

パイプドビッツ (3831 東証マザーズ)

発行日: 2011/6/30
調査日: 2011/4/26
調査方法: 企業訪問

事業コンセプトは顧客企業の情報資産を有効に活用する「情報資産の銀行」

> 要旨

◆ 企業の「情報資産の銀行」を目指す ASP・SaaS 事業者

- ・インターネット等ネットワークを通じて顧客企業に各種のソフトウェアサービスを提供する ASP・SaaS 事業者。
- ・顧客企業から顧客データや社員データなどの情報資産を預かり、顧客管理や営業支援、給与明細電子化などのサービスを提供する「情報資産の銀行」を目指す

◆ 顧客にとってコストダウンメリットが大きい成長事業

- ・ASP・SaaS はクラウドコンピューティングの一種であり、顧客は利用に応じた対価を払うことで、システム構築の初期投資やランニングコストを抑えられる。
- ・国内の ASP・SaaS 普及率はまだ低く、今後は企業のコスト削減ニーズを背景に浸透が進むと考える。

◆ 先行投資と新規事業による持続的な成長を目指す

- ・アパレル特化型 EC サイトに加え、消費者を対象にしたメディア EC 事業の立ち上げ等新規事業にも積極的で、成長の持続と収益構造の多角化を狙う。
- ・今後、2年間は先行投資の時期と位置付けている。アプリケーションソフトのラインナップを強化し、顧客ニーズへの対応と競合先との差別化を図り、アカウント数の積み増しと価格競争からの脱却を図る。

> 投資判断

◆ 今期は大幅増収だが投資先行で営業利益は微減へ

- ・担当アナリストの今期予想は、売上高が前期比 24.3%増の 16.4 億円、営業利益は同 0.8%減の 2.4 億円を見込む。
- ・売上面ではアカウント数の拡大にともない増収を予想するものの、利益面では営業要員や開発要員拡充などの先行投資負担が重く営業減益の見通し。

◆ 投資一巡の 2014 年 2 月期から増益を期待

- ・現経営陣は、2013 年 2 月期までは投資先行で利益成長が見込めない第 1 フェーズと考える。2014 年 2 月期以降、収益を刈取る第 2 フェーズ入りを目指す。
- ・会社の中期計画は、2014 年 2 月期の目標は、アカウント数が 10,000、売上高は 30 億円、営業利益は 7 億円。これに対して担当アナリストは、やや控え目な数字を予想

◆ 上場来株価は冴えないが、成長の実現で株主に報えるかが課題

- ・IPO 時の高評価は後退し、その後は利益の伸びがないことから、株価は低迷している。無配継続により手元流動性には余裕がある。
- ・これまでの売上高成長主義から、利益成長へ転換できるかが課題。また今後は、成長の実現により株主への配当還元が期待される。
- ・直近株価が、予想 PER10 倍から 12 倍で評価されていることを考慮すると、中長期の妥当株価は 250,000 円から 300,000 円のレンジが考えられる。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
s-manome@holistic-r.org

【主要指標】	
株価(円)	122,800
発行済株式数	16,370
時価総額(百万円)	2,010
上場日	2006/12/21
上場来パフォーマンス	-11.2%

	前期	今期
PER(倍)	19.3	13.9
PBR(倍)	1.9	1.6
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	71.4%	1.29

【主要 KPI(業績指標)】		
	前々期末 (2010/2)	前期末 (2011/2)
アカウント数	1,702	2,070

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	5.9	25.4	37.7
対 TOPIX(%)	7.1	31.5	39.7

