

< 中小型株テーマ >

## 「ハイマージン」は競争力と成長力の証し

～ オリジナリティの高いサービスを提供する中小型株企業に着目

当研究所が継続調査対象とする中小型株企業にはハイマージン企業が数多くあり、それら企業には何らかの競争優位性があると考えられる。具体的には、(1) 同業他社と比較してハイマージンである場合、高付加価値サービス(製品)を提供できている、もしくはコスト競争力が優れている、(2) 独自サービス(製品)を展開できており、同業他社の参入や追従が難しい、などの理由が考えられる。

さらに直近5年間の営業利益が年率20%以上で成長した企業の営業利益率は平均15.9%と高く、利益成長力のある企業ほど利益率が高い傾向がある。ハイマージン企業ほど競争優位性を活かした事業展開により、利益成長力も高いと言えるだろう。

中小型株企業のハイマージン銘柄の投資対象としての魅力は、(1) 事業展開する市場が大きくないため、資本力を活かした有力企業の参入や追従がされにくく、今後も安定した利益成長が期待できること、(2) 自社の強みを活かした(例えば周辺事業分野などへの)展開力が十分にあること、(3) 投資額や固定費が少なく、総じてROEなど資本利益率が高いこと、など。

本レポートでは、中小型株のハイマージン銘柄として、手間いらず(2477)、イー・ギャランティ(8771)、eWell(5038)、Arent(5254)、マークライズ(3901)、福井コンピュータホールディングス(9790)、ANYCOLOR(5032)、デジタルアーツ(2326)、ミダックホールディングス(6564)、オロ(3983)、東京都競馬(9672)、エコナビスタ(5585)、JCU(4975)、KeepPer 技研(6036)の14銘柄に着目する。

## 目次

「ハイマージン」企業には競争優位性があり、利益拡大を続けている .....	3
利益成長力とハイマージンとの相関関係 .....	4
「ハイマージン」中小型株企業の着目銘柄 .....	5
手間いらず (2477): 宿泊予約サイトコントローラーは今や必需品 .....	6
イー・ギャランティ (8771): 売上債権保証で独走、4年間で利益倍増を目指す .....	7
eWeLL (5038): 訪問看護用 SaaS 型システムで高いソリューション機能を提供 .....	8
Arent (5254): 70兆円規模の市場において業務プロセスの効率化を推進 .....	9
マークライズ (3901): 自動車産業特化型の情報サービスは世界的にも数少ない .....	10
福井コンピュータホールディングス (9790): パッケージソフトの量産で高収益体質 ..	11
ANYCOLOR (5032): VTuber 事務所を運営、コマース事業で高利益率を実現 .....	12
デジタルアーツ (2326): 公共向けで高シェア、「GIGA スクール構想」に期待 .....	13
ミダックホールディングス (6564): 最終処分場までの一貫体制が強み .....	14
オロ (3983): クラウド ERP の収益性は SaaS 型契約への転換で更に向上の余地あり ...	15
東京都競馬 (9672): 地方競馬の投票システム提供で収益モデルが変化 .....	16
エコナビスタ (5585): 見守りシステムで介護・医療現場の生産性改善に貢献 .....	17
JCU (4975): 「モノ売り」を超えた付加価値を提供、次世代半導体分野にも進出 .....	18
KeePer 技研 (6036): 販売チャネル合わせた付加価値提供で高収益体質を構築 .....	19

「ハイマージン」企業には競争優位性があり、利益拡大を続けている

「収益力と競争優位性」

当研究所では中小型株企業の調査分析を長く続けており、全上場企業の約 4,000 社うち約 430 社をユニバース銘柄（継続調査対象銘柄）としている。ユニバース銘柄として選ぶ条件は様々あるが、「収益力と競争優位性」もその一つであり、「ハイマージン（売上高利益率の高さ）」は代表例と言えるだろう（2020 年 11 月 4 日付けテーマレポート「いちよし経済研究所が考える中小型株成長企業の選び方」参照）。

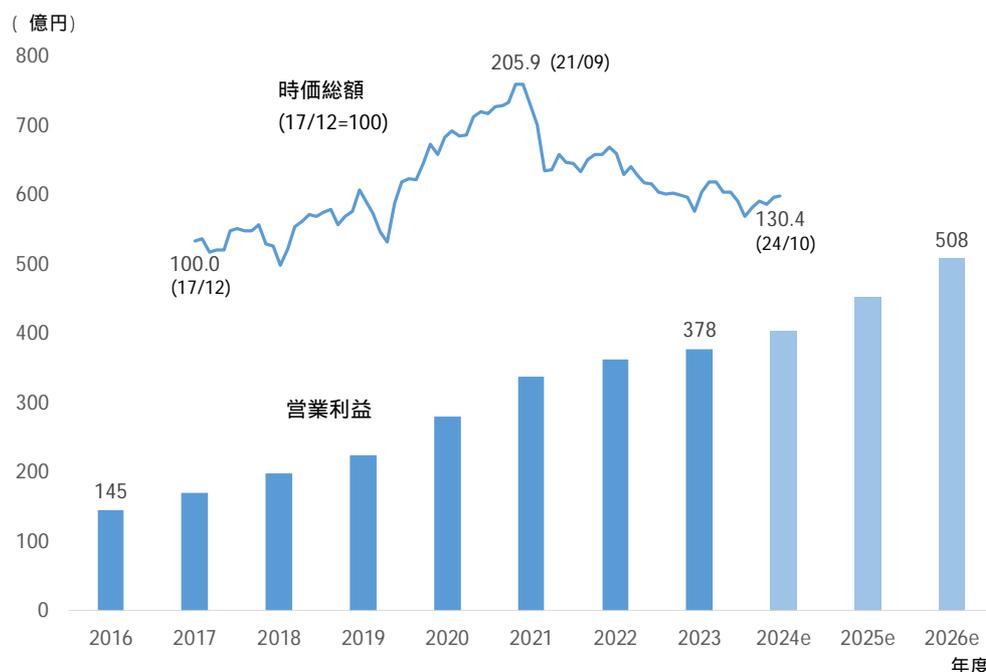
ハイマージン企業には競争優位性がある

一概に言えない部分はあるものの、ハイマージン企業には何らかの競争優位性があると考えられる。具体的には、（1）同業他社と比較してハイマージンである場合、高付加価値サービス（製品）を提供できている、もしくはコスト競争力が優れている、（2）独自サービス（製品）を展開できている、同業他社の参入や追従が難しい、などの理由が考えられる。

業績拡大が続く一方で、アンダーパフォーム

このためハイマージン企業は、収益基盤が整っている場合が多く、事業環境の変化や同業他社の動向による影響を受けにくく、利益拡大を続けている企業が多い（図表 1）。一方で中小型株企業の「ハイマージン」銘柄の株価は、米国金利上昇や円安進行などを背景としたグロース株の株価バリュエーション調整もあり、過去 3 年間はアンダーパフォーム傾向にある。

