

## &lt;中小型株テーマ&gt;

## 中小型株企業の中期経営計画に注目が集まる

## ～企業との対話の「たたき台」としての重要度アップ

今まで以上に中小型株企業の「中期経営計画」に注目が集まっていると感じる。昨今、「PBR1 倍割れ問題」などを契機に上場企業の株価意識は高まっているが、ROE などの資本効率に加えて、具体的な成長戦略や株主還元の在り方も問われている。

ROE がそれなりに高くても、PBR1 倍割れから脱することができない企業（特に中小型株企業）もある。そのような企業では、具体的な成長戦略が描けていないケースが多い。相対的に流動性が低く、銘柄数も多く、アナリストのカバレッジが十分ではない中小型株企業においては、具体的な成長イメージを持てなければ、投資対象とはなりにくいであろう。

中期経営計画は、経営と投資家とが対話を行う際の「たたき台」と位置付けることも可能だろう。あくまで「たたき台」と捉えるなら「コミットメント（達成への約束）」である必要はなく、成長へのロジックやプロセスを投資家と共有することが大事である。このために極端に保守的な計画や達成不可能にも見える努力目標では、「お話にならない」。このあたりが、中期経営計画の巧拙を決めるポイントになるのではないか。

本レポートでは当研究所アナリストが注目する中期経営計画について、すでに発表済みのもの、今後発表が予定されているもの両方についてコメントする。取り上げる企業は、リンテック（7966）、トリケミカル研究所（4369）、新晃工業（6458）、シンプレクス・ホールディングス（4373）、プレステージ・インターナショナル（4290）、NexTone（7094）、ワンキャリア（4377）、ナカニシ（7716）、東和薬品（4553）、日本コンセプト（9386）など 27 社である。

## 目次

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 中期経営計画への注目度が高まっている背景 .....           | 3  |
| 中期経営計画を公表する理由と公表しない理由 .....          | 4  |
| いちよしユニバース銘柄の中期経営計画 .....             | 5  |
| 製造業：半導体関連 .....                      | 8  |
| 製造業：目標数値の増額が期待される企業 .....            | 9  |
| 製造業：低 PBR 解消、株主還元強化を掲げる企業 .....      | 10 |
| システムインテグレーター業界における中期経営計画 .....       | 11 |
| IT・サービス関連：人的投資拡大と収益性改善の両立がポイント ..... | 12 |
| 若年人材分野のソリューション需要が拡大 .....            | 13 |
| ヘルスケアセクターの中期経営計画について .....           | 14 |
| 後発薬各社の収益性改善に向けた取り組みに注目する .....       | 15 |
| 物流・卸売業界：成長戦略を示す動きが出てきた .....         | 16 |

## 中期経営計画への注目度が高まっている背景

中期経営計画の巧拙が  
株価にも大きな影響

今まで以上に中小型株企業の「中期経営計画」に注目が集まっていると感じる。昨今、「PBR1 倍割れ問題」などを契機に上場企業の株価意識は高まっているが、ROE などの資本効率に加えて、具体的な成長戦略や株主還元の在り方も問われている。つまり中期経営計画の巧拙そのものが、株価に大きな影響を与えつつあると見られる。

具体的な成長イメージ  
が持てない中小型株は  
投資対象になりにくい

PBR（株価純資産倍率）と ROE（株主資本利益率）との相関性は言うまでもない。株主資本を使ってどの程度稼げるかが、企業価値を決めるからだ。但し ROE がそれなりに高くても、PBR1 倍割れから脱することができない企業（特に中小型株企業）もある。そのような企業では、具体的な成長戦略が描けていないケースが多い。相対的に流動性が低く、銘柄数も多く、アナリストのカバレッジが十分ではない中小型株企業においては、具体的な成長イメージを持てなければ、投資対象とはなりにくいであろう。

株価は投資家だけが決  
めるものではない

近年に IPO（新規上場）した会社のなかには、最初から中期経営計画を継続的に出している企業も多いが、一方で上場後に何十年も経過した企業のなかには株式上場の意義すらはっきりしなくなっているようなケースも見られる。そのような企業では、「株価は投資家が決めるものであり、経営は粛々と業績を伸ばす努力に集中すれば良い」という意識が強く、結果として経営者と投資家との対話が不足しているようだ。もちろん投資家も一様ではなく、様々な考え方を知ることが、より良い経営につながる可能性も十分にあるだろう。

中期経営計画の巧拙を  
決めるポイント

中期経営計画は、経営と投資家とが対話を行う際の「たたき台」と位置付けることも可能だろう。あくまで「たたき台」と捉えるなら「コミットメント（達成への約束）」である必要はなく、成長へのロジックやプロセスを投資家と共有することが大事である。このために極端に保守的な計画や達成不可能にも見える努力目標では、「お話にならない」。このあたりが、中期経営計画の巧拙を決めるポイントになるのではないかな。

## 中期経営計画を公表する理由と公表しない理由

中期経営計画を公表しない理由

中期経営計画の作成・開示は上場企業の義務ではなく、（仮に社内計画があったとしても）中期経営計画を公表しない企業は存在している。中期経営計画を作成、公表しない理由として、（1）中期経営計画の策定や更新に必要となる経営リソースをもっと有効に使いたいため、（2）事業環境の変化に臨機応変に対応するには、中期経営計画が存在することが邪魔になるため、（3）中期経営計画に対して業績が未達となった場合、経営責任を問われると考えるため、などが挙げられる。実際、米国では日本企業のような中期経営計画を公表している企業は少ない。また昨年、（大型株企業ではあるが）味の素（2802）が従来型の中期経営計画を廃止し、独自の経営指標（ASV：Ajinomoto Group Creating Shared Value）に切り替えた。

中期経営計画の公表を始める理由

一方で中期経営計画を新たに公表する企業は、特に中小型株企業では、着実に増えている（図表 1）。「PBR1 倍割れ問題」の影響もあるだろうが、単に株価を上げたいということだけではなく、企業側が投資家や株式市場とのコミュニケーションを通じて、企業のガバナンスそのものを高めたいという狙いがあると当研究所では感じている。特にデフレ時代の終焉により、企業にとって人件費などのコストアップは不可避な情勢となり、「もし成長できなければ沈んでいくだけ」という意識を持たざるを得ない。このため、「株式市場を鏡として」経営を行っていくことが、企業経営の透明性を高め、従業員を含む企業のベクトルを揃えることにつながり、結果的にはインフレ対応にもつながっていくことになるだろう。