*用語の説明は最終頁をご覧ください

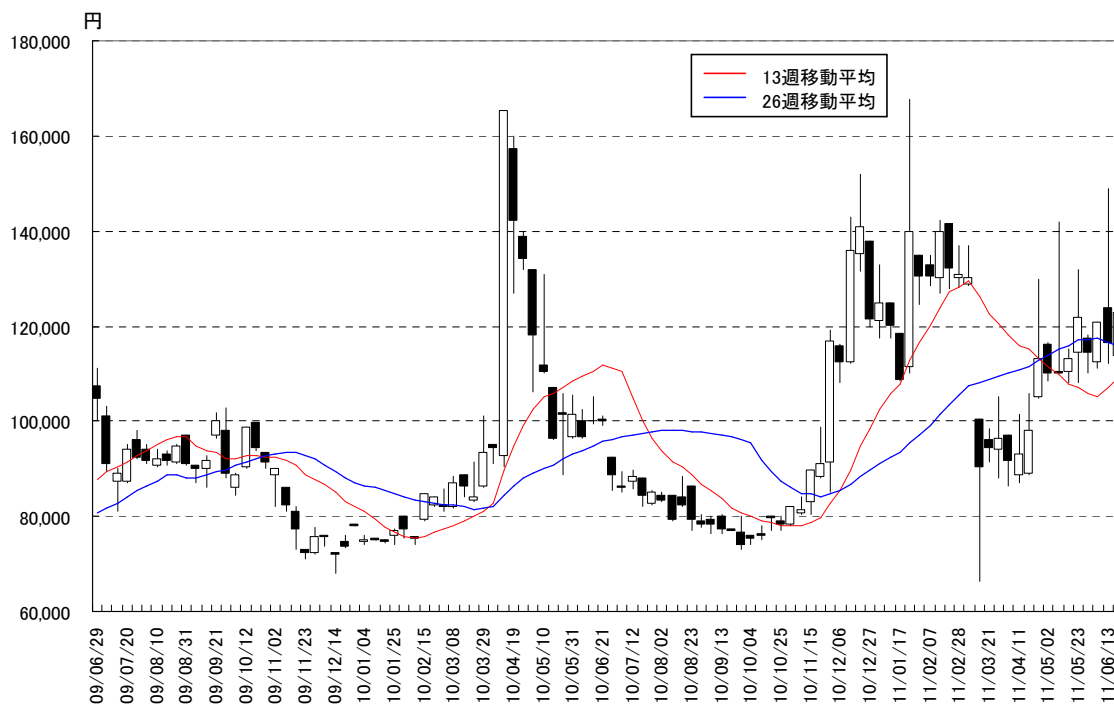
パイプドビッツ (3831 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/2 期 実績	2011/2 期 実績	2012/2 期 会社予想	2012/2 期 予想	2013/2 期 予想	2014/2 期 予想	2015/2 期 予想
売上高	1,140	1,327	1,724	1,649	2,052	2,534	3,096
前年比	10.3%	16.4%	29.9%	24.3%	24.4%	23.5%	22.2%
営業利益	246	244	235	242	335	537	687
前年比	-2.0%	-0.8%	-3.7%	-0.8%	38.4%	60.3%	27.9%
税引き前利益	247	245	235	242	335	537	687
前年比	-2.0%	-0.8%	-4.1%	-1.2%	38.4%	60.3%	27.9%
当期純利益	146	113	141	145	200	322	412
前年比	0.0%	-22.6%	24.8%	28.3%	37.9%	61.0%	28.0%
期末株主資本	1,034	1,147		1,292	1,492	1,814	2,128
発行済株式数	16,370	16,370	16,370	16,370	16,370	16,370	16,370
EPS	8,964	6,932	8,613	8,858	12,217	19,670	25,168
配当	0	0	0	0	0	6,000	7,500
BPS	63,166	70,098	—	78,925	91,142	110,812	129,994
ROE	15.2%	10.4%	—	11%	13%	18%	19%
株価	84,000	134,000	—	—	—	—	—
PER	9.4	19.3	14.3	13.9	10.1	6.2	4.9
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	6.1%
PBR	1.3	1.9	—	1.6	1.3	1.1	0.9

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価 (122,800 円) を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

事業コンセプトは顧客企業の
様々な情報を有効に活用する
「情報資産の銀行」

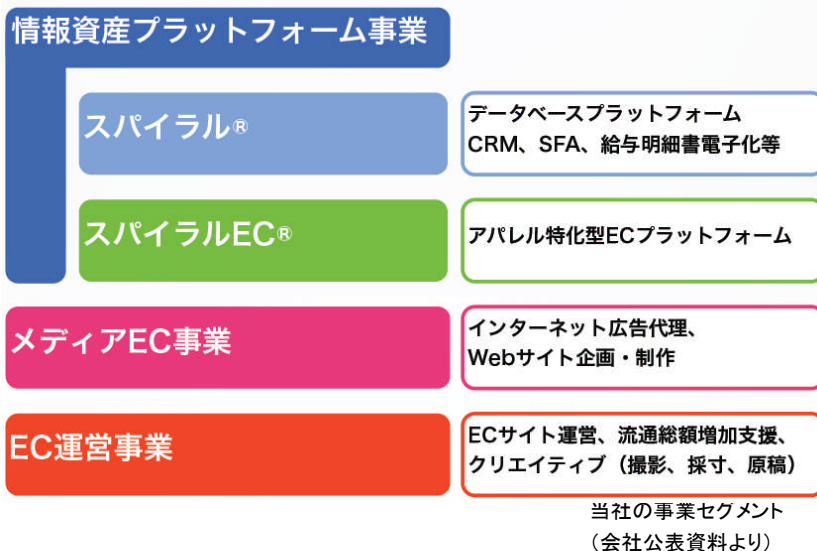
当社はインターネットを通じて各種ソフトウェアとそれに付随する情報サービスを提供している。具体的には、企業から顧客データや社員データなどの情報資産を預かり、顧客管理（CRM：Customer Relationship Management）や営業支援（SFA：Sales Force Automation）、給与明細電子化等のデータ処理サービスをクラウドコンピューティングによるASP・SaaS方式で提供する。

