

システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

発行日: 2012/5/14
調査日: 2012/4/23
調査方法: 企業訪問

最高益を更新し東証 1・2 部への上場を目指す独立系のパッケージソフトウェアハウス

> 要旨

◆ 独立系のパッケージソフト会社

- 電子商取引 (EC) サイト構築ソフトや基幹業務システム (ERP) ソフトを中心にパッケージソフトの開発・販売・保守を手掛ける。
- 現社長と専務が起業し、約 11 年で東証マザーズ市場に上場。中期経営計画で、東証 1・2 部市場への上場を目指す。

◆ 高い技術力と差別化された商品が強み

- オリジナルの主力製品の市場シェア及び認知度は高く、高い技術力を背景に新商品・サービスの提供で、中期的な成長を目指す。
- 経済環境は依然厳しいものの、急激な円高是正・企業業績の回復より、IT 投資・パッケージソフトの国内市場は回復基調で持続的な成長が期待される。有望な中国市場にも今後本格的に参入。国内外の企業とも提携を強化・加速し、ビジネスの拡大を狙う。

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

【主要指標】	2012/5/2
株価(円)	138,100
発行済株式数	13,148
時価総額(百万円)	1,816
上場日	2006/12/4
上場来パフォーマンス	-10.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	11.1	9.1
PBR(倍)	1.3	1.2
配当利回り	1.8%	2.2%

	σ	β 値
リスク指標	59.1%	1.16

> 投資判断

◆ 今期も会社は増収増益、最高益更新を見込む

- 前期より不採算プロジェクトの大幅削減などにより業績は急回復。3 年振りに復配を予定。今期も最高益を連続更新し、増配を計画。
- 担当アナリストは、今期予想業績に対し会社予想業績はやや慎重と判断し若干の増額を見込む。

◆ 新規製品・サービスの進展や中国ビジネスを注視していく必要

- 製品開発や海外展開など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を進め、来期以降も増益基調の継続を期待。
- 中期的な成長力と将来のバリュエーションを考慮し、担当アナリストは今後 3~4 年の妥当株価を PER を 8 倍から 10 倍のレンジとし、166,500~208,000 円と想定した。

【主要KPI(業績指標)】

決算期	ストック化比率
2006.2期	2.6%
2007.2期	5.7%
2008.2期	5.4%
2009.2期	9.1%
2010.2期	14.1%
2011.2期	12.1%
2012.2期	15.1%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	18.8	56.7	73.1
対TOPIX(%)	25.1	50.2	78.7

*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20120509

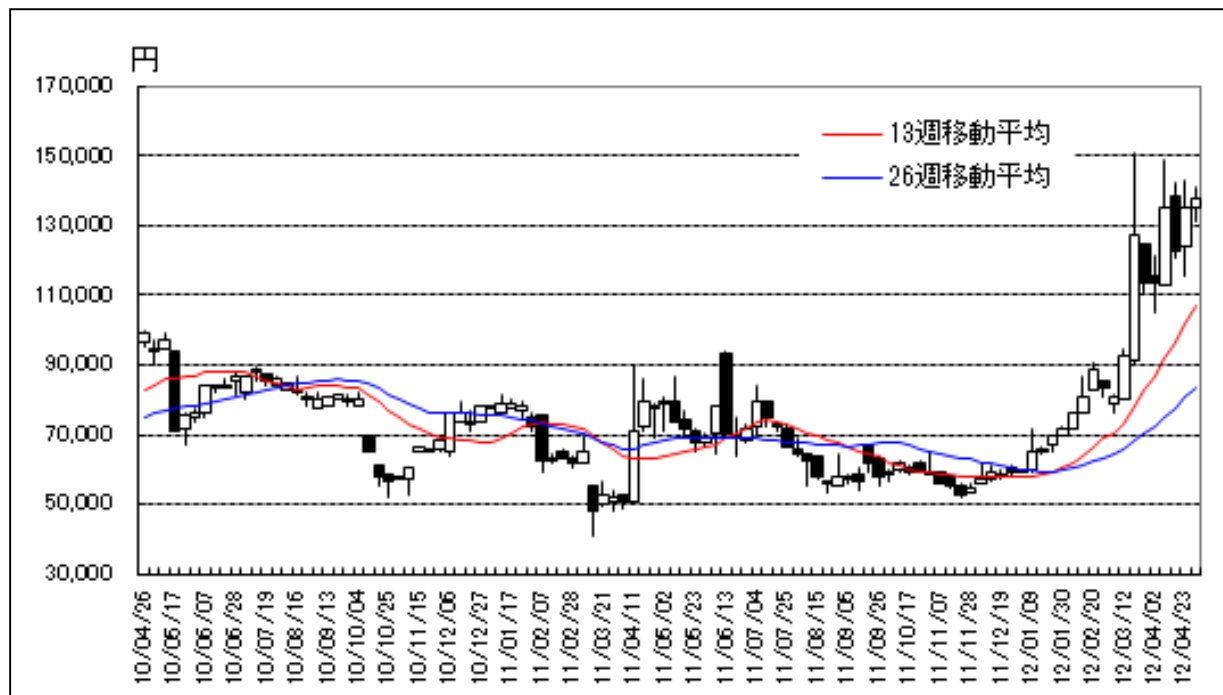
システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/2期 実績	2012/2期 実績	2013/2期 会社予想	2013/2期 予想	2014/2期 予想	2015/2期 予想	2016/2期 予想
売上高	1,854	2,065	2,200	2,300	2,550	2,800	3,000
前年比	8.8%	11.4%	6.5%	11.4%	10.9%	9.8%	7.1%
営業利益	12	297	330	350	390	440	480
前年比	---	---	10.8%	17.8%	11.4%	12.8%	9.1%
経常利益	13	288	330	350	390	440	480
前年比	---	---	14.3%	21.5%	11.4%	12.8%	9.1%
当期純利益	6	163	190	200	222	251	274
前年比	---	---	6.1%	22.7%	11.2%	12.8%	9.1%
期末株主資本	1,198	1,362	—	1,487	1,663	1,861	2,075
発行済株式数	13,148	13,148	13,148	13,148	13,148	13,148	13,148
EPS(円)	484.0	12,445.4	14,450.9	15,211.4	16,907.5	19,075.1	20,809.2
配当(円)	0	2,500	3,000	3,000	3,500	4,000	4,500
BPS(円)	91,162.3	103,607.7	—	113,063.3	126,470.8	141,545.9	157,855.2
ROE	0.5%	12.8%	—	14.9%	14.1%	14.2%	13.9%
株価(円)	63,500	85,000	138,100	138,100	—	—	—
PER(倍)	131.2	6.8	9.6	9.1	8.2	7.2	6.6
配当利回り	0.0%	2.9%	2.2%	2.2%	2.5%	2.9%	3.3%
PBR(倍)	0.7	0.8	---	1.2	1.1	1.0	0.9

