

システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

発行日: 2013/5/10
調査日: 2013/4/18
調査方法: 説明会等

独立系のパッケージソフトウェアハウス 前期業績は会社予想上回り、今期も最高益を連続更新へ

> 要旨

◆ 独立系のパッケージソフト会社

- ・電子商取引サイト構築ソフトや基幹業務システムソフトを中心としたパッケージソフトの自社開発・販売・保守を手掛ける。
- ・高い技術力と差別化されたオリジナル製品が強み。新商品・サービスの提供で、中期的な成長を目指す。

◆ 前 2013 年 2 月期決算は会社予想、当センター予想を上回る着地

- ・前 2013 年 2 月期決算は、主力商品の受注が好調な上、コスト管理の徹底、業務の効率化により、業績は期中の増額修正予想を上回り、29%増収、52%純利益増益だった。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 松尾 十作
+81 (0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

【主要指標】	2013/5/2
株価(円)	1,500
発行済株式数	2,709,600
時価総額(百万円)	4,064
上場日	2006/12/4
上場来パフォーマンス	2.9%

	前期	今期予想
PER(倍)	15.9	15.1
PBR(倍)	2.5	2.2
配当利回り	1.3%	1.5%

	σ	β 値
リスク指標	72.5%	1.12

> 投資判断

◆ 今本決算も会社予想は慎重で、上方修正の余地がある

- ・今 14/2 期の会社予想は、売上高 2,920 百万円(前期比 9.9%増)、営業利益 420 百万円(同 3.4%増)、純利益 262 百万円(同 5.5%増)。新製品効果及びプロジェクト管理体制の強化により増収増益、3 期連続の営業利益の最高益更新へ。
- ・当センターの今期予想業績は増額修正。会社予想業績はやや慎重であり、上方修正余地があると判断している。

【主要KPI(業績指標)】

決算期	ストック化比率
07/2期	5.7%
08/2期	5.4%
09/2期	9.1%
10/2期	14.1%
11/2期	12.1%
12/2期	15.1%
13/2期	15.5%

◆ 中期的な株価想定レンジは、2,920～3,250 円

- ・前回の当センターの中期的な業績見通しを上方修正し、株価想定レンジを見直した。株価は上昇したものの業績の裏付けがあり、現値には、やや割安感がある。
- ・製品開発や事業拡大に伴う先行投資負担は継続するものの、新製品・サービスの投入、既存ビジネスとコストコントロールの強化で収益性の改善が進み、来期以降も、今後 3 年程度は、年率 10%前後の売上成長とこれを上回るEPS成長及び増配が見込まれる。
- ・中期的な成長力と将来のバリュエーションを考慮し、中期の妥当株価は、PERを 18 倍から 20 倍のレンジとし、17/2 期の当センターの予想 EPS を基準とすると、2,920 円～3,250 円程度と考えられる。業績の伸長局面に入り、中期的には、株価に上値余地があると思われる。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.0	23.2	122.1
対TOPIX(%)	-10.6	-0.7	77.2

