

ホリスティック企業レポート ズーム 6694 東証 JQS

ベーシック・レポート
2018年4月27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 20180424

音楽用電子機器のグローバルニッチプレーヤー 楽器を演奏するエンジニア集団が開発する新製品により今後も成長が期待できる

1. 会社概要

- ・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。
- ・日本の本社は楽器を演奏するエンジニア集団による開発業務と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。海外販売については、米国と英国は持分法適用関連会社を、その他の国は各国の販売代理店を経由しており、17/12 期の海外売上高比率は 88.2%となっている。

2. 財務面の分析

- ・14/12 期～17/12 期の期間では、新製品の発売や新カテゴリーへの参入などを背景に、売上高は年平均 6.5%、営業利益は同 35.7%増加した。
- ・安全性と成長性の観点で類似企業に比べ魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・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。

4. 経営戦略の分析

- ・顧客層をクリエイターにまで拡大し、製品カテゴリーを広げることで、20/12 期に、売上高 100 億円、営業利益 7 億円を目指すとしている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、18/12 期についてはイタリアの販売代理店の子会社化が計画よりもやや遅れたこと等を考慮し、売上高と営業利益は会社計画をやや下回ると予想した。一方、米国の法人税率の引下げを考慮すると、同社の営業外収支の想定は保守的と判断し、経常利益と当期純利益は会社計画を上回ると予想した。
- ・19/12 期以降は、競争力のある新製品の販売拡大等で営業利益率が上昇に向かうと考え、19/12 期は前期比 19.9%営業増益、20/12 期は同 15.2%営業増益を見込んでいる。

【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	7,313	16.1	377	15.1	433	19.5	340	17.9	148.2	—	45.0
2018/12 E	7,270	15.4	373	13.9	448	23.6	351	21.7	155.7	2,120.3	50.0
2019/12 E	7,707	6.0	447	19.9	553	23.4	404	15.1	179.2	2,249.5	55.0
2020/12 E	8,115	5.3	515	15.2	627	13.4	439	8.7	194.7	2,389.3	60.0

(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】

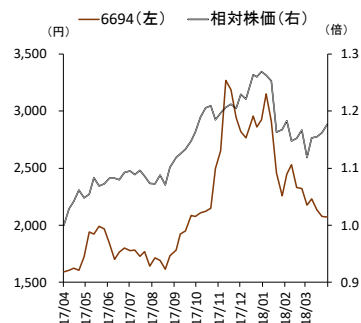
	2018/4/20
株価(円)	2,072
発行済株式数(株)	2,297,412
時価総額(百万円)	4,760

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.6	13.3	11.6
PBR(倍)	1.0	1.0	0.9
配当利回り(%)	1.9	2.4	2.7

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-7.2	-30.3	29.0
対TOPIX(%)	-9.0	-26.9	14.3

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2017/4/21

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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。

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。

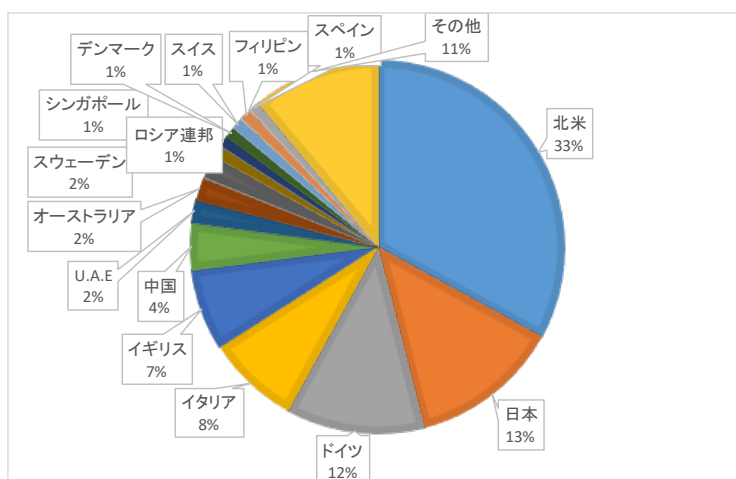
17/12 期において、売上高に占める割合が 10% を超える販売先は、北米地域を担当する持分法適用関連会社 ZOOM North America LLC (売上高比率 35.0%) と、ドイツに本社を置き、ベネルクス 3 国、オーストリア、ポーランド、チェコ、スロバキア、バルト 3 国等も販売テリトリーとしている販売代理店である Sound Service Musikanlagen Vertriebsgesellschaft mbH (同 11.1%) の 2 社となっている。

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は、有価証券報告書において継続的に開示されている。両地域の 17/12 期の売上高と構成比は、日本が 741 百万円、11.8%、その他地域が 2,656 百万円、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。

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、売上高の 52% (17/12 期) 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。

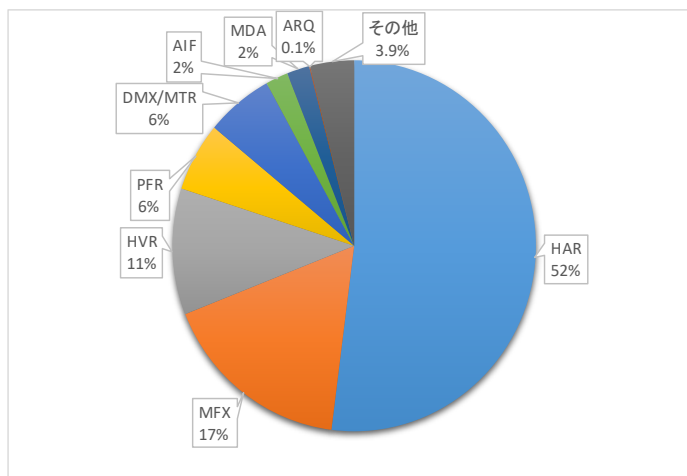
(注 2) エフェクターとは、ギターやベースの音色に変化をつける機器で、単体のエフェクトペダルと、複数のエフェクトが 1 つの筐体に内蔵されたマルチエフェクターに分類される。

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% (同) 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 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。

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% (同) 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% (同) 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% (同) 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% (同) 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% (同) 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% (同) 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。

