

# 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  
2023年2月10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 20230207

# ゼネテック(4492 東証スタンダード)

発行日:2023/2/10

**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  
注力商品の拡販等を見込み、24 年 3 月期以降の業績回復を予想**

## > 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。
- ・個人向けの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)を含め 3 事業を展開している。

### ◆ 23 年 3 月期上期決算は 18%増収ながら営業損失を計上

- ・23/3 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比 17.5%増収ながら、営業損益は 150 百万円の損失(前年同期は 165 百万円の利益)となった。デジタルソリューション事業は大幅な増収増益となったものの、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業が大幅減益となったほか、戦略投資に伴う調整額が大幅に増加したため、営業損失を計上した。

### ◆ 23 年 3 月期の会社計画は 27%増収、42%営業増益を据え置き

- ・戦略投資効果の発現と注力ソフトウェアの拡販を計画していることから、27.3%増収、42.0%営業増益を見込む 23/3 期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、23/3 期上期実績や 22 年 12 月に子会社化した TOPWELL の業績等を踏まえて 23/3 期の予想を見直し、売上高を 5,699 百万円→5,708 百万円(前期比 21.9%増)に若干増額したものの、営業利益を 254 百万円→155 百万円(同 18.4%減)に減額した。

### ◆ 注力商品の拡販等を見込み、24 年 3 月期から業績回復を予想

- ・当センターは 23/3 期上期実績や TOPWELL の買収等を踏まえ、24/3 期以降についても、業績予想を見直した。
- ・エンジニアリングソリューション事業の注力商品である FlexSim の拡販等により、24/3 期は 9.4%増収、83.1%営業増益、25/3 期は 6.1%増収、25.3%営業増益と、24/3 期からの業績回復を予想した。

#### 【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	45.2	-	10.0
2023/3 E	5,708	21.9	155	-18.4	142	-44.2	60	5.9	15.9	503.4	10.0
2024/3 E	6,243	9.4	284	83.1	282	98.5	160	166.8	42.5	535.9	10.0
2025/3 E	6,626	6.1	356	25.3	354	25.5	209	30.6	55.5	581.3	12.0

(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

2/22

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ず、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。

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.or.jp

#### 【主要指標】

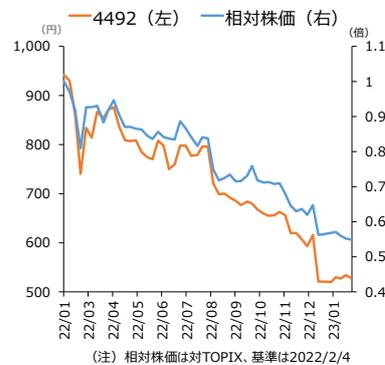
	2023/2/3
株価 (円)	528
発行済株式数 (株)	3,881,000
時価総額 (百万円)	2,049

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	34.8	33.2	12.4
PBR (倍)	1.1	1.0	1.0
配当利回り (%)	2.7	1.9	1.9

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	2.1	-19.1	-43.9
対TOPIX (%)	-2.2	-21.0	-46.1

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2022/2/4

> 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	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%
	エンジニアリングソリューション	17.3%	-	19.4%	-	17.9%	-	16.5%	-	18.8%	-	-
	ココダヨ	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%	-	-
	調整額	-143	-24.0%	-46	-6.0%	-6	-0.8%	117	14.1%	175	16.5%	49.6%
		-	-	-	-	-	-	38.9%	-	39.6%	-	-
		-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、端数処理の関係で金額や構成比は合計と一致しない場合がある

(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<sup>注1</sup>)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で見られる。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み入れた(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	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	2,797		3,252	16.3%	3,351	3.0%	2,610	-22.1%	2,836	8.6%
セグメント利益	483		628	29.8%	598	-4.7%	430	-28.1%	528	22.9%
セグメント利益率	17.3%		19.3%	-	17.9%	-	16.5%	-	18.6%	-
期末事業従業員数	-		-	-	174	-	170	-2.3%	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<sup>注2</sup>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。

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 150~200 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	増減率	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		19/3期		20/3期		21/3期		22/3期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	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 (%)								
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、ココダヨ		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思われる。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)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・組み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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3事業共に事業規模が小さいこと</li> <li>・国内製造業の研究開発投資への依存度が高いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・ココダヨ事業の国内外での拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・主力商品であるMastercamの代理店契約が解除されること</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>

