

ホリスティック企業レポート (9928 ミロク情報サービス 東証一部)

フル・レポート
2012年11月13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20121108

要旨

> 要旨

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

1. 会社の概要

財務・会計ソフトを主力とするシステム開発のリーディングカンパニー。全国の会計事務所に対し、財務・会計、税務分野を核とする経営システムソフトの開発・販売やサポートを行う。一般企業向けに ERP(統合型基幹業務)システムの開発・販売・保守事業も行う。

2. 財務面の分析

サービス主体のストック型ビジネスへの転換、新規顧客の開拓、新製品ソフトの伸長等により、今後とも増収増益基調が続く見通し。同業他社と比べ若干小規模で安全性を示す指標は相対的に低いものの、収益性は見劣りしない。

3. 非財務面の分析

同社は、会計事務所の堅固な顧客基盤と自社の直販営業部隊を全国に持つ。顧客満足度を高めニーズを反映するために、顧客からフィードバックを受ける仕組み作りや、顧客と直接対面しソリューションを提供するコンサルティングセールス体制を構築している。

4. 経営戦略の分析

サービスを中心とするストック型ビジネスへ移行し、今後は会計事務所からの紹介による企業新規顧客の開拓や取扱商材の拡大にも取り組む意向。中期経営計画において、商品力・営業力・開発力の強化と人材育成・生産性向上を推進していく方針である。

5. アナリストの評価

顧客ニーズ、時代・IT の変化に応じ、過去 3 回ビジネスモデルを転換し、事業を発展してきた同社の適応力は評価に値する。会計事務所からの顧客紹介及び直販体制の強化により新規顧客の獲得に成功し、再び成長局面に入りつつある。

【主要指標】

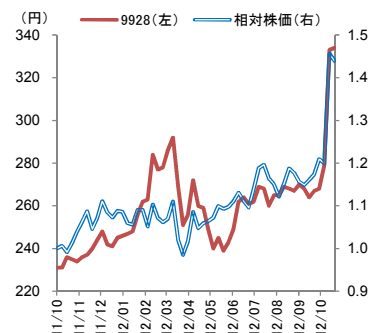
	2012/11/2
株価 (円)	334
発行済株式数 (株)	34,806,286
時価総額 (百万円)	11,625

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	9.7	9.1	8.8
PBR (倍)	1.2	1.1	1.0
配当利回り (%)	3.6%	3.6%	3.6%

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	29.5	27.6	44.9
対TOPIX (%)	28.7	26.6	49.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2011/10/10

【9928 ミロク情報サービス 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)
2011/3	18,750	-0.5	1,506	28.9	1,488	31.1	705	26.3	23.0	258.2	12.00
2012/3	19,595	4.5	2,023	34.3	2,000	34.4	1,058	50.1	34.5	280.5	12.00
2013/3 CE	20,230	3.2	2,070	2.3	2,050	2.5	1,100	3.9	35.9	NA	12.00
2013/3 E	20,350	3.9	2,120	4.8	2,100	5.0	1,125	6.3	36.7	303.9	12.00
2014/3 E	20,600	1.2	2,190	3.3	2,170	3.3	1,160	3.1	37.8	328.1	12.00
2015/3 E	21,000	1.9	2,260	3.2	2,240	3.2	1,200	3.4	39.1	353.7	12.00

(注) CE:会社予想、E:担当アナリスト予想

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
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

業歴 35 年を有する財務・経営システムのリーディングカンパニー、会計事務所市場から中規模企業市場に事業を拡大

◆ 財務・会計ソフトを主とする経営システムを開発し提供

ミロク情報サービス(以下同社)は自社開発した業務用アプリケーションソフト(財務・会計、税務分野を中心)を全国の会計事務所に対して販売し、企業向けにはERP(統合型基幹業務)システムの開発・販売を行っている。またネットワーク構築、導入支援などシステム導入に伴うサービス、運用・保守などのサポートサービス、経営情報などを提供している。企業の顧客は会計事務所からの紹介が中心であり、中規模企業が多い。

【図表 1】顧客の課題を解決するトータルソリューションカ



出所)同社ホームページ

> ビジネスモデル

会計事務所市場ではシェア推定 25%

◆ 時代に対応しビジネスモデルを変換

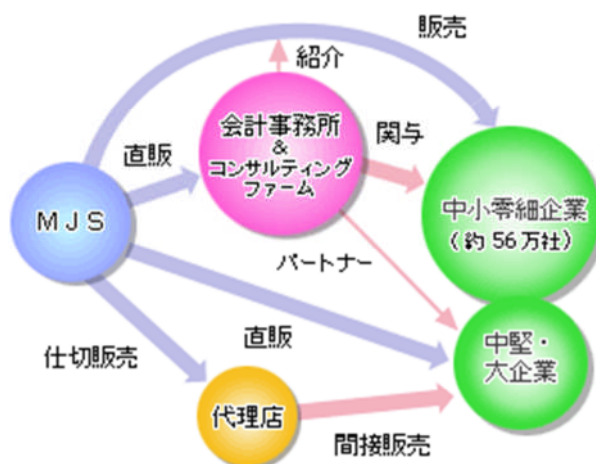
財務・会計システムを開発し販売する企業では大手、業歴 35 年のリーディングカンパニー的な存在。計算センタービジネスから出発し、オフコン(専用機)、オープン化によるパッケージソフトウェア販売、インターネットを活用したサービスプロバイダーへと、時代のニーズ、IT化の進展とともに、過去 3 回ビジネスモデルを変え成長してきた。現在は、サービス型のビジネスモデルに転換が進みつつある

