

ホリスティック企業レポート ゼネテック 4492 東証スタンダード

アップデート・レポート
2022年8月5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 20220802

ゼネテック(4492 東証スタンダード)

発行日:2022/8/5

製造業の顧客に組み込みシステムの設計開発サービスや CAD ソフト等を提供
21 年度は戦略投資で減益も、需要の拡大により、22 年度以降の増益継続を予想

> 要旨

◆ 組み込みシステムの設計開発サービスや CAD ソフト等を提供

- ・ゼネテック(以下、同社)は、主として製造業の顧客に、組み込みシステムの設計開発サービス(デジタルソリューション事業)や、CAD ソフト等の販売と関連サービス(エンジニアリングソリューション事業)を提供している。
- ・15 年に開始した災害時位置情報自動通知サービス「ココダヨ」(ココダヨ事業)のセグメント損益は、21/3 期に黒字に転換し、22/3 期における同事業のセグメント利益構成比は 16.5%となった。

◆ 22 年 3 月期決算は 15%増収、25%営業減益

- ・22/3 期決算は、前期比 14.8%増収、25.2%営業減益であった。企業ブランディングを目的とした広告宣伝費の戦略的な支出等により、管理部門の費用である調整額が大幅に増加し、営業利益は前期比 64 百万円の減益となったものの、3 事業のセグメント利益合計は同 235 百万円の増益であり、経営実態としては良好であった。

◆ 23 年 3 月期の会社計画は 27%増収、42%営業増益

- ・23/3 期について同社は、戦略投資効果の発現と 3 事業における売上高の拡大等により、27.3%増収、42.0%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/3 期実績と同社の施策を踏まえて 23/3 期の予想を見直し、売上高を 5,244 百万円→5,699 百万円(前期比 21.7%増)に増額したものの、調整額の増額により、営業利益を 290 百万円→254 百万円(同 33.8%増)に減額した。

◆ 3 事業の需要の拡大等を見込み、中期的にも増益継続を予想

- ・当センターは 22/3 期実績と同社の施策を踏まえ、24/3 期予想についても、売上高を増額する一方、調整額の想定の上げにより、営業利益をやや減額した。
- ・前期比では、3 事業の需要の拡大や調整額の増加率の鈍化等により、24/3 期は 10.0%増収、26.3%営業増益、25/3 期は 7.0%増収、17.7%営業増益と予想した。

アナリスト:大間知 淳

+81(0)3-6812-2521

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】

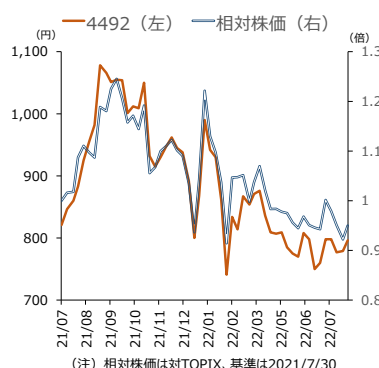
	2022/7/29
株価 (円)	796
発行済株式数 (株)	3,881,000
時価総額 (百万円)	3,089

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	52.4	18.4	14.0
PBR (倍)	1.6	1.5	1.4
配当利回り (%)	1.8	1.3	1.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-0.7	-1.4	-3.0
対TOPIX (%)	-4.3	-3.4	-5.0

【株価チャート】



【4492 ゼネテック 業種: 情報・通信業】

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)
2021/3	4,079	-13.6	254	-24.3	276	-15.7	173	-18.4	47.3	494.1	10.0
2022/3	4,683	14.8	190	-25.2	254	-7.7	56	-67.3	15.2	496.1	14.0
2023/3 CE	5,960	27.3	270	42.0	260	2.1	170	200.1	45.4	-	10.0
2023/3 E	5,699	21.7	254	33.8	250	-1.8	163	188.0	43.3	530.9	10.0
2024/3 E	6,270	10.0	321	26.3	327	30.8	214	31.3	56.8	577.7	12.0
2025/3 E	6,706	7.0	378	17.7	384	17.4	252	17.7	66.9	632.6	14.0

(注) CE : 会社予想、E : 証券リサーチセンター予想。2021年9月1日付で 1 : 2 の株式分割を実施。1 株当たり指標は遡って修正

アップデート・レポート

2/21

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。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

◆ 組込みシステムの設計開発サービスや CAD ソフト等を提供

ゼネテック（以下、同社）は、主として製造業の顧客に、組込みシステムの設計開発サービス（デジタルソリューション事業）や、CAD/CAM 等のソフトウェアの販売と関連サービス（エンジニアリングソリューション事業）を提供する独立系情報サービス企業である。15 年には、災害時位置情報自動通知サービス「ココダヨ」（ココダヨ事業）を個人向けに開始した。

22/3 期におけるセグメント別の売上高構成比（セグメント間取引消去後）は、デジタルソリューション事業 60.1%、エンジニアリングソリューション事業 30.5%、ココダヨ事業 9.5%であった（図表 1）。

【図表 1】セグメント別業績の推移

（単位：百万円）

	セグメント	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期		22/3期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		4,004	100.0%	4,482	100.0%	4,720	100.0%	4,079	100.0%	4,683	100.0%	14.8%
	デジタルソリューション	2,797	69.9%	3,243	72.3%	3,345	70.9%	2,603	63.8%	2,812	60.1%	8.0%
	エンジニアリングソリューション	1,191	29.8%	1,208	27.0%	1,278	27.1%	1,174	28.8%	1,426	30.5%	21.5%
	ココダヨ	15	0.4%	30	0.7%	96	2.0%	301	7.4%	443	9.5%	47.0%
営業利益（セグメント利益）		127	100.0%	259	100.0%	335	100.0%	254	100.0%	190	100.0%	-25.2%
営業利益率		3.2%	—	5.8%	—	7.1%	—	6.2%	—	4.1%	—	—
	デジタルソリューション	483	81.2%	628	80.2%	598	68.7%	430	51.8%	528	49.6%	22.9%
		17.3%	—	19.4%	—	17.9%	—	16.5%	—	18.8%	—	—
	エンジニアリングソリューション	255	42.9%	201	25.7%	279	32.1%	283	34.1%	362	34.0%	28.0%
		21.4%	—	16.7%	—	21.8%	—	24.1%	—	25.4%	—	—
	ココダヨ	-143	-24.0%	-46	-6.0%	-6	-0.8%	117	14.1%	175	16.5%	49.6%
		—	—	—	—	—	—	38.9%	—	39.6%	—	—
	調整額	-468	—	-523	—	-535	—	-576	—	-876	—	—

（注）セグメント別売上高はセグメント間取引消去後、営業利益の構成比は、調整額（全社費用）控除前、ココダヨ事業は 20/3 期まではその他セグメント、端数処理の関係で構成比は合計と一致しない

