

関通 | 9326

東証グロース

倉庫物流のスペシャリスト、事業拡大とM&Aでプライム市場を目指す

サマリー

■ 会社概要

関通(以下、同社)はEコマース及び通信販売事業者の販売商品の入庫、在庫管理及び配送等の物流業務を包括的に受託し、年間約1,200万個の出荷を取り扱っている倉庫物流のスペシャリストである。自社開発した効率性を高めるITシステムを自社使用に留まらず外販することで高収益事業も創出している。売上高・利益面では物流サービス事業とITオートメーション事業が二本柱になっている。

■ ドミナント戦略とIT活用戦略

ドミナント戦略を推し進めており、倉庫をエリアに集約することで、倉庫間での人員の流動的な配置が可能で、効率よく総合力を高め、柔軟に物流量の変化に対応する体制を築いている。このことで2022年度ベースの同社の臨時雇用者数を除いた一人当たりの売上高は56.1百万円で同業他社平均の27.9百万円を大きく上回っている。また、BPOに同社独自の物流倉庫管理システムや受注処理業務などのソフトウェア(SaaS)を組み込み、包括的な流通加工サービスを行うビジネスモデルの構築を図っている。

■ 業績動向

2025/2期は前年同期比32.9%増の非常に大きい売上高成長を見込んでおり、上場後6期連続の増収となる。今期は「次の大きな成長に向けた屈伸～内部体制の再構築～の1年」と位置付けており、2027年以降には売上高300億円、経常利益15億円規模の達成を掲げている。

■ 株価インサイト

昨秋以降からの株価調整と今期の大きな業績変化率を鑑みた場合、現状の株価水準(482円、5/21終値)からのダウンサイドリスクは低いと考える。除却損で当期純利益が圧迫された2024/2期を除く過去4年間(単体決算時も含む)の平均ROEは24.4%と極めて高い。今後、この水準に向かってROEの戻る動きと、その財務戦略と資本政策が今以上に明確に投資家に伝われば、長期的なバリュエーション評価にポジティブに働くと、SIRでは考える。尚、5月17日に持株会社体制への移行の検討開始に関する発表を行っている。

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 (%)	当期純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
20/2単	7,302	12.9	291	129.9	255	145.8	170	117.9	25.0	-
21/2単	9,530	30.5	418	43.5	383	50.0	283	66	31.7	-
22/2単	10,099	6.0	729	74.5	687	79.4	463	63.9	45.7	10.0
23/2連 ⁽¹⁾	10,493	-	392	-	360	-	628	-	61.2	10.0
24/2連	11,938	13.8	410	4.7	406	12.6	49	-92.1	4.9	10.0
25/2連(会予)	15,871	32.9	542	32.3	522	28.7	352	609.8	35.1	10.0
四半期										
24/2 2Q 連	5,619	10.0	164	-14.1	162	-7.4	115	2.3	11.5	-
25/2 2Q 連(会予)	7,492	33.3	98	-39.8	91	-43.5	62	46.3	6.2	-

出所: 会社資料よりSIR作成

注(1): 23/2期1Qより連結財務諸表を作成しており、23/2期の対前年同期比増減率は記載していない。

Full Report



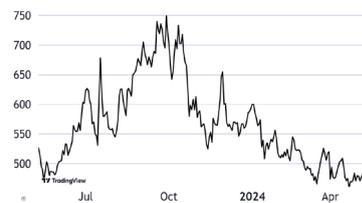
Focus Point

EC業界のバックヤードを支える物流企業。急拡大しつつ複雑化する物流ニーズに独自のノウハウで対応する。省力化のため先端テクノロジーの導入にも積極的に自社開発のITシステムにも注力

主要指標

株価 (5/24)	478
年初来高値 (1/4)	625
年初来安値 (3/11)	461
10年間高値 (21/7/21)	1,583
10年間安値 (20/3/19)	334
発行済株式数(百万株)	10,308
時価総額 (十億円)	4,927
EV (十億円)	8,165
株主資本比率(2/28)	29.3%
25/2 PER (会予)	13.63x
24/2 PBR (実績)	1.68
24/2 ROE (実績)	1.6%
25/2 DY (会予)	2.1%

株価チャート (1年)



出所: Trading view

中嶋 俊彦
シニアアナリストresearch@sessapartners.co.jp

会社概要

EC・通販事業者向け物流サービスの大手

創業は1983年7月で、運送業軽貨物の輸送サービスの提供を目的として現任の代表取締役社長達城久裕氏が1台の軽トラックで起業した。2020年3月に東京証券取引所マザーズに株式を上場し、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しにより同取引所のグロース市場へ移行している。

同社は、Eコマース及び通信販売事業者の販売商品の入庫、在庫管理及び出庫等の配送センター業務を代行するEC・通販物流支援サービスを主たるサービスとして**物流サービス事業**を展開している。現在の事業形態は「楽天アワード(楽天ショップ・オブ・イヤー)」に参加したことで、Eコマース事業者からの通販物流を請け負うことに至ったことがきっかけとなっている。

物流サービス事業以外には、同社で開発して利用し、成果につながった倉庫管理システム等のソフトウェア販売が中心の**ITオートメーション事業**、外国人技能実習生教育サービス等を含む**その他の事業**、の3つが同社の事業ポートフォリオに含まれている。

2024/2期の売上高構成比は物流サービス事業が93.8%、ITオートメーション事業が5.3%、その他の事業が0.9%となっている。

事業別売上高 (単位: 百万円)

セグメント区分	2023/2期			2024/2期		
	実績	構成比(%)	前年同期比(%) ⁽¹⁾	実績	構成比(%)	前年同期比(%)
物流サービス事業	9,837	93.7	-	11,197	93.8	13.8
EC・通販物流支援サービス	9,618	91.7	-	10,955	91.8	13.9
受注管理業務代行サービス	126	1.2	-	175	1.5	38.7
その他	92	0.9	-	66	0.6	-28.0
ITオートメーション事業	546	5.2	-	634	5.3	16.1
その他の事業	109	1.0	-	106	0.9	-3.2
セグメント合計	10,493	100.0	-	11,938	100.0	13.8

出所: 同社IR資料よりSIR作成

(1): 2023/2期より連結財務諸表を作成しているため、前年同期との増減比率は記載されていない。

各事業の主要サービス

物流サービス	EC・通販物流支援サービス
	受注管理業務代行
	物流コンサルティングサービス等
ITオートメーション	クラウドトーマス
	アニー
	e.can
	ippo!
その他の事業	障がい者向け教育サービス
	育児支援サービス
	外国人技能実習生教育サービス

