

あいホールディングス (3076)

<新規カバレッジ>

ニッチ市場で高いシェアを有し、高いCF 創出力を持つ優良企業

- 投資評価「1」、目標株価 2,700 円で新規カバレッジ開始
- ニッチな市場で高いシェアを有し、高いキャッシュフロー創出力を有する
- 小型カットイングプロッタ事業では新製品投入、海外展開加速に注目

Action and catalysts

SMBC日興証券(以下「弊社」)では、あいホールディングス(以下「同社」)の投資評価を「1」、目標株価 2,700 円でカバレッジを開始する。目標株価は、弊社 5 期予想に基づき、DCF 法を用いて算出した。同社は、監視カメラシステム、カットイングプロッタ(看板制作やペーパークラフトに用いられる)の販売を中心に多様な事業を展開する。それぞれの事業領域はニッチながら高いシェアを有する。弊社では、同社の(1)セキュリティ機器事業を中心とした高いCF創出力、(2)小型カットイングプロッタ事業における中期的な成長力、に注目。23/6 期は会社計画営業利益に対して未達を予想するが、中長期的な観点で投資妙味があると考え。今後 5 年の連結売上高成長率は年+4.6%、連結営業利益は同+5.8%と予想。カタリストは、(1)セキュリティ機器および小型カットイングプロッタにおける販売動向に加え、(2)脱炭素システム事業の成長や M&A 実施等による成長期待の高まり、の 2 点。

Our focus points

(1)セキュリティ機器事業を中心とした高いキャッシュフロー創出力

同社はニッチな市場で高い市場シェアを有する事業を複数展開しており、安定したキャッシュフローの源泉となっている。主力のセキュリティ機器事業では、管理会社との強固な関係性を背景に、主に既設マンションへの監視カメラシステム導入を拡大してきた。国内分譲マンション棟数に占めるシェアは約 30%(22/6 期)、賃貸マンションやアパートを含めると 10%未満と推定され、拡大余地は大きい。更新需要に加え、新規獲得の積上げにより中長期的な成長が期待できよう。

(2)小型カットイングプロッタ事業における中期的な成長力

情報機器事業売上高の約 6 割を占める個人向け商品販売は、コロナ禍での在宅需要を取り込み急成長した。22/6 期は供給制約や需要減により減収減益となった。23/6 期は前年からの外部環境が継続すると見られ、現地通貨ベースでは減収減益も円安が下支えすると予想。24/6 期以降、新商品の投入、欧州・アジアでの直販拠点の設立、大型量販店等販路獲得による販売拡大を背景に成長局面入りを予想。

上記に加え、新規事業の脱炭素システム事業の業績拡大及び景気後退局面での M&A 機会の増加・実行は、中長期的なアップサイドポテンシャルとして期待したい。

	(前回)	(今回)
投資評価	-	1
目標株価	-	2,700 円
		乖離率: +25.5%
中小型成長株		
業種格付け		強気
株価(10/14)		2,152.0 円
1 日売買代金(直近 30 日平均)		336 百万円
時価総額		121,783 百万円
発行済株式数		56,590 千株
外国人持株比率		17.6 %
PBR(23/6 予)		1.57 倍
NetDER(23/6 予)		-0.6 倍
配当利回り(23/6 予)		3.5 %
ROE(23/6 予)		11.2 %
中期 EPS 成長率		3.3 %

発行済株式数は自己株を含む
注: 中期 EPS 成長率は FY0A~FY5E
出所: QUICK、SMBC日興証券予想

Key changes

		23/6 (前予)	23/6 (今予)	23/6 (IB/E/S)
売上高	百万円	-	48,000	48,133
営業利益	百万円	-	9,410	10,467
純利益	百万円	-	7,090	7,768
EPS	円	-	149.7	164.0
DPS	円	-	75.0	75.0
		24/6 (前予)	24/6 (今予)	24/6 (IB/E/S)
売上高	百万円	-	50,290	51,133
営業利益	百万円	-	10,110	11,400
純利益	百万円	-	7,020	8,389
EPS	円	-	148.2	177.2
DPS	円	-	75.0	78.3

コンセンサスは 10 月 14 日時点
出所: Refinitiv、SMBC日興証券予想

Analysts

アナリスト
片山 大樹

あいホールディングス(3076):業績サマリー(日本会計基準、連結)

		21/6	22/6	23/6 予	24/6 予	25/6 予	26/6 予	27/6 予
売上高	百万円	46,219	47,059	48,000	50,290	53,220	55,860	59,030
営業利益	百万円	9,447	9,850	9,410	10,110	11,110	11,980	13,080
純利益	百万円	5,863	7,738	7,090	7,020	7,720	8,330	9,110
EPS	円	123.8	163.4	149.7	148.2	163.0	175.9	192.4
DPS	円	45.0	60.0	75.0	75.0	75.0	79.0	87.0
PER	倍	17.7	9.5	14.4	14.5	13.2	12.2	11.2
EV/EBITDA	倍	7.0	3.5	5.8	5.2	4.4	3.8	3.2

注: EPS は希薄化前
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

SMBC NIKKO CAPITAL MARKETS LTD SMBC NIKKO SECURITIES AMERICA, INC SMBC日興証券株式会社

SMBC日興証券およびその関連会社は本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が弊社に存在する可能性があることをご認識ください。本レポートはあくまで投資を決定する上での材料の一つとお考えください。

アナリスト認証および米国外のアナリストの開示事項を含む重要な開示事項は末尾の補足をご参照ください。

For the exclusive use of registered ID log-in on 21-Mar-2026 15:44 JST

Key drivers

目先は、(1)セキュリティ機器事業における監視カメラシステムの販売増加、(2)小型カットングプロッタの販売増加、の2点。中長期的には、(3)脱炭素システムの販売増加、(4)M&Aによる外部成長、の2点

Valuation and risks (目標株価: 2,700 円)

目標株価は、弊社5期予想に基づき、ディスカウントド・キャッシュフロー(DCF)法を用いて算出した。前提条件について、WACCは8.5%(リスクフリーレート0.5%、マーケットリスクプレミアム8.0%、ベータ1.028)、永久成長率は0.0%とした。リスク要因は(1)景況感悪化に伴う設備投資意欲の低下、(2)部材及び完成品の調達環境の悪化、(3)急激な為替変動、(4)競争環境の激化、(5)技術革新による市場消失、(6)経営者の世代交代、など。

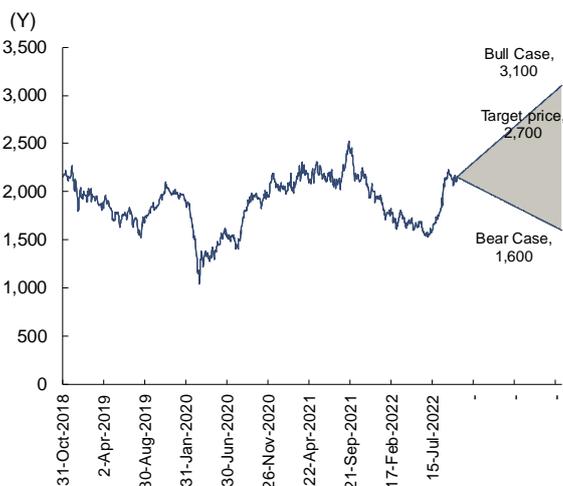
Bull case fair value(3,100 円)

ブルケースの前提条件は、27/6期までの5年平均成長率が売上高+8.0%(ベースケースは+4.6%)、営業利益+11.4%(+5.8%)と、ベースケース比でセキュリティ機器事業におけるマンション向け販売、情報機器事業における小型カットングプロッタの販売、の加速を想定した。ベースケースと同様の前提条件を基にDCF法で理論株価3,100円と算出した。

Bear case fair value(1,600 円)

ベアケースの前提条件は、27/6期までの5年平均成長率が売上高+1.6%(ベースケースは+4.6%)、営業利益+0.1%(+5.8%)と、ベースケース比でセキュリティ機器事業におけるマンション向け販売、情報機器事業における小型カットングプロッタの販売、の減速を想定した。23/6期予想BPS1,354.3円に、理論PBR1.18倍を乗じて理論株価1,600円と算出した。理論PBRの算出には、23/6期予想ROE10.3%、株主資本コスト8.7%(リスクフリーレート0.5%、マーケットリスクプレミアム8.0%、修正ベータ1.028より算出)を用いた。

あいホールディングス(3076)



出所: QUICK、SMBC日興証券予想

Company profile

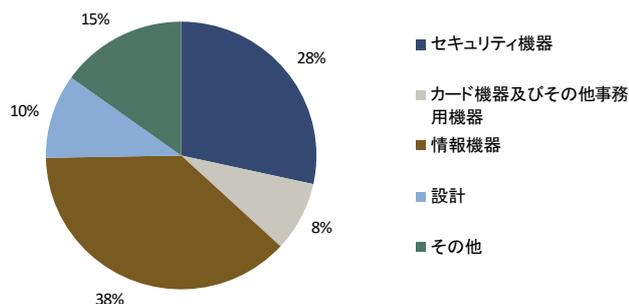
2007年に株式会社ドッドウエル ビー・エム・エスとグラフテック株式会社の株式移転により共同持株会社として設立。セキュリティ機器事業、カード機器及びその他事務用機器事業、情報機器事業、設計事業の4つの事業セグメント及びその他の事業群から構成される。それぞれの事業はニッチ市場で高い市場シェアを有する。

あいホールディングス(3076): 為替感応度(1円円安に対する影響)

	為替前提				為替感応度(百万円) 23/6 予				為替感応度(%) 24/6 予			
	23/6 予		24/6 予		売上高		営業利益		売上高		営業利益	
	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€
会社予想	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
日興予想	140.0	-	140.0	-	+150	-	+10	-	+0.3	-	+0.1	-

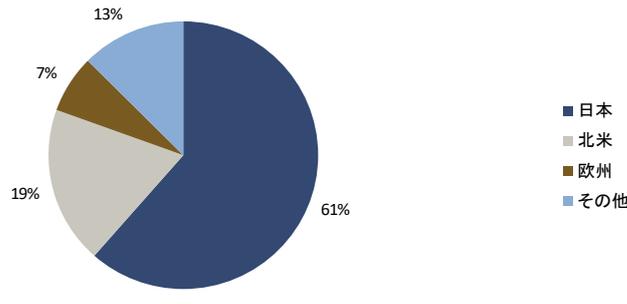
感応度(%)は次年度予想にて通期ベースで算出。出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

事業別売上高(22/6期実績)



出所: 会社資料、SMBC日興証券

地域別売上高(22/6期実績)



出所: 会社資料、SMBC日興証券

あいホールディングス(3076):業績表(日本会計基準、連結)

	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
21/6	46,219	7.0	9,447	24.4	9,879	24.5	5,863	26.9	123.8	17.7	11.4	7.0
22/6	47,059	1.8	9,850	4.3	10,848	9.8	7,738	32.0	163.4	9.5	13.5	3.5
23/6	1Q 予	11,610	1.0	2,350	-6.9	2,540	-4.0	1,800	-10.3	-	-	-
23/6	2Q 予	12,730	11.1	2,330	-6.3	2,480	-7.0	1,740	-3.5	-	-	-
23/6	3Q 予	11,690	-3.6	2,460	-2.2	2,610	-6.7	1,850	-8.6	-	-	-
23/6	4Q 予	11,970	-0.1	2,270	-2.2	2,420	-11.6	1,700	-10.8	-	-	-
23/6	1H 予	24,340	6.0	4,680	-6.6	5,020	-5.5	3,540	-7.1	-	-	-
23/6	1-3Q 予	36,030	2.7	7,140	-5.2	7,630	-5.9	5,390	-7.6	-	-	-
23/6	会予	48,000	2.0	10,300	4.6	10,700	-1.4	8,000	3.4	168.9	12.7	-
23/6	今予	48,000	2.0	9,410	-4.5	10,050	-7.4	7,090	-8.4	149.7	14.4	11.2
-	前予	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
23/6	コンセンサス	48,133	2.3	10,467	6.3	-	-	7,768	0.4	164.0	13.1	-
24/6	今予	50,290	4.8	10,110	7.4	10,300	2.5	7,020	-1.0	148.2	14.5	10.6
-	前予	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24/6	コンセンサス	51,133	6.2	11,400	8.9	-	-	8,389	8.0	177.2	12.1	-
25/6	今予	53,220	5.8	11,110	9.9	11,300	9.7	7,720	10.0	163.0	13.2	11.0
-	前予	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
25/6	コンセンサス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

株面は10月14日時点、コンセンサス(I/B/E/S)は10月14日時点

注:EPSは希薄化前

出所:会社資料、QUICK、Refinitiv、SMBC日興証券予想

あいホールディングス(3076):主要財務比率

会計基準	20/6 連結	21/6 連結	22/6 連結	23/6 予 連結	24/6 予 連結	25/6 予 連結	26/6 予 連結	27/6 予 連結
一株当たり指標								
EPS(円)	97.6	123.8	163.4	149.7	148.2	163.0	175.9	192.4
BPS(円)	1,044.7	1,133.9	1,293.4	1,368.0	1,441.3	1,529.3	1,626.3	1,731.6
DPS(円)	45.0	45.0	60.0	75.0	75.0	75.0	79.0	87.0
一株当たりFCF(円)	138.1	184.1	124.3	198.5	140.2	156.7	163.4	184.8
バリュエーション								
PER(倍)	15.9	17.7	9.5	14.4	14.5	13.2	12.2	11.2
PBR(倍)	1.49	1.93	1.20	1.57	1.49	1.41	1.32	1.24
PSR(倍)	1.7	2.2	1.6	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
株価FCF倍率(倍)	11.3	11.9	12.5	10.8	15.3	13.7	13.2	11.6
EV/EBITDA(倍)	5.8	7.0	3.5	5.8	5.2	4.4	3.8	3.2
配当性向(%)	46.1	36.3	36.7	50.1	50.6	46.0	44.9	45.2
配当利回り(%)	2.9	2.1	3.9	3.5	3.5	3.5	3.7	4.0
FCFイールド(%)	8.9	8.4	8.0	9.2	6.5	7.3	7.6	8.6
収益性								
営業利益率(%)	17.6	20.4	20.9	19.6	20.1	20.9	21.4	22.2
ROA(%)	7.6	9.2	10.9	9.2	8.7	9.0	9.2	9.5
ROE(%)	9.6	11.4	13.5	11.2	10.6	11.0	11.1	11.5
デュボン3								
純利益率(%)	10.7	12.7	16.4	14.8	14.0	14.5	14.9	15.4
総資産回転率(回)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
財務レバレッジ(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
財務健全性								
自己資本比率(%)	81.1	80.6	81.2	82.2	82.4	82.5	82.9	83.0
D/Eレシオ(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有利子負債/営業CF(倍)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1

株面は10月14日時点

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

あいホールディングス(3076):同業他社比較

銘柄コード	会社名	終値	日付	Rating*	予想1期目コンセンサス				
					PER(倍)	PBR(倍)	EV/EBITDA(倍)	OPM(%)	ROE(%)
6638	ミマキエンジニアリング	673.0円	2022/10/14	1	-	-	-	-	-
6718	アイホン	1,997.0円	2022/10/14	3	-	-	-	-	-
6789	ローランド ディー. ジー.	3,055.0円	2022/10/14	2	6.9	-	-	14.8	-
6809	TOA	775.0円	2022/10/14	3	-	-	-	-	-
7751	キヤノン	3,277.0円	2022/10/14	3	12.7	1.03	5.8	9.6	9.0
CRCT US	CRICUT INCORPORATED	USD9.25	2022/10/13	4	26.1	-	-	-	10.9

