

# ホリスティック企業レポート

## ゼネテック

4492 東証 JQS

ベーシック・レポート

2022年3月4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 20220301

**製造業の顧客に組み込みシステムの設計開発サービスや CAD ソフト等を提供  
22 年 3 月期は減益が見込まれるが、23 年 3 月期以降は業績回復を予想**

**1. 会社概要**

- ・ゼネテック(以下、同社)は、主として製造業に、組み込みシステムの設計開発サービス(デジタルソリューション事業)や、CAD ソフト等の販売と関連サービス(エンジニアリングソリューション事業)を提供している。
- ・新規事業として、災害時位置情報自動通知システム「ココダヨ」を使ったサービス(ココダヨ事業)を個人向け中心に展開しており、21/3 期には事業の損益が黒字に転換した。

**2. 財務面の分析**

- ・15/3 期～21/3 期の期間では、売上高は年平均 6.2%、経常利益は同 22.1%増加した。ココダヨ事業の収益化に加え、デジタルソリューション事業の拡大が成長の牽引役であったと推測される。
- ・収益性や財務の安定性の絶対的な水準は良好であるものの、今回選定した類似企業と比べると、成長性等でやや見劣りする結果となった。

**3. 非財務面の分析**

- ・知的資本の源泉は、製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウの蓄積にある。

**4. 経営戦略の分析**

- ・同社は、デジタルソリューション事業における品質と顧客満足度の向上、エンジニアリングソリューション事業の販売力の強化、ココダヨ事業の国内外での成長等により、売上高と営業利益の拡大を目指している。

**5. アナリストの評価**

- ・第 3 四半期累計期間の業績は増収増益であったものの、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/3 期の業績について、ココダヨ事業における広告宣伝費の積み増し等を踏まえ、前期比 14.0%増収、49.6%営業減益と予想した。
- ・当センターでは、中期的には、3 事業全てにおいて成長を見込んでおり、23/3 期は前期比 12.8%増収、営業利益は前期比 2.3 倍の大幅な増益、24/3 期は同 7.9%増収 18.3%営業増益と予想している。

アナリスト:大間知淳  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

**【主要指標】**

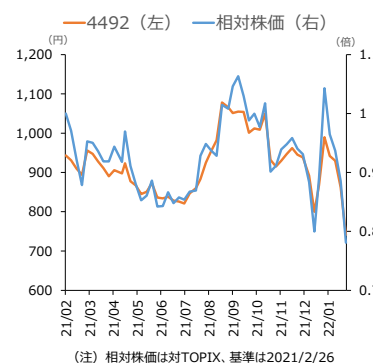
	2022/2/25
株価 (円)	741
発行済株式数 (株)	3,861,000
時価総額 (百万円)	2,861

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	15.7	173.1	13.5
PBR (倍)	1.5	1.5	1.4
配当利回り (%)	1.3	1.9	2.0

**【株価パフォーマンス】**

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-21.8	-19.8	-21.4
対TOPIX (%)	-21.0	-17.6	-21.9

**【株価チャート】**



**【4492 ゼネテック 業種: 情報・通信業】**

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/3	4,720	5.3	335	29.3	327	18.7	212	18.4	70.6	453.3	1.8
2021/3	4,079	-13.6	254	-24.3	276	-15.7	173	-18.4	47.3	494.1	10.0
2022/3 CE	5,000	22.6	124	-51.2	193	-30.1	14	-91.9	3.8	-	14.0
2022/3 E	4,649	14.0	128	-49.6	197	-28.6	16	-90.8	4.3	480.2	14.0
2023/3 E	5,244	12.8	290	126.4	299	51.8	205	12.8X	54.8	521.0	15.0
2024/3 E	5,660	7.9	343	18.3	352	17.7	242	18.1	64.7	568.8	18.0

(注) CE : 会社予想、E : 証券リサーチセンター予想。2021年9月1日付で1 : 2の株式分割を実施。1株当たり指標は選べて修正

## 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

#### ◆ 組込みシステムの設計開発サービスやCADソフト等を提供

ゼネテック（以下、同社）は、主として製造業の顧客に、組込みシステムの設計・開発サービスや、CAD/CAM等のソフトウェアの販売と関連サービスを提供する独立系情報サービス企業である。

同社は、事業セグメントを「デジタルソリューション事業」、「エンジニアリングソリューション事業」、「ココダヨ事業」の3つに区分している。21/3期におけるセグメント別の売上高構成比（セグメント間取引消去後）は、デジタルソリューション事業63.8%、エンジニアリングソリューション事業28.8%、ココダヨ事業7.4%であった（図表1）。

【図表1】セグメント別業績の推移

(単位：百万円)

	セグメント	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		4,004	100.0%	4,482	100.0%	4,720	100.0%	4,079	100.0%	-13.6%
	デジタルソリューション	2,797	69.9%	3,243	72.3%	3,345	70.9%	2,603	63.8%	-22.2%
	エンジニアリングソリューション	1,191	29.8%	1,208	27.0%	1,278	27.1%	1,174	28.8%	-8.2%
	ココダヨ	15	0.4%	30	0.7%	96	2.0%	301	7.4%	214.1%
営業利益（セグメント利益）		127	100.0%	259	100.0%	335	100.0%	254	100.0%	-24.3%
営業利益率		3.2%	-	5.8%	-	7.1%	-	6.2%	-	-
	デジタルソリューション	483	81.2%	628	80.2%	598	68.7%	430	51.8%	-28.1%
		17.3%	-	19.4%	-	17.9%	-	16.5%	-	-
	エンジニアリングソリューション	255	42.9%	201	25.7%	279	32.1%	283	34.1%	1.5%
		21.4%	-	16.7%	-	21.8%	-	24.1%	-	-
	ココダヨ	-143	-24.0%	-46	-6.0%	-6	-0.8%	117	14.1%	-
		-	-	-	-	-	-	38.9%	-	-
	調整額	-468	-	-523	-	-535	-	-576	-	-

(注) セグメント別売上高はセグメント間取引消去後、営業利益の構成比は、調整額（全社費用）控除前、ココダヨ事業は20/3期まではその他セグメント

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

利益率では、ココダヨ事業とエンジニアリングソリューション事業がデジタルソリューション事業を上回っており、営業利益構成比（調整額控除前）では、デジタルソリューション事業51.8%、エンジニアリングソリューション事業34.1%、ココダヨ事業14.1%となっている。

#### ◆ デジタルソリューション事業

デジタルソリューション事業は、同社の中核事業であり、同社は、創業以来、移動体通信関連（ポケットベル、PHS、携帯電話等）や車載関連（カーナビ、カーオーディオ、インフォテインメント<sup>注1</sup>）の組込みシステムの設計・開発を中心に手掛けている。現在では、デジタル情報家電や、半導体製造装置、業務用プリンタ等にも対象を広げている。同社は、組込みシステムに係るソフトウェア開発やハードウェア開発において、仕様分析・検討・基本設計から製造に至るまで、システムの一括受託開発を行っている。

(注1) インフォテインメントとは、車載システムにおいて、情報と娯楽を提供するシステムを言う。

組み込みシステムの開発においては、ソフトウェアの専門開発とは異なり、ハードウェア制御の知識が必須である。また、製品の性格上、ソフトウェア開発に比べて厳しい品質確保が要求されるため、この領域は、同社の強みであるソフトウェアとハードウェアの一体開発力と通信・ネットワーク分野の開発技術力が活かせる分野となっている。

デジタルソリューション事業では、自社開発製品である IoT クラウドプラットフォーム「Serve-i」も販売している。通信デバイス、ネットワーク、クラウド、ソフトウェア開発、センサー等、IoTに必要な全ての要素を網羅し、顧客は必要なものだけを利用するカフェテリア方式を採用している。導入事例としては、太陽光発電施設の発電量モニタリングや、各種施設のカメラ監視、万引き防止ゲートのデータ監視、医療機器のリモートメンテナンス等が挙げられる。

デジタルソリューション事業を対象別に分けると、組み込みソフトウェア開発が過半を占めているが、半導体製造装置向けを中心とするハードウェア開発がその次に続き、Serve-i や業務系システム開発は僅かにとどまっている模様である。結果として、顧客の大半は製造業となっている模様である。

デジタルソリューション事業の売上高は、大手顧客の動向に大きく影響を受ける傾向がある。大手顧客向けの売上高が大幅に拡大した 19/3 期は前期比 16.3%増となった一方、コロナ禍において車載関連の主要顧客向けが急減した 21/3 期は同 22.1%減と落ち込んだ(図表 2)。セグメント利益率については、概ね 15%~20%の範囲で推移している。20/3 期については、技術者の増員による労務費の増加と外注費の増加により、増収ながら利益率が低下した。

【 図表 2 】 デジタルソリューション事業の業績推移 (単位:百万円)

	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	2,797		3,252	16.3%	3,351	3.0%	2,610	-22.1%
セグメント利益	483		628	29.8%	598	-4.7%	430	-28.1%
セグメント利益率	17.3%		19.3%	-	17.9%	-	16.5%	-
期末事業従業員数	-		-	-	174	-	170	-2.3%

(注) 売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

なお、デジタルソリューション事業においては、顧客の検収が集中する第 4 四半期に売上高が偏重する季節性がある。また、同社は、東京の新宿開発センターに加え、新横浜、大阪、広島、福岡に開発センターを設置している。デジタルソリューション事業の 21/3 期末の従業員数は 170 名であった。

(注2) CAD (Computer Aided Design) とは、パソコンの画面上で図面を作成するためのソフトウェアを言う。CAM (Computer Aided Manufacturing) とは、NC 工作機械の加工プログラムを作成するソフトウェアを言う。

