

中小型株マンスリー(2007年10月号)

割安感が一段と強まる中で需給環境の改善をうかがう

世界的な金融市場の混乱後に中小型株の割安感は一段と強まったが、株価は下値模索の展開から抜け出せていない。ファクター動向の歪みからは、投資家のポジション整理に伴う処分売りが中小型銘柄の株価の下落圧力となっていることが示唆される。ただし、今後は大手機関投資家の資金流入が見込まれる上に、自社株取得の増加が株価を下支えするなど、需給環境の好転が期待される。

2007年10月1日

(No07-340)

アナリスト

企業調査部

編集 山中 信久

青木 広道

稲田 剛知

漆原 良一

荻原 明秀

菊池 悟

甲谷 宗也

廣兼 賢治

森脇 崇

山岡 久紘

エマージング企業調査室

榎本 豊

大原 一真

奥代 英樹

田崎 僚

池内 一

西川 拓

清水 信行

成清 康介

中川 晶子

投資調査部

中小型株ストラテジスト

元村 正樹

文中株価は9月26日終値

テーマ編では、①構造的な成長局面へ入る情報サービス/ITソフトウェアセクター②自動車部品：円高対応でも魅力的な投資対象の2テーマを取り上げた。銘柄紹介では、アナリストのボトムアップの形で16銘柄を掲載した。日医工(4541、レーティング：2、¥2,340大証)、オーエム製作所(6213、同：2、¥796)、ハイデイ日高(7611、同：N→2、¥1,003)はレーティング「2」として注目している銘柄である。また、特集として「2007年1~9月の株式新規上場の動向」を第5章に掲載した。

【2007年10月号の紹介銘柄】

コード	社名	レーティング	株価 (円)	時価総額 (億円)
【テーマ1：構造的な成長局面へ入る情報サービス/ITソフトウェアセクター】				
2327	新日鉄ソリューションズ	1	3,170	1,680
3819	インテックホールディングス	1	1,623	843
8056	日本ユニシス	1	1,361	1,493
【テーマ2：自動車部品：円高対応でも魅力的な投資対象】				
7220	武蔵精密工業	2	3,480	1,086
7241	フタバ産業	2	2,825	1,978
7313	テイ・エス テック	2	4,290	1,459
【銘柄紹介】				
1934	ユアテック	-	659	535
2138	ウェブドゥジャパン	-	175,000	59
2305	スタジオアリス	-	1,206	207
2419	日本ERI	-	181,000	44
3313	ブックオフコーポレーション	-	1,166	225
3396	フェリシモ	-	1,688	169
4541	日医工	2	2,340	730
4681	リゾートトラスト	N→3	2,390	1,233
5384	フジインコーポレーテッド	-	2,110	648
6213	オーエム製作所	2	967	321
6440	JUKI	-	1,137	1,471
6823	リオン	-	721	74
6899	ASTI	-	500	85
7611	ハイデイ日高	N→2	1,003	114
7727	オーバル	-	244	64
7942	JSP	-	1,390	436

(注) 1. 株価は9月26日

2. オーエム製作所の株価は9月27日

(出所) 野村証券金融経済研究所

目次

1.	市場動向・投資戦略	2
(1)	中小型株の動向：金融市場の動揺は収まりつつあるが、下値模索が続く	2
(2)	当面の見通し：株価の割安感が強まる中で需給環境の改善をうかがう	8
2.	構造的な成長局面へ入る情報サービス/ITソフトウェアセクター	13
(1)	新日鉄ソリューションズ(2327、レーティング：1、¥3,170)	16
(2)	インテックホールディングス(3819、レーティング：1、¥1,623)	22
(3)	日本ユニシス(8056、レーティング：1、¥1,361)	28
3.	自動車部品：円高対応でも魅力的な投資対象	35
(1)	武蔵精密工業(7220、レーティング：2、¥3,480)	39
(2)	フタバ産業(7241、レーティング：2、¥2,825)	43
(3)	テイ・エス テック(7313、レーティング：2、¥4,290)	47
4.	銘柄紹介	51
(1)	ユアテック(1934、レーティング：未付与、¥659)	55
(2)	ウェブドゥジャパン(2138ヘラクレス、レーティング：未付与、¥175,000)	61
(3)	スタジオアリス(2305、レーティング：未付与、¥1,206)	67
(4)	日本ERI(2419JQ、レーティング：未付与、¥181,000)	73
(5)	ブックオフコーポレーション(3313、レーティング：未付与、¥1,166)	79
(6)	フェリシモ(3396、レーティング：未付与、¥1,688)	85
(7)	日医工(4541、レーティング：2、¥2,340大証)	91
(8)	リゾートトラスト(4681、レーティング：N 3、¥2,390)	97
(9)	フジインコーポレーテッド(5384、レーティング：未付与、¥2,110)	103
(10)	オーエム製作所(6213、レーティング：2、¥967)	109
(11)	JUKI(6440、レーティング：未付与、¥1,137)	115
(12)	リオン(6823、レーティング：未付与、¥721)	121
(13)	A S T I(6899、レーティング：未付与、¥500)	127
(14)	ハイデイ日高(7611、レーティング：2、¥1,003)	133
(15)	オーバル(7727、レーティング：未付与、¥244)	139
(16)	JSP(7942、レーティング：未付与、¥1,390)	145
5.	2007年1~9月の株式新規上場の動向	151
(1)	上場企業動向：上場社数や企業規模で前年を下回る	151
(2)	上場時のパフォーマンス：直近で初値倍率、出来高回転率が低下	153
(3)	上場後のパフォーマンス：成長期待の高さを反映	155
6.	会社回りメモ	159
7.	データ集	169
(1)	株価指数関連	169
(2)	野村フォローの中小型企業一覧	176
(3)	IPO 関連データ	180

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

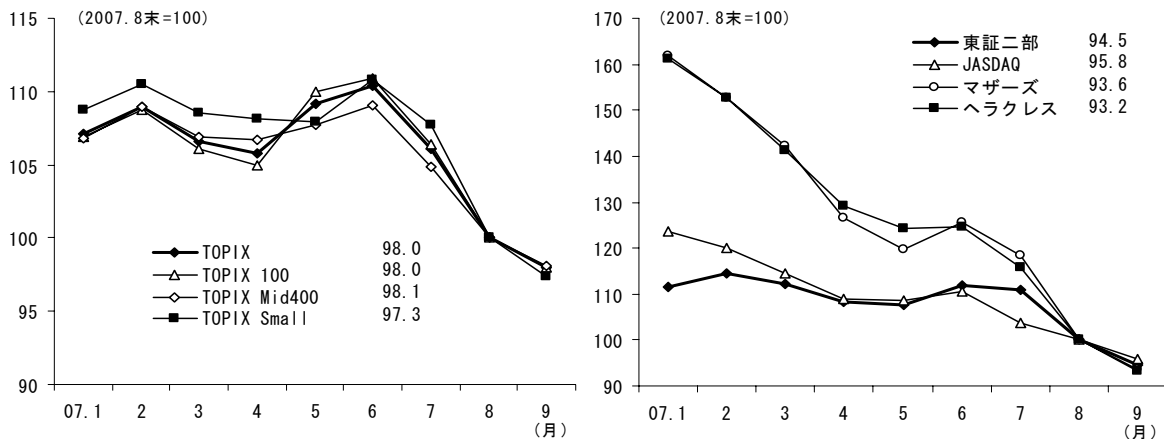
# 1. 市場動向・投資戦略

元村 正樹

## (1) 中小型株の動向 : 金融市場の動揺は収まりつつあるが、下値模索が続く

**<主要株価指数>** 米国サブプライムローン問題を発端とする金融市場の動揺は、米国の金融新興3市場の株価指数は、一時年初来安値を更新  
 緩和を好感して収まりつつある。世界の株式市場も反発に転じているが、その中では日本株の出遅れ感は強い。特に、新興3市場は大幅な下落が続く、株価指数は一時年初来安値を更新した。もっとも、その後は売買代金の増加を伴って急速に持ち直し、底固めへ向かいつつある。8月末から9月26日(以下、指数の騰落率はこの期間の騰落率を指す)までの株価指数の動きを見ると、JASDAQ INDEXが4.2%、マザーズ指数が6.4%、ヘラクレス指数が6.8%、それぞれ下落した(図表1-1)

(図表1-1) 主要株価指数の株価動向 (9月26日まで)



(出所) 野村証券金融経済研究所

**月初の急落後、大型株を中心に底固めの動き** 東証一部では月初に二番底を探る展開となったが、その後は大型株を中心に持ち直し、株価は底固めの動きを見せつつある。主要指数の騰落率は、TOPIX100が-2.0%、TOPIX Mid400が-1.9%、TOPIX Smallが-2.7%と、わずかではあるが小型株の下落率が大きくなっている。なお、東証二部指数は5.5%下落した。

**<スタイル指数>** Russell/Nomura(以下、R/N)Small指数をスタイル別に見ると、グロース、グロースがより大きく下落  
 グロースがより大きく下落  
 Russell/Nomura(以下、R/N)Small指数をスタイル別に見ると、グロース、バリュー共に下落した。両者の下落率はそれぞれ-4.5%、-2.5%で、金融や不動産を中心にグロース企業の下げが大きかった(次ページ図表1-2)

**<業種別指数>** R/N Small業種別指数(Total)は32業種中、内需関連を中心に23業種が下落した。中堅消費者金融が民事再生法を申請した「その他金融」(8月末比-17.1%、以下同様) 株価指数と売買代金が共に低迷する「証券」(-10.1%)が10%を超える下落となったほか、「銀行」「不動産」(各-6.9%)も軟調であった。一方、上昇した業種は9業種で、「海運」(+18.4%)、「鉱業」(+8.5%)など、好業績や市況上昇の恩恵を受ける業種の上昇が目立った。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートから直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 1-2) セクター別の Russell/Nomura Small 指数 (9月26日まで)

	(%)											
	Small Cap・Total				Small Cap・Growth				Small Cap・Value			
	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月	構成比	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月	構成比	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月	構成比
総合指数	-3.1	-13.3	-12.5	(100.0)	-4.5	-16.1	-17.5	(100.0)	-2.5	-12.0	-10.0	(100.0)
水産・農林	3.1	-20.0	-17.3	(0.6)	-4.3	-19.1	-15.3	(0.1)	3.6	-20.0	-17.4	(0.8)
鉱業	8.5	-8.1	-8.1	(0.5)	2.0	-20.6	-22.4	(0.1)	9.1	-6.8	-6.6	(0.7)
建設	-2.7	-14.3	-9.9	(4.3)	-7.0	-22.8	-22.7	(1.9)	-1.9	-12.7	-7.4	(5.3)
食料品	0.9	-8.8	-9.7	(5.2)	3.8	-4.5	-5.4	(1.9)	0.5	-9.4	-10.2	(6.8)
繊維製品	-4.9	-16.0	-15.8	(1.9)	-7.0	-22.7	-25.2	(0.8)	-4.6	-14.8	-14.1	(2.4)
パルプ・紙	-1.4	-3.0	-1.1	(0.8)	-7.9	-10.3	-5.7	(0.0)	-1.4	-2.9	-1.0	(1.2)
化学	-2.6	-11.0	-12.5	(6.4)	-5.0	-15.3	-16.6	(4.1)	-2.0	-9.8	-11.5	(7.5)
医薬品	-2.9	-7.1	-6.8	(2.3)	-4.6	-11.6	-14.9	(2.8)	-1.8	-4.0	-0.9	(2.1)
石油・石炭	4.6	-1.1	-10.3	(0.2)	-	-	-	-	4.6	-1.1	-10.3	(0.2)
ゴム製品	6.8	-3.7	10.8	(1.1)	-	-	-	-	6.8	-3.7	10.8	(1.6)
ガラス・土石	-2.3	-4.8	2.2	(1.9)	-2.3	1.6	16.9	(2.3)	-2.3	-8.9	-6.1	(1.7)
鉄鋼	5.7	-6.4	4.8	(2.9)	9.0	-6.9	5.1	(3.4)	3.9	-6.1	4.7	(2.7)
非鉄金属	-1.4	-16.1	-17.4	(1.5)	1.6	-12.2	-13.8	(2.4)	-4.5	-19.8	-21.0	(1.0)
金属製品	-6.3	-16.8	-10.6	(1.5)	-14.4	-24.2	-0.7	(0.8)	-4.5	-15.1	-12.4	(1.9)
機械	-1.3	-10.9	-1.2	(8.9)	-3.0	-14.2	-7.0	(9.7)	-0.3	-9.1	2.2	(8.5)
電気機器	-2.6	-10.5	-7.5	(9.7)	-4.1	-15.4	-15.5	(9.6)	-1.9	-8.1	-3.3	(9.8)
輸送用機器	2.1	-2.3	4.0	(4.7)	5.1	4.7	15.1	(4.4)	0.8	-5.0	-0.1	(4.8)
精密機器	-3.3	-16.8	-6.7	(1.3)	-5.5	-21.0	-14.7	(2.1)	-1.0	-12.4	2.0	(0.9)
その他製品	-2.4	-15.9	-18.0	(2.3)	-2.3	-15.0	-9.9	(1.5)	-2.4	-16.1	-19.9	(2.6)
電気・ガス	2.2	-4.0	-8.7	(0.4)	-	-	-	-	2.2	-4.0	-8.7	(0.6)
陸運	-1.7	-4.6	-8.6	(1.5)	0.4	-1.5	-5.7	(2.1)	-3.4	-7.0	-11.0	(1.2)
海運	18.4	36.0	83.4	(0.7)	17.0	27.8	69.0	(1.3)	20.8	51.8	112.9	(0.4)
倉庫・運輸	-5.6	-15.9	-17.8	(0.8)	-8.2	-15.2	-24.0	(0.4)	-5.1	-16.0	-16.7	(1.1)
情報・通信	-4.7	-15.9	-17.7	(5.1)	-4.3	-15.9	-18.0	(9.6)	-5.1	-15.9	-17.3	(3.0)
卸売	-3.7	-12.7	-11.9	(6.0)	-5.2	-14.9	-19.5	(3.1)	-3.4	-12.3	-10.3	(7.3)
小売	-5.5	-15.7	-16.5	(8.0)	-6.7	-15.8	-17.9	(11.9)	-4.3	-15.6	-15.2	(6.2)
銀行	-6.9	-16.3	-16.9	(6.8)	-15.5	-24.9	-31.5	(0.6)	-6.7	-16.0	-16.4	(9.7)
証券	-10.1	-28.8	-32.4	(1.6)	-13.6	-32.9	-35.3	(2.5)	-6.6	-24.5	-29.5	(1.2)
保険	-3.2	-17.1	-15.4	(0.5)	-	-	-	-	-3.2	-17.1	-15.4	(0.7)
その他金融	-17.1	-35.7	-43.6	(1.9)	-18.2	-37.6	-45.9	(2.4)	-16.3	-34.4	-42.2	(1.7)
不動産	-6.9	-23.1	-26.0	(4.2)	-9.7	-27.8	-33.9	(8.6)	-1.0	-12.8	-5.0	(2.2)
サービス	-4.1	-14.9	-20.8	(4.5)	-4.8	-16.5	-25.9	(9.4)	-2.7	-11.7	-8.2	(2.2)
合計				(100.0)				(100.0)				(100.0)

(注) 1. 業種分類は東証33業種分類によっている。該当企業のない空運は除いている。  
 2. 「-」は、該当銘柄なしを表す。  
 3. 「構成比」は、時価総額構成比を表す。

(出所) 野村証券金融経済研究所

<新規公開企業>  
 新規公開企業は4社、  
 公開価格と初値の平均  
 乖離率は-17.4%

9月の新規公開企業は4社で、前年同月の15社から急減した。公開した企業の初値がすべて公開価格を下回ったのは、2社が新規公開した02年8月以来初めてで、公開価格と初値の平均乖離率は-17.4%と、01年9月(17社の平均が-18.6%)以来の低水準に落ち込んだ。株式市場全体が軟調だったこともあり、公開後も4社中3社の株価は初値を下回って推移しており、新規公開企業に対する投資家のスタンスは消極的である。

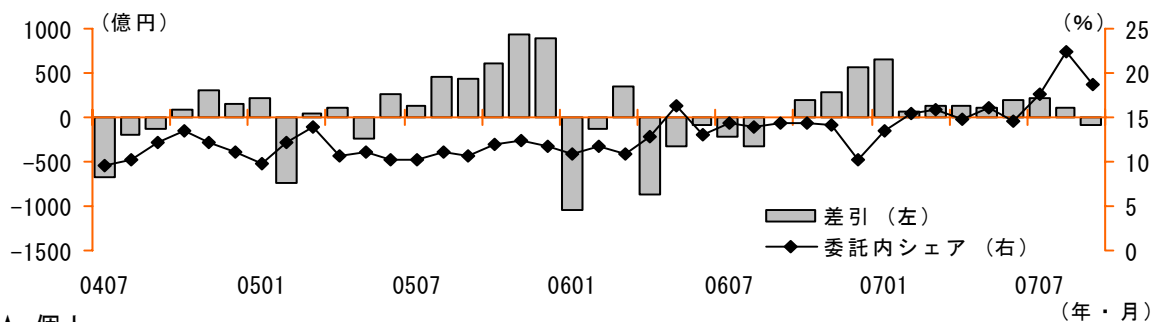
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

＜投資主体別動向＞ 東証二部、ジャスダック、マザーズにおける主体別売買動向は、株価の下落基調が続く中で、外国人が売り越しに転じた。9月14日の週末までに、外国人投資家はマザーズを中心として92億円の売り越しとなった。外国人の売り越しは、06年8月以来、13ヶ月ぶりである（図表1-3）。

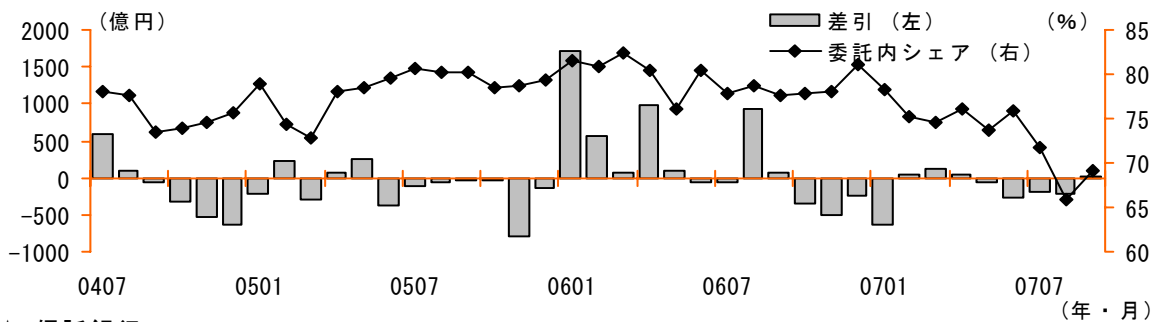
シェア回復鈍い個人、押し目買い続く信託銀行  
一方、国内の投資家では、個人投資家が5ヶ月ぶりに買い越し主体となったものの、買い越し額は26億円にとどまっている。このところ低下していた個人のシェアは、8月の65.9%から9月は69.2%へと回復したが、これは他の投資主体の売買が減少した結果であり、個人が積極的な投資スタンスに転じたわけではない。なお、信託銀行は30億円の買い越し（2ヶ月連続）で、押し目買いが続いている。投資信託は2ヶ月ぶりの売り越しだが、金額は9億円とわずかである。

（図表1-3） 東証二部・ジャスダック・マザーズ市場の主要主体別売買動向（9月14日まで）

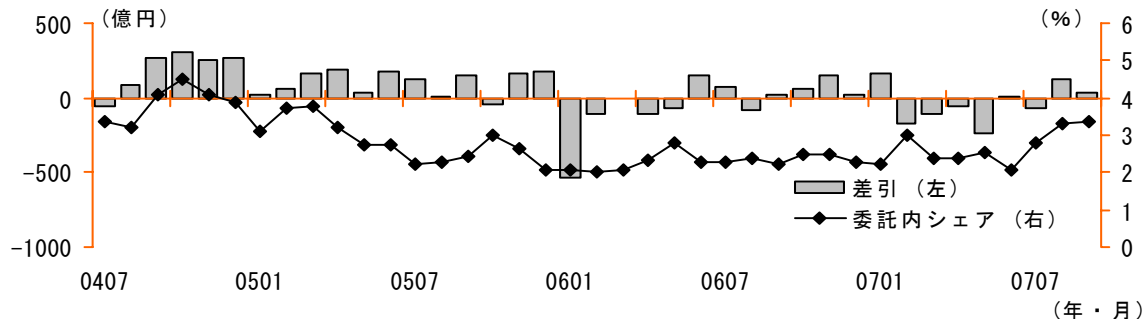
★ 外国人



★ 個人



★ 信託銀行



（注） 東証二部、ジャスダック、マザーズにおける売買代金の合計。9月は14日（第2週）までの合計。

「委託内シェア」は、委託売買代金に対する各投資主体の売買代金の比率。

（出所） 東証、ジャスダックのデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

<企業業績見通し>  
先月号から大きな変化は見られず

R/N Small 指数(金融を除く1,212社) 同 Large 指数構成銘柄(同302社)を対象とした業績予想は、先月号の予想と比較して大きな変化は見られなかった。第1四半期業績の開示を受けた業績見通しの修正は、先月号の時点で相当進んでいた模様だ。なお、この業績予想では野村カバー銘柄は野村予想、それ以外は東洋経済予想を採用している(以下、断りがない限り同様)。

全業種(除く金融)で07年度が9.7%、08年度が11.6%の経常増益見通し

9月19日時点で、中小型株の07年度の経常利益(金融を除く全業種)は前年度比9.7%増益と予想され、先月号(8月22日時点)の予想9.5%増益から大きな動きは見られない(図表1-4)。また、08年度の予想経常利益(金融を除く全業種)は同11.6%増益で、こちらも先月号の予想11.5%増益からほとんど変化していない。

大型株は07年度予想が11.0%、08年度予想が8.1%経常増益

一方、大型株では、07年度の予想経常増益率は、金融を除く全業種ベースで前期比11.0%となった。先月号の予想11.1%増益から、こちらもほとんど動きは見られない。なお、08年度経常利益の予想は、金融を除く全業種ベースで同8.1%増益であり、先月号の予想7.9%増益からは、やや上方修正された。

(図表1-4) 中小型株の業績見通し(9月19日時点)

業種	中小型										大型			
	社数(社)	増収率(%)			営業増益率(%)			経常増益率(%)			社数(社)	経常増益率(%)		
		FY06	FY07予	FY08予	FY06	FY07予	FY08予	FY06	FY07予	FY08予		FY06	FY07予	FY08予
全業種(除く金融)	1328	-	-	-	-	-	-	5.1	11.5	11.4	352	5.9	12.8	8.3
製造	680	8.2	5.6	4.3	12.8	10.6	10.3	11.4	8.8	10.4	302	10.5	11.0	8.1
素材	165	9.3	6.6	3.8	11.2	3.2	7.8	11.0	3.0	7.2	188	11.1	14.8	8.9
加工	329	9.9	5.8	4.7	19.7	15.2	11.9	17.3	12.6	12.6	60	11.0	4.4	3.7
非製造(除く金融)	648	-	-	-	-	-	-	-1.8	14.4	12.4	90	12.3	20.9	12.0
化学	532	6.3	6.8	4.7	5.6	13.9	13.2	5.0	10.9	13.1	164	0.6	10.6	7.7
鉄鋼・非鉄	116	6.9	4.9	3.9	7.2	1.6	9.9	6.0	-0.5	9.5	114	9.4	4.6	6.5
機械	49	14.9	9.8	3.6	18.6	5.6	4.7	20.2	8.2	3.9	42	10.0	4.2	5.7
自動車	100	13.5	7.3	4.6	30.9	13.4	9.2	29.0	12.2	9.1	18	12.3	4.7	0.8
電機・精密	66	9.2	5.9	4.6	5.3	14.1	11.5	2.4	11.1	12.1	26	26.2	23.9	17.5
医薬・ヘルスケア	163	8.8	5.0	4.9	23.1	17.6	14.3	21.3	14.3	15.8	20	6.5	16.2	10.2
食品	56	5.4	6.8	6.7	-1.4	14.3	10.3	-1.9	13.6	9.3	44	15.7	25.7	12.1
家庭用品	70	3.8	3.5	2.7	0.7	7.4	7.3	-1.2	4.2	7.3	17	9.4	17.2	6.4
商社	60	4.7	3.3	4.8	-2.4	10.5	12.7	-2.1	8.8	12.5	12	4.3	8.0	1.1
小売り	28	9.8	5.7	2.8	14.7	8.9	5.9	13.1	5.4	5.8	9	4.1	1.6	8.8
サービス	95	4.2	6.8	4.9	5.3	6.2	10.1	5.1	5.1	9.9	7	33.6	11.7	-0.4
ソフトウェア	105	10.8	13.5	8.4	4.8	19.4	18.9	5.4	16.3	19.9	16	8.4	3.1	11.2
メディア	60	4.3	6.2	6.3	-3.9	30.5	19.1	-0.8	29.7	17.0	8	-1.6	-0.2	12.9
通信	27	0.7	5.3	2.7	-4.8	0.1	10.5	-5.3	-1.5	10.7	11	32.7	29.6	12.8
建設	23	30.2	15.4	10.6	-10.7	5.2	57.2	-24.2	-10.7	69.4	6	14.2	3.0	14.7
住宅・不動産	53	2.1	1.7	-0.2	-18.3	19.2	6.2	-17.7	-15.1	5.7	6	-5.5	14.0	-0.3
運輸	98	9.1	10.3	9.2	26.0	18.8	15.1	24.3	13.8	15.4	4	1.3	-14.1	-4.3
公益	35	7.0	4.6	4.0	5.8	10.2	5.4	7.1	8.6	5.7	19	24.6	8.8	6.9
金融	8	0.0	4.3	3.0	-46.7	-5.7	11.9	-51.9	-9.2	14.0	24	6.4	7.7	4.7
	116	-	-	-	-	-	-	-22.6	26.8	10.1	13	2.2	-31.7	29.9
											50	-12.9	22.1	9.6

- (注) 1. 対象は中小型株が R/N Small 指数採用企業、大型株が R/N Large 指数採用企業。連結子会社を含む。  
 2. 業種区分は NOMURA19 業種を基に、投資会社を金融に入れるなど、一部の企業の業種を変更している。  
 3. 業績予想は9月19日時点で、野村予想優先、東洋経済予想で補完。社数は07年度予想の対象数。  
 4. 08年度予想データが無い企業は、08年度予想の集計対象外としている。

(出所) 東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

＜業績予想修正＞ 中小型株の全業種（除く金融）ベースのリビジョン・インデックス（RI）は+5.4%である。先月号（8月22日集計）の+5.2%からほとんど変化はなく、ここ1ヶ月間に限定すれば、上方修正/下方修正の件数はほぼ等しくなっている（図表1-5）。なお、大型株の全業種（除く金融）ベースのRIは+12.9%で、こちらも先月号の+13.2%から大きく動いていない。

製造業：鉄鋼・非鉄、機械が上方修正、電機・精密が下方修正  
先月号からの金額ベースの変化を見ると、製造業では鉄鋼・非鉄（値上げを実施する一方で原材料価格の上昇が一服し、交易条件が改善）、機械（造船、プラントなどの旺盛な需要）が上方修正、電機・精密（DRAM 価格下落に伴う半導体設備投資の減少）が下方修正となった。

非製造業：運輸が上方修正、小売り、サービスが下方修正  
非製造業では、運輸（海運市況が高水準を維持）が上方修正となったものの、小売り、サービスが下方修正となった。アルバイト情報事業のシステムトラブルで広告入稿が減少したインテリジェンス（4757、レーティング：2、¥178,000）、不適切な介護報酬を返還したグッドウィル・グループ（4723、同：未付与、¥17,540）など、特殊要因による下方修正の影響はあるものの、消費回復のもたつきを反映している。なお、金融の下方修正は、各種引当金の積増しを迫られた消費者金融の減額修正が大半を占めている。

（図表1-5） 中小型株の業績予想修正状況とバリュエーション（9月19日時点）

業種	社数 (社)	RI (%)	予想修正		6月末予想 経常利益 (億円)	9/19予想 経常利益 (億円)	変化 経常利益 (億円)	予想PER		実績 PBR (倍)	予想ROE	
			上方 (社)	下方 (社)				FY07 (倍)	FY08 (倍)		FY07 (%)	FY08 (%)
全業種	1328	3.7	274	225	92,439	92,572	133	17.8	15.4	1.33	7.5	8.6
(除く金融)	1212	5.4	271	206	81,014	81,518	504	18.1	15.7	1.41	7.8	9.0
製造	680	8.1	166	111	46,326	46,997	671	18.4	16.2	1.39	7.6	8.6
素材	165	6.7	41	30	13,022	13,254	232	16.6	14.9	1.31	7.9	8.8
加工	329	11.6	88	50	23,321	23,717	396	17.2	14.9	1.47	8.5	9.9
非製造	648	-0.9	108	114	46,112	45,574	-538	17.2	14.6	1.26	7.3	8.6
(除く金融)	532	1.9	105	95	34,687	34,520	-167	17.8	15.1	1.43	8.0	9.5
化学	116	2.6	25	22	7,721	7,739	18	18.6	15.6	1.19	6.4	7.7
鉄鋼・非鉄	49	16.3	16	8	5,301	5,515	214	14.0	13.8	1.57	11.3	11.4
機械	100	16.0	28	12	6,871	7,138	266	16.5	15.1	1.65	10.0	10.9
自動車	66	25.8	23	6	7,548	7,823	276	15.4	13.4	1.38	9.0	10.3
電機・精密	163	3.1	37	32	8,902	8,756	-146	19.4	16.0	1.42	7.3	8.8
医薬・ヘルスケア	56	7.1	13	9	3,003	3,018	15	25.3	21.5	1.63	6.4	7.6
食品	70	-5.7	10	14	3,794	3,822	29	25.3	24.3	1.23	4.9	5.1
家庭用品	60	10.0	14	8	3,187	3,186	-1	20.7	17.7	1.29	6.2	7.3
商社	28	21.4	7	1	2,884	2,929	45	11.7	10.2	1.25	10.7	12.3
小売り	95	-5.3	18	23	7,658	7,527	-131	16.0	15.4	1.50	9.4	9.7
サービス	105	-8.6	18	27	5,207	5,093	-114	24.3	16.5	1.95	8.0	11.9
ソフトウェア	60	11.7	16	9	3,164	3,222	58	29.0	18.8	1.75	6.0	9.3
メディア	27	0.0	4	4	1,633	1,593	-40	26.2	23.4	1.36	5.2	5.8
通信	23	8.7	7	5	577	465	-112	48.1	23.1	2.48	5.2	10.9
建設	53	1.9	4	3	2,818	2,791	-27	18.7	18.3	0.79	4.2	4.3
住宅・不動産	98	-2.0	15	17	7,961	7,963	2	11.6	10.0	1.38	11.9	13.5
運輸	35	31.4	14	3	2,395	2,575	179	18.4	17.0	1.54	8.4	9.1
公益	8	-12.5	2	3	390	363	-27	20.9	17.9	1.19	5.7	6.7
金融	116	-13.8	3	19	11,425	11,054	-371	15.3	13.2	0.91	5.9	6.9

（注）R/N Small 指数採用企業を対象に、07年度の予想経常利益の変化を集計した。業績予想は野村予想優先、東洋経済予想で補完。リビジョン・インデックス（RI）は、07年6月末から9月19日までの業績予想修正件数を元に算出。なお、連結子会社は除外していない。

$$RI = (\text{上方修正数} - \text{下方修正数}) \div \text{所属企業数} \times 100$$

（出所）東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

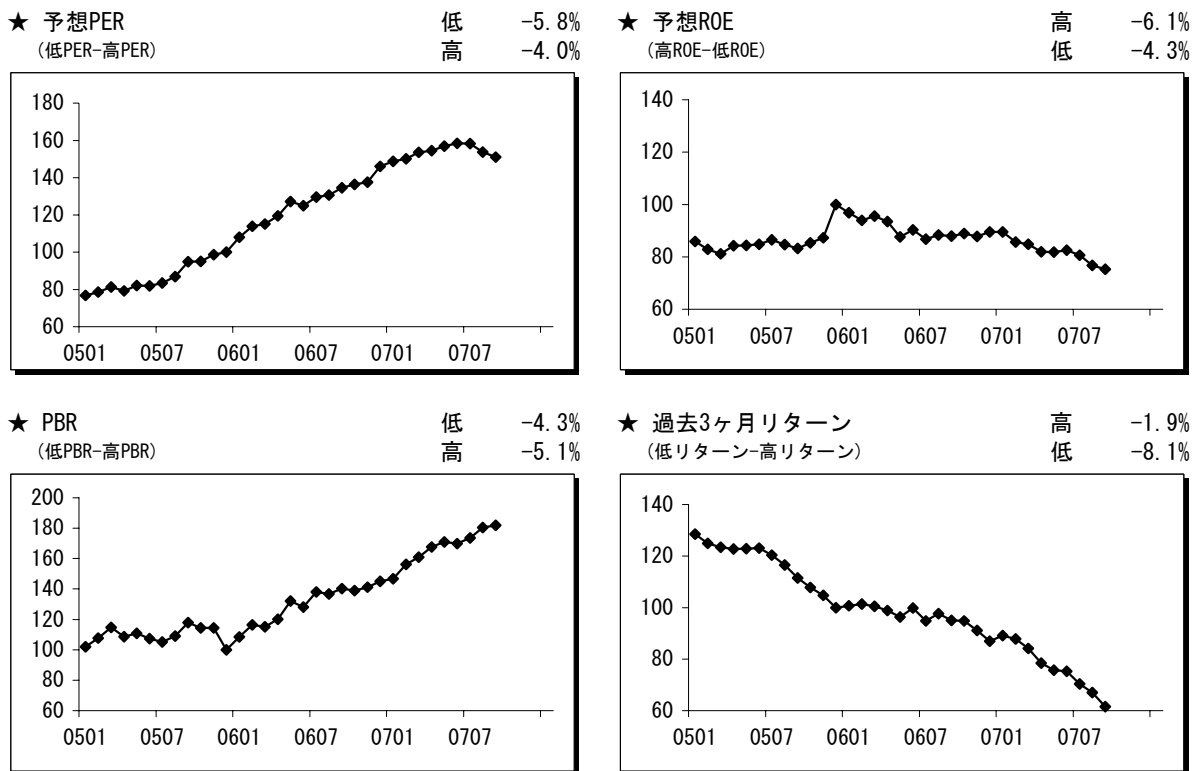
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布したものであり、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

＜ファクター動向＞ ファクター動向から見た9月の中小型株市場の特徴は、投資家のポジション整理と見られる動きが8月から続いていることを示唆するファクターがいくつか見られることである。

株価下落局面にもかかわらず、予想PERでは割高銘柄群優位が持続 予想PERで分類した割安/割高銘柄群のパフォーマンスを比較すると、8月に続いて割安銘柄群がアンダーパフォームした(図表1-6)。通常、予想PERファクターでは割安銘柄群がアウトパフォームしやすく、特に株式市場の下落局面においてはその傾向が強い。それにもかかわらず、本来は投資家から選好されやすい低PER銘柄群がアンダーパフォームしているため、投資家が保有していた低PER銘柄を処分する動きが続いている可能性がある。

株価モメンタム効果が顕著、株価急落で処分売りが増加した可能性 また、株価モメンタム効果(過去の騰落率が低い銘柄ほど、当月リターンが低くなる)が過去と比べて強いことも、投資家のポジション整理が続いている可能性を示唆している。過去3ヶ月間の騰落率が低い銘柄群は8.1%下落し、過去3ヶ月間の騰落率が高い銘柄群の下落率(-1.9%)を6.2%ポイントも下回った。株価の下落が更なる処分売りを招くという悪循環が発生している。

(図表1-6) 中小型株の主要ファクターリターン (9月26日まで)



(注) 毎月月初に、時価総額 100 億円以上 2,000 億円未満の銘柄を、前月末の各ファクター値により 5 つの等銘柄数のグループに分類。05 年末を 100 として、ファクター値最大のグループと最小のグループとの銘柄群の単純平均リターンの差を累積した指数を示した。ファクターの定義については、データ集の「中小型株のファクターリターン」の(注)を参照。

(出所) 東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づいたオポジション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



(2) 当面の見通し : 株価の割安感が強まる中で需給環境の改善をうかがう

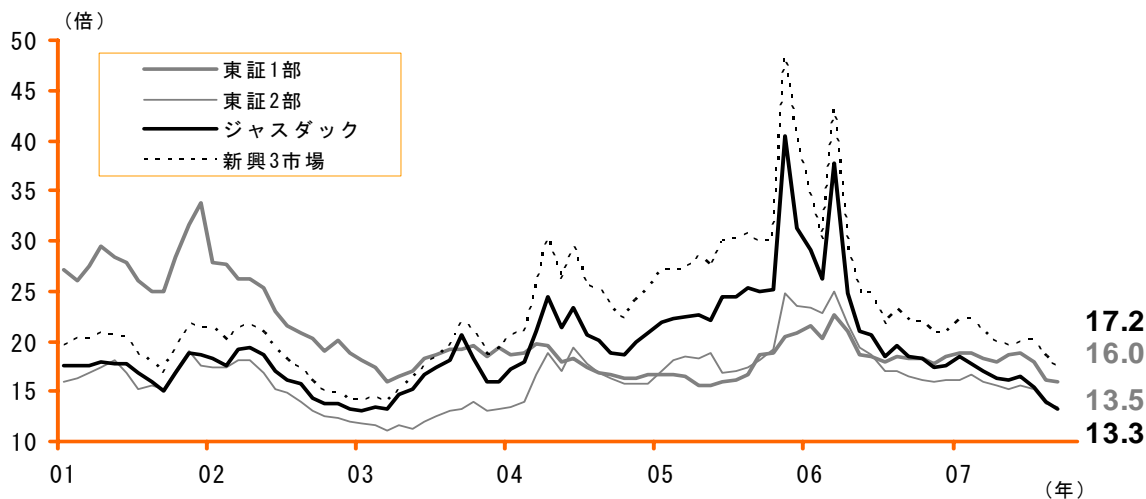
中小型株の一段の下落は需給要因が大きい 世界的に見れば、米国のサブプライムローン問題から始まった市場の混乱は、落ち着きを取り戻しつつある。しかし、日本の中小型株に関しては、まだ明確な下げ止まりの気配は見られない。これは需給要因による部分が大きいと考えられるが、今後は中間決算に向けて、需給環境の好転が期待されよう。

予想PERは03年の株価の大底と同水準に低下 株価の調整が進んだ結果、バリュエーションの割安感は一段と強まっている。12ヶ月フォワード予想基準のPERを市場別に見ると、ジャスダックでは13.3倍にまで低下している(図表1-7)。これは、金融システム不安の強まりに加えて、企業年金の代行返上に伴う株式売却によって大型株が下げ止まらず、投資家のセンチメントが最悪とも言える状況にあった03年の株価の大底と同水準のバリュエーションである。

株価反発の初期は中小型株よりも大型株 株価の割安感が一段と強まったにもかかわらず、下値模索の展開から抜け出せないのは、投資家のポジション整理に伴う株式売却が続いているという、需給的な要因によるものと考えられる。これは、予想PERによって分類した中小型株のパフォーマンスから推察される動きである。

中小型株の中で、予想PERが割安な銘柄がアンダーパフォーム 次ページ図表1-8は、R/N Small Indexを構成する企業を予想PERによって銘柄数の5グループに分類し、8月以降のパフォーマンスを見たものである(図表は最割安グループ、最割高グループ、中位グループの3つのみを掲載)。各グループの中では、予想PERが最も割安な銘柄群のパフォーマンスが悪いという「歪み」が生じていることに注目したい。

(図表1-7) 市場別予想PERの推移



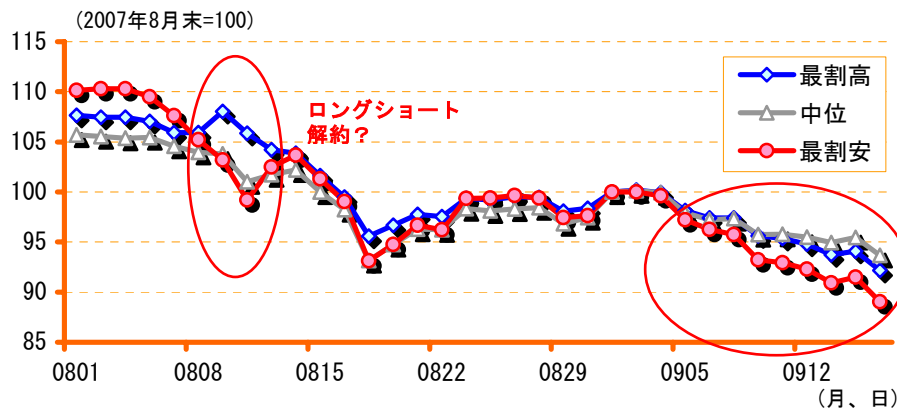
(注) 予想PERは、今期/来期予想を月数按分した12ヶ月フォワード予想に基づく。ジャスダックからは実質的に東証一部の銘柄であるヤフーを除く。野村予想優先、東洋経済予想で補完。図表中の値は9月26日時点の予想PERを示す。

(出所) 東洋経済のデータより野村證券金融経済研究所作成

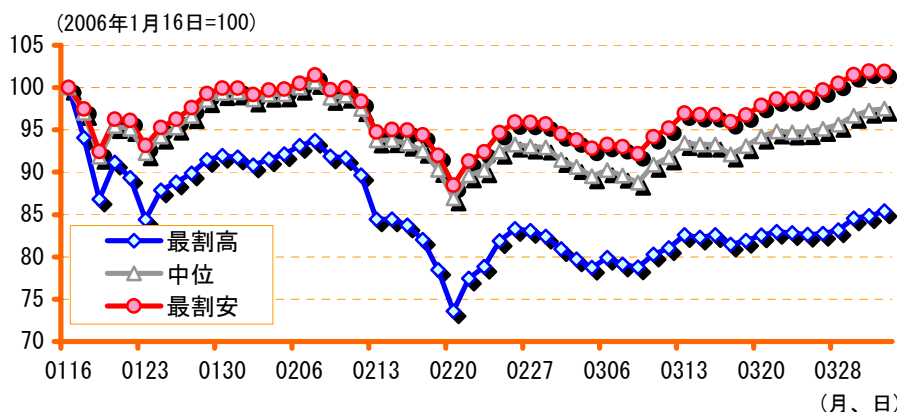
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 1-8) 予想 PER で分類した中小型株の推移

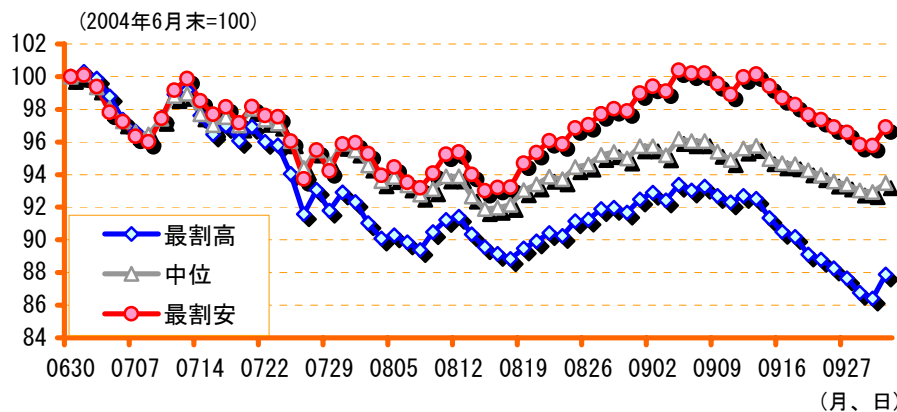
★ 米国サブプライム問題



★ ライブドア・ショック



★ 2004年央からの下落局面



(注) Russell/Nomura Small 指数 (大型株は Russell/Nomura Large 指数) 構成企業を、予想 PER によって 5 つの等銘柄数のグループに分類。最割安銘柄群、中位銘柄群、最割高銘柄群の累積リターンを、基準日を 100 とした指数で示した。業績予想は野村予想優先、東洋経済予想で補完。

(出所) 東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

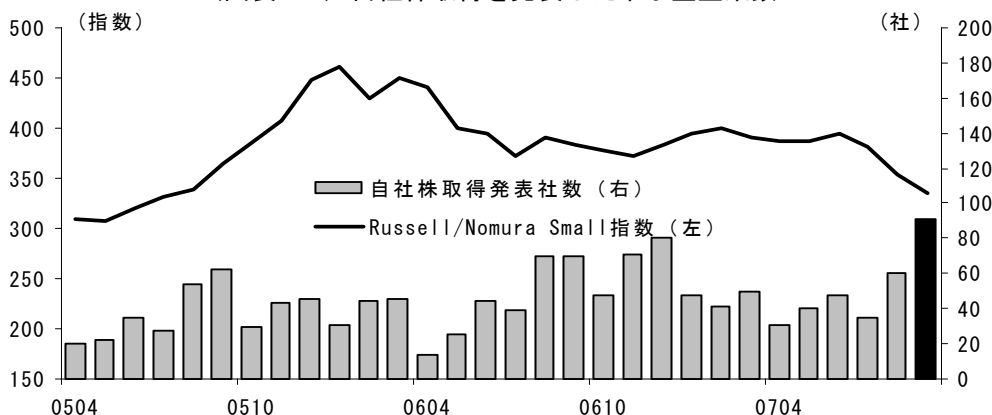
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

<p>通常の下落局面では、割高銘柄が下げを主導するが・・・</p>	<p>通常、株価下落局面では、予想 PER が割高な銘柄群が株価の下落を主導する一方、資金の退避先になる割安な銘柄群の株価は底堅く推移する傾向が見られる。例えば、前ページの図表 1-8 に示した 06 年 1 月のライブドア・ショックや、04 年 7 月以降の株価下落局面が該当する。</p>
<p>割安銘柄のアンダーパフォームは、機関投資家による解約対応の売りの可能性を示唆</p>	<p>しかし、8 月以降の株価下落局面では、これと反対の動きが起きている。この現象を説明する一つの仮説として、中小型株を運用する国内外の機関投資家が、受託資産の解約に伴って保有株式を売却していた可能性が考えられる。機関投資家の保有する銘柄の予想 PER は、市場平均よりも低くなる傾向があるため、低 PER 銘柄のアンダーパフォームの持続は、解約対応の売りが続いている可能性を示唆している。</p>
<p>民営化に先立つ郵政公社の株式売却</p>	<p>東証二部、ジャスダック、マザーズにおいて外国人投資家が 13 ヶ月ぶりに売り越すなど、足元の需給環境は悪化している。しかしながら、今後は需給環境が改善に向かう可能性を念頭に置きたい。第一は、郵政民営化後の郵貯、簡保を引き継ぐゆうちょ銀行およびかんぽ生命の資金流入が期待される点である。9 月 23 日付の日本経済新聞は、日本郵政公社が 07 年 4 月から 7 月末までに、保有する日本株約 1 兆 1000 億円を売却したと報道した。その多くは大型株と見られるが、TOPIX をベンチマークとした運用部分には、東証一部の中小型株が含まれていたと考えられ、ここまで需給面での株価圧迫要因になっていたものと推察される。</p>
<p>売り圧力の減少と資金再流入による需給好転</p>	<p>しかし、民営化後は、これまでの株式売却によって生じた資金の一部が、再度株式市場に向かう可能性が高い。加えて、旧簡保部門は、7 月より新興企業株に投資する「中小型」の株式委託運用を開始している。売り圧力の減少と資金の再流入は、ともに中小型株の需給を好転させよう。</p>
<p>自社株取得も株価下支えを果たす</p>	<p>第二は、自社株取得の増加である。株価下落局面では自社株取得が増加し、株価を下支えする一定の役割を果たす。今回も例外ではなく、9 月は 20 日までに 61 社が自社株の取得を発表している (次ページ図表 1-9)。</p>
<p>予想益利回りが予想 ROE を上回る企業には自社株取得も選択肢</p>	<p>高い利益成長が期待される中小型企業に関しては、手持ちの資金を成長のための投資に充てるべきである。しかし、中小型企業の中で、手元流動性が豊富で、かつ自社株の予想益利回り (予想 PER の逆数) が予想 ROE を上回る企業の場合、自社株取得は資金を活用する選択肢の一つとして有効である。また、IR に関する感度の高い経営陣であれば、投資家に対して現在の株価は安いというメッセージを伝えることの重要性を認識していよう。自社株取得が有効な手段となりうる中小型企業は少なくないだろう。</p>
<p>スクリーニング： 自社株取得の可能性</p>	<p>以下では自社株取得に焦点を当てて、スクリーニングを試みた。R/N Small 指数を構成する企業 (金融を除く) のうち、08 年度基準の予想益利回りが予想 ROE を上回り、時価総額に対するネットキャッシュ (現預金 + 短期保有有価証券 - 有利子負債) が 30% 以上で、過去 1 年間に自社株取得の実績がある企業を抽出した (次ページ図表 1-10)。これらの企業は、自社株を取得することに合理的な根拠があり、かつ経営陣にその意思があると</p>

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売却する場合があります。また、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

見られる。したがって、株価の下落局面において自社株取得が実施される可能性は他の企業よりも高いと考えられる。

(図表 1-9) 自社株取得を発表した中小型企業数



(注) 対象はR/N Small 指数構成企業(金融を除く)。当該月に自社株の取得を発表した企業数を示した。2007年9月は20日までの発表分で、図表では日数調整を行なっている。

(出所) 各種報道等より野村証券金融経済研究所作成

(図表 1-10) 過去1年間に自社株取得を実施したキャッシュリッチ中小型企業

コード	企業名	時価総額 (9/21) (億円)	株価 (9/21) (円)	レーティング <sup>a</sup> (9/25)	予想PER (FY07) (FY08) (倍) (倍)	予想ROE (FY07) (FY08) (%) (%)	予想利益回りと 予想ROEとの差 (FY07) (FY08) (%pt) (%pt)	ネットキャッシュ 時価総額比 (直近) (%)
1762	高松建設	642	1,650	-	16.4 15.6	5.8 6.1	0.2 0.2	64
1783	A. C HD	110	26	-	22.1 20.1	2.6 2.9	1.9 2.1	87
1861	熊谷組	277	170	-	7.5 7.3	7.6 7.8	5.8 5.9	47
1914	日本基礎技術	100	325	-	50.1 52.8	0.8 0.8	1.2 1.1	109
2692	伊藤忠食品	485	3,720	-	15.2 14.7	6.0 6.2	0.6 0.6	49
3055	ほくやく・竹山HD	205	789	-	21.8 13.7	2.5 4.0	2.1 3.3	82
5344	MARUWA	215	1,940	2	13.3 10.2	5.8 7.6	1.7 2.3	30
6412	平和	1,981	1,366	3	33.0 16.1	2.9 5.9	0.1 0.3	32
6749	マスプロ電工	191	940	-	29.4 26.6	2.2 2.5	1.2 1.3	45
6763	帝国通信工業	252	497	-	22.9 22.3	4.0 4.2	0.3 0.3	37
6896	北川工業	235	1,800	2	8.9 8.1	9.5 10.5	1.7 1.9	62
6961	エンプラス	309	1,479	-	25.8 25.3	2.7 2.8	1.2 1.2	66
7226	極東開発工業	362	846	-	17.4 16.4	3.6 3.8	2.2 2.3	34
7769	リズム時計工業	226	159	-	48.1 25.1	1.3 2.5	0.8 1.5	34
8112	東京スタイル	1,210	1,180	-	22.0 21.6	3.2 3.2	1.4 1.4	62
8140	リョーサン	1,026	2,810	-	14.9 15.1	5.7 5.6	1.0 1.0	35
9755	応用地質	456	1,420	-	31.4 28.5	2.6 2.9	0.5 0.6	40
9854	愛眼	191	904	-	23.0 18.1	3.3 4.2	1.0 1.3	38
9902	日伝	443	2,780	-	12.5 12.0	7.3 7.6	0.7 0.7	35
9916	バイタルネット	303	724	-	23.9 20.2	3.5 4.1	0.7 0.8	86
9982	タキヒヨー	230	406	-	10.2 10.0	6.6 6.8	3.2 3.2	45

(注) 対象はRussell/Nomura Small 指数の構成企業(金融を除く)。08年度基準の予想利益回りが予想ROEを上回る、時価総額に対するネットキャッシュ(現預金+短期保有有価証券-有利子負債)が30%以上、過去1年間に自社株取得の実績がある、以上の条件を満たす企業を示した。業績予想は野村予想優先、東洋経済予想で補完。

(出所) 東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を保有している場合があります。また、このレポートに記載された証券に基づいて、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

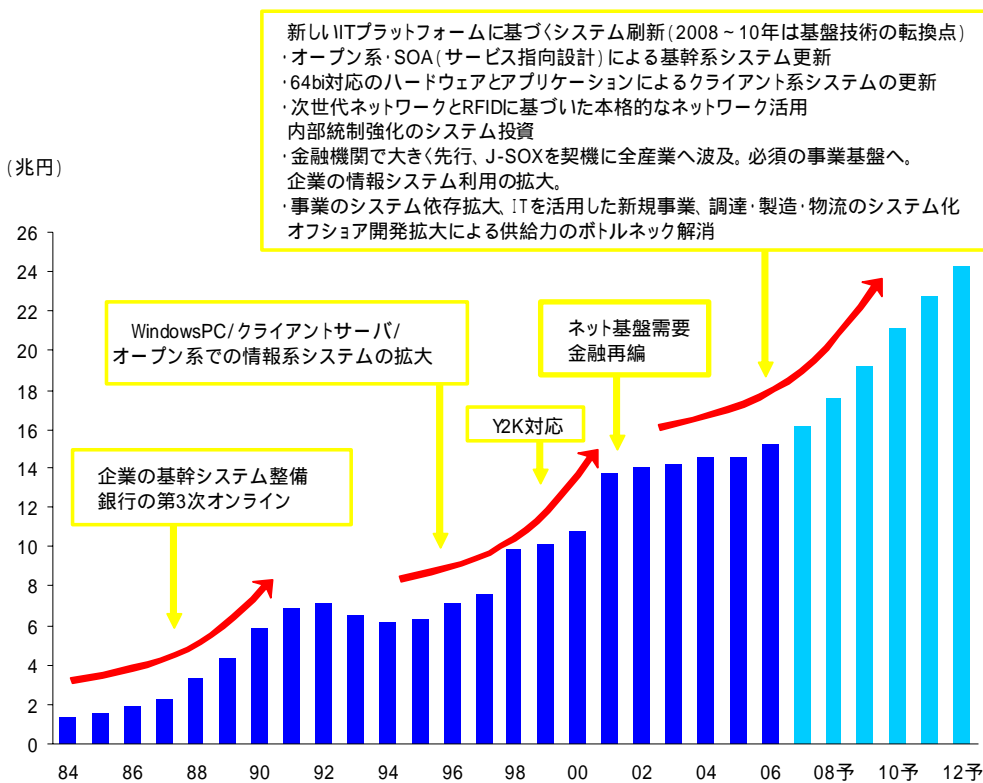
## 2. 構造的な成長局面へ入る情報サービス/IT ソフトウェアセクター

菊池 悟

ファンダメンタルズはさらに改善を予想、セクター判断は「強気」  
 情報サービス/IT ソフトウェアセクターのファンダメンタルズは良好である。需要、収益性の両面でさらに改善が予想される。個々の企業の業績にバラツキはあるものの、多くの企業では、08.3 期上期決算時に、会社計画だけでなくアナリストのコンセンサス予想も上方修正されると考えられる。短期業績の上振れと同時に株式市場での当セクターの中期成長期待も高まり、株価評価の改善も期待されよう。セクター判断は「強気」である。

需要拡大の継続  
 需要拡大が続くであろう(図表 2-1)。顧客業種別では、金融機関の需要が特に強い。銀行、証券会社、生損保会社など、金融機関各社のシステム投資動向を見れば、2010 年頃までは需要拡大が続くと予想される。公共分野では、自治体では市町村合併に伴うシステム統合需要の反動減が収まり、中央省庁では最適化計画に基づくシステム更新の最盛期へ入るであろう。

(図表 2-1) 情報サービス市場の推移



(注) 98年と01年に調査範囲の拡大があった。  
 (出所) 実績は経済産業省「特定サービス産業実態調査」、予想は野村證券金融経済研究所

一般企業からの需要拡大余地は大きい  
 一般企業からの需要は足元では強くない。ユーザー企業の管理部門・システム部門は、日本版 SOX 法導入に伴う個々の業務統制の見直し作業で多忙であり、大掛かりなシステム刷新を実行できる状況ではない。小規模の案件や今後のシステム再構築の提案などが多く、システム会社も多忙となる

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。また、このレポートに記載された証券は、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

が生産性は高まらない状況である。しかし、金融庁の指導から金融機関で先行した内部統制強化のシステム投資は、日本版 SOX 法の施行を契機に全産業へ広がると予想される。09.3 期以降、大型のシステム刷新案件が増え、当セクターでは本格的な需要拡大期に入ろう。

基盤技術の転換期

2008～10 年は基盤技術の転換期にあたる。レガシー系の基幹システムの刷新需要、64bit 化によるクライアントシステムの更新や強化に向けての需要、次世代ネットワークの活用需要が顕在化するであろう。それに伴い、単純なりプレイス需要だけでなく、情報システムの活用範囲も広がる構造的な需要拡大が継続するであろう。

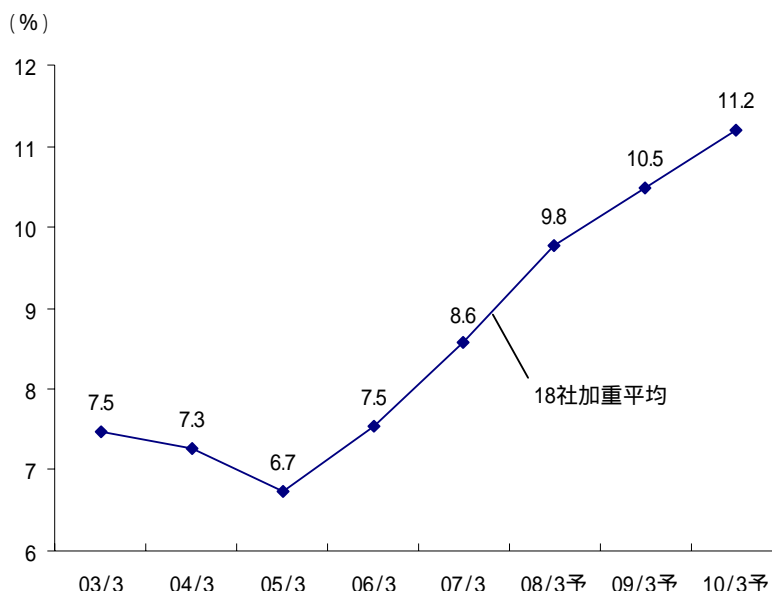
利益率はさらに上昇

セクター各社の業績では、利益率の改善が業績押し上げ要因となろう(図表 2-2)。受注時の採算性評価の徹底、プロセス管理の強化によって、低採算案件の受注が減少している。さらに、受注価格や値引き率など受注条件が改善によって、収益性は改善が進むであろう。それにより、セクター各社の業績は、さらに成長が加速するであろう。

供給力が課題

一方、技術者の確保など供給力の不足が成長の制約要因として挙げられる。しかし、金融分野では、需給のミスマッチからフル稼働ではない技術者の適正配置による生産性の向上が今後も続くと予想される。非金融分野では小規模案件や提案業務が多いことから、現状では生産性は高くなく、業績に貢献していない稼働も多い。需要拡大によって 09.3 期からこの状況が改善すると予想される。構造的には、中国などでのオフショア開発が、業界全体での供給力拡大を支えるであろう。

(図表 2-2) セクター主要 18 社の営業利益率の推移



(出所)野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

日本ユニシスは業界を牽引して成長する企業へ

今後予想される市場拡大局面では、NTT データ (9613、レーティング：2、¥502,000) や野村総合研究所 (4307、同：2、¥3,860) が顧客獲得や外注技術者の確保などで成長力を高めよう。それらと同様に、業界を牽引しての成長が期待されるのが、日本ユニシス (8056、同：1、¥1,361) である。ハードウェア依存度が強かったが、システムサービスやアウトソーシングサービスへの収益構造の転換を進めている。転換点にあることも影響し、短期業績の変動が大きい。08.3 期下期以降は収益性の改善が進み、成長軌道に入ると考えられる。

新日鉄ソリューションズの事業構造改善

新日鉄ソリューションズ (2327、同：1、¥3,170) は、金融・産業・公共全ての分野で受注残高が拡大し、今後は新規の大型プロジェクトの受注をさらに増やし、構造的な成長軌道に入るであろう。大塚商会 (4768、同：1、¥11,080) では、ソリューションメニューの拡大を通して、高度化が進むオフィス周辺のシステム需要を取り込み、高付加価値化と生産性の改善によって利益率の改善も続くと思われ。

インテック HD の業績成長とバランスシート改善

金融機関向け需要では、インテックホールディングス (3819、同：1、¥1,623) が金融分野での複数の大型プロジェクトに参加し、業績が拡大する期待が大きい。金融機関以外でも新規案件の受注を増やしている。また、業績に加えて、株価のディスカウント要因であった資産・財務内容が大きく改善していることも注目される。

(図表 2-3) 株価バリュエーション表

コード	銘柄名	レーティング	株価 (9月26日) 円	時価 総額 10億円	PER		EPS成長率		PBR 直近実績	ROE 07予	EV/OPAT	
					07予	08予	07	10			07予	07予
2327	新日鉄ソリューションズ	1	3,170	168.0	18.3	16.0	15.0	2.5	12.7	14.1	12.3	
3819	インテックホールディングス	1	1,623	84.3	13.5	11.7	15.9	1.9	13.3	9.6	8.4	
4307	野村総合研究所	2	3,860	868.5	23.4	20.5	15.7	3.6	14.4	21.5	18.4	
4684	オービック	2	21,000	209.2	17.0	15.0	14.0	1.9	10.7	10.2	8.9	
4716	日本オラクル	3	5,240	665.8	27.6	25.0	13.0	8.2	25.8	24.4	21.4	
4733	オービックビジネスコンサルタント	2	6,340	127.9	21.5	19.0	17.6	1.9	8.3	13.6	10.6	
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	3	3,950	264.7	17.0	14.9	12.0	1.9	10.5	11.0	9.6	
4768	大塚商会	1	11,080	350.9	18.6	16.3	16.6	4.4	22.7	15.4	13.0	
7518	ネットワンシステムズ	4	126,000	69.5	24.8	23.2	7.2	1.1	4.2	12.8	11.8	
8056	日本ユニシス	1	1,361	149.3	11.3	9.7	16.7	1.5	6.1	10.7	9.4	
9613	NTTデータ	2	502,000	1,408.1	25.1	21.6	16.0	2.6	9.7	15.1	13.1	
9694	日立ソフトウェアエンジニアリング	3	2,145	138.3	20.4	17.7	11.3	1.3	5.7	13.2	11.7	
9719	住商情報システム	3	2,225	120.8	21.9	18.5	13.0	1.3	5.7	13.5	12.1	
9737	CSKホールディングス	3	4,370	343.8	16.2	15.5	2.6	1.8	9.1	14.4	13.6	
9741	日立情報システムズ	2	2,395	103.5	17.0	14.8	13.0	1.3	7.5	10.7	9.4	
9749	富士ソフト	3	2,365	88.8	17.8	15.8	10.0	1.1	5.5	2.5	2.3	
9751	TIS	3	2,170	98.4	14.9	11.6	14.9	1.2	6.8	7.6	5.8	
9759	日本システムディベロップメント	2	1,773	90.7	16.0	15.1	11.6	2.3	13.4	11.7	10.4	
<b>主要企業 単純平均</b>			-	-	<b>19.0</b>	<b>16.8</b>	<b>13.1</b>	<b>2.3</b>	<b>10.7</b>	<b>12.9</b>	<b>11.2</b>	
<b>主要企業 加重平均/合計</b>			-	-	<b>21.7</b>	<b>19.1</b>	<b>13.9</b>	<b>2.4</b>	<b>8.0</b>	<b>15.4</b>	<b>13.2</b>	
<b>(中小型)</b>												
2315	SJホールディングス	2	56,100	27.9	15.0	11.8	20.0	2.9	15.0	12.4	10.3	
2665	三井情報	2	24,650	29.9	10.4	9.7	11.2	0.9	15.5	5.1	4.6	
3356	テリロジー	3	24,100	3.8	74.2	46.3	50.4	1.6	2.1	14.5	8.7	
4719	アルファシステムズ	2	2,275	28.1	12.5	10.6	16.4	1.1	8.4	1.8	1.5	
4722	フューチャーアーキテクト	3	53,200	25.4	21.1	12.0	32.6	3.6	16.9	8.2	7.0	
4812	電通国際情報サービス	2	1,151	37.5	16.3	13.9	9.3	1.2	6.9	9.1	8.3	
7595	アルゴグラフィックス	3	1,748	18.9	15.4	14.8	8.2	1.3	7.5	5.8	5.3	
9742	アイネス	3	777	38.9	35.8	29.0	9.1	0.7	1.9	5.2	4.7	

(注) 特別損益などの特殊要因でEPSが変動する企業のPERとEPS成長率は、その特殊要因を除いて計算

(今表ではFY07にネットマースへの投資の強制評価減を行う日本ユニシスが対象)

(注) EV=事業価値(時価総額-非事業資産額)、OPAT=税引後営業利益、非事業資産額 = 金融資産(現預金・有価証券等)

+ 売却可能な固定資産(事業継続に必要な資産を除く)+ 回収可能な投融資・保証金 - 有利子負債 - 少数株主持分

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



(1) 新日鉄ソリューションズ (2327、レーティング: 1、¥3,170)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
05.03	146,526	-2.9	11,710	20.4	11,790	20.5	6,620	24.4	124.5
06.03	148,308	1.2	12,117	3.5	12,355	4.8	7,481	13.0	141.2
07.03	156,479	5.5	14,138	16.7	14,366	16.3	8,120	8.5	153.2
08.03予想	168,000	7.4	15,900	12.5	16,200	12.8	9,200	13.3	173.6
会社予想	165,000	5.4	14,700	4.0	15,000	4.4	8,300	2.2	156.6
09.03予想	180,000	7.1	18,200	14.5	18,500	14.2	10,500	14.1	198.1
10.03予想	193,000	7.2	20,900	14.8	21,200	14.6	12,100	15.2	228.3

(出所) 野村証券金融経済研究所

企業としての歴史が浅く、成長に向けた事業体制が整っていない印象であったが、システム開発力を整えて、売上高を拡大させることができるようになってきた。金融機関向けシステム構築業務が引き続き拡大すると予想される上に、08.3期下期から09.3期にかけては製造業向けの受注拡大が予想される。08.3期予想基準PERはセクター平均22倍を下回る18倍、08.3期~09.3期のEPS成長率はセクター平均14%に対して15%と予想される。全分野で受注残高が拡大し、利益率の改善も予想され、短期業績も好調である。会社計画を上回る短期業績を契機に、事業構造進化による中期的な成長期待が高まると予想され、レーティング「1」としている。

【事業内容】

業務ソリューション、  
基盤ソリューション、  
ビジネスサービス

当社は、新日本製鐵でシステム事業を展開していたEI事業部と、新日本製鐵グループのソフトウェア開発会社エニコムとが01年に合併して誕生した新しい企業である。事業は、業務アプリケーションを開発する「業務ソリューション」(07.3期売上構成比59%)、オープン系のハードウェアやデータベースなどのミドルウェアソフトによりシステム基盤を構築する「基盤ソリューション」(同16%)、アウトソーシングの「ビジネスサービス」(同25%)から構成される。新日本製鐵(5401、レーティング: 3、¥827)向け業務は全てビジネスサービスに計上され、全売上高の13%を占める。

【強み】

製造・金融のシステム  
構築、オープン系基盤  
構築に強み

優秀な技術者を採用し、製鉄所を管理する高度な生産制御システム、調達や物流など多岐にわたる業務システムなどの開発と運用に長年携わってきた。業務アプリケーションの開発ノウハウは高い。また、大規模な製鉄所制御システムのオープン化対応、海外ベンダーとの提携によるオープン系製品のノウハウの蓄積により、オープン系のシステム基盤構築では、日本有数の技術力を持つ。ハードウェアおよびソフトウェア製品の複数の海外ベンダーと、製品の検証や販売で密接な関係にある。それらのアプリケーション開発とシステム基盤のノウハウは全産業向けで競争力の源となっている。工学的なアプローチから金融機関の高度なシステム構築にも強みを持ち、金融機関のデリバティブシステムなどで活かされている。

【短期業績予想】

受注残高が拡大

07年4~6月期は前年同期比6.9%増収、営業利益は同7.3%増益であった。営業費などが一時的に増加したが、主力の業務ソリューションが金融機関

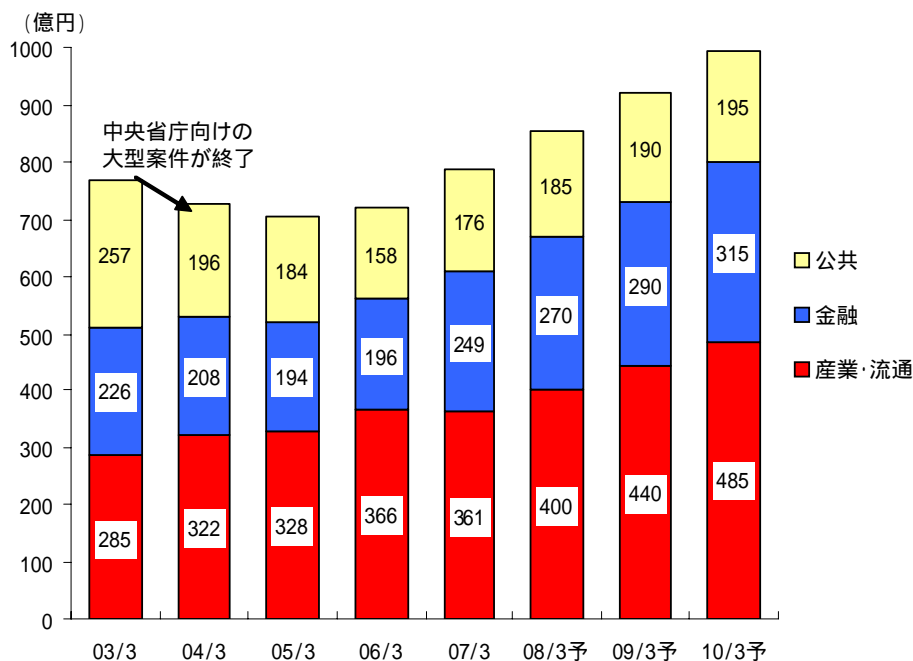
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

向けを中心に同15%増収となった。受注は公共の大型案件を獲得して同18%増となり、受注残高も同38%増となった。受注残高78億円の増加の内訳は、公共35億円増、金融19億円増、産業・流通・サービス24億円増と、全分野で拡大している。7~9月期以降の増収要因となろう(図表2-(1)-1)。

08.3期は13%経常増益

利益率は改善が進むであろう。07.3期は7~9月期以降に親会社向けの稼働率低下や低採算案件で利益率が低下したが、08.3期の親会社向けは4~6月期に同3%増収と回復している。販管費は会社計画よりやや多いが、野村予想には織り込み済みである。08.3期通期で前期比7%増収、同13%経常増益と予想される。

(図表2-(1)-1) 業務ソリューションの売上高推移



(出所)野村証券金融経済研究所

【中期見通し】

事業体制のさらなる強化が必要

事業体制の強化が着実に進んでいる。具体的には、これまでの実績を生かして顧客基盤を拡大させる営業体制の強化、外注活用力の強化によりプロジェクト規模を拡大させる生産性の高い事業構造へのシフト、データセンターなどを活用した運用基盤の整備などが、当社全体の事業拡大に貢献しよう。

システム開発力の強化

当社の開発は、オラクルアプリケーションズなどパッケージソフトの活用が多かった。しかし、当社が得意とする製造業のシステム構築では、パッケージソフトでは対応できない高度で大型の需要が拡大している。当社は高度化・大型化する需要に対応するため、06.3期からパッケージソフトを使わずに一から開発するスクラッチ開発を重視する方針へ転じた。大手自動車メーカー向けにプロダクトライフサイクル管理(部品情報管理)システ

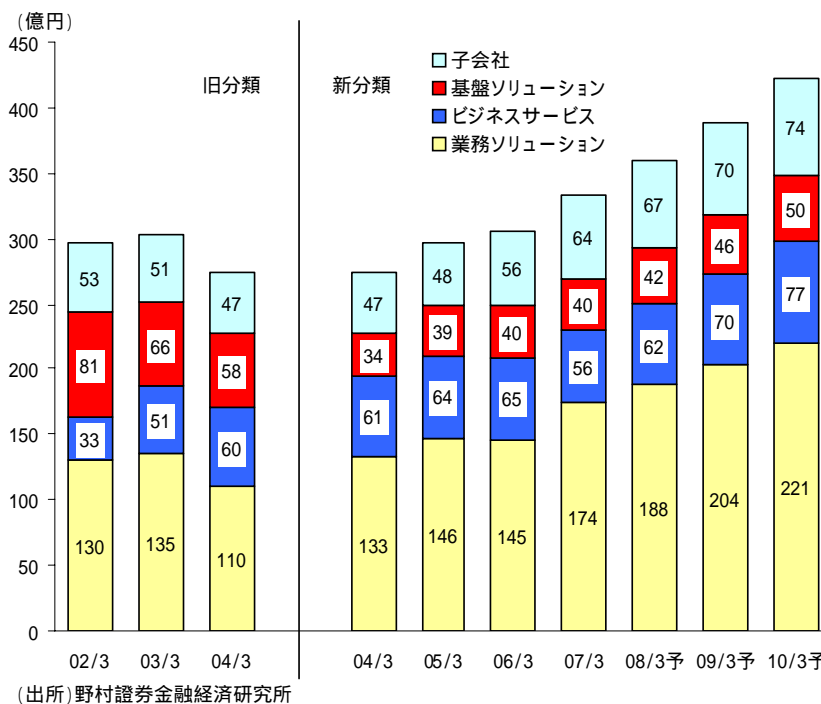
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

ムをスクラッチで開発し、電機メーカー向けには、国際的なサプライチェーンマネジメントシステムを構築した。現在は、システム開発力を強化すると同時に、蓄積したノウハウを生かして業種ごとの横展開を進めている。足元では、生産性の向上で売上規模を維持しながら、受注見込みの大型案件を増やしている模様である。

コアのシステム会社へ

金融機関向けの増加に加えて、製造業など産業からの受注拡大によって08.3期～11.3期の売上高は年率7～8%増収、生産性の向上により営業利益は年率14%～15%増益と予想される(図表2-(1)-2)。大型開発案件をこなせる開発力の強化、アウトソーシング事業も拡大することで、顧客からコアのシステム会社として位置付けられるようになるであろう。

(図表 2-(1)-2) 事業別粗利益の推移



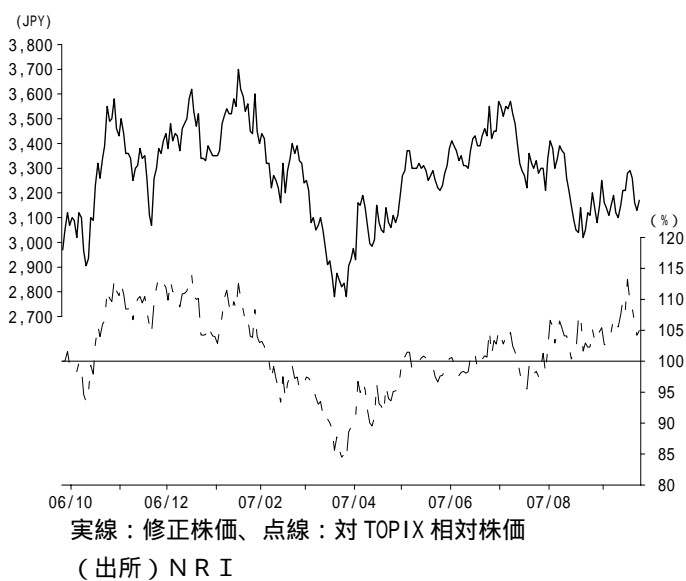
【リスク要因】

3つのリスク要因

リスク要因は、業務ソリューションのシステム開発業務が拡大する過程で、不採算案件が発生する可能性、企業の景況感の悪化による急速な需要減速、新日本製鐵が当社株を株式市場で大量に売り出した際に、株式需給バランスが悪化する可能性などである。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 2-(1)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 2-(1)-4) 業績予想

【連結損益計算書】 (単位：百万円、円、%)	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
<b>売上高</b>	<b>150,843</b>	<b>146,526</b>	<b>148,308</b>	<b>156,479</b>	<b>168,000</b>	<b>180,000</b>	<b>193,000</b>
(前年比)	-1.5%	-2.9%	1.2%	5.5%	7.4%	7.1%	7.2%
業務ソリューション	83,463	81,956	83,998	92,572	100,500	108,000	117,000
(前年比)	-	-1.8%	2.5%	10.2%	8.6%	7.5%	8.3%
基盤ソリューション	29,948	25,700	24,180	24,515	26,000	28,000	30,000
(前年比)	-	-14.2%	-5.9%	1.4%	6.1%	7.7%	7.1%
ビジネスサービス	37,433	38,871	40,129	39,392	41,500	44,000	46,000
新日鉄向け	23,331	21,558	21,390	19,802	20,500	20,500	20,000
(前年比)	-7.5%	-7.6%	-0.8%	-7.4%	3.5%	0.0%	-2.4%
一般企業向け	14,102	17,313	18,739	19,590	21,000	23,500	26,000
(前年比)	-	22.8%	8.2%	4.5%	7.2%	11.9%	10.6%
単独	136,135	131,888	133,142	139,752	150,000	161,000	172,500
業務ソリューション	72,659	70,591	72,020	78,578	85,500	92,000	99,500
産業・流通・サービス	32,200	32,800	36,600	36,100	40,000	44,000	48,500
(前年比)	-	1.9%	11.6%	-1.4%	10.8%	10.0%	10.2%
金融	20,800	19,400	19,600	24,900	27,000	29,000	31,500
(前年比)	-	-6.7%	1.0%	27.0%	8.4%	7.4%	8.6%
社会公共	19,600	18,400	15,800	17,600	18,500	19,000	19,500
(前年比)	-	-6.1%	-14.1%	11.4%	5.1%	2.7%	2.6%
基盤ソリューション	26,990	23,198	21,471	22,225	23,500	25,500	27,500
ビジネスサービス	36,487	38,100	39,652	38,948	41,000	43,500	45,500
子会社	14,708	14,638	15,166	16,727	18,000	19,000	20,500
<b>売上総利益</b>	<b>27,485</b>	<b>29,464</b>	<b>30,518</b>	<b>33,361</b>	<b>36,000</b>	<b>38,900</b>	<b>42,200</b>
(利益率)	18.2%	20.1%	20.6%	21.3%	21.4%	21.6%	21.9%
単独	22,807	24,705	24,882	26,985	29,300	31,900	34,800
(利益率)	16.8%	18.7%	18.7%	19.3%	19.5%	19.8%	20.2%
業務ソリューション	13,297	14,610	14,480	17,440	18,840	20,350	22,110
(利益率)	18.3%	20.7%	20.1%	22.2%	22.0%	22.1%	22.2%
基盤ソリューション	3,374	3,900	3,950	4,000	4,230	4,590	4,950
(利益率)	12.5%	16.8%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
ビジネスサービス	6,130	6,400	6,460	5,570	6,230	6,960	7,740
(利益率)	16.8%	16.8%	16.3%	14.3%	15.2%	16.0%	17.0%
<b>販管費</b>	<b>17,759</b>	<b>17,754</b>	<b>18,401</b>	<b>19,223</b>	<b>20,100</b>	<b>20,700</b>	<b>21,300</b>
(売上比)	11.8%	12.1%	12.4%	12.3%	12.0%	11.5%	11.0%
単独	15,157	15,101	15,398	15,984	16,800	17,300	17,800
子会社	2,602	2,653	3,003	3,239	3,300	3,400	3,500
<b>営業利益</b>	<b>9,726</b>	<b>11,710</b>	<b>12,117</b>	<b>14,138</b>	<b>15,900</b>	<b>18,200</b>	<b>20,900</b>
(前年比)	-19.6%	20.4%	3.5%	16.7%	12.5%	14.5%	14.8%
(利益率)	6.4%	8.0%	8.2%	9.0%	9.5%	10.1%	10.8%
単独	7,650	9,604	9,484	11,001	12,500	14,600	17,000
子会社	2,076	2,106	2,633	3,137	3,400	3,600	3,900
営業外収支	59	80	238	228	300	300	300
金融収支	19	80	146	189	200	200	200
持分法投資損益	105	162	156	94	150	150	150
その他	40	-162	-64	-55	-50	-50	-50
<b>経常利益</b>	<b>9,785</b>	<b>11,790</b>	<b>12,355</b>	<b>14,366</b>	<b>16,200</b>	<b>18,500</b>	<b>21,200</b>
(前年比)	-19.0%	20.5%	4.8%	16.3%	12.8%	14.2%	14.6%
特別収支	-14	7	519	-6	0	0	0
税引前当期利益	9,771	11,797	12,873	14,360	16,200	18,500	21,200
税率	43.4%	42.0%	39.9%	41.0%	40.8%	41.0%	40.8%
少数株主持分損益	211	222	250	356	390	410	440
<b>当期純利益</b>	<b>5,323</b>	<b>6,620</b>	<b>7,481</b>	<b>8,120</b>	<b>9,200</b>	<b>10,500</b>	<b>12,100</b>
(前年比)	-14.8%	24.4%	13.0%	8.5%	13.3%	14.1%	15.2%
<b>EPS (円)</b>	<b>100.2</b>	<b>124.5</b>	<b>141.2</b>	<b>153.2</b>	<b>173.6</b>	<b>198.1</b>	<b>228.3</b>
期末株数(百万株)	26.5	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
DPS (円)	17.5	17.5	25.0	35.0	40.0	50.0	60.0
有形・無形固定資産支出	1,751	965	1,479	6,573	2,000	1,800	1,800
減価償却費	1,202	1,307	1,328	1,812	2,000	2,000	2,000

