

ホリスティック企業レポート

テラスカイ

3915 東証マザーズ

フル・レポート
2016年1月29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 20160126

salesforce.com の成長に併走する有クラウドインテグレーター エンジニアの層の厚みが競争力の源泉

1. 会社概要

- ・テラスカイ(以下、同社)は、クラウドコンピューティングの分野で世界有数の salesforce.com のクラウドシステムの構築・導入支援を行うクラウドインテグレーターである。
- ・salesforce の認定資格を有するエンジニアを国内で最も多く抱えていることが競争力の源泉となっている。

2. 財務面の分析

- ・10/2 期～15/2 期は、売上高は年平均 44.0%の成長率で拡大してきた。子会社設立で 13/2 期以降連結決算に移行した。子会社の赤字により 13/2 期～14/2 期は経常赤字で推移したが、15/2 期に黒字転換した。
- ・他社との比較では、成長性が高いこと以外、収益性や安全性で特に優位にある財務指標はない。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、エンジニアの層の厚さにある。質と量の両面での充実が取引実績の増加につながり、ブランディングとノウハウ蓄積に貢献している。その結果、新たなエンジニアが集うという好循環が生まれている。

4. 経営戦略の分析

- ・競争力の源泉であるエンジニアの確保・育成による競争力の強化は継続される方針である。
- ・salesforce への過度の依存の解消が中長期的な課題である。その方法として、salesforce 以外のプラットフォームをカバーすることと、インテグレーションの周辺分野への展開を模索している。

5. アナリストの評価

- ・これまでの成長の原動力は、salesforce 関連に経営資源を集中させたことと、エンジニアを多く確保できたことにある。クラウドシステムへの需要は当面堅調と予想される。あえて既存事業でのリスク要因をあげるとすれば、エンジニアの流出が起きないかという点である。
- ・中長期的には、salesforce への過度の依存の解消の先に、クラウドソリューションプロバイダーになれる可能性に注目する。

アナリスト: 藤野敬太

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

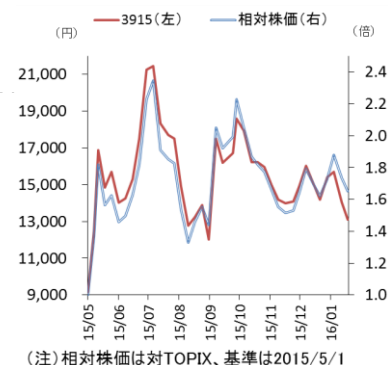
	2016/1/22
株価 (円)	13,100
発行済株式数 (株)	1,410,000
時価総額 (百万円)	18,471

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	201.8	145.9	122.4
PBR (倍)	34.0	20.5	17.6
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	6 ヵ月
リターン (%)	-15.0	-17.9	-25.1
対TOPIX (%)	-4.3	-6.9	-9.6

【株価チャート】



【3915 テラスカイ 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)
2014/2	1,099	28.7	-5	—	-6	—	-23	—	-22.7	278.9	0.0
2015/2	1,639	49.1	161	—	154	—	72	—	64.9	385.2	0.0
2016/2 CE	2,400	46.4	252	56.4	236	52.7	122	69.1	89.1	—	0.0
2016/2 E	2,414	47.3	256	59.0	241	56.5	126	75.0	89.8	639.1	0.0
2017/2 E	2,986	23.7	309	20.7	308	27.8	150	19.0	107.0	745.7	0.0
2018/2 E	3,587	20.1	357	15.5	366	18.8	164	9.3	116.9	879.4	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、15年4月の上場時に230,000株の第三者割当増資を実施(オーバーアロットメント分の30,000株を含む)

フル・レポート

2/29

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ salesforce のクラウドシステムの国内有数のインテグレーター

テラスカイ（以下、同社）は、クラウドコンピューティングの分野で世界有数の企業である salesforce.com のクラウドシステム (salesforce) の構築・導入支援を行うクラウドインテグレーターである。

米国本社 of salesforce.com の日本法人であるセールスフォース・ドットコムは、ライセンス管理やマーケティングを主要業務とし、企業ユーザーへの導入支援はほとんど行わない。導入支援は、セールスフォース・ドットコムのパートナー企業であるインテグレーターが行う。

同社は、salesforce の認定資格を有するエンジニアを国内で最も多く抱えるインテグレーターである。エンジニアが多いということは、会社として数多くの案件に取り組めることを意味しており、案件実績の積み重ねにより、ノウハウや技術の蓄積が進み、経験を積みたいエンジニアが集うという好循環を生んでいる。このことが、同社のクラウドインテグレーターとしての競争力の源泉となっている。

◆ salesforce のインテグレーション以外への領域拡大を志向

salesforce のインテグレーション以外の領域への拡大を志向し、業務提携先であり、持分法適用関連会社であるサーバーワークスを通じて、Amazon.com のクラウドソリューションのインテグレーションを行う体制を整えているほか、インテグレーションより上流工程であるコンサルティング、下流工程である保守・運用へと事業領域を拡大しつつある。また、製品事業として、salesforce 関連の開発ツール等の自社製品の販売も行っている。

◆ ソリューション事業と製品事業の 2 セグメントで構成

同社の事業は、2 つのセグメントから構成される。売上高の約 75% を占めるソリューション事業では、クラウドシステムの構築を行い、製品事業では、ソリューション事業に付帯したツールを販売している。製品事業は 15/2 期に黒字化した。(図表 1)。

【図表 1】セグメント別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

セグメント		売上高			営業利益			
		14/2期	15/2期	前期比	14/2期	15/2期	前期比	営業利益率
報告 セグメント	ソリューション事業	833	1,231	47.8%	195	367	88.3%	29.8%
	製品事業	265	407	53.5%	-4	57	-	14.0%
調整額		0	0	-	-196	-263	-	-
合計		1,099	1,639	49.1%	-5	161	-	9.8%

(出所) テラスカイ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ クラウドコンピューティングとは

経済産業省によると、「クラウドコンピューティング」とは、「ネットワークを通じて、情報処理サービスを、必要に応じて提供・利用する仕組み」と定義されている。

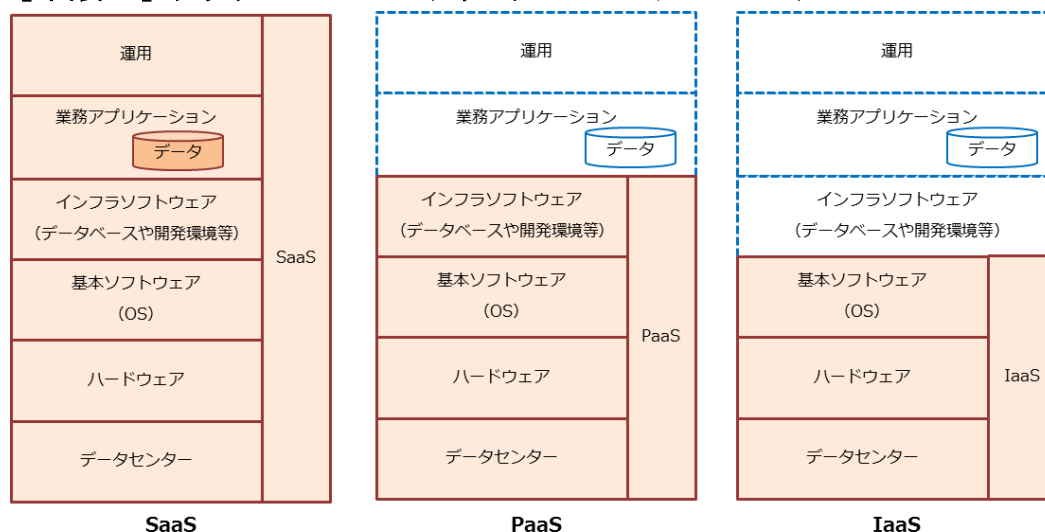
企業ユーザーにとって、業務アプリケーションを使うためには、従来はシステムを自前で所有しなければならなかった。クラウドコンピューティングの登場により、自前でシステムを所有することなく、インターネットを介して、システムの必要な機能のみを使用することが可能となった。

