

## Company Report

2025年2月28日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
伊藤 研一



## 株主優待の見直しは、業績成長に対する自信の表れであり、今期の飛躍に期待する

24/12 期通期決算(2月13日適時開示)は、売上高 187.1 億円(前年比 7.3%増)、営業利益 7.2 億円(同 33.7%減)となり、小幅増収、営業減益となった。1) 先行投資としての幹部人材の採用(1.0 億円強)及び M&A に関連する一時費用増(1.3 億円)、2) 優待目当ての個人株主激増に伴う株主優待費用増加(2.7 億円)、を背景に販売管理費が増加し、中期経営計画及び期初計画を下回る営業利益となった。

このような状況の中でも、1)サービスの収益性改善(一部の協力会社と価格交渉を実施)、2)SOC 及びセグエセキュリティを活用したトータルセキュリティソリューションの提供、3)タイの First One Systemes の買収、4)RevoWorks ZONE の開発、といった事業成果を挙げ、攻めの経営を進めた年であったと言える。

25/12 期業績予想(売上高 225.0 億円、営業利益 12.6 億円)は、中期経営計画の目標数値を据え置き、大幅増益を見込む。連結範囲の変更(FOS 及びテクノロジーエイションの通年寄与及び非連結化)で約 7.0 億の増収効果があることを踏まえると、オーガニックでは、15%強の増収となる見込み。上場来、10%強の増収を継続してきたことを考慮すると、十分に達成余地のある計画であると言える。

会社側は、1) デジタルガバメント案件を含む大型案件の受注活動強化、2) 組織体制変更による VAD のカバレッジ強化、3) 戦略事業会社のセグエセキュリティの成長、4) RevoWorks ZONE の提供開始(4月)による地方自治体や金融機関のさらなる深耕、に注力していく方針。デジタルガバメント案件は、数億円規模の入札がある模様であり、今後の受注に注目である。

なお、株価は株主優待の見直しを契機に、大きく下落している。今期は、優待費用を抑制しつつ、業績成長及び株主還元強化(配当の増額を実施)によって、プライム上場維持基準を満たしていくことが期待されよう。

### 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(25/2/27)	476
年初来高値(25/2/13)	669
年初来安値(25/2/21)	457
52週間高値(24/3/1)	693
52週間安値(25/2/21)	457
発行済株式数(百万株)	31.6
時価総額(十億円)	15.1
EV(十億円)	18.6
自己資本比率(実績、%)	22.3
PER(25/12会予、倍)	21.5
PBR(24/12実績、倍)	6.7
配当利回り(25/12会予、%)	2.7

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	18,717	7.3	720	-33.7	1,060	4.4	507	-23.3	15.6	11.0
25/12 会社予想	22,500	20.2	1,260	75.0	1,260	18.9	701	38.3	22.2	13.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1. 24/12 通期決算概要

### 24/12 期通期決算は、先行投資及び優待費用の増加を主因に、大幅減益

24/12 期通期決算(2月13日適時開示)は、売上高 187.1 億円(前年比 7.3%増)、営業利益 7.2 億円(同 33.7%減)となり、小幅増収、営業減益となった。1) 先行投資としての幹部人材の採用(1.0 億円強)及び M&A に関連する一時費用増(1.3 億円)、2) 優待目当ての個人株主激増に伴う株主優待費用増加(2.7 億円)、を背景に販売管理費が増加し、中期経営計画及び期初計画を下回る営業利益となった。経常利益は、デリバティブ評価益(4.0 億円)を計上したことから、計画対比での下振れ幅は限定的となった一方で、当期純利益は、投資有価証券の評価損を計上したことから、営業利益同様に大きく計画を下振れた。なお、24/12 期は、半導体不足解消に伴う特需(VAD)や大型案件(SI)の反動減に加えて、RevoWorks クラウドの減価償却開始等もあり、過年度と比較すると、期初段階からややチャレンジングな一年であった点も補足する必要がある。

