

エイジア (2352 東証マザーズ)

発行日: 2012/3/23
 調査日: 2012/3/09
 調査方法: 企業訪問

メール利用の販売支援システムを開発・販売

> 要旨

◆ 業務用の高速大量メール配信システムを開発・販売

- ・売上は小規模ではあるが、メール配信ソフトウェア業界では国内最大手クラス。
- ・創業約10年で東証マザーズ市場に上場し、現社長が創業者から事業を継承。低採算であるソフトウェアの受託開発から付加価値の高いアプリケーション・ソフトウェアに事業を転換中。

◆ 顧客にとってコストダウンメリットが大きい成長事業

- ・メール配信ソフトシステムは、販売促進のためのツールとして ASP・SaaS 等の形態で提供されている。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思われる。

◆ 海外展開と新規事業で持続的な成長を目指す

- ・国内に加え、中国及びベトナムなど海外進出にも意欲的。
- ・事業領域の拡大や新規事業にも積極的。Eコマース関連サービスへの進出を計画し、成長の持続と収益構造の多角化を狙う。
- ・今後、アプリケーションソフトのラインナップを強化し、顧客の要望に応じた高いカスタマイズ能力を武器に、競合先との差別化を図り、アカウント数の積増しとパッケージ販売の価格競争からの脱却を図る。

> 投資判断

◆ 今期は増収増益見込み。期中に2回上方修正

- ・会社側は予想を既に2回上方修正し、2012年3月期の売上高を685百万円(対前年、約+11%)、経常利益を90百万円(同約+34%)と予想を見込むが、担当アナリストは達成可能と予想。
- ・好調な背景は、同社のクラウドサービスが順調に推移し、売上の伸びや利益率の改善につながっている。過去赤字を計上したものの体質改善により黒字体質が定着しつつある。

◆ 中期的な株価想定レンジは、670～870円を予想

- ・当面、事業拡大に伴う先行投資負担が続くが、日本国内でのクラウドサービスビジネスへのシフトによる増収効果と収益性の改善が進み、今後3年程度は、年率20～30%程度のEPS成長(税金を考慮した後の、実質的な収益を基に算出したEPS)が見込まれる。
- ・中長期的な成長力や将来のバリュエーションを考慮し、中期的な妥当株価は、PERを10倍から13倍とすると、670円～870程度と思われる。

業種: 通信業
 アナリスト: 松尾 十作
 +81 (0)3-6858-3216
 manome@holistic-r.org

【主要指標】 2012/3/16

株価(円)	448
発行済株式数(株)	2,326,200
時価総額(百万円)	1,042
上場日	2005/10/5
上場来パフォーマンス	-17.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	12.3	8.8
PBR(倍)	1.4	1.3
配当利回り	1.1%	1.3%

	σ	β 値
リスク指標	80.0%	1.5

【主要KPI(業績指標)】

クラウドサービス	売上高(百万円)	前期比(%)
2007.3期	45	---
2008.3期	70	55.6%
2009.3期	103	47.1%
2010.3期	138	34.0%
2011.3期	187	35.5%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	0.9	16.4	-60.4
対TOPIX(%)	-9.8	1.6	-48.3

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120319

エイジア (2352 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3期 実績	2011/3期 実績	2012/3期 会社予想	2012/3期 予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想
売上高	594	616	685	690	780	880	1,000
前年比	2.8%	3.7%	11.1%	12.0%	13.0%	12.8%	13.6%
営業利益	56	65	87	90	130	180	230
前年比	黒転	16.0%	33.1%	38.5%	44.4%	38.5%	27.8%
経常利益	56	66	90	90	130	180	230
前年比	黒転	17.3%	35.0%	36.4%	44.4%	38.5%	27.8%
当期純利益	47	66	90	90	68	94	120
前年比	黒転	39.6%	36.0%	36.4%	-24.9%	38.5%	27.8%
期末株主資本	497	539	—	633	687	766	872
発行済株式数	11,631	11,631	2,326,200	2,326,200	2,326,200	2,326,200	2,326,200
EPS(円)	4,647.3	7,267.5	51.0	50.7	38.1	52.8	67.4
配当(円)	750.0	1,000.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
BPS(円)	54,142.2	62,711.6	—	356.8	387.1	432.0	491.5
ROE	9.4%	12.5%	—	15.1%	10.2%	12.9%	14.6%
株価(円)	24,700	729	448	448	—	—	—
PER(倍)	5.3	20.1	8.8	8.8	11.8	8.5	6.6
配当利回り	0.0%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
PBR(倍)	3.8	1.2	—	1.3	1.2	1.0	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を用いて算出。
担当アナリスト予想の EPS、BPS は自社株控除後

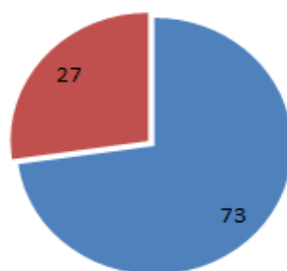
> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

<売上高構成> (2011.3 期、%)