◆ 会計事務所から企業向けに顧客層を拡大

設立当初は、税理士・公認会計士事務所(以下、会計事務所)を主要顧客としてきたが、近年は会計事務所の顧問先企業を中心に、中堅・中小企業まで顧客層を拡大してきている。現在、顧客数は会計事務所約 8,400 事務所、中規模企業を中心とする企業ユーザーは約 17,000 社に及んでいる。同社が強みを持つ会計事務所市場では、約 25%のシェアと推定される。

なお、現在の同社の会計事務所ユーザー数から類推すると、約 50 万件の中規模事業者の会計処理を同社のシステムで行っていることになる。

【図表 2】 会計事務所と企業マーケットが同社の2大市場



出所) 同社ホームページ

◆事業セグメント

同社の事業セグメントは 2 つに大別され、構成比率はシステム導入契約売上高 66%、サービス収入 34%となっている。

◆システム導入契約売上高

システム導入時のハードウェア (コンピュータなど)、ソフトウェア、ユーズウェア (ソフトのインストールなどの導入支援サービス) が含まれ、一時的な売上を指す。

ソフトウェア製品は、会計事務所向け ERP システム「ACELINK NX-Pro」(「会計大将」)、同顧問先企業向け「ACELINK NX-CE」、一般企業向け ERP システム「MJSLINK II」(「財務大将」) が同売上高の大半を占める。一般企業向けには、対象顧客の規模別に応じた製品及びソリューションのラインナップがある

注力しているサービス収入のほとんどは、年間契約のストック型のビジネス

◆サービス収入

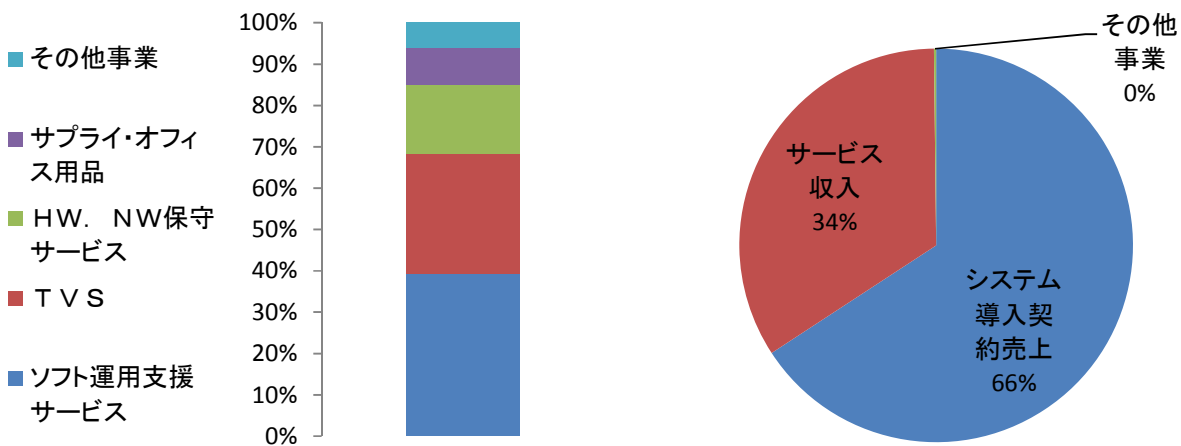
同社が近年注力しているサービス収入のほとんどは、年間契約となっておりストック型のビジネスである。また、サービス収入はシステム導入契約と比較すると継続性及び利益率が高いため、利益寄与が安定的に大きくなっている (セグメント利益は非公表)。

TVS (会計事務所トータル・バリューサービス) は、会計事務所向け

総合保守サービスで、月額固定基本金額に ID 数に比例した課金を加えた料金体系である。24 時間 365 日電話サポート、プログラム更新サービス、情報提供サービスなどがパッケージ化されている。
 ソフト運用支援サービスは、中規模企業向け総合保守サービスで TVS の一般企業版である（料金体系は異なる）。システム導入契約後の保守契約（ほぼ契約率 100%）であり、ストックビジネスとして同セグメントに継続的に売上計上される

【図表 3】 売上高構成比 (12.3 期)

<サービス収入内訳>



(出所) 決算説明資料より当センター作成

◆充実したサポート体制が強み

全国主要都市に 30 拠点のネットワークを構築し地域に密着したサポート活動を行っている。ユーザーをサポートする CS (カスタマサポート) 要員を全国に配置。また、カスタマーサービスセンターを設置して全国ユーザーからの専門的な問い合わせに一括対応し、システム知識、業務知識のある同社社員が直接対応するきめ細かいサポートを提供している。

これら顧客をサポートする要員は全国で約 300 名 (同社グループ社員の約 28%) いる。営業スタッフより多くのサポート要員を配置し、顧客満足度の上昇を図っている。

