

アマナホールディングス(2402 東証マザーズ)

発行日: 2011/6/20
 調査日: 2011/4/12
 調査方法: 訪問・電話

市場低迷を受けるも、来期から業績回復へ

> 要旨

◆ 広告制作会社

- ・アマナホールディングスグループは、連結子会社 18 社と持分法適用会社 2 社から構成されている。広告制作が事業ドメインとなっている。
- ・ビジュアルコンテンツの企画・制作事業で創業し、CG 制作に強みを持つ。また、広告物や HP 用素材として、画像(ストックフォト)も販売する。
- ・事業セグメントは、「広告の企画・制作」「広告ビジュアルの制作」「販促物やWeb向け素材の写真(ストックフォト)販売」に分かれる。

◆ 足下は市場縮小を受けるも、来期から回復へ

- ・東日本大震災の影響等により、足下の広告市場は低迷模様。こうした市場環境を受け、今期(2012/12 期)の業績は、会社予想を大きく下回る可能性が高いと考える。
- ・広告市場は、インターネット広告へのシフトがますます顕著となる見込み。またクロスメディアなどの新しい広告手法が注目されており、当社は付加価値が高く、得意分野であるCG・CGIを活かした広告制作に注力することで業容の拡大を狙う。

◆ 広告業界の変革期に対応

- ・当社は直接取引であるコーポレートマーケットを開拓中。またスマートフォンなど新デバイス普及への対応など、時代の変遷に合わせた成長戦略を目論む。
- ・現在、顧客企業が共用できる制作インフラを開発中。これにより付加価値の高い制作物の提供、生産性の向上、などが実現すれば、顧客の囲い込みが期待できる。

> 投資判断

◆ 足下の株価はボックス圏で推移

- ・当社は 2004 年 7 月に IPO。公募株価 23,000 円(分割考慮後 2,300 円)に対し初値は 62,600 円(同 6,260 円)でスタートしたが、その後の株価は低迷している。
- ・上場後、M&A や持株会社化などを積極的に進めたが、のれん代償却等もあり、業績は苦戦。現在の株価は 420 円を挟んだボックス圏での推移となっている。
- ・今期の業績予想は会社予想を下回ることが想定され、またバリュエーションも割安とはいえないため、目先の株価は調整する可能性もある。

◆ 中期的な営業利益成長は 5%程度増益を見込む

- ・しかし、担当アナリストは、広告市場が 2011 年 4~6 月期をボトムとして 7~9 月期以降回復軌道を歩むものとみている。
- ・したがって、今期の業績が厳しい数字となっても、来期は大幅増益、2013 年度以降、当社の成長戦略が奏功すれば、中期的に連結営業利益は 5%程度の増益が実現可能と予想する。

◆ 今期以降も安定配当へ

- ・2014 年 12 月期のEPSは 58.3 円を予想。有利子負債がやや重いことから、適正 PER は、8~9 倍と想定されるため、今後 2~3 年で見た妥当株価は 466~525 円程度と考えられる。
- ・配当性向は明示していないが、過去の実績から安定配当志向。今期も含めて 15 円配当は継続しそう。

業種: サービス業
 アナリスト: 松尾 十作
 +81 (0)3-3239-2930
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	
株価(円)	426
発行済株式数(株)	5,408,000
時価総額(百万円)	2,303
上場日	2004/7/1
上場来パフォーマンス	-27.9%

	前期	今期
PER(倍)	3.9	18.3
PBR(倍)	0.63	0.62
配当利回り	3.52%	3.52%

	σ	β 値
リスク指標	56.8%	0.99

【主要 KPI (業績指標)】	
年月	広告企画制作売上高 (前年比)
2010.1Q	+7.1%
.2Q	+17.2%
.3Q	+10.7%
.4Q	+33.6%
2011.1Q	+10.0%

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-0.7	0.2	-2.7
対 TOPIX(%)	0.9	13.7	2.1