（注）ASPとSaaSとはユーザー端末にソフトを持たない方式

当社の事業セグメントは、情報資産プラットフォーム事業、メディアEC事業、EC運営事業の3つに分かれるが、その中核は情報プラットフォームである「スパイラル」を活用した事業。企業が取得した顧客情報や社員情報などを、当社のデータベースで安全に管理し、300以上の機能を持つソフトウェアを利用して保管された情報を活用する。

例えば、顧客企業ホームページにおけるメールマガジン、アンケート、資料請求などの登録データから顧客情報の管理・分析を行い（CRM）、顧客の嗜好に合わせた電子メールの自動配信（SFA）、また、従業員の給与明細や教育ツールの提供等、多彩なサービスを提供する。2011年2月期からはアパレル業界のオンラインストアに特化したスパイラルEC（Electronic Commerce）のサービスも開始した。

2010年12月に立ち上げたメディアEC事業はネット広告代理やWebサイトの企画・制作を行う。また前期（2012年2月期）からスタートしたEC運営事業はECサイト運営に加えて販売促進支援などのサービスを提供する。



> 経営陣

社長自らが基幹システム「スパイラル」を開発

当社の取締役は、社長の佐谷氏以下5名（うち社外取締役1名）で構成され、監査役には常勤監査役1名と2名の社外監査役がいる。

佐谷氏は2000年に九大大学院終了と同時に起業し、当初から「スパイラル」の開発に着手。同年10月にはメールマーケティング支援プラットフォーム「スパイラル・メッセージングプレース（後にスパイラルに名称変更）」を開発した。設立後初期からの取締役は佐谷氏と志賀氏の2名で、他2名は上場後に入社している。社外取締役は観光分野に特化したコンサルティング会社の代表取締役である。常勤監査役は石油会社出身で、社外監査役は証券会社出身と弁護士が務めている。

> 株主構成

< 株主構成・持株比率 >

佐谷信昭	49.6%
キャピタルズワン有限会社	33.4%
井上脩二	1.1%
日本証券金融	1.0%
東山明弘	0.8%
浮動株比率	5.0%
投資信託	0.0%
外国人	0.0%
株主数	630名

(2011年2月末時点)

2011年2月末の株主構成は大株主上位10名で発行済株式数の87.7%を占める。佐谷氏が49.6%の筆頭株主で、33.4%を保有する第2位株主のキャピタルズワンは、旧経営陣で0.8%を保有する東山氏の関連会社とみられる。2008年と2009年の定時株主総会において剰余金配当の株主提案権を行使したが、いずれも否決されている。

2011年2月末の株主状況は、外人、投信持株比率はゼロであり、株主数は630名と少ない。そのため市場での株式流動性は低く、日々の出来高は10株以下の日も多い。

> 沿革・企業理念

- ◆ 創業は2000年4月、2006年12月にマザーズ上場
- 2000年4月 株式会社カレンの出資を受けて、マーケティング支援ソフトウェアの開発を目的に株式会社サハラを設立。
- 同年10月 メールマーケティング支援プラットフォーム「スパイラル・メッセージングプレース」を開発
- 同年12月 MBOにより独立
- 2001年1月 商号を株式会社パイブドビッツに変更
- 2001年2月 ASPサービス「スパイラル・メッセージングプレース®」の提供開始
- 2006年12月 東証マザーズに株式を上場
- 2009年4月 サービス名「スパイラル・メッセージングプレース®」を「スパイラル®」に変更
- 2010年1月 株式会社ハイデザインズから、一部事業であるCMS・EC事業を譲り受け
- 2010年2月 メンタルヘルスコンサルティングの専門企業である株式会社ピースマインドと業務提携

2010年4月 アパレル特化型 EC プラットフォーム「スパイラル EC®」の提供開始

2010年12月 インターネット広告やインターネットメディアに係る分野への取組として、メディア EC 事業を開始。株式会社シーエー・モバイルとモバイル広告販売における業務提携

