

2024年7月12日

業種 情報・通信

SHIFT (東証プライム-3697)

～粗利率回復は道半ば。テスト事業はパイの奪い合いに～

【業績動向】

[24/8期 第3四半期(累計)]

第3四半期累計(9-5月)は売上811億円(前年同期比28.1%増)、営業利益71億円(同14.2%減)。新規顧客開拓は順調で、顧客単価も伸びる。一方、1Q(9-11月)の組織変更で担当顧客変更が多く、一時的に成長が鈍化したことや、多種のサービス立ち上げにより相対的にテスト売上が停滞したことが響いた。エンジニア単価は上昇も、稼働率は3%低下。閑散期である3Q(3-5月)の粗利率は前年比で改善したが、9ヶ月間累計の粗利率は33.7%→31.7%に。また販管費においても、事業開発などの投資、採用コストが高んだ。今期見通しに変更無し。停滞したテスト売上は、営業強化で他社顧客に集中提案を遂行。足元で266社中16社を受注。ただ顧客がテストに投じる金額は既に上限に近く、競争懸念も。4Q(6-8月)も600人程度の採用を見込むが、質を重視することで半減もあり得る。今期の人員増で200億円～250億円の増収効果。中期経営計画では来期300億円の増収が求められるが、残りはM&Aを駆使。SaaS管理ツール「ワスレナイ」はリリース10ヶ月で15万ユーザー達成。無償提供だが、BPO(業務の外部委託)受注の契機に。

【会社概要】

ソフトウェアのテスト事業、品質保証事業を専門に扱う。05年に丹下社長が一人で起業し、14年上場。従業員は1万人を突破と急成長。シンガポールやベトナムなどアジアにも拠点。ぐるなび(2440)と資本業務提携。

主要指標		3697			
2024年7月11日		現在			
・株価	: 11,255 円	・予想ROE	: 27.04 %	・発行済株式数	: 17,831 千株
・時価総額	: 2,007 億円	・予想配当	: 0.00 円		
・今期予想PER	: 23.85 倍	・予想配当利回り	: 0.00 %	・売買単位	: 100 株
・実績PBR	: 6.26 倍	・予想配当性向	: 0.00 %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		3697									
単位: 百万円、円、%		SHIFT									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2022/08		64,873	41.0	6,913	73.1	7,552	59.5	4,974	76.5	282.79	0.0
2023/08		88,030	35.7	11,565	67.3	12,000	58.9	6,245	25.6	354.56	0.0
		114,000～	29.5～	11,600～	0.3～	11,600～	-3.3	7,300～	16.9～	415.17～	0.0
2024/08	会社予想	122,000	38.6	14,600	26.2	14,600	～21.7	10,000	60.1	568.72	
2024/08	コンセンサス予想	113,666	29.1	12,650	9.4	14,020	16.8	9,250	48.1	471.95	0.0
2025/08	コンセンサス予想	141,517	24.5	17,028	34.6	17,910	27.7	11,820	27.8	641.90	-
2026/08	コンセンサス予想	177,645	25.5	21,680	27.3	-	-	-	-	825.60	-

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【ビジネスモデルの特徴】

国内のソフトウェアテスト市場が5兆円規模と想定される中で、アウトソースされている割合は1%に止まる。同社はこれまで2,500製品以上の検証を行い、58万件に及ぶ膨大な不具合データベースを収集。培ってきた実績・ノウハウを元にコストを抑え、かつ高品質なサービスを提供する。

SI(システムインテグレータ)の業界も建築業界のようにプロジェクトが大型化すると、顧客から案件を受注した大手が、設計、開発、テスト、運用の分野毎に外注し、下請けがまた外注することで二次請け、三次請けの都度マージンが抜かれていくような構図となっている。またその分、時間やコストもかかり、クライアントにも不利益となる。同社は人材を集め業容を拡大し、設計や開発、運用の各業者をまとめ上げられるような「IT業界のFoxconn」を目指す。そのため、現状は人材獲得に注力。特に日本人が得意とする品質保証分野を磨き「すべてのソフトウェアにMade in Japan品質を」根付かせたい。国内IT業界には103万人のエンジニアがいるとされているが、その中で優秀なプロジェクトマネージャーはわずか0.3%と稀少。将来的には日本の生産年齢人口の減少に合わせIT業界従事者が不足していく一方、省力化投資の拡大によりIT業界の需要は益々大きくなると考えられる。TVCMなどによる認知度向上で人材を獲得し、M&Aや業務提携も積極的に行っていく。

セグメントは3つ。主力は「ソフトウェアテスト関連サービス」で、ソフトウェアの品質保証に関するサービス全般を取り扱っており、売上の2/3を占める。「ソフトウェア開発関連サービス」は主にシステム開発、システム性能改善など、ソフトウェア開発に直接関与するサービスを提供。売上の3割程度を占める。「その他近接サービス」はWeb企画制作やM&Aなど、その他の事業を総称。

中期経営計画では24年8月期までに売上1,000億円を目指す。グループも50社体制を目標。海外市場上場も視野。

【リスク要因】

デバッグ・検証事業における不具合見落としに対する瑕疵担保責任、あるいは損害賠償責任の追及を受ける可能性。人材確保の困難による業務遂行や受注活動への影響。情報漏洩リスク。M&Aにより事業固有のリスク要因が増す可能性やのれん減損リスク。代表者への依存度が大きいことなど。

【セグメント情報】

売上高 単位: 億円、%	3697				セグメント利益 単位: 億円、%	3697					
	2022/08		2023/08			2022/08		2023/08			
	構成比	構成比	構成比	構成比		利益率	構成比	利益率			
ソフトウェアテスト関連サービス	418	64	582	66	ソフトウェアテスト関連サービス	94	85	22.5	145	86	24.9
ソフトウェア開発関連サービス	177	27	244	28	ソフトウェア開発関連サービス	11	10	6.4	19	11	7.9
その他近接サービス	54	8	55	6	その他近接サービス	5	5	10.0	3	2	6.2
調整額	-	-	-	-	調整額	-42	-	-	-52	-	-
合計	649	100	880	100	合計	69	100	10.6	116	100	13.2

データ出所: アイフィスジャパン

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

SHIFT		3697	2024年7月11日	
実績PBR	:	6.26 倍	現株価	: 11,255 円
Fモデルによる妥当PBR	:	5.20 倍	Fモデルによる理論株価	: 9,346 円
			現株価との乖離	: -17.0 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位:百万円										
3697										
SHIFT	2023年8月					2024年8月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	19,354	20,989	23,012	24,675	88,030	25,073	27,232	28,838		81,143
前年同期比	35.6%	34.6%	34.2%	38.1%	35.7%	29.5%	29.7%	25.3%		28.1%
営業利益	1,808	3,274	3,150	3,333	11,565	1,815	2,870	2,378		7,063
前年同期比	-7.4%	74.8%	117.2%	103.6%	67.3%	0.4%	-12.3%	-24.5%		-14.2%
経常利益	2,008	3,400	3,225	3,367	12,000	1,884	2,949	2,430		7,263
前年同期比	-7.4%	63.4%	105.2%	94.5%	58.9%	-6.2%	-13.3%	-24.7%		-15.9%
純利益	1,233	952	1,793	2,267	6,245	1,095	1,882	318		3,295
前年同期比	-10.7%	-25.7%	70.3%	80.1%	25.6%	-11.2%	97.7%	-82.3%		-17.2%
売上高営業利益率	9.3%	15.6%	13.7%	13.5%	13.1%	7.2%	10.5%	8.2%		8.7%
自己資本比率	62.6%	62.5%	59.2%	58.5%	-	56.1%	51.0%	52.5%		-
純資産	27,275	28,424	28,156	29,578	-	30,671	32,443	32,826		-
総資産	42,797	44,482	46,397	49,530	-	53,486	62,241	61,054		-

データ出所:アイフイスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【過去の業績動向】

[24/8期 第2四半期(累計)]

第2四半期は売上523億円(前年同期比29.6%増)、営業利益47億円(同7.8%減)。営業力の強化が奏功し、新規顧客開拓は引き続き順調。ただ新規顧客が増えた分、顧客単価は一服。一方、1Q(9-11月)から導入したキャプテン制度で現場サイドからの案件獲得も増え(総額13億円分)、稼働率及びエンジニア単価が上昇。ただ粗利率は33.6%→31.7%に。また販管費においても、新規事業に対応するための人件費、のれん償却費などが嵩んだ。一過性の本社移転費用やM&Aコストも計上。

今期見通しに変更無し。例年3Q(3-5月)は顧客の新年度開始にあたる閑散期であり、稼働率も低下しやすい。戦力配置の適正化で対応。粗利率の本格的な回復は4Q(6-8月)を見込む。採用は引き続き質を重視し、プロフェッショナル、ハイスキル人材獲得に注力。生成AIを用い、様々なツールを開発。中でもリバースエンジニアリングツール(ソフトウェアを分析し、ソースコードなどを判定するもの)は、ソフトウェア開発の前任者が突然居なくなっても、メンテナンスがしやすくなる画期的なツールに。

[24/8期 第1四半期]

1Q(9-11月)は売上251億円(前年同期比29.5%増)、営業利益18億円(同0.4%増)。営業力の強化が奏功し新規顧客開拓が好調。若手エンジニア中心に正社員も順調増。ただ新規採用が増えたことで、単価自体は前四半期比で減少。粗利率は前1Q32.3%→31.1%に。一方、販管費でも積極的な採用を進めたことで、人件費、採用費が嵩んだ。また一過性の本社移転費用やM&Aコストも計上。

今期見通しに変更無し。2月からM&Aで新たに2社連結。足元でも営業力を発揮し、2Q(12-2月)の新規顧客獲得社数は146社と過去最高更新の見込み。新規顧客が増えればグループ会社への受注波及も期待できる。IT業界の中でも各企業の内製化が進んだことなどで人材派遣系の成長に陰りが見え、より質の高さを求められる時代に。それに合わせ採用方針を量から質へ転換し、プロフェッショナル人材の採用に注力。外資系コンサルが採用を控える中で積極的に獲得していき、機会損失を減らすための戦略部門を立ち上げる。テストツールにAIを採用。2月以降に本格導入し、品質の均質化、工数削減を図る。

[23/8期 通期]

23年8月期は売上880億円(前期比35.7%増)、営業利益116億円(同67.3%増)。共に会社計画を上回って着地した。組織刷新を進め、営業人員を61名→95名に増強。特にSHIFT単体の顧客単価が急伸。新規顧客数も伸びたが、リピート顧客も拡大。M&Aにより4Q(6-8月)で2社上乗せ。エンジニア数も着実に増加。ただ単体の退職率は低下基調も、グループ全体では人材競争激しく上昇。粗利率も32.5%→34.0%に。

24年8月期は売上1,140億円～1,220億円、営業利益116億円～146億円を計画。M&Aがあれば更に上乗せ。オフィス移転費用が粗利率を0.5%押し下げ。職場環境や待遇改善により退職率抑制を狙う。全業界的にアジャイル開発のニーズが高まっている中、引き続き新卒採用を積極的に行い、アジャイル人員への育成を目指す。また上流からのコンサルティングニーズ取り込みを目指し、新たにコンサルティングサービス提供開始。5年後には94.7万円のエンジニア単価を150万円に引き上げる。生成AIを活用したテストエンジニアを育成。短期育成と単価上昇に寄与。M&Aも引き続き人材獲得を目的に積極的。

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。

負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>