(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、自動車等の組み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、組み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、組み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)向けの組み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	13.5%		
			・ニューフレアテクノロジー向け売上高構成比	11.0%		
		・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	・ES事業の継続エンドユーザー数	約1,400社		
		・コダク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	・コダク一般ユーザーの累積ダウンロード数	75万件	90万件超	
	ブランド		・コダクの月間アクティブユーザー数	約35万人(22年3月)		
		・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	・会社設立からの経過年数	37年(22年8月時点)	37.5年(23年2月時点)	
	事業パートナー		・上場からの経過年数	2.5年(22年8月時点)	3年(23年2月時点)	
		・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	150~200社	150~200社	
		・DS事業では外注先である協力会社と取引している				
	・コダクの利用の大半は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	41.9%	38.2%	
			・売上高営業利益率	4.1%	-5.9%	
		・DS事業では、自動車や、各種電気・電子機器等に組み込むソフトウェア・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	・DS事業の従業員1人当たり(期中平残)売上高	16百万円		
			・DS事業の売上高セグメント利益率	18.6%	18.3%	
		・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	・ES事業のストック売上比率	約52%		
			・ES事業の売上高セグメント利益率	25.4%	12.4%	
	知的財産ノウハウ		・コダク事業の収益性は、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	・コダク事業の売上高研究開発費率	2.7%	
			・災害時位置情報自動通知システム「コダク」に関する特許を国内外で取得している	・コダク事業の売上高セグメント利益率	39.6%	17.4%
			・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	・特許取得国数	12カ国	12カ国
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	37年(22年8月時点)	37.5年(23年2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%)	1,732千株(44.6%)	
	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	275名	約300名	
			・うちデジタルソリューション事業の従業員数	178名	約200名	
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	278千株(7.2%)	282千株(7.3%)	
			・ストックオプション	104千株(2.7%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/3期末または22/3期末、今回は23/3期上期または23/3期上期末のもの。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

◆ 23年3月期上期は18%増収ながら営業損失を計上

23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高2,537百万円(前年同期比17.5%増)、営業損失150百万円(前年同期は165百万円の利益)、経常損失162百万円(同229百万円の利益)、親会社株主に帰属する四半期純損失131百万円(同86百万円の利益)であった(図表8)。

売上総利益率は、円安ドル高に伴うエンジニアリングソリューション事業の利益率悪化や、相対的に利益率が低いデジタルソリューション事業の売上高構成比の上昇等により、前年同期の41.4%から38.2%に低下した。

【 図表 8 】 23 年 3 月期上期の業績

(単位:百万円)

	22/3期						23/3期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	2,159	1,091	1,432	2,523	4,683	14.8%	1,203	1,334	2,537	17.5%
売上総利益	894	427	640	1,068	1,962	25.6%	447	522	970	8.5%
売上総利益率	41.4%	39.2%	44.7%	42.3%	41.9%	-	37.2%	39.2%	38.2%	-
販売費及び一般管理費	729	387	655	1,043	1,772	35.5%	622	498	1,120	53.7%
販管費率	33.8%	35.5%	45.7%	41.3%	37.8%	-	51.8%	37.3%	44.2%	-
営業利益	165	39	-14	24	190	-25.2%	-175	24	-150	-
営業利益率	7.7%	3.6%	-	1.0%	4.1%	-	-	1.9%	-	-
経常利益	229	45	-20	24	254	-7.7%	-182	20	-162	-
経常利益率	10.6%	4.1%	-	1.0%	5.4%	-	-	1.5%	-	-
親会社株主に帰属する当期 (四半期)純利益	86	-6	-22	-29	56	-67.3%	-131	0	-131	-

(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

一方、広告宣伝費（前年同期比 155 百万円増、主に全社費用、ココダヨ事業、エンジニアリングソリューション事業）や、従業員給料（同 41 百万円増、主に管理部門やエンジニアリングソリューション事業の営業部門の人員増）、採用費（同 39 百万円増、主にデジタルソリューション事業と管理部門の採用増）、減価償却費（同 42 百万円増、主に CM・Web 動画制作関連）等が増加したため、販管費は前年同期比 391 百万円増加した。販管費の伸びが増収率を大幅に上回ったため、販管費率は前年同期の 33.8%から 44.2%へ上昇した。