2011年1月 戦略コミュニケーションコンサルティングの専門企業であるフライシュマン・ヒラード・ジャパン株式会社と業務提携

2011年3月 株式会社 Gras から、一部事業であるアパレルウェブソリューション事業を譲り受け

◆ 当社のビジョンは「情報資産の銀行」

当社の経営理念は「明日の豊かな情報生活に貢献する」ことである。理念の実現のため、①品質マネジメント、②情報セキュリティ、③個人情報保護、④情報開示、⑤内部統制システム整備、⑥株主利益還元、⑦人事政策、等に基本方針に加えて、⑧グリーン IT 基本方針、などを定めている。

また、「情報資産の銀行」というビジョンのもと、顧客企業の情報資産を安全にお預りし、有益なサービスを提供し、情報環境の質的向上を目指している。なお、当社が情報資産の銀行として顧客に提供する価値は、①安全で安心して情報を預けられる環境、②クライアントのビジネスに役立つソリューション提供、③ビジネスの現場で活躍するユーザーが生み出す付加価値向上の支援、などが掲げられている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

顧客のコスト削減を進める
ASP・SaaS は拡大が見込まれる有望市場

◆ クラウドコンピューティング市場の拡大

インターネット経由でアプリケーションソフトウェアやその他のサービスを提供するASP・SaaSは、2000年代から米国でクラウドコンピューティングのサービスの一種として普及し始めた。従来のシステム構築は、企業自らがハード（情報機器）に加えてソフトウェアを導入し、データの保有・管理するため、初期投資が大きく、またシステム構築後のランニング（維持）コストの負担も併せて発生する。

これに対して、クラウドコンピューティングでは企業がインターネットを通じてサービスを受け、利用に応じた対価を支払うため、初期投資の負担は軽く、またソフトのバージョンアップ等を含めたランニングコストの負担も軽減されるというメリットがある。

日本でもブロードバンド環境の整備とともにクラウドコンピューティングが普及し始めており、中でもASP・SaaSの市場は拡大余地が大きいと考えられる。総務省の平成22年通信利用動向調査によると、企業のインターネット利用率は98.8%に達し、光回線やDSL回線などのブロードバンド回線比率も79.7%となっている。もはやインターネットはビジネスに欠かせないツールといえる。

もともと、当社が提供するASP・SaaSなどクラウドサービスを利用している企業の割合はまだ13.7%に過ぎない。今後利用する予定の企業（21.3%）を含めてもその比率は35.0%であり、ASP・SaaSはまだまだ成長余地が大きな有望市場と言えよう。

<クラウドコンピューティングの分類>

	クラウドコンピューティングの種類	代表的なサービス
クラウドコンピューティング	SaaS(ソース: Software as a Service) ソフトウェアパッケージを提供(電子メール、グループウェア、CRM等)	Salesforce CRM Microsoft Online Services Google Apps など
	PaaS(パース: Platform as a Service) アプリケーション実行用のプラットフォームを提供(仮想化されたアプリケーションデータやデータベースなど)	Force.com Google App Engine Windows Azure など
	IaaS(イアース: Infrastructure as a Service) ハードウェアやインフラを提供(仮想化サーバーや共有ディスク等)	Amazon EC2 Amazon S3 など

(出所) 種類の分類についてはNISTの定義による

◆ 競合先はまだ限定的

ASP・SaaSの競合は米Salesforce.com, inc.の日本法人、同社と資本・業務提携を結んだシナジーマーケティング(JQS3859)、及びエイジア(マザーズ2352)などが考えられる。これまで大手ソフトベンダーやシステムインテグレーターの直接参入は無い模様。

ASP・SaaSのサービス対価は1アカウント当たりの単価が低いため、アカウント数の積み上げが売上高を左右するストックビジネス。大手ベンダー等が得意とするのは、投資金額の大きなシステム開発で、薄利多売型のASP・SaaSでは固定費の吸収が難しい。

もともと今後は成長が見込まれるASP・SaaS市場への参入プレイヤーの増加することが予想される。したがって、後発業者からの価格競争に巻き込まれるリスクがある。そこで当社は先行者メリットを活かしたアカウント数の積み上げを急いでいる。

