

## AENTRO Research

Initiation Report | 2026年5月11日

## VRAIN Solution (135A)

AI外観検査「Phoenix Vision/Eye」を起点に、製造業の品質保証から工程DXへと事業領域を拡張する

## No Rating / No Target Price

TSE Growth

株価 (2026/5/11終値)	時価総額	発行済株式数	FY26/2 売上高	FY26/2 営業利益率	FY27/2E 売上高
4,190円	430億円	1,025.6万株	3,278百万円	27.9%	4,823百万円



項目	FY22/2	FY23/2	FY24/2	FY25/2	FY26/2
売上高 (百万円)	344	617	1,411	2,144	3,278
営業利益 (百万円)	3	64	508	594	914
営業利益率 (%)	0.9	10.4	36.0	27.7	27.9
当期純利益 (百万円)	11	49	330	425	652
当期純利益率 (%)	3.3	8.1	23.4	19.8	19.9
EPS (円)	1.13	5.04	33.33	42.04	63.95
DPS (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 1. 会社概要

VRAIN Solutionは、単なるAI外観検査ベンダーではなく、製造業の品質保証という労働集約的工程をAI化し、その実装オペレーション（撮像機器設計・装置内製・拠点サポート）まで自前で抱え込む「現場実装型AIサービサー」である。2020年3月の創業からわずか3年11カ月後の2024年2月22日に東京証券取引所グロース市場へ上場し、上場2年目のFY2026（2026年2月期）時点で売上高3,278百万円、経常利益912百万円に到達した。2期から6期目までの4年間で経常利益CAGRは約+184%、JPXスタートアップ急成長100指数の構成銘柄においてNo.1の急成長スコアを記録する、日本の製造業AI領域における新興プレイヤーである。重要なのは、この高成長が単なるトップライン拡大ではなく、売上総利益率78.9%・営業利益率27.9%（いずれもFY26）という高採算と両立している点だ。本章では、同社の位置づけを基本情報・沿革・経営陣・株主構成・ガバナンス・ESGの6角度から整理する。

### 1-1. サマリー

VRAIN Solutionの本質は、AI外観検査というソフトウェア単体を売る会社ではなく、カメラ・照明・排出機構といった撮像・搬送ハードウェアから検査装置本体、現場での立ち上げ・サポートまでを内製するフルパッケージ型のAI実装事業者にある。主力プロダクト「Phoenix Vision/Eye」はGUIで現場ユーザーが操作可能な汎用AI外観検査システムだが、同社の売上の核心はこのソフト単体ではなく、1案件平均18百万円（FY26）の装置込みパッケージである。当社は、これをSaaS型の軽い販売モデルではなく、案件当たり単価2桁百万円台の「プロジェクト型ビジネス」と位置付ける。

同社の経営を一枚のサマリーとして示したのが以下の表である。

項目	内容
会社名	株式会社VRAIN Solution (VRAIN Solution, Inc.)
証券コード	135A (東証グロース、2024年2月22日上場)
設立	2020年3月16日
代表者	代表取締役社長 南場 勇佑
本店所在地	東京都中央区晴海一丁目8番10号
決算期	2月末 (第5期=FY2025、第6期=FY2026)
事業内容	製造業DX事業 (AIシステム/DXコンサルティング) 単一セグメント
資本金	16百万円 (FY26末時点)
発行済株式数	10,256,000株 (FY26末)
従業員数	138名 (FY26期末、期初97名から+42%)
売上高	3,278百万円 (FY26、前期比+52.9%)
営業利益	914百万円 (FY26、営業利益率27.9%)
監査法人	監査法人A&Aパートナーズ

出所：有価証券報告書 (FY2025)、決算短信・決算説明資料 (FY2026) よりAENTRO Research作成

この基本情報から読み取れる第一の特徴は、創業から満6年に満たない企業でありながら、従業員138名規模で売上3,278百万円・営業利益914百万円を稼ぎ出している圧縮成長である。第2期（FY2022）の売上は344百万円であったから、4年で売上は9.5倍、経常利益は63倍に膨らんだ計算になる。

第二の特徴は、「製造業DX事業」の単一セグメント開示である点だ。内部的にはAIシステム（FY26で売上の94%を占める）とDXコンサルティング（6%）の2サービスラインに分かれるが、会社は両者を「同一顧客に対してクロス提供することで収益最大化を図る」一体の提供体として捉えている。当社は、このセグメント構成こそが「AIソフト販売企業」と「AI実装サービサー」を分ける最大の指標だとみる。単機能ソフトベンダーならばサブスクリプション比率や有効ライセンス数をKPIに置くはずだが、同社は受注残・累計取引社数・AIシステム販売単価という「プロジェクト型ビジネス」のKPIで自社を説明している。

第三の特徴は、創業者一族による極めて高い議決権集中である。代表取締役社長の南場勇佑氏は、資産管理会社である合同会社Y&Nを通じた間接保有38.18%と個人直接保有28.96%を合わせて67.14%の議決権を単独で握る（FY25末基準）。これは流動性の観点では浮動株比率を圧迫するリスクである一方、中期経営方針が掲げる「売上CAGR+50%・営業利益率30-40%」という高い目標を、短期株価圧力に左右されずに追求できる基盤でもある。重要なのは、この両義性をどちらの解釈で読むかで投資判断が大きく分かれる点だ。本章1-6で詳述する。

第四の特徴は、利益配当を一度も実施していない点である。会社は「現時点では内部留保の充実を図り、収益力強化、事業規模の拡大のための投資に充たすことが、株主の将来の安定的かつ継続的な利益還元につながる」と明言しており、成長投資優先のキャピタルアロケーションを採っている。当社は、FY27予想の売上+47.1%・営業利益率30.1%（中期方針下限への到達）が実現する限り、この無配方針は合理的だとみる。

### 1-2. 基本情報

商号は株式会社VRAIN Solution、英訳名はVRAIN Solution, Inc.、東京証券取引所グロース市場における証券コードは135Aである。本店は2025年5月19日付で同じ東京都中央区晴海一丁目8番以内での所在地移転・拡充を行い、現住所は晴海アイランドトリトンスクエアオフィスタワーX34階となった。決算期は2月

末、事業年度表記は「第X期」の形式を公式に使用しており、本レポートでは決算月基準でFY2025（第5期、2025年2月期）・FY2026（第6期、2026年2月期）と表記する。

事業年度末の従業員数は第5期末で97名、第6期（FY26）末で138名、FY27計画で210名と、3年で従業員数が倍以上となる急拡大局面にある。FY26の部門別構成（期中目安、会社説明資料より）は、営業35名・サポート50名・AIプロダクト開発25名・DXコンサルタント10名・バックオフィス18名となっており、サポート部門が最大、次いで営業部門が人員第二位となっている。特筆すべきは、期初に発足した「サポート」部門が50名まで一気に拡張している点だ。当社は、これが単機能ソフトベンダーではなく、装置込みの現場立ち上げを自社で抱え込む「実装型事業者」としての組織設計を象徴するものとみる。

監査法人はA&Aパートナーズで、第2期（FY2022）から継続監査を受けている。第1期は上場前のため監査対象外である点に留意が必要だ。

### 1-3. 会社の定義

当社はVRAIN Solutionを「AIモデルだけを売るソフトベンダー」ではなく、「AIモデル+撮像機器+検査装置+現場実装サポートの4要素を一括提供する、製造業特化の現場実装型AIサービサー」と定義する。この定義は以下の3つの事実によって支えられる。

第一に、1案件あたりの平均販売単価がFY26で180万円、FY25で210万円に達している点だ。純粋なAIソフトウェアライセンスではこの単価にならず、この水準は装置・撮像機器・設置工事を含むフルパッケージ価格帯に相当する。有価証券報告書でもFY25の平均販売単価は21,797千円と開示されており、装置・周辺機器込みの単価であることを会社自身が明言している。

第二に、FY26開始と同時に東京工場・大阪工場という「装置内製拠点」を稼働させている点である。通常、AIソフトベンダーは製造拠点を持たない。同社が装置内製を選択した理由は、会社説明資料では「納期柔軟性の確保」「粗利率改善」「現場品質の担保」と整理されている。実際、売上総利益率はFY25の78.5%からFY26の78.9%へ改善しており、装置内製化が粗利率の底上げに直結している。

第三に、仙台（2025年9月）・札幌（2025年12月）に続き、FY27には宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点を新設する計画が発表されている点だ。ソフトベンダーであれば営業所の物理拠点はリモート対応で置き換えられるが、同社は「現場サポート体制を内製化する」方向で明確に投資している。これは、AI外観検査の本番稼働には現地での装置調整・再学習・歩留まり確認が不可欠であるという同社の事業実態を反映した選択である。

以上の3点を合わせて、当社は同社を「フィジカル（装置）とデジタル（AIモデル）をまたぐ現場実装プラットフォームの萌芽形態」と位置付ける。

### 1-4. 沿革

同社の沿革は「創業・立ち上げ期（FY21）」「製品確立期（FY22-23）」「上場・スケール期（FY24-25）」「装置内製・全国展開期（FY26-）」の4段階で整理するのが実態に即している。以下に主要マイルストーンを示す。

時期	主な出来事
2020年3月	東京都中央区八丁堀にて資本金9,900千円で当社設立、DXコンサルティング事業開始
2020年7月	AI外観検査システム「Phoenix Vision/Eye」の開発・販売開始
2021年7月	本社を東京都中央区日本橋茅場町へ移転
2022年7月	本社を東京都中央区晴海へ移転
2023年3月	ISO/IEC 27001:2013（ISMS）の認証を取得
2023年12月	普通株式1株を1,000株に分割
2024年2月22日	東京証券取引所グロース市場に株式上場（公開価格2,990円、初値5,190円）
2024年7月	資本金を減資割合96.7%で298百万円から10百万円へ振替（その他資本剰余金へ）
2024年8月	大阪営業所を開設
2025年1月	名古屋営業所を開設
2025年5月	本社を晴海アイランドトリトンスクエアオフィスタワー内で移転拡充（一過性費用約76百万円）
FY2026	東京工場・大阪工場（装置内製拠点）を稼働開始
2025年9月24日	仙台営業所を開設
2025年12月1日	札幌営業所を開設
FY2027計画	宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点を新設予定

出所：有価証券報告書（FY2025）、決算説明資料（FY2026）、適時開示資料よりAENTRO Research作成

第1段階（FY21：立ち上げ期）は、DXコンサルティングから事業を開始し、4カ月後にPhoenix Vision/Eyeを発売するまでの時期である。当社は、この順序が同社の現場理解を形成した原体験だとみる。コンサル案件で顧客の製造現場に入り込み、現場課題を吸収した上でプロダクトを設計した順序だからこそ、汎用AIであっても「設定不要で現場担当者が扱える」設計思想が貫かれている。

第2段階（FY22-23：製品確立期）は、非上場ながら経常利益を赤字ではなくわずかな黒字（FY22: 14.6百万円、FY23: 63.4百万円）で積み上げた時期である。売上はFY22の344百万円からFY23の617百万円へ1.8倍化しており、製品のプロダクト・マーケット・フィットを確立した局面と読める。この段階でISMS認証を取得している点は、同社が製造業の大手顧客を主要ターゲットとする以上、情報管理基準を満たすことが上場準備の要件であったことを示す。

第3段階（FY24-25：上場・スケール期）は、2024年2月の上場と同時に売上が1,411百万円→2,145百万円へとほぼ倍増した時期である。IPOによる調達（資本金は一時298百万円まで積み上がり、翌FY25にその他資本剰余金へ振替）により、大阪・名古屋の営業所開設と人員2倍化が可能となった。重要なのは、FY24・FY25とも自己資本比率が68.8%・75.9%と高く、IPO資金が手元に残っていた点だ。これが第4段階の装置内製・拠点拡大への投資原資となっている。

第4段階（FY26-：装置内製・全国展開期）は、東京・大阪の装置内製工場を稼働させ、仙台・札幌と東北・北海道の拠点を整備し、FY27には中部・北陸・中国・九州をカバーする5拠点を予定する局面である。本社移転を同時期に実施したため一過性費用は約76百万円発生したが、会社は「全国拠点化と装置内製化を同時並行で進める」方針を崩していない。当社は、この第4段階こそが同社の会社定義を「AIソフトベンダー」から「現場実装プラットフォーム」へ書き換える決定的フェーズだとみる。

## 1-5. 経営陣

同社の経営体制は、代表取締役社長の南場勇佑氏を中心に、事業・技術・コーポレートの各領域を部長兼務取締役で固める4名体制に、社外取締役1名を加えた5名の取締役会で構成されている。

役職	氏名	主な経歴
代表取締役社長	南場 勇佑	慶應義塾大学卒。キーエンス入社、食品・自動車関連部品の生産ライン省人化を多数経験。2019年2月に株式会社ゼットウィル設立（代表取締役）、2020年3月にVRAIN Solutionを創業
取締役 DX事業開発 部長	荻本 成基	東京大学卒。在学中より複数企業でAIを活用した効率化支援プロジェクトを経験。コンサルティング及び新商品開発を掌管
取締役 技術開発部 部長	山田 郁生	東京大学卒。キーエンス入社、製造業現場で活用できるプロダクト開発を多く経験。AIシステム開発を掌管
取締役 コーポレート 部長	菊地 佳宏	早稲田大学卒。邦銀に入行、資金調達・資本政策・国内外M&A等の顧客成長戦略支援を多数実施。管理部門全体を掌管、内部監査人兼任
社外取締役	北田 真治	トヨタ自動車元常務役員・元財務部長、トヨタ自動車（中国）投資有限公司取締役社長、プライムアースEVエナジー元代表取締役社長
顧問	伊原 保守	トヨタ自動車元取締役副社長、アイシン精機（現アイシン）元代表取締役社長
顧問	高橋 良定	小松製作所元副社長執行役員CIO

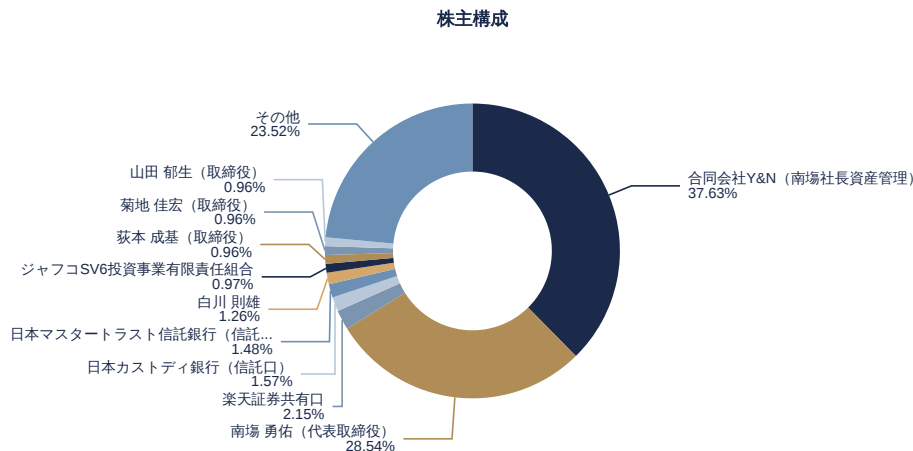
出所：有価証券報告書（FY2025）、決算説明資料（FY2026）よりAENTRO Research作成

