

アマナホールディングス (2402 東証マザーズ)

発行日: 2012/7/12
 調査日: 2012/6/14
 調査方法: 訪問取材

広告手法の変化でビジネスチャンスあるも足元コスト増に。前期子会社化したポリゴン・ピクチュアズが今期収益貢献へ。

> 要旨

◆ 事業の厚みが増す

・広告制作事業を営むが、(株)ポリゴン・ピクチュアズを連結子会社したことで、前2011年12月期第3四半期よりエンタテインメント映像制作事業が加わった。事業内容はデジタルアニメーション制作と映画や博覧会などの映像制作の受託、そしてアニメーション映像及びキャラクターの開発・ライセンス管理が挙げられる。

◆ 前期は2桁増収営業5割減益

・前期業績は厳しい内容。売上高13,681百万円(前期比14.7%増)、営業利益407百万円(同48.1%減)、経常利益305百万円(同56.6%減)、当期純損益赤字123百万円(同赤転)。営業利益以下の収益はアナリスト予想を下回る結果で、会社予想も通期予想業績を第3四半期決算公表時に下方修正した。

・主な減益要因は外注比率の低い広告ビジュアル制作事業売上高が期初計画を下回り、外注比率の高い広告の企画制作事業売上高が計画を上回る伸長となったこと。加えてポリゴン・ピクチュアズにおいてコスト先行でエンタテインメント事業セグメントが営業赤字となったため。

> 投資判断

◆ 今期予想は会社予想をやや減額

・担当アナリストの今期予想業績は、会社予想を下方修正。事業区分別売上高はストック販売フォトが単価下落止まらず前期比微減、広告ビジュアル制作は1桁増収、広告の企画制作は2桁増収と予想。収益面では、戦略的判断と思われる人員増などのコスト増が見え、営業利益以下の収益では会社予想ほど伸びないと思われる。

・担当アナリストは、2014年12月期までの従来の業績予想を見直す一方、新たに2015年12月期予想を付け加えた。エンタテインメント映像制作事業が加わったことと、足下採算が悪化した広告関連事業の収益回復遅れと戦略的な先行投資が背景にある。

◆ 妥当株価水準は305円～457円を想定

・比較的業容の近い3社を比較してみるに、同社株価に割安感はなさそうだ。ワークスゼブラやポリゴン・ピクチュアズの連結子会社化にみられる、魅力ある会社の取り込みが高い株価評価につながっているようだ。

・担当アナリストは、2015年12月期のEPSと適正PER水準を8～12倍とすると、妥当株価は305円～457円となる。

業種: サービス業
 アナリスト: 松尾 十作
 +81 (0)3-6858-3216
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2012/7/6
株価(円)	468
発行済株式数(株)	5,408,000
時価総額(百万円)	2,531
上場日	2004/7/1
上場パフォーマンス	-14.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	-	16.6
PBR(倍)	0.7	0.7
配当利回り	3.2%	3.2%

	σ	β値
リスク指標	39.6%	0.8

【主要KPI(業績指標)】	
広告企画制作売上高 (前年比)	
2011.1Q	10.0%
2Q	7.2%
3Q	0.3%
4Q	7.2%
2011.1Q	3.7%

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	3.6%	4.7%	9.2%
対TOPIX	-3.2%	16.2%	20.4%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120709

アマナホールディングス (2402 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/12期 実績	2011/12期 実績	2012/12期 会社計画	2012/12期 予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想
売上高	11,931	13,681	16,000	15,800	16,500	17,300	18,000
前年比	0.1%	14.7%	16.9%	15.5%	4.4%	4.8%	4.0%
営業利益	784	407	450	431	458	491	532
前年比	12.8%	-48.1%	10.4%	5.9%	6.3%	7.2%	8.4%
経常利益	702	305	350	331	358	391	432
前年比	20.9%	-56.5%	14.6%	8.5%	8.2%	9.2%	10.5%
当期純利益	537	-123	150	140	153	169	189
前年比	90.9%	-	-	-	8.9%	10.5%	12.2%
期末株主資本	3,336	3,138	-	3,428	3,506	3,601	3,715
発行済株式数(株)	5,408,000	5,408,000	5,408,000	5,408,000	5,408,000	5,408,000	5,408,000
EPS(円)	108.1	-24.9	30.2	28.2	30.7	33.9	38.1
配当(円)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
BPS(円)	671.0	631.2	-	689.4	705.1	724.1	747.2
ROE	17.3%	-3.8%	-	4.1%	4.4%	4.8%	5.2%
株価(円)	422	442	468	468	-	-	-
PER(倍)	3.9	-	15.5	16.6	15.2	13.8	12.3
配当利回り	3.6%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
PBR(倍)	0.6	0.7	-	0.7	0.7	0.6	0.6

