

ホリスティック企業レポート (4299 ハイマックス 東証二部)

フル・レポート
2013年2月21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20130218

要旨

1. 会社の概要

- ・中堅の独立系システムインテグレータ。金融・物流業界に強み。
- ・大手SI経由の開発案件に加え、エンドユーザーから直接受注すべく、営業力・体制を強化中。野村総合研究所への売上依存度が約5割。
- ・コンピュータ・ソフトウェアのシステム化計画の企画から、設計・開発、稼働後のメンテナンスまでのシステム・ライフサイクルの各領域にわたり高付加価値ソリューションを提供する。

2. 財務面の分析

- ・2012年3月期は増収・営業増益。13年3月期は増収ながら一過性の費用により営業減益へ。14年月3月期は増収増益が見込まれる。
- ・近年、売上高は緩やかながらも増加しつつある。安全性・収益性は高い水準を維持。創業以来、無借金経営を継続。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、大手SIとの長年の取引実績と信頼性、技術・業種ノウハウの蓄積、工程管理・採算管理の徹底、研修教育制度の充実により形成されていると考えられる。

4. 経営戦略の分析

- ・積極的に高付加価値ソリューションの提供を進めるため、業務力・マネジメント力、技術力を高め、重点顧客・業種を中心に取引を拡大する戦略である。

5. アナリストの評価

- ・中期的な利益成長率を年率5～10%と予想。金融・流通、重点顧客シフト、大手SIとの協業が、成長ドライバーとなろう。
- ・市場全体及び同業他社のPERや配当利回りなどのバリュエーションと比較すると、現値はやや低い水準。中期的な株価水準は860円～1,030円と想定される。

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

【主要指標】

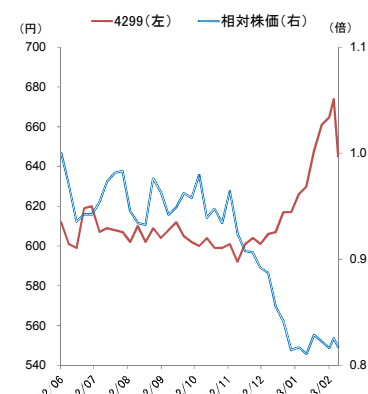
2013/2/15	
株価(円)	645
発行済株式数(株)	6,206,496
時価総額(百万円)	4,003

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.2	9.5	8.3
PBR(倍)	0.80	0.63	0.60
配当利回り(%)	3.2	3.9	3.9

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.9	6.8	4.4
対TOPIX(%)	-3.1	-11.4	-7.4

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/4

【4299 ハイマックス 業種: 情報通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/3	7,696	-15.5	451	-38.5	502	-33.3	272	-33.5	46.2	864.5	25.0
2011/3	7,841	1.9	570	26.4	590	17.7	305	12.0	55.4	957.6	25.0
2012/3	8,856	12.9	677	18.7	681	15.3	208	-31.6	42.8	975.4	25.0
2013/3 CE	9,200	3.9	625	-7.7	621	-8.9	333	59.5	68.3	NA	25.0
2013/3 E	9,200	3.9	625	-7.7	620	-9.0	330	58.7	67.7	1,018.0	25.0
2014/3 E	9,600	4.3	680	8.8	670	8.1	380	15.2	78.0	1,071.0	25.0
2015/3 E	10,000	4.2	750	10.3	740	10.4	420	10.5	86.2	1,132.2	25.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

*EPS、BPS、自己株式保有分を除外して調整済み後の数値

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

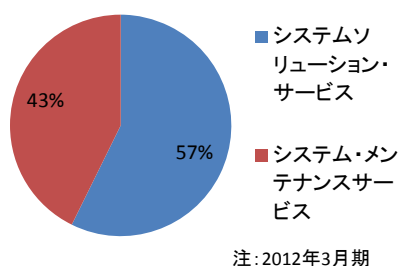
> 事業内容

◆ 独立系、金融・物流業界関連業界向けシステムに強み

ハイマックス（以下：同社）は、独立系の中堅システム・インテグレータ（以下、S I）で、金融・物流業界関連業界向けシステムに強みを持っている。1976 年 5 月に設立され、2001 年 9 月に JASDAQ、04 年 3 月に東証二部に上場した。

同社グループは、日本を代表する有力企業のコンピュータ・ソフトウェア開発・メンテナンスに関し、システム化計画の企画から設計・開発、稼働後のメンテナンスまでのシステム・ライフサイクルの各領域にわたり、高付加価値のソリューションを提供することがコア事業となっている。連結子会社は、株式会社エスピーエス（同社の 100%子会社）の 1 社のみで、同社が受注した業務の一部を受託、かつ外部の特定顧客向け（日立グループ）の開発及びメンテナンスを担当している。

【図表1】 売上高構成



注：2012年3月期

出所：短信より当センター作成

◆ 事業セグメント

事業セグメントは、「バリューソリューション・サービス」の単一事業であるが、サービス分野別の売上高区分は、「システム・ソリューションサービス」と「システム・メンテナンスサービス」の 2 つに分類される。

1) システムソリューション・サービス

システム化計画の企画・立案に対するコンサルティングから設計・開発・テスト・導入に関して、メインフレーム系からインターネット基盤関連技術まで一貫したサービスを提供する。

2) システム・メンテナンスサービス

稼働後のシステムに対し安定性と信頼性を高めるメンテナンスサービスを提供。同サービスは長期安定的な受注の確保と業務ノウハウの蓄積を図ることが可能となる（現状では、システム・ソリューションサービスを受注後、受注したほとんどの企業向けにシステム・メンテナンスサービスを提供している）。更にメンテナンスサービスを通して、次期システムへの提案営業を積極的に行うことにより、企画といった上流工程からの継続受注へと繋がる。