出所: 同社IR資料よりSIR作成

事業概要

事業ポートフォリオ

同社は2つの主力事業があり、それぞれの事業概要は下記の通り。

■ 物流サービス事業

同事業の2024/2期の売上高構成比は93.8%、セグメント営業利益の構成比は24.4%となっている。同事業には以下の3つの業務が含まれている。

① EC・通販物流支援サービス

EC・通販物流支援サービスは、同社の売上高の91.8%を占めるコア事業であり、同社の顧客であるEC事業者や通販事業者などから販売商品の入庫、保管、ピッキング、梱包、在庫管理、出荷等のワンストップの配送センター業務を受託している。実際の配送はヤマト運輸、佐川急便、日本郵便の3社に同社が外部委託を行っている。2000年頃から同社はEC・通販物流支援サービス業務の先駆者として業務受託、2019年2月に楽天と資本・業務提携し、楽天が楽天市場の出店者向けに提供する物流サービス「楽天スーパーロジスティクスサービス」の業務を受託したあたりから規模拡大を続けている。2024/2期末現在では関西関東合わせて22の物流センターを運営しており、物流センターの総床面積は8万坪に達している。

同社は食品業界のEC流通比率が低く成長余地が大きいと判断し、冷凍冷蔵食品の物流サービスにも注力している。EC物流に対応した自社冷凍冷蔵倉庫を2022年に前年の310坪から約3,000坪に増床した。冷蔵食品物流支援サービスは高単価で粗利率が高いという特徴がある。

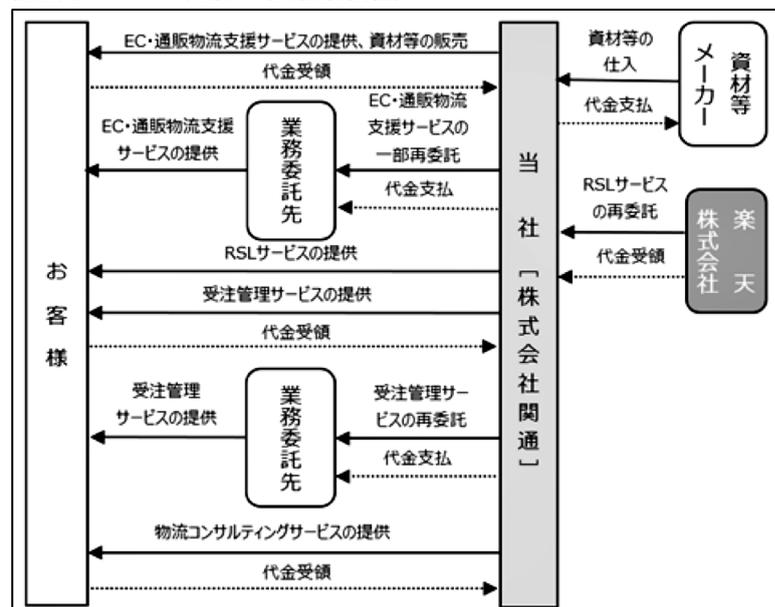
② 受注管理業務代行

受注管理業務代行はEC作業フローの上流工程に位置し、注文内容の確認、メール対応、入金確認などの業務を受託するアウトソーシングサービスである。EC・物流支援サービスと合わせて利用してもらうことで、購入者からの受注から商品出荷まで、ワンストップの物流サービスを提供している。

③ その他

物流コンサルティングサービスが中心で自社で培ったEC・物流支援サービスのノウハウを基に、物流現場改善による生産性向上及び効率化等を目的としたコンサルティングサービスを行っている。

物流サービス事業の事業系統図



出所: 同社有価証券報告書

■ ITオートメーション事業

同事業の2024/2期の売上高構成比は5.3%に対してセグメント営業利益の構成比は76.6%と非常に高い。同事業は、主に同社で開発して利用し、成果につながったソフトウェアを顧客に販売し利用してもらうサービスとなっている。

① クラウド型倉庫管理システム「クラウドトーマス」

ITオートメーション事業の主軸サービスである。物流センター内に保管されている商品を把握するソフトウェアを自社開発。入荷から出荷、倉庫内での棚移動を含めすべての在庫の動きをバーコードとそれを読み取るスキャナにより物理的に管理することで、正確な在庫管理、誤出荷の防止、庫内業務の標準化、効率化の実現に貢献する。さらに、美容業界、食品、医薬品、アパレル等に特化したパッケージ「クラウドトーマスPro」をリリースすることで販売強化を行っている。同製品はクラウドトーマスと比較して単価が高く、規模の大きい物流センターに適している。

2022年4月にはキャノンITソリューションズ株式会社と資本業務提携を締結し、「クラウドトーマスPro」と、キャノンITソリューションズ株式会社が提供する基幹業務ソリューション「AvantStage」との連携を強化し、販売拡大に取り組んでいる。

② その他のソフトウェア

チェックリストシステム「アニー」はクラウド型のチェックリストシステムで、「クラウドトーマス」と同じく、同社がチェックリストの運用を改善し続けた結果、開発されたソフトウェアである。チェックリストに作業の手順を登録することで、作業の抜け漏れが少なくなり、業務の品質を落とさず、作業手順やノウハウが見える理解しやすい。業務の標準化を図ることで、新人スタッフが早く業務に精通できるよう見える化し「新人戦力化パッケージ」としたことが、引き合いにつながっている。

「e.can」はNextEngine(Hamee社)の拡張機能として開発したEC受注管理システムである。ECサイトの受注処理内で発生する、受注伝票の書換え作業を自動化するシステムであり、NextEngineの公式アプリケーションとなっている。また、RPA作成の代行、業務の自動化を支援する「ippo!」がある。

■ その他の事業

その他の事業の2024/2期の売上高構成比は0.9%、セグメント営業利益は5百万円の赤字であった(2023/2期は5百万円の黒字)。

① 海外技能実習生教育サービス

同社はかねてよりミャンマーから技能実習生を受け入れてきており、受け入れ前に現地で行ってきた教育カリキュラムをサービス化したものである。

② その他教育サービス

障がい者向け教育サービス・育児支援サービスを展開し、発達障害を抱える児童の支援、障害向けの就労移行支援事業所を運営している。また、企業をスポンサーとした保育園事業を行うなど、社会課題解決に資する事業を行っている。