経営陣の顔ぶれから読み取れる最大の特徴は、「キーエンス出身者2名（南場氏・山田氏）」という事業開発の起点と、「トヨタ自動車関係者2名（社外取締役1名・顧問1名）」という顧客業界ネットワークの組み合わせだ。キーエンスは生産ライン省人化の現場営業・現場エンジニアリングを世界最高水準で実施する企業として知られており、南場氏と山田氏がここで経験した「現場で動くプロダクトの設計思想」が、Phoenix Vision/EyeのGUI中心・即日導入設計に直接つながっている。

一方で、トヨタ自動車関係者を社外取締役1名と顧問1名という形で迎えている点は、同社が「自動車業界を中心としたTier 1・Tier 2サプライヤーを最大顧客群とする」事業戦略の裏返しである。有価証券報告書でも「AIシステムの導入事例として大手自動車メーカーにおける部品の傷の自動検査」が第一に挙げられている。当社は、経営陣ネットワークと顧客基盤が強く整合している構造は、創業期の小型成長株としては極めて意識的な設計だとみる。

ただし、リスク面では同社自身が有価証券報告書で「代表取締役社長である南場勇佑は、当社の創業者、かつ、創業以来の最高経営責任者であり、当社の事業運営における事業戦略の策定や業界における人脈の活用等に関して、重要な役割を果たしております。（略）南場勇佑に対する依存度は高い状況にあると考えております」と明記している。当社は、キーマン依存リスクは小型成長株の共通課題であり、後継者計画の開示が今後の評価ポイントになるとみる。

1-6. 主要株主・資本構成



出所：第6回定時株主総会招集ご通知及び株主総会資料 (FY2026、2026年2月28日現在) よりAENTRO Research作成

同社の議決権構成を一言で言えば、「創業者一族による絶対的支配」と「IPO後に入った機関投資家による少数株主」の二極構造である。大株主10名の内訳は以下のとおりだ。

順位	株主名	所有株式数 (株)	比率 (%)
1	合同会社Y&N (南場社長の資産管理会社)	3,860,000	37.63
2	南場 勇佑 (代表取締役社長)	2,927,900	28.54
3	楽天証券共有口	221,400	2.15
4	日本カストディ銀行 (信託口)	161,900	1.57
5	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	152,600	1.48
6	白川 則雄	130,000	1.26
7	ジャフコSV6投資事業有限責任組合	99,500	0.97
8	萩本 成基 (取締役 DX事業開発部部长)	99,000	0.96
9	菊地 佳宏 (取締役 コーポレート部部长)	99,000	0.96
10	山田 郁生 (取締役 技術開発部部长)	99,000	0.96
	計 (上位10名)	7,850,300	76.54

出所：第6回定時株主総会招集ご通知及び株主総会資料 (FY2026、2026年2月28日現在) よりAENTRO Research作成

この構成の決定的な特徴は、上位2位までの南場氏グループ (Y&N+個人) だけで66.18%の議決権を握っている点である。さらに有価証券報告書では「二親等以内の親族の所有株式を合計すると過半数となる」と記されており、会社法上の「支配株主」に該当することを同社自身が明示している。この集中構造は上場後も崩れていない。

重要なのは、この構造を単純に「ガバナンスリスク」と断じるのは誤りだということだ。当社はこれを両義的に評価する。

ネガティブ側面の第一は流動性の制約である。流通株式比率は29.1% (FY25末) と東証グロースの上場維持基準25%をわずかに上回っていない。何らかの事情で流動性が低下すれば、上場維持基準に抵触するリスクを同社自身が有価証券報告書のリスク項目で挙げている。第二は少数株主保護の論点だ。同社はこの点を意識し、関連当事者取引規程に則り取引条件の妥当性を取締役会で審議する仕組みを明文化している。

ポジティブ側面の第一は、中期方針の「売上CAGR+50%・営業利益率30-40%」という高成長・高収益目標を、短期株価に振り回されず追求できる支配権構造であることだ。成長投資のために無配を継続し、新拠点5カ所の開設と装置内製化を同時並行で進めるといった長期コミット型の資本配分は、分散株主構造では実行しにくい。第二は、南場氏自身が「安定株主として引き続き保有を継続する」と明言しており、少なくとも2-3年単位で大規模な持ち株売却圧力は想定しにくい点だ。

機関投資家の存在も注目に値する。ジャフコSV6 (0.97%) は上場前からのVC株主であり、日本カストディ、日本マスタートラストは上場後に入った国内外機関投資家である。当社は、これら機関投資家の合計シェアが約4%であることから、今後の増資や売出しで浮動株比率を引き上げる余地はあるものの、現時点では需給の観点で薄商いが続く可能性が高いとみる。

資本政策の観点では、2024年2月の上場時に公開価格2,990円で210,000株を有償一般募集し、資本金を298百万円まで積み上げた後、2024年7月に会社法第447条に基づく減資（減資割合96.7%）を実施して資本金を10百万円に戻している。これは今後の機動的な資本政策（自己株式取得、M&A、新株発行）に対応するための剰余金準備と読める。

## 1-7. コーポレートガバナンス

コーポレートガバナンスの観点でみると、同社は「創業者支配を残しながら、監査役会設置会社として外部牽制を最小限配置した」スタートアップ型ガバナンスの典型である。取締役会は5名（うち社外1名）、監査役会は3名（全員社外、うち常勤1名）で構成されている。

FY2025（第5期）の実績として、取締役会は年間17回開催され、取締役5名全員が17回出席（出席率100%）を達成した。経営会議は原則月2回開催され、常勤取締役4名と執行役員1名の5名で構成、常勤監査役がオブザーバーとして参加している。リスク・コンプライアンス委員会は四半期に1回開催され、常勤取締役4名・監査役2名・執行役員1名・労務/総務担当2名の合計9名で構成される。

社外役員の顔ぶれは、ガバナンス監督機能の観点で合理的だ。社外取締役の北田真治氏は自動車業界大手の経営経験者として事業戦略と製造業知見を提供し、社外監査役3名は常勤監査役の家城徳彦氏（事業会社経営・監査役経験）、原川裕一氏（公認会計士）、木村昌則氏（弁護士）の構成で、経営・会計・法務の3領域から監査機能を厚くしている。同社が対面する製造業顧客の案件規模（2.5億円の大手飲料案件等）と、支配株主による関連当事者取引リスクを考えれば、公認会計士と弁護士を社外監査役に配置する判断は妥当だ。

ただし、監査役会設置会社である点は、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社と比べて外部取締役の意思決定関与が相対的に弱いガバナンス形態である。当社は、同社が支配株主を抱える以上、将来的には監査等委員会設置会社への移行、または独立社外取締役の追加選任が投資家コミュニケーション上の課題になるとみる。現時点では指名委員会・報酬委員会は設置されておらず、役員報酬は取締役会決議の報酬総額範囲内で代表取締役社長が各取締役の職責・能力を勘案して決定する仕組みとなっている。

内部監査体制は、コーポレート部長（菊地取締役）が兼任する内部監査人3名が代表取締役社長直轄で実施している。兼任構造は小規模上場企業では一般のだが、内部監査の独立性という観点では将来的な分離が論点となる。

会計監査人は監査法人A&Aパートナーズで、第2期（FY2022）以降継続している。

## 1-8. ESG／サステナビリティ

ESG開示の観点では、同社は現時点で「サステナビリティ報告の本格整備はこれからの段階」にある。有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記述量は4項目（ガバナンス・戦略・リスク管理・指標及び目標）でページ1ページ分と簡潔であり、TCFD提言に準拠した気候関連開示や、GHG排出量（Scope 1/2/3）の定量開示は行われていない。

戦略面では、会社は「モノづくりのあり方を変え、世界を変えていく」をミッションとし、製造業の現場自動化による業務効率化と食品等の部材ロス削減を「持続可能な社会の実現に必要」と位置付けている。重要なのは、同社のESG戦略が「本業の製造業DX事業の拡大がそのままサステナビリティへの貢献に資する」という本業一体型の論理で整理されている点だ。当社は、この論理は小型成長株の資源配分として合理的だとみる一方、機関投資家の投資判断フィルタが高度化する局面では、定量指標（GHG、ダイバーシティKPI、人的資本ROI）の開示が今後の課題となるとみる。

人的資本の観点では、会社は「性別や年齢にとらわれない多様な人材が競争力の源泉」と明記し、半期ごとの評価制度、スキル向上・キャリアパス支援、オフィス環境整備を柱に据えている。ただし、指標及び目標については「小規模な組織体制であるため、管理職の構成割合や人数の目標値等は定めておりません」と明示し、今後の課題として継続検討する姿勢を示している。

リスク管理体制は、取締役会とリスク・コンプライアンス委員会を通じて情報共有・早期発見・未然防止を図り、弁護士・公認会計士・社会保険労務士等の外部専門家との連携体制も整えている。監査役監査・内部監査を通じたリスク軽減の仕組みは、有価証券報告書の記述範囲内で機能している。

当社は、同社のESG開示は現段階では上場2年目のスタートアップとして最低限の水準を満たしているが、TAM（製造業事業所11万社のうち現状0.3%の取込余地）の大きさを考えれば、3-5年後には定量的な人的資本KPI・環境指標の整備が投資家評価軸として重要性を増すと予想する。逆に言えば、現段階でESG開示が薄いことは、本業の成長速度に経営リソースを集中している現れでもあり、中期方針の「+50%×30-40%」を実現する限りは許容される範囲にあるとみる。

## 2. 事業内容

VRAINの事業を理解するうえでまず重要なのは、同社を単なるAIベンダーとして捉えないことである。会社の表向きの顔はAI外観検査システム「Phoenix Vision/Eye」を中核とするAIプロダクト企業だが、実態はAIモデルに加えて撮像機器（カメラ・レンズ・照明）と検査装置（筐体・排出機構・制御）までを自社で企画・設計・製造し、さらに現場での設置・稼働・サポートまでワンストップで請け負う「現場実装型AIサービサー」である。1案件平均販売単価18百万円、粗利率78.9%、受注残1,269百万円（前期末比+225.5%）という数字の組み合わせは、SaaSベンダーの軽い販売モデルでは決して説明できない。装置内製化と現場実装ノウハウを抱え込んだ「プロジェクト型ビジネス」として読むのが最も実態に近い。本章では、この構造を8つの視点から解剖する。

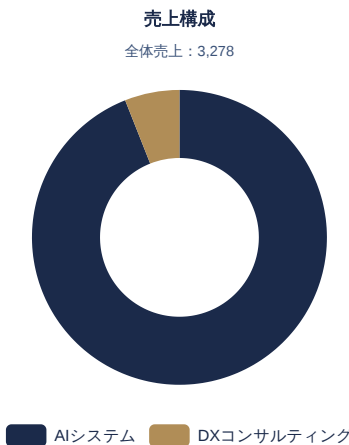
### 2-1. 事業全体像

VRAINは単一セグメント「製造業DX事業」を標榜しているが、その内側には性格の異なる2つのサービスラインが同居している。すなわち、自社開発AIプロダクトと周辺ハードウェアを組み合わせる製造ラインに実装する「AIシステム」と、課題設定・PoC・システム開発・運用まで伴走する「DXコンサルティング」である。有価証券報告書でも、両サービスは「完全に分離されるものではなく、両要素を異なるバランスで含んでいることから、経営管理上はセグメントの分離をせず、『製造業DX事業』の単一セグメント」として扱うと説明されている。これは会計上の処理の話にとどまらない。同社の事業モデルそのものが「AIを売るだけで終わらせない、現場で動かすところまでを含めて売る」という思想で設計されているということの意味する。

単一セグメントと言っても、両サービスの規模は拮抗しているわけではない。FY26実績では売上高3,278百万円のうちAIシステムが3,087百万円（構成比94.0%）、DXコンサルティングが191百万円（同6.0%）で、事業の「重さ」は完全にAIシステム側に寄っている。DXコンサルティングはFY24の345百万円→FY25の355百万円→FY26の191百万円と、むしろ絶対額が減少している。これは事業の縮小を意味しているわけではなく、同社自身が「マネジメント人材が入社し事業規模の拡大に対応できる人材の育成と組織体制の強化を積極的に推進」と説明しているとおり、FY26は体制整備のためにDXコンサルティング側を意図的に絞った移行局面と読むのが適切である。AIシステムの急拡大（FY25 1,789百万円→FY26 3,087百万円、+72.6%）が事業全体を引き上げている一方で、DXコンサルティングは「顧客の課題を発掘し次のAIシステム案件に繋ぐ入口」という位置付けで温存されている。

対面している市場も明確である。同社が自ら定義するTAMは「製造業の事業所数11万社（従業員10名以上、経済センサス）」であり、FY26末の累計取引社数337社はこのうち0.3%にすぎない。本章では、この0.3%というシェアを「まだ小さい」と読むのではなく「それでも既に売上CAGR +50%・粗利率78.9%という数字を出せている」という反対側から解釈する。同社のビジネスモデルが11万社の0.3%だけでこの収益水準を達成しているということは、残りの99.7%を取り込む余地が構造的に存在することの裏返しでもある。

### 2-2. サービスライン別構成



出所：2026年2月期 通期決算説明資料 p11よりAENTRO Research作成

サービスライン別の売上構成をより精緻に見ると、同社の成長の主戦場がAIシステムに集約されていることが数字でも確認できる。FY22時点ではAIシステム103百万円・DXコンサルティング9百万円と、事業規模そのものが小さかった。それがFY24にはAIシステム1,065百万円・DXコンサルティング345百万円と両輪が立ち上がり、FY26にはAIシステム3,087百万円（構成比94.0%）・DXコンサルティング191百万円（同6.0%）という現在形に至っている。4年間でAIシステムは30倍、DXコンサルティングは21倍に拡大したが、成長速度ではAIシステムが明確に上回り、結果として構成比はAIシステムに寄っている。

下表に主要サービスラインの直近3期推移を示す。

項目	FY24	FY25	FY26	備考
AIシステム売上 (百万円)	1,065	1,789	3,087	外観検査+撮像機器+装置
DXコンサル売上 (百万円)	345	355	191	体制再構築中
AIシステム構成比	75.5%	83.4%	94.0%	急速に主力化
合計売上 (百万円)	1,411	2,144	3,278	
AIシステム販売単価 (百万円)	16	21	18	平均1案件