> 業界環境と競合

◆ 音楽用電子機器における世界市場の規模は不明である

同社が属する音楽用電子機器市場には一般的な定義や業界統計が存在していない。従って、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、音楽用電子機器の市場規模についての分析は差し控え、関連する市場について簡単に触れておくことにしたい。

米国の音楽関連情報サイトである The Music Trades が定義する Music Industry（楽器や音響機器・設備等の業務用・プロ用を中心とした音に関する世界市場）の市場規模は、約 1.5 兆円（その内、米国が約 7,000 億円）であり、音楽用電子機器もその一部を占めていると同社は説明している。Music Industry 市場は、年間 3% 程度の成長を続けており、音楽用電子機器市場の成長率は更に高いと見られている。

一方、データは古いですが、ヤマハ（7951 東証一部）が 10 年に発表した資料によれば、09 年の世界の楽器市場は約 1 兆 100 億円であり、ヤマハは 14 年に掛けて年 2% 強の成長を予測していた。

◆ 製品カテゴリー毎に世界中の企業と競合している

製品カテゴリー別の競合状況としては、ハンディオーディオレコーダーは、ティアック (6803 東証一部) の音楽制作・業務用オーディオ機器ブランドである TASCAM (タスカム)、マルチエフェクターは、ローランド (14年にMBOにより上場廃止) のブランドである BOSS (ボス)、ヤマハによって買収された Line6、米 Harman International Industries のギター製品ブランドである DigiTech が挙げられる。

プロフェッショナルフィールドレコーダーは、米 Sound Devices、オーディオインターフェースは、ローランドや、ヤマハによって買収された Steinberg、TASCAM、英 Focusrite、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは、ローランドや、ヤマハ、TASCAM、米 PreSonus、独 Behringer が挙げられる。

ハンディビデオレコーダーについては、同社の製品は高性能マイクを搭載することで他社製品とは差別化されており、音楽用映像用途では競合先は特に見当たらないようである。マイクの性能は同社よりも劣るものの、アウトドアやスポーツシーンでの撮影で使われるアクションカメラも対象に含めれば、米 Woodman Labs のブランドである GoPro やソニー (6758 東証一部) が該当する。

◆ ヤマハとティアックがライバル企業とは言い難い

従って、日本の上場企業に限定した場合、ヤマハとティアックが同社と競合する複数の製品カテゴリーを手掛けているが、会社全体として見ると、両社とも同社と競合する製品カテゴリー以外の売上高の比率が高いと推測されるため、同社のライバル企業とは言い難い。

ヤマハの事業セグメントは、楽器 (ピアノ、電子楽器、管・弦・打楽器等の製造販売等)、音響機器 (オーディオ、業務用音響機器、情報通信機器等の製造販売)、その他 (電子部品事業、ゴルフ用品事業、リゾート事業等) によって構成されている。

17/3 期において、楽器事業の売上高は 2,576 億円、売上高構成比は 63.1% であり、この中には Line6 のエフェクターも含まれているが、その比率はごく僅かと推測される。一方、音響機器事業の売上高は 1,154 億円、売上高構成比は 28.3% である。音響機器事業の中には、ヤマハブランドで販売するデジタルミキサーや、Steinberg ブランドで販売するオーディオインターフェース等も含まれているものの、その売上高は不明である。

ティアックの事業セグメントは、高級オーディオ機器 (ESOTERIC ブランド) や、一般オーディオ機器 (TEAC ブランド)、音楽制作・業

務用オーディオ機器 (TASCAM ブランド) の製造販売を行う音響機器と、航空機搭載用記録再生機器、医用画像記録再生機器、計測機器の製造販売を行う情報機器事業、生産子会社による EMS 事業が含まれるその他によって構成されている。

17/3 期において、音響機器事業の売上高は 112 億円、売上高構成比は 64.7%であり、この中には TASCAM ブランドで展開するハンディオーディオレコーダー (リニア PCM レコーダー) や、オーディオインターフェース、マルチトラックレコーダー等も含まれているが、その比率は不明である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 飯島 CEO らコルグ出身の 5 人が電子楽器等の製造を目的に設立
同社は、コルグ (非上場、本社東京都) で電子楽器の開発・設計を担当していた飯島雅宏代表取締役 CEO や荏戸道人元取締役 (前社長、18 年 3 月に取締役を退任) ら若手エンジニア 5 人によって、83 年に電子楽器の開発、製造、販売を目的に設立された。

将来は自社ブランド製品の開発を目指していたが、創業後しばらくは他社から受注した各種電子機器の開発請負を主な事業としていた。具体的には、コルグ等から受注した電子楽器 (リズムマシン、MIDI シンクロナイザーシステムなど) のほか、マルチトラックテープレコーダーや医療機器などを手掛けていた。業績は比較的安定していたものの、自社製品の開発資金を蓄えられずに時間が経過していた。

◆ 初の自社製品マルチエフェクターを 90 年に発売

開発資金を獲得するため、同社は 89 年に業務用ボイラ等を製造販売する株式会社巴商会 (非上場、本社東京都) の子会社となった。スポンサーが見つかった同社は、88 年に開発していたカスタム LSI を利用した初の自社製品であり、ギターストラップに装着できる超コンパクトタイプのマルチエフェクター (9002) を開発した。90 年に約 30 カ国で発売されると、各国のミュージシャンやレコーディングスタジオから注文が殺到し、ZOOM ブランドが世界に知れ渡った。

電子楽器や音楽用電子機器は米国が市場の約 4 割を占めているため、90 年には米国に子会社を設立した。マルチエフェクター (9002) については米国でも販売が好調であったものの、その後に開発した製品の中には販売が不振であったものもあり、94 年には米国子会社を解散した。

97 年に同社が巴商会による事業再編の対象となったことから、当時の役員による MBO が実施され、親会社から独立した。

◆ 事業規模の拡大に対応してファブレスメーカーに変身

01年に開発したマルチトラックレコーダー (MRS-1044) がヒットしたことで売上高は 20 億円を超えるようになった。山形の自社工場では生産が追い付かなくなり、中国の EMS 企業に生産を委託し、同社はファブレスメーカーとして開発に集中する体制に移行した。04 年には香港に全世界に向けた物流拠点となる連結子会社を設立した。