両部門の粗利率は大差がないが、若干、メンテナンスサービスの粗利率がソリューションサービスを上回る。

◆ 社名の由来

「最高の顧客満足を追求し、高品質ソリューションを提供する」という意味の英語 (High-quality Solution for Maximum Customers Satisfaction) の頭文字をとったもの。

◆ 企業の事業運営及び戦略の展開に IT 投資は不可欠

企業が新しい事業機会や競合他社との差別化に対応するなど、企業のビジネスの基幹を担うシステムは不可欠であり、同社はこれを高付加価値ソリューションと定義している。同分野は、企業が優先的に投資する分野であり、同社は、顧客企業の経営戦略を実現させるためサービスを提供している。

◆ 高度な業務知識を蓄積

高付加価値ソリューションを提供するためには、顧客企業に対する高度な業務知識が必要となる。同社は、重点業種として金融（銀行、証券、保険）、公共、流通、クレジット業界における業務知識を長年にわたって蓄積し、顧客企業から高い信頼を得て、取引の拡大、更には新規顧客の開拓に繋げてきている。

野村総研のパートナー企業に選定されている

優良な顧客の基幹システム構築を継続的に手掛けるなど、同社の技術水準の評価は高い。野村総合研究所（東証一部・4307、以下、野村総研）のパートナー企業（e-e パートナー契約^注）の認定がその証左。同社のシステムエンジニア（以下 SE）が保有する IT 関連資格数は、業界においても高い保有率である。同社は 500 名超の SE を動員することが出来、優秀な人材育成のために関連資格奨励の報奨金制度や、教育研修システムの充実が技術水準を高めている。

注) e-e パートナー契約

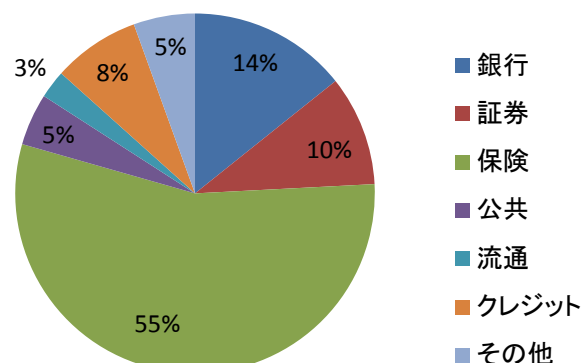
野村総研が協力会社に対し、専門性の高い業務ノウハウおよび情報技術力を持つ会社と交わす契約で、extended-e パートナーを e-e パートナー契約と称している。

◆ 主要取引先は、大手の優良企業群

同社の顧客は、国内の各業界を代表する企業が中心。取引企業数は、約 20 社。このうち同業の大手 SI が 8 社程度(売上構成比約 8 割)、エンドユーザーが 12 社程度（同約 2 割）。取引先の内、半分にあたる 10 社程度を重点顧客と位置づけ、取引の深耕を図るべくリソースを集中的に配分している。

図表2 業種別売上高構成

保険を中心とする金融業
界向け売上依存度が約 8
割と高い



出所:会社資料より当センター作成

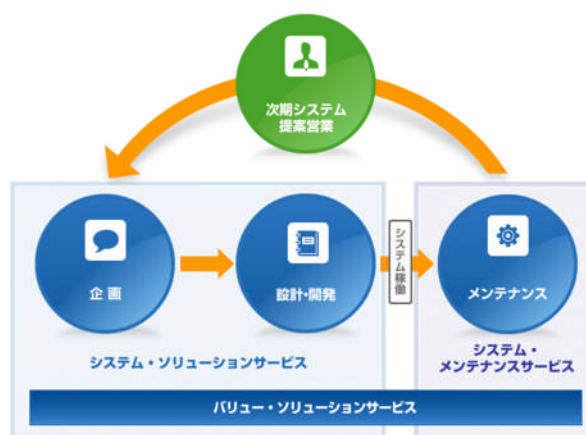
顧客の業種別売上構成では、生損保が全体売上高の 5 割（生保のウェートが高い）、保険を含む金融全体で約 8 割を占める。その他は、コンビニなどの流通やクレジット向けが多い。提供するソリューションに対する評価は高く、長年の継続取引に繋がっている。

最大の取引先は、野村総研（国内最大手クラス SI）であり、全体売上高の約 5 割を占める。NTT データグループ、伊藤忠テクノソリューションズ、富士通、日本アイ・ビー・エム、新日鉄住金ソリューションズ、日本総合研究所、全日空システム企画、ジェーシービーなども主要取引先となっている。

> ビジネスモデル

◆ 特定顧客・特定業種に特化、基幹システムをターゲット

【図表 3】ライフサイクル



出所) 同社HPより

長年に亘る優良顧客との取引実績があり、特定顧客からの継続取引が主流で安定的

同社がターゲットとしている基幹システムは、システム化計画の企画・立案からスタートし、開発フェーズに移行、稼働後のメンテナンスへと展開する。その後メンテナンスの継続過程で、次期システムの企画が立ち上がるというライフサイクルになっている。