(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。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

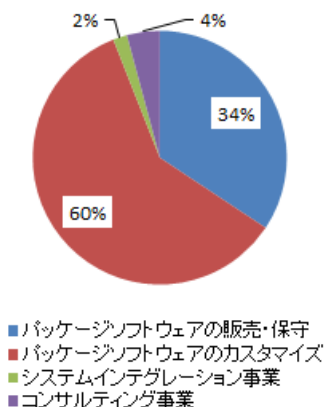
> 事業内容

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の独自のパッケージソフトウェアを開発

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の独自のパッケージソフトウェアを開発・販売している。単独で3つの事業区分 (パッケージソフトウェア事業、システムインテグレーション事業、コンサルティング事業) と4つの業務区分 (パッケージソフトウェア事業が2業務に分類) で構成される。パッケージソフトウェア事業は、売上高及び粗利いずれも全体の9割以上を占める主力事業。パッケージソフトウェア事業内の粗利構成では、販売・保守とカスタマイズ (顧客の要望に沿いソフトウェアの仕様を調整) が半々。製品区分別では、ERPと設計・開発支援ツールが収益源となっている。

同社の社名である「システムインテグレータ」とは、顧客の業務内容を分析し、顧客の要望に合わせた情報システムの企画・構築・運用などの業務を一括して請け負う業者を意味するIT業界の用語である。主たる業務はパッケージソフトの企画・開発であるが、パッケージを販売するだけでなく、顧客の立場に立ったソリューションビジネスも行い、ユーザーニーズを製品にフィードバックしていく方針であることからこの社名を採用したようだ。

<売上高構成> (2012年2月期)



(出所) 短信より作成

◆パッケージソフトウェア事業

自社で企画から開発、カスタマイズ、サポート及びマーケティング・販売・保守に至るまで一貫したビジネスを提供している。

① パッケージソフトウェアの販売・保守

時代のニーズにあった独創的なパッケージソフトウェア作りをコアコンピタンスとした開発・販売を手掛けている。現在、販売している主な4製品は、ECサイト構築用ソフトウェア「SI Web Shopping^{注1}」、ERPパッケージソフトの「GRANDIT^{注2}」、設計・開発支援ツール群「SI Object Browser シリーズ^{注3}」、プロジェクト管理システム「SI Object Browser PM^{注4}」。

注1: 「SI Web Shopping (*1)」: ECサイト構築用ソフトウェア

自社ならではのデザイン・機能を用いて、ネット通販サイトを立ち上げたいという顧客のためのソフトウェア。大規模ECサイトやモバイルECに強み。多言語対応により、英語圏、中国圏への進出も可能。16年間で1,100サイト超の実績を誇るロングセラーパッケージ (グンゼ、ケンコーコム等が導入)。一般顧客が商品を購入する種々の機能や管理者が顧客や商品・受注を管理する管理側バック機能を搭載している。

注2: 「GRANDIT」: ERPパッケージソフト

標準BI (ビジネスインテリジェンス) を搭載した統合型の完全Web-ERP。販売・調達在庫・債権債務・会計・経費・固定資産・人事給与・製造までをフルカバー。内部統制対応・海外取引対応・複数消費税対応・EC連携が可能。コンソーシアム形式で立ち上げ、同社独自のアドオンモジュールを加えWebベースのERPではNo.1の実績。2011年の中堅向け市場 (年商50~500億円) でベスト4の一つとなっている。ANAグループ等のほか製造業・商社・卸売業で主に採用実績がある。

