

TB グループ (TB Group)

インバウンド需要で黒字転換期を迎える

アナリスト 堀 篤

東証 2 部 6775

株価 91 円 (7 月 28 日) 想定株価 127 円 ~ 135 円

時価総額 79.86 億円

単位 1000 株

POS レジ製造販売大手から、デジタルサイネージ（電子看板）事業、LED 製品の製造販売事業へと拡大。デジタルサイネージでは業界最大手とされる。

訪日外国人向け LED 表示機・デジタルサイネージや、店舗プロモーション用ロボット、病院向けキャッシュレスシステムで、次の成長市場に挑戦



2015年3月期

売上 3683

営業利益 -279

2016年3月期予想

売上 4500

営業利益 1000

(会社予想)

バリュエーション：8P 参照

Price Gap 要因

本年 3 月の増資資金の活用と引受先との協業により、インバウンド関連事業の収益化が見込まれる。株価は、第三者割当増資による、事業への漠然とした期待感は織り込んだが、持続的な成長性を評価される前の段階にある。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

① 事業・製品紹介

事業の柱は、＜POSレジ＞＜LED表示機・デジタルサイネージ＞＜LED照明＞

これまで拡大してきた各事業のシェアを活かし、この市場に多言語対応商材を投入、インバウンドのニーズを取り込むことが、同社の現在の基本戦略。



「TB グループ経営戦略ビジョン」より

本レポートに掲載された情報・見直し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

② POS レジとデジタルサイネージ市場の動向

■ POS レジ市場

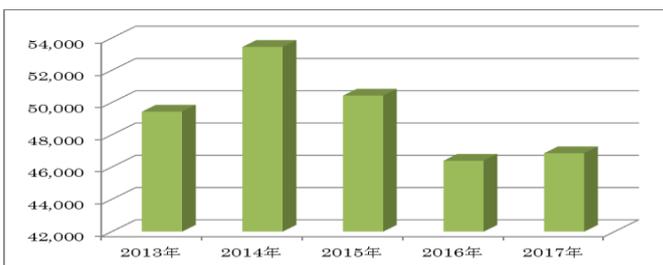
POS レジ市場の規模は基本的には横ばいだが、その内容は大きく変わっている。消費税率変更の有無による、一時的な需要の上下はあるが、増税の有無に関わらず、POS システムにクラウド化の波が来たことが、POS レジ市場に大きな影響を与えつつある。

クラウド化の進展は、システム利用料金の低減を実現した。このことにより、タブレット端末を POS ターミナルとして利用することが可能となり、POS システムの需要はその質を変えつつある。

注文からデータの蓄積まで、小型のタブレットを活用した安価なシステムが実現したことで、そこに予約システム、プッシュ型マーケティングまでが連携できるようになったのだ。つまり従来の POS ターミナルの需要は、タブレットを活用した、よりオープンなものに切り替わりつつある、ということがいえるだろう。リクルートグループの「エアレジ」などがその代表例といえる。ただし、多数の店舗展開・チェーン店などの高度・安定的な情報集約を必要とする場合は、お手軽さだけでは対応しきれない。従来の POS レジにタブレットとの連動機能を付加することで、利便性を確保することなども考えられる。

このような基本的背景を元に、昨年、矢野経済研究所が報告した POS ターミナルの市場推移が以下のグラフだが、ここではまだ、消費税 10%への増税が 2015 年 10 月に行われる前提となっている。現状では 2017 年 4 月まで、増税は延期されており、駆け込み需要はそこまで延長されるだろう。

POS ターミナル市場の予想推移（消費増税時期延期前）



出所：矢野経済研究所 単位：百万円

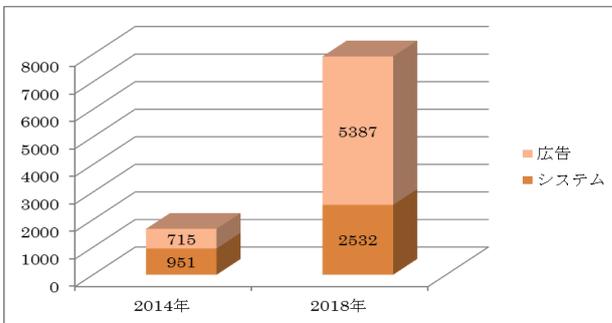
■ デジタルサイネージ市場

デジタルサイネージの市場は、2020年の東京五輪に向け、成長が期待されている。

三菱総研によると、2014年のデジタルサイネージ市場は、システム関連951億円、広告関連が715億円、合計で1666億円とされているが、これが2018年にはシステム関連が2532億円、広告関連が5387億円まで伸びると予想している。

一方、富士キメラ研究所によると、2020年に向けては、分野別でインストア向けの用途が、大きく拡大すると予想されている。その背景には、POSレジ市場と同じく、クラウド化とディスプレイ価格の低下がある。