業績動向

2024/2期決算概要

2024年4月12日に発表された決算の主要数値は、売上高11,938百万円(前年同期比13.8%増)、営業利益410百万円(同4.7%増)、経常利益406百万円(同12.6%増)、親会社株主に帰属す当期純利益(以下、当期純利益)49百万円(同92.1%減)であった。

期初予想は売上高11,756百万円(同12.0%増)、営業利益669百万円(同70.7%増)、経常利益624(同73.3%増)、当期純利益(同38.4%減)であったが、2024年3月29日に業績修正を行っている。主な理由は、売上高は主力の物流サービスが順調に伸長し計画を超える状況にあったが、国内賃金アップのモードが高まる中、人件費が大幅に急上昇したことによる利益への影響額が当初の予想を超えて大きかった。また、ITオートメーション事業ではクラウドトーマスの新規契約の大型化により、月額利用料発生への期間の長期化も利益に影響した。

各事業の業績概要は次の通りである。

物流サービス事業の売上高は11,197百万円(同13.8%増)、セグメント営業利益は100百万円(同46.7%減)であった。EC・通販物流支援サービスを中心に、引続き品質及び生産性向上のための改善活動に取組み、顧客満足度の一層の向上を推進した。一方、倉庫内で作業する人員の人件費が国内賃金上昇の影響を受け、下期を中心に拡大、特に派遣人員関連費用は大きく上昇した。加えて、東京主管センターを中心とした貸借料負担額の増加(前期比735百万円増)により、売上総利益率が12.1%と前年同期比の13.0%から0.9%ポイント低下する結果となった。

ITオートメーション事業は、倉庫管理システム「クラウドトーマス」及び「クラウドトーマスPro」について、新規の顧客獲得は堅調に推移した。一方、顧客の規模の大型化により設計・テストにかかる時間が大幅に長くなっており、月額利用料の発生が数か月遅くなるケースが発生したが、ITオートメーション事業の売上高は634百万円(同16.1%増)、セグメント営業利益は314百万円(同76.6%増)の増収増益を達成した。

その他の事業は、障がい者児童の放課後デイサービスが堅調に推移したが、売上高は106百万円(同3.2%減)、セグメント営業利益は5百万円の損失を計上した(前年同期は5百万円の黒字)。

当期純利益が同92.1%減益になった主な理由は、クラウドトーマスのバージョンアップ開発に伴う旧バージョン除却として179百万円の特別損失の計上、ならびに物流センター内における特定機器の使用終了に伴う除却により129百万円の特別損失の計上を行ったためである。

2024/2期セグメント売上高と損益 (単位: 百万円)

セグメント区分	売上高			セグメント損益(営業利益)			
	実績	構成比(%)	前期比(%)	実績	構成比(%)	前期比(%)	営業利益率(%)
物流サービス事業	11,197	93.8	13.8	100	24.4	-46.7	0.9
EC・通販物流支援サービス	10,955	91.8	13.9	-	-	-	-
受注管理業務代行サービス	175	1.5	38.7	-	-	-	-
その他	66	0.6	-28.0	-	-	-	-
ITオートメーション事業	634	5.3	16.1	314	76.6	59.2	49.6
その他事業	106	0.9	-3.2	-5	-1.2	-	-4.8
セグメント合計	11,938	100.0	13.8	410	100.0	4.7	3.4

出所: 同社決算短信よりSIR作成

2024/2期経常利益の利益増減分析



出所: 同社決算説明資料

2025/2期会社業績見通し

2025/2期の主要な会社業績予想数値は次の通りである。売上高15,871百万円(前年同期比32.9%増)、営業利益542百万円(同32.3%増)、経常利益522百万円(同28.7%増)、当期純利益352百万円(同609.8%減)。前期はクラウドトーマスの旧バージョンの除却損に加えて、物流センター内における使用終了の特定機器の除却損を合わせて309百万円の特別損失を計上したが、今期は現時点では特別損失の発生を見込んでいないため、当期純利益は大幅な増益率になる。

同社では新年度の2025/2期を「次の大きな成長に向けた屈伸～内部体制の再構築～の1年」と位置付けており、各事業に取り組むべき明確な施策と目標を下記のように設定し、実行と達成を目指すとしている。

2025/2期の施策と目標

2025年2月期	
次の大きな成長に向けた屈伸～内部体制の再構築～の1年	
<p style="text-align: center;">物流サービス事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 現場に即した採用体制の見直し <ul style="list-style-type: none"> ↳ マーケティングノウハウを活かした採用活動に切替 ■ 現場人員の教育体制の稼働 <ul style="list-style-type: none"> ↳ 基本的なことから教育訓練体制を見直し ■ 関通ネクストロジの黒字確立 <ul style="list-style-type: none"> ↳ WMS投入により作業効率向上 	<p style="text-align: center;">ITオートメーション事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 新OMS『ECOMS』のリリース <ul style="list-style-type: none"> ↳ デモ環境の提供や社内での自動化実績を構築中 ■ お客様増に対応できるサポート体制 <ul style="list-style-type: none"> ↳ 人材教育により質・量の向上

出所: 同社決算説明資料

特に関通ネクストロジに関しては、2024/2期の決算説明会において早期の黒字化を図りたいと述べている。同社は関通ネクストロジを出版物流会社である河出興産から事業譲受し、2023年12月に100%子会社として設立している。事業譲受の時点から利益面では赤字であったが、同社がこれまで培ってきた物流ノウハウや同社開発のWMS(倉庫管理システム)である「クラウドトーマス」を出版物流の分野に導入することで、河出興産が取り組んできた物流サービスの付加価値をより一層高めることができるとしている。また、顧客に対しても価格改定を申し出ており、既に20%程度の価格改定が実行されている。

同社の事業別の見通しは以下の通りである。

<物流サービス事業>

同社では物販系分野のBtoC-EC市場規模は拡大基調が続いていると見ている。2023年11月に兵庫県尼崎市に完成した総面積約8,700坪の「DXセンター」の新設物流センターに関しては、今期は通年の売上高寄与が見込めるとしている。また、関東エリアは今後同社の成長ドライバーとして重視しており、2024年秋には埼玉県所沢市に約7,900坪の関東新物流センターを開設することを決定しており、新たな需要への対応と売上高の伸長のための物流体制を強化中である。

