



一時的に減益も、攻めの経営を高く評価する

都築電気(以下、同社)の 27/3 期 Q1 決算(4-6 月)は、売上高 220.1 億円(前年同期比 16.9%増)、営業損失 1.2 億円(前 Q1 は 3.0 億円の黒字)だった。減益スタートとなったが、会社の想定範囲内。1) 戦略的に獲得した大型プロダクト案件の影響による売上総利益率の低下、2) エンジニアの報酬アップや人的リソースへの投資、3) プロモーションや IT 及び AI 関連の投資など、将来の業績拡大に繋がる攻めの投資を積極的に行った。

なお、今年度は、エンジニアリングサービスの拡大に向けて、採用強化及びエンジニアリングサービスの受注拡大を進めることが期待される。Q1 は、計画通りの採用を実施したことに加えて、過年度と比較すると今後、受注が見込める案件の金額が増加している模様。下期以降、エンジニアリングサービスの受注が拡大するかが注目される。

決算発表を受けて、株価は一時的に下落したが、再度上昇に転じ、最高値近辺で推移している。今年度から配当性向を 60%まで引き上げたため、配当利回りが 4.5%と高く、株価を下支えしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、エンジニアリングサービス中心の会社へと質的な転換を進めることで、PER の上昇が期待されることに加えて、積極的な株主還元による高 ROE の実現によって、PBR の上昇余地は大きいと見ている。

新中期経営計画「Trust & Challenge 2029」では、最終年度となる 29/3 期の業績目標として、売上高 1,200 億円、営業利益 120 億円、ROE14.5%以上を掲げている。CAGR13.6%増益の想定となっており、同計画後半にかけて、利益成長率が高まっていく想定となっている。同社は、1) AI を前提とした価値創出モデルへの転換、2) プロダクト偏重から、エンジニアリングサービスを軸とした収益モデルへの進化、を進め、収益性の高い事業ポートフォリオへシフトさせていく方針。

これらを踏まえた同社のエクイティストーリーは、プロダクトからエンジニアリングサービス中心の企業への転換である。中期経営計画後半にかけて、EPS 成長に加えて、PER の上昇に期待したい。27/3 期 Q1 決算は、一時的に減益となったものの、先行投資が主因であり、吉田社長体制になって以降、これまで以上に攻めの経営を実践している点が注目される。

株価・出来高 (1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価 (26/8/14)	4,180
52週高値 (26/7/30)	4,265
52週安値 (25/10/14)	3,020
上場来高値 (26/7/30)	4,265
上場来安値 (02/11/19)	157
発行済株式数 (百万株)	18.2
時価総額 (十億円)	76.1
ROE (26/3実績、%)	14.0
自己資本比率 (26/6実績、%)	57.9
PER (27/3会予、倍)	13.2
PBR (26/6実績、倍)	1.6
配当利回り (27/3会予、%)	4.5

注：株価の高値・安値は終値ベースで算出

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)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
26/3 期 Q1	18,833	0.3	301	-	359	762.4	272	-	15.03	-
27/3 期 Q1	22,014	16.9	-123	-	-111	-	-111	-	-6.13	-
24/3 期	124,856	0.8	6,439	25.8	6,486	21.1	5,477	55.6	304.75	90.00
25/3 期	98,263	-21.3	6,481	0.6	6,596	1.7	4,764	-13.0	263.32	99.00
26/3 期	103,728	5.6	8,178	26.2	8,320	26.1	6,472	35.9	355.94	126.00
27/3 期 会社予想	107,000	3.2	8,700	6.4	8,700	4.6	5,750	-11.2	315.70	190.00

注：純利益は親会社株主に帰属する純利益

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 減益スタートも会社想定の範囲内、先行投資の拡大に注目

27/3 期 Q1 決算は増収も営業利益は赤字転落

都築電気(以下、同社)の 27/3 期 Q1 決算(4-6 月)は、売上高 220.1 億円(前年同期比 16.9%増)、営業損失 1.2 億円(前 Q1 は 3.0 億円の黒字)だった。減益スタートとなったが、会社の想定範囲内。1) 戦略的に獲得した大型プロダクト案件の影響による売上総利益率の低下、2) エンジニアの報酬アップや人的リソースへの投資、3) プロモーションや IT 及び AI 関連の投資、など、将来の業績拡大に繋がる攻めの投資を積極的に行った。なお、大型プロダクト案件は、大手金融機関向けのスマートフォンの納品。10 億円を超える大型案件で収益性は低かったものの、今後、運用や保守の獲得に繋げるための戦略的な案件となり得る。

採用は計画どおりの進捗

同社は、新中期経営計画「Trust & Challenge 2029」で、成長領域のスケールアップや新規領域の開拓を進める方針。その初年度となる今期は、エンジニアの採用を強化し、スケラビリティを確保するための体制強化を積極的に進める。通年で、約 100 名強の採用(中途 60 名弱、その他新卒)を予定しており、Q1 は概ね計画に沿った採用活動を実施できた模様。競合他社と比較しても、競争力のある報酬を提示しており、エンジニアリングサービスの拡大に向けて、通年で人的リソースの確保を進められるかが注目される。

株主還元と業績連動型報酬で株主意識を一段と強化

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、同社が株価を意識した経営を実直に実践している点を高く評価している。27/3 期からは、配当性向を 40%から 60%にまで高め、資本効率の改善を進めると同時に、6 月の定時株主総会では、「役員報酬 BIP 信託」を用いた株式報酬制度の継続と一部改定を決議し、役位のみに基づいた固定的な算定方法から、業績連動型へと移行した。今後は、各事業年度の業績目標等の達成度に応じて交付株式数が変動する。その評価指標として、営業利益やエンゲージメント指標、株主総利回り(TSR)が採用された。

図表 1. ビジネスモデル別四半期業績 (百万円)