（図表1）はじめて中期経営計画を公表した企業例（発表日順）

| コード  | 社名            | 公表（予定）日     |
|------|---------------|-------------|
| 7931 | 未来工業          | 2023年4月     |
| 6626 | S E M I T E C | 2023年5月     |
| 7734 | 理研計器          | 2023年6月     |
| 7320 | 日本リビング保証      | 2023年8月     |
| 6524 | 湖北工業          | 2024年2月     |
| 4442 | バルテス・ホールディングス | 2024年5月（予定） |
| 6245 | ヒラノテクシード      | 2024年5月（予定） |

（出所）いちよし経済研究所

## いちよしユニバース銘柄の中期経営計画

当研究所ユニバース銘柄では 7 割弱が中期経営計画を開示

当研究所が継続フォローするユニバース銘柄の 7 割弱が中期経営計画を開示している。コーポレート・ガバナンスコードに「経営戦略や経営計画の策定・公表に関する原則（原則 5-2）」があるが、同原則を遵守する企業の割合（2022 年 7 月時点）はプライムで 90.4%、スタンダードで 61.6%、JPX 日経 400 で 96.0%であることなどをみても、大型株のほうが中期経営計画を策定・公表している割合は高いと思われる。

中期経営計画の発表件数は中期的に増加基調にある

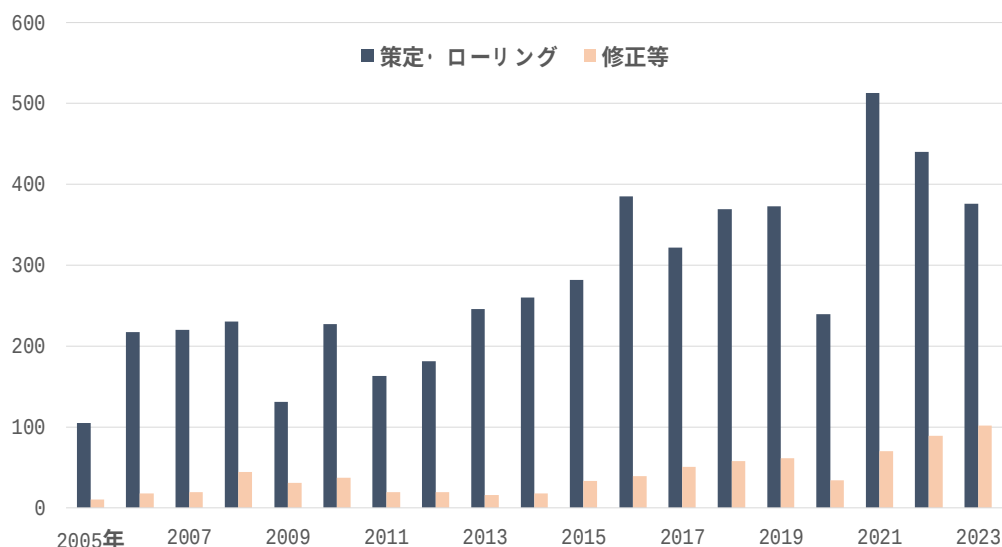
図表 2 は国内全上場企業の中期経営計画の発表、修正等件数の推移をまとめたもの。先行きが不透明な時期は発表件数が大幅に減るなど年毎の変動はやや大きい、(1) 中期的な増加傾向にあること、(2) 発表件数に占める修正件数の比率が上昇する傾向にあること、がわかる。環境変化に合わせて計画のアップデートをする企業が増えていると推測する。

中期経営計画の多様性とトレンド

中期経営計画そのものも多様化している。従来は売上高、営業利益を数値目標に業績拡大を目指すものが殆どだったが、最近では人的資本の拡充、価格改定など、より具体的な成長戦略について開示する例が増えている。また、(1) 東証の市場再編、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」への要請などの効果もあり、株主還元、資本効率（ROE、ROIC など）についての開示も増加、(2) SDGs、ESG を重視する流れは中期経営計画にも表れており、多くの企業が社会的課題の解決を目標として掲げている、といったトレンドも見られる。

(図表2) 中期経営計画の発表、修正等件数の推移

(単位：件)



(注) 各年 1-6 月。対象は国内全上場企業

(出所) 経済産業省資料より、いちよし経済研究所作成

優れた中期経営計画は  
様々であって良い

最近では中期経営計画の目標として、株式時価総額をビルドインする企業も散見されるようになった。その是非はともかく、優れた中期経営計画は一樣である必要はなく、その企業が置かれている事業環境や発展ステージによって様々であって良いと考える。

当研究所が注目する  
中期経営計画

8 ページ以降では、当研究所アナリストが注目する中期経営計画について、すでに発表済みのもの、今後発表が予定されているもの両方についてコメントする。取り上げる企業は、リンテック（7966）、トリケミカル研究所（4369）、新晃工業（6458）、シンプレクス・ホールディングス（4373）、プレステージ・インターナショナル（4290）、NexTone（7094）、ワンキャリア（4377）、ナカニシ（7716）、東和薬品（4553）、日本コンセプト（9386）など 27 社である。

業種別の着目ポイント

業種別には製造業、システムインテグレーター、IT・サービス関連、人材関連、ヘルスケア関連、後発薬、物流・卸売についてまとめた。中でも製造業は他の業種に比べて中期経営計画を開示する企業が多いが、同業種に関しては、さらに、半導体関連、目標数値の増額が期待される企業、低PBR 解消、株主還元強化を掲げる企業に分類してコメントをまとめた。

