

2024年10月21日

業種 サービス業

乃村工藝社（東証プライム-9716）

～25/2期2Q累計減収減益だが、通期増収増益予想（下期偏重）据え置き～

【業績動向】

[25/2期 第2四半期累計（連結）]

2Q累計（3-8月）は減収減益だった。下期に大型案件の進捗が集中していることに加え、人件費や人材育成費用の増加も影響した。市場分野別売上は専門店が海外ブランド・アパレル・自動車関連店舗の新装・改装で20.5%増収、百貨店・量販店が15.9%減収、複合商業施設が大型案件減少で32.3%減収、広報・販売促進がショールーム大型案件等で17.2%増収、博物館・美術館が大型案件減少で19.5%減収、余暇施設が4.0%増収、博覧会・イベントが15.4%増収、その他（飲食・物販事業含む）が16.4%減収だった。全社受注高は15.2%増の76,791百万円、受注残高は36.6%増の85,877百万円となった。博覧会・イベントの受注残高は大阪・関西万博案件が寄与して464.5%増の12,138百万円となった。

通期の増収増益予想（下期偏重）を据え置いた。需要回復や大型案件進展による増収効果に加え、生産性向上効果や利益構造改善効果などで収益性向上を目指す。2Q累計は減収減益だったが、下期に控えている大型プロジェクトを着実に推進することで、通期予想達成確度は高いと見込んでいる。

【会社概要】

1892年創業、1942年設立。複合商業施設、企業ショールーム、余暇施設等の内装・展示・環境演出を設計・制作・施工するディスプレイ業界の最大手である。創業者の乃村泰資が大正時代に国技館で菊人形の大規模な段仕掛けを手掛けたことがディスプレイの先駆けとなった。東京2020五輪関連需要が一巡し、当面は2025年大阪・関西万博関連が大型プロジェクトとなる。

主要指標		9716			
2024年10月18日	現在				
・株価	: 788 円	・予想ROE	: 7.97 %	・発行済株式数	: 119,897 千株
・時価総額	: 945 億円	・予想配当	: 27.00 円		
・今期予想PER	: 21.68 倍	・予想配当利回り	: 3.43 %	・売買単位	: 100 株
・実績PBR	: 1.95 倍	・予想配当性向	: 74.28 %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		9716									
単位: 百万円、円、%		乃村工藝社									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/02		110,928	-0.1	3,113	-42.7	3,246	-42.0	2,229	-44.1	20.02	25.0
2024/02		134,138	20.9	5,213	67.5	5,373	65.5	3,862	73.3	34.67	27.0
2025/02	会社予想	137,000	2.1	5,700	9.3	5,750	7.0	4,100	6.2	36.80	27.0
2025/02	コンセンサス予想	139,000	3.6	5,750	10.3	5,825	8.4	4,050	4.9	36.35	27.0
2026/02	コンセンサス予想	147,000	5.8	7,550	31.3	7,625	30.9	5,325	31.5	47.70	30.0
2027/02	コンセンサス予想	145,500	-1.0	9,200	21.9	9,400	23.3	6,500	22.1	58.00	31.0

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、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家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【ビジネスモデルの特徴】

専門店、百貨店、複合商業施設、企業展示会・ショールーム、博物館・美術館、テーマパーク、ホテル、リゾート施設、アミューズメント施設、動物園・水族館、博覧会・見本市、文化イベント、オフィス、ブライダル施設、鉄道・空港関連施設等の内装・展示・環境演出を設計・制作・施工するディスプレイ業界の最大手である。集客を最大化する「集客空間プロデューサー」として、調査・企画・コンサルティングから、設計・制作・施工、運営管理まで一貫して展開している。

24/2期の市場分野別売上高構成比は、専門店市場21.7%、百貨店・量販店市場4.6%、複合商業施設市場13.2%、広報・販売促進市場9.7%、博物館・美術館市場7.9%、余暇施設市場18.0%、博覧会・イベント市場4.9%、その他市場（23/2期から飲食・物販事業含む）20.0%だった。構成比は大型案件によって変動する傾向が強い。24/2期は複合商業施設市場、広報・販売促進市場、余暇施設市場、博覧会・イベント市場が上昇した一方で、百貨店・量販店市場、その他市場が低下した。年間プロジェクト件数は12,855件、年間顧客数は3,012社、継続顧客比率は81.1%だった

