

ホリスティック企業レポート

SYSホールディングス

3988 東証 JQS

ベーシック・レポート
2018年6月22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 20180619

組込みシステムや大型業務システムに強みを持つ情報サービス会社 ダイバーシティ経営への取り組みと M&A 戦略に注目したい

1. 会社概要

- ・SYSホールディングス(以下、同社)は純粋持株会社であり、傘下に情報インフラの構築や、情報システムの開発及び保守・運用、製品販売等のサービスを提供する企業を持つ、独立系の情報サービス会社である。
- ・海外展開に積極的な製造業企業に対し、基幹業務システムや組込みシステムを開発する「グローバル製造業ソリューション」や、電力や金融等の社会インフラやデータセンター等の情報インフラを対象とする「社会情報インフラ・ソリューション」、モバイル端末を利用する法人向けのアプリケーションサービスである「モバイル・ソリューション」を手掛けている。

2. 財務面の分析

- ・15/7 期～17/7 期の期間では、売上高は年平均 2.6%の増加にとどまったものの、15/7 期には不採算案件が大きく影響したことから利益水準が低かったため、経常利益は同 86.3%増加した。
- ・財務の安全性の観点で業界他社に比べ魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は顧客や従業員の満足度の向上を目指す経営姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- ・M&A による業容拡大とダイバーシティ経営への取り組み強化を経営戦略として掲げている。

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、第 3 四半期までの業績の進捗を踏まえ、18/7 期は売上高が会社計画に対して未達になると想定し、前期比 5.3%増収、27.5%営業減益を予想している。その後は 18/7 期に買収した子会社の貢献や、人員増強が奏功し、19/7 期は 24.4%、20/7 期は 26.1%の営業増益を見込んでいる。
- ・同社が掲げる M&A による業容拡大とダイバーシティ経営への取り組み強化は、成長力の引き上げに繋がる可能性があることから、当センターではその進捗に注目している。

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

【主要指標】

	2018/6/15
株価(円)	1,279
発行済株式数(株)	2,572,000
時価総額(百万円)	3,290

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	16.6	30.6	25.2
PBR(倍)	2.1	2.0	1.9
配当利回り(%)	0.8	1.0	1.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-6.8	-1.2	-44.1
対TOPIX (%)	-8.9	-5.3	-49.6

【株価チャート】



【3988 SYSホールディングス 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)
2016/7	3,755	1.4	172	425.2	173	180.0	144	286.0	69.3	407.3	0.8
2017/7	3,899	3.9	217	25.5	215	23.9	163	13.1	77.0	617.7	10.0
2018/7 CE	4,412	13.2	217	0.2	220	2.3	145	-10.6	56.7	—	13.0
2018/7 E	4,106	5.3	157	-27.5	160	-25.6	107	-34.1	41.8	649.5	13.0
2019/7 E	4,647	13.2	195	24.4	196	22.7	130	21.6	50.9	687.4	14.0
2020/7 E	4,999	7.6	246	26.1	247	26.0	165	26.7	64.5	737.8	15.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。17年3月10日付で1：200、18年2月1日付で1：2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

ベーシック・レポート

2/34

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。

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

◆ M&Aによるグループ展開で多岐にわたる情報サービスを提供

SYSホールディングス(以下、同社)は純粋持株会社であり、情報インフラの構築や、情報システムの開発及び保守・運用、製品販売等のサービスをグループ企業内で一貫して提供している。

既存事業との相乗効果の追求や、業容の拡大による成長を目指して、同社は積極的にM&Aを実施している。18年4月末時点において、連結子会社8社中、買収子会社は「エス・ケイ(買収時期12年5月)」、「総合システムリサーチ(同13年11月)」、「テクノフュージョン(同17年11月)」、「オルグ(同18年4月)」の4社に達している。

同社グループは様々なサービスを提供しているものの、総合情報サービス事業の単一セグメントとしていることからセグメント情報は開示されていない。各子会社が手掛ける事業は、顧客の業種とサービス提供形態によって、3つのソリューション分野に大別されている。

具体的な分野としては、海外展開に積極的な製造業企業を対象として基幹業務システムや組込みシステムを開発する「グローバル製造業ソリューション」(17/7期売上高構成比46.5%)や、電力や金融等の社会インフラやデータセンター等の情報インフラに対するサービスを提供する「社会情報インフラ・ソリューション」(同50.3%)、スマートフォン等のモバイル端末を利用する法人に対してアプリケーションサービスを提供する「モバイル・ソリューション」(同3.2%)に分けられている(図表1)。

【図表1】ソリューション別業績の推移

(単位:百万円)

	ソリューション別	15/7期		16/7期		17/7期		
		実績	構成比	実績	構成比	実績	構成比	増減率
売上高		3,704	100.0%	3,755	100.0%	3,899	100.0%	3.9%
	グローバル製造業	1,705	46.0%	1,744	46.5%	1,814	46.5%	4.0%
	社会情報インフラ	1,835	49.6%	1,856	49.4%	1,960	50.3%	5.6%
	モバイル	163	4.4%	154	4.1%	124	3.2%	-19.2%
営業利益		32	—	172	—	217	—	25.5%
営業利益率		0.9%	—	4.6%	—	5.6%	—	—

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

ソリューション分野と子会社の主な事業内容の対比は、図表2のようにまとめられる。

【 図表 2 】 ソリューション分野と子会社の主な事業内容の対比表

ソリューション分野	主な事業内容	子会社	設立年月	買収年月
グローバル製造業	基幹業務システム開発等	・エスワイシステム	91年1月	—
		・SYI	11年2月	—
	組込みシステム開発	・グローバル・インフォメーション・テクノロジー	13年7月	—
		・総合システムリサーチ	92年3月	13年11月
社会情報インフラ	基幹業務システム開発等	・エスワイシステム	91年1月	—
		・SYI	11年2月	—
		・グローバル・インフォメーション・テクノロジー	13年7月	—
モバイル	アプリケーションサービス	・オルグ	74年4月	18年4月
		・エス・ケイ	99年11月	12年5月

(注) 18年4月末時点

(出所) SYSホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

◆ グローバル製造業ソリューションでは車載 ECU に注力している

グローバル製造業ソリューションの顧客業種としては、自動車、重工業、搬送機・工作機械、鉄鋼等が挙げられている。同社は、海外市場を販路として成長を遂げている製造業企業をターゲットとしている。

自動車向けでは、主として大手 SIer から車載 ECU 関連を中心とした組込みシステムの案件を受注し、連結子会社である総合システムリサーチや「SYI」、テクノフュージョンを中心に 100 名以上の技術者が参画して開発しているほか、インドネシア子会社である「PT. SYS INDONESIA」において、オートマチック・トランスミッションの組込みシステムの検証業務を行っている。

重工業や、搬送機・工作機械、鉄鋼等の顧客に対しては、中核子会社である「エスワイシステム」の中部事業本部(名古屋)や、連結子会社である「グローバル・インフォメーション・テクノロジー」、SYI、総合システムリサーチ等が、生産管理、品質管理、物流管理、調達管理等の基幹業務システムを開発、運用している。

グローバル製造業ソリューション売上高に占める各業種・分野別の比率(17/7期)は、車載 ECU が 45~55%、重工業、搬送機・工作機械、鉄鋼がそれぞれ 5~15%、その他が 20~30%である。

◆ 社会情報インフラ・ソリューションは非製造業大手を顧客とする

同社は、電力や金融等の国民生活を支える社会インフラや、インターネットやデータセンター等に係る情報インフラを、「社会情報インフ

ラ」と呼んでおり、社会情報インフラによるサービスを提供する非製造業企業や官公庁を対象とした事業を社会情報インフラ・ソリューションと定義している。

主要顧客としては、生命保険、クレジットカード、証券、リース、電力、メディア、不動産、印刷帳票、鉄道等の大手非製造業企業と、官公庁・自治体等が挙げられている。

当ソリューションにおいては、ビッグデータの処理や分析を行うサービスも提供している。具体的には、同時に 20 万人が PC やスマートデバイスを用いてテレビのクイズ生番組に参加できるサービスや、1 日 200 万件のデータを用いて仕入れや販売を予測するサービス等を大手レンタルビデオチェーンに提供した実績がある。

子会社別では、エスワイシステムの関東事業本部（東京）と関西事業本部（大阪）や、SYI、グローバル・インフォメーション・テクノロジー、オルグが当業務を主に担当している。

社会情報インフラ・ソリューション売上高に占める各業種・分野別の比率（17/7 期）は、生命保険、電力、ビッグデータ分野がそれぞれ 5～15%、その他が 70～80%と、多くの業種、分野に分散している。

なお、エスワイシステムは、公共職業訓練校「エスワイ・IT カレッジ」でシステムエンジニアの教育サービスも提供している。その売上高（年間 10～20 百万円程度）は当ソリューションに計上されている。

