

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8月4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 20230801

ゼネテック(4492 東証スタンダード)

発行日:2023/8/4

**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
中核事業の拡大により、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 月期決算は 25%増収、44%営業減益

- ・23/3 期決算は、前期比 25.2%増収、44.3%営業減益であった。M&A による貢献もあり、売上高は大幅増となったものの、ココダヨ事業が大幅減益となったほか、戦略投資に伴い、調整額(本社管理部門費用)が急増したため、営業利益は計画を大幅に下回る減益となった。

◆ 24 年 3 月期の会社計画は 15%増収、250%営業増益

- ・24/3 期決算について同社は、システムソリューション(旧デジタルソリューション)事業や、エンジニアリングソリューション事業の成長を計画し、15.4%増収、249.5%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、23/3 期実績や同社の施策等を踏まえて 24/3 期の予想を見直し、売上高を 6,243 百万円→6,460 百万円(前期比 10.2%増)、営業利益を 284 百万円→329 百万円(同 210.8%増)に上方修正した。

◆ 中核事業の拡大により、25 年 3 月期以降も増益を予想

- ・当センターは 23/3 期実績や買収した子会社の状況等を踏まえ、25/3 期についても業績予想を上方修正した。
- ・中核事業であるシステムソリューション事業とエンジニアリングソリューション事業の拡大により、25/3 期は 5.8%増収、21.3%営業増益、26/3 期は 5.5%増収、14.3%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】

	2023/7/28
株価 (円)	1,304
発行済株式数 (株)	3,881,000
時価総額 (百万円)	5,061

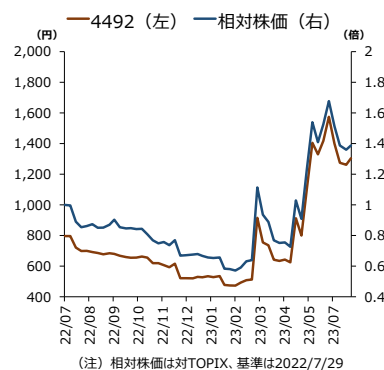
前期実績 今期予想 来期予想

PER (倍)	207.0	28.5	22.6
PBR (倍)	2.6	2.5	2.4
配当利回り (%)	0.8	1.9	2.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-17.2	105.7	63.8
対TOPIX (%)	-17.3	84.7	38.8

【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)
2022/3	4,683	14.8	190	-25.2	254	-7.7	56	-67.3	15.2	496.1	14.0
2023/3	5,864	25.2	105	-44.3	111	-56.2	23	-58.1	6.3	492.9	10.0
2024/3 CE	6,770	15.4	370	249.5	360	222.5	193	8.1X	51.0	-	25.0
2024/3 E	6,460	10.2	329	210.8	323	189.4	173	7.3X	45.7	518.6	25.0
2025/3 E	6,833	5.8	399	21.3	394	22.0	218	26.0	57.6	551.2	30.0
2026/3 E	7,209	5.5	456	14.3	451	14.5	252	15.6	66.6	582.8	35.0

(注) CE: : 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/20

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。

> 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。

23/3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64.7%、エンジニアリングソリューション事業28.3%、ココダヨ事業6.9%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	19/3期		20/3期		21/3期		22/3期		23/3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		4,482	100.0%	4,720	100.0%	4,079	100.0%	4,683	100.0%	5,864	100.0%	25.2%
	デジタルソリューション	3,243	72.3%	3,345	70.9%	2,603	63.8%	2,812	60.1%	3,795	64.7%	34.9%
	エンジニアリングソリューション	1,208	27.0%	1,278	27.1%	1,174	28.8%	1,426	30.5%	1,662	28.3%	16.5%
	ココダヨ	30	0.7%	96	2.0%	301	7.4%	443	9.5%	405	6.9%	-8.5%
営業利益(セグメント利益)		259	100.0%	335	100.0%	254	100.0%	190	100.0%	105	100.0%	-44.3%
営業利益率		5.8%	-	7.1%	-	6.2%	-	4.1%	-	1.8%	-	-
	デジタルソリューション	628	80.2%	598	68.7%	430	51.8%	528	49.6%	697	59.4%	32.0%
		19.4%	-	17.9%	-	16.5%	-	18.8%	-	18.4%	-	-
	エンジニアリングソリューション	201	25.7%	279	32.1%	283	34.1%	362	34.0%	399	34.0%	10.2%
		16.7%	-	21.8%	-	24.1%	-	25.4%	-	24.0%	-	-
	ココダヨ	-46	-6.0%	-6	-0.8%	117	14.1%	175	16.5%	76	6.5%	-56.2%
		-	-	-	-	38.9%	-	39.6%	-	18.9%	-	-
	調整額	-523	-	-535	-	-576	-	-876	-	-1,068	-	-

(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、端数処理の関係でセグメントの和は合計と一致しない場合がある

(出所)ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

利益率は、高い順から、エンジニアリングソリューション事業、ココダヨ事業、デジタルソリューション事業となり、セグメント利益構成比(調整額控除前)では、デジタルソリューション事業59.4%、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6.5%となっている。

◆ デジタルソリューション事業(システムソリューション事業)

中核事業であるデジタルソリューション事業(24/3期からシステムソリューション事業)では、創業以来、製造業顧客に対して、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・開発サービスを提供している。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

(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。

て、仕様分析・検討・基本設計から製造に至るまで、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。

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パート(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)。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。

23/3期におけるデジタルソリューション事業の売上高の内訳は、組込ソフト 2,515百万円、半導体製造装置向けを中心とするハード開発 1,135百万円、ERP154百万円であった(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)

	内訳	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
売上高		2,797	3,252	3,351	2,610	2,836	3,804
	組込ソフト開発	-	-	-	1,825	1,875	2,515
	ハード開発	-	-	-	785	960	1,135
	ERP	-	-	-	-	-	154
セグメント利益		483	628	598	430	528	697
セグメント利益率		17.3%	19.3%	17.9%	16.5%	18.6%	18.3%
期末事業従業員数		-	-	174	170	178	227

(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、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント利益率は、概ね15%~20%の範囲で推移している。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。

同社は23年1月、業務系システムや制御系システムの開発を得意とするログイン(大阪府大阪市)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24/3期から)。買収によって発生したのれんの金額は46,844千円、償却期間は7年間、株式取得関連費用は27,500千円である。

なお、同事業の 23/3 期末の従業員数は、前期末比 49 名増の 227 名(うち、パート 8 名、ログイン 21 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、もう一つの中核事業であり、主に製造業の顧客に対して、「製造業向け 3 次元 CAD/CAM^{注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」等を中心にサービスを提供している。

(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、Mastercam 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。

同社は 22 年 11 月、PTC ジャパン (東京都新宿区) とソリューションプロバイダー契約を締結した。PTC ジャパンの親会社である米国 PTC Inc. は、製品ライフサイクル管理 (PLM^{注3}) ソフトウェア「Windchill[®]」を中心に各種ソリューションを提供している。

(注3) PLM (Product Lifecycle Management) とは、製品の企画・設計・生産・販売・廃棄までの一連の工程を管理することを意味している。

22 年 12 月には、「Windchill[®]」を基盤に製造業のエンジニア領域向け DX 支援を行う TOPWELL (大阪府大阪市) を完全子会社化し、エンジニアリング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 期第 4 四半期から)。買収によって発生したのれんの金額は 510,637 千円、償却期間は 11 年間、株式取得関連費用は 31,281 千円である。

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)

	内訳	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
売上高		1,191	1,209	1,279	1,174	1,426	1,662
	Mastercam他	-	-	-	1,105	1,226	1,197
	FlexSim	-	-	-	68	200	380
	PLM	-	-	-	-	-	85
セグメント利益		255	201	279	283	362	399
セグメント利益率		21.4%	16.7%	21.8%	24.1%	25.4%	24.0%
期末事業従業員数		-	-	44	44	58	83

(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、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

23/3 期におけるエンジニアリングソリューション事業の売上高の内訳は、Mastercam 他 1,197 百万円、FlexSim 380 百万円、PLM 85 百万円であった。

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。

これらの商品や関連サービスは、同社や TOPWELL のほか、連結子会社のアプリハウス (Mastercam の 2 次販売代理店) 及び約 150 社の代理店を通じて、エンドユーザーに提供されている。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。エンジニアリングソリューション事業の 23/3 期末の従業員数は、前期末比 25 名増の 83 名 (うち、TOPWELL 23 名) であった。

◆ ココダヨ事業 (GPS 事業)

ココダヨ事業 (24/3 期から GPS 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。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。

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。23/3期におけるココダヨ事業の売上高の内訳は、スゴ得362百万円、ストア版25百万円、その他（企業や自治体向けの防災関連アプリの受託開発等）17百万円であった（図表4）。

【図表4】ココダヨ事業の業績推移

(単位:百万円)

	内訳	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
売上高		15	30	96	301	443	405
	スゴ得	-	-	-	279	415	362
	ストア版	-	-	-	9	12	25
	その他	-	-	-	12	15	17
セグメント利益		-143	-46	-6	117	175	76
セグメント利益率		-	-	-	38.9%	39.6%	18.9%
研究開発費		111	59	56	63	12	0
期末事業従業員数		-	-	9	8	10	10

(出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料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期には、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。ココダヨ事業の23/3期末の従業員数は、前期末比横這いの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ITSが売上高の1割を超える大手顧客となっていた（図表5）。

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。

【 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		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 (%)	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	3,795	64.7
	ソニー	-	-	-	-	-	-	624	15.3	634	13.5	922	15.7
	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	2,873	49.0
エンジニアリングソリューション、コダク		1,207	30.1	1,239	27.7	1,374	29.1	1,475	36.2	1,870	39.9	2,068	35.3
合計		4,004	100.0	4,482	100.0	4,720	100.0	4,079	100.0	4,683	100.0	5,864	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

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 23/3 期には 2,873 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。

23/3期のデジタルソリューション事業の営業費用は3,098百万円であったが、このうち、単体の当期製品製造原価の2,811百万円の大部分が、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3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7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。

23/3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1,262百万円であった。売上原価は、主として単体の商品売上原価(595百万円、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、売上高人員費率(売上原価及び販管費の合計)の変動に左右される。21/3期と22/3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。

◆ 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。

23/3期のココダヨ事業の営業費用は328百万円であったが、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、広告宣伝費や人件費等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、セグメント損失は同39百万円の縮小にとどまった。22/3期は、売上高が同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"> ・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、数多くの販売代理店とエンドユーザーを持っていること ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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PLM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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)。

【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	13.5%	15.7%
		・コダックの一般ユーザーの累積ダウンロード数は拡大している	・ニューフレアテクノロジー向け売上高構成比	11.0%	10%未満
	ブランド	・「Mastercam」の取引先や、デジタルリソリューション(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、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)	38年(23年8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	・上場からの経過年数	2.5年(22年8月時点)	3.5年(23年8月時点)
事業パートナー	・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	125~175社	
	・DS事業では外注先である協力会社と取引している				
	・コダックの利用の大半はNTTドコモの「スコ得」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%	39.5%
		・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	4.1%	1.8%
		・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事業の従業員1人当たり(期中平値)売上高	16百万円	18百万円
	知的財産ノウハウ	・災害時位置情報自動通知システム「コダック」に関する特許を国内外で取得している	・DS事業の売上高セグメント利益率	18.6%	18.3%
		・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	・ES事業のストック売上比率(単体)	約67%	約74%
			・ES事業の売上高セグメント利益率	25.4%	24.0%
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	・コダック事業の売上高研究開発費率	2.7%	0.1%
		・上野社長による高い経営へのコミットメント	・コダック事業の売上高セグメント利益率	39.6%	18.9%
	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リ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	・特許取得国数	12カ国	12カ国
		・インセンティブ制度	・社長の在任年数	37年(22年8月時点)	38年(23年8月時点)
		・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%)	
		・期末従業員数	275名	350名	
		・うちデジタルリソリューション事業の従業員数	178名	227名	
		・従業員持株会	278千株(7.2%)	279千株(7.2%)	
		・ストックオプション	104千株(2.7%)	88千株(2.3%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/3期または22/3期末、今回は23/3期または23/3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

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。

> 決算概要

◆ 23年3月期は25%増収、44%営業減益

23/3期決算は、売上高 5,864 百万円（前期比 25.2%増）、営業利益 105 百万円（同 44.3%減）、経常利益 111 百万円（同 56.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 23 百万円（同 58.1%減）であった（図表 8）。

【図表 8】23年3月期業績

(単位: 百万円)

	22/3期			23/3期										
	上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	
売上高	2,159	2,523	4,683	1,203	1,334	2,537	17.5%	1,360	1,966	3,326	31.8%	5,864	25.2%	
売上総利益	894	1,068	1,962	447	522	970	8.5%	502	844	1,347	26.2%	2,317	18.1%	
売上総利益率	41.4%	42.3%	41.9%	37.2%	39.2%	38.2%	-	37.0%	43.0%	40.5%	-	39.5%	-	
販売費及び一般管理費	729	1,043	1,772	622	498	1,120	53.7%	550	540	1,090	4.6%	2,211	24.8%	
販管費率	33.8%	41.3%	37.8%	51.8%	37.3%	44.2%	-	40.4%	27.5%	32.8%	-	37.7%	-	
営業利益	165	24	190	-175	24	-150	-	-47	303	256	10.3X	105	-44.3%	
営業利益率	7.7%	1.0%	4.1%	-	1.9%	-	-	-	15.5%	7.7%	-	1.8%	-	
経常利益	229	24	254	-182	20	-162	-	-42	316	274	11.0X	111	-56.2%	
経常利益率	10.6%	1.0%	5.4%	-	1.5%	-	-	-	16.1%	8.2%	-	1.9%	-	
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	86	-29	56	-131	0	-131	-	-50	205	154	-	23	-58.1%	

(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、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や、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等により、前期の 41.9%から 39.5%に低下した。

一方、従業員給料及び手当（前期比 50 百万円増、主に管理部門）や、のれん償却額（同 38 百万円増、バート及び TOPWELL）、役員報酬（同 30 百万円増）、広告宣伝費（同 17 百万円増、ココダヨ事業等）、株式取得費用（同 34 百万円増、22/3 期はバート、23/3 期は TOPWELL 及びログイン）、採用費（主にデジタルソリューション事業と管理部門）、

減価償却費(主にCM・Web 動画制作関連)等が増加したため、販管費は前期比 439 百万円増加した。

営業利益は前期比 84 百万円の減益となったものの、EBITDA(営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算したもの)は、前期の 226 百万円から 259 百万円に増加している。

営業外収益では、保険解約返戻金が前期の 65 百万円から 6 百万円に減少したため、営業外収支の黒字幅は前期の 64 百万円から 5 百万円に縮小した。

また、特別損失は、前期の 137 百万円(本社移転費用)から 23 百万円(訴訟和解金及びゴルフ会員権評価損)に縮小した。税務上、損金不算入となる M&A 関連の株式取得費用の増加やのれん償却額の計上等に伴い、法人税等の負担率は前期の 51.7%から 73.0%に上昇した。

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 3,804 百万円(前期比 34.2%増)、セグメント利益 697 百万円(同 32.0%増)であった(図表 9)。

【図表 9】23 年 3 月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	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		2,159	2,523	4,683	1,203	1,334	2,537	17.5%	1,360	1,966	3,326	31.8%	5,864	25.2%
	デジタルソリューション	1,360	1,475	2,836	812	889	1,701	25.0%	893	1,210	2,103	42.6%	3,804	34.2%
	エンジニアリングソリューション	586	840	1,426	290	341	631	7.7%	369	661	1,030	22.7%	1,662	16.5%
	コゴゴ	227	216	443	103	105	208	-8.1%	98	98	196	-8.9%	405	-8.5%
	調整額	-15	-7	-23	-3	-1	-4	-	0	-4	-4	-	-9	-
営業利益(セグメント利益)		165	24	190	-175	24	-150	-	-47	303	256	10.3%	105	-44.3%
営業利益率		7.7%	1.0%	4.1%	-	1.9%	-	-	-	15.5%	7.7%	-	1.8%	-
	デジタルソリューション	243	285	528	135	177	312	28.5%	150	234	385	34.9%	697	32.0%
		17.9%	19.4%	18.6%	16.6%	19.9%	18.3%	-	16.9%	19.4%	18.3%	-	18.3%	-
	エンジニアリングソリューション	124	238	362	25	53	78	-37.0%	67	253	321	34.9%	399	10.2%
		21.2%	28.3%	25.4%	8.6%	15.6%	12.4%	-	18.3%	38.4%	31.2%	-	24.0%	-
	コゴゴ	101	74	175	19	16	36	-64.3%	16	24	40	-45.2%	76	-56.2%
		44.6%	34.3%	39.6%	19.0%	15.8%	17.4%	-	16.7%	24.6%	20.6%	-	18.9%	-
	調整額	-303	-572	-876	-355	-222	-577	-	-281	-208	-490	-	-1,068	-

(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

分野別売上高については、主力分野であるデジタル情報家電が大幅に増加したほか、車載分野も増加したことから、組込ソフト開発が前期比 640 百万円増となった。部材不足の影響から第 2 四半期累計期間で

は不振であったハードウェア開発も、下期に部材供給が回復したため、通期では同 175 百万円増となった。ERP の売上高は、23/3 期からセグメントに加わったバートの貢献により、154 百万円となった。

セグメント利益は、増収効果や収益性が高いバートの寄与等により、前期比 168 百万円増加した。EBITDA は、のれん償却額の計上 (26 百万円、バート 1 年分) 等も加わり、同 196 百万円増となった。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,662 百万円 (前期比 16.5%増)、セグメント利益 399 百万円 (同 10.2%増) であった。

ソフトウェア別売上高では、Mastercam 他は、前期に計上された教育関連の大型案件の反動から、前期比 29 百万円減となった。注力商品である FlexSim は、大手自動車メーカーや電機・電子部品業界への拡販により、同 180 百万円増となった。23/3 期第 3 四半期から取扱いを開始した PLM の売上高は 85 百万円となった。なお、21 年 10 月に発売された新商品の 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模様である。

セグメント利益は、増収効果や収益性が高い TOPWELL の寄与等により、前期比 37 百万円増加した。EBITDA は、減価償却費が同 5 百万円増、のれん償却額の計上 (11 百万円、TOPWELL3 カ月分) も加わり、同 54 百万円増となった。EBITDA マージンは、前期の 26.4% から 26.0%に低下した。展示会への出展強化等に伴い、広告宣伝費や旅費交通費等が増加したことや、営業部門の人件費等が増加したことが主な要因である。

コゴダヨ事業は、売上高 405 百万円 (前期比 8.5%減)、セグメント利益 76 百万円 (同 56.2%減) であった。

分野別売上高については、TVCM 効果等により、ストア版は前期比 13 百万円増となったものの、スゴ得が、他社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、同 53 百万円減となった。受託開発等のその他は同 2 百万円増となった。なお、23/3 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 104 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、減価償却費が前期比 5 百万円増加したこと、広告宣伝費等も増加したことから、前期比 98 百万円減となった。減価償却費の増減が反映される EBITDA は同 93 百万

円減となった。

本社管理部門の費用である、セグメント利益の調整額は前期比 191 百万円増加した。戦略投資に伴い、減価償却費（主に CM・Web 動画制作関連）が同 66 百万円増となったほか、株式取得費用（同 34 百万円増）や人件費（役員報酬を含む）、採用費等が増加した。

◆ 売上高、利益共に計画を下回った

23/3 期実績の期初計画に対する達成率は、売上高 98.4%、営業利益 39.2%、経常利益 42.9%、親会社株主に帰属する当期純利益 14.0%であった。売上高については、計画に含まれていなかった TOPWELL の貢献があった一方、エンジニアリングソリューション事業の既存事業とココダヨ事業が計画を下回った模様である。

営業利益については、売上高の計画未達に伴う売上総利益の減少影響に加え、株式取得費用（TOPWELL31 百万円、ログイン 27 百万円）の計上等が計画未達の要因となった。

◆ 有利子負債等の増加により、自己資本比率は低下した

23/3 期末の総資産は、売上債権及び契約資産(前期末比 459 百万円増)やのれん(同 519 百万円増)等が増加したため、22/3 期末の 3,253 百万円から 4,121 百万円に増加した。

調達サイドでは、未払金が前期末比 231 百万円減となったものの、有利子負債が同 925 百万円増、買掛金が同 98 百万円増となったこと等から、負債合計は同 862 百万円増加した。一方、自己資本は同 5 百万円の増加にとどまった。結果、自己資本比率は 22/3 期末の 57.2%から 45.3%に低下した。

> 業績見通し

◆ ゼネテックの 24 年 3 月期計画

24/3 期の会社計画は、売上高 6,770 百万円（前期比 15.4%増）、営業利益 370 百万円（同 249.5%増）、経常利益 360 百万円（同 222.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 193 百万円（同 8.1 倍）である（図表 10）。

同社は、24/3 期より、デジタルソリューション事業はシステムソリューション事業に、ココダヨ事業は GPS 事業に名称変更した。セグメント別売上高の計画は非開示であるが、システムソリューション事業は、既存事業（単体及びパート）の成長に加え、ログインの貢献が見込まれている。エンジニアリングソリューション事業は、FlexSim の売上拡大に加え、TOPWELL の業績の通期での貢献が見込まれている。GPS 事業は前期並みの想定となっている模様である。

売上総利益率は、利益率が高い分野の売上高構成比の上昇を見込み、前期比 1.4%ポイントの改善を予想している。販管費は、TOPWELL 及びログインの買収に伴う費用(子会社の費用とのれん償却額)の増加を見込むものの、全社費用である調整額において、広告宣伝費や減価償却費の減少や、株式取得費用の剥落を想定しており、販管費率は同 2.2%ポイントの改善を計画している。

【 図表 10 】 ゼネテックの過去の業績と 24 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	24/3期	
		実績	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	5,864	6,770	15.4%
	デジタルソリューション	2,797	3,252	3,351	2,610	2,836	3,804	—	—
	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	1,662	—	—
	ココダヨ	15	30	96	301	443	405	—	—
	調整額	—	-10	-6	-7	-23	-9	—	—
売上総利益		1,306	1,509	1,609	1,561	1,962	2,317	2,770	19.5%
売上総利益率		32.6%	33.7%	34.1%	38.3%	41.9%	39.5%	40.9%	—
販売費及び一般管理費		1,179	1,250	1,273	1,307	1,772	2,211	2,400	8.5%
販管費率		29.4%	27.9%	27.0%	32.1%	37.8%	37.7%	35.5%	—
営業利益(セグメント利益)		127	259	335	254	190	105	370	249.5%
営業利益率		3.2%	5.8%	7.1%	6.2%	4.1%	1.8%	5.5%	—
	デジタルソリューション	483	628	598	430	528	697	—	—
	エンジニアリングソリューション	255	201	279	283	362	399	—	—
	ココダヨ	-143	-46	-6	117	175	76	—	—
	報告セグメント合計	596	782	870	830	1,066	1,173	—	—
	調整額	-468	-523	-535	-576	-876	-1,068	—	—
経常利益		134	275	327	276	254	111	360	222.5%
経常利益率		3.4%	6.2%	6.9%	6.8%	5.4%	1.9%	5.3%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		83	179	212	173	56	23	193	8.1X

(注) 24/3 期計画の販管費は証券リサーチセンターの推定値。24/3 期より、デジタルソリューション事業はシステムソリューション事業、ココダヨ事業は GPS 事業

(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

◆ 証券リサーチセンターの 24 年 3 月期予想

当センターは、23/3 期実績や、同社の施策、新規連結した子会社 2 社の影響等を踏まえて 24/3 期予想を見直した結果、売上高を 6,243 百万円→6,460 百万円(前期比 10.2%増)、営業利益を 284 百万円→329 百万円(同 210.8%増)、経常利益を 282 百万円→323 百万円(同 189.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を 160 百万円→173 百万円(同 7.3 倍)に上方修正した(図表 11)。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	23/3期	24/3期CE	旧24/3期E	24/3期E	旧25/3期E	25/3期E	26/3期E
売上高	5,864	6,770	6,243	6,460	6,626	6,833	7,209
前期比	25.2%	15.4%	9.4%	10.2%	6.1%	5.8%	5.5%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	3,804	-	3,808	4,084	4,014	4,296	4,508
エンジニアリングソリューション事業	1,662	-	2,005	1,976	2,170	2,130	2,285
ココダヨ事業	405	-	438	408	450	415	424
調整額	-9	-	-8	-8	-8	-8	-8
営業利益	105	370	284	329	356	399	456
前期比	-44.3%	249.5%	83.1%	210.8%	25.3%	21.3%	14.3%
営業利益率	1.8%	5.5%	4.6%	5.1%	5.4%	5.8%	6.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
デジタルソリューション事業	697	-	762	735	807	777	819
エンジニアリングソリューション事業	399	-	431	474	489	518	561
ココダヨ事業	76	-	94	58	98	59	61
調整額	-1,068	-	-1,003	-938	-1,038	-955	-985
経常利益	111	360	282	323	354	394	451
前期比	-56.2%	222.5%	98.5%	189.4%	25.5%	22.0%	14.5%
経常利益率	1.9%	5.3%	4.5%	5.0%	5.3%	5.8%	6.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	23	193	160	173	209	218	252
前期比	-58.1%	8.1X	166.8%	7.3X	30.6%	26.0%	15.6%

(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消去前。24/3期より、デジタルソリューション事業はシステムソリューション事業、ココダヨ事業はGPS事業
(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

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、システムソリューション事業は、売上高を 276 百万円増額した一方、セグメント利益を 27 百万円減額した。売上高については、23/3期実績が想定を上回ったことを踏まえ、単体及びバートの予想を上げたことや、ログインの貢献を若干織り込んだことが要因である。セグメント利益については、23/3期実績が想定を下回ったことを考慮した。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高を 29 百万円減額した一方、セグメント利益 43 百万円増額した。売上高については、TOPWELL を中心とする PLM が想定を上回った一方、単体が想定を下回ったことを考慮した。セグメント利益については、23/3期実績が想定を大幅に上回ったことを考慮した。なお、TOPWELL ののれんは想定通り (510 百万円) であった一方、償却年数は想定 (10 年) を上回る 11 年であったため、24/3期ののれん償却額の予想は前回予想から減少している。

GPS 事業は、売上高を 30 百万円、セグメント利益を 36 百万円減額

した。分野別売上高については、23/3 期のスゴ得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、同社が位置情報を利用した新サービスを計画していることを踏まえ、先行費用の発生を想定した。

セグメント利益の調整額については、23/3 期実績を踏まえ、減価償却費や広告宣伝費等が大幅に減少すると想定し、前回予想の 1,003 百万円から 938 百万円へ引下げた。

> 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 期実績や同社の施策等を踏まえ、25/3 期予想を見直すと共に、26/3 期予想を新たに策定した。

25/3 期予想については、売上高を 207 百万円、営業利益を 43 百万円増額した。前期比では、5.8%増収、21.3%営業増益と予想した。

セグメント別では、システムソリューション事業は、売上高を 282 百万円増額したものの、セグメント利益を 30 百万円減額した。前期比では、単体及びバートの成長を見込み、5.2%増収、5.7%増益と予想した。売上高については、23/3 期実績が想定を上回ったことを踏まえ、単体及びバートの予想を上げたことや、ログインの貢献を若干織り込んだことが要因である。セグメント利益については、23/3 期実績が想定を下回ったことを考慮した。

エンジニアリングソリューション事業は、24/3 期予想の見直しと同じ理由により、売上高を 40 百万円減額した一方、セグメント利益を 29 百万円増額した。前期比では、注力商品である FlexSim と PLM の拡販等により、7.8%増収、9.3%増益と予想した。

GPS 事業は、24/3 期予想の見直しと同じ理由により、売上高を 35 百万円、セグメント利益を 39 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上高の増加等を見込み、1.7%増収、1.7%増益を予想した。

セグメント利益の調整額については、減価償却費や広告宣伝費等の予想を引下げたことから、83 百万円減額した。前期比では、17 百万円の増加を予想した。

26/3 期予想については、売上高 7,209 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 456 百万円（同 14.3%増）と予想した。

セグメント別では、システムソリューション事業は、単体とパートの成長を見込み、売上高 4,508 百万円（前期比 4.9%増）、セグメント利益 819 百万円（同 5.4%増）と予想した。

エンジニアリングソリューション事業は、注力商品である FlexSim と PLM の拡販を見込み、売上高 2,285 百万円（前期比 7.3%増）、セグメント利益 561 百万円（同 8.3%増）と予想した。

GPS 事業は、ストア販売上高の拡大を見込み、売上高 424 百万円（前期比 2.2%増）、セグメント利益 61 百万円（同 3.4%増）と予想した。

セグメント利益の調整額については、人件費等の増加を想定し、前期比 30 百万円増の 985 百万円と予想した。

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。23/3 期は、期末配当のみの年間 10.0 円を実施した（配当性向 158.7%）。

今後については、26/3 期までを目安とし、中間配当及び期末配当を実施すると共に、連結配当性向の目標を 50%程度に設定した。24/3 期は、中間配当 10.0 円、期末配当 15.0 円の年間 25.0 円（同 49.0%）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、24/3 期は前回予想の 10.0 円から 25.0 円に上げた。25/3 期については、同社の目標配当性向と、当センターの業績予想に基づき、25/3 期は 12.0 円から 30.0 円に上げた。26/3 期は 35.0 円と予想した。

➤ 投資に際しての留意点

◆ M&A を含めた戦略的投資の成否への注視を続けたい

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、5) M&A を含めた戦略的投資の成否、6) 流通株式時価総額の小ささを投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、22/3 期と 23/3 期において、広告宣伝を強化した結果、広告宣伝費や減価償却費（一部の広告宣伝費用は減価償却費に計上されている）の合計額は、21/3 期の 161 百万円から 23/3 期には 558 百万円に急増した。M&A による影響を除くため、単体業績の推移を見ると、売上高は 21/3 期の 4,031 百万円から 23/3 期には 5,569 百万円に増加し

たものの、営業利益は21/3期の232百万円から23/3期には111百万円に減少しており、現時点では広告宣伝の強化が収益力の向上には繋がっていないことが見て取れる。

今後、広告宣伝を強化した効果が発現してくる可能性もあるが、当センターでは、その可能性を慎重に考慮して業績予想を策定した。

一方、パート及びTOPWELLの買収に関しては、想定以上に業績への貢献が出て来ており、当センターでは、今回、両社の業績予想を上方修正したが、更なる業績への貢献も考えられる。

以上のことから、M&Aを含めた戦略的投資の成否への注視が引き続き求められると当センターは考えている。

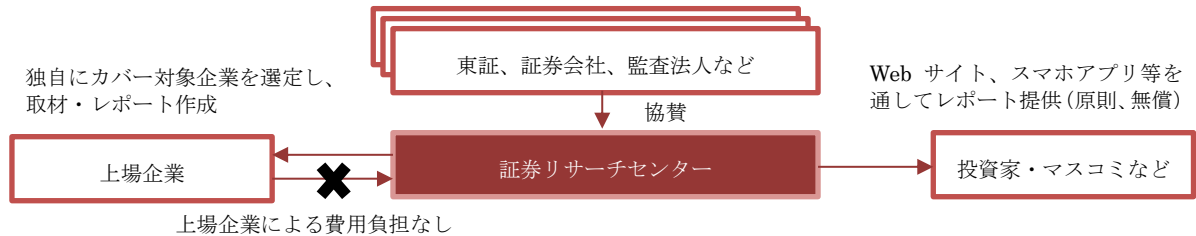
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を20年3月24日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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	S M B C日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。