同社は、営業損益（前年同期比 315 百万円の減益）の悪化要因を、事業による増益額 25 百万円（各事業の戦略投資による費用増加を除いた 3 事業の増益額）と、戦略投資による減益額 340 百万円に分解している。

戦略投資による減益額の内訳は、広告宣伝投資 187 百万円（広告宣伝費と CM・Web 動画制作関連等の減価償却費の増加額）、人材投資 135 百万円（3 事業と管理部門の的人件費や採用費等の増加額）、のれん償却額 13 百万円（パート）、オフィス投資 5 百万円（21 年 12 月の本社移転に伴う有形固定資産に係る減価償却費の増加額）である。

営業外収益では、前年同期に 65 百万円計上された保険解約返戻金が剥落した一方、営業外費用では、円安ドル高に伴い、ソフトウェアの仕入に係る為替差損が前年同期の 849 千円から 11,711 千円に増加した。結果、営業外収支は前年同期の 64 百万円の黒字から 11 百万円の赤字に悪化した。

また、特別損失は、前年同期の 71 百万円（本社移転費用）から 15 百万円（訴訟和解金）に縮小した。前年同期はプラス 71 百万円であ

った法人税等合計は、繰延税金資産の計上に伴い、マイナス 46 百万円となった。

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 1,701 百万円(前年同期比 25.0%増)、セグメント利益 312 百万円(同 28.5%増)であった(図表 9)。

【図表 9】23 年 3 月期上期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	22/3期						23/3期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		2,159	1,091	1,432	2,523	4,683	14.8%	1,203	1,334	2,537	17.5%
	デジタルソリューション	1,360	649	825	1,475	2,836	8.6%	812	889	1,701	25.0%
	エンジニアリングソリューション	586	340	499	840	1,426	21.5%	290	341	631	7.7%
	コダゴ	227	104	111	216	443	47.0%	103	105	208	-8.1%
	調整額	-15	-3	-4	-7	-23	-	-3	-1	-4	-
営業利益(セグメント利益)		165	39	-14	24	190	-25.2%	-175	24	-150	-
営業利益率		7.7%	3.6%	-	1.0%	4.1%	-	-	1.9%	-	-
	デジタルソリューション	243	103	182	285	528	22.9%	135	177	312	28.5%
		17.9%	15.9%	22.1%	19.4%	18.6%	-	16.6%	19.9%	18.3%	-
	エンジニアリングソリューション	124	61	176	238	362	28.0%	25	53	78	-37.0%
		21.2%	18.1%	35.3%	28.3%	25.4%	-	8.6%	15.6%	12.4%	-
	コダゴ	101	40	33	74	175	49.6%	19	16	36	-64.3%
		44.6%	39.1%	29.8%	34.3%	39.6%	-	19.0%	15.8%	17.4%	-
	調整額	-303	-165	-407	-572	-876	-	-355	-222	-577	-

(注) 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デジタル情報家電分野が増加したほか、23/3 期からセグメントに加わったバートも貢献した。セグメント利益の増収要因としては、増収効果に加え、製造原価の削減効果や収益性が高いバートの寄与等が挙げられる。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 631 百万円(前年同期比 7.7%増)、セグメント利益 78 百万円(同 37.0%減)であった。

ライセンス販売については、中核商品である Mastercam は、半導体不足等に伴い、工作機械の納入遅れが顧客側で発生したことが影響したもの、増収を確保した。注力商品である FlexSim は、計画を下回った模様であるものの、認知度の向上により増収となった。新商品の iPerfecta は、新たに投入された FlexSim の同様の性能を有するオプション機能(有料)が顧客の評価を集めたため、同社が当初に期待していた動きとはなっていないと推測される。一方、メンテナンスや技術サポート等のストック売上は伸び悩んだ模様である。

セグメント利益については、円安ドル高に伴い、ソフトウェアの仕入コストが上昇したことや、展示会への出展強化に伴い、広告宣伝費が増加したこと、営業部門の人件費が増加したこと等から、減益を余儀なくされた。