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済 20110617-3

アマナホールディングス(3041 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/12 期 実績	2010/12 期 実績	2011/12 期 会社予想	2011/12 期 予想	2012/12 期 予想	2013/12 期 予想	2014/12 期 予想
売上高	11,924	11,931	13,100	12,200	12,900	13,500	14,100
前年比	-25.3%	+0.1%	+9.8%	+2.3%	+5.7%	+4.7%	+4.4%
営業利益	695	784	800	454	547	578	610
前年比	黒字転換	+12.8%	+1.9%	-42.2%	+20.5%	+5.7%	+5.5%
経常利益	581	702	700	354	447	478	510
前年比	黒字転換	+20.8%	-0.3%	-49.6%	+26.3%	+6.9%	+6.7%
当期純利益	281	537	250	115	252	271	289
前年比	黒字転換	+90.9%	-53.5%	-78.5%	+118.3%	+7.2%	+6.9%
期末株主資本	3,005	3,362	3,537	3,403	3,581	3,778	3,993
発行済株式数	4,972,931	4,972,783	4,972,783	4,972,783	4,972,783	4,972,783	4,972,783
EPS(円)	56.6	108.1	50.3	23.3	50.8	54.5	58.3
配当(円)	12	15	15	15	15	15	15
BPS(円)	604	676	711	684	715	748	776
ROE	9.8%	16.9%	7.2%	3.4%	7.3%	7.5%	7.7%
株価(円)	431	422	423	423			
PER(倍)	7.6	3.9	8.4	18.2	8.3	7.8	7.3
配当利回り	2.78%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%
PBR(倍)	0.71	0.62	0.59	0.62	0.59	0.57	0.55

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

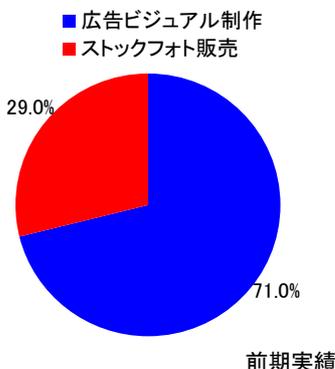
> 株価パフォーマンス



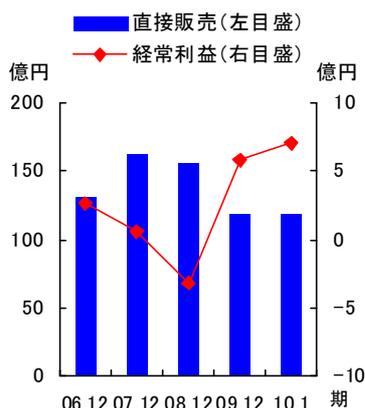
会社の概要

> 事業内容

<当社の売上構成>



<売上高・経常利益の推移>



社員のモチベーションを高めるため、抜擢人事で子会社設立。

当社グループは広告制作事業を行っており、持ち株会社の下で連結子会社 18 社と持ち分法適用会社 2 社から構成される。事業セグメントは「広告の企画・制作」「広告ビジュアルの制作」「販促物やWeb向け素材の写真(ストックフォト)販売」に分かれる。また業務内容では、①ビジュアル制作、②企画・デザイン、③その他、に分類される。



当社グループの事業モデル
(会社公表資料より)

「広告の企画・制作業務」は、TVCMやウェブの広告コンテンツ、販売促進ツールの企画制作を行う。(株)アマナインタラクティブが中核会社で3社が手がける。従来は「広告ビジュアル制作」の事業に含まれていた(前期実績では、合わせて連結売上高の71%)が、今期より単独のセグメントに分類されている。

「広告ビジュアル制作業務」は、静止画・動画の撮影やCG・CGIなどのビジュアル系の受注を制作する。(株)アマナを中核として13社で構成されている。売上は当社連結売上高の過半を占める事業だが、収益性はそれ程高くない。

「ストックフォト販売業務」は、国内外で契約するフォトグラファーやイラストレーターによって制作された著作物を顧客に提供するサービスがメイン。これは著作物の委託販売にあたる。(株)アマナイメージュを中核として2社が行っている。連結に占める比率は、売上高では29%だが、営業利益ベースでは42%(連結消去前)。

グループに連結子会社が多いのは、優秀な社員のモチベーションを高めるためであり、子会社を設立し独立させ、グループ内での競争原理を働かせることで、全体最適と人材流出を防ぐことを狙っている。

> 経営陣

当社の取締役は、代表取締役社長の進藤博信氏をはじめ、10名で構成されている。新藤氏は創業者であり筆頭株主。社外取締役は2名おり、当社の取引先でもある㈱堀内カラーの代表取締役である堀内洋司氏と大株主であるカルチュア・コンビニエンス・クラブ㈱(東証1部4756)の代表取締役の増田宗昭氏。

経営の意思決定機関は月1回の当社の定時取締役会のほか、当社及び中核3社の代表取締役及び常勤取締役で構成されるBDM(経営会議)が原則週1回開催されている。このBDMでグループ全体の経営方針の決定やコーポレート・ガバナンスの実効性の確認、企業倫理及びコンプライアンスの徹底などを行っているようだ。

> 株主構成

進藤博信	23.0%
カルチュア・コンビニエンス・クラブ	6.7%
生活情報研究所	5.3%
外国人	1.9%
投資信託	0.0%
株主数	7,250名

(2010.12末現在)

上位株主は、創業者であり現経営者でもある進藤氏が筆頭で、他の経営陣は、7位に萬匠氏がいる。萬匠氏は当社の代表取締役経験者で現在は常勤監査役。第2位はカルチュア・コンビニエンス・クラブであり、上場前からの株主。第3位株主の(有)生活情報研究所は進藤氏の資産管理会社である。

外国人や投信の持株比率は少なく、株主数は7,249名と時価総額の規模から見ると多いことから、個人株主が比較的多いものと想定される。また、435,217株(8.0%)の自己株式を保有しており、役職員へのストックオプションやM&Aのために保有を継続するようだ。

> 沿革・企業理念

経営理念として、“人が中心”を掲げる。

当社の前身は1979年に東京都(新宿)で創業したアーバンパブリシティ㈱で、ビジュアルコンテンツの企画・制作事業を手掛けた。その後商号は、㈱イマを経て、1997年に㈱アマナとなった。

2004年7月に東証マザーズ市場に上場し、2008年にビジュアルコンテンツの企画・制作事業を承継する㈱アマナを新設分割し、当社は持株会社体制に移行し、商号を㈱アマナホールディングスへ変更した。2011年1月には、連結子会社㈱アマナが㈱ワークスゼブラ及びその子会社の株式を取得し、グループ化している。

当社の経営理念は、「人が中心」と考え、日々、表現への“こだわり”を切磋琢磨し、そこから生み出された“役に立つ創造力”で社会のビジュアルコミュニケーション活動に貢献します」となっている。なお、このアマナの社名の由来は、約2,500年前の日本古代の言葉で、エネルギーを意味するという。

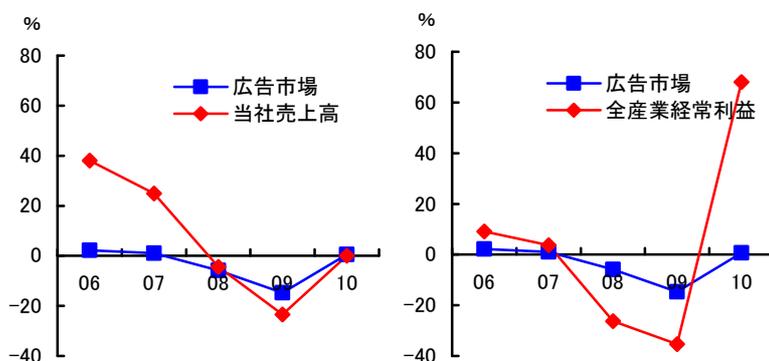
業界環境

> 業界環境・競合他社

当社グループの事業内容は広告制作のため、広告市場全体の景況感の影響を受ける。下の左のグラフは、当社の売上高と経済産業省の特定サービス産業動態にある広告市場売上高の前年比伸長率を比較したものの。伸長率の幅の違いはあるものの 2006 年以降の増減傾向はほぼ一致していることが読み取れる。

また、広告は販促活動であるため、広告制作依頼企業の収益状況が広告支出を左右する。下の右のグラフは、広告市場と、財務省の法人企業統計の金融を除く全産業経常利益の前年比伸長率を比較したものの。左のグラフと同様に 2009 年を底としてほぼ連動している。

< 広告市場と当社売上高の対前年比推移 > < 広告市場と全産業経常利益の対前年比推移 >

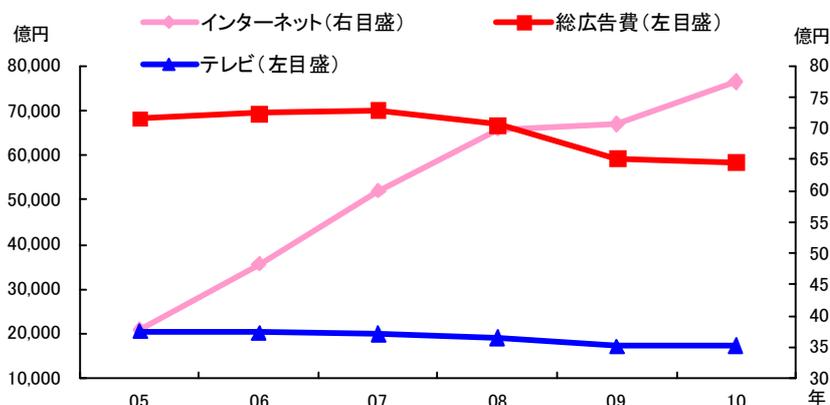


(経常利益は法人企業統計の金融除く全産業ベース)

わが国の広告市場全体の環境は、2007 年以降総広告費が縮小する中で、TVCM市場は衰退傾向にある。一方でインターネット広告市場は、まだ規模は小さいものの、拡大傾向を続けている。また、近年多様なメディアを利用して訴求する「クロスメディアマーケティング」が注目されており、中でもTVとインターネットの組み合わせが効果的といわれている。こうした新しい手法による広告は成長市場と考えられる。

インターネット広告市場は拡大傾向にあり、クロスメディアマーケティング注目されている。

< 日本の広告市場推移 >



> 業界環境・競合他社

日本のCG・CGIの分野では有数の存在。

テレビCM制作売上高は全体の1割以下と小さい。

当社の3つの事業セグメントのうち「広告の企画・制作」は、電通(東証1部4324)など広告代理店が行う主力事業に近い。また「広告ビジュアルの制作」は、デジタル放送・インターネットの普及により需要が高まっている分野である。当社は創業以来、自動車、家電、OA機器などの大型製品から化粧品・食品など幅広い顧客向けの仕事を取り扱ってきた。こうした経験・ノウハウに加えて、コンピュータによる画像処理技術であるComputer Graphics(CG)やComputer Generated Image(CGI)を使った制作を得意としている。

こうした、広告の企画・ビジュアル制作業務の分野は、同業他社として電通系の電通テック、葵プロモーション(東証1部9607)、ティー・ワイ・オー(ジャストック4538)、東北新社(ジャストック2329)などが挙げられる。当社はこれらの企業と比べて、TVCM制作比率が1割以下と低いのが特徴である。

当社の販促物やWeb向け素材の写真(ストックフォト)販売業務は、ウェブサイトや代理店を通じて行っている。企業の広告制作費の見直しが進む中で、マーケットニーズが低価格帯商品にシフトしているため、ストックフォト市場は、金額ベースでは伸び悩んでいる。同分野での競合先は、コービス(米国)や、世界で初めてインターネットを利用したCGIの販売を開始したGetty Images(米国)などが日本でも販売を行っており、日本企業では(株)アフロが挙げられる。

> ビジネスサイクル

広告市場と当社の売上高の連動性は高そう。

当社グループの売上は、広告制作であることから、顧客の広告費の中からその都度受注によって発生する。勿論、顧客企業の発注先数は限定されていることから、一定の実績と信頼を得ることができれば、ある程度の受注を定期的に獲得することは可能である。しかしながら、広告市場の規模は景気循環の影響を受け、また単価の低下圧力は、同業他社間の競争を激化させている。

当社の顧客関連データについては十分な開示はないものの、主要顧客は広告代理店・広告制作会社であり、間接売上の比率は高いものと想定される。しかし、ウェブ（広告コンテンツ）やチラシなど販売促進ツールの提供は一般企業を顧客に直接販売も行っている。

大手代理店等との間取引や最終顧客との直接取引いずれにおいても受注は、制作プロジェクト毎になっているものの、当社の制作実績次第では、継続的な取引になる可能性は高い。電通など大手代理店はグループの子会社に制作会社もあるが、全ての制作業務を内製化しているわけではなく、当社を始めとした制作専門会社への外注は恒常的に発生する。したがって、現状の広告制作市場が技術革新などによって極端に縮小しない限り、競争環境の強弱はあるものの、ある程度長いスパンで事業展開が可能なビジネス領域と考えることができる。

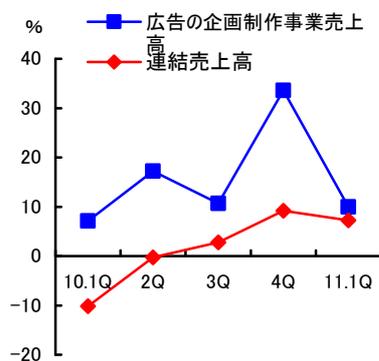
> KPI(業績指標)

新しい区分である「広告の企画制作事業」の動向が、同社業績のKPIとなる可能性。

当社の業態は、受注から売上計上まで3ヶ月以内と短いため、四半期決算を含めて受注高は公表されていない。また、当社は受注件数や取引先数、またプロジェクト毎の売上高など詳細なデータを開示していないため、将来業績を予想するために有益なKPIは、公表資料からは捉えにくい。

もっとも業界全体の動向は、外部のマクロ指標、例えば景気先行指数や企業業績に関する指標などがKPIになりうると思われるが、個別企業の独自性に関する指標とは言えない。

<先行部門と全体売上高の対前同期比推移>



そこで、現段階では、試行的なKPI（データ確認期間が短いため現段階では補助指標）として、2012年12月期第1四半期より公表を開始した「広告の企画制作事業売上高」が考えられる。これは広告ビジュアル制作事業から切り離れた事業で、当社グループの中で上流業務に相当し、派生的に他の受注を生み出す可能性が高い。

同事業の四半期別売上高は、まだ5四半期のデータしか捉えていないが、全体の売上高に対して約2四半期先行しているようだ。なお2011年12月期第1四半期の広告の企画制作業務売上高は、前年同期比で+10%と、伸び率がやや鈍化している。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

広告代理店を大事にしつつ、直販先開拓を進めている

M & AでCG・CGI関連の成長を促進へ。

既述のように、わが国の広告市場全体は成長市場とは言えない。そうした中で当面の戦略としては、①受注チャネルの多様化、②スマートフォンなど新デバイス普及に対応したサービスの提供、があげられる。

受注チャネルの多様化とは、主要顧客である広告代理店・広告制作会社からの受注を維持しつつ、一般企業を対象としたコーポレートマーケット(直接販売)を推進することにある。将来的にもTVCMの受注窓口は大手広告代理店ルートとなるが、ウェブ(広告コンテンツ)やチラシなどの販売促進ツールの提供は、直接受注を増やす方針である。中でも付加価値の高いCG・CGIに注力する。前期におけるコーポレートマーケット売上高件数は、前期比で+10%となり、手応えを感じているようだ。

また今後は、顧客ニーズを先取りするサービス提供が重要となる。そのため、自動車業界のCG制作に強みを持つ(株)ワークスゼブラを子会社化している。同社独自開発のソフトウェアにより3DCGビジュアルの制作時間は、従来に比べ1/60に短縮となる。同社の従来顧客に加え、当社のマーケティング力により顧客開拓が進めば、CG・CGI関連の売上成長が期待できる。

スマートフォンなど新デバイス普及への対策としては、新デバイスに対応した最先端の広告プロモーションや販売促進を企画制作する部門を前期に新設し、「e-Publishingプロジェクト」として注力している。当社グループが持つクオリティの高い写真や動画、CGIを最大限に活用し、広告や出版・広報ツールの制作やストックフォトの販売を行う。

> 中長期の課題と戦略

顧客と共用できる制作インフラを開発中であり、顧客の囲い込みを狙う。

中長期的な課題も停滞する市場の中での成長戦略であるが、具体的には、③クロスメディアへの対応強化、と④デジタル化推進による業務フローの合理化と生産性の向上、があげられる。

クロスメディア対応では、既存のTVCMにWebなどを通じたグラフィックの表現力や技術力を融合させ、広告効果を向上させることが考えられる。また、デジタル化の推進では、当社と顧客企業が共用できる制作インフラとして「amana creative platform」を開発中で、アイデアや事例の検索、静止画・動画のデータベース、クリエイティブのためのソフトウェア、制作物の顧客確認のためのレビュー用ソフトウェア、大容量ファイルの転送と共有化、などの機能を持つ。

こうした新たな広告制作手法やデジタル化によるインフラ整備によって、付加価値の高い制作物による満足度の向上、また生産性の向上による収益性の改善と価格競争力の向上、さらに顧客とのパイプが太くなることで、顧客の囲い込みが進むことが期待できる。

> アナリストの戦略評価

広告業界の変革期に対応した種々の施策は、短期的なものでは一定の評価ができる。中期的な施策は今後の詰めが目される。

広告業界は変革期を迎えている。数年前と比較すると、

- 1、テレビの多チャンネル化もしくは代替化の進展
- 2、主たる広告対象であるF1(女性20歳から34歳)層が、テレビよりも携帯電話などのデバイスを嗜好
- 3、通信などインターネットインフラの発達により新デバイス(携帯型PCやスマートフォン)での動画閲覧が可能に
- 4、新デバイスの双方向機能を利用し、顧客へのアプローチが可能に
- 5、テレビとPC、新デバイスとの連携によるクロスメディアマーケティングへのニーズの高まり
- 6、米アマゾン・ドットコムによると2011年4月以降の電子書籍の販売数が紙の本を5%上回ったように、電子出版の普及の現実化などが挙げられる。

こうした経営環境の変化のもとで、当社は現状の課題を認識し、新たな取組みを開始している。コーポレートマーケット(直接販売)の取組みは、既に成果が現れ始めており、特定な業種に強い会社(ワークスゼブラ)のM&Aなど、成長に向けた施策は一定の評価ができよう。

現在推進中の「e-Publishingプロジェクト」の成果は、なお不透明だが、2011年12月期第1四半期より新たな区分けで明示した広告の企画制作業務の部門(前期は四半期別成長率だけ公表)は、今後の当社の成長を後押しするものとして期待できる。

さらに「amana creative platform」は、なお企画段階であるため、その実績に関する評価は先送りになるだろうが、中期的な戦略の方向性としては、デジタル化という流れの中での新たな顧客の囲い込み策として評価できる。しかし、広告業界の巨人である「電・博」の事業領域と差別化できる(中規模な)市場を形成し、その中で他のプレーヤーとの競争優位性を確保することが求められる。最終的な成功に結びつけるには、戦略面で詰める部分が多いように感じられる。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ビジュアルコンテンツをワントップで、企画・制作できる人材が豊富 ・大手直販先が増え、顧客とのパイプが強化
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・過去の M&A 等、積極的な投資により、有利子負債が多いこと (3,833 百万円) ・大手広告代理店経由の間接売上がまだ多いこと
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・新しいクロスメディアによる広告市場の拡大 ・インターネットの普及と新端末の普及により、新たなメディア市場の出現
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・知識集約型事業であり、優秀な人材の流出リスク ・技術革新のスピードが速まり、それに対応できなくなる

> Porter's 5 Forces

◆ 業界内競争

ビジュアルコンテンツ制作会社は多数有り、競合先は多い。しかし、自動車や家電、OA機器などの大型商品から、化粧品や宝飾品、食品・飲料に至るまで実績を持ち、また被写体に合わせた専用スタジオとクリエイターを擁する競合先は限定的。

◆ 新規参入の猛威

Web制作分野は、技術的な優位性を確立しにくいいため、新規参入は容易である。しかし、当社のようにCG・CGIを利用した付加価値の高い分野への新規参入の障壁はやや高くなる。またストックフォト販売分野では、当社を含め世界で数社の寡占市場。

◆ 代替品・代替サービスの猛威

ビジュアル系広告は、媒体が雑誌やTVからインターネットや携帯デバイスに変化することはあるが、当社にとってはビジネスチャンス

◆ 買い手の価格支配力

完全入札形式が売上に占める比率はまだ小さい。契約はクリエイターの資質によるところが大きい。一方、ストックフォト販売ではニーズが低価格品にシフトしていることから、顧客が価格支配力を持つ。

◆ 供給者の価格支配力

当社の売上に占める外注比率は約30%と高くはない。また外注先のボトルネックは想定しにくく、アジア市場への外注等、今後の流れを考えると、このリスクは限定的と思われる。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応(Environment)

当社はIT関連企業であり、物を製造する業種でないため、環境対応の関する対応方針、社内規定、などは特に作成していない。

◆ 社会的責任(Society)

社会的責任については、事業を通じて顧客の満足度を高めることを重視するものの、社会一般に対して負担する責務及び事業活動を通じた社会的利益への貢献については特に理念、方針などを定めていない。

◆ 企業統治 (Governance)

当社は、進藤氏が筆頭株主で、事業執行においても代表取締役として会社をリードする「オーナー企業」である。コーポレート・ガバナンスに関しては、社外取締役は2名で取締役会が構成されているが、事実上の経営意思決定は、グループ企業による経営会議 (BDM) で行われている。

当社グループの規模 (2010/12 現在、単体従業員 72 名、連結従業員 652 名) で、グループ子会社 18 社を持株会社として経営するには、明確な経営ビジョンや戦略の徹底を図ることが必要であり、さらに管理会計、内部統制、及びコンプライアンスなどにおいて、一定の知見を持った経営者及び適切な監視機能を整備することが求められる。これらのガバナンスの状況については、開示情報からは十分な情報得られないため、現在の経営・ガバナンス機能の質について、判断することはできない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期予想営業利益は、会社予想8億円を4.5億円に減額修正。

今期(2011/12期)の業績は、会社予想によれば、連結売上高131億円(前期比+9.8%)、営業利益8.0億円(同+1.9%)、当期純利益2.5億円(同-53.5%)となっている。売上は2桁近い増収を見込むものの、先行投資がかさみ営業利益横ばい、資産除去債務1.4億円の計上で5割の減益が予想されている。

これに対して、試行的なKPIとして取り上げた「広告の企画制作業務」の2011年1~3月売上高の伸びが減速しており、加えて広告業界の市場動向と同様な動きをみせる電通の単体売上高(※)が足下減速していること等から、今期の売上高は会社計画を下回ると予想する。具体的には、広告の企画制作事業と広告ビジュアル制作事業の伸長率が小幅に留まり、ストックフォト事業は、単価低下の影響と広告業界の不振から減収を見込んでいる。

とろわけ2011年度第2四半期(2011/4-6)は、震災の影響もあり、下ブレすると思われ、期初からの先行投資が負担となり、通期連結業績は売上高122億円(前期比+2.3%)、営業利益4.5億円(同-42.2%)当期純利益1.1億円(同-78.5%)になるものと予想する。