◆ クラウドコンピューティングの3つのサービスモデル

クラウドコンピューティングは、以下の3つのサービスモデルに分類される(図表2)。

1. SaaS (Software as a Service)
2. PaaS (Platform as a Service)
3. IaaS (Infrastructure as a Service)

【図表2】クラウドコンピューティングの3つのサービスモデル



(出所) 一般社団法人電子情報技術産業協会クラウドビジネス推進研究会資料

3つのサービスモデルの違いは、企業ユーザーにとっては、どこまでを自前でそろえるか、サービス提供者（ベンダー）にとっては、サービスとしてどこまでを提供するかといった点にある。IaaSの場合は、基本ソフトウェアまでの部分をベンダーが提供し、開発環境や業務ア

アプリケーションは自前で構築・運用する。一方、SaaS の場合は、業務アプリケーションや運用まですべてをベンダーが提供するため、顧客は単にシステムを使用するだけとなる。

なお、企業ユーザーにとって、上記の3つのサービスモデルとも、システムを他のユーザーと共有して利用する形態のため、「パブリッククラウド」と呼ばれる。一方、システムを占有して利用する形態は「プライベートクラウド」、特定のコミュニティに属するユーザーのみで利用する形態は「コミュニティクラウド」と呼ばれる。以下、特に断りがない場合は、クラウドは「パブリッククラウド」のことを指すこととする。

◆ 世界の CRM 市場で高シェアの salesforce

米国に本社を置く salesforce.com は、CRM ^{※1} 分野を中心としたビジネスアプリケーションと、クラウドプラットフォームをインターネット経由で提供する、クラウドシステムの世界的な主要企業である。

CRM 分野のビジネスアプリケーションは SaaS として、CRM 以外でも利用できるクラウドプラットフォーム「Force.com」は PaaS として提供される。salesforce.com は SaaS および PaaS を提供する企業と位置づけられている。

米国の IT 調査会社の Gartner によると、世界の CRM 市場において、salesforce.com のシェアは 18.4%で首位である。また 13 年から 14 年にかけての成長率は 28.2%と、他の主要ベンダーよりも高い成長を遂げている。なお、世界の CRM ソフトウェアの 47%（金額ベース）は、SaaS で提供されている。つまり、SaaS で提供される CRM ソフトウェアの約 39%が salesforce.com によるものということになり、その存在感の大きさをうかがい知ることができる。

【図表3】CRM 市場のベンダー別シェアと成長率（単位：%）

	シェア		成長率
	13年	14年	13年→14年
salesforce.com	16.1	18.4	28.2
SAP	12.8	12.1	7.2
Oracle	10.2	9.1	2.6
Microsoft	6.8	6.2	21.7
IBM	3.9	3.8	10.2
その他	50.2	50.4	11.5
合計	100.0	100.0	13.3

（出所）Gartner

「Market Share Analysis: Customer Relationship Management Software, Worldwide, 2014」

注1) CRM

Customer Relationship Managementの略。情報システムを用いて顧客の属性や接触履歴を記録・管理し、それぞれの顧客に応じたきめ細かい対応を行うことで長期的な良好な関係を築き、顧客満足度を向上させる取り組み。また、そのために利用される情報システム。

また、99年に創業の salesforce.com は、翌00年には日本法人のセールスフォース・ドットコム（以下、SFJ）を設立して早くから日本市場にも進出しており、日本での存在感も大きい。

◆ クラウドの導入支援をするのがクラウドインテグレーター

日本の企業ユーザーが salesforce のシステムを利用する場合、SFJ とライセンス契約を結ぶ。

ただし、ライセンス契約を結べばすぐにシステムが使えるというわけではなく、自社の業務に合わせてカスタマイズする必要がある。こうした導入支援やシステム構築を行うのが、クラウドインテグレーターの役割である。

SFJ は、ライセンス管理やパートナー企業管理、日本市場でのマーケティングやプロモーションを行うが、インテグレーターとしての機能をほとんど持たない。日本での場合、インテグレーターの機能はパートナー企業が担い、パートナー企業は、顧客企業の業務内容に合わせてながらカスタマイズして顧客企業への導入を進める。

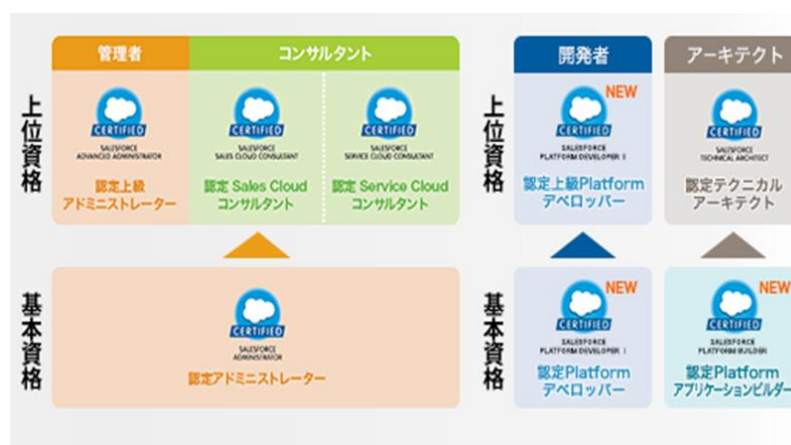
同社は、salesforce を用いたクラウドシステムを顧客企業に導入するインテグレーターである。

◆ エンジニアの量の確保と質の管理のための認定資格制度

SFJ は、日本の市場開拓のため、パートナー企業を増やすとともに、システム導入を行うエンジニアを増やす仕組みを構築してきた。その一つが認定資格制度である。一部を除き、原則として、salesforce.com と同じ資格体系となっている（図表4）。

インテグレーターの機能をパートナー企業に依存する形となる SFJ にとって、認定資格制度は、エンジニアの質を担保する役割も担っている。エンジニアとしては、技術習得やキャリアアップのためにこうした認定資格を取得する傾向にある。また、パートナー企業としても、ビジネス拡大のために、自社のエンジニアに認定資格の取得を促すことが多い。

【 図表 4 】 salesforce の認定資格体系



(注) 従来の「認定デベロッパー」は 16 年 1 月末をもって試験提供を終了し、「認定 Platform デベロッパー」に移行する予定
(出所) セールスフォース・ドットコムウェブサイト

◆ 最大の強みは国内で最多の salesforce 関連のエンジニア

salesforce 関連のビジネスを行うインテグレーターの競争力または存在感は、salesforce のシステムに精通したエンジニアの質と量で決まると言っても過言ではない。

同社は salesforce の認定資格を有するエンジニアを国内で最も多く抱えるインテグレーターである（図表 5）。

エンジニアが多いということは、会社として数多くの案件を経験することができること、一度に大人数のエンジニアを必要とする大型案件の受注を受けられることを意味している。このように案件実績が積み重なっていくと、自社内でさらにノウハウの蓄積が進み、経験を積みたいエンジニアが集うという好循環を生むことにつながる。

また、エンジニアが多ければ、salesforce の頻繁なバージョンアップへの対応が容易となる。このことは、パートナー企業としての競争優位性を高めると同時に、SFJ に対する発言力を増すことにもつながる。その意味でも、エンジニアの層の厚さは重要である。

【図表5】テラスカイのsalesforce 認定資格取得者(16年1月4日時点)

レベル	分野	認定資格	国内での順位	テラスカイの在籍者数	他社の在籍者数
上級	—	Force.com MVP	—	国内で5名中2名在籍	—
上級	コンサルタント	認定SalesCloudコンサルタント	1位	81名	アクセンチュア 40名 アビームコンサルティング 23名
上級	コンサルタント	認定ServiceCloudコンサルタント	1位	75名	アクセンチュア 54名 ブライズウォーターハウスコーパース 16名
上級	管理者	認定上級アドミニストレーター	1位	36名	パソナテキーラ 21名 アイエイエフコンサルティング 6名
上級	開発者	認定上級Platformデベロッパー	1位	2名	サンブリッジ 2名 その他3社 各1名
上級	アーキテクト	認定テクニカルアーキテクト	1位	国内で8名中3名在籍	その他5社 各1名
上級	開発者	認定上級デベロッパー (2次試験合格者)	1位	8名	アピリオ 3名 パソナテキーラ 3名
基本	管理者 コンサルタント	認定アドミニストレーター	1位	113名	アクセンチュア 113名 日本アイ・ビー・エム 71名
基本	開発者	認定Platformデベロッパー	1位	9名	TIS 2名 個人 2名
基本	アーキテクト	認定Platformアプリケーションビルダー	1位	5名	パソナテキーラ 5名 その他3社 各1名
基本	開発者	認定デベロッパー	1位	94名	シティ・コム 90名 シンポー情報システム 57名

(注)「認定デベロッパー」「認定上級デベロッパー」は16年1月末をもって試験提供を終了し、
「認定Platformデベロッパー」「認定上級Platformデベロッパー」に移行する予定

(出所) セールスフォース・ドットコムウェブサイト、テラスカイ決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

◆ ソリューション事業は3つのサービスに分類

同社のソリューション事業は、以下の3つのサービスに分類される。
売上高の詳細の開示はないが、現在のところ、salesforce のインテグレーション(クラウドインテグレーション)が中心となっている。

1. クラウドインテグレーション
2. クラウドコンサルティング
3. クラウドERP

◆ ソリューション事業1~クラウドインテグレーション

インテグレーションの案件は、「計画フェーズ」から「要件定義フェーズ」、「構築フェーズ」を経て「稼働フェーズ」に至るまでの4つのフェーズに沿って進められる(図表6)。

フェーズにより差はあるが、1つのフェーズが完了するまで数カ月かかる。これは、通常のシステム導入案件よりも短期間であり、不採算案件が出にくい要因の1つとなっている。

【図表6】クラウドインテグレーションの4フェーズ

担当 部門	ソリューション事業 クラウドコンサルティング	ソリューション事業 クラウドインテグレーション				スカイ365 (連結子会社)
フェーズ	導入前	1.計画フェーズ	2.要件定義フェーズ	3.構築フェーズ	4.稼働フェーズ	運用・保守
内容		・クラウド化基本方針策定 ・クラウド化対象範囲検討 ・業務・システム双方からのソリューション検討 ・導入効果の試算 ・ロードマップ策定	・要件定義 ・プロトタイプを使ったFit&GAP ・クラウド化基本設計 ・データ構造設計 ・データ連携基本計画 ・導入スケジュール作成	・プロジェクトマネジメント ・要件に基づくカスタマイズおよび動作検証 ・連携開発 ・結合試験	・運用試験 ・マニュアル作成・トレーニング ・データ移行 ・本番稼働 ・稼働後のチェンジマネジメント	

(出所) テラスカイウェブサイトをもとに証券リサーチセンター作成

◆ ソリューション事業 2～クラウドコンサルティング

クラウドインテグレーションは、salesforce でクラウドシステムを構築することが決定した後の導入支援である。

一方、そもそもクラウドシステムを使うべきかどうか、クラウドを使うとしても salesforce が最適なのか、または、既存のシステムとどう関係性や整合性を持たせるかというような、導入の意思決定前に顧客が抱える課題も多い。

そうした顧客の課題に対応するために、クラウドインテグレーションに入る前の段階からコンサルティングを行う体制を整えている。これが同社のクラウドコンサルティングサービスであり、クラウドを含めた包括的なソリューション提案を実施している。

◆ ソリューション事業 3～クラウド ERP

salesforce のビジネスアプリケーションはあくまで CRM の分野のものであるが、CRM のシステムの効果を高めるためには、顧客の基幹システムとの連携が必要となることが多い。その観点から、顧客が持つ既存の基幹システムとの連携をとるほか、同社自身が基幹業務システム構築するサービスを用意している。このサービスがクラウド ERP 注2 である。

クラウド ERP では、salesforce の PaaS 型のサービス「Force.com」のプラットフォームを導入し、その上で稼働する「GLOVIA OM」を利用して構築される。「GLOVIA OM」は、富士通(6702 東証一部)の

注2) ERP

Enterprise Resource Planningの略。
企業の持つ様々な資源(人材、資金、設備、資材、情報など)を統合的に管理・配分し、業務の効率化や経営の全体最適を目指す手法。また、そのために導入・利用される統合型(業務横断型)業務ソフトウェアパッケージ。

生産管理 ERP「GLOVIA」をベースとしたアプリケーションである。PaaS 型のサービスに準拠しているため、従来型の ERP に比べて導入期間が短時間で済み、構築に必要な人件費の低下により、導入コスト抑制が可能となる。

◆ 製品事業

ソリューション事業に関連した製品を提供するのが製品事業であり、以下の 4 つがあげられる。

1. 「SkyVisualEditor」
2. 「SkyOnDemand」
3. 「DCSpider」
4. salesforce のライセンス販売

主力製品は 1 と 2 で自社開発製品である。ともに、salesforce の PaaS 型プラットフォーム「Force.com」と、その上で作動するアプリケーションをセットにして、SaaS 型のサービスとして提供されている。

1 の「SkyVisualEditor」は、システムインテグレーターに依頼することなく、salesforce 製品の画面を、自由に開発することができる製品である。

2 の「SkyOnDemand」は、データ連携サービスである。複数のクラウドシステムと顧客企業の基幹システム間のシステム連携や、異なるクラウドシステム同士のデータ連携を可能とする。エンジン部分はアプレッソが開発した「DataSpider」を利用して開発されている。直販のほか、総販売代理店の NTT ソフトウェア経由で販売されている。

3 の「DCSpider」は、クラウド上でデータ連携サービスを行う「SkyOnDemand」に対し、サーバー上でデータ連携サービスを行う製品である。「SkyOnDemand」のエンジン部分に利用されている「DataSpider」を OEM 化したものである。

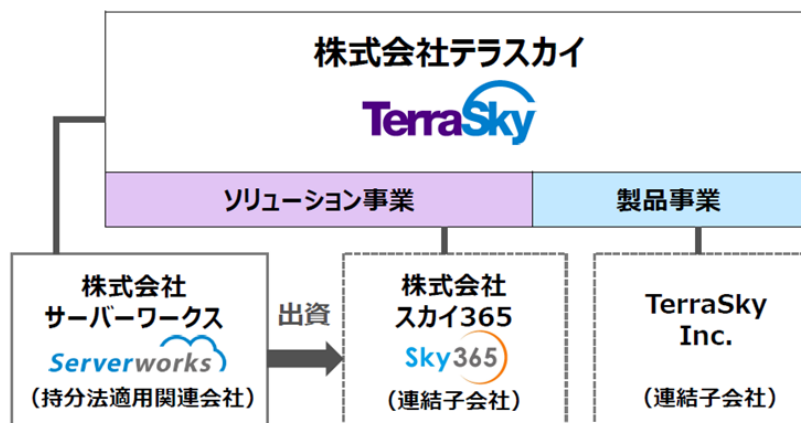
4 の salesforce のライセンス販売は、salesforce.com との販売パートナー契約に基づいてライセンスを販売するものだが、インテグレーションを主要事業とする同社にとって、ライセンス単独の販売は積極的には行っていない。

◆ salesforce のインテグレーション以外のソリューション拡大

salesforce のクラウドシステムだけでなく、Amazon.com のクラウドシステムである Amazon Web Services（以下、AWS）のクラウドシステムも提供できる体制を整えている。そのために、サーバーワークスと

業務・資本提携している（図表 7）。なお、サーバーワークスは同社の持分法適用関連会社でもある。

【 図表 7 】 テラスカイグループ



（出所） テラスカイ決算説明会資料

サーバーワークスは、AWS に特化した有クラウドインテグレーターである。15 年 12 月末時点で、累計 310 社 520 プロジェクトの AWS 導入実績を持つ。この提携により、グループとして、salesforce と AWS の両プラットフォームをカバーすることができるようになった。