AIシステムの中身は、外観検査用の「Phoenix Vision/Eye」、その小型・エッジ対応版の「Phoenix Edge」、異音・振動検査用の「Phoenix Analyzer」、そしてFY26に新製品としてリリースされたAI×X線検査機「PX-1000N」の4プロダクト群である。Phoenix Vision/Eyeは会社創業期の2020年7月にリリースされた主力製品で、主に4種類のAIアルゴリズム（分類、検出、領域抽出（セグメンテーション）、良品学習（異常検知））をすべて搭載し、検査対象や環境に応じて最適なアルゴリズムを選定・組み合わせる設計になっている。Phoenix Edgeは小型ハードウェアでの外観検査を可能にする次世代コントローラで、研究開発費は「性能向上・新製品開発」で前期比+16.1%の269百万円（FY26）まで増加している。PX-1000Nは外部のX線技術とVRAINのAI検査技術を融合した新商品で、既存のPhoenixカメラと接続することで「1台で内部も外部も高速検査」を実現できる統合型インターフェースを搭載する。要するに同社のプロダクトラインは、Phoenix Vision/Eyeを軸に、エッジ対応（Phoenix Edge）、異音・振動への横展開（Phoenix Analyzer）、内部欠陥への縦展開（PX-1000N）へと、機能軸でも工程軸でも拡張中である。

DXコンサルティングは、AIシステムよりも抽象度が高く、顧客との関係性構築のためのサービスと理解したほうが実態に近い。FY25の平均販売単価は2,051千円（AIシステムの21,797千円の約10分の1）であり、単価で稼ぐ事業ではない。その代わり、エンジニアリングチェーン（企画→設計→試作→生産）とサプライチェーン（販売計画→受注→生産→出荷→アフターフォロー）を広くカバーする「課題設定→PoC→システム開発→運用・水平展開」の4フェーズ併走型として設計されており、AIシステム導入後の横展開や、別工程・別工場への派生案件の「種」を仕込む役割を担っている。DXコンサルティングの売上が絞られているのは、2025年に9名まで減員したDXコンサルタント人員をFY26末には10名水準まで戻していることから、意図的な抑制と読める。

### 2-3. エンドユーザー価値

同社の顧客は、食品、自動車、化学、医薬品、金属、機械、電子デバイスなど幅広い製造業である。そのなかで同社が繰り返し強調するエンドユーザー価値は極めてシンプルで、「これまで検査員が目視で行っていた良品/不良品判定の自動化・省人化」である。成長可能性資料に掲載されている導入事例では、食品メーカーA社で「目視検査員10名から0名を実現」、医薬品メーカーC社で「目視検査員10名の無人化に成功」、化学品原料メーカーB社で「毎週10時間かかる生産計画の自動化を実現」といった具体的な成果が示されている。いずれも、検査員の確保難・人件費上昇・熟練度ばらつきという製造業の構造課題を、AI×撮像機器×装置のフルパッケージで解消したという形になっている。

VRAINが特筆すべきは、この「目視検査の自動化」という汎用テーマを、同社自身が持つ4種類のAIアルゴリズム（分類、検出、セグメンテーション、良品学習）の組み合わせで解きにいっている点である。従来のルールベース画像処理は、「白黒がはっきりしている場合は検査可能だが、少し濃度が近くなると検査不可」という根本的な限界があった。VRAINのPhoenix Vision/Eyeは、良品/不良品画像を学習データとして自己学習させることで、曖昧さ・柔軟性を数値化して扱える設計になっており、会社自身が「ルールベース検査と比較しても更に高精度な検査が実現するため、今後はAIへの代替が広がる」と主張している。これは単なるマーケティング文言ではなく、大手飲料メーカー（サントリープロダクツ）が7工場一括で2.5億円規模の導入を決めた事実、および大手食肉加工メーカーの伊藤ハム米久ホールディングスが導入を決めた事実によって、現場の支持を得ていることが裏付けられる。

もう一つ、エンドユーザーが同社を選ぶ理由として見逃せないのが「現場で動かせるGUI設計」である。成長可能性資料では「操作性も容易なため、顧客側での設定調整や導入後の運用において、操作者の熟練度等に左右されません」「注文を受けてから1週間程度で導入することが可能」と説明されている。AIモデルの精度を現場担当者が自分で調整でき、かつ導入リードタイムが短い、というのは、多くの製造業顧客にとって「AIベンダーとの長期共同プロジェクト」の敷居を下げる重要な設計判断である。VRAINの製品が「AIサイエンスとしての高度さ」よりも「現場で自走できる使い勝手」を優先しているのは、顧客セグメントの性格と噛み合っている。

### 2-4. 収益モデル

VRAINの収益モデルは、「AIプロダクト単体販売」ではなく「AIプロダクト+撮像機器+検査装置のワンストップ納入」が基本単位である。これが収益のスケールと粗利率を同時に説明する鍵になる。会社資料では、AIシステムは「AIプロダクト×撮像機器×その他（装置・制御・排気等）」の3要素で構成され、「単なるプロダクトの販売だけでなく、システムとして導入することで付加価値の高いソリューションが実現」と整理されている。案件単価はFY24で16百万円、FY25で21百万円、FY26で18百万円と、平均18~19百万円水準で推移しており、SaaSベンダーの月額数万円~数十万円とはまったく違うレンジにある。これは案件ごとの「装置を含む納品物」の価値がそもそも大きいことの裏返しである。

計上タイミングも特徴的である。決算説明資料によれば、顧客は次年度の生産体制に向けて、年度末に合わせて設備導入を完了させたいニーズが強いとされる。FY26の売上3,278百万円のうち、1~3Q累計は1,628百万円で、4Q単体で1,649百万円（通期の50.3%）を計上している。これは、案件ごとの装置設計・製造・設置・検収が下期に集中する業種特性、および期末納品を好む製造業顧客の予算行動を反映したものだ。VRAINは売上の質として「下期偏重・単価大」という特性を抱えており、投資家からは「四半期業績が読みにくい」と見られやすい構造になっている。この点は第4章で改めて定量的に整理する。

粗利率はFY25の78.5%、FY26の78.9%と極めて高い水準で安定している。これは「自社AIプロダクトのソフトウェアライセンス要素」「自社設計・東京/大阪工場での装置内製化」の2点によって、外注依存度を低く抑えられていることに起因する。決算説明資料のウォータフォールでは、FY25→FY26で粗利は+1,133百万円増加した一方、売上原価の増加は230百万円に抑制できたと示されており、スケールしても原価率が膨らまない構造が確認できる。FY27計画では粗利率80.0%とさらに上昇を見込んでおり、会社は「検査装置の内製化により、顧客にあった柔軟な提案（納品タイミング・サポート）を提供」しつつ、原価構造の改善を継続する方針を示している。

受注残の膨らみ方は、同社の収益モデルを理解するうえで最も雄弁な指標である。受注残はFY21末102百万円→FY24末213百万円→FY25末389百万円→FY26末1,269百万円と推移し、FY26末は前期末（FY25末389百万円）比で+225.5%（会社発表値）に達した。特にFY25→FY26で1,000百万円を超える水準に到達したことは、1案件平均18百万円の規模感からすると、期末時点で70案件分以上の仕込みを抱えていることを意味する。これはフロー型の製品販売ビジネスというより、プロジェクト型の受注ビジネスに近い収益モデルであり、同社のPLGが「月次サブスクの積み上げ」ではなく「大口案件の納品検収」で動くことを改めて示している。

### 2-5. 主要KPI

同社のKPIは、単なる販売台数や契約社数ではなく、「顧客基盤の厚み」「継続取引の深さ」「将来収益の見通し」の3要素を測る指標群として読む必要がある。会社自身も有価証券報告書で「今後、高いレベルの成長性と収益性を実現するために『受注残高』『累計取引社数』『継続顧客売上高』についてもモニタリングをしていきます」と明記しており、これらを中核KPIとして位置付けている。下表に直近の主要KPIを整理する。

KPI	FY24末	FY25末	FY26末	前期末比	意味
累計取引社数 (社)	169	233	337	+104	受注ベース
継続顧客売上高 (百万円)	657	852	1,476	+73.2%	既存顧客の深耕度
継続顧客売上比率	-	39.7%	45.0%	+5.3pt	新規依存からの脱却
受注残 (百万円)	213	389	1,269	+225.5%	翌期売上上の先行指標
AIシステム販売単価 (百万円)	18	19	18	-12.6%	各期年度内累計平均

まず累計取引社数は、FY21末19社→FY22末52社→FY23末103社→FY24末169社→FY25末233社→FY26末337社と、年率+38～+66%で積み上がっている。FY26単年度での新規追加は+104社（受注ベース）で、食品を中心に自動車・機械・化学が伸長、加えて金属・医薬品・鉄鋼・製紙で新規業界の開拓が進んだと会社は説明している。この「業界横断での顧客基盤拡大」は、同社のPhoenix Vision/Eyeが多業界で汎用的に通用することの傍証であり、特定業界への依存リスクを低減する要素として重要である。

次に継続顧客売上高と継続顧客売上比率である。FY25の852百万円（比率39.7%）からFY26の1,476百万円（同45.0%）へ、金額で+73.2%、比率で+5.3ptの改善を実現している。継続顧客売上高は「当該年度の売上高-当該年度の新規顧客からの売上高」で定義されており、既存顧客からのリピート・追加導入・別工場展開・別工程展開による売上が含まれる。この比率が45.0%まで上昇したということは、同社の売上の約半分が「一度獲得した顧客からの深掘り」で構成され始めているということである。初期フェーズの新規企業が陥りがちな「新規獲得頼み」の状態から、すでに一歩先へ進んでいると評価できる。

受注残は単純な「翌期の売上予約」ではなく、「案件の仕込みの厚み」を示す指標として読むべきである。FY26末の1,269百万円は、FY27計画売上4,823百万円の26.3%に相当する。1案件18百万円換算で約70案件分、飲料大手案件（2.5億円）級の大型案件を含めれば、すでにFY27上期に向けた納品スケジュールが相応に固まっていることを示唆する。会社が「次年度計画に向けて順調に進捗」と評価しているのは、この仕込みの厚みを指している。

最後にAIシステム販売単価は、各四半期の年度内累計平均値であり、プロダクトミックスの変化を反映する。FY26のQ別推移では1Q 16百万円、2Q 18百万円、3Q 28百万円、4Q 18百万円と振れ幅が大きく、4Qで単価が下がったのは「Phoenix EdgeやPhoenix Vision/Eyeの機器単体販売が一定数を占めた」ためと説明されている。言い換えれば、既存顧客の追加ラインにPhoenix Edge単体を載せる、という「少額リピート」が増えていることを意味する。これは売上単価の短期的な低下要因ではあるが、継続顧客売上比率の上昇と表裏一体の現象であり、事業モデルが「大型初回導入」から「小型リピート+大型新規」のミックスへ進化している証左と読むべきである。

## 2-6. 競争優位

VRAINの競争優位は単一の強みではなく、5つの要素が相互に補強し合う構造にある。会社自身も成長可能性資料で「製造業知見×AI・実装力×ワンストップ」を3本柱として掲げているが、これにKPI起点の「顧客基盤」と財務起点の「高粗利率」を加えた5点セットで捉えたほうが実態に近い。

第一に、GUI設計による現場運用可能性である。同社のPhoenix Vision/Eyeは、顧客側の設定調整や導入後の運用において「操作者の熟練度に左右されない」設計になっており、これが「注文を受けてから1週間程度で導入可能」という短納期を実現している。競合の多くがAIモデルの精度や機能の多さで差別化を訴求するなか、VRAINは「現場担当者が自分で操作できる」という運用面のハードルの低さで差別化している。これは現場の支持を獲得する決定的な要素である。

第二に、撮像～装置～実装のワンストップ内製化である。AI外観検査は撮像条件により検査精度が大きく左右されるため、「ソフトウェアのみを販売し撮像機器等については顧客側で別途調達」する形だと、導入検討時と同水準の精度が本番環境で出ないという事例が多発する。VRAINはカメラ・レンズ・照明の選定からAI処理・装置製作・排出機構までを自社で一気通貫で設計・提供することで、この「現場で動かない」問題を根本解消している。FY26には東京工場・大阪工場の稼働を開始し、検査装置の内製化（従来は装置メーカーに外注）まで取り込んだことで、納期柔軟性とサポート体制の内製化をさらに進めている。

第三に、多業界での実装ノウハウである。食品、自動車、化学、医薬品、金属、機械、電子デバイスの7業界で導入実績を持つことは、単に売上の分散という意味にとどまらない。各業界の検査対象（錠剤、ハム、ワッシャー、飲料キャップ、基板、金属部品）に対して4種のAIアルゴリズムをどう組み合わせるかの判断ノウハウが社内に蓄積されており、これは新規業界への展開時に「ゼロからやり直さない」基盤になる。製造業出身者が多く在籍すること、マニュアル化・社内教育で非製造業出身者でもパフォーマンスを出せる仕組みを整えていることも、このノウハウの組織化に寄与している。

第四に、累計337社の顧客基盤である。これは単なる販売チャネルではなく、「1工場1ラインの実績→6工場一括導入→別工程→別工場→同業他社」という勝ちパターンになる資産である。会社資料のA社事例では、加工食品業の顧客でFY25/2QにA工場の1ラインに導入したAIシステムの稼働実績が評価され、FY25/4QにB～G工場の6工場へ一括追加導入された。さらに「H工場への導入可能性」「同業B社A工場への展開可能性」までがマトリクスで明示されている。337社という母数は、この勝ちパターンを同時並行で走らせる「案件タネの厚み」として機能する。

第五に、粗利率78.9%という高収益構造である。これは単にソフトウェアビジネスだから高い、というレベルではなく、「自社AIプロダクト+自社撮像機器+自社内製装置」の垂直統合によって外注コストを圧縮できているからこそ達成している数字である。FY27計画では80.0%までさらに引き上げる方針であり、規模拡大と原価改善を同時に進める設計になっている。高粗利率は、研究開発投資（FY26 269百万円、前期比+16.1%）や採用投資（採用費FY26 257百万円、前期比+45.1%）を自己資金で回せるキャッシュ創出力に直結しており、競争優位を再生産する原資になっている。

これらの5要素は独立しているのではなく、「GUIで現場運用→多業界展開→ノウハウ蓄積→顧客基盤拡大→高粗利率で再投資→GUI改善」という循環構造を形成している。同社の競争優位は静的なストックではなく、循環する学習装置として設計されていると理解すべきである。

## 2-7. 周辺・新規事業

同社の周辺・新規事業は、完全な飛び地ではなく、AI外観検査を起点に「工程軸」「業界軸」「領域軸」の3方向へ連続的に拡張する構造になっている。経営陣の言葉を借りれば、短期（～FY24）は「製造ラインにフォーカスしたAIバンダー」、中期（FY25～FY26）は「製造現場DXの領域拡大」、長期（FY27～）は「製造業をDX化する企業として海外展開を開始」という3段階ロードマップのうち、中期フェーズの終盤に入っている局面である。