◆ 特定の顧客に対する依存度は低い

業種・分野レベルだけではなく、顧客レベルでも同社の取引先は分散している。17/7 期において総売上高に占める割合が 10%を超える大手顧客は存在しておらず、上位 10 顧客の売上高比率も 4 割程度に過ぎない模様である。特定の顧客に過度に依存していないことは同社の大きな特徴と言えよう。

同社は、組込みシステムを中心に約 40 社の SIer と取引をしており、同社の元請け比率（ユーザー系情報子会社からの受注を含む）は、17/7 期で約 62%（グローバル製造業ソリューションが 50～60%、社会情報インフラ・ソリューションが 60～70%）となっている。

◆ モバイル・ソリューションでは法人向けサービスを提供している

モバイル・ソリューションでは、連結子会社である「エス・ケイ」がスマートフォン等のモバイル端末等を利用した法人向けのアプリケーションサービス等を提供している。

販売経路としては、直販が約 8 割、大手通信会社等の販売代理店経由が約 2 割となっている模様である。

主なアプリケーションサービスとしては、以下の 4 製品が挙げられる。

1) FieldPlus

専用の管理画面で登録された報告シートへの入力や撮影写真、勤怠情報をスマートデバイスから送信できるユーザーカスタマイズ型業務報告システムである。ベネッセホールディングス (9783 東証一部) 傘下の大手訪問介護事業者であるベネッセスタイルケアや、自治体福祉協議会、大手百貨店等に導入実績がある。

2) iContact+®Office

企業・グループ内で同じ電話帳データを共有できるマルチデバイス対応のクラウド型の Web 電話帳共有サービスである。個人のモバイル端末に個人情報情報を保存しないため、セキュリティ対策上の需要がある。大手流通企業グループ等に導入実績がある。

3) マップ P+Powered by NAVITIME®

管理画面から従業員が所有するモバイル端末の所在地や作業ステータス及びコメントが確認できる GPS 位置情報管理システムである。バイクロードサービス会社や、大手 Sier 等に導入実績がある。

4) Quick Safety®

専用の管理画面で登録した複数のユーザーに対して、メール、SMS (ショート・メッセージ・サービス) を一斉配信できるサービスである。大手鉄道会社や、大手クレジットカード会社等に導入実績がある。

◆ エスワイシステムがグループの中核子会社に位置付けられる

子会社別の連結業績に対する寄与を見ると、エスワイシステムが売上高の約 7 割、経常利益の約 5 割を占めており、グループの中核に位置付けられる (図表 3)。

なお、18/7 期第 2 四半期末におけるエスワイシステムの従業員数は 360 名と、連結従業員数 566 名の 6 割強を占めている。

車載 ECU 開発や、車載機器の信頼性試験、基幹系・Web 系システム開発等を手掛ける総合システムリサーチが、売上高の 2 割弱、経常利益の 4 割弱を占めており、エスワイシステムに次ぐ存在となっている。

車載 ECU 関連の中でも専門性の高い業務を手掛けていることから、
経常利益率が高くなっている。

【 図表 3 】 主要子会社の業績推移

(単位：千円)

エスワイシステム	16/7期		17/7期		
		構成比		増減率	構成比
売上高	2,635,475	70.2%	2,715,338	3.0%	69.6%
経常利益	48,986	28.2%	128,367	162.0%	59.6%
経常利益率	1.9%	—	4.7%	—	—
当期純利益	31,722	22.0%	81,965	158.4%	50.3%

総合システムリサーチ	16/7期		17/7期		
		構成比		増減率	構成比
売上高	598,279	15.9%	665,597	11.3%	17.1%
経常利益	44,543	25.6%	65,578	47.2%	30.4%
経常利益率	7.4%	—	9.9%	—	—
当期純利益	57,209	39.7%	58,956	3.1%	36.1%

(注) 構成比は連結業績に対する数値

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

◆ 主カソリューションはフロー型の労働集約型ビジネス

同社のビジネスの大半を占めるグローバル製造業ソリューションと社会情報インフラ・ソリューションは、提供するサービスによって多少の違いはあるが、そのほとんどが個々の顧客の要望に応じてソフトウェア開発の請負や、開発要員の派遣を行うフロー型のビジネスであり、コストの中心は社内の技術者に支払う労務費と協力会社であるビジネスパートナーに支払う外注費となっており、典型的な労働集約型のビジネスと言える。

同社は、17/7期においてはビジネスパートナー約80社から170~180名の技術者を派遣してもらって業務を遂行しているが、今後は、自社での採用を強化することで、社内技術者の参画比率を高めたいとしている。

◆ 業界未経験者の採用や教育に実績とノウハウを持つ

同社は、新卒、中途の両面で積極的な技術者採用を計画しているが、中核子会社であるエスワイシステムでは、中途の技術職においては業界未経験者しか採用していない。05年以降、エスワイシステムは自治体から職業訓練を受託(エスワイ・ITカレッジ等)しており、累計で2,000名を超える業界未経験者をIT技術者に育て上げている。その訓練生で同社グループへの就職を希望した人材や、社会人インターンシップ等で同社グループに関心を持った人材の中から、同社で活躍できそうな人材を中途採用で正社員として採用している。

未経験者を数多く採用しているため、同社では、新卒社員の研修だけではなく、中途採用の新入社員研修や、若手社員向け階層別研修、管理者研修にも注力している。

同社は、技術者に対して、通常の開発業務を担当するシステムエンジニアとしての役割だけではなく、顧客満足度を追求する姿勢を持つ「サービスエンジニア」としての役割や、顧客への提案活動にも携わる「セールスエンジニア」としての役割も求めている。この「3SE制度」に基づき、技術者は、現場で得た情報をレポートにまとめて報告し、営業と連携して顧客への対応に当たっている。

◆ 派遣であっても独自のビジネスモデルで実施している

派遣契約に際しては、同一顧客内に派遣されている同社のSE間で情報を共有し、教育・フォローし合うことで、従来の技術者派遣よりも付加価値の高いサービスを提供しており、同社ではこの取り組みを「チームサポート・モデル」と名付けている。

また、同社は、通常、新規客との取引に際しては、同社のSEが顧客の現場に派遣され、顧客の指示を受けながら、顧客業界特有の商慣習やシステム投資・開発等に対する考え方を学ぶことから始めている。

その後、派遣するSEの増員を受け入れてもらい、チームとしての体制構築に取り組んでいく。チームが構築できたら、顧客現場での工程や作業単位での請負契約の受注を目指していく。その次は、同社の事業所内での請負契約の受注を目指し、受注できたら、案件を同社の事業所に持ち帰り、開発作業を進めることになる。

最終的には、同社のSEは、開発が完了した案件を顧客の現場に持ち帰って導入作業を行うことになる。同社ではこのプロセスを「双方向持ち帰りモデル」と名付けているが、顧客からの評価が上がり、派遣契約から請負契約に移行する事例も見られるとしている。

契約形態別の売上高比率は、現在、請負契約が7割程度、顧客企業の指揮命令下で業務を遂行する派遣契約が3割程度となっているが、双方向持ち帰りモデルの取り組みを通じて、長期的には請負契約の比率を高めたいとしている。

◆ システムの改良や運用・保守でも独自の取り組みをしている

企業の情報システム部門は、新規の開発投資に係る業務に集中したいというニーズが強く、既存システムの改良や運用・保守業務においては慢性的に人手が不足している傾向がある。

同社では、企業の既存システムの改良や運用・保守業務に関し、顧客予算に応じて毎月定量的に発注を受け、海外提携先の活用によるコストダウン等を含めて対応している。同社は、こうした取り組みを「定量発注モデル」と名付けている。

同社の売上高に占めるシステムの運用・保守の比率は高くはないものの、定量発注モデルの取り組みは顧客満足度の向上に貢献している模様である。

◆ 営業利益率は15/7期の0.9%から17/7期には5.6%に改善した

同社がグローバル製造業ソリューションや社会情報インフラ・ソリューションにおいて受注する案件の多くは他社との競争が存在するため、一般的に高い利益率を確保することは難しい。

一方、プロジェクトによっては、事前に予期していなかった問題が生じ、その対応に想定以上のコストが発生した場合、顧客から追加の料金を受け取れないと赤字となることもある。同社では、グループで定めている「品質管理ガイドライン」に基づいた品質管理、「プロジェクト管理ガイドライン」に基づいたプロジェクトの進捗管理に努めている。

こうした取り組みの成果により、不採算プロジェクトは、近年減少傾向にあり、将来検収を迎える赤字案件に対する引当である受注損失引当金は、15/7期の71百万円から17/7期には3百万円へと大幅に減少している。結果、営業利益率も、15/7期の0.9%から17/7期には5.6%に大きく改善している。

また、同社は、顧客満足度と収益性の観点からリピート率を重視しており、21年には、約65%（17/7期）のグローバル製造業ソリューションは70%へ、80%弱（同）の社会情報インフラ・ソリューションとモバイル・ソリューションは90%に引き上げたいとしている。

