

# ホリスティック企業レポート

## SHIFT

### 3697 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2016年6月17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 20160614

# SHIFT(3697 東証マザーズ)

発行日:2016/6/17

コンサルからテストまでの優れたシステムを持つソフトウェアテストのアウトソーシング企業  
16年8月期業績は同社予想を上回る可能性あり。17年8月期以降も高成長継続へ

## > 要旨

### ◆ ソフトウェアテストの受託事業を展開する先駆的企業

- ・SHIFT(以下、同社)グループは、ソフトウェア開発企業向けにソフトウェアテストの受託事業を行い、ソフトウェアの品質保証を展開している。
- ・ソフトウェアテストの市場規模は約4兆円と推定され、ソフトウェア開発企業のテストアウトソーシング委託ニーズと同社の独自開発したシステムの導入で、同社は先駆的かつ優位な業界地位を確保している。

### ◆ 16年8月期上期業績は同社予想を上回る大幅な増収増益

- ・16/8期第2四半期累計期間の連結業績は、売上高2,512百万円(前期比77.2%増)、経常利益206百万円(同26.9%増)と同社が16年1月に修正した事前予想を上回る大幅な増収増益を達成した。ソフトウェアテスト需要及び同社グループのテスト処理能力の増加が貢献した。

### ◆ 体質改善が進み16年8月期業績は同社予想を上回ろう

- ・同社は16年1月に公表した16/8期予想を変更していない。しかし、同社が利益の圧迫要因として懸念していたM&A関連費用や海外進出に伴う準備費用以上に、同社の収益体質改善が進んでいると考えられる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、16/8期連結業績を売上高5,800百万円(前期比76.4%増)、経常利益455百万円(同44.3%増)、当期純利益288百万円(同47.4%増)と予想した。今後はベトナム子会社SHIFT ASIA CO.,LTDでのテスト処理能力の増加が業績の拡大に貢献すると考えられ、稼働状況とその収益性に注目したい。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は、財務体質の強化と事業拡大の為の内部留保の充実等を図ることが重要であると考え、配当を行っていない。
- ・同社の株価は一般的な株価バリュエーション指標では評価できないと当センターは考えている。事業戦略は適切であり、事業基盤が強固になりつつあり、事業リスクは継続的に低下しているとみている。今後、成長と利益率の改善度合いを注視していきたい。

### 【3697 SHIFT 業種:情報・通信業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2013/8    | 1,311        | -          | -77           | -          | -78           | -          | -92          | -          | -8.1       | 71.9       | 0.0        |
| 2014/8    | 2,150        | 64.0       | 124           | -          | 124           | -          | 149          | -          | 11.9       | 84.0       | 0.0        |
| 2015/8    | 3,288        | 52.9       | 319           | 157.2      | 315           | 153.8      | 195          | 30.6       | 14.0       | 103.3      | 0.0        |
| 2016/8 CE | 5,185        | 57.7       | 362           | 13.5       | 398           | 26.2       | 178          | -8.8       | 12.4       | -          | 0.0        |
| 2016/8 E  | 5,800        | 76.4       | 450           | 41.0       | 455           | 44.3       | 288          | 47.4       | 20.0       | 123.3      | 0.0        |
| 2017/8 E  | 7,700        | 32.8       | 570           | 26.7       | 571           | 25.5       | 356          | 23.6       | 24.7       | 148.0      | 0.0        |
| 2018/8 E  | 10,000       | 29.9       | 800           | 40.4       | 801           | 40.3       | 496          | 39.3       | 34.4       | 172.4      | 10.0       |

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。2013/8期から連結決算。2015年2月1日に普通株式1株に対し5株の株式分割を実施。EPS、BPS、配当金は分割後の発行済株式数を基に遡って算出。

### アップデート・レポート

2/12

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。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。

アナリスト:大竹 喜英

+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】

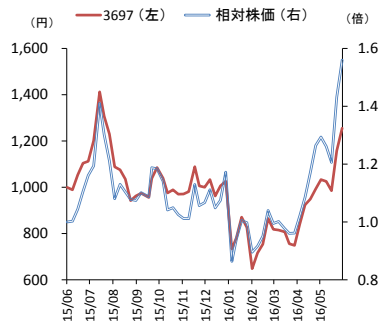
|           | 2016/6/10  |
|-----------|------------|
| 株価(円)     | 1,255      |
| 発行済株式数(株) | 14,435,500 |
| 時価総額(百万円) | 18,117     |

|          | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍)   | 89.6 | 62.8 | 50.8 |
| PBR(倍)   | 12.1 | 10.2 | 8.5  |
| 配当利回り(%) | 0.0  | 0.0  | 0.0  |

### 【株価パフォーマンス】

|           | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月 |
|-----------|------|------|------|
| リターン(%)   | 26.9 | 60.5 | 20.9 |
| 対TOPIX(%) | 31.6 | 62.5 | 48.1 |

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/6/12

**> 事業内容****◆ソフトウェアテストのアウトソーシング受託企業**

SHIFT(以下、同社)は、05年に設立され、09年からソフトウェア開発企業向けにソフトウェアテストを受託し、ソフトウェアの品質保証をする事業を展開している。現在、同社グループは同社及び連結子会社6社、関連会社1社の合計8社で構成されている。

同社は顧客に対してソフトウェアテストサービスを提供し、連結子会社であるインドのSHIFT INDIA PRIVATE LIMITEDとシンガポールのSHIFT GLOBAL PTE LTDは、ソフトウェアテスト管理ツールの開発及びソフトウェアテスト業務を担っている。15年4月にはオルトプラス(3672東証一部)とカスタマーサポート業務とテスト業務を一体化したサービスを提供する合弁会社SHIFT PLUSを高知県高知市に設立した。また、15年12月にはモバイルキャリア向け検証業務やモバイルアプリ開発支援を手掛けるリベロ・プロジェクト(東京都港区)を子会社化したほか、ベトナム・ホーチミン市にソフトウェアテストサービスのグローバル拠点としてSHIFT ASIA CO.,LTDを設立した。さらに、16年6月にはセキュリティ分野での技術力とサービス力の強化を目的にSHIFT SECURITYを設立し、事業基盤の確立と拡大を積極的に図っている。

一般的にソフトウェアの作成は、利用者にとどのようなサービスを提供するかを決める企画・設計フェーズから始まり、仕様を実現するための開発フェーズ、そして動作検証を行うテストフェーズを経て完成し、販売される。販売後は保守・運用フェーズで不具合修正や利用者対応を行い、さらに継続的な改善やリニューアルが繰り返され、バージョンアップや新商品開発に繋がっている。

この一連の流れの中で、企画・設計フェーズではコンサルティングファームや上流のシステムインテグレーターがアウトソーシングを分担する事が多い。また、開発フェーズでは中堅中小のソフトウェアハウスが、保守・運用フェーズではシステムインテグレーターや保守専門企業が、それぞれアウトソーシングの担い手として存在する。

しかし、テストフェーズではテスト自体の標準化が図られておらず、またアウトソーシングの活用も進んでいない。そのため、開発を担当するソフトウェア会社のエンジニアが、自らテストを行うケースが多い。つまり、ソフトウェアのエンジニアが不足している昨今でも、作業効率が悪いばかりか、自ら作ったソフトウェアを自分たちでテストを行うという、問題を含んだ工程となっている。

この状況にいち早く着目し、問題解決を図ると共に収益性の高いビジネスを構築したのが同社である。

**◆エンタープライズ系ソフトウェアテストを中心に事業展開**

同社のソフトウェアテスト事業は、ソフトウェア開発の各工程において顧客企業のソフトウェアのバグ（不具合）をチェックし品質の向上をサポートするサービスである。ソフトウェアテストのアウトソーシング市場は一般的に、エンタープライズ向け受託開発及びパッケージソフトウェアのテスト作業（エンタープライズ系）、組込みソフトウェアのテスト作業（エンベデッド系）、ソーシャルゲームなどのゲームソフトウェアのテスト作業（エンターテイメント系）の3つに分類される。

総務省及び経済産業省による「平成 26 年情報通信業基本調査」によれば、ソフトウェア業の約 9 割がエンタープライズ系の開発を行っており、同社はこのエンタープライズ系を中心に、人材派遣ではなく、受託形式でソフトウェアテスト事業を展開している。なお、このエンタープライズ系のソフトウェアテストは高度な開発知識や業務知識が必要とされるため参入障壁が高く、アウトソーシングも遅れていた。同社はこのマーケットにおいて、独自の方法論に基づき標準化された手法で、高品質、かつ顧客にとって低コストを実現しアウトソーシング需要を獲得している。

**◆同社ソフトウェアテストは3つのカテゴリーに分類される**

同社のソフトウェアテストサービスは3つのカテゴリーで構成され、それぞれを複合的に循環させ、効果的なサービス提供を生み出している。

**① コンサルティングサービス**

ソフトウェアテストは、ソフトウェア開発工程の中でも最終工程に位置するため、不具合を取り除くことはできるものの、上流工程で発生する不具合を減らすことはできない。コンサルティングサービスでは、テスト業務から得られた過去の知見やデータをもとに、ソフトウェア品質を向上させるための様々なコンサルティングメニューを提案し、結果、上流工程から品質を意識した開発を支援するサポートサービスである。

**② ソリューションサービス**

ソリューションサービスでは、テスト実行業務や自動テストのためのスクリプト作成業務を提供している。テストの生産性最大化を実現するため、同社独自の検定で選ばれたテストエンジニア集団と、独自に開発したテスト進捗状況及び問題工程をリアルタイムに可視化できるソフトウェアテスト支援ツール「CAT システム」、並びにマイクロタスク化された作業のマネジメント手法をフル活用し、低コス

ト かつ高い生産性を実現したソフトウェアテストの実行業務を行っている。

### ③ ヒンシツプラットフォームサービス

コンサルティングサービスやソリューションサービスを通じて、当社には幅広い業務・業態におけるソフトウェアの品質に関するナレッジやデータが蓄積されている。ヒンシツプラットフォームサービスでは、そうした蓄積されたナレッジやデータを分析し、顧客に有効な情報として提供している。また、不具合の発生を予見したり、ソフトウェアテストに関するノウハウを教育サービスとして提供したりしている。具体的には、「ヒンシツ大学」や、テストに求められるスキルセットを分解しテストエンジニアの評価を行う「CAT 検定」、年間 170 万テストケースや 2 万件の障害情報から一般化した不具合情報の提供などである。

## > 事業環境

### ◆ソフトウェアテストの市場規模は約 4 兆円と推定

総務省及び経済産業省による「平成 26 年情報通信業基本調査」によれば、我が国において主としてソフトウェア業を営む企業の売上高は 14 兆 401 億円と試算されている。また、IPA（独立行政法人情報処理推進機構）が公表するソフトウェア開発データ白書 2012-2013 によれば、開発工程に占めるテスト工程の割合は新規開発及び改良開発の平均で約 33%とされている。つまり、当社が事業展開するソフトウェアテストの市場規模は約 4 兆円と推定され、潜在的に大きなニーズが存在していると考えられる。

ソフトウェアテストのアウトソーシング需要は今後拡大が期待されるものの、ソフトウェア開発者がソフトウェアテスト業務を兼務しているケースが極めて多く、国内で顕在化している市場はまだ小規模なものにとどまっている。当社グループは、この潜在的な約 4 兆円の市場に対して、既存の労働集約的なソフトウェアテストサービスではなく、仕組化し標準化されたソフトウェアテストソリューションを提示している。これによって顧客ニーズを喚起し、アウトソーシング市場を先駆的に開拓し、事業規模を急拡大させている。

当社グループは、日本の製造業で培われた生産管理や品質管理のノウハウをIT の世界に持ち込み、今や社会インフラとなった様々なソフトウェアの品質テストを通じて保証することを目標としている。また、ソフトウェアがより安心、安全、安価に利用できることに貢献することを経営目標として事業に取り組んでいる。

> 決算概要

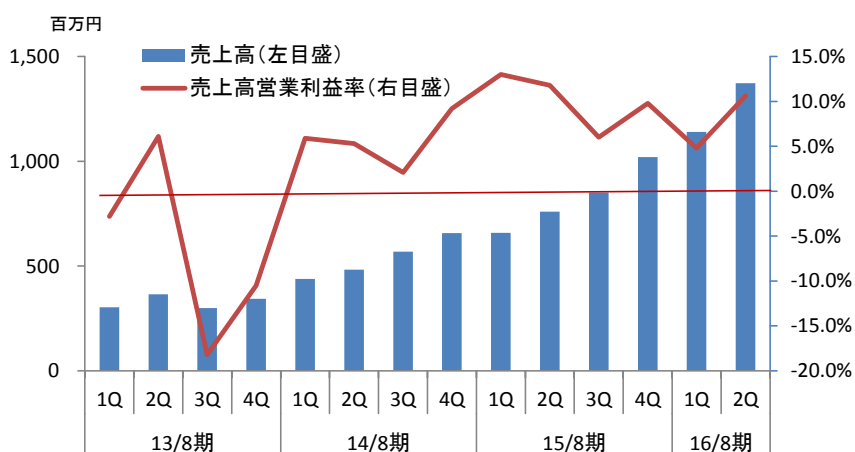
◆ 16年8月期上期決算は77.2%増収、20.6%営業増益

16/8期第2四半期累計期間(以下、上期)の連結業績は、売上高2,512百万円(前期比77.2%増)、営業利益202百万円(同20.6%増)、経常利益206百万円(同26.9%増)、純利益130百万円(同24.7%増)であった。

同社は16年1月に、既存顧客との取引拡大、新規顧客の増加と新規事業領域の拡大を理由に上期と通期の売上高予想を上方修正したものの、M&A関連費用や海外進出に伴う準備費用等が増加するとして利益予想を下方修正していた。この時点での16/8期上期予想は売上高2,394百万円、営業利益162百万円であり、今回の発表で営業利益の実績は修正値をクリアしたばかりか、下方修正する以前の194百万円も上回った。これは、売上総利益率改善のための各種施策が効果を見せ始めたことや、連結子会社化したりベロ・プロジェクトにおいて販売費及び一般管理費の削減が進んだことが要因となっている。

売上高の大幅な増加は、ソフトウェアテスト需要の増加と同社グループのテスト処理能力の増加に起因しており、15年4月に設立した合弁会社SHIFT PLUSや、16年1月に子会社化したモバイルキャリア向け検証業務やモバイルアプリ開発支援を手掛けるリベロ・プロジェクトが貢献している。

【図表1】四半期別売上高と売上高営業利益率の推移



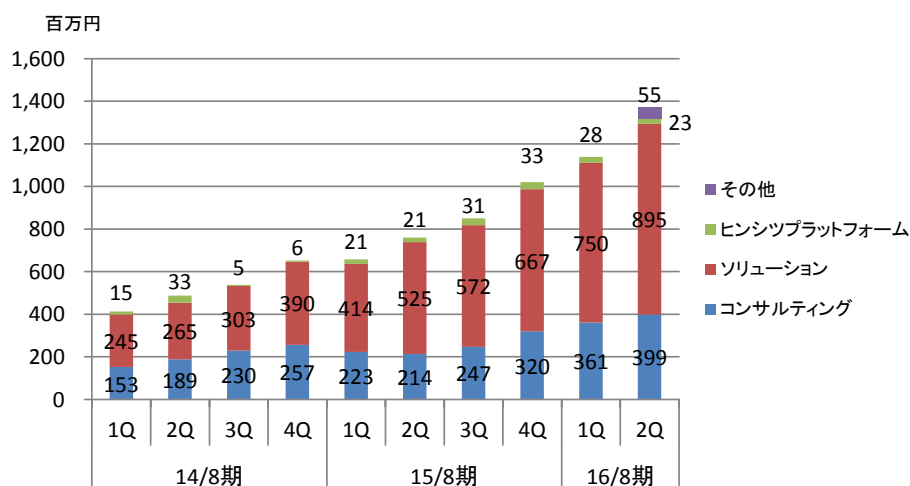
(出所) S F I F T決算説明会資料

16/8期上期のサービス別売上高は、「コンサルティングサービス」が売上高760百万円(前年同期比74.0%増)、「ソリューションサービス」が売上高1,645百万円(同75.1%増)、「ヒンシツプラットフォーム

ームサービス」が売上高 51 百万円 (同 23.4%増)、その他 55 百万円だった。

同社の認知やソフトウェアテストの重要性やアウトソーシングの有効性に対する認識の深まりに加え、優秀な人材の獲得が進んだことで、コンサルティングサービスの売上高が大幅に増加した。また、コンサルティングサービスの拡大に連動してソリューションサービス受託の拡大も継続的に進んでおり、1 案件当たりの単価も大幅に上昇している。

【 図表 2 】 四半期別サービス別売上高の推移



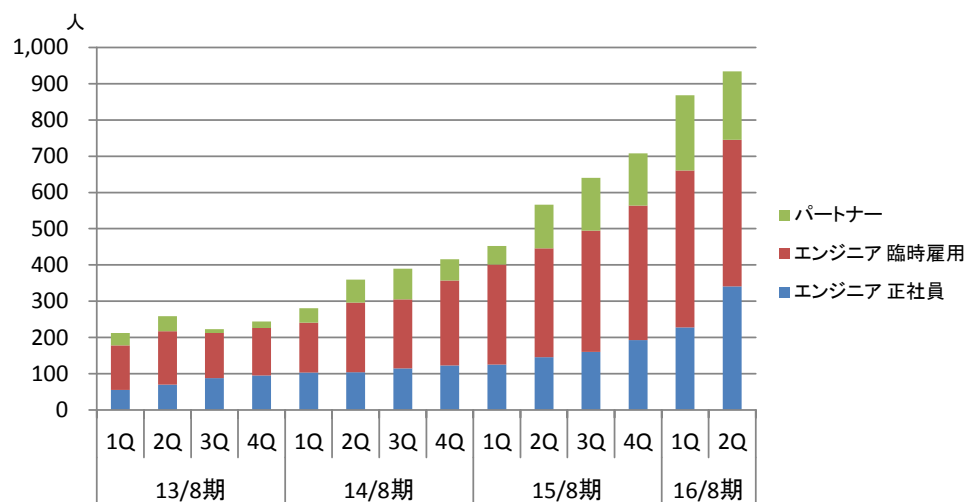
(出所) S H I F T 決算説明会資料

ソフトウェア関連の市場環境は、近年抑制されていた企業の IT 投資に回復傾向が見られ、受託開発ソフトウェアやパッケージソフトウェアなどのエンタープライズ向けソフトウェア市場が堅調に推移している。また、スマートフォンやタブレットの普及を背景にソーシャルゲームなどを中心としたモバイルゲーム市場も活況を呈している。こうしたなか、同社では既存顧客とのリレーションを強化し、収益基盤を拡大している。また、後発であったゲーム分野 (エンターテインメント向け) へのソフトウェアテストサービスの提供も 15/8 期下期から本格化し、新規顧客を増やすとともに、既存顧客の受注金額も増加している。

同社はソフトウェアテスト事業の潜在的な市場規模と自社の先行性を認識しており、会社規模拡大による人件費の増加と人材採用への積極的な投資を継続している。16 年 2 月末時点ではリペロ・プロジェ

クトの子会社化に伴い 15/8 期末のエンジニア数 708 名に対し 226 人増加するとともに、採用費の減少や増収効果もあって売上高販管費率が 15/8 期上期の 23.3%、同下期の 22.7%から 22.3%に低下している。

【 図表 3 】 四半期別エンジニア数の推移



(出所) S H I F T 決算説明会資料



【 図表 4 】 財務諸表

| 決算期              | 14/8      | 15/8上期    | 15/8      | 16/8上期    | 16/8(E)   | 17/8(E)   | 18/8(E)    |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| <b>損益計算書(千円)</b> |           |           |           |           |           |           |            |
| 売上高              | 2,150,837 | 1,418,506 | 3,288,705 | 2,512,950 | 5,800,000 | 7,700,000 | 10,000,000 |
| 売上原価             | 1,461,491 | 919,963   | 2,213,492 | 1,751,643 | 4,050,000 | 5,380,000 | 7,000,000  |
| 売上総利益            | 689,346   | 498,543   | 1,075,212 | 761,306   | 1,750,000 | 2,320,000 | 3,000,000  |
| 販売費及び一般管理費       | 565,223   | 331,028   | 756,029   | 559,276   | 1,300,000 | 1,750,000 | 2,200,000  |
| 営業利益             | 124,122   | 167,515   | 319,183   | 202,030   | 450,000   | 570,000   | 800,000    |
| 営業外収益            | 3,820     | 3,404     | 4,324     | 6,247     | 7,500     | 3,000     | 3,000      |
| (受取利息)           | 196       | 73        | 119       | 58        | 100       | 200       | 200        |
| (補助金収入)          | 1,800     | 0         | 0         | 6,152     | 6,252     | 0         | 0          |
| (その他)            | 1,824     | 3,330     | 4,205     | 36        | 1,148     | 2,800     | 2,800      |
| 営業外費用            | 3,667     | 7,854     | 8,101     | 1,324     | 2,500     | 2,000     | 2,000      |
| (支払利息)           | 994       | 82        | 330       | 1,045     | 2,000     | 2,000     | 2,000      |
| (その他)            | 2,673     | 7,772     | 7,771     | 278       | 500       | 0         | 0          |
| 経常利益             | 124,275   | 163,065   | 315,405   | 206,952   | 455,000   | 571,000   | 801,000    |
| 特別利益             | 89,697    | 318       | 318       | 3,874     | 3,900     | -         | -          |
| 特別損失             | 2,263     | -         | -         | -         | -         | -         | -          |
| 税引前当期純利益         | 211,708   | 163,383   | 315,723   | 210,827   | 458,900   | 571,000   | 801,000    |
| 法人税等             | 62,089    | 58,819    | 123,200   | 74,891    | 180,900   | 225,000   | 315,000    |
| 税率               | 29.6%     | 36.7%     | 39.5%     | 35.5%     | 39.5%     | 39.6%     | 39.5%      |
| 少数株主損失           | 0         | 0         | -2,820    | -5,551    | -10,000   | -10,000   | -10,000    |
| 当期純利益            | 149,619   | 104,564   | 195,344   | 130,384   | 288,000   | 356,000   | 496,000    |

売上高比

|            |       |       |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上総利益      | 32.1% | 35.1% | 32.7% | 30.3% | 30.2% | 30.1% | 30.0% |
| 販売費及び一般管理費 | 26.3% | 23.3% | 23.0% | 22.3% | 22.4% | 22.7% | 22.0% |
| 営業利益       | 5.8%  | 11.8% | 9.7%  | 8.0%  | 7.8%  | 7.4%  | 8.0%  |
| 経常利益       | 5.8%  | 11.5% | 9.6%  | 8.2%  | 7.8%  | 7.4%  | 8.0%  |
| 税引前当期純利益   | 9.8%  | 11.5% | 9.6%  | 8.4%  | 7.9%  | 7.4%  | 8.0%  |
| 当期純利益      | 7.0%  | 7.4%  | 5.9%  | 5.2%  | 5.0%  | 4.6%  | 5.0%  |

前期比

|            |       |   |        |       |       |       |       |
|------------|-------|---|--------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高        | 64.0% | - | 52.9%  | 77.2% | 76.4% | 32.8% | 29.9% |
| 売上総利益      | 81.9% | - | 56.0%  | 52.7% | 62.8% | 32.6% | 29.3% |
| 販売費及び一般管理費 | 23.9% | - | 33.8%  | 69.0% | 72.0% | 34.6% | 25.7% |
| 営業利益       | -     | - | 157.2% | 20.6% | 41.0% | 26.7% | 40.4% |
| 経常利益       | -     | - | 153.8% | 26.9% | 44.3% | 25.5% | 40.3% |
| 税引前当期純利益   | -     | - | 49.1%  | 29.0% | 45.3% | 24.4% | 40.3% |
| 当期純利益      | -     | - | 30.6%  | 24.7% | 47.4% | 23.6% | 39.3% |

貸借対照表(千円)

|          |             |             |             |             |             |             |             |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 現預金      | 903,130     | 1,199,947   | 1,286,900   | 1,425,338   | 1,670,000   | 1,900,000   | 2,200,000   |
| 売掛金      | 262,348     | 309,400     | 418,040     | 873,526     | 900,000     | 1,090,000   | 1,200,000   |
| たな卸資産    | 3,338       | 9,982       | 13,259      | 35,681      | 50,000      | 60,000      | 70,000      |
| その他      | 63,639      | 70,827      | 84,441      | 79,250      | 80,000      | 90,000      | 100,000     |
| 流動資産     | 1,232,455   | 1,590,156   | 1,802,643   | 2,413,795   | 2,700,000   | 3,140,000   | 3,570,000   |
| 有形固定資産   | 133,012     | 131,416     | 151,357     | 172,585     | 180,000     | 200,000     | 210,000     |
| 無形固定資産   | 59,827      | 70,921      | 99,506      | 309,844     | 310,000     | 300,000     | 280,000     |
| 投資その他の資産 | 105,389     | 108,048     | 171,000     | 202,073     | 200,000     | 250,000     | 300,000     |
| 固定資産     | 298,230     | 310,385     | 421,864     | 684,504     | 690,000     | 750,000     | 790,000     |
| 資産合計     | 1,530,685   | 1,900,542   | 2,224,507   | 3,098,300   | 3,390,000   | 3,890,000   | 4,360,000   |
| 買掛金      | 53,549      | 89,800      | 127,854     | 180,356     | 220,000     | 280,000     | 350,000     |
| その他      | 407,776     | 410,306     | 564,400     | 682,479     | 760,000     | 820,000     | 870,000     |
| 流動負債     | 461,325     | 500,106     | 692,256     | 862,838     | 980,000     | 1,100,000   | 1,220,000   |
| 長期借入金    | 13,040      | 8,000       | 2,960       | 585,320     | 585,000     | 585,000     | 585,000     |
| その他      | 290         | 351         | 13,060      | 32,585      | 45,000      | 69,000      | 67,000      |
| 固定負債     | 13,330      | 8,351       | 16,020      | 617,905     | 630,000     | 654,000     | 652,000     |
| 純資産合計    | 1,056,029   | 1,392,084   | 1,516,231   | 1,617,556   | 1,780,000   | 2,136,000   | 2,488,000   |
| (自己資本)   | (1,056,029) | (1,392,084) | (1,489,031) | (1,557,591) | (1,720,035) | (2,076,035) | (2,428,035) |

対総資産比率

|      |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流動資産 | 80.5% | 83.7% | 81.0% | 77.9% | 79.6% | 80.7% | 81.9% |
| 固定資産 | 19.5% | 16.3% | 19.0% | 22.1% | 20.4% | 19.3% | 18.1% |
| 流動負債 | 30.1% | 26.3% | 31.1% | 27.8% | 28.9% | 28.3% | 28.0% |
| 固定負債 | 0.9%  | 0.4%  | 0.7%  | 19.9% | 18.6% | 16.8% | 15.0% |
| 自己資本 | 69.0% | 73.2% | 66.9% | 50.3% | 50.7% | 53.4% | 55.7% |

(注) 16/8 期(E)以降は証券リサーチセンター予想。単位は千円。13/8 期から連結決算に移行。

(出所) 有価証券報告書などより証券リサーチセンター作成

## > 業績予想

### ◆ 16年8月期も業績大幅拡大を継続

同社は、16/8 期連結業績を売上高 5,185 百万円（前期比 57.7%増）、営業利益 362 百万円（同 13.5%増）、経常利益 398 百万円（同 26.2%増）、当期純利益 178 百万円（同 8.8%減）と予想している。

これは同社が 16 年 1 月に修正したものであり、M&A 関連費用や海外進出に伴う準備費用が増加するとして利益予想を期初公表値から下方修正したものである。すでに上期の営業利益は下方修正する以前の予想値を上回っており、同社の想定以上に収益性の改善が進んでいると考えられる。また、同社の通期業績予想に対する売上高の進捗割合は 48.4%、営業利益は同 55.8%だが、四半期ベースの売上高は前四半期比 10%から 20%の成長を継続しており、この予想は慎重すぎると考えられる。

同社では、ソフトウェアテストのアウトソーシングが遅々として進んでいないと認識し、潜在的な成長機会は非常に大きいものと考えている。また、ソフトウェア関連市場が好調に推移する中で IT 人材の不足が深刻化しており、ソフトウェア開発企業で社内エンジニアを開発に注力させ、テスト業務を外注化する流れが今後も加速していくと判断している。

一方で優秀な人材の獲得は同社においても重要な経営課題となっており、同社グループではソフトウェアテストの適性を評価できる独自の検定試験（CAT 検定）を活用することで、キャリアにかかわらずソフトウェアテストの適性がある優秀な人材の採用を進めている。

なお、同社は 15 年 12 月にソフトウェアテストサービスのグローバル拠点としてベトナム・ホーチミン市に現地法人 SHIFT ASIA CO.,LTD を設立し、優秀なテストエンジニアの採用を進めている。現状はシステムエンジニアからの転職が多いものの優秀な人材が豊富であり、日本のエンジニアの 3 分の 1 程度の年収で採用できている。将来的には日本のソフトウェアテストサービス約 4 兆円の多くを獲得しベトナムでその大半をテスト出来るような仕組み作りを積極的に進めている。

### ◆ 証券リサーチセンターでは同社予想を上回る業績を予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では 16/8 期連結業績を売上高 5,800 百万円(前期比 76.4%増)、営業利益 450 百万円(同 41.0%増)、経常利益 455 百万円(同 44.3%増)、当期純利益 288 百万円(同 47.4%増)と予想した。前回予想（15 年 10 月 30 日公表）に比べ売上

高を 1,000 百万円増額する一方、営業利益を 50 百万円、経常利益を 47 百万円、当期純利益を 27 百万円減額した。

市場規模約 4 兆円と推定されるソフトウェアテスト事業に比べ同社の事業規模はまだ小さく、同社の認知度向上や整然とした顧客アプローチを考慮すれば、エンタープライズ分野を中心に今後も年率 30%程度の売上高の成長が続くと予想している。16/8 期は、優秀な人材の確保に加えリペロ・プロジェクトの子会社化が貢献しているが、ともにフル稼働で更なる売上げの増加が見込めない状況ではなく、第 3 四半期、第 4 四半期ともに前四半期比 10%程度の売上高の成長を想定した。

同社は 16/8 期の取組みとして①エンジン強化（サービスと技術力の向上）、②フィールド拡大（事業規模拡大のための M&A や海外進出）、③基盤システム強化（事業環境整備やグループ経営確立）を掲げており、売上高を確実に増加させながら、そのための投資も積極的に行っている。同社の事業がサービス業であり事業拡大に伴い人員の増加は避けて通れない課題である。また、事業環境整備やグループ経営確立も必須である。将来的にはコストの安いベトナムでのテスト比率が増加すれば売上高営業利益率が 10%を超える可能性が高いと予想されるが、当面は事業規模拡大を優先させると判断し、8%前後の営業利益率が継続すると当センターでは予想した。

既存顧客との信頼関係や新規顧客の開拓状況、或いは売上高の増加傾向から考えて、優秀な人材の大量離脱や顧客の信頼を失うような失敗案件でも生じない限り、16/8 期の同社連結業績は上振れる可能性が高いと考えられる。

なお、ソフトウェアテスト受託事業の一部が CAT システム提供によるロイヤリティ収入に置き換わり利益率の向上に貢献するのが 17/8 期からとの予想に変更はないが、当面はベトナム子会社 SHIFT ASIA CO.,LTD でのテスト処理能力の増加が業績の拡大に貢献すると考えられ、稼働状況とその収益性に注目したいと当センターでは考えている。

17/8 期連結業績は売上高 7,700 百万円（前期比 32.8%増）、営業利益 570 百万円（同 26.7 %増）、経常利益 571 百万円（同 25.5 %増）、当期純利益 356 百万円（同 23.6%増）、18/8 期は売上高 10,000 百万円（前期比 29.9%増）、営業利益 800 百万円（同 40.4%増）、経常利益 801 百万円（同 40.3%増）、当期純利益 496 百万円（同 39.3%増）と予想した。

同社のソフトウェアテスト事業は依然として成長の初期段階にある。同社は「1,000 億円の事業規模を実現するためにまず 100 億円の事業を創る」と宣言している。そのための①エンジン強化、②フィールド拡大、③基盤システム強化といった成長戦略を継続し収益性の向上に努めるものの、当面は事業規模の拡大と自社の業界地位の確立を最優先すると考えられる。そのため、当センターでは 17/8 期の利益予想を幾分慎重に見積もった。

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は内部留保の充実を優先

同社は、財務体質の強化と事業拡大の為の内部留保の充実等を図ることが重要であると考え、これまで配当を行っていないが、株主に対する利益還元も経営の重要課題であると認識している。今後の配当政策の基本方針は、収益力の強化や事業基盤の整備を実施しつつ、内部留保の充実状況及び企業を取り巻く事業環境を勘案した上で、株主に対して安定的かつ継続的な利益還元を実施する方針である。内部留保資金については、中長期的な事業拡大の原資として利用していく意向である。当センターでは、売上高 10,000 百万円、自己資本ほぼ 2,500 百万円を達成する 18/8 期に配当を実施すると見ている。

### ◆ 同社役員によるインサイダー取引規制違反の発生

16 年 3 月、同社の取締役が社外の情報受領者に対し、未公表の重要事実を伝達し、インサイダー取引が行われたと証券取引等監視委員会から認定された。同取締役は情報受領者からの利益供与はなかったものの情報提供を認めたため、取締役を解任された。

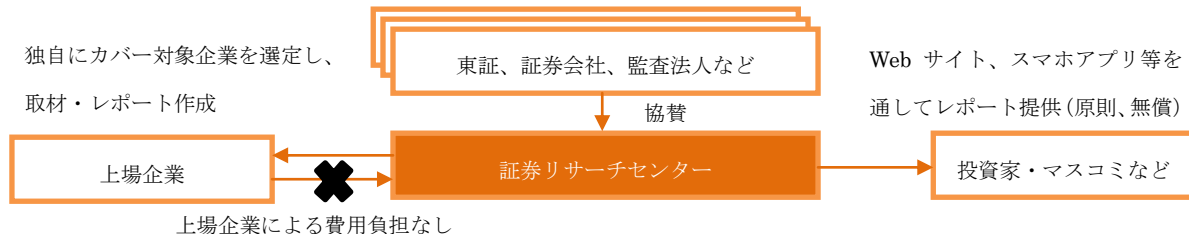
同社は (1) コンプライアンス意識向上とインサイダー取引防止のための勉強会の定期実施、(2) 社内規程「インサイダー取引防止規程」の改定、(3) 役員誓約書の提出、(4) 情報管理体制の強化を掲げ、再発防止の取り組みを表明している。

### ◆ 高い事業成長力を評価する局面と判断する

同社は成長途上の新興企業であり、同社の株価については一般的な株価バリュエーション指標では評価できないと当センターでは考えている。事業戦略は適切と考えられ、事業規模拡大とともに事業基盤が強固になる一方、事業リスクは継続的に低下していると判断される。今後は業績戦略を睨みながら、その成長力の度合と利益率の改善に注目すべきと考える。

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

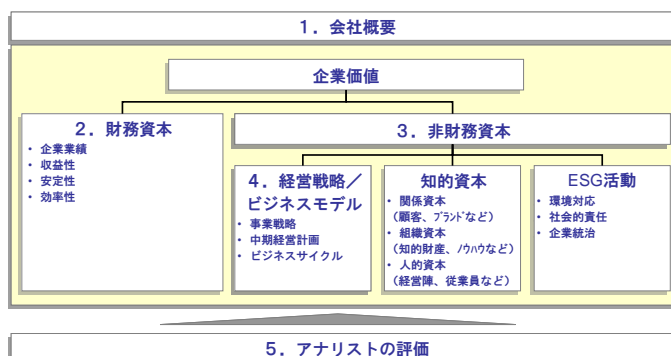
本レポートの構成

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

### ■ 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。