

Company Report

2025年5月15日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
藤野 敬太



Q1 決算は前年同期比増収減益も、通期計画達成に向け想定通りに進捗

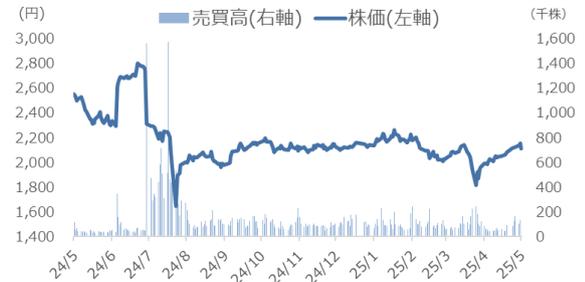
地主（以下、同社）の25/12期Q1決算は、販売用不動産の売却が進み、売上高が前年同期比2.7%増となったが、低利益率のウェアハウジング案件の売却があったことで売上総利益が減少し、営業利益が同28.6%減、親会社株主に帰属する四半期純利益が同34.4%減となった。

通期計画に対する進捗率は売上高で43.6%、親会社株主に帰属する当期純利益で29.7%であり、期初計画は据え置かれている。今期は主に下期に利益を計上する計画であり、想定通りに進捗した。

今後の収益の動向を占う上で重要な仕入は、前期後半からポートフォリオのバランスを考慮して特定業種からの契約を抑制した影響で、契約件数は前年同期との比較で減少したが、減少した契約の多くは小規模なものが多く、契約金額は契約件数ほどの減少ではなかった。一方、地主リートの資産運用残高は、2025年1月に実施した9次増資終了時点で2,576億円と前回比16.2%増となり、資金の出し手側の状況は好調と言えよう。

同社の相対株価は、2024年7月に大型ファイナンスを実施して以来、TOPIXに対して大きく劣後して推移している。7月のファイナンスの実施は、将来の業績につながる仕入が好調であることに同社が自信を強めていることが背景にあると考えられる。既にバリュエーション面でも同業他社より低い水準にあるため、今後、順調な業績拡大が株価に反映されやすくなっていくものと期待される。

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(25/5/14)	2,110
52週高値(24/7/5)	2,802
52週安値(24/8/5)	1,642
上場来高値(24/7/5)	2,802
上場来安値(20/4/3)	1,121
発行済株式数(百万株)	21.6
時価総額(十億円)	45.5
EV(十億円)	74.6
自己資本比率(24/12、%)	38.6
ROE(24/12、%)	16.0
PER(25/12 会予、倍)	7.1
PBR(24/12 実績、倍)	1.0
配当利回り(25/12 会予、%)	4.7

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)
24/12 Q1	29,729	265.7	4,126	351.3	4,292	388.2	2,758	104.3	167.8	-
25/12 Q1	30,529	2.7	2,948	-28.6	2,467	-42.5	1,809	-34.4	88.1	-
21/12	56,177	-	5,475	-	5,002	-	3,124	-	170.9	50.0
22/12	49,887	-11.2	6,411	17.1	5,943	18.8	3,641	16.5	199.2	55.0
23/12	31,597	-36.7	6,154	-4.0	5,718	-3.8	4,709	29.3	267.8	55.0
24/12	57,068	80.6	8,677	41.0	8,265	44.5	6,087	29.3	334.9	85.0
25/12 会社予想	70,000	22.7	9,500	9.5	8,000	-3.2	6,100	0.2	295.5	100.0

注：決算期変更により20/12期が9カ月決算のため、21/12期の前年比は不可

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. 25/12 期 Q1 決算	3
2. JINUSHI ビジネスの直近の動向	5
1) 仕入の状況	5
2) 土地の貸し先であるテナントの動向	7
3) 販売の動向	8
3. 地主リートの直近の動向	8
4. 25/12 期業績見通し	9
5. 株価の動向	10

1. 25/12 期 Q1 決算

Q1 は前年同期比増収減益 25/12 期 Q1 決算は、売上高が前年同期比 2.7%増の 305.2 億円、営業利益が同 28.6%減の 29.4 億円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 34.4%減の 18.0 億円となった。25/12 期通期に対する進捗率は、それぞれ 43.6%、31.0%、29.7%である。

図表 1. 地主の 25/12 期 Q1 決算要約表

(百万円)	25/12 Q1 (A)	前年同期比	達成率 (A)÷(B)	25/12 通期 会社予想(B)
売上高	30,529	2.7%	43.6%	70,000
営業利益	2,948	-28.6%	31.0%	9,500
経常利益	2,467	-42.5%	30.8%	8,000
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,809	-34.4%	29.7%	6,100

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

売却案件が増加して前年同期比増収

増収となったのは、売却案件が増加したことに尽きる。2025 年 1 月の地主リートの第 9 次増資に対応した物件売却が順調に進んだことが要因である。また、後述するウェアハウジング案件があったことも要因のひとつとして挙げられよう。

売上総利益率は前年同期比 4.3%ポイント低下

売上総利益は前年同期比 22.1%減の 41.7 億円となり、売上総利益率は同 4.3%ポイント低下の 13.7%となった。

同社の収益は、フロービジネスの収益、ストックビジネスの収益、その他に分類できる。その他の金額は僅少であるため、フロービジネスとストックビジネスが大半を占めている。

フロービジネスとストックビジネスの売上総利益率には大きな差があり、フロービジネスとストックビジネスの構成比の変化が全体の売上総利益率に大きく影響するが、Q1 の売上総利益に占めるフロービジネスの収益の割合は 76.8%で、前年同期の 81.6%より低下している。全体の売上総利益率の低下は、構成比の変化の影響ではなく、大きな割合を占めるフロービジネスの収益そのものの売上総利益率の低下による。

フロービジネスの収益の売上総利益率の低下はウェアハウジング案件の売却によるところが大きい

フロービジネスの収益は、不動産売却収益である。土地の売却状況や、案件ごとの個別性が強いために、同社の底地商品に対する需給の話とは別に、売上総利益率の変動が大きくなるという特徴がある。

Q1 のフロービジネスの売上総利益率は 10.9%で、前年同期比 4.4%ポイントの低下となった。

これは Q1 の売却案件にウェアハウジング案件が多かったことが影響している。ウェアハウジング案件とは、地主リートへのスポンサーサポート機能の一つであり、本来であれば地主リートが第三者から直接取得する物件を、地主リート側の取得時期の調整等の目的のために、同社が先行取得し、その後地主リートに売却するものである。ウェアハウジング案件は概して売却時の売上総利益率が低く、結果としてフロービジネスの収益の売上総利益率の低下につながった。