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

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

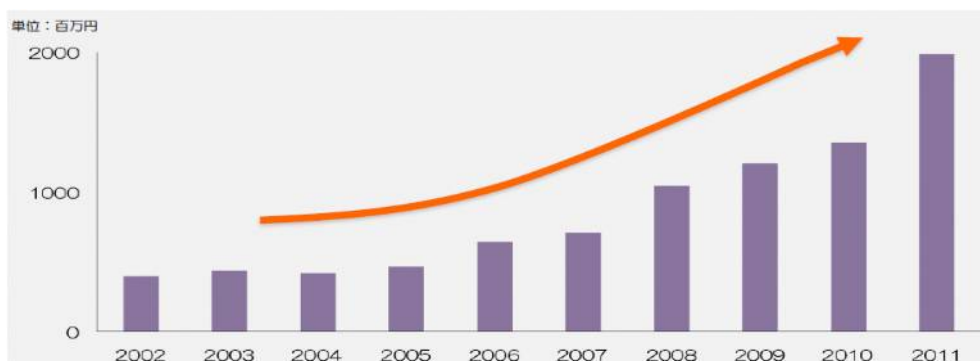
エンタテインメント映像制作事業に参入

◆エンタテインメント事業が加わる

同社グループは広告制作事業を行っており、事業セグメントでは、①ストック販売フォト（販売物やWeb向け素材の写真の販売）、②広告ビジュアル制作、③広告の企画制作、④エンタテインメント映像制作、に分類される。

前2011年12月期第1四半期より、広告ビジュアル制作事業が広告ビジュアル制作と広告の企画制作に分割され、株式会社ポリゴン・ピクチュアズ（5月決算）を連結子会社化したことで、第3四半期よりエンタテインメント映像制作事業が加わった。当該子会社はデジタルアニメーション制作と映画や博覧会などの映像制作の受託、そしてアニメーション映像及びキャラクターの開発・ライセンス管理を行っている。

<ポリゴン・ピクチュアズ売上高推移>



(出所) 決算説明会資料

> 前期実績

営業利益前期比約5割減

◆前期は増収大幅減益

前2011年12月期業績は下図表のように、売上高は13,681百万円(前期比14.7%増)、営業利益407百万円(同48.1%減)、経常利益305百万円(同56.6%減)、当期純損益赤字123百万円(同赤転)と2桁増収、大幅減益だった。

<前期実績概要>

(百万円)	予想			実績	前期比
	会社		アナリスト		
	期初	2011.11 時点	2011.6 時点		
売上高	13,100	13,600	12,200	13,681	14.7%
営業利益	800	400	454	407	-48.1%
経常利益	700	300	354	305	-56.6%
利益	250	-140	115	-123	赤転

(出所) 前回レポート、短信より作成

営業利益以下の収益はアナリスト予想を下回る結果で、会社予想も通期予想業績を第3四半期決算公表時に下方修正した。会社期初予想の主な未達要因は、外注比率の低い広告ビジュアル制作事業売上高が期初計画を下回り、外注比率の高い広告の企画制作事業売上高が計画を上回る伸長となったこと。加えてポリゴン・ピクチュアズにおいて売上計上している大規模なTVシリーズが初期段階の為、コスト先行でエンタテインメント事業セグメントが営業赤字となったため。

昨年6月時点で担当アナリストは、東北大震災の影響により広告業界が足元低迷していることから広告ビジュアル制作事業の伸長率を控えめに予想、またストックフォト事業では、単価低下の影響と広告業界の不振を背景に会社予想業績を下方修正した。

> 今期予想

◆会社予想は2桁増収益

今2012年12月期会社予想業績は、下図表の通り売上高16,000百万円(前期比16.9%増)、営業利益450百万円(同10.4%増)、経常利益350百万円(同14.6%増)、純利益150百万円(同黒転)。この背景として、事業区分別売上高はストック販売フォトが前期比微増、広告ビジュアル制作及び広告の企画制作が同2桁増収、エンタテインメント映像制作が通期計上とみている。収益面では前期赤字だったエンタテインメント映像制作の収益貢献とコストコントロール強化で2桁営業増益を見込んでいるようだ。

◆アナリスト予想

担当アナリストの今期予想業績は、下図表のように会社予想を下方修正している。事業区分別売上高はストック販売フォトが単価下落止まらず前期比微減、広告ビジュアル制作は1桁増収、広告の企画制作は2桁増収と予想した。収益面では前期赤字だったエンタテインメント映像制作事業が収益貢献するものの、戦略として電子カタログ事業への注力に伴う人員増などコスト増が予見され、営業利益以下の収益では会社予想ほど伸びないと思われる。