（出所）ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

利益率では、ココダヨ事業とエンジニアリングソリューション事業がデジタルソリューション事業を上回っており、営業利益構成比（調整額控除前）では、デジタルソリューション事業 49.6%、エンジニアリングソリューション事業 34.0%、ココダヨ事業 16.5%となっている。赤字であったココダヨ事業は 21/3 期に黒字に転換した。

◆ デジタルソリューション事業

デジタルソリューション事業は、同社の中核事業であり、同社は、創業以来、移動体通信関連（ポケットベル、PHS、携帯電話等）や車載関連（カーナビ、カーオーディオ、インフォテインメント^{注1}）の組込みシステムの設計・開発を中心に手掛けている。現在では、デジタル情報家電や、半導体製造装置、業務用プリンタ等にも対象を広げている。同社は、組込みシステムに係るソフトウェア開発やハードウェア開発において、仕様分析・検討・基本設計から製造に至るまで、シ

（注 1）インフォテインメントとは、車載システムにおいて、情報と娯楽を提供するシステムを言う。

システムの一括受託開発を行っている。

組込みシステムの開発においては、ソフトウェアの専門開発とは異なり、ハードウェア制御の知識が必須である。また、製品の性格上、ソフトウェア開発に比べて厳しい品質確保が要求されるため、この領域は、同社の強みであるソフトウェアとハードウェアの一体開発力と通信・ネットワーク分野の開発技術力が活かせる分野となっている。

デジタルソリューション事業では、自社開発製品である IoT クラウドプラットフォーム「Serve-i」も販売している。通信デバイス、ネットワーク、クラウド、ソフトウェア開発、センサー等、IoT に必要な全ての要素を網羅し、顧客は必要なものだけを利用するカフェテリア方式を採用している。導入事例としては、太陽光発電施設の発電量モニタリングや、各種施設のカメラ監視、万引き防止ゲートのデータ監視、医療機器のリモートメンテナンス等が挙げられる。

デジタルソリューション事業を対象別に分けると、組込みソフトウェア開発が過半を占めている。半導体製造装置向けを中心とするハードウェア開発がその次に続き、Serve-i や業務系システム開発は僅かと見られる。結果として、顧客の大半は製造業となっている模様である。

なお、同社は 22 年 1 月、世界大手 ERP 会社の SAP の導入コンサルティング事業を展開するバート（埼玉県さいたま市）を完全子会社化し、デジタルソリューション事業に組入れた（損益計算書の連結は 23/3 期から）。バートの 21/9 期の業績は、売上高 128 百万円、営業利益 9 百万円と開示されている。買収によって発生したのれんの金額は 187,261 千円、償却期間は 7 年間、株式取得関連費用は 24,000 千円である。

デジタルソリューション事業の売上高は、大手顧客の動向に大きく影響を受ける傾向がある。大手顧客向けが大幅に拡大した 19/3 期の売上高は前期比 16.3%増となった一方、コロナ禍において車載関連の主要顧客向けが急減した 21/3 期は同 22.1%減と落ち込んだ（図表 2）。

【図表 2】デジタルソリューション事業の業績推移

(単位: 百万円)

	18/3期			19/3期			20/3期			21/3期			22/3期		
	金額	金額	増減率	金額	金額	増減率	金額	金額	増減率	金額	金額	増減率	金額	金額	増減率
売上高	2,797	3,252	16.3%	3,351	3,351	3.0%	2,610	2,610	-22.1%	2,836	2,836	8.6%			
セグメント利益	483	628	29.8%	598	598	-4.7%	430	430	-28.1%	528	528	22.9%			
セグメント利益率	17.3%	19.3%	-	17.9%	17.9%	-	16.5%	16.5%	-	18.6%	18.6%	-			
期末事業従業員数	-	-	-	174	174	-	170	170	-2.3%	178	178	4.7%			

(注) 売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

セグメント利益率については、概ね 15%~20%の範囲で推移している。20/3 期については、技術者の増員による労務費の増加と外注費の増加により、増収ながら利益率が低下した。

なお、デジタルソリューション事業においては、顧客の検収が集中する第 4 四半期に売上高が偏重する季節性がある。また、同社は、東京の新宿開発センターに加え、新横浜、大阪、広島、福岡に開発センターを設置している。なお、同事業の 22/3 期末の従業員数は 178 名（うち、パート 8 名）であった。

◆ エンジニアリングソリューション事業

エンジニアリングソリューション事業は、主に製造業の顧客に対して、「製造業向け 3 次元 CAD/CAM^{※2} ソリューション Mastercam」、「ロボットティーチングシステム Robotmaster」、「工場・物流・マテハン 3D シミュレーションシステム FlexSim」、「デジタルファクトリーソリューション iPerfecta」を中心にサービスを提供している。ソフトウェアのライセンス販売(新規、増設)が売上高の中心となっているが、メンテナンス、技術サポート、カスタマイズ、ユーザートレーニング等のストック型売上が収益を下支えしている。同事業は、同社と、Mastercam の 2 次販売代理店であるアプリハウス（連結子会社）が担当しているが、アプリハウスによる販売比率は高くはない。

（注 2）CAD (Computer Aided Design) とは、パソコンの画面上で図面を作成するためのソフトウェアを言う。CAM (Computer Aided Manufacturing) とは、NC 工作機械の加工プログラムを作成するソフトウェアを言う。

（Mastercam）

エンジニアリングソリューション事業の中核商品である Mastercam は、CAD と CAM の機能を併せ持ち、設計から NC データの作成までを行える 3 次元 CAD/CAM システムである。世界で一番インストールされており、2 軸～同時 5 軸マシニング、旋盤、複合旋盤、ワイヤ放電加工、木工（ルーター）加工、レリーフ加工等に幅広く対応している。同社は、90 年にライセンス元である米国 CNC Software, Inc. と日本総代理店契約を締結し、Msatercam を 30 年以上販売している。

（Robotmaster）

産業用ロボットは、通常、付属しているコントローラを使用してロボットを実際に動かし、その動作を記録・再生させてロボットを動作させる「ティーチング」という工程が必要になる。Mastercam のオプションである Robotmaster は、パソコン上でロボットの動作データを作成し、ロボットに転送するティーチングソフトウェアである。

（FlexSim）

FlexSim は、生産ラインや倉庫内の配置等、現状の分析から課題を発見し、複数の改善案を数値とグラフ等で可視化するシミュレーション

ソフトウェアである。同社は、ライセンス元である米国 FlexSim Software Products, Inc.と 18 年に日本総代理店契約を締結し、FlexSim の販売を開始した。

(iPerfecta)

同社は、AI 技術を持つ BIRD INITIATIVE (東京都中央区) と共同で、FlexSim の拡張機能となる AI×3D シミュレーター「iPerfecta (アイパーフェクタ)」を 21 年 10 月に開発し、販売を開始した。iPerfecta の活用により、FlexSim の単独使用と比べ、排出エネルギーの大幅な削減が見込まれるようである。同社は iPerfecta をデジタルファクトリーソリューションとして拡販し、主力商品に育成する方針である。