#### ◆ エンジニアリングソリューション事業

エンジニアリングソリューション事業は、主に製造業の顧客に対して、「製造業向け 3 次元 CAD/CAM<sup>注2</sup> ソリューション Mastercam」、「ロボットティーチングシステム Robotmaster」、「工場・物流・マテハン 3D シミュレーションシステム FlexSim」、「デジタルファクトリーソリューション iPerfecta」を中心にサービスを提供している。ソフトウェアのライセンス販売(新規、増設)が売上高の中心となっているが、メンテナンス、技術サポート、カスタマイズ、ユーザートレーニング等のストック型売上が収益を下支えしている。同事業は、同社と、Mastercam の 2 次販売代理店であるアプリハウス(連結子会社)が担当しているが、アプリハウスによる販売比率は高くはない。

##### (Mastercam)

エンジニアリングソリューション事業の中核商品である Mastercam は、CAD と CAM の機能を併せ持ち、設計から NC データの作成までを行える 3 次元 CAD/CAM システムである。世界で一番インストールされており、2 軸～同時 5 軸マシニング、旋盤、複合旋盤、ワイヤ放電加工、木工(ルーター)加工、レリーフ加工等に幅広く対応している。同社は、90 年にライセンス元である米国 CNC Software, Inc. と日本総代理店契約を締結し、同ソフトウェアの販売を 30 年以上続けている。

##### (Robotmaster)

産業用ロボットは、通常、付属しているコントローラを使用してロボットを実際に動かし、その動作を記録・再生させてロボットを動作させる「ティーチング」という工程が必要になる。Mastercam のオプションである Robotmaster は、パソコン上でロボットの動作データを作成し、ロボットに転送するティーチングソフトウェアである。

##### (FlexSim)

FlexSim は、生産ラインや倉庫内の配置等、現状の分析から課題を発見し、複数の改善案を数値とグラフ等で可視化するシミュレーションソフトウェアである。同社は、ライセンス元である米国 FlexSim Software Products, Inc. と 18 年に日本総代理店契約を締結し、同ソフトウェアの販売を開始した。

これらの商品や関連サービスは、同社及びアプリハウス、約 500 社の代理店を通じて提供されており、累積エンドユーザーは 3,500 社前後に達している模様である。

エンジニアリングソリューション事業の売上高は、フロー型とストック型に大別される。ソフトウェアのライセンス販売(フロー型売上)

は、経済環境の影響を受けやすいが、年間契約となるソフトウェアメンテナンスや、技術サポート等のストック型売上は、ライセンス販売に比べて安定している。結果、コロナ禍の影響からライセンス販売が落ち込んだ21/3期においても、同事業の売上高は前期比8.2%減にとどまった(図表3)。

【図表3】エンジニアリングソリューション事業の業績推移(単位:百万円)

	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	1,191		1,209	1.5%	1,279	5.8%	1,174	-8.2%
セグメント利益	255		201	-21.2%	279	38.6%	283	1.5%
セグメント利益率	21.4%		16.7%	-	21.8%	-	24.1%	-
期末事業従業員数	-		-	-	44	-	44	0.0%

(注) 売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント利益率については、概ね15%~25%の範囲で推移している。19/3期については、広告宣伝費の増加や、販売代理店契約を締結したFlexSimの導入費用の発生等により、一時的に利益率が低下した。

同社は、東京の本社・東日本支店に加え、大阪、名古屋、広島、福岡にも支店を設置して、全国各地に点在する顧客をサポートしている。エンジニアリングソリューション事業の21/3期末の従業員数は44名(うち、アプリハウス2名)であった。

#### ◆ ココダヨ事業

ココダヨ事業では、緊急地震速報の受信と同時に、直前の位置情報を予め設定された相手に瞬時に通知し、安否情報を共有できるスマートフォンアプリである、災害時位置情報自動通知システム「ココダヨ」を通じたサービスを提供している。

同社は、15年9月からアプリストア(App Store、Google Play)を通じて、無料サービスとして提供した後、16年12月に有料版ココダヨ(個人向け)をリリースした(その後、法人向けの展開も開始した)。18年9月には、NTTドコモが提供するアプリ使い放題サービス「スゴ得コンテンツ(以下、スゴ得)」に、19年8月には、KDDI(9433東証一部)の「auスマートパス」にココダヨが採用された。

ココダヨ事業の売上高は、キャリア版とストア版に大別されるが、NTTドコモ向けが大半を占めている模様である。18年にスゴ得に採用されたことを契機にアプリのダウンロード数が大幅に増加しており、19/3期以降、ココダヨ事業の売上高は急拡大している(図表4)。

【 図表 4 】 ココダヨ事業の業績推移

(単位:百万円)

	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	15		30	96.4%	96	210.0%	301	214.1%
セグメント利益	-143		-46	-67.4%	-6	-	117	-
セグメント利益率	-		-	-	-	-	38.9%	-
研究開発費	111		59	-46.1%	56	-5.1%	63	11.3%
期末事業従業員数	-		-	-	9	-	8	-11.1%

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント損益については、研究開発費、人件費、広告宣伝費の負担が重かった 20/3 期までは損失を計上していたが、売上高の拡大に伴い、21/3 期には黒字に転換し、セグメント利益率は 38.9%に達した。

ココダヨ事業の 21/3 期末の従業員数は 8 名であった。

◆ 特定の大手顧客への依存度は低下傾向にある

デジタルソリューション事業においては、車載関連では、パナソニック (6752 東証一部) と、パナソニックのグループ会社であるパナソニック I T S、半導体製造装置関連では、東芝 (6502 東証一部) のグループ会社であるニューフレアテクノロジーが大手顧客となっている。また、デジタル家電関連やプリンタ関連でも大手エレクトロニクスメーカーが主要顧客となっている (図表 5)。

【 図表 5 】 相手先別の売上高の推移

事業	相手先	18/3期		19/3期		20/3期		21/3期	
		金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
デジタルソリューション		2,797	69.9	3,243	72.3	3,345	70.9	2,603	63.8
	ニューフレアテクノロジー	-	-	626	14.0	450	9.5	483	11.8
	パナソニック I T S	709	17.7	689	15.4	687	14.6	-	-
	パナソニック	511	12.8	536	12.0	610	12.9	-	-
	その他	1,576	39.4	1,390	31.0	1,597	33.8	2,120	52.0
エンジニアリングソリューション、ココダヨ		1,207	30.1	1,239	27.7	1,374	29.1	1,475	36.2
合計		4,004	100.0	4,482	100.0	4,720	100.0	4,079	100.0

(注) セグメント売上高はセグメント間取引消去後。20/3 期のニューフレアテクノロジーを除き、総販売実績に対する割合が 10% 未満の場合は割合の記載が省略されている

(出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

19/3 期においては、売上高上位 3 顧客 (パナソニック I T S、ニューフレアテクノロジー、パナソニック) の売上高が、全体に対しては 41.3%、デジタルソリューション事業に対しては 57.1%を占めていた。同社は、デジタルソリューション事業において、上位 3 顧客以外との



取引拡大に取り組んだ結果、デジタルソリューション事業の売上高に占める上位3顧客以外の顧客に対する販売の割合は、19/3期の42.9%から20/3期には47.7%に上昇した。

21/3期については、コロナ禍の影響等により、パナソニックITS、パナソニックへの売上高が各々、売上高の1割未満の水準へと大幅に減少したため、デジタルソリューション事業における主要3顧客に対する依存度は更に低下した。

エンジニアリングソリューション事業においては、顧客は分散しており、特定の企業による影響は大きくない模様である。

## > ビジネスモデル

### ◆ デジタルソリューションはフロー型、労働集約型の事業モデル

同社は、3つの事業を展開しているが、その収益構造は大きく異なっている。

中核事業であるデジタルソリューション事業は、顧客から組込みシステムに係る開発プロジェクトを一括受託しており、売上原価の中心は、自社技術者に支払う労務費と協力会社に支払う外注費である。売上高の中心は開発業務であり、運用・保守業務は少ない模様である。よって、同事業は、フロー型、労働集約型の事業モデルと言える。

同社は、セグメント別の売上原価や販売費及び一般管理費（以下、販管費）の詳細を開示していないが、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、単体の売上原価と販管費の内訳を用いて、各事業の費用構造を推測した。

21/3期のデジタルソリューション事業の営業費用は2,173百万円であったが、このうち、単体の当期製品製造原価の2,045百万円の大部分が、労務費と外注費を中心とした同事業の売上原価であり（一部はココダヨ事業の売上原価も含まれている）、残りが同事業の販管費であると当センターでは考えている。売上高が減少した場合、外注費を削減し、自社技術者の稼働率を高めることが利益率を維持する上でのポイントとなっている。大幅な減収ながら、21/3期の利益率の低下が小幅にとどまったのは、外注費の削減が奏功したためと考えられる。

### ◆ エンジニアリングソリューションはフロー型、ストック型のバランスがとれた事業モデル

エンジニアリングソリューション事業は、フロー型とストック型のバランスがとれた事業モデルである。売上高の約4割は、ソフトウェアのライセンス販売によるフロー型売上である。一方、年間契約で提供

するソフトウェアメンテナンスや技術サポートの売上高に、過去のライセンス販売の派生売上と言えるユーザートレーニング(導入時、定期的)やカスタマイズ(スポット的)等の売上高を加えたものを、同社はストック型売上と定義しており、売上高の約6割を占めている。

販売は代理店網を活用しているため、エンジニアリングソリューション事業の従業員1人当たり売上高や利益はデジタルソリューション事業を上回っている。ソフトウェア別の売上高構成比は開示されていないが、長年の取引実績があるMastercamが売上高の過半を占めており、FlexSimとその他のソフトの合計が各々1~2割程度を構成している模様である。

21/3期のエンジニアリングソリューション事業の営業費用は890百万円であったが、このうち、単体の商品仕入高を中心とした商品売上原価(期首商品棚卸高に当期商品仕入高を加算し、期末商品棚卸高を控除したもの)の460百万円が同事業の売上原価であり、残りの430百万円が、販売やサポート等に係る従業員の人件費や販売経費等によって構成される同事業の販管費であると当センターでは考えている。

エンジニアリングソリューション事業の利益率は、ライセンス販売におけるソフトウェア別の売上高構成比の影響を受けている。21/3期第2四半期累計期間(以下、上期)においては、前年同期に比べ、売上高が減少したものの、採算が相対的に高いソフトウェアの売上高構成比が上昇したため、セグメント利益率はほぼ横ばいで推移した。22/3期上期においては、売上高が増加したものの、採算が相対的に低いソフトウェアの売上高構成比が上昇した結果、セグメント利益率は前年同期と同水準となった。

#### ◆ ココダヨはストック型の事業モデル

ココダヨ事業は、月額課金に基づくストック型の事業モデルである。ココダヨのストア版を利用するユーザーは、位置情報を共有する人数(2~8名)に応じて、月額180~580円の利用料を同社に支払っている。キャリア版については、各キャリアがユーザーから受領する月額利用料の一部が同社に分配されているが、その月額単価や支払方法の詳細は不明である。

21/3期のココダヨ事業の営業費用は184百万円であったが、売上原価には、人件費の一部(労務費)と減価償却費等が若干計上されているだけであり、大半は販管費と見られる。同事業の販管費は、研究開発費、広告宣伝費、人件費が中心となっている模様である。

ココダヨ事業の損益は、売上高と広告宣伝費、研究開発費のバランス

によって変動していると見られる。20/3 期は、売上高が前期比 65 百万円増加したものの、広告宣伝費等の増加により、セグメント損失は前期の 46 百万円から 6 百万円への改善にとどまった。

一方、21/3 期は、売上高が前期比 205 百万円増加したことで広告宣伝費等の増加を吸収し、セグメント損益は、前期の 6 百万円の損失から 117 百万円の利益に転じた。

調整額は、セグメントに配賦されない管理部門の人件費や経費である。

## > 業界環境と競合

### ◆ 3つの事業共に、市場の拡大が見込まれている

デジタルソリューション事業が属する組込みシステムの国内市場規模は、ミック経済研究所の「エンベデッドシステム・ソリューション市場の現状と展望 2020 年度版」によれば、19 年度に 1 兆 856 億円に達したと推計されている。20 年度から 23 年度に掛けては、年平均 5.8%の成長が予測されている。

(注 3) CAE (Computer Aided Engineering) とは、評価対象物をコンピュータ上でモデル化し、その機能や強度等をシミュレーションする手法または、ソフトウェアを言う。同社商品の FlexSim も CAE の一種と考えられる。

一方、エンジニアリングソリューション事業が属する CAD/CAM/CAE<sup>注 3</sup>の 20 年度の市場規模 (メーカー出荷金額ベース) は、矢野経済研究所の「CAD/CAM/CAE システム市場の中期展望」によれば、前年度比 1.2%減の 3,865 億円と推計されている。コロナ禍において、最大市場である機械系 CAD/CAM/CAE が落ち込んだことが影響した。

一方、電子機器や半導体の設計作業を支援するソフトウェアである EDA (Electronic Design Automation) や土木・建築系 CAD は成長を維持した模様である。21 年度については、前年度比 4.6%増の 4,042 億円と予測されている。

ココダヨ事業が属する安否確認サービスに関しては、関連市場として、防災情報システム・サービス市場に対する調査がシード・プランニングによって実施されている。シード・プランニングの「2022 年度版防災情報システム・サービス市場の最新動向と市場展望」によれば、防災情報システム・サービスの市場規模は、21 年度では 1,039 億円と推計されており、26 年度には 1,352 億円への拡大が予測されている。

### ◆ 組込みシステムを主力事業とする企業ではヴィッツが比較的似ている

同社の様な事業構成を持つ企業は見当たらない。そこで、当センターでは、事業毎に同社と類似した事業を行っている企業を探してみた。

組込みソフトウェア市場には多くのシステム開発会社が参入してお

り、代表的な企業としては、富士ソフト (9749 東証一部) や、クレスコ (4674 東証一部) 等が挙げられる。但し、富士ソフトの組込系/制御系ソフトウェアの売上高構成比 (21/12 期) は 26.6%、クレスコの組込み型ソフトウェア開発の売上高構成比 (21/3 期) は 16.9%に過ぎない。

組込みシステムの売上高構成比が高い企業としては、イーソル (4420 東証一部)、ヴィッツ (4440 東証一部)、P C I ホールディングス (3918 東証一部) が挙げられる。各社の組込みシステム関連事業の売上高構成比は、イーソルが 92.2% (組込みソフトウェア事業、21/12 期)、ヴィッツが 54.2% (組込サービス事業、21/8 期)、P C I ホールディングスが 41.9% (IT ソリューション事業のエンベデッドソリューション、21/9 期) であり、各社の主力事業と位置付けられる。

しかし、イーソルの組込みソフトウェア事業は、競争が激しいアプリケーション層にとどまらず、RTOS (リアルタイム・オペレーティング・システム) 等のプラットフォーム層にも展開している点で同社とは立ち位置が異なっていると言える。また、P C I ホールディングスのエンベデッドソリューションについては、同社も手掛けている車載関連や、情報家電、半導体製造装置等の制御ソフトウェアを開発している一方、同社ではあまり手掛けていない通信インフラ向けや医療機器向けにも展開しており、同社とは顧客層が一部しか重ならないと推測される。

ヴィッツの組込サービス事業は、自動車・同部品、産業機器、半導体製造装置等に対する組込ソフトウェアの受託開発を中心としており、同社と顧客業種が概ね重なっている。一方、ヴィッツの主要顧客は、トヨタ自動車 (7203 東証一部) とアイシン (7259 東証一部) である。

また、ヴィッツは、工作機械メーカーや自動車関連メーカー等を対象としたサービスであるトラストシステムコンサルティング事業 (21/8 期売上高構成比 7.5%) において、ソフトウェア開発支援ツールの輸入販売や教育サービスも行っており、同社のエンジニアリングソリューション事業に類似したサービスも提供している。主要顧客の違いを考慮すれば、ヴィッツと同社の間に競合関係はあまりないと見られるが、両社は事業形態が比較的似ていると当センターでは考えている。

#### ◆ CAD/CAM/CAE 関連を主力事業とする企業ではサイバネットシステムが比較的似ている

CAD/CAM/CAE 関連事業については、自社開発ソフトウェアを販売している企業と、他社開発ソフトウェアの仕入販売を主力事業としている企業に大別される。前者の例としては、金型用 CAD/CAM

「CAM-TOOL」等を開発・販売するC&Gシステムズ(6633 東証二部)が挙げられるが、同社とは対象市場が異なっている。

後者の例としては、ダッソー・システムズ(仏)の3次元CAD「CATIA」を主力商品として販売するアルゴグラフィックス(7595 東証一部)や、ANSYS(米国、アンシス)の熱流体解析等の各種CAEである「Ansys」を主力商品として販売するサイバネットシステム(4312 東証一部)が挙げられる。アルゴグラフィックスは、ソフトウェアの販売や関連サービスの提供にとどまらず、システム構築に係るハードウェアの販売や保守の売上高構成比が高くなっており、同社とはビジネスモデルが異なっている模様である。

一方、サイバネットシステムは、子会社が開発した製品も販売しているが、主力事業であるCAEソリューション事業(21/12期売上高構成比81.5%)で取扱っているものは、ANSYS等から仕入れたソフトウェアが中心であり、ハードウェアの仕入販売は少ないと推測される。対象市場が違うため、サイバネットシステムと同社の間に競合関係は全くないと見られるが、サイバネットシステムのCAEソリューション事業と同社のエンジニアリングソリューション事業は事業形態が比較的似ていると当センターでは考えている。

#### ◆ 安否確認サービスを主力事業とする企業ではトヨクモが比較的似ている

ココダヨ事業の様な、災害時の安否確認サービスを展開する企業としては、セコム(9735 東証一部)の連結子会社セコムトラストシステムズや、エヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ、トヨクモ(4058 東証一部)等が挙げられる。但し、これらの企業が対象としているのは法人向けが中心であり、同社の様に位置情報を自動配信する形態ではない。また、トヨクモを除いて、各社にとって安否確認サービスは主要事業ではない。

トヨクモは、サイボウズ(4776 東証一部)の業務アプリ構築ソフト「kintone(キントーン)」を利用するためのクラウドサービスである「kintone 連携サービス」と「安否確認サービス」を主力サービスとしている。サービス別の売上高構成比は開示されていないが、21/12期末の有償契約数は、kintone 連携サービス6,244件、安否確認サービス2,697件となっている。安否確認サービスは全契約数の約3割を占める主力サービスと位置付けられる。

Kintone 連携サービスを含めた全社ベースの営業利益率(21/12期)は26.5%であり、同社のココダヨ事業(21/3期全社費用配賦前セグメント利益率38.9%)と収益性も近い。以上のことから、トヨクモと同社

の間に直接的な競合関係はないが、安否確認サービスを展開する企業の中では、トヨクモが同社と比較的類似していると当センターでは考えている。

## >沿革・経営理念・株主

### ◆ 上野社長が 85 年に組込みシステム受託開発を目的に設立した

同社の創業者である上野憲二氏（現代表取締役社長）は、富士ソフトの前身会社の一つである朝日ビジネスコンサルタント等での勤務を経て、組込みシステム受託開発（現デジタルソリューション事業）を目的として、85年7月に同社を設立した。

デジタルソリューション事業については、創業当初は、市場の黎明期にあったポケットベルのソフトウェア開発を中心に事業を展開していた。技術力の向上を受けて、91年に携帯電話のソフトウェアやハードウェアの開発に進出し、95年からはカーナビゲーションシステム等の車載関連にも対象領域が広がった。00年にはデジタル家電、13年には半導体製造装置の開発案件への参画が開始された。

### ◆ 90年からエンジニアリングソリューション事業を開始した

90年12月には、米国 CNC Software, Inc.と日本総代理店契約を締結し、「Mastercam」の販売（エンジニアリングソリューション事業）を開始した。その後は、Robotmaster（10年）、FlexSim（18年）の輸入販売を開始する等、ソリューションメニューの拡充を進めている。

### ◆ 15年からココダヨ事業を開始した

15年9月には、災害時位置情報自動通知システム「ココダヨ」サービスを開始した。開始当初は、緊急地震速報と連動した位置情報の配信を中心としたサービスであったが、18年には大雨、洪水、土砂災害等の気象情報の自動受信にも機能を拡充した。また、同年9月にNTTドコモの「スゴ得コンテンツ」にココダヨの提供を開始したことがユーザー急増の契機となった。21年6月には、単身世帯向け新サービス「ココダヨ SOLO」を開始した。

20年3月、同社は東京証券取引所ジャスダック（スタンダード）市場に上場した。

### ◆ 経営理念

同社は、「想像力・創造力・技術力を駆使して、安心・安全な社会づくりに寄与するとともに、社会の継続的発展と成長に貢献する」という経営理念のもと、「顧客満足度の継続的な向上に日々努めるとともに、社員の健全で豊かな生活の実現に努める」ことを経営方針としている。

◆ 株主

22/3 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。21 年 9 月末時点において、上野社長、同氏の資産管理会社及び親族は合計で発行済株式総数の 55.3%を保有している。その他の大株主には、従業員持株会、個人投資家、機関投資家、八戸雅利取締役等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は 24.4%に過ぎない。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	21年9月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社 K E N & パートナース	1,363	36.4%	1	代表取締役社長の資産管理会社
上野憲二	352	9.4%	2	代表取締役社長
ゼネテック従業員持株会	273	7.3%	3	
山田陽國	204	5.5%	4	
MSIP CLIENT SECURITIES	180	4.8%	5	
上野大輔	180	4.8%	6	代表取締役社長の二親等以内の血族、従業員
井上由佳	174	4.7%	7	代表取締役社長の二親等以内の血族
八戸雅利	100	2.7%	8	取締役 (常勤監査等委員)
みずほ信託銀行株式会社 (信託口)	85	2.3%	9	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	68	1.8%	10	
(大株主上位10位)	2,982	79.7%	-	
発行済株式総数	3,861	100.0%	-	

(出所) ゼネテック 22/3 期第 2 四半期報告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

同社の業績は設立 30 期目となる 15/3 期以降の数値が開示されている。15/3 期(単体)から 21/3 期(連結)の期間では、売上高は年平均 6.2%、経常利益は同 22.1%増加した(図表 7)。なお、同社の連結子会社はアプリハウス 1 社であり、21/3 期の連単差は、売上高 47 百万円、営業利益 21 百万円に過ぎない。

【 図表 7 】 ゼネテックの業績推移

(単位:百万円)

	セグメント	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期
売上高		2,843	3,144	3,657	4,004	4,482	4,720	4,079
	デジタルソリューション	—	—	—	2,797	3,252	3,351	2,610
	エンジニアリングソリューション	—	—	—	1,191	1,209	1,279	1,174
	ココダヨ	—	—	—	15	30	96	301
	調整額	—	—	—	—	-10	-6	-7
売上総利益		—	—	—	1,306	1,509	1,609	1,561
	売上総利益率	—	—	—	32.6%	33.7%	34.1%	38.3%
販売費及び一般管理費		—	—	—	1,179	1,250	1,273	1,307
	販管費率	—	—	—	29.4%	27.9%	27.0%	32.1%
営業利益(セグメント利益)		—	—	—	127	259	335	254
	営業利益率	—	—	—	3.2%	5.8%	7.1%	6.2%
	デジタルソリューション	—	—	—	483	628	598	430
	エンジニアリングソリューション	—	—	—	255	201	279	283
	ココダヨ	—	—	—	-143	-46	-6	117
	調整額	—	—	—	-468	-523	-535	-576
経常利益		83	205	288	134	275	327	276
	経常利益率	2.9%	6.6%	7.9%	3.4%	6.2%	6.9%	6.8%
親会社株主に帰属する当期純利益		24	-323	298	83	179	212	173
期末従業員数(名)		165	173	185	216	236	247	249

(注) 17/3 期までは未監査、18/3 期以降は連結決算

(出所) ゼネテック有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

連結決算開始前の 17/3 期までのセグメント別業績は不明であるが、従業員数の推移を踏まえると、15/3 期から 20/3 期までの業績拡大は、デジタルソリューション事業の成長が牽引役であったと当センターでは推測している。

コロナ禍の影響を受けて前期比減収となった 21/3 期と、連結決算が開始された 18/3 期のセグメント別売上高を比較すると、デジタルソリューション事業とエンジニアリングソリューション事業が若干減少したものの、15 年 9 月にサービスを開始したココダヨ事業が急拡大したため、売上高全体では微増となった。一方、営業利益については、上場に伴う管理コスト等の増加に伴い、全社費用に当たる調整額が増加したものの、ココダヨ事業の損益改善により、18/3 期の 127 百万円から 21/3 期には 254 百万円に拡大した。



16/3 期の当期純損失は、子会社の清算に伴う特別損失を計上したことによる。18/3 期の経常減益は、ココダヨ事業に係る先行投資負担が嵩んだことが影響した模様である。

◆ 21 年 3 月期決算は前期比 14%減収、24%営業減益

21/3 期決算は、売上高が前期比 13.6%減の 4,079 百万円、営業利益が同 24.3%減の 254 百万円、経常利益が同 15.7%減の 276 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 18.4%減の 173 百万円となった(図表 8)。

【 図表 8 】 21 年 3 月期の業績

(単位:百万円)

	20/3期 通期	21/3期							増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	4,720	933	1,021	1,954	967	1,157	2,124	4,079	-13.6%
売上総利益	1,609	288	395	684	387	490	877	1,561	-2.9%
売上総利益率	34.1%	30.9%	38.8%	35.0%	40.0%	42.4%	41.3%	38.3%	-
販売費及び一般管理費	1,273	328	319	647	355	304	659	1,307	2.7%
販管費率	27.0%	35.2%	31.3%	33.1%	36.7%	26.3%	31.1%	32.1%	-
営業利益	335	-40	76	36	32	185	217	254	-24.3%
営業利益率	7.1%	-	7.5%	1.9%	3.3%	16.1%	10.3%	6.2%	-
経常利益	327	-40	76	36	47	192	239	276	-15.7%
経常利益率	6.9%	14.5%	114.5%	14.5%	4.9%	16.6%	11.3%	6.8%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	212	-27	50	23	30	119	150	173	-18.4%

(出所) ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の 34.1%から 38.3%に上昇した。デジタルソリューション事業において外注費を削減したことや、原価率が低いと見られるエンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業の売上高構成比が上昇したことが要因と推測される。

一方、ココダヨ事業を中心に広告宣伝費が前期比 51 百万円増加したことや、上場に伴う体制整備により、支払手数料が増えたこと等から、販管費は同 2.7%増加した。減収下において販管費が増加したため、販管費率は前期の 27.0%から 32.1%に悪化した。販管費率の悪化幅が売上総利益率の改善幅を上回ったため、営業利益率は前期の 7.1%から 6.2%に低下した。

前期に計上した株式公開費用 22 百万円が剥落したほか、助成金収入が前期の 13 百万円から 24 百万円に増加したため、営業外収支は前期の 8 百万円の赤字から 21 百万円の黒字に転換した。

セグメント別(セグメント間取引消去前)では、デジタルソリューション事業は、売上高 2,610 百万円(前期比 22.1%減)、セグメント利益 430 百万円(同 28.1%減)であった(図表 9)。

【 図表 9 】 21 年 3 月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	20/3期	21/3期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		4,720	933	1,021	1,954	967	1,157	2,124	4,079	-13.6%
	デジタルソリューション	3,351	661	634	1,295	595	720	1,315	2,610	-22.1%
	エンジニアリングソリューション	1,279	218	315	534	298	341	639	1,174	-8.2%
	ココダヨ	96	53	71	125	78	97	176	301	214.1%
	調整額	-6	0	0	0	-4	-2	-7	-7	-
営業利益 (セグメント利益)		335	-40	76	36	32	185	217	254	-24.3%
営業利益率		7.1%	-4.3%	7.5%	1.9%	3.3%	16.1%	10.3%	6.2%	-
	デジタルソリューション	598	81	104	185	84	160	244	430	-28.1%
		17.9%	12.3%	16.5%	14.4%	14.1%	22.3%	18.6%	16.5%	-
	エンジニアリングソリューション	279	22	90	113	77	93	170	283	1.5%
		21.8%	10.3%	28.7%	21.2%	25.8%	27.3%	26.6%	24.1%	-
	ココダヨ	-6	11	18	30	22	64	87	117	-
		-	21.1%	26.4%	24.2%	29.0%	65.8%	49.4%	38.9%	-
	調整額	-535	-155	-119	-293	-151	-132	-283	-576	-

(注) セグメント売上高はセグメント間取引消去前

(出所) ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、半導体製造装置分野は増加したものの、コロナ禍における世界的な経済停滞の影響を受け、特に車載分野が急減したため、減収を余儀なくされた。セグメント利益については、外注費を削減したものの、減収に伴い、社内技術者向けの労務費等、固定費の負担が高まり、大幅減益となった。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,174 百万円（前期比 8.2%減）、セグメント利益 283 百万円（同 1.5%増）であった。

売上高については、主力商品の Mastercam において、アフターサービスに係るストック売上は前期を上回ったものの、コロナ禍の影響から、中小製造業者向けのライセンス販売が落ち込んだことが減収の要因となった。FlexSim においては、工場レイアウトの見直しに伴う需要が高まり、堅調に推移した模様である。セグメント利益については、減収ながら、相対的に利益率が高い FlexSim の売上高構成比が上昇したこと等により、増益となった。

ココダヨ事業は、売上高 301 百万円（前期比 214.1%増）、セグメント利益 117 百万円（前期は 6 百万円の損失）であった。

売上高については、NTT ドコモのスゴ得向けが大幅に拡大した。セグメント利益については、広告宣伝費が増加したものの、売上高が大幅に増えたほか、研究開発費が微増にとどまったため、大幅な増益となった。

◆ 22年3月期上期の決算は前年同期比10%増収、営業利益4.6倍

22/3期上期の業績は、売上高2,159百万円(前年同期比10.5%増)、営業利益165百万円(同4.6倍)、経常利益229百万円(同6.3倍)、親会社株主に帰属する四半期純利益86百万円(同3.7倍)であった(図表10)。同社は22/3期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準との比較である。

【図表10】22年3月期上期及び第3四半期累計期間の業績

(単位:百万円)

	21/3期			22/3期						
	上期	1-3Q	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	1-3Q	増減率
売上高	1,954	2,922	4,079	1,094	1,064	2,159	10.5%	1,091	3,250	11.2%
売上総利益	684	1,071	1,561	429	464	894	30.7%	427	1,322	23.4%
売上総利益率	35.0%	36.7%	38.3%	39.3%	43.6%	41.4%	-	39.2%	40.7%	-
販売費及び一般管理費	647	1,002	1,307	357	371	729	12.5%	387	1,117	11.4%
販管費率	33.1%	34.3%	32.1%	32.7%	34.9%	33.8%	-	35.5%	34.4%	-
営業利益	36	68	254	72	92	165	4.6X	39	204	3.0X
営業利益率	1.9%	2.3%	6.2%	6.6%	8.7%	7.7%	-	3.6%	6.3%	-
経常利益	36	84	276	137	92	229	6.3X	45	274	3.3X
経常利益率	1.9%	2.9%	6.8%	12.5%	8.7%	10.6%	-	4.1%	8.5%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	23	53	173	71	15	86	3.7X	-6	79	47.3%

(注) 22/3期から新収益認識基準を適用しており、増減率は、21/3期の前年同期の旧基準との比較

(出所) ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

新収益認識基準に伴い、デジタルソリューション事業では、従来、工事完成基準を適用していた契約の一部で、履行義務の充足に係る進捗率を見積り、当該進捗率に基づいて収益を一定期間に亘り認識する方法に変更した。また、エンジニアリングソリューション事業とココダヨ事業では、従来は販管費としていた費用の一部を、売上高から直接減額する方法に変更している。この結果、旧基準との比較において、売上高が64百万円、売上原価が44百万円増加し、販管費が2百万円減少し、営業利益以下の段階利益が21百万円増加している。

売上総利益率は、デジタルソリューション事業における技術者の稼働率の改善や、原価率が低いと見られるココダヨ事業の売上高構成比の上昇等により、前年同期の35.0%から41.4%に上昇した。

一方、ココダヨ事業の研究開発費が前年同期の32百万円から5百万円に減少したものの、ココダヨ事業を中心に広告宣伝費が増加したほか、人件費も増加したため、販管費は前年同期比81百万円増加した。結果、販管費率は前年同期の33.1%から33.8%に上昇した。販管費率の悪化幅を売上総利益率の改善幅が上回ったため、営業利益率は前年同期の1.9%から7.7%に上昇した。

営業外収益には、前年同期には発生しなかった保険解約返戻金が65

百万円計上された。また、12月に実施した本社移転に関して、旧本社の内装工事等に係る固定資産の未償却部分の償却費及び原状回復費用を本社移転費用として特別損失に71百万円計上した。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高1,360百万円(前年同期比5.1%増)、セグメント利益243百万円(同30.7%増)であった(図表11)。

【図表11】22年3月期上期と第3四半期累計期間のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	21/3期				22/3期						
		上期	3Q	1-3Q	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	1-3Q	増減率
売上高		1,954	967	2,922	4,079	1,094	1,064	2,159	10.5%	1,091	3,250	11.2%
	デジタルソリューション	1,295	595	1,890	2,610	718	642	1,360	5.1%	649	2,010	6.3%
	エンジニアリングソリューション	534	298	832	1,174	270	316	586	9.7%	340	927	11.4%
	ココダヨ	125	78	203	301	113	113	227	81.3%	104	331	62.8%
	調整額	0	-4	-4	-7	-8	-7	-15	-	-3	-18	-
営業利益(セグメント利益)		36	32	68	254	72	92	165	4.6X	39	204	3.0X
営業利益率		1.9%	3.3%	2.3%	6.2%	6.6%	8.7%	7.7%	-	3.6%	6.3%	-
	デジタルソリューション	185	84	269	430	129	113	243	30.7%	103	346	28.2%
		14.4%	14.1%	14.3%	16.5%	18.1%	17.6%	17.9%	-	15.9%	17.2%	-
	エンジニアリングソリューション	113	77	190	283	45	78	124	10.0%	61	186	-2.1%
		21.2%	25.8%	22.8%	24.1%	16.9%	24.9%	21.2%	-	18.1%	20.1%	-
	ココダヨ	30	22	53	117	53	48	101	3.3X	40	142	2.7X
		24.2%	29.0%	26.0%	38.9%	46.8%	42.4%	44.6%	-	39.1%	42.9%	-
	調整額	-293	-151	-444	-576	-156	-147	-303	-	-165	-469	-

(注) 22/3期から新収益認識基準を適用しており、増減率は、21/3期の前年同期の旧基準との比較  
(出所) ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、主力分野である車載分野、デジタル情報家電分野、半導体製造装置分野が復調したほか、会計方針の変更によって、売上高が前年同期比66百万円増加した。セグメント利益の増益要因としては、技術者の稼働率の改善(外注費の削減)効果36百万円、会計方針の変更の影響21百万円が挙げられる。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高586百万円(前年同期比9.7%増)、セグメント利益124百万円(同10.0%増)であった。

売上高については、前上期に落ち込んだライセンス販売が増加に転じた一方、ストック売上は微増にとどまった模様である。結果、ストック売上比率は前上期の約64%から約60%に低下した。セグメント利益については、増収効果により、前年同期比11百万円増加した。

ココダヨ事業は、売上高227百万円(前年同期比81.3%増)、セグメン

ト利益 101 百万円 (同 3.3 倍) であった。

売上高については、スゴ得向けが牽引役となり、前年同期比 102 百万円増加した。セグメント利益は、広告宣伝費の増加を、増収効果と研究開発費の減少 (32 百万円→5 百万円) で吸収し、同 71 百万円増加した。

#### ◆ 22 年 3 月期第 3 四半期累計期間の決算は前年同期比 11%増収、営業利益 3.0 倍

22/3 期第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 3,250 百万円(前年同期比 11.2%増)、営業利益 204 百万円 (同 3.0 倍)、経常利益 274 百万円 (同 3.3 倍)、親会社株主に帰属する四半期純利益 79 百万円(同 47.3%増) であった。なお、特別損失として計上された本社移転費用が 120 百万円に膨らんだ (上期の計上額は 71 百万円)。

新収益認識基準の適用に伴い、旧基準との比較において、売上高が 44 百万円、売上原価が 30 百万円増加し、販管費が 4 百万円減少し、営業利益以下の段階利益が 18 百万円増加している。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高 2,010 百万円(前年同期比 6.3%増)、セグメント利益 346 百万円(同 28.2%増)、エンジニアリングソリューション事業は、売上高 927 百万円(同 11.4%増)、セグメント利益 186 百万円 (同 2.1%減)、ココダヨ事業は、売上高 331 百万円 (同 62.8%増)、セグメント利益 142 百万円 (同 2.7 倍) であった。なお、ココダヨの 12 月末時点の累計ダウンロード数はサービス全体で 68 万件を突破した。

## > 他社との比較

#### ◆ 同社の 3 事業と近い事業を展開する企業と比較

同社の事業構成は独特であり、同様なビジネスを展開する上場企業は見当たらない。そこで、同社が展開する 3 事業の各々において、同社と事業内容が比較的近い企業を類似事業として選定した。具体的には、自動車や半導体製造装置向けの組込みシステム等を中心に展開するヴィッツ、CAE ソリューション事業を中核とするサイバネットシステム、従業員の安否確認サービスを中心事業の一つとして展開するトヨクモを取り上げた (図表 12)。

各社を比較すると、規模では、機械系 CAE ソフトウェア販売の国内市場におけるリーディングカンパニーであるサイバネットシステムが他社を大幅に上回っている。同社は経常利益では僅差の 4 位ながら、売上高と総資産では 2 位であり、他 2 社よりはやや規模が大きい。

【 図表 12 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	ゼネテック	グイツ	サイバネットシステム	トヨクモ
	コード 直近決算期	4492 21/3期	4440 21/8期	4312 21/12期	4058 21/12期
規模	売上高	4,079	2,198	22,697	1,576
	経常利益	276	294	2,822	421
	総資産	2,844	2,651	23,270	2,205
収益性	自己資本利益率	10.0	10.4	12.0	21.8
	総資産経常利益率	10.0	11.6	12.4	21.5
	売上高営業利益率	6.2	12.6	12.5	26.5
成長性	売上高 (3年平均成長率)	0.6	-2.5	4.8	48.4
	経常利益 (同上)	27.0	9.5	18.8	45.4
	総資産 (同上)	9.1	34.0	6.6	63.2
安全性	自己資本比率	64.2	79.2	66.3	66.1
	流動比率	350.3	809.7	332.6	267.9
	固定長期適合率	21.2	12.6	10.6	14.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) ゼネテック及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

財務の安全性に関しては、自己資本比率と流動比率で1位、固定長期適合率で2位に位置するサイバネットシステムが最も良好である。同社は、流動比率では2位ながら、自己資本比率と固定長期適合率では4位であり、相対的には他社にやや劣後している。ただし、絶対的な数値では問題視するものはなく、同社の財務体質は健全と言える。

収益性については、極めて高い営業利益率を誇るトヨクモが全ての項目で他社を大幅に上回っている。同社は、全ての項目で4位であり、相対的には他社よりも低位である。しかし、上場企業全体との比較では、自己資本利益率と総資産経常利益率の数値は良好であり、むしろ、比較対象企業が優秀であると言える。

成長性についても、展開する2つのサービスの契約社数を大きく伸ばしているトヨクモが全ての項目で他社を大きく上回っている。同社は、経常利益では2位ながら、総資産と売上高では3位に位置しており、相対的に高くは評価できない。また、経常利益についても、起点となる18/3期の数値は、ココダヨ事業の先行投資負担で前期比大幅減益となっていたことから、割り引いて見る必要がある。

以上のことから、財務の安定性や収益性の絶対的な水準は良好であるものの、今回選定した比較対象会社に比べると、成長性等でやや見劣りする結果となった。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウの蓄積にある

同社の知的資本を構成する項目の多くは、製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウや経験と関係している(図表13)。

【図表13】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・ニューフレアテクノロジーの半導体製造装置向けの組込みシステムに対する依存度が高い	・ニューフレアテクノロジー向け売上高構成比	11.8%	
		・90年から開始したエンジニアリングソリューション(ES)事業では数多くのエンドユーザーが存在する	・ES事業の累積エンドユーザー数	約3,500社(20年2月時点)	
		・ココダゴの一般ユーザーの累積ダウンロード数は拡大している	・一般ユーザーの累積ダウンロード数	55万件	
	ブランド	・「Mastercam」の取引先や、デジタルソリューション(DS)事業の主要顧客とは長期的な関係を構築しているものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	36.5年(22年2月時点)	
			・上場からの経過年数	2.0年(22年2月時点)	
	事業パートナー	・「Mastercam」のライセンス元であるCNC Software, Inc.と日本総代理店契約を締結しているほか、複数のソフトウェア会社が仕入先となっている			
		・ES事業では多数の販売代理店と取引している	・ES事業の代理店数	約500社	
		・DS事業では外注先である協会社と取引している			
	組織資本	プロセス	・持続的な成長による企業価値の向上を経営目標としており、売上高、売上総利益率、営業利益、営業利益率を重視している	・売上高総利益	38.3%
・DS事業では、自動車や、各種電気・電子機器等に組込むソフトウェア・ハードウェアにおいて、システムの一括受託開発を行っており、労働集約型の事業となっている			・売上高営業利益率	6.2%	
・ES事業では、ソフトウェアのライセンス販売後に発生するストック売上(カスタマイズ、メンテナンス、技術サポート、教育・研修等)が事業の安定性と収益性を支えている			・DS事業の従業員1人当たり(期中平残)売上高	15百万円	
・ココダゴ事業の収益性は、売上高に対する研究開発費、広告宣伝費等の経費のバランスによって左右される			・DS事業の売上高営業利益率	16.5%	
			・ES事業のストック売上比率	約63%	
			・ES事業の売上高営業利益率	24.1%	
知的財産 ノウハウ		・災害時位置情報自動通知システム「ココダゴ」に関する特許を国内外で取得している	・ココダゴ事業の売上高研究開発費率	21.0%	
		・BIRD INITIATIVEとデジタル・ファクトリーソリューション「iPerfecta」を共同開発した	・ココダゴ事業の売上高営業利益率	38.9%	
人的資本		経営陣	・上野社長はIT業界で長年の経験があり、設立以来、同社を経営している	・特許取得国数	12カ国(21年11月時点)
			・上野社長による高い経営へのコミットメント	・社長の在任年数	36.5年(22年2月時点)
	従業員	・3事業を展開しているが、売上高構成比が最も高いデジタルソリューション事業の技術者を中心とした人員構成となっている	・社長及び社長の資産管理会社の保有株数	1,715千株(44.4%) 22/3期上期末	
		・インセンティブ制度	・期末従業員数	249名	
			・うちデジタルソリューション事業の従業員数	170名	
			・従業員持株会	273千株(7.1%) 22/3期上期末	
	・ストックオプション	67千株(3.5%)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、21/3期または21/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役の保有分を含む

(出所) ゼネテック有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、85年の創業以来、各種電気・電子機器や、自動車等の組込みシステムの開発を行っているが、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアの開発にも参画していることに特徴がある。また、90年から開始したCAD/CAM/CAEソフトウェアの販売も、顧客の大部分は製造業であり、幅広いハードウェアに関する知識が求められる事業となっている。

一方、組込みシステムを手掛けているシステム開発会社の多くは、ハードウェアには踏み込まず、ソフトウェアだけに開発領域を限定しており、組込みシステムよりも市場が大きい基幹業務ソフトウェアの開発を中心に事業を展開している。結果として、非製造業にも顧客基盤を広げている例が多い。同社は、エンジニアリングソリューション事業だけでなく、デジタルソリューション事業も製造業の顧客が中心であるため、事業の経験が長くなるに連れて、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアのノウハウも蓄積され、情報サービス業界における独自の地位を確立したと考えられる。

以上のことから、製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウの蓄積が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

エンジニアリングソリューション事業で提供する FlexSim のシミュレーション機能を活用することで、同社の顧客は、投資コストの削減や生産性の改善にとどまらず、排出エネルギーの削減効果が期待できると同社は説明している。

また、同社は、AI 技術を持つ BIRD INITIATIVE (東京都中央区) と共同で、FlexSim の拡張機能となる AI×3D シミュレーター「iPerfecta (アイパーフェクタ)」を 21 年 10 月に開発し、販売を開始した。iPerfecta の活用により、FlexSim の単独使用と比べ、大幅な排出エネルギーの削減が見込まれるようである。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ココダヨ事業の提供により、一人でも多くの人の安全を守り、安心で持続可能な社会づくりに貢献したいと考えている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は、21 年 6 月より、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は、監査等委員ではない取締役 4 名 (うち社外取締役 1 名) と、監査等委員である取締役 3 名 (うち非常勤社外取締役 2 名) で構成されている。

社外取締役の大野貴史氏は、公認会計士及び税理士であり、19 年 6 月に同社の取締役に就任した。現在は、エンアドバイザリー (静岡県三島市) の代表取締役社長、ベルセウスプロテオミクス (4882 東証マザーズ) の社外取締役等、複数の役職を兼務している。



監査等委員である非常勤社外取締役の田中俊平氏は、弁護士であり、19年6月に同社の監査役に就任した。もう一人の監査等委員である非常勤社外取締役の水谷翠氏は、公認会計士及び税理士であり、19年6月に同社の監査役に就任した。水谷氏は、スマート・プラス・コンサルティング(東京都中央区)の代表取締役、ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ(6090 東証マザーズ)の社外取締役、コンフィデンス(7374 東証マザーズ)の社外取締役等、複数の役職を兼務している。

21/3 期に 19 回開催された取締役会について、大野氏、田中氏、水谷氏は全てに出席した。監査役会については、田中氏、水谷氏共に全 12 回に出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 人材の確保及び育成

同社は、専門的な情報技術や業務知識を有する優秀な人材の確保と育成が大きな経営課題であると認識している。特に、デジタルソリューション事業では技術者の能力や人数に大きく依存している。同社は新卒・中途採用の促進及び計画的な教育研修等を実施しているほか、協力会社からの技術者の受入れを行っている。

#### ◆ 特定顧客に対する依存度の低下

デジタルソリューション事業では、車載関連や半導体製造装置関連において、特定顧客への依存度が高い状態にある。また、デジタル情報家電関連等でも特定顧客向けが中心となっている模様である。21/3期において、特定顧客に対する依存度は低下したものの、同社は、販売先の拡大や販売分野の拡大により、特定顧客に対する依存度の更なる低下を目指している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 品質と顧客満足度の向上、販売力の強化、ココダヨ事業の国内外での拡大等に取り組んでいる

同社は、売上高、売上総利益率、営業利益、営業利益率を重視し、その拡大を目指している。具体的な経営戦略としては、対処すべき課題に記載した対応に加え、以下の点を掲げている。

#### ◆ デジタルソリューション事業における品質と顧客満足度の向上

同社は、ソフトウェアとハードウェアの高い開発力及び性能と、それに裏付けられた顧客企業による高い評価が一番の強みと認識している。高い開発力を品質と顧客満足度の更なる向上に繋げるための活動を継続する方針である。

#### ◆ エンジニアリングソリューション事業における販売力の強化

同社は現在、約 500 社の販売代理店を通じて、数多くの製造業顧客にサービスを提供している。しかし、中小企業については開拓余地が残されており、代理店網を活かした販売力の強化に取り組む方針である。

#### ◆ ココダヨ事業の国内外での拡大

ココダヨ事業では、現在の主力領域である国内の個人ユーザー向けの拡大に加え、企業・自治体向け開発や見守り機能の拡充、災害が多い他国への展開による成長を目指している。海外展開に関しては、日本に加え、海外 11 カ国でも特許を取得済みであるほか、21 年 10 月、独立行政法人国際協力機構 (JICA) の調査にココダヨが採択された。

## 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）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・組み込みシステムにおいて、ソフトウェアとハードウェアの一体型開発力を持つこと</li> <li>・3次元CAD/CAMソフトウェアで世界有数の実績を持つMastercamの日本総代理店であること</li> <li>・エンジニアリングソリューション事業において、約500社の販売代理店と約3,500社のユーザーを持つこと</li> <li>・製造業向けソフトウェアとハードウェアに関するノウハウが豊富に蓄積されていること</li> <li>・NTTドコモのスコ得に登録された200以上のアプリの中で、ココダヨは利用ランキング上位を維持していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3事業共に事業規模が小さいこと</li> <li>・国内製造業の研究開発投資への依存度が高いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デジタルソリューション事業の顧客基盤の拡充による売上高の拡大と収益性の改善</li> <li>・FlexSimとiPerfectaによるエンジニアリングソリューション事業の成長加速</li> <li>・ココダヨ事業の国内外での拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デジタルソリューション事業において、プロジェクトの採算管理に失敗すること</li> <li>・主力商品であるMastercamの代理店契約が解除されること</li> <li>・人手不足の深刻化による採用競争の激化とエンジニアの退職増加</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の影響が長期化し、製造業の研究開発投資が削減されること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ iPerfecta と FlexSim の拡販とココダヨの海外展開に期待したい

同社は、エンジニアリングソリューション事業における代理店網を活かした販売力の強化を事業戦略として掲げている。その具体策として、21年10月に販売を開始した iPerfecta について、同社は、今後5年で数百ライセンスの販売を目指すと公表した。

FlexSim とセットで使用される iPerfecta の拡販が進めば、18年からの累積で50ライセンスにとどまる FlexSim の販売を大幅に伸ばす効果が期待でき、エンジニアリングソリューション事業の成長への大きな貢献が見込まれるため、当センターではその販売動向に注目している。

また、同社の販売先はこれまでほぼ国内に限定されていたが、ココダヨ事業の海外展開を目指している。ココダヨの海外事業での収益化が実現できれば、利益率の上昇を通じた営業利益の拡大に寄与するだけでなく、株価評価にも影響を与える可能性がある。こうしたことから、当センターではココダヨの海外展開についても期待している。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 22年3月期会社計画は23%増収、51%営業減益

22/3期の会社計画は、売上高5,000百万円（前期比22.6%増）、営業利益124百万円（同51.2%減）、経常利益193百万円（同30.1%減）、親会社株主に帰属する当期純利益14百万円（同91.9%減）である（図表15）。

【 図表 15 】 ゼネテックの過去の業績と 22 年 3 月期の計画 (単位: 百万円)

	セグメント	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期		増減率
		実績	実績	実績	実績	期初計画	修正計画	
売上高		4,004	4,482	4,720	4,079	5,000	5,000	22.6%
	デジタルソリューション	2,797	3,252	3,351	2,610	—	—	—
	エンジニアリングソリューション	1,191	1,209	1,279	1,174	—	—	—
	ココダヨ	15	30	96	301	—	—	—
	調整額	—	-10	-6	-7	—	—	—
売上総利益		1,306	1,509	1,609	1,561	—	—	—
	売上総利益率	32.6%	33.7%	34.1%	38.3%	—	—	—
販売費及び一般管理費		1,179	1,250	1,273	1,307	—	—	—
	販管費率	29.4%	27.9%	27.0%	32.1%	—	—	—
営業利益 (セグメント利益)		127	259	335	254	285	124	-51.2%
	営業利益率	3.2%	5.8%	7.1%	6.2%	5.7%	2.5%	—
	デジタルソリューション	483	628	598	430	—	—	—
	エンジニアリングソリューション	255	201	279	283	—	—	—
	ココダヨ	-143	-46	-6	117	—	—	—
	調整額	-468	-523	-535	-576	—	—	—
経常利益		134	275	327	276	345	193	-30.1%
	経常利益率	3.4%	6.2%	6.9%	6.8%	6.9%	3.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		83	179	212	173	210	14	-91.9%

(出所) ゼネテック有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

同社の期初計画は、売上高 5,000 百万円、営業利益 285 百万円、経常利益 345 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 210 百万円であったが、同社は、第 3 四半期累計期間の決算発表と同時に、通期計画の利益予想を下方修正した。

22/3 期の FlexSim の販売ライセンス数が前期比約 3 倍となる見込みであるほか、ココダヨ事業の好調により、「通期の営業利益は期初計画を上回る進捗状況」であったと同社は説明している。しかし、同社と「ココダヨ」サービスの認知度を加速的に向上させ、ココダヨ事業の更なる成長を図ることと、同社のブランド力、営業力、採用力を同時に強化することを目的として、広告宣伝費の予算を期初計画比約 200 百万円上乘せし、2 月下旬から 3 月下旬に掛けて関東地区でココダヨの TVCM を放映する決断をしたことから、営業利益を 161 百万円下方修正した。

また、期初計画では見込んでいなかった本社移転費用が 120 百万円となったことも反映し、親会社株主に帰属する当期純利益を 196 百万円下方修正した。

なお、同社は 22 年 1 月、世界大手 ERP 会社の SAP の導入コンサルティング事業を展開するバード (埼玉県さいたま市) を完全子会社化した。バードの 21/9 期の業績は、売上高 128 百万円、営業利益 9 百

万円と開示されている。買収金額やのれんの有無については開示されていないが、22/3 期の業績に与える影響は軽微としている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、22/3 期業績を、売上高 4,649 百万円（前期比 14.0%増）、営業利益 128 百万円（同 49.6%減）、経常利益 197 百万円（同 28.6%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 16 百万円（同 90.8%減）と予想する（図表 16）。

【 図表 16 】 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)

	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E	23/3期E	24/3期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	4,720	4,079	5,000	4,649	5,244	5,660
前期比	5.3%	-13.6%	22.6%	14.0%	12.8%	7.9%
<b>セグメント別</b>						
デジタルソリューション事業	3,351	2,610	-	2,884	3,231	3,420
エンジニアリングソリューション事業	1,279	1,174	-	1,326	1,470	1,620
ココダゴ事業	96	301	-	461	570	650
調整額	-6	-7	-	-22	-27	-30
営業利益	335	254	124	128	290	343
前期比	29.3%	-24.3%	-51.2%	-49.6%	126.4%	18.3%
営業利益率	7.1%	6.2%	2.5%	2.8%	5.5%	6.1%
<b>セグメント別</b>						
デジタルソリューション事業	599	430	-	532	604	646
エンジニアリングソリューション事業	279	283	-	298	334	376
ココダゴ事業	-6	117	-	8	197	229
調整額	-535	-576	-	-710	-845	-908
経常利益	327	276	193	197	299	352
前期比	18.7%	-15.7%	-30.1%	-28.6%	51.8%	17.7%
経常利益率	6.9%	6.8%	3.9%	4.2%	5.7%	6.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	212	173	14	16	205	242
前期比	18.4%	-18.4%	-91.9%	-90.8%	12.8X	18.1%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想、セグメント別売上高はセグメント間取引消去前  
(出所) ゼネテック決算短信、IR リリースを基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高 2,884 百万円（前期比 10.5%増）、セグメント利益 532 百万円（同 23.7%増）と予想した。売上高については、車載分野や半導体製造装置分野での拡大を想定し、単体は 2,864 百万円（同 10.0%増）と見込んだ。一方、1 月に買収したバードについては、2 カ月分の売上高として 20 百万円を織込んだ。セグメント利益については、増収効果と技術者の稼働率の向上に伴う利益率の改善を想定した。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,326 百万円（前期比 12.9%増）、セグメント利益 298 百万円（同 5.2%増）と予想した。売上高については、販売体制の強化を図っている FlexSim のライセンス販売の拡大が牽引役になると考えた。セグメント利益については、販促活動強化に伴う費用の増加を想定し、利益率の悪化を見込んだ。

ココダヨ事業は、売上高 461 百万円（前期比 52.8%増）、セグメント利益 8 百万円（同 93.2%減）と予想した。売上高については、第 4 四半期に実施している TVCM の効果を織込んだ。セグメント利益については、広告宣伝費の大幅な増加を織込み、前期比 109 百万円の減益と見込んだ。なお、当センターでは、24/3 期までの予想において、ココダヨ事業に関し、海外展開による費用の増加や売上高の計上は一切見込んでいない。

調整額（全社費用）については、710 百万円（前期は 576 百万円）と予想した。12 月の本社移転に伴う地代家賃や減価償却費の増加を見込んだほか、ココダヨの TVCM が、同社全体のブランド力、営業力、採用力の強化も目的としていることから、同 CM に関する広告宣伝費の一部は全社費用に計上されると想定した。

23/3 期は、売上高 5,244 百万円（前期比 12.8%増）、営業利益 290 百万円（同 126.4%増）と見込んだ。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高 3,231 百万円（前期比 12.0%増）、セグメント利益 604 百万円（同 13.5%増）と予想した。売上高については、車載分野や半導体製造装置分野での拡大継続と、技術者の採用増加による供給力の向上を想定し、単体は 3,097 百万円（同 8.1%増）と見込んだ。一方、ボードについては、1 年分の売上高として 134 百万円を織込んだ。セグメント利益については、増収効果に伴う利益率の改善を想定した。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,470 百万円（前期比 10.9%増）、セグメント利益 334 百万円（同 12.1%増）と予想した。売上高については、FlexSim のライセンス販売の拡大に加え、iPerfecta の販売も徐々に増加すると考えた。セグメント利益については、増収効果に伴う利益率の改善を見込んだ。

ココダヨ事業は、売上高 570 百万円（前期比 23.6%増）、セグメント利益 197 百万円（同 24.6 倍）と予想した。売上高については、22/3 期第 4 四半期の TVCM の効果に加え、23/3 期にも規模を縮小して TVCM が実施されると想定し、その効果も織込んだ。セグメント利益については、増収効果と広告宣伝費の減少を想定し、前期比 189 百万円の増益と見込んだ。

調整額については、845 百万円（22/3 期予想は 710 百万円）と予想した。本社移転に伴い、地代家賃や減価償却費等が増加すると見込んだほか、同社全体のブランド力、営業力、採用力の強化を目的とした広

告宣伝が継続し、関連費用が 22/3 期に比べて増加すると想定した。

24/3 期は、売上高 5,660 百万円 (前期比 7.9%増)、営業利益 343 百万円 (同 18.3%増) と見込んだ。

セグメント別では、デジタルソリューション事業は、売上高 3,420 百万円 (前期比 5.8%増)、セグメント利益 646 百万円 (同 7.0%増) と予想した。売上高については、23/3 期予想と同じ理由により、単体は 3,280 百万円 (同 5.9%増) と見込んだ。一方、ボードについては、140 百万円 (同 4.5%増) と見込んだ。セグメント利益については、増収効果に伴う利益率の改善を想定した。

エンジニアリングソリューション事業は、売上高 1,620 百万円 (前期比 10.2%増)、セグメント利益 376 百万円 (同 12.6%増) と予想した。売上高については、FlexSim と iPerfecta を中心とした拡大を想定した。セグメント利益については、増収効果に伴う利益率の改善を見込んだ。

ココダヨ事業は、売上高 650 百万円 (前期比 14.0%増)、セグメント利益 229 百万円 (同 16.2%増) と予想した。売上高については、23/3 期よりも規模を拡大して、24/3 期にも TVCM が実施されると想定し、その効果も織込んだ。セグメント利益については、増収効果により、前期比 32 百万円の増益と見込んだ。

調整額については、908 百万円 (23/3 期予想は 845 百万円) と予想した。同社全体のブランド力、営業力、採用力の強化を目的とした広告宣伝費が 23/3 期に比べて増加すると想定した。

同社は、株主への利益還元を経営上の最重要課題の一つと考え、事業環境や財務状況、経営成績を考慮の上、内部留保と配当のバランスを考えた利益配分を行うことを基本的な考え方としている。21/3 期には 20 円の配当 (21 年 9 月 1 日に実施された 1:2 の株式分割による考慮して修正すると 10 円) を実施した (配当性向 21.1%)。22/3 期は、中間配当 4 円と期末配当 10 円の合計で年間 14 円と予想している。

当センターでは、同社の配当に関する考え方と当センターの業績予想に基づき、22/3 期は 14 円、23/3 期は 15 円、24/3 期は 18 円の年間配当を予想している。

【 図表 17 】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)

	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E	23/3期E	24/3期E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	1,123	1,481		1,257	1,376	1,542
売上債権	969	775		884	997	1,076
棚卸資産	78	68		68	68	68
その他	58	59		59	59	59
流動資産	2,230	2,386		2,270	2,502	2,747
有形固定資産	75	74		110	98	87
無形固定資産	9	25		69	63	55
投資その他の資産	376	358		355	370	377
固定資産	461	458		535	531	520
資産合計	2,691	2,844		2,805	3,034	3,267
買掛金	240	173		180	201	213
短期借入金	40	-		-	-	-
1年内償還予定社債	50	50		25	-	-
未払法人税等	48	77		33	51	60
その他	321	380		439	471	489
流動負債	700	681		677	724	762
社債	75	25		-	-	-
退職給付に係る負債	278	311		332	361	377
固定負債	353	336		332	361	377
純資産合計	1,637	1,827		1,796	1,949	2,127
(自己資本)	1,637	1,827		1,796	1,949	2,127
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	327	276		76	299	352
減価償却費	20	25		30	38	39
退職給付に係る負債の増減額 (-は減少)	-6	32		20	29	16
売上債権の増減額 (-は増加)	-228	194		-108	-113	-79
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-13	10		0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-107	-67		6	21	12
その他	202	67		67	18	10
法人税等の支払額	-132	-95		-104	-75	-101
営業活動によるキャッシュ・フロー	61	443		-11	216	249
有形固定資産の取得による支出	-5	-19		-85	-10	-10
無形固定資産の取得による支出	-3	-17		-62	-10	-10
その他	-39	-1		15	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-49	-38		-131	-20	-20
短期借入金の増減額 (-は減少)	10	-40		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-33	-		0	0	0
社債の償還による支出	-56	-50		-50	-25	0
自己株式の処分による収入	487	20		5	0	0
配当金の支払額	-5	-6		-51	-52	-63
財務活動によるキャッシュ・フロー	403	-76		-96	-77	-63
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	415	328		-238	119	165
現金及び現金同等物の期首残高	451	867		1,195	956	1,075
現金及び現金同等物の期末残高	867	1,195		956	1,075	1,241

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) ゼネテック決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 特定の仕入先への依存度に関するリスク

同社がエンジニアリングソリューション事業で取扱うソフトウェアの大部分は、開発元から直接仕入れている。中でも、Mastercam の仕



入先である CNC Software, Inc.への依存度が高くなっている。同社は今後も契約の維持に努める方針であるものの、何らかの理由により、代理店契約が更新されなかったり、Mastercam の競争力が低下したりした場合は、同社の業績や財政状態に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 主要顧客への依存度の高さ

デジタルソリューション事業においては、主要顧客であるニューフレアテクノロジー、パナソニック、パナソニック I T S に対する依存度が高い。同事業売上高に対する当該3社の比率は、19/3 期が 57.1%、20/3 期が 52.3%であった。21/3 期については、パナソニックとパナソニック I T S に対する販売高が総売上高の 10%未満に縮小したため、その比率は不明であるが、更に低下している。

同社は、当該3社との良好な関係の維持に努めつつ、新規クライアントの獲得を強化し、3社に対する依存度を引下げる方針である。しかし、3社の業績悪化や取引関係の見直し等により、取引が中止、または縮小した場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 四半期業績が大幅に変動する可能性

同社の業績については、デジタルソリューション事業とエンジニアリングソリューション事業において、第2四半期と第4四半期の売上高が前四半期と比べやや増加する傾向があるものの、その程度は基幹業務システム開発を主体とするソフトウェア開発会社と比べて、さほど大きくはないと当センターでは考えている。

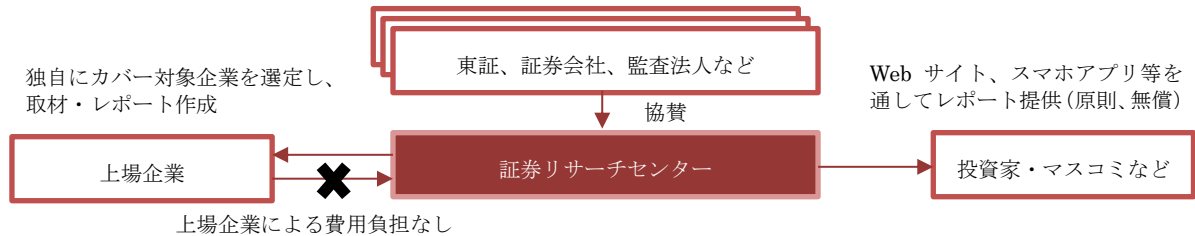
しかし、デジタルソリューション事業の売上高と、エンジニアリングソリューション事業の約4割を占めるフロー売上は、経済環境の変化の影響を受けやすい傾向にある。コロナ感染症の影響が両事業を直撃した21/3 期第1四半期は、売上高933百万円、営業損失40百万円となり、未監査の数値ではあるが、20/3 期第1四半期の売上高1,076百万円、営業利益17百万円と比べ、大幅に悪化した。

また、2~3月に実施を予定している TVCM に伴い、第4四半期において、同社は80百万円の営業損失を予想している。当センターでは、第3四半期までの利益進捗を考慮して、同社が通期の親会社株主に帰属する当期純利益が赤字にならない範囲で広告宣伝費を積み増し、23/3 期以降の成長を目指す方針であると捉えている。しかし、同社の裁量による経費の大幅な増減は、四半期業績の変動を激しくする側面もある。以上のことから、当センターでは、同社の四半期業績が大幅に変動する可能性を投資に際しての留意点として取り上げると共に、注意深く観察する必要があると考えている。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業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表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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。