06年にハイレゾオーディオ録音技術に対応したハンディオーディオレコーダー (H4) を発売すると、大きな反響を呼び、それまで 20 億円~30 億円であった売上高が、30 億円~45 億円へと大きな飛躍を見せた。同社はその後、06年に英国、13年に米国に販売拠点となる持分法適用関連会社を設立して、海外での販売体制を整えた。

海外販売を一層強化する方針となったことを受けて、03年から代表取締役社長を務めていた荻戸氏が設計開発に専念する一方、海外営業や管理など業務全般に通じた飯島氏が先頭に立つこととなり、08年に社長 (CEO) が交替した。

また、近年、新カテゴリーへの展開ペースが加速している。具体的には、09年にハンディビデオレコーダー (Q3)、13年にモバイルアクセサリ (iQ5)、14年にオーディオインターフェース (TAC-2)、15年にプロフェッショナルフィールドレコーダー (F8)、16年にエレクトロニックダンスミュージック (ARQ AR-96) を発売し、製品ラインナップを強化した。

17年3月、同社は東京証券取引所ジャスダック (スタンダード) 市場に上場した。

◆ 経営理念

同社のサイトや IR 資料には経営理念と明示した言及は見当たらないが、同社は研究開発型ファブレス企業として研究開発活動に集中して業務を遂行しているため、以下の「研究開発 5 カ条」が経営理念に相当すると言えよう。

- (1) 初心者をお大切に楽器市場の拡大に貢献する
- (2) アマチュアにプロレベルの体験を提供する
- (3) 何らかの世界初の要素を採用する
- (4) 自分で使いたい製品を開発する
- (5) 機能として意味のあるデザインにする

また、同社の経営方針の中から企業理念に関する内容を取り上げると、1) 変化する市場に適応しながら 100 年続くブランドを構築する、2)

適正で安定した利益還元によって株主の期待に応えると共に、技術革新に対する投資を積極的に行い、将来のリスクに備えた内部留保を確保する、3) コンプライアンス、透明性、環境への配慮を重視することで企業の社会的責任を果たすという点が挙げられよう。

◆ 株主

17/12 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 3 の通りである。17 年 12 月末時点において、代表取締役 CEO の飯島雅宏氏と前代表取締役社長の荻戸道人氏がそれぞれ発行済株式総数の 15.4%を保有している。その他の株主には、従業員持株会、取引先、米国の持分法適用関連会社の株主、機関投資家、金融機関などが名を連ね、大株主上位 10 名で 61.3%の株式を保有している。

【 図表 3 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	17年12月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
飯島雅宏	352,700	15.4%	1	代表取締役CEO
荻戸道人	352,700	15.4%	1	元取締役、前代表取締役社長
ズーム社員持株会	154,037	6.7%	3	
Sound Service Musikanlagen- Vertriebsellschaft mbH	150,000	6.5%	4	ドイツの販売代理店
松尾泉	105,000	4.6%	5	
S.E Goodman Holdings, LLC	75,000	3.3%	6	米国の持分法適用関連会社の株主
Scott Rudolph	75,000	3.3%	6	米国の持分法適用関連会社の株主
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	67,500	2.9%	8	
DEUTSCHE BANK AG LONDON 610	39,200	1.7%	9	
SICAV ESSOR JAPON OPPORT UNITES	38,000	1.7%	10	
(大株主上位10位)	1,409,137	61.3%	-	
発行済株式総数	2,297,412	100.0%	-	

(出所) ズーム 17/12 期有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は11/12期以降の数値が開示されている。単体決算であり、未監査である13/12期までを除いて、14/12期から17/12期までの3期間で見ると、既存カテゴリーにおける継続的な新製品の発売や、新カテゴリーへの参入などを背景に、売上高は年平均6.5%、営業利益は同35.7%増加した(図表4)。

【図表4】ズームの業績推移

(単位:百万円)

	11/12期単	12/12期単	13/12期単	14/12期連	15/12期連	16/12期連	17/12期連
売上高	4,907	4,282	4,512	5,216	5,950	5,969	6,300
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
営業利益率	—	—	—	2.5%	5.7%	3.7%	5.2%
経常利益	445	600	865	449	447	204	362
	9.1%	14.0%	19.2%	8.6%	7.5%	3.4%	5.8%
当期純利益	194	408	725	418	403	179	288
EBITDA	—	—	—	315	588	513	639
EBITDAマージン	—	—	—	6.0%	9.9%	8.6%	10.2%
減価償却費	—	—	—	108	141	188	221
持分法投資利益-租税公課	—	—	—	75	105	103	90
研究開発費	—	—	—	637	809	760	738
為替差損益	—	—	—	243	-2	-106	-26
従業員数(人)	54	59	64	73	79	80	85

(注) 11/12期から13/12期までは未監査、EBITDA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) ズーム有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社は、営業外収益・費用に計上される為替差損益の動きによって為替変動の影響が増幅される経常利益よりもEBITDA(同社は、営業利益に減価償却費と持分法投資利益を加え、同利益に係る租税公課を控除したものと定義)を重視している。14/12期からの3期間のEBITDAは、年平均26.6%増加した。

但し、連結決算に移行した14/12期以降の売上総利益率の推移を見ると、前期に比べ期中平均レートがドル高円安となった15/12期と17/12期は上昇した一方、ドル安円高となった16/12期は低下しており、為替変動は営業利益においても大きく影響を与えている。

なお、12/12期の単体決算は、11/12期にヒット商品があった反動があり、前期比減収となったものの、為替差益が計上されたことから経常増益となった。13/12期は為替差益が更に拡大したため、経常利益が急増した。

◆ 17年12月期決算は前期比5.6%増収、48.2%営業増益

17/12期決算は、売上高が前期比5.6%増の6,300百万円、営業利益が同48.2%増の327百万円、経常利益が同77.0%増の362百万円、当期純利益が同61.0%増の288百万円となった(図表5)。

【図表5】17年12月期の業績

(単位:百万円)

