

## Company Report

2025年1月21日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
伊藤 研一

## トータルセキュリティソリューションの提供によって、高付加価値化を進める独立系 SI 企業

セグエグループ（以下、セグエ）は、ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーターである(1995年創業)。2012年以降、毎期増収を続け、売上高の年平均成長率は、15.6%(2012年～2023年)である。

強みは、事業領域を限定することで、パートナー企業と密接な協業関係を確立し、専門性のある技術者の確保が可能となっていることである。後発企業が参入しようとしても、ネットワークやセキュリティに精通した人材の確保が困難であり、また、パートナー企業からの安定した受注の確保が進まず、簡単には追従することが出来ないモデルとなっている。

同社のエクイティストーリーは、自社開発サービスを含めたトータルセキュリティソリューションの提供によって、収益性(売上総利益率)を高め、ネットワークとセキュリティ分野で多様な機能を提供する唯一無二の高付加価値企業、トータルセキュリティソリューションカンパニーへと飛躍を遂げることである。これを実現すべく、会社側は、新中期経営計画として、「Segue300」を発表(2024年5月22日適時開示)。同計画では、26/12期までに、M&Aを含め、売上高を300億円まで拡大させる方針であり、年率換算すると、20%弱の売上高成長を目指すとしている。

会社側は、プライム市場上場基準の流通株式時価総額を満たすべく、24年2月に高額優待(年間3万円のQUOカード)を発表し、株価は大きく上昇。足元のバリュエーションに割安感はないものの、中期経営計画最終年度の業績目標で算出したPERは、19倍程度であり、同計画の達成と共に、最高値を更新していくことを期待したい。

24/12期業績は、好調であった前期の反動減でやや伸び悩んでいるものの、受注は極めて好調であり、パートナー企業との密接な協業により、中央省庁関係の案件獲得が着実に進んでいる模様。また、自社株買い等積極的な資本政策によって、企業価値を意識した経営を徹底している点にも注目であろう。

## 株価・出来高(過去1年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 主要指標

株価(1/21)	614
年初来高値(1/10)	659
年初来安値(1/21)	614
52週間高値(24/2/26)	711
52週間安値(24/1/23)	298
発行済株式数(百万株)	32.0
時価総額(十億円)	19.6
EV(十億円)	7.8
自己資本比率(実績、%)	33.8
PER(24/12会予、倍)	24.2
PBR(23/12実績、倍)	2.6
配当利回り(24/12会予、%)	1.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
20/12	10,993	14.0%	844	54.0	874	57.8	634	53.9	18.4	5.3
21/12	12,039	9.5%	639	-24.3	686	-21.5	455	-28.2	13.0	5.3
22/12	13,623	13.2%	906	41.8	1,051	53.2	743	63.3	21.2	6.0
23/12	17,443	28.0%	1,086	19.9	1,015	-3.4	661	-11.0	6.3	10.0
24/12 会社予想	18,800	7.8%	960	-11.6	1,330	31.0	773	16.9	22.7	11.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1. 会社概要	4
1) 2012年以降、毎期増収を継続するネットワークインテグレーター	4
2) 建設業界と類似した構造の中で、安定成長を実現	5
3) 集中戦略によって参入障壁(模倣困難性)を確立	6
2. 事業概要とビジネスモデル	7
1) 事業概要	7
2) VADのビジネスモデル	8
3) SIのビジネスモデル	9
4) 自社開発のビジネスモデル	10
3. 社長の生い立ちと経営哲学	13
4. 潜在市場とサイバーセキュリティ関連予算	14
5. 資本政策を含む財務戦略	16
6. エクイティストーリーと中期経営計画	18
7. 業績動向	20
8. 株価とバリュエーション	23
9. ESG・サステナビリティ	26
10. リスク要因	29
・特定メーカーへの依存	29
・為替変動に伴う収益性悪化	29
・IT人材の確保	29
・自然災害に伴うリスク	29
・特定人物に対する依存	29

## エグゼクティブサマリー

セグエグループ（以下、セグエ）は、ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーターである。1995年、大阪市で創業されたジェイズ・コミュニケーションが前身であり、2014年に純粋持株会社であるセグエグループが誕生した。創業者である愛須康之社長は、大阪生まれの58才（1966年生まれ）。父が大阪でメッキ工場を営んでおり、幼少期から国立大学卒であるにも関わらず、工場で日夜真っ黒になって働く姿が印象的であったとのことである。また、幼稚園時代は、祖父母の自宅兼工場で、銅等の金属屑を集めたら300円で買い取ってもらった経験があり、身近な存在から、労働の対価としてお金がもらえることを学んだ。

2012年以降、每期増収を続け、売上高の年平均成長率は15.6%（2012年～2023年）である。デジタルトランスフォーメーション周辺のネットワークやセキュリティ分野の旺盛な需要に加えて、ITインフラやセキュリティアプライアンスのJuniper Networks、Wi-Fiのアクセスポイントを提供するRuckus Wireless、脆弱性リスク管理ツールであるRapid7等のニーズが高い製品を取り扱うことで高成長を実現。製品を絞り、その領域に精通した技術者を多数抱えることで優位性を創出し、ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーターというポジションを確立した。

ビジネスは、「VAD(Value Added Distributor)」、「SI(システムインテグレーション)」、「自社開発」の三つに大別され、売上総利益の構成比は、23/12期末段階で、VAD：42.6%、SI：40.4%、自社開発：17.0%である（24/12期からは「海外」が追加となる）。「RevoWorks」を提供している自社開発の売上総利益率が77.9%と高く、VAD及びSIの売上総利益率は、概ね20～25%程度である。設計・構築や運用保守の収益性が高く、ライセンスやハードウェア販売の収益性が低い。

同社のエクイティストーリーは、自社開発製品・サービスを含めたトータルセキュリティソリューションの提供によって、収益性(売上総利益率)を高め、ネットワークとセキュリティ分野で多様な機能を提供する唯一無二の高付加価値企業、トータルセキュリティソリューションカンパニーへと飛躍を遂げることである。プライムベンダーとの協業による案件獲得かつ、海外製品の仕入販売の影響で、他社と比較すると収益性が相対的に低く、卸売業としての評価がされがちであった。今後は、トータルセキュリティソリューションを提供し、セグエにしかできない付加価値を提供することで、収益性を高めていくことが期待される。

会社側は、新中期経営計画として、「Segue300」を発表した（2024年5月22日適時開示）。同計画では、26/12期までに、M&Aを含め、売上高を300億円まで拡大させる方針（M&Aはチャレンジ目標）。年率換算すると、20%弱の売上高成長を目指す見込みであり、10～15%程度の売上高成長を継続してきた同社にとって、一段と成長率を加速させる方針と言える。また、トータルセキュリティソリューションの提供によって付加価値を高め、売上総利益率を高めていくことができれば、収益性の改善によって業績成長とバリュエーションの上昇が期待されよう。

なお、会社側は、プライム市場上場基準の流通株式時価総額を満たすべく、24年2月に高額優待を発表した。10単元(1,000株)以上保有する株主に対して、半期に一度1.5万円のQUOカードを贈呈するというものであり、通年では3万円相当の高額優待である。現在の株価は、637円(1/6終値)であり、63.7万円分の株式を保有する株主に対して、優待利回り4.7%相当の優待となっている。株価は、高額優待発表以降、大きく上昇しており、優待利回りが株価を下支えている状況となっており、プライム市場上場基準を満たすところまできている。

現在のバリュエーションは、比較対象企業の平均並みの水準であり、割安感はない。ただ、中期経営計画最終年度の業績で算出したPERは、19倍程度であり、同計画の業績を織り込む形で、上場来高値更新の可能性も十分あり得ると考える。足元の受注は、極めて好調であり、技術者を

中心に人的リソースの強化を進めながら、量・質両面で事業規模を拡大させ、同計画を達成できるかに注目である。

## 1. 会社概要

### 1) 2012年以降、毎期増収を継続するネットワークインテグレーター

ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーター

セグエグループ（以下、セグエ）は、ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーターである。1995年、大阪市で創業されたジェイズ・コミュニケーションが前身であり、2014年にさらなる成長に向けて、グループ会社を束ねる純粋持株会社であるセグエグループが誕生した。

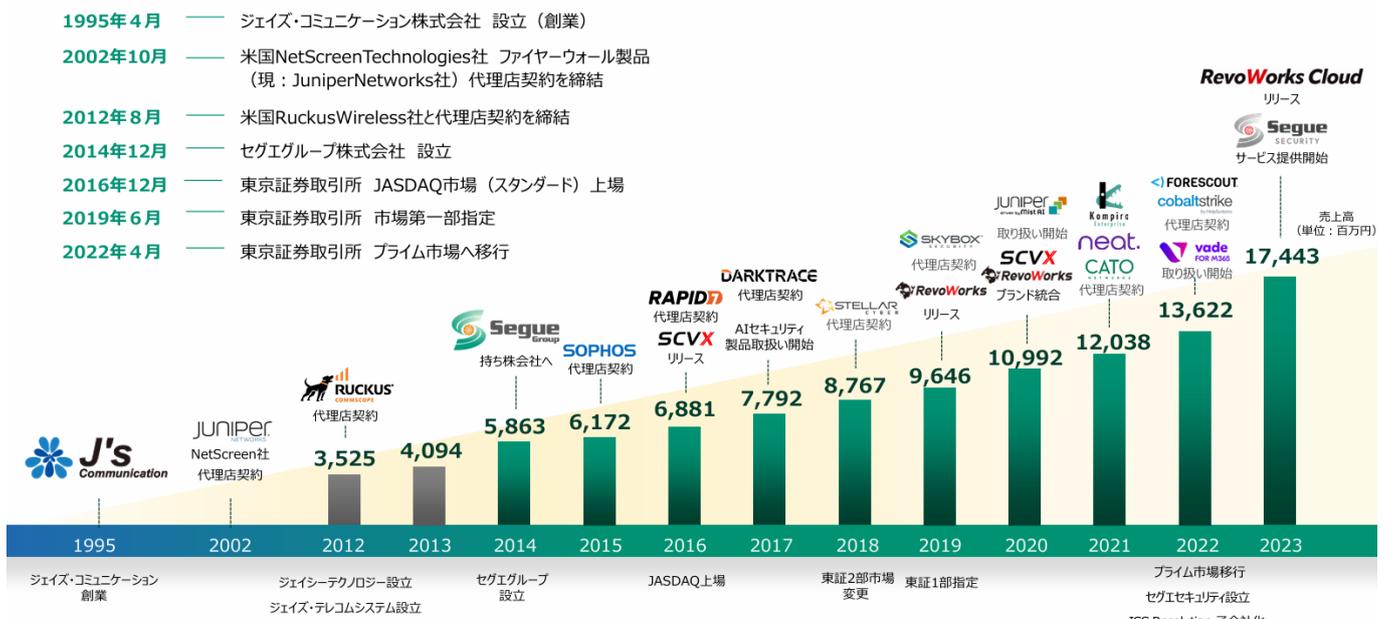
年平均成長率は、15.6%

2012年以降、毎期増収を続け、売上高の年平均成長率は、15.6%(2012年～2023年)である。ネットワーク周辺の旺盛な需要に加えて、取り扱うソリューションを増やすことで、着実に事業を伸ばしてきた。特筆すべき点は、2002年10月より、現 Juniper Networks(2024年1月、HPが140億ドルで買収)の代理店として、ネットワーク製品やサービスの取り扱いを開始していることである。グローバルトップメーカーが提供するファイアウォールやスイッチといったネットワーク機器及び周辺サービスに対して、システムインテグレーションや保守・運用といった付加価値を付けることで安定成長を実現してきた。

独自のポジショニングを確立

また、Juniper Networksのみならず、Wi-Fiのアクセスポイントを提供するRuckus Wirelessや、脆弱性リスク管理ツールであるRapid7といった顧客ニーズの高い製品やサービスの取り扱いを積極的に増やし、同社を介して、各領域の世界トップクラスのサービスを提供可能な体制を確立している。システムインテグレーターは多数存在するが、セグエは取り扱う製品を絞り、その領域に精通した技術者を多数抱えることで比較優位性を創出し、ネットワーク及びセキュリティに特化したシステムインテグレーターという独自のポジションを確立したと言える。

図表 1. セグエグループの売上高推移



出所：会社資料

## 2) 建設業界と類似した構造の中で、安定成長を実現

なお、システムインテグレーターの業界は、建設業界と似た構造となっている。大規模なプロジェクトの場合、施主（発注者）から仕事を直接受注する元請け企業（プライマリーコントラクター）が一次請けとなり、施工管理、資材調達、予算管理を担う。そして、プライマリーコントラクターから直接仕事を請け負うのが基礎工事や電気工事、設備工事等の専門領域に特化したサブコン的な企業である。セグエは、建設業界でいうサブコン的な企業の一面も有した企業でもあり、ネットワーク及びセキュリティ領域の製品、技術、サポート力に強みのある専門テクニカルパートナーというポジションを確立している。

なお、セグエに仕事を発注するプライマリーコントラクター（建設業界では大手ゼネコンにあたる）のポジションは、メーカー系システムインテグレーターである富士通や日本電気（NEC。NEC ネットウエア含む）、通信系システムインテグレーターである NTT、KDDI、ソフトバンクや、商社系システムインテグレーターである双日テックイノベーションや伊藤忠テクノソリューションズ（CTC）、SCSK 等である。欧米のネットワーク機器や周辺サービスの導入案件を多数こなしており、その分野の専門性を有する技術者を抱えているセグエは、これらの大手システムインテグレーターからの信頼が厚く、プロジェクトを受注する仕組みを強化している。

