ホリスティック企業レポート
Ubicom ホールディングス 3937
東証マザーズ

フル・レポート
2017年10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 20171017

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

20 年以上に亘るフィリピンでのオフショア開発実績が強み
今後の成長が期待できる次世代ソリューションの収益貢献を見極めたい

アナリスト：難波 剛
+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

・Ubicom ホールディングス（以下、同社）は、フィリピンを中心としたオフショア開発拠点で、ソフトウェアの設計・開発・検査までを行うソフトウェア開発企業である。

2. 財務面の分析

・14/3 期に経常赤字を計上したものの、その後主力取引先からの安定的な受注により順調な業績が続いた 17/3 期までの 3 年間の平均増収率は、7.7%と堅調に推移した。また、受注案件の採算性重視の姿勢、近年のフィリピンペソに対する円高進行により、経常利益率が大きく改善した。

・他社比較では、同社の過去 3 年平均増収率は類似会社をやや下回っている。3 年前に経常赤字となった同社の経常利益率は、17/3 期には他社と比較して遜色ない水準まで改善しているため、過去 3 年の利益成長率は高い。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、フィリピンでの安定した人材育成、オフショア開発体制の確立にあるといえる。また、トップタレントプロジェクトマネージャーと呼ばれる約 30 名のフィリピン人マネージャーが、フィリピンでスムーズに開発できるよう橋渡しの役割をしており、安定した開発体制を確立できている。

4. 経営戦略の分析

・同社は、今後ますます国内における IT エンジニアの不足に対応するため、フィリピンの開発要員の強化を行っている。また、収益性向上に向け、次世代ソリューションへの傾注を進めている。

5. アナリストの評価

・国内 IT エンジニアは慢性的に不足しており、労働人口減少も重なり、今後も一層不足感が強まると予想される。同社の安定したオフショア開発へのニーズは今後も高まると予想され、成長が期待される。

【主要指標】

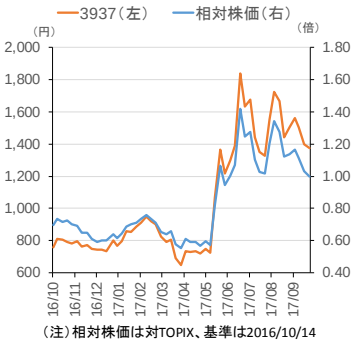
	2017/10/13
株価（円）	1,377
発行済株式数（株）	11,145,760
時価総額（百万円）	15,348

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	137.7	69.9	55.7
PBR（倍）	13.8	11.6	9.6
配当利回り（%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12カ月
リターン （%）	-8.5	-0.2	63.2
対TOPIX （%）	-10.3	-5.5	33.1

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2016/10/14

【 3937 Ubicomホールディングス 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)
2016/3		2,926	13.0	193	37.0	232	81.3	-4	-	-0.4	65.4	0.0
2017/3		2,992	2.2	237	22.5	289	24.2	112	-	10.0	99.5	0.0
2018/3	CE	3,527	17.9	356	50.1	351	21.4	214	90.3	19.2	–	0.0
2018/3	E	3,573	19.4	366	54.4	361	25.0	220	95.9	19.7	119.2	0.0
2019/3	E	3,942	10.3	457	24.8	452	25.1	275	25.1	24.7	143.9	0.0
2020/3	E	4,269	8.3	540	18.2	535	18.4	326	18.4	29.2	173.2	0.0

(注) E：証券リサーチセンター予想、CE：会社予想、17年9月末を基準に1株を2株とする株式分割を実施、一株当たり指標は分割を考慮し過去に遡って修正

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ず、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

- 今後の戦略
- 今後の業績見通し

5. アナリストの評価

- 強み・弱みの評価
- 今後の業績見通し
- 利益還元策
- 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

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ず、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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ フィリピンでのオフショア開発とレセプト点検ソフトが２本柱

Ubicom ホールディングス（以下、同社）は、フィリピンを中心としたオフショア開発拠点で、ソフトウェアの設計・開発・検査までを行うソフトウェア開発企業である。

同社が提供するサービスは、①日本及びフィリピンを中心拠点として、製造業や流通、金融、医療など幅広い業界に対して、IT ソリューションサービスを提供するグローバル事業と、②病院等の医療機関あるいは関連施設に関わる、医療情報システムのソフトウェア商品の開発・販売、受託開発、医療ビッグデータ分析及びコンサルテーションを行うメディカル事業に分類される（図表 1）。

【 図表１ 】事業の概況

セグメント	売上高	営業利益	内容
グローバル事業	1,914	356	国内外のグローバル企業を主要顧客に、フィリピン、中国の子会社、持分法適用関連会社を活用したシステム開発業務を行う。
グローバル部門	約8割	-	主に国内外の製造業、流通業、医療機器関連企業を主要顧客に、フィリピン子会社及び中国子会社と連携し、組込みソフトウエア開発、ビジネスアプリケーション開発、製品評価サービスの提供、およびアナリティックス、AI（人工知能）、オートメーションを活用したソリューションの提供を行う。
エンタープライズソリューション部門	約2割	-	日本アイ・ビー・エムをはじめとする大口法人向けに、フィリピン子会社を活用し、金融領域をはじめとするソリューションサービスの企画、営業及びデリバリー活動を行う。
メディカル事業	1,076	145	病院等の医療機関あるいは関連施設に関わる、医療情報システムのソフトウエア商品の開発・販売、受託開発、医療ビッグデータ分析及びコンサルテーションを行う。代表的なソフトウェアは、マイティーチェッカー、マイティーキューブ、マイティーSPD等。
内部消去	-	-265	-

（注） 売上高、営業利益は、17/3 期実績
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、決算短信より、証券リサーチセンター作成

◆ フィリピンと中国のグループ会社が開発拠点

同社グループは、連結子会社 6 社、持分法適用関連会社 1 社で構成されている（図表 2）。親会社の Ubicom ホールディングスは、事業持株会社であり、経営管理だけでなく、営業・マーケティング機能も持つ。国内子会社であるエーアイエスは、メディカル事業を手掛けているが、他の関係会社はグローバル事業に属している。

グローバル事業において、オフショア開発の中核となる子会社は、フィリピンに設立された Advanced World Systems, Inc.及び Advanced World Solutions, Inc.である。また、持分適用会社である Alsons/AWS Information Systems, Inc.も同社の開発に大きく関わっている。

Advanced World Solutions, Inc.は、ICT Awards [注1] において、Best Software Company of the Year を 16 年より 2 年連続して受賞しており、また大学への寄附講座の開設など、同国における知名度向上が現地での優秀

（注 1）ICT Awards
フィリピンで、IT 及びビジネスプロセスマネジメントの推進を支援する業界団体 IBPAP（Information Technology and Business Process Association of the Philippines）協賛、在フィリピンカナダ商工会議所（CanCham）主催にて毎年決定される賞

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ず、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。

な人材獲得に寄与している。また、Alsons/AWS Information Systems, Inc.のパートナー企業は、フィリピンにおける Alcantara 財閥系のコングロマリット Alsons Corporation であり、同国有力者とのコネクションが確立されている

◆ オフショア開発で成長するグローバル事業

同社のグローバル事業は、製造業や金融機関からソフトウェア開発を受託し、フィリピンのオフショア開発拠点を活用し、ソフトウェア開発を行っている。フィリピンの高いコスト競争力及び、英語、日本語の堪能な約 800 名のエンジニアが差別化要因となっている。

【 図表 2 】関係会社の状況

会社名	所在地	売上高(百万円)	主要な事業の内容	事業内容
Advanced World Systems, Inc.	フィリピン共和国 モンテンルパ市	474	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
Advanced World Solutions, Inc.	フィリピン共和国 マカティ市	966	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
Advanced World Solutions, Ltd.	中華人民共和国 香港特別行政区	-	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
北京爱维森科技有限公司 (AWS (Beijing), Ltd.)	中華人民共和国 北京市	-	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
株式会社エーアイエス	東京都文京区	1,073	メディカル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
Advanced World Solutions U.S.A., Inc.	アメリカ合衆国 ミシガン州	-	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託
Alsons/AWS Information Systems, Inc. (持分法適用関連会社)	フィリピン共和国 マカティ市	-	グローバル事業	ソフトウエア開発業務の受託及び委託

（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書より、証券リサーチセンター作成

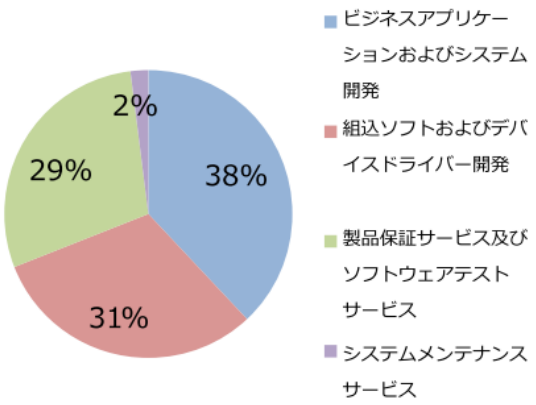
グローバル事業におけるソフトウェア開発は、大きく 4 つに分類される。15/3 期を最後に内訳の数字は開示されていないが、参考までに 15/3 期の内訳を紹介しておく。15/3 期はビジネスアプリケーション及びシステム開発が 38%を占め、次に組み込みソフト及びデバイスドライバー開発が 31%、製品保証サービス及びソフトウェアテストサービスが 29%を占め、システムメンテナンスサービス 2%となっている。（図表 3）

ビジネスアプリケーション及びシステム開発は、IBM のパートナーとして金融機関を含む様々な産業の業務アプリケーションの開発を行っている。組み込みソフト及びデバイスドライバーは、主に MFP[注 2]やその他機器の制御するソフトウェアの開発を行っている。製品保証サービス及びソフトウェアテストサービスは、完成したソフトウェアが、設計通りに実際に動くかどうかのチェックを行っている。

（注 2）MFP
Multi-function printer の略で、複合機を指す。

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ず、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。

【 図表３ 】グローバル事業の開発内容内訳



（注） 数値は 15/3 期、最新構成比は未開示
（出所）Ubicom ホールディングス成長可能性に関する説明資料

同社は、大手ハードウェアメーカーや、大手 SIer[注3]の下請けでなく、直接エンドユーザーからの受注を指向し、主な受注先は、メガバンク、複合機メーカー、大手自動車部品メーカー等幅広い。

（注 3）SIer
System Integrator の略で、元受けとして大規模なシステム受注ができる大手のシステム開発会社を指す。

◆ フィリピンで新卒を積極採用し、社内研修制度で教育

同社は、フィリピンにおいて、毎年多数の大学新卒学生を採用している。このうち、約 4 割はフィリピンにおける TOP3 大学（フィリピン国立大学、デラサール大学、アテネオ大学）の卒業者が占めており、優秀な学生の採用が出来ている。

同社では、毎年約 4,000 名近い求職者のエントリーがあるが、このうち約 200 名が採用候補者として、日本語検定 4 級、及び Philnits exam[注4]の合格を目標に社内で 5 カ月間の研修を受ける。これらは転職に有利な資格であり、同社が、現地での知名度に加え、新卒者に人気が高い理由の一つである。

（注 4）Philnits exam
The Philippine National I.T. Standards の略で、以前は、フィリピン国家情報技術標準財団が実施する基本情報技術者試験。日本での技術・人文知識・国際業務ビザの取得要件の一つ。

6 カ月の試用期間中に受ける研修を合格した人材のみが、正式な社員としてプロジェクトに参加することになる。採用者は原則 2 年間同社で勤務をすることを誓約するため、安定して一定の質を備えたフィリピン人エンジニアの確保が可能となる。

◆ レセプトチェックで高いシェアを持つメディカル事業

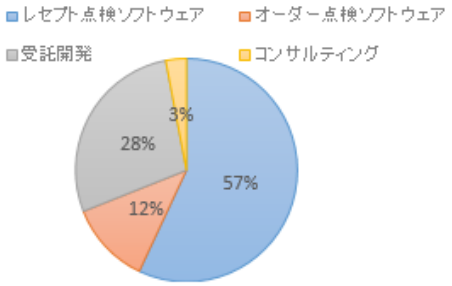
同社のメディカル事業は、マイティーシリーズと呼ばれるソフトウェア販売がコア事業である（図表 4）。グローバル事業と同じく、その内訳は 15/3 期を最後に開示されていない。参考までに 15/3 期の内訳を見てみると、最も売上構成比が高いソフトウェアは、レセプト内容を

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ず、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。

チェックするマイティーチェッカーで、セグメント売上高の 6 割弱を占めている。マイティーキューブは 12%を占め、残りは受託開発が大部分を占めている。

【 図表４ 】メディカル事業の主要ソフトウェア、サービス別売上構成比

ソフトウェア	対応業務
レセプト点検ソフトウェア（マイティーチェッカー）	医療機関が入力したレセプトの内容の整合性をチェックするソフトウェア
オーダー点検ソフトウェア（マイティーキューブ）	疾患と診断行為、投薬の適応性、用法容量等を処方オーダー時に点検し、不適用、病名漏れを防ぐソフトウェア
院内物流管理ソフトウェア（マイティーエスピーディー）	院内の物流システム等を管理するソフトウェア

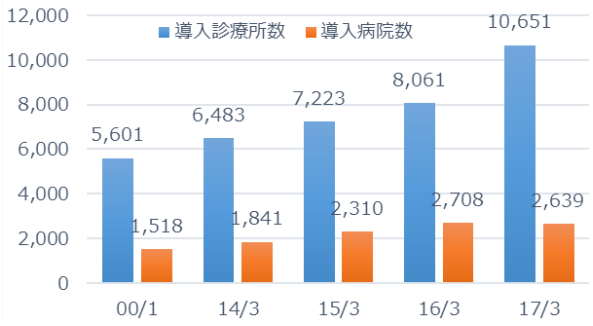


（注） サービス別売上構成比は、15/3 期実績、最新値は未開示
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、成長可能性に関する説明資料を基に証券リサーチセンター作成

主力のマイティーチェッカーは、17/3 期末に 2,639 の病院、10,651 の診療所で導入されている。導入比率を見ると病院の 31.3%、診療所の 10.5%が導入しており、相対的には病院での導入済比率が高い（図表 5）。17/3 期末の導入済病院数が前期末比 69 件減少しているのは、業界における病院の統廃合の影響を受けたものである。

レセプト点検ソフトウェアの競合先としては、NTT データ（9613 東証一部）のレセプト博士、日立メディカルコンピュータのべてらん君、JBCC ホールディングス（9889 東証一部）のレセプト先生、富士通エフ・アイ・ピーのレセプトブレイン等が挙げられる。レセプト博士は、同ソフトウェアの Web サイトによれば、全国 2,682 の医療施設での導入実績がある。

【 図表５ 】マイティーチェッカー医療機関数の推移、導入済比率



	導入済
診療所	10.5%
病院	31.3%

（注） 導入済比率は、17 年 3 月末のマイティーチェッカー導入実績を、厚生労働省「医療施設動態調査」記載 17 年 3 月末全国医療機関数で除して算出
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

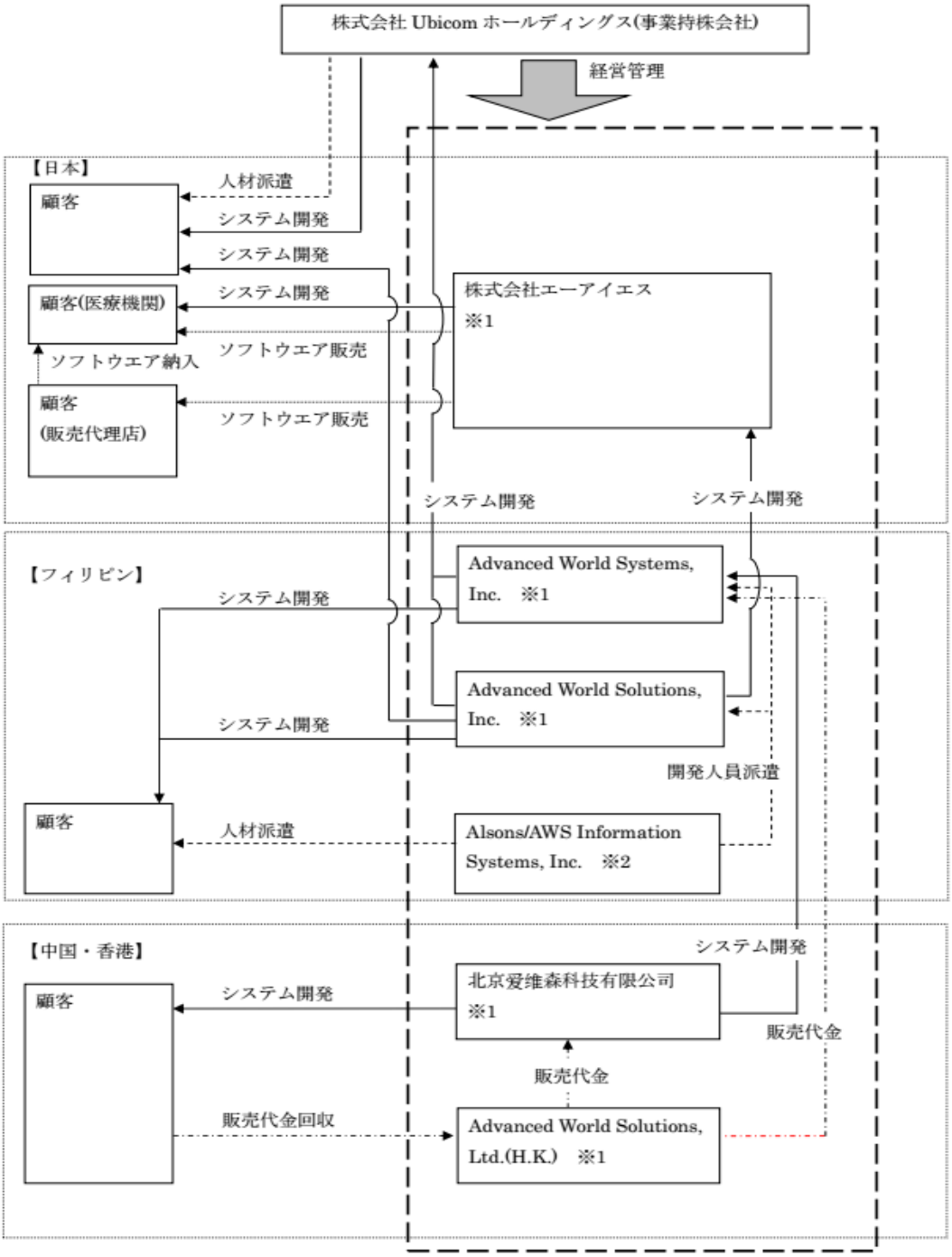
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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。

＞ ビジネスモデル

◆ 日本、フィリピン、中国の三極体制

同社の顧客は、全売上の約 8 割が日本国内に拠点を持つ企業である。それに対して、開発拠点は事業により異なる。

【 図表 6 】事業系統図



（注）※1 連結子会社 ※2 持分法適用会社
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書

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ず、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。

パッケージソフト販売が中心のメディカル事業は、子会社のエーアイエスが中核となり、開発までの大部分が国内で完結している。一方で、グローバル事業の顧客は国内に拠点を持つ先であるものの、フィリピンを中心にオフショア開発で対応している（図表 6）。また、同社最大の顧客である、レノボ・ジャパンへの対応として、中国に開発拠点を持ち、同顧客の業務受託を行っている。

◆ フィリピンの開発子会社によるオフショア開発

同社グループのうち、国内にある会社は親会社及び、エーアイエスの 2 社である。このうち、エーアイエスは、メディカル事業専業の子会社であり、国内においてグローバル事業を担う要員は、親会社に所属する 43 名のみである。グローバル事業の従業員は全員で 677 名であるが、フィリピン子会社を中心に全体の 9 割以上が海外に所属し、その大部分が開発エンジニアである。

フィリピン子会社の活用形態は、主に①フィリピン国内における事業所において開発を行うオフショア受託開発、②フィリピン子会社の開発要員を同社に出向させ、そこから日本国内の顧客の開発拠点に派遣して直接開発を行うオンショア開発の二形態があり、顧客の個々の要望に応じてこれらの二形態を組み合わせて開発を行っている。現在、約 800 名のフィリピン人エンジニアのうち、130 名程度が顧客先のオフィスに常駐する形で開発を行っている。

グローバル事業においては、国内の要員の大部分はマーケティング兼 SE が中心で、収益の源泉である開発は海外でおこなっている。親会社の収益は子会社からの配当が中心であり、構造的に赤字になりやすく、過去においてもたびたび赤字となっている。また、子会社からの配当は、益金不算入となるため、親会社における繰延税金資産として、税務上の繰越欠損金が約 4 億円計上されている。このため、17/3 期より連結納税を導入し、エーアイエスと損益を通算することで、繰越欠損金を使用し税金の支払いを最小限に抑える方針をとっている。

◆ フィリピンの経済特区を活用した戦略

フィリピンには、外資系企業誘致のため手厚い優遇制度を設け、管理している経済特区庁 PEZA [注 5] があり、IT サービス輸出については税制を含めた各種の優遇が受けられる産業として登録されている。

同社の顧客窓口となる純粋な営業職は、現在 6 名程度であるが、加えて日本人マーケティング SE 約 40 名、フィリピン人のトップタレントプロジェクトマネージャー約 30 名が顧客からのニーズを吸い上げ、

（注 5）PEZA
Philippine Economic Zone Authority の略で、経済特区を監督し、経済特区に関するポリシー全般を定める政府機関のこと。経済特区内に入居する企業の登録及び規制、並びに、企業に認められる優遇措置の管理も担っている。

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ず、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。

フィリピンで開発を行う。開発受託契約はフィリピン子会社と直接締結され、親会社を通さないことが多い。このため、親会社はコストセンターとして、ビジネスモデル上赤字となりやすく、またフィリピンの特区の税率のほうが日本の法人税率より低いため、日本でなくフィリピンで利益を計上するインセンティブが強く働き、移転価格税制の問題が生じやすい。

また、親会社を通さず、海外子会社へ直接ソフトウェア開発を委託した場合、同社子会社は消費税納税義務がないため、発注者側の総支払額が抑えられ、同社の価格競争力の源泉の一つとなっている。

◆ 間接販売を中心としたメディカル事業

同社のメディカル事業は、エーアイエスにて事業が運営されているが、300 社近い代理店に販売をほぼ依存しており、直販比率は約 1 割程度と低い。

競合先の NTT データ、日立メディカルコンピュータ等と比較し、同社の価格帯は相対的に低く設定されており、価格訴求力は強い。

主力のマイティーチェッカーの粗利率は、約 72%であるが、経常利益率は約 20%であり、詳細な数値の開示はないもの、代理店に対する手数料が販管費において高い構成比を占めているようである。

今後、同社はマイティーチェッカーを核として、医療施設の経営支援に乗り出すことを計画しており、経営支援の骨格となる「分析サービス」については、その提案力の必要性から直接販売を想定しており今後徐々に直販比率は上昇してゆくものと思われる。

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ず、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。

＞ 業界環境と競合

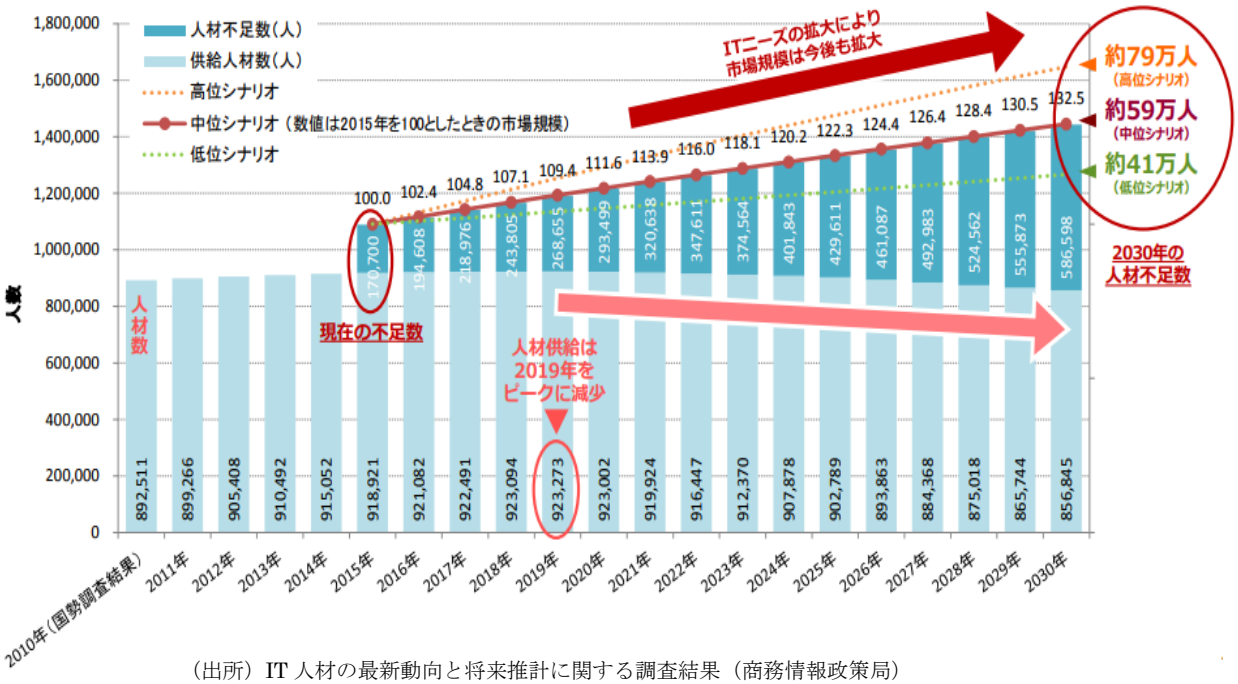
（注 6）ERP
Enterprise Resource Planning の略で、企業の持つ様々な資源(人材、資金、設備、資材、情報など)を統合的に管理・配分し、業務の効率化や経営の全体最適を目指す手法。IT 業界においては、それらの目的のために導入・利用される統合型業務ソフトウェアをさす。

◆ 不足する IT 人材

IT 投資は、金融機関のシステム刷新だけでなく、製造業の ERP[注6]基幹システムの刷新等大型の IT 関連投資が続くことや、昨今の情報セキュリティ等に対するニーズの増大により、IT 人材の不足が大きな問題となっている。また、ビッグデータ、IoT 等の新しい技術やサービスの登場で、技術の高度化が求められている。一方で、労働人口の減少が今後さらに加速することから、今後 IT 人材の獲得は現在以上に難しくなると考えられている。

経済産業省商務情報政策局によれば、15 年には約 17 万人の IT 人材が不足していたが、IT 人材供給のピークが見込まれる 19 年においては、更に状況は悪化し、IT 人材は約 27 万人の不足と予想されている。また、30 年には、この IT 人材不足は増加の一途をたどり、中位シナリオの場合で、約 59 万人の不足が見込まれている（図表 7）。

【 図表 7 】IT 人材の不足規模の推計 （単位：



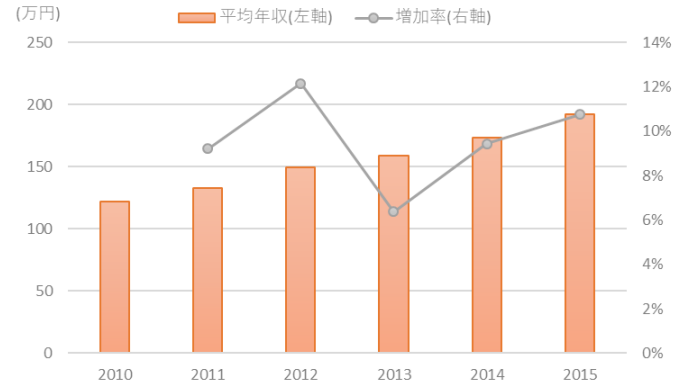
（出所）IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果（商務情報政策局）

◆ 高騰する中国における人件費と代替拠点

海外の IT 人材を活用する試みは、過去から続いており、中国等を中心にオフショア開発が試みられてきた。しかし、中国の人件費は、年々上昇している。中国国家統計局によれば、15 年時点で、IT 人材の平均年収は、約 192 万円（117,076 元）で、年率 10%前後の上昇が続いている（図表 8）。

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ず、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。

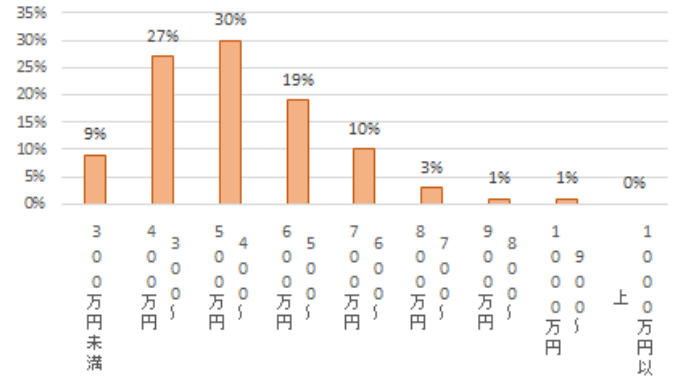
【 図表 8 】中国での IT 人材の平均年収の推移



（出所）中国統計年鑑（中国国家統計局）

転職サイトの DODA（デューダ）によれば、日本の SE・プログラマーの平均年収は 448 万円と中国との賃金差は約 2 倍にまで縮小している（図表 9）。また、年収 400 万円未満の構成比も 36%と、単純にコスト削減を目的としたオフショア開発拠点として中国を活用することのメリットは、急速に薄れつつある。

【 図表 9 】日本の SE・プログラマーの年収分布



（出所）SE・プログラマーの平均年収や年収分布（DODA 14 年データ）

◆ 中国＋1（チャイナプラスワン）」としてのフィリピン

中国の高騰する人件費と強い労働組合を回避するために、代替拠点として東南アジアが注目されている。日本商工会議所発行の海外情報レポートによれば、フィリピンの人件費は、中国の 6 割程度にとどまっており（図表 10）、コスト競争力は強い。更に、中国と異なり労働組合が形成されていないケースが多く、賃金上昇圧力は強くない。

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ず、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。

ジェトロマニラの調査によれば、フィリピンの製造業のエンジニアの実質年収が 6,025 ドル、非製造業のスタッフの実質年収が 7,391 ドルとある。同社の給与水準は、同国平均賃金よりはかなり高いものの、同社のフィリピン人エンジニアの年収は、日本人の 1/3 かそれ以下にとどまっている。

【 図表 10 】中国・アセアン諸国の年収一覧

（単位：米ドル）

		製造業			非製造業	
		作業員	エンジニア	マネージャー	スタッフ	マネージャー
基本給年間	フィリピン	2,856	4,440	11,556	5,784	15,744
	インドネシア	3,576	5,388	11,916	5,520	13,932
	マレーシア	4,140	9,156	18,192	9,960	20,544
	タイ	4,152	7,824	17,256	8,220	17,736
	ベトナム	2,448	4,992	10,812	5,316	12,360
	中国	5,136	8,088	15,192	10,452	22,104
実質年間	フィリピン	4,056	6,025	15,216	7,391	20,680
	インドネシア	5,131	7,653	16,276	7,594	19,286
	マレーシア	5,550	11,724	23,029	12,612	25,699
	タイ	6,152	11,180	23,935	11,278	23,684
	ベトナム	4,025	6,651	14,629	6,839	16,028
	中国	9,595	13,643	23,577	16,407	36,543

（出所）ジェトロマニラ「2016 年度アジア・オセアニア進出、日系企業実態調査からみえること」

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ず、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。

＞沿革・経営理念・株主

◆ IBM、東芝テックの合弁会社として、フィリピンに現子会社設立

同社グループは、IBM 及び、東芝テック（6588 東証一部）の合弁会社として、93 年 6 月に APTi Philippines, Inc.（現連結子会社 Advanced World Solutions. Inc）がフィリピンに設立された。当時は、両社のプリンター等ハードウェアの制御ソフトウェアの研究開発を行っていた。

97 年に、フィリピンの Alcantara group と合弁で、Alsons/AWS Information Systems, Inc.を設立、モバイルデバイスのソフトウェアのテスト、POS 端末のミドルウェア開発、業務用ソフトウェア開発、複合機のファームウェア、デバイスドライバー等へ業務範囲を拡大した。

02 年 1 月には、株式会社アドテックス（07 年に破産）に買収され、ADTX SYSTEMS, INC.へ商号変更、100%子会社となった。

◆ WCL による買収を経て現在の経営陣へ

05 年 10 月に、現代表取締役社長である青木正之氏の出身母体である株式会社 WCL（ワールドクリエイティブラボ）が現物出資により ADTX SYSTEMS, INC.の株式を 100%取得し子会社化した。

05 年 12 月に WCL の子会社として設立された株式会社 AWS（現 Ubicom ホールディングス）が、06 年 1 月に ADTX SYSTEMS. INC.の株式を WCL から取得して完全子会社化した。

06 年 8 月に、ADTX SYSTEMS. INC.は、Advanced World Systems, Inc.へ商号変更し、同時に、Advanced World Systems, Inc.のマカティ事務所を Advanced World Solutions, Inc.（現連結子会社）として分社化し、現在の組織体制となった。青木正之氏は、05 年 12 月の設立時から、AWS の代表取締役会長に就任し陣頭指揮を執ってきた。

◆ 08 年に WCL グループから独立

07 年 3 月に、分割型吸収分割により、WCL の BPO 事業を承継し、08 年 9 月には、WCL との資本関係を解消した。

12 年 12 月に、医療情報システムのソフトウェア商品の開発販売を行うエーアイエスを 100%子会社化した。

◆ 経営理念

同社の経営ビジョン・経営理念は以下の通りとし、ブレない経営の実践を目指している。

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ず、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。

経営ビジョン（Our Vision）
1. 柔軟な組織による創発的イノベーションの実現
2. グローバル展開
3. ニッチ No.1

経営理念（Our Value）
1. 社会にとって無くてはならない、ソリューション提供企業であること
2. 常にプロフェッショナルであること
3. グローバルであること

◆ 株主構成

17 年 3 月末時点で、代表取締役社長の青木正之氏による保有株の比率が 41.2%に達している。また、取締役副社長が 6.5%を保有する他、大株主上位 10 名で 82.3%の株式が保有されており、流動性確保が同社の課題の一つとして、浮かび上がってくる（図表 11）。

また、これに加え、インセンティブを目的とした新株予約権による潜在株式数は 585,560 株あり、これは、発行済株式総数の 10.5%に相当する。更に、17 年 9 月には、青木氏が保有する株式 100,000 株を流動性向上、株主数増加を目的として、立会外分売を行った。

【 図表 11 】大株主の状況

株主（敬称略）	17年3月末時点		備考
	株数（千株）	割合	
青木 正之	1,137	41.2%	代表取締役社長
松下 順一	203	7.4%	
窪田 一貴	183	6.6%	
小西 彰	180	6.5%	取締役副社長
息栖 邦夫	156	5.7%	
山路 敏之	134	4.9%	
小船 賢一	106	3.8%	
菊池 裕二	75	2.7%	
畑崎 重雄	49	1.8%	
髙木 英治	46	1.7%	
（大株主上位10位）	2,271	82.3%	
発行済株式総数	2,761	100.0%	

（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

2. 財務面の分析

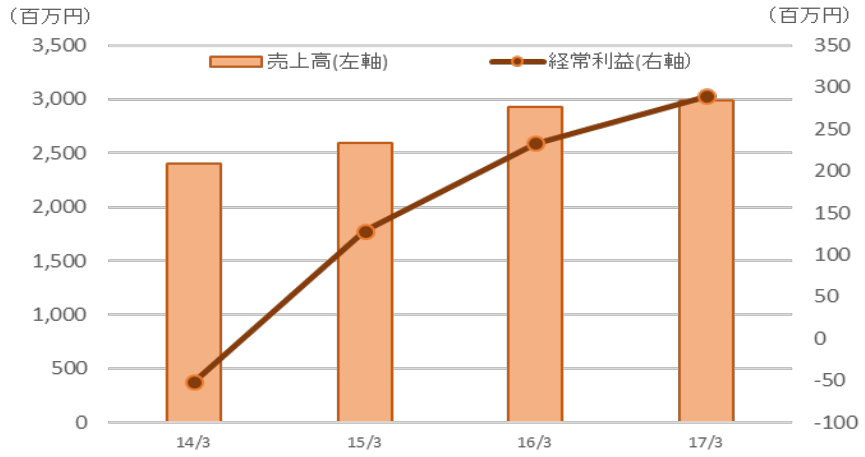
＞ 過去の業績推移

◆ 15 年 3 月期から連結利益が安定成長

同社は、14/3 期から連結決算を開始した。連結決算を開始した 14/3 期は、51 百万円の経常赤字を計上したものの、その後は、IBM のコアパートナーとなる等主力取引先からの安定的な受注により利益成長が続いている。売上高は、14/3 期以降、成長トレンドが続いており、17/3 期までの 3 年間の年平均成長率は、7.7%と堅調に推移した。経常利益は、グローバル事業の売上が伸長したことに加え、メディカル事業におけるマイティーチェッカー、マイティーキューブ等の主力パッケージソフトの減価償却費の減少、受注案件の採算性重視の姿勢、フィリピンペソに対する円高進行により、利益率が大きく改善した。（図表 12）。

単体での決算は、11/3 期から開示をしているが、単体の売上については子会社からの配当金の増減等が大きく影響することに加え、日本を介さないフィリピンとの直接取引の増加の影響で、過去からたびたび経常赤字を計上している。

【 図表 12 】業績の推移



（出所）Ubicom ホールディングス目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆

17 年 3 月期実績

同社は、17 年 5 月 9 日に 17/3 期の期初計画を売上高について 441 百万円、営業利益を 34 百万円、当期純利益を 78 百万円下方修正した。12 日に公表された決算は修正後の計画通りとなった。

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ず、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。

グローバル事業では、円高で推移したことによる外貨建て売上への影響に加え、最大手顧客であるレノボ向けを含めた中国での複数の主要案件が翌期へずれ込んだこと等がマイナスに寄与したが、IBM とのコアパートナー契約締結に伴うビジネスアプリケーション分野が伸長した結果、前期比 1.5%増収となった。

メディカル事業では、マイティーエスピーディー[注7]および CPC [注8] トレーサシステム導入コンサル支援等の新サービスの販売不振により、期初想定を下回り、前期比 6.2%増収となった。マイティーSPD については、17 年 3 月末の無形固定資産計上額 67 百万円を全額一括で償却し、特別損失として計上した。

売上高が期首計画を 441 百万円下回った要因については、①円高要因、②グローバル事業の期ずれ、③メディカル事業のエスピーディーの不振が挙げられ、計画未達の影響度合いはそれぞれ同等程度であった。

（注 7）エスピーディー(SPD)
Supply Processing and Distribution の略称で、院内物流管理システムを指す。
（注 8）CPC
Cell Processing Center の略で、細胞調製工程管理を指す。

＞ 他社との比較

◆ 医療関連システム、テスト、制御系システム開発企業との比較

同社は、医療関連ソフトウェアの開発と、オフショアを活用したソフトウェア開発を行っている。同社と同じ事業構成の会社は見当たらないため、事業毎に比較企業を選定した。医療関連ソフトウェアの類似企業として CE ホールディングス（4320 東証一部）、EM システムズ（4820 東証一部）を選定した。グローバル事業では、ソフトウェアのテスティング等を行う SHIFT（3697 東証マザーズ）、制御系ソフトウェア開発を行う PCI ホールディングス（3918 東証一部）を選定した（図表 14）。

各社を比較すると、今回選定したソフトウェア開発企業は、比較的特定の産業やシステムに特化しているため、規模は小さい企業が中心であるが、その中でも同社の規模は相対的に小さい。

収益性に関しては、調剤薬局向けシステムで高いシェアを有する EM システムズの営業利益率は 19.0%と高いものの、それ以外の企業は一桁の営業利益率であり、同社の利益率は平均的なレベルと言える。

成長性に関しては、M&A 等で売上を大きく伸ばした SHIFT を除き、売上の平均成長率は 10%前後で、同社の成長率はこれをやや下回る。14/3 期に経常赤字であった同社の現在の経常利益率は、類似企業比較で、遜色ない水準まで改善しているため、過去 3 年の利益成長率は高い。

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ず、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。

安全性については、同社の自己資本比率が一番低いが、有利子負債の金額は 180 百万円と、借入金への依存度は大きくない。基本的に大規模な固定資産を必要とする事業ではないため、投資負担は大きくなく、財務面での懸念は小さい。

【 図表 14 】類似企業との財務指標比較

（単位：百万円）

項目	銘柄		Ubicom ホールディングス	CE ホールディングス	EM システムズ	SHIFT	PCI ホールディングス
		コード	3937	4320	4820	3697	3918
		直近決算期	17/3	16/9	17/3	16/8	16/9
規模	売上高	百万円	2,992	8,125	13,676	8,174	8,504
	経常利益	百万円	289	222	3,163	440	591
	総資産	百万円	2,229	5,079	21,348	5,330	4,378
収益性	自己資本利益率	%	12.2	3.0	16.2	11.4	15.3
	総資産経常利益率	%	13.9	4.3	15.2	10.1	15.4
	売上高営業利益率	%	7.9	2.1	19.0	4.8	6.9
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	7.7	9.4	9.7	94.9	12.0
	経常利益（同上）	%	-	-42.9	17.7	88.3	304.1
	総資産（同上）	%	7.3	-4.7	8.3	86.6	59.0
安全性	自己資本比率	%	49.8	73.7	65.4	36.1	72.1
	流動比率	%	211.7	313.6	264.0	226.8	348.3
	固定長期適合率	%	27.2	56.9	59.2	47.1	14.7

（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）
（出所）各社決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はフィリピンにおける開発体制の確立

同社の知的資本の源泉は、フィリピンでの安定したオフショア開発体制にあるといえる（図表 15）。高いフィリピンにおける認知度を利用し、安定して優秀な学生を確保、確立された研修制度の基で、フィリピン人マネージャーに権限をできるだけ委譲することで、定着率も安定している。

また、同社がトップタレントプロジェクトマネージャーと呼ぶ約 30 名のフィリピン人プロジェクトマネージャーが、企業のニーズを組みたし、フィリピンでスムーズに開発できるよう橋渡しの役割をしており、安定した開発体制を支えている。

【 図表 15 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・顧客基盤	・グローバル製造業、医療関連を中心にバランス化	精密機器 自動車 医療関連施設
	ブランド	・ニッチ市場のシェアトップを狙う戦略	・Mightyシリーズ導入医療機関数	13,290 医療機関
		・フィリピンにおける高い知名度の獲得	・国際ICTアワード	二年連続No. 1 ソフトウェアカンパニー受賞
	ネットワーク	・業務・資本提携	・合弁会社の設立	Alsons CorporationとのJV設立
			・業務提携	ーIBM社のコアパートナー ソフトバンクとIBM Watsonエコシステム パートナー契約を締結
組織資本	業務プロセス	・新人を教育する教育体制の確立	・研修期間	5か月
	知的財産 ノウハウ	・高い収益性を狙った事業展開	・主力パッケージソフト粗利率	マイティーチェッカー 約72% マイティーキューブ 約65%
		・ソリューションのコアテクノロジーのライブラリー化	・次世代ソリューションへの傾注	Automation Analytics A.I. (Cognitive Computing)
人的資本	経営陣	・インセンティブにより、株主と経営陣の視線の共有化	・取締役による保有	1,319,260株(47.7%)
			・ストックオプション（取締役）	107,000株（3.9%）
	従業員	・競争力のある人材確保	・フィリピンでバイリンガル人材の確保	800名体制
			・トップタレントのフィリピン人プロジェクトマネージャーの確保	約30名
			・安定したフィリピン人エンジニアの定着率	フィリピン人退職率 13%/年

（注）開示データは 17/3 期末、KPI 数値のインセンティブ欄のカッコ内は発行済株式数に対する比率
（出所）有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

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ず、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。

＞ ESG活動の分析

◆ 環境対応（Environment）

同社の事業はシステム開発等が主な事業あり、会社資料等において環境対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できない。

◆ 社会的責任（Society）

同社は、会社資料等において社会的対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できないものの、台風の多いフィリピンにおいて、災害時の復旧ボランティア、支援等を過去から行っている。

◆ 企業統治（Governance）

社外取締役の森川亮氏は、日本テレビ放送網（9404 東証一部）に入社後、ソニー（6758 東証一部）等を経て、03 年にハンゲームジャパン（現 LINE、3938 東証一部）に入社、07 年にはネイバージャパン（現 LINE）の代表取締役社長に就任した。同氏のグローバルに事業を展開するインターネットサービス企業の代表取締役社長を務めたことにより培った、経営に関する豊富な経験と高い見識が評価され、15 年 4 月に社外取締役に就任した。現在、ＬＩＦＵＬＬ（2120 東証一部）社外取締役、C Channel 株式会社　代表取締役社長を兼務している。

もう一名の社外取締役である夏野剛氏は、東京ガス（9531 東証一部）に入社後、エヌ・ティ・ティ移動通信網（現 NTT ドコモ、9437 東証一部）、その後、08 年 5 月に慶應義塾大学政策・メディア研究科特別招聘教授に就任した。情報通信業をはじめとする幅広い業界における経営者としての豊富な経験と見識が評価され、17 年 6 月に同社の社外取締役に就任した。現在、セガサミーホールディングス（6460 東証一部）、トランスコスモス（9715 東証一部）、エヌ・ティ・ティレゾナント株式会社、株式会社ドワンゴ、ディー・エル・イー（3686 東証一部）、グリー（3632 東証一部）、U-NEXT（9418 東証一部）、日本オラクル（4716 東証一部）等の取締役を兼務している。

監査役会は、監査役 3 名（2 名が社外監査役）で構成されている。内野正昭氏は、68 年 4 月に大蔵省（現財務省）入省後、01 年 6 月にプロミス株式会社（現 SMBC コンシューマーファイナンス株式会社）代表取締役会長、07 年 6 月に NIS グループ監査役を歴任、その後 07 年 7 月に内野正昭税理士事務所開設した。07 年 12 月に A.C ホールディングス（現アジアゲートホールディングス、1783 東証 JQS）取締役、08 年 6 月イッコー（現 J トラスト、8508 東証二部 ）の監査役に就任したのち、税理士としての財務・会計に関する豊富な専門知識、経験等が評価され、13 年 6 月に同社監査役に就任した。

大下泰高氏は 95 年 4 月に原弘行司法書士事務所入所後、一貫して会計業務に従事し、06 年 5 月に同社監査役に就任、13 年 11 月には司法

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ず、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。

研修所に入所し、その後、14年12月に大下法律事務所開設と同時に、弁護士としての企業法務に関する豊富な専門知識、経験等が評価され、同社監査役に再び就任している。

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ず、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。

4. 経営戦略の分析

＞ 今後の戦略

◆ 人材の確保

同社のグローバル事業は、労働集約的な面が大きく、今後の事業拡大に合わせ、優秀な人材を十分に確保していくことが課題であり、特に、フィリピンを中心としたオフショアでのリソース確保が、増収の必要条件となると同社は考えている。同社では、2020 年をターゲットとして、フィリピンでの開発体制を現在の約 800 人規模から 2,000 人規模への拡大を目指している。

◆ 不採算事業の見直し

同社は 17/3 期の業績修正要因ともなったメディカル事業において、不採算事業の見直しをはじめとするスクラップ＆ビルドの実行を最重点項目と捉え、17/3 期マイティーSPD を全額償却し、67 百万円を事業構造改革費用として計上した。17 年 4 月からは、不採算事業の人員を、医療ビッグデータの分析事業等、利益率の高いサービス、商品の営業・開発業務に再配置し、より収益の向上が見込まれる事業モデルへの転換を図ることを目指している。

◆ グローバル事業の次世代型ソリューションビジネスの拡大

同社のグローバル事業において、更なる収益の拡大と、利益率の向上を図るため、自動車、金融、医療、製造・ロボティクスの分野を戦略的ドメインと位置付け、リソースを重点配分することを計画している（図表 16）。

【 図表 16 】ターゲットとする市場、およびソリューション概略図

（出所）Ubicom ホールディングス決算説明会資料

また、Automation（自動化）、 Analytics（分析）、AI（人工知能）の 3A を次世代型ソリューションと称し、自社開発によりコア技術として蓄積し、戦略的ドメイン毎に展開、保守、ライセンス等のストックビジネスの強化を同時進行的に狙っている（図表 17）。特に、音声認識 AI、開発でのデバッギング工程の自動化、各種操作マニュアル、Q&A に関する書類の解析、スマートファクトリー対応、故障予知等に注力しており、これらは、売上の伸びに応じて収益性が高まるため、次世代ソリューションの事業構成比が高まることで、利益率の向上を目指す。

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ず、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。

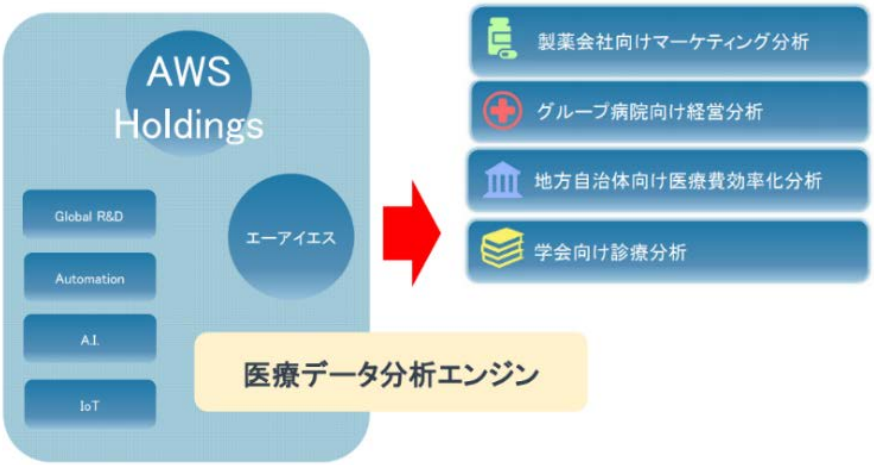
【 図表 17 】次世代ソリューションとターゲット市場の関係

（出所）Ubicom ホールディングス決算説明会資料

◆ メディカル事業の次世代型ソリューションビジネスの拡大

既存のマイティーチェッカーシリーズをベースに、医療機関向けデータ分析エンジン、マイティーチェッカー・データ・アナリシス（Mighty Checker Data Analysis）と呼ばれるソフトウェアを開発、医療機関の経営支援の領域まで事業領域の拡大を目指している。

【 図表 18 】次世代ソリューションとターゲット市場の関係



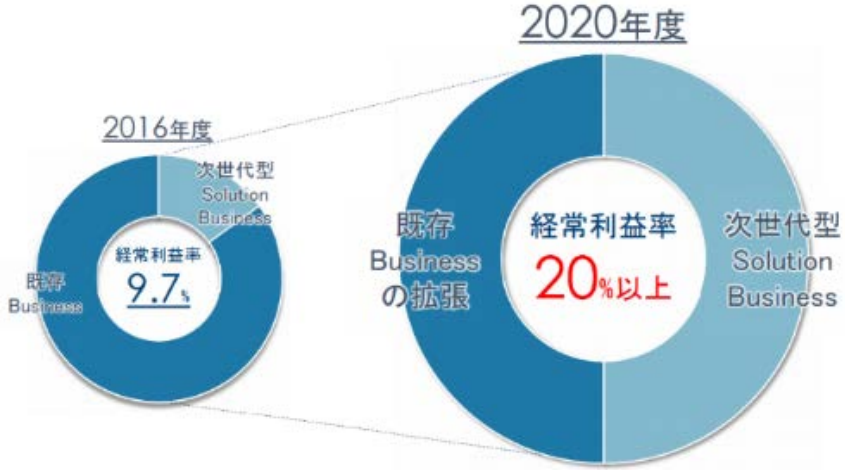
（出所）Ubicom ホールディングス決算説明会資料

◆ 20 年度に経常利益率 20%以上を目指す

同社では現在全体の 1 割に満たない次世代型ソリューションによる利益貢献度を 5 割にまで引き上げることを狙っている（図表 19）。事業別では、既存事業の利益率を 15%、次世代ソリューションの利益率を 30%にすることをターゲットとし、収益性の高い次世代ソリューション事業の構成比が高まることで、20 年度に経常利益率 20%以上を狙っている。

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ず、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。

【 図表 19 】次世代ソリューション収益貢献



（出所）Ubicom ホールディングス決算説明会資料

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ず、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。

＞ 今後の業績見通し

◆ Ubicom ホールディングスは 18 年 3 月期も大幅増益を予想

同社は、18/3 期に 17.9%増収、50.2%営業増益を見込んでいる。為替は、1 円＝0.4 フィリピンペソを前提としている。

売上面では、今後の戦略事業である、AI ソリューション、および医療ビッグデータ関連の本格受注開始、フィリピンにおける開発センターの大幅拡張等の寄与を見込んでいる。17/3 期の下方修正の要因となった期ずれ案件も 18/3 期上期には上乗せ要因として見込んでいる。

利益面では、開発センターの拡張による減価償却費の増加および新マイティーチェッカーに関する開発費用の増加を見込んでいるが、増収による売上総利益の増加により、大幅営業増益を見込んでいる。

エンジニア数を増加させているため、人件費を中心に費用が先行しており、売上、利益ともに下期偏重で、上期は営業減益の計画である。

8 月 9 日に同社は、グローバル事業の開発案件の受注の堅調な推移と、為替相場の円高基調での推移による営業費用の圧縮、メディカル事業の主力パッケージソフトウエア等の売上の堅調な推移を受けて、上期予想を上方修正しており、通期計画の達成確度も高まっている。

【 図表 20 】四半期業績の推移

決算期	16/3期				17/3期		18/3期
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QCE
売上高	729	724	723	739	805	734	808
対前四半期比	-	-0.8%	-0.1%	2.3%	9.0%	-8.8%	10.1%
グローバル事業	446	468	465	460	520	467	
対前四半期比	-	5.0%	-0.7%	-0.9%	13.0%	-10.2%	
メディカル事業	283	255	257	278	283	266	
対前四半期比	-	-9.9%	0.9%	8.0%	1.9%	-5.9%	
売上原価	548	183	433	459	464	441	
売上構成比	75.2%	25.4%	59.9%	62.1%	57.7%	60.2%	
販管費	194	204	217	254	258	263	
売上構成比	26.6%	28.2%	30.1%	34.4%	32.1%	35.9%	
営業利益	56	56	65	25	82	28	70
営業利益率	7.8%	7.8%	9.0%	3.5%	10.2%	3.9%	8.7%
経常利益	72	83	89	-3	119	37	73
経常利益率	10.0%	11.5%	12.4%	-0.5%	14.9%	5.1%	9.1%
純利益	43	34	55	-22	5	13	44
純利益率	6.0%	4.8%	7.7%	-3.0%	0.7%	1.8%	5.5%

（出所）Ubicom ホールディングス決算短信より、証券リサーチセンター作成

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ず、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。

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 21 のようにまとめられる。

同社のグローバル事業の強みは、フィリピンにおいて、高いコスト競争力を確保しつつ、安定した人材の採用、育成プロセスの確立が出来ている点にある。メディカル事業では、顧客のニーズを満たし、囲い込むことで安定的に成長が見込まれる点である。

今後は、北米等での事業拡大も見込んでおり、同社のソリューションが海外でも拡大が見込まれれば、潜在成長力が更に高まることが予想される。

一方で、フィリピンに大きく依存したビジネスモデルであるため、フィリピンのカントリーリスクには、絶えず注意する必要がある。

【 図表 21 】SWOT 分析

強み (Strength)	・ フィリピンを中心にバイリンガル人材を約800名そろえる、オフショア開発体制 ・ 93年から、フィリピンで事業を開始し、フィリピンの有力企業との合弁会社を設立等、現地での信用力を確立、国際ICTアワードにて２年連続ベストソフトウェアカンパニー賞を受賞するなど、客観的に開発スキルが担保できるトラックレコードを有している ・ 医療情報システムの各分野に精通、特化する専門家を擁し、レセプト点検事業では自社内にエンジニアだけでなく医療事務経験豊富な者をデータベース開発グループとして組織し、作成・保守している ・ フィリピンの高いコスト競争力を生かした低コスト生産体制に加え、従業員の技術力向上を継続的に支援するため、社内研修センターを完備している
弱み (Weakness)	・ フィリピンで、人材が確保できない場合に、事業拡大スピードが低下する ・ 自社グループでIT技術者を雇用しているため、業界環境悪化時には、固定費比率を下げにくい
機会 (Opportunity)	・ 米国、中国、ASEANでの事業拡大により、事業リスクの分散と潜在成長力の強化 ・ 特定の資本系列に属さず、あらゆる代理店と協業が可能であり、医療領域におけるデータ分析の事業拡大等期待できる ・ 独自に開発したソリューションサービスを横展開することで事業の収益性の向上
脅威 (Threat)	・ フィリピン共和国への依存度が高く、中長期的に、税制や政治面での急な制度変更により、事業がスムーズに展開できなくなるリスクがある ・ ベトナム等、近隣諸国でのオフショア開発の立ち上がり ・ 医療業界は、診療報酬の改定等制度変更が定期的に行われ、その結果医療機関の経営環境が悪化した際には、大きく同社の業績が悪化するリスクがある

（出所）証券リサーチセンター

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ず、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。

＞ 今後の業績見通し

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 18/3 期業績を、売上高 3,573 百万円（前期比 19.4%増）、営業利益 366 百万円（同 54.4%増）、経常利益 361 百万円（同 25.0%増）、当期純利益 220 百万円（同 95.9%増）と予想する。セグメント別では、グローバル事業が 2,336 百万円（同 22%増）、メディカル事業が 1,237 百万円（同 15%増）を見込んだ（図表 24）。

グローバル事業は、期ずれした案件が今期に貢献することに加え、IBM とのアライアンス等が好調に推移、また自動車関連の次世代ソリューションも伸びると予想する。メディカル事業は、主力パッケージソフトウエアの売上の堅調に加え、レセプトのクラウド活用による医療データ分析事業の貢献を予想する。

利益面では、フィリピンにおけるエンジニアの増加や開発センターの大幅拡張等、コスト増要因はあるものの、フィリピンペソが現状、会社想定レートより円に対して弱含んでいるため、営業利益も会社計画を上回る可能性が高いと予想する。

同社は 19/3 期と 20/3 期については、次世代ソリューションの大幅増加を見込み、21/3 期にはこれら事業による利益貢献も全体の約半分と見込んでいるが、同社がターゲットとするこれらのソリューションは限界利益率が高く、増収に伴って大きく利益率が改善する性質を持っている。同社は具体的な中期計画は公表しておらず、また収益のけん引度合いも現状では未知数であるため、今回の業績予想では大きくは織り込んでおらず、二年平均の増収率は 9.3%、営業増益率は約 21.4%の伸びを予想する。

同社は、ストックオプションの行使条件に、営業利益目標を掲げており、18/3 期から 20/3 期までの間に、500 百万円を超過すれば 25%、700 百万円を超過することで 100%行使可能となる。今回の当センター業績予想においては、700 百万円の営業利益達成を織り込んでいないが、同社の中期成長シナリオがより明確に見えてきた時点で、業績見通しを再検討したい。

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ず、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。

【 図表 22 】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）

	15/3連	16/3連	17/3連	18/3連CE	18/3連E	19/3連E	20/3連E
損益計算書（百万円）							
売上高	2,589	2,926	2,992	3,527	3,573	3,942	4,269
前年同比比		13.0%	2.2%	17.9%	19.4%	10.3%	8.3%
グローバル事業	1,562	1,886	1,914		2,336	2,593	2,826
前年同比比		20.7%	1.5%		22.0%	11.0%	9.0%
メディカル事業	998	1,013	1,076		1,237	1,348	1,443
前年同比比		1.5%	6.2%		15.0%	9.0%	7.0%
売上原価	1,658	1,922	1,820		2,151	2,345	2,519
売上総利益	931	1,004	1,171		1,422	1,596	1,750
販売費及び一般管理費	790	811	934		1,056	1,139	1,210
営業利益	141	193	237	356	366	457	540
営業外収益	20	46	66		6	6	6
営業外費用	33	6	14		11	11	11
経常利益	128	232	289	351	361	452	535
特別利益	-	-	-		0	0	0
特別損失	-	-	67		0	0	0
税引前当期純利益	128	233	221		361	452	535
法人税等	96	237	109		141	176	209
親会社株主に帰属する当期純利益	32	-4	112	214	220	275	326

（注）CE:会社予想、E：証券リサーチセンター予想
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

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ず、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。

【 図表 23 】財政状態、キャッシュ・フローの予想 (1)

（単位：百万円）

	15/3連	16/3連	17/3連	18/3連E	19/3連E	20/3連E
貸借対照表(百万円)						
現金及び預金	856	827	1,079	1,212	1,480	1,809
売掛金	411	354	414	494	545	591
未収入金	103	125	181	216	238	258
その他	244	171	188	225	248	268
流動資産	1,614	1,477	1,862	2,147	2,512	2,926
有形固定資産	42	47	82	85	83	77
無形固定資産	216	217	117	167	141	141
ソフトウエア	30	160	98	87	51	58
ソフトウエア仮勘定	185	57	19	80	90	83
投資その他の資産	226	174	166	166	166	166
関係会社出資金	28	31	31	31	31	31
その他	198	143	135	135	135	135
固定資産	485	439	366	418	390	384
資産	**2,099**	**1,916**	**2,229**	**2,731**	**3,068**	**3,476**
買掛金	51	69	48	57	62	66
短期借入金	71	35	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	77	93	80	66	22	15
前受金	466	438	469	554	604	649
その他	389	289	283	334	365	392
流動負債	1,054	924	880	1,209	1,265	1,352
長期借入金	124	127	102	36	14	0
その他	120	136	137	162	177	190
固定負債	244	263	239	198	191	190
負債合計	**1,299**	**1,187**	**1,119**	**1,407**	**1,456**	**1,542**
純資産合計	**800**	**729**	**1,109**	**1,329**	**1,604**	**1,930**
（自己資本）	800	729	1,109	1,329	1,604	1,930
負債純資産	2,099	1,916	2,229	2,736	3,060	3,472

（注）E：証券リサーチセンター予想
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

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ず、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。

【 図表 24 】財政状態、キャッシュ・フローの予想 (2)

（単位：百万円）

	15/3連	16/3連	17/3連	18/3連E	19/3連E	20/3連E
キャッシュ・フロー(百万円)						
税引前当期純利益	128	233	221	361	452	535
減価償却費	19	77	78	86	91	94
売上債権の増減額（-は増加）	-27	37	-80	-80	-51	-45
未収入金の増減額（-は増加）	30	-25	-71	-35	-22	-20
仕入債務の増減額（-は減少）	-51	13	-9	9	5	5
前受金の増減額（-は減少）	13	-28	31	85	50	45
その他	22	-47	93	40	22	20
法人税等の支払額	-40	-146	-114	-141	-176	-209
営業活動によるキャッシュ・フロー	**94**	**114**	**149**	**324**	**370**	**424**
有形固定資産の取得による支出	-14	-27	-59	-60	-40	-40
有形固定資産の売却による収入	-	-	-			
無形固定資産の取得による支出	-152	-52	-36	-30	-40	-40
その他	40	-17	31	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	**-126**	**-96**	**-64**	**-90**	**-80**	**-80**
短期借入れによる収入	280	140	10	0	0	0
短期借入金の返済による支出	-343	-176	-45	0	0	0
長期借入れによる収入	20	100	105	0	0	0
長期借入金の返済による支出	-76	-81	-143	-66	-22	-15
株式の発行による収入	199	-	288	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	-	33	0	0	0
その他	-1	-	-11	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	**79**	**-17**	**237**	**-66**	**-22**	**-15**
現金及び現金同等物に係る換算差額	36	-35	-32	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（-は減少）	83	-35	290	168	268	329
現金及び現金同等物の残高	**790**	**754**	**1,044**	**1,212**	**1,480**	**1,809**

（注）E：証券リサーチセンター予想
（出所）Ubicom ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

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ず、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。

＞ 利益還元策

◆ 配当余力

同社は、現在単体で繰越欠損金を抱えているため、配当ができない。連結納税の実施、子会社からの配当等により徐々に単体の配当余力も回復してくることが予想されるが、同社は内部留保の充実を優先する方針で、当面配当は期待できない。

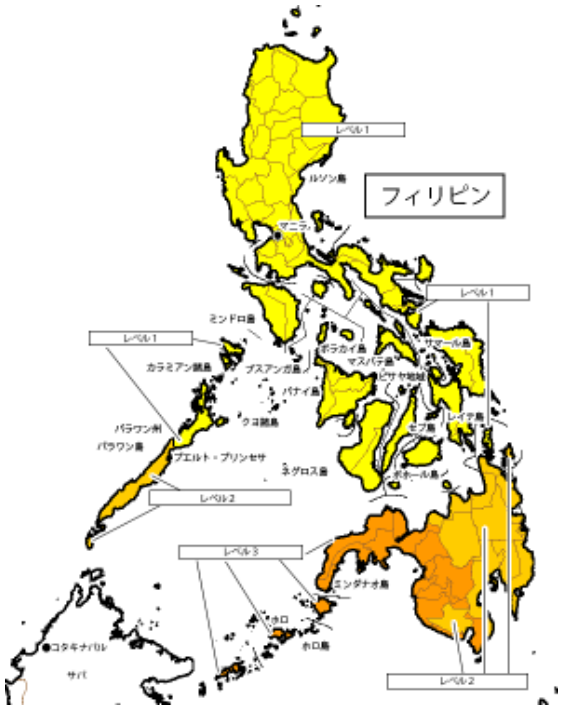
また、エンジニア 2,000 名体制に向け今後組織規模の拡大、更に米国事業の拡大等成長投資が見込まれるため、株主配当の優先度は相対的に低いと思われる。

＞ 投資に際しての留意点

◆ カントリーリスクによる業績変動の可能性

外務省の海外安全ホームページによれば、フィリピン全土がレベル 1、ミンダナオ島は、レベル 2 以上に指定されている。現在、フィリピン南部では、フィリピン政府軍とイスラム国（IS）へ忠誠を誓った反政府組織との武力衝突が生じ、17 年 6 月には政府軍による市街地爆撃等が行われ、戒厳令が年末まで延長される等、不安定な情勢にある。現地では 46 万人を超える避難民が生じており、従来から継続してきたミンダナオ島地域紛争に IS が加わったことで、紛争が拡大し、北部地域に拡大するリスクがある。

【 図表 25 】フィリピンの安全情報



（出所）外務省　海外安全ホームページ

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ず、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。

◆ 為替変動リスク

同社の顧客は、その大部分が国内の顧客であるのに対し、開発を海外で行っているため、為替リスクを伴う。円高の際は、開発費が相対的に低くなる半面、円安の局面ではコスト高に相対的になるリスクがあるため、為替が大きく変動する際は要注意である。

◆ フィリピンにおける税制

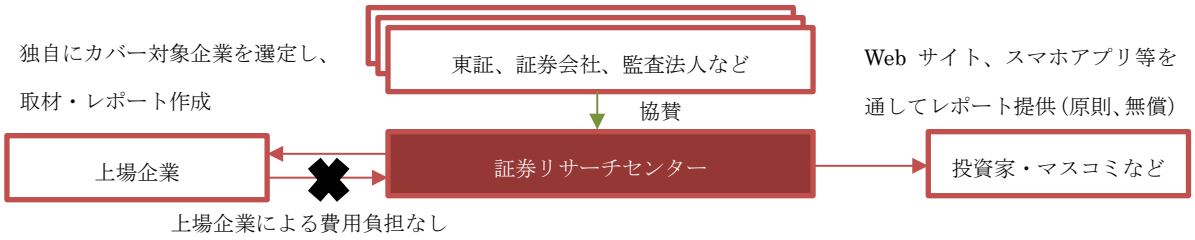
同社は、現在フィリピンで、所得税優遇措置の適用対象企業かどうかの係争、および、付加価値税の還付請求の遅延等の問題が生じている。還付請求については、「みなし否認」と呼ばれ、一定期間内にフィリピン内国歳入庁から結果通知がないものは否認されたものとみなされていたが、17 年 1 月の通達で、審査対象となり、今後の結果次第で還付の可能性がでてきた。

また、フィリピン子会社から、親会社へ配当支払いを行う際には、配当額の 10%を最終源泉税として子会社が納税義務を負うため、同社のようにフィリピン子会社が、親会社に多額の配当で利益還元する場合、見た目の税率が高くなりやすい。

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ず、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。

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。



■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	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	優成監査法人	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ず、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。