

# ホリスティック企業レポート クレストック 7812 東証 JQS

フル・レポート  
2015年11月13日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20151110

## “トリセツ”業界のグローバルニッチプレーヤー 展開地域と提供サービスの拡大で成長を目指す

### 1. 会社概要

- クレストック(以下、同社)は、各種製品に添付する取扱説明書や技術者向け修理マニュアルなどの作成から、世界 90 言語以上への翻訳、海外での梱包材の印刷・製造まで、顧客の海外展開を総合的にサポートするユニークな「その他製品」メーカーである。

アナリスト: 大間知淳  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

- 14/6 期～15/6 期の連結業績は年平均 12.0%増収、61.2%営業増益と、国内の収益性改善と東南アジアの利益寄与の本格化により、好調な推移となった。
- 他社との比較では、規模や収益性、安全性の観点では相対的な魅力に乏しいが、成長性に関しては、直近 2 期の比較においては最も良好なパフォーマンスであった。

#### 【主要指標】

	2015/11/6
株価 (円)	1,099
発行済株式数 (株)	3,248,900
時価総額 (百万円)	3,571

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	8.0	9.6	8.3
PBR (倍)	0.9	0.9	0.8
配当利回り (%)	2.7	3.2	3.6

### 3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、顧客の海外展開を総合的にサポートすることを目指して、現状の周辺へと事業領域と展開地域を広げてゆく事業拡大姿勢にある。

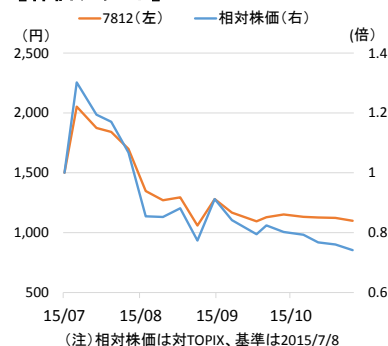
#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-2.1	-12.8	—
対TOPIX (%)	-2.5	-14.3	—

### 4. 経営戦略の分析

- 電機、輸送機器以外の業種に属する顧客の拡大や、既存事業の川上・川下分野への事業領域の拡大、既存事業の深化などにより、今後の成長を目指している。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- 同社の中核事業は取扱説明書の作成、翻訳であるが、顧客のコアコンピタンスである製品の開発、製造、販売以外の領域に対して、特に海外で総合的なアウトソーシングの担い手になろうとしており、結果として、その経営姿勢が国内重視の競合他社に対する差別化要因となった。
- 日系の電機、輸送機器メーカーを中心とした顧客構成に変化が見られれば、株式市場の評価も変わる可能性があるだろう。

#### 【7812 クレストック 業種：その他製品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2014/6	13,241	12.7	496	98.2	483	10.9	200	125.2	71.4	881.5	5.0
2015/6	14,733	11.3	650	31.1	729	50.7	398	98.4	137.1	1,166.3	30.0
2016/6 CE	15,724	6.7	728	12.0	602	-17.4	366	-8.2	113.0	—	未定
2016/6 E	15,539	5.5	718	10.4	612	-16.0	371	-6.9	114.3	1,210.0	35.0
2017/6 E	16,543	6.5	810	12.8	726	18.6	432	16.6	133.2	1,305.7	40.0
2018/6 E	17,394	5.1	885	9.3	810	11.5	472	9.2	145.5	1,408.6	45.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、一株指標は株式分割後修正

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 取扱説明書などの作成と翻訳が主力事業

クレストック（以下、同社）は、家電製品や自動車、パソコンなどのエンドユーザー向けの取扱説明書や業務用の修理マニュアルなどの文章執筆、イラスト作成、データ組版、翻訳、印刷等のドキュメンテーションの作成を主力事業とするその他製品業に属する企業である。

顧客企業の新製品の開発に際し、取扱説明書などのドキュメントの制作にスタート段階から携わり、ドキュメントの読み手がその新製品を安全かつ容易に操作できるように専門的な技術情報を分かりやすく説明・表現している。提供形態は、従来は紙の冊子がほとんどであったが、最近ではネット上で動画マニュアルが掲載されているほか、人間の頭に装着するヘッドマウントディスプレイへ工場内の設備の作業マニュアルが配信されるようになるなど、提供メディアの多様化が進展している。

同社ではこうした取扱説明書などの文章の作成、イラストを含むデータ作成、翻訳をテクニカルドキュメンテーション（以下、TD）と呼んでいるが、その対象製品・業界は、パソコン、プリンターなどの情報機器、デジカメ、携帯電話などのデジタル製品、洗濯機、冷蔵庫などの家電製品、自動車、オートバイ、建機などの輸送機器、医薬品などの医療・医薬ヘルスケア、産業用ロボットなどの産業機器、玩具、日用品などの生活用品と、多岐にわたっている。

翻訳サービスに関しては日系翻訳会社の中でもトップクラスの実績を誇り、世界 90 言語以上への翻訳に対応するほか、翻訳支援ソフトも自社開発している。翻訳売上高に基準とした言語サービスプロバイダーランキング 2015（米市場調査会社の Common Sense Advisory 発表）によれば、同社は日本で 2 位、アジアで 7 位、世界で 35 位のポジションにある。

#### ◆ 海外で周辺業務に事業を拡大

事業開始当初の同社の事業範囲は TD 分野にとどまっていたが、次第に顧客の海外展開を幅広くサポートすることを指向し、顧客の新製品開発のための市場動向調査や各国の法令確認など、TD の川上分野から、製品の梱包材の設計、製造、印刷などの川下分野にまで事業領域を広げた。事業領域の拡大にともない、当初は欧米先進国におけるオフィスでの展開が中心であった海外事業も、中国、東南アジアなどの新興国における商社ビジネスや工場での展開へ重心が移行した。

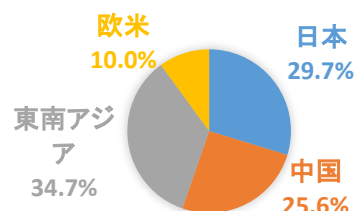
同社ではこうした TD 分野の川上、川下に当たる周辺業務をドキュメントソリューション(以下、DS)と呼び、日系を中心とした顧客企業の

海外展開を一貫サポートするグローバルネットワークの構築に注力している。

15年6月末時点での国内外の展開状況は、国内では連結子会社がパセイジの1社、11拠点に対して、海外には11カ国に13法人、19拠点を配して、顧客の海外での新製品の開発、製造、販売を総合的に支援している。従業員数は、単体の314人に対し、連結では1,559人と、海外人員が国内人員を大幅に上回っている。

15/6期の地域別の売上構成比(外部顧客売上高)は、日本29.7%、中国25.6%、東南アジア34.7%、欧米10.0%と、日系企業の海外生産の主力拠点となっているアジアが過半を占めている(図表1)。

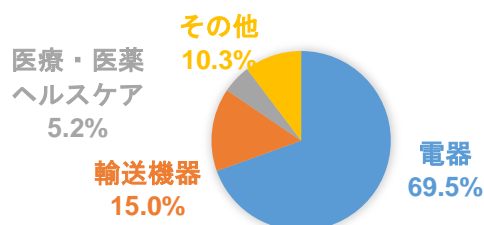
【図表1】地域別売上構成(15/6期)



(出所) 決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

顧客の業種別売上構成比については、電器(デジタル製品・情報機器・家電)69.5%、輸送機器15.0%、医療・医薬ヘルスケア5.2%、その他10.3%と、現状ではエレクトロニクス業界への依存度が高くなっているが、同社では医療・医薬ヘルスケアなどの非エレクトロニクス向けの拡大に注力している(図表2)。

【図表2】顧客業種別売上構成(15/6期)



(出所) 決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

TD と DS の売上構成比は開示されていないが、TD は概ね国内で、DS は概ね海外で行われていることから、直近の売上構成は、ほぼ TD:DS=3:7 となっている模様。更に DS の中を印刷、梱包材などの製造事業とその他のサポートサービスに分けると、ほぼ TD:印刷・梱包材:サービス=3:6:1 となっているとのことであった。印刷・梱包材に関しては、現状では商社ビジネスが自社工場での製造ビジネスを上回っているようである。

また、同社によれば、TD の中を使用するユーザーで分けると、約 7 割が一般のエンドユーザー向けの取扱説明書、約 3 割が法人や事業者向けの修理・整備マニュアルなどになっている。

#### ◆ 紙ベースの取扱説明書のページ数減少の影響は軽微

取扱説明書に関しては、携帯電話や PC などで顕著であるが、近年、紙の冊子のページ数が大幅に減少しているが、業績に与える影響はさほど大きくないと同社では説明している。冊子として製品に同梱されている取扱説明書のページ数は減っているものの、メーカーの Web サイトなどには PDF ファイルとして以前とあまり変わらないボリュームの取扱説明書が掲載されている。同社の収益の柱となっているのはデジタルデータとしての取扱説明書の原本であり、紙に印刷された取扱説明書ではないからである。

もちろん、紙の取扱説明書の印刷も海外においてはある程度の売上高となっているが、その利益率は高くはない。また、梱包材やパッケージへの印刷業務が海外売上高拡大のけん引役となっている。

極端な例としては、同社が最近手掛けた製品の取扱説明書では、紙の取扱説明書の配布が全くなくなったということであった。その製品はネット接続が前提となっていることから、取扱説明書もネット経由で提供されているためである。

同社にとって重要なデジタルデータとしての取扱説明書の原本のボリュームは、紙に印刷された取扱説明書のページ数が減少したここ数年においても、全体として大きな変化は起きていない模様である。これは、同社の顧客である日本企業の多くは、取扱説明書の原本のボリュームを減らすと、ユーザーサポートのためのコールセンターへの問い合わせや苦情が増加し、ひいてはコストの拡大につながることを恐れているためらしい。コールセンターのコストの中心は人件費であるが、日本人の人件費が高いことが同社の事業にとってはポジティブな面も有しているのである。

## > ビジネスモデル

### ◆ 取扱説明書というコンテンツの制作と翻訳が事業の中核

同社は、設立当初から、積極的に海外展開している企業のために、その製品の取扱説明書を制作するだけにとどまらず、販売する国毎にその使用言語に翻訳することを中心業務として行っていた。つまり、単に取扱説明書という紙の「製品」を製造・販売するというよりも、まず顧客の海外展開をサポートする「サービス」を提供するという経営方針が存在していて、その最初の形が取扱説明書というコンテンツの制作と翻訳であったと考えるとその後の同社の歩みが理解しやすい。

同社が誕生した浜松では、オートバイや楽器など、輸出産業が発展していた。そうした企業においては、自社のコアコンピタンスである製品の開発、製造、販売以外の領域に関しては海外展開に際し、他社から総合的にサポートを受けるニーズが存在していたと思われる。

### ◆ 海外での梱包材の印刷・製造に事業を拡大

同社は、90年代以降、市場動向調査や各国の法令確認、梱包材の仕入れ販売・製造・印刷などの DS と呼ぶ周辺業務に進出する中で、顧客の販売先の近くで取扱説明書の印刷や梱包材の製造・印刷を行うため、中国や東南アジアでの工場運営にも乗り出した。これらは、海外展開を行う顧客にとっては特にサポートを受けたい業務であったため、同社の業容を拡大させる原動力となった。

また、海外では東南アジアを中心に、印刷業務に関して、自社工場で行うだけでなく、他社に外注して、その商品を仕入れて納品するという商社ビジネスも行っている。

ドキュメント作成、翻訳業務から取引が始まった顧客が、印刷などの DS の顧客となったり、印刷などの顧客が TD の顧客となったりするなど、同社の多角化は顧客単価の引き上げに寄与している模様である。

同社の拠点毎の業務内容をみてみると、オランダ子会社とタイ子会社は両分野のバランスがとれているが、国内拠点と上海子会社は TD 中心、その他の海外子会社は DS 中心となっている模様である。

同社の売上高の変動要因を顧客の状況との関連で分けて考えてみると、TD においては、顧客の製品の品目数、新製品の開発投資金額、新製品の開発期間、新製品の発売タイミングなどの変動が同社の売上高に影響を与える一方、DS においては、顧客製品の生産（販売）量の変動に左右される構造になっている。つまり、当然のことではあるが、同社は一般的な景気変動リスクだけではなく、顧客の経営戦略の変更に伴うリスクも抱えている。

同社は事業別セグメント情報を開示していないため、開示されている地域別セグメント情報に基づいて、地域毎にそのビジネスモデルについて分析してみる(図表3)。

【図表3】 地域別売上高・営業利益

(単位:百万円)

地域	売上高				営業利益				
	13/6	14/6	15/6	前期比	13/6	14/6	15/6	前期比	利益率
日本	4,520	4,745	4,874	2.7%	153	423	444	5.1%	9.1%
中国	3,537	3,510	3,914	11.5%	192	75	46	-38.5%	1.2%
東南アジア	2,794	4,008	5,150	28.5%	△ 58	116	225	94.6%	4.4%
欧米	1,708	1,839	1,755	-4.6%	△ 17	△ 125	△ 60	—	-3.4%
調整額	△ 813	△ 862	△ 961	—	△ 18	7	△ 5	—	—
合計	11,747	13,241	14,733	11.3%	250	496	650	31.1%	4.4%

(出所) 有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 日本の単体が利益を支えている

日本地域では、単体と子会社パセイジが業務を担当している。15/6期の売上構成比(セグメント間取引調整前)は31.1%にとどまるものの、営業利益の構成比(同)は67.8%を占め、重要な地域となっている。

日本地域と単体の差額から子会社であるパセイジの売上高と営業利益の近似値を推測すると、15/6期においてその売上高は約5.4億円、営業利益は約5千万円となる。日本地域全体に占めるパセイジの割合は、売上、営業利益とも1割強に過ぎないため、日本地域は単体の動向で決まるとみて問題はないだろう。

単体に関しては、ほぼTDのみの事業展開をしているが、13/6期についてだけ製造原価明細が開示されている。それによれば、売上高材料費率は0.7%、同労務費率が37.1%、同経費率が32.7%(うち同外注加工費率が27.7%)、同原価率が68.9%、同販管費率が27.2%、同営業利益率が3.9%であった。

外注加工費に関しては、社外のシステム開発会社の活用や、個人事業主などに対するマニュアル制作作業の一部の業務委託などにより生じているほか、欧米子会社や中国子会社への翻訳の外注費も計上されている。

同社の13/6期末の単体従業員数は341人であったが、当時は国内の拠点に分散して制作スタッフを配置していた結果、拠点毎の稼働率の差が大きく、結果として全社ベースの稼働率が低くなっていたようである。経営陣は、制作スタッフを東京へ集中するとともに、その管理を一元化することで、業務効率の改善に取り組んだ。ITの活用とス



タッフの自然減に採用抑制で対応した結果、15/6 期末の単体従業員数は 314 人へと減少した。

制作スタッフの稼働率の向上を主因に、単体ベースの従業員一人当たり売上高は、13/6 期の 1,197 万円から 15/6 期には 1,366 万円に増加し、単体の売上高営業利益率は同期間で 3.9%から 9.0%に上昇した。

単体の限界利益率は 70%程度と推測され、その売上変動は連結利益に大きく影響するため、日本は連結売上高に占める比率は大きくないが重要な地域であると考えられる。

#### ◆ 中国地域の復活が待たれる

中国地域では、香港、東莞、深圳、珠海、上海、蘇州の各子会社が事業を行っている。同社の DS 事業の中核となす重要な地域であるが、その位置づけはやや低下してきている。

セグメント間の内部売上を含めた売上高は 13/6 期の 35.4 億円から 15/6 期には 39.1 億円に増加しているものの、営業利益は 1.9 億円から 0.5 億円へと減少した。売上高営業利益率はこの間、5.4%から 1.2%に低下しているが、これは主力事業の梱包材の印刷・製造のビジネスが顧客の東南アジアへの生産移管もあって減少する中、売上は商社ビジネスの拡大で補ったが、利益は生産減少が大きく影響したためと推測される。

中国においては、蘇州工場で米国大手、日系、現地ジェネリックなど医薬品企業とパッケージや能書(添付文書)の取引拡大が計画されており、今後の収益性改善の鍵になるとみられる。

#### ◆ 東南アジア地域がグループの収益拡大をけん引

東南アジア地域(フィリピン、インドネシア、タイ、マレーシア、ベトナム)も DS 事業の梱包材の印刷・製造ビジネスと商社ビジネスを中心としており、同社連結業績拡大の原動力となっている。

セグメント間の内部売上を含めた売上高は 13/6 期の 27.9 億円から 15/6 期には 51.5 億円へ急拡大し、営業損益も 0.6 億円の損失から 2.3 億円の利益へと増加した。売上高営業利益率はこの間、-2.1%から 4.4%に改善しているが、これは主力事業の梱包材の印刷・製造のビジネスが顧客の中国からの生産移管もあって増加する一方、フィリピンにおいては商社ビジネスとしては収益性が高い事業も拡大したためと思われる。

フィリピン子会社に関しては、その外部顧客への売上高が連結売上高

の10%を超えていることから個別に業績が開示されている。15/6期の売上高は20.8億円(前期比46.1%増)、経常利益は1.0億円(同11.4%減)、当期純利益は0.7億円(同20.9%減)と、人員や倉庫の拡大などの先行投資がかさみ、増収減益であった。

#### ◆ 欧米地域はリストラの途上

欧米地域は、単体からの委託取引の比率が売上高の2割弱を占めるなどアジアとは異なる事業を展開しており、過去3期赤字が継続している。オランダの欧州子会社は単体からの翻訳の仕事を請け負っているほか、マニュアル等の印刷を他社に外注する形で商社ビジネスを行っている。欧州子会社は14/6期は売上高の低迷と人員過剰を背景に赤字となっていたが、15/6期は主要顧客である輸送機器メーカーとの取引拡大と人員削減効果から黒字に転じた。

(注1) DTP (Desktop publishing) 出版物の原稿作成や編集、デザイン、レイアウトなどの作業をコンピュータで行うこと

米国子会社は単体からのDTP<sup>注1</sup>の仕事を請け負っているほか、川上分野のマーケティングサービスや川下分野のフルフィルメントサービス(顧客に代わって、独自のECサイトにてユーザーからのマニュアルの受注を受けて、オンデマンド印刷機で製造し、その後の発送・売上回収までを一手に行っている)を主体としている。リーマンショック後に低下した販売単価が回復していないことや、事務所兼工場のリース料の負担が重いことなどにより、赤字が継続している。

欧米地域全体の売上高(セグメント間取引消去調整前)は13/6期の17.1億円から15/6期には17.6億円に増えたものの、円安による換算上の増加であり、現地通貨ベースでは減収だった。営業損益は13/6期の0.2億円の損失が、14/6期に1.3億円の損失にまで拡大したが、欧州の黒字転換を主因に15/6期は0.6億円の損失へと改善をみせた。

#### ◆ 為替変動は損益にも財務体質にも影響を及ぼす

同社は、各拠点間の取引は少ないようであるが、海外展開を積極的に行っているため、海外各国の売上高と営業損益は為替換算による影響を受けている。加えて、営業外損益においても、外貨建資産・負債の為替変動による評価損益が為替差損益として計上されているため、経常利益も為替変動の影響を大きく受けている。実際、為替差益は、13/6期が239百万円、14/6期が48百万円、15/6期が155百万円と、それぞれ経常利益の54.8%、10.1%、21.4%を占めていた。

貸借対照表においても、外貨建資産・負債の時価評価により、為替換算調整勘定を通じて、純資産の金額が変動する構造にある。為替換算調整勘定は、13/6期が△290百万円、14/6期が△202百万円、15/6期が370百万円と、それぞれ純資産の△10.6%、△6.7%、9.0%を占めていた。

## > 業界環境と競合

### ◆ 取扱説明書業界には“トリセツ”が存在しない

取扱説明書は、対象とする製品を製造するメーカーが自社やグループ会社で作成する以外、同社のような専門業者に外注して制作されているが、その多くは非上場企業であり、取扱説明書の制作業務に関する売上高などはほとんど公表されていない。

また、一般財団法人テクニカルコミュニケーター協会(JTCA)という業界団体はあるものの、業界統計などの市場のデータも存在していない。つまり、この業界には“トリセツ”がないのである。

同社の推定では、取扱説明書の国内市場(日本企業が国内外で販売する製品を対象とする)のピークはリーマンショック前の07年頃であり、その後、日本のエレクトロニクス企業の多くが国際競争力を低下させたことを背景として、国内市場は依然として低迷しているようである。

### ◆ 上場企業よりも非上場企業との競合関係が強い

同社の競合企業の多くは、取扱説明書の制作以外の事業も営んでおり、同社とは事業構造や展開地域が部分的にしか重なっていないケースがほとんどであるが、以下、同社へのヒアリングに基づいて、競合度合いが相対的に高いと推測される順に競合企業について説明したい。

同社によれば、最も競合が激しい先は、非上場のYAMAGATAグループ(YAMAGATA INTECHとYAMAGATA印刷が中核会社)とのことである。YAMAGATA印刷は海外でもマニュアル印刷を手掛けているが、蘇州以外では同社との競合は激しくはないということであった。

次に競合しているのは、非上場のアベイズムという会社であるが、トヨタ自動車(7203 東証一部)の取扱説明書の制作を主力としており、同社とはある程度、顧客の棲み分けが出来ているとみられる。

3番目に名前が挙がったのが、非上場の石田大成社という企業であった。石田大成社はそのWEBサイトで直近の売上高が210億円、経常利益が27億円と公表しているが、事業の主力は百貨店向けの各種印刷・販売支援業務である。取扱説明書制作の事業規模は不明であるが、同社と多少は競合するということであった。

4番目以降の企業とは少し競合度が低くなるようだが、CDS(2169 東証一部)とシイエム・シイ(2185 東証JQS)の上場企業2社がその中に含まれている。但し、国内での部分的な競合にとどまっているようである。

CDS の売上高にはエンジニアリング事業や技術システム開発事業といった同社が手掛けていない事業が含まれているため、同社と競合するドキュメンテーション事業の売上高(外部顧客売上)は14/12期で37.2億円と、同社の売上高よりも少ない。これは、国内での取扱説明書の制作が事業の主体となっているからと推測される。また、三菱自動車(7211 東証一部)向けが全売上の2割近くに達しており、同社との間では顧客の争奪はあまり見られないということである。

もう一社のシイエム・シイは、企業向けの教育・研修や、マーケティング支援などの事業も手掛けているが、同社と競合するのは取扱説明書の制作を主体とするカスタマーサポート・マーケティング事業とその印刷・製本を扱うトータルプリンティング事業が中心となる。その合計売上高は14/9期で103.4億円に達するが、その多くが自動車向けとなっている。特にトヨタ自動車向けは全売上高の4割強を占めており、やはり同社とも顧客の棲み分けがなされているようである。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 84年に取扱説明書の制作や翻訳を目的に設立

同社は、1984年9月に静岡県浜松市において、上野正視氏によってオートバイなど輸送機器関連の取扱説明書の制作や翻訳を目的に設立された。同年12月には米国に、88年にはベルギーにオフィスを開設するなど、設立当初より積極的に海外に進出している。

### ◆ 中国・東南アジアでの梱包材の製造・印刷業へと事業領域を拡大

米国オフィスにおいては、設立時より中古市場のエンドユーザーのための取扱説明書を印刷するビジネスも行っていたが、印刷事業は小規模なものにとどまっていた。90年代に入って日系企業のアジアへの生産移管が本格化すると、同社も91年に香港にオフィスを開設し、中国や東南アジアに進出した顧客のため、現地の工場に取扱説明書の印刷を外注して顧客に納品するDS事業の本格展開を始めた。

その後、97年のインドネシアのジャカルタでの印刷工程の受託を契機に、蘇州(中国)、スラバヤ(インドネシア)、東莞(中国)と、取扱説明書や製品を梱包する箱などを印刷する自社工場を次々と展開していった。結果として、同社は顧客に対して、取扱説明書の制作や翻訳の提供にとどまらず、製品の梱包材の製造・印刷業務までを手掛けるユニークなサプライヤーへと変貌を遂げた。

### ◆ 現社長が内部体制を強化し上場を実現

11年には高林彰氏が社長に就任し、その後はロシアのモスクワや米国アトランタにも拠点を広げた。また、12年には日本において、放送局用映像機器の取扱説明書などプロ向けTDに強みを持つパセイジ社を買収し、顧客基盤を強化した。

上場を目指していた同社は連結決算の開始に備え、11年に海外子会社の決算期に合わせる形で単体の決算期も8月から6月に変更した。14/6期には事業所単位で管理していた国内制作部門の組織体制を再編し、東京に人材を集中化して制作の一元管理を実現する一方、スタッフの採用抑制による人員規模の適正化を進めることで稼働率の改善を図った。15年7月には東証ジャスダックへの上場を果たした。

#### ◆ 経営理念

同社は、社会的に通用する企業を目指し、情報の創造と提供により、安心して暮らせる社会に貢献することを経営理念としている。また、同社の社員に対しても、社会人として通用する人間となり、グローバル社会から尊敬される人間を目指すことを求めている。

#### ◆ 株主

上場直前の15年6月末の株主の状況は図表4の通りである。

15年6月末時点で、発行済株式総数に占めるベンチャーキャピタル(以下、VC)の保有株の比率が、大株主上位10位に含まれていない分を合わせて、38.3%に達していたが、上場時の公募増資と売出し、上場後の売却により、直近までの開示によれば、10月5日時点では27.3%以下に低下している。その他の大株主には、従業員持株会、社長の高林彰氏、創業者の近親者、金融機関、同社の取引先などが名を連ね、6月末時点では大株主上位10名で77.1%の株式が保有されている。

【図表4】大株主の状況

株主(敬称略)	15年6月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
三菱UFJキャピタル3号投資事業有限責任組合	360,000	12.0%	1	上場時に54,000株売出し
クレストック従業員持株会	341,300	11.4%	2	
高林彰	330,000	11.0%	3	代表取締役社長
名古屋中小企業投資育成(株)	306,400	10.2%	4	
しずおかベンチャー投資事業有限責任組合	250,000	8.3%	5	上場時に37,500株売出し
鈴木巨	160,000	5.3%	6	
永田進	160,000	5.3%	6	上場時に80,000株売出し
日本生命保険相互会社	154,200	5.1%	8	
(株)豊橋印刷社	125,000	4.2%	9	
りそなキャピタル2号投資事業組合	125,000	4.2%	9	上場時に18,700株売出し
(大株主上位10位)	2,311,900	77.1%	-	
発行済株式総数	2,998,900	100.0%	-	

(出所) 有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、09/8 期以降（12/6 期までは単体のみ、11 年に決算期を 6 月に変更）が開示されているが、連結決算が開示されていない期間においても、その設立時期を考慮すると、海外子会社には相応の売上高と経常利益/損失が出ていたと推測される。そこで、連結決算が開始された 13/6 期から 15/6 期の決算で計算してみると、直近の 2 期の平均では、12.0%増収 61.2%営業増益と、国内の収益性改善と東南アジアでの利益寄与の本格化を受けて、好調な推移であった。

単体決算しか開示されていないが、リーマンショックとその後の円高の影響を受けた 10/8 期の売上高は前期比で 14.0%減少した。経常利益は海外子会社からの配当金を受け取って増益を確保したものの、営業利益は減益であった模様。その後も単体の売上高経常利益率には比較的大きな変動が見られるが、これは子会社からの配当金と為替差損益が増減したためと同社では説明している。

#### ◆ 15 年 6 月期は円安と東南アジア・欧米の損益改善で経常増益

15/6 期は、売上高が前期比 11.3%増の 14,733 百万円、営業利益が同 31.1%増の 650 百万円、経常利益が同 50.7%増の 729 百万円、当期純利益が同 98.4%増の 398 百万円と、大幅増益となった。

日本は 0.8%増収、5.1%営業増益と堅調であったが、中国は東南アジア地域への生産移管の影響を受け、11.1%増収ながら、38.5%営業減益となった。東南アジアは中国からの生産移管を含めて DS 事業が拡大し、28.9%増収 94.6%営業増益となった一方、欧米は欧州がコスト削減により黒字に転換したことを受けて、4.1%減収ながら、営業損失は 60 百万円と前期の 125 百万円の損失から改善した。

営業外収益の為替差益が前期の 48 百万円から 155 百万円に増加したほか、法人税率も前期の 54.1%から 43.9%に低下したため、経常利益と当期純利益の伸びは営業利益の伸びを上回った（図表 5）。

【 図表 5 】 15 年 6 月期の業績

(単位：百万円)

	14/6	15/6	前期比
売上高	13,241	14,733	11.3%
売上総利益	3,499	3,761	7.5%
販売管理費	3,003	3,110	3.6%
営業利益	496	650	31.1%
経常利益	483	729	50.7%
当期純利益	200	398	98.4%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ サービス業や紙パルプ業の企業と比較が適切

同社は、取扱説明書などの制作や翻訳を中心に、その周辺分野である梱包材の製造、印刷を兼営している。上場企業で同社と同じ事業構成の会社は見当たらないため、それぞれの事業毎に比較対象企業を選定した。

まず、取扱説明書や修理マニュアルなどの制作に関しては、前述したシイエム・シイとCDSが挙げられる。翻訳センター(2483 東証JQS)は、取扱説明書の制作こそ行っていないが、主力事業の翻訳では国内トップ企業であることに加え、コア事業とのシナジーを追求しながら周辺事業を展開している点で同社と似たタイプの企業と判断した。以上の3社はサービス業に分類されているが、提供している製品・サービスは同社と同様なものであり、その他製品業の企業よりも、比較対象として適切であると考えている。

朝日印刷(3951 東証二部)は紙パルプ業に属しているが、その製品は医薬品向けのパッケージや能書(添付文書)という特殊な製品である。同社がインドネシアや中国で今後強化しようとしている分野でもあるため、同社の梱包材の製造・印刷事業を見る上では比較対象になり得ると判断した(図表6)。

【図表6】 類似企業との財務指標比較

(単位：百万円)

項目	銘柄	コード	クレストック	シイエム・シイ	CDS	翻訳センター	朝日印刷
		直近決算期	7812	2185	2169	2483	3951
			15/6	14/9	14/12	15/3	15/3
規模	売上高	百万円	14,733	16,039	8,026	9,191	32,661
	経常利益	百万円	729	1,570	889	502	2,707
	総資産	百万円	11,969	13,835	5,902	4,501	44,401
収益性	自己資本利益率	%	13.2	9.6	12.3	10.4	7.5
	総資産経常利益率	%	6.6	12.1	15.4	11.7	6.5
	売上高原価率	%	74.5	68.5	66.9	55.4	76.8
	売上高販管費率	%	21.1	22.3	22.0	39.1	15.7
	売上高営業利益率	%	4.4	9.1	11.0	5.4	7.5
成長性	売上高(2年平均成長率)	%	12.0	3.5	-0.5	12.5	2.1
	経常利益(同上)	%	29.3	10.6	-10.2	9.0	5.0
	総資産(同上)	%	8.8	6.9	9.9	8.5	10.9
安全性	自己資本比率	%	29.2	71.7	69.0	62.5	52.0
	流動比率	%	173.5	340.9	208.7	249.5	137.7
	固定長期適合率	%	50.4	41.9	52.3	21.8	86.5

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書及び届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、朝日印刷を除けば、規模は同程度と言える。収益性に関しては、同社は自己資本利益率では他社に比べ高いが、これは自己資本比率の低さ、つまり財務レバレッジの高さが影響しており、総資産経常利益率や売上高営業利益率はむしろ低い。同社においてはDSを主体とする海外売上高比率が70%に達していることを考慮すると、この背景には海外DS事業におけるコスト負担の重さがあるのではないかと思われる。同社の日本地域における売上高営業利益率(外部顧客売上)は10.1%である一方で、海外の同利益率は平均すると、2.0%にとどまっている。他社の海外売上高比率は、最も高いシイエム・シイでも12%に過ぎず、同社と他社の収益性の差に繋がっているとみられる。

一方、成長性に関しては、同社の連結決算の開示期間に合わせ過去2年間の平均で見ると、M&Aや海外での積極展開がプラスに働き、同社の売上高や経常利益の伸びが相対的に高くなっている。翻訳センターの売上高の伸びも高いが、主力の翻訳事業の売上高の伸びは年5.8%にとどまっており、海外や周辺事業への取り組みの違いが各社の成長性の格差につながっていると判断される。

また、安全性に関しては、固定長期適合率では中位に位置しているが、流動比率や自己資本比率では下位にとどまっており、他社比でやや低い状態にあると言える。ただ、有利子負債の削減や、円安による海外資産の換算上の増加などにより、同社の自己資本比率は13/6期の22.3%から15/6期の29.2%へと改善傾向にはある。

よって、同社は規模や収益性、安全性の観点では相対的な魅力に乏しいが、成長性に関しては、直近2期の比較においては最も良好なパフォーマンスであったと評価できる。

## > 知的資本分析

### ◆ 積極的な事業拡大姿勢が知的資本の源泉

前述したように、同社は欧米先進国からアジアの新興国へと顧客である日系企業に進出に歩調を揃えて展開地域を拡大している一方で、顧客の要望に応える形でTDの川上、川下の周辺分野へも事業領域を広げてきている。こうした同社の取り組みは顧客との取引の長期化に繋がるばかりではなく、その取引ボリュームの拡大にも寄与してきた。

結果として、同社の顧客基盤は日系企業が世界で競争力を維持している自動車・2輪、建設機械、プリンター・複合機、デジカメ、ゲーム機、エアコン、各種分析機器、医療検査機器などのメーカーが主体となっており、同社に成長をもたらした。



こうした状況を鑑みれば、顧客の海外展開を総合的にサポートすることを目指して、現状の周辺へと事業領域と展開地域を広げてゆく、積極的な事業拡大姿勢こそが同社の知的資本の源泉を形成していると言えよう。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	顧客基盤	顧客数	企業約200社、官公庁
	ブランド	業界団体(テクニカルコミュニケーター協会)での中心的な役割		
		翻訳分野での高いポジション	言語サービスプロバイダーランキング2015	日本2位、アジア7位
事業パートナー	国内外で翻訳、ライティングなどの業務の一部を個人事業主に外部委託	外部委託先の個人事業主数	非開示	
組織資本	プロセス	海外子会社と協力して、翻訳、印刷業務をグローバルで提供	海外売上高比率(外部顧客売上)	70.3%
		顧客のサプライチェーンの川上から川下まで幅広くサポート	顧客1社当たり提供サービス数	非開示
		国内制作スタッフの稼働率の向上への努力	単体従業員1人当たり売上高	13/6期1,197万円→15/6期1,366万円
知的財産	ドキュメント制作や翻訳の支援システムを自社で開発			
ノウハウ	新メディア(媒体)対応や各種システム(ツール)の研究開発活動に注力	研究開発費	31,652千円	
人的資本	経営陣	事業領域と展開地域を広げてゆく積極的な事業拡大姿勢		
	従業員	海外拠点を中心とした従業員構成	従業員数の海外比率	77.0%
		インセンティブ制度	従業員持株会	341,300株(11.4%)

(注) 開示データはほかに記載がない限り、15/6期、または15/6期末(出所) 有価証券報告書、届出書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

## 4. 経営戦略の分析

### > ESG活動の分析

#### ◆ 環境対応 (Environment)

同社では環境負荷の低減やグリーン購入の推進などからなる環境行動指針を定め、環境省が定めた環境経営システムや環境報告に関するガイドラインに基づく制度であるエコアクション 21 の認証を受けているほか、環境マネジメントシステムの国際的な規格である ISO14001 に関しても、中国の東莞や蘇州、タイ、フィリピン、インドネシアといった海外の生産拠点で取得している。

#### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、社会の一員としての役割を果たすことを心掛けており、具体例としては、交通安全運動や「折り紙大作戦」と称した活動が挙げられる。折り紙大作戦とは、11年の東日本大震災の際、早期復興を願った同社の中国子会社の従業員が福島の幼稚園に向けて折り紙を送った活動である。この折り紙は、同社の印刷工場において発生する紙の切れ端や転用が難しい特殊インキの廃棄を減らすことにもつながっており、その後も中国の病院や幼稚園、インドネシアのイベントなどでも行われている。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は現在5名(その内、社外取締役は1名)で構成される。社外取締役の佐藤雅秀氏は、公認会計士であると共に、同じ浜松の上場企業であるエフ・シー・シー(7296 東証一部)の社外監査役を兼任している。同社では、その高い知見が同社のグループ経営に生かされることを期待し、15年4月に社外取締役に選任している。

監査役会は監査役3名で構成され、内訳は、常勤監査役1名、社外監査役2名である。鈴木康明氏は、93年に同社に入社し、12年に常勤監査役に就任している。社外監査役の杉山一統氏は、06年に司法研修所を卒業し、現在、杉山法律事務所所長とエフ・シー・シーの社外取締役を兼務する弁護士である。竹澤隆国氏は、竹澤公認会計士事務所所長と株式会社モランボンの監査役を兼務している公認会計士である。

#### ◆ グローバルな景気変動リスクへの対応

同社の顧客の多くは、輸送機器やエレクトロニクス業界の日系企業であるが、その販売先は世界に広がっているため、グローバルな景気変動の影響を大きく受ける構造にある。実際、リーマンショック後の09年から10年にかけては、単体だけではなく、海外子会社の業績も低迷した模様である。

### > 対処すべき課題

(注2) IoT (Internet of Things)  
コンピュータなどの情報・通信機器だけではなく、世の中に存在する様々なモノに通信機能を持たせ、インターネットに接続したり相互に通信したりすることにより、自動認識や自動制御、遠隔計測などを行うこと

同社では、景気の影響を受けにくい医薬品や日用品メーカーとの取引拡大や、契約しているサービスメニューの増加による顧客単価の引き上げ、次世代マニュアル（組込みマニュアル、タブレット端末、IoT<sup>※2</sup>）での情報提供サービスを始めとする新規ビジネスの推進などにより、グローバルな景気変動リスクに備える方針ではあるが、成果が出るには時間が必要な対策もあり、更なる取り組みの強化が求められる。

#### ◆ 財務体質の改善への取り組み

先に述べたように、積極的な海外進出や周辺分野への展開の結果、同社の財務体質は類似企業に比べて低位にある。特に、15/6 期末時点における有利子負債残高（借入金、リース債務の合計額）は、56.7 億円と総資産の 47.4%を占めている。同社では長期的には有利子負債を減らしていく方針を持っているが、13/6 期末との比較では若干増加している。海外工場を中心とした設備投資とのバランスをとる必要はあるものの、変動金利での調達を主体としていることもあり、将来の金利上昇に備えて着実な借入金の削減が求められる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 非輸送機器、エレクトロニクス業界向けに顧客基盤拡大を目指す

同社は米系大手製薬会社がインドネシアで医薬品のパッケージと能書（添付文書）のサプライヤーを探した際、医薬品特有の品質基準を満たす唯一のメーカーと選定された。医薬品メーカーとの取引は中国の蘇州工場を中心に、日系企業や現地のジェネリックメーカーにも広がってきている。同社では、15/6 期で 7.6 億円の医療・医薬ヘルスケアの売上高を、将来は 3 倍に増やすことを目論んでいる。

生活用品、産業機器業界への売上も、同社にとってまだ開拓余地が十分に残されているようであり、グローバルネットワークを活用することにより、従来からの主力分野である輸送機器とエレクトロニクス以外の業界に属する顧客の拡大を目指したいとしている。

#### ◆ 川上・川下分野の売上の伸長を図る

前述したように、同社の売上高の約 1 割が梱包材などの印刷・製造以外の DS 事業であり、同社ではそれらのサービスメニューを川上、川下分野と呼び、その売上高の伸長を狙っている。同社では特に、川上ではマーケットリサーチ/コンサルティング、販売促進支援、川下では米国で展開しているオンデマンド印刷によるフルフィルメントサービスや、ロジスティックサービス、メンテナンス代行などを同社の海外拠点でより積極的に展開する方針である。

**◆ 既存事業の深化にも成長余地がある**

同社ではここ数年、売上高が伸び悩んでいる TD 事業にも対象分野の拡大や新技術への対応によっては、成長の余地がまだ残されているとしている。例えば、翻訳に関しては、まだ同社は取扱説明書などの翻訳にとどまっているが、金融、医療、特許などの新分野への参入を検討している。これらの分野は翻訳センターの牙城であるが、国内の翻訳市場は全体で 2 千億円程度と言われており、同社にとっては魅力的な分野であると思われる。

また、近年の技術進歩により、動画マニュアルや、人間の頭に装着するウェアラブル端末（ヘッドマウントディスプレイ）への修理マニュアルの配信サービスなどが登場し、従来、紙や PDF ファイルで提供されていたマニュアルのメディアが多様化してきている。同社ではこうした技術開発への取り組みを強化することで従来とは異なった新規ビジネスに育てたいとしている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 8 のようにまとめられる。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・欧米、中国、東南アジアに展開するグローバルなサポート体制</li> <li>・顧客のサプライチェーンの川上から川下まで支援を行う豊富なサービスメニュー</li> <li>・国際競争力を有する業界の主力企業を主体とするバランスの取れた顧客基盤</li> <li>・多品種小ロットの印刷業務への高い対応力</li> <li>・90言語以上への対応が可能な高い翻訳能力</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務体質の弱さ</li> <li>・欧米、中国地域における収益性の低さ</li> <li>・日系企業への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・欧米企業に対する拡販</li> <li>・医薬品や日用品メーカーとの取引拡大</li> <li>・新技術への対応による新規ビジネスの成長</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・グローバルな景気悪化によるマニュアル市場の落ち込み</li> <li>・現在は日系企業が強みを持つ分野において欧米やアジア企業の競争力が大幅に向上すること</li> <li>・円高による損益と財務体質の悪化</li> </ul>

(出所)証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 非日系の有力企業との新規契約の拡大が進むかに期待したい

同社の事業は取扱説明書の作成、翻訳をベースとしているが、本質的には、顧客とする日系企業のコアコンピタンスである製品の開発、製造、販売以外の領域に対して、特に海外において総合的なアウトソーシングの担い手になることを目指しているように思われる。結果として、その経営姿勢が国内での展開に重点を置いた競合他社に対する差別化要因となったと考えられる。

しかしながら、早期からグローバルに展開しているにもかかわらず、同社顧客の 9 割以上が日系企業となっており、欧米やアジアの有力企業の開拓が進んでいない。同社の主力顧客である日系企業の多くは競争力を有しているが、技術革新によって市場環境が激変した際は、テレビや携帯電話のように欧米やアジア企業に市場シェアを奪われる可能性は否定できず、同社としても非日系の有力企業の開拓に本腰を入れる必要があると思われる。

医薬品や日用品メーカーとの取引拡大を目指す戦略は妥当なものであるが、医薬品メーカーとの取引で米系大手の開拓に成功したことを契機に、従来からの主力分野である輸送機器やエレクトロニクス業界においても、非日系の有力企業との新規契約の拡大が進むかに注目したい。

> 今後の業績見通し

◆ 会社は16年6月期においては増収ながら経常減益を計画

16/6期の会社計画は、売上高15,724百万円(前期比6.7%増)、営業利益728百万円(同12.0%増)、経常利益602百万円(同17.4%減)、当期純利益366百万円(同8.2%減)であり、増収ながら経常減益を見込んでいる(図表9)。

【図表9】15年6月期と16年6月期の会社計画 (単位:百万円)

	地域	14/6 実績	15/6 実績	16/6 会社計画	前期比
売上高		13,241	14,733	15,724	6.7%
	日本	4,745	4,874	4,924	1.0%
	中国	3,510	3,914	3,979	1.7%
	東南アジア	4,008	5,150	5,810	12.8%
	欧米	1,839	1,755	1,679	-4.3%
	調整額	△862	△961	△668	—
売上総利益		3,499	3,761	3,957	5.2%
売上総利益率		26.4%	25.5%	25.2%	—
販売管理費		3,003	3,110	3,228	3.8%
販売管理費率		22.7%	21.1%	20.5%	—
営業利益		496	650	728	12.0%
営業利益率		3.7%	4.4%	4.6%	—
営業利益率	日本	423	444	464	4.5%
営業利益率	中国	75	46	94	104.2%
営業利益率	東南アジア	116	225	213	-5.4%
営業利益率	欧米	△125	△60	△37	—
営業利益率	調整額	-6.8%	-3.5%	-2.2%	—
経常利益		483	729	602	-17.4%
経常利益率		3.7%	4.9%	3.8%	—
当期純利益		200	398	366	-8.2%

(出所)決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社の今期計画は、日本地域の売上構成比の低下による売上総利益率の悪化を販管費率の改善で補い、営業利益率は上昇する見通しとなっているが、前期に155百万円計上された為替差益が見込まれていないだけでなく、その他の営業外収益も保守的に想定されているため、営業外収支が前期比205百万円悪化する前提で経常減益が計画されている。

当期純利益に関しては、法人税率の低下が見込まれているようであるが、特別損益や非支配株主に帰属する当期純利益の見通しについては不明である。

地域別セグメントでは、日本地域は微増収微増益にとどまる計画だが、中国地域は微増収ながら蘇州における医薬品関連の増収により大幅増益の予想となっている。東南アジア地域は商社ビジネスの拡大により売上高は二桁増が計画されているが、一部地域での生産縮小により利益は小幅ながら減益が予想されている。欧米地域は微減収ながら、米国でのリース契約の終了(15年12月)により、赤字縮小が見込まれている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/6期業績を、売上高15,539百万円(前期比5.5%増)、営業利益718百万円(同10.4%増)、経常利益612百万円(同16.0%減)、当期純利益371百万円(同6.9%減)と、会社計画に対して売上高は185百万円、営業利益は10百万円下回り、経常利益は10百万円、当期純利益は5百万円上回ると予想する(図表10)。

営業外収支においては、会社計画と同様に為替差損益については見込んでいないが、その他の営業外収支に関する会社前提はやや保守的と判断した。

特別損益は過去の推移を参考に10百万円の損失、法人税率は前期の43.9%から34.4%に低下、非支配株主に帰属する当期純利益は蘇州子会社の利益拡大により、前期の6百万から21百万円に増える予想した。

地域別では、日本地域は小幅ながら増収増益となり、会社計画をやや上回ると見込んだ。逆に、中国地域では、足元での景気減速懸念の高まりを考慮し、大幅増益ながら、会社計画をやや下回ると予想した。

東南アジア地域ではフィリピン、ベトナムの商社ビジネスを中心とした増収では、インドネシアでの生産低迷による利益の減少をカバーしきれないとみて、こちらも会社計画をやや下回ると見込んだ。

欧米地域に関しても、景気の先行きを慎重にみて、小幅ながら会社計画をやや下回ると予想した。

17/6期と18/6期については、日本地域は安定推移を見込む一方、中国地域は医療・医薬ヘルスケア分野を中心とした成長を予想した。東南アジア地域は、インドネシアが回復に向かい、地域全体も増益基調に戻ると想定した。欧米地域に関しては、米国子会社のリース料負担が完全に消滅するため、黒字転換を見込んだ。

【 図表 10 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/6	15/6	16/6CE	16/6E	17/6E	18/6E
<b>損益計算書</b>						
売上高	13,241	14,733	15,724	15,539	16,543	17,394
前期比	12.7%	11.3%	6.7%	5.5%	6.5%	5.1%
地域別	-	-	-	-	-	-
日本	4,745	4,874	4,924	4,950	4,980	5,010
中国	3,510	3,914	3,979	3,935	4,085	4,243
東南アジア	4,008	5,150	5,810	5,770	6,608	7,268
欧米	1,839	1,755	1,679	1,670	1,670	1,685
調整額	-862	-961	-668	-786	-800	-812
営業利益	496	650	728	718	810	885
前期比	98.2%	31.1%	12.0%	10.4%	12.8%	9.3%
営業利益率	3.7%	4.4%	4.6%	4.6%	4.9%	5.1%
地域別	-	-	-	-	-	-
日本	423	444	464	476	486	496
中国	75	46	94	84	102	126
東南アジア	116	225	213	203	228	259
欧米	-125	-60	-37	-39	0	10
調整額	7	-5	-6	-6	-6	-6
経常利益	483	729	602	612	726	810
前期比	10.9%	50.7%	-17.4%	-16.0%	18.6%	11.5%
経常利益率	3.6%	4.9%	3.8%	3.9%	4.4%	4.7%
当期純利益	200	398	366	371	432	472
前期比	125.2%	98.4%	-8.2%	-6.9%	16.6%	9.2%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成



【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/6	15/6	16/6CE	16/6E	17/6E	18/6E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	3,250	3,462	-	3,455	3,243	3,622
売掛金	2,112	2,671	-	2,267	2,899	2,437
棚卸資産	1,518	2,006	-	2,091	2,191	2,316
その他	575	652	-	653	651	652
流動資産	7,457	8,792	-	8,466	8,986	9,029
有形固定資産	1,606	2,239	-	2,388	2,258	2,066
無形固定資産	187	199	-	199	199	199
投資その他の資産	844	737	-	737	737	737
固定資産	2,638	3,176	-	3,325	3,195	3,003
資産合計	10,096	11,969	-	11,792	12,182	12,032
買掛金	885	1,206	-	999	1,349	1,120
短期借入金	1,636	1,830	-	1,830	1,830	1,830
1年以内返済予定の長期借入金	1,179	1,144	-	906	730	519
その他	791	886	-	713	613	524
流動負債	4,492	5,067	-	4,449	4,522	3,994
長期借入金	2,230	2,448	-	2,448	2,448	2,448
その他	343	354	-	341	309	302
固定負債	2,574	2,803	-	2,789	2,758	2,750
純資産合計	3,029	4,098	-	4,552	4,900	5,287
(自己資本)	2,537	3,497	-	3,931	4,242	4,576
(非支配株主持分+新株予約権)	491	600	-	621	658	710
<b>キャッシュフロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	471	721	-	597	706	785
減価償却費	342	380	-	419	490	552
売上債権の増減額 (-は増加)	458	-200	-	404	-632	461
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-119	-310	-	-85	-99	-125
仕入債務の増減額 (-は減少)	-84	63	-	-207	349	-228
その他	-201	-99	-	29	32	36
法人税等の支払額	-149	-96	-	-140	-218	-246
営業活動によるキャッシュフロー	717	459	-	1,017	628	1,236
有形固定資産の取得による支出	-136	-656	-	-650	-440	-440
無形固定資産の取得による支出	-36	-12	-	-20	-20	-20
その他	-67	-79	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-239	-748	-	-670	-460	-460
短期借入金の増減額 (-は減少)	-284	147	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	145	158	-	-237	-176	-210
社債の償還による支出	-42	-20	-	0	0	0
株式の発行による収入	4	12	-	208	0	0
配当金の支払額	-13	-14	-	-146	-121	-138
その他	-193	-179	-	-179	-81	-49
財務活動によるキャッシュ・フロー	-384	103	-	-355	-379	-397
現金及び現金同等物に係る換算差額	37	328	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	131	143	-	-7	-211	378
現金及び現金同等物の期首残高	2,287	2,419	-	2,563	2,555	2,344
現金及び現金同等物の期末残高	2,419	2,563	-	2,555	2,344	2,722

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 顧客ポートフォリオの変化が株価評価に向上につながる可能性

同社の現在の顧客構成は、日系の電機、輸送機器メーカーの比率が高い状況にあるが、欧米やアジアの有力企業や、医薬品や日用品メーカーなどグローバルな景気変動の影響を受けにくい業種に属する企業の比率が上昇し、よりバランスのとれたものになれば、業績拡大に結び付くだけにとどまらず、真にグローバルで景気変動に強い成長企業との評価が高まり、株式市場での注目も高まる可能性がある。

◆ 主要顧客による新製品開発方針の変更が業績に影響する可能性

同社の最大の顧客はエプソングループであるが、その売上高は全売上高の12.5% (15/6期) を占めるに過ぎず、売上上位10社合計の売上構成比でも約50%と同社ではコメントしている。顧客は比較的分散されているが、主要顧客の新製品の開発投資が削減されたり、開発サイクルが長期化されたりすることが重なった場合においては、同社が事業を展開する各国の景気動向が堅調であったとしても、同社の売上高が伸び悩む可能性があることには注意が必要である。

◆ VCによる保有株の売却が株価の上値を抑える可能性

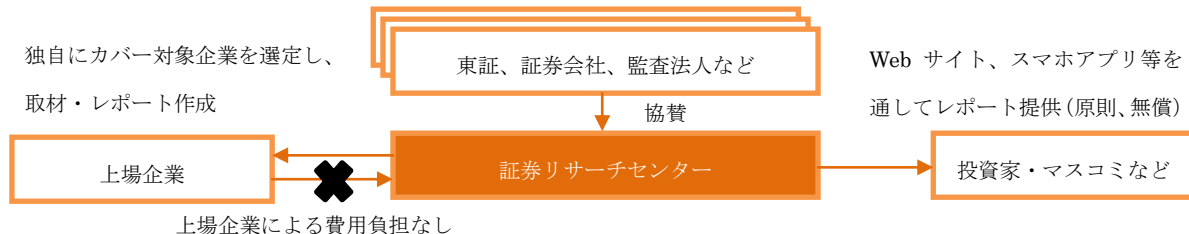
前述したように、10月5日時点で、発行済株式総数の3割弱がVCによって保有されている。各ファンドの投資方針は不明であるが、既にロックアップ期間は過ぎており、今後はファンドからの保有株の売却が予想されるため、株価が下落したり、株価の上値が抑えたりする要因となる可能性がある。

◆ 法人税率が予想とかい離する可能性

同社は現在、海外において多くの子会社を展開しているが、単体と子会社の間ではロイヤリティの受払いが行われており、そのこともあって、過去に適用されていた法人税率は高い水準となっている。今期からは、法人税率は通常の会社に適用される税率に近くなる模様であるが、子会社の業績の大幅な変動や親子間の取引の変化などによっては、法人税率や当期純利益は当センターの想定に対して大きくかい離する可能性がある。

### 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

### 本レポートの特徴

#### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

#### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

#### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

#### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

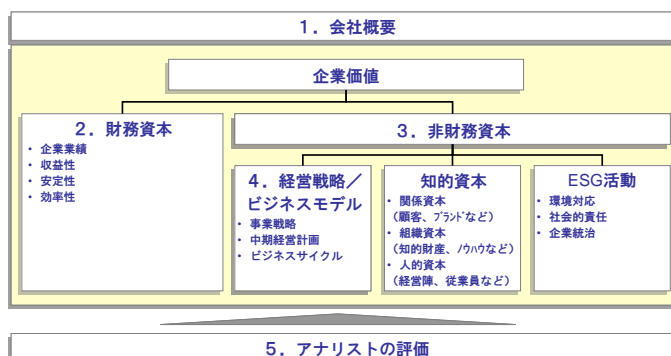
### 本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。