決算期	25/3				26/3				27/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	18,771	23,071	23,455	32,965	18,833	24,604	23,889	36,401	22,014
YoY	-33.3%	-29.6%	-27.0%	3.5%	0.3%	6.6%	1.9%	10.4%	16.9%
エンジニアリングサービス					6,357				6,226
YoY					-				-2.1%
SI					4,200				4,000
NI					2,000				2,100
プロダクト					12,476				15,787
YoY					-				26.5%
SI					8,800				10,700
NI					3,600				5,000
機器	5,455	8,794	9,668	16,403	4,923	9,873	9,234	19,348	8,218
YoY	-23.9%	-18.4%	-13.3%	3.7%	-9.7%	12.3%	-4.5%	18.0%	66.9%
開発/構築	2,590	3,900	3,610	5,210	3,009	4,221	4,100	6,061	3,072
YoY	-3.6%	2.3%	-7.8%	19.2%	16.2%	8.2%	13.6%	16.3%	2.1%
サービス	10,725	10,377	10,178	11,352	10,900	10,511	10,554	10,992	10,723
YoY	1.3%	-2.3%	2.2%	-2.6%	1.6%	1.3%	3.7%	-3.2%	-1.6%
売上総利益	4,114	5,413	5,074	8,064	4,354	6,311	5,481	8,819	4,175
(売上総利益率)	21.9%	23.5%	21.6%	24.5%	23.1%	25.7%	22.9%	24.2%	19.0%
販売費及び一般管理費	4,113	4,020	4,068	3,982	4,053	4,122	3,966	4,646	4,299
営業利益	1	1,393	1,005	4,081	301	2,188	1,515	4,173	-123
YoY	-99.9%	-15.2%	-37.1%	63.2%	-	57.1%	50.7%	2.3%	-

注：今期より、機器とサービスの一部は「プロダクト」、開発・構築とサービスの一部は「エンジニアリングサービス」に区分

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 下期以降、エンジニアリングサービスの受注が拡大しよう

大型受注を追い風に受注・受注残とも二桁増

27/3 期 Q1 の受注は、310.6 億円(前年同期比 11.7%増)と堅調に推移し、受注残も 359.5 億円(同 23.0%)まで積み上がった。プロダクトで二桁億円の大型受注があったことが主因。一方で、エンジニアリングサービスの受注は、前年同期にオフィス移転に伴う大型構築案件が計上されたことから、微減となった。なお、引き合いは引き続き旺盛とのことであり、Q2 以降、どこまで受注残を積み上げられるかが注目される。

エンジニアの営業参画強化で下期の受注増に期待

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社の強みである約 2 万社の顧客基盤に加えて、今年度からエンジニアの営業活動参画を強化している点に注目している。従来は、受注合計金額を重視していた。しかし、今年度からは、エンジニアリングサービスの受注を重要な KPI とし、受注活動を可視化すべく、各案件の進捗状況をランク付けしてモニタリングしている。Q1 時点の見込み案件の金額は、前年同期比で増加しているとのことであり、下期以降のエンジニアリングサービスの受注増が期待される。

図表 2. 情報ネットワーク事業の売上高、受注高、受注残高の推移 (百万円)

決算期	24/3				25/3				26/3				27/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	20,445	25,208	25,026	31,844	18,771	23,071	23,456	32,965	18,833	24,604	23,889	36,401	22,014
YoY	14.5%	11.2%	25.5%	-4.8%	-8.2%	-8.5%	-6.3%	3.5%	0.3%	6.6%	1.8%	10.4%	16.9%
エンジニアリングサービス									6,357				6,226
YoY									-				-2.1%
プロダクト									12,476				15,787
YoY									-				26.5%
機器	7,172	10,779	11,156	15,818	5,455	8,794	9,668	16,403	4,923	9,873	9,234	19,348	8,218
YoY	29.5%	17.8%	79.1%	-7.1%	-23.9%	-18.4%	-13.3%	3.7%	-9.7%	12.3%	-4.5%	18.0%	66.9%
開発/構築	2,687	3,813	3,915	4,371	2,590	3,900	3,610	5,210	3,009	4,221	4,100	6,061	3,072
YoY	4.3%	11.2%	41.0%	-13.6%	-3.6%	2.3%	-7.8%	19.2%	16.2%	8.2%	13.6%	16.3%	2.1%
サービス	10,584	10,617	9,955	11,655	10,725	10,377	10,178	11,352	10,900	10,511	10,554	10,992	10,723
YoY	8.7%	5.3%	-8.9%	2.5%	1.3%	-2.3%	2.2%	-2.6%	1.6%	1.3%	3.7%	-3.2%	-1.6%
受注高	24,271	23,962	20,301	26,026	23,642	25,641	22,583	28,749	27,806	28,167	26,193	28,218	31,065
YoY	-8.8%	-5.8%	-12.4%	-4.5%	-2.6%	7.0%	11.2%	10.5%	17.6%	9.9%	16.0%	-1.8%	11.7%
エンジニアリングサービス									8,560				8,279
YoY									-				-3.3%
プロダクト									19,245				22,786
YoY									-				18.4%
機器	8,576	10,300	7,379	11,796	7,880	11,351	9,120	11,792	11,886	13,971	11,905	12,129	15,232
YoY	-26.3%	-7.5%	-23.1%	-7.2%	-8.1%	10.2%	23.6%	0.0%	50.8%	23.1%	30.5%	2.9%	28.2%
開発/構築	3,797	3,767	2,784	3,251	3,785	4,091	3,995	4,406	4,652	4,453	3,504	4,446	3,899
YoY	31.8%	-6.1%	-18.4%	-12.9%	-0.3%	8.6%	43.5%	35.5%	22.9%	8.8%	-12.3%	0.9%	-16.2%
サービス	11,896	9,896	10,139	10,978	11,976	10,199	9,467	12,552	11,267	9,743	10,784	11,643	11,933
YoY	-1.8%	-3.9%	-0.4%	1.6%	0.7%	3.1%	-6.6%	14.3%	-5.9%	-4.5%	13.9%	-7.2%	5.9%
受注残高	29,684	28,438	23,713	17,895	22,766	25,335	24,463	20,246	29,219	32,782	35,086	26,902	35,953
YoY	14.0%	-1.3%	-26.0%	-30.8%	-23.3%	-10.9%	3.2%	13.1%	28.3%	29.4%	43.4%	32.9%	23.0%
エンジニアリングサービス									8,361				8,454
YoY									-				1.1%
プロダクト									20,857				27,499
YoY									-				31.8%
機器	18,846	18,368	14,590	10,568	12,993	15,550	15,002	10,391	17,354	21,452	24,123	16,904	23,918
YoY	14.9%	-0.1%	-32.9%	-39.4%	-31.1%	-15.3%	2.8%	-1.7%	33.6%	38.0%	60.8%	62.7%	37.8%
開発/構築	5,780	5,734	4,603	3,484	4,679	4,870	5,256	4,451	6,094	6,327	5,730	4,115	4,941
YoY	21.0%	6.9%	-23.2%	-25.4%	-19.1%	-15.1%	14.2%	27.8%	30.2%	29.9%	9.0%	-7.5%	-18.9%
サービス	5,056	4,335	4,519	3,842	5,093	4,915	4,204	5,404	5,771	5,003	5,232	5,883	7,093
YoY	4.1%	-14.4%	4.8%	2.6%	0.7%	13.4%	-7.0%	40.7%	13.3%	1.8%	24.5%	8.9%	22.9%

注：今期より、機器とサービスの一部は「プロダクト」、開発・構築とサービスの一部は「エンジニアリングサービス」に区分

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

都築電気 | 8157 (東証プライム)

セキュリティ需要を追い風に成長、垂直対応で競争力を強化

なお、エンジニアリングサービスのうち、エンジニアリング・コア 4 領域の売上高は 49.1 億円と、前年同期比 3.1%の微増だった。CX コミュニケーションプラットフォームは、前年同期にオンプレミスの大型案件が計上されていたため、前年同期比 1.3 億円の減少となった。一方で、ネットワーク&セキュリティは堅調に推移し、成長を牽引した。ネットワーク&セキュリティは製造業の顧客が多く、中部や関西エリアの企業からのゼロトラスト案件等のニーズが堅調に推移している模様。また、同社は、エンタープライズ企業のみならず、中堅・中小企業が限られた予算であっても導入可能なセキュリティ対策パッケージの提案を積極的に進め、案件を獲得している。

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社が IT インフラからアプリケーションの開発まで垂直で対応可能な点に注目している。セキュリティの脅威が増す中で、各レイヤーの開発を別々のベンダーに発注するよりも、ネットワークやセキュリティを含めたトータルの開発を同社が担うことで、競合他社との差別化を図ることができる。

IT プラットフォームは市場の拡大が収益性改善を牽引

IT プラットフォームは、大手企業中心に、インフラの更改案件等が堅調に推移している模様。基幹系システムのクラウド移行に加えて、生成 AI の台頭に伴うデータ基盤強化など、同領域の市場は拡大傾向にある。実際に、民間市場調査会社の予測では、IaaS + PaaS 市場は、今後も二桁成長が続く見通しとなっており、今後も堅調な推移が期待される。エンタープライズ企業のインフラ案件は、高単価かつ、マージンも相対的に高く取れる可能性があり、同社の収益性改善を牽引する分野となろう。

ビジネスアプリケーションはパートナーとの共創を強化、上流案件からアプリ開発へ

ビジネスアプリケーションは、前年同期と概ね同水準となったが、物流向けのアプリが引き続き堅調に推移している。同社は、パートナー戦略強化を掲げ、初の試みとなる大型のビジネスイベント「Tsuzuki Biz-CoCreation」を 6 月に開催し、175 社が参加した。ストラテジー・アドバイザーズでは、さまざまな企業と共創を進め、業界固有の課題を解決するアプリケーションの開発を同社が担うことに期待している。26/3 期は、上流のコンサルティング案件が大きく増加した。今後も、業界固有の課題解決に向けて、上流から関与し、現場の課題を解決するアプリケーション開発に繋げることが期待される。

図表 3. エンジニアリング・コア 4 領域の売上高 (単位：百万円)

	2026年3月期 1Q	2027年3月期 1Q	前年 同四半期差	前年 同四半期比
①ネットワーク&セキュリティ	1,206	1,406	+200	116.6%
②ITプラットフォーム	713	800	+87	112.2%
③ビジネスアプリケーション	1,950	1,948	△ 2	99.9%
③-1 (うち標準適用型アプリ)	801	734	△ 67	91.6%
③-2 (うち個社特化型アプリ)	1,148	1,213	+65	105.7%
④CXコミュニケーションプラットフォーム	900	764	△ 135	84.9%
④-1 (うちユニファイドコミュニケーション)	671	582	△ 89	86.7%
④-2 (うちコンタクトセンター)	228	182	△ 46	79.8%

出所：会社資料

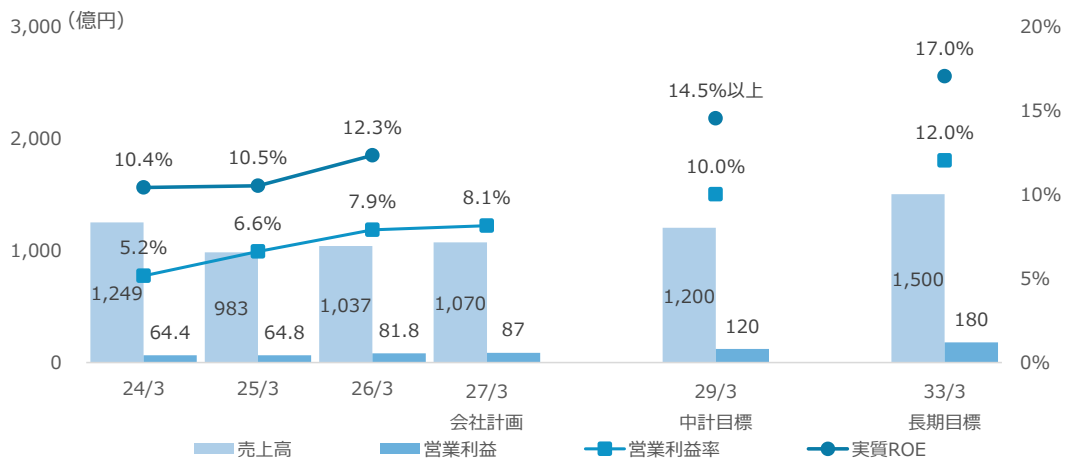
3. 新中計では、収益性改善と規模拡大を進める方針

新中期経営計画で収益構造の変革に着手

新中期経営計画「Trust & Challenge 2029」では、最終年度となる 29/3 期の業績目標として、売上高 1,200 億円、営業利益 120 億円、ROE14.5%以上を掲げている。CAGR13.6%増益の想定だが、27/3 期業績計画(売上高 1,070 億円、営業利益 87 億円)を踏まえると、同計画後半にかけて、利益成長率が高まっていくことを想定している。

また、同社は、長期ビジョンで掲げた 33/3 期の営業利益目標を、100 億円から 180 億円へ上方修正した。29/3 期を起点として 33/3 期には、営業利益を 1.5 倍にする想定となっている。これらを踏まえ、ストラテジー・アドバイザーズでは、次期中期経営計画期間で飛躍を遂げるべく、収益構造の変革に着手していく点に注目している。

図表 4. 長期ビジョン挑戦目標・中期経営計画数値目標



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

収益構造の変革に着手

具体的には、1) AI を前提とした価値創出モデルへの転換、2) プロダクト偏重から、エンジニアリングサービスを軸とした収益モデルへの進化、である。前者は、業務・プロセス・組織設計そのものを AI 前提で作り替えていく方針。定型業務の自動化や、意思決定の高度化、人材評価制度の見直し等を実施していくことである。SI 業界は、生成 AI の台頭に伴い、人的リソースが不要となる懸念があるが、同社の場合、SI・NI 双方の知見を有し、通信インフラ整備等の AI で代替が困難なタスクもこなせることや、2 万社の顧客基盤及び業界知見を有している優位性を生かしていくことが期待される。後者は、これまで開示していた成長 6 領域を改め、エンジニアリング・コア 4 領域と再定義し、IT プラットフォーム、ネットワーク&セキュリティ、CX コミュニケーションプラットフォーム、ビジネスアプリケーションの 4 領域を中心に事業を拡大していく方針。

エンジニアリングサービス売上高は 29/3 期までに 95 億円の増収を目指す

同社は、29/3 期までにエンジニアリングサービス売上高を 406 億円(26/3 期は 311 億円)まで拡大させる予定であり、26/3 期対比で 95 億円の増収を見込んでいる。95 億円の増収の内訳は、ネットワーク&セキュリティで 26 億円、ビジネスアプリケーションで 14 億円、IT プラットフォームで 9 億円、CX コミュニケーションプラットフォームで 3 億円、その他(PC のキッティングや伝送工事等の役務提供など)で 43 億円となっている。

ネットワーク&セキュリティが成長を牽引

エンジニア・コア 4 領域では、ネットワーク&セキュリティが成長を牽引する想定。通信インフラの基礎(配線・設備構築)から運用まで一貫通貫で対応可能であることや、大手商社系、大手通信会社系などが多い業界における独立系企業というユニークなポジショニング、ネットワーク周辺のセキュリティ需要が旺盛であることを踏まえると、同領域の成長加速の可能性は高いと考える。

ビジネスアプリケーションは、上流のコンサルティングサービスをフックに、パッケージやスクラッチのアプリケーション開発案件を獲得していく方針。ストラテジー・アドバイザーズでは、26/3 期のコンサルティングサービス売上高が激増したことを踏まえ、同領域の拡大に対する期待は大きいと考える。同社の強みは、様々な業界の顧客を有している点であり、業界固有の課題解決に向けて、上流工程から関与することで、裾野の広い成長に繋げることが可能となる。

加えて、パートナー戦略の介在余地が大きい点も注目と言える。例えば、物流業界向けに提供している配送管理サービスである TCloud for SCM では、車載向けの IoT 機器を提供している Will Smart(175A、東証グロース)と協業し、IoT 機器を活用した配送管理サービスを提供している。

IT プラットフォームのビジネスモデル転換にも注目

IT プラットフォームは、サーバーやストレージ等の機器販売に付随したオンプレミス、クラウド両環境におけるインフラ関連のエンジニアリングを伸ばしていくことが期待される。前中計期間では、機器販売が好調に推移した一方で、エンジニアリングサービスを取り切れていないケースが散見された。機器販売ではなく、機器をフックにエンジニアリングサービスを獲得する形へとビジネスモデルを転換していくことで、収益構造そのものを変革していく方針。また、インフラ構築後のマネージドサービスを受注することで、ストック型収益の積み上げにも繋げていくことが可能となろう。

図表 5. エンジニアリング・コア 4 領域の中期経営計画目標 (億円)

	26/3	29/3 中計目標	目標CAGR
エンジニアリング・コア4領域	234	286	+7.0%
ITプラットフォーム	30	39	+8.6%
ネットワーク&セキュリティ	76	102	+10.3%
CXコミュニケーションプラットフォーム	37	40	+3.3%
うち、ユニファイドコミュニケーション	28	28	+0.5%
うち、コンタクトセンター	9	12	+11.4%
ビジネスアプリケーション	89	103	+4.9%
うち、標準適用型アプリ	38	45	+5.9%
うち、顧客特化型アプリ	50	57	+4.2%

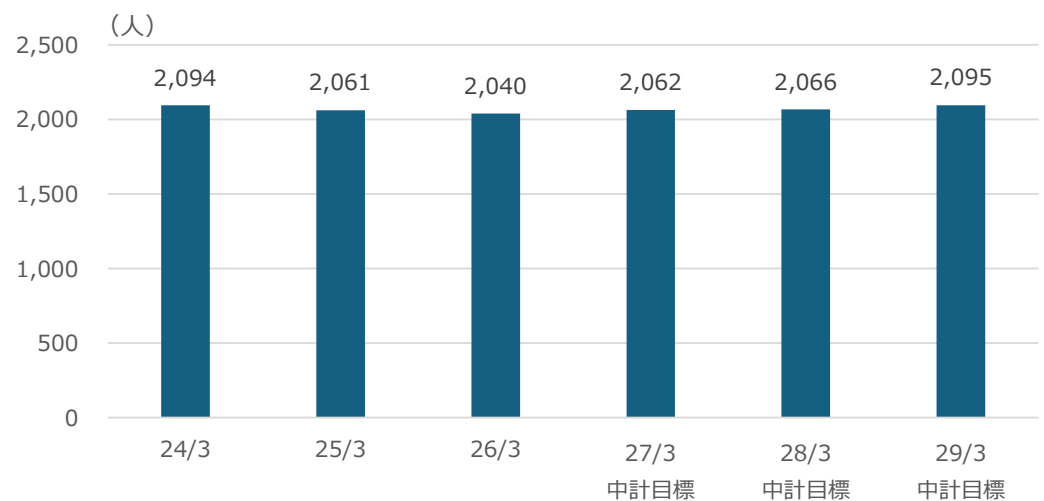
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

採用計画を達成できるかにも注目

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、同計画達成に向けた最大のチャレンジは、エンジニアリソースの拡大に向けた採用強化であると考えます。同社は、29/3 期末までに、従業員数を 2,095 名まで拡大させる方針(26/3 期末は 2,040 名)であり、新卒含めて毎期 100~150 名程度の採用を計画している。過年度を見ると、新卒・中途ともに採用を続けているものの、定年退職者の影響で、従業員数は増えていない。例年以上にアグレッシブな採用活動を実施できるかが注目される。