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオファーの証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスに記載された証券、それらに証券に基づいた取引の先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布してあります。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】

(単位: 百万円、円、%)	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
流動資産	75,527	71,327	77,360	83,201	93,032	103,918	116,044
手許流動性	27,518	23,098	31,725	21,244	27,795	33,978	40,895
売上債権	37,461	37,265	34,233	39,239	42,128	45,137	48,397
棚卸資産	7,035	7,501	7,633	10,738	11,529	12,352	13,244
その他流動資産	3,513	3,463	3,769	11,980	11,581	12,451	13,507
固定資産	15,097	27,045	25,755	30,796	31,950	33,150	34,450
有形・無形固定資産	5,990	5,168	5,384	10,123	10,123	9,923	9,723
土地	882	882	882	882	882	882	882
その他	5,108	4,286	4,502	9,241	9,241	9,041	8,841
投資有価証券	3,632	4,495	2,928	2,327	2,327	2,327	2,327
その他固定資産	5,475	17,382	17,443	18,200	19,500	20,900	22,400
総資産	90,624	98,372	103,116	113,997	124,982	137,068	150,494
流動負債	34,906	35,557	33,376	37,314	40,061	42,923	46,023
買入債務	17,232	17,340	15,691	17,621	18,918	20,270	21,734
短期調達債務	0	0	0	0	0	0	0
その他流動負債	17,674	18,217	17,685	19,693	21,143	22,653	24,289
固定負債	6,339	7,295	8,111	8,563	9,200	9,900	10,600
社債・長期借入金	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	6,339	7,295	8,111	8,563	9,200	9,900	10,600
少数株主持分	1,233	1,415	1,622	-	-	-	-
純資産/資本合計	48,144	54,104	60,006	68,118	75,721	84,246	93,871
BPS (円)	908	1,020	1,132	1,249	1,429	1,590	1,771
ROE	11.6%	12.9%	13.1%	12.7%	12.8%	13.1%	13.6%
売上高純利益率	3.5%	4.5%	5.0%	5.2%	5.5%	5.8%	6.3%
総資産回転率	1.67	1.55	1.47	1.44	1.41	1.37	1.34
財務レバレッジ	1.97	1.85	1.77	1.69	1.66	1.64	1.61
ROA	10.8%	12.5%	12.2%	13.2%	13.5%	14.0%	14.7%
事業利益率	6.5%	8.0%	8.3%	9.2%	9.6%	10.2%	10.9%
総資産回転率	1.97	1.85	1.77	1.69	1.66	1.64	1.61

【連結キャッシュフロー】

(単位: 百万円、円、%)	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
営業キャッシュフロー	4,032	9,187	10,420	6,331	10,588	10,419	11,682
純利益 + 少数株主利益	5,534	6,842	7,731	8,476	9,590	10,910	12,540
減価償却費	1,202	1,307	1,328	1,812	2,000	2,000	2,000
その他	-2,704	1,038	1,361	-3,957	-1,002	-2,491	-2,858
投資キャッシュフロー	-1,115	-12,633	-629	-6,916	-2,000	-1,800	-1,800
有形・無形固定資産取得	-1,751	-965	-1,479	-6,573	-2,000	-1,800	-1,800
その他	636	-11,668	850	-343	0	0	0
フリーキャッシュフロー	2,917	-3,446	9,791	-585	8,588	8,619	9,882
財務キャッシュフロー	-1,046	-973	-1,172	-1,640	-2,037	-2,435	-2,965
有利子負債増減	0	0	0	0	0	0	0
配当	-993	-927	-1,126	-1,589	-1,987	-2,385	-2,915
その他	-53	-46	-46	-51	-50	-50	-50
現金及び同等物増減	1,864	-4,420	8,626	-2,223	6,551	6,184	6,917

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオファー、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他のサービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(2) インテックホールディングス (3819、レーティング : 1、¥1,623)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
05.03	108,896	4.3	6,991	8.8	5,138	20.2	2,867	33.8	68.9
06.03	109,885	0.9	8,743	25.1	7,240	40.9	-1,211	-	-25.9
07.03	115,483	5.1	9,588	9.7	8,391	15.9	4,960	-	101.5
08.03予想	123,000	6.5	11,000	14.7	10,000	19.2	6,000	21.0	120.3
会社予想	120,000	3.9	9,800	2.2	8,800	4.9	5,200	4.8	104.3
09.03予想	131,000	6.5	12,500	13.6	11,700	17.0	6,900	15.0	138.3
10.03予想	140,000	6.9	14,200	13.6	13,600	16.2	8,000	15.9	160.4

(出所) 野村証券金融経済研究所

事業は好調に推移している。ホールディングスの中核会社インテックの07年4~6月期は前年同期比24%営業増益となった。金融機関向けのソフトウェア開発が拡大し、利益率も改善しており、この傾向はさらに継続すると考えられる。リース事業からの撤退によりバランスシートの改善も一気に進む見通しであり、バランスシートはもはやディスカウント要因にはならないであろう。08.3期~11.3期のEPS成長率はセクター平均14%を上回る年率16%が予想されるのに対して、08.3期予想基準PERは14倍とセクター平均22倍を大きく下回っている。レーティング「1」を継続する。

【事業内容】

**アウトソーシング、ネットワークが創業事業** 64年に、富山市で民間企業や地方自治体向けの受託計算業務から起業した。73年には東京計算センターで大型コンピュータを導入してタイムシェアリングサービス(回線を用いたコンピュータの共同利用サービス)を行い、その後も業界VAN運営など、ネットワーク事業とアウトソーシング事業の基盤を築いた。75年に現富山第一銀行の総合オンラインシステムを構築したことを契機に、金融機関向けの業務を拡大させた。特に、銀行の勘定系システムでは、当時の三菱銀行向けを中心に80年代後半からの第3次オンラインなど、数度の大規模開発に参加した。日本IBMの主要パートナーでもあり、同社の地銀共同化プロジェクトなどに参加している。

**ソフトウェア開発からシステムインテグレーション** 情報通信事業が07.3期の売上高、営業利益の91%を占める主力事業である。中核であるインテックが、連結売上高の83%、連結営業利益の80%を占める。同社の売上高構成は、金融機関や自治体、一般企業向けにソフトウェアを開発する「ソフトウェア」が42%、ソフトウェア製品やハードウェアを用いてシステム構築を行う「システムインテグレーション」が24%、顧客企業向けにシステム運用を行う「アウトソーシング」が23%、ネットワーク構築や回線サービスを行う「ネットワーク」が11%である。

【強み】

**金融向けソフト開発に強い** 当社の強みは、長年に亘って蓄積した金融系システムのノウハウ・業務知識、データセンター運営等のシステム運用技術やネットワーク技術の蓄積、独立系として幅広く優良な顧客層を有していることなどである。主要顧客には、三菱東京UFJ銀行、みずほコーポレート銀行、日本生命、東京海上日動、大手石油会社などがある。

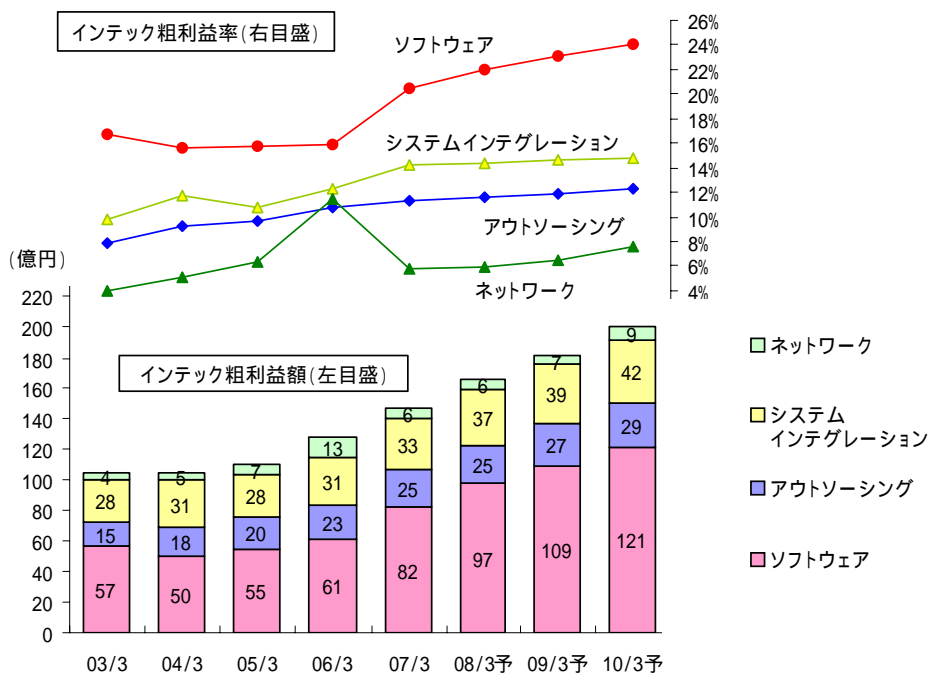
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り持している場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それが証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【短期業績予想】

金融機関向けに好調

短期業績は金融機関向け業務の拡大で順調に推移している。中核会社のインテックの07年4~6月期の営業利益は前年同期比24%増益となった。一部の低採算の運用事業が縮小したが、金融機関向けのソフトウェア開発が同10%増収となった。金融機関向け開発業務の増加と受注条件の改善などで粗利益率が同0.7%ポイント改善した。不採算案件の引き当てが3件2.4億円あり、前年同期比で1.7億円増加したが、それら案件の引き当ては全て終了した。7~9月期の収益性はさらに改善が予想される(図表2-(2)-1)。

(図表 2-(2)-1) インテックの粗利益額・粗利益率の推移



(出所)野村証券金融経済研究所

4~6月期の利益を押し下げた連結の会計要因は通期では影響なし

一方、連結ベースでは、07年4~6月期の営業利益は前年同期比1.5億円減益の12億円となった。インテックで同1.8億円増益となったが、買収によるのれん償却の増加が1.2億円、子会社の決算期変更の会計要因による減益2億円などが利益を押し下げた。しかし、のれん償却費は、通期では買収した子会社の利益で吸収できる。また、の会計要因は通期では影響しない。

08.3期は19%経常増益

08.3期の連結売上高は前期比7%増益、営業利益は同15%増益、経常利益は同19%増益と予想される。有利子負債の削減による利払いの減少が、経常利益の増益率を高めるであろう。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて証券の買入、先物その他の金融派生商品について、買入または売り持している場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づいて証券、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

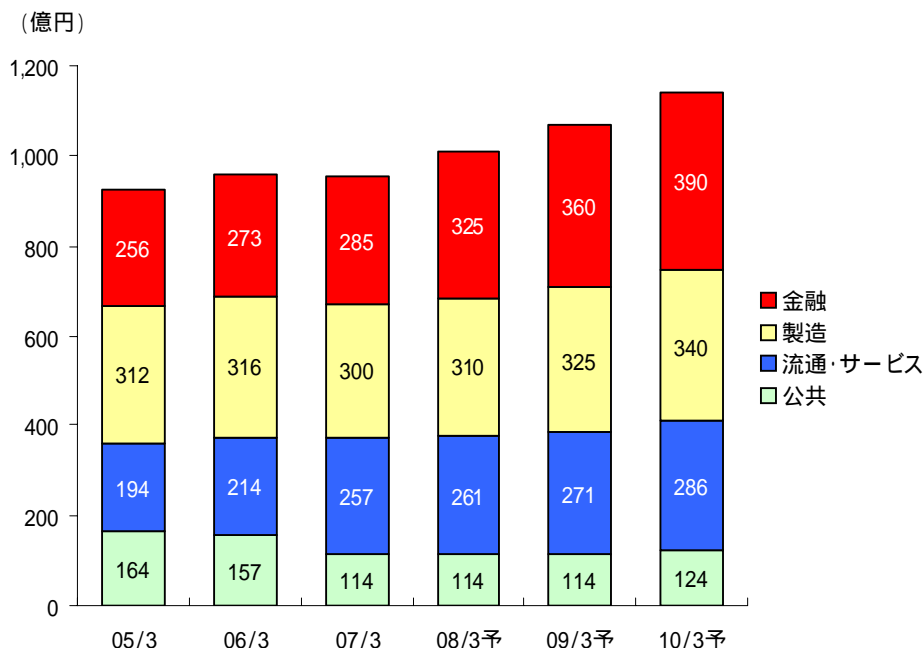


【中期見通し】

金融機関向けの拡大持  
続

08.3期の増益を支えるのは、三菱東京UFJ銀行のシステム統合プロジェクトである。同プロジェクトは09.3期上期にはピークに達すると予想される。その後に当社の増益を支えるのは、日本生命の大型システム刷新プロジェクトである。同案件は2011年頃までの当社の業績を支える要因となろう。それ以外にも、大手証券会社、みずほコーポレート銀行などの金融機関向けの業務が拡大しつつある(図表2-(2)-2)。

(図表2-(2)-2) インテック業種別売上高の推移



(出所)野村証券金融経済研究所

金融分野以外でも拡大  
傾向

金融分野以外でも、製造業、流通・サービス業からの受注も拡大している。当社の強みは、ネットワーク技術やアウトソーシング技術の活用であり、例えば、次世代 EDI 技術によって流通業からのシステム開発や運用受託も拡大している模様である。

開発力の確保

課題は、拡大する需要に対して、いかに開発要員を確保するかである。会社では、需要が強い東京周辺で外注技術者を確保すると同時に、事業基盤が厚い地元の北陸での開発体制を「ソフトウェア工場」構想によって強化している。さらに、中国オフショア開発も強化している。これらによって、拡大する需要に対応できる体制が整うことになろう。

バランスシートの改善  
が進む

07年8月に、インテックリースを解散し、航空機リース事業から撤退することを発表した。航空機リース事業の売上高は約10億円、同事業の売却によって営業利益は1億円弱の減益要因となるが、同時に借入金も減少し利払いも減少するため、経常利益へは若干の好影響が予想される。08.3期末の有利子負債は営業キャッシュフローと航空機の売却代金により07.3期末

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買いまたは売却している場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売却している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

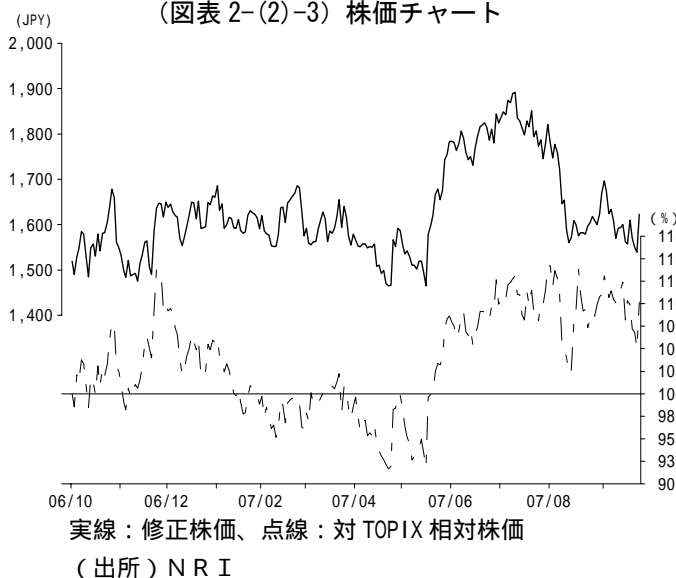
比 150 億円減少 (25% 減少) する見通しである。バランスシート上のこの航空機の存在と、負債の多さが当社の株価のディスカウント要因であった。今回の同資産の売却は、当社の株価評価にポジティブな影響を与えると考えられる。

08.3 期～11.3 期の EPS 成長率は 16% 金融機関のほか全産業からの受注を拡大させ、利益率の改善も予想されることに加えて、有利子負債による金融収支の改善により、08.3 期～11.3 期の EPS 成長率は年率 16% と予想される。

【リスク要因】

不採算案件は毎四半期引き当て リスク要因としては、不採算案件の発生が挙げられる。従来の金融機関向けなどのソフトウェア開発では経験が豊富なため、開発に失敗して損失が発生する可能性は相対的に小さい。一方、非金融部門の新規案件に取り組んだ場合などは、顧客企業の業務知識が蓄積されていないことなどにより、トラブルが発生する可能性がある。ただし、四半期毎に受注損失引当金を細かに計上しており、現状において業績に織り込まれていない不採算案件はない模様である。

(図表 2-(2)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 2-(2)-4) 業績予想

【連結損益計算書】 (単位: 百万円)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
売上高	109,885	115,483	123,000	131,000	140,000
情報通信	99,956	105,470	113,500	121,800	130,800
リース	6,483	6,447	5,800	5,500	5,500
不動産賃貸	1,658	1,761	1,800	1,800	1,800
その他	1,786	1,849	1,900	1,900	1,900
インテック	96,001	95,573	101,000	107,000	114,000
(アウトソーシング)	21,521	21,756	21,500	22,500	24,000
(ソフトウェア)	38,262	39,897	44,000	47,000	50,000
(システムインテグレーション)	25,158	23,452	25,500	27,000	28,500
(ネットワーク)	11,059	10,468	10,000	10,500	11,500
製造	31,647	29,969	31,000	32,500	34,000
金融	27,300	28,499	32,500	36,000	39,000
流通・サービス	21,380	25,700	26,100	27,100	28,600
公共	15,675	11,406	11,400	11,400	12,400
インテック以外	13,884	19,910	22,000	24,000	26,000
売上総利益	17,406	19,581	22,500	24,500	26,700
(利益率)	15.8%	17.0%	18.3%	18.7%	19.1%
インテック	12,709	14,580	16,500	18,200	20,100
(利益率)	13.2%	15.3%	16.3%	17.0%	17.6%
アウトソーシング	2,300	2,463	2,500	2,700	2,900
(利益率)	10.7%	11.3%	11.6%	12.0%	12.1%
ソフトウェア	6,060	8,179	9,700	10,900	12,100
(利益率)	15.8%	20.5%	22.0%	23.2%	24.2%
システムインテグレーション	3,080	3,330	3,700	3,900	4,200
(利益率)	12.2%	14.2%	14.5%	14.4%	14.7%
ネットワーク	1,270	609	600	700	900
(利益率)	11.5%	5.8%	6.0%	6.7%	7.8%
販管費	8,662	9,993	11,500	12,000	12,500
(売上比)	7.9%	8.7%	9.3%	9.2%	8.9%
インテック	6,527	6,949	7,500	7,900	8,300
その他	2,135	3,044	4,000	4,100	4,200
営業利益	8,743	9,588	11,000	12,500	14,200
(利益率)	8.0%	8.3%	8.9%	9.5%	10.1%
情報通信	7,588	8,720	10,100	11,700	13,400
リース	426	278	300	200	200
不動産賃貸	514	510	500	500	500
その他	85	79	100	100	100
全社費用	128	0	0	0	0
インテック	6,181	7,630	9,000	10,300	11,800
その他	2,562	1,958	2,000	2,200	2,400
営業外収支	-1,503	-1,197	-1,000	-800	-600
金融収支	-1,451	-1,025	-900	-700	-500
受取利息配当金	208	207	200	200	200
支払利息割引料	1,659	1,232	1,100	900	700
持分法投資損益	1	-45	0	0	0
その他	-52	-172	-100	-100	-100
経常利益	7,240	8,391	10,000	11,700	13,600
特別収支	-6,634	-224	0	0	0
税引前当期利益	607	8,167	10,000	11,700	13,600
税率	-	38.9%	39.9%	40.9%	41.0%
少数株主持分損益	26	29	10	20	30
当期純利益	-1,211	4,960	6,000	6,900	8,000
EPS (円)	-25.9	101.5	120.3	138.3	160.4
期末株数(百万株)	47.2	49.9	49.9	49.9	49.9
DPS (円)	10.0	15.0	18.0	24.0	30.0
有形・無形固定資産支出	3,992	6,252	4,500	4,500	4,500
減価償却実施額	5,073	5,129	5,000	4,900	4,800

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】

(単位: 百万円)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
流動資産	35,605	35,760	39,288	37,342	41,292
手許流動性	6,204	5,898	8,880	5,184	7,165
売上債権	22,090	21,828	23,249	24,761	26,462
棚卸資産	3,623	3,436	3,660	3,898	4,165
その他流動資産	3,688	4,598	3,500	3,500	3,500
固定資産	91,950	95,088	79,000	77,300	75,700
有形固定資産	65,791	66,107	53,000	52,600	52,300
土地	15,649	15,868	15,900	15,900	15,900
その他有形固定資産	50,142	50,239	37,100	36,700	36,400
無形固定資産	4,876	6,733	7,500	7,500	7,500
投資有価証券	11,825	13,297	11,000	10,000	9,000
その他	9,458	8,951	7,500	7,200	6,900
総資産	127,648	130,886	118,288	114,642	116,992
流動負債	41,682	49,459	34,778	36,260	37,926
買入債務	4,964	4,297	4,577	4,874	5,209
短期調達債務	23,458	28,073	12,000	12,000	12,000
その他流動負債	13,260	17,089	18,201	19,385	20,717
固定負債	51,502	39,474	40,623	29,623	23,623
社債・長期借入金	45,730	33,851	35,000	24,000	18,000
その他固定負債	5,772	5,623	5,623	5,623	5,623
少数株主持分	1,000	272	282	302	332
資本合計	33,463	41,953	42,605	48,458	55,111
(有利子負債残高)	69,188	61,924	47,000	36,000	30,000
(有利子負債-手許流動性)	62,984	56,026	38,120	30,816	22,835
BPS (円)	708	836	854	972	1,105
ROE	-3.5%	13.2%	14.2%	15.2%	15.4%
売上高純利益率	-1.1%	4.3%	4.9%	5.3%	5.7%
総資産回転率	0.79	0.89	0.99	1.12	1.21
財務レバレッジ	4.06	3.43	2.95	2.56	2.24
ROA	6.4%	7.6%	9.0%	10.9%	12.4%
事業利益率	8.1%	8.5%	9.1%	9.7%	10.3%
総資産回転率	0.79	0.89	0.99	1.12	1.21

【連結キャッシュフロー】

(単位: 百万円)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
営業キャッシュフロー	10,668	13,308	19,506	11,551	12,528
純利益+少数株主利益	-1,185	4,989	6,010	6,920	8,030
減価償却費	5,073	5,129	5,000	4,900	4,800
その他	6,780	3,190	8,496	-269	-302
投資キャッシュフロー	11,479	-7,276	-752	-3,200	-3,200
有形・無形固定資産取得	-3,992	-6,252	-4,500	-4,500	-4,500
その他	15,471	-965	3,748	1,300	1,300
フリーキャッシュフロー	22,147	6,032	18,754	8,351	9,328
財務キャッシュフロー	-20,685	-6,789	-15,772	-12,047	-7,347
借入金増減	-20,185	-8,130	-14,924	-11,000	-6,000
配当	-421	-575	-848	-1,047	-1,347
その他	-79	1,916	0	0	0
現金及び同等物増減	1,463	-758	2,982	-3,696	1,981

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がない場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありますが、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(3) 日本ユニシス (8056、レーティング：1、¥1,361)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
05.03	308,868	-0.2	10,413	3.3x	10,533	2.4x	4,716	20.2	43.3
06.03	317,486	2.8	5,065	-51.4	4,870	-53.8	1,889	-59.9	17.8
07.03	307,455	-3.2	6,278	23.9	6,646	36.5	3,433	81.7	36.0
08.03予想	366,500	19.2	21,480	3.4x	20,780	3.1x	5,520	60.8	57.5
会社予想	368,000	19.7	19,400	3.1x	18,700	2.8x	10,000	2.9x	104.2
09.03予想	382,500	4.4	24,830	15.6	24,130	16.1	13,750	2.5x	143.3
10.03予想	402,000	5.1	29,330	18.1	28,630	18.6	16,250	18.2	169.3

(出所) 野村證券金融経済研究所

システムサービスやアウトソーシングなどのサービス事業が、長年の技術と経験の蓄積に加えて、構造改革の効果やオープン系の実績が加わって、成長を牽引すると考えられる。メインフレーム事業の縮小は続くが、サービス事業の成長とコスト削減で吸収できよう。08.3期～11.3期までのEPS成長率は、セクター平均の年率14%を上回る同17%と予想する。対して08.3期予想基準PERは特別損失を除いて11倍(実質EPS121円)と、セクター平均22倍を大きく下回り、割安感が強く、レーティング「1」を継続する。連結子会社化したネットマークス(3713、レーティング：未付与、¥29,000)は、コスト抑制と売上拡大で07年4～6月期から増益傾向へ転じており、もはやディスカウント要因にはならないだろう。

【事業概要】

メインフレームからサービスへ  
 メインフレーム関連のハードウェアとソフトウェアの販売・賃貸が、当社の主力事業であったが、この事業は縮小傾向にある。08.3期では、売上高構成で8%、粗利益構成で19%にまで縮小する見込みである。代わって、システムサービス(システム開発)やアウトソーシングなどのサービス事業が、長年の技術と経験の蓄積に構造改革の効果やオープン系の実績が加わって、成長を牽引すると考えられる。

多様化のためのM&A  
 07年6月にネットワークインテグレータのネットマークスを公開買い付けによって買収した。08.3期の期初からの連結となるが、同社の08.3期の売上高は445億円、営業損益は2億円の赤字と予想される。

【短期業績予想】

事業は実質的には順調  
 当社の事業は需要拡大や生産性の改善を背景に、順調に推移している。一方、短期業績には変動要因がある。4～6月期の営業損益は前年同期を12億円下回った。システムサービスで6億円増益、商標使用料支払いの減少で32億円増益と合計38億円の増益要因があったが、4～6月期は季節的に赤字となるネットマークスの連結で10億円の減益、ハードウェア・ソフトウェアがメインフレームの減収で21億円の減益、アウトソーシングが地銀・信金の新規運用に伴う設備負担で6億円の減益、販管費が実質11億円の増加(のれん償却1億円、人件費2億円、情報化投資4億円、研究開発費4億円など)、その他のコスト増2億円など、合計50億円の減益要因が上回った。

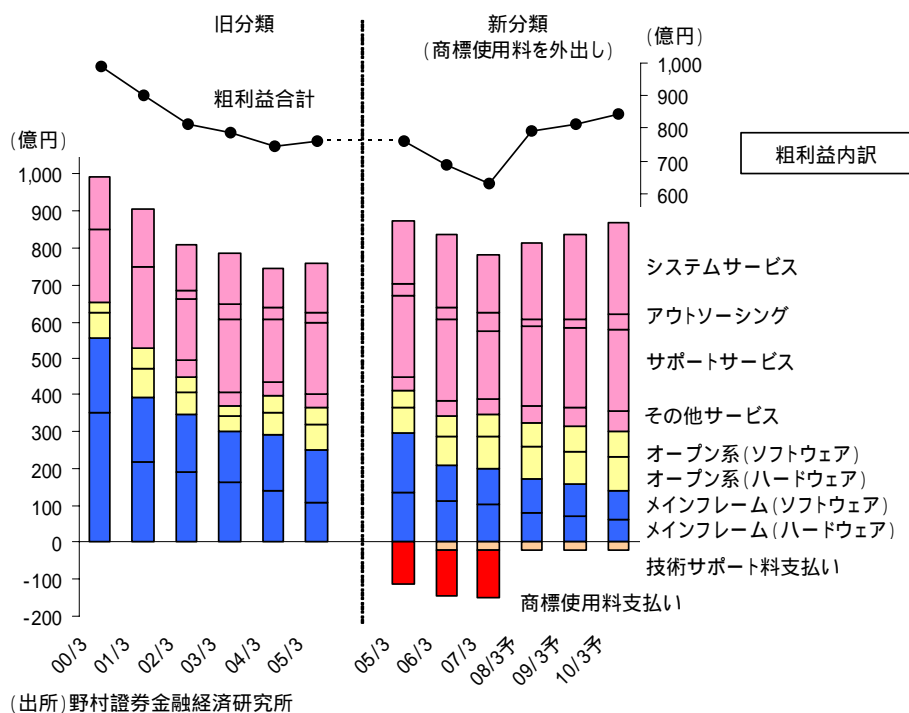
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

ハード・ソフトは7~9月期は増益見通し  
ハードウェア・ソフトウェアの粗利益はメインフレーム案件の計上によって変動する。例えば07.3期の同粗利益は通期で4億円の増益であったが、4~6月期は前年同期比13億円の増益、7~9月期は同36億円の減益、10~12月期は同6億円の減益、1~3月期は同27億円の増益と変動した。08.3期は7~9月期に案件計上があり、増益となったと推定される。

システムサービスも改善傾向  
システムサービスについては、4~6月期は前年同期比8%増収、同35%粗利益増益と改善傾向である。同粗利益率は同3.9%ポイント改善の19.4%と収益の改善も進んできた。受注残高は同27%増の328億円となり、7~9月期以降の増収も見える(図表2-(3)-1)。

低採算案件の中止と前倒し処理  
会社では収益性をさらに改善し、成長に資する新しい案件に取り組むため、中止を含めた低採算案件の見直しを進めている。08.3期の不採算案件の費用処理は前期比4億円少ない45億円を見込むが、上期は前年同期比で28億円多い40億円、下期は前年同期比32億円少ない5億円と、上期に前倒しで処理する予定である。

(図表2-(3)-1) 日本ユニシス 粗利益の推移 (ネットマークス連結前)



ネットマークスの減損処理  
当社が6月に買収したネットマークスの株価がTOB 買い付け価格から大きく下落しており、08.3期上期に投資に対する減損処理を行うことが予想される。今後の同社の株価動向によるが、TOB 買い付け価格 80,300 円に対して 66% の下落を想定し、93 億円の投資に対する減損処理として 62 億円の特別損失を 08.3 期の野村予想に織り込んでいる。税効果の対象外であり、ほぼ同額が純利益にマイナス要因となる。一方、のれん残高が 96 億円から

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券を保有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

34億円に縮小し、08.3期下期以降ののれん償却が、年間ベースで4.8億円から1.7億円に縮小し、営業利益にはプラス要因として働くことになる。

【中期見通し】

09.3期には収益性が大きく改善

08.3期下期および09.3期以降の収益性は大きく改善することが予想される。システムサービス事業は旺盛な需要を背景に売上成長が継続すると予想される。低採算案件の処理を終え、08.3期下期以降の利益率の大幅改善も期待される。新しい案件にも取り組みつつある。例えば、金融分野では地銀の共同運用事業の立ち上げに注力してきたが、需要が強いメガバンクの新規案件にも取り組んでおり増収要因となろう。低採算案件の中断を含めた処理を急ぐのは、需要が好調であり、経営資源を成長につながる新たなプロジェクトに振り向けるためである。

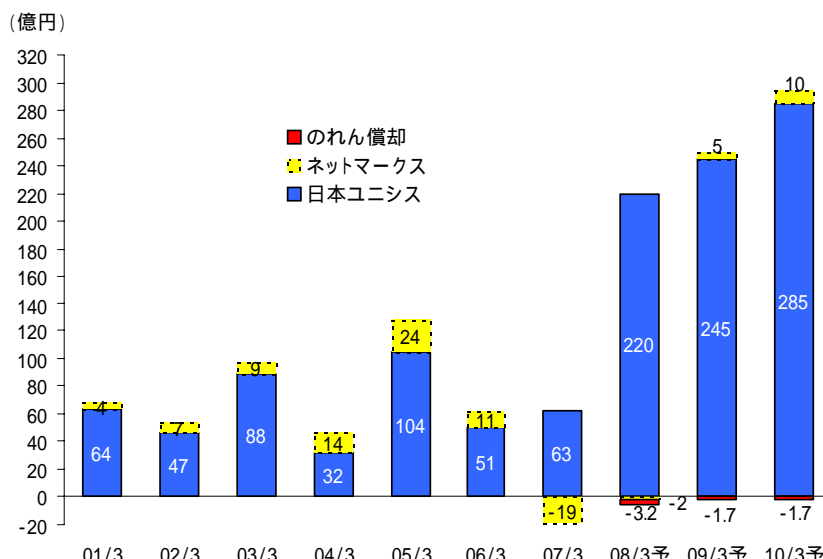
アウトソーシング事業は増収要因へ

08.3期上期は先行投資負担が重いアウトソーシング事業も、08.3期下期以降は収益性が改善することが予想される。当社の新しいアウトソーシングサービスの利用を決定した地方銀行も増加しており、今後の収益貢献が予想される。販管費を増加させた情報化投資は下期には減少する。アウトソーシングの設備償却負担も下期以降に減少し、増収要因となろう。

ネットマークスの買収

ネットマークスの買収目的は、総合電機メーカーなどと比較して弱いネットワーク分野の強化、顧客基盤の多様化、業容の拡大と規模の利益の追求である。一方、同社は、海外製品を用いたIP電話システム構築などを強みとしたが優位性は薄れる一方、コスト拡大が先行して、業績が悪化していた(図表2-(3)-2)。

(図表 2-(3)-2) 営業利益の推移



(出所)野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

買収時期と価格は経営判断のミス 同社は公開買い付け期間中に会社計画を下方修正し、買い付け終了後に過年度決算訂正を行った。93億円ののれんが発生したほか、ネットマークスの株価は大きく下落し、当社は減損処理をしなければならない状況にある。なお、前述の通り野村予想には62億円の特別損失を織り込んでいる。

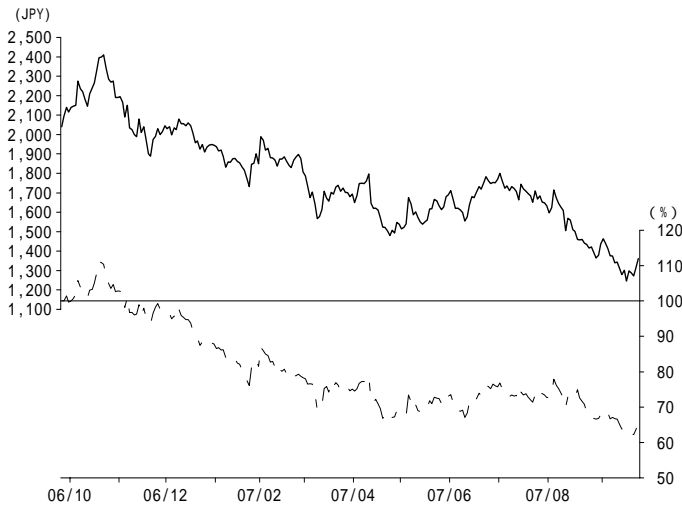
ネットマークスの業績は底打ち しかし、同社は、業績悪化の要因であったコスト増加を止め、逆にコスト削減へ転換している。売上も既存顧客を中心に深掘りし安定的に伸ばすことで、底打ちしている。09.3期以降の業績も、日本ユニシスグループとの営業協力やコスト効率化で徐々に改善が予想されるため、同社に起因する懸念要因は縮小すると考えられる。

08.3期～11.3期は年率17%営業増益 当社の事業構造は改善へ向かって進んでいる。システムサービスやアウトソーシングなどサービス事業の成長、ネットマークスの業績改善によって、08.3期～11.3期の営業利益は年率17%増益と予想される。

【リスク要因】

不採算案件の発生 リスク要因としては、第1に、不採算案件の増加が挙げられる。システムサービスの受注拡大の過程で、特に新規顧客の案件を受注した場合などに、トラブルが発生する可能性は否定できない。第2に、ハードウェア・ソフトウェアの四半期毎の利益変動が挙げられる。大型案件の計上のタイミングによって四半期業績が振れる傾向がある。

(図表 2-(3)-3) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価  
(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



(図表 2-(3)-4) 業績予想

【連結損益計算書】 (単位：百万円、%)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
<b>【ネットマークス連結後】</b>					
売上高	373,382	359,414	366,500	382,500	402,000
日本ユニシス	317,486	307,455	322,000	337,000	355,000
ネットマークス	55,896	51,959	44,500	45,500	47,000
粗利益	76,096	68,555	89,200	92,000	96,100
(利益率)	20.4	19.1	24.3	24.1	23.9
日本ユニシス	68,934	63,196	79,200	81,300	84,600
ネットマークス	7,162	5,359	10,000	10,700	11,500
販管費	74,650	68,646	67,080	66,830	66,430
日本ユニシス	63,868	56,917	57,200	56,800	56,100
ネットマークス	11,252	12,199	10,200	10,200	10,500
のれん償却	-470	-470	-320	-170	-170
営業利益	6,208	4,417	21,480	24,830	29,330
日本ユニシス	5,065	6,278	22,000	24,500	28,500
ネットマークス	1,143	-1,861	-200	500	1,000
のれん償却	0	0	-320	-170	-170
経常利益	5,872	4,326	20,780	24,130	28,630
日本ユニシス	4,870	6,646	21,500	24,000	28,000
ネットマークス	1,002	-2,320	-400	300	800
のれん償却	0	0	-320	-170	-170
純利益	2,236	-841	5,520	13,750	16,250
日本ユニシス	1,889	3,433	6,100	13,800	16,100
ネットマークス	347	-4,274	-390	180	480
ネットマークス少数株主利益			-130	60	160
のれん償却			-320	-170	-170
EPS (円)	17.8	36.0	57.5	143.3	169.3
DPS (円)	7.5	7.5	12.0	22.0	30.0
期中平均株数(百万株)	104.7	95.5	96.0	96.0	96.0
<b>【ネットマークス連結前】</b>					
売上高	317,486	307,454	322,000	337,000	355,000
サービス	195,470	193,178	204,500	219,000	236,500
システムサービス	95,178	91,946	102,000	111,000	120,500
サポートサービス	57,502	58,786	57,500	58,500	59,500
アウトソーシング	26,529	24,826	26,500	30,000	35,500
その他サービス	16,260	17,617	18,500	19,500	21,000
ソフトウェア	49,439	47,973	50,000	51,000	52,000
メインフレーム系	17,500	17,300	16,700	15,200	13,700
オープン系	31,900	30,700	33,300	35,800	38,300
ハードウェア	72,576	66,303	67,500	67,000	66,500
メインフレーム系	18,700	17,300	13,500	12,000	10,500
オープン系	53,800	49,000	54,000	55,000	56,000
売上総利益	68,934	63,196	79,200	81,300	84,600
サービス小計	47,359	41,530	47,000	50,100	54,500
システムサービス	19,834	15,532	20,900	22,900	24,900
サポートサービス	20,299	16,444	19,800	20,000	20,200
アウトソーシング	3,170	5,302	1,500	2,100	3,900
その他サービス	4,054	4,250	4,800	5,100	5,500
ソフトウェア	15,226	15,471	15,300	15,000	14,500
ハードウェア	18,799	18,927	16,900	16,200	15,600
商標使用料支払い	-12,451	-12,733	0	0	0
販管費	63,868	56,917	57,200	56,800	56,100
営業利益	5,065	6,278	22,000	24,500	28,500
営業外収支	-195	368	-500	-500	-500
経常利益	4,870	6,646	21,500	24,000	28,000
特別収支	-551	-335	-6,200	0	0
少数株主利益	93	166	200	200	200
当期純利益	1,889	3,433	6,100	13,800	16,100
有形・無形固定資産取得	19,116	21,570	20,850	18,000	16,000
減価償却実施額	15,735	13,808	17,500	17,000	17,000

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】

(単位:百万円)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
流動資産	159,763	134,053	164,032	169,213	179,104
手許流動性	30,837	23,235	27,971	26,814	29,099
売上債権	80,709	76,509	93,129	97,467	102,673
棚卸資産	19,321	17,078	22,886	23,952	25,231
その他流動資産	28,896	17,231	20,046	20,980	22,101
固定資産	84,167	103,808	111,758	112,758	111,758
有形・無形固定資産	44,378	49,594	55,844	56,844	55,844
投資有価証券	11,295	21,553	22,453	22,453	22,453
その他	28,494	32,661	33,461	33,461	33,461
総資産	243,931	237,861	275,790	281,971	290,862
流動負債	119,648	120,425	143,715	110,229	110,316
買入債務	53,819	32,789	40,840	42,743	45,026
短期借入金	28,010	50,875	52,725	15,000	10,000
その他流動負債	37,819	36,761	50,150	52,486	55,290
固定負債	42,762	30,418	34,718	49,468	44,468
社債・長期借入金	35,125	26,400	30,250	45,000	40,000
その他固定負債	7,637	4,018	4,468	4,468	4,468
少数株主持分	670	830			
純資産	80,850	87,018	97,357	122,273	136,078
BPS (円)	858	897	1,014	1,274	1,418
(再掲)有利子負債残高	63,135	77,275	82,975	60,000	50,000

【連結キャッシュフロー】

(単位:百万円)	06/3	07/3	08/3予	09/3予	10/3予
営業キャッシュフロー	18,977	8,813	23,822	42,649	31,981
純利益 + 少数株主利益	1,982	3,599	5,910	14,180	16,780
減価償却費	15,735	13,808	18,500	18,000	18,000
その他	1,260	-8,594	-588	10,469	-2,799
投資キャッシュフロー	-19,303	-32,270	-23,650	-19,000	-17,000
有形・無形固定資産取得	-19,116	-21,570	-21,950	-19,000	-17,000
その他	-187	-10,700	-1,700	0	0
(フリーキャッシュフロー)	-326	-23,457	172	23,649	14,981
財務キャッシュフロー	5,169	15,856	4,564	-24,807	-12,695
有利子負債増減	24,320	14,140	5,700	-22,975	-10,000
配当	-793	-713	-936	-1,632	-2,495
自己株・その他	-18,358	2,429	-200	-200	-200
(現金及び同等物増減)	4,843	-7,601	4,736	-1,158	2,285

(出所)野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

### 3. 自動車部品：円高対応でも魅力的な投資対象

森脇 崇

サブプライムローン問題の発生以降、為替の変動率が増し、円高の業績に与える悪影響がリスク要因として改めて認識されている。しかし、自動車部品メーカーの為替感応度は完成車メーカーに比べて小さく、バリュエーション面から魅力的な企業が多いと考える。特に、①相対的に収益性の高いエマージング地域（ASEAN、中国、ブラジルなど）の利益貢献度が高まり、②これまでの大型投資が利益に結びつく局面を迎えている企業に注目したい。エマージング地域での二輪車の需要増が業績の牽引役となる武蔵精密工業（7220、レーティング：2、¥3,480）や中国で高採算な革張りシートが好調なティ・エス テック（7313、同：2、¥4,290）、設備投資のピークを越え今後収穫期を迎えるフタバ産業（7241、同：2、¥2,825）の投資魅力が大きいと考える。

円高前提でも 08.3 期 現在の野村予想の前提レートは 120 円/ドル、160 円/ユーロである。仮に今後は 15% 営業増益 後の為替レートが 115 円/ドルで推移し、期中平均レートが 118 円/ドルとなる場合の業績へ影響を試算した（図表 3-1）。

08.3 期の営業増益率は現在の予想の前期比 16% 増益から若干下方修正となるが、同 15% 増益を確保すると予想される。完成車メーカーに比べて現地生産比率が高く、輸出依存度が低いため為替の影響は相対的に軽微である。

（図表 3-1）円高前提でも営業利益は 15% 増益

コード	企業名	株価		08.3期(現在予想)		08.3期(118円/ドル、160円/ユーロ前提)		感応度(10円/ドル、10円/ユーロの変動)				
		9月26日	9月26日	営業利益	営業利益	営業利益	営業利益	対ドル	対ユーロ	合計		
		円	(百万円)	y-y	百万円	y-y	円	倍	百万円	百万円	百万円	百万円
3116	トヨタ紡織	3,790	61,800	27.7%	61,200	26.5%	204.2	18.6	3,000	0	3,000	4.9%
5191	東海ゴム工業	2,400	25,000	8.2%	24,900	7.8%	144.8	16.6	500	0	500	2.0%
5851	リョービ	738	15,000	-8.3%	14,800	-9.5%	52.3	14.1	800	200	1,000	6.7%
5852	アールステイ	2,105	7,500	-5.6%	7,500	-5.6%	202.8	10.4	100	0	100	1.3%
5991	ニッパツ	865	28,400	13.1%	27,800	10.7%	74.4	11.6	3,000	0	3,000	10.6%
6041	ボッシュ	552	28,000	-14.2%	28,000	-14.2%	39.5	14.0	0	-2,000	-2,000	-7.1%
6462	リケン	570	7,200	-4.7%	7,100	-6.0%	49.0	11.6	400	300	700	9.7%
6902	デンソー	4,280	350,000	15.5%	344,400	13.6%	284.7	15.0	28,000	8,000	36,000	10.3%
6923	スタンレー電気	2,695	48,500	19.3%	47,900	17.8%	169.2	15.9	3,000	0	3,000	6.2%
7220	武蔵精密工業	3,480	18,500	58.2%	18,100	54.8%	274.4	12.7	1,800	0	1,800	9.7%
7230	日信工業	3,400	24,200	17.1%	23,800	15.2%	211.9	16.0	2,000	0	2,000	8.3%
7240	NOK	2,450	46,300	11.1%	45,700	9.7%	163.3	15.0	3,000	0	3,000	6.5%
7241	フタバ産業	2,825	28,100	26.3%	28,000	25.9%	199.1	14.2	500	0	500	1.8%
7246	プレス工業	466	11,000	7.3%	11,000	7.3%	49.7	9.4	0	0	0	0.0%
7248	カルソニックカンセイ	413	14,000	14.1%	13,700	11.7%	10.5	39.2	1,500	300	1,800	12.9%
7251	ケーヒン	2,085	25,500	15.3%	24,700	11.7%	159.8	13.0	4,000	0	4,000	15.7%
7259	アイシン精機	4,520	159,000	21.3%	156,600	19.5%	263.2	17.2	12,000	2,000	14,000	8.8%
7274	ショーワ	1,333	19,400	9.6%	19,200	8.5%	136.6	9.8	1,000	300	1,300	6.7%
7276	小糸製作所	1,379	24,000	12.5%	23,800	11.6%	85.8	16.1	1,000	0	1,000	4.2%
7278	エクセディ	3,480	19,300	15.8%	19,200	15.2%	243.7	14.3	500	0	500	2.6%
7282	豊田合成	4,180	40,200	27.4%	40,000	26.8%	177.6	23.5	1,000	0	1,000	2.5%
7312	タカタ	4,340	46,200	16.5%	45,500	14.8%	340.1	12.8	3,500	500	4,000	8.7%
7313	ティ・エス テック	4,290	24,400	48.6%	24,200	47.4%	420.0	10.2	800	300	1,100	4.5%
7988	ニフコ	2,685	14,800	8.1%	14,700	7.3%	193.4	13.9	300	0	300	2.0%
合計(PERは単純平均)			1,086,300	16.3%	1,071,800	14.8%		15.2	71,700	9,900	81,600	7.5%

(注)野村予想の前提は120円/ドル、160円/ユーロ。

上記は118円/ドル、160円/ユーロ(8月以降115円/ドル、160円/ユーロ)とした際の試算値。

(出所)野村証券金融経済研究所

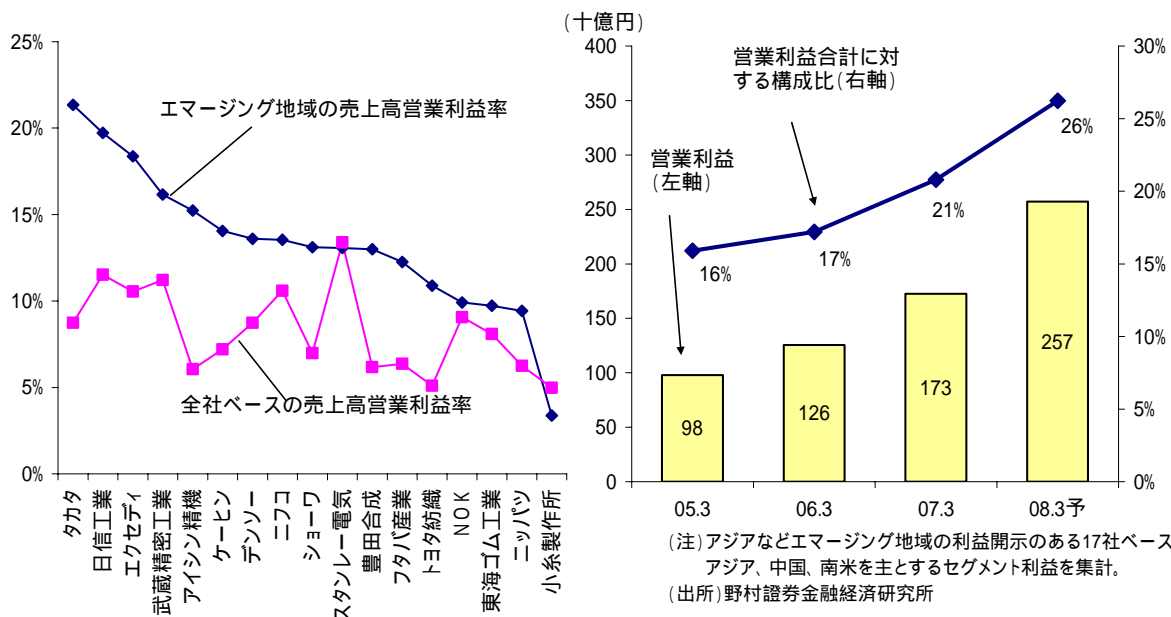
PBR が 1 倍に近づく 銘柄も バリュエーション面から投資魅力が増している企業もある。我々がカバーする 24 銘柄の中に、08.3 期の当期損失が見込まれる企業はないが、PBR が 1 倍近辺に達している銘柄もある。例えばフタバ産業は大型投資の時期を過ぎ、今後は投資の回収期に入ると見込まれるが、07 年 6 月末基準の PBR は 1.1 倍に留まっている。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートから直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

エマージング地域は利益率が高い

エマージング地域は自動車部品メーカーにとって相対的に利益率の高い地域である(図表3-2左図)。経理など本社コストや開発負担が日本に集中している面もあるが、先進国地域に比べて労務費など製造コストが安いことが主要因である。

(図表3-2) 08.3期野村予想の営業利益率(左図)とエマージング地域の利益構成比(右図)  
～収益性の高いエマージング地域の利益構成比が高まる～



(注) エマージングはアジア、中国、南米を主とする地域セグメント。  
 地域セグメントの営業利益 ÷ 地域セグメントの外部顧客向け売上高。  
 タカタはアジアからその他の地域への内部取引が多い点に留意。  
 (出所) 野村證券金融経済研究所

エマージングで利益増加が加速

エマージング地域の営業利益は急速な増加が見込まれる(図表3-2右図)。主要17銘柄のエマージング地域の営業利益は06.3期が前期比28%増、07.3期は同37%増であった。利益率の高いエマージング地域での売上拡大により、08.3期の同地域の営業利益は同49%増と更に利益の増加が加速すると予想される。特に、武蔵精密工業はエマージング地域の二輪車の需要増、フタバ産業、トヨタ紡織(3116、同:2、¥3,790)、テイ・エス テックは中国自動車販売の増加が業績の牽引役となろう。

中国の自動車とエマージングの二輪車が牽引

エマージング地域では、中国における日系自動車メーカーの販売増加、ASEANやブラジルでの二輪車需要の増加が売上成長の牽引役となろう。

日系メーカーの中国販売が増加

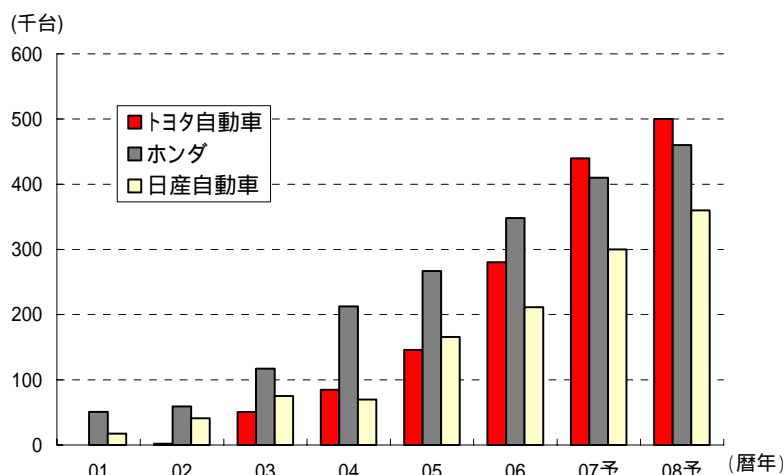
次ページ図表3-3は日系大手自動車メーカー3社の中国における自動車販売の推移を示している。各社とも中国での自動車販売は急速に伸びており、トヨタ自動車(7203、同:2、¥6,610)の07年の中国販売は前年比57%増、ホンダ(7267、同:3、¥3,780)が同18%増、日産自動車(7201、同:2、¥1,120)が同42%増となると見られる。自動車部品メーカーにとって、利益率の高い地域での売上拡大が見込まれる。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて証券の買入、売却、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務を他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

中国では高採算な革張りシートが人気

中国における自動車需要の拡大は、特にシートメーカーへの恩恵が大きい。中国では自動車がステータスシンボルとなっており、革張りシートを装着した高級仕様の自動車が売れている。シートメーカーにとって革張りシートは付加価値が高く、高採算な製品である。トヨタ自動車向けシートを手掛けるトヨタ紡織とホンダ向けのシートを手掛けるテイ・エス テックは、その恩恵を享受しよう。

(図表 3-3) 日系自動車メーカーの中国自動車販売

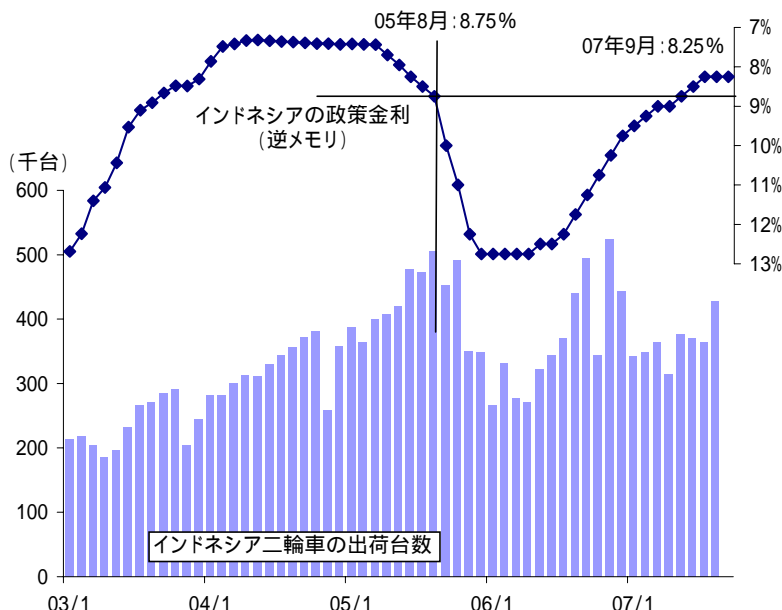


(出所) 野村証券金融経済研究所

インドネシアの二輪車も本格回復局面へ

インドネシアでは05年8月をピークに二輪車の需要が減少へ転じた(図表3-4)。政策金利が引き上げられたことが主な要因である。インドネシアでは二輪車購入者の8割がローンを使うため、二輪車の需要は金利変動の影響を受け易い。直近では政策金利が8.25%と05年8月の8.75%を下回る水準まで低下し、本格的な需要回復の時期が近づいていると考えられる。

(図表 3-4) インドネシアの二輪車出荷と政策金利



(注) 政策金利: 1ヶ月物インドネシア中央銀行証券レート誘導目標

(出所) インドネシア中央銀行、アストラホンダ

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また、このレポートに記載された証券は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

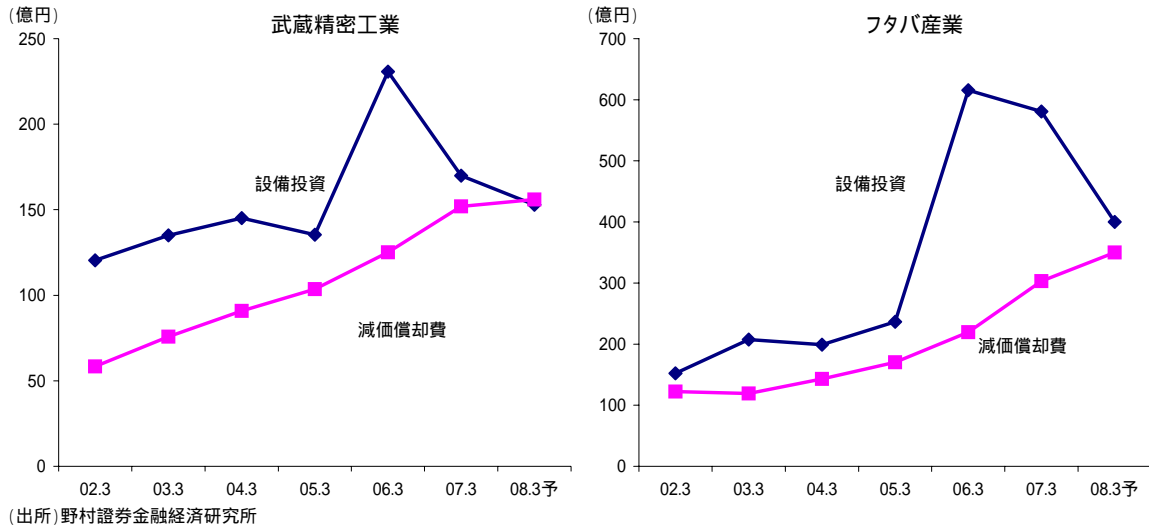
大型投資が一巡する局面

日系完成車メーカーの海外生産増加に対応した大型の設備投資を完了している企業は、売上高の増加が利益に結びつき易い局面となっている。

武蔵精密工業、フタバ産業に注目

武蔵精密工業は、07.3期までに大規模な増産投資を終えており、償却費の増加ペースが鈍化している。実際、同社の4~6月期の営業利益は前年同期比で倍増と売上高の拡大がしっかり利益に結びついている。フタバ産業の設備投資も08.3期は急速に減少の見通しで、今後は完成車メーカーからのアウトソーシング需要の拡大を背景とした売上高の増加が、利益の増加に結びつく局面となろう(図表3-5)。

(図表3-5) 大型投資が回収期を迎える



(図表3-6) バリュエーション表

コード	銘柄名	レーティング	株 値 9月26日 円	時価 総額 億円	PER		営業増益率		中期 成長率 %	PBR 直近実績 倍	EV/EBITDA	
					07予 倍	08予 倍	07予 %	08予 %			07予 倍	08予 倍
<b>自動車部品20社</b>												
3116	トヨタ紡織	2	3,790	7,113	18.4	16.5	27.7	10.2	11.4	4.1	7.1	6.4
5191	東海ゴム工業	3	2,400	2,497	16.5	14.5	8.2	13.2	12.3	1.8	5.3	4.6
5851	リョービ	3	738	1,264	13.9	13.2	-8.3	4.0	12.6	1.6	4.7	4.1
5852	アーレスティ	3	2,105	458	10.4	9.9	-6.8	4.1	9.8	1.0	3.2	2.8
6041	ボッシュ	3	552	2,476	14.0	13.4	-14.2	3.6	9.9	1.5	5.4	4.9
6462	リケン	2	570	607	11.5	9.2	-4.7	26.4	14.7	1.3	5.5	4.5
6902	デンソー	2	4,280	37,838	14.8	12.6	15.5	15.7	13.1	1.5	6.0	5.1
7220	武蔵精密工業	2	3,480	1,086	12.3	10.3	58.2	13.5	15.8	2.2	3.9	3.3
7230	日信工業	2	3,400	2,225	15.8	14.0	17.1	12.0	10.6	2.6	5.6	4.7
7241	フタバ産業	2	2,825	1,977	14.1	12.0	26.3	18.9	13.2	1.1	4.3	3.7
7246	プレス工業	2	466	531	9.4	8.2	7.3	11.8	13.4	1.3	4.0	3.5
7248	カルニックカセイ	2	413	1,128	36.9	8.4	14.1	85.7	56.9	0.6	3.0	2.2
7251	ケーヒン	3	2,085	1,543	12.5	9.2	15.3	10.2	14.7	1.2	2.8	2.4
7259	アイシン精機	1	4,520	13,319	16.9	14.5	21.3	14.5	13.4	1.7	4.4	3.7
7274	ショーワ	2	1,333	1,013	9.6	8.4	9.6	12.4	14.6	1.0	2.7	2.2
7276	小糸製作所	3	1,379	2,217	15.9	13.6	12.5	16.7	12.0	1.5	5.2	4.7
7278	エクセディ	2	3,480	1,691	14.2	12.6	15.8	13.0	10.4	1.8	5.1	4.4
7312	タカタ	2	4,340	3,531	12.6	10.9	16.5	13.4	11.9	1.9	5.2	4.4
7313	テイ・エス テック	2	4,290	1,459	10.1	8.9	48.6	13.1	10.9	1.6	4.7	4.1
7988	ニフコ	3	2,685	1,443	13.8	12.0	8.1	12.8	12.1	1.9	5.5	4.9
<b>自動車部品専業20社平均</b>					14.7	11.6	14.4	16.3	14.7	1.7	4.7	4.0
<b>(電子部品兼業4社)</b>												
5991	ニッパツ	3	865	2,111	11.4	10.0	13.1	12.0	9.6	1.5	4.9	4.3
6923	スタンレー電気	2	2,695	5,073	15.8	13.9	19.3	11.8	11.7	2.5	6.3	5.6
7240	NOK	3	2,450	4,242	14.8	13.4	11.1	9.9	8.1	1.6	5.4	4.8
7282	豊田合成	3	4,180	5,434	23.4	20.1	27.4	14.4	15.1	2.6	6.7	6.1
<b>電子部品兼業4社平均</b>					16.3	14.4	17.7	12.0	11.1	2.0	5.8	5.2
<b>部品24社平均</b>					15.0	12.1	15.0	15.5	14.1	1.7	4.9	4.2

(注)1 中期成長率は、ノーマライズしたEPSの予想1期目(07年度)基準、予想5期目(11年度)までの年平均成長率。PBRは直近発表済み四半期末BPS基準  
 2 実質の営業増益率は償却費制度変更の影響を除いたベース  
 3 武蔵精密工業、フタバ産業、ニフコのEPS予想はCBの転換を前提とした希薄化後  
 (出所) 予:野村證券予想

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて売却、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(1) 武蔵精密工業 (7220、レーティング：2、¥3,480)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
08.03 4-6	39,399	15.8	4,889	2.0x	4,726	73.0	2,579	2.5x	
06.03	125,513	17.0	9,577	-22.7	9,582	-18.3	4,772	-25.0	153.0
07.03	144,330	15.0	11,695	22.1	10,899	13.7	4,964	4.0	159.1
08.03予想	165,100	14.4	18,500	58.2	17,200	57.8	8,800	77.3	260.4
会社予想	159,200	10.3	16,500	41.1	15,400	41.3	8,100	63.2	259.6
09.03予想	181,700	10.1	21,000	13.5	19,900	15.7	10,500	19.3	310.7
10.03予想	198,000	9.0	23,600	12.4	22,800	14.6	12,200	16.2	361.0

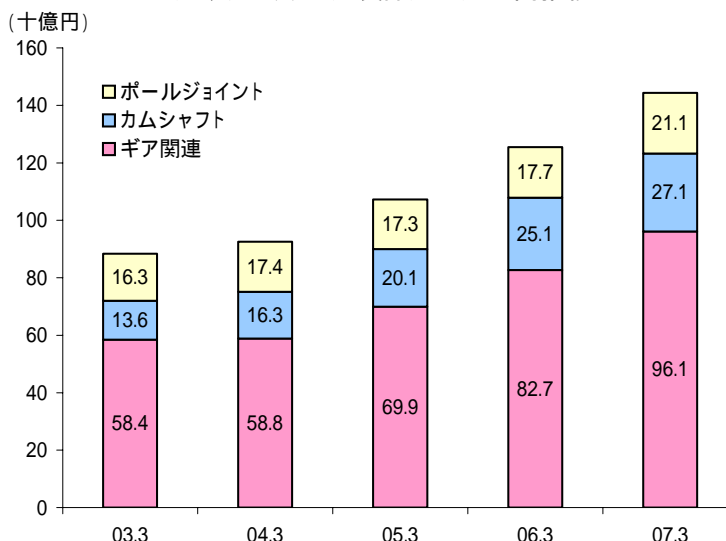
(注) 野村のEPS予想は希薄化後ベース (CBの転換価額は3,850円、残高は100億円)。  
(出所) 野村証券金融経済研究所

ギア、カムシャフト、ボールジョイントを主力製品とするホンダ系の自動車部品メーカー。自動車向けの売上構成比が55%、二輪向けが45%と二輪のウェイトが相対的に高い。07年4~6月期の営業利益は前年同期比倍増の49億円となった。07.3期までに大規模な設備投資を完了しており、売上高の増加が利益に結びつき易い局面を迎えている。08.3期通期では前期比58%営業増益と自動車部品24社平均の15%増益を大幅に上回ると予想される。一方、08.3期予想基準のPERは12倍と同平均の15倍を下回り、割安感が強いと考えている。

【事業内容】

ホンダ系の部品メーカー 当社はホンダ向けの売上構成比が81%を占めるホンダ系の自動車部品メーカーである。売上構成比はトランスミッションなどに使われるギア関連が66%と最も高く、エンジンの構成部品のひとつであるカムシャフトが19%、車体とタイヤを連結するボールジョイントが15%を占める。

(図表3-(1)-1) 製品別の売上高推移



(出所) 会社資料を基に野村証券金融経済研究所作成

【強み】

精密鍛造技術に強み 精密鍛造技術が当社の強みである。当社は精密なプレス金型を開発する技術力があり、また最新鋭のプレス機械を多数保有している。精密鍛造技術を活用し、切削加工工程を削減することで、ギアなどの高精度が要求される部品を低コストで生産することができる。当社はコスト競争力を背景に、ホンダ以外からも部品の受注を獲得しており、ホンダの自動車生産、二輪車生産を上回る売上の成長が見込まれる。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



【短期業績予想】

4~6月期の営業利益は倍増 07年4~6月期の営業利益は前年同期比で倍増の49億円であった。地域別ではアジアやブラジルといったエマージング地域が牽引している。アセアンやブラジルにおける二輪車需要の拡大、中国における自動車生産の増加が利益に結びついている。当社は07.3期までに大規模な設備投資を完了しており、売上高の増加が利益に結びつきやすい局面を迎えている。

エマージング二輪車の牽引で通期でも58%営業増益 08.3期通期の営業利益は前期比58%増益の185億円が予想される。ブラジル二輪車の好調が持続すると見込まれる上に、世界第3位の二輪車市場であるインドネシアでも政策金利の低下を背景に、需要の本格回復の時期が近づきつつあると考えられる。

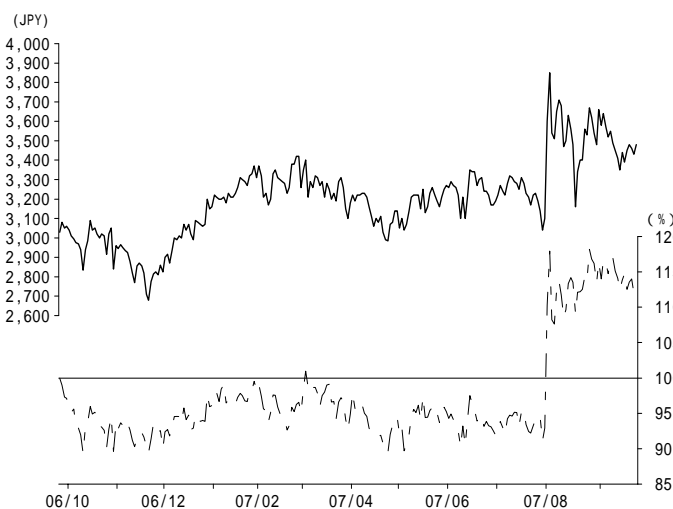
【中期見通し】

ホンダの生産拡大と系列外への販売拡大 ホンダの自動車、二輪車の生産増加に加え、ホンダ以外への販売拡大が中期成長を支えよう。ホンダ以外では、スズキ(7269、同:4、¥3,330)、フォード、フィアット、トヨタ自動車など幅広く製品を納入している。精密鍛造技術を活用したコスト競争力のあるギアを中心に、拡販が続くと予想される。

【リスク要因】

ホンダ依存度の高さと、エマージング景気 主なリスク要因としては、ホンダへの売上依存度が高く、同社の販売動向や調達方針の影響を受け易い、エマージング市場向け二輪車の利益構成比が高いため、同地域の景気が減速した場合の影響が大きいことが挙げられる。

(図表3-(1)-2) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対TOPIX 相対株価  
(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 3-(1)-3) 業績予想

損益計算書(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
売上高	107,246	125,513	144,330	165,100	181,700	198,000	214,300	231,000
前期比	16.2%	17.0%	15.0%	14.4%	10.1%	9.0%	8.2%	7.8%
営業利益	12,387	9,577	11,695	18,500	21,000	23,600	26,300	29,100
前期比	36.3%	-22.7%	22.1%	58.2%	13.5%	12.4%	11.4%	10.6%
売上比	11.6%	7.6%	8.1%	11.2%	11.6%	11.9%	12.3%	12.6%
営業外収支	-657	5	-796	-1,300	-1,100	-800	-500	-200
金融収支	-661	-1,091	-1,669	-1,300	-1,100	-800	-500	-200
持分法利益	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	4	1,096	873	0	0	0	0	0
経常利益	11,730	9,582	10,899	17,200	19,900	22,800	25,800	28,900
前期比	28.1%	-18.3%	13.7%	57.8%	15.7%	14.6%	13.2%	12.0%
売上比	10.9%	7.6%	7.6%	10.4%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
特別利益	73	76	62	0	0	0	0	0
特別損失	142	345	515	200	0	0	0	0
税引前利益	11,661	9,313	10,445	17,000	19,900	22,800	25,800	28,900
法人税等	3,956	3,595	4,306	6,000	7,000	8,000	9,000	10,100
税率	33.9%	38.6%	41.2%	35.3%	35.2%	35.1%	34.9%	34.9%
少数株主損益	1,339	946	1,174	2,200	2,400	2,600	2,800	3,000
当期利益	6,366	4,772	4,964	8,800	10,500	12,200	14,000	15,800
前期比	33.0%	-25.0%	4.0%	77.3%	19.3%	16.2%	14.8%	12.9%
設備投資	13,551	23,071	16,991	15,300	16,300	17,300	18,300	19,300
減価償却費	10,360	12,511	15,194	15,600	15,800	16,000	16,300	16,700
EPS(円)	204.1	153.0	159.1	282.1	336.6	391.1	448.8	506.5
(希薄化後)				260.4	310.7	361.0	414.3	467.6
CFPS(円)	536.2	554.0	646.2	782.2	843.1	904.0	971.3	1,041.8
DPS(円)	24.0	28.0	32.0	46.0	54.0	62.0	68.0	76.0
配当性向	11.8%	18.3%	20.1%	16.3%	16.0%	15.9%	15.2%	15.0%
BPS(円)	1,021.2	1,251.9	1,497.7	1,747.0	2,038.8	2,375.3	2,763.2	3,202.4
期中平均株数(百万株)	31.20	31.20	31.20	31.20	31.20	31.20	31.20	31.20
(希薄化後)				33.79	33.79	33.79	33.79	33.79
所在地別売上高(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
日本	43,897	46,419	48,015	48,700	50,600	52,100	53,700	55,300
前期比	9.2%	5.7%	3.4%	1.4%	3.9%	3.0%	3.1%	3.0%
構成比	41%	37%	33%	29%	28%	26%	25%	24%
北米	23,887	28,310	33,511	39,200	43,900	48,300	52,200	56,100
前期比	2.9%	18.5%	18.4%	17.0%	12.0%	10.0%	8.1%	7.5%
構成比	22%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	24%
欧州	5,634	6,967	9,965	11,000	11,300	11,600	11,900	12,300
前期比	58.1%	23.7%	43.0%	10.4%	2.7%	2.7%	2.6%	3.4%
構成比	5%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	5%
アジア	26,212	31,694	34,073	40,900	46,800	53,400	60,600	68,500
前期比	32.5%	20.9%	7.5%	20.0%	14.4%	14.1%	13.5%	13.0%
構成比	24%	25%	24%	25%	26%	27%	28%	30%
南米	7,616	12,123	18,766	25,300	29,100	32,600	35,900	38,800
前期比	38.1%	59.2%	54.8%	34.8%	15.0%	12.0%	10.1%	8.1%
構成比	7%	10%	13%	15%	16%	16%	17%	17%
売上高合計	107,246	125,513	144,330	165,100	181,700	198,000	214,300	231,000
前期比	16.2%	17.0%	15.0%	14.4%	10.1%	9.0%	8.2%	7.8%

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。また、野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づき、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

所在地別営業利益 (百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
日本	4,198	4,486	4,321	5,200	5,400	5,600	5,800	6,000
前期比	31.0%	6.9%	-3.7%	20.3%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%
売上比	9.6%	9.7%	9.0%	10.7%	10.7%	10.7%	10.8%	10.8%
北米	967	-1,275	-243	1,600	2,100	2,600	3,100	3,600
前期比	-30.6%	-	-	-	31.3%	23.8%	19.2%	16.1%
売上比	4.0%	-4.5%	-0.7%	4.1%	4.8%	5.4%	5.9%	6.4%
欧州	553	174	732	500	600	700	800	900
前期比	870.2%	-68.5%	320.7%	-31.7%	20.0%	16.7%	14.3%	12.5%
売上比	9.8%	2.5%	7.3%	4.5%	5.3%	6.0%	6.7%	7.3%
アジア	5,090	4,911	3,896	6,200	7,200	8,300	9,500	10,800
前期比	45.8%	-3.5%	-20.7%	59.1%	16.1%	15.3%	14.5%	13.7%
売上比	19.4%	15.5%	11.4%	15.2%	15.4%	15.5%	15.7%	15.8%
南米	122	397	2,316	4,500	5,200	5,900	6,600	7,300
前期比	-71.8%	225.4%	483.4%	94.3%	15.6%	13.5%	11.9%	10.6%
売上比	1.6%	3.3%	12.3%	17.8%	17.9%	18.1%	18.4%	18.8%
全社/消去	1,457	884	673	500	500	500	500	500
営業利益合計	12,387	9,577	11,695	18,500	21,000	23,600	26,300	29,100
貸借対照表 (百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
流動資産	34,470	41,539	47,550	53,500	58,100	62,700	67,300	77,500
現金預金	6,499	6,461	8,892	10,200	11,200	12,200	13,200	19,700
有価証券	112	324	752	800	800	800	800	800
売上債権	13,512	13,868	14,362	16,400	18,000	19,600	21,200	22,900
棚卸資産	11,455	16,347	17,648	20,200	22,200	24,200	26,200	28,200
その他	2,892	4,539	5,896	5,900	5,900	5,900	5,900	5,900
固定資産	53,287	71,464	78,126	77,900	78,400	79,700	81,700	84,300
有形固定資産	46,450	62,033	65,979	65,700	66,200	67,500	69,500	72,100
無形固定資産	96	103	677	700	700	700	700	700
投資その他の資産	6,741	9,328	11,470	11,500	11,500	11,500	11,500	11,500
資産合計	87,757	113,003	125,676	131,400	136,500	142,400	149,000	161,800
負債	49,751	66,259	69,927	65,900	59,800	53,000	45,100	41,600
買入債務	10,117	15,684	12,739	14,600	16,100	17,500	18,900	20,400
有利子負債	21,965	32,531	39,903	34,000	26,400	18,200	8,900	3,900
その他負債	17,669	18,044	17,285	17,300	17,300	17,300	17,300	17,300
純資産	38,006	46,744	55,749	65,500	76,700	89,400	103,900	120,200
少数株主持分	6,148	7,689	9,028	11,000	13,100	15,300	17,700	20,300
株主資本等	31,858	39,055	46,721	54,500	63,600	74,100	86,200	99,900
キャッシュフロー (百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
営業CF	15,397	11,392	19,992	23,700	26,600	28,600	30,900	33,300
税前利益	11,661	9,313	10,445	17,000	19,900	22,800	25,800	28,900
減価償却費	10,360	12,511	15,194	15,600	15,800	16,000	16,300	16,700
売上債権	-3,925	-1,280	-494	-2,000	-1,600	-1,600	-1,600	-1,700
棚卸資産	-2,645	-3,654	-365	-2,600	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
買入債務	1,742	-357	1,021	1,900	1,500	1,400	1,400	1,500
支払い税金	-3,367	-4,780	-4,408	-6,000	-7,000	-8,000	-9,000	-10,100
その他	1,571	-361	-1,401	-200	0	0	0	0
投資CF	-11,143	-18,785	-22,457	-15,300	-16,300	-17,300	-18,300	-19,300
有形固定資産取得	-11,135	-18,289	-20,822	-15,300	-16,300	-17,300	-18,300	-19,300
その他	-8	-496	-1,635	0	0	0	0	0
財務CF	-887	7,253	4,366	-7,100	-9,300	-10,300	-11,600	-7,500
有利子負債	-400	8,288	5,921	-5,900	-7,600	-8,200	-9,300	-5,000
配当金	-343	-811	-936	-1,000	-1,400	-1,700	-1,900	-2,100
その他	-144	-224	-619	-200	-300	-400	-400	-400
その他	-2	314	957	0	0	0	0	0
現金同等物増減	3,365	174	2,858	1,300	1,000	1,000	1,000	6,500

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がない場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(2) フタバ産業 (7241、レーティング: 2、¥2,825)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
08.03 4-6	104,147	23.7	5,817	27.2	5,544	17.6	2,961	2.7	42.4
06.03	325,181	23.4	17,623	19.9	19,429	18.9	11,499	18.4	163.2
07.03	394,859	21.4	22,244	26.2	23,457	20.7	12,770	11.1	182.7
08.03予想	441,800	11.9	28,100	26.3	27,400	16.8	15,400	20.6	199.9
会社予想	410,000	3.8	24,000	7.9	25,000	6.6	13,500	5.7	193.1
09.03予想	483,600	9.5	33,400	18.9	32,800	19.7	18,200	18.2	236.3
10.03予想	524,000	8.4	37,800	13.2	37,400	14.0	20,700	13.7	268.8

(注) 野村のEPS予想は希薄化後ベース。  
(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、マフラーやサブフレームなど金属プレス、溶接部品を主力製品とするトヨタ系の自動車部品メーカー。トヨタグループ向けの売上構成比が70%を占める。トヨタ自動車からのアウトソーシング需要の拡大を捉えて、売上高が急速に増加している。プレス加工部品を多品種少量、低コストで製造できることが強みである。受注の拡大に伴い設備投資を増やし、償却費も増加したが、07.3期までに大型の設備投資は一巡し、償却費の増加ペースも鈍化が見込まれる。売上高の増加が利益に結びつき易い局面を迎えている。08.3期の営業利益は前期比26%増益と自動車部品24社平均の15%増益を上回ると予想されるが、08.3期予想基準のPERは14倍とセクター平均の15倍と同水準に留まる。PBRは1.1倍とバリュー面からも魅力がある。

【事業内容】

マフラーなどプレス・溶接部品が主  
マフラーやサブフレームなど金属をプレス機械で曲げ、溶接した部品を主力製品とする。トヨタ自動車を主力顧客としており、同社向けの売上構成比が70%を占める。

【強み】

多品種少量のプレス部品を低コストで生産  
強みは、多品種少量の製品を低コストで生産する技術にある。当社はプレス部品の専業として、多品種少量の生産に適した自動化された製造ラインの構築に注力してきた。トヨタ自動車の内製に比べて低コストで製造ができるため、同社からのアウトソーシングを取り込んでおり、スズキや三菱自動車工業(7211、同:4、¥160)といった系列外の自動車メーカーからも受注が拡大している。

【短期業績予想】

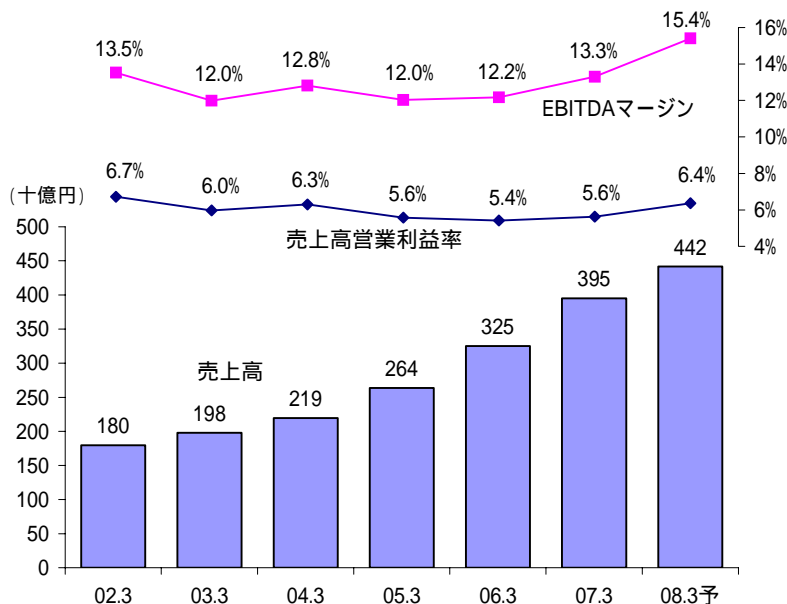
4~6月期は海外の業績が牽引  
07年4~6月期の売上高は前期比24%増収と、自動車部品セクター24社の中で最も高い伸び率となった。トヨタ自動車向けの売上高が拡大している上に、スズキや三菱自動車工業向けも増加している。営業利益は同27%増益であった。日本の営業利益は九州・直方工場の立ち上げ負担のため前年同期比で横ばいに留まったものの、北米、欧州、中国の営業損益が改善した。

08.3期からは売上高営業利益率も上昇へ  
売上高営業利益率は08.3期からは上昇が見込まれる。償却前営業利益率(EBITDAマージン)は06.3期の12.2%から07.3期は13.3%へ上昇した(次ページ図表3-(2)-1)。07.3期は売上高が前期比21%増収と伸びており、増収効果が償却前利益率の上昇に繋がっている。当社は07.3期までに大型の