全国 30 拠点で地域に密着したサポート活動は、顧客満足度上昇へ

最終顧客への直接コンサルティングセールスが、同社の強み

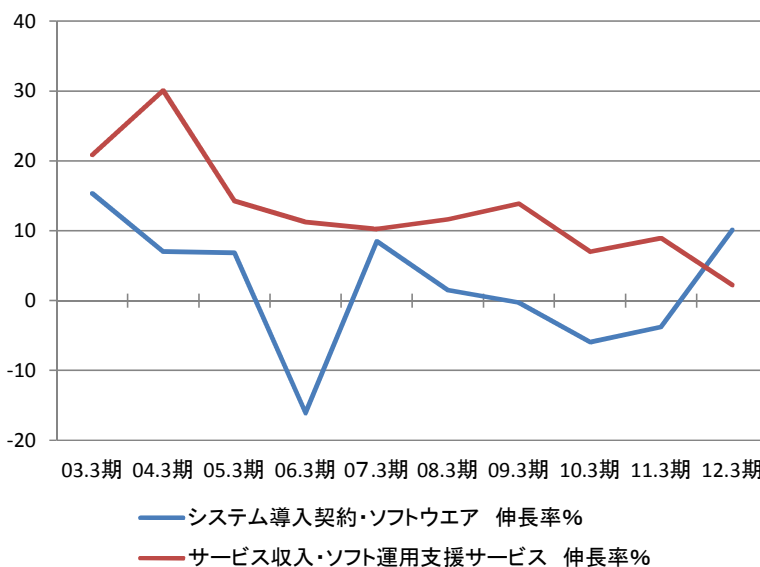
◆販売チャンネル

会計事務所及び同事務所の顧問先企業（事務所の紹介後）に、同社が直接コンサルティングセールスするというビジネスモデルが強みとなっている。また、小規模企業や個人事業者向けには、会計事務所経由で低価格な会計ソフトを提供している。なお、同社独自の市場開拓やパートナー企業（販売代理店）経由による企業への販売も行っている

◆KPI

ソフトウェア売上は会計・税務・販売・給与・人事管理システムを中心とする業務用アプリケーションの開発・販売。ソフトウェア販売後、契約が続く限り保守メンテが必要になり、サービス収入として売上計上につながる。この意味で、特に新規顧客へのソフトウェア販売を含むシステム導入契約売上の伸率が、将来のサービス収入増加に結び付く先行指標的な存在と思われる、一つの業績経営指標（KPI）として注目すべき指標と思われる。

【図表 4】 ソフトウェアと運用支援サービスの売上高推移



(出所) 決算説明資料より当センター作成

> 市場構造とポジション

◆競合先はほぼ大手市場会社

事業経営には特段の法的規制・免許はいらないものの、高度な会計・税務知識、ソフト・サービスの実績・信頼性・サポート体制などが不可欠であるため、実質的には参入障壁は高い。全国に少数の同業者が存在し、市場は寡占化している。同社のメインターゲットである会計事務所市場では、TKC（東証一部、9746、会計事務所会

員数1万社)、日本デジタル研究所(東証一部、6935)、中堅・中小企業向けERP市場では、ピー・シー・エー(東証二部、9629)、オービックビジネスコンサルタント(東証一部、4733)、オービック(東証一部、4684)、大塚商会(東証一部、4768)などと競合する。今後、会計事務所所長の高齢化に伴う合従連衡により、当業界の勢力がどのように変化するか注視していく必要がある。

会計事務所市場は成熟化しつつある一方、国内ERP(統合業務)パッケージライセンス市場は、今後、年率5~7%の安定成長が予想されている。

同社は、会計事務所向けの財務会計・税務分野では推定シェア25%、企業向けERPシステムの中規模市場(年商5~50億円規模の企業)でのマーケット推定シェア22%とNo.1のポジションにある(出所:株式会社ミック経済研究所「グローバル対応進む基幹業務パッケージソフトの市場展望2011年度版」)。また、中小企業向け(年商50億円未満)財務会計ソリューションライセンス売上高は、3年連続NO.1(矢野経済研究所調べ)となっている。

近年、新規企業顧客の獲得に営業リソースを集中投下

同社では従来、ユーザーへの買い替え販売が営業基盤となっていたが、近年、新規企業顧客の獲得に営業リソースを集中投下している。システム導入契約売上高では、約20%が新規顧客で占めるなど実績が出てきており、徐々に市場シェアが上昇する可能性がある。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

1977年に株式会社ミロク情報サービスを設立し、会計事務所を対象とした計算センタービジネスを開始した。1980年にはオフィスコンピュータの低価格化と普及に伴い、財務専用オフィスコンピュータの販売体制へ業態を変更。全国の計算センターを廃止した。その後、顧客ニーズと時代の変化に応じてパッケージソフトの提供、さらにはネットワークを活用したサービスプロバイダーへとビジネスモデルを転換し、今日では財務・会計を中心とする経営システム・経営情報サービスの提供を行っている。1992年には店頭登録し、1997年には東京証券取引所市場第二部に上場。今年10月31日より第一部銘柄に指定された。

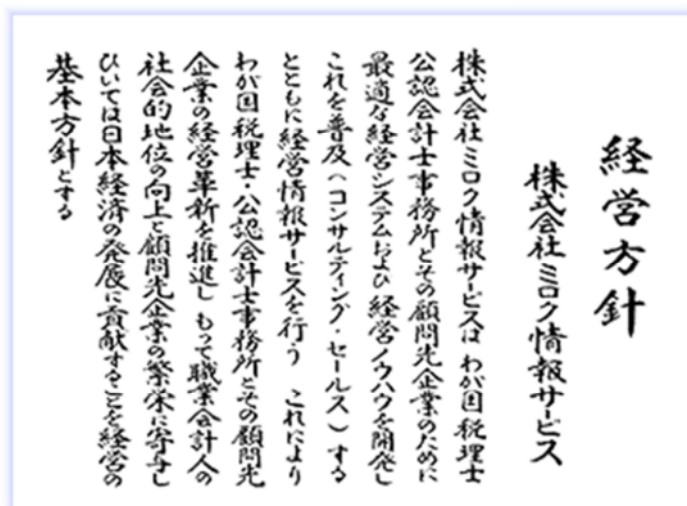
日本における同市場では、トップクラスのポジションにある。また、今後高成長が見込まれる、クラウド・コンピューティング・サービスに経営資源を投下し、ストック型の継続課金モデルに移行すべく着々と準備を進めている。

◆ 経営理念

同社は、企業理念として、「豊かな生活の実現」「文化活動への参加」「社会的人格の錬成」の3つを掲げている。

設立以来、経営方針に即した企業活動を行ってきており、今後もこの経営方針に従い、オープン化、グローバル化、ネットワーク化という時代の流れのなかで、人・もの・金・情報という経営資源にまつわるサービスを提供していく方針である。

【図表 5】 経営方針



(出所)会社資料

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

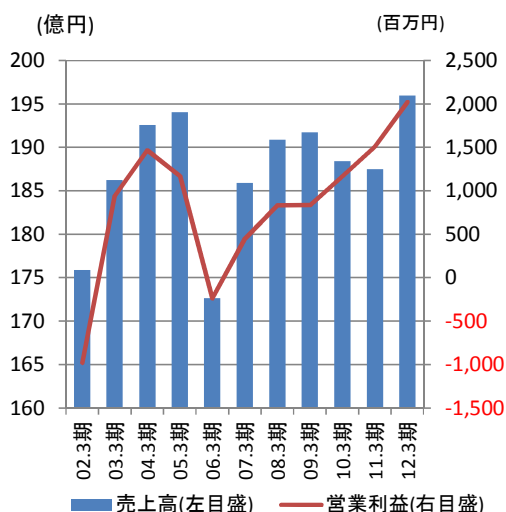
サービス収入の拡大が、業績の改善に直結してきた

◆ 業務の抜本的な改革で黒字化が定着

02年3月期及び06年3月期の2回、営業赤字を計上した。機器の低価格化、コスト増など複合的な要因があったが、新規製品のローンチの遅れなどによる減収が原因であった。その後、開発・販売体制、製品の見直し、保守・サービスの有償化に順次切り替え、今日では黒字体質が定着している(図表6)。

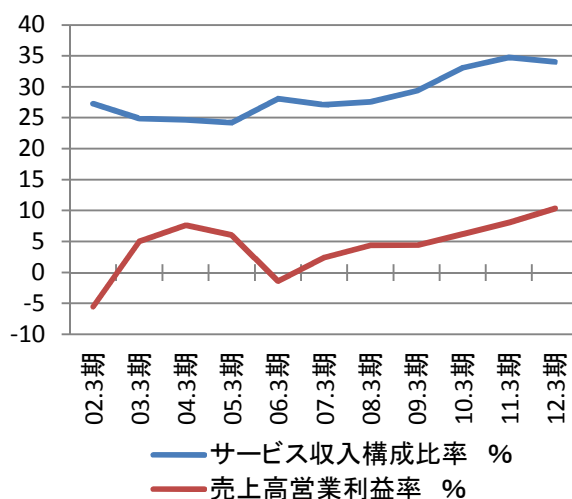
過去10年間の売上セグメントと連結営業利益の推移を見ると(図表7)、サービス収入(ストック収益型のトータル・バリューサービスとソフト運用支援サービス)の拡大が、業績の改善に直結してきたことがわかる。同事業の粗利益率は高く、セールスマックスが改善してきたことが、同社の成長に大きく寄与している。

【図表6】業績推移



(注)連結
(出所)会社公表資料より作成

【図表7】サービス収入と利益率推移



(出所)会社資料より当センター作成

◆ 2012年3月期は、過去最高益を更新

12年3月期は、売上高19,595百万円(前期比4.5%増)、営業利益2,023百万円(同34.3%増)、経常利益2,000百万円(同34.4%増)、当期純利益1,058百万円(同50.1%増)となった。期初見通しと比較し売上高では295百万円、経常利益は400百万円の上方修正となり、営業利益で15期ぶり、当期純利益では7期振りに過去最高益を更新した。会計事務所向けに投入した新製品「ACELINK NX-Pro」が通年寄与したことに加え、新規顧客の開拓が奏功し増収となった。一方で、コス

トコントロールを行ったことが、大幅増益につながった。システム導入契約売上高の受注残高は、前年度末の2.4ヶ月から3.4ヶ月へと増加し、経営の安定感が増している。

> 同業他社比較

◆ 収益性は他社と比較し遜色はない

会計財務ソフト及び中堅・中小企業向けERP事業を営んでいる競合企業と比較すると、収益性はオービックビジネスコンサルタントには及ばないものの同業他社に見劣りしない。同社を含めた同業他社の過去3年間の売上高伸び率は低いが、同社の経営改革の成果が業績に反映し収益成長性(経常利益の伸長率)は高い。安全性については他社に若干見劣りするが問題のない水準であり、今後の業容の拡大とともに改善していくものと予想される。