	16/12期	17/12期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	5,969	1,535	1,451	2,987	1,793	1,519	3,313	6,300	5.6%
売上総利益	1,954	522	547	1,069	556	559	1,115	2,185	11.8%
売上総利益率	32.7%	34.0%	37.7%	35.8%	31.0%	36.8%	33.7%	34.7%	-
販売費及び一般管理費	1,733	440	494	934	468	455	923	1,857	7.2%
販管費率	29.0%	28.7%	34.0%	31.3%	26.1%	30.0%	27.9%	29.5%	-
営業利益	220	82	53	135	88	103	192	327	48.2%
営業利益率	3.7%	5.3%	3.7%	4.5%	4.9%	6.8%	5.8%	5.2%	-
経常利益	204	46	62	108	101	152	253	362	77.0%
	3.4%	3.0%	4.3%	3.6%	5.7%	10.0%	7.7%	5.8%	-
当期(四半期)純利益	179	28	54	83	88	117	205	288	61.0%
EBITDA	513	125	114	240	169	229	399	639	24.6%
EBITDAマージン	8.6%	8.2%	7.9%	8.0%	9.5%	15.1%	12.1%	10.2%	-
減価償却費	188	32	42	75	67	79	146	221	17.7%
持分法投資利益-租税公課	103	11	19	30	13	46	60	90	-13.0%
研究開発費	760	170	223	394	185	158	344	738	-2.9%
為替差損益	-106	-24	-8	-32	1	4	6	-26	-

(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

17年3月28日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が104.7%、営業利益は142.8%、経常利益は121.1%、当期純利益は121.0%であった。

売上高については、円/米ドルレートが計画(103円)よりも円安の112.4円になったことから、主力製品であるハンディオーディオレコーダーや、マルチエフェクター、ハンディビデオレコーダーが計画を上回った。営業利益についても、円安によって売上総利益率が計画以上に改善したため、営業利益以下の各利益の達成率が高くなった。

前期との比較においては、売上総利益率が前期の 32.7%から 34.7%に上昇した。売上総利益の増加幅 (231 百万円) の内訳は、未実現利益の増加 (-63 百万円)、為替変動による売上増 (63 百万円)、出荷数量の増加 (65 百万円)、その他の粗利率改善効果 (237 百万円)、商品廃棄・残材処理 (-72 百万円) である。

一方、販管費率は前期の 29.0%から 29.5%に上昇した。販管費の増加幅 (124 百万円) の内訳は、人件費の増加 (52 百万円)、支払手数料の増加 (88 百万円)、その他の経費の減少 (-17 百万円) である。

営業外費用に計上された為替差損が前期の 106 百万円から 26 百万円に縮小したため、経常利益の伸びは営業利益よりも高くなった。

製品カテゴリー別売上高では、16 年 10 月に発売された Q2n の売れ行きが好調であったハンディビデオレコーダーが前期比 102.9%増となったほか、主力の G3n シリーズが好調であったことや、アコースティックギター専用の新製品 AC-2、AC-3 の販売が堅調であったことから、マルチエフェクターが同 22.8%増となった (図表 6)。一方、業務用レコーダーの市場規模が想定を下回ったことを受けて海外の販売代理店で在庫調整が長引いたため、プロフェッショナルフィールドレコーダーが同 44.5%の大幅減となった。

【 図表 6 】17 年 12 月期の製品カテゴリー別売上高 (単位: 百万円)

	15/12期	16/12期	17/12期	
	通期	通期	通期	増減率
ハンディオーディオレコーダー	3,639	3,132	3,270	4.4%
マルチエフェクター	849	867	1,064	22.8%
ハンディビデオレコーダー	455	333	676	102.9%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	101	706	392	-44.5%
その他	905	929	896	-3.5%
合計	5,950	5,969	6,300	5.6%

(出所) ズーム有価証券報告書、届出書を基に証券リサーチセンター作成

地域別売上高では、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好調であった北米が前期比 232 百万円増加したほか、ハイエンドのハンディオーディオレコーダーが大幅に伸びた U.A.E が同 58 百万円、マルチエフェクターが好調だった日本が同 41 百万円増加した (図表 7)。

一方、プロフェッショナルフィールドレコーダーを中心に、在庫が高水準となっていた販売代理店が仕入を抑制したため、イタリア・フランスが 32 百万円減少した。

【 図表 7 】 17 年 12 月期の地域別売上高 (単位:百万円)

	16/12期	17/12期	
	通期	通期	増減額
北米	1,972	2,204	232
日本	700	741	41
ドイツ	699	697	-1
イギリス	463	459	-3
イタリア・フランス	477	444	-32
中国	274	309	35
オーストラリア	132	144	11
U.A.E	69	127	58
その他	1,179	1,170	-9
合計	5,969	6,300	331

(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

> 他社との比較

◆ 海外売上高比率の高い消費財関連メーカー等と比較

同社以外には音楽用電子機器の製造販売を主要事業とする上場企業は見当たらない。そこで、音楽用電子機器の製造販売を事業の一部としている企業に加え、対象がアマチュアであれ、プロであれ、個人向けに開発されている消費財関連メーカーの中で、海外売上高比率が高い企業や、中国の EMS 企業に生産を委託しているファブレス企業をビジネスモデルが同社と類似している企業として選定した。

具体的には、総合楽器メーカーであるヤマハ(海外売上高比率 66.1%)、オーディオ機器事業や情報機器事業を兼営するティアック(同 49.4%)、ペン入力タブレットで世界首位であり、ファブレスメーカーでもあるワコム(6727 東証一部、同 82.4%)、フィギュアやプラモデル等のホビー関連製品のファブレスメーカーである壽屋(7809 東証 JQS 同 24.6%)である(図表 8)。

各社を比較すると、規模では長い社歴と幅広い製品ラインナップを誇るヤマハが他社を圧倒している。直前期は赤字であるものの、ペン入力タブレットで高い国際競争力を持つワコムも売上高や総資産の水準は、他 3 社を大幅に上回る。同社は、売上高と総資産で最下位ではあるものの、壽屋との差は大きなものではない。

安全性に関しては、大きな固定資産を持たず、実質無借金となっている同社は、長年の利益蓄積から健全な財務体質を有するヤマハと並んで良好である。一方、赤字の影響を受けて、財務体質が悪化したティアック及びワコムと、本社ビルを中心とした有形固定資産が総資産の