このような状況の中でも、1)サービスの収益性改善(一部の協力会社と価格交渉を実施)、2)SOC 及びセグエセキュリティを活用したトータルセキュリティソリューションの提供、3)タイの First One Systemes の買収、4)RevoWorks ZONE の開発、といった事業成果を挙げ、中期経営計画最終年度の業績目標達成に向けた攻めの経営を進めた「投資の年」であったと言える。

### 中期経営計画最終年度の業績目標達成に向けた攻めのアクションを継続 VAD の商流変化は、懸念材料であるものの、Extreme Networks の製品やセキュリティ商材の需要は旺盛

ビジネス別では、VAD の売上高が 95.7 億円(前年比 6.8%増)、売上総利益 22.0 億円(同 25.6%増)となり、サポートの収益性改善が成長を牽引。なお、新型コロナに起因した世界的な半導体不足の影響による納期遅延発生後、やや商流に変化が生じている模様。従来、同社経由で仕入れを行っていた顧客企業が、納期優先で納品可能な業者と複数取引を開始する動きがあったことから、同社の主要取扱製品である Juniper Networks のプロダクトが想定ほど増えなかったとのことである。この点は、やや懸念材料であるが、すでに納期遅延は解消しており、今後は在庫を持てる業界最大手である同社への商流回帰が期待されることに加えて、Extreme Networks の製品やセキュリティ商材の引き合いが増加しており、VAD 全体で見ると、過度な懸念は不要であろう。

### リソースは拡大しており、今後はエンドユーザーとの直接契約の拡大に期待

SI(システムインテグレーション)は、大型案件の反動減を主因に、売上高 70.0 億円(前年比 3.1%減)、売上総利益 14.4 億円(同 4.9%減)となり、小幅減収、小幅減益となった。中型案件の積み上げやエンドユーザー顧客の開拓を進めたが、エンジニアの昇給等も影響し、前年比ではやや弱含む結果となった。なお、テクノロジエーションの買収(24年6月28日適時開示)によって、エンジニアのリソースは従前より拡大しており、今後は、セグエセキュリティも活用しながら、VAD とは異なるエンドユーザーとの直接契約の案件増加によって、収益性改善が期待されると言えよう。すでに、複数の大型の引き合いがある模様であり、今後の受注動向に注目したい。

### 自社開発は、人件費及び減価償却費の増加によって、売上総利益を落としたが、セグエセキュリティの黒字化はポジティブ

自社開発は、売上高 10.8 億円(前年比 20.4%増)、売上総利益 5.9 億円(同 14.9%減)となり、大幅増収、大幅減益となった。RevoWorks の普及に加えて、セグエセキュリティの拡大が奏功した一方で、開発費、サービス提供用のプラットフォーム費用や減価償却の増加が業績を押し下げた。なお、セグエセキュリティは、すでに黒字化しており、今年度はさらなる業績貢献が期待される模様。会社側は、同社のホームページの刷新に加えて、マネジメント体制の変更(セキュリティビジネスの経験が豊富な子川氏が社長に就任)を実施しており、今後の飛躍に期待である。セキュリティの需要は旺盛であり、コンサルティング及び SOC を活用したトータルセキュリティソリューションの提案をフックとした新規案件獲得が進む可能性がある。

### 海外は、今後のシナジーに注目

海外は、売上高 10.5 億円、売上総利益 3.4 億円(今年度より新規開示のため、前期比は非開示)となり、ISS Resolution に加えて、24.12 期に買収した First One Systems(FOS)が

新規連結となった。FOS は、世界各国の優れた製品を導入し、技術的な付加価値を付与することで、事業を伸ばしている企業である。同社は引き続き創業社長が積極的に経営に関与しており、今後は、タイ子会社間でのシナジー創出と現地日系企業関連ビジネスの拡大に期待であろう。