◆ モバイル・ソリューションはストック型収益比率がやや高い

モバイル・ソリューションの売上高は、システムの初期設定費用や受託開発売上からなるイニシャル収入（フロー型収益）と、月額利用料と月額保守料を合計したランニング収入（ストック型収益）によって構成されている。現在のイニシャル収入とランニング収入の比率は、4～5：5～6となっている模様である。

各サービスのシステム初期設定費用や月額利用料は低価格に設定されているため、売上高の拡大にはユーザーのライセンス数を大きく伸

ばすことが必要となる。モバイル・ソリューションは限界利益率が高いビジネスであるため、ランニング収入の拡大に伴い、営業利益率は高まる構造にある。同社は、広告宣伝の強化によりランセンス数の増加を図り、収益性を高める方針である。

◆ 売上原価の大半は労務費と外注費によって構成される

同社の売上原価は、固定費である労務費（自社技術者向け）と、変動費である外注費（協力会社の技術者向け）が大半を占めている。17/7期の売上原価に占める割合は、労務費が70～80%、外注費が15～20%に達している模様である。

◆ 販管費の中心も人件費が占めている

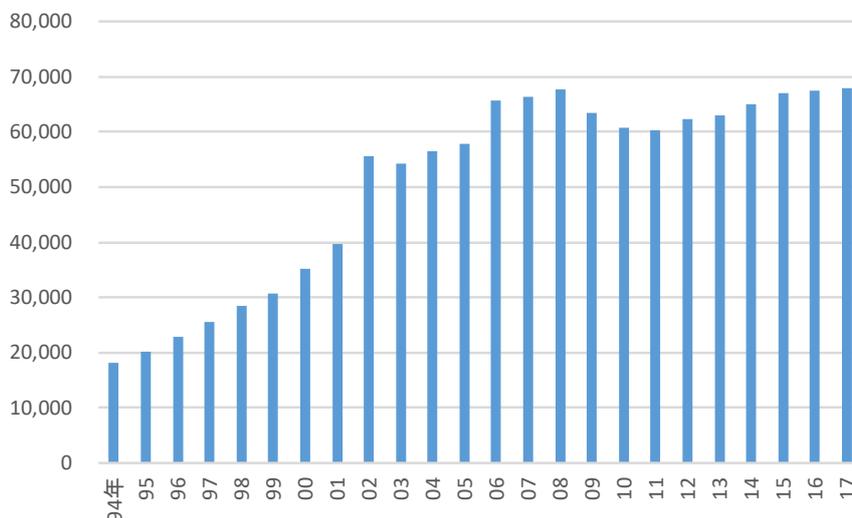
販売費及び一般管理費（以下、販管費）の中心を占めるのは、従業員の給料及び手当と役員報酬であり、合計で48.7%に達している。

> 業界環境と競合

◆ 国内情報サービス産業は10兆円市場

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、17年で11兆3,216億円（前年比2.5%増）に達している。その中でも、同社の事業の柱であるシステムインテグレーションを含んだ受注ソフトウェア市場は6兆7,905億円と情報サービス市場の中核を占めている（図表4）。

【 図表 4 】 受注ソフトウェア市場規模の推移 (単位：億円)



(出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査

受注ソフトウェア市場は、調査が開始された94年当時は1兆8,189億円に過ぎなかったが、情報化投資の急速な拡大を背景に、前回のピ

ークを記録した08年には6兆7,814億円に達した。リーマンショック後の国内企業のIT投資の削減を受けて、同市場は、11年には6兆253億円にまで落ち込んだが、企業収益の回復に伴ってその後は6年連続して増加しており、17年に前回のピークを更新した。

◆ 受注ソフトウェア産業には大企業から中小企業までが乱立

受注ソフトウェア市場においては、エヌ・ティ・ティ・データ(9613 東証一部)や野村総合研究所(4307 東証一部)といった情報通信セクターに属する企業だけではなく、日立製作所(6501 東証一部)や富士通(6702 東証一部)といった電機セクターに属する企業グループ等の大手企業が大きな市場シェアを誇っているが、そのような企業でもグループ内に受注したプロジェクトを完遂できるだけの十分な技術者を抱えていないため、業務の一部を非上場の中小企業を含むグループ外の企業に外注している。そのため、同市場に存在する企業数は多く、その企業規模には大きな格差が生じている。

◆ 国内組込みシステム産業は1兆円市場

同社の特徴である組込みソフトウェアの開発及び検証業務については業界統計が整備されていないが、民間のリサーチ会社が公表している市場調査がある。株式会社富士経済が14年5月に発表した「エンベデッドシステムマーケット2014」によれば、13年の国内エンベデッドシステム市場は、要素市場(プロセッサ、OS、ミドルウェア、開発ツール、モジュール)が6,478億円(16年予測は7,945億円)、SI市場が3,462億円(同4,552億円)であるとしている。

その他の調査を含めて検討した結果、当センターでは、現在の国内組込みシステム市場は全体で約1兆円であると考えている。

◆ 組込みソフトを手掛ける情報サービス企業の中では小規模

同社の各事業分野には競合企業が数多く存在するため、事業毎に競合企業を特定するのは困難である。そこで、証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社の特徴の一つである組込みシステムに相当する事業を事業セグメントとして開示(同様の事業内容と推測されるものも含む)している上場企業(組込みシステムの競合企業)を同社の有力な競合先と認識しても問題は少ないと判断した。

組込みシステムは同様のビジネスを営む各社によって事業の名前が異なっているが、当センターで上場している情報サービス各社の決算短信や決算説明会資料を調べたところ、図表5の企業がリストアップされた。

【 図表 5 】 組込みソフトを手掛ける主な競合企業

(単位：百万円)

コード	銘柄	決算期	売上高	組込み関連売上高	同構成比	セグメント・サービス名
9749	富士ソフト	17/12期	180,773	53,065	29.4%	組込系/制御系ソフトウェア
4674	クレスコ	18/3期	33,328	5,458	16.4%	組込型ソフトウェア開発
2354	安川情報システム	18/2期	12,484	4,586	36.7%	IoTソリューション
3918	PCIホールディングス	17/9期	11,397	4,305	37.8%	エンベデッドソリューション
9702	アイ・エス・ビー	17/12期	16,668	3,557	21.3%	組込み
3916	デジタル・インフォメーション・テクノロジー	17/6期	10,273	3,072	29.9%	エンベデッドソリューション
3852	サイバーコム	17/12期	8,131	2,199	27.0%	制御ソフトウェア
3837	アドソル日進	18/3期	10,997	1,612	14.7%	IoTシステムの組込み
9651	日本プロセス	17/5期	5,567	622	11.2%	組込システム
2359	コア	18/3期	20,609	-	-	-
3988	S Y Sホールディングス	17/7期	3,899	-	-	-
(参考)						
2359	コア	14/3期	19,358	8,383	43.3%	エンベデッドソリューション

(出所) 各社決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

各社の対象セグメントの中には同社が手掛けていない事業も含まれていると推測されるケースもあるが、凡その事業規模を比べる上では参考になると思われる。

また、コア（2359 東証一部）はセグメントの組替えにより、直前決算期においては対象事業の売上高が不明であるが、業界の有力企業ではあるため、セグメント組替え前の状況と共に、参考として掲載した。

図表 5 の中で、組込みソフトウェア開発で最大の売上高を誇るのは富士ソフト（9749 東証一部）であり、他社よりも売上金額が一桁大きい。但し、富士ソフトを含めた数社の対象セグメントの売上高の中には制御系ソフトウェアの売上高も含まれている。

制御系ソフトウェアとは、狭義ではプラントや各種の社会インフラ等を制御する非組込み型のソフトウェアを指すが、広義では個別の機器を制御するために機器内部に搭載された組込みソフトウェアも含まれているため、同社の事業対象である組込みソフトウェアだけの数値で各社を比較することは困難である。

同社の売上高は図表 5 に掲載した企業の中で最も小さいだけでなく、組込みソフトウェアが含まれるグローバル製造業ソリューション分野の 17/7 期売上高も約 18 億円に過ぎないため、同業他社に比べて規模は小さい。

但し、同社は、組込みシステムにおいては、大手 SIer からの受注案件が多いとしており、図表に掲げた上場企業の中には競合関係にあるというより、協調関係にある企業も含まれているものと推測される。

> 沿革・経営理念・株主**◆ 鈴木社長と安田取締役が 91 年に前身となる会社を設立**

同社は、13 年 8 月に株式会社エスワイシステム（現連結子会社）の単独株式移転によって設立された。同社の前身会社であるエスワイシステムは、現在は CIJ（4826 東証一部）の連結子会社となっている株式会社シスコン（現 CIJ ネクスト）でシステムエンジニアであった鈴木裕紀代表取締役会長兼社長（以下、鈴木社長）と後輩の安田鉄也取締役によって、名古屋市において 91 年 1 月に設立された。

