

ホリスティック企業レポート トレードワークス 3997 東証 JQS

ベーシック・レポート
2020年4月17日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20200415

証券会社向けシステム開発を中心に展開する情報サービス企業 IT 技術と金融知識を併せ持つ技術者集団

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

1. 会社概要

- ・トレードワークス(以下、同社)は、証券会社向けシステム開発等を中心とする金融ソリューション事業、FX(外国為替証拠金取引)システム事業及びセキュリティ診断事業を展開する独立系情報サービス企業である。
- ・IT 技術と金融知識を併せ持つ技術者が 19/12 期末時点の従業員 84 名の 8 割強を占めている。

【主要指標】

	2020/4/15
株価 (円)	698
発行済株式数 (株)	3,309,600
時価総額 (百万円)	2,310

2. 財務面の分析

- ・12/12 期～19/12 期の期間では、金融ソリューション事業の拡大を背景に、売上高は年平均 19.0%、経常利益は同 48.4%増加した。
- ・成長性や安全性の観点で類似企業に比べやや魅力的な水準にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	25.5	24.5	22.0
PBR (倍)	1.6	1.5	1.4
配当利回り (%)	0.7	0.7	0.7

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、IT 技術と金融知識の組織的な蓄積にある。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	41.0	-36.6	-52.5
対TOPIX (%)	38.0	-25.5	-46.4

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、ストック型ビジネスへの移行や、金融分野での新サービスの開始、非金融分野への挑戦等により業績拡大を目指している。

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、20/12 期の業績は、新型コロナウイルスの感染拡大によって、下期の業績動向に懸念が生じたことを踏まえ、会社計画をやや下回る 16%増収、9%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、SaaS 形態を利用する顧客の増加により、金融ソリューション事業を中心とした業績の拡大を見込み、21/12 期、22/12 期共に、前期比 5%増収、11%営業増益と予想している。

【株価チャート】



【3997 トレードワークス 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)
2018/12	2,011	45.2	509	132.6	509	159.5	362	174.0	115.0	435.4	5.0
2019/12	1,989	-1.1	124	-75.6	125	-75.3	89	-75.4	27.4	443.6	5.0
2020/12 CE	2,313	16.3	144	15.6	144	14.4	100	11.9	29.9	-	5.0
2020/12 E	2,301	15.7	136	9.2	137	8.8	94	5.3	28.4	466.4	5.0
2021/12 E	2,413	4.9	151	11.0	152	10.9	105	11.8	31.8	493.2	5.0
2022/12 E	2,525	4.6	168	11.3	169	11.2	117	11.3	35.4	523.6	5.0

(注) CE: : 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

ベーシック・レポート

2/26

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
- － 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

◆ 証券会社向けシステム開発等を展開する情報サービス企業

トレードワークス（以下、同社）は、証券会社向けシステム開発を中心とする金融ソリューション事業、FX（外国為替証拠金取引）システム事業及びセキュリティ診断事業を展開する独立系情報サービス企業である。

証券システムの開発には、IT 技術だけでなく、証券取引に精通した深い知識やプロジェクト実績、高い信頼性等が求められ、同社は証券・金融分野に特化して技術者の採用と育成に努めてきた。同社の従業員数は、12/12 期末の 43 名から 19/12 期末には 84 名に拡大したが、同期末時点の従業員の 8 割強は、金融ソリューション事業のエンジニア（65 名）を中心とした技術者となっている。こうしたことから、同社は IT 技術と金融知識を併せ持つ技術者集団と言える。

同社は、証券システム開発事業及びこれらの付帯業務の単一セグメントであるが、19/12 期の事業区分別売上高構成比は、金融ソリューション事業が 90.8%、FX システム事業が 8.0%、セキュリティ診断事業が 1.2%となっている（図表 1）。

【 図表 1 】 事業区分別売上高の推移

事業区分	16/12期		17/12期		18/12期		19/12期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
金融ソリューション	1,017	86.6	1,225	88.4	1,839	91.4	1,805	90.8
FXシステム	118	10.1	118	8.6	145	7.2	160	8.0
セキュリティ診断	38	3.3	41	3.0	26	1.3	23	1.2
合計	1,174	100.0	1,385	100.0	2,011	100.0	1,989	100.0

（注）16/12 期は連結決算、17/12 期以降は単体決算、構成比の合計の数値は、四捨五入のため、必ずしも 100.0%とにならない

（出所）トレードワークス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

◆ 金融ソリューション事業

金融ソリューション事業では、証券会社（10～20 社）や金融情報システムサービス会社（OEM パートナー）向けのシステムの開発・保守・運用を行っている。以下の 5 つを主力製品・サービスと位置付けている。

① 投資家向けインターネット証券取引システム「Trade Agent」

Trade Agent は、証券会社のインターネット顧客向けの取引システムであり、株式・先物オプション・投資信託・債券等様々な商品に対応

している。パソコン、スマートフォン、タブレット等、対応デバイスも多岐に亘っている。インターネット取引の黎明期からシステムの導入実績がある同社の主力ソリューションである。

② 高機能ディーリングシステム「Athena」

Athena は、証券会社の自己売買取引業務をサポートするシステムである。注文発注からポジション管理、投資情報に至るまでディーリング業務に必要な機能を全て網羅しているほか、不公正取引に抵触する恐れがある行為を未然に防ぐ「リアルタイム不公正取引監視機能」を併せ持つソリューションである。

③ 証券取引所売買端末「Mars Web」

Mars Web は、証券会社が株式・新株予約権付社債・先物・オプション・ToSTNet（取引所市場外取引）を取引所に発注する際に利用する証券取引所売買端末である。東京証券取引所から ISV[※]（Independent Software Vendor）としての認定を受けており、取引所に接続し、売買注文や情報取得を行っている。それぞれの注文に対応する機能を一つの端末に統合した総合取引所売買端末としての利用が可能であり、証券会社の運用形態に合わせた提供が可能なソリューションとなっている。

（注）ISV（Independent Software Vendor）とは、コンピュータメーカーや OS メーカーと関係を持たない独立系のソフトウェア開発・販売会社を言う。

④ 不公正取引監視システム「MTS」

MTS は、証券会社の自己売買取引・委託売買取引・インターネット取引において、相場操縦・作為的相場形成・インサイダー取引等の不公正取引に抵触する恐れのある注文をリアルタイムにて抽出するシステムである。監視端末画面上にて審査対象に該当する取引を自動抽出することが可能で、売買管理業務の負担軽減や効率化を支援するソリューションとなっている。

