

SIとNIの二刀流ICT企業、資本収益性と株価の向上へ向けた経営陣の本気度に注目

都築電気は1932年創業で今年92周年を迎える老舗ICT(Information and Communication Technology)企業。SI(システム・インテグレーション)とNI(ネットワーク・インテグレーション)の両分野で国内トップクラスの技術力を持つ二刀流が競争優位性の源泉となっている。

2000年代は成長力を失っていたが、2010年代半ばからの経営改革と国内のIT投資活発化とDXニーズの広がりによって業績は再成長過程に入った。自社ソリューションを含むクラウド事業の伸長、利益率の高いサービス事業の拡大によるオーガニック成長に加え、企業DNAである「次世代ICTを見定める力」を活用したM&Aで成長を加速させる方針。

過去2回の3か年中計はいずれも超過達成。現行の中計は2033/3期ROE15%(現在10%)、10年間年平均EPS成長率7%を目指す長期ビジョンの第1ステージとの位置付け。成長分野への投資拡大と資本効率の向上に加え、投資家との対話による株主資本コスト(現状認識9%)の低減で企業価値と市場価値の引き上げを目指している。

2024年2月9日終値2,354円でみた都築電気のPBRは1.1倍、予想PERは8.8倍。上場のSI企業およびNI企業のPBRのほとんどが2倍以上、PER20倍前後で取引されていることを考えると安値に放置されている。PER10倍前後は上場エレクトロニクス専門商社と同じ水準で、株式市場は都築電気の変革を織り込んでいない。

しかし東証の業種区分は2018年に「卸売業」から「情報・通信」へ変更されている。売上高の20%を占めていた電子デバイス事業の売却で、2024年から同社は名実ともに「ICTのピュア・プレイヤー」に変貌した。都築電気の着実な成長戦略、資本効率向上を意識した財務戦略が顕在化、市場で理解されることで、中長期的なバリュエーションの切り上げが期待される。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(2/9)	2,354
年初来高値(2/8)	2,450
年初来安値(1/26)	2,175
10年間高値(23/9/7)	2,510
10年間安値(15/8/25)	415
発行済株式数(百万株)	18.0
時価総額(十億円)	42.4
EV(十億円)	29.1
自己資本比率(実績、%)	47.5
24/03 PER(会予、倍)	8.8
23/12 PBR(実績、倍)	1.1
24/03 配当利回り(会予、%)	3.8

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)
20/3	125,366	5.5	4,457	34.3	4,577	31.0	3,155	42.6	182	55
21/3	120,004	-4.3	3,202	-28.2	3,361	-26.6	2,346	-25.6	134	46
22/3	119,316	-0.6	4,012	25.3	4,227	25.8	2,798	19.2	158	48
23/3	123,899	3.8	5,118	27.6	5,355	26.7	3,521	25.8	197	61
24/3 会社予想	124,000	0.1	6,000	17.2	6,000	12.0	4,800	36.3	267	89

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.	2024 年から ICT 事業のピュア・プレイヤーへ.....	5
2.	都築電気の模倣困難な競争優位性：90 年の歴史で築いた SI と NI の両分野での高い技術力と強力な顧客基盤.....	7
3.	情報ネットワークソリューションサービスの事業内容と業績推移.....	9
(1)	サービス事業（売上高構成比 45%）.....	9
(2)	開発・構築（売上構成比 15%）.....	10
(3)	機器（売上構成比 40%）.....	10
4.	ICT 業界（SI と NI）における同業他社比較.....	11
(1)	SIer と NIer との競合状況.....	11
(2)	都築電気の低収益性と歴史的背景.....	12
(3)	エレクトロニクス商社気質からの脱却が収益性と株価バリュエーションの水準訂正に.....	12
5.	沿革～高度成長期（1932 年-2000 年）と停滞期（2001-2010 年代半ば）まで.....	13
(1)	創業から高度成長期を経て IT バブルまで.....	13
(2)	2000 年から 2010 年代半ばまで.....	15
(3)	厳しい経営環境の中で見えた都築電気の強み.....	17
6.	第 1 次中期経営計画（2018/3 期～2020/3 期）～コアビジネスの収益性の抜本的改善を実現.....	18
(1)	現社長の江森勲氏が社長就任後、経営改革が加速.....	18
(2)	自己株式の第 3 者割当てで財務体質も安定.....	18
7.	第 2 次中期経営計画（2021/3 期～2023/3 期）.....	19
8.	創業 90 周年の 2022 年にパーパスを策定.....	20
9.	長期ビジョンと中期経営計画「Transformation 2026」.....	21
10.	江森勲社長のプロフィール.....	23
11.	成長 6 領域の事業内容とポテンシャル.....	24
12.	資本市場を強く意識した財務戦略へ転換.....	27
13.	ESG について.....	29
14.	当面の業績動向.....	30
(1)	2024/3 期第 3 四半期累計業績.....	30
(2)	2024/3 期通期業績予想.....	30
15.	バリュエーション.....	32
16.	リスクファクター.....	35

エグゼクティブサマリー

SIとNIの両分野で高い技術を持つ老舗ICT企業がIT投資活発化とDXニーズの高まりを背景に再成長期入り

1932年創業で今年92周年を迎える老舗ICT(Information and Communication Technology)企業の都築電気が、株式市場や投資家を意識した企業価値創造に本気で取り組んでいる。国内のIT投資とDXニーズは中長期的にも増勢が見込まれており、SI(システム・インテグレーション)とNI(ネットワーク・インテグレーション)の両分野で高い技術と強い顧客基盤を持つ同社にとって市場環境は良好だ。ITバブルが崩壊した2000年から成長力を失っていたが、2010年代半ばから、収益体質の向上に取り組み2020/3期に20年ぶりに最高益を更新した。自社ソリューションを含むクラウド事業の伸長、利益率の高いサービス事業の拡大などを背景に再成長トレンドに入った。

2017年の江森勲社長就任から価値創造経営の取り組みが本格化

2017年4月の江森勲氏の社長就任から都築電気の変革が本格化し始めた。同社が初めて社外に公表した第1次中期経営計画(2018/3期-2020/3期)、第2次中期経営計画(2021/3期-2023/3期)はともに利益目標を超過達成。ROEは2016/3期の3.4%から2023/3期は10.4%に高まった。2018年の東証の業種区分の「卸売業」から「情報・通信業」へ変更、2020年の東証2部から1部への指定替え、2022年のプライム市場へ移行など、株式市場での評価向上にも取り組んだ。江森社長就任後の時価総額は4倍強、足元の株価はPBR1倍まで回復した。しかしPERは10倍前後が続いており、未だ資本市場の評価が高いとはいえない。

成長分野への経営資源のシフトが鮮明に、2033/3期までEPS年平均成長率7%、ROE15%(現在10%)が目標

現在進行中の中期経営計画(2024/3期-2026/3期)は創立100周年となる2033/3期へ向けた「長期ビジョン」で目指すROE15%、今後10年間のEPS年平均成長率7%へ向けた1stステージと位置付けられている。その骨子の一つである成長事業への経営資源のシフトの具体策として、今期に長年手掛けてきた電子デバイス事業の売却を実現した。事業ポートフォリオの見直しを表明する会社は多いが、全社売上高の20%強を占める主力事業の売却を実行したことで、経営陣の価値向上経営への変革を実行する本気度が示された。

リーディングカンパニーが連なる強力な顧客基盤、従業員の半数を占める技術者が模倣困難な競争優位性

都築電気の競争優位性は、①20年から30年にわたってサービスを提供してきた多くの大企業や官公庁を中心とした2万社にわたる顧客基盤、②グローバルベンダーから最適なソリューションを選びワンストップで提供できる体制、③それを支える従業員の半数を占める技術者の知見とテクノロジーにある。創業以来の音声基盤技術にAIで機能強化したクラウドPBXおよびクラウド型コールセンターなど高シェアの自社ソリューション事業に加え、サイバーセキュリティやDX支援など成長市場での収益拡大によって利益率向上を伴った成長が期待される。

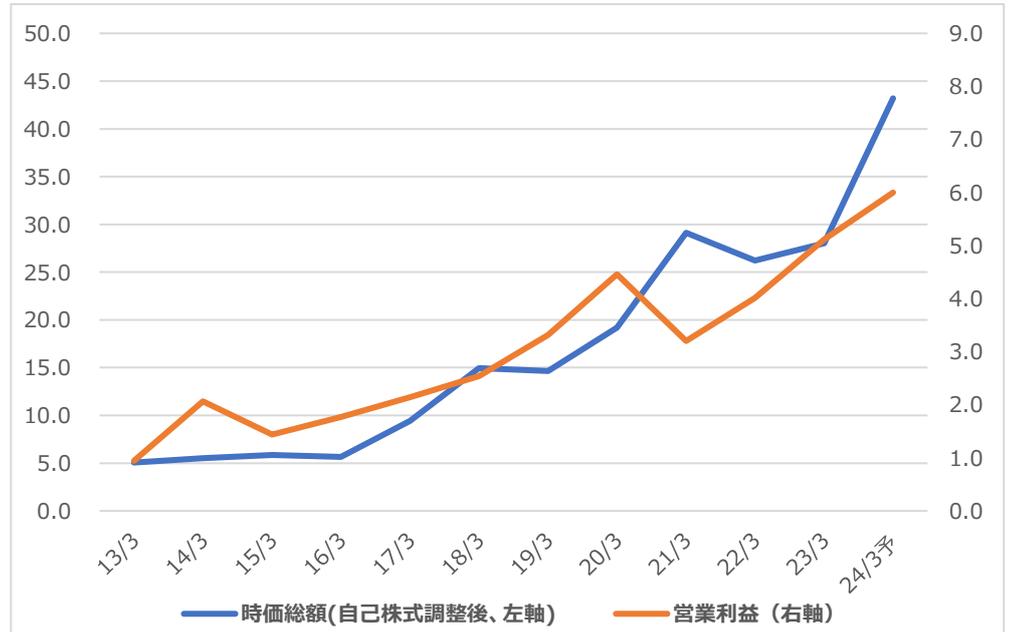
現在のPERとPBRは上場SI企業、NI企業と比べて半分の水準

2024年2月9日終値2,354円でみた都築電気のPBRは1.1倍、今期予想PERは8.8倍。上場のSI企業およびNI企業のPBRのほとんどが2倍以上、PER20倍前後で取引されていることを考えると安値に放置されている。これは、多くの投資家が過去の記憶にひきずられ、都築電気をエレクトロニクス商社企業群の1社と評価しているためだとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。過去10年間のPERレンジはSIer企業群の15-25倍、NIer企業群の15-30倍に対し、エレクトロニクス商社群は10倍前後で推移してきた。

ICTのピュア・プレイヤーとしての投資家の理解浸透でバリュエーションの切り上げを予想

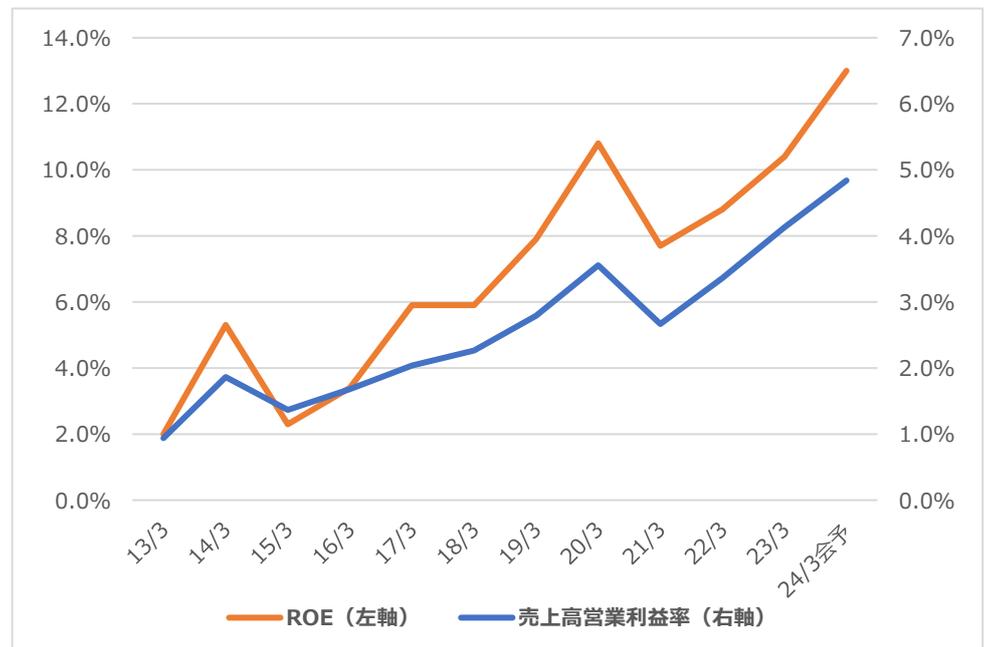
しかし、電子デバイス事業の売却によって、「都築電気はICT業界のピュア・プレイヤーに変貌した」との理解が2024年から徐々に資本市場で浸透していき。成長市場でのプレゼンス拡大を進める都築電気の事業戦略およびEPS成長と資本効率向上の両方を目指す財務戦略が顕在化していけば、中長期的なバリュエーションの切り上げが十二分に期待できるとストラテジー・アドバイザーズは考えている。

図表 1. 時価総額と営業利益の推移 (単位 : 10 億円)



出所 : ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 2. ROE と売上高営業利益率の推移



出所 : ストラテジー・アドバイザーズ作成

電子デバイス事業を 130 億円で売却、2024 年から情報ネットワークソリューションサービスの専門企業へ

資産効率の低さとシナジーの乏しさが電子デバイス事業売却の背景

中計に基づいて成長領域（クラウドサービス、セキュリティ、DX 支援）への投資を拡大

1. 2024 年から ICT 事業のピュア・プレイヤーへ

都築電気の 2023/3 期の売上高は前期比+3.8%増の 1,239 億円、その内訳は情報ネットワークソリューションサービス事業 939 億円（構成比 75.8%）、電子デバイス事業 299 億円（同 24.2%）。同期の営業利益は前期比+27.6%の 51.18 億円で、内訳は情報ネットワークソリューション 41.55 億円（構成比 81.2%）、電子デバイス事業 9.54 億円（同 18.8%）であった。

2023 年 9 月 29 日に電子デバイス事業を 129.7 億円で半導体/電子部品の調達・販売を手掛けるエレクトロニクス商社の株式会社レスターホールディングス（東証プライム コード 3156）に売却することを発表した。

電子デバイス事業の譲渡は 2024 年 1 月 9 日に実行された。これにより、2024 年から都築電気は名実ともに SI（システム・インテグレーション）と NI（ネットワーク・インテグレーション）およびそのサービス事業を主力とする ICT 事業のピュア・プレイヤーへ変貌をとげた。

電子デバイス事業の収益性および資産効率の低さは、経営陣にとって長年の課題であった。半導体や電子部品の仕入れ販売というビジネスモデルがゆえに付加価値を高めることが難しく、図表 3 のセグメントデータが示す通り、2017/3 期から 2021/3 期まで電子デバイス事業の売上高営業利益率は 1%前後で推移した。同じく総資産営業利益率も 1%前後にとどまり、情報ネットワークソリューションサービス事業の 6%を下回っていた。加えて、情報ネットワークソリューションサービス事業とのシナジー効果も乏しい状況が続いていた。

今期スタートした中期経営計画「Transformation2026」(2024/3 期～2026/3 期)では、事業ポートフォリオの見直しと成長領域への経営資源の集中によって、株主資本コスト 9%を超えるビジネスモデルへの転換を目指しており、初年度に実行したことになる。

2021 年 7 月には経営責任を明確にするために電子デバイス事業を本体から切り離し、分社化した。その後の世界的な半導体需給のタイト化などを背景に 2022/3 期、2023/3 期の電子デバイス事業の業績が回復していたため、買い手のレスターホールディングスと同事業の純資産額とほぼ同額の被買取価格で合意できたことから、売却に至った。

事業ポートフォリオの見直しを表明する事業会社は多いが、売上と利益で全社の 20%前後を占める主力事業の売却に踏み切ったことで、収益性と資産効率の向上を目指している経営陣の本気度が伺える。今回の事業売却と 2024/3 期第 2 四半期に実行した固定資産の売却により多額のキャッシュを獲得したことから、注力中の成長事業領域（クラウド型サービス、セキュリティプロダクト、DX プロダクト）などへの積極的な資本投下と M&A を含む戦略投資への活用が期待される。

図表3. セグメント別売上高、営業利益、総資産、従業員数

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
売上高(百万円)							
・情報ネットワークソリューション	80,802	82,320	93,704	102,104	97,848	92,319	93,905
・電子デバイス	24,347	29,652	25,168	23,261	22,155	26,996	29,993
全社	105,149	111,973	118,872	125,366	120,004	119,316	123,899
営業利益							
・情報ネットワークソリューション	2,093	2,248	3,054	4,289	2,960	3,400	4,155
・電子デバイス	38	276	260	163	242	592	954
・消去又は全社	10	13	3	4	0	18	8
全社	2,142	2,538	3,318	4,457	3,202	4,012	5,118
総資産 (百万円)							
・情報ネットワークソリューション	37,990	41,876	47,998	46,471	45,251	63,868	64,719
・電子デバイス	21,492	23,583	20,415	18,636	19,258	20,920	21,860
・消去又は全社	11,584	10,710	10,529	12,341	11,691	-5,563	-3,372
全社	71,068	76,169	78,944	77,448	76,200	79,226	83,207
売上高営業利益率							
・情報ネットワークソリューション	2.6%	2.7%	3.3%	4.2%	3.0%	3.7%	4.4%
・電子デバイス	0.2%	0.9%	1.0%	0.7%	1.1%	2.2%	3.2%
全社	2.0%	2.3%	2.8%	3.6%	2.7%	3.4%	4.1%
総資産営業利益率							
・情報ネットワークソリューション	5.6%	5.6%	6.8%	9.1%	6.5%	6.2%	6.5%
・電子デバイス	0.2%	1.2%	1.2%	0.8%	1.3%	2.9%	4.5%
全社	3.1%	3.5%	4.3%	5.7%	4.2%	5.2%	6.3%
期末従業員数							
・情報ネットワークソリューション	1,814	1,775	1,847	1,873	1,933	1,916	1,907
・電子デバイス	157	150	187	183	167	117	164
・消去又は全社	305	361	302	303	308	349	257
全社	2,276	2,286	2,336	2,359	2,408	2,382	2,328

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 都築電気の模倣困難な競争優位性：90年の歴史で築いたSIとNIの両分野での高い技術力と強力な顧客基盤

創業以来90年の事業開拓の歴史と人的資本投資で築かれた模倣困難性が競争優位性の源泉

都築電気の競争優位性は以下の通り。いずれも創業以来90年の事業開拓の歴史と人的資本投資で築いており、他社が容易に模倣することは難しい。

- ① SIとNIの両方で保有するICT業界トップクラスの技術力
- ② マルチベンダーとして顧客企業に最適なシステムを提供できるグローバルベンダーとの信頼関係とそれを提供できる社内人材
- ③ ワンストップで企業のICTに必要なあらゆるサービスを提供できる体制
- ④ 長い歴史の現場取引の中で築いた大企業を中心とした2万社におよぶ顧客基盤

SIとNIの二刀流-創業以来の電話設備の販売・保守、1950年代からのコンピュータ事業参入で誕生

ICT業界には、ソフトウェア開発に強みをもつSier（システム・インテグレーター）かネットワーク構築を得意とするNier（ネットワーク・インテグレーター）のどちらかに優位性を有する企業は多いが、都築電気は両方の分野で業界トップクラスの技術力を有するユニークな存在である。後述の通り、電話交換機の販売・工事・保守で創業し、1950年代にコンピュータの販売、その後運用サポート、ソフトウェア開発へと業容を広げてきた歴史がその背景となっている。

マルチベンダーとしてグローバルITベンダーから最適な製品・サービスを提供

都築電気は、メーカーに縛られることなく、顧客にとって最適なハードウェア、ソフトウェア、サービスを国内外のITベンダーやサプライヤーから選択して提供している。クラウドサービスの基盤としてはMicrosoft Azure、ネットワーク機器およびセキュリティサービスではCisco Systems、データベースではOracle、仮想化だとVMWareなど、それぞれの分野で世界トップシェアのプロダクトを抱える企業をパートナーとしている。同社が強みをもつコンタクトセンターの分野ではAvayaやGenesysの製品を提供している。PCやサーバなど機器の分野では、富士通、HPやDellなどの製品を顧客企業に合わせて販売している。

上流のコンサルから、システム開発、保守運用までワンストップで提供可能

また、同社は、企業経営に必要な全てのICTサービスを、上流のDXコンサルティングから必要なシステムの開発・構築の提案、機器調達とインプリメンテーション、導入後の保守・運用サポートまでワンストップで提供できる。富士通の大型コンピュータの導入・メンテナンスを長年続けてきたこともあり、特にシステムの保守・運用には定評がある。保守運用は24時間365日体制で、グループ8社の78拠点で全国をカバーしている。強みをもつ運用から入って、顧客の課題を見つけて提案につなげていくことも多い。

単体500人超、子会社600人超のエンジニアを抱える

これらを支えているのは、グループが抱える人的資本で、エンジニアは単体に500人超、子会社に600人超を擁している。近年は上流のコンサルティング機能の強化に力を入れており、社内資格であるDXアソシエイト認定者数は2022/3末の119人から2023/3末には147人に増えており、更に2026/3末には240人へと増やす計画。サイバーセキュリティの分野も評価が高く、日本で開催される重要な政府間国際会議において、ネットワーク構築、運用、サイバーセキュリティなどを一括して都築電気が担当することが多い。

様々な業種を顧客化

2023/3期の売上高1,239億円の内訳は製造業20%、サービス業15%、情報・通信業15%、医療・公共10%、卸売り・小売業・飲食店10%、運輸・建設10%、金融・保険業10%、その他の産業（不動産・電気・ガス・水道等）10%。特定業種への偏りはみられず、広範囲な業種を顧客化している。

都築電気 | 8157 (東証プライム)

強力な顧客基盤、多くが業界のリーディングカンパニー

顧客企業数は2万社にわたり、そのうち400社前後で全売上高の70~80%を占める。長い歴史の中で築いてきた強い関係が武器で、400社の多くは20年から30年の取引があり、50年以上という企業もある。長い取引関係ゆえに、顧客企業から「自分たちよりも、都築の担当者がオペレーションを理解している」と称されるほど厚い信頼を築いているところも少なくない。

創業の地が名古屋ということもあり、トヨタグループと長い取引がある。また、創業者の都築武一氏が三菱商事での勤務経験があり、1958年から東京丸の内に営業所を設置し、三菱グループの各企業へ販路を広げたことから、現在も関係を築いている。流通では大手コンビニエンスストア3社、金融ではメガバンクが大手の取引先となっている。また、山崎製パンとは50年以上の付き合いがあり、現在も関係が深い。

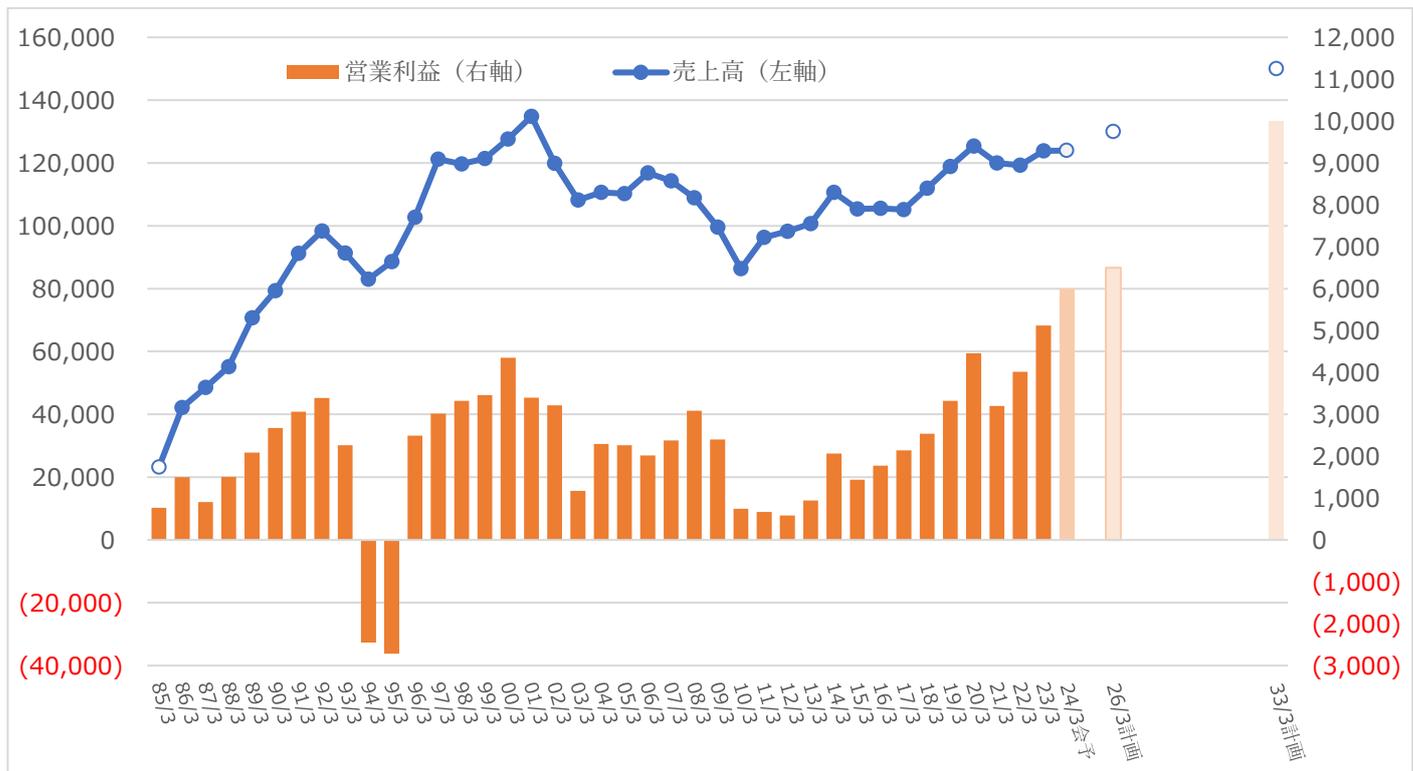
ネットワーク・インテグレーションは鉄道、金融、電力、ガスなどが中心

ネットワーク・インテグレーションの顧客は同業のネットワンシステムズや伊藤忠テクノソリューションズと異なり、通信大手3社の設備構築に関するプロジェクトは受託していない。都築電気のクライアントは、JR 東日本などの鉄道会社、金融、電力、ガスが多い。特に鉄道のネットワーク機器や新幹線の光伝送装置は、長期の案件となっている。これらは、路線が延伸したら追加発注があり、老朽化したら取り替えたりする安定したビジネスとなっている。システムインテグレーションはPCやサーバ、スマートフォン販売なども行っており、流通・小売、公共、金融と幅広い顧客に提供している。

都築電気の企業 DNA

都築電気の企業 DNA は「次世代の ICT を見定める力」と後述する通り、「顧客と社員を徹底的に大事にする企業文化」にあるとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

図表 4. 売上高と営業利益の推移 (単位: 百万円)



出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 情報ネットワークソリューションサービスの事業内容と業績推移

機器、開発構築、サービスの3事業で構成、

情報ネットワークソリューションサービス事業は、①機器、②開発・構築、③サービスの3つのサブセグメント事業で構成されている。2023/3期の同事業の売上高は939億円で、構成比はそれぞれ機器40.4%、開発・構築14.7%、サービス44.9%であった。

2010年代からサービスの売上構成比を引き上げることに注力しており、情報ネットワークソリューションサービス事業全体に占める売上構成比は2020/3期の36.9%から2023/3期は44.9%へと上昇している。

営業利益率が過去2年で1.4ポイント改善

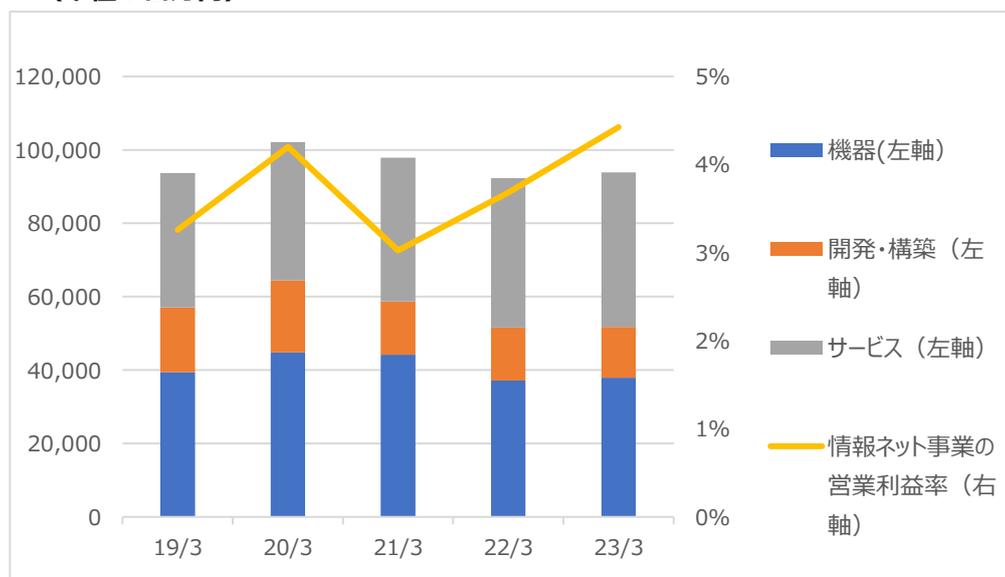
利益率の高いサービス事業の売上高の伸びに加え、開発・構築の不採算案件の減少、機器などの調達コスト効率化などの施策により、情報ネットワークソリューションサービス事業の売上高営業利益率は2021/3期3.0%、2022/3期3.7%、2023/3期4.4%と高まってきた。

(1) サービス事業 (売上高構成比 45%)

顧客企業のシステム運用・保守、自社ソリューションを含むクラウドサービスを提供

サービス事業の内訳は、顧客企業のシステム運用・保守・サポート、構築した通信ネットワークの監視やセキュリティサービスの提供などである。後述の通り、ここ数年はコンタクトセンターやPBXなどを中心にクラウドサービスの伸びが著しく、自社開発ソリューションであるクラウド型コンタクトセンター「CT-e1/SaaS」や、物流・青果市場など特定市場に特化した「TCloud シリーズ」などを提供している。

図表 5. 情報ネットワークソリューションサービス事業の売上内訳と売上高営業利益率 (単位：百万円)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

PBX (Private Branch Exchange) とは企業の内線・外線電話の発着信や、それらを転送する機器およびシステムで、都築電気の主力事業である。従来は企業に機器を設置するオンプレミスであったが、クラウド PBX などの後押しもあって情報ネットワークソリューションサービス事業内の売上高は機器からサービスに移行しつつある。

(2) 開発・構築 (売上構成比 15%)

業務システムや通信ネットワークの設計、開発・構築を手掛ける

開発・構築は、顧客企業の業務システムや通信ネットワークなどの IT インフラの設計・構築の開発および導入サービスを手掛ける。まず、ユーザー企業への業務コンサルティングを通じて、システムの要件定義 (要求される機能や性能などを明確にすること) と設計を行う。その設計に基づき、ハードウェアの調達やソフトウェアやアプリケーションのライセンス取得などを含め、実際の開発を進める。導入後は、定期的なメンテナンスや運用サポートに加え、クラウド基盤に構築する IT インフラ管理やデータ処理など付随するサービスを提供し、継続的な収益につなげている。

顧客ニーズに合わせたカスタマイズや導入支援の件数が多い

1 件当たりの開発案件としては、顧客ニーズに合わせたカスタマイズや導入支援など 500 万円以下のものが多い。スクラッチで開発する 1 億円以上の案件もあるが、多くは手掛けていない。ここ数年はクラウド化の加速でサービス事業に置き換わるケースも増えている。自社開発したソリューションである KitFit (青果市場や映画館など業種特化ソフトウェア) やクラウドサービスなどの開発・導入支援も行っている。

(3) 機器 (売上構成比 40%)

年間 10 万台程度のパソコンを法人向けに販売

機器はパソコン、サーバ、ストレージ、PBX、ネットワーク構築用機器 (ルータ、スイッチ)、法人向け業務用携帯などの販売を行っている。パソコンはメガバンクなどの大企業を中心に年間 10 万台程度、100 億円程度を販売しており、マルチベンダーの強みから HP や DELL など富士通以外の製品も多い。

WindowsOS のサポート終了やパソコンの買い替えサイクルで、4-5 年おきに特需が発生

パソコンは Windows OS のサポート停止にともなう大手顧客の買い替えサイクルがあり、数年ごとに特需が発生する。直近は Windows 7 のサポート終了で 2020/3 期に特需が発生。パソコン販売台数が 2019/3 期の 7 万台に対し、2020/3 期は 13 万台ととなり、機器事業の売上増につながった。Windows 10 のサポート停止は 2025 年 10 月が予想されており、買い替えサイクルも重なって 2025/3 期から 2026/3 期にかけてパソコン販売の増加が予想されている。

4. ICT 業界 (SI と NI) における同業他社比較

(1) Sier と Nier との競合状況

日本国内には数多くの Sier (システム・インテグレーター) および Nier (ネットワーク・インテグレーター) が存在するが、上場企業で都築電気と事業内容が似通っており、時にプロジェクト単位で競合するのは図表 6 の通りである。この他にソリューション売上高が 2 兆円を超える富士通、NEC、NTT データ、日立製作所などのプレイヤーが存在している。

ほとんどが SI を事業の柱とするが、伊藤忠テクノソリューションズ (CTC)、ネットワンシステムズ、NEC ネットエスアイはネットワーク構築に強みを持つ。

図表 6. Sier と Nier の業績および収益性比較 (単位: 百万円, %)

	証券	決算期	売上高	売上	営業利益	営業	ROIC	ROIC	ROE	株主資本
	コード			総利益率		利益率	投下資本	事業資産		比率
都築電気	8157	2023/03	123,899	19.5	5,118	4.1	7.1	12.2	10.4	42.0
野村総合研究所	4307	2023/03	692,165	34.6	111,832	16.2	12.9	21.9	20.7	47.6
大塚商会	4768	2022/12	861,022	21.4	54,768	6.4	12.1	36.5	12.9	61.1
伊藤忠テクノソリューションズ	NA	2023/03	570,934	24.4	46,473	8.1	9.6	15.8	11.8	56.6
TIS	3626	2023/03	508,400	27.9	62,328	12.3	11.6	19.0	18.8	64.2
SCSK	9719	2023/03	445,912	26.4	51,361	11.5	10.5	16.5	14.4	62.4
BIPROGY	8056	2023/03	339,898	26.3	29,673	8.7	11.4	22.0	15.0	49.9
NEC ネットエスアイ	1973	2023/03	320,802	20.7	22,751	7.1	10.0	16.1	10.0	52.9
日鉄ソリューションズ	2327	2023/03	291,688	22.6	31,738	10.9	10.1	24.3	11.1	62.7
ネットワンシステムズ	7518	2023/03	209,680	24.0	20,635	9.8	13.3	19.3	20.0	42.4
電通総研	4812	2022/12	129,054	36.3	18,590	14.4	18.9	51.8	18.1	60.6
日本ビジネスシステムズ	5036	2023/09	112,800	11.6	4,192	3.7	10.5	13.8	16.0	44.8
NSD	9759	2023/03	77,982	22.5	12,525	16.1	15.0	49.7	19.3	80.3
JBCC ホールディングス	9889	2023/03	58,144	31.0	3,764	6.5	13.2	26.1	14.1	55.3

出所: 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)

日々の競合はあるが、IT 人材の恒常的不足と市場成長で業界全体のマージンは確保

大手のインテグレーション企業の中には、野村総合研究所の証券業界、TIS のクレジットカード業界など、特定業種に絶対的な強みを持っている企業もある。しかし、ほとんどの主要プレイヤーは製造、サービス、金融、流通、公共など幅広い業界にテクノロジーを提供している。都築電気も 2023/3 期の業種別売上高で示した通り、顧客の業種は広く分散している。

従来型の SI 事業における競争は、企業が情報システムやネットワークを新規に構築したり、更新を行う際にどのインテグレーターに発注するかを決めるコンペなどの場面で日常的に発生する。数社から提出されたシステム開発の内訳、保守・運用の方針、それらに関する費用などを合わせた見積もりを顧客が分析・判断し、発注先を選択し契約する。開発と保守・運用を別々の企業に発注することも多い。日々の現場で受注競争が繰り広げられているものの、IT 人材の恒常的不足と市場拡大を背景に、2010 年代半ば以降、大手インテグレーターのマージンはある程度確保されている。

(2) 都築電気の低収益性と歴史的背景

同業他社と比べた収益性は見劣り

都築電気の 2023/3 期の電子デバイス事業を除いた情報ネットワークソリューションサービス事業の売上高は図表 3 で示した通り 939 億円と 1,000 億円を下回っており、上場している他の SIer、NIer と比べると大きくはない。また、同事業の 2023/3 期の売上高営業利益率は 4.4% で、前述の通り、2021/3 期の 3.0% より高まったものの、他のインテグレーション企業と比べると水準が低い。同業大手の売上高営業利益率は 10% を超えている企業も少なくない。都築電気より売上高営業利益率が低いのは、マイクロソフト製品のライセンスや関連機器のリセール（再販）を主力としている日本ビジネスシステムズくらいである。

エレクトロニクス商社のレガシーをひきずってきた

SIer の多くのスタートは、大企業の情報システム部門であり、創業時から開発・構築を手掛けてきた。一方、次章で述べる通り、都築電気は富士通の電話交換機の特約店として設立され、コンピュータのディーラーとして歩んできた。歴史的にみれば、ベンダーから機器を仕入れて顧客に販売するという低マージンが許容される「商社」としての企業文化が強かったことが、他の SIer よりも利益率が低い背景と戦略・アドバイザーズでは考えている。

2023/3 期のエレクトロニクス商社の売上高営業利益率は、マクニカホールディングス 6.0%、レスターホールディングス 3.0%、加賀電子 5.3%、トーメンデバイス 2.9% であった。前期は半導体ビジネスの好調などもあったが、過去 10 年のエレクトロニクス商社の売上高営業利益率はいずれも 1 桁台前半で推移しており、都築電気もそれに近い水準であった。

(3) エレクトロニクス商社気質からの脱却が収益性と株価バリュエーションの水準訂正に

26/3 期の情報ネットワークソリューションサービスの営業利益率は 5.0% と 23/3 期から 0.5 ポイント向上を計画

しかし、2018 年の東証の所属業種の「卸売業」から「情報・通信」への変更、電子デバイス事業の売却によって、都築電気の事業構造と企業体質は着実に変貌しつつある。経営陣も SIer や NIer と比べた収益性の低さは十分理解しており、2017/3 期からの不採算案件損失の削減、開発プロセスの標準化による生産性向上と売上総利益率の改善に取り組んできた。更には、強みをもつコンタクトセンター領域でのプレゼンスを高めるため、クラウド型コンタクトセンターで業界シェア第 2 位の ComDesign (コムデザイン) 社を子会社化するなど、競争力を高める取り組みも実行した。

現中期経営計画(2024/3 期-2026/3 期)では情報ネットワークソリューションサービス事業の売上高営業利益率 5.0% と 3 年間で 0.5 ポイント引き上げる計画。後述の通りに、利益率の高い自社ソリューションを含むクラウドサービス事業、SaaS 事業が伸びれば、更なる向上も期待される。同業 SIer や NIer に利益率が近づくことが、現在の相場エレクトロニクス商社の水準と同じ PER10 倍前後から脱却する道標となると戦略・アドバイザーズでは考えている。

5. 沿革～高度成長期（1932年-2000年）と停滞期（2001-2010年代半ば）まで

90年の歴史を3ステージに分解

90年以上の歴史をもつ都築電気だが、戦略・アドバイザーズでは、①創業から高度成長期を経て2000年のITバブルまで、②2000年代の国内ICT市場の構造変化への対応の遅れによる業績停滞期、③2010年代半ばからのクラウド事業本格化とサービス事業拡大による再成長期突入、の3ステージに分けられると考える。

(1) 創業から高度成長期を経てITバブルまで

1932年に名古屋で富士電機の電話交換機の販売特約店として設立

1932年、富士電機製造株式会社（現在は富士電機株式会社）の名古屋地区における唯一の特約店として「都築商店」が設立され、電話交換機の販売、設置工事および保守などの事業を開始した。創業者の都築武一氏は東京高等工業学校機械科専科を卒業後、三菱商事などに勤務した後、1931年より富士電機名古屋出張所の嘱託として通信機器の販売を担当していた。通信設備は将来国民経済の中樞神経となる重要な設備であり、その利用度を高めること＝公共事業へ寄与することが創立の趣旨であった。

都築商店設立の3年後の1935年に富士電機製造の電話部を母体として、富士通信機製造株式会社（現富士通株式会社）が設立されており、今日に至るまで都築電気の最大の事業パートナーとなっている。1941年には富士通が20%出資している。

1958年に富士通のディーラーとしてコンピュータ販売開始、1970年前後に保守・運用、ソフトウェア開発事業を立ち上げ

1958年に富士通との特約店契約により、コンピュータや関連部品の販売を開始した。1963年には日本証券業協会に株式の店頭登録も果たしている。コンピュータの保守業務の重要性の高まりに応えるために、1969年にメンテナンス業務を専業とする株式会社都築シーイーセンター（現：都築テクノサービス株式会社）を設立した。1970年にはソフトウェアの重要性の高まりに対応し、株式会社都築ソフトウェア設立した。通信装置についても単体の機器販売だけでなく、各種組み合わせでシステム販売を手掛けるようになった。

都市銀行、製造、電力、鉄道、流通など様々な大企業、官公庁や大学に通信設備を納入した実績を積み重ね、顧客基盤を広げていった。富士通のコンピュータディーラーとしても保守業務の整備、SE（システムエンジニア）の養成に取り組み技術を磨くとともに販売を伸ばした。

1972年に都築省吾氏が2代目社長に

1972年都築武一社長が70歳となり、創業40周年になったタイミングで自らは会長となり、長男の都築省吾氏が社長となった。都築省吾氏は大学卒業後に富士通に7年間勤務した後、1960年に都築電気の取締役役に就任していた。

高度成長期終了後もOA化、データ通信市場の拡大を背景に順調に顧客基盤を拡大

日本経済の高度成長期は1970年代半ばで終了したが、電話回線の普及と通信技術の発展を背景にオンラインバンキングの構築やOA（オフィスオートメーション）化などデータ通信の需要が高まっていった。この時代に多くの大企業や自治体、官公庁が通信設備の刷新やOA化を進めたことで都築電気の顧客層は更に広がった。これが現在の大企業を中心とした顧客基盤にまでつながっている。

オーナー経営は2007年に終焉

1998年に都築省吾氏が退任し、次男の都築東吾氏が3代目社長に就任した。東吾氏は大学院修了後にエンジニアとして富士通に勤務した後1968年11月に都築電気取締役に就任していた。都築東吾氏は73歳まで社長を続けたが2007年に都築家ではない鳥潟守一氏が社長に就任し、オーナー経営は終わった。その後は、都築家以外からのプロパー社員が社長に就任している。

都築電気 | 8157 (東証プライム)

図表 7. 都築電気の沿革

1932	都築商店として名古屋で創業、富士電機の特約店として電話交換機の設置工事および保守を開始
1941	株式会社に改組、都築電話工業（株）に社名変更
1945	空襲により本社社屋全焼 本社を東京に移転
1958	富士通の特約店契約によりコンピュータや関連部品の販売開始
1961	都築電気工業（株）に社名変更
1963	株式を日本証券業協会に店頭登録（業種：商業）
1967	半導体、電子部品の販売会社として東新電機（株）（後の都築電産（株））設立
1969	コンピュータ販売におけるサービス体制強化のため（株）都築シーイーセンター設立（現都築テクノサービス(株)）
1970	コンピュータの技術革新・普及増大におけるソフトウェアの重要性の高まりに呼応し（株）都築ソフトウェア設立
1972	都築省吾氏社長就任
1982	都築空調（株）設立（現ツツキインフォテクノ東日本（株））
1986	東京証券取引所 市場第二部上場
1988	通産大臣認定のシステム・インテグレーター企業となる
1991	都築電気（株）に社名変更
1991	ルーセントテクノロジー社（現アバイア）と代理店契約を締結
1998	都築東吾氏社長就任
1999	都築電産（株）が東京証券取引所第二部上場
2007	鳥潟守一氏社長就任
2010	安藤始氏社長就任 上場子会社の都築電産（株）の株式公開買い付け（TOB）を実施
2012	都築電産（株）と合併 日浦秀樹氏社長就任
2016	新経営理念とロゴマークを発表
2017	江森勲氏社長就任
2018	東京証券取引所における所属業種を「卸売業」から「情報・通信業」に変更
2020	東京証券取引所 市場第一部に指定 独自のコンタクトセンターソリューションを有する（株）コムデザインを子会社化
2021	電子デバイス事業を分社化、都築エンベデッドソリューションズ（株）を設立
2022	経済産業省が定める DX 認定事業者認定 東京証券取引所プライム銘柄に移行 パーパスを制定、経営理念を刷新
2023	電子デバイス事業を売却（連結子会社 4 社の株式譲渡）

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

(2) 2000年から2010年代半ばまで

2001/3期の過去最高売上高をピークに減収傾向に

国内の情報通信市場は、パソコンの普及、インターネット時代の到来、携帯電話サービスの広がりなどで成長が続いたものの、21世紀以降の都築電気の売上高の成長はピークをつけた2001/3期を越えられない状況が続いた。

リーマンショックとその後の東日本大震災でIT投資が減退

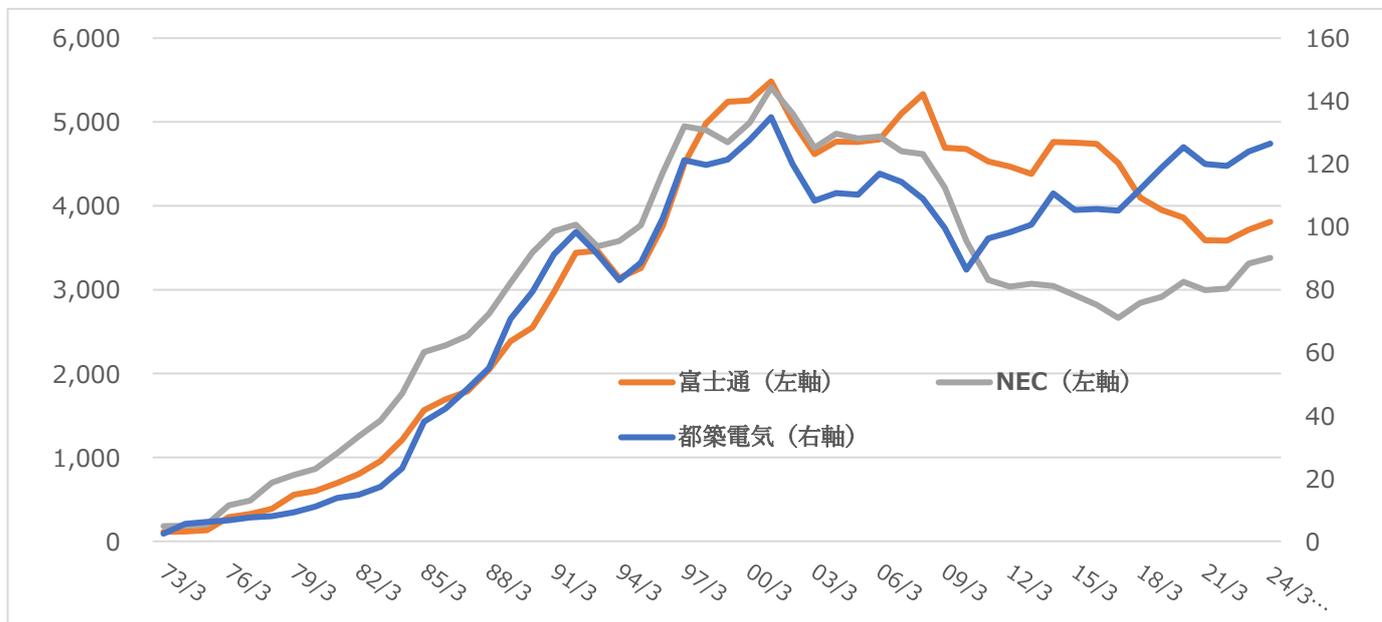
西暦2000年問題への対応とITバブルによって2001/3期につけた連結売上高の1,349億円は現在まで更新されていない。リーマンショックや東日本大震災の影響によるIT投資冷え込みなどもあり、2009/3期から2012/3期の売上高は1,000億円割れまで落ち込んだ。2010/3期から2013/3期の営業利益は10億円を下回った。営業利益が2000/3期の43.51億円を超えたのは20年後の2020/3期44.57億円となるなど、業績は2010年代半ばまで厳しい状況であった。