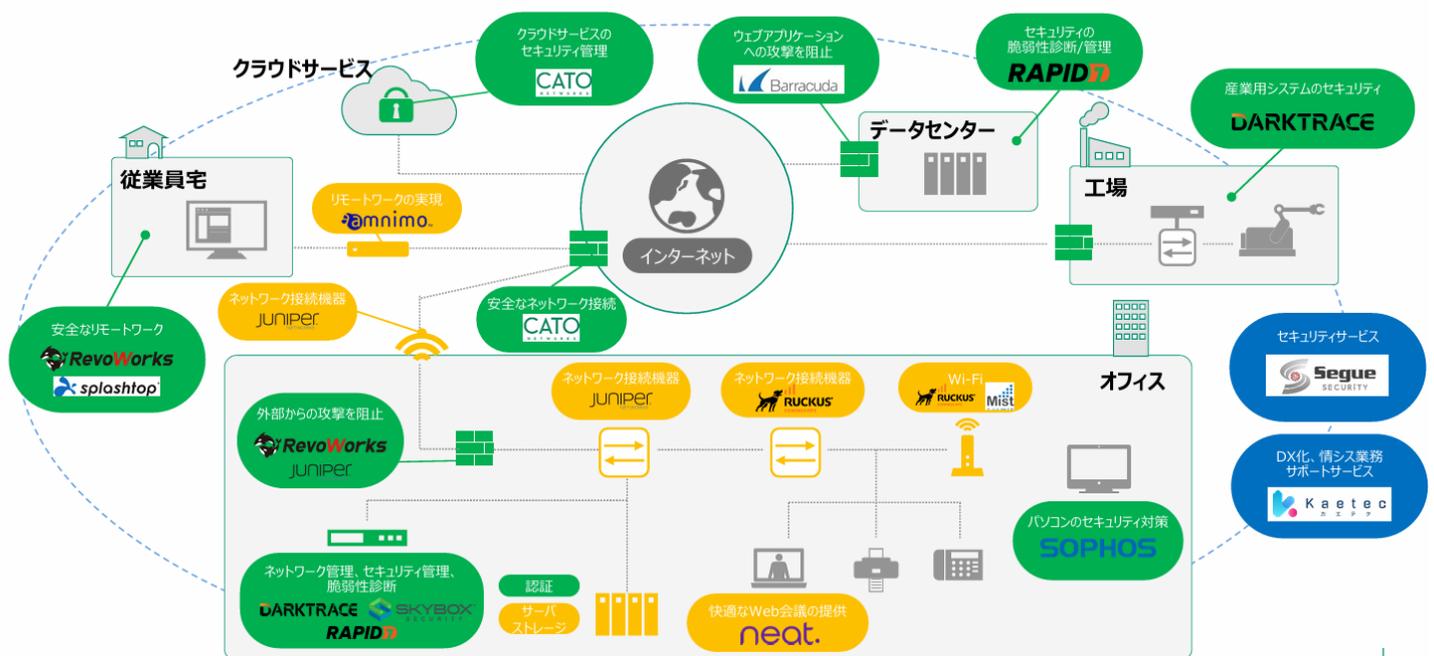
同社の提供サービスは、ネットワーク接続機器を中心に、周辺の Wi-Fi やセキュリティ、脆弱性診断、リモートワーク環境の提供等、となっている。自社の得意分野とその周辺領域に範囲を限定していることで、大手システムインテグレーターと競合することなく、パートナー関係を確立し協業することが可能となっている。また、欧米のネットワーク機器等を仕入れる場合には、国内大手システムインテグレーターからの安定した受注を背景に、販売数量を確保することが可能となっていることから、製品調達力を高めている。ネットワーク周辺領域に特化することで、発注元である大手システムインテグレーター及び、仕入れ元である欧米のネットワーク機器メーカーと良好な関係を確立している。

セグエは、ネットワーク及びセキュリティ領域に強みのあるサブコンのポジション

大手システムインテグレーターと協業関係を確立

得意分野とその周辺領域に限定することで、発注元、仕入元双方と良好な関係を確立

図表 2.セグエの提供サービス



出所：会社資料

## 3) 集中戦略によって参入障壁(模倣困難性)を確立

### 5つの競争要因が働く

マイケル・ポーターは、その著書『競争の戦略』において、いかなる業界も5つの競争要因が働いていることを明らかにした {M.E.ポーター著『競争の戦略』(ダイヤモンド社、1995年)、ジョアン・マグレタ、櫻井祐子著『[エッセンシャル版]マイケル・ポーターの競争戦略 Kindle版』(早川書房、2012年)参照}。

### 競争要因が強ければ、収益性は低下

5つの競争要因として、①新規参入者の脅威、②供給者の交渉力、③買い手の交渉力、④代替品(代替サービス)の脅威、⑤既存企業同士の競争、が挙げられる。5つの競争要因の影響が強ければ、収益性が低下し、逆に影響が弱ければ、収益向上の機会となる。要は、「競争が激しくない状況に自らをポジショニングすると、利益が増える」という考えである。

### セグエは、集中戦略によって参入障壁を確立

ポーターは、競合他社に対し競争優位に立つための戦略は、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、のいずれかに集約できると主張しており、セグエの場合、ネットワークとセキュリティ領域に集中特化することで、競争優位を確立したと言える。領域を限定することで、1) 専門性のある技術者の確保、2) パートナー企業との協業関係の確立、を実現し、後発企業が参入しようとしても、ネットワークやセキュリティに精通した人材の確保が進まず、また、パートナー企業からの安定した受注の確保が進まず、簡単には追従することが出来ないモデルとなっている。

### TOBが増加しており、業界再編が進みつつある

なお、システムインテグレーター業界は、TOBが増加しており、業界再編が進みつつある点にも注目である。業界最大手の一社であるSCSK(9719、東証プライム)は、ネットワンシステムズのTOBを発表した(24年11月)。ネットワンシステムズ(7518、東証プライム)を傘下に収めることで、ITインフラからアプリケーションまで垂直的にITサービスの提供が可能となる見込みである。また、NEC(6701、東証プライム)は、連結子会社であったNEC ネットエスアイ(1973、東証プライム)のTOBによる完全子会社化を発表(24年10月)。地方自治体向けのサービスを強化することに加えて、経営資源の相互活用によるサービス品質強化が期待されよう。また、KDDI(9433、東証プライム)は、ラック(3857、東証スタンダード)のTOBを発表(24年11月)。ネットワークサービスとサイバーセキュリティサービスの一体化によって、コンサルティングから監視・運用まで一気通貫でサービス提供が可能となった。

### 構造的な要因として、エンジニア不足による成長の限界が挙げられよう

この背景としては、案件毎に個社要因が介在しているものの、本質的な要因として、慢性的なエンジニア不足による成長の限界が露呈している点が挙げられる。単独ではなく、大手企業傘下に入ることで、スケールメリットを発揮させ、より生産性の高い事業運営が可能となるのであろう。

### セグエは、大手SI企業と協業関係にあり、系列の色が付くことは望ましくない

今後、セグエも大手企業からTOBの提案を受ける可能性は十分あり得ると考える。ただ、同社の場合、独自のポジショニングによって、大手SI企業を始めとした各パートナー企業と密接な協業関係を確立しており、系列の色が付くことは望ましくない。また、上記のように業界再編が進むことで、独立系として顧客が求める製品を自由に取り扱えるセグエの優位性が逆に高まる可能性もあろう。

### ネットワーク及びセキュリティに興味のあるエンジニアを採用

また、同社の場合、領域を限定することで、海外の製品に携わりたいエンジニアや、ネットワーク及びセキュリティに興味のあるエンジニアの確保が可能となっており、集中戦略が奏功している。上記のように、業界再編が進み、業界経験者の中途採用を積極的に展開することで、専門技術者がセグエに多数集まるといった可能性も十分に考えられるであろう。

## 2. 事業概要とビジネスモデル

### 1) 事業概要

VAD、SI、自社開発の三つのビジネスセグメントを開示

報告セグメントは、「ITソリューション事業」のみだが、会社側は決算説明会資料にて、ビジネス別の業績を開示している。ビジネス別の業績は、「VAD(Value Added Distribution)」、「SI(システムインテグレーション)」、「自社開発」の三つに大別され、売上総利益の構成比は、23/12 期末段階で、VAD：42.6%、SI：40.4%、自社開発：17.0%となっている（24/12 期からは「海外」が追加となる）。

収益性は、自社開発が高い

収益性は、自社開発製品「RevoWorks」を提供している自社開発が高く、売上総利益率は、77.9%となっている。VAD 及び SI の売上総利益率は、概ね 20～25%程度となっており、設計・構築や運用保守の収益性が高く、ライセンスやハードウェア販売の収益性が低くなっている。

半導体不足の影響による在庫が売上計上されたため、23/12 期は VAD の売上高が激増した

なお、VAD の 23/12 期売上高は、前年同期比 41.6%増と激増した。これは、世界的な半導体不足の影響による納期遅延に伴って増加したハードウェアの受注残が徐々に売上計上されたことが主因である。23/12 期の VAD の売上総利益率は、19.6%と低下したが、すでに受注残の解消は一巡しており、今後売上高の拡大に伴い、再度収益性が改善することが期待されよう。

表 3.ビジネス別業績推移（単位：百万円）

決算期	20/12	21/12	22/12	23/12
<b>売上高合計</b>	<b>10,993</b>	<b>12,039</b>	<b>13,623</b>	<b>17,443</b>
(前期比)	14.0%	9.5%	13.2%	28.0%
<b>VAD</b>	<b>5,280</b>	<b>5,262</b>	<b>6,332</b>	<b>8,966</b>
(前期比)	-	-0.3%	20.3%	41.6%
<b>SI</b>	<b>5,127</b>	<b>6,169</b>	<b>6,203</b>	<b>7,576</b>
(前期比)	-	20.3%	0.6%	22.1%
<b>自社開発</b>	<b>586</b>	<b>608</b>	<b>1,088</b>	<b>901</b>
(前期比)	-	3.7%	79.0%	-17.2%
<b>売上総利益</b>	<b>3,093</b>	<b>3,092</b>	<b>3,559</b>	<b>4,124</b>
(売上総利益率)	28.1%	25.7%	26.1%	23.6%
<b>VAD</b>	1,371	1,314	1,299	1,757
(売上総利益率)	26.0%	25.0%	20.5%	19.6%
(構成比)	44.3%	42.5%	36.5%	42.6%
<b>SI</b>	1,313	1,446	1,419	1,665
(売上総利益率)	25.6%	23.4%	22.9%	22.0%
(構成比)	42.4%	46.8%	39.9%	40.4%
<b>自社開発</b>	409	332	842	702
(売上総利益率)	69.7%	54.6%	77.3%	77.9%
(構成比)	13.2%	10.7%	23.6%	17.0%

出所：会社資料

設計・構築から、SE サービス、マネージドサービスまで垂直的にサービスを提供

なお、各ビジネスセグメントで共通している点は、プロフェッショナルサービスと呼ばれる設計・構築フェーズから、実際に導入に関わる際の SE サービス(請負・派遣)に加えて、その後のマネージドサービス(監視・管理等運用)まで垂直的に提供している点である。一度、導入が決まれば、マネージドサービスでストック収入を確保することが可能となっており、安定的に事業を拡大可能なビジネスモデルとなっている。

図表 4. ビジネスセグメント毎の事業概要

ビジネスセグメント	VAD(代理店)	自社開発	SI
事業内容	海外製品の代理店	自社製品	サーバー等の国内製品の代理店
プロフェッショナルサービス(設計・構築)	○	○	○
SEサービス(請負・派遣)	○	○	○
マネージドサービス(監視・管理等運用)	○	○	○

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

VAD は、海外の商材やライセンス販売に加えて、コンサルティングやシステムインテグレーション等を包括的に提供

VAD は、Value Added Distribution の略であり、同社の主力ビジネスである。海外の商材やライセンス販売に加えて、プライムベンダーと共に、提案活動や技術力向上を支援し、コンサルティングやシステムインテグレーション、カスタマイズ、運用・保守を提供する。また、ロジスティクスとして、製品部材の入荷、補完、検品、出荷までの業務を行っており、出荷前の組み込み作業等にも対応している。保守サポートでは、全国 106 拠点にて 24 時間、365 日の対応を行っている。

メーカーからの信頼も厚い

メーカーからの信頼も厚く、主要取引先である Juniper Networks より、「Japan Distributor of the Year 2023」、Rapid7 より、「The Best Partner of the Year 2023」を受賞している。グローバル展開したいメーカーにとって、日本の大手システムインテグレーターと密接な協業関係にある同社に対する信頼は厚く、かつ、プロダクトの知見を有する技術者を抱える同社の存在は、極めて重要であると言える。