半分近くを占めている壽屋については、自己資本比率の数値がヤマハや同社に比べて見劣りする。

【 図表 8 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	ズーム 6694 17/12	ヤマハ 7951 17/3	ティアック 6803 17/3	ワコム 6727 17/3	壽屋 7809 17/6	
規模	売上高	百万円	6,300	408,248	17,346	71,314	8,008
	経常利益	百万円	362	44,926	-8	-870	435
	総資産	百万円	6,804	522,362	11,192	50,250	7,452
収益性	自己資本利益率	%	6.7	14.0	-7.8	-21.2	14.1
	総資産経常利益率	%	5.6	9.1	-0.1	-1.7	5.9
	売上高営業利益率	%	5.2	10.9	1.7	-1.6	5.9
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	6.5	-0.2	-8.2	-3.2	9.2
	営業利益 (同上)	%	35.5	19.4	-9.3	—	—
	経常利益 (同上)	%	-6.9	19.8	—	—	-4.0
	総資産 (同上)	%	10.9	6.0	-14.0	-0.4	19.2
安全性	自己資本比率	%	66.4	69.9	5.1	42.2	25.3
	流動比率	%	270.4	330.3	165.6	227.2	167.3
	固定長期適合率	%	13.9	57.1	41.5	32.8	66.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)、ティアックは15/3期からIFRS基準を採用しているため、経常利益、経常利益の成長率は税引前利益を、3期前は日本基準の数値を使用

(出所) ズーム及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

収益性では、国内外でバランス良く稼いでいるヤマハの数値が総合的に見て最も良好である。同社は全ての項目で3番目の数値であり、収益性では特に評価すべき項目は見当たらない。

成長性については、売上高と総資産では、壽屋の数値の伸びが高い。一方、同社は3期前に大きな為替差益が発生していたことから、経常利益の成長率ではマイナスとなっているが、営業利益では最も高い伸びとなっており、同社の成長性も高く評価できる。

全体的には、安全性、成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 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9）。

【図表9】 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
		・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 1年
事業パートナー	・国内では楽器店ルートでの販売が中心	・ 海外販売代理店数 50社超	
	・特定の生産委託先への依存度が高い	・ 国内販売先楽器店店舗数 約500店	
	・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	・ Hong Kong Tohei E.M.C. Co. Ltd.への生産委託比率 84.6%	
組織資本	・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	・ 研究開発費、売上高研究開発費比率 738百万円、11.7%	
	・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		
	・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）、ボイスング（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 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を含む。

(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。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に関する対外的な活動を行っていない。

◆ 社会的責任 (Society)

現時点では社会的責任に関する大規模な対外活動は困難としているものの、地域の音楽祭やスポンサーなどの活動を実施している模様である。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、15年6月開催の臨時株主総会において、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は監査等委員ではない取締役2名と、監査等委員である取締役3名(全員が社外取締役)で構成されている。一方、監査等委員会は、監査等委員である取締役3名で構成されている。

監査等委員である社外取締役の横山和樹氏は、バラカ(4809 東証一部)の社外取締役などを兼務する公認会計士・税理士である。同じく監査等委員である社外取締役の高橋鉄氏は、日本マクドナルドホールディングス(2702 東証 JQS)の連結子会社である日本マクドナルドの社外取締役やイーブックイニシアティブジャパン(3658 東証一部)の社外監査役などを兼務する弁護士である。同じく監査等委員である社外取締役の山根深氏は公認会計士・税理士である。3人の社外取締役はいずれも15年6月に就任した。

17/12期の株主総会招集通知によれば、17/12期に開催された18回の実行取締役会と17回の監査等委員会において、3氏ともその全てに出席している。また、横山氏においては、事業部門監査を行う特定監査等委員として、原則として週に1日以上出社し、重要会議に参加するほか、業務監査を実施している。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 計画通りの新製品開発

当社にとって、新製品の開発は経営の根幹であり、全ての経営戦略は新製品の開発次第と言える。あらゆる電子機器は技術革新による陳腐化のリスクを抱えており、競争力を維持するためには最先端の技術を採用し続ける必要がある。結果として、開発途上で発生する問題や障害（同社は「予期せぬ事態」と呼んでいる）を解決する時間が長期化する傾向が顕著となっており、同社は計画通りの日程で新製品を開発することが重要な課題であると認識している。

同社は、「予期せぬ事態」が発生する回数や確率を下げ、その深刻さを低減するためにあらゆる方策を実施すると共に、対処への動きを早めるなどの対応策によって、開発の遅延を防ぐ方針である。

◆ ヨーロッパの販売体制強化

同社の売上高の内、ドイツ、イギリス、イタリア・フランスの売上高を合計した数値は約 16 億円（売上高比率 25%）であるが、その他の地域も加えたヨーロッパ全体では、連結売上高の 33%を占めており、35%を占める米国に次ぐ重要地域である。

一方、14/12 期と 17/12 期の売上高を比較した場合、米国が 1,390 百万円から 2,204 百万円へと 58.6%増加したのに対し、ヨーロッパで最大規模となるドイツについては、711 百万円から 697 百万円へと 2.0%減少しており、ヨーロッパ全体でも伸び悩んでいるものと推測される。

こうした状況の中、同社は、ヨーロッパの販売体制強化を経営課題と認識し、複雑化する市場環境への対応策として、ヨーロッパ市場を 3～4 地域に分けてそれぞれに最適な販売体制を整えていく方針を打ち出した。

その第一歩として、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 を子会社化し、南ヨーロッパ地域における販売体制を強化していくとしている。

> 今後の事業戦略

◆ 20 年度に売上高 100 億円、営業利益 7 億円、ROE11%を目指す

同社は、20/12 期に売上高 100 億円、営業利益 7 億円、ROE11.0%を目指す中期経営計画を発表した。

売上高では、1) 今後 3 年間の単体における増収額（年間 4 億円）、2) 子会社化する Mogar Music のズームブランド以外の商品の売上高と小売マージン（卸売価格と小売価格の差額）の取り込みによる上乗せ

