

# 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

アップデート・レポート  
2016年12月26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 20161220

# テラスカイ(3915 東証マザーズ)

発行日:2016/12/26

## salesforce.com の成長に併走する有力クラウドインテグレーター 17年2月期上期は好調な需要に対応できずに営業減益

### > 要旨

#### ◆ 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 が提供するクラウドシステム「salesforce」の構築・導入支援を行うクラウドインテグレーターで、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。

#### ◆ 17年2月期第2四半期累計期間決算

・17/2 期第2 四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高 1,506 百万円(前年同期比 38.1%増)、営業利益 32 百万円(同 53.3%減)となり、期初の会社計画(売上高 1,627 百万円、営業利益 115 百万円)を下回った。  
・salesforce を用いたクラウドインテグレーションに対する需要は好調が続いたが、一部で低採算となった案件が発生したことや、外注費の増加、エンジニアを前倒して採用したこと等が利益を圧迫した。

#### ◆ 17年2月期業績予想

・17/2 期業績について、同社は売上高 3,603 百万円(前期比 45.3%増)、営業利益 267 百万円(同 2.9%増)としており、期初計画が据え置かれた。  
・証券リサーチセンターでは、17/2 期の業績予想を、売上高 3,533 百万円(前回 3,646 百万円)、営業利益 238 百万円(同 294 百万円)へ引き下げた。17/2 期上期業績を受け、クラウドインテグレーションの売上総利益率の低下や採用のための費用増を織り込んだ。

#### ◆ 今後の注目点

・18/2 期以降は、クラウドインテグレーションでの旺盛な需要を背景とした増収が続くことと、外注費増の抑制等により売上総利益率が改善していくものとして、営業利益率は 10% 近辺まで改善していくものと予想する。  
・16年7月に投入された mitoco は製品事業での目玉となる新製品であり、その拡販の状況に注目する。

### 【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)
2015/2	1,639	49.1	161	—	154	—	72	—	64.9	192.6	0.0
2016/2	2,479	51.2	260	61.5	243	57.4	150	108.2	56.5	346.0	0.0
2017/2 CE	3,603	45.3	267	2.9	267	9.8	143	-4.3	52.5	—	0.0
2017/2 E	3,533	42.5	238	-8.5	237	-2.4	126	-15.5	46.2	404.0	0.0
2018/2 E	4,502	27.4	360	51.6	360	51.7	191	50.8	69.6	475.4	0.0
2019/2 E	5,311	18.0	524	45.3	523	45.4	275	44.0	100.2	579.2	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(16年6月の分割後ベースで460,000株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の30,000株(同60,000株)を含む)16年6月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

### アップデート・レポート

2/23

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: 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】

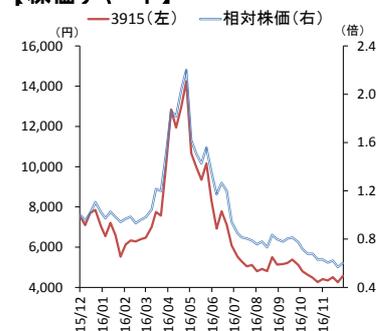
	2016/12/16
株価(円)	4,570
発行済株式数(株)	2,829,920
時価総額(百万円)	12,933

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	80.9	98.9	65.7
PBR(倍)	13.2	11.3	9.6
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(%)	0.0	-12.3	-40.7
対TOPIX(%)	-5.2	-25.2	-40.8

### 【株価チャート】



> 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 が提供するクラウドシステム (以下、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。

米国に本社を置く 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っていない。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(非上場、東京都新宿区)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。他にも、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77%を占めるソリューション事業が中核事業で、クラウドシステムの構築(クラウドインテグレーション、以下、CI)を行っている。製品事業では、ソリューション事業に付帯したツール等のほか、salesforce との連動性が高い自社製品の販売も行っている(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							
		15/2期	16/2期	17/2期 上期	前年同期比		15/2期	16/2期	17/2期 上期	前年同期比		営業利益率	
					16/2期	17/2期上期				16/2期	17/2期上期	16/2期	17/2期上期
報告セグメント	ソリューション事業	1,231	1,909	1,155	55.0%	41.2%	367	449	135	22.3%	-23.2%	23.5%	11.7%
	製品事業	407	569	350	39.8%	29.0%	57	196	94	243.8%	12.8%	34.4%	27.0%
	調整額	0	0	0	-	-	-263	-385	-198	-	-	-	-
	合計	1,639	2,479	1,506	51.2%	38.1%	161	260	32	61.5%	-53.3%	10.5%	2.1%