*コンセンサス(I/B/E/S)は10月14日時点、コンセンサスのレーティングは1=Strong Buy、2=Buy、3=Hold、4=Sell、5=Strong Sell

出所:QUICK、Refinitiv

1~3 ページに掲載したデータの算出定義については https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non_Fin_definitions_J.pdf をご覧ください。

目次

投資評価とバリュエーション.....	5
投資評価「1」、目標株価 2,700 円で新規カバレッジ開始	5
事業概要:国内外で多岐に渡る事業を展開	7
SWOT 分析.....	9
注目点	10
セキュリティ機器事業を中心とした高いキャッシュフロー創出力	10
小型カッティングプロッタ事業における中期的な成長力	12
個人向け小型カッティングプロッタ市場について	16
中長期的なアップサイドポテンシャル	17
業績予想	19
22/6 期実績	19
短期業績予想	19
中長期業績予想	20
資本政策と株主還元について	21
地域別売上構成比	23
リスク	23
Appendix	28
マネジメント	28
株主構成	28
沿革	29

投資評価とバリュエーション

投資評価「1」、目標株価 2,700 円で新規カバレッジ開始

弊社 5 期予想に基づき、DCF 法を用いて目標株価を 2,700 円とする

弊社では、同社の投資評価を「1」、目標株価 2,700 円で新規カバレッジを開始する。目標株価は、弊社 5 期予想に基づき、ディスカунテッド・キャッシュフロー (DCF) 法を用いて算出した。前提条件について、WACC は 8.5% (リスクフリーレート 0.5%、マーケットリスクプレミアム 8.0%、ベータ 1.028)、永久成長率は 0.0% とした。なお、目標株価達成時の今期予想 PER は 18.0 倍となる。

図表1. DCF モデル

FY (yy/mm)	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	税率 (%)	NOPAT (百万円)	償却費 (百万円)	設備投資 (百万円)	運転資本増減 (百万円)	FCF (百万円)
21/06	46,219	9,447	37.3%	5,930	1,056	-826	1,711	7,871
22/06	47,059	9,850	29.5%	6,950	1,048	-830	-879	6,289
23/06E	48,000	9,410	29.3%	6,660	1,080	-900	-140	6,700
24/06E	50,290	10,110	31.7%	6,910	1,080	-900	-450	6,640
25/06E	53,220	11,110	31.5%	7,610	1,080	-900	-500	7,290
26/06E	55,860	11,980	31.4%	8,220	1,030	-1,000	-520	7,730
27/06E	59,030	13,080	31.2%	9,000	1,040	-1,000	-440	8,600
Terminal value								8,600

リスクフリーレート: 0.5%、マーケットリスクプレミアム: 8.0%、ベータ: 1.028、株主資本コスト: 8.7%、WACC: 8.5%、永久成長率: 0.0%

フリーキャッシュフロー現在価値合計	90,490
現金・現金同等物	36,483
有利子負債	1,432
事業価値	125,541
発行済株式総数(千株)	47,360
理論株価(円)	2,700

注: 23/6 期以降の運転資本増減は契約負債の増減を含む数値のため、弊社予想連結キャッシュフロー計算書(図表 27)上の数値とは一致しない
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

類似企業比較

同社は、主力の監視カメラシステムを販売するセキュリティ機器事業、業務用・個人向けカットティングプロッタを販売する情報機器事業の他、医療機関向けカード発行機器や鉄骨 CAD の販売、建築物の構造設計・意匠設計といった多岐に渡る事業領域から構成されている。

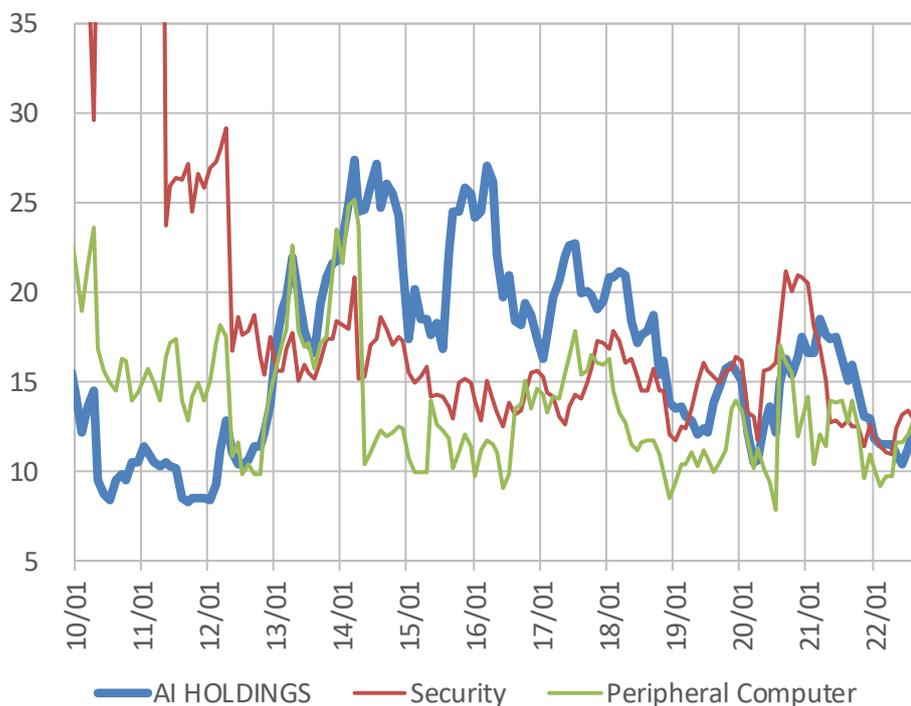
図表 2 及び 3 では、同社の主力事業であるセキュリティ機器事業と情報機器事業それぞれで、比較対象企業と考えられる企業を抽出・比較した。同社の PER は 2013~2018 年頃は 20 倍前後と、比較対象企業を概ね上回って推移していたが、2019 年以降～足元では比較対象企業並みの水準で推移している。

図表2. バリュエーション比較

Code	Company name	Share price (Y)	Market cap (Ybn)	Sales		OP		P/E FY+1 (X)	P/B Actual (X)	ROE FY+1 (%)
				Actual (Ybn)	FY+1 (Ybn)	Actual (Ybn)	FY+1 (Ybn)			
3076	Ai Holdings	2,108	123.0	47.1	48.0	9.9	9.4	14.1	1.6	11.2%
	Security									
6718	Aiphone	1,948	36.6	52.0	50.7	5.5	4.5	17.5	0.6	6.2%
6744	Nohmi Bosai	1,615	100.2	112.9	110.5	12.6	10.1	13.9	0.9	6.2%
6745	Hochiki	1,431	42.0	81.3	83.0	5.5	6.0	8.1	0.9	-
6809	TOA	771	26.9	40.9	43.8	2.2	2.8	11.5	0.6	4.8%
	Weighted average							13.1	0.8	-
	Peripheral computer									
6448	Brother Industries	2,524	674.3	710.9	785.8	85.5	83.1	11.3	1.1	10.0%
6638	Mimaki Engineering	645	21.8	59.5	72.0	2.6	4.3	6.1	0.9	15.0%
6789	Roland DG	2,981	38.9	45.1	51.5	6.1	7.6	6.9	1.2	17.6%
	Weighted average							11.0	1.1	-
	Weighted average							11.4	1.0	-

注: 株価、コンセンサスは10月13日時点。予想はBloomberg、あいHDは弊社予想
出所: Bloomberg、QUICK、SMBC日興証券予想

図表3. PER(倍)の推移



注: セキュリティ機器はアイホン、能美防災、ホーチキ、TOAの時価総額加重平均PER。情報機器はブラザー工業、ミマキエンジニアリング、ローランドディー・ジーの時価総額加重平均PER
出所: QUICK、SMBC日興証券

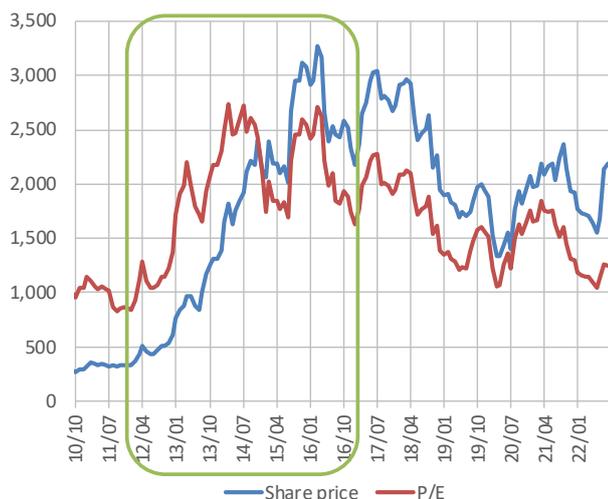
2012年以降は、利益拡大ペースの加速、成長期待の高まりを背景に株価は上昇局面入り

2012～2016年にかけて、同社の株価は上昇局面に入った。主力2事業であるセキュリティ機器事業及び情報機器事業における利益拡大ペースの加速に加え、新規事業開始やM&A実施により成長期待が高まったこと、が背景。

利益拡大ペースの加速について、セキュリティ機器事業においてはマンション向け監視カメラシステムの導入が大手管理会社との協業強化に伴い加速した。特に、14/6期以降は、賃貸マンション向けの協業を全国展開したことで新規導入が増加、従業員1人当たりの生産性も改善した。また、情報機器事業においては、2009年に設立された個人向け小型カッティングプロッタを北米市場で販売するSilhouette社の販売先の拡大が奏功する形で業績が拡大した。12/6期以降では12/6期、13/6期、15/6期と、期初会社計画からの上方修正が行われ、14/6期、16/6期もEPSが期初計画を上回る形で好調が継続した。成長期待の高まりについて、2014年5月に業務用ラベルプリンタ事業の開始、2015年3月にはNBS Technologies社の完全子会社化をそれぞれ発表した。前者では、5年後に売上高200億円とする計画が示された(15/6期の連結売上高は413億円)。後者では、同社がカード発行機器事業でこれまで取り扱ってこなかった大量発行大型機をラインナップに加えるとともに、NBS Technologies社の持つグローバルで抱える150超の代理店販路の活用など同事業における成長期待が高まった。

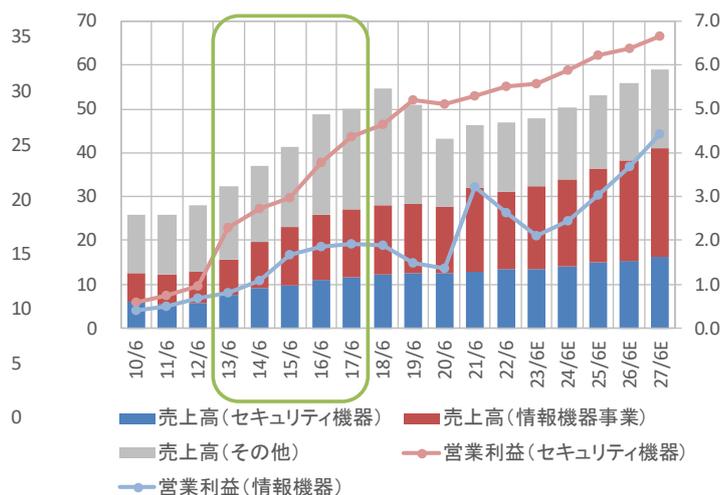
図表4. 過去の株価上昇局面

株価(左軸、円)とPER(右軸、倍)の推移



出所: QUICK、SMBC日興証券

売上高(左軸、十億円)と営業利益(右軸、十億円)の推移



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

24/6期以降、2012年からの株価上昇局面の再現に期待したい

弊社では上述したような利益拡大ペースの加速、成長期待の高まりが同社株価の上昇におけるドライバーと考えている。業績面では23/6期は会社計画営業利益に対して未達を予想しており、短期的には株価面では下方圧力がかかる可能性があるものの、24/6期以降の成長を見据えた場合には買いの好機となると捉えている。今後、小型カッティングプロッタの販売拡大、脱炭素システム事業の業績拡大、M&A機会の増加・実行、等が見られれば株価の上昇局面入りが期待できよう(詳細は「注目点」にて後述)。

事業概要：国内外で多岐に渡る事業を展開

4つの事業セグメント及びその他の事業群で構成される

同社は、ドッドウエルビー・エム・エス社とグラフテック社の株式移転により2007年4月に設立された共同持株会社。同社の事業セグメントは4事業及びその他の事業群で構成される。(1)セキュリティ機器

事業では、監視カメラシステム販売を、(2)情報機器事業では、カッティングプロッタ及びコンピュータ周辺機器販売を、(3)カード機器及びその他事務用機器事業では、病院向けカード発行機器や鉄骨用CADシステム販売を、(4)設計事業では、建築物設計や耐震診断サービス等を、(5)その他事業群では、計測機器やデマンドコントロールシステム等の販売を、それぞれ行っている。各事業で展開する製品・サービス間における技術的な親和性は低いが、販売面においては顧客基盤の活用といった点で親和性が高い。また、ニッチ市場で高い市場シェアを有しており、それぞれの事業が安定的なキャッシュフローを創出している点が特徴的である。

図表5. 事業概要

事業セグメント	事業概要	主要事業会社
セキュリティ機器事業	セキュリティシステム機器の開発・製造・販売	ドッドウエルビー・エム・エス あいエンジニアリング エスエスユニット
カード機器及びその他事務用機器事業	病院向け及び金融向けカード発行機器の開発・製造・販売 その他事務用機器の開発・製造・販売	ドッドウエルビー・エム・エス グラフテック NBS Technologies
情報機器事業	プロッタ及びスキャナ等のコンピュータ周辺機器の開発・製造・販売及び保守サービス等	グラフテック GRAPHTEC ASIA PACIFIC CO., LTD. Graphtec America, Inc. Silhouette America, Inc. Silhouette Research & Technology Ltd. Graphtec Europe B.V.
設計事業	構造設計、耐震診断等の建築設計サービス	あい設計 田辺設計
その他	デマンドコントロールシステムの開発・製造・販売 計測機器の開発・製造・販売 など	ドッドウエルビー・エム・エス グラフテック NEURON ELECTRONICS ナノ・ソルテック など