デジタルサイネージ市場の予測



三菱総研予測より当社作成 単位：億円

③ 多言語化による付加価値戦略は、国策でもある

POSレジ市場、デジタルサイネージ市場共に、同社の重要な顧客となるのは、飲食店などや中小小売事業者、そして、観光客へのサービスを企画実行する会社・団体だ。

これらのターゲットに共通する課題は、ここ数年で見込まれる、訪日外国人の取り込みだろう。

2003年の小泉内閣による「観光立国宣言」以降、いわゆる「ビジット・ジャパン事業」が国策として進められてきている。10年後の節目となった2013年には、「観光立国に向けたアクションプログラム」が策定され、東南アジアを対象としたビザ発給要件の緩和、富士山の世界遺産登録、そして円安の進行もあり、この年、訪日外国人観光客数は1036万人を達成した。

2013年6月に定められた「日本再興戦略」では、2013年に1000万人、2030年に3000万人の外国人観光客数の達成をKPIとしている。

これに合わせ、ビザ発給要件の緩和も、2014年にはインド、フィリピン、ベトナム、2015年に中国との間で緩和措置が取られ、相互の行き来は益々スムーズになりつつある。

本レポートに掲載された情報・見直し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

一方で、より充実した受け入れ態勢のための課題の抽出も行われた。2013年3月の「ツーリスト・インフォメーション・センター」=ITC の調査によると、外国人が訪日した際の不便な点として、以下の3点が挙げられた。

1位：言葉 2位：交通 3位：Wi-Fi 環境

この結果を元に、「多言語化」に対する問題意識、需要は、大きく動きだした。

特に、2013年、東京五輪の誘致が決定した直後、2014年3月には、「2020年東京オリンピック・パラリンピック大会に向けた多言語対応協議会」が設置され、関係省庁、鉄道会社、業界団体など計56機関がこれに参加した。

このような動きを経て、今年6月、「観光立国実現に向けたアクションプログラム 2015」が策定された。その中でも、多言語対応を、重要施策の一つとして取り上げている。

みずほ総合研究所によれば、多言語化対応の需要は交通機関だけで85億円と試算されているが、その他観光事業、店舗、小売り、サービスなど、あらゆる分野が多言語化対応を急ぐタイミングがくれば、その規模はその数倍にはなるだろう。

2016年のリオ大会の終了後、次期開催国として注目を集める東京は、そのタイミングで嫌でも多言語対応に拍車をかけることになる。

現在のところ、多言語対応のデジタルサイネージ・LED表示機は、同社商品の他に有力な商材が見当たらず、同社にとっては今が最も大きな先行メリットを出すチャンスだ。

同社としては、すでにPOSレジで35万台、LED表示機で27万台、デジタルサイネージ1万台の顧客を持っており、既存顧客に多言語対応の付加価値商材を売りこむことで、その入替需要を取り込むと同時に、新たな市場を開拓する戦略をとることになるだろう。

④ 資本業務提携の効果が、黒字化への最大の変数か

POSレジ・デジタルサイネージ共に、市場の変化が大きいですが、その市場においてこれまで、同社は、利益を出すことができなかった。

成長市場においては当然参加者も多く、大手企業といえども、利益の確保に困難さが伴うケースは多い。逆に、市場シェアをとろうとすればするほど、赤字が大きくなるケースはある。

これまでの同社の赤字の要因は、次のプラスマイナス双方2点に集約されるだろう。

1. 販売台数の確保による、ユーザー囲い込みを、利益確保に優先させた

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

2. 販売会社の管理が徹底されていなかった

POS レジ・デジタルサイネージという分野は、参入障壁が高い事業とは言えないだろう。しかし、一度クライアントをとってしまえば、営業のやり方によっては、そのクライアントから定期的に収入を得ることが出来、しかも他の事業者には乗り換えられないようにすることで、見えない参入障壁を作ることもできる。

多言語化という製品の切替えは、利益率がある程度高い事業となる。したがって、これまで利益が出なかったからといって、今後も同じだ、ということにはならない。逆に、これまでの販売を、「囲い込み」と捉え、既存クライアントに付加価値商材をぶつけるこれからこそが、収益化の始まりだ、と位置づけをすることもできる。

しかし、そのように位置づけるには、これまでと今後で、最も変えていかななくてはならないものがある。それが、2. で指摘した、販売体制だろう。

囲い込みや販売台数が重要とはいえ、それを優先するあまり、販売店のコストパフォーマンスの悪化が、これまでは正当化され、常態化されてきた感がある。また、変化する市場環境に対して販売店の対応がキャッチアップしてこなかったことも、一つの要因だろう。