図表 1. 四半期業績推移

決算期	23/12				24/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<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>	<b>4,801</b>
(前年同期比)	36.6%	68.7%	37.5%	-9.5%	8.6%	-23.1%	26.5%	19.1%
<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>	<b>2,944</b>
(前年同期比)	58.7%	49.5%	64.5%	9.1%	12.1%	-6.2%	-11.5%	29.5%
<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>	<b>1,162</b>
(前年同期比)	20.3%	112.2%	30.7%	-27.2%	-3.1%	-41.1%	38.1%	-23.7%
<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>	<b>271</b>
(前年同期比)	-17.1%	-1.4%	-31.2%	-14.5%	95.9%	-3.9%	6.2%	14.6%
売上総利益	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261	1,204
(売上総利益率)	23.9%	22.1%	23.8%	24.9%	24.5%	26.4%	22.9%	25.1%
・VAD	564	402	450	340	612	417	534	643
・SI	445	355	387	478	407	354	409	278
・自社開発	82	235	202	183	195	142	109	151
販売費及び一般管理費	673	783	737	845	783	997	972	1,120
<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>	<b>84</b>
(前年同期比)	85.8%	100.0%	24.8%	-53.3%	3.1%	-140.0%	-4.3%	-46.2%
(売上高営業利益率)	9.2%	4.7%	6.9%	3.9%	8.7%	-2.4%	5.2%	1.7%
営業外損益	-6	-19	-5	-41	383	9	3	-55
<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>	<b>30</b>
(前年同期比)	49.8%	3.8%	17.0%	-65.8%	97.3%	-138.2%	-2.0%	-74.1%
(売上高経常利益率)	9.0%	4.2%	6.8%	2.9%	16.4%	-2.1%	5.3%	0.6%
特別損益	0	0	0	0	0	0	12	244
税金等調整前当期純利益	412	191	296	116	813	-60	303	77
法人税等	143	69	107	49	268	43	115	172
<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>	<b>-95</b>
非支配株主に帰属する当期純利益	-9	-7	0	3	6	2	7	12
<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>	<b>-107</b>

出所：会社資料

## 2. 25/12 期業績予想と今期の注力事項

### 25/12 期業績予想は、中期経営計画の目標数値を据え置いた

25/12 期業績予想(売上高 225.0 億円、営業利益 12.6 億円)は、中期経営計画の目標数値を据え置き、大幅増益を見込む。売上高は、前期比で約 37 億円増加する想定だが、連結範囲の変更(FOS 及びテクノクリエイションの通年寄与及び非連結化)で約 7.0 億の増収効果があることを踏まえると、オーガニックでは、15%強の増収となる見込み。上場来、10%強の増収を継続してきたことを考慮すると、十分に達成余地のある計画であると言える。

### デジタルガバメント案件の引き合いは良好であり、今後の受注に期待

会社側は、1) デジタルガバメント案件を含む大型案件の受注活動強化、2) 組織体制変更による VAD のカバレッジ強化、3) セグエセキュリティの拡大、4) RevoWorks ZONE の提供開始(4 月)による地方自治体や金融機関のさらなる深耕、に注力していく方針。デジタルガバメント案件は、数億円規模の入札がある模様であり、今後の受注に注目である。VAD は、商流の変化に対応すべく、組織体制の変更を実施。プロダクトのラインアップ拡充及び、顧客範囲を広げることで、15~20%成長が期待されよう。なお、会社側は、ビジネス別の業績予想を開示していないが、今年度は、VAD 及び海外が成長を牽引する想定とのことである。

### 売上総利益率の改善及び、株主優待及び人材関連の費用減少によって、大幅増益を見込む

なお、利益面は、VAD 及び海外を中心に、売上総利益率の改善を数ポイント見込んでいることである。また、販売管理費は、株主優待費用の見直しや、M&A 関連費用の減少から、2.0 億円程度の増益効果が期待されることに加えて、24/12 期と比較すると、高度人材を中心とした中途採用者の数は減少する見込みであり、人材関連費用の増加も抑制されよう。一方で、全社的に 5%程度の昇給を見込んでいるとのことであり、成長に必要な人件費の増加は、今期も継続する想定。営業利益 75.0%増の大幅増益を想定しているが、24/12 期は、中期経営計画初年度ということもあり、高度人材の採用や M&A 関連費用が想定以上に増加したことを考慮すると、今年度の利益成長は十分達成可能な範囲であると言える。