⑤ 個人型確定拠出年金システム

個人型確定拠出年金（iDeCo）の申込、残高照会、資産形成シミュレーション等の機能を提供するソリューションである。iDeCo の加入者（20 歳以上 60 歳未満）が年齢に合わせて簡単にライフデザインを行えるように工夫したスマートフォンアプリケーションが特徴となっている。

◆ FX システム事業

FX システム事業では、FX 会社（5～15 社）等に対し、システムの開発・保守・運用を行っている。同事業の主力製品は、投資家向けインターネット外国為替証拠金取引システム「TRADING STUDIO」である。高機能チャート及び取引機能付きフロントシステムとして、機能性や操作性を追求したチャート画面が特色のソリューションである。

◆ セキュリティ診断事業

セキュリティ診断事業では、ソフトウェアやネットワークの脆弱性による、個人情報等の重要情報の漏えいや第三者からのシステムへの不正侵入・不正操作の危険性を診断している。顧客は、証券会社や FX 会社だけでなく、ネットサービスを提供する一般企業等も対象としている。主力サービスとしては、以下の3つを挙げている。

① Web アプリケーション診断

同社の技術者が顧客の Web サイトに手動でアクセスし、セキュリティ上の問題点を検出するサービスであり、脆弱性カテゴリ毎に、概要、再現手順、対策方法、同様な発生箇所をレポートしている。

② ネットワーク診断

外部に公開しているネットワークや内部のネットワークに対してセキュリティ上の問題がないかを検査する。

③ 脆弱性自動診断サービス「SecuAlive」

SecuAlive は、顧客が指定した Web サイトに対して、定期的に自動で診断を行う、日々のセキュリティ検査に有効なサービスである。

◆ DMM FinTech の大手顧客への依存度が高い

同社には特定の顧客や個別のプロジェクトの影響を受けやすい特性がある。顧客のなかでは、DMM.com 証券等を傘下に持つ DMM.com グループのシステム開発会社である DMM FinTech (東京都中央区) 及び、KDDI (9433 東証一部)、三菱UFJ フィナンシャル・グループ (8306 東証一部) によって実質保有されている au カブコム証券に対する依存度が高く、17/12 期以降において、継続して売上高の 40%～70%が両社に対してのものとなっている (図表 2)。

【図表 2】相手先別の売上高の推移

相手先	2015/12期		2016/12期		2017/12期		2018/12期		2019/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
DMM FinTech	-	-	-	-	240	17.3	980	48.8	492	24.8
auカブコム証券	459	50.5	566	48.2	456	33.0	320	15.9	396	19.9
エイチ・エス証券	-	-	144	12.3	-	-	-	-	-	-
日産証券	-	-	-	-	229	16.5	-	-	-	-
岩井コスモ証券	-	-	-	-	-	-	-	-	235	11.8

(注) DMM FinTech は 18 年 6 月に FINANCIAL CONSULTING から、au カブコム証券は 19 年 12 月にカブドットコム証券から商号変更された。割合は 10%未満の場合は記載されていない

(出所) トレードワークス有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

その他の主要取引先としては、金融ソリューション事業では、岩井コスモホールディングス（8707 東証一部）の中核子会社である岩井コスモ証券、澤田ホールディングス（8699 東証 JQS）の中核子会社であるエイチ・エス証券、岡三証券グループ（8609 東証一部）のシステム子会社である岡三情報システム、日産証券（東京都中央区）、au アセットマネジメント（東京都千代田区）等が挙げられる。FX システム事業では、ヒロセ通商（7185 東証 JQS）、S B I ホールディングス（8473 東証一部）グループの情報サービス会社 SBI BITS 等が挙げられる。

> ビジネスモデル

◆ フロー型からストック型へのビジネスモデルを移行している

金融ソリューション事業の中心を占める Trade Agent は、標準パッケージソフトだけで導入されることはなく、顧客の要望に応じてカスタマイズ（以下、請負開発）が行われている。その割合はまちまちであるため、顧客によって契約単価は大きく異なっている模様である。

従来、Trade Agent の顧客は、自社が所有するハードウェアにソフトウェアを実装するシステム形態を求めていたため、その売上高の中心は、パッケージ製品販売と請負開発からなるフロー型売上高であり、保守・運用収入からなるストック型売上高の貢献は小さかった。

15 年になると、インターネットを経由してソフトウェアを利用する SaaS 型のシステム形態を顧客が求め出したため、同社はデータセンターと契約を行い、Trade Agent 等の各サービスの SaaS での提供も順次開始した。19/12 期において、金融ソリューション事業の売上高の 3 割前後は、SaaS による月額利用料で占められている模様である。

FX システム事業の主力製品である TRAdING STUDIO は、全て月額課金の SaaS 形態で提供されている（一部は、顧客の求めに応じて、年払いの契約もある）。

セキュリティ診断事業については、ストック型売上高に分類されるサービスはなく、全てフロー型売上高のサービスとなっている。

各サービスの SaaS 利用料は、顧客が利用する機能に応じた月額定額料金となっているため、SaaS においても顧客によって契約単価は大きく異なっている。

同社では、月額課金方式を採用している保守・運用収入、SaaS 利用料をストック型売上高と定義している。ストック型売上高の比率は、

SaaS 形態を希望する顧客の増加やデータセンターの増強等の先行投資等により、18/12 期の約 30%から 19/12 期には 45%近くに上昇した模様である。

同社の売上原価のほとんどは、外注加工費(派遣人件費や業務委託費、データセンター費用等)と労務費によって占められている。16/12 期までは外注加工費よりも労務費が大きかったが、17/12 期以降、労務費が低い伸びにとどまった一方、SaaS の利用拡大に伴い、データセンター費用が増加したことや、技術者の採用難に伴い、派遣エンジニアの活用によって派遣人件費が増加したことから、19/12 期においては、外注加工費が労務費の倍以上となった。

なお、同社は 16/12 期から 18/12 期において、開発したソフトウェアを無形固定資産に計上していなかったが、19/12 期においては、20/12 期に提供開始予定のソフトウェアと自社利用目的のソフトウェアを無形固定資産に計上した。労務費と経費(外注加工費等)からなる当期製造総費用(1,604 百万円)のうち、257 百万円をソフトウェアとして無形固定資産に振り替えた。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)については、営業、管理部門の給与手当や役員報酬等の人件費や、地代家賃などの固定費が中心となっている。

