

ホリスティック企業レポート ズーム

6694 東証 JQS

アップデート・レポート
2019年10月11日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20191008

ズーム (6694 東証 JQS)

発行日: 2019/10/11

音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー 北米関連会社の子会社化等により、20/12 期も大幅な経常増益を予想する

> 要旨

◆ 音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー

- ・ズーム(以下、同社)は、プロからアマチュアまでの幅広い顧客層を対象に開発した音楽用 IC レコーダー等の音楽用電子機器を約 130 カ国で販売する独立系のグローバルニッチプレーヤーである。
- ・日本の本社は開発と国内外のマーケティング支援に特化している。海外販売は、イタリア、米国、英国の関係会社や、各地の販売代理店を通じて行っており、18/12 期の海外売上高比率は 90.8%に達している。

◆ 19 年 12 月期上期決算は 31%増収、59%経常減益

- ・19/12 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、31.1%増収、287.1%営業増益、59.3%経常減益であった。前下期に連結したイタリアの子会社の貢献等により売上高と営業利益は大幅増となった一方、支払利息の増加や和解金の計上等により経常利益は減益となった。

◆ 19 年 12 月期の会社計画は 137%営業増益、94%経常増益を維持

- ・上期の営業利益及び経常利益は同社の社内目標をやや下回ったと見られるものの、10.8%増収、136.6%営業増益、94.4%経常増益を見込む 19/12 期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期実績や、同社の施策を踏まえて 19/12 期の業績予想を見直し、売上高を 8,563 百万円→8,683 百万円(前期比 12.7%増)、営業利益を 618 百万円→569 百万円(同 118.7%増)、経常利益を 678 百万円→602 百万円(同 74.0%増)に修正した。

◆ 北米関連会社の子会社化等により、20/12 期は大幅な経常増益へ

- ・20 年 1 月に予定されている北米持分法適用関連会社の子会社化等により、20/12 期の経常利益は 10 億円を超えると当センターは予想している。
- ・中国製品に対する米国の制裁関税が同社製品の多くに適用される可能性があるため、米中協議の動向には引き続き注意が必要である。

アナリスト: 大間知 淳
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2019/10/4
株価 (円)	1,585
発行済株式数 (株)	2,297,412
時価総額 (百万円)	3,641

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	11.3	8.0	6.4
PBR (倍)	0.8	0.7	0.7
配当利回り (%)	2.7	4.0	4.7

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	12.9	6.5	9.7
対TOPIX (%)	7.5	4.0	25.6

【株価チャート】



【6694 ズーム 業種: 電気機器】

決算期	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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/12	6,300	5.6	327	48.2	362	77.0	288	61.0	133.2	2,004.6	40.0
2018/12	7,705	22.3	260	-20.5	346	-4.5	318	10.4	140.3	2,075.8	43.0
2019/12 CE	8,540	10.8	616	136.6	673	94.4	473	48.5	207.6	-	63.0
2019/12 E	8,683	12.7	569	118.7	602	74.0	449	41.0	197.1	2,229.9	63.0
2020/12 E	10,237	17.9	1,137	99.8	1,084	80.0	561	24.9	246.1	2,413.0	74.0
2021/12 E	10,637	3.9	1,198	5.3	1,155	6.5	611	8.9	268.1	2,607.1	81.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/18

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容**◆ 音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー**

ズーム (以下、同社) は、プロからアマチュアまでの幅広い顧客層を対象に開発した音楽用小型 IC レコーダーなどの音楽用電子機器を約 130 カ国で販売する独立系のグローバルニッチプレーヤーである。

日本の本社 (18/12 期末従業員数 85 名) は、楽器を演奏する 45 人のエンジニアが担当する開発業務や、国内外のマーケティング支援業務にほぼ特化しており、生産は中国やインドネシアの EMS 企業に委託するファブレス体制を採用している。

中国等で生産された製品は、同社が仕入れ、全世界に供給されている。香港の現地法人 (100%出資の連結子会社) は、同社の輸出入業務の事務を代行している。国内では同社から卸売会社や小売店に販売している。海外では、米国と英国はそれぞれ 33.3%を出資する持分法適用関連会社、その他の国は約 50 社の販売代理店から、卸売会社や小売店に販売している。小売ルートでは、国内外とも、楽器店や家電量販店、ネット通販会社等を通じてエンドユーザーに販売されている。

同社は、イタリアに本社を置き、30 年に亘ってイタリアとフランスでの同社製品の販売を行ってきた Mogar Music (以下、Mogar) を 18 年 4 月に子会社化し (出資比率 51%)、南ヨーロッパ地域での販売体制を強化した。

国内の販売先としては、島村楽器、石橋楽器、池部楽器、山野楽器等の主要楽器店のほか、業務用音響機器や楽器を主体に展開するサウンドハウスや、アマゾン・ジャパンなどのネット通販会社、ヨドバシカメラ等の家電量販店が挙げられる。

◆ 海外売上高比率は 91%に達している

18/12 期における海外売上高比率は 90.8%に達しており、同社は音楽業界において日本よりも海外でブランドが浸透している企業と言える。

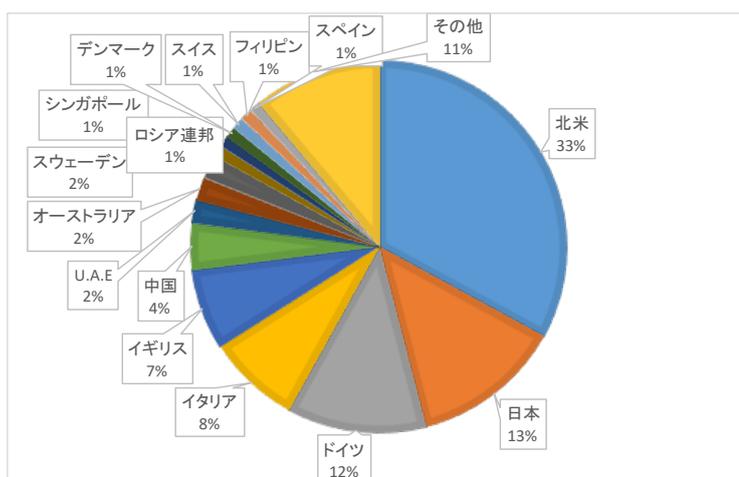
18/12 期において、売上高に占める割合が 10%を超える販売先は、北米地域を担当する持分法適用関連会社 Zoom North America, LLC (売上高比率 31.56%) と、ドイツに本社を置き、ベネルクス 3 国、オーストリア、ポーランド、チェコ、スロバキア、バルト 3 国等も販売 territories としている販売代理店である Sound Service Musikanlagen-Vertriebsgesellschaft mbH (同 11.50%) の 2 社となっている。