(出所) テラスカイ 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

> 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。

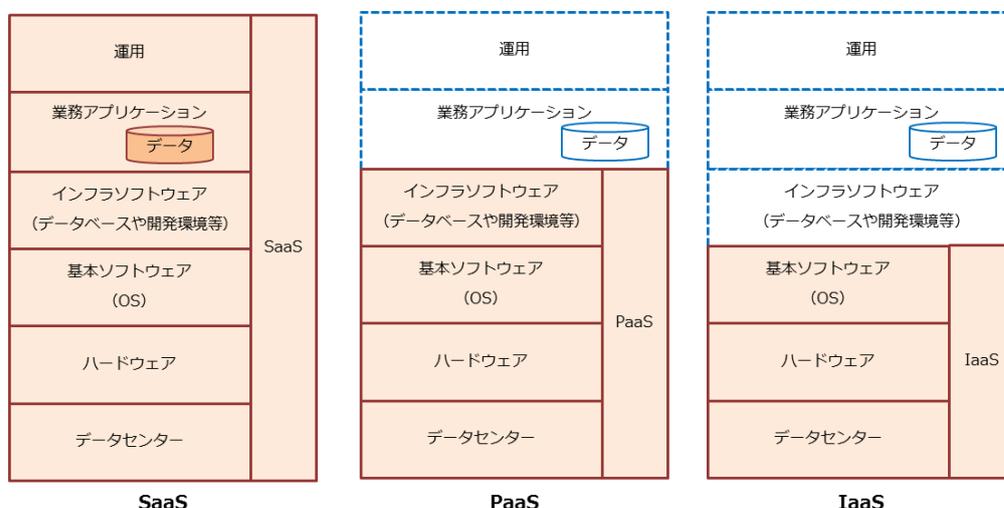
企業ユーザーにとって、業務アプリケーションを使うためには、従来はシステムを自前で所有しなければならなかった。クラウドコンピューティングの登場により、自前でシステムを所有することなく、インターネットを介して、システムの必要な機能のみを使用することが可能となった。

◆ クラウドコンピューティングの3つのサービスモデル

電子情報技術産業協会によれば、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 <sup>注1</sup> 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。

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。

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 19.7% で首位である。また 14 年から 15 年にかけての成長率は 21.1% と、業界全体よりも高い成長を遂げている。

【 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 (%)
	14年	15年	14年→15年
salesforce.com	18.2	19.7	21.1
SAP	13.0	10.2	0.6
Oracle	9.1	7.8	-3.4
Microsoft	4.1	4.3	20.0
Adobe	3.2	3.6	26.9
その他	55.4	54.4	13.0
合計	100.0	100.0	12.3

(出所) Gartner

「Market Share Analysis: Customer Relationship Management Software, Worldwide, 2015」

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ことになる。

ただし、ライセンス契約を結ばず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。

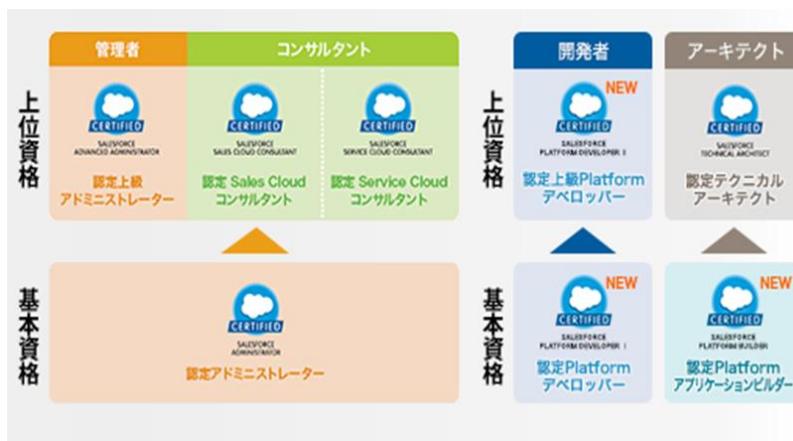
同社は、salesforce を用いたクラウドシステムを顧客企業に導入するインテグレーターである。

**◆ 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、日本市場を開拓するため、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。認定資格制度はそのための仕組みである。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 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、パートナー企業も、ビジネス拡大のため、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」「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  
 (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と、一度に大人数のエンジニアを必要とする大型案件を引き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 12 月 1 日時点)

