

# システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

発行日: 2012/10/25  
調査日: 2012/10/18  
調査方法: 説明会等

**最高益を連続更新し東証二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。業績は好調で通期予想でも再上方修正余地あり。**

## > 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。

・2006年12月に、創業後約11年で東証マザーズ市場に上場し、2015年2月期には、東証二部市場への上場を目指す。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。

### ◆ 今第2四半期決算は会社予想を上回る着地

・今2013年2月期第2四半期決算は、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、業績は期初予想を大きく上回り、対前年同期比30%の増収、133%の営業増益と会社期初予想を上回る結果だった。

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

【主要指標】	2012/10/19
株価(円)	898
発行済株式数	2,629,600
時価総額(百万円)	2,361
上場日	2006/12/4
上場来パフォーマンス	-5.6%

	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	58.9%	1.32

### 【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(%)	48.7	76.1	198.3
対TOPIX(%)	46.4	73.6	199.6

\*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20121022

## > 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ろう

・今13年2月通期は、売上高24億円(前期比約16%増)、営業利益360百万円(同約21%増)、当期純利益210百万円(同約28%増)を会社側は予想している。当センターの今通期は、期初予想に対し売上高及び営業利益をともに約9%上方修正。会社予想業績はやや慎重であり、再度の上方修正余地があると判断している。

### ◆ 中期的な株価想定レンジは、1,065~1,280円を予想

・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7~10%の売上成長とこれを上回る10%近いEPS成長、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、今後3年程度の想定株価は、PERを10倍から12倍のレンジとし、2016年2月期の当センターのEPS予想を当てはめると、1,065~1,280円程度と考えられる。現状の株価は、来期以降のPERではやや割安感がある。また、業績の伸長局面に入り、2016年2月期のEPSをベースにした予想PERは絶対水準から判断すると低く、中期的には上値余地があると考えられよう。

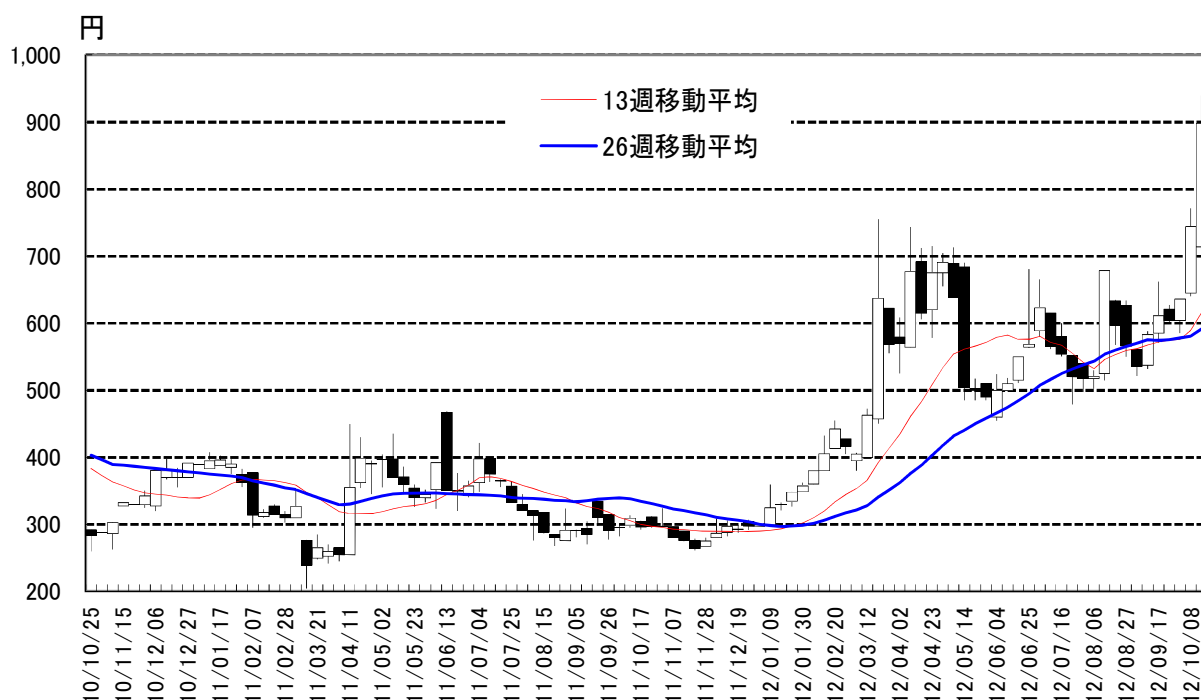
# システムインテグレータ (3826 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期	2016/2期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	1,854	2,065	2,400	2,500	2,600	2,850	3,050
前年比	8.8%	11.4%	16.2%	21.1%	4.0%	9.6%	7.0%
営業利益	12	297	360	380	410	460	490
前年比	---	---	20.9%	27.9%	7.9%	12.2%	6.5%
経常利益	13	288	360	380	410	460	490
前年比	---	---	24.7%	31.9%	7.9%	12.2%	6.5%
当期純利益	6	163	210	220	235	260	280
前年比	---	---	28.3%	35.0%	6.8%	10.6%	7.7%
期末株主資本	1,198	1,362	—	1,513	1,703	1,913	2,138
発行済株式数	13,148	13,148	2,629,600	2,629,600	2,629,600	2,629,600	2,629,600
EPS(円)	484.0	12,445.4	79.9	83.7	89.4	98.9	106.5
配当(円)	0	2,500	17	17	21	21	23
BPS(円)	91,162.3	103,607.7	—	575.4	647.8	727.7	813.1
ROE	0.5%	12.8%	—	16.2%	14.6%	14.4%	13.8%
株価(円)	63,500	85,000	898	898	—	—	—
PER(倍)	131.2	6.8	11.2	10.7	10.0	9.1	8.4
配当利回り	0.0%	2.9%	1.9%	1.9%	2.3%	2.3%	2.6%
PBR(倍)	0.7	0.8	---	1.6	1.4	1.2	1.1

(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



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。

同社は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の3つの事業を営んでいる。パッケージソフトウェア事業が売上及び粗利いずれも全体の9割以上を占める主力で、時代ニーズにあった独創的なパッケージ作りをコアコンピタンスとし、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展開している。

ECサイト構築パッケージソフトウェアでは、1,100サイト超の導入実績があり、またソフトウェア開発支援ツールでは業界紙の顧客満足調査にてNo.1を獲得するなどの実績と知名度がある。現在、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。

同社の強みは、コンピュータテクノロジーだけではなく、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的な高い技術力と、これを支える教育体制にあると思われる。

> 第2四半期決算

◆大幅増収増益、期初予想を上回る上期決算

2013年2月第2四半期決算(以下今上期)は、売上高1,221百万円(前年比30.2%増)、営業利益211百万円(同132.8%増)、当期純利益134百万円(同214.6%増)と会社側の期初予想を大きく上回った。

<2013年2月期第2四半期決算業績実績比較>

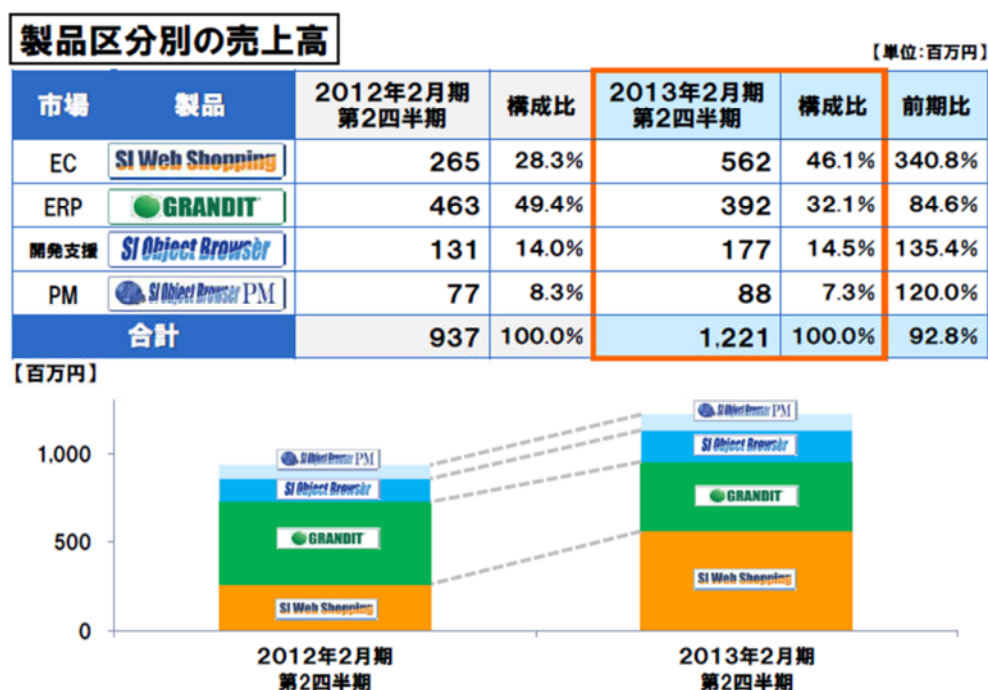
業績対比表	13.2期 第2四半期		会社予想 差異	同修正率
	会社期初 予想	実績		%
売上高(百万円)	1,000	1,221	221	22.1
前年比(%)	6.7	30.2		
営業利益(百万円)	120	211	91	75.8
前年比(%)	33.3	132.8		
経常利益(百万円)	120	212	92	76.7
前年比(%)	50.0	162.2		
当期純利益(百万円)	70	134	64	91.4
前年比(%)	66.7	214.6		

(出所) 短信より当センター作成

EC、ERP 事業において、  
多数の大型開発案件を受  
注し、順調な進捗状況が  
増収要因

各製品区分別にみると、①ソフトウェア開発支援ツール「SI Object Browser」関連では、従来の Oracle 対応に加えてマイクロソフト製 SQL Server や IBM 製 DB2 にも対応を広げ、加えて日立製作所製 HiRDB、富士通製 Symfoware にも新たに対応したことで、国内外の主要データベースに対応可能となった強みが売上高を牽引しているようだ。②EC サイト構築パッケージ「SI Web Shopping」関連は、ネット通販市場の拡大を背景に事業規模が拡大している。③Web-ERP パッケージ「GRANDIT」関連は下表のように減収となったが、比較的開発期間の長い大型プロジェクトが開発途中にあり、生産高は順調に推移しているようだ。

<13.2 期第 2 四半期決算製品区分別売上高>



(出所) 決算説明会資料

> 今期の見通し

今上期決算の好決算を反  
映し、今通期業績会社予  
想も増額修正へ

◆今期業績会社予想

今 13 年 2 月期の会社予想は、売上高 24 億円 (前期比約 16.2%増)、営業利益 360 百万円 (同 20.9%増)、当期純利益 210 百万円 (同 28.3%増)。期初予想に対し、売上高 (期初予想 22 億円) 及び営業利益 (同 330 百万円) をともに約 9%上方修正した。今上期決算の好決算を反映した予想となっている。配当も期初予想の 15 円 (株式分割考慮後) から 17 円に増配予定。

> 中期見通し

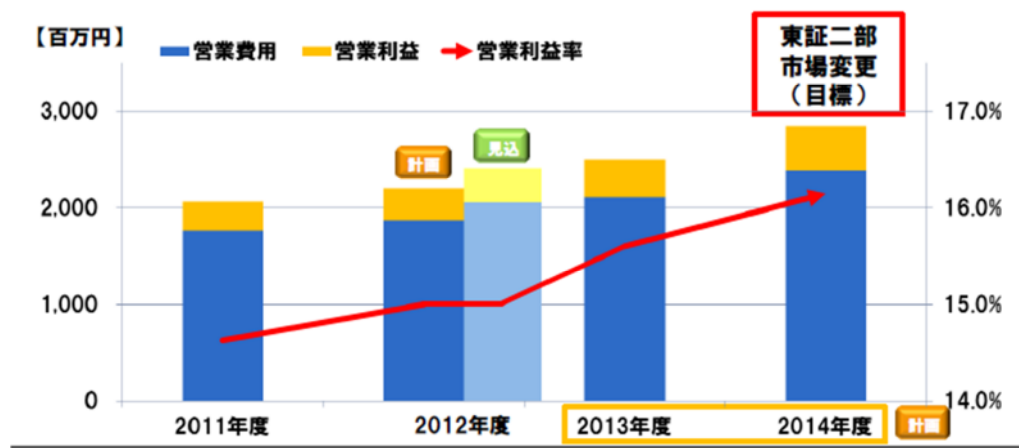
新製品の投入によりプロダクトランナップを強化し、ストック化比率を高める方針

◆中期的に年率2桁の収益成長を計画

同社は中期経営計画のなかで、1、高収益体質の維持、2、新製品開発、3、中国市場への本格参入、4、ストック化率の向上を掲げている。中期業績目標は下表の通りであり、3年後の2015年2月期には、売上高2,850百万円(前期実績比年率11%増)、営業利益460百万円(同16%増)を目標としている。

1. 高収益体質の維持として総利益率20%目標を掲げている。前12年2月期同37.6%が今上期では38.8%にまで向上している。
2. 新製品開発は3年間で5億円投資を計画。現在開発している新製品は2つ。一つは12年11月リリース予定のECに関連する製品。もう一つは14年3~5月にリリース予定の開発支援に関連する製品で現在の市場に類似品はないようだ。
3. 中国市場に本格参入するために、中国人技術者を今期6名採用している。
4. スtock化率(保守・クラウド売上/全体売上)は20%を掲げているが、前12年2月期同15.1%が今上期では16.5%にまで上昇した。

<中期経営計画の業績目標>



(出所) 決算説明会資料

> アナリストの評価

◆2013年2月期の当センター予想

当センターの今13年2月期予想は、売上高2,500百万円(前期比21.1%増)、営業利益380百万円(同27.9%増)、経常利益380百万円(同31.9%増)、純利益220百万円(同35.0%増)と、会社予想を

当センターでは今通期業績予想を増額修正

上回る業績を予想している。これまでの各種の施策が奏功し、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、売上利益ともこれを上回る可能性もあると予想している。今上期減収だった Web-ERP パッケージ「GRANDIT」関連売上高も前期比増収が見込まれよう。このように好調な上期のトレンドが下期も継続すると思われ、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。

◆増収増益、過去最高益の連続更新も視野に

14年2月期以降も当センターでは、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増収増益を予想している。今来期に2つの新商品を販売する予定であり、高収益体質を維持しながら成長戦略を進めつつある。中期経営計画の数値目標も1年前倒しのペースで進行しており、業界環境が大きく変化しない限り中期経営計画の業績目標である2015年2月期売上2,850百万円、営業利益460百万円の達成は可能であると判断している。

前述のように、中期経営計画の4つの基本方針は足下順調に推移している。唯、中国市場の捉え方だが、尖閣諸島問題もあり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していくかに注目していきたい

<今期以降の中期業績予想推移>

(単位:百万円)		13.2期	14.2期	15.2期	16.2期
		予想	予想	予想	予想
前回 2012年 5月時点	売上高	2,300	2,550	2,800	3,000
	営業利益	350	390	440	480
	経常利益	350	390	440	480
	当期純利益	200	223	251	274
今回	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
	当期純利益	220	235	260	280

(出所)担当アナリスト予想から当センター作成



投資判断

> 株価バリュエーション

◆株価に割安感

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、ソフトクリエイトと比較して、今期予想 PER、前期実績 PBR では割安感はない。また、東証一・二部の今期予想平均 PER (各約 12.5 倍、11.6 倍)、PBR (各約 0.9 倍、0.7 倍)、配当利回り (各約 2.5%) と比較すると同社のバリュエーションは、ほぼ同水準であるが、同社の中期的な年率予想利益成長率 10%程度を考慮すると、株価には割安感があると判断した。

< 株価バリュエーション同業比較 >

	3826東証マザーズ	3371東証1部
	同社	ソフトクリエイトHD
株価(10/19)	958	1,250
PER(予想)	11.5	8.8
PBR(直近実績)	1.85	1.13
配当利回り(予想)	1.8	1.6
時価総額(百万円)	2,519	5,667

(注) 予想EPS、同社は当センター予想、他社は会社予想  
(出所) 当センター作成

> 株主還元

公約配当性向達成にむけ、業績の回復とともに、継続的な増配を期待

◆増配を期待

同社は今年 8 月に 1 : 200 の株式分割を実施した。投資単位当たりの金額を引き下げ、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 (会社計画では 2014 年度上場予定) を意識した施策と思われる。また 1 株単位から 100 株単位への単元株制度を採用した。

同社の配当方針は、「業績 (利益) 連動型の配当の実施と長期的に配当性向 30%を目指す。」としている。12 年 2 月期には 3 期振りに復配し一株当たり 12.5 円の配当 (株式分割を考慮し遡及して修正、配当性向 20.1%) を実施した。今期は 17 円への増配 (配当性向 21.3%) 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が、5 年から 7 年程度を目安にしている。したがって今後も増益に伴い継続的な増配が期待できよう。尚、株主優待は検討しておらず、還元は配当で行うという考えである

> 今期の株価見通し

◆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) が目標と公言としている。担当アナリストは、16 年 2 月期の EPS を 106.48 円と見込んでおり、現時点の株価で計算する

と予想PER は8倍半ばとなる。当面の中長期的な年率EPS成長を10%程度、妥当PERを10~12倍のレンジと想定すると、今後3年程度の想定株価は1,065円~1,280円と考えられる。なお、前回レポートの想定株価832.5円~1,040円(株式分割考慮後)を引き上げた。



## 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

### ■ $\sigma$ (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

### ■ $\beta$ (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( $\beta$ 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