鈴木社長はシスコン時代、システムエンジニアとして汎用コンピュータやオフコンのソフトウェアを開発していたが、88 年に勤務先の事業再編に伴って退職を余儀なくされた。その後しばらくは大手 IT 企業のグループ会社の非正規雇用者となり、シスコンで担当していた顧客の仕事を続けていたが、安田取締役らが開発チームに加わって取引規模が拡大したことから、独立して法人化に踏み切った。

◆ オープン系システムで大手企業を開拓

エスワイシステム設立当初は汎用コンピュータの仕事を中心に手掛けていたものの、92 年頃からバブル崩壊の影響を受けて受注が激減した。同社は、黎明期にあった基幹業務システム開発のオープン系技術への移行を進めると共に、名古屋に拠点を持つ大手企業グループへ営業攻勢をかけた結果、95 年頃から経営が軌道に乗った。

◆ 早期から進めてきた中国展開は事業形態を変更した

同社は、中国からの技術研修社員の受入れを 98 年に開始したほか、西安市の企業との業務提携（99 年）や、上海市の企業の連結子会社化（04 年）、西安市での連結子会社設立（06 年）等、早期から中国展開を進めていた。

中国事業は順調に拡大し、グループの業績に貢献していたものの、上場準備作業の過程でガバナンス上の問題を指摘されたこともあり、17 年 3 月に中国の 2 子会社の株式は全て売却された（現在は、同社の重要提携先となっている）。

◆ 国内外で会社設立や M&A を積極的に進めている

倒産したシステム開発会社の社員を受け入れる連結子会社として SYI を 11 年に設立した。SYI は、生保の基幹業務システムや自動車向け組込みソフトウェア等を得意としている。

中国での事業が軌道に乗ったことを受けて、現地市場が将来拡大すると想定して、11 年にベトナム、12 年にインドネシアにおいて相次いで連結子会社を設立した。従業員が定着しなかったベトナムは 16 年に解散したものの、インドネシア子会社は自動車のオートマチック・トランスミッションの検証業務を行う重要拠点となっている。

12年に株式を取得し、子会社化したエス・ケイについては、携帯電話端末等のアプリケーションサービス等を手掛けている。

13年7月には農業のIT化を目的として連結子会社のアグリットを設立した(14年にグローバル・インフォメーション・テクノロジーに商号変更)。

13年8月には企業買収の積極化に備えるため、持株会社となる同社を設立し、グループの再編を実施した。

13年11月には自動車の組込みソフトや、完成車の信頼性評価試験、企業の基幹システムの開発・保守等を手掛ける総合システムリサーチの株式を取得し、子会社化した。

17年6月、同社は東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)に上場した。

18/7期においては、17年11月に、通信制御、ハードウェア設計等の技術を持つ有限会社テクノフュージョンを、18年4月に、富士通等の大手企業を顧客とする株式会社オルグを買収し、子会社化した。

◆ 経営理念

同社は、企業理念として以下の5つを掲げている。

- 1) Principle 五方正義
- 2) Service 顧客満足を実現する総合情報サービスの提供
- 3) Efficient 高品質・低価格・高付加価値の追求
- 4) Challenge 世界視野での斬新な挑戦
- 5) Responsibility 業界・地域・社会貢献

なお、五方とは、取引先、従業員及びその家族、株主、業界、社会を指している。また、同社は、「私達は、グローバルな情報技術で、情報社会に沢山の笑顔を創ります。」というグループミッションを謳っている。

◆ 株主

18/7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。18年1月末時点において、鈴木社長が発行済株式総数の50.0%を保有している。その他の株主には、取締役、従業員持株会、金融機関、従業員が名を連ね、大株主上位10名で75.4%の株式を保有している。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	18年1月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
鈴木裕紀	643,000	50.0%	1	代表取締役社長
安田鉄也	180,000	14.0%	2	取締役
S Y S H Dグループ従業員持株会	78,300	6.1%	3	
日本証券金融株式会社	21,200	1.6%	4	
瀬戸信用金庫	10,200	0.8%	5	
株式会社三井住友銀行	10,000	0.8%	6	
株式会社百五銀行	10,000	0.8%	6	
松井証券株式会社	7,000	0.5%	8	
堀江克由	5,700	0.4%	9	従業員
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	4,700	0.4%	10	
(大株主上位10位)	970,100	75.4%	-	
発行済株式総数	1,286,000	100.0%	-	

(出所) SYS ホールディングス 18/7 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

同社の連結業績は 15/7 期以降の数値しか開示されておらず、過去 5 年程度におけるグループの業績推移は不明である。15/7 期から 17/7 期までの 2 期間では、売上高は年平均 2.6%、経常利益は同 86.3% 増加した。なお、起点となる 15/7 期は不採算案件の影響で利益水準が落ち込んでいたと推測される (図表 7)。

【 図表 7 】 SYSホールディングスの業績推移

(単位: 百万円)

	12/7期	13/7期	14/7期	15/7期連	16/7期連	17/7期連
売上高	2,880	2,581	—	3,704	3,755	3,899
売上総利益	—	—	—	683	818	862
売上総利益率	—	—	—	18.5%	21.8%	22.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	650	645	645
販管費率	—	—	—	17.6%	17.2%	16.6%
営業利益	—	—	—	32	172	217
営業利益率	—	—	—	0.9%	4.6%	5.6%
経常利益	105	152	—	62	173	215
	3.7%	5.9%	—	1.7%	4.6%	5.5%
当期純利益	52	134	—	37	144	163
従業員数 (人)	266	313	—	604	617	549

(注) 12/7 期と 13/7 期はエスワイシステムの未監査の数値

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

中核子会社であるエスワイシステムの業績は、12/7 期及び 13/7 期、16/7 期、17/7 期が開示されているため、12/7 期と 17/7 期を用いて 5 期間の成長率を算出すると、売上高は年平均 1.2%減、経常利益は同 4.0%増であった。

16/7 期の連結業績は、売上高は前期比 1.4%増にとどまったものの、不採算案件の影響が軽減したため、営業利益は同 425.2%増と急拡大した。ソリューション別売上高では、モバイル・ソリューションは同 5.8%減と低迷したものの、自動車や鉄鋼、電機向けが好調であったグローバル製造業ソリューションが同 2.3%増、電力系顧客や印刷帳票系顧客からの受注が好調であった社会情報インフラ・ソリューションが同 1.1%増と伸長した。

◆ 17 年 7 月期決算は前期比 3.9%増収、25.5%営業増益

17/7 期決算は、売上高が前期比 3.9%増の 3,899 百万円、営業利益が同 25.5%増の 217 百万円、経常利益が同 23.9%増の 215 百万円、当期純利益が同 13.1%増の 163 百万円となった (図表 8)。

【 図表 8 】 17 年 7 月期の業績

(単位：百万円)

	ソリューション別	16/7期		17/7期						
		通期	構成比	上期	3Q	4Q	下期	通期	構成比	増減率
売上高		3,755	100.0%	1,933	1,016	949	1,966	3,899	100.0%	3.9%
	グローバル製造業	1,744	46.5%	914	458	442	900	1,814	46.5%	4.0%
	社会情報インフラ	1,856	49.4%	958	521	479	1,001	1,960	50.3%	5.6%
	モバイル	154	4.1%	60	36	27	63	124	3.2%	-19.2%
売上総利益		818	—	418	236	208	444	862	—	5.4%
売上総利益率		21.8%	—	21.6%	23.2%	21.9%	22.6%	22.1%	—	—
販売費及び一般管理費		645	—	324	153	166	320	645	—	0.0%
販管費率		17.2%	—	16.8%	15.1%	17.5%	16.3%	16.6%	—	—
営業利益		172	—	93	82	41	123	217	—	25.5%
営業利益率		4.6%	—	4.8%	8.1%	4.4%	6.3%	5.6%	—	—
経常利益		173	—	102	80	32	113	215	—	23.9%
経常利益率		4.6%	—	5.3%	7.9%	3.5%	5.8%	5.5%	—	—
当期(四半期)純利益		144	—	84	68	10	78	163	—	13.1%

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

ソリューション別売上高では、グローバル製造業ソリューションは、17年3月に中国子会社2社を売却した影響はあったものの、自動車関連のECU分野や、鉄鋼、電機メーカーからの受注が伸長したため、前期比4.0%増加した。

社会情報インフラ・ソリューションは、電力系顧客や生命保険等の金融系顧客からの受注が伸長したため、前期比5.6%増加した。

モバイル・ソリューションは、訪問介護業界向けにカスタマイズしたFieldPlus等の製品販売による使用料や保守料が増加した一方、受託開発が減少したこと等から、前期比19.2%減少した。

利益面では、不採算案件の影響減少や、販管費の抑制によって、営業利益率が16/7期の4.6%から5.6%に上昇した。

17年6月30日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が100.1%、営業利益は116.0%、経常利益は112.6%、当期純利益は103.2%であった。

◆ 18年7月期上期決算は前年同期比3.3%減収、26.5%営業減益

18/7期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高1,869百万円(前年同期比3.3%減)、営業利益68百万円(同26.5%減)、経常利益68百万円(同32.6%減)、四半期純利益37百万円(同55.8%減)であった(図表9)。

減収要因としては、採用環境の逼迫によって技術者の採用が計画未達となり、受注機会を逃したことや、17年3月に売却した中国子会社2社の売上高が剥落したことが挙げられる。

【 図表 9 】 18 年 7 月 期 上 期 の 業 績

(単位:百万円)

	ソリューション別	17/7期			18/7期			
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		1,933	1,966	3,899	930	939	1,869	-3.3%
	グローバル製造業	914	900	1,814	447	444	892	-2.4%
	社会情報インフラ	958	1,001	1,960	451	466	917	-4.3%
	モバイル	60	63	124	31	28	59	-2.0%
売上総利益		418	444	862	195	221	417	-0.2%
売上総利益率		21.6%	22.6%	22.1%	21.0%	23.6%	22.3%	—
販売費及び一般管理費		324	320	645	180	168	348	7.3%
販管費率		16.8%	16.3%	16.6%	19.4%	17.9%	18.6%	—
営業利益		93	123	217	15	52	68	-26.5%
営業利益率		4.8%	6.3%	5.6%	1.7%	5.6%	3.7%	—
経常利益		102	113	215	18	50	68	-32.6%
経常利益率		5.3%	5.8%	5.5%	2.0%	5.4%	3.7%	—
当期(四半期)純利益		84	78	163	9	27	37	-55.8%

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

経常利益の減益要因としては、17年11月に買収したテクノフュージョンのM&A関連費用12百万円が発生したことや、採用関連費用が前期比8百万円増加したこと、売却した中国子会社2社が前年同期に12百万円の利益を計上していたこと等が挙げられており、これらの影響を除くと経常利益は実質横ばいであったと同社は説明している。

ソリューション分野別売上高では、グローバル製造業ソリューションは、自動車ECU関連が前年同期比5.2%、搬送機・工作機械関連が同20.3%増加したものの、重工業関連が同22.6%、鉄鋼関連が同10.3%減少したほか、中国子会社の売却による影響もあり同2.4%減少した。

社会情報インフラ・ソリューションは、電力関連が前年同期比51.3%増加したものの、生命保険関連が同18.8%減少したほか、印刷帳票系顧客や大手SIerの一部からの受注の縮小もあり、同4.3%減少した。

モバイル・ソリューションは、受託開発の減少等により、前年同期比2.0%減少した。

期初計画に対する達成率は、売上高が90.7%、営業利益は84.0%、経常利益は81.9%、四半期純利益は72.5%であった。

採用計画が遅れたことに加え、協力会社からの要員調達が想定を下回ったことにより、計画通りに受注を確保できなかったことが売上高の未達に繋がった。営業利益については、売上高の計画未達に、計画には入っていなかった M&A 関連費用の計上が加わり、未達幅が大きくなった。

◆ 第3四半期累計決算は前年同期比 1%増収、36%営業減益

18/7 期第3 四半期累計期間の業績は、売上高 2,969 百万円(前年同期比 0.7%増)、営業利益 112 百万円(同 35.9%減)、経常利益 115 百万円(同 36.5%減)、四半期純利益 74 百万円(同 51.3%減)であった(図表 10)。

【 図表 10 】 18 年 7 月期第 3 四半期累計期間の業績

(単位：百万円)

	ソリューション別	17/7期			18/7期			
		上期	1-3Q	通期	上期	増減率	1-3Q	増減率
売上高		1,933	2,949	3,899	1,869	-3.3%	2,969	0.7%
	グローバル製造業	914	1,372	1,814	892	-2.4%	1,378	0.5%
	社会情報インフラ	958	1,480	1,960	917	-4.3%	1,504	1.6%
	モバイル	60	96	124	59	-2.0%	86	-10.5%
売上総利益		418	654	862	417	-0.2%	656	0.4%
売上総利益率		21.6%	22.2%	22.1%	22.3%	—	22.1%	—
販売費及び一般管理費		324	478	645	348	7.3%	544	13.7%
販管費率		16.8%	16.2%	16.6%	18.6%	—	18.3%	—
営業利益		93	175	217	68	-26.5%	112	-35.9%
営業利益率		4.8%	5.9%	5.6%	3.7%	—	3.8%	—
経常利益		102	182	215	68	-32.6%	115	-36.5%
経常利益率		5.3%	6.2%	5.5%	3.7%	—	3.9%	—
当期(四半期)純利益		84	152	163	37	-55.8%	74	-51.3%

(出所) S Y Sホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高と売上総利益は前年同期並みを確保したものの、M&A 関連費用や、採用関連費用等の増加により、販管費が前年同期比 65 百万円増加したため、営業減益を余儀なくされた。

ソリューション分野別売上高では、グローバル製造業ソリューションについては、中国子会社の売却による売上高の減少はあったものの、17 年 11 月に買収したテクノフュージョンの売上高が貢献したほか、自動車関連の ECU 分野や工作機械等の顧客からの受注が増加したため、前年同期比 0.5%増加した。

社会情報インフラ・ソリューションについては、印刷帳票系顧客や一部大手 SIer からの受注が減少したものの、電力系顧客や生命保険等の金融系顧客からの受注が増加したため、前年同期比 1.6%増加した。

モバイル・ソリューションは、受託開発の減少等により、前年同期比 10.5%減少した。

> 競合他社との比較

◆ 組込みシステムの開発を手掛ける企業と比較

前述したように同社の特徴である組込みシステム開発と同様な事業を手掛ける情報サービス企業は多数存在するが、比較対象となるセグメントの売上規模や売上構成比が大きく、情報開示が良好な企業との比較が適切と判断し、富士ソフト、P C I ホールディングス (3918 東証一部、以下、PCIHD)、アドソル日進 (3837 東証一部)、デジタル・インフォメーション・テクノロジー (3916 東証一部、以下、DIT) を比較対象とした (図表 11)。

【 図表 11 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード	SYS	富士ソフト	PCI	アドソル日進	DIT
			ホールディングス		ホールディングス		
		直近決算期	3988 17/7期	9749 18/3期	3918 17/9期	3837 18/3期	3916 17/6期
規模	売上高	百万円	3,899	180,773	11,397	10,997	10,273
	経常利益	百万円	215	10,260	726	857	641
	総資産	百万円	2,511	174,568	6,530	6,156	3,713
収益性	自己資本利益率	%	13.4	5.8	13.7	17.2	21.3
	総資産経常利益率	%	9.8	6.1	13.3	14.5	18.5
	売上高営業利益率	%	5.6	5.4	6.3	7.6	6.4
	EBITDAマージン	%	6.4	8.4	6.9	8.4	6.6
成長性	売上高 (2年平均成長率)	%	2.6	8.5	20.5	2.5	10.0
	経常利益 (同上)	%	86.3	6.2	15.4	24.9	22.5
	総資産 (同上)	%	12.7	6.5	41.0	9.1	10.6
安全性	自己資本比率	%	63.3	59.9	52.6	55.0	65.0
	流動比率	%	286.9	184.9	210.4	261.1	306.7
	固定長期適合率	%	11.4	84.0	28.6	38.2	21.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその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、EBITDAについては、営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算して算出、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) SYSホールディングス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

規模は、富士ソフトが他社を大きく引き離している。同社は、PCIHD、アドソル日進、DIT と比べても、売上高、経常利益が 2~4 割程度にとどまっている。

安全性については、富士ソフトが都心にオフィスビルを所有していることで固定長期適合率が高くなっていることを除くと、概ね各社の数値は接近しているが、同社と DIT の数値がやや優位にある。

収益性は、売上高営業利益率や EBITDA マージンについては大きな差は見られないが、自己資本利益率や総資産経常利益率に関しては、自己資本や総資産を利益水準に対して小さく抑えている DIT とアドソル日進が良好な数値を示している。

成長性は、同社の連結決算の開示期間に合わせて過去 2 期間の平均成長率で比較した。同社の成長性は特に経常利益の値が高くなっているが、2 期前の経常利益が低水準だったことが影響している。売上高では、アドソル日進と同程度の低い伸びとなっており、成長性全体として見ると高くは評価できない。

従って、業界他社に比べて、規模は小さいものの、安全性では魅力があると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は顧客の不満の解決を目指す経営姿勢にある

