

## Company Report

2025年9月19日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
伊藤 研一

## 超大型受注獲得も含め、上半期での受注額は200億円を超え、上方修正も実施

8月13日に発表されたセグエグループ（以下、同社）の25/12期Q2(4-6月)決算は、売上高52.1億円(前年同期比50.8%増)、営業利益4.5億円(前Q2は0.8億円の赤字)で、大幅増収増益となった。また、通期計画の上方修正(売上高225.0→248.0億円、営業利益12.6→15.1億円)を発表。超大型を含む3件の大型案件によって、受注が大幅に伸長した(同社では約10億円規模の案件を“大型”と定義している)。

今回受注した超大型受注は、GSS(ガバメントソリューションサービス)に起因したものであり、2023年6月に閣議決定された国の情報システム刷新の一環として行われている。具体的に、政府は従来の「政府共通ネットワーク」を廃止し、新たに閉域の府省間ネットワークを構築しており、順次各府省庁の政府機関で導入される。このネットワークには、GSS技術仕様の端末認証機能を通して接続が行われることから、より高いセキュリティが確保される。今後も、極めて旺盛な需要が継続することが見込まれ、GSS関連の継続的な受注の獲得が期待される。

ビジネス別では、VADが成長を牽引している。Q2の同売上高は、前年同期比55.8%増となった。GSS関連の大型受注に加えて、Juniper Networks(米国)やExtreme Networks(米国)等の製品の大型案件が売上計上された。また、Q1同様に収益性も確保しており、Q2の売上総利益率は25.7%と高水準を維持。価格交渉や、保守の原価低減等が進捗しており、同社の内部努力が成果として顕在化している。

決算発表後、株価は3割弱上昇している。PERは30倍弱、PBRも7倍近くまで上昇しており、競合他社と比較しても、バリュエーションは高い。ストラテジー・アドバイザーズでは、超大型受注獲得を踏まえ、中期経営計画最終年度(26/12期)で掲げているM&Aチャレンジ目標(売上高300億円、営業利益20億円)達成が視野に入ったと見ている。

## 株価・出来高(過去1年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 主要指標

株価(25/9/19)	653
年初来高値(25/8/26)	680
年初来安値(25/4/7)	414
52週間高値(25/8/26)	680
52週間安値(25/4/7)	414
発行済株式数(百万株)	31.7
時価総額(十億円)	20.7
EV(十億円)	19.1
自己資本比率(25/6実績、%)	24.1
PER(25/12会予、倍)	26.6
PBR(24/12実績、倍)	6.8
配当利回り(25/12会予、%)	2.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	純利益	前年比	EPS	DPS
決算期	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
24/12 H1	8,410	-7.1	346	-44.7	739	22.6	434	6.4	13.3	—
25/12 H1	10,000	18.9	685	97.5	677	-8.4	402	-7.2	12.7	—
21/12	12,039	9.5	639	-24.3	686	-21.5	455	-28.2	39.1	5.3
22/12	13,623	13.2	906	41.8	1,051	53.2	743	63.3	65.8	6.0
23/12	17,443	28.0	1,086	19.9	1,015	-3.4	661	-11.0	19.4	10.0
24/12	18,717	7.3	720	-33.7	1,060	4.4	507	-23.3	15.6	11.0
25/12 会社前予想	22,500	20.2	1,260	75.0	1,260	18.9	701	38.3	22.1	13.0
25/12 会社予想	24,800	32.5	1,512	110.0	1,480	39.6	780	53.6	24.6	13.0

注：2024年3月1日付で普通株式1株につき3株の株式分割を実施

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1. 25/12期 Q2 決算概要

### Q2 決算は大幅な増収増益

8月13日に開示されたセグエグループ（以下、同社）の25/12期Q2(4-6月)決算は、売上高52.1億円(前年同期比50.8%増)、営業利益4.5億円(前Q2は0.8億円の赤字)で、大幅増収増益となった。また、通期計画の上方修正(売上高225.0→248.0億円、営業利益12.6→15.1億円)を発表した。超大型を含む3件の大型案件によって、数十億円の受注(プロダクト約8割、サービス約2割)を確保し、このうち半分程度が今年度業績に計上される見込みである。

### 今期会社計画を上方修正

同社は、売上高を+23.0億円、営業利益を+2.5億円、それぞれ上方修正したが、利益面に関してはやや保守的な想定と言える。ストラテジー・アドバイザーズでは、中期経営計画最終年度で掲げているM&Aチャレンジ目標(売上高300億円、営業利益20億円)達成が視野に入ったとみており、達成に向けて、来期以降の先行投資を前倒しで実施する可能性もあろう。大型受注の約半分は、26/12期に計上される見込みであり、M&Aを除いてもチャレンジ目標達成が可能な水準まで飛躍した点は、特筆すべきである。

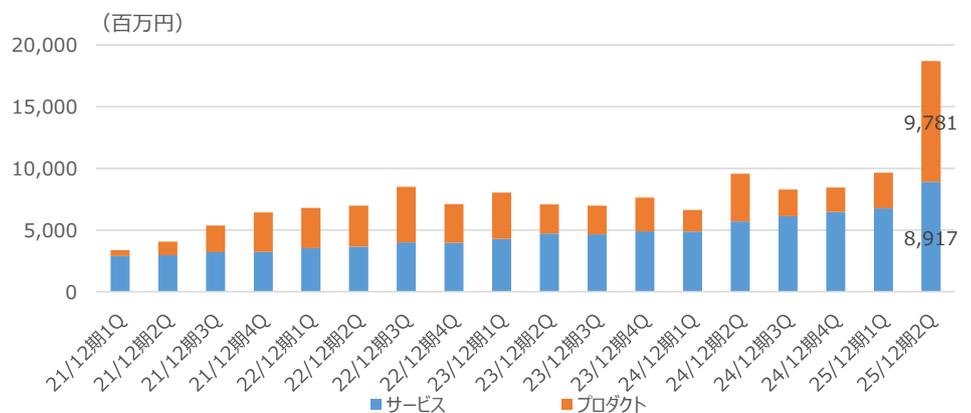
### 好調な受注環境

前回のレポートで指摘した通り、受注好調の背景として、1) ネットワーク周辺のインフラ需要が極めて旺盛であることから、Ruckus Networks（米国）やJuniper Networks（米国）の製品に対する需要が旺盛であること、2) 2025年1月、Hewlett Packard Enterprise(米国)によるJuniper Networksの買収は独占禁止法違反に抵触する恐れがあるとして、米司法省が提訴し、一部のディストリビューターがJuniper Networks製品の取り扱いに消極的となり、同社の受注が増加していること、3) 若返りを図るべく、2024年に役員人事の刷新を行った効果が顕在化しており、従前以上に取りこぼしなく、受注を獲得できていること、といったことが上げられる。今回計上された超大型受注を除いても、受注残は堅調に増加しており、外部環境の変化や、人事刷新等の内部努力が成果に繋がっていると見えよう。

### 国の情報システム刷新による特需

なお、今回計上された大型受注は、GSS(ガバメントソリューションサービス)に起因したものであり、2023年6月に閣議決定された国の情報システム刷新の一環として行われている。具体的に、政府は従来の「政府共通ネットワーク」を廃止し、新たに閉域の府省間ネットワークを構築しており、順次各府省庁の政府機関で導入される。このネットワークには、GSS技術仕様の端末認証機能を通して接続が行われることから、より高いセキュリティが確保される。これらの取り組みによって、テレワークの活用や、ペーパーレス化、業務効率化ツールの導入が一段と進む見込みとなっており、来期以降も各省庁の案件が継続的に出てくる見込みである。

図表 1. 受注残の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 各事業の進捗状況

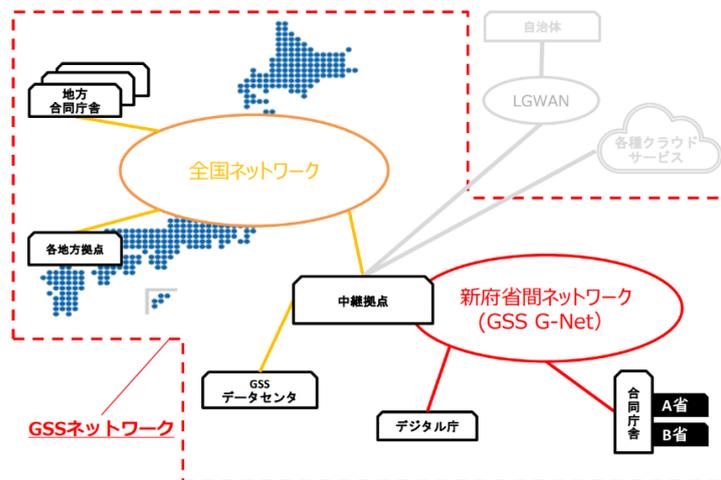
### 大型案件により VAD は収益性が大きく改善

ビジネス別では、VAD の Q2 売上高が前年同期比 55.8%の大幅増収となった。GSS 関連の超大型受注に加えて、Juniper Networks や Extreme Networks 等の製品の大型案件が売上計上されたことが主因である。また、Q1 同様に収益性も確保しており、Q2 の売上総利益率は 25.7%と高水準を持続した。1)前年に一部低収益案件が計上されていたこと、2)一部のディスクリブーターが Juniper Networks の製品の取り扱いに消極的になった影響で同社の取り扱いシェアが上がっており、ボリュームディスカウント等の価格交渉が奏功していること、3) 保守の原価低減及び価格改定交渉が進捗していること、が要因として挙げられる。同社のバリエーションが競合対比で低位に留まっていた 1 つの要因は、収益性が相対的に低いことであったが、主力の VAD 中心に収益性を確保しつつ、大型受注を獲得出来ている点は、資本市場からも高く評価されるべきであろう。

