

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

2018年11月9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 20181106

ズーム(6694 東証JQS)

発行日:2018/11/9

音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー 円高の影響を受けて今期は減益見通したが、新製品の貢献で来期は回復を見込む

> 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、米国と英国の持分法適用関連会社や、各地の販売代理店を通じて行っており、17/12期の海外売上高比率は88.2%に達している。

◆ 18年12月期上期決算は2%増収、90%営業減益

- ・18/12期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、2.1%増収、89.8%営業減益であった。円高や電子部品価格の上昇による売上総利益率の低下に、研究開発費等の増加が加わり、大幅減益となった。

◆ 18年12月期の会社計画は38%営業減益に下方修正された

- ・18/12期上期実績と子会社化したイタリアの販売代理店の状況を踏まえて、同社は、前期比16.1%増収、15.1%営業増益としていた18/12期計画を、17.5%増収、37.9%営業減益に修正した。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、18/12期上期に低下した売上総利益率や買収した子会社の数値を中心に18/12期の業績予想を見直し、売上高を7,270百万円→7,415百万円(前期比17.7%増)、営業利益を373百万円→204百万円(同37.6%減)、経常利益を448百万円→281百万円(同22.5%減)に修正した。

◆ 新製品の貢献等を見込み、来期からの業績回復を予想する

- ・当センターでは、18/12期上期実績と買収した子会社の状況を踏まえて、19/12期以降についても利益予想を減額したものの、製品の出荷価格の引上げや新製品の貢献等を見込み、19/12期からの業績回復を予想する。
- ・中国からの輸入品に対する米国の制裁関税が同社製品の一部に適用される可能性があり、同社の業績への影響に注意が必要である。

【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)
2016/12	5,969	0.3	220	-35.4	204	-54.2	179	-55.6	89.7	2,024.2	20.0
2017/12	6,300	5.6	327	48.2	362	77.0	288	61.0	133.2	2,004.6	40.0
2018/12 CE	7,401	17.5	203	-37.9	267	-26.3	216	-24.9	95.2	—	40.0
2018/12 E	7,415	17.7	204	-37.6	281	-22.5	229	-20.6	100.7	2,048.4	40.0
2019/12 E	8,170	10.2	240	17.5	336	19.6	268	17.0	117.8	2,126.3	40.0
2020/12 E	8,520	4.3	302	25.9	404	20.2	301	12.4	132.5	2,218.8	45.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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】

	2018/11/2
株価(円)	1,292
発行済株式数(株)	2,297,412
時価総額(百万円)	2,968

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.7	12.8	11.0
PBR(倍)	0.6	0.6	0.6
配当利回り(%)	3.1	3.1	3.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-13.4	-26.4	-40.6
対TOPIX(%)	-4.3	-21.6	-6.8

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/16

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。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 (17/12 期末従業員数 82 名) は、楽器を演奏する約 40 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。

中国で生産された製品は、物流を担う香港の現地法人 (100%出資の連結子会社) を経由して同社が仕入れ、全世界に供給されている。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、18 年 4 月、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) を子会社化し、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、山野楽器など主要楽器店約 500 店舗のほか、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、ヨドバシカメラなどの家電量販店が挙げられる。

◆ 海外売上高比率は 88%に達している

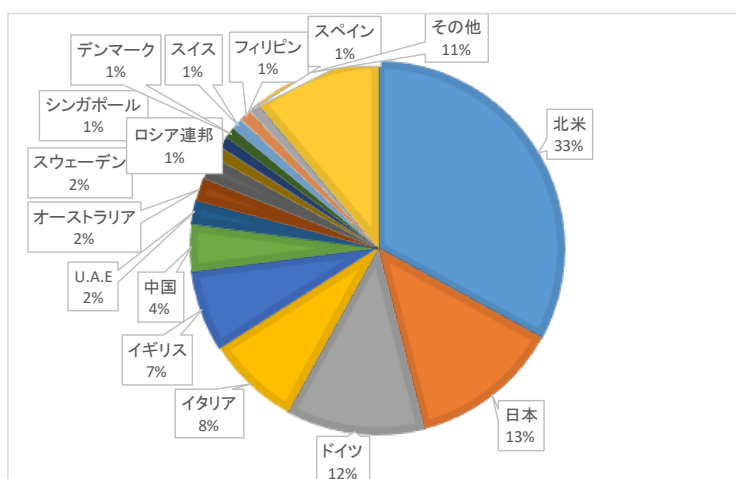
17/12 期における海外売上高比率は 88.2%に達しており、同社は音楽業界において日本よりも海外でブランドが浸透している企業であると言えよう。

17/12 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 35.0%) 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 国等も販売テリトリーとしている販売代理店である Sound Service Musikanlagen Vertriebsgesellschaft mbH (同 11.1%) の 2 社となっている。

米国とドイツの代理店向けに加え、日本とその他地域の売上高も、有価証券報告書において継続的に開示されている。17/12 期の日本の売上高は 741 百万円 (売上高比率 11.8%)、その他地域は 2,656 百万円 (同 42.2%) 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。

(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。

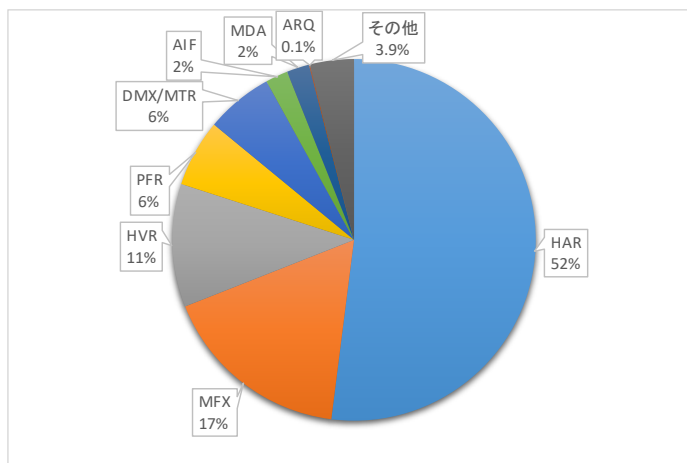
(注 3) ハイレゾオーディオとは、サンプリング周波数と量子化ビット数のいずれかが CD スペックを超えるという基準を満たす、高い音質を備えた音声データを言う。

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、17/12 期の売上高の 52%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を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 17%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。

3 番目に大きいのが、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 11%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。

【 図表 2 】 製品カテゴリー別売上高構成比 (17/12 期)



(出所) ズーム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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 6%を占めている。

5 番目に位置するのが、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 6%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。

6 番目に位置するのが、コンピュータへの音声の入出力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 2%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 2%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。

> 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

同社は、連結子会社が物流を担当する香港法人のみであるため、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、固定費を中心とした研究開発費と給料手当及び賞与であり、17/12期においては合計で販管費の60.4%に達している。また、支払手数料の中には、一般的な監査報酬などの他に、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も含まれていることに注意が必要である。

給料手当及び賞与の売上高に対する比率は、過去4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 名と着実に増加している。

◆ **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。

17/12 期においては、146 百万円の持分法投資利益に対して、56 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 90 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 84.6% (17/12 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
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
	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
			・上場からの経過年数 1.5年(18年11月時点)
	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	・海外販売代理店数 50社超
		・国内では楽器店ルートでの販売が中心	・国内販売先楽器店店舗数 約500店
組織資本	プロセス	・生産は全て中国の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	・研究開発費、売上高研究開発費比率 738百万円、11.7%
		・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	
	知的財産ノウハウ	・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	
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 41年
		・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%)
	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
		・インセンティブ制度	・ストックオプション 93,000株 (4.0%) ・従業員持株会 154,037株 (6.7%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、17/12期または17/12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、生産や海外販売においては、一部を除いて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当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 18年12月期上期は1.9%増収、8.6%営業減益

18/12 期第2 四半期累計期間（以下、上期）の決算は、売上高 3,051 百万円（前年同期比 2.1%増）、営業利益 13 百万円（同 89.8%減）、経常利益 54 百万円（同 50.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 43 百万円（同 48.1%減）であった（図表 5）。

【図表 5】18年12月期上期の業績

(単位：百万円)

	17/12期						18/12期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	2,987	1,793	1,519	3,313	6,300	5.6%	1,535	1,515	3,051	2.1%
売上総利益	1,069	556	559	1,115	2,185	11.8%	515	501	1,017	-4.9%
売上総利益率	35.8%	31.0%	36.8%	33.7%	34.7%	-	33.6%	33.1%	33.3%	-
販売費及び一般管理費	934	468	455	923	1,857	7.2%	484	519	1,003	7.4%
販管費率	31.3%	26.1%	30.0%	27.9%	29.5%	-	31.6%	34.3%	32.9%	-
営業利益	135	88	103	192	327	48.2%	30	-17	13	-89.8%
営業利益率	4.5%	4.9%	6.8%	5.8%	5.2%	-	2.0%	-1.1%	0.5%	-
経常利益	108	101	152	253	362	77.0%	40	13	54	-50.2%
	3.6%	5.7%	10.0%	7.7%	5.8%	-	2.7%	0.9%	1.8%	-
当期（四半期）純利益	83	88	117	205	288	61.0%	27	15	43	-48.1%
EBITDA	240	169	229	399	639	24.6%	72	46	119	-50.4%
EBITDAマージン	8.0%	9.5%	15.1%	12.1%	10.2%	-	4.7%	3.1%	3.9%	-
減価償却費	75	67	79	146	221	17.7%	31	37	69	-7.5%
持分法投資利益-租税公課	30	13	46	60	90	-13.0%	10	25	35	19.1%
研究開発費	394	185	158	344	738	-2.9%	185	252	438	11.3%
為替差損益	-32	1	4	6	-26	-	-27	9	-17	-

(注) EBITDA の数値は、同社の定義に従い、営業利益に減価償却費と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) ズーム決算短信、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 は、119 百万円と前年同期比 50.4%減少した。

売上総利益率は、前年同期の 35.8%から 33.3%に低下した。同社の仕入から販売までは 2~3 カ月のタイムラグがある。17 年末の円ドル相場は 113 円程度であったが、2 月頃から円高傾向が強まり、3 月は約 108 円、4 月は 106 円と円高が進行したため、円安時に仕入れた製品を円高時に販売することになり、採算が急速に悪化した。加えて、需給逼迫により、一部の電子部品（セラミックコンデンサ）の価格が急上昇したことも売上総利益率の低下要因となった。

販管費は、前年同期比 69 百万円増加した。給料手当及び賞与は同 5 百万円減少したものの、研究開発費が同 44 百万円増加したほか、Mogar の買収費用が 22 百万円発生したためである。結果、販管費率は、前年同期の 31.3%から 32.9%に上昇し、営業利益率は前年同期の 4.5%から 0.5%に低下した。

なお、Mogar 自体の数値は、連結貸借対照表には 18/12 期上期末から反映されたが、連結損益計算書には同第 3 四半期から反映されることになっている。

営業外収支は、前年同期の 26 百万円の赤字から 40 百万円の黒字に転換した。持分法投資利益は、前年同期の 46 百万円から 49 百万円にやや増加した一方、米国の法人税率が低下したため、租税公課は、前年同期の 15 百万円から 13 百万円に減少した。為替差損は、前年同期の 32 百万円から 17 百万円に減少した。その他の主要項目では、前年同期に計上していた 20 百万円の上場関連費用が剥落した一方、18/12 期上期は保険解約返戻金 (29 百万円) を計上した。

製品カテゴリー別では、主力機種である H4nPro の販売が好調であったハンディオーディオレコーダーは前年同期比 16.5%増加した (図表 6)。

【 図表 6 】 18 年 12 月期上期の製品カテゴリー別売上高

(単位:百万円)

	17/12期						18/12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	1,442	1,028	799	1,827	3,270	4.4%	857	823	1,681	16.5%
マルチエフェクター	515	330	218	549	1,064	22.8%	211	207	419	-18.7%
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	135	78	158	237	372	11.7%	182	123	305	126.3%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	293	53	45	98	392	-44.5%	92	165	258	-12.0%
ハンディビデオレコーダー	354	192	129	322	676	102.9%	72	91	163	-53.8%
その他	246	109	167	277	524	-12.0%	118	104	223	-9.4%
合計	2,987	1,793	1,519	3,313	6,300	5.6%	1,535	1,515	3,051	2.1%

(出所) ズーム有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

新製品効果により前年同期に好調であった G3n シリーズの反動減により、マルチエフェクターは前年同期比 18.7%減少した。17/12 期下期に販売を開始した L-12 の販売が引き続き堅調に推移したため、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは同 126.3%増加した。18/12 期上期に販売を開始した F1 シリーズは好調であったものの、前年同期に新製品として好調であった F4 の初期需要が一巡したため、プロフェッショナルフィールドレコーダーは同 12.0%減少した。新製品効果により前年同期に好調であった Q2n の反動減の影響により、ハンディビデオレコーダーは同 53.8%減少した。

地域別売上高では、マルチエフェクターが不振であった日本が前年同期比 35 百万円減少したものの、マルチトラックレコーダーの新製品 L-12 が好調であったドイツが同 31 百万円増加したほか、市場が拡大した中国が同 20 百万円増加した(図表 7)。

【図表 7】18 年 12 月期上期の地域別売上高

(単位:百万円)

	17/12期						18/12期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減額	1Q	2Q	上期	増減額
北米	991	798	415	1,213	2,204	232	404	590	994	3
日本	376	175	190	365	741	41	180	161	341	-35
ドイツ	345	149	203	352	697	-1	226	151	377	31
イギリス	219	120	120	240	459	-3	101	103	204	-15
イタリア・フランス	240	121	83	204	444	-32	160	93	253	12
中国	106	87	116	203	309	35	90	36	126	20
オーストラリア	64	36	44	80	144	11	30	29	59	-4
U.A.E	68	23	36	59	127	58	—	—	63	-5
その他	573	302	295	597	1,170	-9	340	290	630	56
合計	2,987	1,793	1,520	3,313	6,300	331	1,535	1,516	3,051	63

(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

また、その他の地域は、ロシアとブラジルが共に前年同期比 22 百万円増加したことから、全体で同 56 百万円増加した。

期初計画に対しては、売上高 95.6%、営業利益 21.4%、経常利益 77.5%、親会社株主に帰属する四半期純利益 70.1%の達成率となった。

期初時点では 4 月 1 日と想定していた Mogar のみなし取得日が実際には 6 月 30 日となり、約 190 百万円と見込んでいた Mogar の 4~6 月の売上高が計上出来なかったことが売上高の計画未達に繋がった。

製品別の売上高については、平均為替レートが想定よりも円安に推移したことで(計画 108 円→実績 109.2 円)、主力のハンディオーディオレコーダーは計画を上回ったものの、販売数量が見込みよりも少なかったマルチエフェクターや、プロフェッショナルフィールドレコーダー、ハンディビデオレコーダーが計画を下回った。

売上高の計画未達の影響に加え、円安時に仕入れた製品を円高時に販売した影響で売上総利益率が計画を大幅に下回った結果、営業利益は大幅な計画未達を余儀なくされた。

◆ Mogar の連結子会社化によって資産負債が増加した

18/12 期上期末の総資産は、Mogar の連結子会社化を主因として、前期末の 6,804 百万円から 7,352 百万円に拡大した。Mogar の買取によ

って単体の現預金が減少したものの(17/12 期末比 270 百万円減)、Mogar の売掛金(383 百万円)と保有在庫(661 百万円)、のれん(191 百万円)が計上されてことが総資産の拡大に繋がった。

一方、Mogar の短期借入金(404 百万円)や、退職給付債務(155 百万円)が計上されたため、負債合計も前期末比 566 百万円増加した。一方、自己資本は同 65 百万円の減少となった。結果、自己資本比率は前期末の 66.4%から 60.6%に低下した。

> 業績見通し

◆ ズームは 18 年 12 月期の会社予想を修正した

18/12 期の期初計画は、売上高 7,313 百万円(前期比 16.1%増)、営業利益 377 百万円(同 15.1%増)、経常利益 433 百万円(同 19.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 340 百万円(同 17.9%増)であったが、上期業績の発表時に、売上高 7,401 百万円(同 17.5%増)、営業利益 203 百万円(同 37.9%減)、経常利益 267 百万円(同 26.3%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 216 百万円(同 24.9%減)に修正された(図表 8)。

【図表 8】ズームの過去の業績と 18 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		
		実績	実績	実績	実績	会社期初計画	会社修正計画	増減率
売上高		5,216	5,950	5,969	6,300	7,313	7,401	17.5%
	ハンディオーディオレコーダー	—	3,639	3,132	3,270	3,185	3,573	9.3%
	マルチエフェクター	—	849	867	1,064	1,044	882	-17.1%
	デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	—	327	268	372	837	698	87.5%
	プロフェッショナルフィールドレコーダー	—	101	706	392	603	612	56.3%
	ハンディビデオレコーダー	—	455	333	676	572	410	-39.3%
	その他合計	—	577	660	524	1,070	1,222	—
	Mogar販売ブランド(ズーム以外)	—	—	—	—	—	692	—
	その他	—	577	660	524	—	530	1.2%
売上総利益		1,671	2,052	1,954	2,185	—	—	—
売上総利益率		32.0%	34.5%	32.7%	34.7%	—	—	—
販売費及び一般管理費		1,539	1,710	1,733	1,857	—	—	—
販管費率		29.5%	28.7%	29.0%	29.5%	—	—	—
営業利益		131	341	220	327	377	203	-37.9%
営業利益率		2.5%	5.7%	3.7%	5.2%	5.2%	2.7%	—
経常利益		449	447	204	362	433	267	-26.3%
経常利益率		8.6%	7.5%	3.4%	5.8%	5.9%	3.6%	—
当期純利益		418	403	179	288	340	216	-24.9%
EBITDA		315	588	513	639	734	532	-16.8%
EBITDAマージン		6.0%	9.9%	8.6%	10.2%	10.0%	7.2%	—
為替レート(円/米ドル)		—	—	109.3	112.4	108.0	110.0	—

(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

売上高に関しては従来予想を 87 百万円増額した。上期実績は計画を下回ったものの、6 月時点の状況を踏まえて期中平均円/ドルレートを従来予想の 108 円から 110 円に変更したことから、単体の従来予想は

ほぼ据え置かれた模様である。一方、同社による買収によって、Mogarが販売するズームブランド以外の商品の売上高については、期初時点では大幅な減少を想定していたが、契約更新により販売が継続されることになったため、従来予想よりも増額された。

カテゴリ別の予想売上高では、上期実績が計画を下回ったマルチエフェクター、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー、ハンディビデオレコーダーの数値を減額する一方、上期実績が計画を上回ったハンディオーディオレコーダーの数値を増額した。

営業利益と EBITDA に関しては、上期の業績悪化に加え、リストラ費用等もあり、Mogar の販管費が従来想定よりも膨らむ見通しとなったため、大幅に予想を減額した。

なお、18/12 期の主な新製品の状況や計画は図表 9 の通りである。

【 図表 9 】 主要な新製品の状況と計画

	製品セグメント	販売開始時期	販売実績 (予測) (台)	対象期間	計画比 (%)
H1n	ハンディオーディオレコーダー	2017年12月	66,000	1-6月	104
F1	プロフェッショナルフィールドレコーダー	2018年1月	14,500	1-6月	112
F8n	プロフェッショナルフィールドレコーダー	2018年6月	2,000	6-9月	102
L-20	デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	2018年7月	1,040	7-9月	123
H3-VR	ハンディオーディオレコーダー	2018年10月	—	—	—
Q2n-4K	ハンディビデオレコーダー	2018年11月予定	—	—	—

(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

◆ 証券リサーチセンターの 18 年 12 月期予想

当センターは、18/12 期上期実績と Mogar の状況を踏まえて 18/12 期予想を見直した結果、売上高を 7,270 百万円→7,415 百万円、営業利益を 373 百万円→204 百万円、経常利益を 448 百万円→281 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 351 百万円→229 百万円に修正した。前期比では、15.4%増収 13.9%営業増益から、17.7%増収 37.6%営業減益へと修正した (図表 10)。

前回予想からの主な修正点は、次ページの通りである。

【 図表 10 】 証券リサーチセンターの 18 年 12 月期業績予想

(単位:百万円)

	カテゴリー別	17/12期			18/12期						
		上期	下期	通期	上期	増減率	下期E	増減率	旧通期E	通期E	増減率
売上高		2,987	3,313	6,300	3,051	2.1%	4,363	31.7%	7,070	7,415	17.7%
	ハンディオーディオレコーダー	1,442	1,827	3,270	1,681	16.5%	1,898	3.9%	3,185	3,580	9.5%
	マルチエフェクター	515	549	1,064	419	-18.7%	450	-17.9%	1,044	870	-18.3%
	デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	135	237	372	305	126.3%	404	70.3%	837	710	90.6%
	プロフェッショナルフィールドレコーダー	293	98	392	258	-12.0%	354	259.0%	603	613	56.3%
	ハンディビデオレコーダー	354	322	676	163	-53.8%	248	-22.9%	590	412	-39.1%
	その他合計	246	277	524	223	-9.4%	1,006	262.5%	1,010	1,230	134.6%
	Mogar販売ブランド(ズーム以外)	-	-	-	-	-	700	-	371	700	-
	その他	246	277	524	223	-9.4%	306	10.5%	639	530	1.1%
売上総利益		1,069	1,115	2,185	1,017	-4.9%	1,481	32.7%	2,514	2,498	14.3%
売上総利益率		35.8%	33.7%	34.7%	33.3%	-	33.9%	-	34.6%	33.7%	-
販売費及び一般管理費		934	923	1,857	1,003	7.4%	1,290	39.8%	2,141	2,294	23.5%
販管費率		31.3%	27.9%	29.5%	32.9%	-	29.6%	-	29.4%	30.9%	-
営業利益		135	192	327	13	-89.8%	190	-0.9%	373	204	-37.6%
営業利益率		4.5%	5.8%	5.2%	0.5%	-	4.4%	-	5.1%	2.8%	-
経常利益		108	253	362	54	-50.2%	226	-10.6%	448	281	-22.5%
経常利益率		3.6%	7.7%	5.8%	1.8%	-	5.2%	-	6.2%	3.8%	-
当期(四半期)純利益		83	205	288	43	-48.1%	185	-9.5%	351	229	-20.6%

(注) 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

売上高については、18/12期上期実績が想定を上回ったハンディオーディオレコーダーを増額する一方、想定を下回ったマルチエフェクター、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー、ハンディビデオレコーダー等を減額した。また、Mogarが販売するズームブランド以外の商品の売上高については、想定以上の販売が期待できる状況になったことを受けて、前回予想から329百万円増額した。

売上総利益率については、18/12期上期実績が想定を下回ったことから、前回予想の34.6%から33.7%に引き下げた。販管費については、Mogarにおけるリストラ費用の発生等を織り込んだため、前回予想から153百万円増額した。結果、営業利益については、前回予想から169百万円減額した。

> 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、18/12期上期実績と同社の施策を踏まえ、19/12期以降についても、前回予想を見直した(図表11)。

19/12期予想においては、売上高を463百万円増額する一方、営業利益を207百万円減額した。

【 図表 11 】中期業績予想

(単位:百万円)

	17/12	18/12CE	旧18/12E	18/12E	旧19/12E	19/12E	旧20/12E	20/12E
売上高	6,300	7,401	7,270	7,415	7,707	8,170	8,115	8,520
前期比	5.6%	17.5%	15.4%	17.7%	6.0%	10.2%	5.3%	4.3%
カテゴリー別	-	-	-	-	-	-	-	-
ハンディオーディオレコーダー	3,270	3,573	3,185	3,580	3,245	3,800	3,300	3,880
マルチエフェクター	1,064	882	1,044	870	1,065	925	1,085	940
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	372	698	837	710	757	670	860	740
プロフェッショナルフィールドレコーダー	392	612	603	613	540	580	620	650
ハンディビデオレコーダー	676	410	590	412	700	555	650	600
その他合計	524	1,222	1,010	1,230	1,400	1,640	1,600	1,710
Mogar販売ブランド(ズーム以外)	-	692	371	700	371	1,000	371	1,000
その他	524	530	639	530	1,029	640	1,229	710
売上総利益	2,185	-	2,514	2,498	2,748	2,893	2,923	3,059
売上総利益率	34.7%	-	34.6%	33.7%	35.7%	35.4%	36.0%	35.9%
販売費及び一般管理費	1,857	-	2,141	2,294	2,301	2,653	2,408	2,757
販管費率	29.5%	-	29.4%	30.9%	29.9%	32.5%	29.7%	32.4%
営業利益	327	203	373	204	447	240	515	302
前期比	48.2%	-37.9%	13.9%	-37.6%	19.9%	17.5%	15.2%	25.9%
営業利益率	5.2%	2.7%	5.1%	2.8%	5.8%	2.9%	6.3%	3.5%
経常利益	362	267	448	281	553	336	627	404
前期比	77.0%	-26.3%	23.6%	-22.5%	23.4%	19.6%	13.4%	20.2%
経常利益率	5.7%	3.6%	6.2%	3.8%	7.2%	4.1%	7.7%	4.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	288	216	351	229	404	268	439	301
前期比	61.0%	-24.9%	21.7%	-20.6%	15.1%	17.0%	8.7%	12.4%

(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

売上高については、18/12期予想を引き上げたハンディオーディオレコーダーを増額する一方、予想を引き下げたマルチエフェクター、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー、ハンディビデオレコーダー等を減額した。なお、ハンディオーディオレコーダー、マルチエフェクター、ハンディビデオレコーダー、その他製品については、新製品効果を見込んで前期比増収を予想している。

また、従来想定以上の販売が見込める状況になったため、Mogarが販売するズームブランド以外の商品の売上高を629百万円増額した。

売上総利益率については、18/12期上期実績が想定を下回ったことから、前回予想の35.7%から35.4%に引き下げた。セラミックコンデンサ価格の上昇による影響を吸収するため出荷価格を引き上げたが、その効果が19/12期から本格化すると想定し、前期比では大幅な改善を見込んでいる。

販管費については、Mogarの数値が従来想定よりも膨らむ可能性が強いと判断したため、前回予想から352百万円増額した。

20/12 期予想においては、19/12 期とほぼ同様な理由により、売上高を 405 百万円増額する一方、営業利益を 213 百万円減額した。

18/12 期の一株当たり年間配当金について、同社は、業績予想を下方修正したことを受けて、前回予想の 45 円から 17/12 期と同額の 40 円に引き下げた。当センターでも、利益予想の引下げを受けて、配当予想を見直した。具体的には、30%前後の配当性向を目安に安定的な配当を行うとする同社の基本方針を基に、18/12 期は 50 円から 40 円に、19/12 期は 55 円から 40 円に、20/12 期は 60 円から 45 円に減額した。

➤ 投資に際しての留意点

◆ 中国からの輸入品に対する米国の制裁関税の影響を追加した

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を投資に際しての留意点として指摘した。

米国は、中国からの輸入品に対する制裁関税の対象品目を段階的に拡大してきたが、18 年 9 月 24 日の発動分に関して、当センターでは、同社製品の一部が対象に含まれた可能性があるとして推測している(但し、詳細が不明であるため、今回の業績予想には織り込んでいない)。

仮に制裁関税の対象となったとしても、競合製品も中国で製造されていることから、同社が競争上、一方的に不利になるわけではないが、同社の米国持分法適用会社の業績に影響が出る可能性がある。

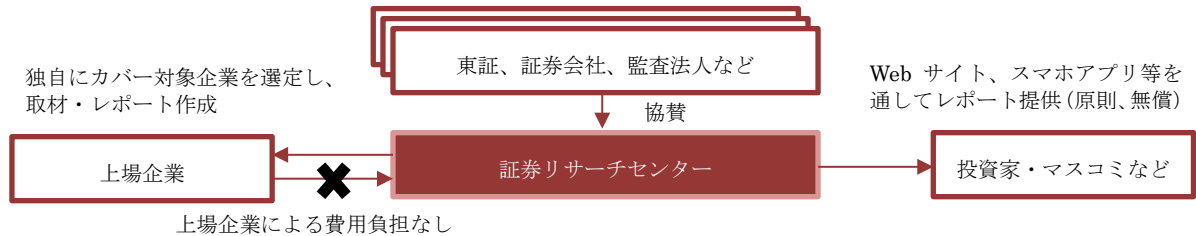
クリスマス商戦向けの米国への出荷は 9 月までにほぼ終了していると推測されることから、影響が出るとしても 19/12 期からになると見られるものの、米国関連会社の貢献が大部分を占める持分法投資利益(ネット)は、17/12 期において経常利益の約 25%を占める重要な収益源であるため、将来的な観点から注意が必要である。

よって、当センターでは、今回、中国からの輸入品に対する米国の制裁関税の影響を新たな留意点に加えることにした。

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。