セキュリティ機器事業

情報機器事業


 silhouette
CAMEO4

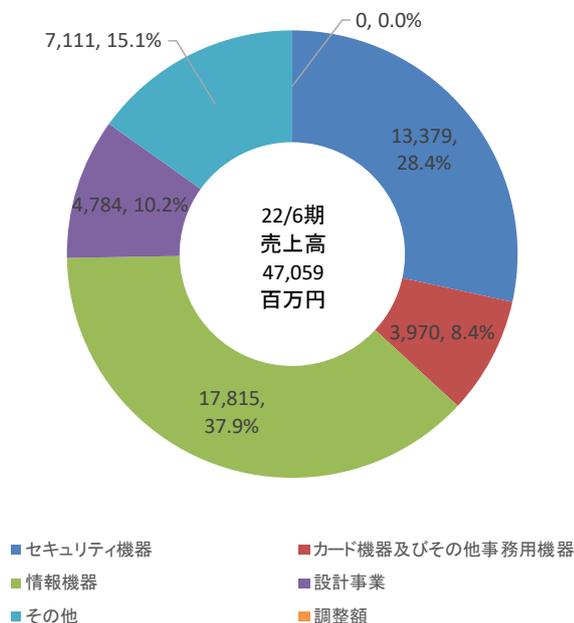
出所:会社資料、SMBC日興証券

セキュリティ機器事業と情報機器事業が主力事業

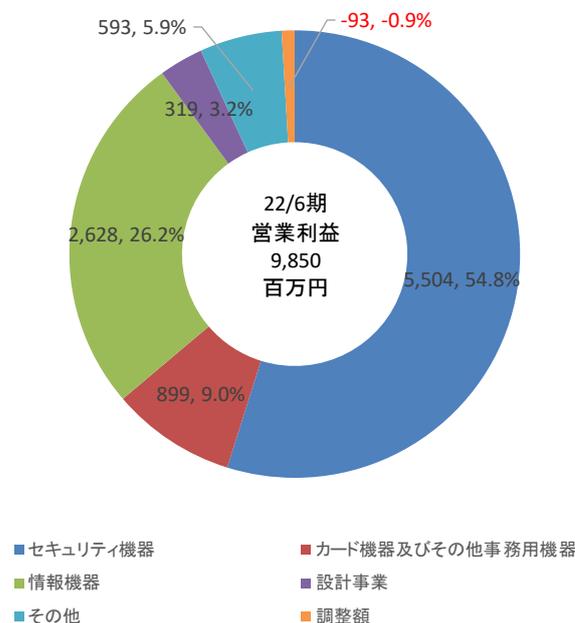
4つの事業セグメントのうち、セキュリティ機器事業及び情報機器事業、の2事業が同社の主力となっている。22/6期における売上高構成比及び営業利益構成比はそれぞれ、セキュリティ機器事業で28%、55%、情報機器事業で38%、26%となっている。

図表6. セキュリティ機器事業と情報機器事業が主力事業

22/6期実績:セグメント別売上高構成(百万円、%)



22/6期実績:セグメント別営業利益構成(百万円、%)



出所:会社資料、SMBC日興証券

出所:会社資料、SMBC日興証券

SWOT 分析

図表7. SWOT 分析

Internal factors		External factors	
Strengths	<ul style="list-style-type: none"> ニッチ市場における高い市場シェアを有する事業から生み出される潤沢なキャッシュフロー 強固な財務体質 不動産管理会社との強固な関係性(セキュリティ機器事業) 自由なデザインを実現するカスタマイズ性・豊富なオプションを背景とした中・上級者からの高い評価(情報機器事業) 	Opportunities	<ul style="list-style-type: none"> 業績悪化企業の増加に伴うM&A機会の増加 マンション・工場・オフィス内での防犯意識の高まりによる監視需要の増加(セキュリティ機器事業) 巣ごもりを契機としたペーパークラフトにおけるエントリー層の拡大(情報機器事業)
Weaknesses	<ul style="list-style-type: none"> ニッチ市場ゆえにさらなる既存事業における成長余地は限定的 M&Aにおける厳格な選定基準を持つがゆえ機会損失が発生しやすい 映像分析など先進的な監視カメラシステム活用における実績が乏しい(セキュリティ機器事業) 在庫を抱えない戦略であるため、需要急増時には機会損失が発生しやすい(情報機器事業) 	Threats	<ul style="list-style-type: none"> 部材不足及び調達価格の高止まりに伴う供給制約の継続 クラウドコストの低下に伴うオンプレミス需要のクラウド需要へのシフト(セキュリティ機器事業) 生活必需品の値上がり等による奢侈品であるカッティングプロッタ及び消耗品・コンテンツへの支出減少(情報機器事業)

出所: SMBC日興証券

注目点

セキュリティ機器事業を中心とした高いキャッシュフロー創出力

同社はニッチな市場で高い市場シェアを有する事業を複数展開しており、それらが安定的にキャッシュフローを稼ぎ出している。特に、セキュリティ機器事業では過去からの導入実績の蓄積を背景とした更新需要に加え、新規導入余地が依然として残されていることから着実な成長が実現可能と弊社では見ている。その他のカード発行機器、鉄骨 CAD、業務用カッティングプロッタなどはニッチかつ成熟市場と位置づけられ、将来的な業績拡大は期待しづらい。しかしながら、リプレース需要の取込みを背景に中期的に安定した業績推移を見込めることから、キャッシュカウとして貢献しよう。

セキュリティ機器：分譲・賃貸マンション向け売上高が中心

主力事業の1つであるセキュリティ機器事業では、同社の中核子会社であるドッドウエル ビー・エム・エス社が監視カメラシステムの販売を行っている。セグメント売上高のうち、既設の分譲・賃貸マンション向けの売上高が約7割を占めており、同社の営業員による直販が中心となっている。残りの約3割は一般法人（一部官公庁向けを含む）向けの売上高が占めており、提携代理店を介した販売が中心となっている。

図表8. セキュリティ機器事業の売上高(左軸、百万円)と営業利益(右軸、百万円)の推移



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

管理会社との強固なコネクションを強みとして市場シェアを拡大してきた。

分譲マンションでは、区分所有者全員を構成員として管理組合が設立される。管理組合では、建物や敷地、附属設備の維持管理を行う。具体的には、敷地内の清掃や設備機器の保守点検、将来の大規模修繕に備えた計画の作成等が挙げられる。管理会社は管理組合からこれらの業務を一部もしくは一括で受託しており、受託先マンションに関する多くの情報を持つ。

同社は、大手を中心として数多くの管理会社と強固な関係性を構築しており、管理会社からの紹介を通じて契約を獲得してきた。同様に、14/6期以降開始した賃貸マンション向け販売においても、管理会社からの紹介を通じて賃貸マンションオーナーへの営業活動を行い、新規契約の積上げを図ってきた。

上述したような管理会社との強固な関係性が構築できた背景には、主に2つの理由があったと思われる。第一に、リース契約をベースとした定額支払パッケージ(機器費用・設置費用・商品保証全てを月

額料金のみで利用可能)を業界に先駆けて提供開始したことが挙げられよう。管理組合から見れば、故障時の対応にかかる費用が月額料金に含まれており、従来のように故障の都度追加予算を理事会・総会で策定・承認する必要がないというメリットがあった。管理会社から見れば、提案先の管理組合に対してメリットを訴求しやすい等のメリットがあった。第二に、国内32拠点に営業・サポート網を有していることが挙げられよう。管理組合への営業活動から導入作業、保守・点検、故障時対応に至るまで全てを同社が担う。管理会社にとっては、物件オーナーからの信頼が取引継続に直結するため、こうした煩雑な業務を安心して任せることのできる取引先として重宝されていたと思われる。

収益モデル・契約形態について

契約の多くは6年間のリース契約となっており、理事会及び管理組合総会で監視カメラの導入が承認された後、同社がリース会社へ商品を販売する。このうち約95%が商品販売売上として、約5%が保守売上(リース会社と契約、期間按分で計上)として計上される。リース会社と顧客の管理組合はリース契約を結ぶ。6年間のリース契約期間終了後について、同社によれば顧客の約6割がリプレイス(新しい機器への入替を伴い、新たに6年間のリース契約を結ぶ)、約3割が1年間の契約更新、約1割が離脱となる傾向にある模様。

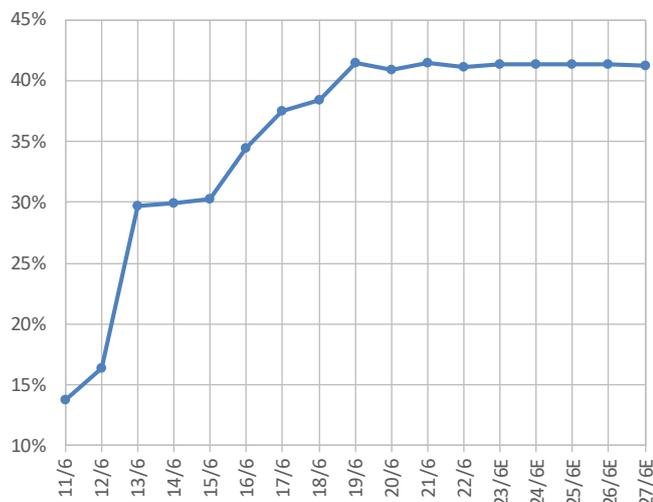
市場シェアの拡大余地は大きく、着実な需要の取込みが可能と見る

一般社団法人マンション管理業協会によれば、同協会会員企業が管理を受託する分譲マンション棟数は121,427棟、戸数は6,369戸であった(2022年4月1日時点)。また、国土交通省が公表する全国に分譲マンションストック戸数(推計値)に占める戸数ベースのシェア率は92.5%である。同省では棟数ベースの推計値は公表していないが、約12~13万棟の分譲マンションストック棟数が存在していると思われる。また、住宅・土地統計調査によれば、非木造・3階建て以上の共同住宅は約66万棟(新耐震基準適用の1981年以降の物件のみを集計)であった。

同社によれば、22/6期末時点における累計導入棟数は50,000棟超(分譲:約37,000棟、賃貸:約15,000棟)であった。国内分譲マンション棟数に占めるシェアは約30%(弊社推定)、小規模な賃貸マンションやアパートを含めると10%未満と推定される。したがって、同社にはさらなる市場シェア拡大余地が残されているものと弊社では見ている。

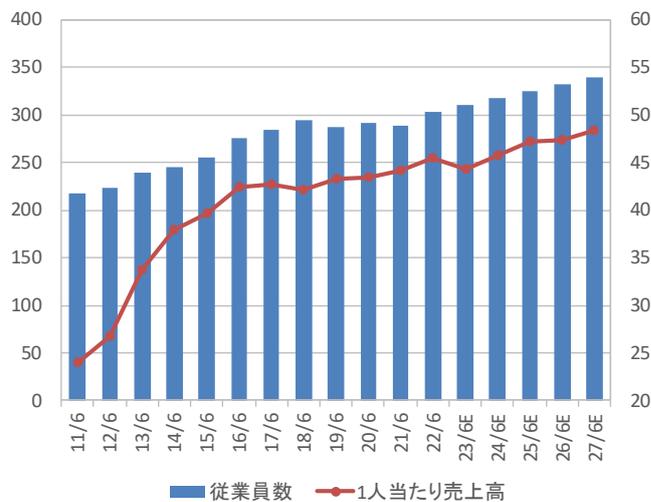
同社によれば22/6期末時点の営業人員数は150人前後となっている模様。弊社では、今後も年間5~10人程度の増員が可能と考えている。今後、既存顧客におけるリース期間終了後の更新需要に加え、新規獲得棟数の積上げにより中長期的な成長が期待できるとみる。また、足元では首都圏に営業リソースを重点的に配置している。今後、地方圏におけるリソース拡充等が見られるかには期待したい。

図表9. セキュリティ機器事業営業利益率の推移



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表10. 従業員数(左軸、人)と1人当たり売上高(右軸、百万円/人)の推移

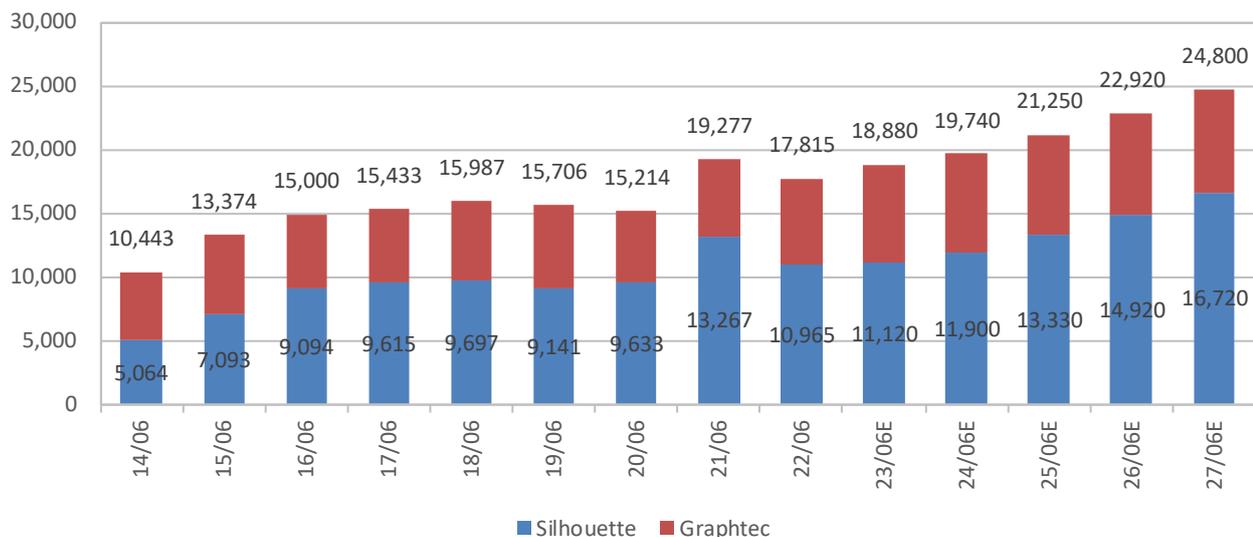


注: 1人当たり売上高はセキュリティ機器事業売上高(内部取引消去前)/期中平均セグメント人員数で計算
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

小型カッティングプロッタ事業における中期的な成長力

情報機器事業について、Graphtec社が業務用大型カッティングプロッタを、Silhouette社が個人向け小型カッティングプロッタを販売している。カッティングプロッタとは、コンピュータで作成されたデータに基づきヘッドに取り付けられたカッター刃もしくは素材そのものを動かすことで紙、布、ビニールといった素材の切り抜きを行う機器のことをいう。セグメント売上高のうち、約6割を個人向け小型商品の販売が占める。広告・サイン市場向けを主な対象とした業務用大型商品の事業領域は成熟していると見られ、将来的に大きな成長は期待しづらいが、個人向け小型カッティングプロッタ事業における中期的な成長性を評価すべきと弊社では考えている。具体的には、24/6期以降に予定されている新商品投入、北米以外の欧州・アジア地域における販売拠点の展開、の2点。

図表11. 情報機器事業の売上高(百万円)の推移



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

個人向け小型カッティングプロッタは、同社が持つ業務用大型カッティングプロッタに使われる技術を転用して開発された。ペーパークラフト、自宅のデコレーション、車や自転車の装飾シールの作成、プラモデルのマスキングなどクラフト・ホビー用途が中心だが、近年ではそれらをハンドメイド商品として販売するユーザーも増加していると見られる。また、小規模小売・サービス店舗では、ポップ作成等にも用いられている模様である。

同社では、エントリー向け機器の Portrait 3、中・上級者向け機器の Cameo シリーズ (Cameo 4、Cameo 4 Plus、Cameo 4 Pro の 3 機種) の他、Mint (スタンプ作成機器)、ALTA (小型 3D プリンタ機器) などのラインナップを展開。また、ユーザーがデザインを購入・販売できる Silhouette Design Store、デザイン作成用ソフトウェアの Silhouette Studio を展開するほか、カッター刃やカッティングマット、インクやビニールシートといった消耗品・アクセサリ類の販売も行っている。

売上高は、(1) 約 60% を占める機器販売、(2) 約 25% を占める消耗品販売、(3) 約 15% を占めるデザイン等のコンテンツ販売、から構成される。(2)、(3) は (1) の販売拡大やユーザーの継続利用・利用頻度の増加に応じて増加していくため、リカーリング性が強いと言えよう。

図表12. 同社主要機器の概要

Silhouette				
Product name	Portrait 3	Silhouette Cameo 4	Silhouette Cameo 4 Plus	Silhouette Cameo 4 Pro
Price (*1)	\$199.99	\$299.99	\$399.99	\$499.99
Machine size	16.2 in. x 5.5 in. x 4.4 in.	22.5 in. x 7.5 in. x 6.75 in.	25.5 in. x 7.5 in. x 6.75 in.	34.5 in. x 7.68 in. x 6.69 in.
Weight	7.6 lbs	10.4 lbs	11.9 lbs	19.4 lbs
Maximum cutting area	8 in. x 12 in. (*2)	12 in. x 24 in. (*2)	14.6 in. x 15 in. (*2)	24 in. x 24 in. (*2)
	8 in. x 10 ft. (*3)	12 in. x 10 ft. (*3)	14.6 in. x 10 ft. (*3)	24 in. x 10 ft. (*3)
Maximum media thickness	2 mm	3 mm		
Maximum cutting force	210 gf	5 kgf		
Cutting speed	100 mm / sec.	300 mm / sec.		
Bluetooth connectivity	Available			

注:*1: MSRP、*2: with a cutting mat、*3: with lined media (when using built-in roll feeder)

出所: 会社資料、SMBC日興証券

米 Cricut 社 (Ticker: CRCT) が競合

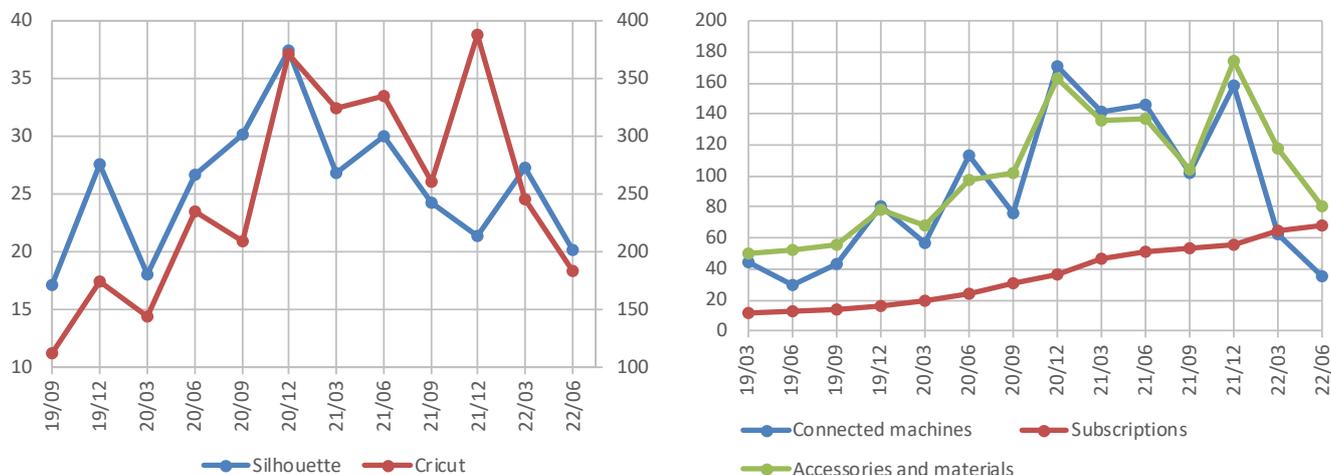
同社の競合としては米 Cricut 社が挙げられよう。Cricut 社もエントリー向け機器から中・上級者向け機器までラインナップを取り揃え、Silhouette Design Store に相当するコンテンツを提供している。基本的なラインナップや機器のスペックに大きな違いはないが、ソフトウェア活用時のカスタマイズ性やオプションの豊富さ、対応可能なツールやアクセサリの幅広さ、といった点では優位性があると弊社では見ている。機能を絞った簡易かつ安価な製品も市場には存在しており、エントリー層向け機器については差別化が難しいと思われる。一方、同社商品は中・上級者など、よりオリジナル性・デザインの自由度にこだわりを持つユーザー層には評価されていると弊社では考えている。

コロナ禍で需要は拡大したが、足元では部材調達難や物流コスト増に加え、需要は一服感

情報機器事業はコロナウイルス感染拡大以降の在宅需要を取り込む形で21/6期に大きく成長した。その後、部材調達難による供給制約による機会損失の発生により、22/6期には減収減益となった。同社は、展開各国における需要は旺盛であるとコメントしているが、需要面では、インフレによる消費意欲の低下や人流回復に伴う在宅需要の一服・反動減による影響を受けている可能性が高いと弊社では考えている。実際、競合のCricut社の22/12期2Q決算では、在庫水準の高さに言及がなされていたこともその証左であろう。供給制約について、23/6期中も一定程度継続する可能性が高いと弊社では見ている。短期的には、部材調達難や調達・物流コストの高止まりといった供給制約に関する動向及び販売動向・価格動向といった需要面にも注意が必要であろう。なお、同社はカテゴリ別の売上高推移は開示していないが、Cricut社のカテゴリ別の推移を見る限りにおいては機器販売及び消耗品販売が鈍化しており、同社も同様の傾向であると思われる(図表13右図)。

図表13.両社ともコロナ禍における在宅需要を取込み成長したが、足元では一服感

四半期:Silhouette 売上高(左軸、百万米ドル)とCricut 売上高 Cricut 社:カテゴリ別四半期売上高の推移(百万米ドル)
(右軸、百万米ドル)の推移



注:Silhouette 社の売上高は日本円ベースの売上高と期中平均為替より
弊社推定
出所: Bloomberg、会社資料、SMBC日興証券推定

出所: 会社資料、SMBC日興証券

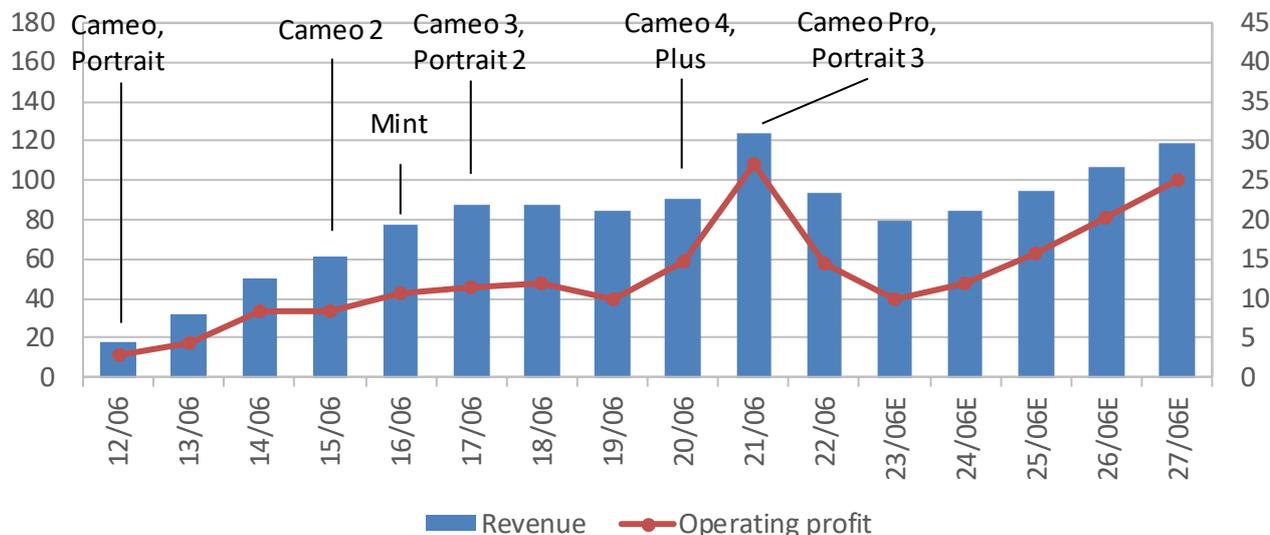
24/6 期以降は新商品の投入、北米以外での販路拡大による成長を期待

上述の通り、短期的な向かい風が影響するも、弊社では 24/6 期以降の新商品投入、海外展開加速に注目している。具体的には、(1) 現行モデル後継機種種の投入、(2) 欧州・アジアにおける大型量販店販売網の獲得・販売拡大の 2 点。(1) について、現行主力機器の Cameo 4 もしくは現行エントリー向け機器 Portrait 3 に機能付加された後継機種種が 23/6 期下期～末頃を目処に製品発表、24/6 期より販売開始の予定となっている。(2) について、これまで欧州では代理店を経由した小規模専門店での販売のみとなっているが、24/6 期には欧州・アジアへそれぞれ販社を設立する予定である。将来的には同社の営業部隊による直販開始により、これまで獲得できてこなかった大型量販店が販売網に加わっていくと弊社では見ている。また、コロナ禍でエントリー層が増加したことから、そのうちの一定割合がコアユーザー化する可能性は高く、上述の特徴を持つ同社機器販売における導入余地は広がっていると弊社では見ている。

過去は、新商品投入による需要喚起と、取扱店舗網の拡大が業績拡大を牽引してきた

個人向けカッティングプロッタ販売を行う Silhouette America は 2009 年 9 月に設立された。2012 年には、現在の主力シリーズとなる Cameo、Portrait シリーズを上市以降、17/6 期にかけては新商品の市場投入による需要喚起に加えて、北米におけるホビー専門チェーン店 (Hobby Lobby、JOANN、Michaels など)、通信販売店 (Amazon) など取扱店舗網の拡大を通じて業績を拡大してきた。その後、新商品の市場投入及び取扱店舗網の拡大が一服したことで 2019 年 10 月の Cameo 4 投入まで踊り場を迎えることとなった。

図表14. Silhouette社の売上高(左軸、百万米ドル)と営業利益(右軸、百万米ドル)の推移



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

個人向け小型カッティングプロッタ市場について

ペーパークラフトは欧米及びメキシコなどを中心とした中南米で主要な趣味の1つとして親しまれている。ここでは、相対的に同社機器の導入余地が大きいと思われる米国と英国における分析を行った。

米国

The Association For Creative Industries (AFCI、現 Creative Industry Association)と MaritzCX が行った18歳以上を対象とする調査によれば、2016年の米国におけるクラフト人口(Crafters と呼ばれる)は73.4百万人(米国の18歳以上人口に占める割合は約29%)、うちペーパークラフト人口は36.5百万人(15%)であった。世代別では、18-34歳がペーパークラフト人口の41%を占め、35-54歳が37%、55歳以上が21%を占めている。また、男女別では男性の占める割合が37%、女性が63%であった。ペーパークラフトは郊外・地方の主婦層が楽しむ趣味といったイメージが強いが、主婦層以外にも若い世代や男性の間でも広く親しまれている模様である。コロナ以降のデータは確認できないものの、後述の英国での事例に鑑みればさらにペーパークラフトを楽しむ層は拡大しているものと思われる。また、同調査によれば、ペーパークラフト人口のうち14%が上級者層であり、より高度な作品制作を行っている模様である。弊社では、同事例を参考に2021年のペーパークラフト人口を44百万人程度と推定している。足元では、コロナ禍によりエントリー層が拡大しており上級者層の占める割合は低下していると思われるが、中期的には同社製品の強みが発揮できる上級者層は6-7百万人程度になると推測される。

英国

CHSI stitches の The Craft Report 2022 によれば、2021年の成人以上クラフト人口は19.6百万人であった。調査パネルが異なるため単純な比較はできないものの、2019年は15.1百万人、2017年は14.6百万人と年平均+1.7%程度で推移してきた。今回のコロナ感染拡大下で同市場における裾野は大きく広がったものと見られる。クラフト人口のうちペーパークラフト人口の占める割合については不明だが、2019年調査報告におけるペーパークラフト人口構成比53%が維持されたと仮定した場合には10.4百万人と試算される。その他欧州では、ドイツ、フランスを中心として幅広い国々でペーパークラフトは趣味として親しまれており、消費者の属性は共通点が多いと思われる。なお、競合のCricut社はYouGov社を通じた調査をもとに北米(米国、カナダ)、欧州(ドイツ、フランス、英国)、豪州を対象としたSAMを129百万人、TAMを402百万人と推定している。

■ 中長期的なアップサイドポテンシャル

同社の中長期的なアップサイドポテンシャルとしては、脱炭素システム事業の成長や M&A 等による成長期待の高まり、等が挙げられよう。

脱炭素システム事業の成長

新規事業である脱炭素システム事業では、主に高圧電力を契約する事業者等に対して、温度・湿度に連動して空調室外機を自動制御するデマンドコントロールシステム「Ai-Glies」を展開する。顧客は同システムを利用することで、電気料金を削減することが可能となっている。具体的には、ピークカット機能を活用した最大デマンド値の抑制による基本料金の削減、電気消費量削減による使用量料金(従量部分)の削減、の2点。また、顧客は電気料金及びCO₂の削減量をクラウド上で管理可能となる。

既存のデマンドコントロールシステム対比での特徴は、不快指数に連動した完全自動制御である点(特許取得済)、無線通信・ソーラー給電(特許申請中)により設置工事費用が安価である点、などが挙げられる。前者について、デマンドコントロールシステムは、設定した最大デマンド値に使用量が近づいた場合、アラートを発してそれに基づき管理者がコントロールを行うものと、人手を介さずに自動制御を行うもの、の2種に大別される。同社の Ai-Glies は主に自動制御を行うものであり、運用の手間を削減することが可能となっている。後者について、従来は大規模施設等に導入されるケースが多く、導入コストも高額となる傾向にあるため、小規模・中規模施設では費用対効果が見込めず、導入が見送られるケースが多かった。同社は出資先企業の技術を活用して、上記の2点を実現した。同社では、導入に掛かるコストを約2~3年の削減効果で回収できるように提案を行っており、これまで導入を見送ってきたような顧客への導入が進んでいく可能性が高いと考えている。また、メーカー横断で室外機をコントロールできる点も、顧客の導入ハードルを下げるうえで奏功するものと思われる。

セキュリティ機器事業、カード発行機器事業、設計事業等の既存事業の顧客基盤や提携の代理店網を活用した本格的な拡販フェーズに入っており、堅調なトラックレコードを示すことができれば同社への評価に対してポジティブに働くと思われる。

参考：電気料金について

電気料金は(1)基本料金、(2)電力量料金(燃料調整費含む)、(3)再エネ賦課金、で構成される。(1)について、「基本料金=料金単価×最大デマンド値(契約電力)×力率割引」と計算される。デマンド値は30分間ごとに計測される平均的な使用電力のことを言い、高圧契約のうち500kW未満の小口契約においては契約電力としては過去1年間における最大使用電力量(=最大デマンド値)が用いられる(500kW以上の大口契約、2,000kW以上の特別高圧契約の場合は電力会社との協議により決定される)。したがって、事業者は夏冬に上昇しやすい最大デマンド値を抑制することが、基本料金を抑制する際に重要なポイントとなる。(2)について、「電力量料金=料金単価×使用電力量±燃料費調整額」で計算される。文字通り、使用電力量が削減できれば電力量料金部分の抑制につながる。

M&A 機会の増加

22/6 期時点における自己資本比率は81.2%と、同社は強固な財務体質を有しており、手元の現金・現金同等物は約365億円となっている。後述の通り、同社は M&A 対象先を獲得後、着実にキャッシュ化するという観点で優れたトラックレコードを有していることから、今後の M&A の動向に注目したい。

同社は M&A の実行・撤退を判断する上での一律の基準を定めているわけではない。同社によれば、主に(1)ニッチな領域で継続的に利益を生み出すことが可能であること、(2)既存事業における顧客基盤、販路を活用することで業績を拡大することが可能であること、(3)既存事業における顧客基盤の拡大につながる点、(4)BS が傷んでいないこと、(5) (1)~(4)を踏まえて高すぎない価格であること、等を重視している。なお、買収時点で赤字を計上している企業でも、PMI(Post Merger Integration、買収後の経営統合施策)により利益が創出可能であれば候補となりうる点のことである。

同社の過去実績について、中でもグラフテックの事例は同社の M&A における好事例と言えよう。グラフテック社は設計・製図用ペンプロッタを主力商品としてグローバルでも高い市場シェアを有していたが、インクジェットプリンタ登場による市場消失以降業績が悪化・赤字が継続していた。グラフテックの M&A 後の PMI では、投資の選択と集中を行いペンプロッタ事業で蓄積された技術を転用して広告・サイン市場向けのカッティングプロッタにリソースを集中するほか、ドッドウエル ビー・エム・エス社の顧客基盤へのグラフテック社製品の販売強化を推し進めることにより、安定的に利益を創出できる事業として再建を果たした。

すべての M&A 案件成否を定量的に把握することは困難であるものの、M&A 前後の推移を確認できるものについては図表 16 に掲載した。あくまで過去実績である点には留意が必要だが、総じて同社による M&A の実行はポジティブなアクションとして市場からポジティブな評価につながると思われる。

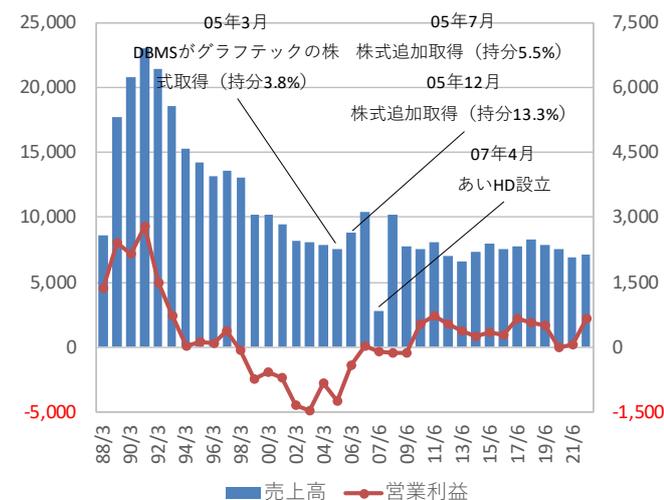
図表 15. 過去の主要な M&A 実績

年月	概要	対象先の主要事業
1999/03	株式会社ドッドウエルビー・エム・エスが株式会社正晃(2004年7月に売却)を子会社化	監視カメラ用光学レンズの製造・販売
2000/12	株式会社ドッドウエルビー・エム・エスが株式会社プロメック(現 株式会社アイフインク)を子会社化	小型即時カード発行機器の開発・販売
2005/05	株式会社ドッドウエルビー・エム・エスがグラフテック株式会社と業務提携	プロッタ、スキャナ及び計測機器の製造・販売
2007/04	株式会社あいホールディングス設立	
2008/07	株式会社ニューロン(2017年7月にグラフテック社が吸収合併)を子会社化	磁気カードリーダタイプライタの開発・販売
2009/01	株式会社塩見設計(現 株式会社あい設計)を子会社化	建築物の構造設計、耐震診断・構造設計
2015/03	NBS technologies Inc.及び同子会社5社(2022年6月にNBS Technologies Ltd.、Card Technology Corp.、NBS Technologies (US) Inc.は売却)を子会社化	大型大量カード発行機器の開発・販売
2015/07	Aspex Research and Technology Ltd.(現 Silhouette Research & Technology Ltd.)を子会社化	ソフトウェア開発
2015/10	株式会社メディックを子会社化	医療系労働派遣事業
2016/04	ブルース株式会社を子会社化	自動おしぼり製造機の製造・販売
2016/06	株式会社エスエスユニットを子会社化	セキュリティ関連機器の販売
2016/11	株式会社アレスシステム(2021年2月に売却)を子会社化	医療機関向けシステムの開発・販売
2017/03	アドバンスフードテック株式会社(2019年7月にグラフテック社が吸収合併)を子会社化	工場向け金属異物検査機器の開発・販売
2018/02	イシモリテック株式会社を子会社化	インサートナット、ネジ、端子、コネクタ等の精密部品の製造・販売
2022/02	ナノ・ソルテック株式会社を子会社化	中古半導体製造・検査装置の販売

出所: 会社資料、SMBC日興証券

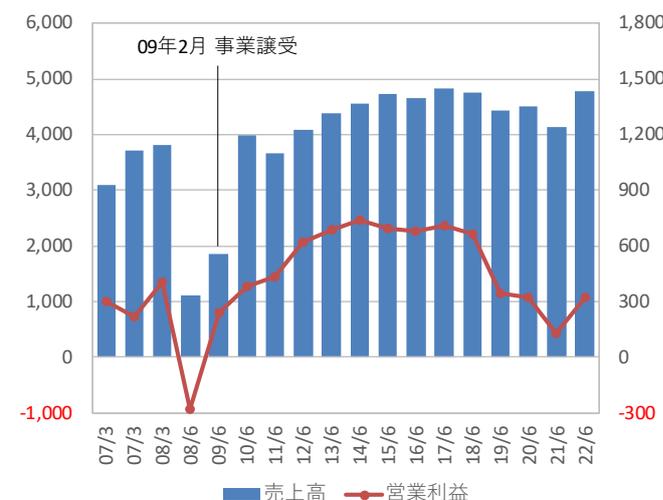
図表 16. グラフテックとあい設計の業績推移

グラフテック: 売上高(左軸、百万円)と営業利益(右軸、百万円)の推移



注: 単体業績
出所: 会社資料、SMBC日興証券

あい設計(旧塩見設計): 売上高(左軸、百万円)と営業利益(右軸、百万円)の推移



注: 単体業績、09/6 期には中央設計と田辺設計の2ヵ月分の売上・損益を含む、22/6 期には田辺設計の売上・損益を含む
出所: 会社資料、SMBC日興証券

業績予想

22/6 期実績

22/6 期は連結売上高が 470.6 億円 (YoY+1.8%)、営業利益が 98.5 億円 (+4.3%) と増収増益。通期会社計画の営業利益 101 億円に対しては 2.5 億円の未達であった。主力 2 事業について、セキュリティ機器事業では 1.0 億円の未達、情報機器事業では 4.7 億円の未達であった。うち、Silhouette 社では 11.1 億円の未達となっている。

セキュリティ機器事業について、売上高は 133.8 億円(+5.1%)、営業利益は 55.0 億円(+4.1%)と、増収増益であった。一般法人向け売上高は微減であったが、マンション向け売上高が牽引した。新規導入件数は減少したが、自社更新件数が大幅増加したことが要因。22/6 期は 16/6 期に急増した賃貸マンション向け監視カメラシステムの更新時期にあたる時期であった。新規導入件数の減少は、自社更新需要への対応により、新規獲得活動にかけることが可能な時間が減少したことによるもの。導入件数に占める賃貸向け比率の上昇により、導入件数当たり単価は低下したものの、従業員 1 人当たりの生産性が向上したことを主な要因として営業利益率は 41.1% (▲0.4pts) と引き続き高水準を維持した。

情報機器事業について、売上高は 178.2 億円 (▲7.6%)、営業利益は 26.3 億円 (▲18.8%) と、減収減益であった。個人向け小型カットイングプロッタ販売を行う Silhouette 社業績が、売上高 109.7 億円 (▲17.4%)、営業利益 16.9 億円 (▲41.3%) と、部材調達難や物流費の高騰による影響を受けたことが要因。現地通貨ベースでは、売上高 93.4 百万米ドル (▲25.0%)、営業利益 14.4 百万米ドル (▲46.8%) であった。業務用大型カットイングプロッタ等販売を行う Graphtec 社業績については増収増益で着地し、セグメント業績を下支えた。

主力 2 事業以外では、新規事業の脱炭素システム事業で順調な立ち上がりが確認された。販売開始初年度は、約 1.8 億円の案件受注となった。売上高は 0.8 億円、22/6 期末時点の受注残は 1.0 億円となっている。飲食・小売・サービス業における全国チェーンとの全店導入に関する商談が進捗中であり、引き合いも順調である模様。

短期業績予想

23/6 期は連結売上高が 480.0 億円 (YoY+2.0%)、営業利益が 94.1 億円 (▲4.5%) を予想

通期会社計画の営業利益 103 億円に対しては 8.9 億円の未達を予想。主力 2 事業について、セキュリティ機器事業では 57 億円の計画に対し 1.0 億円の未達、情報機器事業では 27.4 億円の計画に対し 6.4 億円の未達を予想。うち、Silhouette 社では 16.5 百万米ドルの計画に対し 6.7 百万米ドルの未達 (23/6 期以降は現地通貨ベースでの計画開示) を予想する。

セキュリティ機器事業について、売上高は 135.2 億円(+1.1%)、営業利益は 55.9 億円(+1.6%)と、ほぼ横ばいでの推移を予想する。マンション向け売上高が 100.4 億円、一般法人向け売上高が 36.0 億円と微増で推移するものと予想。マンション向けでは、自社更新件数が 5,330 件と前期の賃貸向けにおける更新需要増が一服するが、新規導入件数が 4,050 件と分譲向け及び賃貸向け双方で増加すると見込む。人件費を中心とした販管費増加も、増収効果により相殺可能と見ており営業利益率は前期並みの 41.3%と予想する。

情報機器事業について、売上高は 188.8 億円(+6.0%)、営業利益は 21.0 億円 (▲20.1%) と、増収減益を予想する。Silhouette 社業績(現地通貨ベース)について、売上高 79.4 百万米ドル (▲15.0%)、営業利益 9.8 百万米ドル (▲31.8%) と、供給制約及び需要低下が一定継続することから減収減益も、円安が日本円ベースの業績を下支えすると見る。弊社想定為替 1 ドル 140 円にもとづき、売上高 111.2 億円(+1.4%)、営業利益 13.7 億円 (▲19.0%) と予想する。

主力 2 事業以外について、カード機器及びその他事務用機器事業では連結対象である NBS technologies 子会社 2 社の株式売却による売上・利益剥落を反映し、売上高 30.4 億円 (▲23.4%)、

営業利益 8.6 億円(▲4.3%)と予想する。なお、NBS technologies 社の 22/6 期における売上高は 4.0 億円、営業利益は 0.4 億円であった。脱炭素システム事業について、資源価格高騰に伴う電気料金の上昇を追い風に、商談の進捗が順調であることを考慮した。同社は 23/6 期に売上高 10.0 億円を計画しているが、弊社では少なくとも 7.0 億円の売上高は達成可能と見ており、さらなる上振れ余地に期待したい。

四半期業績について、1Q は連結売上高 116.1 億円(YoY+1.0%)、営業利益は 23.5 億円(▲6.9%)と予想する。セキュリティ機器事業では減収減益を予想。22/6 期 1Q は前述の賃貸マンション向けの更新需要が好調に推移したこと、一般法人向けでも大型案件が寄与するなど好調であった。23/6 期 1Q では、賃貸マンション向けの更新需要は高水準ながら 22/6 期の水準は下回ること、一般法人向けでは大型案件の寄与は織り込んでいないこと、を反映した。情報機器事業では増収減益を予想。現地通貨ベースでは減収減益も、円安が一定の下支えとなる。Silhouette 社業績は売上高 19.9 百万米ドル(▲18.1%)、営業利益 2.5 百万米ドル(▲35.6%)と想定した。

図表17. 四半期業績予想

あいホールディングス (3076) Ymn	FY2021						FY2022							
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	FY	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	H1E	H2E	FYE
売上高	11,499	11,459	12,125	11,976	22,958	24,101	47,059	11,610	12,730	11,690	11,970	24,340	23,660	48,000
YoY	4.5%	-6.8%	3.0%	7.4%	-1.4%	5.1%	1.8%	1.0%	11.1%	-3.6%	-0.1%	6.0%	-1.8%	2.0%
セキュリティ機器事業	3,613	3,212	3,344	3,210	6,825	6,554	13,379	3,380	3,390	3,570	3,180	6,770	6,750	13,520
YoY	14.9%	0.7%	-3.2%	9.1%	7.8%	2.5%	5.1%	-6.4%	5.5%	6.8%	-0.9%	-0.8%	3.0%	1.1%
カード機器及びその他事務用機器事業	1,005	1,004	988	973	2,009	1,961	3,970	760	760	760	760	1,520	1,520	3,040
YoY	4.5%	15.0%	6.4%	5.5%	9.5%	5.9%	7.7%	-24.4%	-24.3%	-23.1%	-21.9%	-24.3%	-22.5%	-23.4%
情報機器事業	4,473	4,161	4,694	4,487	8,634	9,181	17,815	4,960	5,360	3,910	4,650	10,320	8,560	18,880
YoY	-2.8%	-24.8%	7.5%	-5.9%	-14.8%	0.5%	-7.6%	10.9%	28.8%	-16.7%	3.6%	19.5%	-6.8%	6.0%
設計事業	895	1,345	1,466	1,078	2,240	2,544	4,784	980	1,310	1,520	1,070	2,290	2,590	4,880
YoY	-5.9%	30.5%	5.5%	16.5%	13.0%	9.9%	11.3%	9.5%	-2.6%	3.7%	-0.7%	2.2%	1.8%	2.0%
その他	1,511	1,737	1,634	2,229	3,248	3,863	7,111	1,530	1,910	1,930	2,310	3,440	4,240	7,680
YoY	12.9%	4.3%	0.1%	40.3%	8.2%	19.9%	14.2%	1.3%	10.0%	18.1%	3.6%	5.9%	9.8%	8.0%
調整額	2	0	-1	-1	2	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
営業利益	2,525	2,487	2,516	2,322	5,012	4,838	9,850	2,350	2,330	2,460	2,270	4,680	4,730	9,410
YoY	13.7%	1.4%	2.4%	0.2%	7.3%	1.3%	4.3%	-6.9%	-6.3%	-2.2%	-2.2%	-6.6%	-2.2%	-4.5%
営業利益率	22.0%	21.7%	20.8%	19.4%	21.8%	20.1%	20.9%	20.2%	18.3%	21.0%	19.0%	19.2%	20.0%	19.6%
セキュリティ機器事業	1,515	1,339	1,402	1,248	2,854	2,650	5,504	1,400	1,400	1,470	1,320	2,800	2,790	5,590
YoY	16.5%	1.7%	-4.9%	4.4%	9.1%	-0.7%	4.1%	-7.6%	4.6%	4.9%	5.8%	-1.9%	5.3%	1.6%
営業利益率	41.9%	41.7%	41.9%	38.9%	41.8%	40.4%	41.1%	41.4%	41.3%	41.2%	41.5%	41.4%	41.3%	41.3%
カード機器及びその他事務用機器事業	177	231	266	225	408	491	899	260	170	260	170	430	430	860
YoY	17.2%	102.6%	127.4%	106.4%	54.0%	117.3%	83.1%	46.9%	-26.4%	-2.3%	-24.4%	5.4%	-12.4%	-4.3%
営業利益率	17.6%	23.0%	26.9%	23.1%	20.3%	25.0%	22.6%	34.2%	22.4%	34.2%	22.4%	28.3%	28.3%	28.3%
情報機器事業	766	632	663	567	1,398	1,230	2,628	630	500	510	460	1,130	970	2,100
YoY	-7.7%	-34.7%	10.5%	-32.3%	-22.2%	-14.5%	-18.8%	-17.8%	-20.9%	-23.1%	-18.9%	-19.2%	-21.1%	-20.1%
営業利益率	17.1%	15.2%	14.1%	12.6%	16.2%	13.4%	14.8%	12.7%	9.3%	13.0%	9.9%	10.9%	11.3%	11.1%
設計事業	4	120	194	1	124	195	319	0	120	180	30	120	210	330
YoY	33.3%	823.1%	55.2%	-87.5%	675.0%	46.6%	114.1%	-	0.0%	-7.2%	2900.0%	-3.2%	7.7%	3.4%
営業利益率	0.4%	8.9%	13.2%	0.1%	5.5%	7.7%	6.7%	0.0%	9.2%	11.8%	2.8%	5.2%	8.1%	6.8%
その他	70	187	22	314	257	336	593	90	160	70	310	250	380	630
YoY	-	-	-78.8%	121.1%	-	36.6%	303.4%	28.6%	-14.4%	218.2%	-1.3%	-2.7%	13.1%	6.2%
営業利益率	4.6%	10.8%	1.3%	14.1%	7.9%	8.7%	8.3%	5.9%	8.4%	3.6%	13.4%	7.3%	9.0%	8.2%
調整額	-7	-22	-31	-33	-29	-64	-93	-30	-20	-30	-20	-50	-50	-100
経常利益	2,646	2,667	2,797	2,738	5,313	5,535	10,848	2,540	2,480	2,610	2,420	5,020	5,030	10,050
YoY	16.3%	10.0%	5.9%	7.9%	13.0%	6.9%	9.8%	-4.0%	-7.0%	-6.7%	-11.6%	-5.5%	-9.1%	-7.4%
経常利益率	23.0%	23.3%	23.1%	22.9%	23.1%	23.0%	23.1%	21.9%	19.5%	22.3%	20.2%	20.6%	21.3%	20.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,006	1,803	2,024	1,905	3,809	3,929	7,738	1,800	1,740	1,850	1,700	3,540	3,550	7,090
YoY	29.8%	7.8%	11.7%	128.7%	18.4%	48.5%	32.0%	-10.3%	-3.5%	-8.6%	-10.8%	-7.1%	-9.6%	-8.4%
当期純利益率	17.4%	15.7%	16.7%	15.9%	16.6%	16.3%	16.4%	15.5%	13.7%	15.8%	14.2%	14.5%	15.0%	14.8%

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

中長期業績予想

27/6 期までの 5 年平均成長率は連結売上高が年+4.6%、営業利益が年+5.8%を予想

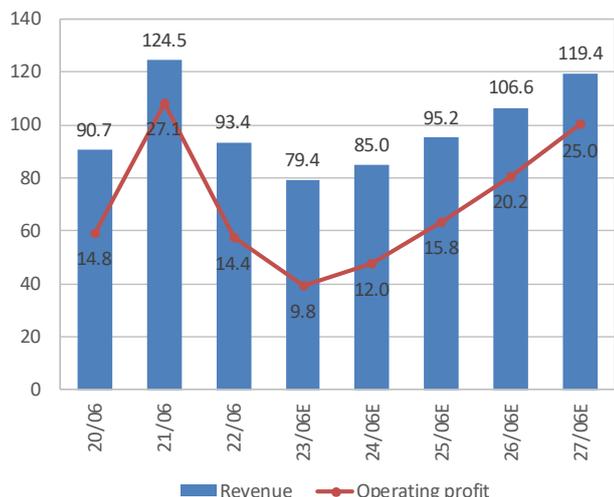
セキュリティ機器事業について、27/6 期までの 5 年平均成長率は売上高が年+3.8%、営業利益が年+3.9%と予想。マンション向け売上高は堅調な増加を見込む一方、一般法人向け売上高は 23/6 期以降横ばい水準を見込んだ。新規導入件数は 23/6 期弊社予想の 4,050 件から年+4.1%で増加し、27/6 期には 4,750 件程度の新規導入が可能と見ている。自社更新件数は 23/6 期弊社予想の 5,330 件から年+3.3%で増加し、27/6 期には 6,060 件となると見ている。賃貸向け自社更新件数は 22/6 期で当面のピークを打ったと考えられ、23/6 期~27/6 期にかけては同水準以下で推移することを織り込んだ。一方、

相対的に高単価の分譲向け自社更新件数構成比が上昇することで、平均単価は上昇に向かうと想定した。営業利益率も現行水準並みを維持可能と見ている。

情報機器事業について、27/6期までの5年平均成長率は売上高が年+6.8%、営業利益が年+11.1%と予想。Silhouette社業績(現地通貨ベース)について、売上高は年+5.0%、営業利益は年+11.7%を予想する。前述の通り、23/6期は減収減益となるものの、24/6期以降は新商品投入、欧州・アジアにおける海外拠点の設立及び販路拡大による成長を織り込んだ。一方、26/6期の売上高は106.6百万米ドル、営業利益は20.2百万米ドルと予想。同社が計画する26/6期の売上高234百万米ドル、営業利益41百万米ドル達成にむけたハードルは高いと見ており、同社計画値に対しては未達の予想としている。今後、計画達成の蓋然性が高まるか注目したい。

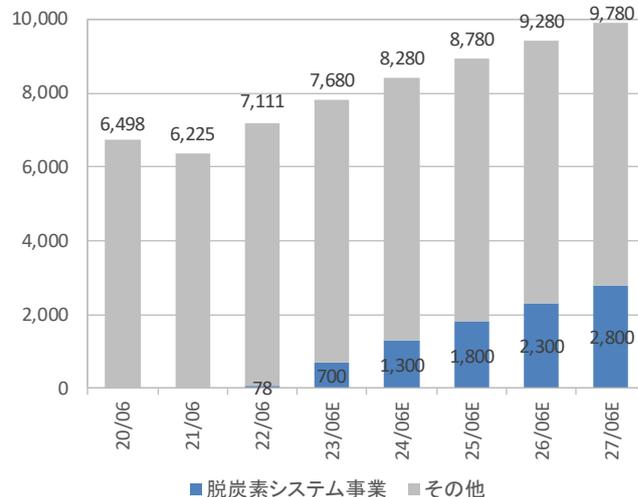
主力2事業以外について、脱炭素システム事業の売上高は、既存の顧客基盤および代理店チャネルを活用した拡販施策が一定の効果をあげることが可能と考え、22/6期の0.8億円からの継続的な業績拡大を見込む。

図表18.Silhouette社:24/6期以降は再度成長局面入りを予想
Silhouette社の売上高(左軸、百万米ドル)と営業利益(右軸、百万米ドル)の推移



出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表19.脱炭素システム事業の業績予想
その他事業売上高と脱炭素システム事業売上高(百万円)の推移



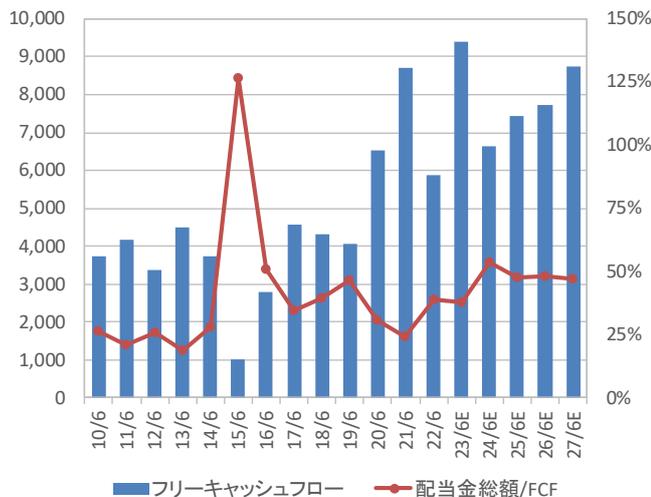
出所:会社資料、SMBC日興証券予想

資本政策と株主還元について

連結FCFは23/6期以降、順調に増加しよう

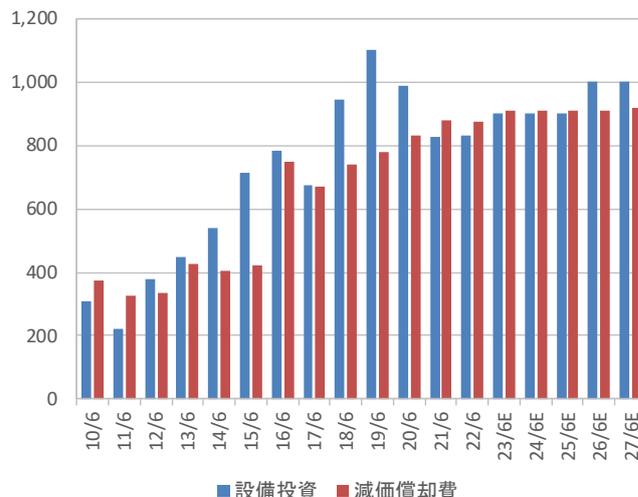
22/6期はセキュリティ機器事業、情報機器事業関連を中心に8.3億円の設備投資を実施。今後、大きな設備投資を行う必要性が低いと考えられることから、弊社では23/6期以降も9.0億円~10.0億円水準の設備投資を見込む。また、減価償却費は23/6期以降、9億円超の水準で推移すると予想。M&Aの有無により変動する可能性はあるものの、既存事業におけるフリーキャッシュフロー創出力は高く、営業CFの増加に伴いFCFも増加基調で推移すると予想する。

図表20.FCF(左軸、百万円)と配当金総額の占める割合(右軸)



出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表21.設備投資と減価償却費の推移(百万円)



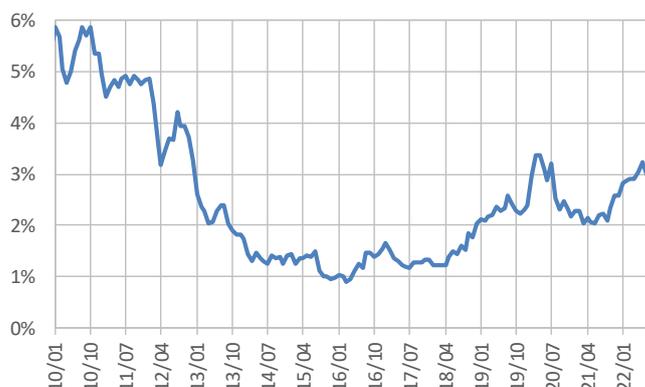
出所:会社資料、SMBC日興証券予想

23/6 期は増配計画、今後も継続的に配当額を引き上げていく方針

同社は配当について、業績及び配当性向等を総合的に勘案して決定する、としている。同社は、10/6 期を除き 2007 年 4 月の上場以降、安定的に増配を実施してきた。22/6 期の年間 1 株当たり配当は 60 円であった。23/6 期は前期比+15 円となる 1 株当たり 75 円を計画。同社によれば、今後も利益水準に応じて増配を行っていく方針とのことである。9 月 30 日時点の同社株価 2,064 円に対する予想配当利回りは 3.6%となっている。弊社では同社の安定配当銘柄としての側面を評価している。今後、株価調整局面においても同社の配当利回りの高さは株価水準のサポートとして機能しよう。

株価下落局面においては、自社株買い期待が生じる可能性はあるが、弊社では同社が自社株買いを実行する可能性は低いと見ている。同社は M&A による外部成長を重要な成長戦略の 1 つとして位置づけていること、同社は財務基盤の安定性を重要視しており無借金経営を継続してきたこと、弊社では M&A 資金を自己株及び手元の現預金で賄う可能性が高いと考えていること、弊社では同社が継続的な増配により株主還元を強化していくと考えていること、などが理由。なお、過去には 12/6 期に 35 億円の自社株買いを行った経緯がある。

図表22.配当利回りの推移



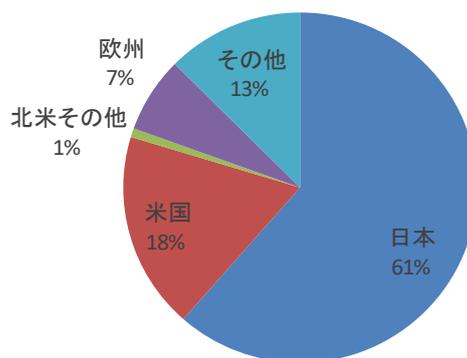
会計期	期末株価	DPS
07/6期	632	8.0円
08/6期	558	20.0円
09/6期	338	20.0円
10/6期	296	16.0円
11/6期	328	16.0円
12/6期	432	16.0円
13/6期	874	20.0円
14/6期	1,843	24.0円
15/6期	2,166	30.0円
16/6期	2,387	30.0円
17/6期	3,025	36.0円
18/6期	2,402	38.0円
19/6期	1,740	40.0円
20/6期	1,554	45.0円
21/6期	2,190	45.0円
22/6期	1,550	60.0円
23/6期CE	-	75.0円

出所:QUICK、会社資料、SMBC日興証券

地域別売上構成比

22/6 期における同社の海外売上比率は約 38%であった。同社はセグメント別の海外売上構成比を開示していないが、セキュリティ機器事業及び設計事業は国内売上が主体であることから、海外売上の大半がグラフテック社(情報機器事業、カード機器及びその他事務用機器、その他事業の一部)における売上となっていると思われる。これらの事業においては、足元における円安傾向は、日本円ベースの業績押し上げ要因として作用しよう。上述の通り、情報機器事業の Silhouette 社における 23/6 期業績は現地通貨ベースで減収減益を予想しているが、円安恩恵享受により日本円ベースでは増収減益を予想する。なお、弊社業績予想においては為替レート 1ドル=140 円を用いた。

図表23.22/6 期実績: 地域別売上高構成比



出所: 会社資料、SMBC日興証券

リスク

リスク要因は、(1) 景況感悪化に伴う設備投資意欲の低下、(2) 部材及び完成品の調達環境の悪化、(3) 急激な為替変動、(4) 競争環境の激化、(5) 技術革新による市場消失、(6) 経営者の世代交代、など。

設備投資意欲の低下

同社が展開する事業の多くは、企業を顧客とする B to B ビジネスとなっており、顧客の設備投資動向に業績が左右される。例えば、情報機器事業では広告・サイン事業者が、カード発行機器及びその他事務用機器では金融機関や医療機関向け、鉄骨メーカーが主な仕向先となっている。また、セキュリティ機器の一部、設計事業、その他事業では業種を問わず企業顧客向けに商品・サービスを展開している。今後、景況感悪化に伴いこれらの顧客企業において設備投資意欲の低下が生じた場合、案件の中止・後ろ倒しにより同社業績に影響を及ぼす可能性がある。

技術革新による市場消失

同社の属する市場の多くはニッチかつ成熟した市場となっており、今後も市場シェアの高さを背景に堅調な業績推移を弊社では予想する。一方、他社における技術革新により、同社のキャッシュフロー創出力の源泉となっている市場が消失した場合、同社の売上・利益の剥落など影響を及ぼす可能性がある。例えば、同社の主要事業会社であるグラフテック社はもともとコア事業の CAD 用ペンプロッタ事業においてグローバルな市場シェアを有していたが、インクジェットプリンタの出現により同市場が急激に縮小し、業績及び財務体質が悪化した経緯がある。

経営者の世代交代

同社は、現 代表取締役会長・CEO を務める佐々木秀吉氏が 1994 年にドッドウェル ビー・エム・エスの代表取締役就任以降、M&A 及び時代に合わせた事業ポートフォリオの転換等を通じて、業績を拡大してきた。同氏は同社の採用や経営全般の意思決定及び M&A 先の選定やその後の PMI 戦略等において重要な役割を担っている。今後、世代交代により同氏が担ってきた役割を遂行できる経営陣が不在となった場合、同社業績に影響を及ぼす可能性がある。

図表24. 連結損益計算書

あいホールディングス (3076) Ymn	FY2019 20/6	FY2020 21/6	FY2021 22/6	FY2022E 23/6E	FY2023E 24/6E	FY2024E 25/6E	FY2025E 26/6E	FY2026E 27/6E
PL								
売上高	43,179	46,219	47,059	48,000	50,290	53,220	55,860	59,030
YoY	-15.4%	7.0%	1.8%	2.0%	4.8%	5.8%	5.0%	5.7%
売上原価	23,072	24,502	24,686	25,400	26,900	28,700	30,300	32,200
原価率	53.4%	53.0%	52.5%	52.9%	53.5%	53.9%	54.2%	54.5%
売上総利益	20,106	21,716	22,373	22,600	23,390	24,520	25,560	26,830
YoY	-6.5%	8.0%	3.0%	1.0%	3.5%	4.8%	4.2%	5.0%
粗利率	46.6%	47.0%	47.5%	47.1%	46.5%	46.1%	45.8%	45.5%
販管費	12,509	12,268	12,522	13,190	13,280	13,410	13,580	13,750
原価率	29.0%	26.5%	26.6%	27.5%	26.4%	25.2%	24.3%	23.3%
営業利益	7,596	9,447	9,850	9,410	10,110	11,110	11,980	13,080
YoY	-9.7%	24.4%	4.3%	-4.5%	7.4%	9.9%	7.8%	9.2%
営業利益率	17.6%	20.4%	20.9%	19.6%	20.1%	20.9%	21.4%	22.2%
営業外損益	338	432	998	640	190	190	190	190
経常利益	7,935	9,879	10,848	10,050	10,300	11,300	12,170	13,270
YoY	-8.1%	24.5%	9.8%	-7.4%	2.5%	9.7%	7.7%	9.0%
経常利益率	18.4%	21.4%	23.1%	20.9%	20.5%	21.2%	21.8%	22.5%
特別損益	-1,173	-515	139	0	0	0	0	0
税引前利益	6,762	9,365	10,987	10,050	10,300	11,300	12,170	13,270
法人税等合計	2,127	3,490	3,236	2,940	3,260	3,560	3,820	4,140
税率	31.5%	37.3%	29.5%	29.3%	31.7%	31.5%	31.4%	31.2%
非支配株主に帰属する当期純利益	13	11	11	20	20	20	20	20
親会社株主に帰属する当期純利益	4,620	5,863	7,738	7,090	7,020	7,720	8,330	9,110
YoY	-14.2%	26.9%	32.0%	-8.4%	-1.0%	10.0%	7.9%	9.4%
当期純利益率	10.7%	12.7%	16.4%	14.8%	14.0%	14.5%	14.9%	15.4%

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表25.セグメント別業績予想

あいホールディングス (3076) Ymn	FY2019 20/6	FY2020 21/6	FY2021 22/6	FY2022E 23/6E	FY2023E 24/6E	FY2024E 25/6E	FY2025E 26/6E	FY2026E 27/6E
セグメント別業績								
セキュリティ機器								
売上高	12,485	12,731	13,379	13,520	14,250	15,070	15,440	16,130
YoY	-0.3%	2.0%	5.1%	1.1%	5.4%	5.8%	2.5%	4.5%
営業利益	5,112	5,286	5,504	5,590	5,890	6,230	6,380	6,660
YoY	-1.6%	3.4%	4.1%	1.6%	5.4%	5.8%	2.4%	4.4%
営業利益率	40.9%	41.5%	41.1%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
カード機器及びその他事務用機器								
売上高	4,349	3,686	3,970	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040
YoY	-32.0%	-15.2%	7.7%	-23.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益	697	491	899	860	860	860	860	860
YoY	-30.3%	-29.6%	83.1%	-4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益率	16.0%	13.3%	22.6%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
情報機器								
売上高	15,214	19,277	17,815	18,880	19,740	21,250	22,920	24,800
YoY	-3.1%	26.7%	-7.6%	6.0%	4.6%	7.6%	7.9%	8.2%
営業利益	1,354	3,236	2,628	2,100	2,450	3,050	3,700	4,440
YoY	-9.6%	139.0%	-18.8%	-20.1%	16.7%	24.5%	21.3%	20.0%
営業利益率	8.9%	16.8%	14.8%	11.1%	12.4%	14.4%	16.1%	17.9%
設計								
売上高	4,631	4,297	4,784	4,880	4,980	5,080	5,180	5,280
YoY	1.4%	-7.2%	11.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%
営業利益	341	149	319	330	340	360	390	430
YoY	-13.0%	-56.3%	114.1%	3.4%	3.0%	5.9%	8.3%	10.3%
営業利益率	7.4%	3.5%	6.7%	6.8%	6.8%	7.1%	7.5%	8.1%
その他								
売上高	6,498	6,225	7,111	7,680	8,280	8,780	9,280	9,780
YoY	-45.1%	-4.2%	14.2%	8.0%	7.8%	6.0%	5.7%	5.4%
営業利益	-51	147	593	630	670	710	750	790
YoY	-	-	303.4%	6.2%	6.3%	6.0%	5.6%	5.3%
営業利益率	-0.8%	2.4%	8.3%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表26.シナリオ別分析

あいホールディングス (3076) Ymn	FY2021 22/6	Bull case					Bear case				
		FY2022E 23/6E	FY2023E 24/6E	FY2024E 25/6E	FY2025E 26/6E	FY2026E 27/6E	FY2022E 23/6E	FY2023E 24/6E	FY2024E 25/6E	FY2025E 26/6E	FY2026E 27/6E
PL											
売上高	47,059	50,320	53,940	58,620	63,330	69,060	45,650	47,000	48,480	49,520	50,900
YoY	1.8%	6.9%	7.2%	8.7%	8.0%	9.0%	-3.0%	3.0%	3.1%	2.1%	2.8%
売上原価	24,686	26,600	28,800	31,600	34,300	37,600	24,200	25,200	26,200	26,900	27,800
原価率	52.5%	52.9%	53.4%	53.9%	54.2%	54.4%	53.0%	53.6%	54.0%	54.3%	54.6%
売上総利益	22,373	23,720	25,140	27,020	29,030	31,460	21,450	21,800	22,280	22,620	23,100
YoY	3.0%	6.0%	6.0%	7.5%	7.4%	8.4%	-4.1%	1.6%	2.2%	1.5%	2.1%
粗利率	47.5%	47.1%	46.6%	46.1%	45.8%	45.6%	47.0%	46.4%	46.0%	45.7%	45.4%
販管費	12,522	13,410	13,620	13,840	14,180	14,530	12,980	13,000	13,050	13,130	13,200
原価率	26.6%	26.6%	25.3%	23.6%	22.4%	21.0%	28.4%	27.7%	26.9%	26.5%	25.9%
営業利益	9,850	10,310	11,520	13,180	14,850	16,930	8,470	8,800	9,230	9,490	9,900
YoY	4.3%	4.7%	11.7%	14.4%	12.7%	14.0%	-14.0%	3.9%	4.9%	2.8%	4.3%
営業利益率	20.9%	20.5%	21.4%	22.5%	23.4%	24.5%	18.6%	18.7%	19.0%	19.2%	19.4%
営業外損益	998	640	190	190	190	190	640	190	190	190	190
経常利益	10,848	10,950	11,710	13,370	15,040	17,120	9,110	8,990	9,420	9,680	10,090
YoY	9.8%	0.9%	6.9%	14.2%	12.5%	13.8%	-16.0%	-1.3%	4.8%	2.8%	4.2%
経常利益率	23.1%	21.8%	21.7%	22.8%	23.7%	24.8%	20.0%	19.1%	19.4%	19.5%	19.8%
特別損益	139	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	10,987	10,950	11,710	13,370	15,040	17,120	9,110	8,990	9,420	9,680	10,090
法人税等合計	3,236	3,200	3,680	4,160	4,660	5,270	2,650	2,860	2,990	3,070	3,200
税率	29.5%	29.2%	31.4%	31.1%	31.0%	30.8%	29.1%	31.8%	31.7%	31.7%	31.7%
非支配株主に帰属する当期純利益	11	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
親会社株主に帰属する当期純利益	7,738	7,730	8,010	9,190	10,360	11,830	6,440	6,110	6,410	6,590	6,870
YoY	32.0%	-0.1%	3.6%	14.7%	12.7%	14.2%	-16.8%	-5.1%	4.9%	2.8%	4.2%
当期純利益率	16.4%	15.4%	14.8%	15.7%	16.4%	17.1%	14.1%	13.0%	13.2%	13.3%	13.5%
セグメント別業績											
セキュリティ機器											
売上高	13,379	13,880	14,760	15,750	16,170	16,900	11,830	12,250	12,730	12,760	13,130
YoY	5.1%	3.7%	6.3%	6.7%	2.7%	4.5%	-11.6%	3.6%	3.9%	0.2%	2.9%
営業利益	5,504	5,740	6,100	6,510	6,680	6,980	4,900	5,070	5,270	5,280	5,430
YoY	4.1%	4.3%	6.3%	6.7%	2.6%	4.5%	-11.0%	3.5%	3.9%	0.2%	2.8%
営業利益率	41.1%	41.4%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%	41.4%	41.4%	41.4%	41.4%	41.4%
カード機器及びその他事務用機器											
売上高	3,970	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040
YoY	7.7%	-23.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-23.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益	899	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860
YoY	83.1%	-4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益率	22.6%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
情報機器											
売上高	17,815	20,840	22,880	25,970	29,660	34,060	18,220	18,450	18,850	19,260	19,670
YoY	-7.6%	17.0%	9.8%	13.5%	14.2%	14.8%	2.3%	1.3%	2.2%	2.2%	2.1%
営業利益	2,628	2,850	3,650	4,840	6,270	7,970	1,850	1,960	2,130	2,310	2,490
YoY	-18.8%	8.4%	28.1%	32.6%	29.5%	27.1%	-29.6%	5.9%	8.7%	8.5%	7.8%
営業利益率	14.8%	13.7%	16.0%	18.6%	21.1%	23.4%	10.2%	10.6%	11.3%	12.0%	12.7%
設計											
売上高	4,784	4,880	4,980	5,080	5,180	5,280	4,880	4,980	5,080	5,180	5,280
YoY	11.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%
営業利益	319	330	340	360	390	430	330	340	360	390	430
YoY	114.1%	3.4%	3.0%	5.9%	8.3%	10.3%	3.4%	3.0%	5.9%	8.3%	10.3%
営業利益率	6.7%	6.8%	6.8%	7.1%	7.5%	8.1%	6.8%	6.8%	7.1%	7.5%	8.1%
その他											
売上高	7,111	7,680	8,280	8,780	9,280	9,780	7,680	8,280	8,780	9,280	9,780
YoY	14.2%	8.0%	7.8%	6.0%	5.7%	5.4%	8.0%	7.8%	6.0%	5.7%	5.4%
営業利益	593	630	670	710	750	790	630	670	710	750	790
YoY	303.4%	6.2%	6.3%	6.0%	5.6%	5.3%	6.2%	6.3%	6.0%	5.6%	5.3%
営業利益率	8.3%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表27. 連結貸借対照表、連結キャッシュフロー計算書

あいホールディングス (3076) Ymn	FY2019 20/6	FY2020 21/6	FY2021 22/6	FY2022E 23/6E	FY2023E 24/6E	FY2024E 25/6E	FY2025E 26/6E	FY2026E 27/6E
BS								
流動資産合計	40,333	46,997	55,513	58,900	62,820	67,600	72,520	78,110
現金・預金	25,507	32,058	36,483	42,330	45,420	49,290	53,290	57,920
売掛金	6,296	6,653	7,049	7,190	7,530	7,970	8,370	8,840
棚卸資産	6,302	5,656	6,443	6,630	7,020	7,490	7,910	8,400
その他	2,228	2,630	5,538	2,750	2,850	2,850	2,950	2,950
固定資産合計	20,644	19,637	19,905	19,930	20,050	20,170	20,440	20,700
有形固定資産	9,573	9,504	9,579	9,520	9,470	9,430	9,500	9,560
無形固定資産	2,603	2,280	1,852	1,740	1,610	1,470	1,370	1,270
のれん	2,196	1,987	1,566	1,400	1,230	1,060	940	820
その他	407	293	286	340	380	410	430	450
投資その他の資産	8,467	7,852	8,473	8,770	9,070	9,370	9,670	9,970
資産合計	60,977	66,635	75,418	78,830	82,870	87,770	92,960	98,810
流動負債合計	6,727	7,934	10,457	10,280	10,800	11,480	12,030	12,840
買掛金	2,792	4,250	3,951	4,100	4,300	4,600	4,800	5,200
短期有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0
未払金・未払費用	1,483	1,236	1,442	1,470	1,540	1,630	1,710	1,810
その他	2,452	2,448	5,064	4,710	4,960	5,250	5,520	5,830
固定負債合計	4,719	4,935	3,623	3,660	3,690	3,720	3,750	3,780
長期有利子負債	1,090	1,022	986	990	990	990	990	990
その他	3,629	3,913	2,637	2,670	2,700	2,730	2,760	2,790
負債合計	11,446	12,870	14,081	13,940	14,490	15,200	15,780	16,620
自己資本	49,473	53,696	61,256	64,790	68,260	72,430	77,020	82,010
非支配株主持分	57	69	81	100	120	140	160	180
純資産合計	49,530	53,765	61,337	64,890	68,380	72,570	77,180	82,190
負債・純資産合計	60,977	66,635	75,418	78,830	82,870	87,770	92,960	98,810
CF								
営業活動によるキャッシュフロー合計	5,578	9,372	8,095	10,190	7,520	8,300	8,720	9,730
当期純利益	4,620	5,863	7,738	7,090	7,020	7,720	8,330	9,110
減価償却費	831	879	876	910	910	910	910	920
のれん償却額	201	177	172	170	170	170	120	120
減損損失	226	106	672	0	0	0	0	0
運転資本増減	-609	1,711	-879	-180	-530	-610	-620	-560
その他	309	636	-484	2,200	-50	110	-20	140
投資活動によるキャッシュフロー合計	960	-656	-2,207	-790	-880	-880	-980	-980
有形・無形固定資産の取得	-696	-694	-826	-900	-900	-900	-1,000	-1,000
その他	1,656	38	-1,381	110	20	20	20	20
フリーキャッシュフロー	6,538	8,716	5,888	9,400	6,640	7,420	7,740	8,750
財務活動によるキャッシュフロー合計	-2,319	-2,465	-2,848	-3,550	-3,550	-3,550	-3,740	-4,120
有利子負債の純増減額	0	0	0	-332	0	0	0	0
配当金の支払額	-1,996	-2,128	-2,275	-3,550	-3,550	-3,550	-3,740	-4,120
その他	-323	-337	-573	332	0	0	0	0
現金・現金同等物に係る換算額	-29	301	1,384	0	0	0	0	0
現金・現金同等物の純増減額	4,189	6,551	4,423	5,850	3,090	3,870	4,000	4,630
現金・現金同等物の期首残高	21,271	25,461	32,012	36,483	42,330	45,420	49,290	53,290
その他の変更による影響額	0	0	0	0	0	0	0	0
現金・現金同等物の期末残高	25,507	32,058	36,483	42,330	45,420	49,290	53,290	57,920

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

Appendix

マネジメント

図表28. マネジメント一覧

役職	氏名	概要
取締役会長(代表取締役) 最高経営責任者 (CEO)	佐々木 秀吉	元東洋ホーム代表取締役
取締役社長 (代表取締役)	荒川 康孝	元アイワ社員
取締役 管理本部長	吉田 周二	元グラフィック社員
取締役 経営戦略本部長	山本 裕之	元ドットウエルビー・エム・エス社員
取締役	三山 裕三	弁護士
取締役	河本 博隆	元通商産業省、国土交通省など
取締役	佐野 恵子	元ヘインキャピタルなど
常勤監査役	関 和司	元ドットウエルビー・エム・エス社員
監査役	安達 一彦	弁護士
監査役	皆 真希	弁護士

注:2022年6月時点

出所:会社資料、SMBC日興証券

株主構成

図表29. 大株主一覧

順位	法人・個人名	保有割合 (%)
1	佐々木秀吉	24.51
2	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	14.41
3	株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	5.25
4	光通信	3.51
5	S M B C 日興証券	2.71
6	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE FIDELITY FUNDS	1.85
7	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505103	1.73
8	第一生命保険株式会社	1.6
9	あいホールディングス社員持ち株会	1.58
10	野村信託銀行株式会社 (退職給付信託・三菱UFJ信託銀行口)	1.35

注:2022年6月時点

出所:会社資料、SMBC日興証券

沿革

図表30. 沿革

年月	概要
2007 02	株式会社ドッドウエル ビー・エム・エス及びグラフィック株式会社の株主総会において、両社が共同で株式移転の方法により同社を設立し、両社が完全子会社となることについて承認決議。
2007 04	同社設立。 東京証券取引所市場第一部へ株式上場。
2007 07	株式会社U S T A G Eの株式を第三者割当増資の引受けにより取得し、同社の子会社とする。
2008 07	株式会社ニューロンの株式を取得し、同社の子会社とする。また、株式会社ニューロンの100%子会社であるNEURON ELECTRONICS, INC.についても同社の子会社とする。
2009 01	株式会社塩見設計の株式を取得し、同社の子会社とする。
2009 02	株式会社塩見設計が構造設計、耐震診断・補強設計及び建築設計事業を譲受け、設計事業を開始。
2009 07	あいエンジニアリング株式会社を設立。
2009 09	Silhouette America, Inc.を設立。
2010 07	株式会社塩見設計が商号を株式会社あい設計に変更。
2013 02	株式会社ディーマテリアルが商号を環境ソリューションズ株式会社に変更。
2013 03	GRAPHTEC LATIN AMERICA SAを設立。
2013 06	グラフィック ヨーロッパ B.V.を解散。
2014 06	Graphtec Digital Solutions, Inc.を設立。
2015 03	NBS Technologies Inc.及び同社子会社5社の株式を取得し、同社の子会社とする。
2015 05	株式会社プロメックが商号をN B Sカード株式会社に変更。
2015 07	Aspex Research and Technology Ltd.の株式を取得し、同社の子会社とする。
2015 08	Aspex Research and Technology Ltd.が商号をSilhouette Research & Technology Ltd.に変更。
2015 10	株式会社メディックの株式を取得し、同社の子会社とする。
2016 04	ブルース株式会社の株式を取得し、同社の子会社とする。
2016 06	株式会社エスエヌユニットの株式を取得し、同社の子会社とする。
2016 11	株式会社アレスシステムの株式を取得し、同社の子会社とする。
2017 03	アドバンスフードテック株式会社の株式を取得し、同社の子会社とする。
2017 05	GRAPHTEC LATIN AMERICA SAが商号をSilhouette Latin America S.A.に変更。
2017 07	グラフィック株式会社が株式会社ニューロンを吸収合併。
2018 02	イシモリテクニクス株式会社の株式を取得し、同社の子会社とする。
2018 12	環境ソリューションズ株式会社が商号をあい環境計画株式会社に変更。 N B Sカード株式会社が商号を株式会社アイフイックに変更。
2019 03	社の公園ゴルフクラブ株式会社の株式を追加取得し、同社の子会社とする。
2019 07	グラフィック株式会社がアドバンスフードテック株式会社を吸収合併。 中央設計株式会社を売却。
2019 09	Graphtec Digital Solutions, Inc.を清算。 NBS Technologies SASを売却。
2020 05	GRAPHTEC ASIA PACIFIC CO.,LTD.を設立。
2020 10	株式会社ドッドウエル ビー・エム・エスがあい環境計画株式会社を吸収合併
2021 02	株式会社アレスシステムを売却。
2021 03	Graphtec Europe B.V.を設立。

出所: 会社資料、SMBC日興証券

補 足

本調査レポートはFINRA並びにSIPCまたはその関連会社に登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc. (以下「SI社」といいます)の米国外関連会社であるSMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)のアナリストが作成したものです。以下、SMBC NIKKOとは、弊社、SI社、および、その他(法律で適用される範囲での)関連会社を指します。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わった米国外のアナリストは、FINRAには登録していません。この米国外のアナリストはSI社に所属しないため、FINRA Rules 2241および2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。

本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。当該レポートが米国内または米国の投資家に提供される限りにおいてSI社はその内容に責任を負います。

【アナリストによる証明】

SMBC NIKKOが発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

【投資評価の分布】

SMBC NIKKOがカバーしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとにSMBC NIKKOが投資銀行業務を過去12か月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2022年10月16日現在)

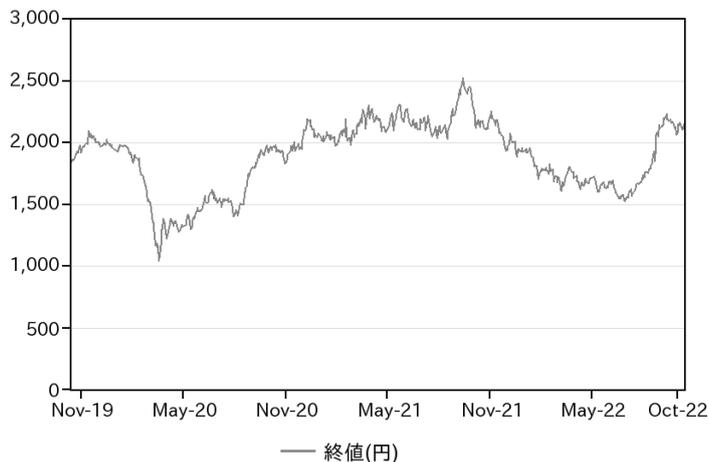
	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1)全調査対象銘柄	40%	55%	3%	2%
(2)投資銀行部門の顧客	25%	29%	24%	50%

※SMBC NIKKOの投資評価である1(アウトパフォーム)、2(中立)、3(アンダーパフォーム)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、SMBC NIKKOの投資評価は、下記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。その他は、NR、RS、リサーチ制限銘柄を指しています。

【株価チャート、投資評価と目標株価の推移】

(2022年10月14日現在)

あい ホールディングス(3076)/ 中小型成長株



株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

【投資評価及び株価情報の説明】

目標株価は、SMBC NIKKOのアナリストが今後6～12カ月の期間に達すると予想している株価水準です。
目標株価の算出根拠とリスクについては、本調査レポートまたはWEBディスクロージャーをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。

投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。

- 1(アウトパフォーム)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
 - 2(中立)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
 - 3(アンダーパフォーム)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
- NR：投資評価を実施しない場合。
RS：一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- 強気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
中立：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
弱気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当するSMBC NIKKOのセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

【対象会社に関する特記事項】

以下の開示情報は、SMBC NIKKOと対象会社との関係性を示しています。

米国等含む規制当局から求められる対象会社に関する開示事項は以下に、米国以外の規制当局のみから求められる開示事項はさらにその下に記載しています。

【米国規制等で求められている開示情報】

2. SMBC NIKKOの役員は、本調査レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
- 3-1. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の1%以上(ただし規制上合算することを求められていない関連会社分を除く)を保有しています(前月末時点)：あい ホールディングス
4. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12か月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として過去12か月以内に報酬を受領しています：該当なし
6. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として今後3 か月以内に報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：該当なし
7. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から過去12か月以内に投資銀行業務以外の業務に係る報酬を受領しています：該当なし
8. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：該当なし
9. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務以外の証券業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：該当なし
10. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と証券業務以外の業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：該当なし
11. SMBC NIKKOは、株式のマーケットメイク業務およびリクイディティ・プロバイダー(LP)業務を行っていません。
12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券を保有しています：該当なし
15. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、過去12か月間に本調査レポートの対象会社から報酬を受領しています：該当なし(2022年10月14日現在)

【米国以外の規制上求められている追加開示情報】

1. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります(ただし合算することを求められていない関連会社分を除く)：該当なし
- 3-2. SMBC NIKKOは、0.5%超(ただし合算することを求められていない関連会社の保有分を除く)の株式ネットロングポジションを保有しています(本調査レポート発行日の2営業日前時点)：該当なし
- 3-3. SMBC NIKKOは、0.5%超(ただし合算することを求められていない関連会社の保有分を除く)の株式ネットショートポジションを保有しています(本調査レポート発行日の2営業日前時点)：該当なし

(2022年10月14日現在)

【その他の重要開示情報(米国)】

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含むSMBC NIKKO全体の収益に基づき支払われています。

本調査レポートの発行ならびに配布時点において、アナリストまたは当該本調査レポートの内容に影響力を持つ関係者が知るまたは知り得る、当該アナリストまたはSMBC NIKKOにおける重要な利益相反はありません。

本調査レポートは、SMBC NIKKOが信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任においてご使用ください。

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC NIKKOが情報の提供を目的に作成したものです。

本調査レポートにある情報の使用による結果について、SMBC NIKKOが責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本調査レポートは米国では機関投資家向けにのみ配信を想定しています。

SMBC NIKKOのリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。SMBC NIKKOはかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。SMBC NIKKO及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

【その他の重要開示情報(米国外)】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC NIKKOが情報の提供を目的に作成したものです。

本調査レポートにある情報の使用による結果について、SMBC NIKKOが責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

SMBC NIKKOのリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。SMBC NIKKOはかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。SMBC NIKKO及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。SMBC NIKKOは本調査レポート上での推奨に関して対象会社と契約を締結していません。

本調査レポートは、SMBC NIKKOから配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても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。本調査レポートに関するお問い合わせは、営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、SMBC NIKKOまたは各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

【手数料等について(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)]

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.265%(ただし、最低手数料5,500円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると同時に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

[弊社の商号等]

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

[弊社の加入協会]

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

国別・地域別の開示事項

日本国外への本調査レポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[カナダ] 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[英国、ヨーロッパ、中東およびアフリカ、("EMEA")] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited (以下「CMLN社」といいます)あるいはSMBC Bank EU AG (以下「SMBC EU社」といいます)がEMEA内で配布します。対象顧客と特別の合意が無い場合、英国所在の顧客へのレポートはCMLN社によって配布される点にご留意ください。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはSMBC EU社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはSMBC EU社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります、その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited (所在地: 100 Liverpool Street, London EC2M 2AT, 電話番号: +44 (0)20 4507 1000、イングランドにおいて登録済み (No.02418137))は、金融行動監視機構 (Financial Conduct Authority、所在地: 12 Endeavour Square, London, E20 1JIN)の認可を受け、監督下にあります。

<https://www.smbcgroup.com/emea/notices-reporting/mifid-ii>

SMBC Bank EU AG (所在地: Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登録番号 HRB110214)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin")の認可を受け、監督下にあります。

<https://www.smbcgroup.com/emea/group-companies/smbc-bank-eu-ag/>

<https://www.smbcgroup.com/emea/notices-reporting/mifid-ii>

[アラブ首長国連邦] 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされており、本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。

[香港] (SMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます) Private Wealthのお客様向けディスクレマー) 本調査レポートは、NKSG社によってシンガポールから配布されます。NKSG社はシンガポールのMonetary Authority of Singapore から認可を受けています。本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。本調査レポートはお客様の要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。

[シンガポール] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます)によって配布されるものです。NKSG社は、Financial Advisers Act (Cap.110) (以下「FAA」といいます)において定義されるexempt financial adviserであり、Monetary Authority of Singaporeの監督下にあります。本調査レポートは、NKSG社の海外の関係会社が作成したものであり、Financial Advisers Regulations (以下「FAR」といいます)のRegulation 32Cの規定に準じてNKSG社が配布します。本調査レポートを受領したお客様は、自身がFARにおいて定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。NKSG社は、NKSG社がお客様に提供する金融アドバイザリーサービスにおいて、FAA、FAR、その他関連の通達やガイドライン等による特定のコンプライアンス遵守の適用から除外される場合があります。具体的には、(i)FAAセクション25 (FARのRegulation 33(1))に基づく、(ii)FAAセクション27 (FARのRegulation 34(1))に基づく、(iii)FAAセクション36 (FARのRegulation 35(1))に基づくが該当します。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、シンガポールにおける有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いいたします。

[タイ] 本調査レポートは受領されたお客様にのみ配布され、その他何人もこの情報に基づいて行動することはできません。本調査レポートはお客様からの要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。本調査レポートの内容はタイ証券取引委員会又はその他タイ規制当局の許可・承認を得たものでもなく、またそれら機関に登録されたものでもありません。本調査レポートに含まれる情報は、SMBC日興証券株式会社又は

タイのグループ会社による有価証券又はそれに関連する商品に係る提案、勧誘、広告、募集、販売、投資助言又は何らかのサービスの利用の勧誘を目的としたものでもなく、またそれらの行為を構成するものでも一切ありません。お客様に書面又は口頭で伝達、転送又は開示されたかどうかに関わらず、SMBC日興証券株式会社、その代表者、取締役、従業員及びその他SMBC日興証券株式会社と関係のある企業のいずれにおいても、本調査レポートの内容あるいはその他の情報が完全、正確であることは、明示的、黙示的にも表明・保証いたしかねます。

[マレーシア] 本調査レポートは、お客様の要望に基づきマレーシア国外から配布されます。マレーシア居住者に提供されるサービスは、いずれもマレーシア居住者からの特定の要望に基づいたものであり、マレーシア国外からオフショアベースでのみ提供されます。本調査レポートの配布は同様に特定の要望に基づいて配布されるものであり、受領者以外への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。

当該業務の本質上、SMBC日興セキュリティーズ(シンガポール)は、マレーシア居住者に対し金融商品に言及した資料や情報をマレーシア国外から提供する場合があります。当該資料や情報または本調査レポートに含まれる情報のいずれもマレーシアでの有価証券の募集の申込み、購入、またはそれらの勧誘、商品販売を目的としたものではなく、またそれらの行為を構成するものでもありません。当レポートの配布および内容はthe Securities Commission of Malaysiaから確認や認可を受けておりません。

[インドネシア] 本調査レポートに含まれる情報は一般的な情報であり、Indonesian capital markets laws and regulationsが定義する特定の証券または金融サービス・商品のインドネシア国内での発行や販売、あるいは購入または募集の申込みを推奨するものではありません。また、レポート受領者の特定のニーズや金融状況を考慮しているものでもありません。本調査レポートの内容は、妥当性または適切性においてインドネシア規制当局の認可・承認・確認を受けておりません。

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部