レベル	分野	認定資格	16年5月1日時点		16年12月1日時点	
			テラスカイの在籍者数	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	-	国内で5名中2名在籍	-
上級	IT/IT外	認定SalesCloudコンサルタント	82名	1位	79名	アクセンチュア 56名 アビームコンサルティング 22名
上級	IT/IT外	認定ServiceCloudコンサルタント	75名	1位	76名	アクセンチュア 62名 アビームコンサルティング 22名
上級	管理者	認定上級アドミニストレーター	42名	1位	44名	アクセンチュア 35名 パソナテキーラ 27名
上級	開発者	認定上級Platformデベロッパー	8名	1位	9名	インフォテック・サービス 4名 サンブリッジ 3名
上級	IT/IT外	認定テクニカルアーキテクト	国内で8名中3名在籍	1位	国内で9名中3名在籍	パソナテキーラ 2名 その他4社 各1名
基本	管理者 IT/IT外	認定アドミニストレーター	119名	2位	139名	アクセンチュア 151名 パソナテキーラ 84名
基本	開発者	認定Platformデベロッパー	36名	1位	49名	アクセンチュア 26名 キャノンITソリューションズ 18名
基本	IT/IT外	認定Platformアプリケーションビルダー	86名	1位	99名	パソナテキーラ 61名 アクセンチュア 58名

(注) 従来の「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

(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より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が中心となっている。

1. クラウドインテグレーション (CI)
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、通常システム導入案件よりも短期間であり、相対的に不採算案件が生じにくい要因の1つとされている。

【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		<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウド化基本方針策定</li> <li>・クラウド化対象範囲検討</li> <li>・業務・システム双方からのソリューション検討</li> <li>・導入効果の試算</li> <li>・ロードマップ策定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・要件定義</li> <li>・プロトタイプを使ったFit&amp;GAP</li> <li>・クラウド化基本設計</li> <li>・データ構造設計</li> <li>・データ連携基本計画</li> <li>・導入スケジュール作成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プロジェクトマネジメント</li> <li>・要件に基づくカスタマイズおよび動作検証</li> <li>・連携開発</li> <li>・結合試験</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・運用試験</li> <li>・マニュアル作成・トレーニング</li> <li>・データ移行</li> <li>・本番稼働</li> <li>・稼働後のチェンジマネジメント</li> </ul>	

(出所) テラスカイウェブサイトより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

CI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、CI 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を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<sup>注2</sup>である。

#### 注2) ERP

Enterprise Resource Planningの略。

企業の持つ様々な経営資源（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。

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5つのジャンルがあげられる。

画面開発サービス：

1. 「SkyVisualEditor」
2. 「SuPICE」

データ連携サービス：

3. 「SkyOnDemand」
4. 「DCSpider」

ソーシャルウェアサービス：

5. 「mitoco」

保険代理店向けサービス：

6. 「IAS (Insurance Agency Solution)」

その他：

7. salesforce のライセンス販売

主力製品は1と3でいずれも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

リケーションを組み合わせたもので、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。なお、ミック経済研究所の「次世代型超高速開発ツールの市場動向 2016 年版」によると、ユーザーインターフェース<sup>注3</sup>生成・実行ツールの市場における同製品のシェアは 57%に達している。

注3) ユーザーインターフェース機器やソフトウェア、システムなどと、その利用者の中で情報をやり取りする仕組み。

2の「SuPICE」は、1の「SkyVisualEditor」と同様の画面開発ツールである。「SkyVisualEditor」が、salesforce が提供するユーザーインターフェース用のフレームワークである「Visualforce」に対応するのに対し、「SuPICE」は同じく salesforce が提供する新しいフレームワークである「Lightning」に対応する。「Lightning」の普及が進めば、将来的に「SuPICE」は「SkyVisualEditor」に置き換わっていくものと考えられる。

3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、アプレックス（非上場、東京都文京区）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（非上場、東京都港区）経由で販売されている。

4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、「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。

5の「mitoco」は、クラウドシステムに対応した、企業内外で発生するコミュニケーションを管理するグループウェアである。社員間のコミュニケーションだけでなく、会議室管理システムなど、IoT<sup>注4</sup>の機能を用いた業務情報共有の機能を搭載している。salesforce のシステムを基盤として開発され、16年7月より提供を開始した。

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。

6の「IAS (Insurance Agency Solution)」は、保険業法の改正を背景に開発された、保険代理店向け業務支援パッケージである。同社のソリューションとしては珍しい、業種特化のソリューションである。