工程軸の拡張が、FY26にリリースされたPX-1000Nである。これは外観検査（製品表面）では捉えられない内部欠陥（異物混入、気泡、欠損）への対応を、AI×X線技術の融合で実現する新製品である。既存のPhoenixカメラと接続することで「外観と内観の一括検査」が可能になり、1台で2種類の検査を統合す

るインターフェースを搭載している。既存顧客にとっては、同一ラインに別メーカーのX線機器を追加で導入する手間が省け、VRAINにとっては客単価のアップセル余地を広げる商材になる。FY27はこのPX-1000Nの販売本格化を通期予想のトピックスに掲げており、周辺事業というより主力事業の拡張商材として位置付けられている。

業界軸の拡張は、展示会戦略に現れている。FY26は国内11回（東京・大阪・愛知中心）に加え、初の海外展示会としてMETALEX 2025（バンコク）に出展し、テストマーケティングを実施した。FY27は国内10回に加え、ProPak Asia 2026（バンコク）とAllPack INDONESIA 2026（ジャカルタ）の海外2回を計画しており、海外展示会で得たリードをもとに海外案件第一号の獲得を狙っている。これらは現時点で売上計上されている事業ではないが、「FY27以降の海外展開開始」というロードマップの入口として機能している。

領域軸の拡張が、フィジカルAI領域への進出である。会社資料では『『点』の課題解決から、工程間が自律的に連動する『統合ソリューション』への発展』と説明され、A工場の「1ライン（品質検査）→2ライン→4ライン→6ライン+コンサル→6ライン+コンサル+ロボット」という拡張パスが示されている。これは、AI外観検査を起点に、DXコンサルで課題を発掘し、ロボット・AMR（自動搬送ロボット）との連動まで広げていくビジョンであり、製造現場の「検査」から「生産工程全体のAI化」への領域拡大を志向するものだ。現時点ではコンセプトの提示段階にとどまるが、DXコンサルティング部門を9名→10名水準で維持している人員配置は、この領域への布石として読める。

そして国内拠点戦略が、これらすべての拡張を支える実装基盤である。FY26は仙台（9/24）・札幌（12/1）の2拠点を開設、FY27は宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点を開設予定で、合計で国内主要エリアをカバーする体制となる。各拠点の所長は大手FA機器メーカーのマネージャー経験者を採用しており、現地採用と組み合わせで早期戦力化を図る設計である。これは地方の中堅製造業、特に「都市圏のAIベンダーが営業に来ない」層を取り込む直販チャネルであり、累計取引社数を次のステージへ引き上げるための物理インフラである。

## 2-8. 事業上の主要論点

最後に、本章の内容を踏まえた事業上の主要論点を整理する。第一に、AIシステムとDXコンサルティングの売上構成をどう再設計するかである。FY26のDXコンサルティング構成比6%は、FY24の24.4%から大きく低下した。会社はこれを「体制再構築のための意図的な絞りと説明しているが、投資家目線ではDXコンサルティングが「AIシステム案件の次の種を仕込むフロントオフィス機能」として機能するかどうか検証ポイントになる。マネジメント人材の採用と組織拡大がFY27以降のスピードで進むかが、中期的な売上構成の行方を決める。

第二に、AIシステム単価の動向である。FY26 4Qの単価18百万円は、Phoenix Edge単体販売や継続顧客の小口追加注文を含むミックスの結果であり、必ずしも単価下落を意味するわけではない。ただし、継続顧客売上比率の上昇と単価低下が同時進行する構造は、平均客単価の持続的な上昇余地を狭める可能性もある。PX-1000Nの販売本格化により、単価の切り上げが実現するか、あるいは継続リピートによる件数増で吸収するか、収益モデルの進化方向に注目が必要である。

第三に、装置内製のキャパシティ問題である。FY26に稼働した東京・大阪の2工場が、FY27計画売上4,823百万円（+47.1%）、さらにFY29目標9,600～12,000百万円（FY26比3～4倍）の装置製造を捌けるかは、隠れた制約要因になる可能性がある。会社は「供給能力の強化及び検査装置の内製化と向上に向けたサポート組織、製造製作体制の強化」をFY27予想トピックスに明記しており、この制約を自覚していることは窺える。実際の設備投資・人員投入のスピードが、売上成長を物理的に支えられるかが論点である。

第四に、大型案件依存と分散性のバランスである。FY26 4Qの1,649百万円には飲料大手2.5億円案件等が含まれると推定されるが、一方で累計取引社数337社・継続顧客売上比率45.0%という分散性も同時に存在する。この2つをどう両立させるかは、売上の「底堅さ」と「伸びしろ」の両方を評価するうえで重要な視点である。会社が四半期ベースで大型案件の内訳を開示しないか、業界別・顧客別の売上構成がどこまで透明化されるかも継続的な観察ポイントになる。

第五に、海外展開の立ち上がり速度である。FY26のバンコク展示会出展から、FY27のProPak Asia/AllPack Indonesiaを経て、FY27～FY29のどこで「海外案件第一号」が計上されるかは、長期的な事業モデルの拡張可能性を評価する試金石である。国内11万社の製造業事業所に加えて、アジア新興国の製造業という巨大市場をどこまで射程に入れられるかが、中期経営方針で掲げる「売上CAGR +50%」の持続性を左右する。

以上の5点は、いずれも「AIを売って終わり」のベンダーであれば生じない論点である。装置を内製し、現場に実装し、国内拠点を増やし、海外へ出ていく——この一連のオペレーションを自社で抱え込む「現場実装型AIサービサー」だからこそ、論点の中心が「キャパシティ」「拠点」「展開速度」という物理的な制約に寄る。VRAINを評価する際には、AIの技術そのものよりも、この現場実装オペレーションの拡張能力を見ることが、事業の実態を捉える最も短い道筋である。

### 3. 経営戦略

#### 3-1. 戦略の全体像

VRAINの戦略を理解する鍵は、AI外観検査ベンダーから「製造業DX実装プラットフォーム」への移行局面にあると認識することだ。創業から5期で売上32億円に到達した同社は、FY21-24で築いた「製造ラインに特化したAI外観検査ベンダー」というポジションを踏み台に、FY25-26で「製造現場DX領域への拡大」へと軸足を移し、FY27以降は「グローバルな製造業DX企業」へ脱皮しようとしている。2026年2月期決算説明資料（以下、setsumeikai\_FY2026）で明示された5か年ロードマップは、単なるスローガンではなく、拠点開設・人員計画・製品ラインナップ拡張の各アクションと時間軸で結びついた実行計画である。

経営方針として掲げられた中期目標は、売上CAGR+50%・営業利益率30-40%という高い水準で明示されている。FY26実績は売上+52.9%・営業利益率27.9%で着地し、FY27会社予想は売上+47.1%・営業利益率30.1%と、いずれも中期方針レンジに収まる規律ある成長を計画している。重要なのは、これが単年の目標達成ではなく、「新拠点開設+製品ラインナップ拡張+海外テストマーケ」という複数の施策を重ね合わせ、取引社数337社（製造業事業所11万社に対し約0.3%）という極小の足場から面的に広げる設計になっている点である。今期の利益率確保よりも先に、拠点と人員を立ち上げ、次期の成長ドライバーを埋め込む——経営戦略はこの順序で読み解くのが実態に近い。

同社の戦略が他のAIベンダーと異なる点は、「AIモデル販売の横展開」ではなく「現場実装オペレーションの横展開」を成長軸に据えているところだ。AIモデル+撮像機器+検査装置をワンストップで提供し、装置内製化（東京・大阪工場）でサポート体制までを自前で握る設計は、SaaS的な軽い販売モデルとは明確に一線を画す。したがって、本章で描く戦略は「営業人員とサポート人員を物理的に全国配置する拡張戦略」と「AI外観検査を起点にフィジカルAIやDXコンサルへ工程を染み出させる縦軸戦略」の二本立てとして読むのが自然である。

#### 3-2. 市場環境と市場機会

第一の追い風は、製造業DX市場そのものの拡大である。成長可能性資料（growth\_2025\_update\_visual）で引用されている株式会社富士キメラ総研の調査によれば、国内DX市場全体は2021年度2.3兆円から2030年度予測6.5兆円へと2.8倍に拡大する見込みであり、そのなかで製造業DXは2021年度比3.1倍と全業種のなかで最も高い伸びが予測されている。製造業DX市場は2030年に8,130億円規模に達する見立てで、VRAINが中核とする領域は、市場の構造的な追い風を受ける位置にある。少子高齢化と現場人材不足を背景に、目視検査の自動化・品質保証工程の省人化は「いつかやる投資」から「今やらないと工場が止まる投資」へと優先順位が切り上がっており、同社の「目視検査員10名から0名」といった実績（食品メーカーA社・医薬品メーカーC社）が示すとおり、顧客側の意思決定スピードは加速している。

第二の追い風は、TAMの圧倒的な広さである。総務省「令和3年経済センサス」を根拠とする製造業事業所11万社に対し、VRAINの累計取引社数は337社＝約0.3%にとどまる（setsumeikai\_FY2026 Page 29）。言い換えれば、99.7%の事業所は同社と未接触であり、現状の事業規模（FY26売上32億円）は、潜在市場のごく表層しか掬えていない。仮にシェアを1%に引き上げれば取引社数は約1,100社、さらに1案件平均販売単価180万円・継続顧客売上比率45%という現行モデルを維持すれば、売上規模は現状の数倍に拡張する計算になる。この「分母の大きさ」こそが、同社が+50%成長を中期で掲げられる最大の根拠である。

第三に、競合ポジショニングのユニークさも市場機会の裏付けになる。setsumeikai\_FY2026のポジショニングマップ（Page 21）は、自社開発のAI・ソフトウェア×ハードウェアの提供、既存ラインとの連携、現場組込み・実装までを包括的に提供できる事業者が他に存在せず、「革新的×製造業特化」の象限が空白であることを示す。AIベンチャーは汎用AIに寄り、ITベンダーは業界横断の従来型システムに寄り、FA機器メーカーはハードに寄る——このいずれとも異なる象限に立つVRAINにとって、市場機会は「新しいカテゴリを作る」ことにある。

#### 3-3. 成長戦略の骨格——5か年ロードマップの3段階

同社が公表している中長期戦略は、3段階の時間軸で設計されている。

段階	期間	事業領域	主な施策
短期: 製品・サービスの確立	～FY24	製造ラインにフォーカスしたAIベンダー	AI外観検査システムを大企業中心に導入、現場実装ノウハウの蓄積
中期: ソリューション導入の拡大	FY25～FY26	製造現場DXの領域拡大	AI外観検査の複数ライン・複数工場展開、画像認識以外へのAIシステム拡大、国内拠点開設の開始
長期: 海外展開による拡大	FY27～	製造業をDX化する企業として海外展開を開始	新規ソリューション拡大、国内拠点の全国カバー、海外展開開始、海外拠点設立による人材多様化

この3段階のうち、現時点の経営戦略の主戦場はまさに「中期から長期への接続局面」にある。短期フェーズで蓄積した現場実装ノウハウと337社の顧客基盤を武器に、中期フェーズで複数ライン・複数工場への横展開を加速させつつ、長期フェーズの布石として国内全国拠点化と海外テストマーケを並行して進めている。注目すべきは、3段階が年度で綺麗に切り替わるわけではなく、中期の施策が完了する前に長期の施策が前倒しで始まっている点である。FY26に仙台・札幌営業所を開設し、同時にFY26 Q3にはバンコクのMETALEX 2025でテストマーケティングを実施したという事実は、同社が「中期の仕上げを待つから海外へ」ではなく、「中期と長期を重ね合わせて走らせる」姿勢を取っていることを示している。

この戦略の骨格を別の角度から整理すると、「横展開（同一顧客×多ライン×多工場×同業他社）」と「縦展開（DXコンサル・フィジカルAI・新プロダクト）」の二軸戦略と言い換えられる。横展開はAI外観検査という現行サービスの面積を広げる動き、縦展開はサービスラインナップそのものを増やす動きで、両者は別々の担当組織で走る。横展開は営業・サポート人員、縦展開は開発人員と役割分担が明確であり、採用・拠点戦略もこの軸に沿って設計されている。

#### 3-4. 重点市場・サービス戦略——横展開と縦展開の二軸

横展開：1ライン導入を4工場・同業他社まで引き伸ばす

横展開戦略の典型例は、setsumeikai\_FY2026 Page 25が示す「勝ちパターン」である。加工食品業の顧客において、A工場の製造工程でFY25/2QにAIシステムを新規導入した後、稼働実績が評価されFY25/4QにB工場～G工場の6工場に一括導入されたケースだ。さらに同顧客のH工場・同業B社A工場への展開可能性も示されており、1案件の受注が最大10工場規模の連鎖案件に発展する構造が読み取れる。Page 30の販売モデル分析によれば、初回導入から1ライン稼働まで約4カ月、その後2ライン導入までの間隔は約10カ月、累計4ライン→6ラインの間隔は約2カ月まで短縮されるという。この「導入ペースの加速」こそが、受注残1,269百万円（FY26末）と継続顧客売上比率45.0%という数字を裏打ちしている。

FY26の大型案件事例も、この横展開構造を補強する。FY26受注の飲料大手2.5億円案件は7工場への一括導入であり、導入事例として公表された伊藤ハム米久ホールディングスでは24時間稼働10ライン・常時30名の目視検査員を無人化し、既に別工場への展開が進行中である。横展開の収益力の要は、顧客獲得コストが初回案件で償却済みのため、2回目以降の案件粗利率が跳ね上がる点にある。FY26売上総利益率78.9%という高水準は、内製化と並んで、この継続受注比率の上昇が寄与している。

#### 縦展開：DXコンサル→フィジカルAI→新プロダクトPX-1000N

縦展開はより新しい取り組みで、FY25に立ち上がったDXコンサル事業（FY26売上191百万円・構成比6%）を起点に、顧客課題の発掘から新製品化につなげるサイクルを設計している。setsumeikai\_FY2026 Page 30で示された将来展望では、現状の「品質検査1ライン→2ライン→4ライン→6ライン+DX支援」というラインナップに、「ロボット」「AMR（自律走行搬送ロボット）」が加わり、工程間が自律的に連動する「統合ソリューション」——同社の言葉ではフィジカルAI領域——へと発展していくイメージが提示されている。

縦展開の具体的な第一弾は、FY26にリリースされた新製品「PX-1000N」である。AI技術とX線検査技術を融合したこの装置は、外観検査で取りこぼされる内部欠陥検査の需要に応えるもので、既存検査機と同等の検査スピードを実現するとされる。PX-1000NはFY27に販売本格化が計画されており、AI外観検査という単一プロダクト依存からの脱却、そして縦展開による1社あたり販売単価の引き上げを同時に狙う布石と位置づけられる。