ココダヨ事業は、売上高 208 百万円（前年同期比 8.1%減）、セグメント利益 36 百万円（同 64.3%減）であった。

売上高については、TVCM 効果等により、ストア版は増収となったものの、中心を占めるスゴ得向けで、他のアプリの使用比率が上昇した影響を受け、同社に分配される 1 ユーザー当たり単価が下落したことから、減収となった。なお、23/3 期上期末の累計ダウンロード数は、ストア版の好調により、22/3 期末の 75 万件から 90 万件超に増加した。

セグメント利益は、減収の影響に加え、円安ドル高に伴い、ドル建てで支払うサーバー費用が増加したことや、広告宣伝費等も増加したことから、大幅減益となった。

本社管理部門の費用である、セグメント利益の調整額は、戦略投資と位置付ける広告宣伝費や減価償却費、人件費、採用費等の増加により、前年同期比 273 百万円増と大幅な増加となった。

#### ◆ 売上高や利益は期初計画を下回ったと見られる

同社は上期計画を公表していないが、通期計画（22/3 期は実績）に対する上期の売上高進捗率は、22/3 期上期の 46.1%に対して、42.6%にとどまったため、上期実績は売上高、営業利益共に計画を下回ったと推測される。同社はセグメント別の通期計画を公表していないが、各事業の上期実績については、デジタルソリューション事業は計画をやや上回ったものの、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業が計画を下回ったと見られる。

#### ◆ 自己資本比率はほぼ横ばいとなった

23/3 期上期末の総資産は、受取手形及び売掛金（22/3 期末比 161 百万円減）や未収入金（同 105 百万円減、旧日本の敷金返還等）、有形固定資産（同 39 百万円減、CM・Web 動画制作費の減価償却等）等が減少したため、22/3 期末の 3,253 百万円から 2,978 百万円に減少した。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 249 百万円増となったものの、未払金が同 277 百万円減、賞与引当金が同 51 百万円減となったこと等から、負債合計は同 122 百万円減少した。一方、自己資本は、損失計上と配当金支払いに伴い、同 152 百万円減少した。負債合計の減少

と自己資本の減少がほぼ同程度の影響となったため、自己資本比率は22/3 期末の 57.2%と比べほぼ横ばいの 57.3%となった。

> 業績見通し

◆ ゼネテックの23年3月期計画

上期決算は、会社計画を下回ったと見られるが、昨年度から実施している戦略投資効果の発現と、FlexSim の本格的な拡販を計画しているため、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) を見込む 23/3 期計画を同社は据え置いた (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については、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 の増加等により、全体の増収率を上回る伸びを予想していると思われる。

一方、ココダヨ事業は、スゴ得向けとストア版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。

調整額は、前期比 133 百万円の増加を計画している。内訳では、広告宣伝費が同 16 百万円増、管理部門の人件費や採用費が同 117 百万円増（幹部社員の採用強化）と見込んでいる。

同社は、22 年 12 月 14 日に TOPWELL（大阪市）の全株式を取得し、子会社化した。TOPWELL は、米 PTC の製品ライフサイクル管理 (PLM) ソフトウェア「Windchill®」等を基盤に、製造業のエンジニア領域向け DX 支援を行っている。TOPWELL の 22/3 期の業績は、売上高 186 百万円、営業利益 9 百万円、22/3 期末の総資産は 120 百万円、純資産は 34 百万円と開示されている。株式取得価額は 547 百万円、アドバイザリー費用等は 31 百万円である。のれんが発生するとみられるが、のれんの金額や償却年数は未定である。

また、同社は、業務系システムや産業機械に組み込まれる制御系システムの開発を得意とするログイン（大阪市）を 23 年 1 月 31 日に子会社化した。ログインの買収は、東京証券取引所の適時開示基準に該当しないため、業績や株式取得価額等の情報開示はなく、同社によると 22/3 期業績に与える影響は軽微と見られる。以上の 2 件の買収は、期初計画には織り込まれていない。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 23 年 3 月期予想

当センターは、23/3 期上期実績や TOPWELL の子会社化等を踏まえて 23/3 期予想を見直した結果、売上高を 5,699 百万円→5,708 百万円（前期比 21.9%増）、営業利益を 254 百万円→155 百万円（同 18.4%減）、経常利益を 250 百万円→142 百万円（同 44.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益を 163 百万円→60 百万円（同 5.9%増）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。なお、23 年 1 月に子会社化したログインについては、数値情報が公表されていないため、業績予想には織り込んでいない。