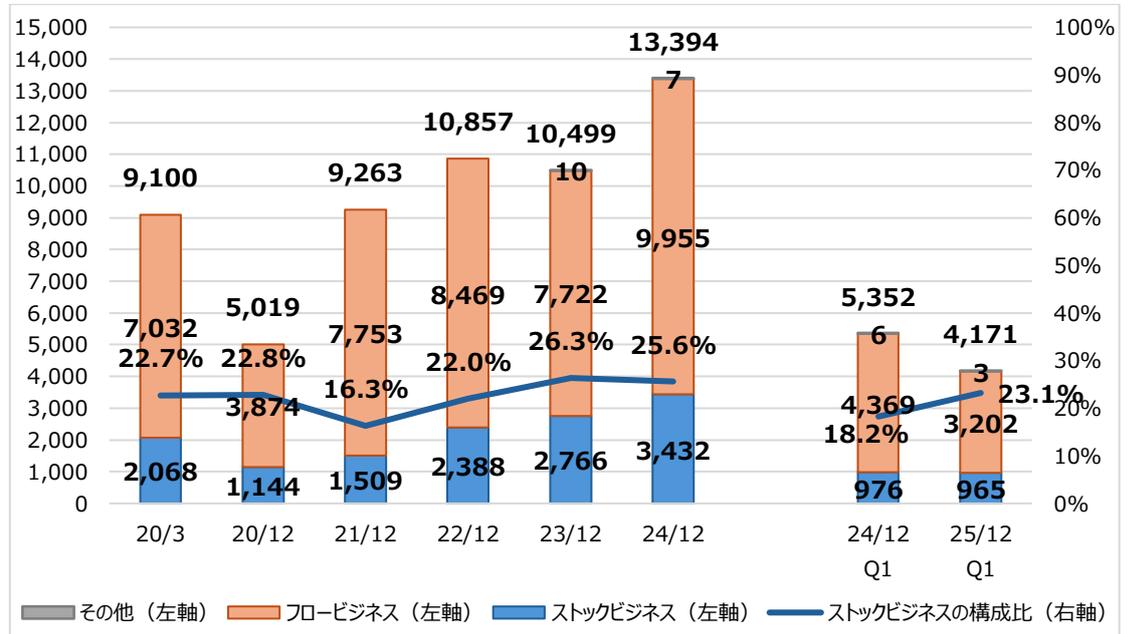
なお、ウェアハウジング案件の売却は同社にとっては計画通りであり、25/12 期後半に向けて利益率が切り上がっていくと同社では想定している。

ストックビジネスの売上総利益率は安定的に推移

ストックビジネスの収益は、事業別に、不動産投資事業（保有中の賃貸収益）、不動産賃貸事業、資産運用事業に分類される。フロービジネスの収益の増減の影響を受けて、ストックビジネスの収益の構成比も上

下するが、同社は、安定したストック収益により固定費を賄うことで業績の安定性向上を目指すことを長期的な方針としており、収益の金額の増加が続いていることが肝要である。

図表 2. ビジネス形態別売上総利益の推移 (百万円)



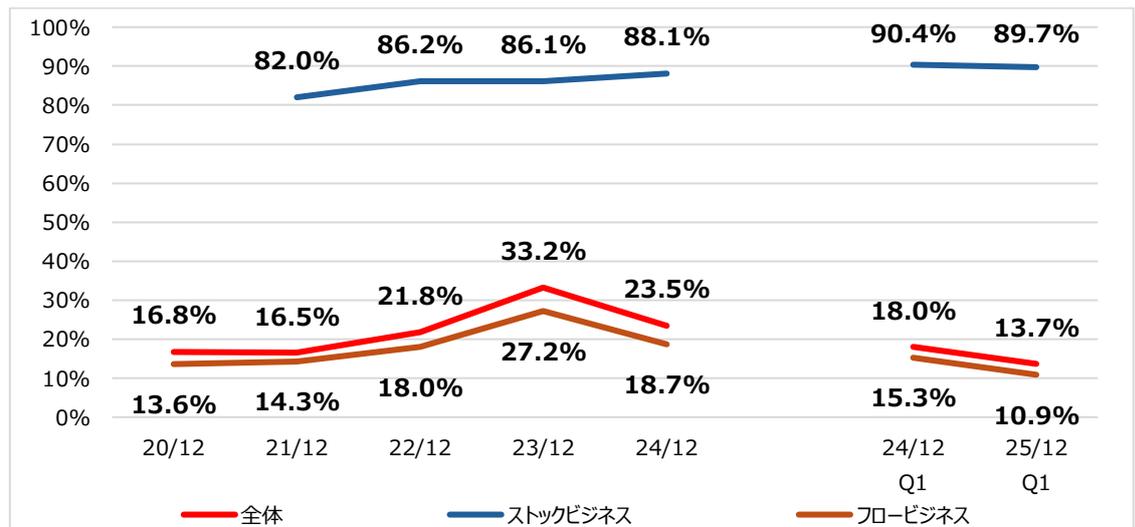
注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

24/12 期からセグメント区分変更。23/12 期は変更後の区分で記載

22/12 期以前は、新区分のその他を、フリービジネスに含めて記載

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 3. 売上総利益率の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

24/12 期からセグメント区分変更。23/12 期は変更後の区分で記載

22/12 期以前は、新区分のその他を、フリービジネスに含めて記載

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

売上高営業利益率低下も、 想定通りの動き

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前年同期より微減の 12.2 億円、売上高販管費率は同 0.1%ポイント低下の 4.0%となった。

これらより、売上総利益率の低下の影響が大きく、売上高営業利益率は前年同期比 4.2%ポイント低下の 9.7%となったが、売上総利益率の低下が見込まれていたことから、想定通りの動きであったと考えられる。

親会社株主に帰属する 四半期純利益も減益も、 今期は主に下期に利益を 計上する計画

なお、営業外収益において米国子会社への貸付に伴う為替差損 2.3 億円が計上された（前年同期は 2.4 億円の為替差益）。また、豪州の関係会社（ニューリアルプロパティ）の清算益として 1.7 億円の特別利益の計上があった（前年同期は特別利益はなし）。これらを含め、親会社株主に帰属する四半期純利益は前年同期比 34.4%減、売上高当期純利益率は同 3.4%ポイント低下の 5.9%となった。

なお、同社は案件の期間収益の最大化や財務状況を踏まえ、年間を通して売却計画を策定する。その計画に基づくと、今期の当期純利益推移は、主に下期に利益を計上する計画となっており、Q1 は期初計画通りに推移した。