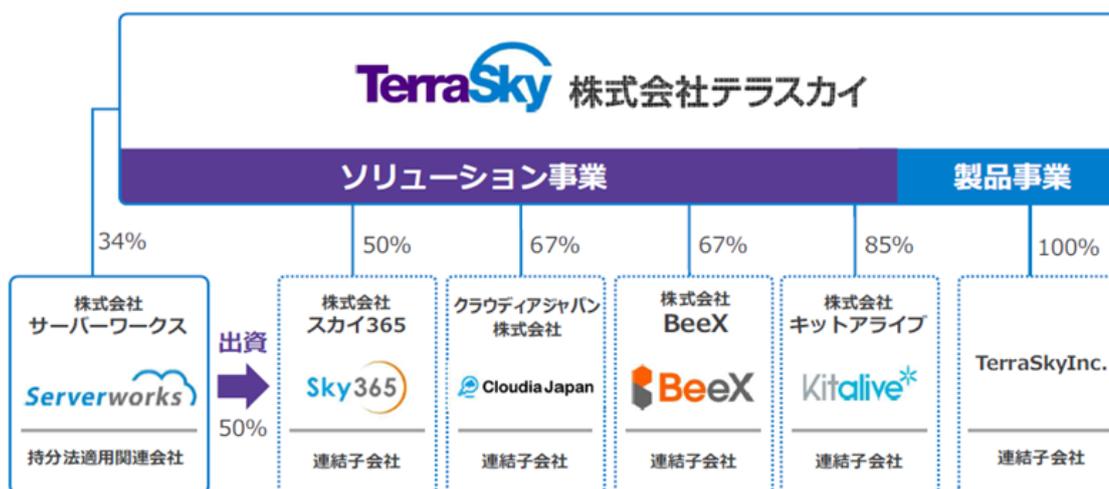
7の salesforce のライセンス販売は、salesforce.com との販売パートナー契約に基づいてライセンスを販売するものだが、インテグレーションを主要事業とする同社にとって、ライセンス単独の販売は積極的には行っていない。

なお、製品事業の連結子会社である 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。

◆ 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) 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 に特化した有カクラウドインテグレーターである。16年11月末時点で、累計470社2,500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弁事業として14年5月に設立されたのが、スカイ365である。スカイ365はクラウドに特化したMSP<sup>注5</sup>サービスを行う会社で、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。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今後の業績貢献が見込めよう。

注5) 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。

**◆ 事業領域拡大に向けての子会社群**

同社の今後の事業戦略は、従来の主力業務である CI の工程そのものを強化するほか、周辺領域へ事業領域を拡大していくことにある。具体的には、1) CI の工程から上流ないし下流工程方向への拡大、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 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 方向への展開を目指している。そのために、同社は出資または子会社設立を積極的に行っている。

CI の工程そのものの強化の一環として、同社ではクラウドシステム導入の販路を、地方企業、中小企業に拡大していく意向である。そのために同社は、salesforce を始めとするクラウドシステムの導入を行ってきた、福岡を拠点とするクラウドティアジャパン (非上場、福岡県福岡市) と提携した。クラウドティアジャパンは 100 社超の導入実績を有しており、同社との提携を通じて、地方企業、中小企業を対象に、初年度 60 社、3 年間で 250 社の新規契約獲得を目指すとしている。

ERP 分野への領域拡大のため、同社は 16 年 3 月に、ERP ベンダーとして世界最大の SAP のシステムを基盤として CI を行う BeeX を設立した。

IoT が効果的に活用されるには、多くの機器につけられたセンサーによる情報収集、分析、蓄積のうち、最初の情報収集の段階から関与する必要がある。そのため、同社は、IoT 専門のソリューションベンダーであるエコモット (北海道札幌市) と 16 年 1 月に資本・業務提携し、その 3.6% の株式を取得した。エコモットは、リモート計測・制御技術、モバイル接続を活用した IoT インテグレーションの分野において、豊富な実績を有している。

> SWOT分析

◆ 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 8 のようにまとめられる。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内首位のsalesforce認定資格を持つエンジニアの在籍数</li> <li>・エンジニア育成のノウハウ</li> <li>・豊富な導入事例</li> <li>・クラウドシステム業界内でのブランド（表彰実績等）</li> <li>・有カクラウドプラットフォーム (salesforce Amazon Web Service)をカバーする体制</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・salesforceへの依存度の高さ</li> <li>・子会社の赤字の継続</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウドコンピューティング市場拡大の継続</li> <li>・クラウドインテグレーションの周辺領域への拡大</li> <li>・クラウドERPの可能性</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エンジニアの流出の可能性</li> <li>・クラウドインテグレーター間の競争激化の可能性</li> <li>・クラウドプラットフォームの競争力の低下の可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 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 9 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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う好循環が生まれている。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
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	1,139件	-----
	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	-----
			・salesforce.com	Registered パートナー (コンサルティング部門)	-----
	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  ・業務提携・資本提携	・Amazon Web Services (AWS)	415社1,480プロジェクト (サーバーワークスの導入実績) (16年5月末時点)	470社2,500プロジェクト (サーバーワークスの導入実績) (16年11月末時点)
			・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)	-----
			・中堅・中小企業向けの クラウドソリューション	クラウドディアジャパン (出資比率67%)	-----
			・「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)	-----
			・IoT分野での協業	エコモット (出資比率3.6%)	-----
組織資本	プロセス	・salesforce認定資格を持つエンジニアの在籍 (前回は16年5月1日時点) (今回は16年12月1日時点)	・Force.com MVP	2名 (国内5名のうち)	2名 (国内5名のうち)
			・認定SalesCloudコンサルタント	82名 (国内首位)	79名 (国内首位)
			・認定ServiceCloudコンサルタント	75名 (国内首位)	76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)	3名 (国内9名のうち)
			・認定上級アドミニストレーター	42名 (国内首位)	44名 (国内首位)
			・認定上級Platformデベロッパー	8名 (国内首位)	9名 (国内首位)
	知的財産 ノウハウ	・salesforceの案件のノウハウ ・エンジニア育成ノウハウ ・自社製品 ・ソフトウェア	・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)	-----
			・特になし	特になし	-----
			SkyVisualEditor SkyOnDemand	特になし 特になし	----- -----
			mitoco	(今回より追加)	特になし
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  ・インセンティブ	・特になし	特になし	-----
			・代表取締役社長による保有	643,300株 (45.6%)	1,286,600株 (45.46%)
			・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	50,700株 (3.6%)	上期末の開示なし
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	詳細の開示なし	-----
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	92.4百万円	-----
	従業員	・企業風土  ・インセンティブ	・従業員数	177名	-----
			・平均年齢	36.7歳 (単体)	-----
			・平均勤続年数	3.0年 (単体)	-----
			・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション	76,980株 (5.5%) *取締役保有分も含む	149,680株 (5.3%) *取締役保有分も含む

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は 16/2 期または 16/2 期末、今回は 17/2 期上期または 17/2 期上期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) テラスカイ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 17年2月期上期は利益が伸びず**

17/2期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高が1,506百万円(前年同期比38.1%増)、営業利益が32百万円(同53.3%減)、経常利益が40百万円(同8.5%減)、当期純利益が23百万円(同24.6%増)となった。

期初発表の17/2期上期の会社計画に対する達成率は、売上高で92.6%、営業利益は27.8%、経常利益は38.5%、当期純利益は41.8%に留まり、売上高、利益とも、期初計画を下回った。

ソリューション事業は、売上高が前年同期比41.2%増、営業利益が同23.2%減となった。CIへの好調な需要環境は持続し、1,000万円超の案件が増加するなど、案件規模の大型化傾向も続いている模様である。また、既存案件から派生するシステム導入後の機能追加等の改修需要も旺盛だったようである。

製品事業は、売上高が同29.1%増、営業利益が同12.8%増となった。CIの増収に連動する形で、同社のCI関連製品の利用が増加した。

それでも売上高、利益とも期初計画を下回ったのは、ソリューション事業の一部案件で期ずれが発生したことと、製品事業の新製品であるmitocoの売上高計上が一部下期にずれ込んだものが要因である。

費用面では、ソリューション事業において、想定よりも長期化した案件での採算性が低下したことに加え、好調な需要に対応するために外注費が増加したことや、エンジニアの採用を前倒ししたことで費用が増加し、減益となった。製品事業ではmitocoの開発のための外注費も増加したようだ。17/2期上期の全体の売上総利益率は35.4%となり、16/2期上期の42.2%に対し、6.8%ポイント低下したが、ほぼこれらの要因で説明がつく。

このように、ソリューション事業が足を引っ張る形で、17/2期上期の売上高営業利益率は2.1%となり、16/2期上期の6.2%に対し、4.1%ポイント低下した。

**> 期中の変化****◆ ソリューション事業で何が起きているのか**

17/2期上期のソリューション事業が前年同期比で大幅減益となったのは、エンジニアの不足という背景があったようである。

上述の通り、CIに対する需要は旺盛で、案件数の増加のほか、案件の大型化も進んでいる。

その分、案件をこなすためのエンジニアの増員が必要となるが、業界全般的に不足感が強まってきている模様である。こうした状況下では、稼働のスケジュールが狂いやすくなる。その結果、納期を守るために外部の人員を使う機会が増え、外注費の増加を通じて売上総利益率の悪化要因となりやすい。また、案件の大型化も、案件管理の難易度上昇から、エンジニアの稼働管理を難しくする要因となりやすい。

#### ◆ 新製品の mitoco の提供開始

16年7月に提供を開始した mitoco は同社の自社開発製品であり、salesforce をプラットフォームとする次世代型グループウェア<sup>注6</sup>である。

注6) グループウェア

企業など組織内のコンピュータネットワークを活用した、情報共有のためのシステムソフトウェア。

同社のソリューション事業で扱う salesforce は、顧客との接点を管理する CRM のビジネスアプリケーションである。salesforce を通じて管理される社外とのコミュニケーションの情報と、社内のコミュニケーションに関する情報の連動性を高めている点が大きな特徴となっている。

16年10月には、SOMPO システムズ（東京都立川市）での採用が決定し、SOMPO ホールディングス（8630 東証一部）グループ全体への導入を目指しているとのリリースが発表された。今後、salesforce 導入ユーザーを中心とした拡販を目指していくことになると考えられる。

#### ◆ キットアライブの設立

16年8月にウイン・コンサル（北海道札幌市）と共同で、キットアライブ（北海道札幌市）を設立した。設立後、キットアライブは、ウイン・コンサルより salesforce 関連事業を譲り受け、北海道を中心に salesforce の導入を行う会社という位置づけとなった。同社が戦略のひとつに掲げる地方展開を担うことになる。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 17年2月期会社計画

17/2 期の会社計画は、売上高 3,603 百万円（前期比 45.3%増）、営業利益 267 百万円（同 2.9%増）、経常利益 267 百万円（同 9.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 143 百万円（同 4.3%減）で、期初計画が据え置かれた（図表 10）。

【 図表 10 】 テラスカイの 17 年 2 月期の業績計画

(単位:百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	1,099	1,639	2,479	3,603	45.3%
ソリューション事業	833	1,231	1,909	—	—
製品事業	265	407	569	—	—
売上総利益	420	747	1,064	—	—
売上総利益率	38.3%	45.6%	42.9%	—	—
営業利益	-5	161	260	267	2.9%
営業利益率	-0.5%	9.8%	10.5%	7.4%	—
ソリューション事業	195	367	449	—	—
製品事業	-4	57	196	—	—
調整額	-196	-263	-385	—	—
経常利益	-6	154	243	267	9.8%
経常利益率	-0.6%	9.4%	9.8%	7.4%	—
当期純利益	-23	72	150	143	-4.3%
当期純利益率	-2.2%	4.4%	6.1%	4.0%	—

(出所) テラスカイ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

内訳は公表されていないが、同社では、ソリューション事業が増収を牽引することを見込んでいる模様である。そのため、主力のソリューション事業では、salesforce のインテグレーションのために、人員を 16/2 期比で 1.5 倍程度へ増加することを目指している模様である。

前期比 45.3%増という高い増収率に比べ、営業利益は同 2.9%増に留まるとしている。期初段階では、ソリューション事業での人員増に加え、オフィス増床、mitoco に関する広告宣伝費を含めた先行投資負担、新設子会社の立ち上げ費用などを見込んでいるためとしていた。

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、無配を継続する計画である。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/2 期上期の業績を織り込み、17/2 期の通期業績予想を、売上高 3,533 百万円(前期比 42.5%増)、営業利益 238 百万円(同 8.5%減)、経常利益 237 百万円(同 2.4%減)、当期純利益 126 百万円(同 15.5%減)と、売上高、利益とも会社計画を下回る水準まで引き下げた(図表 11)。

なお、前回は売上高 3,646 百万円(前期比 47.1%増)、営業利益 294

百万円 (同 13.1%増)、経常利益 293 百万円 (同 20.7%増)、当期純利益 157 百万円 (同 4.9%増) としていた。

当センターでは、業績予想を策定する上で、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 (ソリューション事業の従業員 1 人あたり受注件数×従業員数) と受注 1 件あたり売上高をもとに予想を組み立てている。16/2 期はすべての項目が拡大し大幅増収となった。17/2 期上期の状況を踏まえ、17/2 期は、従業員 1 人あたり受注件数を前期比で約 3%減に引き下げたものの、受注 1 件あたり売上高は同微増で据え置き、従業員数の増加が主な増収要因となるよう予想を組み立て、前期比 43.3%増収を見込んだ。ソリューション事業の従業員数は前回予想と同様、16/2 期末の 127 名に対し、17/2 期末は 185 名と予想した。

(2) 製品事業の売上高は、16/2 期と同様、主要製品である「SkyVisualEditor」、「SkyOnDemand」がソリューション事業に連動する形で、前期比 39.9%増を予想した。

(3) 売上総利益率は、16/2 期の 42.9%に対し、17/2 期は 39.0%まで低下するものと予想した (前回予想では 41.8%)。17/2 期上期の状況を受けて外注費の増加を織り込み、ソリューション事業の売上総利益率が低下するものとした。

(4) 継続的なエンジニアの採用や育成のための費用の増加に加え、オフィスの増床費用、子会社や新規製品の先行費用も加わることから、コスト抑制が行われるものの、販管費は前期比 41.7%増 (前回は同 52.9%増) と予想した。販管費の伸びが売上総利益の伸びを上回るため、売上高営業利益率は 16/2 期の 10.5%から 6.7% (前回は 8.1%) まで 3.8%ポイント低下するものと予想した。

18/2 期の売上高は前期比 27.4%増、19/2 期は同 18.0%増と予想した。

ソリューション事業の売上高を構成する 3 要素 (ソリューション事業の従業員 1 人あたり受注件数、従業員数、受注 1 件あたり売上高の要素のうち)、ソリューション事業の従業員 1 人あたり受注件数、受注 1 件あたり売上高は横ばいとし、従業員数の増加が増収を牽引するものと想定した。ソリューション事業の従業員数は、18/2 期末 230 名、19/2 期末 270 名と予想した。その結果、ソリューション事業の増収率は、18/2 期 24.3%、19/2 期 17.4%となろう。

製品事業はソリューション事業と連動して伸びる部分のほか、mitoco

の上乗せ分があることを想定し、18/2期は38.0%、19/2期は19.8%と、ソリューション事業を上回る増収率を予想した。

17/2期上期に発生したソリューション事業での外注費増が収まることと、緩やかながら製品事業の構成比が高まることを通じて、売上総利益率は改善していくものと予想した。また、子会社の収益改善により、販管費の中心となる人件費(エンジニアの採用・教育費用を含む)の伸びがソリューション事業の売上高と同程度の増加率に落ち着いてくることを見込み、売上高営業利益率は18/2期は8.0%、19/2期は9.9%と、10%に向けて上昇していくものと予想した。

【 図表 11 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期CE	17/2期E	17/2期E	18/2期E	18/2期E	19/2期E	19/2期E
<b>損益計算書</b>										
売上高	1,099	1,639	2,479	3,603	3,533	3,646	4,502	4,642	5,311	5,477
前期比	28.7%	49.1%	51.2%	45.3%	42.5%	47.1%	27.4%	27.3%	18.0%	18.0%
事業別										
ソリューション事業	833	1,231	1,909	-	2,736	2,830	3,401	3,519	3,993	4,131
製品事業	265	407	569	-	797	816	1,100	1,123	1,318	1,346
売上総利益	420	747	1,064	-	1,378	1,524	1,845	1,973	2,257	2,344
前期比	34.7%	77.7%	42.4%	-	29.4%	43.2%	33.9%	29.5%	22.3%	18.8%
売上総利益率	38.3%	45.6%	42.9%	-	39.0%	41.8%	41.0%	42.5%	42.5%	42.8%
販売費及び一般管理費	426	586	804	-	1,139	1,229	1,484	1,484	1,733	1,733
販管費率	38.8%	35.8%	32.4%	-	32.3%	33.7%	33.0%	32.0%	32.6%	31.6%
営業利益	-5	161	260	267	238	294	360	488	524	611
前期比	-	-	61.5%	2.9%	-8.5%	13.1%	51.6%	65.9%	45.3%	25.2%
営業利益率	-0.5%	9.8%	10.5%	7.4%	6.7%	8.1%	8.0%	10.5%	9.9%	11.2%
事業別										
ソリューション事業	195	367	449	-	492	651	680	774	798	908
製品事業	-4	57	196	-	239	244	352	359	448	457
調整額	-196	-263	-385	-	-493	-601	-671	-645	-722	-755
経常利益	-6	154	243	267	237	293	360	487	523	610
前期比	-	-	57.4%	9.8%	-2.4%	20.7%	51.7%	66.0%	45.4%	25.2%
経常利益率	-0.6%	9.4%	9.8%	7.4%	6.7%	8.1%	8.0%	10.5%	9.9%	11.1%
当期純利益	-23	72	150	143	126	157	191	260	275	322
前期比	-	-	108.2%	-4.3%	-15.5%	4.9%	50.8%	65.5%	44.0%	23.8%
当期純利益率	-2.2%	4.4%	6.1%	4.0%	3.6%	4.3%	4.2%	5.6%	5.2%	5.9%

