

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

アップデート・レポート
2014年7月11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 20140708

エンカレッジ・テクノロジー (3682 東証マザーズ)

発行日: 2014/7/11

システム証跡監査ツールのパッケージソフトウェアの開発及び販売を手掛けているクラウドサービス事業は 16 年 3 月期から本格化へ

> 要旨

◆ システム証跡監査ツールのソフトウェア大手

- ・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、大手市場企業、システムインテグレーターである。

◆ 14 年 3 月期決算は 3 割営業増益

- ・14/3 期決算は、前期比 28.0%増収、33.8%営業増益であった。ライセンスの売上が同 33.7%増と大幅増収となったためである。
- ・13 年 2 月の本社事務所移転による地代家賃、人員増による人件費、研究開発費など固定費の増加があったものの、増収効果で増収率を上回る営業増益率であった。

◆ 15 年 3 月期業績予想も好調見込み

- ・15/3 期業績について同社は、前期比 26.7%増収、14.3%営業増益と 4 期連続の増収増益を見込んでいる。人件費を中心とする固定費負担増を吸収して増収効果により増益が見込まれるためである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、前回(14 年 3 月)予想を据え置き、前期比 28.0%増収、21.4%営業増益を予想する。

◆ 投資に際しての留意点

- ・14/3 期の 1 株当たり配当金は年間 15.0 円で配当性向は 17.3%であった。15/3 期の 1 株当たり配当金について同社は未定としている。当センターでは、15/3 期も好調な業績が見込まれ、同社が今期の配当性向について 20%を目標としていることから年 17.5 円配を予想する。

アナリスト: 松尾 十作

+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】

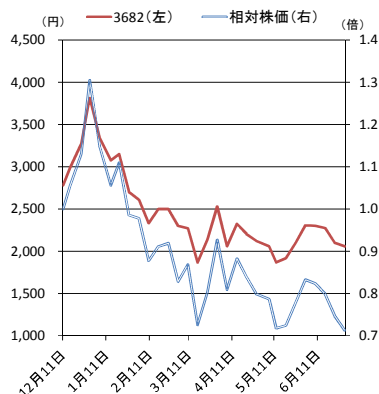
	2014/7/4
株価(円)	2,056
発行済株式数(株)	3,287,100
時価総額(百万円)	6,758

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	23.7	23.4	18.0
PBR(倍)	3.5	3.1	2.7
配当利回り(%)	0.7	0.9	1.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	0.5	-0.7	—
対TOPIX(%)	-4.6	-5.7	—

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/12/13

【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)
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	378.6	11.0
2014/3	1,172	28.0	412	33.8	397	28.4	255	33.5	86.8	594.4	15.0
2015/3 CE	1,485	26.7	471	14.3	471	18.8	292	14.6	89.0	—	未定
2015/3 E	1,500	28.0	500	21.4	500	25.9	280	9.8	87.8	667.2	17.5
2016/3 E	1,800	20.0	650	30.0	650	30.0	375	33.9	114.1	763.8	22.5
2017/3 E	2,100	16.7	800	23.1	800	23.1	460	22.7	139.9	881.2	27.5

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/11

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。

> 事業内容

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、頭腦的な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。

◆ 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、独立系のソフトハウスであり、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) 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)

- (1) パッケージソフトウェア製品の開発及び販売 (売上区分名称はライセンス、14/3 期売上構成比 38%)

同社は、企業や官公庁の情報システムを運用管理するシステム管理者の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、顧客に直接販売している (65%程度)。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、入札案件についてはシステムインテグレータ等の販売代理店を通じて、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 (35%程度)。

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。パッケージソフトウェア製品の売上高は、顧客企業のシステムにインストールする数量に応じて、製品の著作権許諾料 (ライセンス収入) が生じる仕組みになっている (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、ライセンス収入の約 7 割を占めている。システム証跡の点検及び監査ツールであり、システム運用担当者が行った操作内容を記録し、システム操作の点検及び監査を行うことで不正操作や誤操作のリスクを低減する。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。

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。

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を指す。

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によって行われていた、特権 ID の申請内容と実際の作業及び操作内容との突合作業を自動化する製品である。

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っている。

(2) 保守サポートサービス (14/3 期売上構成比 43%)

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、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、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)を締結する。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 4 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 (14/3 期売上構成比 9%)

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リ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運用現場に常駐し、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。

◆ SWOT 分析

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、運用、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 1】 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 ●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）への依存度が高い ●開発要員の確保 ●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

➤ 決算概要

◆ 14年3月期営業利益は前期比3割増と好決算

14/3 期決算は、売上高 1,172 百万円（前期比 28.0%増）、営業利益 412 百万円（同 33.8%増）、経常利益 397 百万円（同 28.4%増）、当期純利益 255 百万円（同 33.5%増）であった。特に売上高営業利益率は、前期比 1.5%ポイント上昇し 35.2%となった。13年2月の本社事務所移転による地代家賃、人員増による人件費、研究開発費など固定費の増加があったものの、増収効果で増収率を上回る営業増益率であった。経常増益率が営業増益率に見劣りするの、営業外費用として株式公開費用 19 百万円を計上したためである。

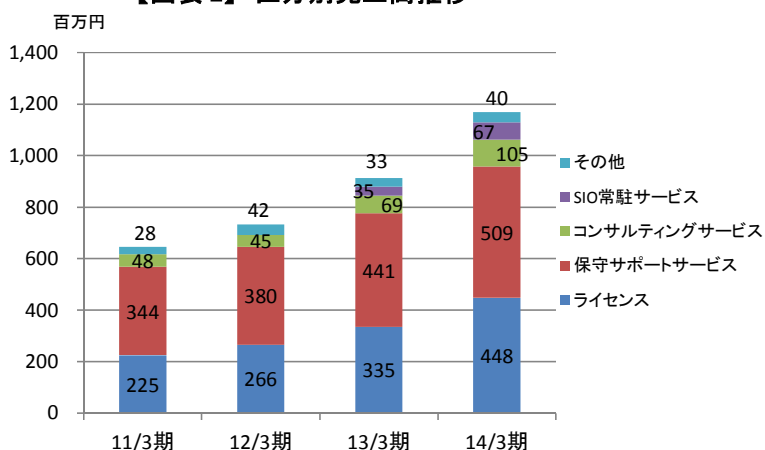
区分別売上高の概況は以下の通りである。

1. ライセンスの売上高は、主力製品であるシステム証跡管理製品「ESS REC」の好調に加えて、幾つかの新製品効果により 448 百万円（同 33.7%増）であった。
2. 保守サポートサービスは、509 百万円（前期比 15.5%増）であった。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 90%と経営目

標の 95%を下回った。これは金融系顧客におけるシステムの統廃合を受けた一時的な要因のためである。

3. コンサルティングサービスは、ライセンス販売先でのオペレーション教育やアドバイザーサービスへの需要に加え、システムの構築支援のコンサルティングサービスへの需要もあり、105百万円(同 52.3%増)であった。
4. SIO 常駐サービスは、新規常駐先の貢献により 67 百万円(前期比 88.7%増)であった。

【図表 2】 区分別売上高推移



(出所) エンカレッジ・テクノロジー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ エンカレッジ・テクノロジーの 15 年 3 月期業績予想

15/3 期業績について同社は、売上高 1,485 百万円(前期比 26.7%増)、営業利益 471 百万円(同 14.3%増)、経常利益 471 百万円(同 18.8%増)、当期純利益 292 百万円(同 14.6%増)を見込んでいる。増収率より営業増益率が見劣りするの、16/3 期以降の成長のための人員増により人件費を中心とする固定費負担が増加する見込みのためである。15/3 期末従業員数は前期末比 29 名増の 87 名を予定している。なお、新卒採用者数は、13 年春 8 名、14 年春は 9 名であった。

同社が 15/3 期の重点施策として掲げたのは、クラウドサービス事業の立ち上げと、主要代理店との協業強化である。

クラウドサービス事業については、15 年 1 月にクラウドシステムの概要をリリースする予定である。既にクラウド事業者によるシステム証跡管理及び監査ツールの構築等のシステム作りは始まっている。実際のサービス開始はクラウド事業者の都合もあり不透明であるものの 16/3 期から本格化する見込みである。

主要代理店との協業強化については、ライセンス販売における代理店経由の販売比率を現状の 35%程度から 50%にまで引き上げるべく各種施策を打ち出す意向である。

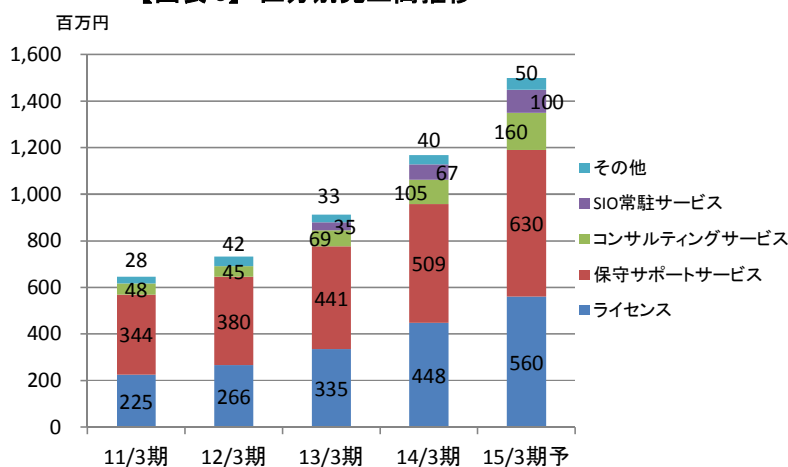
◆ 証券リサーチセンターの 15 年 3 月期予想

15/3 期予想について、証券リサーチセンター(以下、当センター)は、前回(14 年 3 月)予想を据え置き、売上高 1,500 百万円(前期比 28.0%増)、営業利益 500 百万円(同 21.4%増)、経常利益 500 百万円(同 25.9%増)、当期純利益 280 百万円(同 9.8%増)と予想する。区分別売上高予想は図表 3 の通りである。クラウドサービスの売上高貢献は見込んでいない。

区分別売上高予想の背景は以下の通りである。

1. ライセンスの売上高は、上場による知名度向上効果や中堅金融機関への販売を見込み、560 百万円(同 25.0%増)を予想する。
2. 保守サポートサービスは、契約更新率 90%以上を想定し 630 百万円(前期比 23.8%増)を予想する。
3. コンサルティングサービスは、160 百万円(同 52.4%増)を予想する。主力製品であるシステム証跡管理製品「ESS REC」以外の製品の売上高が伸長することを想定しているが、ESS REC に比べてライセンス販売先でのオペレーション教育やアドバイザーサービスがより必要となるため、売上高の高い伸びを予想する。
4. SIO 常駐サービスは、14/3 期の新規顧客の通年寄与と 15/3 期も新規顧客が見込めることから 100 百万円(前期比 49.3%増)を予想する。

【図表 3】 区分別売上高推移



(注) 予想は証券リサーチセンター予想

(出所) エンカレッジ・テクノロジー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期見通し

◆ エンカレッジ・テクノロジーの中期見通し

同社は、中期経営計画として業績に関する具体的な数値目標は公表していないが、以下の3項目を経営目標に掲げている。

- ・ライセンス売上高成長率：年率 25%
- ・保守サービス継続率：95%程度 (14/3 期 90%)
- ・売上高経常利益率：30%以上 (14/3 期 34%)

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)とクラウドサービスの売上構成比を50:50とする意向である。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、16/3 期以降の業績予想も据え置いた。毎年 20%~25%のライセンス収入の増加(フロー)を前提とした。累積ライセンス数が積み上がり、ストックビジネスである保守サービス(契約期間は推定8年~10年以上)やSIO常駐サービスの売上構成比が上昇し、安定的な利益成長に寄与していくものと考えられる。中堅及び中小顧客の開拓を目的とするクラウドサービスの開始による新サービスの提供、新商品の投入による中期的な売上高及び利益成長を想定した。

> 投資に際しての留意点

◆ 目標とする将来の配当性向は20%~25%

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。上場後初めて迎えた14/3期の1株当たり配当金は年間15.0円で配当性向は17.3%であった。

15/3期の配当について同社は、未定としている。当センターでは、同社が15/3期の配当性向について20%を目標としていることから年17.5円配を予想する。16/3期以降も増益基調が続くと予想されることから増配が続くと予想する。同社は将来的には、配当性向を25%までの引き上げることを視野に入れている。尚、同社では株主優待制度の採用は検討していない。

◆ 上場後に上位株主に変化

13年12月にマザーズ市場に上場したが、上場前と上場後では上位株主に変化があった。上場前の上位株主であったNTTファイナンス、日本システムウェア、日本ユニシス、個人株主の釜井克二氏(同社の元役員)が上場後には上位株主名簿から消えた。なお、14/3期末外国人持株比率は4.97%であった。

【図表 4】 上場前(左)と上場後(右)の上位株主

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 日本システムウェア、キャノン電子、日本ユニシス、オービック ビジネスコンサルタント、インテック	8.25



株主名	持株比率(%)
1 石井 進也 (社長)	27.68
2 丸山 良弘 (専務)	6.08
3 日本証券金融	3.91
4 日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	3.68
5 ソルクシーズ (4284東証JQS)	3.65
6 THE CHASE MANHATTAN BANK N. A. LONDON SECS LENDING OMNIBUS ACCOUNT	2.94
7 加藤 敏行 (同社従業員)	2.74
8 ジャフコ・スーパーV3共有投資事業有限責任組合 (VC)	2.11
9 イノベーション・エンジン三号投資事業有限責任組合	1.80
10 第10位の株主は、各々1.52%保有する企業が以下の3社存在する キャノン電子、オービックビジネスコンサルタント、インテック	4.56

(出所) 新株式発行並びに株式売出届出目論見書

(出所) 有価証券報告書

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

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

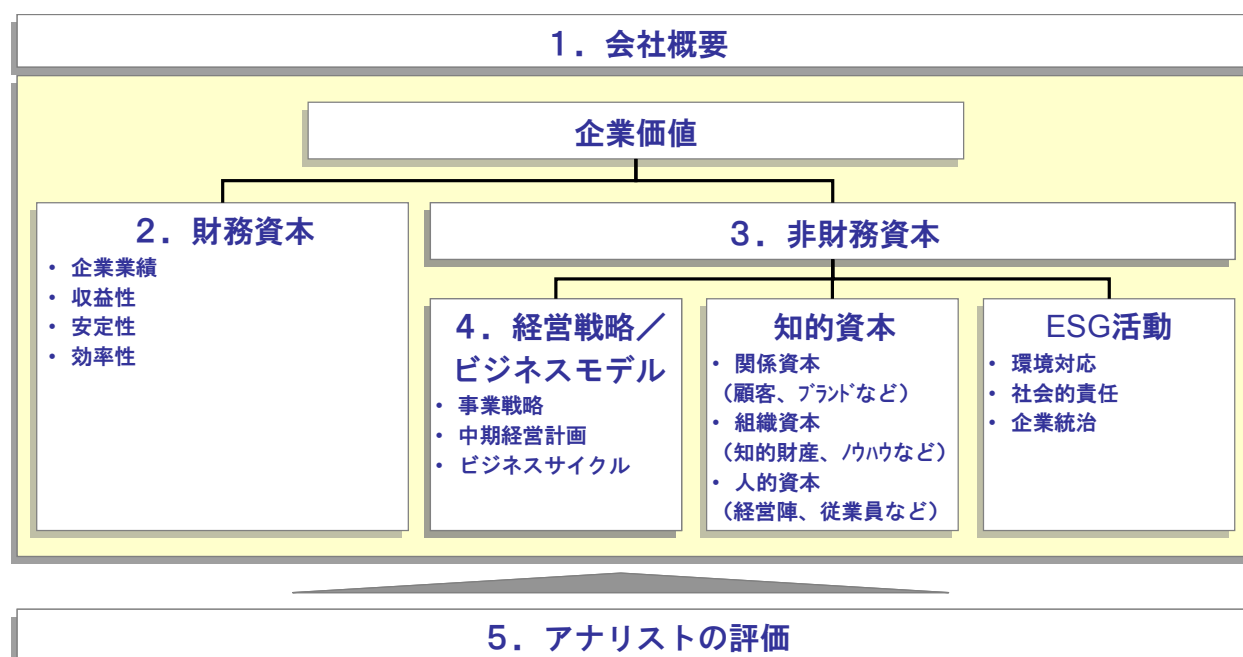
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。