同社は、システム・ライフサイクルの各領域にわたり高付加価値ソリューションを提供する、バリュー・ソリューションサービス（受託開発型からサービス提供型）を指向している。従って、プロジェクト単位の受注ではあるが、継続的かつ安定的なビジネスに繋がっている。商談から受注・開発・検収まで、案件により異なるが、数ヶ月から数年単位となっている。案件規模は、100名超の開発体制を組んでいるプロジェクトが数件ある。また、エンドユーザー向けでは、一件あたり数億円規模のことが多い。

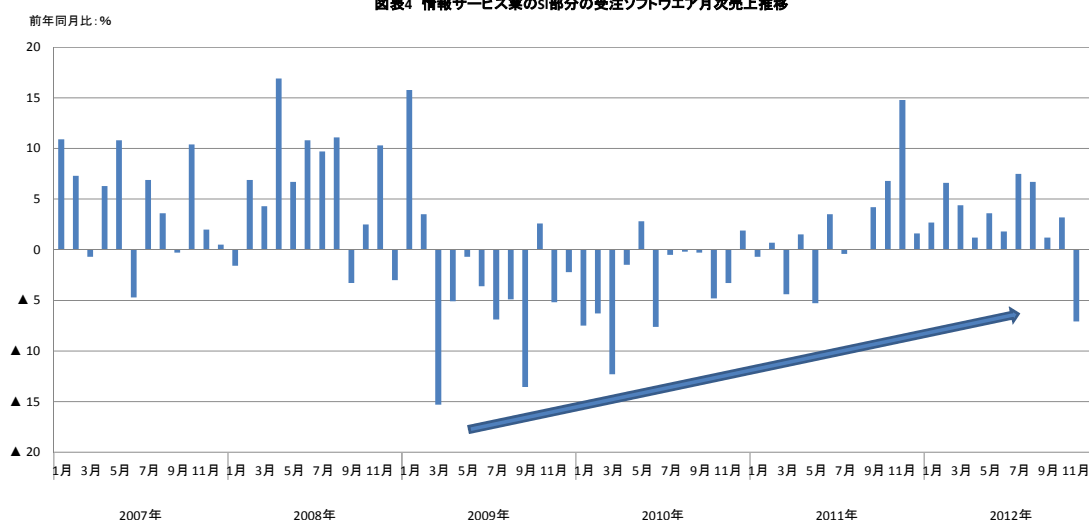
同社の業務は、大手 SI 経由開発案件の受注及び同社がエンドユーザーに提案営業し直接開発案件を受注する 2 形態がある。近年、大手 SI 及びエンドユーザーの重点顧客との取引拡大に向けて営業を強化している。

> 市場構造とポジション

◆ 市場規模と参入障壁

特定サービス産業動態統計（経済産業省公表）の月次売上高の前年同月比推移によると、長らく続いたマイナス基調から脱し直近ではプラス基調へ好転しつつある。依然、ユーザー企業のソフトウェア投資に対する慎重な姿勢は継続されているが、金融緩和策、景気回復による経済回復期待、円安・株高トレンドから、投資環境の好転が期待される。他方、今後も市場が大きく拡大する可能性は低く、業界の淘汰・集約が一層進むものと推測される。

図表4 情報サービス業のSI部分の受注ソフトウェア月次売上推移



(出所)経済産業省・特定サービス産業動態統計より、当センター作成

情報サービス産業は、緩やかながらも回復トレンド。同社は売上規模では、業界中位

> 沿革と経営理念

当初 10 年間は、日立グループ関連のシステム開発を中心に手がけ基盤を築く

同社は、業務範囲における日本でのシェアは推定約 0.1%、業界での売上規模は中位であると思われる。競合先・ベンチマーク企業は、キューブシステム（東証二部・2335）、東邦システムサイエンス（東証二部・4333）（いずれも同社と同じ野村総研のパートナー企業）である。2 社との比較では、同社は特定顧客向け依存度が高くなっている。

◆ 沿革

1976 年に横浜市戸塚区にて、現相談役の前田氏が日立製作所を退社し株式会社ハイマックスシステムズを創業。創業当時は日立グループ向け業務が過半を占めていた。79 年に本社を横浜市中区に移転。88 年に事業領域の拡大及び受注を強化するため（旧）株式会社ハイマックスを設立。業務ノウハウを蓄積し 89 年より野村総研と取引を開始した。91 年に株式会社ハイマックスを合併し、現商号に変更。97 年に汎用系の人材確保のため子会社である株式会社エスビーエスを設立した。2001 年に日本証券業協会（現：JASDAQ 市場）に店頭登録し 04 年に東京証券取引所市場第二部に上場。創業当時の主力得意先である日立グループ向け売上高構成比は現在 10%以下となっている。

◆ 経営理念

同社は経営理念として 3 項目を挙げている。

存在意義として、

- 1) 情報サービスにおける高付加価値ソリューションの提供により、HIMACS はベスト・パートナーとして顧客の競争力を高め、情報化社会の発展に貢献する。

経営姿勢として

- 2) 株主・顧客・社員並びに社会の信頼に応える公明正大・自主独立の事業経営を行い、ハイマックスの責任と義務を全うする。

行動規範として

- 3) ハイマックスの行動規範を以下のように定める。
 - A) 社会に貢献するという自覚を持ち、常に自己研鑽に努める。
 - B) 内部統制に必要な体制を整備し、法令並びに諸規則を遵守して、良識ある社会人、企業人として最善を尽くす。
 - C) 情報公開を基本として、環境改善、資源保存、地域社会への奉仕に努める。

◆ 経営ビジョン

同社は経営ビジョンとして、以下の3項目を挙げている。

市場ならびに社会のポジションとして

- 1) ビジネス資源を指導的エンドユーザー及びシステムインテグレート向けに重点投入することにより、それぞれの事業領域で価値創造のリーダー企業としての地位を確保する。

