

ワコム (6727)

新たな成長ステージに備える

2024年8月6日

カバレッジ開始

- デジタルインク、ドローイング市場のリーダーが新たな技術価値の実装に挑む - ワコムはグラフィックタブレット(以下、ペンタブレット製品)、ペンディスプレイ(以下、ディスプレイ製品)および関連のデジタルインターフェイスソリューションの開発を専門とするテクノロジー企業。自社ブランド製品の高い評価を武器に、OEMソリューション市場に事業を拡大している。一方、汎用タブレットへの需要シフトや買い替えサイクル長期化など市場構造変化を踏まえ、売上構成と収益の質の改善を図るべく、サービスを中心とする成長エンジンの開発に着手。デジタルインクの専門知識を生かし、教育市場を重点分野に据えている。サービスの商用化は始まっており、同社は「Wacom Chapter 4」の中期経営方針(2026年3月期~2029年3月期)の柱とするこれら成長イニシアチブにより事業拡大を目指す。

成長への統合的アプローチ

- 持続的成長、商品ポートフォリオ刷新と構造改革、新サービスへの事業拡大がテーマ - ワコムが成長イニシアチブで目指しているのは、(1)デジタルインク、ドローイング市場における持続的成長、(2)2期連続で赤字に陥ったブランド製品事業の商品ポートフォリオ刷新と構造改革による黒字化、(3)新たな成長エンジンとなるAI、XR空間、セキュリティ、リモートと掛け合わせたサービスの実装とそれによる売上総利益率の高いリカーリング収入の創出および同社技術のインストールベース拡大。
- ESG - 当社の「アストリス・サステナビリティ」モデルのスコアカードにおけるワコムのスコアは「Amber」。
- バリュエーション - 当社の業績予想に基づくと、ワコム株は2025年3月期予想PER13.6倍、同FCF利回り8.0%で取引されている。30億円の自社株買いを前提とした株主総利回りは6.8%で、資本が充実しているため、2026年3月期と2027年3月期にも将来の企業価値を創出するため成長投資を主軸とした当社のキャピタルアロケーションの考え方を踏まえて、年間30億円程度の自社株買い継続も可能と当社は予想している。

| 年度末 | 3/23 | 3/24 | 3/25E | 3/26E | 3/27E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高(10億円) | 112.73 | 118.79 | 123.91 | 128.93 | 133.36 |
| 営業利益(10億円) | 2.01 | 7.06 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 純利益(10億円) | 1.79 | 4.56 | 6.69 | 9.38 | 10.55 |
| EPS(円) | 11.34 | 29.64 | 43.50 | 60.96 | 68.53 |
| 1株当たり配当(円) | 20.00 | 20.00 | 21.75 | 30.48 | 34.26 |
| 売上高伸び率(%) | +3.6 | +5.4 | +4.3 | +4.1 | +3.4 |
| 営業利益成長率(%) | -84.5 | +250.6 | +29.9 | +40.1 | +12.4 |
| 純利益成長率(%) | -83.6 | +154.5 | +46.7 | +40.1 | +12.4 |
| EPS成長率(%) | -83.3 | +161.5 | +46.7 | +40.1 | +12.4 |
| PER(倍) | 52.2 | 20.0 | 13.6 | 9.7 | 8.6 |
| EV/EBITDA(倍) | 16.5 | 7.2 | 6.0 | 4.5 | 4.1 |
| EV/売上高(倍) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| PBR(倍) | 2.1 | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| ROE(%) | 4.3 | 11.9 | 17.6 | 21.4 | 20.4 |
| ROCE(%) | 4.5 | 15.4 | 18.4 | 22.4 | 22.0 |
| FCF利回り(%) | (3.0) | 17.5 | 8.0 | 12.9 | 12.4 |
| 配当利回り(%) | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 株主還元利回り(%) | 5.7 | 12.1 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |

出所:会社データ、アストリス・アドバイザー(推定)

株価:592円 時価総額:864億円



出所:ブルームバーグ

| リターン | 年初来 | 1か月 | 3か月 | 12か月 |
|-------|-------|-------|-------|------|
| 絶対(%) | -9.9 | -27.5 | -1.3 | -3.1 |
| 相対(%) | -12.4 | -14.1 | +10.6 | -9.5 |

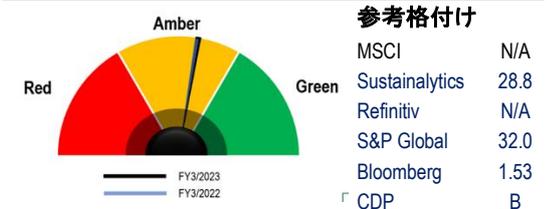
| セクター |
|-------------------------|
| 電子部品-その他 |
| テクノロジーハードウェア、ストレージ&周辺機器 |

| 株式データ | |
|------------------------|-------------|
| 株価(円) | 592 |
| 時価総額(10億円) | 86.4 |
| 時価総額(100万ドル) | 593.0 |
| 52週レンジ(円) | 507-848 |
| 発行済株式数(100万株) | 146.0 |
| 日次平均出来高(100万ドル) | 3.3 |
| 浮動株(%) | 85.9 |
| 外国人株式保有比率(%) | 43.6 |
| コード | 6727 |
| 取引所 | Tokyo Prime |
| 純有利子負債/自己資本(倍) | N/A |
| FFOレバレッジ(倍) | N/A |
| ブルームバーグ 買い ホールド 売り | 1 1 0 |

出所:ブルームバーグ

事業概要
ワコムはペンタブレット製品、ディスプレイ製品、および関連のデジタルインターフェイスソリューションの開発を専門とするテクノロジー企業。

アストリス・サステナビリティ ESG レーティング



次のイベント

2024年8月:2025年3月期第1四半期決算

電話:+81 3 6868 8797

Eメール:Corporateresearch@astrisadvisory.com

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている。

内容

| | |
|-----------------------------|----|
| サマリー | 3 |
| 会社概要 | 4 |
| 経営理念 | 10 |
| ビジネスモデル | 11 |
| 同業他社グループ分析 | 13 |
| バランスシート | 17 |
| 資本配分 | 18 |
| 最近の業績 | 20 |
| 中期計画 | 23 |
| 当社の業績予想と主な前提条件 | 26 |
| 会社情報 | 28 |
| アストリス・クオンツシート | 31 |
| アストリス・サステナビリティ ESG 評価 | 33 |
| 投資家とのディスカッションポイント | 35 |



サマリー

ワコムはデジタルインク市場のリーダーでグラフィックタブレット、ペンディスプレイ、OEM ソリューションを専門とする

次期中期経営方針の主な目的は(1)デジタルインク、ライティング市場の拡大、(2)ブランド製品事業の黒字化定着、(3)新たな成長エンジンの商用化と市場実装

ワコムはペンタブレット製品、ディスプレイ製品、および関連のデジタルインターフェイスソリューションの開発を専門とするテクノロジー企業。大きく分けると、ブランド製品事業で市場をリードする自社製品を提供し、テクノロジーソリューション事業で Samsung、Lenovo、HP などの大手ブランド向け OEM ソリューションを提供している。

同社は現在、2026 年 3 月期からスタートする次期中期経営方針「Wacom Chapter 4」に合わせて新たな成長ステージに向けた事業変革の準備を進めている。その主な目的は次のとおり。

- 技術進歩と導入拡大を通じたデジタルインク、ドローイング市場の持続的成長。
- ブランド製品事業セグメントの商品ポートフォリオ刷新と構造改革による黒字化。同セグメントは、プロ向け市場での支持が高く、OEM 関係構築のきっかけにもなる自社ブランド製品を提供している。
- 新たな成長エンジンの商用化と市場実装。これは AI、XR 技術、セキュリティ、クラウドとの掛け合わせによる新サービスで、リカーリング収入の創出と収益の質の改善を目指す。

同社は 2023 年 5 月に以下を次期中期経営方針期間における主な財務目標イメージとして掲げていた(25 年 5 月にアップデート予定)。

- 事業規模: 売上高 1500 億円±10%
- 収益性: 営業利益率 10%前後(過去 5 年平均は 7.2%)

当社(アストリス・アドバイザリー)の予想では、ワコムは以下を通じて中期成長を達成するとみられる。

- OEM 案件を引き続き拡大し、テクノロジーソリューション事業において着実な売上成長を達成。
- ブランド製品事業の商品ポートフォリオ刷新と構造改革により黒字化が定着。
- リカーリングサービス収益の創出により売上構成を改善し、営業利益率のさらなる改善。

当社の予想に基づくと、ワコム株は 2025 年 3 月期予想 PER13.6 倍、同 FCF 利回り 8.0%、同株主総利回り 6.8%で取引されている。

会社概要

概要

ワコムはデジタルペン・タブレット分野のリーダー企業

1983年に設立されたワコムは、ペンタブレット製品、ディスプレイ製品、および関連のデジタルインターフェイスソリューションの開発を専門とするテクノロジー企業で、エントリーモデルからプロフェッショナル向けまで幅広い自社ブランド製品を製造するとともに、Samsung、Lenovo、HP、富士通などの大手エレクトロニクス・PCブランド向けにOEMソリューションを提供している。同社は、世界のアーティスト、デザイナー、クリエイターに使用され、支持される高品質の製品で知られる高いブランド力を誇る。

ワコムのキーテクノロジーは、EMR(電磁誘導)とアクティブES(アクティブ静電結合)の両方式を展開するデジタルペン技術に加えて、WILL(Wacom Ink Layer Language)に代表されるデジタルインク技術の「Universal Ink Model」があり、デジタルペンのストロークデータをサービスに最適なフォーマットに変換する。特許を取得した知的財産である同技術は手書き分析に適用可能で、クリエイティブな入力の可視化、学習進捗状況の把握などが用例として挙げられる。

キーテクノロジーの一つは特許を取得した Universal Ink Model

ワコムは、タブレットを用いたオンライン学習コースを運営する国内教育サービス大手のZ会(株)増進会ホールディングス)と業務提携し、EdTech(教育テクノロジー)セクターに進出している。ナレッジグラフ(AI)ベースの学習体験活用とデジタルペンのストロークデータ分析により、生徒のユーザーインタラクション改善や個人に合わせた学習、高度な解析が可能になる。手書きの生データにアクセスできるという点で、ワコムはEdTechセクターで学習管理システム(LMS)を積極的に展開している同業他社(Moodle、Google Classroomなど)よりも上流工程で競争優位に立てる。

EdTechセクターに進出

同社は以下を主な目標としている。

- 技術進歩と導入拡大を通してデジタルインク、ドローイング市場を成長させる。
- プロ向け市場での支持が高く、OEM関係構築のきっかけにもなるブランド製品事業(自社ブランド事業セグメント)の商品ポートフォリオ刷新と構造改革により業績を回復させ黒字化する。
- 次期中期経営方針「Wacom Chapter 4」(2026年3月期~2029年3月期)の方向性で示された次世代の成長エンジンの商用化と実装。これにはAI、XR空間、セキュリティ、クラウドとの掛け合わせによるサービスが含まれる。

主な目標は、(1)デジタルインク、ライティング市場の拡大、(2)ブランド製品事業セグメントの黒字化定着、(3)新たな成長エンジンの市場実装

当社はワコムが積極的な変革を目指して努力し、新たな成長イニシアチブを推進していると考えている。業績の可視性を向上する必要があるが、サービス収入とライセンス収入の導入により売上構成は改善し、これらのリカーリング収入が業績の安定性を向上するだろう。

ワコムには2つの主要事業セグメントがある。

- **ブランド製品事業** – クリエイターや企業向けにワコムブランドの製品・ソリューションを提供。



- **テクノロジーソリューション事業** – スマートフォン、タブレット PC、電子書籍、その他デバイス分野の OEM 先企業向けにテクノロジーソリューションを提供。

デジタルインク、ドローイング業界での長期にわたる実績

主な沿革

| 年月 | 事項 |
|----------|--|
| 1983年7月 | 埼玉県上尾市において株式会社ワコムを設立 |
| 1984年4月 | 世界初のコードレスカーソルのペンタブレット「WT シリーズ」発表 |
| 1987年9月 | 世界初のコードレス・電池レスペンタブレット「SD シリーズ」発表 |
| 2002年4月 | ペンセンサーコンポーネント分野(現テクノロジーソリューション事業)に進出 |
| 2003年4月 | 日本証券業協会 JASDAQ 市場上場 |
| 2005年12月 | 東京証券取引所市場第一部上場 |
| 2021年5月 | 「Wacom Chapter 3」中期経営方針(2022年3月期～2025年3月期)発表 |
| 2022年4月 | 東京証券取引所プライム市場に移行 |

出所: 会社データ

事業セグメント別データ

ワコムには2つの主要事業セグメントがある。

現在のセグメントの詳細

| 事業セグメント | 概要 | 製品ライン |
|-----------------|--|--|
| ブランド製品事業 | クリエイティブ系の個人ユーザーや企業向けにワコムブランドの製品・ソリューションを提供。 | - ディスプレイ - ペンタブレット - 液晶サインタブレット |
| テクノロジーソリューション事業 | スマホ、タブレット、その他デバイス分野の OEM 先企業向けにテクノロジーソリューションを提供。 | アクティブ静電結合方式(アクティブ ES)/EMR®(電磁誘導方式) デジタルペン技術ソリューション |