（図表 1）「ハイマージン」銘柄の営業利益と時価総額指数の推移



（注）「ハイマージン」銘柄はユニバース銘柄の売上高営業利益率上位 12 社のうち近年 IPO 銘柄を除く 8 社（出所）いちよし経済研究所作成、営業利益予想はいちよし経済研究所

利益成長力とハイマージンとの相関関係

大型株企業の営業利益率の平均は 11%

TOPIX500 の構成銘柄の直近期の売上高営業利益率の平均は 11.0%、中央値は 8.7%であった(直近 6 期の営業利益が取得可能な 406 社を集計。営業赤字により成長率が計算できない企業は除く)。最高値はオービック(4684)の 63.5%。業種別には情報通信(平均 16.7%)、医薬品(同 16.6%)で高く、非鉄金属(同 4.2%)、建設業(同 5.9%)で低い。

ハイマージン企業ほど利益成長力も高い傾向

それでは利益成長力と利益率の関係はどうであろうか。直近 5 期の営業利益平均成長率によって TOPIX500 構成銘柄を 5 つのグループに分け、それぞれの営業利益率を比較した(図表 2)。直近 5 年間の営業利益が年率 20%以上で成長した企業は 52 社あったが、その営業利益率は平均 15.9%と、他のグループに比べて高い。利益成長力のある企業ほど利益率が高いという傾向がうかがえる。ハイマージン企業ほど競争優位性を活かした事業展開により、利益成長力も高いという証しであろう。

(図表2) TOPIX500 企業の成長率と利益率

営業利益成長率(5期平均)	社数	売上高営業利益率(%)	
		平均	中央値
20%以上	52	15.9	12.0
10%以上20%未満	67	12.8	10.1
5%以上10%未満	81	12.9	9.2
0%以上5%未満	84	10.6	8.9
マイナス	122	10.3	8.0
全体	406	11.0	8.7

(注) TOPIX500 構成銘柄のうち直近 6 期の営業利益が取得可能な企業を集計。営業赤字により成長率が計算できない企業は除く

(出所) いちよし経済研究所

(図表3) TOPIX500 の主なハイマージン、高成長企業

社名	コード	業種	決算期	売上高		5期平均成長率		株価(倍) 2019年末比
				営業利益率	売上高	営業利益	営業利益	
レーザーテック	6920	電気機器	24/6	38.1%	49.3%	59.3%	3.9	
バイカレント	6532	サービス業	24/2	35.7%	31.4%	55.9%	9.5	
デクセリアルズ	4980	化学	24/3	31.8%	11.7%	55.1%	6.4	
ルネサスエレクトロニクス	6723	電気機器	23/12	26.6%	14.2%	41.8%	2.8	
サンリオ	8136	卸売業	24/3	27.0%	11.1%	41.3%	5.9	
JMDC	4483	情報・通信業	24/3	21.6%	26.3%	36.7%	2.0	
中外製薬	4519	医薬品	23/12	39.5%	13.9%	28.7%	2.1	
SANKYO	6417	機械	24/3	36.4%	17.6%	27.8%	2.9	
カプコン	9697	情報・通信業	24/3	37.5%	8.8%	25.8%	4.3	
ディスコ	6146	機械	24/3	39.5%	15.8%	25.7%	4.1	

(注) 株価は 10 月 17 日現在

(出所) いちよし経済研究所

「ハイマージン」中小型株企業の着目銘柄

営業利益率50%を超える  
ハイマージン企業も

当研究所の継続調査対象銘柄のなかでも売上高営業利益率が高い企業は数多い(図表4)。例えば、宿泊施設予約サイトのコントローラー開発を行っている**手間いらず(2477)**、売上債権保証を行っている**イー・ギャランティ(8771)**の売上高営業利益率は50%を超える。

ハイマージン銘柄の投資対象としての魅力

中小型株企業のハイマージン銘柄の投資対象としての魅力は、(1)事業展開する市場が大きいいため、資本力を活かした有力企業の参入や追従がされにくく、今後も安定した利益成長が期待できること、(2)自社の強みを活かした(例えば周辺事業分野などへの)展開力が十分にあること、(3)投資額や固定費が少なく、総じてROEなど資本利益率も高いこと、など。

評価余地が十分にある  
着目銘柄

本レポートでは、当研究所の継続調査対象銘柄のハイマージン上位20社のなかで特に14社を着目銘柄とし、次ページ以降で紹介する。いずれもオリジナリティの高いサービス(製品)を提供している中小型株企業だが、その事業内容やハイマージンを支える強みについて、幅広く知られているとは思われず、逆に言えば評価余地が十分にあると考える。

(図表4) いちよし経済研究所の継続調査対象のハイマージン企業

順位	社名	コード	営業利益率	ROE	決算期	事業概要
1	<b>手間いらず</b>	2477	73%	16%	24/6	宿泊施設予約サイトコントローラー開発
2	<b>イー・ギャランティ</b>	8771	53%	15%	24/3	企業間取引における信用サービス
3	<b>eWeLL</b>	5038	44%	44%	23/12	訪問看護専用電子カルテの最大手
4	<b>Arent</b>	5254	42%	17%	24/6	建設DXコンサルティング
5	<b>マークラインズ</b>	3901	41%	28%	24/12	自動車に特化したソリューション提供
6	<b>福井コンピュータホールディングス</b>	9790	40%	17%	24/3	建築・測量土木CAD
7	<b>ANYCOLOR</b>	5032	39%	53%	24/4	VTuberグループ「にじさんじ」の運営
8	<b>デジタルアーツ</b>	2326	38%	29%	24/3	Webフィルタリングソフトの大手
9	<b>ミダックホールディングス</b>	6564	37%	16%	24/3	産業廃棄物処理業
10	<b>オロ</b>	3983	36%	23%	23/12	クラウドソリューション
11	<b>東京都競馬</b>	9672	36%	10%	23/12	競馬場施設賃貸、ネット投票運営
12	<b>エコナビスタ</b>	5585	35%	14%	23/10	見守りシステム「ライフリズムナビ」
13	<b>ウォンテッドリー</b>	3991	33%	29%	23/8	ビジネスSNS「Wantedly」の運営
14	<b>プラスアルファ・コンサルティング</b>	4071	33%	28%	23/9	データ分析プラットフォーム
15	<b>オリコン</b>	4800	32%	21%	24/3	顧客満足度調査ランキング掲載サイト
16	<b>JCU</b>	4975	32%	14%	24/3	電子基板用めっき薬品
17	<b>Keeper 技研</b>	6036	30%	35%	24/6	カーコーティングサービス
18	<b>マニー</b>	7730	30%	12%	23/8	手術用縫合針、眼科ナイフなど
19	<b>カナミックネットワーク</b>	3939	29%	27%	23/9	医療・介護分野のクラウドサービス
20	<b>SHOEI</b>	7839	29%	28%	23/9	二輪車向け高級ヘルメット