<製品区分>

◆独自の製品を4つの市場に投入・ビジネス展開

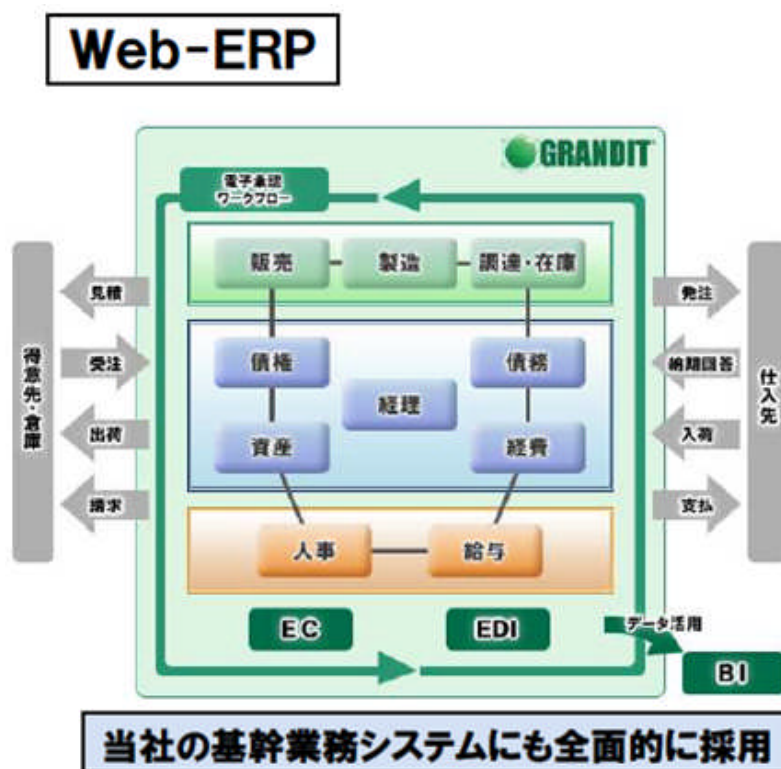


(出所) 会社資料より

注3：「SI Object Browser シリーズ」：設計・開発支援ツール群
 データベース開発支援ツールのデファクトスタンダード。設計から開発・運用まで包括的に業務の効率化を実現するツール。国内では1万2千企業・16万ライセンスを超える導入実績をもち、業界紙の顧客満足度調査でNo.1を獲得。オラクル、SQL、DB2など主要データベースに対応済み。

注4：「SI Object Browser PM」：統合プロジェクト管理システム
 進捗、採算、品質、要員などを統合的に管理し、統合データベースで情報を一元管理することで、プロジェクトの「見える化」を実現する。業界紙の顧客満足度調査でNo.1を獲得。当ソフトをクラウドサービスの第一弾として強化中である。約3年間で富士フイルム、カゴメなど50社に導入実績がある。

<Web-ERPの概要>



(出所) 会社資料

② パッケージソフトウェアのカスタマイズ
 中堅・中小企業向けに、主に「SI Web Shopping」(EC サイト構築用ソフトウェア)と「GRANDIT」(ERP ソフト)を顧客の要望にあわせた仕様にする事業を指す。

◆システムインテグレーション事業

パッケージソフトウェアと直接係わりのない基幹業務全般の受託型ソフトウェアの開発及び保守業務。今後も既存顧客へのサポートは継続するもののパッケージソフトウェア分野に経営資源を集中させることから、当該売上は計画的に縮小する予定。

◆コンサルティング事業 (サービス事業)

E R P 「GRANDIT」、E C 「SI Web Shopping」、プロジェクト管理「SI Object Browser PM」の導入、業務及びシステム面でのコンサルティング事業。プロジェクト管理「SI Object Browser PM」についてはクラウドサービスを事業化し、今後は、他商品も含め積極的にクラウドビジネスを強化していく方針。

◆開発戦略

パッケージソフトウェアビジネスの開発戦略は「Catch and Grow」。Catch とは、単一のパッケージに依存するのではなく、時代ニーズを捉えて新製品を次々と企画開発する先見性を指す。Grow とは成長分野にリソースを集中し、ラインナップを拡充してデファクトスタンダード (業界 No. 1 のシェア) を獲得する成長戦略である。この戦略のメリットは、事業のリスク分散を図ると同時に、事業基盤を強化してトータル収益を拡大できる点にある。今後は機能強化や新技術の取り込み、言語バリエーションの拡充など推進していく。

> 経営陣

同社の取締役は 4 名 (うち社外取締役は 0 名) で構成されている。代表取締役社長である梅田弘之氏は、東芝でプラントエンジニアとして勤務後、住商コンピュータサービス (現: S C S K) にて日本初の E R P を開発。パッケージソフトビジネスを事業化するために、同社専務取締役で開発本部長を兼務する碓井満氏とともに 1995 年 3 月、同社を設立し代表取締役社長に就任。同専務及び取締役営業本部長である引屋敷智氏は、社長と同様に住商コンピュータサービス出身者。取締役鈴木敏秀氏は大阪支社長を兼務 (主に営業を担当) している。

> 株主構成

2011 年 2 月末の筆頭株主は、創業者の一人である専務 (約 25% 相当)。社長は第二位株主 (約 20% 相当) であるが 第三位株主の社長婦人保有分と合計すると筆頭株主となる。上位 10 株主で発行済株式数の約 75% を占める。個人及びその他が約 99% と同社株式のほとんどを保有。その他法人、金融機関、金融商品取引業者、外国法人等の持株比率は僅少となっている。

<大株主上位> (%)

