

ホリスティック企業ポ^oート

ソライズ
SOLIZE

5871 東証スタンダード

ベーシック・レポート
2024年12月20日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20241217

デジタルものづくりを革新し続けるエンジニアリング企業 従来領域と新規領域の掛け合わせに加え、M&Aにより成長加速を目指す

1. 会社概要

・SOLIZE(以下、同社)は、自動車業界向けを中心に製品開発から生産工程まで幅広い分野でサービスを展開するエンジニアリング企業である。同社の事業、同社グループのエンジニアが顧客企業の製品開発において、ノウハウ・技術等を直接提供する「デザイン事業」、顧客企業向けに試作品、最終製品に使用する少量量産部品を3Dプリンターで製作する「マニファクチュアリング事業」から構成されている。

アナリスト: 百谷 淳一
+81 (0) 3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2024/12/13
株価 (円)	1,497
発行済株式数 (株)	6,000,000
時価総額 (百万円)	8,982

2. 財務面の分析

・顧客企業の設計開発部門へのエンジニア派遣及び業務の受託、3Dプリンターを利用した試作サービス等が牽引し、21/12期から23/12期にかけて、売上高は年平均12.5%増加、営業利益は同2.6倍増加した。但し、24/12期については、売上高は13.2%増収の見込みながら、将来に向けた各種費用の増加から60.5%営業減益の計画である。

・財務安全性は高いが、収益性は低く、類似企業に比べても劣後している。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	11.9	41.8	17.0
PBR (倍)	0.6	0.7	0.7
配当利回り (%)	2.9	3.1	3.3

3. 非財務面の分析

・知的資本の源泉は、多様なものづくりの現場で培った実践力、暗黙知等の可視化・数値化技術をベースとした独自の方法論にある。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	-9.8	-18.4	-37.2
対TOPIX (%)	-12.0	-21.4	-35.8

4. 経営戦略の分析

・同社は、従来領域と新規領域の掛け合わせに加え、M&Aにより成長を加速させる戦略に舵をきった。最大の課題は成長のための人材採用と採用した人材の定着率を高めることにある。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、同社の強みであるデジタルものづくりを核としたエンジニアリング力と事業環境等を考慮し、高い売上高成長は可能であると考える。その実現のための人材採用が計画通り進むかという点を注視したい。

【5871 SOLIZE 業種: サービス】

決算期	売上高 (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)
2022/12	17,827	12.5	680	421.7	711	48.1	566	94.1	118.1	2,150.9	35.4
2023/12	20,081	12.6	885	30.3	876	23.3	580	2.4	126.0	2,387.5	44.0
2024/12 CE	22,739	13.2	350	-60.5	327	-62.7	182	-68.5	36.0	-	47.0
2024/12 E	22,800	13.5	360	-59.3	335	-61.8	186	-67.8	35.8	2,013.4	47.0
2025/12 E	26,500	16.2	700	94.4	700	109.0	457	145.2	88.0	2,051.4	50.0
2026/12 E	31,000	17.0	1,000	42.9	1,000	42.9	654	42.9	125.7	2,125.2	52.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。

ベーシック・レポート

2/29

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ デジタルものづくりを革新し続けるエンジニアリング企業

SOLIZE (以下、同社) は、自動車業界向けを中心に製品開発から生産工程まで幅広い分野でサービスを展開するエンジニアリング企業である。

同社の事業は、(1)同社グループのエンジニアが顧客企業の製品開発に対し、直接的に製品開発ノウハウ・技術等を提供する「デザイン事業」と、(2)顧客企業に対して同社グループの 3D プリンター等の設備による試作モデル製作及び最終製品に使用する少量量産部品の製作や 3D プリンターの代理販売・保守サポート等を行う「マニファクチュアリング事業」から成る。23/12 期における事業別売上構成比は、デザイン事業 80.4%、マニファクチュアリング事業 10.6%であった(図表 1)。

中国、米国、インドの海外子会社ではデザイン事業等を展開するなどグローバル化も進んでいる。23/12 期末において、自動車等の開発に従事することが出来るハイエンドエンジニアが海外子会社を含め 1,522 名所属しており、連結従業員数の 77.3%を占めている。

【 図表 1 】 セグメント別・提供サービス

セグメント/事業	事業内容	23/12期 売上構成比
デザイン事業		80.4%
エンジニアリングサービス	自動車業界の開発部門向けを中心にサービスを提供	約70%
コンサルティングサービス	企業のビジネスモデルや製品開発の業務プロセスの変革推進	約10%
マニファクチュアリング事業		19.6%
デジタルものづくり領域	3Dプリンター等を活用した試作品や少量量産部品の提供	約13%
3Dプリンター装置導入領域	3Dプリンター装置の販売・保守サポート	約7%

(出所) 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成、一部数値は証券リサーチセンター推定

◆ デザイン事業

デザイン事業は、主に自動車業界の開発部門向けを中心にサービスを提供している。サービスは、直接的に顧客の製品開発をサポートする「エンジニアリング事業」と顧客企業の競争優位性確保を支援する「コンサルティング事業」により構成されている。

(1) エンジニアリング事業

同社エンジニアが保有する製品開発ノウハウやデジタル技術等を顧客企業の開発現場で直接提供するオンサイト支援(契約形態は請負契約^{注1}、準委任契約^{注2}、派遣契約^{注3}の何れか)もしくは、顧客企業から依頼を受け、取り決めたアウトプット等を提供するオフサイト支援(契約形態としては請負契約、準委託契約の何れか)にて提供している。日本を始め、中国、米国、インド、欧州でサービスを展開している。同事業は以下の 3 領域でサービスを提供している。

(注1) 仕事の完成に対し報酬を受け取る契約で、発注者から請負者への指揮命令権がない

(注2) 仕事の完成ではなく一定の業務を行うことで報酬を受け取る契約

(注3) 派遣先の指揮命令を受けて派遣先のために労働する契約

(注 4) MBD は Model Based Development (モデルベース開発) の略称で、シミュレーション技術を活用した開発手法のこと。手戻りを減らし、開発の効率化が進む

(注 5) XR (Extended Reality) とは、VR (仮想現実) や AR (拡張現実)、MR (複合現実) など現実世界と仮想世界を融合することで現実にはないものを知覚できる技術の総称

(注 6) デジタル・フォレンジックとはデジタルデバイスに記録された情報の回収・保全と分析調査のこと

(注 7) SaaS (Software as a Service) とは、クラウド事業者が提供するソフトウェアをインターネット経由で利用できるサービスのこと

1) デザイン&シミュレーション領域

デザインから設計、解析、試作、金型、生産に至る製品開発工程へ、製品設計及び解析・シミュレーションのサービスを提供している。3D CAD はハイエンド CAD からミドルエンド CAD まで幅広い対応が可能である。

2) ソフトウェア&シミュレーション領域

ソフトウェア開発に加え、自動車開発の主要な開発技術のひとつとなっている MBD ^{注4} のサービスを提供しているほか、今後、様々な領域での活用が期待されている XR ^{注5} のサービスも提供している。

3) デジタルリスク領域

ものづくりを熟知したエンジニアがデジタルリスクに関するアセスメント、セキュリティ設計・実装、デジタル・フォレンジック ^{注6} 等のサービスを提供している。

(2) コンサルティング事業

企業のビジネスモデルや製品開発の業務プロセスの変革等の実行力を提供している。暗黙知 (意思決定ロジック) まで踏み込む徹底した可視化・数値化技術をベースとした同社独自の的方法論とエンジニアサービスで培った開発現場での経験・ノウハウ及びデジタル技術を融合させて、技術課題の解決や組織横断的なプロセス最適化により顧客企業の競争優位性強化に向けた変革を推進するコンサルティングを行っている。製造業だけでなく、非製造業の顧客にもサービスを提供している。AI 搭載の SaaS ^{注7} プロダクト、ソフトウェアの導入コンサルティングも行っている。

【 図表 2 】 提供サービス内容

デザイン事業



(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

(注 8) AM は Additive Manufacturing の略。3D モデルデータを基に材料を結合して造形物を実体化する加工法で、多くの場合、造形層を積み重ねる形態を取り、従来の除去加工と対照的な工法

◆ マニファクチュアリング事業

1990 年に 3D プリンターを導入し、30 年以上にわたり蓄積してきた 3D プリンティングにおける技術とノウハウ、並びに自社で保有する 3D プリンター等の造形設備を活用し、製品開発における評価・検証等に使用される試作製品や、最終製品に使用される少量量産部品の提供を行っている。また 3D プリンティングにおける長年の経験と実績を活かし、3D プリンターの新材料の開発、AM^{注8} 技術導入支援サービスも行っている。

マニファクチュアリング事業は(1) デジタルものづくり事業領域、(2) 3D プリンター装置導入領域に分けられる。

(1) デジタルものづくり領域

国内最大級の計 41 台 (24 年 6 月末時点) のハイエンド 3D プリンターと豊富な材料バリエーションにより、顧客企業の要望に合わせた部品提供を行っている。顧客企業の AM 活用の加速に向けた共同プロジェクトを推進するサービスも提供している。技術テーマに応じ、設計・解析エンジニアメンバーを含めたチームを編成し、幅広い対応も可能である。

