

<トピック>

中小型株企業の決算インプレッション（FY23 4Q）

～業績好調、新年度の見通しも良好

2023 年度 4Q（1-3 月、12-2 月、11-1 月）決算が出揃い、現時点における中小型株企業の決算インプレッションをレポートする。今回も主要業種のみならずニッチ業種についてもコメントしたい（全 16 業種）。

当研究所が継続調査するユニバース銘柄の 2023 年度 4Q の営業利益合計は前年同期比 13%増となった（直近 8 四半期の営業利益データが取得可能な 404 社を集計）。3Q までは一部業種を除いてやや停滞気味だったが、4Q になって増益が加速してきた印象である。業種別にみると、消費者サービス（4Q 営業利益は前年同期比 79%増）、消費財（同 26%増）でコロナ渦以降の回復が継続している。製造業では、円安メリット、在庫調整の一巡などもあり、電子デバイス（同 55%増）、素材（同 34%増）の回復感が強まった。

当研究所ユニバースのうち、2-3 月決算企業の 2023 年度（24.3 期、24.2 期）実績は前期比 3%の営業増益にとどまったが、2024 年度は同 11%営業増益が見込まれている（会社側予想、223 社を集計）。業種別にみると、電子デバイス（同 23%増）、半導体・FPD（同 21%増）、素材（同 14%増）などで大幅増益が見込まれている。

本レポートの着目銘柄として、PR TIMES（3922）、グリー（3632）、DTS（9682）、BEENOS（3328）、テイクアンドギヴ・ニーズ（4331）、東祥（8920）、東京都競馬（9672）、北川精機（6327）、リンテック（7966）、ヨコオ（6800）、マックス（6454）、カチタス（8919）、AZ-COM 丸和ホールディングス（9090）など 16 銘柄を挙げる。

目次

2023 年度 4Q の業績動向と 2024 年度の見通し	3
業界別の動向	4
DX 支援：今後は業務支援系の採算改善に注目	6
メディア・コンテンツ：HR メディア系、デジタルコンテンツ系はいずれも堅調	6
ゲーム：長期運営タイトルへの回帰が進む。還元も積極的	7
情報サービス：IT 大手は TOB で技術者確保へ、財務面では改めて株主還元に着目	8
インターネット(BtoC)：業績下押し要因は一巡、新年度は業績改善を見込む	9
外食：客単価の上昇と客数の増加傾向は続く	10
レジャー・サービス：インバウンドの取り込みと販売単価政策に注目	12
学習塾：少子化への処方箋として LTV 向上に取り組む企業が増加	13
公営ギャンブル：賃金上昇、株高、定額減税が追い風に	14
医療・介護系 IT サービス：在宅分野はモバイルサービスの普及とともに淘汰始まる	15
半導体製造装置・部材関連：製造装置関連に対し材料優位の印象	16
生成 AI 関連材料・装置業界：最先端の HBM 向けなどで高成長が期待される	17
半導体検査治具：需要回復が鮮明、半導体検査の重要性は中期的にも高まる	18
建設機械関連：良好な事業環境の継続に加え、省人化ニーズの高まりは追い風	19
戸建：企業収益は二極化が進む	20
物流：過熱気味の物流再編の波を、適正に乗りこなせるかに注目	21

2023 年度 4Q の業績動向と 2024 年度の見通し

4Q は久々の二けた増益

当研究所が継続調査するユニバース銘柄の 2023 年度 4Q の営業利益合計は前年同期比 13%増となった（直近 8 四半期の営業利益データが取得可能な 404 社を集計、図表 1）。3Q までは一部業種を除いてやや停滞気味だったが、4Q になって増益が加速してきた印象である。業種別にみると、消費者サービス（4Q 営業利益は前年同期比 79%増）、消費財（同 26%増）でコロナ禍以降の回復が継続している。製造業では、円安メリット、在庫調整の一巡などもあり、電子デバイス（同 55%増）、素材（同 34%増）の回復感が強まった。

新年度も増益が続く見通し

当研究所ユニバースのうち、2-3 月決算企業の 2023 年度（24.3 期、24.2 期）実績は前期比 3%の営業増益にとどまったが、2024 年度は同 11%営業増益が見込まれている（会社側予想、223 社を集計）。業種別にみると、電子デバイス（同 23%増）、半導体・FPD（同 21%増）、素材（同 14%増）などで大幅増益が見込まれている。

（図表1） いちよし経済研究所ユニバース銘柄の四半期別営業利益推移

（単位：億円）

業種	社数	2022年度		2023年度			前年同期比
		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
素材	33	594	676	604	736	793	34%
機械	12	206	231	219	252	234	13%
電子・電気機器	20	506	384	469	481	510	1%
電子デバイス	17	157	163	243	226	244	55%
半導体・FPD	47	1,055	1,000	947	1,014	1,067	1%
建設・建設資材	18	771	379	549	696	797	3%
アウトソーシング	19	289	327	338	382	283	-2%
物流・卸売	23	525	612	529	648	498	-5%
消費者サービス	40	417	582	805	661	746	79%
小売	8	86	155	136	77	87	2%
消費財	11	84	200	194	229	106	26%
医薬品・医療機器	7	93	119	113	104	104	12%
ヘルスケアサービス	11	79	105	75	77	94	19%
デジタルメディア・コンテンツ	58	783	477	614	276	839	7%
デジタルB2B	54	703	410	554	627	780	11%
デジタルB2C	14	48	54	67	65	53	10%
エネルギー・金融・不動産	12	118	203	167	144	149	26%
合計	404	6,514	6,077	6,624	6,694	7,383	13%
（前年同期比）		6%	-1%	0%	-1%	13%	

（注1） いちよし経済研究所の業種分類

（注2） 直近 8 四半期の営業利益データ取得可能企業。変則決算、営業利益予想非開示企業を除く

（注3） 4Q は 1-3 月期、12-2 月期、11-1 月期

（出所）Astra Manager、いちよし経済研究所

業界別の動向

6 ページ以降で当研究所アナリストによる決算インプレッションとして、現時点でのおおまかな見方を提示したい。ニッチ業種を含む 16 業種について、決算の印象、今後の注目点、着目企業等についてコメントする。為替や金利動向、世界情勢など不透明要因は多い。各社の取り組みによって企業間格差は拡大傾向にあり、銘柄選択の重要性はますます高まるだろう。

(図表2) 業界別コメント・サマリー (決算の印象・今後の注目点・着目企業) (1)

業種	決算 (実績及び今期予想) の印象	今後の注目点	着目企業
DX 支援	(業務支援) 売上急拡大も、人材確保の面でコスト嵩む。今後は採算改善を図る。(マーケティング支援) 安定的に高成長が続いているが、格差拡大も継続中	(業務支援) 価格改定、セールスマックスの改善、不採算分野からの撤退等。(マーケティング支援) 「オウンドメディア×ファーストパーティーデータ」への対応	PR T M ES (3922)
メディア・コンテンツ	(HR メディア) マッチング精度が重視される傾向にあり、課金体系等の違いによるサービス間格差が拡大。(デジタルコンテンツ) 巣籠り需要反動減の影響が一巡	HR 領域でのマッチングサービスで A 活用が拡大する可能性が高まりつつある。対話型が広がることになれば、ユーザー体験は大きく変化しよう	ディップ (2379)
ゲーム	長期運営タイトルが復調、新規タイトルの開発見直しによる評価損が散見	ゲーム事業以外での収益機会の模索が必要	グリー (3632)
情報サービス	企業の基幹システム刷新の動きが継続。クラウドの活用も着実に進んでいる印象	人材不足が受注獲得にも障害となりつつある。特にプロジェクトマネージャーの不足が深刻。人材獲得競争が激化しそうだ	D T S (9682)
インターネット (B to C)	意外感無し。巣籠り需要の反動など業績の下押し圧力は一巡し、新年度は業績改善へ	新サービス開発や事業集約など、業績苦戦下での取り組みの成果	BEEN O S (3328)
外食	多くの会社の23年度営業利益はコロナ前水準を上回った。24年度については慎重な業績予想を発表する会社が多い印象	価格戦略と業界再編	なし
レジャー・サービス	23年1-3月はコロナ前(19年1-3月)を超える営業利益を計上する会社が目立った	インバンドの取り込みと販売単価政策	テイクアンドギヴ・ニーズ (4331)、東祥 (8920)
学習塾	学習塾業界の構造的な厳しさが残るが、足下改善の動きあり	顧客単価上昇と通塾期間延長が少子化に対する勝ち筋となるか	なし
公営ギャンブル	公営ギャンブル市場は、ネット投票の普及で拡大傾向が続いている	賃金上昇、株高、定額減税が公営ギャンブルやパチンコ・スロットにプラスに働く余地あり	東京都競馬 (9672)
医療・介護系 IT サービス	介護系、看護系クラウドプレーヤーの業績は好調が続く	介護システム事業者の淘汰など	なし