そこで、同社が今年3月に、光通信と提携した目的はまさに、「販売体制の整備と強化」にある。3月のリリース以降、同社グループの中で、LED 商材・POS レジ・デジタルサイネージ等の販売中核子会社である、「(株)TOWA」に対して、光通信の資本並びに人員を入れ、販売体制の再構築が始まっている。

現在、23名の人員が、光通信から(株)TOWAに派遣され、販売の強化に当たっているが、彼らによって、より効率的なマーケティングと販売活動が行われることが期待される。また、光通信の顧客資産を活用することで、より大きなチャンスメイクができれば、売り上げ規模自体が変わることも考えられる。

⑤ 業績・成長性評価

以上の状況から、同社の業績動向について、以下のような概要を予測する。

1. 今期以降、(株)TOWA が手掛ける SA 事業 (POS レジ) 並びに LED&エコ事業 (LED 表示機・デジタルサイネージ) の売上は営業体制整備により、増収となる。
2. 2016年のリオ五輪終了後には、更に営業に拍車がかかる可能性が強い。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

以上から考え、今回の資本提携などによる効果は、今期は黒字化、来期に大きく利益として出てくるだろうと思われる。

前期は、デジタルサイネージについては、特に地方における販売店活動が期待に届かず、その分、LED 照明器が伸びたが、この売上構成の変化により、利益率が大きくさがることとなった。また、SA 事業については、海外からの戦略的な撤収もあり、売上高自体が減少した。

しかし、この二つの分野について、前述した多言語化が、大きなリプレース需要を生み、それをこれまでよりも効率的な営業活動で取りこんでいく、という動きには期待ができるだろう。

特に来期は、東京五輪への対応が盛り上がる時期に当たると思われ、多言語対応において、ここで大きな先行者メリットを取ることが、戦略的に重要だろう。

そこで、同社のセグメント別の売上・利益（上段が売上、下段が利益）を、以下のように想定する。

セグメント別の売上・利益の実績と予想（上段：売上 下段：利益） 単位：千円

	2014	2015	2016	2017	2018
LED&エコ	2,465,205	2,534,454	3,000,000	4,000,000	4,700,000
	-90,023	-149,512	90,000	550,000	560,000
SA	1,622,104	1,146,173	1,500,000	1,700,000	1,800,000
	1,199	-131,557	-15,000	65,000	65,000

その後、2020年以降の市場環境の変化が不明で、永久成長率が想定しづらい面がある。

しかし、同社の無形資産として、常に新しいものをマーケティングし、開発し、製造・販売して利益を得る、というビジネスサークルが確立されていけば、成長率の設定が容易になる。そのようなPDCAを、ここ2年以内に確立することが期待される。

その前提で、ここ3年間の業績予想を以下のように想定する。

2016年～2018年3月期業績予想 単位：千円

	2016	2017	2018
売上	4,500,000	5,700,000	6,500,000
売上総利益	2,079,000	2,565,000	2,925,000
販売管理費	2,000,000	2,150,000	2,300,000
営業利益	79,000	415,000	625,000
当期利益	79,000	415,000	437,500
EPS	0.90	4.75	5.01

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

⑥ バリュエーション

以下で、同社の基本的な一株当たり数値を見てみよう。

株価 91 円 (7 月 28 日終値)

増資後 BPS 28.1 円 (増資終了後時点)

PBR 3.2 倍

2016 年 3 月期予想 EPS 0.86 円 PER 105.8 倍

2018 年 3 月期予想 EPS 5.01 円 PER 18.2 倍

2016 年 3 月期予想 SPS 51.55 円 PSR 1.8 倍

* EPS、SPS はいずれも当社予想

2017 年 3 月期以降は、リオ五輪が終了し、「次期五輪開催国」としての盛り上がりがあることを予想。各店舗等の多言語対応は、2017 年から 2019 年 3 月期までがピークとなることを予想。ただし、政策的には、2030 年までの訪日外国観光客誘致の目標 (KPI) があり、その後も、多言語化は有望市場であることは間違いがない。

⑦ テクニカル

6 か月間の一目均衡表



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

株価は、短期的には 100 円近辺か、90 円割れか、いずれかへ動意づく様相をみせていたが、市場全体の下落圧力に引かれ、90 円割れのほうを先に実現させた。

株価は今後 20 日間程度、上値を押し寄せられやすい状況が続くと示唆されるが、その後、上に動きだすことが予想される。

⑧ 株価評価

本年 3 月の資本業務提携発表以降、それまで 40 円程度であった株価は、一旦 100 円を大きく超え、その後の調整により、90 円近辺で推移している。

この株価水準は、以下のように説明できる。

2018 年 3 月期 EPS 5 円

PER 20 倍

とした場合の株価 = 100 円

資本業務提携による業績の伸びが未知数であるため、ボラティリティは高くなりがちだが、基本的な水準としては「保守的な位置」(PER20 倍)にあると言えるだろう。

デジタルサイネージ市場が、前述の調査のように 2018 年までの 4 年間で年率 40%以上の成長率を実現する、とした場合、その後 5 年間の市場においても、平均で 20%以上の成長は妥当ラインと言える。同社の利益成長はその市場拡大に合わせ、2019 年以降、5 年間で平均 20%を想定したい。この前提に立てば、中間的な PEG=1.5 とすると、PER=30 倍 (PEG1.5=PER÷中期成長率 20%) が一つの水準として見えてくる。