18/12 期の有価証券報告書では、米国とドイツの代理店向けに加え、

イタリア、日本、その他地域の売上高も開示されている。18/12 期の売上高は、イタリア 822 百万円 (売上高比率 10.67%)、日本 705 百万円 (同 9.16%)、その他地域 2,859 百万円 (同 37.11%) である。

その他地域を細分化した数値については、時期によって異なる区分形態で開示されているが、最も細分化されていた 17/12 期第 2 四半期決算説明会資料のデータは図表 1 の通りである。

【図表 1】国(代理店)別売上高構成比(17/12 期上期)



(注) ドイツは、ベネルクス 3 国、オーストリア、ポーランド、チェコ、スロバキア、バルト 3 国等を含む。イタリアはフランスを含む。U.A.E はオマーン、バーレーン、エチオピア等を含む。

(出所) ズーム 17/12 期第 2 四半期決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 製品カテゴリーは多岐にわたっている

同社は、音楽用電子機器事業の単一セグメントであるため、セグメント情報を作成していないが、製品カテゴリー別売上高を開示している。なお、Mogar は、同社の製品以外にも楽器 (Mogar 取扱いブランド) を仕入販売しており、その商品売上高も 18/12 期から開示された。

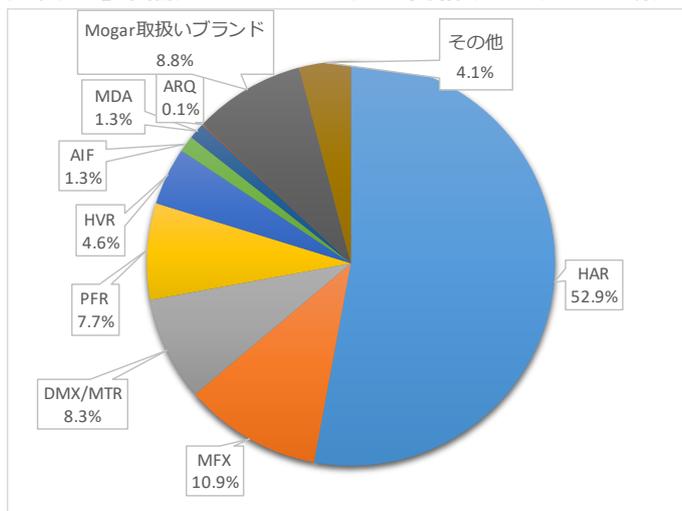
(注 1) リニア PCM レコーダーとは、音声などのアナログ信号をデジタルデータに変換する際、音声品質が劣化する原因となる圧縮等の処理を行わない方式で記録する IC レコーダーを言う。

(注 2) エフェクターとは、ギターやベースの音色に変化をつける機器で、単体のエフェクトペダルと、複数のエフェクトが 1 つの筐体に内蔵されたマルチエフェクターに分類される。

製品の中で最も売上高が大きいのが、非圧縮音声で録音する高音質リニア PCM レコーダー^{注 1}であるハンディオーディオレコーダー (HAR) であり、18/12 期の売上高の 52.9% を占めている (図表 2)。元々はロックミュージシャン向けに開発されたが、デジタル一眼レフで動画撮影するクリエイターの間でも音声レコーダーとして使用されている。

次に売上高が大きいのが、最初の自社開発製品であるマルチエフェクター^{注 2} (MFX) であり、売上高の 10.9% を占めている。90 年にギターのストラップに取り付け可能な小型マルチエフェクター (9002) を発売して以来、ベースギター用、アコースティックギター用など様々な製品を販売している。

【 図表 2 】 製品カテゴリー別売上高構成比 (18/12 期)



(出所) ズーム有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3 番目に大きいのが、複数のトラック（録音データの単位）を自由に選択し、録音/再生を行える録音機器であるマルチトラックレコーダー（MTR）であり、売上高の 8.3%を占めている。ベースとなる曲を作成し、別トラックに歌、更に別トラックに音階の異なる歌を録音するといった多重録音ができる製品である。デジタルミキサー（DMX）機能を付けた MTR を販売したことから、当カテゴリーは 17/12 期から DMX/MTR と表示されている。

4 番目に位置するのが、映像関連産業やサウンドデザイナー等のクリエイターが屋外で使用することを想定して開発されたプロフェッショナルフィールドレコーダー（PFR）であり、売上高の 7.7%を占めている。

（注 3）ハイレゾオーディオとは、サンプリング周波数と量子化ビット数のいずれかが CD スペックを超えるという基準を満たす、高い音質を備えた音声データを言う。

5 番目に位置するのが、ハイレゾオーディオ^{注 3}音質での録音に対応した音楽用ビデオレコーダーであるハンディビデオレコーダー（HVR）であり、売上高の 4.6%を占めている。YouTube 等の動画投稿サイトに HD 画質の動画をアップロード出来る製品も販売している。

6 番目に位置するのが、コンピュータへの音声の入り口になる製品であるオーディオインターフェース（AIF）であり、売上高の 1.3%を占めている。音声をコンピュータに入力する際はアナログからデジタルへ、コンピュータの音声を聞く際はデジタルからアナログへ変換する機能を担う製品である。