2. JINUSHI ビジネスの直近の動向

JINUSHI ビジネスは、「土地を買う（仕入れる）」、「土地を貸す」、「貸している土地を売る」、「投資家の資金を運用する」、の 4 つのステップを踏むことで、資金の回転を継続させながら保有不動産を増やしていくモデルである。

4 つのステップのうち、「投資家の資金を運用する」のステップは、100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートが担っているため、「地主リートの直近の動向」の章で説明する。

1) 仕入の状況

ポートフォリオのバランスの 考慮から特定業種の仕入を 戦略的に抑制したため、 前年同期比で仕入は減少

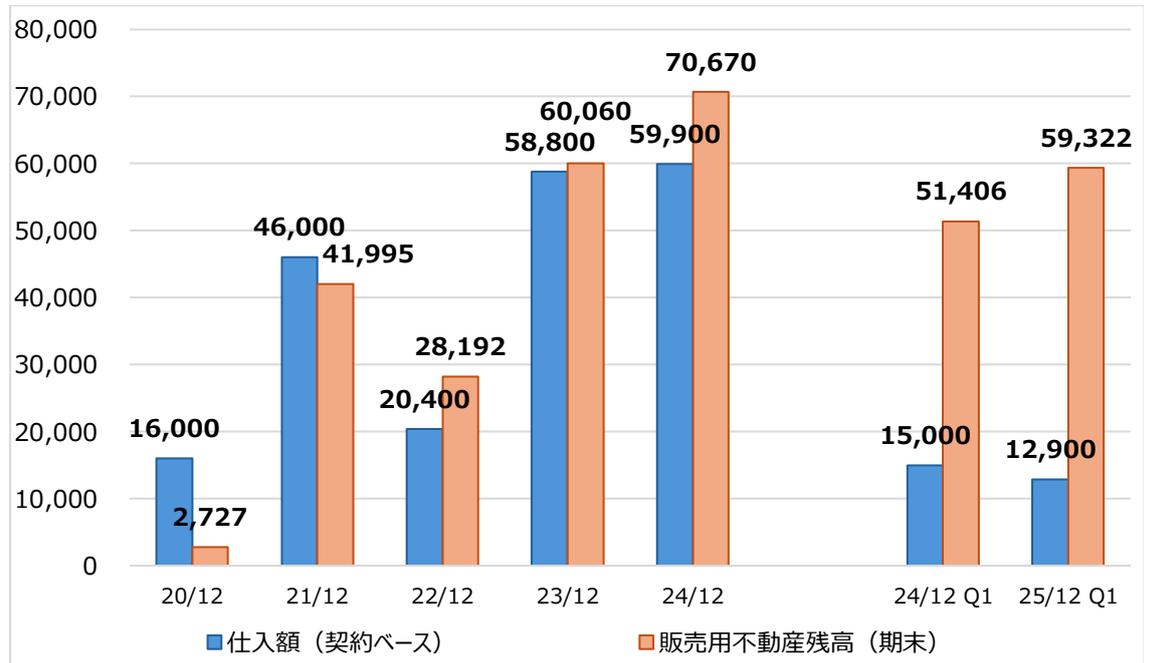
Q1 の仕入（契約ベース）は、件数は前年同期比 14 件減の 10 件、仕入額は前年同期比 14.0%減の 129.0 億円となった。

仕入件数が減少したのは、ポートフォリオのバランスを勘案し、前年同期に増加傾向にあった家族葬の案件に関する仕入を、2024 年後半から戦略的に抑制したことが影響したためである。同業種の案件はそもそも小規模なものであるため、仕入件数が前年同期比 41.7%減だったのに対し、仕入額は同 14.0%減に留まっている。

販売用不動産残高は今後 の販売増を見越して前年 同期末比 15.4%増

なお、Q1 末時点における販売用不動産残高（計上ベース）は 593.2 億円であり、前期 1Q 末 514.0 億円に対して 15.4%増と、今後の販売増を見越してしっかりと積み上がっている。総じて、仕入を取り巻く外部環境でネガティブな要因が発生していることはないと考えられる。

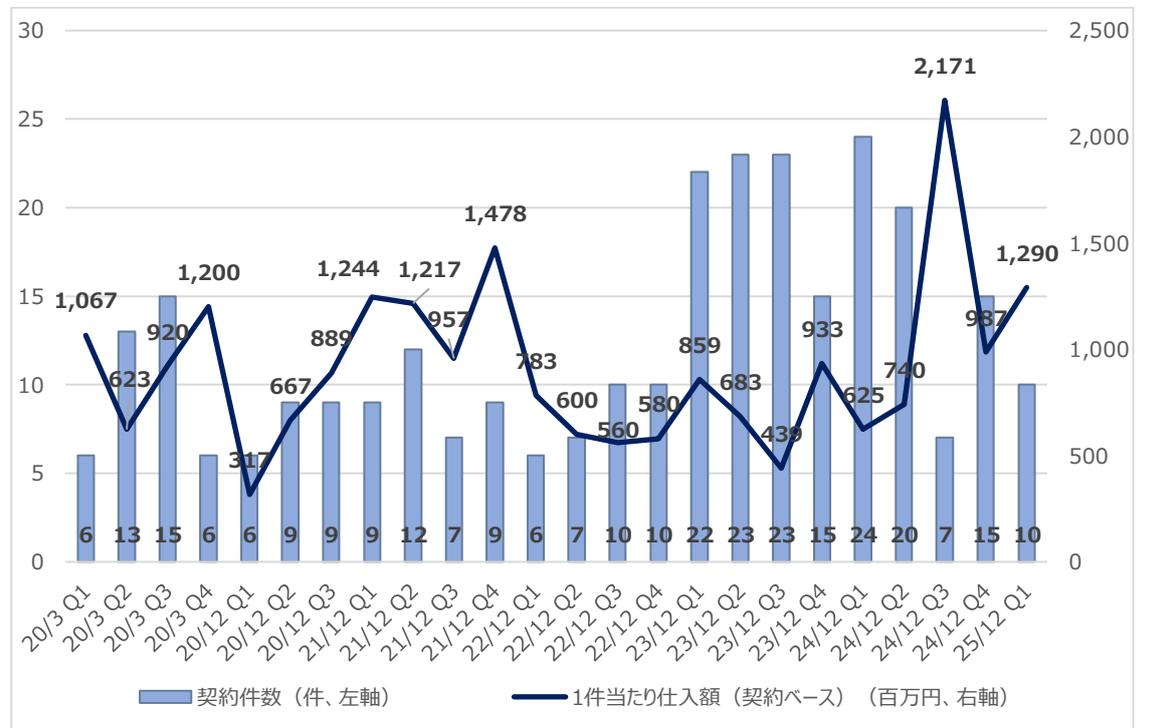
図表 4. 各期の仕入額及び各期末の販売用不動産残高の推移 (百万円)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

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. 仕入の契約件数及び 1 件当たり仕入額の推移 (四半期)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

23/12 期以降の注力分野 であるオフバランス案件

同社では 23/12 期以降、土地のオフバランス提案の強化を成長戦略のひとつに据えている。土地のオフバランス提案とは、企業が土地と既に稼働している建物の両方を保有しているケースにおいて、土地のみを売却した後に定期借地契約を締結し、稼働している建物はその企業がそのまま使用し続けるというものである。企業としては、建物の利用実態は変わらず、成長投資資金の獲得や売却益の創出、バランスシートのスリム化といった財務体質の改善を図ることができるということがメリットとなる。同社としては、約 45 兆円の潜在市場があるとしており、期待が強い領域となっている。

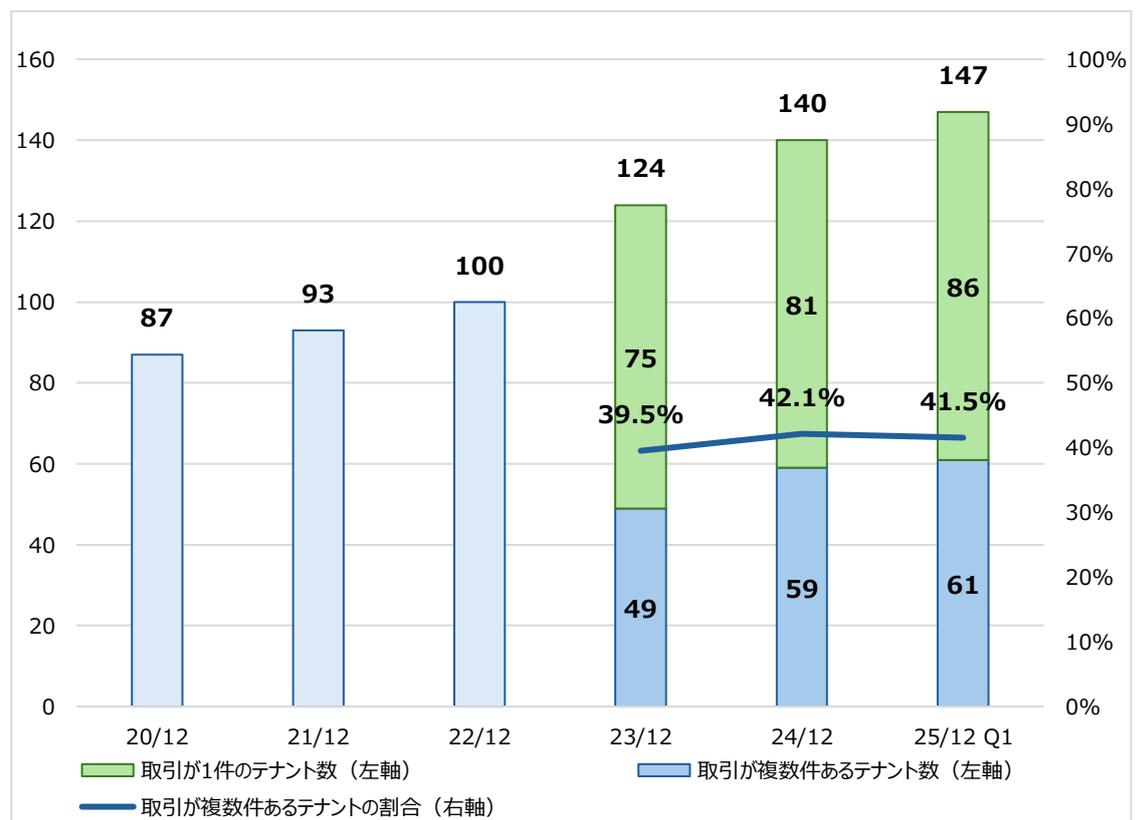
25/12 期 Q1 時点で、累計仕入件数 28 件、累計仕入額 779.0 億円まで積み上がっており、今後もこうしたオフバランス案件の獲得に力を入れている。

2) 土地の貸し先であるテナントの動向

Q1 末のテナント社数は 24/12 期末比で 7 社増加

同社と長期の定期借地権設定契約を締結するテナントの社数は、Q1 末において 147 社となり、24/12 期末比で 7 社増加した。Q1 末の 147 社のテナントのうちの 27 社を占めるスーパーを筆頭に、ドラッグストア (12 社)、カーディーラー (11 社)、飲食店 (10 社)、家族葬 (9 社)、工事・倉庫 (9 社)、ホームセンター (8 社)、家電量販店 (8 社) といった業種のテナントが上位にくる。中長期の方針として、同社は社会インフラを担うテナントを含めテナント業種の多様化を進めている。

図表 6. テナントの期末の社数の推移 (件)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 販売の動向

このように、同社は土地を買って、テナントに貸すことによって、長期安定のキャッシュ・フローを生み出す不動産金融商品として仕立て、その後、地主リート等のファンドや投資家に売却する。25/12期 Q1 末時点で、累計 443 案件、約 5,534 億円の開発実績を積み上げてきた。開発実績のテナント業種の上位は小売業に属する業種が多いが、最も多いスーパーマーケットでも約 24%に留まっている。また、地域的には東名阪で約 82%を占めるが、東京圏（1 都 3 県と茨城県）で約 43%であり、決して一極集中しているわけではない。

地主リート運用後の、同社から地主リートへの売却比率（スポンサーパイプラインサポート比率）は、17/3 期以降の累計で、ブリッジスキームを含み 68.3%である。ブリッジスキームとは「最終的な売却先が決まっており、別法人が一時的に保有する仕組み」のことであり、地主アセットマネジメントが指定する第三者（実質、地主リートと推測）に対し取得に係る優先交渉権を付与するものである。間に立つのは銀行系リース会社である。

なお、同社では、資金の回転を重視して、土地の仕入れから販売までの期間の目安を 1 年～1 年半程度に設定している。

3. 地主リートの直近の動向

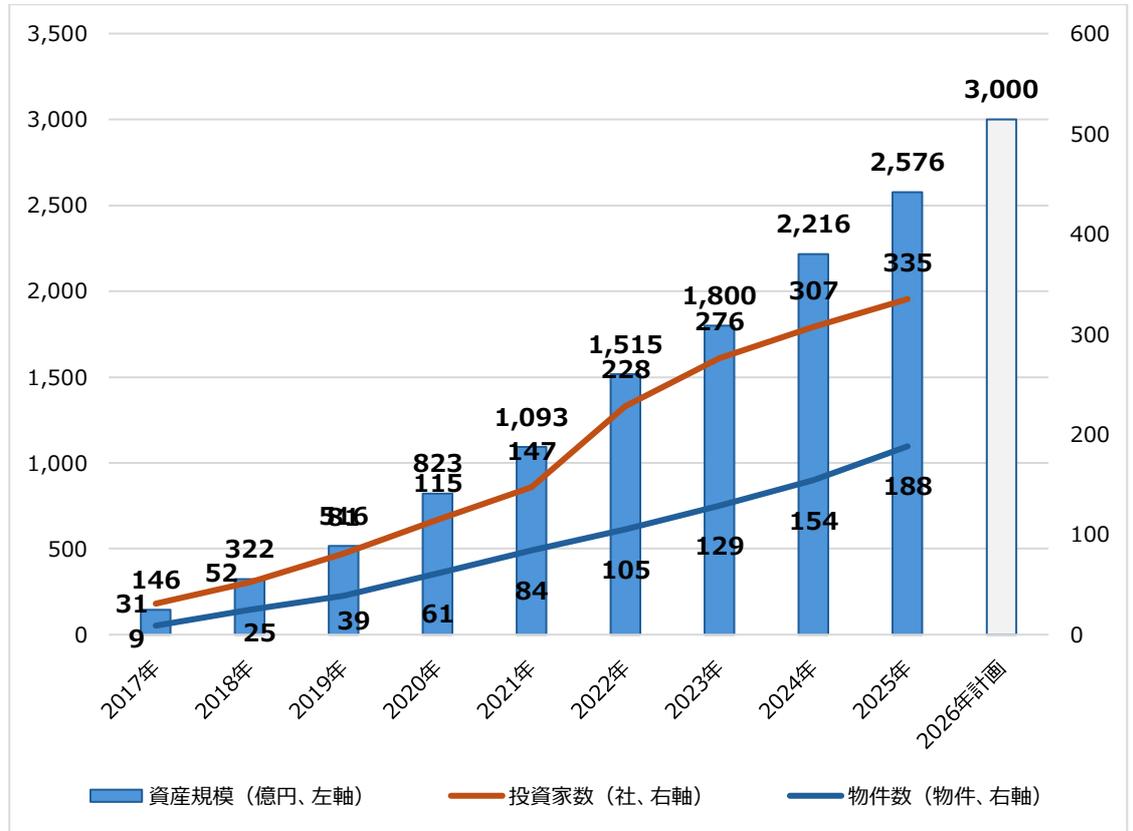
低リスクかつ低ボラティリティの地主リート

100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートは、国内唯一の底地特化型の私募リートである。商品コンセプトとしては、財務安定性を重視して 20～40%程度の LTV 水準で、分配金利回りを年率 3.5%程度に想定している。実績としては、運用開始以降、LTV30%程度、分配金利回り年率 4.0%程度で運用されてきている。また、固定借入比率は 100%、平均残存借入期間は 5.1 年である。

地主リートの資産運用残高は 2025 年 1 月の 9 次増資終了時で 2,576 億円

底地に特化したリートは、上場、私募とも他に存在していないため、他にはない投資機会を提供する金融商品として投資家に受け入れられており、2017 年の運用開始以降、資産規模を拡大させてきた。資産運用残高は、9 次増資終了後の 2025 年 1 月 9 日時点で 2,576 億円である。26/12 期中に 3,000 億円まで増加する見込みである。

図表 7. 地主リートの資産規模の推移



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

小売 3 業種への集中度が高い地主リートのポートフォリオ

2025 年 1 月の 9 次増資終了後の時点での運用物件数は 188 物件である。運用資産のテナント業種別ポートフォリオは、同社の開発実績と比べても、スーパーマーケット、ホームセンター、ドラッグストアの上位 3 業種への集中度が高いポートフォリオとなっていると見られる。

4. 25/12 期業績見通し

25/12 期会社計画は据え置き

25/12 期について、同社は、売上高 70,000 百万円（前期比 22.7%増）、営業利益 9,500 百万円（同 9.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,100 百万円（同 0.2%増）を計画している。Q1 決算発表時点で、通期計画は据え置かれている。

期初の販売用不動産残高の状況から増収見込み

図表 4 にある通り、25/12 期初の販売用不動産残高は前期初比 17.7%増であることに加え、前期好調だった仕入状況が 25/12 期も継続すると見込まれることを増収の裏づけとしている。

利益率は低下するが、売上総利益の増額の牽引による営業増益を想定

同社の売上総利益はフロービジネスからのものが約 7 割を占めており、案件の金額規模、仕入から販売までの期間、案件の地域の周辺の相場との兼ね合い等々の諸条件から仕入を決定している。そのため売上総利益率はあくまで結果であるが、25/12 期に販売される予定の案件を見通すと、前期より売上総利益率は低下することを見込んでいる模様である。その結果、25/12 期の売上高営業利益率は前期比 1.6%ポイント低下の 13.6%になる見込みだが、売上総利益の金額の伸びにより営業利益が増額となると計画している。

当期純利益が微増の計画になっているのは為替差損益等の影響を加味しているため

一方、米国子会社への貸付に関連する為替差損益があり、為替変動の影響を受けることが勘案されている。会社計画では、24/12 期の実績為替レート 1 ドル 158 円に対し、25/12 期の想定為替レートは 1

ドル 150 円としている（期末の為替レートが想定より円安に振れると差益が発生する）。これにより 24/12 期は 3.5 億円の為替差益が計上されたが、25/12 期は 2.1 億円の為替差損が想定されている。

また、豪州子会社の清算の影響もあり、前期に発生したような法人税等の減額 3.5 億円がなくなる一方で、5.0 億円程度の特別利益等の発生が見込まれている（このうち、25/12 期 Q1 時点で 1.7 億円の特別利益が計上済みである）。

これらより、親会社株主に帰属する当期純利益が前期比微増に留まっているのは、これらの要因が加味されているためである。

5. 株価の動向

2024 年に入ってから同社の株価推移をみるために、図表 8 で、2023 年末の株価を 100 とした時の主な不動産金融企業と TOPIX（東証株価指数）の株価推移を指数で表した。

株式市場全体は 2024 年 8 月と 2025 年 4 月に乱高下を経験

2024 年以降の日本の株式市場は、前年からの大型株主導の流れで上昇トレンドが続き、7 月に年初来高値をつけた。その後下落基調に転じ、8 月に入ってから急激な円高の影響を受けた急落と戻りを経て、膠着状態が続いてきた。そして、2025 年 4 月になってトランプ米大統領が相互関税を打ち出すと、その施策内容と影響に対する不透明感が一気に増し、世界的に株価は乱高下を繰り返した。

2024 年以降 TOPIX を大きく下回ったのは 2 度

この過程で、同社の相対株価は 2 度、TOPIX を大きく下回った局面があった。

1 度目は、2024 年 2 月 13 日の 23/12 期通期決算発表を受けた時のもので、23/12 期の業績が前期比減収減益となったことに加え、24/12 期会社計画達成のハードルが高いとの見方が強まったことが原因である。その後株価は上昇基調に転じ、2024 年 5 月の Q1 決算発表で通期計画に対する進捗の高さが確認できたことや、6 月に大和証券が買い推奨で同社のカバレッジを開始したことにより、株価は上値を追う動きを見せ、TOPIX を上回る局面も見られた。

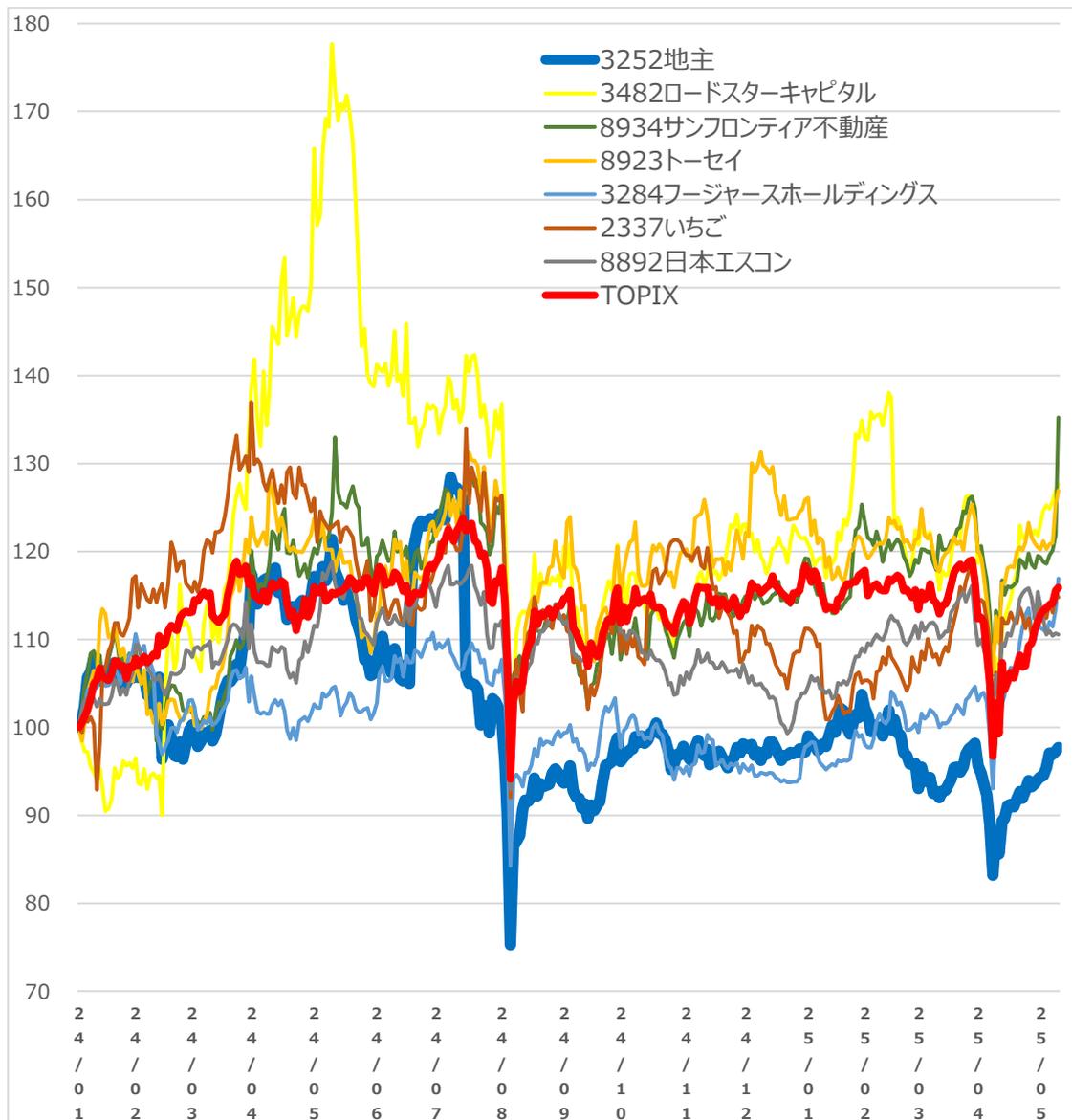
2024 年 7 月の大型ファイナンス以降、相対株価は TOPIX を大幅に下回り続けている

2 度目は、2024 年 7 月 11 日の大型の公募増資等の開示の時であり、同社の株価の大幅下落により、同社の相対株価も TOPIX を下回るようになった。それ以降、同社の相対株価が TOPIX を大きく下回った状態が続いている。

同社は業績拡大のために仕入を継続的に拡大していく必要があり、今回の公募増資により、今後の成長に向けた十分な資金を確保した。それでも、仕入のための資金の獲得のために再度増資する可能性があることと投資家から懸念を持たれていることが、相対株価が TOPIX を下回る一因になっていると考えられる。今回の資金調達には仕入拡大及び今後の成長に対する同社の自信の表れだが、フロー収益が収益の大半を占める事業構造上、四半期という短期スパンで業績を見ると、成長に対する同社の自信が実績数値にまだ反映されていないことも影響していると推察される。

現在、同社の PER は 7.1 倍、PBR は 1.0 倍であり、バリュエーション面でも割安感のある水準にまで株価は調整してきた。PER で同社より低いのはサンフロンティア不動産（8934 東証プライム）とロードスターキャピタル（3482 東証プライム）とフージャースホールディングス（3284 東証プライム）であり、PBR では同社、サンフロンティア不動産、フージャースホールディングスが 1.0 倍で並んで最も低い。

図表 8. 不動産金融企業の株価推移 (2023 年末 = 100)



出所： ストラテジー・アドバイザーズ

地主 | 3252 (東証プライム)

図表 9. 他の不動産金融企業との比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	当期純利益 (百万円)	売上高 当期純利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
地主	3252	2024/12	57,068	6,087	10.7	16.0	6.5
ロードスターキャピタル	3482	2024/12	34,421	6,871	20.0	30.6	11.0
サンフロンティア不動産	8934	2025/03	103,174	14,163	13.7	14.7	8.0
トーセイ	8923	2024/11	82,192	11,985	14.6	13.9	5.4
フージャースホールディングス	3284	2025/03	92,153	5,462	5.9	13.5	4.5
いちご	2337	2025/02	83,576	15,187	18.2	14.0	2.7
日本エスコン	8892	2025/03	113,603	11,193	9.9	14.8	3.9

企業名	コード	ネット D/Eレシオ (倍)	DCR (%)	自己資本 比率 (%)
地主	3252	0.87	149.6	38.6
ロードスターキャピタル	3482	1.95	481.6	23.9
サンフロンティア不動産	8934	0.45	133.6	46.8
トーセイ	8923	1.44	247.7	32.7
フージャースホールディングス	3284	1.61	209.1	23.4
いちご	2337	1.79	108.5	27.5
日本エスコン	8892	3.68	224.2	17.2

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 10. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (5/14)	時価総額 (百万円)	PER	PBR	配当利回り	ROE
					会社予想 (倍)	直近実績 (倍)	会社予想 (%)	直近実績 (%)
地主	3252	2024/12	2,110	43,333	7.1	1.0	4.7	16.0
ロードスターキャピタル	3482	2024/12	2,651	43,876	5.7	1.7	3.1	30.6
サンフロンティア不動産	8934	2025/03	2,105	102,267	6.6	1.0	3.6	14.7
トーセイ	8923	2024/11	2,449	118,681	9.3	1.3	3.6	13.9
フージャースホールディングス	3284	2025/03	1,228	43,657	6.7	1.0	6.0	13.5
いちご	2337	2025/02	385	164,039	10.1	1.5	3.0	14.0
日本エスコン	8892	2025/03	1,006	96,248	8.4	1.2	4.8	14.8

注：時価総額は自己株式を除いた発行済株式数を用いて算出

地主の時価総額はファイナンス後の株式数を用いて算出

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 11. 半期/四半期業績動向

(百万円)	22/12		23/12		24/12	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
損益計算書						
売上高	27,069	22,818	10,373	21,224	44,929	12,139
売上原価	21,105	17,925	7,580	13,518	35,518	8,156
売上総利益	5,964	4,893	2,793	7,706	9,411	3,983
売上総利益率	22.0%	21.4%	26.9%	36.3%	20.9%	32.8%
販売管理費	2,215	2,231	2,100	2,244	2,449	2,268
売上高販売管理費率	8.2%	9.8%	20.2%	10.6%	5.5%	18.7%
営業利益	3,749	2,662	693	5,461	6,962	1,715
売上高営業利益率	13.8%	11.7%	6.7%	25.7%	15.5%	14.1%
営業外収支	157	-625	17	-453	137	-549
金融収支	-276	-305	-177	-217	-181	-340
持分法投資損益	173	-181	40	0	0	0
その他	260	-139	154	-236	318	-209
経常利益	3,906	2,037	711	5,007	7,100	1,165
売上高経常利益率	14.4%	8.9%	6.9%	23.6%	15.8%	9.6%
特別損益	-197	-1,134	1,207	282	0	0
税前利益	3,709	903	1,918	5,250	7,099	1,118
法人税等合計	1,139	-172	700	1,730	1,856	267
(法人税率)	30.7%	-	36.5%	33.0%	26.1%	23.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,569	1,072	1,193	3,516	5,242	845
売上高当期純利益率	9.5%	4.7%	11.5%	16.6%	11.7%	7.0%

(百万円)	23/12		24/12		25/12		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
損益計算書							
売上高	14,837	6,387	29,729	15,200	2,965	9,174	30,529
売上原価	8,416	5,102	24,377	11,141	1,696	6,460	26,358
売上総利益	6,421	1,285	5,352	4,059	1,269	2,714	4,171
売上総利益率	43.3%	20.1%	18.0%	26.7%	42.8%	29.6%	13.7%
販売管理費	1,072	1,172	1,225	1,224	1,018	1,250	1,223
売上高販売管理費率	7.2%	18.3%	4.1%	8.1%	34.3%	13.6%	4.0%
営業利益	5,349	112	4,126	2,836	250	1,465	2,948
売上高営業利益率	36.1%	1.8%	13.9%	18.7%	8.4%	16.0%	9.7%
営業外収支	-70	-383	165	-28	-705	156	-481
金融収支	-126	-91	-38	-143	-178	-162	-168
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	-21
その他	56	-292	203	115	-527	318	-292
経常利益	5,277	-270	4,292	2,808	-455	1,620	2,467
売上高経常利益率	35.6%	-4.2%	14.4%	18.5%	-15.3%	17.7%	8.1%
特別損益	0	282	0	0	0	0	170
税前利益	5,238	12	4,292	2,807	-494	1,612	2,637
法人税等合計	1,751	-21	1,531	325	-114	381	825
(法人税率)	33.4%	-	35.7%	11.6%	-	23.6%	31.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,485	31	2,758	2,484	-382	1,227	1,809
売上高当期純利益率	23.5%	0.5%	9.3%	16.3%	-12.9%	13.4%	5.9%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 損益計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
売上高	39,834	74,187	29,887	56,177	49,887	31,597	57,068	70,000
売上原価	31,662	65,087	24,868	46,914	39,030	21,098	43,674	
売上総利益	8,172	9,100	5,019	9,263	10,857	10,499	13,394	
売上総利益率	20.5%	12.3%	16.8%	16.5%	21.8%	33.2%	23.5%	
内、フロービジネス	6,569	7,028	3,868	7,738	8,275	7,722	9,955	
内、ストックビジネス	1,111	2,068	1,144	1,509	2,388	2,766	3,432	
内、その他	491	3	6	15	194	10	7	
販売管理費	3,725	3,856	2,599	3,788	4,446	4,344	4,717	
営業利益	4,447	5,245	2,420	5,475	6,411	6,154	8,677	9,500
売上高営業利益率	11.2%	7.1%	8.1%	9.7%	12.9%	19.5%	15.2%	13.6%
営業外収益	703	403	637	285	435	227	509	
受取利息・配当金	27	12	7	5	17	51	134	
持分法投資利益	304	167	130	-	-	40	1	
為替差益	88	80	-	138	296	84	350	
その他	284	144	500	142	122	52	24	
営業外費用	822	1,049	900	758	903	663	921	
支払利息・割引料	613	729	392	457	598	445	655	
持分法投資損失	-	-	-	83	8	-	-	
為替差損	-	-	377	-	-	-	-	
資金調達費用	167	272	120	212	267	186	197	
その他	42	48	11	6	30	32	69	
経常利益	4,328	4,599	2,157	5,002	5,943	5,718	8,265	8,000
売上高経常利益率	10.9%	6.2%	7.2%	8.9%	11.9%	18.1%	14.5%	11.4%
特別利益	333	130	-	-	-	1,489	-	
特別損失	829	102	-	73	1,331	40	40	
税前利益	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168	8,217	
法人税・住民税・事業税	1,312	1,538	612	4,006	1,423	2,268	2,438	
法人税等調整額	-165	-87	-100	-2,203	-456	162	-315	
法人税等合計	1,146	1,451	512	1,803	967	2,430	2,123	
(法人税率)	29.9%	31.4%	23.7%	36.6%	21.0%	33.9%	25.8%	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,685	3,177	1,645	3,124	3,641	4,709	6,087	6,100
売上高当期純利益率	6.7%	4.3%	5.5%	5.6%	7.3%	14.9%	10.7%	8.7%
EPS (円)	149.30	174.59	89.94	170.90	199.16	267.76	334.89	295.52
有形・無形固定資産投資	338	197	2,954	14,142	500	723	477	
減価償却費・のれん償却額	166	116	72	148	148	206	211	
キャッシュ・フロー	2,851	3,293	1,717	3,272	3,789	4,915	6,298	
CFPS (円)	159.6	182.5	93.9	178.9	207.2	268.8	383.0	
ROE	12.8%	14.0%	6.8%	11.9%	12.4%	15.1%	16.0%	
ROIC (投下資本)	4.2%	4.6%	2.8%	5.0%	7.5%	4.6%	6.5%	
ROIC (事業資産)	5.9%	6.5%	4.4%	7.2%	10.3%	6.2%	8.1%	
配当金 (円)	55.00	55.00	25.00	50.00	55.00	55.00	85.00	100.00
期中平均株式数 (百万株)	17.0	18.0	18.0	18.0	18.0	17.0	18.0	
期末株式数 (百万株)	18.0	18.2	18.2	18.2	18.2	16.4	20.5	

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算 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. 貸借対照表の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
流動資産	90,020	66,886	60,074	60,002	52,850	84,019	95,431
現金及び預金	18,857	21,851	20,897	17,264	23,140	23,092	23,701
売上債権	99	147	198	205	273	330	356
棚卸資産	69,516	43,493	38,388	41,995	28,192	60,060	70,670
その他	1,548	1,395	591	538	1,245	537	704
固定資産	9,577	8,169	11,146	26,335	19,302	17,462	19,986
有形固定資産	456	522	3,437	17,488	16,803	14,859	15,133
うち土地	4	4	2,884	16,994	16,066	13,971	14,336
無形固定資産	9	14	55	225	116	49	41
投資その他の資産	9,112	7,633	7,654	8,621	2,382	2,553	4,811
投資有価証券	1,520	300	293	581	319	343	3,199
貸倒引当金	-213	-89	-89	-88	-88	-84	0
その他	7,805	7,422	7,450	8,128	2,151	2,294	1,612
資産合計	99,597	75,055	71,220	86,337	72,153	101,482	115,417
流動負債	11,876	7,854	5,400	13,999	4,583	7,483	7,790
買入債務	102	225	187	112	103	110	348
未払金・未払費用	501	443	459	581	754	451	365
有利子負債	8,505	3,890	2,863	7,061	1,875	2,359	2,609
短期借入金	4,968	1,099	797	1,126	0	1,440	1,525
1年内返済予定の長期借入金	3,537	2,791	2,066	5,935	1,875	919	1,084
未払法人税等	920	1,524	5	3,753	232	2,202	1,498
その他	1,848	1,772	1,886	2,492	1,619	2,361	2,970
固定負債	66,109	43,330	40,979	44,555	36,610	62,496	62,826
有利子負債	65,258	42,674	40,437	42,749	35,288	60,414	60,286
退職給付/給与引当金	43	0	0	0	0	0	0
繰延税金負債	539	448	234	1,000	398	587	324
その他	269	208	308	806	924	1,495	2,216
純資産	21,612	23,871	24,841	27,781	30,960	31,501	44,800
株主資本	22,220	24,702	25,341	28,009	30,736	30,940	43,960
資本金・剰余金	7,410	7,707	7,707	7,705	7,705	7,705	14,703
利益剰余金	14,811	16,996	17,635	20,302	23,030	26,733	31,213
自己株式	0	0	0	0	0	-3,499	-1,957
その他包括利益累計額	-629	-832	-500	-227	169	424	606
新株予約権	20	0	0	0	0	0	0
非支配株主持分	0	0	0	0	54	136	233
負債純資産合計	99,597	75,055	71,220	86,337	72,153	101,482	115,417
有利子負債	73,762	46,564	43,300	49,810	37,163	62,773	62,895
自己資本比率	21.7%	31.8%	34.9%	32.2%	42.8%	30.9%	38.6%
D/Eレシオ	3.41	1.95	1.74	1.79	1.20	2.00	1.41

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算 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. キャッシュ・フロー計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税引前利益	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168	8,217
減価償却費	166	116	72	148	148	206	211
持分法による投資損益	5	93	-3	378	6,669	-59	-1
運転資本	-28,770	26,023	2,504	5,277	13,387	-32,210	-10,232
法人税等支払額	-1,411	-950	-2,090	-377	-5,426	373	-3,198
その他	-1,842	-229	930	1,020	603	-690	674
合計	-28,021	29,681	3,570	11,373	19,993	-25,212	-4,329
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得及び売却	-324	-144	-56	-13,373	-379	3,487	-396
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	-	-1	-12
その他	317	1,305	-43	-4,140	223	205	-1,661
合計	-7	1,161	-99	-17,513	-156	3,691	-2,069
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期借入金の純増減額	1,639	-3,869	-302	329	-930	1,440	60
長期借入金の純増減額	31,665	-23,232	-3,116	2,521	-12,128	24,160	94
株式の発行	204	290	-	-	-	-	8,279
自己株式の取得及び処分	-	-	-	-	-	-3,499	1,454
配当金の支払額	-982	-992	-1,004	-458	-913	-1,005	-1,606
その他	-14	-17	-20	-29	-4	16	-1,406
合計	32,512	-27,820	-4,442	2,363	-13,975	21,112	6,875
キャッシュに係る換算差額	-136	-28	18	57	99	16	267
キャッシュ増減額	4,348	2,994	-953	-3,718	5,960	-392	744
キャッシュ期首残高	14,509	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140	22,747
キャッシュ期末残高	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140	22,747	23,492

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算 出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目27番8号セントラルビル703号