事業の運営として

- 2) 一人ひとりが、市場並びに社会で高い価値を認められる個となり、その強い個が互いに刺激しあって、企業としての高い価値を創造する。

組織形態として

- 3) 価値創造の基本単位は事業部門におけるプロジェクトにあるが、プロジェクトの価値を更に高めるために、支援部門を整える。

2. 財務面の分析

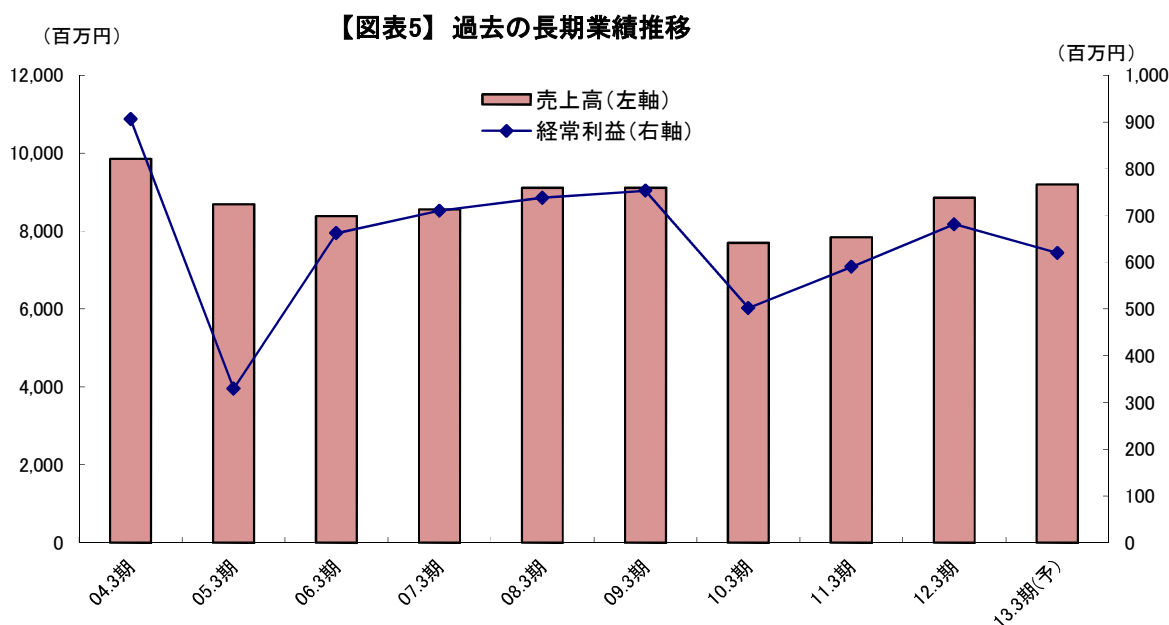
> 過去の業績推移

◆ 健全な財務体質

創業以来、無借金経営を継続し、自己資本比率約 64% (前 12 年 3 月期)、流動比率約 262% (同) と高水準。健全な財務体質は、顧客への継続的なサービスの提供に対する信頼感に繋がる上、人材育成に対する継続的な投資が可能となる。

◆ 過去の長期業績推移

同社の過去の長期の業績推移は図表 5 の通り。過去のブレイクスルーポイントは、野村総研との取引開始 (89 年) 及び拡大で年商 100 億円近くにまで成長してきた。ここ 10 年ほどは、業界環境の変化もあるが、徒に規模の拡大を図ることなく技術力・ノウハウの蓄積に努め、品質にこだわった上で事業を歩んできた。



出所) 有価証券報告書、決算短信より当センター作成 予想は当センター予想

> 同業他社との比較

◆ 収益性・安全性とも高い水準

上場するシステムインテグレータのなかで事業内容及び取引先が類似する、ほぼ同規模の上場企業と比較を行った。市場構造とポジションでも取り上げたが、キューブシステム、東邦システムサイエンスと比較した。

【図表6】 主な財務指標の同業他社比較

項目	銘柄		同社	キューブシステム	東邦システムサイエンス
	証券コード		4299 東証二部	2335 東証二部	4333 東証二部
	決算期	単位	12.3	12.3	12.3
規模	売上高	百万円	8,856	8,431	8,378
	経常利益	百万円	681	533	466
	総資産	百万円	7,428	5,448	7,238
収益性	自己資本利益率	%	4.4	3.0	4.3
	総資産経常利益率	%	9.4	9.6	6.8
	売上高経常利益率	%	7.7	6.3	5.6
成長性	売上高(3年平成成長率)	%	-0.9	-0.3	1.1
	経常利益(同上)	%	-3.3	-3.7	-20.1
	純資産(同上)	%	0.6	2.3	-0.3
安全性	自己資本比率	%	64.0	71.6	53.2
	流動比率	%	262.7	395.0	345.4
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	-	31.9	-

(注) 平均成長率は複利。自己資本利益率、総資本経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債。東邦システムサイエンスは単独ベース、他社は連結ベース

(出所) 当センター作成

同社は無借金経営であり、自己資本比率、流動比率など安全性を示す指標は総じて高く、財務体質は堅固である。収益性は同業他社比較で最も高い水準にある。

> 今後の業績見通し

◆ 今 2013 年 3 月期第 3 四半期決算

今 2013 年 3 月期第 3 四半期連結決算は、売上高 6,859 百万円(前年比 5.4%増)、営業利益 450 百万円(同 14.2%減)、経常利益 445 百万円(同 14.8%減)、当期純利益 235 百万円(同 0.4%減)となった。利益面では、社員の定着率の向上に伴い退職給付債務が増加し、数理計算上の差異(80 百万円)を一括償却したこと、及び事業所移転に伴う特別損失(37 百万円)などの一過性の要因により、前年同期と比べ減益となった。