> ビジネスサイクル

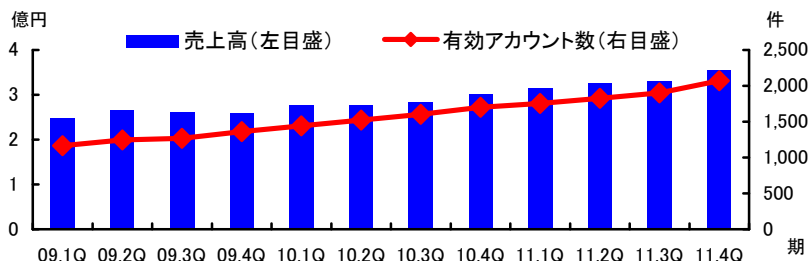
当社の売上高の大半を占めるスパイラルの基本契約期間は6ヶ月で、それ以後の更新も6ヶ月毎になる。スパイラルの1アカウント当たり初期コストは10万円で月額最低料金が2.5万円。当社サービスへの満足度に加え、低いランニングコストを背景に、販促活動等のための一時的な利用を除き、解約率は低い。通常は、6ヶ月毎に契約が更新されることが多いものと想定される。

もともと、スパイラルのアカウント数の伸びは景気変動にも左右される。2009年2月期以降四半期ベースで見た解約率は、リーマンショック直後には4.5%まで増加した。しかし、直近ではこの解約率は3.3%前後で落ち着いている模様。したがって、ASP・SaaS市場が成長するしばらくの間は、ビジネスサイクルは3~5年が想定される。

> KPI(業績指標)

当社のKPIは、アカウント数がまず重要である。ASP・SaaS市場は成長市場であり、契約期間が比較的最長いため、アカウント数の積み上げが売上成長に直結する。また、低価格サービスが基本であり、価格の引下げ圧力は大きくないが、基礎的収益性の確認は重要であり、1アカウントあたりの売上高も収益性のKPIとなりうる。

<有効アカウント数と売上高推移>



(出所)当社決算資料より

経営戦略

> 現状の課題と戦略

フレキシブルな自社開発体制でアプリケーションのラインナップを強化

◆ サービス力を強化して、潜在顧客の開拓を図る

現状の課題は、①潜在顧客開拓による市場シェアの拡大、②商品力の強化、③技術部門の強化、などが挙げる。ASP・SaaS は、初期投資やランニングコストの面でユーザーメリットは大きく、今後市場の拡大とともに新規参入も増え、競争激化が考えられる。この対抗策として、当社は安全性(セキュリティ)や導入事例の実績等をアピールし、潜在顧客を開拓し、業界内での高いポジショニングを確立したい。また、多種多様なニーズに対応すべく、提供するソフトウェアのラインナップと、サービスメニューの開発体制の強化も重要になる。

当社は、「スパイラル」の機能向上を目指し、個々の顧客のニーズにあったアプリケーションを開発している。例えば、不動産業界向けに見込み客へ自動的に通知するサービスやコンサルティング会社と提携した「企業診断」サービス、また企業の従業員向けに「心の健康診断」サービス等を投入している。こうした自社開発体制によるフレキシブルな商品提供により潜在ニーズの掘り起こしや競合との差別化を図っている。

また、これまでは企業や公共機関向けサービスに軸足を置いていたが、新規事業の「メディア EC」では SNS (Social Network Service) を使って消費者や地域の一般商店を対象にしたサービスも行っている。地域経済の活性化が図れば、新たな顧客層の拡大が期待できる。

> 中長期の課題と戦略

高いキャッシュポジションの有効活用により、中期的な成長を狙う

◆ 中期的には、M&Aと海外戦略が注目される

中長期の課題としては、「M&A 戦略」「海外展開」などが考えられる。現在の事業構造は ASP・SaaS サービスである「スパイラル」が主体であり、未だ競争激化による大きな影響は顕在化していないが、市場の拡大とともに、競争リスクの高まりが想定される。したがって中期的な成長を目指すには、スパイラルに次ぐ収益源の確立が必要となる。その鍵は M&A と海外戦略と考えられる。

新たな事業としては、「スパイラル EC」、「メディア EC 事業」、「EC 運営事業」を既に開始している。スパイラル EC は、2008 年 1 月に(株)ハイデザインより CMS・EC 事業を譲り受け、同年 4 月からサービスを開始した。「スパイラル」と同じプラットフォームをベースにしており、シナジー効果が期待できる。また、2011 年 3 月に Gras より「アパレル Web 事業」を譲り受けることで相乗効果を狙っている。

こうした M&A を利用した新事業への取組みは「成長の時間をお金で買う」という意味を持つ。当社の現預金は潤沢(2011/2 末で 9.5 億円)であり、M&A による中期戦略は重要である。また、顧客企業の海外市場進出に伴い、今後はアジア市場での戦略も求められよう。

> アナリストの戦略評価

新規参入リスクに備え、シェア重視で業界内でのプレゼンスアップを狙う

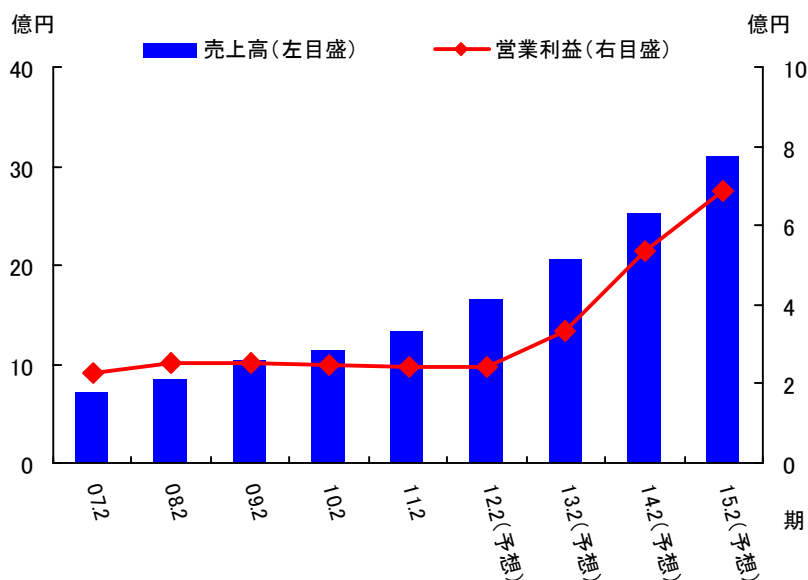
今後成長が見込まれる ASP・SaaS 市場において、自ら潜在顧客を開拓し、市場拡大に貢献しながらシェア拡大を志向する戦略は、まさに「勝者」の戦略といえる。しかし、市場が拡大する中で、先行者メリットを享受するためには、競合先との差別化と業界内のポジション優位を確保できることが条件となる。

当社が「情報資産の銀行」としてのプラットフォームである「スパイラル」をベースに、各種のソフトサービスに加えて、「メディア EC 事業」等の新サービスを提供し、顧客企業の IT ニーズを的確に捉えることができれば、差別化によりシェア拡大を実現できる可能性がある。

中長期的な成長は、ASP・SaaS 市場の周辺事業をいかに取り込んでいけるかという点にかかっている。現在、EC 関連事業が一つの重点領域ではあるが、「スパイラル」とのシナジーの有効性はまだ十分に評価はできない。新事業による柱作りは、なお試行錯誤の段階を経る必要があるものと想定される。

また、高いキャッシュポジションは M&A という選択肢を可能にし、成長のドライバーになりうるが、当社は上場してから無配を継続している。2014 年 2 月期に向けた中期経営計画が達成された後に 30% 配当性向による株主還元を予定しているが、その間成長のために 100% を内部留保することの結果に注目したい。

<中長期の業績見通し>



(出所)実績数値は当社決算資料より、予想は担当アナリスト予想

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

自社開発能力をバックボーンにしたカスタマイズ能力とセキュリティに強み

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・スパイラルやアプリケーションソフトウェアを自社開発できる技術力 ・セキュリティに対する信頼性 ・顧客企業ニーズに合わせたカスタマイズ能力 ・スパイラルの持つ汎用性
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・中堅企業が故の顧客からの価格下落圧力 ・単一のサービスへの高い依存度 ・新興 IT 企業としての管理体制への信頼性
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・顧客企業の IT 投資の効率化へのニーズ ・ASP・SaaS 市場の拡大 ・上場企業であり、キャッシュポジションが潤沢
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・新規参入などによる競争激化 ・顧客のシステム自前構築 ・ハッキングなどネットワークの安全上の脅威 ・当社技術の陳腐化やトラブルの発生

> Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

ASP・SaaS はユーザー側の低コストというメリットから企業の採用が進んでいるため、市場自体は成長が期待できる。もっとも、競合先は米系企業も含めて少なくない。したがって市場が拡大する過程で、大口顧客の導入に際しては、価格競争により体力勝負に陥るリスクは否定できない。提供するアプリケーションソフトのラインナップを強化し、セキュリティ面での信頼性向上、カスタマイズ能力などの差別化により価格以上の付加価値提供が求められる。

