

# ホリスティック企業レポート

## システムインテグレータ

### 3826 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2013年10月18日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20131015

# システムインテグレータ(3826 東証マザーズ)

発行日:2013/10/18

**独立系中堅で、パッケージソフトウェアを自社開発し、販売  
主要 2 製品の成長等により 16 年 2 月期に売上高 36 億円、営業利益 6 億円へ**

## > 要旨

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

### ◆ 独立系中堅のパッケージソフト会社

- ・システムインテグレータ(以下、同社)は、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を自社開発し、販売及び保守を行なっている。
- ・オリジナル製品が強みとなっており、既存製品の成長と新商品の開発で中期的な成長、15/2 期に東証二部への上場を目指している。

### 【主要指標】

	2013/10/11
株価(円)	822
発行済株式数(株)	5,539,200
時価総額(百万円)	4,553

### ◆ 14 年 2 月期第 2 四半期累計決算は同社予想を上回る

- ・14/2 期第 2 四半期累計決算(以下、上期)は、前年同期比 31.9%増収、6.0%営業増益だった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高で 127%、営業利益で 163%であった。
- ・この要因は、一部で不採算プロジェクトが発生したものの、特に Web-ERP パッケージ「GRANDIT」の売上高が前年同期比 98.7%増、売上総利益が 86.4%増と大幅に伸びたことが貢献した。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	17.4	16.9	14.5
PBR(倍)	2.8	2.5	2.2
配当利回り(%)	1.22	1.34	1.58

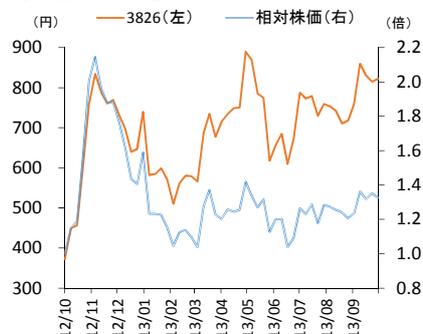
### ◆ 14 年 2 月期の通期の同社予想はやや慎重

- ・14/2 期の業績について、同社は売上高前期比 9.9%増、営業利益同 3.4%増、経常利益同 3.3%増、純利益同 5.5%増と、期初の予想を据え置いた。
- ・14/2 期の下期について同社は、前年同期比で売上高 8.8%減、営業利益 1.0%増と慎重に見ており、証券リサーチセンターでは、若干の上方修正余地があると判断している。
- ・14/2 期を初年度とする新中期経営計画「Progress2013」を 13 年 3 月に公表した。最終年度である 16/2 期に売上高 3,550 百万円(13/2 期比 1.32 倍)、営業利益 600 百万円(同 1.48 倍)を標榜している。主要 4 製品の売上高は二桁成長を目指しているが、当センターでは、EC サイト構築パッケージとプロジェクト管理パッケージが 10%~20%の売上高年率伸長見込みにより売上高 3,600 百万円、営業利益 600 百万円を予想している。

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.1	10.3	43.7
対TOPIX(%)	1.8	4.3	-10.9

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/10/12

### 【3826 システムインテグレータ 業種:情報・通信業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2011/2	1,854	8.8	12	—	13	—	6	—	1.2	227.9	0.0
2012/2	2,065	11.4	297	—	288	—	163	—	31.1	259.0	6.25
2013/2	2,657	28.7	406	36.4	407	41.2	248	51.8	47.2	294.7	10.0
2014/2 CE	2,920	9.9	420	3.4	421	3.3	262	5.5	47.6	—	11.0
2014/2 E	3,000	12.9	430	5.9	430	5.7	270	13.9	48.7	326.1	11.0
2015/2 E	3,300	10.0	500	16.3	500	16.3	315	16.7	56.9	369.9	13.0
2016/2 E	3,600	9.1	600	20.0	600	20.0	380	20.6	68.6	422.5	16.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、13年8月1日を効力発生日として1株を2株に株式分割したため、1株指標を株式分割実施後に修正、証券リサーチセンター予想のEPSは自社株控除後

### アップデート・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

**> 事業内容****◆ 独立系のパッケージソフトウェアハウスの中堅**

システムインテグレーター(以下、同社)は、電子商取引(EC)や基幹業務システム(ERP)などで独自のパッケージソフトウェアを開発、販売、保守まで行なっている。創業以来、無借金経営である。オリジナルのパッケージソフトを次々に自社開発し事業を拡大してきた。06年12月に東証マザーズ市場に上場した。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、売上高は①ソフトウェア開発支援ツール、②ECサイト構築パッケージ、③Web-ERPパッケージ、④プロジェクト管理パッケージの4つの製品群、並びに[その他パッケージ等]に区分される。