これらの商品や関連サービスは、22/3 期において、同社、アプリハウス、及び約 200 社の代理店を通じて、約 1,400 社にのぼるエンドユーザーに提供されている。

エンジニアリングソリューション事業の売上高は、フロー型とストック型に大別される。ソフトウェアのライセンス販売(フロー売上)は、経済環境の影響を受けやすいが、年間契約となるメンテナンスや、技術サポート等のストック売上はライセンス販売に比べて安定している。結果、コロナ禍の影響からライセンス販売が減少した 21/3 期においても、同事業の前期比減収率は 8.2%にとどまった(図表 3)。

【 図表 3 】 エンジニアリングソリューション事業の業績推移

(単位:百万円)

	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期		22/3期	
	金額		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	1,191		1,209	1.5%	1,279	5.8%	1,174	-8.2%	1,426	21.5%
セグメント利益	255		201	-21.2%	279	38.6%	283	1.5%	362	28.0%
セグメント利益率	21.4%		16.7%	-	21.8%	-	24.1%	-	25.4%	-
期末事業従業員数	-		-	-	44	-	44	0.0%	58	31.8%

(注) 売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント利益率については、概ね 20%台で推移し上昇傾向にあるが、19/3 期については、広告宣伝費の増加や、販売代理店契約を締結した FlexSim の導入費用の発生等により、一時的に利益率が低下した。

同社は、東京の本社・東日本支店に加え、大阪、名古屋、広島、福岡にも支店を設置して、全国各地に点在する顧客をサポートしている。なお、エンジニアリングソリューション事業の 22/3 期末の従業員数は前期末比 14 名増の 58 名(うち、アプリハウス 2 名)であった。

◆ ココダヨ事業

ココダヨ事業では、緊急地震速報の受信と同時に、直前の位置情報を予め設定された相手に瞬時に通知し、安否情報を共有できるスマートフォンアプリである、災害時位置情報自動通知システム「ココダヨ」を通じたサービスを提供している。

同社は、15年9月からアプリストア（App Store、Google Play）を通じて、無料サービスとして提供した後、16年12月に有料版ココダヨ（個人向け）をリリースした（その後、法人向けの展開も開始したが、売上高構成比は僅かと見られる）。18年9月には、NTTドコモが提供するアプリ使い放題サービス「スゴ得コンテンツ（以下、スゴ得）」に、19年8月には、KDDI（9433 東証プライム）の「au スマートパス」にココダヨが採用された。

ココダヨ事業の売上高は、キャリア版とストア版に大別されるが、NTTドコモ向けが大半を占めている模様である。18年にスゴ得に採用されたことを契機にアプリのダウンロード数が大幅に増加しており、19/3期以降、ココダヨ事業の売上高は急拡大している（図表4）。

【図表4】ココダヨ事業の業績推移

(単位：百万円)

	18/3期 金額	19/3期 金額 増減率	20/3期 金額 増減率	21/3期 金額 増減率	22/3期 金額 増減率
売上高	15	30 96.4%	96 210.0%	301 214.1%	443 47.0%
セグメント利益	-143	-46 -67.4%	-6 -	117 -	175 49.6%
セグメント利益率	-	- -	- -	38.9% -	39.6% -
研究開発費	111	59 -46.1%	56 -5.1%	63 11.3%	12 -80.9%
期末事業従業員数	-	- -	9 -	8 -11.1%	10 25.0%

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント損益については、研究開発費、人件費、広告宣伝費の負担が重かった20/3期までは損失を計上していた。21/3期は、広告宣伝費や研究開発費が増加したものの、売上高が急拡大したため、セグメント損益は黒字に転換した。

22/3期は、売上高の拡大と研究開発費の削減で広告宣伝費の増加を吸収し、セグメント利益は更に拡大し、セグメント利益率は39.6%に達した。なお、ココダヨ事業の22/3期末の従業員数は10名であった。

◆ 特定の大手顧客への依存度は低下傾向にある

デジタルソリューション事業においては、デジタル家電関連では、ソニーグループ（6758 東証プライム）の中核子会社であるソニー、半導体製造装置関連では、東芝（6502 東証プライム）傘下のニューフ

レアテクノロジーが大手顧客となっている。車載関連では、20/3 期まではパナソニック ホールディングス (6752 東証プライム) の中核子会社であるパナソニックと、そのグループ会社であるパナソニック I T S が売上高の 1 割を超える大手顧客となっていた (図表 5)。

【 図表 5 】 相手先別の売上高の推移

事業	相手先	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期		22/3期	
		金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
デジタルソリューション		2,797	69.9	3,243	72.3	3,345	70.9	2,603	63.8	2,812	60.1
	ソニー	-	-	-	-	-	-	624	15.3	634	13.5
	ニューフレアテクノロジー	-	-	626	14.0	450	9.5	483	11.8	513	11.0
	パナソニック I T S	709	17.7	689	15.4	687	14.6	-	-	-	-
	パナソニック	511	12.8	536	12.0	610	12.9	-	-	-	-
	その他	1,576	39.4	1,390	31.0	1,597	33.8	1,496	36.7	1,665	35.6
エンジニアリングソリューション、コゴロ		1,207	30.1	1,239	27.7	1,374	29.1	1,475	36.2	1,870	39.9
合計		4,004	100.0	4,482	100.0	4,720	100.0	4,079	100.0	4,683	100.0

(注) セグメント売上高はセグメント間取引消去後。20/3 期のニューフレアテクノロジーを除き、総販売実績に対する割合が 10% 未満の場合は割合の記載が省略されている。ソニーイメージプロダクツ&ソリューションズ及びソニーホームエンタテインメント&サウンドプロダクツは、21 年 4 月 1 日にソニーに組織再編されており、21/3 期の数値は両社に対する売上高の合計額 (出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

19/3 期においては、販売額上位 3 顧客 (パナソニック I T S、ニューフレアテクノロジー、パナソニック) の売上高構成比が 41.3% (デジタルソリューション事業に対しては 57.1%) に達していた。

20/3 期以降、デジタルソリューション事業において同社は、主要顧客以外との取引拡大に取り組んだ結果、大手顧客に対する依存度は低下傾向にある。売上高の 1 割以上を占める取引先を除いた、同事業の顧客に対する売上高は、19/3 期の 1,390 百万円から 22/3 期には 1,665 百万円に増加した。

一方、エンジニアリングソリューション事業においては、顧客は分散しており、特定の企業による影響は大きくない模様である。

➤ ビジネスモデル

◆ デジタルソリューションはフロー型、労働集約型の事業モデル

同社は、3 つの事業を展開しているが、その収益構造は大きく異なっている。

中核事業であるデジタルソリューション事業は、顧客から組込みシステムに係る開発プロジェクトを一括受託しており、売上原価の中心は、自社技術者に支払う労務費と協力会社に支払う外注費である。売上高

の中心は開発業務であり、運用・保守業務は少ない模様である。よって、同事業は、フロー型、労働集約型の事業モデルと言える。

同社は、セグメント別の売上原価や販売費及び一般管理費（以下、販管費）の詳細を開示していないが、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、単体の売上原価と販管費の内訳を用いて、各事業の費用構造を推測した。

22/3 期のデジタルソリューション事業の営業費用は 2,284 百万円であったが、このうち、単体の当期製品製造原価の 2,192 百万円の大部分が、労務費と外注費を中心とした同事業の売上原価であり（一部は他の 2 事業の労務費等も含まれている模様である）、残りが同事業の販管費であると当センターでは考えている。

売上高が減少した場合は、外注費を削減し、自社技術者の稼働率を高めることが利益率を維持する上でのポイントとなる。大幅な減収ながら、21/3 期の利益率の低下が小幅にとどまったのは、外注費の削減が奏功したためと考えられる。

◆ エンジニアリングソリューションはフロー売上、ストック売上のバランスがとれた事業モデル

エンジニアリングソリューション事業は、フロー売上とストック売上のバランスがとれた事業モデルである。売上高の約 5 割は、ソフトウェアのライセンス販売によるフロー売上である。

一方、年間契約で提供するソフトウェアメンテナンスや技術サポートの売上高に、過去のライセンス販売の派生売上と言えるユーザートレーニング（導入時、定期的）やカスタマイズ（スポット的）等の売上高を加えたものを、同社はストック売上と定義しており、売上高の約 5 割を占めている。

販売は代理店網を活用しているため、エンジニアリングソリューション事業の従業員 1 人当たり売上高や利益はデジタルソリューション事業を上回っている。ソフトウェア別の売上高構成比については、長年の取引実績がある Mastercam が売上高の過半を占めており、FlexSim とその他のソフトの合計が各々 1～2 割程度を構成している模様である。

22/3 期のエンジニアリングソリューション事業の営業費用は 1,064 百万円であった。売上原価は、単体の商品売上原価（514 百万円、商品期首棚卸高に当期商品仕入高を加算し、商品期末棚卸高を控除したもの）と技術サポート等を担当する技術者の労務費（金額は不明）で構

成され、販管費は販売等に係る従業員の人件費や販売経費等（金額は不明）で構成されている。

エンジニアリングソリューション事業の利益率は、主として、ライセンス販売におけるソフトウェア別の売上高構成比や、売上高人件費率（売上原価及び販管費の合計）の変動に左右される。

21/3 期のセグメント利益率の上昇は、採算が相対的に高いソフトウェアの売上高構成比が上昇したためと見られる。22/3 期の上昇については、人件費の増加を売上高の拡大で吸収したほか、採算が相対的に高いソフトウェアの売上高構成比が一段と上昇したためと推測される。

◆ ココダヨはストック型の事業モデル

ココダヨ事業は、月額課金に基づくストック型の事業モデルである。ココダヨのストア版を利用するユーザーは、位置情報を共有する人数（2～8 名）に応じて、月額 180～580 円の利用料を同社に支払っている。キャリア版については、各キャリアがユーザーから受領する月額利用料の一部が同社に分配されているが、その月額単価や支払方法の詳細は不明である。

22/3 期のココダヨ事業の営業費用は 267 百万円であったが、売上原価には、人件費の一部（労務費）と減価償却費等が若干計上されているだけであり、大半は販管費と見られる。同事業の販管費は、研究開発費、広告宣伝費、人件費が中心となっている模様である。

ココダヨ事業の損益は、売上高と広告宣伝費、研究開発費のバランスによって変動していると見られる。20/3 期は、売上高が前期比 65 百万円増加したものの、広告宣伝費等の増加により、セグメント損失は前期の 46 百万円から 6 百万円への改善にとどまった。

一方、22/3 期は、売上高が前期比 141 百万円増加したことや研究開発費が同 51 百万円減少したことで広告宣伝費等の増加を吸収し、セグメント利益は同 58 百万円増加した。

セグメント利益の調整額は、セグメントに配賦されない管理部門の人件費や経費である。

> 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・組込みシステムにおいて、ソフトウェアとハードウェアの一体型開発力を持つこと ・3次元CAD/CAMソフトウェアで世界有数の実績を持つMastercamの日本総代理店であること ・エンジニアリングソリューション事業において、約200社の販売代理店と約1,400社のユーザーを持つこと ・製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウが豊富に蓄積されていること ・NTTドコモのSゴ得に登録された200以上のアプリの中で、ココダヨは利用ランキング上位を維持していること
弱み (Weakness)	・3事業共に事業規模が小さいこと ・国内製造業の研究開発投資への依存度が高いこと
機会 (Opportunity)	・デジタルソリューション事業の顧客基盤の拡充による売上高の拡大と収益性の改善 ・FlexSimとiPerfectaによるエンジニアリングソリューション事業の成長加速 ・ココダヨ事業の国内外での拡大
脅威 (Threat)	・デジタルソリューション事業において、プロジェクトの採算管理に失敗すること ・主力商品であるMastercamの代理店契約が解除されること ・人手不足の深刻化による採用競争の激化とエンジニアの退職増加 ・新型コロナウイルス感染症の影響が長期化し、製造業の研究開発投資が削減されること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウの蓄積にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウや経験と関係している（図表7）。

同社は、85年の創業以来、各種電気・電子機器や、自動車等の組込みシステムの開発を行っているが、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアの開発にも参画していることに特徴がある。また、90年から開始したCAD/CAMソフトウェア等の販売も、顧客の大部分は製造業であり、幅広いハードウェアに関する知識が求められる事業となっている。

一方、組込みシステムを手掛けているシステム開発会社の多くは、ハードウェアには踏み込まず、ソフトウェアだけに開発領域を限定しており、組込みシステムよりも市場が大きい基幹業務ソフトウェアの開発を中心に事業を展開している。結果として、非製造業にも顧客基盤を広げている例が多い。同社は、エンジニアリングソリューション事業だけでなく、デジタルソリューション事業も製造業の顧客が中心であるため、事業の経験が長くなるに連れて、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアのノウハウも蓄積され、情報サービス業界における独自の地位を確立したと考えられる。

