

ホリスティック企業レポート ベース

4481 東証二部

新規上場会社紹介レポート
2019年12月20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 20191218

独立系のソフトウェア受託開発会社

少数顧客への集中、日中融合の人材力、効率的な組織運営で高利益率を実現

アナリスト: 阪東 広太郎 +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

【4481 ベース 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)
2017/12	5,888	-	797	-	812	-	542	-	214.4	1,015.0	65.0
2018/12	7,500	27.4	1,095	37.4	1,087	33.9	702	29.5	266.6	1,191.6	80.0
2019/12 予	9,313	24.2	1,581	44.4	1,558	43.3	962	36.9	362.9	-	100.0

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2019/12期の予想は会社予想
 2. 2019年8月30日付で普通株式について、1:2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 7,090円 (2019年12月18日)	本店所在地 東京都千代田区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,916,000株	設立年月日 1997年1月28日	みずほ証券
時価総額 20,674百万円	代表者 中山克成	【監査人】
上場初値 9,050円 (2019年12月16日)	従業員数 737人 (2019年10月末)	EY新日本有限責任監査法人
公募・売価格 4,700円	事業年度 毎年1月1日~翌年12月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 事業年度末日から3カ月以内	

> 事業内容

◆ 独立系のソフトウェア受託開発会社

ベース(以下、同社)は独立系のソフトウェア受託開発会社である。同社グループは同社及び子会社2社で構成されている。

注1) ERP

Enterprise Resource Planningの略語。企業の経営資源を統合的に管理・有効活用するための手法・概念、また、その統合基盤業務システム

サービスラインとしては、1)システム開発、2)ERP^{注1}ソリューション、3)その他ソリューションの3つがある。同社はソフトウェア受託開発事業の単一セグメントで、上記区分に関する売上構成比は公表していないが、同社の説明によると、システム開発が売上の大半を占めているようである。エリア別の売上構成比は、日本が94.5%、中国4.2%、その他1.3%となっている。

1) システム開発

システム開発は、①システム開発、②運用保守、③社員支援の3つのサービスから構成される。

注2) オープン系システム開発技術的な仕様が公開されているOS、サーバーやソフトウェアを組み合わせて構築されたシステム開発

システム開発サービスでは、主に金融・流通・製造分野におけるオープン系システム開発^{注2}を行っている。要件定義から運用保守までトータルでサービスを提供している。運用保守サービスでは、顧客の情報システム部門やヘルプデスク部門に同社の人材を常駐させている。開発に参加した技術者をメンバーとして配置することで、顧客の要望にタイムリーに応えられる体制を作っている。社員支援サービスでは、システム開発に付随し、顧客先へ同社の人材を派遣している。システムの企画やエンドユーザーとの要件調整、プロジェクトマネジメント等、主に上流工程を支援している。

注3) SAP SE

ドイツに本社を置く世界最大のビジネスソフトウェア会社

注4) CRM

Customer Relationship Managementの略語。企業における顧客情報管理・顧客関係管理を支援する業務ソフトウェアに関連するサービス

注5) SAP BASIS

SAP ERPシステム上の独自のミドルウェアコンポーネント

注6) BPO

Business Process Outsourcingの略語。企業の業務やビジネスプロセスの一部又は全部外部委託する事

2) ERP ソリューション

ERP ソリューションは、SAP SE^{注3}の製品を中心に、ERP、CRM^{注4}、SAP BASIS^{注5}の3領域でサービス提供を行っている。

3) その他ソリューション

受託開発案件で培った経験をもとに、同社独自のソリューションを構築し、顧客に提供している。例えば、NISA 口座開設サービス、マイナンバーサービスの等のソリューションがあり、複数の顧客に導入した実績を持つ。また、同社のソリューションに付随して、業務のアウトソーシング(BPO^{注6})サービスも提供している。

◆ 高い少数顧客への売上依存度

同社の売上は少数の顧客に集中する傾向にある。富士通(6702 東証一部)、みずほ証券、野村総合研究所(4307 東証一部)の3社への売上依存度は高い(図表1)。19/12期第3四半期累計期間において、上記3社への売上高は57.7%を占めている。上記3社以外にも売上高比率は10%を超えていないもののNTTデータ(9613 東証一部)への売上依存度も高い。同社によると、この4社と資本関係にあるグループ企業まで含めると、売上構成比は約75%を占めるようである。この他にも100社程度の顧客と取引があり、多くが準大手のシステムインテグレーターや大手プライム顧客など、将来的に売上の柱になりうる顧客が大半のようである。

【図表1】 主要相手先別売上高

相手先	2017/12期		2018/12期		2019/12期 第3四半期累計期間	
	売上高 (千円)	売上構成比 (%)	売上高 (千円)	売上構成比 (%)	売上高 (千円)	売上構成比 (%)
富士通	1,060,885	18.0	1,932,395	25.8	1,536,007	21.8
みずほ証券	1,747,328	29.7	1,604,477	21.4	1,462,940	20.8
野村総合研究所	711,031	12.1	1,210,646	16.1	1,065,319	15.1

(注) 売上構成比は総売上高に対する比率
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ ビジネスモデル

同社は案件ごとに要員数、売上単価、期間を契約で定めている。案件は受注して納品後に完了するシステム開発案件と、継続して安定的に受注が見込める運用保守及び社員支援に大別される。

案件タイプ別の売上構成比は、顧客毎に異なる。プライム顧客では、システムに関する専門性が高い人材へのニーズから、運用保守や社員支援の比率が高い。システムインテグレーター向けでも、同社の実績が豊富な金融領域では社員支援が比較的多く、それ以外では、システム開発の比率が高くなる傾向があるようである。同社の受注する案件は、契約期間はほとんどが3~6カ月間、エンジニアの人月単価は同業他社と同水準のようである。

> 特色・強み**◆ 少数の大手顧客への集中、日中融合の人員体制、高効率の組織運営**

同社は、エンジニアの人月単価は同業他社と同水準でありながら、ソフトウェア受託開発業界の中では営業利益率が高い。一般社団法人情報サービス産業協会「2018年版情報サービス産業基本統計調査」によると、従業員501名以上の情報サービス業112社の平均営業利益率は6.4%、また営業利益率10%以上の企業は18社であったが、同社の17/12期の営業利益率は13.5%と大きく平均を上回っている。

同社の高い利益率は、①少数の大手顧客へのリソース集中投入、②日中融合の人材体制、③現場起点での受注活動、④全社での稼働平準化、⑤高いエンジニア比率という同社の特色・強みによるものと証券リサーチセンターでは考えている。

① 少数の大手顧客へのリソース集中投入

同社は、特に取引拡大余地の大きな大手システムインテグレーターや大手プライム顧客に集中的にリソースを投入している。特定の顧客と深く長く付き合う事で、実績や自社理解度の高さから信頼感が醸成され、案件継続や新規案件の紹介に繋がるというサイクルを構築している。また、営業や業務の効率化にも繋がっている。

② 日中融合の人材体制

同社の人員は、日本人と中国人がおおよそ50:50であり、日本人は品質面、中国人は革新性に強みを持ち、互いの長所を生かした混成チームでサービス水準を高めている。また、優秀な中国人を採用できる事は同社の強みでもある。

③ 現場起点での受注活動

同社は主要顧客に関しては、営業専任者を置かず、現場常駐メンバー主導で提案・受注を行っている。現場担当者が受注するため、顧客にとって安心感があること、また、トラブル案件の抑制に繋がっている。

④ 全社での稼働率の平準化

同社は、自社開発の工数管理システム「b.mat」等を活用した全社的な要員調整により、効率的な人員配置を実現している。自部門に加え、全社の利益目標を達成する意識が浸透しており、部門を超えた要員調整も行えているようである。

⑤ 高いエンジニア比率

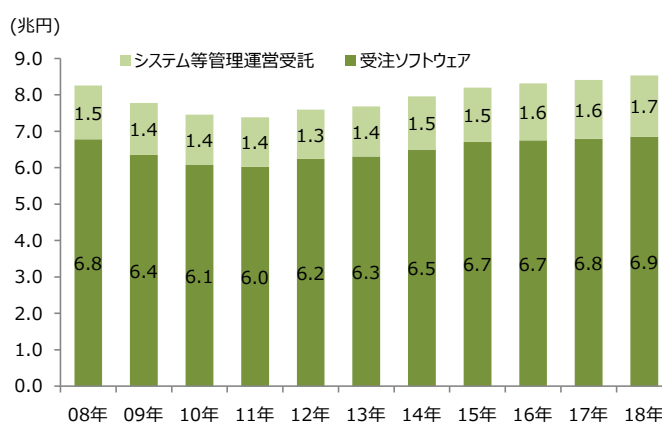
同社はエンジニア比率が95%程度と、同業他社の75%よりも高い水準を実現している。執行役員・部長まで案件に参画し、大多数の社員がプロフィットセンターとなっている。

> 事業環境

◆ 市場環境

システム開発事業の市場規模は、企業や官公庁の IT 投資の動向の影響を受ける。経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」によると、同社のシステム開発サービスに該当する受注ソフトウェア売上高は 08 年の金融危機以降、11 年にかけて減少した。また、運用・保守サービス、社員支援サービスに該当するシステム等管理運営受託売上高も 12 年まで減少傾向にあった。景気回復等もあり、受注ソフトウェアの売上高は 11 年の底打ち以降、18 年にかけて年率 1.9%のペースで、システム管理等運営受託の売上高は、同じく底打ちした 12 年から年率 3.7%のペースで拡大している。

【 図表 2 】ソフトウェア受託開発産業の売上高推移



(出所) 経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」より証券リサーチセンター作成

同社によると、市場全体が縮小した08年から12年にかけても同社の売上高は増加したようである。大型の運用保守案件を受注するなど、比較的、景気連動性の低い案件が寄与したようである。

◆ 競合

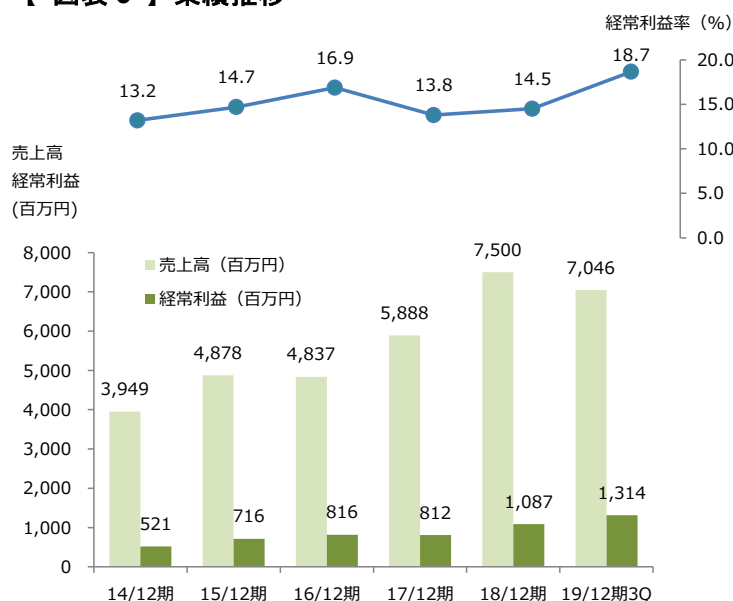
システム開発や運用保守案件では、大手から中堅のシステムインテグレーターと競合するケースもあるようであるが、大手顧客では、実績や顧客業務の理解などが重視される傾向にあり、継続的に取引が行われているようである。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、14/12 期からの単体業績と 17/12 期からの連結業績が記載されている(図表 3)。16/12 期は減収になったものの、基本的には増収傾向にある。特に 18/12 期の増収率が大きいのが、主要既存顧客からの IoT 案件などの大型案件の受注が寄与したようである。

【 図表 3 】 業績推移



(注) 17/12 期から連結決算
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 18 年 12 月期決算

18/12 期業績は、売上高 7,500 百万円(前期比 27.4%増)、営業利益 1,095 百万円(同 37.4%増)、経常利益 1,087 百万円(33.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 702 百万円(同 29.5%増)であった。

売上高は、17/12 期の 5,888 百万円から 18/12 期には 7,500 百万円と、1,612 百万円増加している。特に、富士通向けが 871 百万円、野村総合研究所向けが 499 百万円増加しており、この 2 社で売上増加分の 85%占めている。

売上原価は、受注拡大に伴う、人件費及び外注費の増加によって 17/12 期の 4,420 百万円から 5,631 百万円に 1,210 百万円増加したものの、売上総利益率は引き続き、案件別の採算性管理の徹底等により、17/12 期と変わらず、24.9%となった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、人員増強に伴う採用費の増加などで前期比 103 百万円増加したが、増収効果により売上高販管費率は同 1.1%ポイント改善し、10.3%となった。営業利益は 1,095 百万円と同 37.4%増加し、営業利益率は 14.6%へ同 1.1%ポイント改善した。

◆ 19 年 12 月期会社計画

19/12 期の会社計画は、売上高 9,313 百万円(前期比 24.2%増)、営業利益 1,581 百万円(同 44.4%増)、経常利益 1,558 百万円(同 43.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 962 百万円(同 36.9%増)である。

同社は、年度の売上計画策定プロセスとして、既存顧客の売上実績及び既存顧客における次年度の事業計画やシステム化計画等に基づき需要を予測し、顧客別の売上高を策定している。以上の結果、19/12期の売上高は9,313百万円(前期比24.2%増)を見込んでいる

製造費用に関しては、人員計画による採用・昇給等を試算して、労務費を算出し、経費は前年実績に基づき予算計上された通常経費以外の費用も加味して策定している。また、外注費に関しては、顧客別案件別売上計画を策定した際に計画した外注要員数及び発注単価に基づき策定している。以上の結果、売上原価は6,823百万円(前期比21.2%増)、売上総利益は2,489百万円(同33.2%増)を見込んでいる。

販管費は、前期実績を基に個別の費用を積み上げ、今後発生する費用を予測して策定している。この結果、販管費は908百万円(前期比17.3%増)、営業利益は1,581百万円(同44.4%増)を見込んでいる。

営業外収支が23百万円のマイナスとなるのは、支払利息など過去実績から恒常的に発生し、かつ当期においても確実に計上が見込まれるものに加え、上場関連費用を含め営業外費用として38百万円を見込んでいるためである。特別損益については見込んでいない。

◆ 成長戦略

同社は、1)既存の大口顧客の深耕、2)新規の大口顧客の確立により、事業規模拡大を図る考えである。

既存の大口顧客の深耕については、富士通、みずほ証券、野村総合研究所におけるシェア拡大の余地は十分にあると同社は考えている。新規の大口顧客の確立については、NTTデータを4本目の柱にする事を目指している。

課題はスキルの高いエンジニアの確保にあると考えられる。同社は、引き続き、日本では高利益率を背景に、人材エージェント手数料を競合より高くすること、中国での採用、同業他社の買収による要員拡大を検討している。既に17年に同業のゴートウソフト社を買収し、3年をかけてシナジーを検証してきており、手ごたえを得ているようである。育成に関しては、高利益率を背景に、顧客ニーズの大きな領域の研修を充実させていく方針である。

同社によると、同社がこれまで売上を拡大した際には、難易度が高く、他社でトラブルになったような案件で成果を出した事が契機となった事が多いようである。また、顧客の中でAWSやSAP、RPAなど新たな技術ニーズが出てきた際には、いち早く小さな案件で受注し、優秀なエンジニアを投入し、社内にノウハウを蓄積し、需要拡大に応じてエンジニアの採用・教育を拡大

することで事業を拡大してきたようである。

同社は、成長戦略の実現に向けて、人材獲得のための採用費及び教育のための費用等に調達資金を充当していく考えである。

> 経営課題/リスク

◆ 特定顧客への依存度について

同社グループの主要顧客である富士通グループ、みずほ証券、野村総合研究所の上位3グループに対する売上高は、18/12期において70%程度を占めている。当該顧客の事業方針の大幅な見直し、業績及び財務状況の悪化等によっては、同社グループの業績及び財務状況に影響を与える可能性がある。

◆ 人材の確保

成長戦略で述べたように、スキルの高いエンジニアの確保が重要課題である。国内では、国内での採用に加えて、中国の主要な大学からの定期的な新卒採用や、日本企業の業務に従事した事のある中国人材の中途採用によって人材を確保している。また、社内研修を充実させるなど、人材の育成にも力を入れている。しかしながら、人材の確保や育成が計画通りに実施できない場合には、同社グループの業績及び財務状況に影響を与える可能性がある。

◆ 中国人社員の就労

日本政府及び中国政府の方針の変更や、日中関係に大きな変化が生じ、中国人社員の在留資格の認定・更新が認められなくなった場合などには、同社グループの業績及び財務状況に影響を与える可能性がある。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2017/12		2018/12		2019/12 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,888	100.0	7,500	100.0	7,046	100.0
売上原価	4,420	75.1	5,631	75.1	5,150	73.1
売上総利益	1,468	24.9	1,869	24.9	1,895	26.9
販売費及び一般管理費	670	11.4	774	10.3	585	8.3
営業利益	797	13.5	1,095	14.6	1,310	18.6
営業外収益	47	-	13	-	15	-
営業外費用	32	-	21	-	10	-
経常利益	812	13.8	1,087	14.5	1,314	18.6
税引前当期 (四半期) 純利益	812	13.8	1,087	14.5	1,314	18.6
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益	542	9.2	702	9.4	808	11.5

貸借対照表	2017/12		2018/12		2019/12 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	5,986	81.1	6,058	83.9	5,816	82.0
現金及び預金	4,457	60.4	4,394	60.9	4,233	59.7
売上債権	1,226	16.6	1,382	19.1	1,421	20.0
棚卸資産	69	0.9	81	1.1	130	1.8
固定資産	1,395	18.9	1,161	16.1	1,276	18.0
有形固定資産	21	0.3	21	0.3	24	0.3
無形固定資産	234	3.2	173	2.4	133	1.9
投資その他の資産	1,139	15.4	966	13.4	1,118	15.8
総資産	7,381	100.0	7,220	100.0	7,092	100.0
流動負債	2,202	29.8	2,512	34.8	2,378	33.5
買入債務	222	3.0	387	5.4	457	6.4
固定負債	2,381	32.3	1,437	19.9	838	11.8
純資産	2,797	37.9	3,270	45.3	3,875	54.6
自己資本	2,675	36.2	3,141	43.5	3,737	52.7

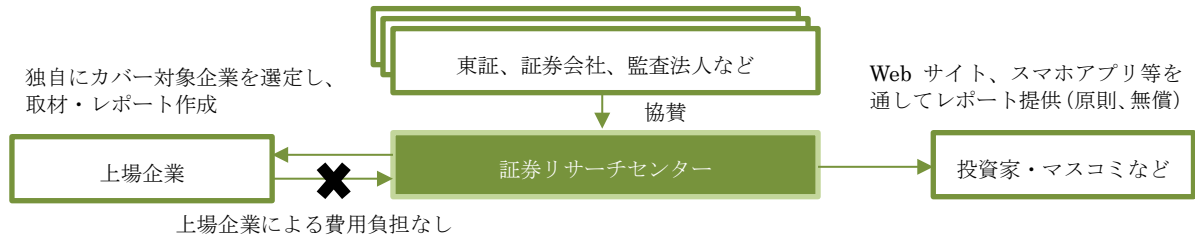
キャッシュ・フロー計算書	2017/12	2018/12
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	313	1,345
減価償却費	16	26
投資キャッシュ・フロー	-133	37
財務キャッシュ・フロー	102	-1,530
配当金の支払額	-377	-171
現金及び現金同等物の増減額	286	-156
現金及び現金同等物の期末残高	4,553	4,396

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

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

EY 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・間接的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。