(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報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	16/2期CE	17/2期E	17/2期E	18/2期E	18/2期E	19/2期E	19/2期E
<b>貸借対照表</b>										
現金及び預金	192	450	692	-	729	729	839	950	1,121	1,242
売掛金	197	309	514	-	588	624	767	775	832	875
仕掛品	9	31	35	-	51	54	64	64	66	70
その他	25	36	91	-	92	92	96	96	100	100
流動資産	426	827	1,334	-	1,462	1,500	1,767	1,886	2,121	2,288
有形固定資産	9	10	34	-	39	39	38	38	35	35
無形固定資産	72	67	152	-	190	190	223	223	256	256
投資その他の資産	113	189	238	-	238	238	238	238	238	238
固定資産	194	267	425	-	468	468	499	499	529	529
繰延資産	0	1	0	-	0	0	0	0	0	0
資産合計	620	1,096	1,761	-	1,931	1,969	2,268	2,386	2,652	2,818
買掛金	20	66	128	-	151	160	205	208	216	227
未払法人税等	13	105	83	-	54	66	81	110	119	138
前受金	49	83	131	-	159	164	202	208	239	246
短期借入金	100	200	200	-	200	200	200	200	200	200
1年以内返済予定の長期借入金	22	9	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	70	155	224	-	225	225	240	240	255	255
流動負債	276	619	768	-	789	816	930	967	1,029	1,067
長期借入金	39	5	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	31	-	31	31	31	31	31	31
固定負債	39	6	31	-	31	31	31	31	31	31
純資産合計	304	470	962	-	1,110	1,122	1,306	1,387	1,592	1,720
(自己資本)	304	438	947	-	1,093	1,105	1,284	1,365	1,560	1,688
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>										
税金等調整前当期純利益	-6	165	243	-	237	293	360	487	523	610
減価償却費	53	50	50	-	57	54	67	67	78	78
売上債権の増減額 (-は増加)	-91	-111	-205	-	-74	-109	-179	-150	-64	-100
棚卸資産の増減額 (-は増加)	4	-22	-3	-	-16	-19	-12	-10	-2	-5
仕入債務の増減額 (-は減少)	-7	44	62	-	22	31	54	47	10	18
前受金等の増減額 (-は減少)	21	33	48	-	27	32	43	44	36	37
法人税等の支払額	-7	-18	-150	-	-137	-150	-135	-177	-201	-249
その他	4	75	73	-	0	0	11	11	11	11
営業活動によるキャッシュ・フロー	-29	216	119	-	118	133	208	319	391	401
有形固定資産の取得による支出	-1	-8	-37	-	-13	-13	-9	-9	-9	-9
有形固定資産の売却による収入	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-36	-38	-122	-	-83	-83	-90	-90	-99	-99
投資有価証券の取得による支出	-101	0	-28	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	0	-78	-26	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-139	-125	-215	-	-96	-96	-99	-99	-108	-108
短期借入金の増減額 (-は減少)	100	100	0	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-24	-46	-14	-	0	0	0	0	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	-	3	0	0	0	0	0
配当金の支払額	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0
少数株主からの払込みによる収入	0	49	0	-	15	0	0	0	0	0
その他	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	180	156	340	-	18	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	15	257	242	-	36	36	109	220	282	292
現金及び現金同等物の期首残高	177	192	450	-	692	692	729	729	839	950
現金及び現金同等物の期末残高	192	450	692	-	729	729	839	950	1,121	1,242

(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報告書、決算短信より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

CI は、通常のシステム導入に比べ、赤字ないし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低下につながりうる。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同社は未定としている。

**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

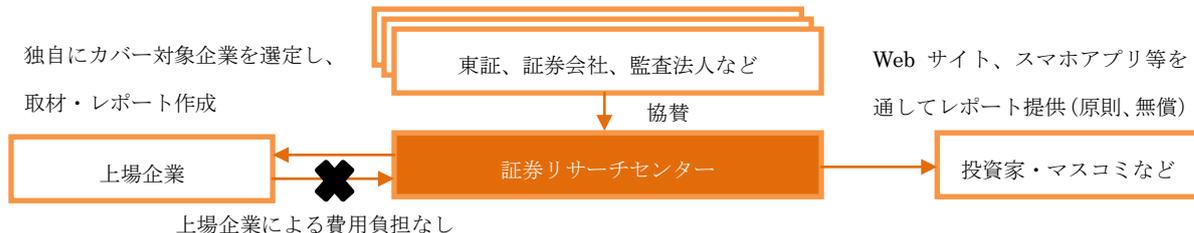
経営陣と従業員の人材力を示します

## 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と、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。

**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。