分析者の視点でこの二軸戦略を評価すると、横展開は「実績ベースで数字が読める比較的ローリスクな成長」、縦展開は「新規領域のため収益化タイミングが読みにくい高オプション性の成長」と性格が異なる。経営陣は両者を並走させることで、短期の売上+50%目標は横展開で確保しつつ、長期の天井を縦展開で押し上げる設計を取っており、これは上場2年目のスタートアップとしては極めて合理的な資本配分である。

### 3-5. 中長期の付加価値拡張——国内全国化と海外展開

中長期戦略の最大の物理的アクションは、国内拠点の全国カバー化と海外展開である。国内については、FY26に仙台（2025年9月24日）・札幌（2025年12月1日）の2拠点を新設済みで、FY27には宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点を追加開設する計画が公表されている。既存の東京本社・名古屋営業所（FY25/1/7）・大阪営業所（FY25/7/11）と合わせると、FY27末時点で東北・北海道・関東北部・中部・関西・中国・九州をほぼ網羅する全国体制が完成する。各拠点には製造業営業経験者とサポート人員を配置する方針で、仙台営業所長に大手FA機器メーカーのマネージャー経験者、自動車業界専門チームに外資系FA機器メーカーのマネージャー経験者を迎えているという具体的な人事も示されている（setsumeikai\_FY2026 Page 27）。

この全国化の経済合理性は、製造業の事業所分布が首都圏集中型ではなく地方分散型である点に起因する。自動車・食品・化学・電子デバイスといった主要業界の主力工場の多くは中部・関西・中国・九州に分布しており、東京本社+大阪・名古屋の3拠点体制では物理的に訪問・実装・アフターサポートの即応性に限界がある。拠点設置は単なる営業所の増加ではなく、「案件受注→装置設置→稼働支援→故障対応」のサイクルを地場で完結させるためのオペレーション基盤強化であり、1案件平均18百万円・装置内製モデルを全国規模でスケールさせるための必須条件である。

海外展開は、FY26 Q3にバンコクのMETALEX 2025でテストマーケティングを実施済みで、FY27はProPak Asia 2026（バンコク、Q2 6月）およびAllPack INDONESIA 2026（ジャカルタ、Q3 10月）の2件に出展計画が公表されている。対象市場は東南アジアの食品・包装機械向けとみられ、日系製造業のASEAN拠点が主たるターゲットとなる構図だ。注目すべきは、海外展開が「いきなり拠点を設立する」のではなく、展示会テストマーケ→案件第一号→現地パートナー開拓→拠点設立と段階を踏む慎重な設計になっている点で、ここにも短期利益率を守りつつ長期の布石を打つ経営スタンスが表れている。

### 3-6. 投資計画と人材戦略

戦略の実装を支えるのが、人員拡張と設備投資である。FY26末の従業員数は138名で、FY27末計画は210名と+72名の大幅増を計画している。FY25末の97名から見ると、2年間で倍以上に膨らむ計算だ。組織構成はFY26末時点で営業35名・サポート50名・AIプロダクト開発25名・DXコンサルタント10名・バックオフィス18名＝合計138名へ再編されており、FY26期中から既にサポート内製化と営業基盤拡大の両輪で採用が進められている。

販管費の内訳（FY26）を見ると、人件費665百万円（FY25: 408百万円、+63%）、採用費257百万円（FY25: 177百万円、+45%）、研究開発費269百万円（FY25: 232百万円、+16%）、販管費その他478百万円（FY25: 269百万円、+78%）と、全項目が大きく伸びている。特に採用費と販管費その他の急増は、本社移転（FY26/5/19 晴海トリトンスクエア、一過性費用約76百万円）と拠点開設に伴うもので、FY26 Q1営業赤字228百万円・Q3赤字といった四半期赤字の一因となった。ただしこれは「計画どおりの先行投資」であり、通期でみればFY26は売上+52.9%・営業利益+53.8%と中期方針通りの着地になっている。

FY27の人員計画（210名）を戦略軸で分解すると、+72名の大半は「5拠点新設+既存拠点のサポート強化」に配分される見込みで、国内全国化戦略の実行原資そのものである。また、AIプロダクト開発・DXコンサルタントの採用も継続することで、縦展開のエンジンも維持される設計となっている。人員増加が売上成長と時間差を生むため、FY27の営業利益率30.1%（会社予想）は中期方針レンジ30-40%の下限到達水準であり、これを超えて上振れるかどうかは、新拠点の案件立ち上がりスピードに依存する。分析者の視点では、FY27 Q3-Q4時点で新拠点案件のパイプラインがどこまで積み上がっているかが、FY28以降の利益率拡張の先行指標となる。

キャッシュ面では、FY26の営業CF-375百万円・売掛金1,957百万円（前年比+1,118百万円）と、WC膨張による資金需要が顕在化している。同社は既にFY26中に短期借入400百万円を調達し、財務CFは+406百万円のプラスに転じた。ストック型ビジネスと異なり、案件ごとの売掛債権が大きくなる装置内製モデルでは、成長局面でのWC負担は構造的に避けられない。現時点では株式希薄化を伴う大型調達発表されていないが、FY27-28の拠点拡張局面で資金調達オプションが再浮上する可能性は、戦略評価の論点として意識しておく必要がある。

### 3-7. 戦略の優先順位——成否を左右する3つの論点

以上の戦略設計を踏まえると、投資家が監視すべき論点は3つに整理できる。

第一に、新拠点5カ所（宇都宮・長野・金沢・広島・福岡）の立ち上げスピードである。拠点は開設すれば即座に売上を生むわけではなく、所長採用→地域顧客開拓→初回案件受注→リピート案件獲得という順序で収益化するため、開設からフル稼働まで12-18カ月の時間差が生じるのが通例だ。FY26開設の仙台・札幌がFY27中にどの程度の案件を受注し、FY27新設の5拠点がFY28中にどの程度稼働するか——この立ち上がり曲線が中期方針の+50%成長を持続させる分水嶺となる。

第二に、継続顧客売上比率（FY26: 45.0%）の維持・向上である。横展開モデルは、初回顧客が2回目・3回目の案件を発注してくれることが前提条件であり、比率が低下する兆候が出れば、新規顧客獲得コストの上昇→粗利率の低下→成長減速という連鎖が始まる。取引社数337社のうち、FY26時点で継続受注

している社数がどれだけあるか、設備更新・ライン増設のタイミングで再受注できているか、これらは同社が公表するKPIのなかで最もストーリーの中核に位置する指標である。

第三に、縦展開（PX-1000N・フィジカルAI）の収益化タイミングである。PX-1000Nは販売実績がまだ積み上がっておらず、フィジカルAI領域は将来構想の色が濃い。これらが単なる広告的な製品発表にとどまらず、FY28-29の売上ミックスを実際に変化させる規模まで育つかどうかは、縦展開戦略の真価を問う論点である。縦展開の成否は、横展開の延長線上の成長（年+50%）を越える「次のS字」を描けるかに直結し、同社のバリュエーション持続性にも影響する。

総じて、VRAIN Solutionの経営戦略は、AI外観検査ベンダーから製造業DX実装プラットフォームへの転換として読むのが最も実態に近い。製造業DX市場2.3兆円→6.5兆円の追い風、11万事業所×現状0.3%のTAM、1案件平均18百万円×継続顧客比率45%という強いユニットエコノミクスが重なった地点で、同社は売上CAGR+50%・営業利益率30-40%という高成長と高収益の両立を宣言している。戦略の骨格は明確で、施策は既に走り出しており、問題は「どの速度で立ち上がるか」に絞られつつある。したがって、本レポートでは第3章の結論を次のように定義する——VRAINの戦略は計画そのものの蓋然性ではなく、国内全国拠点化・継続顧客売上比率維持・縦展開収益化という3つの実行指標の進捗によって評価されるべきである、と。

## 4. 業績動向

VRAINの業績は、5年で売上32倍・経常CAGR+184%という稀有な成長軌道を、上場2年目においても規律ある形で維持している。FY26（2026年2月期）は売上3,278百万円（前期比+52.9%）、営業利益914百万円（同+53.8%）と、会社が中期経営方針に掲げる「売上CAGR+50%・営業利益率30-40%」のレンジ下方を、売上については4期連続でクリアした。本章では5期の経営成績推移、収益構造の変化、財政状態と資金動態、四半期の強い季節性、そしてFY27通期見通しまで数字で検証する。

### 4-1. 直近5期の経営成績

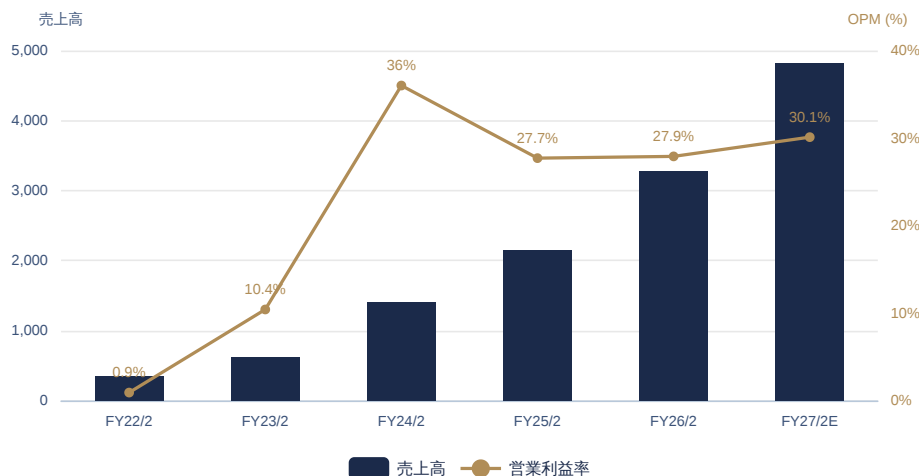
FY22からFY26までの5期で売上高は344百万円から3,278百万円へと約9.5倍、経常利益は14.6百万円から912百万円へと約62倍に拡大した。FY21の103百万円を起点に置けば売上は約32倍・5年、経常CAGRは+184%（FY22-FY26の4年）に達する。この水準はJPXスタートアップ急成長100指数（2026年4月13日時点・経常赤字企業除く）構成銘柄中No.1であり、東証グロースにおいても稀少な成長実績である。

表4-1. 連結損益計算書（5期推移+FY27予想）

項目（百万円）	FY22実績	FY23実績	FY24実績	FY25実績	FY26実績	FY27予想
売上高	344	617	1,411	2,144	3,278	4,823
前期比	-	+79.1%	+128.7%	+52.0%	+52.9%	+47.1%
売上総利益	305	547	1,135	1,682	2,585	3,858
売上総利益率	88.7%	88.7%	80.4%	78.5%	78.9%	80.0%
販管費	302	483	627	1,087	1,670	2,409
営業利益	3	64	508	594	914	1,449
営業利益率	0.9%	10.4%	36.0%	27.7%	27.9%	30.1%
経常利益	14.6	63.4	495.7	595.4	912	1,449
当期純利益	11.2	49.9	330.2	425.1	652	972
純利益率	3.3%	8.1%	23.4%	19.8%	19.9%	20.2%
EPS（円）	1.13	5.04	33.33	42.04	63.95	94.85

出所：有価証券報告書および決算短信より AENTRO Research 作成。FY24で1株を1,000株に分割しており、FY22・FY23のEPSは分割後換算値。営業利益はFY23以前は開示が簡略なため経常利益を参考値として併記。

FY24に売上が1,411百万円へ一気に倍増し営業利益も508百万円までジャンプしたのは、装置一体型AIシステムの販売単価上昇（1案件平均18百万円帯への到達）と複数工場一括導入案件の顕在化によるものである。FY25・FY26は上場後の成長投資フェーズに入り、販管費が急増したため営業利益率は36.0%→27.9%まで希薄化した。売上成長率は+50%超を維持し、絶対額では着実に増益を積み上げている。



出所：会社開示資料より AENTRO Research 作成

## 4-2. 収益構造の変化

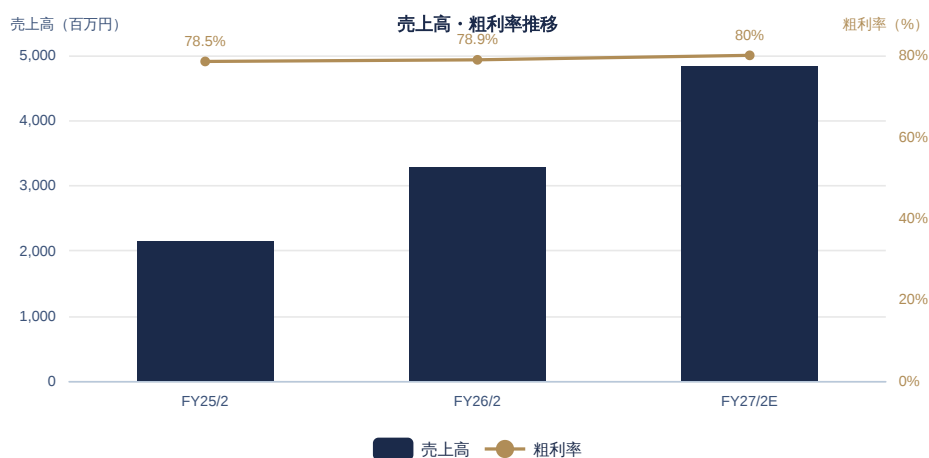
VRAINの粗利率はFY25の78.5%、FY26の78.9%と極めて高い水準で安定している。AIシステムが装置一体のプロジェクト販売であることを踏まえれば、この粗利率はSaaSベンダーに匹敵する水準であり、①自社のAIモデル（Phoenix Vision/Eye、Analyzer、PX-1000N）の売価が装置原価に対して十分に高いこと、②東京・大阪の自社工場稼働により装置内製化が進み原価を抑制できていることを示している。FY27計画では粗利率80.0%への上昇が織り込まれており、これは新製品PX-1000Nの単価寄与と内製化のさらなる進展によるものである。

事業別売上構成は、FY26でAIシステム3,087百万円（94%）・DXコンサルティング191百万円（6%）と、AIシステム一本足構成が続く。DXコンサル売上はFY24に345百万円へ伸びた後、FY25の355百万円、FY26の191百万円と減速傾向にある。これはDXコンサルの受注サイクルがAIシステムと異なり、マネジメント人材の採用フェーズにあるためとされており、FY27計画では400百万円への反発を会社は見込んでいる。

表4-2. 事業別売上推移

項目（百万円）	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27計画
AIシステム	344	617	1,065	1,789	3,087	4,423
DXコンサルティング	0	0	345	355	191	400
合計	344	617	1,411	2,144	3,278	4,823