■ アプリケーション開発事業
■ 受託開発事業

出所) 短信より作成

同社のビジネスは、①自社開発のメール配信ソフトである「WEB CAS (ウェブキャス)」の開発販売、②ソフトウェアの受託開発、の2セグメントに分けられる

顧客企業のインターネット・ビジネスの戦略からウェブサイトの構築・運営・販売促進までをワンストップで提供するのが、同社のビジネスモデルである。同社は競争力の源泉となる「WEB CAS」を自社開発し、これをコアとして、受託開発事業及びWEBソリューションと連携し、顧客に効率的な各種インターネット・マーケティング・ソリューションを提供している。

ここ数年、低採算のソフトウェアの受託開発を縮小し、付加価値の高いアプリケーション・ソフトウェア、特にクラウド型サービスにシフトしてきている。また、今後は成長の著しいEC関連分野での販売促進や決済のツール・ソフトウェアへの進出を計画している。

完全な国内企業向けビジネスであったが、中国・ベトナム進出などの海外展開にも意欲的でチャイナテレコムや現地企業とEC関連のテストマーケティング等を展開している。

<同社のビジネス概要>

主に大手・中堅の企業クライアントに対し、インターネットマーケティングソリューション(IMS)を提供

インターネットを活用して売上をあげたり、顧客満足度を高めることを、ソフトウェアの提供を通じて支援

アプリケーション開発事業

自社開発によるCRM※アプリケーションソフト「WEB CAS(ウェブキャス)」シリーズの開発・販売

※各種データを活用して、顧客満足度を高める手法

受託開発事業

ECサイトなどの大規模ウェブサイト・企業業務システムの受託開発
ウェブサイトの企画・制作・デザイン

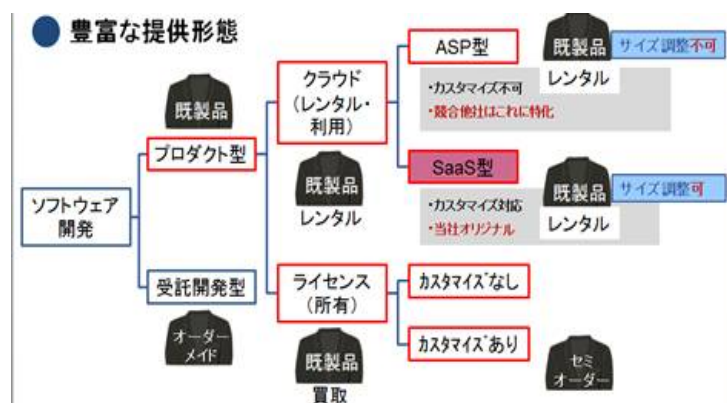
出所) 会社資料

業務用メール配信ソフトウェアを提供するベンチャー企業

◆自社開発によるCRMアプリケーションソフトの開発・販売

同社の主力ビジネスは、インターネットメールを使った、大量送信が可能な顧客管理向け(CRM)メールソフトである「WEB CAS(ウェブキャス)」の開発・販売である。CRMメールソフトでは業界シェア4割を超えるトップ。多種多様なメールマガジンを会員向けに大量配信する必要がある通信販売業者・金融・サービス会社などの企業に、パッケージソフト及びクラウドコンピューティングによるASP・SaaS方式でシステムを提供している。

(注:ASP・SaaSとは、ユーザー端末にソフトを持たない方式)



(出所) 会社資料

「WEB CAS」シリーズは上図表のような品揃えがある。このうち、Eメールが売上の約5割、フォーミュレーターが同3~4割、2商品で同社売上のほとんどを占める。

同社はこれまで技術にこだわって商品を開発し、業界では「技術のエイジア」との評判を得ているようだが、メール配信の高速性では業界随一を誇る。

同社の企業クライアント(約800社)が同社のメールアプリケーションソフトを購入する理由は、メールを送信するためではなくメールを活用して売上をアップすること、あるいは顧客満足度を高めること、である。同シリーズは、「現実のビジネスの世界で営業担当者が行っている様々な営業活動を、ネットビジネスの世界においてソフトウェアに代替及び連携させること」を実現させるシステムであり、クライアントニーズに応じたカスタマイズできることが最大の強みである。

製品ラインナップ

製品名	概要	特徴
WEB CAS e-mail (ウェブキャストメール)	One to oneメール配信システム	業界最高水準 毎時300万通
WEB CAS mailcenter (ウェブキャストメールセンター)	メール共有管理システム	説明書を見ずに使える操作性
WEB CAS Mobile Express (ウェブキャストモバイルエクスプレス)	携帯電話向け高速メール送信エンジン	携帯3キャリアへの高速配信
WEB CAS formulator (ウェブキャストフォーミュレーター)	WEBアンケートシステム	専門知識がなくても簡単にWEBアンケートを作成
おねだり上手	おねだりシステム	高い汎用性、各SNSに対応
twiDM (ツイディーエム)	ツイッターのDM一斉送信システム	当社のメール配信ノウハウ満載

