

## 株式会社ピー・ビー・システムズ(4447)

2019年9月13日

客員アナリスト 浅川裕之

### ■ 主要ポイント

- ピー・ビーシステムズ（以下、「同社」と略す）は企業の IT 基幹システムをクラウド化する業務に強みを持つ IT 企業。売上高 100 億円～500 億円規模の中堅企業を主たるターゲットに、福岡を拠点に事業を展開している。
- 主力のセキュアクラウドシステム事業は、企業の情報システムを「プライベートクラウド」化することが主な事業内容となっている。プライベートクラウドはクラウド環境の利便性と高度なセキュリティや業務に応じたカスタマイズ性・コントロール性を両立させた点に特長があり、市場が急拡大している。
- 同社の強みは技術力にある。プライベートクラウド構築に不可欠な仮想化ソフトウェアでは Citrix、VMware、Microsoft の主要ソフトを網羅的に取り扱い、顧客企業に最適な選択と各種ハードウェアからソフトウェアまでを総合的に提案している。
- 中長期的な成長に向けては、高い信頼性に基づきシステム購入先として同社を優先的に選択する“ロイヤルカスタマー”の拡大と、急成長が続く需要に対応すべく IT 人材の強化の 2 つを軸とした成長戦略を掲げている。
- 第 2 の柱の事業として、VR シアター「4D 王」の製造販売を行うエモーショナルシステム事業を展開している。国内外で特許を有し、レジャー施設（遊園地、テーマパーク等）を初め、科学館などの文化施設や一般企業、観光振興などの新規分野などへの拡販に取り組んでいる。
- 2019 年 9 月期について同社は、売上高 1,772 百万円（前期比 19.3%増）、営業利益 150 百万円（同 516.9%）増を予想している。2018 年 6 月期にエモーショナルシステム事業の不振で営業利益が急減した反動で今期の増益率が極端に大きくなっているが、長期トレンドとしては拡大基調にある。主軸のセキュアクラウドシステム事業は比較的安定的な推移となっているがエモーショナルシステム事業の変動性が高く、全社ベースの業績もその影響を受けやすい傾向にある。
- 同社は 2019 年 9 月 12 日に福岡証券取引所 Q-Board に株式を上場した。初値は 1,950 円で、上場初日は 1,605 円で取引を終えている。9 月 12 日終値に基づく株価バリュエーションは PER14.8 倍、PBR50.8 倍となっている。上場して日が浅く、過去の財務情報も限定されているため目標株価の算出は見送るが、同社と事業内容が類似しているサーバーワークス（4434）やその他 IT 企業の株価バリュエーションとの比較が同社の株価判断をする上で 1 つの参考になろう。

## ■ 主要なリスク要因

- 主力のセキュアクラウドシステム事業では IT 技術者の確保が成長戦略の一つとなっているが、国内の IT 技術者をめぐる需給は非常にタイトで、同社の高い技術力を希薄化させないレベルの技術者の確保がさらに困難となる可能性がある。
- エモーショナルシステム事業は施設の販売動向によって収益が大きく変動し、それが同社の業績を左右する可能性がある。また、特徴である VR の領域は技術革新のスピードが速いため、陳腐化リスクにさらされている点にも注意が必要だ。

## ■ 株式情報と業績サマリー

### － 株式情報 －

株価(9月12日終値)	発行済株式数	時価総額	ROE(実)	売買単位	
1,605円	1,159,200株	1,861百万円	--	100株	
DPS(予)	配当利回り(予)	EPS(予)	PER(予)	BPS(実)	PBR(実)
0.0円	--	108.20円	14.8倍	31.62円	50.8倍

(予)は2019年9月期会社予想ベース

発行済株式数は自己株式控除後、19/6末

### － 単独業績推移 －

(単位:百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2016年9月期(実績)	1,323	--	26	47	50.18	0.0
2017年9月期(実績)	1,591	105	89	91	78.71	0.0
2018年9月期(実績)	1,485	24	14	-87	-75.33	0.0
2019年9月期(会予)	1,772	150	122	126	108.20	0.0

(会予):会社予想。2016年9月期の営業利益は目論見書に記載がないため非表示

(\*)2016年9月期までは「会社計算規則」の規定により算出。2017年9月期より海南監査法人の監査を受けている。

(\*)2017年6月4日付で1株を200株に分割を実施。

(\*)1株当たりの数値は分割修正後の数値。

## ■ 事業の概要

### 1. 沿革と会社の概要

#### (1) 沿革

同社は、1997年2月に現代表取締役社長の富田和久氏と現取締役CTOの森崎高広氏により、ソフトウェア開発を目的に福岡市博多区に設立された。創業時から仮想化ビジネスに着目していたが創業間もない時期に Citrix (シトリックス) 社の仮想化ソフトウェア「Citrix メタフレーム」に出会い、その性能とポテンシャルにほれ込んで1998年10月に Citrix 社と代理店契約を締結して Citrix 製品の取り扱いを開始した。これが現在のセキュアクラウドシステム事業へと繋がっている。

以来、Citrix 製品の販売とそれを活用してのシステム構築による業容の拡大に注力して今日に至っている。その間、2001年10月には自社開発ソフト「デルバイ」をリリースして後述するプロダクツ事業がスタートした。また2005年には東京オフィスを開設した（2009年に東京オフィスを福岡の本社に集約）。

2010年12月には、特許（立体映像の投影方法及び立体映像の投影装置）を取得してエモーショナルシステム事業を開始した。この事業では大手遊園施設メーカーの泉陽興業と業務提携して遊園地を中心に展開してきたが、近年は文化施設への導入にも注力している。

株式市場には2019年9月に福岡証券取引所Q-Boardに株式を上場し現在に至っている。

#### 沿革表

1997年	2月	福岡県博多区において資本金10百万円で創業
1998年	10月	Citrix社メタフレームの取扱いを開始
2001年	10月	自社開発ソフト「デルバイ」の販売を開始
2004年	4月	シトリックス・システムズ・ジャパン株式会社とシトリックス・ソリューション・アドバイザー/プラチナ契約を締結
2004年	9月	自社開発ソフト「キトラス」の販売を開始
2005年	10月	東京都中央区に東京オフィスを開設（その後2009年9月に本社に集約）
2010年	12月	代物弁済により特許権を取得し、エモーショナルシステム事業を開始
2015年	5月	泉陽興業株式会社と4D王販売について業務提携
2016年	9月	加賀電子他5社への第三者割当増資により資本金を99百万円に増資
2017年	6月	従来品より運搬・設置・解体を簡素化した4D王ギャロップを投入
2018年	7月	福岡市科学館クリエイティブスペースの企画展示作品コンテストで4D王が大賞を受賞
2019年	9月	福岡証券取引所Q-Boardに株式を上場

出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書及び同社ウェブサイトよりHS証券作成

#### (2) 会社概要

同社は本社を福岡市博多区に構え、社員約50人を擁してセキュアクラウドシステム事業とエモーショナルシステム事業の2つの事業を展開している。

決算期は9月で、直近決算となる2019年9月期第3四半期末時点の資本金は99百万円、純資産額は159百万円、総資産は667百万円となっている。

経営理念は「勇者たらんと。」で、小規模ながら一人一人が知恵と勇気を出して発展させていこうという思いが込められている。コンピューターのプロフェッショナルが立ち上げた会社として、「顧客企業にとって最も理に適ったコンピュータシステムを外連味なく提供すること」を事業理念に掲げて事業に臨んでいる。

## 会社概要

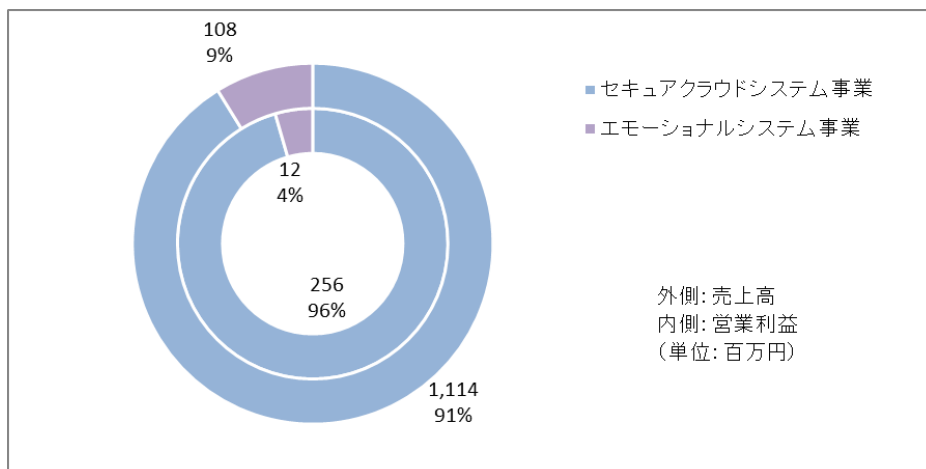
商号	株式会社ピー・ビーシステムズ (PBsystems, Inc.)
設立	1997年2月
経営理念	「勇者たらんと。」
上場	2019年9月12日 (福岡証券取引所Q-Board)
資本金	99百万円 (2019年6月末現在)
代表者	代表取締役社長 富田 和久
事業内容	セキュアクラウドシステム事業、エモーショナルシステム事業
従業員数	46名 (2019年7月31日現在)
本社	福岡市博多区東比恵三丁目3番24号

出所：同社ウェブサイトより HS 証券作成

## 2. 事業の内容

同社はセキュアクラウドシステム事業とエモーショナルシステム事業の 2 つの事業セグメントから成る。その事業モデルの詳細は以下に詳述する。2019年9月期第3四半期累計(2019年10月1日～2019年6月30日)実績ベースの売上高及び営業利益の構成は下のグラフのようになっている。なお、エモーショナルシステム事業は期により収益の変動が大きく、利益が赤字となることも多いので注意が必要だ。

売上高・営業利益の事業セグメント別内訳 (2019年9月期第3四半期累計実績)



出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書より HS 証券作成

### (1) セキュアクラウドシステム事業

#### i) 事業領域

セキュアクラウドシステム事業は同社の創業事業で、現在の収益の中核をなす事業だ。企業における IT 投資が需要先となるが、企業の IT 投資といってもその内容は極めて多岐に渡る。その中で同社の事業は、企業の IT 運用基盤 (情報システムの運用方法) のあり方に関するものだ。

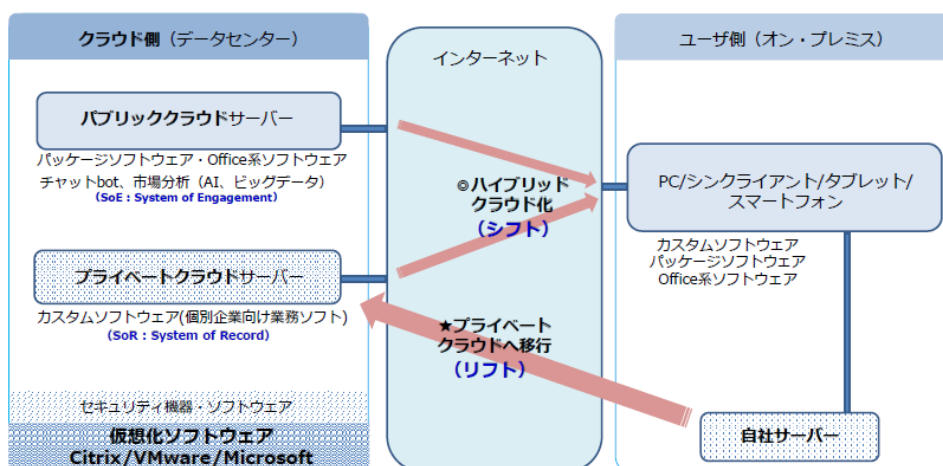
企業が IT システムを構築する際に、そのシステムを自社で運用・管理するのか、インターネットを通じたサービスを利用するのか、という選択がまずある。前者をオンプレミス運用といい、サーバー等の情報システム（機器とソフトウェア）を自社で保有し、その運用管理も自社で行う形態をいう。一方、後者をクラウド運用といい、これは自社では情報システムやソフトウェアを保有せず、必要なサービスを必要なだけ使用するという考え方だ。それぞれ長所短所があるが、通信インフラの発達に伴い、オンプレミス運用からクラウド運用へというのが大きな流れだ。

そのクラウド運用も、「パブリッククラウド」と「プライベートクラウド」の2つ（厳密には両者を連携する「ハイブリッドクラウド」も含めて3つ）に分けられる。パブリッククラウドではクラウドサービスの事業者が提供するサービスを不特定多数のユーザー（個人や企業など）が利用する。1つのものをみんなで「共有」するもので、クラウドと聞いた際によくイメージされるのはこちらであろう。

一方プライベートクラウドは、クラウド技術を用いながら、単一企業内で利用する環境を整えた形態をいう。クラウド空間の一部を単一企業が「占有」するイメージだ。その占有場所を当該企業内の個人（社員）で共有することになる。プライベートクラウドのメリットは、この「占有」にある。サーバー等はクラウドプロバイダーのものを利用しながら、環境を占有することにより高度なセキュリティの実現や、業務用ソフトウェアのカスタマイズやコントロールを自由に行うことが可能となる。いわば、オンプレミス運用とクラウド運用の良いとこ取りの IT システムといえよう。

同社のセキュアクラウドシステム事業は、企業の IT 基盤システムを、プライベートクラウド型で構築することがその内容となっている。

システム構成からみた PB システムズの事業領域（赤い矢印が業務内容）



出所：会社説明資料（2019年9月12日公開）

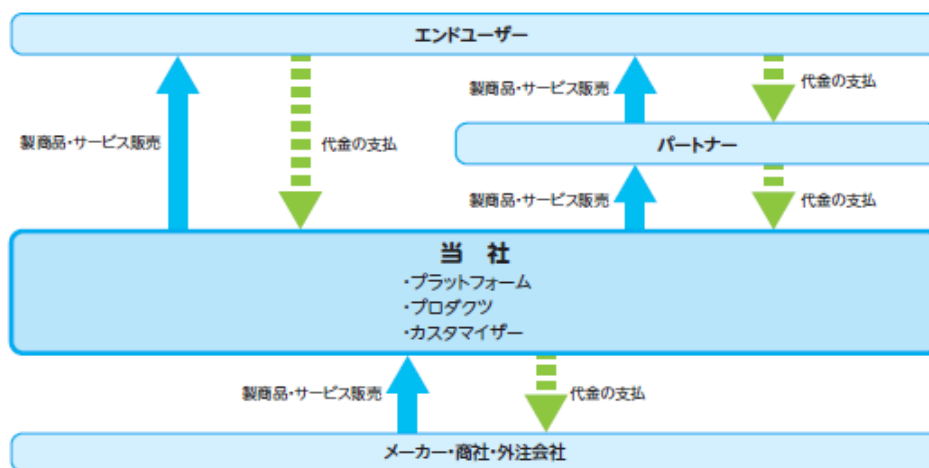


ii) 事業モデル

セキュアクラウドシステム事業の顧客（エンドユーザー）は企業・団体だ。ポイントはプライベートクラウドの有するセキュリティやカスタマイズ対応へのニーズの有無ということになり、それを負担できる IT 投資余力があるか、ということだ。この点から、売上高の目安として 100 億円～500 億円の規模を有する中堅企業を主な顧客対象としている。

同社はそうしたエンドユーザーから直接受注するほか、大手 SI メーカーがエンドユーザーから受注した案件のなかでプライベートクラウド化の部分を受注することも行っている（事業系統図のなかの“パートナー”からの受注の部分）。

セキュアクラウドシステム事業の事業系統図



出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書

案件を受注した同社が提供するものは、前述のように IT システムのプライベートクラウド化業務だ。この業務は大きく、1) プライベートクラウドの構築に必要な仮想化ソフトの選定と導入、2) システムの設計・構築・実装・保守、3) 付随するハードウェア、ソフトウェアの販売、に分けることができる。このうち 1) については、同社は Citrix、VMware、Microsoft 各社の製品を取扱っている（同社は各社と販売代理店契約を結んでいる）。2) のシステムの設計・構築等は技術力が試される部分で、同社はこの分野の専門技術者を多数抱え、顧客のみならず同業他社からサポート依頼を受けることもあるという状況だ。

セキュアクラウドシステム事業の売上高は、その業務の内容別に、プラットフォーム、プロダクツ、及びカスタマイザーの 3 つに区分されている。プラットフォームは上述のプライベートクラウド化に係る業務の売上高だ。プロダクツはプライベートクラウド上に特化し、現場から発生するニーズに応えたソフトウェアの販売に係る売上高で、同社の自社開発ソフト「デルバイ」、「キトラス」の売上が中心となっている。カスタマイザーは顧客が望む独自機能を備えたソフトウェアのスクラッチ開発（ゼロからソフトウェアを開発する

こと)の売上高だ。これら3区分の売上構成は、プラットフォームが90.3%、プロダクツが1.2%、カスタマイザーが8.4%となっており(2019年9月期予想ベース)、プラットフォームが圧倒的に大きい状況となっている。

### iii) PBシステムズの強み・特長

セキュアクラウドシステム事業における同社の強みを一言で言うなら「技術力」ということになるだろうが、その技術力の源泉はどこかといえば、最も重要な要素技術である仮想化ソフトを熟知していることにあるといえよう。各社の製品に込められた戦略の違いを深く理解し、顧客企業にとって最適な選択を行い、派生する多数のセキュリティ、ストレージ、サーバー等のハードウェアやソフトウェアを総合的に提案できる点に同社の最大の強みがあるといえる

製品別では、Citrix製品について特に強いことが同社の特長として挙げられる。沿革の項で述べたように、同社は創業2年目からシトリックス社の最上位代理店として取り組みを開始し、これまで数々の賞を受賞している。

シトリックス社は認定販売パートナーに対して4つの分野に分けて技術資格認定を行っている。その最高位資格の「スペシャリスト」を全4分野で獲得しているのは同社だけという状況だ(2019年7月19日現在)

#### シトリックス社のコンテストにおける受賞歴

2014年	2月	シトリックス・システムズ・ジャパン株式会社のCitrix Partner Award Japan 2013『Local King Award』を受賞
2015年	2月	シトリックス・システムズ・ジャパン株式会社のCitrix Partner Award Japan 2014『Local King of the Year』を2年連続受賞
2016年	1月	Vmwareパートナーエリアコンテストにて功績が認められ殿堂入り
2017年	2月	シトリックス・システムズ・ジャパン株式会社のCitrix Partner Award Japan 2016『Citrix Specialist of the Year』、『Best of Citrix Advisor Rewards/Net New Partner Sourced Award』をダブル受賞
2018年	2月	シトリックス・システムズ・ジャパン株式会社のCitrix Partner Award Japan 2017『Best of Citrix Advisor Rewards/Net New Partner Sourced Award』を受賞

出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書よりHS証券作成

### (2) エモーショナルシステム事業

エモーショナルシステム事業は同社が特許を有するVR(Virtual Realtyの略。仮想現実と訳される)シアターの装置及びソフトウェアの販売がその内容だ。「4D王」の商品ブランドで展開している。

同社のVRシアターは、円筒形の360度スクリーンの中に客席が設置され、そこに3D映像を投影し、立体音響、突風、地面の揺れなどに組み合わせて立体感や臨場感にあふれる体験を可能としている点に大きな特長がある。HMD(ヘッドマウントディスプレイ)を利用す

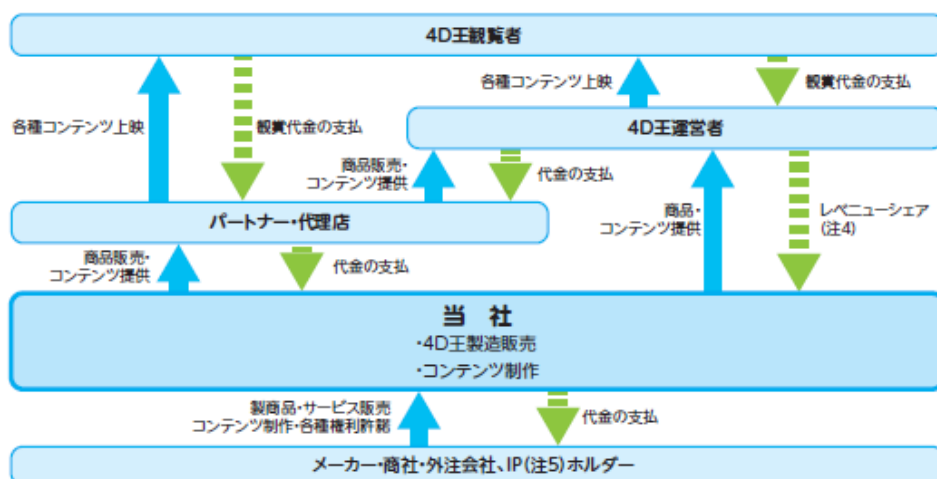
るタイプの VR とは異なり、同じ空間で多数の人間（1 回の収容人数はシアターのサイズで異なるが、同社がライセンスアウトしている泉陽興業の施設の場合は最大 60 人のものをラインアップしている）が同時にコンテンツを楽しめる「体験共有型 VR シアター」である点に特長がある。同時に多人数を収容できるため回転率を上げることができ、ビジネス上も効率的な点も強みだ。

販売先としては、遊園地などのレジャー施設向けを主体に顧客を開拓してきたが、近年は博物館や科学館などの文化施設（知育系コンテンツなど）に設置されているほか、一般企業（VR 工場見学など）、地方創生系施設（観光魅力発信コンテンツなど）向けなども潜在市場として浮かび上がってきている。2019 年 7 月末現在、常設型の設置数は国内 17 か所、海外 2 か所の合計 19 か所となっている。

販売方法及び収益モデルは、同社は 4D 王のハードウェア（設備）とオリジナル映像コンテンツを制作し、それを各ターゲット市場ごとの販売代理店に販売するという流れになっている。形態は設備の販売・レンタル、コンテンツの利用料など、契約内容によって様々だ。

主力市場のレジャー施設（遊園地、テーマパーク、動物園等）向けについては、2015 年 5 月に施設メーカーの泉陽興業株式会社と 4D 王販売について業務提携を行い、泉陽興業が「4D King」の商品ブランドで独占的に販売している。

エモーショナルシステム事業の事業系統図



出所：新株発行並びに株式売却届出目論見書

## ■ 中長期の成長戦略

### 1. セキュアクラウドシステム事業の成長戦略

同社のセキュアクラウドシステム事業が対象とするプライベートクラウドの国内市場につ



いては、2017年において4,223億円（前年比40.6%増）で、2022年には2017年比4.9倍の2兆851億円に拡大するという予測がされている（出典：IDC Japan株式会社「国内プライベートクラウド市場予測。2018年～2022年」2018年11月6日）。

この急成長市場に生きる同社がセキュアクラウドシステム事業の成長戦略として掲げるのは以下の3つだ。すなわち、1) ロイヤルカスタマーの拡大、2) 障害に強い基幹システムのクラウド化の実現、3) プラットフォーム技術者の確保、の3点だ。

これらのうち、まず注目されるのはロイヤルカスタマーの拡大だ。同社によればロイヤルカスタマーを現在14社獲得している。同社のロイヤルカスタマーの定義は「健全かつサステイナブルなビジネスモデルを持ち、重要システムの購入先を選定する際に他社ではなく当社を優先的に選択する考えを一貫して持っている顧客企業」だ。ロイヤルカスタマーになりうる存在はエンドユーザー（一般企業）と、“パートナー”（元請けとなる大手SI企業等）の2つがある。

一般企業の場合はシステム構築需要が単年でなく每期継続的に発生し、数年に1度のリブレースサイクルで5千万円～1億円程度のまとまった受注を期待でき、同社の提供するソリューションに対して網羅的な需要を持つ企業がロイヤルカスタマー候補企業だとしている。また、パートナーについては、每期安定的にシステム受注を期待できる企業を候補としている。

一般企業（エンドユーザー）で同社がターゲットとする売上高100億円～500億円の企業は、全国におよそ1万社あるとされている。同社の業容に照らすと1万社超という数字は十分大きな母集団という考え方もできるが、現実的な営業地域（同社は福岡の本社を拠点に同事業を展開し、現状、ロイヤルカスタマーは福岡と東京の2つの地域に存在している）を考えると対象企業の数はずっと絞り込まれることになるだろう。特に同社が拡大を狙うエンドユーザー（一般企業）の候補企業数はさらに絞り込まれるため、決して容易な課題ではないと弊社ではみている。今回の株式上場による効果（社会的信用の増大など）をロイヤルカスタマー獲得にどのように結びつけることが出来るか注目したい。

2つめの注目点は言うまでもなく人材の獲得だ。同社が獲得を目指す「プラットフォーム技術者」とは、セキュアクラウドシステム事業の売上区分の1つである「プラットフォームの業務を担当できる技術者」という意味と考えられる。このプラットフォーム技術者の人材獲得について同社は、福岡へのUターン・Jターンの人材を中心に、2020年9月期に10人前後の技術者の増員を目指すとしている。

上述のように、同社の強みは、仮想化ソフト全般、とりわけシトリックス社の製品に精通したIT技術者を抱えている点にある。そうした同社の強みを希薄化しないような人材を確保することは決して簡単ではないと弊社では考えている。IT人材の需給がひっ迫している現状ではなおさらだ。しかしこの点については同社にとって有利な点がいくつかある。1つ

は株式上場による社会的信用度や認知度の上昇だ。もう 1 つは同社が福岡に拠点を置いている点だ。同社が狙うように、地方で技術を活かして働きたいが希望に見合う働き口がないため断念するというケースは少なからずある。上場企業となった同社はそうしたニーズの受け皿になれる可能性がある。

障害に強い基幹システムのクラウド化の実現というのは、クラウド化が本質的に有するリスク要因を逆手に取って、同社の差別化要因・強みに変えて成長につなげようということだ。クラウド化の最大のリスク要因は通信障害だ。有効なインターネット環境の存在を前提としているためだ。このリスクを回避するためにはオンプレミスとクラウドをハイブリッドで利用可能なシステム構成が必要となる。この時の最大のポイントはコストだ。そもそも、オンプレミスからクラウドに基盤システムを移行する大きな理由がコストダウンにある。したがってオンプレミスとのハイブリッド化においては、リスク回避やBCP (Business Continuity Plan の略。事業継続計画と訳される) のためのコストとして正当化されるほどに小さくしなければならない。この技術、ノウハウを確立できれば受注拡大の大きな武器になると考えられる。

## 2. エモーショナルシステム事業の成長戦略

エモーショナルシステム事業の成長戦略に関して同社は、3つの重点取り組みポイントを挙げている。すなわち、1) 4D 王の新規分野への拡販、2) 海外展開、3) イベント、コンテンツ利用の事業としての拡充、の3点だ。

新規分野とは、伝統的・従来型市場であるレジャー施設（遊園地、テーマパークなど）以外のあらゆる市場と考えられる。前述のように、同社はレジャー施設への販売については泉陽興業と業務提携して独占販売権を付与しているため、同社自身がレジャー施設以外の新規分野への拡販を図るのはごく自然な流れといえる。

新規分野のうち、博物館や科学館といった文化施設への拡販に関しては、2018年7月に、福岡市科学館クリエイティブスペースの企画展示コンテストで同社の4D王が大賞を受賞したことが大きな弾みになると期待される。VRコンテンツの有用性はアミューズメント系に限定されるわけではなく、知育系や教養系のコンテンツもまたVRで感動や教育効果を高められ、この点の認知度が高まれば4D王の文化施設への販売に弾みがつくと考えられる。新規分野への実際の販売に際しては、レジャー施設同様、代理店を活用して行うことになると思われる。

新規分野についてはこれ以外にも、防災施設や一般企業、観光振興施設等、様々なものが考えられる。これらの施設におけるコンテンツは、当然ながら特注品ということになる。そうしたコンテンツの制作もまた、エモーショナルシステム事業の収益機会となり、業容拡大の重要な一角を担う可能性があると思われ、弊社ではみている。

海外展開については、現状はベトナムと台湾で導入実績がある。同社の4D王は日本のみならず米国・台湾・インドの3か国でも特許を取得している。したがって今後の海外展開では特許を取得している米国やインドでの展開が当面のターゲットになるとみられる。同社の業容やエモーショナルシステム事業に関わる社員数（2019年7月末現在で4名）を考慮すれば、海外展開において販売代理店を活用することになると考えられ、まずはそうした代理店を確保するところからの事業開始になると考えられる。その意味では国内の事業展開よりも時間を要する可能性があるかと弊社ではみている。

4D王のイベント・コンテンツ利用の拡充に関しては、様々なケースが考えられるが、最も典型的なものは、可搬型の4D王設備を活用したレンタル事業の展開と考えられる。設置面積に応じて複数のサイズが用意されており、ニーズに合わせた対応が可能となっている。商業施設の集客装置として期間限定での開設などが典型的なケースとみられるが、これもコンテンツの制作や営業・販売ルートの確立を含めてこれからの今後の進捗が待たれるところだ。

## ■ 業績動向

### 1. 2019年9月期第3四半期決算の概要

同社の2019年9月期第3四半期決算は、売上高1,222百万円、営業利益121百万円、経常利益112百万円、当期利益122百万円で着地した。同社は2018年9月期の第3四半期決算を作成していないため、前年同期比較はない。

#### 2019年9月期第3四半期決算の概要

(百万円)	18/9期		19/9期			
	通期	前年同期比	3Q累計	進捗率	通期(予)	前期比
売上高	1,485	-6.7%	1,222	69.0%	1,772	19.3%
売上総利益	386	-13.3%	406	73.4%	554	--
販管費	361	6.4%	284	70.5%	404	--
営業利益	24	-76.9%	121	81.3%	150	516.9%
営業利益率	1.6%		10.0%	--	8.5%	--
経常利益	14	-83.9%	112	92.2%	122	751.3%
当期利益	-87	--	122	97.2%	126	--

注：進捗率は2019年9月期通期予想に対する第3四半期決算の割合

出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書及び2019年9月12日付リリースよりHS証券作成

前年同期比較がないため進捗率（2019年9月期通期予想に対する第3四半期累計決算の割合）を見ると、売上高は69.0%と75%（4分の3）を若干下回っているが、営業利益は80%超、経常利益と当期利益は共に90%超と、75%を大きく上回っている。したがって、当第3四半期決算については、順調な決算だったものと弊社では評価している。

各セグメントの状況は以下の通りだ。

### (1) セキュアクラウドシステム事業

セキュアクラウドシステム事業は、売上高 1,114 百万円、営業利益 256 百万円で着地した。企業の IT 投資需要が旺盛な中で、順調に販売を伸ばした。中心のプラットフォーム分野は、技術者の強化・育成を図って大口パートナー（元請け企業）との関係強化に努めたことで、主力商材の Citrix 製品販売が大幅増となった。また、中堅企業による社内システムをクラウドサービスへと刷新を図る需要も旺盛で、同社は中堅企業顧客数を順調に拡大させた。

### (2) エモーショナルシステム事業

エモーショナルシステム事業は売上高 108 百万円、営業利益 12 百万円となり、2018 年 9 月期の営業損失から黒字を回復した。中心商品である 4D 王の新規販売が好転したほか、リブレース販売も計画通りに進捗したことで売上高が 2018 年 9 月期から大きく回復した。2018 年に福岡市科学館の「クリエイティブスペースプロデュースコンテスト」で大賞を受賞したことを契機に、博物館・科学館などの文化施設を新市場と位置付けて営業力及び代理店ネットワークの強化を図ったことが奏功した。

#### 事業セグメント別内訳

(百万円)		18/9期		19/9期		
		通期	前期比	3Q累計	進捗率	通期(予)
売上高	セキュアクラウドシステム事業	1,466	4.2%	1,114	67.7%	1,646
	エモーショナルシステム事業	19	-89.5%	108	86.7%	125
	調整額	0	--	0	--	0
	売上高合計	1,485	-6.7%	1,222	69.0%	1,772
営業利益	セキュアクラウドシステム事業	303	16.6%	256	71.8%	358
	エモーショナルシステム事業	-122	--	12	--	-4
	調整額	-156	--	-147	--	-204
	営業利益合計	24	-76.9%	121	81.3%	150
営業利益率	セキュアクラウドシステム事業	20.7%	--	23.1%	--	21.7%
	エモーショナルシステム事業	--	--	11.8%	--	-3.2%
	全社	1.6%	--	10.0%	--	8.5%

所：新株発行並びに株式売出届出目論見書及び 2019 年 9 月 12 日付リリースより HS 証券作成

### 2. 2019 年 9 月期見通し

2020 年 9 月期通期について同社は、売上高 1,772 百万円（前期比 19.3%増）、営業利益 150 百万円（同 516.9%増）、経常利益 122 百万円（同 751.3%増）、当期利益 126 百万円（前期は 87 百万円の当期損失）を予想している。

2019年9月期通期見通しの概要

(百万円)	18/9期		19/9期			
	通期	前年同期比	3Q累計	4Q(予)	通期(予)	前期比
売上高	1,485	-6.7%	1,222	549	1,772	19.3%
売上総利益	386	-13.3%	406	147	554	--
販管費	361	6.4%	284	119	404	--
営業利益	24	-76.9%	121	28	150	516.9%
営業利益率	1.6%		10.0%	5.1%	8.5%	--
経常利益	14	-83.9%	112	9	122	751.3%
当期利益	-87	--	122	3	126	--

注:4Q(予)の値は会社側の通期予想から第3四半期累計実績を引いた値で、通期予想達成に必要な所要額の意

出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書及び2019年9月12日付リリースよりHS証券作成

今通期の売上高予想 1,772 百万円に対して、上述のように、第 3 四半期までの進捗は 69% となっている。第 4 四半期 (2019 年 7-9 月期) だけで残りの 31%を達成するのはハードルが高いようにも見えるが、その点は懸念する必要はないと考えている。理由は業績の季節性だ。日本企業の多くは 3 月決算であり、IT 投資の納品 (すなわち同社のセキュアクラウドシステム事業の売上計上) は中間期及び年度の期末に当たる 3 月と 9 月に集中する傾向がある。

また、同社の 2 つのセグメントはいずれも、受注ビジネスだ。それゆえ、第 3 四半期の終了時点では、次の第 4 四半期の売上動向についても受注残高から大方の予想がつく状況にあると考えられる。したがって、今通期の売上高予想である 1,772 百万円を達成する可能性は高いと弊社ではみている。

一方利益面では、第 3 四半期累計期間の進捗率が高かったことから、通期予想達成のために必要な第 4 四半期の利益水準が大幅に低下している。通期予想のために必要な今第 4 四半期の所要営業利益は 28 百万円となっている。前年同期比較はできないが、営業利益率の比較が参考になろう。今第 4 四半期の所要売上高と所要営業利益から導かれる営業利益率は 5.1%となる。これは今第 3 四半期累計期間の営業利益率 10.0%の約半分だ。事業環境において、第 3 四半期までと第 4 四半期との間に大きな変化は生じていないとみられるため、営業利益 (及びそれ以下の各利益項目) についても通期予想が達成される可能性は高いと弊社ではみている。

リスク要因としては、同社が属する IT 業界にしばしばみられる赤字プロジェクトの発生がある。受注時の費用見積もりと実際に発生した費用に差が生じた場合、プロジェクトが赤字になる可能性がある。第 4 四半期は前述のように需要期にあたり、売上計上の件数が増加することに加え、相対的に大型の案件の売上計上も想定されるため、そうしたなかで赤字プロジェクトが発生した場合には通期業績に大きな影響を与える可能性があることをリスク要因として想定しておくべきであろう。



2019年9月期予想の事業セグメント別詳細

(百万円)		18/9期	19/9期			前期比
		通期	3Q累計	4Q(予)	通期(予)	
売上高	セキュアクラウドシステム事業	1,466	1,114	531	1,646	12.3%
	エモーショナルシステム事業	19	108	16	125	539.5%
	調整額	0	0	0	0	--
	売上高合計	1,485	1,222	549	1,772	19.3%
営業利益	セキュアクラウドシステム事業	303	256	101	358	18.0%
	エモーショナルシステム事業	-122	12	-16	-4	--
	調整額	-156	-147	-56	-204	--
	営業利益合計	24	121	28	150	516.9%
営業利益率	セキュアクラウドシステム事業	20.7%	23.1%	19.0%	21.7%	--
	エモーショナルシステム事業	--	11.8%	--	-3.2%	--
	調整額	--	--	--	--	--
	全社	1.6%	10.0%	5.1%	8.5%	--

注：4Q（予）の値は会社側の通期予想から第3四半期累計実績を引いた値で、通期予想達成に必要な所要額の意

出所：新株発行並びに株式売出届出目論見書及び2019年9月12日付リリースよりHS証券作成

## ■ 株価バリュエーション

同社は2019年9月12日に福岡証券取引所Q-Boardに株式を上場した。初値は1,950円で上場初日は1,605円で取引を終えている。9月12日終値に基づく株価バリュエーションはPER14.8倍、PBR50.8倍となっている。上場して日が浅く、過去の財務情報も限定されているため目標株価の算出は見送るが、同業他社との株価バリュエーション比較が株価判断の1つの手がかりになると考えられる。

その同業他社であるが、企業のITシステム構築を手掛ける企業は数多くあるが、企業規模が大きく異なるため、比較対象としては適切ではないものが多い。そのなかで業容と業態の両方が類似している企業にサーバーワークス(4434)がある。そのサーバーワークスはPER35.1倍、PBR4.7倍で取引されている(9月12日終値ベース)。

両社のPERの比較では同社が割安に取引されているように見えるが、他方、PBRでは大きな開きがある。同社は2018年9月期の当期損失の計上で、一株当たり純資産が大きく減少し、2018年9月期末の自己資本比率は4.3%にまで低下した。同社とサーバーワークスの両社はIT業界に属していることや成長市場で事業を展開しているため、成長ステージにある企業とのイメージを強く持たれていると考えられる。したがって株価バリュエーションではPERがまず用いられ、PBRや自己資本比率はそれを補完する形で用いられると推測される。したがって、現状の15倍程度のPERは財務体質によるPERディスカウントの結果という解釈が可能だ。

しかしながら、同社の自己資本比率や純資産額は足元で急速に改善している。2019年9月期第3四半期末時点では自己資本比率は23.8%に改善し、純資産額は159百万円と、2018年9月期末の36百万円から約4.4倍に拡大した。2019年9月期の本決算を経て同社の財務体質の改善について認知が進めば、PERディスカウントの解消につながる可能性があると思われ、弊社では考えている。

その他、事業内容は必ずしも同じではないものの、IT領域の中から参考までにいくつかの企業をピックアップした。企業のITシステム構築を行っている企業の1つに電算システム(3630)がある。この企業は事業の約半分が収納代行サービスである点に注意が必要だ。システムディ(3804)はIT基幹システム高知ではなく、業務特化型のアプリケーションソフトの開発が業務内容だ。クラウド化に注力している点と、業容が同社と重なる程度だ。スターティア(3393)は企業のITシステムのサポートを業務内容の1つにしている。しかしここが手掛けるのは社員数人の小企業やSOHO事業者などが中心で、サービス内容や技術力の点で同社とは異なる。

バリュエーション比較表

会社名	PBシステムズ	サーバーワークス	電算システム	システムディ	スターティア
コード	4447	4434	3630	3804	3393
予想決算期	19/9期	20/2期	19/12期	19/10期	20/3期
株価(注1)	円 1,605	5,530	2,885	719	518
予想PER	倍 14.8	35.1	23.0	15.7	18.3
実績PBR	倍 50.8	4.7	3.0	1.9	1.1
予想配当利回り	% 0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.7%
予想EPS	円 108.20	157.67	125.51	45.79	28.32
実績BPS	円 31.62	1,165.54	963.54	369.13	473.95
予想年間配当	円 0.00	0.00	27.00	7.00	9.00

注1:2019年9月12日終値

出所:HS証券作成

## ■ 株主還元

同社は株主還元を重要な経営課題の一つと位置付けているが、同時に経営体質の強化と将来の事業展開のための内部留保の充実に重点を置く必要があるとの考えから、当面は利益配当を実施しない方針を明らかにしている。

将来的には株主への利益還元を実施する方針であるが、配当実施の可能性や実施の時期等については未定だ。

なお、剰余金の配当については期末配当の年1回を基本方針としており、その決定機関は株主総会となっている。また、同社は毎年3月31日(中間期末)を基準日として中間配当ができる旨を定款で定めている(決定機関は取締役会)。

損益計算書

(百万円)	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	
					3Q累計	通期(予)
売上高	1,136	1,323	1,591	1,485	1,222	1,772
前期比	28.4%	16.5%	20.3%	-6.7%	--	19.3%
売上総利益	--	--	445	386	406	--
売上高売上総利益率	--	--	28.0%	26.0%	33.3%	--
販管費	--	--	339	361	284	--
売上高販管費率	--	--	21.4%	24.3%	23.3%	--
営業利益	--	--	105	24	121	150
前期比	--	--	160.1%	-76.9%	--	516.9%
売上高営業利益率	--	--	6.6%	1.6%	10.0%	8.5%
経常利益	22	26	89	14	112	122
前期比	--	16.9%	234.6%	-83.9%	--	751.3%
当期利益	23	47	91	-87	122	126
前期比	--	105.4%	90.1%	--	--	--
分割調整後EPS(円)	24.67	50.18	78.71	-75.33	105.60	108.20
分割調整後配当(円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
分割調整後BPS(円)	-128.02	28.23	106.95	31.62	--	--

注：予想は会社予想

貸借対照表

(百万円)	17/9期	18/9期	19/9期3Q
流動資産	532	803	573
現預金	135	369	294
売上債権	338	378	188
その他	59	56	91
固定資産	173	45	94
有形固定資産	5	14	13
無形固定資産	156	19	34
投資等	12	11	45
繰延資産	0	0	0
資産合計	705	848	667
流動負債	371	512	287
支払債務	185	339	82
短期借入金等	73	71	82
その他	113	102	123
固定負債	210	299	220
長期借入金等	208	298	220
その他	2	1	0
株主資本	123	36	159
資本金	99	99	99
資本剰余金	99	99	99
利益剰余金	-74	-161	-38
その他包括的利益類型額	0	0	0
純資産合計	123	36	159
負債・純資産合計	705	848	667

キャッシュフロー計算書

(百万円)	17/9期	18/9期
営業活動によるキャッシュフロー	158	171
投資活動によるキャッシュフロー	-74	-25
財務活動によるキャッシュフロー	-113	87
現預金換算差額等	0	0
現預金増減	-29	233
期首現預金残高	158	129
期末現預金残高	129	362

#### 【ご投資にあたって】

当社にてお取引をされる場合、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大1.0476%(税抜き)(ただし約定代金の1.0476%に相当する額が3,000円(税抜き)に満たない場合は3,000円(税抜き))の委託手数料をご負担いただきます。

また、株式相場、金利水準、為替相場等の価格の変動及び有価証券の発行者の信用状況の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれがあります。

なお、信用取引などを行う場合は、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額がおお客様の差し入れた委託保証金などの額を上回るおそれがあります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書をよくお読みください。

#### 【免責事項】

■当社は当該会社の募集及び売り出しの主幹事会社です。

■本レポートは、当社と作成者であるアナリストとの契約に基づき、アナリストよりレポートの提供を受けることに対して個別に対価を支払っています。

■本レポートは当社がアナリストに対象会社を指定して作成を依頼したものです。

■本レポートに記載された意見及び予想は、作成日時点におけるアナリストの判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。

■本レポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されたものですが、当社はその正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

■本レポートに基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社は理由の如何を問わず責任を負いません。

■本レポートは、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定はお客様自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、当社の事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

#### 【利益相反情報について】

■当社は当該会社の募集並びに売り出しの主幹事会社であります。

■当社および関係会社又はその役職員は、本資料に記載された証券についてポジションを保有している場合があります。また、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他のサービス提供の勧誘を行う場合があります。

■当社の役員(会社法に規定する取締役、監査役又はこれに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼務しております。

:澤田ホールディングス、エイチ・アイ・エス、クリーク・アンド・リバー社

(商号等)           エイチ・エス証券株式会社金融商品取引業者関東財務局長(金商)第35号  
(加入協会)       日本証券業協会