ディスプレイ業界の22年度推定市場規模は約1.35兆円（出典：矢野経済研究所）である。コロナ禍の影響で19年度の約1.71兆円から縮小している。同社集計によると、22年度のディスプレイ業界上位30社の売上高合計は694,228百万円で、同社売上高110,928百万円の市場シェアは16.0%となる。

中期経営方針2023-2025について25年度目標を上方修正し、売上高1,430億円、営業利益85.8億円（従来は売上高1,300億円、営業利益78.0億円）、ROE10.0%、DOE6.0%とした。重点戦略として、企業価値の向上（既存事業の洗練、新事業領域への挑戦、社会が必要とする価値提供など）、クリエイティブ性の醸成（多様な働き方の実現、デジタル技術活用による効率化、人財育成、クリエイティブ活動におけるオープンイノベーション促進など）を推進する。26年以降の飛躍と継続的な成長に向けて、DX推進や事業参画・資本業務提携など3年間で70億円以上の成長投資を行う。

【リスク要因】

ディスプレイ業界は建設業、不動産業、広告業、イベント産業などと密接に関係し、景気変動、企業の設備投資動向、大型イベント特需などの影響を受ける。商業施設や余暇施設の改装、企業展示会や大型イベントの開催など季節変動要因があり、4Q（12-2月）の構成比が高い収益特性もある。

【セグメント情報】

「ディスプレイ事業」の単一セグメントのため、短信への記載が省略されている。

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

乃村工藝社	9716	2024年10月18日	
実績PBR	: 1.95 倍	現株価	: 788 円
Fモデルによる妥当PBR	: 2.09 倍	Fモデルによる理論株価	: 847 円
		現株価との乖離	: 7.4 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、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家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
9716										
	2024年2月					2025年2月				
乃村工藝社	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	24,909	34,607	35,583	39,039	134,138	29,070	28,875			57,945
前年同期比	11.8%	37.3%	21.2%	14.5%	20.9%	16.7%	-16.6%			-2.6%
営業利益	191	2,029	1,292	1,701	5,213	1,025	417			1,442
前年同期比	198.4%	107.9%	65.4%	31.7%	67.5%	436.6%	-79.4%			-35.0%
経常利益	263	2,069	1,298	1,743	5,373	1,123	404			1,527
前年同期比	83.9%	107.3%	64.1%	32.6%	65.5%	327.0%	-80.5%			-34.5%
純利益	4	1,678	829	1,351	3,862	606	245			851
前年同期比	-97.1%	142.1%	54.7%	56.5%	73.3%	15050.0%	-85.4%			-49.4%
売上高営業利益率	0.8%	5.9%	3.6%	4.4%	3.9%	3.5%	1.4%			2.5%
自己資本比率	62.6%	59.7%	57.1%	58.0%	-	61.8%	62.9%			-
純資産	46,257	47,974	48,751	50,306	-	48,055	48,493			-
総資産	73,904	80,356	85,335	86,697	-	77,777	77,091			-

データ出所：アイフイスジャパン

【過去の業績動向】

[25/2期 第1四半期（連結）]

1Q（3-5月）は大型案件の進捗や売上総利益率の改善も寄与して大幅増収増益だった。市場分野別売上は、専門店が海外ブランド・アパレル・自動車関連店舗の新装・改装で42.7%増収、百貨店・量販店が16.6%減収、複合商業施設が6.6%減収、広報・販売促進が10.5%減収、博物館・美術館が2.1%増収、余暇施設がインバウンド需要に伴うホテル案件等で54.0%増収、博覧会・イベントが5.9%増収、その他（飲食・物販事業含む）が3.2%増収だった。全社受注高は4.4%減の29,787百万円、受注残高は9.3%増の67,749百万円となった。受注高は博覧会・イベントが大阪・関西万博案件で113.2%増となったが、前期の大型案件の反動で広報・販売促進が34.5%減、博物館・美術館が42.0%減だった。通期の小幅増収増益予想（下期偏重）を据え置いた。売上面は需要回復や大型案件進展で増収を見込み、利益面は増収効果に加え、生産性向上効果や利益構造改善効果などで収益性向上を目指し、中期経営方針で掲げた持続的成長に向けた投資（3年間で70億円以上）を吸収する見込みとしている。

[24/2期 通期（連結）]

24/2期は大型案件も寄与して大幅増収増益だった。市場分野別には、専門店がアパレル・飲食店舗の新装・改装で11.6%増収、百貨店・量販店が6.7%減収、複合商業施設が都市再開発大型案件や駅ビル等新装・改装で57.2%増収、広報・販売促進が企業PR施設大型案件や大型展示会案件で32.2%増収、博物館・美術館が12.7%増収、余暇施設がインバウンド需要回復に伴うホテル・テーマパーク案件で44.7%増収、博覧会・イベントが東京五輪反動減からの回復で44.5%増収、その他（飲食・物販事業含む）が1.2%増収だった。全社受注高は10.4%増の145,463百万円、受注残高は20.3%増の67,032百万円となった。博覧会・イベントの受注高は大阪・関西万博案件の受注等で118.2%増加となった。25/2期は小幅増収増益予想とした。売上面は需要回復や大型案件進展で増収を見込み、利益面は増収効果や業務効率化により、中期経営方針で掲げている持続的成長に向けた投資を吸収する見込みとしている。中期経営方針2023-2025の2年目となり、目下の課題である収益性改善に注力する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、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家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【過去の業績動向】

〔24/2期 第3四半期累計（連結）〕

3Q累計（3-11月）は大型案件も寄与して大幅増収増益だった。市場分野別の売上高は、専門店がアパレル・スポーツ用品店舗新装・改装で7.7%増収、百貨店・量販店が1.0%減収、複合商業施設が都市再開発・駅ビル大型案件で101.2%増収、広報・販売促進が大型案件で30.1%増収、博物館・美術館が9.9%減収、余暇施設がインバウンド需要回復に伴うホテル・テーマパーク案件で45.4%増収、博覧会・イベントが東京五輪反動減からの回復で59.5%増収、その他（飲食・物販事業含む）が9.0%増収だった。合計の受注高は8.5%増の104,954百万円、受注残高は18.2%増の65,561百万円となった。科学館等の大型案件を複数受注した博物館・美術館、ホテルや水族館の新装・改装を受注した余暇施設が特に大幅増加した。売上総利益率は16.6%で0.2ポイント低下した。資材価格高騰などが影響した。通期予想は上方修正して増収増益幅が拡大する見込みとした。23年9月27日付に続いて2回目の上方修正となる。4Qも大型案件の進捗が寄与する見込みだ。また期末配当予想も上方修正した。

〔24/2期 第2四半期累計（連結）〕

2Q累計（3-8月）は需要回復で計画超（9月27日付で上方修正）の大幅増益だった。市場分野別売上高は専門店がアパレル店舗新装・改装案件で13.1%増収、百貨店・量販店が3.9%増収、複合商業施設が都市再開発・駅ビル大型案件で84.1%増収、広報・販売促進が大型案件で21.0%増収、博物館・美術館が3.5%減収、余暇施設がインバウンド需要を見据えたホテル・テーマパーク案件で83.2%増収、博覧会・イベントが東京五輪反動減からの回復で84.1%増収、その他（飲食・物販事業含む）が4.3%減収だった。合計受注高は2.2%増の66,661百万円、受注残高は18.9%増の62,852百万円となった。売上総利益率は0.8ポイント低下して16.8%となった。資材価格高騰や一部価格競争が影響した。

通期予想は上方修正（9月27日付）して増益幅が拡大する見通しとした。各市場の需要が順調に推移する見込みだ。なお売上総利益率については引き続き資材価格上昇や一部価格競争の影響が懸念されるため保守的な想定としている。25年大阪・関西万博以降の成長維持のための投資も織り込んでいる。

〔24/2期 第1四半期（連結）〕

1Q（3-5月）は需要回復で2桁増収・大幅増益だった。市場分野別売上高は専門店が海外ブランド・アパレル店舗案件で10.7%増収、百貨店・量販店が13.2%減収、複合商業施設が都市再開発大型案件で57.6%増収、広報・販売促進が企業ショールーム案件で16.6%増収、博物館・美術館が改装案件減少で20.0%減収、余暇施設がインバウンド回復を見据えたホテル・テーマパーク案件で36.9%増収、博覧会・イベントが東京五輪関連剥落の反動一巡で60.4%増収、その他（飲食・物販事業含む）が7.0%減収だった。合計受注高は5.0%減の31,160百万円、受注残高は36.1%増の61,958百万円となった。売上総利益率は0.9ポイント低下して16.2%となった。資材価格高騰や大型案件進捗鈍化が影響した。

通期予想は据え置いて大幅増益予想としている。引き続き資材価格上昇や価格競争の影響があるが、インバウンド回復やアフターコロナを見据えた投資回復で受注環境が回復し、売上総利益率も下期改善見込みとしている。25年の大阪・関西万博以降の成長維持のための投資も織り込んでいる。

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。

負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、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家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細につい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、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価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等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>