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130507

システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

> 収益モデル

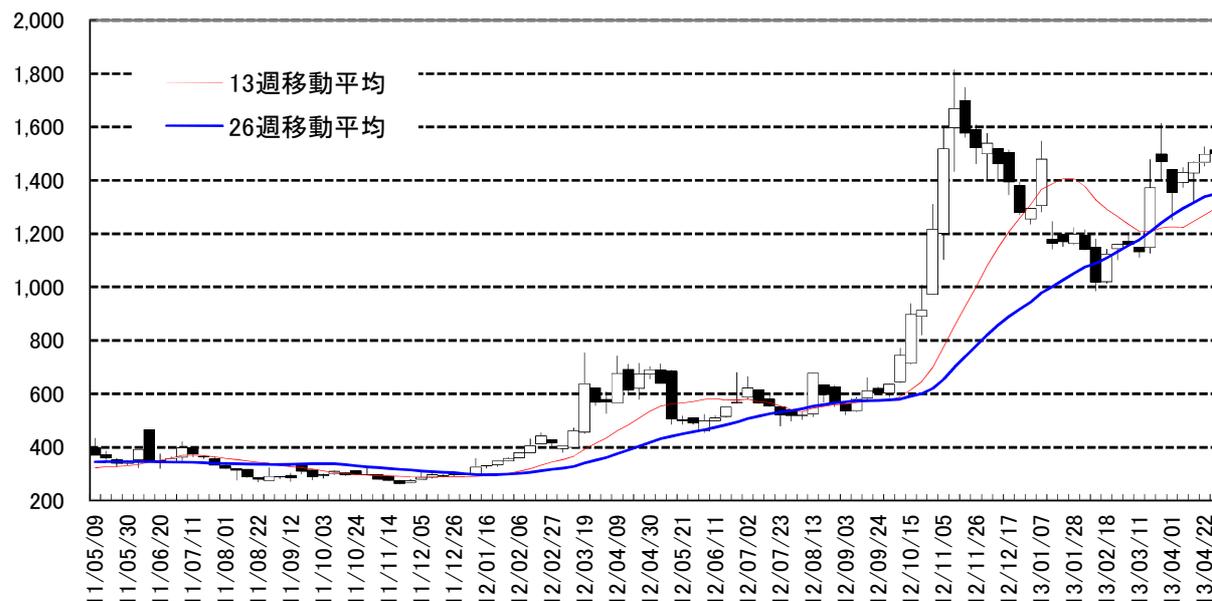
(単位:百万円)	2012/2期 実績	2013/2期 実績	2014/2期 会社予想	2014/2期 予想	2015/2期 予想	2016/2期 予想	2017/2期 予想
売上高	2,065	2,657	2,920	3,000	3,300	3,600	4,000
前年比	11.4%	28.7%	9.9%	12.9%	10.0%	9.1%	11.1%
営業利益	297	406	420	430	500	620	730
前年比	-	36.4%	3.4%	5.9%	16.3%	24.0%	17.7%
経常利益	288	407	421	430	500	620	730
前年比	-	41.2%	3.3%	5.7%	16.3%	24.0%	17.7%
当期純利益	163	248	262	270	300	375	440
前年比	-	51.8%	5.5%	8.9%	11.1%	25.0%	17.3%
期末株主資本	1,362	1,588	-	1,807	2,042	2,347	2,716
発行済株式数	2,629,600	2,709,600	2,709,600	2,709,600	2,709,600	2,709,600	2,709,600
EPS(円)	62.2	94.4	96.7	99.6	110.7	138.4	162.4
配当(円)	12.5	20.0	22.0	22.0	24.0	26.0	26.0
BPS(円)	518.0	589.4	-	667.0	753.7	866.1	1,002.5
ROE	12.8%	16.8%	-	15.9%	15.6%	17.1%	17.4%
株価(円)	425	1,125	1,500	-	-	-	-
PER(倍)	6.8	11.9	15.5	15.1	13.5	10.8	9.2
配当利回り	2.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%
PBR(倍)	0.8	1.9	-	2.2	2.0	1.7	1.5

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

(注) 2012年9月1日付、株式分割1株⇒200株。1株当り指標は株式分割修正後

> 株価パフォーマンス

株式分割修正後、円



決算サマリー

> 事業内容

クライアントニーズにマッチした競争優位性のあるパッケージソフトが競争の源泉。

◆ 独立系パッケージソフトウェアハウス

電子商取引 (EC) や基幹業務システム (ERP)、プロジェクト管理分野などで独自のパッケージソフトウェアを開発する専門事業者。創業以来、無借金経営を継続している。1995年3月設立。クライアントニーズにマッチした競争優位性のあるパッケージソフトを次々に自社開発し事業を拡大し、2006年12月東証マザーズ市場に上場。

同社の強みは、コンピュータテクノロジーに加え、業務ノウハウやプロジェクト管理力、コミュニケーション能力、プレゼンテーション力、製品企画力などの総合力と、これを支える教育体制にあると思われる。4つの主力製品を展開し、5つ目の柱を模索中。安定した高い収益性が見込まれるクラウドサービスへシフト中である。

> 前期決算

◆ 会社予想を上回る好決算で売上高・利益とも過去最高を更新

2013年2月期決算は、売上高2,657百万円(前期比28.7%増)、営業利益406百万円(同36.4%増)、純利益248百万円(同51.8%増)と大幅な増収増益だった。期中の12年9月に、同社は業績予想の上方修正を発表したが、修正予想及び当センターの事前予想を大きく上回る好決算となった。

