

# ホリスティック企業レポート

## SBI レオスひふみ

### 165A 東証グロース

アップデート・レポート  
2024年12月20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 20241217

# SBI レオスひふみ(165A 東証グロース)

発行日: 2024/12/20

## 「ひふみ」ブランドの公募投資信託等を運用・販売する資産運用会社 運用資産残高の拡大により、継続的な増収増益を予想

### > 要旨

#### ◆ 「ひふみ」ブランドの公募投資信託等を運用・販売する運用会社

- ・SBI レオスひふみ(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総額を誇る「ひふみプラス」等の「ひふみ」ブランドの投資信託を運用・販売する資産運用会社である。
- ・投資信託委託業務は、委託者報酬が 24/3 期の営業収益の 98.6%を占め、中核業務となっている。25/3 期中間期(以下、上期)末の運用資産残高は1兆3,230億円に達しているが、そのうち、9,514億円が証券会社や銀行等の販売パートナーを通じて販売されたものである。

#### ◆ 25年3月期上期決算は11%増収、7%営業増益

- ・25/3 期上期決算は、前年同期比 10.8%増収、7.0%営業増益であった。運用資産残高の増加に伴う委託者報酬の拡大により、営業収益は高い伸びとなったものの、新ファンド投入等に伴う広告宣伝費等の増加もあり、営業利益率は同 0.7%ポイント悪化の 18.8%となった。

#### ◆ 25年3月期の証券リサーチセンター予想は18%営業増益

- ・同社は、収益の源泉である運用資産残高が内外の株式市場の影響を大きく受け、その見通しについては、経済情勢、相場環境等に起因する様々な不確実性が存在するとして、業績予想を公表していない。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期実績や市場環境等を踏まえて 25/3 期予想を見直し、営業収益を 12,320 百万円→11,647 百万円(前期比 13.0%増)、営業利益を 2,405 百万円→2,152 百万円(同 20.9%増)に下方修正した。

#### ◆ 運用資産残高の拡大を想定し、26年3月期以降も増益を予想

- ・当センターでは、25/3 期上期実績や市場環境等を踏まえ、26/3 期以降の業績予想も下方修正した。
- ・運用資産残高の増加に伴う営業収益の拡大により、26/3 期は前期比 6.8%増収、9.4%営業増益、27/3 期は同 6.8%増収、7.6%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】

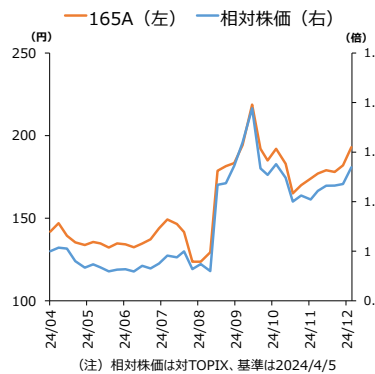
	2024/12/13
株価 (円)	193
発行済株式数 (株)	103,378,400
時価総額 (百万円)	19,952

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	14.9	12.9	11.8
PBR (倍)	2.9	2.5	2.3
配当利回り (%)	2.3	3.9	4.2

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	8.4	3.8	40.6
対TOPIX (%)	5.8	0.0	43.8

#### 【株価チャート】



#### 【165A SBI レオスひふみ 業種: 証券、商品先物取引業】

決算期	営業収益	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)
2023/3	9,660	1.9	1,610	-17.5	1,625	-17.4	1,087	-16.6	11.3	59.3	3.4
2024/3	10,309	6.7	1,780	10.5	1,797	10.6	1,313	20.8	13.0	66.8	4.5
2025/3 CE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.8
2025/3 E	11,647	13.0	2,152	20.9	2,154	19.8	1,546	17.7	15.0	76.2	7.5
2026/3 E	12,438	6.8	2,355	9.4	2,366	9.8	1,695	9.6	16.4	84.4	8.2
2027/3 E	13,282	6.8	2,533	7.6	2,545	7.6	1,822	7.5	17.6	93.6	8.9

(注) CE: 会社予想は未定、E: 証券リサーチセンター予想。2024年10月1日付で1:8の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

#### アップデート・レポート

2/20

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## > 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。レオス・キャピタルパートナーズという社名には、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等を運用・販売する運用会社  
SBIレオスひふみ (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総額を誇る「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レオス・キャピタルワークス<sup>注1</sup>を中核子会社とする純粋持株会社である。

24年4月1日付けで、単独株式移転により同社が設立され、レオス・キャピタルワークスが同社の完全子会社となった。また、同日付けでレオス・キャピタルワークスの子会社で、投資事業組合財産の管理・運用を行うレオス・キャピタルパートナーズは、レオス・キャピタルワークスが保有する全株を同社に現物配当する方法で、同社の連結子会社として再編された。

同社グループの事業領域は、投資運用事業の単一セグメントであるが、レオス・キャピタルワークスが担当する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)、レオス・キャピタルパートナーズが担当するベンチャーキャピタル業務によって構成されている。

レオス・キャピタルワークスは、外資系運用会社のファンドマネージャーであった藤野英人氏 (現代表取締役会長兼社長、最高投資責任者、業界経験年数 34 年 8 カ月) と湯浅光裕氏 (現代表取締役副社長、業界経験年数約 34 年 2 カ月)、大阪証券取引所ヘラクレス等で勤務経験を持つ五十嵐毅氏 (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 月にレオスとして設立された (同年 9 月に商号変更)。

レオス・キャピタルワークスは 20 年 6 月に SBI ホールディングス (8473 東証プライム) の連結子会社となり、23 年 4 月には東京証券取引所グロース市場に上場した。24 年 4 月の持株会社体制への移行に際し、同社は SBI グループの一員であることを明確にした。

### ◆ 投資信託委託業務

投資信託委託業務は、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金融商品である投資信託の設定、運用、販売を行う業務である。

レオス・キャピタルワークスが運用している投資信託は、24 年 9 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」、バランスファンドである「ひふみらいと」や「まるごとひふみ」シリーズ等、14 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 (25 年 3 月期中間期末時点)

		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	ひふみマイクロスコープpro (1.32%)	ひふみマイクロスコープpro (0.79%)	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 (0.90%)	ひふみプラス (0.455%) ひふみ年金 (0.355%) まるごとひふみ100 (0.59%)	—
	内外株式/ 未上場株式	ひふみクロスオーバーpro (1.45%)	ひふみクロスオーバーpro (0.75%)	—
	海外株式	ひふみワールド (1.46%)	ひふみワールド+ (0.73%) ひふみワールド年金 (0.49%)	—
	内外資産複合 (バランスファンド)	ひふみらいと (0.48%)	まるごとひふみ15 (0.29%) まるごとひふみ50 (0.415%)	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。各商品に記載の数值は、同社が商品から得られる信託報酬率 (年率・税抜)。純資産総額に応じて信託報酬率が低くなる商品については、上限の料率を記載。

(出所) 決算説明資料、投資信託説明資料、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

(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。

25/3 期中間期 (以下、上期) 末の投資信託業務の運用資産残高は、1兆3,230億円であった。主要ファンド別では、日本株中心のアクティブ運用公募投資信託で最大級の「ひふみプラス」5,630億円、「ひふみワールド+」2,311億円、「ひふみ投信」1,700億円、DC<sup>注2</sup>投信「ひふみ年金」805億円、「ひふみワールド」573億円となっている。

「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機能分と販売会社機能分の両方を収益としている。一方、「ひふみプラス」や「ひふみワールド+」等は、証券会社や銀行等の販売パートナー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。また、「ひふみらいと」、「まるごとひふみ15」、「まるごとひふみ50」の債券部分は「ひふみグローバル債券マザーファンド」に、「ひふみマイクロスコープ pro」、「レオス日本小型株ファンド」は「レオス日本小型株マザーファンド」に集約されて運用されている。

25/3 期上期末の純資産総額は、ひふみ投信マザーファンドが8,463億円 (運用資産残高の64.0%)、ひふみワールドマザーファンドが3,056億円 (同23.1%) であった。両マザーファンドは、合計すると運用資産残高の87.1%を占めており、旗艦ファンドとして位置付けられる。

ひふみシリーズは、時価総額や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。日本の成長企業を主要な投資対象としているが、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。こうしたことから、同社はひふみシリーズの投資資産クラスを「内外株式」としている。

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、25/3 期上期末において運用資産総額の3割程度と推測される。

レオス・キャピタルワークスは、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) 独自発掘した成長企業投資による「守りながら増やす運用」  
レオス・キャピタルワークスの運用は、企業が提供する製品・サービスが世の中に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訪問して確認したり、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。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。

レオス・キャピタルワークスは、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、地道に収益をあげている企業まで、幅広い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  
レオス・キャピタルワークスは、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についてのコミュニケーションを対面で行う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市場を捉え、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、同社メンバーとともに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。



レオス・キャピタルワークスは以前から、運用チームメンバーの氏名や顔写真等をサイト上で公開したり、運用メンバーのインタビュー記事を掲載したりする等、「顔の見える運用」を標榜し、実践している。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!」の 24 年 11 月 28 日時点の登録者数は、金融機関のチャンネルとしては最大級となる 53.9 万人となっている。

### (3) 2つの販売チャネル

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点をレオス・キャピタルワークスの特徴に挙げたが、国内公募投資信託の多くは、販売パートナーを通じて販売されている。このため、ファンド保有者への対応は販売パートナーが行っている。レオス・キャピタルワークスは、国内大手銀行、大手証券会社、ネット証券、地方銀行等、25/3 期上期末時点で 106 社の販売パートナーと取引している。

直接販売先の投資信託保有者に対しては、積極的にコミュニケーションを取り、顧客が長期に亘って投資信託を保有するように促している。

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り引く仕組みとなっている。

### ◆ 投資信託の主な受賞歴

レオス・キャピタルワークスは、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」「ひふみプラス」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 6 年間 (19 年~24 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	2024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	優秀ファンド賞
投資プロガ-が選ぶ! Fund of the Year	14位	-	13位	7位	10位	未発表

(出所) ひふみ投信・ひふみワールド公式サイト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。投資顧問業務における収益は、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。

レオス・キャピタルワークスは、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。25/3 期上期末の投資顧問業務の運用資産残高は 1,384 億円であった。

#### ◆ ベンチャーキャピタル業務

ベンチャー企業に対する投資事業組合財産の管理及び運用を行うレオス・キャピタルパートナーズは、21 年 4 月にレオス・キャピタルワークスにより 100%子会社として設立された。24 年 4 月の組織再編により、レオス・キャピタルパートナーズは同社の子会社（レオス・キャピタルワークスの兄弟会社）となった。

レオス・キャピタルパートナーズは 22 年 2 月に「RheosCP1 号投資事業有限責任組合」を設立し（24/3 期末における同社グループの出資比率は 15.2%だが、実質支配力基準に基づいて連結子会社としている）、ベンチャーキャピタル業務を開始した。また、RheosCP1 号投資事業有限責任組合の無限責任組合員として業務を行う連結子会社「RheosCP1 号 GP 有限責任事業組合」（出資比率 75.0%）も設立している。

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

レオス・キャピタルワークス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）。

テレビ東京の「カンブリア宮殿」で 17 年 2 月にレオス・キャピタルワークス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。

【 図表 3 】 運用資産残高の推移

(単位: 億円)

分類	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期2Q
公募投資信託 (直接販売)	308	491	1,355	1,307	1,193	1,763	1,864	1,885	2,409	2,320
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	9,822	9,514
私募投資信託	39	44	72	82	51	66	52	15	21	11
投資信託計	1,151	1,902	7,282	7,646	6,616	8,529	10,086	10,315	12,253	11,846
投資顧問計	534	862	1,170	1,070	855	1,079	993	1,127	1,435	1,384
全社合計	1,685	2,764	8,452	8,716	7,471	9,608	11,079	11,443	13,688	13,230

(注) 当該数値は、監査法人による監査及び期中レビューを受けていない。  
(出所) 届出目論見書、有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

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、レオス・キャピタルワークス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、概ね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月にSBIホールディングスの子会社になってからは、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。

◆ SBIホールディングスとの関係について

レオス・キャピタルワークスは、03年4月の設立から、創業メンバーが株式を保有し、経営を担っていたが、リーマンショックを契機とした業績悪化に伴い、09年2月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。

20年6月、ISホールディングスは、資金需要の発生に伴い、保有していたレオス・キャピタルワークス株式の一部をSBIファイナンシャルサービシーズに売却したため、SBIファイナンシャルサービシーズと、SBIファイナンシャルサービシーズの株式を100%保有するSBIホールディングスがレオス・キャピタルワークスの親会社となった。SBIファイナンシャルサービシーズは、レオス・キャピタルワークスの上場時に一部株式を売却したものの、発行済株式総数の46.9%(24年3月末時点、24年9月末時点では46.8%)を保有し実質的に同社を支配していることから、SBIホールディングスグループが現時点でも同社の親会社となっている。

同社の役員は、藤野会長兼社長、湯浅副社長、白水美樹専務取締役、岩田次郎常務取締役 (ISホールディングス出身)、中路武志取締役 (SBIホールディングス出身)、朝倉智也取締役 (SBIホールディングス取締役副社長、SBIグローバルアセットマネジメント代表



取締役社長等を兼務)のほか3名の独立社外取締役、高橋修監査役及び3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ホールディングスのグループ会社には、SBIグローバルアセットマネジメント(4765 東証プライム)の連結子会社であるSBIアセットマネジメントや、SBI岡三アセットマネジメント等、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、レオス・キャピタルワークスと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。兄弟会社であるSBI証券は、ネット証券最大手であり、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。24/3期では、販売パートナーへの支払手数料の17.7%がSBI証券に対するものであった。

## ➤ ビジネスモデル

### ◆ 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、投資顧問業務の投資顧問報酬、ベンチャーキャピタル業務の営業投資有価証券関連損益によって構成されている。24/3期における委託者報酬、投資顧問報酬、営業投資有価証券関連損益、各々10,167百万円、219百万円、-77百万円であった。

営業投資有価証券関連損益がマイナスとなったのは、ベンチャーキャピタルファンド(以下、VCファンド)の運用開始から日が浅く、投資先の上場等に伴う売却益がまだ発生していない中で、出資先について減損損失を計上したためである。但し、発生した減損損失77百万円にはVCファンドに出資した外部の投資家が負担する金額が含まれており、同社グループに帰属する損失は11百万円にとどまった。

委託者報酬及び投資顧問報酬は、運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算出される。投資顧問報酬の一部では、運用成績に応じて発生する成功報酬があるが、成功報酬が発生する運用資産残高はごく一部にとどまっている。

### ◆ 間接販売増加に伴う営業利益と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。24/3期の営業費用の82.1%は、公募投資信託(間接販売)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、一部を除いて、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。24/3期においては、間接販売による運用資産残高(期中平

均) の比率が若干低下したため、支払手数料を委託者報酬で除した数値は、23/3 期の 40.6%から 40.4%に低下した。

その他の営業費用としては、調査費(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)及び営業諸経費(通信費や諸会費等)が挙げられる。

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人件費であり、24/3 期において、一般管理費の 45.4%を占めた。2 番目に大きい項目は YouTube 動画制作費の償却等の減価償却費であり、一般管理費の 13.3%を占めた。3 番目に大きい項目は広告宣伝費であり、一般管理費の 8.0%を占めた。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、24/3 期の営業収益一般管理費率は、前期の 35.1%から 34.3%に低下した。結果、24/3 期の営業利益率は、前期比 0.6%ポイント改善の 17.3%と、高水準を確保している。

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、営業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。

同社は、営業利益の変動を分析する際の主要な構成要素として、公募投資信託の「運用資産残高」変動(基準価額変動、資金流入出)、公募投信の「平均報酬率」変動、公募投信の運用資産残高に占める直販取扱投信残高の比率である「直販比率」変動及び営業収益に対する「支払手数料率」変動、営業収益に対する「販管費(営業費用と一般管理費の合計から支払手数料を控除したもの)率」変動を挙げている。

公募投信の平均報酬率は、直販比率や、運用資産に占める pro シリーズやひふみワールドシリーズ等の信託報酬率が高い投信の比率が上がると上昇する。支払手数料率は、直販比率が下がると上昇する。同社は、営業収益から支払手数料を控除した数値を「営業収益(ネット)」と定義しており、営業収益と共に重視している。

#### ◆ 営業利益率と資産利益率は良好な水準を確保している

24/3 期末の自己資本比率が 61.5%と高いうえ、有利子負債もなく、財務体質は健全である。負債の中心は、未払費用(負債純資産合計比 15.3%、投資信託の販売パートナーに払う支払手数料)や預り金(同 9.4%、売却益を計上した投資信託の顧客に替わって支払う源泉所得税等)である。純資産の中心は、これまでの利益蓄積を原資とする利益剰余金(同 53.0%)であり、公募増資等で調達した資本金と資本剰余金の合計額は同 8.5%に過ぎない。ベンチャーキャピタル業務の連

結子会社に係る非支配株主持分も同 2.8%であった。

総資産 (11,211 百万円) の中心は、未収委託者報酬 (総資産比 36.9%) や、現金及び預金 (同 31.8%) である。同社は投資信託の直接販売も行っているため、顧客から預かった金銭の合計額を上回る金額を信託銀行に信託する顧客分別金信託も総資産の 16.1%を占めている。有形固定資産 (621 百万円、本社オフィス等の内装や Web 動画等)、無形固定資産 (338 百万円、ソフトウェア等)、投資その他の資産 (353 百万円、敷金等) によって構成される固定資産合計は 1,313 百万円 (同 11.7%) に過ぎない。

24/3 期において、同社の総資産回転率は 1.0 回であり、資産効率が高いとは言えないが、営業利益率の高さを背景に、自己資本利益率 (20.9%) や総資産経常利益率 (18.1%) は良好な水準を確保している。

> SWOT分析

◆ 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・「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</li> <li>・藤野会長兼社長を始め、日本株運用で長年活躍してきた人材が在籍していること</li> <li>・金融業界最大級の登録者数を誇るYouTubeチャンネル「お金のまなひば!」等、高い発信力を持つこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ベンチャーキャピタル業務は事業開始から日が浅く、事業規模も小さいこと</li> <li>・新NISAにおいては顧客を十分に獲得できていないこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クロスオーバーファンド等の新商品による運用資産残高や営業収益の拡大</li> <li>・M&amp;Aによる既存分野の強化や新規分野への進出</li> <li>・日本の家計金融資産における投資信託比率の上昇</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ロボットアドバイザーサービスやインデックス投信の拡大によって、顧客基盤が侵食されること</li> <li>・知名度の高い大型株に市場の人气が集中すると、投信を売却して大型株を購入する顧客が増える可能性があること</li> <li>・国内外の株式市場や為替レート的大幅な変動等により、業績に悪影響が生じること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は運用力とブランド力にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同社が強みとして挙げている運用力、販売力、発信力に関係している (図表 5)。

08 年 10 月に運用を開始した旗艦ファンドであるひふみ投信の設定来リターンは 24 年 9 月末時点で年率 13.1%と良好であり、競合他社が運用する日本株アクティブ運用の主力投資信託と過去 10 年のリターンを比較しても、ひふみ投信、ひふみプラスは上位に位置している。

こうした好成績が、ファンド保有者の注目を集め、ひふみプラス、ひふみ投信が日本株アクティブ運用ファンドの中で最大級の規模に拡

大した原動力になったと思われる。しかし、ひふみプラスやひふみ投信よりも過去10年のリターンが高かった、競合他社の日本株アクティブ運用の投資信託も少数ながら存在している。そこで、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社が現在の地位を築けた理由を分析してみた。

【図表5】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値(前回)	数値(今回)
関係資本	顧客	・公募投資信託の直接販売の顧客は、つみたて投資を行う現役・将来世代(50代以下)が中心となっている。公募投資信託の直接販売における平均月次解約率(当年度の各月の当月解約口座数÷前月末残有口座数を12で除して算出)は低水準を維持している	・残有口座数(公募投信/直販) 62,417口座	63,710口座
	ブランド	・上場からは日が浅いものの、国内アクティブ投信の中で、「ひふみ」ブランドは個人投資家や販売会社に深く浸透している	・50代以下の顧客の割合(公募投信/直販) 76%	
	事業パートナー	・国内の大手銀行、大手証券会社、ネット証券、地方銀行等、多くの販売パートナーを通じて公募投資信託を販売している	・つみたて比率(公募投信/直販) 約65%	約67%(10月末時点)
組織資本	プロセス	・投資信託の運用から得られる委託者報酬と、投資一任契約等による投資顧問収入は、いずれも運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算出されるため、運用資産残高を重視している	・平均月次解約率(公募投信/直販) 1%未満	1%未満
		・「顔が見える運用」を意識した情報発信として、ファンドマネージャーやアナリスト等が参加するセミナー「ひふみアカデミー」等の開催を続けているほか、YouTubeチャンネル「お金のまなびば!」は金融業界最大級の登録者数を誇っている	・会社設立からの経過年数 21年(24年6月時点)	21.5年(24年11月時点)
		・直接販売する公募投資信託の一部において、長期に保有するほど信託報酬率が低減する日本初の仕組み「資産形成応援団(信託報酬一部還元方式)」を導入している	・公募投信運用開始からの経過年数 15.5年(24年6月時点)	16年(24年11月時点)
		・「R&Iファンド大賞」等、多数の受賞歴がある	・上場からの経過年数 1年(24年6月時点)	1.5年(24年11月時点)
		・運用資産残高 13,688億円	13,230億円	
	知的財産ノウハウ	・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に、「守りながら増やす運用」を心掛けてきた結果、主力ファンドの長期リターンは良好な数値となっている	・うち公募投資信託(直接販売) 2,409億円	2,320億円
		・注力しているつみたて投資においては、22/3期3Qの49.4億円をピークに四半期つみたて金額が減少傾向にある	・うち公募投資信託(間接販売) 9,822億円	9,514億円
			・うち私募投資信託 21億円	11億円
			・うち投資顧問 1,435億円	1,384億円
			・運用資産残高 13,688億円	13,230億円
人的資本	経営陣	・「顔が見える運用」を意識した情報発信として、ファンドマネージャーやアナリスト等が参加するセミナー「ひふみアカデミー」等の開催を続けているほか、YouTubeチャンネル「お金のまなびば!」は金融業界最大級の登録者数を誇っている	・ひふみ投信の設定来年率リターン 14%	13.1%
		・直接販売する公募投資信託の一部において、長期に保有するほど信託報酬率が低減する日本初の仕組み「資産形成応援団(信託報酬一部還元方式)」を導入している	・ひふみワールドの設定来年率リターン 19%	17.8%
		・「R&Iファンド大賞」等、多数の受賞歴がある	・四半期つみたて金額(公募投信/直販) 38.3億円(24/3期4Q)	40.7億円(25/3期2Q)
	従業員	・藤野会長兼社長と湯浅副社長は、創業時から、取締役や運用責任者(CIO)として、同社の経営や運用業務において中心的な役割を果たしている	・「お金のまなびば!」チャンネル登録者数 29.2万人	53.9万人(11月28日時点)
		・藤野会長兼社長と湯浅副社長はファンドマネージャーとして経験が豊富である		
		・藤野会長兼社長と湯浅副社長は第3位と第4位の大株主であるが、現在の保有比率は高くない		
		・中途採用を中心に採用を強化したため、従業員数は18/3期末(単体)の50名から大幅に増加している		
		・国内外株式運用を中心とした運用チーム		
		・インセンティブ制度		
	・藤野氏の取締役またはCIOの在任年数 20.5年(24年6月時点)	21年(24年11月時点)		
	・湯浅氏の取締役在任年数 21年(24年6月時点)	21.5年(24年11月時点)		
	・藤野氏と湯浅氏の運用会社籍平均年数 34年(24年6月時点)	34.5年(24年11月時点)		
	・藤野氏と湯浅氏の保有株数 980,500株(7.6%)	947,000株(7.3%)		
	・連結従業員数 117名	122名		
	・平均年齢(レオス・キャピタルワークス) 40.0歳			
	・平均勤続年数(レオス・キャピタルワークス) 4.9年			
	・運用チーム(エコノミストを含む)の人数 17名(24年5月末)	20名(24年10月末)		
	・ストックオプション 305,000株(2.4%)			
	・従業員持株会の保有株数 128,800株(1.0%)	122,300株(0.9%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は24/3期または24/3期末、今回は25/3期上期または25/3期上期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、運用チームの人数は藤野会長兼社長と湯浅副社長を含む。

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、ひふみ投信の運用開始から運用担当者の氏名を公表する等、先駆的な取組みをしているが、16年頃からは、アナリストを含む運用チームの顔写真付きコメントを月次運用報告書に掲載する等、他社ではほとんど見られないユニークな開示をしており、正に「顔の見え



る運用」を継続的に実践している。また、21年に開始した YouTube チャンネル「お金のまなびば!」では、24年11月28日時点で53.9万人と金融業界最大級となる登録者数を獲得している。

当センターでは、こうした同社の発信力が、投資信託という目に見えない商品の魅力を、直接販売の個人顧客だけでなく、間接販売の個人顧客や販売パートナーの営業担当者に訴求する上で強力な武器となり、「ひふみプラス」等の純資産総額の増加と維持に大きく貢献したと考えている。言い換えれば、ブランド力(自社の投資信託のファンを作る力)が他社を凌駕していると見ている。

同社は、現在、SBIホールディングスの子会社であるものの、その傘下に入った20年6月までには独自の地位を築き上げていたため、同社の強みは自社で培ったものと言えよう。以上のことから、運用力とブランド力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。

## > 決算概要

### ◆ 25年3月期上期決算は11%増収、7%営業増益

同社は、24年4月1日に単独株式移転により設立されたため、以下の前年同期比や前年同期末比の増減率はレオス・キャピタルワークスの数値との比較である。25/3期上期決算は、営業収益5,694百万円(前年同期比10.8%増)、営業利益1,068百万円(同7.0%増)、経常利益1,065百万円(同6.2%増)、親会社株主に帰属する中間純利益767百万円(同8.1%増)となった(図表6)。

業務別営業収益は、委託者報酬5,579百万円(前年同期比10.8%増)、投資顧問報酬155百万円(同17.4%増)、営業投資有価証券関連損益-39百万円(前年同期は-29百万円)であった。25/3期上期末の運用資産残高は、投資信託が前年同期末比10.1%増、投資顧問が同14.7%増であった。株価の上昇を受けて、7月中旬まで運用資産残高が堅調に推移したため、報酬の伸びは運用資産残高の伸びを上回った。ベンチャーキャピタル業務に係るVCファンドにおいて、営業投資有価証券関連損益として出資先の減損損失が39百万円計上されたが、VCファンドへの出資比率が15.2%であるため、同社グループに帰属する損失は6百万円に過ぎない(同社分は非支配株主持分に帰属する当期純損失において控除されている)。

営業費用は2,693百万円(前年同期比9.0%増)であった。間接販売の公募投資信託残高の増加に伴い、支払手数料が2,227百万円(同9.0%増)となったほか、円安ドル高や運用資産残高の増加に伴い、調査費が397百万円(同8.2%増)となった。販売促進費等の増加に伴い、



その他の営業費用は 68 百万円 (同 14.0%増) となった。営業費用の伸びは増収率を下回ったため、営業費用率は同 0.8%ポイント改善の 47.3%となった。なお、営業収益から支払手数料を控除した数値である営業収益 (ネット) は 3,467 百万円 (同 12.0%増) であった。

【 図表 6 】 25 年 3 月期上期の業績

(単位: 百万円)

	24/3期						25/3期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
営業収益	5,139	2,511	2,659	5,170	10,309	6.7%	2,848	2,846	5,694	10.8%
委託者報酬	5,036	2,500	2,630	5,130	10,167	7.3%	2,802	2,776	5,579	10.8%
投資顧問報酬	132	11	75	86	219	20.3%	75	80	155	17.4%
営業投資有価証券関連損益	-29	-	-47	-47	-77	-	-29	-9	-39	-
営業収益 (ネット)	3,096	1,503	1,606	3,110	6,206	6.7%	1,728	1,738	3,467	12.0%
営業費用	2,469	1,242	1,283	2,525	4,995	7.3%	1,362	1,330	2,693	9.0%
営業費用率	48.1%	49.5%	48.3%	48.8%	48.5%	-	47.8%	46.7%	47.3%	-
支払手数料	2,043	1,007	1,053	2,060	4,103	6.7%	1,119	1,108	2,227	9.0%
調査費	367	193	196	389	756	8.9%	198	199	397	8.2%
その他	59	41	34	75	135	17.7%	44	23	68	14.0%
一般管理費	1,670	900	963	1,863	3,534	4.1%	916	1,016	1,933	15.7%
一般管理費率	32.5%	35.8%	36.2%	36.0%	34.3%	-	32.2%	35.7%	33.9%	-
人件費	797	395	411	807	1,605	7.1%	412	410	822	3.2%
広告宣伝費	107	71	104	175	283	-12.3%	89	159	248	131.4%
減価償却費	207	122	140	262	470	-14.9%	89	109	198	-4.2%
不動産賃借料	103	52	51	103	206	-1.6%	51	51	102	-1.2%
その他	454	258	255	513	968	19.6%	273	287	560	23.4%
営業利益	998	369	412	781	1,780	10.5%	569	499	1,068	7.0%
営業利益率	19.4%	14.7%	15.5%	15.1%	17.3%	-	20.0%	17.5%	18.8%	-
経常利益	1,003	372	421	794	1,797	10.6%	575	490	1,065	6.2%
経常利益率	19.5%	14.8%	15.9%	15.4%	17.4%	-	20.2%	17.2%	18.7%	-
法人税等合計	329	120	120	241	571	1.8%	186	154	341	3.5%
非支配株主に帰属する当期純損失	-36	-4	-46	-50	-86	-	-30	-13	-43	-
親会社株主に帰属する 当期 (四半期) 純利益	709	256	347	603	1,313	20.8%	419	348	767	8.1%

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、半年報告書、決算説明資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

一般管理費は 1,933 百万円 (前年同期比 15.7%増) となった。減価償却費や不動産賃借料は減少したものの、広告宣伝費が、成功報酬型広告による新規顧客獲得数の増加や、新ファンド「ひふみクロスオーバーpro」の広告強化等により、248 百万円 (同 131.4%増) となった。また、25/3 期上期末の従業員数は前期末比 5 名増の 122 名となったことから、人件費は 822 百万円 (同 3.2%増) となった。その他の一般管理費は、新規設定の投資信託に関するコンサルティング費用の増加等により、560 百万円 (同 23.4%増) となった。一般管理費の伸び

は増収率を上回ったため、営業収益一般管理費率は前年同期比 1.4%ポイント悪化の 33.9%となった。営業収益一般管理費率の悪化が営業費用率の改善を上回ったため、営業利益率は 18.8%と、同 0.7%ポイント低下した。

VC ファンドに係る減損損失の増加により、非支配株主に帰属する当期純損失は前年同期の 36 百万円から 43 百万円に拡大した。結果として、親会社株主に帰属する中間純利益の増益率は 8.1%となり、経常増益率 (6.2%) を上回った。

25/3 期上期末の運用資産残高は、株式市場の下落や円高ドル安を受けて、前期末比 458 億円減の 1 兆 3,230 億円となった。資金流出については、24/3 期は第 1 四半期から第 4 四半期まで資金流出が継続したものの、25/3 期上期は、ひふみマイクロスコープ pro (24 年 3 月運用開始) やひふみクロスオーバーpro (24 年 9 月運用開始、将来の上場を見据え、非上場株式にも投資を行う新分野の投資信託) の販売が好調であったことや、4 月から 7 月までの純流入額が 29 億円であったのに対し、株式市場が下落した 8 月以降は 181 億円に増加したことから、2 四半期連続の資金純流入であった (図表 7)。

【 図表 7 】 運用資産残高の四半期推移

(単位: 億円)

	22/3期				23/3期				24/3期				25/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
資金流入額	906	421	392	327	191	214	-14	1	-566	-224	-331	-353	35	175
運用損益額	212	235	-131	-893	-769	-13	135	617	1,315	-4	370	2,038	121	-790
運用資産残高	10,727	11,384	11,645	11,079	10,501	10,702	10,824	11,443	12,192	11,963	12,002	13,688	13,845	13,230
前年同期比増減率	24.4%	32.2%	32.6%	15.3%	-2.1%	-6.0%	-7.1%	3.3%	16.1%	11.8%	10.9%	19.6%	13.6%	10.6%

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

ひふみマイクロスコープ pro の純資産総額は、24 年 9 月末に 24/3 期末比 6,812 百万円増の 16,172 百万円に、11 月末には 16,470 百万円となった。ひふみクロスオーバーpro の純資産総額は、24 年 9 月末に 9,947 百万円に、11 月末には 14,513 百万円に拡大している。なお、ひふみクロスオーバーpro は、非上場企業への投資第一弾として、新興国向け小口融資を行う五常・アンド・カンパニー (東京都渋谷区) への投資を実行した。

一方、運用損益額については、第 1 四半期は、国内外の株式市場の上昇と、円安ドル高の進行により、121 億円のプラスとなったものの、第 2 四半期は、国内株式市場の下落と円高ドル安の進行により、790 億円のマイナスとなり、25/3 期上期末の運用資産総額が前期末比で減少した要因となった。

直接販売公募投信による四半期ベースのつみたて投資額の推移は図表 8 の通りである。つみたて金額は、24/3 期第 4 四半期の 38.3 億円を底に 25/3 期第 2 四半期には 40.7 億円に増加した。直接販売の残有口座数(直接販売投信のいずれかを保有する口座数=顧客数)が、24/3 期末の 62,417 名から 25/3 期第 2 四半期末の 63,710 名に増加したことや、1 口座当たりの平均つみたて金額が増加したことが要因である。

【 図表 8 】 直接販売公募投信のつみたて金額と残有口座数の四半期推移

	23/3期				24/3期				25/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
つみたて金額 (億円)	45.9	44.5	42.8	40.6	38.8	39.2	38.8	38.3	39.8	40.7
残有口座数 (名)	-	-	63,160	62,402	60,911	60,859	61,000	62,417	63,257	63,710

(出所) 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

各ファンドを取扱う販売パートナー数の推移は図表 9 の通りである。ひふみマイクロスコープ pro とひふみクロスオーバー pro のいずれか、または両方を取扱う販売先が 18 社となったこと等から、延べ販売パートナー数は前期末比 12 社増の 292 社となった。

【 図表 9 】 延べ販売パートナー数の推移

(単位: 社)

	23/3期末	24/3期末	25/3期上期末
ひふみプラス及びひふみ年金	108	120	121
ひふみワールド+及びひふみワールド年金	54	58	58
まるごとひふみシリーズ	95	95	95
proシリーズ	-	7	18
延べ販売パートナー数	257	280	292

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

同社は今回、公募投信の純資産総額に占める直販取扱投信残高の比率である「直販比率」と、公募投信の信託報酬率のうち、代行手数料(支払手数料)を控除した報酬率の各投資信託の平均値である「投信平均報酬率」(いずれも四半期末ベース)の推移を公表した。

直販比率が 24/3 期第 2 四半期末の 19.2%から 25/3 期第 2 四半期末には 19.6%に上昇したことや、報酬率が平均より高い、ひふみマイクロスコープ pro やひふみクロスオーバー pro の残高構成比が上昇したこと等から、投信平均報酬率は 24/3 期第 2 四半期末の 61.1 ベーシスポイント(以下、bp)から 25/3 期第 2 四半期末には 62.5bp に上昇した(図表 10)。

【 図表 10 】 直販比率と投信平均報酬率の推移

	22/3期				23/3期				24/3期				25/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
直販比率	19.7%	19.3%	19.0%	18.6%	18.4%	18.4%	18.4%	18.3%	18.8%	19.2%	19.5%	19.7%	19.7%	19.6%
投信平均報酬率 (bp)	60.5	60.7	61.5	61.6	61.4	61.3	61.2	61.3	61.4	61.1	61.3	61.7	62.3	62.5

(注) 各四半期末時点。bp はベースポイントの略  
(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 預り金や未払費用等の増加により自己資本比率はやや低下

25/3 期上期末の総資産は、現金及び預金（前期末比 560 百万円増）や、顧客分別金信託（同 300 百万円増）、未収委託者報酬（同 286 百万円増）等が増加したため、前期末の 11,211 百万円から 12,411 百万円に増加した。

調達サイドでは、保有投資信託を解約した顧客の売却益に係る源泉所得税の増加に伴い、預り金が前期末比 406 百万円増加したことや、未収委託者報酬の増加に伴い、未払費用が同 113 百万円増えたこと等から、負債合計は同 561 百万円増加した。一方、利益蓄積等に伴い、自己資本は同 537 百万円増加した。負債の増加率が自己資本の増加率を上回ったため、自己資本比率は 24/3 期末の 61.5%から 59.9%にやや低下した。

> 業績見通し

◆ 25 年 3 月期の会社計画は公表されていない

収益の源泉である運用資産残高が、日本のみならず世界の株式市場の影響を大きく受け、その見通しについては、経済情勢、相場環境等に起因する様々な不確実性が存在しているとして、同社は同業他社と同様に業績予想を公表していない。

◆ 証券リサーチセンターの 25 年 3 月期予想

当センターは、25/3 期上期実績や市場環境策等を踏まえて 25/3 期予想を見直した結果、営業収益を 12,320 百万円→11,647 百万円、営業利益を 2,405 百万円→2,152 百万円、経常利益を 2,417 百万円→2,154 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 1,674 百万円→1,546 百万円に下方修正した（図表 11）。前期比では、運用資産残高の増加に伴う営業収益の拡大により、13.0%増収、20.9%営業増益と予想した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

業務別営業収益については、委託者報酬は、第 2 四半期の株式市場の下落や円高ドル安を受けて、投資信託の運用資産平均残高の予想を引下げたため、630 百万円減額した。投資顧問報酬も、同じ理由により、

3 百万円減額した。営業投資有価証券関連損益は、25/3 期上期実績を踏まえ、前回予想の-30 百万円から-70 百万円に修正した。

25/3 期末の投資信託の運用資産残高は、前回予想比 595 億円減額の 1 兆 2,524 億円（前期末比 2.3%増）と予想した。25/3 期末の国内株式市場が 24 年 9 月末比約 5%上昇し、同社ファンドの基準価額も同程度上昇することを前提としている。下期の資金流出入では、pro シリーズの 2 本のファンドで合計 50~100 億円の純流入を見込んだ一方、その他のファンドでは純流出入が 0 となることを前提としている。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	24/3期	25/3期CE	旧25/3期E	25/3期E	旧26/3期E	26/3期E	旧27/3期E	27/3期E
営業収益	10,309	-	12,320	11,647	13,650	12,438	15,284	13,282
前期比	6.7%	-	19.5%	13.0%	10.8%	6.8%	12.0%	6.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
委託者報酬	10,167	-	12,100	11,470	13,420	12,256	15,040	13,088
投資顧問報酬	219	-	250	247	260	252	274	264
営業投資有価証券関連損益	-77	-	-30	-70	-30	-70	-30	-70
営業費用	4,995	-	5,754	5,461	6,447	5,811	7,262	6,207
営業費用率	48.5%	-	46.7%	46.9%	47.2%	46.7%	47.5%	46.7%
一般管理費	3,534	-	4,161	4,033	4,521	4,271	4,895	4,541
一般管理費率	34.3%	-	33.8%	34.6%	33.1%	34.3%	32.0%	34.2%
営業利益	1,780	-	2,405	2,152	2,682	2,355	3,127	2,533
前期比	10.5%	-	35.1%	20.9%	11.5%	9.4%	16.6%	7.6%
営業利益率	17.3%	-	19.5%	18.5%	19.6%	18.9%	20.5%	19.1%
経常利益	1,797	-	2,417	2,154	2,694	2,366	3,139	2,545
前期比	10.6%	-	34.4%	19.8%	11.5%	9.8%	16.5%	7.6%
経常利益率	17.4%	-	19.6%	18.5%	19.7%	19.0%	20.5%	19.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,313	-	1,674	1,546	1,870	1,695	2,184	1,822
前期比	20.8%	-	27.5%	17.7%	11.7%	9.6%	16.8%	7.5%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

営業費用は 293 百万円減額した。上期実績を踏まえ、支払手数料と調査費の予想を引下げた。営業費用率は前回予想比 0.2%ポイント悪化の 46.9%を予想している。

一般管理費は 128 百万円減額した。営業収益一般管理費率は前回予想比 0.8%ポイント悪化の 34.6%を予想している。上期実績を踏まえ、人件費や広告宣伝費の予想を引下げた。25/3 期末の従業員数は、前回予想と同じ、前期末比 10 名の増加を想定している。



## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見直し

当センターは、25/3 期上期実績や市場環境等を踏まえて、26/3 期以降の予想も見直した。

26/3 期は、営業収益を 1,212 百万円、営業利益を 327 百万円減額した。前期比では、運用資産残高の増加に伴う営業収益の拡大により、6.8%増収、9.4%営業増益と予想した。

業務別営業収益については、25/3 期予想の見直しと同じ理由により、委託者報酬を 1,164 百万円、投資顧問報酬を 8 百万円減額している。営業投資有価証券関連損益は、前回予想の-30 百万円から-70 百万円に修正した。

26/3 期末の投資信託の運用資産残高については、前回予想比 1,216 億円減額の 1 兆 3,268 億円（前期末比 5.9%増）と見込んでいる。26/3 期の国内株式市場は約 5%上昇し、同社のファンドの基準価額も同程度上昇することを前提している。26/3 期の資金流出入では、pro シリーズの 2 本のファンドで合計約 100 億円の純流入を見込んだ一方、その他のファンドでは純流出入が 0 となることを前提としている。

営業費用については 636 百万円減額した。25/3 期上期実績を踏まえ、前回予想よりも間接販売の運用資産残高比率が低くなると考えたため、営業費用率は前回予想比 0.5%ポイント改善の 46.7%と予想した。

一般管理費は 250 百万円減額した。営業収益一般管理費率は前回予想比 1.2%ポイント悪化の 34.3%を予想している。25/3 期上期実績を踏まえ、人件費や広告宣伝費の予想を引下げた。26/3 期末の従業員数は、前回予想と同じ、前期末比 10 名の増加を想定している。

27/3 期は、営業収益を 2,002 百万円、営業利益を 594 百万円減額した。前期比では、運用資産残高の増加に伴う営業収益の拡大により、6.8%増収、7.6%営業増益と予想した。

業務別営業収益については、25/3 期予想の見直しと同じ理由により、委託者報酬を 1,952 百万円、投資顧問報酬を 10 百万円減額している。営業投資有価証券関連損益は、前回予想の-30 百万円から-70 百万円に修正した。

27/3 期末の投資信託の運用資産残高については、前回予想比 1,923 億円減額の 1 兆 3,997 億円（前期末比 5.5%増）と見込んでいる。27/3 期の国内株式市場は約 5%上昇し、同社のファンドの基準価額も同程度上昇することを前提している。27/3 期の資金流出入では、pro シリー

ズの2本のファンドで合計50~100億円の純流入を見込んだ一方、その他のファンドでは純流出入が0となることを前提としている。

営業費用は1,055百万円減額した。25/3期上期実績を踏まえ、前回予想よりも間接販売の運用資産残高比率が低くなると想定したため、営業費用率は前回予想比0.8%ポイント改善の46.7%と予想した。

一般管理費は354百万円減額した。営業収益一般管理費率は前回予想比2.2%ポイント悪化の34.2%を予想している。25/3期上期実績を踏まえ、人件費や広告宣伝費の予想を引下げた。27/3期末の従業員数は、前回予想と同じ、前期末比10名の増加を想定している。

同社は、24年8月に、連結配当性向の目標を従来の30%以上から50%以上に上げると共に、新たに株主資本配当率(DOE)の目標を10%以上に設定した。11月には、25/3期の中間配当を27.2円(10月1日付の1:8の株式分割調整後で3.4円)と決定し、期末配当3.4円、通期配当(分割調整後)6.8円という予想(EPSが13.6円を上回った場合は増配を検討)を公表した。こうした同社の方針を踏まえ、当センターでは配当金の予想を、25/3期は5.625円(分割修正前45.0円)から7.5円、26/3期は6.25円(同50.0円)から8.2円、27/3期は7.25円(同58.0円)から8.9円に変更した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 新規事業の業績への影響を追加する

当センターでは、前回のレポートで、1) 国内外の株式市場や為替市場の変動による業績への影響、2) マーケットの流動性に係るリスク、3) 特定の人物への依存に係るリスク、4) 大株主の株式売却リスク、5) 流通株式比率の低さを投資に際しての留意点として指摘した。

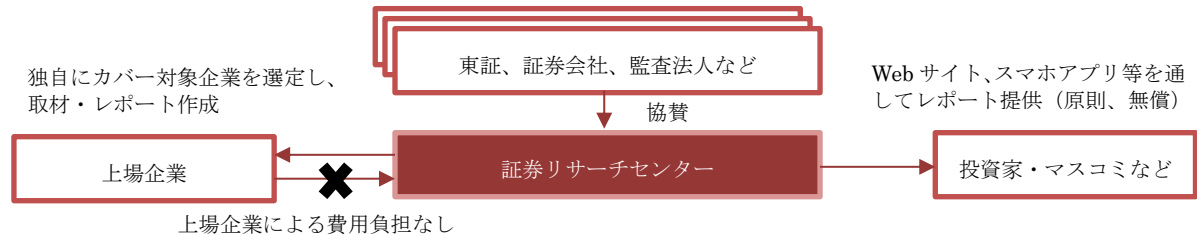
同社は、長期的に目指すグループの将来像として、既存事業である投資運用事業に加え、投資運用事業以外の金融事業や非金融事業等の新規事業への進出を掲げている。非金融事業領域においては、CROSS FM(福岡県北九州市)への少額出資を24年10月に実施したほか、オンラインアカデミープラットフォーム事業を展開するスコラ(東京都港区)との合弁で、オンライン金融教育会社のフィナップ(同社の出資比率51%)を11月に設立した。

同社は、両案件の25/3期業績に与える影響は軽微としており、当センターでも業績予想に織り込んでいない。しかし、今後も投資運用事業以外の領域で、様々な投資が実行された場合は、同社の業績に一定の影響が及ぶ可能性はあろう。よって、新規事業の業績への影響を投資に際しての留意点に追加し、今後の状況を注視すべきと考えた。

## 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	S M B C 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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

### 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こと、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。