額 10 億円、3) 新規事業 (今後の M&A を含む) による上乗せ額 15 億円を計画の前提としている。

営業利益では、増益要因として、1) 単体の増収と新製品の利益率改善による売上総利益の増加額 6.0 億円、2) Mogar Music の子会社化による売上総利益の増加額 5.0 億円、減益要因として、3) 研究開発費の増加額 1.8 億円、4) 人件費の増加額 2.2 億円、5) Mogar Music の子会社化による販管費の増加額 1.7 億円、6) その他の経費の増加額 1.2 億円を計画の前提としている。

同社は、この長期的なターゲットを達成するための成長戦略として、1) ターゲットユーザーをミュージシャンやアーティストから、広く創造活動をするクリエイターに広げ、製品カテゴリーを更に拡充すること、2) 既存の製品カテゴリーにおいて、新製品の投入によって継続的な成長を目指すこと、3) 地域別、製品カテゴリー別の販売施策を実行することを掲げている。

◆ 技術とノウハウの蓄積によって新しい製品カテゴリーを創出

同社の新しい製品カテゴリーは、既存カテゴリーで獲得したノウハウに新技術を付加することで創出されている。具体的には、最初の自社製品であるマルチエフェクターは音響処理 (デジタルエフェクト) 技術をベースに開発されているが、次のカテゴリーであるマルチトラックレコーダーは、音響処理技術に多重録音 (マルチトラック) 技術を付加したことで誕生している。

それまでの既存技術に加えて、ハンディオーディオレコーダーではハイレゾオーディオ録音技術が、ハンディビデオレコーダーでは画像処理技術が付加されており、ハンディビデオレコーダーまではその時点の全ての技術を使って新しいカテゴリーが創出されている。

一方、オーディオインターフェースは、既存の音響処理技術とハイレゾオーディオ録音技術に、高性能プリアンプ技術を付加して開発されたカテゴリーである。オーディオインターフェース以降の新カテゴリーにおいては、単純に既存技術の全てと新技術の付加によって創出しているのではなく、既存の技術の一部と新技術の組み合わせによって開発されている。

同社は、現在、ミュージシャンを中心としたアーティストを対象としたグローバルニッチ市場で事業を展開している。一方、カメラマン、ジャーナリスト、映画のサウンドデザイナー、ユーチューバー等から構成されるクリエイターの中で、音にこだわる人々はそれぞれのセグメントの一部であると見られるものの、世界中のクリエイターを対象

にすることで、同社にとって十分魅力的なグローバルニッチ市場を構築することが出来ると考えている。今後の新カテゴリーの創出は、音にこだわりを持つ世界中のクリエイターも対象に加える方針である。

◆ 米国と欧州で新しいマーケティングに取り組む

同社は、地域別に詳細な販売戦略を開示しているが、特に重要と考えられるが、売上高比率が高い米国と欧州における新しいマーケティングへの取り組みである。米国では、常に新しいマーケティング手法(ソーシャルメディアやe-コマース等)を取り入れ、他地域へ波及させる方針である。また、欧州では、英国の持分法適用関連会社とイタリアのMogar Musicを軸に欧州共通のe-コマース戦略を立案するとしている。

◆ 中国での販売ネットワークを強化する

中国での販売戦略として、同社は、1) グローバルなマーケティング手法を、特有の国策に適合する形で取り入れ、販売ネットワークを強化する、2) コンシューマ・エレクトロニクス、プロオーディオにはチャンネル別ディストリビュータを導入するという2つを掲げている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 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

> 経営戦略の評価

◆ 中期計画の達成には努力を要すると思われる

同社の中期計画では、新規事業による売上高の貢献（15 億円）、イタリアの販売代理店の買収による営業利益の貢献（3.3 億円）を見込んでいるが、当センターは現時点においては同社の想定には届かないと考えており、中期計画の達成にはかなりの努力を要すると見ている。

◆ 欧米と中国での e-コマースへの対応に期待したい

同社は地域別販売戦略の中で、欧米においては e-コマース戦略についても触れており、今後、対応を強化するものと見られる。同社の国内の主要販売先にはアマゾンの名前も挙がっており、欧米においても取り組みの強化を進めれば、相応の成果が上げられるものと当センターでは期待している。

一方、中国の販売戦略においては、e-コマースについての直接的な言及はないものの、中国におけるネット通販市場の急拡大を考慮すれば、欧米で成功した取り組みを中国に移植する可能性が高いと見られ、当センターはこの点についても注目したいと考えている。

◆ 中国での販売ネットワークの強化は評価できる

中国での売上高比率は、17/12 期においてはまだ 5%に過ぎないが、楽器における中国市場の成長を踏まえると、今後同社にとって重要な市場になってくると当センターは考えている。

中国向けに掲げている「グローバルなマーケティング手法を、特有の国策に適合する形で取り入れ、販売ネットワークを強化する」という販売戦略が何を意味するのか明確ではないが、中国においてはeコマース以外にも販売体制を拡充する余地は大きいと推測されるため、同社の積極的な取り組みに期待したい。

◆ クリエイター市場への挑戦は早期に成果を上げる可能性がある

同社は音にこだわる世界中のクリエイターを対象にした新しい製品カテゴリーを創出し、新市場を開拓する方針を示している。当センターは、新しい製品カテゴリーとは言っても、既存の製品カテゴリーにクリエイターのニーズに応じた微調整を行うことから開発をスタートするのではないかと考えている。

そうであれば、研究開発費をさほど増やさずとも、クリエイター市場に向けた新製品の開発は可能と見られる。また、同社は海外営業においては販売代理店を通じた営業体制を敷いているため、自前で新しい販路を開拓する場合に比べ、早期に成果を上げる可能性がある当センターは考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 18年12月期会社計画は16.1%増収、15.1%営業増益を見込む

18/12期の会社計画は、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)、当期純利益340百万円(同17.9%増)である(図表11)。

製品カテゴリー別では、17年の新製品効果の反動減を見込むハンディビデオレコーダーや、円高による換算上の目減りが響くハンディオオーディオレコーダー及びマルチエフェクターは減収を想定している。一方、新製品効果を期待するプロフェッショナルフィールドレコーダーとデジタルミキサー/マルチトラックレコーダーは増収を予想している。