なお、同社は、キャリア採用の強化のみならず、若手層のスキルアップや、リスキリングによるベテラン層の活性化にも取り組んでおり、人材ポートフォリオの転換を進める予定。具体的には、事業創造を担えるイノベーション人材や、特定の業界に精通したプロフェッショナル人材を増やすことに注力する。エンジニアリングサービスの拡大に向けて、人的資本の質的な転換は不可欠であり、採用と並行してスキルアップやリスキリングにも取り組む方針である。

図表 6. 従業員数の推移

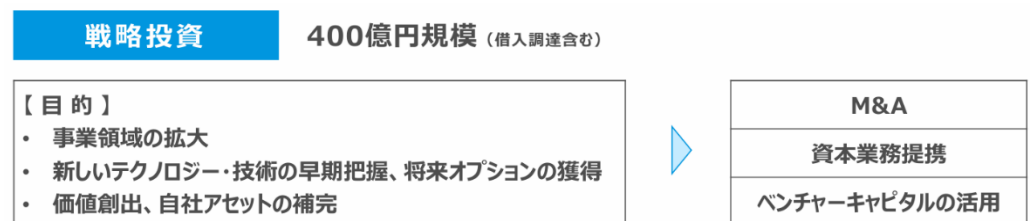


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3 年間で 400 億円の戦略投資

また、同社は、戦略投資として、借入も活用しながら、3 年間で 400 億円の資金を M&A や資本業務提携、ベンチャーキャピタルの活用に見込む。前中計でも、M&A を活用した非連続的な成長加速を掲げていたが、実施に至る案件はなく、課題が残る結果となった。新中計では、候補先選定として、1) 戦略フィット型、2) 規模拡大型(売上高、利益の拡大)、3) キャッシュカウ型(ストック強化)、4) 近隣領域・飛び地進出型、の 4 つの類型を活用し、非連続的な成長を取り込んでいく方針である。

図表 7. 戦略投資の概要



出所：会社資料

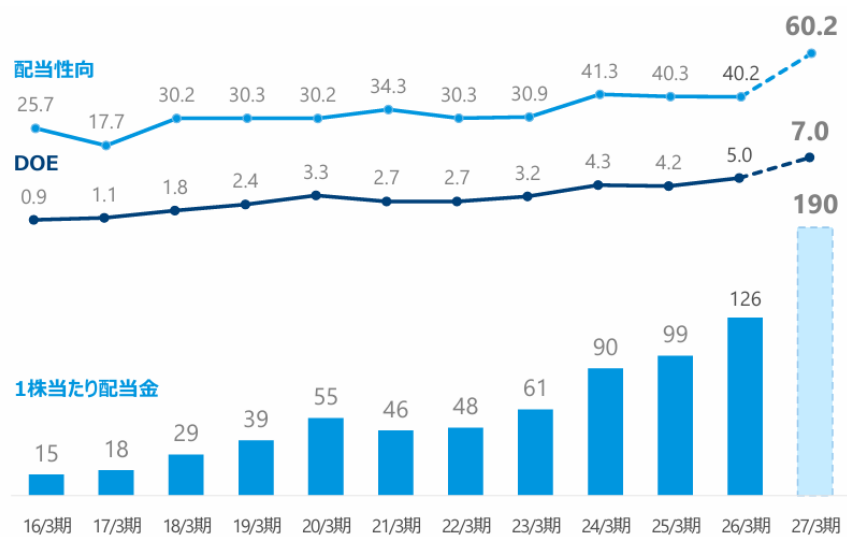
新たな株主還元方針の配当性向は 60%

4. 株価は、配当利回りが下支えとなり、高値近辺での推移が継続

27/3 期 Q 1 決算発表を受けて、株価は一時的に 10% 強下落したが、その後、持ち直している。今年度は、配当性向を 60% まで引き上げ、1 株当たりの配当金は、190 円まで増加する予想となっている。一時的に減益となったものの、株価は底堅い推移となっていることから、配当利回り(4.5% 前後)が株価の下支えとなっていると考える。

中期経営計画最終年度の業績目標(営業利益 120 億円)を実現した場合、1 株当たり配当金は 260 円程度まで増加する見込みとなっており、キャピタルゲインに加えてインカムゲインも期待される銘柄と言えよう。

図表 8. 配当性向、DOE、配当金の推移(単位：円、%)



出所：会社資料

PBR、PER、ROE は相対的に低位

バリュエーションは、依然として低位であり、PBR は 1.5 倍と相対的に割安となっている。PER、ROE ともに競合他社対比で低いことが影響している。ストラテジー・アドバイザーズでは、プロダクトが占める割合が高く、SI 各社と比較すると売上総利益率が低いことや、電子デバイス事業の売却影響があった 25/3 期を除いた、23/3 期以降の増収率がいずれも 10% を下回っていることが低バリュエーションの要因であると考えられる。

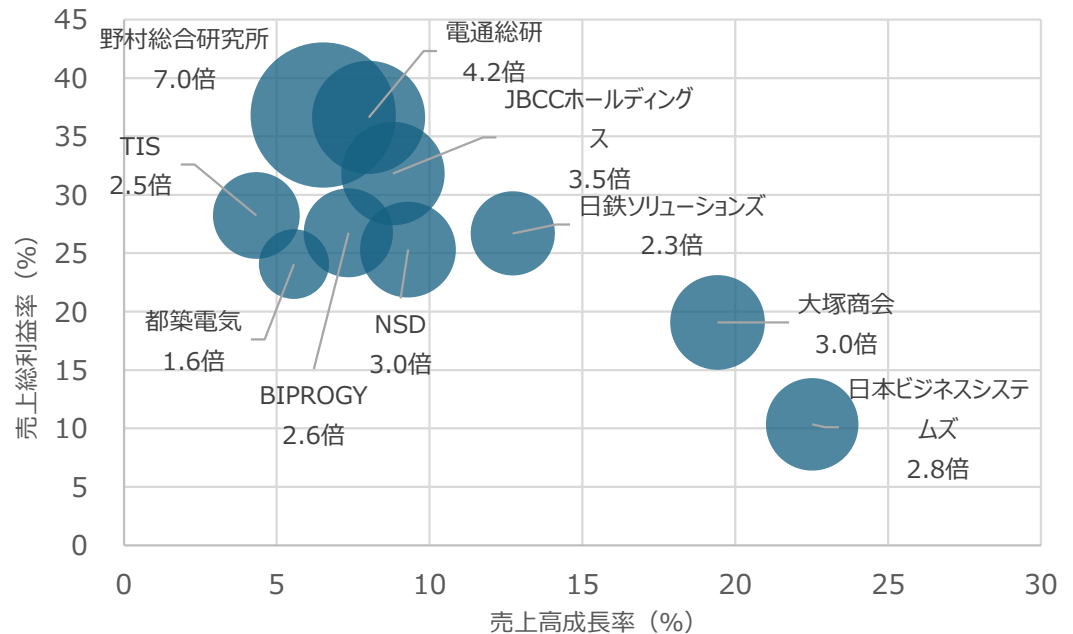
SI 企業のバリュエーション

SI 業界のバリュエーションは、売上高成長率と売上総利益率の掛け算で構成される傾向にある。コンサルティング領域等の上流案件を数多く実施している大手 SI の売上総利益率は 30%~40% となっており、PBR は 3 倍を超えている企業が多い。一方で、大塚商会(4768、東証プライム)や、日本ビジネスシステムズ(5036、東証プライム)については、売上総利益率が 10~20% と低い一方で、売上高成長率は 20% 前後と高く、PBR も 3 倍前後の高評価となっている。

エクイティストーリーは、エンジニアリングサービスへの転換

これらを踏まえた同社のエクイティストーリーは、プロダクトからエンジニアリングサービス中心の企業への転換である。中期経営計画で掲げたエンジニアリングサービスの拡大を通じて、売上総利益率をさらに向上することができれば、機器卸売企業としてのバリュエーションではなく、SI 企業のマルチプルが付与され、バリュエーションが切り上がることが期待される。

図表 9. 売上総利益率×売上高成長率×PBR (26/3 期)



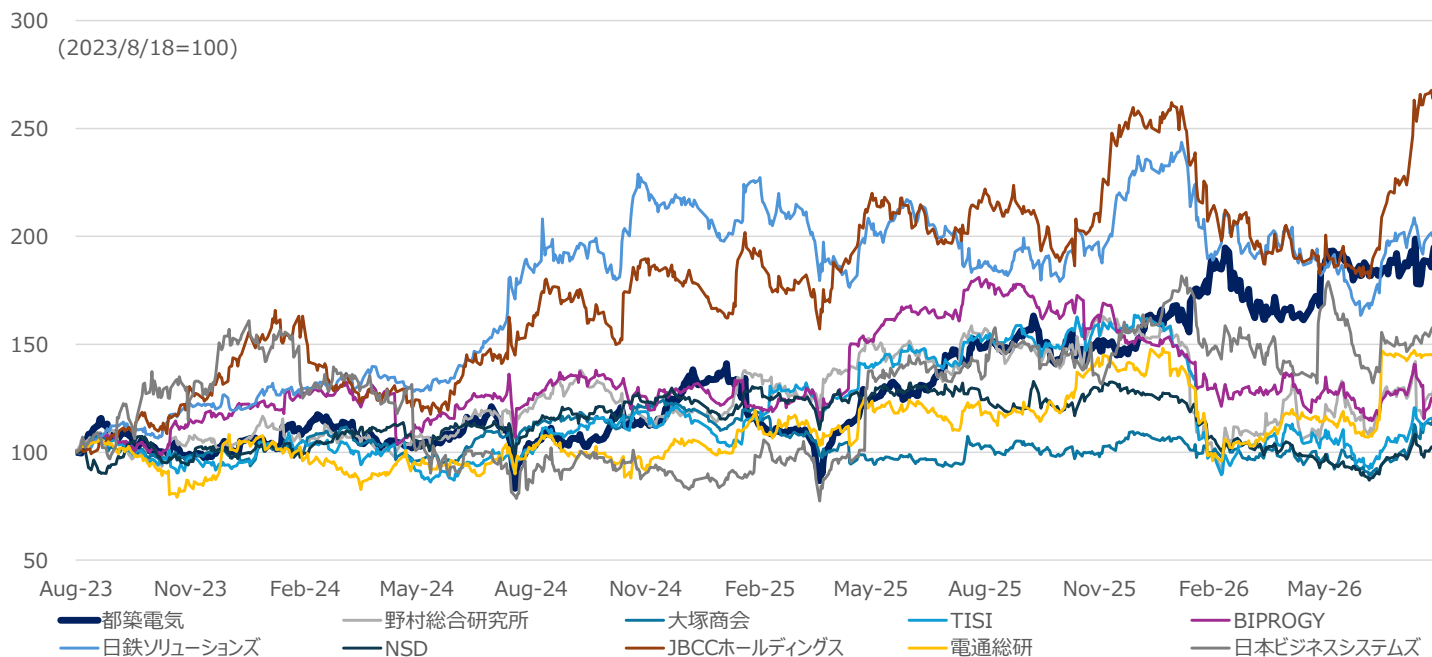
注：バブルの大きさは PBR を表している
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. バリュエーション一覧

	コード	決算期	株価 (8/14) 円	時価総額 十億円	EV 十億円	EPS 会社予想 円	PER 会社予想 倍	PBR 倍	ROE 会社予想 %	配当性向 会社予想 %	株価騰落率 1年 % 3年 %	
都築電気	8157	2026/3	4,180	76.1	39.1	315.6	13.2	1.6	12.4	60.2	31.7	93.4
野村総合研究所	4307	2026/3	5,131	2,947.3	3,050.1	209.5	24.5	6.8	27.4	40.1	-15.6	28.1
大塚商会	4768	2025/12	3,536	1,340.9	1,089.8	171.2	20.7	3.4	17.0	61.3	13.6	16.3
TIS	3626	2026/3	3,848	846.8	826.6	271.7	14.2	2.6	17.1	33.1	-23.1	16.6
BIPROGY	8056	2026/3	4,653	449.4	475.3	333.4	14.0	2.5	18.5	42.0	-27.7	30.5
日鉄ソリューションズ	2327	2026/3	3,837	702.1	611.0	176.5	21.7	2.5	12.0	49.3	8.3	97.0
NSD	9759	2026/3	2,834	215.2	182.7	173.7	16.3	2.9	18.6	55.9	-18.0	4.1
JBCCホールディングス	9889	2026/3	1,735	105.3	88.9	99.6	17.4	4.2	24.6	60.3	25.9	193.8
電通総研	4812	2025/12	2,694	175.3	169.2	92.2	29.2	1.7	18.8	48.8	20.1	45.4
日本ビジネスシステムズ	5036	2025/9	1,612	73.5	94.3	155.4	10.4	2.7	28.1	32.2	13.3	44.3
平均							18.2	3.1	19.4	48.3		

注：野村総合研究所、BIPROGY、日鉄ソリューションズの会計基準は IFRS、他は日本基準
出所：各種資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 過去 3 年間の相対株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 12. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高	118,872	125,366	120,004	119,316	123,899	124,856	98,263	103,728	107,000
(前期比)	6.2%	5.5%	-4.3%	-0.6%	3.8%	0.8%	-21.3%	5.6%	3.2%
情報ネットワークソリューション	93,704	102,104	97,848	92,319	93,905	102,523	98,263	103,728	
(前期比)	13.8%	9.0%	-4.2%	-5.7%	1.7%	9.2%	-4.2%	5.6%	
機器	39,391	44,790	44,207	37,127	37,943	44,925	40,320	43,378	
(前期比)	NA	13.7%	-1.3%	-16.0%	2.2%	18.4%	-10.3%	7.6%	
開発/構築	17,665	19,668	14,518	14,501	13,840	14,786	15,310	17,391	
(前期比)	NA	11.3%	-26.2%	-0.1%	-4.6%	6.8%	3.5%	13.6%	
サービス	36,647	37,645	39,122	40,690	42,121	42,811	42,632	42,957	
(前期比)	NA	2.7%	3.9%	4.0%	3.5%	1.6%	-0.4%	0.8%	
電子デバイス	25,168	23,261	22,155	26,996	29,993	22,333	-	-	
(前期比)	-15.1%	-7.6%	-4.8%	21.9%	11.1%	-25.5%	-	-	
エンジニアリングサービス								31,100	32,300
(前期比)								-	3.9%
プロダクト								72,500	74,600
(前期比)								-	2.9%
売上総利益	21,496	23,075	21,465	22,511	24,178	25,308	22,665	24,965	
(売上高総利益率)	18.1%	18.4%	17.9%	18.9%	19.5%	20.3%	23.1%	24.1%	
販売費及び一般管理費	18,177	18,618	18,263	18,498	19,060	18,868	16,183	16,787	
営業利益	3,318	4,457	3,202	4,012	5,118	6,439	6,481	8,178	8,700
(前期比)	30.7%	34.3%	-28.2%	25.3%	27.6%	25.8%	0.7%	26.2%	6.4%
(売上高営業利益率)	2.8%	3.6%	2.7%	3.4%	4.1%	5.2%	6.6%	7.9%	8.1%
情報ネットワークソリューション	3,054	4,289	2,960	3,400	4,155	5,925	6,481	8,178	
電子デバイス	260	163	242	592	954	487	-	-	
消去又は全社	3	4	0	18	8	27	0	0	
営業外費用	232	196	154	150	133	157	180	126	
経常利益	3,494	4,577	3,361	4,227	5,355	6,486	6,596	8,320	8,700
(前期比)	33.8%	31.0%	-26.6%	25.8%	26.7%	21.1%	1.7%	26.1%	4.6%
(売上高経常利益率)	2.9%	3.7%	2.8%	3.5%	4.3%	5.2%	6.7%	8.0%	8.1%
特別利益	175	32	52	219	423	2,443	275	2,419	
特別損失	161	293	174	16	198	514	23	1,349	
税金等調整前当期純利益	3,509	4,317	3,238	4,430	5,579	8,415	6,848	9,391	
(前期比)	42.5%	23.0%	-25.0%	36.8%	25.9%	50.8%	-18.6%	37.1%	
(売上高税引前利益率)	3.0%	3.4%	2.7%	3.7%	4.5%	6.7%	7.0%	9.1%	
法人税等	1,296	1,161	817	1,453	1,844	2,768	1,953	2,778	
(実効税率)	36.9%	26.9%	25.2%	32.8%	33.1%	32.9%	28.5%	29.6%	
当期純利益	2,212	3,155	2,419	2,976	3,734	5,647	4,895	6,612	
非支配株主に帰属する当期純利益			72	178	213	170	130	140	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,212	3,155	2,346	2,798	3,521	5,477	4,764	6,472	5,750
(前期比)	46.0%	42.6%	-25.6%	19.3%	25.8%	55.6%	-13.0%	35.9%	-11.2%

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 13. 主要指標

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
EPS (円)	128.9	182.1	134.1	158.5	197.5	304.8	263.3	355.9	315.7
BPS (円)	1,666.9	1,706.2	1,760.9	1,853.7	1,950.1	2,241.9	2,436.1	2,652.8	
1株当たり配当金 (円)	39.0	55.0	46.0	48.0	61.0	90.0	99.0	126.0	190.0
配当性向	30.3%	30.2%	34.3%	30.3%	30.9%	29.5%	37.6%	35.4%	60.2%
終値 (円)	851	1,100	1,657	1,480	1,563	2,336	2,263	3,465	
PER (倍)	6.6	6.0	12.4	9.3	7.9	7.7	8.6	9.7	
PBR (倍)	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	0.9	1.3	
期末発行済株式数 (千株)	24,678	22,178	20,178	20,178	20,178	20,178	18,978	18,978	
自己株式数 (千株)	7,450	4,740	2,610	2,458	2,258	2,156	852	764	
自社株控除株式数 (千株)	17,228	17,438	17,568	17,720	17,920	18,022	18,126	18,213	
時価総額 (自己株数調整後)	14,661	19,182	29,110	26,226	28,009	42,098	41,019	63,109	
株主資本比率	36.4%	38.4%	40.6%	41.5%	42.0%	49.8%	55.2%	55.1%	
有利子負債残高 (百万円)	16,875	13,260	12,847	12,505	10,991	10,189	9,547	8,394	
D/ELシオ (倍)	0.59	0.45	0.42	0.38	0.31	0.25	0.22	0.18	
企業価値 (百万円)	16,079	13,969	26,013	19,569	18,123	13,591	11,853	28,036	
EBITDA (百万円)	5,237	6,704	5,656	6,634	7,333	8,060	7,830	9,429	
EV/EBITDA倍率	3.1	2.1	4.6	2.9	2.5	1.7	1.5	3.0	
ROE	7.9%	10.8%	7.7%	8.8%	10.4%	14.5%	11.3%	14.0%	
実質ROE						10.4%	10.5%	12.3%	
ROIC	8.0%	11.5%	8.5%	9.3%	11.8%	18.4%	26.8%	32.5%	
従業員数 (人)	2,336	2,359	2,408	2,382	2,328	2,094	2,061	2,040	

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 14. 連結貸借対照表 (単位 : 百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
現金及び預金	15,457	18,473	15,944	19,162	20,877	38,696	38,713	43,467
営業債権	33,372	29,927	31,765	32,757	32,248	21,579	21,940	24,932
棚卸資産	8,087	8,484	7,618	7,483	11,683	3,648	2,601	4,259
その他流動資産	2,255	1,355	1,413	1,793	2,388	2,006	1,809	1,574
流動資産	59,171	58,239	56,740	61,195	67,196	65,929	65,063	74,232
有形固定資産	7,310	6,882	6,264	5,428	4,504	2,187	1,974	1,814
建物および土地	3,031	3,050	2,574	3,016	2,922	1,089	1,053	1,026
その他有形固定資産	4,279	3,832	3,690	2,412	1,582	1,098	921	788
無形固定資産	3,040	3,057	2,967	3,072	2,610	2,286	2,541	2,005
投資その他の資産	9,422	9,269	10,228	9,528	8,896	10,663	10,483	9,577
投資有価証券	4,643	3,770	4,766	4,096	3,471	4,092	4,538	2,383
その他投資資産	4,779	5,499	5,462	5,432	5,425	6,571	5,945	7,194
固定資産合計	19,772	19,208	19,460	18,030	16,011	15,137	14,999	13,398
資産合計	78,944	77,448	76,200	79,226	83,207	81,066	80,063	87,630
支払手形及び買掛金	18,609	17,863	15,875	15,307	17,144	11,637	11,560	13,840
短期債務 (リース債務含む)	13,483	6,265	6,483	10,695	5,882	5,359	9,177	3,989
賞与引当金	2,567	2,536	2,415	2,303	2,513	2,416	2,105	2,809
その流動負債	6,479	6,785	5,264	6,581	7,521	9,050	6,367	8,548
流動負債	41,138	33,449	30,037	34,886	33,060	28,462	29,209	29,186
長期債務 (リース債務含む)	3,392	6,995	6,364	1,810	5,109	4,830	370	4,405
退職給付に係る負債	5,434	6,805	7,959	8,531	8,826	5,563	4,498	3,859
その他固定負債	263	445	668	798	825	1,346	1,356	1,341
固定負債	9,089	14,245	14,991	11,139	14,760	11,739	6,224	9,605
負債合計	50,228	47,695	45,029	46,026	47,820	40,202	35,433	38,792
資本金	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812
資本剰余金	3,100	2,581	2,581	2,581	2,581	2,756	2,581	2,581
利益剰余金	19,973	21,021	21,150	23,018	25,607	29,705	31,901	36,421
自己株式	-5,816	-3,785	-2,472	-2,257	-1,979	-2,043	-985	-867
株主資本	27,070	29,629	31,072	33,155	36,022	40,230	43,309	47,948
その他の包括利益累計額	1,646	123	-137	-307	-1,076	171	846	367
その他有価証券評価差額金	1,036	690	1,485	1,343	1,132	1,944	2,289	1,159
繰延ヘッジ損益		-1	-3	-37	2	0	0	0
為替換算調整	36	10	52	145	193	0	0	0
退職給付に係る調整累計額	572	-575	-1,672	-1,760	-2,405	-1,773	-1,443	-791
非支配株主持分	-	-	236	352	441	462	473	522
純資産合計	28,716	29,752	31,171	33,199	35,387	40,864	44,629	48,837
負債純資産合計	78,944	77,448	76,200	79,226	83,207	81,066	80,063	87,630

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 15. 四半期業績推移 (単位 : 百万円)

決算期	25/3				26/3				27/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	18,771	23,071	23,455	32,965	18,833	24,604	23,889	36,401	22,014
YoY	-33.3%	-29.6%	-27.0%	3.5%	0.3%	6.6%	1.9%	10.4%	16.9%
エンジニアリングサービス					6,357				6,226
YoY					-				-2.1%
SI					4,200				4,000
NI					2,000				2,100
プロダクト					12,476				15,787
YoY					-				26.5%
SI					8,800				10,700
NI					3,600				5,000
機器	5,455	8,794	9,668	16,403	4,923	9,873	9,234	19,348	8,218
YoY	-23.9%	-18.4%	-13.3%	3.7%	-9.7%	12.3%	-4.5%	18.0%	66.9%
開発/構築	2,590	3,900	3,610	5,210	3,009	4,221	4,100	6,061	3,072
YoY	-3.6%	2.3%	-7.8%	19.2%	16.2%	8.2%	13.6%	16.3%	2.1%
サービス	10,725	10,377	10,178	11,352	10,900	10,511	10,554	10,992	10,723
YoY	1.3%	-2.3%	2.2%	-2.6%	1.6%	1.3%	3.7%	-3.2%	-1.6%
売上総利益	4,114	5,413	5,074	8,064	4,354	6,311	5,481	8,819	4,175
(売上総利益率)	21.9%	23.5%	21.6%	24.5%	23.1%	25.7%	22.9%	24.2%	19.0%
販売費及び一般管理費	4,113	4,020	4,068	3,982	4,053	4,122	3,966	4,646	4,299
営業利益	1	1,393	1,005	4,081	301	2,188	1,515	4,173	-123
YoY	-99.9%	-15.2%	-37.1%	63.2%	-	57.1%	50.7%	2.3%	-
(売上高営業利益率)	0.0%	6.0%	4.3%	12.4%	1.6%	8.9%	6.3%	11.5%	-
営業外損益	41	53	26	-6	59	45	32	7	13
経常利益	41	1,447	1,032	4,076	359	2,234	1,548	4,179	-111
YoY	-93.9%	-14.3%	-36.7%	63.4%	762.4%	54.4%	50.0%	2.5%	-
(売上高経常利益率)	0.2%	6.3%	4.4%	12.4%	1.9%	9.1%	6.5%	11.5%	-
特別損益	31	-6	0	227	19	33	648	370	0
税金等調整前当期純利益	72	1,440	1,032	4,304	379	2,266	2,196	4,550	-112
法人税等	39	382	297	1,235	81	683	648	1,366	-35
当期純利益	33	1,058	735	3,069	297	1,583	1,549	3,183	-76
非支配株主に帰属する当期純利益	32	22	35	41	25	38	38	39	34
親会社株主に帰属する当期純利益	1	1,035	700	3,028	272	1,545	1,510	3,145	-111
YoY	-99.7%	-57.9%	-45.4%	134.7%	-	49.3%	115.7%	3.9%	-

注 : 今期より、機器とサービスの一部は「プロダクト」、開発・構築とサービスの一部は「エンジニアリングサービス」に区分
出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

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