<前13/2期実績概要>

(百万円)	予想			実績	前期比 (%)
	会社		当センター (12/10)		
	期初	修正 (12/9)			
売上高	2,200	2,400	2,500	2,657	28.7
営業利益	330	360	380	406	36.4
経常利益	330	360	380	407	41.2
当期純利益	190	210	220	248	51.8

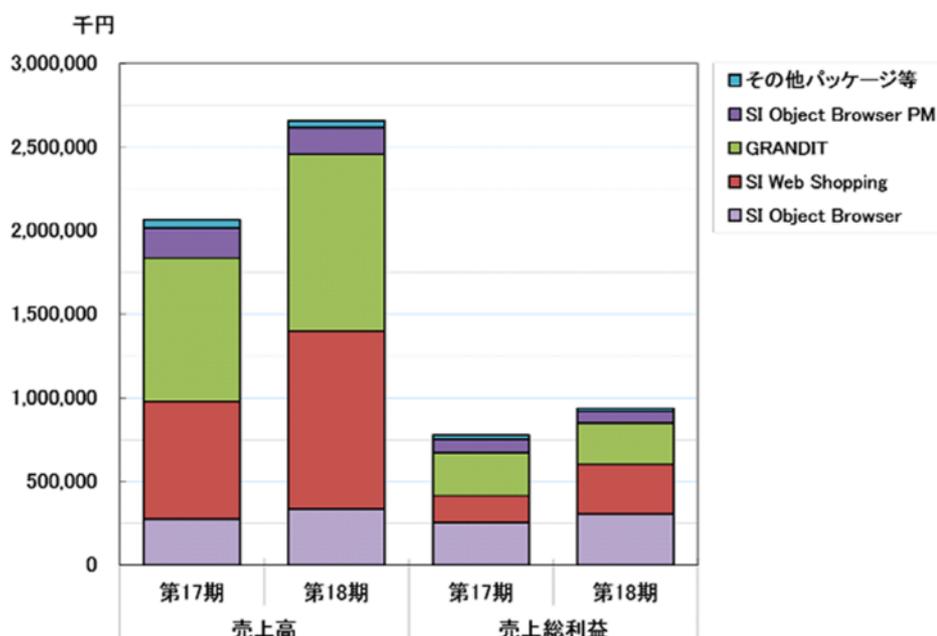
(出所) 証券リサーチセンター作成

主力4製品の中でも、「SI Web Shopping」関連と「GRANDIT」関連がともに大型開発案件を受注しており、その中でもEC関連のネットスーパーなど大型案件の進捗状況が順調に推移したことが売上高及び利益の上振れに寄与している。また、自社ソフト製品の利用によるプロジェクト管理の徹底、間接コストの圧縮が、収益性の改善に貢献した。2期連続で売上高・営業利益・経常利益・純利益とも過去最高を更新した。

◆ 製品区分別の概況

同社は、パッケージソフトウェア関連事業の単一セグメントだが、前期までは事業分野別に「パッケージソフトウェア」、「システムインテグレーション」、「コンサルティング」と区分していた。同社売上高は、4つの市場・製品群から構成されており、13/2期からは製品区分別の開示に変更している。

<製品区分別の売上高・粗利益>



(出所) 決算短信

1) <ソフトウェア開発支援ツール「SI Object Browser」関連>

ソフトウェア開発の生産性を向上させるツールとして業界で多く利用されており、また、保守サポートの有料化を行うなど、毎年増収を維持しストック型ビジネスとして継続的な市場への浸透と安定した事業収益をあげている。同関連売上高は 331 百万円(前期比 20.9%増)、売上総利益 (以下、粗利) 304 百万円 (同 19.9%増) と業績は堅調に推移。

2) <EC サイト構築パッケージ「SI Web Shopping」関連>

日本初の EC サイト構築パッケージとしてネット通販市場の拡大とともに事業規模も順調に拡大。売上高は 1,062 百万円(前期比 51.0%増)、粗利 295 百万円 (同 86.3%増) と大幅な増収増益。大規模な EC サイト構築を行ってきたノウハウと数多くの実績を持つ。リブレース需要が増え、大規模 EC サイト構築のデファクト・スタンダードを目指す。