同期間のサービス分野別売上高は、システム・ソリューションサービスでは、金融及び流通業界向け案件の受注拡大などにより、4,195 百万円(前年比 13.5%増)となった。一方、システムの稼働後に提

供するシステム・メンテナンスサービスは、非金融業界向けの案件は拡大したものの、銀行・証券業界向けのエンド・ユーザーとの取引が縮小したことなどにより、2,665 百万円（同 5.3%減）となった。

業種別売上高では、銀行業界向け 992 百万円（前年同期比 5.0%増）、証券業界向け 644 百万円（同 2.2%増）、保険業界向け 3,673 百万円（同 1.8%増）と金融が前年同期比 2.4%増。公共向け 347 百万円（同 16.9%増）、流通業界向け 230 百万円（同 31.2%増）、クレジット業界向け 547 百万円（同 6.1%増）、その他 426 百万円（同 26.4%増）と非金融が前年同期比 17.0%増と堅調であった。

◆ 今 2013 年 3 月期会社予想

今 2013 年 3 月期連結業績の会社予想は、売上高 9,200 百万円（前期比 3.9%増）、営業利益 625 百万円（前年同期比 7.7%減）、経常利益 621 百万円（前年同期比 8.9%減）、当期純利益 333 百万円（前年同期比 59.5%増）。

保険向けはピークアウトするが、銀行向け市場系システム、中央官庁向け新規案件、流通ではコンビニ向けの新規案件の拡大、クレジット向け案件の伸長で増収となる。一過性の費用があるため経常利益段階までは減益となる予想。昨年度の厚生年金基金脱退拠出金（160 百万円）などの特別損失が減少するため、当期純利益では大幅増益となる。

◆ 今 2013 年 3 月期の当センター予想

第 4 四半期を残すのみだが、売上高・利益ともほぼ計画線で推移しており、当センターでは、概ね達成可能と判断。受注案件をこなしており、大きなブレは生じないと思われる。重点顧客戦略が、その成果をあげつつあると推測される。

当センターでは来期も増収増益を予想するが、先行投資負担が発生し、本格的な業績の伸長は 16 年 3 月以降と想定

◆ 来 2014 年 3 月期予想

来 14 年 3 月期は、13 年 3 月期に発生した一過性の臨時費用が消えて、コスト面では通常化するものの、中期的な視点から人材育成・新分野の要素技術の開発を含めた先行投資支出が予想される。重点顧客の強化策が奏功し、官公庁・コンビニ・銀行向けシステム開発などが拡大。増収増益が見込まれ、売上高 100 億円、営業利益 7～8 億円が視野に入ろう。

◆ 中期見通し

対外的に中期経営計画は未発表だが、15 年 3 月期までに社内の基礎固めを行い、16 年 3 月期に向けて業績拡大をはかりたい意向である。目標としている指標は、従業員一人あたりの売上高を 1,500 万円(2012 年 3 月期実績 1,375 万円)、同営業利益を 110 万円(同 105 万円)まで生産性を引き上げること。

今後、具体的な中期経営計画を策定していく計画のようだが、当センターでは、中期的な利益成長率を年率 5～10%と予想している。金融・流通、大手 SI との協業、重点顧客戦略(重点顧客向けの売上を 17 年 3 月期に現在のそれぞれ 2～3 倍にする計画)、将来的にはクラウドやビックデータ関連ビジネスが寄与していくと思われる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 顧客基盤、業種ノウハウ・品質管理共有、人材が知的資本を構成
同社の知的資本は、長年にわたる大手の優良顧客基盤と、業務実績及び信頼関係、技術・品質関連管理（プロジェクト・マネジメント）の蓄積と共有、高い技術力・ノウハウを持ったプロダクトマネージャー・SE という人的資本である。

【図表 7】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・大手企業グループから継続的に受注しており、関係は深く顧客基盤はしっかりしている	・最大顧客売上高 ・上位 10 位売上高 ・顧客数	・約 5 割 ・約 8 割 ・約 20 社
	ブランド	・業歴が長く、東証二部上場企業 ・大手優良企業と長年の取引実績	・業歴 ・国内業界順位	・37 年 ・業界売上高: 中位
	事業パートナー	・取引先が同社株式を保有 ・認定パートナー	・出資比率 ・認定企業数	・野村総合研究所 3.8%出資 ・5 社
組織資本	プロセス	・基幹システムは、システム化計画の企画・立案からスタートし開発フェーズに移行、稼働後のメンテナンスへと進展。その後のメンテナンス継続過程で次期システムの企画が立ち上がるライフサイクル	・商談・受注活動・提案・開発に要するサイクル期間	・小規模は数カ月、中規模は数年程度のサイクル
	知的財産・ノウハウ	・技術・品質管理・ノウハウの発表会・研修会を実施し組織的な蓄積に努め、ノウハウを共有 ・経営会議によって意思決定と確認がされている	・各分野の発表会・研修会など ・取締役会	・各分野・階層別に年数回程度 ・毎月 1 回以上
人的資本	経営陣	・社長は、社長・会長として長年経営に従事、実務に精通	・業界経験年数 ・社長・会長任期年数 ・社長の保有比率	・約 35 年 ・約 13 年 ・株式保有比率約 4.5%
	従業員	・規模の拡大に加えて品質を重視。まじめでコツコツ積み上げる社風 ・社内研修制度が充実。階層・職種のマトリックス的に教育を行う ・資格奨励金制度を導入。情報処理推進機構の情報処理技術者の資格取得及び顧客要望の高いベンダー資格及び重点教育施策による取得等を推奨	・勤続年数 ・資格保有者数	・10.7 年（親会社単独従業員） ・情報処理技術者の資格取得 レベル 4 : 94 名 レベル 3 : 188 名 レベル 2 : 420 名 ・ベンダーの資格取得 : 238 名 ・その他 PMP : 10 名

(出所) 当センター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社業務は、一般事務所における PC 等の機器を使用した作業が中心であり、温室効果ガスの排出量削減に大きな効果を上げることはできないが、社員一人ひとりが取り組めるものとして以下の活動を進めている。

- ・ クールビズ及びウォームビズの推進によるエアコンの適温設定、
- ・ 離席時の PC モニタ電源切断及び退社時の PC 電源切断
- ・ グリーン購入 (エコ製品の購入) の推進
- ・ 社内備品のリユースの推進による無駄な購入防止及びゴミの削減、
- ・ エコキャップの回収運動の実施
- ・ 「チャレンジ 25 キャンペーン」の推進：日本国の目標として、温室効果ガス排出量を 2020 年までに 1990 年比で 25%削減する地球温暖化防止対策。

◆ 社会的責任 (Society)

システム開発を通じて、効率性と利便性を社会に提供し、情報化社会の発展に貢献する。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、ステークホルダーに対し透明性が高く、公平で迅速かつ正確な情報提供を目指し、コーポレート・ガバナンスの更なる充実が重要な経営課題と認識している。取締役 4 名中 2 名 (公認会計士 1 名を含む)、監査役 3 名中 2 名 (3 名全員が日立製作所出身者) が社外役員である。創業者が日立製作所出身であったこと、設立当初から同社グループの業務を行っていたことから人的関係が継続している。執行役員制度 (10 名) を採用し、経営と執行の透明性を高めている。

上位株主だが、筆頭株主が同社であり、今後保有する自社株を M&A や資本提携に活用していくことも検討している。創業者である前田氏は相談役であり、同氏とその同族会社が株式の約 11%を保有。機関投資家も大口株主となっており、相応のガバナンスが働いていると推測される。

【図表8】上位株主

株主名	持株比率(%)
1 ハイマックス(自社株式)	21.47
2 前田 真也 (創業者)	5.74
3 前田計画研究所(創業者同族会社)	5.03
4 ハイマックス社員持株会	4.68
5 山本 昌平 (現同社代表取締役社長)	4.46
6 野村総合研究所 (取引先)	3.82
7 三菱東京UFJ銀行(安定株主)	3.61
8 日本生命(安定株主)	3.24
9 富国生命(安定株主)	2.26
10 みずほ銀行(安定株主)	2.25
(出所)有価証券報告書より当センター作成 (2012年3月31日現在)	56.62

【図表9】所有者別状況

	(%)
個人その他	74.2
金融機関等	13.8
外国法人等	0.5
その他の法人	10.9
金融商品取引業	0.7
合計	100.0
出所)有価証券報告書	
(2012年3月31日現在)	

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

**顧客及び業種上での事業
ポートフォリオの分散化が
短期的な課題**

◆ 当面の対処すべき課題

同社は当面の課題として、特定顧客・業種に大きく依存した事業ポートフォリオの分散化を課題としている。特定の大口顧客向けの売上金額は現状維持もしくは増加しつつも、他の大口顧客を含めた顧客対応力の強化し受注を拡大し、特定大口顧客の売上高構成比を相対的に低下させたい意向がある。このために以下の方策を進めていく方針である。

- 1) 重点業種（銀行、証券、保険、公共、流通、クレジット）の顧客の課題・要望に対する顧客対応力の強化と受注の拡大と努める。
- 2) 大手システムインテグレータやエンドユーザーなど重点戦略顧客（リーディングカンパニー）を明確化し、業務力・マネジメント力・技術力を高め、戦略的に取引拡大を目指す。業界のリーディングカンパニーは、高付加価値ソリューションへの投資も業界をリードする形で行われると同社では考えている。各顧客に対する取引拡大策を策定・実施し、リソースを重点配置する。
- 3) 既存顧客については、更なる対応領域と規模の拡大を図る。新規顧客に対しても、重点パートナーの認定を得るよう実績を積み上げ取引を拡大する。

> 今後の戦略

◆ マネジメント能力を有する人材育成が中期的な課題

中期的には、特定レベルのマネジメント能力を持つプロジェクト・マネージャ及びリーダーを中心とした育成が重要な課題であり、教育・育成に注力する戦略である。また、体系化された「基礎技術教育」、「階層別教育」、「システム・エンジニア（SE）専門教育」に加え、高付加価値ソリューションを提供するために、以下のような各層に対するレベルアップ教育のプログラムなど、重点教育施策（以下の8項目）を実施し、更なる人材教育システムを実施していく。

- 1) IT コンサルタント育成ー上流工程に対応できる人材教育。
- 2) PM（プロジェクト・マネージャ）育成 ⇒大規模プロジェクトや難易度の高いプロジェクトに対応できる人材を増強するため、マネジメント力向上のための実践的な教育。
- 3) SE 戦力強化 ⇒早期にスキル向上を計るため、選抜型の個人教育。
- 4) 若手早期戦力化 ⇒若手層を対象とした、選抜教育。
- 5) 技術転換教育 ⇒レガシー系言語から、需要の高い言語への技術転換教育。

- 6) アプリケーションスペシャリスト育成 ⇒IT アーキテクトの増強を目指し、多様な環境へ対応できる SE 育成教育。
- 7) システム基盤エンジニア育成 ⇒システム基盤エンジニアの ITSS (IT スキル標準) レベルアップ教育。
- 8) 部長研修/PL (プロジェクトリーダー) 研修 ⇒ビジネスマインド教育。

◆ 企業体質の強化

業務の効率化・管理コスト削減などに努めるとともに、以下の4点への取り組みにより企業体質の強化を図る。

- 1) システム基盤領域の拡大
 - (ア) システム基盤とは、「業務アプリケーションが動作するサーバー、ストレージ、ネットワーク等のハードウェア製品とOS、データベース、各種ミドルウェア群のソフトウェア製品で構成される情報システム全体の方式設計から運用管理を範囲とした幅広いもの」と同社では定義している。
 - (イ) システム基盤領域は、IT 投資が抑制されている昨今でも、サーバー仮想化技術を用いコスト削減を図るなど、比較的底堅い需要がある。同社は、業務アプリケーションの開発及び保守運用を得意としているが、システム基盤においても、業務アプリケーションと同等レベルの実力に引き上げたいと考えている。そのため、システム基盤エンジニア育成に向けた重点投資を継続実施する。
 - (ウ) 主力の業務アプリケーションと一体でシステム基盤構築を顧客に提案する。
- 2) システム・メンテナンスサービスの高度化
 - (ア) ユーザー企業の要望に応え、サービス力向上、システム再構築案件への提案機会の獲得及び安定収益基盤確立のために、システム・メンテナンスサービスの高度化に取り組む。このためには、顧客個々の実態に合ったサービスの提供が不可欠と考えており、個別プロジェクトに必要な技術・業務知識・体制や収益内容を分析できるツールを開発・導入し、顧客への最適な改善提案に繋げていく。
 - (イ) 将来的には、IT アウトソーシングの事業化についても検討していく。
- 3) 新技術及び新領域への取り組み
 - (ア) 技術開発本部による「クラウドコンピューティング」「ビッグデータ」関連などに研究開発投資を継続的に行之、技術

革新への対応と新たなビジネスチャンスの獲得に努める。
(イ) 大手ベンダーとの協業やクラウドの要素技術を研究すること
とでビジネスへの展開を図る方針

◆ 上流工程への進出

同社は、システム構築作業に関する設計～製造（プログラミング）～テストの作業工程を中心にビジネスを行ってきた。顧客により高いサービスを提供すべく、従来以上に、ビジネス構想、システム企画、業務要件定義、システム要件定義といった上流工程への業務範囲拡大を図る。具体的には外部講座による知識習得ならびに OJT を通じてスキル向上を行い、ビジネスへ繋げていく。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

- ◆ 安定した顧客基盤と長年にわたるノウハウ・実績が強み
SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。

【図表 10】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	・財務体質が強い ・優良な顧客基盤、組織的なノウハウ・実績、長い業歴と信用力 ・高い技術力とこれを支える人材の教育・研修制度の充実
弱み (Weakness)	・特定企業（野村総研など）や分野（金融）への依存が大きい ・新規の顧客開拓力
機会 (Opportunity)	・基幹システムの強化 ・付加価値ソリューションにおける大規模開発案件強化 ・上流工程及び新分野への進出
脅威 (Threat)	・優秀な人材（PM、SE）の流出 ・景気低迷の長期化による I T 投資の抑制、単価の下落、競争の激化 ・採算管理の失敗、納入システムのトラブル等

> 経営戦略の評価

◆ 課題の人材育成には、時間を要しよう

同社の持続的な利益成長には、売上成長が不可欠であり、このためには、人材の育成・確保が最大の鍵となる。プロジェクト単位で受注し開発・納入するために、特に優秀な PM や SE などの確保が急務である。これまでも、きめ細かい教育・人材育成システム・プログラムを確立し実施してきたものの、人材育成は成長の加速の制約要件となる。途中で適材を大量に採用することは難しく、自社内の育成には相応の時間とコストを要しよう。中長期的な業績の先行指標的な指標となるため、人材育成の進捗状況を今後はフォローしていきたい。

◆ 新規顧客の獲得も必要

積極的に高付加価値ソリューションの提供を進めるため、新規顧客の獲得よりも、重点顧客・業種を中心に既存取引先を深耕・拡大する戦略を同社はとっている。高度な知識・ノウハウを活かすためにも、主要顧客を含むエンドユーザーに対し、直接提案営業する戦略の強化も客層を広げる意味で、次なる飛躍の選択肢の一つと考えられる。特定顧客への売上依存度が高く、事業ポートフォリオの改善の観点からも、新規優良顧客の開拓も次のステップとして、中長期的には注力すべき項目と考えられる。

◆ オフショア開発の構築

海外展開は、オフショアにおける開発を固定的に考えているわけではなく、取引先の SI、エンドユーザーのニーズ、業界環境、コストを勘案して対応していく戦略である。現状では、4 社程度の中国企業に一部の作業を発注しているのに留まる。現段階では、高付加価値分野にシフトしているためオフショア開発の必要性は強くはないが、同業他社とのコスト競争力上、また収益性向上のためにも活用策の具体化が待たれる。