同社の知的資本、特に組織資本を構成する項目の多くは、顧客や従業員の満足度の向上に向けた取り組みと関係している(図表12)。

【図表12】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手顧客に対する取引は比較的分散している	・売上高上位10顧客の売上高構成比	約4割
		・製造業と金融、電力向けを中心とした顧客業種構成	・製造業向け売上高構成比	46.5%
	ブランド	・主力子会社であるエスワイシステムは大手製造業等の顧客企業と長年の取引実績がある	・エスワイシステム設立からの経過年数	27年(18年6月時点)
		・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	・上場からの経過年数	1年(18年6月時点)
事業パートナー	・組込みシステムを中心に元請先の大手SIerから多くの案件を受注している	・元請先SIer社数	約40社	
	・外注先であるパートナー企業を活用している	・取引パートナー数	約80社	
組織資本	プロセス	・事業規模の拡大と早期での投資回収を目的として、赤字や債務超過状態にある中小企業を中心にM&Aを積極的に実施している	・期中のM&A実施回数	1回(18/7期上期)
		・中核子会社であるエスワイシステムでは、中途採用において、「エスワイ・ITカレッジ」等の卒業生らIT業界未経験者を採用し、階層別研修等で早期での戦力化を図ると共に、業界平均(16年10.2%)に比べて低い離職率を実現している	・同社グループの離職率	6.9%
	知的財産 ノウハウ	・「チームサポート・モデル」や「双方向持ち帰りモデル」、「定量発注モデル」を活用することで、顧客ニーズに応じたサービスの提供を行っている		
	・従業員主導で運営する月1回の全体会議や、各種の業務外活動、360度評価システム等、新卒者やIT業界未経験者を教育する独自のノウハウを有している			
	・モバイル・ソリューションにおいて、「FieldPlus®」、「iContact® Office」等の自社サービスを開発、提供している	・モバイル・ソリューションの売上高	124百万円	
人的資本	経営陣	・社長はIT業界で長年の経験があり、創業以来、同社を経営している	・社長の在任年数	27年(18年6月時点)
		・社長及び経営陣による高い経営へのコミットメント	・社長の保有株数	643,000株(50.0%)
			・経営陣全体の保有株数	826,000株(64.2%)
	従業員	・女性、高齢者(60歳以上)、外国人を積極的に採用し、ダイバーシティ経営に積極的に取り組んでいる。	・連結従業員に占める女性比率	21%
			・連結従業員に占める高齢者比率	2%
			・連結従業員に占める外国人比率	11%
・M&Aと未経験者採用によって、積極的な人員増強が図られている	・連結従業員数	549人		
・インセンティブ制度	・従業員持株会	67,900株(5.3%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/7期または17/7期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

(出所) SYSホールディングス有価証券報告書、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。

同社がシステム開発や運用・保守サービスを顧客に提供する際に用いられるチームサポート・モデルや、双方向持ち帰りモデル、定量発注モデルは、顧客担当者の様々なニーズに柔軟に対応する中で培われたものであると見られ、顧客満足の実現を目指す同社の企業理念が反映されている。

一方、同社は、女性、60歳以上の高齢者、外国人の採用、育成にも積極的に取り組んでおり、多様な人材が働きやすい環境づくりを目指している。こうしたダイバーシティ経営は、企業の社会的責任に対する重要な取り組みであるだけでなく、人手不足となっているIT業界における競争力強化にもつながるものとして近年、注目されている。

特に、女性が活躍し、働きやすい環境づくりを進めた結果、エスワイ

システムは、15年に「名古屋市女性の活躍推進企業」に認定・表彰されたほか、16年には「あいち女性輝きカンパニー」認証を同社が受ける等、同社の取り組みは外部からも認められてきている。

同社は、企業理念として「五方正義」を掲げ、顧客等の取引先、従業員及びその家族、株主、業界、社会に対する貢献を謳っているが、とりわけ、従業員と顧客の満足度の向上を目指す同社の経営姿勢は、人手不足に悩むIT業界において競争力の強化にも繋がっており、同社の知的資本の源泉を形成していると当センターでは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、地球温暖化対策として、政府主導で行われた温室効果ガス排出量削減活動である「チームマイナス6%」に参加したほか、地域清掃活動を定期的実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

前述したように、同社は、企業理念である「五方正義」に基づき、従業員の幸福実現や地域社会への貢献を追求している。「次世代育成支援対策推進法」及び「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」に基づき、ア)仕事と家庭生活・子育てを両立できる労働環境の整備、イ)次代を担う子供や若年層人材に就業体験の機会を提供、ウ)女性が活躍しやすい職場作りの推進に取り組んでいる。

具体的には、以下の目標を掲げている。

- 1) 従業員数に占める女性比率～21% (17/7 期末) から 23 年時点で 50%へ引き上げる
- 2) リーダー職、管理職、役員の合計に占める女性の割合～14% (同) から 26 年 5 月末までに 30%へ引き上げる
- 3) 男性の平均勤続年数に対する女性の平均勤続年数の割合～69% (同) から 26 年 5 月末までに 75%以上へ引き上げる
- 4) 60 歳以上の高齢者の雇用促進～長年の経験を活かせるコンサルティング業務や保守・検証業務で高齢者が活躍できる現場を造る
- 5) 従業員数に占める外国人比率～11% (17/7 期末) から 23 年時点で 20%へ引き上げる

地域社会への貢献としては、98 年から続けている大学生に対するインターンシップ (年間 250 名以上) だけではなく、高校生や中学生に対する就業体験、小学生へのプログラミング講座を定期的実施しているほか、一般向けの講演活動にも積極的に取り組んでいる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役6名(うち、社外取締役は1名)で構成されている。

社外取締役の藤井敏夫氏は、愛知県庁環境部部長や公益財団法人理事長等を歴任しており、ダイセキ環境ソリューション(1712 東証一部)の社外取締役(監査等委員)等を兼務しており、15年10月に同社の社外取締役に就任した。

監査役会は、監査役3名(うち、社外監査役は2名)で構成されている。

社外監査役の森戸尉之氏は弁護士である。同じく社外監査役である深井貴伸氏はIT業界で長年の経験がある。共に14年8月に社外監査役に就任した。

17/7期の株主総会招集通知によれば、同期に開催された19回の取締役会において、藤井氏、森戸氏、深井氏共に全19回に出席した。17/7期に開催された25回の監査役会については、森戸氏、深井氏共に全25回に出席した。以上のことから、経営の監督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

◆ 主力2社以外の子会社における事業基盤の強化

同社は、赤字や債務超過状態にある会社を中心に買収し、その収益性を改善することでグループとしての成長を目指す戦略を採っている。一方、17年3月にグループの収益に貢献していた中国子会社2社を売却した影響もあるものの、主要子会社であるエスワイシステムと総合システムリサーチを除いた業績数値の連結決算数値に占める比率は、17/7期において、売上高は13%、経常利益は10%（総合システムリサーチののれん償却額を除いたベースでは15%）に過ぎない。

同社は、買収した赤字子会社を短期間で黒字化させており、その手腕は評価できるものの、各社の規模は小さく、グループの成長をけん引するような存在には育成できていない。積極的なM&A戦略を推進する同社においては、各子会社の事業基盤を更に強化し、各社の成長力を高めることが課題になっていると当センターは考えている。

◆ 中核子会社であるエスワイシステムの成長力の向上

グループの中核子会社であるエスワイシステムの業績は、12/7期において、売上高2,880百万円、経常利益105百万円であったが、17/7期においても、売上高2,715百万円、経常利益128百万円（経常利益率4.7%）にとどまっている。

エスワイシステムが培った経験やノウハウが買収子会社の経営改善に活かされているとは言え、グループ内で最大規模となるエスワイシステムの業績が伸び悩んでいる事実は重い。今後は、グループ他社が持つ経営資源やノウハウをエスワイシステムの成長力の向上に繋げる取り組みが求められよう。

> 今後の事業戦略

◆ M&Aによる事業規模の拡大を目指す

同社は、黒字会社を買収しても早期での投資回収は難しいと考えており、これまでのM&Aでは赤字や債務超過状態にあった中小企業を中心に実施としている。赤字や債務超過状態にある会社を対象とすることで投資額を抑制する一方、同社グループの事業ノウハウを活かせる分野や、既存事業とのシナジー効果が見込める分野を対象とすることで、短期間で事業再生を図り、早期の投資回収を図るM&A戦略を志向している。

同社は今後、年間2~3社を買収し、長期的には50社程度の子会社群を持つ企業グループを形成する意向を示している。同社は20年以降に景気後退期が到来すると予想しており、それまでは積極的に従業員を採用すると共に下請比率を引き上げ、既存事業の規模拡大に重点を

置く方針である。20年以降に景気後退期が来たら、M&A市場は買い手優位になると見ており、買収のペースを加速させ、更なる成長を目指したいとしている。

◆ IoT や AI 等への対象技術領域の拡大を図る

同社は、オープン系システムを創成期から手掛ける等、新技術には早くから対応してきている。現在では、ビッグデータ処理や解析にも進出しているが、今後取り組みを強化する分野として、IoT、AI、ロボット、自動運転等を挙げている。