### 株主優待の見直しは、業績に対する自信の表れとポジティブに評価する

なお、会社側は、株主優待の見直しを発表した。従来、3 月末、9 月末に 10 単元以上保有していた投資家に対して、各 1.5 万円の QUO カードによる優待を実施していたが、今年度より、10 単元以上保有する投資家に対して、12 月末のみ、1.0 万円の優待(直近の 6 月末から継続保有の場合、2.0 万円)を実施することとした。ストラテジー・アドバイザーズでは、同優待の見直しは、業績に対する自信の表れと捉え、ポジティブに評価している。株主優待は、株主平等の原則に反すること、販売管理費の増加によって、損益を棄損することから、機関投資家からの評価は低かった。十分に事業成長が期待されることや、トータルセキュリティソリューションの提供による高付加価値化を通じたバリュエーションの上昇、積極的な株主還元を中心とした資本政策を考慮すると、株主優待を抑制しつつ、プライム上場維持基準をクリアしていく可能性は十分あるであろう。

### 優待利回りも 2.8%と高く、投資魅力は高い

なお、会社側は、株主優待の見直しと同時に、2 円の増配を発表した。今期の配当予想は、中間 6 円、期末 7 円の合計 13 円であり、配当利回り(2 月 21 日終値 457 円で算出)は、2.8%と高い。また、会社側は、不要なアセットを持たないスタンスを徹底しており、株価次第では自社株買いも検討していく方針である。24/12 期は、想定以上に VAD が不振であったため、25/12 期の Q1(1-3 月)まで、事業進捗は芳しくない模様だが、Q2 以降、上述の大型案件の計上や、VAD の成長軌道回帰が顕在化し、高成長軌道へ回帰させていく方針とのことである。今期は、各四半期の受注動向に注目し、業績及び株価反転のタイミングを見定めることが重要であろう。

## 3. 株価推移とバリュエーション

**優待の見直しによって、株価は大きく下落**

株価は、決算発表及び株主優待の見直し発表を契機に、約 30%程度下落している。株主優待発表(2024年2月)以前は、300円前後で推移していたが、高額優待の影響で、650円近辺まで上昇していた。今回の株主優待見直しは、総額 3.0 万円の株主優待を 2.0 万円(半年以上継続保有の場合)まで減額するという内容であり、優待の減少比率に沿う形で株価が下落することとなった。

**EPS 成長及びインカムゲインを考慮すると、投資魅力は高い**

なお、現在の株価 457 円(2月21日終値)で算出した株主優待利回りは、2.0 万円/45.7 万円(10 単元、1,000 株で算出) = 4.3% であり、一定程度個人投資家にとって魅力ある水準を維持している。加えて、今年度は、2 円の増配を実施するため、配当利回りは 2.8% となっている。事業成長を通じた EPS 成長に加えて、配当によるインカムゲイン及び、優待によるリターンを考慮すると、現在の株価水準は、極めて投資魅力が高い水準であると言える。

**今期は、6 月末にかけて、個人投資家が積極的に投資する可能性がある**

また、25/12 期は、優待の継続保有条件を満たすために、6 月末にかけて、再度同社に投資する個人投資家が増加する可能性がある点も補足したい。会社側は、プライム市場上場維持基準の判定期間となる 10-12 月の平均株価を意識した経営の舵取りを進めている模様であり、優待の権利確定時期の変更を実施した。

**25/12 期会社計画に基づく PER は、20.6 倍であり、やや割安な水準**

なお、24/12 期の EPS で算出した PER は、29.3 倍であり、やや割高である一方で、今年度の会社計画(25/12 期)に基づく EPS(22.2 円)で算出した PER は 20.6 倍(457 円で算出)であり、相対的にやや割安な水準である。また、中期経営計画最終年度(26/12 期)の利益目標(営業利益 18.0 億円、当期純利益 10.5 億円)を達成した場合、一段と割安感が出てくるため、25/12 期は、同計画の達成を期待させるだけの利益成長を実現し、市場の期待値を高められるかに注目したい。

**業界全体として、株価パフォーマンスは良好となっている**

なお、直近一年間における競合各社の平均株価騰落率は、12.3% となっており、全般的に堅調な推移となっている。また、平均 PER も約 30 倍となっており、金利上昇局面であるにもかかわらず、比較的バリュエーションは高止まりしている状況である。また、アセットライトなビジネス故に、各社 ROE が高く、平均 PBR も 4.5 倍と高い。