出所: 会社データ

相互運用性と標準化

ワコムは様々なデバイスやプラットフォーム上で標準化されたデジタルペン体験を提供する「Universal Pen Framework」を展開している。これは各種デバイス上でシームレスに機能し、デバイスごとに異なるペンを用意する必要がない。

これとは別に、「USI (Universal Stylus Initiative)」と呼ばれる各種メーカーの幅広いデバイス間の相互互換性を確保するための業界標準規格がある。

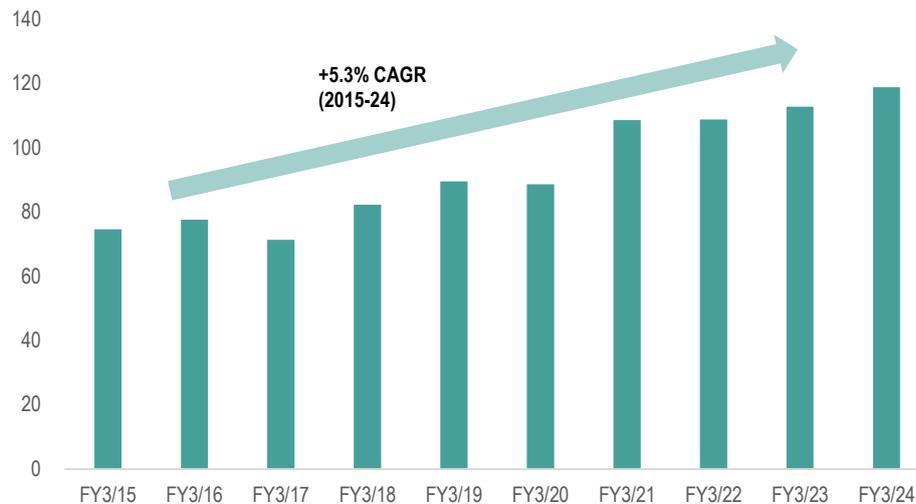
Universal Pen Framework と USI はともにデジタルペン体験の簡素化と標準化を目的としているが、ワコムの Universal Pen Framework がワコムのデバイスと同社の提携先のデバイスとの互換性を意図した独自のソリューションであるのに対し、USI は様々なメーカーのデバイス間の相互互換性を促進するためのオープンな業界標準規格である。

売上高のトレンド

デジタルペンは 1980 年代にワコムにより技術が確立されたが、2015 年の Apple Pencil 発売を機に一般ユーザーにも広く利用されるようになった。ワコムの総売上高の過去 10 年間年平均成長率は 5.3% で、世界のデジタルペン市場の 10~15% の年平均成長率 (当社推定) に比べると低い。

一桁の着実な売上成長

売上高の年別推移 (十億円)

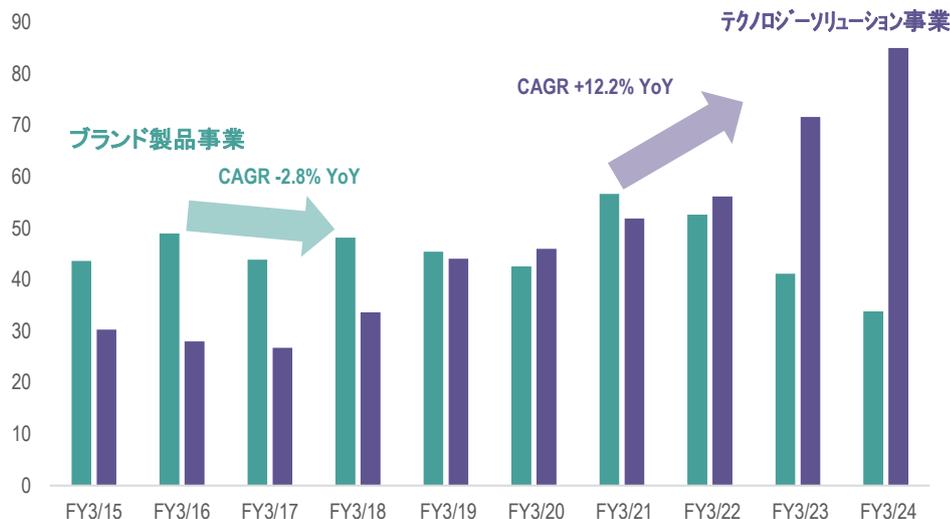


出所: 会社データ

事業セグメント別には、テクノロジーソリューション事業は市場と足並みを揃えて成長したが、ブランド製品事業の成長は一貫性を欠いている。

テクノロジーソリューション事業の成長は市場と同程度

事業セグメント別売上高の推移 (十億円)



出所: 会社データ

注: 2019 年 3 月期と 2024 年 3 月期にセグメント別売上高の区分調整発生。



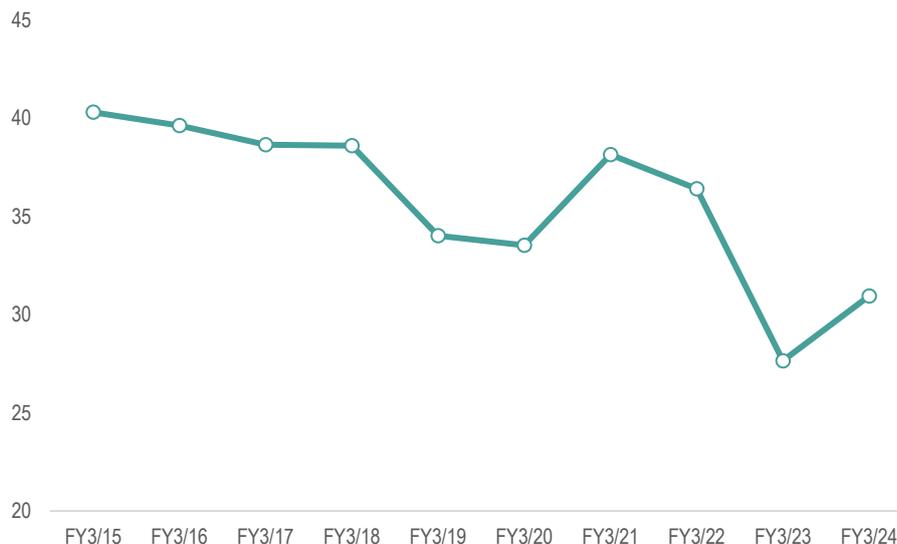
この結果から以下の結論が導かれる。

- デジタルペンの普及は拡大しており、Apple の一部の競合企業はワコムと提携して OEM ソリューションの提供を受けることでこれに対応した。これまでの実績から見て、ワコムは OEM ソリューションの技術革新と強化に成功しているようだ。
- ブランド製品事業の業績が安定しない要因は、製品アップグレードのサイクルと関連もあるが、クリエイティブ用途以外での汎用性のある Apple の iPad 製品への需要シフトに起因している。デジタルペンの普及に伴い、特にエントリー～ミドルクラス市場への新規参入もある。

収益性の推移

過去 10 年間にテクノロジーソリューション事業(ヒストリカルには売上総利益率、売上高販管費率ともに低い)の OEM ソリューションの売上構成比が拡大し、ブランド製品事業(ヒストリカルには売上総利益率、売上高販管費率ともに高い)の売上構成比が低下したことから、売上総利益率はほぼ一貫して低下している。

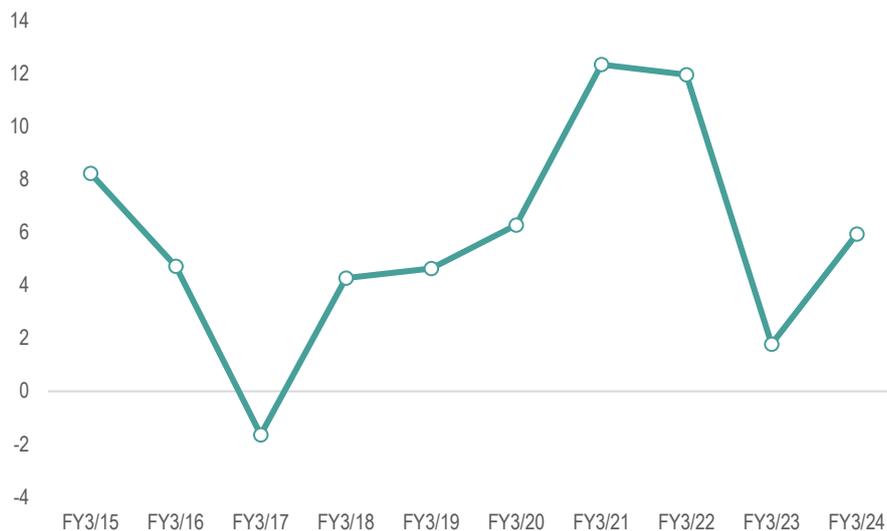
売上総利益率の年別推移 (%)



出所: 会社データ

営業利益率はブランド製品事業セグメントの業績により大きく変動
OEM ソリューションのビジネスモデルは、ブランドプレミアムが小さい反面、マーケティングコストも少ない

営業利益率 (%) の年別推移

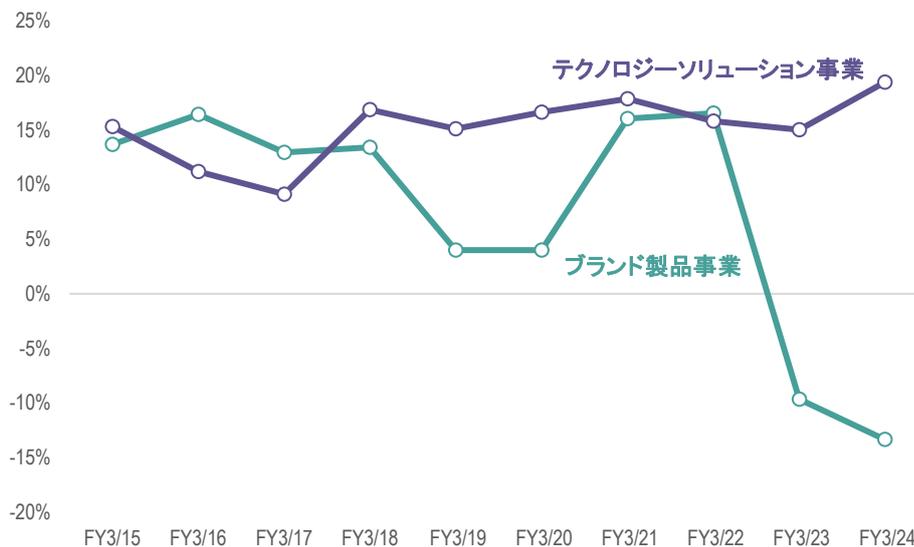


出所: 会社データ

テクノロジーソリューション事業の収益性は、セグメント全体では安定しているようである。

テクノロジーソリューション事業の収益性は安定

セグメント利益率の推移



出所: 会社データ

ブランド製品事業のボラティリティを高めた要因は以下のとおり。

- コロナ禍に端を発した巣ごもり(在宅趣味)やリモートワーク(DX)特需の発生(2021年3月期と2022年3月期)とその反動減による売上減少。その急激な需



要変化に対処するための一時的な在庫関連の処理費用計上(特に 2023 年 3 月期と 2024 年 3 月期)。

- ミドル～ローエンドのペンタブレット市場における市場構造変化の発現(2019 年 3 月期と 2020 年 3 月期)。

グループ会社

ワコムには海外に 10 社のグループ会社がある。

グループ会社

| 会社名 | 関係 | 持分比率 (%) | 事業内容 |
|---|----|----------|---------------------------------------|
| ワコムヨーロッパ Wacom Europe (Germany) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の欧州、 アフリカ、中東での販売・開発。 |
| ワコムテクノロジー Wacom Technology (USA) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の北中南 米での販売・開発。 |
| ワコムチャイナ Wacom China (China) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の中国 (香港を除く)での販売・開発。 |
| ワコムコリア Wacom Korea (South Korea) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の韓国で の開発・販売。 |
| ワコムオーストラリア Wacom Australia (Australia) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品のオセア ニアでの販売。 |
| ワコムホンコン Wacom Hong Kong (Hong Kong) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の香港で の販売。 |
| ワコムシンガポール Wacom Singapore (Singapore) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の東南ア ジアおよび南アジアでの販売。 |
| ワコム台湾インフォメーション Wacom Taiwan Information (Taiwan) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品の台湾で の販売・開発。 |
| ワコムインド Wacom India (India) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品のインド での販売。 |
| ワコムベトナムサイエンスアンドテ クノロジー Wacom Vietnam Science and Technology Limited Liability Company (Vietnam) | 連結 | 100.0 | ワコムの電子機器製品のベトナム での生産管理および品質管 理。 |

出所: 会社データ

経営理念

デジタルインク、ドローイング技術のリーダーシップを標榜

ワコムは、デジタルペンとインクの革新的な独自技術を通じて「デジタルで描(書)く」という体験を顧客に届ける「テクノロジー・リーダーシップ・カンパニー」を自認している。