7 番目に位置するのが、アップル社の iPhone や iPad 等に接続して録音する機能を持つモバイルデバイスアクセサリ（MDA）であり、売

上高の 1.3%を占めている。同製品は、コンパクト設計のマイクとなっており、CD 品質のステレオサウンドで収録することが出来る。

個別で開示されている製品の中で、売上高が最小のカテゴリーが、従来はエレクトロニックダンスミュージック (EDM) と記載されていた ARQ であり、売上高の 0.1%を占めている。電子音を多用したダンスミュージックの演奏データを、クラブや音楽フェスティバル等で再生することにより自動演奏を行う機器 (ミュージックシーケンサー、リズムマシン等) である。

Mogar 取扱いブランドは、他社から仕入れたギターやドラムセット等の楽器によって構成されており、18/12 期売上高の 8.8%を占めている。Mogar の業績数値が損益計算書に反映された 18/12 期下期に限定すると、売上高の 14.6%に相当する。

> ビジネスモデル

◆ 製品の魅力で音と音楽のグローバルニッチ市場を開拓する

同社の特徴は、ファブレス体制によって研究開発に経営資源を集中し、製品の魅力で、「音」と「音楽」に関するグローバルニッチ市場の開拓を目指している点にある。

世界の家電市場を、音と音楽に関する機器 (音楽用電子機器) 等に焦点を当てて分類してみると、大手家電メーカーにとっては規模が小さく魅力に乏しいものの、同社にとっては十分に魅力的な規模を持つ市場が存在する。同社は、このような市場をグローバルニッチ市場と定義し、このグローバルニッチ市場に対して魅力的な製品を開発、販売することを目指している。

音と音楽に関するグローバルニッチ市場は、従来、ミュージシャンを中心とした音楽業界関連のアーティストや企業が主要ユーザーであったが、同社は音にこだわる映像関連業界やサウンドデザイナー等のクリエイター向けの製品を開発することで、対象とする市場を拡大できると考えている。

◆ 売上原価の大半は変動費である製品仕入高によって構成される

同社の連結子会社は、南欧の販売代理店である Mogar と輸出入業務の事務を代行する香港法人の 2 社だけであるため、単体の売上高、売上原価は、連結と大差はない。よって、単体の売上原価明細を見ることで同社グループの売上原価の構造が理解できる。同社はファブレス企業であるため、単体の売上原価のほとんどが、変動費である製品仕入高によって占められている。固定費は、生産委託先に貸与する金型等の減価償却費が少しある程度である。

◆ 販管費の中心は研究開発費と人件費が占めている

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の中心を占めるのは、研究開発費と給料手当及び賞与であり、18/12期においては合計で販管費の55.4%に達している。研究開発費の中には、エンジニアの人件費に加え、新製品の開発に伴う外注費等も含まれている。

給料手当及び賞与の売上高に対する比率は、過去5期において6%程度で推移している。海外販売において、販売代理店を使った営業体制を採用しているため、営業コストが抑えられている。一方、研究開発費の売上高に対する比率は、同期間で11%~14%で推移しており、同社が研究開発を重視する姿勢が表れている。

なお、研究開発部門の人員数は、15/12期末39名、16/12期末41名、17/12期末43名、18/12期末45名と着実に増加している。

その他、支払手数料も18/12期において販管費の15.7%を占める主要な項目となっている。支払手数料の中には、一般的な監査報酬等の他に、開発に関連したソフトウェアの作成や改良に関する外注費や、Mogarが計上している委託販売手数料等も含まれている。

◆ 持分法投資利益と租税公課が営業外収支に計上されている

同社には販売代理店である2つの持分法適用関連会社が存在するが、営業外収益に計上される持分法投資利益のほとんどは売上高規模が大きい米国法人のものであると推測される。米国法人はLLC形態となっているため、その利益は同社の連結決算において、税引後ベースではなく、税引前ベースで営業外収益に計上され、その利益に対する法人税相当額が租税公課として営業外費用に計上されている。

18/12期においては、146百万円の持分法投資利益に対して、34百万円の租税公課が営業外費用に計上されていることから、通常の方式である税引後ベースの持分法投資利益は112百万円と試算される。

◆ 特定の生産委託先に対する依存度が高い

同社の生産は外部企業に依存しており、特に、ハンディオーディオレコーダーの主要委託先であるHong Kong Tohei E.M.C. Co. Ltd.に対する生産委託額は、全体の78.1%（18/12期）を占めている。

> SWOT分析

◆ SWOT分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表3のようにまとめられる。

【 図表 3 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・世界初の機能を実現する高い開発力 ・ファブレスによって経営資源をコア技術を中心とした研究開発に集中 ・蓄積した技術とノウハウを転用して、新カテゴリーを着実に創出している ・約50社の代理店を通じて販売する世界約130カ国でブランドが浸透している
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ハンディオーディオレコーダーに対する高い依存 ・資本関係がない海外販売代理店に対する売上比率の高さ ・競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・新カテゴリーの創出 ・クリエイター市場の開拓 ・既存カテゴリー分野における製品ラインナップの拡充
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・先進国における少子化による市場の縮小 ・技術革新や新しいコンセプトの製品の誕生による競争環境の急変 ・円高による収益性の悪化

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は顧客志向に基づいた製品開発の蓄積にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、経営資源を製品開発に集中していることに関係している (図表 4)。