> 業界環境と競合

◆ オンライントレードシステムの市場規模は小さいと見られる

証券会社のシステムは、会社の規模や業務範囲によって様々であるが、注文系システム、約定系システム、決済系システム、顧客・口座管理システム等によって構成される基幹系システムと、情報系システムがその中核をなしている。その他、証券会社の自己勘定で市場取引等を行うディーリングシステムや、コールセンターシステム等多様なシステムによって構成されている。

同社が手掛けている投資家向けインターネット証券システム(オンライントレードシステム)は、インターネット専業証券だけではなく、インターネットに加えて、営業店やコールセンターからの発注を受け付ける証券会社においても利用されている。差別化を求める証券会社が自社のトレードシステムに特徴のある機能を求めて、比較的短い期間で、システムを新規に導入したり、リニューアルしたりするため、証券システムの中では中長期的には成長性が高い分野と思われる。

しかしながら、基幹系・情報系システムに比べて、オンライントレードシステムの市場規模は小さいと推測される。小規模であるが故、オ

オンライントレードシステム市場の成長率は、短期では個別プロジェクトの変動によって影響を大きく受ける傾向があると証券リサーチセンター（以下、当センター）では考えている。

◆ 証券システム他社とは規模や得意分野が異なっている

国内で証券会社やFX会社向けシステムを開発、提供している企業としては、野村総合研究所（4307 東証一部）、大和証券グループ本社（8601 東証一部）の連結子会社であり、リサーチ・コンサルティング業務とシステム業務を手掛ける大和総研ホールディングス、SCSK（9719 東証一部）、インタートレード（3747 東証二部）、シンプレクス（東京都港区）等が挙げられる。

業界最大手と推測される野村総合研究所は、大手情報サービス会社であり、幅広い業種を対象に事業を展開しているが、特に金融と流通向けに強みを持つ。野村総合研究所の証券業向け売上高（19/3 期）は、100,309 百万円（売上高構成比 20.0%）に達しており、証券会社向けのサービスだけでも豊富なメニューを揃えている。

詳しい公表データはないが、大和総研ホールディングスも業界大手と見られる。大和総研ホールディングスと大和ネクスト銀行等が含まれている大和証券グループ本社のその他事業の純営業収益（セグメント間の内部純営業収益を含む、19/3 期）は 48,468 百万円と開示されている。

13 年に MBO によって上場廃止となったシンプレクスは、債券ディーリングシステムやFXシステムに強みを持っている。シンプレクスの売上高（19/3 期）は 23,696 百万円と開示されている。

幅広い業種を対象としている情報サービス大手のSCSKも証券会社向けシステムを手掛けており、19/3 期の証券業向け売上高は 8,450 百万円（売上高構成比 2.4%）となっている。

インタートレードは、証券会社の自己売買部門向け株式ディーリングシステムに強みを持っている。インタートレードの金融ソリューション事業の売上高（19/9 期）は、1,251 百万円（売上高構成比 69.9%）となっている。

野村総合研究所や、大和総研ホールディングス、SCSKは、規模や事業構成が同社とは全く違っている。また、野村総合研究所や大和総研ホールディングスの証券システム業務の中心は、投資家向けインターネット証券システムではなく、基幹系システムや情報系システムと推測されるため、同社の競合先とは言い難い。

シンプレクスとインタートレードは同社と競合する製品・サービスも手掛けているが、各社の主力製品を見ると、同社が投資家向けインターネット証券システムであるのに対し、シンプレクスは債券ディーリングシステムやFXシステム、インタートレードは証券会社の自己売買部門向け株式ディーリングシステムであるため、得意分野が異なっていると当センターでは認識している。

➤沿革・経営理念・株主

◆ 証券システムの開発を目的として 99 年に設立された

同社は、証券システムを開発するために、現代表取締役社長である浅見勝弘氏らによって、99 年に設立された。00 年には、「インターネット取引システム基盤」を開発し、ネット証券に販売した。

その後、「ディーリングシステム」(01 年)や「投資家向け商品先物インターネット取引システム」(03 年)の開発、提供する等、サービスメニューを拡充した。

04 年には、大阪証券取引所(現大阪取引所)及び東京工業品取引所の ISV に認定された。09 年には遅れて制度を導入した東京証券取引所からも ISV として認定された。

07 年にはワークステクノロジーを子会社化し、FX システム事業に参入した(ワークステクノロジーは 16 年に解散し、同社が FX システム事業を承継した)。また、10 年には、セキュリティ診断事業に参入し、事業領域を広げた。

16 年には、SaaS 形態での「投資家向け WEB 投資情報サービス」及び「投資家向け先物・オプションインターネット取引サービス」の提供を開始した。

17 年 11 月、同社は東京証券取引所 J A S D A Q に上場した。

◆ 浅見社長は 80 年から情報システム業界で経験を積んでいる

同社の浅見社長は、80 年からシステムエンジニアとして情報サービス企業数社での勤務を経て、93 年に金融システムの開発や外資系企業のコンピュータの販売を目的に、ヴァーチャルウェアを設立した。バブル崩壊に伴う金融機関のシステム投資の停滞や、仕入先の経営体制の変化等に伴い、浅見氏はヴァーチャルウェアでの事業展開を諦め、現在も大株主となっているスペース・ソルバ(東京都中央区)等と 99 年に同社を設立し、取締役役に就任した。浅見氏は 04 年に代表取締役社長に就任し、現在に至っている。

◆ 経営理念

同社は、以下の経営理念を基に、激変する社会環境に合わせ、お客様のニーズに的確にお応えしていくとともに時代を先取りした新しいサービスを心掛けたいとしている。

- ① 私たちは、IT を通じた様々なサービスの提供により、お客様、社員とその家族、株主などすべてのステークホルダーからの評価をいただける企業価値の向上を目指してまいります。
- ② 優れた技術力と高品質により、「信頼性」と「安全性」を備えた製品・サービスの提供を目指してまいります。
- ③ 私たちは、企業と社員が共にチャレンジ精神をもって活力ある企業カルチャーを醸成し成長を続けてまいります。
- ④ 私たちは、お客様に「最適のサービス」を提供し、事業活動を通じて社会の発展に貢献してまいります。