2025/2期における物流サービス事業の売上高予算は、既存の顧客については、主に2024/2期実績をベースとして顧客別の売上高見込額を積上げて策定している。また、新規顧客獲得見込みについては、すでに商談が進んでいる顧客に関しては、採否が決定されるまでのプロセスにおける進捗状況、及びその難易度を個別に検討し、当該顧客に対するサービス提供開始が相当程度見込まれると判断できる顧客については予算に計上している。作業価格に関しては、昨今の物流事業環境を踏まえて、顧客に対して価格交渉も既に開始している。また、2023年11月に大型案件を受注しており、2025/2期は年間を通じた増収効果が見込める模様である。同じく、関通ネクストロジに関しても2023年12月に設立していることから、今期は年間を通じた売上高寄与が期待できる。これらのことから、2025/2期の物流サービス事業の売上高は14,801百万円を見込んでおり、前年同期比32.1%増の大幅な拡大が見込まれている。

<ITオートメーション事業>

前期は一部の新規顧客の規模が拡大したことで、テスト・設計期間の長期化が生じた結果、利用料金の発生が遅れ、売上高計上に期ズレなどの影響があがが、今期は安定した月額利用料の増加が見込まれる。また、スパイスコード社との資本業務提携により開発してきた受注管理システム「エコムス(ECOMS)」の外部販売開始による売上高の増加も見込んでいる。これらの結果、2025/2期のITオートメーション事業の売上高は前年同期比54.9%増収の983百万円を計画している。

<その他の事業>

その他事業は、外国人技能実習生教育サービス及びその他教育サービスにより構成されている。障がい者児童向けの放課後デイサービス、企業主導型保育事業は堅調に推移することが見込めるが、外国人技能実習生教育サービスの売上高が減収であることから、その他の事業の売上高は前年同期比17.8%減の87百万円に留まると予想している。

販売費及び一般管理費は、前期の実績をベースとして、人件費、ソフトウェアに係る保守料及びITシステム関連費用、事務所に係る賃借料、管理本部及びシステム開発に係る人員増加等による経費の増加を見込み、2025/2期は前年同期比25.7%増の1,308百万円を見込んでいる。

2025/2期セグメント別会社売上高予想(単位: 百万円)

セグメント区分	売上高		
	2024/2期	2025/2期(予想)	前年同期比(%)
物流サービス	11,197	14,801	32.2%
ITオートメーション事業	634	983	54.9%
SaaS利用料	346	435	25.7%
機器・導入・開発	288	547	89.9%
その他の事業	106	87	-17.8%
売上高合計	11,938	15,871	32.9%

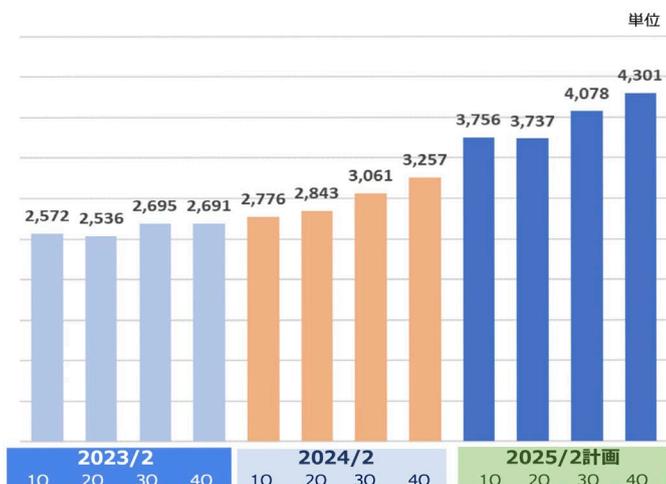
出所: 同社決算説明資料及び決算短信よりSIR作成

前年同期比(%): SIRでは百万円以下を四捨五入して計算しているため、伸び率に誤差が生じる場合がある。

2025/2期会社通期・四半期業績計画

連結 四半期売上高

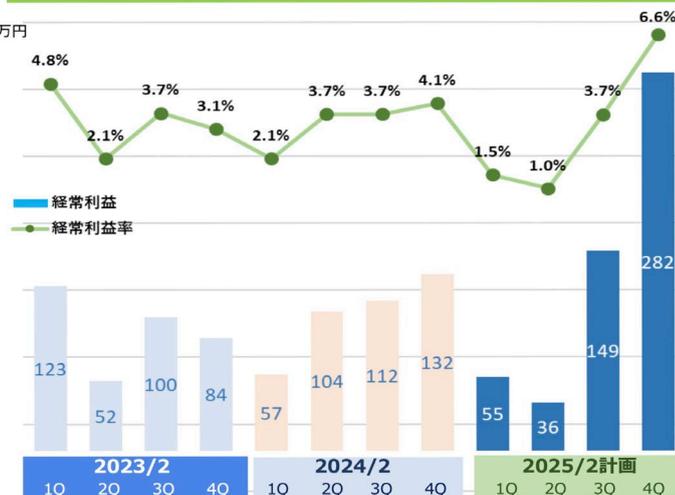
- 第4四半期にもっとも売上が高くなる
新規のお客様の数字が徐々に積みあがっていく構造



出所: 同社決算説明資料

連結 四半期経常利益

- 上期はお客様との倉庫作業料交渉中、
また内部体制再構築の影響で計画的に利益率減
- 下期は上期の土台の上によりしっかりと積み上げ



中期戦略

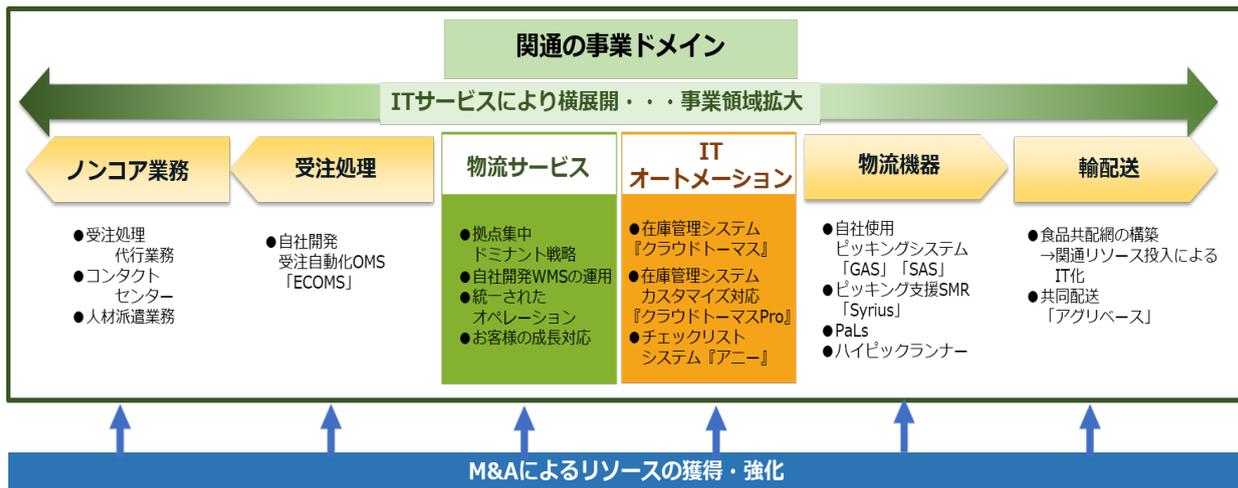
ビジネスモデルは
アウトソーシング(1990年
代) → BPO(2000年代) →
BPaaS(コロナ以降)と進化

包括的な流通加工サービスのビジネスモデルの構築

同社は1990年代に生産者から消費者(購買者)への流通過程で、倉庫や物流センターなどで行われる商品に利便性や付加価値をつける一連の流通加工作業を、生産者から請負う流通加工アウトソーシングのビジネスモデルを確立した。2000年代に入ってから、物流プロセスの改善提案やコンサルティングなどを含むBPO(ビジネス・プロセス・アウトソーシング)を行うことで事業規模を拡大してきている。コロナ以降は、同社のビジネスモデルは更なる進化を図ってきており、BPOに同社独自の物流倉庫管理システムや受注処理業務などのソフトウェア(SaaS)を組み込み、バックオフィス・コールセンター・広報マーケティング等も含む、より包括的な流通加工サービスを行うビジネスモデルの構築を成し遂げている。

同社では、これまでのビジネスモデルの進化は、顧客の声を聞くことによる業務改善、自社内作業の効率化や生産性の向上に至った業務プロセスやシステムをソフトウェア等を含むサービスとして展開してきたこと等がベースになっているとしている。今後はこれまでのベースを活かしつつ内部体制の再構築を図り、受注処理代行業務、コンタクトセンター、人材派遣業務等のノンコア業務のビジネス軸の拡充を目指すとしている。更に物流の輸配送分野では食品の共同配送網の構築に加え、物流倉庫がそれぞれ個別に運営されているメーカーと販売会社の倉庫機能と配送の集約を兼ね備える共同配送「アグリベース」事業の拡大を見込んでいる。これらの事業領域の広がりにより必要なリソースはM&Aによって補っていくとしている。

事業ドメインと今後の事業領域



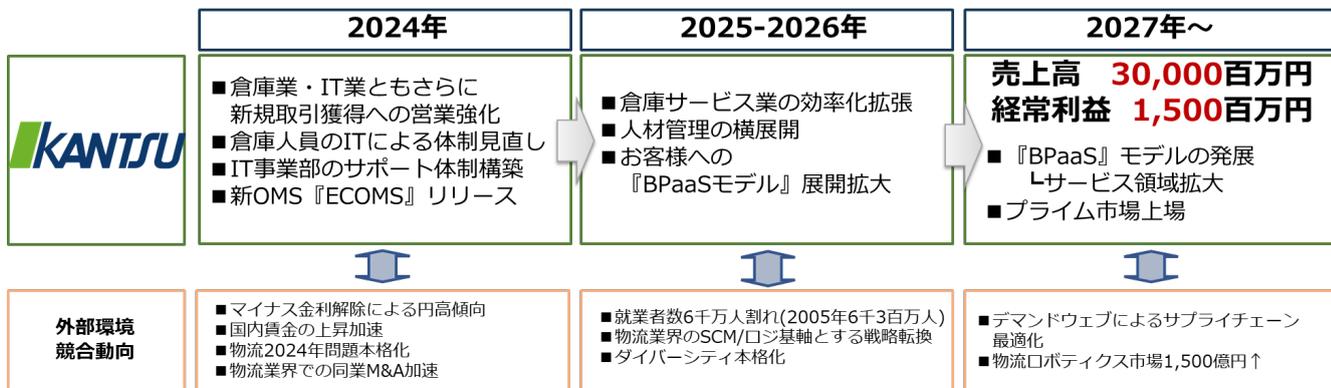
出所: 同社決算説明資料

成長イメージ

現状の物流業界は、2024年問題や人材不足が業務拡大の阻害要因となっていると、同社は分析している。IT分野全般の人材不足の影響もあり、自社での業務のDX化を図る場合でもDX人材が不足している状況でもある。またシステム導入や運用が遅れているとの意見も多い。このような物流業界において、同社は既にBPaaS化によって主要顧客であるEコマース及び通信販売事業者のコア事業を含めた業務全体に向けた付加価値の高いサービスをワンストップで提供することが可能であり、業界内での圧倒的な競争優位性を構築している。

当社が描く今後数年の成長イメージは下記の通りで、現在進んでいる新年度の2025/2期を「次の大きな成長に向けた屈伸～内部体制の再構築～の1年」と位置付け、2年後には売上高300億円、経常利益15億円の規模の達成とプライム市場への移行を目標として掲げている。

今後の成長イメージ



※『フィジカルインターネット』(フィジカルインターネット実現会議作成)参照

出所: 同社決算説明資料

株主政策

東証平均を上回る株主資本配当率

配当金還元状況

2020年3月の上場後、同社は2022/2期より配当金の還元を開始している。2024/2期は除却損の発生等で特別損失309百万円を計上したことで、当期純利益が49百万円まで縮小したが、例年通り一株当たり配当金10.0円を実施するとしている。従って2024/2期の配当性向は202.4%となる。会社予想ベースで2025/2期の一株当たり配当金は同じく10.0円を計画している。当期純利益の変動幅が特別損失等から変動幅が大きくなる場合があるため、近年では株主資本配当率(DOE)を採用する企業が増えてきている。同社の過去3年の株主資本配当率は3.3%～4.7%で推移している。東京証券取引所のデータベース(2022年度ベース)を用いた計算では、プライム・スタンダード・グロース市場に上場している3,460社の平均は3.2%であり、同社の株主資本配当率はこの平均を上回っている。

配当還元推移

	2020/2期 単体	2021/2期 単体	2022/2期 単体	2023/2期 連結	2024/2期 連結	2025/2期 連結 (予想)
一株当たり配当金	—	—	10.0円	10.0円	10.0円	10.0円
内訳) 2Q	—	—	—	—	—	—
4Q	—	—	10.0円	10.0円	10.0円	10.0円
配当金額総額	—	—	102百万円	103百万円	100百万円	—
配当性向	—	—	22.0%	16.4%	202.4%	28.5%
株主資本配当率 (配当性向×ROE)	—	—	4.7%	3.4%	3.3%	—

出所: 同社決算短信及びSPEEDAデータよりSIR作成

株価インサイト

好業績に反して、2022
半ば～2022年末の株価
弱含みの背景

今後は金融機関からの
資金調達の基本方針

株価推移

上場以降、同社の株価は上昇と下降を幾度か繰り返しており、ここ2年はTOPIXをアンダーパフォームする局面が多くなっている。2020年半ば辺りから2022年末までの約2年半の株価ボラティリティは大きく、特に2021年の夏場以降、2022年の最初の数ヶ月にかけて株価は大きく下落している。しかも、この期間の業績はコロナ禍の影響による巣ごもり需要が旺盛で、EC・通販物流支援サービスの好調によって2021/2期の営業利益は前年同期比43.5%増益を達成し、続く2022/2期の営業利益も前年同期比74.5%増益を記録したのにもかかわらずである。

好調なファンダメンタルズに反した株価の動きは、2020年10月の第3者割当による行使価額修正条項付新株予約権(MSワラント)の発行が影響していたと考えられる。当時の発行済株式数に対する比率は12.36%で行使期間は2020年11月9日から2022年11月8日であった。これが潜在的な株式の売り圧力として働いていたと考えられる。

2022年6月にも合計2百万株(130万株と70万株)の2本の新株予約権を発行している。資金用途は物流センターの新設、物流業務自動化装置導入、ソフトウェア開発などの設備投資であった。当時の潜在希薄化率19.47%と大きく、このことも同社株価が更に弱含んだ要因になったと推定できる。結局、この2本の新株予約権は発行後の数ヶ月は全量未行使が続いたため、2022年11月15日付けで同社が本新株予約権の全部を取得し、その後直ちに消却が行われた。また、設備投資の必要資金は金融機関からの借入金及び自己資金によって充足できる見通しになったと発表している。その後、2023/2期の決算発表時に資金調達は金融機関からの借入金を基本方針とすると公表している。

関通 5年株価チャート



5年相対株価チャート (関通 vs TOPIX)



出所: Trading View

2024/2期業績拡大見通しと30万株の自社株買い発表で株価が好転

2023/2期よりこれまでの単体ベースから連結決算ベースに移行した。そのため2022/3期から正確な業績変化率は公表されていないが、2023/2期の売上高は104億93百万円(2022/2期は100億99百万円)、営業利益は392百万円(同729百万円)で、売上高が若干増加したが、営業利益は大きく減少。これは2022年に立ち上げた新設の物流センターの空床期間の長期化が影響したことに起因している。しかし、同時に発表された2024/2期の会社業績見通しで、営業利益が前年同期比70.8%増益の669百万円に大幅拡大することに加え、30万株の自己株式取得実施を株式市場が好感を持って受け止め、この発表があった2023年4月14日から2023年9月15日の2024/2期2Q業績予想上方修正発表の週明け後までの5ヶ月間で、株価(終値)は56.1%上昇した。

現在の株価は482円(5/21終値)で、年初来高値625円(1/4)と新年度2025/2期に入ってからの高値529円(2/5、3/25)から、それぞれ22.9%、8.9%下落したところに位置している。年初より600円～500円台のボックス圏内で株価は推移し、4月発表の決算と次期業績予想を伺う状況にあったが、3月29日の2024/2期業績修正発表(売上高は上方修正、利益は下方修正)以降、株価は500円台を割り込み、現在もその状況が続いている。どのようなことが要因になっているのであろうか。4月12日発表の2024/2期決算内容は3月29日に行われた直前の業績修正通りの着地であり、しかも新年度の2025/2期会社業績見通しは、売上高は前年同期比で32.9%増という大幅な増収率(上場後6期連続増収)、営業利益は前年同期比32.3%増の二桁の増益変化率にもかかわらずである。想像し得る理由は、決算発表時に初めて公表をした、これまで継続してきたローリング方式中期経営計画を昨今の労働賃金の上昇と2024年問題の影響がどの程度今後の事業環境に影響を及ぼすか不透明であることから、見送る発表を行ったことが挙げられる。(ローリング方式中期経営計画見送りの詳細は最終章を参照)

主要株価バリュエーションの推移株価チャート

	1株当たり												
	株価(円)		EPS	年間配当金	PBR(1)	PER(倍)		配当利回り		配当	株主資本	配当	EV/EVITDA
	High	Low	(円)	(円)	(円)	High	Low	High	Low	性向(2)	配当率(3)	利回り(4)	(倍)
2022/2期単体	1,583	555	45.7	10.0	2.51	34.6	12.1	0.6%	1.8%	22.2%	4.7%	1.5%	8.5
2023/2期連結	998	391	61.2	10.0	1.32	16.3	6.4	1.0%	2.6%	16.4%	3.4%	2.4%	6.4
2024/2期連結	740	382	4.9	10.0	1.68	151.0	78.0	1.4%	2.6%	200.0%	3.3%	2.0%	10.6
2025/2期連結(予)	529	459	35.1	10.0	1.61	15.1	13.1	1.9%	2.2%	28.5%	3.3%	2.1%	-

出所: SPEEDAデータよりSIR作成

- (1): 2025/2期の予想PBRは直近の株価終値を2024/2期末のBPS(一株当たり純資産)で除して計算。
- (2): 配当総額を当期純利益で除している。2025/2期の予想配当性向は2025/2期予想一株あたり配当金を2025/2期予想EPSで除している。
- (3): 配当性向をROEで除して計算。2025/2期に関しては2025/2期予想配当金を2024/2期のROEを用いて計算。
- (4): 一株当たり年間配当を期末終値株価で除している。2025/2期は予想一株当たり年間配当金を現在(5/10)の株価終値で除している。

