

ホリスティック企業レポート エンカレッジ・テクノロジー 3682 東証マザーズ

フル・レポート
2014年3月14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20140311

要旨

1. 会社概要

- ・エンカレッジ・テクノロジー(以下、同社)は、セキュリティ対策、及び内部統制向けのパッケージソフトウェアの開発、販売、運用、保守及びサポートまでを一貫して行なっている。
- ・主要顧客は、金融機関、官公庁、大手上場企業、システムインテグレーターである。

アナリスト:松尾 十作
+81(0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

【主要指標】

	2014/3/7
株価(円)	2,300
発行済株式数(株)	3,190,000
時価総額(百万円)	7,337

2. 財務面の分析

- ・13/3 期は大幅な増収増益となり過去最高の売上高及び利益を更新した。システムの安全性に対する関心の高まりを背景とした需要増を取り込んでいる。14/3 期も、過去最高の業績を更新する見込みである。自己資本比率が高く、無借金経営と小規模ながらも財務体質は良好である。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.6	27.3	26.2
PBR(倍)	6.2	4.1	3.6
配当利回り(%)	0.5	0.5	0.5

3. 非財務面の分析

- ・同社のビジネスモデルは、自社開発したパッケージソフトウェアを中核に、システムの提案及びソリューションの提供を行うものである。
- ・知的資本は、長年のセキュリティ及び内部統制に関するノウハウや開発力、業態別システム情報の蓄積、ニッチ市場でのトップクラスの実績と知名度、人材により形成されていると考えられる。

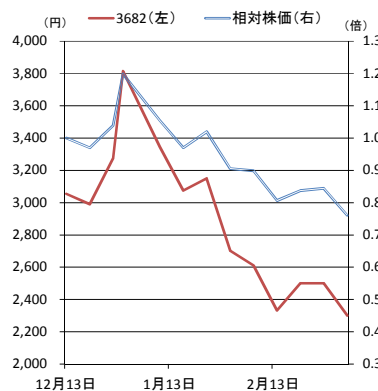
【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-8.0	-39.7	NA
対TOPIX(%)	-10.1	-34.7	NA

4. 経営戦略

- ・従来はセキュリティ・パッケージソフトウェアエアの提供による、B 2 B のソリューション型のビジネスモデルで成長してきた。今後は、クラウドサービスによる市場の開拓、及び継続課金型ビジネスへのシフト、新製品の投入や新規顧客数の開拓、既存顧客への同社製品のクロスセルにより、安定した高成長を目指している。

【株価チャート】



(注) 対TOPIXは対TOPIX、基準は2013/12/13

5. アナリストの評価

- ・潜在市場は大きく、中長期的には、個人情報保護法や金融取引法などの関連法の改正、犯罪、情報漏洩防止などのセキュリティ強化を背景に、業界環境は明るいと思われる。今後スタートするクラウドサービスの提供、新規需要がストックビジネスの拡大につながり、年率 15%~20%程度の利益成長が見込まれる。

【3682 エンカレッジ・テクノロジー 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)
2011/3	647	-2.1	167	-31.0	168	-30.6	103	-25.9	50.7	273.9	0.0
2012/3	735	13.6	237	41.9	239	42.3	146	41.7	57.5	331.5	12.5
2013/3	915	24.5	308	30.0	309	29.3	191	30.8	75.1	373.6	11.0
2014/3 CE	1,212	32.4	417	35.3	400	29.4	248	29.8	84.4	—	11.0
2014/3 E	1,212	32.4	417	35.3	400	29.4	248	29.8	84.4	561.8	11.0
2015/3 E	1,500	23.8	500	19.9	500	25.0	280	12.9	87.8	638.5	11.0
2016/3 E	1,800	20.0	650	30.0	650	30.0	375	33.9	117.6	745.1	11.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 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

**システム証跡監査ツール
市場のリーディングカンパ
ニー。**

◆ 特徴及び事業コンセプト

エンカレッジ・テクノロジー(以下、同社)は、独立系のシステム会社であり、オリジナルのパッケージソフトウェアを中核に開発から運営、保守サポートまでをオールインワン、ワンストップで行っている。関係会社はない。具体的な業務内容は以下の通りである。

- (1) 企業や官公庁の情報システムの運用管理、セキュリティ対策及び内部統制^{注1}に資するパッケージソフトウェアの開発及び販売(フロービジネス)
- (2) 同社製品の保守サポートサービス(ストックビジネス)
- (3) 製品導入に係るコンサルティングサービス(フロービジネス)
- (4) 同社製品を活用したSIO^{注2}常駐サービス(ストックビジネス)

注1) 内部統制

企業などの組織内部において、違法行為や不正及びミスなどを防止及び抑制し、組織が有効かつ適正に運営されるように、各業務での基準や手続きを定め、管理、監視、保証するリスクコントロールの仕組みを指す。

注2) SIO

IT統制管理業務の受託サービスを指す。「Smart IT operation」の略で、頭脳的なITのオペレーションを意味する。

注3) クラウド化

クラウドコンピューティング(Cloud Computing)の略。インターネットをベースとしたコンピュータの利用形態のこと。ユーザはインターネットを通じてアプリケーションを利用でき、時間課金等でサービス利用料金を払う形になる。