(出所) いちよし経済研究所

(図表3) 業界別コメント・サマリー (決算の印象・今後の注目点・着目企業) (2)

業種	決算(実績及び今期予想)の印象	今後の注目点	着目企業
半導体製造装置・部材関連	材料、製造装置関連共に底入れは確認。製造装置メーカーは概ね24年秋以降の受注回復想定に対し、材料メーカーの想定はまちまち	生成AI・HBMに関連した各社の受注動向など	北川精機(6327)
生成AI関連材料・装置	生成AI用サーバー・半導体向け材料・装置の需要は引き続き強い。特に最先端のHBMなどに関する需要が急増	HBMではマイクロンやサムスン電子などのキャッチアップが想定され、関連企業の業績に追い風となる	リンテック(7966)
半導体検査治具	24.3期は大幅に悪化した、25.3期は回復へ	半導体検査の重要性の高まり	ヨコオ(6800)
建設機械関連	24.3期は全体として良好な決算内容であり、新年度も事業環境の見通しは明るい	国内における「2024年問題」や、世界的な人件費の高騰による建設現場の省人化ニーズ拡大	マックス(6454)
戸建	パワービルダーの在庫調整に端を発した売価修正の出口が見え始めた	回転の良い業者ほど採算改善の傾向が強まり、販売ベースの鈍い郊外エリアと二極化が進む見通し	オープンハウスグループ(3288)、カチタス(8919)、全国保証(7164)
物流	荷動きは依然弱含みも、輸送能力の減少により値上げは一層進んでいる	M&Aを活用しながら、積極的にリソースを拡充できるか	AZ-COM丸和ホールディングス(9090)

(出所) いちよし経済研究所

(図表4) 着目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 (円)	株価 (円)	PER (倍)		PBR (倍)	
						今期予想	来期予想	前期実績	今期予想
PR TIMES	3922	東プ	A	3,200	1,860	20.0	15.1	4.4	3.6
ディップ	2379	東プ	-	-	2,659	15.9	12.2	3.7	3.3
グリー	3632	東プ	A	750	508	20.7	16.7	0.9	0.9
DTS	9682	東プ	A	5,200	4,140	18.1	16.3	2.8	2.8
BEENOS	3328	東プ	A	3,800	2,064	15.7	13.5	1.9	1.8
テイクアンドグヴ・ニーズ	4331	東プ	A	3,300	918	6.7	5.6	0.8	0.8
東祥	8920	東ス	A	2,400	739	16.6	13.5	0.8	0.7
東京都競馬	9672	東プ	A	6,200	4,215	12.2	11.3	1.3	1.2
北川精機	6327	東ス	A	2,000	709	8.5	6.2	1.4	1.4
リンテック	7966	東プ	A	5,000	3,325	17.1	12.9	1.0	0.9
ヨコオ	6800	東プ	A	3,000	1,934	16.1	11.3	0.9	0.9
マックス	6454	東プ	-	-	3,610	16.8	15.3	1.7	1.6
オープンハウスグループ	3288	東プ	-	-	4,502	5.6	5.5	1.3	1.1
カチタス	8919	東プ	A	3,500	1,655	13.6	12.3	3.2	2.8
全国保証	7164	東プ	-	-	5,544	12.7	12.0	1.7	1.6
AZ-COM丸和ホールディングス	9090	東プ	-	-	1,186	15.4	13.6	2.9	2.6

(注1) 株価は5月23日終値

(注2) 予想PER、同PBR、フェアバリュー、レーティングは5月24日現在の業績予想に基づいている。

(出所) いちよし経済研究所

DX 支援：今後は業務支援系の採算改善に注目

業務支援系は人材確保面でコストが嵩む傾向

DX 支援（マーケティング支援系・業務支援系）21 社の四半期業績は売上高 2,786 億円（前年同期比 15%増）、営業利益 136 億円（同 25%増）となった。業務支援系（DX 人材関連等）11 社では各 375 億円（同 29%増）、36 億円（同 5%増）と売上が急拡大しているが、人材確保の面でコストも嵩む傾向にある。マーケティング支援系（広告・PR 関連等）10 社は各 2,410 億円（同 13%増）、100 億円（同 35%増）と全体的には安定的に高成長が続いているが、企業間格差の拡大は続いている。

業務支援系では採算改善を図る動きあり

業務支援系では採算改善を図る動きがあり、価格改定、セールスミックスの改善、不採算分野からの撤退等の施策が効き始める見通しである。マーケティング支援系では「オウンドメディア（自社所有メディア）×ファーストパーティーデータ（直接収集データ）」における対応が重要であろう。

PR TIMES：ニュースリリース配信で国内トップクラス

PR TIMES（3922）は主力のニュースリリース配信プラットフォーム事業が国内トップクラスの地位を有している。マーケティングにおいて企業側はユーザーのプライバシー保護を前提に直接的・長期的な顧客関係の構築等を重視しつつあるが、同社の存在感が高まりつつある点は評価できよう。

メディア・コンテンツ：HR メディア系、デジタルコンテンツ系はいずれも堅調

HR メディア系では格差拡大、デジタルコンテンツ系では巣籠り需要の反動減の影響が一巡

メディア・コンテンツ（HR メディア・デジタルコンテンツ）16 社の四半期業績は売上高 2,067 億円（前年同期比 5%増）、営業利益は 153 億円（同 61%増）となった。HR メディア系 9 社が各 512 億円（同 6%増）、86 億円（同 75%増）、デジタルコンテンツ系 6 社が各 1,555 億円（同 4%増）、67 億円（同 46%増）といずれも堅調に推移している。HR メディア系ではよりマッチング精度が重視される傾向があり、課金体系等の違いによるサービス間格差が拡大しつつある。デジタルコンテンツ系ではコロナ収束に伴う巣籠り需要の反動減の影響が一巡しつつある。

ディップ：AI を活用した JOB サーチサービスを立ち上げる

ディップ（2379）は 5 月に「AI エージェント（AI を活用した対話型 JOB サーチサービス）」を立ち上げた。これは主力メディア「バイトル」の一機能として搭載され、対話を通じてユーザーのニーズを理解した具体的な提案ができるようだ。当面の効果としてマッチング効率の向上や集客費用の抑制につながると思われる。従来のインターフェースは検索型が主流であったが、今後は対話型が広がることになれば、ユーザー体験は大きく変化しよう。

ゲーム：長期運営タイトルへの回帰が進む。還元も積極的

長期運営タイトルが堅調

国内ゲーム銘柄の 24.3 期 4Q（1-3 月）の業績は、想定を大きく上回ることはなかったが比較的堅調な推移となった。特に MIXI（2121）の「モンスターストライク」やガンホー・オンライン・エンターテインメント（3765）の「パズル&ドラゴンズ」など、リリース開始から 10 年以上経過しているような長期運営タイトルの MAU 改善などが確認できた。一方で新規タイトルの開発が見直され、大幅な評価損を計上する企業も一部で散見された。

株価を意識した経営の実現に向け還元強化に積極的な企業が多い

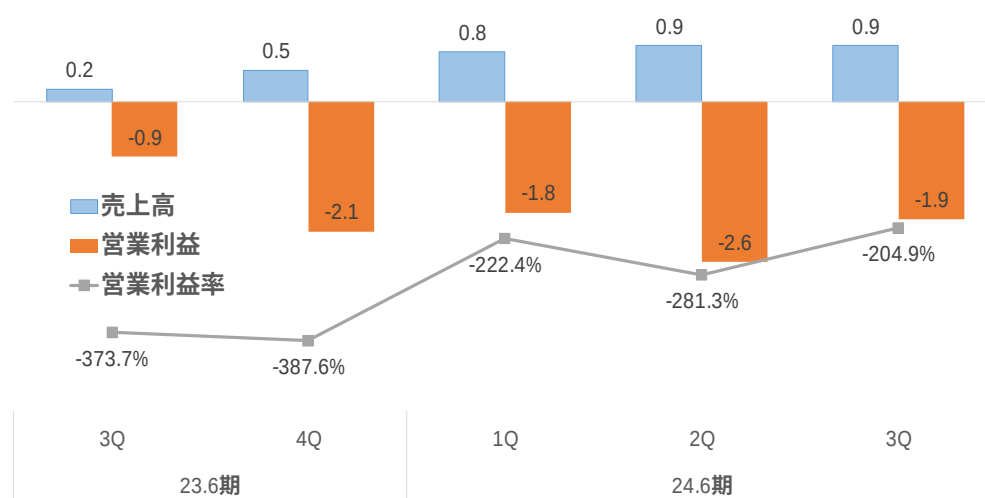
東証が要請している資本コストや株価を意識した経営の実現に向け、特にゲーム会社では還元強化に積極的な企業が多い印象である。MIXI は従来 DOE（総資産配当率）5%を示していたが、25.3 期以降株主資本コスト＜ROE となるまで、総還元性向 100%以上の還元を実施すると発表した。またグリー（3632）は「DOE2%程度を確保しつつ連結配当性向 20%程度以上」から、「DOE3%程度を確保しつつ連結配当性向 30%程度以上」に配当方針を変更した。

VTuber 数の増加が進む、グリーに注目

新規タイトルのヒット率が低下する中、各社は新たな収益機会を模索している。成長が顕著な VTuber 事業の立ち上げはその一例であろう。当研究所では、グリーに注目している。24 年から VTuber 事業を開始し、足元では 50 名程度が所属し、今後マネタイズを進展させるとしている。また同社は、スマホゲーム企業の中で数少ない、定期的にヒットタイトルを生み出している企業であり、24 年中にも新規タイトルの予定をしている。競争環境の激化はリスクではあるが、中長期的な成長は可能であろう。

（図表5）グリーの VTuber 事業（REALITY Studios）

（単位：億円）



（出所）会社資料

情報サービス：IT 大手は T0B で技術者確保へ、財務面では改めて株主還元に着目

国内 IT 投資は高水準だが伸び率は鈍化傾向

経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」によると、24 年 1～3 月の情報サービス産業の国内受注ソフトウェア売上高は 3 兆 165 億円（前年同期比 6.1%増）と堅調に推移した（図表 6）。ただし、伸び率は鈍化傾向にあり、IT 人材の不足が影響している可能性がある。人材不足がいよいよ成長の律速条件になりつつあるのかもしれない。

IT 大手の中には T0B で人材を確保する動きも

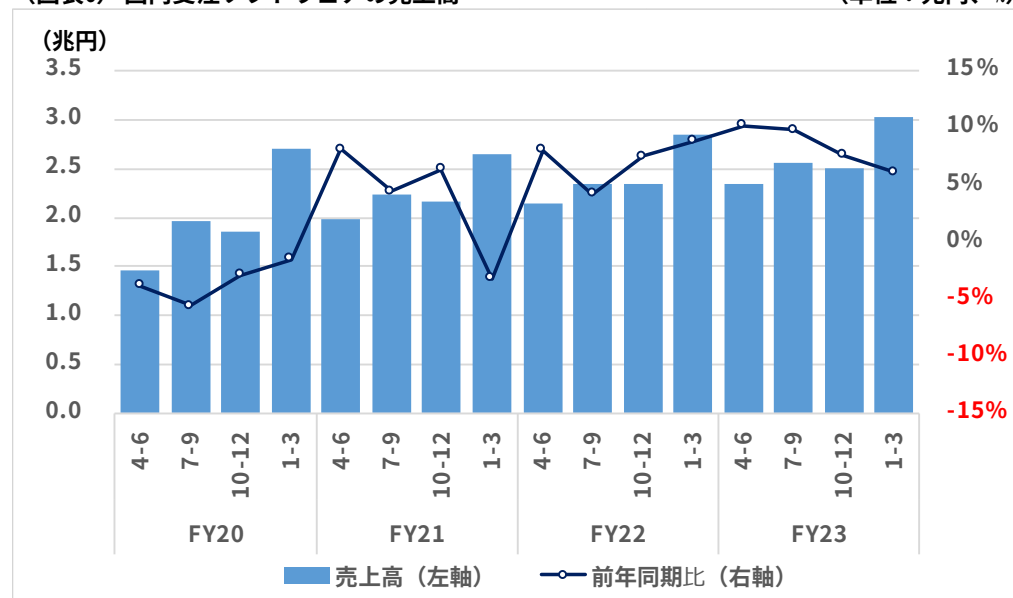
こうした中、NTT データは中堅 SI のジャステックの T0B を発表。高まる国内需要に対して優秀なエンジニアの確保に動いた。通信大手のソフトバンクは、子会社の SI 企業である SB テクノロジーを T0B で完全子会社化する方針。今後の AI 時代を見据え技術者を確保する狙いのようだ。

今期の総還元性向が 100%超えの DTS に着目

SI 業界は受託開発が中心であることから基本的に経営姿勢は保守的だが、積み上がるキャッシュを還元する傾向は徐々に強まっている。特に、NSD（9759）と DTS（9682）は総還元性向 70%以上を株主還元方針としており、業界内でも積極的な企業だ。こうしたなか、DTS は自己株式の取得額を積み増し、25.3 期の総還元性向を 115.4%とすると発表。会社側は、手元流動性を圧縮するためとしているが、同社の株主価値向上に対する姿勢は改めて好印象であり、今後の動向にも着目している。

（図表 6）国内受注ソフトウェアの売上高

（単位：兆円、%）



（出所）特定サービス産業動態統計調査より、いちよし経済研究所作成

インターネット(BtoC)：業績下押し要因は一巡、新年度は業績改善を見込む

EC、メディア共に総じて低調も意外感無し

BtoC インターネット企業の1-3月決算は、業績面は意外感に乏しい内容であったと考える。ECは外出需要の回復が逆風となり、店舗に比べて低成長に留まったほか、メディアに関しても、ネットワーク広告の市況は底打ちしたものの、その後の回復は限定的であった。いずれも前年からの延長線であり、意外感はない。

外部環境悪化の影響は一巡、新年度は業績改善へ

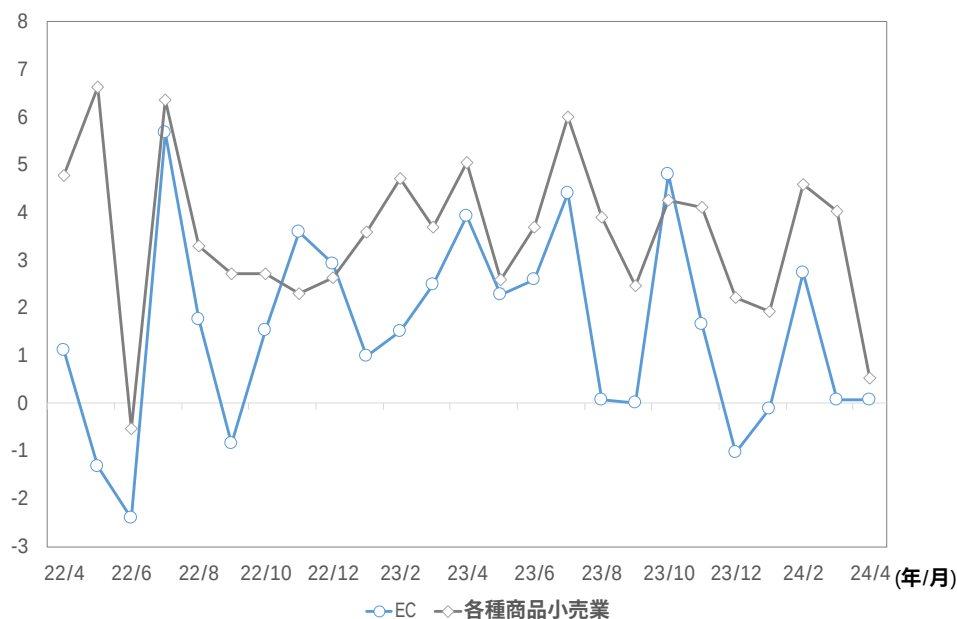
23年度は巣籠り需要の反動や円安、広告市況の低迷など、外部環境悪化の影響が厳しく、多くのBtoCインターネット企業の業績モメンタムが鈍化した一年であった。ただ、これらの要因は概ね一巡したことから、新年度は利益成長を見込む企業が大半となっている。新サービスの開発や事業集約など、業績苦戦下における収益力強化の成果に注目したい。

事業集約により業績安定と収益性向上が見込めるBEENOSに着目

個別銘柄ではBEENOS(3328)に着目する。主力サービスBuyeeは国内ECサイトの海外販売を支援しており、フィギュアやゲームなどコンテンツ関連商品を中心に流通総額の拡大、リピートユーザーの積み上げが続いている。インキュベーション事業における投資方針の変更や収益性の低いバリューサイクルの譲渡により、目先は減収減益が続く見通しだが、事業の集約により25.9期以降は業績の安定性と収益性の向上が見込めよう。

(図表7) EC及び各種商品小売業の前年同期比伸び率の推移

(単位：%)



(注) 各種商品小売業は百貨店、スーパー、ショッピングセンター等を含む

(出所) JCB 消費 NOW より、いちよし経済研究所作成

外食：客単価の上昇と客数の増加傾向は続く

人流回復が明確に

人流回復が明確となってきた。日本フードサービス協会発表の外食産業市場動向調査によると、23年3月の外食全体の売上高は前年同月比111.2%、コロナ前（19年）比113.5%となっている。

2、3月決算上位13社のうち、10社がコロナ前水準を超えた

外食時価総額上位20社のうち、12月決算の日本マクドナルドホールディングス（2702）、すかいらーくホールディングス（3197）、9月決算のFOOD & LIFE COMPANIES（3563）などを除く2月、3月決算の企業13社のうち、10社が23年度（24.2期および24.3期）営業利益でコロナ前水準を超えた（コロナ前比94%増）。コロナ禍で不採算店舗を閉店したことや客単価の上昇による原価率の抑制、DXの活用による人件費比率の改善などが主な理由である。

大手20社の営業利益合計はコロナ前比14%増加する見通し

今年度（24年度）は吉野家ホールディングス（9861）、松屋フーズホールディングス（9887）は営業減益見通しを発表したが、牛井以外でも回転し、海外展開を進めているゼンショーホールディングス（7550）は過去最高営業利益更新を計画している。13社の営業利益合計は前年度比14%増を見込んでいる。

（図表8）外食時価総額上位20社のうち2月、3月決算の営業利益の推移

（単位：百万円）

社名	コード	決算期	コロナ前18年度 営業利益	23年度 営業利益	24年度 営業利益予想
ゼンショーホールディングス	7550	3月決算	18,834	53,707	62,500
トリドールホールディングス	3397	3月決算	2,302	11,647	14,100
クリエイト・レストランツ・ホールディングス	3387	2月決算	3,975	7,075	9,300
吉野家ホールディングス	9861	2月決算	104	7,973	7,000
壱番屋	7630	2月決算	4,442	4,715	5,200
コロワイド	7616	3月決算	4,082	8,712	11,005
王将フードサービス	9936	3月決算	6,924	10,286	11,196
アトム	7412	3月決算	1,599	-65	1,183
コメダホールディングス	3543	2月決算	7,568	8,717	9,350
ハイデイ日高	7611	2月決算	4,729	4,637	5,200
松屋フーズホールディングス	9887	3月決算	3,884	5,322	3,000
モスフードサービス	8153	3月決算	517	4,185	4,250
ドトール・日レスホールディングス	3087	2月決算	10,143	7,322	9,679
合計			69,103	134,233	152,963

（注）コロワイドの23年度、24年度営業利益は事業利益を記載

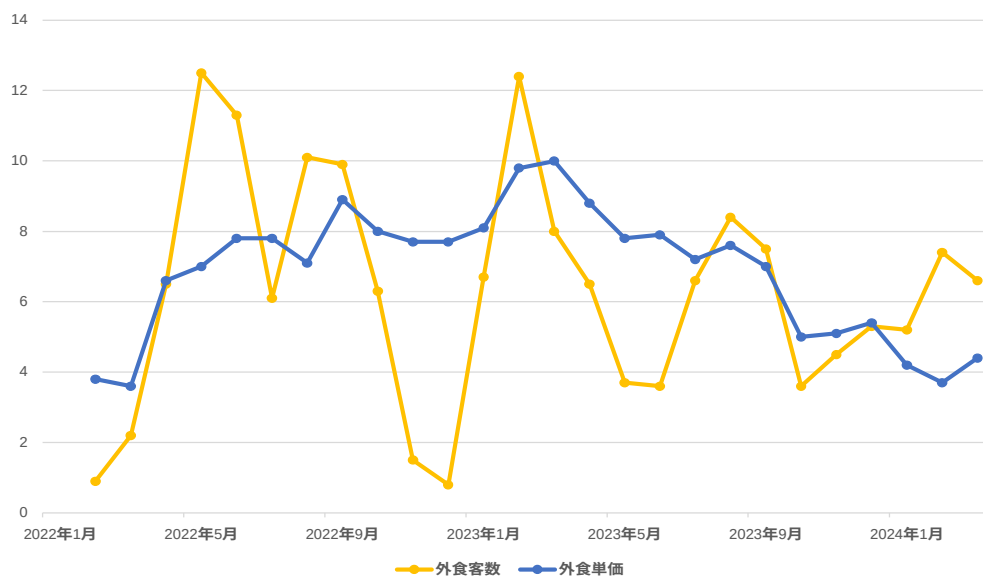
（出所）各社公表資料。予想も各社公表資料。

22年に続き23年、24年1-3月も値上げを実施する企業が多かった。多くの企業は客数減少とはならず、客単価上昇、客数増が続いている。

値上げをしても客数が
落ちなかった理由

食品メーカーの一部は値段を上げると売上点数が減少した商品がみられる。一方、外食は値上げをしても客数が落ちなかった理由は複数ある。(1) コロナ禍を経て非現金決済比率が上昇し、値段に関しての寛容度が上昇したこと(例:券売機の場合、1,000円以上の商品だと1,000円札に小銭、もしくは1,000円札を追加しなければならないが、QRコード決済だとこのわずらわしさがない)、(2) 外食の宅配サービスの認知度が上がり、価格に関しての寛容度が広がった、(3) 外食だけでなく、食品やその他サービス価格も上昇していること、(4) インバウンドの消費単価が全体の単価を押し上げるまでの影響があること、(5) コロナ禍を経てライブ感の強い業態(オープンキッチンを採用している丸亀製麺やラーメンチェーンなど)の価値が見直されたこと、などである。

(図表9) 外食の客単価、客数の推移(前年同月比伸び率)



(出所) 日本フードサービス協会。24年3月まで

24年4月もゼンショーホールディングスが展開している「すき家」、松屋フーズホールディングスが展開している「松屋」などが値上げを実施。均一居酒屋「鳥貴族」を展開しているエターナルホスピタリティグループ(3193、旧鳥貴族HD)も5月から360円(税込)から370円(同)に値上げしている。今後も人件費を中心にコストアップは続くとみている。価格改定は続くとみているが、その中でもカテゴリートップでプライスリーダー企業に注目している(ゼンショーホールディングス、壺番屋(7630)、トリドールホールディングス(3397)、王将フードサービス(9936)、コメダホールディングス(3543))。

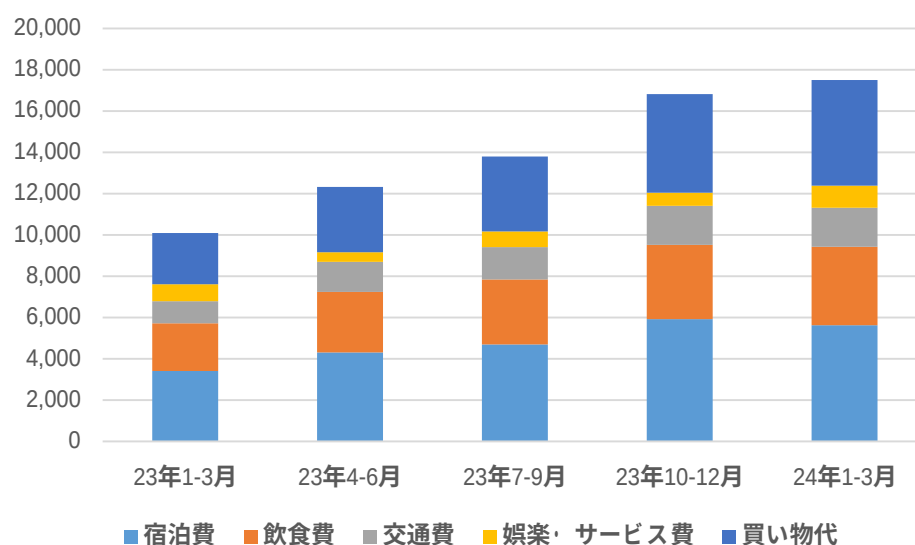
レジャー・サービス：インバウンドの取り込みと販売単価政策に注目

インバウンド消費金額の増加

インバウンドが好調に推移している。24年1-3月のインバウンド消費金額は1兆7,505億円と前年同期比73.3%増加した。コロナ前の19年1-3月比でも52.0%の増加となる。24年1-3月の消費金額の内訳は宿泊費が5,619億円（19年1-3月は3,290億円）、買い物代は5,114億円（同4,135億円）、飲食費が3,802億円（同2,503億円）となっており、コロナ前に比べて宿泊費への支出のウェイトが高まっている（28.6%→32.1%）。

（図表10） インバウンドの四半期ごとの訪日外国人消費動向

（単位：億円）



（出所）日本政府観光局

ビジネスホテルは客室稼働率、客室単価とも上昇傾向が続く

ビジネスホテル（宿泊特化型ホテル）は、人流の回復、インバウンド効果などもあり、客室稼働率、客室単価とも上昇傾向が続いている。ホテル事業のセグメント利益が多かったロイヤルホールディングス（8179）、子会社にABホテルを持つ東祥（8920）などは、23年度に続き24年度もホテル事業の利益貢献が期待できる。グリーنز（6547）も客室稼働率（ADR）の上昇が続くとみている。また、客室単価8万円前後のホテルを運営しているテイクアンドギヴ・ニーズ（4331）の「トランクホテルシリーズ」は外国人比率が9割、旅行会社などを通さない、自社HPからの直接予約が8割弱となっており、収益性は高いとみられる。今後、プライダル事業は微減していくとみられるが、ホテル事業が成長ドライバーとなっていくと予想している。

学習塾：少子化への処方箋として LTV 向上に取り組む企業が増加

学習塾業界の構造的な
厳しさが残るが、足下改
善の動きあり

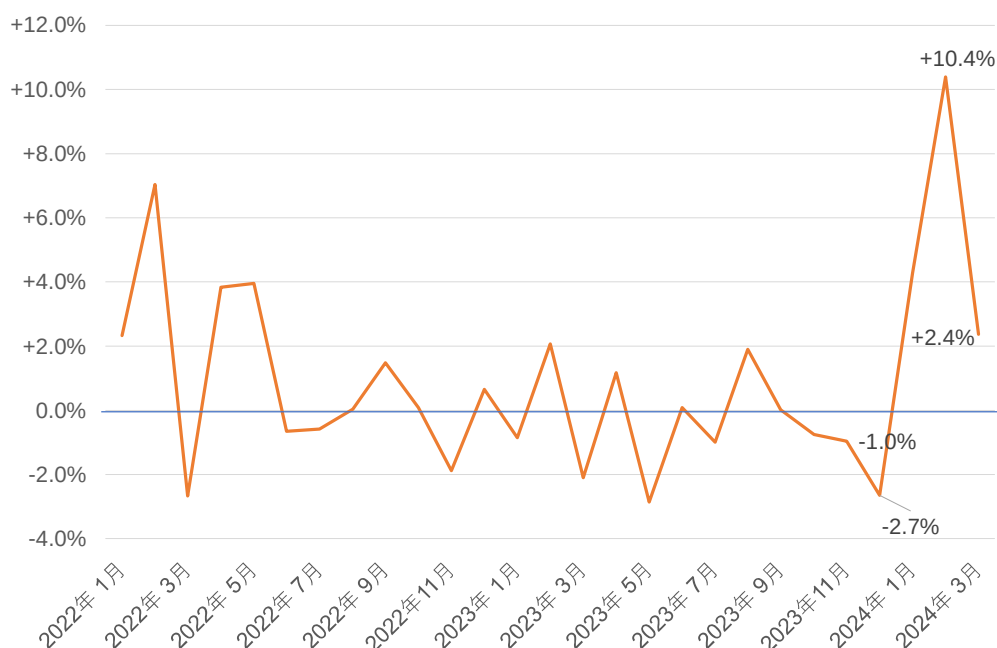
学習塾業界は、外部環境の変化から厳しい経営下にあるが、学期末から新学期に入って、やや明るさが出てきているようだ（下図参照）。ただし、優勝劣敗の 2 極化の流れがあるとみられ、集団指導型で難関校受験に強みを持つ早稲田アカデミー（4718）、ステップ（9795）、学究社（9769）は 1-3 月期に増収増益となったほか、補習型で個別指導「森塾」を運営するスプリックス（7030）も新規教室開設による拠点数の拡大や広告宣伝費削減によって、増収増益を確保した。2 月決算企業の 12-2 月期では、明光ネットワークジャパン（4668）が、個別指導塾の明光義塾の直営化と活性化策の奏功により、増収増益に転じた。東京個別指導学院（4745）は大学受験の一般離れの影響が残り、減益傾向が続いた。

顧客単価上昇と通塾期
間延長が少子化に対す
る勝ち筋となるか？

短期的な業績は、24 年夏期講習期が在籍生の上積み期となるため、回復が持続するか見極めるタイミングとなる。賃上げによる人件費の増加、教室間の在籍者数の充足度のバラつきや老朽化対応のため、改装や移転投資も増えており、利益率が上昇しにくい構造となりつつある。少子化への処方箋として、顧客満足度向上施策によって、顧客単価引き上げや託児から大学受験までサービス提供期間延長で LTV（顧客生涯価値）引上げに取り組む企業が増えている。そのための施策として、企業間連携や M&A が目立つ。

（図表11） 学習塾業界の売上高の伸び率推移

（単位：％）



（出所）特定サービス産業動態統計よりいちよし経済研究所作成

公営ギャンブル：賃金上昇、株高、定額減税が追い風に

ネット環境の整備が市場環境を変えてきた

公営ギャンブル市場は、ネット投票の普及で拡大傾向が続いている。特に、競輪は投票システムの民間開放による複数の IT 系企業の参入及び販促策の奏功で活性化している。足下、ネット投票は 20% 超の成長と伸びが加速している。ネット投票は、本場や場外売場に行かずとも、投票できる利便性、専門的な情報の無料アクセスや購入額に準じたポイントが提供されるなど環境面の整備がなされたことが背景にあり、既存参加者の活性化に加えて、新規参加者が増えている。

賃金上昇、株高、定額減税は追い風となる

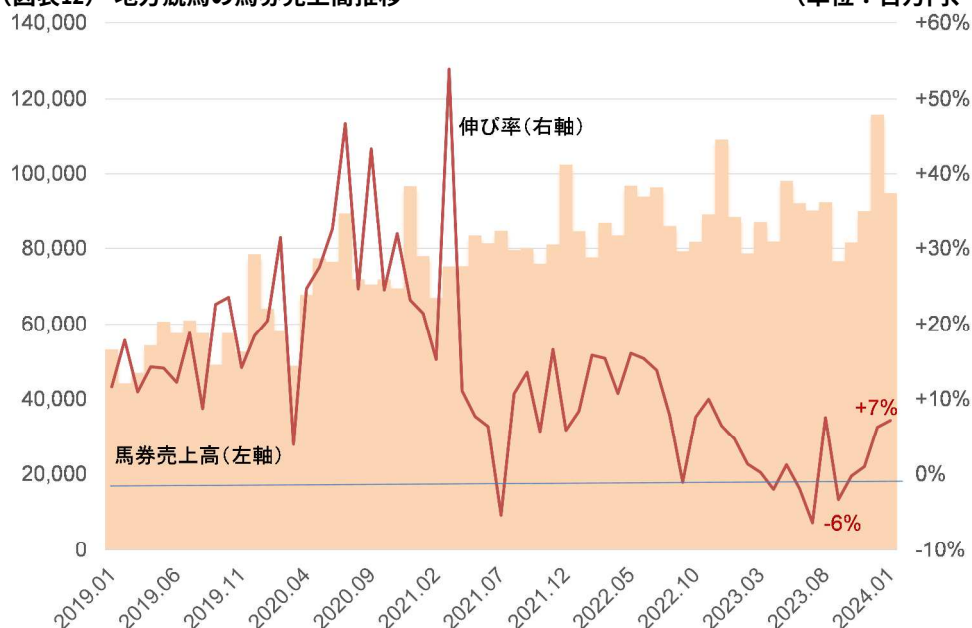
パチンコやパチスロは、ネット参加が法的に認められず、公営ギャンブルのネット投票普及に追随できずに長らく低迷も、出玉やコインを廃するスマスロやスマパチの導入や人気機種が登場でパチンコホール売上高も回復している。コロナ禍後の外出機会増加、株高、賃金上昇が追い風となっている側面があると推察され、賃金上昇力や定額減税もあり、公営ギャンブルやパチンコ・スロットともに、プラスに働く余地があろう。

東京都競馬は、先行投資で減益計画も、大型イベント次第で上積みも

地方競馬は、2024 年はダート 3 冠競走クラシック化イベントが予定され、4 月に 1 冠目の羽田杯は前年度比 45% 増収を記録した。地方競馬のネット投票システム「SPAT4」を管理する東京都競馬（9672）は、24.12 期 1Q（1-3 月）は費用増により営業微減益だったが、2Q（4-6 月）以降、保有する大井競馬場の馬券販売額の収益モメンタム上昇もあり、増益転換を予想する。

(図表12) 地方競馬の馬券売上高推移

(単位：百万円、%)



(出所) 地方競馬全国協会よりいちよし経済研究所作成

医療・介護系 IT サービス：在宅分野はモバイルサービスの普及とともに淘汰始まる

制度変更に伴う IT 化や DX 化が促進される環境が醸成へ

24 年は、医療、介護、障害福祉サービスの法令及び報酬の同時改定の年となる。改定内容が複雑で、かつ一部サービスでは報酬点数が 24 年 4 月になるなど、これまでの改定年度以上に混乱が生じた。さらに、政府の各種 DX 戦略、23 年度からの電子帳簿保存法の義務化、インボイス対応もあり、紙ベースでの事務作業が難しくなってきた。

在宅分野はモバイルサービスの普及とともに事業者の淘汰も始まる

医療機関は電子カルテの普及など DX 化に向けた動きが進んでいる。在宅医療、介護、障害福祉分野は遅れているものの、モバイル環境での利用が前提のためにクラウドサービスとの親和性が高く、普及拡大に対する動きが加速している。ただし、制度や報酬改定実施の度にシステム開発の負荷が高まっており、通信系企業や大手 SIer 系企業が介護システム事業の撤退を表明するなどシステム事業者の淘汰も始まり始めている。このような事業者の撤退は、既存のクラウドプレーヤーへの切り替えの動きも確認できしており、今後の追い風にもなろう。

クラウドプレーヤーの業績は好調が続く

介護系や看護系クラウドは、エス・エム・エス (2175)、カナミックネットワーク (3939) に加え、訪問看護専門の eWeLL (5038) が強い。利用料が月払い (eWeLL のみ利用回数に応じた従量課金) のため、利用企業の積み上がりとともに拡大している。1-3 月期のクラウド関連事業の伸び率は、前年同期比 20% 超 (カナミックのみ特殊要因で同 7% 増収) を記録し、好調な推移が続いた。eWeLL は、24.12 期 1Q (1-3 月) こそ、一部収益の期ずれや先行投資で増益率鈍化も、4 月に導入した AI 看護計画が、1 か月弱で 1 万回利用されるなど初動が予想以上に順調であり、課金を開始する 4Q (10-12 月) 以降の顧客単価上昇に寄与する可能性が高まりつつある。

見守り機能が、施設系介護の救世主的な存在になりつつある

介護付き有料老人ホーム事業など施設系介護では、生産性改善のためのシステムやロボット導入が増えており、先行導入の企業の生産性が高まっている。主に関西圏と首都圏の高級住宅地で介護付き有料老人ホームを運営するチャーム・ケア・コーポレーション (6062) は、エコナビスタ (5585) が提供する見守りシステム「ライフリズムナビ」の導入や配膳ロボットを全ホームの 54% に導入、残業時間削減や夜勤帯の訪室巡回の削減に繋げて、24.6 期 3Q (1-3 月) は前年同期比 69% の部門増益となった。24 年の介護報酬改定により生産性改善加算が新設されたことで運用コスト低減に加え、「ライフリズムナビ」が新規利用者の入居動機になるケースもあり、25.6 期以降の業績拡大に貢献しよう。

半導体製造装置・部材関連：製造装置関連に対し材料優位の印象

回復タイミング待ちの
局面に入った

24 年 1-3 月の半導体関連企業の決算では、23 年 10-12 月に見られた底入れの動きを確認する流れだった。材料メーカーだけでなく製造装置関連パーツメーカーでも顧客の在庫調整が進んだとコメントする企業が多く、いよいよ回復タイミング待ちの局面に入ったと考えられる。一方、特に製造装置関連メーカーでは本格回復を 24 年秋以降とみる企業が多く、現状では 24 年 4-9 月での受注大幅回復は難しい可能性がある。材料メーカーでは、DRAM 関連を中心に需要回復を見せる企業がある一方で、25.3 期計画をかなり慎重に提示する企業も散見され、これが実態を表しているのか、単に保守的なのかを見極めていく必要があるだろう。

生成 AI・HBM 関連の受注
再拡大は夏以降か

23 年以降にテーマとなった生成 AI・HBM（超高速メモリ）関連では、TOWA（6315）や日本マイクロニクス（6871）のように 23 年中に受注が急拡大した企業も多い。ただし 24 年 4 月以降は受注が端境期になるとの見方を示しており、再拡大は同夏以降としている。生成 AI・HBM は現状品薄状態が続いており、生成 AI ツール市場が中期的に大きく成長するとのシナリオに狂いなければ、各社の想定通り需要は再拡大に向かうと考えられる。一方、これら関連企業の株価は期待も多く含んでいることから、短期的な受注動向が株価にどのような影響を及ぼすかには留意していく必要があるだろう。

北川精機に注目

生成 AI のテーマとは異なるが、活況を呈しつつある半導体後工程に関連し、北川精機（6327）に注目している。同社は半導体パッケージやプリント基板、あるいはこれらのコアとなる銅張積層板（CCL）のプレス機を製造する企業で、ハイエンドでは独占に近い寡占ポジションにある。先端パッケージングや、地政学リスクを意識した台湾メーカーの東南アジアでの設備投資に関連した引き合いは確実に強まっていると推測され、24.6 期決算発表時の下期（1-6 月）の受注水準に注目している。

生成 AI 関連材料・装置業界：最先端の HBM 向けなどで高成長が期待される

エッジ AI の普及もあり
生成 AI 関連材料・装置
は伸長

マイクロソフト（米）やアマゾン（米）などビッグ・テック企業のデータセンター投資拡大のほか、スマホ・PC など端末自体に AI 処理用半導体を搭載する「エッジ AI」の普及が始まったことなどから、生成 AI 用機器・半導体で使用する材料・装置の需要が急増している。2024 年 1-3 月期の決算でも、様々な日系企業においてこれら材料・装置の伸長が確認された。

第一工業製薬では先端
基板材料が急増

例えば「Chat GPT」などの生成 AI サービスにおいて実際の演算処理を行う生成 AI 用サーバーに関連して、第一工業製薬（4461）が生産する先端基板材料（光硬化樹脂材料）の販売が急増している。第一工業製薬の当該部門（機能材料部門）の営業利益は 24.3 期上期（4-9 月）には赤字だったが、4Q（1-3 月）には 8 億円の黒字まで急拡大した。新年度に関して会社側は固定費増などから保守的な見方をしているが、上ぶれ余地が大きい。

四国化成 HD、長瀬産業、
北興化学工業でも生成
AI 材料が伸びている

四国化成ホールディングス（4099）が生産するサーバー基板向けの密着性向上材料「GliCAP」については、24.12 期 1Q（1-3 月）から顧客の量産に合わせた出荷が始まったことで売上が急増した。今年度中に生成 AI 用半導体（GPU）向けの出荷が始まる可能性もある。化学品商社である長瀬産業（8012）の子会社が生産するエポキシ系液状封止樹脂も、生成 AI 用半導体向けに 24.3 期から本格出荷が始まった模様である。北興化学工業（4992）でも従来のレジスト材料に加え、生成 AI 用半導体向け材料の販売が 24.11 期 1Q（12-2 月）から急増している。

今後は GPU 用高速メモ
リ「HBM」分野に注目

今後注目されるのが GPU で使用される高速メモリ「HBM」分野である。世界のメモリ大手がしのぎを削って技術開発を進めており、2024 年春から最新の「HBM3E」の供給が始まっている。HBM はその内部において 10 枚程度のチップを積層した 3 次元構造をとっており、チップ同士を接着するために専用の樹脂やフィルムが使用される。

リンテックでは HBM 用
装置の出荷が始まって
おり、新年度も高成長の
見通し

リンテック（7966）は粘接着技術をベースに半導体テープ・装置を供給しているが、足元では HBM 用装置（チップ接着用フィルムの貼付装置）の出荷が始まっており、24.3 期 4Q（1-3 月）にはその他の半導体材料などを含む当該部門（電子・光学関連セグメント）の営業利益が前年同期比 4 倍強の 40 億円に拡大した。25.3 期以降も HBM 用装置を中心に業績の高成長が見込まれる。

半導体検査治具：需要回復が鮮明、半導体検査の重要性は中期的にも高まる

半導体検査治具 3 社の業績は回復見通し

半導体検査治具をてがけるエンプラス（6961）、山一電機（6941）、ヨコオ（6800）の 3 社の業績が回復見通しにある（図表 13）。24.3 期は顧客企業の在庫調整などから大きく業績を悪化させたが、25.3 期は急回復に向かう見通しである。エンプラスではサーバー搭載半導体向けのバーンインソケット、山一電機ではスマートフォン搭載アプリケーションプロセッサ向けテストソケットの回復が見込まれる。

ヨコオは技術力を武器に超極細部品を製造

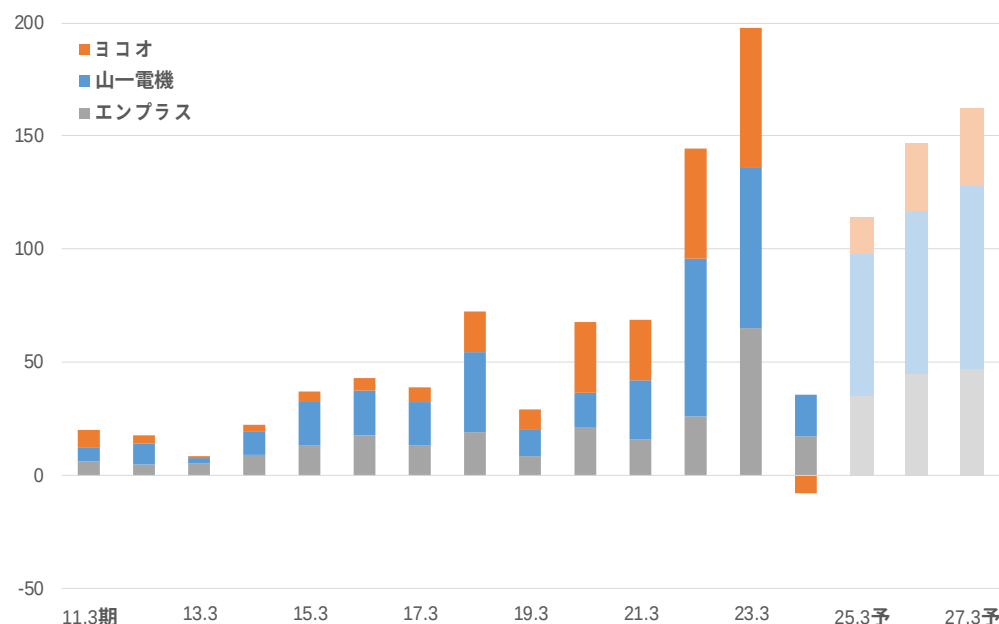
なかでも当研究所ではヨコオに着目している。23.3 期までの 10 年間で、同社の CTC 事業の売上高は 4.2 倍になった。代表的な製品は、超極細コンタクトプローブ（半導体に接触して検査する一番先端のピン上部品、最も細い製品で直径 0.015 mm）だが、微細精密加工技術に加え、製造プロセス技術や高周波技術などが活かされている。

中長期的にも利益拡大を牽引する計画

25.3 期は CTC 事業を中心に業績回復の見通し。5 月 14 日に会社側から中期経営計画が発表されたが、CTC の営業利益は 27.3 期 51.0 億円、29.3 期 66.5 億円と利益拡大を牽引する計画である。中長期的な半導体需要拡大や高度化を背景として、旺盛な開発依頼は継続している模様である。

（図表13） 半導体検査治具 3 社の半導体事業営業利益の推移

（単位：億円）



（注）各社の半導体事業は、エンプラスが Semiconductor 事業、山一電機が TS 事業、ヨコオが CTC 事業
（出所）各社決算資料、予想はいちよし経済研究所

建設機械関連：良好な事業環境の継続に加え、省人化ニーズの高まりは追い風

24.3 期は全体として良好な内容の決算

建設機械関連メーカーの24.3期の業績は、国内及び米国を中心に建設需要が堅調であったことを受け、全体として良好な内容であった。例えば、建機向け油圧フィルターで世界トップシェアを誇るヤマシンフィルタ（6240）の営業利益は前期比14.3%増の14億円となり、建機向け解体用アタッチメント大手のオカダアイヨン（6294）は同38%増の27億円。エンジンコンプレッサや高所作業車において国内トップメーカーの北越工業（6364）は同28%増の61億円で、鉄筋結束機が近年の収益ドライバーとなっているマックス（6454）は同27%増の126億円となった。

国内外における建設需要の高まりにより、良好な事業環境が続こう

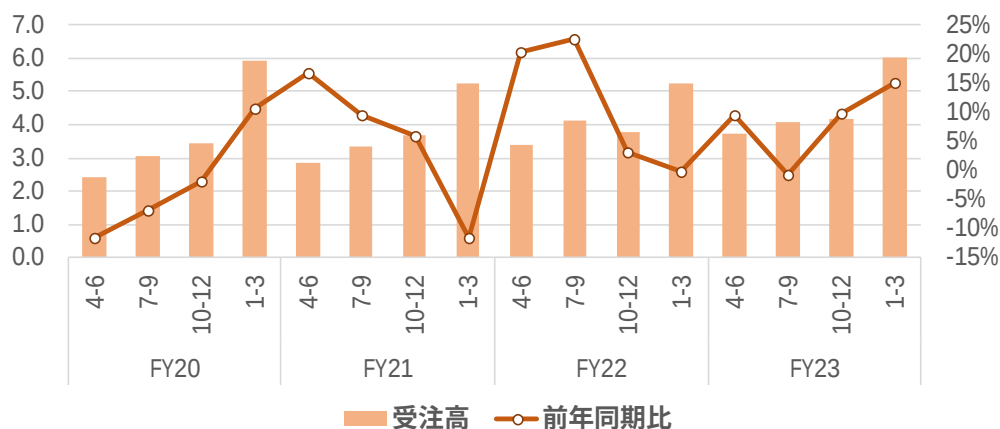
今後の見通しとしては、国内外における建設需要の高まりが期待され、事業環境の好調は継続するとみる。国内においては建設工事受注総額が増加傾向（図表14）であり、米国においては2021年にインフラ投資法が成立して以降、建築需要の増加基調が続いており、継続が期待される。欧州や中国においては低迷していたが底打ちの兆しが出てきている。

国内における「2024年問題」や世界的な人件費上昇に伴う、建設現場の省人化ニーズの拡大は追い風となる

また、国内における「2024年問題」により、建設業では作業員の労務管理の厳粛化に伴う、工事量の低下が予想され、省人化への対応がより急務となろう。海外においても人件費の高騰などから、現場の省人化ニーズは高まるとみる。その中で当研究所ではマックスに注目する。同社の主力製品である鉄筋結束機は従来、鉄筋工が手作業で行っていた作業を短縮化（40%程度）できるメリットがあり、普及余地も大きい。また新年度から鉄筋結束機の新製品の本格的な拡販効果にも期待する。

（図表14）建設工事受注総額推移（国内大手50社）

（単位：兆円、%）



（出所）国土交通省の建設工事受注動態統計調査より、いちよし経済研究所作成

戸建：企業収益は二極化が進む

2024 年度も市場環境の改善は限定的

2024 年 4 月から建設業界にも労働時間規制の適用が始まり、建設作業員の不足感は一段と強まっている。このため、すでに高騰している建築費の上昇が沈静化する兆しはなく、大規模ビルよりも戸建住宅、パワービルダーよりも地域限定タイプの建売業者と、スケールメリットを発揮しにくい領域ほど建築コスト高の影響を受けやすくなっている。加えて、マンション・住宅市場では建築費の上昇を要因とする物件価格の上昇に対して、一次取得者の価格目線の修正が追い付いておらず、販売ペースの鈍化により在庫物件が増加、長期在庫物件の値引き販売による開発業者の採算悪化が 2023 年度に広がったが、2024 年度も市場環境に改善の兆しは限定的にとどまろう。

企業収益は二極化

企業収益については二極化の加速が予想される。実需層の一次取得者以外の投資家、特に海外の顧客層の需要を取り込める都心部のマンションや観光地のホテルの開発を手掛けるデベロッパーは堅調な収益が期待される。また、セクター全体に在庫調整を余儀なくされた戸建住宅業界では、依然として在庫調整に終始する企業と、在庫回転の早い企業から調整を脱して再成長ステージを迎える企業との差が明確になる見通しである。

着目企業

いちよし経済研究所は、物件当たりに投下する建築費が新築よりも小規模で済む中古戸建住宅のトップ企業で、消費税の処理方法の変更や在庫調整による採算性悪化が一巡して粗利益率の底打ちが確認されたカチタス（8919）、直販体制に基づく販売力により在庫水準の適正化にメドがついたオープンハウスグループ（3288）が業界に先行してモメンタムの転換を果たすとみる。さらに、住宅市場の調整にも影響を受けていた住宅ローン保証会社の全国保証（7164）は、金利上昇を受けた住宅金融企業による保有住宅ローン債権の見直しが既存住宅ローン市場の開拓に追い風となるとみる。既存住宅ローン市場の開拓手法はさまざまだが、取得する RMBS（住宅ローン担保証券）の利回りが金利に連動して向上する期待もある。

物流：過熱気味の物流再編の波を、適正に乗りこなせるかに注目

大手同士の再編には慎重な見方

2024 年問題への対応が本格化し、物流業界では再編が加速している。3 月発表の AZ-COM 丸和ホールディングス（9090）の C&F ロジホールディングス（9099）への TOB や、5 月発表のロジスティード（旧日立物流）によるアルプス物流（9055）への TOB により、大手事業者の再編が進んでいるように見える。しかし、当研究所では、2 件の TOB は個社要因で発生した案件であり、今後は大手同士の再編よりも、中小の物流事業者の淘汰が進むものとみている。物流事業者は事業領域が細分化されているため、統合によりシナジー発現が可能であるかは慎重に見極める必要がある。このため、一定の規模を有する物流事業者も、TOB の動向を静観している印象だ。

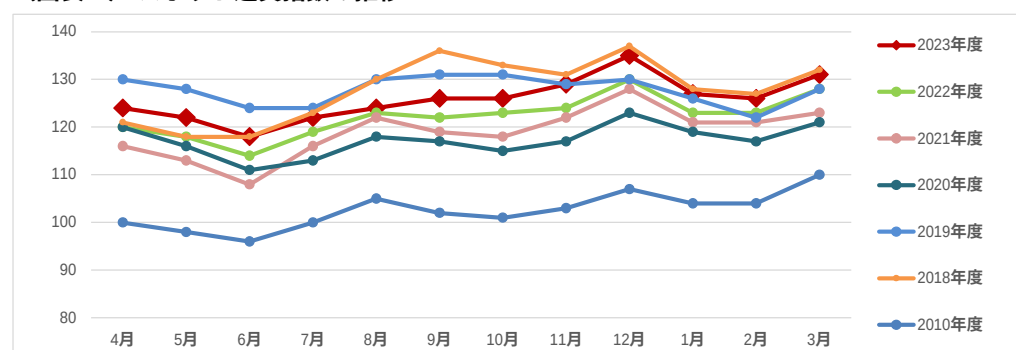
リソース確保に積極的な企業の競争力向上に期待

一方で、ドライバーの労働時間の抑制を受け、リソースが十分でない中小事業者の受注キャパシティは縮小しており、これらを庸車として利用する大手事業者はドライバーの確保を進める必要がある。リソースの確保のための M&A は今後も活発化するだろう。また、22 年後半からの低調な荷動きは 24 年に入ってもあまり好転していないが、中小事業者の撤退や倒産により輸送キャパシティがひっ迫しているため、値上げの波は止まっていないうで、運賃値上げ気運が高まった 2018 年度に届く水準まで高騰している（図表 15）。この機会に M&A で積極的にリソースの充実化を図る企業は、値上げと拡販の双方の効果を得られると考えられる。大手の TOB が注目を集めがちだが、堅実な M&A を実施する企業の競争力向上が期待される。

AZ-COM 丸和 HD は新たな成長ドライバー獲得となるか

なお、AZ-COM 丸和ホールディングスの TOB は、現時点で着落の見通しは立たないが、高成長を維持してきた同社の成長ドライバーの一部に陰りが生じる中で、新たなドライバーの獲得に成功するか、引き続き注視したい。

（図表15） スポット運賃指数の推移



（注） 2010 年 4 月を 100 とする

（出所） 全日本トラック協会「求車求賃情報ネットワーク成約運賃指数」より、いちよし経済研究所作成

『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