通信市場の自由化とIP化、電電ファミリー体制の崩壊など国内IT業界が構造的に変化

最大の要因は、都築電気の通信機器およびコンピュータの最大の仕入れ先であった富士通をはじめ国内の大手IT企業が競争力を失った点がある。1985年の旧電電公社の民営化と電気通信市場における競争政策の導入をきっかけに、電電ファミリーと言われた富士通、NEC、日立、沖電気などの寡占体制が崩壊。1990年代以降のインターネットの急速な普及等を背景に、アナログ/固定通信機器の市場は、新興キャリアやISP通信事業者など多様な主体へと広がった。製品についても、従前の電話交換機から、ルータ、サーバなどへ多様化が進んだ。

同時にコンピュータシステムについては「ネオダマ」と称された構造変化が進行した。「ネオダマ」とは4つの各キーワードの頭文字を組み合わせた造語であり、「ネ」はネットワーク、「オ」はオープンシステム、「ダ」はダウンサイジング、「マ」はマルチベンダーを意味していた。

図表 8. 都築電気と富士通、NECの連結売上高の推移 (単位: 10億円)



出所: 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)

富士通、NEC が競争力を失い、CISCO や ORACLE などのグローバルベンダーが台頭

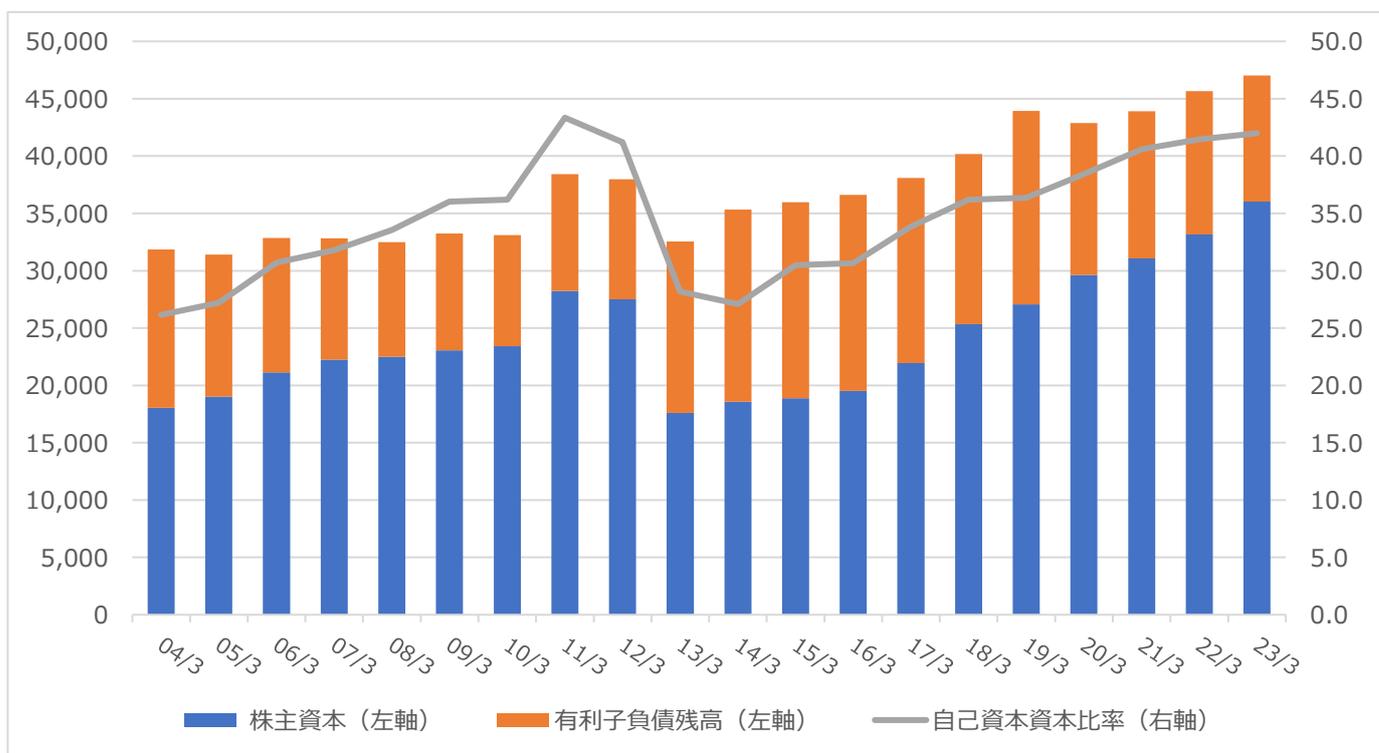
ネットワークの領域では CISCO、ORACLE などのグローバルベンダーの登場で市場環境が激変した。Windows95 が起爆剤になって市場環境が激変している中で、ホストコンピュータが主体だった日本のコンピュータメーカーではそれに対抗できず追随するしか手段がなかった。オフィスに交換機を設置するオンプレミスが主流だった PBX についてもソフトウェア PBX、続いてクラウド PBX が普及したが、富士通などは子会社で手掛けるなど本腰を入れていなかったため後手に回ってしまった。

国内大手 IT 事業者はこれらの構造変化に対応できず、CISCO などの北米を中心としたグローバルベンダーへ国内市場を奪われていった。図表 8 が示すとおり、富士通や NEC の売上高は 2000/3 期がピークとなっている。事業売却などの影響もあり、富士通の売上高は 2000/3 期の 5.484 兆円から 2013/3 期は 4.381 兆円へ、NEC も同じく 5.410 兆円から 3.072 兆円へとそれぞれ減少した。

100 億円超の自己株 TOB で財務体質も悪化

都築電気は財務面でも厳しい状況に陥っていた。株主資本は 2012/3 末の 275.04 億円から、2013/3 末は 175.86 億円と減少し、自己資本比率が 2012/3 末の 41.2%から 2011/3 末は 28.2%と低下した。これは、2012 年 3 月 26 日から 2012 年 4 月 20 日に自己株式の公開買い付けにより当時の発行済株式数の 52.16%にあたる 1,339 万 3,525 株を 1 株当たり 770 円、総額 103.13 億円で取得したためである。2012 年 3 月 22 日時点で 1,186 万 1,490 株、当時の発行済株式数の 46.19%を保有していたタワー投資顧問の都築電気株式を買い取ることを前提に公開買い付けが実施された。

図表 9. 株主資本、有利子負債残高、自己資本比率の推移 (単位: 百万円、%)



出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

(3) 厳しい経営環境の中で見えた都築電気の強み

以上のように 2000 年から 2010 年半ばまでの経営状況は良いとは言えなかったが、都築電気の今後の競争優位性を考える上で、2 点を指摘したい。

2000 年以降の業績低迷期でも従業員の規模は維持

第 1 は 2000 年以降の売上の伸び悩みが続いた状況でも、従業員数は安定していた点である。都築電気の従業員数は、2001/3 末の 2,542 人からほぼ同水準で推移、2014/3 末から 2018/3 末は 2,300 人を一時的に下回ったものの、業績の再成長に呼応する形で 2,300 人台を回復している。事業売却の影響があるとはいえ、富士通や NEC が従業員数を減らしたのに比べると、安定感が目立つ。

社員重視の共同体的経営が創業以来の社訓

都築電気は創業以来の社訓として「開拓無涯」（かいたくむがいは：事業や市場の拡大余地は無限大）と並んで、「以和為貴（わをもってたつしとなす）」を掲げ、社員重視の共同体的経営を重視してきた。同業他社よりも高い給与水準で報いており、離職率は 1 - 3 % と低水準を維持している。ICT 事業は言うまでもなく、人材が最大の資産であり、同社の企業文化と社員のロイヤリティの高さが、今後の成長局面の武器となるとストラテジー・アドバイザーズは考える。

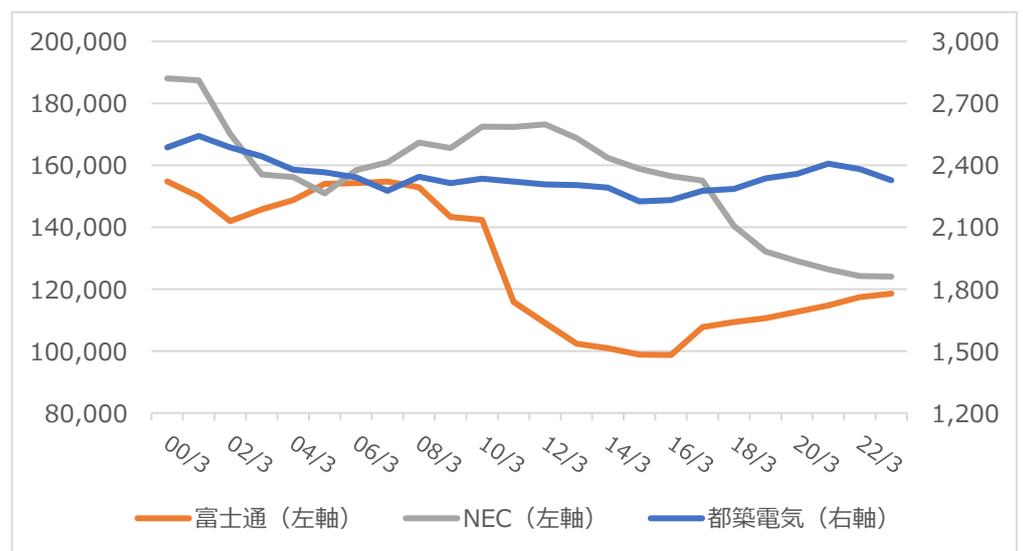
レジリエンスの高い運用・保守ビジネスと強固な顧客基盤が業績を下支え

第 2 は売上高がピーク比 40% 下落しても、最大の固定費である人件費を減らすことなく、黒字を維持した点である。2001/3 期以降の売上高営業利益率は 1 - 2 % と低水準が続いたが、赤字にはならなかった。これは派手ではないが、レジリエンスの高い運用・保守ビジネスに強みを持ち、またそれを支える強固な顧客基盤があったからだ。ストラテジー・アドバイザーズでは考えている。保守・運用は後述の通り、サービス事業のコアの一つであり、開発・構築や機器が新規に伸びれば、それに伴って売上がついてくる性格もある。

2013/3 期から売上高は回復トレンドへ

業績伸び悩みに歯止めがかかったのは、6 代目社長に日浦秀樹氏が就任した 2013/3 期からで、売上高は 1,006 億円と 5 期ぶりに 1,000 億円台に乗せた。日本企業の IT 投資が再び活発化し、マルチベンダーの強化で顧客ニーズに対応するとともに、KitFit などの自社サービス事業やクラウドインテグレーションが立ち上がりはじめた。

図表 10. 都築電気、富士通、NEC の期末従業員数の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

6. 第1次中期経営計画 (2018/3期~2020/3期) ~コアビジネスの収益性の抜本的改善を実現

(1) 現社長の江森勲氏が社長就任後、経営改革が加速

初めて公表した中期経営計画は売上高、営業利益、ROEのいずれも超過達成

都築電気にとって2017年は大きな転機となった。現社長の江森勲氏が2017年4月に第7代社長に就任し、2017年5月に同社として初めての中期経営計画を策定し公表、2018年6月に投資家アナリスト向けの決算説明会を初めて実施した。

第1次中期経営計画「Make New Value 2020」は2018/3期から2020/3期の3年間を対象とし、売上高1,060億円、営業利益28億円、ROE8%以上を掲げた。2020/3期の結果は、売上高1,254億円、営業利益44.57億円、ROE10.8%であり、計数目標の3項目すべてを超過達成した。

不採算案件のプロジェクト損失額が大幅に減少、2021/3期はゼロに

重点施策として掲げていたコアビジネスの収益性向上では不採算(都築電気では「仕損じ」と称している)案件の発生防止策の強化の寄与が大きかった。不採算案件のプロジェクト損失額2016/3期の10.99億円、2017/3期の4.77億円、2018/3期1.78億円、2019/3期1.66億円、2020/3期1.21億円と大幅に減少した。こうした業務品質改善には約5年を要したが、2021/3期以降の不採算案件の発生はほぼゼロとなり、収益性の改善に大きく寄与した。

見積り判断の厳格化、請負契約の減少が寄与

具体的な施策としては、システム開発やネットワーク構築などの案件について、「商談審査会」、「見積審査会」による精査を経て、見極めの判断をするようになった。契約形態についてはプロジェクトの完成が代金支払いの前提となる「請負契約」を減らし、完成義務がなく業務履行に対して代金が支払われる「準委任契約」を増やした。また、作業標準化、マニュアル整備を行い、新設した「アシュアランス室」がプロジェクト期間中の工程遅延などのリスクの高まりを管理するようになった。

(2) 自己株式の第3者割当て財務体質も安定

2017年に自己株式を麻生に450万株割り当て34億円を調達

2013/3期の100億円の自己株式取得によって、悪化していた財務体質についても改善がみられた。保有していた自己株式は2017年に株式会社麻生(非上場)を対象とする第3者割当てによって1月230万株、11月220万株、それぞれ処分された。処分価格は、1月556円、11月966円で、それぞれ12.79億円、21.25億円の資金調達となった。

この結果、麻生が筆頭株主となり、現在も保有している。麻生の2023年9月末の議決権所有比率は24.19%でトップ。麻生は、医療関連事業、環境関連事業、建設関連事業、不動産事業などを手掛けており、2023/9末の純資産は450.17億円。麻生の専務取締役で医療事業本部長の瀧中秀敏氏が都築電気の社外取締役就任している。

利益の積み上がりもあり、自己資本比率も上昇

麻生への第3者割当てによる資金調達に加え、利益の積み上がりもあり、株主資本は2016/3末の195.06億円から2020/3末は296.29億円まで増加し、自己資本比率も同期間に30.7%から2020/3末は38.4%まで回復した。

東証の所属業種が「卸売業」から「情報・通信業」へ変更

株価を意識した取り組みも徐々に進んでおり、2018年に東京証券取引所における都築電気の所属業種が「卸売業」から「情報・通信業」に変更された。

7. 第2次中期経営計画 (2021/3期～2023/3期)

2023/3期の営業利益は過去最高、ROEは10.4%と2桁乗せ

第2次中期経営計画「Innovation 2023」における2023/3期の経営目標は売上高1,260億円、営業利益46億円、営業利益率3.7%、ROE9%であったが、実績は売上高1,238億円、営業利益51.18億円、営業利益率4.1%、ROE10.4%となった。売上高は未達だったが、営業利益は過去最高となり、営業利益率とROEは計画を上回った。

過去最高益の達成には売上総利益率が2020/3期の18.4%から2023/3期には19.5%へと高まったことが寄与した。これは、①利益率の高いサービス事業の拡大、②仕入れおよび外注費の適正化による原価低減、などが寄与しており、不採算案件による損失はゼロとなった。

ソリューションサービスを体系化したフレームワークを公表

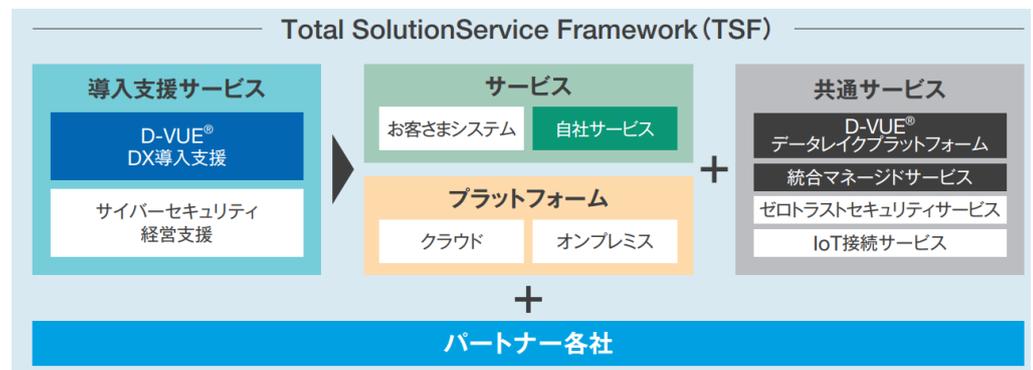
2021年10月に都築電気が提供する全てのソリューションを上流のコンサルティングから、中流のサービス、下流の保守・運用まで体系化した「Total Solution Service Framework (TSF)」を作成し公表した(図表11)。同社が提供可能なサービスとその多様さを一目で伝えられるため、顧客ニーズを引き出す有効な営業ツールとなっている。

2020年9月には独自のクラウド型コンタクトセンターソリューション「CT-e1/SaaS」を有する株式会社ComDesign(コムデザイン)社に50%出資し、子会社化した。コロナ禍による在宅ニーズの高まりと相俟って契約席数が急増した。都築電気はオンプレミスのコンタクトセンターで4万席の豊富な実績があるが、10席から200席と中小型規模に強みをもつ「CT-e1/SaaS」をメニューに加えた。

2020年に東証1部に指定替え、2022年プライム市場に移行

また、2020年6月に東京証券取引所の第2部から第1部銘柄に指定替えされており、2022年4月の市場区分見直しに伴い現在はプライム市場に移行している。

図表 11. 都築電気が提供するサービス体系のメニューと流れ



出所：会社資料

8. 創業 90 周年の 2022 年にパーパスを策定

創業 90 周年の 2022 年にパーパスを制定

都築電気は創業 90 年となった 2022 年 6 月に経営理念を整備しパーパスを制定した。経営理念は価値とあるべき姿を言語化した「パーパス」と大切にすべき価値観・行動指針を定めた「バリューズ」で構成されている。

同社のパーパスは「人と知と技術で、可能性に満ちた “余白” を、ともに。」である。「人と知と技術」は、都築電気が長年積み上げ高めてきた非財務資本であり、価値創造の源泉。それらの力で生み出す利便性や効率化は、同社の顧客や社会全体に対して余裕や余地、あそびといった「余白」をもたらす。「ともに」とはステークホルダーとともに歩むことを意味している。

100 周年へ向けて、1,000 人を超えるアンケート結果から従業員の思いを定量・定性的に取り込んだ後に、多様な年代、役職、職種の代表によるワークショップを開催して策定した。

バリューズは、「向き合う」、「築く」、「つなぐ」、「挑む」、「楽しむ」、「支援する」、「やり抜く」で 2016 年に策定したものを引き継いでいる。

経営理念の社員への理解度を定期的に測定し、一層の浸透を目指す

単に定めるだけでなく、従業員が経営理念を意識したうえで、日々の業務や新しい仕事に臨み体現することこそが、パーパスの実現につながると考えており、都築電気では浸透へ向けた活動を実施している。

具体的には年に 1 度の従業員アンケートにより経営理念の理解度を定点観測している。調査結果と目指す姿に基づき、施策立案・実行・評価・改善の PDCA サイクルを回して着実な浸透を目指している。

図表 12. 都築電気のパーパス

人と知と技術で、
可能性に満ちた“余白”を、ともに。

技術による利便性や効率化は、社会や人に余裕や余地、あそびといった余白をもたらします
人と人がつながりあえ、それぞれが自分らしく多様を認めあえる調和した世界の実現に向けて
現場や社会をみつめ、可能性をみつける「知」カタチにする「技術」、それらをつなぐ「人」の力で
自由に多彩な色でいまと未来を描ける“余白”を
ともに、社会に生み出し、育み続けていきます

出所：会社資料

9. 長期ビジョンと中期経営計画「Transformation 2026」

過去2回の3か年の中期経営計画を経て、都築電気の売上高営業利益率は、2017/3期の2.0%から23/3期4.1%へ、ROEは5.9%から10.4%へと向上。その結果、株式時価総額(自己株式調整後)は2017/3末の94.43億円から2023/3末は280.09億円、2024年1月末現在では431.96億円へと高まった。

2023年5月に長期ビジョンおよび中期経営計画を公表

2023年5月12日に長期ビジョンおよび中期経営計画「Transformation 2026」を公表。創業100周年を迎える2033/3期の目標として、「売上高1,500億円、営業利益100億円、営業利益率6.7%、ROE15%、EPS年平均成長率7%」を掲げた。現在の都築電気のポジションは「顧客のそばにいる存在」だが、10年後には「顧客を先導するパートナー」へ進化させ、「Growth Navigator(成長をナビゲートし、ともに創りあげる集団)へ変革することを表明している。

今後10年間のEPS年平均成長率7%、2033/3期ROE15%を目指す

2033/3期までの10年間を①成長領域へのリソースシフト(2024/3期~2026/3期)、②成長領域のスケールアップと新領域の開拓(2027/3期~2029/3期)、③成長領域の主力化と新領域の拡大(2030/3期~2033/3期)の3つのステージに分割して、長期ビジョンを達成するロードマップを作成した。現在進行中の中期経営計画「Transformation 2026」はその第1ステージと位置づけられている。事業戦略の骨子は、①成長領域の拡大、②既存事業の収益性向上、③事業ポートフォリオの見直し。

今期の電子デバイス事業売却など前倒しで進行中

①については次章で述べる通り、成長6領域を設定し、積極的な事業拡大を進めていく。②については販売管理データ等の分析や可視化によって能動的なリソース配分を行うとともに、コンサルティングやデータサイエンスなどの付加価値提供によって実質的な値上げを目指す。また、デジタルマーケティングやオンラインツールなどの活用で営業スタイルの変革も進める。③については前述の通り、初年度の2024/3期に電子デバイス事業の売却を実行しており、情報ネットワークソリューションサービス事業でもサービスメニューや事業領域の見直しを進めていく方針。

3年後のCO2排出量削減目標も開示

2026/3期の連結定量目標は売上高1,300億円、営業利益65億円、ROE10%以上。新たに今回は単体でのCO2排出量(Scope1と2の合計)を2023/3期の613トンから2026/3期は532トンと13.2%削減する目標を掲げている。

電子デバイス事業売却でも2026/3期の利益目標据え置き

2023年5月12日の発表では、2026/3期の情報ネットワークソリューションサービスは売上高1,022億円(2023/3期比+9%)、営業利益55億円(同+31%)、電子デバイスが売上高278億円(同▲7%)、営業利益10億円(同+5%)と計画していた。

電子デバイス事業の売却で、当初計画の分が剥落するが、2023年11月8日の第2四半期累計期間の決算説明および中計フォローアップの発表時に、長期ビジョンおよび中期経営計画の財務目標を変更しないと宣言した。理由は、ICT市場の成長が加速しており、既存事業の更なる収益性改善が期待されるためである。更に、電子デバイス事業売却で得た資金を成長領域だけでなく、ポテンシャルを再認識した既存領域(従来型SI、インフラ構築、機器販売)の競争力向上と収益基盤強化へ向けたM&Aに振り向ける予定。

国内ITインフラ市場の成長率が加速

都築電気によれば、IDCによる「国内ITインフラ市場予測」は2022年版の予測のCAGR3.2%(2023/3期-2027/3期)から2023年版の予測はCAGR8.4%(2024/3期-2028/3期)へと大幅に引き上げられた。コロナ収束でIT投資が回復しており、深刻な人手不足から省力化・自動化ニーズが高まった。更に生成AIが幅広く利用されるようになり、従来よりもハイスペックなパソコンの販売が伸びるとみられている。

PBR 1 倍超から更なる価値向上を目指す

江森勲社長は統合報告書 2023 の中で、「企業価値を向上させるための指標として ROE など資本収益性を意識し、PBR 1 倍超を恒常化していきます」と明確に語っている。図表 13 の、「事業成長」(10 年間の年平均 EPS 成長率 7%)、②資本効率改善 (ROE15%)、③経営資本強化 (人的資本など非財務価値向上) の 3 本柱でそれを実現していく方針。加えて、株主還元策の見直し、ガバナンス向上、IR 強化と投資家との対話ツールの充実、なども進めている。これらは資本市場での評価、すなわち株価の引き上げを意図したものであり、経営陣の本気度が伺える。

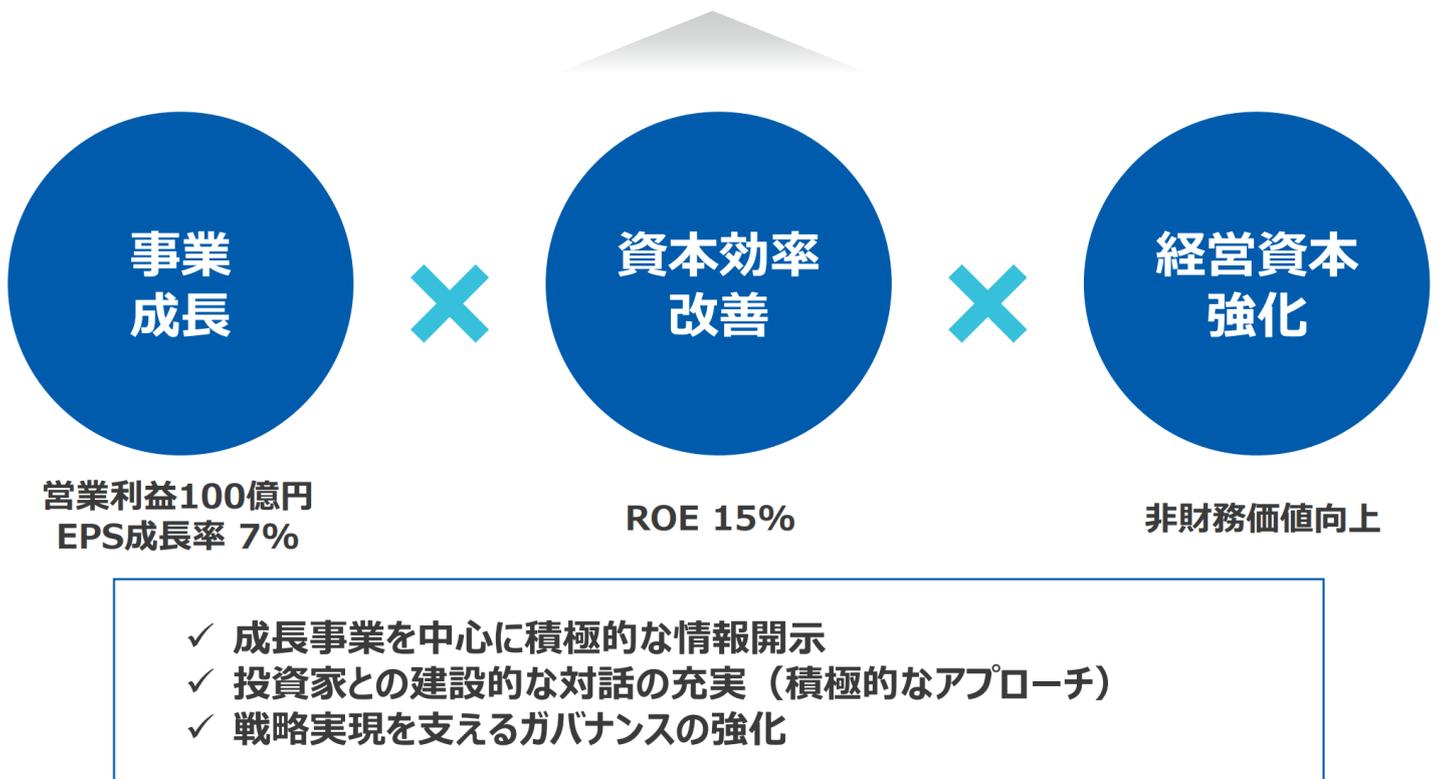
DOE3.5%導入で安定配当にコミット

今中計から配当性向を 30%から 40%へ引き上げるとともに、株主資本配当率 (DOE) を導入し、同比率 3.5%を下限とする方針を採用した。これにより、配当水準を大きく引き上げたうえで、一時的に業績が下がった場合でも、投資家の大幅な減配懸念につながらない枠組みを整えた。2024/3 期は 2023/3 期の 61 円を上回る 76 円の配当を期初に計画していたが、2024 年 1 月 31 日の第 3 四半期決算の発表時に業績予想の上方修正にともなって、89 円に引き上げた。

取締役の株主報酬比率を引き上げ

ガバナンス強化では、取締役報酬の金銭と株式割合を 90%:10%から 80%:20%へ変更し、株式の割合を高めた。投資家との対話のコミュニケーションツールとして都築電気としては初となる統合報告書を 2023 年 9 月 4 日に公開した。更には、社外のアナリストレポートの発行などを通じて IR 活動の強化を進めている。

図表 13. 企業価値向上へ向けた長期ビジョン



出所：会社資料

10. 江森勲社長のプロフィール

2017年4月の江森社長就任で変革がスタート

江森勲氏が2017年4月に社長に就任してから、都築電気は大きく変わった。それまで内向きだった企業体質を変えるために、同社としては中期経営計画を初めて公表した。ROEを含む経営の目標数値を公表し、トップ自らがコミットする姿勢を示すことで、社外へ決意を表明した。社内向けには、社員の定期健康診断の受診率100%達成へ向けて様々なアクションを追求するなど、あきらめずに数字と結果に徹底的にこだわる姿勢を貫いた。財務体質安定化と事業戦略の強化のために、麻生グループに第3者割り当て増資して資本業務提携を結んだ。後に子会社したComDesign社に最初に出資したのは、2017年10月である。

株式市場へ積極的に向き合う姿勢が鮮明に

株式市場への向き合い方も様変わりとなった。それまではIR専門部署がなく、上場会社に義務付けられた法定開示のみにとどまっていたが、2018年6月に初の決算説明会を実施し、その後は通期決算と第2四半期決算の発表時に定期的に開催するようになった。東京証券取引所における所属業種の変更手続きも進め、2018年10月に「卸売業」から「情報・通信業」へと変更された。前述の通り、2023年9月には同社初となる統合報告書「TSUZUKI REPORT 2023-変革-」を発行し、積極的な情報開示と投資家との対話によって、企業価値と株式市場での評価の向上を目指す姿勢を鮮明にした。

江森社長は、1959年1月の横浜生まれ。1981年に都築電気に入社後は2004年北海道支店長、2008年東日本営業統括部長などを歴任し、支店長時代は自治体ビジネスの立ち上げに貢献した。2009年の取締役就任後は営業部門を統括して、2017年4月に代表取締役社長に就任した。

「人がやらないことをいち早くやることに喜びを感じる」性分

若い時から、「人がやらないことをいち早くやることに喜びを感じる」性分であった。日本語のマニュアルがなかった時代に、都築電気の中でLAN (Local Area Network) を最初に自分で引いた。またインターネット端末も社内ですべて最初に設置したが、「世の中に出てきた新しいものをいち早く体験して、お客様にみてもらって、新しいビジネスにしたかった」という思いがある。都築電気には社員が自由に好きなことをできる風土があり、江森氏自身はそれが好きで新しいことに挑戦してきた。

都築電気のDNAである「次世代のICTを見極める力」と「顧客と社員を徹底的に大事にする会社」を江森社長は体現

ストラテジー・アドバイザーズは、都築電気のDNAを「次世代のICTを見定める力」と「顧客と社員を徹底的に大事にする企業文化」と考えており、江森社長はまさにそれを体現するリーダーだと考えている。2021年には東京オフィスをリニューアルしたが、若手の社員約20人に議論させて自由な発想で取り組んだ。先進的かつモダンなワークスタイルの導入で、都築電気のDXの取り組みを体験でき、顧客の見学も多く営業にもつながっている。

組織見直しではフラット化を進め、支店という概念をなくした。東京オフィス（かつては本社）、大阪オフィス（同じく大阪支店）となり、どこに出勤してもよいため、単身赴任という概念がなくなっている。出社もテレワークも強制せず、社員の自律に任せている。結果として、社員の生産性が向上し、売上総利益率の向上につながっている。現在の社員の給与水準は、上場会社の中で上位ではあるが、更なる引き上げも検討している。

江森社長の変革への情熱は更に強まっていることを実感

社長就任から7年を経過し、様々な変革を進め実績をあげてきたが、江森氏自身はストラテジー・アドバイザーズのインタビューで、「自分がやりたいこの半分もできていない」、「まだまだ昭和スタイルの会社なので古いやり方を壊して再構築したい」、と答えた。

市場成長が期待され都築電気が強
みをもつ6領域で3年間 CAGR
21%の売上高 160 億円を計画

都築電気の「音声基盤技術」がベ
ースのコンタクトセンターシステムとクラ
ウドコミュニケーションで業界シェア
No. 1を目指す

11. 成長6領域の事業内容とポテンシャル

都築電気は今中期経営計画で、成長6領域として、①コンタクトセンターシステム、②クラウドコミュニケーション、③マネージドサービス、④セキュリティ、⑤特定市場サービス DX、⑥DX コンサルティング領域を掲げている。いずれも市場の拡大が期待されている分野であり、同社が技術面で強みを持ち、すでに既存サービスをリリースして、顧客からの手ごたえを持っている事業群である。

成長6領域の売上高目標は図表14の通り。6領域全体で売上高2023/3期90億円から2026/3期160億円を目指している。マネージドサービスを除く5領域の売上総利益率は40%程度とサービス事業全体の30%を上回っており、これらの拡大は利益率の上昇に寄与することが期待される。

コンタクトセンターシステム領域とクラウドコミュニケーションの分野は、同社の祖業である「音声基盤技術」をベースに80年以上にわたりPBXなどで実績を築いてきた領域である。音声基盤技術とは、音声の「伝送・圧縮・加工・認識・合成」など、音声・コミュニケーション市場で活用されている基本的技術を指す。音声は特別な操作を伴わない究極のインターフェースとして様々な可能性を秘めており、生成AIなどの先端技術を利用した音声認識、自動応答、テキストマイニングなどへの活用でさらに市場拡大が予想される。都築電気はこの市場においてリーディングカンパニーを目指し、新たなテクノロジーとのシナジーを追求することで、コミュニケーション2事業を拡大させて、同分野における市場シェアNo.1を目指している。

図表 14. 成長6領域の売上高目標

	23/3期	26/3期	年平均
(単位：百万円)	実績	会社目標	成長率
コンタクトセンターシステム	4,500	6,100	11%
クラウドコミュニケーション	1,100	3,000	41%
マネージドサービス	2,800	3,800	11%
セキュリティ	300	1,500	71%
特定市場 DX サービス	100	600	81%
DX コンサルティング	200	1,000	82%
成長6領域合計	9,000	16,000	21%

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

コンタクトセンターシステム領域

クラウド型コンタクトセンターでは業界シェア2位、AI活用やCRM連携などで機能強化

都築電気は2020年、ComDesign（コムデザイン）社への出資比率を50%に高め子会社化した。同社の提供するクラウド型コンタクトセンター「CT-e1/SaaS」は、低コストで専用設備不要というクラウドサービスのメリットに加え、高いカスタマイズが強み。基本機能に加えAIによる音声認識や感情解析など、他社サービスにない高度な機能も有している。クラウド型コンタクトセンター市場はコロナ禍での在宅需要の高まりなどで、市場が急拡大したこともあり、CT-e1/SaaSの導入席数は2021/3末の23,000席から2023/3末は31,000席以上、累計顧客数も1,550社となった。

現在の業界シェアは第2位（1位BIZTEL）だが、今後はSalesforceなどCRMとの連携強化で更に顧客満足度を高めていく計画。IDC Japanによれば、コンタクトセンター市場は年間5%で成長が続く見通し。都築電気は2023/3期の45億円を2026/3期に61億円を目標としている。

クラウドコミュニケーション領域

テレワーク対応のクラウド型PBX、顧客のコスト合理化にも対応

クラウドコミュニケーション領域においてはPBXをクラウド上で利用できる「TCloud for Voice（TCV）」を2021年10月から提供している。TCloud for Voiceは都築電気とNextGen（ネクストジェン）社が共同開発した。PBXは従来、オンプレミス型が主流であったが、クラウド型であれば機器を顧客が持つ必要がなく、ユーザーの導入コストを低減させることができる。

在宅勤務が広がる中で事務所への電話着信をテレワーク中にスマホやPCで対応できることも強み。パートナーを活用した販売チャネルの強化で、クラウドコミュニケーション領域の売上高を2023/3期の11億円から2026/3期30億円を目指している。

マネージドサービス領域

顧客の運用業務のアウトソース化ニーズを取り込み成長

IT人材不足でヘルプデスクなどの業務代行ニーズが高まるとともに、クラウドサービスの普及により外部環境から運用業務が提供しやすくなり、市場は更に拡大が予想されている。運用保守に伝統的に強みをもつ都築電気は「TManaged Service」というブランドでICTに関する運用のアウトソーシングを中心としたサービスを展開しており、320社の運用実績がある。

業務代行にとどまらず、分析データが顧客の業務改善や新しい視点での課題発掘につながるような高付加価値サービスへと広げている。IDC Japanは市場の年平均成長率を3%程度と予想しているが、都築電気は2023/3期28億円から2026/3期38億円に伸ばしたい考え。都築電気は、システム運用を「起点」とする事業展開を行ってきた。その中で顧客課題を発見、分析、可視化することで上流の改善提案などに結び付けてきた。

セキュリティ領域

サイバーセキュリティ市場の高まりに技術力を磨き、社外向けサービスを開始

クラウドとリモートワークが一般化するにつれて、サイバーセキュリティの重要性が益々高まる中で、「ゼロトラスト」の概念が広まっている。ゼロトラストとは、PCやスマートデバイスなどの端末が、どのネットワークに接続していたとしても、社内の重要な情報やシステムにアクセスする際にはゼロトラスト（信頼できないもの）と想定し、セキュリティ対策を講じることを意味する。

都築電気ではゼロトラストセキュリティを中心とした製品評価と技術者育成の一環で、まず自社がゼロトラスト環境に移行し、環境構築や運用などの実践ノウハウを蓄積している。2022年9月からは顧客のサイバーセキュリティ対応状況の可視化と、今後の実効性ある計画を支援する社外向けサービスを開始した。顧客に最適なセキュリティを届けるために野村総合研究所グループの情報セキュリティ専門会社のNRIセキュアテクノロジーズなどのパートナーとの共創も進めている。

IDC Japanはセキュリティ市場の年平均成長率6%を予想している。都築電気は2026年3月末までにサイバーセキュリティ経営支援サービスの200社との契約を目指しており、2023/3期の3億円を2026/3期に15億円を目標としている。上流のコンサルティングであるセキュリティ対策からのアプローチでネットワーク・インテグレーション全体の収益拡大につなげたい考え。

特定市場 DX サービス領域

20年間大手物流業向けソリューション開発で蓄積したノウハウを用いてSCMのSaaSを開発

都築電気は長年にわたり業種特化型の自社ソフトウェア開発に取り組んでおり、業種毎に異なる特性や課題に対応しながらノウハウを蓄積してきた。特に、物流業界では500社超の顧客と20年以上にわたり取引してきた。コンビニ大手3社や山崎製パン向けに構築した車両の最適ルートや在庫管理の改善を行うシステムでは、配達時間の短縮・輸送コストの削減・在庫管理の最適化を実現してきた。

そのノウハウを生かして、スマートフォンでも利用できる中規模の運送業者向けの物流業界向け総合クラウドサービス「TCloud for SCM」を2022年12月にリリースした。1ライセンス当たり月額1,250円のSaaSで2027年3月末までに12,000ライセンスの獲得を目標にしている。物流業界全体が抱えるドライバー不足やCO2排出量削減といった社会課題の解決につなげることを目指している。

青果市場、アミューズメントなど強みをもつ特定市場でDX事業を展開

その他の業界では青果市場、不動産、アミューズメント（映画館）業界などで多くのノウハウを有しており、独自のプロダクトとして生産管理や販売管理などのソフトウェアを開発・提供している。青果市場では40年の実績で培ったノウハウがあり、シェアは業界2位。クラウドシフトの加速で価格を引き下げ、顧客層の拡大を目指し、2023/3期1億円の売上高を2026/3期に6億円を目指している。

DXコンサルティング領域

顧客企業のDX人材育成、課題解決を支援

企業のDXへの意識は高まっているものの、社内のデジタル人材の育成やDX戦略の策定で課題を抱えている企業は多い。DXコンサルティング領域の主力サービスであるD-VUE®DX導入サービスは、①顧客企業のDX人材育成支援、②都築電気のDXプロフェッショナルによるコンサルティング（DXによる顧客の課題解決、自社サービスのDX化などの構想・企画支援）をするため提供している。IDC JapanはDXコンサルティング市場の年平均成長率を9%と予想しており、都築電気は2023/3期2億円の売上高を2026/3期に10億円を目標としている。

これら6領域の事業拡大を通じて、Total SolutionService Framework (TSF) のバリューチェーン全体の強化を目指している。それぞれ、上流（DXコンサルティング）、中流（コンタクトセンター、クラウドコミュニケーション、セキュリティ、特定市場DXサービス）、下流（マネージド）に分類でき、ビジネスの入口となる上流、そのニーズに応えるサービス群である中流、顧客接点となる下流を充実させ、バリューチェーン全体を大きく、強くしながらTSF全体の収益をあげていく考え。

12. 資本市場を強く意識した財務戦略へ転換

今中期経営期計画の財務戦略の骨子は、①資本コストを意識した財務運営、②バランスシートの最適化を通じた成長資金の創出、③キャピタルアロケーションの最適化、の3点。

第1次中期経営計画（2018/3期-2020/3期）からROEの目標は掲げられていたが、今回の財務指針は資本コストの開示にともなって、企業価値を強く意識したものになっている。またキャピタルアロケーションの計画の開示は初となった。

資本コストを意識した財務運営

株主資本コスト9%、WACC6%を意識した財務戦略

今回の中期経営計画では都築電気としては初めて、株主資本コストを9%と提示した。企業価値創造の指標としてROEを選択し、エクイティ・スプレッドを持続的に拡大するためにはいかにすべきかを意識した経営を進めることを表明している。また、WACCを6%と定めたため、事業部門で使用するハードルレートを以前の5%から、引き上げて7%とした。ROEは10年後の長期ビジョンでは15%を目指しており、今中計期間は株主資本コストを上回る10%以上の目標とした。

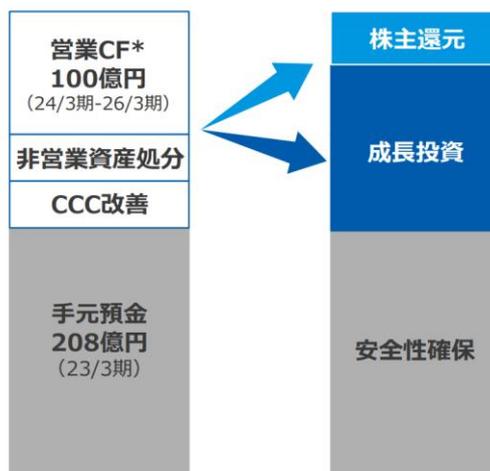
バランスシートの最適化を通じた成長資金の創出

自己資本比率40-50%、D/Eレシオ0.4倍を設定したバランスシート

財務安全性のためにKPIとして自己資本比率40~50%、D/Eレシオ0.4倍未満を設定している。2023/3末の自己資本比率は42.0%、D/Eレシオ0.31倍で会社のレンジにおさまっている。自己資本のレンジの上限値を50%と設定したことから、それを上回る過剰資本を持たない方針と考えられる。

図表 15. 今中計期間のキャピタルアロケーション計画

キャピタルアロケーション



*営業CF100億円は、リース債務の返済額30億円（財務CF）を控除して記載

出所：会社資料

2024/3 期の電子デバイス事業の売却実行により総資産の 4 分の 1 にあたる 200 億円超がスリム化した。政策保有株式の継続的削減も行われており、資金創出とバランスシートの効率化は着実に進められている。

キャピタルアロケーションの最適化

3 年間のキャッシュイン見込みは営業 CF100 億円および資産売却による収入

中期経営計画期間内のキャピタルアロケーションの計画は、図表 15 の通り。キャッシュインとしては 2024/3 期から 2026/3 期の営業キャッシュ・フローの合計として 100 億円の資金獲得を見込む。これに非営業資産の処分や CCC（キャッシュコンバージョンサイクル）の改善が加わるが、前述の通り、電子デバイス事業の売却により多額のキャッシュを獲得した。

100 億円超の M&A も計画

3 年間の成長投資 80 億円をキャッシュアウトとして計画している。対象となる内訳は①テクノロジー（研究開発投資、新サービス商品の開発、既存サービスの高付加価値化）、②人材（人材育成、処遇改善、高度人材の登用）、③社内 DX（IT システム更新、ビジネスプロセスの変革）などである。

インオーガニックな成長を目指し積極的な M&A 投資を計画している。成長領域で同社とシナジー創出ができるサービスや技術を持つ企業や新たなケイパビリティを獲得できる企業をターゲットとしている。既存領域においても、都築電気の競争力強化につながる領域においては、積極的に検討していく方針。中期経営計画発表時は 100 億円を予定していたが、電子デバイス事業の売却による資金獲得もあったため、100 億円から 200 億円の規模になりそうだ。

M&A については金融機関からの紹介も多いが、現場から上がった案件を検討することを基本原則にしており、都築電気と事業シナジーがあることが前提となる。

株主還元方針の進化

配当性向引き上げ、DOE 導入とともに自己株買いも検討

尾山和久取締役執行役員専務は統合報告書の中で、「企業には様々なステークホルダーがあり、各ステークホルダーのバランスをとることが企業経営にとって大切です。ただ、一番大きなリスクを追っているのは株主であり、株主への利益還元は重要な経営課題です。」と述べている。

営業キャッシュ・フローの着実な伸長が期待される中で、余剰資本を抱えない方針を打ち出し、資本コストを意識した事業投資戦略を進めることで、安定した株主還元が可能な体制になったとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

前述の通り、配当性向を従来の 30%から 40%に引き上げ、3.5%の資本配当率（DOE）を導入した。DOE は ROE に配当性向を乗じたものであり、ROE の水準が切り上がったことで可能になった。機動的な還元を可能にする自己株式取得を検討する方針も示された。

13. ESG について

2022年5月にTCFDへの賛同を表明

2021年4月にサステナビリティ推進のための3つの重要課題（マテリアリティ）を特定した。その1つが「人・社会・環境の変化をとらえ、調和ある共存に貢献」であり、環境負荷軽減に取り組んでいる。活動の一環として2022年5月にTCFDへの賛同を表明した。

2014/3期比で温室効果ガスを2023/3期は▲35%削減。2031/3期半減、2051/3期ゼロを目指す

2023/3期の温室効果ガス産出量（Scope 1 および 2）は 719 トンで、基準としている2014/3期の1,113トンと比べて▲35%の削減となった。社有車の減車、オフィスのリニューアルおよび効率化などで、今後は現中計の最終年度の2026/3期 532 トンを計画している。更に2031/3期は2014/3期比半減とし、2051/3期にはゼロを目指している。

2023/3期女性管理職比率2.2%、2026/3期5.0%目指すが、2030年の政府目標30%の達成は困難

都築電気の2023/3期の管理職に占める女性の比率は2.2%で、2021/3期1.5%、2022/3期の1.9%よりは上昇した。現中計の最終年度の2026/3期に5.0%を目指すものの、政府が目指す2030年30%の達成には極めてハードルが高い状況と言わざるを得ない。

この最大の要因は女性総合職の採用を開始したのが2010年と遅かったことによる。まずは、正社員に占める女性の割合（2023/3期14.5%）、総合職に占める女性の割合（同10.7%）を引き上げながら、全社的なD&I(Diversity & Inclusion)を推進し、環境や制度を整備することで管理職に占める女性比率の向上を目指す。2023年7月に厚生労働省の「えるぼし」の2つ星の認定を受けた。

企業価値向上につながる健康経営と人材投資は積極的に実行中

人的資本経営については、都築電気の社員を大事にするという創業以来の経営理念に加え、ICT企業にとって、人材が最重要の資本であることもあり、健康経営を積極的に推進している。特に、2017年の江森社長就任以降、総労働時間の削減など働き方改革を実行した結果、経済産業省と日本健康会議が共同で選出する「健康経営優良法 大規模法人部門（ホワイト500）」に6年連続で認定された。

顧客に高品質のサービスと最先端の技術を届けるためにリーダー人材、プロ人材の育成に力を入れている。リーダー育成のために「TLF(Tsuzuki Leaders Forum(次世代経営人材育成研修))」受講者数を2023/3末の34名から2026/3末65名増やす計画。またコンサルティングが提供できるようなプロ人材の強化のために、DXアソシエイト認定者数を同147名から240名へ増やすことを目指している。

10名の取締役会のうち4名が独立社外取締役

2024年3月期の取締役会の構成は10名のうち、社内3名（江森勲氏、吉井一典氏、尾山和久氏）社外7名。社外のうち、4名が独立役員で、松井くにお氏（大学教授）、森山紀之氏（医療法人理事長）、和智英樹氏（元外資企業日本支社社長）、小笠原直氏（公認会計士）。独立でない社外役員は、瀧中秀敏氏（大株主：麻生）、塚原智子（大株主：富士通）および村島俊宏氏（顧問弁護士）の3名。独立社外取締役が40%で、女性比率10%であり、要件は満たしている。

指名・報酬委員会は、社外取締役3名と江森社長の4名で構成されており、委員長は独立社外取締役となっている。買収防衛策は導入していない。

14. 当面の業績動向

(1) 2024/3 期第3 四半期累計業績

今期第3 四半期累計の営業利益は前年同期比 2.8 倍増に

2024 年 1 月 31 日に発表された都築電気の 2024/3 期第3 四半期累計業績は、売上高 930.13 億円 (前年同期比+12.7%)、営業利益 39.38 億円 (同 2.8 倍) と2 桁増収かつ大幅増益となった。増収効果に加え、選別受注と価格引き上げの効果などもあって、売上高総利益率が前年同期の 18.9%から 19.7%と 0.8 ポイント改善、売上高営業利益率が 1.7%から 4.2%と 2.5 ポイントも向上した。

売上高営業利益率は前年同期の 1.7%から 4.2%へアップ

第3 四半期累計の情報ネットワークソリューションサービス事業は売上高 706.79 億円 (同 +16.9%)、営業利益 34.23 億円 (同 5.3 倍) と大幅増益となった。売上の内訳は機器 291.07 億円 (前年同期比+39.1%)、開発・構築 104.15 億円 (同+18.6%)、サービス 311.56 億円 (+1.3%) と3 事業すべて増収となった。

第3 四半期累計の親会社株主に帰属する純利益は 41.87 億円 (前年同期比 4.3 倍) となったが、これには固定資産売却益 18.54 億円が計上されている。

(2) 2024/3 期通期業績予想

2024/3 通期の会社予想を上方修正

第3 四半期までの実績と電子デバイスの売却が実行されたことを踏まえ、会社側では 2024/3 期業績予想を売上高：1,265 億円 (前期比+2.1%) →1,240 億円 (同+0.1%)、営業利益：53 億円 (同+3.6%) →60 億円 (同+17.2%)、親会社株主に帰属する当期純利益 44.5 億円 (同+26.4%) →48 億円 (同+36.3%) と修正した。

第4 四半期から電子デバイス事業が非連結化されることで、売上高は約 70 億円のマイナス要因になるが、情報ネットワークソリューションサービスの上振れで一部は相殺する見通し。一方利益面では、収益性の向上効果が続く見通しであり、期初予想を上振れることになる。

配当予想も 76 円から 89 円に引き上げ

業績の上方修正にともなって、配当予想は期初の 76 円から 89 円に引き上げられた。2023/3 期の 61 円と比較すると 45%の大幅増となる。2024/3 期の親会社株主に帰属する当期純利益には固定資産売却益が計上されており、その税引き後の影響約 10 億円を除いた事業ベースからの純利益に配当性向 40%を乗じて、予定配当額が決定された。

更なる収益性向上を期待

都築電気の収益性の向上は着実に進んでおり、会社予想ベースの 2024/3 期の売上高営業利益率は 4.8%と 2023/3 期の 4.1%から高まる見通し。第3 四半期累計の電子デバイスの売上高営業利益率が 2.2%と低く、この影響を除いた情報ネットワークソリューションサービスのみでみれば売上高営業利益率は 5.4%となる見通し。それでも、前述の通り、SIer や Nier と比較すれば、まだ低い水準にとどまっており、更なる向上が期待される。

図表 16 四半期別業績動向 (単位:百万円)

決算期	22/3		23/3		24/3		24/3		Q3
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
売上高合計	27,841	38,375	24,609	30,437	27,499	41,354	28,128	32,759	32,126
(前年同期比)	3.7%	-4.4%	-0.9%	7.6%	-1.2%	7.8%	14.3%	7.6%	16.8%
情報ネットワークソリューションサービス	20,552	31,745	17,851	22,668	19,935	33,451	20,445	25,208	25,026
(前年同期比)	-0.9%	-6.5%	-2.9%	4.7%	-3.0%	5.4%	14.5%	11.2%	25.5%
・機器	7,396	15,832	5,540	9,154	6,228	17,021	7,172	10,779	11,156
(前年同期比)	-8.8%	-7.0%	-8.1%	16.3%	-15.8%	7.5%	29.5%	17.8%	79.1%
・開発/構築	3,619	4,668	2,575	3,429	2,777	5,059	2,687	3,813	3,915
(前年同期比)	21.4%	-11.5%	4.1%	-8.3%	-23.3%	8.4%	4.3%	11.2%	41.0%
・サービス	9,538	11,244	9,734	10,086	10,930	11,371	10,584	10,617	9,955
(前年同期比)	-1.2%	-3.4%	-1.4%	0.5%	14.6%	1.1%	8.7%	5.3%	-8.9%
電子デバイス	7,288	6,630	6,758	7,768	7,565	7,902	7,683	7,550	7,100
(前年同期比)	19.3%	6.8%	4.9%	17.1%	3.8%	19.2%	13.7%	-2.8%	-6.1%
売上総利益	5,224	7,498	4,527	5,951	5,132	8,568	5,346	6,436	6,527
(売上総利益率)	18.8%	19.5%	18.4%	19.6%	18.7%	20.7%	19.0%	19.6%	20.3%
販売費及び一般管理費	4,684	4,824	4,730	4,727	4,746	4,857	4,648	4,793	4,930
営業利益	541	2,673	-202	1,223	386	3,711	698	1,643	1,597
(前年同期比)	940.4%	-8.7%	NM	15.4%	-28.7%	38.8%	NM	34.3%	313.7%
(売上高営業利益率)	1.9%	7.0%	-0.8%	4.0%	1.4%	9.0%	2.5%	5.0%	5.0%
・情報ネットワークソリューションサービス	335	2,533	-392	913	119	3,515	472	1,458	1,493
・電子デバイス	187	139	179	304	257	214	216	176	95
消去又は全社	18	0	10	5	11	-18	9	9	9
営業外損益	149	8	93	40	102	2	-25	45	34
経常利益	690	2,682	-109	1,263	488	3,713	673	1,688	1,631
(前年同期比)	265.1%	-8.8%	NM	16.4%	-29.3%	38.4%	NM	33.7%	234.2%
(売上高経常利益率)	2.5%	7.0%	-0.4%	4.1%	1.8%	9.0%	2.4%	5.2%	5.1%
特別損益	30	171	-1	-3	0	229	0	1,816	-7
税金等調整前当期純利益	719	2,854	-111	1,260	489	3,941	673	3,504	1,624
法人税等	227	943	-13	362	157	1,338	172	1,000	305
当期純利益	492	1,910	-97	896	333	2,602	501	2,504	1,319
非支配株主に帰属する当期純利益	43	54	49	50	59	55	52	47	37
親会社株主に帰属する当期純利益	449	1,857	-147	847	273	2,548	448	2,458	1,281

出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

15. バリュエーション

図表 17 同業とのバリュエーション比較

	証券	決算期	時価総額	株価	EV	EPS	PER	BPS	PBR	EBITDA	EV/
	コード		10 億円	円	10 億円	円	倍	円	倍	10 億円	EBITDA 倍
都築電気	8157	2023/03	28.0	1,563	18.1	197.5	7.9	1,950.1	0.8	7.3	2.5
		2024/03	42.4	2,354	29.1	267.1	8.8	2,143.8	1.1	7.7	3.8
野村総合 研究所	4307	2023/03	1813.5	3,065	1924.9	128.9	23.8	674.3	4.5	156.9	12.3
		2024/03	2372.3	4,121	2529.7	140.5	29.3	646.1	6.4	167.5	15.1
大塚商会	4768	2022/12	787.8	4,155	593.9	250.3	16.6	1,684.5	2.5	70.9	8.4
		2023/12	1146.1	6,045	924.7	125.7	48.1	1,809.7	3.3	76.4	12.1
TIS	3626	2023/03	844.6	3,490	771.8	227.1	15.4	1,227.4	2.8	78.2	9.9
		2024/03	793.2	3,294	740.1	174.2	18.9	1,313.6	2.5	81.2	9.1
SCSK	9719	2023/03	604.4	1,935	560.9	119.4	16.2	870.6	2.2	72.0	7.8
		2024/03	834.0	2,670	777.9	126.4	21.1	911.8	2.9	77.7	10.0
BIPROGY	8056	2023/03	326.6	3,250	321.0	201.1	16.2	1,391.9	2.3	45.9	7.0
		2024/03	451.6	4,492	431.7	233.9	19.2	1,517.0	3.0	51.5	8.4
日鉄ソリュー ションズ	2327	2023/03	323.9	3,540	247.1	240.5	14.7	2,191.6	1.6	44.4	5.6
		2024/03	442.4	4,835	355.2	249.2	19.4	2,442.5	2.0	45.7	7.8
NSD	9759	2023/03	183.3	2,384	145.1	132.3	18.0	711.7	3.3	13.4	10.9
		2024/03	205.9	2,670	182.0	127.3	21.0	755.0	3.5	16.8	10.8
NEC ネット エスアイ	1973	2023/03	240.6	1,615	184.3	92.7	17.4	948.2	1.7	27.2	6.8
		2024/03	353.3	2,372	305.1	94.0	25.2	948.6	2.5	28.2	10.8
ネットワンシ ステムズ	7518	2023/03	260.1	3,165	261.2	176.0	18.0	920.1	3.4	22.9	11.4
		2024/03	205.8	2,596	217.5	136.3	19.0	886.4	2.9	18.2	11.9
JBCC ホー ルディングス	9889	2023/03	34.2	2,169	23.7	170.6	12.7	1,262.8	1.7	4.2	5.6
		2024/03	62.9	4,040	55.0	205.5	19.7	1,331.9	3.0	4.9	11.2
電通総研	4812	2022/12	255.4	3,925	203.6	193.5	20.3	1,134.8	3.5	21.7	9.4
		2023/12	361.1	5,550	301.8	225.9	24.6	1,216.5	4.6	24.4	12.4
日本ビジネス システムズ	5036	2023/09	54.9	1,204	62.4	74.0	16.3	487.6	2.5	5.0	12.5
		2024/09	68.2	1,497	75.8	75.7	19.8	487.6	3.1	5.9	12.9

注：株価は 2024 年 2 月 9 日終値ベース

出所：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)

2024年2月9日終値でみたPBRは1.1倍、PER8.8倍

都築電気の2024年2月9日終値2,354円でみたPBRは1.1倍、今期の会社予想EPS267.1円でみた予想PERは8.8倍。今期の会社予想EPSには固定資産売却による特別利益が含まれており、これを考慮した予想EPS222.5円でみたPERは10.6倍。

図17の通り、上場している大手のSIer、NIerのPBRはいずれも2倍を超えており、予想PERが20倍を超えていることを考慮すると割安感が強い。都築電気の今期予想EV/EBITDA倍率は3.8倍と4倍を下回っており、同業他社は10倍を超えている企業も少なくない。

ストラテジー・アドバイザーズは、都築電気のPERが低い理由として、同社が未だICT業界のプレイヤーとして認識されていないことが、最大の理由と考える。図表18、19、20は都築電気とそれぞれエレクトロニクス商社、システム・インテグレーター、ネットワーク・インテグレーターの過去10年のヒストリカルPERの推移である。

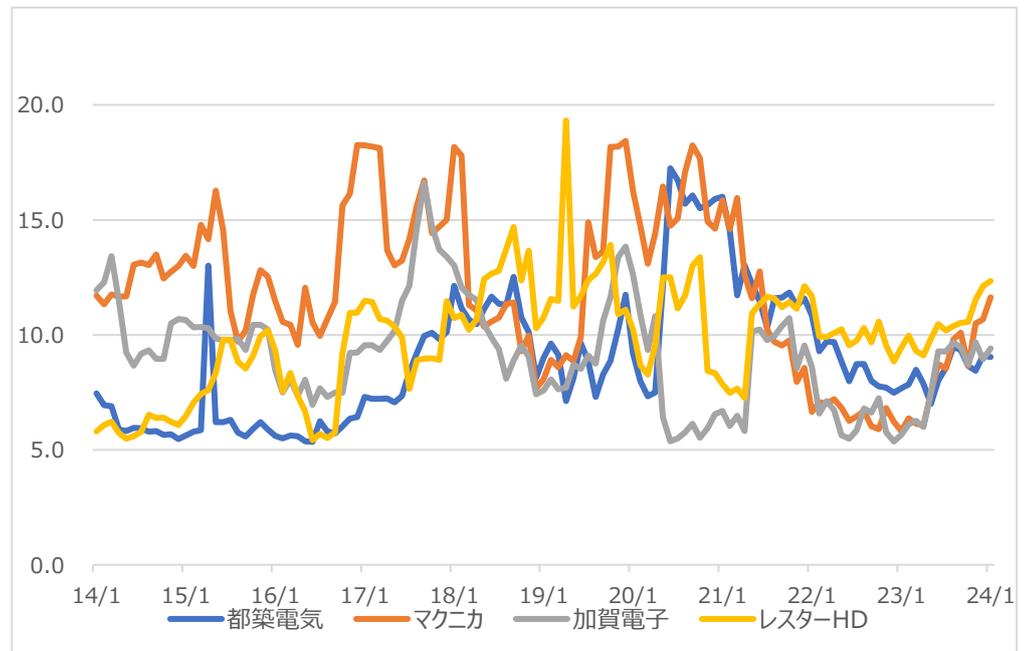
上場SI企業の過去10年間のPERレンジは15-25倍、NI企業は同15-30倍

システム・インテグレーター3社(TIS、SCSK、日鉄ソリューションズ)の過去10年間のPERが15倍から25倍で推移、ネットワーク・インテグレーター3社(ネットワンシステムズ、NECネットエスアイ、伊藤忠テクノソリューションズ)の過去10年間のPERは15倍から30倍で推移してきた。一方、都築電気のPERはエレクトロニクス商社3社(マクニカ、加賀電子、レスターホールディングス)と同じ5倍から15倍のレンジで動いており、現在もその水準にある。

エレクトロニクス商社のPER水準からの脱却を予想

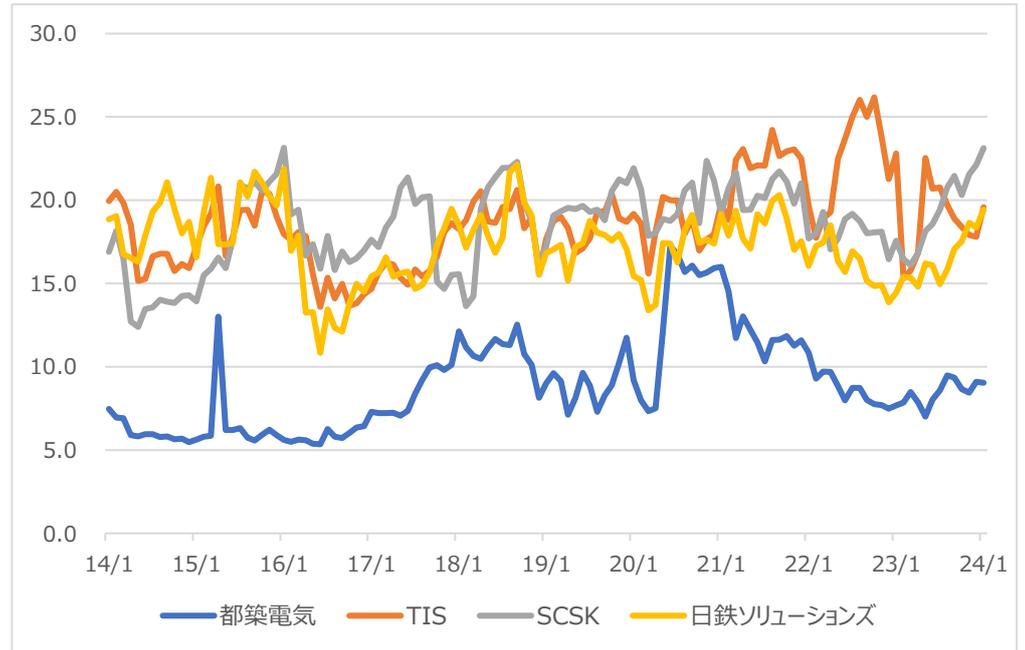
既述の通り、2024年初めから電子デバイス事業の売却でICT業界のピュア・プレイヤーに変身しており、会社が進めている価値向上経営への変革が進み、成長分野を順調に取り込んでいけば、株式市場で再評価される余地は十二分にあるとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

図表18 都築電気とエレクトロニクス商社のヒストリカルPERの推移



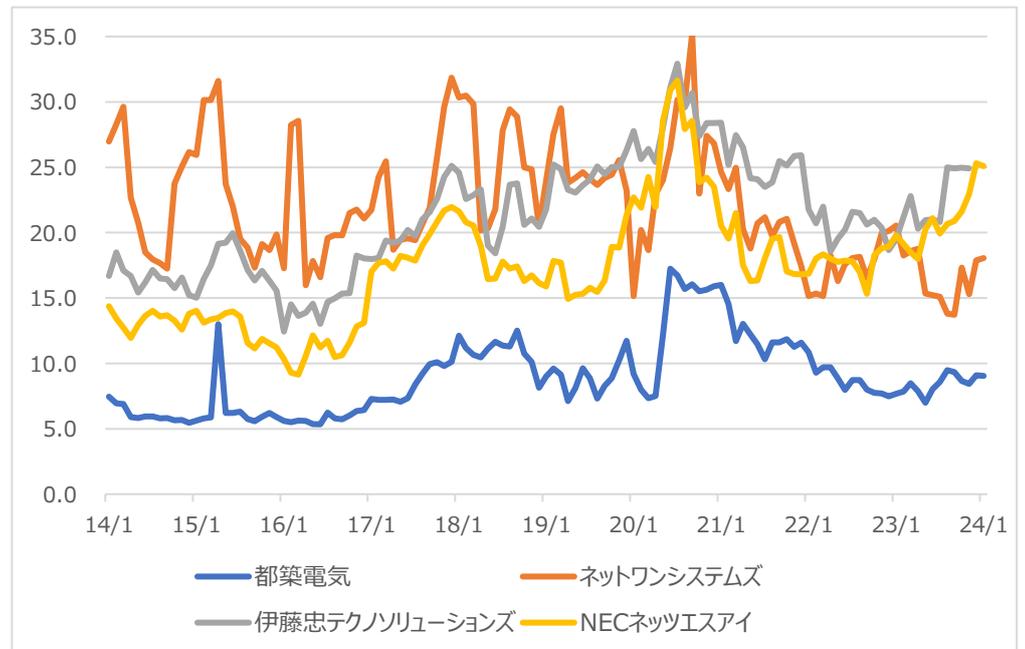
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 19 都築電気とシステム・インテグレーターの歴史 PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 20 都築電気とネットワーク・インテグレーターの歴史 PER 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

16. リスクファクター

現時点で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、会社が計画しているほどには業績が伸びないリスクを挙げるとすれば以下の3点が指摘できよう。

①現在の中期経営計画期間では、成長6領域の合計を2023/3期の90億円から2026/3期に160億円を計画している。いずれも市場を上回る高い成長を見込んでおり、それが会社の想定通りにいかないケース

②2026/3期の電子デバイス事業の寄与を売上高278億円、営業利益10億円と想定していた。この部分が無くなる分を情報ネットワークソリューションサービス事業の上積みでカバーできないケース、利益面ではオーガニック成長でもカバーできる可能性が高いが、売上高はM&Aなどによる上乘せが必要になると考える

③想定できない出来事の発生（地震、国際紛争 etc.）などによって顧客企業のIT投資が大きく冷えこんだり、サプライチェーンに支障が出たりするようなケース

株価面では12.8%を保有する第2位株主の富士通が、同社が保有する上場株式の売却を進めており、将来的に都築電気もその対象となる可能性がある。その場合は、機関投資家、特に2023年3月末で保有比率が1.3%にとどまっている外国人投資家などへのアピールが必要になろう。また、2023/12末現在で237億円の現預金を保有しており、電子デバイス事業の売却でも多額のキャッシュを獲得したことから、自社株買いでの対応は十分可能である。

なお、富士通が株式を売却しても、これまでもマルチベンダーであったため、取引上の影響は無いと考える。

図表 21 2023年9月末の大株主リスト

順位	大株主	保有株式数(千株)	保有割合(%)
1	株式会社麻生	4,500	24.14
2	富士通株式会社	2,402	12.88
3	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	991	5.32
4	都築電気従業員持株会	777	4.17
5	扶桑電通株式会社	766	4.11
6	株式会社三菱UFJ銀行	296	1.59
7	株式会社三井住友銀行	296	1.59
8	株式会社みずほ銀行	296	1.59
9	日本カストディ銀行(信託口)	256	1.37
10	HTホールディングス株式会社	200	1.07
	合計	10,783	57.83

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 22. 連結損益計算書 (単位: 百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	会予 24/3
売上高合計	105,149	111,973	118,872	125,366	120,004	119,316	123,899	124,000
(前期比)	-0.4%	6.5%	6.2%	5.5%	-4.3%	-0.6%	3.8%	0.1%
情報ネットワークソリューション	80,802	82,320	93,704	102,104	97,848	92,319	93,905	101,667
(前期比)	3.2%	1.9%	13.8%	9.0%	-4.2%	-5.7%	1.7%	8.3%
・機器			39,391	44,790	44,207	37,127	37,943	
(前期比)			NA	13.7%	-1.3%	-16.0%	2.2%	
・開発/構築			17,665	19,668	14,518	14,501	13,840	
(前期比)			NA	11.3%	-26.2%	-0.1%	-4.6%	
・サービス			36,647	37,645	39,122	40,690	42,121	
(前期比)			NA	2.7%	3.9%	4.0%	3.5%	
電子デバイス	24,347	29,652	25,168	23,261	22,155	26,996	29,993	22,333
(前期比)	-4.8%	21.8%	-15.1%	-7.6%	-4.8%	21.9%	11.1%	-25.3%
売上総利益	18,442	19,459	21,496	23,075	21,465	22,511	24,178	
(売上総利益率)	17.5%	17.4%	18.1%	18.4%	17.9%	18.9%	19.5%	
販売費及び一般管理費	16,299	16,920	18,177	18,618	18,263	18,498	19,060	
営業利益	2,142	2,538	3,318	4,457	3,202	4,012	5,118	6,000
(前期比)	20.8%	18.5%	30.7%	34.3%	-28.2%	25.3%	27.6%	17.2%
(営業利益率)	2.0%	2.3%	2.8%	3.6%	2.7%	3.4%	4.1%	4.8%
・情報ネットワークソリューション	2,093	2,248	3,054	4,289	2,960	3,400	4,155	5,486
・電子デバイス	38	276	260	163	242	592	954	487
・消去又は全社	10	13	3	4	0	18	8	27
営業外損益	97	74	176	120	158	214	237	
経常利益	2,240	2,612	3,494	4,577	3,361	4,227	5,355	6,000
(前期比)	21.0%	16.6%	33.8%	31.0%	-26.6%	25.8%	26.7%	12.0%
(売上高経常利益率)	2.1%	2.3%	2.9%	3.7%	2.8%	3.5%	4.3%	4.8%
特別損益	-128	-150	14	-261	-122	203	225	
税金等調整前当期純利益	2,111	2,463	3,509	4,317	3,238	4,430	5,579	
法人税等	790	947	1,296	1,161	817	1,453	1,844	
(実効税率)	37.4%	38.4%	36.9%	26.9%	25.2%	32.8%	33.1%	
当期純利益	1,321	1,515	2,212	3,155	2,419	2,976	3,734	
非支配株主に帰属する当期純利益					72	178	213	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,321	1,515	2,212	3,155	2,346	2,798	3,521	4,800
(前期比)	84.2%	14.7%	46.0%	42.6%	-25.6%	19.3%	25.8%	36.3%

出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 23. 連結バランスシート(単位：百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	23/12
現金及び預金	17,610	16,016	15,457	18,473	15,944	19,162	20,877	23,703
営業債権	28,029	32,256	33,372	29,927	31,765	32,757	32,248	27,539
棚卸資産	7,037	6,807	8,087	8,484	7,618	7,483	11,683	13,562
その他流動資産	2,427	2,538	2,255	1,355	1,413	1,793	2,388	2,346
流動資産	55,103	57,617	59,171	58,239	56,740	61,195	67,196	67,150
建物および土地	3,779	3,856	3,912	3,974	3,465	3,949	3,926	1,801
その他有形固定資産	1,605	3,695	3,398	2,908	2,799	1,479	578	583
有形固定資産	5,384	7,551	7,310	6,882	6,264	5,428	4,504	2,384
無形固定資産	1,658	1,833	3,040	3,057	2,967	3,072	2,610	2,828
投資有価証券	4,901	5,279	4,643	3,770	4,766	4,096	3,471	3,909
その他投資資産	4,020	3,888	4,779	5,499	5,462	5,432	5,425	5,092
投資その他の資産	8,921	9,167	9,422	9,269	10,228	9,528	8,896	9,001
固定資産合計	15,965	18,552	19,772	19,208	19,460	18,030	16,011	14,215
資産合計	71,068	76,169	78,944	77,448	76,200	79,226	83,207	81,365
支払手形及び買掛金	17,683	20,744	18,609	17,863	15,875	15,307	17,144	12,766
短期債務（リース債務含む）	6,634	8,686	13,483	6,265	6,483	10,695	5,882	5,439
賞与引当金	2,486	2,323	2,567	2,536	2,415	2,303	2,513	1,243
その流動負債	4,860	5,015	6,479	6,785	5,264	6,581	7,521	8,870
流動負債	31,663	36,768	41,138	33,449	30,037	34,886	33,060	28,318
長期債務（リース債務含む）	9,507	6,155	3,392	6,995	6,364	1,810	5,109	4,960
退職給付に係る負債	5,698	5,520	5,434	6,805	7,959	8,531	8,826	8,183
その他固定負債	140	145	263	445	668	798	825	858
固定負債	15,345	11,820	9,089	14,245	14,991	11,139	14,760	14,001
負債合計	47,009	48,588	50,228	47,695	45,029	46,026	47,820	42,319
資本金	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812	9,812
資本剰余金	3,274	3,100	3,100	2,581	2,581	2,581	2,581	2,756
利益剰余金	17,084	18,288	19,973	21,021	21,150	23,018	25,607	28,415
自己株式	-8,223	-5,875	-5,816	-3,785	-2,472	-2,257	-1,979	-2,052
株主資本	21,949	25,326	27,070	29,629	31,072	33,155	36,022	38,932
その他の包括利益累計額	2,109	2,254	1,646	123	-137	-307	-1,076	-315
非支配株主持分					236	352	441	429
純資産合計	24,059	27,580	28,716	29,752	31,171	33,199	35,387	39,046
負債純資産合計	71,068	76,169	78,944	77,448	76,200	79,226	83,207	81,365

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. 連結営業キャッシュ・フロー表 (単位 : 百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
税金等調整前当期純利益	2,111	2,463	3,509	4,317	3,238	4,430	5,579
減価償却費	1,293	1,299	1,919	2,247	2,408	2,531	2,124
のれん償却額					45	90	90
売上債権の増減額	1,005	-4,297	-820	2,438	-1,653	-860	587
仕入債務の増減額	615	3,084	-2,153	-74	-2,057	-621	1,817
棚卸資産の増減額	416	205	-1,265	-447	891	173	-4,188
その他営業キャッシュ・フロー	-1,292	-986	-338	-456	-2,123	-183	-1,746
営業活動によるキャッシュ・フロー	4,148	1,768	852	8,025	749	5,560	4,263
有形固定資産の取得による支出	-1,996	-3,103	-1,789	-917	-1,245	-1,061	-283
有形固定資産の売却による収入	1,569	1,400	2,193	1,297	791	908	266
無形固定資産の取得による支出	-156	-688	-1,127	-1,258	-945	-812	-807
無形固定資産の売却による収入			451	314	255	290	52
投資有価証券の取得による支出	-44	-72	-89	-43	-38	-98	-24
投資有価証券の売却による収入	104	60	238	413	113	765	741
その他投資キャッシュ・フロー	-31	-67	263	186	-202	4	94
投資活動によるキャッシュ・フロー	-554	-2,470	140	-8	-1,271	-4	39
借入金の増減	-1,274	-1,825	166	-2,728	464	50	-514
リース債務の返済による支出	-914	-956	-1,248	-1,625	-1,590	-1,609	-1,318
自己株式の取得による支出	-1	-757	0	0	-664	0	-5
自己株式の処分による収入	1,360	2,970	59	113	854	215	283
配当金の支払額	-225	-311	-527	-709	-1,093	-1,006	-932
非支配株主への配当金の支払額						-62	-124
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,056	-880	-1,551	-4,950	-2,029	-2,413	-2,612
Free Cash Flow	3,594	-702	992	8,017	-522	5,556	4,302

出所 : ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 25. 株価指標および ROE

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	会予 24/3
EPS (円)	101.7	96.1	128.9	182.1	134.1	158.5	197.5	267.1
BPS (円)	1,626	1,613	1,667	1,706	1,761	1,854	1,950	2,144
1株当たり配当金 (円)	18.0	29.0	39.0	55.0	46.0	48.0	61.0	89.0
配当性向	17.7%	30.2%	30.3%	30.2%	34.3%	30.3%	30.9%	33.3%
終値 (円)	638	874	851	1,100	1,657	1,480	1,563	2,354
PER (倍)	6.3	9.1	6.6	6.0	12.4	9.3	7.9	8.8
PBR (倍)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.1
期末発行済株式数 (千株)	25,678	24,678	24,678	22,178	20,178	20,178	20,178	20,178
自己株式数 (千株)	10,878	7,574	7,450	4,740	2,610	2,458	2,258	2,165
自社株控除株式数 (千株)	14,800	17,104	17,228	17,438	17,568	17,720	17,920	18,013
時価総額 (百万円)	9,443	14,949	14,661	19,182	29,110	26,226	28,009	42,403
株主資本比率	33.9%	36.2%	36.4%	38.4%	40.6%	41.5%	42.0%	47.5%
有利子負債残高	16,141	14,841	16,875	13,260	12,847	12,505	10,991	10,399
D/E レシオ	0.67	0.54	0.59	0.45	0.42	0.38	0.31	0.27
EV(Enterprise Value)	7,974	13,774	16,079	13,969	26,013	19,569	18,123	29,099
EBITDA (百万円)	3,435	3,838	5,237	6,704	5,656	6,634	7,333	7,700
EV/EBITDA 倍率	2.3	3.6	3.1	2.1	4.6	2.9	2.5	3.8
ROE	5.9%	5.9%	7.9%	10.8%	7.7%	8.8%	10.4%	
ROIC (投下資本)	3.4%	3.9%	4.6%	7.4%	5.5%	5.7%	7.1%	
ROIC (事業資産)	5.4%	6.7%	7.7%	11.7%	8.5%	9.2%	12.2%	
従業員数	2,276	2,286	2,336	2,359	2,408	2,382	2,328	

注：24/3 期の株価指標は 2 月 9 日終値で作成、バランスシート項目は 23/12 末を表記

出所：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