以上のことから、製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウの蓄積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。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI等		
			項目	数値 (前回)	数値 (今回)
関係資本	顧客	・ソニー (デジタル家電) 向け及びニューフレアテクノロジー (半導体製造装置) 向けの組込みシステムに対する依存度が高い	・ソニー向け売上高構成比	15.3%	13.5%
		・90年から開始したエンジニアリングソリューション (ES) 事業では数多くのエンドユーザーが存在する	・ニューフレアテクノロジー向け売上高構成比	11.8%	11.0%
		・ココダヨの一般ユーザーの累積ダウンロード数やアクティブユーザー数は拡大している	・ES事業の継続エンドユーザー数		約1,400社
			・ココダヨ一般ユーザーの累積ダウンロード数	55万件	75万件
	ブランド	・「Mastercam」の取引先や、デジタルソリューション (DS) 事業の主要顧客とは長期的な関係を構築しているものの、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	・ココダヨの月間アクティブユーザー数		約35万人 (22年3月)
			・会社設立からの経過年数	36.5年 (22年2月時点)	37年 (22年8月時点)
			・上場からの経過年数	2.0年 (22年2月時点)	2.5年 (22年8月時点)
	事業パートナー	・「Mastercam」のライセンス元であるCNC Software, Inc.と日本総代理店契約を締結しているほか、複数のソフトウェア会社が仕入先となっている			
		・ES事業では多数の販売代理店と取引している	・ES事業の取引代理店数	約200社	約200社
		・DS事業では外注先である協力会社と取引している			
		・ココダヨの利用の大半はNTTドコモの「スゴ得」向けとなっている			
組織資本	プロセス	・持続的な成長による企業価値の向上を経営目標としており、売上高、売上総利益率、営業利益、営業利益率を重視している	・売上総利益率	38.3%	41.9%
		・DS事業では、自動車や、各種電気・電子機器等に組込むソフトウェア・ハードウェアにおいて、システムの一括受託開発を行っており、労働集約型の事業となっている	・売上高営業利益率	6.2%	4.1%
			・DS事業の従業員1人当たり (期中平残) 売上高	15百万円	16百万円
		・ES事業では、ソフトウェアのライセンス販売後に発生するストック売上 (カスタマイズ、メンテナンス、技術サポート、教育・研修等) が事業の安定性と収益性を支えている	・DS事業の売上高セグメント利益率	16.5%	18.6%
			・ES事業のストック売上比率	約54%	約52%
		・ココダヨ事業の収益性は、売上高に対する研究開発費、広告宣伝費等の経費のバランスによって左右される	・ES事業の売上高セグメント利益率	24.1%	25.4%
			・ココダヨ事業の売上高研究開発費率	21.0%	2.7%
			・ココダヨ事業の売上高セグメント利益率	38.9%	39.6%
	知的財産ノウハウ	・災害時位置情報自動通知システム「ココダヨ」に関する特許を国内外で取得している	・特許取得国数	12カ国 (21年11月時点)	12カ国
		・BIRD INITIATIVEとデジタル・ファクトリーソリューション「iPerfecta」を共同開発した			
人的資本	経営陣	・上野社長はIT業界で長年の経験があり、設立以来、同社を経営している	・社長の在任年数	36.5年 (22年2月時点)	37年 (22年8月時点)
		・上野社長による高い経営へのコミットメント	・社長及び社長の資産管理会社の保有株数	1,715千株 (44.4%) 22/3期上期末	1,715千株 (44.4%)
	従業員	・3事業を展開しているが、売上高構成比が最も高いデジタルソリューション事業の技術者を中心とした人員構成となっている	・期末従業員数	249名	275名
			・うちデジタルソリューション事業の従業員数	170名	178名
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	273千株 (7.1%) 22/3期上期末	278千株 (7.2%)
			・ストックオプション	67千株 (3.5%)	104千株 (2.7%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 21/3 期または 21/3 期末、今回は 22/3 期または 22/3 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の保有分を含む。各事業のセグメント利益率はセグメント間取引消去前で算出
(出所) ゼネテック 有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 22 年 3 月期は 15%増収、25%営業減益

22/3 期決算は、売上高 4,683 百万円 (前期比 14.8%増)、営業利益 190 百万円 (同 25.2%減)、経常利益 254 百万円 (同 7.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 56 百万円 (同 67.3%減) であった (図表 8)。同社は 22/3 期から新収益認識基準を適用しており、前期比は旧基準との比較である。

新収益認識基準の適用に伴い、デジタルソリューション事業では、従来、工事完成基準を適用していた契約の一部で、履行義務の充足に係る進捗率を見積り、当該進捗率に基づいて収益を一定期間に亘り認識する方法に変更した。また、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業では、従来は販管費としていた費用の一部を売上高から

直接減額する方法に変更している。この結果、旧基準との比較において、売上高が 37 百万円、売上原価が 19 百万円増加し、販管費が 7 百万円減少し、営業利益以下の段階利益が 24 百万円増加している。

【図表 8】22 年 3 月期の業績

(単位:百万円)

	21/3期 通期	22/3期									
		1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	4,079	1,094	1,064	2,159	10.5%	1,091	1,432	2,523	18.8%	4,683	14.8%
売上総利益	1,561	429	464	894	30.7%	427	640	1,068	21.7%	1,962	25.6%
売上総利益率	38.3%	39.3%	43.6%	41.4%	-	39.2%	44.7%	42.3%	-	41.9%	-
販売費及び一般管理費	1,307	357	371	729	12.5%	387	655	1,043	58.1%	1,772	35.5%
販管費率	32.1%	32.7%	34.9%	33.8%	-	35.5%	45.7%	41.3%	-	37.8%	-
営業利益	254	72	92	165	4.6X	39	-14	24	-88.6%	190	-25.2%
営業利益率	6.2%	6.6%	8.7%	7.7%	-	3.6%	-	1.0%	-	4.1%	-
経常利益	276	137	92	229	6.3X	45	-20	24	-89.6%	254	-7.7%
経常利益率	6.8%	12.5%	8.7%	10.6%	-	4.1%	-	1.0%	-	5.4%	-
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益	173	71	15	86	3.7X	-6	-22	-29	-119.8%	56	-67.3%

(注) 22/3 期から新収益認識基準を適用しており、増減率は 21/3 期の旧基準との比較

(出所) ゼネテック決算短信より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、デジタルソリューション事業における技術者の稼働率の改善や、原価率が低いと見られるココダヨ事業の売上高構成比の上昇等により、前期の 38.3%から 41.9%に上昇した。

一方、研究開発費(ココダヨ事業)は前期の 63 百万円から 12 百万円に減少したものの、企業ブランディングを目的としたテレビ CM 等の実施(同費用 200 百万円)に伴い、広告宣伝費(ココダヨ事業と調整額が中心)が前期の 136 百万円から 425 百万円に増加したことや、従業員給料及び手当も前期の 353 百万円から 448 百万円増加したこと(エンジニアリングソリューション事業と調整額が増加の中心)等から、販管費は前期比 464 百万円増加した。結果、販管費率は前期の 32.1%から 37.8%に上昇した。販管費率の悪化幅が売上総利益率の改善幅を上回ったため、営業利益率は前期の 6.2%から 4.1%に低下した。