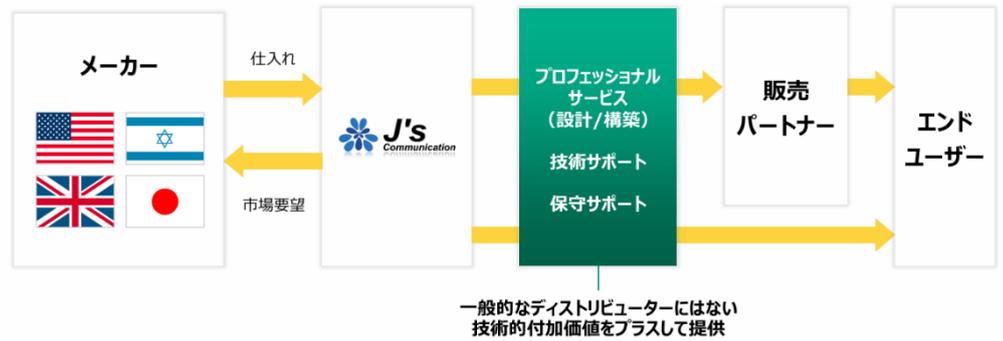
売上総利益率は低下傾向にあるが、今後は改善しよう

23/12 期の売上総利益率は、19.6%となっており、20/12 期以降、低下傾向にある。これは、システムインテグレーションや運用・保守と比較すると、売上総利益率が低いライセンスやハードウェアの販売が好調であったことが主因である。新型コロナウイルスの感染拡大を契機とした世界的な半導体不足の影響で、21/12 期 3Q 以降、プロダクトの受注残が増加傾向にあったが、22/12 期 4Q 以降、機器の確保及び納品が進んだことから、従来以上にハードウェアの販売が好調に推移した。すでに半導体不足による受注残は消化されつつあり、今後は収益性の改善が期待される。

主要取引先からの仕入れが 37.3% 占めている

なお、同社は、リスク分散の観点から、米国や英国、イスラエル等の様々なメーカーの製品を仕入れる体制を確保しているが、現状は Juniper Networks 及び Ruckus Wireless からの仕入れが同社全体の 37.3%(23/12 期)を占めている。VAD のビジネスを一段と拡大するためには、日本市場からニーズの高い製品の販売代理契約を獲得する必要があり、製品に対する同社の目利き力が問われると言える。

図表 5. VAD のビジネスモデル



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) SI のビジネスモデル

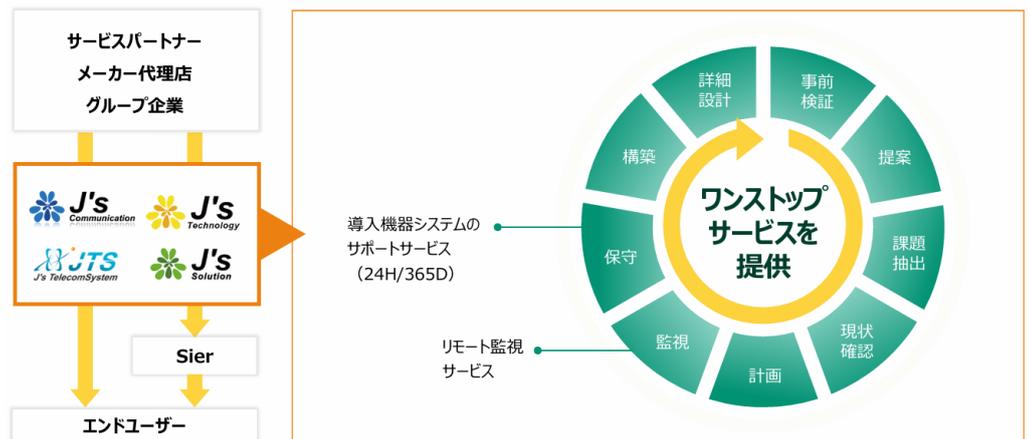
SIは、新規導入に関わる支援や、計画の立案、監視・保守サービスを提供

SI(システムインテグレーション)では、プライムベンダーである大手システムインテグレーターやメーカーの代理店経由で仕事を受注し、同社の取り扱い製品に関わるシステムインテグレーションを包括的に提供している。具体的には、構築から詳細設計、事前検証といった新規導入に関わる支援に加えて、現状確認や計画の立案、そして、監視や保守といったサポートを提供する。セキュリティやITインフラに関わるソフトウェア及びアプライアンスを組み合わせ、顧客の要望に応じた形で提供可能となっている。

主要パートナー経由の販売が3割を占める

同社の特徴は、プライムベンダーから安定して受注を獲得している点であり、全社売上高のうち、約3割程度が上位5社のパートナー経由の販売となっている。

図表 6. SI のビジネスモデル



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

エンドユーザー向けのサービスである「Kaetec」を提供

なお、会社側は、大手システムインテグレーター向けの売上高を伸長させるべく、よりストック性の高いSES(システムエンジニアリングサービス)の単価向上を進めると同時に、「Kaetec」を中心にエンドユーザー向けの売上高確保を進めている。「Kaetec」は、情報システム部門のリソース不足を解消するトータルソリューションサービスであり、2021年10月よりサービスを開始している。具体的には、

安価に設定されており、中小企業が対象となっている

情報システム部門の適正調査や、MS365 や Google、その他業務用ツールの運用代行、PC のキッティングやヘルプデスク対応等を提供している。

基本料金(月額 5.0 万円～)は安価に設定されており、同社のパートナーである大手システムインテグレーターと競合することのない、中小企業を対象としたサービス設計となっている。上述の通り、同社の強みは、大手システムインテグレーターから安定して仕事を確保可能な点であるが、その一方で、売上総利益率が 30%前後である同業他社と比較すると、収益性が低い点に課題があった。今後、既存顧客向けの売上高をストック型の安定収益基盤として拡大すると同時に、「Kaetec」を通じて、エンドユーザーに直接提供するサービスも並行して伸ばすことで、収益性を改善させていきたい意向であろう。

図表 7. Kaetec のサービス概要

サービス名	概要	価格
情シス適正調査サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ITインフラ構成および用途とスペックの洗い出し</li> <li>グループウェアや業務アプリケーションの利用状況と運用状況の確認</li> <li>簡易版セキュリティ診断の実施</li> <li>調査結果及び改善提案をまとめたレポート作成、提示</li> </ul>	30万円～
MS365/Google運用サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ライセンス管理およびアカウントの運用、管理</li> <li>Azure ADやIntuneなどの付帯アプリケーションの運用、管理</li> <li>従業員向けサポート対応</li> <li>トラブルシューティング</li> </ul>	16,000円/月～
業務用ツール運用サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーザーアカウントの運用、管理</li> <li>マスターデータ登録・変更</li> <li>従業員向けサポート対応</li> <li>トラブルシューティング</li> </ul>	24,000円/月～
パソコン総合運用サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>従業員サポート対応</li> <li>パソコンやモバイルの資産管理</li> <li>業務用端末のキッティング対応</li> <li>セキュリティツールの運用</li> </ul>	77,500円/月～
ネットワーク/サーバー運用サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ライフサイクル管理</li> <li>監視アラートの解析およびエスカレーション</li> <li>機器設定変更対応</li> <li>メーカー問い合わせ及び修理依頼対応</li> </ul>	10万円/月～
コンサルティングサービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>コンサルティング全般</li> </ul>	-

出所：会社 HP よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4) 自社開発のビジネスモデル

自社開発では、「RevoWorks」を提供

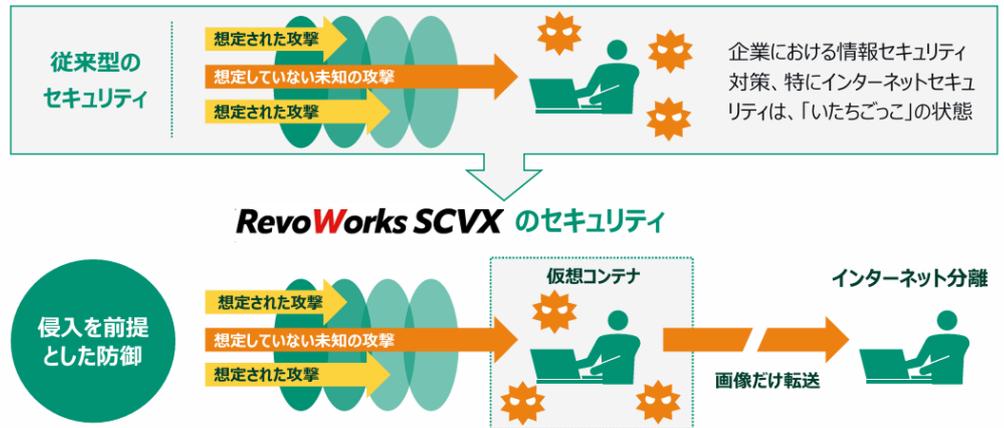
同社は、自社開発として、独自のセキュリティ製品及びサービスの提供を行っている。主力サービスは、自社開発ソフトウェアである「RevoWorks」である。「RevoWorks」は、日本年金機構の個人情報漏洩事故(2015年)を契機とし、総務省が各自治体に対して、「自治体情報システム強靱性向上モデル」のガイドラインを作成したことをきっかけに、開発されたサービスである。同ガイドラインにて、インターネットに接続するネットワークと自治体が業務で活用するネットワーク(LGWAN 接続系)を物理的に分けることが提示された。

画面転送技術によって、インターネットの閲覧を実現

これを受け、セグエは、コンテナ上に仮想ブラウザを立ち上げ、画面転送技術でインターネットを閲覧可能とする「RevoWorks」を開発し、サービス提供を開始した。従来型のセキュリティでは、想定していない未知の攻撃を防ぐことができなかったが、「RevoWorks」を利用することで、仮想コンテナま

で攻撃が行き届いたとしても、インターネット分離をしているため、重大な被害に及ばず、あらゆる攻撃に対して、最悪の事態を防ぐことが可能となるソリューションとなっている。

図表 8. RevoWorks の概要

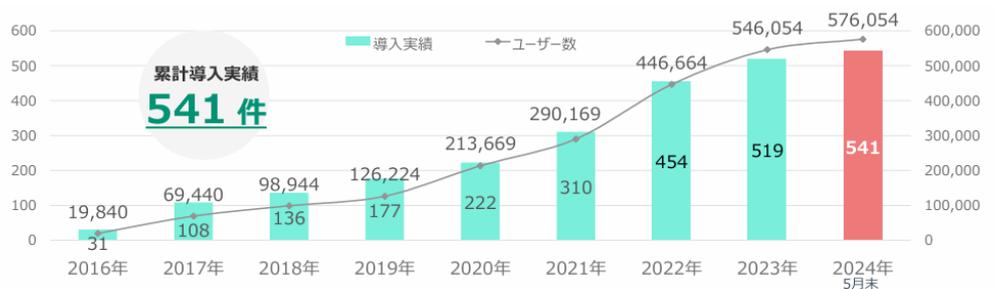


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## すでに 60 万弱のユーザーが利用

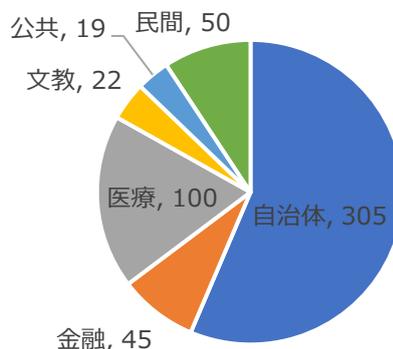
サービス提供開始以降、着実に導入実績を伸ばしている。2024 年 5 月末段階での累計導入実績は、541 件となっており、60 万弱のユーザーに利用されている。導入先は、自治体が過半数強を占めており、上述の通り総務省から発表されたガイドラインに沿ったサービスである点が評価されているのであろう。また、直近では、働き方改革に伴う DX 化を背景に、医療機関における導入も増加している。その他、堅牢なセキュリティが求められる金融機関でも、一定程度導入が進んでおり、依然として拡大余地は大きいと言えよう。

図表 9. RevoWorks の導入実績推移 (単位 左軸：件、右軸：人)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. RevoWorks の顧客別導入実績(24年5月末) 単位: 件



出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 既存事業とのシナジーも期待され、差別化されたトータルソリューションの提供を実現

また、自社開発サービスの提供によって、SI や VAD といった既存事業とのシナジー創出効果も期待されている。自社製品である「RevoWorks」と VAD で輸入している海外製品を組み合わせ提供するケースや、顧客の要望に応じて、様々なサービスを一括して導入する際の SI の提供等も増加しており、セグエならではの差別化したトータルソリューションの提供が可能となっている。

## セグエセキュリティを設立し、総合的なコンサルティングサービスを開始

なお、会社側は、2022 年 11 月にセグエセキュリティを設立し、セキュリティに関連した総合的なコンサルティングサービスの提供を開始した。セグエセキュリティ設立時の社長である守井浩司氏は、ホワイトハッカーとして活躍した人物であり、セキュリティ分野のスペシャリストである。また、2025 年 1 月より、中核子会社であるジェイズ・コミュニケーションの執行役員セキュリティ事業推進室長である子川英昭氏がセグエセキュリティの社長に就任。子川氏は、富士通にてネットワーク及びセキュリティの事業本部長として、900 名の組織をマネジメントした経験を有する人物である。

## 幅広いサービスを提供

セグエセキュリティの提供サービス範囲は幅広く、マネージドセキュリティサービスと呼ばれるセキュリティエンジニアによる運用保守サービスや、重大インシデントの調査及び外部公表に対応したフォレンジック、セキュリティ診断やコンサルティング、人材育成を提供している。

## 2023 年 12 月に SOC を開設

また、セグエセキュリティの事業拡大を進めるべく、2023 年 12 月に SOC(セキュリティオペレーションセンター)を設立した。「RevoWorks」といった自社サービスの提供のみならず、顧客企業の総合的なセキュリティコンサルティングニーズに応えるべく、体制強化を進めており、セグエグループの業績を牽引するビジネスセグメントとして、今後期待であろう。

## 収益性は高く、同社の株価評価を高める上で重要なビジネスとなっている

なお、自社開発セグメントの売上総利益率は、77.9%(23/12 期)となっており、VAD や SI と比較すると、極めて高い。ストラテジー・アドバイザーズでは、同社のバリュエーションが一段と上昇するためには、全社的な売上総利益率を高めていくことが重要であると考えており、他社製品の仕入販売に加えて、収益性が高い自社製品の売上高を拡大することで、一段と企業価値向上が可能になると考える。

## 3. 社長の生い立ちと経営哲学

### 幼少期から働くことの尊さを学ぶ

愛須康之社長は、大阪生まれの58才(1966年生まれ)である。生粋の商売人家系であり、幼少期より、働くことの尊さを学んできた。父の兄弟は全員起業家であり、父も母方の祖父が経営していた工場から独立し、大阪でメッキ工場を営んでいた。国立大学卒であったにも関わらず、日夜メッキ工場で真っ黒になって働く父の姿が印象的であったとのこと。また、幼稚園時代は、祖父母の自宅兼工場で、肩を集めたら300円をもらったそうで、身近な存在から、労働の対価としてお金がもらえることを学んだ。

### 高校卒業後、父の会社へ就職し、その後データ通信会社へ転職

父の会社を継ぐべく、工業高校に進学し、学生時代はアルバイトに熱中していた。高校野球の売り子のアルバイトをやっていたそうで、歩合制ゆえに頑張れば頑張るほどお金がもらえることにやりがいを感じたとのことである。その後、高校を卒業し、父の会社に就職した。当時、4トントラックに乗って、配達の手伝いをしていたそうである。父の会社を継ぐことが期待されていたが、40-50代中心の会社で将来性が見えなかったのと、一人だけ若手として働くことに面白みを感じることが出来ず、ネットワーク機器の輸入販売及び修理サービスを手掛けるデータコントロールズ株式会社に転職。当時、NTTが民営化され、通信業界が盛り上がりを見せ始めた時期であったこともあり、コンピューターと通信業界の接点となるデータ通信会社に入社することを決めたとのことである。

### セグエグループ設立後、ルーティングスイッチの取り扱いによって、事業が大きく拡大

データコントロールズでは、ネットワーク関連の技術を学び、通信技術者として働いた後、セールスエンジニアを経験し、大阪営業所長に就任した。当時を振り返ると、技術と営業の両方を学ぶことが出来たことが良かったとのことである。その後、再度父の会社に就職し、会社を継ぐという選択肢もあったが、自ら起業する道を選び、ジェイズ・コミュニケーション(セグエの前身)を28才の時に設立した。創業当初は、光ファイバー関連の仕事や、LANの部品の輸入販売を行っていた。転機は、日商エレクトロニクス(現双日テックイノベーション)が輸入販売していたルーターとスイッチが一緒になっているルーティングスイッチ Alantec (後に FOREsystems) の取り扱いを開始したことであり、大手製造業や製薬会社、医療機器メーカー等のアップル製のPCを利用している企業に多数販売することができ、創業から3年を順調にスタートできた。

### 三度目の正直で、2016年12月上場

その後も事業は順調に拡大したため、次のステップとして上場を目指した。39才の時、当時の大証ヘラクレス市場への上場承認が下り、ロードショーを実施、そして、株価が決まるところで、出資先取引先の会社が民事再生となったことから、上場中止となってしまった。その後、体制強化を進め、再度上場を目指したが、今度はリーマンショックが到来し、再度上場時期が不透明になってしまった。これらの経験から、慌てて上場する必要はなく、改めて会社の実力をつけることが重要だと判断し、組織体制の強化をより一層進めた。そして、2016年12月に三度目の正直として、ジャスダック(現スタンダード市場)へ上場を実現。その後、2018年12月に東証二部、2019年6月に東証一部へステップアップした。東証の市場区分再編に伴い、プライム市場を選択し、同市場の上場基準を満たすべく、企業価値向上に注力している背景として、これらの苦勞の末、上場を果たし、東証一部へステップアップをしてきたことが挙げられる。

### 国策を担えるような不可欠な会社を目指す

なお、愛須社長は、常日頃から自社の存在意義及び価値を考えて、仕事をすることを意識しているとのことである。特に、直近では、パートナー経由で、デジタル庁や防衛省の仕事に参画する機会が増えており、国策を担う会社として認められる会社に飛躍していきたいとのことである。

### 実直で努力するカルチャー

会社は実直で努力するカルチャーがあるとのことである。セグエが、ここまで事業を拡大し続けることができたのは、ネットワークという領域に早くから参入し、長年技術を磨き、パートナー企業との信頼を愚直に積み上げてきたからであると言えよう。これらの努力がセグエの企業カルチャーや経営哲学に根差した競争優位性の源泉であると言える。

## 4. 潜在市場とサイバーセキュリティ関連予算

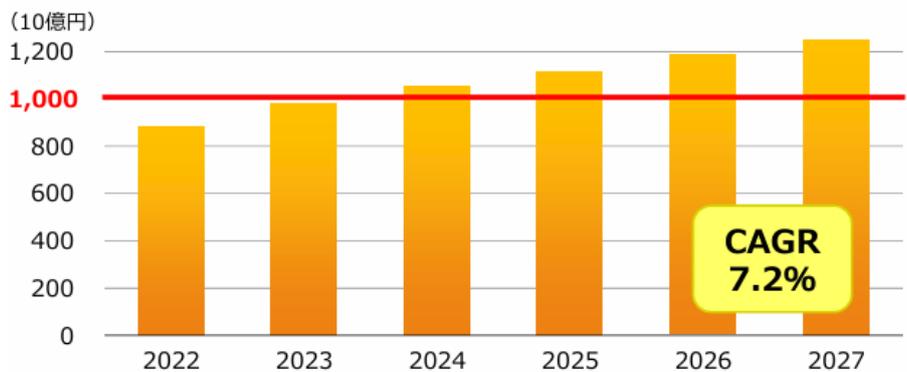
セキュリティ市場は、10%前後の安定成長が継続する見込み

国内セキュリティ市場は、CAGR7.2%成長の見通し

日本国内のセキュリティ市場は、10%前後の安定成長が期待される。IDC Japan が 2024 年 3 月に発表した調査によると、2024 年のセキュリティ市場は、初めて 1 兆円を突破し、前年比 7.6%増の 1 兆 455 億円に達する見通しとなっている。コロナ禍を経て、在宅勤務やリモートワーク、インターネット経由での企業システムへのアクセスが継続しており、エンドポイント型脅威検知・対応や ID 管理の需要が拡大している。また、企業や団体に大規模なセキュリティインシデントが多発しており、脆弱（ぜいじゃく）性管理対策の分野も成長している模様。

今後は AI を活用したサイバーセキュリティ対策の拡大も期待され、国内セキュリティ市場は、CAGR7.2%の成長が継続する見通しである。なお、同市場は、グローバルでも二桁成長が予測されており、タイを始めとしたグローバル展開も始めているセグエにとって、外部環境は良好である。

図表 11. 日本国内セキュリティ市場予測



出所：IDC Japan より引用した会社資料を参照

個別企業からも、10%程度の成長率目標が掲げられている

また、総合セキュリティ企業であるトレンドマイクロ(4704、東証プライム)は、「Road to 2027」と題し、中期的な業績成長目標として、売上高成長率 8-10%を掲げている。市場調査に加えて、ミクロからも 10%程度の成長率目標が掲げられており、セキュリティ市場全体として、10%前後の安定成長が継続すると考えられよう。

図表 12. トレンドマイクロの中期成長率

	2022	2023 <sup>(1)</sup>	2024E <sup>(2)</sup>	YTD 2024 Progress	2027E <sup>(2)</sup>
Net Sales Growth %	18%	11%	9%	10%	8-10%
COGS % of Revenue <sup>(4)</sup>	19%	22%	19%	20%	18-20%
S&M % of Revenue <sup>(4)</sup>	37%	37%	34%	33%	28-30%
R&D % of Revenue <sup>(4)</sup>	17%	17%	17%	17%	13-15%
G&A % of Revenue <sup>(4)</sup>	8%	8%	7%	7%	5-7%
Operating Margin %	14%	13%	20%	20% <sup>(3)</sup>	29-31%
Operating Income		¥53B			

出所：トレンドマイクロの機関投資家向け「IR Day」資料より、引用

各省庁のサイバーセキュリティ関連予算は、約 1 兆円と膨大である

デジタル庁の次に、防衛省の予算が大きい

同社のパートナーは、政府案件に強く、セグエにも恩恵がある

なお、政府の 2024 年予算案に含まれていた各省庁のサイバーセキュリティ関連予算の合計額は、約 1.0 兆円となっており、膨大な金額が計上されている。計上金額として一番大きいのは、デジタル庁の情報システムの監督・運用に関わる予算であり、二年連続で約 4,800 億円となっている。これは、各府省庁の行政システム投資となっており、デジタル庁に一括計上されている。

また、その次に大きいのが、防衛省のサイバー領域における防衛強化予算であり、2024 年度は、2,115 億円計上されている。サイバー攻撃等のリスク増大を受けて、2022 年 3 月に「防衛産業サイバーセキュリティ基準」が整備され、米国国防省が契約企業に義務付けている基準と同水準の管理策の採用、攻撃者の特定や防御のみならず、「検知」・「対応」・「復旧」の強化、といった基準が整備されたことを受けて、予算も比較的大きく確保されている。

同社の主要パートナーである富士通や日本電気 (NEC) といった企業は、これらの政府案件に強く、パートナー経由で、セグエも恩恵を受けている模様である。今後も、サイバーセキュリティ関連予算は、継続的に計上される可能性があり、同社にとって追い風であると言える。

図表 13. 各省庁のサイバーセキュリティ関連予算

府省庁	項目	24年度予算額 (億円)	23年度予算額 (億円)
経済産業省	産業サイバーセキュリティ強靱化事業	23	24
経済産業省	産業DXのためのデジタルインフラ整備事業	20	20
警察庁	サイバーセキュリティ緊急連絡体制事業	3	3
厚生労働省	医療・介護のDXの推進	30	44
国土交通省	i-Construction, 建設・都市のDX等の「インフラ分野のDX」	458	511
国土交通省	防災・安全関連、住宅DXの推進	360	360
総務省	海底ケーブル等の整備・宇宙領域ネットワーク (NTN) の取組み	81	81
総務省	Open RAN含む5G等のICTソリューション	70	72
総務省	サイバー空間における自治体対応能力の向上	36	21
デジタル庁	情報システムの監督・運用	4,803	4,811
内閣府	デジタル田園都市国家構想推進交付金	1,000	1,000
農林水産省	スマート農業等の研究開発	82	78
防衛省	サイバー領域における防衛強化	2,115	2,643
法務省	良好な治安を確保するための施策	385	397
文部科学省	光・量子フラッグシッププログラム (Q-LEAP)	45	42
<b>合計</b>		<b>9,511</b>	<b>10,107</b>

出所：各省庁資料より、ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5. 資本政策を含む財務戦略

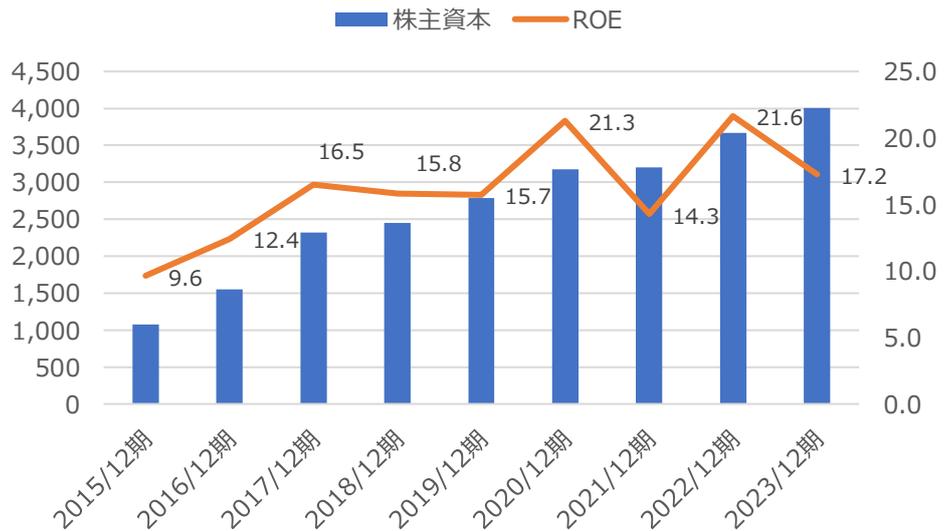
バランスシートは健全である

人材投資が大半であるシステムインテグレーター各社のバランスシートは、財務健全性が高く、借入も少ない傾向にある。同社の自己資本比率は、33.8%(23/12 期末)と安定的な水準であり、24/12 期 3Q(7-9 月)末のネットキャッシュは、11.4 億円である。現預金も 30.9 億円確保しており、比較的規模の大きい M&A を実施しない限り、既存事業から得られるキャッシュフロー及び借入によって、事業成長に必要な資金を確保することが可能であろう。

配当に加えて、自社株買いも積極的に行っている

会社側は、株主還元にも積極的であり、18/12 期より配当を実施している。23/12 期の配当性向は 51.0%と高く、不要な資産を持たないスタンスを徹底している。また、24/12 期は、SBI 証券と契約していた差金決済型自社株価先渡取引契約を解除し、SBI 証券が保有していたセグエ株式を買い取り、その一部を株式給付信託に抛出し、自己株式の処分を実施している。また、24 年 10 月 24 日には、残りの自己株式についても消却を実施し、さらに、11 月 14 日には、追加の自己株式取得を発表した。東京証券取引所から、「資本コストや株価を意識した経営」が要請されている中で、アグレッシブな財務戦略を取っている点は、評価すべき点であろう。なお、同社の ROE は、17.2%(23/12 期)と高く、資本コストを十分に上回った水準となっている。

図表 14. 自己資本(左軸)と ROE(右軸)の推移 (単位: 百万円、%)



出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

プライム市場の適合要件を満たすべく、積極的な資本政策を実施

同社が積極的な財務戦略を実施している背景として、プライム市場の適合要件を満たす必要がある点も補足する必要がある。会社側は、24 年 3 月 26 日に、上場維持基準の適合に向けた進捗状況を開示している。2 月 29 日終値(635 円※1 対 3 の株式分割を考慮)で算出した流通株式時価総額は、プライム市場の上場維持基準である流通株式時価総額(100 億円以上)を満たしているが、ギリギリの水準である。今後も事業成長に加えて、積極的な財務戦略によって、プライム市場の上場維持基準を満たし続ける必要があると言えよう。

図表 15. プライム上場維持基準の適合状況(24年3月16日適時開示)

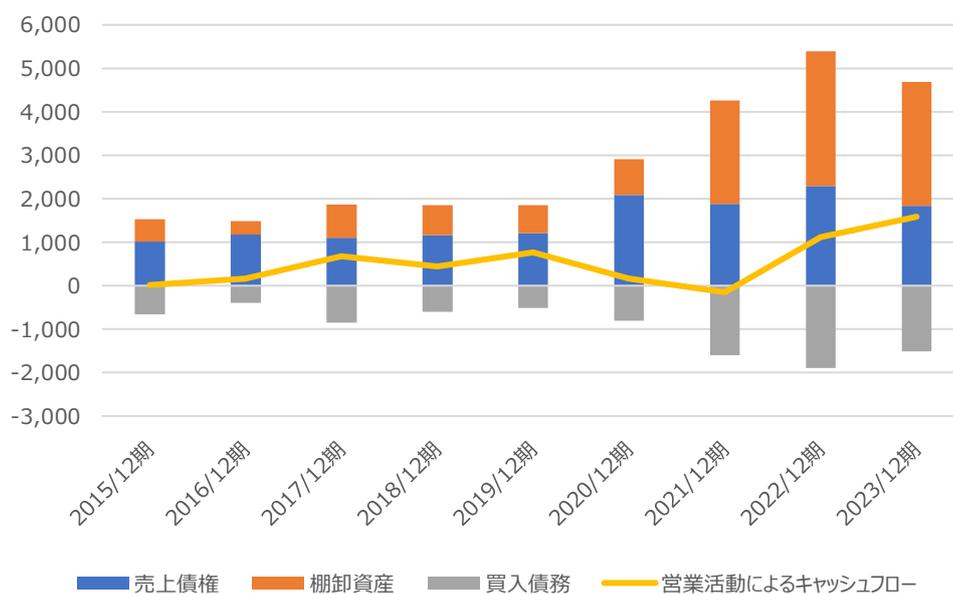
	株主数	流通株式数	流通株式 時価総額	流通株式比率
上場維持基準	800人	20,000単位	100億円	35.0%
2024年2月29日 終値基準	4,609人	56,638単位	107.9億円	47.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

他社製品の仕入れを行うため、**運転資金が必要であり、在庫増加が収益性を悪化させる可能性がある**

なお、同社のバランスシートの特徴として、競合他社と比較すると、他社製品の仕入れを行うことから、**運転資本がやや重たい**という特徴がある。上述の通り、21/12期3Q以降、半導体不足による納期遅延の影響で在庫が積み上がり、営業キャッシュフローを圧迫した。依然として、過去と比較すると在庫は高水準となっているが、納期遅延の影響はすでに解消しており、足元の在庫増は、受注好調による影響が大きく、売上計上まで時間を要さない模様である。

図表 16. 運転資金と営業キャッシュフローの推移 (単位：百万円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 6. エクイティストーリーと中期経営計画

トータルセキュリティソリューションを提供し、独自性の高い付加価値を提供することが期待される

同社のエクイティストーリーは、自社開発サービスを含めたトータルセキュリティソリューションの提供によって、収益性(売上総利益率)を高め、ネットワークとセキュリティ分野で多様な機能を提供する唯一無二の企業、トータルセキュリティソリューションカンパニーへと飛躍を遂げることである。上述の通り、プライムベンダーとの協業での案件獲得かつ、他社製品の仕入販売を行っていることから、システムインテグレーター各社と比較すると収益性が低く、資本市場からは卸売業としての評価がされがちであった。今後は、トータルセキュリティソリューションを提供し、セグエにしかできない付加価値を提供することで、収益性を高めていくことが期待される。

新中期経営計画では、年率 20%弱の高成長にチャレンジする見込み

会社側は、新中期経営計画として、「Segue300」を発表した(2024年5月22日適時開示)。同計画では、26/12期までに、M&Aを含め、売上高を300億円まで拡大させる方針(M&A分はチャレンジ目標)。年率換算すると、20%弱の売上高成長を目指す見込みであり、10~15%程度の売上高成長を継続してきた同社にとって、一段と成長率を加速させる方針と言える。

図表 17. 新中期経営計画の売上高目標

	23/12 期実績	26/12 期予想	年率成長率
売上高	17,443	30,000	19.8%
VAD	8,966	13,000	13.2%
SI	7,576	9,000	5.9%
自社開発	901	1,800	25.9%
海外	-	2,200	-
M&A(チャレンジ目標)	-	4,000	-

出所： 会社資料

自社開発を伸ばすことで、付加価値を高める方針

注目すべきポイントは、1) 自社開発の売上高を年率 25%成長させること、2) 収益性が低い SI の成長率がやや鈍化する想定となっていること、3) 海外事業の拡大を見込んでいること、である。上述の通り、トータルセキュリティソリューションとして、セグエの独自性を発揮していくためには、セグエセキュリティを含む自社開発の成長を加速させることが不可欠である。また、サイバーセキュリティニーズが急拡大しており、中央省庁の予算も増大していることから、今後も旺盛な需要が期待される。今後は、海外製品や自社開発サービスである「RevoWorks」、そしてセグエセキュリティを組み合わせ、同社にしかできない付加価値の提供を進めていくことが期待される。

人的資本の強化も不可欠であり、IT 技術者をセキュリティ技術者へ転換させていく

これを実現する上で、重要なポイントは、人的資本の強化である。会社側は、引き続き技術者の採用及び育成を進めると同時に、IT 技術者をセキュリティ技術者へ転換させ、セキュリティに精通した技術者を 100 名以上確保する方針を掲げている。SI の売上高成長率がやや鈍化する見込みとなっている点も、これらの技術者転換が背景であろう。また、同社の競合企業であったネットワンシステムズが SCSK に TOB されたことから、今後ネットワンシステムズの技術者が同社へ転籍する可能性も期待される。需要が旺盛なだけに、技術者の確保を進められるかに注目であろう。

## 買収企業を成長軌道へ乗せることで、海外も伸ばしていく予定

また、海外の売上高を 22 億円確保すべく、グローバル展開を進める点にも期待したい。同社はすでに、タイの法人である ISS Resolution(22 年 12 月株式取得)、First One Systems(24 年 5 月株式取得)の二社を買収している。ASEAN 地域での事業拡大に向けて、二社の成長を加速させられれば、潜在市場は飛躍的に拡大すると言えよう。

## 小粒な M&A を積み上げ、エンジニアの確保を進める

なお、チャレンジ目標として、M&A による新規売上高 40 億円を掲げた。会社側は、3 年間で 4~5 社程度の買収を実施していく方針。買収対象は、セキュリティサービスや IT サービス、システムエンジニアリングを提供している企業であり、買収を通じて、エンジニアを確保していきたい意向である。また、海外展開も進めており、買収対象は国内のみならず、ASEAN 地域に広がっていると言える。国内のエンジニア不足が顕著かつ、IT サービスを提供している企業のバリュエーションが高騰していることを踏まえると、海外でのリソース拡大にも期待したいところであろう。

## 売上総利益率を改善させる計画となっている

中期経営計画で掲げている各年度の段階利益は、以下の通りである。売上総利益率を 1%強改善させる方針となっており、付加価値の向上による収益性改善を見込んでいる。また、販売管理費が毎期 5~8 億円程度増加する想定となっており、過年度と比較すると大きく増える想定。採用費や自社開発サービスのマーケティングコスト、営業人員の強化、株主優待等のコストが一定程度織り込まれていると推察され、実現可能性は十分にある目標値であると言えよう。

図表 18. 中期経営計画の業績目標

	2024.12期	2025.12期	2026.12期	参考 2026.12期 M&Aチャレンジ
売上高	18,800	22,500	26,000	30,000
売上総利益	4,680	5,750	6,880	7,840
(利益率)	24.9%	25.6%	26.5%	26.1%
販売費及び一般管理費	3,720	4,490	5,080	5,840
営業利益	960	1,260	1,800	2,000
(利益率)	5.1%	5.6%	6.9%	6.7%
経常利益	1,330	1,260	1,800	2,000
純利益※	773	701	1,050	1,178
(参考) EBITDA	1,150	1,600	2,160	2,610

出所：会社資料

## 7. 業績動向

### 23/12 期は、過去最高益を更新

23/12 期業績は、売上高 174.4 億円(前年同期比 28.0%増)、営業利益 10.8 億円(同 19.9%増)となり、過去最高益を更新した。売上面は、旺盛な DX 需要に加えて、半導体不足の解消に伴うプロダクト売上高の計上や付随サービスの販売好調が成長を牽引した。また、買収した ISS Resolution は、約 5.0 億円程度の増収寄与となった。受注高も、179.7 億円(プロダクト 103.6 億円、サービス 76.0 億円)となり、前年同期比 25.9%増となった。受注残の消化が進んだものの、受注確保も好調であり、需要環境が極めて良好であることが確認されたと言える。

### VAD が成長を牽引した

ビジネス別では、ハードウェアの販売好調に伴い、VAD の売上高が前年同期比 41.6%増となったことに加えて、SI も 22.1%増と堅調に推移した。なお、自社開発は、自治体への納入がピークアウトしたことから、前年同期比 17.2%減と想定以上に落ち込んだ一方で、売上総利益率は高水準を確保し、売上総利益段階では、期初計画に沿った内容で着地する結果となった。

### 先行投資を実施しつつ、大幅増益を達成

利益面は、納期遅延対策として保有していた一部の在庫の評価損を計上したことや、採用・育成、事業所拡張や SOC の開設といった先行投資を跳ね返し、高増益で着地する結果となった。

図表 19. 年度業績推移(単位：百万円)

決算期	20/12	21/12	22/12	23/12
<b>売上高合計</b>	<b>10,993</b>	<b>12,039</b>	<b>13,623</b>	<b>17,443</b>
(前期比)	14.0%	9.5%	13.2%	28.0%
<b>VAD</b>	<b>5,280</b>	<b>5,262</b>	<b>6,332</b>	<b>8,966</b>
(前期比)	-	-0.3%	20.3%	41.6%
<b>SI</b>	<b>5,127</b>	<b>6,169</b>	<b>6,203</b>	<b>7,576</b>
(前期比)	-	20.3%	0.6%	22.1%
<b>自社開発</b>	<b>586</b>	<b>608</b>	<b>1,088</b>	<b>901</b>
(前期比)	-	3.7%	79.0%	-17.2%
<b>売上総利益</b>	<b>3,093</b>	<b>3,092</b>	<b>3,559</b>	<b>4,124</b>
(売上総利益率)	28.1%	25.7%	26.1%	23.6%
<b>VAD</b>	1,371	1,314	1,299	1,757
(売上総利益率)	26.0%	25.0%	20.5%	19.6%
<b>SI</b>	1,313	1,446	1,419	1,665
(売上総利益率)	25.6%	23.4%	22.9%	22.0%
<b>自社開発</b>	409	332	842	702
(売上総利益率)	69.7%	54.6%	77.3%	77.9%
販売費及び一般管理費	2,249	2,453	2,653	3,038
<b>営業利益</b>	<b>844</b>	<b>639</b>	<b>906</b>	<b>1,086</b>
(前期比)	54.0%	-24.3%	41.8%	19.9%
(営業利益率)	7.7%	5.3%	6.7%	6.2%

出所：会社資料

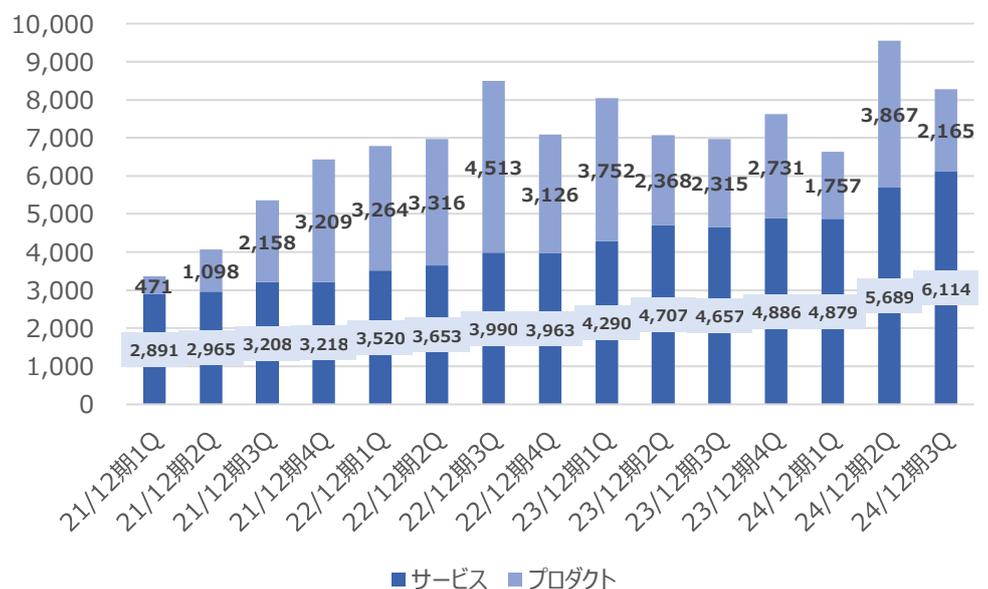
## 24/12 期は、小幅増収で推移

24/12 期 3Q 累計業績は、売上高 139.1 億円(前年同期比 3.8%増)、営業利益 6.3 億円(同 31.6%減)となり、小幅増収、大幅減益で推移。好調であった 23/12 期の反動減の影響があるものの、既存ビジネスは高水準を維持しており、加えて、買収した二社(First One Systems、テクノクリエイション)の連結が寄与し、小幅ながら増収を維持した。

## 受注は極めて好調であり、需要環境は良好であろう

なお、3Q 累計の受注高は、145.7 億円(前年同期比 9.7%増)となった。サービスの受注が堅調(前年同期比 24.2%増)に推移しており、プロダクトの販売に付随したストック収入を積み上げられている。また、半導体不足の影響が解消され、受注残の消化が進んだことから、24/12 期 1Q の受注残は、前年同期比対比でマイナスのスタートとなったが、3Q 時点での受注残は、82.7 億円(前年同期比 18.7%増)となり、再度高水準になっている。

図表 20. 四半期受注残推移(単位：百万円)



出所：会社資料

## VAD の収益性が改善

ビジネス別では、サポートサービスの収益性改善を主因に、VAD の利益率が改善した。前年同期比小幅減収ながら、売上総利益が前年同期比で 10.4%増加した点はポジティブであった。また、セキュリティに関連したプロダクトは、中央省庁向けの販売が好調に推移しているとのことである。

## 自社開発は、償却開始の影響で減益も、再度増収に転じており、着実に案件獲得が進んでいる模様

一方で、自社開発は、再度増収に転じているものの、クラウド開発費の償却開始に伴い、減益となった。自社開発ソフトウェアの限界利益率は高く、償却費を含めた固定費を売上高が上回れば、再度同社の業績を牽引することが期待されるため、過度に懸念する必要はない。県庁や地方自治体に加えて、高いセキュリティ基準を満たす必要がある政府機関、病院等の案件獲得が進んでいるとのことであり、今後にも期待が持てる内容である。また、新設したセグエセキュリティは、計画通り利益を積み上げており、今年度中には黒字化が期待される模様。

## 海外ビジネスの売上高、売上総利益の開示をスタート

また、3Q 決算より、海外ビジネスの売上高(3Q 累計 6.2 億円)、売上総利益(同 2.0 億円)を開示した。中期経営計画では、26/12 期までに、22 億円海外で売上高を確保する方針であり、今後の動向に注目であろう。

営業利益は大幅減益だが、経常利益以下は増益を確保

事業整理によって、経営資源をセキュリティに集中させる方針

なお、営業利益は、3Q 累計の販売管理費が前年同期比で 5.6 億円増加したことを主因に、大幅減益となった。M&A の影響(関連一時費用及び、子会社二社の販売管理費)や、株主優待費用、人的資本に対する投資の増加が影響している。一方で、経常利益以下は、デリバティブの評価益や、有価証券の売却益が特別利益に計上されたことから、前年同期比で増益を確保した。

なお、会社側は、100%保有していたジェイズ・テレコムシステムの株式 95%を譲渡した (5%の保有を継続)。事業整理を進め、よりセキュリティ分野へと経営資源を集中させる方針である。

図表 21. 四半期業績推移

決算期	23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>売上高合計</b>	<b>4,561</b>	<b>4,497</b>	<b>4,353</b>	<b>4,032</b>	<b>4,954</b>	<b>3,457</b>	<b>5,506</b>
(前年同期比)	36.6%	68.7%	37.5%	-9.5%	8.6%	-23.1%	26.5%
<b>VAD</b>	<b>2,531</b>	<b>2,033</b>	<b>2,129</b>	<b>2,273</b>	<b>2,838</b>	<b>1,908</b>	<b>1,884</b>
(前年同期比)	58.7%	49.5%	64.5%	9.1%	12.1%	-6.2%	-11.5%
<b>SI</b>	<b>1,881</b>	<b>2,196</b>	<b>1,975</b>	<b>1,523</b>	<b>1,823</b>	<b>1,293</b>	<b>2,727</b>
(前年同期比)	20.3%	112.2%	30.7%	-27.2%	-3.1%	-41.1%	38.1%
<b>自社開発</b>	<b>150</b>	<b>267</b>	<b>248</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>257</b>	<b>263</b>
(前年同期比)	-17.1%	-1.4%	-31.2%	-14.5%	95.9%	-3.9%	6.2%
売上総利益	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261
(売上総利益率)	23.9%	22.1%	23.8%	24.9%	24.5%	26.4%	22.9%
・VAD	564	402	450	340	612	417	534
・SI	445	355	387	478	407	354	409
・自社開発	82	235	202	183	195	142	109
販売費及び一般管理費	673	783	737	845	783	997	972
<b>営業利益</b>	<b>418</b>	<b>210</b>	<b>302</b>	<b>156</b>	<b>431</b>	<b>-84</b>	<b>289</b>
(前年同期比)	85.8%	100.0%	24.8%	-53.3%	3.1%	-140.0%	-4.3%
(売上高営業利益率)	9.2%	4.7%	6.9%	3.9%	8.7%	-2.4%	5.2%
営業外損益	-6	-19	-5	-41	383	9	3
<b>経常利益</b>	<b>412</b>	<b>191</b>	<b>296</b>	<b>116</b>	<b>813</b>	<b>-73</b>	<b>290</b>
(前年同期比)	49.8%	3.8%	17.0%	-65.8%	97.3%	-138.2%	-2.0%
(売上高経常利益率)	9.0%	4.2%	6.8%	2.9%	16.4%	-2.1%	5.3%
特別損益	0	0	0	0	0	0	12
税金等調整前当期純利益	412	191	296	116	813	-60	303
法人税等	143	69	107	49	268	43	115
<b>当期純利益</b>	<b>269</b>	<b>122</b>	<b>189</b>	<b>68</b>	<b>545</b>	<b>-103</b>	<b>188</b>
非支配株主に帰属する当期純利益	-9	-7	0	3	6	2	7
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>278</b>	<b>130</b>	<b>188</b>	<b>65</b>	<b>540</b>	<b>-106</b>	<b>181</b>

出所：会社資料

## 8. 株価とバリュエーション

ファンダメンタルズは堅調も、バリュエーションは低迷していた

収益性が低下したことが背景であるが、今後は再度収益性が改善しよう

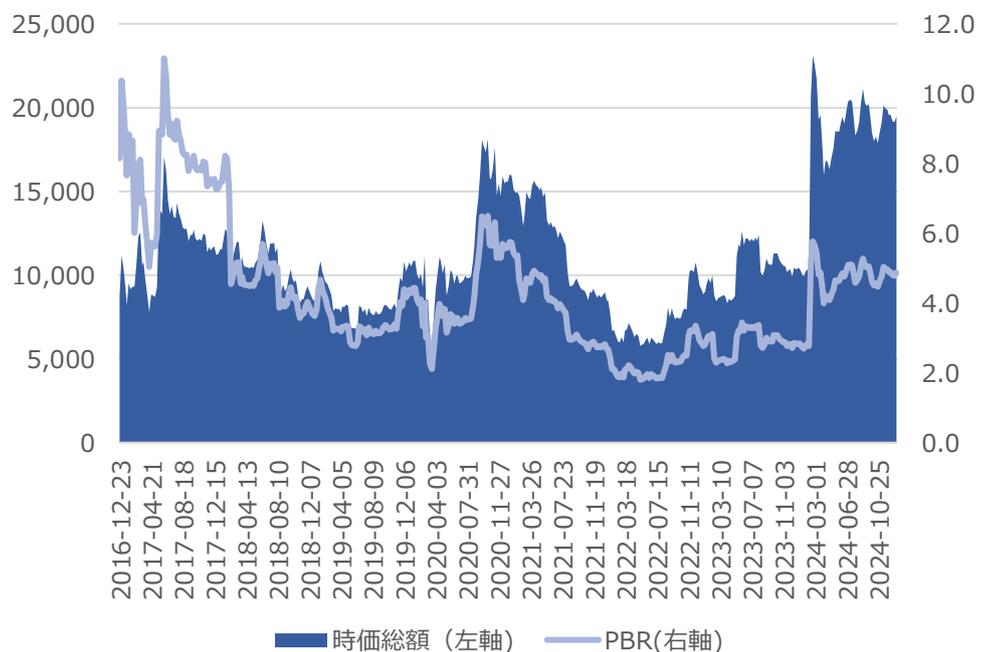
高額優待の発表によって、優待利回りが株価を下支えている状況

同社の時価総額は、上場来高値を更新し、時価総額 200 億円近辺で推移している。半導体不足に伴う在庫増加の影響で収益性が悪化した 21/12 期を除くと、毎期増収増益を続け、ファンダメンタルズは堅調であるが、バリュエーションは低迷しており、高額優待を発表した 24 年 2 月以前は、PBR2~3 倍、時価総額 100 億円前後で推移していた。

業績が堅調であるにもかかわらず、バリュエーションが低下した要因として、20/12 期以降、収益性が低下したことが挙げられる。半導体不足の影響で 21/12 期、22/12 期、23/12 期と三期連続で、20/12 期の売上総利益率(28.1%)を大きく下回った。すでに、半導体不足に伴う在庫増加の影響は解消しており、24/12 期上期(1-6 月)の売上総利益率は、25.5%とやや回復基調であるが、今後一段とバリュエーションを上げていく上では、継続的に収益性を改善させることが重要である。

なお、会社側は、プライム市場上場基準の流通時価総額を満たすべく、24 年 2 月に高額優待を発表した。10 単元(1,000 株)以上保有する株主に対して、半期に一度 1.5 万円の QUO カードを贈呈するというものであり、通年では 3.0 万円相当の高額優待である。現在の株価は、614 円(1/21 終値)であり、61.4 万円分の株式を保有する株主に対して、優待利回り 4.8%相当の優待となっている。株価は、高額優待発表以降、大きく上昇しており、優待利回りが株価を下支えている状況となっている。

図表 22. 時価総額と PBR の推移(単位 : 百万円、倍)



出所 : 会社資料

現在の PER は、競合他社並みの水準

中期経営計画最終年度の純利益で算出した PER は、19 倍

なお、PER は 30 倍前後で推移しており、競合他社と比較しても特段割高感はないが、優待発表以前は、PER15-20 倍程度と低迷しており、ROE は高いものの、PER が低いことで、結果として PBR が低位に留まる状況が続いていた。

なお、会社側が中期経営計画最終年度(26/12 期)で掲げている当期純利益目標は、10.5 億円であり、足元の時価総額(200 億円程度)で算出した PER は 19 倍程度である。ストラテジー・アドバイザーズでは、高額優待によって一時的に競合他社並みのバリュエーションとなっているものの、同計画の業績目標を実現できれば、再度最高値を更新する可能性は十分にあると考える。

図表 23. PER の推移(単位：倍)



出所：会社資料

バリュエーションは、競合他社の平均と同水準

中小型 SI・開発企業各社の平均 PER は、31.4 倍、平均 PBR は、4.4 倍となっており、セグエのバリュエーションは、概ね競合他社並みの水準である。自己資本比率は、相対的に低く、自社株買いや配当を通じた積極的な株主還元によって、自己資本の増加を抑制している。

SHIFT は、高 PER を実現

なお、これらの比較企業の中で、バリュエーションが高い企業は、SHIFT、ボードルア、グローバルセキュリティエキスパートの三社である。SHIFT は、テスト工程に特化した IT サービスを祖業に、積極的な M&A を実施し、大きく成長を遂げた企業であるが、注目すべき点は、ROE がそこまで高くはないにもかかわらず、高 PER によって、高 PBR を実現している点である。固定資産が不要であり、採用を中心とした人的資本投資が大半を占め、自己資本を積み上げる必要性に乏しい SI・開発企業の ROE が高いことは当たり前であり、PER を上げることが重要である。その点 SHIFT は、エンジニア数や採用人数、退職率、単価、稼働率といった KPI を積極的に開示し、ビジネスの再現性及び、スケラビリティを資本市場に対して積極的に発信している点が奏功していると言える。

ボードルアは、収益性が高い

ボードルアは、ネットワークやサーバーといった IT インフラに特化した IT サービス提供企業である。選別受注によって、売上総利益率が 40%弱と高い点に特徴がある。ストラテジー・アドバイザーズでは、セグエグループのバリュエーションが上昇するためには、売上総利益率の改善が不可欠であると考えており、収益性とバリュエーションに高い相関があることを示す好例であると言える。

グローバルセキュリティエキスパートは、中堅・中小企業がターゲット

また、グローバルセキュリティエキスパートは、中堅・中小企業向けに総合的なセキュリティサービスを提供することで高成長を実現している企業である。大企業をターゲットとする企業が多い中で、ブルーオーシャンである中堅・中小企業向けに総合セキュリティサービスを提供することが奏功している。セグエも、「Kaetec」を通じて、中堅・中小企業向けのサービスを開始しているが、今後バリュエーシ

ンを高める上で、パートナー経由ではなく、直取引でビジネスが可能な中堅・中小市場の開拓も有効であると言える。

図表 24.バリュエーション一覧

ティッカー	企業名	決算期	株価(1/6終値) (円)	時価総額(百万 円)	PER(倍)	PBR(倍)	ROE(%)	企業価値 /EBITDA( 倍)	配当利回り (%)	株主資本比 率(%)	ネットD/Eレ シオ(倍)	ROE(%)	株価過去1年 比(%)	株価過去3年 比(%)
3968	セグエグループ	2023/12	637	19,414	29.4	4.8	17.2	13.1	1.5	33.8	-0.6	17.2	106.6	156.5
9719	SCSK	2024/03	3,272	1,022,550	25.3	3.4	14.1	12.1	1.8	64.1	-0.2	14.1	14.1	47.8
3697	SHIFT	2024/08	17,710	311,807	60.8	9.2	16.2	22.4	0.0	54.3	-0.3	16.2	-47.5	-2.2
2327	日鉄ソリューションズ	2024/03	3,990	730,067	30.1	3.1	11.1	14.2	2.1	63.2	-0.3	11.1	71.6	131.6
9749	富士ソフト	2023/12	9,690	610,581	51.5	4.9	9.1	25.4	1.1	48.3	0.2	9.1	61.0	265.7
4722	フューチャー	2023/12	1,813	160,682	17.4	3.1	19.2	8.8	2.2	77.8	-0.5	19.2	2.6	17.3
9682	DTS	2024/03	4,130	167,806	23.0	2.7	11.8	9.6	2.5	73.4	-0.6	11.8	15.7	68.0
2317	システナ	2024/03	359	128,604	17.8	3.4	20.0	9.7	2.8	70.5	-0.8	20.0	16.2	-11.4
3636	三菱総合研究所	2024/09	4,825	74,116	14.8	1.1	7.5	4.9	3.3	56.5	-0.4	7.5	3.9	23.9
3762	テクマトリックス	2024/03	2,282	91,665	25.9	4.2	17.4	9.1	1.2	25.4	-1.1	17.4	35.1	41.2
3844	コムチュア	2024/03	2,140	68,242	21.8	4.1	19.7	11.0	2.1	71.7	-0.7	19.7	16.0	-29.5
5036	日本ビジネスシステムズ	2024/09	919	41,898	27.7	1.8	6.7	10.3	2.7	37.3	0.7	6.7	-42.6	-
4413	ポードルア	2024/02	4,790	76,750	65.5	18.3	29.6	44.5	0.0	67.1	-0.8	29.6	39.4	441.2
4687	TDCソフト	2024/03	1,531	72,169	23.4	3.9	17.7	15.0	3.1	72.4	-0.7	17.7	44.6	182.0
4417	グローバルセキュリティエキスパート	2024/03	5,270	39,542	50.5	16.2	37.7	34.0	0.5	37.2	0.2	37.7	15.6	301.2
3915	テラスカイ	2024/02	2,490	32,144	107.1	2.9	2.9	29.8	0.0	60.2	-0.5	2.9	38.3	56.6
3040	ソリトシステムズ	2023/12	1,185	21,966	11.3	2.0	18.7	3.0	2.0	49.1	-1.2	18.7	-11.8	-9.5
9600	アイネット	2024/03	1,573	24,000	10.9	1.2	11.7	5.2	3.4	53.4	0.1	11.7	-15.7	18.8
3857	ラック	2024/03	1,157	34,918	25.3	2.3	9.1	9.0	2.2	64.8	-0.3	9.1	63.2	61.1
4847	インテリジェント ウェイブ	2024/06	1,184	30,999	21.8	3.4	15.8	8.3	3.4	54.7	-0.5	15.8	12.8	124.2
4662	フォーカスシステムズ	2024/03	1,103	16,676	11.9	1.2	10.7	6.1	3.4	63.9	-0.3	10.7	9.3	15.5
3837	アドソル日進	2024/03	1,980	18,263	18.7	2.5	14.0	9.2	2.2	71.5	-0.5	14.0	25.6	15.3
4434	サーバーワークス	2024/02	2,420	19,049	29.9	1.8	6.3	11.4	0.0	59.0	-0.6	6.3	-23.1	-18.1

出所：SPEEDA より当社作成

## 9. ESG・サステナビリティ

### 愛須社長の持分が高い

セグエグループは、純粋持株会社として連結子会社9社の事業を管理・支援する（2024年6月末時点）。組織形態は、監査等委員会設置会社である。創業者の愛須社長が資産管理会社を含め40.6%を保有する（2023年末）。2024年2月末時点（終値）の流通株式比率は49.9%である（流通株式時価総額107.9億円）。

### 社外取締役が過半数を占める

取締役6名中、そのうち、独立社外取締役3名（構成比50%）である。コーポレートガバナンス・コード原則4-8により、プライム市場上場の会社には、少なくとも3分の1の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たす。

### 女性取締役は一名であるが、今後女性役員・管理職の登用・育成が求められるよう

また、取締役6名中、女性取締役は1名（女性役員比率17%）であり、現状、東証の推奨水準は満たす。東証は、プライム市場上場企業について、①2025年をめどに、女性役員を1名以上選任するよう努める、②2030年までに、女性役員比率を30%以上とすることを目指す、③これらの目標を達成するための行動計画策定を推奨する、と規定する。ただし、女性管理職が少数であることも含め（詳細は後述）、女性役員・管理職のさらなる登用・育成が求められるよう。

### 独立性を持った社外取締役で構成される

社外取締役3名は、それぞれ、公認会計士、弁護士、情報通信業界に精通した人物であり、独立性をもって経営に対して指導・助言を行うことができるとする。いずれも監査等委員であり、セグエグループとの特別な利害関係はない。

図表 25. 取締役のスキルマトリックス

氏名	地位	スキル・経験										
		企業経営	業界知識	営業・マーケティング	テクノロジー	財務・会計・M&A	人事・人材開発	法務・リスクマネジメント	グローバル	ESG・サステナビリティ	組織マネジメント	
愛須康之	代表取締役社長	●	●	●	●						●	●
阿萬聖	取締役	●	●	●	●						●	●
福田泰福	取締役	●				●	●	●	●	●	●	●
中川博史	独立社外取締役 (監査等委員)	●				●						●
寺田有美子	独立社外取締役 (監査等委員)							●	●	●		
三露正樹	独立社外取締役 (監査等委員)	●	●	●					●			●

注：敬称略。出所：セグエグループ

## サステナビリティに関する基本方針は定めていない

セグエグループは、現時点で、サステナビリティに関する基本方針を定めておらず、サステナビリティ関連の体制はコーポレートガバナンスの体制と区別されていない。中長期的な企業価値向上への取組に対し、持続可能な視点にてサステナビリティを巡る課題への基本的な方針、目標の策定、その方針に基づく戦略の実行、実効的な監督については、検討していくとする。

## 気候変動に関わる開示も今後は必要であろう

コーポレートガバナンス・コードの補充原則 3-1③によると、プライム市場上場会社は、「気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とする。セグエグループは当該補充原則を実施しておらず、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響については、今後開示を検討していくとする。

## 人的資本は、セグエの競争力の源泉である

ただし、人的資本そのものがセグエグループの価値であり、競争力の源泉であると位置づける。働き甲斐のある環境を整備し、採用を加速させ、培った育成ノウハウを活用し、早期に 1,000 人規模のプロの技術者集団となることを目指す。人材の確保、育成、リテンションによる人材価値と事業価値の最大化を図るため、人材の多様性の確保を含む人材育成に関する方針及び社内環境整備に関する方針を以下の通り定める。

## 自立自走できる人材の育成を掲げる

人材育成方針として、「IT 技術を駆使して価値を創造し、お客様とともに成長を続け、豊かな社会の実現に貢献します」という企業理念のもと、新しい価値を創造する・お客様とともに成長することを実現するため、その基礎となる「自律自走できる人材」の育成を行っていくとする。

## 様々な研修を導入

具体的には、新人社員研修や、1・2・3 年目の年次の社員を対象とした研修で、「自律自走できる人材」となるための基礎固めを行う。育成力強化のためのマネージャーに対するマネジメント力・リーダーシップの強化を目的とした研修、Eラーニング、外部研修、各種資格取得支援制度や技術トレーニングなど、幹部人材の採用と経営者の育成に注力していく。

## 積極的な採用に加えて、従業員の心身やエンゲージメント指数を定量的に把握

社内環境整備方針として、多様な人材の集合体として人材価値の最大化を継続的に高めるため、ビジネスの環境変化の激しい状況においても、強い組織をつくる人事制度を随時改定し社内環境整備に取り組んでいる。積極的な新卒・中途採用を行い、多様な経験を有する人材を採用し、採用した人材が十分に能力を発揮できるよう、オンボーディングプログラムを策定し、職場における密なコミュニケーションを推進する。また、年 3 回のパルスサーベイ(20 問)、年 1 回のディープサーベイ(154 問)を実施し、心身のコンディションの状況、エンゲージメント指数を把握し、課題を抽出し対策を講じている。

## 目標数値を掲げている

そして、ディープサーベイの結果を指標とし、当該指標に関する目標及び実績を開示している。目標は、「心身のコンディションの状況、エンゲージメント指数を総合した結果について、業界における平均以上の水準であること、かつ、継続的にスコアを維持・向上させること」である。

図表 26. セグエグループのディープサーベイ

ディープサーベイ結果	2021年	2022年	2023年
業界におけるセグエグループの偏差値	50	50	50
セグエグループスコア	58	58	59

注：業界偏差値は「ソフトウェア・SIer」にて算定。当該指標に関する実績は、中核会社であるジェイズ・コミュニケーション株式会社の実績を記載。出所：セグエグループ

## 女性管理職比率は、0%

セグエグループの女性管理職比率は0%である（2023年12月期、連結子会社のジェイズ・コミュニケーション5.9%、ジェイズ・テクノロジー0.0%）。日本生産性本部の集計によると、2024年3月期決算の東証プライム上場企業の管理職比率は全体が8.5%、情報・通信業が12.5%である。

## 女性管理職の登用・育成が今後の課題

セグエグループにとって、女性管理職の登用・育成は経営課題である。中途採用者の管理職登用は実施しているものの、女性の管理職登用はまだ少数の状況であり、多様性確保の方針、目標数値設定、実施状況の管理が今後求められる。

## 男女賃金格差もやや高い状況

また、男性を100%としてみた男女賃金格差は、69.3%である（全労働者、ジェイズ・コミュニケーション76.7%、ジェイズ・テクノロジー67.0%）。東証プライム市場全体が71.4%で、情報・通信業が76.4%であり、東証プライム市場よりも2ポイント、業界平均よりも7ポイント程度差が大きい。

## 10. リスク要因

### ・特定メーカーへの依存

同社は、代理店として一部の特定メーカーから仕入れを行っている。リスク分散の観点から、複数の仕入れ元を確保しているが、主要な取引先製品の競争力が著しく低下したり、事業再編等の影響で代理店契約等の変更を余儀なくされた場合、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

### ・為替変動に伴う収益性悪化

海外メーカー製品を仕入れる場合、輸入代金はドル建てで決済しており、極端な円安進行によって、円換算の仕入れ価格が上昇した場合、適正に販売価格へ転嫁することができず、収益性が低下する可能性がある。会社側は、為替予約や通貨オプションによって、リスクヘッジを実施しているが、完全にリスクを排除することは困難となっている。

### ・IT 人材の確保

IT 人材不足を背景に、エンジニア・技術者の確保が進まなかった場合、同社の業績成長に悪影響を及ぼす可能性がある。会社側は、新入社員研修や、若手社員を対象とした「自立自走できる人材」を目指す研修の提供や、E ラーニング及び外部研修の充実を図っている。また、パルスサーベイやディープサーベイを実施し、従業員の心身のコンディションの把握に努めているが、競争環境が一段と激化した場合、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

### ・自然災害に伴うリスク

同社が保有するハードウェア等の在庫は、物流拠点に集約されている。受入・検査・配送業務の効率化、適正在庫の確保、コスト低減を目的として、在庫の集約を行っているが、地震等の自然災害が発生し、防災対策や保険でカバーしきれない規模で被害が発生した場合、納入遅延や数量不足によって、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

### ・特定人物に対する依存

同社の代表取締役社長である愛須氏は、資産管理会社と合わせて、4 割弱の株式を保有しており、また、創業来同社の成長を牽引してきた人物である。不測の事態によって、愛須社長が経営に携わることが困難となった場合、取引先との関係や、従業員のリテンションに悪影響を及ぼす可能性がある。

図表 27. 損益計算書(単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12CoE
売上高合計	7,793	8,767	9,647	10,993	12,039	13,623	17,443	18,800
(前期比)	NM	12.5%	10.0%	14.0%	9.5%	13.2%	28.0%	7.8%
<b>VAD</b>				5,280	5,262	6,332	8,966	-
(前期比)				NM	-0.3%	20.3%	41.6%	-100.0%
<b>SI</b>				5,127	6,169	6,203	7,576	-
(前期比)				NM	20.3%	0.6%	22.1%	-100.0%
<b>自社開発</b>				586	608	1,088	901	-
(前期比)				NM	3.7%	79.0%	-17.2%	-100.0%
<b>売上総利益</b>	1,871	2,169	2,532	3,093	3,092	3,559	4,124	-
(売上総利益率)	24.0%	24.7%	26.2%	28.1%	25.7%	26.1%	23.6%	
<b>VAD</b>				1,371	1,314	1,299	1,757	-
(売上総利益率)				44.3%	42.5%	36.5%	42.6%	
<b>SI</b>				1,313	1,446	1,419	1,665	-
(売上総利益率)				42.4%	46.8%	39.9%	40.4%	
<b>自社開発</b>				409	332	842	702	-
(売上総利益率)				13.2%	10.7%	23.6%	17.0%	
販売費及び一般管理費	1,489	1,685	1,983	2,249	2,453	2,653	3,038	-
<b>営業利益</b>	382	484	548	844	639	906	1,086	960
(前期比)		26.7%	13.2%	54.0%	-24.3%	41.8%	19.9%	-11.6%
(営業利益率)	4.9%	5.5%	5.7%	7.7%	5.3%	6.7%	6.2%	5.1%
営業外収益	58	20	17	32	55	204	22	-
営業外費用	3	18	11	1	7	60	93	-
<b>経常利益</b>	438	486	554	874	686	1,051	1,015	1,330
(前期比)		11.0%	14.0%	57.8%	-21.5%	53.2%	-3.4%	31.0%
(売上高経常利益率)	5.6%	5.5%	5.7%	8.0%	5.7%	7.7%	5.8%	7.1%
特別利益	28	70	65	66	56	189	0	-
特別損失	0	0	1	2	32	74	0	-
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015	-
(前期比)		19.3%	11.3%	51.5%	-24.3%	64.1%	-12.9%	-100.0%
(売上高税引前利益率)	5.98%	6.34%	6.42%	8.53%	5.90%	8.55%	5.82%	0.00%
法人税等	147	178	207	304	255	423	368	-
(実効税率)	31.55%	32.01%	33.44%	32.41%	35.92%	36.31%	36.26%	
<b>当期純利益</b>	319	377	412	634	455	742	648	-
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	0	-2	-13	-
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	319	377	412	634	455	743	661	773
(前期比)		18.2%	9.3%	53.9%	-28.2%	63.3%	-11.0%	16.9%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 28. 主要財務指標

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
EPS (円)	9.5	11.0	12.0	18.4	13.0	21.2	6.3
BPS (円)	69	72	80	91	90	103	37
1株当たり配当金(円)	0.00	1.66	3.33	5.33	5.33	6.00	10.00
配当性向	0.0%	15.0%	27.8%	29.0%	40.9%	28.3%	159.6%
終値(円)	332	246	305	453	259	272	309
PER(倍)	34.9	22.3	25.5	24.7	19.9	12.8	49.3
PBR (倍)	4.8	3.4	3.8	5.0	2.9	2.6	8.3
期末発行済株式数 (千株)	5,669	5,729	11,487	11,557	11,640	11,688	11,721
自己株式数 (千株)	0	0	0	128	390	501	498
自社株控除株式数 (千株)	5,669	5,729	11,487	11,429	11,250	11,187	11,223
時価総額(自己株数調整後)	11,292	8,456	10,511	15,533	8,742	9,128	10,403
株主資本比率	45.0%	45.8%	45.3%	44.1%	37.1%	32.6%	33.8%
有利子負債残高	59	0	18	10	502	1,130	850
D/Eレシオ	0.03	0.00	0.01	0.00	0.16	0.31	0.21
EV(Enterprise Value)	9,811	6,805	8,359	13,838	7,914	7,179	7,824
EBITDA	495	592	683	1,003	806	1,055	1,281
EV/EBITDA倍率	19.8	11.5	12.2	13.8	9.8	6.8	6.1
ROE	16.5%	15.8%	15.7%	21.3%	14.3%	21.6%	17.2%
ROIC (投下資本)	11.4%	12.7%	13.0%	18.0%	11.2%	11.3%	14.8%
ROIC (事業資産)	45.1%	65.6%	80.8%	87.0%	37.7%	33.8%	51.8%
従業員数	350	391	409	446	473	527	570

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 29. 貸借対照表(単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
現金・預金	1,469	1,663	2,181	1,727	1,352	2,990	3,358
営業債権	1,116	1,190	1,236	2,176	2,078	2,361	2,019
棚卸資産	769	686	640	822	2,377	3,104	2,848
その他流動資産	724	844	988	1,082	1,430	1,522	1,805
<b>流動資産</b>	<b>4,079</b>	<b>4,383</b>	<b>5,044</b>	<b>5,807</b>	<b>7,237</b>	<b>9,976</b>	<b>10,029</b>
建物・構築物	13	15	28	33	42	45	99
工具・器具・備品	152	152	154	161	167	164	243
その他有形固定資産	1	1	9	1	1	40	35
有形固定資産	166	168	190	195	209	248	377
無形固定資産	35	219	302	241	166	258	263
投資有価証券	705	356	336	603	665	343	468
その他投資資産	170	248	274	346	348	427	694
投資その他の資産	875	604	610	949	1,013	770	1,162
<b>固定資産合計</b>	<b>1,075</b>	<b>991</b>	<b>1,102</b>	<b>1,385</b>	<b>1,389</b>	<b>1,276</b>	<b>1,802</b>
<b>資産合計</b>	<b>5,154</b>	<b>5,350</b>	<b>6,146</b>	<b>7,192</b>	<b>8,625</b>	<b>11,252</b>	<b>11,831</b>
買掛金	856	595	508	805	1,606	1,886	1,513
短期借入金等	0	0	0	8	502	288	274
前受金	1,110	1,620	2,079	2,184	2,473	3,138	4,018
その流動負債	554	470	519	737	521	1,056	1,049
<b>流動負債</b>	<b>2,520</b>	<b>2,686</b>	<b>3,107</b>	<b>3,734</b>	<b>5,101</b>	<b>6,367</b>	<b>6,853</b>
長期借入金	0	0	10	2	0	805	544
退職給付に係る負債	132	147	176	201	223	246	260
その他固定負債	181	67	67	82	102	150	160
<b>固定負債</b>	<b>313</b>	<b>213</b>	<b>253</b>	<b>285</b>	<b>325</b>	<b>1,200</b>	<b>964</b>
<b>負債合計</b>	<b>48,588</b>	<b>50,228</b>	<b>47,695</b>	<b>45,029</b>	<b>46,026</b>	<b>47,820</b>	<b>40,202</b>
資本金	498	506	507	511	515	517	526
資本剰余金	271	278	280	283	287	290	297
利益剰余金	1,143	1,520	1,875	2,394	2,666	3,229	3,520
自己株式	0	0	0	-100	-303	-384	-382
<b>株主資本</b>	<b>1,912</b>	<b>2,304</b>	<b>2,661</b>	<b>3,088</b>	<b>3,165</b>	<b>3,652</b>	<b>3,961</b>
その他の包括利益累計額	409	146	107	54	-21	-48	-22
新株予約権	0	0	18	31	55	63	64
非支配株主持分	0	0	0	0	0	18	11
<b>純資産合計</b>	<b>2,321</b>	<b>2,451</b>	<b>2,787</b>	<b>3,173</b>	<b>3,199</b>	<b>3,685</b>	<b>4,014</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>5,154</b>	<b>5,350</b>	<b>6,146</b>	<b>7,192</b>	<b>8,625</b>	<b>11,252</b>	<b>11,831</b>

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 30. キャッシュフロー表(単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015
減価償却費	85	98	112	134	143	125	152
のれん償却額	28	10	23	25	24	24	43
売上債権の増減額	93	-73	53	-941	98	-235	347
未収入金の増減額	0	-10	-35	-124	-149	224	128
棚卸資産の増減額	-467	83	52	-182	-1,555	-721	256
前渡金の増減額	-15	-168	-98	34	-19	-287	-384
仕入債務の増減額	462	-261	-141	296	801	256	-376
前受金の増減額	158	482	446	104	289	651	879
その他営業キャッシュ・フロー	-140	-281	-269	-122	-493	-77	-475
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>670</b>	<b>435</b>	<b>761</b>	<b>164</b>	<b>-151</b>	<b>1,125</b>	<b>1,586</b>
定期預金の増減額	91	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-109	-51	-35	-331	-194	-1	-121
投資有価証券の売却による収入	30	80	93	70	61	379	0
有形固定資産の取得による支出	-100	-107	-83	-86	-111	-81	-227
無形固定資産の取得による支出	-28	-129	-85	-11	-14	-13	-78
連結の範囲の変更を伴う子会社株式	0	-72	-96	0	0	-195	0
長期預け金の預入による支出	0	0	0	0	0	0	-169
その他投資キャッシュ・フロー	-12	-19	27	-43	3	-5	-64
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-127</b>	<b>-297</b>	<b>-179</b>	<b>-402</b>	<b>-255</b>	<b>84</b>	<b>-659</b>
借入金の増減	-85	-39	-12	-8	492	595	-290
株式の発行による収入	30	15	3	7	8	5	3
自己株式の取得による支出	0	0	0	-100	-202	0	0
配当金の支払額	0	0	-57	-115	-183	-180	-370
その他財務キャッシュ・フロー	-40	-20	0	0	-98	35	-12
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-95</b>	<b>-44</b>	<b>-66</b>	<b>-216</b>	<b>17</b>	<b>454</b>	<b>-669</b>

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. 四半期業績推移(単位:百万円)

決算期	22/12				23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>売上高合計</b>	<b>3,338</b>	<b>2,665</b>	<b>3,166</b>	<b>4,454</b>	<b>4,561</b>	<b>4,497</b>	<b>4,353</b>	<b>4,032</b>	<b>4,954</b>	<b>3,457</b>	<b>5,506</b>
(前年同期比)	-1.2%	6.3%	26.2%	22.2%	36.6%	68.7%	37.5%	-9.5%	8.6%	-23.1%	26.5%
<b>VAD</b>	<b>1,594</b>	<b>1,360</b>	<b>1,294</b>	<b>2,084</b>	<b>2,531</b>	<b>2,033</b>	<b>2,129</b>	<b>2,273</b>	<b>2,838</b>	<b>1,908</b>	<b>1,884</b>
(前年同期比)	22.2%	39.8%	9.7%	15.4%	58.7%	49.5%	64.5%	9.1%	12.1%	-6.2%	-11.5%
<b>SI</b>	<b>1,563</b>	<b>1,035</b>	<b>1,511</b>	<b>2,093</b>	<b>1,881</b>	<b>2,196</b>	<b>1,975</b>	<b>1,523</b>	<b>1,823</b>	<b>1,293</b>	<b>2,727</b>
(前年同期比)	-20.6%	-26.6%	27.1%	30.8%	20.3%	112.2%	30.7%	-27.2%	-3.1%	-41.1%	38.1%
<b>自社開発</b>	<b>180</b>	<b>271</b>	<b>360</b>	<b>277</b>	<b>150</b>	<b>267</b>	<b>248</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>257</b>	<b>263</b>
(前年同期比)	74.1%	114.6%	158.8%	15.7%	-17.1%	-1.4%	-31.2%	-14.5%	95.9%	-3.9%	6.2%
売上総利益	852	785	870	1,052	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261
(売上総利益率)	25.5%	29.5%	27.5%	23.6%	23.9%	22.1%	23.8%	24.9%	24.5%	26.4%	22.9%
・VAD	369	308	240	381	564	402	450	340	612	417	534
・SI	385	265	343	425	445	355	387	478	407	354	409
・自社開発	97	211	287	246	82	235	202	183	195	142	109
販売費及び一般管理費	627	679	629	718	673	783	737	845	783	997	972
<b>営業利益</b>	<b>225</b>	<b>105</b>	<b>242</b>	<b>334</b>	<b>418</b>	<b>210</b>	<b>302</b>	<b>156</b>	<b>431</b>	<b>-84</b>	<b>289</b>
(前年同期比)	-16.7%	625.0%	633.3%	-6.2%	85.8%	100.0%	24.8%	-53.3%	3.1%	-140.0%	-4.3%
(売上高営業利益率)	6.7%	3.9%	7.6%	7.5%	9.2%	4.7%	6.9%	3.9%	8.7%	-2.4%	5.2%
営業外損益	50	78	12	4	-6	-19	-5	-41	383	9	3
<b>経常利益</b>	<b>275</b>	<b>184</b>	<b>253</b>	<b>339</b>	<b>412</b>	<b>191</b>	<b>296</b>	<b>116</b>	<b>813</b>	<b>-73</b>	<b>290</b>
(前年同期比)	-9.2%	1633.3%	622.9%	-5.8%	49.8%	3.8%	17.0%	-65.8%	97.3%	-138.2%	-2.0%
(売上高経常利益率)	8.2%	6.9%	8.0%	7.6%	9.0%	4.2%	6.8%	2.9%	16.4%	-2.1%	5.3%
特別損益	0	0	0	15	0	0	0	0	0	0	12
税金等調整前当期純利益	275	358	253	279	412	191	296	116	813	-60	303
法人税等	94	122	86	121	143	69	107	49	268	43	115
<b>当期純利益</b>	<b>181</b>	<b>236</b>	<b>167</b>	<b>158</b>	<b>269</b>	<b>122</b>	<b>189</b>	<b>68</b>	<b>545</b>	<b>-103</b>	<b>188</b>
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	-9	-7	0	3	6	2	7
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>181</b>	<b>236</b>	<b>167</b>	<b>159</b>	<b>278</b>	<b>130</b>	<b>188</b>	<b>65</b>	<b>540</b>	<b>-106</b>	<b>181</b>

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限る、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目27番8号セントラルビル703号