碓井 満	24.71
梅田 弘之	20.45
梅田 和江	14.52
従業員持株会	4.04
長幡 勝	3.55
2011年2月末上位10株主比率	74.52

(出所) 有価証券報告書より

<所有者別株式分布> (%)

個人・その他	98.5
金融商品取引業者	0.91
その他の法人	0.26
金融機関	0.17
外国法人等	0.13
2011年2月末	

(出所) 有価証券報告書より

> 沿革・企業理念

創業者である社長と専務の二人三脚で、新規のパッケージソフトを開発。特定市場に特化し成長

◆沿革

代表取締役社長兼CEOである梅田氏と専務の碓井氏が、1995年3月、システムインテグレーション事業およびパッケージソフトウェア開発販売事業を目的として共同で同社を設立。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。2006年12月4日東証マザーズ市場に上場。以降、中国を中心とする海外展開にも注力。2012年4月に、株式会社エイジア及びヴィンキュラム・ジャパンと、それぞれ資本業務提携及び業務提携強化を発表し、EC分野での一層の拡大を図る。

◆企業理念

同社には、企業理念としてうたっているものは特にないが、代わりに社是や経営方針を掲げている。

社是は「社員の全員が一流の技術者」であり、経営方針は「風通しの良い相互尊重の精神あふれる職場環境をみんなで作る。その働きやすい雰囲気の中で創造力・技術力を常に高め、品質の高いソリューションをお客様に提供し続ける」である。

また、社長は今後もパッケージビジネスにこだわり、「IT業界の近代化」と「海外市場展開」という2つのテーマを追求し続け、日本のIT業界が国際競争力を付けるために役立ちたいと考えている。

なお、5月1日に新しく「時間を奪うのではなく、時間を与えるソフトウェアを創り続ける」というコーポレートスローガンを制定し、コーポレートマークも13分割時計に刷新している。

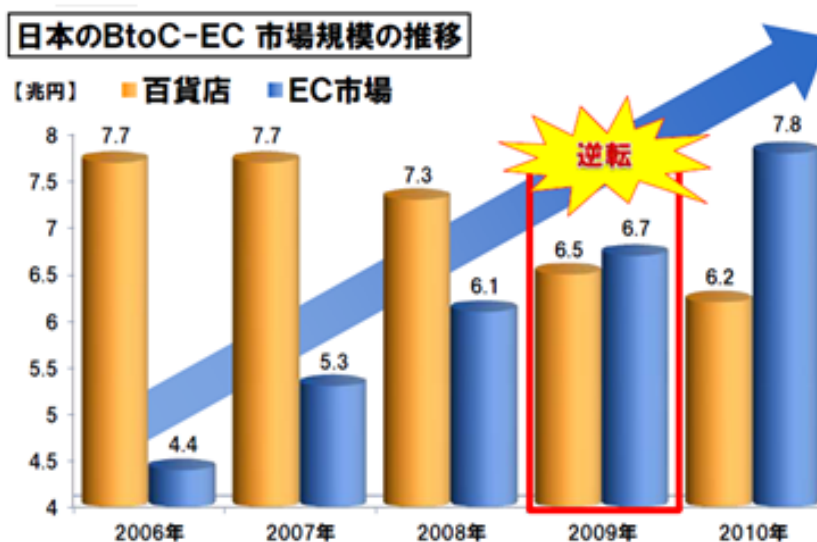
事業環境

競争は厳しいものの景気及び企業業績の回復で、事業環境は好転局面に

◆業界環境

国内パッケージソフトウェア市場の経営環境と競合状況を取り上げる。同社の主力領域の一つであるEC関連市場は成長が持続しており、今後も成長が見込める。また、企業の合理化ニーズを担うERP市場も景気・企業業績の回復を受け改善してきており年率10%近い成長が見込まれている。同様にIT投資の増加でソフトウェア会社が繁忙になってきており同社のデータベース設計開発支援ツール市場も堅調である。

<EC市場規模>



(出典) : 経済産業省「平成22年度版電子商取引に関する市場調査 調査結果要旨」
: 日本百貨店協会「プレスリリース 百貨店売上高概況」

(出所) 決算説明会資料より

> 業界環境・競合他社

◆競合他社

製品分野別に同社と競合する企業は部分的に競業することとどまる。また、各企業(同社の顧客候補になりうる)内部での独自のシステム開発が、ある意味では同社の最大の競合先である。

上場企業で同一のビジネスモデル、パッケージソフトを持つ先はほとんどないが、ECサイト構築パッケージでは、コマース21(未上場)、ソフトクリエイト(東証1部・3371)がライバルとしてあげられる。ソフトクリエイトと比較しても、同社の収益性・成長性は遜色ない。また、ERPパッケージソフトでは、SAP、オラクル、ワークスアプリケーションズ、インフォコム、オービック、SCSK(旧住商情

報システム) などが競業他社となる。

ソフトウェア開発支援ツールは、オラクルが提供している支援ツール以外に競合品はなく、同社製品がデファクトスタンダードになっている。

<同業他社比較>

	3826東証マザーズ*	3371 東証1部
	同社	ソフトクリエイト
	2012/2期実績	2012/3期実績
売上高(百万円)	2,065	8,891
営業利益(百万円)	297	1,082
同利益率 %	14.4	12.2
3期年率売上成長率(%)	1.0	-5.2
同営業利益成長率(%)	300	0.5
実績ROE(%)	12.9	12.6

(出所) 決算説明会資料より作成

> ビジネスサイクル

個別製品ごとに異なるが、一般的に同社の新規パッケージ開発サイクルは2年程度、バージョンアップは約半年から1年のビジネスサイクル。ERPのみ、ビジネスサイクルは5年程度(バージョンアップは2年サイクル)とやや長めである。

> KPI(業績指標)

外部に公表している先行的な事業指標はない。同社は、成長性と収益性を重視しており、売上高成長率、売上高経常利益率及びストック比率(保守・クラウド売上/全体売上)を重要な経営指標(KPI)と位置付けている。

従来は売上高の拡大を重要課題としてきたが、過去の反省を踏まえ、高収益体質を維持しつつ売上高成長率(年率10~15%)及び利益率の向上を経営課題として取り組んでいる。効率的なマーケティングとプロジェクト管理の徹底により売上高経常利益率の向上(15%以上)を目指していく考え。ここ数年の事業改革の成果により、各数値とも改善傾向を示しているが、現在のストック化比率は小さく収益の先行性として取り上げにくい、収益の安定指標として今後注目すべきと考えている。

担当アナリストは、同社の生産・販売のキャパシティとして、総役職員数も事業指標の一つになると考えている。現在の役職員数は107名であるが、会社側は年間20名程度の純増を継続して考えている。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

人員面でのキャパシティ不足が、成長のボトルネックになる可能性も

今現在の課題として、生産能力の確保とソフトウェア開発の近代化・効率化、プロジェクト管理の強化を掲げている。

◆生産能力の確保

IT業界の環境は好転してきており、引き合いや受注が増加し同社のキャパシティを上回りつつある。今後1~2年間は需要が旺盛であると考えており、開発や営業などの中途採用者や外注比率を増やすものの質の高い人員を確保することが課題となる。

◆ソフトウェア開発の近代化・効率化、プロジェクト管理の強化

ソフトウェア業界の生産性は、旧態依然の方法で開発作業がなされていることからハードウェア業界に比べて伸び悩んでいる。同社自らが開発したソフトウェアにより開發生産性を向上させ、また、これまでのプロジェクトで行われたカスタマイズ事例のナレッジを共有することにより、失敗プロジェクトを削減し、さらに効率良く開発できるような体制を整えていくことが継続的な課題である。

> 中長期の課題と戦略

高収益体質を維持しつつも、積極的な拡大策に転換

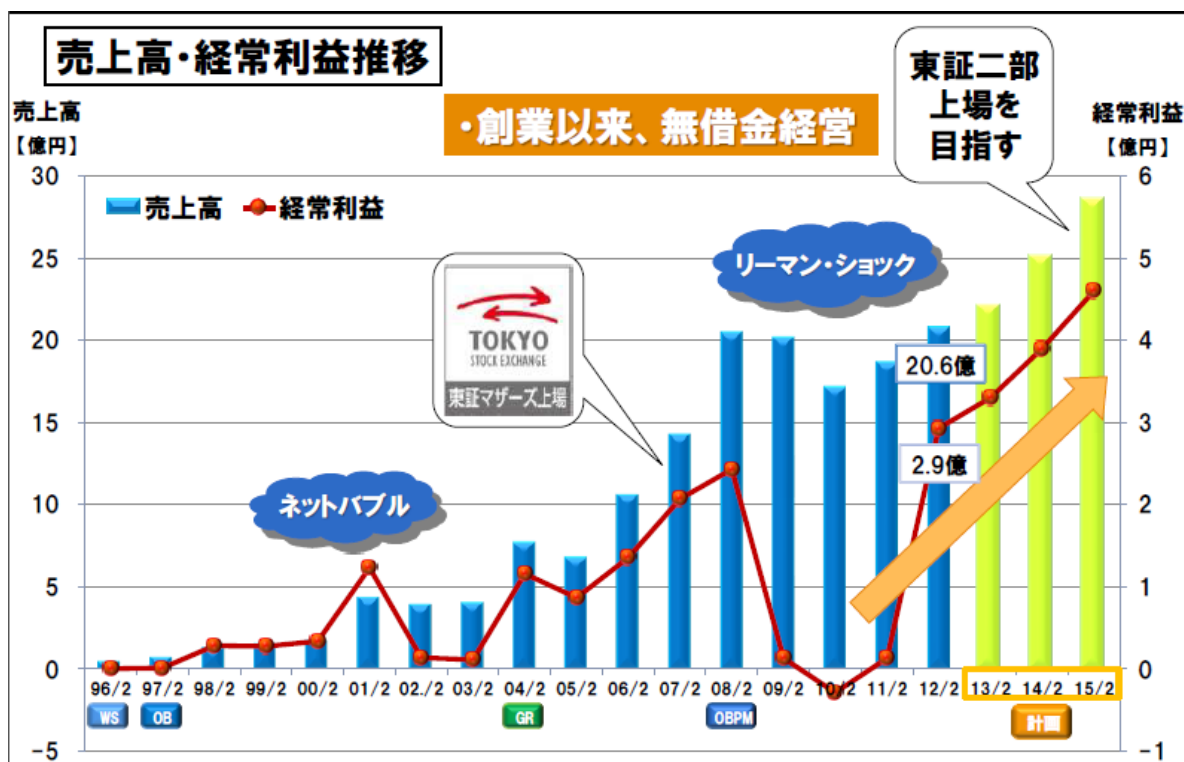
これまで外部には非公表であったが、2012年3月に中期経営計画を発表。高収益体質と成長戦略を2枚看板とし、「積極的な新製品開発」や「中国事業の本格化」「ストック型事業の育成」「東証1・2部上場」を具体的な計画の骨子として明記。2015.2期業績目標として、売上高28.5億円、営業利益4.6億円を掲げている。