（図表3） いちよし経済研究所が着目する中期経営計画（1）

| 製造業：半導体関連               |            |                                                                                              |
|-------------------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2760                    | 東京エレクトロニクス | 25.3期を最終年度とする中期経営計画は1年前倒し達成の見通し。会社側が計画の修正を行うか否かが注目される                                        |
| 7966                    | リンテック      | 24年3月に中期経営計画を発表。半導体後工程の重要性が高まっているが、後工程ではアナログ的な粘着技術が活用されるため、同分野で高い技術力を有する同社の成長余地は大きい          |
| 4369                    | トリケミカル研究所  | 24年3月に中期経営計画を更新。新たに公表された計画では大幅な業績拡大を見込む。25年以降に南アルプス工場で生産される多層フラッシュメモリ材料の寄与が大きい               |
| 製造業：目標数値の増額が期待される企業     |            |                                                                                              |
| 6458                    | 新晃工業       | 23年11月に新中期経営計画を発表。国内における大規模な半導体工場、及びデータセンターの建設需要の拡大により、セントラル空調機器への引き合いが拡大しており、計画の増額が期待される    |
| 4216                    | 旭有機材       | 21年7月に発表された現中期経営計画は23年5月に目標値が増額された。米国などにおける半導体工場新設の拡大により業績は好調で、再度上方修正される可能性が高い               |
| 製造業：低PBR解消、株主還元強化を掲げる企業 |            |                                                                                              |
| 4028                    | 石原産業       | 24年5月に新中期経営計画を発表予定。M LCC 材料は車載向けの拡大、スマホ向けの回復に期待。酸化チタンは構造改革が打ち出される可能性。低PBR 解消に向け株主還元の強化も期待される |
| 7287                    | 日本精機       | 23年11月に中期経営計画を発表。企業価値の継続的な向上及びPBR1倍水準の早期到達を掲げる。自己資本の増加を抑制するため総還元性向を80%とし、株主還元を強化             |

（出所） いちよし経済研究所



(図表4) いちよし経済研究所が着目する中期経営計画 (2)

|              |                  |                                                                                                     |
|--------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| システムインテグレーター |                  |                                                                                                     |
| 4373         | シンプレクス・ホールディングス  | 23年10月に「中期経営計画2027」を公表。目標を達成するためのKPIや根拠が明確に示されており、注目できる                                             |
| 9889         | JBCホールディングス      | 新中期経営計画を発表予定。強みである超高速開発（アジャイル型開発とローコードを組み合わせた短納期での開発手法）は進化の途上であり、成長と収益性の改善に向けた取り組みが注目される            |
| IT・サービス関連    |                  |                                                                                                     |
| 3774         | インターネットイニシアティブ   | 新中期経営計画では、(1)獲得が加速している大型案件の計上が進展、(2)高いセキュリティニーズを背景に、価格転嫁が実現し利益率の改善が見込まれる点、を踏まえ評価が高まる可能性がある          |
| 4290         | プレステージ・インターナショナル | 25.3期に新たな中期経営計画がスタートする。人材投資の拡大を新サービスの創出や価格改定等で補い、更なる収益性向上への道筋が示せるかに期待したい                            |
| 7094         | NexTone          | 中期経営計画を每期更新。(1)新たなアイドルグループの獲得による著作権収入の増加、(2)現時点でJASRACに独占されている著作権の管理権獲得、により中期経営計画上演振れの可能性がある        |
| 人材関連         |                  |                                                                                                     |
| 4377         | ワンキャリア           | 採用DX支援とマーケティングアライアンスを軸に、26.12期に売上高100億円以上、営業利益30億円、営業利益率20%以上を目指す。当面は新卒中心、27.12期以降は中途の寄与も期待できよう     |
| 2301         | 学情               | 中期経営計画では26.10期売上高・経常利益目標を133億円（年平均成長率15%）、34.5億円（10%）に設定。転職関連をドライバーと位置付ける。新卒向けも拡大余地大                |
| ヘルスケア関連      |                  |                                                                                                     |
| 7979         | 松風               | 次期3か年計画が公表される予定。ポイントは、長期ビジョンで掲げる目標にどこまで迫れるか、国内本社、子会社、海外子会社の工場増強投資と最適生産体制構築のタイミング、など                 |
| 6788         | 日本トリム            | DOE3%、ROE10%以上が株主還元/資本政策の基本方針。23.3期ROEは8.1%、保有現金過多がROE10%以下の一因。ROE10%以上に向けた成長戦略と資本戦略におけるDOE水準の再考に注目 |
| 8022         | 美津濃              | 中期経営計画は每期更新。24.3期に25.3期目標を1期前倒し達成したと推定される。今後の業績計画のほか、新たな資本政策を加えるかが見どころ                              |
| 6823         | リオン              | 中期経営計画は每期ローリング。半導体産業向けで成長が続く微粒子計測器事業（連結営業利益の50%超を稼ぐ）について、投資を踏まえたどのような計画が示されるのか、関心度が高い               |
| 5038         | eWELL            | 24年2月に中期経営計画を更新。每期9.2%の顧客平均単価引き上げを織り込んだ点が特徴的。24.12期はA 実装の訪問看護計画・報告などの新サービスが上市、課金が始まる                |
| 7716         | ナカニシ             | 直近の買収により、現中期目標は売上高で上振れる一方、のれん償却費は大幅に増加。EBITDA目標値の追加や営業利益目標の取り下げ、あるいは営業利益目標の減額などの可能性がある              |
| 後発薬          |                  |                                                                                                     |
| 4887         | サワイグループホールディングス  | 24年6月に発表予定の中期経営計画において事業ポートフォリオと資本政策の見直しを図るとみられる。米国事業を売却し、収益性向上が見込まれる国内後発薬事業への優先投資を進める計画             |
| 4553         | 東和薬品             | 24年6月に発表予定の中期経営計画において収益性の改善と財務体質の強化に向けた取り組みを盛り込むとみられる。買収によって大幅に低下した自己資本比率の改善に向けた取り組みに期待             |
| 4577         | ダイト              | 中期経営計画を策定中。高薬理活性製剤を中心とした製造受託案件の新規獲得を目指して設備投資を積極的に行ってきた。新計画では投資回収、収益性改善の取り組みに注目                      |
| 物流・卸売        |                  |                                                                                                     |
| 9039         | サカイ引越センター        | 21年5月に中期的な成長戦略を示したが、成長戦略と27.3期の売上高目標のみの開示。自社のリソース確保が進んできたことも踏まえ、利益目標や株主還元方針などを新たに追加開示する意向           |
| 9386         | 日本コンセプト          | 20年6月に中期経営計画取り下げ。23.12期より新中期経営計画期間と設定したが、いまだ定量目標を開示していない。今期中には定量目標値の公表を目指す                          |
| 2733         | あらた              | 20年8月に21.3期～23.3期の中期経営計画を公表するとともに、「長期経営ビジョン2030」も併せて公表した。公表以降、追い風の事業環境もあいまって、中期経営計画の上方修正が続いている      |
| 9025         | 鴻池運輸             | 22年5月に「KONO KE 2030 VISION」を策定。一部事業の苦戦や将来的な縮小の可能性を見据え、リスク耐性のある事業ポートフォリオ構築を目指す。25.3期の目標引き上げの期待高まる    |

