前提は以下のとおりである。

**(1) 広告映像制作事業**

「広告映像制作事業」は、売上高を前期比8.2%減の45,300百万円と見込んでいる。約40億円の減収のうち、プリントレスによる影響のほか、「ソリューション事業」への移管が含まれることに注意が必要である。それ以外の減収要因としては、前期に引き続き、採算性重視の営業管理や働き方改革への対応（受注コントロール）による影響も想定している。

業績見通し

### (2) ソリューション事業

「ソリューション事業」は、売上高を前期比 38.8% 増の 11,200 百万円と見込んでいる。そのうち、TYO 営業統括本部の売上高を前期比 43.4% 増の 8,000 百万円（ただし、「広告映像制作事業」からの移管分を含む）、Quark tokyo の売上高を同 11.8% 増の 2,700 百万円と想定している。Quark tokyo の伸びが前期と比べて緩やかなのは、今後の事業拡大に向けた体制構築（データ分析などの人員補充など）を優先することが背景と考えられる。

### (3) 海外事業

「海外事業」は、売上高を前期比 58.3% 増の 4,500 百万円と見込んでいる。東南アジアにおける事業拡大に加えて、2018年3月に連結子会社化した「Reserve Tank」（マレーシア）が増収に寄与する想定である。また、2017年10月に持分法適用会社化した「VF MEDIA」（ベトナム）についても株式の段階的取得による連結化が実現すれば、業績の上振れ要因となる可能性に注意が必要である。

弊社でも、同社の売上高予想は、マイナス材料を合理的に織り込む一方、プラス材料も無理のない前提となっており、十分に達成可能な水準とみている。ただ、前期同様、プリントレスのタイミングや進展スピードが業績の変動要因となることに注意が必要である。一方、利益予想については、政策的な判断（積極的な先行投資など）が反映されており、予想数値の達成可能性を探るよりも、資金の使い道やその目的（期待効果）に注目すべきだろう。

## ■ 成長戦略

### 新しい価値を提供する「ソリューション事業」及び「海外事業」が、中長期的な成長ドライバー

同社は、中長期的な成長イメージとして、「ソリューション事業（それに付随する制作事業を含む）」と「海外事業（中国・東南アジア）」が業績の伸びをけん引する方向性を描いている。一方、これまでの主力事業であった「広告映像制作事業」は、採算性重視の徹底及び効率化を図り、プリントレスに対応した筋肉質な組織づくりを進めながら着実な成長を目指す方針である。また、2021年12月期の目標として、ROEを12%以上、EBITDAを80億円（2018年12月期のEBITDA予想50億円を基準とした3年間の平均成長率17.0%）と掲げている。

EBITDAを目標としているのは、利益成長を重視していることや、M&Aを視野に入れている（のれん償却の影響を排除）ことが背景として考えられる。株主資本コストを上回る収益率が期待できるプロジェクトに積極投資することでEBITDAの成長を実現するとともに、株主還元（配当性向）の向上と資本効率（ROE）の改善を図る構えである。

## 1. ソリューション事業

まずは、これまで取り組んできた広告主直接取引において、新規/既存広告主からの受注拡大を図る。また、VR/AR/MR、IoT、AIなどの最新テクノロジーも取り入れながらコンテンツの開発・制作を行うことによって、生活者に新しい体験を提供するとともに、そこで得られた新たなデータや感情データを含むナレッジを蓄積し、統合マーケティング事業（ブランド戦略立案から効果測定・分析までを統合したソリューション提供）へと展開する。さらには、データ活用による高付加価値事業（DMP活用や戦略コンサルティング領域など）への進化も視野に入れている。すなわち、これまでの広告映像制作事業による経験や知見、ネットワークなどを生かしつつ、知識集約型ビジネスへシフトし、ソリューション提案型のビジネスモデルを醸成する。また、その実現に向けては、外部人材の活用を含めた体制・人材強化（コミュニケーションデザイナーやデータサイエンティストなど）に注力するとともに、データの収集・蓄積、外部データとの融合のほか、効果測定・分析を行うスキーム及びITサービスの開発・構築に向けて積極投資を行っていく方針である。

## 2. 海外事業

引き続き、両社が注力してきた中国及び東南アジアでの拠点展開を強化する方針である。特に、東南アジアにおいては、M&Aによる制作機能の強化や事業拡大を目指す。また、人的ネットワーク、リソースの相互活用を行う。

弊社では、これまでの主力であったテレビCM制作（広告映像制作事業）における需要拡大に期待ができないなかで、プリントレスによる収益性の低下や新しい成長領域への先行投資負担などを勘案すると、同社のEBITDA目標（80億円）は決して簡単な水準ではないと評価している。ただ、同社がソリューション型ビジネスモデルの推進により拡大を図る「体験設計」の事業領域は、ポテンシャルの大きな市場である上、同社が培ってきた映像制作における経験や知見が差別化要因として生かせることや、同社の信用力（ブランド力）及び財務力が大きなアドバンテージ（特に、ナショナルクライアントとの取引拡大やM&Aを含む投資戦略など）となる可能性が高い。足元では、利益率改善などに進展がみられるが、今後も経営統合や成長領域への積極投資が具体的にどのような成果を生み出していくのか、特に、新たな価値創造の部分（VRコンテンツやデータ活用など）に注目したい。

## ■ 株主還元

### 連結配当性向 30% 以上を目指す

同社は、今後の配当政策として、「連結配当性向を 30% 以上とし、実質的利益水準の向上に伴う配当の増額を目指す」ことを掲げている。また、継続的かつ安定的な配当を行う観点から、DOE（純資産配当率）も指標（2021 年 12 月期 4% をめど）とし、その向上を図る方針である。

2017 年 12 月期の配当については、業績が上振れたことに伴って期初予想から 2 円引き上げ、1 株当たり年間配 30 円（記念配当 10 円を含む）を実施した。連結配当性向は 25.6% となるが、グループ事業の整理などによる税額減少（一過性の特殊要因）を差し引くと 30.5%（30% 以上）を確保したと言える。

2018 年 12 月期の配当について同社は、普通配当として 1 株当たり年間配 30 円（中間 8 円、期末 22 円）を予想している（配当性向は 31.4%、DOE は 2.8% を想定）。出来上がりの配当水準は前期と同額ではあるが、記念配当を除けば増配という見方もでき、高い配当水準を維持するものと評価できる。

なお、2017 年 5 月 16 日から 2018 年 5 月 15 日までの期間において進めてきた自己株式の取得<sup>※1</sup>については、2018 年 2 月の業績連動型株式報酬制度の導入に伴って中止された<sup>※2</sup>。2018 年 2 月 27 日までの取得実績（累計）は 261,400 株（取得価額の総額 289,631,200 円）となっている。

※1 当初計画では、取得株数（上限）400,000 株、取得価額の総額（上限）400 百万円。

※2 インサイダー取引規制への抵触を回避する観点から自己株式の取得を中止したものである。

また、毎年 6 月 30 日現在の株主名簿に記載または記録された株主（500 株以上を保有）を対象として、オリジナル QUO カードの贈呈<sup>※</sup>及び、撮影付きオリジナル写真集の作成（応募者の中から抽選で 40 名）といった株主優待も実施している。

※ 500 株以上保有 3,000 円分、1,000 株以上保有 5,000 円分、2,000 株以上保有 10,000 円分。

#### 重要事項（ディスクレマー）

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