◆高収益体質の維持

自らが開発したプロジェクト管理ツールを活用し、売上高総利益率を、現状の37.5%から40%に引き上げる。

◆積極的な新製品開発

プロダクトの強化のために、既存製品の関連ツール開発、製品バリエーション、言語バリエーションの拡充など推進していく方針である。今後の新製品は、クラウドサービス型&多言語型を開発のポリシーとしていく。今後3年間で約5億円の製品開発投資を実施していく予定である(これまで3年間の同投資実績の約2倍の水準)。パッケージソフトウェアビジネスは当該分野でトップシェアを獲得することが極めて重要であることから、今後もパッケージソフトウェアの開発及びマーケティング活動に力を注ぎ、同社製品がそれぞれの分野でNo.1になるためにパッケージソフトウェアの開発を計画的に行っていく。



(出所) 決算説明会資料より

◆中国事業（海外）の本格化

現状では、売上・収益ともほとんど寄与がない中国を中心とする海外事業を軌道にのせることも重要課題である。中国展開を加速化するために、中国人技術者の積極的な採用や現地事務所の開設を計画している。

パッケージソフトウェアの海外展開については、MIJS（メイド・イン・ジャパン・ソフトウェア）コンソーシアム（国内のトップクラスのパッケージを持つベンダが協力し、日本のソフトウェアを海外にアピールするとともに連携を図っていくというもの）の枠組みを利用して、「SI Object Browser」に引き続き「SI Web Shopping」の中国語版の販売を強化する。今後、投入する新製品は最初から海外市場を狙ったものとする予定である。

◆ストック型事業の育成

保守サービスの有償化を進め、2012年2月期のストック化率（保守・クラウド売上／全体売上）15.1%を、今後3ヶ年で20%超に引き上げ、安定収益源としたい意向である。

> アナリストの戦略評価

新製品の投入と海外戦略の展開が、次なるステージの鍵となろう

同社の成長の源泉は、ニーズが高く市場の拡大が見込める分野に絞り、高い技術でオリジナル（日本初、世界初）のパッケージソフトウェアを企画・開発・製品化し、マーケティング、販売、保守に至るまで自社で一貫して行うことにあると考えられる。このモデルにより市場ニーズの変化に迅速に対応することができ、高度なノウハウの蓄積ができると思われる。

また、他社に対し優位性がある商品を開発し、デファクト、市場ナンバーワンシェアをとる戦略により限られた経営資源を有効に活用し、高い利益率を目指すことが可能となる。このために、従業員の技術力強化、教育体制の充実、労働環境の整備を積極的に行うなど着実な基盤を築いている。

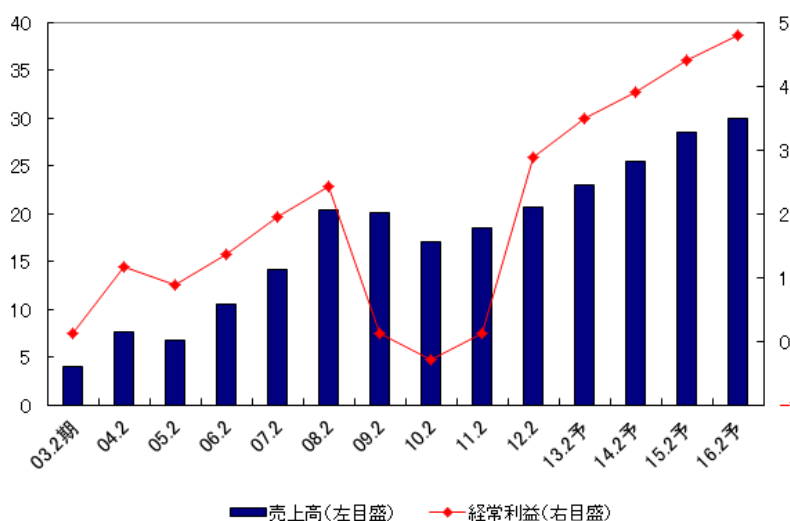
同社主力製品は、各セグメントでは国内業界トップクラスの知名度と実績があり大きな強みとなっている。また、新たにクラウドビジネスを開始して、収益機会の多様化、事業リスクの分散化と安定化が期待できる。

直近1~2年で高収益体質への転換を終え、新商品・サービスの提供や海外進出などの積極的な攻めの戦略を展開しつつある。高い売上成長と収益率を掲げる中期経営目標を達成するには、質及び量面での十分な開発及び営業人員など確保をする必要がある。

今後は新製品の販売計画、具体的な中国ビジネス展開と損益動向、提携先とのビジネス戦略に注目していきたい。

フリーソフトや中国での海賊版の普及、景気連動性の高いERP事業の変動性、生産・開発のキャパシティは同社のリスクとして認識しておきたい。

<業績推移> (単位：億円)



(出所) 決算説明会資料より

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆SWOT分析

Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> ・業界トップクラスの知名度と実績 (パッケージソフトの評価) ・システム技術力とこれを支える開発人員の教育研修体制 ・無借金経営
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> ・ERPソフトが経済環境・IT需要に売上が左右されやすい。 ・従業員数・売上規模など相対的に小規模で経営資源の制約があること。 ・営業力
Opportunity (ビジネス機会)	<ul style="list-style-type: none"> ・中国を中心とする海外市場の成長・拡大 ・サービス事業(クラウド、コンサルティング)の拡大余地 ・システムを内部開発していた企業のアウトソーシングの流れ ・ECなどインターネット関連市場の拡大
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> ・競争激化 ・製品の不具合・同社技術の陳腐化やシステムトラブルの発生 ・エンジニア技術者などの人材の流出

> Porter's 5 forces

◆業界内競争

データベース設計開発支援ソフトを除き、パッケージソフト及びサービスの各分野において、類似の製品及びサービスを提供している企業は多く、低成長の経済環境下、激しい競争が発生している。同社は、差別化を図るべく、製品・マーケティング強化や他企業との協業を進めている。

◆新規参入の脅威

同社は市場規模が大きく、また成長性の高いと思われる分野・市場に特化して進出していることから、今後も国内外のソフトウェア関連企業の参入などにより、EC分野では競争が一層激化することが予想される。将来的には、機能、操作性・利便性、価格、サービスにおいて競争し、淘汰されていくことが想定される。ERPは、新期参入が少ない。

◆代替品・代替サービスの脅威

従来から海外製品との競合はあったが、最近フリーソフトウェアが台頭してきており、競合上の代替品・代替サービスとして考えられる。現状では、同社製品が機能及び実績上優位にあるが、その動向には留意していく必要がある。また、企業がシステムを内製化することも代替として考えられるが、アウトソースの流れに逆行するものであり脅威としては考えにくい。

◆買い手の競争力

同社の買い手は、中堅・中小企業などで取引企業は分散されかつ毎年変動する。同社の売上高に占める割合が10%を超える取引先は2012年2月期では存在しない(2011年2月期は、丸紅畜産向けが約13%で最大)。パッケージソフトなどを中心に、ライセンス数に応じてディスカウントなどは行っているが、技術力を背景にしたソリューション型のビジネス提案、商品の差別化を進めており、買い手の競争力が極端に強いとは考えられない。

◆供給者の支配力

同社は、一貫して自社開発しており供給者の支配力は、基本的に存在しない。従って、供給能力は、社内の開発体制・スタッフに制約される。今後は、開発体制の強化のために国内・中国での開発要員採用を強化していく方針である。

> ESG活動・分析

◆Environment (環境対応)

チャレンジ25キャンペーンの実施など、省エネルギー対策に向けた社内室温調整を実施するとともに、カジュアル勤務(私服勤務)を実施している。因みにチャレンジ25とは、2020年に温室効果ガスを1990年比で25%削減するという目標に向け、オフィスや家庭におけるCO₂の少ない生活スタイルを実現するために政府が展開する国民運動である。

◆Society (社会的責任)

ユニセフ基金: 飢餓や病気等に苦しむ子供達のために何か貢献できることはないかと考え、社内にユニセフ募金箱を設置し長期的な支援を目指している。

「時間を奪うのではなく、時間を与えるソフトウェアを創り続ける」を企業ポリシーとして新たに付け加え、時間の節約や短時間労働に寄与する事業を営むことで、社会的責任を果たしていると考えている。

◆Governance (ガバナンス)

取締役会及び監査役は、それぞれ毎月1回開催される定時取締役会、監査役会のほか、必要に応じて臨時取締役会や臨時監査役会を開催している。また監査役は、取締役及び各部門の責任者が出席して月1回開催される「経営会議」にも参加し、経営方針の伝達、利益計画及び各案件の進捗状況等業務の執行の監視に努めている。

常勤監査役は1名、非常勤監査役が2名で、監査役は合計3名である。また全員が社外監査役であり、他社の監査役経験者でもある。監査役のうち1名を独立役員として選任し東京証券取引所へ届け出ており、監査役会の独立性の強化と監査役としての職責を果たし得る体制の構築を図っている。

同社は自らERPソフトを開発していることから、ガバナンスや内部統制には精通している。尚、買収防衛策は講じられていない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期も増収増益、最高益の連続更新を見込む

◆前 2012 年 2 月期は過去最高益

前 2012 年 2 月期は、需要の回復と営業力・製品強化により主力の全 4 製品とも売上は好調であった。また、「高収益体質の確立」の方針のもと、徹底したコスト削減、リソース配分の見直しやプロジェクト管理強化により、「高コスト体質」から「高収益体質」への改善を果たし大幅増益となり、創業以来最高の売上高・利益を達成した。

◆今 2013 年 2 月期

今 2013 年 2 月期業績の会社予想は、売上高 22 億円(前期比約 7%増)、営業利益 330 百万円(同約 11%増)、当期純利益 190 百万円(同約 16%増)。高収益体質を維持しつつ、研究開発投資を積極化させ、既存製品の機能強化と新しい技術を取り込んだ新製品(2 商品)の投入を計画している。