想定株価

EPS (2018 年) × PER ÷ 0.85 (ディスカウントレート)

= 5 × 30 × 0.85 = 127 円

株価の上値は、ディスカウントを無視した水準として、

5 × 30 = 150 円

とする。

実績&今期業績予想シート

単位：千円

	2012		2013		2014		2015	
		成長率		成長率		成長率		成長率
売上	4,146,786		4,513,544		4,088,647		3,682,363	
	対売上高		対売上高		対売上高		対売上高	
売上総利益	1,843,213	44.4%	2,127,800	47.1%	1,968,136	48.1%	1,663,224	45.2%
給与・賞与		0.0%		0.0%	829,890	20.3%	779,971	21.2%
販売管理費	2,330,472	56.2%	2,451,675	54.3%	2,053,099	50.2%	1,942,313	52.7%
営業利益	-487,258	-11.8%	-323,874	-7.2%	-84,963	-2.1%	-279,088	-7.6%
経常利益	-488,568	-11.8%	-348,470	-7.7%	-65,603	-1.6%	-272,369	-7.4%
当期利益	-424,661	-10.2%	-426,518	-9.4%	-198,791	-4.9%	16,446	0.4%
	純資産比率		純資産比率		純資産比率		純資産比率	
純資産	2,311,716	62.7%	1,940,513	64.7%	1,774,950	60.5%	1,841,683	61.3%
平均			1,857,732		1,857,732		1,808,317	
総資産	3,689,238		3,001,150		2,933,708		3,003,562	
平均			3,345,194		2,967,429		2,968,635	
ROE		-23.0%		-10.7%		0.9%		
ROA		-10.4%		-2.2%		-9.2%		
セグメント								
LED&エコ	2,223,011		2,663,584		2,465,205		2,534,454	
	-198,836		-64,854		-90,023		-149,512	
SA	1,856,522		1,838,667		1,622,104		1,146,173	
	-297,640		-267,318		1,199		-131,557	
発行済み株式数	72,010,588		72,010,588		72,010,588		72,010,588	87,760,588
自己株	462,600		463,100		464,276		466,055	466,055
差引	71,547,988		71,547,488		71,546,312		71,544,533	87,294,533
平均			71,547,738		71,546,900		71,545,423	

	会社予想		四季報予想		当社予想		
	2015	2016	2016	2016	2016	2017	2018
売上	3,682,363	4,500,000		4,500,000	4,500,000	5,700,000	6,500,000
売上総利益	1,663,224	45.2%			2,079,000	2,565,000	2,925,000
給与・賞与	779,971	21.2%					
販売管理費	1,942,313	52.7%			2,000,000	2,150,000	2,300,000
営業利益	-279,088	-7.6%	100,000	2.2%	100,000	79,000	415,000
経常利益	-272,369	-7.4%	85,000	1.9%	80,000	79,000	415,000
当期利益	16,446	0.4%	75,000	1.7%	80,000	79,000	415,000
純資産	1,841,683	61.3%	2,530,933		2,535,933	2,534,933	2,949,933
平均	920,842		2,186,308		2,188,808	2,188,308	2,742,433
総資産	3,003,562						3,168,683
平均	1,501,781						
ROE	1.8%	3.4%		3.7%		3.6%	15.1%
ROA	-18.1%						13.8%
セグメント							
LED&エコ	2,534,454				3,000,000	4,000,000	4,700,000
	-149,512				90,000	550,000	560,000
SA	1,146,173				1,500,000	1,700,000	1,800,000
	-131,557				-15,000	65,000	65,000
発行済み株式数	72,010,588	87,760,588	87,760,588	87,760,588	87,760,588	87,760,588	87,760,588
自己株	466,055	466,055	466,055	466,055	466,055	466,055	466,055
差引	71,544,533	87,294,533	87,294,533	87,294,533	87,294,533	87,294,533	87,294,533
平均	35,772,267		61,533,400		61,533,400	87,294,533	87,294,533
EPS	0.46	0.86		0.92	0.90	4.75	5.01
BPS	25.74	35.53		29.05	29.04	33.79	38.80
SPS	102.94	51.55		51.55	73.13	65.30	74.46

本レポートに掲載された情報・見直し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。