(注) 太字は本レポートでの着目企業

(出所) いちよし経済研究所

手間いらず (2477): 宿泊予約サイトコントローラーは今や必需品

オンライン旅行予約サイトの情報を一元管理

宿泊予約サイトコントローラー（以下、コントローラー）「TEMAIRAZU」が主力サービス。コントローラーとは、宿泊施設が複数のオンライン旅行予約サイトに掲載する在庫の情報を自動でタイムリーに更新するもので、重複予約（オーバーブッキング）の防止や、宿泊施設の予約管理業務の効率化に貢献している。日本の旅行サイトは市場シェアが分散しているほか、近年では訪日外国人の増加に伴う海外旅行サイトの日本市場進出も増加しており、多数の旅行サイトを活用する宿泊施設にとってコントローラーは今や必需品となっている。

小規模組織での運営により高利益率を実現

同社の営業利益率は約 73%（24.6 期実績）と高いが、これは、限界利益率の高いシステム使用料が売上高の大半を占めていることのほか、ほぼ単一のプロダクトであるため開発、管理等に係る必要人員数が少なく、従業員数が 41 名（同、臨時雇用除く）と小規模組織であることが理由である。また、コントローラー市場は同社を含む 3 社が大部分を占めていることからインバウンド営業の割合が高く、営業人員も少数で成り立っている。

コントローラー普及は一巡、中長期的にはARPUが成長加速の鍵とみる

宿泊施設におけるコントローラーの普及は概ね一巡し、とりわけ通信ボリュームの大きい大規模施設はほぼ導入済みとみられる。今後も既存顧客の新規出店や IT リテラシーの高い新規開業施設の需要によって TEMAIRAZU の導入施設数は着実な増加が続くと予想されるが、成長加速には他のサービスとの連携時に収受するオプション収入の増加や、TEMAIRAZU のアップグレード等による ARPU の上昇が不可欠と考える。業務効率化ニーズの高まりに伴い宿泊施設の IT 投資が再び拡大に向かう中で、TEMAIRAZU の ARPU 上昇及び同社業績の成長加速がみられるかが中長期的な注目点と考える。

業績推移 (手間いらず)

決算期 単独(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.6	1,809	10.9	1,331	14.0	1,333	13.1	873	11.6	134.9	30.5
24.6	2,023	11.8	1,476	10.9	1,479	11.0	976	11.8	150.7	34.0
25.6予	2,200	8.7	1,500	1.6	1,500	1.4	990	1.4	152.8	35.0
25.6会社	2,227	10.1	1,499	1.6	1,500	1.4	996	2.0	153.8	35.0
26.6予	2,370	7.7	1,600	6.7	1,600	6.7	1,060	7.1	163.6	36.0
27.6予	2,570	8.4	1,730	8.1	1,730	8.1	1,160	9.4	179.0	37.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

イー・ギャランティ (8771) : 売上債権保証で独走、4年間で利益倍増を目指す

売上債権保証サービスのスペシャリスト

同社は、事業会社等の企業間取引に伴う売上債権を保証するサービスのスペシャリスト。保証契約を結んだ顧客から保証料を受け取る一方、受託した信用リスクは様々な企業信用情報により構築したデータベースに基づき分析・審査を行い、運用商品の形で機関投資家等への再保証料を支払い流動化（リスク移転）するため、同社の負うべき事業リスクは限定的である。結果として、株式上場から 24.3 期実績まで 17 期連続で増収増益を続けており、過去 10 年間で売上高は 2.5 倍、営業利益は 3.7 倍になった。

データ蓄積と販売網で市場を独走

増収増益が続いているのみならず、利益率の改善も続けており、24.3 期の売上高営業利益率は過去最高の 52.9% に達した。高利益率の最大の理由は、同社には有力な競合他社が存在しないことにある。これまでの事業経験に裏打ちされた同社の強みは、(1) 蓄積されたデータに基づいた独自の審査モデル（1 日当たり約 260 万項目のデータ収集）、(2) 日本全国にある提携販売網（地方銀行約 50 行など）の 2 点に集約される。つまり信用リスクの保証サービス事業の展開において大きく先行しており、後発企業の追い上げによる競合リスクも限定的と考えられる。

長期的観点からも成長余地は十分

今年 6 月には同社初となる中期経営計画を発表した。業績目標としては、28.3 期売上高 200 億円、経常利益 100 億円（ROE20%以上、ROIC20%以上）と今後 4 年間で約 2 倍の業績水準が目標されている。目標達成に向けては、人材教育を含めたマーケティング強化が必要だが、営業人員の拡充など既に布石を打っている。また長期的な観点からは、(1) 日本における企業間信用の市場規模は 200 兆円超と膨大であること、(2) 貸し出しなどの間接金融（市場規模は約 500 兆円）や直接金融（同 250 兆円）などにも信用リスクの受託ニーズがあること、など成長余地は十分にあると考えられる。

業績推移（イー・ギャランティ）

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.3	8,494	7.6	4,150	11.2	4,231	12.5	2,864	16.3	60.7	34.0
24.3	9,165	7.9	4,850	16.9	4,902	15.9	3,262	13.9	68.6	35.0
25.3予	10,100	10.2	5,100	5.2	5,200	6.1	3,450	5.8	72.3	37.0
25.3会社	10,100	10.2	5,100	5.2	5,200	6.1	3,450	5.8	72.3	37.0
26.3予	11,500	13.9	5,900	15.7	6,000	15.4	4,000	15.9	83.9	43.0
27.3予	12,800	11.3	6,700	13.6	6,800	13.3	4,450	11.3	93.3	47.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

eWeLL (5038) : 訪問看護用 SaaS 型システムで高いソリューション機能を提供

訪問看護用システムに特化する

同社は、創業期から訪問看護用電子カルテに経営資源を集中し、SaaS 型電子カルテ「iBow」の開発に成功した。一般的に介護用や訪問看護用システム事業者は、事業の効率的な展開を考慮して、様々な職種で機能が共通する保険請求（レセプト）システムや勤怠管理等の開発を優先したことから、他社と異なる戦略を推進した。そのため、同社の「iBow」は、機能性が高く、事務時間削減などにより、訪問看護師の月当たり訪問件数の増加に繋げて、訪問効率の改善に貢献している。

同業他社は、ほぼ定額課金だが、同社は従量課金制を採用する

「iBow」は機能性の評価から、料金を基本料金月 1.8 万円に 1 訪問 100 円の従量課金を採用している。同業他社のシステムは、レセプトや電子カルテを含む複数のソフトウェアを組み合わせ提供し、月額定額課金が一般的である。そのため、長期利用では、同社システム利用額が他社に比べて高額になるが、月平均解約率が 0.5% 以下と低水準にある。その結果、同社は専業カルテメーカーとして大手となり、現在、業務改善に資する複数のサービスを上市している。2024 年 10 月から AI 訪問看護計画・報告の有料課金化、同年 8 月には集患機能を持つ「ケアログっと」(無料)のほか、25 年 1 月には AI 訪問看護スケジュールを投入予定であり、クロスセルやアップセルによる顧客単価の上昇と解約防止に繋げることを狙っている。

安定的に年率 20-30%の成長が期待される

同社の営業利益率は 40% を超えるが、その理由として、(1) 訪問看護ステーションに特化し、高いソリューション力を提供することで高い顧客満足度を獲得した上で従量課金による顧客単価の高さ、(2) SaaS 型ソフトウェアのために限界利益率が高いこと、(3) WEB 活用の直販や効率的な開発体制の構築など全社的な費用も抑制傾向にあるため。訪問看護は、在宅療養や介護の中心的存在で新設ペースが加速傾向にあり、今後、年率 20-30% の成長レンジで安定度の高い成長が期待される。

業績推移 (eWeLL)

決算期 単独(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
22.12	1,603	34.5	692	72.6	676	67.7	449	32.1	33.6	15.0
23.12	2,069	29.1	908	31.2	910	34.6	612	36.3	43.1	20.0
24.12予	2,600	25.7	1,150	26.7	1,150	26.4	780	27.5	52.0	11.0
24.12会社	2,560	23.7	1,111	22.4	1,112	22.2	749	22.4	52.7	11.0
25.12予	3,400	30.8	1,500	30.4	1,500	30.4	1,000	28.2	66.7	12.0
26.12予	4,400	29.4	2,000	33.3	2,000	33.3	1,350	35.0	90.0	13.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(注3) 24年1月1日付けで株式分割1株2株を実施しており、EPSを遡及修正している。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

Arent (5254) : 70兆円規模の市場において業務プロセスの効率化を推進

**事業の内容と市場環境**      同社は、建設・プラント業界向けに、BIM ( Building Information Modeling : 建設情報モデル ) や AI、アジャイル開発を駆使した DX 支援を提供している。強みとしては、業界の暗黙知をデジタル化し、全社的な業務自動化を実現する点にある。市場環境としては、省人化や効率化のニーズが強まる中、防災・減災に向けた強靱なインフラの整備などへの需要が着実に高まっている。こうした状況が同社の提供する技術への期待と需要を押し上げており、同社のノウハウは他業界においても展開可能と思われる。

**収益状況・収益モデルおよび優位性**      同社では建設・プラント業界の大手企業等を対象にカスタマイズされたソリューションを提供しているが、請負型ではなく準委任に基づいた形態で提供している点に特徴がある。このことが高い収益性を維持できている要因になっていると考えられる。このような展開を可能にしているのが、従来型の ERP ( Enterprise Resource Planning : 基幹業務システム ) をベースにしたシステムでは達成できない、全社ベースの自動化や業界特有の課題の克服を目指したアプローチにあると思われる。将来的にも、これらの技術とノウハウは、競合他社との差別化要因となるとと思われる。

**成長戦略と中期的展望**      今後の展望として、巨大な市場規模を持つ建設・プラント業界では、各企業が業務プロセスのDX化を一層加速させていくと予測される。現在はERPベースのシステムが主流だが、今後はBIMやAI技術を活用した自動化システムへの移行が徐々に進むだろう。約70兆円規模の市場における業務プロセスにおいて、同社のソリューションは自動化によって人手の負担を大幅に削減し、効率化を推進する重要な役割を担うと考えられる。また、システム導入後も効率化が進むと共に継続更新され、同社は市場の特定分野で一定の需要を獲得し、優位なポジションを築くことができるだろう。

**業績推移 ( Arent )**

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.6	2,022	100.0	708	191.4	417	2,878.6	317	-	57.4	0.0
24.6	2,939	45.4	1,236	74.6	961	130.5	658	107.6	106.2	0.0
25.6予	4,000	36.1	1,750	41.6	1,450	50.9	930	41.3	149.8	0.0
25.6会社	4,017	36.7	1,711	38.4	1,435	49.3	929	41.2	149.7	0.0
26.6予	5,000	25.0	2,250	28.6	2,000	37.9	1,300	39.8	209.6	0.0
27.6予	6,000	20.0	2,750	22.2	2,550	27.5	1,650	26.9	265.9	0.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

マークライnz (3901): 自動車産業特化型の情報サービスは世界的にも数少ない

自動車産業に特化した  
情報サイトを運営

自動車産業に特化したトータルソリューションを提供する情報サービス企業。自動車関連の情報サービスサイトである情報プラットフォーム事業が中核。通常では入手に多くの手間やコストがかかる世界の自動車産業の情報に対して簡単にアクセスすることができる。他に、調査レポート販売や部品調達代行、コンサルティング、人材紹介、会員向けの広告等、自動車産業に関するソリューションを幅広く提供。2024年8月にはベンチマークセンターを稼働させ、リバースエンジニアリング関連の事業も開始した。

情報プラットフォーム  
事業は特に高い利益率

主力である情報プラットフォーム事業の売上高営業利益率は62.2%と特に高水準である(23.12期実績)。国内には自動車産業に特化した情報サービスはほとんどなく、世界的にも数少ない存在となっている。収入は利用人数に応じて決められており、日本の場合2人までの最低額プランが年間60万円、21人以上の最高額プランが年間240万円と設定されている。一方、コスト面では、データベースの拡充やサイトのUI/UXの改善、AIの組み込み等の費用は増加しているものの、ユーザーが1社増加した場合の追加的なコスト負担は小さいとみられる。

ユーザーは自動車業界  
にとどまらず、潜在顧客  
は10万社との概算も

中期的にも同社の情報プラットフォーム事業は成長が見込まれる。2024年6月末のユーザー数は5,420社。会社側の概算ではあるが、世界の潜在的な顧客数は10万社程度(国内2万社、海外8万社)としている。従って、現状の浸透度は5%強の水準であり、成長の余地は大きい。自動車・自動車部品メーカーが主要な顧客であることに変わりはないが、電動化の進展に伴い電機メーカー、電子部品メーカー、電子材料メーカーなども自動車産業の情報を必要とするようになってきている。SDV(Software Defined Vehicle)に対する注目度が高まるなか、今後はソフトウェア開発企業などが新たな顧客となる可能性もあるだろう。

業績推移(マークライnz)

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
22.12	4,125	17.9	1,623	26.7	1,622	27.7	1,139	28.7	86.3	29.0
23.12	4,845	17.5	1,991	22.7	1,988	22.6	1,383	21.4	104.7	36.0
24.12予	5,800	19.7	2,300	15.5	2,300	15.7	1,600	15.7	121.1	42.0
24.12会社	5,700	17.6	2,300	15.5	2,300	15.7	1,600	15.7	121.1	42.0
25.12予	7,000	20.7	2,800	21.7	2,800	21.7	1,950	21.9	147.5	50.0
26.12予	8,400	20.0	3,400	21.4	3,400	21.4	2,350	20.5	177.8	60.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

福井コンピュータホールディングス (9790): パッケージソフトの量産で高収益体質

建築から測量・土木分野まで建設系のソフトウェアを開発

建築 CAD (コンピュータ支援設計) ソフトウェアにより福井県福井市で 1979 年に創業、測量、設計、土木などに開発の領域を拡大させている。同社の建築 CAD ソフト「ARCHITREND」は国内トップシェア製品のひとつで、国土交通省の「i-Construction」に対応した 3 次元 CAD のウエイトが大きい点が特色といえよう。2012 年に、建築系ソフトウェアの開発・販売を手掛けていた福井コンピュータアーキテクト、測量・土木系ソフトウェアの福井コンピュータの 2 社を中核企業とする持ち株会社体制に移行した。

パッケージソフトの大量販売で開発費負担が軽減

創業以来、主要ソフトウェアの大半をパッケージソフトとして販売している。パッケージソフトのユーザーは、システム会社に独自の仕様で開発を委託する大手を除き、事業規模の大きくない事業者が多い。参入障壁が高くない建設業界は地域に密着した中小企業数が多く、大量販売により開発コストの負担軽減効果が期待されるパッケージソフトのメリットが大きい業界といえる。「ARCHITREND (建築 CAD ソフト)」、「TREND-ONE (測量 CAD システム)」、「EX-TREND 武蔵 (土木施工管理システム)」、「TREND-POINT (3D 点群処理システム)」など分野の有力ソフトウェアの品揃え拡大が成長ドライバーであり、売上総利益率は 78% (24.3 期) に達する。

投資先ベンチャー企業などと共同で新規アプリなどの開発を目指す

主力ソフトウェアの分野におけるシェアは高く、拡販による成長余地は限定的だが、2016 年度にスタートした国土交通省の「i-Construction」など業界に DX (デジタルトランスフォーメーション) 化を進める政策によって新たな市場創出が期待される。直近は施工管理の領域でクラウドを活用したアプリの開発が活況で、同社も CVC (コーポレート・ベンチャー・キャピタル) 事業によって開発促進を目指している。2024 年にスタートアップ企業への投資ファンド「IFAC 投資事業有限責任組合」を設立した。

業績推移 (福井コンピュータホールディングス)

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	修正EPS	1株配当
連結(日本基準)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
23.3	13,630	-4.9	5,583	-11.6	5,643	-11.2	3,809	-9.8	184.2	60.0
24.3	13,821	1.4	5,585	0.0	5,676	0.6	3,817	0.2	184.6	65.0
25.3予	14,400	4.2	5,600	0.3	5,650	-0.5	3,800	-0.4	183.8	70.0
25.3会社	13,837	0.1	5,390	-3.5	5,430	-4.3	3,572	-6.4	172.8	70.0
26.3予	15,100	4.9	6,000	7.1	6,050	7.1	4,050	6.6	195.9	75.0
27.3予	15,600	3.3	6,400	6.7	6,450	6.6	4,300	6.2	208.0	80.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

ANYCOLOR ( 5032 ): VTuber 事務所を運営、コマース事業で高利益率を実現

国内最大規模の VTuber 事務所「にじさんじ」を運営する

同社は、国内最大規模の VTuber 事務所「にじさんじ」等を運営するエンターテインメント企業。手がけている事業は、(1) 主に YouTube 上での配信による広告及びメンバーシップ収入等を獲得し、VTuber の認知度向上を図るライブストリーミング事業、(2) VTuber のボイスやグッズを販売するコマース事業、(3) リアル及び YouTube 上で、日程を設定し様々な企画を行うイベント事業、(4) 企業広告やコラボ出演等を行うプロモーション事業、の4つに大きく分けられる。売上構成比はコマース事業が最も高く(24.4期実績 59%)、プロモーション事業及びライブストリーミング事業が続く。

固定費が低く Web 中心の販売網を構築することで、高利益率を実現

同社の VTuber ビジネスは、大掛かりな固定資産を必要とせず、固定費が相対的に低いため、高水準の利益率(24.4期営業利益率 38.6%)を実現している。また特に収益性の高いコマース事業は企画を自社で行い、販売は Web 上のオフィシャルストアを中心としており、原価を低減している。またプロモーション事業では、所属 VTuber の知名度向上により、案件単価が高まっている一方、連動して発生する原価が少ないため、高利益率を実現している。なお競合であるカパー(5253、24.3期営業利益率 18.4%)と比較しても、高水準の営業利益率を確保しているが、特にコマース事業の比率が高いことが要因とみられる。

VTuber 業界は中期的に成長が可能と考える

同社を含め VTuber 業界は、中期的にも成長は継続すると当研究所では考えている。定期的な VTuber のデビューやそれらに紐づくコマース商材の拡大、グループとしての「にじさんじ」の知名度向上に伴うプロモーション案件の大型化などが業績拡大を牽引しよう。

業績推移 ( ANYCOLOR )

決算期 単独(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.4	25,341	78.9	9,410	124.5	9,448	127.7	6,698	139.8	110.8	0.0
24.4	31,995	26.3	12,361	31.4	12,341	30.6	8,725	30.3	139.6	0.0
25.4予	36,300	13.5	14,000	13.3	14,000	13.4	9,800	12.3	161.6	65.0
25.4会社	39,000	21.9	14,800	19.7	14,800	19.9	10,360	18.7	165.9	65.0
26.4予	39,000	7.4	15,500	10.7	15,500	10.7	10,400	6.1	171.5	65.0
27.4予	42,000	7.7	16,700	7.7	16,700	7.7	11,200	7.7	184.6	65.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(注3) 23年8月1日付で1:2の株式分割を実施。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

デジタルアーツ (2326) : 公共向けで高シェア、「GIGA スクール構想」に期待

インターネットセキュリティ関連の企画開発を手掛ける

インターネットセキュリティ関連のソフトウェアの企画・開発・販売を手掛ける IT 関連企業。製品ラインナップは、安全な Web アクセスを実現する「i-FILTER」、安全なメールの送受信を実現する「m-FILTER」、安全なファイル転送を実現する「f-FILTER」など多岐にわたる。近年では、企業ネットワークのクラウド化や、サイバー攻撃の増加により需要が増加しているとみられる。向け先別売上構成比は、企業向け 56%、公共向け 40%、家庭向け 4% (24.3 期実績)。

特に解約の少ない公共向けで高いシェアを保有し、高採算性を実現

同社の利益率が高い理由としては、(1) ソフトウェアの開発にリソースを集中し、販売は代理店を活用することで、全社のコストを抑制できていること、(2) 売上構成比で 40% 超を占める公共向けは、主に地方自治体や学校向けに提供しており、解約が出づらい市場で高いシェアを保有していること、(3) 追加機能を豊富に取り揃え、個別企業のニーズにマッチしつつ単価向上ができてきていること、の 3 点である。

「GIGA スクール構想 第 2 期」需要が見込まれる

25.3 期以降、数年間にわたって発生する「GIGA スクール構想 第 2 期」が中期的な追い風になる。「GIGA スクール構想」とは教育 ICT 環境の充実させる考え方で、2020 年度に小中学生を中心に一人 1 台の情報端末導入を行ったが、それから約 4 年が経過した。このため今後は、端末入れ替え需要の取り込みによる導入シェア拡大や学校の教諭側でもデジタル活用が広がる「校務 DX」などの顕在化が見込まれる。解約率は低位で安定しており、顧客積み上げによる業績拡大が期待される。

業績推移 (デジタルアーツ)

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.3	10,436	15.3	4,413	7.0	4,429	7.1	3,062	5.6	218.1	75.0
24.3	11,512	10.3	4,427	0.3	4,443	0.3	4,377	42.9	315.5	80.0
25.3予	10,700	-7.1	5,000	12.9	5,000	12.5	3,400	-22.3	247.5	85.0
25.3会社	10,720	-6.9	5,140	16.1	5,140	15.7	3,540	-19.1	257.4	85.0
26.3予	12,500	16.8	5,900	18.0	5,900	18.0	3,900	14.7	283.9	100.0
27.3予	13,900	11.2	6,700	13.6	6,700	13.6	4,400	12.8	320.3	115.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

ミダックホールディングス (6564) : 最終処分場までの一貫体制が強み

収益成長を続ける産業  
廃棄物処理事業者

東海地盤（本社は浜松市）の産業廃棄物処理事業者。収集運搬～中間処理（脱水、焼却、中和等による減量化及び性状の安定化等）～最終処分を一貫して行っていることに強みがある。株式上場（2017年12月）以来、増収増益を続けているが、大型最終処分場「奥山の杜クリーンセンター」の稼働（2022年2月）もあり、過去7年間で売上高は2.5倍、営業利益は6.0倍になった。国内の産業廃棄物処理市場には零細企業が多いが、資本力を活かした市場シェア拡大が図られている。

業界内で突出した高い  
収益性が最大の特徴

同社最大の特徴は、業界内でも突出した高い収益性にある。24.3期の売上高営業利益率は37.1%と大栄環境(9336、24.3期27.0%)、ダイセキ(9793、24.2期21.4%)、TREホールディングス(9247、24.3期8.4%)などと比べて高い。理由は、(1)最も認可の下りにくい最終処分場のビジネスウエイトが高いと見られること、(2)収集運搬～中間処理～最終処分までの一貫体制により限界利益率が高いと見られること、(3)一貫体制に裏打ちされた営業力が強いこと、などにあると考えられる。

総合廃棄物処理企業へ  
の進化と業界を代表する  
真のリーダーへ

2022年6月に発表された中期経営計画では、27.3期売上高100億円、経常利益50億円（M&Aなどによる効果は見込まず）を目指している。国内最大市場となる関東地域への事業エリア拡大が成長戦略の主眼であり、既に埼玉県熊谷市に焼却施設用地を取得済である。また東日本エリアにおいて、2か所の大型最終処分場の開発計画があり、いずれも地形測量・地質調査を完了し、環境調査を実施中である。同時に長期ビジョン「Challenge 80<sup>th</sup>」では、業界屈指の総合廃棄物処理企業への進化と業界を代表する真のリーダーを目指しており、数値目標としては32.3期売上高400億円、経常利益120億円を掲げている。

業績推移（ミダックホールディングス）

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.3	7,771	21.8	2,755	21.7	2,692	23.0	1,685	31.2	61.1	5.0
24.3	9,547	22.9	3,538	28.4	3,377	25.4	1,907	13.2	69.0	8.0
25.3予	11,000	15.2	4,200	18.7	4,200	24.4	2,650	39.0	95.8	10.0
25.3会社	10,391	8.8	3,849	8.8	3,881	14.9	2,484	30.3	89.8	10.0
26.3予	12,500	13.6	4,700	11.9	4,700	11.9	3,000	13.2	108.5	10.0
27.3予	13,500	8.0	5,500	17.0	5,500	17.0	3,500	16.7	126.5	10.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

オロ (3983): クラウド ERP の収益性は SaaS 型契約への転換で更に向上の余地あり

高い利益率を稼ぐ「ZAC」は業界特化型のクラウド ERP

同社の事業は、クラウドソリューション事業とマーケティングソリューション事業の 2 部門。クラウドソリューション事業では、自社開発のクラウド ERP「ZAC」の開発・販売を手掛けている。ZAC は、広告、IT サービス、コンサルティング業界向けに特化した ERP で、これらの業界の業務に必要な機能が組み込まれている。マーケティングソリューション事業では、企業のデジタルマーケティングの支援等を行っている。23.12 期の売上高営業利益率は、クラウドソリューション事業が 45.1%、マーケティングソリューション事業が 20.6%の実績。

ライセンス販売を SaaS 型のみとし、価格改定も実施

ZAC の基本機能の開発はほぼ終了しており、ユーザー数の増加に伴う追加的なコストの増加は限定的とみられる。23 年 1 月にはライセンス価格の改定を実施。従来の一括でライセンスを売り切る契約を廃止し、月額でライセンス利用料を徴収する SaaS 型の契約のみとした。また、23 年 4 月よりデータセンター利用料も 20%の値上げを行った。価格改定および SaaS 型契約への転換に伴い、ZAC の収益性は今後も向上する余地がある。競合はオービック (4684) の製品だが、顧客ターゲット層が ZAC よりもやや規模の大きな企業であり、直接的な競合は概ね避けられている状況だ。

短期的には成長投資がやや負担となるが、中期的な収益性は改善方向

中期的にもクラウドソリューション事業の高い利益率は維持される見通し。会社側では、中期経営計画において 26.12 期の同事業の売上高営業利益率を 44.0%と想定している。短期的には、新規顧客獲得のためのマーケティング強化や既存顧客支援のためのアダプションチームの新設、海外展開のための調査・準備等、将来の成長のための投資を実行していく予定である。中期では、SaaS 型への転換による MRR (月次経常収益) の拡大が見込まれ、安定的に利益率を向上できる可能性は十分にある。

業績推移 (オロ)

決算期 連結 (FRS基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
22.12	6,210	12.3	2,286	12.8	2,352	15.7	1,623	14.0	100.8	20.0
23.12	7,033	13.3	2,547	11.4	2,602	10.6	1,836	13.1	113.9	30.0
24.12予	8,250	17.3	2,800	9.9	2,850	9.5	2,000	8.9	123.8	30.0
24.12会社	8,229	17.0	2,782	9.2	2,824	8.5	1,963	6.9	121.6	30.0
25.12予	9,500	15.2	3,350	19.6	3,400	19.3	2,350	17.5	145.7	35.0
26.12予	10,900	14.7	3,900	16.4	3,950	16.2	2,750	17.0	170.5	40.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

東京都競馬 ( 9672 ): 地方競馬の投票システム提供で収益モデルが変化

競馬・オートレース場、東京サマーランドや倉庫、商業施設のオーナー

同社は、大井競馬場、伊勢崎オートレース場や場外売場といった公営競技施設の保有と管理、東京サマーランドの保有と運営のほか、倉庫や商業施設を保有して、賃貸業を行う。事業形態としては、不動産業と施設運営に関わる事業形態となり、収益も売上に比例した家賃を中心に、管理収益、運営収益で構成され、ほぼ不動産業の特色を持つ。そのために、有形固定資産額は大きく、総資産の 72% ( 23.12 期末実績 ) を占めており、資本集約的な構造となっている。連結従業員も 180 人に過ぎず、1 人当たり売上高は 2 億円の水準に達する ( 23.12 期実績参照 )。

本場と場外からネット投票システムに投票活動が変化した

従来、公営競技は、競馬場本場と場外売り場による投票券売上高がほとんどであったが、ネット投票システムの登場と普及によって、現在ネット経由の投票が 9 割を占めるまでに発展した。ネット投票は、購入場所の制約から解放されることで投票機会を拡大し、地方競馬の売得金も拡大傾向が続く。同社は、全国の地方競馬場を対象とする投票システム「SPAT4」を提供することで、全国の競馬場の売得高から手数料を得ており、大井競馬場以外の競馬場の売上高を取り込むことで業績が拡大している。

「SPAT4」の拡大により、収益モデルが変化し、資本効率も向上へ

同社の営業利益率は 30% を超えるが、その理由として、( 1 ) 不動産やシステムが収益源となる資本集約的な収益構造で高い限界利益率であること、( 2 ) 本場や場外よりも、収益に対して投資負担が軽い「SPAT4」システムからの収益構成比の上昇、( 3 ) 地方競馬など公営競技は、許認可によって新規参入が制限されており、競争優位性を温存できることが指摘できる。なお、「SPAT4」システムの収益構成比の上昇に比例して、資本効率も上昇し、ROA と ROE は、13.12 期から 23.12 期までの 10 年間に、それぞれ 3.9% 11.1%、3.1% 10.1% に上昇した。

業績推移 ( 東京都競馬 )

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	修正EPS	1株配当
連結(日本基準)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
22.12	35,450	11.5	14,163	10.6	14,171	10.3	9,386	3.3	342.4	75.0
23.12	37,544	5.9	13,362	-5.7	13,383	-5.6	8,452	-10.0	308.4	90.0
24.12予	40,800	8.7	13,800	3.3	13,800	3.1	9,500	12.4	353.1	103.0
24.12会社	40,047	6.7	12,349	-7.6	12,341	-7.8	8,674	2.6	316.5	95.0
25.12予	44,300	8.6	15,000	8.7	15,000	8.7	10,200	7.4	379.2	112.0
26.12予	47,000	6.1	16,500	10.0	16,500	10.0	11,200	9.8	416.3	123.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(注3) 当経済研究所の配当予想は、実績配当性向を参考としている。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

エコナビスタ (5585) : 見守りシステムで介護・医療現場の生産性改善に貢献

睡眠データ解析技術を活用した独自の見守りシステムを提供する

睡眠と疲労医学研究の第一人者で医師の梶本修身会長と脳機能検査プログラムを作成した渡邊社長が創業。自社開発した AI を活用した SaaS 型見守りシステム「ライフリズムナビ」を展開。同システムは、ベッドにセンサーを組み込んだシートを配置し、睡眠や臥床の状態、離床、体温、脈拍などのバイタルから部屋の室温や扉の開閉をリアルタイムでモニタリングでき、排泄のタイミングまでを予測できる高度なシステムとなっている。介護系施設では、看護師や介護スタッフのケアや介助をリアルタイムで記録する機能も有しており、保険請求（レセプト）とのシステム連携することで事務処理負担も大幅に低減が可能である。

介護や医療従業員の業務負担を大きく変えるソリューションに発展

病棟や介護施設では、夜間の巡回による訪室とナースコールがスタッフの業務負担となっており、職員の離職の原因にもなっていた。「ライフリズムナビ+Dr.」を導入した介護施設では、定期巡回の回数を大幅に減らすことができ、従業員の業務負担軽減とともに人員配置を引き下げることが可能となり、介護経営に大きなメリットをもたらしている。利用者や家族の評価も総じて高く、夜間での複数の訪室で睡眠を妨げられない、バイタルセンサーの常時モニタリングでの健康状態把握による適切なケアや排泄の介助などから入居の決め手になるケースにもなっているようだ。

高度なソリューションに対する付加価値高い

高利益率の理由として、(1) 初期導入収益の割合が高く、高付加価値に見合った価格設定となっていること、(2) 企業規模が小さく、営業やシステム設置作業は外部代理店や作業委託等を積極的に活用していることで費用負担が低いこと、(3) 月額利用料もあり、全体として限界利益率が高いため。政策にて、医療や介護現場の生産性改善や人的リソースの拡充のために、こうしたシステムに補助金や公的保険の対象として点数を付ける措置が講じられており、今後、普及が加速することが予想される。

業績推移 (エコナビスタ)

決算期 単独(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
22.10	893	66.9	302	130.5	304	126.9	197	57.6	42.8	0.0
23.10	1,086	21.6	385	27.5	372	22.4	273	38.6	53.5	0.0
24.10予	1,350	24.3	430	11.7	430	15.6	300	9.9	45.6	0.0
24.10会社	1,347	24.0	429	11.4	429	15.3	297	8.8	46.5	0.0
25.10予	1,700	25.9	520	20.9	520	20.9	360	20.0	54.7	0.0
26.10予	2,200	29.4	700	34.6	700	34.6	480	33.3	73.0	5.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

JCU (4975): 「モノ売り」を超えた付加価値を提供、次世代半導体分野にも進出

薄型高機能基板向けの  
ビアフィリング用めっき  
薬品が主力

プリント配線板や半導体パッケージ基板向けの電子基板薬品が主力で、なかでもビアフィリング用めっき薬品の利益貢献が大きいと見られる。ビアフィリング用めっき薬品とは、多層基板などの各層を導通させるために基板上の穴（ビア）にめっきを施すための添加剤。スマートフォンの普及など薄型高機能基板の需要拡大とともに市場が拡大してきたが、更なる高機能化や用途拡大により、需要増加は続いている。

幅広い顧客層に対する  
技術サポートに優れる

電子基板薬品メーカーの利益率は総じて高いが、(1)用途などにより棲み分けが可能であること(分野別に世界シェアの高いメーカーが多いこと)、(2)電子基板メーカーにとっても薬品のコストウエイトは限定的だが、基板製造の歩留まりに大きな影響を与えるため、他メーカー薬品へのスイッチングが容易ではないこと、(3)薬品の使用量そのものは少なく(変動費が低く)、総じて限界利益率が高い、などが理由として考えられる。それらに加えて同社は、幅広い顧客層に対する技術サポートに優れていることなど、単なる「モノ売り」を超えた付加価値を提供している。

新製品ブランド立上げ  
と熊本新工場の建設

結果として、ビアフィリング用めっき薬品での世界的高シェアを握っており、それらを支える技術開発力を有している(国内従業員の約40%が研究開発・技術サポートに携わる)。このようなビジネス基盤をベースに新たなビジネスチャンスが広がっていくと考えられる。具体的には、(1)昨年11月に半導体向け表面処理薬品の新ブランド「TIPHARES (ティファレス)」を立ち上げ、まずは後工程に必要な2μm以下の回路パターンを均一な高さで配線形成するための薬品を市場投入したこと、(2)熊本県に研究開発を担う新工場を建設し(2025年12月稼働予定、投資額は約80億円)、次世代半導体パッケージ基板を含む表面処理用薬品の開発を行うこと、など。

**業績推移 (JCU)**

決算期 連結(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.3	27,137	11.9	9,285	3.3	9,369	1.5	6,013	-5.6	232.6	66.0
24.3	24,859	-8.4	8,041	-13.4	8,216	-12.3	5,530	-8.0	217.0	70.0
25.3予	27,000	8.6	9,500	18.1	9,500	15.6	6,600	19.3	260.5	74.0
25.3会社	27,000	8.6	8,500	5.7	8,500	3.5	5,900	6.7	232.9	74.0
26.3予	29,000	7.4	10,500	10.5	10,500	10.5	7,300	10.6	288.2	82.0
27.3予	31,000	6.9	11,500	9.5	11,500	9.5	8,000	9.6	315.8	90.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。

(注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。

(出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

KeePer 技研 (6036) : 販売チャネル合わせた付加価値提供で高収益体質を構築

コーティング市場に「KeePer」ブランド浸透、マーケットシェア獲得

同社は、谷会長が1985年に創業した株式会社タニが運営する共同石油高津波給油所を母体とするコーティング専門事業者である。ガソリンスタンド(以下、GS)事業の拡大を志向する過程で、投資負担の軽いカーコーティング事業に進出し、直営店業態「キーパー LABO」を確立した。2007年からはコーティング材料を使用しコーティングを施工する「キーパープロシヨップ」の展開し、現在の卸業態であるキーパー製品等関連事業となった。卸の販売先は、当初GSが中心であったが、20年以降は新車ディーラーの開拓に注力し、直近では車以外のコーティングへの展開も徐々に進んでいる。

販路に合わせた付加価値の提供で高収益性を実現

同社はチャネルに合わせて、コーティングに付加価値を付け、競争力を高めてきた。コーティング材料であるケミカル製品は比較的安価である。これに、LABOでは、コーティング施工のサービス提供はもちろんのこと、LABOを全国に出店し、コーティングの「KeePer」としてブランドを確立したことで、高いサービス単価が許容されている。GS向けの卸販売では、GSの顧客層や施工体制に合わせた商品設計のメニューを提供することで、一定のマージンを確保する。さらに、新車ディーラー向けは、既存のコーティング製品と遜色ない価格設定にすることで、施工するディーラーがKeePer製品を選択することや、また、顧客側が「KeePerコーティング」の施工を希望するブランド力の浸透が寄与する。

利益率はミックス改善、生産性改善で上昇してきた

コーティング市場は、自動車保有台数の増加や、買い替えサイクルの長期化に伴い拡大している。成長市場における、同社の積極的なチャネル開拓で、当面の成長余地は十分に大きいとみられる。利益率の面では、直営店事業は、高単価メニュー投入による平均単価上昇を伴う生産性改善で向上してきた。卸事業も、同様のコーティング剤の高単価シフトに加え、商材のミックス改善で上昇する。ただし、直営店事業は、出店加速に伴い23.6期以降停滞しており、店舗展開のコントロールにやや苦戦する。25.6期以降は、拡大ペースの適正化や直営店出店手法の多様化で回復が見込めよう。

業績推移 (KeePer 技研)

決算期 単独(日本基準)	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 (%)	修正EPS (円)	1株配当 (円)
23.6	17,042	18.7	5,475	26.6	5,470	26.5	3,957	27.9	145.1	43.0
24.6	20,574	20.7	6,101	11.4	6,075	11.1	4,421	11.7	162.0	50.0
25.6予	25,300	23.0	7,400	21.3	7,400	21.8	5,000	13.1	183.2	53.0
25.6会社	24,500	19.1	7,000	14.7	6,950	14.4	4,800	8.6	175.9	53.0
26.6予	29,700	17.4	9,100	23.0	9,100	23.0	6,100	22.0	223.5	68.0
27.6予	34,000	14.5	10,900	19.8	10,900	19.8	7,350	20.5	269.3	82.0

(注1) 会社予想以外の推定・予想はいちよし経済研究所。前期比は増減率を記載。  
 (注2) 前期比の数字は百万円未満を切り捨てて表示しているため、決算短信に表示された数字と異なる場合がある。  
 (出所) 決算短信、予想はいちよし経済研究所

( 図表5 ) 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
手間いらず	2477	東ス	-	-	3,295	21.6	20.1	3.3	2.9
イー・ギャランティ	8771	東ブ	A	2,500	1,504	20.8	17.9	3.2	3.0
eWeLL	5038	東グ	-	-	1,640	31.5	24.6	14.5	10.6
Arent	5254	東グ	-	-	6,560	43.8	31.3	9.9	7.9
マークラインズ	3901	東ブ	-	-	2,923	24.1	19.8	7.0	5.9
福井コンピュータホールディングス	9790	東ブ	A	3,800	2,698	14.7	13.8	2.3	2.1
ANYCOLOR	5032	東ブ	-	-	2,246	13.9	13.1	7.1	5.0
デジタルアーツ	2326	東ブ	-	-	5,180	20.9	18.2	4.5	3.9
ミダックホールディングス	6564	東ブ	A	2,700	1,870	19.5	17.2	4.1	3.4
オロ	3983	東ブ	-	-	2,309	18.7	15.8	4.2	3.6
東京都競馬	9672	東ブ	A	6,200	4,320	12.2	11.4	1.4	1.3
エコナビスタ	5585	東グ	-	-	1,722	37.8	31.5	3.8	3.6
JCU	4975	東ブ	A	4,700	3,440	13.2	11.9	2.1	1.9
Keeper 技研	6036	東ブ	A	6,000	4,215	23.0	18.9	8.0	6.4

(注1) 株価は10月17日終値

(注2) 予想PER、同PBR、フェアバリュー、レーティングは10月17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。

レポート発表日現在、ANYCOLOR(5032、東証プライム)は証券金融会社が貸株利用等による「注意喚起銘柄」に指定しています。

お問い合わせの際は最寄りの取引部支店までご連絡ください。

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