3) <Web-ERP パッケージ「GRANDIT」関連>

同パッケージは景気動向の影響を受けやすいが、市場環境は堅調に推移。前期の売上高は 1,064 百万円（前期比 24.1%増）、粗利 248 百万円（同 3.9%減）と増収減益。ワールドワイドに事業展開している大規模企業を新たなターゲットとするため、多言語化に伴うコスト負担から微減となったが、多言語化作業が完了。

4) <プロジェクト管理パッケージ「SI Object Browser PM」関連>

ソフトウェア開発支援ツールの一種。業績は順調に拡大を続けてきたが、営業体制の見直しにより、前期の売上高は 161 百万円（前期比 9.2%減）、粗利 69 百万円（同 14.2%減）と減収減益。導入企業は着実に増加し既に 60 社を超える。競合製品がほとんどなく、新規営業体制が軌道に乗ってきたことから、プロジェクト管理システムのデファクト・スタンダードを目指す。

尚、「SI Object Browser」と「SI Object Browser PM」(OBPM)はパッケージの販売と保守を主体とした事業形態。「SI Web Shopping」「GRANDIT」は顧客ニーズに合わせてカスタマイズを行いソリューションとしても提供。前者が高利益率事業、後者が売上拡大の牽引事業という役割構成となっている。

> 今期の見通し

◆ 今期業績の会社予想

同社はプロジェクト管理体制をさらに強化し、一層の「高収益体質」を維持しつつも、売上拡大路線へ舵を切る方針である。前期に投入した新規製品をはじめ各分野において市場拡大により、3期連続の創業以来、最高の売上高及び利益を目指すとしている。

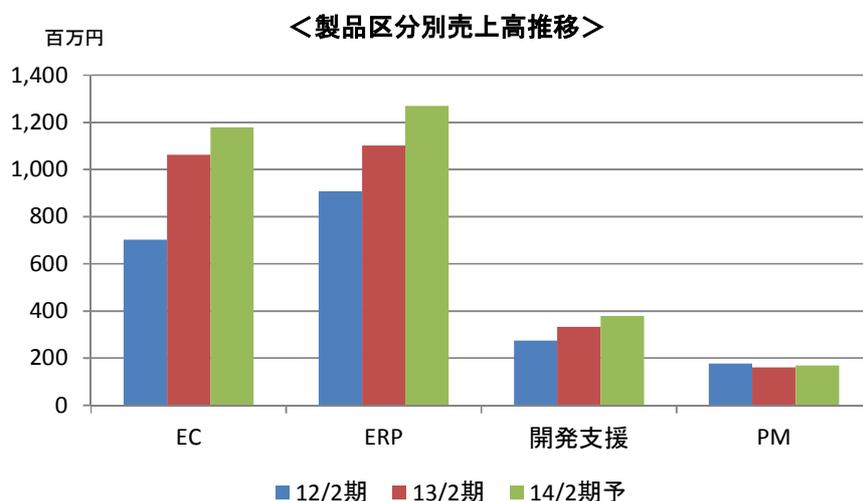
今 14/2 期業績の会社予想は、売上高 2,920 百万円（前期比 9.9%増）、営業利益 420 百万円（同 3.4%増）、経常利益 421 百万円（同 3.3%増）、純利益 262 百万円（同 5.5%増）。増収率より営業増益率が見劣りするのは、売上拡大のための社内体制強化や市場変更準備のためのコスト増を見込んでいるため。製品区分別の売上高・粗利予想は公表していない。

◆ 今期業績の当センター予想

当センターの今期予想は、売上高 3,000 百万円（前期比 12.9%増）、営業利益 430 百万円（同 5.9%増）、経常利益 430 百万円（同 5.7%増）、純利益 270 百万円（同 8.9%増）と売上高・利益とも、会社予想を若干上回る。これまでの各種の施策が奏功し、大型商談や受注が高水準に推移していることや継続して採算管理を徹底していることが背景。