(2) 3D プリンター装置導入領域

米国の 3D Systems Corporation (以下、3D Systems) および日本 HP の日本国内正規代理店として、3D プリンターの販売・運用サポート等を行っている。1990 年から 3D Systems の光造形機を導入し、日本でいち早く光造形の試作サービスを開始しているため、単なる装置販売ではなく、蓄積した生産技術ノウハウを有効活用し、顧客企業が装置を導入する際には、そのニーズに合った生産技術も併せて提案する形で販売している。

◆ 増収率、営業利益、国内エンジニア数を重視している

同社グループは、経営上の目標達成状況を判断するための指標として「売上高対前年増収率」、「営業利益」、「国内エンジニア数」の 3 項目を定めている。このうち、国内エンジニア数はコンサルタントを含めた人数であり、同社グループの売上高及び営業利益の大半を占めるデザイン事業の業績に大きく影響するため重視している。但し、これらの指標について具体的な目標値等は明らかにされておらず、経営管理等のために活用されている。

◆ 自動車向け依存度が高い

同社は自動車、航空機、建設機械、重工業、電気、機械、精密機器、医療機器など幅広く製造業向けを中心にサービスを展開している。23/12 期の産業別売上比率は、自動車産業向けが 69.1%、自動車以外の製造業・建設業向けが 14.6%、サービス業・その他向けが 16.3%となっている。自動車産業向け売上比率が高いが、その中でも、23/12 期には本田技研

工業(7267 東証プライム)向け売上高が連結売上高の 25.5%を占めている。自動車産業では、多くの企業が電動化・自動化等への対応で研究開発費を継続的に積み増すとともに、社外への業務委託を増加させており、同社はその恩恵を受けている。

> ビジネスモデル

◆ デジタルものづくりに強みのあるエンジニアリングサービス

主力のエンジニアリングサービス事業では、請負、準委任、派遣の何れかの契約を結び、顧客に製品開発ノウハウやデジタル技術を提供している。このうち、最もスキルの高いエンジニアは請負契約を結び、次に準委任契約、派遣契約と続く。契約形態毎の売上構成は請負契約と準委任契約が各々3割強、派遣契約が3割弱となっている。請負契約が可能なエンジニアの陣容を拡大させていくことが同社の収益拡大に繋がる。

(注 9) 成果物を納品することで報酬を受ける契約。仕事を完成させる義務はない

(注 10) 技術の提供や労働時間に対して報酬が支払われる契約

派遣契約については、派遣先の指揮命令の下、契約単価と稼働時間に応じた金額を受け取っている。準委任契約については、成果完成型^{注 9}と履行割合型^{注 10}に分けられるが、いずれも同社の指揮命令下で業務を遂行している。

新型コロナウイルス感染症が拡大した際に、サプライチェーンの混乱等で自動車産業を始め多くの製造業では操業度が低下し、開発関連投資も一部抑制されたが、その状況も徐々に緩和され、国内派遣ビジネスの稼働率は改善傾向にある。平均時間単価も上昇傾向が続いている(図表 3)。

【図表 3】国内派遣ビジネスの稼働率、平均時間単価

	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期1Q	24/12期2Q	24/12期3Q
稼働率 (%)	85.8	87.5	94.4	94.9	96.4	90.4	94.0

	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期1Q	24/12期2Q	24/12期3Q
平均時間単価 (円/時間)	4,326	4,339	4,385	4,556	4,697	4,835	4,854

(注) 稼働率は派遣技術者数(研修中の従業員を含む)に対する稼働人員の割合で各々の期中平均値で算出
平均時間単価は経験者。新卒社員を含む全派遣契約の平均時間単価(残業代は除く)

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 固定費率が高い

23/12 期における単体の売上総利益率は 29.0%であった。製造原価明細書によると、当期製造費用に占める割合は材料費が 1.8%、労務費が 77.3%、経費率 20.9%(外注費は 9.5%)と、変動費である材料費や外注費の割合は 10%強に留まっている。なお、外注費はマニュファクチャリング事業における加工費が中心である。

23/12 期における連結の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 4,625 百万円であり、販管費率は 23.0%である。内訳としては、給料が 2,079 百

万円、賞与引当金が 255 百万円、研究開発費が 213 百万円等であり、固定的な費用が多い。営業利益率は 4.4%に留まっている。

◆ 無借金経営で財務体質は健全である

同社の 23/12 期末における自己資本比率は 74.1%であった。無借金経営であり、財務体質は健全である。流動資産は 10,928 百万円、現金及び預金、売掛金が大宗を占めている。固定資産は 2,117 百万円、うち有形固定資産は工場建屋及び構築物・機械装置及び運搬具等で 605 百万円、無形固定資産は 277 百万円、投資その他の資産は繰延税金資産等で 1,233 百万円となっている。なお、23/12 期の設備投資は 139 百万円、減価償却費は 193 百万円であった。

23 年 2 月 7 日の上場には、自己株式の処分(売出)が行われ、24/12 期第 1 四半期末の自己資本比率は 77.6%、流動資産は 12,417 百万円、うち現金及び預金は 7,642 百万円となり、財務健全性は一段と強固になった。

> 業界環境と競合

◆ デザイン事業

主要顧客である自動車業界においては、電動化、自動化等への対応で、研究開発費は継続的に増加しており、社外への業務委託が引き続き増加する見通しである。中でも、同社が得意とするデジタルものづくりの領域については、需要は着実に増加すると予想される。

◆ マニュファクチュアリング事業

主要顧客である自動車関連企業では、例えばアフターパーツ等の少量量産部品について、近年 3D プリンターでの生産が可能になったことで、金型の長期保管・管理が必要なくなった。このようなサプライチェーンの変化、最終製品対応により、3D プリンター関連市場の成長スピードは加速するとみられ、これらの分野で強みを持つ同社サービスへの需要増加が期待できる。

◆ 競合

同社の事業は、デザイン事業(売上構成比約 8 割)とマニュファクチュアリング事業(同約 2 割)で構成されている。デザイン事業の売上高は、エンジニアリングサービス(同約 7 割)とコンサルティングサービス(同約 1 割)に分けられる。

主力事業であるエンジニアリングサービスには、技術者派遣等のオンサイト開発支援サービスの他、設計・解析等のオフサイト受託サービスがある。

同社はこれらのサービスを組み合わせることで顧客企業へ独自の付加価値を提供できるエンジニアリング企業である。この独自のビジネスモデルを持つ競合先は、ほぼ存在しないと言える。

なお、製造業向けを中心とした技術者派遣ビジネスでの競合先は、テクノプロ・ホールディングス(6028 東証プライム)、メイテックグループホールディングス(9744 東証プライム)、アルプス技研(4641 東証プライム)等が挙げられる。これらの企業に比べると同社は、規模は小さいものの、開発部門を中心としたハイエンド領域のサービスに特化しており、独自の成長路線を歩むことが可能と考えられる。

マニファクチュアリング事業では、3D プリンターによる試作部品・少量量産部品の製造だけでなく、3D プリンター装置販売とそれに伴う保守及び材料の開発・供給まで幅広く手掛けている。また、デザイン事業で提供しているエンジニアリングサービスと合わせて AM 技術導入支援も実施できる。この分野では、JMC(5704 東証グロース)等が競合先となるが、鋳物産業向けが主体の JMC とは、ターゲット市場が異なる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 90 年に 3 次元光造形を日本で普及させるために会社設立

同社は、三井金属鉱業(5706 東証プライム)のデトロイト支社でドアロックを設計していた山田真次郎氏が、3 次元光造形機を日本で普及させるために会社を辞め、1990 年に設立したインクスを前身としている。山田氏は、インクス設立後、すぐに、3D Systems の光造形システムを導入し、光造形による試作事業、及び製品開発工程における 3D CAD エンジニアリングサービスを開始した。93 年には 3D Systems と日本における販売代理店契約を締結した。

◆ 97 年に光造形の試作センターを設立

同社は、97 年に川崎市高津区に、R1/高速試作センター1(光造形・粉末造形工場)を設置、翌 98 年には東京都大田区に K1/高速金型センター第 1 工場(金型製造、成形工場)を設置した。01 年には大田区に高速金型センター第 2 工場を設置、02 年には開発製造工程の改革コンサルティングへの需要の高まりを受け、コンサルティング部門を設置するなど業容を拡大させた。

そして、05 年には「ものづくり日本大賞」経済産業大臣賞を受賞、翌 06 年には愛知県豊田市に高速試作センター2(金型製造工場)及び、長野県茅野市に高速金型センターを開設するなどインクスとしてはピークを迎えつつあった。茅野市の高速金型センターは、茅野零(ゼロ)工場と呼ばれ、東京本社から送られてくる CAD/CAM データを使って 24 時間、殆ど無人の体制で、ロボットと NC 工作機械で金型が製造されるという工場であった。

◆ 09年に民事再生手続きを開始

同社は、09年2月、負債総額約147億円で経営破綻、民事再生手続きを開始した。同年11月には民事再生法に基づく再生計画が確定した。06年に当時の売上高の半分近い50億円を掛けて建設した茅野零工場投資、07年には本社を新宿の東京オペラシティーから竣工したばかりの新丸の内ビルディングの最上階に移転したことに伴う多額の家賃負担等が経営の重荷になった。そこに、08年のリーマンショックに端を発した金融危機で主要顧客である自動車メーカーが投資を大きく絞ったことで業績は大幅に悪化。金融機関とのパイプを作らず独立経営だったことで支援を得られず経営破綻した。

◆ 12年に民事再生手続終結決定

12年11月に東京地方裁判所より、民事再生手続終結決定を受領した。殆どの顧客が取引を継続したこともあり、予定より2年早く僅か3年で民事再生手続終結が決定された。

13年には、SOLIZEに商号を変更し、15年には横浜市都筑区にテクニカルセンター（金型造形工場、現・横浜工場）を設置し、米国現地法人SOLIZE USAを設立した。翌16年には神奈川県大和市にGlobal Engineering Center-Yamatoを開設した他、米国、インドにおいてエンジニアリングサービス事業を展開していたCSMグループを子会社化した。また、18年には日本HPと販売代理店契約を締結し、3Dプリンタービジネスの強化を図った。

◆ 上場後も構造改革を進めている

24年2月、同社は東京証券取引所スタンダード市場に上場した。上場後も以下の通り、構造改革を進めている。

マニュファクチュアリング事業の構造改革の一環として、9月末に横浜工場を閉鎖し、大和工場に統合した。横浜工場は賃貸物件で閉鎖に伴う直接的な損失は発生せず、横浜工場の9台の3Dプリンターは大和工場に移設し、従業員は大和工場に異動となった。

7月には、25年1月1日を効力発生日としてソフトウェア事業を分社化することを決議した。今後、更なる事業成長のためには、迅速な経営判断のもと、企業ブランディング、顧客基盤の構築、技術追及等を行っていくことが極めて重要であると判断したことが背景である。

9月には、会社分割による持株会社体制に移行することを決定した。当社事業を、「エンジニアリング・マニュファクチュアリング」、「コンサルティング・エンジニアリング」、「ビジネス・インキュベーション」に分割する計画で効力発生日は25年7月を予定している。

更に 10 月には、SiM24 の全株式を取得し、子会社化した。SiM24 は、パナソニック ホールディングス(6752 東証プライム)の社内ベンチャー制度により 05 年に設立された CAE 受託解析専業会社 (24/3 期売上高 63 百万円、営業利益 4 百万円) で、同社グループとのシナジーが見込める。

◆ 経営理念

同社は、「進化を感動に」という経営理念の下、「知恵と技術をエンジニアリングし、価値創造する」、「『本当に美しいものづくり』を実現する」を使命として掲げている。社名の SOLIZE は、SOL (ラテン語の太陽を意味、人の情熱やエネルギー) +IZE (実現する) という意味の造語である。

◆ 株主

24/12 期半期報告書に記載されている株主の状況は図表 4 の通りである。24 年 6 月末時点において、SOLIZE 従業員持株会が、発行済株式総数の 26.4%を保有している。また、SOLIZE 前社長である古河建規氏の逝去に伴い、故古河氏の親族 5 名が大株主に含まれ、その保有株数合計は発行済株式総数の 30.1%を占めている。それらの結果、大株主上位 10 名の保有比率は 70.3%となっている。

【 図表 4 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年6月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
SOLIZE従業員持株会	1,371,000	26.4%	1	
古河 末由紀	754,800	14.5%	2	前社長親族
篠原 敬一	300,000	5.8%	3	元取締役
東京中小企業投資育成(株)	300,000	5.8%	4	
古河 摩耶	202,500	3.9%	5	前社長親族
古河 慶純	202,500	3.9%	5	前社長親族
古河 陽純	202,500	3.9%	5	前社長親族
古河 真季	202,500	3.9%	5	前社長親族
宮藤 康聡	62,003	1.2%	9	代表取締役社長
田中 瑞樹	60,963	1.2%	10	従業員
(大株主上位10名)	3,658,766	70.3%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	555,600	10.7%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含まず)	5,201,300	86.7%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含む)	6,000,000	100.0%	-	

(注)割合は発行済株式 (自己株式を除く) の総数に対する所有者の割合

(出所) 24/12 期半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の単体ベースの業績は18/12期以降の数値が開示されている。21/12期における経営指標の大幅な変動は、同社を存続会社として、完全子会社であった SOLIZE Engineering、及び SOLIZE Products を 21 年 1 月 1 日付で吸収合併したことによるものである。この合併に伴い、抱合せ株式消滅差益 (2,922 百万円) を計上したため、21/12 期の当期純利益が増加している (図表 5)。

22/12 期は中国で新型コロナ禍によるロックダウンの解除や部品供給不足による生産制約が緩和される期待から景況感が持ち直し、同社の主要顧客である自動車業界でも需要環境が改善した。この結果、単体売上高は回復し、前期比 8.5%増の 15,192 百万円となった。派遣ビジネスの稼働率上昇等で売上総利益率も改善したことなどから、営業利益が同 4 倍強に増加したものの、営業外で補助金収入が減少したことから、単体経常利益は営業増益率を下回る同 66.8%増となった。

23/12 期は、国内自動車業界において、円安の進行や半導体等の供給制約の緩和が進み、景況感は更に改善した。このような状況下、同社はエンジニアやコンサルタントを増員した他、最新型の光造形機を導入するなど設備増強を行なった。単体売上高は前期比 13.7%増の 17,279 百万円に伸長し、営業利益は同 55.9%増となり、営業利益率も 5.6%へと改善した。なお、増収額 (2,087 百万円) の割に営業増益額 (344 百万円) が小幅に留まったのは、体制強化に係る管理費用の負担が増加した影響が大きかった。営業外では補助金収入の減少、上場関連費用の増加があり、経常利益は同 43.2%増と営業増益率を下回った。

【 図表 5 】 単体業績推移

(単位: 百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
売上高	2,139	2,357	2,321	14,007	15,192	17,279
売上総利益	—	—	—	3,658	4,315	5,012
売上総利益率	—	—	—	26.1%	28.4%	29.0%
販売費及び一般管理費	—	—	—	3,515	3,699	4,053
販管費率	—	—	—	25.1%	24.3%	23.5%
営業利益	—	—	—	143	615	959
営業利益率	—	—	—	1.0%	4.0%	5.6%
経常利益	832	676	600	394	657	941
経常利益率	38.9%	28.7%	25.9%	2.8%	4.3%	5.4%
当期純利益	474	502	505	3,031	518	633
期末従業員数 (名)	137	142	152	1,526	1,575	1,680

(注) 18/12 期から 20/12 期までは未監査

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社の連結決算は 21/12 期より開示されている。連結子会社は、12 年に設立した中国・英知創機械科技(上海)有限公司、16 年に買収した米 CSM グループのインド法人及び米国法人の合計 3 社である。

21/12 期は、新型コロナ禍、ロックダウンの影響等で自動車産業をはじめ殆どの産業で生産活動や投資活動が落ち込んでいたため、同社の収益も低水準に留まった。その後、上述したように徐々に事業環境の改善が進んだことに加え、エンジニアやコンサルタントを増員したこともあり、23/12 期までの 2 期間の連結売上高は年平均 12.5%増加した。連結営業利益については、21/12 期の利益水準が低かったことと派遣ビジネスの稼働率上昇等により、年平均で 2.6 倍増という高い伸びを達成した。経常利益については、同期間で年平均 35.1%の増加となった。補助金の減少等から営業利益の伸び率を下回った(図表 6)。

海外連結子会社の収益については開示されていないが、連結収益から単体収益を単純に差し引いた数値を見ると、23/12 期の営業利益の連単差は小幅なマイナスとなることから、利益面では足を引っ張ったものと思われる。

【 図表 6 】 連結業績推移

(単位: 百万円)

	21/12期 実績	22/12期 実績	23/12期 実績
売上高	15,854	17,827	20,081
デザイン事業	12,298	14,373	16,154
マニファクチュアリング事業	3,567	3,454	3,927
売上総利益	4,012	4,813	5,511
売上総利益率	25.3%	27.0%	27.4%
販売費及び一般管理費	3,882	4,133	4,625
販管費率	24.5%	23.2%	23.0%
営業利益	130	680	885
デザイン事業	211	781	998
マニファクチュアリング事業	-81	-101	-112
営業利益率	0.8%	3.8%	4.4%
経常利益	480	711	876
経常利益率	3.0%	4.0%	4.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	292	566	580

連結子会社業績(注)	21/12期	22/12期	23/12期
売上高	1,847	2,635	2,802
営業利益	-13	65	-74

(注) 連結業績から単体業績を差し引いた数値

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 23 年 12 月期決算は前期比 12%増収、30%営業増益

23/12 期連結決算は、売上高が前期比 12.6%増の 20,081 百万円、営業利益が同 30.3%増の 885 百万円、経常利益が同 23.3%増の 876 百万円、

親会社株主に帰属する当期純利益が同 2.4%増の 580 百万円となった(前頁、図表 6)。

事業別売上高については、デザイン事業では、自動車産業を中心に需要環境が改善する中、顧客の設計開発部門へのエンジニア派遣及び、自動車設計に関わる受託業務、サイバーセキュリティサービスの提供等が拡大した他、変革コンサルティングでは自動車産業に加え、建設、プラント、物流分野等で受注が拡大し、前期比 12.4%増となった。マニファクチュアリング事業では、第 4 四半期から需要環境が改善する中、機械メーカー等への 3D プリンターの販売が牽引し、同 13.7%増であった。