【 図表 4 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・プロ、セミプロからアマチュアまで顧客層は幅広い ・「音」と「楽器」の市場にグローバルに展開	・海外売上高比率、販売国数	88.2%、約130カ国	90.8%、約130カ国
	ブランド	・国内外のユーザーや販売代理店にはブランドが浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・自社製品の発売からの経過年数	28年	29年
	事業パートナー	・海外では販売代理店を通じて事業を展開している	・上場からの経過年数	2.0年 (19年4月時点)	2.5年 (19年10月時点)
		・国内では楽器店ルートでの販売が中心 ・特定の生産委託先への依存度が高い	・海外販売代理店数 ・国内販売先楽器店店舗数	50社超 約500店	約50社 非開示
組織資本	プロセス	・生産は全て中国等のEMS企業に外注する他、海外の営業活動は販売代理店に委託しており、同社は製品開発と国内での営業活動を主な事業領域としている ・製品の種類、開発の難易度や進捗に応じて、エンジニアを柔軟に配置し、独自性と市場ニーズへの対応を兼ね備えた製品をいち早く開発する体制を採っている ・初心者やアマチュアを大切に顧客志向と、世界初の要素を持つ製品作りを目指すイノベーション志向を持って製品開発を行っている	・研究開発費、売上高研究開発費比率	738百万円、11.7%	868百万円、11.3%
	知的財産	・最先端の専門知識を持ち、楽器を演奏するエンジニアが、音楽的な感性やエンドユーザーの視点も取り入れて、バランスの取れた提案型の製品を開発している			
	ノウハウ	・デジタル信号処理、アナログ電子回路設計、ユーザーインターフェース、ファームウェア (組込みソフトウェア)、ポイシング (音創り) をコア技術としている			
人的資本	経営陣	・社長は音楽用電子機器業界で長年の経験がある	・社長の業界経験年数	42年 (19年4月時点)	42.5年 (19年10月時点)
		・社長による経営へのコミットメント	・社長の保有株数	352,700株 (15.4%)	352,700株 (15.4%)
	従業員	・開発人員を主体とした組織体制	・開発人員数、総従業員数	43人、85人	45人、117人
		・インセンティブ制度	・ストックオプション ・従業員持株会	93,000株 (4.0%) 154,037株 (6.7%)	68,400株 (3.0%) 144,688株 (6.3%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 17/12 期または 17/12 期末、今回は 18/12 期または 18/12 期末のもの。

カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役保有分も含む。

(出所) ズーム有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社が属する音楽用電子機器市場は、国内だけでは規模が小さく、海外需要を広範囲に取り込むことが求められるが、自社で開発から生産、販売までをトータルで展開することは、同社のような規模の小さい会社においては非効率を招くことになる。そのため、生産や海外販売の大半をパートナーに任せる一方、同社は開発にほぼ特化する道（ファブレスメーカー化、販売代理店を通じた海外販売）を選択した。

初の自社製品であるマルチエフェクターを 90 年に発売して以来、数年おきに新しいカテゴリーに参入し、製品ラインナップを拡充すると共に、海外販売を着実に拡大させてきたことは、同社の選択が正しかった証左と言えよう。同社の製品が世界各地で評価されている背景には、楽器を演奏するエンジニアが顧客志向に立って開発に当たっている同社の企業文化と製品開発の蓄積にあり、そのことが同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

> 決算概要

◆ 19 年 12 月期上期は 31%増収、287%営業増益、59%経常減益

19/12 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の決算は、売上高 4,001 百万円（前年同期比 31.1%増）、営業利益 53 百万円（同 287.1%増）、経常利益 22 百万円（同 59.3%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 15 百万円（同 64.4%減）であった（図表 5）。

【 図表 5 】 19 年 12 月期上期の業績

（単位：百万円）

	18/12期						19/12期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	3,051	2,327	2,326	4,654	7,705	22.3%	1,963	2,037	4,001	31.1%
売上総利益	1,017	780	828	1,609	2,626	20.2%	670	732	1,403	37.9%
売上総利益率	33.3%	33.5%	35.6%	34.6%	34.1%	—	34.2%	36.0%	35.1%	—
販売費及び一般管理費	1,003	666	696	1,362	2,366	27.4%	627	722	1,350	34.5%
販管費率	32.9%	28.6%	29.9%	29.3%	30.7%	—	32.0%	35.4%	33.7%	—
営業利益	13	114	132	246	260	-20.5%	42	10	53	287.1%
営業利益率	0.5%	4.9%	5.7%	5.3%	3.4%	—	2.2%	0.5%	1.3%	—
経常利益	54	133	158	291	346	-4.5%	22	0	22	-59.3%
	1.8%	5.7%	6.8%	6.3%	4.5%	—	1.2%	0.0%	0.6%	—
当期（四半期）純利益	43	129	145	275	318	10.4%	13	1	15	-64.4%
EBITDA	119	217	265	482	601	-5.9%	75	70	146	22.7%
EBITDAマージン	3.9%	9.3%	11.4%	10.4%	7.8%	—	3.9%	3.5%	3.7%	—
減価償却費	69	63	85	149	219	-1.2%	26	31	58	-16.0%
のれん償却額	—	4	4	9	9	—	4	4	9	—
持分法投資利益-租税公課	35	33	42	76	112	24.5%	1	23	25	-29.5%
研究開発費	438	232	198	430	868	17.6%	200	243	443	1.2%
為替差損益	-17	13	-2	10	-7	—	-6	-26	-33	—

（注）EBITDA の数値は、同社の定義に従い、営業利益に減価償却費及びのれん償却額、持分法投資利益を加算し、租税公課（営業外費用）を控除して算出

（出所）ズーム有価証券報告書、四半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

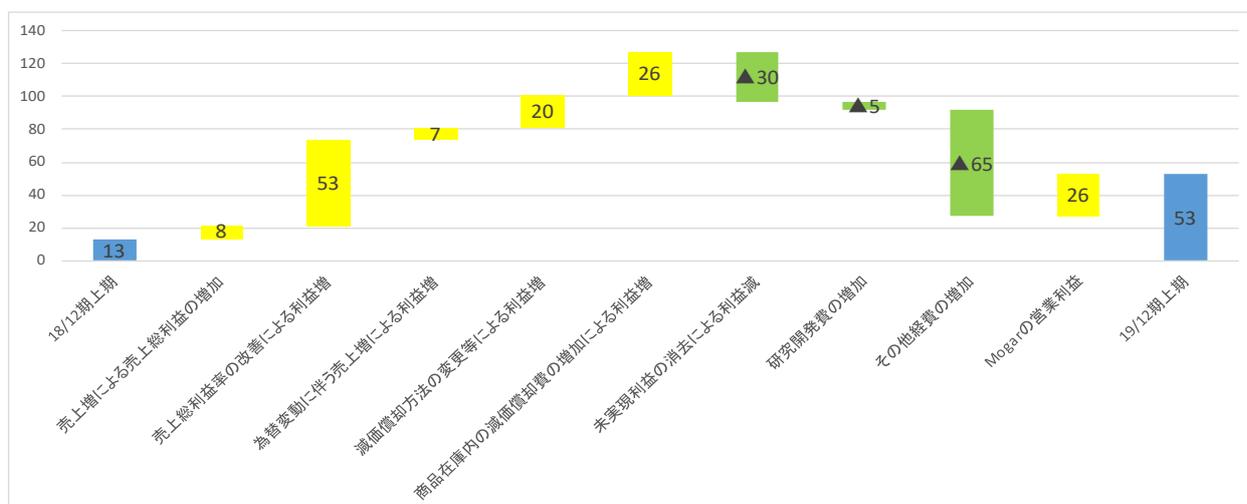
同社が重視している EBITDA (営業利益に減価償却費、のれん償却額、持分法投資利益を加算し、営業外費用の租税公課を控除したものとして同社は定義している)は、146 百万円と前年同期比 22.7%増加した。

売上総利益率は、18/12 期上期の 33.3%から 35.1%に上昇した。前上期は円高や原材料の値上がり等の影響を受けて悪化していたが、19/12 期上期は新製品の出荷価格を引き上げたため、採算が改善した。

販管費は、前年同期比 346 百万円増加した。主な項目では、Mogar を連結したため、給料手当及び賞与が同 75 百万円、支払手数料が同 55 百万円増加した。Mogar の販管費の計上を除くと、地代家賃 (同 16 百万円増)、減価償却費 (同 10 百万円増)、のれん償却額 (同 9 百万円増)、人件費 (同 7 百万円増)、研究開発費 (同 5 百万円増)が増加の主因となった。結果、販管費率は、前上期の 32.9%から 33.7%に悪化したものの、営業利益率は前上期の 0.5%から 1.3%に上昇した。

営業利益の増減分析については、図表 6 の通りである。

【 図表 6 】 19 年 12 月期上期の営業利益の増減分析 (単位: 百万円)



(出所) ズーム決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

1) Mogar の連結化と為替変動の影響を除いた売上増による売上総利益の増加 (8 百万円増)、2) 売上総利益率の改善による利益増 (53 百万円増)、3) 為替変動に伴う売上増による利益増 (7 百万円増)、4) 減価償却方法の変更等による利益増 (20 百万円増、減価償却方法を定率法から定額法に変更、償却年数を長期化)、5) 商品在庫内の減価償却費が増加したことに伴う費用の控除による利益増 (26 百万円増)、6) 連結化による Mogar の営業利益の計上 (26 百万円増) が増益要因として挙げられている。

(注 4) 未実現利益とは、連結会社間の取引において、ある連結会社から別の連結会社に売却された商品等が期末時点でその会社の在庫として残っている場合に、売却した連結会社がその商品に付けた利益を言う。発生した未実現利益は、連結決算作成時に修正仕訳にて消去される。翌期以降にその商品が外部に販売された(未実現利益が実現された)際は、連結決算作成時に修正仕訳を行い、消去されていた利益を認識する。

一方、減益要因としては、7) 未実現利益^{注4}の消去による利益減(30百万円減、Mogar と英国持分法適用関連会社において、同社が販売した製品在庫が増加したことに伴って発生)、8) 研究開発費の増加(5百万円減)、9) その他の経費増(65百万円減)が挙げられている。

営業外収支は、前上期の40百万円の黒字から31百万円の赤字に悪化した。持分法投資利益は、前上期の49百万円から36百万円に減少した一方、租税公課は、前上期の13百万円に対して10百万円への減少にとどまった。支払利息は、Mogar の計上分(22百万円)が加わったため、前上期の7百万円から28百万円に増加した。為替差損は、前上期の17百万円から33百万円に増加した。その他の項目では、前上期は未計上であった和解金(営業外費用)を20百万円計上した。

なお、18/12期第3四半期から連結決算に反映されたMogarの業績(連結調整前)は、売上高1,139百万円(前下期は1,105百万円)、営業利益26百万円(同30百万円の損失)、四半期純損失9百万円(同94百万円の損失)であった。18年10月からスペインでのズーム製品の取扱いがMogarに移管されたこと等を受けて、クリスマス商戦がある下期よりも上期の売上高が大きくなった。販売価格の引上げ等による売上総利益率の改善や、人員削減等による販管費の減少(前下期比7百万円減)もあり、営業損益は黒字に転換した。

◆ 買収効果とハンディビデオレコーダー等の好調が増収を牽引

製品カテゴリー別では、前下期から加わったMogar取扱いブランド(売上高638百万円)の貢献や、前下期に発売したQ2n4Kの販売が好調であったハンディビデオレコーダー(前年同期比79.6%増)、上位機種であるH5及びH6、前下期に発売したH3-VRの販売が伸びたハンディオーディオレコーダー(同6.9%増)の拡大が増収を牽引した(図表7)。

【図表7】19年12月期上期の製品カテゴリー別売上高

(単位: 百万円)

	18/12期						19/12期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
ハンディオーディオレコーダー	1,681	1,234	1,157	2,392	4,073	24.5%	840	957	1,797	6.9%
マルチエフェクター	419	223	193	417	836	-21.5%	248	256	505	20.5%
ハンディビデオレコーダー	163	100	93	194	357	-47.1%	165	128	293	79.6%
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	305	160	173	334	639	71.7%	132	125	258	-15.5%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	258	183	149	333	591	50.9%	153	97	251	-2.7%
Mogar取扱いブランド	—	311	368	680	680	—	292	345	638	—
その他	223	112	190	303	526	0.4%	130	127	257	15.2%
合計	3,051	2,327	2,326	4,654	7,705	22.3%	1,963	2,037	4,001	31.1%