出所：有価証券報告書および決算短信よりAENTRO Research作成。



出所：会社開示資料よりAENTRO Research作成

販管費の構成もFY26で明確に変化した。FY25の1,087百万円からFY26の1,670百万円へと+53.6%増、内訳は人件費665百万円（+62.9%）、採用費257百万円（+45.1%）、研究開発費269百万円（+16.1%）、その他478百万円（+77.6%）である。その他の急増は本社晴海移転の一過性費用約76百万円と展示会出展等の広告宣伝費増約32百万円を含む。従業員数はFY25末97名からFY26末138名へと+41名増加し、特にサポート組織が17名→50名へと3倍化した。これはFY26より「受注後の仕様設計・納品・アフターフォロー業務」を営業からサポートに切り出す分業制を導入したことによるもので、FY27に向けた生産性向上の布石である。

## 4-3. 財政状態

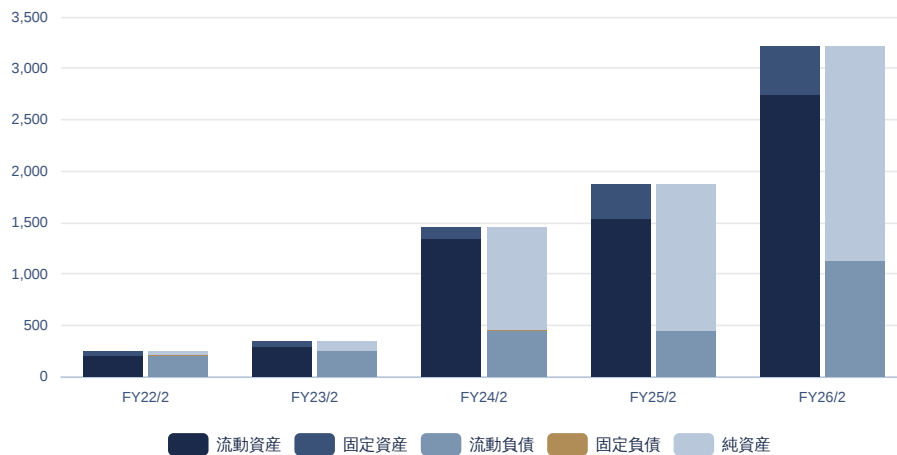
FY26末の総資産は3,215百万円と前期比+71.6%の急拡大を示した。資産サイドでは売掛金及び契約資産が838百万円から1,957百万円へ+133.4%と倍増し、一方で現金及び預金は488百万円から427百万円へ微減している。負債サイドでは短期借入金が期初ゼロから400百万円へ新規計上され、純資産は1,422百万円から2,086百万円へ当期純利益の積み上げで+46.7%増加した。自己資本比率は75.9%から64.9%に低下したが、これは運転資本の拡大を負債で賄ったためであり、絶対水準は依然として健全である。

表4-3. 貸借対照表要約（FY25-FY26）

項目（百万円）	FY25末	FY26末	前期比	主な増減要因
流動資産	1,539	2,747	+78.4%	売掛金及び契約資産の急増
うち現金及び預金	488	427	-12.6%	売掛金増加による資金吸収
うち売掛金及び契約資産	838	1,957	+133.4%	期末販売集中+支払条件長期化
固定資産	333	469	+40.6%	東京・大阪工場設備、本社移転
資産合計	1,873	3,215	+71.6%	
流動負債	451	1,129	+150.2%	短期借入金400M、未払費用増
うち短期借入金	0	400	-	運転資本手当
負債合計	451	1,129	+150.2%	
純資産	1,422	2,086	+46.7%	当期純利益652M計上
うち利益剰余金	834	1,486	+78.1%	
自己資本比率	75.9%	64.9%	-11.0pt	

出所：有価証券報告書および決算短信より AENTRO Research 作成。

売掛金及び契約資産の急増には、①FY26Q4に売上1,649百万円が集中し期末時点で未回収残が積み上がった、②単価の大きい一部取引で顧客の支払条件に合わせた結果、回収サイトが長期化した、という2要因が作用している。これは成長企業特有のWC膨張であり、運転資本の拡大が一巡すれば解消される性質のものだが、短期的には次節のキャッシュフローに直撃する構造である。



出所：会社開示資料より AENTRO Research 作成

#### 4-4. キャッシュフロー

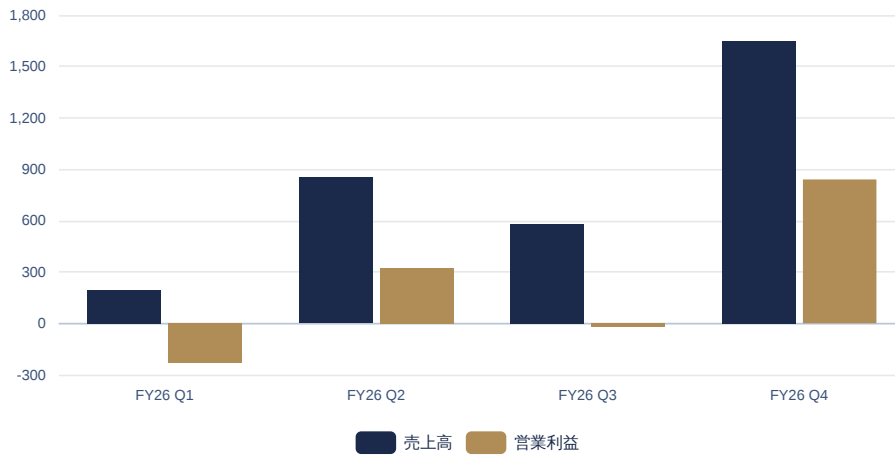
FY26の営業CFは-375百万円（前期-161百万円）と2期連続のマイナスに沈んだ。主因は税前利益912百万円に対して売上債権の増加が1,118百万円と利益の1.2倍に達したことにある。投資CFは-93百万円（前期-242百万円）と前期より縮小したが、東京・大阪工場設備、本社移転関連の有形固定資産取得が継続している。財務CFは+406百万円（前期-69百万円）の収入超過となり、うち短期借入400百万円が運転資本の穴埋めとして機能した。結果として期末現金は488百万円から427百万円へ61百万円減少した。

表4-4. キャッシュフロー計算書（5期推移）

項目 (百万円)	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26
営業活動CF	13.3	-40.9	435.9	-161.2	-375
投資活動CF	-75.4	-39.7	-18.6	-242.1	-93
財務活動CF	93.7	16.8	526.7	-69.9	406
FCF (営業+投資)	-62.1	-80.6	417.3	-403.3	-468
期末現金	81.9	18.1	962.1	488.9	427

出所：有価証券報告書および決算短信より AENTRO Research 作成。

営業CFがマイナス化したのはFY23 (-41M)、FY25 (-161M)、FY26 (-375M) と3期確認されるが、FY23は黒字化以前、FY25以降は急成長に伴うWC拡大が原因と区分できる。会社の中期方針どおり売上+50%成長が続く限り、売掛金ストックは今後も拡大が続く蓋然性が高く、営業CFが黒字転換するのはWC回転が安定化するFY28以降と見るのが妥当である。短期借入400百万円は1年内の返済期日であり、FY27においても同水準の借入ルールまたは追加調達が必要となる可能性が高い点は留意したい。



出所：会社開示資料より AENTRO Research 作成

#### 4-5. 直近四半期の動向

FY26の四半期別業績は、VRAINの強烈な下期偏重・4Q一極集中の季節性を改めて浮き彫りにした。営業利益ベースで1Q-228百万円、2Q+324百万円、3Q-21百万円、4Q+840百万円と、通期914百万円のうち92%が4Q単独で計上された計算になる。売上高で見ると1Q195M、2Q851M、3Q581M、4Q1,649Mと、4Q一期で通期売上の50.3%を占める。

表4-5. FY26四半期別損益 (単位：百万円)

項目	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	195	851	581	1,649	3,278
売上総利益	144	697	435	1,308	2,585
売上総利益率	73.8%	81.9%	74.9%	79.3%	78.9%
販管費	373	373	456	467	1,670
営業利益	-228	324	-22	840	914
営業利益率	-	38.1%	-	51.0%	27.9%
四半期純利益	-149	210	-11	602	652

出所：決算短信および決算説明資料 (Page 8) より AENTRO Research 作成。

季節性の原因は、製造業の設備投資意思決定が年度末（2月期決算なら12月-2月）に集中する日本特有の商慣行に加え、VRAINの販売モデルが装置一体のプロジェクト導入型で、納品・検収までのリードタイムが長いことにある。1Qと3Qの営業赤字は、固定費である販管費が四半期でほぼ一定（1Q373M、2Q373M、3Q456M、4Q467M）であるのに対し、売上が月次で波打つ構造から生じる会計上のひずみにすぎず、受注残推移（FY25Q4末1,269M、FY25Q3末1,216M、FY25Q2末1,126M）から見ても実態は順調に積み上がっている。

FY25→FY26の営業利益増加要因（+320M）は、粗利+1,133M、原価増-230M、人件費-257M、採用費-80M、研究開発費-38M、販管費その他-208Mの合算である。増収効果の+1,133Mのうち約7割が成長投資で食われる形になったが、それでも前期比+53.8%増益を確保したことは、装置内製化の原価規律が効いている証左である。

#### 4-6. FY27（2027年2月期）通期業績予想

会社計画は売上4,823百万円（+47.1%）、営業利益1,449百万円（+58.5%）、経常利益1,449百万円（+58.9%）、当期純利益972百万円（+49.2%）である。営業利益率30.1%は中期方針「30-40%」の下限によく到達する水準であり、成長投資を続けながらも利益率の規律を明示した計画である。

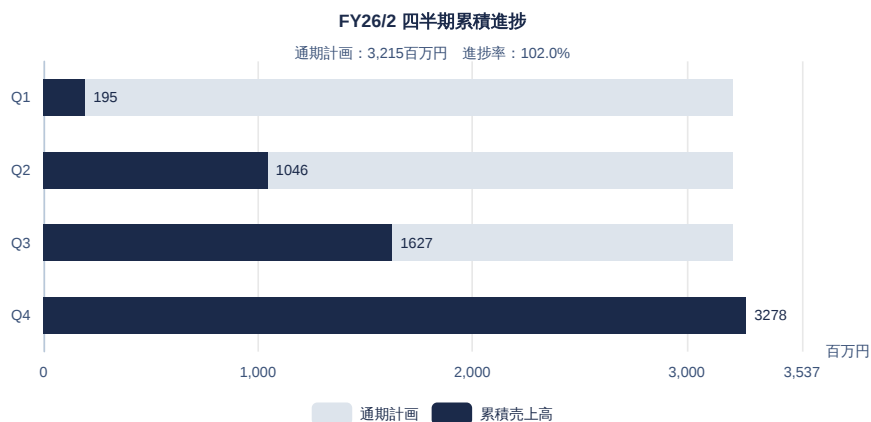
表4-6. FY27通期業績予想

項目（百万円）	FY26上期	FY27上期予想	上期前期比	FY26通期	FY27通期予想	通期前期比
売上高	1,047	1,800	+71.9%	3,278	4,823	+47.1%
営業利益	95	326	+241.6%	914	1,449	+58.5%
営業利益率	9.1%	18.1%	+9.0pt	27.9%	30.1%	+2.2pt
経常利益	95	326	+240.8%	912	1,449	+58.9%
当期純利益	61	257	+257.6%	652	972	+49.2%
従業員数	106	180	+74	138	210	+72

出所：決算短信および決算説明資料（Page 20）より AENTRO Research 作成。

FY27のウォーターフールは、粗利益増+1,272Mに対し人件費-550M、採用費-12M、研究開発費-220M、その他-31M、FY26本社移転の一過性費用戻り+76Mの差引で+535Mの営業増益というシナリオである。FY26対比で人件費の増分が257M→550Mへと倍増する見込みは、宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の新規5拠点開設による人員一気増強（138名→210名、+72名）を反映したものだ。採用費の増分は-80M→-12Mへと大幅に圧縮される計画であり、これはFY26にかけた採用投資の効果で採用母集団が整備され、FY27は採用コスト効率が改善すると会社が見ていることを示唆する。

下期偏重も継続し、上期売上1,800M（通期の37.3%）・下期3,023M（同62.7%）、上期営業利益326M・下期1,123Mという四半期プロファイルが計画されている。FY26の上期構成比32.0%・下期68.0%と比較すれば下期偏重はやや緩和される見込みだが、依然として4Qの進捗次第で通期が決まる構造には変わらない。



#### 4-7. 今後の注目点

FY26実績とFY27計画を踏まえたうえで、業績面で追うべき論点は複数の層に分けて整理できる。

第一に最も直近の関心事は、FY27上期の売上進捗である。会社計画は上期+71.9%増であり、FY26上期の+29.6%（推定）を大きく上回る野心的水準にある。第2四半期終了時点で上期進捗率が50%を切るようなら、通期下方修正リスクが市場で意識されやすい。第二に、この計画を下支えするのが受注残の積み上がりで、FY26末1,269百万円はFY25末389百万円から+225.5%に達した。FY27計画売上4,823百万円に対し26.3%相当を期首時点で仕込み済みという事実は、先行指標として見逃せない。

第三の論点は資金面である。FY26の営業CF-375百万円から反転するには売掛金回転の安定化が不可欠であり、FY27末時点で売上4,823百万円に対する売掛金及び契約資産残高が2,500百万円以内に収まれば運転資本負担は相対的に軽くなるが、超過すれば追加借入が必要となる構造が続く。第四に、中期+50%成

長の持続性そのものを占う最重要KPIは継続顧客売上比率で、FY26の45.0%（売上1,476百万円/3,278百万円）から上昇するかどうか焦点となる。飲料大手向け2.5億円案件（FY26受注、7工場展開）や伊藤ハム米久HD向け導入など、横展開実績が累積する段階にあり、FY27開示での動向を注視したい。最後に、FY27上期中に順次開設される宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点は、仙台（FY26/9開設）・札幌（FY26/12開設）で検証可能なリードタイムと比較しつつ、FY28以降の成長ドライバーとして早期の受注獲得ペースが問われる。

成長性の観点では、売上+50%と営業利益率30%超の両立というVRAINの独自ポジションは、国内SaaSや他のグロース銘柄を含めてもきわめて希少な組み合わせである。その代償として営業CFマイナス・短期借入依存・極端な4Q集中という歪みを抱えているものの、それらはいずれも成長を止めれば解消する性質のものであり、裏を返せば「成長が続いている限り受容できる歪み」と整理できる。第5章以降では、この成長軌道の延長線上にある中期経営計画と、市場がそれをどう評価しているかの論点に移る。

## 5. 中期経営計画

VRAINには形式的な「中期経営計画書」はないが、決算説明資料と成長可能性資料で示された「売上CAGR+50%・営業利益率30-40%」という二項目が、実質的な中計の骨格である。FY28目標は6,500-8,000百万円、FY29目標は9,600-12,000百万円と記載されており、会社が自らレンジで語っている点は、スタートアップの急成長期に固有の不確実性を率直に映す構造とみてよい。本章では第3章の戦略論・第4章の業績実績と重複しないよう、定量目標・重点施策の進捗・キャピタルアロケーション・配当政策・投資家の評価軸の5点に絞って整理する。

### 5-1. 中期経営計画の位置づけ

VRAIN Solutionは、独立した「中期経営計画」という表題のディスクロージャー資料を公表していない。代わりに、①FY2026決算説明資料（p23「中期経営方針」、p31「中長期戦略（5か年計画）」）、②2025年12月改訂の「事業計画及び成長可能性に関する事項」、③FY2026決算短信（2027年2月期業績予想）の3資料が、実質的な中計として相互補完する形で開示されている。

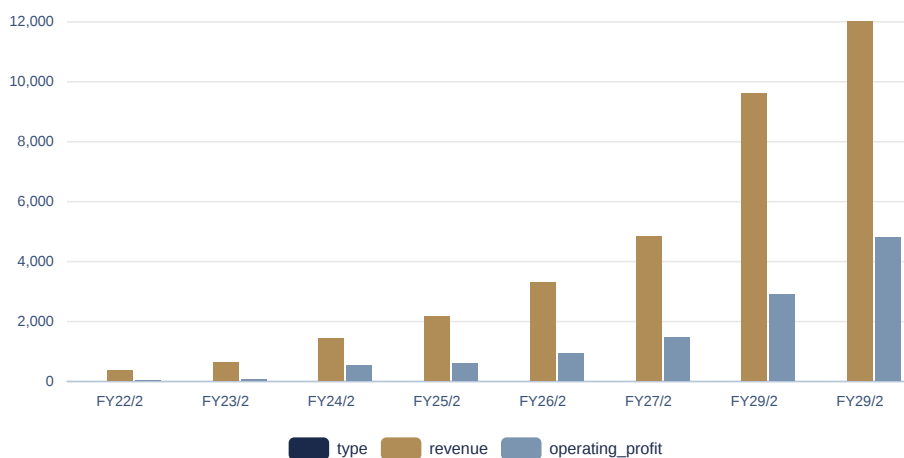
このフォーマットは、2024年2月東証グロース上場・創業6期目のスタートアップとしては標準的である。業績変動が大きく、顧客構成や新プロダクトの立ち上がり次第で着地幅が変わるフェーズでは、確定的な「3か年計画」を出さず、CAGR目標と利益率レンジで方針提示の方が整合的だからである。投資家側に求められるのは「計画の精緻さ」ではなく、「+50%成長がどのドライバーで維持されているか」を四半期ごとに追う姿勢である。

したがって本章では、数値計画を絶対的な公約としてではなく、会社が市場に示している方針の幅として扱い、その幅のどこに着地するかを規定する要因を分解していく。

### 5-2. 数値目標：売上CAGR+50%と営業利益率30-40%レンジ

中期方針の骨格は、次の2項目に集約される。

項目	目標値	出典
売上高CAGR	+50%	setsumeikai_FY2026 p23
営業利益率	30~40%	setsumeikai_FY2026 p23
FY27売上（会社計画）	4,823百万円（前期比+47.1%）	短信FY26
FY27営業利益（会社計画）	1,449百万円（利益率30.1%）	短信FY26
FY28売上（会社計画レンジ）	6,500~8,000百万円	setsumeikai_FY2026 p23
FY29売上（会社計画レンジ）	9,600~12,000百万円	setsumeikai_FY2026 p23



出所：会社開示資料よりAENTRO Research作成

数字を核算すると、FY26実績3,278百万円を起点にCAGR+50%で3年走らせた場合のFY29売上は11,068百万円、CAGR+40%なら8,995百万円となる。会社が示すFY29レンジ9,600-12,000百万円は、ほぼ「CAGR40-52%」の帯に収まる。つまり、会社の積極ケースは+50%目標の延長線上にあり、保守ケース（FY28 6,500-8,000百万円）は+40%前後への減速を織り込んだ水準である。投資家としては、FY27の会社計画+47.1%がレンジの下限側であることを考えると、会社自身も「+50%は方針、+40-47%が現実線」という二段構えで語っていると読むのが適切である。

営業利益率についてもFY27計画は30.1%で、中期方針レンジ30-40%の下限到達にとどまる。レンジ上限40%に向かうには、①AIシステム粗利率78.9%の維持、②装置内製化（東京・大阪工場）の稼働率向上、③拠点・採用投資の前倒し一巡、の3条件が揃う必要がある。FY27は拠点新設5カ所のピーク投資年であるため、利益率の本格上振れはFY28以降の課題となる。

### 5-3. 重点施策と進捗

会社が中期方針の実現手段として挙げる重点施策は以下の4本柱である。第3章で戦略論として扱ったものと重複するが、ここでは進捗の定量化に絞って整理する。

- ① 国内全国拠点化（FY27に5拠点新設）— FY26に仙台（2025年9月）、札幌（2025年12月）を開設済み。FY27は宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5営業所を開設予定で、これにより東北・北陸・中国・九州の空白地帯を埋め、全国カバー体制が概ね完成する。FY26時点の営業人員35名がFY27末に向けてさらに増加する計画で、人件費・採用費・拠点開設費が短期的に利益率を圧迫する。中計の最大のリスクポイントは、この5拠点が計画通り上期中に立ち上がり、下期に案件を回収できるかに集約される。
- ② サポート体制の内製化— 業容拡大に伴い、受注後の納品・アフターフォローを担う「サポート専門部署」をFY26期首から分業制で増員。FY26末時点で50名まで拡大した。これにより、継続顧客売上比率をFY25の39.7%→FY26の45.0%へ押し上げ、リピート購買の基盤としている。サポート比率の上昇は粗利を一時的に押し下げる要因だが、長期的には継続顧客売上（FY26で1,476百万円）のストック化効果が勝る設計である。
- ③ 海外展開— FY26にタイ（バンコク）でテストマーケティングを開始済み。FY27はProPak Asia 2026（タイ）、AllPack Indonesia 2026（ジャカルタ）への出展が計画されており、東南アジアの食品・包装業界をターゲットに一号案件獲得を目指す。海外売上は中計期間中（FY29まで）は全体の数%未満にとどまる見込みだが、「国内11万事業所の取込」を超える長期TAMへのオプション価値として位置づけるのが妥当である。
- ④ フィジカルAI/新プロダクト— 「点」の品質検査から、工程間を自律連動させる「統合ソリューション」（品質検査+DX支援+AMR/ロボット連携）への拡張を標榜。新プロダクトとしてはPX-1000N（AI×X線異物検査）を展開中で、食品・医薬品の新規受注獲得に寄与する可能性が高い。フィジカルAIは中長期の収益ドライバーだが、FY29までの数値目標に直接貢献する度合いは限定的である。

### 5-4. キャピタルアロケーション

VRAINのキャピタルアロケーションは、上場時調達資金（2024年2月IPO）の使途配分にそのまま表れている。2026年2月期までの3期累計予算は567百万円で、内訳は新商品開発・Phoenix Vision/Eye機能強化393百万円（69%）、新規採用コスト134百万円（24%）、営業所展開40百万円（7%）である。FY25（2025年2月期）は全国展開加速のため予算超過（388百万円/予算217百万円）し、結果としてFY26は圧縮配分（136百万円）となった。

足元のキャッシュフローは、営業CF△375百万円（FY26）・投資CF△93百万円と赤字基調で、これを短期借入400百万円（FY26で新規調達）と財務CF+406百万円で補填している構造にある。自己資本比率はFY25の75.9%からFY26の64.9%へ低下したが、依然高水準であり、WC膨張（売掛金1,957百万円、前期比+1,118百万円）が主因のため、受注回収が進めば自然に改善に向かう。

中期的なアロケーション優先順位は明確で、①人材採用（営業・サポート・AIエンジニア）、②拠点開設、③新プロダクト開発（PX-1000N/フィジカルAI関連）、④株主還元、の順である。FY27に向けて採用・拠点開設のペースがピークを迎えるため、成長投資の内部留保吸収が続く限り、大型のM&Aや自社株買いは想定しづらい。

### 5-5. 配当政策：無配継続、成長投資優先

VRAINは上場以来、一貫して無配を継続している。FY25・FY26ともに配当0円、FY27予想も0円で、会社の基本方針は「成長過程にある現状では、内部留保を事業展開と経営体質強化のための投資に充当することが最大の株主利益還元につながる」という整理である。

この方針は、①売上CAGR+50%・営業利益率30-40%という高成長目標、②国内5拠点の同時立ち上げと採用強化という短期資金需要、③足元の営業CF赤字（WC膨張期）、という3条件を踏まえれば、極めて合理的である。PER50倍超という高バリュエーション銘柄を配当で評価することは構造的に意味をなさず、市場も配当を要求していない。投資家が問うべきは「無配かどうか」ではなく、内部留保された資金がROE37.2%（FY26実績）に見合う複利で再投資されるかである。

中計期間中（FY27-FY29）に配当開始のアナウンスが出る可能性は低い。むしろ、無配継続は「まだ成長局面にある」というシグナルとして機能し続ける。配当政策の転換点は、①営業利益率が40%レンジ上限に達し、②国内拠点展開が一段落し、③営業CFが安定的にプラス転換する、の3条件が揃った時点、すなわち早くてもFY29以降と見るのが自然である。

### 5-6. まとめと評価軸

VRAINの中期経営計画は、形式的には「CAGR+50%・利益率30-40%」の二項目のみで構成される、非常にシンプルな方針提示型である。しかし、その背後に置かれている①5拠点の同時立ち上げ、②継続顧客売上比率の押し上げ、③海外拠点の種まき、④フィジカルAIへの工程拡張、という4つの施策は、いずれも中計期間中に進捗が数値化されるものであり、方針の妥当性は十分に検証可能である。

投資家が四半期ごとに追うべきKPIは以下に整理できる。

KPI	FY26実績	中計達成の閾値（目安）
累計取引社数	337社	FY29までに550-600社ベース（每期+70社前後）
継続顧客売上比率	45.0%	50%以上への押し上げ
AIシステム販売単価	18百万円	18-20百万円レンジ維持
営業利益率	27.9%	FY27で30%到達、FY29で35%近傍
下期偏重度（4Q売上比率）	50%超	四半期平準化の進展
新拠点立ち上げスピード	FY27中に5拠点開設完了	上期中に開所、下期から案件寄与

結論として、中計の成否は「新拠点5カ所の早期立ち上げ」と「継続顧客売上比率の維持・向上」にかかると見られる。前者は短期のトップラインを左右し、後者は中期の利益率レンジ（30-40%）のどこに着地するかを決める。+50%成長が続く限り、FY29売上9,600-12,000百万円の上限側への着地が視野に入るが、もし拠点立ち上げが遅延し、かつ継続顧客比率が45%近辺で頭打ちになれば、FY28時点でCAGR+35-40%への減速が現実味を帯び、バリュエーションの前提は成り立たなくなる。

VRainの中計は、計画書の精緻さで投資判断するタイプではない。方針を構成する4施策の進捗を、四半期開示・拠点開設アナウンス・新プロダクト受注ニュースから継続的に検証する——それが本銘柄の中期経営計画を読む唯一の方法である。

## 6. 株価インサイト

VRAIN株は、PER50倍超という見かけのバリュエーションだけで判断すべき銘柄ではない。2024年2月22日にTSEグロース市場に公開価格2,990円で上場し、初値5,190円をつけて以降、同社の株価はFY24に高値6,980円・安値4,970円、FY25に高値7,890円・安値1,513円という極端なレンジで推移してきた。高値と安値の差が約5倍に開くボラティリティは、上場2年目かつ浮動株が限定的な高成長グロース銘柄にはむしろ自然な姿である。本章では、このレンジを生み出した需給・業績・テーマの3軸を整理したうえで、「+50%成長が続く限り高PERが正当化されるが、一度減速したら高PERは許容されなくなる」というVRAIN株の構造を解剖する。なお本レポートはNo Rating / No Target Priceとし、個別の投資判断や目標株価の提示は行わない。

### 6-1. VRAIN株の読み方

まず市場データの骨格を整理する。発行済株式数は10,256,000株（FY26末）、EPSはFY26実績で63.95円、FY27会社予想で94.85円、ROEはFY25が35.1%、FY26が37.2%である。PERはFY24実績ベースで181.2倍、FY25実績ベースで50.2倍と水準を切り下げており、これは利益が急拡大したことで「見かけのPER」が自然体で低下したことを示す。自己資本比率はFY26で64.9%、無借金経営からの転換局面で短期借入400百万円を初めて調達した段階にある。配当は無配を継続しており、キャピタルゲインに依存する典型的なグロース型リターン構造である。

項目	値	備考
上場市場	TSEグロース	証券コード135A
上場日・公開価格	2024/2/22・2,990円	初値5,190円
FY24高値／安値	6,980円／4,970円	上場直後の値固め期
FY25高値／安値	7,890円／1,513円	年間レンジ約5倍
発行済株式数	10,256,000株	FY26末
EPS	63.95円 (FY26実績) ／94.85円 (FY27予想)	希薄化後EPSは63.30円 (FY26)
PER (実績)	181.2倍 (FY24) ／50.2倍 (FY25)	利益急伸で水準低下
ROE	35.1% (FY25) ／37.2% (FY26)	高ROE銘柄
配当	無配	成長投資優先
自己資本比率	64.9% (FY26)	短期借入400百万円

出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成。

出所：株価データはyfinance、指標は有価証券報告書よりAENTRO Research作成。

押さえるべき論点は3つある。第一に、VRAIN株は「割安に放置された小型株」ではなく、市場がすでに成長プレミアムを織り込んだ銘柄である。FY25安値1,513円・高値7,890円という振れ幅は、マクロ環境と個別業績期待のどちらが揺らいでも大きく反応することを示す。第二に、株主構成が需給を決定的に規定している。Y&N（社長資産管理会社）38.18%と南場社長個人28.96%を合わせた経営陣の保有比率は67.14%に達し、ジャフコSV6の2.16%、日本マスタートラスト信託1.79%、東京センチュリー1.45%を加えると、上位数名だけで流通可能株の大半を固定している。フリーフロートは概ね30%前後にとどまり、機関投資家の本格参入を受け止めるだけの厚みはまだ形成されていない。第三に、同社はJPX急成長100指数の経常利益CAGR+184%で選出されており、2025年2月27日付で貸借銘柄にも選定済みである。テーマ性の受け皿としての地位は確立しつつある一方で、低流動性ゆえに短期的需給イベントで株価が振れやすい構造も同時に抱えている。

### 6-2. バリュエーション

FY25実績PER50.2倍、FY27予想EPS 94.85円を出発点にすると、VRAINのバリュエーションは「成長率で割った」フォワード視点で読む必要がある。FY25からFY27にかけてEPSは42.04円→63.95円→94.85円と推移する計画で、CAGRは+50%前後、会社が中期方針として掲げる売上CAGR+50%・営業利益率30-40%のレンジと整合する。仮にFY27予想EPS 94.85円を現時点のPER水準で評価するなら、それだけでFY25ベース想定株価は2年間の利益成長分のリレーティングを織り込む。裏を返せば、EPSがこの計画軌道を外れた瞬間に、PERの前提そのものが成り立たなくなる。

留意すべきは、50.2倍というPERが「高成長銘柄として割安」でも「バブル水準」でもない中間的な位置にあることだ。FY24実績ベース181.2倍と比較すれば大幅な水準切り下げであり、市場はすでに利益成長のペースに応じてマルチプルを修正してきた。一方で、PBRはFY26 1株純資産203.42円に対して株価水準次第で十数倍に達し得る領域にあり、ROE37%という高水準の資本効率を前提にしなければ説明が難しい。つまりVRAIN株のバリュエーションは、「利益成長とROEを両輪とするグロース評価」の文脈にのみ着地するものであり、PERやPBRを単独で比較する作業はミスリードを生む。

評価の視点をさらに広げると、同社は「装置・実装を内製するAIサービサー」という独自のビジネスモデルを持つ。SaaS型AI企業のような粗利80%超のストック収益ではなく、1案件平均180万円のプロジェクト型売上を積み上げる形である。にもかかわらずFY26売上総利益率78.9%、営業利益率27.9%を達成している点は、装置内製とAI標準化の両立がコスト構造に効いている証左である。市場がVRAINに与えるプレミアムは、AI銘柄としてのテーマ性ではなく、この「フロー型でもSaaS並みの利益率」を持続できるかに向けられている。

### 6-3. ポジティブシナリオ：なぜ高PERが正当化され得るか

ポジティブ要因	ネガティブ要因
<b>TAM残存余地</b> 製造業11万社×現状取込0.3%が示す広大な顧客基盤拡大余地	<b>成長失速リスク</b> 中期方針+50%失速時の高PER水準の急速崩壊リスク
<b>利益率レンジへの到達</b> 営業利益率30-40%の着地と装置内製化による粗利率改善余地	<b>流動性懸念</b> 社長グループ67.14%支配によるフリーフロー約30%の取引量薄
<b>海外・新領域オプション</b> タイ・インドネシア展開とフィジカルAI拡張による新たなオプション価値	<b>WC膨張</b> 売掛金増加による営業CF赤字と短期借入依存の継続
<b>継続顧客比率の向上</b> 継続顧客売上比率45.0%が示す顧客基盤の厚み深化	
<b>新拠点立ち上げ</b> FY27国内5拠点開設で全国カバー完成・認知拡大の加速	

出所：AENTRO Researchによる定性評価。

ポジティブに見た場合、VRAIN株の高PERを正当化し得る論点は3つに整理できる。

第一に、TAMの桁違いの余裕である。従業員10名以上の製造業事業所は日本国内だけで約11万社存在するのに対し、VRAINの累計取引社数は337社にとどまる。シェアでいえばわずか0.3%である。AI外観検査領域に限っても、ライン数ベースでは11万社×各社複数ラインの潜在需要が残されており、1案件平均180万円という単価で積み上がる構造を考えれば、今後5-10年単年で売上CAGR+50%を支え得る市場深度は十分にある。これは「市場が飽和するから減速する」という典型的な減速シナリオが当面起動しづらいことを意味する。

第二に、営業利益率30-40%への着地見込みである。FY25実績の営業利益率27.7%、FY26実績27.9%に対し、FY27会社計画は30.1%と中期方針レンジの下限に到達する設計になっている。粗利率78.9%を維持しながら販管費比率を下げていく過程にあり、人件費665百万円・採用費257百万円・研究開発費269百万円という先行投資型のコスト構造が、売上拡大に伴って徐々に希薄化していく。利益率30-40%帯で定着すれば、FY25からFY27にかけての利益CAGRは売上CAGRを上回り、EPSの伸びが株価を下支えする。

第三に、フィジカルAI・海外展開・新プロダクトのオプション価値である。同社はFY27にバンコクでのテストマーケを経てProPak Asia・AllPack Indonesia 出展を予定し、新拠点として宇都宮・長野・金沢・広島・福岡の5拠点を開設する計画である。AI×X線のPX-1000Nは新カテゴリのプロダクトであり、異音・振動検査のPhoenix Analyzerと合わせて、AI外観検査以外の収益源となる可能性を秘める。これらはいずれも現時点では業績インパクトが限定的だが、どれか1つでも立ち上げれば、FY29中期目標の売上9,600-12,000百万円の上限值へ確度が高くなる。市場が付与するプレミアムの一部は、まさにこのオプション価値に対して支払われている。

### 6-4. アンチテーゼ：どこで評価が見直されるか

逆の側面を見ると、VRAIN株が抱える脆弱性も同じく3つに整理できる。

第一に、+50%成長が失速した瞬間の急落リスクである。PER50倍超というマルチプルは、売上・利益が計画通り+50%で伸び続けることを前提に成立している。仮にFY27の売上成長率が+30%台に減速した場合、市場は「中期方針レンジの下振れ」ではなく「グロース銘柄からの転落」として反応する可能性が高い。小型グロース株の歴史が示す通り、成長率の鈍化が確認された四半期に株価が半値水準まで下がるケースは珍しくない。FY25高値7,890円・安値1,513円というレンジは、そうした減速局面が一度起きたときの振れ幅を市場が学習していることを示唆する。

第二に、社長支配67%とフリーフロー約30%という需給構造である。創業者の長期コミットメントという点ではポジティブな要素である一方、流動性の観点では常にリスクである。機関投資家がまとまったポジションを取りづらく、個人投資家主導の需給になりやすいため、地合い悪化局面で買い手不在の状態に陥りやすい。加えて、将来的に経営陣による持株の一部放出（相続対策・資金化・流通促進）が行われる場合、その需給インパクトは現在の時価総額に対して相当程度大きい。ガバナンス面でも、オーナー意思が強く反映されやすい意思決定構造は、成長期には加速装置となるが、成熟期には独立社外取締役による牽制の有効性が問われる。

第三に、売掛金膨張によるキャッシュフロー悪化と、四半期業績の季節偏重によるボラティリティである。FY26の営業CFは△375百万円と大幅なマイナスで、売掛金及び契約資産は838百万円から1,957百万円へ1,118百万円増加した。短期借入400百万円の調達はこのWCギャップを埋めるため、成長期スタートアップに典型的な構造とはいえ、利益とキャッシュの乖離は投資家の見方を難しくする。加えて、FY26は1Q営業赤字228百万円、3Qも赤字、4Qに集中黒字化というパターンで、FY27もQ1・Q3の赤字継続が会社計画に織り込まれている。四半期単位では減益・赤字に見える局面が年2回発生するため、短期志向の投資家にとっては保有ストレスが高い。

### 6-5. 同業比較

#### Peer比較テーブル

TICKER	企業名	売上高 (百万円)	OPM (%)	ROE (%)	時価総額 (億円)	PER (倍)	PBR (倍)
135A	VRAIN Solution	3,278	27.9	37.2	37,332	57.3	21.3
478A	フツパー	1,257	31.6	25.5	8,601	28.3	7.2
3993	PKSHA Technology	21,771	24.3	8.0	98,719	35.8	2.9

TICKER	企業名	売上高 (百万円)	OPM (%)	ROE (%)	時価総額 (億円)	PER (倍)	PBR (倍)
5572	Ridge-i	2,593	10.9	6.5	9,718	69.4	4.5
5132	pluszero	1,546	33.4	27.8	18,637	50.8	14.1
4011	ヘッドウォータース	3,900	5.9	4.5	8,584	148.0	6.7

出所：各社開示資料・yfinance等よりAENTRO Research作成。

AI外観検査領域の上場ピアは限定的で、BrainpadをはじめとするAI/画像解析関連企業、あるいは製造業DX関連のSaaSベンダーが比較対象候補となる。ただし、装置・実装まで内製する純粋なピアは国内に存在せず、VRAINは「AIモデル」と「装置メーカー」の両属性を持つハイブリッド企業である。この点で、比較は成長率・利益率・マルチプルの三指標を横並びで見ると、単一ピアへの寄せは避けるべきである。

数字の骨格で比較した場合、VRAINの立ち位置ははっきりしている。FY26の売上成長率は前年比+52.9%、売上CAGRはFY21-FY26の5年で年率約+100%超（FY21 103.7百万円→FY26 3,278百万円）、経常利益CAGRは同期間で+184%である。営業利益率は27.9%、ROEは37.2%。AI/画像検査関連の上場銘柄の大半は、売上成長率で+20%台、営業利益率で一桁%台～10%台前半にとどまっており、VRAINの成長率と収益性は突出している。PER50.2倍という水準も、成長率で割って見ればPEGレシオは1倍程度に落ち着く計算となる。

もっとも、この「突出した数字」そのものが両刃の剣である。ピアと比較して優位に見える成長率と利益率は、FY22-FY26の5年で売上を32倍に伸ばしてきた圧縮成長の結果であり、ペース拡大に伴う自然減速は不可避である。市場はVRAINを「単なるAI関連銘柄」として他社と並べて評価するのではなく、「圧縮成長の加速レーンにいる独自ポジション銘柄」として別枠で評価してきた。このポジションが維持される限り高PERは正当化されるが、他のAI関連銘柄と横並びの成長率に収束した瞬間、マルチプルは一般的なAI銘柄の水準（20-30倍）へ回帰するリスクを抱える。

## 6-6. 注目すべきKPI・カタリスト

株価の方向性を左右するカタリストは、時間軸ごとに整理できる。短期（3-6カ月）では、FY27 Q1（2026年4-7月期）の業績発表が最初の試金石となる。会社計画は通期売上+47.1%、営業利益率30.1%であり、Q1は例年通り赤字スタートが織り込まれているものの、売上の進捗率と受注残1,269百万円の取り崩しペースが計画軌道に乗っているかが確認ポイントとなる。仮にQ1赤字が市場想定を超えて深く、かつ受注残の積み上がり鈍いシグナルが出れば、通期計画への懐疑が広がり株価が反応しやすい。

中期（6-12カ月）のカタリストは、新拠点5カ所（宇都宮・長野・金沢・広島・福岡）の立ち上げ進捗である。各拠点の開設時期・人員配置・初受注のタイミングは、中期方針「売上CAGR+50%」を支える最大の構造要因となる。加えて、FY26に受注した飲料大手2.5億円案件（7工場）や伊藤ハム米久HDといった大型案件の横展開、PX-1000N（AI×X線）の販売実績の積み上がり、バンコクを起点とした海外案件第一号の獲得が、オプション価値を現実化する要素となる。これらのマイルストーンが開示された際、市場は「中計の第一段階をクリアしているか」を材料に反応する。

長期（12カ月超）の論点は、JPX急成長100指数の継続選定と、継続顧客売上比率の推移である。経常利益CAGR+184%でNo.1を獲得した同指数は、次回リバランスでも選定を維持できるかがテーマ性の維持に直結する。より本質的には、継続顧客売上比率がFY25の39.7%からFY26の45.0%へ上昇した流れが続けられるか、つまり「1案件売り切り」から「同一顧客×多ライン×多工場」のリピート構造へ移行できるかが、マルチプルの下限を決める。継続顧客比率50%超が定着すれば、プロジェクト型収益でありながらストック型に近い安定性を獲得した企業として、市場の評価軸が一段変わる可能性がある。

総じて、VRAIN株は「+50%が続く限り高PERが正当化されるが、一度減速したら高PERは許容されなくなる」典型的な高成長グロースである。注視すべきは、四半期の表面的な赤字・黒字そのものではなく、新拠点5カ所の立ち上げ速度と継続顧客売上比率の推移である。この2つの指標が中期方針の軌道上にある限り、現在のバリュエーションは成長期企業としての合理的な水準と解釈でき、軌道を外れた兆候が出た瞬間に、マルチプルは速やかに切り下がる。本レポートはNo Rating / No Target Priceとし、読者には自らの投資期間・リスク許容度に照らして、このシナリオ構造を主体的に評価することを求めたい。

## 7. Appendix

### 7-1. 損益計算書 (PL、百万円、単体)

科目	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27 (会社予想)
売上高	344	617	1,411	2,145	3,278	4,823
売上総利益	306	547	1,135	1,683	2,585	—
販売費及び一般管理費	302	483	627	1,088	1,670	—
EBITDA	8	80	527	631	967	1,502
営業利益	3	64	508	595	914	1,449
経常利益	15	63	496	595	912	1,449
特別損失	—	4	—	—	—	—
税金等調整前当期純利益	15	60	496	595	912	—
親会社株主に帰属する当期純利益	11	50	330	425	652	972

## 7-2. 貸借対照表 (BS、百万円、単体)

科目	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26
資産合計	242	341	1,450	1,874	3,215
流動資産	150	232	1,338	1,540	2,747
固定資産	92	109	112	334	468
有形固定資産	17	44	43	86	130
無形固定資産	—	—	—	2	2
投資その他の資産	76	65	69	246	335
負債合計	207	252	453	451	1,129
流動負債	171	183	431	451	1,129
固定負債	37	69	22	—	—
純資産合計	35	89	997	1,422	2,086
株主資本等合計	35	89	997	1,422	2,086
ネット有利子負債(除く現預金・短期性有価証券)	21	102	△893	△484	△27
現預金同等物及び短期性有価証券	82	18	962	489	427
有利子負債残高	103	120	69	5	400
運転資本	45	200	352	903	2,003
売上債権	23	158	293	839	1,957
棚卸資産	22	42	60	98	206
買入債務	—	—	1	34	160

## 7-3. キャッシュ・フロー計算書 (CF、百万円、単体)

科目	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26
営業活動によるキャッシュフロー	13	△41	436	△161	△374
投資活動によるキャッシュフロー	△75	△40	△19	△242	△94
財務活動によるキャッシュフロー	94	17	527	△70	406
フリーキャッシュフロー	△62	△81	417	△403	△468

ディスクレーマー (免責事項)

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており、投資の勧誘もしくは推奨を意図しているものではありません。本レポートに記載されている数値や情報等の正確性については一切保証するところではございません。本レポートは対象企業からの委託に基づき株式会社AENTROにて作成し、対価として報酬を得ています。株式会社AENTROの役員・従業員は対象企業の有価証券について売買等の取引を行っているか、将来行う可能性がございます。本レポートに基づいた取引等については株式会社AENTROは一切責任を負いません。本レポートの著作権は株式会社AENTROに帰属するため、複製物の配布・転用・修正は固く禁じます。