

会社訪問メモ

個別取材（2010年8月24日）

中小型銘柄会社訪問

弊社ウォールデンリサーチジャパンでは、継続的に時価総額の小さい国内の上場会社を訪問している。IR 担当者・役員・トップマネジメントとの面談を通して当該上場会社の業績動向等に関する取材を行うことが主目的である。ここで取り上げているのは、過去数週間に訪問した事業会社に関する取材当日における取材内容の要点をまとめた会社訪問メモである。具体的には、下記の日時に下記の事業会社を訪問している。

取材日	市場	銘柄名（証券コード）
7月27日（火）	JASDAQ	インデックス・ホールディングス（4835）
8月2日（月）	JASDAQ	AFC-HD アムスライフサイエンス（2927）
8月2日（月）	東証1部	日本トリム（6788）
8月6日（金）	JASDAQ	エプコ（2311）
8月9日（月）	ヘラクレス	夢真ホールディングス（2362）

インデックス・ホールディングス（4835）



[株価（日本語）](#) [会社情報（日本語）](#) [IR情報（日本語）](#)

復配に向けての方向性転換の可能性

7月13日に発表された2010年8月期第3四半期累計実績は、売上高297億円（前年比50.9%減）、営業利益25億円（1.6%増）、経常利益15億円（黒字転換）、当期純利益7億円（黒字転換）での着地となった。現在の同社の売上高規模は2007年8月期のピーク時との比較では、30%前後にまで縮小している。これは不採算事業からの撤退が大きく進捗した結果である。この過程において同社は営業利益段階での黒字を維持してきたものの、営業外損益並びに特別損益段階で巨額のリストラ費用の計上を強いられた結果、2007年8月期～2009年8月期に累計で604億円の当期損失を被ることとなった。2009年8月末の利益剰余金は▲681億円である。これに対して払込資本等が726億円あるため、株主資本は45億円である。2010年8月期末に向けては、第4四半期に想定外の特別損失が発生しないことを条件とする限りにおいて、同社の財務状況は最悪期を脱して、同社は復配に向けての方向性の転換を指し示すことができるであろう。2008年8月期並びに2009年8月期において同社は配当を見送っており、現状においても復配の目は公表されていない。また、同社は2009年3月より日本振興銀行株式会社との資本提携を開始したが、2010年7月16日には当該資本提携の解消を決定したことを公表している。同社には現状でも同行からの借入残高はあるものの、「本件が当社の業績に与える影響はありません。」とのことである。

モバイル&エンタテインメントカンパニー

2010年8月期第3四半期累計実績においても、「モバイル&エンタテインメントカンパニー」を標榜する同社の事業ポートフォリオには相対的に多様性が認められる。ただし、損益面からは、モバイルコンテンツ関連事業（営

業利益構成比 60%) 並びにゲームソフト関連事業 (35%) が利益の柱であり、その他の事業の損益はそれぞれブレイクイーブン前後であると要約することができるであろう。株式会社インデックスによるモバイルコンテンツ関連事業では、同業他社が B to C に特化する傾向にある一方、同社ではテレビ局やパチンコ・パチスロメーカーとの連動による B to B to C と呼ばれるモバイルコンテンツの受託開発並びにソリューションの提供にも関与していることが特徴である。2010 年 5 月に株式交換によって 100% 連結子会社になった株式会社アトラスによるゲームソフト関連事業においては、2011 年 8 月期に向けて、ソーシャルゲーム対応が進捗し同事業の利益が 2010 年 8 月期以上に拡大することが期待されている。

AFC-HD アムスライフサイエンス(2927)



[株価 \(日本語\)](#) [会社情報 \(日本語\)](#) [IR 情報 \(日本語\)](#)

好調に拡大する健康食品の OEM 生産

7 月 9 日に発表された 2010 年 8 月期第 3 四半期累計実績は、売上高 109 億円 (前年同期比 15.9% 増)、営業利益 7 億円 (前年同期比 27.3% 増) での着地となり、同社の好調な業績推移が明らかになった。ただし、通期会社予想に対しては営業利益の進捗率が 63.4% に留まり、会社予想の達成に向けて不透明感が残るのが現状である。同社では、利益の中核を形成する健康食品の OEM 生産が大きく拡大しており、これが同社の好調な業績推移の主因となっている。第 2 四半期累計実績においては、新規取引先の獲得等を背景に健康食品の OEM 生産の売上高は前年同期比 43.3% 増の 23 億円に達したが、現状でも同様に拡大している模様である。一方、会社予想に対する進捗度が低い要因としては、広告代理店事業が想定値をやや下回る推移となり、僅かながらも営業損失を計上していることが挙げられる。第 3 四半期累計実績においては、健康食品の OEM 生産を含む「ヘルスケア事業」は同社の営業利益の大半を占めた。「ヘルスケア事業」には、同社の小売店舗での健康食品の販売並びに同社による健康食品の通信販売も含まれている。

生産能力拡大に向けて

健康食品業界においては、ブランドメーカーはほとんど自社での生産は行わず、同社などの OEM メーカーからの調達に依存するのが一般的とされている。同社の生産規模は国内で 10 位前後であると推定されているが、株式を公開しているのは同社のみである。国内健康食品市場の規模は現在 1.1 兆円前後と推定されており、ピーク時との比較においては 85% 前後の規模である。健康食品の市場規模は一部のキワモノ的な製品に対するブームで拡大することもあれば、その反動で市場が縮小することもあり、現在はどちらかといえば後者に近い状況にあると推定される。一方、同社は安定的な需要増が見込めるベーシックな製品を主力として、着実に売上高を拡大している通信販売チャンネルへの展開が中心となっているため、同社のパフォーマンスは必ずしも市場全体の動向に左右されるものではない。むしろ、同社はこれらの二つの要因を背景に中長期的にも健康食品の OEM 生産を拡大させることができる見通しである。足元の継続的な需要拡大に伴い、一部の生産ラインでは稼働率が上限値近くにまで達していることから、同社では、同社の生産能力を現在の 2.5 倍前後にまで引き上げることが可能な新工場の建設に取り掛かっている。同新工場は、2011 年 8 月に稼働を開始する見込みである。また、漢方薬品事業はジェネリックの薬品メーカーとの協業を通して低迷期を脱する見通しとなっている一方、小売店舗事業並びに広告代理店事業では先行投資の一巡が見込まれており、2011 年 8 月期も同社の業績は好調に推移する見通しである。

家庭用整水器首位

8月9日に発表された2010年3月期第1四半期実績は、売上高23億円(前年比4.6%増)、営業利益4億円(26.0%増)での着地となった。通期会社予想に対しては、ほぼ想定通りの業績推移である。通期では、売上高91億円(10.2%増)、営業利益14億円(18.9%増)が見込まれている。同社においては、同社の主力製品である家庭用整水器に対するエクスポージャーが圧倒的に大きい。売上高構成比では90%以上、そして利益における構成比は売上高以上に大きい。家庭用整水器の売上高はハードウェア(売上高構成比75%)並びにカートリッジ(25%)によって構成される。また、同社は製品の開発・製造に加えて、販売にも直接関与している度合いが大きい。ハードウェアの販売の80%前後は、「職域販売(並びに職域販売関連)」と呼ばれる同社が最終消費者向けに開催する説明会等を通じた販売チャンネルによって占められている。この「職域販売」において、同社の新製品である「TRIM ION NEO」の好調な販売を背景に、ハードウェアの数量が前年対比で1.8倍にまで膨らんだのが同社の第1四半期における好調な業績推移の主因である。「TRIM ION NEO」の定価は172,000円、12ヵ月に一度の交換が必要なカートリッジの定価は9,975円と、従来のモデルとの比較においては低価格に抑えられており、同社が標榜する「整水器は家電」というコンセプトが消費者に浸透しつつあると考えられる。また、同社は国内市場の半分近くを占める家庭用整水器の首位メーカーであり、第2位はパナソニック電工(6991)である。

市場拡大ポテンシャルと新分野

現在の家庭用整水器普及台数は3百万(普及率6%)前後と推定されているが、中長期的には10百万台(普及率20%)前後に拡大する可能性がある。一方、浄水器の普及率は35%前後に達しているが、これを徐々に代替していくことによって、家庭用整水器は普及率を高めていく見込みである。そもそも同社が投入している家庭用整水器が供給する「トリムウォーター」は、水道水を浄水器と同様に浄水したうえで電気分解の工程を経たものである。ミネラルウォーターとの比較においては、水の電気分解によって発生する水素が多く含まれているところが利点である。なぜならば、これには酸素による酸化作用を和らげ、利用者の胃腸症状を改善させる効果が期待できるからである。このような効用が以前以上に低いコストで得られることで、浄水器から整水器へのシフトが中長期的に促がされる見込みである。また、同社では同社の整水器の技術に関連した医療分野・遺伝子分野事業の立上げが模索されており、中長期的にはこれらをコア事業にまで育て上げるのが同社の経営課題となっている。

想定値を上回る業績推移

9月9日に予定されている2011年1月期第2四半期決算発表では、会社予想を上回る業績推移が明らかになる見込みである。第1四半期実績においては想定値に対して売上高で6.3%、営業利益で20.2%の上ブレでの着地となったことに加えて、現在までに業績推移の勢いに大きな変化はみられないとのことである。期初に発表された通期会社予想では、売上高2,420百万円(前年比6.9%増)、営業利益604百万円(1.3%増)、営業利益率25.0%が見込まれている一方、第1四半期実績は、売上高571百万円(18.4%増)、営業利益143百万円(59.4%増)、営業利益率25.0%での着地であった。同社の「エプコシステム」の採用が着実に拡大しているのがこの増収・増益の主因である。同社が経営目標として挙げているのは営業利益の年率成長30%並びに営業利益率30%の達成である。2010年1月期実績は、営業利益596百万円(35.3%増)、営業利益率26.3%での着地となり、営業利益の増益率においては目標が達成された。

水道給排水設備の設計・コンサルティング

現在の国内新設住宅着工数を年間 80 万戸とした場合、その内容はマンション等が 30 万戸となり、それ以外の一戸建に代表される低層住宅が 50 万戸となる。同社はこの低層住宅向けに水道給排水設備の「エプコシステム」による設計を年間 6 万戸分大手ハウスメーカーから受託しており、低層住宅市場におけるシェアは 11%前後と推定される。マンション等においては、従来から大手ゼネコンが施工管理を行い、効率的な設備工事を実現しているが、低層住宅の水道給排水設備においては、地域の設備工事会社が独自かつ個々に非効率な設計・施行を行ってきたのが歴史である。大手ハウスメーカーによる低層住宅の水道給排水設備に関しては、大手ハウスメーカーが設備工事会社に委託していたため、実質的に全ての低層住宅の水道給排水設備の設計は非効率であったといえるであろう。同社の提供する「エプコシステム」はこの非効率を解消させ大手ハウスメーカーに費用削減をもたらすところから、1992 年の設立以来、同社は着実に設計受託件数を拡大させてきているのである。同社推定によれば、「エプコシステム」のシェアは 30%前後にまで引き上げることが可能であるとのことである。これに加えて、パナソニック電工（6991）との資本提携等を通じて同社は低層住宅に係る設計により幅広く関与していくことを目指している。同社では、太陽光発電システム関連の設計受託に向けて 2010 年 1 月期中に設計人員の確保等を進めてきており、2011 年 1 月期におけるこれに関連する設計は売上高構成比で 6%前後になる見込みであり、中長期的には次第に売上高構成比を高めていく見込みである。より長期的には、中国を初めとする海外市場での「エプコシステム」の展開も視野に入っている。既存事業におけるシェア拡大、横展開、そして海外展開と、同社には中長期的かつ継続的に複数の成長ドライバーに対する大きなエクスポージャーを持つことになる見込みである。

夢真ホールディングス（2362）



[株価（日本語）](#) [会社情報（日本語）](#) [IR情報（日本語）](#)

ゼネコン並びに建築周辺業等に向けた派遣業務

7 月 30 日に発表された 2010 年 9 月期第 3 四半期累計実績は、売上高 3,632 百万円（通期会社予想に対する進捗率 76.0%）、経常利益 451 百万円（79.1%）での着地となった。一方、同社の中長期計画によれば、同社は 2013 年 9 月期に売上高 11,570 百万円（2010 年 9 月期予想 4,780 百万円）、経常利益 1,740 百万円（570 百万円）を達成することを目標としている。同社の現在の収益源はゼネコン並びに建築周辺業等に向けた派遣業務である。中核となる業務は、大手ゼネコンを顧客とした常用雇用型の施工管理技術者（ホワイトカラー）派遣である。当該業界においては、大手 5 社合計で市場の 50%前後を占めるのが現状である。同社のシェアは 5%前後で市場では第 5 位前後に位置付けられている。同社の費用面での特色は、20 代の社員が全体の 60%以上を占めており、労働単価の安い若年層に対するエクスポージャーが大きいことである。一方、受注面では受注単価の高い首都圏での建築業務に対するエクスポージャーを大きく持ち、これに対して相対的に安い労働単価で対応することによって、マージンを追求する戦略が採用されている。ただし、ゼネコン業界自体の成長性が足元で弱含んでいることに加えて、中長期的にも成長性に期待がもてないというのが現状であろう。同社では、電気工事、設備工事といった建築周辺業等への派遣業務に対するエクスポージャーを拡大することによって、これに対応している。

「トータル保育サービス」と「医療分野」

同社の中長期計画では、既存の派遣業務が当該期間において安定的に売上高並びに経常利益を拡大させることが想定されていることに加えて、新規事業が立ち上がり同社の利益に対して時系列的にその貢献度を拡大させていくことが見込まれている。同社は、2009 年 10 月に子会社「株式会社我喜大笑」を設立している。ここでは、「トータル保育サービス」の提供が目指されており、2013 年 9 月末までに同子会社が運営する認定保育所を 25 カ所にまで引き上げることが計画されている。加えて、同社では「医療分野」における高付加価値人材ビジネスに 2011 年 9 月期から本格的に参入することが計画されており、ここでは、「トータル保育サービス」以上に大きな利益

貢献が想定されている。同社では、「医療分野」に対して成長性が高く、社会的ニーズも大きいとの経営判断が下されており、今後のリソースの主要配分先になりそうである。ただし、現状ではその詳細に関する開示は限定的であり、今後の情報開示が期待される。

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社から得た「IR 情報」に基づき中立的かつ専門的な立場から当該事業会社の分析を行った結果によるものである。なお、当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容が「IR 情報」に該当する。

商号： 株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地： 〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号： 03 (3553) 3769

Copyright 2010 Walden Research Japan Incorporated