同社が目指しているのは、「ライフロング・インク」という約束に沿って、ワコムの技術に基づく「人間にとって意味のある体験」を長い時間軸で人と社会に提供し続け、より人間らしい世界を創ることである。

マテリアリティ(重要課題)

ワコムは以下をマテリアリティとして設定している。

- 技術会社として技術や商品、サービスのポートフォリオを拡大し、新たな価値や事業を創出。
- ワコム一社の活動のみならず、コミュニティを形成しながら価値創造と社会的責任を遂行。
- 環境への取り組み(TCFD や JCI フレームワークへの賛同など)と併せて、技術と商品を通じて持続可能な社会の実現に貢献。
- 個の尊重をベースとした成長空間を提供。
- 多様な視点による質の高いガバナンス体制を構築。



ビジネスモデル

主要な概念と固有の強み

一般に、テクノロジーハードウェア企業は以下の方法で売上と収益を生み出す。

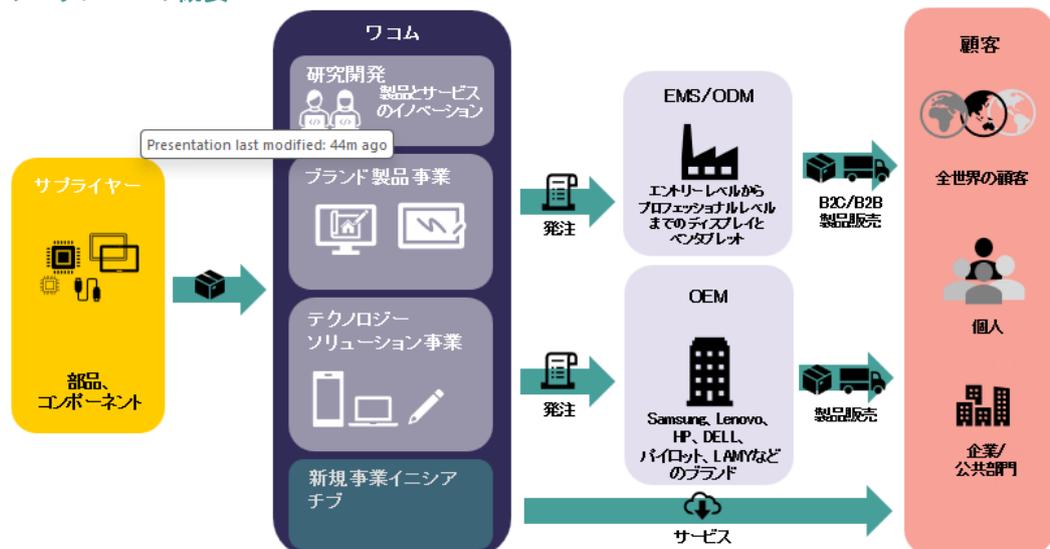
- イノベーションと競争力の高い製品・サービスを開発するための研究開発投資により、常に競合他社の先を行く。
- 強力なブランドと評判を確立することで顧客(エンドユーザーおよび OEM 顧客)を獲得する。
- 大手デバイスメーカーやソフトウェアプロバイダーとの戦略的提携により、プラットフォームに依存しないプレーヤーとして互換性を確保し、シームレスな体験を提供する。

ワコムのビジネスモデルは以下に重点を置いていると当社はみている。

- 電子デバイスへのデジタルペンの搭載率を引き上げ、OEM ソリューションを通じて自社製品のインストールベースを拡大する。
- ブランド製品事業の商品ポートフォリオ刷新と構造改革による黒字化の定着を前提に、クリエイティブ・コミュニティでのブランド地位と信頼を維持し、プロユーザーを頂点とするジョウロ(ファネル)効果を発揮する。
- 多様なコミュニティと築いてきたパートナーシップを生かし、新たなサービス事業を開発する。

ワークフロー

ワークフローの概要



出所: 会社データ

注: EMS(電子機器受託製造)、ODM(相手先商標の設計製造)、OEM(相手先商標の製造)

競争優位性

ワコムの競争優位性は次の点にあると当社は考えている。

- **デジタルインクとストロークデータへのアクセス** – ワコムは特許を取得した独自のデジタルペン技術に加え、デジタルインクと称した「Universal Ink Model」を運用。同モデルはデジタルペンのストロークデータ(筆圧、ペン角度など)を手書き分析に利用可能なフォーマットに変換する。この技術は、EdTech における学習管理システム(LMS)との連携など、新たなサービスや技術モジュールの開発に活用できる。
- **ブランドと評判** – ワコムは画期的な製品を生み出してきた実績により高い評価を得ており、クリエイティブ業界からの支持が厚い。
- **強固な財務基盤** – 資本は十分で、事業投資を継続できる状態にある。

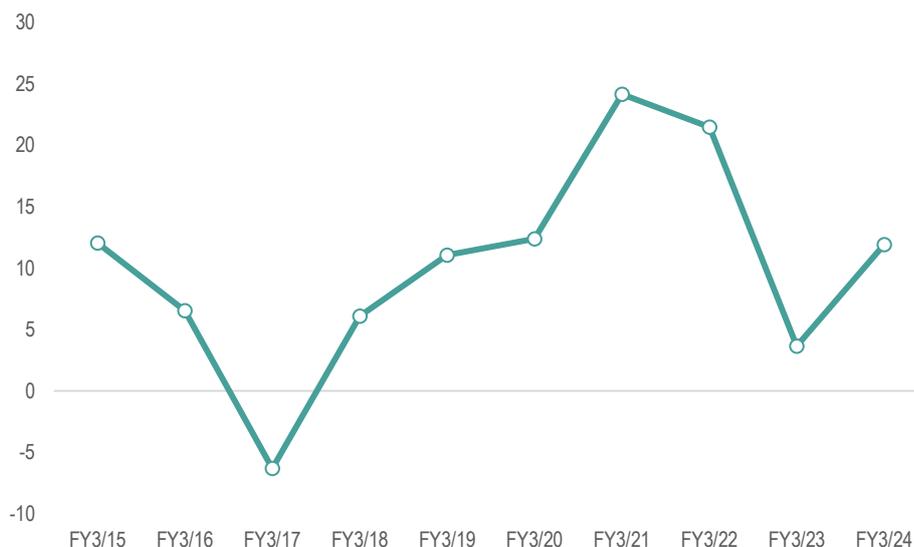
ROIC

ROIC は企業の価値創造力を示す重要な指標であると当社は考えている。ワコムの過去10年平均のROICは10.3%で、最高24.2%から最低-6.1%までのレンジ内で大きく変動している。このことから、同社は総じて資本コストを上回るリターンを生み出してきたことが読み取れる。このトレンドは長期的に持続するだろう。

ROICの変動は、市場環境や技術的な問題、競争関係の変化、事業リスクなどを反映した業績低迷に起因しているとみられる。2017年3月期と2023年3月期の顕著な低下の要因はブランド製品事業の不振にある。サービス導入による事業変革の取り組みは、ROICの安定性向上につながるだろう。

ROIC は総じて満足のいく水準にあるが、変動が激しい

ROIC の年別推移 (%)



出所:ブルームバーグ

同業他社グループ分析

ワコムの収益性とバリュエーションを評価するため、以下の同業他社を分析対象として選定した。直接比較が可能な同業上場企業が存在しないことから、PC周辺機器や電子ペーパー、デジタルコンテンツ制作・管理などの分野の企業が含まれている。

- **国内企業** – 特殊モニターを手がける EIZO など、PC周辺機器・アクセサリのメーカー。
- **海外企業** – PCアクセサリメーカーの Logitech、Turtle Beach、ハプティック技術を専門とする Immersion Corporation、デジタルコンテンツのエコシステムの Adobe、電子ペーパーの E Ink Holdings。

国内同業他社

| 会社名 | 概要 |
|-----------------|--|
| エレコム株式会社 | PC 周辺機器・アクセサリを設計・製造するファブレス企業。 |
| 株式会社メルコホールディングス | ネットワークストレージおよびコンピュータ周辺製品を専門とするファブレスメーカー。 |
| EIZO 株式会社 | クリエイティブワーク、医療、産業、航空管制などの市場で用いられる特殊モニターを製造。 |
| 株式会社 MCJ | PCおよびPCハードウェアアクセサリを製造。 |

出所: 会社データ、ブルームバーグ

海外同業他社

| 会社名 | 概要 |
|-----------------------------|--|
| Logitech International S.A. | PC 周辺機器および各種デジタルプラットフォーム向けデバイスを設計・製造。 |
| Turtle Beach Corporation | ゲーミングオーディオ技術と PC 周辺機器の専門メーカー。 |
| Adobe Inc. | クリエイイター、企業、教育機関向けにデジタルコンテンツの制作・管理・配信を可能にするソフトウェアとサービスを提供。 |
| Immersion Corporation | スマホ、ゲームコントローラー、タッチパッド、およびその他デバイスに採用されるハプティック技術を手がけるタッチテクノロジーの専門企業。 |
| E Ink Holdings Inc | 電子ペーパーディスプレイ(EPD)開発のパイオニアで市場リーダーとして知られる台湾企業。 |

出所: 会社データ、ブルームバーグ

主な分析結果

- **収益性** – ハードウェア主体とソフトウェア主体のビジネスモデルは収益性の点で好対照を成しており、後者は直近 12 カ月に二桁の営業利益率を達成している。ハードウェア企業では過去 10 年平均の営業利益率が現在の水準よりも高く、コモディティ化、熾烈な競争、コンポーネントのコスト変動の影響がうかがえる。
- **バリュエーション**
 - バリュエーションについても、収益性と同様に、ハードウェア企業とソフトウェア企業で対照的な傾向が見られ、ソフトウェア企業のほうが高い収益性と成長期待を反映してバリュエーション倍率が高い。
 - ハードウェア企業は業界成長の成熟度が相対的に高いことを反映して、PBR が低く、配当利回りが高い傾向がある。

- **利益の持続可能性(過去 5 年間の実績):**
 - 国内の同業ハードウェア企業は売上成長率が一桁前半で安定しているのに対し、海外のソフトウェア企業やライセンス事業主体の企業は不安定ながらも比較的高い売上成長を達成している(Immersion の売上高は 5 年前に一時的要因により押し上げられている)。
 - ROE と ROA は、国内同業他社では横ばいから低下、海外同業他社では二桁の上昇(Turtle Beach Corporation を除く)を示している。したがって、国内同業他社は十分なリターンを生み出すのが難しく、根本的な戦略上の問題に直面している可能性があると考えられる。
- ワコムについては、当社は次の点に注目している。
 - 収益性は国内同業他社並みだが、サービスに戦略的重点を置くことで売上構成の改善が期待できる。
 - 運転資金管理の改善により、予想 FCF 利回りは 8.0%と、国内同業他社平均の 3.9%を上回っている。
 - PBR は 2.4 倍で国内同業他社を大きく上回り、最近の株主還元に対する積極的姿勢が反映されている。過去 10 年平均の PBR は 2.9 倍。
 - 新たな成長イニシアチブの実行はビジネスモデルのポジティブな変革につながるため、バリュエーション倍率上昇のきっかけになる可能性がある。

当社の結論として、ワコムのバリュエーションは市場の成長期待がさほど高くないことを反映している。しかし、2026 年 3 月期より実装期間に入る新たな成長イニシアチブが着実に実行されれば、再評価を促す材料になりうる。



ハードウェア企業とソフトウェア企業の違い

主要な収益性・バリュエーション指標の同業他社分析

| ティッカー | 会社名 | 時価総額 (百万ドル) | 収益性 | | | | バリュエーション | | | | | |
|-------------|-----------------------------|----------------|---------------------------|------------------------|----------------------|---------------------|------------------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------------|------------------------|-------------|
| | | | 直近 12 カ月 の営業 利益率(%) | 10 年平均営 業利益率 (%) | 直近 12 カ月 の ROE(%) | 10 年平均の ROIC (%) | EV/EBITDA 12 ヵ月先 予想(倍) | EV/売上高 12 ヵ月先予 想(倍) | 配当利回り 12 ヵ月先予 想(%) | FCF 利回り 12 ヵ月先予 想(%) | PER 12 ヵ月先予 想(%) | PBR (倍) |
| 6727 JP | Wacom | 593 | 5.9 | 5.9 | 11.9 | 10.2 | 6.0 | 0.6 | 3.4 | 8.0- | 13.6 | 2.4 |
| <i>国内企業</i> | | | | | | | | | | | | |
| 6750 JP | Elecom Co., Ltd. | 824 | 11.2 | 12.1 | 11.9 | 15.0 | 3.8 | 0.5 | 3.3 | 5.5 | 11.1 | 1.4 |
| 6676 JP | Melco Holdings Inc. | 295 | 1.8 | 5.4 | 4.8 | 7.4 | 5.4 | 0.2 | 3.7 | 2.2 | 16.8 | 0.7 |
| 6737 JP | EIZO Corp. | 578 | 4.9 | 8.2 | 4.4 | 4.9 | 7.6 | 0.8 | 5.4 | - | 15.0 | 0.6 |
| 6670 JP | MCJ Co., Ltd. | 436 | 9.2 | 7.2 | 16.7 | 12.5 | 3.5 | 0.4 | 4.2 | - | 8.0 | 1.4 |
| 平均 | | | 6.8 | 8.3 | 9.4 | 10.0 | 5.1 | 0.5 | 4.2 | 3.9 | 12.7 | 1.0 |
| <i>海外企業</i> | | | | | | | | | | | | |
| LOGI US | Logitech International S.A. | 12,983 | 13.9 | 11.2 | 27.3 | 23.1 | 15.0 | 2.6 | 1.5 | 5.1 | 19.3 | 5.8 |
| HEAR US | Turtle Beach Corporation | 274 | -3.9 | -0.6 | -10.3 | -4.0 | 5.1 | 0.8 | - | 10.9 | 10.1 | 2.2 |
| ADBE US | Adobe Inc. | 225,832 | 34.9 | 28.1 | 31.7 | 20.1 | 19.6 | 9.7 | 0.0 | 4.0 | 25.7 | 15.4 |
| IMMR US | Immersion Corporation | 345 | 44.3 | 2.7 | 24.2 | -1.2 | 4.0 | 3.2 | 1.5 | 6.0 | 10.2 | 2.6 |
| 8069 TT | E Ink Holdings Inc | 8,458 | 24.7 | 7.4 | 16.8 | 4.0 | 19.3 | 20.5 | 7.3 | 2.3 | 3.7 | 25.2 |
| 平均 | | | 22.8 | 9.8 | 17.9 | 8.4 | 12.6 | 7.4 | 2.6 | 5.7 | 13.8 | 10.2 |

