

ホリスティック企業レポート レオス・キャピタルワークス 7330 東証グロース

新規上場会社紹介レポート
2023年5月9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 202300508

「ひふみ」ブランドの公募投資信託を運用・販売する資産運用会社 運用力、販売力、発信力を強みとしている

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

【7330 レオス・キャピタルワークス 業種: 証券、商品先物取引業】

決算期	営業収益 (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)
2021/3	6,783	11.2	1,265	-	1,265	-12.8	849	-11.8	70.7	329.8	22.0
2022/3	9,479	-	1,952	-	1,969	-	1,303	-	108.5	416.3	33.0
2023/3 予	9,676	2.1	1,607	-17.7	1,623	-17.6	1,053	-19.2	87.7	-	未定

(注) 2022/3期以降は連結決算。2023/3期予想は会社予想

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	1,361円 (2023年5月8日)	本店所在地 東京都千代田区
発行済株式総数	12,374,300株	設立年月日 2003年4月16日
時価総額	16,841百万円	代表者 藤野 英人
上場初値	1,730円 (2023年4月25日)	従業員数 116人 (2023年1月)
公募・売出価格	1,300円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎年6月
		【主幹事証券会社】 大和証券
		【監査人】 東陽監査法人

> 事業内容

(注1) レオス (RHEOS) とは、古代ギリシャ語で「流れ」を意味する言葉である。同社の社名には、日本にある人財、資本、知恵、技術等の多くの資産「キャピタル」の「流れ」をつくる工房「ワークス」でありたいという想いが込められている。

◆ 「ひふみ」ブランドの公募投資信託を運用・販売する資産運用会社

レオス・キャピタルワークス^{注1}(以下、同社)は、日本株式会社を中心に運用する国内投資信託の中で最大級の純資産額を誇る「ひふみプラス」等の「ひふみ」ブランドのファンドを運用・販売する資産運用会社である。同社の事業領域は、投信投資顧問事業の単一セグメントであるが、投資信託委託業務と投資顧問業務(投資一任契約に係る業務)、ベンチャーキャピタル業務によって構成されている。

同社は、創業メンバーである藤野英人氏(現代表取締役会長兼社長、最高投資責任者、業界経験年数約33年)、湯浅光裕氏(現代表取締役副社長、業界経験年数約32年)、五十嵐毅氏(現営業本部長)によって、よりよい社会を作るため、国内外のヒト、モノ、カネの「流れ(レオス)」を興すこと、理想の投資信託を作ること、人々の資産形成の一助となることを目的に03年4月に設立された。

日本においては、設立間もない運用会社が投資信託委託業の認可を得ることが困難だったため、同社は03年12月に投資顧問業務から事業を始めた。07年9月に投資信託委託業の認可を取得できたため、同社は08年10月に初めての公募投資信託となる「ひふみ投信」の運用を開始した。

「ひふみ投信」の運用開始の直前にリーマンショックが起こったため、09年にかけて同社を含めて多くの資産運用会社は運用資産残高の急減を余儀なくされた。「ひふみ投信」の設立に備え、人員の増強やシステム投資を進めていたこともあり、同社はこの時期、赤字となった。

同社は、09年に外為オンライン等のIT・金融会社を傘下に持つISホールディングス(東京都千代田区)に対して第三者割当増資等を実施し、その子会社となった。

18年12月に同社は上場する予定であったが、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性に関する問題が浮上し、直前で上場を取りやめた。業容拡大に内部管理体制の強化が追い付いていなかったことから、同社は、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを選任したほか、弁護士を採用する等、内部管理体制の強化に取り組んだ。

20年6月、ISホールディングスは、資金需要の発生に伴い、保有していた同社株式の一部を売却したため、SBIホールディングス(8473 東証プライム)の連結子会社であるSBIファイナンシャルサービスズが同社の親会社となった。SBIファイナンシャルサービスズは、上場時に一部株式を売却したものの、依然として発行済株式総数の48.9%保有していることや、取締役を一人派遣していること等から、親会社の地位にとどまる見通しである。

同社の役員は、藤野会長兼社長、湯浅副社長、岩田常務取締役(ISホールディングス出身)、白水常務取締役、高村取締役(SBIホールディングス代表取締役副社長等を兼務)のほか、3名の独立社外取締役、及び4名の独立社外監査役によって構成されており、取締役会の審議に当たっては多様な意見が反映され得る状況を確保している。

SBIホールディングスグループには、SBIアセットマネジメントや岡三アセットマネジメント(23年7月にSBI岡三アセットマネジメントに商号変更予定)等、同社と事業領域が類似している資産運用会社が存在しているものの、投資スタイルや販売先等が異なっていると同社は説明している。

また、同社とSBIホールディングスグループの間では取引関係も存在している。兄弟会社に該当するSBI証券は、ネット証券最大手であるため、間接販売を行う投資信託の主要販売パートナーとなっている。22/3期では、販売パートナーへの支払手数料の約2割がSBI証券に対するものであった。

◆ 投資信託委託業務

投資信託委託業務は、同社が組成した投資信託を購入した顧客の資金を国内外の株式等に投資し、その運用成果を顧客の投資額に応じて分配する仕組みの金融商品を運用する業務である。

同社が運用している投資信託は、23年3月末現在で、主に日本の成長企業に投資する「ひふみプラス」や「ひふみ投信」、海外の成長株に投資する「ひふみワールド+」や「ひふみワールド」等、12本となっている。同社が運用する投資信託の販売経路別、投資資産別の一覧は図表1の通りである。

【 図表 1 】 運用投信の一覧

		販売経路別		
		公募投資信託 (直接販売)	公募投資信託 (間接販売)	私募投資信託
投資 資 産 別	国内株式	—	—	レオス日本小型株ファンド (一般投資家私募)
	内外株式	ひふみ投信	ひふみプラス ひふみ年金 まるごとひふみ100	—
	海外株式	ひふみワールド	ひふみワールド+ ひふみワールド年金	—
	内外資産複合 (バランスファンド)	ひふみらいと	まるごとひふみ15 まるごとひふみ50	まるごとひふみ50 (適格機関投資家専用)

(注) ひふみ年金とひふみワールド年金は、確定拠出年金 (iDeCo、企業型 DC) 専用の投資信託。
(出所) 届出目論見書

(注 2) DC とは、確定拠出年金の略称である。確定給付年金とは異なり、毎月の拠出額 (掛金に相当) が定額である一方、運用状況によって将来の受給額が変動する形態の年金である。

同社が運用している投資信託業務の資産残高は、23年3月末現在で、1兆315億円であった。主要ファンド別では、「ひふみプラス」4,892億円、「ひふみワールド+」2,162億円、「ひふみ投信」1,437億円、DC^{注2}投信「ひふみ年金」583億円となっている。

「ひふみ投信」、「ひふみワールド」、「ひふみらいと」は、同社が委託(運用)と共に販売も行う直接販売型であり、委託者報酬における運用会社としての機能分と販売会社としての機能分を収益としている。一方、「ひふみプラス」と「ひふみワールド+」、「ひふみ年金」等は、証券会社や銀行等の販売会社を通じて顧客に提供する間接販売型であり、委託者報酬における運用会社としての機能分のみを実質的な収益としている。

運用面では、ひふみシリーズ(ひふみ投信、ひふみプラス、ひふみ年金)は、ひふみ投信マザーファンド、ひふみワールドシリーズ(ひふみワールド、ひふみワールド+等)は、ひふみワールドマザーファンドに集約して運用されている。ひふみ投信マザーファンドとひふみワールドマザーファンドの合計純資産総額は、投資信託の運用資産残高の9割以上を占めている。

ひふみシリーズは、時価総額等の企業規模に拘らずに投資を行うオールキャップ戦略の商品に該当する。また、ひふみシリーズは、主に日本の成長企業に投資しているが、海外企業にも投資が可能な商品設計となっており、17年半ばからは海外株式にも投資している。

ひふみ投信マザーファンドの純資産総額は、23年3月末において7,259億円に達しており、291銘柄に投資している。資産配分比率は、日本株式87.83%、海外株式4.43%、現金等7.74%であった。保有銘柄の時価総額別比率は、大型株(時価総額3,000億円以上)68.68%、中小型株(同300億円

以上 3,000 億円未満)21.83%、超小型株(同 300 億円未満)1.75%、現金等 7.74%となっている。

ひふみワールドマザーファンドの純資産総額は、23年3月末において2,806億円に達しており、142銘柄に投資している。資産配分比率は、海外株式 93.72%、現金等 6.28%であった。保有銘柄の時価総額別比率は、時価総額 10 兆円以上 32.47%、同 1 兆円以上 10 兆円未満 43.27%、同 3,000 億円以上 1 兆円未満 15.53%、同 3,000 億円未満 2.45%、現金等 6.28%となっている。

ひふみワールドマザーファンド、ひふみ投信マザーファンドの海外株式資産及び、「ひふみらいと」等が投資するグローバル債券マザーファンドの海外債券資産等によって構成される同社の外貨建て運用資産は、22/3 期末において運用資産総額の 3 割程度となっている模様である。

同社は、運用する投資信託の特徴として、(1)独自に発掘した成長企業への投資を通じた「守りながら増やす運用」、(2)セミナー開催等による顧客とのコミュニケーション、(3)2 つの販売チャネル(直接販売と間接販売)を挙げている。

(1) 独自に発掘した成長企業への投資を通じた「守りながら増やす運用」

同社の運用は、企業が提供する製品・サービスが世の中にもどのような影響を与えるのか、アナリストやファンドマネージャーが自ら企業に足を運んで確認したり、経営者と面談したりすることで得られる足で稼いだ情報を基に投資判断を行っている。中長期の将来価値に対して割安と考えられる企業や、安定的に業績を伸ばしている企業に長期的な投資を行っている。

同社は、マーケットの変化に柔軟に対応するため、IT 企業等の成長企業だけでなく、地道に収益をあげる企業まで、幅広くに銘柄に分散投資をすることで、基準価額の変動を抑えた、「守りながら増やす運用」を心掛けている。ファンドの価格変動リスクに対するリターンの高さを示す数値であるシャープレシオ(リターンをリスクで割った数値)を高位に保つことを目標としている。

(2) セミナー開催等による顧客とのコミュニケーション

同社は、セミナー、イベント、各地での運用報告会等を通じて、顧客に投資の楽しさや重要性を Face to Face でコミュニケーションをとる活動に力を注いでいる。例えば、「ひふみ投信」の運用責任者やアナリストがどのような視点で経済や株式相場を捉え、運用を行っているか等について説明する「ひふみアカデミー」等のセミナーを開催するほか、直接販売投信の保有者を対象に、同社メンバーと投資先企業を見学する「ひ

ふみの社会科見学」等を開催している。

同社は以前から、自社 Web サイトで運用メンバーのインタビュー記事を公開する等、「顔の見える運用」を標榜している。21 年 1 月には、お金や投資に関する情報を楽しく分かりやすく発信する YouTube チャンネル「お金のまなびば！」を開設した。23 年 2 月末時点の登録者数は、金融機関のチャンネルとしては最大規模の 21.6 万人となっている。

(3) 2 つの販売チャネル

同社の販売手法の特長は、直接販売と間接販売という 2 つの販売チャネルを持っていることである。国内公募投資信託の多くは、証券会社等の販売会社を通じて販売されているため、ファンド保有者への対応は販売会社が行っている。一方、同社は直接販売も行っているため、当該販売ルート経由の投資信託保有者に対して積極的にコミュニケーションを取ることが可能となっている。同社は、「顔の見える運用」により、顧客が投資信託を長期にわたって保有するように促している。

また、直接販売する公募投資信託の一部では、長期に保有するほど信託報酬が低減する仕組み「資産形成応援団(信託報酬一部還元方式)」を日本で初めて導入している。該当する投資信託においては、5 年以上保有している場合に、投資家が負担する信託報酬をあらかじめ決められた応援率分に基づき割引く仕組みとなっている。

また、同社は、日本の大手銀行、大手証券会社、ネット証券、地方銀行等、23 年 2 月末時点で 96 社の販売パートナーと取引している。同社の運用資産残高は、間接販売の公募投資信託が牽引役となり、17/3 期から急拡大している。

同社は、投資信託の評価機関等が毎年実施する表彰制度において、数多くの受賞歴がある(図表 2)。「ひふみ投信」については、格付投資情報センター(R&I)がシャープレシオを定量評価に用いて選定する「R&I ファンド大賞」投資信託 10 年国内株式(コア)部門において直近 5 年間(19 年～23 年)、継続して受賞している。

【 図表 2 】 「ひふみ投信」及び「ひふみプラス」の主な受賞歴

表彰・調査名/受賞部門	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
R & I ファンド大賞 投資信託10年/国内株式(コア)部門	最優秀ファンド賞	最優秀ファンド賞	優秀ファンド賞	優秀ファンド賞	優秀ファンド賞
投資プロガーが選ぶ! Fund of the Year	14位	-	13位	7位	未発表

(出所) レオス・キャピタルワークス HP より証券リサーチセンター作成

◆ 投資顧問業務(投資一任契約に係る業務)

投資顧問業務は、投資一任契約に基づいて顧客の投資資金を受託、運用する業務である。投資一任契約とは、顧客から投資判断を任せられ、顧客に代わって顧客資産を運用する契約である。投資顧問業における収益は、運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算定される投資顧問報酬と、運用成績に応じて受け取る成功報酬によって構成されている。

同社は、投資一任契約に基づき、国内企業年金基金と海外ソブリンウェルスファンド等を受託、運用している。同社が運用している投資顧問業務の資産残高は、23年3月末現在で、1,127億円となっている。

◆ ベンチャーキャピタル業務

同社は、21年4月にベンチャー企業への出資を目的とした、「レオス・キャピタルパートナーズ」を100%子会社として設立した。レオス・キャピタルパートナーズは、22年2月1日に RheosCP1 号投資事業有限責任組合を設立し、ベンチャーキャピタル業務を開始している。

RheosCP1 号投資事業有限責任組合は、運用開始からまだ間もなく、投資回収(利益計上)までには長期間を要するため、ベンチャーキャピタル業務としては当面、営業損失が見込まれている模様である。

◆ 17年3月期から運用資産残高は急増している

同社が運用する投資信託の運用資産残高は、純流入額(設定額から解約額を控除した金額)と基準価額が堅調に推移したことから、17/3期と18/3期に急拡大した(図表3)。

【図表3】運用資産残高の推移

(単位: 億円)

分類	16/3期末	17/3期末	18/3期末	19/3期末	20/3期末	21/3期末	22/3期末	23/3期末
公募投資信託 (直接販売)	308	491	1,355	1,307	1,193	1,763	1,864	1,885
公募投資信託 (間接販売)	803	1,365	5,853	6,256	5,371	6,699	8,169	8,414
私募投資信託	39	44	72	82	51	66	52	15
投資信託計	1,151	1,902	7,282	7,646	6,616	8,529	10,086	10,315
投資顧問計	534	862	1,170	1,070	855	1,079	993	1,127
全社合計	1,685	2,764	8,452	8,716	7,471	9,608	11,079	11,443

(注) 当該数値は、監査法人による監査又は、四半期レビューを受けていない。

(出所) 届出目論見書、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

テレビ東京の「カンブリア宮殿」で17年2月に同社が取り上げられた効果もあり、つみたてNISAの対象となった「ひふみプラス」の販売パートナー数や「ひふみ投信」の顧客数が急拡大したことから、18/3期末にかけては、「ひふみプラス」と「ひふみ投信」を中心に投資信託の運用資産残高が急増した。

20/3 期においては、国内株式市場が調整局面であったため、同社の運用資産残高も減少を余儀なくされたが、21/3 期以降の運用資産残高は拡大基調で推移している。19年に運用を開始した「ひふみワールド」と「ひふみワールド+」の販売が好調であったことや、20年6月のSBIホールディングスグループ入りにより、地方銀行等の販売パートナーが増加し、間接販売の公募投資信託の運用資産残高が拡大したことが主な要因である。

◆ 営業収益の大部分は投資信託の委託者報酬である

事業会社の売上高に相当する営業収益は、投資信託委託業の委託者報酬と投資顧問業務の投資顧問報酬によって構成されている。22/3 期における委託者報酬と投資顧問報酬の構成比は、各々96.6%、3.4%となっている。

◆ 間接販売増加に伴う営業利益と営業利益率への影響に留意したい

同社の費用は、営業費用と一般管理費によって構成されている。費用の明細が開示されている単体の損益計算書(22/3 期)によると、営業費用の83.5%は間接販売の公募投資信託の販売パートナーに支払う代行手数料(支払手数料)である。支払手数料は、該当する投資信託の信託報酬(委託者報酬)の50%に設定されている。22/3 期においては、間接販売による運用資産残高(期中平均)の比率が上昇したため、支払手数料を委託者報酬で除した数値は、21/3 期の38.3%から39.7%に上昇した。

その他の営業費用としては、顧客管理システムや投信バックオフィスシステム、マーケット情報サービス等の利用料を中心とした調査費や、営業諸費用が挙げられる。これらの費用は、営業収益ほどには増えなかったため、22/3 期の営業収益営業費用率(単体)は、21/3 期の46.3%から45.9%にやや改善した。

一般管理費の中心は、役員報酬、給料・手当、賞与等によって構成される給料であり、22/3 期において、一般管理費(単体)の39.1%を占めていた。次に大きい項目は広告宣伝費であり、一般管理費(単体)の18.7%を占めている。その他の経費も含めて、一般管理費の増加率は営業収益の伸びを下回ったため、22/3 期の営業収益一般管理費率(単体)は、前期の35.1%から33.2%に低下した。結果、22/3 期の営業利益率(単体)は、前期の18.7%から20.9%に改善している。

同社の費用を分類すると、支払手数料が変動費に、その他の費用が固定費に該当するため、22/3 期の限界利益率は約62%と推定される。営業収益に占める間接販売を通じた委託者報酬比率の上昇は、限界利益率の低下に繋がる一方で、過去の業績推移を見ると、間接販売による運用資産残高の拡大が営業利益の増加の原動力となっていたことに留意したい。

◆ 国内外株式と国内外債券の2チームによる運用体制

同社の国内外株式の運用チームは、7名のファンドマネージャー兼アナリスト(最高投資責任者である藤野会長兼社長、湯浅副社長、渡邊庄太運用本部長ら)と、5名のアナリストによって構成されている。国内外債券の運用チームは、3名のファンドマネージャーと2名のアナリストによって構成されている。また、2名のエコノミストが在籍している。なお、ファンドマネージャーに親会社グループから派遣された役職員は在籍しておらず、投資判断は自社独自で行っている。また、同社は、運用チームの氏名や顔写真等をサイト上で公開しており、文字通り「顔の見える運用」を実践している。

> 特色・強み**◆ 運用力、販売力、発信力等に特徴がある**

同社の特色及び強みの多くは、運用力、販売力、発信力に関係している。具体的には、(1)日本株式のアクティブ運用で長期的な経験や実績があること、(2)「ひふみ」ブランドは、個人投資家や投資信託を販売する金融機関に浸透していること、(3)藤野会長兼社長を始め、日本株の投資分野で長年活躍してきた経験豊富な人材が在籍していること、(4)直接販売する投資信託では、積立投資を行う50代以下の投資家が主力顧客であること、(5)信託報酬一部還元方式の採用等、投信顧客の長期保有を促す施策を積極的に実施していること、(6)投信の直接販売や、セミナーの開催、YouTubeチャンネルの開設等、投資家層の拡大に主体的に取り組んでいること等が特色及び強みとして挙げられる。

> 事業環境**◆ 国内資産運用業の市場規模は大きいですが、家計金融資産に占める投信の比率は小さい**

一般社団法人投資信託協会によれば、22年3月末において公募証券投信の純資産総額は163兆827億円であり、このうち、公募株式投信の純資産総額は148兆9,071億円であった。但し、日本銀行による買入によって資産規模が急拡大したETFを除いたベースでは、22年3月末の公募株式信託の純資産総額は87兆1,164億円となっており、17年3月末から22年3月末までの年平均成長率も6.8%にとどまっている。

また、日本銀行の金融循環統計(速報)によると、22年3月末の日本の家計金融資産残高2,005兆円のうち、投資信託の残高は91兆円(構成比4.5%)にとどまっている一方、現金・預金の残高は1,088兆円(同54.3%)に達している。同時点における家計金融資産に占める投資信託の比率は、米国が13.2%、欧州が9.6%であり、欧米との比較においても、日本の比率は低水準と言える。

金融庁は、このような状況を問題視しており、「NISA(少額投資非課税制度)」、中でも「つみたてNISA」の普及を後押ししている。金融庁によれば、NISA(制度導入14年1月)と、つみたてNISA(同18年1月)をあわせた口座開設数は22年3月末で約1,699万口座に拡大している。

一方、一般社団法人日本投資顧問業協会によれば、22年3月末において投資運用会員の契約金額は530兆5,821億円、うち投資一任業による契約金額は446兆4,279億円であった。また、投資一任業による契約資産の年平均成長率は、12年3月末から22年3月末までで13.5%となっている。

こうした経営環境において、同社は、「資本市場を通じて社会に貢献します」という経営理念のもと、変化をチャンスと捉え、時代と共に成長する企業や時代の変化に左右されず本質的に成長し続ける優れた企業を発掘し、これらの企業へ「ひふみ」を通じて投資を行っていることを謳っている。

経営指標についての具体的な数値目標は不明であるが、最も重要な経営指標は、収益の源泉である運用資産残高であるとしている。中長期的な経営戦略(取組み)としては、「お金を学び、ひふみでつみたて、共助で支える」という3点を掲げている。

1) お金を学ぶ(金融・投資に関するリテラシーの向上への寄与)

同社は、投資の魅力やお金についての知識を様々なメディアを通して、資産形成に積極的な層だけではなく、消極的な層にも届けると共に、誰もが簡単に、安心して資産形成を始められる仕組みを開発・提供することで、資産形成の大衆化を目指している。なお、22/3 期末における直接販売の投資信託口座の76.9%が50代以下の現役・将来世代によるものとなっている。

2) ひふみでつみたて(「ひふみ」による積立投資の普及)

同社は、資産形成の基本は「つみたて投資」であると考えている。時間を味方につけ、コツコツとつみたてていくことが、相場の変動に左右されず、健全な資産形成に繋がるという信念を持っているからである。22/3 期末において、残高がある直接販売の投資信託口座のうち、68.9%がつみたて口座となっている。同社は、「ひふみ」ブランドの投資信託について、品質の向上や積極的な情報発信を行い、日本一の積立口座数を目指したいとしている。

3) 共助で支える(共助の文化の浸透)

同社は、働く世代に対して「つみたて投資」による資産形成を推奨するものの、諸事情により働くことができず、「つみたて投資」を行えない人々にも金融サービスの恩恵を受けられるようにすることがフィナンシャル・インクルージョンの観点から重要であると認識している。具体的には、資産形成で得た含み益の一部を寄付に回す仕組み等、「共助」の厚みを増していくためのプラットフォーム作りについて検討を進める方針である。

◆ 競合

国内に拠点をもち、運用資産残高が巨額な資産運用会社の多くは、国内外の大手金融機関の子会社か外資系の運用会社であり、日本の株式市場には上場していない。資産運用事業(投信投資顧問事業)を中核事業としている独立系の上場企業としては、スパークス・グループ(8739 東証プライム)が挙げられる。

上場企業ではないが、国内大手金融機関グループに属していない独立系の資産運用会社としては、さわかみ投信(東京都千代田区)や、鎌倉投信(神奈川県鎌倉市)、コモンズ投信(東京都千代田区)が挙げられる。しかしながら、これらの企業の運用資産残高は同社と比べるとかなり小さい。

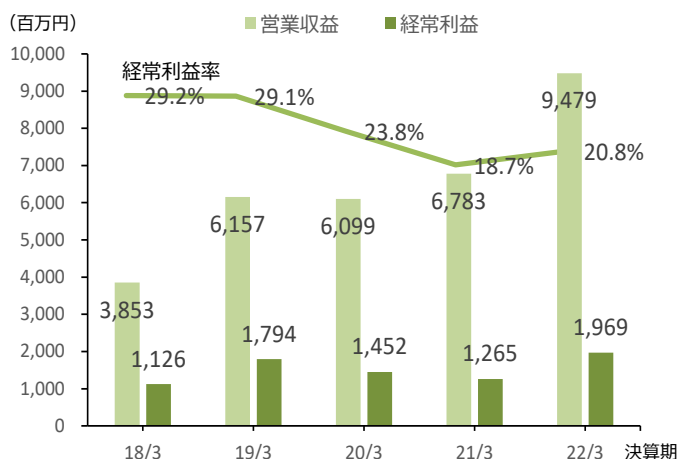
ビジネスモデルは異なるが、同社は意識する企業として、ウェルスナビ(7342 東証グロース)を挙げている。ウェルスナビは、ロボアドバイザー「WealthNavi」による資産運用サービスを提供しているが、「長期・積立・分散」の資産運用の普及を目指し、働く世代の資産形成をサポートするという事業方針が同社と似ているためである。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、同社の設立後 15 期目にあたる 18/3 期からの業績が記載されている。運用資産残高全体が増加したほか、投資信託の中でも、特に信託報酬率が高い「ひふみワールド」及び「ひふみワールド+」の純資産が拡大したため、18/3 期(単体)から 22/3 期(連結)に掛けては、売上高は年平均 25.2%増加した(図表 4)。

【 図表 4 】 業績推移



(注) 21/3 期までは単体決算

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

一方、経常利益については、間接販売の公募投資信託の残高構成比が上昇し、営業収益支払手数料率が悪化したことや、広告宣伝の強化に伴い、広告宣伝費や減価償却費等が大幅に増加したこと、採用強化に伴い、人件費が増加したこと等から、22/3 期までの 4 期間の伸びは増収率を下回る年平均 15.0%増にとどまった。22/3 期末の従業員数は 18/3 期末の 50 名(単体)から 105 名(連結)に増加した。

なお、20/3 期においては、国内株式市場の下落等に伴い、運用資産残高が減少したことや、人件費等が増加したことから、減収減益となった。21/3 期においては、株式市場の回復等に伴い、運用資産残高が増加したものの、人員増加に加え、広告宣伝も強化したことから費用が大幅に増加したため、増収ながら経常減益となった。

◆ 22 年 3 月期業績

同社は、21 年 4 月にベンチャーキャピタル子会社「レオス・キャピタルパートナーズ」を設立し、22/3 期から連結決算に移行した。22/3 期業績は、営業収益 9,479 百万円(前期単体数値比 39.7%増)、営業利益 1,952 百万円(同 54.2%増)、経常利益 1,969 百万円(同 55.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,303 百万円(同 53.5%増)であった(図表 5)。

【 図表 5 】 21 年 3 月期以降の業績

	内訳	2021/3期		2022/3期			2023/3期3Q累計	
		金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)	構成比 (百万円)	構成比 (%)
営業収益		6,783	100.0	9,479	100.0	39.7	7,242	100.0
	委託者報酬	6,449	95.1	9,154	96.6	41.9	7,122	98.3
	投資顧問報酬	334	4.9	324	3.4	-2.9	119	1.7
営業費用		3,139	46.3	4,350	45.9	38.6	3,495	48.3
	支払手数料	2,470	36.4	3,634	38.3	47.1	—	—
	その他	668	9.9	715	7.6	7.0	—	—
一般管理費		2,378	35.1	3,177	33.5	33.6	2,566	35.4
	給料及び手当	555	8.2	670	7.1	20.6	—	—
	広告宣伝費	391	5.8	588	6.2	50.5	—	—
	減価償却費	116	1.7	343	3.6	196.0	382	5.3
	その他	1,315	19.4	1,573	16.6	19.6	—	—
営業利益		1,265	18.7	1,952	20.6	54.2	1,181	16.3
経常利益		1,265	18.7	1,969	20.8	55.6	1,195	16.5
税引前当期(四半期)純利益		1,261	18.6	1,969	20.8	56.1	1,195	16.5
法人税等合計		412	6.1	666	7.0	61.8	437	6.0
非支配株主に帰属する当期(四半期)純損失		—	—	-1	0.0	—	-16	-0.2
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		849	12.5	1,303	13.8	53.5	775	10.7

(注) 2022/3 期以降は連結決算、2022/3 期の前期比は 2021/3 期単体数値との比較
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

(注3)「延べ」とは、投資信託毎の販売パートナー数を単純合計した数値であり、複数の投資信託を販売する会社は重複してカウントされている。

業務別報酬(営業収益)については、委託者報酬は 9,154 百万円(前期比 41.9%増)、投資顧問報酬は 324 百万円(同 2.9%減)であった。直接販売する「ひふみ投信」、「ひふみワールド」、「ひふみらいと」のいずれかを保有する顧客数(22 年 3 月末)は 63,777 名となった。なお、22/3 期の新規獲得顧客数は 9,894 名であった。間接販売する「ひふみ」シリーズの延べ^{注3}販売パートナー数(22 年 3 月末)は 244 社となった。

営業費用は 4,350 百万円(前期単体数値比 38.6%増)であった。間接販売の公募投資信託の残高が増加したため、支払手数料が 3,634 百万円(同 47.1%増)となった。一方、一般管理費は 3,177 百万円(同 33.6%増)であった。給料及び手当が 670 百万円(同 20.6%増)、広告宣伝費が 588 百万円(同 50.5%増)、減価償却費が 343 百万円(同 196.0%増)となった。22/3 期末の従業員数は前期末単体数値比 21 名増の 105 名であった。

営業収益営業費用率は前期単体数値の 46.3%から 45.9%に低下した。間接販売の公募投資信託の残高構成比が上昇したため、営業収益支払手数料率は前期単体数値の 36.4%から 38.3%に上昇したものの、営業収益ほどには調査費が増加しなかったほか、営業諸経費は前期単体数値よりも減少した。

一方、営業収益一般管理費率は、広告宣伝費や減価償却費が大幅に増加したものの、人件費やその他の経費が営業収益ほどには増えなかったため、前期単体数値の 35.1%から 33.5%に低下した。結果、営業利益率は 20.6%と前期単体数値比 1.9%ポイント改善した。

営業外収益は、前期単体数値の 2 百万円から 19 百万円に増加した。原稿、講演料等収入が前期単体数値の 2 百万円から 7 百万円に増加したほか、広告料収入が 7 百万円、為替差益が 3 百万円計上された。

◆ 23 年 3 月期第 3 四半期累計期間の業績

23/3 期第 3 四半期累計期間の業績は、営業収益 7,242 百万円、営業利益 1,181 百万円であった。22 年 12 月末の運用資産残高は 22 年 3 月末比 2.3%減の 1 兆 824 億円、22 年 4 月から 12 月までの投資信託の純流入額は 302 億円となった。

業務別報酬(営業収益)については、委託者報酬は 7,122 百万円、投資顧問報酬は 119 百万円であった。直接販売する「ひふみ投信」、「ひふみワールド」、「ひふみらいと」のいずれかを保有する顧客数(22 年 12 月末)は、投資マインドの冷え込みにより、新規顧客の獲得が苦戦したほか、解約も多かったため、22 年 3 月末比 617 名減の 63,160 名となった。間接販売する「ひふみ」シリーズの延べ販売パートナー数(22 年 12 月末)は、22 年 3 月末比 9 社増の 253 社となった。

営業費用は3,495百万円、一般管理費は2,566百万円となった。一般管理費の中では、人件費(人員増)や減価償却費(動画制作増)等が増加した模様である。

営業収益営業費用率は、間接販売の公募投資信託の残高構成比が上昇したこと等から、前通期の45.9%から48.3%に上昇した。一方、営業収益一般管理費率も、人件費や減価償却費の増加等により、前通期の33.5%から35.4%に上昇した。結果、営業利益率は16.3%と前通期比4.3%ポイント低下した。なお、23年1月末の従業員数は、前期末比11名増の116名であった。

◆ 23年3月期の会社計画

23/3期の会社計画は、営業収益9,676百万円(前期比2.1%増)、営業利益1,607百万円(同17.7%減)、経常利益1,623百万円(同17.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益1,053百万円(同19.2%減)である(図表7)。

業務別報酬(営業収益)については、委託者報酬は、23/3期末における投資信託の運用資産残高を1兆313億円(前期末比2.3%増)と想定した上で、9,494百万円(前期比3.7%増)を見込んでいる。投資顧問報酬は、23/3期末における投資顧問業務の運用資産残高を1,113億円(前期末比12.1%増)と想定した上で、181百万円(前期比44.1%減)を見込んでいる。

営業費用及び一般管理費の合計は8,068百万円(前期比7.2%増)を見込んでいる。内訳では、支払手数料は3,850百万円(同6.0%増、間接販売公募投資信託による委託者報酬の増加)、人件費は1,499百万円(同19.4%増、人員増強)、調査費用は693百万円(同19.9%増、業容拡大)、減価償却費は548百万円(同59.6%増、YouTube動画の制作増)、広告宣伝費は323百万円(同45.1%減、広告出稿量減)を見込んでいる。

> 経営課題/リスク

◆ 新規顧客や運用資産の獲得と優秀な人材の確保・育成等が経営課題

同社は、独自性と一貫性を持った営業活動を継続しているものの、新規顧客の獲得や、既存顧客からの追加運用資産の獲得、既存顧客からの資金流出を防ぐためのサービスの拡充等を経営課題として認識している。また、十分な経験を積んだ専門性の高い人材を確保することや、未経験であっても優秀な若手を採用し、社内でも育成することにも取り組むとしている。

◆ マーケットの流動性に係るリスク

同社の主力商品である投資信託は、その商品の特性上、顧客はいつでも解約可能であることから、顧客の解約によりファンド規模が縮小する可能性がある。一時に多額の解約があった場合には、返還のための資金を手当するために保有資産を大量に売却しなければならないことが起こり得る。その際、保有銘柄を低い価格で売却せざるを得なくなったり、保有数量の一部を売却する

ことで当該銘柄の株価の下落を招き、残りの保有分の評価額が下がったりすること等により、当該投資信託の基準価額が低下し、運用資産残高が減少した場合は、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定人物への依存に係るリスク

同社の創業者であり、代表取締役会長兼社長である藤野英人氏は、最高経営責任者として同社の経営方針の決定において重要な役割を果たしていることに加え、最高投資責任者及びファンドマネージャーとしても、同社の投資戦略の決定においても重要な役割を果たしている。また、同じく創業者である湯浅代表取締役副社長は、ファンドマネージャーとして同社の投資戦略の決定において重要な役割を果たしている。

同社は、より組織的な経営体制を目指し、人材採用・育成に力を入れ、経営リスクの低減を図る方針であるものの、藤野会長兼社長や湯浅副社長が何らかの事情により通常の職務を遂行できなくなる場合には、同社の業績及び事業展開に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ 大株主の株式売却リスク

SBIホールディングスは、連結子会社であるSBIファイナンシャルサービーズを通じて、上場時点において同社の発行済株式総数の 48.9%を保有している。ISホールディングスの代表取締役社長である遠藤昭二氏は同じく 11.5%を保有している。SBIホールディングスと遠藤氏は、安定株主として一定の議決権を保有し続けると見られるが、将来、何らかの事情により、同社株式を一度に大量に売却した場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 流通株式比率の低さについて

同社は、流通株式比率について、上場時点で 26.01%としており、東京証券取引所グロース市場の上場維持基準である 25%以上を確保したものである。また、上場後は、大株主からの売出し協力、成長資金の公募増資による調達、ストック・オプションの行使による流通株式の増加等より、同社株式の流動性を向上させる方針である。しかし、将来、何らかの事情により、流通株式比率が 25%未満となった場合は、1年以内に基準に適合しないと上場廃止基準に該当するため、注意が必要である。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2021/3		2022/3		2023/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業収益	6,783	100.0	9,479	100.0	7,242	100.0
営業費用	3,139	46.3	4,350	45.9	3,495	48.3
一般管理費	2,378	35.1	3,177	33.5	2,566	35.4
営業利益	1,265	18.7	1,952	20.6	1,181	16.3
営業外収益	2	-	19	-	17	-
営業外費用	2	-	2	-	2	-
経常利益	1,265	18.7	1,969	20.8	1,195	16.5
税引前当期(四半期)純利益	1,261	18.6	1,969	20.8	1,195	16.5
非支配株主に帰属する当期(四半期)純損失	-	-	-1	-	-16	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	849	12.5	1,303	13.8	775	10.7

貸借対照表	2021/3		2022/3		2023/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	7,367	89.4	7,385	86.3	7,218	87.8
現金及び預金	1,823	22.1	1,836	21.5	2,252	27.4
未収委託者収入	3,036	36.9	3,832	44.8	3,141	38.2
顧客分別金信託	2,330	28.3	1,510	17.6	1,500	18.2
固定資産	871	10.6	1,172	13.7	1,003	12.2
有形固定資産	205	2.5	411	4.8	298	3.6
無形固定資産	364	4.4	376	4.4	391	4.8
投資その他の資産	302	3.7	384	4.5	313	3.8
総資産	8,239	100.0	8,557	100.0	8,222	100.0
流動負債	4,124	50.1	3,289	38.4	2,252	27.4
未払費用	1,227	14.9	1,580	18.5	1,406	17.1
短期借入金	1,000	12.1	-	-	-	-
固定負債	151	1.8	172	2.0	182	2.2
退職給付に係る負債	70	0.9	86	1.0	96	1.2
純資産	3,962	48.1	5,095	59.5	5,787	70.4
自己資本	3,962	48.1	5,002	58.5	5,386	65.5
非支配株主持分	-	-	93	1.1	401	4.9

キャッシュ・フロー計算書	2021/3	2022/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	877	1,581
減価償却費	116	343
投資キャッシュ・フロー	-162	-399
財務キャッシュ・フロー	-318	-1,169
配当金の支払額	-288	-264
現金及び現金同等物の増減額	396	12
現金及び現金同等物の期末残高	1,825	1,838

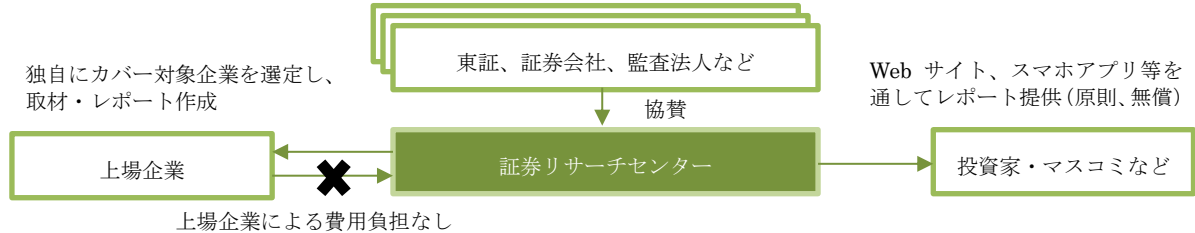
(注) 22/3 期以降は連結決算

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

SMB C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
いちよし証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
三優監査法人
宝印刷株式会社

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ため、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。