また、その他の増加は、主としてMogar Musicの子会社化によって、Mogar Musicが扱うズームブランド以外の商品の貢献が中心となっている模様である。

営業利益とEBITDAに関しては、円高(期中平均円/ドルレート17/12期112.4円→18/12期予想108円)による収益性の悪化を、新製品効果による売上高の拡大でほぼ吸収し、利益率の大きな変動は見込んでいない。

【 図表 11 】 ズームの過去の業績と 18 年 12 月期の計画

(単位:百万円)

製品カテゴリー別	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	5,216	5,950	5,969	6,300	7,313	16.1%
ハンディオーディオレコーダー	—	3,639	3,132	3,270	3,185	-2.6%
マルチエフェクター	—	849	867	1,064	1,044	-1.9%
ハンディビデオレコーダー	—	455	333	676	572	-15.4%
プロフェッショナルフィールドレコーダー	—	101	706	392	603	53.9%
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	—	327	268	372	837	124.9%
その他	—	577	660	524	1,070	104.1%
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	15.1%
営業利益率	2.5%	5.7%	3.7%	5.2%	5.2%	—
経常利益	449	447	204	362	433	19.5%
経常利益率	8.6%	7.5%	3.4%	5.8%	5.9%	—
当期純利益	418	403	179	288	340	17.9%
EBITDA	315	588	513	639	734	15.0%
EBITDAマージン	6.0%	9.9%	8.6%	10.2%	10.0%	—
為替レート (円/米ドル)	—	—	109.3	112.4	108.0	-3.9%

(出所) ズーム有価証券届出書、決算短信及び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業績予想

当センターでは、同社の 18/12 期業績を、売上高 7,270 百万円（前期比 15.4%増）、営業利益 373 百万円（同 13.9%増）、経常利益 448 百万円（同 23.6%増）、当期純利益 351 百万円（同 21.7%増）と予想する（図表 12）。

会社計画に対しては、売上高は 43 百万円、営業利益は 4 百万円下回ると見込んでいる。決算発表時には、4 月 1 日にイタリアの代理店である Mogar Music と新会社を設立する予定であったが、Mogar Music 自体を子会社化することとなり、子会社化が 4 月 26 日にずれ込んだことなどを予想に織り込んだためである。

一方、会社計画に対して、経常利益は 15 百万円、当期純利益は 11 百万円上回ると見込んでいる。同社は、持分法投資利益などの前提を明らかにしていないが、米国の法人税率の引下げを考慮すると、同社の営業外収支の想定は保守的であると判断した。

製品カテゴリー別売上高については、ハンディビデオレコーダーは同社の予想ほど落ち込まないと予想した一方、Mogar Music の子会社化の遅れが影響する「その他」は同社の予想ほど増加しないと考えた。

【 図表 12 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/12	17/12	18/12CE	18/12E	19/12E	20/12E
損益計算書						
売上高	5,969	6,300	7,313	7,270	7,707	8,115
前期比	0.3%	5.6%	16.1%	15.4%	6.0%	5.3%
製品カテゴリー別	-	-	-	-	-	-
ハンディオーディオレコーダー	3,132	3,270	3,185	3,185	3,245	3,300
マルチエフェクター	867	1,064	1,044	1,044	1,065	1,085
ハンディビデオレコーダー	333	676	572	590	700	650
デジタルミキサー/マルチトラックレコーダー	268	372	837	837	757	860
プロフェッショナルフィールドレコーダー	706	392	603	603	540	620
その他	660	524	1,070	1,010	1,400	1,600
売上総利益	1,954	2,185	-	2,514	2,748	2,923
売上総利益率	32.7%	34.7%	-	34.6%	35.7%	36.0%
販売管理費	1,733	1,857	-	2,141	2,301	2,408
販管費率	29.0%	29.5%	-	29.4%	29.9%	29.7%
営業利益	220	327	377	373	447	515
前期比	-35.4%	48.2%	15.1%	13.9%	19.9%	15.2%
営業利益率	3.7%	5.2%	5.2%	5.1%	5.8%	6.3%
経常利益	204	362	433	448	553	627
前期比	-54.2%	77.0%	19.5%	23.6%	23.4%	13.4%
経常利益率	3.4%	5.7%	5.9%	6.2%	7.2%	7.7%
当期純利益	179	288	340	351	404	439
前期比	-55.6%	61.0%	17.9%	21.7%	15.1%	8.7%

(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

18/12期と19/12期については、競争力のある新製品の販売などで営業利益率が上昇に向かい、19/12期は前期比19.9%営業増益、20/12期は同15.2%営業増益を見込んでいる。

19/12期の製品カテゴリー別売上高については、18/12期の新製品効果の反動が出ると見て、デジタルミキサー/マルチトラックレコーダーとプロフェッショナルフィールドレコーダーは減収を想定したが、Mogar Musicが年度を通して貢献することから「その他」の伸びが大きくなると見込んだほか、ハンディビデオレコーダー等でも新製品投入による増収を予想した。

19/12期の営業利益率については、Mogar Musicの販管費が年度を通して計上される影響を、新製品の拡大による売上総利益率の改善効果が上回ると考え、前期の5.1%から5.8%に上昇すると予想した。

20/12期の製品カテゴリー別売上高については、19/12期の新製品効果の反動が出ると見て、ハンディビデオレコーダーは減収を想定したが、他のカテゴリーにおいては、新製品の貢献による増収を予想した。

20/12 期の営業利益率については、新製品効果による売上総利益率の上昇に、単体と Mogar Music において、スケールメリットによる販管費率の改善が加わり、前期の 5.8%から 6.3%に上昇すると予想した。

なお、円/米ドルレートについては、18/12 期から 20/12 期まで、108 円を前提として予想している。

18/12 期の一株当たり年間配当金について、同社は配当性向 30%前後を目安に安定的な配当を行うという配当方針に基づいて、45 円と予想している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、18/12 期は 50 円、19/12 期は 55 円、20/12 期は 60 円と見込んでいる。