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

設備投資は終わっており、今後は減価償却費の増加ペースは鈍化が見込まれ、08.3期からは売上高営業利益率も上昇基調に入ると予想される。

(図表 3-(2)-1) 売上高営業利益率と EBITDA マージン



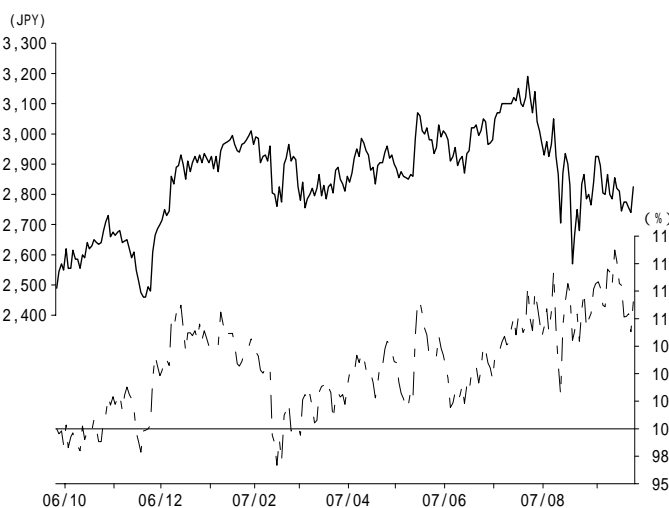
(出所)野村証券金融経済研究所

【リスク要因】

立ち上げ案件の採算改善に想定以上の時間を要する

リスク要因としては、立ち上げ中の案件の採算改善に予想以上に時間を要することである。新工場の立ち上げ局面や新モデルの立ち上げ局面では、予想以上の時間やコストを要することがあるためである。

(図表 3-(2)-2) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) N R I

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 3-(2)-3) 業績予想

損益計算書(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
売上高	263,590	325,181	394,859	441,800	483,600	524,000	562,000	601,000
前期比	20.1%	23.4%	21.4%	11.9%	9.5%	8.4%	7.3%	6.9%
営業利益	14,703	17,623	22,244	28,100	33,400	37,800	42,100	46,400
前期比	6.3%	19.9%	26.2%	26.3%	18.9%	13.2%	11.4%	10.2%
売上比	5.6%	5.4%	5.6%	6.4%	6.9%	7.2%	7.5%	7.7%
営業外収支	1,634	1,806	1,213	-700	-600	-400	-200	100
金融収支	493	382	-809	-1,200	-1,100	-900	-700	-400
持分法利益	0	0	-267	0	0	0	0	0
その他	1,141	1,424	2,289	500	500	500	500	500
経常利益	16,337	19,429	23,457	27,400	32,800	37,400	41,900	46,500
前期比	21.2%	18.9%	20.7%	16.8%	19.7%	14.0%	12.0%	11.0%
売上比	6.2%	6.0%	5.9%	6.2%	6.8%	7.1%	7.5%	7.7%
特別利益	382	688	11	0	0	0	0	0
特別損失	554	604	1	0	0	0	0	0
税引前利益	16,165	19,513	23,466	27,400	32,800	37,400	41,900	46,500
法人税等	6,241	7,582	8,359	9,300	11,200	12,700	14,200	15,800
税率	38.6%	38.9%	35.6%	33.9%	34.1%	34.0%	33.9%	34.0%
少数株主損益	216	432	2,334	2,700	3,400	4,000	4,700	5,400
当期利益	9,708	11,499	12,770	15,400	18,200	20,700	23,000	25,300
前期比	13.9%	18.4%	11.1%	20.6%	18.2%	13.7%	11.1%	10.0%
設備投資	23,638	61,585	58,091	40,000	41,500	43,000	44,500	46,000
減価償却費	17,013	21,949	30,310	35,000	36,500	38,000	39,500	41,000
EPS(円)	139.0	163.2	182.7	199.9	236.3	268.8	298.6	328.5
CFPS(円)	382.5	478.9	616.3	720.9	782.4	839.6	894.0	948.3
DPS(円)	18.0	26.0	28.0	32.0	37.0	42.0	47.0	52.0
配当性向	13.0%	15.9%	15.3%	16.0%	15.7%	15.6%	15.7%	15.8%
BPS(円)	2,193.0	2,400.8	2,610.0	2,802.1	3,031.0	3,289.9	3,577.4	3,892.0
期中平均株数(百万株)	69.9	69.8	69.9	69.9	69.9	69.9	69.9	69.9
(希薄化後)	-	-	-	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
所在地別売上高(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
日本	216,690	243,506	268,415	285,000	299,300	313,700	326,200	339,200
前期比	16.7%	12.4%	10.2%	6.2%	5.0%	4.8%	4.0%	4.0%
構成比	82%	75%	68%	65%	62%	60%	58%	56%
北米	27,211	35,943	46,627	64,000	73,000	81,000	88,000	95,000
前期比	26.8%	32.1%	29.7%	37.3%	14.1%	11.0%	8.6%	8.0%
構成比	10%	11%	12%	14%	15%	15%	16%	16%
欧州	13,792	31,328	49,032	52,000	60,500	68,500	76,000	84,000
前期比	24.5%	127.1%	56.5%	6.1%	16.3%	13.2%	10.9%	10.5%
構成比	5%	10%	12%	12%	13%	13%	14%	14%
その他(中国)	5,897	14,404	30,785	40,800	50,800	60,800	71,800	82,800
前期比	343.4%	144.3%	113.7%	32.5%	24.5%	19.7%	18.1%	15.3%
構成比	2%	4%	8%	9%	11%	12%	13%	14%
売上高合計	263,590	325,181	394,859	441,800	483,600	524,000	562,000	601,000
前期比	20.1%	23.4%	21.4%	11.9%	9.5%	8.4%	7.3%	6.9%
所在地別営業利益(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
日本	14,765	15,970	16,509	19,000	21,500	23,200	24,700	26,200
前期比	0.5%	8.2%	3.4%	15.1%	13.2%	7.9%	6.5%	6.1%
売上比	6.8%	6.6%	6.2%	6.7%	7.2%	7.4%	7.6%	7.7%
北米	1,564	1,746	709	3,100	3,800	4,400	4,900	5,400
前期比	31180.0%	11.6%	-59.4%	337.2%	22.6%	15.8%	11.4%	10.2%
売上比	5.7%	4.9%	1.5%	4.8%	5.2%	5.4%	5.6%	5.7%
欧州	-360	-779	1,341	1,500	2,100	2,700	3,200	3,700
前期比	-	-	-	11.9%	40.0%	28.6%	18.5%	15.6%
売上比	-2.6%	-2.5%	2.7%	2.9%	3.5%	3.9%	4.2%	4.4%
その他(中国)	378	809	4,002	5,000	6,500	8,000	9,800	11,600
前期比	-	114.0%	394.7%	24.9%	30.0%	23.1%	22.5%	18.4%
売上比	6.4%	5.6%	13.0%	12.3%	12.8%	13.2%	13.6%	14.0%
全社/消去	-1,644	-123	-317	-500	-500	-500	-500	-500
営業利益合計	14,703	17,623	22,244	28,100	33,400	37,800	42,100	46,400

(注) EPS予想は希薄化後ベース。

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプト・コン、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布してあります。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

貸借対照表(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
流動資産	114,781	129,849	136,350	151,200	164,400	177,300	189,400	201,800
現金預金	21,868	22,800	13,436	15,000	16,400	17,800	19,100	20,400
有価証券	3,829	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	53,325	63,714	73,132	81,800	89,500	97,000	104,000	111,200
棚卸資産	28,068	34,408	39,069	43,700	47,800	51,800	55,600	59,500
その他	7,691	8,927	10,713	10,700	10,700	10,700	10,700	10,700
固定資産	150,537	195,389	251,137	256,100	261,100	266,100	271,100	276,100
有形固定資産	110,394	157,069	212,997	218,000	223,000	228,000	233,000	238,000
無形固定資産	302	357	389	400	400	400	400	400
投資その他の資産	39,841	37,963	37,751	37,700	37,700	37,700	37,700	37,700
資産合計	265,318	325,238	387,487	407,300	425,500	443,400	460,500	477,900
負債	108,842	154,040	198,365	202,000	200,800	196,600	188,900	178,900
買入債務	42,784	57,884	64,587	72,300	79,100	85,700	91,900	98,300
有利子負債	33,556	58,477	92,216	88,100	80,100	69,300	55,400	39,000
その他負債	32,502	37,679	41,562	41,600	41,600	41,600	41,600	41,600
純資産	156,476	171,198	189,122	205,300	224,700	246,800	271,600	299,000
少数株主持分	3,293	3,336	6,655	9,400	12,800	16,800	21,500	26,900
株主資本等	153,183	167,862	182,467	195,900	211,900	230,000	250,100	272,100
キャッシュフロー(百万円)	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
営業CF	21,253	23,748	39,125	47,680	53,100	57,800	62,600	67,000
税前利益	16,165	19,513	23,466	27,400	32,800	37,400	41,900	46,500
減価償却費	17,013	21,949	30,310	35,000	36,500	38,000	39,500	41,000
売上債権	-6,301	-9,992	-9,073	-8,668	-7,700	-7,500	-7,000	-7,200
棚卸資産	-6,892	-5,728	-4,231	-4,631	-4,100	-4,000	-3,800	-3,900
買入債務	4,273	13,834	5,059	7,713	6,800	6,600	6,200	6,400
支払い税金	-5,868	-7,047	-7,407	-9,300	-11,200	-12,700	-14,200	-15,800
その他	2,863	-8,781	1,001	166	0	0	0	0
投資CF	-32,681	-47,421	-80,351	-40,000	-41,500	-43,000	-44,500	-46,000
有形固定資産取得	-35,427	-63,578	-84,503	-40,000	-41,500	-43,000	-44,500	-46,000
その他	2,746	16,157	4,152	0	0	0	0	0
財務CF	16,402	23,057	31,986	-6,116	-10,200	-13,400	-16,800	-19,700
有利子負債	16,291	24,681	33,108	-4,116	-8,000	-10,800	-13,900	-16,400
配当金	-1,118	-1,607	-1,817	-2,000	-2,200	-2,600	-2,900	-3,300
その他	1,229	-17	695	0	0	0	0	0
その他	494	569	-140	0	0	0	0	0
現金同等物増減	5,468	-47	-9,380	1,564	1,400	1,400	1,300	1,300
主要指標	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
総資産営業利益率	5.5%	5.4%	5.7%	6.9%	7.8%	8.5%	9.1%	9.7%
営業資産営業利益率	9.8%	8.9%	8.5%	10.3%	11.9%	13.0%	14.0%	14.9%
ROE	6.3%	6.9%	7.0%	7.9%	8.6%	9.0%	9.2%	9.3%
資産回転期間(月)								
手元流動性	1.17	0.84	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
売上債権	2.43	2.35	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22
棚卸資産	1.28	1.27	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19
買入債務	1.95	2.14	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
有形固定資産	5.03	5.80	6.47	5.92	5.53	5.22	4.98	4.75
総資産	12.08	12.00	11.78	11.06	10.56	10.15	9.83	9.54
株主資本比率	58%	52%	47%	48%	50%	52%	54%	57%
D/Eレシオ	0.22	0.35	0.51	0.45	0.38	0.30	0.22	0.14
ネットD/Eレシオ	0.05	0.21	0.43	0.37	0.30	0.22	0.15	0.07
ネット有利子負債 (有利子負債 - 手元流動性)	7,859	35,677	78,780	73,100	63,700	51,500	36,300	18,600
営業資産 (売上債権 + 棚卸資産 + 有形無形固定資産 - 買入債務)	149,305	197,664	261,000	271,600	281,600	291,500	301,100	310,800

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において  
 外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたし  
 ます。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この  
 レポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポ  
 ートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証  
 券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありま  
 す。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポ  
 ートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野  
 村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(3) ティ・エス テック (7313、レーティング: 2、¥4,290)

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	357,486	15.4	11,125	8.6	11,484	9.4	6,564	16.5	189.6
07.03	417,950	16.9	16,416	47.6	17,167	49.5	9,759	48.7	287.3
08.03予想	477,200	14.2	24,400	48.6	25,100	46.2	14,400	47.6	423.5
会社予想	477,000	14.1	24,300	48.0	25,000	45.6	14,900	52.7	438.2
09.03予想	510,600	7.0	27,600	13.1	28,700	14.3	16,300	13.2	479.4
10.03予想	545,500	6.8	30,900	12.0	32,000	11.5	18,100	11.0	532.4

(出所) 野村證券金融経済研究所

当社は自動車用のシートを主要製品とするホンダ系の部品メーカーで、07.3期売上高の93%がホンダグループ向けである。シートの高機能化を背景に、製品開発力やグローバルな展開力で優れる当社は、ホンダ内での存在感を増していこう。イギリス拠点での新規受注や高採算な革張りシートの販売が好調な中国事業が業績の牽引役で、08.3期の売上高は前期比14%増収、09.3期は同7%増収を予想する。順調な売上拡大に支えられ、08.3期の営業増益率は同49%、09.3期は同13%となろう。08.3期の予想営業増益率は前期比49%で自動車部品平均の同15%を大きく上回る。一方、同基準のPERは10倍で同平均の15倍を下回るため株価は割安と判断している(詳細は9月21日発行のレポート「ティ・エス テック」No.07-328を参照)。

【事業内容】

ホンダ系のシートメーカー 当社は自動車用のシートを主要製品とするホンダ系の部品メーカーで、07.3期売上高の93%がホンダグループ向けである。07.3期売上高の製品別の内訳では、四輪車用シートが78%を占める。四輪車用シートは、一部にスズキ向けの納入があるものの、ホンダ向けが主体である。

【特徴・強み】

中国の利益率が高い 07.3期の中国地域の営業利益率は15%で、全社の営業利益率4%と比較して高収益である。中国では高級車が人気で、1台当りの単価が高い革張りシートの販売が好調で高い利益率を誇る。

製品開発力に強み 当社は、独自に開発した製品をホンダに提案するなど、製品開発力を活かした営業をしている。当社が開発したアクティブヘッドレストは、05年に新型のシビックに初めて採用され、06年にはCR-Vにも採用された。また、イギリス拠点では、従来他社がCR-V向け製品を生産していたが、当社の開発力やグローバルな対応力が認められ、07年1月のモデルチェンジ以降は当社が生産している。

【業績予想】

シートの高機能化が追い風 自動車の快適性や安全性が重視され、シートの高機能化が進む中で、シートの重要性が増している。高機能化に伴い、アクティブヘッドレストなどの部品が追加され、1台当りの納入単価の上昇に貢献している。今後も安全性や快適性への要求が高まる中、機能部品の採用が拡大していこう。

ホンダの増産を取り込む 当社は、全世界でホンダの四輪車向けシートの71%を生産している。特に、中国では91%、南米では100%と高いシェアを誇る(次ページ図表3-(3)-1)。中国で高いシェアを誇る当社は、ホンダの生産増で高成長が持続しよう。アジア地域での納入シェアは70%に留まるものの、タイやインドなどホン

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



ダの生産増が見込まれる地域では大半の車種に納入しているため、エマージング地域での生産増も取り込めよう。また、特に台数の多い日本や米国の新工場向けでも当社がシートを納入する公算が高く、ホンダ向けシートの納入シェアが上昇しよう。

(図表 3-(3)-1) 07.3 期のホンダ向け納入台数とシェア～中国・南米でシェアが高い～

	全社	日本	北米	中国	アジア	EU	南米
ホンダ向けシート納入台数	262万台	98万台	90万台	32万台	22万台	11万台	7万台
ホンダ内シェア	71%	71%	64%	91%	70%	68%	100%

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

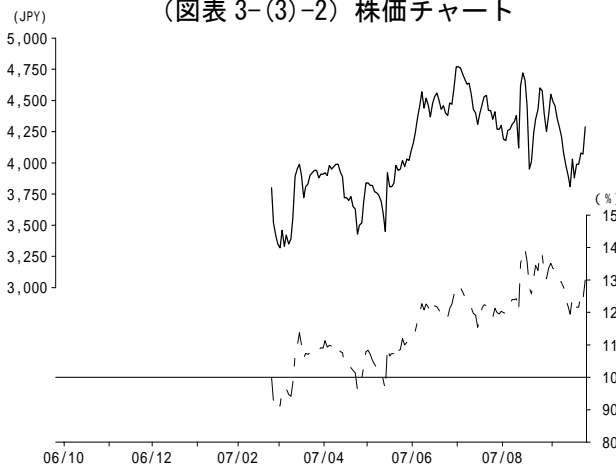
08.3 期は 49%営業増益 野村では 08.3 期の売上高を前期比 14%増収の 4,772 億円、営業利益を同 49%増益の 244 億円と予想する。増収増益への寄与が最も大きい地域は、イギリス、アセアンなどのその他地域で、売上高は同 63%増収の 752 億円、営業利益は同 5 倍の 85 億円を予想する。イギリス拠点での新規受注の獲得に加えて、アジア地域での増産により前期比で大幅な増益となろう。

09.3 期は中国事業が牽引 09.3 期の売上高は前期比 7%増収の 5,106 億円、営業利益は同 13%増益の 276 億円を予想する。全地域で増収増益を見込むが、増収増益の主因は、中国の売上高を同 19%増収の 584 億円、営業利益を同 18%増益の 84 億円と予想するためである。革張りシートの比率が高く高採算な中国では、ホンダの生産台数が好調に推移しよう。加えて、モデルチェンジが予定されているアコードの車両が大きくなり、1 台当りの納入単価が上昇する点も 09.3 期業績に寄与しよう。

【リスク要因】

ホンダへの依存度の高さと革張りシート比率の低下 主なリスク要因は、ホンダグループへの依存度が高く、ホンダの生産動向や調達方針が業績に影響を与えること、中国では高採算な革張りシート車が人気であるが、想定以上に革張りシートの販売比率が低下した場合に、利益率が押し下げられる可能性があることである。

(図表 3-(3)-2) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) N R (図表 3-(3)-3) 業績予想

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(単位: 百万円)								
連結損益計算書	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
売上高	309,759	357,486	417,950	477,200	510,600	545,500	577,800	611,100
売上粗利益	26,077	29,932	38,967	49,800	54,300	58,800	63,100	67,400
販売管理費	15,830	18,807	22,551	25,400	26,700	27,900	28,800	29,700
営業利益	10,246	11,125	16,416	24,400	27,600	30,900	34,300	37,700
営業外損益	252	359	751	700	1,100	1,100	1,100	1,100
金融収支	51	122	212	200	600	600	600	600
持分法損益	0	0	512	500	500	500	500	500
その他	201	237	27	0	0	0	0	0
経常利益	10,498	11,484	17,167	25,100	28,700	32,000	35,400	38,800
特別損益	-504	-72	-120	0	0	0	0	0
税引前利益	9,994	11,412	17,047	25,100	28,700	32,000	35,400	38,800
法人税等	2,827	3,060	4,415	7,400	8,500	9,500	10,500	11,500
税率(%)	28.3	26.8	25.9	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
少数株主損益	1,535	1,787	2,872	3,300	3,900	4,400	4,900	5,500
当期利益	5,632	6,564	9,759	14,400	16,300	18,100	20,000	21,800
< 売上比 > (単位: %)								
売上粗利益	8.4	8.4	9.3	10.4	10.6	10.8	10.9	11.0
販売管理費	5.1	5.3	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9
営業利益	3.3	3.1	3.9	5.1	5.4	5.7	5.9	6.2
経常利益	3.4	3.2	4.1	5.3	5.6	5.9	6.1	6.3
当期純利益	1.8	1.8	2.3	3.0	3.2	3.3	3.5	3.6
< 各増加率 > (単位: %)								
売上高	16.6	15.4	16.9	14.2	7.0	6.8	5.9	5.8
営業利益	30.2	8.6	47.6	48.6	13.1	12.0	11.0	9.9
経常利益	26.7	9.4	49.5	46.2	14.3	11.5	10.6	9.6
当期純利益	21.8	16.5	48.7	47.6	13.2	11.0	10.5	9.0
< 1株当たり指標 > (単位: 円、百万株)								
EPS	163.1	189.6	287.3	423.5	479.4	532.4	588.2	641.2
CFPS	369.6	419.2	521.4	673.5	744.1	808.8	873.5	935.3
DPS	12.0	16.0	26.0	40.0	56.0	74.0	94.0	116.0
BPS	1,811.2	2,138.3	2,488.7	3,197.1	3,735.3	4,323.5	4,961.8	5,650.0
期中平均株式数	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
< その他 > (単位: 百万円)								
研究開発費	9,548	10,812	11,256	12,900	13,800	14,700	15,600	16,500
設備投資	10,820	15,071	14,201	16,300	15,000	15,600	16,300	17,100
減価償却費	6,935	7,690	7,954	8,500	9,000	9,400	9,700	10,000
地域セグメント別予想	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
< 売上高 >								
日本	149,855	138,137	151,942	158,300	163,900	168,200	170,800	173,400
北米	116,188	161,679	179,010	194,500	205,000	218,800	232,000	245,200
中国	18,518	27,416	40,876	49,200	58,400	66,300	74,900	84,500
その他	25,196	30,252	46,120	75,200	83,300	92,200	100,100	108,000
< 営業利益 >								
日本	7,296	6,829	8,696	9,900	10,500	10,900	11,200	11,500
北米	1,050	1,783	2,972	2,900	3,400	4,400	5,700	6,900
中国	3,358	3,818	6,215	7,100	8,400	9,500	10,600	11,800
その他	1,711	1,887	1,712	8,500	9,400	10,400	11,300	12,200
消去又は全社	-3,170	-3,193	-3,180	-4,000	-4,100	-4,300	-4,500	-4,700
< 増収率 (%) >								
日本	21.4	-7.8	10.0	4.2	3.5	2.6	1.5	1.5
北米	10.7	39.2	10.7	8.7	5.4	6.7	6.0	5.7
中国	-	48.1	49.1	20.4	18.7	13.5	13.0	12.8
その他	-32.5	20.1	52.5	63.1	10.8	10.7	8.6	7.9
< 増益率 (%) >								
日本	40.5	-6.4	27.3	13.8	6.1	3.8	2.8	2.7
北米	-64.0	69.8	66.7	-2.4	17.2	29.4	29.5	21.1
中国	-	13.7	62.8	14.2	18.3	13.1	11.6	11.3
その他	-49.3	10.3	-9.3	396.5	10.6	10.6	8.7	8.0
< 営業利益率 (%) >								
日本	4.9	4.9	5.7	6.3	6.4	6.5	6.6	6.6
北米	0.9	1.1	1.7	1.5	1.7	2.0	2.5	2.8
中国	18.1	13.9	15.2	14.4	14.4	14.3	14.2	14.0
その他	6.8	6.2	3.7	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布してあります。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(単位: 百万円)

連結貸借対照表	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
流動資産合計	75,034	82,032	104,218	119,100	127,600	145,700	164,900	185,300
手元流動性	9,580	5,279	9,944	11,400	12,500	22,700	34,600	47,500
売上債権	48,351	53,396	62,084	70,900	75,800	81,000	85,800	90,800
棚卸資産	12,655	18,059	24,487	28,000	29,900	32,000	33,900	35,800
その他	4,448	5,298	7,703	8,800	9,400	10,000	10,600	11,200
固定資産合計	51,350	64,126	70,212	78,000	84,000	90,200	96,800	103,900
有形固定資産	35,770	42,066	47,376	55,200	61,200	67,400	74,000	81,100
無形固定資産	511	779	1,398	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
投資その他資産	15,068	21,280	21,436	21,400	21,400	21,400	21,400	21,400
資産合計	126,384	146,159	174,431	197,100	211,600	235,900	261,700	289,200
負債合計	61,626	68,684	82,112	88,400	84,600	88,900	93,000	97,100
買入債務	41,171	43,811	51,980	59,300	63,500	67,800	71,900	76,000
有利子負債	3,894	5,831	9,040	8,000	0	0	0	0
その他	16,561	19,042	21,092	21,100	21,100	21,100	21,100	21,100
純資産合計	64,758	77,474	92,318	108,700	127,000	147,000	168,700	192,100
<b>&lt; 主要指標 &gt;</b>								
手元流動性回転率(回)	32.3	67.7	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0
売上債権回転率(回)	6.4	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
棚卸資産回転率(回)	24.5	19.8	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1
有形固定資産回転率(回)	8.7	8.5	8.8	8.6	8.3	8.1	7.8	7.5
買入債務回転率(回)	7.5	8.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
総資産回転率(回)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
ROE(%)	9.1	9.0	11.5	14.7	14.5	14.2	13.8	13.4
ROA(%)	8.1	7.6	9.4	12.4	13.0	13.1	13.1	13.0
純資産比率(%)	48.8	49.8	42.4	44.1	47.9	49.6	51.1	52.5
D/Eレシオ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
ネットD/Eレシオ	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3

簡易キャッシュフロー表	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	11.3予	12.3予
当期純利益	5,632	6,564	9,759	14,400	16,300	18,100	20,000	21,800
減価償却費	6,935	7,690	7,954	8,500	9,000	9,400	9,700	10,000
運転資本増減	-4,341	-7,809	-6,947	-5,000	-2,600	-3,000	-2,600	-2,800
営業キャッシュフロー	8,226	6,445	10,766	17,900	22,700	24,500	27,100	29,000
設備投資	10,820	15,071	14,201	16,300	15,000	15,600	16,300	17,100
フリーキャッシュフロー	-2,594	-8,626	-3,435	1,600	7,700	8,900	10,800	11,900

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

#### 4. 銘柄紹介

16社を紹介する

銘柄紹介では、アナリストのボトムアップの形で16銘柄を掲載している。日医工(4541、レーティング：2、¥2,340大証)、オーエム製作所(6213、同：2、¥796)、ハイデイ日高(7611、同：N→2、¥1,003)はレーティング「2」として注目している銘柄である。また、リゾートトラスト(4681、同：N→3、¥2,390)は同「3」としている。他の企業はレーティングは未付与だが、経営が変化している会社、ニッチ市場のトップとして成長を続けている企業などを取り上げた。

紹介企業を4つに分類

掲載した企業を、いつものように各社の注目点から4つに分類した。第一が新しい技術・市場・サービスで成長している企業、第二が差別化、ニッチ市場で活躍して業績を伸ばしている企業、第三が事業環境の好転、景気拡大の恩恵を受けて業績を伸ばしている企業、第四が戦略の転換・M&A・海外展開で業績を拡大している企業である。これらの企業を、セクター別にマトリクスにしたものを図表2-1に示した。

時価総額は2,000億円未満を対象としている

なお、紹介企業は原則として時価総額100億円以上、2,000億円未満の企業から選んでいるが、今後の成長性を評価して100億円以下の企業も数社紹介している。

(山中 信久)

(図表2-1) アナリストの注目視点とセクターのマトリクス

	新しい技術・市場・サービス	差別化・ニッチ市場	事業環境の好転・景気拡大	戦略の転換・M&A・海外展開
素材				JSP(7942)
資本財関連			JUKI(6440) オーエム製作所(6213)	
エレクトロニクス・IT関連	ウェブドゥジャパン(2138)	フジインコーポレーテッド(5384)		リオン(6823) ASTI(6899) オーバル(7727)
消費・サービス関連		フェリシモ(3396)	リゾートトラスト(4681) ハイデイ日高(7611)	ブックオフコーポレーション(3313) スタジオアリス(2305)
医薬・ヘルスケア関連			日医工(4541)	
公益・インフラ関連			ユアテック(1934) 日本ERI(2419)	

(注) 社名の右の( )内の数字は会社コード

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づき、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 2-2) 紹介企業の一覧

銘柄	レーティ グ	時価総額 (億円)	コメント
(1) 1934 コアテック	-	535	東北電力が設備投資、修繕費を05.3期から増加させており、当社の事業環境も好転している。08.3期は大型案件が売上計上され増収増益となるが、選別受注が本格的に寄与する09.3期は減収増益となる。
(2) 2138 ウェブドゥジャパン	-	59	モバイル総合エンタテインメント企業。08.3期は広告ビジネス事業の黒字化で前期比63%営業増益を見込む。07年5月に開始したコンテンツ運動型広告「AdPage」の収益貢献は業績予想には織り込んでいないが、期待の新ビジネスとして注目される。
(3) 2305 スタジオアリス	-	207	子供写真館を全国展開する国内最大手。少子化、写真のデジタル化など経営環境の変化に対応した施策に取り組み、既存店売上が改善している。将来の布石として、小型店モデルの開発を行っている。営業利益は07.12期～09.12期に年率8%の成長を予想。
(4) 2419 日本ERI	-	44	建築確認検査と住宅性能評価で業界最大手。08.3期上期は改正建築基準法の施行に伴う実務指針の情報不足で確認検査が停滞するが、下期は滞留案件の消化が見込まれ、08.3期通期は前期比58%増収と営業増益の黒字転換を予想する。
(5) 3313 ブックオフコーポレーション	-	225	国内大手リユースチェーン。07年7月に経営陣が刷新され、コンプライアンス強化や店舗運営の効率化など、新経営方針が打ち出された。人材育成に積極的で、多店舗展開による業績拡大は今後も続くとしている。08.3～10.3期で年率18%経営増益を見込む。
(6) 3396 フェリシモ	-	169	「いつ何が届くか分からない」コレクションシステムが当社通販事業の特徴。09.2期以降、業務インフラ整備を中心に設備投資が高むが、コレクションシステム以外の通常モデルの通販事業の取り込みや、メンズやシニアなど顧客層の拡大による売上増で補う。
(7) 4541 日医工	2	730	業界3位のジェネリック薬メーカー。薬剤費抑制策の進展から安価なジェネリック薬の普及が進み、その恩恵を受ける。DPC(診断群分類別包括評価)対応病院での注射剤事業では、対応病院の増加から急拡大がさらに見込まれる。
(8) 4681 リゾートトラスト	N 3	1,233	リゾート会員権販売のトップ企業。高品質の施設・サービスを提供することで会員の満足度が高く、1口1千万円以上の会員権の85%を会員の紹介で販売する。顧客のニーズを捉えて新しいリゾート施設を提供し、富裕層を中心に高級会員権販売の余地は大きい。
(9) 5384 フジインコーポレーテッド	-	648	シリコンウェーハや半導体集積回路(IC)、ハードディスクの研磨材を開発、製造する。ICの表面の平坦加工材料であるCMPスラリーの売上拡大に期待。微細化に向く超高純度コロイダルシリカベースのスラリーを軸に、顧客開拓が進むと見込まれる。
(10) 6213 オーエム製作所	2	264	立旋盤の国内トップメーカー。主な販売先は航空機、造船などの重厚長大産業であり、これら業界では世界市場の拡大に向けて設備増強が計画されている。立旋盤の受注が好調な中で、08.3期の営業利益を前期比24%増益と、最高益の更新が予想される。
(11) 6440 JUKI	-	1,471	工業用マシンで世界シェア30%を占める最大手で、主力の中国向けの販売が増加傾向にある。09.3期以降は、家庭用マシンのリストラクチャリングによる赤字幅縮小も予想され、安定成長力が高い点が魅力である。
(12) 6823 リオン	-	74	当社は国内最大手の補聴器メーカーである。主力製品は医療制度の変更なしには今後も横ばいに推移すると考えるが、設備関連の計測器の需要増がアジアの設備投資で成長が見込まれる。
(13) 6899 ASTI	-	85	車載向けワイヤーハーネスを中心に、白物家電用電子制御基板の製造、携帯電話機用回路基板の部品実装などを行う。活発な日系セットメーカーの海外展開に対し、インド、ベトナムなど海外の生産能力を増強していくことで、持続的な業績拡大が見込まれる。
(14) 7611 ハイデイ日高	N 2	114	低価格ラーメン店「日高屋」を中心に首都圏で177店(8月末)を展開する。08.2期上期は外食大手の値上げで相対的な割安感が高まり、既存店売上は会社の計画を上回っている。中期的には首都圏に年間25店程度の出店により着実な成長が予想される。
(15) 7727 オーバル	-	64	流量計で広いラインアップを持ち、国内のシェアが高い。07.3期は校正システムなどの大口案件があり08.3期は反動減で微減収微減益を予想するが、09.3期以降はアジアでの展開が期待される。
(16) 7942 JSP	-	436	樹脂発泡製品の大手メーカー。多くの樹脂加工メーカーの業績が厳しい中、当社は海外を中心に自動車用途や新製品が伸張、順調に推移している。収益体質の強化や事業拡大の施策が進められており、中期的な成長も見込まれる。

(注) 時価総額は9月26日ベース

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務を提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 2-3) 紹介企業のバリュエーションと業績

バリュエーション

コード	社名	決算月	株価(円) 9月26日	PER(倍)		PBR(予) (倍)	EPS(円)		BPS(円) 今期予想	ROE(%) 今期予想	時価総額 (億円)
				今期(予)	来期(予)		今期(予)	来期(予)			
1934	ユアテック	3	659	21.1	18.2	0.6	31	36	1,050	3.0	535
2138	ウェブドゥジャパン	3	175,000	21.8	17.4	4.7	8,015	10,075	37,196	21.5	59
2305	スタジオアリス	12	1,206	19.4	14.9	2.1	62	81	564	11.0	207
2419	日本ERI	3	181,000	7.3	5.1	4.7	24,965	35,197	38,471	64.9	44
3313	ブックオフコーポレーション	3	1,166	9.9	8.4	1.8	118	138	647	18.2	225
3396	フェリシモ	2	1,688	9.5	9.4	0.7	179	180	2,388	7.5	169
4541	日医工	11	2,340	28.7	22.7	7.1	81	103	329	24.7	730
4681	リゾートトラスト	3	2,390	14.0	13.6	2.0	171	176	1,172	14.6	1,233
5384	フジインコーポレーテッド	3	2,110	14.6	12.5	1.4	145	168	1,539	9.4	648
6213	オーエム製作所	3	967	14.6	12.7	2.9	66	76	330	20.1	321
6440	JUKI	3	1,137	19.6	16.3	3.7	58	70	307	18.9	1,471
6823	リオン	3	721	8.2	7.3	0.7	87	99	1,070	8.2	74
6899	ASTI	3	500	8.2	6.5	0.6	61	77	799	7.7	85
7611	ハイデイ日高	2	1,003	12.6	11.1	1.5	80	90	660	12.1	114
7727	オーバル	3	244	9.0	9.7	0.5	27	25	476	5.7	64
7942	JSP	3	1,390	15.5	12.1	0.9	90	115	1,551	5.8	436

業績一覧

コード	社名	決算月	売上高(百万円)		経常利益(百万円)		経常利益増減率(%)		売上高経常利益率(%)	
			今期(予)	来期(予)	今期(予)	来期(予)	今期(予)	来期(予)	今期(予)	来期(予)
1934	ユアテック	3	195,200	181,800	4,800	5,500	-14.3	14.6	2.5	3.0
2138	ウェブドゥジャパン	3	4,030	4,620	480	590	75.3	22.8	11.9	12.8
2305	スタジオアリス	12	28,700	30,500	2,780	3,030	7.3	9.0	9.7	9.9
2419	日本ERI	3	8,200	9,200	640	1,080	-	68.8	7.8	11.7
3313	ブックオフコーポレーション	3	52,700	58,400	4,230	4,960	22.4	17.3	8.0	8.5
3396	フェリシモ	2	55,880	57,740	3,450	3,470	1.0	0.6	6.2	6.0
4541	日医工	11	32,600	35,800	4,580	5,370	31.9	17.2	14.0	15.0
4681	リゾートトラスト	3	109,300	109,700	15,100	15,400	9.7	2.0	13.8	14.0
5384	フジインコーポレーテッド	3	44,000	48,100	7,000	8,000	14.3	14.3	15.9	16.6
6213	オーエム製作所	3	16,200	17,400	3,600	4,150	54.8	15.3	22.2	23.9
6440	JUKI	3	139,300	142,800	13,200	15,700	10.3	18.9	9.5	11.0
6823	リオン	3	19,700	20,400	1,520	1,720	18.4	13.2	7.7	8.4
6899	ASTI	3	36,600	40,000	1,970	2,250	12.6	14.2	5.4	5.6
7611	ハイデイ日高	2	18,200	20,400	1,800	2,000	21.0	11.1	9.9	9.8
7727	オーバル	3	13,400	14,000	770	890	17.7	15.6	5.7	6.4
7942	JSP	3	100,500	105,000	5,100	6,300	23.8	23.5	5.1	6.0

(注) 1. 業績予想は9月26日現在。ROEは今期EPS(予)÷BPS(今期予想)で計算

2. オーエム製作所の株価は9月27日現在

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がない場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(1) ユアテック (1934、レーティング：未付与、¥659)

稲田 剛知

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円
06.03	171,921	9.7	4,085	8.3	4,762	13.0	2,676	18.7	32.4
07.03	181,151	5.4	4,801	17.5	5,603	17.7	2,878	7.5	36.0
08.03予想	195,200	7.8	4,100	-14.6	4,800	-14.3	2,500	-13.1	31.3
会社予想	196,000	8.2	3,900	-18.8	4,600	-17.9	2,400	-16.6	30.0
09.03予想	181,800	-6.9	4,800	17.1	5,500	14.6	2,900	16.0	36.3
10.03予想	178,800	-1.7	5,400	12.5	6,100	10.9	3,200	10.3	40.0

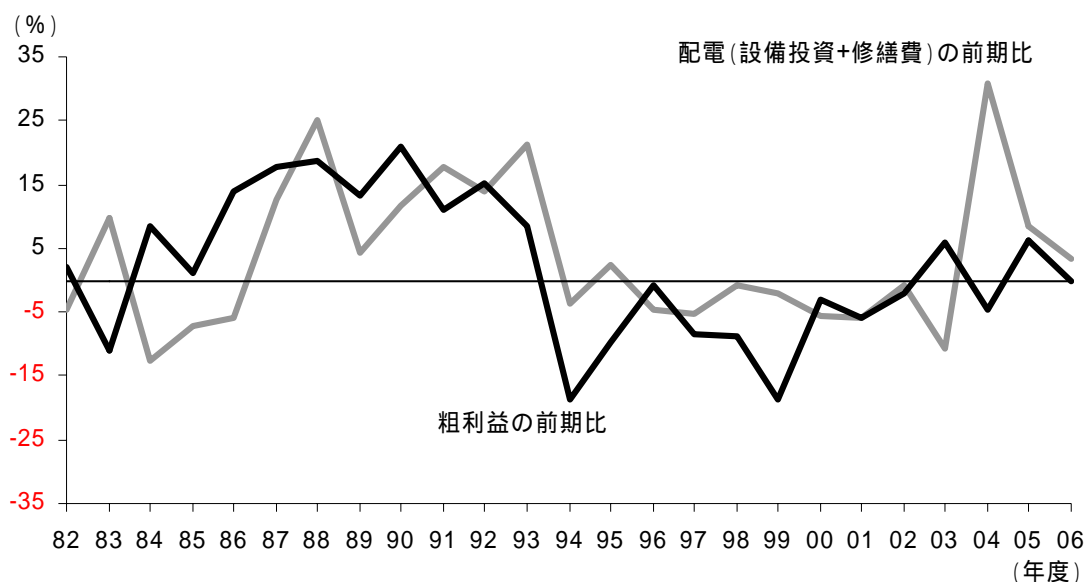
(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、東北電力(9506、レーティング：2、¥2,475)が電力を供給するエリアで電気工事を請け負っている。東北電力はエネルギーの自由化に備えてコスト削減や投資の抑制を続けてきたが、内訳を見ると配電への設備投資、修繕費は05.3期から増加に転じており、当社の事業環境も好転している。08.3期は前期に受注した大型案件の二又風力発電所が売上計上されるため、前期比8%増収の売上1,952億円を予想する。一方で、戦略的に受注した二又風力発電所は採算性が厳しいと考えられ、前期に採算性の高い案件が売上計上された反動もあり、営業利益は同15%減益の41億円を予想する。09.3期以降は高水準の配電投資が継続される上に、低採算案件の一巡と選別受注の効果で粗利率が改善しよう。大型案件の剥落で09.3期は同7%減収となるものの、営業利益は同17%増益の48億円を予想する。

【事業内容】

東北電力の配電工事を 当社は1944年に現在の東北電力の支援を受けて、配電線工事の請負を目的  
 行う電気工事会社 に設立された。東北電力が電力を配電する青森県、岩手県、秋田県、宮城  
 県、山形県、福島県、新潟県で同社の配電線工事を中心とする電気工事を  
 請け負っている。当社の事業は大きく3つに分かれ、07.3期の単独売上高  
 で26%が配電線工事、35%が屋内線工事、39%がその他工事である。

(図表4-(1)-1) 東北電力の配電向けの投資および修繕費と当社の粗利益の関係



(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプティオン、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



東北電力発注の配電線  
工事のシェアは7割

配電線工事では、老朽化した電柱の建替えや電線の張り替え工事を施工している。東北電力が発注する配電線工事に占める当社のシェアは7割で、残り3割は東北七県配電工事が請け負っている。コンクリート電柱の劣化もあり、東北電力からの配電投資及び修繕費は増加傾向にある(前ページ図表4-(1)-1)。東北電力は他の電力会社と異なり、配電線工事で使用する電線や電柱などの材料を電気工事会社に支給する。そのため、加工費が売上高となり当社の粗利率は他の電力系電気工事会社よりも高い傾向がある。

屋内線工事では選別受  
注を継続

屋内線工事は、ビルや工場など建築物の電気工事を請け負う。仙台を中心に不動産市況の活況が続いており、工事案件は豊富である。しかし、当事業の約7割はゼネコンなど建設会社の下請け工事のため、採算性が低いと推察される。当事業で使用する電線などは自社で調達するため、施工中の資材価格の上昇などにより、受注時よりも採算性が低下して不採算になる案件もある。これに対して、相対的に採算の良い発注者からの直接受注案件などの選別受注を強化している。

様々な事業を含むその  
他工事

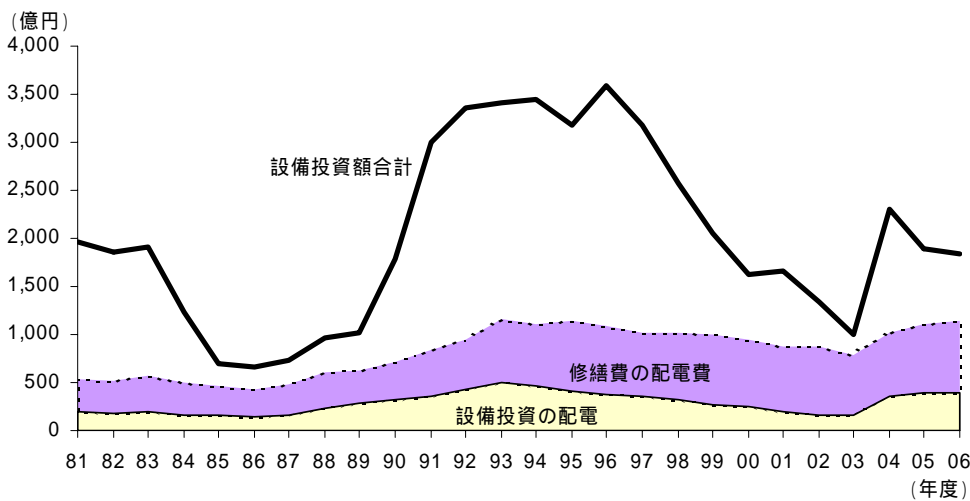
その他工事のうち約30%が空調衛生工事、約25%が鉄塔を建設して発電所から電力を輸送する送電線工事、約25%が土木を中心とした建設工事である。携帯電話の基地局工事や、東北電力グループの光ファイバーの開通工事も請け負う。幅広い工事を請け負える体制ができており、電気工事以外でも発注者からの直接受注を増やす方針である。

【強み】

東北電力からの安定的  
な投資

東北電力の設備投資は原子力発電所の建設もあり、97.3期に3,592億円とピークに達した。その後、エネルギーの自由化に備えてコスト競争力を強めるため、設備投資を削減してきた。しかし、インフラの整備、維持修繕の必要から、05.3期から配電線工事への投資が増加している(図表4-(1)-2)。

(図表 4-(1)-2) 東北電力の設備投資合計とその内訳



(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買することがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

幅広い事業に対する対応力 受注規模は小さいが、当社は土木工事、建築工事の施工も可能である。屋内線工事の受注時採算の改善が厳しい中で、発注者から直接より多くの案件を受注する方法を模索している。発注者への提案力を強化するため、電気工事だけでなく周辺工事を含めた受注を積極化している。07.3期には日本風力開発が出資するSPCの二又風力開発から、土木・建築工程や試験運転を含めた六ヶ所村二又風力発電所施設建設工事を220億円で受注した。大型案件の受注実績を蓄積し、今後の受注機会を窺っている。

【短期業績】

08.3期は前期比8%増収も同15%営業減益に 二又風力発電所が売上計上されるため、08.3期の売上は前期比8%増収の1,952億円となるが、営業利益は同15%減益を予想する。二又風力発電所の建設工事は、電気工事に加えて当社の経験が乏しい周辺工事も含めて戦略的に受注した案件で、採算性が厳しいと推察される。さらに、利益率の高い工場やショッピングセンターなどの案件が前期に売上計上された反動もあり、08.3期の粗利率は同1%ポイント低下の9.9%を予想する。そのため、売上高は前期比8%増収となるが、営業利益は同15%減益になろう。

二又風力発電所の工事は難工事 二又風力発電所の建設工事は受注金額が220億円の大規模工事で、工期も約1年と当社にしては長い。足元で優秀な建設職人の労務単価が上昇しており、同工事の粗利率は低くならざるを得ないであろう。

中越沖地震の復旧工事の業績への効果は限定的 7月に発生した中越沖地震の被害が集中した新潟県は、東北電力の電力提供エリアのため、地震後の復旧工事として当社に配電線工事が発注された。しかし、配電線工事は施工能力の余剰が少ないため、他エリアの施工人員を新潟県へシフトして施工した模様である。そのため、新潟県で東北電力の工事は増加したものの、その分だけ他県の工事の施工が減ったと考えられる。最終的に東北電力の配電向け設備投資は、08.3期に前期比ほぼ横這いの396億円と見込まれるため、当社の配電線工事の受注高も前期並みの470億円を予想する。

【中期業績】

配電線工事の投資は高水準を継続する見通し 09.3期の東北電力の設備投資計画は前期比8%減の2,073億円で、その中で配電への投資は同5%減の375億円である。02.3期~04.3期に配電線工事への投資が200億円を下回っていたことを考慮すると、依然として高水準の投資が継続されると言えよう。光ファイバーを従来の電線網に加えて張り巡らしているため、電柱には当初想定していた以上の荷重がかかっていると考えられる。加えて電柱の劣化なども問題視されており、東北電力の配電線工事の修繕費は概ね横這いで推移すると予想される。そのため、09.3期も当社の配電線工事の受注高(単独)は08.3期並みの470億円を予想する。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

09.3期は減収増益へ

09.3期は二又風力発電所の建設工事が前期に売上計上された反動で、売上高は前期比7%減収の1,818億円を予想する。屋内線工事も受注競争が厳しい中で不採算案件を排除しているため、単独ベースの受注高は同1%増の595億円、売上高は前期からの繰越工事が減少するため同2%減収を予想する。しかし、採算性の比較的低い大型案件の剥落と、選別受注の効果で、連結ベースの粗利率は11%と同1.1%ポイントの改善を見込む。その結果、09.3期は減収ながら営業利益は前期比17%増益の48億円を予想する。

【リスク要因】

東北電力の設備投資配分が変わること

新潟県で発生した中越沖地震で、原子力発電所の耐震性能が注目されている。そのため、東北電力も災害時の被害を軽減するため、当初計画していた設備投資の総額は据え置くものの、配電線工事を減らして原子力発電所へ投資をシフトする可能性がある。また、原子力発電所への設備投資を増加させる結果、配電への設備投資を当初計画どおり発注しても、配電線の修繕費を削減する可能性もある。どちらのケースでも、当社の業績に悪影響を与えるであろう。

インフレ局面では大型案件は短期的にリスク

現在、優秀な電工職人を中心に建設業の職人が不足している。そのため、優秀な職人の労務単価が上昇している。加えて、工事で使用する電線などの価格も高騰している。工期の長い大型案件では、労務単価、材料価格の上昇が利益を圧迫するリスクがある。

(図表 4-(1)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(1)-4) 業績予想

(百万円)							
【単独受注高】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
屋内配線工事	51,408	54,299	55,616	64,167	59,000	59,500	60,000
(前期比%)	-0.2	5.6	2.4	15.4	-8.1	0.8	0.8
配電線工事	41,573	44,379	46,919	46,769	47,000	47,000	47,000
(前期比%)	-5.0	6.7	5.7	-0.3	0.5	0.0	0.0
その他工事	53,332	56,776	60,836	89,774	60,000	62,000	62,000
(前期比%)	6.0	6.5	7.2	47.6	-33.2	3.3	0.0
合計	146,314	155,455	163,372	200,712	166,000	168,500	169,000
(前期比%)	0.5	6.2	5.1	22.9	-17.3	1.5	0.3
【単独売上高】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
屋内配線工事	53,423	54,337	55,158	60,077	61,200	60,100	60,000
(前期比%)	-4.1	1.7	1.5	8.9	1.9	-1.8	-0.2
配電線工事	41,610	42,418	45,508	44,797	47,000	47,000	47,000
(前期比%)	-4.8	1.9	7.3	-1.6	4.9	0.0	0.0
その他工事	52,307	52,239	62,030	65,964	78,000	65,700	62,800
(前期比%)	1.0	-0.1	18.7	6.3	18.2	-15.8	-4.4
合計	147,341	148,995	162,697	170,838	186,200	172,800	169,800
(前期比%)	-2.6	1.1	9.2	5.0	9.0	-7.2	-1.7
【単独売上構成比%】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
屋内配線工事	36.3	36.5	33.9	35.2	32.9	34.8	35.3
配電線工事	28.2	28.5	28.0	26.2	25.2	27.2	27.7
その他工事	35.5	35.1	38.1	38.6	41.9	38.0	37.0
(百万円)							
【単独損益計算書】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
売上高	147,341	148,995	162,697	170,838	186,200	172,800	169,800
売上原価	128,889	131,401	143,981	152,149	167,600	153,600	150,300
売上総利益	18,451	17,593	18,716	18,689	18,600	19,200	19,500
(前期比%)	5.8	-4.7	6.4	-0.1	-0.5	3.2	1.6
(対売上高%)	12.5	11.8	11.5	10.9	10.0	11.1	11.5
販売管理費	15,195	14,863	15,282	14,716	15,000	15,000	15,000
(対売上高%)	10.3	10.0	9.4	8.6	8.1	8.7	8.8
営業利益	3,256	2,730	3,433	3,972	3,600	4,200	4,500
営業外収益	485	523	778	979	900	900	900
営業外費用	58	61	174	124	100	100	100
経常利益	3,683	3,192	4,038	4,827	4,400	5,000	5,300
特別利益	173	275	237	138	0	0	0
特別損失	125	240	530	401	0	0	0
税引前当期純利益	3,731	3,227	3,746	4,564	4,400	5,000	5,300
当期純利益	1,882	1,792	2,106	2,523	2,200	2,600	2,700
(百万円)							
【連結損益計算書】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
売上高	152,935	156,686	171,921	181,151	195,200	181,800	178,800
(前期比%)	-1.6	2.5	9.7	5.4	7.8	-6.9	-1.7
売上原価	133,795	137,785	152,397	161,417	175,900	161,800	158,200
売上総利益	19,139	18,901	19,523	19,733	19,300	20,000	20,600
(対売上高)	12.5	12.1	11.4	10.9	9.9	11.0	11.5
販売管理費	15,208	15,130	15,437	14,932	15,200	15,200	15,200
営業利益	3,931	3,771	4,085	4,801	4,100	4,800	5,400
営業外収益	413	521	776	931	800	800	800
営業外費用	77	78	100	129	100	100	100
経常利益	4,267	4,214	4,762	5,603	4,800	5,500	6,100
特別利益	186	276	239	139	0	0	0
特別損失	132	285	355	434	0	0	0
税引前当期純利益	4,321	4,205	4,645	5,308	4,800	5,500	6,100
当期純利益	2,150	2,254	2,676	2,878	2,500	2,900	3,200
EPS (円)	26.9	28.2	32.4	36.0	31.3	36.3	40.0

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくお客様の取引について、買付または売却のポジションを有している場合があります。また、このレポートに記載された証券、または証券の権利が、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布されています。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

	(百万円)						
【連結貸借対照表】	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期予	09.3期予	10.3期予
流動資産	86,853	84,654	87,526	93,151	94,300	87,700	94,200
現金預金	24,725	27,642	14,109	15,783	20,200	18,900	21,900
預け金	0	2,660	5,780	5,400	5,400	5,400	5,400
受取手形・完成工事未収入金	40,143	40,037	49,772	51,835	52,600	44,300	50,900
有価証券	0	0	1,000	4,499	4,500	4,500	4,500
未成工事支出金	10,058	10,077	10,604	9,834	5,800	8,800	5,700
短期貸付金	7,996	0	0	0	0	0	0
繰延税金資産	2,307	2,109	2,417	2,157	2,200	2,200	2,200
その他	2,220	2,767	4,453	4,032	4,000	4,000	4,000
貸倒引当金	-598	-639	-611	-393	-400	-400	-400
固定資産	61,333	68,351	75,502	74,721	76,400	78,000	79,600
有形固定資産	46,189	46,283	46,415	47,734	49,300	50,900	52,500
無形固定資産	768	1,078	1,872	1,581	1,600	1,600	1,600
投資その他資産	14,375	20,988	27,215	25,405	25,500	25,500	25,500
総資産	148,187	153,005	163,028	167,872	170,700	165,700	173,800
流動負債	41,917	43,235	50,190	52,623	53,700	46,600	52,300
支払手形・工事未払金	31,149	30,305	36,686	39,440	42,600	33,800	41,300
短期借入金	1,531	1,545	1,642	1,957	2,000	2,000	2,000
未払費用	1,428	1,335	1,506	1,398	1,400	1,400	1,400
未払法人税等	936	2,414	2,666	1,983	2,000	2,000	2,000
未成工事受入金	5,069	5,515	5,227	4,968	2,800	4,500	2,700
完成工事補償引当金	0	0	0	0	0	0	0
工事損失引当金	0	0	410	175	200	200	200
役員賞与引当金	0	0	0	89	100	100	100
その他	1,803	2,119	2,051	2,611	2,600	2,600	2,600
固定負債	25,983	27,318	31,131	84,320	31,700	31,700	31,700
長期借入金	2,639	2,804	3,592	4,460	4,500	4,500	4,500
退職給付引当金	22,393	23,577	24,241	24,030	24,000	24,000	24,000
役員退職慰労引当金	139	196	119	116	100	100	100
再評価に係る繰延税金資産	635	564	3,007	2,921	2,900	2,900	2,900
その他	175	175	170	168	200	200	200
純資産	79,979	82,080	81,325	83,552	85,300	87,400	89,800
資本金	7,803	7,803	7,803	7,803	7,800	7,800	7,800
資本剰余金	7,812	7,813	7,813	7,813	7,800	7,800	7,800
利益剰余金	63,689	65,812	67,938	70,005	71,700	73,800	76,200
自己株式	-446	-476	-511	-538	-500	-500	-500
その他有価証券評価差額金	182	295	461	319	300	300	300
土地再評価差額金	937	832	-2,180	-2,244	-2,200	-2,200	-2,200
少数株主持分	306	370	381	393	400	400	400
負債・純資産合計	148,187	153,005	163,028	167,872	170,700	165,700	173,800
BPS (円)	985	1,011	1,001	1,029	1,050	1,076	1,106

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(2) ウェブドゥジャパン (2138 ヘラクレス、レーティング：未付与、¥175,000)

西川 拓

単体	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.3	2,808	51.6	281	4.3x	275	4.4x	130	2.9x	4,342.5
07.3	3,494	24.5	294	4.9	274	-0.4	160	23.2	5,083.3
08.03予想	4,030	15.4	480	63.2	480	75.2	270	68.6	8,015.3
会社予想	3,900	11.6	350	18.9	350	27.7	200	24.6	5,926.5
09.03予想	4,620	14.6	590	22.8	590	22.9	340	25.7	10,075.0
10.03予想	5,130	11.0	710	20.3	710	20.3	410	20.6	12,149.2

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社はモバイル総合エンタテインメント企業である。モバイルコンテンツの配信やコンテンツの企画・開発を受託する「コンテンツビジネス事業」、IT業界に特化した「人材ビジネス事業」を基盤に、モバイル検索エンジンマーケティングを主力とする「広告ビジネス事業」が成長ドライバーとなっている。04年8月に業界に先駆けモバイル専用ロボット型検索エンジン「CROOZ!」を開発し、05年4月より検索連動型広告「AdSearch」で事業化した。広告配信先は提携サイトのみならず、モバイルSNSサイト「プチゲーフレズ」など自社サイトも強化中である。08.3期は広告ビジネス事業の黒字化により、前期比63%営業増益が見込まれる。07年5月に開始したコンテンツ連動型広告「AdPage」の収益貢献はまだ我々の業績予想には織り込んでいないが、期待の新ビジネスとして注目される。

【事業内容】

広告事業は06年12月に単月黒字化  
01年5月に「人材ビジネス事業(以下人材事業)」で創業した。その後、02年1月に「コンテンツビジネス事業(以下コンテンツ事業)」、04年10月に「広告ビジネス事業(以下広告事業)」を開始している。07.3期のセグメント別営業損益貢献額は、コンテンツ事業が3.5億円の黒字、人材事業が0.6億円の黒字、広告事業が1.2億円の赤字で、コンテンツ事業の貢献が大きい。しかし単月ベースでは、広告事業は既に06年12月に黒字化しており、広告事業が今後の当社の成長ドライバーとして注目される。

広告事業の売上の内訳  
07年4~6月期における広告事業の売上高は2.0億円(前年同期比2.4倍)であった。売上は、モバイル領域における検索連動型広告「AdSearch」、コンテンツ連動型広告「AdPage」を中心に構成され、共にクリック保証型の課金モデルが採用されている。

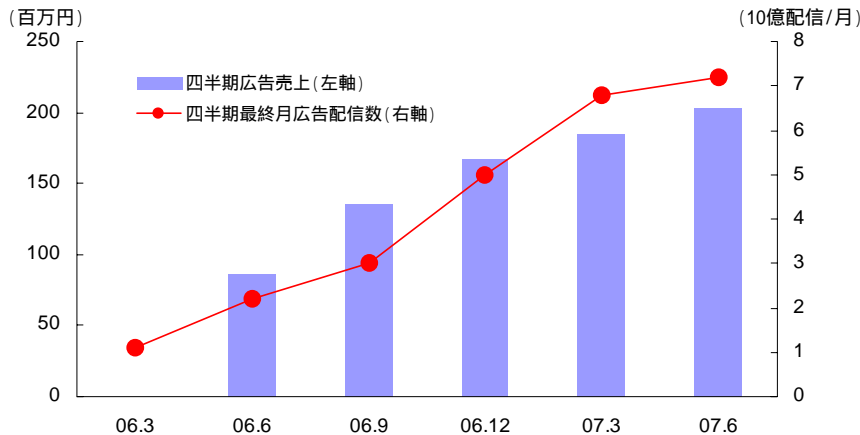
広告事業の主力はモバイル領域の検索連動型広告「AdSearch」  
主力のAdSearchの広告配信先は、モバイル検索ポータルサイト「CROOZ!」やモバイルSNSサイト「プチゲーフレズ」などの自社媒体に加え、「girlswalker.com」、「mobile@nifty」をはじめとする270の提携サイトで構成される。モバイルユーザーが検索した際に配信される広告数は07年8月で100億弱と年率3倍以上のペースで急拡大している(次ページ図表4-(2)-1)。自社媒体への広告配信数は全体の1割程度だが、構成比は上昇傾向にある。足元における広告の平均クリック率は0.13%、クリック単価は7円程度(広告代理店手数料を除いたネットベース)で推移している。

「AdPage」は09.3期以降に収益拡大が期待される新サービス  
AdPageは07年5月より開始された新サービスで、携帯サイトのテキスト情報を自動分析し、サイトの内容に関連した効果の高い広告を自動配信する。現在は広告配信先となる提携サイトをAdSearchの提携サイトを中心に獲得中である。直近では、オウケイウェイブ(3808セントレックス、レーティ

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

ング：未付与、¥62,000) が運営する Q&A サイト「OK Wave」や、ライブドアが運営する「ケータイ livedoor」への AdPage の配信を開始した。08.3 期への収益貢献はまだ限定的と見られるが、09.3 期以降の収益拡大が期待される。

(図表 4-(2)-1) 広告配信数と共に拡大が続く広告売上



(出所) 会社資料をもとに野村証券金融経済研究所作成

広告事業の利益構造

売上原価は、提携サイトへの広告売上の分配と広告配信システムの開発・維持コストに大別される。広告売上に対する提携サイトへの支払料率は平均 6 割程度で、これがコストの大部分を占める。07 年 4~6 月期には広告事業の粗利益率は 30.4% (前年同期は-1.2%、前四半期は 23.6%) まで上昇した。しかし限界利益率は 40% 程度と推測され、現状の事業モデルを維持するだけでは利益率の上昇余地は限られよう。利益率上昇には、第三者への支払いが発生しない自社媒体への広告配信量増加が必要である。

受託開発が主力のコンテンツ事業

コンテンツ事業では、「受託開発」と「コンテンツプロバイダー」の 2 つのサービスを手掛ける。07.3 期の売上高は 11 億円で、売上構成比は受託開発が 79%、コンテンツプロバイダーが残り 21% であった。主力の受託開発はモバイル向けのエンタテインメント系コンテンツの企画、サイト開発、アプリ開発、デバッグ、運用及び保守を一括あるいは部分的に受注する。

大手パチスロメーカーの山佐や、人気パチンコシリーズ「海物語」の発売元である三洋販売と業務提携しており、「山佐スロワールド」や「三洋パチワールド」といった携帯ゲームコンテンツの開発を受託している。会員の月間解約率が推測 5% 程度と音楽系コンテンツよりも低いのが特徴で、多額の広告宣伝費の投入が必要ないため、営業利益率は 30% 程度と高い。

【強み】

モバイル領域での検索ビジネスで早期の事業展開

当社は広告事業において、広告配信先として 270 のサイトと提携している。しかし月間広告配信数 100 億弱のほぼ半分は上位 10~15 サイトに集約されている。当社はモバイル領域での検索サービスに早期に参入し、モバイル領域でのこうした優良サイトを他社に先行して囲い込めたことが大きな強

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務を提供しましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

みとなっている。Google やオーバーチュアも今後モバイル検索広告分野で他社媒体との提携戦略を加速すると予想される。今後当社が目指す提携先はCGM (Consumer Generated Media : ブログ、SNS など個人が情報を発信するメディア) だが、Google やオーバーチュアはポータルサイトへの関心が高いと推測され、競合とはなりにくいであろう。

自社メディアの展開を加速

一方、当社は足元でモバイル媒体の自社展開を積極化している。提携サイトにおけるモバイルユーザーの属性や、そのサイト内外の行動パターンを長年に亘って観察してきたことが、人気の高い自社媒体の構築にもつながっている。07年7月に立ち上げたモバイル向け SNS サイト「プチゲーフレズ」の月間 PV 数は既に1億超となっている模様で、立ち上がりのスピードはディー・エヌ・エー (2432 マザーズ、同 : 1、¥495,000) の「モバゲータウン」に匹敵する高成長となっている。

オークションでの広告枠の販売を開始

主力の収益源である AdSearch では、これまで検索キーワードごとに定額のクリック単価を提示してきたが、07年6月受注分からクリック単価をオークションで決定する方式に変更された。過去のクリック率をも勘案し、キーワード当たりの収益を極大化するように広告の表示順序が決定される。07年7~9月期の売上には、まだオークション方式採用の効果は明示的には現れてこない可能性が高いが、08.3期下期以降に期待したい。

将来的には自社内に広告代理機能を内包する選択肢も

現在当社は広告主の獲得を広告代理店に委託している。サイバーエージェント (4751 マザーズ、同 : 3、¥39,100)、オプト (2389JQ、同 : 4、¥309,000)、セプテーニ (4293JQ、同 : 2、¥117,000) のネット専門の広告代理店上位3社と資本提携をしている (出資比率は共に0.9%) が、同3社向けの売上構成比は高くはない。現状は大手広告代理店向けの売上も大きくはなく、モバイル特化型の小規模な広告代理店向けの積み上げで売上が構成されている。当社の広告商品を広告主に幅広く訴求するため、今後は自社内に広告代理機能を内包する可能性もあろう。

【短期業績予想】

07年4~6月期は広告事業の利益が急拡大

07年4~6月期は売上高が前年同期比12%増収の8.9億円、営業利益は同42%増益の0.9億円となった。増収増益額の大部分は成長ドライバーである広告事業の拡大で説明される。広告事業は限界利益率が4割程度と高く、06年12月に損益分岐点売上高を超えてからも順調に売上拡大が続いているため、利益率が急速に上昇している。

売上の伸び悩みはコンテンツ事業における一時的要因と人材事業における戦略的施策が要因

売上高は前四半期比では5%減収となるなど、やや伸び悩みが見られる。これは、人材事業で、テクニカルアウトソーシング・サービスから人材紹介サービスに軸足を移し始めていることに加え、コンテンツ事業の受託開発で、一時的な受注、納品のタイミングのずれがあったためである。人材事業では、業務委託料がグロスで売上に計上されるテクニカルアウトソーシング・サービスから、人材紹介手数料だけがネットで売上計上される (したがって利益率は高い) 人材紹介サービスを強化している。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



08.3 期通期は 63% 営業増益を予想

08.3 期の営業利益は 4.8 億円で前期比 63% 増益が予想される。人材事業では人材紹介サービス強化に伴う人員の先行投資などにより赤字転落が見込まれるが、広告事業での黒字転換の影響が大きい。足元では AdSearch 事業の売上高は月間 1 億円程度まで順調に成長している模様である。6 月以降採用されている、検索キーワードごとのクリック単価のオークション方式の採用の効果はまだ 7~9 月期には出ていない模様だが、下期から平均クリック単価を押し上げる効果が徐々に顕在化してこよう。

【中期見通し】

収益性の高い自社媒体の成長に期待

コンテンツ事業、人材事業は、基盤事業として収益は横ばいで推移しよう。中期的に当社の業績を押し上げるのは広告事業と見ている。広告事業の売上拡大は、CGM を中心とする提携媒体のスムーズな獲得と、オークション方式の採用による平均クリック単価の押し上げがポイントである。利益率向上には、自社媒体の強化が必要で、「プチゲーフレズ」や携帯ブログサイト「CROOZ! ブログ」など既存自社メディアの成長に加え、継続的な新規メディアの開発が期待される。我々は、10.3 期における広告事業の売上高は 24 億円で 07.3 期比 4.1 倍、粗利益率は 35% で同 23% ポイントの改善を予想している。

「AdPage」の中長期的な成長期待

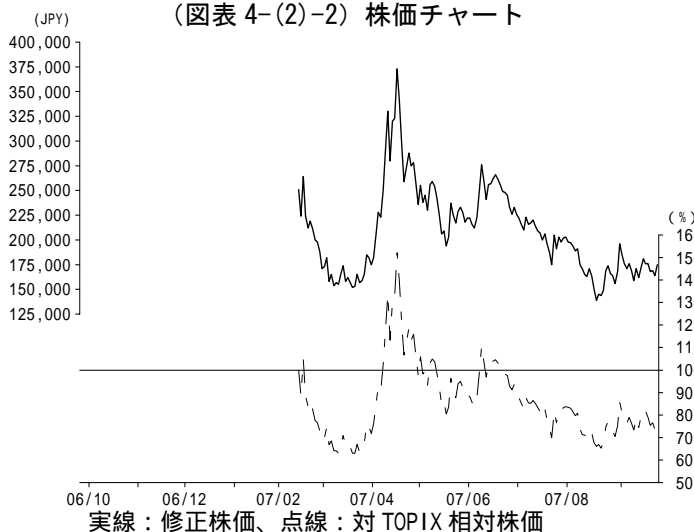
現状「AdPage」の売上はまだほとんど計上されていないが、会社は 3 年後には広告事業における売上構成比で 3~4 割程度を占めると見ている。我々の予想には「AdPage」の収益はまだ織り込んでいない。今後「AdPage」の収益が大きく拡大する場合には、業績が上振れる可能性が高まろう。

【リスク要因】

Google やオーバーチュアとの提携媒体獲得競争激化

当社は今後、自社媒体の強化や CGM を中心とした提携媒体戦略を加速する意向である。しかし Google やオーバーチュアが、モバイル検索ビジネスにおいて、ポータルサイトのみならず CGM とも提携を強化する方向に動いた場合、当社とのメディア獲得競争が激化し、媒体への支払い料率の上昇などで収益が悪化するリスクに留意したい。

(図表 4-(2)-2) 株価チャート



(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(2)-3) 業績予想

【単体損益計算書】	(百万円)					
	05.3	06.3	07.3	08.3 予	09.3 予	10.3 予
売上高	1,852	2,808	3,494	4,030	4,620	5,130
(前期比)	90.0%	51.6%	24.5%	15.4%	14.6%	11.0%
人材	947	1,509	1,868	1,840	1,780	1,760
(前期比)	-	59.2%	23.8%	-1.5%	-3.3%	-1.1%
コンテンツ	903	1,139	1,052	1,010	1,010	1,010
(前期比)	-	26.1%	-7.6%	-4.0%	0.0%	0.0%
広告	2	160	575	1,180	1,830	2,360
(前期比)	-	103.2x	3.6x	2.1x	55.1%	29.0%
売上総利益	503	824	1,102	1,510	1,750	1,970
(売上比)	27.2%	29.4%	31.5%	37.5%	37.9%	38.4%
人材	153	268	430	510	520	530
(売上比)	16.1%	17.8%	23.0%	27.7%	29.2%	30.1%
コンテンツ	388	587	604	630	610	610
(売上比)	42.9%	51.5%	57.4%	62.4%	60.4%	60.4%
広告	-37	-30	68	370	620	830
(売上比)	-2371.5%	-19.0%	11.8%	31.3%	33.9%	35.2%
販売管理費	438	544	807	1,030	1,160	1,260
(売上比)	23.7%	19.4%	23.1%	25.6%	25.1%	24.6%
人件費	-	-	422	560	620	670
広告宣伝費	68	56	64	80	90	100
その他	-	-	321	390	450	490
営業利益	65	281	294	480	590	710
(前期比)	-	4.3x	4.9%	63.2%	22.8%	20.3%
(売上比)	3.5%	10.0%	8.4%	11.9%	12.8%	13.8%
金融収支	-2	-4	-1	0	0	0
その他営業外収支	0	-1	-20	0	0	0
経常利益	63	275	274	480	590	710
(前期比)	41.4%	4.4x	-0.4%	75.3%	22.8%	20.3%
(売上比)	3.4%	9.8%	7.8%	11.9%	12.8%	13.8%
特別利益	15	-	-	0	0	0
特別損失	-4	-39	-1	-20	0	0
税前利益	74	237	273	460	590	710
税金等	28	106	113	190	250	300
(税率)	38.4%	44.9%	41.3%	41.3%	42.4%	42.3%
税引利益	45	130	160	270	340	410
(前期比)	-	2.9x	23.2%	68.6%	25.7%	20.6%
(売上比)	2.5%	4.6%	4.6%	6.7%	7.4%	8.0%
EPS(円)	4,356.9	4,342.5	5,083.3	8,015.3	10,075.0	12,149.2
DPS(円)	-	-	-	0	0	0
配当性向	-	-	-	0	0	0

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【単体貸借対照表】 (百万円)

	05.3	06.3	07.3	08.3 予	09.3 予	10.3 予
流動資産	571	1,020	1,373	1,665	2,065	2,515
手元流動性	283	590	822	1,025	1,335	1,715
売上債権	263	385	520	600	690	760
その他	26	45	30	40	40	40
固定資産	99	213	254	330	380	430
有形固定資産	21	37	52	70	80	90
無形固定資産	32	70	98	140	180	210
投資等	46	105	104	120	120	130
資産合計	671	1,234	1,627	1,995	2,445	2,945
負債	570	772	642	740	850	940
買掛債務	242	318	436	500	580	640
有利子負債	112	171	-	0	0	0
その他	216	282	206	240	270	300
純資産	101	462	985	1,255	1,595	2,005
負債・純資産合計	671	1,234	1,627	1,995	2,445	2,945
ネット有利子負債	-171	-419	-822	-1,025	-1,335	-1,715
BPS (円)	3,353.8	14,772.6	29,181.0	37,196.2	47,271.2	59,420.4

< 財務指標 >

ROE (%)	67.0	46.3	22.2	24.2	23.9	22.8
税引利益率 (%)	2.5	4.6	4.6	6.7	7.4	8.0
総資産回転率 (回/年)	3.2	2.9	2.4	2.2	2.1	1.9
財務レバレッジ (倍)	8.6	3.4	2.0	1.6	1.6	1.5

【単体キャッシュフロー計算書】 (百万円)

	05.3	06.3	07.3	08.3 予	09.3 予	10.3 予
営業キャッシュフロー	45	171	149	319	410	500
税引利益	45	130	160	270	340	410
減価償却費	15	28	46	40	50	60
運転資本増減	56	-50	-19	-16	-10	-10
売掛債権	-60	-128	-138	-80	-90	-70
買掛債務	117	78	119	64	80	60
その他	-72	63	-38	25	30	40
投資キャッシュフロー	-66	-153	-89	-116	-100	-120
有形固定資産の取得	-19	-34	-25	-30	-30	-30
無形固定資産の取得	-29	-58	-64	-70	-70	-80
その他	-18	-60	0	-16	0	-10
財務キャッシュフロー	53	289	171	0	0	0
有利子負債増減	33	60	-171	0	0	0
増資、自己株式増減など	20	229	343	0	0	0
期末手元流動性	283	590	822	1,025	1,335	1,715
手元流動性増減	-	308	232	203	310	380

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(3) スタジオアリス (2305、レーティング：未付与、¥1,206)

奥代 英樹

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
05.12	22,830	-	2,335	-	2,347	-	1,212	-	70.6
06.12	25,950	13.7	2,564	9.8	2,591	10.4	1,647	35.9	95.9
07.12予想	28,700	10.6	2,720	6.1	2,780	7.3	1,070	-35.0	62.3
会社予想	28,700	10.6	2,710	5.7	2,780	7.3	1,070	-35.0	62.3
08.12予想	30,500	6.3	2,970	9.2	3,030	9.0	1,390	29.9	80.9
09.12予想	32,200	5.6	3,210	8.1	3,290	8.6	1,520	9.4	88.5

(注) 05.12期より連結情報開示を開始  
(出所) 野村証券金融経済研究所

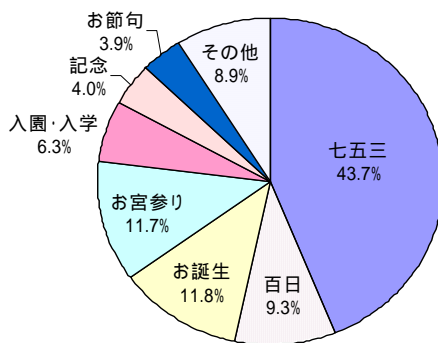
当社は、子供写真館をショッピングセンターやロードサイドなどに展開する国内最大手企業である。少子化、写真のデジタル化など経営環境が変化してきたことに対応し、ブランドの確立、売上の平準化、新たな撮影用衣装の開発、写真のデジタル化の推進などを重要課題として、他社との差別化に取り組んできた。それが、足元で、既存店売上の改善につながっている。また、出店可能地域を拡大するため、小商圈を対象とした店舗モデルの開発も進めている。野村では、連結営業利益が07.12期～09.12期に年率8%で成長すると予想する。

【事業内容】

「こども写真城スタジオアリス」を展開 1974年に大阪市で商業写真事業を目的として設立された当社は、92年に子供専門写真館事業に進出し、「こども写真城スタジオアリス」の名称で、ショッピングセンター、ロードサイド、日本トイザラス(7645JQ、レーティング：未付与、¥805)店舗などを中心に店舗を出し、全国へ展開を進めてきた。07年6月末の子供写真館の店舗数は356店舗あり、そのうち直営店が341店舗、FC店15店舗となっている。なお、当社店舗では、撮影用の衣装の貸し出し、着付け、ヘアスタイリング等は全て無料としている。

子供写真市場におけるシェアは41%でトップ 当社では、0歳から7歳までの子供がある家族をメインターゲットとしている。07年の0～7歳児の人口は907万人で、そのうち写真館を利用したのは全体の22.5%にあたる204万人と推定される。当社店舗の利用者は84.2万人で、子供写真市場にけるシェアは41%でトップとなっている。子供写真市場における当社のシェアは、出店とともに毎年徐々に上昇してきた。

(図表 4-(3)-1) 直営店の品目別売上の構成 (単独・06.12期)



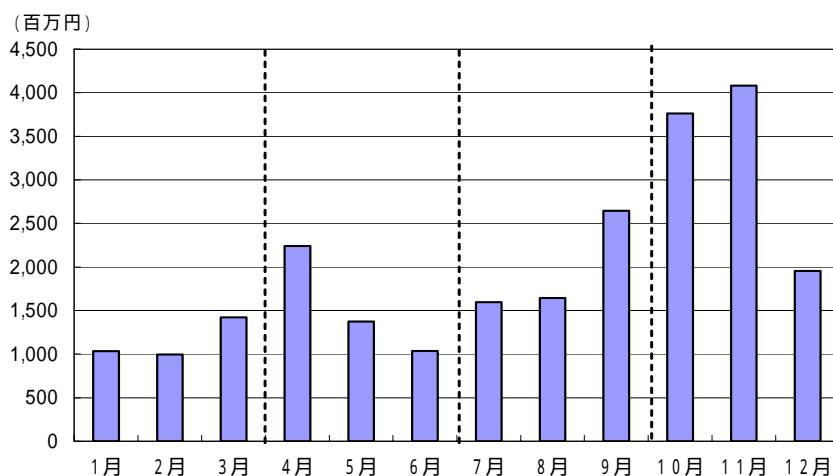
(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

直営店売上の44%を七五三に依存

06.12期の連結売上は260億円あるが、連単倍率は1.04倍と連単差は僅かにすぎない。当社グループは、子供写真館事業を主たる事業としており、プリント制作、撮影用衣装の生産、当社店舗への人材派遣などを行う子会社5社、関連会社1社がある。連結売上の96%を占める直営店の品目別売上構成比を見ると、44%の七五三を筆頭に、百日、お誕生、お宮参り、入園・入学などで8割強を占める(前ページ図表4-(3)-1)。七五三への依存度が高いため、四半期ごとの売上構成は、1~3月期14.5%、4~6月期19.6%、7~9月期24.7%、10~12月期41.2%となっている(図表4-(3)-2)。したがって、10~12月期のみ営業黒字で、他は赤字であった。

(図表4-(3)-2) 月別売上の状況(単独・06.12期)



(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

**【強み】**

「こども写真城スタジオアリス」のブランドを確立

当社の強みは、店舗の女性スタッフの多能工化などで労働生産性を向上し、子供写真館は低採算であるとの常識を覆す店舗モデルを他社に先行して開発したこと、明朗な価格設定や開放的な雰囲気を持つスタジオ作りで顧客の支持を得てトップシェアを獲得し、「こども写真城スタジオアリス」のブランド力を強化したことなどである。加えて、近年、少子化、写真のデジタル化など経営環境の変化に対応するため、デジタルプリントや衣装の内製化などを推進したことで、コスト競争力の強化や、他社との差別化がさらに図られつつある。

07.12 期中にデジタルプリント内製化が完了

07.12 期中に、全店舗のデジタルプリント内製化が完了する見込みである。これにより、コスト削減、写真品質の向上、納期短縮などが実現する。当社では、04年にデジタル化実験店を出店し、撮影機器やシステムの開発やそれに関連した各種の課題を発見し解決に取り組んだ。それを踏まえ、05年に子会社・ジェイヴィスを設立し、06年に東日本の店舗のデジタル化のため八王子市でデジタルプリント工場が、07年8月には西日本の店舗を対象とする工場が堺市で稼働を開始した。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

撮影用衣装の内製化も実現  
 撮影用衣装についても、コストダウンと安定的な供給を確保するため、デザインから生産、店舗への補充体制まで一貫した仕組み作りを実現した。06年に婚礼用ドレス製造を行っていたマリモを100%子会社とし、中国に縫製工場を保有する同社に生産委託することで、従来に比べて衣装のコストを3分の1にまで引き下げている。撮影用衣装の内製化比率を高めるため、07年3月に上海に新工場を設立した。

デザインで差別化に成功  
 撮影用衣装のデザインにも、積極的に取り組んでいる。01年にウォルト・ディズニー・ジャパンと包括契約を締結し、ディズニーのキャラクターに扮することのできる撮影用のオリジナル衣装を次々に開発し、顧客に提供してきた。07年には、女性タレントのベッキーがデザインしたキッズ・コレクションを全店に導入し、好評を博している。ベッキーデザインでは、「子どもは元気な色を着るべき」、「ハッピーな気持ちになれる服を作りたい」とのコンセプトが採用されている。

【業績見通し】

06.12期は既存店売上がマイナスとなった  
 06.12期連結業績は、マリモの子会社化などもあり、前期比14%の増収、同10%の営業増益となった。しかし、単独業績は同10%の増収、同営業利益横ばいに留まった。これは、既存店売上が同1%の減収となり、直営店を38店出店したことによる初期コスト負担が重くなったためである。

07.12期は既存店の活性化に取り組む  
 07.12期は、前期に既存店売上がマイナスとなったことを踏まえ、各種施策が実施した。まず、撮影用衣装の差別化のため、ベッキーデザインのオリジナル衣装を5月から全店導入を開始した。また、七五三の時期以外の売上を伸ばすため、ホワイトフレーム付の写真やカレンダーなどをプレゼントする特典などを付与した誕生日に七五三撮影をする「Happy七五三」を商品化し、その拡販にも取り組んだ。さらに、経営管理体制の強化のため経営企画室、人事部などを創設し、地域に対応したきめ細かな営業を実現するため、10地区・44ブロックへ営業体制も再編した。

07.12期は6%営業増益を予想  
 07.12期上期の連結業績は、売上が前年同期比21%増収の97億円、営業損失が同1億円減少の12億円と、会社計画に比べ売上で1億円、営業損失で7億円改善した。既存店売上が、各種施策が奏功し客数が増加し、前年同期比9%増収となったためである。下期も、「Happy七五三」のキャンペーンが引き続き好調に推移し、デジタル化により収益性も改善しよう。デジタルプリント工場や海外縫製工場の投資による経費増加などがあるものの、07.12期通期連結業績は前期比11%の増収、同6%の営業増益が見込まれる。なお、既存店売上は、10月、11月は例年フル稼働状態にあり、稼働率を高める余地が少ないことを勘案し、同3%増収を予想している。なお、期末の直営店は、前期比14店舗増加の360店舗を予想する。