- ① ソフトウェア開発支援ツールとしては、「SI Object Browser」シリーズの製品群がある。顧客情報や商品情報などの膨大なデータを効率よく管理し、スピーディに検索できるデータベースシステムを設計及び構築するデータベースエンジニアの作業の効率化を支援する製品である。オラクルやSQL、DB2など主要データベースソフトに対応しており、国内では1万3千社、24万ライセンスを超える納入実績がある。
- ② ECサイト構築パッケージは製品名「SI Web Shopping」で、日本で初めてのECサイト構築パッケージソフトウェアである。EC事業者はこの製品を利用することにより短期間、低コストでサイト構築から運営まで行える。単価は800万円だが、この製品をベースとして顧客が望む仕様のECサイト構築も受託しており、その場合500万円から3億円まで開発料金がかかる。B to C版は一般消費者向けECサイト構築、B to B版は企業間取引向けECサイト構築のパッケージソフトウェアである。これまで1,200サイトの納入実績がある。
- ③ Web-ERPパッケージは、企業の受注及び販売管理、在庫管理、生産管理、会計などの基幹業務をサポートするパッケージソフトウェアだが、国内初の「完全Web-ERP」製品である。つまり、全ての操作がブラウザのみで利用可能となっている。製品名は「GRANDIT」、現在は13社がこの製品を販売している。13社全体で630社以上の納入実績がある。この製品をベースとして顧客が望む仕様の構築も受託している。
- ④ プロジェクト管理パッケージは、コスト管理、スケジュール管理、品質管理などプロジェクト管理に必要な機能を備えた管理ツールのソフトウェアで、プロジェクト管理システム「SI Object Brower PM」の製品がある。この製品をベースとして顧客が望む仕様の構築も受託している。

➤ 決算概要

◆ 14年2月期第2四半期累計決算

14/2期第2四半期累計決算(以下、上期)は、前年同期比31.9%増収、6.0%営業増益だった。同社が期初に見込んだ業績に対する達成率は、売上高で127%、営業利益で163%となった。

【図表1】14/2期上期決算概要

百万円	同社予想		実績	期初予想に対する達成率
	期初	修正予想		
売上高	1,266	1,500	1,611	127%
前年同期比	3.7%	22.8%	31.9%	—
営業利益	137	220	223	163%
前年同期比	-35.1%	4.2%	6.0%	—
経常利益	137	220	225	164%
前年同期比	-35.4%	3.7%	6.1%	—
純利益	85	137	140	165%
前年同期比	-36.6%	2.2%	4.6%	—

(出所) 決算短信等より証券リサーチセンター作成

【図表2】14/2期上期製品区分別概要

百万円	13/2期上期		14/2期上期		前年同期比	
	売上高	売上総利益	売上高	売上総利益	売上高	売上総利益
「SI Object Browser」関連	177	163	156	144	-12.0%	-11.0%
「SI Web Shopping」関連	562	159	519	92	-7.7%	-42.2%
「GRANDIT」関連	374	102	743	190	98.7%	86.4%
「SI Object Browser PM」関連	88	39	112	74	26.3%	89.7%
その他パッケージ等	17	9	80	17	345.3%	91.1%
合計	1,221	473	1,611	519	31.9%	9.8%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

主力4製品の中でも「GRANDIT」の売上高が前年同期比98.7%増、売上総利益が同86.4%増と大幅増となり、売上高及び売上総利益でトップとなった。ユーザーである企業がリーマンショック後の景気不透明感の中、投資を絞ってきたことの反動により需要が顕在化してきたことと、同社独自のアドオンモジュール(機能追加ソフトウェア)を販売するなど、他社との差別化が奏功している。

「SI Object Browser PM」も売上高で同26.3%増、売上総利益は同89.7%増と好調であった。競合製品がないデファクトスタンダード製品で、発売以来約4年が経過し認知度及び評価が高まる中、拡販が進み業績に貢献しつつある。

一方で「SI Web Shopping」関連は、売上高で前年同期比7.7%減、売

上総利益は同 42.2%減となった。一部の案件において 20 百万円程度の赤字となった不採算案件があり足かせとなった。既に当該案件は終了している。

「SI Object Browser」関連は、売上高で同 12.0%減、売上総利益は同 11.0%減となった。前年同期が新製品効果で大きく伸長した反動によるものである。

その他パッケージ等は、利益率は相対的に低いものの大幅な増収増益となった。某大手企業に対するシステム構築の案件が貢献している。この案件は 5 年から 6 年サイクルで行うバージョンアップで、上期より手掛け進行基準で売上計上となったが、15/2 期で終了見込みである。

## > 業績見通し

### ◆ 14 年 2 月期の同社予想

14/2 期の予想について、同社は売上高前期比 9.9%増、営業利益同 3.4%増、経常利益同 3.3%増、純利益同 5.5%増と期初予想を据え置いた。製品区分別の売上高及び総利益の予想を開示していない。東証二部への市場変更準備のためのコスト増等を見込み、増収率に対し増益率を慎重に設定している。

### ◆ 14 年 2 月期の証券リサーチセンター予想

証券リサーチセンターも、売上高前期比 12.9%増、営業利益同 5.9%増と従来予想を据え置いた。同社予想を若干上回る業績を予想する背景としては、14/2 期の下期の同社予想が、前年同期比で売上高 8.8%減、営業利益 1.0%増と慎重な見通しであること、「SI Web Shopping」関連製品において予想外の不採算案件が上期に発生したが既に収束しており下期業績に影響を与えないこと、「GRANDIT」は下期も好調が見込まれることなどである。アプリケーション設計支援ツールである新製品の「SI Object Browser Designer」(13 年 6 月に発売)だが、製品セミナーで参加者から高い評価を得られているものの、クラウド型サービスでの提供となるため、14/2 期売上高予想は僅少とした。

ヤフーはネット通販サイトとオークションサイトへの出店料を 13 年 10 月より無料とした。サイト構築から管理、運用まで使いやすいツールも用意されているため、同社の製品を利用している顧客がヤフーのショッピングサイトを利用することで、「SI Web Shopping」の需要が今後減少するとの懸念があるが、同社の顧客は大手企業が多く EC サイトが大規模であるため、ヤフーが打ち出した出店料の無料化の影響はほとんどないと考えられる。

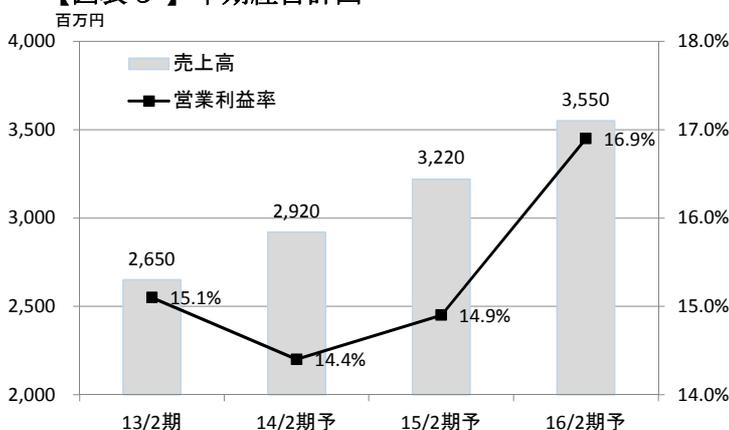
## > 中期見通し

### ◆ 同社の中期経営計画

13 年 3 月に、14/2 期を初年度とする新中期経営計画「Progress2013」を発表した。最終年度である 16/2 期に売上高 3,550 百万円 (13/2 期比

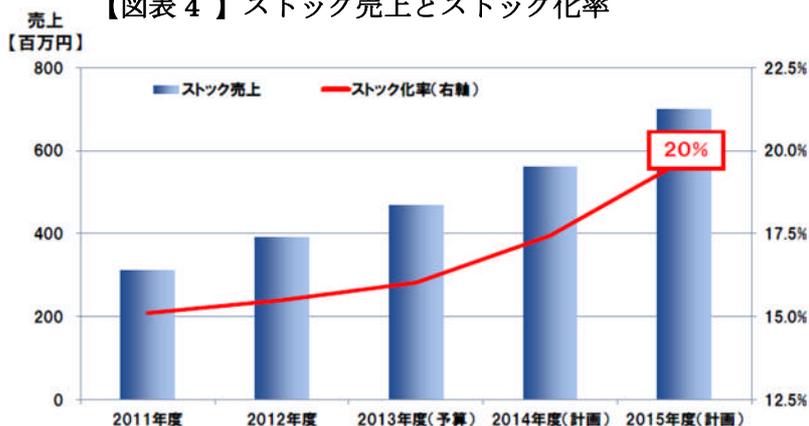
1.32倍)、営業利益 600百万円(同 1.48倍)を標榜している。前中期経営計画の「Athlete2010」で確立した「筋肉質な会社」を維持しつつ、「成長=売上の拡大」へと積極路線に変更した。製品区別の売上高目標は公表していない。重点施策として「売上の拡大」「開発及び生産体制の強化」「中国展開の事業化」「ストック型ビジネスのさらなる進捗」を掲げている。現在の主力4製品群は毎期二桁の売上高成長を目論み、新製品の投入によりプロダクトラインナップ(現在の4つの製品区分に続く新たな製品群による業績への貢献)を強化、ストック化比率(保守+クラウド売上の全体売上げに占める割合)を16/2期に20%まで高めて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。