今期も増収増益、3期連続の最高益更新を見込む。

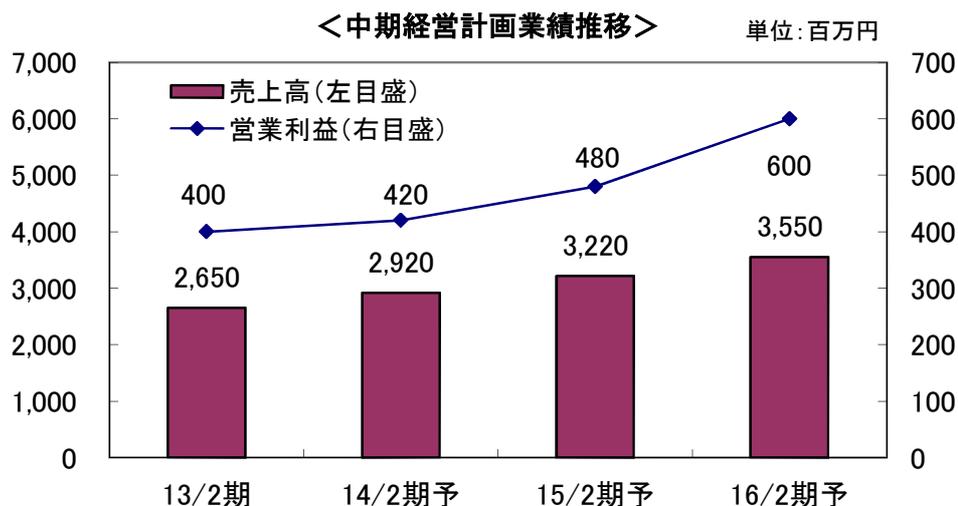
市場環境は良好であり、特に、EC、ERP、OBPM 関連の受注や商談は活発であることから、好調なトレンドが継続すると思われる。前期に続き過去最高益更新の可能性は高まってきている。下図表の製品区分別売上高の今 14/2 期予想は当センター予想。



> 中期見通し

◆ 売上高成長に焦点をあてた新中期経営計画を公表

13年3月に、16/2期を最終年度とする新中期経営計画「Progress2013」を発表。これまでの「Athlete2010」で確立した「筋肉質な会社」を維持しつつ、「成長 = 売上の拡大」へと路線を変更する。重点施策として「売上の拡大」「開発・生産体制の強化」「中国展開の事業化」「ストック型ビジネスのさらなる伸長」に注力していく。



(出所) 当センター作成

14/2 期から 16/2 期迄 3 期連続の 2 桁成長と 16/2 期には売上高 3,550 百万円、営業利益 600 百万円達成が目標。新製品の投入によりプロダクトラインナップを強化し、ストック化比率を高めるなど景気に左右されにくいビジネスモデルに転換していく方針である。東証二部上場へは今 14/2 期での市場変更を目標とし、さらに東証一部への昇格もスピーディにしたい意向である。

新中期経営計画では、開発投資として売上高予想の約 5%を想定している。開発コンセプトは、クラウドで提供するサービスと多言語対応であること。新製品で既にリリース・発売されているのがモバポタ。12 年 12 月にリリースされたモバポタはマーケティングツールの一種であるクラウドサービスで、「SI Mobile Portal for Shop」の略。店舗やショッピングモール内に設置している Wi-Fi ルータを使って、簡単にクーポンや買い得商品情報などのコンテンツを顧客に提供することが可能となる。16/2 期迄に 5 億円の売上を目指している。

この 6 月中旬から発売する新製品は「SI Object Browser Designer (OBDZ)」。設計作業をシステム化する設計支援ツールで、今までに類がない新しいアプリケーション設計支援ツールであり、16/2 期迄に 3 億円の売上を目指している。

◆ 当センターの中期予想

主力製品の販売の好調と今後の新製品効果を考慮し、中期的な業績を、各期上方修正する方向で見直しを行った。同社の新製品効果、コストコントロールの継続実施を前提に連続増収増益・最高益更新を予想している。

＜中期業績予想＞

(単位:百万円)		13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
		予想/実績	予想	予想	予想	予想
前回 12/10 時点	売上高	2,500	2,600	2,850	3,050	
	営業利益	380	410	460	490	
	経常利益	380	410	460	490	
	純利益	220	235	260	280	
今回	売上高	2,657	3,000	3,300	3,600	4,000
	営業利益	406	430	500	620	730
	経常利益	407	430	500	620	730
	純利益	248	270	300	375	440