出所: ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザー



国内ハードウェア企業の成長率は一桁前半で安定

過去実績の同業他社分析 – 過去 5 年間の年平均成長率と収益性指標の変化率(2019 年～2024 年)

| ティッカー | 会社名 | 過去 5 年間の年平均成長率 | | | | | | 過去 5 年間の変化率 | | | |
|----------------|-----------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | 売上高 | EBIT | 純利益 | EPS | BPS | 総資産 成長率 | 粗利益 率 | FCF マージン | ROE | ROA |
| 6727 JP | Wacom | 5.8 | 8.1 | 3.4 | 4.6 | 9.6 | 8.9 | -3.1 | 13.2 | -4.1 | -1.6 |
| 国内企業 | | | | | | | | | | | |
| 6750 JP | Elecom Co., Ltd. | 2.1 | 3.0 | 5.2 | 5.0 | 13.1 | 9.5 | 1.0 | -0.7 | -6.7 | -1.9 |
| 6676 JP | Melco Holdings Inc. | 6.0 | -4.4 | -4.6 | -0.9 | 6.6 | 1.6 | -1.6 | 2.0 | -2.8 | -1.7 |
| 6737 JP | EIZO Corp. | 2.0 | 6.9 | 4.8 | 5.6 | 7.2 | 6.3 | -1.7 | 3.9 | -0.3 | -0.2 |
| 6670 JP | MCJ Co., Ltd. | 6.4 | 12.5 | 12.9 | 12.8 | 15.5 | 10.5 | 1.9 | 0.7 | -1.7 | 1.3 |
| Average | | 4.1 | 4.5 | 4.6 | 5.6 | 10.6 | 7.0 | -0.1 | 1.5 | -2.9 | -0.6 |
| 海外企業 | | | | | | | | | | | |
| LOGI US | Logitech International S.A. | 9.0 | 18.0 | 18.9 | 20.0 | 15.4 | 12.2 | 3.0 | 15.7 | 4.1 | 3.4 |
| HEAR US | Turtle Beach Corporation | -2.1 | - | - | - | 13.1 | 4.2 | -7.5 | -4.8 | -308.9 | -65.4 |
| ADBE US | Adobe Inc. | 16.6 | 19.1 | 15.9 | 17.9 | 13.6 | 9.1 | 3.2 | -5.8 | 3.2 | 1.7 |
| IMMR US | Immersion Corporation | -21.1 | -4.7 | -9.0 | -9.6 | 12.4 | 8.1 | 3.0 | 144.4 | 51.2 | 37.6 |
| 8069 TT | E Ink Holdings Inc | 13.8 | 25.5 | 24.5 | 24.2 | 11.6 | 15.1 | 13.0 | -0.1 | 6.1 | 1.9 |
| Average | | 3.2 | 14.5 | 12.6 | 13.1 | 13.2 | 9.7 | 2.9 | 29.9 | *16.2 | *11.2 |

出所: ファクトセット、ブルームバーグ
注: 数値は調整前。



バランスシート

総じて言えば、ワコムの国内外同業他社のバランスシートには、潤沢な流動性、ネットキャッシュのポジション、高い自己資本比率という共通した特性がある。

ワコムについては、以下の点を指摘しておきたい。

- 流動性 – 流動比率と当座比率は同業他社のレンジの下限にあり、運転資金管理の改善が図られている。
- 負債比率 – ネットキャッシュの状態にあるため、必要とあれば迅速に資金を配分できる。
- 資本効率 – 資産回転率は 1.5 倍で、同業他社のレンジの上限にあり、資産から効率的に売上を生み出していると言えるが、そのために在庫評価減も行っている。

結論として、ワコムのバランスシートは資本が充実している。同社が推進しようとしている事業変革に追加的な資本配分が必要になる可能性があることを考えると、これは好ましい状態である。

同業他社も資本が充実

流動性、負債比率、資本効率の比較

| 会社名 | 流動性 | | 負債比率 | | | | | 資本効率 | | | |
|------------------------|------------|------------|--------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------|------------|------------|--------------|--------------|
| | 流動比率(倍) | 当座比率(倍) | ネットD/Eレシオ(倍) | ネットデット/EBITDA倍率(倍) | インタレ・カバレッジ・レシオ(倍) | インテラ・カバレッジ・レシオ(倍) | 負債総資本比率(%) | 自己資本比率(%) | 資産回転率(倍) | 在庫回転率(倍) | 在庫日数(日) |
| Wacom | 1.9 | 1.5 | -0.5 | -1.8 | 103.6 | 28.0 | 45.2 | 1.5 | 4.7 | 77.5 | 60.7 |
| <i>国内企業</i> | | | | | | | | | | | |
| Elecom Co., Ltd. | 3.5 | 3.0 | -0.6 | -3.3 | 15656.0 | 0.6 | 73.6 | 1.0 | 4.9 | 73.9 | 58.0 |
| Melco Holdings Inc. | 2.6 | 1.9 | -0.5 | -5.3 | - | 0.0 | 66.6 | 1.5 | 5.0 | 73.4 | 75.9 |
| EIZO Corp. | 4.3 | 2.0 | -0.1 | -1.6 | 73.1 | 4.3 | 78.5 | 0.5 | 1.2 | 303.5 | 360.1 |
| MCJ Co., Ltd. | 3.2 | 2.3 | -0.4 | -1.8 | 65.9 | 15.9 | 65.6 | 1.7 | 5.0 | 73.5 | 88.7 |
| 平均 | 3.4 | 2.3 | -0.4 | -3.0 | 5265.0 | 5.2 | 71.1 | 1.2 | 4.0 | 131.1 | 145.7 |
| <i>海外企業</i> | | | | | | | | | | | |
| Logitech International | 2.4 | 2.0 | -0.6 | -2.1 | - | 3.3 | 62.0 | 1.2 | 4.7 | 77.9 | 64.9 |
| Turtle Beach Corp. | 1.8 | 0.9 | 0.3 | -7.5 | -10.1 | 30.9 | 48.5 | 1.6 | 3.2 | 114.6 | 129.1 |
| Adobe Inc. | 1.0 | 1.0 | -0.2 | -0.3 | 73.1 | 20.9 | 53.8 | 0.7 | - | - | -13.4 |
| Immersion Corp. | 6.4 | 6.4 | -0.9 | -5.7 | - | 0.0 | 82.3 | 0.2 | - | - | 240.0 |
| E Ink Holdings Inc | 1.3 | 1.2 | -0.1 | -0.8 | 26.6 | 28.1 | 59.0 | 0.4 | 3.7 | 98.9 | 84.1 |
| 平均 | 2.6 | 2.3 | -0.3 | -3.3 | 29.9 | 16.7 | 61.1 | 0.8 | 3.9 | 97.1 | 100.9 |

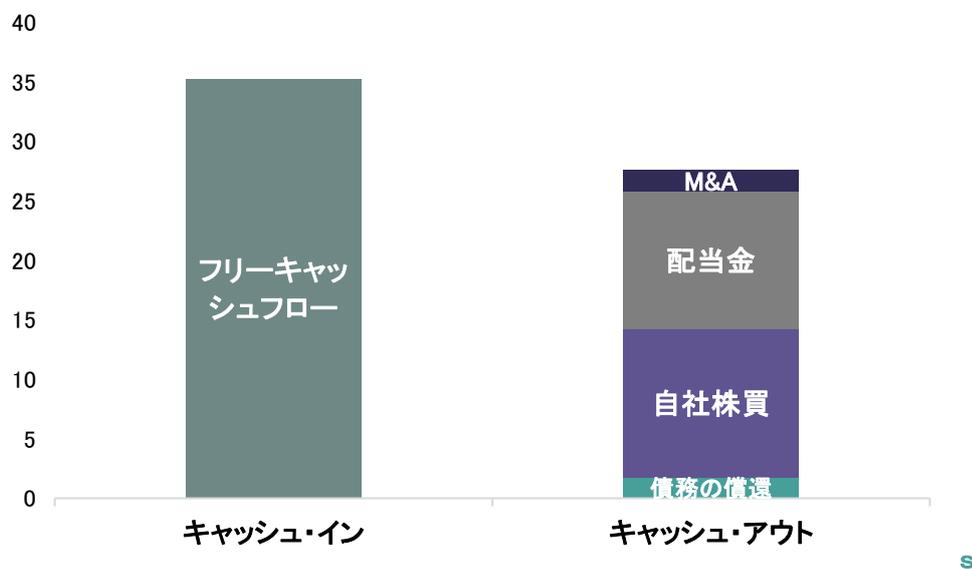
出所: リフィニティブ、ファクトセット

資本配分

2020年3月期から2024年3月期までの5年間の累積キャッシュフローを見ると、フリーキャッシュフロー(FCF)はプラスで、主に株主還元にて充てられている。しかし、2022年3月期と2023年3月期のFCFはマイナスで(在庫増加の運転資本への影響による)、製品発売サイクルや在庫管理との関連でプラスのフリーキャッシュフロー創出は断続的である。

株主還元为重点配分

過去5年間(2020年6月期～2024年6月期)の資本創出・配分実績(10億円)



出所: 会社データ

資本配分の見通し

ワコムの資本は充実しており、2024年3月期のネットキャッシュ残高は176.6億円、長期投資有価証券は16.1億円(合計で株主資本の54%に相当)。同社は将来の企業価値創出に向けた成長投資と戦略投資に優先的に資本を配分する方針である。そのうえで、財務健全性を確保しつつ、レバレッジ(有利子負債)活用による資本効率改善を通じて株主還元の向上も図るとしている。



同社の 2024 年 3 月期～2025 年 3 月期の資本配分政策を下表にまとめた。

営業キャッシュフローと株主還元の改善に引き続き注力

ワコムの資本配分政策

| | 2024 年 3 月期- 2025 年 3 月期 計画(概算) | 2024 年 3 月期 実績 | 2025 年 3 月期 計画(2024 年 3 月期実績を差 し引いて算出) | 2025 年 3 月期 会社計画 |
|---------------------|--|------------------------------------|---|------------------------------------|
| 設備投資 | 50 億円 | 23.2 億円 | 26.8 億円 | 20 億円 |
| 成長投資(研究開発) | 160 億円 | 76.8 億円 | 83.2 億円 | 80 億円 |
| 株主還元 | | | | |
| 配当性向 | 配当性向が 目安の 30% 程度を上回る 場合でも、 原則安定的な 一株当たりの 配当額を維持 上限 150 億円 | 一株当たり 配当 20 円、 配当性向 67.5% | - | 一株当たり配 当 20 円、 配当性向 46.9% |
| 自社株取得 | | 75.1 億円 | 74.9 億円 | 2024 年 9 月ま でに上限 30 億円 |
| 営業キャッシュフロー | | | | |
| 営業利益 (研究開発費分を除く) | 310 億円 | 147.4 億円 | 162.6 億円 | 165.0 億円 |
| 在庫削減 | 70 億円 | 78.5 億円 | - | - |
| レバレッジの活用など | DE レシオ 0.3 ～0.5 倍 | 0.4 倍 | - | - |

出所: 会社データ

自社株買いに対するスタンスは柔軟で、資本の効率性を実現する観点から、投資機会や財務状況なども考慮の上、機動的に遂行するとしている。

M&A

これまで M&A 戦略は比較的優先順位が低かった。しかし、引き続き十分な資本を有していることから、ハードウェア分野やデジタルインクのデータ関連分野で M&A の機会があれば検討するとみられる。

外部との資本提携では、(クローズドプラットフォームの開発ではなく)技術やオープンイノベーションでの協業に重点が置かれるだろう。

長期見通し

2026 年 3 月期からスタートする次期中期経営方針「Wacom Chapter 4」では、資本配分に大きな変更はないと予想する。しかし、(1)サブスクリプションモデル付加によるリカーリング収入の構成比拡大、(2)在庫マネジメントの改善、(3)低い資本集約度を考慮すると、事業変革の進展につれて、より持続性の高いフリーキャッシュフロー創出が可能になるとみられる。優先事項とされている戦略的な技術投資や M&A の規模感次第で、株主還元の余地が定まるだろう。

2022 年 3 月期からの自社株買いへの累計配分額は 125 億円で、2025 年 3 月期には 9 月末までの上限 30 億円の自社株取得枠を発表している。現在の「Wacom Chapter 3」の中期経営方針対象期間(2022 年 3 月期～2025 年 3 月期)では自社株買いの上限を 200



億円としているため、2025年3月期上期中の実行決議分を上限まで実行した場合、下期にはあと45億円の配分余地がある。

最近の業績

2024年3月期第1～4四半期決算

売上総利益率の改善が前年比での利益成長の最大の原動力に

主要財務データ

| (10億円) | 第1-4四半期 23年3月期 | 第1-4四半期 24年3月期 | 前年同期比率(%) |
|------------------|-------------------|-------------------|-----------|
| 売上高 | 112.73 | 118.80 | +5.4 |
| 売上総利益(損失) | 31.17 | 36.77 | +17.9 |
| 売上総利益率(%) | 27.7 | 30.9 | |
| 販管費 | 29.16 | 29.71 | +1.9 |
| 営業利益(損失) | 2.01 | 7.06 | +250.6 |
| 営業利益率(%) | 1.8 | 5.9 | |
| 経常利益 | 2.87 | 9.85 | +243.6 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 1.79 | 4.56 | +154.5 |
| 平均為替レート | | | |
| 米ドル | 134.95 | 144.40 | +7.0 |
| ユーロ | 141.24 | 156.80 | +11.0 |
| 人民元 | 19.69 | 20.14 | +2.3 |

出所: 会社データ

テクノロジーソリューション事業が売上高と営業利益の成長を牽引

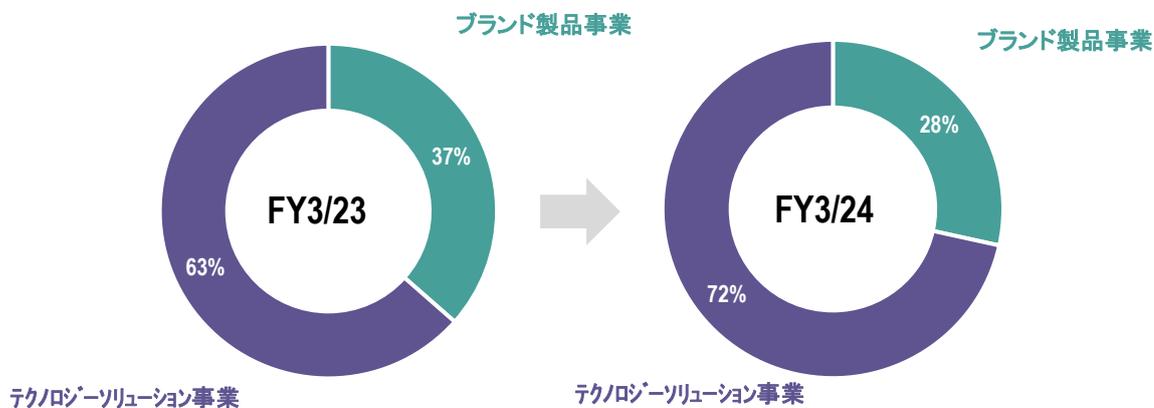
事業セグメント別データ(セグメント間取引消去前)

| (10億円) | 第1-4四半期 23年3月期 | 第1-4四半期 24年3月期 | 前年同期比率(%) |
|-----------------|-------------------|-------------------|-----------|
| 売上高 | | | |
| ブランド製品事業 | 41.16 | 33.81 | -17.8 |
| テクノロジーソリューション事業 | 71.57 | 84.98 | +18.7 |
| セグメント利益(損失) | | | |
| ブランド製品事業 | (3.98) | (4.52) | - |
| テクノロジーソリューション事業 | 10.76 | 16.48 | +53.2 |
| 調整額 | (4.76) | (4.90) | - |
| セグメント利益率(%) | | | |
| ブランド製品事業 | -9.7 | -13.4 | |
| テクノロジーソリューション事業 | 15.0 | 19.4 | |

出所: 会社データ

テクノロジーソリューション事業が引き続き売上の大部分を占める

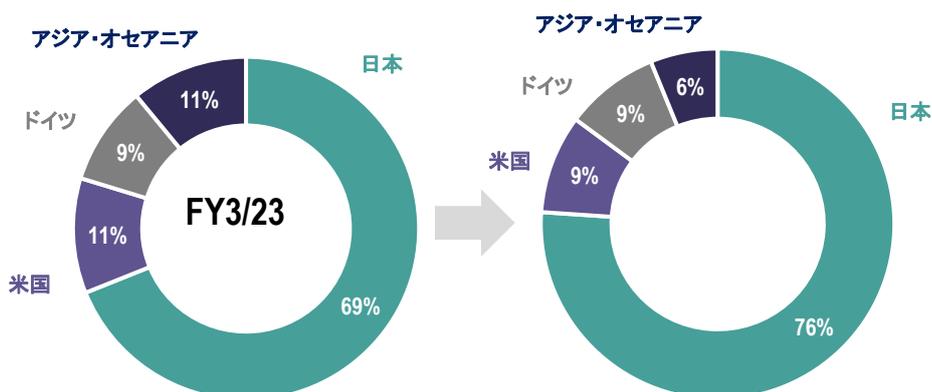
事業セグメント別売上構成



出所: 会社データ

テクノロジーソリューション事業(全て日本で売上計上)が成長を担う

地域別売上構成



出所: 会社データ

テクノロジーソリューション事業は、OEM 顧客のグローバルな販売拠点が最終消費地になるが、テクノロジーソリューション事業の売上はすべて日本で計上されている。なお、その売上価格は主に米ドル建てで値決めされていることにも注意が必要である。

決算ハイライト

2024 年 3 月期決算の主なポイントは以下のとおり。

ブランド製品事業の低迷継続

ブランド製品事業のセグメント利益率は 2 年連続でマイナスとなった。特別損失の計上も響いている。

- **需要予測の難しさ** – 売上高は当初予想の 415.0 億円(前年比 0.8%増)に対し実績は 338.1 億円(同 17.8%減)にとどまった。ディスプレイ製品は既存モデルの需要が、ペンタブレット製品はプロ向けモデルおよび低価格帯の既存モデルの需要が、それぞれ減少した。
- **需要低下により部材と在庫の余剰が発生** – 買付契約評価引当金 20 億円と在庫評価損 10 億円を計上。
- **特別損失の計上** – (1)ブランド製品事業において一部のサプライヤーに生じた余剰部材の処理に関連した和解金 25 億円、(2)ブランド製品事業に関わる固定資産の減損損失 9 億円。

テクノロジーソリューション事業の業績は堅調

OEM 提供先からの活発な需要と円安の影響(+54 億円)により、売上高は 849.8 億円と会社予想の 645.0 億円を上回った。

セグメント利益率は、増収や買付契約評価引当金計上の前年比減少、円安の追い風(+13 億円)などにより前年の 15.0%から 19.4%に上昇した。

運転資金管理の改善

全社の在庫は 2023 年 3 月期第 2 四半期末の 214.5 億円から 2024 年 3 月期末には 130.9 億円へ 39%減少した。これは推定 97.2 億円の評価減(2023 年 3 月期 84 億円、2024 年 3 月期 13.2 億円)や少額の廃棄損と和解費用を含めた数字だが、ブランド製品事業に関しては運転資金需要が大幅に減少している。

ビジネスモデル変革の準備

2024 年 3 月期は現在の中期経営方針「Wacom Chapter 3」の終了を 1 年後に控えていることから、EdTech を柱の一つとする新サービスやサービスモデルに基づく新たな成長エンジンの開発など、ビジネスモデル変革に向けた進展を示す動きが出てきている。

- オンライン学習コースを運営する Z 会と共同開発したデジタルインクサービスの EdTech 分野での活用事例。AI によるデジタルペンのストロークデータ分析結果を集約したナレッジグラフベースの学習体験を提供することが可能。
- 遠隔地などリモート環境下にいるプロデザイナーなどへ最適なペン入力を提供する機能であり、ローカルとリモートの両方の環境で設定を切り替えずにディスプレイ製品などを使ったクラウドベースのソリューション「Wacom Bridge」。
- 作品のクリエイター情報を作品に記録するデジタルウォーターマークソリューション「Wacom Yuify」。



中期計画

現中期経営方針「Wacom Chapter 3」(2022年3月期～2025年3月期)

現在の中期経営方針「Wacom Chapter 3」(2022年3月期～2025年3月期)では、2024年3月期～2025年3月期の2年間で「Wacom Chapter 4」(2026年3月期～2029年3月期)における事業成長につなげるための「事業構造変革期間」と位置づけている。その重点は、売上総利益改善を主とする財務目標ではなく、8つの取り組みに置かれている。

ワコムを取り巻く市場環境は、特にブランド製品事業で、予想よりはるかに厳しいものになっていると当社は考えている。

多くの分野の課題が2025年3月期に積み残し

「Wacom Chapter 3」の8つの取り組みと2024年3月時点の進捗状況

| 取り組み | 2024年3月 時点の進捗 状況 | 詳細 |
|------------------------|------------------------|---|
| ブランド製品事業 | | |
| 1. 商品ポートフォリオの刷新と粗利改善 | 改善未達 | <ul style="list-style-type: none"> 新しい付加価値を提供する製品導入(2024年3月期に2モデル、2024年4月に1モデル)。 価格アップモデルについては粗利率改善が見られたものの、在庫消化のためのプロモーションにより売り下総利益は減少。 |
| 2. 集中領域での事業構築 | 推進中 | <ul style="list-style-type: none"> Creative 教育の案件に取り組み中。 「Wacom Bridge」の商用版を正式導入。 ソリューション型価値提供の体制を地域ごとに検討中。 |
| 3. 販路マネジメント強化 | 改善未達 | <ul style="list-style-type: none"> ダイレクト顧客開拓に集中取り組み中 – 2024年3月期のB2B比率は目標の30%に到達(2023年3月期は25%)。 e-storeへの動線確保を目的とした体験型提供サービス「Wacom Adventure」導入により2024年3月期のe-store比率が13%以上に上昇(2023年3月期は10%程度)。 |
| テクノロジーソリューション事業 | | |
| 4. 顧客と用途拡大 | 推進中 | <ul style="list-style-type: none"> 事実上標準化の施策実行中 – Galaxyの新製品S pen対応、あらゆる規格に対応したユニバーサルペン導入など。 2024年3月期に顧客数とプロジェクト数は増加。 独自のハードウェア開発展開の企画検討中。 |
| 5. 一般教育分野での事業開拓 | 推進中 | <ul style="list-style-type: none"> 一般教育向けの次世代ソリューション開発中。 商用導入した教育向けサービスのアップデート版を正式導入。 |
| 全社 | | |
| 6. 在庫マネジメント改善 | 改善達成 | <ul style="list-style-type: none"> 在庫削減を実施。 |
| 7. 資本政策/株主還元 | 推進中 | <ul style="list-style-type: none"> 研究開発投資を継続。 累計125億円の自己株式取得実施済み(「Chapter 3」期間の総額上限は200億円)。 |
| 8. デジタルインクサービスの立ち上げと投資 | 推進中 | 2025年3月期のサービス立ち上げに向けて準備進行中。: |



| 取り組み | 2024年3月 時点の進捗 状況 | 詳細 |
|------|------------------------|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> - AI: 教育分野で商用化を開始し、ナレッジグラフを活用した学習体験を提供。 - XR: VR ペンの商用化。 - セキュリティ: 「Wacom Yuify」β 版市場導入発表。 - Remote: リモートソリューション「Wacom Bridge」商用版の正式導入開始。 |

出所: 会社データ

今後は以下を達成できるサービス事業を開発したと実証することがワコムにとって重要になるだろう。

- より収益性の高いサービスモデルに基づいて新たな成長エンジンを導入し、事業を変革。
- EdTech や DX のような需要規模の大きい市場をターゲット。
- その結果として、より持続可能な FCF を創出。

「Wacom Chapter 4」(FY3/26–FY3/29)の見通し

「Wacom Chapter 3」の準備期間に続く実装期間と位置づけられる「Wacom Chapter 4」では、新たな成長ドライバーが商用化され、市場実装される。

同社は 2023 年 5 月に以下を次期中期経営方針期間における主な財務目標イメージとして掲げていた(25 年 5 月にアップデート予定)。

- 事業規模: 総売上高 1500 億円±10%。
- 収益性: 営業利益率 10%レベル(過去 5 年間の平均は 7.2%)。

これらの目標から概算すると、ワコムは過去 10 年の年平均に近い 6%の売上成長率(売上高は 2025 年 3 月期会社予想の 1,200 億円から 1,500 億円に拡大)と営業利益率の改善を目指していることになる。

新たな成長エンジンとしては、以下が挙げられている。

- デジタルインクサービス – AI、セキュリティ、XR 空間、クラウドとの掛け合わせ
 - AI – ナレッジグラフを用いた学習管理システムとの連携。
 - XR – VR 空間で使用できる新しいペン型入力ツール。
 - セキュリティ – デジタルウォーターマークサービス。
 - リモート(クラウド) – リモート環境のクリエイティブのデータをホストコンピュータのデータと融合して遅延を抑えるリモートデスクトップソリューション。
- ハードウェア、ソフトウェア、サービス、UI(ユーザーインターフェイス)を備えた技術プラットフォームによる特定の OEM 用途向けのペンの統合体験提供。

- 「Portable Creative」製品 – 新しいユースケースを形成するプロクリエイター向け有機 EL 搭載のディスプレイ製品 Wacom Movink など。

同社は「Wacom Chapter 4」期間中に売上総利益率の高い「デジタルインクサービス」で 50 億円程度の売上を目指すとしており、2026 年 3 月期以降はかなりの年間リカーリング収入を達成する計画である。

現在開示されている情報は戦略的イニシアチブの方向性を提示するものである。2024 年 11 月に検討進捗のアップデートが予定され、2025 年 5 月に正式発表される。

成長シナリオに関する当社見解

ワコムはデジタルコンテンツ制作、ワークフロー/DX、教育における将来の成長ポテンシャルを実証するため、自社の技術を用いた独自の競争力のあるアプローチにより複数年にわたるイニシアチブを推進している。一部のサービス開発がかなり進んだ段階にあるなど、取り組みは進展しているようだ。

着実な収益性を確保するためには、ブランド製品事業の商品ポートフォリオ刷新と構造改革による黒字化という課題を達成する必要があると当社は考えている。同事業はクリエイターとワコムをつなぐ重要な接点であるとともに、OEM 顧客と見込み客に対して同社の実力を証明する役割も果たしている。

ワコムは新たな成長エンジン実装の準備を整えており、EdTech 市場での解析系 AI を活用した学習管理システムとの連携による事業拡大には高い収益ポテンシャルがあると当社は考えている。サービス収入は売上構成を改善するが、インストールベース拡大に結びつけるためハードウェア(ペン)販売を抱き合わせにするアプローチがとられれば、その効果は見えにくくなるかもしれない。**通信教育事業大手の Z 会との業務提携は、国内の官民教育分野の顧客を引きつけるだけのインパクトのあるテストケースになるだろう。**ただ、学習管理システム市場は Moodle、Blackboard、Canvas、Google Classroom、Cornerstone、SAP Litmos、TalentLMS などの海外大手が既に進出している。

当社の業績予想と主な前提条件

2025年3月期～2027年3月期には、(1)テクノロジーソリューション事業の一桁後半の着実な売上成長とセグメント利益率の安定ないし上昇、(2)ブランド製品事業の業績の収支均衡への回復という2つの要因の組み合わせが最大の収益ドライバーになると当社は見ている。すなわち、新たな成長エンジンの影響がなくても、10%前後の営業利益率は達成可能と考えているということだ。

2026年3月期からは、中期経営方針「Wacom Chapter 4」の一環である新たな成長エンジンがわずかながらも収益に貢献すると予想。リカーリングサービス収入の追加が売上構成に好影響を及ぼす結果、営業利益率はさらに若干改善すると想定している。ただ、サービス規模拡大には先行投資コスト(マーケティング費用など)が必要であるため、現時点では業績見通しに不確実性が残る。

当社の予想はテクノロジーソリューション事業の安定とブランド製品事業の業績回復を反映

アストリス・アドバイザーの業績予想

| 年度末 | 25年 3月期 (会社予想) | 25年 3月期 (当社予想) | 26年 3月期 (当社予想) | 27年 3月期 (当社予想) |
|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 売上高 (10 億円) | 120.00 | 123.91 | 128.93 | 133.36 |
| 成長率 (%) | +1.0 | +4.3 | +4.1 | +3.4 |
| 営業利益 (10 億円) | 8.50 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 営業利益率 (%) | 7.0 | 7.4 | 10.0 | 10.8 |
| EBITDA (10 億円) | - | 11.65 | 15.43 | 17.11 |
| EBITDA 利益率 (%) | - | 9.4 | 12.0 | 12.8 |
| FCF (10 億円) | - | 6.51 | 11.39 | 10.65 |
| FCF 利益率 (%) | - | 5.3 | 8.8 | 8.0 |
| FCF コンバージョン (%) | - | 71.0 | 88.7 | 73.8 |
| FCF 利回り (%) | - | 6.2 | 10.9 | 10.2 |
| DPS (円) | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 配当性向 (%) | 46.9 | 46.0 | 32.8 | 29.2 |
| 配当利回り (%) | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 株主総利回り (%) | 6.8 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |

出所:アストリス・アドバイザー

注:FCF コンバージョンは FCF/税引前利益

当社予想は以下を主な前提としている。

- **売上成長** – テクノロジーソリューション事業が OEM 案件を引き続き獲得して成長を維持することが主な原動力になる。
- **収益性** – ブランド製品事業の損失縮小に伴い営業利益率が着実に改善。
- **プラスの FCF 創出** – 運転資金管理の改善と、安定感のあるテクノロジーソリューション事業の売上構成比拡大の結果、FCF 創出の持続可能性が向上する。

株主還元に関する当社予想

- 配当 – 安定的な配当を維持するとみて、2025年3月期～2027年3月期の一株当たり配当を20円と予想。
- 自社株買い – 2022年3月期以降、毎年自社株買いを実施してきた。今後も継続するとの見通しは示されていないものの、次の理由から2026年3月期と2027年3月期も継続する可能性が高いと考える。
 - 資本は充実しており、2024年3月期のネットキャッシュ残高は176.6億円、長期投資有価証券は16.1億円(合計で株主資本の54%に相当)。したがって、自社株買いに充当できる余剰資本がある。
 - 運転資金管理の改善とテクノロジーソリューション事業の安定した業績によりFCF創出の持続可能性が高まり、資本が増加するとみられる。

当社は2025年3月期～2027年3月期に年間30億円の自社株買いを予想している。



会社情報

役員(9名、女性比率 11%、社外比率 67%)

| | |
|----------------------------|---|
| 代表取締役社長・CEO | 井出 信孝 |
| 所有株式数 | 90,731 (2024年3月末現在) |
| 略歴 | |
| 1995年4月 | シャープ株式会社入社 |
| 2013年8月 | 株式会社ワコム入社、コンポーネント事業本部技術マーケティング部 ジェネラルマネージャー |
| 2015年4月 | 同社テクノロジーソリューションビジネスユニットバイスプレジデント |
| 2015年7月 | 同社テクノロジーソリューションビジネスユニットシニア・バイスプレジデント |
| 2017年4月 | 同社エグゼクティブ・バイスプレジデント、テクノロジーソリューションビジネスユニット担当兼プラットフォーム&アプリケーションビジネスユニット担当 |
| 2017年6月 | 同社取締役 |
| 2018年4月 | 同社代表取締役社長・CEO(現任) |
| 2021年2月 | 一般社団法人コネクテッド・インク・ビレッジ代表理事(現任) |
| 取締役・チーフテクノロジー オフィサー | 山本 定雄 |
| 所有株式数 | 780,358 (2024年3月末現在) |
| 略歴 | |
| 1987年3月 | 株式会社ワコム入社 |
| 1998年4月 | 同社電子機器事業部基礎開発部ジェネラルマネージャー |
| 1999年6月 | 同社取締役 |
| 2004年6月 | 同社取締役兼執行役員 R&D 統括担当 |
| 2010年4月 | 同社取締役兼執行役員 R&D 推進室ジェネラルマネージャー |
| 2014年4月 | 同社取締役兼執行役員技術開発本部長 |
| 2015年4月 | 同社取締役・チーフテクノロジーオフィサー(現任) |
| 取締役 | 小峰 明武 |
| 所有株式数 | - |
| 略歴 | |
| 1996年10月 | 中央監査法人入所 |
| 2001年4月 | 公認会計士資格取得 |
| 2005年7月 | PricewaterhouseCoopers Dallas 入所 |
| 2011年11月 | 株式会社ワコム入社、財務部マネージャー |
| 2017年9月 | 同社テクノロジーソリューションビジネスユニットバイスプレジデント |
| 2020年10月 | 同社テクノロジーソリューションビジネスユニットエグゼクティブ・バイスプレジデント(現任) |
| 2022年1月 | エスディーテック株式会社社外取締役(現任) |
| 2024年6月 | 株式会社ワコム 取締役(現任) |
| 社外取締役 | 稲積 憲 |
| 所有株式数 | - |
| 略歴 | |
| 2010年1月 | アリックスパートナーズ・アジア・エルエルシーディレクター |
| 2012年1月 | NHN Japan 株式会社(現 LINE ヤフー株式会社)執行役員経営企画室長 |
| 2013年4月 | NHN PlayArt 株式会社(現 NHN Japan 株式会社)取締役 COO |
| 2014年2月 | 同社代表取締役社長 |
| 2015年10月 | NHN テコラス株式会社代表取締役社長 |
| 2017年3月 | トランスコスモス株式会社上席常務執行役員 |
| 2017年12月 | 同社専務執行役員 |
| 2018年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(現任) |
| 2019年6月 | トランスコスモス株式会社取締役専務執行役員 |
| 2021年6月 | エクスパイス株式会社代表取締役社長 |
| 2023年3月 | 株式会社マッシュホールディングス常務執行役員 |
| 2024年3月 | ピルボックスジャパン株式会社取締役(現任) |



| | |
|--------------|------------------------------------|
| 社外取締役 | 稲増 美佳子 |
| 所有株式数 | 12,000 (2024年3月末現在) |
| 略歴 | |
| 1983年4月 | 富士通株式会社入社 |
| 1993年11月 | 株式会社 HR インスティテュート取締役 |
| 2005年4月 | ビジネス・ブレイクスルー大学大学院経営学研究科教授(現任) |
| 2005年10月 | 株式会社 HR インスティテュート取締役副社長 |
| 2013年10月 | 同社代表取締役社長 |
| 2017年12月 | HR INSTITUTE USA, INC. 社長(現任) |
| 2019年6月 | 一般社団法人サンダーバードグローバル経営大学院教育財団評議員(現任) |
| 2020年1月 | 株式会社 HR インスティテュート代表取締役会長 |
| 2021年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(現任) |
| 2022年6月 | 一般財団法人 One Drop Ocean 財団代表理事(現任) |

| | |
|--------------|----------------------------|
| 社外取締役 | 中嶋 崇史 |
| 所有株式数 | - |
| 略歴 | |
| 2014年4月 | 株式会社リクロスエクспанション代表取締役(現任) |
| 2018年2月 | 株式会社球磨村森電力代表取締役(現任) |
| 2023年5月 | 株式会社五木源電力代表取締役(現任) |
| 2023年7月 | 株式会社ティーダパワー代表取締役(現任) |
| 2024年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(現任) |

| | |
|---------------------|--|
| 社外取締役(監査等委員) | 東山 茂樹 |
| 所有株式数 | 10,000 (2024年3月末現在) |
| 略歴 | |
| 1982年4月 | 株式会社野村総合研究所入社 |
| 2000年10月 | Nomura Research Institute Hong Kong 社長 Nomura Research Institute Singapore 社長 |
| 2005年4月 | 株式会社野村総合研究所企画部長 |
| 2006年4月 | 同社執行役員人事部長 |
| 2008年4月 | 同社執行役員アジアシステム事業本部長 iVision Shanghai Co., Ltd. 取締役 |
| 2012年4月 | 同社執行役員中国・アジアシステム事業本部長 |
| 2015年4月 | 同社常務執行役員 Nomura Research Institute Asia Pacific Private Limited 社長 |
| 2016年4月 | 同社理事 |
| 2018年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(監査等委員)(現任) |
| 2022年6月 | ミモザ株式会社社外取締役(現任) |

| | |
|---------------------|-----------------------------------|
| 社外取締役(監査等委員) | 細窪 政 |
| 所有株式数 | 1,000 (2024年3月末現在) |
| 略歴 | |
| 1983年4月 | 日本信託銀行株式会社(現三菱 UFJ 信託銀行株式会社)入社 |
| 1989年7月 | 日本アセアン投資株式会社(現日本アジア投資株式会社)入社 |
| 2005年4月 | 同社執行役員 |
| 2007年6月 | 同社取締役 |
| 2012年6月 | 同社代表取締役 |
| 2017年7月 | グレートアジアキャピタル&コンサルティング合同会社代表社員(現任) |
| 2017年11月 | 株式会社サイサン社外取締役(現任) |
| 2018年12月 | 株式会社エム・ティー・スリー社外監査役 |
| 2019年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(監査等委員)(現任) |
| 2020年3月 | ローランド ディー・ジー株式会社社外取締役(現任) |
| 2020年11月 | 株式会社 ANSeeN 社外取締役(現任) |
| 2023年7月 | 株式会社エム・ティー・スリー社外取締役(監査等委員)(現任) |

| | |
|--------------------|------------------------------|
| 取締役 (監査等委員) | 小野 祐司 |
| 所有株式数 | - |
| 略歴 | |
| 1991年4月 | 東洋信託銀行株式会社(現三菱UFJ信託銀行株式会社)入社 |
| 2009年1月 | 弁護士登録 |
| 2014年4月 | 慶応義塾大学法科大学院講師(現任) |
| 2017年4月 | 三菱UFJ信託銀行株式会社コンプライアンス統括部副部長 |
| 2019年4月 | 同社法務部部長 |
| 2022年4月 | 日本マスタートラスト信託銀行株式会社業務管理部部長 |
| 2023年4月 | リンクパートナーズ法律事務所入所(現任) |
| 2023年7月 | バンクガード株式会社社外監査役(現任) |
| 2024年2月 | 管理者トラスト株式会社代表取締役(現任) |
| 2024年6月 | 株式会社ワコム社外取締役(監査等委員)(現任) |

出所: 会社データ

お問い合わせ先

| |
|---|
| 住所 |
| 東京都新宿区西新宿 8-17-1 住友不動産新宿グランドタワー31階 東京支社 |

| |
|----------------------|
| IR担当: |
| Tel: +81-3 5337-6502 |

出所: 会社データ

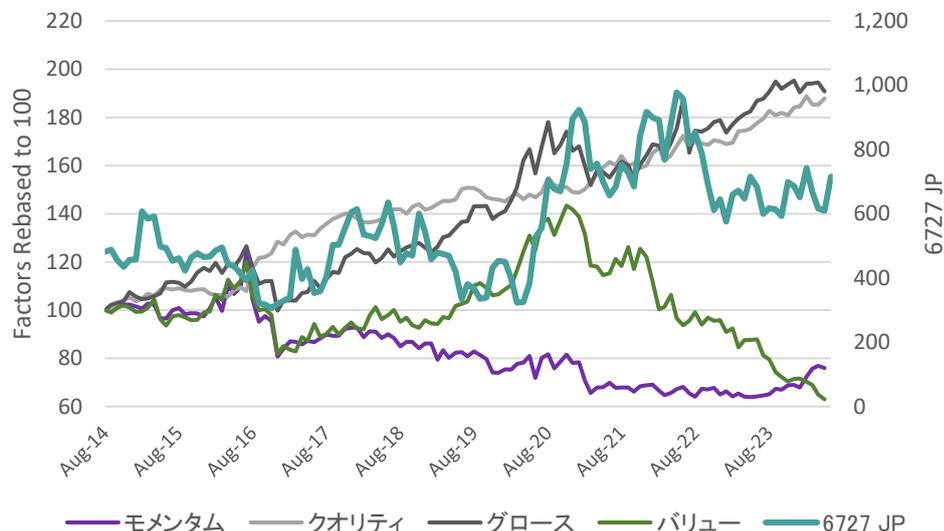
株主情報(2024年6月現在)

| 大株主 | 持株比率 (%) |
|---|----------|
| 日本マスタートラスト信託銀行(信託口) | 17.72 |
| 日本カストディ銀行(信託口) | 6.67 |
| サムスン エレクトロニクス シンガポール ピーティーイー リミテッド | 5.78 |
| ザ バンク オブ ニューヨーク メロン 140051 | 4.94 |
| ステート ストリート バンク アンド トラスト クライアント オムニバス アカウントオーエムゼロツウ 505002 | 3.75 |
| ステート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー 505103 | 3.02 |
| エイブイアイ グローバル トラスト ピーエルシー | 2.96 |
| 山田 正彦 | 2.59 |
| 株式会社ウィルナウ | 2.09 |
| ジュニパー | 1.94 |

出所: 会社データ

アストリス・クオンツシート

株価チャートとファクター分析(2014年8月以降)



出所: ファクトセット

| ファクター | 2年相関 | 5年相関 | 10年相関 |
|---------------------------------|------|-------|-------|
| モメンタム: 12ヵ月(直近1ヵ月を差し引く)のパフォーマンス | 0.13 | -0.05 | -0.02 |
| クオリティ: FCF 利回り | 0.45 | 0.11 | 0.13 |
| グロース: 営業利益成長率 | 0.41 | 0.16 | 0.11 |
| バリュウ: 簿価時価比率 | 0.14 | 0.12 | 0.01 |

出所: ファクトセット

ワコム株はグロースとクオリティの両方のファクターと強い短期相関を示している。しかし、相関は短期的なもので、長期相関はいずれも0.1台前半である。

ファクターの計算方法と定義

ユニバース

TOPIX500

ファクターリターンの計算方法

四分位範囲分析: 1ヵ月予測する各要素の上位四分位の平均パフォーマンスから下位四分位の平均パフォーマンスを差し引いて、ファクターリターンを求める。これを取引コストを考慮せずに毎月繰り返して行う。

ファクター

モメンタム

1ヵ月リターン

12ヵ月リターン

直近1ヵ月を差し引く

クオリティ

FCF 利回り(予想)

グロース

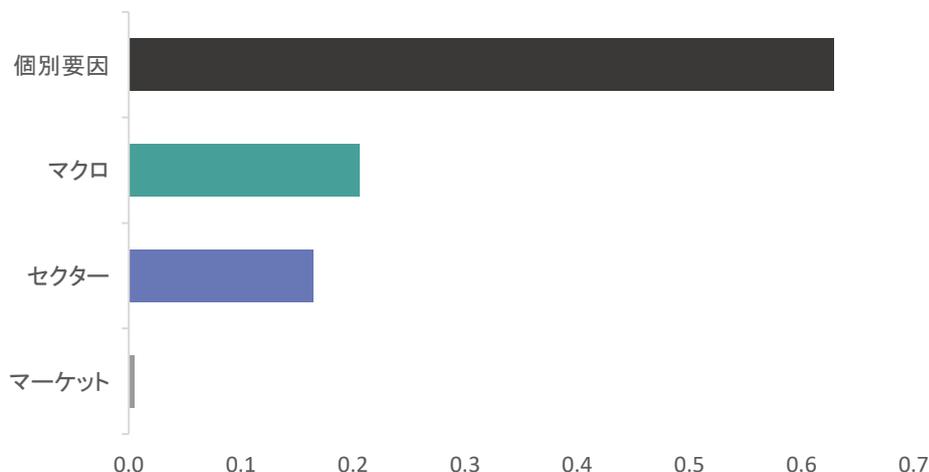
営業利益率(予想)

バリュウ

簿価時価比率(実績)

出所: ファクトセット

株価パフォーマンスのドライバーと重回帰分析(2014年8月以来)



出所: ファクトセット

セクター要因とマクロ要因は合計でワコムの株価変動の40%近くを説明する。意外なことに、市場要因の影響はほとんどない。

重回帰分析の計算方法

重回帰分析

すべてのドライバーを含めた回帰分析を行い、一度に1つのドライバーを除外しながら個別の回帰分析を行う。各ドライバーの特定の影響を定量化するために、部分決定係数 (partial R 二乗値) を計算。計算式は(すべてのドライバーを含む回帰分析の残差平方和 - 1つのドライバーを除外した回帰分析の残差平方和) / 1つのドライバーを除外した残差平方和。

出所: ファクトセット

重回帰分析の結果

| 要因 | 2年相関 | 5年相関 | 10年相関 |
|------------------------------|-------|-------|-------|
| 市場 | | | |
| 東証一部 | 0.37 | 0.53 | 0.38 |
| TOPIX 小型株指数 | 0.34 | 0.47 | 0.37 |
| MSCI Japan 指数 | 0.37 | 0.54 | 0.38 |
| セクター | | | |
| TOPIX 電気機器指数 | 0.55 | 0.63 | 0.43 |
| MSCI ジャパン情報技術指数 | 0.54 | 0.61 | 0.42 |
| MSCI ジャパンテクノロジーハードウェアおよび機器指数 | 0.53 | 0.59 | 0.40 |
| マクロ | | | |
| 10年日本国債利回り | -0.29 | -0.20 | -0.12 |
| 円/ドル | 0.28 | 0.13 | 0.07 |
| 全国CPI | -0.39 | 0.03 | 0.04 |
| 鉱工業生産 | -0.25 | 0.03 | -0.04 |
| 景気ウォッチャー調査先行き判断 DI | 0.00 | 0.26 | 0.22 |
| 工作機械受注 | 0.00 | -0.19 | -0.09 |

出所: ファクトセット

ワコム株は幅広い株式指数と一貫した相関を示している。最も相関が高いのはセクター別指数で、TOPIX 電気機器指数との5年相関は0.63。マクロ要因では景気ウォッチャー調査先行き判断 DI との相関が最も高く、過去10年で0.22である。

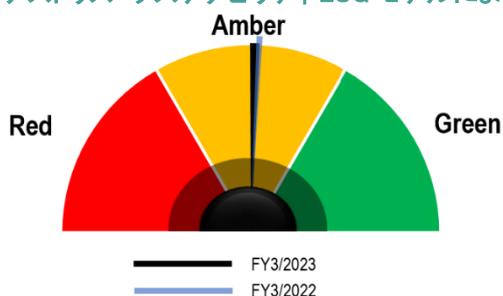
アストリス・サステナビリティ ESG 評価

格付けとスコアカード

当社の評価モデルである「アストリス・サステナビリティ ESG」では、2023 年 3 月期の当社評価でワコムの総合スコアを 49.9%と評価し、「Amber」に格付けしている。

同モデルでは、当社独自の手法*により抽出した測定可能な ESG の中核的要因について、同社のパフォーマンスを時価総額 500 億～2,500 億円の国内テクノロジーハードウェアおよび機器セクター（GICS 分類に基づく）の同業他社合計 46 社と比較してランクづけしている。

アストリス・サステナビリティ ESG モデルによるワコムの格付け



出所: アストリス・アドバイザー (*注: 社内格付け制度の詳細については、アストリスのコーポレートアドバイザーまでお問い合わせください)

ESG スコアカード

| | FY3/22 | FY3/23 |
|---|--------|--------|
| 環境(同業他社グループから抽出した 6 要因) アストリス環境スコア | 26.6 | 26.6 |
| 社会(同業他社グループから抽出した 7 要因) アストリス社会スコア | 38.1 | 46.6 |
| ガバナンス(同業他社グループから抽出した 35 要因) アストリス・ガバナンススコア | 65.5 | 61.1 |
| 総合スコア(合計 48 要因) | 52.7 | 51.5 |

出所: 会社データ、ファクトセット、アストリス・コーポレートアドバイザー

この評価手法では以下の点を重視している。

環境

ワコムは品質・環境方針を策定し、部材や製品の有害物質含有に関する環境基準を設定している。

また、気候変動イニシアティブ(JCI)に参加し、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の提言に賛同するとともに、2050 年のカーボンニュートラルの達成に向けて、2021 年度を基準年とし、2030 年までに GHG Scope 1、2 を 80%削減し、Scope 3 を 25%削減するという中間目標を設定・開示している。



社会

取締役および従業員がビジネスにおける判断と行動を倫理的かつ適法に行うための基準と指針として、「Wacom Code of Ethics and Business Conduct (ワコム倫理・行動規範)」を定め、その遵守を徹底している。

また、RBA (Responsible Business Alliance, 責任ある企業同盟) が策定・公表している RBA 行動規範に準拠した「ワコムサプライヤー行動規範」も策定している。

ダイバーシティ&インクルージョンの観点から、同社は外見の属性だけにとらわれない、真の意味での多様性の確保と、チームメンバーがやりがいを感じながら持てる力を十分に発揮できるような風土を醸成することを目標としている。現状、性別や国籍等の特定の属性の管理職への登用等の数値目標を敢えて設定していないものの、同社では「ワコムが目指すべきダイバーシティ&インクルージョンのあるべき姿」の議論を進めているとしている。また、同社は 1,200 名ほどの人員が世界中で活躍しているが、性別、国籍、年齢などの個人の属性にとらわれない人財の登用として、うち 6 割のメンバーは国外グループ法人での現地雇用となっており、現地でのリーダーシップの下、各国の文化やビジネスの特性を生かす形で業務に従事している。さらに、主要な経営ポジションにおいても、性別、国籍、年齢などにとらわれず、そのミッションを遂行することへの熱意と実力を最重要視した登用が行われている。同社グループの管理職における女性の割合は、2024 年 3 月 31 日現在で 23%となっている。

ガバナンス

ワコムのガバナンス体制の概要は以下のとおり。

- **取締役会** – 井出信孝代表取締役社長・CEO を中心に社内取締役 3 名、社外取締役 3 名、社外取締役 (監査等委員) 3 名の計 9 名で構成。
- **監査等委員会** – 常勤の監査等委員を委員長として、社外取締役 3 名で構成。審議事項には、監査計画と監査方針、事業運営の妥当性を確保するためのシステムの確立・運用、社外取締役 (監査等委員) の職務の妥当性評価、取締役の再任・適性・報酬に関する同意などが含まれる。
- **報酬委員会 (任意)** – 社外取締役を委員長とし、社外取締役 2 名、社外取締役 (監査等委員) 3 名の計 5 名で構成。取締役 (監査等委員を除く) の報酬額および譲渡制限付株式報酬を割り当てるための金銭報酬債権額について会合で審議し、その結果を踏まえて取締役会に対し助言または提言を行う。
- **指名委員会 (任意)** – 社外取締役を委員長とし、社内取締役 1 名、社外取締役 3 名、社外取締役 (監査等委員) 3 名の計 7 名で構成。取締役及び重要な経営幹部の選任について、取締役会に対し助言または提言を行う。

論争

ワコムとその株主に、財務上または評判上の重大な影響を及ぼす可能性のある重大な論争は見当たらない。

投資家とのディスカッションポイント

主要トピック

当社は投資家との意見交換において以下が重要な分野になると考えている。

1. 次期中期経営方針「Wacom Chapter 4」
 - a. 10%レベルの営業利益率目標 – 営業利益率は最近低下傾向にあるが、新サービスの導入を考えると、より高い水準を目指せるのではないか。
 - b. 追加の投資コスト – 新サービスの商用化が完了した時点で、何らかの追加投資が必要になった場合はどうするのか。
 - c. サービス収益 – 中長期的にサービスの売上構成比はどのくらいになるのか。
 - d. ブランド製品事業の黒字化の定着には何が必要か。
2. 資本配分
 - a. 自社株買い – 「Wacom Chapter 3」では自社株買いへの資本配分を 200 億円としていたが、「Wacom Chapter 4」の方向性はどうか。
 - b. 配当 – 現在の配当方針 (配当性向 30% または安定的な一株当たり配当) を変更する必要を予想しているか。
 - c. M&A – サービスへの事業拡大に時間がかかっているが、このプロセスを加速するために M&A という選択肢はなかったのか。将来的に M&A は現実的な選択肢になるか。



JGAAP に基づく要約財務諸表

| 損益計算書 (10 億円) | 期 3/23 | 期 3/24 | 期 3/25E | 期 3/26E | 期 3/27E |
|----------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 売上高 | 112.73 | 118.79 | 123.91 | 128.93 | 133.36 |
| 売上原価 | 81.56 | 82.03 | 85.50 | 88.96 | 90.68 |
| 売上総利益 | 31.17 | 36.77 | 38.41 | 39.97 | 42.67 |
| 売上総利益率(%) | 27.7 | 30.9 | 31.0 | 31.0 | 32.0 |
| 営業利益 | 2.01 | 7.06 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 営業利益率(%) | 1.8 | 5.9 | 7.4 | 10.0 | 10.8 |
| 営業外収益 | 0.92 | 2.99 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 営業外費用 | (0.07) | (0.19) | (0.10) | (0.10) | (0.10) |
| 経常利益 | 2.87 | 9.85 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 特別利益 | 0.00 | 0.15 | - | - | - |
| 特別損失 | (0.68) | (4.09) | - | - | - |
| 税引前当期純利益 | 2.19 | 5.91 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 法人税等 | (0.40) | (1.35) | (2.48) | (3.47) | (3.90) |
| 実効税率(%) | 14.0 | 13.7 | 27.0 | 27.0 | 27.0 |
| 当期純利益 | 1.79 | 4.56 | 6.69 | 9.38 | 10.55 |
| 非支配株主に帰属する 四半期純利益 | - | - | - | - | - |
| 親会社株主に帰属する 四半期純利益 | 1.79 | 4.56 | 6.69 | 9.38 | 10.55 |

| | | | | | |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 売上高前年比伸び率 (%) | +3.6 | +5.4 | +4.3 | +4.1 | +3.4 |
| 営業利益前年比伸び率 (%) | -84.5 | +250.6 | +29.9 | +40.1 | +12.4 |
| 税引前当期純利益前年 比伸び率(%) | -84.9 | +169.6 | +55.1 | +40.1 | +12.4 |
| 当期純利益前年比伸び 率(%) | -83.6 | +154.5 | +46.7 | +40.1 | +12.4 |

| 貸借対照表 (10 億円) | 期 3/23 | 期 3/24 | 期 3/25E | 期 3/26E | 期 3/27E |
|------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 現金・預金 | 20.02 | 31.66 | 33.43 | 40.90 | 47.22 |
| 商品 | 21.73 | 13.09 | 13.65 | 14.21 | 14.69 |
| 売掛金 | 12.05 | 12.86 | 13.41 | 13.95 | 14.43 |
| その他 | 6.38 | 7.07 | 7.38 | 7.68 | 7.94 |
| 流動資産 | 60.17 | 64.68 | 67.88 | 76.74 | 84.28 |
| 有形固定資産 | 6.21 | 5.72 | 6.09 | 6.47 | 6.87 |
| のれん | - | - | - | - | - |
| 無形固定資産 | 1.50 | 1.53 | 1.90 | 2.29 | 2.69 |
| 投資等 | 1.26 | 1.61 | 1.61 | 1.61 | 1.61 |
| その他 | 6.14 | 6.08 | 6.08 | 6.08 | 6.08 |
| 固定資産 | 15.11 | 14.94 | 15.68 | 16.46 | 17.26 |
| 資産合計 | 75.28 | 79.62 | 83.56 | 93.19 | 101.54 |
| 短期借入金 | 7.63 | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| 買掛金 | 10.64 | 11.48 | 12.27 | 12.76 | 13.01 |
| その他 | 11.77 | 15.42 | 14.57 | 16.15 | 15.96 |
| 流動負債 | 30.04 | 33.90 | 33.83 | 35.92 | 35.97 |
| 長期借入金 | 2.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| その他長期負債 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 |
| 長期負債 | 4.75 | 9.75 | 9.75 | 9.75 | 9.75 |
| 株主資本 | 40.49 | 35.97 | 39.97 | 47.52 | 55.82 |
| 新株予約権 | - | - | - | - | - |
| 非支配株主持分 | - | - | - | - | - |
| 純資産 | 40.49 | 35.97 | 39.97 | 47.52 | 55.82 |
| 負債・純資産合計 | 75.28 | 79.62 | 83.56 | 93.19 | 101.54 |

出所: 会社データ、アストリスアドバイザー(予想)

| キャッシュフロー計算書 (10 億円) | 期 3/23 | 期 3/24 | 期 3/25E | 期 3/26E | 期 3/27E |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 税引前当期純利益 | 2.19 | 5.91 | 9.17 | 12.85 | 14.45 |
| 減価償却費 | 2.20 | 2.57 | 2.48 | 2.58 | 2.67 |
| 運転資金の増減 | (1.43) | 9.32 | (0.92) | 1.24 | (0.69) |
| その他の非現金項目 | (0.29) | 1.68 | - | - | - |
| 法人税等支払額 | (3.72) | (2.00) | (2.48) | (3.47) | (3.90) |
| 営業活動によるキャッシュフロー | (1.06) | 17.48 | 8.25 | 13.20 | 12.52 |
| 設備投資 | (1.54) | (2.32) | (1.73) | (1.81) | (1.87) |
| 投資有価証券 | - | - | - | - | - |
| その他の投資活動によるキャッシ ュフロー | (1.60) | 0.04 | (0.78) | (0.37) | (0.58) |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (3.14) | (2.28) | (2.52) | (2.18) | (2.44) |
| 配当金支払額 | (3.18) | (3.12) | (3.08) | (3.08) | (3.08) |
| 社債発行による収入(償還による 支出) | 6.25 | 4.21 | - | - | - |
| 株式発行による収入 | (2.00) | (7.51) | (3.00) | (3.00) | (3.00) |
| その他 | - | - | - | - | - |
| 財務活動によるキャッシュフロー | 1.07 | (6.43) | (6.08) | (6.08) | (6.08) |
| 為替影響 | 1.32 | 2.92 | 2.12 | 2.52 | 2.32 |
| ネットキャッシュフロー | (1.81) | 11.68 | 1.77 | 7.46 | 6.32 |

| | | | | | |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| フリーキャッシュフロー(FCF) | (2.60) | 15.16 | 6.51 | 11.39 | 10.65 |
| EBITDA | 4.21 | 9.63 | 11.65 | 15.43 | 17.11 |

| | | | | | |
|----------------|------|-------|------|------|------|
| EBITDA 利益率(%) | 3.7 | 8.1 | 9.4 | 12.0 | 12.8 |
| FCF マージン(%) | -2.3 | 12.8 | 5.3 | 8.8 | 8.0 |
| FCF コンバージョン(%) | N/A | 256.4 | 71.0 | 88.7 | 73.8 |
| 設備投資/売上高(%) | 1.4 | 2.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 設備投資/減価償却(%) | 70.1 | 90.4 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 営業 CF マージン(%) | -0.9 | 14.7 | 6.7 | 10.2 | 9.4 |

| 主要指標 | 期 3/23 | 期 3/24 | 期 3/25E | 期 3/26E | 期 3/27E |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 収益性 | | | | | |
| 売上総利益率(%) | 27.7 | 30.9 | 31.0 | 31.0 | 32.0 |
| 営業利益率(%) | 1.8 | 5.9 | 7.4 | 10.0 | 10.8 |
| 当期純利益率(%) | 1.6 | 3.8 | 5.4 | 7.3 | 7.9 |
| ROA(%) | 2.4 | 5.9 | 8.2 | 10.6 | 10.8 |
| ROE(%) | 4.3 | 11.9 | 17.6 | 21.4 | 20.4 |
| ROCE(%) | 4.5 | 15.4 | 18.4 | 22.4 | 22.0 |
| ROIC(%) | 3.6 | 12.2 | 12.9 | 16.2 | 16.1 |
| 流動性 | | | | | |
| 流動比率(倍) | 2.0 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.3 |
| クイック比率(倍) | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.9 |
| 負債比率 | | | | | |
| D/E レシオ(倍) | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| ネット D/E レシオ(倍) | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash |
| 自己資本比率(倍) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| インタレスト・カバレッジ・レシ オ(倍) | 43.9 | 76.0 | 93.6 | 131.1 | 147.4 |
| D/E レシオ(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| バリュエーション | | | | | |
| EPS(公表値)(円) | 11.3 | 29.6 | 43.5 | 61.0 | 68.5 |
| PER(倍) | 52.2 | 20.0 | 13.6 | 9.7 | 8.6 |
| 希薄化後 PER(倍) | 52.2 | 20.0 | 13.6 | 9.7 | 8.6 |
| DPS(円) | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 配当性向(%) | 176.4 | 67.5 | 46.0 | 32.8 | 29.2 |
| 配当利回り(%) | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 株主総利回り(%) | 5.7 | 12.1 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |
| FCF 利回り(%) | (3.0) | 17.5 | 8.0 | 12.9 | 12.4 |
| 希薄化後 FCF 利回り(%) | (3.0) | 17.5 | 8.0 | 12.9 | 12.4 |
| PBR(倍) | 2.1 | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| EV/売上高倍率(倍) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA 倍率(倍) | 16.5 | 7.2 | 6.0 | 4.5 | 4.1 |
| EV/EBIT 倍率(倍) | 34.6 | 9.9 | 7.6 | 5.4 | 4.8 |
| EV/FCF 倍率(倍) | N/A | 4.6 | 10.1 | 6.2 | 6.5 |



免責事項

本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が作成したものです。本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が信頼できると考える公開情報源から入手した情報に基づいていますが、独自検証は行っていません。その正確性や完全性について保証、表明、保証をするものではありません。本レポートは、当該企業について述言及すべき全事項を記載したのではなく、また、記載を試みるものでもありません。ここに記載された意見は、本レポート作成時点におけるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている将来の見通しに関する情報または記述には、仮定、今後の業績予測、未確定な金額見積もりなどに基づく情報が含まれているため、既知および未知のリスク、不確実性および、このテーマに関する実際の結果、業績または成果が現在の予想とは大きく異なる可能性をもたらすその他要因が含まれています。

本レポートは概説として作成されたものであり、特定の金融商品または戦略を個人的に推奨するものではなく、また個人的な投資アドバイスを構成するものでもありません。

アナリストは、(i)本レポートで表明する見解は、本レポートの対象である企業および証券に関する当該リサーチアナリストの個人的見解を正確に反映していること、(ii)当該リサーチアナリストの報酬のいかなる部分も、直接的にも間接的にも当該リサーチアナリストが本レポートで述べた見解に過去、現在、未来を通して関連しないことをここに証明します。

本レポートは、日本法に基づき設立され、日本の金融庁の監督下にあるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社により作成されました。現地当局による規制範囲に関する詳細をご要望の場合は、弊社から入手可能です。

利益相反

本レポートは、当該企業が委託して費用を負担したものであり、MiFID II で定義される許容可能な軽微な非金銭的利益に該当すると判断されるものです。

読者は、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が、現在、もしくは今後 3 ヶ月以内およびその後、当該企業に対して IR/コーポレート・アドバイザリーなどのサービスを提供する、または提供することを求める可能性があることを前提とする必要があります。

記載金融証券への投資: アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、取締役、役員、従業員およびサービスプロバイダーの個人的な取引について制限的な方針をとっています。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、投資業務を行っておらず、本レポート記載の金融証券は一切保有していません。

責任制限

アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートに基づき投資家が行った投資、売却、保有の決定に関して、いかなる責任も負わないものとします。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートの情報に起因する直接的、間接的、偶発的、特別、または結果的損害(予見可能か否かを問わず)に対して、一切の責任を負わないものとします。

Copyright 2024 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止