売上総利益率は、主に派遣サービスの稼働率向上により前期の 27.0%から 27.4%に上昇した。一方、販管費は前期比 11.9%増の 492 百万円となった。上場に伴う単体管理部門の強化及びグループの営業力強化に伴う人員増加やベースアップ等で、給与が同 19.1%増加したことが主たる要因である。それでも、増収効果により販管費率は前期の 23.2%から 23.0%に低下した。売上総利益率の上昇と販管費率の低下により、営業利益率は前期の 3.8%から 4.4%に上昇した。23/12 期末の連結従業員数は前期末比 114 名増の 1,969 名となった。

営業外収益は 20 百万円、補助金収入の減少で前期比 36 百万円減少した。営業外費用は 30 百万円、上場関連費用が 10 百万円計上されたことなどから同 5 百万円増加した。結果、営業外収支は前期の 31 百万円の黒字から 10 百万円の赤字に転落した。

なお、特別損失として CVC 投資に伴う投資有価証券評価損 74 百万円が計上された。実効税率は、試験研究費税額控除などで 27.6%となった。

なお、上場日である 23 年 2 月 7 日に公表した通期計画に対する達成率は、売上高 101.3%、売上総利益 100.6%、営業利益 102.1%であった。事業別売上高の達成率については、デザイン事業 100.5%、マニファクチュアリング事業 104.7%であった。いずれも計画を小幅上回って着地した。

◆ 24 年 12 月期第 3 四半期累計期間は前年同期比 13%増収、48%営業減益

24/12 期第 3 四半期累計業績は、売上高が前年同期比 13.2%増の 16,411 百万円、営業利益が同 48.4%減の 219 百万円、経常利益が同 53.5%減の 201 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 59.4%減の 114 百万円となった(図表 7)。

【 図表 7 】 24 年 12 月期第 3 四半期累計期間の業績

(単位: 百万円)

	21/12期	22/12期	23/12期		24/12期	
	実績	実績	1-3Q	実績	1-3Q	増減率
売上高	15,584	17,827	14,492	20,081	16,411	13.2%
デザイン事業	12,298	14,373	11,812	16,154	13,497	14.3%
マニュファクチャリング事業	3,607	3,454	2,679	3,927	2,914	8.7%
売上原価	11,841	13,014	10,648	14,569	11,875	11.5%
売上総利益	4,012	4,813	3,843	5,511	4,536	18.0%
売上総利益率	25.7%	27.0%	26.5%	27.4%	27.6%	
販売費及び一般管理費	3,882	4,133	3,417	4,625	4,316	26.3%
販管費率	24.9%	23.2%	23.6%	23.0%	26.3%	
営業利益	130	680	425	885	219	-48.4%
デザイン事業	211	781	582	998	113	-80.5%
マニュファクチャリング事業	-81	-101	-156	-112	105	-
営業利益率	0.8%	3.8%	2.9%	4.4%	1.3%	
経常利益	480	711	433	876	201	-53.5%
経常利益率	3.1%	4.0%	3.0%	4.4%	1.2%	
親会社株主に帰属する当期純利益	292	566	282	580	114	-59.4%

(出所) 決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

同社を取り巻く環境は、認証不正問題の影響に加え、台風や地震など自然災害、為替相場の急激な変動など自動車産業の景況感が悪化する傾向にあったものの、主要顧客の製品設計開発に係る需要は足元の製造販売の動向と異なり、電動化や自動運転等の新規技術に関する開発意欲は高く、強い需要が継続した。

そのような環境下デザイン事業の売上高は、設計開発に係る受託、エンジニア派遣サービス、第三者検証^{注 11}等のソフトウェア開発等の各分野で受注が拡大し、インド子会社でも 3D CAD のソフトウェア販売の受注が拡大したことから、前年同期比 14.3%増となった。

マニュファクチャリング事業では、3D プリンターによる試作品サービスの提供が拡大した他、3D プリンター納入顧客に対するメンテナンスサービスや材料の供給等、保守サービスによる収益も拡大し、売上高は前年同期比 8.7%増となった。

売上総利益率は、将来の収益拡大を目的としたエンジニア及びコンサルタント等の人員の増強を行い、固定費は増加したものの、増収効果が上回り、前年同期の 26.5%から 27.6%に上昇した。

一方、販管費は、給料諸手当の増加の他、経営スピードの加速を目的とした分社化、持株会社化等に関する活動及び関連する人員の増強を行った影響も大きく、前年同期比 26.3%増加し、売上高販管費率は前年同期

(注 11)ソフトウェアの開発者でない者(第三者)が客観的な視点で対象のソフトウェアの品質の検証・評価を行うこと。第三者検証によって、当事者では気づかない不具合や欠陥を検出し、信頼性が高く高品質なソフトウェアを構築することが可能になる。

の 23.6%から 26.3%に大きく上昇した。売上総利益率の改善はあったものの、販管費率の悪化が上回り、営業利益率は前年同期の 2.9%から 1.3%に低下した。

なお、中間期決算発表の際に、中間期業績は計画を小幅ながら上回ったにも拘わらず、通期業績見通しは大幅下方修正された(図表 8)。今期採用計画が未達に終わることが確実な状況下、今後の成長をより確実なものにするため、採用強化費 3 億円、営業及び管理体制強化のための人件費 2 億円を積み増したことが下方修正の主たる要因である。採用強化では、採用に関する成功報酬や 26 年 4 月入社の新卒採用を含め、採用者数を増加させるための採用チャネル拡大等の諸施策費用が大幅に増加する見込みである。営業及び管理体制強化では、分社化を予定しているソフトウェア事業や M&A 等成長分野での新規採用による人件費等が大きく膨れる見込みである。

第 3 半期累計決算は、この下方修正された会社業績計画に対し、ほぼ計画通りの着地となった。

【 図表 8 】 24 年 12 期会社業績計画 (単位: 百万円)

	24/12期会社業績計画		
	期初	修正	修正額
売上高	22,876	22,739	-137
営業利益	977	350	-627

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 技術者派遣ビジネスの競合先と比較

同社の事業は、技術者派遣等のオンサイト開発支援サービスの他、オフサイト受託サービス、コンサルティングサービス、マニュファクチャリング事業から成り、それらを組み合わせることで顧客企業へ独自の付加価値を提供できるエンジニアリング企業である。この独自のビジネスモデルを持つ競合先は、ほぼ存在しないと云える。

そこで、主に製造業向け技術者派遣ビジネスを行うテクノプロ・ホールディングス、メイテックグループホールディングス、アルプス技研を比較対象として選定した(図表 9)。

【 図表 9 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	SOLIZE	テクノプロ・ ホールディングス	メイテックグループ ホールディングス	アルプス技研
		5871 23/12期	6028 24/6期	9744 24/3期	4641 23/12期
規模	売上高 (営業収益)	20,081	219,218	126,976	46,216
	経常利益	876	22,139	17,667	5,053
	総資産	13,045	152,651	90,761	25,025
収益性	自己資本利益率	5.8	19.1	26.1	22.7
	総資産経常利益率	6.6	14.9	20.2	20.5
	売上高営業利益率	4.4	10.0	13.9	10.8
成長性	売上高 (2年平均成長率)	12.5	10.7	8.9	8.5
	経常利益 (同上)	35.1	2.8	16.8	5.1
	総資産 (同上)	2.1	3.7	5.5	5.4
安全性	自己資本比率	74.1	52.9	52.6	67.2
	流動比率	345.7	150.7	289.9	245.8
	固定長期適合率	21.4	69.7	24.6	33.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社の決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、M&A で業容を拡大してきたテクノプロ・ホールディングスが全ての項目で首位に立っている。また、1987年に上場したメイテックグループホールディングス、社歴が50年以上のアルプス技研の規模も同社を大きく上回っている。

