

2013年4月12日 (金)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
笠谷 忍

■セキュリティ機器が好調で通期計画の上振れも

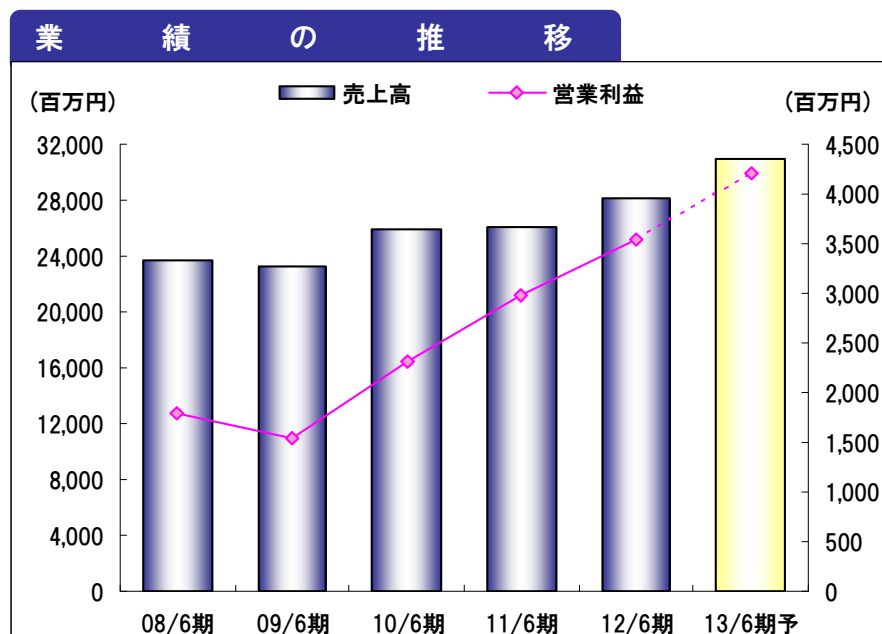
2007年4月、セキュリティ機器やICカード発行機等のシステム販売を中核とする株式会社ドッドウエル ビー・エム・エスと、計測機器やコンピュータ周辺機器の製造・販売を中核とするグラフテック株式会社の2社が経営統合し、持ち株会社として設立された。その後、株式会社塩見設計（現株式会社あい設計）を子会社化して耐震診断を主体とする構造設計へ進出している。

2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）累計の連結業績は売上高が前年同期比15.1%増の16,079百万円、営業利益が同36.7%増の2,326百万円、と会社予想の売上高15,000百万円、営業利益1,900百万円を上回る大幅増収増益を達成した。主力のセキュリティ機器がマンション向けに契約台数を伸ばしたことに加え、法人向けでも代理店の富士ゼロックス経由の販売が好調であった。また、情報機器部門の米シルエットがクラフトホビー向けに関連製品の販売が急拡大。設計部門も耐震診断が好調であった。

通期会社計画に対する進捗率は売上高で52%、営業利益で55%を達成した上、季節性から例年の事業ウエイトは上期対下期で下期が上期を上回る傾向がある。通期計画は据え置かれているものの、業績が上振れる可能性はかなり高い状況と考える。

■Check Point

- ・ 成長分野への積極的なM&Aで事業を拡大
- ・ 欧米でのホビー向けカッティングマシンが急成長中
- ・ 業績の拡大で更なる増配に期待



■ 会社概要

成長分野への積極的なM&Aで事業を拡大

(1) 会社沿革

2006年12月にドッドウエル ビー・エム・エスとグラフィテックが株式移転により共同で持株会社あいホールディングス<3076>を設立する契約を締結して純粋持株会社設立へと動き出した。

グラフィテックはプロッタ、スキャナ等のコンピュータ周辺機器や計測機器市場においてニッチでグローバルな企業として成長していたが1990年代初頭をピークに業績が悪化し始めていた。

一方、およそ5万社の顧客基盤を持つドッドウエル ビー・エム・エスは全国に展開する充実したサービス網を構築しており、業績悪化で日本各地の拠点を縮小していたグラフィテックにとっては、ドッドウエル ビー・エム・エスの充実したサービス網は有用であり、2005年5月には業務提携が実現した。

その後、2006年1月にはグラフィテックの第三者割当増資をドッドウエルが引き受けて筆頭株主となり、2007年4月には、あいホールディングスを設立、東証1部に上場した。そして、2009年1月に塩見設計（現あい設計）を子会社化し、設計事業分野へと進出した後、9月には米国シルエット社を設立して欧米のクラフトホビー市場へと事業を拡大していった。

あいホールディングスの沿革

2007年4月	同社設立、東証1部上場
2007年7月	株式会社USTAGEを子会社化
2008年7月	株式会社ニューロンを子会社化
2009年1月	株式会社塩見設計を子会社化
2009年2月	株式会社塩見設計が構造設計、耐震診断・補強設計等を開始
2009年7月	あいエンジニアリング株式会社を設立
2009年9月	Silhouette America, Inc. を設立
2010年7月	株式会社塩見設計が商号を株式会社あい設計に変更

しかし、これらの製品の販売と保守サービスに依存した収益構造では成長に限界があると判断し、世界の監視カメラメーカーにレンズを納入していた正晃社を買収、2000年にセキュリティ機器事業を立ち上げた。

また、当時日本のカード発行機市場において病院向けで大半のシェアを持っていたのがピッツニーボウズで、クリニック向けではプロメックであった。ドッドウエル ビー・エム・エスはピッツニーボウズがカード機器事業から撤退するときに当該部門を買収するとともに、プロメックも買収して病院及びクリニック向けのカード発行機で圧倒的なシェアを握ることになった。その後、ドッドウエル ビー・エム・エスは高見沢サイバネティクス<6424>に資本参加し、銀行などの金融機関向けキャッシュカード発行機を共同開発し、市場を拡大していった。



■会社概要

ドッドウエルの沿革

1950年	有限会社タイプライターサービス社設立
1963年	株式会社ドッドウエル・ビジネスマシーンズ・サービス社に改組
1978年	株式会社ドッドウエル ビー・エム・エスに商号変更
1999年	株式会社正晃を子会社化
1999年	株式を店頭登録
2000年	株式会社プロメテックを子会社化
2001年	株式会社高見沢サイバネティックスへ資本参加
2002年	株式を東証2部に上場
2003年	東証1部に指定替え
2003年	韓国3R社からデジタルセキュリティネットワーク事業を買収
2005年	グラフィテック社と業務提携

グラフィテックは1949年に横河電機<6841>をスピンアウトした渡辺氏が設立した株式会社渡辺研究所が前身で、日本初のX-Yプロッタ（自動作図機）を開発した会社である。その後、CAD用ペンプロッタを主力製品として手掛け、グローバルに事業を行っていたが、1990年代初頭に米国ヒューレット・パッカーがインクジェットプリンタを投入したのを契機にペンプロッタの需要自体が急減、業績悪化が続いた。全国にあった拠点を縮小して何とか持ちこたえていたものの、リストラの結果として顧客へのサービス劣化を招き、ドッドウエル ビー・エム・エスとの業務提携に業績回復の望みを託すこととなった。

グラフィテックの沿革

1949年	株式会社渡辺研究所設立
1952年	株式会社渡辺測器製作所に商号変更
1961年	日本初のX-Yプロッタ開発
1977年	渡辺測器株式会社に商号変更
1983年	グラフィテック株式会社に商号変更
1985年	株式を東証2部に上場
1987年	東証1部に指定替え
1995年	米国カリフォルニア州に子会社「Graphtec North America Inc.」設立
2005年	子会社「Graphtec North America Inc.」を「Graphtec America Inc.」に商号変更

■会社概要

セキュリティ機器事業の利益が大幅に増加

(2) 事業概要

2007年4月に純粋持株会社として設立された同社の主要な事業会社は、監視カメラ等のセキュリティ機器に加え、金融・流通業のクレジットカードや病院の診察券に対応するカード発行機を手掛けるドッドウエル ビー・エム・エス、プロッタやスキャナ等のコンピュータ周辺機器を主体とする情報機器と計測機器や環境試験装置を手掛けるグラフィック、そして耐震診断を主体とした構造設計を手掛けるあい設計となる。現在、同社は子会社15社（連結子会社14社、非連結子会社1社）及び持分法適用関連会社1社により構成されており、下記に示す8つの事業を営んでいる。

セキュリティ機器	
	監視カメラやレコーダーなどのセキュリティシステム機器の開発・製造・販売
事業会社	ドッドウエル ビー・エム・エス、あいエンジニアリング
カード機器及びその他事務用機器	
	医療機関向けの診察券発行機や再来受付機、金融機関向けのICカード対応機器及びその他事務用機器の開発・製造・販売
事業会社	ドッドウエル ビー・エム・エス、あいエンジニアリング、プロメック
保守サービス	
	セキュリティ機器、カード機器等の保守サービス
事業会社	ドッドウエル ビー・エム・エス
情報機器	
	プロッタやスキャナ等のコンピュータ周辺機器の開発・製造・販売・保守サービス等
事業会社	グラフィック、シルエット、グラフィックアメリカ、グラフィックヨーロッパ
計測機器及び環境試験装置	
	センサーから計測を行いその計測結果を保存する電子計測器（データロガー）を主力製品とした計測機器及び環境試験装置の開発・製造・販売等
事業会社	グラフィック、グラフィックアメリカ、グラフィックヨーロッパ
設計事業	
	構造設計、耐震診断を主体とした建築設計事業等
事業会社	あい設計、中央設計、田辺設計
リース及び割賦事業	
	リース及び割賦の仲介業務
事業会社	ビーエム総合リース
その他	
	カードリーダーの製造・販売及びソフトウェアの開発・販売等
事業会社	ニューロン、ニューロンエレクトロニクス、USTAGE

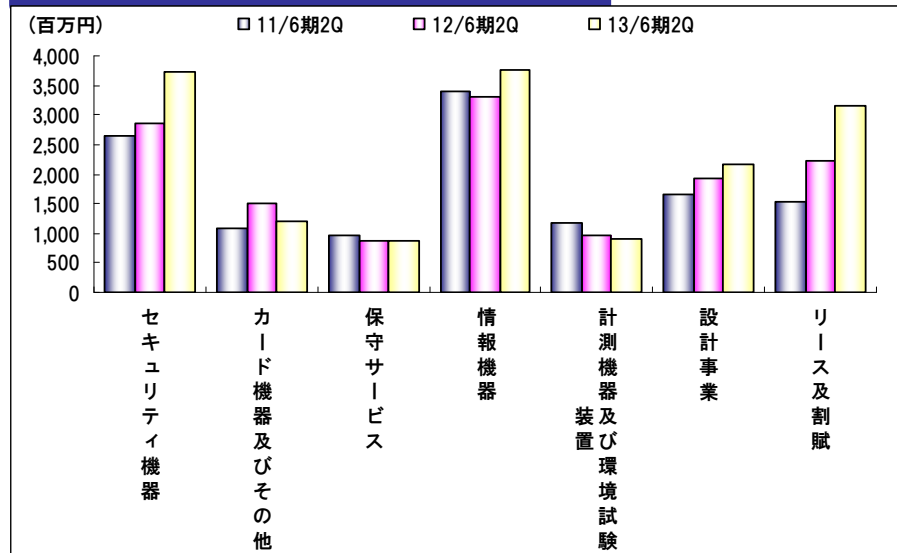
■会社概要

2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）累計の連結業績において、売上構成比はセキュリティ機器が23%、情報機器が23%、リース及び割賦事業が20%、設計事業が13%、カード機器及びその他事務用機器が8%などとなっております。8つの事業セグメントのうち上位5セグメントで全体の87%を占める。

営業利益に占める主なセグメントの構成比は、セキュリティ機器が46%、情報機器が16%、設計事業が14%、カード機器及びその他事務用機器が11%と、上位4セグメントで全体の87%を占めている。

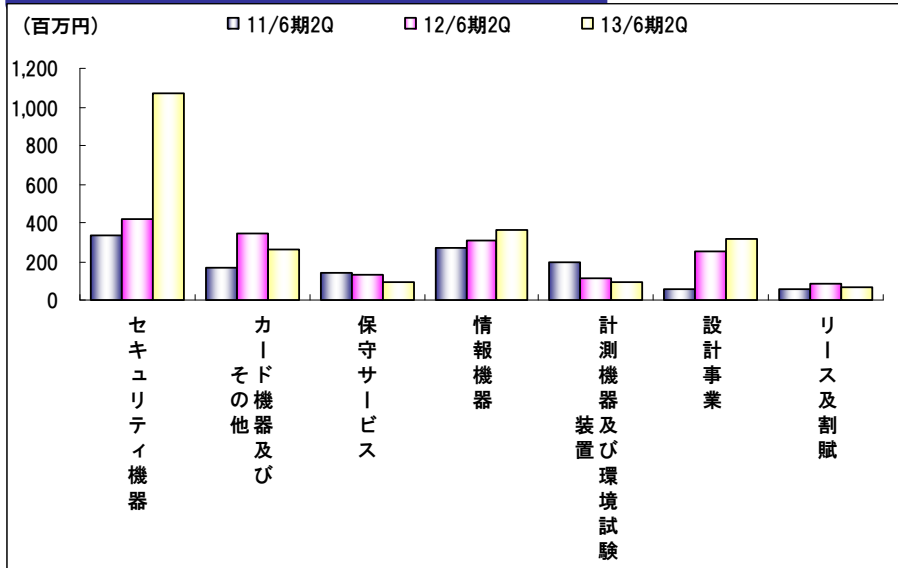
特に、セグメント利益率の向上が著しかったのはセキュリティ機器で28.6%と前年同期の14.5%から14.1ポイントも上昇した。売上高が想定以上に拡大した一方で販管費がほとんど増えていないため、利益率が大きく上昇した格好。また、耐震診断等の受注が好調であった設計事業の利益率も14.8%と同13.1%から1.7ポイント上昇、北米のSilhouette America, Inc.（以下シルエット）の利益が倍増した情報機器の利益率も9.7%と同9.3%から0.4ポイント上昇した。一方、売上高の減少から利益率が低下したのが、カード機器及びその他事務用機器（22.9%から21.7%へ1.2ポイント低下）と計測機器及び環境試験装置（11.3%から10.0%へ1.3ポイント低下）であった。

セグメント別売上高の推移



■会社概要

セグメント別営業利益の推移



セキュリティ機器事業はマンション向け販売で事業を拡大

(a) セキュリティ機器事業

ドッドウエル ビー・エム・エスは前述の通り、1999年にレンズメーカーの正晃社を買収して2000年から監視カメラシステム販売を開始した。当時、世界中の監視カメラメーカーにレンズを納入していた正晃社の関係で、セキュリティ分野で世界の最先端を走っていた韓国メーカーから監視カメラシステムを調達することができた。そもそも、韓国の監視カメラは北朝鮮との関係から緊張状態が続いていたことで技術が高かったことに加え、ブロードバンドの普及やデジタル圧縮技術による動画圧縮など民間転用が進んでおり、世界でもトップレベルの性能を誇っている。

一方、日本においてはセキュリティ機器へのニーズが低かったこともあり、パナソニック<6752>、三菱電機<6503>、日立製作所<6501>などの大手家電メーカーが家電技術の応用で取り組んでいるだけで、出遅れ感は否めなかった。この点、ドッドウエル ビー・エム・エスが韓国や台湾などの企業から調達して直接日本で販売するのとでは、代理店の手数料を考えただけでもコスト面で大きな差がでている。

セキュリティ機器の販売先は、マンションと官公庁を含む一般企業向けに大別される。2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）のDVR（デジタルビデオレコーダ）及びiNEX（ネットワーク監視用ソフト）の導入実績は、マンション55%、金融・証券10%、学校・医療・公共施設4%、店舗・商業施設4%等となっている。



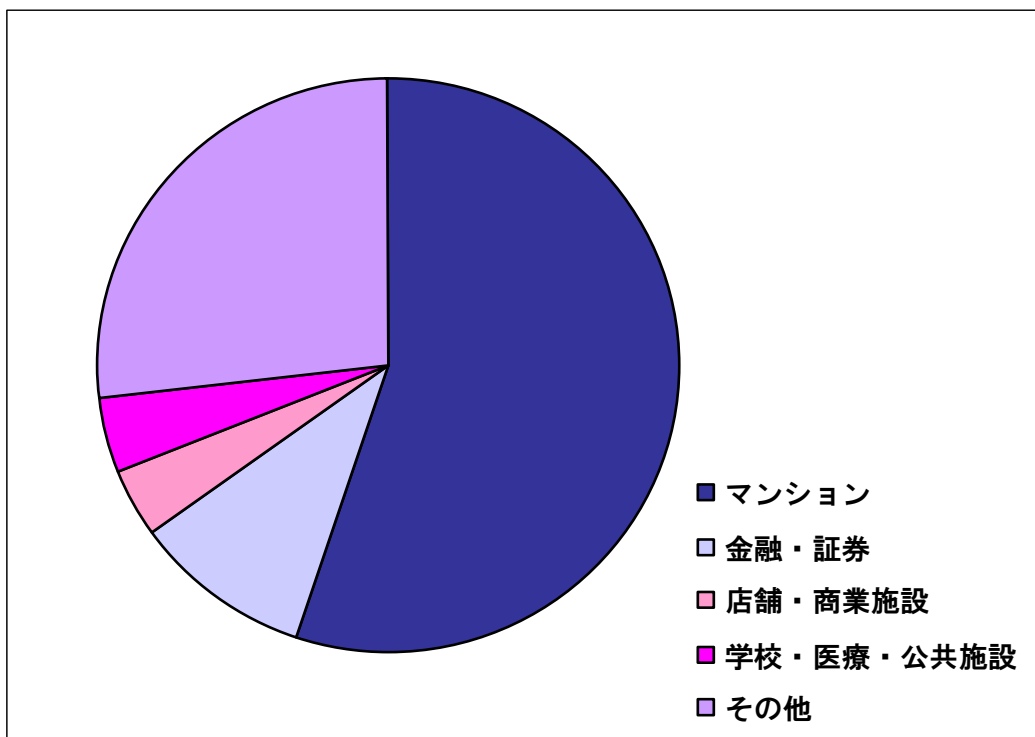
■会社概要

セキュリティ機器



出所：会社資料

セキュリティ機器の業種別導入実績



注) DVR及びiNEX(ネットワーク監視用ソフト)の導入実績



■会社概要

当初は一般企業向け、特に銀行など金融向けが最終的な主要販売先であり、すべてビジネスパートナーと呼ぶ代理店経由であった。現在、主なビジネスパートナーはアズビル（旧山武）、イトーキ、富士ゼロックスなどである。中でも、富士ゼロックスは全国にある販売網を活用して2年前から同社のビジネスパートナーとなり実績を伸ばしているところである。2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）においても、富士ゼロックス経由の販売が好調で、従来の防犯用途だけでなくコンビニ向け弁当などの生産ライン監視、介護施設の監視用途に大口案件が決まっている。

一方、マンション向け販売は従来、飛び込み営業的な側面が強く、強面の男性営業マンが直接営業をかける方法でなかなか実績が上がってこなかった。そこで、ドッドウエル ビー・エム・エスは大手マンション管理会社と業務提携することで、管理会社が管理するマンションの監視カメラシステムの導入、更新に関する情報を入手し、営業を展開することとした。

通常マンションで監視カメラを導入あるいは更新する場合、管理組合というマンション所有者を代表する組織（通常、理事と呼ばれる所有者から選ばれた人たち）がマンション管理会社に対してどのような監視カメラシステムが良いかの調査を依頼して、管理会社は何社かの見積もりをとって管理組合へ提示し、それを基に管理組合は会合（通常、理事会と呼ばれる）を開き、決定した監視カメラシステムを管理組合総会に諮り、最終決定となる。管理組合が総会に諮る監視カメラシステムを決定する過程でマンション管理会社が果たす役割は大きく、マンション管理会社が勧める監視カメラシステムに決まる確率が高い。すなわち、管理組合の理事たちによる理事会でのプレゼンテーションの結果がそのまま総会で決定される場合が多く、監視カメラシステムの業者としては、この理事会での出来如何で販売が決まるといっても過言ではない。

マンション管理会社は毎回行われる理事会に参加しているため、そのマンションでどのような監視カメラシステムのニーズがあるのかを把握している。このため、マンション向け営業社員は、従来の営業スタイルであった飛び込み営業ではなく、マンション管理会社との緊密な連携をとりながら、顧客である管理組合のニーズにあった提案をすることで着実に実績を上げてきている。また、同社のセキュリティ機器関連の営業社員約150名の内、マンション向け営業人員の多くが若い社員であり、最新の電子ツールを活用しながらより効率の高い営業活動を展開しており、顧客のニーズに沿った最適なプレゼンテーションをできる同社は監視カメラシステムの市場で圧倒的な強みを発揮できていると考えてよい。

新築マンションはセキュリティシステムを建設会社や設計事務所が決めてしまう傾向があるため、同社の販売先はすべて既設マンションである。通常、新築マンションでセキュリティシステムが決められる場合、パナソニック、三菱電機、日立製作所など大手の名前を出しておけば安心ということもある他、ドッドウエル ビー・エム・エスにとっては価格交渉が厳しく収益性が極端に落ちるため参入するメリットが少ない。

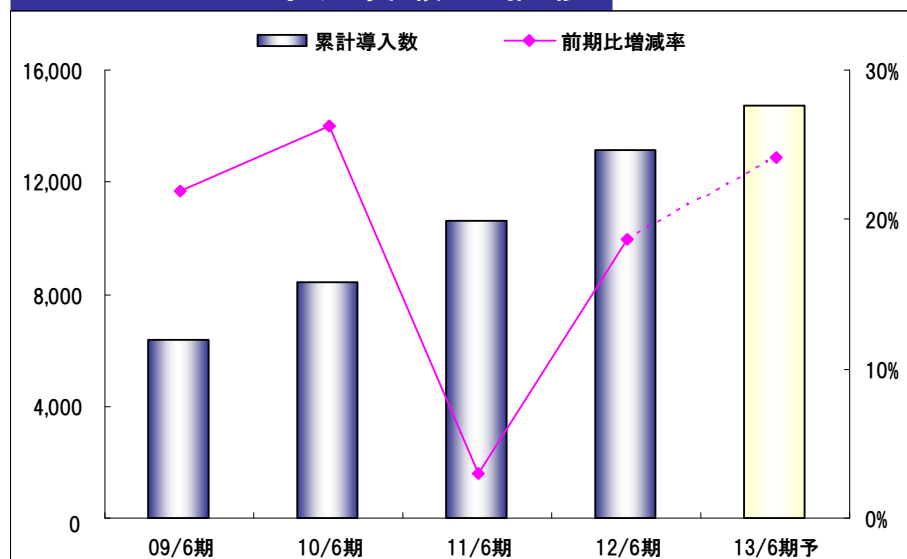
■会社概要

マンション向け販売でターゲットとなるのは、全国に140,000棟ある分譲マンション（賃貸も含めれば更に数万棟増。いずれも同社推定値）となる。現在までに同社は14,000棟に納入実績があり、当面20,000棟を目標としている。前述の通り、同社は既に多くの大手マンション管理会社と提携しているが、大手15社に対する同社商品の導入割合は14%程度で依然として拡余地が大きい。ちなみに、同社導入件数が多いのは、大京<8840>グループ、長谷エコーポレーション<1808>グループ、日本ハウズイング<4781>グループ、東急コミュニティ<4711>グループなどである。

現在、マンション向け販売の90%はリース契約であり、導入を決めたマンションの管理組合はリース会社（同社のほとんどは三菱UFJリース<8593>が担当）と通常72回の均等払いで契約し、ドッドウエル ビー・エム・エスは同期間の製品保証と保守サービスを提供する。契約期間終了後も同じセキュリティシステムの使用をマンション側が望めば、同一条件で1年毎の更新が可能となる。

一方、契約期間終了が近づくと、ドッドウエル ビー・エム・エスは新しいセキュリティシステムへのリプレースを提案する。通常、ビデオカメラやレコーダーなどのデジタル機器は技術進歩が速く、性能が上がる提案を断るマンション管理組合は少ない。同社にとっても新規よりもリプレースのほうの利益率が高いため、今後リプレース案件の比率が増えて行くにつれてセグメントの利益率は上昇して行くことが予想される。実際、マンション向けのリース販売はちょうど2006年頃から本格的に始まっており、2013年6月期に入ってリプレース対象件数が増えつつある。この第2四半期（2012年7-12月期）においては、337件の機器更新が行われ、リプレース68%、再リース22%、他社等10%という実績であった。

マンション導入実績の推移



注) 同社資料より作成、13/6期の数値は上期までの実績を基に弊社推計
前期比増減率はマンション年間導入件数の増減率

■会社概要

欧米でホビー向けカッティングマシンが急成長中

(b) 情報機器事業

グラフィテックは日本で初めてX-Yプロッタ（自動作図機）を開発した会社で、CAD用ペンプロッタ（ペンを自動的に動かして図面を出力する機械）を主力製品として手掛けていたが、1990年代に米国のヒューレット・パカードがインクジェットプリンタを投入したことでペンプロッタ自体の需要が急減してしまった。このペンプロッタのペンをカッターに置き換えたのが、現在グラフィテックの主力製品であるカッティングマシン（コンピュータから送られてくる図形データに基づきシートを切り抜く機械）であり、ペンプロッタが製図を中心としたCAD市場をターゲットにしていたのに対し、カッティングマシンは看板・広告市場をターゲットにしている。同社のカッティングマシンは現在世界トップでシェア30%（同社推定値）を占める。競合はローランド・ディー・ジー、〈6789〉、ミマキエンジニアリング〈6638〉などである。

カッティングマシン



出所：会社資料

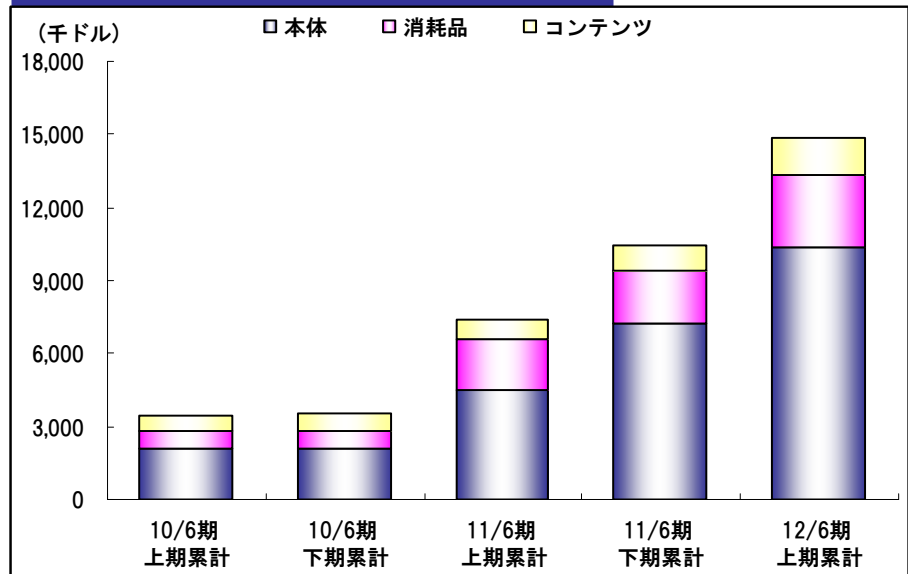
情報機器部門において主力である業務用のカッティングマシンに加えて、現在急成長中なのが、業務用モデル（1台数十万円）の技術をベースに新たにペーパーラフトなどのホビー向け（一般消費者向け）に開発した小型で低価格なカッティングマシン（1台1~2万円）である。

シルエットは、この小型カッティングマシンを北米市場を中心に、海外市場で一般消費者向けに専門に拡販するため2009年に設立され、これまでカッティングマシン本体及び、関連消耗品、そしてデジタルコンテンツの提供を行っている。

シルエットの2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）売上高は1,489万ドル（1ドル90円換算で1,340百万円）で前年同期比2倍と急増した。売上構成は、カッティングマシン本体が70%、関連消耗品が20%、そしてコンテンツ販売が10%となっている。売上高ではカッティングマシン本体の販売が大部分を占めるが、一方、利益面では消耗品販売とコンテンツ販売が大きな割合を占めている。

■会社概要

シルエットの売上実績



北米のクラフトホビー市場は、全米クラフト&ホビー協会によれば、2011年で303億ドル（1ドル90円換算で2.7兆円）の規模であり、そのうちシルエットが対象とするペーパークラフトやホビー市場の規模は同協会の分類によると、ペーパー&メモリークラフトで35億ドル（同3,150億円）とアーティスティッククラフトで31億ドル（同2,790億円）との合計でおよそ6,000億円と推計されている。日本においてはペーパークラフトがこれだけ巨大な趣味の市場として存在することをイメージするのは難しいが、欧米の主婦層では、写真や手紙などの切抜きを貼ったりコメントを入れたりしてスクラップブックを作るスクラップブッキングに代表される、大変人気の高い趣味として定着している。今でも、多くの方は手とハサミを使って紙を切り抜いてペーパークラフトを行っているが、パソコンの普及に伴いデザインコンテンツやカッティングマシンを使ってより高いレベルのペーパークラフトを提案しているのがシルエットと言える。

シルエットではカッティングマシン本体を中国とベトナムで生産することで販売価格を低く抑え、同社製品を約6,000億円の市場に大量に浸透させることを狙っている。その上で、33,000件以上のカット素材のデザインを提供し、ユーザーがこれらのデザインを購入するたびに、そのダウンロード数に応じて課金される仕組みになっている。

同社にとって市場はまだ立ち上がったばかりであり、現在の急成長が今後とも継続的に続くかどうかを判断するのは難しいが、シルエットの5ヶ年計画によると、2016年6月期は売上高114百万ドル（1ドル90円換算で103億円）粗利益51百万ドル（同46億円）が予想されており、2013年6月期の見通しである売上高38百万ドル（同34億円）粗利益14百万ドル（同13億円）から大幅増収増益が見込まれている。

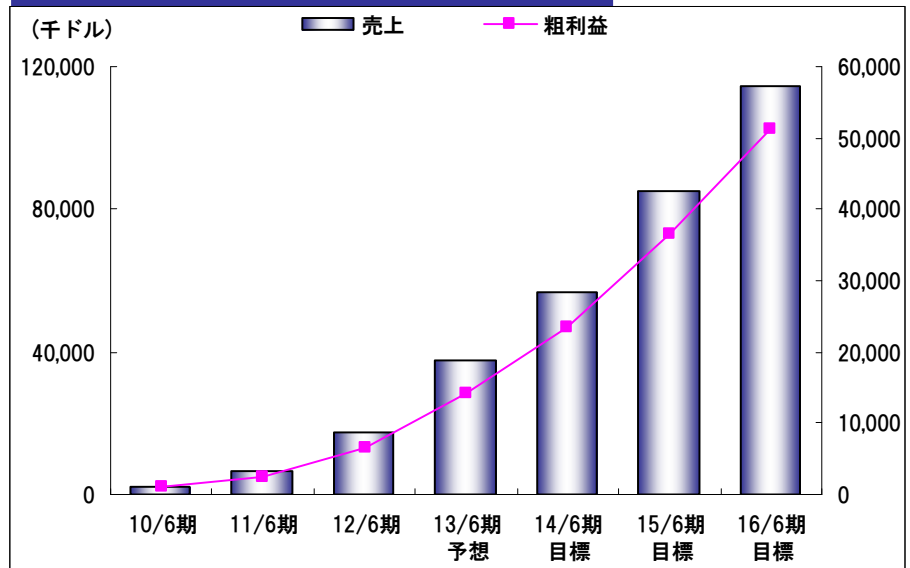
■会社概要

クラフトホビーの例



出所：会社資料

シルエットの5カ年計画



大震災後に耐震診断需要が増加して受注が堅調に推移

(c) 設計事業

設計事業を営むあい設計は、「建築物の耐震改修の促進に関する法律」(1995年12月25日施行)が阪神大震災を契機に制定され、1996年から地震による建築物の安全性を診断する耐震診断分野に進出した。連結子会社の「田辺設計」「中央設計」とともに3社で200名を超える技術者を抱えて設計事業を営んでおり、日本でもトップの耐震設計事務所として評価が高い。



■会社概要

2011年3月の東日本大震災以後、耐震診断需要は増加しており同社の受注は好調を継続している。しかしながら、現在の耐震改修促進法では、建築物の所有者に対して耐震診断・改修に努めることこそ定めているものの、義務付けまでしていない。公共建物の耐震化対策は進んでいるが、民間の大規模建物耐震化はあまり進んでいない（耐震診断実施率が6割程度の）模様である。そのため、国は1981年の改正建築基準法以前に古い耐震基準で建てられたオフィスビル、デパート、マンション、病院、学校など、床面積が5,000平方メートル以上の建物の耐震診断を2015年を目途に義務化する方向であり、診断する場合は補助金を出し、診断に応じない場合は罰金などを科す方針である。

設計業務の中でも、耐震診断・設計業務は専門のスタッフが必要であり、200名を超える技術者を抱える同社においても、耐震関連の受注としては既に2013年6月期分の能力いっぱいに受注済みであるものの、マネジメントとしては設計事業自体が安定的なキャッシュフローがあれば良いとして、増員などによる能力の拡大は考えていない。

2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）の売上高は2,155百万円（前年同期比11.2%増）で、耐震診断関連が40%を占める。

2Q以降に大手地方銀行向けへの納入を予定

(d) カード機器及びその他事務用機器事業

ドッドウエル ビー・エム・エスが従来から手掛けている事業で、前述の通り病院やクリニックの診察券を発行する診察券発行機では圧倒的な国内シェアを誇る。また、医療機関向けでは、患者のデータ管理も含む再来受付機や自動精算機、検査伝票、順番表示機、検体ラベルなど小規模クリニックから大規模病院まで各規模に対応した機種を揃えている。

金融機関向けにはICカード対応機器を提供しており、窓口での即時発行による顧客への迅速な対応を実現することによって、金融機関の顧客サービスの向上に繋げている。昨年度は、福岡銀行向けのカード即時発行機がグループ内各店舗に約350台導入され業績を押し上げた反動から、2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）は減収減益となったが、この下期には大手地方銀行向けに納入が開始されることから増収増益に転じる見込みである。

カード機器



出所：会社資料

■決算動向

業績が上振れる可能性が高まる

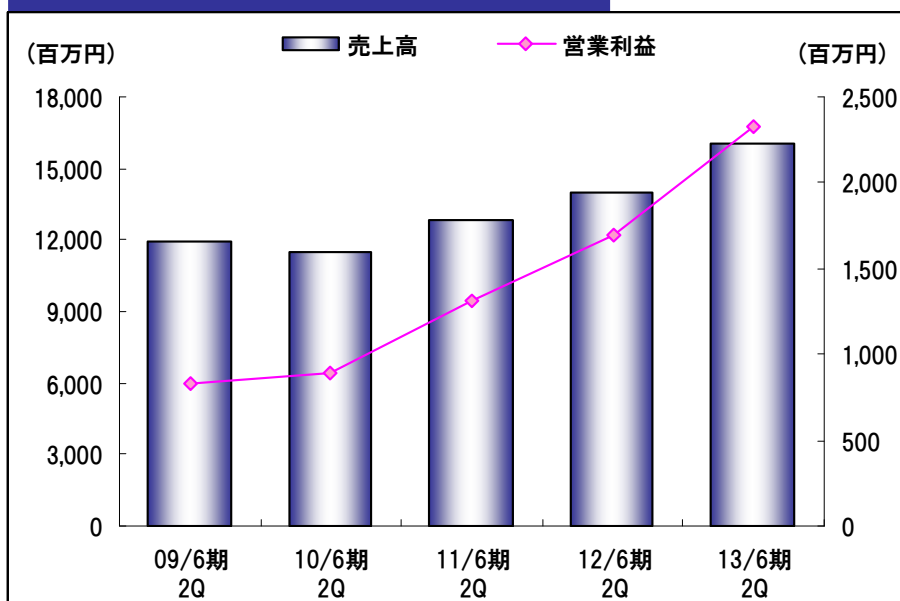
(1) 2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）

2013年2月14日発表の2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）累計の連結決算は、売上高16,079百万円（前年同期比15.1%増）、営業利益2,326百万円（同36.7%増）、経常利益2,442百万円（同23.8%増）、四半期純利益1,327百万円（同17.0%増）となった。当初の会社計画である売上高15,000百万円（前年同期比7.4%増）、営業利益1,900百万円（同11.7%増）、経常利益1,950百万円（同1.2%減）、四半期純利益1,050百万円（同7.4%減）を大きく上回り、大幅な増収増益となった。

セグメント別では、特にセキュリティ機器が好調で、マンション向けの契約台数がリプレース需要に加え新規需要が会社の想定を大きく上回った。情報機器は米シルエットがクラフトホビー市場向けに業績を伸ばしており、現地通貨ベースでの売上高、利益はともに倍増となった。設計事業は耐震診断が引き続き好調で、2013年6月期計画分は既に受注済みとしている。

2013年6月通期の会社計画に対する進捗率は売上高で52%、営業利益で55%を達成した上、季節性から例年の事業ウエイトは上期対下期で下期が上期を上回る傾向がある。会社は通期計画を据え置いているものの、業績が上振れる可能性はかなり高い状況になっている。

第 2 四 半 期（ 累 計 ） の 業 績 推 移



■決算動向

第2四半期（累計）損益計算書

(単位：百万円、%)

	09/3期 2Q	10/3期 2Q	11/3期 2Q	12/3期 2Q	13/3期 2Q
売上高	11,939	11,525	12,847	13,965	16,079
(対前期比)	-	-3.5	11.5	8.7	15.1
売上原価	7,358	7,163	8,055	8,788	9,958
(対売上比)	61.6	62.2	62.7	62.9	61.9
販管費	3,757	3,471	3,480	3,475	3,795
(対売上比)	31.5	30.1	27.1	24.9	23.6
営業利益	824	890	1,311	1,701	2,326
(対前期比)	-	8.0	47.2	29.8	36.7
(対売上比)	6.9	7.7	10.2	12.2	14.5
営業外収益	272	331	267	291	143
営業外費用	34	38	29	20	27
経常利益	1,061	1,183	1,548	1,973	2,442
(対前期比)	-	11.5	30.9	27.4	23.8
(対売上比)	8.9	10.3	12.0	14.1	15.2
特別利益	299	19	50	0	14
特別損失	172	57	144	135	286
税引前利益	1,188	1,145	1,454	1,837	2,170
(対前期比)	-	-3.6	27.0	26.3	18.1
(対売上比)	10.0	9.9	11.3	13.2	13.5
法人税等	543	234	439	703	843
(実効税率)	45.7	20.4	30.2	38.3	38.8
少数株主利益	-	-	-	-	-
当期利益	645	911	1,015	1,134	1,327
(対前期比)	-	41.3	11.4	11.7	17.1
(対売上比)	5.4	7.9	7.9	8.1	8.3
[主要指標]					
1株当り利益(円)	11.75	16.60	18.51	20.73	28.03
1株当り配当(円)	8.0	10.0	8.0	8.0	10.0
1株当り純資産(円)	368.06	371.41	397.29	438.38	466.17

セキュリティ機器の営業利益率は28.6%と大幅に向上

(2) セグメント別の動向

セキュリティ機器はマンション向けも代理店経由の法人向けも好調である。2013年6月期の第2四半期（2012年7-12月期）はセキュリティ機器セグメントの売上高が全体の売上高の23%を占める3,742百万円（前年同期比39.2%増）となり、営業利益が全体の営業利益の46%を占める1,072百万円（同158.3%増）、営業利益率も28.6%（前年同期14.5%）と14.1ポイントも上昇した。

■決算動向

特に、マンション向けはマンション管理会社との関係強化が功を奏してきた上、若い社員が中心のセキュリティ機器関連の営業人員が経験を積み上げてきたことで結果を出す能力が上がってきている模様である。この第2四半期（2012年7-12月期）において、新規獲得件数は1,243件と目標だった1,000件を大きく上回り、リプレースも337件で合計1,580件の実績となり、マンション向け売上高は2,412百万円（前年同期比37.1%増）と急増した。上述の通り、各営業人員の能力向上や利益率の高いリプレースの比率が上がってきている事で販管費率が抑えられているため、利益率が急激に上昇していると推定される。2013年6月通期のマンション導入件数目標は新規が2,000件、リプレースが880件の合計2,880件であるが、第2四半期（2012年7-12月期）の実績を踏まえると3,000件は軽く上回ってきそうである。

一方、代理店経由の法人向けは2年前から当社の代理店であるビジネスパートナーとなった富士ゼロックス経由の販売が好調で、従来の防犯用途だけでなくコンビニ向け弁当などの生産ライン監視、介護施設の監視用途に大口案件が決まっている。また、金融機関向けも回復し始めており、第2四半期（2012年7-12月期）の法人向けの売上高は1,330百万円（同19.8%増）と2桁の増収となった。

情報機器セグメントは米シルエットの業績がこのセグメントの主力である業務用のカッティングマシンの落ち込みをカバーしている。第2四半期（2012年7-12月期）の情報機器売上高は全体の売上高の23%を占める3,760百万円（同13.4%増）となり、営業利益は全体の営業利益の16%を占める366百万円（同19.2%増）、営業利益率は9.7%（前年同期9.3%）と0.4ポイントの上昇になった。

上述の通り、シルエットがこのセグメントの増収増益のけん引役となっている。シルエットの第2四半期（2012年7-12月期）の売上高は現地通貨ベースで1,489万ドルと前年同期の727万ドルに比べ2倍と急増した。また、営業利益も220万ドルとなり前年同期の110万ドルから倍増となった。

売上高構成は、カッティングマシン本体が70%、関連消耗品が20%、コンテンツ販売が10%となっている。コンテンツ販売の売上高構成はまだ低いものの、営業利益率が高い。カッティングマシン本体を早期に市場に浸透させることがその後のコンテンツ販売の売上高増へと繋がり、収益率が大きく変わってくるため、現在展開中の北米での販売網の拡大については注目しておく必要がある。

設計事業は耐震診断関連の好調な受注から、第2四半期（2012年7-12月期）の売上高は全体の売上高の13%を占める2,155百万円（同11.2%増）となり、営業利益は全体の営業利益の14%を占める318百万円（同25.7%増）、営業利益率は14.8%（前年同期13.1%）と1.7ポイントの上昇であった。ただ、前述の通り、設計事業については安定的にキャッシュフローを生み出せれば良いとの方針から、増員などによる能力の拡大は考えていない。

カード機器及びその他事務用機器事業は、前年同期に福岡銀行向け大型案件があった反動から減収減益となった。売上高は全体売上高の8%を占める1,208百万円（同20.0%減）となり、営業利益は全体の営業利益の11%を占める262百万円（同24.3%減）、営業利益率は21.7%（前年同期22.9%）と1.2ポイントの低下であった。ただ、下期となる2013年1-6月期には前述の通り、カード即時発行機が大手地方銀行向けに納入が開始されることから増収増益に転じる見込みである。

■ リスク要因

急成長中の欧米におけるカッティングマシンの動向に注目

同社のリスク要因として下記3点が挙げられる。

(1) M&A

同社グループは、事業拡大を図る手段として、M&Aを積極的に行う意向であるが、その基準としてバランスシートがしっかりしている事、現状赤字であってもニッチ市場で強みを持っている事、歴史のある会社である事などを掲げている。

ただ、成功するかどうかは佐々木秀吉会長の手腕と経験によるところが大きい。確かに、これまでは佐々木会長は長年経営者として数々のM&Aを行い、見事に再建を果たしてきているものの、今後も必ず成功する保証はない。また、上記のような基準を満たす企業が割安な価格で同社グループのM&Aの対象としてうまく浮上してくるかどうかで、買収のタイミングを逃す可能性もある。更に、一般的なリスクとして、デューデリジェンス時に見つけられなかった債務が発覚することによるM&Aの失敗なども考えられる。

(2) 米シルエット

前述の通り、現在シルエットは欧米のクラフトホビー市場において従来の手とハサミを使う文化の中にカッティングマシンとネットによるデザイン素材の販売による、ある意味で新たな市場の形成に動き出している。そのため
の布石として現在、カッティングマシンの普及を目指して販売網の拡大に注力しているところであるが、そのためのコストが予想以上にかかったり、思ったように市場が伸びなかったりすると、期待が高いだけにその反動も大きくなる可能性がある。

(3) 訴訟問題

同社もリスクとして認識している通り、世界中事業活動を行っている限り、国内外で訴訟・係争等に巻き込まれる可能性がある。たとえば、子会社のグラフィックは2008年に業務用カッティングマシンの競合先であるミマキエンジニアリングから特許侵害で訴訟を起こされ、逆に2009年にはグラフィックがミマキエンジニアリングに対して特許侵害の訴訟を起こすという係争に発展した。幸い、2011年にはお互いに全ての訴訟を終了させることに合意して、大きな影響もなく解決したものの、このような事態に再び巻き込まれる可能性はゼロではない。

■成長戦略

既存事業の拡大とM&Aによる成長を志向

同社グループは、事業拡大を図る手段として、M&Aを積極的に推し進める方針であるが、いつどのような企業がグループに加わるかは予想できないため、中期経営計画などの数値目標は公表していない。ただ、M&Aを行う基準は明確で、バランスシートがしっかりしている事、現在赤字でもニッチ市場で確固たる強みを持っている事、歴史のある会社をターゲットにするとしている。また、業種については、過去の経験を踏まえ、食品と不動産以外であればどの業種も対象になるとしている。同社グループの持っている、およそ5万社にのぼる顧客と日本全国ほとんどの地域をカバーしている保守のシステムを活用できる企業がM&Aの候補となれば、グループへの貢献も早期に可能になるはずである。実例として挙げられるのは、まさしくグラフィックであろう。赤字が続いていたグラフィックの業績はM&Aの後、わずか3年で黒字化することができた。

一方、既存事業の成長戦略では、マンション向けのセキュリティ機器事業とシルエットが手掛けるクラフトホビー向け事業が中心となろう。マンション向けのセキュリティ機器事業においては、日本全国140,000棟ある分譲マンションをターゲットとしても、同社のセキュリティ機器の累計導入件数は14,000棟でわずか10%を占めているに過ぎない。また、大手マンション管理会社15社に対する当社導入割合も14%程度で拡大余地は大きい。現在、約150名いる同社のセキュリティ関連の営業人員が行う営業活動もシステム化と経費値の掛算によって売上が加速化していることは前述のとおりである。今後、しばらくは成長が続くとみて問題ないと考えられる。シルエットが手掛けるクラフトホビー向け事業は、小型カッティングマシン、関連消耗品、コンテンツ販売からなるが、現状は小型カッティングマシンを市場に浸透させる段階であり、販売先の拡大を推し進めているところである。米国においては、Provo Craft & Novelty社がクラフトホビー向けに既に似たようなビジネスを展開していたが、売上規模が250億円程度を想定している。シルエットとしては、Provo Craft & Novelty社に比べ、同社のほうが製品やビジネスモデルが優れていることから早期に100億円レベルの売上は可能とみられる。

■株主還元策

業績の拡大で更なる増配に期待

2013年6月期の年間配当は16円から20円へと増配の予定が既に発表されており、配当性向も37.9%と2012年6月期の35.8%から上昇する見込みである。配当の方針としては、配当性向40%を目途としており、業績拡大が続けば更なる増配が期待できる。2012年6月期には自社株買いを実施しており、現在保有する自社株はおよそ922万株で発行済株式数の約16%を占める。ただ、保有する自社株はM&Aの原資にする予定で償却の予定はないとしている。



ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