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 222 百万円、セグメント利益を 147 万円増額した。売上高については、23/3 期上期が想定を上回ったことや、パートに関しても順調と見られることから、単体を 230 百万円、パートを 11 百万円増額した。一方、23/3 期上期実績が想定を大幅に下回ったセグメント間の内部売上高については 19 百万円減額した。セグメント利益については、23/3 期第 2 四半期のセグメント利益率が前年同期比で大幅に改善したことを考慮した。

【 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	旧25/3期E	25/3期E
売上高	4,683	5,960	5,699	5,708	6,270	6,243	6,706	6,626
前期比	14.8%	27.3%	21.7%	21.9%	10.0%	9.4%	7.0%	6.1%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	2,836	-	3,381	3,603	3,690	3,808	3,899	4,014
エンジニアリングソリューション事業	1,426	-	1,815	1,687	2,020	2,005	2,210	2,170
ココダコ事業	443	-	530	426	590	438	630	450
調整額	-23	-	-27	-8	-30	-8	-33	-8
営業利益	190	270	254	155	321	284	378	356
前期比	-25.2%	42.0%	33.8%	-18.4%	26.3%	83.1%	17.7%	25.3%
営業利益率	4.1%	4.5%	4.5%	2.7%	5.1%	4.6%	5.6%	5.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	528	-	592	739	625	762	665	807
エンジニアリングソリューション事業	362	-	463	337	514	431	566	489
ココダコ事業	175	-	209	88	232	94	247	98
調整額	-876	-1,009	-1,010	-1,009	-1,050	-1,003	-1,100	-1,038
経常利益	254	260	250	142	327	282	384	354
前期比	-7.7%	2.1%	-1.8%	-44.2%	30.8%	98.5%	17.4%	25.5%
経常利益率	5.4%	4.4%	4.4%	2.5%	5.2%	4.5%	5.7%	5.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	56	170	163	60	214	160	252	209
前期比	-67.3%	200.1%	188.0%	5.9%	31.3%	166.8%	17.7%	30.6%

(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抵消前  
(出所) ゼネテック決算短信、決算説明資料、IR ニュース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 128 百万円、セグメント利益 126 百万円減額した。単体については、23/3 期上期実績が想定を大幅に下回ったことに考慮し、売上高を 185 百万円、セグメント利益を 95 百万円減額した。

TOPWELL については、セグメントは不明であるが、事業内容を踏まえ、エンジニアリングソリューション事業に含まれると想定した。株式の譲渡日が 12 月 14 日であるため、1 月から 3 月までの 3 カ月分の数値が反映されると見込んだことや、季節性により売上高が大きくなる四半期であると推測したことから、売上高は 57 百万円と予想した。

TOPWELL ののれんの金額や償却年数について、同社からの開示はないが、株式取得価額 (547 百万円)、22/3 期末の純資産 (34 百万円)、出資比率 (100.0%) の開示情報等により、のれん 510 百万円、償却年数 10 年、23/9 期ののれん償却額 12,750 千円 (3 カ月分) と予想した。

TOPWELL の営業利益については、買収後に大幅なコスト削減が見込まれることから、12,750 千円と予想した。のれん償却額とアドバイザー費用 (31 百万円) を考慮した 23/3 期のセグメント利益に対する

TOPWELL の買収による影響額はマイナス 31 百万円と想定した。

ココダヨ事業は、売上高を 104 百万円、セグメント利益を 121 百万円減額した。売上高については、23/3 期上期のスゴ得向け売上高が想定を大幅に下回ったことを考慮した。セグメント利益については、売上高の減額による影響に加え、広告宣伝費や、円安ドル高の影響によりサーバー費用の予想を増額したため、大幅な減額となった。

セグメント利益の調整額については、23/3 期上期実績を踏まえ、人件費や減価償却費の予想を増額した一方、その他の費用の予想を減額した結果、前回予想の 1,010 百万円から 1,009 百万円への小幅な減額となった。