### GSS 関連の受注は高水準が続きます

なお、GSS 関連の受注は、今後も継続する見込みである。来年度以降、中央省庁のみならず、各省庁の地方拠点や、地方合同庁舎との接続が進む予定となっている。会社側は、24 年 10 月にデジタル・ガバメント推進部を新設し、積極的な営業活動を推進しており、引き続き高水準の受注が継続する可能性が高いと言えよう。

図表 2. GSS の概略図



出所：デジタル庁資料より抜粋

### SI の売上高は堅調も利益率は低水準にとどまる

SI は、大手旅行代理店向けの大型案件に加えて、大学向け等の大型インフラ案件が計上されたことから、Q2 の売上高は前年同期比 15.0%増収と堅調に推移した。一方で、売上総利益率は 20.2%とやや低水準で着地した。外注先のパートナーを積極的に活用したこと等が影響した模様。なお、期待のエンドユーザー向けサービスである Kaetec は、社内の組織変更等もあり、やや軟調な推移となった。収益性を継続的に上げていく上で、エンドユーザー向けの自社サービス拡大は不可欠であり、今後の挽回に期待したい。

### 自社開発は新ラインナップである RevoWorks ZONE の業績貢献に期待

自社開発は、Q2 売上高が 3.5 億円(前年同期比 39.5%増)となり、低調であった Q1 からやや挽回した形となった。主力の RevoWorks Browser は、地方自治体や医療機関を中心に着実に新規案件を獲得している模様。また、今年 4 月より販売を開始した RevoWorks ZONE は、引き続き引き合いが好調で、下期(7-12 月)以降の業績貢献を見込んでいるとのことである。

なお、セグエセキュリティは、Q1 同様に想定通りの進捗となっている。事業規模拡大に向けた人的リソースの確保に対する先行投資を行い、体制強化を進めている。特に、SOC を活用したマネージドサービスの引き合いは旺盛であり、コンサルティングから運用支援に至る各工程を垂直的に支援できる点を強みに、今後の事業拡大が期待される。

## 海外は ISS Resolution の新規事業立ち上げに遅れあり

海外は、ミャンマーで発生した地震(3月28日)の影響で、やや低調なスタートとなっていたが、Q2の売上高は、3.9億円なり、前四半期比で4億円の大幅増収となった。これは、2024年5月に子会社化した First One Systems(タイ)が新たに連結されたことが主な要因である。なお、ISS Resolution の新規事業立ち上げがやや遅れているが、今年度以降の成長加速に注目である。

図表 3. 四半期業績推移

決算期 (百万円)	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>売上高合計</b>	<b>4,561</b>	<b>4,497</b>	<b>4,353</b>	<b>4,032</b>	<b>4,954</b>	<b>3,457</b>	<b>5,506</b>	<b>4,801</b>	<b>4,788</b>	<b>5,213</b>
(前年同期比)	36.6%	68.7%	37.5%	-9.5%	8.6%	-23.1%	26.5%	19.1%	-3.4%	50.8%
<b>VAD</b>	<b>2,531</b>	<b>2,033</b>	<b>2,129</b>	<b>2,273</b>	<b>2,838</b>	<b>1,908</b>	<b>1,884</b>	<b>2,944</b>	<b>2,321</b>	<b>2,973</b>
(前年同期比)	58.7%	49.5%	64.5%	9.1%	12.1%	-6.2%	-11.5%	29.5%	-18.2%	55.8%
<b>SI</b>	<b>1,881</b>	<b>2,196</b>	<b>1,975</b>	<b>1,523</b>	<b>1,823</b>	<b>1,293</b>	<b>2,727</b>	<b>1,162</b>	<b>1,986</b>	<b>1,481</b>
(前年同期比)	20.3%	112.2%	30.7%	-27.2%	-3.1%	-41.1%	38.1%	-23.7%	9.0%	15.0%
<b>自社開発</b>	<b>150</b>	<b>267</b>	<b>248</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>257</b>	<b>263</b>	<b>271</b>	<b>247</b>	<b>358</b>
(前年同期比)	-17.1%	-1.4%	-31.2%	-14.5%	95.9%	-3.9%	6.2%	14.6%	-15.7%	39.5%
<b>海外</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>631</b>	<b>423</b>	<b>233</b>	<b>399</b>
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261	1,204	1,134	1,425
(売上総利益率)	23.9%	22.1%	23.8%	24.9%	24.5%	26.4%	22.9%	25.1%	23.7%	27.3%
・VAD	564	402	450	340	612	417	534	643	638	764
(売上総利益率)	22.3%	19.8%	21.1%	15.0%	21.6%	21.9%	28.3%	21.8%	27.5%	25.7%
・SI	445	355	387	478	407	354	409	278	304	301
(売上総利益率)	23.6%	16.2%	19.6%	31.4%	22.3%	27.4%	15.0%	23.9%	15.3%	20.2%
・自社開発	82	235	202	183	195	142	109	151	120	224
(売上総利益率)	54.9%	88.1%	81.3%	77.3%	66.6%	55.3%	41.3%	55.7%	48.6%	62.6%
・海外	-	-	-	-	-	-	210	132	71	135
(売上総利益率)	-	-	-	-	-	-	33.3%	31.3%	30.5%	33.8%
販売費及び一般管理費	673	783	737	845	783	997	972	1,120	908	965
<b>営業利益</b>	<b>418</b>	<b>210</b>	<b>302</b>	<b>156</b>	<b>431</b>	<b>-84</b>	<b>289</b>	<b>84</b>	<b>226</b>	<b>459</b>
(前年同期比)	85.8%	100.0%	24.8%	-53.3%	3.1%	-140.0%	-4.3%	-46.2%	-47.6%	-
(売上高営業利益率)	9.2%	4.7%	6.9%	3.9%	8.7%	-2.4%	5.2%	1.7%	4.7%	8.8%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 3. 株価推移とバリュエーション

### 会社計画の上方修正発表後、株価は3割弱上昇

株価は、決算発表と同時に発表された会社計画の上方修正を受け、3割弱上昇している。PERは、30倍弱、PBRも7倍近くまで上昇しており、競合他社と比較しても、バリュエーションは高い。ストラテジー・アドバイザーズでは、超大型受注獲得を踏まえ、中期経営計画最終年度(26/12期)で掲げているM&Aチャレンジ目標(売上高300億円、営業利益20億円)の一部を株価は織り込んだとみている。営業利益20億円を実現した際の当期純利益は14億円程度であり、足元の時価総額から算出したPERは15倍前後と試算される。

### 株主優待と配当を合わせた総合利回りは5.0%弱

なお、同社は、株主優待として、10単元以上を長期保有している投資家に対して、年間2.0万円相当のQUOカードを贈呈している。株主優待利回りは約3.0%であり、配当と合わせた総合利回りは、依然として5.0%弱と魅力的な水準を維持している。ストラテジー・アドバイザーズでは、総合利回り5.0%の水準が株価を下支えするとみており、今後も堅調な株価推移を見込む。

### PER20倍強まで株価が上昇する可能性あり

今後の株価のカタリストは、25/12期の決算発表で開示される26/12期業績見通しであろう。上述の通り、すでに一定程度中期経営計画最終年度の業績目標を織り込んでいると考えられるが、期初段階より、営業利益20億円の計画が開示された場合、PERは20倍強まで株価が上昇する可能性は十分あると考える。

### M&Aによる非連続的な成長にも期待

同社は、決算発表と同時に、連結子会社であるジェイズ・テクノロジーがネットファームズ(大阪)のネットワーク・インテグレーション事業を買収すると発表した。業績への影響は軽微であるものの、ネットワークエンジニアを獲得する手段として、こういったM&Aは、引き続き有効だろう。また、相対的に高いバリュエーションを獲得したことから、自社株買いよりも、競合他社の買収に対する投資魅力が高まったとも考えられる。中期経営計画最終年度に向けて、既存事業に加えて、さらなるM&Aによる非連続的な成長にも期待が持てるであろう。

### 着実な企業価値の向上が期待される

同社は、株価及び資本コストを意識した経営を徹底しており、成長投資を最大限行った上で、株主還元も積極的に行っていく姿勢を強めている。今後も事業拡大に沿って、配当等の株主還元を継続的に高めていくことが期待されることから、事業成長とともに、着実に企業価値が上昇することが期待される。

図表 4. 相対株価チャート



注：2024年9月19日終値を100として算出  
出所：SPEEDAよりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 5. バリュエーション一覧

コード	企業名	決算期	株価	時価総額	PER	PBR	ROE	企業価値 /EBITDA	配当 利回り	株主資本 比率	ネット D/E レシオ	株価 過去 1年比	株価 過去 3年比
			(9/19)	(9/19)	会社 予想	直近 実績	会社 予想	直近 実績	会社 予想	直近 実績	直近 実績	(%)	(%)
			(円)	(百万円)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(%)	(%)
<b>3968</b>	<b>セグエグループ</b>	<b>24/12期</b>	<b>653</b>	<b>20,722</b>	<b>26.6</b>	<b>6.8</b>	<b>25.6</b>	<b>18.6</b>	<b>2.0</b>	<b>22.3</b>	<b>0.8</b>	<b>3.0</b>	<b>184.3</b>
9719	SCSK	25/3期	4,863	1,521,002	23.9	5.2	21.8	19.0	1.9	32.9	1.1	61.7	116.5
2327	日鉄ソリューションズ	25/3期	3,714	679,566	23.3	2.6	11.2	13.9	2.2	62.0	0.1	2.2	108.7
3697	SHIFT	24/8期	1,356	357,015	45.2	10.5	23.2	25.8	0.0	54.3	0.3	50.9	2.5
9682	DTS	25/3期	5,210	205,044	76.0	3.5	18.8	11.3	-	72.2	0.0	31.2	46.6
4722	フューチャー	24/12期	2,290	203,068	17.7	3.7	20.7	10.8	2.0	60.3	0.3	27.9	41.3
2317	システナ	25/3期	513	183,375	19.5	5.6	29.0	13.0	2.3	62.7	0.0	38.6	22.4
4413	ボードルア	25/2期	3,045	95,845	40.2	21.0	51.3	34.9	0.2	53.1	0.4	5.7	404.3
3762	テクマトリックス	25/3期	2,107	84,635	17.3	3.5	20.2	7.4	1.7	23.0	0.2	-11.8	31.7
3636	三菱総合研究所	24/9期	5,250	82,687	14.5	1.2	8.4	5.7	3.0	56.5	0.0	28.0	20.1
5036	日本ビジネスシステムズ	24/9期	1,563	71,264	14.3	3.1	22.0	15.6	2.6	37.3	0.9	62.3	44.5
4687	TDCソフト	25/3期	1,388	65,459	18.6	3.1	16.9	10.2	2.2	73.8	0.0	14.7	129.0
3844	コムチュア	25/3期	1,654	52,739	15.9	2.9	18.0	7.8	3.0	72.1	0.0	4.4	-29.1
4417	グローバルセキュリティエキスパート	25/3期	3,350	50,348	35.5	16.4	46.0	30.1	1.0	37.8	0.6	6.7	134.7
3915	テラスカイ	25/2期	2,137	27,587	20.2	2.5	12.3	11.8	0.0	56.9	0.0	-1.2	5.5
4847	インテリジェント ウェイブ	25/6期	1,108	29,009	17.2	3.1	17.8	6.9	3.3	50.7	0.0	21.5	58.3
9600	アイネット	25/3期	1,749	26,686	14.4	1.4	9.6	6.5	3.3	52.1	0.5	13.8	34.7
3040	ソリトンシステムズ	24/12期	1,445	26,792	15.3	2.2	14.3	5.1	3.6	52.7	0.0	34.8	30.8
4662	フォーカスシステムズ	25/3期	1,637	24,749	13.2	1.8	13.4	8.5	3.3	67.2	0.1	44.7	66.9
3837	アドソル日進	25/3期	1,328	23,186	18.4	3.3	17.8	10.9	2.8	71.6	-	51.4	80.7
4434	サーバーワークス	25/2期	2,046	15,731	19.0	1.4	7.4	7.3	0.0	55.9	-	-26.9	-16.0

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 6. 損益計算書(単位 : 百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
<b>売上高合計</b>	<b>7,793</b>	<b>8,767</b>	<b>9,647</b>	<b>10,993</b>	<b>12,039</b>	<b>13,623</b>	<b>17,443</b>	<b>18,718</b>	<b>24,800</b>
(前期比)		12.5%	10.0%	14.0%	9.5%	13.2%	28.0%	7.3%	32.5%
<b>VAD</b>				<b>5,280</b>	<b>5,262</b>	<b>6,332</b>	<b>8,966</b>	<b>9,574</b>	
(前期比)				-	-0.3%	20.3%	41.6%	6.8%	
<b>SI</b>				<b>5,127</b>	<b>6,169</b>	<b>6,203</b>	<b>7,576</b>	<b>7,005</b>	
(前期比)				-	20.3%	0.6%	22.1%	-7.5%	
<b>自社開発</b>				<b>586</b>	<b>608</b>	<b>1,088</b>	<b>901</b>	<b>1,084</b>	
(前期比)				-	3.7%	79.0%	-17.2%	20.3%	
<b>売上総利益</b>	<b>1,871</b>	<b>2,169</b>	<b>2,532</b>	<b>3,093</b>	<b>3,092</b>	<b>3,559</b>	<b>4,124</b>	<b>4,592</b>	
(売上総利益率)	24.0%	24.7%	26.2%	28.1%	25.7%	26.1%	23.6%	24.5%	
<b>VAD</b>				1,371	1,314	1,299	1,757	2,206	
(売上総利益率)				26.0%	25.0%	20.5%	19.6%	23.0%	
<b>SI</b>				1,313	1,446	1,419	1,665	1,447	
(売上総利益率)				25.6%	23.4%	22.9%	22.0%	20.7%	
<b>自社開発</b>				409	332	842	702	597	
(売上総利益率)				69.7%	54.6%	77.3%	77.9%	55.1%	
販売費及び一般管理費	1,489	1,685	1,983	2,249	2,453	2,653	3,038	3,872	
<b>営業利益</b>	<b>382</b>	<b>484</b>	<b>548</b>	<b>844</b>	<b>639</b>	<b>906</b>	<b>1,086</b>	<b>720</b>	<b>1,512</b>
(前期比)		26.7%	13.2%	54.0%	-24.3%	41.8%	19.9%	-33.7%	110.0%
(営業利益率)	4.9%	5.5%	5.7%	7.7%	5.3%	6.7%	6.2%	3.8%	6.1%
営業外収益	58	20	17	32	55	204	22	450	
営業外費用	3	18	11	1	7	60	93	110	
<b>経常利益</b>	<b>438</b>	<b>486</b>	<b>554</b>	<b>874</b>	<b>686</b>	<b>1,051</b>	<b>1,015</b>	<b>1,060</b>	<b>1,480</b>
(前期比)		11.0%	14.0%	57.8%	-21.5%	53.2%	-3.4%	4.4%	39.6%
(売上高経常利益率)	5.6%	5.5%	5.7%	8.0%	5.7%	7.7%	5.8%	5.7%	6.0%
特別利益	28	70	65	66	56	189	0	269	
特別損失	0	0	1	2	32	74	0	196	
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015	1,133	
(前期比)		19.3%	11.3%	51.5%	-24.3%	64.1%	-12.9%	11.6%	
(売上高税引前利益率)	5.98%	6.34%	6.42%	8.53%	5.90%	8.55%	5.82%	6.05%	
法人税等	147	178	207	304	255	423	368	598	
(実効税率)	31.55%	32.01%	33.44%	32.41%	35.92%	36.31%	36.26%	52.78%	
<b>当期純利益</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>634</b>	<b>455</b>	<b>742</b>	<b>648</b>	<b>535</b>	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	0	-2	-13	27	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>634</b>	<b>455</b>	<b>743</b>	<b>661</b>	<b>508</b>	<b>780</b>
(前期比)		18.2%	9.3%	53.9%	-28.2%	63.3%	-11.0%	-23.1%	53.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 7. 主要財務指標

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
EPS (円)	54.4	64.4	35.1	54.4	39.1	65.8	19.4	15.6
BPS (円)	69	72	80	91	90	103	37	92
1株当たり配当金(円)	0.00	1.66	3.33	5.33	5.33	6.00	10.00	11.00
配当性向	0.0%	2.6%	9.5%	9.8%	13.6%	9.1%	51.4%	70.6%
終値(円)	332	246	305	453	259	272	309	639
PER(倍)	6.1	3.8	8.7	8.3	6.6	4.1	15.9	41.0
PBR(倍)	4.8	3.4	3.8	5.0	2.9	2.6	8.3	7.0
期末発行済株式数(千株)	5,669	5,729	11,487	11,557	11,640	11,688	11,721	32,560
自己株式数(千株)	0	0	0	128	390	501	498	914
自社株控除株式数(千株)	5,669	5,729	11,487	11,429	11,250	11,187	11,223	31,646
時価総額(自己株数調整後)	11,292	8,456	10,511	15,533	8,742	9,128	10,403	20,222
株主資本比率	45.0%	45.8%	45.3%	44.1%	37.1%	32.6%	33.8%	22.3%
有利子負債残高	59	0	18	10	502	1,130	850	2,311
D/Eレシオ	0.03	0.00	0.01	0.00	0.16	0.31	0.21	0.76
EV(Enterprise Value)	9,811	6,805	8,359	13,838	7,914	7,179	7,824	18,617
EBITDA	495	592	683	1,003	806	1,055	1,281	1,026
EV/EBIDA倍率	19.8	11.5	12.2	13.8	9.8	6.8	6.1	18.1
ROE	16.5%	15.8%	15.7%	21.3%	14.3%	21.6%	17.2%	14.4%
ROIC(投下資本)	11.4%	12.7%	13.0%	18.0%	11.2%	11.3%	14.8%	2.4%
ROIC(事業資産)	45.1%	65.6%	80.8%	87.0%	37.7%	33.8%	51.8%	9.4%
従業員数	350	391	409	446	473	527	570	709

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 8. 貸借対照表(単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
現金・預金	1,469	1,663	2,181	1,727	1,352	2,990	3,358	3,909
営業債権	1,116	1,190	1,236	2,176	2,078	2,361	2,019	3,095
棚卸資産	769	686	640	822	2,377	3,104	2,848	1,688
その他流動資産	724	820	988	1,081	1,430	1,521	1,805	2,104
<b>流動資産</b>	<b>4,079</b>	<b>4,359</b>	<b>5,044</b>	<b>5,807</b>	<b>7,237</b>	<b>9,976</b>	<b>10,029</b>	<b>10,796</b>
建物・構築物	13	15	28	33	42	45	99	105
工具・器具・備品	152	152	154	161	167	164	243	245
その他有形固定資産	1	1	9	1	1	40	35	28
有形固定資産	166	168	190	195	209	248	377	377
無形固定資産	35	219	302	241	166	258	263	1,575
投資有価証券	705	356	336	603	665	343	468	235
その他投資資産	170	248	274	346	348	427	694	649
投資その他の資産	875	604	610	949	1,013	770	1,162	885
<b>固定資産合計</b>	<b>1,075</b>	<b>991</b>	<b>1,102</b>	<b>1,385</b>	<b>1,389</b>	<b>1,276</b>	<b>1,802</b>	<b>2,837</b>
<b>資産合計</b>	<b>5,154</b>	<b>5,350</b>	<b>6,146</b>	<b>7,192</b>	<b>8,625</b>	<b>11,252</b>	<b>11,831</b>	<b>13,633</b>
買掛金	856	595	508	805	1,606	1,886	1,513	1,411
短期借入金等	0	0	0	8	502	288	274	632
前受金	1,110	1,620	2,079	2,184	2,473	3,138	4,018	4,874
その流動負債	554	470	519	737	521	1,056	1,049	1,396
<b>流動負債</b>	<b>2,520</b>	<b>2,686</b>	<b>3,107</b>	<b>3,734</b>	<b>5,101</b>	<b>6,367</b>	<b>6,853</b>	<b>8,313</b>
長期借入金	0	0	10	2	0	805	544	1,653
退職給付に係る負債	132	147	176	201	223	246	260	360
その他固定負債	181	67	67	82	102	150	160	114
<b>固定負債</b>	<b>313</b>	<b>213</b>	<b>253</b>	<b>285</b>	<b>325</b>	<b>1,200</b>	<b>964</b>	<b>2,127</b>
<b>負債合計</b>	<b>2,833</b>	<b>2,899</b>	<b>3,360</b>	<b>4,019</b>	<b>5,426</b>	<b>7,567</b>	<b>7,817</b>	<b>10,440</b>
資本金	498	506	507	511	515	517	526	533
資本剰余金	271	278	280	283	287	290	297	0
利益剰余金	1,143	1,520	1,875	2,394	2,666	3,229	3,520	2,833
自己株式	0	0	0	-100	-303	-384	-382	-467
<b>株主資本</b>	<b>1,912</b>	<b>2,304</b>	<b>2,661</b>	<b>3,088</b>	<b>3,165</b>	<b>3,652</b>	<b>3,961</b>	<b>2,899</b>
その他の包括利益累計額	409	146	107	54	-21	-48	-22	83
新株予約権	0	0	18	31	55	63	64	61
非支配株主持分	0	0	0	0	0	18	11	150
<b>純資産合計</b>	<b>2,321</b>	<b>2,451</b>	<b>2,787</b>	<b>3,173</b>	<b>3,199</b>	<b>3,685</b>	<b>4,014</b>	<b>3,193</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>5,154</b>	<b>5,350</b>	<b>6,146</b>	<b>7,192</b>	<b>8,625</b>	<b>11,252</b>	<b>11,831</b>	<b>13,633</b>

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. キャッシュ・フロー計算書(単位 : 百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
税金等調整前当期純利益	466	556	619	938	710	1,165	1,015	1,133
減価償却費	85	98	112	134	143	125	152	177
のれん償却額	28	10	23	25	24	24	43	129
売上債権の増減額	93	-73	53	-941	98	-235	347	-834
未収入金の増減額	0	-10	-35	-124	-149	224	128	-98
棚卸資産の増減額	-467	83	52	-182	-1,555	-721	256	1,192
前渡金の増減額	-15	-168	-98	34	-19	-287	-384	-123
仕入債務の増減額	462	-261	-141	296	801	256	-376	-157
前受金の増減額	158	482	446	104	289	651	879	777
その他営業キャッシュ・フロー	-140	-281	-269	-122	-493	-77	-475	-442
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>670</b>	<b>435</b>	<b>761</b>	<b>164</b>	<b>-151</b>	<b>1,125</b>	<b>1,586</b>	<b>1,755</b>
定期預金の増減額	91	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-109	-51	-35	-331	-194	-1	-121	-51
投資有価証券の売却による収入	30	80	93	70	61	379	0	223
有形固定資産の取得による支出	-100	-107	-83	-86	-111	-81	-227	-119
無形固定資産の取得による支出	-28	-129	-85	-11	-14	-13	-78	-44
連結の範囲の変更を伴う子会社株式	0	-72	-96	0	0	-195	0	-1,161
長期預け金の預入による支出	0	0	0	0	0	0	-169	169
その他投資キャッシュ・フロー	-12	-19	27	-43	3	-5	-64	-9
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-127</b>	<b>-297</b>	<b>-179</b>	<b>-402</b>	<b>-255</b>	<b>84</b>	<b>-659</b>	<b>-991</b>
借入金の増減	-85	-39	-12	-8	492	595	-290	1,328
株式の発行による収入	30	15	3	7	8	5	3	0
自己株式の取得による支出	0	0	0	-100	-202	0	0	-1,279
配当金の支払額	0	0	-57	-115	-183	-180	-370	-328
その他財務キャッシュ・フロー	-40	-20	0	0	-98	35	-12	-55
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-95</b>	<b>-44</b>	<b>-66</b>	<b>-216</b>	<b>17</b>	<b>454</b>	<b>-669</b>	<b>-335</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 四半期業績推移(単位：百万円)

決算期	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>売上高合計</b>	<b>4,561</b>	<b>4,497</b>	<b>4,353</b>	<b>4,032</b>	<b>4,954</b>	<b>3,457</b>	<b>5,506</b>	<b>4,801</b>	<b>4,788</b>	<b>5,213</b>
(前年同期比)	36.6%	68.7%	37.5%	-9.5%	8.6%	-23.1%	26.5%	19.1%	-3.4%	50.8%
<b>VAD</b>	<b>2,531</b>	<b>2,033</b>	<b>2,129</b>	<b>2,273</b>	<b>2,838</b>	<b>1,908</b>	<b>1,884</b>	<b>2,944</b>	<b>2,321</b>	<b>2,973</b>
(前年同期比)	58.7%	49.5%	64.5%	9.1%	12.1%	-6.2%	-11.5%	29.5%	-18.2%	55.8%
<b>SI</b>	<b>1,881</b>	<b>2,196</b>	<b>1,975</b>	<b>1,523</b>	<b>1,823</b>	<b>1,293</b>	<b>2,727</b>	<b>1,162</b>	<b>1,986</b>	<b>1,481</b>
(前年同期比)	20.3%	112.2%	30.7%	-27.2%	-3.1%	-41.1%	38.1%	-23.7%	9.0%	14.6%
<b>自社開発</b>	<b>150</b>	<b>267</b>	<b>248</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>257</b>	<b>263</b>	<b>271</b>	<b>247</b>	<b>358</b>
(前年同期比)	-17.1%	-1.4%	-31.2%	-14.5%	95.9%	-3.9%	6.2%	14.6%	-15.7%	39.5%
<b>海外</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>631</b>	<b>423</b>	<b>233</b>	<b>399</b>
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-	6.2%	14.6%	-15.7%	39.5%
売上総利益	1,091	993	1,038	1,002	1,213	914	1,261	1,204	1,134	1,425
(売上総利益率)	23.9%	22.1%	23.8%	24.9%	24.5%	26.4%	22.9%	25.1%	23.7%	27.3%
・VAD	564	402	450	340	612	417	534	643	638	764
(売上総利益率)	22.3%	19.8%	21.1%	15.0%	21.6%	21.9%	28.3%	21.8%	27.5%	25.7%
・SI	445	355	387	478	407	354	409	278	304	301
(売上総利益率)	23.6%	16.2%	19.6%	31.4%	22.3%	27.4%	15.0%	23.9%	15.3%	20.3%
・自社開発	82	235	202	183	195	142	109	151	120	224
(売上総利益率)	54.9%	88.1%	81.3%	77.3%	66.6%	55.3%	41.3%	55.7%	48.6%	62.6%
・海外	0	0	0	0	0	0	210	132	71	135
(売上総利益率)	-	-	-	-	-	-	33.3%	31.3%	30.5%	33.8%
販売費及び一般管理費	673	783	737	845	783	997	972	1,120	908	965
<b>営業利益</b>	<b>418</b>	<b>210</b>	<b>302</b>	<b>156</b>	<b>431</b>	<b>-84</b>	<b>289</b>	<b>84</b>	<b>226</b>	<b>459</b>
(前年同期比)	85.8%	100.0%	24.8%	-53.3%	3.1%	-	-4.3%	-46.2%	-47.6%	-
(売上高営業利益率)	9.2%	4.7%	6.9%	3.9%	8.7%	-2.4%	5.2%	1.7%	4.7%	8.8%
営業外損益	-6	-19	-5	-41	383	9	3	-55	17	-25
<b>経常利益</b>	<b>412</b>	<b>191</b>	<b>296</b>	<b>116</b>	<b>813</b>	<b>-73</b>	<b>290</b>	<b>30</b>	<b>244</b>	<b>434</b>
(前年同期比)	49.8%	3.8%	17.0%	-65.8%	97.3%	-	-2.0%	-74.1%	-70.0%	-
(売上高経常利益率)	9.0%	4.2%	6.8%	2.9%	16.4%	-2.1%	5.3%	0.6%	5.1%	8.3%
特別損益	0	0	0	0	0	0	12	244	0	0
税金等調整前当期純利益	412	191	296	116	813	-60	303	77	244	434
法人税等	143	69	107	49	268	43	115	172	109	156
<b>当期純利益</b>	<b>269</b>	<b>122</b>	<b>189</b>	<b>68</b>	<b>545</b>	<b>-103</b>	<b>188</b>	<b>-95</b>	<b>134</b>	<b>279</b>
非支配株主に帰属する当期純利益	-9	-7	0	3	6	2	7	12	-6	16
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>278</b>	<b>130</b>	<b>188</b>	<b>65</b>	<b>540</b>	<b>-106</b>	<b>181</b>	<b>-107</b>	<b>141</b>	<b>262</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号