【図表8】同業他社比較

項目	銘柄	同社	TKC	ピー・シー・エー	オービックビジネス コンサルタント
	証券コード	9928	9746	9629	4733
	決算期	12.3期	12.9期	12.3期	12.3期
規模	売上高(億円)	196	534	68	171
	経常利益(億円)	20	64	5	90
	総資産(億円)	154	696	144	772
収益性	自己資本利益率(%)	12.8	6.0	0.7	7.5
	総資産経常利益率(%)	13.1	9.4	3.5	11.7
	売上高経常利益率(%)	10.2	12.0	7.4	52.4
成長性	売上高(3年平成長率、%)	0.7	0.1	0.3	1.7
	経常利益(同上)	36.5	-1.7	-24.9	19.2
	純資産(同上)	1.4	3.6	1.0	5.4
安全性	自己資本比率(%)	55.8	75.6	76.3	89.5
	流動比率(%)	147.6	283.3	331.6	596.9
	インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	36.4	2117.3	NA	NA

(出所)有価証券報告書より当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 2013年3月期通期決算も、連続最高益更新を見込む

今13年3月期の会社予想は、売上高20,230百万円(前期比3.2%増)、営業利益2,070百万円(同2.3%)、経常利益2,050百万円(同2.5%増)、当期利益1,100百万円(同3.9%増)。前期比増収幅634百万円の内訳はソフトウェア287百万円、サービス収入255百万円。

ソフトウェア増収要因は、中堅・中小企業向けのERPシステムが年間を通じてフル寄与することなどである。加えて、前12年3月期にシステムを新規導入した顧客のメンテナンスが売上にもオンするなどサービス収入が増加する計画である。

一方、コスト面では、クラウド・サービス等の開発費用が膨らみ前期比286百万円の増加、また、販売管理費は、新規顧客開拓のための広告・販売促進費用、教育研修や新規採用に伴う人件費の増加などで同301百万円の増加を想定している。

今期第1四半期は、前年同期と同様な進捗

◆ 当センター予想はほぼ会社予想並み

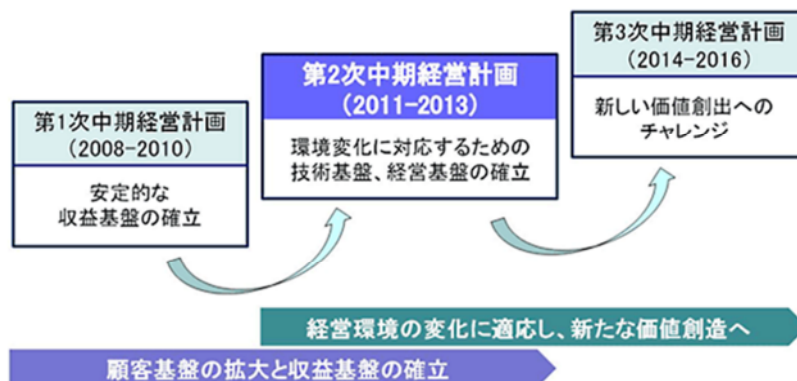
今期第1四半期(4~6月期)は、売上高50億円(前年比6.1%増)、営業利益472百万円(同21.9%増)と、第2四半期累計予想に対する進捗率はともに50.2%で前年同期と同様な進捗となっている。通常の季節性を考慮すると第1四半期は業績への寄与が低い傾向にあり、順調なスタートであったと言える。

売上高の内訳をみると、システム導入契約売上高(同6.8%増)とサービス収入(同4.0%増)がいずれも堅調に増加している。会計事務所向けのERP製品「ACELINK NX-Pro」(昨年4月発売)が販売好調であるなど、依然としてビジネスのモメンタムが堅調であることから、会社の売上高、コスト・利益計画などの通期予算値はやや保守的な印象があり、若干の増額余地があると判断している。

◆ 中期業績は増収増益の見通し

同社は第2次・第3次中期経営計画を策定している。この中で2013年度(14年3月期)に売上高経常利益率10.5%と過去最高の経常利益を経営目標とし、さらに2016年度(17年3月期)には売上高経常利益率を15%までに引き上げたいとしている

【図表9】 サービス収入と利益率推移



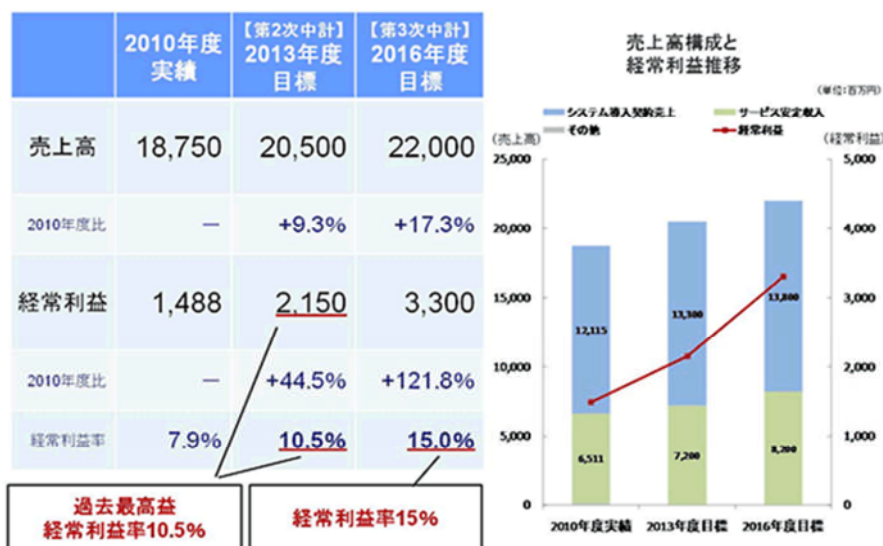
(出所)会社資料

進行中の第2次中期経営計画は、目標達成へ

第2次計画は12年3月期にて初年度を終了したが、当該期決算は期初計画から上振れて順調な立ち上がりとなった。同計画の最終年度の目標値を達成する確度が高まってきたと考えられる。