(1) パッケージソフトウェア製品の開発及び販売

同社は、企業や官公庁の基幹業務を担っている情報システムを運用管理するシステム管理者に対し、業務をサポートするパッケージソフトウェアを自社で開発し、直接販売している(約6割)。また、同社がカバーしきれない顧客や大規模システムへの組み込み案件、入札案件はシステムインテグレータ等の販売代理店(個別受注対応による代理販売)を通じて、金融機関や情報サービス業等の企業及び官公庁に販売している(約4割)。同社の製品は、顧客企業の情報システムにインストールされ、システム管理者の不正操作や操作ミスによる情報漏洩やシステムトラブルを防ぎ、システムが24時間365日安全に稼働することを側面からサポートしている。

なお、同社は、販売先である顧客企業のシステムに、同社パッケージソフトウェアをインストールする数量に応じて、製品の著作権許諾料(ライセンス料)を受け取っている(フロービジネス)。

また、アプリケーションのサービス提供においては、クラウド化^{注3}を積極的に推進し、15/3期よりサービスを提供する計画である。主要製品は以下の通りである。

① ESS REC(略称 REC)

同社の主力製品であり、ライセンス収入(売上構成比37%)の約7割を占める。「システム証跡監査」製品システムであり、管理者が行った操作内容を記録し、システムトラブルや情報漏洩に際し原因究明やシステム監査において、システム操作の点検及び監査を行うことで不正操作や操作ミスを予防する。動画とテキストによる克明な記録と検索及び分析などの監査対応機能により他社製品との差別化を図っている。

保守サポートサービスは、ストック型の安定ビジネス。コンサルティングサービス及び SIO 常駐サービスも強化。

注4) 特権 ID

システム運用において、プログラムの変更やデータベースの変更時に使用する高いアクセス権限を持つ ID、または当該 ID を付与されたシステム管理者のこと。

② Encourage Super Station (同 ESS)

システム全体の監視や障害を総合的に把握する製品である。各システムの稼働状況を統一された監視画面で表示し、システム管理者による監視や障害対応を効率化するものである。

③ESS AutoQuality (同 EAQ)

システムの変更時に、システム管理者の誤操作によるシステム障害を防止するために、システム変更の作業手順書どおりに、変更された作業内容を自動的に実行するソフトウェアである。

④ESS AdminControl (同 EAC)

システムの運用管理上、オールマイティの権限を付与されたシステム管理者(特権 ID^{注4)}のアクセスをパスワードによりコントロールする製品である。

⑤ESS AutoAuditor (同 EAA)

システム運用管理者が、申請された作業及び操作内容と実際の作業及び操作内容とを自動的に突合し点検をする製品である。上記の製品群を単品あるいは組み合わせることによって、顧客企業は情報システムのセキュリティを確保し、内部統制を強化することが可能となる。

【図表 1】エンカレッジ・テクノロジーの主要製品



(出所) エンカレッジ・テクノロジー目論見書

(2) 保守サポートサービス

同社のパッケージソフトウェア製品は、顧客(企業や官公庁)の情報システムにインストールされ、当該システムが稼働する限り、長期かつ継続的に使用される。ライセンスを購入した多くの顧客は、製品のOSのバージョンアップ及び新機能の追加などに対応した改良版の無償提供を受けるために、同社と保守サポートサービス契約(年間契約)を締結し、契約の更新を行う。サポートサービスには、改良版の提供に加え、製品の使用方法に関するQ&A窓口対応や、システム環境に起因するトラブルへの対応、製品情報の提供や問題解決の助言等のサービスが含まれる。

なお、保守サポートサービス契約においては、ライセンス価格の一定額（定価の 20%）を契約開始時に受け取る。契約更新率（＝当期に継続された契約の保守サポートサービス売上÷前期の保守サポートサービス売上）は直近 3 期とも 90%を超え、高い水準で安定している。

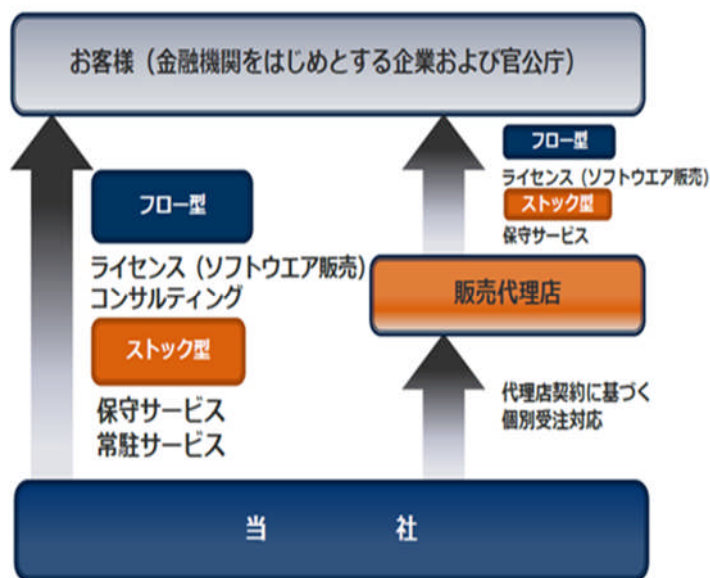
(3) コンサルティングサービス及び SIO 常駐サービス

同社製品はパッケージソフトウェアであり、製品の導入に伴うインストールや導入時のオペレーション教育、製品を顧客が有効に活用するためのアドバイザーサービス等のコンサルティングサービスも提供している。また、製品の導入効果を高めるとともに、顧客ニーズを次の製品開発に反映するために、同社の社員が顧客企業のシステム現場に常駐し、同社製品を使用した IT 統制管理業務を行う受託サービス（SIO 常駐サービス）も提供している。

◆ 社名の由来

同社の社名は、「エンカレッジ（勇氣）を持って、新たな価値を創造する技術を開発していきたい」との思いから名付けられた。

【図表 2】エンカレッジ・テクノロジーの事業の特徴



(出所) エンカレッジ・テクノロジー

◆ 各事業の売上高構成

同社グループの事業は、単一セグメントであり、売上区分は以下の 5 つに区分される（ライセンス事業を 1 区分としている、図表 3）。な

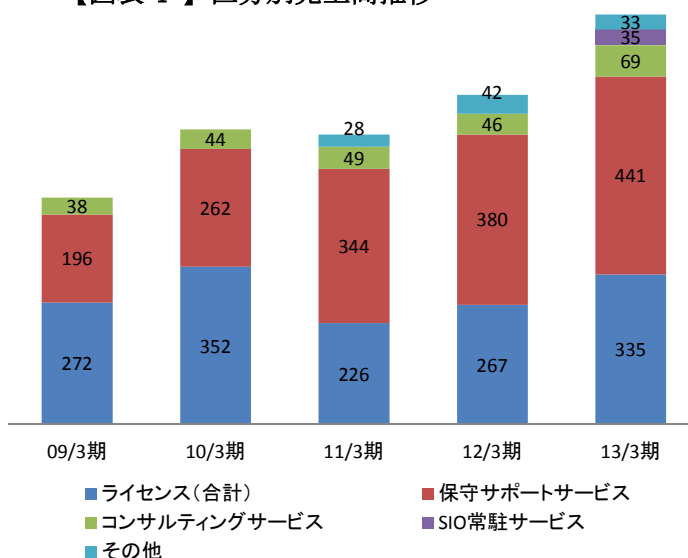
お、単一セグメントであるため、セグメント別の利益は公表されていない。

【図表 3】 13/3 期区分別売上高構成比

区分別売上高	売上高 (百万円)	売上高 構成比
ライセンス(ESS REC)	238	26%
ライセンス(その他)	97	11%
保守サポートサービス	441	48%
コンサルティングサービス	69	8%
SIO常駐サービス	35	4%
その他	33	4%
合計	915	100%

(出所) エンカレッジ・テクノロジー資料より証券リサーチセンター作成

【図表 4】 区分別売上高推移



(出所) エンカレッジ・テクノロジー資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 信頼性が不可欠な B2B モデル

同社の顧客は、金融機関、SI 事業者、官公庁、大手上場企業など（納入実績、全国約 400 社）が中心となっている。大手企業の基幹業務のセキュリティ関連ビジネスという特性上、これをサポートする会社には、相応の技術力及びソリューション能力、信頼性、実績、継続性が求められている。これまでの業界大手企業への納入実績から、同社の技術、運営に関する評価は高いと推測される。

◆ ストック型ビジネスにシフト

同社は、オリジナルのパッケージソフトウェアを開発及び活用し、サービス内容や品質及び付加価値を重視する顧客に対し、問題解決を提供するソリューション型ビジネスモデルで展開（フロー）し利益率が高い。尚、パッケージソフトウェアは、各製品とも単一品として顧客の意向を反映し改良及び開発は行うが、顧客別にソフトウェアのカスタマイズは行わない。

一方、保守サービス、常駐サービス業務は労働集約的なビジネスではあるものの、安定したストックビジネスであり、クラウドも含め強化する方針である。尚、保守サービス、常駐サービス業務は、システム不具合に対する迅速な対応、顧客満足度の向上、有用情報の収集及び活用により新製品開発や新たな商談といった今後のビジネス展開にも繋がっている。

また、他社のシステムに切り替える場合にはスイッチングコストがかかることから、契約継続率（保守サービス）は、94%と高水準である（残り6%は、顧客の合併などによるシステム統合や官公庁の入札などによるシステムの切り替えなど）。同社には長年の納入実績があり、ソフトウェアから保守メンテナンスまで一貫した開発及び販売体制を整えている点にも安心感があり、リピート率の高さに繋がっている。顧客は、ライセンスを購入と同時に新規の保守サポートサービスの契約を結ぶため、ライセンス販売はフローの売上高だが、ストックである保守サービス売上高の増大につながっている。

> 市場構造とポジション

◆ 市場規模と成長性

コンプライアンスの強化、犯罪及び情報漏洩の防止、安全で効率的かつ有効なシステム管理の活用のニーズが高まり、セキュリティ・システム市場は堅調に拡大トレンドにある。同社が得意とするシステム証跡監査の市場規模は12億円程度（同社推定）と小さい。しかし、現状では同分野における採用率は1%～5%程度と言われており、いまだ本格的なシステム利用がなされていない。今後、低価格と利便性向上をもたらすクラウドサービスを提供することにより新規顧客の獲得と製品の普及が加速し、周辺分野への製品提供による市場の拡大が期待できる。

◆ 競合先

業務用セキュリティ及び内部統制用パッケージソフトウェア分野では、申請対象限定アクセス制御において、競合他社が多数存在し、技術開発競争や価格競争にさらされている。しかし、同社の主力である

システム証跡監査市場では、プレーヤーは同社を含め数社と限定的である。同社は、約7割の市場シェアを占めるリーディングカンパニーで、主な競合先は、専業ソフトウェア会社（いずれも未上場、富士通系のグループ会社）などである。大手システムインテグレータは、協業先であり直接的な競合先ではない。

今後は、国内市場の活性化により市場への新規参入も含め、海外のソフトウェア会社製品（米国製やイスラエル製）との競合が強まるものと思われる。同業他社は同社と異なり、内部統制領域のフルラインナップ製品及びノウハウを十分には有していないものと推測される。

> 沿革と経営理念

独自開発したパッケージソフトウェアで、大手法人市場を開拓。ニッチ市場のトップ企業となる。

◆ 沿革

現社長で創業者の石井進也氏が、複数のソフトウェア開発会社に勤務後、日本における運用管理パッケージソフトウェアの成長性と、製品の有用性に着目した。丸山良弘氏（現代表取締役専務：CTO）らとともに、セキュリティ・パッケージソフトウェアに特化したシステム開発及び販売企業として、NTTグループの出資も仰ぎ、02年11月に同社を設立した。創業以来、セキュリティ及び内部統制管理パッケージソフトウェアに特化し、開発、販売、保守・サービスまでを一貫して行うことにより事業を拡充してきた。13年12月11日に東京証券取引所マザーズに上場した。

◆ 経営理念

同社は02年の設立以来、「お客様の視点で新たな価値を創造する」を経営理念のひとつに掲げて、システムの安全と安定した運用に資するソフトウェア製品及びソリューションの開発に努めてきた。また、より具体的な経営理念として、3つの項目を掲げている。

<Value & Satisfaction>

- お客様の視点で新たな価値を創造し、満足いただける製品とサービスを提供します。

<Happiness>

- 社員と会社の目的を一致させ、物心一体の幸福を追求します。

<Compliance>

- 国内外の法令と企業倫理を遵守し、誠実かつ公平に業務を遂行します。

2. 財務面の分析

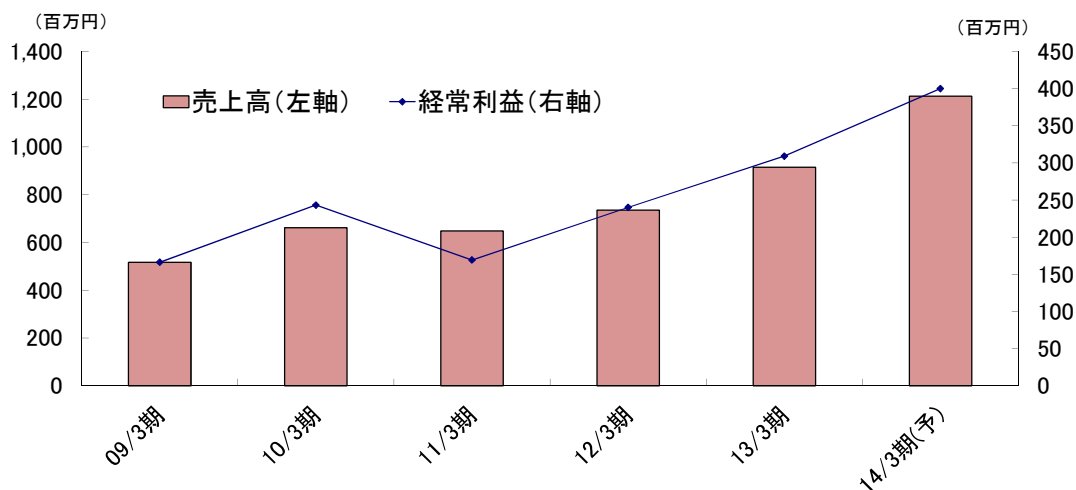
> 過去の業績推移

時流及びニーズに合致した新製品の販売で事業基盤を確立。12/3期から過去最高売上高、利益を更新中。

◆ 過去の業績推移

過去の業績推移は、図表5の通りである。自社開発したパッケージソフトウェアを次々に投入し事業を拡大してきた。フロー型の製品の拡販に加え、ストック型ビジネスも注力してきた。各種の情報漏洩、犯罪、不正事件を背景に大手企業・官公庁ではセキュリティ・システムへのニーズが高まってきたことと個人情報保護法案、J-SOXなどの法改正が、同社事業の転換点になったと考えられる。13/3期に至る過去4期間で、売上高及び経常利益ともに約1.8倍まで拡大した。12/3期から過去最高売上高及び利益を更新中である。

【図表5】業績推移



(注) 単独決算、予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 13年3月期実績

13/3期は売上高、利益ともに過去最高を更新し、売上高915百万円(前期比24.5%増)、営業利益308百万円(同30.0%増)、経常利益309百万円(同29.3%増)、純利益191百万円(同30.8%増)であった。同社の主要顧客であるメガバンクを中心とする銀行及び大手証券ではIT基盤の統合や再構築でソフトウェア投資が増加傾向にあり、同社においても金融機関を中心とするシステム案件が増加、既存顧客に対する同社製品のクロスセルや新規顧客(地銀及び信金等)へのSIO製品の販売も奏功し、好業績につながった。尚、中国市場向けに、「ESS REC 中国版」をリリースしたものの、日中関係の悪化により販売を見合わせている。

部門別売上高では、新規ライセンス売上高は、SIO製品の寄与があり前期比25.7%増となった。保守サポートサービス売上高も同16.1%増、コンサルティングサービスは同51.4%増、新たにSIO常駐サービスも加わり、全体的には大幅な増収となった。利益面では、増収による粗利益の増加125百万円が、上場準備に伴う人件費増、事務所移転費、営業経費、広告宣伝費の増加などを吸収し(販売管理費は前年同期55百万円の増加)、大幅な営業増益となった。

◆ 14年3月期上期実績

14年3月第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高595百万円(前年同期の数値は非公表につき比較不能、以下同様)、営業利益196百万円、経常利益198百万円、純利益125百万円であった。上期実績の期初予算に対する達成率は、売上高49.1%、純利益50.4%とほぼ想定線で推移したようである。増収効果による増益、適正なコストコントロール、13/3期における契約ライセンス数の増加により保守サービスの売上が増加し、安定的に業績を伸ばしている。

◆ 14年3月期第3四半期実績

第3四半期では売上高254百万円、営業利益70百万円、経常利益54百万円、純利益37百万円であった。第3四半期までの業績の期初予算に対する達成率は、それぞれ70.0%、63.8%、63.0%、65.3%であり、ほぼ想定通りの模様である。製品面においては、主力製品の「ESS REC」の新オプション(より精度の高いコマンド監査を可能にする新オプション)等をリリースし、営業面では金融機関への導入事例を交えたセミナー講演などを実施し、顧客の開拓を行った。

【図表6】14/3期業績推移

百万円	14/3期			累計達成率	
	第2四半期累計	第3四半期累計	通期	第2四半期	第3四半期
売上高	595	849	1,212	49.1%	70.0%
前年比	比較なし	比較なし	32.4%		
営業利益	196	266	417	47.0%	63.8%
前年比	比較なし	比較なし	35.3%		
経常利益	198	252	400	49.5%	63.0%
前年比	比較なし	比較なし	29.4%		
当期純利益	125	162	248	50.4%	65.3%
前年比	比較なし	比較なし	29.8%		

(注) 単独決算

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

差別化したオリジナル製品により高い収益率、無借金経営を実現。

◆ 過去の成長性及び収益率は高く、財務体質も健全

既に述べたように同社と総合的に競合する企業は存在せず、同社の主力製品であるシステム証跡監査ツール市場では、主に未上場数社が存在するにすぎない。同一の事業内容ではないが、広い意味では同業他社として、協業先でもある上場企業としてNTTデータ(9613 東証一部)、野村総合研究所(4307 東証一部)などの大手SI事業者、アズジェント(4288 東証JQS)、デジタルアーツ(2326 東証一部)、インスパイヤー(2724 東証JQG)、ソースネクスト、(4344 東証一部)の独立系專業中堅企業があげられる。

同業他社比較としては、売上高、時価総額、セキュリティソフトウェアの売上高構成比の高さ等の点からアズジェントとデジタルアーツを取りあげて比較したが、小規模であることを除けば、同社の収益性、効率性、安全性、成長性はともに高水準である。独自のパッケージソフトウェア製品を開発し、差別化していることに起因すると思われる。

【図表 7】主な財務指標の同業他社比較

項目	銘柄		エンカレッジ・テクノロジー	アズジェント	デジタルアーツ
	証券コード		3682東証マザーズ	4288JQS	2326東証一部
	対象決算期	単位	13/3期	13/3期	13/3期
規模	売上高	百万円	915	3,537	2,906
	経常利益	百万円	309	233	726
	総資産	百万円	1,358	2,653	4,562
収益性	自己資本利益率	%	20.6	6.9	13.6
	総資産経常利益率	%	25.1	8.5	16.8
	売上高経常利益率	%	33.8	6.6	25.0
成長性	売上高(3年平成長率)	%	11.4	-3.9	9.9
	経常利益(同上)	%	8.4	-19.3	0.6
	純資産(同上)	%	23.2	8.4	9.9
安全性	自己資本比率	%	74.5	75.1	75.6
	流動比率	%	356.4	398.9	322.5
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	—	—	—

(注) 平均成長率は複利。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、エンカレッジ・テクノロジー及びアズジェントは単体の数値、デジタルアーツは連結の数値を使用
(出所) 各社決算短信及び有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ エンカレッジ・テクノロジーの14年3月期の業績見通し

14/3期について同社は、売上高1,212百万円(前期比32.4%増)、営業利益417百万円(同35.3%増)、経常利益400百万円(同29.4%増)、当期純利益248百万円(同29.8%増)と大幅な増収増益を見込んでいる。第4四半期も、新規顧客の開拓、製品のクロスセル、主力製品の

拡販が進み、14/3 期では増収による粗利益の増加など増益効果が、人件費の増加(開発人員の強化など)や本社移転費用・賃料増加などを吸収し、大幅な営業増益となる計画である。

◆ 証券リサーチセンターの 14 年 3 月期予想

第 3 四半期業績までの実績をふまえ、金融など顧客の IT 投資意欲が引き続き旺盛であり、内部統制ソフトのライセンス販売、及び保守サービスとも売上高が順調に増加していることから、当センターの 14/3 期業績予想は、同社予想と同水準を予想する。

国内におけるクラウドサービスの提供開始、新商品の展開、商品のクロスセルに注目。

◆ エンカレッジ・テクノロジーの中期業績見通し

同社は、社内的には中期経営計画を策定しているが、外部には売上高や利益といった数値目標などの詳細は公表していない。中期的な目標として掲げた指標としては、以下の 3 項目を挙げている。

- ・ライセンス売上高成長率：年率 25%
- ・保守サービス継続率：95%を維持 (13/3 期 94%)
- ・売上高経常利益率：30%を維持 (13/3 期 34%)

また、システム需要及び新規市場の開拓余地は大きく、新製品の投入、クロスセル、新規顧客の開拓、クラウドサービスの開始(14/3 期予定)により、年率 2 桁の売上及び利益成長を計画している。長期的には、既存事業(ライセンス収入などのフロービジネス：保守サービスなどのストックビジネス=25:25)と新規クラウドサービス収入を、50:50 としたい意向である。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

中期の業績予想にあたって、当センターは、毎年 20%~25%のライセンス収入の増加(フロー)を前提とした。上場による信用力の向上、納入実績の増加及びストックビジネスの拡大により、より安定した収益基盤が確立されつつある。累積ライセンス数が積み上がり一方で、保守サービスの契約期間は長く(推定 8 年~10 年以上)、ストックの売上高構成比は上昇し、利益の安定増に寄与していくものと考えられる(同サービスの利益率は不明)。海外展開による貢献は当面先になるが、クラウド事業の開始による新サービスの提供、中堅及び中小顧客の開拓、クロスセル、新商品の投入により、中期的な売上高及び利益成長は、年率 15%~20%程度と予想した。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ ノウハウ蓄積が知的資本のベース

同社の知的資本は、長年継続的に事業を継続し蓄積してきたセキュリティや内部統制などのノウハウと技術力、人材、トップクラスの実績・信頼性と認知度により形成されていると考えられる。

【図表 8】 知的資本の分析

項目	分析結果	K P I	
		項目	数値
関係資本	ブランドカ ・東証マザーズ上場企業 ・納入実績 ・知名度	①業歴 ②売上高順位 ③認知度	①12年 ②システム証拠監査ツール市場では、トップ企業 ③数値は不明
	ネットワーク ・官公庁及び大手企業と直接取引により、ビジネスの安定化と拡大を狙う。 ・同社単独ではカバーしきれない顧客及びエリアはシステムインテグレータ経由で納入している。	①拠点数 ②提携企業及び販売代理店(システムインテグレータなど)	①拠点:東京 ②提携企業:NTTデータ等代理店、社数は非公表
	顧客基盤 ・国内の官公庁、大手銀行・保険などの金融機関、及び上場会社。継続的に顧客対象及び業務範囲を拡大している。安定的に継続する課金型ストック型ビジネスにシフトしている。	①取引社数 ②ライセンス契約数 ③契約継続率	①約400社 ②非公表 ③94%
組織資本	知的財産 ・特許、運営、ノウハウの蓄積やオリジナルでシステムを開発している。	・各分野の勉強会・研修会回数	・年数回
	業務プロセス ・システム提案→契約→運用→保守	・契約期間	・継続期間は長期(8~10年程度と推定) ・商談から納入までは数年程度
	ノウハウの共有/管理 ・朝礼及び社長による経営方針、業績報告によって情報及び意思伝達がされている。 ・知識、職務遂行能力は社内研修会などを通じノウハウの共有がなされている。	①朝礼 ②各分野の発表会及び研修会など	①朝礼は毎週実施、社長による全体会議は年に2回程度 ②スケジュールに沿って実施
人的資本	経営トップの資質 ・社長は創業者、現在も経営し筆頭株主で、専務も代表権を持ち、第三位の株主である。	①業界経験年数 ②代表取締役在任年数 ③社長個人の株式保有比率	①約31年 ②約12年 ③約34%
	企業文化 ・フラットな組織	①平均勤続年数 ②単独従業員数	①3.7年 ②従業員数59名(13年10月末、外平均臨時雇用者数11名)
	従業員 ・優秀な人材の確保と入社後の社内研修制度の確立が課題	①社内資格、外部奨励資格 ②離職率	①社内資格はない。外部奨励資格は、受験費用等は会社が負担。 ②年間数パーセントと低い。

(注) 開示データは 13/3 期及び期末

(出所) エンカレッジ・テクノロジー資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、省エネルギー、省資源、リサイクル、廃棄物削減等、環境に配慮した取り組みを行っている。エアコンによる室内温度の調整、PCの節電なども実施している。その他、全員参加型で海岸での清掃活動や珊瑚礁保護のための植林などの活動も行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は内部統制関連のソフト及びサービスを提供することで、システムの安全性の確保、犯罪の防止、業務の効率化を通じ社会貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

取締役会は4名(内、社外取締役0名)、監査役会は3名(社外監査役2名)で構成されている。監査役のうち常勤監査役及び監査役各1名は銀行出身者であり、もう1名は証券会社の出身者である。将来的には、社外取締役の招聘も検討している。

株主の状況は、図表9の通りである。13年11月末時点では創業者であり代表取締役社長である石井氏が筆頭株主で3割強、専務である丸山氏が1割弱を保有している。第2位株主はNTTファイナンスである。その他の大株主上位にはベンチャーキャピタルが名を連ね、また、日本システムウエア、キヤノン電子など取引先あるいは、その候補先も大株主として出資している。将来的には、安定株主作りが課題となるろう。

【図表9】大株主の状況

	株主名	持株比率(%)
1	石井 進也 (社長)	33.89
2	NTTファイナンス	9.87
3	丸山 良弘 (専務)	9.54
4	ジャフコ・スーパーV3共有投資事業有限責任組合 (VC)	9.05
5	ソルクシーズ (4284東証JQS)	7.90
6	イノベーション・エンジン三号投資事業有限責任組合 (VC)	5.76
7	加藤 敏行 (同社従業員)	3.46
8	釜井 克二	2.96
9	第9位の株主は、各々1.65%保有する企業が以下の5社存在する 日本システムウエア、キヤノン電子、日本ユニシス、オービックビジネス コンサルティング、インテック	8.25

(注) 13年11月末現在
(出所) エンカレッジ・テクノロジーの新株式発行並びに株式売出届出目論見書に基づき証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 当面の課題

同社は当面の課題として、市場ニーズの変化を的確に捉えた迅速な製品開発と保守サービスの品質の維持及び向上（新商品の開発、既存及び新規商品を拡販）、保守サポート契約更新率の維持向上、組織的経営の強化と優秀な人材の採用（技術力確保と生産性向上、技術者の確保、人材の採用、教育及び育成）、リスク管理の強化（内部統制による業務の標準化と効率化）による安定した企業基盤の確立を挙げている。

> 中長期戦略

◆ エンカレッジ・テクノロジーの中期事業戦略

営業戦略としては、販売の効率性や顧客属性を考慮し、大・中規模システム（企業）はソリューションによる販売、小規模システム（企業）に対しては、クラウドサービスで展開する方針である。同社は想定する市場規模を、金融機関及び上場企業、個人情報やクレジットカード情報、知的財産情報等を保有する企業及び団体向けで、約 2,000 億円と試算している。これまでターゲットであった大規模システムの一部から顧客対象を広げていく方針である。

また、大中規模システムに開発した製品を再利用し、クラウドサービスに活用し、費用対効果を高めていく戦略である。クラウド化にあたっては、同サービス事業者との提携も視野に入れている。製品の販路拡大のために、大規模システムの既存顧客へのクロスセル、代理店を活用した販売強化を推進する方針である。

同社は、これまで積極的な M&A は実施してこなかった。国内外での成長を遂げるために、今後は必要に応じてシナジーが見込めればあらゆる分野で、企業買収及び提携戦略を選択肢として検討していく方針である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 実績と信頼性、蓄積されたノウハウが強み

同社の内部資源（強み・弱み）及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。同社の強みは、「システム証跡監査市場のリーディングカンパニーとしての実績と信頼」、「技術とノウハウの活用」、「オリジナルソフトウェアの開発、運営、保守サービスをワンストップで提供できる」、「優良顧客の確保」、「大手 SI との提携」などである。一方で、優秀な人材の確保及び育成が重要課題である。

【図表 10】 SWOT 分析

項目	エンカレッジ・テクノロジーの特質
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ● 技術力、ノウハウの蓄積、長い業歴と実績に裏打ちされた信用力及び知名度 ● 大手上場会社中心に顧客数は約400社。 ● 大手の有力企業(NTTグループ)が出資 ● 収益性が高い、財務体質も健全 ● 国内のネットワーク(大手SIを含む代理店網)、
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ● 特定人物(社長・専務)、特定製品(REC)への依存が大きい ● 開発人員の確保 ● 小規模組織であること
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ● 成長市場、日本での市場の開拓余地大 ● クラウドサービスの開始、新規顧客及び需要の開拓、クロスセル
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ● 技術革新 ● 海外大手企業の参入と競争激化 ● 製品及びサービスの不具合 ● 法的規制の変化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 経営手腕

代表取締役社長の石井氏は、システム開発、営業、経営に精通し事業全般を統括しており、いち早く海外市場の動向及び米国のパッケージソフトウェアからヒントを得て、オリジナルなパッケージソフトウェアの開発から運用、保守サービスまでのワンストップのビジネスモデルを構築してきた。また、法改正などに伴うクライアント企業のニーズ、効率性、サービス及びその問題解決など顧客を意識した付加価値サービスの提供を積極的に推進し、新市場を開拓してきた。

参入障壁の高い市場に敢えて特化し、市場を創造及び開拓し、同社を業界大手までに成長させたのは、創業者である現社長と丸山専務（CTO：技術担当）の経営手腕に負うところが大きい。また、戦略的に技術力及び総合力を背景に、大手顧客から開拓してきたことが、今日のニッチ市場におけるナンバーワン企業としての地位を確立したと思われる。

◆ 今後、開発人員を安定的に確保できるかが課題

同社の業容拡大は、開発及び保守メンテナンスなどの人員にリンクすると考えられる。顧客企業向けに新技術を開発しノウハウを実用化する、あるいはカスタマイズするには、相応の開発力とそのスピードが要求される。今後、規模の増大に伴い、優秀かつ適切な開発人員を安定的に確保し続ける必要があるが、開発など人員確保にむけての施策を注視していきたい。尚、同社は人材、技術、販売などシナジーがあると判断すれば、企業買収・提携も検討する方針であるが、飛躍のための選択肢としては実現性のあるものとする。

> 投資に際しての留意点

配当を継続。目標配当性向は20%~25%。

◆ 創業来無配であったが、12年3月期から配当を実施

同社は成長過程にあり、新規パッケージソフトウェアの開発、既存ソフトのバージョンアップ・オプションの開発、人材育成等へ投資、内部留保の充実の必要性があることから、創業以来、無配を継続していたが、12/3期から配当を実施している。

同社は、経営成績及び財政状態を勘案しながら、株主への利益還元を検討していく方針であるが、今後好調な業績が見込まれることから配当を継続すると思われる。尚、クラウド対応の先行投資が一巡する16/3期以降は増配を行う可能性があるかと当センターでは判断している。同社は将来的には、配当性向の目標を20%~25%と考えている。尚、同社では、株主優待制度の採用は検討していない。

本レポートの特徴

■ 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

本レポートの構成

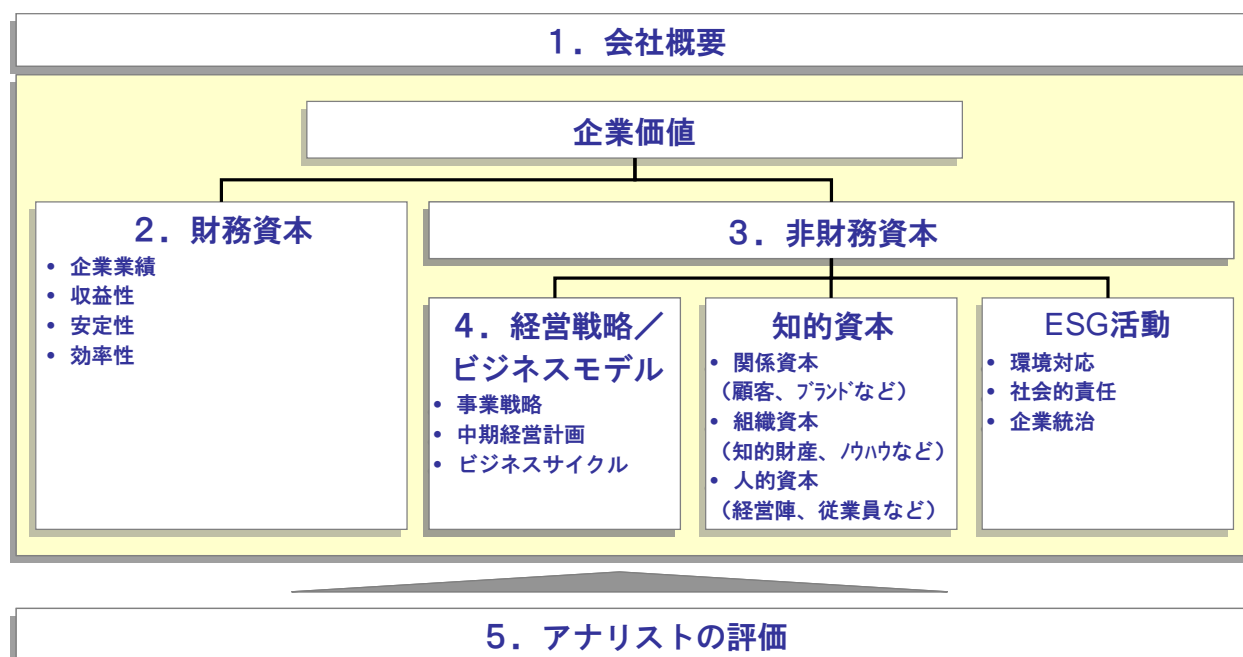
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ため、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。