今期業績アナリスト予想は会社予想をやや減額修正へ

<今期業績予想概要>

(百万円)	会社		アナリスト	
		前期比		前期比
売上高	16,000	16.9%	15,800	15.5%
営業利益	450	10.4%	431	5.9%
経常利益	350	14.6%	331	8.5%
利益	150	黒転	140	黒転

(出所) 短信等より作成

足下、広告関連事業の収益性悪化

◆第1四半期実績

今第1四半期実績は、売上高3,973百万円(前期比24.4%増)、営業利益162百万円(同7.8%増)、経常利益142百万円(同7.5%増)、純利益67百万円(同黒字転換)。今第2四半期累計会社予想に対する進捗率は順に46%、72%、81%、89%と順調模様。事業別セグメント利益をみると、広告ビジュアル制作事業の赤字拡大、ストックフォト販売事業及び広告の企画制作事業の収益減を前年同期になかったエンタテインメント映像制作事業が補っている。

> **中期見通し**

戦略的な先行投資を背景とした目先の採算低下を予想

◆中期業績見通しを修正

前回の中期業績予想を、担当アナリストは下図表のように修正した。主たる変化点の一つは、前回予想時点ではポリゴン・ピクチュアズが持分法適用会社で、前回レポート公表後に連結子会社化(現在持分70.2%)をリリースした。二つ目は広告ビジュアル制作及び広告の企画制作事業の採算性が低下見通しであること。これは戦略的な先行投資を背景とした目先の採算低下と担当アナリストはみている。EC市場の成長に見られる消費者の購買方法の変化により広告手法が大きく変化してきているため、前述の電子カタログ事業への投資のように人員増などで固定費が上昇見込みであるため。

<今期以降の業績予想推移>

(百万円)		2012/12期	2013/12期	2014/12期	2015/12期
前回 2011年6月 時点	売上高	12,900	13,500	14,100	
	営業利益	547	578	610	
	経常利益	447	478	510	
	当期純利益	252	271	289	
今回	売上高	15,800	16,500	17,300	18,000
	営業利益	431	458	491	532
	経常利益	331	358	391	432
	当期純利益	140	153	169	189

投資判断

> 株主還元

◆安定配当志向で15円配当続こう

同社は株主還元策として配当性向を掲げていない。営業利益段階で赤字だった2008年12期は無配だったが、純損益で赤字だった2007年12月期は12円配当であったことから安定配当志向と思われる。自社株は2012年3月末で発行済み株式数の8.05%を保有。役員へのストックオプションやM&Aの原資とする予定のようだ。今期予想配当性向は約53%と高く、当面15円配当が続こう。

> 株価バリュエーション

◆株価の割安感はない

比較的業容の近い3社を比較してみた。担当アナリストの今期予想PERでは同社株価に割安感はなさそう。実績PBRは3社とも1倍を大きく下回る。過去の成長性と収益性の点で他2社に比べ見劣りするものの、配当利回りは中間的な位置にある。

予想PERでは同社の株価が割高

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	アマナHD	東北新社	葵プロモーション
売上高	15,800	61,107	23,000
(営業利益率)	2.7 %	10.4 %	7.5 %
実績ROE	-3.8 %	6.4 %	7.2 %
予想PER	16.6 倍	7.7 倍	9.2 倍
実績PBR	0.7 倍	0.5 倍	0.7 倍
配当利回り	3.2 %	2.2 %	4.3 %
過去3年成長	-4.2 %	-2.8 %	8.9 %
株価	468 円	627 円	540 円
時価総額	2,531	29,303	7,201

(注1) 過去3年成長率は、売上の年平均変化率(複利)

(注2) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース、売上高、営業利益率は今期予想

(注3) PER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

(注4) アマナHDはアナリスト予想、その他は会社計画

> 今後の株価見通し

魅力ある会社の子会社化などが高い株価評価に

担当アナリストの2015年12月期業績予想によれば、EPSは38.1円が見込まれており、予想PERは12.2倍となる。ワークセブラやポリゴン・ピクチュアズの連結子会社化にみられる、魅力ある会社の取り込みが高い株価評価につながっているようだ。したがって中長期的な成長性、財務内容、同業他社比較等から見た適正PERは8~12倍と想定される。今後2~3年で見た妥当株価は305~457円程度と考えられる。前期の大幅減益により利益額水準が低下したことで、もう一段の株価下落リスクも考慮すべきだろう。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

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

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標 (KPI) を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場パフォーマンス

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

■ PER (Price Earnings Ratio)

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

■ PBR (Price Book Value)

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

■ 配当利回り

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

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

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

■ SWOT 分析

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

■ ESG

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

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

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