営業外収益には、前期には発生しなかった保険解約返戻金が 65 百万円計上された。また、12 月に実施した本社移転に関して、旧本社の内装工事等に係る固定資産の未償却部分の除却費用及び原状回復費用、旧本社の家賃等を本社移転費用として特別損失に 137 百万円計上した。

セグメント別(セグメント間取引消去前)では、デジタルソリューション事業は、売上高 2,836 百万円(前期比 8.6%増)、セグメント利益 528 百万円(同 22.9%増)であった(図表 9)。

【 図表 9 】 22 年 3 月期のセグメント別業績

(単位: 百万円)

	セグメント	21/3期	22/3期									
		通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		4,079	1,094	1,064	2,159	10.5%	1,091	1,432	2,523	18.8%	4,683	14.8%
	デジタルソリューション	2,610	718	642	1,360	5.1%	649	825	1,475	12.1%	2,836	8.6%
	エンジニアリングソリューション	1,174	270	316	586	9.7%	340	499	840	31.3%	1,426	21.5%
	ココダヨ	301	113	113	227	81.3%	104	111	216	22.6%	443	47.0%
	調整額	-7	-8	-7	-15	-	-3	-4	-7	-	-23	-
営業利益 (セグメント利益)		254	72	92	165	4.6X	39	-14	24	-88.6%	190	-25.2%
営業利益率		6.2%	6.6%	8.7%	7.7%	-	3.6%	-1.0%	1.0%	-	4.1%	-
	デジタルソリューション	430	129	113	243	30.7%	103	182	285	16.8%	528	22.9%
		16.5%	18.1%	17.6%	17.9%	-	15.9%	22.1%	19.4%	-	18.6%	-
	エンジニアリングソリューション	283	45	78	124	10.0%	61	176	238	39.9%	362	28.0%
		24.1%	16.9%	24.9%	21.2%	-	18.1%	35.3%	28.3%	-	25.4%	-
	ココダヨ	117	53	48	101	3.3X	40	33	74	-14.9%	175	49.6%
		38.9%	46.8%	42.4%	44.6%	-	39.1%	29.8%	34.3%	-	39.6%	-
調整額		-576	-156	-147	-303	-	-165	-407	-572	-	-876	-

(注) セグメント別売上高はセグメント間取引消去前、22/3 期から新収益認識基準を適用しており、増減率は 21/3 期の旧基準との比較

(出所) ゼネテック決算短信より証券リサーチセンター作成

売上高については、主力分野である車載分野や半導体製造装置分野が増加したほか、会計方針の変更によって、売上高が前期比 44 百万円増加した。セグメント利益の増益要因としては、技術者の稼働率の改善や高収益案件の拡大に加え、会計方針の変更の影響 (24 百万円) が挙げられる。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,426 百万円 (前期比 21.5%増)、セグメント利益 362 百万円 (同 28.0%増) であった。

ライセンス販売については、中核商品である Mastercam の中小製造業顧客向け販売が下期に急拡大したほか、FlexSim も積極的な拡販策が奏功して大幅に増加した。メンテナンスや技術サポート等のストック売上も増加したものの、ライセンス販売の増加率を下回ったため、ストック売上比率は前期の約 54%から約 52%に低下した。

セグメント利益については、22/3 期末における同事業の従業員数が前期末の 44 名から 58 名に増加した影響を、増収効果や商品構成の改善等で吸収し、前期比 79 百万円増加した。

ココダヨ事業は、売上高 443 百万円 (前期比 47.0%増)、セグメント利益 175 百万円 (同 49.6%増) であった。

売上高については、22/3 期末の累計ダウンロード数が前期末の 55 万件から 75 万件に増加する等、スゴ得向けが牽引役となり、前期比 141 百万円増加した。セグメント利益は、広告宣伝費等の増加を増収効果と研究開発費の減少で吸収し、同 58 百万円増加した。

本社管理部門の費用である、セグメント利益の調整額は、第 4 四半期に実施したテレビ CM や交通広告等の実施に伴う広告宣伝費 (200 百万円) の計上や、管理部門の強化に伴う採用費、人件費等の増加により、前期比 299 百万円増と大幅な増加となった。

営業利益は前期比 64 百万円の減益となったものの、3 事業のセグメント利益合計は同 235 百万円の増益であり、経営実態としては良好であった。

◆ 売上高や利益は期初計画を下回った

期初計画に対する達成率は、売上高が 93.7%、営業利益は 66.7%、経常利益は 73.8%、親会社株主に帰属する当期純利益は 27.0%であった。

売上高については、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業は概ね計画通りであったものの、デジタルソリューション事業が計画を下回った模様である。

営業利益が計画を 94 百万円下回ったのは、期初計画にはなかった、企業ブランディングを目的としたテレビ CM を第 4 四半期に実施 (同費用約 200 百万円は全て調整額に計上された) したためであり、その戦略投資を除けば計画を上回る状況であったと同社は説明している。

セグメント別の利益では、費用が想定ほどには増えなかったココダヨ事業が計画を大きく上回った模様である。また、エンジニアリングソリューション事業が計画並みであったほか、売上高が計画を下回ったデジタルソリューション事業についても、採用実績が計画を下回ったため、計画並みを確保したようである。

親会社株主に帰属する当期純利益が計画を大幅に下回ったのは、経常利益の計画未達に加え、計画には織り込まれていなかった、本社移転に係る特別損失が 137 百万円計上されたことや、法人税等の負担率が計画に比べ大幅に上昇したことが要因である。

同社は、21 年 6 月に利益剰余金の一部を資本金に組み入れる資本政策を実施した。結果、資本金の金額が 1 億円を超えたため、同社は法人税法上の大企業に該当することとなり、法定実効税率が 34.6%から

30.6%に低下した。同税率の低下に伴い、繰延税金資産の取崩しが発生したことが法人税等の負担率が一時的に上昇する要因となった。

◆ 未払金等の負債の増加により自己資本比率は低下した

22/3 期末の総資産は、現金及び預金(21/3 期末比 436 百万円減)が減少したものの、受取手形及び売掛金(同 259 百万円増)や未収入金(同 142 百万円増、旧本社の敷金返還等)、有形固定資産(同 103 百万円増、本社移転、CM・Web 動画制作等)が増加したことに加え、バートの買収に伴い、のれんが 187 百万円計上されたこと等から、前期末の 2,844 百万円から 3,253 百万円に増加した。

調達サイドでは、未払金が前期末比 302 百万円増となったこと等から、負債合計は同 375 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積等に伴い、同 32 百万円増加した。負債合計の増加の影響が大きかったため、自己資本比率は 21/3 期末の 64.2%から 57.2%に低下した。

> 業績見通し

◆ ゼネテックの 23 年 3 月期計画

23/3 期の会社計画は、売上高 5,960 百万円(前期比 27.3%増)、営業利益 270 百万円(同 42.0%増)、経常利益 260 百万円(同 2.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 170 百万円(同 200.1%増)である(図表 10)。

【図表 10】ゼネテックの過去の業績と 23 年 3 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,004	4,482	4,720	4,079	4,683	5,960	27.3%
	デジタルソリューション	2,797	3,252	3,351	2,610	2,836	—	—
	エンジニアリングソリューション	1,191	1,209	1,279	1,174	1,426	—	—
	コダヨ	15	30	96	301	443	—	—
	調整額	—	-10	-6	-7	-23	—	—
売上総利益		1,306	1,509	1,609	1,561	1,962	—	—
売上総利益率		32.6%	33.7%	34.1%	38.3%	41.9%	—	—
販売費及び一般管理費		1,179	1,250	1,273	1,307	1,772	—	—
販管費率		29.4%	27.9%	27.0%	32.1%	37.8%	—	—
営業利益(セグメント利益)		127	259	335	254	190	270	42.0%
営業利益率		3.2%	5.8%	7.1%	6.2%	4.1%	4.5%	—
	デジタルソリューション	483	628	598	430	528	—	—
	エンジニアリングソリューション	255	201	279	283	362	—	—
	コダヨ	-143	-46	-6	117	175	—	—
	報告セグメント合計	596	782	870	830	1,066	1,280	20.1%
	調整額	-468	-523	-535	-576	-876	-1,009	—
経常利益		134	275	327	276	254	260	2.1%
経常利益率		3.4%	6.2%	6.9%	6.8%	5.4%	4.4%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		83	179	212	173	56	170	200.1%

(出所) ゼネテック 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

セグメント別売上高計画は公表されていないが、デジタルソリューション事業は、主要顧客の案件拡大やバートの子会社化による貢献等により、全体の増収率並の伸びを見込んでいる模様である。また、エンジニアリングソリューション事業は、Mastercam 及び FlexSim の増加や、iPerfecta の本格的な販売開始により、全体の増収率を上回る伸びを予想していると見られる。

一方、ココダヨ事業はスゴ得向けの拡大持続に加え、App Store/Google Play 等のその他の販路からの収益拡大を見込むものの、全体の増収率に比べれば低い伸びを想定している模様である。結果、報告セグメント利益の合計は、前期比 214 百万円の増加を計画している。また、同社は、3 事業共通の要因として、22/3 期からの戦略投資効果（広告宣伝及び人材採用の強化）の発現を見込んでいる。

同社は、23/3 期も戦略的な広告宣伝を継続するとしており、広告宣伝費は前期の 200 百万円から 216 百万円への増加を見込んでいる。また、管理部門における幹部社員の採用を強化しており、管理部門の人件費や採用費等が前期比 117 百万円増加すると見込んでいる。結果、調整額は同 133 百万円の増加を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの 23 年 3 月期予想

当センターは、22/3 期実績や同社の施策を踏まえて 23/3 期予想を見直した結果、売上高を 5,244 百万円→5,699 百万円、営業利益を 290 百万円→254 百万円、経常利益を 299 百万円→250 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 205 百万円→163 百万円に修正した（図表 11）。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高を 150 百万円増額した一方、セグメント利益を 12 百万円減額した。売上高については、売上高上位 2 社以外の顧客との取引額が拡大していることを考慮し、単体売上高を 3,097 百万円から 3,247 百万円に上げた。一方、23/3 期から貢献するバートの売上高については、前回予想（134 百万円）を据え置いた。

デジタルソリューション事業のセグメント利益率については、22/3 期末における同事業の従業員数が想定を下回っていたことを踏まえ、23/3 期は採用費が大幅に増加すると見込んだことや、売上高外注費率が悪化すると考えたことにより、前回予想から引下げた。前期比では 0.9%ポイントの低下を見込んだ。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	22/3期	23/3期CE	旧23/3期E	23/3期E	旧24/3期E	24/3期E	25/3期E
売上高	4,683	5,960	5,244	5,699	5,660	6,270	6,706
前期比	14.8%	27.3%	12.8%	21.7%	7.9%	10.0%	7.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	2,836	-	3,231	3,381	3,420	3,690	3,899
エンジニアリングソリューション事業	1,426	-	1,470	1,815	1,620	2,020	2,210
ココダヨ事業	443	-	570	530	650	590	630
調整額	-23	-	-27	-27	-30	-30	-33
営業利益	190	270	290	254	343	321	378
前期比	-25.2%	42.0%	126.4%	33.8%	18.3%	26.3%	17.7%
営業利益率	4.1%	4.5%	5.5%	4.5%	6.1%	5.1%	5.6%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	528	-	604	592	646	625	665
エンジニアリングソリューション事業	362	-	334	463	376	514	566
ココダヨ事業	175	-	197	209	229	232	247
調整額	-876	-1,009	-845	-1,010	-908	-1,050	-1,100
経常利益	254	260	299	250	352	327	384
前期比	-7.7%	2.1%	51.8%	-1.8%	17.7%	30.8%	17.4%
経常利益率	5.4%	4.4%	5.7%	4.4%	6.2%	5.2%	5.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	56	170	205	163	242	214	252
前期比	-67.3%	200.1%	12.8X	188.0%	18.1%	31.3%	17.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、セグメント別売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

エンジニアリングソリューション事業は、売上高を 345 百万円、セグメント利益 129 百万円増額した。売上高については、22/3 期実績が想定を大幅に上回ったことに考慮したほか、iPerfecta の販売本格化の効果も前回想定よりも強く見た。セグメント利益率については、売上高拡大に伴う利益率の改善を見込み、前回予想から上げた。前期比では、22/3 期末の従業員数が想定を大きく上回ったことから、23/3 期の人件費や販売経費が大幅に増えると考え、0.3%の低下を見込んだ。

ココダヨ事業は、売上高を 40 百万円減額した一方、セグメント利益を 12 百万円増額した。売上高については、22/3 期第 4 四半期に実施したテレビ CM については、ココダヨの広告よりも企業ブランディングを目的としたものが多く、22/3 期実績が想定を下回ったことを考慮した。セグメント利益の増額については、売上高予想の減額による影響を、広告宣伝費や研究開発費等の費用の減額による影響が上回った。

セグメント利益の調整額については、22/3 期実績と同社の方針を踏まえ、広告宣伝費や採用費、人件費等の前提を上げたため、165 百万円増額した。前期比では、上記に加え、本社移転に伴う地代家賃や減価償却費等の増加を見込み、134 百万円の増加を予想した。

> 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、22/3 期実績や同社の施策等を踏まえ、24/3 期予想を見直すと共に、25/3 期予想を新たに策定した。

24/3 期予想については、売上高を 610 百万円増額する一方、セグメント利益の調整額を大幅に増額したため、営業利益を 22 百万円減額した。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高を 270 百万円増額した一方、セグメント利益を 21 百万円減額した。売上高については、売上高上位 2 社以外の顧客との取引額が拡大していることを考慮し、単体売上高を 3,280 百万円から 3,550 百万円に上げた。一方、パートの売上高については、前回予想 (140 百万円) を据え置いた。

デジタルソリューション事業のセグメント利益率については、23/3 期から同事業の従業員数の増員ペースが上がり、採用費や人件費が増加すると見込んだことや、売上高外注費率が悪化すると考えたことにより、前回予想から引下げた。前期比では 0.6%ポイントの低下を見込んだ。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高を 400 百万円、セグメント利益 138 百万円増額した。売上高については、22/3 期実績が想定を大幅に上回ったことに考慮したほか、iPerfecta の販売本格化の効果も前回想定よりも強く見た。セグメント利益率については、売上高拡大に伴う利益率の改善を見込んだことから上方修正し、前期と同水準で推移するとした。

ココダヨ事業は、売上高を 60 百万円減額した一方、セグメント利益を 3 百万円増額した。売上高については、22/3 期実績を踏まえ、アクティブユーザー数の前提を引下げた。セグメント利益の増額については、売上高予想の減額による影響を、広告宣伝費や研究開発費等の費用の減額による影響が上回ると考えた。

セグメント利益の調整額については、22/3 期実績と同社の方針を踏まえ、広告宣伝費や採用費、人件費等の前提を上げたため、142 百万円増額した。前期比では、人件費等の増加を見込み、40 百万円の増加を予想した。

25/3 期予想については、売上高 6,706 百万円 (前期比 7.0%増)、営業利益 378 百万円 (同 17.7%増)、経常利益 384 百万円 (同 17.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 252 百万円 (同 17.7%増) と予想した。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高が前期比 5.7%増の 3,899 百万円、セグメント利益が同 6.4%増の 665 百万円と見込んでいる。売上高については、売上高上位 2 社以外の顧客との取引額の拡大を想定し、単体売上高を 3,753 百万円（前期比 5.7%増）と予想した。一方、バートの売上高については、146 百万円（同 4.3%増）と予想した。

デジタルソリューション事業のセグメント利益率については、同事業の従業員数の増加ペースが鈍化すると考えたことから、前期比 0.2%ポイントの上昇を見込んだ。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高が前期比 9.4%増の 2,210 百万円、セグメント利益が同 10.1%増の 566 百万円と見込んでいる。売上高については、フロー売上、ストック売上が共に同 9~10%増加すると予想した。セグメント利益率については、売上高拡大に伴う利益率の改善を見込み、前期比 0.1%ポイントの上昇を見込んだ。

ココダヨ事業は、売上高が前期比 6.8%増の 630 百万円、セグメント利益が同 6.5%増の 247 百万円と見込んでいる。売上高については、アクティブユーザーの増加を前提としている。セグメント利益率については、広告宣伝費等の経費の増加率が高まり、前期比 0.1%ポイントの低下を見込んだ。

セグメント利益の調整額については、人件費等の増加を見込み、前期比 50 百万円の増加を予想した。

同社は、株主への利益還元を経営上の最重要課題の一つと考え、事業環境や財務状況、経営成績を考慮の上、内部留保と配当のバランスを考えた利益配分を行うことを基本的な考え方としている。22/3 期は、中間配当 4 円（上場 1 周年記念配当）と期末配当 10 円の合計で年間 14 円の配当を実施した（配当性向 92.6%）。23/3 期は、期末普通配当のみの年間 10 円（同 22.1%）と予想している。

当センターでは年間配当予想について、同社の配当に関する考え方と当センターの業績予想に基づき、23/3 期は 15 円から 10 円に、24/3 期は 18 円から 12 円に引下げた。25/3 期については新たに 14 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ ココダヨ事業の成長性や収益性が悪化する可能性を追加する

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 特定の仕入先への依存度に関するリスク、2) 主要顧客への依存度の高さ、3) 四半期業績

が大幅に変動する可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

ココダヨ事業は、売上高構成比(22/3期)では9.5%に過ぎないものの、利益拡大の牽引役の一つであり、重要な事業となっている。製造業の法人顧客を中心に事業を展開する同社が、個人向け事業であるココダヨ事業を成功させていることを当センターでは高く評価している。22/3期においても、売上高が前期比141百万円増、セグメント利益が同58百万円増と好調な伸びを示した。

しかしながら、22/3期の四半期業績の推移を見ると、第1四半期は売上高113百万円、セグメント利益53百万円(同利益率46.8%)であったが、第4四半期には売上高111百万円、セグメント利益33百万円(同29.8%)に減少している。

売上高の伸び悩みについては、ココダヨ事業の中心であるスゴ得向けの月間売上高が、アクティブユーザーの推移と必ずしも連動していないと見られることが主な要因である(同社は、アクティブユーザー数は期初から期末にかけて徐々に増加したと説明している)。四半期売上高は前年同期比では増加が続いているため、当センターでは、23/3期以降の業績予想において、増収率の鈍化を見込むものの、売上高の拡大はまだ続くと思込んでいる。

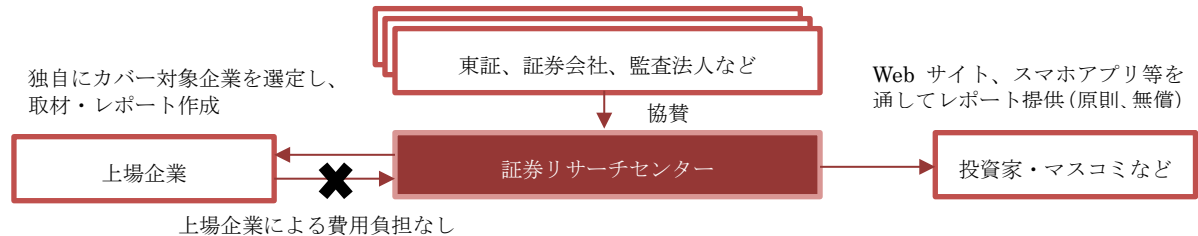
一方、第4四半期のセグメント利益の減少については、広告宣伝費の大幅な増加が主な要因と見られる。ココダヨ事業の広告宣伝費の推移を四半期ベースで見ないと実態を理解することは困難である。当センターでは、23/3期以降の業績予想において、広告宣伝効率の低下を想定し、セグメント利益率が前期比で緩やかに低下すると見込んだものの、高水準を維持するものと見込んでいる。

しかしながら、ココダヨ事業については、業績予想の前提となる経営指標や費用の内訳等の開示が少なく、分析が困難であるため、同事業の成長性や収益性が当センターの予想と乖離して、悪化する可能性は否定できない。よって、ココダヨ事業の成長性や収益性が悪化する可能性を投資に際しての留意点に加えると共に、今後の動向について注意が必要と考えた。

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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
エイチ・エス証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
いちよし証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

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。