また、同社は 2012 年 4 月に株式会社エイジア(2012 年 3 月 23 日付けレポート参照)と資本・業務提携契約を締結。エイジアの持つメールマーケティングシステムと同社の「SI Web Shopping」との製品連携により付加価値の高い EC サイト構築ソリューションを提供することが可能となり、これを契機に EC をはじめ、他のソリューションの海外展開を積極的に進める計画である。

担当アナリストは、国内企業収益が回復基調にあり、商談や受注が高水準に推移していることから、今期の会社目標はやや慎重であり、売上高 23 億円、営業利益 350 百万円と会社予想を増額修正している。

> 来期以降の業績

新ソフト・サービスの投入でプロダクトランナップを強化へ

前述した中期経営計画における業績目標は、2015 年 2 月期売上高 2,850 百万円(前期実績比約 38%増)、営業利益 460 百万円(同約 55%増)、ROE 12.8%(2012 年 2 月期)→15%を目標としている。

担当アナリストは、2014 年 2 月期以降、経済環境・企業業績動向に左右されるもののある程度の景気の回復と同社の新製品効果、コストコントロールの継続実施を前提に、年率 7~10%程度の増収とこれを上回る増益率を予想し、2015 年 2 月期予想は売上高 30 億円、営業利益 480 百万円を予想している。既存事業に加え、提携効果・海外事業の正否が同社の次なる飛躍の試金石となる。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2006年12月、東証マザーズ市場に上場。公募価格26万円に対して、同年12月には最高値82万円をつけたが、その後、株価は大きく調整し2012年1月に最安値59,200円まで下落した。欧州債務危機の打開のために金融緩和策が講じられると流動性相場となり小型株・低位株も上昇。同社株価もリバウンドし、現在は13~14万円の戻り高値圏でもみ合っている。同社の上場来パフォーマンスは、ネットバブル期に上場したこともあり、年率10.5%のマイナスとなっている。社長は、「業績を上げ続け、積極的なIRや株価向上対策を講じ、早期に公募価格の26万円に戻して仕切り直しをしたい」とのコメントを出しており、株価を意識した経営を行っている。

> 株主還元

今後、業績の回復とともに、増配など積極的な株主還元が望まれる

同社の配当政策に関する基本的な考え方は、「株主への利益還元を重要な経営課題として認識し、事業拡大に向けた内部留保も考慮した上で、業績(利益)連動型の配当を実施する。中長期的には配当性向30%を目標として考えている」(決算短信より抜粋)である。2009年2月期以降、業績悪化により配当を見送っていたが、2012年2月期には3期振りに復配し、1株当たり2,500円の配当(配当性向20.9%)を実施予定である。今期は3,000円への増配(配当性向20.8%)を計画している。配当性向の約30%は中長期的な目標であり時期は明示していないが、今後、増益が継続すれば段階的にさらなる増配余地は十分にあると担当アナリストは予想している。尚、株主優待は検討しておらず、還元は現金配当で行うという考えである。尚、同社はこれまで自社株買いを実施していない。

> 株価バリュエーション

同社の株価バリュエーションは、現在の株価で試算すると、今期予想PERが約9倍、来期予想で7倍前後、PBR(実績)約1.1倍、配当利回りが2.3%となる。事業内容・規模などにおいて類似する上場会社と思われるソフトクリエイト(東証1部・3371)と比較するとPER、PBRや配当利回りで、特に割高感はない。

< 株価バリュエーション同業他社比較 >

	3826東証マザーズ 同社	3371東証1部 ソフトクリエイト
株価(2012/5/2)	138,100	1,150
PER(倍、予想)	9.6	8.7
PBR(倍、直近実績)	1.22	1.06
配当利回り(%、予想)	2.2	3.5
時価総額(百万円)	1,816	5,213

(注)システムインテグレータはアナリスト予想、他社は会社予想。

(出所)各種資料より作成

> 今期の株価見通し

成長性を勘案すると株価にはやや割安感。中期的な目標株価レンジは 166,500 円～208,000 円

東証 1 部平均予想 P E R が、前期推定で約 22 倍、今期予想で約 15 倍 (5 割増益と仮定)、P B R (実績) 1 倍、配当利回りは約 2% である。また、情報通信業 (2012 年 3 月末時点での東証 2 部同業種平均値) の P E R は、25.6 倍 (同時点の同社の P E R は約 9.6 倍)。現状のバリュエーションは、過去の赤字・無配、低流動性、及び小規模ディスカウントを反映しているものと推測される。しかし、同社の将来の成長性を勘案すると、P E R 等では割安感があり、相対的にはやや魅力的なバリュエーションであると考えられる。

担当アナリストは、2016 年 2 月期の EPS を約 20,810 円と見込んでおり、現時点の株価で計算すると予想 P E R は 6 倍台となる。当面の中長期的な年率 E P S 成長を 10~15% 程度、妥当 P E R を 8~10 倍のレンジと想定すると、今後 3~4 年程度の目標株価は 166,500 円~208,000 円と考えられる。

新規パッケージソフトの販売の動向や今後の配当政策、東証 1・2 部への上場、海外展開・新規事業及びサービス拡大が投資家の注目点となろう。ストックオプションによる希薄化は、発行済み株式数の 5.3% 程度と限定的である。

なお、時価総額・出来高が小さく、流動性も高くはない点には、留意する必要がある。同社は東証 1・2 部への上場を中期経営計画で目指しており、公募を実施する可能性とこれにより流動性の向上が予想される。

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場合があります。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ため、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