**今後は、事業成長に加えて、バリュエーションの上昇にも期待したい**

なお、同業界の特徴として、PBR が 10 倍を超える企業は、PER が飛躍的に高いという点が挙げられる。セグエも、今後一段と企業価値を上げていくうえで、いかに PER を上昇させるか、が重要であろう。中期経営計画に沿って、利益成長が継続することに加えて、自社開発サービスや、トータルセキュリティソリューションの提供による付加価値向上に伴う収益性や、海外の拡大による潜在市場の広がりを株価が織り込むことで、バリュエーションが上昇するかに注目であろう。

図表 2.バリュエーション一覧

ティッカー	企業名	決算期	株価 (2/21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)	株価過去1年比 (%)	株価過去3年比 (%)
3968	セグエグループ	2024/12	457	14,880	29.3	4.9	14.4	12.5	2.8	22.3	-0.5	-33.6	162.1
9719	SCSK	2024/03	3,763	1,177,349	29.3	3.9	14.1	14.1	1.9	64.1	-0.2	40.3	96.7
3697	SHIFT	2024/08	1,373	367,278	70.0	10.7	16.2	26.1	0.0	54.3	-0.3	-21.5	3.4
2327	日鉄ソリューションズ	2024/03	4,115	753,053	29.7	3.0	11.1	14.7	1.8	63.2	-0.3	66.6	133.1
9749	富士ソフト	2024/12	9,803	660,722	29.2	4.4	16.0	23.2	0.0	53.9	0.1	62.8	254.5
4722	フューチャー	2024/12	1,784	170,065	15.3	2.8	19.3	8.2	2.6	60.3	-0.3	7.0	34.3
9682	DTS	2024/03	4,190	178,839	23.5	2.7	11.8	10.0	2.6	73.4	-0.6	9.3	53.7
2317	システナ	2024/03	350	149,058	16.7	3.2	20.0	9.4	3.4	70.5	-0.8	21.5	-9.3
3636	三菱総合研究所	2024/09	4,665	74,845	14.7	1.1	7.5	4.8	3.4	56.5	-0.4	-4.4	25.7
3762	テクマトリックス	2024/03	2,167	96,471	24.8	4.0	17.4	8.5	1.5	25.4	-1.1	9.2	39.2
3844	コムチュア	2024/03	1,896	61,130	19.2	3.6	19.7	9.5	2.5	71.7	-0.7	-3.6	-31.4
5036	日本ビジネスシステムズ	2024/09	1,100	53,203	31.5	2.1	6.7	11.8	3.2	37.3	0.7	-16.5	NA
4413	ホールドア	2024/02	5,070	81,294	64.5	18.0	29.6	47.2	0.0	67.1	-0.8	56.0	415.2
4687	TDCソフト	2024/03	1,353	67,957	19.0	6.4	17.7	12.8	1.8	72.4	-0.7	30.7	144.9
4417	グローバルセキュリティエキスパート	2024/03	5,080	38,828	47.4	15.3	37.7	32.8	0.8	37.2	0.2	-6.8	288.2
3915	テラスカイ	2024/02	2,338	30,203	97.9	2.6	2.9	27.7	0.0	60.2	-0.5	56.4	63.7
3040	ソリトシステムズ	2024/12	1,100	21,713	11.6	1.6	14.8	2.5	4.7	52.7	-1.2	-20.1	-26.5
9600	アイネット	2024/03	1,939	31,494	13.3	1.5	11.7	6.3	2.9	53.4	0.1	-8.1	53.3
3857	ラック	2024/03	1,156	36,175	25.3	2.3	9.1	9.0	1.0	64.8	-0.3	57.1	54.8
4847	インテリジェント ウェイブ	2024/06	1,067	28,105	19.2	3.0	15.8	7.3	3.3	54.7	-0.5	-7.9	84.9
4662	フォーカスシステムズ	2024/03	1,062	17,303	11.3	1.2	10.7	5.8	3.6	63.9	-0.3	-4.9	18.1
3837	アドソル日進	2024/03	2,142	20,124	20.6	2.8	14.0	10.1	2.8	71.5	-0.5	31.0	33.8
4434	サーバーワークス	2024/02	2,429	19,151	29.3	1.8	6.3	11.5	0.0	59.0	-0.6	-37.3	5.5