バリュエーション

株価のバリュエーションは同業他社との比較を行っている。同業他社には同社と同様のEコマース及び通信販売事業者の販売商品の在庫、在庫管理及び出庫等の配送センター業務を代行するEC・通販物流支援サービスや、その他の物流業務を包括的に受託している3PL(サードパーティー・ロジスティクス)事業を主要業務としている物流会社12社を選んでいる。

同社の直近の株価水準(5/21終値)はPBRが1.60倍と同業他社平均の1.63倍から大きく乖離はしていない。2024/2期のEPSは309百万円の除却損計上の影響で大きく圧縮されてしまっているので、今期ベースのそれぞれの会社予想EPSを用いて比較

した場合、PERは13.7倍で同業他社平均の13.9倍とほぼ同水準で評価がなされている。従って、これらのバリエーション数値、昨年の秋以降の大きな株価調整、今期の大きな業績変化率などを鑑みた場合、現状の株価水準から大きなダウンサイドリスクは極めて低いと考えられる。

それでは今後どのようなカタリストが株価とバリュエーションの上昇に繋がるのでしょうか。SIRではROEの上昇とその具体的な財務戦略と資本政策の方針が明確に国内外機関投資家及び個人投資家に示されることが望ましいと考える。今期のROEは顕著な業績拡大見通しと前期にあったような除却損が発生しない前提から、会社予想の当期純利益見込みが変わらなければ10%を少し超える水準まで改善する可能性が十分にある。一方で、同社の2024/2期を除く過去4年間の平均ROEは24.4%(単体決算当時の2020/2期~2022/2期の3年間を含む)で、かなり高い水準で改善余地は大きい。2022年度の同社と同業他社の一人当たりの売上高(臨時雇用者数を除いたベース)を比較した場合、同社は56.1百万で同業他社平均の27.9百万円を大きく上回っている。今期以降に物流倉庫の満床率が改善すれば、総資産回転率も現在の1.21回転から上昇し、今後のROEの拡大にもプラスの影響が現れれば、長期的なバリュエーション評価にポジティブに働くと考えられる。

同業他社とのバリュエーション比較

	予想営業利									
	PER	PER(予)	PBR	益増益率	ROE	EV/EBITDA	配当性向	配当性向(予)	配当利回り	配当利回り(予)
関通	96.6倍	13.7倍	1.60倍	32.3%	1.6%	10.3倍	200.0%	28.5%	2.1%	2.1%
11社平均	14.6倍	13.9倍	1.63倍	10.4%	12.2%	6.9倍	32.7%	32.3%	2.5%	2.7%

出所: SPEEDAデータよりSIR作成

同業他社: 山九(9065プライム)、トランコム(9058プライム)、C&Fロジホールディングス(9099プライム)、ハマキョウレックス(9037プライム)、ニッコンホールディングス(9072プライム)、SBSホールディングス(2384プライム)、鴻池運輸(9025プライム)、ロジザード(4391グループ)、センコーグループホールディングス(9069プライム)、AZ-COM丸和ホールディングス(9090プライム)、ファイズホールディングス(9325スタンダード)

中期経営計画

中期経営計画の公表見送りに関して

同社は2024年4月12日にローリング方式中期経営計画の公表を見送ることを発表している。同社はこれまで中期経営計画を公表し、経営環境の変化に柔軟に対応するために、毎期末のローリング方式によって中期経営計画の主要数値を策定し新たにアップデートされたローリング後の中期経営計画を公表してきている。直近のローリング方式中期経営計画は2023/2期決算発表時の2023年4月14日に公表しており、2024/2期～2026/2期までの3ヵ年の経営目標数値と基本方針が含まれている。その中期経営計画では最終年度の2026/2期に売上高16,091百万円、営業利益893百万円、経常利益880百万円、当期純利益560百万円、ROE15.0%以上の達成を目標としていた。

今回、中期経営計画の公表を見送る理由として次のことを挙げている。

「現在の経営環境においては、2023年度の日本国内の最低賃金の上昇率が4.5%と過去最高の上昇率を計上する等、労働賃金の拡大が2024/2期の弊社業績に大きな影響を及ぼし、計画に対して下方修正を行うに至りました。

他にも、いわゆる2024年問題の影響がどの程度今後の事業環境に影響を及ぼすか不透明であり、M&Aを積極的に進め、事業展開やそれに伴う組織体制の変化の可能性なども含めて考慮すると、今後の当社グループ業績への影響を3ヵ年の計画に織り込むことは、プラスにもマイナスにも変わり得るリスク要因が多く、適切ではないと判断し、現時点では投資者の投資判断に適切かつ合理的な中期経営計画の策定が困難であることから、ローリング後の中期経営計画の決議を見送ることにいたしました。

これに伴い、2023年4月14日に公表の2026年2月期を最終年度とする中期経営計画の計数目標の取り下げることになりましたので、合わせてお知らせいたします。」。(2024年4月14日 同社適時開示より抜粋)

一方で、前章で触れたように同社は明確な中期戦略を策定し、BPOやSaaSに自社開発のITソリューションを組み合わせた包括的な流通加工サービスを顧客に提供することによって、業界内での圧倒的な競争優位性を構築するとしている。

損益計算書

(百万円)、%	2018/2期	2019/2期	2020/2期	2021/2期	2022/2期	2023/2期	2024/2期	2025/2期 (会予)
売上高合計	5,255	6,468	7,302	9,530	10,099	10,494	11,938	15,871
売上高	5,255	6,468	7,302	9,530	10,099			
売上原価合計	4,580	5,697	6,327	8,404	8,527	9,126	10,487	
売上原価	4,580	5,697	6,327	8,404	8,527	9,126	10,487	
売上総利益	674	771	974	1,126	1,572	1,368	1,452	
売上総利益率	12.8	11.9	13.3	11.8	15.6	13.0	12.2	
販売費及び一般管理費	514	644	683	708	842	976	1,041	
営業利益	161	127	291	418	729	392	410	542
営業利益率	3.1	2.0	4.0	4.4	7.2	3.7	3.4	3.4
営業外収益	13	10	13	30	22	39	52	
受取利息配当金	1	1	1	1	1	0	25	
営業外費用	34	33	49	65	64	70	57	
支払利息割引料	33	32	44	43	45	51	38	
持分法投資損益- 営業外								-10
経常利益	140	104	256	383	688	361	406	522
経常利益率	2.7	1.6	3.5	4.0	6.8	3.4	3.4	3.3
特別損益	-50	35	-1	8	-12	561	-303	
特別利益	6	63	13	17	0	1,068	9	
特別損失	56	28	14	9	12	507	312	
税金等調整前当期純利益	90	139	254	392	676	921	103	
税引前利益率	1.7	2.1	3.5	4.1	6.7	8.8	0.9	
法人税等	34	60	84	109	212	293	53	
法人税等 - 当期分	23	58	89	138	225	402	13	
法人税等調整額 - 繰延分	11	3	-6	-29	-14	-109	40	
親会社株主に帰属する当期純利益	56	79	171	283	464	628	50	352
当期純利益						628	50	
親会社株主に帰属する当期純利益率	1.1	1.2	2.3	3.0	4.6	6.0	0.4	2.2
包括利益						628	50	
親会社株主に係る包括利益						628	50	

出所：SPEEDAよりSIR作成。

貸借対照表

(百万円)	2018/2期	2019/2期	2020/2期	2021/2期	2022/2期	2023/2期	2024/2期
資産合計	3,745	5,327	6,420	7,533	9,485	9,472	10,309
流動資産	2,458	2,832	3,527	4,142	4,674	5,154	4,829
現金同等物及び短期性有価証券	1,756	1,907	2,451	2,593	3,219	3,433	2,561
現金及び現金同等物	1,756	1,907	2,451	2,593	3,219	3,433	2,361
短期性有価証券							200
売上債権	458	621	850	1,101	940	972	1,259
その他短期金融資産	56	73		155	197	277	288
棚卸資産	12	22				4	24
製品・商品	12	22				0	
その他棚卸資産	0	0				4	24
前渡金	31	83	72	109	99		
前払費用	47	83	150	182	210		
繰延税金資産 - 流動	15	17					
貸倒引当金 - 流動	-1	-4	-12	-18	-14	-6	-5
固定資産	1,286	2,495	2,894	3,391	4,811	4,317	5,481
有形固定資産	827	1,830	1,996	2,326	3,119	2,373	2,865
土地	316	1,120	1,125	1,125	1,125	139	561
建設仮勘定				109	202	114	10
無形固定資産	104	133	192	260	295	260	288
のれん							105
投資その他の資産	355	532	706	805	1,396	1,684	2,328
投資有価証券(関係会社含む)	16	37	23				192
投資有価証券	16	37	23				192
長期貸付金			50	36	24	12	24
長期営業債権			9	1	0		
長期前払費用	19	18	26	24	23		
繰延税金資産 - 固定				24	38	147	106
貸倒引当金 - 固定	-1	-1	-9	-2	-1	-1	-1
負債合計	3,542	4,860	5,794	5,938	6,758	6,212	7,284
流動負債	1,074	1,336	1,660	1,836	2,008	2,160	1,958
買入債務	165	257	380	472	303	265	515
未払金・未払費用	182	235	307	265	196		
短期借入債務	630	668	748	818	869	822	995
短期借入金(リース債務含む)	0			0	0	0	29
一年内返済の長期借入債務	630	668	748	818	869	822	966
一年内返済の長期借入金	630	668	748	818	869	822	966
前受金	5	23	48	50	70		
固定負債	2,468	3,524	4,134	4,102	4,750	4,051	5,327
長期借入債務	2,370	3,350	3,923	3,867	4,323	3,449	4,659
長期借入金(リース債務含む)	2,370	3,350	3,923	3,867	4,323	3,449	4,659
繰延税金負債 - 固定	24	30	5				
資産除去債務 - 固定						372	455
純資産合計	202	467	626	1,595	2,727	3,260	3,025
株主資本等合計	202	467	626	1,595	2,727	3,260	3,025
株主資本	200	460	631	1,591	2,727	3,258	3,023
資本金	20	111	111	450	785	788	788
資本剰余金	6	97	97	436	771	774	768
利益剰余金	174	253	423	706	1,170	1,696	1,641
自己株式					0	0	-174
評価・換算差額	2	7	-5				
その他有価証券評価差額金	2	7	-5				
新株予約権				4		2	2

出所：SPEEDAよりSIR作成

キャッシュフロー計算書

(百万円)	2018/2期	2019/2期	2020/2期	2021/2期	2022/2期	2023/2期	2024/2期
営業活動によるキャッシュフロー	278	150	398	188	805	217	-54
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	122	130	173	239	304	411	357
減価償却費 - CF	122	130	173	239	304	411	357
有価証券及び投資有価証券評価損益			0				
有価証券及び投資有価証券売却損益	33	0	0	-17			
投資有価証券売却損益	33	0	0	-17			
有形固定資産売却損益	16	-31	1	9	11	-915	309
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	1	1	1	1	1	0	25
利息の支払額 - 営業CF	-33	-33	-43	-43	-46	-49	-38
投資活動によるキャッシュフロー	-99	-1,339	-402	-650	-1,094	1,006	-2,121
有価証券及び投資有価証券の取得	-119	-15					-602
投資有価証券の取得	-119	-15					
有価証券及び投資有価証券の売却	186	0	0	45			
投資有価証券の売却	186	0	0	45			
有形固定資産の取得及び売却	-125	-1,049	-264	-539	-423	1,378	-451
有形固定資産の取得	-134	-1,372	-266	-539	-423	-812	-451
有形固定資産の売却	9	323	2	0	0	2,190	
無形固定資産の取得及び売却	-46	-70	-99	-131	-115	-157	-171
無形固定資産の取得	-46	-70	-99	-131	-115	-157	-171
財務活動によるキャッシュフロー	-194	1,198	653	676	900	-1,021	1,089
長期債務の増加	640	2,000	1,420	800	1,130	1,150	2,500
長期借入による収入	640	2,000	1,420	800	1,130	1,150	2,500
長期債務の返済	-824	-981	-767	-805	-877	-2,046	-1,099
長期借入金返済	-804	-981	-767	-805	-877	-2,046	-1,099
社債の償還	-20						
株式の発行		182		675	653	1	
株式の償還及び消却					0		-182
支払配当金						-102	-103
現金及び現金同等物に係る換算差額	1	1	0				
現金及び現金同等物の増加額	-15	11	650	213	612	201	-1,086
現金及び現金同等物期首残高	1,542	1,528	1,538	2,188	2,401	3,013	3,214
現金及び現金同等物期末残高	1,528	1,538	2,188	2,401	3,013	3,214	2,128
フリーキャッシュフロー	179	-1,189	-4	-462	-289	1,223	-2,175

出所：SPEEDAよりSIR作成

ディスクレーム／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp