

中小型株：来年に向けて出世株を発掘

中小型セクター動向

- ・ 独自成長性の高さやテーマ調査を踏まえ、日本駐車場開発（2353）、大豊建設（1822）、乃村工藝社（9716）、アネスト岩田（6381）、サン電子（6736）、DTS（9682）などを取り上げた

How do we justify our view?

中小型チーム

古島 次郎、徳田 優

■ What's new

日銀の追加緩和などにより、日本株は活況を呈している。足元の急速な円安進行により、今年度業績に関しては為替感応度の高い大型株が優位な状態にあると考えるが、来年度は中小型株の企業業績が大型株を上回る見通しで、良好な株価パフォーマンスが期待される。

中小型株チームでは独自要因で特に来年度以降、高成長が期待される銘柄群の発掘を行ってきた。独自の成長ストーリーに加え、中長期的な需要拡大が見込まれるテーマ調査も踏まえ、以下の銘柄群を厳選した。

■ What we recommend

日本駐車場開発（P2）はインバウンド需要関連銘柄として注目。訪日外国人旅行者の増加を受け、同社が保有するスキー場が業績拡大を牽引しよう。また、駐車場事業も法人向けが主体ゆえ、安定的な収益寄与が見込まれる。

大豊建設（P6）はリニアモーターカー関連銘柄として注目。同社はニューマチックケーソン工法など独自性の高い特殊土木工事で豊富な実績を持つ。今後、リニア建設などの大型案件が発生見通しで、受注機会は広まっている。加えて、採算性の

高い特殊土木工事への集中による収益性改善も期待されよう。

乃村工藝社（P11）は東京オリンピック関連銘柄として注目。同社はディスプレイ業界でトップシェアを誇る。近年は顧客が意匠性の高いデザインを好む傾向の強まりや、同社への直接発注の増加などから収益性は向上してきている。また、16/2期からは徐々に東京オリンピック関連案件が業績寄与する見通しで、中長期的に良好な受注環境が継続しよう。

アネスト岩田（P16）はアジアの自動車普及台数増加の恩恵を享受可能な銘柄として注目。塗装機器であるスプレーガンは消耗品ゆえ、アジアでの自動車普及台数の増加の恩恵を受け易いと考え。収益性の高さも魅力で全体の営業利益成長を牽引しよう。また、積極的な株主還元継続にも期待。

サン電子（P19）は競争力の高いモバイルデータ転送装置の拡大による成長銘柄として注目。アジアなど新地域でのモバイルデータ転送装置の拡大により、中長期的な成長が見込まれる。加えて、営業活動を進める米国パトカー向けへの受注が確認されれば、業績拡大が加速する可能性がある。

DTS（P22）は活発なメガバンクのIT投資拡大の恩恵を受ける中

核企業として注目。中期的には親密なメガバンクの統合案件が業績拡大を牽引しよう。SE需給逼迫による受注単価上昇の好影響も大きかろう。また、自動車電装化の進展に伴うシステム開発需要の拡大も長期的には恩恵となる可能性有り。

注記

乃村工藝社（9716）、サン電子（6736）、DTS（9682）の表紙ページ右下部に関連レポートが紹介してある。L-Zone のアカウントをお持ちの方は、レポートタイトルが当該レポートへのリンクとなっているので、ご活用下さい。

◆不動産業

日本駐車場開発 (2353)

担当アナリスト：古島 次郎

時価総額：40,862 百万円

株価 (14/12/9)：122 円

スキー場のインバウンド需要好調、駐車場堅調

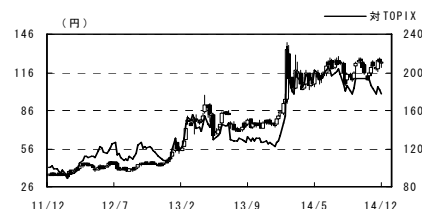
■ What's the impact

駐車場の運営とスキー場を運営している。2006 年から参入したスキー場は、M&A で事業を拡大し、3 エリア（白馬、北志賀、群馬）、6 カ所を運営しており、営業利益の 31%（14/7 期）を占めるまで拡大。また、14/7 期の営業増益額+3.1 億円のうち、主力事業の駐車場が+0.9 億円であったのに対して、スキー場は+2.2 億円になるなど、業績の牽引役となっている。スキー場の好調は、従来シーズンオフとなる夏期需要の取り込みとオーストラリアなど南半球からのスキー客の取り込みが寄与した。12 年に買収した白馬八方尾根スキー場では、14/7 月期の来場者のうち 15%程度が外国人、外国人来場者が YoY+27%で増加している。知名度の高い北海道と比較して、東京からのアクセスがよい、安価である、上級者向けのコースが充実している、などが人気の要因。更に、13 年には、同社が運営する 4 スキー場を含む白馬周辺の 11 スキー場を「HAKUBA VALLEY」とブランド化、海外の集客を積極化しており、欧州やアジアからのインバウンドの増加が期待される。主力の駐車場事業では、都心のオフィスビルや商業施設が保有する不稼働駐車スペースを借り受け、月極賃貸や時間貸しを組み合わせ外部に貸し出している。法人需要が中心となり、景気変動の影響が軽微であるが、アップサイドも限定的な安定的な収益構造となっている。運営物件の増加により、緩やかな成長が期待される。駐車場事業は、多くの運転資金を必要としない、スキー場も索道などは保有するものの、償却が進んでおり買収時の負担は軽微となっており、高い資本効率が特徴となっている。

■ What we recommend

15/7 期の大和予想営業利益 30 億円（前期比+28.5%、会社計画 29 億円）と見込む。子会社の増資に伴う特別利益 7.6 億円を除いた大和予想は EPS5.7 円となり、PER は 22 倍程度となる。新たなスキー場（めいほう高原開発、岐阜県郡上市）の買収を明らかにしているが、連結化で 1 億円超の営業増益要因として期待される。足下では、長野県神城断層地震の影響が懸念されるが、円安進展に伴いインバウンド需要好調が期待される。大和では、15/7 期上期の営業利益を会社計画 12.7 億円に対して 13 億円と想定。ただし、2Q（11～1 月）のスキー場の寄与により一段と上ブレする期待が高まっている印象。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12 ヶ月レンジ（円）	73-140
時価総額（百万円；14/12/9）	40,862
発行済株式数（千株；14/12）	334,936
外国人持株比率（%；14/1）	5.7

投資指標（連結）

	14/7	15/7 予	16/7 予
P E R（倍）	25.8	15.5	19.1
E V / E B I T D A（倍）	14.7	11.9	10.6
P B R（倍）	10.15	-	-
配当利回り（%）	2.21	2.46	2.46
R O E（%）	44.6	-	-

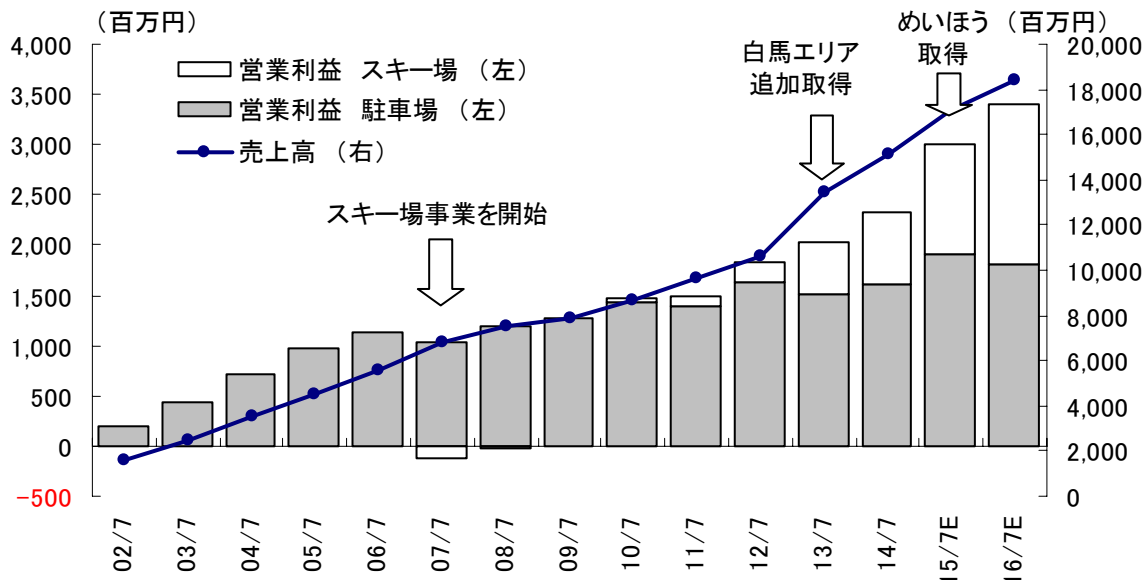
指標に関する補足説明を末尾に記載

■ 日本駐車場開発 (2353)：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS (円)	CFPS (円)	DPS (円)
12/7	10,591	10	1,821	21	1,906	33	518	▲39	1.6	2.4	2.00
13/7	13,436	27	2,021	11	2,235	17	1,378	166	4.1	5.1	2.50
14/7	15,118	13	2,334	15	2,591	16	1,581	15	4.7	5.7	2.70
15/7 大和予	17,100	13	3,000	29	3,000	16	2,640	67	7.9	9.1	3.00
16/7 大和予	18,400	8	3,400	13	3,400	13	2,140	▲19	6.4	7.6	3.00
15/7 会社予	17,100	13	2,900	24	2,900	12	2,620	66	7.8	-	3.00

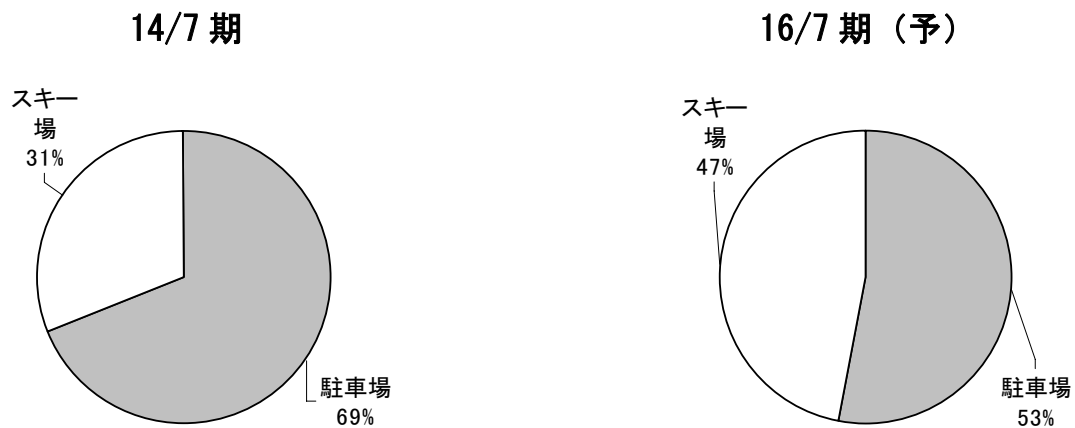
注：2014 年 2 月 1 日付けで 1：100 の株式分割を実施。一株当たり数値は遡及修正済み

■ 図表1：売上高とセグメント別営業利益の推移



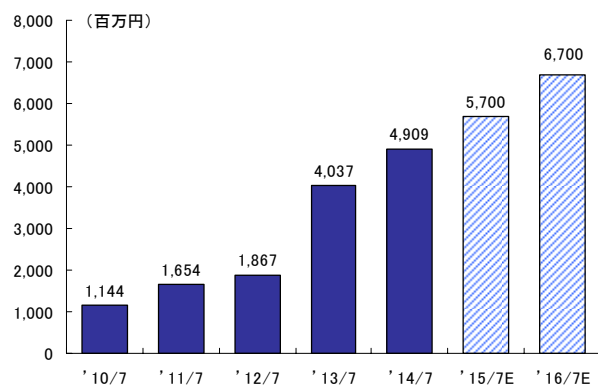
出所：会社資料より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表2：セグメント別営業利益構成の変化



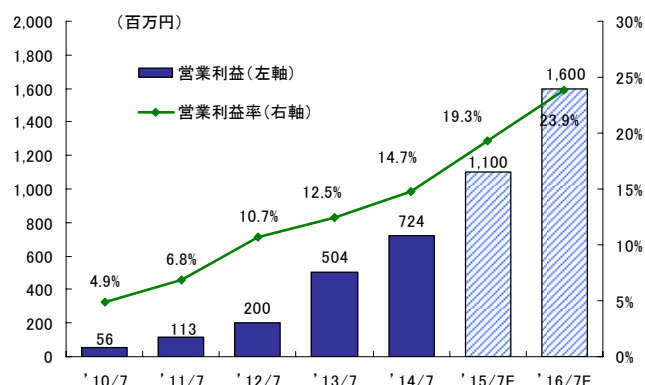
出所：会社資料より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表3：スキー事業の売上高推移



出所：会社資料より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表4：スキー事業の営業利益推移



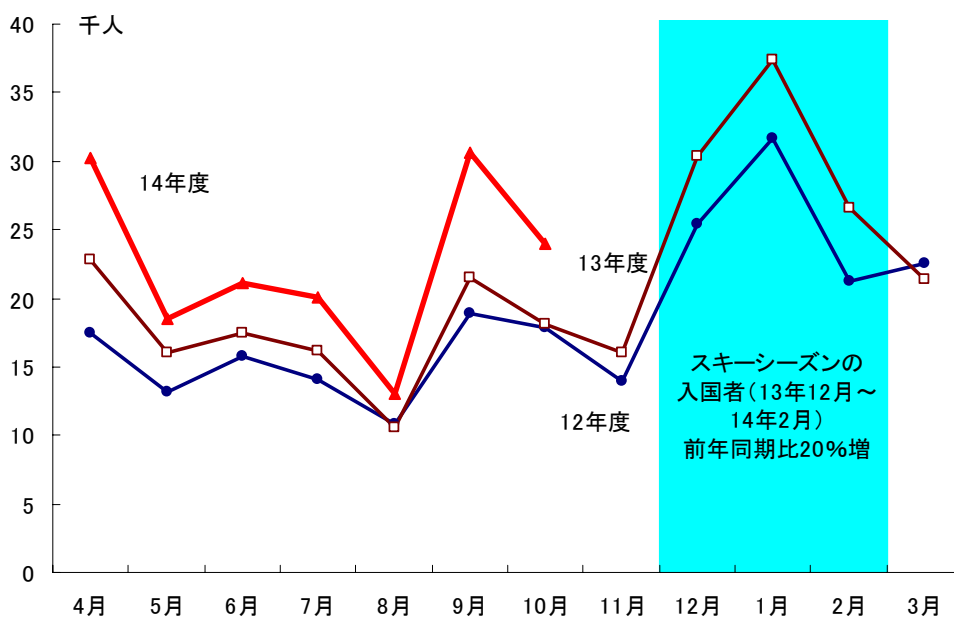
出所：会社資料より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表5：運営するスキー場

スキー場		HAKUBA VALLEY				竜王	川場	めいほう
		鹿島槍	白馬八方尾根	白馬岩岳	拇池高原			
立地	エリア	大北	白馬	白馬	白馬	北志賀	沼田	郡上
	県	長野	長野	長野	長野	長野	群馬	岐阜
標高 (m)	山頂	1,550	1,831	1,289	1,680	1,930	1,870	1,600
	山麓	830	760	750	800	850	1,290	900
総面積	ha	78	200	125	156	95	60	96
ゴンドラ	基		1	1	1			
リフト	基	8	24	13	19	13	5	6
来場者	千人	146	438	119	289	247	155	-

出所：会社資料等より大和証券作成

■ 図表6：豪州からの入国者数



出所：日本政府観光局 (JNTO)

■ 図表7：要約損益計算書

(連結:百万円)	12/7期	13/7期	14/7期				15/7期	16/7期	15/7期
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q (大和予)	(大和予)	(会社予)
売上高	10,591	13,437	3,064	4,401	4,448	3,206	15,118	3,218	17,100
駐車場事業	8,724	9,400	2,474	2,563	2,524	2,650	10,212	2,662	11,400
スキー場事業	1,868	4,037	590	1,838	1,924	556	4,906	554	5,700
売上総利益	4,533	5,759	1,238	2,188	2,063	1,105	6,594	1,252	
総利益率	42.8%	42.9%	40.4%	49.7%	46.4%	34.5%	43.6%	38.9%	
販売費および一般管理費	2,712	3,737	926	1,295	1,063	974	4,259	1,015	
営業利益	1,821	2,021	312	892	999	131	2,335	236	3,000
駐車場事業	2,244	2,169	543	605	564	648	2,359	604	2,700
スキー場事業	200	504	-81	499	619	-313	725	-175	1,600
調整額・消去	-623	-652	-151	-211	-184	-204	-749	-190	-800
営業外収益	379	269	52	115	72	70	308	201	
営業外費用	294	55	8	-	-	11	52	24	
経常利益	1,906	2,236	354	989	1,058	190	2,592	414	3,000
税金等調整前当期純利益	1,355	2,221	354	987	1,037	129	2,507.815	1,172	
当期利益	518	1,378	199	670	656	56	1,582	972	2,620
一株当たり当期純利益(円)	1.6	4.1					4.7	7.9	6.4
一株当たり配当金(円)	2.00	2.50					2.70	3.00	3.00

出所：決算短信等より大和証券作成、予想は大和証券
注：百万円未満は四捨五入

■ 図表8：要約貸借対照表

(連結:百万円)	12/7期	13/7期	14/7期	15/7期
	(構成比)	(構成比)	(構成比)	1Q (構成比)
【資産の部】				
流動資産	3,486	58.1%	4,766	52.3%
現金・預金	2,885		3,899	
売掛金	165		257	
棚卸資産	25		74	
固定資産	2,517	41.9%	4,354	47.7%
有形固定資産	1,204	20.1%	1,703	18.7%
無形固定資産	97	1.6%	220	2.4%
投資・その他の資産合計	1,216	20.3%	2,431	26.7%
資産合計	6,003	100.0%	9,121	100.0%
【負債の部】				
流動負債	2,483	41.4%	2,261	24.8%
支払手形・買掛金	30		81	
短期借入金	24		31	
固定負債	1,239	20.6%	3,619	39.7%
長期借入金	650		2,530	
負債合計	3,722	62.0%	5,880	64.5%
【純資産の部】				
資本金	568		568	
資本剰余金	417		420	
利益剰余金	1,872		2,582	
自己株式	-602		-526	
株主資本	2,255	37.6%	3,045	33.4%
その他の包括利益累計額合計	-6		19	
新株予約権	31		39	
少数株主持分	1		138	
純資産合計	2,281	38.0%	3,241	35.5%
負債純資産合計	6,003	100.0%	9,121	100.0%

出所：決算短信等より大和証券作成
注：百万円未満は四捨五入

◆建設業

大豊建設（1822）

担当アナリスト：古島 次郎

時価総額：36,456 百万円

株価（14/12/9）：487 円

大深度地下で用いられる特殊土木で需要拡大、収益性の改善が期待される

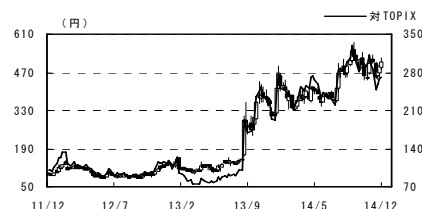
■ What's the impact

同社は、大深度開発が必要となる大口径トンネル工事のシールド工法や縦坑などで用いられるニューマチックケーソン工法で豊富な実績を有している。都心を貫通する高速道路網やリニアモーターカーなどの交通インフラ、都市部の大雨に対応するための大型ポンプ場などの豪雨対策、などは大深度開発を前提に進められている。中期経営計画では、人的リソースが限られるなか、同社の強みを生かせる大深度地下構造物関連など収益性を重視した受注にシフトしていく方針。シールド工法のなかでも、同社が得意とする泥土加圧シールド工法は、様々な地質に柔軟に対応できる、地上設備が簡易である、国内最大級の大断面シールドの施工実績を有していること（首都高速品川線、大成 JV、外形 12m、区間延長 7km、請負金額 182 億円（持分ベース））などの特徴がある。15/3 期上期には、これらの特徴を活かして、東京外かく環状道路本線トンネル（北行）大泉南工事（大成 JV）を受注（15/3 期 1Q、外形 16m、区間延長 7km、負金額 1,254 億円（JV 全体））している。今後、外形 13m 程度となると見られるリニアの都市部でも採用される期待が高いと見られる。効率的に大口径で大深度の縦坑や基礎の施工に用いられるニューマチックケーソン工法では、遠隔操作による機械化、作業員の減圧症を防ぐシステムを同社と他 2 社（大本組 [1793]、白石（現、O S J Bホールディングス [5912]））しか有していない、などの特徴がある。今後、リニア建設では都市部で 13 カ所程度、外かく環状道路ではランプ部分、都下の大型ポンプ場 5 カ所程度、などの大型案件が期待されており、受注機会は広がっている。これらの特殊土木は、単体受注額の 15% 程度になると見られる。特殊土木の粗利益率は通常土木の 1.7~2.5 倍に達することから、これらの案件が増加することで収益性の改善が期待される。

■ What we recommend

15/3 期上期の営業利益は 13.9 億円（YoY+442%）となった。土木で設計変更が認められるなど、粗利益率が会社想定以上に改善した模様。期初の通期会社計画営業利益 21 億円（YoY▲17.7%）となっているが、工事採算の進捗を見ながら上方修正が期待される。第 3 四半期には一段の上ブレ傾向を確認できる印象。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12ヶ月レンジ（円）	306-579
時価総額（百万円；14/12/9）	36,456
発行済株式数（千株；14/12）	74,859
外国人持株比率（%；14/3）	4.6

投資指標（連結）

	14/3	15/3 予	16/3 予
P E R（倍）	17.4	17.4	16.6
E V / E B I T D A（倍）	7.9	7.9	6.3
P B R（倍）	1.50	-	-
配当利回り（%）	0.41	0.21	0.21
R O E（%）	8.4	-	-

指標に関する補足説明を末尾に記載

■ 大豊建設（1822）：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS（円）	CFPS（円）	DPS（円）
12/3	101,179	▲13	591	▲54	276	▲68	-499	赤転	-7.9	-0.2	1.00
13/3	112,740	11	-633	赤転	-411	赤転	-2,629	赤転	-41.5	-35.2	1.00
14/3	126,416	12	2,551	黒転	2,536	黒転	1,864	黒転	27.9	33.1	2.00
15/3 大和予	129,200	2	3,000	18	2,800	10	2,100	13	28.1	32.7	1.00
16/3 大和予	126,000	▲2	3,800	27	3,600	29	2,200	5	29.4	34.0	1.00
15/3 会社予	129,000	2	2,100	▲18	2,000	▲21	1,600	▲14	21.4	-	未定

■ 図表 9：ニューマチックケーソン工法の特徴

ニューマチックケーソン (Pneumatic caisson) 工法 (潜函<センカン>工法) とは、ケーソン下部に気密性の作業室を設け、空気圧により湧水を防ぎながら掘削作業を行い、所定の深さまでケーソンを沈設する工法。橋梁の基礎、シールド工事縦坑、ダムの基礎等、地下構造物に幅広く用いられる。大深度で大口径な立坑は、ニューマチックケーソン工法が用いられることが多く、大豊建設[1822]、大本組[1793]、白石 (現、OSJBホールディングス[5912]) などが、自社所有の機器を保有、オペレーションも含めて豊富な実績を有している。

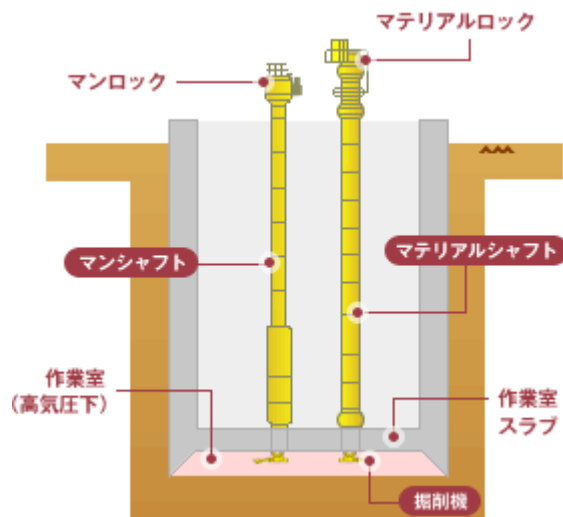
出所：会社資料より大和証券作成

■ 図表 11：泥土加压シールド工法の特徴

泥土加压シールド工法は、カッターで切削した土砂を泥土に変換し、切羽の安定を図り、泥土圧により掘進管理を行う。砂層、砂礫層、シルト粘土層、シラスなどの様々な土壌でも、適当な濃度および量の作泥土材を添加することで適用できる。また、掘進中の排土密度や排土量を常に計測することで、高精度な切羽の安定が図れる。小土被りであっても、切羽を泥土で保持することで、施工することができる。などの特徴がある。泥土圧シールド工法の代表的な工法。国内外あわせて、1,500件以上の施工実績を有している。

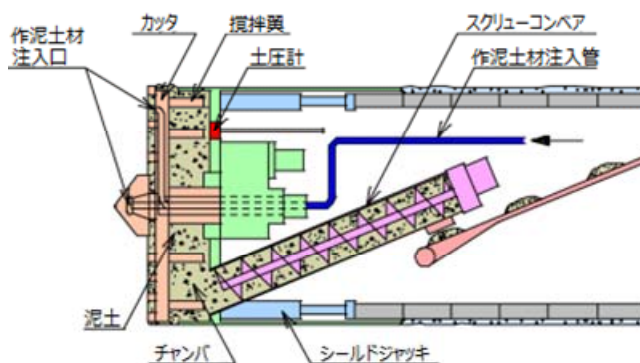
出所：会社資料より大和証券作成

■ 図表 10：ニューマチックケーソン工法の概念図



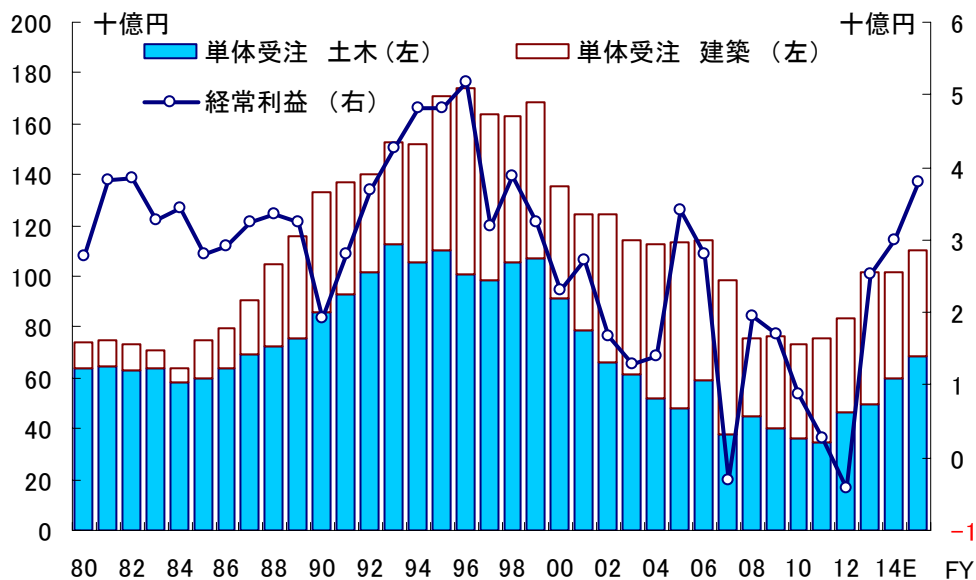
出所：会社資料より大和証券作成

■ 図表 12：泥土加压シールド工法の概念図



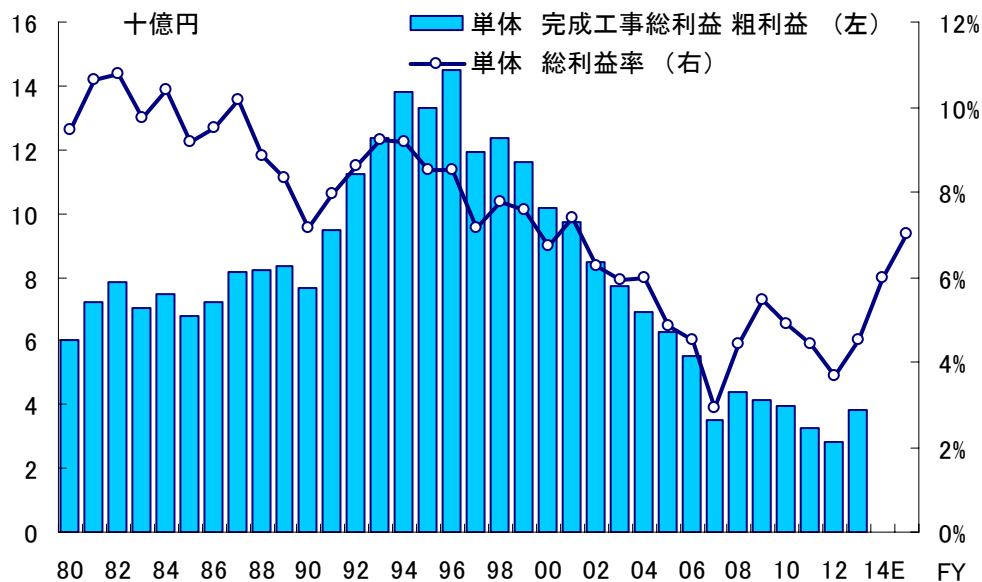
出所：会社 HP 等より大和証券作成

■ 図表 13：経常利益と単体受注（土木、建築）の推移



出所：有価証券報告書等より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 14：単体の完成工事総利益と総利益率の推移



出所：有価証券報告書等より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 15：要約損益計算書

(連結：百万円)	12/3期	13/3期	14/3期	1Q	2Q	15/3期 (大和予)	16/3期 (大和予)	15/3期 (会社予)
売上高	101,179	112,740	126,416	26,654	30,804	129,200	126,000	129,000
土木事業	50,316	52,589	56,304	12,396	14,732			
建築事業	47,208	56,240	66,702	13,736	15,458			
その他の事業	3,655	3,910	3,409	520	616			
売上総利益	5,032	3,633	6,709	1,326	2,175			
総利益率	5.0%	3.2%	5.3%	5.0%	7.1%			
販管費	4,441	4,266	4,158	1,053	1,055			
営業利益	591	-633	2,551	273	1,120	3,000	3,800	2,100
土木事業	1,323	2	1,840	198	819			
建築事業	-724	-648	675	174	312			
その他の事業	-0	-1	23	-103	-13			
調整額・消去	-5	12	12	4	1			
経常利益	276	-411	2,536	245	1,218	2,800	3,600	2,000
税金引前利益	-259	-1,625	2,272	329	1,208			
当期利益	-499	-2,629	1,864	353	958	2,100	2,200	1,600
EPS(円)	-7.9	-41.5	27.9			28.1	29.4	21.4
DPS(円)	1.00	1.00	2.00			1.00	1.00	未定

【受注実績(個別)】

建設事業	75,571	83,561	101,372	34,140	33,283	101,600	110,500	
土木事業	34,940	46,388	49,659	18,678	18,048	59,600	68,500	
国内官公庁	28,160	42,803	45,698	18,045	16,168			
国内民間	2,270	1,878	1,450	629	1,146			
海外	4,510	1,707	2,512	3	734			
建築事業	40,631	37,173	51,713	15,462	15,234	42,000	42,000	
国内官公庁	14,981	3,893	7,387	490	4,859			
国内民間	25,472	30,821	42,783	14,951	9,201			
海外	178	2,460	1,543	20	1,174			

出所：決算短信等より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 16：要約貸借対照表

(連結：百万円)	12/3期		13/3期		14/3期		15/3期	
		(構成比)		(構成比)		(構成比)	2Q	(構成比)
【資産の部】								
流動資産	74,598	83.2%	74,812	83.2%	81,274	84.2%	73,720	82.4%
現金・預金	16,240		12,617		18,623		15,085	
受取手形・完成工事未収入金等	51,468		55,104		55,675		48,182	
未成工事支出金等	2,268		2,113		2,852		4,039	
固定資産	15,064	16.8%	15,147	16.8%	15,261	15.8%	15,693	17.6%
有形固定資産	9,676	10.8%	9,712	10.8%	9,514	9.9%	9,517	10.6%
無形固定資産	141	0.2%	136	0.2%	134	0.1%	130	0.1%
投資・その他の資産合計	5,245	5.8%	5,299	5.9%	5,612	5.8%	6,045	6.8%
資産合計	89,662	100.0%	89,960	100.0%	96,535	100.0%	89,413	100.0%
【負債の部】								
流動負債	57,801	64.5%	59,867	66.5%	61,409	63.6%	53,009	59.3%
支払手形・工事未払金等	36,939		40,732		41,107		32,486	
短期借入金	6,405		5,805		5,049		4,900	
未成工事受入金	8,333		6,459		7,487		8,067	
預り金	4,482		4,913		4,861		5,974	
固定負債	9,782	10.9%	10,131	11.3%	10,479	10.9%	8,549	9.6%
繰延税金負債	322		563		624		702	
訴訟損失引当金	59		228		211		59	
負債合計	67,584	75.4%	69,998	77.8%	71,889	74.5%	61,559	68.8%
【純資産の部】								
資本金	5,100		5,100		6,321		6,321	
資本剰余金	3,688		3,687		5,246		5,246	
利益剰余金	13,410		10,773		12,575		15,626	
自己株式	-651		-659		-141		-146	
株主資本	21,547	24.0%	18,901	21.0%	24,001	24.9%	27,048	30.3%
その他の包括利益累計額合計	372		875		362		579	
少数株主持分	158		183		282		226	
純資産合計	22,078	24.6%	19,961	22.2%	24,646	25.5%	27,854	31.2%
負債純資産合計	89,662	100.0%	89,960	100.0%	96,535	100.0%	89,413	100.0%

出所：決算短信等より大和証券作成

◆サービス業

乃村工藝社（9716）

担当アナリスト：古島 次郎

時価総額：54,909 百万円

株価（14/12/9）：987 円

ディスプレイ業界最大手、良好な需要と粗利益率の改善で営業利益最高益更新へ

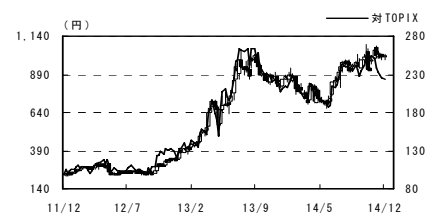
■ What's the impact

ディスプレイ業界のトップ企業。同業他社と比較して、施工担当者だけでなく、プランナーやデザイナーなどの企画部門が充実していることが特徴。ディスプレイ業界で継続的にシェアを上げてきており、トップシェアを誇る。ディスプレイ業とは販売促進等を目的として、様々な施設の内装、展示、演出に係る調査、デザインから制作が中心。同社は施工、運営までを一貫してプロデュースできる体制を整えている。手掛ける顧客層は幅広く、商業施設だけでなくメーカーのショールーム、博物館・美術館、ホテルなどの分野に至る。なかでも、小売やサービス業のウエイトが高い。また、中期的には、東京オリンピック、カジノ構想、など大プロジェクトの寄与が期待される。ユーザーがより意匠性の高いデザインを好むようになったこと、ゼネコンや代理店を仲介せずに直接発注することが増えたこと、などにより収益性も高まってきている。最近では、2006 年以前にデベロッパーが大量に建設したショッピングモールをバリューアップするニーズが高まっている。このような場合も、施主から直接総合的なリニューアルを請け負うことになり、仕事量だけでなく粗利益率の改善にも貢献している。需要が回復する過程では、案件数が増加するだけでなく、仕様の充実により利益率が改善する傾向が見られる。現状の粗利益率は16%程度だが、業績活況期には18%程度まで上昇が期待される。

■ What we recommend

足下、駅周辺再開発案件など商業施設の新装や既存の複合商業施設の改装など、受注も好調。外注請負の内製化や賞与引当金の増加などにより販管費が増加しているが、それ以上の売上高の増加、粗利益率の改善で業績は拡大基調となっている。15/2 期営業利益を 53 億円（YoY+23%）、16/2 期営業利益を 62 億円（YoY+17%）と見込む。粗利益率はほぼ横ばいを想定しているが、粗利益率の上昇に伴う利益感応度は高い。更に、東京オリンピック関連の大プロジェクトが 16/2 期から徐々に寄与してくることを考えると、売り上げ面での一段の上方修正も期待され、一段と割安感が高まると考える。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12ヶ月レンジ（円）	665-1,090
時価総額（百万円；14/12/9）	54,909
発行済株式数（千株；14/12）	55,633
外国人持株比率（%；14/2）	9.2

投資指標（連結）

	14/2	15/2 予	16/2 予
P E R（倍）	29.8	16.6	14.4
E V / E B I T D A（倍）	8.9	7.0	5.8
P B R（倍）	2.00	1.85	1.70
配当利回り（%）	1.62	2.03	2.23
R O E（%）	6.9	11.6	12.3

指標に関する補足説明を末尾に記載

関連レポート

- [乃村工藝社\(10月9日\)](#)

■ 乃村工藝社（9716）：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS（円）	CFPS（円）	DPS（円）
12/2	87,464	▲3	1,215	8	1,325	3	604	50	10.8	25.1	8.00
13/2	101,316	16	2,212	82	2,383	80	1,242	106	22.3	38.2	10.00
14/2	98,410	▲3	4,313	95	4,381	84	1,845	49	33.1	48.1	16.00
15/2 大和予	106,200	8	5,300	23	5,500	26	3,300	79	59.3	75.5	20.00
16/2 大和予	111,500	5	6,200	17	6,400	16	3,800	15	68.3	84.5	22.00
15/2 会社予	105,000	7	5,000	16	5,200	19	3,200	73	57.5	-	20.00

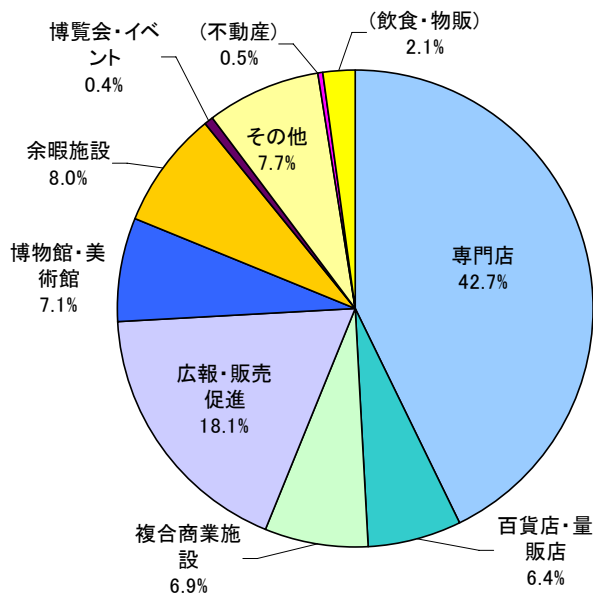
注：13/2 期は決算期間変更（2月15日決算期末→2月末日決算期末）につき、12.5ヶ月分の決算となる

■ 図表 17：ディスプレイ業界の市場シェアの推移

2002年度				2005年度				2012年度			
順位	社名	売上高 (百万円)	占有率 (%)	順位	社名	売上高 (百万円)	占有率 (%)	順位	社名	売上高 (百万円)	占有率 (%)
1	乃村工藝社	65,493	11.5%	1	乃村工藝社	79,178	13.1%	1	乃村工藝社	101,316	16.2%
2	丹青社	58,468	10.2%	2	丹青社	62,547	10.3%	2	丹青社	53,571	8.6%
3	高島屋スペースクリエイツ	36,987	6.5%	3	エイムクリエイツ	37,415	6.2%	3	スペース	36,684	5.9%
4	エイムクリエイツ	32,924	5.8%	4	スペース	31,903	5.3%	4	Jフロント建装	32,483	5.2%
5	大丸装工	31,128	5.4%	5	大丸装工	28,572	4.7%	5	ジーク	28,220	4.5%
6	パルコスペース	26,228	4.6%	6	船場	27,608	4.6%	6	高島屋スペースクリエイツ	23,646	3.8%
7	船場	25,121	4.4%	7	ジーク	26,376	4.4%	7	エイムクリエイツ	23,324	3.7%
8	スペース	24,136	4.2%	8	高島屋スペースクリエイツ	25,396	4.2%	8	シミズオクト	22,379	3.6%
9	ジーク	21,542	3.8%	9	パルコスペース	21,985	3.6%	9	三井デザインテック	21,828	3.5%
10	吉忠マネキン	19,190	3.4%	10	吉忠マネキン	21,782	3.6%	10	船場	19,586	3.1%
上位30社の売上高合計		571,166	100%	上位30社の売上高合計		606,030	100%	上位30社の売上高合計		623,781	100%

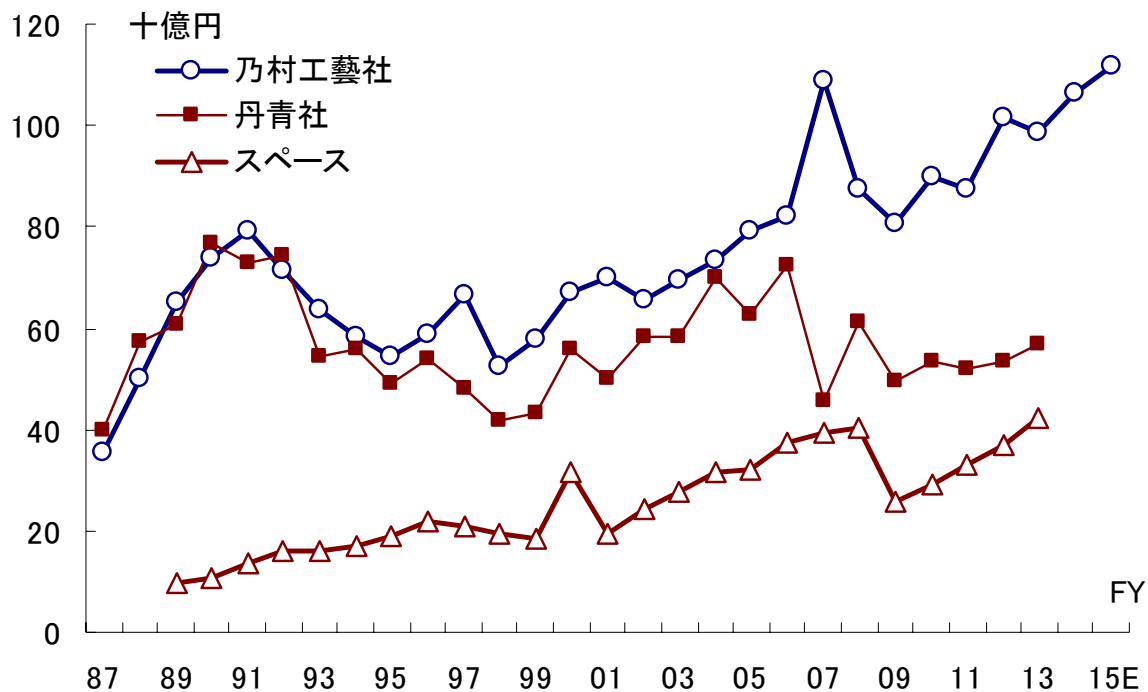
出所：会社資料より大和証券作成

■ 図表 18：売上高の内訳（14/2期）



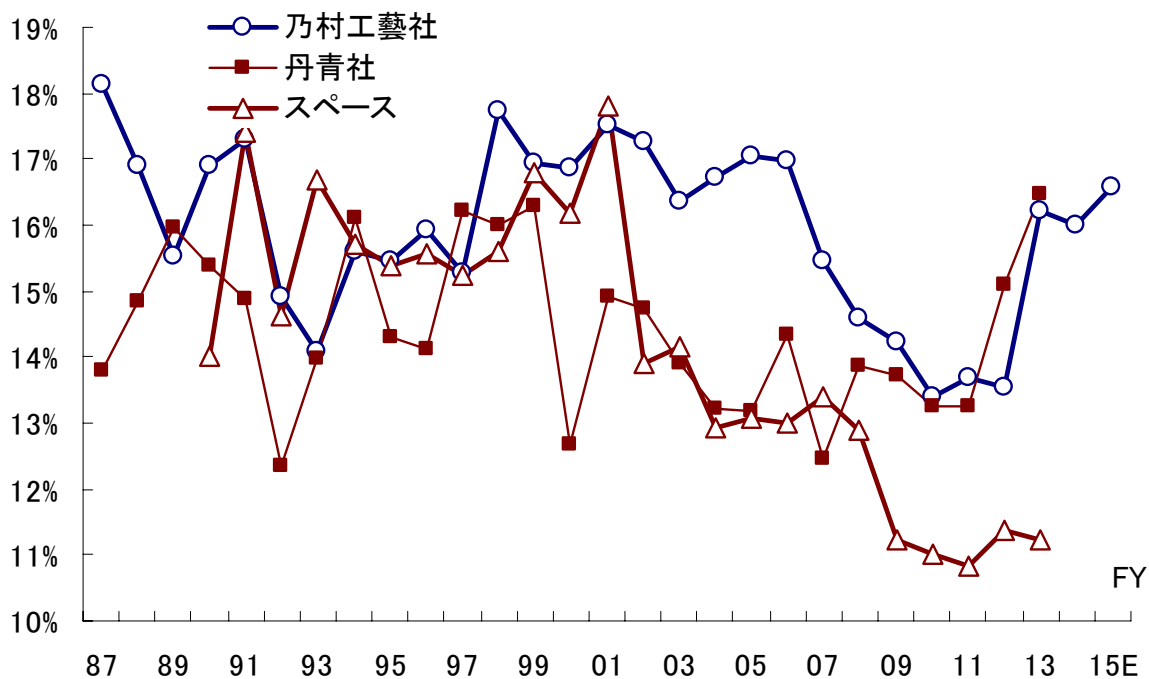
出所：有価証券報告書等より大和証券作成

■ 図表 19：ディスプレイ業界の売上高の推移



出所：有価証券報告書等より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 20：ディスプレイ業界の粗利益率の推移



出所：有価証券報告書等より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 21：要約損益計算書

	12年度 通期	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期	13年度 通期	第1 四半期	第2 四半期	14年度 通期 大和予	15年度 通期 大和予	14年度 通期 会社予
(連結;百万円)											
売上高	101,316	25,983	22,044	23,320	27,063	98,410	30,455	20,991	106,200	111,500	105,000
売上総利益	13,733	4,254	3,422	3,901	4,383	15,960	4,814	3,328	17,200	18,500	
売上高総利益率(%)	13.6	16.4	15.5	16.7	16.2	16.2	15.8	15.9	16.2	16.6	
販売費及び一般管理費	11,521	2,574	2,827	2,850	3,395	11,646	2,811	2,823	11,900	12,300	
営業利益	2,212	1,679	595	1,052	987	4,313	2,003	504	5,300	6,200	5,000
営業外収益	192	57	42	36	50	185	74	54			
営業外費用	21	2	96	-4	23	117	3	3			
経常利益	2,383	1,735	540	1,092	1,014	4,381	2,074	555	5,500	6,400	5,200
税引前純利益	2,179	1,768	127	1,090	86	3,071	2,071	584			
法人税等	937	737	74	362	52	1,225	897	226			
当期利益	1,242	1,031	52	728	34	1,845	1,174	357	3,300	3,800	3,200
1株利益(円)	22.3					33.1			59.3	68.3	57.5
1株配当金(円)	10.00		0.00		16.00	16.00		0.00	20.00	22.00	20.00

【四半期市場別売上高・受注残推移】

	101,316	25,983	22,044	23,320	27,063	98,410	30,455	20,991	106,200	111,500	105,000
売上高											
(ディスプレイ事業)	98,858	25,379	21,303	22,762	26,371	95,815	29,807	20,392	103,700	108,900	
専門店	43,567	11,764	8,994	10,379	10,880	42,017	12,666	9,246			
百貨店・量販店	7,321	1,411	1,651	1,770	1,433	6,265	2,100	1,080			
複合商業施設	8,054	1,951	2,528	743	1,613	6,835	2,435	1,467			
広報・販売促進	15,265	4,216	2,985	5,021	5,598	17,820	4,075	3,391			
博物館・美術館	7,439	2,137	970	1,759	2,128	6,994	2,377	1,592			
余暇施設	6,307	2,044	2,275	999	2,571	7,889	2,777	1,533			
博覧会・イベント	846	297	51	64	5	417	194	84			
その他	10,059	1,559	1,849	2,027	2,143	7,578	3,179	2,000			
(不動産)	474	119	121	128	122	490					
(飲食・物販)	1,983	484	620	431	570	2,105	648	599	2,500	2,600	
受注残	29,448	28,985	30,226	32,040	30,033	30,033	27,397	31,233			

出所：決算短信等より大和証券作成、予想は大和証券

注：13/2期は決算期間変更（2月15日決算期末→2月末日決算期末）につき、12.5ヶ月分の決算となる

■ 図表 22：要約貸借対照表

(連結：百万円)	11/2期 通期		12/2期 通期		13/2期 通期		14/2期 通期		15/2期 2Q	
(資産の部)										
流動資産	29,465	55.7%	31,398	57.8%	35,224	60.4%	37,488	63.0%	39,169	70.7%
現預金	1,057		411		11,040		9,181		15,868	
受取手形及び売掛金	19,609		20,850		14,354		16,327		12,767	
棚卸資産	6,927		8,277		8,098		8,652		7,937	
繰延税金資産	763		860		1,087		1,508		1,138	
その他流動資産	1,109		1,000		645		1,820		1,459	
固定資産	23,396	44.3%	22,946	42.2%	23,115	39.6%	21,989	37.0%	16,222	29.3%
有形固定資産	18,281		18,042		17,716		16,837		10,740	
無形固定資産	580		505		614		874		1,300	
投資・その他の資産合計	4,534		4,398		4,784		4,277		4,181	
資産合計	52,861	100.0%	54,344	100.0%	58,340	100.0%	59,477	100.0%	55,391	100.0%
(負債の部)										
流動負債	21,798	41.2%	23,601	43.4%	26,468	45.4%	26,443	44.5%	21,950	39.6%
支払手形及び買掛金	15,584		15,977		17,482		16,584		13,494	
短期借入金	37		1,224		-		208		252	
未払法人税等	761		491		993		1,307		1,129	
賞与引当金	942		934		1,320		813		1,116	
その他流動負債	4,474		4,975		6,673		7,531		5,959	
固定負債	6,384	12.1%	5,860	10.8%	5,827	10.0%	5,573	9.4%	5,249	9.5%
繰延税金負債	1,078		894		831		744		-	
再評価に係る繰延税金負債					267		267		-	
役員退職慰労引当金	348		180		313		83		-	
退職給付引当金	4,378		4,322		3,931		3,764		3,921	
その他固定負債	580		464		485		715		1,328	
負債合計	28,182	53.3%	29,461	54.2%	32,296	55.4%	32,017	53.8%	27,199	49.1%
(純資産の部)										
株主資本	24,504	46.4%	24,884	45.8%	25,680	44.0%	26,594	44.7%	27,236	49.2%
資本金	6,497		6,497		6,497		6,497		6,497	
資本剰余金	6,861		6,861		6,861		6,861		6,861	
利益剰余金	12,058		12,438		13,236		14,326		14,968	
自己株式	-912		-913		-914		-1,091		-1,091	
その他の包括利益累計額合計	112		-1		363		865		955	
新株予約権	61		-		-		-		-	
純資産	24,679	46.7%	24,883	45.8%	26,044	44.6%	27,459	46.2%	28,192	50.9%
負債・純資産	52,861	100.0%	54,344	100.0%	58,340	100.0%	59,477	100.0%	55,391	100.0%

出所：決算短信等より大和証券作成

注：13/2期は決算期間変更（2月15日決算期末→2月末日決算期末）につき、12.5ヶ月分の決算となる

◆機械

アネスト岩田（6381）

担当アナリスト：徳田 優

時価総額：33,001 百万円

株価（14/12/9）：788 円

高採算なスプレーガンが利益成長を牽引しよう。積極的な株主還元の継続も期待

■ What's the impact

スプレーガンや小型コンプレッサーで国内高シェア。同社の主力事業はスプレーガンなどを販売する「塗装機器」（14年3月期売上高構成比41%）、小型コンプレッサーなどを販売する「圧縮機」（同48%）である。特に大和ではスプレーガンの中長期的な成長性に注目している。スプレーガンは自動車や家電製品などを塗装する機器である。強みは、塗料の霧化技術の高さなどと考える。同社製品を用いれば、様々なメーカー製の塗料をムラなく塗布できる。

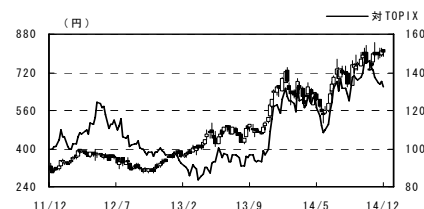
欧州・アジアを中心に海外展開を進め、14年3月期のスプレーガンを中心とした塗装機器の海外売上高比率は70%程度にまで拡大した。近年のスプレーガンの海外事業の牽引役は、アジアでの自動車普及台数の増加に伴う塗装需要の拡大や営業体制強化などによる欧州でのシェア拡大であった。今後も、アジアでの自動車普及台数の増加などを牽引役にスプレーガンの成長が継続しよう。スプレーガンは消耗品であるため、自動車普及台数の増加などの恩恵を受け易いと考えられる。また、採算性も高く全体の利益率向上にも引き続き貢献すると考えられる。また、コンプレッサーもアジアでの日系企業進出に伴う設備投資需要の拡大などから、中期的な業績拡大が見込まれる。

■ What we recommend

大和ではスプレーガンの成長を主因に、営業利益を15年3月期：37億円、16年3月期：43億円と予想する。16年3月期大和予想PERは12倍程度の水準に留まっている。今期大和予想PERは14倍程度と中小型機械平均PER16倍に対して割安感あろう。

同社は株主還元積極的に過去、自社株買い及び消却を度々行ってきた。既に14年3月期の実績ROEは11.0%と高水準であるが、今後は利益成長に加え、自社株買いなど積極的な株主還元の継続によるROEの向上にも期待したい。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12ヶ月レンジ（円）	508-845
時価総額（百万円；14/12/9）	33,001
発行済株式数（千株；14/12）	41,879
外国人持株比率（%；14/3）	5.2

投資指標（連結）

	14/3	15/3 予	16/3 予
PER（倍）	15.2	13.5	11.9
EV/EBITDA（倍）	7.6	6.2	5.4
PBR（倍）	1.59	-	-
配当利回り（%）	1.97	2.28	2.54
ROE（%）	11.0	-	-

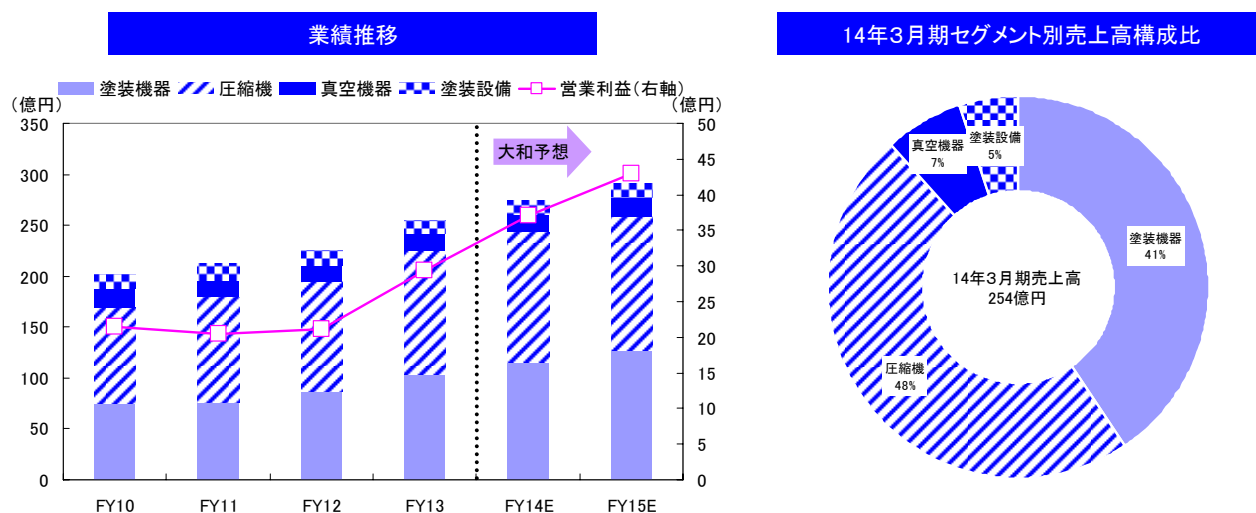
指標に関する補足説明を末尾に記載

■ アネスト岩田（6381）：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS（円）	CFPS（円）	DPS（円）
12/3	21,212	5	2,043	▲5	2,264	▲3	1,322	▲4	30.2	43.4	10.00
13/3	22,540	6	2,109	3	2,638	17	1,780	35	41.6	55.8	12.50
14/3	25,457	13	2,940	39	3,579	36	2,181	23	51.8	69.4	15.50
15/3 大和予	27,400	8	3,700	26	4,000	12	2,450	12	58.5	80.0	18.00
16/3 大和予	29,000	6	4,300	16	4,500	13	2,770	13	66.1	90.0	20.00
15/3 会社予	26,000	2	3,400	16	3,600	1	2,200	1	52.3	-	16.00

■ 図表 23：業績推移と14年3月期のセグメント別売上高構成比

- スプレーガンや小型コンプレッサーの製造・販売が主力事業
- スプレーガン・小型コンプレッサー共に国内高シェア
- 特にスプレーガンの世界シェア 30%程度と推定
- 今後はアジアでの自動車普及台数の増加などを追い風に、スプレーガンの拡大による業績拡大を予想



出所：決算短信より大和証券作成、予想は大和証券

■ 図表 24：高採算なスプレーガンが営業利益成長を牽引しよう

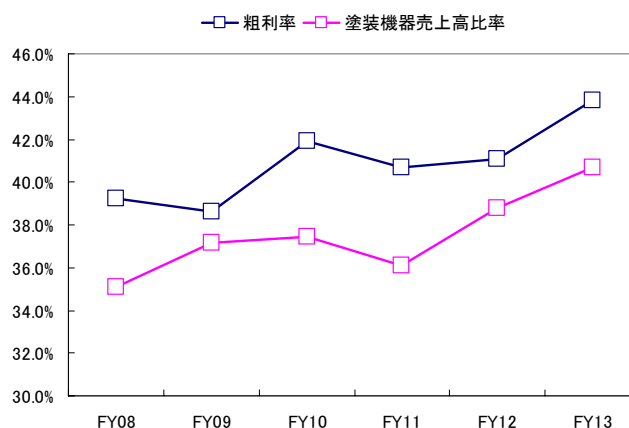
- 同社製品の強みは霧化技術の高さで、様々なメーカー製の塗料をムラ無く塗布することを可能とする
- 同社を含む3社で世界市場を寡占状態にあると見ている
- 近年の業績拡大の牽引役はアジアでの成長や欧州でのシェアアップ
- 今後もアジアでの自動車普及台数の増加に伴い、スプレーガンの成長を予想
- スプレーガンの採算性は高いと見られ、全体の営業利益成長を牽引しよう

同社のスプレーガン



出所：会社資料

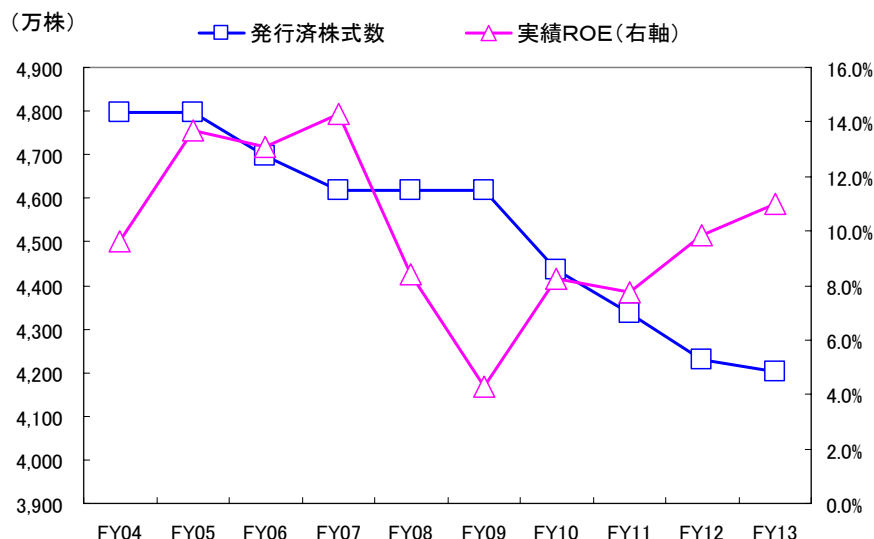
全体の粗利率と塗装機器の売上高比率の推移



出所：決算短信より大和証券作成

■ 図表 25：発行済株式数と実績ROEの推移

- 同社は過去、自社株買いや消却を積極的に行ってきた
- 14年3月期の実績ROEも11.0%と高水準だが、今後の利益成長や積極的な株主還元によるROE向上にも期待



出所：Quick より大和証券作成

■ 図表 26：連結損益計算書（百万円）

【要約損益計算書】	12/3	YoY	13/3	YoY	14/3	YoY	15/3E	YoY	16/3E	YoY
売上高	21,212	5.2%	22,540	6.3%	25,457	12.9%	27,400	7.6%	29,000	5.8%
圧縮機	10,334	10.4%	10,729	3.8%	12,108	12.9%	12,700	4.9%	13,100	3.1%
売上高構成比	48.7%		47.6%		47.6%		46.4%		45.2%	
真空機器	1,609	-13.1%	1,503	-6.6%	1,684	12.0%	1,700	1.0%	1,800	5.9%
売上高構成比	7.6%		6.7%		6.6%		6.2%		6.2%	
塗装機器	7,654	1.4%	8,741	14.2%	10,356	18.5%	11,500	11.0%	12,600	9.6%
売上高構成比	36.1%		38.8%		40.7%		42.0%		43.4%	
塗装設備	1,613	14.4%	1,566	-2.9%	1,308	-16.5%	1,500	14.7%	1,500	0.0%
売上高構成比	7.6%		6.9%		5.1%		5.5%		5.2%	
売上原価	12,576	7.4%	13,282	5.6%	14,303	7.7%	15,100	5.6%	15,800	4.6%
売上原価率	59.3%		58.9%		56.2%		55.1%		54.5%	
粗利益	8,635	2.1%	9,258	7.2%	11,153	20.5%	12,300	10.3%	13,200	7.3%
粗利益率	40.7%		41.1%		43.8%		44.9%		45.5%	
販管費	6,591	4.4%	7,148	8.5%	8,212	14.9%	8,600	4.7%	8,900	3.5%
営業利益	2,043	-4.7%	2,109	3.2%	2,940	39.4%	3,700	25.9%	4,300	16.2%
営業利益率	9.6%		9.4%		11.5%		13.5%		14.8%	
営業外収益	405		555		689		400		300	
営業外費用	184		27		50		100		100	
経常利益	2,264	-2.6%	2,638	16.5%	3,579	35.7%	4,000	11.8%	4,500	12.5%
経常利益率	10.7%		11.7%		14.1%		14.6%		15.5%	
特別利益	71		168		3		0		0	
特別損失	69		39		69		0		0	
税引前利益	2,267	2.4%	2,767	22.1%	3,513	27.0%	4,000	13.9%	4,500	12.5%
税引前利益率	10.7%		12.3%		13.8%		14.6%		15.5%	
法人税等	902		891		1,257		1,450		1,630	
少数株主損益	42		95		74		100		100	
当期純利益	1,322	-4.1%	1,780	34.6%	2,181	22.5%	2,450	12.3%	2,770	13.1%
当期純利益率	6.2%		7.9%		8.6%		8.9%		9.6%	

出所：決算短信より大和証券作成、予想は大和証券

◆電気機器

サン電子（6736）

レーティング「1（買い）」

担当アナリスト：徳田 優

時価総額：34,324 百万円

株価（14/12/9）：1,548 円

米国パトカーでのモバイルデータ転送装置の採用に期待したい

■ What's the impact

モバイルデータ転送装置や遊技機向け制御基板の開発・販売を行う。同社の主力事業は、モバイルデータ転送装置の開発・販売を行う「モバイルデータソリューション」（14年3月期売上高構成比39%）と遊技機メーカー向けに制御基板の販売を行う「遊技台部品」（同39%）である。特に大和ではモバイルデータ転送装置の成長性に注目している。

モバイルデータ転送装置は2007年に買収したCellebrite社で開発・販売が行われている。同社製品の強みは、データ抽出可能な携帯電話の端末数の豊富さ。これは、同社の高いデータ抽出能力に起因する。モバイルデータ転送装置は米国を中心に拡大してきたが、近年の業績拡大の牽引役はアジアなど新地域での成長である。依然アジア企業の開拓余地は大きく、今後も業績拡大が続こう。

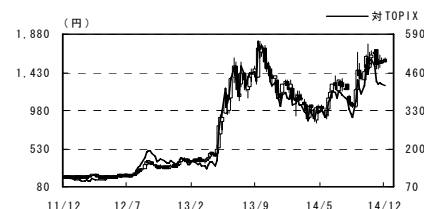
最大の注目点はモバイルデータ転送装置の米国パトカーへの採用動向であろう。現在、複数の市警察に対して営業活動を展開中。これらの市警察で採用が決まっただけでも、業績寄与は非常に大きくなる可能性がある。また随時、他の市警察へも営業活動を広げる方針で、米国のパトカー台数は相当多いと推察され、成長ポテンシャルは巨大だろう。

■ What we recommend

大和ではアジアなど新地域でのモバイルデータ転送装置の拡大を背景に、営業利益を15年3月期：29億円、16年3月期：34億円、17年3月期：40億円、と予想する。現在は織り込んでいない米国パトカーでの同社製品の採用が決まれば、大和予想は増額となる公算が高かろう。

レーティング「1（買い）」、今後6ヶ月から1年程度の目標株価は1,940円としている。今後、米国パトカーで同社製品が採用されれば、より高い目標株価の設定も可能となろう。このポテンシャルを織り込まない現在の目標株価に対しても依然割安感有ろう。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12ヶ月レンジ（円）	832-1,770
時価総額（百万円；14/12/9）	34,324
発行済株式数（千株；14/12）	22,173
外国人持株比率（%；14/3）	12.6

投資指標（連結）

	14/3	15/3 予	16/3 予
P E R（倍）	23.8	15.4	13.7
EV/EBITDA（倍）	9.7	7.7	6.5
P B R（倍）	2.48	-	-
配当利回り（%）	0.65	0.65	0.65
R O E（%）	11.1	-	-

指標に関する補足説明を末尾に記載

関連レポート

- [サン電子\(11月10日\)](#)

■ サン電子（6736）：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS(円)	CFPS(円)	DPS(円)
12/3	16,131	18	557	153	568	144	86	▲39	4.2	16.3	10.00
13/3	18,667	16	1,577	183	1,730	205	1,359	N.A.	65.5	85.6	10.00
14/3	24,313	30	2,195	39	2,368	37	1,413	4	65.0	82.2	10.00
15/3 大和予	25,920	7	2,920	33	3,070	30	2,230	58	100.6	118.6	10.00
16/3 大和予	27,270	5	3,450	18	3,590	17	2,510	13	113.2	133.5	10.00
17/3 大和予	28,680	5	4,080	18	4,220	18	2,950	18	133.0	155.6	10.00
15/3 会社予	25,000	3	2,500	14	2,500	6	1,800	27	82.2	-	10.00

注：2014年1月1日付けで1：2の株式分割を実施。一株当たり数値は遡及修正済み

■ 図表 27：要約損益計算書（単位：百万円）

【要約損益計算書】		12/3	YoY	13/3	YoY	14/3	YoY	15/3E	YoY	16/3E	YoY	17/3E	YoY
売上高		16,131	17.7%	18,667	15.7%	24,313	30.2%	25,920	6.6%	27,270	5.2%	28,680	5.2%
	遊技台部品	6,228	5.3%	7,952	27.7%	9,390	18.1%	8,620	-8.2%	8,370	-2.9%	8,130	-2.9%
	ホールシステム	4,191	8.6%	3,145	-25.0%	3,923	24.7%	3,590	-8.5%	3,440	-4.2%	3,370	-2.0%
	モバイルデータソリューション	4,756	56.9%	6,050	27.2%	9,480	56.7%	12,200	28.7%	13,750	12.7%	15,230	10.8%
	その他	954	6.7%	1,517	59.0%	1,518	0.1%	1,510	-0.5%	1,710	13.2%	1,950	14.0%
営業利益		557	152.7%	1,577	182.9%	2,195	39.2%	2,920	33.0%	3,450	18.2%	4,080	18.3%
	営業利益率	3.5%		8.4%		9.0%		11.3%		12.7%		14.2%	
	遊技台部品	483	71.3%	973	101.4%	1,234	26.8%	1,250	1.3%	1,180	-5.6%	1,120	-5.1%
	ホールシステム	337	-49.6%	108	-68.0%	-28	赤転	-110	赤転	-120	赤転	-130	赤転
	モバイルデータソリューション	562	128.5%	1,134	101.8%	1,901	67.6%	2,700	42.0%	3,310	22.6%	3,980	20.2%
	その他	-88	赤縮	20	黒転	-40	赤転	10	黒転	90	800.0%	170	88.9%
	調整額	-737	-	-659	-	-872	-	-930	-	-1,010	-	-1,060	-
営業外収益		78		169		229		200		200		200	
営業外費用		67		16		56		50		60		60	
経常利益		568	143.3%	1,730	204.4%	2,368	36.9%	3,070	29.6%	3,590	16.9%	4,220	17.5%
経常利益率		3.5%		9.3%		9.7%		11.8%		13.2%		14.7%	
特別利益		1		12		35		130		0		0	
特別損失		69		242		357		0		0		0	
税引前利益		500	110.1%	1,500	200.0%	2,046	36.4%	3,200	56.4%	3,590	12.2%	4,220	17.5%
税引前利益率		3.1%		8.0%		8.4%		12.3%		13.2%		14.7%	
法人税等		413		149		544		930		1,080		1,270	
少数株主損益		0		-8		87		40		0		0	
当期純利益		86	-38.9%	1,359	-	1,413	4.0%	2,230	57.8%	2,510	12.6%	2,950	17.5%
当期純利益率		0.5%		7.3%		5.8%		8.6%		9.2%		10.3%	

出所：決算短信より大和証券、予想は大和証券

■ 図表 28：要約貸借対照表（単位：百万円）

【貸借対照表】	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3
現金及び預金	3,664	4,497	3,833	6,242	6,918	9,982
売掛金	3,046	4,841	3,353	3,666	3,770	4,361
有価証券	202	2	188	204	439	321
棚卸資産	994	2,163	2,147	2,413	3,312	3,173
繰延税金資産	221	237	191	251	336	246
その他流動資産	16,515	23,772	19,879	25,889	30,240	36,905
貸倒引当金	-27	-28	-30	-37	-9	-5
流動資産	8,415	12,060	10,197	13,150	15,474	18,827
建物及び構築物	565	559	828	806	783	794
機械装置及び運搬具	130	95	104	170	121	142
工具、器具及び備品	182	218	183	215	627	641
土地	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295
その他	0	385	19	14	14	69
有形固定資産	2,172	2,552	2,429	2,500	2,840	2,941
のれん	1,717	1,273	786	279	82	55
その他	55	68	78	64	35	38
無形固定資産	1,772	1,341	864	344	117	94
投資有価証券	1,477	1,078	1,423	1,442	1,148	1,675
繰延税金資産	586	576	636	500	491	463
その他	1,276	1,304	1,428	1,119	1,123	1,135
投資その他の資産	2,167	1,806	2,215	2,061	1,780	2,347
固定資産	6,112	5,700	5,509	4,906	4,738	5,383
資産合計	14,528	17,761	15,707	18,057	20,213	24,210
買掛金	1,968	3,548	1,971	2,717	1,949	2,751
短期借入金	830	830	880	830	830	830
1年以内返済予定の長期借入金	30	24	24	47	47	47
未払法人税等	87	234	42	186	157	84
その他	1,354	2,069	2,246	3,767	4,766	5,673
流動負債	4,269	6,705	5,163	7,547	7,749	9,385
長期借入金	137	112	87	199	151	104
リース債務	126	59	23	9	4	79
長期未払金	25	33	86	43	18	13
繰延税金資産負債	245	241	199	250	252	247
その他	139	180	108	127	101	106
固定負債	672	625	503	628	526	549
負債合計	4,942	7,331	5,667	8,175	8,275	9,934
資本金	891	891	891	891	891	921
資本剰余金	904	904	904	904	1,085	1,117
利益剰余金	8,477	8,925	8,909	8,837	10,128	11,403
自己株式	-126	-125	-125	-198	-6	-176
株主資本	10,146	10,597	10,580	10,436	12,099	13,442
その他包括利益累計額	-643	-503	-740	-786	-392	245
新株予約権	82	155	200	232	204	189
少数株主持分	0	180	0	0	26	399
純資産合計	9,585	10,429	10,040	9,881	11,937	14,276
負債純資産合計	14,528	17,761	15,707	18,057	20,213	24,210

出所：決算短信より大和証券

◆情報・通信

D T S (9682)

レーティング「1（買い）」

担当アナリスト：徳田 優

時価総額：57,213 百万円

株価（14/12/9）：2,432 円

メガバンクの統合案件が中期業績の拡大を牽引しよう

■ What's the impact

メガバンクなど金融機関のシステム開発に強みを持つ受託ソフトウェア開発企業。近年の業績拡大は、特に同社が親密なメガバンクの統合案件の業績寄与であった。中期的な業績も同様にこの統合案件の拡大が牽引役となると見ている。足元では同案件の仕様の複雑さから開発ボリュームが増加していることやシェアアップに奏功しており、同案件の業績寄与は拡大している。

16 年 3 月期はマイナンバー関連案件の受注や昨今の S E 需給の逼迫による受注単価の上昇にも期待したい。同社は中小型ソフトウェア企業の中でも相対的に外注比率が低いため、受注単価が上昇した場合の業績寄与は大きいと考えている。16 年 3 月期はメガバンクの統合案件やマイナンバー関連案件の開発本格化が想定され、一層の S E 需給逼迫による受注単価の上昇が期待されよう。

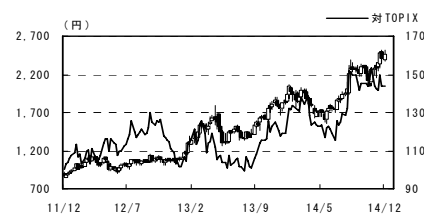
また、長期的には自動車電装化に伴うシステム開発需要の恩恵を受け得る企業としても注目したい。2014 年 4 月に買収した「横河デジタルコンピュータ」はまだ規模は小さいものの、今後需要拡大が見込まれる自動車の中核制御部分のシステム開発を行っている。今後は、単体の組込開発人員をこのような案件に振り向けることなどにより、メガバンクの統合案件のピークアウト後も業績拡大基調を継続させることができるかもしれない。

■ What we recommend

大和ではメガバンクの統合案件の拡大を背景に、営業利益を 15 年 3 月期：59 億円、16 年 3 月期：69 億円、17 年 3 月期：73 億円と予想している。

レーティング「1（買い）」を付与し、今後 6 ヶ月から 1 年程度の目標株価を 2,750 円としている。今後、S E 需給逼迫により、受注単価が本格的に上昇することなどがあれば、さらに高い株価評価も可能となろう。

株価チャート



出所：取引所データより大和証券

市場データ（連結）

12 ヶ月レンジ（円）	1,560-2,527
時価総額（百万円；14/12/9）	57,213
発行済株式数（千株；14/12）	23,525
外国人持株比率（%；14/3）	28.8

投資指標（連結）

	14/3	15/3 予	16/3 予
P E R（倍）	21.8	16.8	14.1
E V / E B I T D A（倍）	6.9	5.7	4.9
P B R（倍）	1.70	-	-
配当利回り（%）	1.44	1.64	2.14
R O E（%）	8.1	-	-

指標に関する補足説明を末尾に記載

関連レポート

- [D T S \(11 月 6 日\)](#)

■ D T S (9682)：業績推移（連結：百万円；%）

	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	当期利益	伸率	EPS (円)	CFPS (円)	DPS (円)
12/3	57,385	▲2	2,973	29	3,069	23	1,555	38	65.4	124.9	30.00
13/3	61,039	6	4,003	35	4,095	33	2,177	40	91.6	140.1	35.00
14/3	64,174	5	4,741	18	4,810	17	2,653	22	111.6	148.3	35.00
15/3 大和予	73,100	14	5,900	24	6,000	25	3,400	28	144.5	187.0	40.00
16/3 大和予	77,000	5	6,900	17	7,000	17	4,060	19	172.6	215.1	52.00
17/3 大和予	79,500	3	7,300	6	7,400	6	4,270	5	181.5	224.0	54.00
15/3 会社予	72,000	12	5,600	18	5,650	17	3,200	21	135.9	-	40.00

注：13 年 3 月期の D P S には記念配当 5 円が含まれている

■ 図表 29：要約損益計算書（単位：百万円）

【要約損益計算書】 (百万円)	12/3	YoY	13/3	YoY	14/3	YoY	15/3E	YoY	16/3E	YoY	17/3E	YoY
売上高	57,385	-1.9%	61,039	6.4%	64,174	5.1%	73,100	13.9%	77,000	5.3%	79,500	3.2%
システムエンジニアリングサービス	35,874	-0.7%	38,113	6.2%	40,929	7.4%	48,600	18.7%	52,200	7.4%	54,400	4.2%
売上高構成比	62.5%		62.4%		63.8%		66.5%		67.8%		68.4%	
オペレーションエンジニアリングサービス	12,673	-0.4%	13,859	9.4%	13,209	-4.7%	13,300	0.7%	13,700	3.0%	14,200	3.6%
売上高構成比	22.1%		22.7%		20.6%		18.2%		17.8%		17.9%	
プロダクトサービス・その他	4,298	-15.5%	4,844	12.7%	5,886	21.5%	7,500	27.4%	7,500	0.0%	7,600	1.3%
売上高構成比	7.5%		7.9%		9.2%		10.3%		9.7%		9.6%	
人材派遣・その他	4,539	-0.5%	4,222	-7.0%	4,149	-1.7%	3,700	-10.8%	3,600	-2.7%	3,300	-8.3%
売上高構成比	7.9%		6.9%		6.5%		5.1%		4.7%		4.2%	
売上原価	48,773	-3.4%	51,679	6.0%	53,548	3.6%	60,300	12.6%	63,000	4.5%	64,900	3.0%
売上原価率	85.0%		84.7%		83.4%		82.5%		81.8%		81.6%	
粗利益	8,611	7.3%	9,360	8.7%	10,626	13.5%	12,800	20.5%	14,000	9.4%	14,600	4.3%
粗利益率	15.0%		15.3%		16.6%		17.5%		18.2%		18.4%	
販管費	5,637	-1.6%	5,357	-5.0%	5,885	9.9%	6,900	17.2%	7,100	2.9%	7,300	2.8%
販管費率	9.8%		8.8%		9.2%		9.4%		9.2%		9.2%	
営業利益	2,973	29.5%	4,003	34.6%	4,741	18.4%	5,900	24.4%	6,900	16.9%	7,300	5.8%
営業利益率	5.2%		6.6%		7.4%		8.1%		9.0%		9.2%	
営業外収益	102		95		101		100		100		100	
営業外費用	6		3		32		0		0		0	
経常利益	3,069	23.4%	4,095	33.4%	4,810	17.5%	6,000	24.7%	7,000	16.7%	7,400	5.7%
経常利益率	5.3%		6.7%		7.5%		8.2%		9.1%		9.3%	
特別利益	5		7		20		0		0		0	
特別損失	72		32		5		100		0		0	
税引前利益	3,001	29.5%	4,070	35.6%	4,825	18.6%	5,900	22.3%	7,000	18.6%	7,400	5.7%
税引前利益率	5.2%		6.7%		7.5%		8.1%		9.1%		9.3%	
法人税等	1,359		1,767		2,037		2,360		2,790		2,970	
少数株主損益	86		125		133		140		150		160	
当期純利益	1,555	38.3%	2,177	40.0%	2,653	21.9%	3,400	28.2%	4,060	19.4%	4,270	5.2%
当期純利益率	2.7%		3.6%		4.1%		4.7%		5.3%		5.4%	

出所：決算短信より大和証券、予想は大和証券

■ 図表 30：要約貸借対照表（単位：百万円）

【要約貸借対照表】 (百万円)	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3
現金および預金	9,691	11,675	13,615	16,070	18,255
受取手形及び売掛金	9,521	9,335	8,717	10,050	10,801
有価証券	-	-	300	-	-
たな卸資産	1,220	665	885	586	1,161
その他	2,267	2,478	2,459	2,101	1,903
流動資産	22,699	24,153	25,976	28,807	32,120
建物及び構築物	2,540	2,423	2,320	2,224	2,092
土地	6,431	6,431	6,422	6,422	6,422
その他	237	240	246	227	216
有形固定資産	9,208	9,094	8,988	8,873	8,730
のれん	2,700	2,268	1,842	1,476	1,114
ソフトウェア	2,925	2,416	1,782	1,232	886
その他	22	20	20	19	19
無形固定資産	5,647	4,704	3,644	2,727	2,019
投資有価証券	1,506	1,392	1,310	1,585	1,937
繰延税金資産	907	763	915	570	527
その他	1,302	1,340	1,231	1,451	982
投資その他の資産	3,715	3,495	3,456	3,606	3,446
固定資産	18,571	17,294	16,089	15,208	14,195
資産合計	41,271	41,447	42,065	44,016	46,316
買掛金	2,293	2,056	2,168	2,658	3,621
短期借入金	411	344	33	32	-
1年以内償還予定の社債	120	120	120	100	-
未払金	1,643	1,232	1,536	1,391	1,160
未払法人税等	340	1,062	906	1,131	1,429
賞与引当金	2,036	2,218	2,214	2,507	2,578
その他	2,150	2,479	2,542	1,979	1,395
流動負債	9,423	9,511	9,519	9,798	10,183
社債	340	220	100	-	-
その他	919	784	766	747	881
固定負債	1,278	1,004	866	747	881
負債合計	10,702	10,515	10,386	10,545	11,064
資本金	6,113	6,113	6,113	6,113	6,113
資本剰余金	6,190	6,190	6,190	6,190	6,190
利益剰余金	18,462	18,755	19,478	20,942	22,781
自己株式	-1,493	-1,493	-1,493	-1,493	-1,493
株主資本	29,273	29,565	30,288	31,752	33,591
その他包括利益計	-52	-72	-101	131	334
少数株主持分	1,348	1,439	1,492	1,586	1,324
純資産合計	30,568	30,932	31,679	33,470	35,251
負債純資産合計	41,271	41,447	42,065	44,016	46,316

出所：決算短信より大和証券作成

【本レポートで「指標に関する補足説明を末尾に記載」としている場合には以下参照】

- 予想は大和証券
- 発行済株式数：自己株式を除く発行済普通株式数
- 時価総額：自己株式を除く発行済普通株式数より表中記載の日付で計算
- EV：時価総額＋有利子負債－手元流動性
- EBITDA：営業利益＋減価償却費
- EV/EBITDA（予想）：直近公表の有利子負債、手元流動性より算出
乃村工藝社[9716]の EV 算出にあたっては大和予想の有利子負債と手元流動性を用いている
- ROE：当期利益／期首期末平均自己資本（SEC 基準の場合は、同社株主に帰属する当期利益／期首期末平均株主資本）
- 株価チャート及び一株当たり数値は、株式分割・併合を遡及修正済み

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後 6 ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーム) =5%~15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーム) =5%~15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200 指数

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。(平成 26 年 11 月 28 日現在)

日本水産(1332) 第一カッター興業(1716) 北弘電社(1734) 大豊建設(1822) テノックス(1905) アコーディア・ゴルフ(2131) フルスピード(2159) エイジア(2352) ブロッコリー(2706) アルコニックス(3036) ソリトンシステムズ(3040) サンセイランディック(3277) 星野リゾート・リート投資法人(3287) 日本ヘルスケア投資(3308) クリヤマホールディングス(3355) サンコーテクノ(3435) パピレス(3641) モブキャスト(3664) 豆蔵ホールディングス(3756) アバント(3836) 第一稀元素化学工業(4082) ラクオリア創薬(4579) メック(4971) JCU(4975) MORESCO(5018) 有沢製作所(5208) 中山製鋼所(5408) 東京鐵鋼(5445) 新報国製鉄(5542) オーナンバ(5816) スーパーツール(5990) ジャパンマテリアル(6055) ライドオン・エクスプレス(6082) レオン自動機(6272) 日精エー・エス・ビー機械(6284) オカダアイヨン(6294) 鉦研工業(6297) アネスト岩田(6381) 加藤製作所(6390) 兼松エンジニアリング(6402) 福島工業(6420) JUKI(6440) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) 田淵電機(6624) SEMITEC(6626) 寺崎電気産業(6637) 戸上電機製作所(6643) 大崎電気工業(6644) スミダコーポレーション(6817) 三社電機製作所(6882) 山一電機(6941) 芝浦電子(6957) アストマックス(7162) セフテック(7464) 国際計測器(7722) 大興電子通信(8023) マネースクウェア HD(8728) マネーパートナーズ(8732) シノケングループ(8909) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅(8986) ファーストエスコ(9514) セレスポ(9625) 帝国ホテル(9708) 丸紅建材リース(9763) パーカーコーポレーション(9845) 日立機材(9922) (銘柄コード順)

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成 25 年 12 月以降下記銘柄に関する募集・売出し(普通社債を除く)にあたり主幹事会社を担当しています。

大豊建設(1822) ミクシィ(2121) 日本M&Aセンター(2127) リンクアンドモチベーション(2170) 東京エレクトロンデバイス(2760) ファーマライズホールディングス(2796) 北の達人コーポレーション(2930) アークランドサービス(3085) ブロンコビリー(3091) 鳥貴族(3193) ホットランド(3196) 大和ハウスリート投資法人(3263) アクティビア・プロパティーズ投資法人(3279) ヒューリックリート投資法人(3295) 日本ヘルスケア投資法人(3308) トリドール(3397) トーセイ・リート投資法人(3451) コロプラ(3668) リアルワールド(3691) オプティム(3694) GMOリサーチ(3695) 大王製紙(3880) クラウドワークス(3900) カヤック(3904) データセクション(3905) 竹本容器(4248) クイック(4318) ダイト(4577) リボミック(4591) OATアグリオ(4979) 神戸製鋼所(5406) GMO TECH(6026) アドベンチャー(6030) インターワークス(6032) エクストリーム(6033) M R T(6034) エスクロー・エージェント・ジャパン(6093) レアジョブ(6096) 日本ビューホテル(6097) パンチ工業(6165) イマジカ・ロボットホールディングス(6879) F P G(7148) 盟和産業(7284) 菊水化学工業(7953) 長野銀行(8521) 愛媛銀行(8541) 三井不動産(8801) 東洋(8920) 日本ビルファンド投資法人(8951) オリックス不動産投資法人(8954) ユナイテッド・アーバン投資法人(8960) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和証券オフィス投資法人(8976) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) U-NEXT(9418) アルファボリス(9467) (銘柄コード順)

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いいたします。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.24200%（但し、最低 2,700 円）の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会