◆ 新規参入の脅威

ASP・SaaS 市場の成長に合わせて、新規参入によって競合が激化するリスクが高い。クラウドコンピューティングは数年前から全てのシステム開発事業者 (SIer) にとっての新規事業領域となっており、大手の参入も十分考えられる。将来的には、得意分野の棲み分けによって生き残りを図ることが予想される。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

ASP・SaaS は新しい IT サービス事業領域であるが、IT 技術の進歩により他のサービスに代替される可能性は否定できない。しかしながら、一旦導入したサービスは一定の期間利用されることが通常であり、その間に新たな技術に対応することができればリスクは減少する。

◆ 買い手の価格決定力

当社の事業規模、顧客層及び現在の競合を考えると、価格引下げ圧力はそれほど大きくないものと考えられる。しかし新規参入者や既存の競合先から価格攻勢を受けることの否定できない。アプリケーションソフトのラインナップ強化や提案営業などで顧客との深耕を図り、サービス内容に差別化による価格圧力の軽減が必要だろう。

◆ 供給者の価格支配力

当社は自社開発を基本としているため、供給者から直接的な支配力を受けることは少ない。しかし、間接的には開発要員拡充等が人件費を押し上げるリスクはある。また、新事業のメディア EC は外部メディアを使用する比率が高いため、一定の規模を持つまでは、顧客の引下げ要請に対して、大手の供給者への価格交渉力を備えることができないリスクがある。

> ESG活動・分析

「情報資産の銀行」としての社会貢献から、期限付きでながら災害需要の売上高を東日本大震災被災者に全額寄付

◆ 環境対応 (Environment)

当社のサービスを利用する顧客企業は、社外のサーバーやソフトを利用することで、独自にシステム運用する場合に比べ、設備や電力使用量などを抑制でき、結果としてCO2の削減にもつながる。したがって、当社の事業モデルは環境には優しいものと考えられる。

また、当社はスパイラルの利用と自社サーバーを導入した場合を比較し、CO2排出量に93%の削減効果があることを実証し、2008年12月に、環境保全と事業活動の調和を促進すべく、グリーンIT基本方針を制定している。

◆ 社会的責任 (Society)

会社としてCSRに関する方針等明確なものは公表されていない。もっとも事業において、企業や学校、自治体向けに緊急連絡確認サービスを提供しており、東日本大震災で音声通話が繋がりにくい中でも、安否確認や情報発信が可能なこのメールサービスの有用性が注目された。当社は緊急連絡確認サービスの社会的有用性に鑑み、2011年5月末までに受注した災害需要の売上高を全て被災者に寄付する方針。

◆ 企業統治 (Governance)

当社は、持株比率49.6%の佐谷社長が名実ともにオーナー経営者といえる。取締役会と監査役会による監視機能が十分機能しているのか外部からは確認できないが、過去2回、配当政策に関して、元の経営陣の一人であった第2位株主(持株比率34.3%)から株主提案権が提出されている。これに対して、上場以来、無配で手元流動性を増やしてきた理由について、必ずしも合理的な資本政策や財務戦略は示されていない。今後は少数株主の利益をどのように実現していくのか、明確な方針を示す必要性が感じられる。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期から来期は2014年2月期以降の成長に向けた先行投資期間

◆ 今期は大幅増収予想だが、利益面ではほぼ横ばいか

2012年2月期の会社計画の売上高は、前期比29.8%増の17.2億円を見込むが、営業利益は同3.8%減の2.3億円、当期純利益は同24.2%増の1.4億円の見通し。売上面ではスパイラルのアカウント数の順調な拡大と立ち上げ2年目になるスパイラルECの寄与が見込まれている。一方、利益面ではアカウント獲得に向けた営業要員や開発要員の増加、さらにメディアEC事業を始めとした新規事業の立ち上げコストが嵩み、営業利益は微減の見通し。当期純利益は、前期に本社移転費用や固定資産臨時償却などの特別損失があったため、増益を見込む。

これに対し、担当アナリストの今期予想は、売上高が前期比24.3%増の16.4億円、営業利益は同0.8%減の2.4億円、当期純利益は同28.3%増の1.4億円を見込んでいる。売上面では緊急連絡確認サービスなどの特需がある反面、東日本大震災による一時的な消費減退で顧客企業のSFA(営業支援サービス)等のニーズの停滞が見込まれ、会社計画に対して保守的な予想とした。利益面では広告宣伝費等の販売管理費を若干絞ることを想定し、会社計画並みの営業利益を予想する。なお、新事業のスパイラルECやメディアEC事業、EC運営事業は、売上面では貢献が見込まれるものの、利益面では若干の赤字になることが予想される。