収益性では、同社の自己資本利益率は5.8%、総資産経常利益率は6.6%、売上高営業利益率は4.4%と、比較対象3社に劣後している。

財務の安全性に関しては、自己資本比率、流動比率、固定長期適合率の何れでも1位であり、その水準も高い。

成長性については、売上高、経常利益の項目で1位。総資産の伸びでは4位に留まっている。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模かつ収益性が低いが、財務の安全性と成長性で魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は現場で培った実践力と暗黙知の可視化・数値化
 同社の知的資本の源泉は、多様なものづくりの現場で培った実践力、暗黙知（意思決定ロジック）等の可視化・数値化技術をベースとした同社独自の метод論にある。（図表 10）。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・大手完成車メーカー向けを中心に自動車産業向け売上構成が約7割を占める。特に本田技研工業向け比率が高い。 ・自動車関連以外の顧客にも幅広く展開	・本田技研工業向け売上高（デザイン事業、マニユファクチャリング事業） ・製造業、建設関連、医療ヘルスケア、金融など幅広い分野で顧客のサービス・ソリューションを提供	5,117百万円（23/12期）全売上の25.5%を占める。
	ブランド ・前身のインクス時代から3Dプリンター技術には定評がある。	・3Dプリンターを導入してからの経過年数 ・国内最大級の計41台のハイエンド3Dプリンターを保有（24年6月末）	34年（24年12月時点） 粉末造形機13台、光造形機17台、インクジェット式2台、金属造形機9台
	事業パートナー ・同社の顧客こそ最大の事業パートナー ・3Dプリンターの販売	・顧客のデジタルものづくりを革新し続けることで、顧客の開発及び変革パートナーとなり、開発力の増大に貢献している。例えば、トヨタ自動車は、3Dプリンター製の部品供給を行う部品メーカーとして初めてSOLIZEを認定仕入先として登録 ・3D Systems及びHPの日本国内正規代理店	トヨタのLEXUS LC500のオイルクーラダクトに採用されたSOLIZEの3Dプリント製品は温室効果ガス37%削減
組織資本	・全社変革(Corporation Transformation、以下CXと記す)を実行中。	・CX第1フェーズ（2020～2024年） 目的：企業体として組織・プロセス・戦略等を再構築することで、次の成長に向けた基盤構築 ・CX第2フェーズ（2025～2033年） 目的：当社グループ使命を実現する企業体への変容	
	プロセス ・経営上の目標の達成を状況判断するための客観的な指標	売上高対前年増加率 営業利益 国内エンジニア数（含 コンサルタント）	12.6% 885百万円 1,283名
	・主力事業である「デザイン事業」では、同社エンジニアが顧客企業の製品開発において、製品開発ノウハウ・技術等を直接提供している。この「デザイン事業」は、エンジニアリングサービスとコンサルティングサービスに分けられる。	・デザイン事業売上高 ・デザイン事業セグメント利益 ・デザイン事業従業員数 ・デザイン事業国内派遣ビジネスの稼働率	16,154百万円 998百万円 1,674名 94.9%
	・「マニユファクチャリング」では、顧客企業に対して同社グループ保有の3Dプリンター等の設備による試作モデル製作、最終製品に使用する少量生産部品の製作、及び3Dプリンターの代理店販売・補修サポート等を行っている。	・マニユファクチャリング事業連結売上高 ・マニユファクチャリング事業セグメント利益 ・マニユファクチャリング事業従業員数	3,927百万円 △112百万円 148名
	知的財産 ノウハウ ・多様なものづくりの現場で培った「実践力」、暗黙知まで踏み込む徹底した可視化・数値化技術をベースとした独自のメソッドに基づくコンサルティングによる「変革力」を組み合わせたサービスを提供することで、高い貢献価値を実現している。 ・デザイン事業ではライフサイクルアセスメントを行うためのツール開発、マニユファクチャリング事業では3Dプリンターによる製品製造（材料、形状、加工技術）、製造プロセス等の研究を継続している。	・デジタルエンジニアリング及びデジタルマニユファクチャリングのサービス提供 研究開発費	30年以上 213百万円
人的資本	経営陣 ・宮藤社長は、SOLIZEの前身であるインクスに2005年に入社、2019年以降同社の経営に専任している ・宮藤社長による高い経営へのコミットメント	・宮藤社長の経営従事年数 ・2005年にインクス入社、2009年2月の民事再生手続き開始以降も再生に向け管理部門に従事	5年9ヵ月（24年12月時点） 2010年1月人事総務部長
	従業員 重視する経営指標のひとつが国内エンジニア数。経験者採用及び新卒採用でエンジニア数は毎年着実に増加している インセンティブ制度	・従業員数（単体） ・平均年齢（単体） ・重視する国内エンジニア数は着実に増加 ・ストックオプション ・従業員持株会	1,680名 36.0歳 20年末1,060名、21年末1,101名、22年末1,205名、23年末1,283名、24年6月末1,389名 555.6千株（9.3%） 1,371千株（26.4%、24年6月末）

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、23/12期または23/12期末のもの。カッコ内は発行済株式総数に対する比率（出所）決算短信、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社の強みは、「実践力」と「変革力」にある。実践力とは、多様なものづくりの現場で培ったデジタルエンジニアリング・デジタルマニュファクチュアリングの豊富な経験に基づき、顧客の製品開発を支援するサービスである。一方、変革力とは、暗黙知(意思決定ロジック)まで踏み込む徹底した可視化・数値化技術ベースとした組織知を活性化させる独自の метод論に基づき、顧客の競争優位性を支援するサービスである。

これらの実践力と変革力を組み合わせたサービスを提供することができる力が、同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

> ESG活動の分析

(注12)Life Cycle Engineeringの略称。環境的、社会的、経済的に持続可能な製品等のライフサイクルシステムのデザインとマネジメントのための技術体系

(注13)Design for Environmentの略称。製品の製造やサービスの提供に際して、その設計、企画段階において環境負荷を可能な限り低減させることを目指すこと。環境適合設計または環境配慮設計などとも表現される

(注14)Scopeとは、温室効果ガスの排出量を測定する範囲。Scope1は、自社での燃料等の使用に伴う直接的な排出量。Scope2は、自社が購入した電気等による間接的な排出量。Scope3は、Scope1、Scope2以外の、原料調達、物流、販売等のバリューチェーンで発生した自社の事業活動に関連した他社の排出量を指す

◆ 環境対応 (Environment)

当社グループは、循環型社会の実現に向けて、『『本質的に美しいものづくり』を実現する』を使命として掲げている。この中で、開発から製造、消費、廃棄や再利用の過程で、ものづくりが人間社会と地球環境の中で調和することを目指している。

今後、環境配慮の優先度は機能・性能・コストと同等レベルになることが予想されるなか、環境配慮設計の在り方を進化させることを目指し、LCE^{注12}、DfE^{注13}などエンジニアに必要なスキルを身につけさせる教育を実施している。上流の設計段階から環境に配慮することで、カーボンニュートラルの世界を目指すという難題に対して、パートナー企業と連携しながら取り組みを進めている。この成果の一例として、トヨタのLEXUS LC500のオイルクーラーダクトに当社が開発・製造した3Dプリンター製品が採用されたことが挙げられる。この製品は従来製品より温室効果ガスを37%削減できた。

また、社内においては、自社の事業活動におけるCO₂排出削減にも取り組んでいる。具体的には、社用車にZEV(電気自動車や燃料電池車などのゼロエミッション車)を採用、事業所の電力の再生エネルギーへの転換等を実施。自社起因の温室効果ガス排出量(Scope1およびScope2^{注14})について、30年までにカーボンニュートラル化を実現することを目標にしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社はデジタルものづくりを革新し続けることで、顧客の開発及び変革パートナーとなり、開発力の増大に貢献することを表明しており、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

また、社内においては、人材の育成及び男女協働、障がい者雇用、高齢者雇用、外国籍社員の採用などダイバーシティ&インクルージョンについ

(注 15)「子育てサポート企業」として、厚生労働大臣の認定を受けた証。次世代育成支援対策推進法に基づき、一般事業主行動計画を策定した企業のうち、計画に定めた目標を達成し、一定の基準を満たした企業は、申請を行うことによって「子育てサポート企業」として、厚生労働大臣の認定(くるみん認定)を受けることができる

でも積極的に取り組んでいる。なお、子育て支援では、19年に「くるみん認定^{注15}」を取得している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は監査役会設置会社である。取締役会は取締役 4 名 (うち社外取締役 2 名) で構成されている。

社外取締役の鈴木弘之氏は、トヨタ自動車(7201 東証プライム)から日野自動車(7205 東証プライム)に転じ、常務役員、技監を務め、20 年 3 月に同社の社外取締役に就任した。同じく社外取締役の長坂武見氏は武蔵監査法人(現 EY 新日本有限責任監査法人)からソニー(現ソニーグループ(6758 東証プライム))に転じ、業務執行役員、シニアアドバイザーを務め、16 年 3 月に同社の取締役に就任した。現在、ナブテスコ(6268 東証プライム)の社外監査役、大王製紙(3880 東証プライム)の社外監査役を兼任している。

監査役会は 3 名の社外監査役(うち、常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名)で構成されている。常勤の山田英剛氏は小西六写真工業(現コニカミノルタ(4902 東証プライム))において取締役、常勤監査役、調査役を務め、15 年 3 月に同社監査役に就任した。

非常勤監査役である富原洋一氏は、トヨタ自動車販売(現トヨタ自動車)からトヨタファイナンシャルサービス・欧州アフリカリージョンに転じ、会長兼 CEO を務めた後、16 年 3 月に同社監査役に就任した。

同じく非常勤監査役である河元哲史氏は、日立製作所(6501 東証プライム)に入社、クラリオン常務取締役、日立製作所のエネルギー業務統括本部本部員を歴任、20 年 12 月、同社監査役に就任した。

23/12 期において、取締役会は 16 回開催され、宮藤取締役、鈴木取締役、長坂取締役は全ての取締役会に出席している。なお、木下取締役は 23 年 3 月の定時株主総会において選任されて以降開催された取締役会 13 回のすべてに出席した。

監査役会については、23/12 期 16 回開催され、3 名の監査役は全ての監査役会に出席した。

なお、23/12 期において、弁護士の中島茂氏、長坂武見社外取締役、富原洋一社外監査役、宮藤康聡社内取締役、山田英剛社外監査役の 5 名で構成される指名・報酬・ガバナンス委員会は 5 回開催され、全委員は全ての委員会に出席している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ SOLIZE グループ全体の事業上の課題

(1) 人材の採用と育成システムの維持・強化が課題

業容拡大に向け、人材の採用と育成システムの維持・強化が同社グループ全体で最大の課題である。特に、経験者の採用を強化し、ハイエンドビジネスの成長を目指している。ここ数年、全体で毎年 200 名規模の採用を行っているが、退職率 (23/12 期は 7.9%) は業界平均並みであり、毎年実質 100 名前後の増加に留まっている (図表 11)。

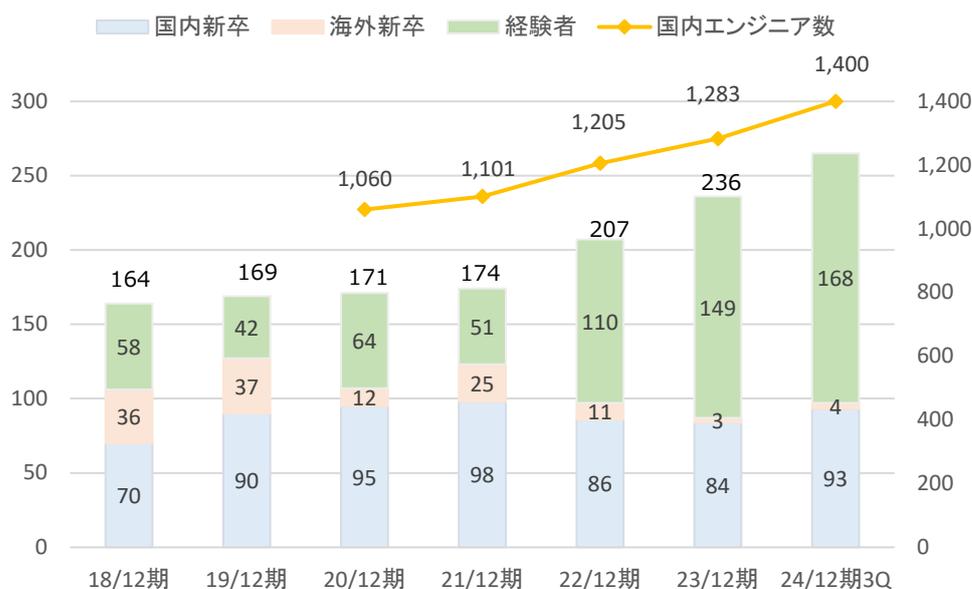
顧客の高い期待に応えるプロフェッショナル集団で在り続けるために、提案型エンジニアの育成及び定期的なトレーニングやスキルテストの実施による継続的な能力向上等、エンジニアの成長を促すための人材育成システムを備えており、これを維持・強化していく方針である。

一定程度の経験年数を積み重ねたシニアのエンジニア人材については、より高単価な受託開発のプロジェクトリーダー、コンサルティングサービスを提供するコンサルタントといった分野にシフトすることで、1 人当たり売上高を増やし、事業を拡大させる方針である。

(2) グローバルサポート体制の強化

同社は、サービスの海外展開、海外事業の開発に取り組んでいるが、海外市場におけるビジネスチャンスを十分取り込めていない。今後、グローバルサポート体制の強化が課題である。

【 図表 11 】 国内採用者・国内エンジニアの推移



(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

(注 16)次世代の分散型インターネットのこと。ブロックチェーン等の技術を活用してデータを分散管理することにより、データはプラットフォームのサーバーを経由することなく、ユーザー自身で管理・運用できるようにする

(注 17)Education と Technology を組み合わせた造語。テクノロジーを用いて教育を支援する仕組みやサービスを指す。e ラーニングが対面学習のオンライン化を意味することが多いのに対し、EdTech ではテクノロジーの力を活用し、学習体験を変革することで新たな教育の価値を引き出すことを目指している

(3)CVC 投資

同社のデジタルテクノロジーの強みを活かしてイノベーション創出に寄与し、ものづくりを中心とした社会課題解決に繋がる領域を対象としたCVC 投資も積極的に進めている。主な投資対象領域は、AI、XR、IoT、ドローン、サイバーセキュリティ、Web3^{注 16}、EdTech^{注 17}である。こうした投資については、投資先企業の事業が計画通りに進まない場合、同社グループの経営に影響を与える可能性がある。

◆ 自動車関連産業への依存度の高さ

同社売上高の約 7 割が自動車関連産業向けである。今後、グローバル競争激化で、日系自動車メーカーにおいて、急激な販売台数の減少や業績悪化が長期にわたり継続した場合、同社の業績並びに財務状態に影響を与える点には留意が必要である。自動車関連の売上を拡大すると同時に、自動車関連以外の業界へのサービス展開・拡大も課題である。

◆ デザイン事業の課題

(1)総合的なデジタルエンジニアリング体制の確立

顧客のニーズが複雑化・高度化するなか、総合的なデジタルエンジニアリング体制の確立が課題である。従来からの設計・解析・MBD の領域に加え、ソフトウェア、XR 及びサイバーセキュリティ領域のサービス提供を加えることで対応する方針である。総合的なサービス提供という観点では、マニファクチュアリング事業との連携も重要になる。

(2)変革コンサルティングサービスの拡大

顧客の経営課題が年々複雑化するなか、同社グループのエンジニアリングサービスの領域も拡張されている。そのための人材の採用と育成を含めた体制強化及びサービス範囲の拡大が課題である。

◆ マニファクチュアリング事業の課題

(1)金属造形技術の確立と顧客への訴求

従来、樹脂材料による樹脂パーツの製作が主体であったが、金属粉末を材料とした金属造形へのニーズが高まっている。この分野については、同社グループが保有するエンジニアリング力と日本最大級の金属 3D プリンター工場を有効活用することが重要となる。

(2)少量量産領域への事業拡大

3D プリンター技術はこれまでの概念を覆す魅力や性能をもった製品を生み出す可能性を秘めている。また、長期にわたる補給部品の金型管理等、メンテナンスコストが大きく低減できることなどで、3D プリンターによる最終製品への製作ニーズが高まっている。この流れに対応するために技術力とノウハウを蓄積し、顧客へ少量生産の価値を訴求し、当事業の規模拡大と価値向上を図ることが課題である。

> 今後の事業戦略

◆ 成長目標を公表

同社は、24/12 期第 3 四半期決算発表と同時に中長期の成長目標を公表した。目指す姿として、人間の創造性と企業に求められる公益性を軸にデジタルテクノロジーを通じて様々な制約を超え、次世代の「ものづくり」、「企業運営」そして「社会」を変革する担い手を目指すことを掲げている。

これまで「デジタルものづくり」というコア領域で培った実践と変革を応用することで、提供価値の拡大を推進し、27 年に売上高 400 億円、33 年には売上高 1,000 億円を目標としている。

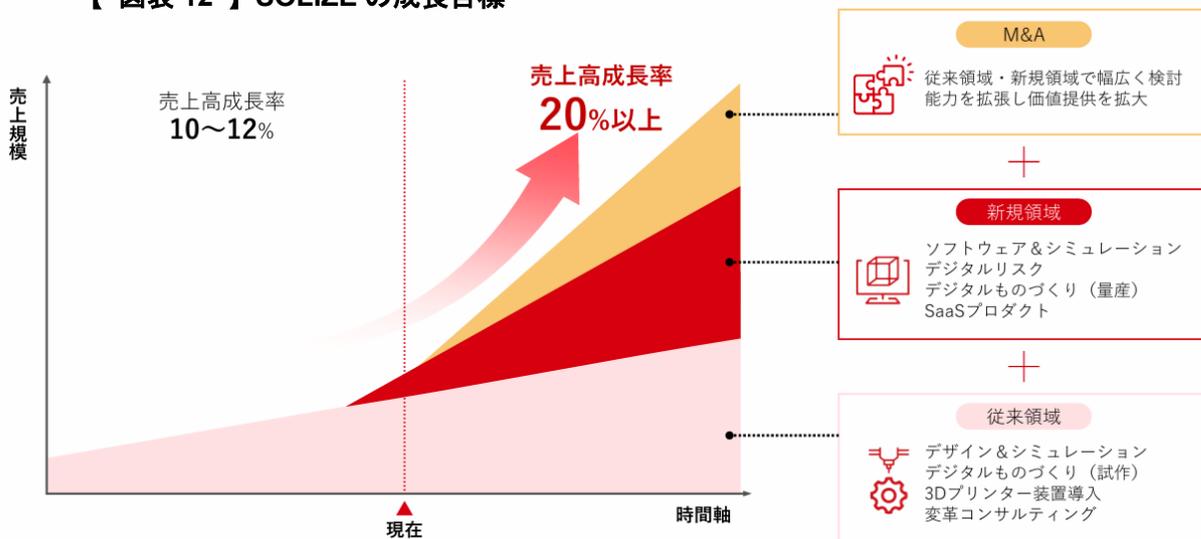
この目標を達成するために、従来領域と新規領域の掛け合わせによる成長に加え、M&A による成長速度を加速する計画である(図表 12)。

新規領域の事業としては、XR 等のソフトウェア&シミュレーション領域、脅威/脆弱性分析・リスクアセスメント等のデジタルリスク領域の他、デジタルものづくりでは量産部品の拡販が中心となる見込みである。

M&A での事業拡張に向け、24 年 4 月にはエムアウト^{注18}の元代表取締役の中島宏史氏を投資戦略担当の上席執行役員として招聘した。同社の能力を拡張し価値提供を上げられるような M&A を実施していく方針である。

(注 18) エムアウトは、ミスミグループを創業した田口弘氏によって、2002 年に創業された企業。「マーケットアウト」という独自の哲学を礎として 50 以上の新規事業開発に取り組んできた。「マーケットアウト」とは、顧客の視点だけでビジネスを発想することで、本当に求められているものを創り出す開発手法

【 図表 12 】 SOLIZE の成長目標

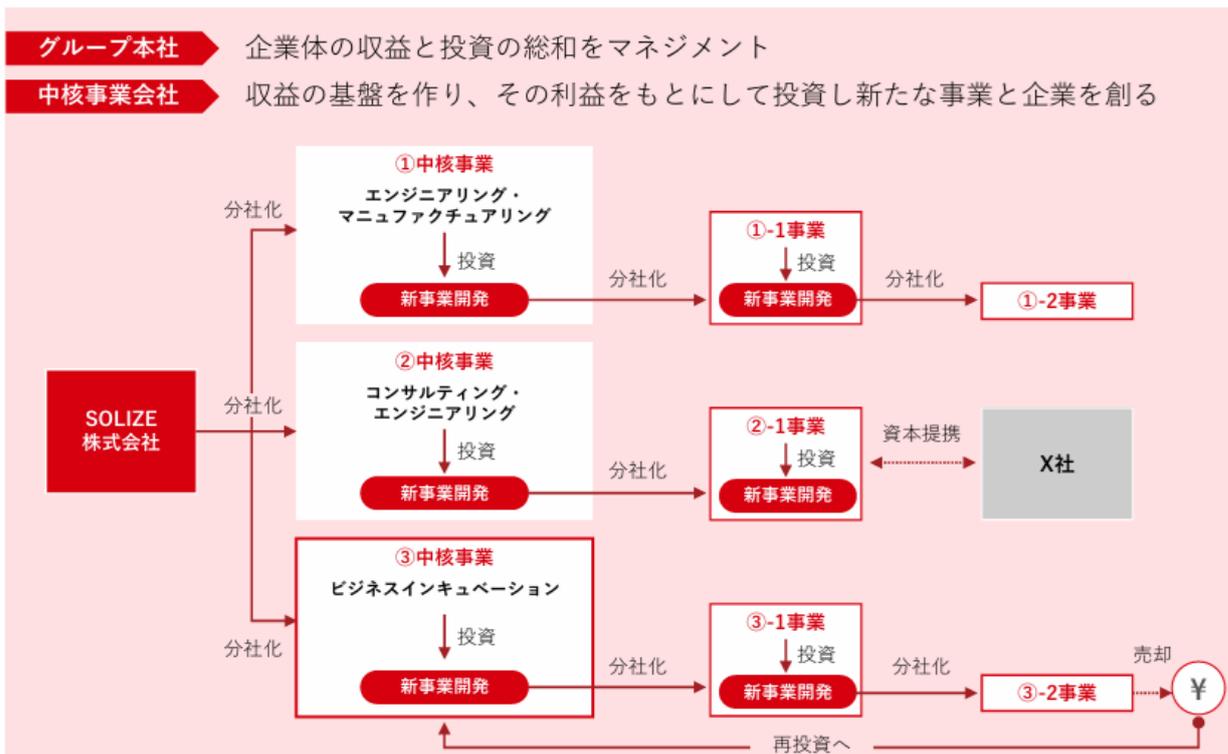


(出所) 決算説明資料

同社は、収益事業の利益をもとに新事業及び新会社を創り、価値を生み出す企業体を構築することで成長を継続する考えである(図表 13)。成長目標実現に向けて持株会社体制への移行を決定し、エンジニアリング・マニュファクチャリング事業、コンサルティング・エンジニアリング事業、及

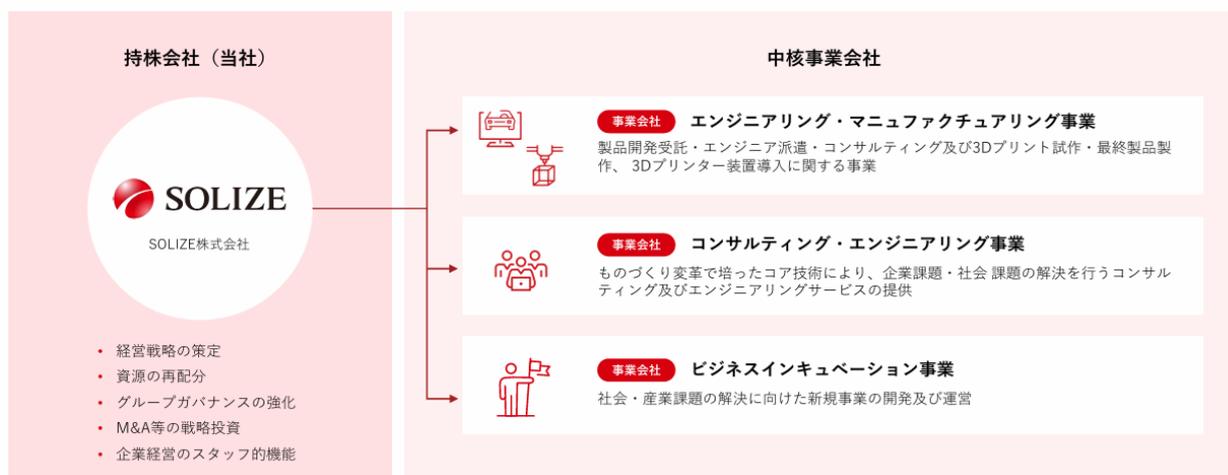
びビジネス・インキュベーション事業の3つの中核事業会社は事業特性に沿った「自主自立運営」を実践し、事業拡大に注力する。持株会社は、経営戦略の策定、資源の再配分、M&A等の戦略投資等を中心とした「グループ経営」に特化することになる(図表14)。

【図表13】 SOLIZEの成長モデル



(出所) 決算説明資料

【図表14】 持株会社体制への移行



(出所) 決算説明資料

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・製品開発から生産工程まで幅広くサービスを提供できる力を持つこと ・3Dプリンター技術に強みを持ち、試作モデル製作、少量量産部品まで提供できること ・暗黙知(意思決定ロジック)まで踏み込んだコンサルティングサービスに強みを持つこと ・「エンジニアリング、マニファクチュアリング、コンサルティング」の能力を同時に持っていること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・製造業向け人材派遣業としては、業界大手との比較で規模が小さく人材採用力に劣る面があること ・日系自動車メーカーへの依存度が高いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・主要顧客である自動車業界では、電動化・自動化等への対応で研究開発費が継続的に増加する見通しであり、その恩恵を受けること ・XR等のソフトウェア&シミュレーション領域、脅威/脆弱性分析・リスクアセスメント等のデジタルリスク領域等の新規事業領域での成長が見込めること ・アフターパーツ等の少量量産部品について、3Dプリンターでの生産が可能になってきたこと
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・主要顧客である日系自動車メーカーの弱体化による研究開発投資の縮小 ・人材獲得競争の激化により、想定よりも採用が進まなかったり、退職者数が増えたりすること

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

◆ サービスの高度化・複雑化に対応する戦略と組織再編

顧客の求めるサービスの高度化・複雑化に対応するために、「従来の事業領域と新規領域の事業を掛け合わせることで付加価値を向上させ、成長を目指す」という同社の戦略について、当センターでは適切な戦略であると評価している。

また、スピード感をもって新たなステージに事業を拡大させるために、持株会社体制への変更についても、3つの中核事業が各々の価値の最大化を狙うことで、部分最適であっても全体最適につながらない可能性を排除できない点はあるが、基本、評価している。各事業体間の人員流動化については考えていないようだが、総合的なエンジニアリングサービスが求められる流れがある中、非効率的な運営にならないように、持株会社を中心となって管理していく必要があると考える。

> 今後の業績見通し

◆ 24年12月期会社計画は16%増収、3%営業増益

24/12期の会社計画は、売上高 22,739 百万円(前期比 13.2%増)、営業利益 350 百万円(同 60.5%減)、経常利益 327 百万円(同 62.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 182 百万円(同 68.5%減)である(図表 16)。

同社は、期初時点でも、中間期決算発表時に通期業績見通しの下方修正を発表した時点でも、事業セグメント別の売上高、売上総利益、販管費等の見通しを公表していない。

【 図表 16 】 24 年 12 月期会社計画

(単位: 百万円)

	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期会社計画		増減率
	実績	実績	実績	期初	修正	
売上高	15,854	17,827	20,081	22,876	22,739	13.2%
デザイン事業	12,298	14,373	16,154			
マニュファクチャリング事業	3,567	3,454	3,927			
売上総利益	4,012	4,813	5,511			
売上総利益率	25.3%	27.0%	27.4%			
販売費及び一般管理費	3,882	4,133	4,625			
販管費率	24.5%	23.2%	23.0%			
営業利益	130	680	885	977	350	-60.5%
デザイン事業	211	781	998			
マニュファクチャリング事業	-81	-101	-112			
営業利益率	0.8%	3.8%	4.4%	4.3%	1.5%	
経常利益	480	711	876	978	327	-62.7%
経常利益率	3.0%	4.0%	4.4%	4.3%	1.4%	
親会社株主に帰属する当期純利益	292	566	580	667	182	-68.5%

(出所) 有価証券届出書、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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、24/12 期第 3 四半期累計実績と同社の施策等を考慮し、同社の 24/12 期業績を、売上高 22,800 百万円（前期比 13.5%増）、営業利益 360 百万円（同 59.3%減）、経常利益 335 百万円（同 61.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 186 百万円（同 67.8%減）と予想する（図表 17）。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位: 百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
損益計算書						
売上高	17,827	20,081	22,793	22,800	26,500	31,000
前期比	12.4%	12.6%	13.5%	13.5%	16.2%	17.0%
製品別						
デザイン事業	14,373	16,154		18,500	21,700	25,600
マニュファクチャリング事業	3,454	3,927		4,300	4,800	5,400
売上総利益	4,813	5,511		6,250	7,400	8,700
売上総利益率	26.9%	27.4%		27.4%	27.9%	28.1%
販売費及び一般管理費	4,133	4,625		5,890	6,700	7,700
販管費率	23.2%	23.0%		25.8%	25.3%	24.8%
営業利益	680	885	350	360	700	1,000
前期比	423.1%	30.1%	-60.5%	-59.3%	94.4%	42.9%
営業利益率	3.8%	4.4%	1.5%	1.5%	2.6%	3.2%
経常利益	711	876	327	335	700	1,000
前期比	48.1%	23.2%	-62.7%	-61.8%	109.0%	42.9%
経常利益率	3.9%	4.3%	1.4%	1.4%	2.6%	3.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	566	580	182	186	457	654
前期比	93.8%	2.5%	-68.6%	-67.8%	145.2%	42.9%

(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

事業別売上高については、デザイン事業は、自動車産業向けを中心に設計開発に係る受託やエンジニア派遣等が牽引し 18,500 百万円（前期比 14.5%増）と予想した。マニファクチュアリング事業は、3D プリンターによる試作が堅調で 4,300 百万円（同 9.5%増）と予想した。

売上総利益率は、人員増強等による固定費増を増収効果等が相殺し、前期比横ばいの 27.4%と予想した。一方、販管費は、人件費上昇や業容拡大に伴う人員増強、採用関連費用積み増し等で前期比 27.4%増の 5,890 百万円、販管費率は、同 2.8%ポイント上昇の 25.8%に上昇すると予想した。

25/12 期は、売上高 26,500 百万円（前期比 16.2%増）、営業利益 700 百万円（同 94.4%増）と予想した。

事業別売上高については、デザイン事業では引き続き自動車業界向け内外装品等の設計開発業務で増加を見込み、21,700 百万円（前期比 17.3%増）と予想した。マニファクチュアリング事業については、3D プリンターによる少量量産部品の拡大等を見込み、4,800 百万円（同 11.6%増）と予想した。

売上総利益率は、増収に伴う固定費負担の軽減等を想定し、前期比 0.5%ポイント上昇の 27.9%と予想した。一方、販管費は、持株会社化に伴う諸費用、M&A 関連費用、業容拡大に伴う営業及び管理関連人件費の増加等で 6,700 百万円（前期比 13.7%増）と予想した。結果、販管費率は前期比 0.5%ポイント低下の 25.3%と予想した。

26/12 期は、売上高 31,000 百万円（前期比 17.0%増）、営業利益 1,000 百万円（同 42.9%増）と予想した。営業利益率は 3.2%に上昇する予想としたが、26/12 期においても同社は依然として中長期成長に向けた先行投資段階にとどまると予想した。

事業別売上高については、デザイン事業では従来ビジネスに加え、ソフトウェア、デジタルリスク等の新規領域の売上も加わり、25,600 百万円（前期比 18.0%増）と高い伸びが続くと予想した。マニファクチュアリング事業は、前期に続き 3D プリンターによる少量量産部品の拡大等で、5,400 百万円（同 12.5%増）と予想する。

売上総利益率については、増収効果の他、ソフトウェア販売など人手に依らない売上増加も加わり前期比 0.2%ポイント増の 28.1%と若干の改善を見込んだ。販管費についても先行投資費用の増加は続くものの、売上高の伸びが上回り、販管費率は 24.8%と同 0.5%ポイントの改善を予想した。

なお、同社は、株主還元を経営の最重要課題のひとつとして捉え、内部留保を確保しつつ、安定的に配当を行うことを基本方針としている。このような方針のもと、年間の配当額は前期末の連結純資産の2.5%程度を目安にすることを表明している。当センターでもこの会社方針に沿った配当が支払われる前提で業績予想を行った。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
貸借対照表						
現預金	7,288	6,209		7,011	6,758	6,606
受取手形、売掛金及び契約資産	3,441	3,933		4,465	5,190	6,071
棚卸資産	469	422		560	650	761
その他	360	364		280	267	251
流動資産	11,558	10,928		12,316	12,865	13,689
有形固定資産	590	605		708	728	748
無形固定資産	348	277		242	210	180
投資その他の資産	1,171	1,233		1,334	1,334	1,334
固定資産	2,110	2,117		2,284	2,272	2,262
資産合計	13,669	13,045		14,600	15,137	15,951
仕入債務	1,153	1,205		1,337	1,554	1,818
未払法人税等	327	140		76	141	204
その他	1,601	1,816		1,757	1,979	2,227
流動負債	3,081	3,161		3,170	3,674	4,249
資産除去債務	144	141		152	152	152
その他	119	73		60	60	60
固定負債	263	214		212	212	212
純資産合計	10,324	9,669		10,472	10,669	11,053
(自己資本)	10,324	9,669		10,472	10,669	11,053
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	701	802		317	700	1,000
減価償却費	187	193		200	210	220
売上債権及び契約資産の増減額 (-は増加)	-404	-474		-532	-724	-881
棚卸資産の増減額 (-は増加)	46	49		-57	-77	-94
仕入債務の増減額 (-は減少)	32	56		132	216	263
その他	238	223		-37	274	354
法人税等の支払額	67	-361		-193	-177	-283
営業活動によるキャッシュ・フロー	867	488		-171	421	578
有形固定資産の取得による支出	-157	-107		-200	-220	-250
無形固定資産の取得による支出	-54	-31		-50	-60	-70
その他	-197	-137		-104	-100	-100
投資活動によるキャッシュ・フロー	-408	-275		-354	-380	-420
自己株式の処分による収入	-	-1,122		1,556	0	0
配当金の支払額	-87	-170		-178	-244	-260
その他	-42	-46		-27	-50	-50
財務活動によるキャッシュ・フロー	-129	-1,339		1,351	-294	-310
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	397	-1,101		801	-254	-152
現金及び現金同等物の期首残高	6,883	7,281		6,179	6,981	6,728
現金及び現金同等物の期末残高	7,281	6,179		6,981	6,728	6,576

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 人材採用と育成

同社グループが事業を拡大し、継続的に成長していくためには、顧客企業とともに製品開発における高い価値を生み出すことが出来る人材の採用と育成が最大の課題である。計画通り人材採用と育成が進まない場合、同社が掲げる成長目標が達成できない可能性がある。

◆ 日系自動車産業に対する依存度の高さ

同社グループの売上高の約 7 割が日系を中心とした自動車関連産業向けである。今後、グローバル競争激化で日系自動車メーカーにおいて、急激な販売台数の減少や業績悪化が長期にわたり継続した場合、同社の業績並びに財務状態に影響を与える可能性がある。

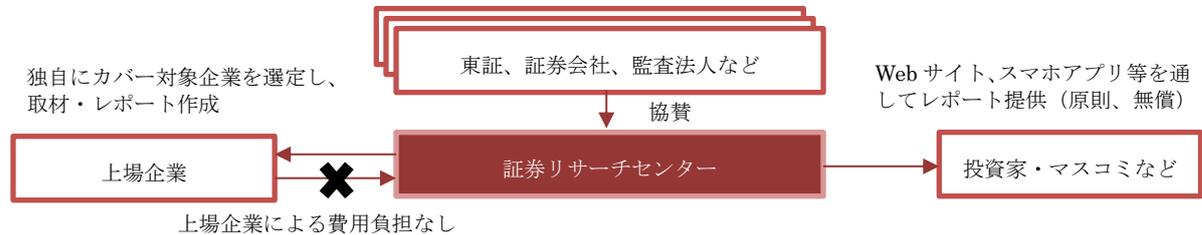
◆ 大株主の株式売却リスク

前社長である古河建規氏が 19 年に急逝され、現在、故古河氏の親族 5 名が大株主に含まれ、その合計保有株数(24 年 6 月末時点)は発行済株式数(自己株式を含まず)の 30.1%を占めている。5 名の親族は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

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

■後援

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

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、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。