(出所) いちよし経済研究所

## 製造業：半導体関連

半導体業界はジャンルによって状況はまちまち

中期的な市場拡大が期待される半導体業界だが、足下の業況はジャンルによって温度差があり、既発表の中期経営計画の進捗にもばらつきがある。具体的には、材料メーカーは23年10-12月には在庫調整完了に伴う収益モメンタム反転の動きが見られた一方、メモリ、ロジック共に設備投資が当初計画から遅延傾向にある製造装置メーカーは回復が緩慢、あるいは調整持続といった動きになっている。また半導体商社については、23年4-9月期に半導体不足に起因した受注残高の消化が一気に進み収益を押し上げた反面、同10-12月以降は中国の半導体設備投資の減速による落ち込みが顕在化している。これとは別に、新たな中期経営計画で新製品の寄与が明示された企業もあり、ポジティブインパクトをもたらしたケースもある。

東京エレクトロンデバイスは前倒し達成の見通し

エレクトロニクス商社の東京エレクトロンデバイス(2760)は、25.3期を最終年度とする中期経営計画を遂行中で、25.3期目標は売上高2,500億円以上、経常利益率5.5%以上(137億50百万円以上)となっている。24.3期の経常利益計画は135億円ながら、当経済研究所では140億円と推定しており、利益目標達成は1年前倒しされる可能性が高い。前述の通り、商社業界では24.3期に受注残消化という押し上げ要因があり、その後に反動減が生じているため、会社側が計画の修正を行うか否かが注目される。

後工程の重要性の高まりにより、リンテックの収益は大幅拡大が期待される

粘着テープ・装置メーカーのリンテック(7966)は、3月21日に新中計「LSV2030 Stage-2」を発表した。最終年度の27.3期に売上高3,150億円、営業利益255億円(24.3期計画は90億円)を目指すとの内容。事業別の見通しなど詳細は5月の決算発表時に公表される予定だが、主力のアドバンストマテリアルズ事業部門の半導体関連ビジネスを大きく伸ばす計画とみられる。半導体の集積度向上のために後工程の重要性が高まっているが、後工程ではアナログ的な粘着技術が活用されるため、同分野で非常に高い技術力を有する同社の成長余地は大きいと考えられる。

成長要因が顕在化したトリケミカル研究所

24年3月に24.1期本決算が発表されたトリケミカル研究所(4369)からは、対象期間が1年更新された中期経営計画が開示された(1年ローリングは恒例)。今回新たに公表された27.1期目標は売上高226億円、経常利益76億円と、24.1期実績の各112億46百万円、32億76百万円から大幅に増加する内容となっている。牽引役のひとつがエッチング材料で、24.1期実績の売上高14億45百万円から47億円に拡大する計画となっている。これは主に25年以降に新設の南アルプス工場で生産される多層フラッシュメモリ材料の寄与が大きいと考えられ、今回これが数値面で示されたことを当経済研究所ではポジティブに受け止めている。



## 製造業：目標数値の増額が期待される企業

新晃工業：業績好調から  
新中計における営業利  
益目標を早期に達成見  
込みであり、増配期待も

工場や商業施設など大規模な建物において導入されるセントラル空調機器の国内トップメーカーである新晃工業（6458）は前中計（22.3-25.3 期、2021 年 7 月公表）において最終年度の営業利益目標を 75 億円としていたが、想定以上の進捗から 24.3 期に 1 年前倒しで概ね達成見込み（会社予想 71 億円）となり、新たに新中計（25.3-27.3 期）を発表（2023 年 11 月）。最終年度における営業利益目標を 86 億円とした。当研究所では 25.3 期の営業利益予想を 91 億円としており、中計目標の増額が期待されると考えている。背景としては、国内における大規模な半導体工場、及びデータセンターの建設需要の拡大により、セントラル空調機器への引き合いが拡大していることなどが挙げられる。また競合に対してもメンテナンス体制の充実などで競争力を持っている模様で成長期待は高い。このほか新中計では新たに株主還元に関する目標（配当性向 50%）も掲げており、さらなる増配にも期待。

旭有機材：現中計は 1 年  
前に大幅増額されてい  
るが、再度の増額の可  
能性が高い

半導体工場など向けの樹脂バルブで世界トップメーカーの旭有機材（4216）の現中計は、当初計画（2021 年 7 月公表）では最終年度の 26.3 期に営業利益 60 億円を目指すとされていたが、想定以上の進捗を踏まえて 2023 年 5 月に目標値が 120 億円へと増額された。ただし 24.3 期の着地はこれを一段上回ったと推察され（当研究所予想は 155 億円）、中計目標は再度増額される可能性が高い。想定以上の業績好調の背景としては米国などにおける半導体工場新設の拡大が挙げられる。なお、24.3 期後半には米国での大口案件は一巡してきているが、最先端分野の生成 AI 用半導体などの需要の強さを鑑み、最近になりグローバル大手半導体メーカーが再び半導体工場の新設計画を立ち上げており、今後の成長期待は引き続き高い。このほか、25.3 期以降には運転資金の増加が緩やかになることから、キャッシュ水準が向上していく見通しで、この点を鑑みた株主還元の強化も期待される。

## 製造業：低 PBR 解消、株主還元強化を掲げる企業

石原産業：新中計では MLCC 材料などの伸長に加え、株主還元の一段の強化にも注目

チタン製品や農薬を製造販売する石原産業（4028）は 2024 年 5 月に新中計を発表する予定。24.3 期を最終年度とする現中計では 166 億円の営業利益計画に対し、実際の着地は 100 億円程度にとどまったとみられる。これはスマホ市場の低迷などを背景とする、MLCC 材料（チタン酸バリウム）や塗料・インキ用酸化チタンなどの収益の下ぶれが主因と考えられる。ただし次期中計では、MLCC 材料に関し、HEV（ハイブリッド車）の市場拡大や自動運転の普及などを背景として車載向けの拡大が見込まれるほか、需要が底打ちしているスマホ向けの回復も期待される。酸化チタンについては厳しい事業環境が続く見通しだが、事業構造改革が打ち出される可能性が高い。また低 PBR（約 0.7 倍）の解消に向け、株主還元の一段の強化（現行の配当性向 30%に加え、自社株買いも加味した総還元性向目標の提示）も期待される。

日本精機：4 月からの新中計では総額 200-250 億円を株主還元する考え

自動車用メーター・HUD（ヘッドアップディスプレイ）の大手メーカーである日本精機（7287）は 2023 年 11 月に新中計を発表した。企業価値の継続的な向上及び PBR1 倍水準の早期到達が掲げられており、計数目標は営業利益で 25.3 期：93 億円、26.3 期：128 億円、27.3 期：165 億円とされている。けん引役として挙げられているのが HUD 事業であり、150-200 億円の設備投資を行い、HUD 搭載機種の一部の普及を促進して収益を拡大していく考え。一方、ROE 目標は 27.3 期で 5.5%にとどめられており、資本コストを上回る 8%の目標達成は 30.3 期との見方がなされている。ROE の向上に向け、同社は自己資本の増加を抑制するため、今回の中計期間においては総還元性向を 80%として 3 年間合計で 200-250 億円を株主に還元していく考えである。

## システムインテグレーター業界における中期経営計画

国内の DX 関連需要は堅調な成長が見込まれる

国内の DX 関連需要は引き続き堅調な成長が予想される。企業の DX をシステム面から支えるシステムインテグレーターにとって追い風の環境であり、エンジニアの稼働率は高止まりしている。こうした状況下で中期的にトップライン成長を目指すポイントは、(1) エンジニアの増員、(2) エンジニア単価の上昇、(3) M&A による規模拡大、(4) 人手に頼らない新たな収益源の確保、の 4 点に集約される。また、全般的に財務体質は良好であり、株主還元に向き姿勢を示す企業も増えてくる印象である。

成長の鍵は、人数、単価、M&A、新規領域

(1) の「エンジニアの増員」は、成長のベースとなるが簡単ではない。人材不足は深刻であり、容易に増員ができる状況ではない。離職増加のリスクもあろう。根拠の乏しいエンジニアの大幅増員目標には未達の懸念が残る。(2) の「エンジニア単価の上昇」は、多くの場合計画には織り込まれないが、エンジニアの処遇改善を背景とした価格改善には、顧客企業もある程度の理解を示しているようだ。(3) の「M&A による規模拡大」は計画に盛り込まれるケースが多い。小型の買収を複数件実行する前提としていることが多く、比較的实现の可能性は高いと思われる。(4) の「人手に頼らない新たな収益源の確保」は、システム開発の技術力をベースにソフトウェア製品の拡販を目指すものが多い。開発には費用と時間が必要となり、ヒットするサービスを生み出せるかどうか重要となろう。

シンプレクス・ホールディングスは計画の背景を明確に提示

シンプレクス・ホールディングス(4373)の中期経営計画は、目標を達成するための KPI や根拠が明確に示されており、着目している。23 年 10 月に公表された「中期経営計画 2027」では、27.3 期に売上収益 600 億円、営業利益 150 億円を目標としている(23.3 期実績は売上収益 349 億円、営業利益 74 億円)。同社の場合、ビジネス領域ごとに売上収益の目標値と増加する背景が明確に示されている。更に、利益率の向上には各施策がどの程度寄与するのか、人員はどのように獲得していくのか、等にも具体的な言及がある。進捗状況の確認にも有用であり、信頼感の高い計画と言えよう。

JBCC ホールディングスの次期中期計画では超高速開発の進化に期待

また、JBCC ホールディングス(9889)は、25.3 期からスタートする新中期中期経営計画を発表する予定であり、着目している。同社はハードウェア販売からシステムソリューションへと事業ポートフォリオを転換してきた。これまでは縮小する事業もあったが、今後は成長戦略に集中していくものとみられる。特に、同社の強みである超高速開発(アジャイル型開発とローコードを組み合わせた短納期での開発手法)は進化の途上であり、次の中期中期経営計画では成長と収益性の改善に向けた取り組み等が注目される。

## IT・サービス関連：人的投資拡大と収益性改善の両立がポイント

人的資本への投資拡大と収益性改善をいかに両立するか

23年度は円安、輸入物価の上昇等を背景に製造業を中心に値上げが進んだほか、24年の春闘では満額回答が相次ぎ、日本経済における賃金・物価の好循環の実現が期待されている。しかし、内需型の非製造業であるIT・サービス業は相対的に値上げが遅れており、人材不足による採用強化、賃上げの必要性が高まっている中で利益率の低下圧力が強まっている。今後は、人的資本への投資拡大と収益性改善をいかに両立するかが重要なポイントとなろう。当研究所では、目先、新中計の発表又は中計の見直しが想定されるIT・サービス関連企業として、インターネットイニシアティブ(3774)、プレステージ・インターナショナル(4290)、NexTone(7094)に注目する。

インターネットイニシアティブ：25.3期から始まる新中期計画は評価が高まる可能性

インターネットイニシアティブは法人を中心とするネットワークサービス、ネットワーク環境に関連するSI事業を手掛ける。足元の中期経営計画は24.3期を最終年度としている。23年5月に上方修正した数値だが、未達に終わる可能性が高いと想定している。一方、25.3期から始まる新中期経営計画では、(1)足元で獲得が加速している大型案件の計上が進展、(2)高いセキュリティニーズを背景に、価格転嫁が実現し利益率の改善が見込まれる点、を踏まえ評価が高まる可能性があると考ええる。

プレステージ・インターナショナル：25.3期から新たな中期計画がスタートする見通し

プレステージ・インターナショナルは自動車等の事故や故障に対応するオートモーティブ事業など、幅広い分野で独自のBPOサービスを展開している。現行の中計は24.3期を以て終了し、25.3期は新たな中計がスタートする見通しだが、(1)24.3期の営業利益は中計目標の達成が予想されること、(2)過去の同社業績が概ね中計に沿って着実な成長を続けてきたこと、(3)中計を起点に株主還元強化が図られてきたこと、等から、新中計に注目が集まる可能性があるだろう。人材投資の拡大を新サービスの創出や価格改定等で補い、更なる収益性向上への道筋が示せるかに期待したい。

NexTone：23年11月に更新された中期計画は上振れの可能性

NexToneは音楽の著作権管理や楽曲のストリーミング配信の支援、デビュー前のアーティストの育成等を手掛ける。同社は、中期経営計画を每期更新しているが、現在進捗中の中計は23年9月にレコチョクを子会社化したことで、同年11月に更新された。今後は、(1)新たなアイドルグループの獲得による著作権収入の増加、(2)現時点でJASRACに独占されている著作権の管理権獲得、などを背景に中期経営計画上振れの可能性があると考え、当研究所では注目している。



## 若年人材分野のソリューション需要が拡大

多くの企業が若年層の人材確保の重要性を再認識しつつある

人口減を背景とした人材不足が深刻化するなか、多くの企業が若年層の人材確保の重要性を再認識しつつあるようだ。当研究所では「新卒採用を実施している企業数」について従来は3.2万社とみていたが、足元では3.8万社に拡大しているとみている。それでも国内の法人企業数が約178万社、従業員30人以上の企業は約17万社に達しているなかで、新卒採用を実施している企業数はそれほど多くはないのが現状と言えよう。

一方、新規大卒就職者の3年目までの離職率は30%を上回っており、特に大企業では上昇ペースが高くなっている。厚生労働省の公表データから新規大卒就職者の3年目までの事業所規模別離職率は「12年6月実績/09年3月卒」の28.8%から「23年6月実績/20年3月卒」は32.3%へ3.5pptの上昇となっているが、特に従業員規模が大きくなると高まる傾向にあるようだ<sup>注1</sup>。従って、この分野でのソリューションの需要は拡大が見込めよう。

(注1) 1000人以上の企業では20.5%から26.1%へ5.6pptの上昇、500-999人以下では26.3%から30.7%へ4.4pptの上昇、100-499人以下では30.1%から32.9%へ2.8pptの上昇となっている。

ワンキャリア、学情は新卒採用、中途採用、転職支援でポテンシャル

関連企業としてワンキャリア(4377)と学情(2301)にポテンシャルがあるとみている。ワンキャリアはキャリアデータプラットフォームを基盤に新卒採用支援メディア、中途採用支援メディアおよび企業向けDX支援を提供しており、大企業向けのカバー率は40%に達している。学情は新卒向け就活支援・20代向け転職支援を軸にイベントやメディアを展開しており、最近では3年生を対象とするインターンシップ向けが急拡大している。

ワンキャリア: 26.12期に売上高100億円以上、営業利益率20%以上を目指す

ワンキャリアでは採用DX支援(人事向け採用クラウド)とマーケティンググアライアンス(他メディアへの送客)を軸に、26.12期通期計画について売上高100億円以上、営業利益30億円、営業利益率20%以上を目指している。当面は新卒中心ながら、27.12期以降は中途の寄与も期待できよう<sup>注2</sup>。

学情: 転職関連を新中期計画のドライバーと位置付ける

学情については新・中期経営計画にて26.10期の売上高・経常利益を各133億円、34.5億円、23.10期実績起点の年平均成長率を各15%、10%と掲げている。売上内訳としては経験者採用サービス(転職)76.6億円、新卒採用サービス41.1億円、その他15.3億円、同成長率が各30%、1%、7%となっている。転職関連をドライバーと位置付ける一方、新卒向けは保守的に見積もられている。しかし、新卒向けは拡大余地も大きいと思われる。

(注2) 入社年別求職者会員の利用率は20-24年が28.4%、44.2%、57.6%、62.4%、63.1%となっており、27.12期以降は転職市場への流入が期待できるため。



## ヘルスケアセクターの中期経営計画について

ヘルスケアセクターの中期経営計画は、需要拡大に対する能力増強や M&A による経営資源の拡充を戦略とする例が目立ってきた。また、東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」要請を受け、資本効率や株主還元を明確化するケースも増える傾向にある。キャッシュフロー配分など全体の投資と還元のバランスを開示する例も見受けられる。

松風：長期ビジョンにどこまで迫れるか

海外展開によって成長を続ける歯科医療用材料メーカーの松風（7979）は、次期 3 か年計画を公表する予定である。ポイントは、長期ビジョンで掲げる売上高 500 億円（うち海外 330 億円）、営業利益 75 億円に対して、どこまで迫れるかにある。国内本社、子会社、海外子会社の工場増強投資と最適生産体制をどのタイミングで構築するのかにも着目したい。

日本トリム：資本効率面での課題

日本トリム（6788）は現中計において、DOE（ROE×配当性向）3%、ROE10%以上を株主還元/資本政策の基本方針としている。23.3 期 ROE は 8.1%と 10%を下回っているが、保有現金過多の資本構成がその一因。ROE10%以上に向けた成長戦略と資本戦略における DOE 水準の再考に注目したい。

美津濃：新たな資本政策を加えるか

美津濃（8022）は 3 か年計画を每期更新する。24.3 期は 25.3 期目標を前倒し達成したと推定される。今後の業績計画のほか、24.3 期に大幅な増配を決定したこともあり、新たな資本政策を加えるかが見どころとなる。

リオン：成長が続く微粒子計測器事業の戦略に関心

リオン（6823）は中期経営計画を每期ローリング。25.3 期からの 3 期計画では、3 事業の成長戦略に注目したい。投資家の間では、リオンは補聴器メーカーとして定着しているが、実態は主力事業が交代している。半導体産業向けで成長が続く微粒子計測器事業が連結営業利益の 50%超を稼いでおり、投資を踏まえどのような計画が示されるのか、関心度が高そうだ。

eWeLL：AI 実装の新サービスの動向を注視

eWeLL（5038）は、24 年 2 月に 3 か年中期経営計画を更新した。每期 9.2%の顧客平均単価引き上げを織り込んだ点が特徴的であった。BP0 など既存サービスの拡大に加え、新サービスの効果を想定。24.12 期は AI 実装の訪問看護計画・報告などの新サービスが上市、課金が始まる。

ナカニシ：M&A により収益目標が変更される可能性

ナカニシ（7716）は、「NV2025+収益目標」において売上高 550 億円、営業利益 165 億円を目標に掲げる。計画立案時と比較すると、直近までの M&A によって、売上高が上振れする一方、のれん償却費の増加などで営業利益の動向に変化が生じている。今後、EBITDA 目標値の追加や営業利益目標の取り下げ、あるいは減額が開示される可能性がある。

## 後発薬各社の収益性改善に向けた取り組みに注目する

大手各社が 2024 年度からの中計を発表予定である

後発薬業界では、サワイグループホールディングス（4887）、東和薬品（4553）、ダイト（4577）が 2024 年度からの新中期経営計画を発表予定である。これまで大手各社の収益性は、毎年の薬価改定による販売価格下落と円安などによる輸入原料価格・エネルギー価格高騰などで著しく低下していた。当研究所では新中期経営計画における今後の収益性改善に向けた各社の取り組みに注目している。

GMP 違反と供給不足問題を機に、業界再編・淘汰が進む

後発薬業界では、2020 年に小林化工（現・サワイグループ子会社トラストファーマテック）の睡眠薬混入問題が発生して以降、多くの企業による GMP（医薬品の製造管理及び品質管理の基準）違反が発覚し、行政処分とともに供給不足問題が起こっている。こうした問題が起こった背景には小規模企業の乱立と生産現場での少量多品目化があり、政府は業界再編・淘汰によって業界構造の改善を促す方針である。具体的には評価制度の導入によって、医薬品の安定供給に貢献する企業かどうかの選別をし、量から質への業界構造の転換を進めるとみられる。

サワイは事業ポートフォリオと資本政策の見直しを図る

サワイグループホールディングスは 6 月に発表予定の中期経営計画において事業ポートフォリオと資本政策の見直しを図るとみられる。事業ポートフォリオに関しては、収益力が資本コストを下回る米国事業を売却し、収益性向上が見込まれる国内後発薬事業への優先投資を進める計画である。米国事業売却で得た資金の活用法なども注目される。

東和薬品は収益性改善に加え、財務体質の強化が注目される

東和薬品は 6 月に発表予定の中期経営計画において収益性の改善と財務体質の強化に向けての取り組みを盛り込むとみられる。特に財務体質の強化に関しては、同社の自己資本比率がこれまでのスペインの医薬品メーカー Pensa Investments（現・Towa Pharma International）や健康食品メーカー三生医薬の買収などによって大幅に低下したことから、今後の改善に向けた取り組みに期待したい。

ダイトはファイザー出身の松森氏を中心に新たな取り組みが期待される

ダイトは 2023 年 7 月に入社したファイザー出身の松森代表取締役副社長を中心に中期経営計画の策定に取り組んでいる。同社はこれまで高薬理活性製剤を中心とした製造受託案件の新規獲得などを目指して設備投資を積極的に行ってきた。中期経営計画ではこうした投資の回収を行いつつ、いかに収益性を改善させるかの取り組みに注目したい。また、豊富な海外経験を有する松森代表取締役による新たな取り組みも期待される。

## 物流・卸売業界：成長戦略を示す動きが出てきた

### 成長戦略を占めす動き

物流・卸売業界は、これまで株式市場から高い評価を得ているとは言い難い業界であった。そもそも中期経営計画を策定していなかったり、IRに消極的であったりする企業も一定数存在した。さらに、中期経営計画が存在していても、根拠となる成長戦略が具体化されておらず、評価を得られない企業が多数を占めていた。しかし、東証の市場区分の再編や「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」の要請などの経緯を経て、物流・卸売業界でも、成長戦略を示し、中期経営計画の内容をブラッシュアップする動きが表れている。

### サカイ引越センター、日本コンセプトは定量目標開示へ

これまで中期経営計画や中期的な成長戦略を策定していたものの、定性的な内容にとどまっていたが、今後定量目標を示す意向がある企業として、サカイ引越センター（9039）や日本コンセプト（9386）が挙げられる。サカイ引越センターは21年5月に初めて中期的な成長戦略を示したが、成長戦略5項目と27.3期の売上高目標のみの開示であった。コロナ禍で苦戦もあったが、自社のリソース確保が進んできたことも踏まえ、今後利益目標や株主還元方針などを新たに追加開示する意向である。日本コンセプトは、コロナ禍で荷動きや海上運賃が大きく変動したため、公表済みの中期経営計画を20年6月に取り下げた以降、新たな中期経営計画を公表してこなかった。23.12期より新中期経営計画期間と設定したが、いまだ定量目標を開示していない。同社は、物流の2024年問題などで、同社の認知を高めるチャンスでもあることから、今期中には定量目標値の公表を目指している。

### あらた、鴻池運輸には長期ビジョンの効果

長期ビジョンを持つことで、中期経営計画を超過達成する進捗をみせている企業として、あらた（2733）や鴻池運輸（9025）にも注目する。長期的な目標に目線を合わせることで、逆算により現時点でとるべき戦略がクリアになり、実効性の高い中期の戦略に落とし込んでいることが、好循環を生んでいるとみられる。あらたは、20年8月に21.3期～23.3期の中期経営計画を公表するとともに、「長期経営ビジョン2030」も併せて公表した。この公表以降、追い風の事業環境もあいまって、中期経営計画の上方修正が続いている。鴻池運輸は22年5月に、コロナ禍で公表を見合わせていた中期経営計画（23.3期～25.3期）を公表するとともに「KONOIKE 2030 VISION」を策定した。コロナ禍で一部の事業が非常に苦戦したことや将来的に縮小が懸念される事業を見据え、より事業環境にリスク耐性のある事業ポートフォリオ構築を目指す。事業ポートフォリオ多様化の目標が、拡販活動に好影響を与えており、25.3期の目標値は上方修正の期待が高まっている。

(図表5) 本レポート掲載銘柄のバリュエーション

| 社名               | コード  | 市場 | レーティング | フェアバリュー<br>(円) | 株価<br>(円) | PER (倍) |      | PBR (倍) |      |
|------------------|------|----|--------|----------------|-----------|---------|------|---------|------|
|                  |      |    |        |                |           | 今期予想    | 来期予想 | 前期実績    | 今期予想 |
| 東京エレクトロン デバイス    | 2760 | 東プ | -      | -              | 6,040     | 18.1    | 16.9 | 4.8     | 4.1  |
| リンテック            | 7966 | 東プ | A      | 4,700          | 3,080     | 33.4    | 17.3 | 0.9     | 0.9  |
| トリケミカル研究所        | 4369 | 東プ | A      | 8,200          | 4,410     | 34.1    | 22.1 | 5.5     | 4.7  |
| 新晃工業             | 6458 | 東プ | -      | -              | 3,755     | 14.6    | 13.8 | 1.7     | 1.5  |
| 旭有機材             | 4216 | 東プ | A      | 5,900          | 5,150     | 8.7     | 8.0  | 1.6     | 1.4  |
| 石原産業             | 4028 | 東プ | A      | 2,800          | 1,794     | 8.3     | 8.0  | 0.7     | 0.7  |
| 日本精機             | 7287 | 東ス | -      | -              | 1,458     | 17.6    | 10.3 | 0.4     | 0.4  |
| シンプレクス・ホールディングス  | 4373 | 東プ | A      | 3,400          | 2,739     | 26.3    | 20.8 | 3.7     | 3.5  |
| J B C Cホールディングス  | 9889 | 東プ | -      | -              | 3,250     | 14.6    | 12.6 | 2.6     | 2.4  |
| インターネットイニシアティブ   | 3774 | 東プ | -      | -              | 2,748.5   | 25.4    | 23.9 | 4.2     | 3.7  |
| プレステージ・インターナショナル | 4290 | 東プ | A      | 900            | 677       | 16.6    | 15.7 | 2.2     | 2.0  |
| Nex Tone         | 7094 | 東グ | A      | 3,700          | 1,244     | 30.0    | 20.0 | 3.4     | 3.0  |
| ワンキャリア           | 4377 | 東グ | A      | 6,500          | 3,585     | 23.9    | 16.2 | 6.9     | 5.4  |
| 学情               | 2301 | 東プ | A      | 2,800          | 1,786     | 12.8    | 10.8 | 1.9     | 1.7  |
| 松風               | 7979 | 東プ | A      | 5,000          | 2,959     | 16.4    | 15.4 | 1.5     | 1.4  |
| 日本トリム            | 6788 | 東プ | A      | 6,500          | 3,515     | 12.2    | 10.6 | 1.3     | 1.2  |
| 美津濃              | 8022 | 東プ | -      | -              | 7,360     | 15.1    | 15.7 | 1.5     | 1.3  |
| リオン              | 6823 | 東プ | -      | -              | 3,035     | 15.3    | 14.7 | 1.4     | 1.3  |
| eWe L L          | 5038 | 東グ | -      | -              | 1,424     | 27.3    | 21.3 | 12.6    | 9.2  |
| ナカニシ             | 7716 | 東ス | A      | 3,800          | 2,198     | 19.3    | 17.5 | 1.7     | 1.6  |
| サワイグループホールディングス  | 4887 | 東プ | A      | 8,500          | 5,864     | 8.9     | 12.3 | 1.3     | 1.2  |
| 東和薬品             | 4553 | 東プ | A      | 5,000          | 2,779     | 10.5    | 10.3 | 1.0     | 0.9  |
| ダイト              | 4577 | 東プ | A      | 3,300          | 2,489     | 12.9    | 10.1 | 0.7     | 0.7  |
| サカイ引越センター        | 9039 | 東プ | B      | 3,000          | 2,677     | 11.8    | 10.9 | 1.3     | 1.2  |
| 日本コンセプト          | 9386 | 東プ | A      | 2,800          | 1,780     | 10.6    | 8.5  | 1.4     | 1.3  |
| あらた              | 2733 | 東プ | -      | -              | 3,130     | 10.0    | 9.2  | 1.0     | 1.0  |
| 鴻池運輸             | 9025 | 東プ | A      | 3,000          | 2,218     | 11.3    | 10.1 | 1.0     | 0.9  |

(注1) 株価は4月18日終値

(注2) 予想 PER、同 PBR、フェアバリュー、レーティングは4月18日現在のいちよし経済研究所の業績予想に基づいている。

(出所) いちよし経済研究所



『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 株式分割があった場合はフェアバリューも遡及修正を行います。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ ユニバース銘柄は原則として定期的にフォローする銘柄を指します。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益（単独）、親会社株主に帰属する当期純利益（日本基準、連結）、親会社の所有者に帰属する当期利益（IFRS）、当社株主に帰属する当期純利益（米国基準）を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

○本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第24号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

○手数料等およびリスクについて

株式等（ETF、ETN、REITを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（最低手数料3,300円）（税込）の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私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、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

- この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。
- 有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。
- 記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。
- いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。
- この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

『いちよし経済研究所のレーティングシステム』

○レーティング（フェアバリューに対するレポートに記載した株価との乖離率）

20%超割安→A（買い）、20%割安～20%割高→B（中立）、20%超割高→C（売り）。

「中止」はレーティングを失効させる場合、「保留」は一時的にレーティングを停止する場合に用います。

※その他の指標

リスク（財務・業績変動リスク、経営者リスク等を考慮したリスクの総合判断）

ローリスク→LR、ミドルリスク→MR、ハイリスク→HR。

アナリストの判断によりレーティングを付与している銘柄をレーティング「中止」あるいは「保留」とすることがあります。

お問い合わせの際は最寄の取引部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2024 All Rights Reserved