当センターでは、2016年の売上高経常利益率15%はハードルが高いものの、新規顧客の開拓が順調であること、今後の会計・税制改革によるビジネスチャンス、将来のクラウドなどを含めたサービス収入の増加が見込まれること、一方でコストコントロールを適切に行うことを前提に、中期的に年率3~5%の利益成長が可能であると判断している。

【図表10】 中期経営計画数値目標



(出所)会社資料

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 人材拡充と育成に注力

自社開発ソフトによる商品・サービスが中心であり、特許権の保有・保護に近年注力している。また、会計・税制等の諸変更、顧客ニーズ、技術進歩に対応したシステム開発及びサービスの更新は迅速であり、顧客から高いロイヤリティとリピートオーダーを得ている。

【図表 11】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・顧客との長期的な関係構築による成長を目指しており、ストック型ビジネスへの展開で長期契約を重視 ・会計事務所の紹介で中堅から中小企業へ顧客層を拡大。	・契約継続率 ・顧客数	・90%程度 ・8,400 会計事務所、17,000 社
	ブランド	・財務会計、税務では大手であり、社名及び主力製品の認知度、ブランド力は強い	・業界シェア (推定)	・会計事務所市場 25% ・中規模企業市場 22%
	事業パートナー	・全国のユーザーである会計事務所とパートナー関係を構築。取引先とは長期の関係を継続。SIer とのパートナービジネスも展開。	・パートナー継続年数	・数値化されていない
組織資本	プロセス	・基本的な業務サイクルは以下の通り。 ①会計事務所ユーザーから顧問先企業の紹介を受ける。 ②紹介先を担当営業が直接訪問。 ③紹介先の経営課題を把握し、システムをコンサルティングセールス。 ④万全なサポート体制で顧客満足度を向上させ、長期的な関係構築の中で追加サービスを提供。	・事業数数	・30
	知的財産・ノウハウ	・業績目標は中期3年計画と年次・月次の予実管理で管理。社内研修を階層別実施し、更にOJTでノウハウ伝授。プレゼン練習会などの社内イベントもコミュニケーション活性化の一環。	・	・
人的資本	経営陣	・会長は創業メンバー、グループ会社経営と社外活動担当 ・社長は業務執行を行い、サービス・保守業務へ舵を切ってきた。業界では若手の革新的な経営者。	・任期年数 ・株式保有比率	・任期年数1年 ・会長 36.5%、 社長 1.2%
	企業文化・従業員	・従家族的な経営を行い、人を大切にする文化である。過去に社員リストラはない。社内旅行等の定期的なイベントを開催 ・幹部候補生育成制度を継続し将来を担う人材の育成を行うとともに、キャリア開発支援制度を新設（職種別インセンティブプラン、資格取得支援制度などを含む）	・勤続年数	・平均勤続年数 07年3月期9.8年⇒12年3月期11.8年

> ESG活動の分析

文化財の保護やスポーツ振興など、さまざまな社会貢献活動に積極的な取り組み

◆ 環境対応 (Environment)

特に環境宣言等を行っていないが、ペーパーレス化や空調の設定、エコドライブの促進、エコキャップの推進などを全社で行うなど、CO₂や消費電力の削減などの環境対策にも積極的に取り組んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

社名は「弥勒菩薩」に由来。弥勒(みろく)の名に恥じないよう、人間愛と相互互惠を基として、未来に向かって弥勒の世(豊かで平和な高度情報化社会)をつくりあげるべく邁進する方針である。

前述した企業理念に基づき、文化財の保護やスポーツ振興などさまざまな社会貢献活動に積極的に取り組んでいる。スポーツ活動支援では、Jリーグ「東京ヴェルディ」、女子チーム「日テレ・ベレーザ」および「東京ヴェルディユース」とのメインパートナーシップ、「日本サッカー名蹴会」への協賛など。文化活動支援では、「東京国立博物館」への賛助、社会貢献活動としては「子供地球基金」の活動をサポート。

◆ 企業統治 (Governance)

経営システム及び経営ノウハウのサービス提供を主たる業務としている同社にとって、経営体制及び内部統制システムを整備・構築し、必要な施策を実施することはコーポレート・ガバナンスへの取り組みの基本であり、経営の最重要課題の一つであると位置づけている。経営の透明性、健全性を確保するべく、経営幹部職のスキル向上や内部統制システムの整備・運用強化に注力。取締役の経営責任の明確化、機動的な経営体制構築のため、取締役の任期は1年としている。

取締役は7名であり、内2名が社外取締役(元東京証券取引所常務でコンプライアンス・内部統制に関する経験者1名を含む)である。監査役は3名、内2名は社外監査役(独立役員)であり、元東京高検検事長や元金融庁長官などが名を連ねる。代表取締役社長は同会長の長男であり、また同社の大株主上位には同社役員及びファミリー企業が名を連ねる。ファミリーの議決権保有比率は4割近くに達するが、これらの取り組みにより同社のガバナンスは健全性を維持できると考えられる。

【図表 12】 大株主の状況

大株主上位(%)	
株式会社エヌケーホールディングス	33.5
是枝伸彦	3.0
株式会社エヌ・ティ・ティビー・シー コミュニケーションズ	3.0
ミロク情報サービス社員持株会	2.0
文化シャッター株式会社	1.7
2012年3月末上位株主合計比率	48.8

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 第2次中期経営計画の2年目

今年度は、第2次中期経営計画の2年目に相当し、この計画を推進するために以下の5つを課題とし、戦略的に施策を遂行中である。商品力・営業力・開発力の強化と人材育成・生産性向上が重要な課題となっている。

(1) 商品ラインアップの強化とサービス品質の向上

中小企業のIT化による経営イノベーションを支援するために、主力製品の強化及びアライアンス商品群を拡充すること。同時に既存商品の統廃合による商品ラインアップの選択と集中を図ること。

シンクタンク(税経システム研究所)の活用も図りながら、顧客満足度のさらなる向上と安定収入の拡大に寄与するサービスのあり方を見極め、競争力のある高品質なサービスを創出すること。

(2) 開発体制の抜本改革による画期的な新商品の市場投入

エンタープライズ・アーキテクチャを用いて、顧客における経営の最適化を実現すべく、商品の差別化(競争力の強化)を図ること。

(3) 新規顧客拡大に向けた販売体制の改革と人材力の強化

販売戦力強化のためのエリア・マーケティングを行い、営業力を集中投下すべきエリアの絞り込みと優先順位を判断すること。

コンサルティング力・ソリューション営業力を高めるために、優秀な人材の確保と提案力向上のための人材育成を強化すること。

(4) 新規事業創出のための基盤作り

既存のネット事業を推進・拡大させること。

新規事業を展開するための組織基盤を強化し、新たなビジネスモデル創出すること。

クラウド・コンピューティングやマルチデバイス対応など、新たな技術への研究・開発を強化すること。

(5) 生産性向上による収益力の強化とCSR活動の充実

優秀な人材、グローバルな視野を持てる人材を育てるための育成プログラムを整備すること。

IT戦略による全社的な業務プロセスを改善すること。

> 今後の戦略

◆ 第3次中期経営計画

同第3次計画(2014年度~2016年度)において「新しい価値創出へのチャレンジ」をテーマとし、飛躍的な成長を実現し、さらなる企業

価値の増大を目指している。全国の会計事務所と中堅・中小企業の経営改善を支援するために、顧客の視点に立った同社グループ独自の新しい価値創造に向けてチャレンジする方針である。第3次計画では、第2次計画と比較し利益水準及びその成長率が高く設定されている。「新しい価値創造」については、既存事業の進化に加えて、クラウドなど新規事業の拡充、画期的な新商品・サービスがポイントとなる。

I F R S (国際会計基準)などの会計制度の改正や、消費税率の引上げなどの税法改正が、同社にはシステムの更新や新規導入などビジネスチャンスの拡大となることも期待される。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

- ◆ 盤石な顧客基盤と高度の技術・ノウハウ・信頼性が強み
SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。

【図表 13】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・長年にわたる高度な技術とノウハウ、コンサルティング能力 ・高い参入障壁 ・実績に基づく信用・信頼及び高い知名度 ・強いネットワーク (会計事務所及び、自社の直販営業・カスタマサービス網)
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・従業員数・売上規模など相対的にやや小規模 ・他社製品含め、商品の差別化が一目でわかりにくい
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・税制改正 (消費税値上げ、新国際会計基準の導入) ・企業ユーザーの開拓余地 ・クラウド事業
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・訴訟リスク ・企業・個人情報の流出 ・地震など天災による機会損失 ・会計事務所経営者の世代交代に伴うマーケットの変化及び市場の成熟化

> 経営戦略の評価

- ◆ サービス及びストック型ビジネスへ転換する戦略を評価
顧客ニーズ及び、時代・IT 技術の変化に応じ過去 3 回ビジネスモデルを大きく転換し、事業を発展してきた適応力は評価に値する。また、新しいものにチャレンジする革新性がある企業である。

売り切り型のソフト・ハード販売から、安定的な収益が見込めるサービス継続課金型へ業態転換し、その方向性は時代に適合しているものと思われる。今後、高成長が見込めるクラウドサービスにシフトする方針であるが、そのスピードが同社の業績伸長率を左右する可能性があり、注目していく必要がある。

従来ハードウェア・ネットワークの保守は、同社 CS が顧客を訪問して調査した上で他社にアウトソースしていたが、最近これを自社で行いワンストップサービス化することによって、顧客の利便性を高め収益を取り込む施策を遂行しており、これも有効な戦略であると思われる。また、顧客満足度を高め顧客ニーズを反映したビジネスを継続させるために、顧客が組織する団体 (ミロク会計人会連合会) からフィードバックを受ける仕組みや、顧客と直接対面しソリューションを提供する堅固な直販体制を構築している。

同社のシンクタンクなども活用し多彩な情報サービスにより顧客を囲い込んで、ロイヤリティを高めるべく腐心している。また、会計事務所との紹介による企業顧客の新規開拓が軌道に乗りつつあるなど、同社グループの強みを活かす施策が奏功しており、戦略の妥当性が確認できる局面に入ってきた。

今後は、第2次中期経営計画の基本方針に沿って、ストック型ビジネスへの移行、人材育成に注力し、営業地域や取扱商材の拡張に取り組む意向であるが、個々の施策の進捗状況を注視していきたい。

> 利益還元策

◆ 安定した利益還元が基本方針

同社配当性向の公約はなく、安定した利益還元を基本方針としている。近年は、利益水準に関わらず、年間1株当たり12円配当を実施している。今期も12円配当が予定されており、会社前提の今期EPSをベースにすると、配当性向は約34%、現在の株価をベースにすると配当利回りは約4.5%となる。既に市場平均と比較し配当性向は高いことから、業績の大幅な伸長がない限り、増配は見込みにくい。株主優待などの別な株主還元策が望まれる。なお、自社株式は11.9%保有している。

> バリュエーション比較

◆ 低PER、高い配当利回り

同社の株価バリュエーションについて、市場平均及び、財務・会計システムを提供する同業他社に加えERP(統合業務)を扱うシステム企業と比較を行った。

【図表 14】 株価の同業他社比較

	9928 東証一部	9746 東証一部	9629 東証二部	4733 東証一部
	同社	TKC	ピー・シー・エー	OBC
株価(2012/11/2、円)	334	1,555	970	4,280
PER(今期予想、倍)	9.1	11.2	228	14.2
PBR(直近実績、倍)	1.1	0.8	0.6	0.7
配当利回り(予想、%)	3.6	2.6	3.2	2.3
時価総額(百万円)	8,251	41,567	7,469	86,353

(注) 同社のみアナリスト予想、他社は会社予想

(出所) 当センターにて作成

同社の PER が当センターの今期予想ベースで 7.3 倍、来期予想ベースで 7.1 倍、PBR0.9 倍、配当利回り 4.5%は市場全体と比較してバリュエーション上は割安感がある（東証一部平均 PER 約14 倍、同配当利回り 2.3%、同 PBR 0.91 倍、同業他社の今期予想 PER14 倍前後）。

これは、成長力が十分に織り込まれていないことや、時価総額及び流動性が低いことによるディスカウントが要因であると考えられる。同業他社との比較においては企業間に差異があり単純比較はできないものの、PER 及び配当利回りでは、同社株は同様に低位に放置されている。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な株価の想定レンジは、390 円～470 円

同社は、メインの会計事務所市場が成熟化しつつありこれまでソフトウェア・ハードウェアの販売・更新にとどまり、売上は横ばいトレンドであったことなどから、高いバリュエーションが付与されてこなかったと推測される。

従来と比較し今後は、ビジネスが安定化し増収増益の成長軌道に乗ると予想される。同社の成長が業績面で確認できれば、EPS の上昇に加え株価バリュエーションの修正が行われ、株価の上値余地があると考えられる。

前述の通り、バリュエーションは市場平均、同行他社と比較しても低い。同社の妥当 PER を 10 倍から 12 倍をレンジとして想定した。当センターの 2015 年 3 月期の予想収益に基づき算定した同社の 2～3 年後の想定株価は 390～470 円となる。

内需小型株・デフェンシブの特徴があると思われ、また、会計・税制改正等により恩恵を受けやすいことから、これらの動向及び株価に間接的に影響を与えると思われる景気・中小企業業績などの動向には注目していきたい

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

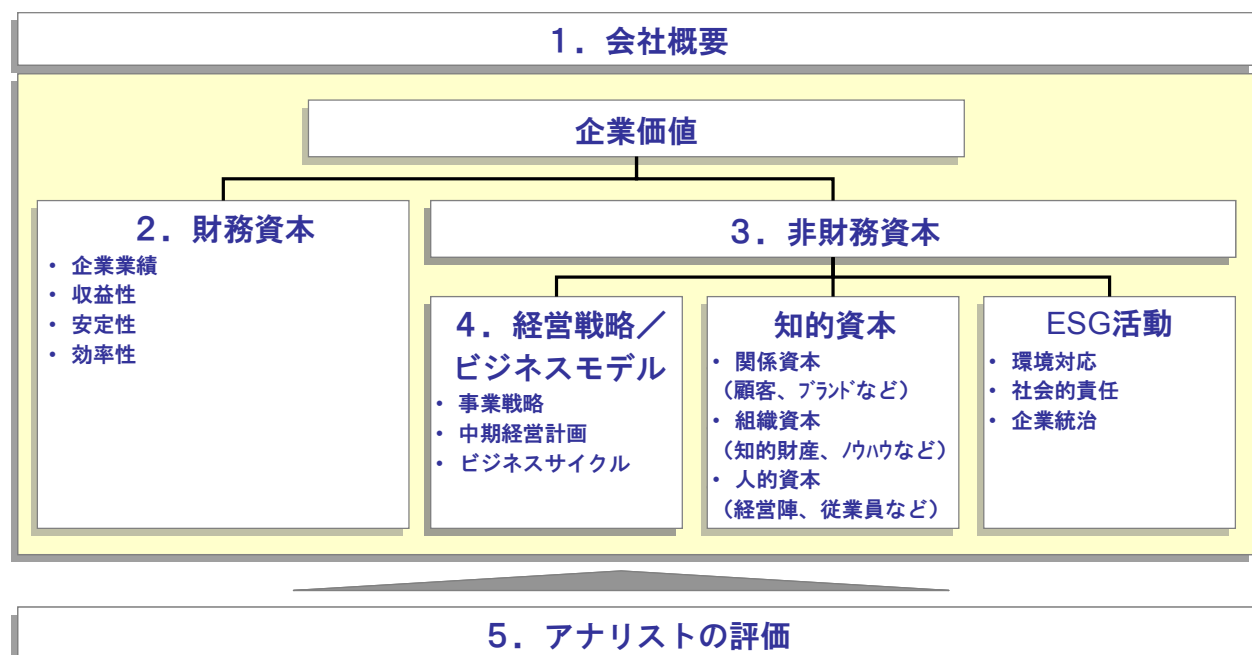
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。