(出所) 当センター作成

同社は、クラウドサービス型へのシフトを加速化し、高収益体質を維持しながら成長戦略を進めつつある。業界環境が大きく変化しない限

り、中計最終年度である 16/2 期営業利益を前期の 1.5 倍と意欲的な目標を掲げているが、ビジネスが軌道に乗りつつある自信の証と思われる。

新製品で既に発売されているモバポタ。今期の売上見込みに占める割合はわずかと思われるが、成長性の高い製品であり、来期以降には安定的な売上として寄与するものと考えている。OBDZ は、四半期決算などで今後の動向を見極めたい。

会社公表の新中期経営計画に対し当センターの中期予想は、売上高・利益ともやや強気にみている。これは新中期経営計画がやや控えめと考え、景気の回復トレンドや新製品による増収効果やコスト抑制による収益増加の期待に起因している。

KPI (業績指標) として、当センターが注目しているストック化比率 (保守・クラウド売上/全体売上) は、12/2 期 15.1%から 13/2 期には 15.5%まで上昇しており、16/2 期までに 20%超を目指すとの目標に向けて順調に推移している。また、中国市場への本格参入を中期目標の一つとして掲げ、大連百易軟件株式会社と、中国における「SI Object Browser」シリーズの販売総代理店として、正式に独占販売許諾契約を締結。中期的にリスクをどのようにコントロールしながら事業展開・収益化していくかに注目していきたい。

投資判断

> 株価バリュエーション

◆ 株価に割高感はない

同社の比較対象企業として、事業内容からソフトクリエイトを取りあげた。同社の株価が業績好調を背景に上昇したため、ソフトクリエイトホールディングスと比較して、PER・PBR ではやや高く評価されているものの東証一・二部平均の予想と比較すると割高感はないと思われる。

<株価バリュエーション同業比較>

	3826	3371
	東証マザーズ	東証一部
	同社	ソフトクリエイト ホールディングス
株価 (13/5/2)	1,500	1,757
PER (予想、倍)	15.1	13.3
PBR (直近実績、倍)	2.2	1.6
配当利回り (予想、%)	1.5	2.6
時価総額 (百万円)	4,064	7,978

(出所) 当センター作成

> 株主還元

公約配当性向達成にむ
け、業績伸長とともに継
続的な増配を期待。

◆ 継続的な増配を期待

株式の流動性を高め投資家層の拡大を図ることにより、東証二部への上場を意識し、株式分割により投資単位を引き下げた。また、従来方針を改め株主優待を新設。社長の故郷である新潟より減農薬減化学肥料のコシヒカリを株式保有期間及び株式数に応じて提供している。

同社の配当方針は、「業績連動型配当の実施と長期的に配当性向 30%を目指す。」(説明会資料より抜粋) であり、今期は 22 円 (14/2 期 20 円予定) への増配 (配当性向 22.8%) を計画している。配当性向の 30%達成は長期的な目標であり時期は明示していない。今後も増益に伴い継続的な増配は十分にあると当センターでは予想している。

> 今後の株価見通し

株式市況上昇により、同
社株価はやや割安圏。中
長期的な成長を勘案し
目標株価レンジを引き
上げ。

◆ 想定株価を引き上げ

会社は株価を意識した経営を行っており、公募価格でもある 1,300 円 (株式分割後) を目標としていたが、これを達成。今年度は、ソフトウェア業界平均並の PER29.2 倍を新たな目標として設定している(決算説明会開催時)。これは、今期の会社予想 EPS を基準とすると、2,823 円 (現値の 2 倍弱) となる。

当センターの 17/2 期予想 EPS は約 162 円で、現時点の株価で計算すると予想 PER は約 9 倍となる。当面の中長期的な年率 EPS 成長を 15%程度、東証一・二部平均予想 PER を参考に妥当 PER を 18~20 倍のレンジと想定すると、前回の想定株価 (1,065 円~1,280 円) を引き上げ、今後 3 年程度の想定株価は 2,920 円~3,250 円と考えられる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないが、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます