

ホリスティック企業レポート

ネオジャパン

3921 東証マザーズ

フル・レポート
2016年11月18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 20161115

グループウェアソフトをパッケージとクラウドの形態で提供するソフトウェア開発会社 成長する市場でのシェア拡大と新製品の投入で年率 20%弱の利益成長を目指す

1. 会社概要

・ネオジャパン(以下、同社)は、グループウェアを中心とした各種コンピュータソフトを企業や官公庁、自治体などに対し、パッケージ販売とクラウドサービスの形態で提供する独立系のソフトウェア開発会社である。

アナリスト:大間知淳
+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

2. 財務面の分析

・12/1 期～16/1 期の決算をみると、ユーザー数の着実な増加を背景に、売上高は年平均 8.0%増、経常利益は同 35.2%増と順調に拡大した。
・他社との比較では、収益性と成長性の財務指標は魅力的な水準にある。

【主要指標】

	2016/11/11
株価(円)	1,716
発行済株式数(株)	3,579,600
時価総額(百万円)	6,143

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、新技術をあらゆるユーザーに対して低価格で早期に提供する姿勢にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.5	20.5	18.1
PBR(倍)	2.4	2.2	2.0
配当利回り(%)	0.5	0.5	0.6

4. 経営戦略の分析

・成長が見込まれるグループウェア市場でのシェア拡大と周辺市場での高付加価値製品の投入により、長期的に年率 20%弱の増益を目指している。
・マレーシアを手始めに、日本と商習慣が似ている東南アジアのグループウェア市場への進出を計画している。

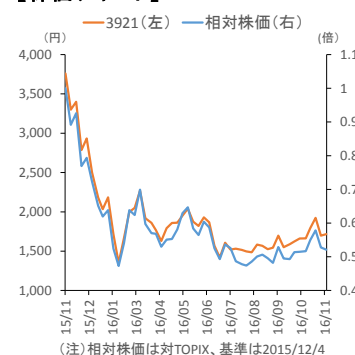
【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-9.0	10.4	-68.3
対TOPIX(%)	-8.0	6.5	-63.6

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、グループウェアソフトを中心としたクラウドサービスの拡大をけん引役に、17/1 期は前期比 11.3%増、18/1 期は同 16.9%増、19/1 期は同 18.4%増の営業増益を予想している。
・同社の業績は減価償却費や広告宣伝費の増減によって利益が変動しやすい傾向があり、当センターでは、利益よりも利益に減価償却費と広告宣伝費を加算した金額の方が、同社の収益力の実態をより良く反映していると考えている。

【株価チャート】



【3921 ネオジャパン 業種: 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)
2015/1	1,724	11.1	251	23.3	265	25.3	172	33.2	57.3	623.9	5.7
2016/1	1,904	10.4	366	45.9	386	45.5	246	42.7	79.8	708.5	8.0
2017/1 CE	2,093	9.9	399	9.1	419	8.5	286	16.5	80.1	—	8.0
2017/1 E	2,109	10.8	408	11.3	440	13.9	299	21.4	83.5	780.8	9.0
2018/1 E	2,423	14.9	477	16.9	498	13.2	340	13.7	95.0	866.8	10.0
2019/1 E	2,727	12.5	565	18.4	586	17.7	402	18.2	112.3	969.1	12.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。16年2月1日付で1:3の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

フル・レポート

2/37

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
- － 競合他社との比較

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

◆ グループウェアソフトをパッケージとクラウドで提供

ネオジャパン（以下、同社）は、グループウェアなどを中心とする各種コンピュータソフトを、企業や官公庁、自治体に対して、パッケージ販売（売上区分「プロダクト」）やクラウドサービスの形態で提供する独立系のソフトウェア開発会社である。

同社が販売するソフトウェアは法人向けであるが、会計ソフトのように一部の専門部署だけが使用するものではなく、社員の全員、ないしは、多くが使うものを対象としているため、ユーザーインターフェースが分かり易く、使い勝手の良さを追求して開発に当たっている。

新しい技術に対して迅速に対応することを開発コンセプトの一つとしており、NTT ドコモ（9437 東証一部）の i モードへの対応や、スマートフォン及びタブレット端末への対応、クラウドサービス化などを業界に先駆けて実施しており、パッケージソフト開発会社の中でも高い技術力を持った企業である。

◆ クラウドサービスが成長ドライバー

同社は、「desknet's NEO（デスクネット ネット）」を主力製品とするグループウェア及びその関連製品をインターネット経由で提供するサービスに関連する売上を「クラウドサービス」に区分している。

クラウドサービスは、主に中小規模の法人を対象としており、自社に加えて、販売代理店及び ASP 事業者^{注1}を通じてサービスを提供しているが、9割以上が間接販売となっている模様である。

同社は、製品開発と保守、販売代理店及び ASP 事業者の開拓と営業支援に特化しており、サービス提供に際しては、ビットアイル・エクイニクス株式会社（非上場、東京都品川区）が提供する「ビットアイルクラウド」を中心とした外部のデータセンターを利用している。

クラウドサービスの売上高は、自社ブランドで展開する desknet's NEO クラウド版とその前身サービスである「Applitus（以下、アプリタス）」の二つのグループウェア製品群の月次課金収入、他社ブランドでの OEM 提供による ASP 事業者向けの売上高、クラウドに係る初期費用や役務提供によるその他の売上高によって構成されている（図表 1）。

主力サービスである desknet's NEO クラウド版の 1 ユーザー当たりの直販月額料金は 400 円（定価、消費税抜き）と低価格であるが、ユーザー数は急増しているため、売上高は順調に拡大している。

（注 1）アプリケーションソフトの機能をネットワーク経由で顧客にサービスとして提供する事業者を言う。

【 図表 1 】 クラウドサービス売上高のサービス別内訳

(単位：千円)

サービス別	16/1期				17/1期			増減率
	上期	第3四半期	第4四半期	通期	第1四半期	第2四半期	上期	
desknet's NEO	442,306	232,744	250,561	925,611	254,354	263,901	518,255	17.2%
Applitus	192,609	114,803	130,302	437,714	143,406	158,965	302,371	57.0%
ASP事業者向け	55,548	25,032	23,831	104,411	22,344	20,690	43,034	-22.5%
ASP事業者向け	71,192	35,246	34,261	140,699	33,320	31,418	64,738	-9.1%
その他	122,957	57,663	62,167	242,787	55,284	52,828	108,112	-12.1%

(出所) ネオジャパン有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

旧サービスであるアプリタスの売上高は desknet's NEO クラウド版への移行もあって、減少傾向にある。アプリタスは16年12月末にサービス提供を終了する予定であり、17/1 期中に多くのユーザーは desknet's NEO クラウド版に乗り換えるものと見られる。

ASP 事業者向けの売上高も一部業者のサービス停止の影響を受けて減少傾向にあるが、その際には desknet's NEO クラウド版の再販に切り替えてもらいユーザーを囲い込めるよう努めている。

クラウドサービス全体としては、その売上高構成比は14/1 期の46.7%から16/1 期には48.6%に上昇しており、今後の成長ドライバーとして期待されている。

◆ 成長が鈍化しているプロダクトも安定収益源を有している

プロダクトの売上高は、desknet's NEO を主力製品とするグループウェア及びその関連製品のライセンス売上、当該製品のサポートサービス売上、製品のカスタマイズ売上、その他これらに付随する役務作業売上等によって構成されている(図表2)。

【 図表 2 】 プロダクト売上高のサービス別内訳

(単位：千円)

サービス別	16/1期				17/1期			増減率
	上期	第3四半期	第4四半期	通期	第1四半期	第2四半期	上期	
スモールライセンス	488,423	214,169	234,788	937,380	270,446	214,972	485,418	-0.6%
エンタープライズライセンス	53,970	17,833	18,791	90,594	28,267	17,082	45,349	-16.0%
サポートサービス	97,388	39,604	47,900	184,892	46,230	43,122	89,352	-8.3%
サポートサービス	234,122	118,514	124,221	476,857	120,842	121,591	242,433	3.5%
その他	102,943	38,218	43,876	185,037	75,107	33,177	108,284	5.2%
うちカスタマイズ	—	—	—	—	25,697	13,776	39,473	59.2%
うちその他	—	—	—	—	49,410	19,401	68,811	-11.9%

(注) 両ライセンスとサポートサービスは desknet's NEO に関するもののみ

(出所) ネオジャパン有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

プロダクトに区分されるパッケージソフトは、顧客のサーバーやレンタルサーバーなどにインストールして利用され、オンプレミス型と言われている。

desknet's NEO のライセンス売上高は、5~300 の中小規模のユーザーを対象にしたスモールライセンス版と、300~数万ユーザーを対象としたエンタープライズライセンス版の売上高に分けられる。

エンタープライズライセンス版の多くは SIer を経由してエンドユーザーに納入している。スモールライセンス版では同社からディストリビューションパートナー (約 10 社) を通して、販売代理店 (約 300 社) が顧客に販売するケースと、ディストリビューションパートナーを経由しないで販売代理店が顧客に販売するケースがある。直販比率は 1 割に満たない模様である。

同社は、desknet' NEO などのグループウェア製品を始め、各製品の導入顧客数を開示していない。desknet's NEO の主要顧客としては、パッケージ版としては、大成建設 (1801 東証一部、導入ユーザー数 13,000)、清水建設 (1803 東証一部、同 12,000)、伊藤忠テクノソリューションズ (4739 東証一部、同 12,000)、福岡県北九州市役所 (同 8,000)、秋田県企画振興部情報企画課 (同 7,000)、宮崎県総合政策部 (同 7,000)、福岡大学 (同 5,000)、クラウド版としては、住信 SBI ネット銀行 (非上場、東京都港区、同 900)、広友ホールディングス (非上場、東京都港区、同 700)、アサヒコーポレーション (非上場、福岡県久留米市、同 700)、シップヘルスケアホールディングス (3360 東証一部) の子会社であるシップヘルスケアファーマシー東日本 (同 440) などが挙げられる。

なお、日経コンピュータによる顧客満足度調査グループウェアソフト部門において、同社は 10~12 年と 15~16 年に第 1 位を獲得するなど、顧客からの評価は高いものと思われる。

同社は年間の有償サポートサービスについて、エンタープライズライセンス版においては、必須条件として初年度から契約を義務付けている一方、スモールライセンス版においては、初年度は無償、2 年目から任意での契約を認めている。

スモールライセンス版でのサポートサービスの契約率はエンタープライズライセンス版に比べてやや低い模様であるが、それでもパッケージ版の顧客数やユーザー数の拡大に伴ってサポートサービス収入は増加傾向が継続しており、フロー型の収入が多いプロダクトにおいてもストック型の安定収益源が積み上がってきている。

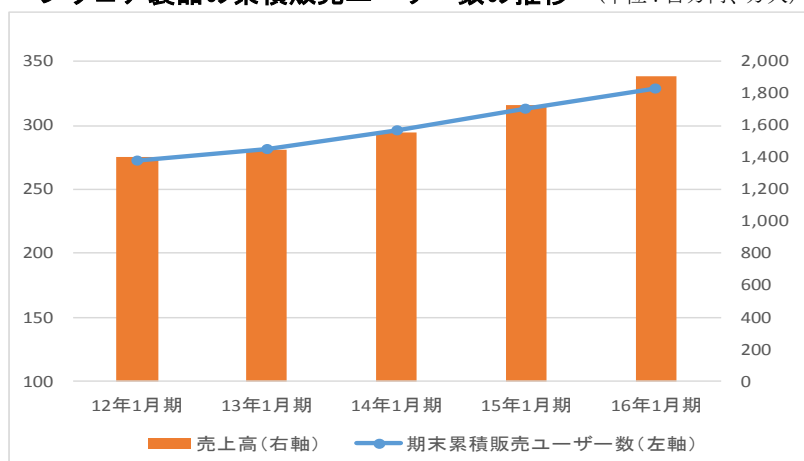
エンタープライズライセンス版を契約した顧客からは、利用状況や要望に合わせたカスタマイズサービスの注文も受けている。

その他の売上高には、グループウェア製品に付随する役務作業売上や、営業支援システム「desknet'sSSS (サザン)」、Web メールシステム「Denbun」、ビジネスチャットシステム「ChatLuck」などのその他のライセンス販売製品群の売上高が含まれている。

クラウドサービスの開始により、近年、プロダクトの成長は鈍化しているが、それでもプロダクトは、16/1 期において、売上高の 49.2%を占め、収益の柱としての地位を維持している。

desknet's NEO を中心とするグループウェア製品については、累積販売ユーザー数(パッケージ版とクラウド版の合計)が開示されており、13/1 期から 16/1 期においては、年 10~17 万のペースで増加している(図表 3)。

【 図表 3 】グループウェア製品の累積販売ユーザー数の推移 (単位:百万円、万人)



(出所) ネオジャパン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社の売上高はストック型の収入が中心であるため、ほぼグループウェア製品の累積販売ユーザー数と売上高が連動して増えている。

desknet's NEO については、ほぼ 1 年間に 1 回ずつの頻度でメジャーバージョンアップとマイナーバージョンアップを実施しており、製品力の強化を継続していることも、既存顧客の維持と新規顧客の増加に寄与していると見られる。

◆ 技術開発の成果は主力サービスの開発に反映されている

クラウドサービスやプロダクトに直接関連しないソフトウェアの受

託開発に関連するサービスは、技術開発に区分されている。技術開発の売上高は、ソフトウェア開発の売上と過去に開発したソフトウェアの保守売上によって構成されている。

保守売上は比較的安定しているものの、ソフトウェア開発の売上は期によって大幅に変動するため、技術開発全体としての売上高は変動幅が大きい。

受託開発する案件は高い利益率を目指しているわけではなく、クラウドサービスやプロダクトにおける将来の製品・サービスの開発に応用できるものを狙っている。現在、プロダクトやクラウドサービスで提供している機能の中には、過去において技術開発で取り組んだ案件を元に開発されたものも存在している。

技術開発は、16/1 期において、売上高の 2.2% を占めている。

> ビジネスモデル

◆ パッケージソフトは限界利益率が高いビジネス

パッケージソフトは、過去に開発したものを将来にわたって販売していくため、追加の開発や販売にかかる費用が必要とはいえ、まとまった数量が販売出来れば、高収益が期待できるビジネスである。

ソフトウェアをパッケージとして販売し、その後有償のサポートサービスを提供する事業(プロダクト)であれ、ネット経由でサービスのみを提供して月額料金を徴収する事業(クラウドサービス)であれ、外注費や仕入れ費用などの変動費が少なく(限界利益率が高い)、ユーザー数が増えるほど収益性が高くなる可能性が増すというビジネスの本質は変わらない。

同社のコストのうち、変動費に相当すると見られる材料費、サーバーの賃借料、オプションサービスとして提供する提携企業の製品・サービスに係るライセンス料、売上原価の業務委託費、商品仕入高を合計した金額は 16/1 期で 243 百万円であり、限界利益率は 90%弱と推測される。

提携企業の例としては、乗換案内サービスを提供しているジョルダン(3710 東証 JQS) や、セキュリティ対策ソフト販売のソリトシステムズ(3040 東証 JSQ) などが挙げられる。

ソフトウェアの開発において、パッケージだけでなく、カスタマイズについても外注を使っていない点は同社の大きな特徴である。

同社の主要なコストとしては、人件費と広告宣伝費(16/1 期 338 百万

円)が挙げられる。人件費に関しては、売上原価に計上される労務費の一部が研究開発費、ソフトウェア仮勘定(無形固定資産)に一旦振替られて、研究開発費は販売費及び一般管理費(以下、販管費)として処理され、ソフトウェア仮勘定は販売開始時にソフトウェアに振り替えられたのち、販売見込み期間である12カ月にわたって減価償却費として売上原価に計上されている点に注意が必要である。

そのため、新製品や既存製品のバージョンアップのために開発が活発になるときは無形固定資産が増加し、期間費用に計上される人件費が減少する。一方、新製品や既存製品の新しいバージョンがリリースされると、無形固定資産が減少すると共に減価償却費が増える。

売上原価の人件費のうち、研究開発費やソフトウェア仮勘定として振替処理される金額は期によってばらつきが大きく、減価償却費の計上額も四半期ベースで著しく変わるため、同社の売上総利益率は、四半期、年度のいずれにおいても変動が大きいが、実態としての収益性は比較的安定している。

また、同社は新製品の投入や既存製品のバージョンアップに伴って、広告宣伝活動を集中的に実施することがあるため、当該四半期の営業利益率は低下しやすいくとも注意が必要である。

同社のソフトウェアは提供する基本機能の多さや使い勝手の良さなどで高い性能を有している一方で、パッケージソフトのライセンス料やサポートサービス料、クラウドサービスの月額料金などの料金体系は同業他社よりも低い水準となっている。

同社は、業務別の従業員数を公表していないが、直販比率が低いことから、開発と運用サポートに多くの人員を振り向けていると推測される。16年1月末の従業員数は81人に過ぎず、人件費や販売経費が少ないことから、低価格を実現できると証券リサーチセンター(以下、当センター)は見ている。

プロダクトとクラウドサービスの両方において、ディストリビューターを経由した売上高が多くなっている。1位と2位のディストリビューターは、ダイワボウホールディングス(3107 東証一部)の子会社であるダイワボウ情報システムとソフトバンクグループ(9984 東証一部)の子会社であるソフトバンクコマース&サービスとなっている。両社に対する16/1期の売上構成比は、それぞれ14.2%、10.6%に達しており、その比率は上昇傾向にある。

売上高上位10社(全てディストリビューターと販売代理店)合計の売上構成比は約5割に達している。

グループウェア製品の販売当初より、同社は販売パートナーとの協力関係を重視して事業を展開している。desknet'sNEOは、日経コンピュータによるパートナー満足度調査グループウェアソフト部門において、06年以降では、第2位だった10年と16年を除いて第1位を獲得するなど、パートナーと長期的な信頼関係を築いている。

◆ プロダクトはフロー型とストック型の収入が併存している

desknet'sNEOのパッケージ版の直販基本料金(定価、消費税抜き)は、スモールライセンス版のライセンス価格においては、5ユーザーで39,800円、10ユーザーで64,300円、20ユーザーで98,000円と段階的に上昇していき、最大の300ユーザーでは998,000円となっている。

(注2) スモールライセンス版は5ユーザー単位の契約となっている。

スモールライセンス版の年間サポートサービス料(初年度は無償)は、5~15ユーザーで10,000円、20~45ユーザー^{注2}で20,000円、50~95ユーザーで40,000円と段階的に上昇していき、200~300ユーザーでは150,000円となっている。

エンタープライズ版のライセンス価格(定価、消費税抜き)は、100ユーザーで410,000円、200ユーザーで910,000円、300ユーザーで1,320,000円と段階的に上昇していき、10,000ユーザーで10,500,000円、ユーザー数無制限で13,000,000円となっている。

エンタープライズライセンス版の年間サポートサービス料は、5~200ユーザーで90,000円、201~300ユーザーで180,000円、301~400ユーザーで270,000円と段階的に上昇していき、10,000ユーザーで1,890,000円、ユーザー無制限で2,340,000円となっている。

プロダクトのサポートサービスに関しては、顧客は1年分を前納するため、決算期末においてサービスが未提供となっている金額が前受収益(16/1期末341百万円)として流動負債に計上されている。この金額が増えているということは、同社のプロダクトを利用して、かつ、サポートサービスを契約しているユーザー数が増えていることを意味している。

顧客によっては複数年を前払いしているケースがあり(同社には複数年前納による割引制度はない)、1年以上先のサービス提供分の前受収益は長期前受収益(同117百万円)として固定負債に計上されている。

カスタマイズ案件に関しては、利益率は低いものの、将来、標準機能へと発展できる可能性がありそうなものを発掘する役割があるため、

開発リソースの範囲で受注を行っている。また、1案件当たりの金額は500万円程度で、不採算化のリスクは抑制されている。

◆ クラウドサービスはストック型のビジネス

desknet'sNEOのクラウドサービスの直販基本料金(定価、消費税抜き)は、1ユーザー月間400円となっている。この他に交通費・経費精算、セキュリティーサービス、ディスク増設などのオプション機能を追加すると、1ユーザー月間各100~1,000円の料金が加算される。

なお、エンドユーザーが販売代理店やASP事業者から実際に購入する価格は、プロダクトを含めて、基本的に上記の直販料金よりも安く設定されている模様である。

また、クラウドサービスについては、自社販売、販売代理店・ディストリビューター経由に加え、ASP事業者を通じても実施している。ASP事業者は、同社からライセンスの提供を受け、独自のブランドでクラウドサービスを行っている。例としては、リスクモンスター(3768 東証二部)の連結子会社であるリスモン・ビジネス・ポータルが行っている「J-MOTTO」というサービスが挙げられる。

◆ 技術開発売上高の増加は本業の成長に還元される可能性がある

技術開発は、過去に開発・納入したソフトウェアの保守収入が安定収益源となっているため、新規開発案件の売上高が計上されなければ、利益額は小さいが収益性は高い模様である。新規開発案件の売上高が計上されると売上高は増えるものの、利益はあまり確保できないと見られるため、収益性は低くなる可能性が高い。

14/1期から16/1期までは大きな開発案件を受注してこなかったが、同社では今後は1億円を超える規模の案件にも挑戦する可能性があるとしている。

今後、技術開発の売上高が大幅に増加した場合、その期の利益率は低下すると想定されるものの、その成果が製品開発に還元された場合、プロダクトやクラウドサービスから構成される本業の収益が一段上の段階に拡大する可能性があるため、当センターでは、長期的な観点から技術開発の状況にも十分な注意が必要と考えている。

> 業界環境と競合

◆ グループウェア製品はパッケージソフト市場に含まれる

同社が属するソフトウェア開発業界は、受託開発とパッケージ開発に大別される。受託開発が特定顧客のニーズに合わせてオーダーメイドで開発するのに対し、パッケージ開発は不特定多数の顧客ニーズを作り手が想定して開発し、パッケージ化して販売するものである。

パッケージ開発はソフトウェアプロダクトとも呼ばれており、更に、企業向けソフトとゲームソフトに分かれている。

経済産業省の特定サービス産業動態統計調査(15年)によれば、ソフトウェアプロダクトの市場規模は1兆1,154億円に達している。そのうち、ゲームソフト以外(企業向けソフトに相当)の金額は6,503億円であった。

一方、富士キメラ総研によれば、企業向けソフトウェアの国内市場規模は、14年度実績が9,626億円、16年度見込みが1兆1,195億円とのことである。経済産業省の統計とは乖離が大きい。富士キメラ総研の調査結果には、パッケージ販売の金額だけでなく、SaaS(クラウド)の売上高も含まれていることや、パッケージ販売の金額の中に、ライセンス料だけでなく、保守サポート収入などのランニングコストが含まれていることがその主因ではあろうと当センターでは推測している。

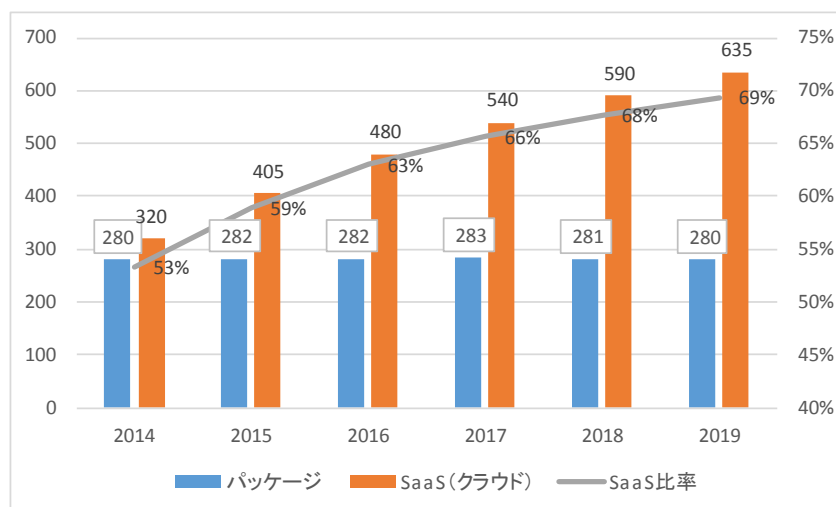
(注3) 特定機能のソフトウェアを予め搭載したサーバーを提供する形態。

富士キメラ総研の両年度の数値の内訳は、14年度がパッケージ販売7,816億円、SaaS1,477億円、アプライアンス^{注3}333億円、16年度がパッケージ販売8,616億円、SaaS2,579億円となっており、SaaS(クラウド)の伸びが顕著である。

◆ グループウェア製品は600億円市場

富士キメラ総研では、企業向けソフトウェア市場を7系列、48品目に分類しており、グループウェアは、EIP、ワークフロー、文書管理ツール/ECM、プロジェクト管理ツールなどと共に情報共有系に分類されている。

【図表4】国内グループウェア市場規模の推移 (単位: 億円、%)



(出所) 富士キメラ総研の調査を基にしたネオジャパンの決算説明会資料をベースに証券リサーチセンターが加工

グループウェア市場は、14年度において、パッケージ 320 億円、SaaS280 億円、合計 600 億円とされている。19年度にかけては、パッケージが横ばいで推移する一方、SaaS (クラウド) が年率 14.7%のペースで拡大することで、全体でも年率 8.8%成長し、915 億円に達すると予想されている (図表 4)。

なお、パッケージ販売の内訳は、ライセンス料が約 4 割、サポートサービス料が約 6 割を占めている模様である。

◆ グループウェア市場は国内外 5 社が有力プレーヤー

富士キメラ総研によれば、15年度見込みのグループウェア市場の販売数量シェアは、パッケージ市場においては、1位日本 IBM29.5%、2位日本マイクロソフト22.3%、3位サイボウズ(4776 東証一部)21.3%、4位ネオジャパン 14.4%、5位日本電気 (6701 東証一部) 4.2%、その他 8.4%、SaaS (クラウド) 市場においては、1位日本マイクロソフト 39.4%、2位グーグル 33.5%、3位日本 IBM12.3%、4位サイボウズ 9.8%、5位ネオジャパン、富士通マーケティング各 1.3%、その他 2.3%となっている。

日本電気と富士通マーケティングもシェア上位に顔を出しているが、同社によれば、サイボウズと同社以外の国内大手ベンダーは自社製グループウェアの製品開発を縮小して、外部製品の販売代理に業務をシフトしてきており、今後の地位低下が見込まれている。結果として、国内グループウェア市場は、日本 IBM、日本マイクロソフト、グーグルの外資系 3社と国内専業 2社による寡占化が進行すると見られる。

◆ パッケージ市場は国内 2 社のシェアが上昇傾向にある

富士キメラ総研の過去の調査によると、09年度のパッケージ市場の販売数量シェアは、1位日本マイクロソフト 37.7%、2位日本 IBM36.5%、3位サイボウズ 13.2%、4位日本電気 4.8%、5位日立製作所 (6501 東証一部) 3.5%、その他 4.3%となっており、同社とサイボウズがシェアを伸ばし、それ以外の会社がシェアを落としていることが分かる。

日本マイクロソフトの Exchange Server と日本 IBM の Notes/Domino は、製品価格やサポートの問題が指摘される一方、国内専業 2社は、低価格の魅力に加えて、日本企業の商慣習に合わせた業務管理機能を強化してきたため、顧客の評価が変化したと考えられる。

特に、日本 IBM の Notes/Domino は、かつてグループウェアの代名詞的存在であったものの、近年シェアの低下が目立っている。90年代に大企業に対してカスタマイズを前提としたソリューションとして

提供され、圧倒的な市場シェアを誇ったが、Notes の技術者や管理者の不足、使い難さ、運用コストの高さ等から、クラウドサービスを中心とした他のグループウェアに顧客を奪われている模様である。

◆ クラウド市場は外資系 2 社が強い

クラウドサービスにおいては、外資系は国内専業 2 社に比べ、1 ユーザー当たりのメール容量とストレージ容量が格段に大きいことから、国内企業のニーズに対応した業務管理機能は少なく、価格もやや高いものの、メールシステムの運用コストに敏感な大企業の需要を集めている。

また、日本マイクロソフトの Office365 は、Excel や Word などの MS Office 製品群の最新版を追加料金やバージョンアップ費用がかからずに利用できるメリットがあることから、グーグルの Google Apps に比べて優位な状況を築いている。

同社やサイボウズのクラウドサービスは、ワークフロー、プロジェクト管理、タイムカードなど日本企業の商慣習に合わせた業務管理機能が豊富で、低価格であることから、グループウェアのみを導入したい中小企業には評価されているものの、大企業のクラウド利用が急拡大している中では、国内専業 2 社のシェアは外資系に比べて低水準にとどまっている。

しかしながら同社は、グループウェアソフトの普及率は大企業で 90% 以上であるのに対し、中小企業では 40~50% であり、外資系のサービスは日本企業向けの機能強化の動きが十分でないとしており、今後、中小企業での導入が本格化してくれば、クラウドサービスでも同社のシェアが上昇する可能性が高いと期待している。

◆ 最大の競合先はサイボウズ

有力競合 4 社の中でも、ポジショニングが同社に比較的近いことから、最大の競合企業はサイボウズと思われる。具体的には、同社と同様に、グループウェアソフトを中心とした製品構成をとっていることや、日本企業の商慣習に合わせた業務管理機能の強化を続けていること、ディストリビューターや販売代理店を通じた間接販売を中心に提供していること、料金水準が比較的近いことがその理由である。

サイボウズのグループウェアの主力製品は、中小企業向け（推奨ユーザー数 300 未満）のサイボウズ Office（スタンダードコースとカスタムアプリ機能が付加されているプレミアムコースがある）と、大企業向けの Garoon（以下、ガルーン）であり、それぞれがパッケージ版とクラウド版を提供している。

導入社数の正確な数値は開示していないが、サイボウズの15/12期の決算説明会資料によれば、サイボウズ Office が50,000社(うち、パッケージ版が約40,000社、クラウド版が約10,000社)、ガルーンが3,600社となっている。ユーザー数については、サイボウズの最近のリリースやサイトに、サイボウズ Office が300万ユーザー、ガルーンが190万ユーザーという記載がある。

サイボウズは、グループウェア以外にも、用途に合わせて Web データベース型の業務アプリを構築できるサービスである「kintone」(導入社数4,500社超)や、メール共有サービスである「メールワイズ」(パッケージ版でも販売、クラウド版との合計導入社数5,000社超)などの製品をクラウドサービスで提供している。

サイボウズのクラウド関連売上高は15/12期では2,714百万円(前期比61.0%増、15/12期末有料契約社数12,000社超)であったが、クラウド関連を除いたパッケージ販売等の売上高は4,300百万円であり、13/12期との比較で横ばいにとどまっている。

サイボウズの15/12期のクラウド関連売上比率は約39%と、同社の16/1期のクラウドサービス売上比率(48.6%)に比べて低いが、これは、サイボウズが自社のクラウド基盤である「cybouz.com」でクラウドサービスの本格展開を開始したのが、11年11月と同社に比べて遅かったことが影響していると推測される。

サイボウズによると、16年にサイボウズ Office を新規契約した企業の90%以上がクラウド版となっており、クラウド関連売上比率の上昇は継続しているものと思われる。

料金体系を見ると、クラウド版の1ユーザー当たりの月額料金は、desknet's NEOがユーザー数にかかわらず400円(年額は4,800円で割引なし)であるのに対し、サイボウズ Office10のスタンダードコースは500円(年額5,880円)、プレミアムコースは800円(同9,405円)、ガルーンの300ユーザーまでの契約が845円(同9,935円)、301以上1,000ユーザーまでの契約が800円(同9,405円)と、いずれも同社が優位にある。

パッケージ版では、両社の料金体系は異なっているが、ユーザー数などの条件を揃えて比較を行った。100ユーザーを契約した場合、desknet's NEOのスマールライセンス版のライセンス料は378,000円、2年目からのサポートサービス料は80,000円であるのに対して、サイボウズ Office10のスタンダードコースのライセンス料は378,000円、2年目からのサポートサービス料は99,800^{注4}円と同社がやや優位にある。

(注4) サイボウズには複数年前納割引があるため、3年以上の契約期間を選択すると、年当たりのサポートサービス料はサイボウズが割安になるケースも存在する。

300 ユーザー以上になると、同社はエンタープライズ版、サイボウズはガルーンでの契約が主流となる。300 ユーザーを契約した場合、desknet's NEO のエンタープライズ版のライセンス料は 1,320,000 円、初年度からのサポートサービス料は 180,000 円、2 年間の総コストは 1,680,000 円であるのに対して、サイボウズガルーンのライセンス料は 3,248,000 円、2 年目からのサポートサービス料は 659,800 円、2 年間の総コストは 3,907,800 円と、同社の優位性が目立っている。

ユーザー数が増えるに従って、相対料金の数値は変化するが、同社がどのユーザー数においても価格優位にある点は変わらない。

重要な点は、クラウド版であれ、パッケージ版であれ、利用期間が長期化すればするほど、コストの差が拡大していくことにある。サイボウズの連結従業員数は 15 年 12 月末において 551 名であり、組織の規模はネオジャパンの約 7 倍となっている。固定費の差を考えれば、同社のサイボウズに対する価格競争力は長期的に維持可能であると考えられる。

グループウェアソフトの機能数で両社を比較すると、同社の 25 機能に対し、サイボウズ Office シリーズの最新版 Office10 は 17 機能（うち、1 機能はプレミアムコース限定のカスタムアプリ）と、数の上では同社が優位である。しかしながら、同社が 2 つに分けて提供している機能をサイボウズでは 1 つにまとめて提供していたり、同社が提供していない機能がサイボウズでは利用可能であったりする等のため、優劣を判断するのは難しい状況である。

日経コンピュータが毎年実施している顧客満足度調査においては、サイボウズが総合満足度第 1 位を長年獲得していたが、10 年から 12 年は同社が第 1 位を獲得し、13 年、14 年はサイボウズが第 1 位を奪い返した。15 年は同点で両社が第 1 位となったが、16 年は同社が単独で第 1 位になるなど、両社製品に対する高い評価が続いている。

16 年の日経コンピュータの顧客満足度調査結果を見ると、同社は、コスト、運用性、サポート、信頼性の評価が高く、サイボウズは、性能・機能、信頼性、運用性、サポートの評価が高くなっている（図表 5）。

外資系 3 社を見ると、グーグルは性能・機能とコストの評価が高いものの、サポートの評価が低い。日本マイクロソフトは、信頼性、運用性、コスト、サポートの評価が低く、日本 IBM は、性能・機能、信頼性、運用性、コストの評価が低い。日本 IBM は、継続意向度の評価も低いため、シェアの低下傾向は継続すると思われる。

【 図表 5 】 日経コンピュータ顧客満足度調査 2016 グループウェア部門

順位	会社名 (製品名)	総合満足度	性能・機能	信頼性	運用性	コスト	サポート	継続意向度	有効回答数
	重視度		62.7	54.4	60.9	55.7	32.9		
	全社平均	61.5	63.2	66.8	63	58	52.6	62.8	1575
1	ネオジャパン (desknet'sなど)	72.4	67.2	76.4	75.3	76.1	63.6	71.2	133
2	サイボウズ (サイボウズOfficeなど)	70.8	70.7	76.7	74.4	66	62	71.8	266
3	グーグル (Google Appsなど)	67.4	73.8	68.4	67.9	71.7	45.7	70.5	122
4	OSK/大塚商会 (eValue NS、アルファオフィスなど)	62.6	63.5	69.3	60.2	65.4	49.6	55.4	56
5	NEC (StarOfficeなど)	62.2	62.2	71.9	65.3	53.3	56.1	64.6	73
6	富士通 (Teamware Collaboration Suiteなど)	60.9	53.6	66.6	63.3	61.3	60.6	61.3	90
7	日本マイクロソフト (Exchange Server、Office 365など)	53.8	60.9	57.3	54	48.4	43.3	61.3	275
7	日本IBM (IBM Notes/Dominoなど)	53.8	58.8	62.4	59.2	38.6	46.1	52	176

(注) 項目別の上位 2 社にはオレンジ色、下位 2 社には青色の色付けをしている

(出所) 日経コンピュータ顧客満足度調査 2016 グループウェア部門より証券リサーチセンター作成

> 沿革・経営理念・株主

(注 5) 光増幅器 (アンプ) とは、光信号を光ファイバーで長距離伝送するために、途中で信号の原水を補う機器である。

◆ 齋藤社長がネット関連ビジネスを目的に横浜市で 92 年に創業

同社社長の齋藤 晶義氏は、80 年に入社した日本電信電話公社 (現日本電信電話株式会社 9432 東証一部) において、光増幅器 (アンプ) ^{注 5} の研究を数年間行った後、退職して米国に渡り、インターネットに出合った。当時、日本ではインターネット技術はほとんど知られていなかったが、その将来性を信じ、日本に戻った 90 年頃から技術者としてネット関連の仕事 시작했다。

まず取り組んだのが、インターネットの標準プロトコルである TCP/IP をサポートしている OS である UNIX ベースのイントラネットシステムを東京電力 (現東京電力ホールディングス、9501 東証一部) に納入するプロジェクトだった。

プロジェクトが完成に近づくと、先進的なシステムの受託開発を自らが経営者として継続して行いたいと考えた齋藤氏は、92 年 2 月に中学、高校の同級生で技術者の大坪専務らと横浜市にネオジャパンを設立した。その直後の同年 3 月に東京電力向けのシステム構築が終了した。その後は、他の電力会社や自動車メーカーなどの大企業向けに UNIX ベースシステムを受託開発するのが事業の中心であった。

◆ グループウェアを中心としたパッケージソフト開発・販売に転換

90 年代は、米国においては IBM の Lotus/Notes やマイクロソフトの Exchange Server などのクライアントサーバ型のグループウェアソフトが普及していたが、高価な上、PC に 1 台ずつクライアントソフトをインストールする必要があった。米国の Yahoo! が Web ブラウザーベースのメールサービスをしていたことにヒントを得た齋藤社長は、

5～10 人の中小企業でも安価で使えることを目指して自ら開発に取り組み、スケジューラーや会議室予約などの必須 5 機能程を搭載した Web ブラウザーベースのグループウェア iOffice2000 のパッケージを 99 年にリリースした。

知名度がなかったことから当初の売れ行きは芳しくなかったようだが、サーバーの OS に当時珍しかった Linux を採用してことなどもあり、新しいものに関心が強く、技術力のある企業には評価され、徐々にユーザーが広がっていった。営業力が十分でなかった同社は、早い段階で直販から代理店販売を中心とする方向に舵を切っており、現在の直販比率は 1 割に満たない模様である。

00 年には営業支援システム iOfficeSSS (サザン) のパッケージをリリースし、グループウェアの派生製品への展開も開始した。

同社は、主要機能はほぼそのままながら、安定的、かつ、低コストでの運用を可能にした desknet's EnterpriseEdition を開発し、大規模ユーザーに向けての販売を 01 年に開始した。02 年には小規模ユーザー向けの iOffice2000 の販売を停止し、グループウェアソフトの製品名を desknet's に統一した。

01 年に同社はサイボウズから著作権侵害で提訴されたが、02 年に東京地裁で同社勝訴の判決が出された。その後、サイボウズが控訴したが、東京高裁で和解協議に入り、和解が成立した。

05 年には顧客対応管理システム desknet's CAMS (キャムス) のパッケージや、06 年にはイントラブログ (社内ブログ) システム desknet's Blog の販売を開始した。

◆ 日本ソフトウェアメーカー初の SaaS 型サービスを開始

06 年頃になると、技術の進歩と企業のシステム利用に対する考え方の変化によって、月間利用料を支払い、インターネット経由でデータの処理や保存をするサービスが米国で普及し始めた。

こうした動きにいち早く対応した同社は、小規模ユーザー向けを対象として、グループウェアを中心に、営業支援、顧客対応管理、社内ブログなどの Web アプリケーションをユーザーが自らのニーズに合わせて利用することが出来る、アプリタスの提供を 06 年 9 月から開始した。アプリタスは、日本のソフトウェアメーカーとして初めてソフトウェアをサービスとして提供する SaaS 型 (Software as a Service、現在ではクラウドサービスと言われている) の月額課金制のサービスであった。

同社では、アプリタスの提供を開始するに当たって、受託開発事業の役割を「技術開発事業」へと変更した。技術開発事業では技術を自社に蓄積することを目的とし、将来、パッケージ（プロダクト事業）やサービス（クラウドサービス事業）の開発や機能強化につながるような開発案件に限定して展開することにしたため、同事業の規模は縮小し、収益構造においてもパッケージソフトメーカーへと転換していったが、その経験はカスタマイズを受注する際に現在でも活かされている。

その後も同社は派生製品の拡充を継続し、07年2月にWebメールシステム Denbun（デンブン）、07年3月に高機能データ・ファイル転送システム desknet'sDAX（ダックス）、08年6月に社内ネットワークシステム desknet'sSNS を相次いでリリースした。

◆ マルチデバイスに対応した desknet's NEO を発売

12年12月には、desknet'sの後継製品として、HTML5を採用し、スマートフォンやタブレット端末などのマルチデバイスに対応するなど操作性を高めた desknet's NEO をリリースした。同年12月に大規模ユーザーを対象としたエンタープライズライセンスのパッケージ販売を開始し、13年2月に中小規模ユーザーを対象としてスモールライセンスのパッケージ版を、同年3月にクラウド版を、それぞれ投入した。

15年11月に、同社は東証マザーズに上場した。

◆ 企業向けチャットソフト ChatLuck を発売

15年12月に同社は、コンシューマー向けチャットサービスのような使い勝手を持ちながら、社員同士や取引先との情報共有、コミュニケーションを安全かつ円滑に行える企業向けのチャットソフト ChatLuck（チャットラック）を、パッケージソフトの形態で発売した。16年11月にはクラウドサービスでも同ソフトの提供を開始した。

なお、社名に関して同社は、一部の先進企業だけではなく、全ての企業にITのメリットを提供し、コンピュータの力で日本企業と社会のコミュニケーションを変えていくという願いを込めて“ネオジャパン（新しい日本）”と命名したとしている。

◆ 経営理念

同社は、「リアルなITコミュニケーションで豊かな社会形成に貢献する」という経営理念の下に、ウェブ技術をベースとしたビジネスコミ

コミュニケーションツールの開発と販売により、働く人全てを支え、社会の発展に貢献することを目的に事業を展開している。

この経営理念を実践するため、以下の3つの行動指針を有している。

- 1) 柔軟な思考と発想で、次世代のニーズをつかむ
- 2) ゼロから何かを生み出す喜びをお客様とともに
- 3) 一人ひとりがパイオニア精神を持ち続けること

また、従来の概念を覆す発想と、日本企業ならではの心配りで新技術に対する研究開発に取り組み、国内だけでなく、海外に対しても高品質の製品やサービスを低価格で提供したいとしている。

◆ 株主

17/1 期第2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表6の通りである。

17 年 7 月末時点において、代表取締役社長の齋藤晶議氏と一族の資産管理会社プロシードゥスの合計で、発行済株式総数の 45.2%を保有している。その他の株主には、専務取締役大坪慶穰氏、取締役大神田守氏、従業員持株会、同社の従業員、取引先、金融機関が名を連ね、大株主上位 10 名が 79.0%の株式を保有している。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	16年7月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
齋藤晶議 (戸籍名: 齋藤章浩)	1,392,000	38.88%	1	代表取締役社長
大坪慶穰 (戸籍名: 大坪克也)	630,000	17.59%	2	専務取締役
松倉二美	276,000	7.71%	3	従業員
株式会社プロシードゥス	225,000	6.28%	4	代表取締役社長一族の資産管理会社
ネオジャパン従業員持株会	67,200	1.87%	5	
ビットアイル・エクイニクス株式会社	66,000	1.84%	6	
後藤健	48,000	1.34%	7	従業員
株式会社SBI証券	42,800	1.19%	8	
大神田守	42,000	1.17%	9	取締役
楽天証券株式会社	40,400	1.12%	10	
(大株主上位10位)	2,829,400	79.04%	-	
発行済株式総数	3,579,600	100.00%	-	

(出所) ネオジャパン 17/1 期第2 四半期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 11/1 期以降の数値が開示されている。ある desknet's ユーザーから受注した大型のカスタマイズ案件に係る収益が計上された 11/1 期は一時的に業績が急拡大した。しかしながら、同社にはフロー型の収益である大型のカスタマイズ案件を継続的に受注する方針はなく、事業の中心はあくまで、ストック型の収益であるプロダクトとクラウドサービスであるため、一過性の収益がほとんどない 12/1 期と 16/1 期を比較してみると、ユーザー数の着実な増加を背景に、売上高は年平均 8.0%増、経常利益は同 35.2%増と順調に拡大している(図表 7)。

【図表 7】ネオジャパンの業績推移

(単位：百万円)

	11/1期単	12/1期単	13/1期単	14/1期単	15/1期単	16/1期単
売上高	1,550	1,397	1,450	1,552	1,724	1,904
売上総利益	—	—	—	1,091	1,199	1,453
売上総利益率	—	—	—	70.3%	69.5%	76.4%
販売費及び一般管理費	—	—	—	888	948	1,087
販管費率	—	—	—	57.2%	55.0%	57.1%
営業利益	—	—	—	203	251	366
営業利益率	—	—	—	13.1%	14.6%	19.2%
経常利益	283	115	161	211	265	386
当期純利益	153	22	97	129	172	246
期末累積販売ユーザー数(万人)	252	272	282	296	313	329

(注) 11/1 期から 13/1 期までは未監査、期末累積販売ユーザー数は旧製品である desknet's とアプリタスを含めたグループウェアソフト(プロダクト、クラウドサービス)の合計

(出所) ネオジャパン有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 16年1月期決算は前期比 10.4%増収、45.9%営業増益

16/1 期決算は、売上高が前期比 10.4%増の 1,904 百万円、営業利益が同 45.9%増の 366 百万円、経常利益が同 45.5%増の 386 百万円、当期純利益が同 42.7%増の 246 百万円となった(図表 8)。

期初計画に対する達成率は、売上高が 102.0%、営業利益は 110.2%、当期純利益は 107.9%であった。限界利益率が高いことから、売上高と比べて利益の達成率が高くなっている。

売上高が好調に伸びたことに加え、他勘定振替高として売上原価から控除されたソフトウェア仮勘定が増えたことや、15/1 期に急増した販売用ソフトウェアの減価償却費が大幅減となったことなどもあり、売上総利益率は前期の 69.5%から 76.4%へと大幅に上昇した。

販管費では、研究開発費は減少したものの、新製品「ChatLuck」のテレビCMを第4四半期に実施したことで広告宣伝費が大幅増となったほか、人件費やその他の経費が増加したため、売上高販管費率は前期の55.0%から57.1%に悪化した。

【 図表 8 】 16 年 1 月期の業績

(単位：百万円)

	サービス別	15/1期	上期	第3四半期	第4四半期	下期	16/1期	増減率
		通期					通期	
売上高		1,724	943	467	493	960	1,904	10.4%
	クラウドサービス	814	442	232	250	483	925	13.6%
	プロダクト	881	488	214	234	448	937	6.3%
	技術開発	28	13	20	7	28	41	44.7%
売上総利益		1,199	746	354	353	707	1,453	21.2%
売上総利益率		69.5%	79.1%	75.9%	71.6%	73.7%	76.4%	—
販売費及び一般管理費		948	506	248	332	580	1,087	14.7%
販管費率		55.0%	53.7%	53.1%	67.4%	60.4%	57.1%	—
営業利益		251	239	106	20	126	366	45.9%
営業利益率		14.6%	25.4%	22.7%	4.2%	13.2%	19.2%	—
経常利益		265	258	104	23	127	386	45.5%
経常利益率		15.4%	27.4%	22.3%	4.7%	13.3%	20.3%	—
当期(四半期)純利益		172	165	65	14	80	246	42.7%
減価償却費		143	22	22	28	50	73	-48.8%
研究開発費		118	64	21	2	23	88	-25.6%

(出所) ネオジャパン有価証券届出書、四半期報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

また、東証マザーズへの上場に伴い、営業外費用として11百万円の株式公開費用を計上した一方、有価証券利息の増加や保険解約返戻金を営業外収益に計上したため、営業外収支の黒字額は前期の14百万円から19百万円に増加した。

サービス別にみると、クラウドサービスは前期比13.6%増収であった。desknet'sNEOクラウドの利用ユーザー数が順調に拡大し、同サービスの売上高は437百万円(同73.9%増)となった一方、desknet'sNEOクラウドの前身サービスであるアプリタスの利用ユーザー数は、desknet'sNEOクラウドへの移行により減少したため、アプリタスの売上高は104百万円(同25.0%減)となった。また、ASP事業者向けの売上高は140百万円(同1.5%減)であった。

プロダクトは同6.3%増収であった。スモールライセンスの売上高は90百万円(同7.5%増)、エンタープライズライセンスの売上高は184百万円(同10.5%増)と、いずれも好調に推移した。desknet's NEO(旧

製品も含む)のサポートサービス売上高は476百万円(同9.2%増)と堅調であった。

技術開発については、過年度に受注したソフトウェアの保守売上等の寄与により、売上高は41百万円(同44.7%増)と大幅に伸長した。

◆ 17年1月期上期決算は前期比9.0%増収、26.9%営業減益

17/1期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高1,029百万円(前年同期比9.0%増)、営業利益175百万円(同26.9%減)、経常利益198百万円(同23.3%減)、当期純利益135百万円(同18.0%減)であった(図表9)。

【図表9】17年1月期上期の業績

(単位:百万円)

	サービス別	16/1期	17/1期			増減率	通期計画
		通期	第1四半期	第2四半期	上期		
売上高		1,904	531	497	1,029	9.0%	2,093
	クラウドサービス	925	254	263	518	17.2%	1,078
	プロダクト	937	270	214	485	-0.6%	979
	技術開発	41	6	19	25	94.7%	35
売上総利益		1,453	379	335	715	-4.1%	-
売上総利益率		76.4%	71.5%	67.4%	69.5%	-	-
販売費及び一般管理費		1,087	262	277	540	6.6%	-
販管費率		57.1%	49.4%	55.8%	52.5%	-	-
営業利益		366	117	58	175	-26.9%	399
営業利益率		19.2%	22.0%	11.7%	17.0%	-	19.1%
経常利益		386	135	63	198	-23.3%	419
経常利益率		20.3%	25.5%	12.7%	19.3%	-	20.0%
当期(四半期)純利益		246	93	42	135	-18.0%	286
減価償却費		73	36	47	83	269.5%	-
研究開発費		88	20	30	50	-20.5%	-

(出所)ネオジャパン四半期報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

期初計画に対する達成率は、売上高が103.6%、営業利益は121.5%、当期純利益は127.4%であった。限界利益率が高いことから、売上高と比べて利益の達成率が高くなっている。

グループウェア製品の累積販売ユーザー数が16年1月末の329万人から7月末には339万人に増えたことから、売上高は堅調に伸びたものの、開発体制の強化による労務費の増加や、販売用ソフトウェアの減価償却費の急増などにより、売上総利益率が前年同期の79.1%から69.5%へと大幅に悪化した。

販管費では、人件費や広告宣伝費は増加したものの、研究開発費は減少するなど、全体としては費用の伸びが鈍化したため、売上高販管費率は前年同期の 53.7%から 52.5%に改善した。

サービス別にみると、クラウドサービスにおいては前年同期比 17.2%増収であった。利用ユーザー数が順調に拡大した desknet's クラウドの売上高は 302 百万円 (同 57.0%増) となった一方、利用ユーザー数の減少が続いているアプリタスの売上高は 43 百万円 (同 22.5%減) となった。ASP 事業者向けの売上高は 64 百万円 (同 9.1%減) であった。

プロダクトは同 0.6%減収であった。旧製品の追加ライセンス販売を 15 年 12 月に停止したことなどから、スモールライセンスの売上高は 45 百万円と同 16.0%減少した。官公庁・自治体向けは堅調であったが、全体としては前年同期が好調であった反動があり、エンタープライズライセンスの売上高は 89 百万円と同 8.3%減少した。一方で、エンタープライズライセンスで案件が増加したカスタマイズの売上高は 39 百万円と同 59.2%増加した。desknet's NEO (旧製品も含む) のサポートサービス売上高は 242 百万円 (同 3.5%増) と伸びがやや減速した。

技術開発については、過年度に受託したシステム開発の更新等の寄与により、同 94.7%増収と大幅に伸長した。

> 競合他社との比較

◆ 企業向けソフトをパッケージやクラウドで提供する企業と比較

企業向けソフトウェアをパッケージやクラウドサービスの形態で提供する企業を比較対象企業として選定した。具体的には、グループウェア製品での有力な競合企業であるサイボウズ、グループウェアやワークフローなど幅広い製品群を展開するエヌ・ティ・ティ・データ・イントラマート (3850 東証マザーズ)、メール共有や経費精算サービスをクラウドで提供するラクス (3923 東証マザーズ)、中小企業向け業務パッケージソフトのリーディングカンパニーであるオービックビジネスコンサルタント (4733 東証一部、以下、OBC) である (図表 10)。

各社を比較すると、規模は OBC が別格の存在となっている。他の 4 社の中で同社は売上高では最も小さいが、経常利益や総資産では見劣りしない位置にある。

安全性に関しては業界全体として良好である。固定資産や現預金の保

有に対する各社の方針の違いにより、固定長期適合率や流動比率の数値に格差はみられるものの、自己資本比率の数値は概ね接近しており、同社の数値も業界の中では中位の水準にある。

【 図表 10 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄		ネオジャパン	サイボウズ	NTTデータ・ イントラマート	ラクス	オービックビジネス コンサルタント
	コード		3921	4776	3850	3923	4733
	直近決算期		16/1期	15/12期	16/3期	16/3期	16/3期
規模	売上高	百万円	1,904	7,013	5,173	4,077	21,912
	経常利益	百万円	386	-338	399	776	10,452
	総資産	百万円	3,397	6,223	4,579	3,107	112,425
収益性	自己資本利益率	%	11.2	-6.4	9.7	29.6	7.3
	総資産経常利益率	%	12.7	-5.6	9.1	31.1	9.6
	売上高営業利益率	%	19.2	-5.4	7.8	19.2	41.8
成長性	売上高(2年平均成長率)	%	10.8	16.2	9.7	20.6	4.0
	経常利益(同上)	%	35.0	—	49.7	35.3	-7.7
	総資産(同上)	%	21.4	4.1	5.9	40.6	7.2
安全性	自己資本比率	%	74.7	51.3	63.7	72.3	85.0
	流動比率	%	372.1	125.1	254.4	320.0	609.1
	固定長期適合率	%	36.0	76.1	36.1	15.8	34.1

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出
 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)
 (出所) ネオジャパン及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

収益性は、売上高営業利益率では対象製品の市場規模が大きく、シェアも高いことから、OBCが群を抜いているものの、自己資本利益率、総資産経常利益率において、同社はラクスに次ぐ位置につけている。

成長性は、比較対象企業の決算期変更や開示期間の問題を考慮して過去2期で比較した。同社の増収率や増益率は比較対象の中では中位に位置するものの、成長市場に属していることを考慮すれば、成長性においても魅力はあると評価している。

全体的には、収益性、成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 新技術をあらゆるユーザーに対して早期に提供する姿勢に注目

同社は創業以来、常に新しい技術にいち早く対応してビジネスを展開しており、その技術力は高く評価できる。しかも、新技術に基づいて開発した製品を大企業に高価格で提供することを志向するわけではなく、中小企業から官公庁、学校、各種団体、小規模組織に至るまで、あらゆるユーザーに対して低価格で供給する姿勢を貫いている。

新技術に果敢に挑戦する社風は技術志向の強い他社にも見られる特徴であるが、高機能製品を幅広い顧客に低価格で供給する姿勢を持ち合わせている点は、グループウェアの普及率がまだ低い中小企業を開拓する上で大きな武器になると当センターは考えている。

こうした姿勢は同社の企業理念に基づいており、コストパフォーマンスの高さとして製品・サービスの競争力を向上させる要因となり、同社の知的資本の源泉を形成していると言えよう(図表11)。

【図表11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・主力製品であるグループウェアは国内最大級の導入実績を誇る	・グループウェアの累積販売ユーザー数(16年7月末)	339万人
		・主力製品であるグループウェアの導入社数は開示していない	・グループウェアの累積販売社数	非開示
	ブランド	・顧客やパートナーからの信頼は厚く、desknet'sのブランド名も業界では浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・業歴	24年
			・日経コンピュータ誌パートナー満足度調査第1位獲得9回	06年~09年、11年~15年
			・日経コンピュータ誌顧客満足度調査第1位獲得5回	10年~12年、15年~16年
	事業パートナー	・全ての製品・サービスは、主に販売代理店を通じて提供している ・主要ディストリビューター2社(ダイワボウ情報システム、ソフトバンクコマース&サービス)を通じた販売が増加傾向にある ・クラウドサービスは特定のデータセンターにサービス基盤を依存している	・上場からの経過年数	1年
・販売代理店数			約300社	
・両社合計の売上高構成比(14/1期、15/1期、16/1期)			21.2%、22.9%、24.8%	
組織資本	プロセス	・主要データセンター	ビットアイル・エクイニクス	
		・製品、サービスの開発、運用に特化し、販売はほぼ外部に依存している	・直販比率	1割未満
	知的財産 ノウハウ	・製品のカスタマイズや特定の受託開発にも、外注を使わず対応し、将来の製品・サービスの機能強化に活かしている		
		・SaaS(クラウド)やマルチデバイス対応など新技術への取り組みが早く、業界の技術革新をリードしている	・desknet's NEOの提供機能数	25件
人的資本	経営陣	・ユーザーのITリテラシーに依存しない基本機能の使いやすさ		
		・社長の始め、ネット技術に精通した経営陣	・社長と社長一族の資産管理会社の保有株数(16年7月末)	1,617千株(45.2%)
	従業員	・業務の効率化を後押しする豊富な機能		
		・最新の技術に果敢に挑戦する社風	・従業員持株会	16千株(1.4%)
	・バランスの取れたインセンティブ制度	・ストックオプション	53千株(4.5%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/1期または16/1期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率(出所)ネオジャパン有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に関する対外的な活動を行っていないものの、今後については検討中としている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、メンバー間の情報共有を促進するグループウェア製品である desknet's NEO を通して、地域活性化をサポートしている。具体的には、都道府県が持つ魅力を旅行者や住民に発信する「地域活性化サイト」を desknet's NEO をベースとして公開しており、現在、香川県と宮崎県が利用している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名(うち、社外取締役は1名)で構成されている。

社外取締役の尾崎博史氏は、尾崎博史税理士事務所所長を兼任する税理士であり、15年7月から同社の社外取締役に就任している。

監査役会は、社外監査役3名で構成されている。常勤監査役の松尾勤氏と非常勤の岩崎俊男氏は金融機関を中心に長年のビジネス経験を有している。もう一人の非常勤監査役の藤井正夫氏は弁護士である。

株主総会招集通知によれば、16/1期に開催された22回の取締役会において、松尾監査役は全22回、藤井監査役は21回、岩崎監査役は就任後に開かれた全18回、尾崎取締役は就任後に開かれた全14回に出席した。16回開催された監査役会に関しては、3監査役とも16回の全てに出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ グループウェア製品への依存度の高さ

グループウェア市場は今後も拡大が続くと予想されているが、同社の売上高に占めるグループウェア製品の構成比は 16/1 期において約 9 割に達していると推測され、グループウェアを代替する仕組みが登場するなどの何らかの理由により、グループウェアの必要性が低下した場合、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

◆ グループウェア製品の市場シェアの向上

同社はグループウェア市場において、既存顧客や販売パートナーからは高い評価を得ている。しかし、市場シェアはユーザーID 数ベースでは 10~20%であるが、価格が低いことから金額ベースでは 10%未満にとどまっていると推測される。

競合他社に比べ、製品名や会社名の認知度、ブランド力が弱いものと思われ、スケールメリットを得るためには市場シェアの向上が求められている。

> 今後の事業戦略

◆ グループウェア周辺の高付加価値製品の開発強化

同社では、25 の基本機能を有する desknet's NEO のオプションサービスや単独提供する新サービスの投入を積極化させており、15 年 12 月にはリアルタイムビジネスチャット ChatLuck の販売を開始した。

新規開発の方向性は、グループウェアと同様に組織内の多くのユーザーが日常的に使用するソフトウェアにあるが、同時により付加価値が高いものも志向している。従来のグループウェア製品の枠組みにとどまらず、その周辺領域において事業戦略上不可欠な IT コミュニケーションツールを提供することで他社との差別化や顧客単価の上昇を目指している。

◆ グループウェア製品の国内市場シェアの拡大を目指す

グループウェア製品の国内市場シェアの拡大を目指し、同社では対象市場ごとに以下の戦略を策定している。

大規模組織向け市場においては、上場による信用力やブランド認知度の向上を活かして、リプレース需要に積極的に対応するとしている。

中小規模組織向け市場においては、今後普及が進むと予想されるクラウドサービスでの新規顧客の獲得を目指し、地方拠点の整備や地場の販売パートナーの囲い込みを進める方針である。

◆ 東南アジアのグループウェア市場への進出を計画

東南アジア地域は、ICT 関連市場の高成長が期待されているのに加え、ビジネス慣習が日本に似ていることから、同社では複数国においてグループウェア製品での市場参入を計画している。

既にマレーシアにおいて、開発を終えたマレー語版の販売を準備しており、現在は現地の有力パートナーを探している段階である。

将来的には、未成熟な東南アジアのグループウェア市場でデファクトスタンダードの地位を狙いたいとしている。

◆ 21 年 1 月期に収益増を目指す

機関決定された計画ではないが、社長は、18 年 1 月期以降、年率 2 割弱の増収増益を続け、21 年 1 月期には、17 年 1 月期の予想数値に対して、売上高、利益を倍増させたいと考えている。

向こう 3 年程度までは、固定費も売上高と同程度伸ばして成長基盤を整えたい意向である。

サービス別では、クラウドサービスが成長ドライバーとなるが、グループウェアのパッケージ販売の増収維持に加え、今後開発を強化する高付加価値製品や、東南アジア市場への進出による売上高の上乗せも図っていくのが基本的な成長イメージとなっている。

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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・オープンソースの活用や新技術への取り組みで培われた高い技術力 ・運用期間が長期に及ぶグループウェアソフトにおいて重要な購入動機となる価格競争力の高さ ・使い勝手にこだわったユーザーインターフェースの開発力 ・営業面における大手ディストリビューター、システムベンダーとの強固な関係 ・高い顧客満足度
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・競合企業に比べた知名度の低さ ・グループウェアソフトに対する高い依存度
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・グループウェアのクラウド市場の拡大 ・グループウェア市場におけるシェアの拡大 ・製品ラインアップの拡大による顧客単価の上昇 ・東南アジア市場への進出
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・システムのトラブルや情報セキュリティに係る問題が生じること ・同社の対応力を上回るような急激な技術革新が起こること ・人手不足が深刻化し、優秀な従業員が確保できなくなる

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 高付加価値製品の開発強化は収益源の分散に寄与

グループウェア周辺領域での高付加価値製品の開発は、グループウェア製品の競争力を高める面もあるが、当センターではグループウェア製品への依存度を低下させる効果が見込める点を評価している。

同社の技術力や開発コンセプトはグループウェア製品以外の開発においても十分通用すると考えられ、新市場を創造するような製品の開発も将来的にはあり得ると当センターでは期待している。

◆ グループウェア製品の国内市場シェアは上昇すると予想する

大規模組織向け市場においては、サイボウズを除くと外資系ベンダーや国内 IT 大手ベンダーと競合している。外資系ベンダーは価格が高い割には日本の商習慣への対応が不十分であり、国内 IT 大手ベンダーは事業の選択と集中を進める中、グループウェアに注力しなくなっている。従って、上場による信用力やブランド認知度の向上もあり、大型リプレース需要の獲得のチャンスが増えるとする同社の主張には説得力がある。

中小規模組織向け市場においては、地方拠点の整備や地場の販売パートナーの囲い込みが地方の中小規模組織を開拓するための有効な手法と考えられ、中長期的な成果が期待できる。

以上のことから、当センターでは、国内グループウェア市場における同社のシェアは拡大すると予想している。

◆ 東南アジア市場からの利益貢献は短期的には大きくないと想定

東南アジア市場では、同社主導で大きな投資額により事業を進めるわけではなく、現地の販売代理店に対して日本の代理店よりも高いマージンを与えて代理店網を構築する方針を有しており、リスクを抑えた事業展開を志向している模様である。

こうしたことから、東南アジア市場での本格的な販売が始まっても、短期的な利益貢献は大きくないと予想される。よって、当センターでは、事業が本格的に始まるまでは、売上高とコストの両面で東南アジア事業を業績予想に織り込まないことにした。

将来的に東南アジアのグループウェア市場でデファクトスタンダードの地位を狙うとする同社の方針には大きな可能性があるものの、現時点ではまだ同社製品が現地においても受け入れられるのかを判断することは困難である。

> 今後の業績見通し

◆ 17年1月期会社計画は9.9%増収、9.1%営業増益を見込む

17/1期の会社計画は、売上高 2,093 百万円（前期比 9.9%増）、営業利益 399 百万円（同 9.1%増）、経常利益 419 百万円（同 8.5%増）、当期純利益 286 百万円（同 16.5%増）である（図表 13）。

サービス別売上高は、クラウドサービスにおいては、市場の拡大が見込まれる中、大型案件の受注や、旧サービスから新サービスへの移行を想定して、1,078 百万円（同 16.5%増）を計画している。

プロダクトは、パッケージ市場は横ばいで推移すると見込み、979 百万円（同 4.5%増）を計画している。内訳は、エンタープライズ版の売上高が官公庁・自治体向けを中心に堅調な販売が期待できることから、スモール版を含めたライセンス売上高全体を同 4.3%増、直近 1 年程度のサポートサービスの加入率及び更新率などを考慮し、サポートサービス売上高を同 0.6%増とし、引き合い状況などからカスタマイズ売上高を同 58.7%増と想定している。

技術開発は、積極的には新規の開発案件を狙わない方針を採ることから、過去の受託案件の派生案件と既存の保守案件を中心とした売上計上を想定し、35 百万円（同 13.6%減）を計画している。

【 図表 13 】ネオジャパンの過去の業績と 17 年 1 月期の計画 (単位：百万円)

	サービス別	14/1期	15/1期	16/1期	17/1期	増減率
		実績	実績	実績	会社計画	
売上高		1,552	1,724	1,904	2,093	9.9%
	クラウドサービス	724	814	925	1,078	16.5%
	プロダクト	797	881	937	979	4.5%
	技術開発	30	28	41	35	-13.6%
売上総利益		1,091	1,199	1,453	—	—
売上総利益率		70.3%	69.5%	76.4%	—	—
販売費及び一般管理費		888	948	1,087	—	—
販管費率		57.2%	55.0%	57.1%	—	—
営業利益		203	251	366	399	9.1%
営業利益率		13.1%	14.6%	19.2%	19.1%	—
経常利益		211	265	386	419	8.5%
経常利益率		13.6%	15.4%	20.3%	20.0%	—
当期純利益		129	172	246	286	16.5%

(出所) ネオジャパン決算短信及び有価証券届出書を基に証券リサーチセンター作成

売上原価と販管費に関しては、人件費、減価償却費、データセンター利用料などのクラウドサービス運営コストの増加を主因として、合計 156 百万円の増加を見込んでいる。

◆ 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 17/1 期業績を、売上高 2,109 百万円（前期比 10.8%増）、営業利益 408 百万円（同 11.3%増）、経常利益 440 百万円（同 13.9%増）、当期純利益 299 百万円（同 21.4%増）と予想する（図表 14）。

【 図表 14 】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)

		15/1期	16/1期	17/1期CE	17/1期E	18/1期E	19/1期E
損益計算書							
売上高		1,724	1,904	2,093	2,109	2,423	2,727
	前期比	11.1%	10.4%	9.9%	10.8%	14.9%	12.5%
	サービス別	-	-	-	-	-	-
	クラウドサービス	814	925	1,078	1,095	1,376	1,640
	プロダクト	881	937	979	974	1,007	1,047
	技術開発	28	41	35	40	40	40
営業利益		251	366	399	408	477	565
	前期比	23.3%	45.9%	9.1%	11.3%	16.9%	18.4%
	営業利益率	14.6%	19.2%	19.1%	19.3%	19.7%	20.7%
経常利益		265	386	419	440	498	586
	前期比	25.3%	45.5%	8.5%	13.9%	13.2%	17.7%
	経常利益率	15.4%	20.3%	20.0%	20.9%	20.6%	21.5%
当期純利益		172	246	286	299	340	402
	前期比	33.2%	42.7%	16.5%	21.4%	13.7%	18.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ネオジャパン有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は 16 百万円、営業利益は 9 百万円上回ると見込んでいる。クラウドサービスの売上高については会社計画を 17 百万円上回ると予想する一方、プロダクトの売上高については 5 百万円下回ると予想した。技術開発の売上高については 5 百万円上回ると予想した。

クラウドサービスは上期が前年同期比 17.2%増収と好調だったが、16 年 3 月にソリトンシステムズとの提携によって開始された「セキュアブラウザ」や、同年 4 月にビッグロブとの提携によって開始された「標的型攻撃メールチェックサービス」などのオプションサービスの寄与が加わり、下期の増収率が上期よりも更に高まると考えた。

プロダクトは上期が前年同期比 0.6%減収と伸び悩んだものの、16/1 期下期に対しては 8.1%増収と持ち直してきていることや、ChatLuck の販売が増加すると見込んだことから、下期は前年同期比 8.8%増収に回復すると予想したが、会社計画はややハードルが高いと考えた。

技術開発は上期にシステム開発の更新があったことから 25 百万円の売上高を計上したため、下期はほぼ保守売上だけとしても 15 百万円の売上高は確保できると考えた。

営業費用に関しては、変動費に加えて固定費も会社計画をやや上回ると想定した。

営業外収支については、同社は 20 百万円の黒字と計画しているが、上期に 11 百万円の保険解約返戻金が計上されていることを考慮し、32 百万円の黒字と予想した。

特別損益は上期に計上された投資有価証券売却益 (2 百万円) のみを見込んでいる。見掛け上の税率については、同社の資本金が 1 億円を超え、外形標準課税適用法人になったことなどを受けて、適用される法定実効税率が従来の 36.5%から 32.5%に引き下げられたことを考慮している。

18/1 期と 19/1 期については、クラウドサービスの成長をけん引役として、年率 10~15%の増収と 15~20%の営業増益を予想している。

クラウドサービスは年率 20%前後の増収を見込んだ。グループウェア製品に関しては、市場の拡大に認知度上昇による市場シェアの向上、オプションサービスの売上増加を想定する一方、16 年 11 月から開始された ChatLuck のクラウド売上高の貢献も予想に織り込んだ。

プロダクトは年率 3~4%の増収を予想した。市場の伸び悩みを受けて、グループウェア製品のライセンスの売上高は横ばいで推移すると想定したものの、サポートサービスの売上高は年率 2~3%増、ChatLuck などのその他製品のライセンス売上高とカスタマイズ売上高から構成されるその他の売上高は年率 10~15%増加と考えた。

技術開発は、受託開発案件の受注姿勢次第では大幅に増加する可能性はあるものの、現時点では予想に反映するだけの要因に乏しいことから、横ばいでの推移を見込んだ。

コスト面については、同社は固定費の増加をある程度許容する方針ではあるものの、商品ラインナップの強化による顧客 1 社当たりの売上高の増加により、固定費の伸び率は増収率をやや下回ると想定した。

【 図表 15 】 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)

	15/1期	16/1期	17/1期CE	17/1期E	18/1期E	19/1期E
貸借対照表						
現預金	1,591	2,175		2,358	2,629	2,966
売掛金	115	150		167	192	216
棚卸資産	8	10		10	10	10
その他	69	69		62	63	63
流動資産	1,786	2,406		2,599	2,895	3,257
有形固定資産	20	38		37	36	34
無形固定資産	27	105		100	107	113
投資その他の資産	843	846		885	922	958
固定資産	890	990		1,023	1,065	1,107
資産合計	2,676	3,397		3,623	3,961	4,365
買掛金	9	23		12	15	18
未払法人税等	120	53		82	86	101
前受収益	296	341		348	357	364
その他	181	229		159	164	169
流動負債	607	646		604	625	653
退職給付引当金	88	96		102	108	114
長期前受収益	102	117		122	125	128
固定負債	191	214		224	233	242
純資産合計	1,877	2,536		2,794	3,102	3,468
(自己資本)	1,877	2,536		2,794	3,102	3,468
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	265	387		442	498	586
減価償却費	143	73		134	133	143
売上債権の増減額 (-は増加)	6	-35		-16	-24	-24
棚卸資産の増減額 (-は増加)	7	-1		0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-4	13		-10	3	3
前受収益の増減額 (-は減少)	30	44		7	8	7
長期前受収益の増減額 (-は減少)	12	15		4	3	3
その他	44	71		-66	11	10
法人税等の支払額	-71	-184		-113	-153	-169
営業活動によるキャッシュ・フロー	434	384		382	478	559
有形固定資産の取得による支出	-3	-28		-9	-9	-9
無形固定資産の取得による支出	-39	-140		-120	-130	-140
その他	-326	-27		-52	-37	-37
投資活動によるキャッシュ・フロー	-369	-196		-181	-176	-186
株式発行による収入	-	331		0	0	0
配当金の支払額	-10	-17		-28	-32	-35
その他	0	90		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-10	404		-28	-32	-35
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	55	592		171	270	337
現金及び現金同等物の期首残高	1,543	1,598		2,191	2,362	2,633
現金及び現金同等物の期末残高	1,598	2,191		2,362	2,633	2,971

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ネオジャパン有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 減価償却費や広告宣伝費の増減によって利益が変動しやすい

同社は、ソフトウェアの新製品（バージョンアップを含む）を開発する過程において、労務費の一部を開発費用として貸借対照表の無形固定資産に計上し、販売開始時点から、見込販売期間（12 カ月）における見込販売収益に基づく償却額と残存販売可能期間に基づく均等配分額を比較し、いずれか大きい額を減価償却費として計上する会計基準を採用している。

結果的に、同社の売上原価は、新製品や既存商品のバージョンアップ版の開発局面において減少し、そのリリース時から1年間は増加する構造を有している。

一方、売上高はストック型の収入が多いことから売上原価ほど急激には増加しないため、新製品やバージョンアップのリリース後は営業利益率が悪化する傾向がある。

また、広告宣伝費についても、新製品の投入時に集中的に支出することがあり、営業利益率を大きく変動させる要因となっている。

つまり、同社は減価償却費や広告宣伝費の増減によって利益が変動しやすい収益構造を有していることに注意が必要である。当センターでは、営業利益や営業利益率よりも、利益に減価償却費と広告宣伝費を加算した金額や、その金額を売上高で控除した利益率の方が同社の収益力の実態を反映していると考えている（図表 16）。

【 図表 16 】 実態ベースの業績推移

(単位：百万円)

	15/1期					16/1期	増減率	17/1期			
	通期	上期	第3四半期	第4四半期	下期	通期		第1四半期	第2四半期	上期	増減率
①売上高	1,724	943	467	493	960	1,904	10.4%	531	497	1,029	9.0%
②営業利益	251	239	106	20	126	366	45.9%	117	58	175	-26.9%
営業利益率	14.6%	25.4%	22.7%	4.2%	13.2%	19.2%	-	22.0%	11.7%	17.0%	-
③減価償却費	143	22	22	28	50	73	-48.8%	36	47	83	269.5%
②+③	394	262	128	49	177	439	11.5%	153	105	258	-1.2%
(②+③)/①	22.9%	27.8%	27.5%	9.9%	18.5%	23.1%	-	28.9%	21.2%	25.2%	-
④広告宣伝費	252	139	-	-	198	338	34.2%	-	-	150	7.7%
②+③+④	647	402	-	-	376	778	20.4%	-	-	409	1.9%
(②+③+④)/①	37.5%	42.6%	-	-	39.2%	40.9%	-	-	-	39.8%	-

(注) 広告宣伝費は通期の決算短信と第2四半期報告書のみの開示

(出所) ネオジャパン有価証券届出書、16/1期の決算短信と第3四半期報告書、17/1期の第1四半期報告書と第2四半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ **東南アジア事業が想定以上に急拡大する可能性**

同社は、マレーシアを皮切りに、東南アジア各国のグループウェア市場への進出を計画している。各国での具体的な事業計画や販売戦略が明らかになっていないことから、当センターでは売上高とコストの両面で業績予想に織り込んでいないが、現地で有力な販売パートナーと手を組んで事業を推進できるのであれば、同社の 18/1 期以降の業績は当センターの見通しを上回る可能性があり、今後の展開に注目している。

◆ **配当性向が大幅に引き上げられる可能性**

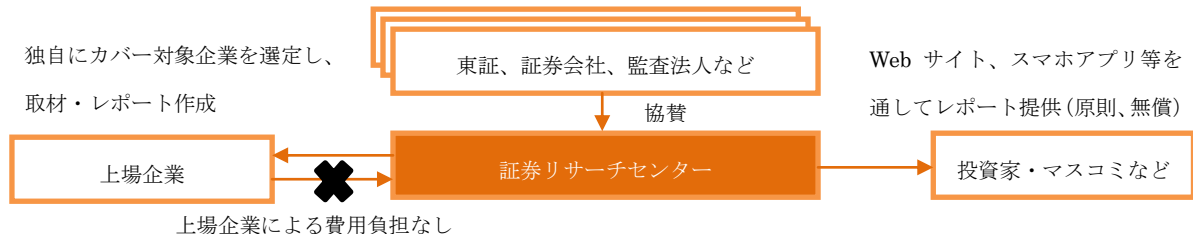
同社は、長期にわたる安定的な経営基盤の確保や将来の事業拡大のために必要な内部留保の充実を図るため、10%以上の配当性向を目標としており、16/1 期の配当性向も 10.0%にとどまった。

一般的に、対象分野で高い市場シェアを持ち、収益性が高いパッケージソフト会社は、営業キャッシュ・フローの水準に対して設備投資が少額にとどまることからキャッシュリッチになることが多く、配当性向も高い傾向がある。日本オラクル (4716 東証一部、配当性向 15/5 期 40.0%、16/5 期は特別配当を実施)、トレンドマイクロ (4704 東証一部、同 15/12 期 69.7%)、OBC (同 16/3 期 35.7%) などがその例として挙げられる。

同社は当面 10%程度の配当性向を維持する見通しであるものの、将来、大幅な利益率の向上が実現できた際には、同社においても配当性向が大きく上昇する可能性があると同センターでは考えている。

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

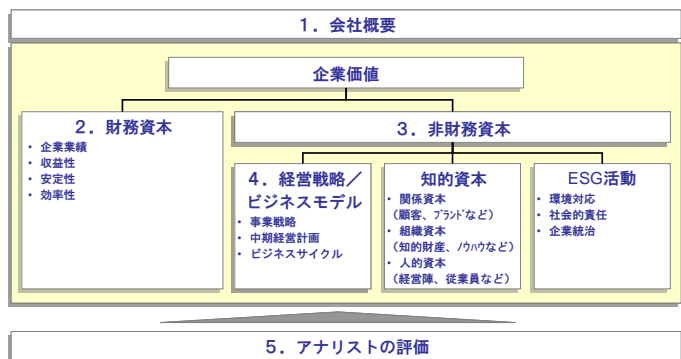
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。