◆ 株主

19/12 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 3 の通りである。19 年 12 月末時点において、代表取締役社長の浅見勝弘氏が 32.5%を保有する筆頭株主となっている。その他の株主には、au カブコム証券等の取引先や、設立時からの大株主であるスペース・ソルバ、取締役、個人投資家が名を連ね、大株主上位 10 名で 68.2%の株式を保有している。

【 図表 3 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	19年12月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
浅見勝弘	1,075,000	32.5%	1	代表取締役社長
auカブコム証券	303,900	9.2%	2	
市川俊雄	180,000	5.4%	3	
大野寿美	168,000	5.1%	4	
スペース・ソルバ	165,000	5.0%	5	
三木証券	150,000	4.5%	6	
日産証券	90,000	2.7%	7	
堀江豊	55,000	1.7%	8	
関矢智彦	43,500	1.3%	9	
安藤千年	24,300	0.7%	10	
(大株主上位10位)	2,254,700	68.2%	-	取締役
発行済株式総数	3,305,100	100.0%	-	

(注) 割合は自己株式(160 株)を控除して算出

(出所) トレードワークス 19/12 期有価証券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、設立 15 期目に当たる 12/12 期以降の数値が開示されている。12/12 期以降の 7 期間で、売上高は年平均 19.0%、経常利益は同 48.4%増加した（図表 4）。

【図表 4】トレードワークスの業績推移

(単位：百万円)

	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期
売上高	588	801	734	806	1,143	1,385	2,011	1,989
売上総利益	—	—	—	276	390	511	831	516
売上総利益率	—	—	—	34.3%	34.2%	36.9%	41.3%	25.9%
販売費及び一般管理費	—	—	—	163	234	291	321	391
販管費率	—	—	—	20.3%	20.5%	21.1%	16.0%	19.7%
営業利益	—	—	—	113	156	219	509	124
営業利益率	—	—	—	14.1%	13.6%	15.8%	25.3%	6.3%
経常利益	7	60	69	110	153	196	509	125
	1.3%	7.6%	9.4%	13.7%	13.4%	14.2%	25.3%	6.3%
当期純利益	4	12	42	17	102	132	362	89
従業員数（人）	43	50	53	49	65	71	79	84

(注) 単体決算、12/12 期から 14/12 期までは未監査、

(出所) トレードワークス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

技術者の採用による供給力の拡大と、顧客数の増加や、SaaS 形態での提供開始に伴うストック型ビジネスの拡大により、主力事業である金融ソリューションが大幅に伸長し、売上高は増加基調で推移した。

期間別の利益率を見ると、売上高の拡大に比べて従業員数の伸びが抑えられた 12/12 期から 15/12 期においては、経常利益率は 12/12 期の 1.3%から 15/12 期の 13.7%へと大きく上昇した。

従業員を大幅に増員した 16/12 期から 18/12 期においても、人件費の伸びを増収率が大きく上回ったため、営業利益率は 15/12 期の 14.1%から 18/12 期の 25.3%へと更に上昇した。しかし、売上高がやや減少する中、派遣人件費やデータセンター費用、地代家賃等が増加した 19/12 期は、営業利益率が大幅に低下した。

◆ 19 年 12 月期決算は前期比 1%減収、76%営業減益

19/12 期決算は、売上高が前期比 1.1%減の 1,989 百万円、営業利益が同 75.6%減の 124 百万円、経常利益が同 75.3%減の 125 百万円、当期純利益が同 75.4%減の 89 百万円となった（図表 5）。

期初計画に対する達成率は、売上高が 94.3%、営業利益は 41.4%、経

常利益は 41.7%、当期純利益は 43.4%であった。

売上高については、予定していた開発案件の売上計上が数件、20/12 期にずれ込んだことが影響した。営業利益については、売上高の計画未達によって利益が減少したことに加え、従業員の採用の遅れに伴う派遣人件費の増加や、データセンター費用の増加が想定を上回ったことが計画未達に繋がった。

【図表 5】19 年 12 月期の業績

(単位: 百万円)

事業別		18/12期	19/12期									
		通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		2,011	356	293	649	-44.2%	418	920	1,339	58.0%	1,989	-1.1%
	金融ソリューション	1,839	311	255	566	-47.7%	368	870	1,238	64.0%	1,805	-1.8%
	FXシステム	145	40	33	74	4.9%	44	40	85	15.3%	160	10.3%
	セキュリティ診断	26	4	4	8	-5.0%	6	8	14	-17.5%	23	-13.1%
売上総利益		831	93	27	120	-82.0%	107	287	395	146.4%	516	-37.9%
売上総利益率		41.3%	26.2%	9.4%	18.6%	－	25.6%	31.3%	29.5%	－	25.9%	－
販売費及び一般管理費		321	94	106	200	15.0%	90	100	190	29.4%	391	21.6%
販管費率		16.0%	26.5%	36.1%	30.9%	－	21.5%	10.9%	14.3%	－	19.7%	－
営業利益		509	-1	-78	-79	－	17	187	204	－	124	-75.6%
営業利益率		25.3%	－	－	－	－	4.1%	20.3%	15.2%	－	6.3%	－
経常利益		509	0	-80	-80	－	19	187	206	－	125	-75.3%
		25.3%	－	－	－	－	4.6%	20.4%	15.4%	－	6.3%	－
当期（四半期）純利益		362	0	-56	-56	－	11	134	146	－	89	-75.4%

(出所) トレードワークス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、金融ソリューションは、ストック収入(月額使用料・保守及びクラウドサービス利用料)が増加したものの、前期に大幅に増加したフロー収入(開発売上)が減少したため、前期比 1.8%減少した。FX システムは、主力製品の「TRADING STUDIO (HTML5 版)」の新規顧客へのサービス提供や、「TRADING STUDIO/高機能チャート及び取引注文機能付きフロントシステム」の既存顧客へのサービス提供により、同 10.3%増加した。セキュリティ診断は、主力製品の「SecuAlive」のリニューアルが当初予定していた第 1 四半期から第 3 四半期にずれ込んだため、同 13.1%減少した。

売上原価については、労務費は 448 百万円と、前期比 5.5%の増加にとどまったものの、派遣人件費やデータセンター費用の拡大に伴い、外注加工費が 1,038 百万円と、同 39.8%増加したため、全体では同 24.8%増加した。結果、売上総利益率は前期の 41.3%から 25.9%に大きく低下した。

一方、本社移転・増床に伴う地代家賃の増加や移転費用の発生、採用

費等の増加、支払手数料の発生等により、販管費は前期比 21.6%増加した。結果、販管費率は前期の 16.0%から 19.7%に上昇し、営業利益率は前期の 25.3%から 6.3%に大幅に低下した。

> 他社との比較

◆ 証券会社向けシステムの提供を主力事業とする会社と比較

同社は、金融システム市場において、証券会社、FX 会社、資産運用会社向けシステムの開発、運用、保守サービス等を展開している。同社と規模が近く、金融システムを主力事業として展開している企業を類似企業として選定した。

具体的には、証券会社向けにディーリングシステム等を提供するインタートレード、保険会社、銀行、資産運用会社向けに有価証券管理システム等を提供するエクスネット(4762 東証一部)である(図表 6)。

【図表 6】類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード	トレードワークス	インタートレード	エクスネット
		3997	3747	4762
		直近決算期 19/12期	19/9期	19/3期
売上高	百万円	1,989	1,791	4,435
規模 経常利益	百万円	125	-411	717
総資産	百万円	1,748	1,228	7,548
自己資本利益率	%	6.3	-45.5	7.7
収益性 総資産経常利益率	%	7.3	-30.5	9.7
売上高営業利益率	%	6.3	-23.1	15.7
売上高(3年平均成長率)	%	20.3	-8.8	7.3
成長性 経常利益(同上)	%	-6.3	—	0.4
総資産(同上)	%	36.4	-17.6	4.7
自己資本比率	%	83.9	59.4	85.5
安全性 流動比率	%	531.8	219.9	486.9
固定長期適合率	%	38.3	26.6	66.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3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)、トレードワークスの成長性の3期前の数値は、単体を使用

(出所) トレードワークス及び各社の有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、利益蓄積による自己資本の増加が顕著なエクスネットが全ての項目で優位に立っている。同社は、インタートレードに対してはやや優位であるが、大きな差はない。

安全性に関しては、自己資本比率や流動比率で、同社とエクスネットが極めて良好な数値を示しており、インタートレードより優位に立っている。

収益性では、高い売上高営業利益率を誇るエクスネットが、総合的にも他社を上回る数値となっている。同社は、18/12 期においては、自己資本利益率、総資産経常利益率、売上高営業利益率の全てが 25% を超えていたが、大幅減益となった 19/12 期においては、エクスネットの数値を下回った。インタートレードは赤字基調が続いている。

成長性については、3 期前との比較で、売上高が落ち込み、経常赤字に転落したインタートレードが最も数値が悪くなっている。エクスネットは、売上高は伸びているものの、経常利益が伸び悩んでおり、成長性が高いとは言えない。同社は、先行投資負担の影響により、19/12 期の経常利益は大幅に減少したものの、売上高は 3 期前に比べて大きく増加しており、相対的にはやや成長性が高いと評価できる。

全体的には、比較対象会社に比べ、成長性や安全性ではやや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

◆ 知的資本の源泉は IT 技術と金融知識の組織的な蓄積にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同社が蓄積した IT 技術と金融知識に関係している（図表 7）。

【図表 7】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・大手顧客に対する依存度が高い	・売上高上位顧客の売上高構成比 上位3顧客合計で56.5%
		・特にDMM FinTechとauカブコム証券とは密接な関係を構築している	・両社向けの売上高構成比 44.7%
	ブランド	・ネット証券やFX会社には社名が知られているものの、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	・会社設立からの経過年数 21.0年（20年4月時点）
			・上場からの経過年数 2.5年（20年4月時点）
	事業パートナー	・大阪取引所、東京商品取引所、東京証券取引所からISVの認定を受けている ・データセンター業者や、株式情報サービス会社、システム開発会社等と協業している	
組織資本	プロセス	・パッケージ製品販売、請負開発（フロー型）から、SaaS形態（ストック型）への事業転換を進めている	・ストック型売上高比率 45%弱
		・インターネットによる投資家向け株式取引システムを手始めに、FXシステム、セキュリティ診断、個人型確定拠出年金システムを提供する等、時代の変化に対応してサービスを投入している	
		・人や設備で外部リソースを積極的に利用しており、売上原価に占める外注加工費の比率が高くなっている	・売上原価に占める外注加工費の比率 70.5%
	知的財産 ノウハウ	・法律相談、弁護士検索を自動化するAIチャットボットサービス「スマート法律相談」を提供	
		・「TRAdING STUDIO」や「SecuAlive」等の商標権を取得している	
人的資本	経営陣	・社長はソフトウェア業界で長年の経験がある	・社長の業界経験年数 40.0年（20年4月時点）
		・社長は前職から長期に亘り情報サービス企業を経営している	・社長の経営者としての経験年数 26.5年（20年4月時点）
		・社長による高い経営へのコミットメント	・社長の保有株数 1,075,000株（32.5%）
	従業員	・IT技術と金融知識を併せ持つ技術者を中心とした従業員の構成	・従業員に占める技術者の比率 80~85%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション 143,100株（4.3%）

（注）KPIの数値は、特に記載がない限り、19/12期または19/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

（出所）トレードワークス 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

同社は、設立以来、「トップクラスの専門エンジニア集団を作る」という理念を掲げ、証券業界に精通したエンジニアの採用と育成に注力しており、同社の従業員数は12/12期末の43名から19/12期には84名へと、7年でほぼ倍増した。従業員の8割強は、IT技術と金融知識を併せ持った技術者であり、同社の強みとなっている。

同社は、個別プロジェクトから得た技術やノウハウをパッケージソフトに取り込むと共に、顧客の要望に応じた請負開発を進めて来たため、低コストと高カスタマイズ性を併せ持ったシステム提供が可能となり、同社は着実に業界内での地位を向上させた。また、パッケージソフトを中心としたサービス提供によって、生産性が高まり、経験やノウハウが組織資本として定着した。こうしたことから、IT技術と金融知識の組織的な蓄積が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、環境対応に関しては、現時点では特別な取り組みを行っていないが、今後は対応を検討する方針である。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、様々な活動を行うプロセスにおいて、ステークホルダーとの関係を重視しつつ、社会に対する責任や貢献にも配慮し、長期的かつ持続的な成長を目指している。そのため、ディスクロージャーとコンプライアンスの体制強化を図り、定期的に委員会や、役職員を対象としたセミナーを開催している。

◆ 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2名)で構成されている。社外取締役の梅原久和氏は、東京国税局で要職を歴任した税理士である。現在、梅原久和税理士事務所の代表を兼務しており、17年8月に同社の取締役に就任した。なお、梅原氏は同社株式を200株保有している。もう1人の社外取締役の引間多美氏は、司法書士である。現在、引間司法書士事務所の所長とミクリード(7687 東証マザーズ)の監査役を兼務しており、20年3月に同社の取締役に就任した。なお、同社と引間氏の間には登記等業務の委託取引がある。

監査役会は、常勤監査役1名と非常勤監査役2名の3名(全て社外監査役)で構成されている。常勤監査役である森山武彦氏は、上場企業での監査役としての経験を有しており、16年12月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役である中川秀夫氏は税理士であり、中川会計事務所の代表等を兼務している。もう1人の非常勤監査役である高橋雅之氏は、東京国税局で要職を歴任した税理士であり、高橋雅之税理士事務所の代表を兼務している。中川氏と高橋氏は16年3月に同社の監査役に就任した。なお、森山氏は同社株式を500株、中川氏は21,000株、高橋氏は200株保有している。

19/12期の株主総会招集通知によれば、19/12期に開催された取締役会において、梅原取締役、森山監査役、中川監査役、高橋監査役は全17回に出席した。19/12期に開催された監査役会については、全監査役が14回全てに出席した。こうしたことから、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

◆ 優秀なエンジニアの確保と育成

同社は、継続的な発展のため、優秀なエンジニアの確保と育成が不可欠であると認識している。

◆ 新規取引先の拡大と事業基盤の強化

同社は、証券業界に対する売上高構成比が高いだけでなく、特定の顧客への依存度も高くなっており、新規取引先の拡大と、証券業界以外の業種への顧客層の拡充による事業基盤の強化を課題として掲げている。

◆ 技術革新への対応

同社は、技術革新が著しい IT 業界において、最新技術に対応することは常に重要な課題であると認識している。

> 今後の事業戦略

◆ 金融分野での新サービスと非金融分野への挑戦で成長を目指す

同社は、1) AI、IoT 技術を利用した新しいビジネスの進展、2) 働き方改革、人手不足解消等、生産性向上策のニーズ増加、3) フィンテックによる新たなサービスの普及といった事業環境を背景に、IT 投資の増加が続くと予想している。

こうした想定のもと、同社は成長戦略として、1) 成長投資の継続によるストックビジネスへの移行、2) 仮想通貨、年金、保険等の分野やフィンテックによる新サービスの展開、3) 非金融分野の新ビジネスへの挑戦等を掲げている。

◆ 成長投資の継続によるストック型ビジネスへの移行

同社は、データセンターの増強等、成長投資を継続し、SaaS 形態でのサービス提供を拡大することで、ストック型ビジネスへの移行を更に進める方針である。

◆ 仮想通貨、年金等の分野やフィンテックによる新サービスの展開

同社は、証券業への依存を軽減しつつ、成長を図るため、金融分野の中でも、仮想通貨、年金、保険等の分野やフィンテックによる新サービスを展開することを目指している。18 年に開始した個人型確定拠出年金システムはそうした取り組みの一つである。

◆ 非金融分野の新ビジネスへの挑戦

同社は、これまでほとんど手掛けていなかった非金融分野においても、AI、IoT 技術を利用した新サービスや、働き方改革、人手不足解消等の生産性向上策といった領域での新ビジネスに挑戦する方針を打ち

出している。19 年に開始したスマート法律相談はその試験的な取り組みである。

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 8 のようにまとめられる。

【図表 8】SWOT 分析

強み (Strength)	・IT技術と金融知識を併せ持つシステムエンジニアが多数在籍していること ・オンライン証券取引の黎明期からシステム導入の実績を積み重ねていること ・フロー型からストック型への事業転換が進捗していること ・パッケージソフト販売と請負開発の組み合わせにより、低コストで高カスタマイズ性を持つシステムを提供していること
弱み (Weakness)	・特定顧客からの収益への依存度が高いこと ・事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	・仮想通貨、年金、保険等、金融分野における事業領域の拡大 ・フィンテックによる新サービスの提供 ・金融以外の新領域への事業展開
脅威 (Threat)	・ネット証券業界の競争激化によって、顧客の淘汰や開発投資の大幅な縮小が起きること ・システム障害やサイバー攻撃等によって顧客へのサービス提供が滞ること ・IT業界の人手不足の深刻化による採用難、システムエンジニアの退職増加

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ スtock型売上高比率の拡大を目指す方針を評価したい

同社は、顧客ニーズが IT システムの「所有」から「利用」への変化してきたため、SaaS 形態によるサービス提供体制を強化しており、ストック型売上高比率の拡大を経営戦略の柱に据えている。

同社のストック型売上高は、パッケージ製品と請負開発したソフトウェアに関わる保守・運用収入と SaaS 利用料によって構成されており、その比率は上昇傾向にあるが、まだフロー型売上高比率の方が高いため、同社の業績はフロー型ビジネスの売上高の変動に大きく影響を受ける構図となっている。

データセンターの増強等によるコスト増や、売上高の低迷によって、19/12 期は営業減益を余儀なくされたものの、ストック型ビジネスの拡大は顧客層の増加や業績の安定性の向上に繋がるため、当センターでは長期的な観点から同社の方針を評価している。

◆ 金融分野での新サービスは業績への貢献が期待できる

同社は、これまで、FX システムやセキュリティ診断事業、個人型確定拠出年金システム等、金融分野での新製品、新サービスを拡充してきた。過去の実績を踏まえれば、同社が有する IT 技術と金融知識の活用によって、今後も新たな製品、サービスが投入され、業績への貢献が期待できるだろう。

AI や IoT を利用した FinTech サービスへの取り組みについて、同社に

よる具体的な説明はないが、当センターでは今後の発表に注目している。

> 今後の業績見通し

◆ 20 年 12 月期会社計画は 16%増収、16%営業増益、14%経常増益
20/12 期の会社計画は、売上高 2,313 百万円（前期比 16.3%増）、営業利益 144 百万円（同 15.6%増）、経常利益 144 百万円（同 14.4%増）、当期純利益 100 百万円（同 11.9%増）である（図表 9）。

【図表 9】トレードワークスの 20 年 12 月期の計画（単位：百万円）

	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期	
	実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	806	1,143	1,385	2,011	1,989	2,313	16.3%
売上総利益	276	390	511	831	516	—	—
売上総利益率	34.3%	34.2%	36.9%	41.3%	25.9%	—	—
販売費及び一般管理費	163	234	291	321	391	—	—
販管費率	20.3%	20.5%	21.1%	16.0%	19.7%	—	—
営業利益	113	156	219	509	124	144	15.6%
営業利益率	14.1%	13.6%	15.8%	25.3%	6.3%	6.2%	—
経常利益	110	153	196	509	125	144	14.4%
経常利益率	13.7%	13.4%	14.2%	25.3%	6.3%	6.2%	—
当期純利益	17	102	132	362	89	100	11.9%

（出所）トレードワークス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高は、20 年 1 月に岩井コスモ証券向け「証券インターネット取引システム」の SaaS 形態での提供を始めたことや、2 月に DMM.com 証券向け「新トレーディングツール」のサービスを開始したこと等により、前期比 16.3%増と予想している。

営業利益は、戦略投資に伴うコスト増加が続くものの、売上高の拡大でほぼカバーできると想定し、前期比 15.6%増と予想している。販管費の中では、採用費、地代家賃等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 20/12 期業績を、売上高 2,301 百万円（前期比 15.7%増）、営業利益 136 百万円（同 9.2%増）、経常利益 137 百万円（同 8.8%増）、当期純利益 94 百万円（同 5.3%増）と予想する（図表 10）。

会社計画に対しては、売上高は 12 百万円、営業利益は 8 百万円下回ると予想した。当センターでは、前期に売上計上を予定していた案件が貢献する 20/12 期上期は堅調に推移すると想定したが、新型コロナウイルスの感染拡大によって、証券会社が新規のシステム投資の実施に慎重になり、下期は同社が想定する売上高に達しないと考えた。

【 図表 10 】 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)

	18/12期	19/12期	20/12期CE	20/12期E	21/12期E	22/12期E
損益計算書						
売上高	2,011	1,989	2,313	2,301	2,413	2,525
前期比	45.2%	-1.1%	16.3%	15.7%	4.9%	4.6%
事業別						
金融ソリューション	1,839	1,805	-	2,100	2,200	2,300
FXシステム	145	160	-	175	185	195
セキュリティ診断	26	23	-	26	28	30
売上総利益	831	516	-	536	568	602
売上総利益率	41.3%	25.9%	-	23.3%	23.5%	23.8%
販売費及び一般管理費	321	391	-	400	417	434
販管費率	16.0%	19.7%	-	17.4%	17.3%	17.2%
営業利益	509	124	144	136	151	168
前期比	132.6%	-75.6%	15.6%	9.2%	11.0%	11.3%
営業利益率	25.3%	6.3%	6.2%	5.9%	6.3%	6.7%
経常利益	509	125	144	137	152	169
前期比	159.5%	-75.3%	14.4%	8.8%	10.9%	11.2%
経常利益率	25.3%	6.3%	6.2%	6.0%	6.3%	6.7%
当期純利益	362	89	100	94	105	117
前期比	174.0%	-75.4%	11.9%	5.3%	11.8%	11.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) トレードワークス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、金融ソリューションは、岩井コスモ証券向け「証券インターネット取引システム」と DMM.com 証券向け「新トレーディングシステム」の稼働等が貢献すると見込まれるため、前期比 16.3%増と予想した。FX システムは、顧客数の増加を前提に、同 9.3%増と予想した。セキュリティ診断は、前期にリニューアルした SecuAlive の拡大を見込み、同 11.0%増と予想した。

売上総利益率については、派遣人件費の伸びは鈍化すると想定したものの、資産計上されたソフトウェアの減価償却費が発生することや、技術者の採用強化により労務費の増加が見込まれることがマイナスに働くと考えたため、前期の 25.9%から 23.3%に低下すると見込んだ。

販管費については、地代家賃や採用費の増加を織り込む一方、本社移転費用の剥落等を想定し、400 百万円（前期比 2.2%増）と見込んだ。販管費率は前期の 19.7%から 17.4%に改善するものの、売上総利益率の悪化をカバー出来ないと考え、営業利益率は前期の 6.3%から 5.9%に低下すると見込んだ。

21/12 期は、売上高 2,413 百万円（前期比 4.9%増）、営業利益 151 百万円（同 11.0%増）、経常利益 152 百万円（同 10.9%増）、当期純利益 105 百万円（同 11.8%増）と見込んだ。

事業別売上高については、金融ソリューションは、SaaS 形態の顧客数の増加を前提に、前期比 4.8%増と予想した。FX システムは、顧客数の増加を前提に、同 5.7%増と予想した。セキュリティ診断は、SecuAlive の拡大が続くと見込み、同 7.7%増と予想した。

売上総利益率については、技術者の採用強化により労務費の増加が見込まれる一方、先行投資の負担が軽減してくると考えたため、前期の 23.3%から 23.5%に上昇すると見込んだ。

販管費については、採用費等の増加により、417 百万円（前期比 4.3%増）と見込んだ。結果、販管費率は前期の 17.4%から 17.3%に改善し、営業利益率は前期の 5.9%から 6.3%に上昇すると見込んだ。

22/12 期は、売上高 2,525 百万円（前期比 4.6%増）、営業利益 168 百万円（同 11.3%増）、経常利益 169 百万円（同 11.2%増）、当期純利益 117 百万円（同 11.3%増）と見込んだ。

事業別売上高については、金融ソリューションは、SaaS 形態の顧客数の増加を前提に、前期比 4.5%増と予想した。FX システムは、顧客数の増加を前提に、同 5.4%増と予想した。セキュリティ診断は、SecuAlive の拡大が続くと見込み、同 7.1%増と予想した。

売上総利益率については、技術者の採用強化により労務費の増加が見込まれる一方、先行投資の負担が軽減してくると考えたため、前期の 23.5%から 23.8%に上昇すると見込んだ。

販管費については、採用費等の増加により、434 百万円（前期比 4.1%増）と見込んだ。結果、販管費率は前期の 17.3%から 17.2%に改善し、営業利益率は前期の 6.3%から 6.7%に上昇すると見込んだ。

同社は、収益力の強化や事業基盤の整備を実施しつつ、将来の事業拡大のために必要な内部留保の充実状況及び業績全般を総合的に判断し、利益還元に努めるという基本方針を掲げている。剰余金の配当については、20/12 期については前期と同額の 5 円を予定している。当センターでは、過去の配当実績を参考に、20/12 期から 22/12 期までの配当を、19/12 期の配当と同じ 5 円と見込んでいます。

【 図表 11 】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)

	18/12期	19/12期	20/12期CE	20/12期E	21/12期E	22/12期E
貸借対照表						
現金及び預金	1,319	422		484	613	756
受取手形及び売掛金	90	688		796	835	873
棚卸資産	143	16		16	16	16
その他	5	35		14	14	14
流動資産	1,558	1,162		1,312	1,479	1,661
有形固定資産	7	104		75	57	38
無形固定資産	1	288		239	188	135
投資その他の資産	156	192		192	192	192
固定資産	165	585		507	438	366
資産合計	1,723	1,748		1,819	1,917	2,027
支払手形及び買掛金	84	99		105	108	110
未払法人税等	126	38		21	23	25
その他	84	80		82	83	84
流動負債	295	218		209	214	220
退職給付引当金	54	63		67	70	74
固定負債	54	63		67	70	74
純資産合計	1,373	1,466		1,543	1,632	1,732
(自己資本)	1,373	1,466		1,543	1,632	1,732
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		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	509	123		137	152	169
減価償却費	2	15		87	79	81
売上債権の増減額 (－は増加)	44	-598		-107	-38	-38
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-77	126		0	0	0
仕入債務の増減額 (－は減少)	21	14		6	2	1
その他	22	-16		25	4	4
法人税等の支払額	-95	-118		-59	-44	-49
営業活動によるキャッシュ・フロー	426	-451		88	155	169
有形固定資産の取得による支出	-3	-112		0	0	0
無形固定資産の取得による支出	—	-290		-10	-10	-10
投資有価証券の取得による支出	—	-49		0	0	0
その他	-98	3		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-102	-448		-10	-10	-10
長期借入金の返済による支出	-20	—		0	0	0
社債の償還による支出	-85	—		0	0	0
株式発行による収入	—	19		0	0	0
配当金の支払額	—	-15		-16	-16	-16
その他	0	0		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-105	3		-16	-16	-16
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	218	-897		62	129	142
現金及び現金同等物の期首残高	1,100	1,319		422	484	613
現金及び現金同等物の期末残高	1,319	422		484	613	756

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) トレードワーク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

◆ DMM FinTech 等の特定の取引先への高い依存

17/12 期、18/12 期、及び 19/12 期において、DMM FinTech (17/12 期は FINANCIAL CONSULTING) と au カブコム証券 (18/12 期以前はカブドットコム証券) に対する合計販売額が売上高の 40～70%に達

しているほか、19/12 期においては、岩井コスモ証券を加えた上位 3 社に対する販売額が売上高の 56.5%を占めている。大手顧客との取引は継続的なものであると見られるが、相手先の事情や経営施策等によって取引が大きく減少した場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 開発プロジェクトの時期の偏りによる四半期業績の変動リスク

同社が提供する SaaS や、運用、保守は、売上高が毎月定額で計上されるため、四半期毎の業績に大きな変動はないが、開発プロジェクトとなるパッケージ製品販売と開発請負等のフロー型ビジネスについては、四半期毎の売上高は安定しない傾向にある。

一方、同社のコストには外注加工費等の変動費も存在するが、人件費等の固定費については四半期毎の変動が小さいため、営業利益は売上高より更に大きく変動する傾向にあり、フロー型売上高が少ない四半期においては営業損失となる場合がある（図表 12）。

【 図表 12 】トレードワークスの四半期業績推移

	18/12期					19/12期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高（百万円）	800	363	532	315	2,011	356	293	418	920	1,989
構成比（%）	39.8%	18.1%	26.5%	15.7%	100.0%	17.9%	14.8%	21.1%	46.3%	100.0%
営業利益（百万円）	435	61	39	-26	509	-1	-78	17	187	124

（注）四捨五入の関係で、各四半期の構成比の合計は必ずしも 100.0%とはならない

（出所）トレードワークス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

実際、システム開発の大型案件が納品された 18/12 期第 1 四半期や、開発案件の納品が集中した 19/12 期第 4 四半期においては、売上高、営業利益は他の四半期に比べて大幅に膨らんだ。一方、開発案件の納品が低水準となった 18/12 期第 4 四半期から 19/12 期第 2 四半期までは営業損失を計上している。

◆ 証券業界の動向に関するリスク

同社は、証券業界向けの売上高が 9 割前後に達している。証券業界は景気や株式市況の影響を大きく受ける傾向にあるほか、近年、手数料競争も激化しており、業界各社の経営環境は安定的とは言えない。業界環境の悪化等を背景に、同社の顧客が IT 投資の削減に踏み切った場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 人手不足の深刻化に伴うリスク

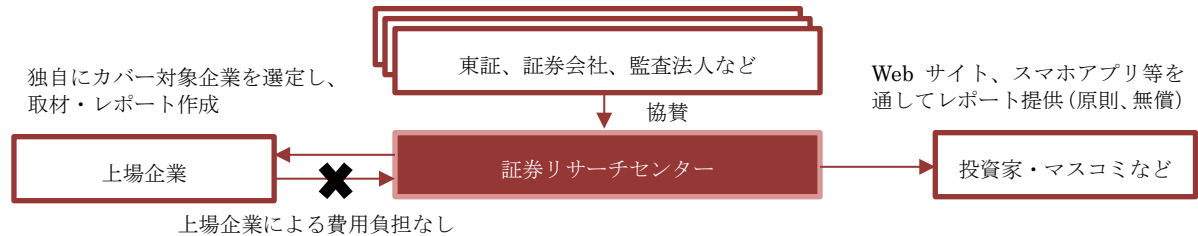
同社は、人材の確保を課題として挙げている。同社は近年、従業員の拡充を進めてきたが、19/12 期においては、目標とする人数を採用出来なかったため、派遣技術者を増員して案件に対応することを余儀な

くされた。人手不足が一段と深刻化した際、技術者不足による受注の抑制や、人件費、外注加工費の高騰が、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

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。

※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

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

（準協賛）

三優監査法人

（賛助）

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

いちよし証券株式会社

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。