08.12期は9%、09.12期は8%の営業増益へ  
 08.12期については、前期比6%増収、同9%営業増益を予想する。既存店売上は、「Happy七五三」のキャンペーンやベッキーのオリジナル衣装による客数増で、前期比1%増収を予想する。新規出店は、大型店3店舗、標準店8店舗、小型店16店舗の計27店舗、退店は3店舗を見込む。会社では、

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券に基づきオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

小型店 20 店舗の新規出店を計画しているが、店舗モデルがまだ開発中であるため、出店数を保守的に 16 店舗と予想した。09.12 期は、既存店売上は前期比横ばいとなるが、直営店は小型店 20 店舗の出店を含む 28 店舗の純増が可能と見て、同 6%増収、同 8%営業増益を予想する。

新たな店舗モデルの開発に注目

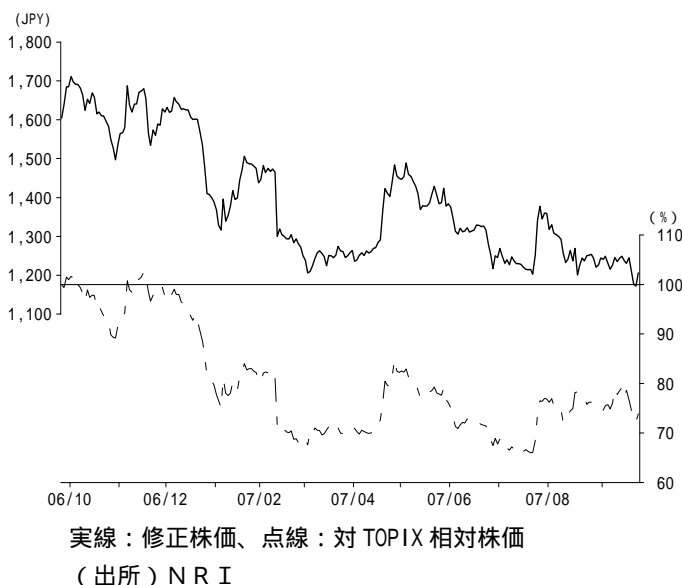
現在、商圏人口 10 万人の小商圏でも展開可能な新たな小型店の店舗モデルの開発に現在取り組んでいる。従来の店舗は、商圏人口 20 万人を対象としたモデルである。06.12 期下期に小型店の実験店を出店し、オペレーションのノウハウを蓄積した後、0 従来出店できなかった地方都市などへ 7.12 期から積極的な出店を開始する計画である。これとは別に、06 年には、現場スタッフからの提案で「家族ごとにおもてなしができる」ように「ファミリーブース」を備えた大型店を開発した。大型店の売上が好調なことから、稼働率が上限に達している既存店舗はスクラップし、大型店に切り替えていく方針である。

【リスク要因】

季節的要因、キャラクター使用契約、撮影用衣装の確保など

当社の子供写真館事業は、七五三の撮影がピークを迎える 10 月、11 月に売上が集中している。このため、この時期にシステム障害やパート確保に支障が生じた場合、業績に影響が出る可能性がある。また、撮影用衣装の差別化のため、ウォルト・ディズニー・ジャパンと包括契約を締結し、毎年更新することで、ディズニーキャラクターを使用している。しかし、何らかの理由で契約更新ができなくなった場合、当社の競争力が低下する可能性がある。さらには、撮影用衣装の 7 割弱をグループ内で内製化し、その多くを上海の工場での生産に依存している。したがって、当該工場が生産に支障が生じた場合、撮影用衣装の確保が十分にできず、業務に支障が生じる可能性もある。

(図表 4-(3)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(3)-4) 業績予想

【連結損益計算書】		(単位：百万円)					
決算期	04.12	05.12	06.12	07.12	08.12	09.12	
	単独			予想	予想	予想	
売上高	19,071	22,830	25,950	28,700	30,500	32,200	
(前期比)	16.2%	-	13.7%	10.6%	6.3%	5.6%	
子ども写真館店舗(店)	292	333	361	374	398	426	
直営店	279	319	346	360	384	412	
売上原価	14,121	17,495	19,411	20,980	22,230	23,400	
売上総利益	4,950	5,335	6,539	7,720	8,270	8,800	
(対売上高比)	26.0%	23.4%	25.2%	26.9%	27.1%	27.3%	
販売管理費	2,126	3,000	3,975	5,000	5,300	5,590	
(対売上高比)	11.1%	13.1%	15.3%	17.4%	17.4%	17.4%	
営業利益	2,824	2,335	2,564	2,720	2,970	3,210	
(前期比)	24.3%	-	9.8%	6.1%	9.2%	8.1%	
(対売上高比)	14.8%	10.2%	9.9%	9.5%	9.7%	10.0%	
営業外収益	37	29	85	100	100	100	
営業外費用	96	17	58	40	40	20	
経常利益	2,764	2,347	2,591	2,780	3,030	3,290	
(前期比)	22.1%	-	10.4%	7.3%	9.0%	8.6%	
(対売上高比)	14.5%	10.3%	10.0%	9.7%	9.9%	10.2%	
特別利益	0	0	375	0	0	0	
特別損失	465	110	234	500	100	100	
税金等調整前当期純利益	2,299	2,237	2,732	2,280	2,930	3,190	
当期純利益	1,219	1,212	1,647	1,070	1,390	1,520	
(前期比)	11.2%	-	35.9%	-35.0%	29.9%	9.4%	
(対売上高比)	6.4%	5.3%	6.3%	3.7%	4.6%	4.7%	
EPS(円)	72.3	70.6	95.9	62.3	80.9	88.5	
BPS(円)	405.0	455.5	527.1	563.7	619.6	683.0	
減価償却費	564	723	1,118	1,400	1,500	1,500	
設備投資額	1,615	1,906	3,380	2,200	1,500	1,700	

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



【連結貸借対照表】		(単位：百万円)					
決算期	04.12	05.12	06.12	07.12	08.12	09.12	
	単独			予想	予想	予想	
流動資産	6,968	6,237	4,720	5,211	5,533	6,185	
現金・預金	5,210	4,522	1,912	2,115	2,247	2,721	
売上債権	451	462	1,148	1,270	1,349	1,424	
有価証券	0	0	0	0	0	0	
棚卸資産	160	189	545	603	641	676	
その他	1,147	1,064	1,115	1,224	1,295	1,363	
固定資産	5,445	6,443	9,718	10,646	10,713	10,945	
有形固定資産	2,672	3,129	5,287	6,183	6,099	6,140	
無形固定資産	156	176	1,147	1,058	969	880	
投資その他	2,618	3,138	3,285	3,405	3,645	3,925	
総資産	12,414	12,680	14,438	15,857	16,245	17,130	
流動負債	5,255	4,659	4,813	5,694	5,175	5,008	
買入債務	2,925	2,749	1,682	1,860	1,977	2,087	
短期有利子負債	60	25	777	1,231	432	0	
その他	2,270	1,885	2,354	2,603	2,767	2,921	
固定負債	201	196	460	357	303	264	
社債等	0	0	0	0	0	0	
長期借入金	25	0	198	95	40	0	
その他	176	196	262	262	263	264	
負債合計	5,456	4,855	5,272	6,051	5,478	5,272	
純資産	6,958	7,826	9,166	9,807	10,767	11,858	
負債・純資産合計	12,414	12,680	14,438	15,857	16,245	17,130	
ROE	21.5%	-	19.5%	11.4%	13.7%	13.6%	
自己資本比率	56.0%	61.7%	63.5%	61.8%	66.3%	69.2%	
【連結キャッシュフロー】							
営業活動によるキャッシュフロー	2,280	1,640	1,612	2,610	2,982	3,107	
税金等調整前当期純利益	2,299	2,237	2,732	2,280	2,930	3,190	
減価償却費	564	723	1,118	1,400	1,500	1,500	
運転資本増減額	-140	-216	-1,387	-1	-1	-1	
その他	-443	-1,104	-851	-1,069	-1,447	-1,582	
投資活動によるキャッシュフロー	-2,624	-1,891	-3,754	-2,328	-1,566	-1,732	
財務活動によるキャッシュフロー	1,516	-455	-507	-79	-1,283	-901	
現金及び現金同等物増減額等	1,172	-706	-2,623	203	133	474	

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて証券の取引、買入または売却の勧誘を行う場合があります。野村証券は、このレポートに記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他のサービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他のサービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(4) 日本 ERI (2419JQ、レーティング：未付与、¥181,000)

荻原 明秀

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	6,226	15.3	249	-52.8	259	-47.7	122	-54.1	5,059
07.03	5,183	-16.8	-1,084	-	-1,071	-	-1,162	-	-47,652
08.03予想	8,200	58.2	630	-	640	-	610	-	24,965
会社予想	8,200	58.2	625	-	640	-	610	-	24,965
09.03予想	9,200	12.2	1,070	69.8	1,080	68.8	860	41.0	35,197
10.03予想	10,300	12.0	1,780	66.4	1,790	65.7	1,070	24.4	43,791

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、建築確認検査業務の最大手である。確認検査は行政の専管事項であったが、99年度に民間へ開放された。07.3期は構造計算の偽装問題に関して、確認検査の一部業務で3ヶ月の業務停止処分を受けたため、営業赤字となった。08.3期は業務停止処分の影響がなくなることなどで確認検査の回復が見込まれ、前期比58%増収と営業損益の黒字転換を予想する。なお、08.3期上期は07年6月の改正建築基準法の施行以降、実務指針の情報不足で確認検査が停滞しており、業績は厳しいであろう。しかし、下期は8月10日に開示された実務指針が徐々に浸透することで確認検査の正常化が見込まれる上に、上期の滞留案件の消化もあり、業績は回復へ向かうと予想する。

【事業内容】

**建築確認検査と住宅性能評価が二本柱** 社名は Evaluation、Rating、Inspection に由来する。「建築基準法」に基づく確認検査業務(07.3期売上構成比59%)、「住宅の品質確保の促進等に関する法律」に基づく住宅性能評価業務(同27%)を二本柱として、その他事業(同14%)では REIT が物件取得する際のデューデリジェンスや高層建築の構造評定などを手掛けている。

**確認検査業務** 確認検査業務では、建築計画が法令に則っているかを検査する確認検査、工事中の中間検査、工事終了後の完了検査を行なう。適正であれば、それぞれ確認済証、中間検査済証、完了検査済証を交付する。

**住宅性能評価業務** 住宅性能評価業務では、設計図書を基礎に評価する設計住宅性能評価、設計図書通り施工されているかを評価する建設住宅性能評価を手掛ける。一戸建て住宅の建設住宅性能評価の場合、原則として、基礎配筋工事が完了した段階、構造躯体の工事が完了した段階、内装下張り工事の直前の段階、完成段階で合計4回の検査を行う。

【特長】

**確認検査の民間開放** 従来、確認検査は都道府県などの建築主事が担っていたが、99年度に民間へ開放された。背景は、阪神・淡路大震災で施工不良と見られる建物倒壊が多数発生し、工事の検査体制の充実が求められた一方で、行政の人員不足が深刻であったためである。

**確認検査の実務は民間へ** 民間開放に伴い行政は違法建築の摘発や処分、景観配慮など地域住民との調整を主に担当し、民間が確認検査の実務を担当する役割分担が進んだ。また、構造計算の偽装問題の発覚を受けて07年6月に施行された改正建築基準法では、3階建て以上の共同住宅で中間検査が義務付けられ、一段の検査体制の充実が図られた。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時のポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

- 確認検査機関の最大手** 行政が指定する指定確認検査機関は07年3月末で125機関あり、多くは地域密着型である。当社は全国に支店を展開する唯一の指定確認検査機関で、07.3期の確認検査と中間・完了検査を合わせた確認検査件数約7.8万件は業界最大と見られる。
- 住宅性能評価も最大手** 住宅性能評価は00年度に住宅性能評価機関が指定され、06年3月以降は登録制に移行した。07年3月末の住宅性能評価機関等連絡協議会の会員数は95機関で、指定確認検査機関と同様に地域密着型が大半を占める。当社は全国展開の支店網を整備した唯一の登録住宅性能評価機関で、戸建と共同住宅を合わせた設計住宅性能評価件数でも業界最大手と見られる。
- 業界最多の確認検査員** 国土交通大臣や都道府県などが指定する民間指定確認検査機関は、株式会社や有限会社などの民間会社と、都道府県などが設立する財団法人がある。確認検査業務に従事するには、1級建築士の資格を持ち、2年以上の実務経験を経て確認検査員試験に合格することが必要で、業界最多の確認検査員を擁していることが、当社が業界最大手になった背景と言える。
- 技術者のマルチタスク化を進める** 確認検査と住宅性能評価は別々の業務であるが、基本スキルは共通している。当社では確認検査員が評価員の資格を取得し、評価員が確認検査員の資格を取得するなど、技術者のマルチタスク化を進めている。マルチタスク化による利便性の高いワンストップサービスの提供で、さらなるシェア向上が見込まれるであろう。
- 【短期業績予想】**
- 08.3期は営業損益の黒字転換を予想** 08.3期は前期比58%増収、営業損益は黒字転換を予想する。07.3期は構造計算の偽装事件に関連して、確認検査の一部業務で3ヶ月間の業務停止処分を受けて業績が悪化した。07年6月に施行された改正建築基準法の影響で08.3期上期は確認検査の停滞が見込まれるが、8月10日に「構造関係技術基準解説書」が開示されて以降は徐々に持ち直している模様で、下期の回復が予想される。
- 確認検査は住宅着工に先行** 7月の住宅着工は前年同月比23%減少した。これは、改正建築基準法が施行される一方、運用の実務指針の開示が遅れ、住宅着工に先行する確認検査が停滞したためである。実務指針の開示は8月10日であったため、8月の住宅着工も大幅な減少は避けられないであろうが、9月以降は実務指針が徐々に浸透して正常化に向かうであろう。さらに、7月、8月に滞留した確認検査の消化もあり、住宅着工も下期の回復が見込まれる。
- 07.3期の業務停止処分の影響は殆どない** なお、07.3期の業務停止処分の影響は殆どないと考えられる。05年に構造計算の偽装が発覚した当初は、偽装を見抜けない検査機関として当社の存在意義が問われた。しかし、その後都道府県等の建築主事を含めて複数の偽装物件の看過が明らかになったことで、当社固有の問題と言うよりも、確認検査システムそのものの問題と認識されるようになったためである。確認検査システムの信頼性向上のため、07年6月施行の改正建築基準法では構造計算のピアチェックなどが導入された。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【中期見通し】

確認検査の実務は民間  
ヘシフト

構造計算の偽装問題を受けた07年6月の改正建築基準法の施行などで、着工前の確認検査や工事中の中間検査、完了検査が厳格化している。行政の役割は違法建築の摘発や処分、地域住民との調整、景観配慮などが中心となっており、確認検査の実務は民間の指定確認検査機関ヘシフトしている。

業界最多の確認検査員

確認検査では過度な負荷による品質低下を避けるため、確認検査員1人当たりの業務量は法令で規制されており、当社は業界最多の確認検査員251名を擁する。戸建住宅とマンション等で業務量の換算は異なるものの、平均して1人当たり年間720件程度を業務量とすれば、当社の確認検査件数は年間約18万件となる。我々は、改正建築基準法の施行による検査範囲の拡大に伴う単価上昇が見込まれる上に、当社が構造計算の複雑なマンションなど高単価案件の拡大を指向していることを踏まえて、件数拡大よりも単価上昇を予想している(図表4-(4)-1)。

(図表 4-(4)-1) 従業員数と確認検査事業の売上高

	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
従業員数 (人)	329	441	517	579	624	650	650
うち確認検査員 (人)	94	139	163	222	251	260	260
確認検査事業の売上高 (百万円)	2,324	3,435	3,825	3,077	5,300	5,800	6,400
件数 (件)	52,502	82,359	91,968	77,602	100,883	105,927	111,223
単価 (千円)	44.3	41.7	41.6	39.7	52.3	55.0	57.7
1人当たり売上高 (百万円)	25	25	23	14	21	22	25

(注) 従業員数は単独ベース

件数は確認済証、中間・完了検査証の交付合計

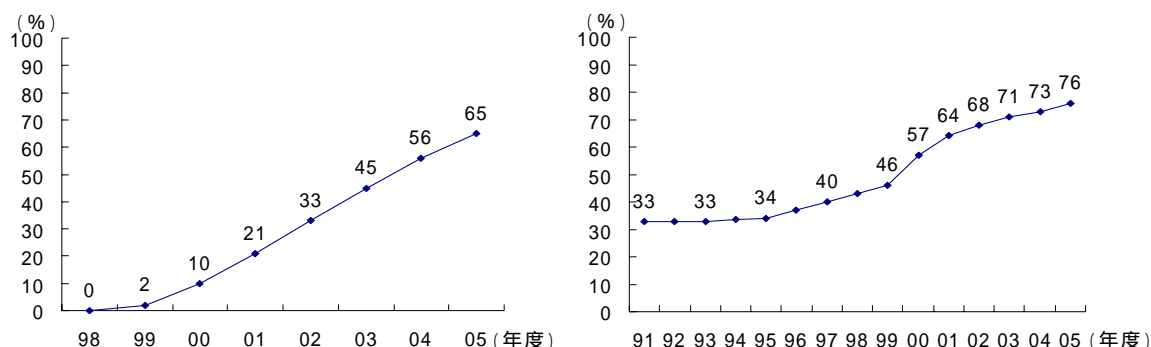
1人当たり売上高は確認検査員1人当たり

(出所) 野村証券金融経済研究所

人員増強の一服で利益  
成長が加速

当社の営業費用は固定費が主体で、営業費用の概ね6割を人件費が占める。07.3期は業務停止の影響で業績が落ち込むにも関わらず、人員を積極採用した。会社は09.3期以降新規採用を一服させ、事業拡大に先行して増強した人員の収益化を優先する方針と見られ、利益成長の加速が見込まれる。

(図表 4-(4)-2) 民間指定確認検査機関の確認検査シェア、完了検査率の推移



(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

活躍の場は順調に拡大

民間の指定確認検査機関による確認検査シェアは、06.3期で65%と、都道府県等を既に上回っている。また、90年代前半は確認検査件数に対して1/3程度に留まっていた完了検査率は、06.3期は3/4まで高まった。官民の役割分担の進展に伴う指定確認検査機関のシェア上昇と、施工品質の向上を目的とした完了検査率の上昇で、当社の活躍の場は順調に拡大するであろう(前ページ図表4-(4)-2)。

【法規制とリスク】

みなし公務員規制など

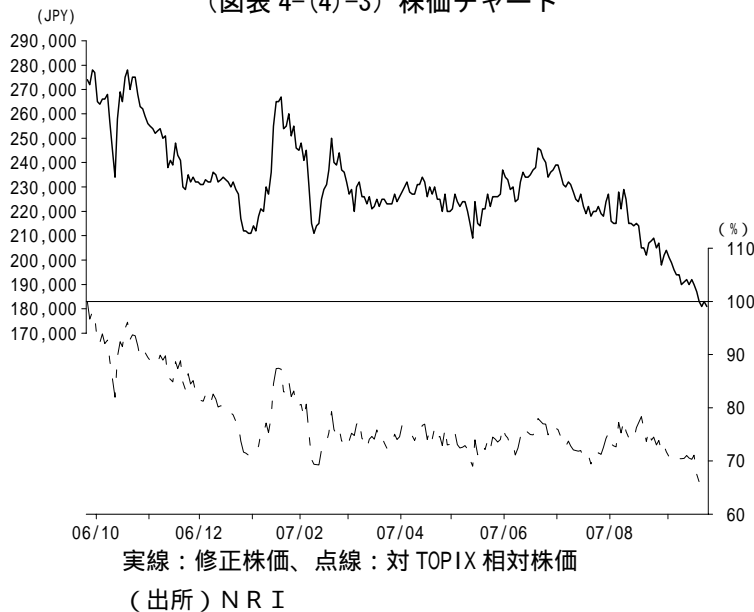
確認検査は行政の代理行為のため、特有の法規制とリスクがある。主な規制として、みなし公務員としての守秘義務、業務量に見合った確認検査員や住宅性能評価員の確保、財務体質の健全性維持などがある。これらの規制違反があった場合、国土交通大臣による業務停止や指定の取り消しもあり得る。また、行政不服審査法に基づく審査請求に基づき、当社の建築確認を不服とする訴訟が近隣住民から提訴された場合などは、建築確認の適否や原告の事実誤認を問わず、風評被害を受ける可能性がある。

制限業種の株式保有規制

その他、公正中立な第三者機関であることを担保するため、制限業種(注)による株式保有が規制されている。制限業種に従事する者及び制限業種を営む法人による確認検査企業の株式保有割合が2/3を超える場合などは、確認検査業務及び住宅性能評価業務における国土交通大臣の機関指定・登録が取り消される可能性がある。なお、07.3期末時点で制限業種の当社の？株式保有比率は27%であった。

(注) 制限業種(営む業務によって例外有)...設計・工事監理業、建設業、不動産業、建築材料・設備の製造、供給及び流通業

(図表4-(4)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(4)-4) 業績予想

[損益計算書]

(単位:百万円)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
売上高	5,400	6,226	5,183	8,200	9,200	10,300
確認検査事業	3,435	3,825	3,077	5,300	5,800	6,400
住宅性能評価事業	1,308	1,430	1,404	1,700	2,000	2,300
その他事業	656	970	703	1,200	1,400	1,600
売上原価	3,675	4,529	4,751	6,020	6,530	6,840
売上総利益	1,725	1,696	432	2,180	2,670	3,460
販管費	1,197	1,447	1,517	1,550	1,600	1,680
営業利益	528	249	-1,084	630	1,070	1,780
営業外収益	8	11	15	10	10	10
営業外費用	41	1	2	0	0	0
経常利益	495	259	-1,071	640	1,080	1,790
特別利益	65	0	0	0	0	0
特別損失	39	0	42	0	0	0
税前利益	521	259	-1,071	640	1,080	1,790
法人税等	256	140	92	30	220	720
少数株主利益	1	-3	-1	0	0	0
純利益	266	122	-1,162	610	860	1,070

[営業費用の内訳]

(単位:百万円)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
営業費用	4,872	5,976	6,268	7,570	8,130	8,520
人件費	2,920	3,740	3,962	4,510	4,770	4,830
減価償却費	6	54	67	70	70	70
賃借料	436	466	533	530	530	530
広告宣伝費・販促費	24	26	0	0	0	0
その他	1,486	1,690	1,706	2,460	2,760	3,090

(注) 営業費用は売上原価+販管費

[前期比]

(単位:%)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
売上高	-	+15.3	-16.8	+58.2	+12.2	+12.0
営業利益	-	-52.8	赤転	黒転	+69.8	+66.4
経常利益	-	-47.7	赤転	黒転	+68.8	+65.7
純利益	-	-54.1	赤転	黒転	+41.0	+24.4

[対売上高]

(単位:%)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
粗利率	31.9	27.2	8.3	26.6	29.0	33.6
販管费率	22.2	23.2	29.3	18.9	17.4	16.3
営業利益率	9.8	4.0	-20.9	7.7	11.6	17.3

(注) 05.3期は連結決算の開始期のため前期比較なし

(出所) 野村証券金融経済研究所

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプショナル、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

[貸借対照表]

(単位:百万円)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
流動資産	2,156	2,105	1,081	1,660	2,480	3,450
現預金	1,588	1,387	472	800	1,540	2,420
売掛金	386	478	339	540	600	670
たな卸資産	30	65	91	140	160	180
その他	152	175	179	180	180	180
固定資産	444	524	564	600	580	560
有形固定資産	37	35	36	70	50	30
無形固定資産	60	83	142	140	140	140
投資その他資産	347	406	386	390	390	390
資産合計	2,600	2,629	1,645	2,260	3,060	4,010
流動負債	906	969	1,183	1,180	1,180	1,180
買掛金	0	0	0	0	0	0
短期有利子負債	0	0	361	360	360	360
その他	906	969	822	820	820	820
固定負債	116	119	140	140	140	140
長期有利子負債	0	0	0	0	0	0
その他	116	119	140	140	140	140
負債合計	1,022	1,088	1,323	1,320	1,320	1,320
純資産	1,579	1,542	322	940	1,740	2,690
自己資本	1,576	1,539	321	940	1,740	2,690
少数株主持分	3	3	1	0	0	0
負債・純資産合計	2,600	2,629	1,645	2,260	3,060	4,010
有利子負債残高	0	0	361	360	360	360

[キャッシュフロー計算書]

(単位:百万円)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
営業キャッシュフロー	361	50	-1,050	430	850	1,050
税前利益	521	259	-1,071	640	1,080	1,790
減価償却費	6	54	67	70	70	70
運転資本の増減	-107	-127	113	-250	-80	-90
その他	145	115	-36	0	0	0
法人税等の支払い	-204	-253	-125	-30	-220	-720
投資キャッシュフロー	-177	-119	-169	-100	-50	-50
設備投資	-92	-72	-128	-100	-50	-50
その他	-85	-47	-41	0	0	0
財務キャッシュフロー	719	-133	305	0	-60	-120
有利子負債の増減	0	0	361	0	0	0
配当金の支払い	0	-180	-61	0	-60	-120
その他	5	0	0	0	0	0
キャッシュの増減	903	-202	-914	330	740	880

[1株当たり指標]

(単位:円)

	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予想	09.3期 予想	10.3期 予想
EPS	21,955	5,059	-47,652	24,965	35,197	43,791
DPS	10,000	5,000	0	0	5,000	5,000
BPS	130,298	63,138	13,141	38,471	71,212	110,092

(出所)野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(5) ブックオフコーポレーション (3313、レーティング：未付与、¥1,166)

中川 晶子

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	42,212	11.2	2,869	16.9	2,973	18.2	1,543	8.3	86.6
07.03	46,224	9.5	3,364	17.3	3,457	16.3	1,894	22.7	104.6
08.03予想	52,700	14.0	4,100	21.9	4,230	22.4	2,270	19.9	117.5
会社予想	52,500	13.6	-	-	4,200	21.5	2,200	16.2	120.3
09.03予想	58,400	10.8	4,800	17.1	4,960	17.3	2,670	17.6	138.1
10.03予想	64,100	9.8	5,500	14.6	5,690	14.7	3,070	15.0	158.8

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、古本書店「BOOKOFF」を中心とする国内大手のリユースチェーンであり、古本市場においては国内トップである。ブックオフ事業の海外進出が進み、新態も発足するなど、07年8月末の総店舗数は1,025店舗となった。7月に経営陣が一新され、新経営方針を打ち出した。コンプライアンス体制の強化や店舗運営の効率化を急務としているが、多店舗展開による業界シェアの拡大は続ける方針であり、野村では08.3期～10.3期までの予想経常増益率は、年率18%を見込む。

【事業内容】

海外展開もする古本チェーン最大手  
 書籍、ゲーム、メディアソフトの再販を手がけるリユースチェーン  
 「BOOKOFF」を全国と、ニューヨーク、ソウルなど海外主要都市に展開する。  
 07年8月末のブックオフ店舗は892店舗(直営313店舗(うち海外9店舗)、FC579店舗)となった。同事業の売上構成比は07.3期で81%、営業利益で91%であり、当社の主力事業である(図表4-(5)-1)。

(図表4-(5)-1)売上高・利益構成比、店舗数

	(百万円)		(店)		
	07.3期	構成比	店舗数(07年8月末)		
			合計	直営店	FC店
売上高	46,224	100%	1,025	424	601
ブックオフ事業	37,553	81%	892	313	579
キッズ・婦人服事業	3,448	7%	63	48	15
ビデオレンタル事業	1,498	3%	9	9	0
その他事業	3,726	8%	61	54	7
営業利益	3,364	100%			
ブックオフ事業	4,267	91%			
キッズ・婦人服事業	256	5%			
ビデオレンタル事業	-46	-1%			
その他事業	225	5%			
(消去)	-1,338				

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

その他の中古品販売にも取り組む  
 ブックオフ事業以外にも、キッズ・婦人服事業、ビデオレンタル事業、その他事業を手がけ、取扱商品ごとに販売する(次ページ図表4-(5)-2)。  
 TSUTAYAはカルチャ・コンビニエンス・クラブ(4756、レーティング：2、¥374)、HARDOFFはハードオフコーポレーション(2674、同：未付与、¥527)のフランチャイジーとして運営している。5業態以上揃えた複合店を「中古劇場」として、07年8月末で11店舗展開している。また、08.3期からは中商圏向けに中古劇場を小規模化した「B's-BASIC」を立ち上げた(次ページ図表4-(5)-3)。品揃えはより生活に密着したものに特化する。規模縮小により従来の中古劇場より運営が容易なため、出店加速を狙う。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートから直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



(図表 4-(5)-2) 各業態、B's-BASICの取扱品

	店舗名	取扱品
ブックオフ事業	BOOKOFF	書籍、CD、DVD、ビデオ、ゲーム
キッズ・婦人服事業	B・KIDS	子供用品
	B・STYLE	衣類、靴、鞆など
	B・KIMONOたんす屋	着物類
ビデオ・レンタル事業	TSUTAYA	CD、ビデオ、DVDなどのレンタル
その他リユース事業	HARDOFF	家電製品、OA機器等
	B・LIFE	家庭用品、インテリア、楽器等
	B・SPORTS	スポーツ用品
	B・HOBBY	おもちゃ等
	PETGOODS・OFF	ペット用品
	B・SELECT	貴金属、腕時計、アクセサリ等

B's-BASIC  
で扱う

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 4-(5)-3) 中古劇場とB's-BASICの違い

	中古劇場	B's-BASIC
特徴	専門店の集合	総合店
商圏	政令指定都市などの大商圏(20万人~)	地方都市などの中商圏(5万人~)
売場面積	300~1500坪	200坪~
利便性	専門店化をすることで、アイテムごとの品揃えが充実	全ての商品が一つのカウンターで購入できる
現店舗数	リユース業態108店舗、中古劇場10館	2店舗(07年8月末)

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所

オンライン事業が始まった  
07年8月より、ブックオフで扱う商品をネット販売する「BOOKOFF Online」を開始し、買取・販売チャネルを拡大した。中古品と一緒に初めて新品商品も取り扱い、月商1億円を目標としている。また、オンライン事業開始に合わせて物流拠点も改装された。同事業へのサポートだけでなく、各店舗への商品分配の効率化も期待できる。

【新体制発足】

新経営方針の実現が急務  
07年5月に、当社前代表取締役会長兼CEOが什器納入の際のリポートを受け取っていたことと、架空売上上の計上に関する不祥事が発覚した。事件に関わった役員は退任し、7月より経営陣を刷新した新体制を発足させた。新経営陣は、既存店の架空売上計上など数字を作る文化があったことを重く受け止め、再発防止と社内文化変革のためにコンプライアンス体制の強化と、店舗運営の改善に取り組む。

①コンプライアンス体制の強化  
コンプライアンス体制の強化として、部門や子会社、直営事業部マネージャーなど主要責任者を交えた部門横断的な情報共有を徹底し、一部に過度なプレッシャーがかかることを防止する。また、営業部門のエリアマネージャーまでを対象とするコンプライアンス研修の実施や、内部統制の整備によるJSOX法への対応、経理・財務部門の人員増加を進めていく。特に、内部監査室による既存店売上高のモニターと、異常値をスクリーニングできるシステムを07年9月末を目処に確立する予定である。

②店舗運営の改善  
店舗運営を改善し、より筋肉質な店舗で売上目標を達成していく。従来のような「利益は額で取ればよい」という短期的な無理もいとわない経営から、売上目標に向かって計画的且つ利益率を意識した方法に切り替える。具体的には粗利率と生産性の改善に注力する。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスには、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したてておられます。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

**粗利率改善策** 利益率の改善では、より丁寧に粗利益を確保するため、買取・販売価格テーブルを見直した7施策を実験的に導入している。07年7月～10月までの結果を検証後、FCを含めた全店導入に関する方針を検討中である。

**生産性改善策** 生産性改善に向けて、作業効率を阻害している事象を把握し、自店・他店の在庫の補充状況を意識する。また、外部コンサルタントの活用も視野に入れて、物流や管理費のコスト削減に取り組む。パートアルバイト(以下PA)においても分業、シフト構造の改革の他、地域限定社員に登用するなどPAの雇用体系の複線化を進めていく。

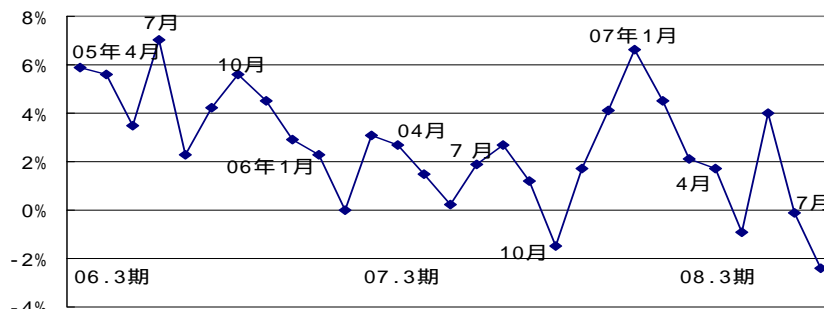
**「次世代ブックオフ」化を進める** カフェが併設してある自由が丘店や、ビジネス書を多く取り揃えた大森店のよう、都市部の既存店の品揃えやレイアウトをコンセプト付ける「次世代型」への移行を積極的に進めていく。今後は書評の導入や、文庫やソフト専門店の出店、新古本の取り扱いも検討している。地域のニーズに合わせて専門店化することで、集客効果を狙う。

**【短期業績予想】**

**07年4～6月期は予想範囲内の進捗** 07年4～6月期は前年同期比7%増収、同35%経常減益となったが、業績は野村予想の範囲内であった。改装や清掃・接客を充実させた店舗運営が奏効し、ブックオフ事業の既存店売上は前年同期比1.5%増収となった。また、その他リユース事業もB's-BASICなど新業態の立ち上がりが高く、売上は好調に推移した。経常利益は同35%減益となったが、オンライン事業の初期コストが50百万円嵩み、計画的な在庫圧縮を行い原価が110百万円増加したためであった。

**報道による業績への影響は小さかった** 既存店売上は、7月は曜日まわりと台風の影響で前年同月比0.1%減収であった。8月は同2.4%減収となったが、これは計画的に販促を抑えて客数が低下したためであり、店舗運営水準の悪化によるものではない。当社はPAの戦力化に特徴があり、毎月全国店長会議にもPAを参加させるなど、経営トップと現場の距離が近い。トップ交替による現場の士気低下が懸念されたが、既存店増収率は07年4～8月期累計で前年同期比±0%と会社計画線以上であることなどから、業績への影響は小さかったと思われる(図表4-(5)-4)。

(図表4-(5)-4) 既存店増収率の推移



(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を有している場合があります。また今後自己勘定で売買することがあります。野村証券は、このレポートに掲載された方法に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

08.3期は22%経常増益を予想

07年4~6月期は前年同期比35%経常減益となったが、08.3期業績への影響はないと見ている。当社は07年10月に自社カードからカルチュア・コンビニエンス・クラブが展開するTポイントカードに移行する。従来の割引販売のために計上されていた引当金が7億円、7~9月期末に取崩される。会社が取崩し分を店舗運営の改善やコスト対策に用いることは予想に織り込み済みで、08.3期は前期比14%増収、同22%経常増益を予想する。出店82店舗(直営55店、FC27店)、退店12店舗(直営7店、FC5店)、既存店増収率は±0%を見込む。

多店舗展開が続く

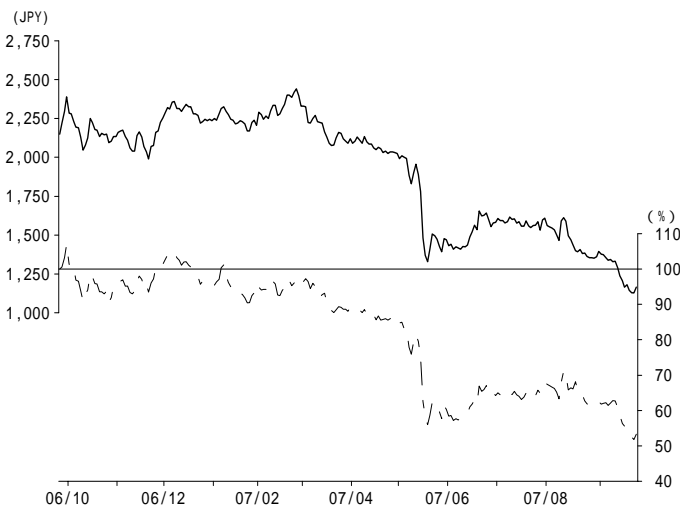
09.3期は前期比11%増収、同17%経常増益を予想する。会社は直営店の出店を毎期60店舗ペースで続ける方針であり、6ヶ月で各10名の店長とエリアマネージャーを育成する施策を実施するなど人員補強にも積極的なことから、今後も多店舗展開が続くと見ている。出店87店舗(直営60店、FC27店)、退店12店舗(直営7店、FC5店)、既存店増収率は±0%を見込む。

【リスク要因】

店長の育成と物件開発

リスク要因は、店長の育成と、物件開発である。当社は店舗運営において、店長に大幅な権限委譲を行っている。また、当社の出店先は基本的に居抜き物件である。店長が計画通りに育成されなかった場合や、当社の出店条件に見合う物件が確保できなかった場合、出店速度が低下して業績に影響を及ぼす可能性がある。

(図表4-(5)-5) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) N R I

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(5)-6) 業績予想

	(百万円)					
【連結損益計算書】	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
				予	予	予
売上高	37,958	42,212	46,224	52,700	58,400	64,100
(前期比)	10.3%	11.2%	9.5%	14.0%	10.8%	9.8%
ブックオフ	31,537	34,747	37,553	42,600	46,600	50,300
キッズ・婦人服	2,768	3,057	3,448	3,800	4,400	5,300
ビデオレンタル	891	1,231	1,498	1,700	1,900	1,900
その他	2,768	3,177	3,726	4,600	5,500	6,600
店舗数(店)	909	973	1,020	1,090	1,165	1,243
直営	358	390	421	469	522	579
出店	44	45	33	55	60	65
退店	8	12	15	7	7	8
FC	551	583	599	621	643	664
出店	37	33	32	27	27	27
退店	7	2	9	5	5	6
売上総利益	25,201	27,606	30,103	34,400	38,200	41,900
(売上比)	66.4%	65.4%	65.1%	65.3%	65.4%	65.4%
販売費・一般管理費	22,747	24,738	26,740	30,300	33,400	36,400
人件費	8,706	9,537	10,305	11,604	12,654	12,654
地代家賃・賃借料	7,544	7,885	8,530	9,493	10,268	11,259
減価償却費	788	837	991	1,279	1,554	1,784
その他	5,709	6,479	6,914	7,924	8,923	10,703
営業利益	2,454	2,869	3,364	4,100	4,800	5,500
(前期比)	21.4%	16.9%	17.3%	21.9%	17.1%	14.6%
(売上比)	6.5%	6.8%	7.3%	7.8%	8.2%	8.6%
経常利益	2,515	2,973	3,457	4,230	4,960	5,690
(前期比)	28.4%	18.2%	16.3%	22.4%	17.3%	14.7%
(売上比)	6.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	8.9%
純利益	1,425	1,543	1,894	2,270	2,670	3,070
(前期比)	61.6%	8.3%	22.7%	19.9%	17.6%	15.0%
(売上比)	3.8%	3.7%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%
期中平均株式数(百万株)	16.923	17.809	18.102	18.102	18.102	18.102
EPS(円)	84.2	86.6	104.6	117.5	138.1	158.8

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(百万円)

【連結貸借対照表】	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	10.3期
				予	予	予
流動資産合計	9,311	10,774	12,813	13,746	15,234	16,721
手元流動性	2,915	3,351	4,130	4,709	5,218	5,727
売上債権	438	528	520	593	657	721
棚卸資産	4,776	5,379	6,393	7,289	8,077	8,865
貸倒引当金	-5	-3	-4	-4	-4	-5
その他流動資産	1,187	1,519	1,774	1,159	1,286	1,413
固定資産合計	10,369	11,199	12,741	15,016	16,971	18,871
有形固定資産	3,693	3,981	4,707	6,598	7,894	9,051
無形固定資産	204	246	753	744	741	770
投資その他の資産	6,524	7,025	7,282	7,674	8,335	9,050
資産合計	19,681	21,973	25,554	28,762	32,204	35,592
流動負債合計	7,520	7,811	8,411	12,102	13,198	15,198
買入債務	447	507	469	535	593	650
短期債務	3,513	3,014	3,511	4,619	5,968	8,095
その他流動負債	3,560	4,290	4,431	6,947	6,637	6,453
固定負債合計	4,888	5,245	6,560	4,155	4,170	2,827
長期債務	4,587	4,967	6,389	4,055	4,070	2,727
その他固定負債	301	278	171	100	100	100
負債合計	12,409	13,056	14,971	16,257	17,368	18,025
純資産	7,272	8,917	10,583	12,506	14,836	17,567
資本金	2,530	2,458	2,520	2,520	2,520	2,520
資本剰余金	2,446	2,652	2,714	2,714	2,714	2,714
その他	2,193	3,684	5,212	7,111	9,422	12,134
少数株主持分	103	123	137	161	180	199
負債・純資産合計	19,681	21,973	25,554	28,762	32,204	35,592
BPS (円)	403	486	571	647	768	909

【連結キャッシュフロー表】	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期	09.3期	09.4期
				予	予	予
当期純利益	1,425	1,543	1,894	2,270	2,670	3,070
減価償却	788	837	1,004	1,279	1,554	1,784
売上債権増分(-)	189	-90	8	-73	-64	-64
棚卸資産増分(-)	-1,044	-603	-1,014	-896	-788	-788
買入債務増分	-139	60	-38	66	58	58
その他	-129	351	-169	3,130	-436	-311
営業キャッシュフロー	1,090	2,098	1,685	5,776	2,994	3,749
設備投資	-2,044	-2,040	-2,966	-3,202	-3,583	-3,759
投資等	-702	-119	260	186	74	75
その他	1,537	1,488	932	-72	0	0
投資キャッシュフロー	-1,209	-671	-1,774	-3,088	-3,509	-3,684
有利子負債増分	-396	-119	1,919	-1,226	1,364	784
少数株主持分	17	20	14	24	19	19
増資	555	244	0	0	0	0
配当・役員賞与	-67	-142	-348	-348	-348	-348
その他	-823	-895	-722	-21	-11	-11
財務キャッシュフロー	-714	-892	863	-1,571	1,024	444
手許流動性増分	-833	535	774	1,118	509	509

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務を他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(6) フェリシモ (3396、レーティング：未付与、¥1,688)

西川 拓

単体	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.02	52,949	4.0	3,166	38.3	3,401	40.4	1,792	43.8	210.6
07.02	54,166	2.3	3,154	-0.4	3,415	0.4	1,926	7.5	192.4
08.02予想	55,880	3.2	3,260	3.4	3,450	1.0	1,790	-7.1	178.5
会社予想	56,812	4.9	-	-	3,784	10.8	1,968	2.2	196.1
09.02予想	57,740	3.3	3,260	0.0	3,470	0.6	1,800	0.6	179.5
10.02予想	62,010	7.4	3,920	20.2	4,150	19.6	2,160	20.0	215.4

(出所) 野村證券金融経済研究所

20～30代の女性を中心にファッション衣料などを提供する通販事業者。当社の通販事業の特徴は、「基本的な形状やサイズは指定できるが、どんな色やデザインの商品が届けられるか事前には分からない」コレクションシステムにある。こうした業界の非常識が成り立つのは、当社が選択する商品に対する安心感が顧客に浸透しているからである。年間のユニーク顧客数は167万名(07.2期)と大手通販事業者に見劣りするが、コレクションシステムの採用により顧客回転率は同業他社よりも高い。09.2期以降、業務インフラ整備を中心に設備投資が嵩むが、コレクションシステム以外の通常モデルの通販事業の取り込みや、メンズやシニアなど顧客層の拡大による売上増で補っていく意向である。今後は、時価総額と同水準まで積み上がっているネット現預金の使い道が注目される。

【事業内容】

20～30代の女性をターゲットとする通販事業者  
 当社は20～30代の女性を中心に、ファッション衣料などを提供する通販事業者である。同業大手には千趣会(8165、レーティング：未付与、¥1,413)やニッセンホールディングス(8248、同：未付与、¥659大証、以下ニッセン)がある。顧客属性や商品アイテム別に「haco.」や「クチュリエ」など12の通販カタログを発刊している。コンビニエンスストアなどで販売し新規顧客を獲得するほか、リピート顧客への商品発送の際に同梱し、追加購入を促進する。

独特のビジネスモデルを展開  
 当社の商品の多くは、「コレクションシステム」と呼ばれる仕組みで販売される。商品の基本的な形状やサイズは指定できるが、色やデザインは与えられた複数の中でどれが届けられるか分からない。原則として、1ヶ月に1度商品が送られてくるが、1ヶ月の中でいつ届けられるかは分からない。いつ何が届くか予定されている通常の通販にはない「意外性」を求める顧客を誘引しているといえる。

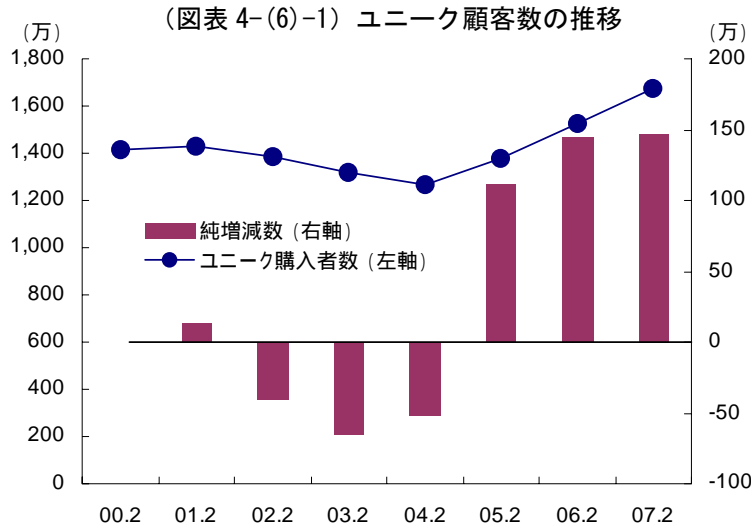
【強み】

ロイヤリティの高い顧客を抱える  
 コレクションシステムという型破りなモデルが成立するのは、これまでの長きに亘る顧客との接点の中で、当社が提供する商品に対する安心感が顧客に浸透しているからである。実際、年間のユニーク購入者数(1年間に一度でも当社の商品を購入する顧客数)は04.2期を底に年率10%前後の拡大が続き、07.2期にはユニーク購入者数は167万名まで拡大した(次ページ図表4-(6)-1)。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

コレクションシステムの採用で商品在庫のリスクを軽減

05.2期からユニーク購入者数が増加に転じたのは、それまで当社が取り扱う全ての商品情報を集約していたカタログを分冊化し、顧客層に応じた商品だけを露出する方針に変更したためである。コレクションシステムを採用することによる当社のメリットは、商品の発送時期や商品の種類のコントロール権を当社が握ることで、商品在庫リスクを軽減できることにある。



(出所) 野村証券金融経済研究所作成

高い顧客回転率

当社の顧客の年平均購入回数は同業他社を凌駕する(図表 4-(6)-2)。当社の顧客の年間購入回数は平均 5.4 回/年で、千趣会の 2.8 回/年やニッセンの 3.1 回/年を大きく上回る。これはコレクションシステムによって、毎月継続的に当社の商品を購入する顧客が多いことに起因する。

(図表 4-(6)-2) 同業他社との顧客数、顧客単価、顧客回転率の比較

コード	社名	ユニーク顧客数 (万)	顧客平均単価 (円/回)	平均購入回数 (回/年)
3396	フェリシモ	167	6,455	<b>5.37</b>
8165	千趣会	370	13,472	2.82
8248	ニッセン	482	11,841	3.13

(注) 当社は 07.2 期、千趣会、ニッセンは 06.12 期の実績数字

(出所) 野村証券金融経済研究所作成

新規事業モデルの取り込みで顧客数拡大、商品単価上昇を狙う

ただし当社は 2 社に比べると 1 回当たりの平均購買単価が低い。その結果、顧客当たり年間平均売上高は 2 社をやや下回る水準にある。後述のように、今後会社はコレクションシステム以外のビジネスモデルを本格的に取り込み、顧客数の拡大や、商品単価の上昇を狙っていく。

【短期業績予想】

07 年 3~5 月期は広告宣伝費の前倒しで減益へ

07 年 3~5 月期の売上高は前年同期比 1% 減収の 128 億円、営業利益は同 37% 減益の 7 億円であった。春物衣料品の分野で会社の予想を上回る受注があり、一部商品の調達に間に合わず出荷が遅れたため、減収となった。減収要因に加え、広告宣伝費を 19 億円と前年同期比 2 億円多く投入したこと

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買いつけまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

から営業減益となった。

08.2期上期は会社計画を下回った可能性が高い

6~8月期は、ユニーク購入者の獲得ペースが高まったと見られる。3~5月期に広告宣伝費を積み増したことや、6月に一時的に販促媒体をDMからカタログに切り替えた効果などが背景として挙げられよう。ただし、会社想定以上に退会者数が多く発生し、増収には大きく貢献しなかった模様である。以上により、08.2期上期は売上・利益共に会社計画(売上272億円、経常利益15億円)をやや下回った可能性が高い。

08.2期は3.4%営業増益が見込まれる

08.2期は、上期の会員純増数の伸び悩みが下期にも続くという前提のもと、通期での会員純増数は19万と前期の147万から大幅に減少すると予想される。それでも売上高は前期比3%増収の559億円(会社計画は同5%増収の568億円)が見込まれ、08.2期には減価償却費負担も大きくは増えないことから、営業利益は同3%増益の33億円(会社の経常利益計画は同11%増益の38億円)が予想される。

【中期見通し】

向こう3年の設備投資の計画

当社は08.2期から向こう3年で約65億円の設備投資を予定している(図表4-(6)-3)。業務インフラに関するものが40億円、ネット化対応に関するものが12億円、新規ビジネスに関するものが12億円である。08.2期は5億円弱の投資に留まるが、09.2期、10.2期にそれぞれ30億円前後が予定されている。09.2期以降は減価償却費負担が重くなることに留意したい。

(図表4-(6)-3) 今後の設備投資の計画

	具体的な投資内容	投資金額(億円)		
		08.2期	09.2期	10.2期
業務インフラ整備に関する投資 (投資総額40億円)	・ホストコンピュータのバージョンアップ ・物流システムのリプレイス ・マーケティングデータベースの構築	1.0	10.0 2.8 5.5	15.0 5.2
ネット化対応に関する投資 (投資総額12億円)		3.5	3.5	5.5
新ビジネスモデル構築に関する投資 (投資総額12億円)	・コラボレーションシステムの構築 ・コネクションシステムの構築		5.2 5.3	

(注) 投資金額はハードウェア投資とソフトウェア投資の合計

(出所) ヒアリング等により野村証券金融経済研究所作成

通常の通販モデルにも参入

コレクションシステムは当社のユニークな事業として今後も継続されよう。他方、顧客が商品を選べて、「何がいつ届けられる」かが事前に明らかな、通常の通販モデル「コネクションシステム」にも本格的に取り組んでいく見込みである。「コネクションシステム」のシステム構築は09.2期に予定されており、10.2期から業績寄与が見込まれる。また、大型の家具、食品や花卉などの生鮮類など従来当社で取り扱ってこなかった商品の取り扱い「コラボレーションシステム」も同時期に開始が見込まれている。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



男性やシニアなど、顧客層を拡大

現在、顧客ターゲットの中心は20～30代の女性であるが、男性やシニア層など、顧客層の拡大を指向している。既に20代の顧客向けのカタログ誌「haco.」には、別冊として男性向けのカタログも同梱されている。今後、「コネクションシステム」、「コラボレーションシステム」といった新規ビジネスモデルの取り込みと顧客層の拡大の二方向で当社の事業領域の拡がり期待される。

会社の中期計画と野村予想

会社は中期経営計画で10.2期の売上高を678億円、経常利益を59億円と計画している。09.2期は新規事業導入などにあたって先行投資費用が嵩むものの、前期比18%経常増益が計画されている。10.2期は新規事業が稼働し始めるとの目論見のもと、同32%経常増益と大幅な増益が計画されている。我々は09.2期から新規事業の効果が徐々に顕在化してくるとみているが、同時に減価償却費が増加するため営業利益は同横ばいの33億円、10.2期でも39億円と同20%営業増益に留まると予想している。

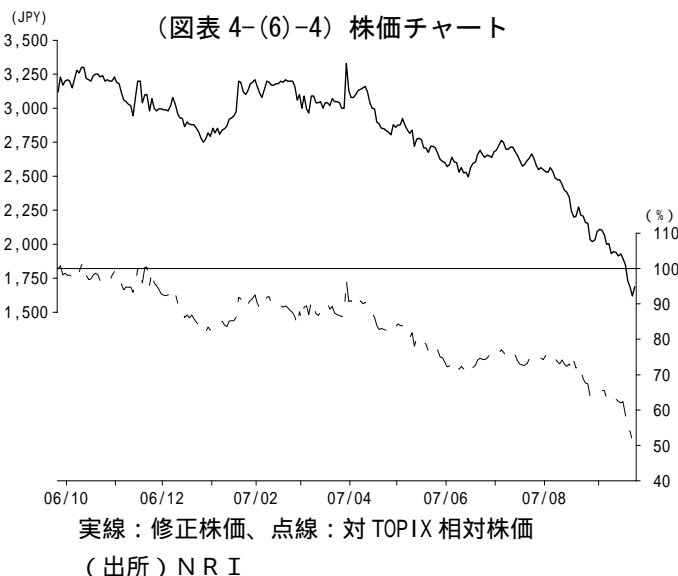
今後の現預金の使途に注目

07年5月末時点で純現金は157億円まで積み上がっており、時価総額169億円をやや下回る水準となっている。前述のように、業務インフラ整備などに伴い、08.2期から向こう3年で約65億円の設備投資が予定されている。それでも当社の通販ビジネスモデルは、基本的には現預金が積み上がっていく仕組みとなっている。今後は同業のM&Aなど、システム投資以外での現預金の使途に注目したい。

【リスク要因】

コレクションシステムに関心ある潜在顧客を想定以上に早く取り尽くしてしまう可能性

我々は、当社のユニークなビジネスモデルであるコレクションシステムは、万人に支持されるものとは考えていない。コレクションシステムに関心のある潜在的な顧客数を推定するのは困難だが、それをある程度取り尽くした後は、中長期的に当社の業績拡大の潜在力は遞減しよう。当社は今後コレクションシステム以外の通常の通販モデルをも積極的に採用していく方針であるが、コレクションシステムの顧客誘引力が想定以上に早く失われた場合には、業績が下振れる可能性がある。



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちによるポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(6)-5) 業績予想

【連結損益計算書】	(百万円)					
	05.2	06.2	07.2	08.2 予	09.2 予	10.2 予
売上高	50,935	52,949	54,166	55,880	57,740	62,010
(前期比)	5.0%	4.0%	2.3%	3.2%	3.3%	7.4%
ユニーク購入者数(千)	1,379	1,524	1,671	1,690	1,790	1,950
(前期比)	8.8%	10.5%	9.6%	1.1%	5.9%	8.9%
(純増数)	111	145	147	19	100	160
顧客当たり購入回数(回/年)	6.00	5.73	5.37	5.30	5.28	5.26
(前期比)	-4.8%	-4.5%	-6.3%	-1.3%	-0.4%	-0.4%
平均単価(千円/回)	6.52	6.43	6.46	6.40	6.41	6.43
(前期比)	0.2%	-1.4%	0.3%	-0.9%	0.2%	0.3%
売上総利益	26,481	27,445	28,001	28,890	29,850	32,060
(売上比)	52.0%	51.8%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%
販売管理費	24,192	24,279	24,847	25,630	26,590	28,140
(売上比)	47.5%	45.9%	45.9%	45.9%	46.1%	45.4%
広告費	6,994	7,521	7,994	8,270	8,550	9,180
(売上比)	13.7%	14.2%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
運送費	3,211	3,331	3,413	3,520	3,640	3,910
(売上比)	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
人件費	4,676	4,768	4,770	4,990	5,320	5,650
(売上比)	9.2%	9.0%	8.8%	8.9%	9.2%	9.1%
減価償却費	687	688	757	950	1,180	1,500
その他	8,624	7,971	7,913	7,900	7,900	7,900
営業利益	2,288	3,166	3,154	3,260	3,260	3,920
(前期比)	-15.3%	38.3%	-0.4%	3.4%	0.0%	20.2%
(売上比)	4.5%	6.0%	5.8%	5.8%	5.6%	6.3%
営業外収支	134	235	261	190	210	230
金融収支	-77	-38	6	10	10	20
為替差損益	-8	147	75	0	0	0
その他	220	126	179	180	200	210
経常利益	2,422	3,401	3,415	3,450	3,470	4,150
(前期比)	-12.8%	40.4%	0.4%	1.0%	0.6%	19.6%
(売上比)	4.8%	6.4%	6.3%	6.2%	6.0%	6.7%
特別利益	28	1	398	0	0	0
特別損失	-25	-86	-127	0	0	0
税引利益	2,425	3,316	3,687	3,450	3,470	4,150
税金等	1,179	1,524	1,761	1,660	1,670	1,990
(税率)	48.6%	46.0%	47.8%	48.1%	48.1%	48.0%
税引利益	1,246	1,792	1,926	1,790	1,800	2,160
(前期比)	11.6%	43.8%	7.5%	-7.1%	0.6%	20.0%
(売上比)	2.4%	3.4%	3.6%	3.2%	3.1%	3.5%
EPS(円)	596.6	210.6	192.4	178.5	179.5	215.4
DPS(円)	10.0	15.0	30.0	30.0	30.0	30.0
配当性向	1.7%	7.1%	15.6%	16.8%	16.7%	13.9%

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】

(百万円)

	05.2	06.2	07.2	08.2	09.2	10.2
				予	予	予
流動資産	22,191	29,051	29,437	31,600	31,660	33,880
手元流動性	11,864	17,667	18,076	19,880	19,550	20,870
売上債権	4,890	5,395	5,313	5,480	5,660	6,080
棚卸資産	4,682	5,246	5,212	5,380	5,560	5,970
その他	755	744	836	860	890	960
固定資産	12,873	12,524	13,155	12,750	14,870	16,070
有形固定資産	9,122	8,869	8,656	8,550	9,700	10,460
無形固定資産	841	1,235	1,834	1,400	2,270	2,610
投資等	2,909	2,420	2,666	2,800	2,900	3,000
資産合計	35,064	41,576	42,593	44,350	46,530	49,950
負債	20,539	20,975	20,130	20,400	21,080	22,640
買掛債務	11,992	12,472	12,797	13,200	13,640	14,650
有利子負債	2,127	1,240	350	0	0	0
その他	6,421	7,262	6,983	7,200	7,440	7,990
純資産	14,525	20,601	22,462	23,950	25,450	27,310
負債・純資産合計	35,064	41,576	42,593	44,350	46,530	49,950
ネット有利子負債	-9,737	-16,426	-17,726	-19,880	-19,550	-20,870
BPS(円)	1,746.0	2,058.7	2,239.0	2,387.9	2,537.4	2,722.9

<財務指標>

ROE (%)	8.9	10.2	8.9	7.7	7.3	8.2
税引利益率 (%)	2.4	3.4	3.6	3.2	3.1	3.5
総資産回転率(回/年)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
財務レバレッジ(倍)	2.6	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8

【連結キャッシュフロー計算書】

(百万円)

	05.2	06.2	07.2	08.2	09.2	10.2
				予	予	予
営業キャッシュフロー	-921	2,653	2,252	3,876	2,871	3,921
税引利益	1,246	1,792	1,926	1,790	1,800	2,160
減価償却費	688	690	766	950	1,180	1,500
運転資本増減	-2,890	-565	432	68	80	180
売掛債権	-1,081	-493	89	-167	-180	-420
棚卸資産	-352	-548	62	-168	-180	-410
買掛債務	-1,457	476	280	403	440	1,010
その他	35	736	-873	1,068	-189	81
投資キャッシュフロー	1,180	105	-1,689	-100	-2,900	-2,300
有形固定資産の取得	-32	-66	-158	-200	-1,600	-1,300
無形固定資産の取得	-280	-452	-898	-200	-1,600	-1,300
その他	1,492	623	-633	300	300	300
財務キャッシュフロー	-1,441	3,131	-1,041	-651	-301	-301
有利子負債増減	-1,420	-887	-890	-350	0	0
配当金の支払	-21	-21	-149	-301	-301	-301
増資、自己株式増減など	0	4,039	-1	0	0	0
期末手元流動性	11,290	17,201	16,755	19,880	19,550	20,870
手元流動性増減	-1,195	5,911	-446	3,125	-330	1,320

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(7) 日医工 (4541、レーティング：2、¥2,340 大証)

漆原 良一

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	円
05.11	24,299	32.8	2,660	3.8	2,508	-1.0	1,257	8.8x	44.5
06.11	29,254	20.4	3,687	38.6	3,473	38.4	2,406	91.5	85.7
07.11予想	32,600	11.4	4,310	16.9	4,580	31.9	2,540	5.6	81.4
会社予想	33,000	12.8	4,100	11.2	4,100	18.1	2,450	1.8	78.5
08.11予想	35,800	9.8	5,370	24.6	5,370	17.2	3,220	26.8	103.2
09.11予想	39,500	10.3	6,610	23.1	6,610	23.1	3,960	23.0	126.9

(出所) 野村證券金融経済研究所

ジェネリック薬メーカーの中では3位に位置する。ブランド薬メーカーから長期収載品を継承することで事業構造の安定を図り、病院市場における注射剤ジェネリック薬の拡大で収益力の強化を図っている。08.11期予想ベースの連結PERは23倍と、カバーする医薬品19社平均の18倍より28%高い水準にある。一方、今後3年間のEPS成長率は年率23%と、カバレッジ19社平均の8%を大きく上回る見通しである。今後、着実な利益成長性が予想されることから、業界平均に対して50%のプレミアム付与は可能と考える。株価は割安な水準にある上に、08年4月の薬価改定に向けジェネリック薬が注目を集めるの公算が大きく、レーティング「2」で推奨している。

【事業内容】

ジェネリック薬の大手メーカー 業界3位のジェネリック薬メーカーである。ジェネリック薬とは特許が切れた医薬品のことで、先発薬であるブランド薬よりも安価に提供できることがメリットである。英語の「一般名」という「generic」を使い、ジェネリック薬と言われる。特許を有する新薬・ブランド薬の開発には15年の期間と300億円の費用がかかるとされるが、ジェネリック薬では2年弱の試験で費用は5,000万円程度で済む(図表4-(7)-1)。その分だけ製造原価が安くなり、ブランド薬よりも安い価格で提供できる。

(図表4-(7)-1) 安価に提供できる薬剤

先発と後発の違い	新薬	ジェネリック薬
物質特許	あり	なし
研究開発費	300億円/品目	5,000万円/品目
開発期間	15年	1.5年
薬価	100	40
生産	少品種大量生産	多品種少量生産
販売	卸	直販・販社・卸
ユーザー	調剤薬局 病院・診療所	調剤薬局 診療所・病院
市場規模	6兆円	3,000億円

(注) 薬価の数値は新薬を100とした場合の値

(出所) 野村證券金融経済研究所

本格拡大するジェネリック薬 医療費抑制の号令のもと、安価なジェネリック薬の普及促進はさらに進むと考える。現時点では、日本のジェネリック薬の市場規模は小さい。2004年度において処方箋数量ベースでは16.8%、金額ベースでは5.2%のシェアに留まった。国内医療用医薬品の市場が約6兆円と言われていることから、ジェネリック薬市場は約3,000億円程度である。07年10月から本格化する中央社会保険医療協議会では、ジェネリック薬の活用促進が議論され、

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村證券は、このレポートから直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

08年4月には処方箋様式の再変更が見込まれる。ジェネリック薬市場は本格的な拡大基調に入り、医薬品産業に構造変革をもたらすと考えている。

【強み】

DPC 市場への注力

日医工が戦略領域として注力しているのが、DPC (診断群分類別包括評価 (Diagnosis Procedure Combination)) 対応病院での注射剤事業である。DPC 対象病院では、取り扱う薬剤の約 8 割が注射剤であり、ジェネリック薬の使用が急拡大している。施設数の増加から、DPC 市場でのジェネリック薬の注射剤の急拡大が見込まれるため、日医工はグループの注射製造機能を子会社のマルコ製薬の春日井工場に集約し、08年7月までに生産能力を 2.5 倍に引き上げる予定である。DPC とは、診断 (Diagnosis) と診療行為 (Procedure) を組み合わせ (Combination)、患者の疾患毎の診断群によって一日当たりの医療費が計算されるシステムである。平均在院日数の短縮が医療機関の報酬の増加に繋がるなどの、医療の効率化を進めるシステムも組み込まれている。現在の DPC 対象病院は 360 施設、DPC 準備病院は 375 施設であるが、08年4月以降の DPC 対象病院は 671 施設、DPC 準備病院が 700 施設となる。

長期収載品の受け皿会社

日医工は、長期収載品の継承を積極化している。長期の視点では、長期収載品の薬価が引下げられていくと考えられ、ブランド薬メーカーは売上規模の小さい長期収載品をジェネリック薬メーカーへ売却することが考えられる。ジェネリック薬メーカーからすると、年間売上が数億円の薬剤でも、ジェネリック薬に比べると大型薬剤である。投資効率が見合うのであれば、長期収載品を譲り受ける形態が考えられる。

(図表 4-(7)-2) 上場 4 社の主要経営指標

コード 企業名 決算期	4541 日医工		4553 東和薬品		4554 富士製薬工業		4555 沢井製薬		
	05.11期	06.11期	06.3期	07.3期	05.9期	06.9期	06.3期	07.3期	
業績動向 (億円)	売上高	243	293	242	292	101	112	266	343
	営業利益	27	37	24	44	10	15	43	47
	営業利益率	10.9	12.6	9.9	15.1	9.8	13.6	16.2	13.7
販路別売上 構成比 (%)	病院	24	24	11	11	-	-	25	22
	診療所	41	36	64	63	-	-	43	37
	保険薬局	23	28	21	24	-	-	29	39
	その他	12	12	4	3	-	-	3	2
財務指標 回転期間 (日)	売上債権	134	133	165	139	143	146	153	152
	棚卸資産	62	70	99	95	71	77	114	124
	支払債務	59	66	63	49	54	55	61	50

(注) 営業利益率は%表示  
(出所) 野村證券金融経済研究所

【短期業績予想】

07.11 期：通期営業利益は 43 億円へ拡大

07.11 期の通期業績は会社計画では売上高 330 億円、営業利益 41 億円である。我々は、各々 326 億円と 43 億円を予想する。07.11 月期の新製品は、7 月に追補収載されたオノン (抗喘息薬：一般名 プランルカスト) とジルテック (抗アレルギー剤：同塩酸セチリジン) のジェネリック薬であり、両剤の会社売上計画は 7 億円である。オノンのジェネリック薬の初期出荷は 1 億円弱となろう。ジルテックは既に競合他社での値引き競争が始まっており、売上寄与は大きくないであろう。しかし、経費の効率使用などから利

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

益水準は会社計画を上回ると予想する。

08.11期：営業利益は50億円を超える水準に  
08.11期は売上高358億円(前期比10%増収)、営業利益54億円(同25%増益)と予想する。08年4月の薬価改定で、当社のジェネリック薬は10%の引下げになる前提とした。薬価改定による原価率の上昇を見込み、粗利益率を07.11期の47.4%から08.11期は47.0%へ低下すると予想した。しかし、販売管理費の増加は、人件費の増加程度に留まろう。野村では08.11期の営業利益を、田村社長が数年前に目指していた50億円を超える54億円と予想する。

アムロジピンのジェネリック薬登場  
08年7月にアムロジン/ノルバスク(降圧薬：同アムロジピン)のジェネリック薬が登場する見通しである。我々の予想では、アムロジン/ノルバスクは08.3期で1,890億円まで売上の拡大が見込まれる国内最大の薬剤である。その薬剤の国内特許が08年3月に切れるため、ジェネリック薬メーカー各社がジェネリック薬を発売しよう。ジェネリック薬全体として、09.3期で50億円の売上を予想する。日医工の市場シェアが約10%であることから、単純計算で5億円の売上が予想される。

【中期見通し】

09.11期：営業利益は66億円まで拡大  
09.11期は売上高395億円、営業利益66億円と予想する。DPC対応病院への注射剤の安定した納入から業績の変動が小さくなると考え、売上高は前期比10%増収、営業利益は同23%増益を予想する。中期経営計画である「Pentagon2009」では、以下の5つの指標が掲げられている。国内売上高順位50位以内、自己資本比率40%以上、配当性向30%以上、営業利益62億円以上、クレーム・欠品ゼロである。我々の予想では、とは達成可能と考えている。は資産効率の上昇が必要であり、現段階では達成は難しいと考えられる。

DPC市場への本格対応で業績拡大  
大型ブランド薬の特許切れもアムロジピン(降圧薬：一般名)で一巡し、以降は各社の事業戦略の違いが業績動向に表れると考える。日医工のDPC市場での事業戦略は、差別化戦略の段階に入る。ニプロ(8086、レーティング：3、¥2,195)との協業で、07年4月から単純な注射剤の開発だけでなく、プレフィルドシリンジや、薬剤との混合が容易なバッグ製剤の販売も積極化している。前述のように、DPC対応病院は08年4月以降で1,400施設近い病院に達し、DPC市場でのジェネリック薬の注射剤事業の拡大機会は大きい。早期対応が、業績に寄与し始めると考える。

11.11期に営業利益95億円を予想  
中期的にも好調な業績拡大が予想される。売上高は10.11期に434億円、11.11期に477億円を見込み、営業利益は10.11期に79億円、11.11期に95億円を予想する。DPC市場での注射剤の納入が安定的に拡大し、中期業績拡大の大きな牽引要因となり、営業利益率は11.11期で20%まで上昇することが見込まれる。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

ブランド薬メーカーを  
超える利益水準

中期業績をブランド薬メーカーと比較した場合、日医工の業績水準は、キッセイ薬品工業(4547、同:3、¥2,125)を上回ると野村では予想する。キッセイ薬品工業の08.3期の営業利益は40億円、12.3期では長期収載品の薬価引下げの影響から41億円が見込まれる。一方、日医工の営業利益は07.11期の43億円から5年後には100億円を窺う水準まで拡大すると予想される。ジェネリック薬の市場拡大が、ジェネリック薬メーカーの業績を一気に押し上げる典型的な例になると考えられる。

【リスク要因】

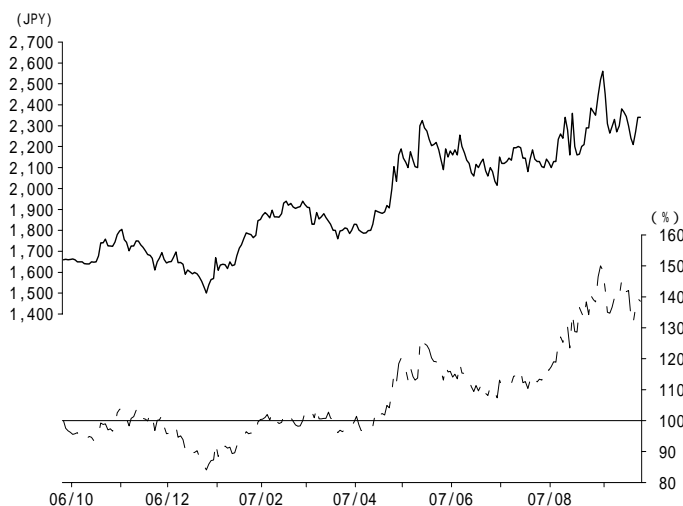
①大幅な薬価引下げ

リスク要因の1点目としては、ジェネリック薬全体の薬価の大幅な引き下げが実施された場合がある。薬価改定の影響は、08年4月と10年4月で10%の引下げと予想している。しかし、薬価改定に関する決定権は行政サイドにあり、想定外の大幅引下げがジェネリック薬メーカーに課される可能性は否定できない。10%と見込んでいる薬価改定率が、20%を超えてくると業績拡大は難しくなり、ブランド薬メーカーに対する株価評価のプレミアム付与は考えられないことになる。

②長期収載品の大幅引下げ

我々は、長期収載品の薬価改定率について長期収載品となった初回の改定が15%、その他の長期収載品が10%の改定率を想定している。この想定を上回る改定率が実施された場合、長期収載品のジェネリック薬化が急速に進み、ブランド薬メーカーとの競合によりジェネリック薬メーカーの業績は圧迫されるであろう。長期収載品はブランド薬メーカーにとって収益性の高い薬剤である。長期収載品の薬価を20%、30%と大幅引に下げた場合、ブランド薬メーカーの業績も一気に悪化するため、薬価の大幅引下げは可能性としては低いと考えている。

(図表 4-(7)-3) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価  
(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(7)-4) 業績予想

連結損益計算書 (単位:百万円)	04.11 通期	05.11 通期	06.11 通期	07.11予 通期	08.11予 通期	09.11予 通期	10.11予 通期	11.11予 通期
売上高	18,296	24,299	29,254	32,600	35,800	39,500	43,400	47,700
売上原価	9,449	12,870	15,485	17,150	18,970	20,930	23,000	25,290
売上総利益	8,847	11,430	13,770	15,440	16,830	18,570	20,400	22,410
販管費	6,284	8,769	10,083	11,120	11,460	11,960	12,460	12,960
人件費	1,590	2,196	3,036	3,430	3,600	3,700	3,800	3,900
研究開発費	922	1,019	1,151	1,560	1,600	1,700	1,800	1,900
販売促進費	1,830	2,873	3,245	3,560	3,650	3,850	4,050	4,250
その他	1,942	2,681	2,651	2,570	2,600	2,700	2,800	2,900
営業利益	2,563	2,660	3,687	4,310	5,370	6,610	7,940	9,450
経常利益	2,532	2,508	3,473	4,580	5,370	6,610	7,940	9,450
特別利益	672	1	0	10	0	0	0	0
特別損失	3,147	391	51	460	0	0	0	0
税前利益	58	2,118	3,422	4,130	5,370	6,610	7,940	9,450
税金等	-85	861	1,016	1,540	2,150	2,650	3,180	3,780
当期利益	143	1,257	2,406	2,540	3,220	3,960	4,760	5,670
前期比(%)								
売上高	3.7	32.8	20.4	11.4	9.8	10.3	9.9	9.9
売上原価	6.6	36.2	20.3	10.8	10.6	10.3	9.9	10.0
売上総利益	0.7	29.2	20.5	12.1	9.0	10.3	9.9	9.9
販管費	5.3	39.6	15.0	10.3	3.1	4.4	4.2	4.0
人件費	9.3	38.1	38.2	13.0	5.0	2.8	2.7	2.6
研究開発費	3.3	10.5	13.0	35.5	2.6	6.3	5.9	5.6
販売促進費	7.9	57.0	12.9	9.7	2.5	5.5	5.2	4.9
その他	0.9	38.0	-1.1	-3.1	1.2	3.8	3.7	3.6
営業利益	-9.0	3.8	38.6	16.9	24.6	23.1	20.1	19.0
経常利益	8.0	-1.0	38.4	31.9	17.2	23.1	20.1	19.0
税前利益	-97.6	36.5x	61.6	20.7	30.0	23.1	20.1	19.0
当期利益	-93.9	8.8x	91.5	5.6	26.8	23.0	20.2	19.1
売上比(%)								
売上総利益	48.4	47.0	47.1	47.4	47.0	47.0	47.0	47.0
販管費	34.3	36.1	34.5	34.1	32.0	30.3	28.7	27.2
人件費	8.7	9.0	10.4	10.5	10.1	9.4	8.8	8.2
研究開発費	5.0	4.2	3.9	4.8	4.5	4.3	4.1	4.0
販売促進費	10.0	11.8	11.1	10.9	10.2	9.7	9.3	8.9
その他	10.6	11.0	9.1	7.9	7.3	6.8	6.5	6.1
営業利益	14.0	10.9	12.6	13.2	15.0	16.7	18.3	19.8
経常利益	13.8	10.3	11.9	14.0	15.0	16.7	18.3	19.8
税前利益	0.3	8.7	11.7	12.7	15.0	16.7	18.3	19.8
当期利益	0.8	5.2	8.2	7.8	9.0	10.0	11.0	11.9
実効税率(%)	-	40.7	29.7	37.3	40.0	40.1	40.1	40.0

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



連結貸借対照表 (単位:百万円)	04.11 通期	05.11 通期	06.11 通期	07.11予 通期	08.11予 通期	09.11予 通期	10.11予 通期	11.11予 通期
流動資産合計	13,294	16,168	22,487	25,230	27,243	29,816	33,690	38,433
現金及び預金	1,005	738	4,055	3,936	4,602	6,040	7,663	9,925
受取手形及び売掛金	7,863	10,018	11,268	12,368	13,582	14,986	16,466	18,097
有価証券	36	1	1	1	1	1	1	1
棚卸資産	3,442	4,861	6,319	8,094	8,241	7,990	8,779	9,648
繰延税金資産	751	408	706	706	706	706	706	706
その他	522	362	274	274	274	274	274	274
貸倒引当金	-326	-219	-135	-149	-163	-180	-198	-217
固定資産合計	7,204	11,339	12,196	12,594	14,208	15,613	16,335	16,963
有形固定資産合計	5,525	8,849	9,871	10,269	11,883	13,288	14,010	14,638
無形固定資産合計	136	92	100	100	100	100	100	100
投資その他の資産合計	1,543	2,398	2,225	2,225	2,225	2,225	2,225	2,225
資産合計	20,498	27,507	34,683	37,824	41,451	45,428	50,024	55,395
流動負債合計	10,897	14,035	16,210	17,041	18,259	19,462	20,733	22,151
支払手形及び買掛金	3,209	4,690	5,874	6,196	6,804	7,507	8,248	9,065
短期借入金	4,909	5,653	6,303	6,303	6,303	6,303	6,303	6,303
未払法人税等	64	762	1,031	1,540	2,150	2,650	3,180	3,780
引当金	25	36	48	48	48	48	48	48
その他	2,691	2,894	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954
固定負債合計	5,455	7,730	10,509	10,509	10,509	10,509	10,509	10,509
社債	0	0	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
長期借入金	3,909	3,883	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
繰延税金負債	0	854	828	828	828	828	828	828
退職給付引当金等	1,456	1,958	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
連結調整勘定	0	948	532	532	532	532	532	532
その他	89	87	78	78	78	78	78	78
負債合計	16,352	21,941	26,969	27,550	28,768	29,971	31,242	32,659
純資産	4,146	5,566	7,714	10,274	12,683	15,457	18,782	22,736
負債及び純資産合計	20,498	27,507	34,683	37,824	41,451	45,428	50,024	55,395
BPS (円)	150.5	197.7	272.7	329.3	406.5	495.4	602.0	728.7
連結キャッシュフロー表 (単位:百万円)	04.11 通期	05.11 通期	06.11 通期	07.11予 通期	08.11予 通期	09.11予 通期	10.11予 通期	11.11予 通期
営業活動によるCF	1,478	2,965	1,937	2,184	3,696	4,749	4,809	5,697
税金等調整前当期純利益	58	2,118	3,422	4,130	5,370	6,610	7,940	9,450
減価償却費	455	514	763	794	886	1,095	1,278	1,372
運転資本増減	-1,127	-90	-1,253	-2,554	-753	-449	-1,527	-1,684
売上債権の増減額	-1,210	-1,829	-958	-1,100	-1,214	-1,404	-1,480	-1,631
棚卸資産の増減額	11	-216	-1,322	-1,775	-147	252	-789	-870
仕入債務の増減額	72	1,955	1,027	321	608	703	741	817
その他	2,092	423	-995	-186	-1,806	-2,508	-2,882	-3,441
投資活動によるCF	1,302	-1,631	-1,016	-1,500	-2,500	-2,500	-2,000	-2,000
設備投資額	-326	-1,175	-866	-1,500	-2,500	-2,500	-2,000	-2,000
その他	1,629	-456	-149	0	0	0	0	0
財務活動によるCF	-3,070	-1,669	2,337	-337	-530	-811	-1,186	-1,435
支払配当金	-168	-165	-281	-337	-530	-811	-1,186	-1,435
借入金増減	-2,404	-1,354	-611	0	0	0	0	0
その他	-499	-150	3,229	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物に係る換算差	0	0	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	-290	-335	3,258	347	666	1,438	1,623	2,262
現金及び現金同等物期首残高	888	598	331	3,589	3,936	4,602	6,040	7,663
現金及び現金同等物期末残高	598	331	3,589	3,936	4,602	6,040	7,663	9,925

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券を、このレポートの発行日より前に、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また、野村証券は、このレポートの発行日より前に、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(8) リゾートトラスト (4681、レーティング : N→3、¥2,390)

大原 一真

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	82,635	11.4	10,881	20.9	10,894	21.5	4,812	7.6	98.3
07.03	97,045	17.4	13,804	26.9	13,763	26.3	6,700	39.2	131.9
08.03予想	109,300	12.6	15,100	9.4	15,100	9.7	8,600	28.4	170.7
会社予想	108,300	11.6	-	-	15,000	9.0	8,500	26.9	169.2
09.03予想	109,700	0.4	15,400	2.0	15,400	2.0	8,800	2.3	175.6
10.03予想	131,700	20.1	19,200	24.7	19,200	24.7	10,900	23.9	217.5

(出所) 野村證券金融経済研究所

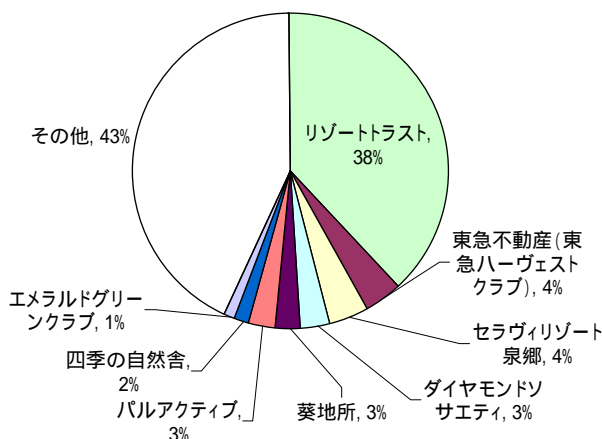
当社は、会員制リゾートクラブ市場のトップ企業である。高品質のリゾート施設・サービスを提供することで会員の満足度が高い。当社は、2000年代に入り、同市場が伸び悩む中でシェアを拡大し高成長を遂げてきた。今後もリゾート施設開業により利益拡大が予想される。ただし、08.3期は、「東京ベイコート倶楽部」の営業強化費用の増加で前期比9%営業増益、09.3期は施設の開業時に一括計上される不動産売上が大型施設の開業がなく減少するため、同2%営業増益に留まる見込みである。当社の08.3期予想基準PERは14倍と、NOMURA400サービスの23倍を下回るが、08.3期と09.3期の平均営業増益率は6%と、NOMURA400サービスの07年度と08年度の平均営業増益率8%を下回るため、レーティング「3」としている。なお、08年4月には、新中期経営計画が公表される予定で、新規事業への進出が見込まれる。9月27日付けでレーティング「3」としてフォローを開始した(詳細は9月27日発行のレポート「リゾートトラスト」No07-333を参照)。

【事業内容】

高級リゾートを進化させる 87年に高級会員制リゾート「エクシブ鳥羽」を、2000年には複合型総合リゾート「グランドエクシブ マリン&タラソリゾート エクシブ初島」を開業して、高級リゾートを進化させている。07年6月末現在、高級会員制リゾート「エクシブ」の18ヶ所を含め全40ヶ所でホテルを運営し、会員数は12万人を超えている。

圧倒的なシェアを持つ 06年の会員制リゾートクラブの市場規模は2,280億円と推定される(リゾート白書2007)。当社は38%のシェアを持ち、2位の東急不動産(8815、レーティング:3、¥1,088)以下を大きく引き離している(図表4-(8)-1)。

(図表4-(8)-1) 06年の会員制リゾートクラブ市場と主要各社の売上シェア



(注) 1. 会員制リゾートクラブの06年の市場規模に、各社の06年度データを合成  
 2. リゾートトラストの売上は、会員権事業とホテル・レストラン等事業の合計  
 (出所) リゾート白書2007、各社資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

主力は会員権事業

当社の主力事業は、営業利益構成の81%を占める会員権事業である(図表4-(8)-2)。会員権事業は、「エクシブ」などのリゾート会員権を販売している。「エクシブ」の標準的なビジネスモデルは不動産、建物などに200億円を投資して、450億円で販売する。契約額の40%は登録料として契約時に売上に計上され、同50%は「エクシブ」開業まで繰延べられ開業時に不動産売上として一括計上される。残りの10%は預かり保証金として契約時に負債に計上され、30年間の定率償却となる。

(図表4-(8)-2) 事業別売上・営業利益構成 (07.3期)

(単位:百万円)

	売上高		営業利益		
	金額	構成比	金額	構成比	利益率
会員権事業	41,927	43.2%	11,130	80.6%	26.5%
ホテルレストラン等事業	45,080	46.5%	1,819	13.2%	4.0%
ゴルフ事業	5,298	5.5%	200	1.4%	3.8%
メディカル事業	4,518	4.7%	333	2.4%	7.4%
その他	220	0.2%	320	2.3%	145.5%
合計	97,045	100.0%	13,804	100.0%	14.2%

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

平均会員権価格は約1,600万円

「エクシブ」の標準モデルの客室は200室で、1室14人の会員が所有するため、1ヶ所の総会員数は2,800人である。1口当たりの平均会員権価格は約1,600万円と計算される。「エクシブ京都八瀬離宮」の場合、客室は210室を2,940人の会員を募集し、会員権価格は700~3,100万円である。

ホテルレストラン等事業

ホテルレストラン等事業は当社のリゾートホテルのレストラン運営に関連する売上で、宿泊稼働率が重要なポイントとなる。また、名古屋、大阪の3ヶ所でビジネスホテル「トラスティ」を運営している。

メディカル事業を新しい事業の柱へ

メディカル事業は、94年に開始した会員制の健康診断サービスである。PET(ポジトロン断層撮影)/CT(コンピュータ断層撮影)などの最先端機器を使用し、がんの早期発見などで大きな成果を上げている。通常、がん検診は肺や大腸などの部位別に行われるが、PET/CTは、1回の検査で全身のがんの検査が可能である。「グランドハイメック倶楽部」の3ヶ所に加え、07年3月に「東京ミッドタウンメディカルセンター」を開設した。今後の成長事業として期待される分野である。

【強み】

リゾート業界で圧倒的な地位を築く

当社は会員制リゾート業界で圧倒的な地位を誇っている。この地位を獲得できたのは、会員の持分に応じた施設の年間占有使用権を保証した「タイム・シェアリング・システム」を国内で初めて導入するなど、業界に先駆けてリゾートを進化させている点にある。顧客の8割は既存顧客からの紹介で、当社のリゾートホテルに対する顧客満足度の高さが顧客の紹介に繋がっていると考えられる。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【短期業績予想】

08年3月に「東京ベイコート倶楽部」が開業へ  
 08.3期の売上高は前期比13%増収の1,093億円、営業利益は同9%増益の151億円と予想する。会員権事業は「エクシブ」、「サンクチュアリ・ヴィラ」(会員権販売総額100億円規模のリゾート)の着工をそれぞれ1ヶ所ずつ、「東京ベイコート倶楽部」の開業を1ヶ所として、同18%増収、同4%営業増益を予想する。同事業の営業増益率が07.3期の同52%増益に比べて鈍化するの、会員権販売が会社計画に対して遅れている「東京ベイコート倶楽部」の営業を強化するため、東京本社に専属の販売部隊の設置やテレビCMなどの費用を織り込んだためである(図表4-(8)-3)。

ホテルレストラン等事業、メディカル事業は好調  
 ホテルレストラン等事業は、06年11月に開業した「エクシブ京都八瀬離宮」が通期で寄与してくることにより、同32%営業増益を見込む。メディカル事業は06年11月の「ハイメディック・東大病院」、07年3月の「東京ミッドタウンメディカルセンター」の開業により、会員の増加で、同80%営業増益を予想する。

(図表4-(8)-3) エクシブ京都八瀬離宮、東京ベイコート倶楽部

エクシブ京都八瀬離宮



東京ベイコート倶楽部 (建設中)



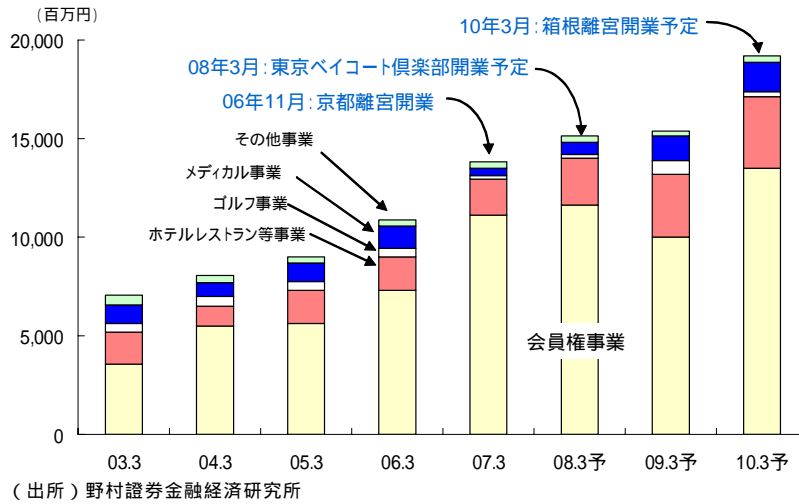
(出所) 会社ホームページより野村証券金融経済研究所

09.3期は「エクシブ」の開業がなく増益率低下  
 09.3期の売上高は前期比横ばいの1,097億円、営業利益は同2%増益の154億円と予想する。主力の会員権事業では「サンクチュアリ・ヴィラ」の開業はあるが、「エクシブ」の開業がなく、不動産売上が減少するため、同14%営業減益を予想する(次ページ図表4-(8)-4)。

ホテルレストラン事業は08年3月の「東京ベイコート倶楽部」の開業と「トラスティ」の2ヶ所での新設、ゴルフ事業は新規ゴルフ会員権の販売、メディカル事業は会員の増加により、好調に推移すると予想する。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(8)-4) 事業別営業利益の見通し



【中期見通し】

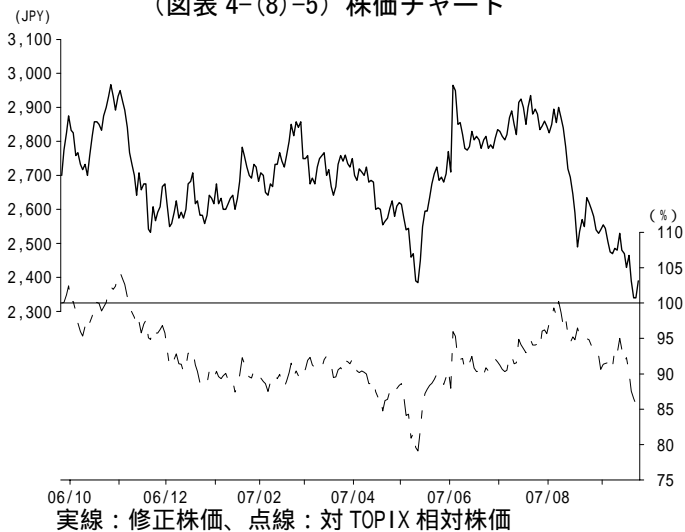
富裕層への開拓余地は依然大きい

当社の会員は12万人超で、金融資産が1億円以上の顧客が多い。野村総合研究所は、05年で金融資産から借入金を差し引いた純金融資産が1億円以上の世帯は合計86.5万世帯と推定している(野村総合研究所「新世代富裕層の「研究」」)。団塊世代の高額退職金受給者も当社の顧客ターゲットと考えられ、高級リゾート会員権販売の余地は依然大きい。また、08年4月には新中期5ヶ年計画が公表される見通しで、新たな事業分野への進出が期待される。

【リスク要因】

リスク要因としては、リゾートホテル建設用地の地価が上昇して採算に見合う物件の確保ができない場合、当社の成長に悪影響を与えよう。顧客の嗜好の変化により、会員制リゾートが選ばれない場合が考えられる。東京では、外資系ラグジュアリーホテルの進出ラッシュで「東京ベイコート倶楽部」と競合する可能性がある。従業員の確保ができない場合、サービスの質が低下して業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

(図表 4-(8)-5) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(8)-6) 業績予想

【連結売上高構成】		(単位：百万円)					
		05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
					予	予	予
売上高合計		74,181	82,635	97,045	109,300	109,700	131,700
	(前期比)	3.7%	11.4%	17.4%	12.6%	0.4%	20.1%
会員権事業		27,059	31,181	41,927	49,400	42,300	56,900
	(対売上高)	36.5%	37.7%	43.2%	45.2%	38.6%	43.2%
	(前期比)	5.3%	15.2%	34.5%	17.8%	-14.4%	34.5%
ホテルレストラン等事業		38,167	40,925	45,080	48,400	54,100	59,900
	(対売上高)	51.5%	49.5%	46.5%	44.3%	49.3%	45.5%
	(前期比)	9.2%	7.2%	10.2%	7.4%	11.8%	10.7%
ゴルフ事業		5,087	5,699	5,298	5,800	6,300	6,500
	(対売上高)	6.9%	6.9%	5.5%	5.3%	5.7%	4.9%
	(前期比)	-27.5%	12.0%	-7.0%	9.5%	8.6%	3.2%
メディカル事業		3,471	4,474	4,518	5,500	6,800	8,200
	(対売上高)	4.7%	5.4%	4.7%	5.0%	6.2%	6.2%
	(前期比)	20.9%	28.9%	1.0%	21.7%	23.6%	20.6%
その他事業		396	354	220	200	200	200
	(対売上高)	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	(前期比)	-60.1%	-10.6%	-37.9%	-9.1%	0.0%	0.0%
【連結損益計算書】		(単位：百万円)					
		05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
					予	予	予
売上高合計		74,181	82,635	97,045	109,300	109,700	131,700
	(前期比)	3.7%	11.4%	17.4%	12.6%	0.4%	20.1%
売上原価		15,969	15,617	23,199	25,900	25,900	30,800
	(対売上高)	21.5%	18.9%	23.9%	23.7%	23.6%	23.4%
売上総利益		58,212	67,017	73,845	83,400	83,800	100,900
	(対売上高)	78.5%	81.1%	76.1%	76.3%	76.4%	76.6%
販売費・一般管理費		49,213	56,135	60,040	68,300	68,400	81,700
	(対売上高)	66.3%	67.9%	61.9%	62.5%	62.4%	62.0%
営業利益		8,998	10,881	13,804	15,100	15,400	19,200
	(対売上高)	12.1%	13.2%	14.2%	13.8%	14.0%	14.6%
	(前期比)	11.7%	20.9%	26.9%	9.4%	2.0%	24.7%
経常利益		8,965	10,894	13,763	15,100	15,400	19,200
	(対売上高)	12.1%	13.2%	14.2%	13.8%	14.0%	14.6%
	(前期比)	13.0%	21.5%	26.3%	9.7%	2.0%	24.7%
特別利益		615	112	835	0	0	0
特別損失		2,000	2,821	1,775	0	0	0
税引前利益		7,580	8,185	12,823	15,100	15,400	19,200
法人税・住民税		3,083	3,350	5,972	6,400	6,500	8,200
	実効税率	41%	41%	47%	42%	42%	43%
純利益		4,497	4,835	6,851	8,700	8,900	11,000
	(対売上高)	6.0%	5.8%	6.9%	7.9%	8.0%	8.3%
	(前期比)	11.1%	7.6%	39.2%	28.4%	2.3%	23.9%
期中平均株式数(百万株)		41	47	51	50	50	50
EPS(円)		104.8	98.3	131.9	170.7	175.6	217.5
DPS(円)		28	33	38	50	55	60
BPS(円)		770	1,040	1,107	1,172	1,316	1,473
減価償却費		3,863	4,719	4,914	5,800	5,900	6,100
設備投資額		5,205	12,904	8,169	10,000	9,000	8,000

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券に基づいて、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】

(単位：百万円)

	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
				予	予	予
流動資産合計	89,886	113,597	116,886	117,737	119,952	133,492
現金・預金	30,871	42,011	35,535	26,259	27,907	24,092
有価証券	4,612	501	906	3,398	3,398	3,398
売上債権	3,683	4,378	4,438	4,965	4,983	5,982
棚卸資産	32,437	42,237	46,049	49,717	49,899	59,907
貸倒引当金	-770	-769	-900	-1,007	-1,010	-1,213
その他流動資産	19,053	25,239	30,858	34,405	34,775	41,326
固定資産合計	93,705	95,394	107,266	110,056	113,746	116,236
有形固定資産	73,242	77,430	81,216	85,416	88,516	90,416
無形固定資産	2,459	2,188	2,332	2,422	2,512	2,602
投資その他の資産	18,004	15,776	23,718	22,218	22,718	23,218
資産合計	183,593	208,993	224,153	227,793	233,698	249,728
流動負債合計	36,079	46,593	49,207	49,342	49,100	54,752
短期調達債務	17,829	20,556	17,236	16,836	15,836	16,836
その他流動負債	18,250	26,037	31,971	32,506	33,264	37,916
固定負債合計	115,177	109,707	118,202	118,258	118,261	120,645
純資産合計	32,333	52,690	56,743	60,193	66,337	74,331
負債純資産合計	183,593	208,993	224,153	227,793	233,698	249,728

【連結キャッシュフロー表】

	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
				予	予	予
法人税等調整前当期純利益	7,580	8,185	12,823	15,100	15,400	19,200
減価償却	3,863	4,719	4,914	5,800	5,900	6,100
売上債権の減少	-1,037	-6,440	-3,883	-527	-18	-999
棚卸資産の減少	792	-6,792	-206	-3,668	-182	-10,007
買入債務の増加	0	95	75	54	3	166
法人税等の支払額	-3,280	-3,170	-5,293	-6,320	-6,545	-7,365
その他	-832	14,624	8,853	1,573	3,645	846
営業キャッシュフロー	7,086	11,442	17,283	12,013	18,203	7,941
有形・無形固定資産の取得による支出	-5,205	-12,904	-8,169	-10,000	-9,000	-8,000
その他	-1,707	2,598	-15,543	-2,000	-2,000	-2,000
投資キャッシュフロー	-6,912	-10,306	-23,712	-12,000	-11,000	-10,000
有利子負債の増加	721	-3,206	-1,110	-2,400	-3,000	1,000
株式の発行による収入	1,495	11,248	1,054	231	0	0
配当金の支払額	-1,030	-1,205	-1,687	-1,911	-2,555	-2,756
その他	-519	-45	-11	-2,717	0	0
財務キャッシュフロー	667	6,792	-1,754	-6,797	-5,555	-1,756
現金および同等物の増減	846	7,947	-8,183	-6,784	1,648	-3,815

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(9) フジインコーポレーテッド (5384、レーティング：未付与、¥2,110)

池内 一

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	32,128	18.5	4,773	35.8	4,893	35.4	3,207	75.9	107.4
07.03	38,061	18.5	5,980	25.3	6,123	25.1	4,081	27.3	138.5
08.03予想	44,000	15.6	7,000	17.1	7,000	14.3	4,300	5.4	144.8
会社予想	44,100	15.9	6,810	13.9	6,870	12.2	4,270	4.6	144.3
09.03予想	48,100	9.3	8,000	14.3	8,000	14.3	5,000	16.3	168.4
10.03予想	51,900	7.9	9,000	12.5	9,000	12.5	5,600	12.0	188.6

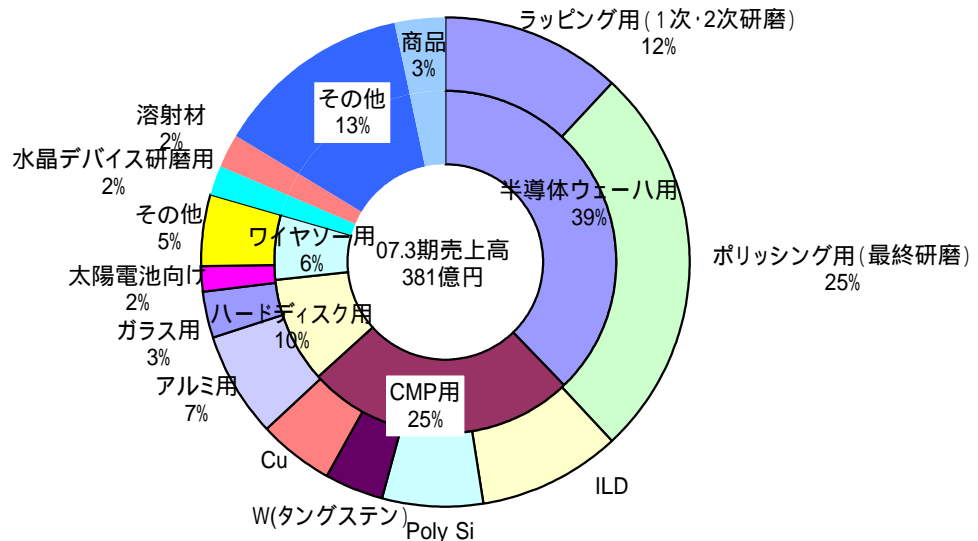
(出所) 野村證券金融経済研究所

当社は、シリコンウェーハ向けを主力とする研磨材メーカーである。300mmウェーハへの需要が高まる中、同製品向けの研磨材の売上を伸ばしてきた。さらに、半導体集積回路の表面の平坦加工材料 (CMP スラリー) の売上も伸びた。今後も CMP スラリーの需要は微細化、多層化が進む半導体集積回路市場で拡大が予想される。こうした成長市場を取り込むべく設備能力の増強も進められており、超高純度コロイダルシリカベースのスラリーを軸に一定のシェアを確保し、安定した業績の拡大が見込まれる。

【事業内容】

シリコンウェーハや半導体集積回路の研磨材を手掛ける  
 当社は、シリコンウェーハ用を軸に、ハードディスク用なども手掛ける研磨材メーカーである。近年ではウェーハ向けで培った研磨技術を基に、半導体集積回路の表面の平坦加工用材料である CMP スラリーにも注力し、売上を伸ばしている (図表 4-(9)-1)。

(図表 4-(9)-1) 売上構成



(出所) 野村證券金融経済研究所

ウェーハ向けでは圧倒的シェアを誇る  
 主力のラッピング材 (1次・2次研磨用) やポリッシング材 (最終研磨用) など半導体ウェーハ用研磨材の世界シェアは8~9割に達すると見られる。半導体需要の拡大やウェーハ口径の300mm化が進む中、当社は安定的な売上拡大を遂げてきた。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づきオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

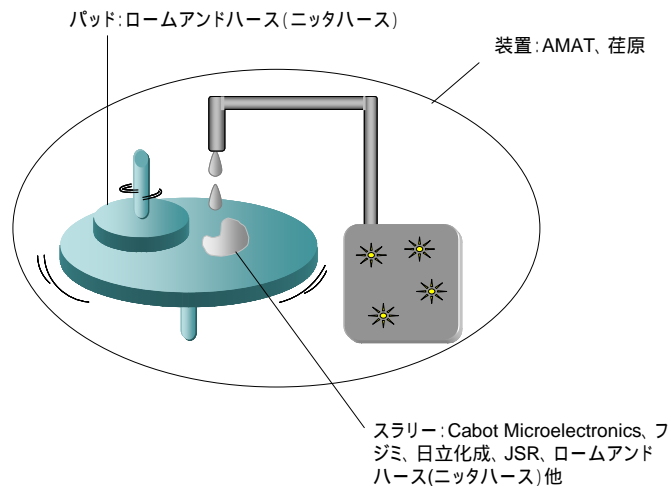


【特徴】

CMP スラリーの拡大が  
続く

業績の牽引役である CMP スラリーの売上は、数年来前期比 20%超の高成長が続いている。CMP とは Chemical Mechanical Planarization もしくは Polishing のことで、化学的機械研磨と呼ばれる。半導体集積回路の素子分離工程や回路形成工程で発生するウェーハ上の材料(シリコン酸化物被膜、層間絶縁材被膜、配線用金属被膜など)の不要な凹凸を除去し平坦化する技術である(図表 4-(9)-2)。CMP スラリーはこの工程で使用される研磨液で、CMP 装置、研磨用パッドと共に使用される。

(図表 4-(9)-2) CMP 工程



(出所) 会社資料基に野村證券金融経済研究所作成

多層化で求められる  
CMP

CMP は集積回路のウェーハスペースの効率利用や、データ伝送距離の短縮化のために多層配線を行う中で生まれた。表面に凹凸があると、配線層間で絶縁不良などが生じてしまう。これを防ぐために、層ごとに平坦化することが必要となったためである。

米国主導で技術進化が  
進んだ CMP スラリー

CMP は、SEMATECH と呼ばれる米国の半導体メーカーと政府のコンソーシアム主導で生まれた技術である。そのため、装置はアプライドマテリアルズ、パッドはロデール(現ロームアンドハース)及び合併のロデールニッタ(現ニッタハース)、スラリーはキャボットマイクロエレクトロニクス(以下キャボット)が業界標準を握った。当社を含め日系のスラリーメーカー各社の世界シェアは 10%前後に留まり、キャボットとの差は依然大きい。

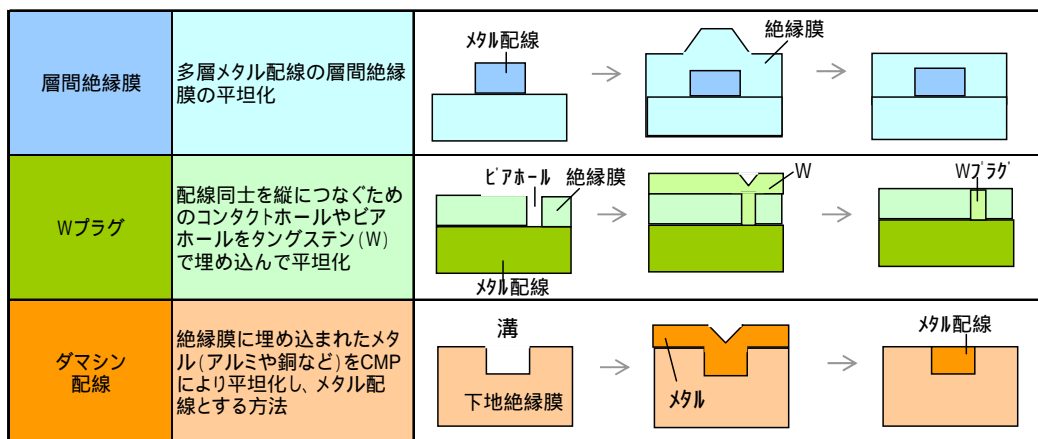
業界ガリバーのキャボ  
ット

CMP スラリーの市場で、キャボットは現在 40%前後の市場シェアを有すると見られる。キャボットはフュームドシリカと呼ばれるシリカ粒子が鎖状に配列され、やや粗い材料をベースとしたスラリーを中心に製品展開している模様である。実績もあり層間絶縁膜など微細化と直接関係のない分野では、キャボットが高いシェアを維持する可能性が高いと考えられる。しかし、配線の線幅が 90nm や 65nm などへ微細化が進み、銅が配線材料に使用されようになると、フュームドシリカベースのスラリーでは粗過ぎて全てには対応できないと考えられる。その場合、粒子の粒が小さく、揃って

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

いる超高純度コロイダルシリカを主原料とする当社製品の競争優位性が高まると見られる。

(図表 4-(9)-3) CMP が行われる主な工程



(出所) 会社資料基に野村証券金融経済研究所作成

原料の安定供給先を確保

当社は、超高純度コロイダルシリカをベースとした製品を中心に据えている。長い信頼関係から、超高純度コロイダルシリカのほぼ全量を扶桑化学工業(4368JQ、レーティング：未付与、¥5,320)から仕入れていると見られる。原料面での同社への依存は高いものの、添加剤との組み合わせなど当社の化学的な材料組成方法も重要なノウハウである。扶桑化学工業と当社とは良いパートナーと言える。

各社各様の戦略

他方、カスタマイズ性が高い市場へ、各スラリーメーカーは各々強みのある製品を軸に展開している。例えば日立化成工業(4217、同：2、¥2,305)は、自己活性型酸化セリウム粒子系のスラリーなど研磨傷を抑制しやすい製品を持つ。またデバイスメーカーのCMP工程自体も、2もしくは3ステップに分けて行うなど各社各様である。

銅配線用の拡大が業績を牽引

当社の07.3期のCMPスラリーの売上において、銅配線向けは2割程度だったと見られる。しかし08.3期下期より、大手メーカー2社のロジック製造ラインへの採用が進む模様である。そのため、銅配線向けCMPスラリーが08.3期以降の当社の業績を牽引すると考えられる。

【短期業績予想】

足元は一進一退

07年4~6月期業績は前年同期比16%増収、12%営業減益となった。ただし、売上高、営業利益ともに期初の会社計画を上回った模様である。ウェーハ向けとCMPスラリーが好調で、ハードディスク向けの厳しさを補った。CMPスラリーの8月売上は不調だったが、我々はこれは一時的な現象である可能性が高いと見ている。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

下期は投資負担が増加するものの売上増でカバー

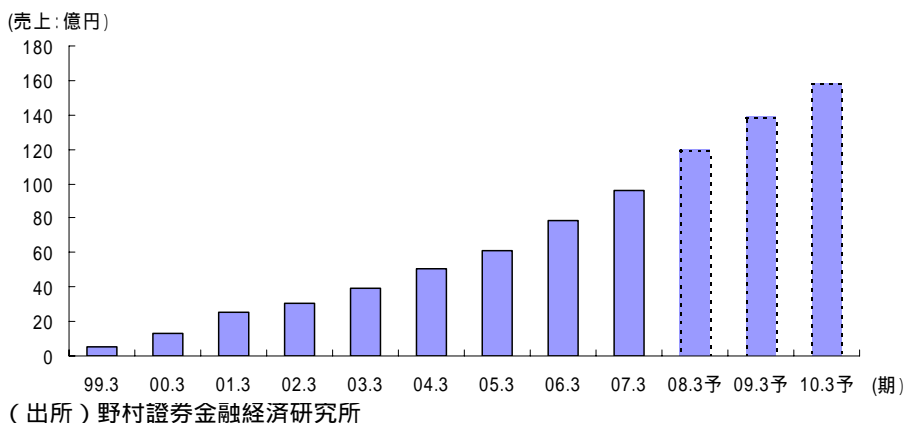
08.3期下期にはCMPスラリーやウェーハ向け研磨材の設備能力の増強が進み、07.3期末に対して倍近い生産能力を持つこととなると見られる。減価償却費も増加するが、先端製品である銅配線用のCMPスラリーの需要拡大による増収効果で吸収可能である。そのため、08.3期下期より業績は拡大に転ずると予想される。

【中期見通し】

CMPスラリーを軸に中期的な拡大が見込まれる

現在の主流の90nmや一部量産が始まった65nmや45nmについては、CMP工程が半導体産業の発展の牽引役の一つとなるであろう。その中で、超高純度コロイダルシリカをベースとした当社のCMPスラリーも年率15%前後の増収が続くと予想される。CMPスラリーの増収を軸に年率13%前後の営業増益が続くと予想される(図表4-(9)-4)。

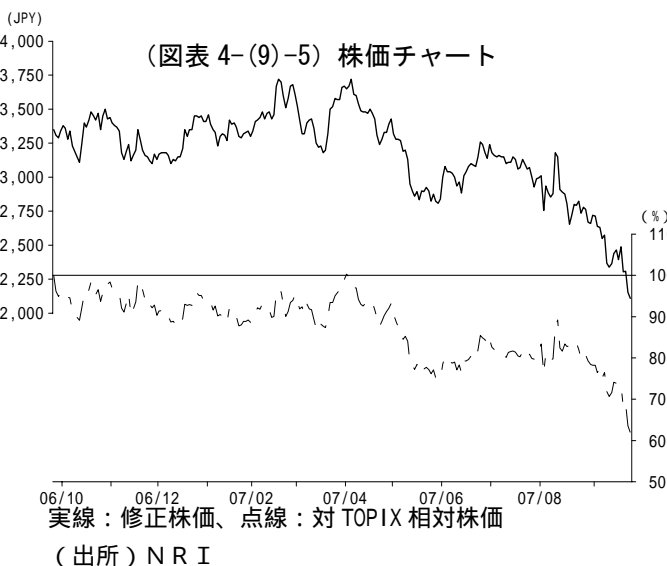
(図表4-(9)-4) CMPスラリーの売上推移



【リスク要因】

シリコンサイクルや技術トレンドの変化など

リスク要因としてシリコンサイクルの影響が挙げられる。ただしスラリーは消耗品であり、半導体製造装置の設備投資動向ほどの大きな変動はないと考えられる。また、32nm以降の平坦化技術については、電解機械研磨などの新技術の台頭によってCMP市場の成長が鈍化する可能性などもある。



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(9)-6) 業績予想

【連結用途別売上高】		(百万円)					
		05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
					予	予	予
半導体		10,375	12,081	14,413	17,200	18,600	19,800
	(前年比)	15.8%	16.4%	19.3%	19.3%	8.1%	6.5%
	(構成比)	38.3%	37.6%	37.9%	39.1%	38.7%	38.2%
ラッピング用(1次・2次研磨)		3,884	3,937	4,488	5,300	5,700	6,000
	(前年比)	4.3%	1.4%	14.0%	18.1%	7.5%	5.3%
	(構成比)	14.3%	12.3%	11.8%	12.0%	11.9%	11.6%
ポリッシング用(最終研磨)		6,491	8,144	9,925	11,900	12,900	13,800
	(前年比)	23.9%	25.5%	21.9%	19.9%	8.4%	7.0%
	(構成比)	23.9%	25.3%	26.1%	27.0%	26.8%	26.6%
CMP用		6,107	7,841	9,655	12,000	13,900	15,800
	(前年比)	19.8%	28.4%	23.1%	24.3%	15.8%	13.7%
	(構成比)	22.5%	24.4%	25.4%	27.3%	28.9%	30.4%
HD用		2,095	2,897	3,793	3,900	4,200	4,500
	(前年比)	3.1%	38.3%	30.9%	2.8%	7.7%	7.1%
	(構成比)	7.7%	9.0%	10.0%	8.9%	8.7%	8.7%
アルミ用		1,575	2,126	2,598	2,700	2,800	2,900
ガラス用		520	771	1,195	1,200	1,400	1,600
ワイヤーソー向け		1,564	2,222	2,427	2,600	2,900	3,200
	(前年比)	26.3%	42.1%	9.2%	7.1%	11.5%	10.3%
	(構成比)	5.8%	6.9%	6.4%	5.9%	6.0%	6.2%
うち太陽電池向け		604	659	643	600	800	1,000
その他		960	1,563	1,784	2,000	2,100	2,200
水晶デバイス研磨用		738	807	679	700	700	700
	(前年比)	-13.0%	9.3%	-15.9%	3.1%	0.0%	0.0%
	(構成比)	2.7%	2.5%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%
溶射材		486	616	899	1,100	1,300	1,400
	(前年比)	53.3%	26.7%	45.9%	22.4%	18.2%	7.7%
	(構成比)	1.8%	1.9%	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%
その他		4,416	4,039	4,910	5,600	5,600	5,600
商品		1,319	1,617	1,283	900	900	900
売上高合計		27,109	32,128	38,061	44,000	48,100	51,900
	(前年比)	13.2%	18.5%	18.5%	15.6%	9.3%	7.9%

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結損益計算書】

(百万円)

	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
				予	予	予
売上高	27,109	32,128	38,061	44,000	48,100	51,900
(前年比)	13.2%	18.5%	18.5%	15.6%	9.3%	7.9%
売上原価	18,206	21,416	24,975	28,800	31,100	33,200
(前年比)	12.4%	17.6%	16.6%	15.3%	8.0%	6.8%
(原価率)	67.2%	66.7%	65.6%	65.5%	64.7%	64.0%
売上総利益	8,903	10,712	13,086	15,200	17,000	18,700
(前年比)	14.9%	20.3%	22.2%	16.2%	11.8%	10.0%
(売上総利益率)	32.8%	33.3%	34.4%	34.5%	35.3%	36.0%
販管費	5,389	5,939	7,106	8,200	9,000	9,700
(前年比)	13.7%	10.2%	19.6%	15.4%	9.8%	7.8%
(販管费率)	19.9%	18.5%	18.7%	18.6%	18.7%	18.7%
営業利益	3,514	4,773	5,980	7,000	8,000	9,000
(前年比)	16.9%	35.8%	25.3%	17.1%	14.3%	12.5%
(営業利益率)	13.0%	14.9%	15.7%	15.9%	16.6%	17.3%
経常利益	3,614	4,893	6,123	7,000	8,000	9,000
(前年比)	21.2%	35.4%	25.1%	14.3%	14.3%	12.5%
(経常利益率)	13.3%	15.2%	16.1%	15.9%	16.6%	17.3%
当期純利益	1,823	3,207	4,081	4,300	5,000	5,600
(前年比)	-5.2%	75.9%	27.3%	5.4%	16.3%	12.0%
(純利益率)	6.7%	10.0%	10.7%	9.8%	10.4%	10.8%
EPS (円)	60.6	107.4	138.5	144.8	168.4	188.6
BPS (円)	1,226.3	1,329.7	1,435.8	1,539.3	1,664.0	1,805.4

【連結貸借対照表】

(百万円)

	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3
				予	予	予
流動資産合計	25,875	29,342	32,203	31,200	34,900	39,200
現金・預金	12,595	12,058	10,710	6,700	8,400	11,000
売上債権	7,840	10,054	12,781	14,800	16,200	17,400
短期性有価証券	375	1,538	1,575	1,600	1,600	1,600
棚卸資産	4,262	4,953	6,152	7,100	7,700	8,200
その他	803	739	985	1,000	1,000	1,000
固定資産合計	17,574	17,999	21,528	26,400	26,900	27,200
有形固定資産	14,268	14,823	18,231	23,100	23,600	23,900
無形固定資産	366	295	325	300	300	300
投資その他の資産	2,939	2,880	2,973	3,000	3,000	3,000
資産合計	43,448	47,340	53,731	57,600	61,800	66,400
流動負債合計	7,052	7,852	10,990	11,800	12,300	12,700
買入債務	3,642	4,276	5,373	6,200	6,700	7,100
短期調達債務	604	354	340	300	300	300
その他	2,806	3,222	5,277	5,300	5,300	5,300
固定負債合計	311	187	102	100	100	100
長期借入金	0	0	3	0	0	0
その他	311	187	99	100	100	100
純資産	36,085	39,301	42,638	45,700	49,400	53,600
負債純資産合計	43,448	47,340	53,731	57,600	61,800	66,400
有利子負債残高	604	354	343	300	300	300
減価償却費	1,938	1,837	2,027	3,200	3,500	3,200
設備投資	1,204	2,151	5,300	8,100	4,000	3,500

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、および証券に基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(10) オーエム製作所 (6213、レーティング: 2、¥967)

田崎 僚

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	12,116	13.3	1,539	2.1x	1,525	2.3x	734	2.7x	23.1
07.03	13,715	13.2	2,333	51.6	2,325	52.5	1,274	73.6	39.7
08.03予想	16,200	18.1	3,600	54.3	3,600	54.8	2,130	67.2	66.3
会社予想	15,950	16.3	3,480	49.2	3,450	48.4	2,040	60.1	63.5
09.03予想	17,400	7.4	4,150	15.3	4,150	15.3	2,450	15.0	76.2
10.03予想	18,500	6.3	4,700	13.3	4,700	13.3	2,780	13.5	86.5

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、立旋盤の国内トップメーカーである。立旋盤は航空機、造船用エンジンなど大型の資本財を加工する際に使用される。主な販売先は航空機、造船などの重厚長大産業であり、これら業界では世界市場の拡大に向けて設備増強が計画されている。立旋盤の受注が好調な中で、選別受注と生産性の改善も寄与して収益性の向上が予想される。野村では、08.3期の営業利益は前期比54%増益と最高益の更新を予想、さらに09.3期は同15%増益を見込んでいる。08.3期~10.3期の年平均営業増益率は28%と、時価総額2,000億円以下の資本財セクターの平均10%を上回る高い成長を見込める。しかし、08.3期予想基準のPERは15倍と同セクターの19倍と比較して割安と考えている。

【事業内容】

- 立旋盤が主力製品** 当社は、航空機、造船など重厚長大産業向け立旋盤を主力製品として、食品業界などで使用される自動包装機械などを手掛ける。事業別では一般機械の製造販売事業、鋳造品の製造販売事業、その他の事業から構成される。
- 立旋盤を主力とした工作機械** 一般機械の製造販売事業は立旋盤を主力とした工作機械と、包装機などの自動機械などから構成される。同事業は07.3期の売上構成比で84%、営業利益構成比で94%を占める主力事業である。単独ベースの一般機械の売上構成比は工作機械が7割強、自動機械が3割弱であり、連結ベースでも同程度と推定される。一般機械の売上高営業利益率は19.1%と、その他の事業を上回る高い収益性を実現している。同事業では、工作機械の収益性が自動機械を上回ると推定される。
- 重厚長大産業向けの立旋盤** 立旋盤とは、工作機械の一つの種類で主軸が垂直に立っている旋盤である。比較的加工する対象が大きく(直径が大きい)、複雑形状で、品質、精度要求の高い製品の加工で使用されている。当社は、旋盤のテーブル径が1m以上の大型の立旋盤を中心に製造している。これら製品のニーズの高い業界として航空機、造船、建設機械などの重厚長大産業が挙げられる。
- 航空機、造船、建機業界が主要販売先** 販売先の業界別売上構成比は公表されていないが、一般機械の内の工作機械の業界別売上構成比は航空機業界が15%、造船業界、建設機械業界、産業機械業界が各々10%など幅広い業界で使用されていると推定される。航空機業界向けではエンジンの加工を中心として、IHI(7013、レーティング:3、¥362)や三菱重工業(7011、同:3、¥720)などの協力会社に販売している。造船業界では、神戸製鋼所(5406、同:3、¥423)などのクランクシャフトの加工メーカーや、エンジン部品加工メーカーが販売先である。自動機械の主

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

な販売先は食品業界や薬品業界などで、鋳造品は工作機械や一般産業機械向けである。

【強み】

**立旋盤の国内トップ** 当社は、立旋盤の国内トップメーカーとして、テーブル径1m以上の大型の立旋盤の国内シェアでは約8割を有すると推定される。競合メーカーでは、オークマ(6103、同:未付与、¥1,638)、東芝機械(6104、同:2、¥833)が残りの約2割のシェアと考えられる。パブル崩壊後の市場環境が厳しい中で競合他社が他の機械へシフトしたため、専門メーカーとしてシェアを高めてきた。

**「立旋盤のオーエム」** 世界でも「立旋盤のオーエム」としてトップブランドを確立し、グローバルでもトップクラスと推定される。トップブランドの背景には、長年の豊富な実績からユーザーより高い信頼を得ている点がある。1949年に大和紡績(3107、同:未付与、¥224)から独立して設立以来、長年の豊富な実績がユーザーから評価されてきた。立旋盤では累計5,000台を超える納入実績を有する。加工精度と高い品質を要求される大型の複雑形状製品の加工では、豊富な実績が活かされている。海外の競合先では油機工業(台湾)などがある。

**豊富なバリエーション** また、テーブル径400~8,000mmまでのラインナップと豊富なバリエーションを揃えたメーカーは当社のみである。豊富なバリエーションに加えて、顧客のニーズに対応してオーダーメイドの立旋盤を開発する対応力も高く評価されている。

**世界40カ国以上に輸出実績** 地域別の売上構成比は07.3期で日本が88%を占めるが、立旋盤を中心に北米、アジアを中心として世界40カ国以上に輸出実績を有する。海外は北米が売上高の6%、中国などアジアが4%、その他が2%となっている。工作機械の輸出が中心であり、単独ベースの工作機械の輸出比率は18%であった。

【短期業績予想】

**08.3期は54%営業増益予想** 野村では、08.3期は前期比18%増収、同営業54%増益と予想している。営業利益は、92.3期の過去最高益を更新する見通しである。主力の一般機械の営業利益は同57%増益の34億円を予想、一般機械を中心として成長が続く見通しである。

**立旋盤を中心とした成長を予想** 一般機械では、立旋盤の工作機械を中心とした成長を予想している。立旋盤の需要は航空機、造船、建設機械業界向けなどで好調が続いており、生産性の向上も寄与して収益性の改善が予想される。中でも航空機産業向けは国内の航空機関連企業の増強投資に対応して販売を伸ばしており、工作機械に占める売上構成比が、07.3期の15%から20%へ高まる見通しである。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

- 収益性向上も進む 立旋盤の受注好調な中で、受注の選別も進む見通しである。野村では、売上高営業利益率は07.3期の17.0%から08.3期には22.2%へ向上すると予想している。
- 世界の航空機市場の拡大 航空機業界では、世界の航空機市場の拡大が続く見通しである。日本航空機開発協会の予想では、05年に世界で約1.5万機あるジェット機の運行数は、25年に2.2倍へ増加する見通しである。我々は、ボーイングとエアバスの引き渡し機数は、08年に前年比13%増の1,020機、09年も同14%増の1,160機と増加傾向が続くと予想される。中期的に、航空機需要の増加に対応した立旋盤の設備増強が見込まれる。
- 世界の造船も増加 野村では、11年までの世界の造船を年率11%成長と予想しており、造船業界向けに立旋盤の需要増加が見込まれる。08.3期以降は、納入船価の上昇に伴って造船会社の業績改善が予想され、設備投資がさらに拡大する可能性がある。
- 建設機械も需要増加 また、建設機械業界でも、コマツ(6301、同:1、¥3,780)など、主要メーカーがエマージング地域向け需要増加に対応して生産能力の増強を計画している。
- 電力向けも回復基調 電力業界向けの需要も回復基調と見られる。野村では、08.3期の電力設備投資(電力会社単独ベースで原子燃料を除く)は前期比29%増と予想している。電力設備投資は、07.3期に13年振りに前年を上回り減少に歯止めが掛かったと考えられる。電力需要の拡大により投資の先送りも困難になりつつある上に、安全対策が強化されているためであろう。
- 風力発電向けも需要拡大 風力発電設備に用いられるギアや、ベアリングを加工する立旋盤の需要も好調である。当社は風力発電では国内トップにある三菱重工並びにその協力企業に立旋盤を販売している。米国政府が風力発電の普及拡大を目指し、ユーザーに対する優遇税制措置の延長や再生可能エネルギー用割当基準の導入などを行っており、米国で風力発電の需要が急拡大している。

【中期見通し】

- 海外市場への拡販と新事業の育成 会社の中期計画では10.3期の売上高160億円以上、営業利益率20%以上が目標である。米国、中国を主体に海外市場への拡販、競争力の高い製品開発、納期短縮とコストダウンによる収益性向上などが重点施策である。海外の販売力強化では、08.3期に中国の上海に販売子会社を設立する予定である。立旋盤の不況期を補う新たな収益源として、08.3期からは産業機械事業で、液晶のガラス基板研磨装置や環境関連機器などの新事業の育成に取り組んでいる。株主還元としては、単独ベースの配当性向30%を目標としている。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



会社中計は 08.3 期に  
達成可能

野村では、中期的に立旋盤を中心とした成長を予想している。会社の中期計画は、08.3 期に達成可能と見ている。今後も主要な需要先である航空機、造船、建設機械業界では、増産に向けた設備増強が見込まれ、立旋盤の売上増加を見込めるためである。立旋盤など一般機械の 08.3～10.3 期までの平均売上高成長率は 11%を予想している。海外向けの拡販も寄与する見通しである。08.3 期には中国に販売子会社を設立、輸出専用の廉価モデルを投入して競争力を高めていく。

中期的に収益性向上を  
予想

中期的には立旋盤の増産効果に加えて、生産性向上に向けた取り組みにより、収益性の改善が見込まれる。現在の生産体制で生産性の 2 割向上を目指している。売上高営業利益率は、07.3 期の 17.0%から 10.3 期には 25.4%へ高まると予想している。

【リスク要因】

材料価格上昇などの  
リスク要因

リスクファクターとしては材料価格の高騰、航空機、造船、建設機械業界などの設備投資変動の 2 点が考えられる。

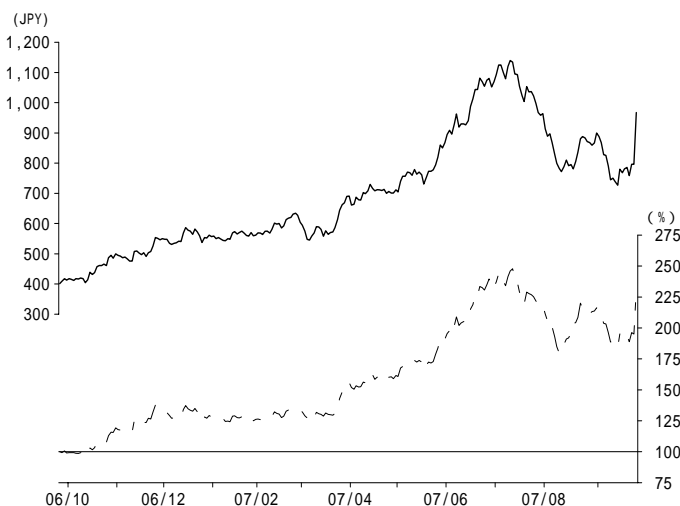
材料価格の上昇

材料価格では、鋼材の値上がりリスクである。しかし、07.3 期は基本的に製品価格の改定で吸収された模様であり、受給がタイトな状況にあることから価格転嫁で吸収可能と考えている。

国内の設備投資変動

国内の売上比率が 9 割近くを占め、国内依存度は高い。業界別では航空機、造船、建設機械業界の設備投資変動の影響を受ける点には留意したい。足元で為替が変動しているが、為替の影響は軽微と見ている。北米向け売上がドル建てだが、北米向けの売上高構成比は 6%に過ぎない。08.3 期の為替前提は会社が 108 円/ドル、野村が 120 円/ドルである。

(図表 4-(10)-1) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価  
(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持たせたり、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(10)-2) 業績予想

セグメント予想 (単位：百万円)	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期予想	09.3期予想	10.3期予想
売上高 (前期比)	10,048 9.0%	10,691 6.4%	12,116 13.3%	13,715 13.2%	16,200 18.1%	17,400 7.4%	18,500 6.3%
< 事業別売上高 >							
一般機械の製造販売	-	-	10,106	11,455	13,750	14,750	15,650
鋳造品の製造販売	-	-	1,663	1,909	2,100	2,300	2,500
その他	-	-	348	352	350	350	350
< 増収率 >							
一般機械の製造販売	-	-	-	13.3	20.0	7.3	6.1
鋳造品の製造販売	-	-	-	14.8	10.0	9.5	8.7
その他	-	-	-	1.2	-0.6	0.0	0.0
営業利益 (前期比) (対売上比)	293 109.3% 2.9%	730 149.1% 6.8%	1,539 110.8% 12.7%	2,333 51.6% 17.0%	3,600 54.3% 22.2%	4,150 15.3% 23.9%	4,700 13.3% 25.4%
< 事業別利益 >							
一般機械の製造販売	-	-	1,396	2,192	3,430	3,930	4,430
鋳造品の製造販売	-	-	128	125	150	200	250
その他	-	-	18	17	20	20	20
消去又は全社	-	-	3	1	0	0	0
< 増益率 >							
一般機械の製造販売	-	-	-	57.0	56.5	14.6	12.7
鋳造品の製造販売	-	-	-	-2.2	19.8	33.3	25.0
その他	-	-	-	-4.8	17.3	0.0	0.0
< 営業利益率 >							
一般機械の製造販売	-	-	13.8	19.1	24.9	26.6	28.3
鋳造品の製造販売	-	-	7.7	6.6	7.1	8.7	10.0
その他	-	-	5.2	4.8	5.7	5.7	5.7
連結損益計算書 (単位：百万円)							
売上高 (前期比)	10,048 9.0%	10,691 6.4%	12,116 13.3%	13,715 13.2%	16,200 18.1%	17,400 7.4%	18,500 6.3%
売上原価合計	7,912	8,115	8,668	32,266	10,500	11,050	11,500
売上総利益 (対売上比)	2,136 21.3%	2,576 24.1%	3,448 28.5%	4,204 30.7%	5,700 35.2%	6,350 36.5%	7,000 37.8%
販売管理費 (対売上比)	1,843 18.3%	1,845 17.3%	1,909 15.8%	1,872 13.6%	2,100 13.0%	2,200 12.6%	2,300 12.4%
営業利益 (前期比) (対売上比)	293 109.3% 2.9%	730 149.1% 6.8%	1,539 110.8% 12.7%	2,333 51.6% 17.0%	3,600 54.3% 22.2%	4,150 15.3% 23.9%	4,700 13.3% 25.4%
営業外収支	-114	-65	-14	-7	0	0	0
経常利益 (前期比) (対売上比)	178 182.5% 1.8%	664 273.0% 6.2%	1,525 129.7% 12.6%	2,325 52.5% 17.0%	3,600 54.8% 22.2%	4,150 15.3% 23.9%	4,700 13.3% 25.4%
特別利益	150	200	0	0	0	0	0
特別損失	50	386	265	156	0	0	0
当期純利益 (前期比) (対売上比)	143 - 1.4%	274 - 2.6%	734 167.9% 6.1%	1,274 73.6% 9.3%	2,130 67.2% 13.1%	2,450 15.0% 14.1%	2,780 13.5% 15.0%
< 一株当たり指標 >							
EPS (円)	4.8	8.9	23.1	39.7	66.3	76.2	86.5
CFPS (円)	11.0	13.6	28.0	47.5	76.8	88.6	100.5
DPS (円)	2.5	3.0	6.0	8.0	12.0	14.0	16.0
BPS (円)	192	193	223	251	330	417	512
発行済株式数 (百万株)	30.2	30.7	31.7	32.1	32.1	32.1	32.1

(出所) 野村証券金融経済研究所

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券を有している場合があります。また、今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

連結貸借対照表 (単位：百万円)	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期予想	09.3期予想	10.3期予想
流動資産	9,150	10,883	12,262	12,272	14,969	17,514	19,354
現金・預金	3,128	4,915	5,715	4,798	6,174	8,097	9,368
売上債権	4,618	4,341	4,515	5,018	5,927	6,366	6,769
棚卸資産	1,235	1,419	1,703	2,089	2,468	2,650	2,818
その他	169	208	329	367	400	400	400
固定資産	3,091	2,648	3,402	4,150	4,609	5,109	5,359
有形固定資産	1,886	1,535	1,833	2,909	3,269	3,769	4,019
投資その他の資産	1,174	1,085	1,529	1,210	1,300	1,300	1,300
無形固定資産	31	28	40	31	40	40	40
総資産	12,262	13,531	15,664	16,422	19,578	22,623	24,713
流動負債	4,607	5,477	6,477	6,817	7,375	7,620	7,845
買入債務	2,356	2,465	2,546	2,802	3,310	3,555	3,780
短期有利子負債	1,639	1,805	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
その他	612	1,207	2,166	2,250	2,300	2,300	2,300
固定負債	1,870	1,956	2,045	1,546	1,600	1,600	400
長期有利子負債	1,240	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	0
その他	630	756	845	346	400	400	400
少数株主持分	1	0	0	-	-	-	-
純資産	5,784	6,098	7,142	8,059	10,603	13,403	16,469
負債・資本合計	12,262	13,531	15,664	16,422	19,578	22,623	24,713
ROA (%)	2.3	5.7	10.5	14.5	20.0	19.7	19.9
ROE (%)	2.6	4.6	11.1	16.8	22.8	20.4	18.6
総資本回転率(回/年)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
ネットD/Eレシオ(倍)	0.0	-0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
株主資本比率(%)	47.2	45.1	45.6	44.1	50.1	55.7	63.4
キャッシュフロー							
当期純利益	143	274	734	1,274	2,130	2,450	2,780
減価償却費	190	145	155	251	340	400	450
運転資本増減	-843	202	-377	-633	-780	-377	-345
営業キャッシュフロー	-510	621	512	892	1,690	2,473	2,885
設備投資額	25	85	372	1,264	700	900	700
フリーキャッシュフロー	-535	536	140	-372	990	1,573	2,185

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(11) JUKI (6440、レーティング：未付与、¥1,137)

廣兼 賢治

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	125,000	-2.3	11,266	7.9	8,890	2.8	5,369	-2.8	44.5
07.03	140,497	12.4	12,995	15.3	11,962	34.6	6,594	22.8	51.0
08.03予想	139,300	-0.9	14,200	9.3	13,200	10.3	7,500	13.7	58.0
会社予想	138,000	-1.8	13,000	0.0	12,000	0.3	6,600	0.1	51.1
09.03予想	142,800	2.5	16,700	17.6	15,700	18.9	9,000	20.0	69.7
10.03予想	147,600	3.4	19,300	15.6	18,300	16.6	10,500	16.7	81.3

(出所) 野村証券金融経済研究所

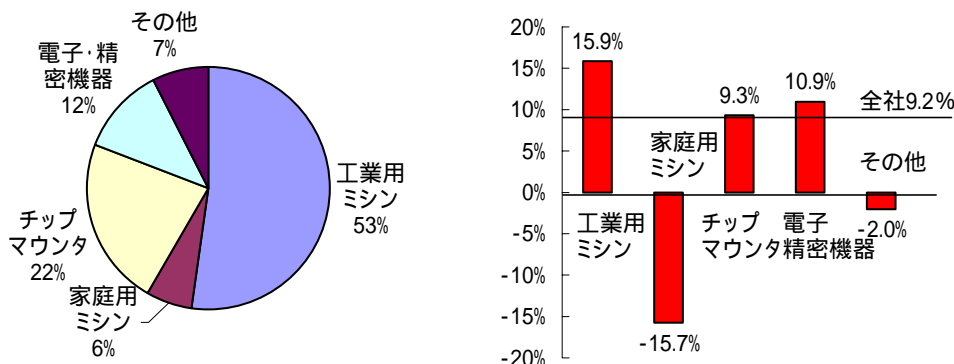
当社は工業用マシン世界シェア 30%を有する最大手である。過去、業績が低迷したことでネット D/E が 03.3 期に 41.2 倍まで上昇したが、資産売却や資本調達による自己資本の向上や業績回復により 07.3 期には同 0.8 倍へ改善させた。主力の工業用マシンは中国向けが好調で、付加価値の高い製品の販売が増加傾向にある。08.3 期は工業用マシンの拡大が他部門の低迷を補い、前期比 9%営業増益となろう。また、09.3 期も同 18%営業増益と業績拡大が加速すると予想する。中国では欧州向けの繊維輸出規制の撤廃が予定されており、工業用マシンの設備需要増が見込めるためである。リスク要因としては、1 円/ドルの円高により経常利益が 1.9%下振れると試算されるが、これは資本財平均の同 0.6%よりも高い。なお、現時点の野村予想前提は 120 円/ドルを採用している。

【事業内容】

**リストラから再生** 1938年に小型銃器メーカーとして創業され、終戦後に参入したマシン事業を中核として成長してきた。特に工業用マシンでは世界シェア 30%を有するトップメーカーである。ただ、過去の業績は厳しく、03.3 期にはネット D/E が 41.2 倍まで上昇し、危機的な財務状況にあった。その後、リストラクチャリングや資本調達により自己資本を向上させ、工業用マシンや産業機器（以下、チップマウンタ）の業績が回復してきたことで、07.3 期にネット D/E は 0.8 倍へ改善している。

**工業用マシンが主力** 07.3 期の事業別売上構成比は工業用マシンが 52%、チップマウンタが 22%、電子・精密機器が 12%、家庭用マシンが 6%、その他が 7%であった。営業利益率は工業用マシンが 15.9%と最も高く、電子・精密機器が 10.9%、チップマウンタが 9.3%と続く。家庭用マシンは事業縮小の過程にあり、営業赤字である（図表 4-(11)-1）。

(図表 4-(11)-1) 事業別売上高、営業利益率 (07.3 期)：高収益の工業用マシンが利益の 8 割を創出  
事業別売上高比率 事業別営業利益率



(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したて、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したて、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

シャツなどに使用する本縫いミシンに強い  
 当社の工業用ミシンの年間生産台数は約50万台である。このうち、シャツ、スーツなどの縫製に使用する本縫いミシンが7割、ニットなどに使用する環縫いミシンが3割を占める。本縫いミシンではブラザー工業(6448、レーティング:未付与、¥1,430)等を上回り世界シェア1位、環縫いミシンでは世界シェア1位のペガサスミシン製造(6262、同:未付与、¥705)よりもやや低い二、三番手に位置すると推定される。当社の強い本縫いミシンは、ニット系に使用される環縫いミシンと異なり、ほぼ全ての衣服の縫製に使用されるため、量が確保しやすい。

工業用ミシンは中国、その他アジアが多い  
 同事業は中国、アジア(中国、日本除く)向け売上比率が各4割弱と高い。2004年の世界のアパレル輸出総額2,920億ドルのうち、中国と他のアジアで46%を占め、同地域が世界のアパレルの生産重要拠点となっているためである。なお、中国向け売上は、同国から輸出される繊維に対する規制によって左右される傾向がある。過去、05年1月の中国のWTO加盟に伴い繊維輸出規制が撤廃されたことで、当社も05.3期に前期比14%増収、06.3期に同11%増収と恩恵を受けた。その後、欧米の批判を受けた中国政府による自主規制の導入により、07.3期は同6%増収と伸び率が低下した。

チップマウンタは4番手  
 全社営業利益の20%を占めるチップマウンタの地域別売上高は、07.3期でアジアが51%、日本が25%、欧米が残り24%であった。アジアの大半はEMSメーカーが顧客のようだ。業界では富士機械製造(6134、同:2、¥2,225名証)、松下電機産業(6752、同:3、¥2,110)、ヤマハ発動機(7272、同:3、¥2,795)に次ぐ地位で、PCやゲーム機関連の実装に強いチップマウンタを扱う。

**【強み】**

アジアで多くの販売網を持つ  
 当社の強みは、工業用ミシンの成長市場であるアジアで多くの販売網を持ち、幅広い製品群を取り揃えている点である。特に、中国では30店弱のサービス拠点、200名強の営業人員を持つ。中国では人件費が上昇傾向にある上に、人民元高、材料高に伴い縫製メーカーのコスト低減意欲が高まっている。そのため、機械による自動化ニーズが強くなってようだ。当社は、豊富な営業人員を活用した顧客開拓により自動糸切り機能が付いたミシンの販売を増やしている。

他社に比べて高い売上成長、利益率を達成  
 当社の売上成長力は競合他社に比べ高く、07年4~6月期の営業利益率は最も高い20.3%を達成した(次ページ図表4-(11)-2)。利益率の上昇には、特に自動糸切りミシンの比率の向上が貢献した模様である。一方、海外の競合となる台湾の高林股份有限公司(ブランド名:SIRUBA)は、営業利益率を低下させた。まだ技術水準が低くブランド力もないため、価格を下げなければ、当社や他の日系メーカーと戦えないためだと推察される。

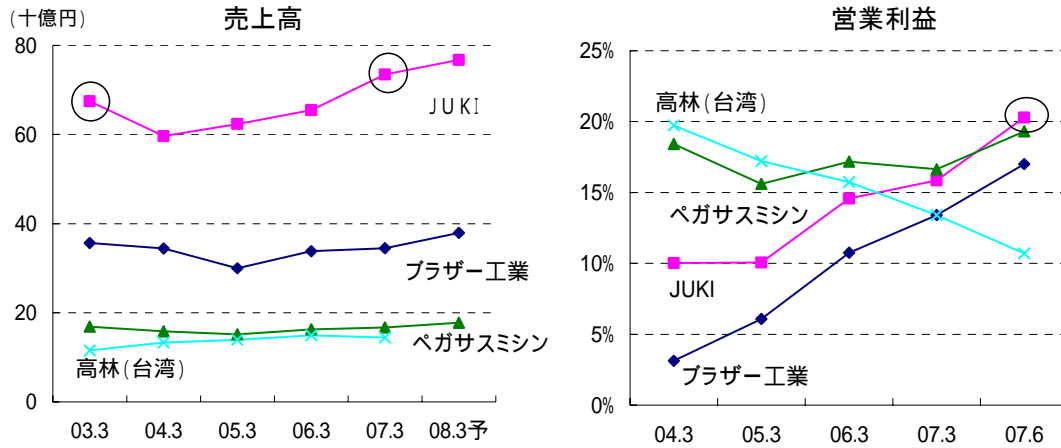
**【短期業績予想】**

4~6月期は38%営業増益  
 07年4~6月期は前年同期比4%減収、同38%営業増益と好調で、08.3期上期の会社予想営業利益68億円に対する進捗率は77%となった。要因は、工業用ミシンが高付加価値品の比率上昇や、円安の進展によって同45%増

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また、野村證券は、このレポートに記載された証券が、証券取引法に基づき、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

業増益となったためである。特に中国向けが好調で、不振であったバンゲラデシュ向けなどを補っているようだ。

(図表 4-(11)-2) 各社工業用マシン事業の売上、営業利益率  
～JUKIは売上成長力が高く、高収益～



(注)08.3期はブラザー工業、ペガサスマシンが会社計画、JUKIは野村予想  
高林(台湾)は3.5円/台湾ドルで換算し12月決算、営業利益率はブラザー工業は工作機械事業を含む(出所)野村証券金融経済研究所

チップマウンタは底打ち

また、4～6月期のチップマウンタは前年同期比13%減収、同67%営業増益であった。ただし、開発費の計上が7～9月期へずれた模様で、実質の営業利益は前年同期並みと推察される。なお、売上の伸びが弱かった理由は、売上の2割強を占める国内向けでゲーム機用の需要が一巡したためである。売上の5割を占めるアジア向けは回復傾向にあるようだ。

08.3期は9%営業増益を予想

08.3期は前期比1%減収、同9%営業増益を予想する。工業用マシン以外の事業で減益、または赤字幅の拡大が予想されるが、工業用マシンが同19%営業増益と業績を牽引する見込みであるからである。

家庭用マシンは営業損失

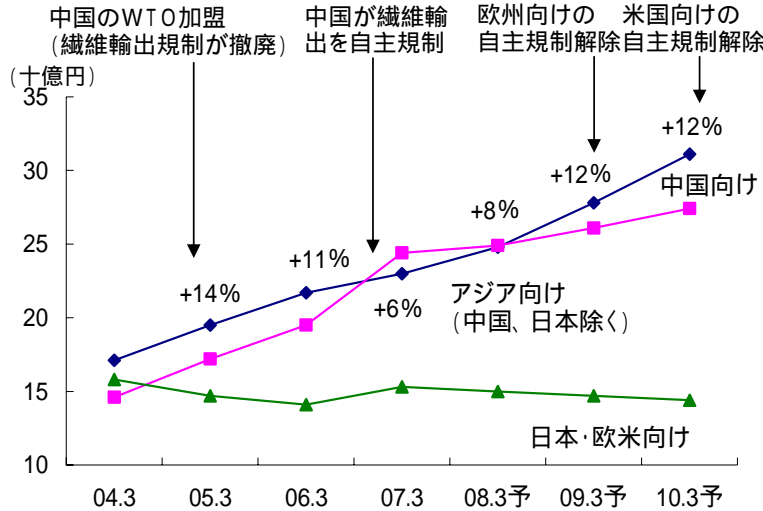
08.3期の家庭用マシンは、営業損失が07.3期の15億円から08.3期に同19億円とやや拡大する見込みである。理由は、当社の主体である訪問販売を縮小し、量の確保できる中低価格機の展開に移行するために、リストラクチャリングを行い、事業所の閉鎖に伴うコスト増が発生するためである。05年4月に143店舗あった国内販売拠点を07年4月には77店舗へ縮小させ、今後も採算割れの店舗は縮小を進める模様である。ただ、生産面でも中国で2拠点あった工場を1拠点に集約して固定費削減を進めているため、09.3期以降は赤字幅が縮小していくものと見られる。

09.3期、10.3期は中国の輸出規制がなくなる

09.3期は前期比3%増収、同18%営業増益と利益成長が加速すると見ている。主因は、中国で欧州向けの繊維輸出に対する自主規制が解除されることから工業用マシンの販売が増加すると考えるためである。09.3期には欧州、10.3期に米国向けの輸出規制が解除されるため、06.3期のように本来の需要に沿った繊維生産が増加することで、工業用マシンの販売も増加が見込めよう(次ページ図表4-(11)-3)。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を有している場合があり、また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの提供を行うことがありません。野村証券は、このレポートを直接提供するという方法でのみ配布したしており、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(11)-3) 当社の工業用マシン本体の地域別売上  
 ～中国向け販売は 09.3 期、10.3 期と繊維輸出規制の解除により、成長が加速～



(出所) 野村証券金融経済研究所

【中期見通し】

11.3 期に家庭用マシンは収支均衡に

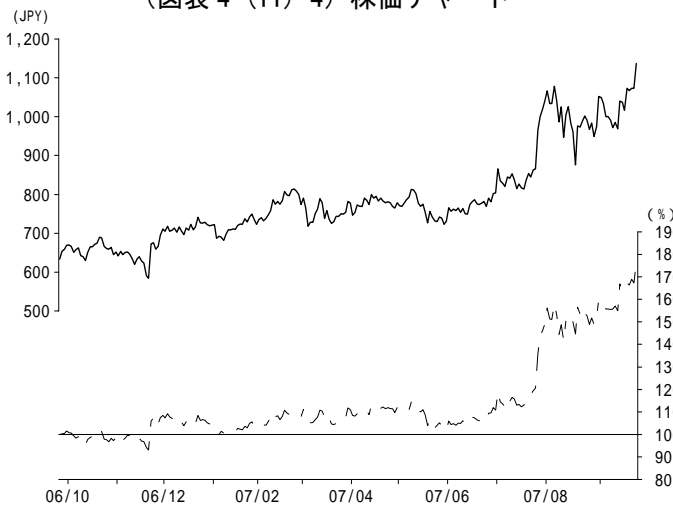
中期的には、家庭用マシンの採算改善に注目したい。我々は当社が積極的に訪問販売事業の縮小に伴い、固定費削減を努めていることから、11.3 期には収支均衡になると見ている。

【リスク要因】

円高と中国の繊維輸出規制の強化

リスク要因は、第一に、1 円/ドルの変動で 08.3 期の経常利益が 1.9% 変動することである。野村の為替予想前提は 120 円/ドルのため、115 円/ドル前提では 9.5% の経常利益減額要因となる。第二に、中国の繊維輸出規制が再強化されることによって工業用マシンの販売が減少する可能性がある。ただ、07.3 期は中国向けの伸び悩みを他のアジア地域でカバーできているため大きな懸念要因ではないであろう。

(図表 4-(11)-4) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(11)-5) 業績予想

【売上内訳と要約損益計算書】		単位：百万円						
	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予	
売上高	120,625	127,949	125,000	140,497	139,300	142,800	147,600	
前年比	1.7%	6.1%	-2.3%	12.4%	-0.9%	2.5%	3.4%	
工業用マシン	59,607	62,343	65,475	73,459	75,900	80,000	84,500	
前年比	-11.6%	4.6%	5.0%	12.2%	3.3%	5.4%	5.6%	
家庭用マシン	13,591	12,545	10,510	8,599	7,000	5,100	4,100	
前年比	-3.6%	-7.7%	-16.2%	-18.2%	-18.6%	-27.1%	-19.6%	
産業機器 (チップマウンタ)	17,592	22,568	21,290	31,388	31,000	33,200	35,000	
前年比	57.0%	28.3%	-5.7%	47.4%	-1.2%	7.1%	5.4%	
電子・精密機器	12,851	14,712	14,799	16,704	16,000	16,000	16,000	
前年比	51.2%	14.5%	0.6%	12.9%	-4.2%	0.0%	0.0%	
その他	16,982	15,779	12,711	10,345	9,400	8,500	8,000	
前年比	-1.9%	-7.1%	-19.4%	-18.6%	-9.1%	-9.6%	-5.9%	
営業利益	7,711	10,441	11,266	12,995	14,200	16,700	19,300	
前年比	25.1%	35.4%	7.9%	15.3%	9.3%	17.6%	15.6%	
売上比	6.4%	8.2%	9.0%	9.2%	10.2%	11.7%	13.1%	
工業用マシン	6,018	6,394	9,549	11,670	14,100	15,800	17,500	
前年比	-39.6%	6.2%	49.3%	22.2%	20.8%	12.1%	10.8%	
売上比	10.1%	10.3%	14.6%	15.9%	18.6%	19.8%	20.7%	
家庭用マシン	1,587	665	-76	-1,458	-1,900	-1,300	-500	
前年比	24.1%	-58.1%	-	-	-	-	-	
売上比	11.7%	5.3%	-0.7%	-17.0%	-27.1%	-25.5%	-12.2%	
産業機器 (チップマウンタ)	-1,126	1,096	1,011	2,922	2,600	2,800	2,900	
前年比	-76.2%	-197.3%	-7.8%	189.0%	-11.0%	7.7%	3.6%	
売上比	-6.4%	4.9%	4.7%	9.3%	8.4%	8.4%	8.3%	
電子・精密機器	1,802	1,734	1,732	1,828	1,200	1,200	1,200	
前年比	100.2%	-3.8%	-0.1%	5.5%	-34.4%	0.0%	0.0%	
売上比	14.0%	11.8%	11.7%	10.9%	7.5%	7.5%	7.5%	
その他	1,052	1,393	242	-209	-300	-300	-300	
前年比	-3.8%	32.4%	-82.6%	-186.4%	-	-	-	
売上比	6.2%	8.8%	1.9%	-2.0%	-3.2%	-3.5%	-3.8%	
消去	-1,622	-841	-1,192	-1,758	-1,500	-1,500	-1,500	
経常利益	3,815	8,646	8,890	11,962	13,200	15,700	18,300	
前年比	75.7%	126.6%	2.8%	34.6%	10.3%	18.9%	16.6%	
売上比	3.2%	6.8%	7.1%	8.5%	9.5%	11.0%	12.4%	
特別損益	-311	-1,573	786	-611	-300	-300	-300	
税前利益	3,504	7,073	9,676	11,351	12,900	15,400	18,000	
純利益	866	5,523	5,369	6,594	7,500	9,000	10,500	
前年比	-126.8%	537.8%	-2.8%	22.8%	13.7%	20.0%	16.7%	
売上比	0.7%	4.3%	4.3%	4.7%	5.4%	6.3%	7.1%	
設備投資	3,648	3,174	4,708	7,352	6,700	6,000	6,000	
減価償却費	3,389	3,260	3,364	3,596	3,800	4,000	4,200	
EPS (円)	8.6	51.1	44.5	51.0	58.0	69.7	81.3	
BPS (円)	32.2	115.6	214.0	258.9	307.2	364.5	431.8	
DPS (円)	0.0	4.0	6.0	10.0	12.0	14.0	16.0	

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



【貸借対照表】

単位：百万円

	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
総資産	118,560	115,915	113,922	114,941	116,000	118,900	123,300
流動資産	81,529	79,233	79,332	77,564	75,700	76,600	79,200
現金預金	13,709	11,738	10,369	9,192	7,900	7,200	7,600
有価証券	40	49	51	39	0	0	0
売上債権	22,741	24,131	24,388	26,745	26,500	27,200	28,100
棚卸資産	42,279	38,473	40,480	37,526	37,200	38,100	39,400
その他流動資産	2,800	4,891	4,095	4,101	4,100	4,100	4,100
固定資産	37,032	36,682	34,591	37,378	40,300	42,300	44,100
有形固定資産	21,705	22,390	21,968	26,175	29,100	31,100	32,900
無形固定資産	2,829	2,683	2,820	2,741	2,700	2,700	2,700
その他	12,497	11,608	9,802	8,462	8,500	8,500	8,500
負債	114,859	101,873	85,758	81,126	75,900	71,400	67,100
買入債務	19,074	16,827	18,472	20,644	20,500	21,000	21,700
短期調達債務	54,722	40,477	29,627	26,481	21,500	16,500	11,500
長期借入金	24,113	25,099	18,051	10,635	10,600	10,600	10,600
債券	500	500	1,300	500	500	500	500
その他負債等	16,450	18,970	18,308	22,866	22,800	22,800	22,800
少数株主持分	442	476	419	358	400	400	400
自己資本	3,259	13,566	27,745	33,457	39,700	47,100	55,800

【キャッシュフロー】

営業キャッシュフロー	18,829	8,195	10,485	17,142	11,827	12,000	13,300
税前利益	3,504	7,073	9,676	11,351	12,900	15,400	18,000
減価償却費	3,389	3,260	3,364	3,596	3,800	4,000	4,200
運転資本増減	8,916	758	6,453	6,862	427	-1,100	-1,500
売上債権	-565	-628	1,563	-988	245	-700	-900
棚卸資産	8,180	3,615	557	3,638	326	-900	-1,300
買入債務	1,301	-2,229	4,333	4,212	-144	500	700
法人税等の支払	-2,554	-1,477	-4,207	-4,719	-5,300	-6,300	-7,400
その他	5,574	-1,419	-4,801	52	0	0	0
投資キャッシュフロー	5,254	-2,231	-356	-5,845	-6,700	-6,000	-6,000
有形固定資産の取得	-3,648	-3,174	-4,708	-7,352	-6,700	-6,000	-6,000
その他	8,902	943	4,352	1,507	0	0	0
フリーキャッシュフロー	24,083	5,964	10,129	11,297	5,127	6,000	7,300
財務キャッシュフロー	-24,649	-7,656	-11,707	-12,728	-6,316	-6,600	-6,800
有利子負債の削減	-24,587	-13,379	-18,183	-11,518	-5,016	-5,000	-5,000
配当金支払額	-3	0	-464	-1,158	-1,300	-1,600	-1,800
その他	-59	5,723	6,940	-52	0	0	0
その他	-560	-104	716	219	-103	-100	-100
現金同等物増減	-1,126	-1,796	-862	-1,212	-1,292	-700	400

【経営指標】

営業資産	70,480	70,850	71,184	72,543	75,000	78,100	81,400
(売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産)							
投下資本	83,036	80,118	77,142	71,431	72,700	75,100	78,800
(有利子負債+株主資本)							
営業利益/営業資産	10.9%	14.7%	15.8%	17.9%	18.9%	21.4%	23.7%
営業利益/投下資本	9.3%	13.0%	14.6%	18.2%	19.5%	22.2%	24.5%
営業利益/総資産	6.5%	9.0%	9.9%	11.3%	12.2%	14.0%	15.7%
ROE	26.6%	40.7%	19.4%	19.7%	18.9%	19.1%	18.8%
営業利益/売上高	6.4%	8.2%	9.0%	9.2%	10.2%	11.7%	13.1%
経常利益/売上高	3.2%	6.8%	7.1%	8.5%	9.5%	11.0%	12.4%
資産回転期間(月)							
有利子負債	79,335	66,076	48,978	37,616	32,600	27,600	22,600
D/Eレシオ(倍)	24.3	4.9	1.8	1.1	0.8	0.6	0.4
ネット有利子負債	65,586	54,289	38,558	28,385	24,700	20,400	15,000
ネットD/Eレシオ(倍)	20.1	4.0	1.4	0.8	0.6	0.4	0.3
自己資本比率	2.7%	11.7%	24.4%	29.1%	34.2%	39.6%	45.3%

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありますが、野村証券は、野村証券から直接提供するという方法のみ配布していません。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(12) リオン (6823、レーティング：未付与、¥721)

甲谷 宗也

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	19,133	3.2	1,325	60.2	1,139	69.5	662	87.0	63.4
07.03	19,300	0.9	1,387	4.7	1,284	12.7	512	-22.7	51.0
08.03予想	19,700	2.1	1,610	16.1	1,520	18.4	880	71.9	87.4
会社予想	19,660	1.9	1,420	2.4	1,300	1.2	700	36.7	69.5
09.03予想	20,400	3.6	1,810	12.4	1,720	13.2	1,000	13.6	99.3
10.03予想	21,100	3.4	1,950	7.7	1,860	8.1	1,080	8.0	107.3

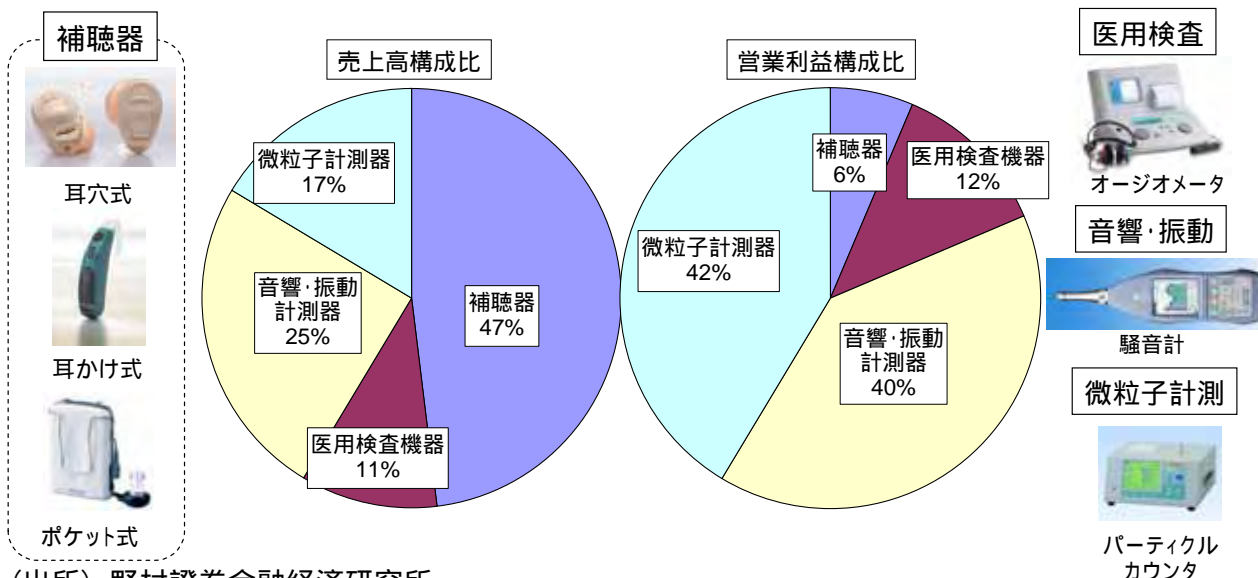
(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、国内最大手の補聴器メーカーである。主力製品の補聴器は海外競合企業の価格攻勢などから過去5年間の売上は横ばいで推移しており、採算も低迷している。しかし、騒音計や振動計を中心とする音響計測器や微粒子計測器が、アジアを中心に設備投資関連の需要増で好調に推移しており、補聴器の低迷を補っている。07年4~6月期も同じ傾向が続いており、我々は08.3期は前期比2%増収、同16%増益を予想する。補聴器は保険診療点数の加算などが無い限り成長は見込まれないが、ニッチ市場で競合も少ない音響計測器や微粒子計測器はアジアでの成長性が高いと考えられる。今後2年間で年率10%の営業増益を予想する。

【事業内容】

4つの事業セグメント 当社の事業は4つのセグメントから構成される。主力事業の補聴器は、07.3期の売上高が92.5億円で売上高構成比47%を占める。聴覚を検査するオーディオメータなど、補聴器とシナジーの大きい医用検査機器事業は売上高0.8億円の同11%である。騒音計や振動計などが含まれる音響・振動計測器は売上高47.8億円の同25%で、半導体設備などで使われる微粒子計測器が売上高31.9億円で残る17%を占める(図表4-(12)-1)。

(図表4-(12)-1) 07.3期の売上高構成比・営業利益構成比と代表製品一覧



(出所) 野村証券金融経済研究所

採算性は計測器関連が 営業利益では微粒子計測器(営業利益率18.0%)や音響・振動計測器(同11.6%)などが最も採算性が高く、次に医用検査機器(8.1%)が続く、補聴

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて買付た証券について、買付た証券を保有している場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券、または証券の買付た証券を保有している場合があります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

器(0.9%)はほぼ損益均衡である。04.3期に補聴器は7.0%の営業利益率を計上していたが、価格下落で現在の水準まで低下した。

【特徴・強み】

国内最大手の補聴器メーカー

当社は国内最大手の補聴器メーカーで、国内市場シェアは30%を占める。当社の最大の強みは補聴器専門店350店舗に加え、当社製品を扱う眼鏡店などを含めると合計約1,000店舗の国内販売網である。当社の補聴器売上の7割は補聴器専門店経由で、眼鏡店も大手チェーンではなく中小店舗と提携している。また、補聴器使用後の微調整などアフターサービスも、競合他社に比べて充実している。

競合は海外大手5社

当社はトルコやアメリカに補聴器を輸出しているが、補聴器の海外売上は総売上高の数%に過ぎない。当社の競合相手は国内企業ではなく、独のSiemens、デンマークのWilliam Demantなど海外の補聴器大手5社である。海外の競合企業は当社よりも事業規模が大きく、デジタル補聴器に不可欠なDSPを自社開発ができるなど、製品開発力に強みがある。

高付加価値の機能を有する優れた製品

DSPの開発では競合企業に及ばないが、当社は高付加価値な機能のある優れた製品を開発している。重度難聴者でも装着したまま温泉に入れる完全防水型の耳穴式補聴器を07.3期に発表し、07年2月2日に日本経済新聞の優秀製品賞を受賞した。また、07年8月に言葉の音の成分を区別して不快な衝撃音を低減する機能付の補聴器「リオネットリサ」を発売し、好評である。07年9月に国民生活センターが通信販売の安価な補聴器を調査したが、全てのテストに合格したのは当社製品だけであった。

その他ニッチ製品での高い市場シェア

当社は補聴器以外にも、騒音計・振動計などの音響計測器や、微粒子計測器で国内市場のトップシェアを誇る。騒音計は騒音規制法の施行当時から手がけており、国内市場シェアが70%程度と寡占状態にある。半導体・液晶工場の微粒子計測器も、国内市場シェアが6~7割と高い。補聴器と同じく海外に競合企業が多い。

海外事業強化で海外売上高20%を目指す

当社は海外事業を強化し、07.3期に10.8%の海外売上比率を11.3期には20%へ引き上げる目標を掲げている。海外事業の強化に伴って、営業利益率も07.3期の7.2%から10%へ上げることを目標にしている。当社は補聴器の海外進出を促進するほか、振動機・微粒子計測器などでもアジアを中心とした半導体関連、薬液工場などの需要拡大を狙う。

【短期業績予想】

07.3期は補聴器が引き続き苦戦だが...

当社の07.3期の売上高は前期比1%増収の193億円、営業利益は同5%増益の13.9億円であった。新製品を投入したものの、競合他社の価格攻勢などで補聴器の売上は同5%減収の92.5億円、営業利益率は過去5年間で最低の1%となった。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

微粒子計測器は好調に推移

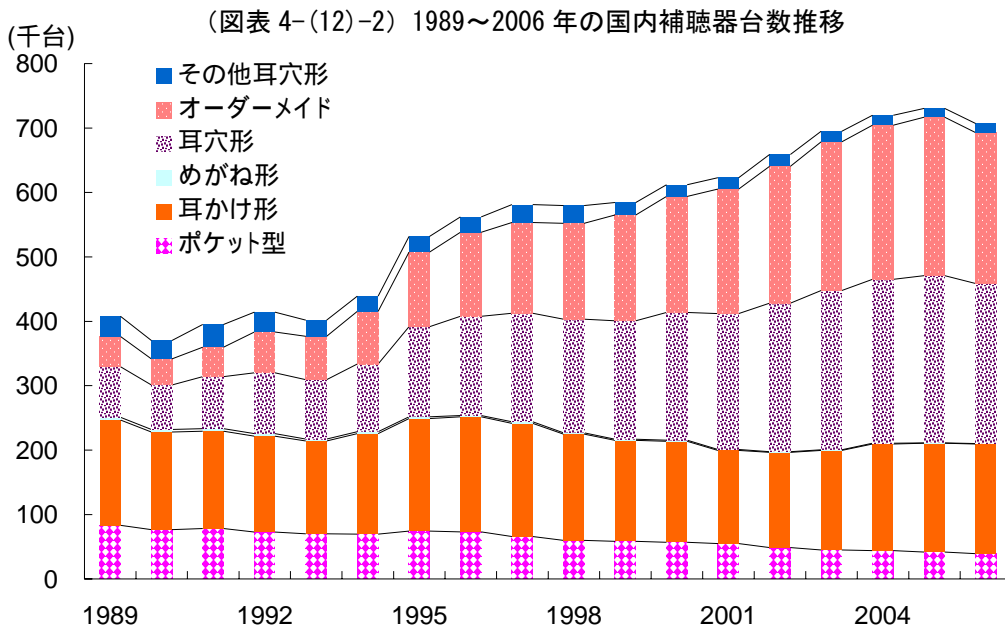
主力製品に代って、微粒子計測器の売上が好調に推移した。国内では液晶関連の工場新設・設備増強、海外では設備管理用途の液中微粒子計の需要増により、同20%増収の31.9億円となった。販売量の増加で採算も改善し、営業利益率は前期の10.5%から18.0%へ大幅に向上した。

第1四半期も同じ傾向が続く

当社は08.3期から四半期のセグメントの詳細を公表し始めたため、前年同期との定量的な比較は無い。会社によると07年4~6月期の補聴器は前年同期で5%程度の減収で、依然として競合企業の価格攻勢が厳しい。補聴器・医用検査機器の低迷を補ったのが、音響・振動計測器や微粒子計測器である。振動計は大型機械のそばに設置し、音で稼動状況を記録する装置である。東南アジアの工場環境管理用途で需要が拡大した。微粒子計測器はウエハーメーカーや薬液メーカーを中心に、国内外で堅調に推移した。

補聴器市場：600万人の潜在需要も横ばい傾向が続く

日本では、難聴者など補聴器を必要とするグループでの普及率は25%程度と低く、欧米の50~60%とは大きな差がある。補聴器には胸ポケットに入れる1台2~7万円のポケット型、1台1~10万円の耳かけ式、オーダーメイドもある1台20~30万円の耳穴式の3種類がある。欧米では耳かけ式が主流であるが、日本では他人に見られる補聴器を嫌い、耳穴式が市場の大部分を占める。欧米では比較的安価な耳かけ式を使うため両耳に購入するが、日本では高価な耳穴式が求められるために片耳のみの購入が多い。高齢者の多い日本では600万人の潜在需要があるが、診療報酬の加算など制度の変化が無い限り需要の横ばい傾向が続くであろう(図表4-(12)-2)。



(出所) 日本補聴器工業会統計資料より野村証券金融経済研究所作成

補聴器は前期比3%増収を予想

長く低迷していた補聴器事業だが、衝撃音を低減する「リオネットリサ」など新製品の投入で、売上は好調に推移している。世界最大手のSiemensに長らく市場シェアを奪われていたが、直近では当社がシェア奪回に転じている。上述の新製品やカラフルでデザイン性の高い耳かけ式補聴器も好評

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

なため、補聴器の売上は08.3期に前期比3%増収の95億円を予想する。

振動計や微粒子計測器は堅調に推移

製造装置などの稼働状況を監視する振動計や、クリーンルームなどに設置される微粒子計測器の売上も堅調に推移するであろう。微粒子計測器は薬品メーカーなど新規開拓に努めると考えられ、08.3期の売上は好調であった前期並みの32億円を予想する。騒音計・振動計など音響計測器の売上は、アジア市場の開拓などで同3%増収の49億円を予想する。

【中期見通し】

補聴器に対する意識改革が中長期の鍵

中長期的にも補聴器市場は台数、金額ともに横ばいか微増に留まると考えられる。耳穴式が主流の現状では、大幅な価格下落や斬新な新製品などは想定しがたい。保険診療点数が加算された場合に大幅な増収が予想されるが、医療費の削減下では期待できない。難聴者に対する意識改革が無い限り、中長期的に大きな成長は見込み難い。08.3期～10.3期で補聴器は年率1%増収を予想する。

ニッチ製品の海外開拓は続こう

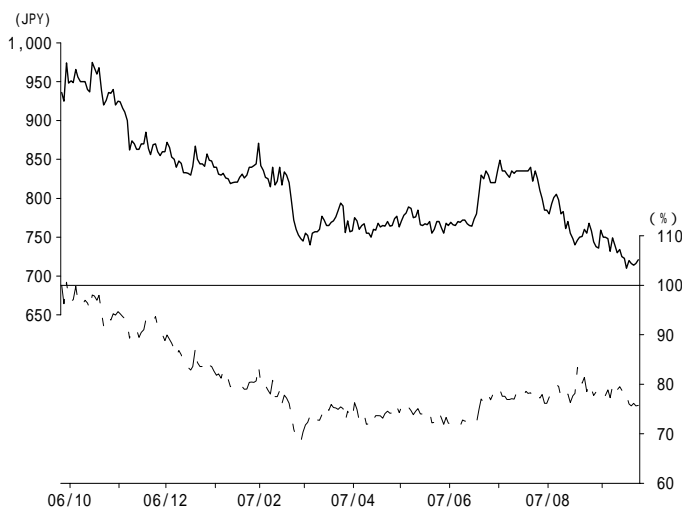
一方、音響計測器や微粒子計測器は、工場などでの需要拡大が予想される。競合企業も海外のメーカー数社に限られる騒音計・振動計・微粒子計測器など工場の環境管理用の製品は、アジアでの需要拡大が見込まれる。この結果、当社全体では08.3期～10.3期に年率3%増収、同10%の営業増益を予想する。

【リスク要因】

業界最大手 Siemens の攻勢

最大のリスク要因は、業界最大手の Siemens によるさらなる価格攻勢である。同社は世界補聴器市場でトップシェアを占めているが、日本でのシェアは当社に劣る。07.3期には大手眼鏡チェーン店を通じて、積極的な販売攻勢をかけていた。同社の販売攻勢が補聴器価格の大幅な下落を促した場合、当社の業績に大きな影響を与えるであろう。

(図表 4-(12)-3) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) N R I

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(12)-4) 業績予想

セグメント別売上高 (百万円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
補聴器	9,700	9,684	9,698	9,248	9,500	9,600	9,700
医用検査機器	1,996	1,925	2,096	2,083	2,100	2,100	2,100
音響・振動計測器	4,318	4,432	4,671	4,781	4,900	5,200	5,500
微粒子計測器	2,005	2,498	2,667	3,186	3,200	3,500	3,800
合計	18,020	18,540	19,133	19,300	19,700	20,400	21,100
営業利益率 (%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3E	09.3E	10.3E
補聴器	7.0	5.0	3.9	0.9	2.1	3.1	3.3
医用検査機器	-2.7	-5.1	8.5	8.1	10.5	8.6	8.6
音響・振動計測器	5.8	4.9	10.5	11.6	12.0	12.5	12.7
微粒子計測器	-9.6	9.0	10.5	18.0	18.8	19.4	19.7
合計	3.8	4.5	6.9	7.2	8.2	8.9	9.2
連結損益計算書 (百万円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
売上高	18,020	18,540	19,133	19,300	19,700	20,400	21,100
売上原価	10,382	10,530	10,538	10,558	10,800	11,100	11,500
売上総利益	7,638	8,010	8,595	8,742	8,900	9,300	9,600
販売費及び一般管理費	6,953	7,183	7,270	7,355	7,290	7,490	7,650
営業利益	685	827	1,325	1,387	1,610	1,810	1,950
営業外収益	193	147	127	132	130	130	130
営業外損失	335	302	313	235	220	220	220
経常利益	543	672	1,139	1,284	1,520	1,720	1,860
特別利益	7	2	44	0	10	0	0
特別損失	39	22	13	323	10	0	0
税金等調整前当期純利益	511	652	1,170	961	1,520	1,720	1,860
税金等	384	586	643	532	640	720	780
当期純利益	355	354	662	512	880	1,000	1,080
減価償却費	876	814	836	825	850	850	850
キャッシュフロー	1,231	1,168	1,498	1,337	1,730	1,850	1,930
設備投資額	581	984	752	815	700	800	800
期中平均株式数 (千株)	9894.2	9890.6	9959.0	10052.0	10085.0	10085.0	10085.0
期末発行済株式数 (千株)	9892.4	9888.7	10041.0	10085.0	10085.0	10085.0	10085.0
EPS (円)	34.6	33.2	63.4	51.0	87.4	99.3	107.3
BPS (円)	891.7	918.7	968.8	996.2	1,069.7	1,151.2	1,237.6
前年同期比 (%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
売上高	4.8	2.9	3.2	0.9	2.1	3.6	3.4
売上原価	6.0	1.4	0.1	0.2	2.3	2.8	3.6
売上総利益	3.3	4.9	7.3	1.7	1.8	4.5	3.2
販売費及び一般管理費	-1.5	3.3	1.2	1.2	-0.9	2.7	2.1
営業利益	105.1	20.7	60.2	4.7	16.1	12.4	7.7
経常利益	195.1	23.8	69.5	12.7	18.4	13.2	8.1
当期純利益	96.1	-0.3	87.0	-22.7	71.9	13.6	8.0
対売上高比率 (%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3E	09.3E	10.3E
売上原価	57.6	56.8	55.1	54.7	54.8	54.4	54.5
売上総利益	42.4	43.2	44.9	45.3	45.2	45.6	45.5
販売費及び一般管理費	38.6	38.7	38.0	38.1	37.0	36.7	36.3
営業利益	3.8	4.5	6.9	7.2	8.2	8.9	9.2
経常利益	3.0	3.6	6.0	6.7	7.7	0.0	0.0
当期純利益	2.0	1.9	3.5	2.7	4.5	4.9	5.1

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づいた取引の先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあり得ます。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあり得ます。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

連結貸借対照表(百万円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
流動資産	10,886	10,850	10,919	11,095	11,600	12,110	12,820
現金及び預金	1,613	1,234	1,364	1,210	1,670	1,740	2,120
受取手形及び売掛金	4,761	4,908	4,960	5,124	5,180	5,370	5,550
棚卸資産	3,606	3,637	3,686	3,715	3,860	4,110	4,260
その他	906	1,071	909	1,046	890	890	890
固定資産	12,398	12,694	12,995	12,939	12,810	12,760	12,710
有形固定資産	10,191	10,370	10,274	10,118	9,970	9,920	9,870
無形固定資産	394	338	291	433	420	420	420
投資その他の資産	1,813	1,985	2,430	2,388	2,420	2,420	2,420
資産合計	23,284	23,544	23,915	24,034	24,410	24,870	25,530
流動負債	4,677	5,267	5,516	5,769	5,630	5,470	5,360
支払手形及び買掛金	1,411	1,219	1,185	1,315	1,270	1,310	1,350
短期借入金	1,806	2,339	2,462	2,352	2,300	2,200	2,100
一年以内償還予定社債	100	200	200	360	310	210	160
その他	1,360	1,509	1,669	1,742	1,750	1,750	1,750
固定負債	9,773	9,166	8,657	8,236	8,010	7,810	7,710
社債	350	600	400	760	700	700	700
長期借入金	5,028	4,003	3,659	2,920	2,700	2,500	2,300
その他	4,395	4,563	4,598	4,556	4,610	4,610	4,710
負債合計	14,450	14,433	14,173	14,005	13,640	13,280	13,070
株主資本	5,720	5,959	6,507	6,855	7,590	8,410	9,280
資本金	1,194	1,194	1,216	1,223	1,230	1,230	1,230
資本剰余金	1,618	1,618	1,640	1,647	1,650	1,650	1,650
利益剰余金	2,912	3,153	3,661	3,995	4,720	5,540	6,410
自己株式	-4	-6	-10	-10	-10	-10	-10
評価・換算差額等	3,113	3,151	3,235	3,175	3,180	3,180	3,180
その他有価証券評価差額金	77	114	197	139	140	140	140
土地再評価差額金	3,037	3,037	3,037	3,035	3,040	3,040	3,040
為替換算調整勘定	-1	0	1	1	0	0	0
資本合計(06.3期以降は純資産)	8,834	9,110	9,742	10,030	10,770	11,590	12,460
負債、少数株主持分及び資本合計	23,284	23,544	23,915	24,034	24,410	24,870	25,530
有利子負債	7,284	7,142	6,721	6,392	6,010	5,610	5,260
ネット有利子負債	5,671	5,908	5,357	5,182	4,340	3,870	3,140

(出所)野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(13) A S T I (6899、レーティング：未付与、¥500)

清水 信行

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	32,032	6.5	1,687	11.1	1,734	17.1	990	11.2	69.4
07.03	34,909	9.0	1,707	1.2	1,750	0.9	889	-10.2	56.2
08.03予想	36,600	4.8	1,920	12.5	1,970	12.6	1,040	17.0	61.2
会社予想	36,500	4.6	1,820	6.6	1,800	2.9	950	6.9	55.9
09.03予想	40,000	9.3	2,200	14.6	2,250	14.2	1,300	25.0	76.5
10.03予想	43,600	9.0	2,600	18.2	2,650	17.8	1,540	18.5	90.6

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は、車載向けワイヤーハーネスなどの車載電装品を中心に、白物家電用電子制御基板、携帯電話機用回路基板の部品実装・加工組立、制御機器などの製造を手掛けている。顧客セットメーカーからの緊急増産依頼や頻繁なモデルチェンジへの対応など、中堅企業として小回りのきく点を前面に押し出す一方で、主要顧客が進出している地域への海外展開にも積極的である。中期的にも日系セットメーカーの海外展開を背景とした旺盛な部品需要に対し、インド、ベトナムなど海外の生産能力を増強していくことで、持続的な業績の拡大が見込まれる。

【事業内容】

**ピアノ部品の組立・加工からスタート** 当社は1963年に設立され、地元浜松で製造されるピアノの部品組立・加工を手掛けていた。その後、電子オルガンの登場で開始したオルガン用ワイヤーハーネスの組立が、現在の車載向けハーネス事業に繋がっている。また、楽器から民生用エレクトロニクス製品への展開を図り、家電向け制御基板や携帯電話向け基板実装などへ事業を拡大してきた。

**車載電装品など4事業を手掛ける** 現在は、情報通信機器、制御機器、車載電装品、ホームエレクトロニクスの大きく4つの事業を手掛けている(図表4-(13)-1)。情報通信機器は、主に携帯電話用回路基板の実装と携帯電話機の組立・加工をしている。顧客も限定的で収益化の難しい事業であるが、求められる技術力が高く製造ノウハウが蓄積されることから、他事業の技術底上げに寄与している。制御機器は、産業用ロボットコントローラーなどを製造している。大きな案件は少なく、個別の顧客企業の設備投資動向に左右される傾向がある。

(図表4-(13)-1) セグメント情報

セグメント名	事業名	主要製品	売上構成比 07.3期
通信・制御機器	情報通信機器	携帯電話機用回路基板	4.8%
	制御機器	産業用ロボットコントローラー サーフェスマウンター用制御ユニット	3.7%
車載・家電用機能部品	車載電装品	車載用スイッチ・センサー 車載・船舶用ワイヤーハーネス コーナーセンサーユニット エアコンパネル	64.4%
	ホームエレクトロニクス	洗濯機・食洗機・衣類乾燥機用電子制御基板	27.1%

(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

車載電装品は、全社売上の6割強を占める主力事業である。このうちワイヤーハーネスが約6割、エアコンパネルなどの車載機器が約3割、コーナーセンサーが約1割を占める。ホームエレクトロニクスは、洗濯機や食器

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

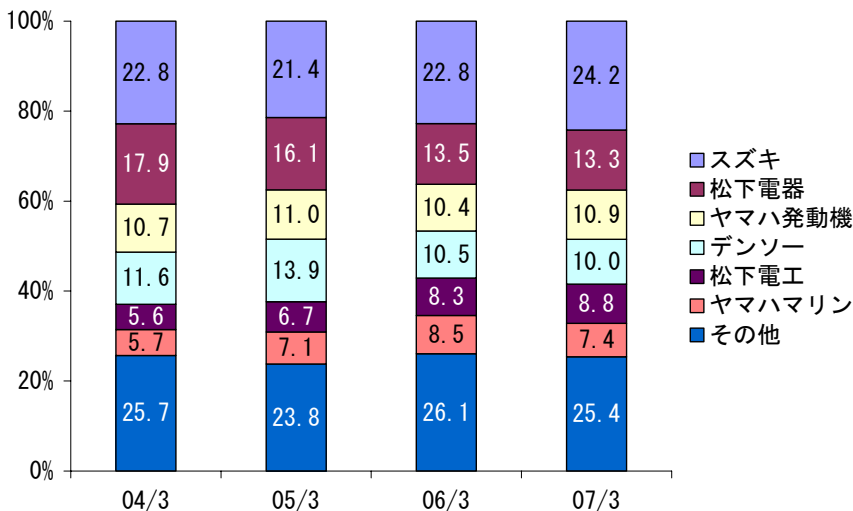


洗い機などの制御基板を製造している。足元で進む家電の高機能化が、追い風となっている。

自動車、民生用エレキメーカーが主要顧客

07.3期の主要顧客別売上構成は、スズキ(7269、レーティング:4、¥3,330)が24.2%、松下電器産業(6752、同:3、¥2,110)が13.3%、ヤマハ発動機(7272、同:3、¥2,795)が10.9%、デンソー(6902、同:2、¥4,280)が10.0%、松下電工(6991、同:3、¥1,378)が8.8%で、以下、ヤマハマリン、パナソニックモバイルコミュニケーションズ、三洋電機(6764、同:3、¥183)と続いている(図表4-(13)-2)。上位10社が、売上の90%以上を占めている。

(図表 4-(13)-2) 主要顧客別売上高



(出所) 会社資料より野村証券金融経済研究所作成

【特色】

①中堅企業として小回りがきくこと

当社の特色は、中堅企業としての小回りがきき、海外進出に積極的で、顧客との共同開発、高い技術力とコスト競争力を兼ね備えていることの4点である。小回りがきく点については、当社が手掛ける車載用ハーネスはモデルチェンジが頻繁な二輪向けが中心で、緊急増産依頼も少なくない。頻繁なモデルチェンジへの対応は、当社のような中堅企業が得意とするところである。

②積極的な海外展開

海外進出については、当社は売上高300億円台の中堅企業ながら中国に2拠点(浙江省湖州、浙江省杭州)、ベトナムに2拠点(ホーチミン近郊とハノイ近郊)、インドに1拠点を展開している。顧客の現地法人への納入に加えて、コスト競争力を活かして国内へも逆輸出している。

③顧客との共同開発

顧客との共同開発では、当社は単に顧客からの製造依頼をこなすだけではない。技術陣を顧客企業へ派遣し共同開発する「ゲストエンジニア制度」を取り入れ、顧客密着型のサービスを展開している。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

④技術力とコスト競争力を兼ね備

高い技術力とコスト競争力で車載の電装化に対応し、当社は既存のワイヤーハーネスやエアコンパネルから、高い技術力が求められるコーナーセンサーなどへ製品ラインナップを拡大してきた。既存製品については顧客からの値下げ要請が厳しいが、海外生産や検査装置の内製化を進めるなど、高い技術力を安い製品供給へ上手く結びつけている。

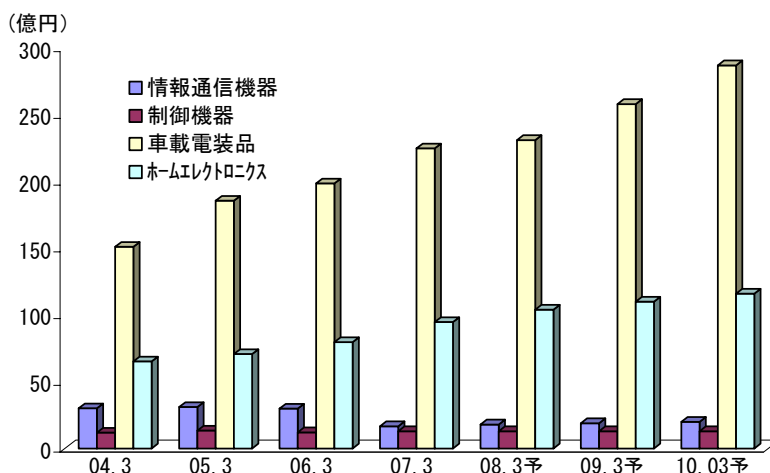
【短期業績予想】

08.3期はホームエレクトロニクスの好調もあって5%増収へ

08.3期の売上は前期比5%増収の366億円が予想される(図表4-(13)-3)。主力の車載電装品では、安全対策で普及率が高まっているコーナーセンサーの販売は好調ながら、08.3期上期は主力の軽四輪車向けハーネスの受注が低調である。例年、下期に受注が盛り上がる傾向があり挽回の可能性もあるが、現時点では同製品の売上は前期比3%増収の231億円と予想される。ホームエレクトロニクスは顧客によって好不調がまちまちであるが、上期に高採算で一時的な受注があり売上高を上げた。08.3期の売上高は通期で前期比10%増収の104億円と予想される。

情報通信機器は基板実装の受注が下げ止まりつつある中で、生産性の高いカメラモジュール製造、機器の加工組立が増加している。情報通信機器の08.3期売上は前期比8%増収の18億円と予想される。制御機器は安定した受注で推移しており、同横這いの13億円となろう。

(図表4-(13)-3) 事業別売上推移



(出所) 会社資料より野村證券金融経済研究所作成

08.3期はホームエレクトロニクス、情報通信機器の回復で13%増益予想

08.3期の営業利益は前期比13%増益の19億円と予想される。車載・家電用機能部品は、車載電装品で利益率の高い軽四輪車向け販売の低調が厳しい。しかし、上期に特需のあったホームエレクトロニクスは、売上拡大ペースほど固定費が伸びず大幅に採算が改善しよう。車載・家電用機能部品の全社消去前営業利益は同10%増益の19億円となろう。通信・制御機器は情報通信機器で生産性の高い加工組立の受注が活発である。制御機器は横

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

這いの見通しであるが、通信・制御機器の全社消去前営業利益は同67%増益の1億円となろう。

09.3期は車載電装品の回復や償却費増加の一巡で15%営業増益へ

09.3期は前期比9%増収、同15%営業増益と予想される。08.3期のホームエレクトロニクス、情報通信機器から主力の車載電装品に利益の牽引役が交代しよう。車載電装品は海外生産体制の立ち上がりと共に、ハーネス販売が回復すると見られ、同製品の売上は同12%増収の258億円と予想される。特需のなくなるホームエレクトロニクスや、情報通信機器、制御機器は前期比横這いから微増となろう。08.3期の利益を圧迫する減価償却費の制度変更による影響がなくなることや、人件費の増加ペースが緩やかになることが15%増益につながるであろう。

【中期見通し】

車載電装品中心の業績拡大

中期的にも、通信機器事業などの業績変動を吸収しながら、車載電装品を中心とした業績拡大が続こう。会社は同事業の売上構成比を07.3期の64%から将来的に70%へ引き上げる目標を掲げている。

インド、ベトナムなど海外での増産体制強化

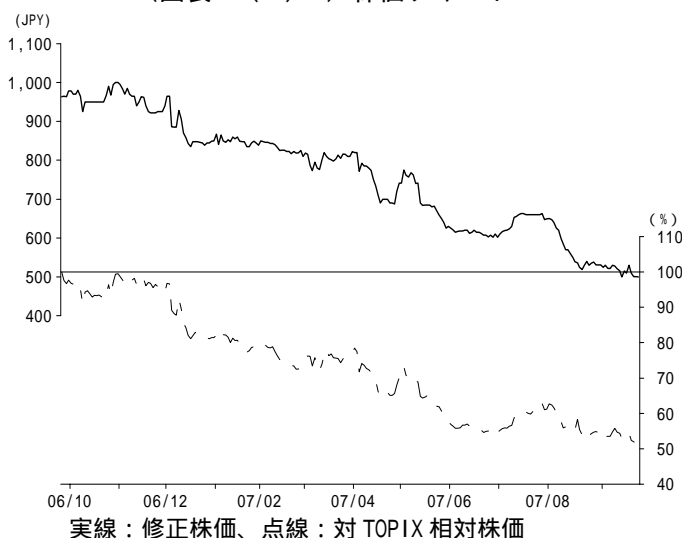
当社は04年11月にインド法人を、06年11月にはベトナムで2拠点目の現地法人となるAEH(ASTI ELECTRONICS HANOI CORPORATION)を立ち上げるなど、車載電装品の生産能力の拡大を目指した積極的な設備投資を続けている。日系完成車メーカーの事業展開が目立つ地域での生産能力の増強であり、当社の中期的な業績を牽引しよう。

【リスク要因】

顧客企業の内製化

情報通信機器、ホームエレクトロニクスで、顧客企業がコスト削減の目的から内製化を進める動きが一部で見られる。今後もこのような動きが続くことは否定できないが、QCD(品質・コスト・納期)に優れた当社の高い製品供給能力を考えると、大きく落ち込む可能性は低いと思われる。

(図表 4-(13)-4) 株価チャート



(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(13)-5) 業績予想

【連結損益計算書】		(単位:百万円)					
決算期	05.03	06.03	07.03	08.03 予想	09.03 予想	10.03 予想	
売上高	30,079	32,032	34,909	36,600	40,000	43,600	
(前期比)	16.5%	6.5%	9.0%	4.8%	9.3%	9.0%	
通信・制御機器	4,449	4,211	2,968	3,100	3,200	3,300	
(前期比)	6.1%	-5.3%	-29.5%	4.4%	3.2%	3.1%	
(構成比)	14.8%	13.1%	8.5%	8.5%	8.0%	7.6%	
情報通信機器	3,109	2,995	1,667	1,800	1,900	2,000	
(前期比)	3.4%	-3.7%	-44.3%	8.0%	5.6%	5.3%	
(構成比)	10.3%	9.4%	4.8%	4.9%	4.8%	4.6%	
制御機器	1,340	1,216	1,301	1,300	1,300	1,300	
(前期比)	13.0%	-9.3%	7.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	
(構成比)	4.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.3%	3.0%	
車載・家電用機能部品	25,629	27,820	31,940	33,500	36,800	40,300	
(前期比)	18.5%	8.5%	14.8%	4.9%	9.9%	9.5%	
(構成比)	85.2%	86.9%	91.5%	91.5%	92.0%	92.4%	
車載電装品	18,557	19,854	22,469	23,100	25,800	28,700	
(前期比)	22.8%	7.0%	13.2%	2.8%	11.7%	11.2%	
(構成比)	61.7%	62.0%	64.4%	63.1%	64.5%	65.8%	
ホームレクエナクス	7,071	7,965	9,471	10,400	11,000	11,600	
(前期比)	8.4%	12.6%	18.9%	9.8%	5.8%	5.5%	
(構成比)	23.5%	24.9%	27.1%	28.4%	27.5%	26.6%	
売上原価	26,684	28,195	30,674	31,780	34,730	37,670	
売上総利益	3,395	3,837	4,235	4,820	5,270	5,930	
(対売上高比)	11.3%	12.0%	12.1%	13.2%	13.2%	13.6%	
販売管理費	1,878	2,150	2,528	2,900	3,070	3,330	
(対売上高比)	6.2%	6.7%	7.2%	7.9%	7.7%	7.6%	
営業利益	1,518	1,687	1,707	1,920	2,200	2,600	
(前期比)	3.9%	11.1%	1.2%	12.5%	14.6%	18.2%	
(対売上高比)	5.0%	5.3%	4.9%	5.2%	5.5%	6.0%	
通信・制御機器	32	-35	84	140	140	140	
(前期比)	-88.7%	-209.4%	-	66.7%	0.0%	0.0%	
(構成比)	2.1%	-2.1%	4.9%	7.3%	6.4%	5.4%	
(対部門売上高比)	0.7%	-0.8%	2.8%	4.5%	4.4%	4.2%	
車載・家電用機能部品	1,525	1,772	1,702	1,870	2,160	2,570	
(前期比)	25.1%	16.2%	-4.0%	9.9%	15.5%	19.0%	
(構成比)	100.5%	105.0%	99.7%	97.4%	98.2%	98.8%	
(対部門売上高比)	6.0%	6.4%	5.3%	5.6%	5.9%	6.4%	
消去	-40	-50	-80	-90	-100	-110	
(対売上高比)	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	
営業外収益	104	214	189	200	210	220	
受取利息	1	3	8	8	10	13	
受取配当金	4	5	6	6	6	6	
その他	99	206	175	186	194	201	
営業外費用	141	167	146	150	160	170	
支払利息・割引料	30	34	38	57	63	63	
その他	111	133	108	93	97	107	
経常利益	1,481	1,734	1,750	1,970	2,250	2,650	
(前期比)	9.1%	17.1%	0.9%	12.6%	14.2%	17.8%	
(対売上高比)	4.9%	5.4%	5.0%	5.4%	5.6%	6.1%	
特別利益	29	36	1	0	0	0	
特別損失	20	29	37	40	40	40	
当期純利益	890	990	889	1,040	1,300	1,540	
(前期比)	12.2%	11.2%	-10.2%	17.0%	25.0%	18.5%	
(対売上高比)	3.0%	3.1%	2.5%	2.8%	3.3%	3.5%	

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、および証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対照表】		(単位: 百万円)					
決算期	05.03	06.03	07.03	08.03 予想	09.03 予想	10.03 予想	
流動資産	10,423	12,401	12,848	13,547	14,890	16,350	
現金・預金	420	955	870	1,054	1,362	1,726	
売上債権	6,128	6,868	7,207	7,556	8,258	9,001	
有価証券	0	0	0	0	0	0	
棚卸資産	2,978	3,620	3,423	3,589	3,922	4,275	
その他	897	958	1,348	1,348	1,348	1,348	
固定資産	4,811	5,971	8,106	9,265	9,555	10,085	
有形固定資産	3,437	4,531	6,742	7,901	7,991	8,321	
無形固定資産	117	111	89	89	89	89	
投資その他	1,257	1,329	1,275	1,275	1,475	1,675	
総資産	15,234	18,372	20,955	22,752	24,385	26,375	
流動負債	6,523	7,037	6,666	8,131	8,553	9,090	
買入債務	3,086	3,772	3,354	3,516	3,843	4,189	
短期有利子負債	1,848	1,605	1,442	2,655	2,570	2,570	
その他	1,589	1,660	1,870	1,960	2,140	2,331	
固定負債	486	617	1,499	1,049	1,071	1,095	
社債等	0	0	0	0	0	0	
長期借入金	234	343	1,261	800	800	800	
その他	252	274	238	249	271	295	
負債合計	7,010	7,654	8,164	9,180	9,624	10,185	
純資産	8,224	10,718	12,791	13,572	14,761	16,191	
負債・純資産合計	15,234	18,372	20,955	22,752	24,385	26,375	
EPS (円)	65.9	69.4	56.2	61.2	76.5	90.6	
BPS (円)	616.2	689.2	750.3	798.6	868.5	952.7	
減価償却費	534	679	788	1,130	1,210	1,170	
設備投資額	653	1,904	2,978	2,290	1,300	1,500	
ROA	6.2%	5.9%	4.5%	4.8%	5.5%	6.1%	
ROE	11.4%	10.5%	7.6%	7.9%	9.2%	10.0%	
総資本回転率 (期末、回)	1.97	1.74	1.67	1.60	1.64	1.65	
自己資本比率	54.0%	58.3%	61.0%	59.5%	60.4%	61.2%	

【連結キャッシュフロー】							
営業活動によるキャッシュフロー	505	906	936	1,877	2,058	2,227	
税金等調整前当期純利益	1,490	1,741	1,714	1,930	2,210	2,610	
減価償却費	534	679	788	1,130	1,210	1,170	
運転資本増減額	-341	-892	-530	-352	-709	-750	
その他	-1,178	-622	-1,036	-831	-654	-803	
投資活動によるキャッシュフロー	-713	-1,650	-2,934	-2,290	-1,500	-1,700	
財務活動によるキャッシュフロー	114	1,177	1,899	597	-249	-164	
現金及び現金同等物増減額等	-100	504	-85	184	308	364	

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づいて買入、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り持している場合があります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(14) ハイデイ日高 (7611、レーティング: 2、¥1,003)

成清 康介

単独	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.02	13,892	18.4	1,209	9.3	1,168	7.3	550	35.1	49.8
07.02	16,006	15.2	1,491	23.3	1,487	27.3	724	31.6	64.0
08.02予想	18,200	13.7	1,800	20.7	1,800	21.0	900	24.3	79.8
会社予想	18,000	12.5	-	-	1,650	11.0	870	20.2	77.0
09.02予想	20,400	12.1	2,000	11.1	2,000	11.1	1,020	13.3	90.4
10.02予想	22,600	10.8	2,200	10.0	2,200	10.0	1,130	10.8	100.2

(出所) 野村証券金融経済研究所

当社は低価格ラーメン店の「日高屋」を中心に、07年8月末で全業態合計177店を展開する。足元は他の外食企業の値上げなどで相対的な価格競争力が強まっていると見られ、07年3~8月単純平均の既存店客数は前年同期比0.4%増加している。客単価も上昇しており、既存店売上は前年同期比2.5%増収と、08.2期の通期会社計画の同1%減収を上回る。下期もこの傾向が続くと考えられ、08.2期は前期比14%増収、同21%経常増益を野村では予想する。首都圏の出店余地は大きく、中期的に年間25店程度の出店が見込まれ、07.2期~10.2期の経常増益率は年率14%と野村がカバーする外食9社平均の同10%を上回るであろう。一方、08.2期予想基準のPERは13倍と外食9社平均の同18倍を下回るため、割安と判断して9月25日付でレーティング「2」でカバーを開始した(詳細は9月25日発行のレポート「ハイデイ日高」No.07-331を参照のこと)。

【事業内容】

首都圏に「日高屋」などを展開するラーメンチェーン

当社は、1都3県で390円の低価格ラーメンを軸とした「日高屋」などを、直営展開するラーメンチェーンである。出店地を東京、埼玉、神奈川、千葉の首都圏に限定しており、中でも東京都への出店構成比は52%を占める。駅前出店にこだわり、足元の店舗構成比率の9割は駅前の模様である。07年8月末で全業態合計177店を展開している。

主力は日高屋業態

主力事業は「日高屋」で、07.2期の売上構成比は98%に達する。主な客層は30~50才の男性会員の模様で、390円の中華そばなど500円前後の低価格メニューが中心である。小皿料理も数品あり、夜は軽く飲む客がいるなど居酒屋的な利用もある。その他の業態では台湾料理を提供する「台南市場」、立ち飲みスタイルの焼鳥屋の「焼鳥日高」、京風おでん・やきとり・串焼きなどを提供する「文楽座」などを展開している。また、新たに開発した業態の実験店の売上も含まれている(図表4-(14)-1)。

(図表4-(14)-1)07.2期の事業別売上構成

業態	期末店舗数	売上高	売上構成比	1店当りの売上高	備考
	(店)	(百万円)	(%)	(百万円)	
日高屋	167	15,732	98	94.2	ラーメン店「日高屋」
その他業態	4	243	2	60.8	台湾料理「台南市場」など
その他	-	31	0	0.0	工場卸売・社員販売など
合計	171	16,006	100	93.6	

(出所)野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買いつけまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【特色】

メニュー戦略：低価格路線、定食も提供 「日高屋」は390円で中華そばを提供するなど、500円以下の低価格メニューが多く、価格競争力が強いいため、多くの客数を取込んでいると見られる。「日高屋」と類似業態を展開する幸楽苑(7554、レーティング:未付与、¥1,143)、リンガーハット(8200、同:未付与、¥1,405)、当社の3社の中で唯一、定食を用意しており、単身世帯客の日常食ニーズを取込み、品数を増やして多くのニーズに対応し、リピート間隔を短縮させる効果があると野村では考えている。

立地戦略：駅前出店で集客に有利 出店は駅前へ絞り込んでいる。駅前に出店するメリットは、駅の近くに出店しているため郊外ロードサイドよりも集客に有利で、アルコール飲料の販売による売上増加が期待できることである。客席はカウンターや2人席が中心で滞在時間の短い単独客を取り込み、店舗効率を高めている。

店舗オペレーションも効率性を重視している 都心の「日高屋」では昼と夜でメニューを入れ替えて、店舗オペレーションを効率化している。昼は注文後2分程度で提供できる麺類が中心のメニューに絞り込み、客席回転率を高めている。また、タンメンや野菜炒め、肉野菜炒めなどの共通食材であるカット野菜はセントラルキッチン(以下CK)で1食分に小分けされているなど、CKでの食材加工で調理作業を省力化している。

客席回転数が高い 「日高屋」と類似業態を展開する幸楽苑、リンガーハットと比較すると、客席回転率の差が大きく、店舗ベースの営業利益率が高い要因と考えられる(図表4-(14)-2)。客席回転率が高い理由は、集客に有利な駅前に出店し、CKを活用して店舗オペレーションが効率化されているために提供が早く、2人席とカウンター席が中心で単独客を取込んでいるためであろう。

(図表 4-(14)-2) ラーメン各社の店舗フォーマット比較

		ハイディ日高 07.2期 単体	幸楽苑 07.3期 単体	リンガーハット 07.2期 連結
直営:FC比率 (%)	直営100 FC0	直営93 FC7	直営95 FC5	
客単価 (円)	685	576	650	
<b>&lt;店舗ベース&gt;</b>				
売上高 (万円)	10,000	10,000	7,800	
標準店坪数 (坪)	30	40	40	
席数 (席)	30	62	41	
1日当り客席回転率 (回)	13.3	7.7	8.0	
原価率(F) (%)	27	31	28	
販売管理費率 (%)	55	55	67	
店舗営業利益率 (%)	18.0	14.0	5.0	
投資額(保証金抜き) (万円)	2,750	3,300	2,709	
ROI (%)	65.5	42.4	14.4	

(注)ROI = 店舗営業利益 ÷ 投資額(保証金抜き)で算出  
(出所)野村証券金融経済研究所

セントラルキッチンで食材を加工 当社は埼玉県行田市のCKで麺、チャーシュー、餃子を作り、野菜をカットしている。当社がCKを設置した理由は、生産数量が増加すれば固定費の負担が小さくなり、1食当りの原価は外部から購入するよりも安くなる、均一な品質を確保でき、店舗の調理作業を省力化できると考えているためであ

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券を、それら証券に基づき、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

る。また、現CKの隣接地での増設が決まっており、増設後は400店まで対応可能となる見通しである

【短期業績予想】

08.2期は21%経常増益 08.2期は前期比14%増収、同21%経常増益と野村では予想する。客単価の上昇に加え、相対的な価格競争力が強まっているため、07年3~8月単純平均の既存店客数が前年同期比0.4%増加し、既存店売上は同2.5%増収と、08.2期の会社期初計画の前期比1%減収を上回っている。

08.2期上期の新規出店は10店となった模様である。会社の通期出店計画は30店だが、12月までの出店契約は10店のため、野村では通期の出店数を慎重に見て25店と予想した。しかし、既存店増収率が会社計画を上回ると考えたことから、会社予想を上回る売上高を予想する。

相対的な価格競争力が高まっていると見られる 野村では客単価が「日高屋」の685円に近い他の外食チェーン大手が値上げしたことで、390円の「中華そば」だけでなく490円の「冷やし中華」や「野菜たっぷりタンメン」など中価格帯メニューでも値ごろ感が強まっていると見られる。06年9月にリンガーハット、07年6月に日本マクドナルドホールディングス(2702JQ、同:3、¥2,000)が地域別価格を導入し、9月から壺番屋(7630、同:未付与、¥2,250)も値上げするなど、東京では10%前後の値上げが続いている。当社は現状で価格改定を考えていないため、相対的な価格競争力は徐々に強まるであろう。下期も客数の増加傾向が続くと考え、08.3期の既存店売上を前期比2.1%増収と予想した。

小麦粉の値上げによる悪影響は軽微 原価では、07年10月に小麦粉の価格が値上げされる見通しが強まっている。しかし、当社の小麦の仕入額は年間約2.4億円と推定され、価格が10%値上げされても2,400万円の費用増加に留まる。08.2期は小麦の仕入れ価格が10%上昇する前提で業績予想に織り込んだが、値上げが実施されるのは10月以降の見込みのため影響額はその半分程度であろう。

仕入ルートの見直し等で食材価格の上昇を吸収しよう 加えて、従来は問屋から仕入れていた一部の野菜を農協から直接仕入れるなど仕入ルートの見直しで、食材価格の上昇を抑制している。また、2年前に稼働したCKの行田工場では、パートが定着して野菜カットなどの習熟度が向上して生産性も改善されている。07年3~5月期の売上高原価率は前年同期比で0.7%ポイント、前期比では0.2%ポイント低下している。このため、材料費の上昇があるものの、野村では08.2期の原価率は前期比0.1%ポイント低下すると予想した。

【中期見通し】

07.2期~10.2期は年率14%経常増益を予想 中期的には都心及び首都圏を中心とした年間25店前後の出店が業績ドライバーとなり、07.2期~10.2期の経常増益率は年率14%と野村では予想している。会社は出店開発人員を現状の5名から増員する考えだが、基本的に駅前物件は空きが出るまで待つしかないため、出店ペースの加速は見込まなかった。また、既存店増収率の客単価は慎重に見て横ばいと予想した。会社も値上げは考えていない。相対的な価格競争力が強まっているため、09.2期の

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



客数は前期比1%増を見込んだが、客席稼働率には限界があるため、10.2期は同横ばいと予想した。

1都3県で400店は出店可能

07.2期の決算説明会で、神田社長は1都3県で400店の出店は可能と言及した。会社の出店基準は1日平均の乗降客数5万人につき1店で、1駅に複数の出店も可能である。各鉄道会社の資料を基にすると、1都3県で乗降客数が5万人以上の駅は231駅ある。概算のため、各駅の1日平均乗降客数の合計3,240万人を1日の乗降客数5万人で割ると、試算上は648店の出店が可能と算出された。その中から選別を進めれば、1都3県に400店の出店は可能と野村では見ている。

CKの増設計画に伴う費用増を織り込んだ

CKでは製麺ラインと野菜の加工ラインを増強する計画で、早ければ08年後半に稼働する。既に現CKの隣接地に土地を取得済みで、増強後は400店まで供給が可能な見通しである。会社の試算では工場増設に係る総費用は15億円程度だが、まだ未確定の部分も多い。現状では労務費や減価償却費などランニングコストの増額分が年間1億円程度と見込まれるため、09.2期以降の業績予想に織り込んだ。

【リスク要因】

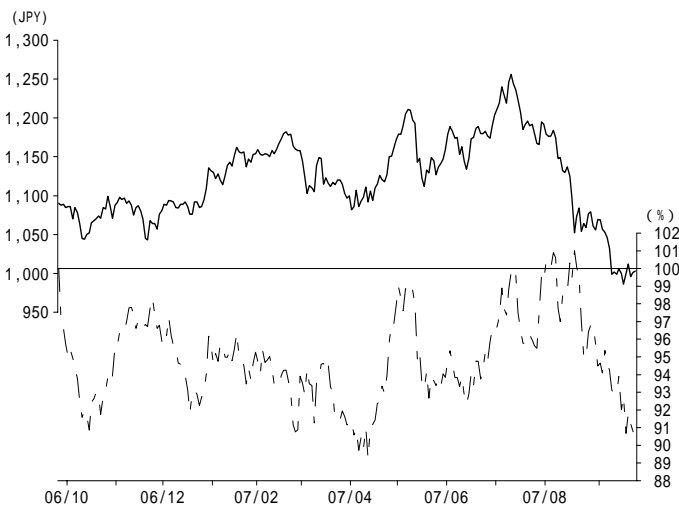
食材調達リスク

当社は中国から輸入している食材も使用している。今後、輸入規制など予期せぬ事態が起こった場合は、食材価格が上昇して業績に悪影響を与える可能性がある。

人材確保難リスク

当社は東京都心の駅前に出店しており、競合企業も多いことから人材確保が難しい。人材確保が計画通り進まない場合は、出店が遅れるなどで業績に悪影響を与える可能性がある。

(図表 4-(14)-3) 株価チャート



実線：修正株価、点線：対 TOPIX 相対株価

(出所) N R I

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(14)-4) 業績予想

【店舗数の推移】		(単位：店)					
		05.2期	06.2期	07.2期	08.2期(予)	09.2期(予)	10.2期(予)
日高屋		124	150	167	187	208	229
その他		5	3	4	4	5	6
総店舗数		129	153	171	191	213	235
出店		27	27	23	25	25	25
退店		2	3	5	5	3	3
既存店売上(前期比)	(%)	0.2	-2.3	-0.8	2.1	1.0	0.0
【セグメント別売上高】		(単位：百万円)					
		05.2期	06.2期	07.2期	08.2期(予)	09.2期(予)	10.2期(予)
日高屋		11,129	13,575	15,732	17,900	20,000	22,200
その他		561	271	243	300	400	400
各増収率	(%)						
日高屋		33.5	22.0	15.9	13.8	11.7	11.0
その他		-69.8	-51.7	-10.3	23.5	33.3	0.0
各売上構成比	(%)						
日高屋		94.8	97.7	98.3	98.4	98.0	98.2
その他		4.8	2.0	1.5	1.6	2.0	1.8
【単独損益計算書】		(単位：百万円)					
		05.2期	06.2期	07.2期	08.2期(予)	09.2期(予)	10.2期(予)
売上高		11,735	13,892	16,006	18,200	20,400	22,600
前期比	(%)	14.7	18.4	15.2	13.7	12.1	10.8
売上原価		3,146	3,850	4,316	4,900	5,500	6,100
前期比	(%)	16.2	22.4	12.1	13.5	12.2	10.9
原価率	(%)	26.8	27.7	27.0	26.9	27.0	27.0
売上総利益		8,589	10,041	11,690	13,300	14,900	16,500
前期比	(%)	14.1	16.9	16.4	13.8	12.0	10.7
売上総利益率	(%)	73.2	72.3	73.0	73.1	73.0	73.0
販管費		7,482	8,832	10,199	11,500	12,900	14,300
前期比	(%)	15.1	18.0	15.5	12.8	12.2	10.9
販管費率	(%)	63.8	63.6	63.7	63.2	63.2	63.3
営業利益		1,106	1,209	1,491	1,800	2,000	2,200
前期比	(%)	7.6	9.3	23.3	20.7	11.1	10.0
営業利益率	(%)	9.4	8.7	9.3	9.9	9.8	9.7
営業外収支		-17	-41	-3	0	0	0
経常利益		1,089	1,168	1,487	1,800	2,000	2,200
前期比	(%)	9.2	7.3	27.3	21.0	11.1	10.0
経常利益率	(%)	9.3	8.4	9.3	9.9	9.8	9.7
特別損益		-379	-184	-192	-200	-200	-200
税引前利益		711	984	1,295	1,600	1,800	2,000
法人税等		504	524	700	700	780	870
税率	(%)	70.9	53.3	51.3	43.8	43.3	43.5
当期純利益		407	550	724	900	1,020	1,130
前期比	(%)	6.0	35.1	31.6	24.3	13.3	10.8
当期純利益率	(%)	3.5	4.0	4.5	4.9	5.0	5.0

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【単独貸借対照表】

(単位: 百万円)

	05.2期	06.2期	07.2期	08.2期(予)	09.2期(予)	10.2期(予)
流動資産合計	1,017	1,950	2,473	2,010	2,070	2,390
手元流動性	501	1,411	1,806	1,250	1,220	1,450
売上債権	177	138	166	190	210	230
棚卸資産	62	81	86	100	110	120
その他	277	320	415	470	530	590
固定資産合計	8,270	8,823	9,141	9,840	11,380	12,400
有形固定資産	4,458	4,692	4,867	5,040	5,990	6,420
無形固定資産	24	23	37	40	40	40
投資その他の資産	3,787	4,108	4,238	4,760	5,350	5,940
資産合計	9,287	10,773	11,614	11,850	13,450	14,790
流動負債合計	1,895	2,121	2,631	2,690	2,830	2,830
短期借入金	50	50	0	0	0	0
年内返済長期借入金	766	770	758	560	440	180
仕入債務	236	286	318	360	410	450
その他	843	1,015	1,555	1,770	1,980	2,200
固定負債合計	2,609	2,432	2,211	1,720	2,360	2,770
社債	60	60	20	0	0	0
長期借入金	2,214	1,926	1,568	1,010	1,570	1,890
その他	335	446	623	710	790	880
純資産	4,783	6,220	6,773	7,440	8,260	9,190
負債及び資本合計	9,287	10,773	11,614	11,850	13,450	14,790
ネットD/Eレシオ (倍)	0.5	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1
自己資本比率 (%)	51.5	57.7	58.3	62.8	61.4	62.1
総資本回転率 (回/年)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5

【要約キャッシュフロー表】

当期純利益	407	550	724	900	1,020	1,130
減価償却費	397	481	507	525	630	750
運転資本増減	213	30	65	80	80	70
営業キャッシュフロー	1,017	1,061	1,296	1,505	1,730	1,950
設備投資額	2,762	1,188	1,059	1,250	2,676	1,176
フリーキャッシュフロー	-1,745	-127	237	255	-946	774

【一株当り指標】

EPS (円)	41.0	49.8	64.0	79.8	90.4	100.2
BPS (円)	482	549	599	660	732	815
DPS (円)	10.0	18.0	16.0	18.0	18.0	18.0
CFPS (円)	81.2	96.1	109.1	126.3	146.3	166.7
期中平均株式数 (千株)	4,812.0	10,725.0	11,303.0	11,302.9	11,302.9	11,302.9

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(15) オーバル (7727、レーティング：未付与、¥244)

甲谷 宗也

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	11,936	6.0	540	-2.9	566	-0.9	477	32.9	22.3
07.03	13,558	13.6	774	43.3	654	15.5	309	-35.2	14.7
08.03予想	13,400	-1.2	750	-3.1	770	17.7	570	84.5	27.0
会社予想	13,400	-1.2	675	-12.8	725	10.9	570	84.5	27.0
09.03予想	14,000	4.5	850	13.3	890	15.6	530	-7.0	25.1
10.03予想	15,100	7.9	1,000	17.6	1,060	19.1	630	18.9	29.9

(出所) 野村証券金融経済研究所

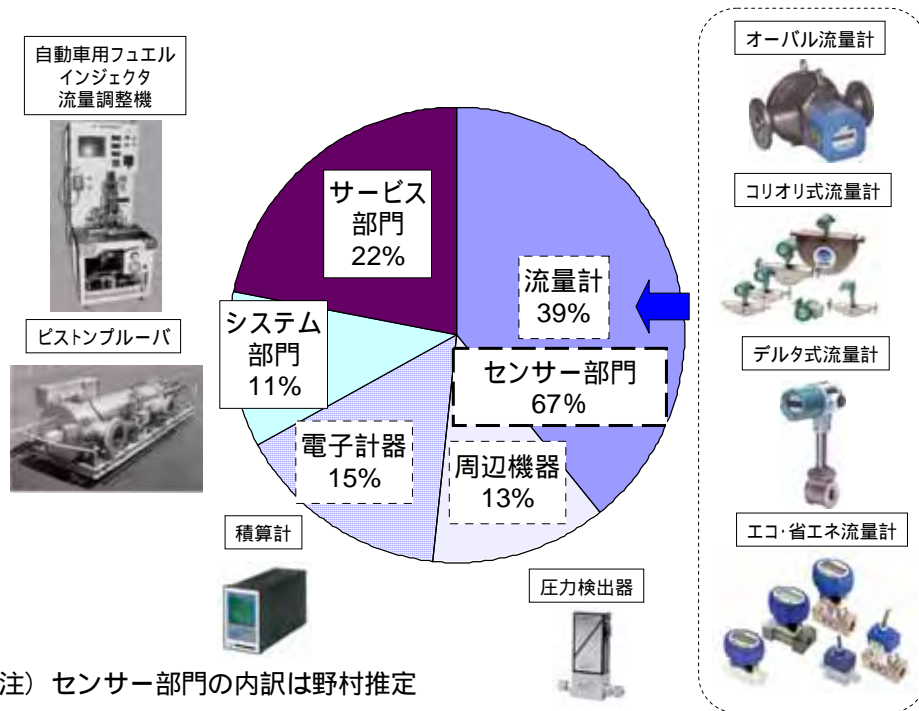
当社は、非楕円形歯車を応用した容積式流量計のオーバル式流量計から始まった会社である。流量計と関連製品が含まれるセンサー部門が売上高の7割近くを占める。当社は流量計で幅広いラインアップを持ち、各分類において国内市場シェアも高い。07.3期は流量校正用システム装置の大型案件やアジアでの流量計の需要拡大から、大幅な増収増益を計上した。08.3期はシステム製品の需要が一巡すると考え前期比1%減収、採算性の良い流量計の需要増がアジアで継続すると考え同3%の営業減益を予想する。中長期的にはアジア市場での需要拡大とエコ・省エネ関連の流量計の拡販が期待され、我々は今後2年間で年率15%の営業増益を予想する。

【事業内容】

主力製品は流量計

当社はセンサー部門(売上構成比67%)、システム部門(同11%)、サービス部門(同22%)の3セグメントからなる(図表4-(15)-1)。センサー部門は主力製品の流量計のほか、付属品の周辺機器や電子計器などで構成される。システム部門はプラント用の大型装置が多く、代表例として流量計の誤作動の判定に使われるピストンルーバなどがある。サービス部門は、修理・保守契約などである。

(図表4-(15)-1) 当社の07.3期事業別売上構成



(注) センサー部門の内訳は野村推定

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

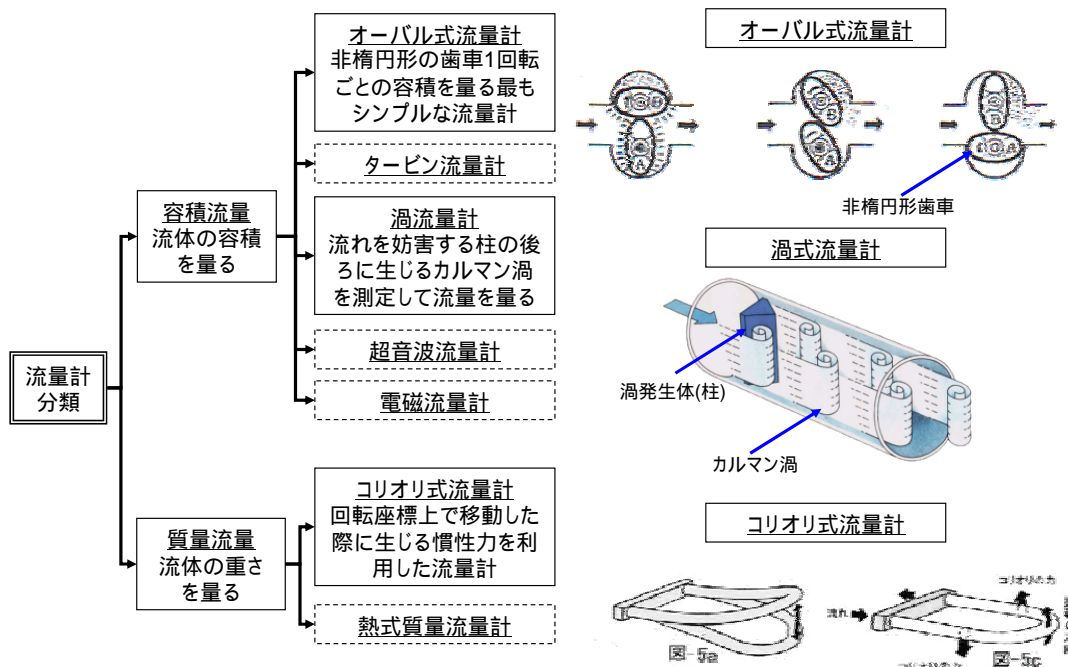
オーバル式流量計で創業した会社

当社は後述する非円形歯車を使うオーバル式流量計の特許を基に、1949年に創業された。当社の社名も、楕円形(英語で oval)の非円形歯車に由来している。当初はガスメータや水道メータなどを手がけていた。72年に唯一の工場である山梨工場が竣工し、83年には韓国へ進出した。85年にはプラント機器の米国大手企業 Emerson Electric 社が筆頭株主となったが、経営方針の不一致を理由に 02 年に当社が株式を買収して資本提携を解消した。

流量計は大きく 2 種類

流量計は数 ml から数万 m<sup>3</sup>を量るものがあり、流体、気体、液体、スラリー、石油、化学薬品など多彩な用途があるため種類が多い(図表 4-(15)-2)。流量計には大きく、容積を量る容積流量計と質量を測る質量流量計の 2 種類がある。当社のオーバル式(非円形歯車)は容積流量計で、デルタ式(渦式)流量計もこれに含まれる。質量流量計の代表例はコリオリ式流量計である。

(図表 4-(15)-2) 流量計の分類と小分類



左上の図のように振動させることによってコリオリ力が発生。コリオリ力は流体質量に比例する。

(出所) 野村証券金融経済研究所

オーバル式流量計とコリオリ式流量計とは

オーバル式流量計は 2 つの非円形歯車で構成される。非円形歯車が 1 回転するごとに、回転子とケースの間に三日月形の容積が貯まる。三日月形の容積は両側で同じため、歯車の回転数により流量を高精度で計ることができる。一方、コリオリ式流量計は、回転によって生じるコリオリ力を応用している。液体が流れる管を振動させると管にねじれる力が発生するが、このねじれの力を計測すれば管に流れる液体の質量を推測できる。

【特徴】

高精度の流量計が強み

当社は上記の流量計のうち、創業当時の容積流量計、コリオリ式流量計や渦流量計などに強みがある。また、流量計は栓塞するために定期的なメンテナンスが必要で、当社はアフターサービスにも注力している。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

主用途は化学・石油だが多彩な用途がある  
 流量計の主な用途は化学・石油プラント用で、当社売上の約30%を占める。近年増えているのが自動車用途で、自動車工場のエア供給の監視などに使われ、売上の約20%を占めている。他にもプラント・商社(15%)、電力・ガス(7%)の他、ごみ焼却、食品など多彩な用途がある。

容積式流量計では国内トップシェアの50%  
 当社推定では、主力のオーバル式流量計を含む容積式流量計で国内トップシェアの50%を占めている。小分類ではデルタ流量計(渦式流量計)で国内2位の40%、コリオリ式を含む質量式流量計で35%を占めるが、国内順位は不明である。反対に電磁式流量計は、国内シェアが1%未満と低い。

分類別に多くある競合他社  
 多岐に分かれる流量計は競合企業が多い。オーバル式では、日立トキコ(未上場)、日東精工(5957、レーティング：未付与、¥954)などがライバルである。デルタ式や超音波式では、横河電機(6841、同：2、¥1,359)、山武(6845、同：2、¥3,840)など大手企業が多く、特に横河電機は周辺装置も一括して受注できるため、大型プラント向けでは当社が不利である。コリオリ式では当社が日本唯一のメーカーであるが、海外企業と競合する。

【短期業績予想】

07.3期：システム製品が買い替え需要で急増  
 07.3期の売上高は前期比14%増収の136億円、営業利益は同43%増益の7.7億円であった。増収の要因はシステム部門のピストンルーバなど流量校正システム(流量計が正しく作動しているかを判断する装置)の大型案件に加え、食品関連や石油関連のシステムが好調に推移したため、同45%増収の40.8億円を計上した。主力のセンサー部門の売上高は同3%増収と堅調に推移したが、採算性の良いオーバル式流量計やコリオリ式流量計の構成比が上昇したため、全社の営業増益に大きく貢献した模様である。

07.3期：急増した海外売上高  
 07.3期の海外売上高は前期比49%増収の32.5億円であった。急増した理由として、アジア地域でのプラント用途の旺盛な需要があげられる。当社は中国へ進出したばかりで、2名の駐在員に限られているが、高精度かつシンプルな当社製品の評価は高い。また、中国政府自体が当社製品のコピーを作る現地企業の起訴を進めるなど、当社は中国政府と親密な関係にある模様である。07.3期は東南アジアでも売上を伸ばした。

07年4~6月期：センサー部門が好調な滑り出し  
 07年4~6月期の売上高は前年同期比14%増収の30.6億円、営業利益は同3.9倍の1.7億円となった。増収増益の要因はセンサー部門の好調である。07.3期に続き採算性の高いオーバル式流量計やコリオリ式流量計の出荷が、プラント向けで好調な模様である。システム部門も同23%増収の7.2億円と、両部門が期初計画以上に好調なため、会社は7月8日に08.3期の業績予想を上方修正した。

会社予想はまだ慎重  
 会社は08.3期の売上高を前期比1%減収、同13%の営業減益と予想している。中国の需要などでセンサー部門の好調な推移が予想されるものの、会社はシステム部門の需要が一巡すると考えている。我々は7月に上方修正された会社予想は、まだ上方修正の余地があると考え、直近ではシステム部門が予想外に堅調に推移しており、センサー部門もアジアのプラント

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持つのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

新築・国内の買い替え需要などで好調に推移している。ただし、システム部門の大型案件が相次いだ前期程の好調は見込めないと考え、08.3期は連結売上高1%減収、営業利益は3%減益を予想している。

【中期見通し】

①アジアプラントの需要

我々は当社の中長期的な展望は明るいとする。第一の要因は、中国・アジアへの進出である。地場産業が多いとは言え、長年培ってきた高い精度と充実したアフターサービスは中国の一流企業に高く評価されており、経済発展に連れて正確な流量管理などの需要が高まると考える。

①省エネ新製品群への期待

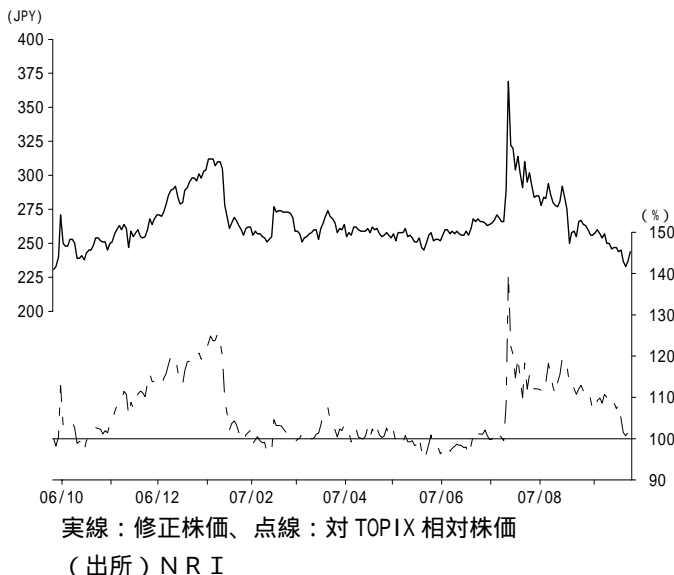
第二の要因は、省エネ新製品群への期待である。07.3期の売上は2億円弱と小さいが、省エネ対応の小型流量計の新製品は今後の普及が予想される。一例を挙げると、渦式流量計の「Eggs Delta」は小型、軽量、安価、かつメンテナンス不要の製品で、工場内の空気や水の末端使用量の管理に使われる。今後、世界的に水不足、環境への配慮が強まると見込まれ、産業用水の管理などが強化されるであろう。以上二つの要因から、我々は今後2年間で年率6%増収、同15%の営業増益を予想する。

【リスク要因】

横河電機の攻勢

リスク要因は、流量計最大手の横河電機の攻勢と考える。同社は販売・サービス網が当社よりも数倍大きく、製品群も豊富で、周辺装置の一括受注を受けられるなど、販売力・技術力・コスト競争力で当社を上回る。当社は同社に比べてラインアップは広いが、当社の得意分野に横河電機が参入してくれば苦戦が予想される。

(図表 4-(15)-3) 株価チャート



このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(15)-4) 業績予想

セグメント別売上高(百万円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
センサ部門	6,356	6,848	6,610	6,827	8,400	8,900	9,700
システム部門	1,546	1,870	2,814	4,076	2,200	2,300	2,500
サービス部門	2,453	2,520	2,479	2,628	2,800	2,800	2,900
その他(不動産賃貸)	33	23	33	27	0	0	0
合計	10,388	11,262	11,936	13,558	13,400	14,000	15,100
セグメント別増収率(%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
センサ部門	3.5	7.7	-3.5	3.3	23.0	6.0	9.0
システム部門	-7.9	21.0	50.5	44.8	-46.0	4.5	8.7
サービス部門	1.3	2.7	-1.6	6.0	6.5	0.0	3.6
合計	1.2	8.4	6.0	13.6	-1.2	4.5	7.9
連結損益計算書(億円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
売上高	10,388	11,262	11,936	13,558	13,400	14,000	15,100
売上原価	6,905	7,393	8,065	9,365	9,000	9,350	10,100
売上総利益	3,483	3,869	3,871	4,193	4,400	4,650	5,000
販売費及び一般管理費	2,952	3,313	3,331	3,419	3,650	3,800	4,000
営業利益	531	556	540	774	750	850	1,000
営業外収益	120	133	125	120	90	110	130
営業外損失	136	118	100	239	70	70	70
経常利益	515	571	566	654	770	890	1,060
特別利益	20	14	7	28	300	0	0
特別損失	117	245	8	72	100	0	0
税金等調整前当期純利益	418	341	564	611	970	890	1,060
当期純利益	298	359	477	309	570	530	630
減価償却費	284	294	264	250	250	220	200
キャッシュフロー	582	653	741	559	820	750	830
設備投資額	106	289	360	237	500	500	500
期末発行済み株式数(百万株)	20.103	21.095	26.18	26.18	26.18	26.18	26.18
EPS(円)	14.8	17.3	22.3	14.7	27.0	25.1	29.9
BPS(円)	413.0	418.1	445.3	462.1	475.7	490.8	508.7
DPS(円)	3.0	5.0	5.0	5.0	7.0	9.0	14.0
前年同期比(%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
売上高	1.2	8.4	6.0	13.6	-1.2	4.5	7.9
売上原価	-4.6	7.1	9.1	16.1	-3.9	3.9	8.0
売上総利益	15.1	11.1	0.1	8.3	4.9	5.7	7.5
販売費及び一般管理費	-3.1	12.2	0.5	2.6	6.8	4.1	5.3
営業利益	-	4.7	-2.9	43.3	-3.1	13.3	17.6
経常利益	-	10.9	-0.9	15.5	17.7	15.6	19.1
当期純利益	-	20.5	32.9	-35.2	84.5	-7.0	18.9
対売上高比率(%)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
売上原価	66.5	65.6	67.6	69.1	67.2	66.8	66.9
売上総利益	33.5	34.4	32.4	30.9	32.8	33.2	33.1
販売費及び一般管理費	28.4	29.4	27.9	25.2	27.2	27.1	26.5
営業利益	5.1	4.9	4.5	5.7	5.6	6.1	6.6
経常利益	5.0	5.1	4.7	4.8	5.7	6.4	7.0
当期純利益	2.9	3.2	4.0	2.3	4.3	3.8	4.2
実効税率	28.71	-5.28	15.43	49.43	41.24	40.45	40.57

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちは業務その他の機会を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



連結貸借対照表(億円)	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3予	09.3予	10.3予
流動資産	7,418	7,978	8,001	7,428	7,320	7,609	8,116
現金及び預金	1,794	1,620	1,338	1,104	630	729	766
受取手形及び売掛金	4,094	4,391	4,716	4,040	4,190	4,380	4,720
棚卸資産	1,301	1,617	1,554	1,674	1,640	1,640	1,770
その他	229	350	393	610	860	860	860
固定資産	9,684	9,534	9,982	10,211	10,091	10,421	10,771
有形固定資産	8,136	7,982	8,005	7,987	8,221	8,501	8,801
無形固定資産	37	17	68	54	50	50	50
投資その他の資産	1,510	1,535	1,909	2,171	1,820	1,870	1,920
資産合計	17,102	17,512	17,983	17,639	17,411	18,030	18,887
流動負債	2,828	3,341	4,120	3,527	3,490	3,600	3,890
支払手形及び買掛金	1,032	1,547	1,397	1,704	1,640	1,700	1,840
短期借入金	1,176	899	1,870	561	650	650	650
その他	620	895	853	1,262	1,200	1,250	1,400
固定負債	5,823	5,308	4,412	4,313	3,850	4,040	4,230
長期借入金	1,597	1,405	450	424	400	600	800
再評価に係る繰延税金負債	2,124	2,066	2,066	2,066	2,060	2,060	2,060
退職給付引当金	1,503	1,445	1,452	1,361	1,300	1,300	1,300
その他	599	392	444	462	90	80	70
負債合計	8,651	8,649	8,531	7,840	7,340	7,640	8,120
I株主資本	5,238	5,820	6,189	6,344	6,801	7,120	7,497
資本金	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
資本剰余金	2,083	2,179	2,124	2,099	2,100	2,100	2,100
利益剰余金	1,599	1,981	2,406	2,587	3,041	3,360	3,737
自己株式	-644	-540	-541	-542	-540	-540	-540
II評価・換算差額等	3,063	2,999	3,202	3,400	3,230	3,230	3,230
III少数株主持分	149	44	60	55	40	40	40
資本合計(06.3期以降は純資産)	8,302	8,819	9,391	9,799	10,071	10,390	10,767
負債、少数株主持分及び資本合計	17,102	17,512	17,983	17,639	17,411	18,030	18,887
有利子負債	2,773	2,304	2,320	985	1,050	1,250	1,450
ネット有利子負債	979	684	982	-119	420	521	684

(出所)野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(16) JSP (7942、レーティング：未付与、¥1,390)

青木 広道

連結	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS 円
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
06.03	89,843	3.1	3,025	-40.3	2,868	-37.0	1,525	-35.8	49.7
07.03	95,505	6.3	4,114	36.0	4,119	43.6	2,357	54.6	75.8
08.03予想	100,500	5.2	5,300	28.8	5,100	23.8	2,800	18.8	89.7
会社予想	99,000	3.7	5,300	28.8	5,100	23.8	2,800	18.8	89.7
09.03予想	105,000	4.5	6,400	20.8	6,300	23.5	3,600	28.6	115.3
10.03予想	109,000	3.8	7,100	10.9	7,100	12.7	4,100	13.9	131.3

(出所) 野村證券金融経済研究所

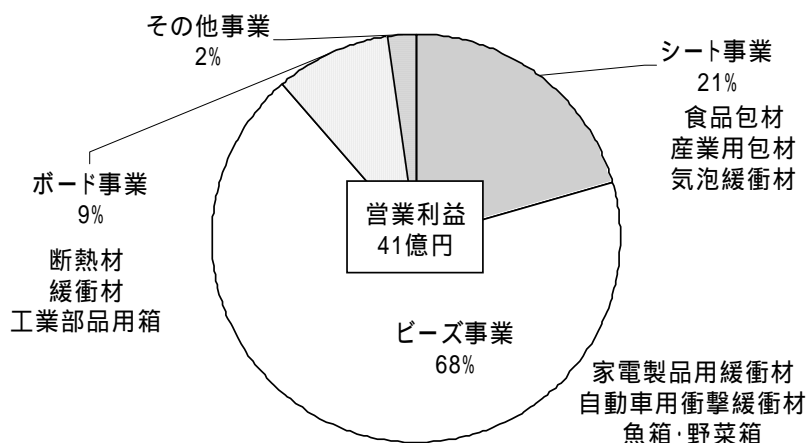
当社は、独自の発泡技術、成形技術を用いて、食品包装容器材、産業用緩衝材、建築土木資材など、機能性、経済性を高めた様々な樹脂発泡製品を幅広い分野へ供給している。プロジェクトンテレビのモデルチェンジが急速に進み、旧タイプ向けの画面材の売上高が激減したことで06.3期の業績は大幅に悪化した。同事業の改善や海外事業の拡大により07.3期は増益へ転じ、07年4~6月期も前年同期比で営業利益が倍増した。原料価格の高騰で樹脂成型事業を手がける企業には厳しい事業環境が続いているが、合理化などで国内事業の収益力の強化を図ると共に、海外での積極的な展開を進めており、順調な業績推移が予想される。新中期経営計画では09.3期に営業利益78億円を目標としているが、当初の想定を上回る原料価格の上昇などで達成は難しいと考えられる。しかし、収益体質の強化や海外での事業拡大といった施策は着実に進められており、中期的な成長が見込まれる。

【事業内容】

樹脂発泡製品の大手

樹脂発泡製品の大手メーカーで、食品包装容器材、産業用緩衝材、建築土木資材など様々な製品を幅広い分野へ供給している。身近な製品では、食品トレーや発泡スチロールと呼ばれる家電製品の緩衝包装材のほか、自動車のエネルギー吸収バンパーのコア材や住宅の断熱材など、日常の様々な分野で幅広く使われている。セグメント別では自動車用途が多いビーズ事業が売上高、営業利益ともに最も比率が高く、営業利益では7割近くを占めている(図表4-(16)-1)。

(図表4-(16)-1) セグメント別営業利益



(注) 07.3期実績

(出所) 会社資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づき、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【強み】

**独自の発泡技術と成形技術を持つ** 独自の発泡技術と成形技術を活かし、用途に応じた機能・特性を付加するだけでなく、省資源・環境適合性など新しいニーズにも対応する様々な製品を展開している。ビーズ法発泡ポリプロピレンでは、世界トップシェアを誇り、代表的な製品である自動車のエネルギー吸収バンパーコア材は米国で約7割、欧州でも5割程度のシェアを占める模様である。同部材は世界的にも需要の拡大が見込まれ、これに対応して05年に中国で増設し、06年6月にはチェコの新工場も稼働した。自動車関連製品は需要の拡大を受けて積極的な海外展開を進めており、タイヤインドへの供給も本格化している。

**既存分野に加え新規用途が拡大** 国内の食品包材や魚箱といった用途の需要は頭打ちだが、自動車向けを中心とした既存分野の拡大に加え、新規用途が順調に拡大しており、今後の業績を牽引すると考えられる。新規用途では、薄型テレビの画面基板の輸送用に、永久帯電防止効果を付加した発泡ポリエチレンシートの需要が拡大している。液晶の大型化に伴い発泡ポリエチレンシートも幅広い製品が求められているが、当社のように幅広化に対応できるメーカーは限られている。発泡ポリプロピレンを使ったフィールド基礎緩衝材は、米国を中心にアメリカンフットボール場などのスポーツ施設向けに需要が拡大している。自動車用の緩衝材では、事故時にリアシートが前席に潜り込むのを防ぐための乗用車リアシート部材が一部の車種で採用されている。

【業績見通し】

**07.3期は大幅な悪化から脱出** 05.3期まで3期連続で、売上高、営業利益とも順調な拡大を続けていたが、リアプロジェクションテレビ用画面材が、モデルチェンジの急速な進展で旧タイプ向けの売上高が激減したことなどで急速に悪化した上に、原料価格上昇の影響もあり、06.3期は営業利益で前期比40%の減益となった。07.3期も原料価格の上昇が続く厳しい事業環境であったが、リアプロジェクションテレビ用画面材の採算改善、国内工場の統合によるコスト削減、海外事業の伸張などで36%の営業増益と大幅に改善した。

**07年4~6月期も業績は順調** 07年4~6月期も、営業利益が前年同期の4億円から11億円へ約2.5倍になった。コスト削減効果が引き続き出ている上に、海外事業の順調な推移が寄与した。会社の08.3期上期の営業利益予想に対する進捗率は41%と50%を下回るが、季節性を考慮するとほぼ計画どおりの推移と考えられる。売上高は前年同期比で2%増と低い伸び率だが、これは06年10月に連結子会社のアクリエースを持分法適用会社へ変更したため、この影響を除くと10%近い増収と推測される。

**アクリエースを持分法適用会社へ** 持分法適用会社に変更したアクリエースは、アクリル系押出板を手がけており、主な用途はリアプロジェクションテレビの画面用基板材である。07.3期に最悪期を脱したが、液晶テレビなど他の薄型テレビの拡大が続いているため、稼働率が低下するなど厳しい状況が続いている模様である。新規用途の開発などが急務であるが、原料を供給している三菱ガス化学(4182、レーティング:2、¥1,062)との共同事業の位置付けを明確にすべく、連結

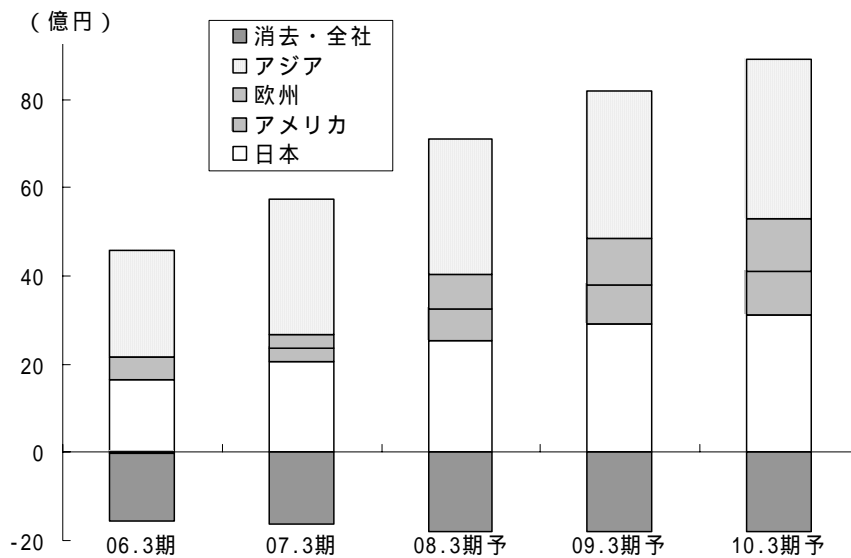
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それを証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

子会社から持分法適用会社へ変更された。今後は、光学用製品を扱ってきた技術を生かし、ポリカーボネート樹脂製品など、プロジェクションテレビ以外の用途への展開で収益力の強化が図られよう。09.3期からは持分法投資利益へ寄与すると予想される。

08.3期は約30%の営業増益を見込む

国内事業を中心とした合理化や海外事業の拡大で、08.3期は29%の営業増益を予想する。国内は、前年上期にあったアクリエースの利益がなくなることや償却制度変更の影響があるものの、合理化の寄与や遅れていた値上げの進展などで営業増益が見込まれる。海外事業も自動車関連や新規用途の拡大で順調な推移が予想される(図表4-(16)-2)。

(図表 4-(16)-2) 所在地別別営業利益の推移



(出所) 野村證券金融経済研究所

国内は会社計画を下回るが回復基調は継続

国内では、樹脂などの原料価格について、供給元が大手メーカーということもあり、ほぼナフサ価格に連動した値上げを受け入れざるを得ない状況にある。自動車関連製品などはタイムラグがあるものの製品価格への原料高の転嫁が可能だが、発泡ポリスチレンの用途の大半を占める魚箱や家電用緩衝材などでは、需要の拡大が見込めず、原料高を全て転嫁するのは難しい。足元では引き続き原料価格の上昇が予想され、国内の営業利益は会社見通しを下回ると考えられる。ただし、産業用包材の発泡ポリエチレンシートが薄型テレビの画面基盤の運搬用などで需要を拡大している上に、工場統合などによる合理化効果、前期から遅れて浸透している値上げ効果が見込まれるため、回復基調は続くと考えられる。08.3期の営業利益は前期比5億円増の26億円を予想する。

海外は順調に推移

海外は各地域とも順調な推移が予想され、海外全体で08.3期の営業利益は前期比8億円増の46億円を予想する。会社計画を上回り、国内の会社予想未達を吸収できると考えられる。米国では既存の自動車関連に加え、スポ

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

ーツ施設で使用されるフィールド基礎緩衝材など新製品の需要が順調に伸びており、業績への寄与が見込まれる。欧州ではプラスチックバンパーの装着率が米国より低く拡大余地が大きい上に、自動車内装関連の需要も強い。07.3期のチェコ工場の稼働により、これら需要増に対応可能となっており、供給地域の拡大や、新用途の積極的な開発も進められると考えられる。新工場の稼働率上昇に伴い大幅な収益の改善が見込まれよう。アジアは、07.3期に急激に伸びた反動や原料高の影響が懸念されたが、足元では順調に数量を拡大しており、ほぼ07.3期並の利益水準を確保できると予想される。

中期計画の達成は困難ながら海外を中心に高成長を予想

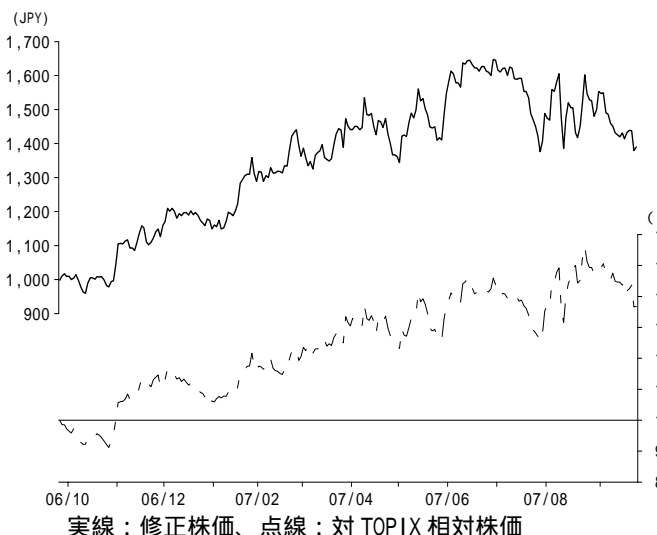
3ヵ年の中期経営計画が07.3期から開始された。選択と集中を進め、事業構造改革による経営の効率化で高収益企業を目指す計画となっている。1年目の07.3期は、海外は計画を上回ったが、急激な原料高の影響を吸収できず国内が未達となり、全社でも計画を下回った。08.3期、09.3期も同様の状況が続くと予想され、中期計画の目標値である09.3期の営業利益で78億円の達成は困難であると考えられる。しかし、遅れてはいるが国内は着実に改善しており、海外は既存の自動車関連製品や新規用途の拡大が見込まれる。海外を中心に高い営業増益が続く確度は高いと考えられる。

【リスク要因】

原料価格の急激な上昇

原料価格の急激な上昇は、業績へ大きな影響を与える可能性がある。原料価格に連動した価格体系へ移行する努力をしているが、価格交渉で決まる比率はまだ高いと見られる。ある程度の原料高は多少遅れても製品価格への転嫁が可能であるが、急激な原料高が続くと製品価格への転嫁が追いつかず、採算が悪化する可能性がある。

(図表 4-(16)-3) 株価チャート



(出所) NRI

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 4-(16)-4) 業績予想

【セグメント】	(単位：百万円)						
	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予	09.3期 予	10.3期 予
売上高	77,723	87,134	89,843	95,505	100,500	105,000	109,000
シート事業	29,186	30,076	27,734	29,260	27,300	27,800	28,000
ビーズ事業	37,413	44,742	48,889	52,020	57,700	60,500	63,000
ボード事業	6,310	6,687	7,188	7,930	8,500	9,000	9,500
その他事業	4,812	5,627	6,031	6,790	7,000	7,700	8,500
営業利益	4,947	5,071	3,025	4,114	5,300	6,400	7,100
シート事業	2,093	2,347	463	1,200	1,500	1,600	1,700
ビーズ事業	4,107	3,984	3,776	4,610	5,300	6,000	6,500
ボード事業	345	318	290	450	550	650	700
その他事業	61	174	93	70	-150	50	100
消去・全社	-1,660	-1,752	-1,599	-1,830	-1,900	-1,900	-1,900

【連結損益計算書】	(単位：百万円)						
	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予	09.3期 予	10.3期 予
売上高	77,723	87,134	89,843	95,505	100,500	105,000	109,000
売上原価	53,963	62,001	65,601	70,259	73,934	77,244	80,187
売上総利益	23,760	25,133	24,242	25,246	26,566	27,756	28,813
販売管理費	18,813	20,062	21,217	21,132	21,266	21,356	21,713
営業利益	4,947	5,071	3,025	4,114	5,300	6,400	7,100
営業外損益	-541	-519	-157	5	-200	-100	0
受取利息・配当金	107	93	128	181	188	194	201
支払利息	435	347	262	369	352	316	287
持分法投資損益	-80	-65	-328	72	0	50	100
その他	-133	-200	305	121	-36	-28	-13
経常利益	4,406	4,552	2,868	4,119	5,100	6,300	7,100
特別利益	258	304	336	1,335	100	0	0
特別損失	234	205	474	952	100	0	0
税前利益	4,430	4,652	2,730	4,502	5,100	6,300	7,100
法人税等	1,605	1,738	778	1,399	1,600	1,950	2,200
少数株主持分	453	539	427	746	700	750	800
当期利益	2,372	2,375	1,525	2,357	2,800	3,600	4,100

(次ページへ続く)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

【連結貸借対象表】	(単位：百万円)						
	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予	09.3期 予	10.3期 予
流動資産	40,343	45,058	45,690	49,866	52,474	54,824	56,912
現預金・有価証券	5,711	7,572	7,296	7,367	7,752	8,099	8,408
受取手形・売掛	24,789	26,317	26,978	30,577	32,176	33,617	34,898
棚卸資産	7,160	8,708	8,774	9,241	9,724	10,160	10,547
その他流動資産	2,683	2,461	2,642	2,681	2,821	2,948	3,060
有形無形固定資産	33,553	35,106	38,538	41,090	41,590	41,890	42,190
投資その他資産	4,678	3,760	3,800	4,221	4,221	4,271	4,371
資産合計	78,631	83,980	88,039	95,178	98,285	100,985	103,473
流動負債	33,934	34,483	33,433	37,476	34,677	33,623	31,748
支払手形・買掛金	12,683	13,437	13,524	16,331	16,348	16,642	16,822
短期借入金	14,489	14,229	12,411	12,952	10,136	8,788	6,793
1年内償還社債	322	322	322	222	222	222	162
その他流動負債	6,440	6,495	7,176	7,971	7,971	7,971	7,971
固定負債	11,904	10,578	12,019	11,713	11,491	11,269	11,107
社債	1,472	1,150	828	606	384	162	0
転換社債	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	8,682	7,341	9,138	9,595	9,595	9,595	9,595
その他固定負債	1,750	2,087	2,053	1,512	1,512	1,512	1,512
有利子負債	24,965	23,042	22,699	23,375	20,337	18,767	16,550
株主資本・評価換算差額等	31,423	36,963	40,058	45,989	48,414	51,640	55,365
資本金・資本剰余金	19,526	22,842	23,201	23,428	23,428	23,428	23,428
その他	11,897	14,121	16,857	22,561	24,986	28,212	31,937
少数株主持分	1,368	1,955	2,527	3,003	3,703	4,453	5,253
負債・純資産合計	78,631	83,980	88,039	95,178	98,285	100,985	103,473

【各種指標等】	(単位：百万円)						
	04.3期	05.3期	06.3期	07.3期	08.3期 予	09.3期 予	10.3期 予
設備投資額	4,119	6,113	6,640	7,923	5,150	5,000	5,000
減価償却額	4,747	4,837	4,656	4,566	4,650	4,700	4,700
キャッシュフロー	7,119	7,212	6,181	6,923	7,450	8,300	8,800
フリーキャッシュフロー	3,000	1,099	-459	-1,000	2,300	3,300	3,800
EBITDA	9,694	9,908	7,681	8,680	9,950	11,100	11,800
EPS (円)	88.5	83.2	49.7	75.8	89.7	115.3	131.3
CFPS (円)	269.8	255.3	201.4	222.5	238.6	265.8	281.8
BPS (円)	1,170.1	1,214.4	1,296.1	1,472.9	1,550.6	1,653.8	1,773.2
自己資本利益率 (%)	7.9	6.9	4.0	5.5	5.9	7.2	7.7
総資産事業利益率 (%)	7.0	6.4	3.7	4.7	5.7	6.6	7.1
総資産回転率 (回)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
自己資本比率 (%)	40.0	44.0	45.5	48.3	49.3	51.1	53.5
売上高営業利益率 (%)	6.4	5.8	3.4	4.3	5.3	6.1	6.5
有利子負債の増減	6,484	-1,923	-343	676	-3,038	-1,570	-2,217
借入金の増減	5,090	-1,601	-21	998	-2,816	-1,348	-1,995
社債の増減	1,394	-322	-322	-322	-222	-222	-222

(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあり得ます。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

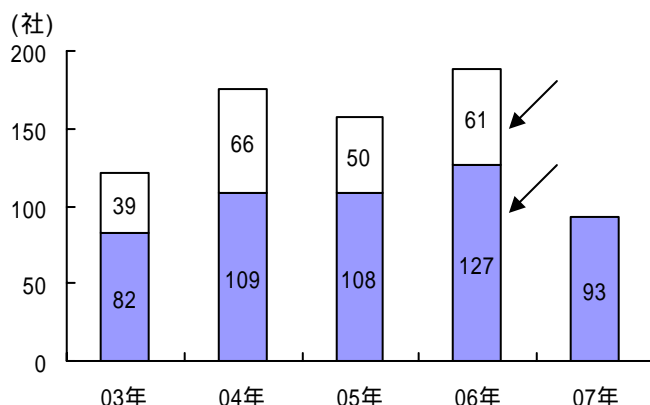
## 5. 2007年1~9月の株式新規上場の動向

榎本 豊

### (1) 上場企業動向 : 上場社数や企業規模で前年を下回る

<上場社数> 07年1~9月の新規上場社数は、前年同期の73%に当たる93社であった。07年1~9月は前年同期の7割強 4月、6月、7月、9月の社数が前年を大きく下回り、減速傾向が明らかである。9月27日現在の公表では10月の上場予定社数が12社と、前年同月の17社を割り込んでいる。現時点で07年通年の社数の予想は難しいが、前年の188社はおろか05年の158社も下回る可能性がある(図表5-1)

(図表5-1) 新規上場社数の動向



(出所) 野村証券金融経済研究所

<上場市場> 07年1~9月は、前年同期比で各市場ともおしなべて上場社数が減った。前年を維持したのは札証と福証の新興市場のみであった。市場別の新規上場社数では、全体の80~90%が新興市場を選ぶ状況は過去から一貫しており、07年1~9月はこの傾向が一層強まった。新興市場の中ではジャスダック取引所に上場する企業の割合が年々低下し、反対に証券取引所に付属する新興市場の割合が高まり、市場間の分散が進んできた。(図表5-2)

(図表5-2) 市場別新規上場社数の動向

(単位:社)

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2006年	2007年
							1月~9月	1月~9月
東証1部/2部	16	20	17	22	16	29	17	10
同マザーズ	7	8	31	56	35	41	23	19
大証1部/2部	3	3	3	3	1	4	4	-
同ナスダック・ジャパン	43	23	-	-	-	-	-	-
同ヘラクレス	-	1	7	16	25	36	29	19
名証	1	1	-	-	-	1	1	-
同セントレックス	1	-	-	5	13	13	5	1
札証	-	-	-	-	-	-	-	-
同アンビシャス	1	-	-	1	1	4	4	5
福証	-	-	-	-	-	-	-	1
同Q-Board	-	-	1	1	2	4	2	2
上場小計	72	56	59	104	93	132	85	57
JASDAQ	97	68	62	71	65	56	42	36
合計	169	124	121	175	158	188	127	93

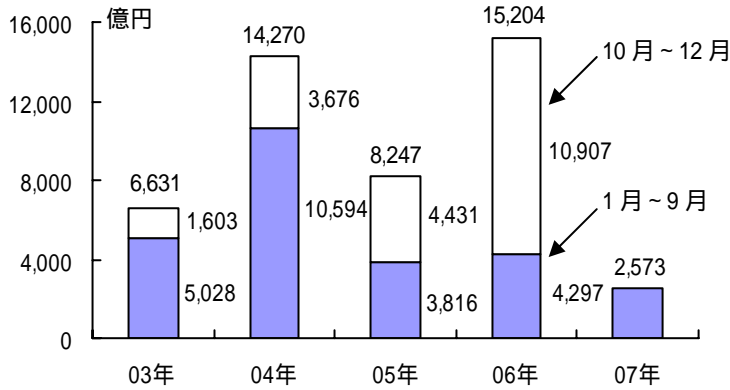
(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持てるポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



<公募・売出金額> 07年1~9月に新規上場した企業の公募・売出金額の合計(オーバーアロットメント(OA)による売出分を含む)は2,573億円で、前年同期の60%に留まった。上場社数も減っているが、1社平均の金額が前年の34億円から07年は28億円へ減少し、総じて小粒の企業が主流となった(図表5-3)。

(図表5-3) 公募・売出金額の動向



(出所) 野村証券金融経済研究所

大型上場も減少

07年1~9月において、公募・売出金額の上位企業では、100億円以上の大型が前年同期の12社から8社に減り、同期の合計金額が減少した背景ともなった。現時点では07年の最高額は約300億円であるが、06年は10月以降に1,000億円以上の超大型上場が実質5社あり、通年では06年との格差がさらに拡大する公算が大きい。(図表5-4)

(図表5-4) 公募・売出金額の上位10社

07年1月~9月上場				06年1月~9月上場				06年1月~12月上場			
NO.	コード	社名	億円	NO.	コード	社名	億円	NO.	コード	社名	億円
1	2142	ユー・エス・ジェイ	307	1	3028	アルペン	520	1	8304	あおぞら銀行	3,800
2	1412	チャイナ・ポーチ	221	2	3048	ビックカメラ	345	2	3231	野村不動産HD	1,645
3	6409	キトー	219	3	8993	アトリウム	272	3	2131	アコディア・ゴルフ	1,240
4	7313	テイ・エス テック	158	4	2476	テンプスタッフ	207	4	5019	出光興産	1,204
5	8409	八千代銀行	158	5	5310	東洋炭素	171	5	7312	タカタ	984
6	9382	バンテック・グループHD	134	6	6162	ミヤノ	159	6	3028	アルペン	520
7	6257	藤商事	117	7	8707	岩井証券	130	7	3048	ビックカメラ	345
8	3244	サムティ	110	8	8708	藍澤証券	127	8	8993	アトリウム	272
9	2155	カービュー	67	9	9422	アイ・ティー・シーネットワーク	115	9	5440	共英製鋼	241
10	2149	アジア・メディア	52	10	2121	ミクシィ	110	10	7825	SRIスポーツ	219

(出所) 野村証券金融経済研究所

時価総額では資源、エネルギー、インターネット関連企業が上位に

07年9月20日の終値を基準に、06年と07年に上場した企業の時価総額上位10社を見てみた。世界的な市況の高騰を反映して、資源・エネルギー関連企業が目に付く。また、知名度の高いインターネット関連企業などにおいて、公募・売出金額は少ないが時価総額の大きなものが散見される(次ページ図表5-5)。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持たせるポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いします

(図表 5-5) 時価総額の上位 10 社 (07年9月20日終値)

07年1月~9月上場				06年1月~9月上場				06年1月~12月上場			
NO.	コード	社名	億円	NO.	コード	社名	億円	NO.	コード	社名	億円
1	2142	ユー・エス・ジェイ	1,436	1	5310	東洋炭素	2,193	1	8304	あおぞら銀行	6,254
2	7313	テイ・エス テック	1,357	2	8993	アトリウム	1,188	2	5019	出光興産	5,088
3	1412	チャイナ・ポーター	837	3	2121	ミクシィ	1,164	3	3231	野村不動産HD	4,457
4	8409	八千代銀行	671	4	3048	ビックカメラ	947	4	7312	タカタ	3,608
5	2149	アジア・メディア	430	5	2476	テンプスタッフ	906	5	5310	東洋炭素	2,193
6	8732	マネーパートナーズ	409	6	3028	アルペン	611	6	5440	共英製鋼	1,437
7	6409	キトー	402	7	8992	日本レップ	523	7	4665	ダスキン	1,355
8	9382	バンテック・グループHD	370	8	7826	フルヤ金属	399	8	2131	アコーディア・ゴルフ	1,269
9	6256	ニューフレアテクノロジー	335	9	8708	藍澤證券	390	9	8993	アトリウム	1,188
10	7823	アートネイチャー	332	10	8347	荘内銀行	360	10	2121	ミクシィ	1,164

(出所) 野村證券金融経済研究所

**<業種等の特徴>** 07年1~9月に上場した企業において、業種などの特徴として次の2点が挙げられる。第一に、外国企業では初の中国本土系企業が2社上場した。中国国内でTV番組ガイドチャンネルを運営するアジア・メディア(2149 マザーズ、レーティング：未付与、¥1,067)、主に中国国内で石炭火力発電所向けに排煙脱硫システムを提供するチャイナ・ポーター(1412、同：未付与、¥251,000)である。

**新規業種が2社上場** 第二に、新規業種が2社上場した。幼児・児童の体育指導サービスを全国展開する幼児活動研究会(2152 ヘラクレス、同：未付与、¥1,990)、電子データの調査・解析から企業内の不正活動などを洗い出し、これを基に訴訟などを支援するUBIC(2158 マザーズ、同：未付与、¥12,990)である。

(2) 上場時のパフォーマンス：直近で初値倍率、出来高回転率が低下

**<初値倍率>** 07年1~9月に上場した93社の初値倍率((初値÷公開価格-1))は、平均07年1~9月の倍率低下は8月、9月の株価調整が影響 35%であった。05年は上場株人気から平均倍率が100%以下の月は2回のみで、過熱感が残る06年1~6月も平均倍率は121%と高かった。その後は新興市場の下落を背景に熱も冷め、06年7~12月の平均倍率は45%まで低下し、07年1~6月も48%とほぼ同水準で推移した。しかし、株価調整が本格化した07年8月、9月の初値倍率は大きく下がり、これに引きずられて07年1~9月の平均倍率も35%へ低下した(図表5-6)。

(図表 5-6) 平均初値倍率の月次動向

2006年													(単位：%)	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1~6月	1~12月
平均	154.3	93.8	78.5	196.4	149.9	53.9	63.7	55.8	37.4	18.4	5.7	91.3	121.1	83.3
最高	154.3	356.6	500.0	772.7	246.4	188.9	216.7	252.9	100.0	66.7	82.7	543.2	772.7	772.7
最低	154.3	0.2	0.0	19.2	62	-19.8	-1.6	1.3	-12.9	-16.7	-41.6	-8.0	-19.8	-19.8
上場社数	1社	23社	20社	20社	3社	26社	8社	11社	15社	17社	14社	30社	計93社	計188社
公募割れ	0社	0社	0社	0社	0社	1社	2社	0社	3社	3社	5社	6社	計1社	計20社
2007年														
平均	-	39.7	40.8	36.6	28.2	92.2	40.4	15.5	-17.5				47.5	34.5
最高	-	130.0	117.5	107.4	92.4	193.8	156.6	72.5	-10.4				193.8	193.8
最低	-	-26.7	-12.8	-7.0	-20.0	3.2	-23.3	-24.4	-25.8				-26.7	-26.7
上場社数	-	20社	23社	13社	3社	14社	4社	12社	4社				計73社	計93社
公募割れ	-	4社	4社	2社	1社	0社	2社	5社	4社				計11社	計22社

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務の他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

07年7月、8月、9月は全体の過半で初値が公開価格割れ  
初値が公開価格を割り込む社数は、05年通年が3社、06年1~6月も僅か1社であった。その後は上場株人気の沈静化とともに増加し、06年7~12月が19社(上場社数に占める構成比は平均20%)、07年1月~6月は11社(同15%)であった。それが07年7月、8月、9月は合計11社(同55%)となり、9月に限れば上場した4社全てが割り込んだ。

<上位10社> 07年1~9月に上場した企業で、初値倍率の上位と下位それぞれ10社を示した(図表5-7)。上位企業の多くは公開価格基準のPERが10倍台と比較的低く、予想経常増益率は概ね前期比25%以上という共通点があった。また、上場時期は07年2月、6月、7月と株式市場の好調な期間に集中していた。

(図表5-7) 初値倍率ランキング

上位10社					下位10社						
NO	コード	社名	初値倍率(倍)	公開価格PER(倍)	経常増益率(%)	NO	コード	社名	初値倍率(倍)	公開価格PER(倍)	経常増益率(%)
1	6634	ネットインデックス	193.8	14.2	60.7	1	2139	中広	-26.7	8.5	28.2
2	3082	きちり	156.6	15.9	24.0	2	9382	バンテック・グループ・HD	-25.8	38.6	2.1
3	3853	インフォテリア	155.0	15.1	-2.4	3	2140	テラネット	-25.0	11.9	黒字化
4	3854	アイル	154.9	15.3	13.8	4	3440	日創プロニティ	-24.4	11.7	31.9
5	6255	エヌ・ピー・シー	151.6	14.1	28.8	5	3244	サムティ	-23.3	14.3	26.1
6	2158	UBIC	138.8	32.5	61.1	6	3849	日本テクノ・ラボ	-20.0	17.1	25.8
7	3836	ディーバ	130.0	17.9	25.8	7	4243	ニックス	-20.0	8.6	38.0
8	3070	アマガサ	118.4	10.7	47.2	8	6660	インネクスト	-18.6	39.6	9.8
9	9381	エーアイティ	117.5	12.5	58.3	9	6409	キトー	-18.5	16.1	14.6
10	3241	ウィル不動産販売	110.0	9.5	2.0x	10	2757	オストジャパングループ	-13.7	6.9	-2.4

(注) PERの基準となる予想EPSや経常増益率は、上場申請時の会社計画値

(出所) 野村證券金融経済研究所

<下位10社> 下位企業では、約半数がPERや予想経常増益率において上位企業と遜色ない水準であった。ただし、上場時期が07年8月、9月と市場の調整局面に当たったものが多く不運な面も否めない。市場が好調な07年2月の上場が3社あったが、予想経常増益率がやや見劣りしていた。

(図表5-8) 業種別の平均初値倍率(07年1~9月)

業種	社数(社)	初値倍率(%)	公開価格PER(倍)	評価
住宅・不動産・駐車場	9	32.2	10.8	
医薬品・ヘルスケア	7	12.7	22.6	×
機械	6	15.7	13.4	×
精密機器	11	35.1	16.4	
ゲーム・アミューズメント	3	43.7	49.3	
情報・IT・ソフトウェア	23	67.5	25.1	
小売・卸売	7	39.8	15.0	
外食	5	53.5	17.3	
証券・保険・ノンバンク	3	69.1	21.1	
放送・メディア・広告	4	1.0	24.2	×
サービス	8	56.7	20.7	
その他	7	-	-	-
全業種平均	93	34.5	-	

(注1) は初値倍率が全業種平均を上回り、 は平均並み、×は平均を下回る

(注2) 社数が3社未満の業種は、全て「その他」に含めた

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスには、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

<業種別の倍率> 07年1~9月に上場した93社を12の業種に分け、それぞれの平均初値倍率業種の成長期待が初値倍率に反映  
業種の成長期待が初値倍率に反映  
07年1~9月に上場した93社を12の業種に分け、それぞれの平均初値倍率を比較した。上場時期や各業種を構成する社数の違いを無視すれば、公開価格基準のPERが高い業種ほど初値倍率も総じて高い。業種の成長期待が初値倍率に反映していると考えられる(前ページ図表5-8)。

<出来高回転率> 初値を付けた当日の出来高が、上場株数の何倍程度あるかを示す出来高回転率(上場日の出来高÷公募・売出株数:0Aによる売出分を除く)は、06年の後半から2倍~3倍の水準が定着している。回転率は短期的には株式市場の大きな調整局面で低下する傾向がある。07年9月は徐々に2倍を割り込んだが、これはライブドアショックの影響が残り、円高や企業会計の不信などが市場に影を落とした06年5月以来のことである(図表5-9)。

(図表5-9) 平均出来高回転率の月次動向

2006年													(単位:倍)	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1~6月	1~12月
平均	1.95	1.80	1.40	2.75	1.87	3.62	2.77	3.32	3.11	2.86	2.08	2.27	2.23	2.48
最高	1.95	2.73	2.60	6.34	2.17	13.38	5.91	6.81	10.27	10.00	5.19	5.21	13.38	13.38
最低	1.95	0.65	0.38	0.65	1.00	0.50	1.00	0.94	0.39	0.72	0.52	0.46	0.38	0.38
上場社数	1社	23社	20社	20社	3社	26社	8社	11社	15社	17社	14社	30社	計93社	計188社
2007年														
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月			1~6月	1~9月	
平均	-	2.03	2.48	2.93	2.50	3.18	2.46	2.12	1.26			2.62	2.37	
最高	-	6.19	5.60	6.28	4.16	7.00	5.01	4.68	3.19			7.00	7.00	
最低	-	0.46	0.52	0.38	0.91	1.47	0.64	0.41	0.46			0.38	0.38	
上場社数	-	20社	23社	13社	3社	14社	4社	12社	4社			計73社	計93社	

(出所) 野村證券金融経済研究所

(3) 上場後のパフォーマンス : 成長期待の高さを反映

9月20日の終値は、公開価格以上が39%、初値以上が19%  
07年1~9月の上場企業93社で、9月20日の終値が公開価格を上回ったものが36社(全体の39%)、初値を上回ったものはその半分の18社(同19%)であった。新規上場株からの資金の逃げ足は依然として速く、直近の株式市場の調整がこれに拍車をかけているとも考えられる。

<上位10社> 表記の93社のうち9月10日までに上場した90社について、公開価格及び公開価格基準と初値基準で6社が共通  
表記の93社のうち9月10日までに上場した90社について、公開価格及び初値を基準に9月19日終値に至るパフォーマンスを見てみた。上位10社の中では、公開価格基準と初値基準の両方に登場した企業が6社を占めた。うち4社の初値倍率が40%を上回り、07年度予想経常増益率は概ね25%以上であった。これらの企業は、投資家の好評価が一貫していると考えられる(次ページ図表5-10、図表5-11)。

<下位10社> パフォーマンス下位10社については、公開価格基準では6社の初値が公開上場時から厳しい評価、価格を割り込み、7社の07年度予想基準PERが1桁台であった。成長性などにおいて当初から厳しく評価されていたと思われる。初値基準では、10社のうち4社の初値倍率が100%以上で、上場時に高い評価を受けたものが多かった。しかし、予想経常増益率では低いものが散見され、上場当初のプレミアムが剥落したケースが少なくないと考えられる。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売出し等の投資銀行業務の他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務を提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 5-10) 公開価格からのパフォーマンス

NO.	コード	社名	上場日	直近株価 9/19 円	同 公開比%	同 初値比%	初値倍率 %	予想経常 増益率%	07年度 PER倍
<b>&lt; 上位10社 &gt;</b>									
1	3838	AQインタラクティブ	07.02.28	540,000	246.2	145.5	41.0	35.0	57.4
2	6255	エヌ・ビー・シー	07.06.29	2,370	196.3	17.8	151.6	29.0	10.5
3	3850	NTTデータ・インテラマート	07.06.07	518,000	180.0	41.9	97.3	92.7	66.2
4	3843	フリービット	07.03.20	874,000	157.1	80.6	42.4	-	143.3
5	3074	ゴルフパートナー	07.03.07	116,000	110.9	26.9	66.2	24.2	25.4
6	8732	マネーパートナーズ	07.06.21	418,000	99.0	13.0	76.2	4.3 x	21.2
7	9381	エーアイティ	07.03.15	238,000	98.3	-8.8	117.5	16.2	18.3
8	5758	FCM	07.02.28	4,700	91.8	56.7	22.4	29.7	20.0
9	6638	ミマキエンジニアリング	07.03.15	930,000	89.8	81.6	4.5	54.0	16.0
10	3842	ネクストジェン	07.03.14	291,000	71.2	-11.8	94.1	17.1	43.2
<b>&lt; 下位10社 &gt;</b>									
1	2155	カービュー	07.06.12	298,000	-72.9	-74.3	5.5	51.2	15.0
2	2140	テラネット	07.02.28	39,200	-67.3	-56.4	-25.0	2.2 x	5.7
3	3246	コーセーアールイー	07.08.02	49,000	-67.3	-67.8	1.3	2.0	3.5
4	3073	ダイヤモンドダイニング	07.03.06	272,000	-66.0	-80.0	70.0	33.2	8.1
5	4570	免疫生物研究所	07.03.02	3,800	-65.5	-62.0	-9.1	4.4 x	22.6
6	6635	大日光・エンジニアリング	07.03.22	1,180	-63.1	-57.7	-12.8	-19.1	5.1
7	3440	日創プロニティ	07.08.08	98,000	-60.8	-48.1	-24.4	32.1	4.6
8	6660	インネクスト	07.02.14	15,800	-54.9	-44.6	-18.6	3.7 x	7.4
9	2148	アイティメディア	07.04.19	204,000	-54.7	-70.0	51.1	19.0	19.7
10	3083	シーズメン	07.08.07	202,000	-51.9	-46.8	-9.5	7.3	3.9

(注) 07年度の予想は野村予想を優先し、それが無い場合には会社予想  
(出所) 野村証券金融経済研究所

(図表 5-11) 初値からのパフォーマンス

NO.	コード	社名	上場日	直近株価 9/19 円	同 公開比%	同 初値比%	初値倍率 %	予想経常 増益率%	07年度 PER倍
<b>&lt; 上位10社 &gt;</b>									
1	3838	AQインタラクティブ	07.02.28	540,000	246.2	145.5	41.0	35.0	57.4
2	6638	ミマキエンジニアリング	07.03.15	930,000	89.8	81.6	4.5	54.0	16.0
3	3843	フリービット	07.03.20	874,000	157.1	80.6	42.4	-	143.3
4	5758	FCM	07.02.28	4,700	91.8	56.7	22.4	29.7	20.0
5	2142	ユー・エス・ジェイ	07.03.16	66,600	35.9	42.9	-4.9	13.8	26.0
6	3850	NTTデータ・インテラマート	07.06.07	518,000	180.0	41.9	97.3	92.7	66.2
7	6256	ニューフレアテクノロジー	07.04.25	333,000	51.4	28.1	18.2	32.0	19.5
8	3074	ゴルフパートナー	07.03.07	116,000	110.9	26.9	66.2	24.2	25.4
9	2149	アジア・メディア	07.04.26	820	28.1	22.0	5.0	59.5	-
10	7313	ティ・エス テック	07.02.23	3,990	53.5	20.9	26.9	45.6	9.1
<b>&lt; 下位10社 &gt;</b>									
1	3073	ダイヤモンドダイニング	07.03.06	272,000	-66.0	-80.0	70.0	33.2	8.1
2	2155	カービュー	07.06.12	298,000	-72.9	-74.3	5.5	51.2	15.0
3	3241	ウィル不動産販売	07.02.14	116,000	-42.0	-72.4	110.0	2.7	5.5
4	3853	インフォテリア	07.06.22	45,350	-24.4	-70.4	155.0	-13.5	10.7
5	3239	総和地所	07.02.09	181,000	-49.7	-70.3	69.4	23.8	3.7
6	3836	ディーバ	07.02.08	137,000	-31.5	-70.2	130.0	-41.9	12.8
7	2148	アイティメディア	07.04.19	204,000	-54.7	-70.0	51.1	19.0	19.7
8	6634	ネットインデックス	07.06.22	444,000	-7.5	-68.5	193.8	59.2	13.1
9	3246	コーセーアールイー	07.08.02	49,000	-67.3	-67.8	1.3	2.0	3.5
10	3848	データ・アプリケーション	07.04.25	129,000	-35.5	-66.1	90.0	-	25.2

(注) 07年度の予想は野村予想を優先し、それが無い場合には会社予想  
(出所) 野村証券金融経済研究所

1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月 さらに表記の90社において、9月19日の終値に対する1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月の各月末日における終値を基準としたパフォーマンスを見てみた (次ページ図表 5-12)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があります。また、野村証券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品に対して、引渡等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引渡等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 5-12) 過去1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月のパフォーマンス

<1ヶ月前対比>

上位10社					下位10社						
NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)	NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)
1	3844	コムチュア	40.52	24.3	13.3	1	3840	イー・キャッシュ	-45.3	2.1×	24.5
2	8771	イー・ギャランティ	36.77	52.6	27.4	2	2160	ジーエヌアイ	-29.1	-	-
3	3848	デー・アプリケーション	35.36	-	25.2	3	3083	シーズメン	-25.5	7.2	4.6
4	6660	インネクスト	35.04	3.7×	7.4	4	3842	ネクストジェン	-25.0	17.1	43.2
5	2159	フルスピード	17.99	25.7	33.4	5	3852	サイバーコム	-25.0	11.7	7.8
6	3850	NTTデータ・イントラマト	16.67	92.7	66.2	6	2151	タケエイ	-24.3	21.0	24.1
7	3851	日本一ソフトウェア	15.66	24.9	17.3	7	3853	インフォテリア	-23.7	-13.5	10.7
8	2140	テラネット	13.62	2.2×	5.7	8	3440	日創プロニティ	-23.4	32.1	4.6
9	3854	アイル	10.57	15.6	19.9	9	2155	カービュー	-22.2	51.2	15.0
10	3838	AQインタラクティブ	7.14	35.0	57.4	10	3085	アーランドサービス	-21.7	8.7	9.3

<3ヶ月前対比>

上位10社					下位10社						
NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)	NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)
1	6638	ミマキエンジニアリング	29.4	54.0	16.0	1	3852	サイバーコム	-74.0	11.7	7.8
2	2154	トラストワークス	24.2	79.6	12.0	2	3853	インフォテリア	-68.5	-13.5	10.7
3	4242	タカギセイコー	20.2	16.3	6.9	3	6634	ネットインデックス	-65.9	59.2	13.1
4	7823	アートネイチャー	13.9	20.0	11.6	4	2155	カービュー	-59.3	51.2	15.0
5	5758	F C M	6.3	29.7	20.0	5	3840	イー・キャッシュ	-58.8	2.1×	24.5
6	3838	AQインタラクティブ	5.7	35.0	57.4	6	3836	ディーバ	-58.0	-41.9	12.8
7	6256	ニューフレアテクノロジ	3.7	32.0	19.5	7	3842	ネクストジェン	-52.4	17.1	43.2
8	3846	エイチアイ	1.9	36.1	32.2	8	3073	ダイヤモンドダイニング	-51.4	33.2	8.1
9	3040	ソリトシシステムズ	1.8	14.4	10.5	9	3241	ウィル不動産販売	-49.6	2.7	5.5
10	2137	光ハイツ・ヴェラス	1.3	-9.7	14.0	10	2158	UBIC	-45.2	60.9	46.5

<6ヶ月前対比>

上位10社					下位10社						
NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)	NO	コード	社名	株価変化率(%)	経常増益率(%)	07年度PER(倍)
1	6638	ミマキエンジニアリング	89.8	54.0	16.0	1	3845	アイフリーク	-66.7	5.6	19.7
2	3843	フリービット	85.6	-	143.3	2	3840	イー・キャッシュ	-66.7	2.1×	24.5
3	3838	AQインタラクティブ	52.1	35.0	57.4	3	3241	ウィル不動産販売	-63.5	2.7	5.5
4	2142	ユー・エス・ジェイ	29.8	13.8	26.0	4	3073	ダイヤモンドダイニング	-62.9	33.2	8.1
5	3074	ゴルフパートナー	17.2	24.2	25.4	5	3836	ディーバ	-56.1	-41.9	12.8
6	6637	寺崎電気産業	9.1	-8.3	18.3	6	3242	アーバンネットコーポレーション	-56.1	18.5	5.0
7	7823	アートネイチャー	7.3	20.0	11.6	7	6635	大日光・エンジニアリング	-52.9	-19.1	5.1
8	3040	ソリトシシステムズ	5.2	14.4	10.5	8	3239	総和地所	-48.7	23.8	3.7
9	2137	光ハイツ・ヴェラス	3.6	-9.7	14.0	9	8771	イー・ギャランティ	-48.7	52.6	27.4
10	7313	テイ・エス テック	2.1	45.6	9.1	10	4570	免疫生物研究所	-44.2	3.3×	29.2

(注) 9月19日終値と1ヶ月前、3ヶ月前、6ヶ月前の各月における最終市場開設日の終値(修正ベ  
ス)を比較。経常増益率や07年度PERは野村予想を優先し、無い場合には会社予想を使用。

(出所) 野村証券金融経済研究所

好パフォーマンス企業 パフォーマンスの評価期間に関係なく言える点として、パフォーマンス上  
の予想増益率は高い 位企業は下位企業に比べて予想経常増益率が総じて高く、減益予想の企業  
も少なかった。

<上位10社> パフォーマンス上位10社においては、3つの評価期間全てに登場したのは  
1社が全てに登場、4 ゲームソフト開発・販売のAQインタラクティブ(3838JQ、同：未付与、  
社が2期間に登場 ¥543,000)1社のみであった。このほか3ヶ月と6ヶ月の両方に登場した  
企業が4社あった。

<下位10社> パフォーマンス下位10社においては、ICタグ関連のミドルウェア開発を収  
1社が全てに登場、2 益源とするイー・キャッシュ(3840 マザーズ、同：未付与、¥288,000)1  
社が2期間に登場 社が3期間全てに登場した。これ以外には、2つの期間で登場した企業が2  
社あった。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において  
外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたし  
ます。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この  
レポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポ  
ートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスに記載された証券、それら証  
券に基づいたオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポ  
ートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野  
村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 5-13) 図表 5-4～図表 5-12 に記載されている企業

コード	社名	レーティング	株価(円)	コード	社名	レーティング	株価(円)
2121	ミクシィ	未付与	863,000	3851	日本一ソフトウェア	未付与	242,000
2131	アコーディア・ゴルフ	未付与	119,000	3852	サイバーコム	未付与	1,570
2137	光ハイツ・ヴェラス	未付与	240,000	3853	インフォテリア	未付与	34,400
2139	中広	未付与	143	3854	アイル	未付与	410,000
2140	テラネット	未付与	47,000	4242	タカギセイコー	未付与	670
2142	ユー・エス・ジェイ	未付与	65,700	4243	ニックス	未付与	964
2148	アイタイムディア	未付与	101,000	4570	免疫生物研究所	未付与	4,600
2151	タケエイ	未付与	4,710	4665	ダスキン	未付与	2,015
2154	トラストワークス	未付与	377,000	5019	出光興産	未付与	12,990
2155	カーヴェー	未付与	308,000	5310	東洋炭素	未付与	11,470
2159	フルスピード	未付与	761,000	5440	共英製鋼	未付与	3,540
2160	ジーエヌアイ	未付与	63	5758	FCM	未付与	4,600
2476	テンプスタッフ	3	148,000	6162	ミヤノ	未付与	329
2757	オストジャパングループ	未付与	78,500	6255	エヌ・ビー・シー	未付与	2,500
3028	アルペン	3	1,515	6256	ニューフレアテクノロジー	未付与	339,000
3040	ソリトシステムズ	未付与	1,420	6257	藤商事	未付与	102,000
3048	ビックカメラ	未付与	59,700	6409	キトー	未付与	297,000
3070	アマガサ	未付与	192,000	6634	ネットインデックス	未付与	480,000
3073	ダイヤモンドダイニング	未付与	277,000	6635	大日光・エンジニアリング	未付与	1,140
3074	ゴルフパートナー	未付与	119,000	6637	寺崎電気産業	未付与	1,930
3082	きちり	未付与	234,000	6638	ミマキエンジニアリング	未付与	940,000
3083	シーズメン	未付与	183,000	6660	インネクスト	未付与	16,990
3085	アークランドサービス	未付与	147,000	7312	タカタ	2	4,340
3231	野村不動産ホールディングス	2	3,260	7313	ティ・エス テック	2	4,290
3239	総和地所	未付与	181,000	7823	アートネイチャー	未付与	1,800
3241	ウィル不動産販売	未付与	120,000	7825	SRIスポーツ	未付与	145,000
3242	アーバネットコーポレーション	未付与	252,000	7826	フルヤ金属	未付与	13,700
3244	サムティ	未付与	158,000	8304	あおぞら銀行	未付与	371
3246	コーセーアールイー	未付与	48,000	8347	荘内銀行	未付与	305
3440	日創プロニティ	未付与	102,000	8409	八千代銀行	未付与	403,000
3836	ディーバ	未付与	147,000	8707	岩井証券	未付与	1,280
3842	ネクストジェン	未付与	355,000	8708	藍澤証券	未付与	782
3843	フリービット	未付与	1,150,000	8732	マネーパートナーズ	未付与	396,000
3844	コムチュア	未付与	203,000	8771	イー・ギャランティ	未付与	192,000
3845	アイフリーク	未付与	202,000	8992	日本レップ	未付与	460,000
3846	エイチアイ	未付与	323,000	8993	アトリウム	未付与	2,865
3848	データ・アプリケーション	未付与	119,000	9381	エーアイティー	未付与	252,000
3849	日本テクノ・ラボ	未付与	77,500	9382	バンクテック・グループ・ホールディングス	未付与	152,000
3850	NTTデータ・イントラマート	未付与	497,000	9422	アイ・ティー・シーネットワーク	未付与	227,000

(注) 株価は9月26日終値

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

## 6. 会社回りメモ

この「会社回りメモ」は、小型・成長株グループのアナリストが会社訪問、電話取材、説明会への出席などをした中から、主要な企業をメモとして作成したものです。業績予想の変更、投資判断の変更は、フラッシュ・レポート、あるいは個別企業レポートをもって行われます。今月号では、8月25日から9月20日までが対象です。なお、9月14日以降の会社回りメモは、夜間発行のFirst Lookで発信しています。時価総額の右側の数字はメモ作成日。株価は9月26日。

### 会社回りメモ紹介企業一覧

<b>【人材関連（人材派遣、求人広告）、学習塾など】</b>	6263 プロデュース
2124 ジェイ エイ シー ジャパン	6287 サトー
2131 アコーディアゴルフ	6718 アイホン
2301 学情	6727 ワコム
2396 パソナテック	6730 アクセル
2410 キャリアデザインセンター	6785 鈴木
2415 ヒューマンホールディングス	6798 S M K
2476 テンプスタッフ	6864 エヌエフ回路設計ブロック
4641 アルプス技研	6875 メガチップス
4718 早稲田アカデミー	6907 ジオマテック
4757 インテリジェンス	6989 北陸電気工業
4848 フルキャスト	7613 シークス
	7915 日本写真印刷
<b>【商社、不動産・住宅、その他サービス業など】</b>	<b>【プリント配線板・機器電線関連企業】</b>
2353 日本駐車場開発	6790 野田スクリーン
2384 S B Sホールディングス	9824 泉州電業
4343 イオンファンタジー	
4666 パーク24	<b>【外食関連企業】</b>
7823 アートネイチャー	2752 フジオフードシステム
8051 山善	2910 ロック・フィールド
8087 フルサト工業	7562 安楽亭
8170 アデランス	8200 リンガーハット
8875 東栄住宅	9942 ジョイフル
8917 ファースト住建	
9716 乃村工藝社	<b>【消費関連企業】</b>
9756 アスクブランニングセンター	2686 ツルヤ靴店
	9842 アークランドサカモト
<b>【半導体・エレクトロニクス関連企業】</b>	
3076 あい ホールディングス	
4238 ミライアル	
4368 扶桑化学工業	
5186 ニッタ	

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



【人材関連 (人材派遣、求人広告)、学習塾など】

◆ジェイエシージャパン (2124、レーティング：未付与、¥5,430) 時価総額36億円 : 2007/9/20  
8月の月次売上は、全社が前年同月比5%増収、人材紹介事業が同22%増収であった。会社通期計画に対する1~8月の進捗率は61%と、06年の同68%を下回っている。06年9月の人材紹介事業は前年同月比80%増収であったため、9月はハードルが高い。07.12期の会社計画の達成は厳しくなりつつある。(大原)

◆アコーディア・ゴルフ (2131、レーティング：未付与、¥119,000) 時価総額1,248億円 : 2007/9/20  
8月の月次売上が発表され、既存のゴルフ場は、猛暑による予約の伸び悩みで前年同月比1%増収に留まった。しかし、新規買収を含めた全ゴルフ場は同11%増収であった。4~8月の累計売上は、前年同期比12%増収とほぼ会社計画通り推移している模様である。9月に入り、台風の影響が一部のゴルフ場であったが、利用者の予約状況から8月の伸び率を上回りそうである。(大原)

◆学情 (2301、レーティング：未付与、¥458) 時価総額71億円 : 2007/8/28  
06年11月~07年7月期は前年同期比5%減収、同19%経常減益であった。大手企業が大量採用計画を打出す一方、中堅、中小企業は新卒採用難に直面し、一部の企業では採用を一時中断あるいは断念する動きも見られた。就職博は1開催当たりの参加社数が期初予想に未達となった。第2新卒就職専門サイトも同7%増収に止まった。3四半期累計で07.10期の会社計画に対して、売上が76%、経常利益が75%の進捗率であるが、上期の比重が高いことを考慮すると通期計画の達成は厳しい。(大原)

◆パソナテック (2396、レーティング：未付与、¥85,000) 時価総額23億円 : 2007/8/28  
07年4~6月期は前年同期比12%増収、営業利益が同2.2倍であった。Webサイトの改善、セミナー・研修の開催による集客効果で、新規登録者が前年同期比30%増加した。ネットワークエンジニアやWebクリエイターに対する需要が強く、両事業が収益を牽引した。人材紹介も同77%増収と伸長した。経常利益は08.3期上期の会社計画を既に上回っており、会社計画は上方修正の可能性はある。(大原)

◆キャリアデザインセンター (2410、レーティング：2、¥47,700) 時価総額29億円 : 2007/9/12  
9月12日の日経新聞に、就職情報事業で新卒向けに進出という記事が掲載された。既存の中途採用事業に加え、新卒向けも拡大するとのことである。しかし、有料誌を10月に1回発行し、新卒フェアを11月に開く程度で、Web求人広告はしないため、売上は数千万円程度と推定される。07年は試験的にを行い、効果があれば来年は回数を増やす可能性がある。(大原)

◇キャリアデザインセンター : 2007/9/13

9月13日に、未定であった07.9期の期末配当を1株当たり2,500円にすると発表した。06.9期も2,500円の配当であったが、1,900円の普通配当と600円の記念配当のため、07.9期は実質増配となる。(大原)

◆ヒューマンホールディングス (2415、レーティング：未付与、¥61,100) 時価総額67億円 : 2007/8/30  
8月30日の07年4~6月期決算説明会で、これまで不振であった社会人の教育事業に底入れの兆しが見え始めたというコメントがあった。10月開講のネイルアートや食育などの講座の申込者数が、会社計画を上回る傾向が見られる。07年4~6月期は前年同期比28%営業減益であったが、会社計画に対しては31%増益であった。人材関連が引き続き好調で、社会人教育に底入れ感があることから、会社は08.3期の前期比16%営業増益の予想を変更していない。(大原)

◆テンプスタッフ (2476、レーティング：3、¥148,000) 時価総額912億円 : 2007/8/29  
08.3期上期は、会社計画通り前年同期比5%営業増益を見込まれる。07年4~6月期は、前年同期比6%増収、同12%営業減益で、ほぼ会社計画通りであった。一般事務派遣が同2%増収に止まったのは、

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

前年の大幅に伸びた反動と、紹介予定派遣に流れた影響が大きい。新規登録者は、同3~4%増加している。なお、パソナ(4332、レーティング:3、¥148,000)の交通費の一部負担について、当社は様子見で、追従しない模様である。(大原)

◆アルプス技研(4641、レーティング:未付与、¥1,500) 時価総額168億円 :2007/8/30

製品サイクルの短期化対応などで設計・開発の派遣技術者に対する需要が強く、派遣単価は会社計画を上回って推移している。中国からの技術者の採用を増やすことで、稼働人員の増加が見込まれる。また、台湾子会社やシステム関連の子会社が好調に推移していることから、野村では8月30日付けで07.12期の経常利益予想を前期比40%増益へ上方修正した。08.12期も技術者派遣に対する需要は強含むことが見込まれ、同10%経常増益を予想している。(大原)

◆早稲田アカデミー(4718、レーティング:未付与、¥925) 時価総額71億円 :2007/8/29

会社は、08.3期上期の見通しを下方修正した。単独ベースで売上高を従来計画に対して3%、営業利益を28%、それぞれ下方修正した。生徒数が7月に会社計画を1%強下回り、9月末で2%以上の未達を会社は見込んでいる。昨年に比べ、小学部の生徒数の伸びが鈍化している。一方、講師の確保でベースアップによる労務費負担が増加したため、営業利益は大幅な下方修正となり、前年同期比で若干減益となる見通しである。(大原)

◇早稲田アカデミー :2007/9/20

会社が08.3期の業績見通しを下方修正した。単独ベースで経常利益を1.5億円下方修正し、前期比15%増益となる見通しである。中学受験を目指す小学部の塾生が07.3期ほどの増加を見込めず、期中平均の塾生数が期初計画を2.8%下回り、前期比12%増益となる見通しで、売上が計画未達となる影響が大きい。下期はTVCM予算の1.9億円を全額使わないなど販管費を大幅に抑制する方針である。既に、08.3期上期の経常利益を2.1億円下方修正しているが、通期では下方修正幅が縮小する見通しである。(大原)

◆インテリジェンス(4757、レーティング:2、¥178,000) 時価総額745億円 :2007/8/28

8月28日に7月の月次売上が発表され、前年同月比7%増収に止まった。メディア事業が同30%減収と大幅に落ち込んだことが、伸び悩みの要因である。7月に、メディア事業のアルバイト情報事業を「an」ブランドへ統一した。その際、入稿システムにトラブルが発生し、広告の入稿が減少して数億円の減収となった模様である。野村では、8月28日付けでこのシステムトラブルによる減収が予想していたよりも大幅なことから、メディア事業を中心に08.2期の営業利益を従来予想から15%下方修正した(決算期変更のため前期比はない)。09.2期には、メディア事業の改善とキャリア事業の好調が持続することで、前期比26%営業増益を予想する。(大原)

◇インテリジェンス :2007/8/28

8月31日付けの日本経済新聞によると、インテリジェンスは08.2期中に、東京市ヶ谷にある旧学生援護会本社を売却する方針を固めた模様である。日経によると売却額は100~120億円、売却益は15~25億円程度となる見込みである。日経の記事どおりに売却が可能な場合、インテリジェンスの有利子負債は07年4~6月期末で136億円あるが、削減が可能となる。また、一過性ではあるが、特別利益の計上が可能となろう。(大原)

◆フルキャスト(4848、レーティング:未付与、¥67,700) 時価総額187億円 :2007/9/14

9月14日、厚生労働省は日雇い派遣労働者に対して失業手当を適用する方針を固め、フルキャストの渋谷支店を第1号の保険適用事業所とした。失業手当をもらうには、派遣されて仕事をするたびに印紙をもらい、受給月の直前2ヶ月間で通算26枚以上の印紙を集める必要がある。失業と認められると、印紙の枚数に応じて日額4,100円から7,500円の失業手当が支払われる。印紙は1枚96円で、雇用者と派遣ス

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

スタッフは折半で負担する。今後、全支店でも行う予定である。当社の年間派遣スタッフ数を延べ450万人として計算すると2億円となる。しかし、学生や1日しか働かないフリーターは除外されるため、年間数千万円程度が当社の負担となり、業績への影響は軽微と考えられる。競合他社はコスト負担が発生することから追従しない可能性がある。当社は、失業手当の導入で、派遣スタッフ確保のプラス効果になると考えている。(大原)

◇フルキャスト : 2007/9/18

9月18日に会社は、07.9期の純利益を、8月6日に公表した従来予想の6.9億円の黒字から、7.3億円の赤字予想へ下方修正した。下方修正の要因は、業務管理費の支払対応に関する損失18.1億円、事業所の統廃合に関する損失3.9億円、県営宮城球場のネーミングライツ(命名権)の契約解消に伴う看板撤去費用などの損失1.9億円の合計23.9億円を特別損失へ計上するためである。しかし、税効果会計の適用で税率が下がるため、純利益の修正幅は14.2億円にとどまる。今回の発表により、これまで公表されていた07.9期の業績下方修正要因は会社予想に織り込まれた。(大原)

【商社、不動産・住宅、その他サービス業など】

◆日本駐車場開発 (2353、レーティング:未付与、¥5,850) 時価総額 201 億円 : 2007/9/10

9月10日に、07.7期決算説明会が開催された。07.7期は、大型サブリース物件の解約や新たに契約した物件で採算の低いものが発生したことなどで、前期比18%の営業減益となった。低採算物件の解約などが進み収益性が底入れしたことから、08.7期は再び積極的に物件の開拓を進める方針である。ただし、競争の激しくない東京以外のエリアでの開発に力を注ぐ。会社では、駐車場事業の収益性改善やスキー場事業が収支均衡化などで同31%の営業増益を予想している。(奥代)

◆SBSホールディングス (2384、レーティング:未付与、¥150,000) 時価総額 196 億円 : 2007/9/7

9月7日に、決算説明会が開催された。07.12期上期連結決算は前年同期比5%増収、同6%経常減益であった。内部統制強化などで管理コストが想定以上にかかったものの、本業の収益は拡大しており業績は順調と、会社からコメントがあった。「トヨタ改善方式」の活用で既存事業の収益性を改善しつつ、物流施設の投資や関連事業のM&A展開を今後も積極的に推進するとしている。これまで、M&Aによる外部成長で高成長を達成してきた。しかし、事業の中核に据える3PLの売上構成比は低下しており、会社の目標と実態はやや乖離しているとの印象を受けた。(奥代)

◆イオンファンタジー (4343、レーティング:2、¥1,914) 時価総額 348 億円 : 2007/9/7

9月7日に、08.2期上期及び通期会社予想の修正が発表された。カードゲームのピークアウト、メダルゲーム機のトラブルに加え、新規出店計画が未達の見通しとなったことなどから、売上予想が下方修正された。上期については経常利益および純利益の予想が下方修正された。しかし、通期は新規出店の減少に伴う初期投資負担の減少が大きいとの理由で、当初の会社予想は変更されなかった。明るい話題として、メダルゲーム機の人気機種への入れ替えやイベント開催などの販促活動が奏功し、8月の既存店売上が前年同月比4%減収まで改善してきたことがある。(奥代)

◆パーク24 (4666、レーティング:2、¥1,018) 時価総額 1,505 億円 : 2007/8/30

9月18日に会社から、07.10期連結業績予想の下方修正が発表された。主因は、駐車場開設後1年未満の物件で低採算物件が生じているためである。これを踏まえて、野村の業績見通しを下方修正した。ただし、開発姿勢を厳しくするなどの施策により、収益性の悪化は止まると見ている。人員増強で駐車場の開発は順調に進展しており、収益性の下げ止まりとともに、成長性を回復しよう。(奥代)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

◆アートネイチャー (7823、レーティング：未付与、¥1,800) 時価総額 293 億円 : 2007/9/11  
8月20日に発売したレディースアートネイチャー「セリアプラチナ」の資料請求数が、好調に推移している模様である。新技術「いせこみフィット縫製」の採用で前髪との一体感を持たせ、ベース素材に活性酸素を分解する白金ナノコロイドを用いて抗菌防臭加工を施したことなどが、新製品の特徴である。(奥代)

◆山善 (8051、レーティング：未付与、¥583) 時価総額 547 億円 : 2007/9/12  
9月12日に、08.3期上期及び通期の会社連結業績予想の下方修正が発表された。オフィス賃貸ビルの売却に伴い、特別損失を2,380百万円発生することが主因である。これに加えて、08.3期上期に国内生産活動が踊り場となり、生産財の売上が伸び悩んだことも踏まえ、9月12日付けで野村の業績見通しを下方修正した。ただし、下期については、国内での提案営業の強化やアジアを中心とした海外売上が好調に推移することから、前年同期比4.0%の増収へ回復すると見ている。(奥代)

◆フルサト工業 (8087、レーティング：未付与、¥1,494) 時価総額 246 億円 : 2007/8/31  
8月31日に、岐阜市の機械商社・岐阜商事を買収して子会社にするとして発表した。岐阜商事は切削工具と卸売りが主力である。07.3期の売上高は63億円、経常利益は4億円で、近年の業績は右肩上がり推移している。譲渡価格や連結時期などはまだ決まっていない。譲渡契約は9月28日に、現・親会社のトーカイ (9729、レーティング：未付与、¥1,050) と締結する予定である。フルサト工業では以前から、潤沢なキャッシュをM&Aなどで有効活用することも検討しているとしてきた。機会商社である子会社ジーネットとのシナジー効果も期待でき、プラスの印象である。(奥代)

◆アデランス (8170、レーティング：未付与、¥2,400) 時価総額 1,001 億円 : 2007/9/13  
9月13日に、持株会社体制下における事業戦略説明会が開催された。当社では11.2期に連結売上1,000億円、営業利益150億円を目標としている。その達成に向けて、4つの中核事業ごとに、現状分析と、それを踏まえた重点実行課題と施策について説明された。しかし、施策はこれから詳細を詰める必要のあるものが多く、抽象的な説明に留まった。施策の効果が業績に表れるには、まだ時間が必要と見られる。(奥代)

◆東栄住宅 (8875、レーティング：未付与、¥1,097) 時価総額 296 億円 : 2007/9/18  
9月18日に、08.1期上期決算説明会が開催された。会社では、08.1期下期について、前年同期比77%の増収、同2.2倍の営業増益と、大幅な増収増益を見込んでいる。ここ数年は業況が厳しく、会社計画を下回る実績が続いており、今後の動向を注意して見守る必要がある。会社では、営業人員の増強などで顧客の購入意欲の強い都市部近郊エリアの仕入れを強化しつつ、需給バランスの崩れる可能性のある郊外部での在庫の圧縮を進める方針である。土地の取得競争で販売価格が上昇し、その価格に購入者がついて行けないエリアでは、値崩れで地価が半年、1年後に下振れする可能性もあると見ているためである。(奥代)

◆ファースト住建 (8917、レーティング：未付与、¥557) 時価総額 94 億円 : 2007/8/30  
8月30日に、06年11月～07年6月期決算と同時に、07.10期の会社業績予想の下方修正が発表された。会社は07.10期の経常利益予想を、前期比横ばいから同20%減益へ修正した。建築コストの上昇を価格に転嫁できず、収益性が悪化しているためである。建築コストの上昇は一時的なものではなく、地価上昇と相俟って、08.10期以降も収益性を圧迫する要因となる可能性がある。(奥代)

◆乃村工藝社 (9716、レーティング：3、¥700) 時価総額 420 億円 : 2007/9/11  
9月11日に、08.2期上期及び通期の会社連結業績予想の上方修正が発表された。08.2期上期は、専門店などの商業施設分野を中心に受注が好調に推移した上に、採算管理の徹底などで、前年同期比

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持している場合があり、また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

71%の経常増益となった模様である。会社では上期業績の好調を踏まえ、08.2期の通期予想を、前期比18%経常増益へ上方修正した。なお、上方修正にあたり、米国に端を発する金融市場の混乱による景気への影響などを、会社では慎重に予想へ織り込んだとしている。(奥代)

◆アスクプランニングセンター(9756、レーティング:未付与、¥318) 時価総額134億円 : 2007/8/31  
8月31日に、07.12期上期決算説明会が開催された。都市再生、地方再生のニーズが強く、パイプラインは順調に推移している模様で、業況は悪くない。しかし、福岡"gate's"のテナント・リーシングに苦労するなど、必ずしも各プロジェクトが全て順調に進んでいる訳ではなく、今後の収益性についてダウンサイドリスクを意識させる内容であった。(奥代)

【半導体・エレクトロニクス関連企業】

◆あい ホールディングス(3076、レーティング:未付与、¥582) 時価総額330億円 : 2007/9/5  
07.6期決算説明会に出席した。当社はセキュリティ機器の販売、保守を軸とするドッドウェルBMSと、各種コンピュータ機器を製造するグラフテックの統合会社である。統合後初の決算で3ヶ月決算でもあり、前年対比の成長率などは計りづらい。ただし、全体感としてはマンションなどへのセキュリティカメラの販売余地は大きく、今後も着実に伸ばせる下地がある印象を受けた。なお、06年7月~07年6月のセキュリティ機器導入計画6,500件に対し、実績は5,067件と未達成だった。ただし、大口案件が増えており、実体としては計画をクリアした印象である。(池内)

◆ミライアル(4238、レーティング:未付与、¥5,570) 時価総額564億円 : 2007/9/14  
300mmウェーハの搬送容器であるFOSBの大手メーカー。設備能力は順調に拡大。08.1期業績も強含みではある。ただし、300mmの生産状況について、若干トーンが弱い印象も受けた。また年明け後、需給バランスが崩れる可能性も小さいながら感じた。なお、依然より懸念していた第3の企業の参入については未だ脅威には至ってない模様である。(池内)

◆扶桑化学工業(4368、レーティング:未付与、¥5,320) 時価総額335億円 : 2007/8/30  
リンゴ酸など食品添加物と半導体研磨材料の超高純度コロイダルシリカなどを開発、製造する。07年4~6月期は前年同期比27%営業増益で、上期会社予想の達成率も63%と絶好調だった。ただし、6月は出来過ぎ、7月は反動で失速した模様で、全体としては若干強含みに推移している印象を受けた。一方、総額100億円という当社の事業規模からすると大きすぎる印象もある設備投資は順調に進捗し、ほぼ完成した模様である。なお、半分程度をリースに切り替えるため、減価償却費は平準化できそうである。中期経営計画では09.3期に営業減益となっているが、リースを取り入れることで減益は回避できそうな印象である。(池内)

◆ニッタ(5186、レーティング:未付与、¥2,240) 時価総額676億円 : 2007/8/30  
産機用ベルトや特殊ホースを軸に事業展開する。持分会社では自動車用タイミングベルトやCMPパッドを手掛ける。全体の業績は計画線で推移している模様である。ホースやタイミングベルトはアジアで拡販が続いている。ニッタ本体で取り組むカスタムのベルトは、機械業界の好調を捉えている。CMPパッドは圧倒的なシェアを維持しており、安定成長が続いている。加えて、スラリーもILD向けを軸に材料から自社開発し、本格投入していく考えのようだ。(池内)

◆プロデュース(6263、レーティング:未付与、¥386,000) 時価総額393億円 : 2007/9/6  
液体(ペースト)の3次元塗布などユニークな機械メーカー。決算説明会に出席した。市場で当社のセラミックコンデンサの外部電極塗布装置(3Dの工法1)が使用されている割合は恐らく2~3割で、依然として拡販余地があると会社は見ている。現在、期待が大きいのが工法4の薄膜フィルムへの液

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選別、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、これは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

体塗布である。セラミックコンデンサメーカー大手2社へ、内部電極塗布用で案件を進めている模様である。また、ファンクションアナライズでは、薄膜太陽電池の検査装置に注力する。(池内)

◆サトー (6287、レーティング：未付与、¥2,010) 時価総額 643 億円： 2007/9/13  
自動認識総合展で当社ブースを訪問した。展示製品では、エコロジーや使い勝手を意識した台紙不要のシール印刷機が印象的だった。(池内)

◆アイホン (6718、レーティング：未付与、¥1,910) 時価総額 395 億円： 2007/9/11  
インターホンの国内最大手である。家庭用ドアホンでは松下グループと市場を2分している。家庭用のあらゆる電化製品を扱う松下が、ドアホンのシェア獲得に注力しており、無線を用いたモバイルタイプで出遅れたこともマイナス要因である。ただし、当社も無線タイプの開発を進めている模様である。競争力の源泉はアフターサービスな、どきめ細かな営業体制にある。今後の成長戦略は地震対応など周辺機能の取り込み、リニューアル市場の取り込み、海外市場の再開拓である。足元の業績は、ほぼ計画線で推移している模様である。(池内)

◆ワコム (6727、レーティング：2、¥227,000) 時価総額 952 億円： 2007/9/11  
Hangwang Technology (ハンワン) への特許訴訟で、和解が遠のき、訴訟が本格化する可能性を公表した。早期に対策をとるべく動いている印象である。業績への直接の影響は軽微と見られる。なお、90年代にもペンタブレットのトップメーカーの Calcomp に対し、特許裁判を起こしたことがある。その時は和解し、同社は同事業から撤退し、ワコムは8割を超えるシェアを有するに至った。(池内)

◇ワコム： 2007/9/14

9月14日に、25周年記念式典を開催した。電子ペンという狭い枠組みから、幅広いユーザーインターフェイス企業へ、人の創造性・インスピレーションを生み出すための企業になるとのビジョンが示された。新製品については、パッケージが洗練されたことが印象的だった。製品自体は軽量化、直感操作に向くキーの追加、書き味の向上などがあった。また、静電容量式、指を近づけると反応する、いわゆるサーフェスキャパシティブ方式のタッチパネルがデモ展示された。(池内)

◆アクセル (6730、レーティング：未付与、¥247,000) 時価総額 313 億円： 2007/9/14  
アミューズメント機器向け画像 IC を手掛けるファブレス半導体メーカーである。08.3期の業績は、07年6月末の受注残が豊富だったこともあり、特段の下ブレなく推移していると見られる。(池内)

◆鈴木 (6785、レーティング：未付与、¥1,200) 時価総額 74 億円： 2007/8/31  
コネクタの金型とプレス加工を軸に事業展開する。07.6期決算の説明会に出席した。連結決算を開始し、持分会社が増えており、前年対比がしづらい。実質は、減益計画から一転して、22%程度の経常増益だった。金型の微細加工技術の高さから、携帯電話市場の好調を受けたコネクタ案件を取りこぼさなかったことが要因と見られる。また、この好環境は08.6期も続く印象である。(池内)

◆SMK (6798、レーティング：2、¥929) 時価総額 734 億円： 2007/8/31  
8月受注も好調に推移している。携帯電話向けコネクタの好調が牽引した。(池内)

◆エヌエフ回路設計ブロック (6864、レーティング：未付与、¥550) 時価総額 34 億円： 2007/9/19  
アナログ技術をベースに、ニッチ分野の様々な計測器を手掛ける。電力瞬停対応の安全試験、CCFL の特性試験、燃料電池や太陽電池の安全試験他多数の計測器を開発しているが、今後の期待としては太陽電池・燃料電池・次世代 DVD 用の計測器などがある。一方、課題は海外展開が遅かった点である。なお、足元の業績は会社計画線で推移している印象である。(池内)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持つのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

◆メガチップス (6875、レーティング：2、¥1,982) 時価総額 514 億円： 2007/9/7  
デジタルカメラ用画像 IC の案件について、予定通り案件が進んでいる印象である。(池内)

◆ジオマテック (6907、レーティング：未付与、¥860) 時価総額 79 億円： 2007/9/19  
ITO 膜などの成膜を手掛けるが、足元は既存の FPD 向けの失速が続いている。一方で、期待はタッチパネル用の拡大で、08.3 期の加工高は前期比 3 倍程度を見込む模様である。タッチパネル向けについての取引先、用途先などは不明だが、こうした成長の芽が出てきたことにより、減損、リストラといった苦境を乗り越え、業績が底打ちする兆しは感じた。(池内)

◆北陸電気工業 (6989、レーティング：未付与、¥179) 時価総額 166 億円： 2007/9/7  
中堅の電子部品メーカーである。液晶テレビ向けの LCD ドライバの実装やガスセンサなどの売上は好調と見られる。しかし、注力する 3 軸加速度センサが苦戦している模様である。主要顧客の要求に対し、一部で技術的な対応に遅れが生じた。改良品のサンプルはできており、問題解決の目処は立ちつつあるが、受注・売上の回復は遅れ気味と見られる。(池内)

◆シークス (7613、レーティング：未付与、¥2,815) 時価総額 355 億円： 2007/8/30  
調達代行から EMS へも展開している。07.12 期上期は、一眼レフ向けの好調とゲームの寄与で業績が上振れした。会社は上期の上振れ分だけ通期予想を上方修正したが、特段の変化がなければ 07.12 期はもう一段強含みな印象である。(池内)

◆日本写真印刷 (7915、レーティング：未付与、¥3,340) 時価総額 1,504 億円： 2007/8/31  
複数の携帯電話会社から、タッチパネル搭載型の製品やコンセプトが発表されている。そうした先のいくつかには、当社がタッチパネルを供給していく可能性がある。(池内)

【プリント配線板・機器電線関連企業】

◆野田スクリーン (6790、レーティング：未付与、¥49,900) 時価総額 55 億円： 2007/9/3  
07年5～7月期は売上高が前年同期比7%増収の11億円、営業利益が同28%減益の1.8億円となった。会社は08.4期の通期計画を据え置いている。高採算なプリント配線板加工が前年同期比8%減収(前四半期比12%減収)の7.2億円と低迷したことが響いた。PC、ゲーム機向け半導体パッケージ基板で、在庫調整の影響を受けた模様である。また、これまで比較的堅調であった一般基板向けフラットプラグ加工も軟調で、回復は下期からとなる見込みである。会社計画通りとは言え、やや低調な出足のイメージであり、8～10月期にどこまで回復できるか注目したい。(清水)

◆泉州電業 (9824、レーティング：未付与、¥2,360) 時価総額 255 億円： 2007/9/5  
07年5～7月期は前年同期比13%増収、同12%営業減益となった。前年同期の利益が一時的に高かったことで前年同期比では減益となったが、銅価格が上昇していく中で06年11月～07年1月期、07年2～4月期並みの利益水準と利益率を確保しており、順調な推移と言える。主力の機器用・通信用電線は自動車向け設備投資が緩慢な中で、工作機械向けなどその他の用途への拡販で前年同期比4%増収となった。07.10期の期末に向けて機器用・通信用電線が例年盛り上がる傾向があり、野村(07.10期の予想営業利益59.3億円)と会社(同60億円)の予想通りの着地となりそうである。(清水)

【外食関連企業】

◆フジオフードシステム (2752、レーティング：未付与、¥242,000) 時価総額 109 億円： 2007/8/29  
客単価630円の「まいどおおきに食堂」を主力に、07年6月末で全国に733店を展開する。07.12期上期は

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りを行う権利を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

前年同期比38%増収、同21%経常減益となった。加盟金売上が前年同期よりも5億円減少した上に、直営店の出店経費が高んだ。07年1月～7月の既存店売上の単純平均は前年同期比4%減収と、会社の通期計画2%減収を下回っている。新たに成長ドライバーとなるような新業態の開発も進んでおらず、野村では今後の成長スピードは鈍化する可能性が高いと見ている。(成清)

◆ロック・フィールド (2910、レーティング：2、¥1,608) 時価総額215億円：2007/9/11  
 サラダが中心の惣菜店「RF1」を、百貨店を中心に展開する。07年5～7月期は前年同期比6%増収、同1%経常増益だった。最適な商品陳列などのノウハウ確立が遅れていると見られ、07年5～7月の既存店売上の単純平均は前年同期比横ばいと、会社の通期計画の同4%増収に届かなかった。しかし、5月にスーパーバイザーのエリア担当を止め、駅ビル担当や百貨店担当など立地特性別に再編成したことが奏効し、8月の既存店売上は前年同月比3.8増収となった。野村では各店の商品選別の精度が高まったと見ている。中期的に「RF1」へ他ブランドを複合させることで、全社的に商品選別が進むと見られ、生産品目の削減による原価率の改善で利益率は徐々に高まろう。(成清)

◆安楽亭 (7562、レーティング：未付与、¥777) 時価総額164億円：2007/9/12  
 東京、埼玉、千葉、神奈川が地盤で、客単価1,800円のファミリー焼肉レストラン「安楽亭」を中心に、07年3月末で282店を展開する。07年4～7月の既存店売上は、1人前の肉量を削減した反動で客数が大きく減少し、前年同期比8.8%減収と厳しかった。現在は肉の量を元に戻したものの、既存店売上に回復の兆しはない。下期から一部メニューで仕入価格が安い米国産牛肉を導入し、現行価格でも品質を向上できると会社は考えている。借入金の返済などで金融費用が2億円程度削減される見通し以外は、大きな費用削減は見込めない印象である。また、今後の出店は1都3県を中心に年間10店程度の見通しである。我々は、あみやき亭 (2753、レーティング：3、¥261,000) の関東進出などで競争激化が予想されるが、客単価で大きな差がないため、今後は厳しい既存店売上が続くと考えられ、収益力がさらに悪化する可能性があるかと見ている。(成清)

◆リンガーハット (8200、レーティング：未付与、¥1,405) 時価総額308億円：2007/8/28  
 客単価650円のちゃんぽん専門店「リンガーハット」を主力に、07年6月末にグループ全体で538店を展開する。00年にちゃんぽんの価格を500円から350円へ値下げしたら客数が大幅に伸びたため、郊外ロードサイドを中心に01年～04年に約200店舗を出店した。しかし、社員不足で店舗オペレーションが乱れ、客数が大幅に減少した。対策としてパートを社員に登用して社員数を同期間に200名近く増やしたため、人件費が増加して利益率は低下してきた。利益を増やすには、客席回転率を上げて店舗効率を高める必要があったため、調理時間を7分から1分半に短縮できる厨房機器(NOS)を導入した。NOSの導入で都心への出店が可能となり、08.2期は都心とSC内のフードコートへの出店を進めている。中期的にも会社は都心とフードコートを中心に出店していく考えである。(成清)

◆ジョイフル (9942、レーティング：未付与、¥1,072) 時価総額342億円：2007/8/30  
 客単価641円のファミリーレストラン「ジョイフル」を、直営店を中心に07年6月末で706店を展開する。07.12期上期は前年同期比4%増収、同1%経常減益で、07年1～6月の単純平均した既存店売上は前年同期比4%増収と堅調だが、人件費、改装費用などが嵩み、経常利益は横ばいに留まった。下期も引き続き出店を止めて、メニュー改訂や人材教育などで営業基盤を強化する考えである。(成清)

【消費関連企業】

◆ツルヤ靴店 (2686、レーティング：未付与、¥900) 時価総額61億円：2007/9/10  
 「ASBee」などを展開する名古屋発の靴小売チェーンである。9月3日に08.1期上期決算を発表し、前年同期比15%増収、同3%経常増益となった。既存店売上が同1.7%増収と堅調に推移し、売上高

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオファー、先物その他の金融派生商品について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスに記載された証券、それら証券に基づくオファー、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供している場合があり、また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



は上期計画を3.7億円上回った。しかし、比較的採算性の低いインポート雑貨の構成比の上昇と、トレンドに対応しきれず紳士靴が仕入過多となったため、粗利率が低下して利益は計画通りであった。当社はイオン(8267、レーティング:3、¥1,586)と資本提携関係にあり、イオン系ショッピングセンターを中心に开店している。SCの中心顧客である主婦とその子供向けの商品を充実させることで、順調に売上を伸ばしている。また、自社商品や靴とインポート雑貨を合わせて売る「TSURUYA FORUM」など、新業態の開発にも積極的である。まちづくり三法の施行後は、業界で开店競争がさらに激化すると予想されるが、当社の施策を見守りたい。(中川)

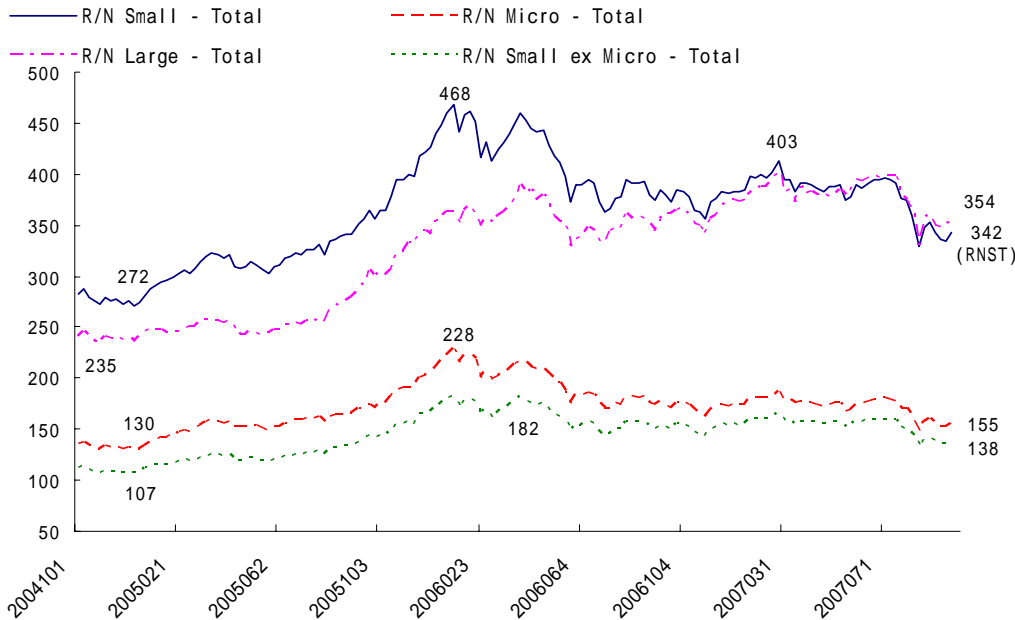
◆アークランドサカモト(9842、レーティング:未付与、¥1,889) 時価総額391億円: 2007/9/12  
ホームセンター、卸売、外食、不動産事業を手がける。08.2期上期は、主力のホームセンター事業の不採算店舗を退店し、プロ向けの商品を充実し、40代以降の主婦向けのカルチャースクールが好調に推移し、小売事業の既存店売上は前年同期比1.4%増収となった。会社は开店方針を2年で3店舗とし、現時点で4案件が確定している。当社の他社にはないDIY用品の拡充やプロ顧客の取り込み、地域密着型の品揃えを可能とする人材育成の奏効を考えると、競合地域でも集客力を落とさずに業績を拡大すると期待できる。(中川)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

7. データ集

(1) 株価指数関連

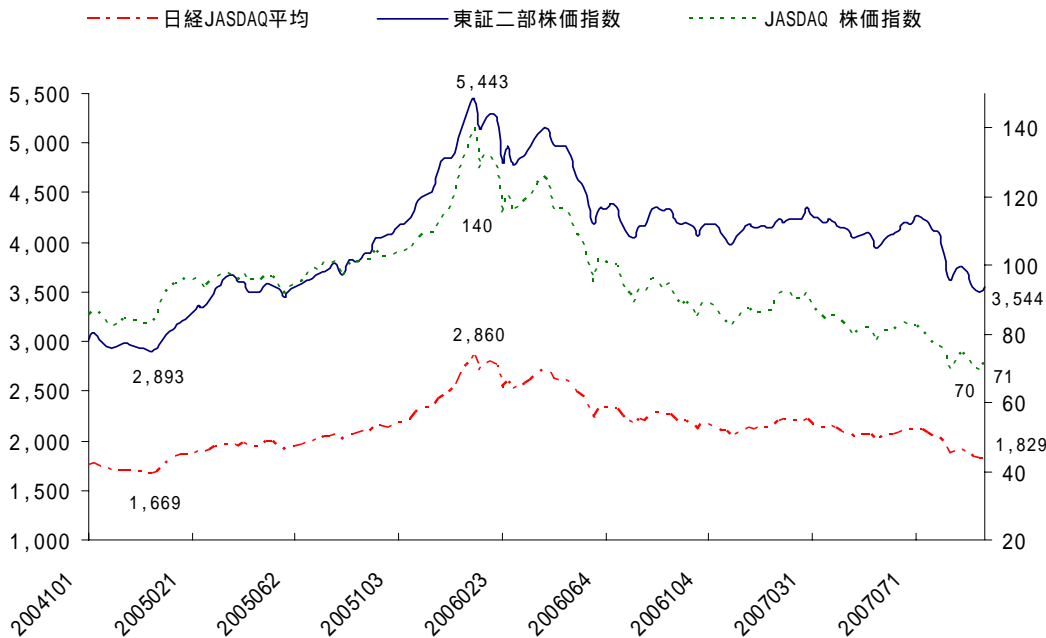
(図表 7-(1)-1) 東証1部規模別指数推移



(出所) 野村証券金融経済研究所

(年,月,週)

(図表 7-(1)-2) 日経店頭平均・東証2部・JASDAQ 指数推移

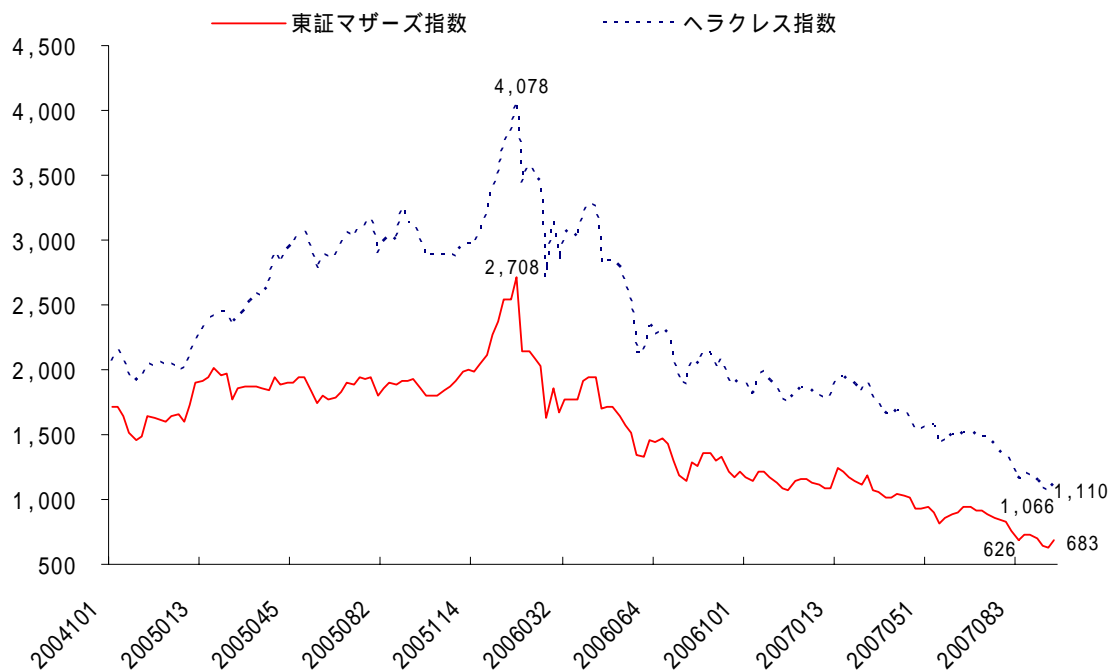


(出所) 野村証券金融経済研究所

(年,月,週)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオポジション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

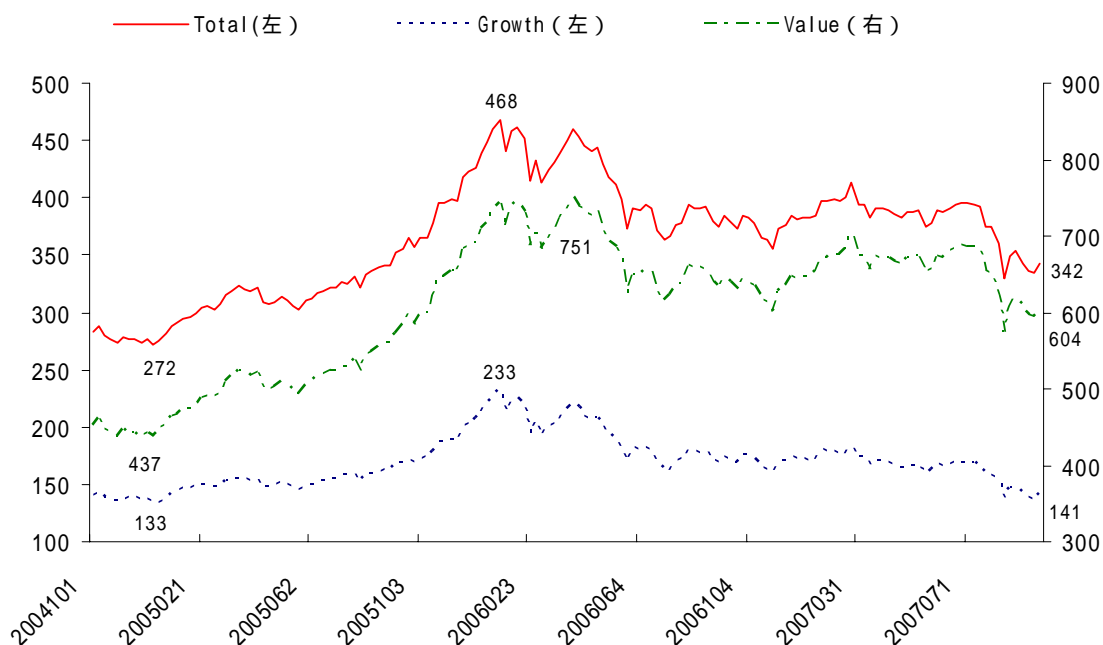
(図表 7-(1)-3) マザーズ、ヘラクレス指数推移



(出所) 野村証券金融経済研究所

(年,月,週)

(図表 7-(1)-4) Russell/NOMURA Small Cap 指数推移  
(1979年12月30日を基準にした指数)

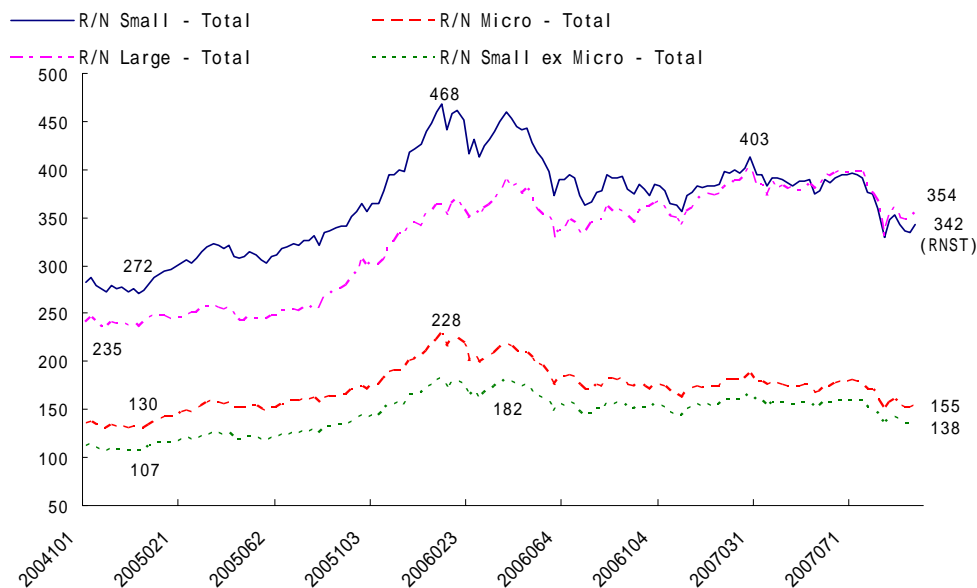


(出所) 野村証券金融経済研究所

(年,月,週)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 7-(1)-5) Russell/NOMURA Large, Small, Micro, Small (除く Micro Cap) 指数推移  
(1979年12月30日を基準にした指数)

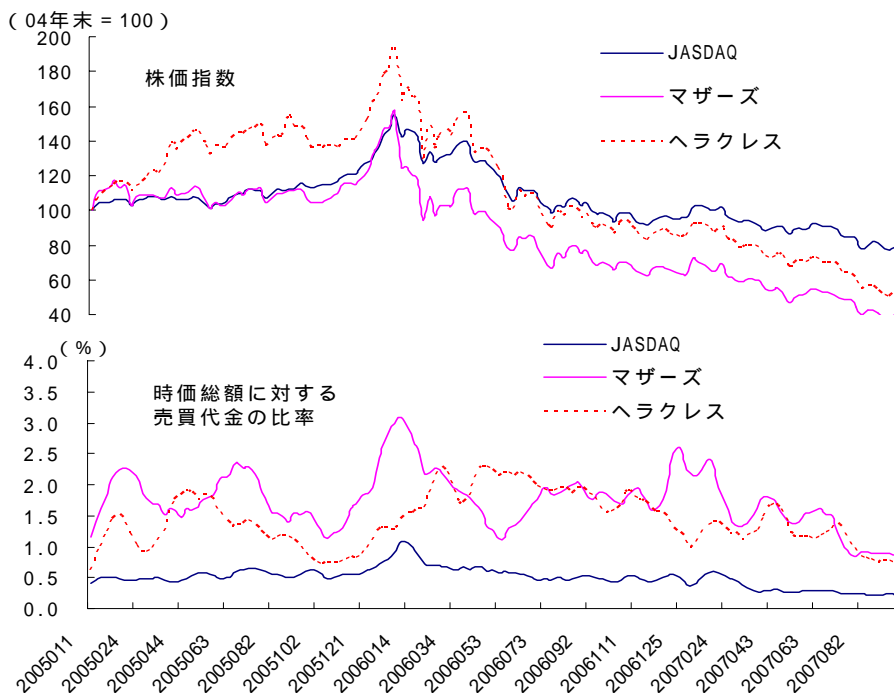


(出所) 野村証券金融経済研究所

(年,月,週)

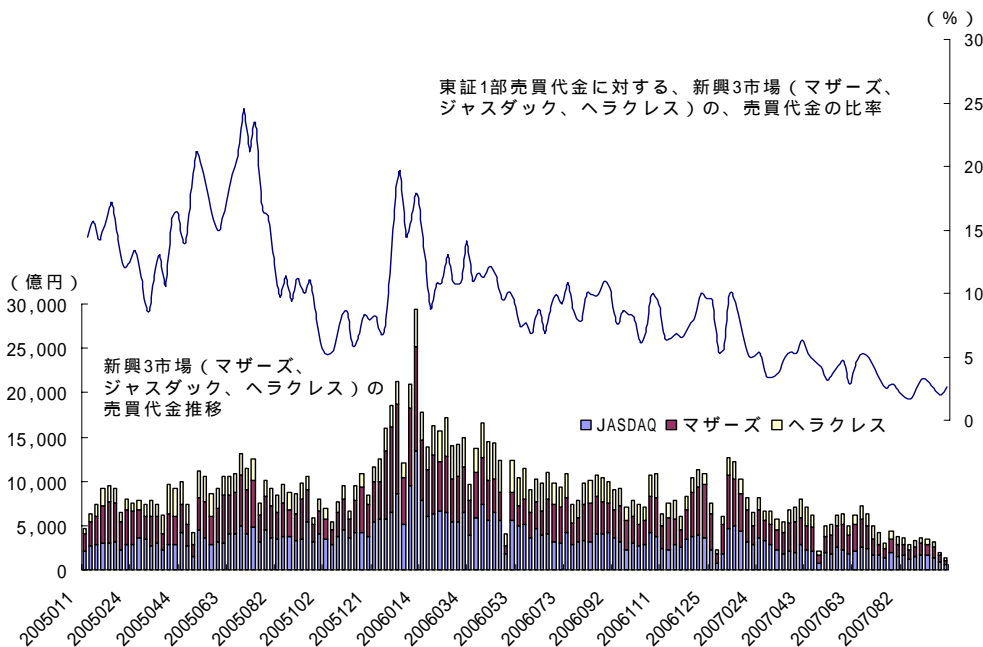
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 7-(1)-6) 新興3市場合計の株価と売買代金



(注) 売買代金は各市場の週次売買代金を時価総額で除して算出(グラフは4週移動平均を表示)。  
05年12月8日のマザーズの売買代金からは、ジェイコムを除外している。  
(出所) 東証、大証、ジャスダックのデータより野村証券金融経済研究所作成

(図表7-(1)-7) 新興3市場合計の売買代金とシェア (対東証)



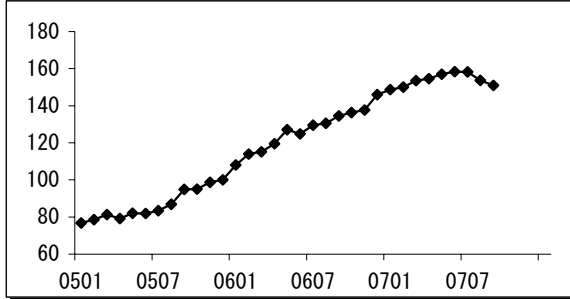
(注) 07年9月26日までのデータ。売買代金は新興3市場(マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス)の合計。  
05年12月8日のマザーズの売買代金からは、ジェイコムを除外している。  
(出所) 東証、大証、ジャスダックのデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券は、このレポートに記載された証券を、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売り持ちしている場合があります。また、お客様が、このレポートに記載された証券を、このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

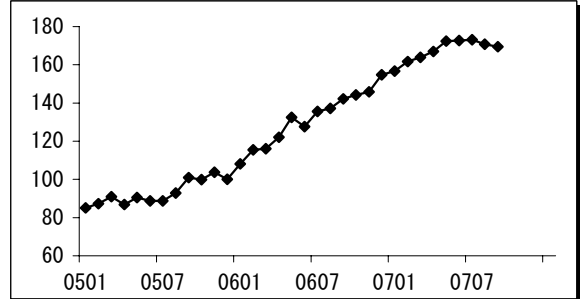
(図表 7-(1)-8) 中小型株のファクターリターン(9月26日まで)

- ・2005年末を100として、累積リターンを指数化
- ・各ファクター横の数字は今月の平均リターン(～9/26)

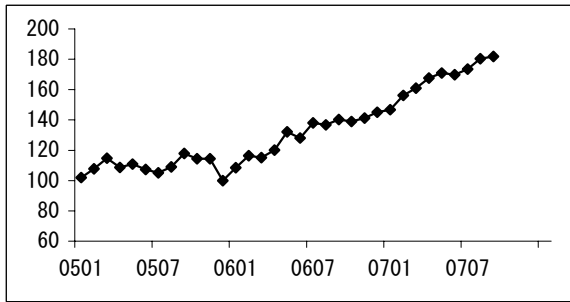
★ 予想PER (低PER-高PER) 低 -5.8% 高 -4.0%



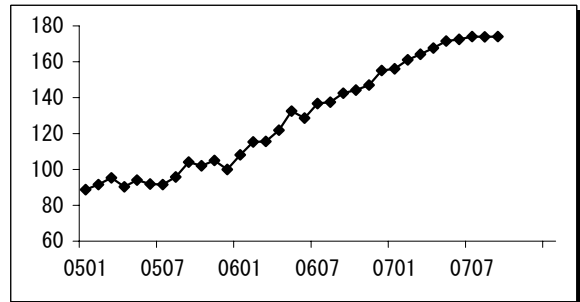
★ 予想EBITDA倍率 (低EBITDA倍率-高EBITDA倍率) 低 -4.5% 高 -3.8%



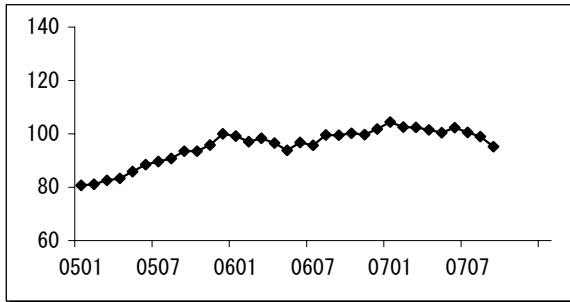
★ PBR (低PBR-高PBR) 低 -4.3% 高 -5.1%



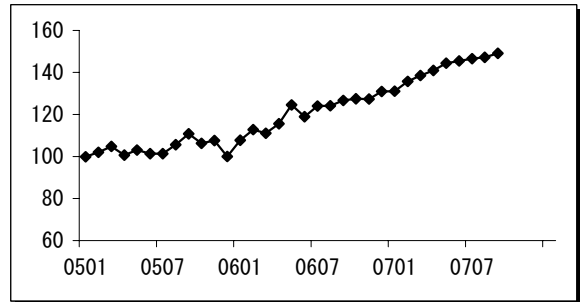
★ 予想キャッシュフロー倍率 (低PCFR-高PCFR) 低 -4.6% 高 -4.7%



★ 正規化予想PER (低PER-高PER) 低 -6.1% 高 -2.3%



★ 予想売上高利回り (高利回り-低利回り) 高 -4.0% 低 -5.2%

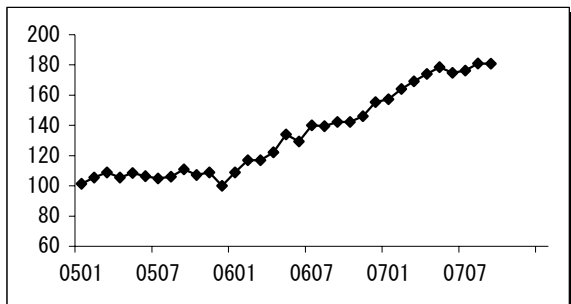


(注) 毎月月初に、時価総額100億円以上2000億円未満の銘柄を対象に、前月末の各ファクター値によって5つの等銘柄数のグループに分類。ファクター値最大のグループと最小のグループとの銘柄群の単純平均リターンの差をリターンズブレッドとして、2005年末を100とする累積リターンで示した。銘柄群の見直しは毎月実施。業績予想の値は、連結優先、来期優先、野村予想優先(野村証券金融経済研究所が業績予想を行っていない場合は、東洋経済の予想で代替)。「正規化予想PER」は、過去36ヶ月間の予想益利回り(PERの逆数)が正規分布に従うと仮定した場合の、現在の予想PERの相対的な水準を示す。

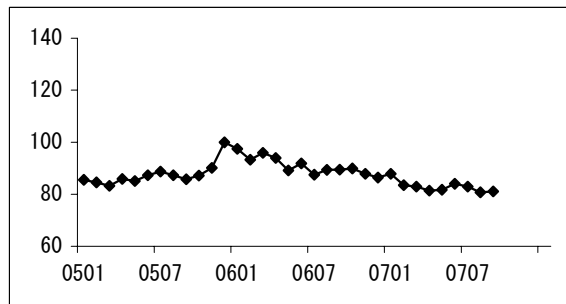
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

・2005年末を100として、累積リターンを指数化  
 ・各ファクター横の数字は今月の平均リターン(～9/26)

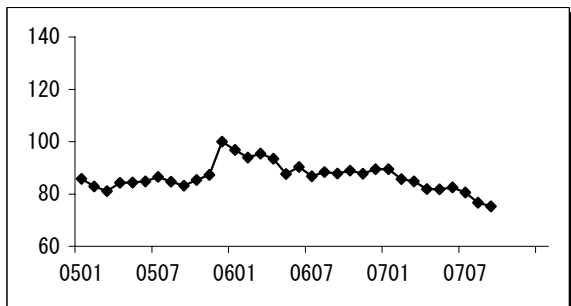
★ 予想配当利回り 高 -4.9%  
 (高利回り-低利回り) 低 -4.8%



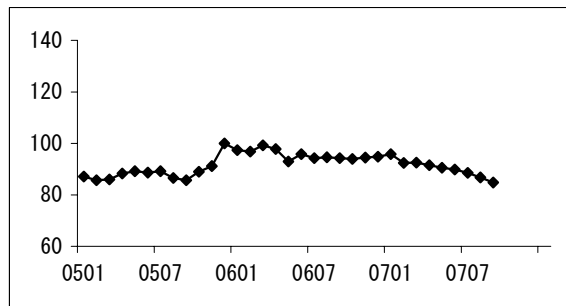
★ 経常利益成長率 高 -4.1%  
 (高成長-低成長) 低 -4.6%



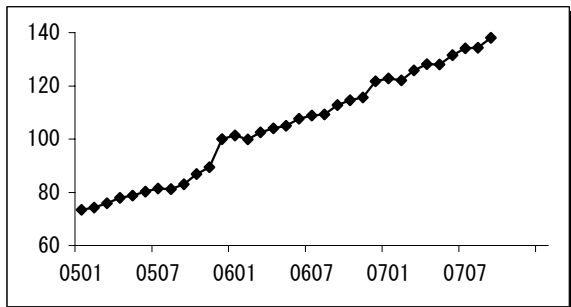
★ 予想ROE 高 -6.1%  
 (高ROE-低ROE) 低 -4.3%



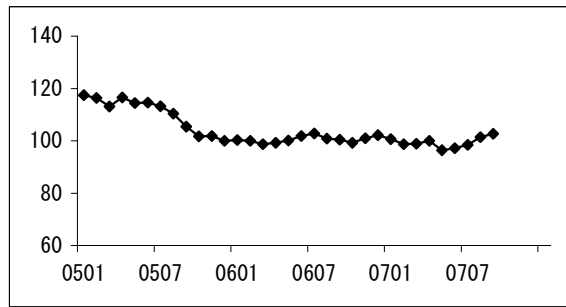
★ 予想売上高利益率 高 -6.1%  
 (高利益率-低利益率) 低 -3.8%



★ 予想経常利益修正 上方修正率大 -3.3%  
 (上方修正大-下方修正大) 下方修正率大 -6.0%



★ 自己資本比率 高 -4.1%  
 (高自己資本比率-低自己資本比率) 低 -5.4%

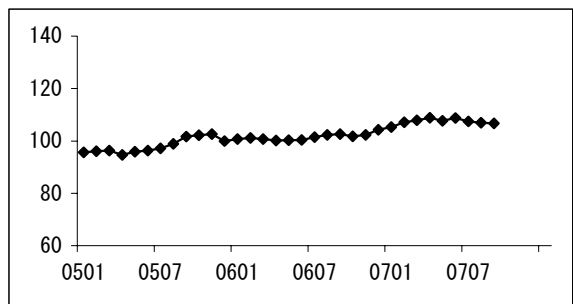


(注) 「経常利益成長率」=「経常増益率(前期実績)」×0.2+「今期予想経常増益率」×0.3+「来期予想経常増益率」×0.5  
 前期実績、今期予想、来期予想のいずれかが赤字またはデータ無しで算出不能の場合は、当該企業を集計対象から除外  
 「予想売上高利益率」=「予想税引利益」÷「予想売上高」  
 「予想経常利益修正」=「予想経常利益」÷「その前3ヶ月間の予想経常利益の平均」

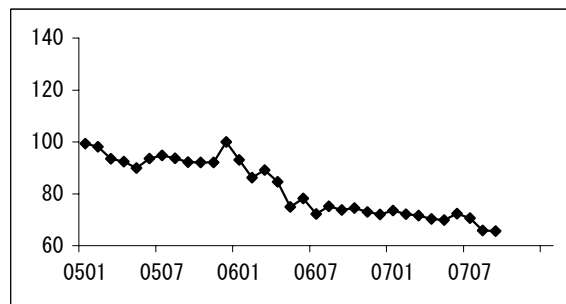
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

・2005年末を100として、累積リターンを指数化  
 ・各ファクター横の数字は今月の平均リターン(～9/26)

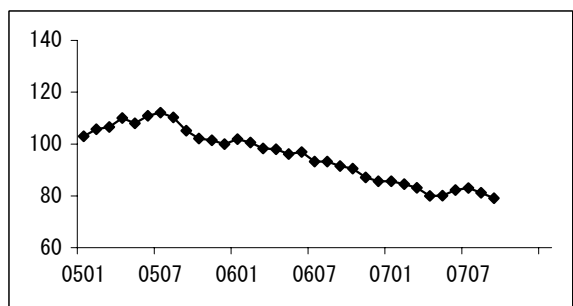
★ 浮動株比率 低 -4.9%  
 (高浮動株比率-低浮動株比率) 高 -5.1%



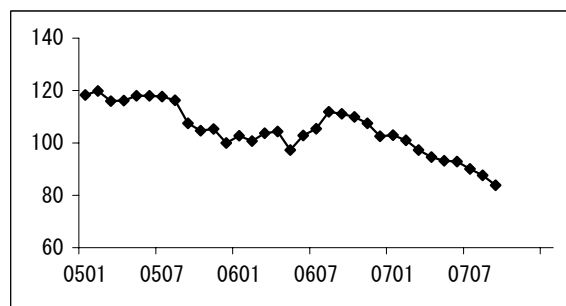
★ 出来高回転率 高 -3.6%  
 (高回転率-低回転率) 低 -3.4%



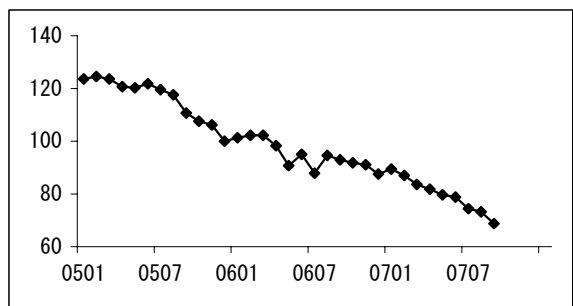
★ 時価総額 大 -3.4%  
 (時価総額小-時価総額大) 小 -5.9%



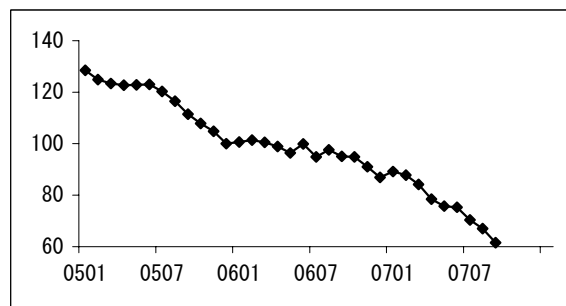
★ 過去1ヶ月リターン 高 -2.3%  
 (低リターン-高リターン) 低 -6.6%



★ 過去3ヶ月リターン 高 -1.9%  
 (低リターン-高リターン) 低 -8.1%



★ 過去12ヶ月リターン 高 -0.8%  
 (低リターン-高リターン) 低 -9.0%



(注) 「出来高回転率」＝「月間出来高」÷「前々月末時点発行済株式数」  
 「浮動株比率」はRussell/NOMURAの浮動株比率の定義に基づく。

(出所) 東洋経済のデータより野村証券金融経済研究所作成

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



(2) 野村フォローの中小型企業一覧

掲載は、2007年9月26日現在の野村ユニバース中、JASDAQ、マザーズ、ヘラクレス市場への上場銘柄、及び時価総額が3,000億円未満かつ発行株式数6,000万株未満の銘柄

(図表 7-(2)) 主要フォロー企業のバリュエーション一覧

コード/業種別 Code/Sector	会社名 Company(J)	株価 Share price (円)	時価総額 Market cap (百万円)	PER P/E (倍)		PCFR P/CF (倍)		PBR P/B (倍)	ROE ROE (倍)	経常利益 Recurring profit (百万円)			平均売買代金 Avg. trade value (百万円)
				FY07E	FY08E	FY07E	FY08E			FY06	FY07E	FY08E	
3434	アルファコ	2,390	24,378	15.7	13.5	6.5	5.9	1.1	7.0	1,796	2,400	2,800	21.0
4186	東京応化工業	2,470	117,572	19.9	17.8	8.5	8.2	0.9	4.5	11,677	9,900	10,900	368.8
4626	太陽インキ製造	3,160	89,946	15.0	13.2	11.7	10.6	2.4	16.0	8,266	9,000	10,000	295.8
5344	MARUWA	1,960	21,701	13.4	10.3	6.2	5.3	0.8	5.8	2,090	2,700	3,280	76.5
5816	オーナバ	510	6,384	10.6	9.1	5.6	4.9	0.5	4.7	2,207	1,100	1,400	11.8
5855	アサヒブリック	3,720	134,866	21.8	19.3	16.1	14.5	4.2	19.4	9,573	10,600	12,000	757.2
5976	高周波熱線	1,572	70,290	18.3	16.7	10.8	9.8	1.4	7.7	5,631	6,400	7,000	296.2
7864	フジシールインターナショナル	2,860	71,593	16.1	14.0	8.0	7.3	1.5	9.4	6,700	8,000	8,900	233.4
<b>素材 Materials</b>													
3433	トーカロ	2,080	32,864	8.9	7.8	5.9	4.2	2.1	23.9	6,698	6,300	7,100	240.7
5852	アールスティ	2,105	45,843	10.2	9.8	3.1	2.7	1.0	10.1	7,934	7,400	7,700	104.4
6005	三浦工業	3,650	152,438	20.9	18.4	15.8	14.0	2.1	10.0	10,550	12,600	14,100	486.7
6023	ダイハツディーゼル	1,729	55,069	20.4	16.7	13.0	11.2	4.9	23.9	3,325	4,700	5,800	93.2
6134	富士機械製造	2,225	108,829	9.4	8.5	7.4	6.8	1.1	12.1	18,779	19,800	21,800	153.9
6137	小池酸工業	945	38,219	15.9	13.6	12.6	11.0	2.1	13.0	3,152	4,150	4,800	39.5
6143	ソディック	749	40,021	13.6	11.3	7.8	6.7	0.9	6.6	6,541	5,300	6,200	129.7
6213	オーエム製作所	796	26,427	15.7	13.8	13.1	11.4	3.3	20.8	2,325	2,900	3,300	271.8
6222	島精機製作所	6,130	230,488	20.4	19.0	16.8	15.9	2.5	12.2	9,450	20,000	21,000	1,631.9
6247	日版製作所	2,705	88,542	30.1	22.4	20.9	16.5	2.2	7.4	4,313	5,450	6,600	218.6
6269	三井海洋開発	4,100	153,373	34.9	29.5	28.9	25.1	3.6	10.4	4,664	6,400	7,400	1,593.9
6278	ユニオンツール	4,640	107,177	18.8	16.2	13.1	11.3	2.4	12.7	8,519	8,600	10,100	418.0
6282	オイス工業	2,440	72,015	17.1	15.3	11.4	10.3	1.5	8.5	6,769	7,500	8,300	136.5
6332	月島機械	1,004	45,808	25.4	22.9	13.1	12.0	0.9	3.4	3,040	3,100	3,500	122.5
6333	帝国電機製作所	3,190	30,146	22.3	19.0	16.7	14.4	3.2	14.2	1,798	2,250	2,650	250.5
6339	新東工業	1,645	93,031	14.8	13.3	11.5	10.5	1.4	9.5	9,642	10,550	11,700	270.5
6379	新興プランテック	1,689	78,219	15.6	14.0	14.8	13.3	6.2	39.6	7,532	8,900	10,000	672.9
6466	トウアバルグループ本社	600,000	16,072	17.9	16.1	14.6	13.1	3.0	16.9	963	1,300	1,500	281.8
6486	イーグル工業	1,609	80,060	18.0	15.7	9.6	8.8	2.2	12.0	7,571	8,800	10,100	346.5
6492	岡野バルブ製造	1,041	18,665	20.7	17.4	17.0	14.4	3.6	17.2	1,449	1,650	1,950	97.3
6496	中北製作所	1,260	24,147	18.7	14.9	16.3	12.3	1.8	9.6	1,589	2,248	2,700	23.4
7220	武蔵精密工業	3,480	108,576	12.3	10.3	4.4	4.1	1.9	15.8	10,899	17,200	19,900	620.8
7278	エクセディ	3,480	169,106	14.2	12.6	7.2	6.5	1.7	11.9	17,378	19,600	22,200	420.3
7279	ハイレックスコーポレーション	1,735	66,306	15.8	13.5	8.2	7.4	0.8	5.3	6,532	6,300	7,350	23.6
7313	ティ・エス テック	4,290	145,860	10.1	8.9	6.4	5.8	1.6	15.6	17,167	25,100	28,700	408.6
7873	アーク	772	52,574	14.0	12.2	2.7	2.5	0.5	3.3	10,102	10,500	12,000	329.3
7988	ニフコ	2,685	144,331	15.7	13.9	8.2	7.6	1.9	12.1	14,382	15,300	17,300	381.3
9793	ダイセキ	3,130	128,401	32.9	27.3	21.8	18.3	4.6	14.0	5,701	7,100	8,500	435.7
<b>機械・自動車 Machinery, autos</b>													
6146	ディスコ	6,010	204,296	13.3	12.6	10.9	10.4	2.5	18.8	19,667	25,700	27,100	1,434.2
6290	エス・イー・エス	572	13,750	9.1	7.6	5.7	4.9	1.2	13.4	1,336	1,550	1,850	61.4
6664	オプトエレクトロニクス	785	4,132	7.4	6.1	3.9	3.5	0.8	10.8	760	900	1,100	15.8
6676	ムルコホールディングス	2,250	52,033	14.9	11.3	12.5	9.9	1.9	13.0	5,446	6,000	7,700	141.9
6727	ワコム	227,000	95,162	28.8	19.8	26.4	18.7	5.8	20.2	4,638	5,500	8,000	736.8
6728	アルバック	3,800	163,043	22.2	12.5	10.6	6.5	1.9	8.4	14,782	16,105	21,800	2,383.5
6737	ナナオ	3,960	87,742	11.2	10.7	9.4	9.0	1.6	13.8	11,754	13,000	13,700	323.7
6769	ザインエレクトロニクス	130,000	16,042	22.3	16.0	19.6	14.6	1.7	7.8	1,438	1,200	1,670	14.9
6787	メイコー	3,820	67,642	14.7	10.6	6.2	4.8	2.1	14.1	4,713	6,700	9,100	215.6
6820	アイコム	3,200	47,520	15.4	14.5	9.9	9.4	1.1	7.0	5,040	4,790	5,070	77.0
6832	アオイ電子	1,691	20,292	9.7	9.2	4.1	4.1	0.8	8.2	3,691	3,900	4,100	5.5
6839	船井電機	5,000	180,521	18.8	17.7	10.1	9.8	1.0	5.1	26,591	15,200	16,100	969.3
6849	日本光電工業	2,095	95,879	15.7	13.1	11.7	9.8	2.0	12.5	8,448	9,900	11,800	443.1
6855	日本電子材料	1,077	11,422	11.1	10.0	6.5	5.8	0.9	8.3	2,844	1,839	2,029	68.2
6856	堀場製作所	4,850	205,750	25.4	22.1	18.2	15.7	2.8	11.2	10,769	14,900	16,400	818.0
6871	日本マイクロナクス	2,530	50,632	13.3	9.6	9.4	7.0	2.5	18.5	4,828	6,500	8,700	287.3
6875	メガチップス	1,982	51,412	18.4	18.4	17.4	17.4	2.6	14.2	2,869	3,900	4,700	292.5
6896	北川工業	1,801	23,556	8.9	8.1	6.9	6.4	0.8	9.5	3,819	4,050	4,410	5.0
6914	オプテックス	2,415	40,988	16.4	14.9	13.7	12.4	2.3	14.1	3,922	4,300	4,700	130.0
6916	アイ・オー・データ機器	542	8,043	-12.2	20.6	-77.3	8.1	0.4	-3.2	-337	111	520	6.4
6920	レーザテック	2,430	28,640	12.1	10.0	11.5	9.4	2.6	21.5	3,061	3,895	4,680	98.3
6926	岡谷電機産業	849	19,460	14.4	13.0	9.7	9.3	2.5	17.5	1,792	2,050	2,300	17.2
6941	山一電機	706	14,500	24.2	18.1	4.0	3.6	0.5	2.1	1,155	1,200	1,500	22.1
7517	黒田電気	1,749	57,128	15.0	15.9	11.2	11.9	1.5	9.8	5,386	5,900	6,400	469.8
7537	丸文	1,211	33,970	9.7	8.5	7.7	6.9	0.9	9.1	6,280	6,600	7,500	167.7
7558	トーマンエレクトロニクス	1,698	27,464	10.6	9.2	10.2	8.9	0.8	7.5	3,795	4,000	4,600	36.6
7631	マクニカ	2,515	45,547	13.0	11.1	10.6	9.3	0.8	6.3	6,263	5,700	6,800	125.2
7729	東京精密	2,335	93,851	14.4	11.9	10.9	8.9	1.7	12.0	13,613	12,000	14,500	1,761.9
7740	タムロン	4,340	122,540	26.2	22.3	16.2	14.4	3.9	14.8	5,608	7,800	8,700	833.0
8154	加賀電子	1,847	53,013	11.5	10.2	9.5	8.6	1.0	8.7	7,404	8,000	9,000	147.0
9880	イノテック	904	20,941	8.7	7.1	7.2	6.3	0.9	10.7	3,071	3,800	4,500	56.0

(注1) セクターはNOMURA400業種分類に基づいた。  
 (注2) 連結優先。  
 (注3) 株価は2007年9月26日終値、業績予想は9月26日時点まで反映されたものを使用。平均売買代金は9月26日までの直近30日間を対象とした。  
 (注4) FY06は07/3期決算までとする。FY07、FY08について同様。  
 (注5) FY06については、一部に推定値を含む。  
 (出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプティオン、先物その他の金融派生商品について、買い時または売り時を有している場合があり、また今後買入または売却を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引当等の投資銀行業務その他サービスを提供して、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがありません。野村証券から直接提供するという方法でのみ配布したしており、提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

コード/業種別 Code/Sector	会社名 Company(J)	株価 Share price (円) 26-Sep	時価総額 Market cap (百万円) 26-Sep	PER P/E (倍)		PCFR P/CF (倍)		PBR P/B (倍) FY06	ROE ROE (倍) FY06	経常利益 Recurring profit (百万円)			平均売買代金 Avg. trade value (百万円)
				FY07E	FY08E	FY07E	FY08E			FY06	FY07E	FY08E	
2385	総医研ホールディングス	74,000	19,218	263.3	137.3	167.1	111.7	4.7	1.8	877	132	240	75.1
2395	新日本科学	1,553	53,336	55.6	29.6	20.8	16.2	4.3	7.7	1,030	1,670	3,470	44.4
2400	メッセージ	191,000	34,533	18.0	15.1	15.9	12.4	3.8	21.3	3,145	3,500	4,160	50.1
3360	グリーンホスピタルサプライ	124,000	41,420	21.2	17.0	11.7	9.8	1.6	7.6	3,643	4,600	5,560	284.6
4282	イービース	378,000	34,171	24.4	20.3	22.0	18.7	4.0	16.3	1,979	3,060	3,330	36.7
4541	日医工	2,340	73,020	28.7	22.7	22.5	18.6	9.2	31.9	3,473	4,580	5,370	234.5
4547	キッセイ薬品工業	2,125	120,782	50.3	52.5	18.4	18.9	1.0	1.9	2,520	4,300	3,900	436.8
4553	東和薬品	5,180	88,951	23.9	21.3	15.6	14.4	2.7	11.2	4,887	6,160	6,960	488.4
4563	アンジェス MG	524,000	61,356	-26.2	-31.8	-28.7	-35.5	9.1	-34.6	-1,138	-2,320	-1,930	211.8
4565	モーせいグループ	194,000	22,839	-4.8	-3.9	-4.8	-3.9	1.0	-21.6	-6,551	-5,080	-6,180	52.2
4775	総合メディカル	2,760	20,349	14.4	13.0	8.2	7.7	2.1	14.6	1,741	2,510	2,790	30.4
6869	シスメックス	4,280	218,805	20.8	17.4	14.5	12.8	3.0	14.6	13,577	16,730	19,990	977.5
7704	アロカ	1,537	46,649	20.3	18.7	15.0	14.2	1.2	5.7	4,073	4,000	4,200	70.9
7747	朝日インテック	2,400	38,046	32.8	23.5	20.4	14.7	3.4	10.2	1,996	2,202	2,840	199.3
7960	パラマウントベッド	1,479	46,859	40.7	36.0	15.6	14.9	0.7	1.8	2,942	2,100	2,400	287.2
8129	東邦薬品	1,942	115,003	14.1	12.7	11.3	10.5	1.5	10.7	13,104	13,900	15,300	409.9
9627	アインファーマシーズ	2,180	24,764	24.5	11.9	14.8	8.6	2.4	9.8	3,012	2,834	4,550	25.8
9792	ニチイ学園	2,025	73,931	65.4	54.8	24.4	22.7	1.4	2.2	2,710	3,140	3,440	294.1
<b>医療・ヘルスケア Pharmaceuticals, healthcare</b>													
1377	サカタのタネ	1,504	76,570	394.7	132.0	30.2	27.2	0.9	0.2	1,951	1,378	1,250	106.8
2290	米久	1,192	34,341	22.2	20.2	7.9	7.2	0.9	4.2	4,079	4,350	4,700	54.7
2294	棉安本店	1,302	16,185	15.0	13.5	9.8	8.7	1.7	11.1	1,854	2,030	2,250	11.8
2572	三國コカ・コーラボトリング	1,272	68,123	27.2	29.6	7.0	7.2	1.1	4.1	4,673	4,800	4,600	105.8
2580	コカ・コーラ セントラル ジャパン	858,000	77,225	36.8	40.6	4.8	5.1	0.9	2.4	4,141	4,800	4,500	58.0
2815	アリアケジャパン	2,305	75,624	26.0	18.8	14.2	12.1	1.7	6.7	5,300	4,920	6,790	134.9
2910	ロック・フィールド	1,608	21,538	18.5	17.9	8.0	8.1	1.2	6.3	1,974	2,273	2,500	90.9
7451	養食	2,680	117,809	27.1	26.1	13.2	12.9	1.4	5.1	6,406	9,100	9,450	155.4
<b>食品 Food products</b>													
2792	ハニーズ	3,230	90,117	18.6	16.5	14.4	12.3	6.0	32.3	6,613	8,516	9,800	712.7
3605	サンエー・インターナショナル	2,350	41,784	13.1	10.2	7.3	6.3	1.3	10.1	8,021	6,500	7,550	293.9
4917	マンダム	2,760	66,612	21.3	19.1	13.0	11.7	1.5	7.1	5,109	6,300	7,000	191.2
4967	小林製薬	3,880	164,997	17.9	16.2	13.2	12.2	2.1	11.9	15,012	16,500	18,100	504.5
8130	サンゲツ	2,450	103,361	24.0	22.5	19.0	18.1	0.9	3.6	7,525	7,700	8,300	169.6
<b>家庭用品 Househoted goods</b>													
2664	カワチ薬品	2,965	72,890	11.9	10.8	6.5	6.0	1.0	8.1	0	10,750	11,840	125.9
2678	アスクル	2,805	122,452	28.2	25.0	24.0	16.1	4.7	16.7	8,780	8,404	9,500	307.2
2726	バル	3,160	36,555	12.5	10.9	9.9	8.8	1.8	14.4	5,222	6,000	6,800	87.0
2769	ヴェレジヴァンガードコーポレーション	510,000	19,619	14.2	13.3	11.9	11.7	2.8	19.4	1,973	2,506	2,820	31.6
2790	ナフコ	2,690	80,039	10.7	9.8	7.2	6.7	0.9	8.4	12,686	14,100	15,400	35.9
3028	アルペン	1,515	61,339	11.1	14.3	6.8	6.7	0.8	6.9	13,462	9,139	8,700	326.5
3349	コスモ薬品	1,744	34,881	15.2	14.0	11.1	10.1	2.6	17.0	3,836	4,373	4,870	131.4
7453	良品計画	6,540	183,630	17.3	14.6	14.2	12.2	3.0	17.2	16,931	19,000	21,800	1,869.1
7455	三城	1,530	85,768	22.6	19.9	16.5	15.0	1.5	6.8	7,692	6,800	7,600	241.8
7513	コジマ	673	26,188	11.4	10.5	4.0	3.9	0.4	3.6	4,354	4,700	5,100	238.0
7564	ワークマン	4,700	48,085	15.4	13.5	13.1	11.7	2.4	15.3	4,881	5,660	6,440	3.0
7606	ユナイテッドアローズ	1,300	62,010	10.4	11.4	9.3	10.0	3.5	33.9	7,337	8,200	9,900	815.2
8184	島忠	3,100	159,306	21.2	19.0	15.9	14.4	1.1	5.0	12,703	13,500	14,900	695.5
8186	大塚家具	2,500	54,000	15.0	13.5	13.7	12.3	1.4	9.1	5,351	6,100	6,700	23.5
8198	マックスバリュ東海	1,700	29,741	11.8	9.8	7.2	6.3	0.9	7.7	4,594	4,970	5,570	10.9
8218	コメリ	3,070	167,036	16.9	15.3	9.5	8.8	1.8	10.6	16,154	17,300	19,100	390.1
8279	ヤオコー	2,960	59,220	14.0	13.1	8.8	8.2	2.1	15.1	6,947	7,500	8,050	33.2
8281	ゼビオ	2,795	133,911	15.9	14.2	12.1	10.8	1.7	10.7	11,495	13,000	15,100	357.9
8282	ケーズホールディングス	2,490	126,041	11.8	10.9	7.8	7.3	1.8	15.1	13,910	19,500	21,400	626.3
9435	光通信	2,960	172,478	9.4	8.8	8.6	8.1	1.2	13.3	20,374	22,000	24,200	1,646.5
9830	トラスコ中山	1,980	65,349	11.6	10.2	8.4	7.6	1.0	8.4	8,982	9,700	11,090	152.2
9832	オートバックスセブン	2,900	113,840	16.7	15.0	8.8	7.8	0.7	4.0	16,323	12,600	14,200	508.7
9946	ミニストップ	2,010	59,039	21.1	17.4	7.9	7.1	1.1	5.4	7,697	8,200	9,100	153.9
9948	アークス	1,529	63,880	13.5	12.5	9.1	8.6	1.2	8.9	8,109	8,590	9,280	91.2
9990	東京デリカ	481	9,575	9.2	8.0	6.8	6.0	0.8	8.4	1,908	2,200	2,500	5.9
<b>商社・小売 Trade companies, retailing</b>													

(注1) セクターはNOMURA400業種分類に基づいた。  
 (注2) 連結優先。  
 (注3) 株価は2007年9月26日終値、業績予想は9月26日時点まで反映されたものを使用。平均売買代金は9月26日までの直近30日間を対象とした。  
 (注4) FY06は07/3期決算までとする。FY07、FY08についても同様。  
 (注5) FY06については、一部に推定値を含む。  
 (出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変更される場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、これらの証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布してまいります。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

コード/業種別 Code/Sector	会社名 Company(J)	株価 Share price (円) 26-Sep	時価総額 Market cap (百万円) 26-Sep	PER P/E (倍)		PCFR P/CF (倍)		PBR P/B (倍) FY06	ROE ROE (倍) FY06	経常利益 Recurring profit (百万円)			平均売買代金 Avg. trade value (百万円)
				FY07E	FY08E	FY07E	FY08E			FY06	FY07E	FY08E	
2309	シミック	26,980	20,467	18.6	18.0	14.1	14.2	2.1	11.1	1,613	1,920	2,310	20.7
2378	ルネサンス	691	13,792	19.7	15.3	5.7	4.9	1.8	8.9	1,332	1,400	1,800	38.7
2410	キャリアデザインセンター	47,700	2,883	6.1	5.1	5.1	4.2	1.1	18.3	985	800	960	54.8
2412	ベネフィット・ワン	92,000	19,751	20.0	15.9	13.8	11.7	3.8	19.1	1,270	1,700	2,140	11.1
2413	ソネット・エムスリー	297,000	76,622	36.0	24.2	34.9	23.8	12.2	33.9	2,770	3,680	5,470	152.0
2476	テンプスタッフ	148,000	91,216	14.2	12.3	13.4	11.6	2.3	16.3	11,156	12,300	14,200	90.0
2695	くらコーポレーション	248,000	25,669	18.7	17.1	10.4	9.6	2.6	14.1	2,514	2,800	3,000	12.7
2702	日本マクドナルドホールディング	2,000	265,920	40.3	32.8	16.8	15.5	2.0	5.1	5,700	13,200	14,600	442.6
2753	あみやき亭	261,000	17,875	20.3	17.9	13.0	11.2	2.1	10.4	1,436	1,570	1,780	8.8
2759	テレウェイヴ	46,500	23,990	28.9	16.2	15.7	10.8	1.2	4.1	844	1,000	2,970	634.5
3362	チムニー	1,669	15,188	9.6	8.6	5.4	4.5	3.1	32.2	2,310	3,000	3,300	21.5
3395	サンマルクホールディングス	4,210	47,946	12.6	10.6	10.4	8.8	2.4	19.0	5,901	6,900	8,150	201.4
3738	テレパーク	119,000	39,207	8.8	8.7	8.0	7.9	2.4	27.6	7,330	7,800	7,900	258.9
4293	セブテーニ・ホールディングス	117,000	14,858	24.8	17.3	22.5	16.2	3.4	13.7	830	1,080	1,620	121.0
4331	テイクアンドグヴィニース	20,050	14,490	10.4	4.8	5.3	3.2	1.0	9.3	6,328	2,980	5,550	196.8
4332	パソナ	148,000	64,269	15.3	14.3	11.6	10.7	2.3	15.2	7,844	8,807	9,300	230.2
4343	イオンファナタジー	1,914	34,788	11.3	9.6	4.1	3.5	2.7	23.8	4,928	5,700	6,720	100.4
4694	ビー・エム・エル	1,582	34,816	16.4	16.0	6.3	6.2	0.9	5.7	3,177	4,300	4,300	104.2
4722	フューチャーアーキテクト	53,200	25,357	21.1	12.0	12.7	8.4	3.9	18.5	2,741	2,650	3,750	207.3
4757	インテリジェンス	178,000	74,493	16.3	11.9	10.7	8.5	6.0	48.8	6,779	8,980	11,370	848.2
4800	オリコン	41,700	6,716	24.9	12.9	15.6	9.5	8.1	24.6	879	540	680	49.8
4849	エン・ジャパン	441,000	106,869	22.9	17.2	20.2	15.4	11.1	48.6	5,607	8,190	10,920	290.3
7463	アドヴァン	946	25,453	12.1	11.8	9.8	9.6	1.3	10.6	3,466	3,610	3,760	84.7
7522	ワタミ	1,750	72,724	32.2	26.3	11.6	10.8	3.6	11.1	4,111	4,610	5,610	221.2
7581	サイゼリヤ	1,709	89,333	22.9	20.8	14.1	13.2	1.8	7.9	6,722	7,800	8,430	421.0
7611	ハイデイ日高	1,003	11,402	12.7	11.2	8.0	6.9	1.7	13.3	1,487	1,800	2,000	15.8
9716	乃村工藝社	700	41,964	17.5	16.6	15.2	13.2	1.4	8.3	3,390	4,540	4,780	43.3
9744	メイテック	3,490	123,694	25.2	19.0	20.6	16.3	3.2	12.7	11,487	11,000	11,900	635.5
9757	船井総合研究所	709	23,136	15.2	14.1	14.0	13.1	1.4	9.4	2,607	2,730	2,940	26.0
9787	イオンデパート	4,090	84,663	21.2	16.6	18.8	14.9	4.4	20.9	5,485	7,600	9,700	68.6
9861	吉野家ディー・アンド・シー	188,000	124,532	41.5	33.7	18.9	16.6	1.7	4.0	4,216	8,000	8,900	528.8
9945	ブレナス	1,769	78,531	12.7	12.3	9.6	9.3	1.4	10.9	13,352	11,600	11,900	279.8
<b>サービス Service</b>													
2315	SJホールディングス	56,100	27,909	15.1	11.8	12.4	9.8	2.4	16.2	2,372	3,250	4,250	116.9
2327	新日鉄ソリューションズ	3,170	168,007	18.3	16.0	15.0	13.4	2.5	13.5	14,366	16,200	18,500	343.4
2371	カカコム	283,000	40,508	33.8	31.2	28.1	25.5	11.7	34.5	1,305	1,720	2,300	370.6
2389	オプト	309,000	40,072	46.6	40.9	42.2	36.8	4.1	8.8	659	1,500	2,010	386.6
2432	ディー・エヌ・エー	495,000	239,595	44.4	33.3	38.8	27.9	16.5	37.2	4,621	10,000	13,200	2,246.5
2665	三井情報	24,650	29,912	11.0	10.2	7.1	6.6	1.8	16.8	2,371	4,700	5,050	45.3
3328	ネットプライドットコム	54,500	6,157	-3.9	-56.0	-4.3	153.9	1.1	-28.6	176	-1,330	-140	1.8
3356	テリロジ	24,100	3,779	75.6	47.2	47.2	34.4	1.6	2.1	66	100	150	2.1
3715	ダウンゴ	103,000	20,931	-11.0	41.9	-23.3	12.0	1.0	-8.7	-139	-700	900	128.3
3727	アプリックス	104,000	10,530	-1.4	35.1	17.6	11.7	0.5	-35.8	-1,268	-1,000	500	120.9
3733	ソフトウェア サービス	2,600	14,269	14.3	12.6	13.2	11.4	3.1	21.5	1,870	1,690	1,970	28.0
3764	アッカ ネットワーク	227,000	28,245	18.8	11.2	8.0	5.9	1.6	8.6	1,900	2,000	2,520	106.0
3774	インターネットアジアティブ	342,000	70,616	13.1	15.0	7.2	7.5	3.6	27.3	5,340	4,960	5,870	101.1
3789	ソネットエンタテインメント	317,000	81,000	30.0	19.8	22.2	16.1	2.4	8.0	3,229	5,500	8,500	363.4
3819	インテックホールディングス	1,623	84,292	14.0	12.2	7.7	7.1	2.0	14.3	8,391	10,000	11,700	175.4
3828	ニフティ	90,000	20,502	20.3	14.4	4.0	3.2	0.8	4.2	2,060	1,720	2,410	18.3
3834	朝日ネット	265	8,609	10.2	8.9	8.4	7.5	1.2	12.2	1,272	1,450	1,680	20.7
4281	デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム	35,300	17,277	21.1	10.8	17.8	15.4	2.3	10.8	1,070	1,530	1,770	42.8
4684	オービック	21,000	209,160	17.4	15.4	16.8	14.9	2.0	11.3	16,238	18,900	21,400	801.5
4719	アルファシステムズ	2,275	28,150	12.5	10.6	10.2	8.9	1.1	8.8	3,102	3,850	4,550	81.6
4733	オービックビジネスコンサルタント	6,340	127,916	21.7	19.2	21.0	18.6	1.9	8.6	9,597	10,000	11,300	123.1
4751	サイバーエージェント	43,050	28,419	14.8	17.2	9.1	9.6	0.7	5.0	3,723	4,030	4,230	1,264.6
4788	サイバー・コミュニケーションズ	36,100	18,601	27.4	17.1	19.4	12.5	2.3	8.3	1,375	1,460	2,040	716.1
4812	電通国際情報サービス	1,151	37,513	16.3	13.9	10.7	9.4	1.2	7.1	3,619	4,600	5,400	88.1
4813	ACCESS	395,000	154,651	-9.5	57.3	119.0	31.6	3.0	-31.1	-15,252	-11,500	9,600	1,565.3
4835	インテックス・ホールディングス	35,000	74,636	15.5	13.3	11.0	10.1	0.9	5.5	6,651	8,000	5,800	502.4
7518	ネットワンシステムズ	126,000	69,539	24.8	23.2	11.0	11.2	1.1	4.3	5,490	4,800	5,200	662.3
7595	アルゴグラフィックス	1,748	18,907	15.8	15.1	14.5	14.0	1.2	7.8	2,255	2,260	2,360	26.9
9436	沖繩セルラー電話	375,000	102,533	14.2	13.6	10.1	9.3	3.5	24.7	11,000	11,510	11,910	103.7
9650	テクモ	1,655	41,175	34.3	29.4	20.6	18.7	1.9	5.7	1,364	2,300	2,900	361.9
9715	トランス・コスモス	1,877	91,586	30.2	43.2	14.2	15.5	1.6	5.1	7,289	6,470	5,250	362.0
9719	住商情報システム	2,225	120,799	22.4	18.9	16.1	14.0	1.3	5.9	8,892	10,100	11,280	218.1
9741	日立情報システムズ	2,395	103,515	17.0	14.8	8.8	8.1	1.3	7.8	8,951	10,800	12,300	301.7
9742	アイネス	777	38,850	40.1	32.4	9.8	11.1	0.8	1.9	910	1,700	2,100	162.3
9749	富士ソフト	2,365	88,797	18.5	16.4	6.4	6.3	1.0	5.6	9,850	10,300	11,500	656.1
9751	TIS	2,170	98,381	14.9	11.6	6.3	5.6	1.1	7.1	1,210	13,500	17,200	1,276.9
9759	日本システムデベロップメント	1,773	90,728	16.5	15.6	15.0	14.3	2.4	14.3	7,758	8,700	9,800	629.2

(注1) セクターはNOMURA400業種分類に基づいた。  
 (注2) 連結優先。  
 (注3) 株価は2007年9月26日終値、業績予想は9月26日時点まで反映されたものを使用。平均売買代金は9月26日までの直近30日間を対象とした。  
 (注4) FY06は07/3期決算までとする。FY07、FY08についても同様。  
 (注5) FY06については、一部に推定値を含む。  
 (出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この証券に基づいて作成された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、その証券に基づいたオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布したてております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

コード/業種別 Code/Sector	会社名 Company(J)	株価 Share price (円) 26-Sep	時価総額 Market cap (百万円) 26-Sep	PER P/E (倍)		PCFR P/CF (倍)		PBR P/B (倍) FY06	ROE ROE (倍) FY06	経常利益 Recurring profit (百万円)			平均売買代金 Avg. trade value (百万円)
				FY07E	FY08E	FY07E	FY08E			FY06	FY07E	FY08E	
2433	博報堂DYホールディングス	7,930	308,127	22.0	20.5	17.7	16.8	1.4	6.5	26,928	27,500	28,600	920.7
7458	第一興商	1,267	92,798	13.3	11.3	4.4	4.2	1.3	10.2	12,937	14,200	16,000	94.2
7860	エイベックス・グループ・ホール	1,443	66,606	23.0	15.7	14.5	7.4	2.0	8.6	7,814	6,280	8,790	328.1
9409	テレビ朝日	180,000	181,080	27.9	30.2	11.8	12.2	0.7	2.6	14,587	11,500	10,600	265.5
9412	スカパーJ S A T	48,900	180,736	30.1	27.8	7.9	7.7	-	-	-	6,000	6,500	227.7
9474	ゼンリン	2,575	98,367	25.9	20.9	14.3	12.6	3.0	11.7	5,830	6,600	8,100	497.8
9665	吉本興業	1,617	56,019	15.1	12.8	10.1	8.9	1.2	8.1	6,641	7,010	7,900	129.6
9747	アサツー ディ・ケイ	3,690	190,608	34.7	34.0	28.9	28.9	1.3	3.9	8,914	9,000	9,200	483.0
<b>メディア Media</b>													
1926	ライト工業	305	17,630	22.0	19.6	9.8	9.3	0.5	2.3	1,230	1,200	1,400	48.5
1973	NECネットエスアイ	1,244	61,919	15.5	13.5	9.5	8.7	1.0	6.4	7,860	8,700	9,300	338.9
1979	大気社	1,516	57,581	19.2	16.9	15.2	13.7	0.8	4.2	3,851	5,500	6,800	132.6
1988	ショーボンド建設	1,277	37,164	19.4	16.2	16.2	14.5	1.0	4.9	1,559	1,980	2,500	153.3
5911	横河ブリッジホールディングス	718	32,364	80.9	24.9	16.2	11.2	0.6	0.7	-4,058	200	1,900	64.2
5943	ノーリツ	1,553	78,889	37.6	24.7	10.1	9.1	0.9	2.3	7,028	6,000	6,600	362.9
5947	リンナイ	3,350	181,625	23.9	20.0	11.4	10.4	1.3	5.4	13,521	15,600	16,700	741.7
7898	ウッドワン	609	29,969	20.0	18.7	4.3	4.2	0.6	3.1	3,125	3,000	3,200	110.8
7943	ニチハ	1,299	48,484	18.6	15.6	5.4	4.8	0.9	4.6	5,922	5,000	5,900	224.3
7955	クリナップ	796	38,958	38.6	30.0	8.9	7.5	0.6	0.2	3,962	700	2,900	78.0
8871	ゴールドクレスト	4,850	173,552	11.2	9.9	11.0	9.7	2.2	19.5	22,872	27,700	31,200	1,078.7
8876	リロ・ホールディング	2,305	34,922	16.2	13.9	11.2	9.5	3.2	20.1	3,442	4,040	4,680	20.1
<b>公益・インフラ Utilities, Infrastructure</b>													
8518	日本アジア投資	565	67,796	13.9	12.4	13.9	12.3	0.9	6.6	12,263	8,460	9,460	190.7
8566	リコーリース	2,265	70,766	9.8	10.3	9.8	10.3	0.9	9.1	14,188	12,200	11,800	191.8
8595	ジャフコ	4,000	193,177	19.1	15.6	18.6	15.2	0.7	3.5	14,745	16,800	20,800	2,036.7
8698	マネックス・ビーズ・ホールディングス	69,300	162,487	15.7	14.8	15.6	14.7	3.4	21.7	16,688	18,380	19,530	892.4
8703	カブドットコム証券	118,000	115,131	18.0	16.7	16.6	15.6	3.1	17.0	11,017	11,140	12,030	973.9
<b>金融 Financials</b>													

(注1) セクターはNOMURA400業種分類に基づいた。  
 (注2) 連結優先。  
 (注3) 株価は2007年9月26日終値、業績予想は9月26日時点まで反映されたものを使用。平均売買代金は9月26日までの直前30日間を対象とした。  
 (注4) FY06は07/3期決算までとする。FY07、FY08についても同様。  
 (注5) FY06については、一部に推定値を含む。  
 (出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づき、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(3) IPO 関連データ

(図表 7-(3)-1) 8, 9, 10 月の新規公開予定企業の事業内容

公開日 Listing date	コード Code	銘柄名	Company(E)	市場 Market	事業内容
2007/8/2	2159	フルスピード	FULL SPEED INC	Mothers	SEOコンサルティング事業及びインターネット広告代理業等
2007/8/2	3245	ディア・ライフ	DEAR LIFE CO LTD	Mothers	マンション等の不動産物件の企画・開発・販売事業、不動産の投資・運用業務の受託、並びに不動産業界への人材派遣業務等
2007/8/2	3246	コーセーアールイー	KOSE R E CO LTD	FKO	不動産販売事業及び不動産賃貸管理事業を主たる業務としている
2007/8/3	4369	トリケミカル研究所	TRI CHEMICAL LABORATORIES INC	Hercules	半導体・光ファイバー用等高純度化学材料の研究開発・製造・販売
2007/8/6	7821	前田工織	MAEDA KOSEN CO LTD	TSE2	建築資材、土木資材及び各種繊維を原料とした産業資材の製造販売
2007/8/7	3083	シーズメン	C'SMEN CO LTD	Hercules	ガジェット及び雑貨等の小売事業
2007/8/8	1412	チャイ・ボ・チー・エンバイロメンタル・ソリューションズ・テクノロジー	CHINA BOQI ENVIRONMENTAL SOLUTIONS TECHNOLOGY CO	TSE1	主に石炭火力発電所で用いられる排煙脱硫・脱硝システム等の設計、建設、設置及びメンテナンスの提供等
2007/8/8	3440	日創プロニティ	NISSO PRONITY	Q-Board	オーダー加工品（ユーザーからの個別仕様のオーダーに基づき、鋼板・ステンレス等の金属材料を加工した製品）及び企画品（一定の規格に基づく量産可能な金属製品を、ユーザーに対しての提案商品として企画した上で加工した製品）等の製造及び販売を行っている
2007/8/9	3247	エルクリエイト	L CREATE CO LTD	JASDAQ	不動産の企画開発販売、土地の仕入販売
2007/8/9	6409	キトー	KITO CORP	TSE1	巻上機及びクレーン等の製造、販売
2007/8/30	3085	アークランドサービス	ARCLAND SERVICE CO LTD	JASDAQ	とんかつ専門店「かつや」を中心とする飲食店の経営並びにフランチャイズチェーン本部経営による
2007/8/31	2160	ジーエヌアイ	GNI LTD	Mothers	医薬品の研究・開発
		Aug-07	Total 12cos	計12社	
2007/9/10	2757	オストジャパングループ	OST JAPAN GROUP INC	Ambitious	調剤薬局及び福祉施設の運営、化粧品の開発製造及び健康食品等の原料製造を含む受託研究
2007/9/18	4243	ニックス	NIX INC	JASDAQ	工業用プラスチック製品の企画、製造・販売
2007/9/18	9382	バンテック・グループ・ホールディングス	VANTEC GROUP HOLDINGS CORPORATION	東証1部	自動車部品物流及び貨物の海外輸出入手配等
2007/9/19	3856	リアルコム	REALCOM INC	Mothers	エンタープライズコンテンツマネジメント構築のためのソフトウェアの開発・販売、システムインテグレーション、コンサルティング
		Sep-07	Total 4cos	計4社	
2007/10/5	6254	野村マイクロサイエンス	NOMURA MICRO SCIENCE CO LTD	JASDAQ	超純水製造装置の設計・施工・販売とそのメンテナンス、並びに消耗品の販売
2007/10/10	3089	テクノアルファ	TECHNO ALPHA CO LTD	Hercules	半導体製造装置、電子・材料機器、マシン・環境機器の仕入・販売
2007/10/11	8729	ソニーフィナンシャルホールディングス	SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	東証未定	生命保険事業、損害保険事業、銀行事業
2007/10/15	3248	アールエイジ	EARLY AGE CO LTD	Mothers	賃貸不動産物件の企画・開発・販売及び、管理・運営受託並びに仲介
2007/10/19	3090	ナチュラム	NATURUM CO LTD	Hercules	釣具、アウトドア用品等のインターネット通信販売事業等
2007/10/19	3250	エー・ディー・ワークス	AD WORKS CO LTD	JASDAQ	不動産流動化事業（不動産売買業）、不動産マネジメント事業、不動産鑑定・コンサルティング事業
2007/10/25	8728	マネースクウェア・ジャパン	MONEYSQUARE JAPAN	Hercules	外国為替証拠金取引事業
2007/10/25	3441	山王	SANNO CO LTD	JASDAQ	コネクタ・スイッチ等電子部品の精密プレス加工、金型設計・製作及び貴金属表面処理加工事業
2007/10/25	2162	日本マニファクチャリングサービス	NIPPON MANUFACTURING SERVICE	JASDAQ	製造請負、製造派遣、製造受託、修理受託及び技術者派遣等の各種サービスの提供
2007/10/26	2163	アルトナー	ARTNER CO LTD	JASDAQ	機械設計、電気・電子設計及びソフトウェア開発に関する技術者の人材派遣に特化した人材紹介サービス
2007/10/31	2164	地域新聞社	CHIIKISHINBUNSHA CO LTD	Hercules	フリーペーパー「地域新聞」の発行、「地域新聞」への折り込込配布及び販売促進総合支援
		Oct-07	Total 11cos	計11社	

(注) 9月26日発表分まで

(注) 東証1部 - TSE1、東証2部 - TSE2、マザーズ - Mothers、大証1部 - OSE1、大証2部 - OSE2、ヘラクレス - Hercules、名証1部 - NSE1、名証2部 - NSE2、セントレックス - Centrex、札証 - SPR、アンビシャス - Ambitious、福証 - FKO、Qボード - Q-Board、ジャスダック - JASDAQ

(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 7-(3)-2) 7, 8, 9 月の新規公開企業のパフォーマンス

公開日	コード	銘柄名	市場 Market	公開価格 (円)	初値 (円)	公開 初値 (%)	PER(E)		現在株価 9月26日	公開比 IPO (%)	初値比 IMP (%)
							公募 IPO (倍)	初値 IMP (倍)			
2007/7/6	3082	きちり	Hercules	152,000	390,000	156.6	15.9	40.8	234,000	53.9	-40.0
2007/7/25	3243	ダイヨシトラスト	Q-board	210,000	198,000	-5.7	7.8	7.4	120,000	-42.9	-39.4
2007/7/25	3439	ミツ知	JASDAQ	1,900	2,550	34.2	10.5	14.1	1,408	-25.9	-44.8
2007/7/31	3244	サムティ	Hercules	300,000	230,000	-23.3	14.3	11.0	158,000	-47.3	-31.3
2007年7月平均				計4社		40.4	12.1	18.3		-15.5	-38.9
2007/8/2	2159	フルスピード	Mothers	510,000	830,000	62.7	32.3	52.5	761,000	49.2	-8.3
2007/8/2	3245	ディア・ライフ	Mothers	255,000	437,000	71.4	9.0	15.4	83,500	-67.3	-80.9
2007/8/2	3246	コーセーアールイー	FKO	150,000	152,000	1.3	11.5	11.6	48,000	-68.0	-68.4
2007/8/3	4369	トリケミカル研究所	Hercules	540	640	18.5	16.8	19.9	600	11.1	-6.3
2007/8/6	7821	前田工織	TSE2	3,000	3,010	0.3	10.6	10.7	2,170	-27.7	-27.9
2007/8/7	3083	シーズメン	Hercules	420,000	380,000	-9.5	9.8	8.9	183,000	-56.4	-51.8
2007/8/8	1412	チャイナ・ホーナー・エンバ イロメタル・ソリューションズ・テクノロジ	TSE1	160,000	276,000	72.5	21.6	37.2	251,000	56.9	-9.1
2007/8/8	3440	日創プロニティ	Q-Board	250,000	189,000	-24.4	11.7	8.8	102,000	-59.2	-46.0
2007/8/9	3247	エルクリエイト	JASDAQ	200,000	255,000	27.5	8.2	10.4	150,000	-25.0	-41.2
2007/8/9	6409	キトー	TSE1	400,000	326,000	-18.5	16.1	13.2	297,000	-25.8	-8.9
2007/8/30	3085	アークランドサービス	JASDAQ	200,000	190,000	-5.0	13.7	13.0	147,000	-26.5	-22.6
2007/8/31	2160	ジーエヌアイ	Mothers	90	80	-11.1	-4.2	-3.8	63	-30.0	-21.3
2007年8月平均				計12社		15.5	13.1	16.5		-22.4	-32.7
2007/9/10	2757	オストジャングループ	Ambitious	117,000	101,000	-13.7	6.8	5.9	78,500	-32.9	-22.3
2007/9/18	4243	ニックス	JASDAQ	1,300	1,040	-20.0	8.6	6.9	964	-25.8	-7.3
2007/9/18	9382	パンテック・グループ・ホールディングス	東証1部	233,000	173,000	-25.8	11.9	8.8	152,000	-34.8	-12.1
2007/9/19	3856	リアルコム	Mothers	270,000	242,000	-10.4	22.4	20.1	298,000	10.4	23.1
2007年9月平均				計4社		-17.4	12.4	10.4		-20.8	-4.6

(注) 9月26日現在

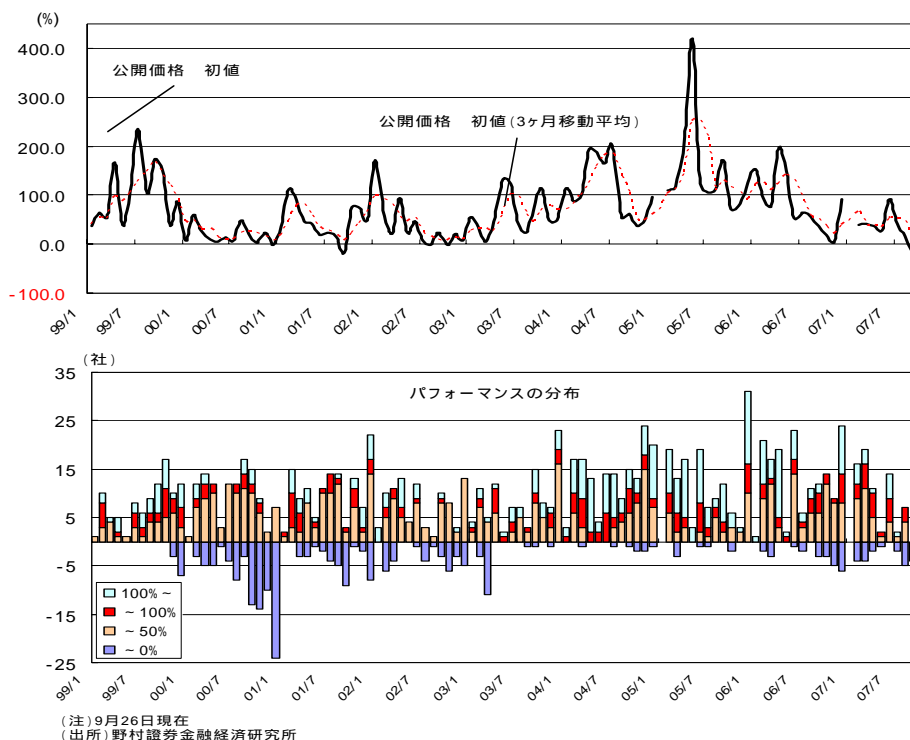
(注) 東証1部 - TSE1、東証2部 - TSE2、マザーズ - Mothers、大証1部 - OSE1、大証2部 - OSE2、ヘラクレス - Hercules、

名証1部 - NSE1、名証2部 - NSE2、セントレックス - Centrex、札証 - SPR、アンビシャス - Ambitious、福証 - FKO、Qボード - Q-Board、ジャスダック - JASDAQ

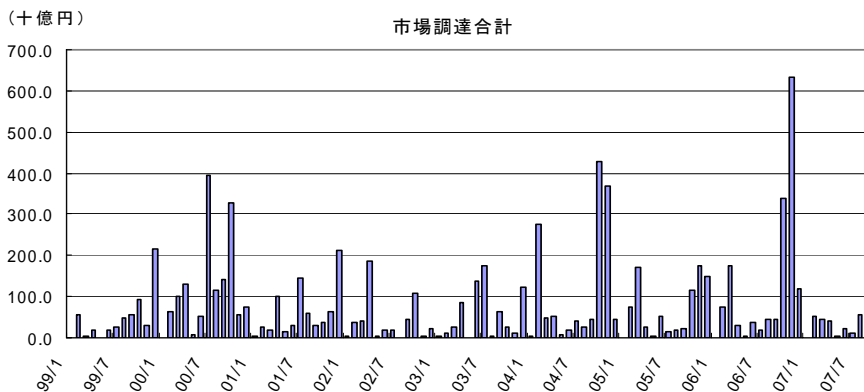
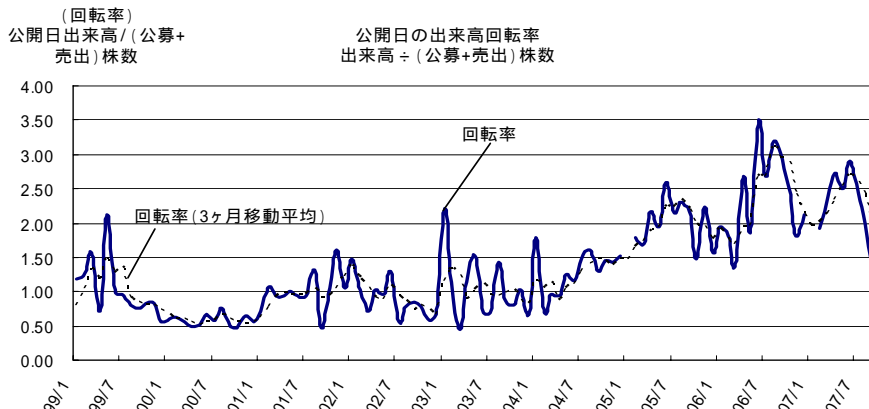
(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちしている場合があります。野村證券は、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

(図表 7-(3)-3) 新規公開企業のパフォーマンス—初値と公開価格のパフォーマンス



(図表 7-(3)-4) 新規公開のパフォーマンス—初値日出来高と公募・売出株の回転率



(注1) 05年12月の回転率からは、ジェイコムを除いている  
(注2) 9月26日現在  
(出所) 野村証券金融経済研究所

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありません。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

## 小型・成長株グループのフォロー銘柄一覧

### 大原 一真 サービス関連

(人材関連(人材派遣、求人広告)、学習塾など)

2124	ジェイエイシージャパン	2462	ジェイコム	4745	東京個別指導学院
2131	アコーディアゴルフ	2466	バシフィックゴルフグループ	4757	インテリジェンス
2135	VSN		インターナショナルホールディングス	4848	フルキャスト
2147	フジスタッフホールディングス	2475	WDB	4849	エン・ジャパン
2301	学情	2476	テンプスタッフ	5261	リゾートソリューション
2324	ビーブルスタッフ	4306	バックスグループ	8876	リロ・ホールディング
2396	パソナテック	4332	パソナ	9616	共立メンテナンス
2410	キャリアデザインセンター	4641	アルプス技研	9744	メイテック
2412	ベネフィット・ワン	4714	リソー教育	9789	栄光
2415	ヒューマンホールディングス	4981	リゾートトラスト		
2426	ピーアンドピー	4718	早稲田アカデミー		

### 奥代 英樹 サービス関連

(商社、不動産・住宅、その他サービス業など)

2128	ノバレーゼ	4344	ソースネクスト	9716	乃村工藝社
2157	コシダカ	4666	パーク24	9722	藤田観光
2305	スタジオアリス	4696	ワタベウエディング	9743	丹青社
2453	ジャパンベストレスキューシステム	7823	アートネイチャー	9757	船井総合研究所
2465	ラヴィス	8051	山善	9785	大新東
2759	テレウェイヴ	8074	ユアサ商事	9787	イオンデジライト
3826	システムインテグレータ	8087	フルサト工業	9830	トラスコ中山
4331	テイクアンドグヴ・ニーズ	8939	大和システム	9902	日伝
4343	イオンファンタジー	9678	カナモト		

### 田崎 僚 ハイテック製造業

(機械、自動車部品など製造業)

1964	中外炉工業	6333	帝国電機製作所	6789	ローランド ディー・ジー
3434	アルファC0	6339	新東工業	6845	山武
4082	第一稀元素化学工業	6376	日機装	6858	小野測器
4095	日本パーカライジング	6379	新興プランテック	6859	エスベック
4617	中国塗料	6381	アネスト岩田	6914	オブテックス
5976	高周波熱錬	6457	グローリー工業	7007	佐世保重工業
6023	ダイハツディーゼル	6466	トウアバルグループ本社	7213	レシップ
6137	小池酸素工業	6467	ニチダイ	7236	ティラド
6145	日特エンジニアリング	6486	イーグル工業	7279	ハイレックスコーポレーション
6210	東洋機械金属	6490	日本ビラー工業	7628	オーハシテクニカ
6213	オーエム製作所	6492	岡野バルブ製造	7715	長野計器
6247	日阪製作所	6496	中北製作所	7740	タムロン
6268	ナプテスコ	6498	キッツ	7864	フジシールインターナショナル
6309	巴工業	6637	寺崎電気産業	7873	アーク
6317	北川鉄工所	6674	ジーエス・ユアサ コーポレーション		

### 池内 一 ハイテック製造業

(エレクトロニクス関連企業)

2427	アウトソーシング	5819	カナレ電気	6832	アオイ電子
2468	フュートレック	5981	東京製綱	6875	メガチップス
2760	東京エレクトロン デバイス	6287	サトー	6926	岡谷電機産業
3321	ミタチ産業	6298	ワイエイシイ	6941	山一電機
3433	トーカロ	6336	石井表記	6989	北陸電気工業
3773	アドバンストメディア	6640	第一精工	7517	黒田電気
4238	ミライアル	6664	オプトエレクトロニクス	7537	丸文
4240	クラスターテクノロジー	6672	レイテックス	7558	トーマンエレクトロニクス
4241	アテクト	6719	富士通コンポーネント	7591	エクセル
4296	ゼンテック・テクノロジー・ジャパン	6727	ワコム	7631	マクニカ
4368	扶桑化学工業	6730	アクセル	7908	KIMOTO
4627	ナトコ	6731	ピクセラ	7915	日本写真印刷
5345	日本セラテック	6769	ザインエレクトロニクス	7995	日本バルカー工業
5384	フジインコーポレーティッド	6785	鈴木	8154	加賀電子
5807	東京特殊電線	6798	SMK		

### 清水 信行 ハイテック製造業

(エレクトロニクス関連企業)

4099	四国化成工業	4973	日本高純度化学	6790	野田スクリーン
4105	メルテックス	4975	荏原ユージライト	6899	ASTI
4106	エヌイー ケムキャット	5816	オーナンバ	6928	エノモト
4462	石原薬品	5821	平河ヒューテック	6958	日本シイエムケイ
4626	太陽インキ製造	6658	シライ電子工業	9824	泉州電業
4966	上村工業	6663	大洋工業		
4971	メック	6787	メイコー		

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプションについて、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づいたオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村證券は、このレポートに掲載された方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします



**野村のレーティングシステム**

(日本、米国、欧州)

**個別企業**

- 1= 当該銘柄の今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを15%超上回るとアナリストが予想する場合
- 2= 当該銘柄の今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを5~15%上回るとアナリストが予想する場合
- 3= 当該銘柄の今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークに比べて±5%以内にあるとアナリストが予想する場合
- 4= 当該銘柄の今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを5~15%下回るとアナリストが予想する場合
- 5= 当該銘柄の今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを15%超下回るとアナリストが予想する場合

**セクター**

- 強気 = 当該セクターの今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを上回るとアナリストが予想する場合
- 中立 = 当該セクターの今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマーク並みとアナリストが予想する場合
- 弱気 = 当該セクターの今後6ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを下回るとアナリストが予想する場合

野村証券金融経済研究所及び当社海外拠点では以下をベンチマークとしています。

日本	TOPIX
米国	S&P500
欧州(セクター別)	
自動車・自動車部品	FTSE ワールドヨーロッパ・自動車・自動車部品指数
バイオテクノロジー	FTSE テックマーク・メディサイエンス指数
製薬	FTSE ワールドヨーロッパ・製薬・バイオテクノロジー 指数
サポートサービス	FTSE ワールドヨーロッパ・トランスポート指数
公益	FTSE ワールドヨーロッパ・公益指数
ハードウェア及び半導体	FTSE ワールドヨーロッパ・IT ハードウェア指数
通信	FTSE ワールドヨーロッパ・テレコムサービス指数
グローバル・エマージング市場	MSCI エマージング市場(除くアジア)

(日本を除くアジア)

**個別企業**

- 1 = 当該銘柄の適正投資価値が株価を20%超上回っていると判断する場合
- 2 = 当該銘柄の適正投資価値が株価を10~20%上回っていると判断する場合
- 3 = 当該銘柄の適正投資価値の株価の差が±10%未満の範囲内と判断する場合
- 4 = 当該銘柄の適正投資価値が株価を10~20%下回っていると判断する場合
- 5 = 当該銘柄の適正投資価値が株価を20%超下回っていると判断する場合

別段の記載がない限り、我々のレーティングは当該銘柄の今後6~12ヶ月間におけるパフォーマンスを予測しています。

**セクター**

- 強気 = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が強気の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の投資判断の加重平均が強気の場合
- 中立 = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が中立の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の加重平均の投資判断が中立の場合
- 弱気 = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が弱気の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の投資判断の加重平均が弱気の場合

**アナリスト証明:**

表紙に名前を記載されているアナリストは、レポートに記述されている全ての見方が各自のここで議論した全ての証券や発行企業に対する各自の見方を正確に反映していることを保証いたします。  
 さらに、表紙に名前を記載されているアナリストは、各自の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、米国の NSI、英国の NIP あるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

野村グループが株式を合計1%以上保有している会社および野村証券が過去12ヶ月間に株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集又は売出しに関し主幹事を務めた会社につきましては、<http://www.nomuraholdings.com/jp/report/> をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、野村証券 グローバル・リサーチ企画部翻訳配信課(開示情報担当)までお問合せ下さい。

次に記載する会社の役員を兼務している野村証券の役員がいます。ソースネクスト(4344)、日本ガイシ(5333)、村田製作所(6981)、住友商事(8053)、東京スター銀行(8384)、大阪証券取引所(8697)、中部日本放送(9402)

次に記載する会社は、野村証券の親会社である野村ホールディングスの持分法適用会社です。野村総合研究所(4307)、ジャフコ(8595)。野村不動産ホールディングス(3231)は、野村ホールディングスの持分法適用会社の子会社です。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがありますが、野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法のみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は、2,730円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は2,730円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大10.5%(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、募集等の場合でも、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および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。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は2,730円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会(会員番号 第011-01234号)(社)金融先物取引業協会

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします