

シエヌエス(TYO:4076)

利益成長と資本配分が動き始めた。現金の陰に隠れた事業価値を見直す局面。

投資判断

投資判断を強気へ引き上げる。会社計画の達成には検証すべき点が残るものの、現在の株価は利益成長と資本効率を過小評価している。

株式会社シエヌエスは、生成AI、ServiceNow、クラウド基盤、金融システム、ERP、上流コンサルティングを手掛ける独立系ITサービス企業である。2026年5月期は売上高77.74億円、営業利益6.85億円となり、前期比11.0%増収、23.4%営業増益を達成した。営業利益率は7.9%から8.8%へ改善し、先行投資と本社移転費用を吸収しながら利益の伸びが売上の伸びを上回った。2027年5月期は売上高92.78億円、営業利益9.66億円、営業利益率10.4%を計画している。会社計画の営業利益成長率は40.9%であり、案件構成の見直し、強化ビジネスの拡大、生成AIの全社活用による生産性向上を前提とする。

今回、投資判断を引き上げる理由は三つある。第一に、前回の四半期アップデートで確認条件としたテクノロジーソリューション事業の高収益成長が通期でも続いた。売上高は35.79億円、売上総利益は10.34億円となり、ともに前期比27%台で増加した。生成AI案件、次世代キャッシュレス決済プラットフォーム、ServiceNowの新規案件が成長を支え、売上総利益率も28.9%を維持した。第二に、コンサルティング事業では、エンドユーザーとの直接取引と上流工程へのシフトが収益性を押し上げた。売上高はほぼ横ばいだったが、売上総利益は26.5%増え、売上総利益率は34.2%まで上昇した。第三に、これまで最も不足していた資本配分の説明が前進した。会社は成長投資を最優先とし、M&A関連で20億円の投資枠を示したうえで、累進配当、次期中期経営計画での還元方針、株主構成の最適化と株式流動性の向上を検討する方針を示した。

株価1,720円、予想EPS233.7円に基づく予想PERは7.4倍である。2026年5月期末の現金及び預金37.87億円からリース債務を控除した保守ベースのネットキャッシュは37.82億円であり、時価総額約50.0億円の約76%を占める。ネットキャッシュ控除後の事業価値は約12.2億円、予想純利益6.79億円に対するネットキャッシュ調整後のPERは約1.8倍である。現在の株価では、一株当たり約1,301円がネットキャッシュで裏付けられ、年間233.7円の予想EPSを生む事業が残りに約419円で評価されている計算になる。事業価値がほとんど評価されていない状況とみてよい。

強気判断は、2027年5月期会社計画の全面達成を前提としていない。三事業のうち、ビジネスソリューション事業は売上総利益を前期比57.9%増やし、売上総利益率を17.9%から23.0%へ引き上げる計画であり、達成難度は高い。ERP受注の伸び悩み、案件長期化、既存金融案件の縮小が続けば、営業利益9.66億円には届かない可能性がある。しかし、営業利益が8.5億円から9.0億円程度にとどまっても、ネットキャッシュ控除後の事業価値は依然低い。下振れを一定程度織り込んだうえでも、株価と企業価値の差は大きい。

三法による適正株価は、PBR法の中央値が約2,160円、DCF法が約4,600円、ROIC法が約2,820円となる。DCFはネットキャッシュの比重が大きいため高い評価となり、そのまま目標株価として用いるのは慎重であるべきだが、PBR法とROIC法でも現在株価を上回る。投資判断で用いる現実的な中心レンジは2,200円から3,200円、三法の中央値は約2,820円とする。株価1,720円から中央値までの上昇率は約64%である。まずは決算後の株価上昇に伴う反動や、会社計画の進捗確認を待つ売りが出る可能性があるが、中長期では利益成長、増配、資本配分の具体化が株価の評価を切り上げると考える。

ベーシックレポート

情報・通信

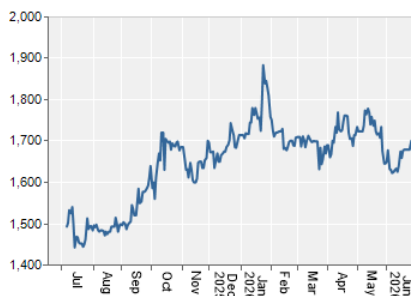
2026年7月27日

株価(7/24)

1,803円

52週高値/安値	1,444/1,895 円
1日出来高(3ヶ月)	2.7 千株
時価総額	52.4 億円
企業価値	15.6 億円
PER(27/5予)	7.7 倍
PBR(26/5実)	1.2 倍
予想配当利回り(27/5)	3.9 %
ROE(26/5実)	14.2 %
営業利益率(26/5実)	8.8 %
ベータ(5年間)	0.43
発行済株式数	2.906 百万株
上場市場	東証グロース

株価



当レポート(投資レポート)は、株式会社シエヌエスの依頼を受けて作成しております。詳しくは、最終ページのディスクレームを参照ください。



1. 会社概要と企業価値形成の仕組み

シイエヌエスは1985年設立の独立系ITサービス企業である。大手SIer、金融機関、流通企業などの長期取引を基盤に、要件定義、設計、開発、導入、運用を一貫して提供する。2026年5月期から事業区分をテクノロジーソリューション、ビジネスソリューション、コンサルティングの三つに再編した。会計上はシステムエンジニアリングサービス事業の単一セグメントであるが、事業運営上は三事業の役割が異なる。

テクノロジーソリューション事業は成長と高い売上総利益率を担う。生成AI、ServiceNow、システム基盤、クラウド活用を中心とし、先端技術を顧客の業務へ実装する。ビジネスソリューション事業は金融機関向けシステム、U-Way、ERP導入を担い、既存顧客との継続取引と運用保守を収益基盤とする。コンサルティング事業はDX戦略、業務改革、デジタル人材育成、AI活用推進を担い、上流工程とプライム案件を増やす入口となる。三事業を一体で運営することで、コンサルティングが顧客課題を発見し、テクノロジーとビジネスの両事業が実装と継続支援を担う構造を目指している。

会社が企業価値を高めるうえで重要なのは、単にエンジニア数と稼働人数を増やすことではない。強化ビジネスの売上、プライム売上高、売上総利益率、生産性を同時に高める必要がある。2026年5月期の強化ビジネス売上は20.80億円まで増え、2024年5月期の10.25億円から約2倍となった。プライム売上高は16.32億円から27.17億円へ増え、プライム売上比率も24.5%から35.0%へ上昇した。受託開発中心の企業から、高付加価値の提案と標準化されたサービスを組み合わせる企業への移行は進んでいる。

自社サービスU-Wayは、Oracle Cloud Infrastructureを活用したクラウド導入・運用支援を標準化する取り組みである。株式会社ワッツの導入事例では、属人化の解消、開発工数の削減、保守性と拡張性の向上を実現した。個別受託の知見を再利用可能なサービスへ変えることができれば、案件ごとの立ち上げ負担を抑えながら売上総利益率を改善できる。

2. 2026年5月期実績と前回判断の検証

2026年5月期は増収増益となり、利益率も改善した。売上高77.74億円、売上総利益19.03億円、営業利益6.85億円、経常利益7.25億円、親会社株主に帰属する当期純利益5.90億円である。売上総利益率は24.4%から24.5%へ、営業利益率は7.9%から8.8%へ上昇した。純利益には税効果会計の見直しによる一時的な増益が含まれるため、基礎的な利益成長を評価する際は営業利益を重視する。

営業利益の増加額1.30億円は、売上総利益の増加額1.96億円が販管費の増加額0.66億円を上回ったことで生じた。ERP関連投資、本社移転に伴うシステム導入、設備取得、家賃などが費用を押し上げた一方、採用費は計画を下回った。利益改善を採用費の未消化だけで説明するのは適切ではなく、高粗利案件の増加が中心である。ただし、採用難による費用未消化は翌期の人材確保を容易にするものではなく、供給力の制約として残る。

前回の四半期アップデートでは、2026年5月期の再修正計画について達成可能性が高いと判断した。しかし、実績売上高は再修正予想82.53億円に対して94.2%の達成にとどまった。案件獲得の伸びが想定を下回り、年度末の案件需要も例年より低調だった。加えて、会社は低収益案件からの撤退を進めた。前回の売上見通しは楽観的であり、案件獲得と年度末需要を過大に見積もっていたことを認める必要がある。

一方、営業利益は再修正予想7.10億円に対して6.85億円となり、未達幅は0.25億円にとどまった。売上高が約4.8億円下回ったにもかかわらず、営業利益率は再修正予想8.6%を上回る8.8%となった。低収益案件から撤退しながら利益率を改善したことは、売上未達とは分けて評価したい。会社は売上規模だけでなく、案件構成と採算を重視する段階へ移っている。

前回の投資判断で条件とした項目のうち、テクノロジーソリューション事業の高収益成長、コンサルティング事業の利益率改善、資本配分の具体化は前進した。一方、ビジネスソリューション事業の採算回復と高度プロフェッショナル人材の確保は未達である。投資判断の引き上げは、全ての課題が解消したからではなく、改善した項目が株価に反映されておらず、残る課題を考慮しても評価不足が大きいと判断したためである。



3. 三事業の役割、主要KPI、2027年5月期計画

・テクノロジーソリューション事業

2026年5月期の売上高は35.79億円、売上総利益は10.34億円、売上総利益率は28.9%だった。生成AIを中心に案件が拡大し、売上高と売上総利益はともに前期比27%台で増えた。大手SIer向けの生成AIアセット開発を背景としたAIツール開発、次世代キャッシュレス決済プラットフォーム、既存顧客の体制拡大が牽引した。ServiceNowでは大規模案件が一巡したが、新規案件を獲得している。

企業価値形成における役割は、売上成長と高い売上総利益率の両立である。主要KPIは、生成AI売上、ServiceNow売上、新規案件数、既存顧客の体制人数、売上総利益率である。AI売上は2025年5月期1.18億円から2026年5月期4.16億円へ増え、ServiceNow売上は7.40億円から8.01億円へ増加した。生成AI案件が一社の特定プロジェクトに偏らず、複数顧客と複数用途へ広がるかが重要である。

2027年5月期計画は売上高41.13億円、売上総利益11.77億円である。売上高14.9%増、売上総利益13.8%増を見込み、売上総利益率は28.6%を計画する。会社計画には生成AI案件の拡大が織り込まれている。上振れ要因は、生成AIアセットの横展開、ServiceNowの大型案件、NTQ Solutionとの連携による供給力拡大である。下振れ要因は、大口顧客の開発計画変更、AI案件の終了、BP単価上昇、ServiceNow案件の谷間である。次回決算では、AI売上の前年同期比、ServiceNow売上、売上総利益率28%台の維持を確認する。

・ビジネスソリューション事業

2026年5月期の売上高は34.60億円、売上総利益は6.18億円、売上総利益率は17.9%だった。金融機関向け案件とU-Wayは堅調だったが、顧客都合による案件縮小、一部案件の長期化、ERP事業の人材育成とスキル習得の費用先行により、売上総利益は前期比11.1%減少した。前期待望した採算回復は実現しなかった。

企業価値形成における役割は、既存顧客との長期取引、運用保守、標準化サービスによる収益基盤の形成である。主要KPIは、ERP受注高、ERP売上、有資格者数、U-Way売上、金融向け案件の体制人数、不採算案件数、売上総利益率である。ERPは案件獲得までの営業期間が長く、資格取得と体制構築が先行するため、売上が立ち上がらない期間は利益を圧迫する。会社は2027年5月期にERP組織を変更し、オラクルとのアライアンスを活用して案件獲得を進める。

2027年5月期計画は売上高42.42億円、売上総利益9.75億円である。売上高22.6%増、売上総利益57.9%増、売上総利益率23.0%を見込む。全社の売上総利益増加額5.82億円のうち、約3.57億円をこの事業が担う計画であり、会社計画の達成を左右する。ERP大型案件、U-Way Liteの複数顧客展開、低収益案件からの撤退が進めば上振れが期待できる。一方、ERP受注の再遅延、立ち上げ人員の低稼働、金融案件の縮小、案件長期化が下振れ要因となる。次回決算では売上総利益率が20%台へ戻るか、ERPの受注と売上が具体的に増えるかを最優先で確認する。

・コンサルティング事業

2026年5月期の売上高は7.35億円、売上総利益は2.51億円、売上総利益率は34.2%だった。売上高は前期比0.6%減ったが、売上総利益は26.5%増加した。SES案件からエンドユーザーとの直接取引へ軸足を移し、医療、建設、製造業向けの上流案件を獲得したことが寄与した。

企業価値形成における役割は、売上規模そのものより、顧客課題の発見、直接取引の拡大、他事業への案件創出である。主要KPIは、プライム売上高、プライム売上比率、案件単価、コンサルティング案件から開発案件へつながった売上、売上総利益率である。プライム売上高は2024年5月期16.32億円から2026年5月期27.17億円へ増え、プライム売上比率は24.5%から35.0%へ上昇した。

2027年5月期計画は売上高9.21億円、売上総利益3.33億円、売上総利益率36.1%である。上流工程と直接取引の増加を前提とする。上振れ要因は、コンサルティング案件がテクノロジーとビジネスの開発案件へ広がることである。下振れ要因は、高単価人材の不足、案件の小規模化、営業期間の長期化である。次回決算では、プライム売上比率、売上総利益率35%前後の維持、他事業への案件展開を確認する。



4. 成長戦略、供給力、M&A

会社は中期経営計画の基本方針として、エンパワーメントの促進とイノベーションの醸成を掲げる。五つの戦略は、事業基盤の強化、新たな顧客獲得による事業規模拡大、ソリューションの拡充による市場拡大、新たな需要創出に向けた提案力の強化、社会課題を起点としたビジネスの創出である。2026年5月期は、オラクルとの協業、NTQ Solutionとの連携、新規顧客への提案、生成AI案件、全社横断の提案体制で進展があった。一方、高度プロフェッショナル人材の採用、ERP受注、協業サービスの事業化には課題が残った。

人材面では、採用環境の悪化を受け、社内人材とビジネスパートナー（BP）を組み合わせで成長を支えている。CNS単体のエンジニア数は2025年5月期242人から2026年5月期238人へ減少した一方、BPの月間平均稼働人数は369人から396人へ増えた。BP活用は案件拡大に柔軟に対応できる反面、単価上昇、品質管理、知見の社内蓄積という課題を伴う。売上成長がBP人数の増加だけに依存すると利益率改善は難しいため、プライム案件、強化ビジネス、生成AIの社内活用による一人当たり売上総利益の改善が必要になる。

2027年5月期は、生成AIの全社活用による生産性向上、低収益案件から強化ビジネスへの人材シフト、ERP組織の変更、全社バリューチェーンの強化、SIで得た知見のサービス化を進める。生成AIの全社活用は、顧客向け売上だけでなく、開発、テスト、文書作成、提案準備などの内部生産性に効く可能性がある。会社計画の営業利益率10.4%を達成するには、売上構成の改善と内部生産性の両方が必要である。

M&Aは、余剰現金を企業価値へ転換する重要な手段となる。会社はM&A関連で20億円の投資枠を示した。対象として考えやすいのは、生成AI、Oracle ERP、ServiceNow、上流コンサルティングの人材と顧客基盤を持つ企業である。M&Aによって不足人材を確保し、既存顧客へ新たなサービスを提供できれば、採用だけに依存せず成長速度を高められる。反面、現在の事業規模に対して20億円は大きく、買収価格、のれん、統合、主要人材の離職がリスクとなる。会社には、対象領域、投資回収基準、想定ROIC、統合責任者を説明することが求められる。現金を使うことなく、資本コストを上回る収益を得ることが株主価値につながる。

5. 財務、キャッシュフロー、ROIC、資本配分

2026年5月期末の総資産は58.57億円、自己資本は43.32億円、自己資本比率は74.0%である。オフイス移転に伴い有形固定資産が増えたが、財務安全性は高い。現金及び預金は37.87億円であり、借入金は無い。リース債務は流動分0.01億円、固定分0.04億円にとどまる。ネットキャッシュは借入金控除ベースで37.87億円、リース債務を含めた保守ベースで37.82億円である。2025年5月期末の保守ベース約36.59億円から約1.23億円増えた。

営業キャッシュフローは5.80億円、投資キャッシュフローはマイナス2.99億円、フリーキャッシュフローは2.80億円だった。本社移転に伴う有形固定資産取得4.05億円を行いながらフリーキャッシュフローを確保し、現金同等物は増加した。過去の同社は営業キャッシュフローを継続的に生み、設備投資負担も比較的小さかった。2026年5月期は移転投資で投資キャッシュフローの支出が増えたが、事業のキャッシュ創出力は維持された。

ROICは14.2%と試算する。分子は2026年5月期の親会社株主に帰属する当期純利益5.91億円、分母は期首と期末の自己資本と長期リース債務を合計した投下資本の平均約41.50億円である。純利益には税効果会計の見直しによる一時的な増益が含まれるため、14.2%をそのまま持続可能な水準とみなすべきではない。しかし、営業利益率の改善と資本回転を考慮すると、前年の約11%から資本効率が悪化した方向は確認できる。2027年5月期は純利益6.79億円を計画しており、自己資本の増加を考慮してもROICは高い水準を維持する可能性がある。

配当は2026年5月期に普通配当55円と特別配当6円の合計61円となり、2027年5月期は70円を予想する。会社は配当性向30%以上を目安とする累進配当を続ける。予想配当利回りは4.1%であり、株価の下値を支える。もっとも、年間6億円前後の利益と37億円を超えるネットキャッシュを持つ企業として、配当だけでは資本効率の改善速度は遅い。成長投資、M&A、配当、自己株取得の優先順位と最低現金保有水準を次期中期経営計画で示すことが望ましい。

6. 株主構成と株式流動性

株主構成は、創業者、経営陣、従業員持株会、取引先による安定保有が多い。FactSet データによれば、把握可能な株主の保有比率は66.4%、浮動株比率は33.76%である。元会長（現取締役）の保有比率は34.58%、社長は6.13%、従業員持株会は4.44%である。NTTデータグループやコープさっぽろも株主であり、取引関係と資本関係が重なる。



安定株主が多いことは、短期的な株価変動に左右されず、人的資本や新規事業へ投資しやすい点でプラスである。経営陣と株主の利害も一定程度一致する。一方、株式市場で売買可能な株式が少なく、一日の出来高も小さいため、機関投資家は大きな金額を投資しにくい。機関投資家保有は限定的であり、利益が伸びても新たな買い手が増えにくい。流動性の低さはPERとPBRの割引要因となっている。

会社は株主構成の最適化と流動性向上を検討する方針を示した。具体策としては、株式分割、IR対象投資家の拡大、主要株主による一部売出しなどが考えられる。株式分割だけで企業価値は変わらないが、最低投資金額を下げ、個人投資家の参加を増やす効果は期待できる。大株主の売出しは短期的に需給負担となる可能性がある一方、浮動株を増やし、長期的には機関投資家が参加しやすい市場をつくる。会社が流動性を経営課題として認識したこと自体は、評価見直しに向けた前進である。

7. 株価動向と評価不足の理由

過去5年程度の株価は、業績の長期成長よりも、利益予想、配当、利益率の変化に強く反応してきた。2024年から2025年前半には記念配当と成長期待で上昇する局面があったが、2025年5月期の営業減益と営業利益率低下を受けて評価が下がった。ネットキャッシュが増えても株価は1,500円台にとどまり、現金の積み上がりだけでは株価が上がらない状況が続いた。

2026年には、1月の業績上方修正、4月の再上方修正と増配に株価が反応した。一方、U-Wayの新サービス、健康経営認定など、利益への寄与が数値で見えにくい発表への反応は限定的だった。市場は、新しい取り組みの数ではなく、営業利益、EPS、配当へつなげるかを見ている。

売上と利益が伸び、ROEも高く、キャッシュフローを毎期生んでいるにもかかわらず、株価が格安に放置されている理由は五つある。第一に、2025年5月期の減益により利益成長の安定性への信頼が低下した。第二に、人月型の受託開発企業という認識が残り、U-Way、生成AI、ServiceNow、プライム案件の再現性が十分理解されていない。第三に、2026年5月期は二度の上方修正後も売上高が未達となり、2027年5月期計画にも慎重な見方がある。第四に、現金の活用方針が長く不明瞭で、資本効率の改善が進まなかった。第五に、株式流動性が低く、企業価値の評価を担う新たな投資家が入りにくい。

7月13日の決算発表後に株価が顕著に上昇した理由は、2027年5月期営業利益40.9%増、営業利益率10.4%、年間配当70円、2026年5月期の特別配当6円、M&A投資枠20億円、株式流動性向上への言及が同時に示されたためと考える。特に、前回まで不足していた資本配分の具体化が加わったことが重要である。低いPERから出発しているため、利益と還元の改善が確認されると、少ない売買高でも株価が大きく動きやすい。

目先では、決算直後の上昇に対する利益確定売り、第一四半期での会社計画進捗への不安、ビジネスソリューション事業の回復待ちによって株価が振れる可能性がある。中長期では、ERP受注、プライム案件、強化ビジネス、M&A、増配が株価の主なドライバーとなる。株価が一段上がるためには、割安であることだけでなく、利益成長が継続し、現金が企業価値向上へ使われることを市場に示す必要がある。

8. バリュエーションと適正株価

株価1,720円、予想EPS233.7円から予想PERは7.4倍、実績BPS1,490.8円からPBRは1.15倍、予想配当70円から配当利回りは4.1%となる。実績ROE14.2%に対してPBR1.15倍は低い。ネットキャッシュ調整後のPERは約1.8倍であり、株価は事業の利益創出力をほとんど評価していない。

株価に織り込まれたEPS期待成長率は、配当割引の簡便モデルを用い、株主要求収益率を10.0%とすると約5.9%となる。要求収益率を9.0%から11.0%とした場合は約4.9%から6.9%である。2021年5月期EPS145.51円から2026年5月期EPS203.31円までの5年CAGRは約6.9%であり、現在の株価は過去実績を上回る成長を要求していない。2027年5月期の予想EPS成長率14.9%に比べると、市場は会社計画の継続性を低く評価している。

PBR法では、BPS1,490.8円、ROE14.2%、適正PBR1.30倍から1.60倍を前提とし、適正株価を約1,940円から2,390円、中央値を約2,160円とする。下限は資本効率改善が一時的で、現金活用が進まない場合、上限はROE14%前後を維持し、資本配分が進展する場合である。

DCF法では、2027年5月期会社計画を起点に、営業利益率が中期的に10%前後で推移し、WACC7.5%から9.5%、永久成長率1.0%から2.0%、ネットキャッシュ37.82億円を前提とする。適正株価は約4,200円から5,100円、中央値は約4,600円となる。DCFはネットキャッシュが評価額の大きな部分を占めるため、会社が現金を低収益の投資に使う場合や、余剰現金に評価減を適用する場合には価値が下がる。そのため、DCF中央値を単独の目標株価としては用いない。



ROIC法では、ROIC14.2%、資本コスト8.5%から10.0%、長期成長率1.0%から2.0%を前提とする。超過収益が徐々に低下する残余利益型の評価により、適正株価は約2,430円から3,140円、中央値は約2,820円となる。ROICが資本コストを上回る状態を維持し、余剰現金を成長投資または還元へ振り向けることが前提である。

三法の中央値は、PBR法2,160円、DCF法4,600円、ROIC法2,820円である。三法中央値の中央は2,820円となる。三法全体のレンジは1,940円から5,100円と広いが、投資判断で用いる現実的な中心レンジは2,200円から3,200円とする。現在株価から中心レンジ下限まで約28%、中央値まで約64%、上限まで約86%の上昇率となる。

評価手法	主な前提	適正株価レンジ	中央値
PBR法	BPS1,490.8円、適正PBR1.30倍から1.60倍	1,940円から2,390円	2,160円
DCF法	WACC7.5%から9.5%、永久成長率1.0%から2.0%	4,200円から5,100円	4,600円
ROIC法	ROIC14.2%、資本コスト8.5%から10.0%	2,430円から3,140円	2,820円

9. リスクと次回以降の確認項目

最大の業績リスクは、ビジネスソリューション事業の計画未達である。2027年5月期は売上総利益率を約5ポイント改善する計画であり、ERP受注、低収益案件からの撤退、既存金融案件の回復が同時に必要となる。第一四半期から売上総利益率が改善しない場合、通期計画への不安が高まりやすい。

第二のリスクは人材供給である。社内エンジニア数が減少する一方、BP稼働人数は増えている。BP単価の上昇や品質管理の負担が売上総利益率を圧迫する可能性がある。採用人数だけでなく、一人当たり売上総利益、離職率、資格保有者、生成AIによる生産性改善を確認する必要がある。

第三のリスクは顧客集中と案件変動である。生成AIや決済プラットフォームの大型案件は利益成長を牽引する一方、終了や縮小時の影響も大きい。AI売上の顧客分散、案件期間、保守運用への移行を確認したい。第四のリスクはM&Aである。高値買収、のれん、統合の遅れ、主要人材の流出が生じれば、潤沢な現金が株主価値を損なう可能性がある。

次回以降の決算で確認すべき項目は、売上高と営業利益だけでは不十分である。ビジネスソリューション事業の売上総利益率が20%台へ戻るか、ERP受注と売上が具体的に増えるかを最優先で確認する。テクノロジーソリューション事業では、AI売上の前年同期比、ServiceNow売上、売上総利益率28%台の維持を確認する。コンサルティング事業では、プライム売上高、プライム売上比率、売上総利益率35%前後、他事業への案件展開を確認する。

全社では、営業利益率10%への進捗、エンジニア数、BP稼働人数、外注単価、低収益案件からの撤退効果、生成AIの全社活用による生産性向上を確認する。資本政策では、M&A候補の領域、20億円枠の利用状況、投資回収基準、株式流動性向上策、次期中期経営計画の還元方針を確認する。これらが進めば、株価は現金価値を中心にした評価から、利益成長と資本効率を評価する段階へ移る可能性がある。

10. 投資シナリオとモニタリング

投資判断を運用へ落とし込む際には、会社計画を一つの数字として受け入れるのではなく、複数の業績経路を想定した方がよい。強気シナリオでは、生成AI案件が既存大手顧客以外へ広がり、ServiceNowの新規案件が積み上がる。ビジネスソリューション事業ではERPの大型案件が立ち上がり、低収益案件からの撤退とU-Wayの標準化効果によって売上総利益率が23%前後へ回復する。コンサルティング事業ではプライム案件が開発工程へつながら、全社営業利益率は会社計画の10.4%を上回る。この場合、営業利益は10億円を超え、EPSも会社予想を上回る可能性がある。加えて、M&Aが人材と顧客基盤を補完し、累進配当と流動性改善策が進めば、株価はROIC法の上限に近づく可能性がある。

基準シナリオでは、テクノロジーソリューション事業は二桁成長を続け、コンサルティング事業の高い利益率も維持される。一方、ERPの立ち上がりは会社想定より緩やかで、ビジネスソリューション事業の売上総利益率は21%前後までの回復にとどまる。全社売上高は90億円前後、営業利益は8.5億円から9.0億円程度となり、会社計画を下回る。それでもネットキャッシュ控除後の事業価値は営業利益の約1倍台にとどまり、予想PERも一桁である。配当70円が維持されれば、株価の下値は財務と配当で支えられやすい。今回の強気判断は、この基準シナリオでも期待収益が十分に残ることを根拠としている。



慎重シナリオでは、生成AIの大口案件が縮小し、ERP受注の立ち上がり再び遅れる。低収益案件から撤退する一方で代替案件が不足し、売上高は伸び悩む。BP単価の上昇と社内人材不足によって売上総利益率が改善せず、営業利益は前期並みから小幅増益にとどまる。M&Aについても具体化が進まず、現金が積み上がり続ける。この場合、株価はPBR1倍前後まで下がる可能性がある。ただし、BPS1,490.8円とネットキャッシュ株当たり約1,301円が下値の参考となる。事業の赤字化や大規模な価値毀損投資がない限り、株価が長期間にわたり純資産を大きく下回る可能性は高くはないと考える。

第1四半期では、前年同期との比較だけでなく、会社計画に必要な事業別利益率を確認する。ビジネスソリューション事業の売上総利益率が20%を超えていれば、通期23%へ向かう初期的な進展と捉えられる。20%を下回り、ERP受注に具体的な説明がない場合は、会社計画の達成確率を引き下げる必要がある。テクノロジーソリューション事業では、生成AI売上の増加と28%台の売上総利益率が両立しているかを見る。売上が増えても利益率が低下する場合、BP依存や案件単価の低下が疑われる。

上期では、案件構成の見直しが営業利益率へ反映されるかを確認する。会社計画は通期営業利益率10.4%であるため、上期時点で9%台後半に到達していれば達成に向けた進捗は良好とみられる。上期営業利益率が8%台にとどまる場合、下期に大きな改善が必要となり、年度末案件への依存が高まる。前期は年度末需要が想定を下回ったため、会社には四半期ごとの案件開始時期と利益計上時期を平準化することが求められる。

強化ビジネス売上は、ServiceNow、U-Way、AI、ERPの合計だけでなく、各領域の売上総利益率と継続性を確認したい。AI売上が増えても一回限りの開発案件が中心であれば、翌期の比較基準が高くなる。U-Wayは導入後の運用収入、ServiceNowは保守と追加開発、ERPは導入後の継続支援へつなげるかが重要である。会社が強化ビジネスの受注残、継続売上、案件数を開示すれば、市場は成長の再現性を評価しやすくなる。

プライム売上比率は35.0%まで上昇したが、比率だけでなく採算と案件創出効果を見る必要がある。直接取引では営業、要件定義、プロジェクト管理の負担も増えるため、売上総利益率が上がらなければ企業価値への寄与は限定的である。コンサルティング事業が獲得した案件がテクノロジーまたはビジネスの売上へつながり、顧客単価と取引期間が伸びることが望ましい。会社には、プライム案件の売上総利益率、継続率、他事業への展開額を可能な範囲での開示が期待される。

資本配分では、M&Aの実行有無だけで判断しない。投資枠20億円に対し、対象企業の売上規模、営業利益率、主要顧客、人材構成、買収後の投下資本利益率を確認する。成長領域の人材獲得を目的とする場合でも、買収後に人材が流出すれば価値は残らない。株式対価を用いる場合は希薄化、現金を用いる場合はネットキャッシュの減少を考慮する必要がある。会社が投資基準として資本コスト、回収期間、買収後ROICを示せば、現金活用に対する市場の不安は下がる。

株主還元では、累進配当の継続性を利益成長と合わせて評価する。予想配当70円は配当性向30%であり、会社計画を下回っても一定の余裕がある。営業利益が計画を下回る一方でM&Aが進まない場合、自己株取得は一株当たり価値を高める手段となる。浮動株が少ないため、大規模な自己株取得は流動性をさらに低下させる可能性があるが、取得規模と消却方針を適切に設計すれば、資本効率と株主還元を両立できる。

投資家が会社に求めるのは、成長戦略の言葉を増やすことではなく、戦略と財務数値の接続である。生成AIの全社活用が一人当たり売上総利益をどの程度高めたか、低収益案件からの撤退が事業別利益率を何ポイント改善したか、ERP資格者が何件の受注へつながったか、コンサルティング案件が下流売上をいくら生んだかを示すことが重要である。これらが開示されれば、会社資料に示された戦略を投資家が利益予想へ変換しやすくなり、株価の評価も変わりやすい。

11. 株価見直しに向けた会社の課題

株価の見直しに必要な第一の条件は、会社計画の初期進捗を早い段階で示すことである。2027年5月期は営業利益40.9%増という高い計画であり、年度末に利益を集中させる説明では市場の信頼を得にくい。第一四半期と上期の段階で、強化ビジネスの売上、ビジネスソリューション事業の利益率、低収益案件からの撤退効果を示す必要がある。会社が四半期ごとの事業別売上総利益と主要KPIを継続開示すれば、投資家は計画達成の確度を早く判断できる。

第二の条件は、ERP事業の説明を案件パイプラインへ踏み込むことである。これまでの説明は、資格取得、体制整備、オラクルとの協業が中心だった。投資家が必要とするのは、案件数、提案金額、受注見込み時期、売上計上までの期間、導入後の継続収入である。守秘義務の範囲内でも、案件規模別の件数や受注残を示すことは可能である。ERP事業が会社計画の利益増加を担う以上、進捗開示の粒度を上げることが株価の評価につながる。

第三の条件は、ネットキャッシュの役割を定義することである。会社の財務安全性は高いが、現金が時価総額の四分之三を占める状態では、投資家は本業よりも資産価値を中心に株価を考える。最低限必要な運転資金、成長投資に使う資金、M&A枠、還元可能額を区分し、数年間の資本配分を示すことが望ましい。現金を維持する理由と使う条件が示されれば、余剰現金に対する評価減は小さくなる。



第四の条件は、同社が株価と資本コストを経営指標として扱うことである。ROE14%台、ROIC14%台に対してPBR1.15倍という評価は、利益の持続性、資本配分、流動性に対する市場の不安を示す。経営陣がPBRや株主資本コストを直接の目標にする必要はないが、営業利益率、ROIC、配当、投資をどのように組み合わせると株当たり価値を高めるかを説明する必要がある。

第五の条件は、IRの対象を広げることである。同社は時価総額と出来高が小さく、大手機関投資家の投資対象になりにくい。小型株を専門とする国内機関投資家、長期保有を志向する個人投資家、ITサービス企業を比較する投資家へ、強化ビジネス、プライム売上、ネットキャッシュ、資本配分を一貫した言葉で伝えることが重要である。決算説明会資料は事業KPIが充実してきたため、英語開示と個別面談を通じて投資家層を広げる余地がある。

株価が評価レンジへ近づく過程では、業績の一度の上振れより、複数四半期の再現性が重要になる。生成AI案件が続き、ビジネスソリューション事業が回復し、コンサルティング事業が下流案件を生み、資本配分が進むという連続した証拠が必要である。会社がこれらを四半期ごとに示せば、現在の予想PER7倍台は維持されにくい。反対に、説明が定性的なままで、現金の使途とERPの進捗が見えなければ、利益が増えても株価は低い評価にとどまる可能性がある。

12. 中長期の企業価値形成

中長期で企業価値を形成する中心は、売上高の拡大だけではなく、顧客との関係を上流から運用まで広げることである。コンサルティングが顧客の課題を把握し、テクノロジーソリューションが生成AI、ServiceNow、クラウド基盤を実装し、ビジネスソリューションが金融システム、ERP、U-Wayを通じて継続支援を担う。この流れが定着すれば、一つの顧客から得る売上と売上総利益が増え、営業活動の効率も高まる。三事業の連携が企業価値形成の核であり、単独事業の成長率だけでは同社の進展を捉えにくい。

2030年に向けては、売上高150億円、営業利益率12%という長期像が意識される。現在の77.74億円から売上規模を約2倍にするには、既存顧客の深耕だけでは不足し、新規顧客、標準化サービス、M&Aが必要になる。営業利益率12%を達成するには、売上の増加より速く売上総利益を増やし、販管費の伸びを抑える必要がある。U-Way、ServiceNow、ERP、生成AIの知見を再利用し、案件ごとの個別設計を減らすことが重要になる。

財務面では、現在のネットキャッシュが成長の安全網となる。景気悪化や大型案件の終了があっても、人材育成とサービス開発を継続できる。一方、現金を長期間使わなければ、自己資本が積み上がりROEは低下する。成長投資が資本コストを上回る場合は投資を優先し、適切な投資機会がない場合は配当や自己株取得へ振り向けるという規律が必要である。資本配分の柔軟性は同社の強みだが、使途が曖昧であれば株価の割引要因になる。

投資家にとって重要なのは、三年から四年先の企業像と、一年から二年で株価へ反映される材料を分けて考えることである。三年から四年では、生成AIとクラウドの実装力、ERPとU-Wayの継続収入、上流コンサルティング、M&Aによる人材補完が企業価値を決める。一年から二年では、営業利益率10%、配当70円以上、M&Aの具体化、流動性向上策が株価を動かしやすい。現在の株価は長期の成功を多く織り込んでいないため、短期の進捗確認だけでも評価が変わる可能性がある。

反対に、中長期の成長戦略が実現しても、株主価値へつながらない場合がある。高い価格で企業を買収する、低収益案件を再び増やす、BP依存で利益率が低下する、現金を過剰に保持する場合である。売上高100億円や150億円は重要な通過点だが、最終的には一株当たり利益、ROE、ROIC、フリーキャッシュフローが増えることが必要である。レポートでは売上目標の達成だけでなく、資本効率と一株当たり価値を継続的に評価する。

同社の案件は、短期の受注変動と長期の顧客関係が重なる。四半期の売上が弱い場合でも、顧客の投資延期なのか、競争力の低下なのか、低収益案件からの意図的な撤退なのかを区別する必要がある。前期の売上未達には年度末需要の弱さと撤退の両方が含まれた。今後も売上高の増減だけで判断せず、受注残、案件数、単価、売上総利益率、継続取引の状況を合わせて見る。

また、2027年5月期の純利益成長率14.9%が営業利益成長率40.9%を大きく下回るのは、前期純利益に税効果会計の見直しによる一時的な増益が含まれるためである。EPS成長率だけを見ると利益改善が弱く見えるが、基礎的な収益力を判断するには営業利益と営業利益率が適している。翌期以降は一時要因がなくなるため、営業利益の成長がEPSへより素直に反映されるかを確認する。

配当利回り4%台は保有期間中の収益を支えるが、投資判断の中心は配当ではない。企業価値と株価の差が縮小することで得られる株価上昇が主な期待収益である。会社が利益成長と資本配分を両立できれば、配当を受け取りながら株価の評価見直しを待つ構図となる。逆に、利益が停滞し資本配分が進まない場合、配当だけでは長期の機会費用を補えない。

投資判断の見直しは、会社計画の数字が高いことだけを理由としない。前回から確認条件としてきた利益率改善、強化ビジネスの拡大、資本配分の前進がそろい、しかも現在の株価がそれらを十分に評価していないことを重視する。今後の決算で条件が崩れた場合は、強気判断を固定せず、事業別利益率と資本効率に基づいて再評価する。



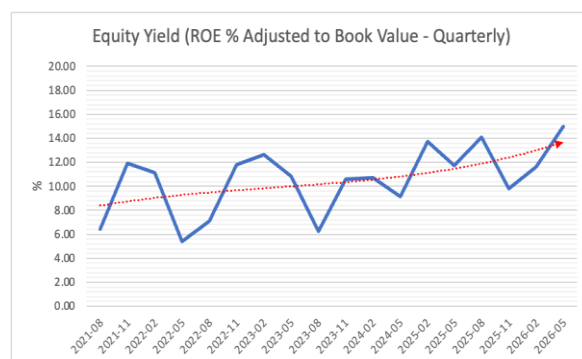
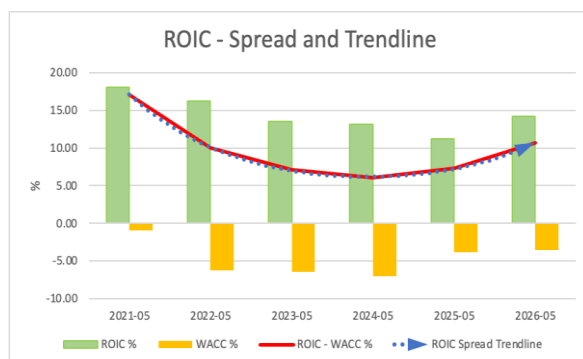
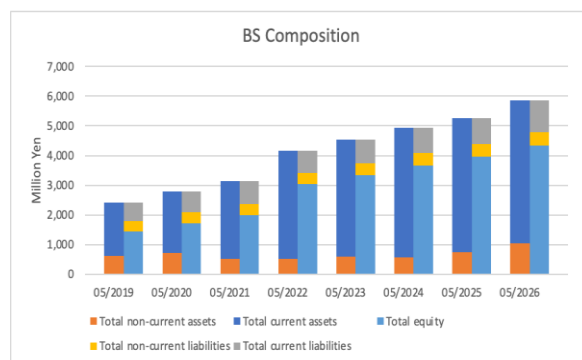
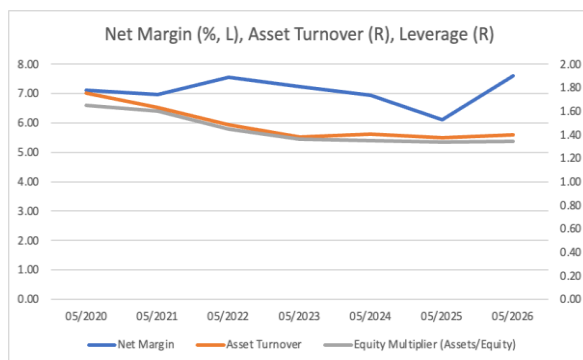
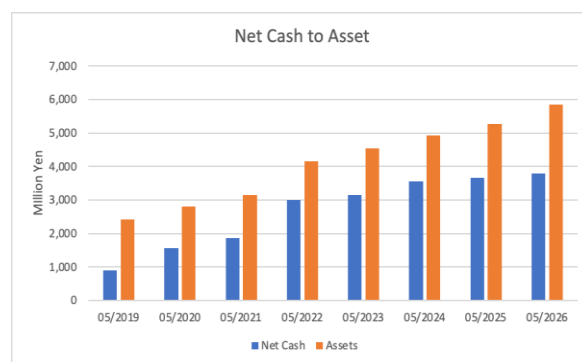
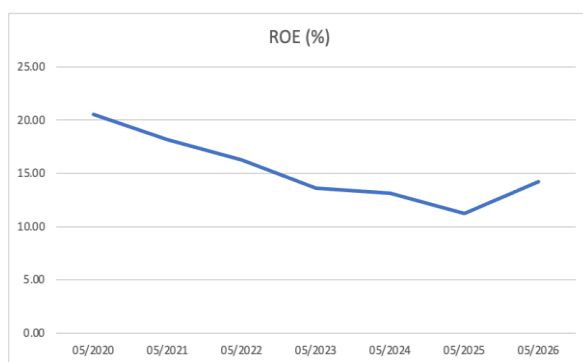
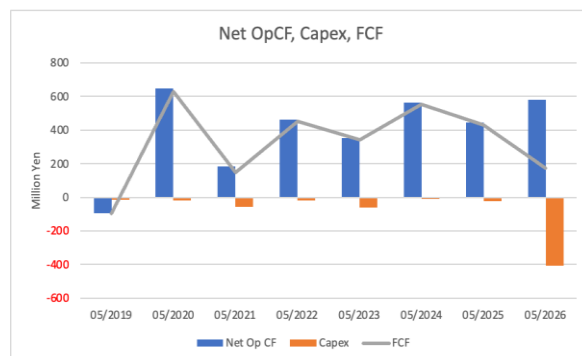
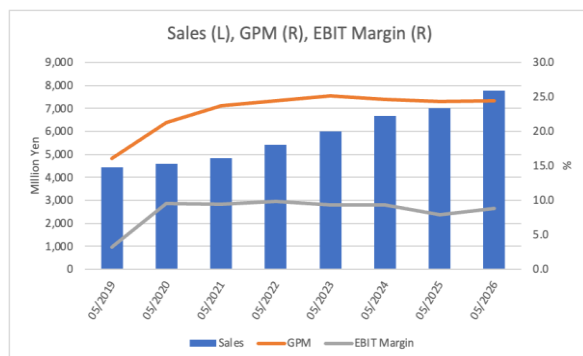
総括

シイエヌエスは、財務基盤が強固で、現金保有に対して割安感のある銘柄から、利益率改善と資本配分が同時に動き始めた企業へ変わりつつある。2026年5月期は売上計画を下回ったが、低収益案件から撤退しながら営業利益率を改善した。テクノロジーソリューション事業の生成AI案件と、コンサルティング事業の上流案件が全社の収益性を引き上げた。一方、ビジネスソリューション事業とERP、人材採用には課題が残る。

2027年5月期会社計画は意欲的であり、特にビジネスソリューション事業の利益改善には検証が必要である。しかし、株価1,720円は予想PER7.4倍、PBR1.15倍、配当利回り4.1%であり、ネットキャッシュ調整後のPERは約1.8倍にすぎない。会社計画を一定程度下回っても、事業価値の評価不足は解消されない。

株価見直しの条件は、ERP受注、強化ビジネス、プライム案件、営業利益率10%への進捗、M&Aの投資規律、流動性向上策である。これらが数字として確認されれば、三法の中心レンジ2,200円から3,200円へ株価の評価が近づくと考える。目先の株価には決算後上昇の反動があり得るが、中長期では利益成長、増配、資本配分の前進を背景に、企業価値と株価の差が縮小する可能性が高い。投資判断は強気とする。

主要株価関連データ

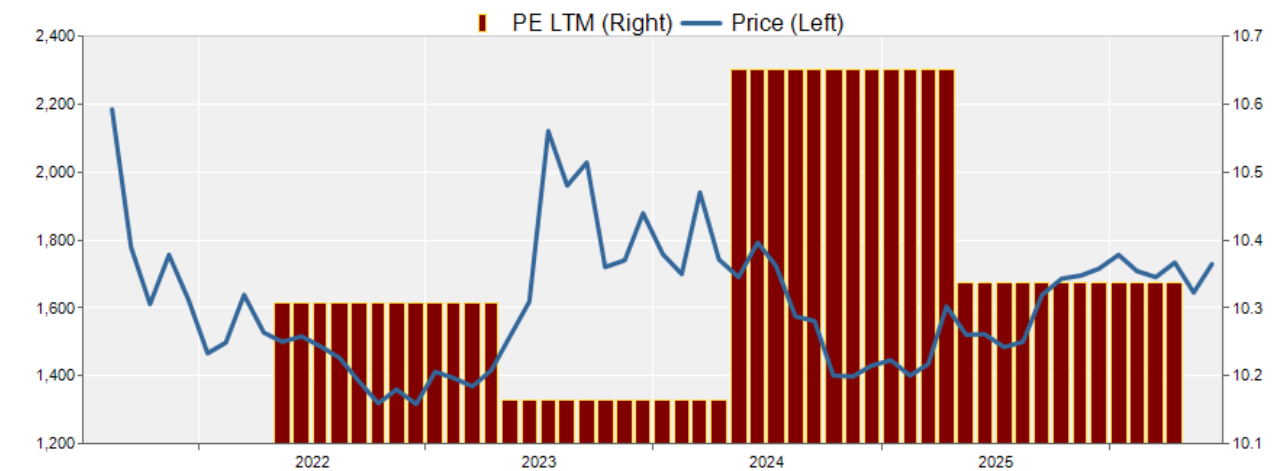


主要財務データ

単位: 百万円	2022	2023	2024	2025	2026 CE
売上高	5,989	6,657	7,005	7,774	9,278
EBIT（営業利益）	559	620	555	685	966
税引前収益	589	636	583	772	
親会社株主帰属利益	433	461	427	591	679
現金・預金	3,163	3,574	3,667	3,787	
総資産	4,547	4,934	5,260	5,857	
債務合計	13	11	8	5	
純有利子負債	-3,150	-3,563	-3,659	-3,782	
負債総額	1,206	1,262	1,300	1,524	
株主資本	3,341	3,672	3,959	4,332	
営業活動によるキャッシュフロー	353	565	444	580	
設備投資額	59	11	24	405	
投資活動によるキャッシュフロー	-126	-81	-269	-299	
財務活動によるキャッシュフロー	-133	-134	-142	-221	
フリーキャッシュフロー	344	554	429	175	
ROA（%）	9.96	9.73	8.38	10.63	
ROE（%）	13.58	13.16	11.20	14.25	
EPS（円）	149.0	158.8	147.1	203.3	233.7
BPS（円）	1,149.7	1,263.5	1,362.5	1,490.8	
一株当り配当(円)	45.00	48.00	75.00	61.00	70.00
発行済み株式数(百万株)	2.91	2.91	2.91	2.91	

出所：Factsetのスタンダード基準による計算を元にオメガインベストメント作成、小数点以下四捨五入。

株価推移



財務データ I（四半期ベース）

単位: 百万円	2024/8	2025/5				2026/5			
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
[損益計算書]									
売上高	1,677	1,645	1,720	1,823	1,818	1,875	1,879	1,965	2,057
前年同期比	3.5%	-0.1%	4.2%	8.3%	8.4%	14.0%	9.2%	7.8%	13.1%
売上原価	1,278	1,266	1,294	1,368	1,370	1,386	1,414	1,497	1,574
売上総利益	399	378	425	455	448	488	465	467	483
粗利率	23.8%	23.0%	24.7%	24.9%	24.7%	26.0%	24.7%	23.8%	23.5%
販管費	292	298	279	260	314	306	296	271	344
EBIT（営業利益）	108	80	146	195	134	182	168	196	139
前年同期比	-6.8%	-43.6%	-19.5%	3.0%	24.9%	128.7%	15.0%	0.5%	3.4%
EBITマージン	6.4%	4.8%	8.5%	10.7%	7.4%	9.7%	9.0%	10.0%	6.8%
EBITDA	117	88	155	209	150	195	184	218	165
税引前収益	123	81	160	202	140	229	177	210	156
当期利益	111	55	107	137	128	155	119	142	176
少数株主損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
親会社株主帰属利益	111	55	107	137	128	155	119	142	176
前年同期比	-5.7%	-38.4%	-18.2%	5.5%	15.3%	181.6%	10.8%	3.1%	37.4%
利益率	6.6%	3.3%	6.2%	7.5%	7.0%	8.3%	6.3%	7.2%	8.5%
[貸借対照表]									
現金・預金	3,574	3,372	3,382	3,355	3,667	3,479	3,657	3,304	3,787
総資産	4,934	4,732	5,005	4,946	5,260	5,172	5,831	5,428	5,857
債務合計	11	10	9	9	8	7	6	6	5
純有利子負債	-3,563	-3,362	-3,372	-3,346	-3,659	-3,472	-3,651	-3,298	-3,782
負債総額	1,262	1,145	1,311	1,114	1,300	1,275	1,816	1,271	1,524
株主資本	3,672	3,587	3,694	3,832	3,959	3,896	4,015	4,157	4,332
[収益率 %]									
ROA	9.73	9.34	8.38	8.54	8.38	10.65	9.94	10.47	10.63
ROE	13.16	12.40	11.32	11.10	11.20	14.09	13.98	13.60	14.25
[一株当り指標: 円]									
EPS	38.1	18.9	36.9	47.3	44.0	53.3	40.9	48.8	60.4
BPS	1,263.5	1,234.4	1,271.3	1,318.6	1,362.5	1,340.8	1,381.7	1,430.5	1,490.8
一株当り配当	48.00	0.00	0.00	0.00	75.00	0.00	0.00	0.00	55.00
発行済み株式数 (百万株)	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91

出所：Factsetのスタンダード基準による計算を元にオメガインベストメント作成、小数点以下四捨五入。

財務データ II（通期ベース）

単位: 百万円	2021	2022	2023	2024	2025
[損益計算書]					
売上高	5,419	5,989	6,657	7,005	7,774
前年同期比	11.9%	10.5%	11.1%	5.2%	11.0%
売上原価	4,097	4,483	5,018	5,298	5,871
売上総利益	1,322	1,506	1,639	1,707	1,903
粗利率	24.4%	25.1%	24.6%	24.4%	24.5%
販管費	789	947	1,019	1,151	1,218
EBIT（営業利益）	533	559	620	555	685
前年同期比	16.4%	4.8%	10.9%	-10.4%	23.4%
EBIT マージン	9.8%	9.3%	9.3%	7.9%	8.8%
EBITDA	559	589	654	601	763
税引前収益	595	589	636	583	772
当期利益	409	433	461	427	591
少数株主損益	0	0	0	0	0
親会社株主帰属利益	409	433	461	427	591
前年同期比	21.6%	5.8%	6.5%	-7.4%	38.3%
利益率	7.6%	7.2%	6.9%	6.1%	7.6%
[貸借対照表]					
現金・預金	3,010	3,163	3,574	3,667	3,787
総資産	4,152	4,547	4,934	5,260	5,857
債務合計	6	13	11	8	5
純有利子負債	-3,004	-3,150	-3,563	-3,659	-3,782
負債総額	1,113	1,206	1,262	1,300	1,524
株主資本	3,039	3,341	3,672	3,959	4,332
[キャッシュフロー計算書]					
営業活動によるキャッシュフロー	461	353	565	444	580
設備投資額	19	59	11	24	405
投資活動によるキャッシュフロー	-23	-126	-81	-269	-299
財務活動によるキャッシュフロー	634	-133	-134	-142	-221
フリーキャッシュフロー	450	344	554	429	175
[収益率 %]					
ROA	11.23	9.96	9.73	8.38	10.63
ROE	16.27	13.58	13.16	11.20	14.25
当期利益率	7.56	7.23	6.93	6.10	7.60
資産回転率	1.49	1.38	1.40	1.37	1.40
財務レバレッジ	1.45	1.36	1.35	1.34	1.34
[一株当り指標: 円]					
EPS	145.5	149.0	158.8	147.1	203.3
BPS	1,045.7	1,149.7	1,263.5	1,362.5	1,490.8
一株当り配当	45.00	45.00	48.00	75.00	55.00
発行済み株式数 (百万株)	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91

出所：Factsetのスタンダード基準による計算を元にオメガインベストメント作成、小数点以下四捨五入。



General disclaimer and copyright

本レポートは当該企業の開示資料等を元に作成・表示したのですが、その内容及びデータの正確性、完全性、信憑性を保証するものではありません。本レポートは、情報提供のみを目的としており、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。オメガインベストメントは、本レポートの使用により発生した結果について一切の責任を負うものではありません。

本レポートは、対象企業の依頼に基づき当該企業が開示した資料を参照して作成したものです。なお、本レポートに含まれる仮説、結論その他一切の内容は、オメガインベストメントによる独自の調査・分析に基づきます。

本文及びデータ等の著作権を含む知的所有権はオメガインベストメントに帰属します。配布、譲渡、複製、及び転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。