> 利益還元策

◆ 安定配当が基本方針

公約配当性向の目標はない。株主に安定的かつ適正な利益還元を継続することを基本方針としている。過去は 25 円配当を継続し、結果的に配当性向(連結)は、2008 年 3 月期(以下同様)29.5%、09 年 36.0%、10 年 54.1%、11 年 45.1%、12 年 58.4%と市場の平均的な水準である約 30%を上回ってきた。

また、事業の成長性と収益性の追求、受注の拡大、プロジェクト・マネジメント力の強化、優秀な人材の採用と育成、先端技術の研究及び開発インフラ の増強など、競争優位性の確保及びより財務力の向上が必要であることから内部留保にも努めている。株主優待制度は採用せず、現状では予定もしていない。

尚、今期も 25 円と従来通りの配当を計画している。同社の予想 EPS をベースにすると配当性向は約 37%、現在の株価水準では配当利回りは 4%弱となる。株主還元と流動性の向上及び株主数の増加のためにも、株式分割など積極的な株主還元が業績伸長時には期待される。

> バリュエーション比較

◆ 株価バリュエーション上はやや低位な水準

【図表11】 株価バリュエーション同業比較

	4299 東証二部 同社	2335 東証二部 キューブシステム	4333 東証二部 東邦システムサイエンス
株価(2013/2/15 終値)	645	601	463
PER(今期予想)	9.5	13.1	7.7
PBR(直近実績)	0.7	0.8	0.8
配当利回り(予想)	3.88	3.66	3.67
時価総額(百万円)	4,003	4,592	3,210

(注)ハイマックス及びキューブシステムは当センター予想、他社は会社予想、東邦システムサイエンスは単独ベース、他社は連結ベース
(出所)当センター作成

同業で上場する会社は多数存在するが、同規模かつ業務内容の類似する企業とバリュエーションの比較を行った。また、東証一・二部平均に対して、同業界は低位に放置されている傾向があるが。これは、同業界に対する投資家による成長期待が乏しいことが背景にあると推測される。

同社の株価バリュエーションは、2013 年 3 月期、会社計画及び当センターの今期予想ベースで PER 約 10 倍、実績 PBR 約 0.7 倍、14 年 3 月期予想では PER9 倍前後となる。同社の株価は近年の業績伸び悩みを反映し、若干低位なバリュエーション水準にあると思われる。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価を、860 円～1,030 円と想定

内需関連の小型株。金融・流通企業の IT 投資動向で業績は大きく変動する。既存事業での中期的な利益成長は、年率 5～10%と考えられる。東証一部及び同業他社の現在の平均 PER を参考に、小型株かつ流動性や今後の業績の変化率を考慮し、当センターでは同社の適正バリュエーションを PER 予想レンジで 10 倍～12 倍と仮定した。これに当センターの 2015 年 3 月期の予想 EPS である約 86.2 円を当てはめると、想定株価水準は 860 円～1,030 円と想定される。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

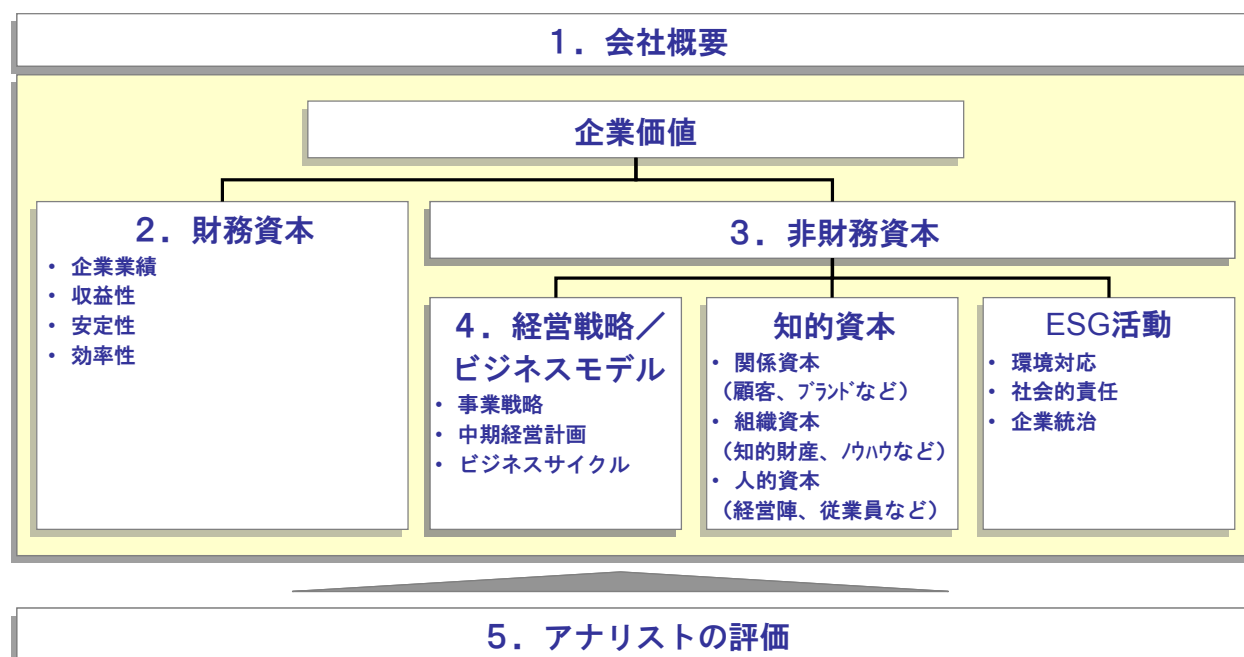
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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ず、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。