

<トピック>

中小型株企業の決算インプレッション（FY24 1Q）

～ 2 四半期連続で 2 桁増益達成、会社側通期予想は前期比 12% 営業増益

2024 年度 1Q（4-6 月、3-5 月、2-4 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 20 業種）。

当研究所が継続調査するユニバース企業の 2024 年度 1Q の営業利益合計は前年同期比 17% 増と、2023 年度 4Q に続き 2 桁増益を達成した（直近 8 四半期の営業利益データが取得可能な 419 社を集計）。業種別には電子デバイス（1Q 営業利益は前年同期比 94% 増）、半導体・FPD（同 24% 増）の改善が顕著であり、消費者サービス（同 33% 増）も引き続き堅調に推移した。

このうち、2 - 3 月決算企業（237 社）の 2024 年度（25.3 期、25.2 期）会社予想は前期比 12% 営業増益である。業種別にみると、前期に減益だった電子デバイス（同 31% 増）、半導体・FPD（同 20% 増）などが大幅増益に転じる見通しである。なお、集計 237 社のうち、Q1 において業績予想を上方修正したのは 22 社（9%）、下方修正は 2 社（1%）だった。電子・電気機器（25% が上方修正）、電子デバイス（同 23%）で上方修正の割合が高い。通期予想を上方修正した企業については、1Q の上振れ分のみでの反映などやや控えめな企業も多く、さらなる上方修正余地を残す。

本レポートの着目銘柄として、Macbee Planet（7095）、グリー（3632）、JBCC ホールディングス（9889）、BEENOS（3328）、東京都競馬（9672）、eWeLL（5038）、JMDC（4483）、日本トリム（6788）、関東電化工業（4047）、山一電機（6941）、日本化学工業（4092）、大崎電気工業（6644）、ダイワボウホールディングス（3107）、平田機工（6258）、川田テクノロジー（3443）、センコーグループホールディングス（9069）など 23 銘柄を挙げる。

目次

2024 年度 1Q の業績動向と通期の見通し.....	3
業界別の動向.....	4
DX 支援（マーケティング支援系・業務支援系）：LTV 関連と SaaS 型業務支援が好調.....	6
メディア・コンテンツ：HR メディア、デジタルコンテンツはいずれも堅調.....	6
ゲーム：新規タイトルのリリースが控える企業が複数.....	7
情報サービス：人材採用と営業活動をバランス良く強化することが肝要.....	8
インターネット(BtoC)：越境 EC が身近なサービスに.....	9
スポーツ用品・アスレジャーファッション：ポジティブな着地.....	10
学習塾サービス：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？.....	11
公営ギャンブル：ややポジティブな着地.....	12
医療・介護系 IT サービス：クラウドプレーヤーの業績は好調が続く.....	13
医療ビッグデータの利活用：JMDC の一人勝ちの様相を呈す.....	14
医療機器・医療系サービス：概ね堅調な推移だが、企業間で差異.....	15
半導体製造装置・部材関連：材料系の強さが顕著、製造装置関連で前倒しが散見された.....	16
半導体検査治具：最先端プロセスで付加価値提供できるメーカーは限られる.....	17
ハイエンドディスプレイ材料：有機 EL シフトが鮮明に.....	18
MLCC 材料：通信機器向けでの回復感が強まっている.....	19
スマートメーター：今年度も第二世代スマートメーターへの端境期とはならず.....	20
国内パソコン：Windows10 サポート終了を睨んだ更新需要が顕在化.....	21
自動車設備関連：中長期的な EV の台頭シナリオは不変.....	22
建設：例年以上に期初の動きは低調、相対的に大型案件のインパクトが拡大する.....	23
物流：荷動きの局所的な活発化を着実に捉える物流事業者に注目.....	24

2024 年度 1Q の業績動向と通期の見通し

1Q は 2 四半期連続 2 桁増益

当研究所が継続調査するユニバース企業の 2024 年度 1Q の営業利益合計は前年同期比 17%増と、2023 年度 4Q に続き 2 桁増益を達成した（直近 8 四半期の営業利益データが取得可能な 419 社を集計、図表 1）。業種別には電子デバイス（1Q 営業利益は前年同期比 94%増）、半導体・FPD（同 24%増）の改善が顕著であり、消費者サービス（同 33%増）も引き続き堅調に推移した。

通期会社予想は前年同期比 12%営業増益

このうち、2 - 3 月決算企業（237 社）の 2024 年度（25.3 期、25.2 期）会社予想は前期比 12%営業増益である。業種別にみると、前期に減益だった電子デバイス（同 31%増）、半導体・FPD（同 20%増）などが大幅増益に転じる見通しである。なお、集計 237 社のうち、Q1 において業績予想を上方修正したのは 22 社（9%）、下方修正は 2 社（1%）だった。電子・電気機器（25%が上方修正）、電子デバイス（同 23%）で上方修正の割合が高い。通期予想を上方修正した企業については、1Q の上振れ分のみでの反映などやや控えめな企業も多く、さらなる上方修正余地を残す。

（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	2023年度				2024年度	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	前年同期比
素材	34	681	612	738	796	804	18%
機械	16	276	277	332	316	312	13%
電子・電気機器	20	384	469	481	510	369	-4%
電子デバイス	18	164	248	242	258	318	94%
半導体・FPD	46	998	949	1,019	1,081	1,233	24%
建設・建設資材	18	379	549	696	797	512	35%
アウトソーシング	19	363	347	385	315	357	-2%
物流・卸売	22	653	576	698	562	696	7%
消費者サービス	42	588	830	671	758	780	33%
小売	7	154	132	70	70	162	6%
消費財	13	250	260	386	186	244	-3%
医薬品・医療機器	9	131	139	130	137	140	7%
ヘルスケアサービス	17	150	136	128	162	137	-9%
デジタルメディア・コンテンツ	58	474	614	274	863	582	23%
デジタルB2B	54	414	559	631	800	468	13%
デジタルB2C	14	54	67	65	53	59	9%
エネルギー・金融・不動産	12	203	167	144	149	226	11%
合計	419	6,317	6,931	7,090	7,816	7,398	
（前年同期比）		-1%	1%	-1%	15%	17%	

（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） 1Q は 4-6 月期、3-5 月期、2-4 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する。ニッチ業種を含む 20 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。

4 - 6 月決算はおおむね堅調に推移したが、企業によって格差が生じているとのコメントが散見された。業績変動要因として、人材投資などの費用増、価格改定、シェア変動、為替影響、M&A 効果などが挙げられている。

着目企業としては、中長期的な視野に立った戦略を持つ企業や、低調な業界の中でも特に業績モメンタムが強い企業などがピックアップされた。

為替や金利動向、世界情勢など外部環境は大きく変化している。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	業務支援系のマージン改善が目立っており、セールスマックスの改善、不採算分野からの撤退等の施策が奏功したとみられる。マーケティング支援系の利益率も改善が続いている	業務支援系ではSaaS型、マーケティング支援ではLTV関連(顧客生涯価値)が高成長しており、この傾向は今後も続くと思われる	M acbee P lanet (7095)
メディア・コンテンツ	全体としては各社とも広告宣伝費を中心にコスト制御の効果があらわれている。売上面では新卒採用企業が増加しているため、新卒系HRメディアが好調である	人口が減少に向かう一方、求人企業は求職者に対し魅力的なオファーを出し続けることになる。その結果、若年層人材の流動化はさらに強まると思われる	学情(2301)
ゲーム	総じて堅調	1) 新規タイトルの開発状況、2) 長期で投資事業を手掛けている、3) ゲーム以外で事業拡大が見込める	グリー(3632)
情報サービス	システム開発需要は堅調継続。人材投資が重荷だが、好調な企業は受注拡大や価格改定等でコストアップを吸収	積極的な人材投資が今後収益に貢献してくるのかに注目	JBCCホールディングス(9889)
インターネット(B toC)	従前の基調に大きな変化はなく意外感無し、メディア企業はやや苦戦	EC関連企業における越境EC対応の強化	BEENOS(3328)

(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
スポーツ用品・アスレジャーファッション	ポジティブな着地	インバウンド需要と関連会社動向	ゴールドウイン(8111)
学習塾サービス	回復感が強まった	顧客単価上昇と通塾期間延長	なし
公営ギャンブル	ややポジティブな着地	SPAT4の成長	東京都競馬(9672)
医療・介護系ITサービス	想定内もポジティブな印象	契約数と顧客単価の動向	eW eLL(5038)
医療ビッグデータの利活用	一時収益の消滅を除くと強さを確認	ビッグデータ増収率	JM DC(4483)
医療機器・医療系サービス	ポジティブな着地	子会社の成長	日本トリム(6788)
半導体製造装置・部材関連	材料の戻りはロジック稼働率回復、メモリはHBM関連需要で想定以上の決算が多くみられた。製造装置関連は一部メーカーでオーダー前倒しとみられる動きが散見された	4-6月に強かったHBM関連需要の継続性	関東電化工業(4047)
半導体検査治具	スマホ用途や生成AI用途が回復	最先端分野における日本企業の存在感高まり	山一電機(6941)、ヨコオ(6800)
ハイエンドディスプレイ材料	想定されていた変化(有機ELの拡大、ミニLED液晶の縮小)が明確に	従来まで有機ELはスマホ向けが中心だったが、タブレットPCやノートPCでの数量成長期待が向上	保土谷化学工業(4112)
MLCC材料	メーカーにより温度差はあったが、回復感が強まってきた	AIEッジスマホやデータセンターなど通信機器向けでの成長期待が向上	日本化学工業(4092)
スマートメーター	現行スマートメーターの調達も想定以上に旺盛	第二世代スマートメーターによる業績貢献	大崎電気工業(6644)、東光高岳(6617)
国内パソコン	Windows10のサポート終了を睨んだ更新需要の顕在化	2025年10月に向けた需要拡大の加速	ダイワボウホールディングス(3107)、MCJ(6670)
自動車設備関連	直近四半期の業績はまだ模様となったが販売面及び受注動向は堅調	中長期的なEVシフトへのシナリオは変わらず、関連設備への投資は進捗するとみる	平田機工(6258)
建設	4月からの労働時間規制の影響に加えて、公共事業の立ち上がりも鈍く、売上げに伸び悩み感がある	大型プロジェクトの動向に注目	川田テクノロジーズ(3443)、TREホールディングス(9247)
物流	引き続き荷動きは低調だが、一部荷動きが活発化する領域が出てきた	局所的に荷動きが活発化する領域を事業機会として捉えられるか	センコーグループホールディングス(9069)

(出所) いちよし経済研究所

DX 支援（マーケティング支援系・業務支援系）：LTV 関連と SaaS 型業務支援が好調

業務支援系のマージン
改善が目立つ

DX 支援 20 社の四半期業績は売上高 2,219 億円（前年同期比 11%増）、営業利益 128 億円（同 59%増）となった。業務支援系 10 社（DX 人材関連等）が各 374 億円（同 19%増）、24 億円（同 48%増）、マーケティング支援系 10 社（広告・PR 関連等）が各 1,845 億円（同 10%増）、103 億円（同 61%増）となった。前回調査（5 月）との比較では業務支援系のマージン改善が目立っており、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奏功したとみられる。マーケティング支援系の利益率も改善が続いている

マーケティング支援系
では LTV 関連が好調

業務支援系では DX 人材提供型 4 社が各 187 億円（同 13%増）0.4 億円（前年同期：0.9 億円の赤字）に留まったのに対し、SaaS プラットフォーム型 6 社は各 186 億円（同 25%増）、24 億円（同 38%増）と順調に伸びた。マーケティング支援系では主流を占めるエージェント等（広告代理店等）の 7 社が各 1,631 億円（各 6%増）、80 億円（同 53%増）と売上は低調ながら、利益面では先行投資の一巡などの効果があらわれている。一方、LTV 関連（顧客生涯価値）3 社は各 195 億円（同 61%増）、18 億円（同 2.2 倍）と好調に推移している。Macbee Planet（7095）の直近業績は一時的要因を除けば売上・利益とも前年同期比 80%超の伸び率を維持している。

メディア・コンテンツ：HR メディア、デジタルコンテンツはいずれも堅調

各社ともコスト制御の
効果があらわれている

メディア・コンテンツ 15 社の四半期業績は売上高 2,517 億円（前年同期比 10%増）、営業利益は 168 億円（同 56%増）となった。HR メディア 8 社が各 535 億円（同 7%増）、103 億円（同 35%増）、デジタルコンテンツ 7 社が各 1,981 億円（同 10%増）、64 億円（同 2.0 倍）といずれも堅調に推移している。HR メディアでは新卒系 3 社が各 46 億円（同 25%増）、13 億円（同 16%増）、新卒系以外 5 社が各 489 億円（同 6%増）、89 億円（同 39%増）となった。デジタルコンテンツではサイバーエージェントのメディア事業（ABEMA）を除けば各 1,571 億円（同 8%増）、61 億円（同 32%増）となった。全体としては各社とも広告宣伝費を中心にコスト制御の効果があらわれている。

学情：エージェント領域
（人材紹介）を強化

当研究所では新卒系 HR メディアの好調については、新卒を中心とする若年層の採用を積極化している企業が増加傾向にあるためとみている。学情（2301）の場合は新卒分野を軸にしながら若年層転職分野の拡張に 20 年近く取り組んでいるなかで、足元では 30 代向け転職領域に参入しながらエージェント領域（人材紹介）を強化しつつある。

ゲーム：新規タイトルのリリースが控える企業が複数

国内ゲーム銘柄の決算
は総じて堅調

国内ゲーム銘柄の 25.3 期 4-6 月決算は、総じて堅調な印象の銘柄が多かった。主流となっている動きは、1) 既存の不採算タイトルからの撤退、2) 新規開発タイトルの絞り込み、を中心とした収益性の改善である。いち早くその動きを進めたドリコム (3793) や、グリー (3632) などが比較的堅調であった。また前年同期に複数の新規タイトルのリリースをしたものの早期に撤退した MIXI (2121) は前年同期比で増益となった。

投資事業で短期的に大
きく業績貢献する可
能性がある

スマホゲーム企業では、黎明期 (2010 年代初頭) から参入した企業は、現金比率が高く、投資事業を手掛けている企業も散見される。今回の決算での貢献は軽微であったが 24 年 7 月に上場したタイミー (215A) は、MIXI が 5% 超を保有しており、ほかにもグリーやコロプラ (3668) などで評価益が見込まれ、売却を進めた際には売却益が実現するとみられる。各社の事業規模から考えても、貢献は小さくなく、今後も同種の事例により大きく業績が変動する可能性がある。

複数の注目点に該当す
るグリーに着目

今後の注目点としては 1) 新規タイトルの開発状況、2) 長期で投資事業を手掛けている企業、3) ゲーム以外で事業拡大が見込める企業、が挙げられる。新規タイトルに関しては、ここ数年目立ったタイトルが少なかったものの、足元で開発が進捗している企業が散見され、リリース時期も含め考慮しておく必要がある。当面予定されているタイトルとしては、ディー・エヌ・エーの「Pokemon Trading Card Game Pocket」が 24 年 10 月 30 日に、グリーの「魔法少女まどか マギカ Magia Exedra」が 24 年中、ガンホーの「ディズニーピクセル RPG」が 24 年中のリリースを予定している。投資事業では、MIXI やグリー、コロプラ、アカツキ (3932) 等が該当する。総合して、複数の注目点に該当するグリーに当研究所では注目している。

情報サービス：人材採用と営業活動をバランス良く強化することが肝要

国内ソフトウェア売上
高は堅調に増加

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4～6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2兆4,843億円（前年同期比6.0%増）と堅調に推移した（図表4）。企業のIT投資意欲は引き続き強い様子。IT人材不足が律速条件となっている側面は否めないが、概ね巡航速度での成長とみられる。

人材採用と営業活動の
双方の強化が重要

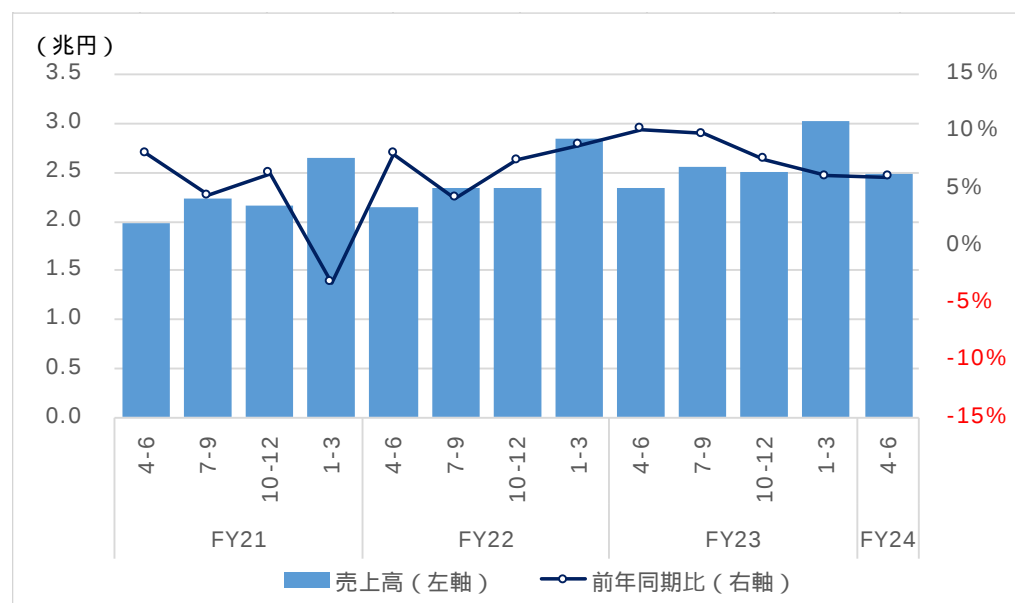
4～6月決算は各社各様だったが、共通して人材投資（採用拡大や処遇改善等）に伴う費用の増加がみられた。人員を拡充しても稼働率が低調だった企業は想定外の低い業績進捗となった。一方、受注を拡大し価格改定も進めた企業は、人件費の増加を吸収し、想定以上の高い進捗となった。人材と営業活動をバランス良く強化することが肝要との印象だ。

中期的にシステム開発
の生産性向上が見込ま
れるJBCCホールディン
グスに着目

JBCCホールディングス（9889）に着目している。同社は人員を大きく増やしているわけではないが、高付加価値のサービスや生産性の高いシステム開発を提供し、収益性を高めている。25.3期1Q（4～6月）は、システム開発事業において進行中のプロジェクトを精査した結果、追加の費用計上を行うこととなったが、クラウド関連やセキュリティ関連などのサービス事業の拡大等で吸収することができた。今後はシステム開発の生産性向上が見込まれ、中期的な業績拡大が予想される。

（図表4）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)：越境 EC が身近なサービスに

全体では特段の変化はみられず、広告市況の低迷からメディア企業は苦戦が目立つ

EC 関連企業は、堅調ながらインバウンド需要の取り込みが進む店舗に比べて劣勢が続いたほか、メディア関連企業に関してもネットワーク広告の市況低迷により出端を挫かれたケースが多く、BtoC インターネット全体では依然として力強さに欠ける状況と考える。物価高を背景にリユース関連が好調に推移した一方で、旅行関連の苦戦が続くなど、業種別に見ても概ね前年度の基調に変化はみられなかった。

越境 EC が急速に身近なサービスに、EC 関連企業における対応強化が進む

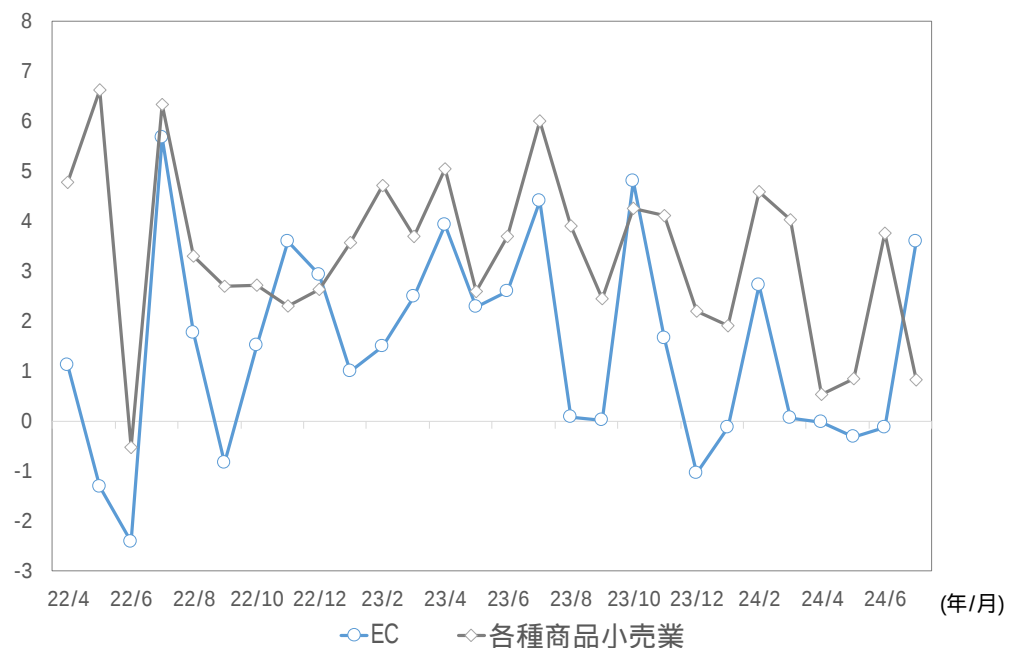
中国発の格安越境 EC「Temu」、「SHEIN」は世界的な利用者数の増加が続いており、日本での存在感も高まっている。こうした流れは国内 EC 企業にとって脅威と捉えられるが、円安や越境 EC に対する消費者心理の改善を背景に海外販売に着手する企業が増加傾向にあることは注目点と考える。BASE(4477)による「海外販売代行 App」のリリースや、メルカリ(4385)の日本版及び米国版の連携など、プラットフォーム企業における越境対応の強化も進んでおり、越境 EC は急速に身近なサービスになりつつあると言える。

BEENOS に着目

個別銘柄では BEENOS(3328)に着目する。主力の 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。事業集約の効果も相まって、25.9 期以降は更なる収益性の向上が見込めよう。

(図表5) 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

スポーツ用品・アスレジャーファッション：ポジティブな着地

アウトドア用品が、停滞も一般競技用やインドアを中心に好調が持続した

4-6月において、スポーツ分野の企業では、キャンプ、釣り、自転車などアウトドア系が3密回避ブームの反動で業績の停滞が続いた反面、バドミントン、野球、サッカー、バレー、バスケット、ランニングなど一般競技用の需要が伸長した。品目別では、消耗品であるアパレルやシューズが好調であった。

釣り具は反転時期を模索する

グローブライド(7990)は、24.3期以来、在庫調整が続いてきたが、25.3期1Q(4-6月)も前年同期比8%減収、同48%営業減益と6四半期連続で減益が続いた。地域別でみると、国内、アジア・オセアニア部門の落ち込みが続いた一方、米国、欧州(ともに12月決算期で1-3月)は増収増益に転じて、底入れした。期初の同社ガイダンスでは、下期(10-3月)に在庫調整完了から反転を想定しているが、業績反転のタイミングを探る展開となりそうだ。

バドミントンは好調を継続する

中高級バドミントン用具の世界大手メーカーのヨネックス(7906)は、25.3期1Q(4-6月)に前年同期比11%増収、同19.6%営業増益と成長が持続した。主なバドミントン販売エリアである中国向け(1-3月)が、ゼロコロナ解除後の感染が拡大した前年同期の発射台の低さはあったが、堅調に推移した。国内もリオープン後の活動活発化で需要は伸長した。2Q(7-9月)以降、中国では堅調な推移が続いているようだが、動向に注視したい。パリ五輪にて、バドミントンメダリスト24人中、同社のサポート選手が21人を占め、今後、ブランド力向上に繋がるかにも着目したい。

値上げに、幅広い分野で需要が拡大した

美津濃(8022)は、25.3期1Q(4-6月)にて、前年同期比6.3%増収、同21.6%営業増益と予想以上の拡大を記録した。22.3期以降の業績の急拡大の反動から成長率の鈍化が懸念されていたが、杞憂であった。値上げの実施、サッカー、バレー、バドミントン、バスケットボール、野球・ソフトボールといった競技用品の需要が増えた。また、新規分野のワーキングウェアも高成長が続いた。2Q(7-9月)以降の成長が持続するか、注目したい。

先行費用増加も、アスレジャーファッションの需要は堅調が続いた

アスレジャーファッション分野では、ゴールドウイン(8111)は、25.3期1Q(4-6月)にて、前年同期比6.3%増収、同18.8%営業減益となった。インバウンド需要が堅調で増収傾向が続いたが、積極的な処遇改善による人件費の増大で減益となった。韓国の関連会社は同社計画以上に好調を継続した。上期の利益計画が費用の期ずれや本社移転関連費の未消化で修正されたが、需要期である秋冬物の販売動向に着目したい。

学習塾サービス：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？

学習塾業界は新学期から夏期講習会の復調傾向が強まってきた

学習塾業界は、新学期に入り、急速に回復感が強まってきた。急速な物価高の環境に加え、学習塾事業者の値上げも相次いだことから、通塾控えが急速に広がった前年度の反動とも推定される。一般受験離れで苦戦した大学受験の予備校や学習塾も、2025 年の共通テスト変更や大学入学定員管理の緩和もあり、回復感が強まっていると推定される。

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？

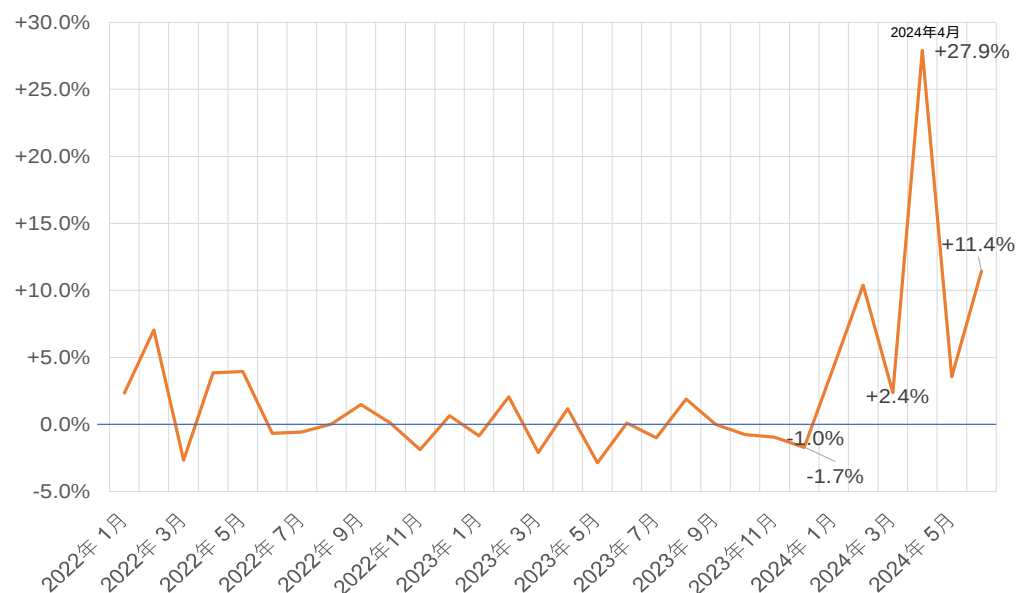
短期的な業績面では、24 年夏期講習期の在籍生の獲得とその後の利用継続に加え、単価上昇が鍵となる。賃上げ、教室間の在籍者数のバラつき是正のための教室統廃合に加え、老朽化対応のため、改装や移転投資も増えている。中長期では、少子化対策のため、コーチング力強化や DX 化など顧客満足度向上施策によって、顧客単価引き上げを図っている。託児から大学受験、リスキリングなど社会人教育対応により、サービス提供期間延長で LTV（顧客生涯価値）引上げに取り組む企業が増えている。

新学期の 4-6 月は損益悪化も、在籍生増加から繁忙期に向け、良好な状況にある

4-6 月期において、東進ハイスクールを運営するナガセ（9733）は、社会人教育案件の収益期ずれで営業赤字拡大も、高校部門、小中学生部門とも在籍生が増加したことから、25.3 期 2Q（7-9 月）以降に業績が拡大へ。早稲田アカデミー（4718）は、賃上げ、大型プロモーション実施、ICT 活用のための投資で営業赤字が拡大したが、夏期講習から受験期の繁忙期に向けた準備が順調に進んだ。

（図表6）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：ややポジティブな着地

各競技とも成長が加速している

公営ギャンブル市場において、2024 年 1 月から 6 月末までの売上高は軒並み成長が加速した。中央競馬（JRA）：前年同期比 4%増収（2023 年 1 月-6 月期は同 4%減収）、地方競馬：同 5%増収（同 0.6%増収）、競輪：同 13%増収（同 5%増収）、競艇：同 4.7%増収（同 4.5%減収）、オートレース：同 5.2%増収（同 1.7%増収）と、各競技とも同ネット投票の普及で拡大傾向が続く。競輪の高成長は、投票システムの民間開放で有力 IT 企業参入及びポイント

競馬は猛暑による季節性が運営にマイナスの側面も生じている

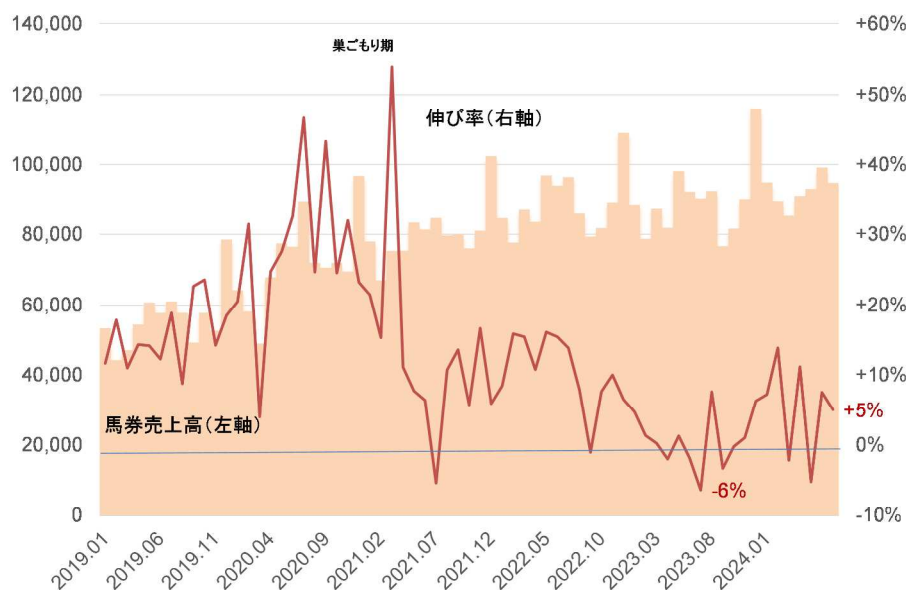
地方競馬は、猛暑で競走馬が体調を崩すケースが増え、夏期出走頭数の減少が定着しつつある。1 レースでの競走馬減少は投票停滞に繋がり、馬券販売成長の足かせとして浮上している。その反動が、秋から春に出走頭数が増え、JRA 重複の土日開催、売上高が多い南関東地区で複数の競馬場の同日開催により内部競争が生じており、開催の分散化が課題となっている。

東京都競馬は、先行投資を吸収し、利益計画が上振れへ

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、JRA の競走馬出走から地方競馬ネット投票システム SPAT4 に新規会員の流入の持続が期待され、成長を後押ししよう。同システム「SPAT4」を管理する東京都競馬（9672）は、24.12 期 2Q（4-6 月）に馬券売上高計画未達も、利益計画が上振れ着地した。3Q（7-9 月）以降、馬券売上前提が低く、24.12 期通期での増益転換を予想する。

（図表7）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：クラウドプレーヤーの業績は好調が続く

医療、介護、障害福祉の DX 化が後押しされる環境が醸成している

2024 年は、医療、介護、障害福祉サービスの法令及び報酬が、同時改定されたが、改定内容の複雑さや一部サービスの施行のずれ込みなどで混乱が生じた。さらに、政府の「医療 DX 令和ビジョン 2030」各種 DX 戦略により、健康保険証のマイナ保険証、電子処方箋、オンライン資格確認システムの導入などの政策が推進され、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

病院は、DX を前提に 2030 年に電子カルテ導入 100%を目標とする政策が推進されている。在宅医療、介護、障害福祉分野の DX 化は遅れているが、モバイル環境が前提のクラウドサービスと親和性が高く、足下、普及が加速している。ただし、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。

業務プロセスの可視化で不正防止にも貢献する

また、最も新規開設が増えている訪問看護ステーションなどでは、請求不正などの事案が増え、サービス提供の記録と請求を可視化する必要性も高まっており、リアルタイムで記録できる電子カルテなどのシステム需要も増える可能性が高い。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ており、今後の追い風にもなる。

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、利用企業の増加と顧客単価の上昇が成長を牽引した。4-6 月期のクラウド関連事業の伸び率は、前年同期比 20%前後を記録し、好調な推移が続いた。

eWeLL は、新サービス導入による顧客単価上昇が焦点となる

eWeLL は、24.12 期 2Q（4-6 月）は、人材採用や研究開発費用の期ずれもあり、前年同期比 30%営業増益と伸長した。2024 年 4 月に導入した AI 看護計画は、7 月時点で全体 3 割の 3 万件利用され、AI 看護報告の上市と同時に同年 10 月の課金開始に向けて、順調な推移であった。

カナミックネットワークは、買収事業の PMI の進捗に着目したい

カナミックネットワークは、24.9 期 3Q（4-6 月）は同 43%営業増益と伸び率が拡大した。前期に介護業界大手のニチイ学館の加入で「カナミッククラウド」のサービス契約件数の拡大に繋げ、契約件数を着実に積み上げている。医療介護クラウドプラットフォーム事業は、月額課金の安定収入のために収益は逡増型だが、前期買収の 2 事業は利益貢献が早まっており、今後の PMI（経営統合作業）の進捗に着目したい。

医療ビッグデータの利活用：JMDC の一人勝ちの様相を呈す

JMDC の一人勝ちの様相を呈す

医療及びヘルスビッグデータの利活用は、4-6 月期において、JMDC(4483) のみが実質的に高成長を持続した。ヘルスビッグデータ事業は、前年同期比 47%増収と M&A 効果もあって、伸び率が加速した。一方で、前年同期の子会社の売却益や役員退職慰労金返戻益計上の反動で、営業減益となった。決算と同時に開示された 25.3 期 2Q (7-9 月) のガイダンスでは、前年同期比 46%増収、同 62%営業増益と高成長が持続する見通しである。

エムスリーとの格差が縮小傾向にある

コロナ禍において製薬会社の DX 化が進んだが、アフターコロナ局面にて、デジタルマーケティング費用対効果を見極める動きが強まっている。医師会員プラットフォームを活用した MR 活動によるデジタル化への取り組みは、当初の期待を満たすほどではなかったとみられ、需要は総じて停滞している。そのため、業界リーダーのエムスリー (2413) では、メディカルプラットフォーム事業が、減収減益基調が続いた。

ヘルスビッグデータ利活用陣営では格差拡大へ

一方、健保など保険者データ、医療機関由来のデータを基盤とするデータの活用では、各種意思決定に活用できるソリューションの提供によって、価値の提供が評価されているとみられる。慢性期から希少疾患への利用が可能となっており、需要の拡大傾向が強く。こうしたビッグデータ活用勢においても、企業間格差が拡大している。

上位サービスへの展開スピードが早い

JMDC と競合するメディカル・データ・ビジョン (3902) は、24.12 期 2Q (4-6 月) は、データ利活用が人的リソース不足から減収となり、新規事業の展開の遅れで営業赤字に転落した。データ利活用の収益力を上げるためには、ビッグデータを分析、解析さらに顧客の需要を把握した上で、コンサルティング、ソリューションに発展させる必要があり、付加価値化の進展が成長力の格差の一因となっている。

目的外使用問題などデータソースに対する需要家の選別が強まる可能性あり

国民健康保険由来のデータ利活用において、ある事業者の目的外利用の報道がなされた。個人情報保護法に基づく管理も含め、ヘルスビッグデータのデータ管理や運用において、需要側となる製薬会社の利用姿勢が厳格化することが想定され、ヘルスビッグデータの 2 次利用については、データソースへの信頼度や信用度が事業展開のスピードにも繋がると予想される。

医療機器・医療系サービス：概ね堅調な推移だが、企業間で差異

概ね堅調な推移が続いたが、企業間で動きに差異が生じた

4-6月において、企業間で状況が異なるが、医療機器や医療系サービスは、アフターコロナで概ね順調な業績推移が続いた。海外展開企業には、円安が追い風となったが、国内展開中心企業には原価高で利益率の圧迫要因となった。業績変動要因として、DX化の進展、営業活動正常化、サプライチェーンリスク、値上げへの対応が指摘できる

歯科用は機器と材料で明暗が分かれた

歯科医療機器や診療材料では、ハンドピースの世界首位メーカーのナカニシ（7716）は、円安やシェア上昇で善戦し、24.12期上期（1-6月）は営業増益を達成したが、世界的な在庫調整が続き、回復時期が2025年以降となる見通しとなった。一方、歯科用診療材料メーカーの松風（7979）は、25.3期1Q（4-6月）の好調から、25.3期上期（4-9月）及び通期業績計画が上方修正された。レジン系材料を供給力拡大で拡販に繋げ、国内では歯科DX化に対応した自社製品が保険収載されたこともあり、需要が拡大した。円安効果も加わり、増益率が拡大した。レジンシフトとDX化の持続が今後の焦点となろう

外科系は症例数の回復が後押しした

吸引器や注入器といった麻酔科向け診療材料メーカーの大研医器（7775）は、手術数の回復、値上げ効果や慢性期や在宅領域へのチャネル拡大で25.3期1Q（4-6月）は前年同期比17%営業増益と順調に立ち上がった。独自の最新製品を欧州市場で展開するために、MDR（欧州医療機器規則）を申請した。現地パートナーの販売に着目したい。整形外科医療機器の日本エム・ディ・エム（7600）は、コロナ禍に滞留していた手術症例が増えており、需要環境は良好であった。円安による原価高、国内償還価格低下が打撃も、サプライチェーンリスクの緩和による製品供給拡大で25.3期1Q（4-6月）に2四半期連続で営業増益を達成した。2Q（7-9月）以降、供給力拡大と新製品効果による営業増益の持続に期待が掛かる。

電解整水器、さい帯血バンクや入院セットなどは順調な成長を継続へ

電解整水器最大企業の日本トリム（6788）は、25.3期は9期ぶりの過去最高営業利益を視野に入れ、25.3期1Q（4-6月）から順調な推移であった。電解整水器拡大、インドネシア子会社の急成長が寄与した。さい帯血バンク子会社ステムセル研究所（7096）も利用率拡大、さい帯血とさい帯の付帯率上昇による単価上昇で成長が続く見通し。2Q（7-9月）以降、ステムセル研究所の支払回数変更などの施策に注目したい。入院セットを展開するエラン（6099）は、24.12期2Q（4-6月）は利用者数拡大、値上げや自社入院着の投入遅れによる費用期ずれから営業増益が継続した。新規契約獲得ペース、新サービスの在宅セットの展開に加え、ベトナム子会社連結とPMI効果に着目したい。

半導体製造装置・部材関連：材料系の強さが顕著、製造装置関連で前倒しが散見された

材料系の強さが顕著、製造装置関連で秋以降の回復を先取り

24 年 4-6 月決算では、材料関連メーカーの需要の強さが確認された。メモリ関連では、東京応化工業（4186）、ステラケミファ（4109）、関東電化工業（4047）などが挙げられる。HBM とメインとする DRAM 需要の強さが背景のケースが多いが、一部国内フラッシュメモリの稼働回復が要因のケースもあった。一方、本格回復は今秋以降と想定されていた製造装置関連パーツ・加工企業では、秋以降の回復を先取りする動きが散見された。具体的にはトーカロ（3433）、CKD（6407）などで、大手製造装置メーカーで HBM 関連需要への対応を急ぐケースと、秋以降の回復に備え部材調達に万全を期す目的が考えられる。

4 - 6 月は HBM 関連需要が想定以上

これとは別に、4-6 月では HBM 関連需要が想定以上に強かった点が挙げられる。日本マイクロニクス（6871）のプロープカード受注は過去最高水準に達し、事前の減少想定に反する結果となった。DRAM トップながら HBM では二番手に位置する韓国メモリメーカーの強い投資意欲が背景にあり、7-9 月以降はこの持続性が注目される。また国内に製造拠点を持つ DRAM メーカーも HBM で巻き返しを図っており、同じくプロープカードメーカーの日本電子材料（6855）などに強い引き合いが生じている。同社は需要の持続性などを見極めるため 25.3 期計画を取り下げているが、7-9 月の動きから下期（10-3 月）見通しを見極めたい。

関東電化工業：半導体関連需要の回復

これまで注目してきた関東電化工業は、4-6 月決算で半導体関連の強い需要回復と、二次電池分野での評価損が想定を下回ることが確認された。半導体関連需要は下期（10-3 月）も回復基調が続くと当経済研究所では想定しており、26.3 期の本格拡大まで想定するならばバリュエーション面で評価不足と考えている。

半導体検査治具：最先端プロセスで付加価値提供できるメーカーは限られる

半導体検査治具 3 社の
業績は回復傾向に

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 社の業績が回復傾向にある（図表 8）。各社の半導体事業の 25.3 期 1Q（4-6 月）実績は、エンプラスが汎用サーバ向けの回復遅れから足踏みとなったが、山一電機やヨコオでは回復が鮮明になった。半導体の最先端プロセスで、付加価値提供できるメーカーは世界的に限られている。

テストソケットが想定
以上、バーンインも伸長

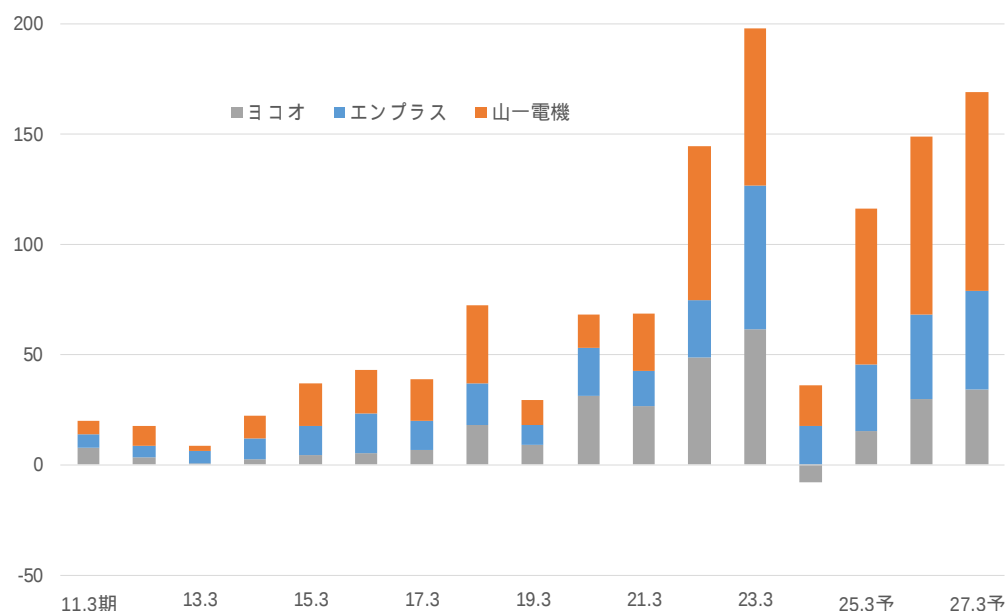
山一電機の 25.3 期 1Q 実績は、四半期ベースでは過去最高だった。スマートフォン向けを中心とするテストソケットが想定以上だったことに加え、DRAM 及び車載用半導体向けのバーンインソケットも大きく伸びた。同 2Q（7-9 月）は同 1Q 比で減収減益見通したが、季節性による影響が強く、悲観的に見るべきものではなく、会社側は同通期予想を上方修正した（8月6日）。

生成 AI 用途と見られる
受注が好調

ヨコオの 25.3 期 1Q 実績は、5 四半期ぶりに営業黒字に転じた。パソコンやスマートフォン向けの回復は鈍いものの、生成 AI 用途と見られる受注が好調のようだ。自動車用アンテナなどに停滞感が出ているものの、同 2Q 以降もテストソケット中心に半導体事業は回復軌道に乗っていこう。

（図表 8）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

ハイエンドディスプレイ材料：有機 EL シフトが鮮明に

2つの方式で方向性の違いがより明確に

2024 年 4-6 月の決算はハイエンドディスプレイの 2 方式について、想定されていた変化がより明確になる内容となった。具体的には 2024 年春発売のアップル（米）のタブレット PC「iPad Pro」での有機 EL 採用などにより有機 EL 材料が大きく伸びた一方、従来まで採用されていた「ミニ LED 液晶ディスプレイ」向け材料については縮小傾向が強まってきた。

保土谷化学工業の有機 EL 材料は大きく伸長

有機 EL 向けに材料を供給する代表的な企業が保土谷化学工業（4112）である。有機 EL は自ら赤・緑・青に発光する素材を使用する点が特徴であり、バックライトの白色光をカラーフィルタで色変換し、特殊なフィルタ（偏光板）で遮ることにより画素ごとの点灯を行う液晶ディスプレイと比べて色再現性や省エネ性能で優れる。保土谷化学工業は技術的な難易度が特に高い青色の発光素材を主に供給している。主要顧客はサムスンディスプレイ（韓）であり、その先にアップル（米）などの IT 機器メーカーがいる。

同社の 1Q の営業利益は前年同期比 8.4 倍に

同社の 25.3 期 1Q（4-6 月）の営業利益は前年同期比 8.4 倍の 28 億円となり、当研究所予想（7 億円）に対しても大幅な上ぶれとなった。これは上述の iPad Pro 向けの材料供給が本格化したほか、2024 年秋発売予定の新型 iPhone（iPhone16）向けの材料供給が始まったこと、また既存グレードについても顧客の在庫積み増しがあり出荷が大きく伸びたことが背景。顧客の在庫積み増し影響は 2Q（7-9 月）以降には剥落する見通しのため、この収益水準が続くわけではないが、トレンドとしては好調な収益が続こう。当研究所では今回の決算を踏まえ、同社の 25.3 期の営業利益予想を 50 億円から 63 億円（前期比 60%増）に増額した。

恵和の業績は全体としては好調だが、ミニ LED 液晶用フィルムはピークアウト

一方、従来まで iPad Pro には液晶ディスプレイの中でもハイエンドな方式、具体的には「ミニ LED バックライト液晶ディスプレイ」が使用されていた。これらミニ LED 液晶向けに材料（特殊フィルム）を供給している企業が恵和（4251）である。恵和の 24.12 期 2Q（4-6 月）の業績も全体としては好調であり、営業利益は前年同期比 2.5 倍の 10.6 億円となり、当研究所予想（8.9 億円）を上回った。その背景としては円安メリットが発生したほか、在庫調整の一巡による出荷の伸びがあったことが挙げられる。ただしミニ LED 液晶向けの特種フィルムについては販売が減少した。恵和では今後、ミニ LED 液晶向けに代わり、スマートグラス向けの特種フィルムを伸ばしていく方針である。

MLCC 材料：通信機器向けの回復感が強まっている

MLCC 材料の回復感が強まっている

苦戦が続いていた電子材料分野、具体的には電子回路の小型チップ部品である MLCC（積層セラミックコンデンサ）に使用される材料において、全体として回復感が強まってきている。ただし 2024 年 4-6 月の決算では、顧客の違いなどによってメーカーごとに温度差がみられた。

堺化学工業の営業利益は前年同期比 71%増に拡大

25.3 期 1Q（4-6 月）の堺化学工業（4078）の営業利益は前年同期比 71%増の 15 億円となった。当研究所予想（13 億円）に対しても上ぶれの着地。主たる増益要因の一つが MLCC 用のチタン酸バリウムや、その原料である高純度炭酸バリウムなどの販売増であり、これら MLCC 向けの売上はほぼ過去最高水準の 31 億円に拡大した。MLCC は通信機器（スマホやサーバーなど）や車載機器（EV・ハイブリッド車や自動運転で多く使用される）向けが主体だが、同社は通信機器向けの販売比率が相対的に高いと考えられ、足元の AI エッジスマホの需要拡大やグローバル IT 大手などのデータセンター投資拡大が背景になっていると考えられる。

当研究所は日本化学工業の業績予想を増額した

日本化学工業（4092）の 25.3 期 1Q（4-6 月）の営業利益は前年同期比 4.8 倍の 16 億円となり、当研究所予想（5 億円）に対しても大幅な上ぶれとなった。一部、原材料の棚卸評価に関わる一過性利益が計上されたほか、全体に製品価格の値上げの影響もあったが、MLCC 材料については堺化学工業と同様に通信機器向けなどが伸長してほぼ過去最高の売上水準となった。またこれら 2 社の MLCC 材料売上は 2Q（7-9 月）以降も堅調に推移するとみられる。当研究所では今回、日本化学工業の 25.3 期の営業利益予想を 29 億円から 43 億円（前期比 90%増）に増額した。

石原産業については顧客の在庫調整の影響がまだ残っている

一方、石原産業（4028）の 25.3 期 1Q（4-6 月）の営業利益は前年同期比 45%減の 17 億円であった。当研究所予想比では酸化チタンなどの販売上ぶれにより超過達成となったが、MLCC 材料について見れば売上が前年割れとなっており、やや厳しい状況にある。同社の顧客である MLCC メーカーは新型コロナウイルス禍において比較的在庫を多く積み上げた模様で、その解消に時間がかかっているとみられる。ただし通信機器向けや車載機器向けに MLCC の需要が盛り上がっていることからすれば、早晚、在庫調整は一巡して再び同社の出荷も上向くと見込まれる。

スマートメーター：今年度も第二世代スマートメーターへの端境期とはならず

現行スマートメーター
の調達は今年度も旺盛

2024 年度も現行（第一世代）スマートメーターの旺盛な調達が続いている。国内首位は大崎電気工業（6644）だが、25.3 期 1Q（4-6 月）スマートメーター売上高は 83.72 億円（前年同期比 0.5%増）と底堅く推移した。第二世代スマートメーターの導入開始を 2025 年度後半に控え、今期は需要減少が見込まれていたが、会社側は 25.3 期通期のスマートメーター売上高予想を 325 億円から 330 億円へ引き上げた。また東光高岳（6617）の計量（スマートメーター）事業の 25.3 期 1Q 売上高は 82.56 億円（同 15.8%増）と好調だった。

第二世代スマートメーターの導入準備は順調

第二世代スマートメーターの導入に向けた準備は順調に進んでいるようだ。第二世代では、「通信機能の拡充」や「電波特性の向上」などが図られ、「電力 DX 推進に向けたツール」としての役割が期待されている。高機能化により単価上昇が見込まれ、メーカーの商機拡大が期待される。

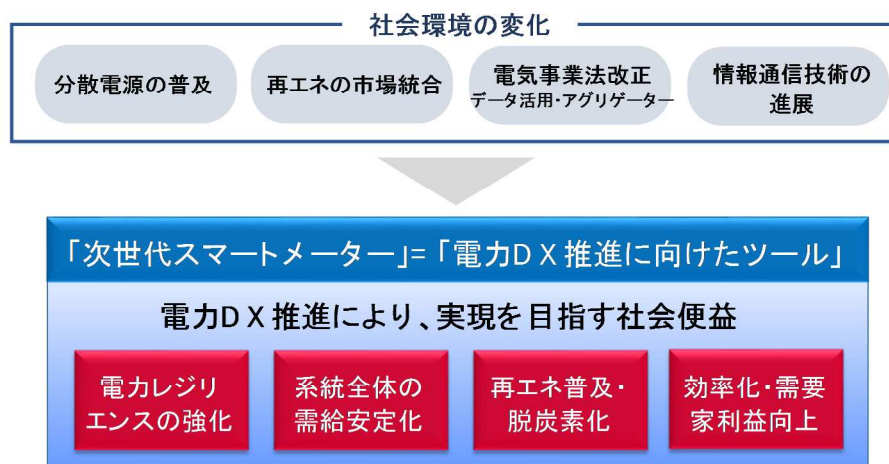
大崎電気工業の企業体質が急速に改善

大崎電気工業の企業体質が急速に改善している。理由は、（１）低迷が続いていた海外スマートメーター事業が 24.3 期に営業黒字化、（２）今年 5 月発表の中期経営計画で、第二世代スマートメーターの本格貢献により、27.3 期の大幅増益を見込む、（３）資産売却による資本効率向上を実行、など。

東光高岳では EV 用急速充電器も立ち上がり

東光高岳は、不適切事案（変圧器や変成器の一部製品に対する品質管理体制の不備）の影響が不透明ではあるが、スマートメーター事業は順調に推移しており、EV 用急速充電器など新規事業も立ち上がっている。

（図表9）次世代（第二世代）スマートメーターの意義



（出所）次世代スマートメーター制度検討会取りまとめ（2022 年 5 月）より、いちよし経済研究所作成

国内パソコン：Windows10 サポート終了を睨んだ更新需要が顕在化

2025 年 10 月に向け需要
拡大局面が続くと予想

JEITA（一般社団法人電子情報技術産業協会）が公表しているパーソナルコンピュータ国内出荷実績では、2024 年 4-6 月累計の国内出荷台数は 160.9 万台（前年同期比 7.9%増）、同出荷金額は 1,938 億円（同 11.2%増）と好調だった。2025 年 10 月の Windows10 サポート終了を睨んだパソコン更新需要が、法人向けを中心に顕在化し始めたためと見られ、今後も需要拡大局面が続くと予想される（図表 10）。

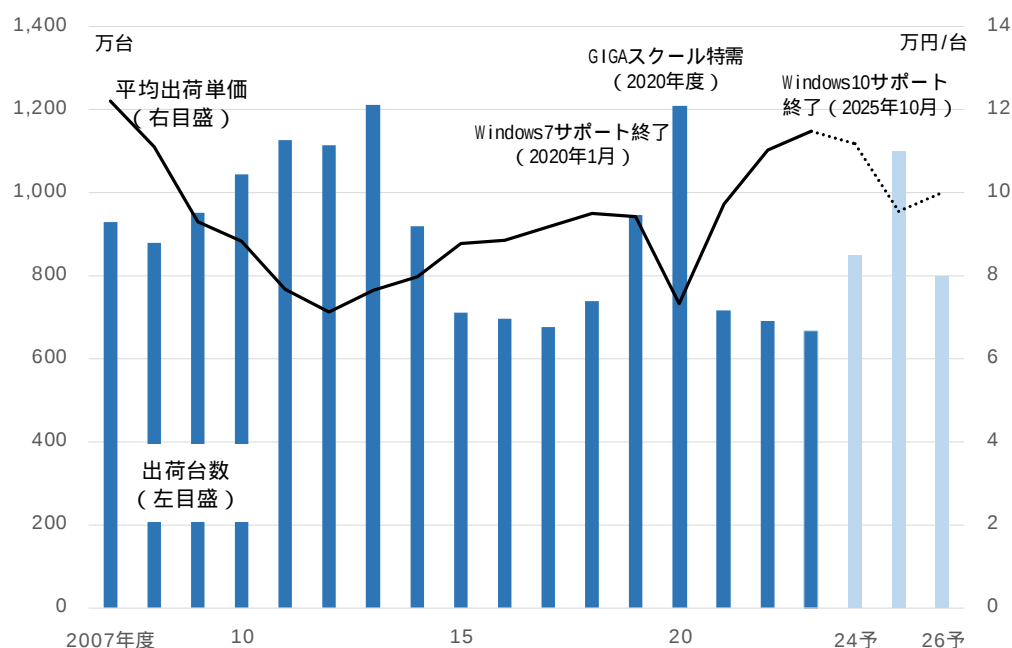
スケールメリットなど
の強みが活かされよう

ダイワボウホールディングス（3107）の 25.3 期 1Q（4-6 月）のパソコン出荷台数は 68.9 万台（前年同期比 9.1%増）と堅調だった。一方、利益面では大型案件獲得に伴う一時的な利益率低下はあったが、同 2Q（7-9 月）以降は成長軌道に乗ろう。国内法人向けパソコン市場シェア 37.6%（24.3 期、会社側推定）を握る同社の強み（スケールメリットなど）が活かされよう。

ゲーム向けなどハイス
ペック製品も好調持続

MCJ（6770）の 25.3 期 1Q のパソコン出荷台数は前年同期比 15%以上の伸びとなった模様である。同社が得意とするハイスペック製品（ゲーム向け、クリエイター向けなど）の好調が持続しており、法人向けの更新需要も徐々に顕在化しているようだ。利益貢献度の高い欧州モニタ事業も堅調に推移している模様であり、当面の業績は過去最高が続く公算が高い。

（図表 10）パーソナルコンピュータ国内出荷台数推移



（出所）JEITA（社団法人電子情報技術産業協会） 予想はいちよし経済研究所

自動車設備関連：中長期的な EV の台頭シナリオは不変

2024 年 4-6 月の営業利益は、まだら模様

自動車設備関連メーカーの 2024 年 4-6 月期の業績としては、まだら模様であった。具体的には、精密ネジ（ファスナー）の大手メーカーで自動車向け精密ネジの自動ネジ締め機を手掛ける日東精工（5957）の営業利益は前年同期比 35% 増の 8 億円となった一方、コイル用自動巻線機のトップメーカーで EV 向け製造ラインを多く手掛ける NITTOKU（6145）の営業損益は 6 億円の赤字（前年同期は 0.09 億円の黒字）となり、生産設備の製造販売を行うシステムインテグレーターで、自動車向けを多く手掛ける平田機工（6258）の営業利益は前年同期比 19% 減の 12 億円となった。

販売面に関しては各社とも堅調であり、受注高や引き合いについては増加基調

減益となった 2 社に関しては EV 関連設備の新ライン案件の出荷に伴い、開発コストが嵩んだことが主因で、販売面では堅調であった。各社の受注高や引き合いについて、NITTOKU の受注高は 52 億円（単体ベース）、平田機工は 198 億円と、トレンドとしては堅調に推移した。日東精工は受注高に関しては開示していないものの、自動車の電装化に伴い車載精密部品が増加している影響で精密ネジ向け自動ネジ締め機の受注が前四半期比で増加している様子。

一時的な EV の需要減速はあるが、中長期的な EV シフトへのシナリオは変わらず、設備投資は進捗すると考える

EV の一時的な需要減速はあるが、中長期的には EV シフトの路線は変わらないと考える。EV 事業において後れを取っている自動車メーカーにとり、収益性拡大のための生産設備増強は必須となろう。北米メーカーにおいて一部、ピックアップトラックなど大型 EV 向け生産設備への投資延期などが発表されているが、主に収益性の問題であるとされる。また米国における 4-6 月の EV の販売台数（33 万台、前年同期比 11% 増、前四半期比 23% 増）は復調し始めている。

EV 関連設備における、平田機工への引き合いの強さは継続しよう

その中で、当研究所では平田機工に着目する。1Q（4-6 月）のスタートはやや低調であったが一過性要因が大きいと考える。また同社顧客の EV におけるシェアの低い北米や日系自動車メーカーによる関連設備への投資は継続するであろう。引き合いも強い模様で、前期に続いて北米メーカーからの EDU 組立ラインの大型案件の受注が期待できるほか、日系自動車メーカーによる設備投資需要の高まりを背景に、国内バッテリーメーカーからの EV 向けバッテリー充放電関連設備の受注が増加しており、この流れは継続すると考える。

建設：例年以上に期初の動きは低調、相対的に大型案件のインパクトが拡大する

公共工事の発注の遅れ
など、ゼネコンは例年以
上に鈍い動き

建設業界の4-6月は年度末の3月までに手持工事が一段落して、公共工事の発注を待つタイミングに入り、業績的には低調になる傾向がある。2024年度は例年以上に自治体の工事発注が遅れ気味であることや、4月から建設業界にも労働時間規制が適用されたことを受けて、休日の増加で一段と工事の進捗ペースの遅れを招いた模様である。手持工事量の割に収益の伸びが鈍いゼネコン、サブコンが多いとの印象である。

震災廃棄物の回収や再
開発ビルの鉄骨製作が
盛り上がる

このなかで業績のモメンタムが強く、活発な動きをしている企業がある。TREホールディングス(9247)は、1月1日の令和6年能登半島地震に係る災害廃棄物の回収への全面的な取り込みが業績面にあらわれている。現地で仮置き場の作業員の採用を拡充して、25.3期2Q(7-9月)以降、さらに取り扱いを増やすとみる。川田テクノロジーズ(3443)は手持ちの鋼橋、PC(プレストレストコンクリート)橋案件の竣工タイミングによる設計変更が収益を押し上げるとともに、都心再開発ビルの鉄骨の大型受注が積み上がっており、期初から25.3期業績に一定のメドがつく状況となった。

業績への影響が大きい
建設プロジェクトは多
くある

ともに、業績のドライバーは大型案件の動向である。公共工事、民間建設投資ともに鈍いなかでは、大型プロジェクトが業績に与える影響はより明確になるため、当面は大型の建設関連プロジェクトに注目する必要がある。2024年度の業績への影響が大きいプロジェクトは、8月20日に着工した沖縄県辺野古の杭打ち工事や、東京外かく環状道路のJCT部分の竣工予定などで、秋以降には熊本県内の半導体工場の第2期工事、令和6年能登半島地震に係る復興工事、大阪・関西万博会場の仕上げ工事などである。

物流：荷動きの局所的な活発化を着実に捉える物流事業者に注目

依然荷動きは活発ではないため、運賃値上げも進みにくい

最終消費の弱さに起因し、新年度に入っても荷動きの回復は遅れ、未だ輸送量はコロナ禍前の水準を下回っている。厳しい事業環境下で、大手の物流事業者は物量の確保に動き、運賃改定の優先順位は後退しており、物流の「2024 年問題」によるドライバー不足を背景とした運賃値上げは期待したほど進んでいない。図表 11 のとおり、荷動きが先行して反映されるスポット運賃は、昨年度の水準は超えるものの、以前、運賃値上げ機運が高まった 2019 年度の水準からはわずかな上昇に留まっていることから、荷動きが弱く、運べない危機感が醸成されていないことがうかがえる。

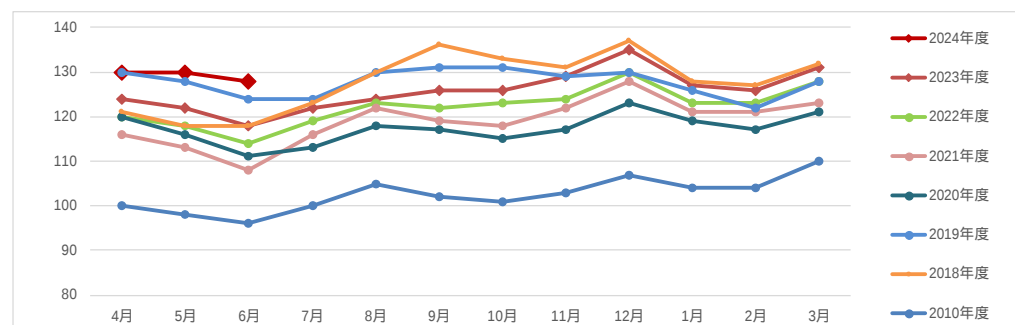
局所的に荷動きが活発化する領域が出てきた

ただし、4-6 月の決算内容からは、局所的に荷動きが活発化している業種・業態や、輸送力とのバランスで需給のひっ迫により運賃値上げが進んでいる領域が出てきたことが確認できた。ただし、現在は局所的な活発化であるがゆえに、事業領域が比較的狭い中堅物流事業者がその恩恵を先行的に受けているとみられる。

局所的な荷動きの活発化を事業機会として着実に捉える物流事業者に注目

局所的な荷動きの活発化を受けて、その事業機会を着実にとらえている物流事業者として、センコーグループホールディングス（9069）に注目する。強力な営業力により新規案件の獲得が、既存顧客の物量減少を十分にカバーしている。特に、荷動きが活発な冷凍・冷蔵物流の貨物の獲得とそれに伴う積載効率の改善の良好なサイクルが回っており、利益率が高い事業として同社の稼ぎ頭の事業となっている。三井倉庫ホールディングス（9302）も、大企業を中心として幅広い顧客を有しており、荷動きの活発化が、他社に比べ早期に顕在化している。また、優良な顧客が揃っている故に、料金改定が進みやすいことも業績を下支えしている。

（図表11）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「求車求貨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

(図表12) 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
Mac bee Planet	7095	東ブ	A	7,500	3,060	14.8	10.8	4.5	3.4
学情	2301	東ブ	A	2,800	1,769	13.0	11.1	1.9	1.7
グリー	3632	東ブ	A	750	452	23.8	16.8	0.8	0.8
J B C Cホールディングス	9889	東ブ	A	6,800	4,200	17.1	13.6	3.1	2.8
B E E N O S	3328	東ブ	A	3,800	2,867	21.1	17.4	2.7	2.5
ゴールドウイン	8111	東ブ	A	11,500	9,055	17.0	15.3	4.1	3.4
東京都競馬	9672	東ブ	A	6,200	4,045	11.5	10.7	1.3	1.2
e W e L L	5038	東グ	-	-	1,575	30.3	23.6	13.9	10.2
J M D C	4483	東ブ	-	-	4,050	42.7	33.9	3.7	3.4
日本トリム	6788	東ブ	A	7,500	3,485	10.5	8.9	1.2	1.1
関東電化工業	4047	東ブ	A	1,800	964	15.0	7.9	0.9	0.8
山一電機	6941	東ブ	A	4,500	2,847	9.7	8.7	1.5	1.3
ヨコオ	6800	東ブ	A	2,800	1,665	15.5	10.2	0.8	0.7
保土谷化学工業	4112	東ブ	A	8,000	5,370	10.4	9.3	0.9	0.8
日本化学工業	4092	東ブ	A	4,300	2,744	7.8	7.1	0.5	0.5
大崎電気工業	6644	東ブ	A	900	663	10.4	11.1	0.6	0.6
東光高岳	6617	東ブ	-	-	1,823	10.4	11.2	0.5	0.5
ダイワボウホールディングス	3107	東ブ	A	4,000	2,599.5	10.0	8.6	1.7	1.5
M C J	6670	東ス	A	1,800	1,398	9.8	9.8	1.7	1.6
平田機工	6258	東ブ	-	-	4,845	9.5	8.2	0.8	0.7
川田テクノロジーズ	3443	東ブ	A	3,800	2,592	6.6	6.0	0.5	0.5
T R Eホールディングス	9247	東ブ	A	2,100	1,601	13.7	12.5	1.2	1.2
センコーグループホールディングス	9069	東ブ	A	1,800	1,170	9.5	8.5	1.0	0.9

(注1) 株価は8月22日終値

(注2) 予想PER、同PBR、フェアバリュー、レーティングは8月22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

『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ス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）（税込み）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