出所：SPEEDA より当社作成

図表 3. 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	24/12	25/12 CoE
<b>売上高合計</b>	<b>7,793</b>	<b>8,767</b>	<b>9,647</b>	<b>10,993</b>	<b>12,039</b>	<b>13,623</b>	<b>17,443</b>	<b>18,718</b>	<b>22,500</b>
(前期比)	NM	12.5%	10.0%	14.0%	9.5%	13.2%	28.0%	7.3%	20.2%
<b>VAD</b>				<b>5,280</b>	<b>5,262</b>	<b>6,332</b>	<b>8,966</b>	<b>9,574</b>	-
(前期比)				-	-0.3%	20.3%	41.6%	6.8%	
<b>SI</b>				<b>5,127</b>	<b>6,169</b>	<b>6,203</b>	<b>7,576</b>	<b>7,005</b>	-
(前期比)				-	20.3%	0.6%	22.1%	-7.5%	
<b>自社開発</b>				<b>586</b>	<b>608</b>	<b>1,088</b>	<b>901</b>	<b>1,084</b>	-
(前期比)				-	3.7%	79.0%	-17.2%	20.3%	
<b>売上総利益</b>	<b>1,871</b>	<b>2,169</b>	<b>2,532</b>	<b>3,093</b>	<b>3,092</b>	<b>3,559</b>	<b>4,124</b>	<b>4,592</b>	-
(売上総利益率)	24.0%	24.7%	26.2%	28.1%	25.7%	26.1%	23.6%	24.5%	
<b>VAD</b>				1,371	1,314	1,299	1,757	2,206	-
(売上総利益率)				26.0%	25.0%	20.5%	19.6%	23.0%	
<b>SI</b>				1,313	1,446	1,419	1,665	1,447	-
(売上総利益率)				25.6%	23.4%	22.9%	22.0%	20.7%	
<b>自社開発</b>				409	332	842	702	597	-
(売上総利益率)				69.7%	54.6%	77.3%	77.9%	55.1%	
販売費及び一般管理費	1,489	1,685	1,983	2,249	2,453	2,653	3,038	3,872	-
<b>営業利益</b>	<b>382</b>	<b>484</b>	<b>548</b>	<b>844</b>	<b>639</b>	<b>906</b>	<b>1,086</b>	<b>720</b>	<b>1,260</b>
(前期比)		26.7%	13.2%	54.0%	-24.3%	41.8%	19.9%	-33.7%	75.0%
(営業利益率)	4.9%	5.5%	5.7%	7.7%	5.3%	6.7%	6.2%	3.8%	5.6%
営業外収益	58	20	17	32	55	204	22	450	-
営業外費用	3	18	11	1	7	60	93	110	-
<b>経常利益</b>	<b>438</b>	<b>486</b>	<b>554</b>	<b>874</b>	<b>686</b>	<b>1,051</b>	<b>1,015</b>	<b>1,060</b>	<b>1,260</b>
(前期比)		11.0%	14.0%	57.8%	-21.5%	53.2%	-3.4%	4.4%	18.9%
(売上高経常利益率)	5.6%	5.5%	5.7%	8.0%	5.7%	7.7%	5.8%	5.7%	5.6%
特別利益	28	70	65	66	56	189	0	269	-
特別損失	0	0	1	2	32	74	0	196	-
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015	1,133	-
(前期比)		19.3%	11.3%	51.5%	-24.3%	64.1%	-12.9%	11.6%	
(売上高税引前利益率)	5.98%	6.34%	6.42%	8.53%	5.90%	8.55%	5.82%	6.05%	
法人税等	147	178	207	304	255	423	368	598	-
(実効税率)	31.55%	32.01%	33.44%	32.41%	35.92%	36.31%	36.26%	52.78%	
<b>当期純利益</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>634</b>	<b>455</b>	<b>742</b>	<b>648</b>	<b>535</b>	-
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	0	-2	-13	27	-
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>634</b>	<b>455</b>	<b>743</b>	<b>661</b>	<b>508</b>	<b>701</b>
(前期比)		18.2%	9.3%	53.9%	-28.2%	63.3%	-11.0%	-23.1%	38.0%

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 4. 主要財務指標

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
EPS (円)	9.5	11.0	12.0	18.4	13.0	21.2	6.3	14.9
BPS (円)	69	72	80	91	90	103	37	92
1株当たり配当金(円)	0.00	1.66	3.33	5.33	5.33	6.00	10.00	11.00
配当性向	0.0%	15.0%	27.8%	29.0%	40.9%	28.3%	159.6%	73.9%
終値(円)	332	246	305	453	259	272	309	639
PER(倍)	34.9	22.3	25.5	24.7	19.9	12.8	49.3	42.9
PBR (倍)	4.8	3.4	3.8	5.0	2.9	2.6	8.3	7.0
期末発行済株式数 (千株)	5,669	5,729	11,487	11,557	11,640	11,688	11,721	34,060
自己株式数 (千株)	0	0	0	128	390	501	498	914
自社株控除株式数 (千株)	5,669	5,729	11,487	11,429	11,250	11,187	11,223	33,147
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	21,181
株主資本比率	45.0%	45.8%	45.3%	44.1%	37.1%	32.6%	33.8%	22.3%
有利子負債残高	59	0	18	10	502	1,130	850	2,311
D/ELシオ	0.03	0.00	0.01	0.00	0.16	0.31	0.21	0.76
EV(Enterprise Value)	9,811	6,805	8,359	13,838	7,914	7,179	7,824	18,617
EBITDA	495	592	683	1,003	806	1,055	1,281	1,026
EV/EBIDA倍率	19.8	11.5	12.2	13.8	9.8	6.8	6.1	18.1
ROE	16.5%	15.8%	15.7%	21.3%	14.3%	21.6%	17.2%	14.4%
ROIC (投下資本)	11.4%	12.7%	13.0%	18.0%	11.2%	11.3%	14.8%	2.4%
ROIC (事業資産)	45.1%	65.6%	80.8%	87.0%	37.7%	33.8%	51.8%	9.4%
従業員数	350	391	409	446	473	527	570	NA

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 5. 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	24/12
現金・預金	1,469	1,663	2,181	1,727	1,352	2,990	3,358	3,909
営業債権	1,116	1,190	1,236	2,176	2,078	2,361	2,019	3,095
棚卸資産	769	686	640	822	2,377	3,104	2,848	1,688
その他流動資産	724	820	988	1,081	1,430	1,521	1,805	2,104
<b>流動資産</b>	<b>4,079</b>	<b>4,359</b>	<b>5,044</b>	<b>5,807</b>	<b>7,237</b>	<b>9,976</b>	<b>10,029</b>	<b>10,796</b>
建物・構築物	13	15	28	33	42	45	99	105
工具・器具・備品	152	152	154	161	167	164	243	245
その他有形固定資産	1	1	9	1	1	40	35	28
有形固定資産	166	168	190	195	209	248	377	377
無形固定資産	35	219	302	241	166	258	263	1,575
投資有価証券	705	356	336	603	665	343	468	235
その他投資資産	170	248	274	346	348	427	694	649
投資その他の資産	875	604	610	949	1,013	770	1,162	885
<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>2,837</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>	<b>13,633</b>
買掛金	856	595	508	805	1,606	1,886	1,513	1,411
短期借入金等	0	0	0	8	502	288	274	632
前受金	1,110	1,620	2,079	2,184	2,473	3,138	4,018	4,874
その流動負債	554	470	519	737	521	1,056	1,049	1,396
<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>	<b>8,313</b>
長期借入金	0	0	10	2	0	805	544	1,653
退職給付に係る負債	132	147	176	201	223	246	260	360
その他固定負債	181	67	67	82	102	150	160	114
<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>2,127</b>
<b>負債合計</b>	<b>2,833</b>	<b>2,899</b>	<b>3,360</b>	<b>4,019</b>	<b>5,426</b>	<b>7,567</b>	<b>7,817</b>	<b>10,440</b>
資本金	498	506	507	511	515	517	526	533
資本剰余金	271	278	280	283	287	290	297	0
利益剰余金	1,143	1,520	1,875	2,394	2,666	3,229	3,520	2,833
自己株式	0	0	0	-100	-303	-384	-382	-467
<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>	<b>2,899</b>
その他の包括利益累計額	409	146	107	54	-21	-48	-22	83
新株予約権	0	0	18	31	55	63	64	61
非支配株主持分	0	0	0	0	0	18	11	150
<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>3,193</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>	<b>13,633</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 6. 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	24/12
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015	1,133
減価償却費	85	98	112	134	143	125	152	177
のれん償却額	28	10	23	25	24	24	43	129
売上債権の増減額	93	-73	53	-941	98	-235	347	-834
未収入金の増減額	0	-10	-35	-124	-149	224	128	-98
棚卸資産の増減額	-467	83	52	-182	-1,555	-721	256	1,192
前渡金の増減額	-15	-168	-98	34	-19	-287	-384	-123
仕入債務の増減額	462	-261	-141	296	801	256	-376	-157
前受金の増減額	158	482	446	104	289	651	879	777
その他営業キャッシュ・フロー	-140	-281	-269	-122	-493	-77	-475	-442
<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>	<b>1,755</b>
定期預金の増減額	91	0	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	-51
投資有価証券の売却による収入	30	80	93	70	61	379	0	223
有形固定資産の取得による支出	-100	-107	-83	-86	-111	-81	-227	-119
無形固定資産の取得による支出	-28	-129	-85	-11	-14	-13	-78	-44
連結の範囲の変更を伴う子会社株式	0	-72	-96	0	0	-195	0	-1,161
長期預け金の預入による支出	0	0	0	0	0	0	-169	169
その他投資キャッシュ・フロー	-12	-19	27	-43	3	-5	-64	-9
<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>	<b>-991</b>
借入金の増減	-85	-39	-12	-8	492	595	-290	1,328
株式の発行による収入	30	15	3	7	8	5	3	0
自己株式の取得による支出	0	0	0	-100	-202	0	0	-1,279
配当金の支払額	0	0	-57	-115	-183	-180	-370	-328
その他財務キャッシュ・フロー	-40	-20	0	0	-98	35	-12	-55
<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>	<b>-335</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 7. 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	Q4
売上高合計	3,338	2,665	3,166	4,454	4,561	4,497	4,353	4,032	4,954	3,457	5,506	4,801
(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%	19.1%
VAD	1,594	1,360	1,294	2,084	2,531	2,033	2,129	2,273	2,838	1,908	1,884	2,944
(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%	29.5%
SI	1,563	1,035	1,511	2,093	1,881	2,196	1,975	1,523	1,823	1,293	2,727	1,162
(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%	-23.7%
自社開発	180	271	360	277	150	267	248	237	293	257	263	271
(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%	14.6%
売上総利益	852	785	870	1,052	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261	1,204
(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%	25.1%
・VAD	369	308	240	381	564	402	450	340	612	417	534	643
・SI	385	265	343	425	445	355	387	478	407	354	409	278
・自社開発	97	211	287	246	82	235	202	183	195	142	109	151
販売費及び一般管理費	627	679	629	718	673	783	737	845	783	997	972	1,120
営業利益	225	105	242	334	418	210	302	156	431	-84	289	84
(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%	-46.2%
(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%	1.7%
営業外損益	50	78	12	4	-6	-19	-5	-41	383	9	3	-55
経常利益	275	184	253	339	412	191	296	116	813	-73	290	30
(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%	-74.1%
(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%	0.6%
特別損益	0	0	0	15	0	0	0	0	0	0	12	244
税金等調整前当期純利益	275	358	253	279	412	191	296	116	813	-60	303	77
法人税等	94	122	86	121	143	69	107	49	268	43	115	172
当期純利益	181	236	167	158	269	122	189	68	545	-103	188	-95
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	12
親会社株主に帰属する当期純利益	181	236	167	158	278	130	188	65	540	-106	181	-107

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限り、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があります。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