なお、23/3 期上期に、11 百万円の為替差損（営業外費用）と 15 百万円の訴訟和解金（特別損失）が計上されたことや、TOPWELL の買収に伴い、税務上、損金不算入となるのれん償却額の増加を予想したこと等から、親会社株主に帰属する当期純利益の予想の減額幅は 103 百万円と、営業利益の予想の減額幅（99 百万円）を上回った。

## > 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、23/3 期上期実績や TOPWELL の買収等を踏まえ、24/3 期予想以降についても予想を見直した。

24/3 期予想については、売上高を 27 百万円、営業利益を 37 百万円減額した。前期比では、9.4%増収、83.1%営業増益と、業績回復を予想した。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高を 118 百万円、セグメント利益を 137 百万円増額した。前期比では、5.7%増収、3.1%増益と予想した。売上高については、好調な 23/3 期上期実績を踏まえ、単体を 130 百万円増額した。一方、パートについては、シナジー効果の発現を見込み、10 百万円増額した。セグメント間の内部売上高については 22 百万円減額した。

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、23/3 期予想の引上げを踏まえて、前回予想の 16.9%から 20.0%に引上げた。増収率の大幅鈍化を想定する一方、人件費等の費用の伸びは増収率を上回ると考えたことにより、前期比では 0.5%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 15 百万円、セグ

メント利益 83 百万円減額した。前期比では、注力商品である FlexSim の拡販等により、18.9%増収、27.9%増益と予想した。単体については、23/3 期上期実績が想定を大幅に下回ったことや、増加を見込んでいた iPerfecta の予想を引下げたことから、売上高を 235 百万円、セグメント利益を 83 百万円減額した。

TOPWELL については、同社グループに入ることによって営業力が高まると考え、売上高は 220 百万円と予想した。営業利益は、買収後に大幅なコスト削減が見込まれることから、51 百万円と予想した。のれん償却額 (51 百万円) を考慮した 24/3 期のセグメント利益に対する TOPWELL の買収による影響額は 0 百万円と想定した。

ココダヨ事業は、売上高を 152 百万円、セグメント利益を 138 百万円減額した。前期比では、スゴ得向け売上高の下げ止まりとストア販売高の増加、広告宣伝費等のコスト削減を見込み、2.8%増収、6.8%増益を予想した。売上高については、23/3 期上期実績を踏まえ、スゴ得向けを大幅に減額した。セグメント利益については、広告宣伝費等の費用を減額したものの、売上高の減額による影響が大きいと考えた。

セグメント利益の調整額については、特定の有形固定資産に関して償却年数の想定を変更し、減価償却費等の予想を引下げたことから、47 百万円減額した。前期比では、6 百万円の減少を予想した。

25/3 期予想については、売上高を 80 百万円、営業利益を 22 百万円減額した。前期比では、6.1%増収、25.3%営業増益と予想した。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高を 115 百万円、セグメント利益を 142 百万円増額した。前期比では、5.4%増収、5.9%増益と予想した。売上高については、好調な 23/3 期上期実績を踏まえ、単体を 130 百万円増額した。一方、バートについては、シナジー効果の発現を見込み、10 百万円増額した。セグメント間の内部売上高については 25 百万円減額した。

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、23/3 期予想の引上げを踏まえて、前予想の 17.1%から 20.1%に引上げた。人件費等の費用の伸びが鈍化すると考えたことにより、前期比では 0.1%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、売上高を 40 百万円、セグメント利益 77 百万円減額した。前期比では、注力商品である FlexSim の拡販等により、8.2%増収、13.5%増益と予想した。単体については、23/3 期上期実績が想定を大幅に下回ったことや、増加を見込んでいた

iPerfecta の予想を引下げたことから、売上高を 270 百万円、セグメント利益を 77 百万円減額した。

TOPWELL については、同社グループに入ることによって営業力が高まると考え、売上高は前期比 4.5%増の 230 百万円と予想した。営業利益は、買収後に大幅なコスト削減が見込まれる一方、人件費等が増加すると想定したため、同横ばいの 51 百万円と予想した。のれん償却額 (51 百万円) を考慮した 25/3 期のセグメント利益に対する TOPWELL の買収による影響額は 0 百万円と想定した。

ココダヨ事業は、売上高を 180 百万円、セグメント利益を 149 百万円減額した。前期比では、ストア販売上高の増加等を見込み、2.7%増収、4.3%増益を予想した。売上高については、23/3 期上期実績を踏まえ、スゴ得向けを大幅に減額した。セグメント利益については、広告宣伝費等の費用を減額したものの、売上高の減額による影響が大きいと考えた。

セグメント利益の調整額については、特定の有形固定資産に関して償却年数の想定を変更し、減価償却費等の予想を引下げたことから、62 百万円減額した。前期比では、人件費等の増加を想定し、35 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 4.0 円 (上場 1 周年記念配当) と期末配当 10.0 円の合計で年間 14.0 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 10.0 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に基づき、23/3 期は前回予想の 10.0 円を据え置いた。24/3 期以降については、当センターの業績予想を減額したため、24/3 期は 12.0 円から 10.0 円に、25/3 期は 14.0 円から 12.0 円に引下げた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 戦略的投資の成否と流通株式時価総額の小ささを追加する

当センターでは、これまでのレポートで、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、4) 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として指摘した。

同社は、20 年 3 月の上場を契機に、更なる飛躍に向けた戦略的投資

の実施を成長戦略として掲げている。22/3 期は、広告宣伝投資の実施等により、増収ながら営業減益となった。23/3 期上期は、広告宣伝投資の継続に加えて、積極的な人材投資を実施する中、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業の環境悪化が加わったことから、増収ながら営業損失を計上した。

当センターでは、エンジニアリングソリューション事業を中心とした売上高の拡大や、人件費の増加ペースの鈍化、広告宣伝費の横ばいでの推移等を想定し、24/3 期以降の業績回復を予想している。

また、同社は、22 年 1 月のバートを皮切りに、12 月に TOPWELL を、23 年 1 月にログインを買収する等、M&A も積極化させている。当センターでは、これらの買収について、売上高の増加要因にはなるものの、営業利益に関しては、株式取得費用の計上により、買収年度にはマイナスの影響を与え、買収翌年度では、のれん償却額を考慮すると概ね中立と想定して業績予想を策定している。

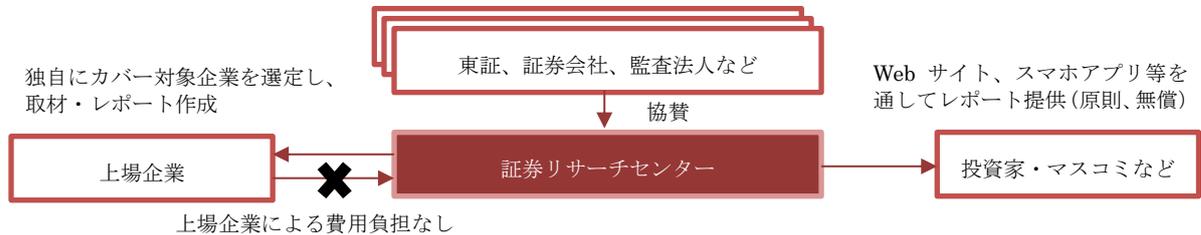
しかしながら、累積した投資額が大きくなったことから、戦略的投資が予想以上の成果を上げる可能性がある一方で、広告宣伝投資や人材投資が売上高の拡大に期待ほどには貢献しない可能性や、買収した子会社が期待したキャッシュ・フローの獲得に繋がらない(のれんの減損損失が発生する)可能性が存在することを改めて指摘しておくべきと考えた。よって、M&A を含めた戦略的投資の成否を投資に際しての留意点に加えると共に、今後の動向に注意していきたい。

また、同社の流通株式比率は、22 年 3 月末時点で 41%程度と推測され、東京証券取引所スタンダード市場の上場維持基準である 25%以上を満たしている。しかし、現時点の株式時価総額は 20 億円程度であるため、四半期報告書で確認できる範囲では、流通株式時価総額は約 8 億円と推測され、東京証券取引所スタンダード市場の上場維持基準である 10 億円を下回っている。決算期末である 3 月末時点で、流通株式時価総額が 10 億円未満となった場合は、1 年以内に基準に適合しないと上場廃止基準に該当するため、注意が必要である。

## 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

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

SMB 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  
いちよし証券株式会社  
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 SBI証券  
Jトラストグローバル証券株式会社  
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 ICMG  
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。