また、同社とサーバーワークスの合併として設立されたのが、スカイ 365 である。スカイ 365 はクラウドに特化した MSP^{注3}サービスを行う会社である。インテグレーションの後、稼働したシステムの運用・保守を請け負うための会社である。現在は先行投資の影響で赤字だが、ストック型のビジネスモデルであるため、運用・保守契約の増加が進めば黒字転換が見込めよう。

なお、製品事業に属する TerraSky Inc.は、同社で開発した自社製品を北米で販売するための子会社である。

注3) MSP

Management Service Providerの略。
顧客のサーバーやネットワークの
監視・運用・保守などを請け負うサ
ービス。

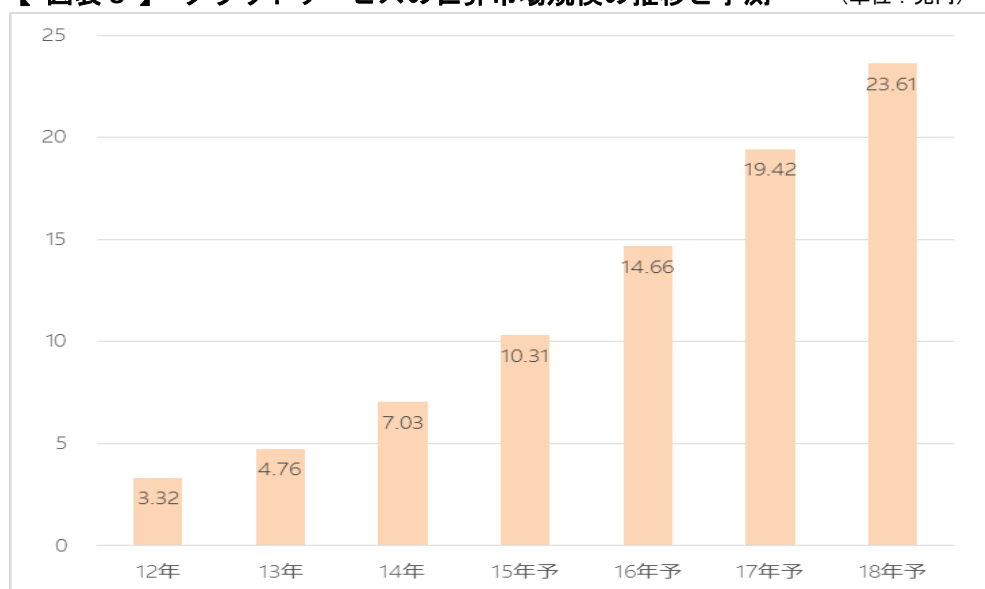
> 業界環境と競合

◆ 世界のクラウドサービスの市場拡大は続く

総務省の「平成 27 年版 情報通信白書」によれば、14 年の世界のクラウドサービスの市場規模は 7.0 兆円である。18 年には 23.6 兆円となり、14 年～18 年の間の年平均成長率 35.4%のペースで拡大するものと予想されている（図表 8）。

なお、同期間でのサービス種類別の年平均成長率は、IaaS が 19.8%、PaaS が 67.9%、SaaS が 29.8%となっている。

【図表 8】 クラウドサービスの世界市場規模の推移と予測 (単位：兆円)



(注) 15 年以降は総務省予測 1 ドル＝118 円で計算
(出所) 総務省「平成 27 年版 情報通信白書」より証券リサーチセンター作成

◆ 国内も 20%台の成長が見込まれる

MM 総研の調査結果では、国内クラウドサービス市場規模は、7,749 億円で、19 年度には 2 兆円を超えると予測されている。この調査ではプライベートクラウドも対象に含まれるため、他の調査との単純な比較は難しいが、14 年度～19 年度の 5 年間の平均成長率は約 22%であり、国内のクラウドサービスも相応に成長することが期待されている。

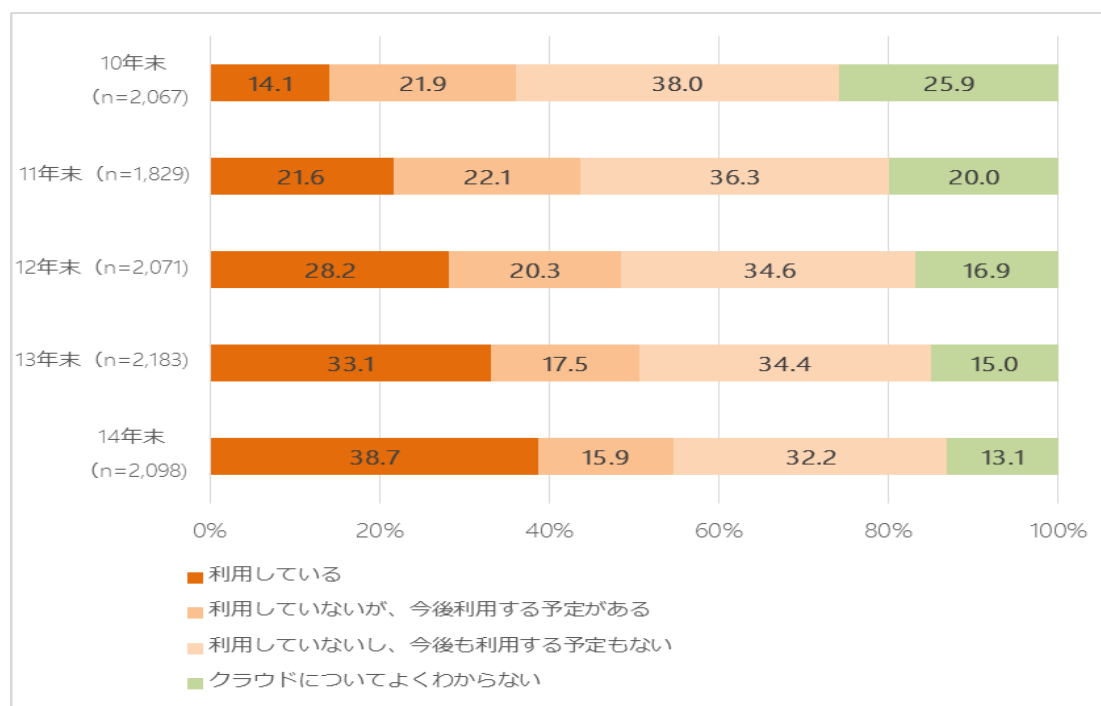
◆ クラウドコンピューティングの利用状況は上昇傾向にある

総務省の「通信利用動向調査」によると、クラウドコンピューティングをすでに利用している企業は、10 年末の 14.1%に対し、14 年末は

38.7%まで上昇している。今後利用する予定がある企業を含めると54.6%となり、過半数の企業が何かしらの形でクラウドコンピューティングを利用しているか、利用する意向がある（図表 9）。

【図表 9】 クラウドコンピューティングの利用状況の推移

(単位：%)



(出所) 総務省「通信利用動向調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 業務アプリケーションへのクラウドの普及は CRM が先行

一方、矢野経済研究所の「ERP/業務ソフトウェアの導入実態調査結果 2014」によれば、クラウドシステムのひとつの形態である SaaS を業務アプリケーションに用いている企業ユーザーはまだ限定的である。中でも、CRM の分野では、現状の SaaS 普及率でも、次回システム更新時の SaaS 導入意向でも、他の分野と比べて高い水準にある。SaaS の普及については、CRM の分野が先行している状況がうかがえる（図表 10）。

【図表 10】SaaS 利用率と次回のシステム更新時の SaaS 導入予定

(単位: %)

分野	SaaS利用率	次回SaaS導入予定
財務・会計	2.4	5.1
人事・給与	1.9	8.1
販売管理	2.1	7.3
生産管理・SCM	0.0	0.0
CRM・SFA	12.9	29.0

(出所) 矢野経済研究所「ERP/業務ソフトウェアの導入実態調査結果 2014」

◆ 競合

salesforce のクラウドインテグレーターとしては、salesforce の認定資格を持つエンジニアが多く所属する企業が競合先となりうる。アクセシブルやアビームコンサルティング、プライスウォーターハウスクーパースのような、salesforce 以外の IT ソリューションでも実績のあるコンサルティング会社や、パソナテキーラのような salesforce を前面に出すコンサルティング会社などが競合先となりうる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1～佐藤社長は salesforce.com 日本法人の立ち上げに参画
代表取締役社長の佐藤秀哉氏は、日本アイ・ビー・エムで、主に中堅中小企業向けのシステム営業部門を率いて実績を積んだ後、01 年に salesforce.com の日本法人の立ち上げに参画した。

◆ 沿革 2～システムインテグレーターを経てテラスカイ設立

その後、佐藤氏は 05 年にシステムインテグレーターのザ・ヘッドの取締役社長に就任した。ザ・ヘッドは、salesforce 関連のビジネスを一手がけていたが、06 年、同氏が salesforce 関連のビジネスに特化する目的で一部をバイアウトしてヘッド・ソリューションズを設立、代表取締役社長に就任した。この会社が現在の同社であり、翌 07 年にテラスカイに社名変更した。

◆ 沿革 3～salesforce のソリューションでポジションを構築

設立以来、salesforce.com のパートナー企業として、salesforce のクラウドソリューションのインテグレーターとして国内トップの導入実績を築いてきた。また、そのインテグレーションの過程で必要となる独自の開発ツールも開発し、08 年の「SkyEditor」(現「SkyVisulaEditor」)の提供開始を皮切りに、製品事業も育成していった。また、10 年には NTT ソフトウェアと資本業務提携を行うなど業態拡大の基盤を固めていくとともに、13 年には Amazon.com のクラウドソリューションも手掛けられるように、AWS のクラウドインテグレーターであるサーバーワークスと資本業務提携を行った。

◆ 経営理念

経営理念が現在のところ公開されておらず、IR 資料等の中で経営理念に関する具体的な言及は確認できない。

◆ 株主

有価証券届出書と 16/2 期上期の有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。

15 年 8 月末時点で、代表取締役社長の佐藤秀哉氏が筆頭株主で 46.8% を保有する。事業会社は、第 2 位のエヌ・ティ・ティ・ソフトウェア株式会社 (12.6%)、第 3 位の株式会社サーバーワークス (8.5%)、第 4 位の salesforce.com, inc. (3.0%) の 3 社である。

上場直前の時点では、ベンチャーキャピタルおよびベンチャーキャピタルが組成した投資事業組合 (以下、ベンチャーキャピタル等) による保有は、みずほキャピタル第 3 号投資事業有限責任組合の 65,000 株のみで、5.5%の保有比率であった。

上場直前の 15 年 2 月末時点で、代表取締役社長以外の取締役 4 名の保有は 4.7%、監査役 1 名の保有は 0.08%となっていた。

【 図表 11 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			15年8月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
佐藤秀哉	660,000	55.9%	1	660,000	46.8%	1	代表取締役社長
エヌ・ティ・ティ・ソフトウェア株式会社	188,000	15.9%	2	177,300	12.6%	2	「SkyOnDemand」の国内総販売代理店
株式会社サーバーワークス	120,000	10.2%	3	120,000	8.5%	3	持分法適用関連会社
salesforce.com, inc.	43,000	3.6%	5	43,000	3.0%	4	日本法人と「Salesforce」のライセンス販売契約
台達雄	30,000	2.5%	6	30,000	2.1%	5	取締役
野村證券株式会社	0	0.0%	-	11,500	0.8%	6	
日本証券金融株式会社	0	0.0%	-	10,600	0.8%	7	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	0	0.0%	-	10,100	0.7%	8	
今岡純二	10,000	0.8%	7	10,000	0.7%	9	取締役
高井康洋	8,500	0.7%	9	8,500	0.6%	10	取締役
みずほキャピタル第3号投資事業有限責任組合	65,000	5.5%	4	-	-	-	
竹澤聡志	10,000	0.8%	7	-	-	-	取締役
松岡弘之	6,000	0.5%	10	-	-	-	取締役
ゼネラル・ビジネス・サービス株式会社	6,000	0.5%	10	-	-	-	
(大株主上位10名)	1,146,500	97.2%	-	1,081,000	76.7%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	77,980	6.6%	-	77,980	5.5%	-	15年8月まで行使はなし
発行済株式総数	1,180,000	100.0%	-	1,410,000	100.0%	-	

(出所) テラスカイ有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、10/2 期以降の分が開示されているが、10/2 期～15/2 期まで年平均 44.0%のペースで売上高が拡大してきた(12/2 期までは単体)。単体経常利益は、10/2 期以降 15/2 期まで、黒字で推移してきた。一方、子会社の TerraSky Inc. (製品事業)を 12 年 8 月に設立して連結決算となって以来、その赤字の影響により、13/2 期～14/2 期の連結経常利益は赤字で推移した。

◆ 15 年 2 月期は製品事業の黒字化もあり、過去最高益

15/2 期は、売上高が前期比 49.1%増の 1,639 百万円、営業利益が 161 百万円(前期は 5 百万円の赤字)、経常利益が 154 百万円(前期は 6 百万円の赤字)、当期純利益が 72 百万円(前期は 23 百万円の赤字)と前期比増収・黒字転換での着地となり、過去最高益となった。

ソリューション事業においては、大型の受託開発案件が牽引して、大幅増収増益となった。同事業の 15/2 期の営業利益率は 29.8%と、14/2 期の 23.4%から 6.4%ポイント上昇した。また、製品事業は、子会社の TerraSky Inc.の赤字は続いているものの、単体における契約社数・契約金額の拡大により、黒字化した。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

15 年 4 月の東証マザーズ上場時に第三者割当増資が行われた結果、同社の自己資本比率は、15 年 2 月末の 40.0%から 15 年 8 月末の 55.9%にまで上昇した。

> 他社との比較

◆ IT コンサルティングや ERP 導入コンサルティングの企業と比較

クラウドインテグレーターで比較対象となりうる上場企業は見当たらない。そこで、IT コンサルティングで強みを持つフューチャーアーキテクト(4722 東証一部)、SAP 等の ERP パッケージの導入のコンサルティングやインテグレーションを行う東洋ビジネスエンジニアリング(4828 東証一部)、SAP 等の ERP ソフトの導入コンサルティングを主力とするテクノスジャパン(3666 東証一部)と比較した(図表 12)。

なお、同社は 2 月決算で 15 年 4 月上場の関係で、上場後の通期での財務諸表はまだ存在しないため、上場前の 15/2 期の財務指標のほか、16/2 期上期末時点での安全性の指標も掲載する。

【 図表 12 】 財務指標比較 : IT コンサルティングや ERP 導入コンサルティングの企業

項目	銘柄	コード	テラスカイ		フューチャー アーキテクト	東洋ビジネス エンジニアリング	テクノスジャパン
			3915		4722	4828	3666
			直近決算期	15/2期 16/2期上期(参考)	14/12期	15/3期	15/3期
規模	売上高	百万円	1,639	—	34,424	12,235	4,093
	経常利益	百万円	154	—	4,325	371	462
	総資産	百万円	1,096	1,463	21,702	5,839	3,966
収益性	自己資本利益率	%	19.4	—	16.3	6.6	8.5
	総資産経常利益率	%	18.0	—	21.1	6.4	11.7
	売上高営業利益率	%	9.8	—	12.6	3.1	10.8
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	42.0	—	13.9	-0.8	6.4
	経常利益 (同上)	%	167.1	—	12.3	4.9	10.6
	総資産 (同上)	%	45.0	—	14.5	-2.8	7.2
安全性	自己資本比率	%	40.0	55.9	65.8	53.1	86.2
	流動比率	%	133.7	195.7	287.3	146.2	742.9
	固定長期適合率	%	60.1	35.9	32.1	59.2	30.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

テラスカイは15/2期直後に上場しており、直近期の15/2期は上場前の数値である

テラスカイは2月決算、4月上場の関係で、安全性の指標に関して16/2期上期の数値を参考として表示する

(出所) テラスカイ有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

直近期の数値の比較から、成長性以外では優位性はない。あえて言えば、収益性の指標である自己資本利益率に若干の優位性がある程度である。安全性については、上場して資金を得られた後の16/2期上期の数値で比較しても、特段の優位性がない。成長によって得られた資金で内部留保を厚くすることが必要と考えられる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はエンジニアの厚みから生じる好循環

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 に示した。同社の知的資本の源泉は、組織資本に属するエンジニアの層の厚みにある。質と量の両面でエンジニアが充実しているために、導入実績件数を積み上げていっている。このことは、関係資本面では顧客に対するブランディングに、組織資本面ではノウハウの蓄積に、それぞれつながっていく。その結果、新たにエンジニアが集まるといふ好循環が生まれている。

【図表 13】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	数値
			項目	数値
関係資本	顧客	・取引実績	・これまでのクラウド導入実績件数	2,000件以上 (15年12月1日時点)
			・ソリューション事業の受注件数	830件 (15/2期)
	ブランド	・日経BP社「クラウドランキング」	・「パブリッククラウド 導入支援サービス部門」での ベストサービス	第5回～第10回(直近)まで 連続6回選出
	ネットワーク	・クラウドサービスでの 世界的なプラットフォームとの関係	・salesforce.com	Registered パートナー (コンサルティング部門)
			・amazon web services (AWS)	370社1,200プロジェクト (サーバーワークスの導入実績) (15年12月時点)
		・業務提携・資本提携	・amazon web servicesの 領域のカバー	サーバーワークス (13年9月～) (持分法適用関連会社) (テラスカイ株式8.5%保有)
			・「SkyOnDemand」の 国内総販売代理店	NTTソフトウェア (テラスカイ株式12.6%を保有)
組織資本	プロセス	・Salesforce認定資格を持つエンジニアの在籍 (数値は16年1月4日時点)	・Force.com MVP	2名 (国内5名のうち)
			・認定SalesCloudコンサルタント	81名 (国内首位)
			・認定ServiceCloudコンサルタント	75名 (国内首位)
			・認定テクニカルアーキテクト	3名 (国内8名のうち)
			・認定上級アドミニストレーター	36名 (国内首位)
			・認定上級デベロッパー	8名 (国内首位)
	知的財産 ノウハウ	・Salesforce認定資格を持つエンジニアの在籍 (数値は16年1月4日時点)	・ソリューション事業の従業員数	101名 (連結) 91名 (単体) (15/2期末)
			・ソリューション事業でのエンジニアの稼働・効率性	
			・ソリューション事業の 従業員1人あたりの受注件数	8.2件
			・ソリューション事業の 従業員1人あたりの売上高	約1,200万円
			・salesforceの案件のノウハウ	・これまでのクラウド導入実績件数
			・エンジニア育成ノウハウ	2,000件以上 (15年12月1日時点)
人的資本	経営陣	・salesforce等のクラウドシステムに対する 社長の知見	・特になし	特になし
			・代表取締役社長による保有	660,000株 (55.9%) (15/2期末) 660,000株 (46.8%) (16/2期上期末)
			・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	56,000株 (4.7%) (15/2期末)
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	8,000株 (0.7%) (15/2期末) 8,000株 (0.6%) (16/2期上期末)
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	79.2百万円 (15/2期)
			・従業員数	122名 (15/2期末)
	従業員	・企業風土	・平均年齢	35.7歳 (15/2期末)
			・平均勤続年数	3.1年 (15/2期末)
			・従業員持株会	なし
			・インセンティブ	77,980株 (6.6%) (15/2期末) 77,980株 (5.5%) (16/2期上期末) *取締役保有分も含む
			・ストックオプション	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/2期上期末のものとする

株式数に関する項目では、発行済株式数は15/2期末は1,180,000株、16/2期上期末は1,410,000株を使用して計算した。

(出所) テラスカイ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は情報・通信業に属し、システム構築支援のサービスを提供する事業ということもあり、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の経営理念は公開されていないが、同社ウェブサイトの社長挨拶からは、「クラウドサービスの展開を通じて、世界に通用する日本のIT 企業となる」としており、その目標達成の過程で社会に貢献する方針をとっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名で構成されている(社外取締役はなし)。

監査役会は監査役3名(3名とも社外監査役)で構成され、内訳は、常勤監査役1名、非常勤監査役2名である。

常勤監査役の鳥笥尾務氏は、オランダ大沢商会社長を経て、オートデスクの管理本部長(CFO)、セールスフォース・ドットCOMの執行役員管理本部長(CFO)、HOT 取締役管理本部長を歴任した。現在は、資本業務提携先で持分法適用関連会社のサーバーワークスの監査役、サーバーワークスとの合弁子会社であるスカイ365の監査役との兼任である。

非常勤監査役の村上哲氏は、三井アルミニウム工業(現:九州三井アルミニウム工業)でキャリアを積み、エイチアイテクノロジーの監査役、アールアイの監査役を経験した。現在はアークコアの監査役との兼任である。

非常勤監査役の宮武晴明氏は、日本アイ・ビー・エムでキャリアを積んだ後、ベストアンドブライテストを設立して代表取締役を務めた後、サンブリッジ執行役員社長を務めた。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ エンジニアの確保・育成の継続

同社の主力事業であるクラウドインテグレーションは、エンジニアの人材に依存するビジネスである。前述の通り、同社の競争力の源泉は、salesforce 関連のエンジニアの層の厚さである。同社は、salesforce 関連の上級認定資格の取得に報奨金を支給するなどの施策で、人材の確保および育成を進めていく。

◆ salesforce への過度な依存の解消

同社は salesforce 関連のビジネスに特化することで成長してきたが、中長期的に salesforce 関連以外の売上高の比率を高める必要を認識している。

salesforce 以外のクラウドソリューションを手がけることができるようにするのが 1 つの方向性である。そのため、PaaS または IaaS のプラットフォームである Amazon.com の AWS のクラウドインテグレーターであるサーバーワークスと、13 年に資本業務提携を行った。

もう 1 つは、クラウドインテグレーションの周辺分野への展開である。詳細は「今後の事業戦略」の項で触れる。領域への拡大である。

◆ 赤字子会社の黒字化

同社のグループには、スカイ 365 と TerraSky Inc. という 2 つの連結子会社がある。前者はクラウドに特化した MSP 事業（顧客のサーバーやネットワークの監視・運用・保守）を行うためにサーバーワークスと合併で設立した会社であり、後者は北米で同社の製品を販売するための会社である。

この 2 社はまだ設立されて日が浅いこともあり、赤字が継続しており、同社は早期の黒字化を目指している。特にスカイ 365 は保守・運用のストック型ビジネスであるため、まずは salesforce や AWS の導入済みの既存顧客の需要開拓が進むかが当面の焦点になる。

> 今後の事業戦略

注4) IoT

Internet of Thingsの略。

すべての「モノ」がインターネットを介して繋がり、モノ同士が人の操作・入力を介さず、自律的に最適な制御が行われることを意味する。

◆ クラウドインテグレーションの周辺分野への展開

上述の通り、salesforce への過度の依存の解消が課題にあげられている。その対応として、同社では、1) 従来の主力業務であるクラウドインテグレーションの工程から上流・下流工程への拡大、2) salesforce が対象とする CRM 分野から基幹システムに近い ERP 分野への拡大（クラウド ERP）、3) IoT^{注4}というネット環境の変化に関する事業機会の模索という 3 方向の展開を掲げている。

◆ インテグレーションの上流・下流工程への拡大

システム導入のインテグレーションの工程だけでなく、その上流工程のコンサルティングサービス、下流工程のクラウド特化の保守・運用サービスへの拡大を進めていく。

このうち、コンサルティングへの展開の一環として、業種・業態別ソリューションの提供を開始した。この開発には、各業種に特有の業務プロセスとクラウドシステムの両方の理解が必要となる。しかし、いったんソリューションとして確立できれば、同業他社への導入が可能となる。このようなソリューションの種類を増やしていくことを目指している。

下流工程のクラウド特化の運用・保守への領域拡大は、子会社のスカイ 365 が担っている。保守・運用はストック型ビジネスであるため、運用・保守の作業量が一定水準を超えることが肝要である。まだ赤字のスカイ 365 にとって、黒字化が当面の目標となる。

◆ クラウド ERP

salesforce が対象とするソリューション領域は CRM であるが、CRM 以外の分野でのクラウド化が将来的な事業機会となろう。特に、顧客のビジネスの中核にある基幹業務システム面で担う ERP の分野は、大きな市場と言える。

この分野に対して、同社はクラウド ERP コンシェルジュサービスの展開を開始した。これは、各種のシステムを連携させることで、顧客の基幹業務システムに関われるようにしようというものである。

◆ IoT

IT 業界では、IoT が進むとされている。IoT が進む結果、インターネットとつながったモノから得られる情報が格段に増えることが考えられる。格段に増える情報を、いかに集め、送り、ためて、活用するかのがソリューションが必要になる。同社では、salesforce を用いた IoT ソリューションとして、データセンターと顧客データを掛け合わせるソリューションの提供を開始した。また、16 年 1 月には、IoT 専門ソリューションベンダーのエコモットと資本業務提携を行った。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【図表 14】SWOT 分析

強み (Strength)	・国内首位のsalesforce認定資格を持つエンジニアの在籍数 ・エンジニア育成のノウハウ ・豊富な導入事例 ・クラウドシステム業界内でのブランド（表彰実績等） ・有力クラウドプラットフォーム（salesforce amazon）をカバーする体制
弱み (Weakness)	・事業規模の小ささ ・salesforceへの依存度の高さ ・子会社の赤字の継続 ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	・クラウドコンピューティング市場拡大の継続 ・クラウドインテグレーションの周辺領域への拡大 ・クラウドERPの可能性 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・エンジニアの流出の可能性 ・クラウドインテグレーター間の競争激化の可能性 ・クラウドプラットフォームの競争力の低下の可能性

（出所）証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ salesforce の成長の恩恵に浴するポジションとエンジニアの層の厚さを評価

同社のこれまでの成長の原動力は2点ある。ひとつはクラウドコンピューティングの雄とも言える salesforce 関連のソリューション提供に経営資源を集中したことである。もうひとつは、インテグレーションをはじめとしたソリューションを提供できるエンジニアを多く確保できたことにある。

エンジニアの層が厚いため、数多くの案件を経験することが可能となり、社内に実績とノウハウが蓄積されていく。そのことは、顧客に対してはブランディング効果につながり、かたや SFJ に対しては必要不可欠な存在となることにつながる。その結果、クラウドインテグレーターとしてのポジションを高めることに成功したと言える。

salesforce をはじめとするクラウドシステムに対する需要の伸びは当面続くと考えられる。この需要の伸びに対し、さらなるエンジニアの確保・育成の継続が必要となろう。同時に、競争力維持のためにも、既存のエンジニアが他社へ流出しないようにすることも肝要と考えられる。

現在のところ、同社の離職率は低いものと推察される。エンジニアの層の厚さが、先端分野で開発ができるという社内環境を生み出しているほか、勤務条件も他社と遜色がないと考えられるが、引き続きこうした好環境を維持できるかに注目したい。

◆ クラウドソリューションプロバイダーへの道が開けるかに注目

クラウドインテグレーションは、エンジニアの稼働に依存するビジネスモデルである。エンジニアの人数、単価、稼働率によって収益が決まる。近い将来、売上高成長がエンジニアの人数の増加に依存する局面がくることも視野に入れておく必要がある。

同社もその点については強く認識しており、salesforce 以外のクラウドプラットフォームとして Amazon.com の AWS もカバーできる体制を整えているほか、製品事業の拡大を志向している。

製品事業は、エンジニアの人数を増やさずに売上高を増やすことができる。15/2 期の製品事業の売上高は全体の約 24%であるが、この割合が高くなるかどうかを見ていく必要がある。

また、主力製品のうち「SkyOnDemand」はシステム連携のためのツールである。顧客にとっての基幹業務システムである ERP への展開と連動するツールだとすれば、同社の戦略通りに ERP への拡大が進めば、製品事業の売上高も増えるものと考えられる。その先に、salesforce に留まらない、クラウドソリューションプロバイダーへの道がある。

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 2 月期会社計画は売上・利益とも引き上げられた

1 月 14 日の第 3 四半期累計決算発表と同時に修正された 16/2 期の会社計画は、売上高 2,400 百万円（前期比 46.4%増）、営業利益 252 百万円（同 56.4%増）、経常利益 236 百万円（同 52.7%増）、当期純利益 122 百万円（同 69.1%増）である。

期初の会社計画は、売上高 2,304 百万円（前期比 40.5%増）、営業利益 192 百万円（同 19.7%増）、経常利益 176 百万円（同 14.0%増）、当期純利益 93 百万円（同 29.4%増）であり、売上・利益ともに引き上げられた（図表 15）。

【 図表 15 】 テラスカイの 16 年 2 月期の業績計画

(単位：百万円)

	15/2期			16/2期						
	第3四半期 累計	第4四半期	通期	第3四半期累計			第4四半期 (計画)	通期会社計画		前期比
				(実績)	前年同期比	対通期計画		(期初)	(修正後)	
売上高	1,105	533	1,639	1,799	62.7%	75.0%	504	2,304	2,400	46.4%
ソリューション事業	806	425	1,231	1,381	71.3%	-	-	1,731	-	-
製品事業	299	108	407	417	39.5%	-	-	572	-	-
売上総利益	488	259	747	770	57.8%	-	-	-	-	-
売上総利益率	44.2%	48.6%	45.6%	42.8%	-	-	-	-	-	-
営業利益	59	101	161	169	184.0%	67.3%	22	192	252	56.4%
営業利益率	5.3%	18.9%	9.8%	9.4%	-	-	-	8.3%	10.5%	-
ソリューション事業	212	155	367	323	52.3%	-	-	-	-	-
製品事業	36	20	57	136	275.5%	-	-	-	-	-
調整額	-189	-74	-263	-290	-	-	-	-	-	-
経常利益	43	111	154	143	232.2%	60.7%	32	176	236	52.7%
経常利益率	3.9%	20.8%	9.4%	7.9%	-	-	6.3%	7.6%	9.8%	-
当期純利益	-1	73	72	75	-	61.5%	17	93	122	69.1%

(出所) テラスカイ決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

後述の通り、第 3 四半期累計期間はソリューション事業、製品事業ともに好調に推移した。足元も、salesforce を中心としたクラウドコンピューティング市場の拡大を背景に、主力事業のクラウドインテグレーションでの新規案件の獲得の増加や、関連する製品販売の好調が見込まれ、通期計画の上方修正につながった。

株主還元に関して、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

◆ 16 年 2 月期第 3 四半期累計期間は好調な進捗

16/2 期第 3 四半期累計期間は、売上高が 1,799 百万円（前年同期比 62.7%増）、営業利益が 169 百万円（同 184.0%増）、経常利益が 143 百万円（同 232.2%）、純利益が 75 百万円（前年同期は 1 百万円の赤字）となった。

上方修正後の通期計画に対する進捗率は、売上高は 75.0%、営業利益は 67.3%、経常利益は 60.7%、当期利益は 61.5%である。

企業のクラウドシステム導入への需要拡大が続き、クラウドシステム構築案件が好調に推移してソリューション事業が前年同期比 71.3%増となった。ソリューション事業での案件増加に伴い、クラウドシステム関連製品の導入社数も増加し、製品事業も同 39.5%増となった。これらの増収により、営業利益は、ソリューション事業は同 52.3%増、製品事業は同 275.5%増と、ともに大幅増益となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/2 期業績を、売上高 2,414 百万円（前期比 47.3%増）、営業利益 256 百万円（同 59.0%増）、経常利益 241 百万円（同 56.5%増）、当期純利益 126 百万円（同 75.0%増）と、会社計画をいくらか上回る水準を予想する（図表 16）。

当センターでは、業績予想を作成する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高のうち、ソリューション事業については、受注件数（1 件あたり売上高×従業員 1 人あたり受注件数）と従業員数をもとに予想を組み立てている。16/2 期はそれぞれが拡大することで、ソリューション事業は前期比 42.3%の増収を見込む。また、製品事業も同 62.3%増を予想する。

(2) 売上総利益率は、15/2 期の 45.6%に対し、16/2 期は 42.0%まで低下するものと予想する。16/2 期第 3 四半期累計期間の売上総利益率 42.8%を参考にした。

(3) 継続的にエンジニアの採用や育成のための費用が増加すると思われる、販売管理費は前期比 29.1%増になると予想する。それでも増収による売上総利益の増加がカバーし、営業利益率は 15/2 期の 9.8%から 10.6%まで 0.8%ポイント上昇するものと予想する。

17/2 期以降は、売上高は前期比 20%台前後の増収率と予想した。

ソリューション事業では、ソリューション事業の従業員数と、受注件数（受注案件 1 件あたり売上高×従業員 1 人あたり受注件数）の動向に着目している。このうち、受注案件 1 件あたり売上高は横ばいとし、従業員 1 人あたり受注件数（エンジニアの稼働率）と従業員数が増加することを予想の前提とした。ソリューション事業の従業員数は 15/2 期の 101 名に対し、16/2 期は 130 名、17/2 期は 150 名と予想する。その結果、増収率は 17/2 期は 22.0%、18/2 期は 19.4%と予想する。製品事業もソリューション事業と連動する部分が強いことを考慮して、17/2 期は 28.1%、18/2 期は 21.7%の増収率を予想する。

緩やかながら製品事業の構成が高まることで売上総利益率は緩やかに低下することと、エンジニアの採用・教育のコストを想定して販売管理費も売上高と同水準の増加率を見込む。その結果、営業利益率は 17/2 期は 10.3%、18/2 期は 10.0%と、10%近辺で推移するものと予想した。

【 図表 16 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/2	15/2	16/2CE	16/2E	17/2E	18/2E
損益計算書						
売上高	1,099	1,639	2,400	2,414	2,986	3,587
前期比	28.7%	49.1%	46.4%	47.3%	23.7%	20.1%
事業別	-	-	-	-	-	-
ソリューション事業	833	1,231	-	1,753	2,139	2,555
製品事業	265	407	-	661	847	1,031
売上総利益	420	747	-	1,014	1,248	1,492
前期比	34.7%	77.7%	-	35.7%	23.1%	19.6%
売上総利益率	38.2%	45.6%	-	42.0%	41.8%	41.6%
販売管理費	426	586	-	757	939	1,135
販売管理費率	38.8%	35.8%	-	31.4%	31.4%	31.6%
営業利益	-5	161	252	256	309	357
前期比	-	-	56.4%	59.0%	20.7%	15.5%
営業利益率	-0.5%	9.8%	10.5%	10.6%	10.3%	10.0%
事業別	-	-	-	-	-	-
ソリューション事業	195	367	-	420	491	562
製品事業	-4	57	-	211	271	329
調整額	-196	-263	-	-375	-454	-535
経常利益	-6	154	236	241	308	366
前期比	-	-	52.7%	56.5%	27.8%	18.8%
経常利益率	-0.5%	9.4%	9.8%	10.0%	10.3%	10.2%
当期純利益	-23	72	122	126	150	164
前期比	-	-	69.1%	75.0%	19.0%	9.3%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) テラスカイ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位: 百万円)

	14/2	15/2	16/2CE	16/2E	17/2E	18/2E
貸借対照表						
現金及び預金	192	450	-	784	737	858
売掛金	197	309	-	418	481	599
仕掛品	9	31	-	34	39	49
その他	25	36	-	80	90	95
流動資産	426	827	-	1,317	1,348	1,602
有形固定資産	9	10	-	11	11	11
無形固定資産	72	67	-	80	95	110
投資その他の資産	113	189	-	200	188	188
固定資産	194	267	-	291	295	309
繰延資産	0	1	-	1	1	1
資産合計	620	1,096	-	1,610	1,644	1,912
買掛金	20	66	-	79	92	104
未払法人税等	13	105	-	106	122	133
前受金	49	83	-	108	134	161
短期借入金	100	200	-	200	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	22	9	-	0	0	0
その他	70	155	-	180	210	240
流動負債	276	619	-	674	559	638
長期借入金	39	5	-	0	0	0
その他	0	0	-	34	34	34
固定負債	39	6	-	34	34	34
純資産合計	304	470	-	901	1,051	1,239
(自己資本)	304	438	-	880	1,031	1,219
キャッシュフロー計算書						
税金等調整前当期純利益	-6	165	-	241	308	366
減価償却費	53	50	-	53	57	58
売上債権の増減額 (－は増加)	-91	-111	-	-108	-63	-117
棚卸資産の増減額 (－は増加)	4	-22	-	-2	-4	-9
仕入債務の増減額 (－は減少)	-7	44	-	13	12	11
前受金等の増減額 (－は減少)	21	33	-	1	15	10
その他	4	75	-	-18	20	25
法人税等の支払額	-7	-18	-	-132	-169	-201
営業活動によるキャッシュフロー	-29	216	-	47	176	143
有形固定資産の取得による支出	-1	-8	-	-7	-8	-7
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-36	-38	-	-12	-15	-15
投資有価証券の取得による支出	-101	0	-	-10	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	-	0	0	0
その他	0	-78	-	-26	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-139	-125	-	-58	-23	-22
短期借入金の増減額 (－は減少)	100	100	-	0	-200	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-24	-46	-	-9	0	0
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	104	53	-	355	0	0
配当金の支払額	0	0	-	0	0	0
少数株主からの払込みによる収入	0	49	-	0	0	0
その他	0	49	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	180	156	-	345	-200	0
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	15	257	-	334	-47	121
現金及び現金同等物の期首残高	177	192	-	450	784	737
現金及び現金同等物の期末残高	192	450	-	784	737	858

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) テラスカイ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 赤字・低採算案件の発生の可能性

クラウドインテグレーションは、通常のシステムインテグレーションに比べ、赤字・低採算案件の発生が少ないとされている。それでも可能性はゼロではなく、そのような案件が発生すれば、会社計画の未達要因となりうる。特に大型案件を受注した時は注意が必要である。

◆ エンジニアの流出の可能性

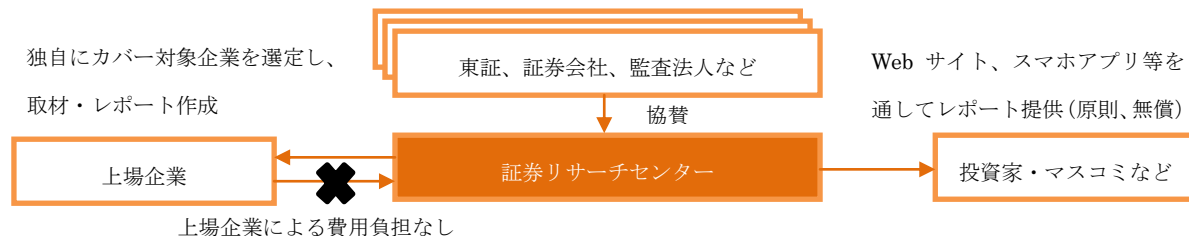
エンジニアの層の厚さを強みとする同社にとって、エンジニアの流出は競争力の棄損につながりうる。特に幹部クラスのエンジニアの離職には注意を払っておく必要がある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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、質の高い客観的な企業情報を提供します

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

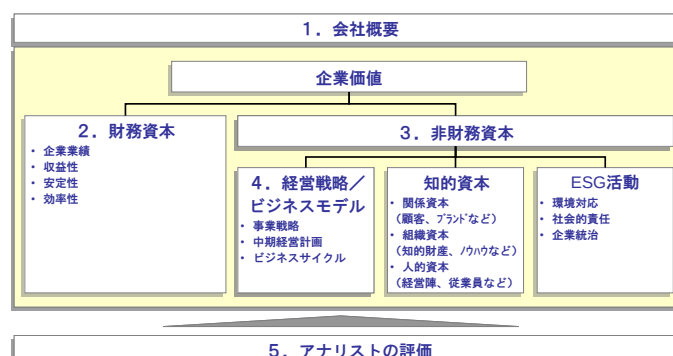
本レポートの構成

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 Ratio)

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算するための評価指標 (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、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、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。