(出所) ズーム有価証券報告書、四半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

G1Four シリーズ (19 年 1 月発売)、B1Four シリーズ (19 年 4 月発売) の新製品効果があったマルチエフェクターが前年同期比 20.5%増加したほか、新製品 GCE-3 が投入されたオーディオインターフェースが拡大したその他カテゴリーは同 15.2%増加した。

一方、L-20 (18 年 7 月発売) の初期需要が一巡したデジタルミキサー/マルチトラックレコーダーが前年同期比 15.5%減少したほか、F8n (18 年 6 月発売) の販売が堅調であったものの、F1 シリーズ (18 年 1 月発売) の初期需要が一巡したことから、プロフェッショナルワールドレコーダーは同 2.7%減少した。

◆ 地域別では買収効果等により南ヨーロッパが増収を牽引

地域別売上高では、買収によって、Mogar 取扱いブランドの売上高 (638 百万円) とズーム製品の小売マージンが貢献したことや、スペイン、ポルトガルの販売分が加わったことから、南ヨーロッパが前年同期比 866 百万円増加し、増収を牽引した (図表 8)。

【 図表 8 】19 年 12 月期上期の地域別売上高 (単位: 百万円)

	18/12期上期	19/12期上期	
	金額	金額	増減額
南ヨーロッパ	273	1,139	866
北米	994	973	-20
日本	341	375	34
中央ヨーロッパ	377	293	-84
イギリス	204	244	40
中国	126	122	-3
オーストラリア	59	71	12
ロシア	58	71	13
その他	615	707	92
合計	3,051	4,001	950

(注) 南ヨーロッパはイタリア・フランス・スペイン・ポルトガル、中央ヨーロッパはドイツ・ベネルクス 3 国・オーストリア・ポーランド・チェコ・スロバキア・バルト 3 国

(出所) ズーム決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

韓国、フィリピン、ブラジル等が増加したその他地域 (前年同期比 92 百万円増) や、マルチエフェクター等が好調であったイギリス (同 40 百万円増)、日本 (同 34 百万円増) も増収だった。

一方、前年同期の販売が好調だった反動や、販売代理店の在庫調整の影響により、中央ヨーロッパ (前年同期比 84 百万円減) や米国 (同 20 百万円減) は減収であった。

◆ **上期の利益は社内目標を下回った模様**

同社の上期計画は非公表であるが、売上高は社内目標を上回ったと見られるものの、利益は社内目標を下回った模様である。

カテゴリー別売上高については、Mogar 取扱ブランド、ズームブランド (特に、ハンディオーディオレコーダーとハンディビデオレコーダー) が共に目標を上回ったと見られる。

減価償却方法の変更等に伴うコスト削減効果等が、上期段階では想定よりも小幅にとどまり、売上総利益率が目標ほどには改善しなかったため、営業利益は目標を下回った模様である。加えて、為替差損や和解金の計上等により、営業外収支も目標よりも悪化したと見られる。

◆ **買掛金の減少や借入金の返済によって資産、負債が減少した**

19/12 期上期末の総資産は、18/12 期末の 7,934 百万円から 7,339 百万円に減少した。主要科目では、売掛金 (18/12 期末比 235 百万円増) や有形固定資産 (同 175 百万円増) は増加したものの、負債の返済等により現預金が同 884 百万円減少した。

調達サイドでは、買掛金 (18/12 期末比 363 百万円減) や短期借入金 (同 196 百万円減) の減少により、負債合計は 18/12 期末比 485 百万円減少した。一方、自己資本は配当金の支払い等により同 109 百万円減少した。結果、自己資本比率は前期末の 59.6%から 63.0%に上昇した。

> **業績見通し**

◆ **19 年 12 月期の会社計画は 11%増収、137%営業増益**

19/12 期について同社は、売上高 8,540 百万円 (前期比 10.8%増)、営業利益 616 百万円 (同 136.6%増)、経常利益 673 百万円 (同 94.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 473 百万円 (同 48.5%増) を見込む期初計画を据え置いた (図表 9)。

売上高に関しては前期比 834 百万円の増収を計画している。期中平均円/ドルレートの前提は 108.0 円 (前期は 110.4 円) である。

カテゴリー別売上高では、主力製品のハンディオーディオレコーダーは、年末に予定される新製品の貢献が軽微との判断から、前期比 463 百万円減少を見込んでいる。その他の主要製品では、いずれも新製品効果を背景に、マルチエフェクターは同 262 百万円、ハンディビデオレコーダーは同 178 百万円、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは同 129 百万円、プロフェッショナルフィールドレコーダーは同 99 百万円の増加と予想している。一方、通年での貢献となる Mogar 取扱ブランドは同 556 百万円の増加を見込んでいる。

【 図表 9 】ズームの過去の業績と 19 年 12 月期の計画

(単位: 百万円)

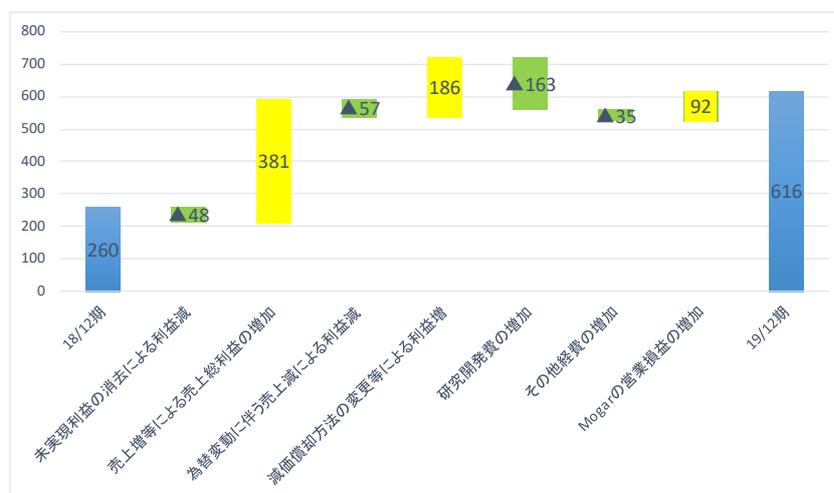
カテゴリー別	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	
	実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	5,216	5,950	5,969	6,300	7,705	8,540	10.8%
ハンディオーディオレコーダー	—	3,639	3,132	3,270	4,073	3,609	-11.4%
マルチエフェクター	—	849	867	1,064	836	1,098	31.4%
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	—	327	268	372	639	769	20.3%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	—	101	706	392	591	690	16.8%
ハンディビデオレコーダー	—	455	333	676	357	536	49.8%
Mogar取扱いブランド (ズームブランド以外)	—	—	—	—	680	1,237	81.9%
その他	—	577	660	524	526	597	13.5%
売上総利益	1,671	2,052	1,954	2,185	2,626	—	—
売上総利益率	32.0%	34.5%	32.7%	34.7%	34.1%	—	—
販売費及び一般管理費	1,539	1,710	1,733	1,857	2,366	—	—
販管費率	29.5%	28.7%	29.0%	29.5%	30.7%	—	—
営業利益	131	341	220	327	260	616	136.6%
営業利益率	2.5%	5.7%	3.7%	5.2%	3.4%	7.2%	—
経常利益	449	447	204	362	346	673	94.4%
経常利益率	8.6%	7.5%	3.4%	5.8%	4.5%	7.9%	—
当期純利益	418	403	179	288	318	473	48.5%
EBITDA	315	588	513	639	601	864	43.6%
EBITDAマージン	6.0%	9.9%	8.6%	10.2%	7.8%	10.1%	—
為替レート (円/米ドル)	—	—	109.3	112.4	110.4	108.0	—

(注) EBITDA の数値は、同社の定義に従い、営業利益に減価償却費及びのれん償却額、持分法投資利益を加算し、租税公課(営業外費用)を控除して算出

(出所) ズーム有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

営業利益予想の増減分析については、1) 売上増等による売上総利益の増加 (381 百万円増)、2) 減価償却方法の変更等による利益の増加 (186 百万円増)、3) Mogar の営業損益の改善 (92 百万円増) が増益要因として挙げられている (図表 10)。

【 図表 10 】19 年 12 月期の営業利益予想の増減分析 (単位: 百万円)



(出所) ズーム決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

一方、減益要因としては、4) Mogar に販売した商品の在庫に含まれる未実現利益の消去を想定したことによる利益減(48百万円減)、5) 為替変動による売上減に伴う利益減(57百万円減)、6) 新製品開発における外注費増による研究開発費の増加(163百万円減)、7) その他経費増(35百万円減)が挙げられている。

なお、減価償却費(のれん償却額を含む)については、有形固定資産の減価償却方法を定率法から定額法に変更したことと、耐用年数を長期化させたことが、従来の方法に比べ186百万円の増益要因になると試算している。実質的な減価償却費(のれん償却額を含む)の増加を加味すると、実際は前期比約1億円の減少を計画している。加えて、持分法投資利益(租税公課控除後)については、若干の増益を想定しているため、同社が定義するEBITDAの増加率は、営業利益や経常利益の増益率よりも低くなっている。

通期で寄与するMogarについては、経営改善による業績の正常化を前提に、売上高1,968百万円、営業利益61百万円、当期純利益0百万円を予想している。

なお、同社は、持分法適用関連会社であるZoom North America, LLC(以下、ZNA)の株式の17.1/3%を20年1月30日に追加取得し、50.2/3%出資の連結子会社にする予定であると公表した。ZNAの18/12期の売上高は3,377百万円、営業利益は428百万円、当期純利益は429百万円(LLCは法人税を支払っていない)、純資産は1,033百万円、総資産は1,374百万円である。取得額とのれんについては未定である。

◆ 証券リサーチセンターの19年12月期予想

当センターは、上期実績と同社の施策を踏まえて19/12期予想を見直した結果、売上高を8,563百万円→8,683百万円、営業利益を618百万円→569百万円、経常利益を678百万円→602百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を498百万円→449百万円に修正した。前期比では、11.1%増収137.5%営業増益から、12.7%増収118.7%営業増益へと修正した(図表11)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

カテゴリー別売上高については、上期実績が想定を下回っていたデジタルミキサー/マルチトラックレコーダー、プロフェッショナルフィールドレコーダーを減額する一方、実績が想定を上回っていたハンディビデオレコーダーやMogar取扱いブランド、公表された新製品のラインナップが想定以上であったマルチエフェクターを増額した結果、合計で前回予想から120百万円増額した。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	18/12	19/12CE	旧19/12E	19/12E	旧20/12E	20/12E	旧21/12E	21/12E
売上高	7,705	8,540	8,563	8,683	8,977	10,237	9,437	10,637
前期比	22.3%	10.8%	11.1%	12.7%	4.8%	17.9%	5.1%	3.9%
カテゴリ別	-	-	-	-	-	-	-	-
ハンディオーディオレコーダー	4,073	3,609	3,740	3,740	4,200	4,760	4,400	4,960
マルチエフェクター	836	1,098	1,050	1,090	990	1,150	1,050	1,210
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	639	769	740	700	700	850	760	870
プロフェッショナルフィールドレコーダー	591	690	670	650	630	750	680	780
ハンディビデオレコーダー	357	536	536	576	580	670	620	710
Mogar販売ブランド (ズームブランド以外)	680	1,237	1,237	1,337	1,237	1,337	1,237	1,337
その他	526	597	590	590	640	720	690	770
売上総利益	2,626	-	3,356	3,274	3,545	4,566	3,758	4,734
売上総利益率	34.1%	-	39.2%	37.7%	39.5%	44.6%	39.8%	44.5%
販売費及び一般管理費	2,366	-	2,738	2,704	2,872	3,429	3,025	3,536
販管費率	30.7%	-	32.0%	31.1%	32.0%	33.5%	32.1%	33.2%
営業利益	260	616	618	569	673	1,137	733	1,198
前期比	-20.5%	136.6%	137.5%	118.7%	8.9%	99.8%	8.9%	5.3%
営業利益率	3.4%	7.2%	7.2%	6.6%	7.5%	11.1%	7.8%	11.3%
経常利益	346	673	678	602	748	1,084	823	1,155
前期比	-4.5%	94.4%	95.9%	74.0%	10.3%	80.0%	10.0%	6.5%
経常利益率	4.5%	7.9%	7.9%	6.9%	8.3%	10.6%	8.7%	10.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	318	473	498	449	548	561	597	611
前期比	10.4%	48.5%	56.3%	41.0%	10.0%	24.9%	8.9%	8.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ズーム決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率については、上期実績が想定を下回っていたため、前回予想の 39.2%から 37.7%に引き下げた。販管費については、19/12 期上期の研究開発費が想定ほど増えていなかったこと等を受けて、前回予想から 34 百万円減額した。結果、営業利益については前回予想から 49 百万円減額した。なお、会社別の営業利益では、同社単体を減額した一方、上期実績が想定を上回っていた Mogar については増額している。

営業外収支については、上期に発生した保険解約返戻金(営業外収益)、為替差損、和解金(以上、営業外費用)を新たに織り込んだほか、上期実績が想定を下回っていたため、持分法利益(ネット)をやや減額した。結果、経常利益については前回予想から 76 百万円減額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、19/12 期上期実績や同社の施策を踏まえ、20/12 期以降についても、前回予想を見直した。

20/12 期予想については、ZNA の子会社化を主因として、売上高を 1,260 百万円、営業利益を 464 百万円、経常利益を 336 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 13 百万円増額した。

カテゴリ別売上高については、19/12 期予想を変更した要因を考慮したことに加え、ZNA の子会社化に伴い、製品毎に北米での小売マージンを推測して売上高を増額した。

営業利益の増額については、ZNA の小売マージンと販管費を織り込んだほか、ZNA 株式の追加取得によりのれんが発生すると想定し、のれん償却額も増加すると予想した。また、19/12 期予想と同様に、Mogar の数値も増額した。営業外収支については、ZNA に関する持分法による投資利益と租税公課が剥落すると想定した。

経常利益の増額幅に比べ、親会社株主に帰属する当期純利益の増額幅が小さいのは、ZNA の利益に関する控除項目として、法人税だけでなく、非支配株主に帰属する当期純利益の計上を見込んだためである。

21/12 期予想については、20/12 期予想の修正と同様な理由により、売上高を 1,200 百万円、営業利益を 465 百万円、経常利益を 332 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 14 百万円増額した。

19/12 期の一株当たり年間配当金について、同社は配当性向 30%を目安に安定的な配当を実施するという方針に基づいて 63 円と予想している。当センターでは、当期純利益の予想を見直したため、19/12 期は 66 円から 63 円へ、20/12 期は 73 円から 74 円へ、21/12 期は 79 円から 81 円へと修正した。

> 投資に際しての留意点

◆ 対中輸入品に対する米国の関税政策の影響への注意を継続する

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 為替レートの変動が業績に与える可能性、2) 第 4 四半期に利益が偏重する季節性、3) 中国からの輸入品に対する米国の制裁関税の影響を投資に際しての留意点として指摘した。

同社の製品のうち、18 年に米国による対中輸入品関税の対象品目となったのは、マルチエフェクター、ハンディビデオレコーダー、オーディオインターフェースであったが、同社のハンディビデオレコーダーはインドネシアで生産されていることや、マルチエフェクターとオーディオインターフェースの米国での販売比率が低いことから、19/12 期上期までの北米売上高に大きな影響はなかった模様である。

19 年 9 月 1 日には制裁関税の対象品目が拡大されたが、同社の主要製品は含まれていない模様である。同年 12 月 15 日に関税適用が予定

されている対象品目には、ハンディオーディオレコーダーや、プロフェッショナルフィールドレコーダー、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー等の主力製品が含まれている模様であり、予定通り実施されれば、20/12期以降の業績に与える影響を与える可能性がある。しかしながら、米中協議の動向によっては、実施が見送られたり、先送りされたりする可能性もあるため、当センターでは、今回、12月15日に予定されている関税適用は同社の業績に大きな影響を与えず、北米向け出荷高は当面横ばいで推移するという前提で業績予想を策定した。

ZNA が持分法適用関連会社から子会社に変わることによって、売上高と営業利益に占める北米の比率が大きく上昇するため、今後は従来に増して北米の動向に業績や株価が影響を受ける点に注意する必要がある。

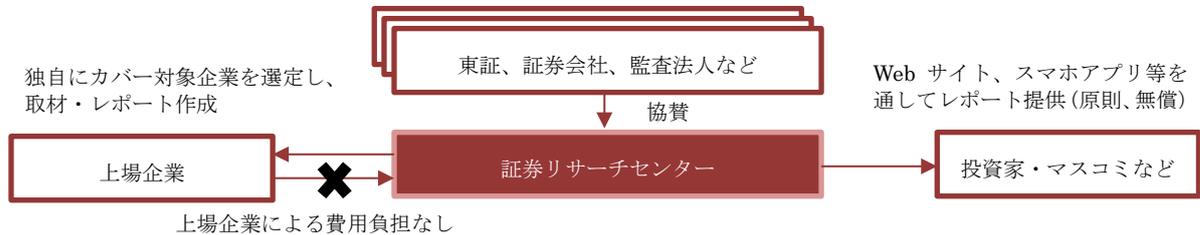
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を18年4月27日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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、当該情報を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。
- ・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・間接的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。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。