◆ ダイバーシティ経営への取り組みを強化する

同社グループは、18/7期上期末時点において、従業員に占める女性、高齢者、外国人の比率が24%、1%、9%に達する等、ダイバーシティ経営に積極的に取り組んでいる。今後も前述したように、各数値の引き上げを目指している。

また、働き方改革の一環として、「一般事業主行動計画」を策定しており、26年5月末までに、1) リーダー職・管理職・役員に占める女性の割合を30%にする、2) 従業員全体の所定外労働時間を月平均20時間以内とする(17年7月は18時間に減少し、既に達成した)、3) 男性の平均勤続年数に対する女性の平均勤続年数の割合を75%以上にするという目標を掲げている。

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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 製造業や電力、金融の大手顧客との長年の取引実績 ・ 女性、外国人、高齢者等を積極的に採用するダイバーシティ経営への取り組み ・ 業界未経験者の採用・教育ノウハウ ・ 特定のエンドユーザーや元請SIerに過度に依存しない経営姿勢 ・ 赤字や債務超過状態にあった買収子会社の収益性を短期間で改善する事業再生ノウハウ ・ 自動車ECU向け組み込みシステムにおける豊富な実績や人材
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ エスワイシステムと総合システムリサーチ以外の子会社の収益規模の小ささ ・ 競合企業に対する事業規模の小ささ、知名度の低さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ M&Aによる事業規模の拡大とシナジー効果の創出 ・ IoT、AI、ロボット、自動運転などへの対象領域の拡大 ・ 海外事業の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大型システム分野におけるERPとの競争の激化 ・ 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

◆ M&A 戦略を評価するには子会社の業績開示の拡充に期待したい

現在、同社の連結子会社の業績は、有価証券報告書の開示基準に基づき、エスワイシステムと総合システムリサーチの2社のみが開示されている。17/7 期末時点で、子会社であった残りの4社の業績数値については、モバイル・ソリューションを単独で展開しているエス・ケイの売上高しか推測できるものはない。

同社は、今後、M&A を積極化する方針を持っており、当センターもM&A によって同社の成長力が高まる可能性がある」と注目しているものの、有価証券報告書では主要子会社しか開示されないため、買収した各子会社の状況を分析、評価することは困難となっている。同社が自主的に決算説明会資料等で業績数値を開示する子会社の対象を広げるにより、個々のM&A 案件の状況を明らかにし、同社のM&A 戦略を詳細に評価できるようになることを期待している。

◆ ダイバーシティ経営の推進は成長力を高める要因となろう

同社が推進するダイバーシティ経営は、人手不足が深刻化するIT 業界では特に有効な経営戦略であると当センターは考えている。現在、IT 企業の成長の制約要因として多く挙げられている点は、需要の不足ではなく、IT 技術者の不足という供給面の問題である。

同社の連結従業員数は、15/7 期末の604名から17/7 期末の549名へ

と減少しているものの、17年3月に売却した中国子会社（従業員98名）を除くと、着実に増加している。同社は、近年、女性や外国人、高齢者の採用や、従業員が働きやすい職場造りに対する取り組みを強化しているため、今後、同社の従業員数は、M&Aの影響を除いたベースでも、大幅に増加する可能性が高いと見られる。

また、同社は採用した人材を早期に戦力化させるノウハウを持っていることから、ダイバーシティ経営の推進が、今後、同社の成長力を高める要因になってくると当センターでは注目している。

> 今後の業績見通し

◆ 18年7月期会社計画は13.2%増収、0.2%営業増益を見込む

18/7期の会社計画は、売上高4,412百万円（前期比13.2%増）、営業利益217百万円（同0.2%増）、経常利益220百万円（同2.3%増）、当期純利益145百万円（同10.6%減）である（図表14）。

【図表14】SYSホールディングスの過去の業績と18年7月期の計画

(単位:百万円)

	ソリューション別	15/7期	16/7期	17/7期	構成比	18/7期		
		実績	実績	実績		会社計画	構成比	増減率
売上高		3,704	3,755	3,899	100.0%	4,412	100.0%	13.2%
	グローバル製造業	1,705	1,744	1,814	46.5%	2,087	47.3%	15.0%
	社会情報インフラ	1,835	1,856	1,960	50.3%	2,163	49.0%	10.4%
	モバイル	163	154	124	3.2%	161	3.7%	29.6%
売上総利益		683	818	862	-	958	-	11.1%
売上総利益率		18.5%	21.8%	22.1%	-	21.7%	-	-
販売費及び一般管理費		650	645	645	-	741	-	14.8%
販管費率		17.6%	17.2%	16.6%	-	16.8%	-	-
営業利益		32	172	217	-	217	-	0.2%
営業利益率		0.9%	4.6%	5.6%	-	4.9%	-	-
経常利益		62	173	215	-	220	-	2.3%
経常利益率		1.7%	4.6%	5.5%	-	5.0%	-	-
当期純利益		37	144	163	-	145	-	-10.6%

(出所) SYSホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

ソリューション別売上高については、グローバル製造業ソリューションが前期比15.0%増、社会情報インフラ・ソリューションが同10.4%増、モバイル・ソリューションが同29.6%増と予想している。

グローバル製造業ソリューションにおいては、重工業関連は前期比18.1%減と見込んでいるものの、車載ECU関連が同25.0%増、鉄鋼関連が同20.2%増、搬送機・工作機械関連が同5.1%増と予想している。

社会情報インフラ・ソリューションにおいては、電力関連が前期比25.1%増、生命保険関連が同15.5%増と予想している。

モバイル・ソリューションは、製品のカスタマイズ等の受託開発が伸長すると見込んでいる。

費用面では、人件費や外注加工費が増えるの見込んだことから、売上原価は前期比 13.7%増加すると予想している。人件費や採用関連の広告宣伝費の増加を見込み、販管費は同 14.8%増加すると予想している。

上期決算は期初計画に対して、売上高が 191 百万円、営業利益が 13 百万円下回ったものの、17 年 11 月にテクノフュージョン、18 年 4 月にオルグを子会社化したことや、計画よりも遅れていた中途採用のペースが上がってきたことから、同社は通期計画を据え置いた。セグメント別売上高についても、期初時点の計画からの変更はないとしている。

なお、テクノフュージョンについては、買収前の業績として、17/5 期の売上高が 91 百万円、営業損失が 20 百万円であったことと、同社の 18/7 期の連結業績に与える影響が、売上高 74 百万円、経常利益 2 百万円の増加と見込んでいることが開示されている。

オルグについては、買収前の業績として、17/3 期の売上高が 283 百万円、営業利益が 7 百万円であったことが開示されている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、第 3 四半期までの業績の進捗を踏まえ、同社の 18/7 期業績を、売上高 4,106 百万円（前期比 5.3%増）、営業利益 157 百万円（同 27.5%減）、経常利益 160 百万円（同 25.6%減）、当期純利益 107 百万円（同 34.1%減）と予想する（図表 15）。

ソリューション別売上高については、グローバル製造業ソリューションが前期比 4.8%増、社会情報インフラ・ソリューションが同 6.4%増、モバイル・ソリューションが同 3.8%減と予想した。

グローバル製造業ソリューションにおいては、17 年 11 月に買収したテクノフュージョンの貢献や、従業員の増強による供給力の向上を見込んだものの、第 3 四半期までの売上高が伸び悩んだことを考慮した。

社会情報インフラ・ソリューションにおいては、18 年 4 月に買収したオルグの貢献や、従業員の増強による供給力の向上を見込んだものの、第 3 四半期までの売上高が伸び悩んだことを考慮した。

【 図表 15 】 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)

	16/7期	17/7期	18/7期CE	18/7期E	19/7期E	20/7期E
損益計算書						
売上高	3,755	3,899	4,412	4,106	4,647	4,999
前期比	1.4%	3.9%	13.2%	5.3%	13.2%	7.6%
ソリューション別	—	—	—	—	—	—
グローバル製造業	1,744	1,814	2,087	1,901	2,157	2,354
社会情報インフラ	1,856	1,960	2,163	2,085	2,360	2,505
モバイル	154	124	161	120	130	140
売上総利益	818	862	958	913	1,037	1,125
売上総利益率	21.8%	22.1%	21.7%	22.2%	22.3%	22.5%
販売費及び一般管理費	645	645	741	755	841	878
販管費率	17.2%	16.6%	16.8%	18.4%	18.1%	17.6%
営業利益	172	217	217	157	195	246
前期比	425.2%	25.5%	0.2%	-27.5%	24.4%	26.1%
営業利益率	4.6%	5.6%	4.9%	3.8%	4.2%	4.9%
経常利益	173	215	220	160	196	247
前期比	180.0%	23.9%	2.3%	-25.6%	22.7%	26.0%
経常利益率	4.6%	5.5%	5.0%	3.9%	4.2%	4.9%
当期純利益	144	163	145	107	130	165
前期比	286.0%	13.1%	-10.6%	-34.1%	21.6%	26.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) SYSホールディングス決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

モバイル・ソリューションにおいては、第4四半期に回復を見込むものの、第3四半期までの落ち込みを吸収しきれないと考えた。

売上総利益率については、第3四半期累計では前年同期の22.2%から22.1%にやや悪化したものの、第4四半期において増収による採算の改善効果を見込んだことから、通期では17/7期の22.1%から22.2%へ改善すると予想した。一方、販管費については、第3四半期までの状況と買収による影響を考慮し、前期比110百万円増加すると見込んだ。

19/7期は、売上高4,647百万円(前期比13.2%増)、営業利益195百万円(同24.4%増)と見込んだ。

ソリューション別売上高については、グローバル製造業ソリューションが前期比13.5%増、社会情報インフラ・ソリューションが同13.2%増、モバイル・ソリューションが同8.3%増と予想した。

グローバル製造業ソリューションにおいては、17年11月に買収したテクノフュージョンの通期での貢献に加え、従業員の増強効果が徐々に出てくると想定した。業種別では、買収効果により、車載ECU関連が大幅に伸びると予想している。

社会情報インフラ・ソリューションにおいては、18年4月に買収したオルグの通期での貢献に加え、従業員の増強効果が徐々に出てくると想定した。モバイル・ソリューションにおいては、16/7期から落ち込んでいた受託開発が回復に向かうと考えた。

売上総利益率については、増収による採算の改善効果を見込んだことから、18/7期の22.2%から22.3%へやや改善すると予想した。一方、販管費については、採用強化と買収により、人件費を中心に拡大傾向が続くと考え、前期比86百万円増加すると見込んだ。

20/7期は、売上高4,999百万円(前期比7.6%増)、営業利益246百万円(同26.1%増)と見込んだ。

ソリューション別売上高については、グローバル製造業ソリューションが前期比9.1%増、社会情報インフラ・ソリューションが同6.1%増、モバイル・ソリューションが同7.7%増と予想した。

グローバル製造業ソリューションにおいては、テクノフュージョンの買収によるシナジー効果が発現し始め、車載ECU関連の高い成長が継続すると予想した。

社会情報インフラ・ソリューションにおいては、従業員の増強効果が本格化すると想定した。モバイル・ソリューションにおいては、受託開発の回復が続くと考えた。

売上総利益率については、増収による採算の改善効果を見込んだことから、19/7期の22.3%から22.5%へやや改善すると予想した。一方、販管費については、人件費の増加が続く一方、買収による増加がなくなると想定し、前期比37百万円増加すると見込んだ。

なお、今後も同社は積極的にM&Aを実施すると見込まれるものの、その影響を想定することは困難であるため、当センターでは現時点で実施された案件だけを業績予想の前提としている。

配当に関して同社は、安定配当を念頭に置き、当期の収益状況や今後の見通し、配当性向等を総合的に勘案して決定するという基本方針だけを掲げており、18/7期の一株当たり年間配当金については13円(普通配当11円、記念配当2円)を計画している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、18/7期は13円、19/7期は14円、20/7期は15円と見込んでいる。

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/7期	17/7期	18/7期CE	18/7期E	19/7期E	20/7期E
貸借対照表						
現預金	1,033	1,792		1,829	1,636	1,757
受取手形及び売掛金	430	393		414	469	504
電子記録債権	118	19		19	19	19
その他	106	112		112	112	112
流動資産	1,689	2,317		2,375	2,236	2,393
有形固定資産	48	50		52	126	117
無形固定資産	56	32		129	227	191
投資その他の資産	99	110		184	204	204
固定資産	204	193		365	558	513
資産合計	1,893	2,511		2,741	2,794	2,907
買掛金	118	91		96	109	117
短期借入金	200	200		200	200	200
1年内償還予定の社債	—	—		20	20	20
1年内返済予定の長期借入金	109	85		60	25	10
未払法人税等	15	52		24	36	45
その他	390	378		394	395	396
流動負債	834	807		793	785	788
社債	—	—		70	50	30
長期借入金	143	51		60	35	25
その他	61	63		146	156	166
固定負債	204	114		276	241	221
純資産合計	854	1,588		1,670	1,767	1,897
(自己資本)	848	1,588		1,670	1,767	1,897
(非支配株主持分+新株予約権)	6	—		—	—	—
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	170	217		162	196	247
減価償却費	22	23		21	12	38
売上債権の増減額 (-は増加)	-127	58		-20	-54	-35
仕入債務の増減額 (-は減少)	6	-11		4	12	8
その他	-7	75		25	25	25
法人税等の支払額	-45	-7		-84	-53	-73
営業活動によるキャッシュ・フロー	18	357		109	139	210
有形固定資産の取得による支出	-14	-11		-8	-80	-5
無形固定資産の取得による支出	-5	-1		-10	-120	-3
その他	-11	-35		-28	-20	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-32	-48		-46	-220	-8
長期借入金の返済による支出	-103	-116		-85	-60	-25
社債の発行による収入	—	—		97	0	0
社債の償還による支出	—	—		-10	-20	-20
配当金の支払額	-1	-1		-25	-33	-36
株式の発行による収入	—	571		0	0	0
その他	-6	-1		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-111	451		-23	-113	-81
現金及び現金同等物に係る換算差額	-6	0		0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-131	761		39	-193	121
現金及び現金同等物の期首残高	1,155	1,023		1,784	1,824	1,630
現金及び現金同等物の期末残高	1,023	1,784		1,824	1,630	1,752

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) SYSホールディングス決算短信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

◆ 技術者の稼働率が予想以上に低下する可能性

同社のようにソフトウェア開発事業を展開する会社は、売上高の変動に加え、開発業務に従事する技術者の稼働率の変動がより利益に影響する構造となっている。例えば、売上高が落ち込むような状況であっても、協力会社への外注を削減することで、社内の技術者の稼働率を高水準で維持できた場合には、利益はあまり減少しないこともある。

逆に、売上高が増えている局面であっても、技術者の採用を大幅に増やした結果、その稼働率が低下した場合は、減益となることもある。

同社は現在、各事業における需要増加を背景に、人員採用を強化しているが、技術者の稼働率のコントロールに失敗するようだと、増収減益となる可能性もある。

また、当然のことではあるが、リーマンショックのように急激に景気が悪化するような場合は、外注費の削減だけでは社内の技術者の稼働率を維持することが出来ず、減収減益となることもリスク要因として留意したい。

◆ 第3四半期に営業利益が偏重する季節性

同社グループの総合情報サービス事業は、一般に3月決算企業の期末月である3月に検収が集中する特性があることに加え、連休や夏季休業等により稼働日が少ない1月、5月、8月、12月は、稼働時間により対価の支払いが行われる派遣契約等で売上高が減少するため、売上高は第3四半期に膨らむ傾向がある。一方、同社グループのコストの中心を占める人件費については季節性による変動が少ないため、営業利益は第3四半期により偏重する季節性が生じている(図表17)。

【図表17】SYSホールディングスの四半期業績推移

(単位:百万円)

	16/7期					17/7期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高(百万円)	895	943	1,016	899	3,755	959	973	1,016	949	3,899
構成比(%)	23.8%	25.1%	27.1%	24.0%	100.0%	23.8%	25.1%	27.1%	24.0%	100.0%
営業利益(百万円)	4	40	43	83	172	36	57	82	41	217
構成比(%)	2.9%	23.5%	25.2%	48.4%	100.0%	16.6%	26.3%	37.9%	19.2%	100.0%

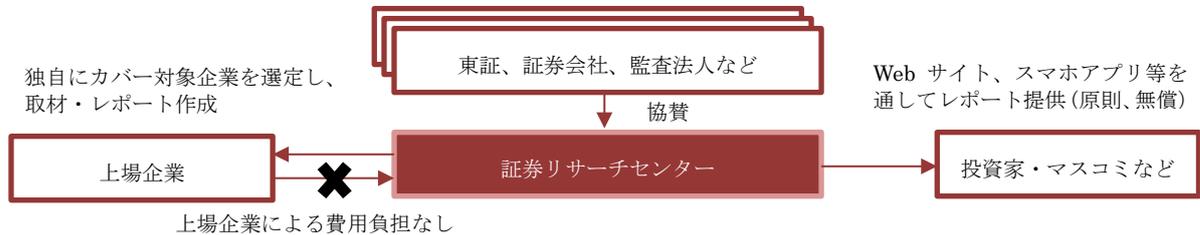
(出所) SYSホールディングス有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

実際、17/7期実績に占める第3四半期の営業利益の構成比は、37.9%に達している。なお、16/7期において、第4四半期の営業利益構成比が特に高くなっているのは、関係会社事業損失の見積額を変更したことが原因であり、季節性によるものではない。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。