> 来期以降の業績

売上成長と利益率の回復が期待されるが、会社の中期計画よりも若干保守的な数字を予想。

◆ 売上成長に対して利益の回復の時期に注目

来期以降は、売上高の伸びが続く中で、営業利益率が改善する時期がポイントとなろう。2008年2月期以降、売上高は拡大したものの、営業利益・経常利益はほぼ横ばいとなっており、今期は先行的な費用の増加で営業利益率は14%前後まで低下しそうだ。ストック型でかつASP型のソフト事業であれば、20%台の営業利益率は期待したいところである。

会社側は2012年2月期から2013年2月期を将来の成長に向けた投資時期と捉えており、この間の高い利益成長は見込んでいない模様。しかし2010年12月に公表された中期経営計画によると、2014年2月期の目標は売上高30億円(2011年2月期比約2.3倍)、営業利益7億円(同約3倍)、有効アカウント数10,000件(同約5倍)となっており、利益率は2014年2月期には大きく回復する計画である。

一方、担当アナリストは、2015年2月期までは、ASP・SaaS市場の拡大とともに売上高の成長は継続すると想定。前期末のアカウント数が2,000を突破したことで業界内での認知度も高まり、安全性面でも一定の評価が定着していると評価できる。しかし、単価の低いスパイラルECのウエイトが高まるため、2015年2月期に売上30億円、営業利益6.8億円と会社計画よりも保守的な数字を予想している。

< 中期経営計画 >

	2011/2	2014/2 目標
売上高	13.2 億円	30 億円
営業利益	2.4 億円	7 億円
A/C 数	2,070	10,000

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来の長期パフォーマンスは低調

2006年12月21日の上場初値は、高成長期待が先行し、公募価格210,000円に対して800,000円を付けた。しかし、2007年1月に高値1,270,000円を付けた後は下落基調となり、リーマンショック後の2008年12月には上場来安値55,200円まで下落。その後は60,000円から160,000円で値動きの荒いボックス圏を形成している。過去4期間、売上は伸びているものの、利益が横ばいで推移していることや、上場後無配が続いていることも影響し、上場来の株主パフォーマンスは年率▲11.2%と冴えない。

> 株主還元

中期計画が達成されれば、
2014年2月期から配当を開始する予定

◆ 配当は中期計画達成が条件

当社の配当政策に関する説明は、合理的とは言いにくい。①単一サービスであること、②事業規模が小さいこと、③成長に必要な投資の優先、などを理由に挙げているが、現預金は年間売上、総資産の約70%まで積み上がっており、過去4年間ROEは一貫して低下している。

成長に向けた再投資を優先して上場以来無配を継続し、中期経営計画達成時に配当性向30%を表明している以上、その成果を示すことが重要である。2014年2月期に計画通りの利益が上がれば、配当利回りは5.8%程度になることが想定される。

> 今後の株価見通し

当社は2013年2月期まで利益成長は乏しいとガイダンスしているため、当面株価はボックス圏での動きが予想される。ただし、株主数が少なく、流動性も低いいため、当社株は時折ボラティリティの高い値動きを示すことが多く、四半期決算などの内容によっては値動きの荒い展開も予想される。

> 株価バリュエーション比較

当社はソフト開発事業者であり、同業種の企業は多いものの、事業内容、規模、戦略などで比較対象として適切な上場企業は見当たらない。そこで、個別に株価バリュエーションを評価する。2013年2月期までは投資が先行し利益成長が見込めない第1フェーズ、2014年2月期から収益を刈取る第2フェーズに分けて考えると、下表ようになる。過去の株価推移から妥当PERを10倍から12倍で評価すると、第1フェーズは120,000円から140,000円。第2フェーズが実現すれば、250,000円から300,000円が妥当株価と考えられる。

	2012/2 予想	2013/2 予想	2014/2 予想	2015/2 予想
予想 EPS	8,858	12,217	19,670	25,168
妥当 PER	10~12	10~12	10~12	10~12
理論株価	88,580~106,296	122,170~146,604	196,700~236,040	251,680~302,016

(注) 予想は担当アナリスト予想

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、株式会社アクセルが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用しております。これに基づき、企業の分析・評価にあたっては、SWOT分析やM. Porterの競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、また企業の知的資本の視点からも評価を行います。さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、広く投資判断の情報を提供します。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ 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

■ σ (標準偏差)

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ 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

■ 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

■ 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。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナルの知的資本評価手法を活用しております。

■ 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が、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