【図表3】中期経営計画



(注) 予想は、システムインテグレーター予想  
(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表4】ストック売上とストック化率



(注) 予想はシステムインテグレーター予想、ストック売上=保守及びクラウド売上  
(出所) 決算説明会資料

海外展開においては、MIJS (Made in Japan Software Consortium) を同社社長が企画し立ち上げ、日本の有力ソフトウェアベンダーが集結し、

ビジネスの相互連携を行っている(06年より活動)。具体的には、人脈及びノウハウの共有化、合同研修、技術協力などを通じて、同社及び参加企業の経営にプラスに働くものと思われる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの中期予想

当センターでは前回レポートでの中期的な業績予想を据え置き、同社の業績目標は達成可能とみている。製品区分別では「SI Web Shopping」関連と「GRANDIT」関連、「SI Object Brower PM」の売上高の成長を予想した。「SI Object Browser」シリーズは、Oracle等のデータベースにバージョンアップがあると需要が高まる傾向があるなど予想し難い面があるため、堅調な推移を想定した。

顧客はECサイトを凡そ3年程度でリニューアルする例が多く、「SI Web Shopping」の顧客数増大及びリニューアル需要が見込まれ、売上高の年率成長は14.6%を見込んだ。「GRANDIT」は同社が独自で開発した付加機能ソフトウェアを活かした製造業向けの顧客拡大とIT関連企業の納入事例増加で、売上高の年率成長は6.1%を見込んだ。「SI Object Browser PM」は製品認知度の上昇で売上高の年率成長は20.3%を見込んだ。同社の新製品は、従来より3年程度の期間を経て業績貢献する傾向があるため、12年12月に発売開始したモバポタと13年6月に販売開始した「SI Object Browser Designer」の2製品で16/2期には売上高0.5億円程度を見込んだ。

なお、同社は15/2期に東証二部への市場変更を目指しており、これに関する費用の発生、ならびに16/2期において市場変更に関する費用がなくなることを想定している。

【図表5】中期業績予想

百万円	13/2期	14/2期予	15/2期予	16/2期予
売上高	2,657	3,000	3,300	3,600
「SI Object Browser」関連	331	300	310	330
「SI Web Shopping」関連	1,062	950	1,110	1,270
「GRANDIT」関連	1,064	1,400	1,500	1,600
「SI Object Brower PM」関連	161	200	230	280
その他パッケージ等	37	150	150	120
営業利益	406	430	500	600

(注) 予想は、証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター

モバポタ(その他パッケージ等)とは、SI Mobile Portal for Shopの略で、O2Oマーケティングツール(O2Oはオンライン・ツー・オフラインを指す。オンラインはインターネット、オフラインは店舗を意味する)で、スマートフォン向けのサイト構築ソフトである。店舗やショッピングモール内にWi-Fiルータを設置すれば、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のスマートフォンに提供す

ることが可能となり、月額利用料が同社の売上となるビジネスモデルである。想定している顧客対象は、小売業をはじめ美術館、博物館、動物園、水族館、アミューズメント施設など多岐にわたる。

## > 株主還元

### ◆ 15/2 期以降増配余地有り

同社では 15/2 期に東証二部への市場変更を計画しており、株主及び株価を意識した経営を行なっている。13/2 期末より株主優待制度を新設した。毎年 2 月末日現在の株主名簿に記載され、かつ前年の 8 月末日現在の株主名簿にも同一株主番号で記載があり、100 株 (1 単元) 以上を保有する株主を対象に、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数に応じて株主に提供している。14/2 期配当は年 11 円と 13/2 期に対し年 1 円の増配を計画している。同社の配当方針は長期的に配当性向 30% を目指しており、15/2 期以降増益に伴い継続的な増配の可能性があると当センターでは予想している。

## > 株価バリュエーション

### ◆ 現株価水準はフェアバリュー

類似企業としてパッケージソフトウェアの開発及び販売等を事業の主力としている企業を取り上げ、エイジア (2352 東証マザーズ)、ソフトクリエイティブホールディングス (3371 東証一部)、プロシップ (3763 東証 JQS)、NTT データイントラマート (3850 東証マザーズ)、オービックビジネスコンサルタント (4733 東証一部) とバリュエーション指標の比較を行った。予想基準 PER 及び前期実績基準 PBR とともに他社と比べて比較的高い水準にあるが、同社の純利益成長率と資本効率 (ROE) の高さを反映しているものと考えられる。したがって、同社の株価バリュエーションは、同業他社との比較からフェアバリューと思われる。

【図表 6】株価バリュエーション比較

	3826東証マザーズ	2352東証マザーズ	3371東証一部	3763東証JQS	3850東証マザーズ	4733東証一部
	システム インテグレータ	エイジア	ソフトクリエイ ティブホールディングス	プロシップ	NTTデータ イントラマート	オービックビジネス コンサルタント
決算期	2月	3月	3月	3月	3月	3月
株価(10/11、円)	822	848	807	1,762	1,550	3,270
PER(今期予想基準、倍)	16.9	15.8	15.4	9.5	25.0	11.8
PBR(前期実績基準、倍)	1.4	2.3	0.7	1.3	3.0	0.8
配当利回り(今期予想基準)	2.68%	1.06%	6.20%	3.97%	0.42%	3.06%
時価総額(百万円)	4,553	1,973	11,038	6,620	7,680	65,976
ROE(前期実績基準)	16.8%	7.3%	13.2%	11.5%	9.1%	6.7%
純利益成長率	28.7%	2.1%	13.3%	5.0%	29.9%	2.6%

(注) システムインテグレータの予想は証券リサーチセンター予想、他 5 社の予想は会社予想、純利益成長率は今期予想/前々期実績の年率成長率

(出所) 証券リサーチセンター

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

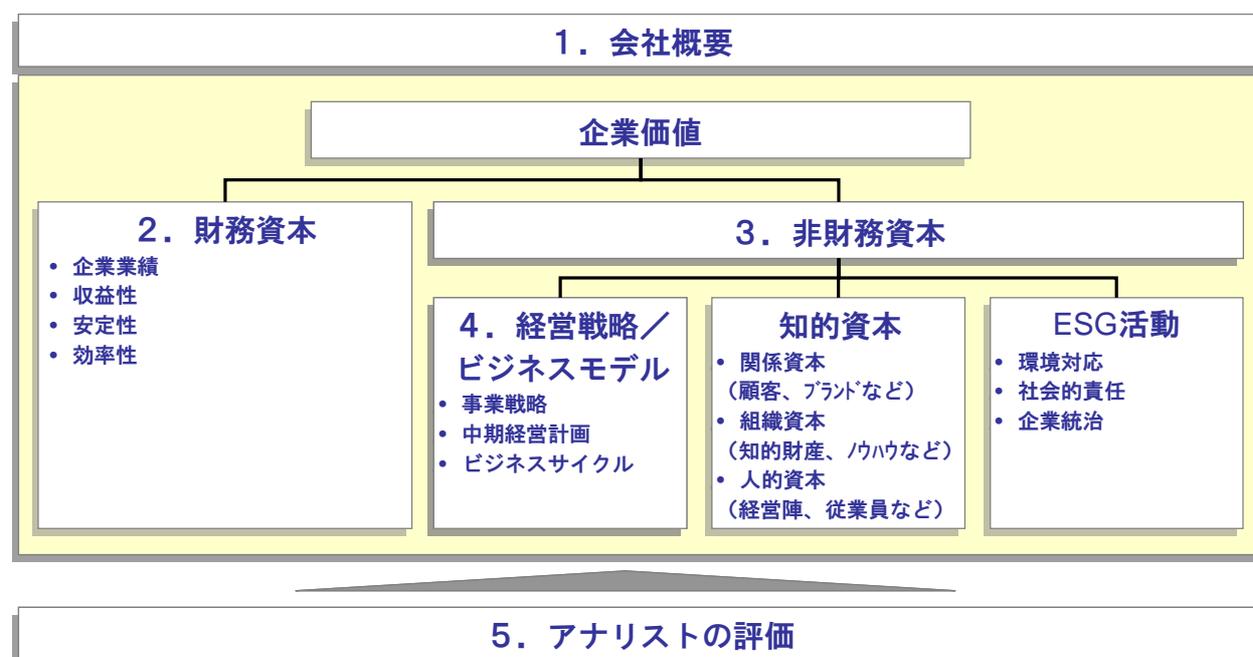
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ 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 Ratio)

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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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、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。