

# 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4月26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 20190423

# ズーム(6694 東証 JQS)

発行日:2019/4/26

## 音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー

減価償却方法変更や製品価格引上げ等により、19年12月期は大幅増益を見込む

### > 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、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。

#### ◆ 18年12月期決算は22%増収、21%営業減益、5%経常減益

- ・18/12期決算は、22.3%増収、20.5%営業減益、4.5%経常減益であった。下期から連結したイタリアの販売代理店の貢献により、大幅増収となったものの、円高等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、大幅な営業減益となった。

#### ◆ 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、イタリア子会社の通期寄与と、減価償却方法の定額法への変更等を踏まえて、10.8%増収、136.6%営業増益、94.4%経常増益を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、減価償却方法の変更や、製品価格の引上げ効果等を中心に19/12期の業績予想を見直し、売上高を8,170百万円→8,563百万円(前期比11.1%増)、営業利益を240百万円→618百万円(同137.5%増)、経常利益を336百万円→678百万円(同95.9%増)に増額した。

#### ◆ 新製品の貢献等を見込み、中期的にも業績の伸長を予想する

- ・20/12期以降についても、新製品の貢献等を見込み、同社の業績は着実に伸長すると当センターは予想している。
- ・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ているため、米中交渉の動向には引き続き注意が必要である。

#### 【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)
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	8,563	11.1	618	137.5	678	95.9	498	56.3	218.5	2,251.3	66.0
2020/12 E	8,977	4.8	673	8.9	748	10.3	548	10.0	240.4	2,425.7	73.0
2021/12 E	9,437	5.1	733	8.9	823	10.0	597	8.9	261.9	2,614.6	79.0

(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】

	2019/4/19
株価(円)	1,751
発行済株式数(株)	2,297,412
時価総額(百万円)	4,023

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.5	8.0	7.3
PBR(倍)	0.8	0.8	0.7
配当利回り(%)	2.5	3.8	4.2

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	-0.2	10.0	-19.6
対TOPIX(%)	-1.8	6.6	-9.0

#### 【株価チャート】



#### 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、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 (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であると言えよう。

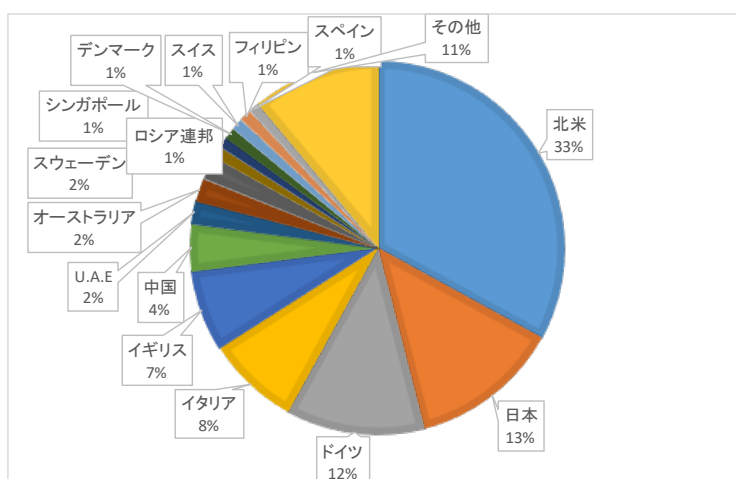
18/12 期において、売上高に占める割合が 10%を超える販売先は、北米地域を担当する持分法適用関連会社 ZOOM North America LLC (売上高比率 31.56%) と、ドイツに本社を置き、ベネルクス 3 国、オーストリア、ポーランド、チェコ、スロバキア、バルト 3 国等も販売テリトリーとしている販売代理店である Sound Service Musikanlagen Vertriebsgesellschaft mbH (同 11.50%) の 2 社となっている。

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。

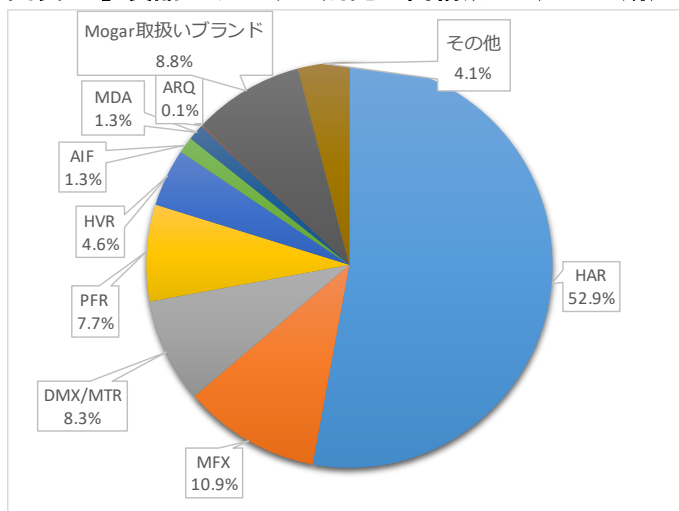
製品の中で最も売上高が大きいのが、非圧縮音声で録音する高音質リニア PCM レコーダー<sup>注1</sup>であるハンディオーディオレコーダー (HAR) であり、18/12 期の売上高の 52.9%を占めている (図表 2)。元々はロックミュージシャン向けに開発されたが、デジタル一眼レフで動画撮影するクリエイターの間でも音声レコーダーとして使用されている。

(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。

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<sup>注2</sup> (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。

(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。

【 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<sup>注3</sup>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出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"> <li>・世界初の機能を実現する高い開発力</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ハンディオーディオレコーダーに対する高い依存</li> <li>・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</li> <li>・競合企業に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新カテゴリーの創出</li> <li>・クリエイター市場の開拓</li> <li>・既存カテゴリー分野における製品ラインナップの拡充</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・先進国における少子化による市場の縮小</li> <li>・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</li> <li>・円高による収益性の悪化</li> </ul>

(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		
	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	・海外売上高比率、販売国数	88.2%、約130カ国
	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	・自社製品の発売からの経過年数	28年
		・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	・上場からの経過年数	1.5年 (18年11月時)
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	・海外販売代理店数	50社超
		・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造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	・国内販売先楽器店店舗数	約500店
	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	・Hong Kong Tohei E.M.C. Co. Ltd.への生産委託比率	84.6%
		・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 (組み込みソフトウェア)、ボイスング (音創り) をコア技術としている	・研究開発費、売上高研究開発費比率	738百万円、11.7%
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、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当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 18 年 12 月期は 22.3%増収、20.5%営業減益、4.5%経常減益

18/12 期決算は、売上高 7,705 百万円（前期比 22.3%増）、営業利益 260 百万円（同 20.5%減）、経常利益 346 百万円（同 4.5%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 318 百万円（同 10.4%増）であった（図表 5）。

【 図表 5 】 18 年 12 月期の業績

(単位：百万円)

	17/12期				18/12期									
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	2,987	3,313	6,300	5.6%	1,535	1,515	3,051	2.1%	2,327	2,326	4,654	40.5%	7,705	22.3%
売上総利益	1,069	1,115	2,185	11.8%	515	501	1,017	-4.9%	780	828	1,609	44.2%	2,626	20.2%
売上総利益率	35.8%	33.7%	34.7%	-	33.6%	33.1%	33.3%	-	33.5%	35.6%	34.6%	-	34.1%	-
販売費及び一般管理費	934	923	1,857	7.2%	484	519	1,003	7.4%	666	696	1,362	47.5%	2,366	27.4%
販売費率	31.3%	27.9%	29.5%	-	31.6%	34.3%	32.9%	-	28.6%	29.9%	29.3%	-	30.7%	-
営業利益	135	192	327	48.2%	30	-17	13	-89.8%	114	132	246	28.2%	260	-20.5%
営業利益率	4.5%	5.8%	5.2%	-	2.0%	-1.1%	0.5%	-	4.9%	5.7%	5.3%	-	3.4%	-
経常利益	108	253	362	77.0%	40	13	54	-50.2%	133	158	291	15.0%	346	-4.5%
経常利益率	3.6%	7.7%	5.8%	-	2.7%	0.9%	1.8%	-	5.7%	6.8%	6.3%	-	4.5%	-
当期（四半期）純利益	83	205	288	61.0%	27	15	43	-48.1%	129	145	275	34.1%	318	10.4%
EBITDA	240	399	639	24.6%	72	46	119	-50.4%	217	265	482	20.8%	601	-5.9%
EBITDAマージン	8.0%	12.1%	10.2%	-	4.7%	3.1%	3.9%	-	9.3%	11.4%	10.4%	-	7.8%	-
減価償却費	75	146	221	17.7%	31	37	69	-7.5%	63	85	149	2.0%	219	-1.2%
のれん償却額	-	-	-	-	-	-	-	-	4	4	9	-	9	-
持分法投資利益-租税公課	30	60	90	-13.0%	10	25	35	19.1%	33	42	76	27.2%	112	24.5%
研究開発費	394	344	738	-2.9%	185	252	438	11.3%	232	198	430	24.8%	868	17.6%
為替差損益	-32	6	-26	-	-27	9	-17	-	13	-2	10	-	-7	-

(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、601 百万円と前期比 5.9%減少した。

売上総利益率は、前期の 34.7%から 34.1%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 月は約 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、第 2 四半期累計期間（以下、上期）は採算が急速に悪化した。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加わり、18/12 期上期の売上総利益率は前年同期の 35.8%から 33.3%に低下した。

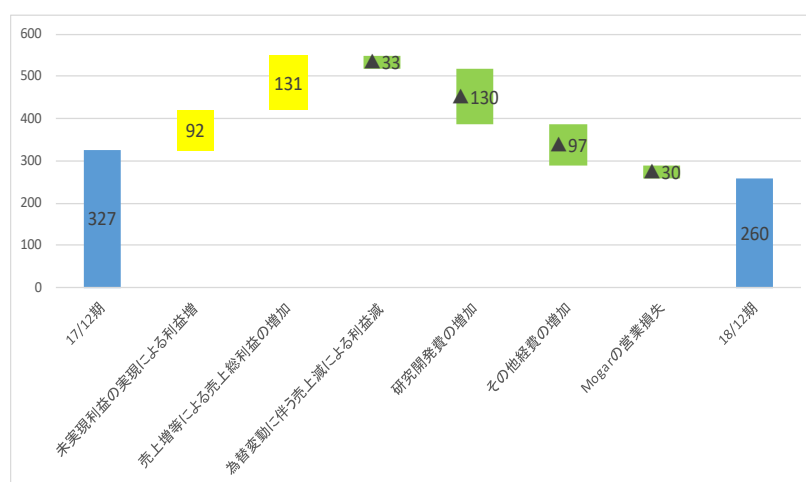
新製品の投入時に販売価格の引き上げを行った効果から、18/12 期下期の売上総利益率は前年同期の 33.7%から 34.6%に上昇したものの、通期ベースでは採算悪化を余儀なくされた。

販管費は、前期比 508 百万円増加した。主な項目では、研究開発費が同 130 百万円増、支払手数料が同 92 百万円増（うち、Mogar の買収費用 22 百万円）、給料手当及び賞与が同 59 百万円増であった。なお、販管費のうち、Mogar の計上分は 277 百万円であった。結果、販管費率は、前期の 29.5%から 30.7%に上昇し、営業利益率は前期の 5.2%から 3.4%に低下した。

（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。

営業利益の増減分析については、1) 香港子会社の在庫に生じていた未実現利益<sup>注4</sup>が実現したことによる利益増（92 百万円増、香港子会社経由から同社が製品を直接仕入れる方式に変更したことによって発生）、2) 売上増等による売上総利益の増加（売上増要因 262 百万円増、仕入原価上昇要因 131 百万円減、差引 131 百万円増）が増益要因として挙げられている（図表 6）。

【 図表 6 】 18 年 12 月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

一方、減益要因としては、3) 為替変動による売上減に伴う利益減 (33 百万円減)、4) 新製品の開発向けの外注費増に伴う研究開発費の増加 (130 百万円減)、5) オフィス移転費用やシステム導入関連費用等のその他経費増 (97 百万円減)、6) Mogar の営業損失 (30 百万円減) が挙げられている。

営業外収支の黒字幅は、前期の 35 百万円から 85 百万円に拡大した。持分法投資利益は、前期と同額の 146 百万円であった一方、米国の法人税率が低下したため、租税公課は、前期の 56 百万円から 34 百万円に減少した。支払利息は、Mogar の計上分が下期から加わったため、前期の 10 百万円から 42 百万円に増加した。為替差損は、前期の 26 百万円から 7 百万円に減少した。その他の主要項目では、前期に計上していた 20 百万円の上場関連費用が剥落した一方、18/12 期は保険解約返戻金 (29 百万円、営業外収益) と支払補償費 (11 百万円、同費用) を計上した。

なお、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、リストラコストや在庫整理による損失、繰延税金資産の取崩しによる税金費用等が計上されたことから、売上高 1,105 百万円、営業損失 30 百万円、経常損失 74 百万円、当期純損失 94 百万円であった。この結果、連結決算においては、非支配株主に帰属する当期純損失が 43 百万円計上されたため、経常利益は前期比減益となった一方で、親会社株主に帰属する当期純利益は同増益となった。

#### ◆ 大幅減益だった上期に対し、下期の業績は急回復した

18/12 期決算を上期と下期に分けてみると、円高や一部の電子部品 (セラミックコンデンサ) の値上がりの影響を受けた上期は、前年同期比 2.1%増収、89.8%営業減益、50.2%経常減益と業績が大幅に悪化した。一方、子会社化した Mogar の業績が反映されたことや、製品価格の引上げによって採算が改善したことから、下期については、同 40.5%増収、28.2%営業増益、15.0%経常増益と急回復した。

#### ◆ ハンディオーディオレコーダーの好調と買収効果が増収を牽引

製品カテゴリー別では、主力機種である H4nPro と、H6 の販売が好調であったハンディオーディオレコーダーが前期比 24.5%増、802 百万円増加したことと、下期から加わった Mogar 取扱いブランド (売上高 680 百万円) が貢献したことから大幅増収となった (図表 7)。

マルチエフェクターについては、新製品効果により前期に好調であった G3n シリーズが反動減となったほか、米国において対中関税の引上げ対象 (税率 25%) となったため、米国現地法人が仕入れを大幅に抑制した影響もあり、前期比 21.5%減少した。

【 図表 7 】 18 年 12 月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	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
ハンディオーディオレコーダー	1,442	1,827	3,270	4.4%	857	823	1,681	16.5%	1,234	1,157	2,392	30.9%	4,073	24.5%
マルチエフェクター	515	549	1,064	22.8%	211	207	419	-18.7%	223	193	417	-24.1%	836	-21.5%
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	135	237	372	11.7%	182	123	305	126.3%	160	173	334	40.7%	639	71.7%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	293	98	392	-44.5%	92	165	258	-12.0%	183	149	333	237.5%	591	50.9%
ハンディビデオレコーダー	354	322	676	102.9%	72	91	163	-53.8%	100	93	194	-39.7%	357	-47.1%
Mogar取扱いブランド	-	-	-	-	-	-	-	-	311	368	680	-	680	-
その他	246	277	524	-12.0%	118	104	223	-9.4%	112	190	303	9.2%	526	0.4%
合計	2,987	3,313	6,300	5.6%	1,535	1,515	3,051	2.1%	2,327	2,326	4,654	40.5%	7,705	22.3%

(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

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ほか、18 年 7 月に発売した L-20 の販売が好調であったため、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは同 71.7%増加した。18 年 1 月に販売を開始した F1-SP、F1-LP、同年 6 月に発売した F8n の販売が好調であったため、プロフェッショナルフィールドレコーダーは同 50.9%増加した。新製品効果により前期に好調であった 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 47.1%減少した。

◆ 地域別では日本以外の全地域が増収

地域別売上高では、新製品の投入がなかったマルチエフェクターと、競合製品に売り負けているハンディオーディオレコーダーが不振であった日本が前期比 36 百万円減少したものの、日本以外の地域は全て増収となった (図表 8)。

【 図表 8 】 18 年 12 月期の地域別売上高

(単位: 百万円)

	16/12期	17/12期		18/12期	
	金額	金額	増減額	金額	増減額
北米	1,972	2,204	232	2,410	205
イタリア・フランス	477	444	-32	1,358	913
ドイツ	699	697	-1	886	188
日本	700	741	41	705	-36
イギリス	463	459	-3	473	13
中国	274	309	35	323	13
ロシア	-	84	84	162	78
オーストラリア	132	144	11	146	2
その他	1,248	1,213	-35	1,237	23
合計	5,969	6,300	331	7,705	1,404

(注) 18 年 7 月以降のイタリア・フランスの数値は Mogar の販売額を集計 (スペイン、ポルトガルを含む)

(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

買収によって、18年7月以降、Mogar 取扱いブランドの売上高(680百万円)と、スペイン、ポルトガルの販売分が加わったイタリア・フランスは前期比913百万円増加した。米国は、対中関税の対象となったマルチエフェクターは前期比半減となったものの、ハンディオーディオレコーダーが好調であったため、同205百万円増加した。

その他、主力製品であるハンディオーディオレコーダー(H4nPro、H6)が好調であったドイツが同188百万円増加した他、新規顧客との取引開始や大口のスポット案件(ハンディオーディオレコーダーH5を裁判所に2,300台納入)があったロシアが同78百万円増加した

#### ◆ 売上高、利益共に修正計画を上回った

期初計画に対しては、売上高105.4%、営業利益69.0%、経常利益79.9%、親会社株主に帰属する当期純利益93.5%の達成率となった。

製品別の売上高については、ハンディビデオレコーダーは215百万円、マルチエフェクターは208百万円、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは198百万円計画を下回ったものの、主力のハンディオーディオレコーダーが計画を888百万円上回った。

円安時に仕入れた製品を円高時に販売した影響で上期の売上総利益率が計画を大幅に下回った結果、通期でも営業利益は大幅な計画未達を余儀なくされた。

18年8月に公表された修正計画に対しては、売上高104.1%、営業利益128.0%、経常利益129.6%、親会社株主に帰属する当期純利益147.2%の達成率となった。

製品別の売上高については、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは59百万円、ハンディビデオレコーダーは53百万円、マルチエフェクターは46百万円計画を下回ったものの、主力のハンディオーディオレコーダーが計画を500百万円上回った。営業利益については、製品価格の引上げ効果が想定以上に発現したことから計画を57百万円上回った。

#### ◆ 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7,934百万円に拡大した。Mogarの買収によって単体の現預金が減少したものの(17/12期末比229百万円減)、Mogarの売掛金(422百万円)と保有在庫(653百万円)、のれん(180百万円、10年償却)が計上されたことが総資産の拡大に繋がった。

負債では、Mogar の短期借入金（508 百万円）や、退職給付に係る負債（144 百万円）等の計上があり、負債合計は前期末比 918 百万円増加した。一方、自己資本は利益蓄積を受けて同 211 百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の 66.4%から 59.6%に低下した。

> 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 期の会社計画は、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）である（図表 9）。

【 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	—	—
販管费率	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

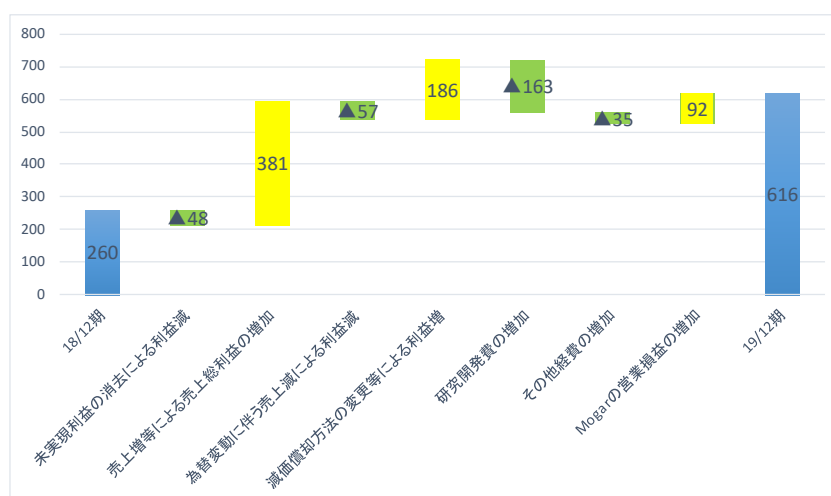
売上高に関しては前期比 834 百万円の増収を計画している。期中平均円/ドルレートの前回は 108.0 円（前期は 110.4 円）である。

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 取扱いブランドは同 556 百万円の増加を見込んでいる。

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 の営業損益の増加 (92 百万円) 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することと、耐用年数を長期化させることが、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。

◆ 証券リサーチセンターの19年12月期予想

当センターは、18/12 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 8,170 百万円→8,563 百万円、営業利益を 240 百万円→618 百万円、経常利益を 336 百万円→678 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 268 百万円→498 百万円に増額した。前期比では、10.2%増収 17.5%営業増益から、11.1%増収 137.5%営業減益へと修正した(図表 11)。

【 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	21/12E
売上高	7,705	8,540	8,170	8,563	8,520	8,977	9,437
前期比	22.3%	10.8%	10.2%	11.1%	4.3%	4.8%	5.1%
カテゴリー別	-	-	-	-	-	-	-
ハンディオーディオレコーダー	4,073	3,609	3,800	3,740	3,880	4,200	4,400
マルチエフェクター	836	1,098	925	1,050	940	990	1,050
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	639	769	670	740	740	700	760
プロフェッショナルフィールドレコーダー	591	690	580	670	650	630	680
ハンディビデオレコーダー	357	536	555	536	600	580	620
Mogar販売ブランド(ズームブランド以外)	680	1,237	1,000	1,237	1,000	1,237	1,237
その他	526	597	640	590	710	640	690
売上総利益	2,626	-	2,893	3,356	3,059	3,545	3,758
売上総利益率	34.1%	-	35.4%	39.2%	35.9%	39.5%	39.8%
販売費及び一般管理費	2,366	-	2,653	2,738	2,757	2,872	3,025
販管費率	30.7%	-	32.5%	32.0%	32.4%	32.0%	32.1%
営業利益	260	616	240	618	302	673	733
前期比	-20.5%	136.6%	17.5%	137.5%	25.9%	8.9%	8.9%
営業利益率	3.4%	7.2%	2.9%	7.2%	3.5%	7.5%	7.8%
経常利益	346	673	336	678	404	748	823
前期比	-4.5%	94.4%	19.6%	95.9%	20.2%	10.3%	10.0%
経常利益率	4.5%	7.9%	4.1%	7.9%	4.7%	8.3%	8.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	318	473	268	498	301	548	597
前期比	10.4%	48.5%	17.0%	56.3%	12.4%	10.0%	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

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、新製品の端境期となるハンディオーディオレコーダーや、従来見通しが強気過ぎたその他の製品等を減額する一方、新製品効果を見込んだ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、プロフェッショナルフィールドレコーダーを増額した結果、製品合計で前回予想から 156 百万円増額した。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、同社計画と同額の 1,237 百万円(前回予想から 237 百万円増額)と予想した。

売上総利益率については、減価償却方法の定額法への変更及び耐用年



数の長期化による減価償却費の減少や、製品価格の引上げ効果等を織り込み、前回予想の 35.4%から 39.2%に引き上げた。販管費については、リストラ効果が見込まれる Mogar の費用を減額した一方、同社が研究開発費を更に増加させる方針を打ち出したこと等を織り込んだため、前回予想から 85 百万円増額した。結果、営業利益については、前回予想から 378 百万円増額した。

## > 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 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 20/12 期を見直すと共に、21/12 期予想を新たに策定した。

20/12 期予想においては、売上高を 457 百万円、営業利益を 371 百万円増額した。

カテゴリー別売上高については、前回予想が強気過ぎたデジタルミキサー/マルチトラックレコーダーや、プロフェッショナルフィールドレコーダー、ハンディビデオレコーダー、その他の製品を減額する一方、新製品効果を見込んだハンディオーディオレコーダーや、マルチエフエクターを増額した結果、製品合計で前回予想から 220 百万円増額した。Mogar 取扱いブランドについては、前期比横ばいと想定して、前回予想から 237 百万円増額した。

なお、マルチエフエクター、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーや、プロフェッショナルフィールドレコーダーについては、19/12 期に想定される新製品効果の反動から、前期比減収を予想している。

営業利益の増額については、減価償却費の減額や、製品価格の引上げによる売上総利益率の向上の効果が研究開発費の増加による影響を上回ると想定した。

21/12 期予想については、前期比 5.1%増収、8.9%営業増益と予想した。

カテゴリー別売上高については、Mogar 取扱いブランドは前期比横ばいと想定したものの、製品については、全てのカテゴリーで新製品効果による増収を前提にしている。営業利益率の改善については、製品売上高比率の上昇による売上総利益率の向上を見込んでいる。

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。同社計画を上回る当期純利益を見込む当センターでは、66 円を予想する。20/12 期、21/12 期については、73 円、79 円と予想した。

## > 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。

同社によると、米国による対中輸入品関税の対象品目として、マルチエフェクター（税率25%）、ハンディオーディオレコーダー、オーディオインターフェース（以上、同10%）が挙げられた。米国持分法適用関連会社の売上高に占める対象製品の割合は、マルチエフェクターが6.7%、ハンディオーディオレコーダーとオーディオインターフェースが合計で10.6%であり、業績に与える影響は限定的と同社は説明しているが、米中交渉の状況次第では対象品目の拡大や税率上げの可能性は残っている。

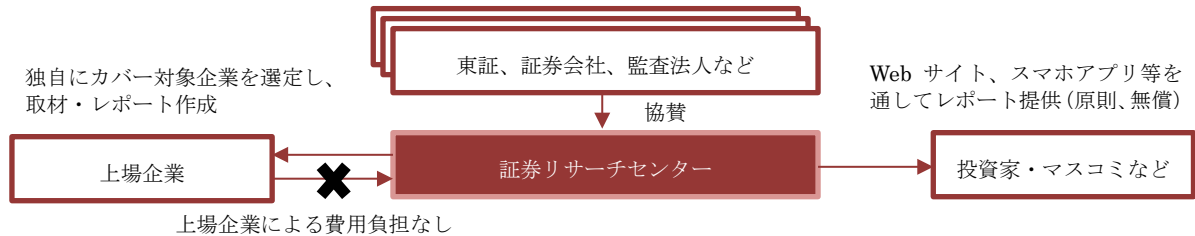
また、競合製品の多くは、同社と同様に中国で製造されているものの、マルチエフェクターについては、米国で生産しているメーカーも存在する模様である。

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、18/12期において経常利益の32.5%を占める重要な収益源であるため、米中交渉の動向には引き続き注意が必要である。

## 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。