※電通の単体売上高は、4月前年同月比▲6.4%、テレビ媒体は同▲3.2%だが、当社の業務範囲に近いマーケティング/プロモーション事業は、同▲22.4%と大きく落ち込んでいる。そこで当社の売上も、4~6月期では前年同期比▲5~▲10%の落ち込みが想定される。

> 来期以降の業績

来期予想業績は、今期の反動もあり大幅増益へ。

当社の成長ドライバーと考えられる「広告ビジュアル制作事業」(今期からの区分では広告ビジュアル制作事業と広告企画制作事業に)は、2011年の第2四半期をボトムとして、第3四半期より上向きになることが想定され、来期以降の収益は改善傾向となろう。

また、昨年子会社したゼブラワークスの持つCGI制作時間の短縮技術によって、当社の競争力が高まり、CG・CGI関連事業の成長が期待できる。この制作技術について、会社の説明によれば、制作費のコストダウンを図れるのみならず、表現の自由度を高め、シミュレーションの高度化などが可能になる。また、当社のストックフォト事業については、広告市場回復も背景に、単価下落を数量増効果がオフセットし、来期以降売上高は横ばいと見込んだ。

2012年12月期の業績予想は、売上高129億円(前期比+5.7%)営業利益5.4億円(同+20.5%)当期純利益2.5億円(同2.2倍)。2012年12月期以降の営業利益は増収効果で5%程度の成長が続くことが想定される。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

当社は2004年7月に公募株価23,000円(分割考慮後2,300円)に対し初値は62,600円(同6,260円)と好調にスタート。その後リーマンショック等の影響で2008年10月に180円をつけたが、業績回復から2009年3月に株価は465円まで上昇した。しかしながら、足下(2012/3期1Q)の利益がやや不振だったこと等から、現在の株価は420円を挟んだ推移となっている。なお、上場来株主パフォーマンス(年率)は、-28.1%と低調である。

> 株主還元

当社は株主還元策として配当性向を掲げていない。営業利益段階で赤字だった2008年12月期は無配だったが、純損益で赤字だった2007年12月期は12円配当であったことから安定配当志向と思われる。自社株は2011年3月末で発行済み株式数の8.04%を保有。役職員へのストックオプションやM&Aの原資とする予定のようだ。来期以降は緩やかな利益成長が見込まれるため、当面15円の配当が続こう。

> 株価バリュエーション比較

比較的業容の近い3社を比較してみた。我々の今期予想PERでは当社の株価が割高となるが、会社予想EPS(50.3円)を採用すると他2社と近い水準となる。実績PBRは3社とも1倍を大きく下回る。過去の成長性と収益性の点で他2社に比べ見劣りするものの、配当利回りは東北新社とほぼ同じ水準。相対的な株価はほぼ妥当な水準といえる。

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	アマナ HD	東北新社	葵プロモーション
売上高	12,200	56,417	17,890
(営業利益率)	3.7%	6.8%	7.4%
当期利益	115	1,706	470
純資産	3,362	51,537	9,415
ROE	16.9%	0.9%	3.9%
PER	18.3倍	10.8倍	10.4倍
PBR	0.6倍	0.4倍	0.5倍
配当利回り	3.5%	3.4%	4.9%
過去3年成長率	▲10.9%	▲7.8%	▲2.6%
株価	426円	410円	411円
時価総額	2,118	18,429	4,874

(注1) 過去3年成長率は、売上の年平均変化率(複利)

(注2) 純資産、ROE、PBR 直前期ベース

(注3) 将来予想におけるPER、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 今後の株価見通し

妥当な株価レンジは 466～525円と想定される。

担当アナリストの2014年12月期業績予想によれば、EPSは58.3円が見込まれており、予想PERは7.3倍となる。中長期的な成長性、財務内容、同業他社比較等から見た適正PERは8～9倍と想定される。よって今後2～3年で見た妥当株価は466～525円程度と考えられる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、株式会社アクセルが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用しております。これに基づき、企業の分析・評価にあたっては、SWOT分析やM. Porterの競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、また企業の知的資本の視点からも評価を行います。さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、広く投資判断の情報を提供します。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンの変動のばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べて大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナルの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます