

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
2025年7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 20250701

SBI レオスひふみ(165A 東証グロース)

発行日:2025/7/4

「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
長期的には新サービス「つみえーる」の状況を注視したい

> 要旨

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

- ◆ 「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 25/3 期の営業収益の 98.4%を占め、中核業務となっている。25/3 期末の運用資産残高は 1 兆 2,753 億円に達しているが、そのうち、9,183 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 月期決算は 11%増収、16%営業増益

- ・25/3 期決算は、レオス・キャピタルワークスの前期実績との比較で、10.8%増収、16.3%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や、営業費用率の改善等により、営業利益率は同 0.8%ポイント改善の 18.1%となった。

◆ 26 年 3 月期の証券リサーチセンター予想は 3%営業増益

- ・同社は、収益の源泉である運用資産残高が国内外の株式市場の影響を大きく受けることから、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、25/3 期実績や市場環境等を踏まえて 26/3 期予想を見直し、営業収益を 12,438 百万円→11,980 百万円(前期比 4.9%増)、営業利益を 2,355 百万円→2,124 百万円(同 2.6%増)へ下方修正した。

◆ 運用資産残高の拡大を想定し、27 年 3 月期以降も増益を予想

- ・当センターでは、25/3 期実績や市場環境等を踏まえ、27/3 期の業績予想も下方修正し、28/3 期の業績予想を新たに策定した。
- ・運用資産残高の増加に伴う営業収益の拡大により、27/3 期は前期比 5.6%増収、6.1%営業増益、28/3 期は同 6.4%増収、6.8%営業増益と予想している。長期的には新サービス「つみえーる」の状況を注視したい。

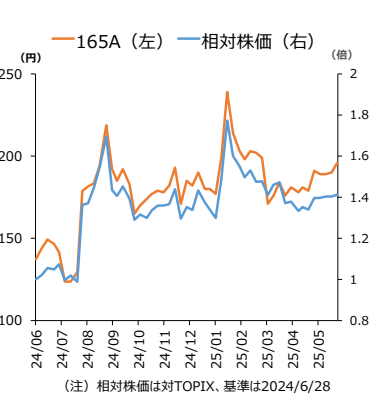
【主要指標】

2025/6/27			
株価 (円)	196		
発行済株式数 (株)	103,473,600		
時価総額 (百万円)	20,281		
前期実績 今期予想 来期予想			
PER (倍)	13.6	12.3	11.6
PBR (倍)	2.9	2.6	2.3
配当利回り (%)	3.7	4.1	4.3

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	2.6	2.1	42.8
対TOPIX (%)	1.2	-4.5	41.3

【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 (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)
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	11,424	-	2,070	-	2,069	-	1,485	-	14.4	67.9	7.2
2026/3 CE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.8
2026/3 E	11,980	4.9	2,124	2.6	2,140	3.4	1,549	4.3	15.9	76.5	8.0
2027/3 E	12,650	5.6	2,253	6.1	2,270	6.1	1,643	6.1	16.9	85.2	8.5
2028/3 E	13,456	6.4	2,406	6.8	2,424	6.8	1,755	6.8	18.0	94.3	9.0

(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

2/23

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。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^{注1}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。

同社は、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) との合併で、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 24 年 11 月に設立した。25 年 3 月には、寄付プラットフォームを運営する 100%子会社の Kiffy (キッフィー) を設立している。

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)、ベンチャーキャピタル業務 (レオス・キャピタルパートナーズ等)、及びその他業務 (フィナップ及び Kiffy) 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 35 年 3 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 9 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、25 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」、海外の成長企業に投資する「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
の数値は、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 期末の投資信託業務の運用資産残高は、1 兆 2,753 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」 5,400 億円、「ひふみワールド+」 2,152 億円、
「ひふみ投信」 1,623 億円、DC 注 2 投信「ひふみ年金」 807 億円、「ひ
ふみワールド」 561 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
金等) 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 期末の純資産総額は、ひふみ投信マザーファンドが 8,238 億円(運用資産残高の 64.6%)、ひふみワールドマザーファンドが 2,862 億円(同 22.4%)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 87.0%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25年6月25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70.1万人となっている。

(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 期末時点で109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7年間(19年~25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	2025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	優秀ファンド賞
個人投資家が選ぶ! Fund of the Year	14位	-	13位	7位	10位	7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 期末の投資顧問業務の運用資産残高は 1,317 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（25/3 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）。

【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
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	2,239
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	9,183
私募投資信託	39	44	72	82	51	66	52	15	21	13
投資信託計	1,151	1,902	7,282	7,646	6,616	8,529	10,086	10,315	12,253	11,436
投資顧問計	534	862	1,170	1,070	855	1,079	993	1,127	1,435	1,317
全社合計	1,685	2,764	8,452	8,716	7,471	9,608	11,079	11,443	13,688	12,753

(注) 当該数値は、監査法人による監査及び四半期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

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。

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ファイナンスサービスに売却したため、SBIファイナンスサービスと、SBIファイナンスサービスの株式を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ファイナンスサービスは、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46.8%(24年3月末時点、自己株式除くと49.7%)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、中路武志取締役（SBIホールディングス出身）、中川渉行取締役、朝倉智也取締役（SBIホールディングス取締役副社長、SBIアセットマネジメントグループ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。25/3期では、販売パートナーへの支払手数料の17.4%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、投資信託委託業務の委託者報酬、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。25/3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は、各々11,237百万円、244百万円、－58百万円であった。

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58百万円には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8百万円にとどまった。

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。25/3 期の営業費用の 82.3%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。25/3 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、24/3 期の 40.4%から 40.0%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、給料及び手当、賞与等によって構成される人件費であり、25/3 期において、一般管理費の 43.4%を占めた。2 番目に大きい項目は広告宣伝費であり、一般管理費の 11.6%を占めた。3 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 11.3%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 34.3%から 34.1%に低下した。結果、25/3 期の営業利益率は、前期比 0.8%ポイント改善の 18.1%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指標として、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）、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。

◆ 高い営業利益率を背景に資産利益率は良好な水準を確保

25/3 期末の自己資本比率が 61.6%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 16.5%、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 4.8%、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 63.7%）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負債純資産合計の 9.0%に過ぎない。その他の純資産の構成要素としては、控除項目となる自己株式（同－11.1%）や、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（同 3.6%）が挙げられる。

総資産（10,739 百万円）の中心は、未収委託者報酬（総資産比 40.0%）や、現金及び預金（同 23.3%）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 19.6%を占めている。有形固定資産（558 百万円、本社オフィス等の内装や Web 動画等）、無形固定資産（319 百万円、ソフトウェア等）、投資その他の資産（419 百万円、繰延税金資産や敷金等）によって構成される固定資産合計は 1,297 百万円（同 12.1%）に過ぎない。

25/3 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（22.0%）や総資産経常利益率（18.9%）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)	・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 ・「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 ・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 ・金融業界最大級の登録者数を誇るYouTubeチャンネル「お金のまなびば！」等、高い発信力を持つこと
弱み (Weakness)	・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 ・新NISAにおいては顧客を十分に獲得できていないこと
機会 (Opportunity)	・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 ・「つみえーる」の拡販による投資家層の拡大や収益力の向上 ・M&Aによる既存分野の強化や新規分野への進出 ・日本の家計金融資産における投資信託比率の上昇
脅威 (Threat)	・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 ・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 ・国内外の株式市場や為替レートの大幅な変動等により、業績に悪影響が生じること

(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）。

【 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、20年5月から当該決算期末月までの月次解約率（当月末の解約口座数÷前月末の残有口座数）の平均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	61,298口座	
			・50代以下の顧客の割合（公募投信/直販）	76%	非開示	
			・つみたて比率（公募投信/直販）	約65%	59%	
			・平均月次解約率（公募投信/直販）	1%未満	1%未満	
	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	・会社設立からの経過年数	21.5年（24年11月時点）	22年（25年7月時点）	
			・公募投信運用開始からの経過年数	16年（24年11月時点）	16.5年（25年7月時点）	
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	・上場からの経過年数	1.5年（24年11月時点）	2年（25年7月時点）		
		・販売パートナー数	107社	109社		
		・各ファンドの販社数を合計した延べ販社数	280社	301社		
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	・運用資産残高	13,688億円	12,753億円	
			・うち公募投資信託（直接販売）	2,409億円	2,239億円	
			・うち公募投資信託（間接販売）	9,822億円	9,183億円	
			・うち私募投資信託	21億円	13億円	
			・うち投資顧問	1,435億円	1,317億円	
			・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	・ひふみ投信の設定来年率リターン	14%	12.5%
	・注力しているつみたて投資においては、23年以降、四半期つみたて金額が横這い傾向にある	・ひふみワールドの設定来年率リターン	19%	15.3%		
	知的財産ノウハウ	・「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	・四半期つみたて金額（公募投信/直販）	40.7億円（25/3期2Q）	39.5億円（25/3期4Q）	
			・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	・「お金のまなびば」チャンネル登録者数	53.9万人（11月28日時点）	70.1万人（6月25日時点）
			・「R&Iファンド大賞」等、多数の受賞歴がある			
人的資本	経営陣	・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	・藤野氏の取締役またはCIOの在任年数	21年（24年11月時点）	21.5年（25年7月時点）	
			・湯浅氏の取締役在任年数	21.5年（24年11月時点）	22年（25年7月時点）	
			・藤野氏と湯浅氏の運用会社在籍平均年数	34.5年（24年11月時点）	35年（25年7月時点）	
			・藤野氏と湯浅氏の保有株数	980,500株（7.6%）	7,576,000株（7.3%）	
	従業員	・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	・連結従業員数	117名	123名	
			・平均年齢	40.0歳	41.5歳	
			・平均勤続年数	4.9年	5.7年	
			・国内外株式運用を中心とした運用チーム	・運用チーム（エコノミストを含む）の人数	17名（24年5月末）	19名
			・インセンティブ制度	・ストックオプション	305,000株（2.4%）	4,549,600株（4.4%）
				・従業員持株会の保有株数	128,800株（1.0%）	951,900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 期または 25/3 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。ストックオプション株数には、取締役及び子会社従業員の保有分を含む

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

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 25 年 3 月末時点で年率 12.5%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。

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、先駆的な取り組みをしているが、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、25 年 6 月 25 日時点で 70.1 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、同社の強みは独自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 月期決算は 11%増収、16%営業増益

同社は、24 年 4 月 1 日にレオス・キャピタルワークスによる単独株式移転により設立されたため、以下の前期比や前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 期決算は、営業収益 11,424 百万円（前期比 10.8%増）、営業利益 2,070 百万円（同 16.3%増）、経常利益 2,069 百万円（同 15.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,485 百万円（同 13.1%増）となった（図表 6）。

業務別営業収益は、委託者報酬 11,237 百万円（前期比 10.5%増）、投資顧問報酬 244 百万円（同 11.3%増）、営業投資有価証券関連増益－58 百万円（前期は－77 百万円）であった。

25/3 期末の運用資産残高は、前期末比 6.8%減（うち、投資信託が同 6.7%減、投資顧問が同 8.2%減）であった。しかし、25 年 1 月までは株式市場が堅調に推移したことに伴い、平均運用資産残高が前期比 9.0%となったことや、平均直販比率が前期の 19.2%から 19.7%に上昇したこと等に伴い、平均投信報酬率が前期の 61.3 ベーシスポイント（以下、bp）から 62.6bp に上昇したこと等から、委託者報酬が増加した。

【 図表 6 】 25 年 3 月期の業績

(単位：百万円)

		24/3期	25/3期					
		通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	増減率
営業収益		10,309	2,848	2,846	2,868	2,860	11,424	10.8%
	委託者報酬	10,167	2,802	2,776	2,874	2,784	11,237	10.5%
	投資顧問報酬	219	75	80	12	76	244	11.3%
	営業投資有価証券関連損益	-77	-29	-9	-18	-	-58	-
営業収益（ネット）		6,206	1,728	1,738	1,719	1,747	6,933	11.7%
営業費用		4,995	1,362	1,330	1,395	1,367	5,455	9.2%
営業費用率		48.5%	47.8%	46.7%	48.6%	47.8%	47.8%	-
	うち支払手数料	4,103	1,119	1,108	1,149	1,113	4,490	9.4%
	うち調査費	756	198	198	210	216	824	8.9%
	一般管理費	3,534	916	1,016	973	991	3,898	10.3%
	一般管理費率	34.3%	32.2%	35.7%	33.9%	34.7%	34.1%	-
	うち人件費	1,605	412	410	425	444	1,693	5.5%
	うち広告宣伝費	283	89	159	102	101	452	59.7%
	うち減価償却費	470	89	109	114	129	442	-5.8%
	うち不動産賃借料	206	51	51	50	51	204	-1.2%
営業利益		1,780	569	499	499	501	2,070	16.3%
営業利益率		17.3%	20.0%	17.5%	17.4%	17.5%	18.1%	-
経常利益		1,797	575	490	506	497	2,069	15.1%
経常利益率		17.4%	20.2%	17.2%	17.7%	17.4%	18.1%	-
法人税等合計		571	186	154	164	149	654	14.6%
非支配株主に帰属する当期純損失		-86	-30	-13	-21	-6	-71	-
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益		1,313	419	348	364	354	1,485	13.1%

(出所) 有価証券報告書、半期報告書、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

営業費用は 5,455 百万円（前期比 9.2%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 4,490 百万円（同 9.4%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 824 百万円（同 8.9%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 0.7%ポイント改善の 47.8%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 6,933 百万円（同 11.7%増）であった。

一般管理費は 3,898 百万円（前期比 10.3%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、452 百万円（同 59.7%増）となった。また、25/3 期末の従業員数は前期末比 6 名増の 123 名となったことから、人件費は 1,693 百万円（同 5.5%増）となった。一般管理費の伸びは増収率を下回ったため、営業収益一般管理費率は前期比 0.2%ポイント改善の 34.1%となった。結果、営業利益率は 18.1%と、同 0.8%ポイント上昇した。

VC ファンドに係る減損損失の減少により、非支配株主に帰属する当期純損失は前期の 86 百万円から 71 百万円に縮小した。結果として、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率は 13.1%となり、経常増益率（15.1%）を下回った。

25/3 期末の運用資産残高は、株式市場の下落やファンドの運用成績の悪化、資金流出を受けて、前期末比 935 億円減の 1 兆 2,753 億円となった（図表 7）。

【図表 7】運用資産残高の四半期推移

(単位：億円)

	23/3期				24/3期				25/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
資金流入額	191	214	-14	1	-566	-224	-331	-353	35	175	-229	-56
運用損益額	-769	-13	135	617	1,315	-4	370	2,038	121	-790	634	-825
運用資産残高	10,501	10,702	10,824	11,443	12,192	11,963	12,002	13,688	13,845	13,230	13,635	12,753
前年同期比増減率	-2.1%	-6.0%	-7.1%	3.3%	16.1%	11.8%	10.9%	19.6%	13.6%	10.6%	13.6%	-6.8%

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

25/3 期の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った。第 3 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、634 億円のプラスとなったものの、第 4 四半期は、国内外の株式市場の下落と円高ドル安の進行により、825 億円のマイナスとなった。

25/3 期の資金流入について、第 1 四半期及び第 2 四半期の資金流入額を第 3 四半期及び第 4 四半期の資金流出額が上回ったため、通期では資金流出となった。

25/3 期上期は、1) 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 (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。24 年 9 月 12 日に運用開始し、9 月 30

日時点の運用資産残高は 99 億円となった。)の販売が好調であったことや、2) 直接販売公募投信によるつみたて金額が半期で約 80 億円となったこと、3) 4 月から 7 月までの純流入額が 30 億円であったのに対し、株式市場が下落した 8 月以降は 182 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。

一方、25/3 期下期は、ひふみクロスオーバーpro の運用資産残高が、半期で 152 億円増加（基準価額は同期間で 1.3%下落）したほか、直接販売公募投信によるつみたて金額が引き続き半期で約 80 億円となったものの、主力投資信託からの資金流出や投資顧問顧客の解約等により、25 年 2 月を除いて、月次で資金純流出が継続した。

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 億円に増加したものの、第 4 四半期には 39.5 億円に減少した。

【 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	3Q	4Q
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	40.3	39.5
残有口座数（名）	-	-	63,160	62,402	60,911	60,859	61,000	62,417	63,257	63,710	62,274	61,298

（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

直接販売の残有口座数(直接販売投信を保有する口座数＝顧客数)が、24/3 期末の 62,417 名から 25/3 期第 2 四半期末に 63,710 名に増加したものの、第 4 四半期末には 61,298 名に減少したことが要因である。同社は、直販口座の新規獲得を目的としたアフィリエイト広告について、費用対効果の低さから下期に抑制した。解約率は大きく変動していないものの、新規獲得顧客数が減少し、顧客数の減少に繋がった模様である。

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。

【 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期末
ひふみプラス及びひふみ年金	108	120	122
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	90
proシリーズ	-	7	31
延べ販売パートナー数	257	280	301

（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 とひふみクロスオーバーpro の pro シリーズを取扱う販売先が前期末の 7 社から 31 社に増加したため、25/3 期末の延べ販売パートナー数は前期末比 21 社増の 301 社となった。

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）の推移は図表 10 の通りである。

【 図表 10 】 直販比率と投信平均報酬率の推移

	23/3期				24/3期				25/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
直販比率	18.4%	18.4%	18.4%	18.3%	18.8%	19.2%	19.5%	19.7%	19.7%	19.6%	19.7%	19.6%
投信平均報酬率 (bp)	61.4	61.3	61.2	61.3	61.4	61.1	61.3	61.7	62.3	62.5	63.0	62.7

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

直販比率については、24/3 期は上昇基調であったが、25/3 期はほぼ横ばいで推移した。25/3 期においては、直接販売では主力投資信託のつみたて投資による資金流入が継続している一方、ひふみマイクロスコープ pro やひふみクロスオーバーpro が特に間接販売で資金流入しているため、直販比率の上昇が抑制された。

一方、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 23/3 期末の 61.3bp から 25/3 期末には 62.7bp となり、上昇基調が継続している。

◆ 預り金の減少により自己資本比率はやや上昇

25/3 期末の総資産は、顧客分別金信託（前期末比 300 百万円増）や、未収委託者報酬（同 161 百万円増）、営業投資価証券（同 98 百万円増）等が増加したものの、現金及び預金（同 1,064 百万円減）が減少したため、前期末の 11,211 百万円から 10,739 百万円に減少した。

調達サイドでは、未払消費税等（前期末比 97 百万円増）や未払費用（同 60 百万円増、未収委託者報酬の増加に対応）、未払法人税等（同 49 百万円増）が増加したものの、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減少に伴い、預り金が前期末比 531 百万円減少したため、負債合計は同 268 百万円減少した。一方、利益蓄積に伴い、利益剰余金は同 898 百万円増加したものの、期中に 1,193 百万円の自己株式を取得したため、自己資本は同 282 百万円減少した。負債の減少率が自己資本の減少率を上回ったため、自己資本比率は 24/3

期末の 61.5%から 61.6%にやや上昇した。

> 業績見通し

◆ 26 年 3 月期の会社計画は公表されていない

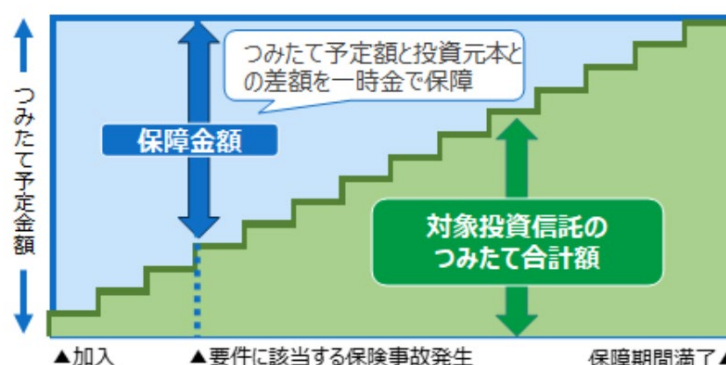
収益の源泉である運用資産残高が、日本のみならず世界の株式市場の影響を大きく受け、その見通しについては、経済情勢、相場環境等に起因する様々な不確実性が存在しているとして、同社は同業他社と同様に業績予想を公表していない。

◆ つみたて継続保険「つみえーる」を 25 年夏頃から提供

同社の連結子会社であるレオス・キャピタルワークスとT&Dフィナンシャル生命保険は、つみたて投資と保険が一体となった日本初のサービス、つみたて継続保険「つみえーる」を 25 年夏頃から提供すると、5 月 7 日に発表した。

加入対象者がレオス・キャピタルワークスの直販口座で毎月同額つみたて契約の利用顧客に限定されていることや、つみたて期間中に万が一のことがあった場合は、その後のつみたて予定金額が給付金または保険金として支払われることから、保険としての正式名称は「無配当型特定疾病障害介護保障保険（団体型）」となっている。

【 図表 11 】「つみえーる」の仕組み図



(出所) ニュースリリース

T&Dフィナンシャル生命保険を引受保険会社、レオス・キャピタルワークスを団体契約者、レオス・キャピタルワークスを通じて毎月同額つみたてを行う顧客を所属員とする団体保険に該当する。

支払要件に該当する保険事故が発生した場合の保障金額は、「保険対象つみたて金額×12 カ月×支払要件該当日以後、保証期間満了までの年数」の計算式から算出される。保障プランは、通常プラン（死亡+障害・介護に対応）か充実プラン（死亡+障害・介護+三大疾病に対

応) からの選択が可能となっている。

対象となる投資信託は、レオス・キャピタルワークスが直販している、ひふみ投信、ひふみワールド、ひふみらいと、ひふみマイクロスコプ pro、ひふみクロスオーバーpro である。ひふみ投信と、ひふみワールド (25 年 3 月から NISA つみたて投資枠の対象に追加) については、NISA でのつみたても対象となっている。

つみえーるは、主にこども保険 (学資保険) の契約を検討している顧客をターゲット層としている。生命保険協会が公表している「2024 年度版 生命保険の動向」によれば、こども保険の 23 年度末の保有契約数は約 657 万件、23 年度の新規契約件数は約 17 万件であった。同社の直販顧客数は約 6 万人に過ぎないため、こども保険市場への参入により、これまで投資信託を保有したことがない新たな顧客層を取り込むことが期待される。

一方、顧客が通常プランを選択して、ひふみ投信を 15 年間つみたてした場合、つみたて継続期間の長さ等により、想定される LTV (生涯顧客価値) が現状の直販顧客から得られている金額の約 5 倍になると同社は試算している。想定 LTV が高い、つみえーるの顧客獲得に成功すれば、長期的な利益の拡大に大きく貢献するため、企業価値の増加に繋がると考えられる。

◆ 証券リサーチセンターの 26 年 3 月期予想

当センターは、25/3 期実績や市場環境等を踏まえて 26/3 期予想を見直した結果、営業収益を 12,438 百万円→11,980 百万円、営業利益を 2,355 百万円→2,124 百万円、経常利益を 2,366 百万円→2,140 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 1,695 百万円→1,549 百万円へ下方修正した (図表 12)。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、4.9%増収、2.6%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、25/3 期第 4 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、456 百万円減額した。投資顧問報酬も、同じ理由により、2 百万円減額した。営業投資有価証券関連損益は、前回予想の -70 百万円を据え置いた。

26/3 期末の投資信託の運用資産残高は、前回予想比 1,047 億円減額の 1 兆 2,230 億円 (前期末比 6.9%増) と予想した。6 月下旬までの市場動向を踏まえ、26/3 期末の国内株式市場が 25 年 3 月末比約 7%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。
26/3 期の資金流入出では、ひふみクロスオーバーpro において 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 50～100 億円の純流出となることを前提としている。なお、つみえーるについては、サービスの開始時期や収益モデル、営業方法等の詳細が不明であるため、今回の営業収益の予想には織り込んでいない。

【 図表 12 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	25/3期	26/3期CE	旧26/3期E	26/3期E	旧27/3期E	27/3期E	28/3期E
営業収益	11,424	-	12,438	11,980	13,282	12,650	13,456
前期比	-	-	6.8%	4.9%	6.8%	5.6%	6.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
委託者報酬	11,237	-	12,256	11,800	13,088	12,460	13,250
投資顧問報酬	244	-	252	250	264	260	276
営業投資有価証券関連損益	-58	-	-70	-70	-70	-70	-70
営業費用	5,455	-	5,811	5,704	6,207	6,023	6,404
営業費用率	47.8%	-	46.7%	47.6%	46.7%	47.6%	47.6%
一般管理費	3,898	-	4,271	4,152	4,541	4,374	4,646
一般管理費率	34.1%	-	34.3%	34.7%	34.2%	34.6%	34.5%
営業利益	2,070	-	2,355	2,124	2,533	2,253	2,406
前期比	-	-	9.4%	2.6%	7.6%	6.1%	6.8%
営業利益率	18.1%	-	18.9%	17.7%	19.1%	17.8%	17.9%
経常利益	2,069	-	2,366	2,140	2,545	2,270	2,424
前期比	-	-	9.8%	3.4%	7.6%	6.1%	6.8%
経常利益率	18.1%	-	19.0%	17.9%	19.2%	17.9%	18.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,485	-	1,695	1,549	1,822	1,643	1,755
前期比	-	-	9.6%	4.3%	7.5%	6.1%	6.8%

(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 107 百万円減額した。25/3 期実績を踏まえ、支払手数料の予想を引下げた。一方、営業費用率は、25/3 期実績が想定よりも高かったため、前回予想比 0.9%ポイント悪化の 47.6%と予想した。

一般管理費は 119 百万円減額した。営業収益一般管理費率は前回予想比 0.4%ポイント悪化の 34.7%を予想している。25/3 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、25/3 期末実績が想定を下回ったため、前回予想の 135 名から前期末比 7 名増の 130 名に変更した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、25/3 期実績や市場環境等を踏まえて、27/3 期予想を見直すと共に、28/3 期予想を新たに策定した。

27/3 期は、営業収益を 632 百万円、営業利益を 280 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、5.6%増収、6.1%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 628 百万円、投資顧問報酬を 4 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-70 百万円を据え置いた。

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 1,128 億円減額の 1 兆 2,869 億円（前期末比 5.2%増）と見込んでいる。27/3 期の国内株式市場が約 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、26/3 期の資金流出入では、ひふみクロスオーバーproにおいて 0~50 億円の純流入を見込んだ一方、その他のファンドでは 0~50 億円の純流出となることを前提としている。

営業費用については 184 百万円減額した。25/3 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高くなると考えたため、営業費用率は前回予想比 0.4%ポイント悪化の 47.6%と予想した。

一般管理費は 167 百万円減額した。営業収益一般管理費率は前回予想比 0.4%ポイント悪化の 34.6%を予想している。25/3 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、25/3 期末実績が想定を下回ったため、前回予想の 145 名から前期末比 7 名増の 137 名に変更した。

28/3 期は、営業収益 13,456 百万円（前期比 6.4%増）、営業利益 2,406 百万円（同 6.8%増）と予想した。業務別営業収益は、委託者報酬 13,250 百万円（同 6.2%増）、投資顧問報酬 276 百万円（同 6.2%増）、営業投資有価証券関連損益-70 百万円（同横這い）と予想した。

28/3 期末の投資信託の運用資産残高については、1 兆 3,537 億円（前期末比 5.2%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、ひふみクロスオーバーproにおいて 0~50 億円の純流入を見込んだ一方、その他のファンドでは 0~50 億円の純流出となることを前提としている。

営業費用は 6,404 百万円（前期比 6.4%増）を見込んでいる。営業費用率は前期比横這いの 47.6%と予想した。

一般管理費は 4,646 百万円（前期比 6.2%増）を見込んでいる。営業収

益一般管理費率は前期比 0.1%ポイント悪化の 34.5%と予想した。27/3 期末の従業員数は、前期末比 7 名の増の 144 名と予想した。

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予想) を公表した。25/3 期の EPS が 14.4 円となったため、期末配当を 3.8 円に上げ、7.2 円の通期配当を実施した。

こうした同社の方針と業績予想の引下げを踏まえ、当センターでは配当金の予想を、26/3 期は 8.2 円から 8.0 円、27/3 期は 8.9 円から 8.5 円に変更した。28/3 期については 9.0 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 流通株式比率の低さを削除し、つみえーる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、6) 新規事業の業績への影響を投資に際しての留意点として指摘した。

流通株式比率の低さについては、25/3 期末時点で同社の流通株式比率は 35.9%と、東京証券取引所グロース市場の上場維持基準である 25% を一定程度上回っていることから、同項目を留意点から削除することにした。

つみえーるについては、サービス開始当初は、広告宣伝費等の費用増加が想定されることや、契約残高が増加し、営業収益が一定規模に到達するのには時間を要すると見込まれることから、短期的な利益貢献は大きくないと考えられる。

しかし、つみえーるは、投資信託と保険が一体となった、国内初の新サービスである。間接販売型の大手投資信託会社が同サービスを提供するのは難しいため、先行する同社が新サービスで高い市場シェアを獲得する可能性も十分考えられる。また、つみえーるは、つみたて継続期間が通常のつみたて投資よりも長いと想定されるため、着実に契約を積上げられれば、長期的な業績への貢献は大きいと思われる。

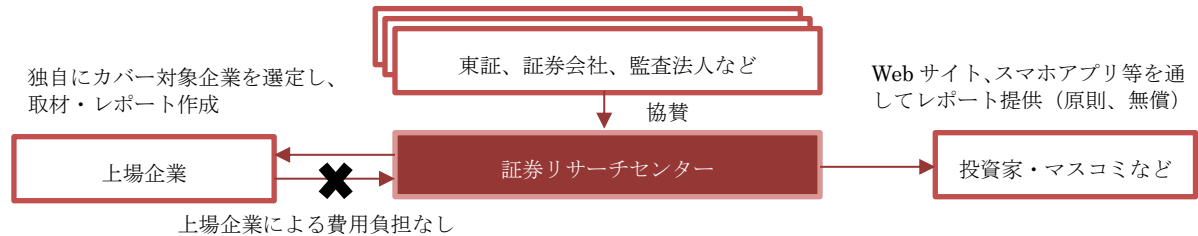
当センターは、現時点ではつみえーるの貢献を業績予想に織り込んで

いない。しかし、長期的には同社の利益成長を牽引する可能性を秘めているため、つみえーる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、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。