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/12	17/12	18/12CE	18/12E	19/12E	20/12E
貸借対照表						
現預金	3,319	3,512	-	3,211	3,408	3,544
売掛金	866	703	-	811	860	906
棚卸資産	987	1,443	-	1,665	1,755	1,957
その他	337	515	-	593	658	727
流動資産	5,510	6,174	-	6,281	6,683	7,135
有形固定資産	151	155	-	161	157	154
無形固定資産	3	28	-	83	64	45
投資その他の資産	455	445	-	445	445	445
固定資産	610	629	-	690	667	645
資産合計	6,121	6,804	-	6,972	7,350	7,780
買掛金	1,093	1,249	-	1,200	1,242	1,298
短期借入金	698	678	-	678	678	678
その他	285	356	-	312	332	347
流動負債	2,077	2,283	-	2,190	2,253	2,323
固定負債	-	-	-	-	-	-
純資産合計	4,044	4,520	-	4,782	5,097	5,456
(自己資本)	4,044	4,520	-	4,782	5,073	5,388
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-	-	0	24	68
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	204	364	-	448	553	627
減価償却費	188	221	-	265	293	322
売上債権の増減額 (-は増加)	-243	149	-	-108	-48	-45
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-6	-457	-	-222	-89	-201
仕入債務の増減額 (-は減少)	288	185	-	-49	41	55
その他	25	-114	-	-68	-59	-62
法人税等の支払額	-62	13	-	-143	-105	-131
営業活動によるキャッシュ・フロー	394	364	-	122	583	563
有形固定資産の取得による支出	-210	-250	-	-263	-270	-300
無形固定資産の取得による支出	-1	-2	-	-67	0	0
その他	-4	-88	-	-4	-4	-4
投資活動によるキャッシュ・フロー	-216	-341	-	-334	-274	-304
短期借入金の増減額 (-は減少)	498	3	-	0	0	0
株式の発行による収入	-	340	-	0	0	0
配当金の支払額	-39	-39	-	-90	-112	-124
その他	-	-92	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	458	211	-	-90	-112	-124
現金及び現金同等物に係る換算差額	-92	-43	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	544	190	-	-301	197	135
現金及び現金同等物の期首残高	2,750	3,295	-	3,485	3,184	3,381
現金及び現金同等物の期末残高	3,295	3,485	-	3,184	3,381	3,517

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) ズーム決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 為替レートの変動が業績に影響を与える可能性

同社は、18/12 期の業績予想において、対米ドルで 1 円、円高 (円安) になると、営業利益が約 15 百万円減少 (増加) すると試算している。同社の 18/12 期における為替前提は 108 円であるため、前期の 112.4 円に対し 4.4 円の円高、66 百万円の減益要因を想定していることになる。

また、16年4月からドル建債権とドル建債務の残高をなるべく一致させる取引(いわゆる為替マリー)を実施しているため、以前に比べて縮小しているとは言え、為替変動によって、営業外収支に為替差損益が計上される場合がある。

持分法投資損益に関しても、為替換算上の影響があるため、営業利益以上に経常利益は為替レートの変動によって影響を受ける構造がある点に十分な注意が必要であろう。

◆ 第4四半期に利益が偏重する季節性

同社製品は、娯楽性の高さや欧米地域での販売が多いことから、クリスマス商戦が含まれる第4四半期に最終需要が高まる特性がある。一方、同社から持分法適用関連会社や海外の販売代理店への販売はクリスマス商戦が始まる前に前倒しで出荷されるため、売上高は第3四半期にピークが到来する傾向がある(図表14)。

【図表14】ズームの四半期業績推移

(単位:百万円)

	16/12期					17/12期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	1,411	1,395	1,608	1,554	5,969	1,535	1,451	1,793	1,519	6,300
構成比	24%	23%	27%	26%	100%	24%	23%	28%	24%	100%
営業利益	42	53	56	67	220	82	53	88	103	327
構成比	19%	24%	26%	31%	100%	25%	16%	27%	32%	100%
持分法投資利益(ネット)	8	16	29	50	103	11	19	13	46	90
構成比	8%	15%	28%	49%	100%	12%	21%	15%	52%	100%
経常利益	-72	50	75	151	204	46	62	101	152	362
構成比	-35%	24%	37%	74%	100%	13%	17%	28%	42%	100%

(注) 構成比の合計値は、四捨五入の関係で必ずしも100%にならない場合がある。

(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

しかしながら、米国と英国の持分法適用関連会社の第3四半期末時点の棚卸資産については、その残高の中には未実現利益に該当する部分が含まれており、その分が営業利益から除外されるため、第3四半期の営業利益率は第2四半期よりも低下する傾向がある。

第4四半期については、海外向けの出荷がピークアウトするため、売上高は第3四半期よりも減少する傾向がある。一方、持分法適用関連会社の期末棚卸資産が第3四半期に比べ減少することで、未実現利益の実現化に伴う利益が計上されるため、営業利益率が上昇する傾向が

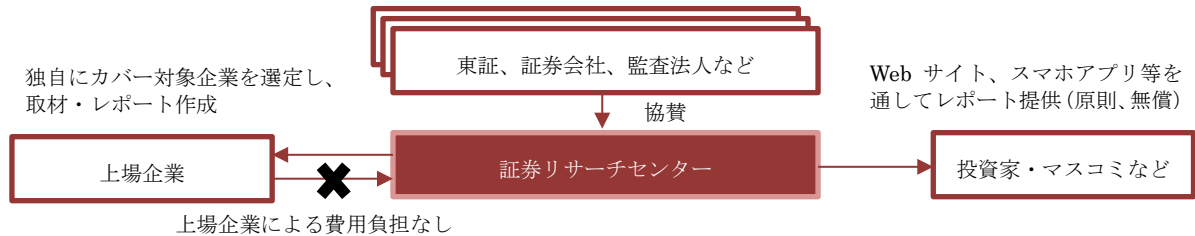
ある。持分法投資利益についても、需要のピークを迎える第4四半期において、第3四半期よりも増加する傾向がある。よって、経常利益についても、第4四半期に偏重する季節性が生じている。

実際、通期実績に占める第4四半期の営業利益と経常利益の構成比は、16/12期においては、31%と74%、17/12期においては、32%と42%となっている。なお、16/12期において、第4四半期の経常利益構成比が特に高くなっているのは、第1四半期に123百万円の為替差損が計上され、第4四半期に34百万円の為替差益が計上されたためである。

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

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。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。