(出所) 会社資料

◆ソフトウェア受託開発事業

ウェブサイト及び企業業務システムの受託開発。新規案件の受注業務は縮小し、過去同社が構築したシステムの保守業務が中心となっている。

> 経営陣

現社長が創業者より事業を継承

同社の取締役は社長の美濃和男氏以下4名(うち社外取締役1名は証券会社出身)で構成されている。社長は第一勧業銀行(現みずほ銀行)入行後、企画部にてITシステム投資開発業務に従事。同行退社後、IPOを主業務とする証券会社に勤務。同社の上場を担当していた縁で2005年7月に同社に入社。2009年4月に取締役社長に就任。専務取締役の中西康治氏はシステム開発を統括。取締役でセールス・マーケティング担当の北村秀一氏は、江藤氏と同社を立ち上げた創業メンバー。監査役は3名、うち常勤監査役が1名、非常勤監査役が2名(うち1名は税理士)となっている。

> 株主構成

大株主上位(%)

江藤 晃	11.73
日本証券金融株式会社	3.08
西田 徹	2.54
松井証券株式会社	1.81
北村 秀一	1.56

(注) 上記に自己株式が含まれていない
(出所) 有価証券報告書

所有者別株式分布(%)

個人・その他	90.7
金融機関等	3.1
金融商品取引業者	2.7
外国法人等	2.4
その他の法人	1

2011年3月末

(出所) 有価証券報告書

2011年3月末では株主数は1,849名。自己株式口を除く上位10株主で発行済株式数の約25%を占める。筆頭株主の江藤晃氏は、同社の創業者であるが、現在は同社のビジネスからは離れており、11.73%を保有する大株主の立場である。現代表取締役社長の美濃氏は、上場直前に入社していることもあり、上位株主ではなく0.28%を保有する。中西専務も0.18%の保有にとどまる。役員では北村取締役が第5位株主で1.56%を保有。第2位株主で3.08%を保有するのは、日本証券金融(株)。第3位は個人株主(元同社顧問)。

個人及びその他が90.7%と同社株式の大半を保有。金融機関、金融商品取引業者の持株比率はそれぞれ3.1%、2.7%、外国法人等は2.4%にとどまっている。

なお、2011年4月1日付で1株を200株に株式分割。また、同社は自社株式買いを進めた結果、2011年3月末で自社(自己株式口)が筆頭株主(24.25%相当)となっている。ストックオプションによる希薄化は、全発行済み株式数の10%程度である。

> 沿革・企業理念

◆沿革

筆頭株主の江藤晃氏が赤井電機を退社後、黎明期であったインターネット市場の成長性に着目し、現取締役の北村氏と創業。1995年4月にホームページ制作会社として同社を設立。1997年6月には、ウェブサイトの受託開発を中心とした事業を開始。1999年5月、メール配信ソフト「WEB CAS」の本格的な研究・開発を始め、同ラインナップを充実し事業拡張。現在は同社が単独で事業を営む。

2003年1月に、日本証券業協会のグリーンシート・エマージング銘柄に指定され、2005年10月には、東京証券取引所マザーズに上場。

・「アジア」を中心に世界でソフトウェアを販売していきたいという設立当初からの経営目標が「エイジア」という社名の由来となっている(英語表記のASIAの一文字を変えAZIAを社名としている)。

◆企業理念

同社は、創業以来「クライアントに満足を買ってもらいたい」を経営理念とし、事業に取り組んできた。「独創的で使いやすく、親切に設計された製品をご提供し、技術・営業・管理などの部門を問わず同社の役職員全員が、お客様は何を望んでいらっしゃるのか、どうすればお客様に喜んでいただけるのかを常に考えながら業務を推進すること」を念頭に経営理念を実践してきている。

また、社長は、日本経済・産業の地盤低下を懸念し、創造型で競争優位性のあるソフトウェアを開発し世界で販売していくことにより、日本での雇用を促進し日本経済の復活・活性化に貢献したいという高い志を抱いている。

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 は有望市場

ソフトウェアのカスタマイズで他社と差別化

◆国内市場

国内のメール市場だが、伸率は鈍化しつつあるものの今後も成長することが見込まれている。市場規模は 2006 年 300 億円弱から 2010 年には 500 億円強、2011 年は 500 億円台半ば、2013 年には 600 億円弱迄増大が見込まれている。

◆クラウドコンピューティング市場の拡大

同社は、これまでの受託開発からメール配信用のパッケージソフトのライセンス販売、そして現在では急速に同クラウド型 ASP・SaaS へと軸足を移してきている。

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つ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、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、なかでも ASP・SaaS の市場は拡大余地が大きいと考えられる。総務省の 2010 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、同社が注力する 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。

◆競合先は限定的

ASP・SaaS の競合先は、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 (JQ 3859)、及びパイドビッツ (東証マザーズ 3831) などが考えられる。同業他社は、B to B企業向けが中心でカスタマイズを積極的には行わないのに対し、同社はより B to C企業向けかつカスタマイズに柔軟に適応す

るといふポジショニング・方針の違いがある。ノウハウを蓄積し差別化しやすいこと、及びB to C企業向けが中心(国内内外でビジネス形態が類似)であることが、世界展開する上では同社のアドバンテージとなろう。

<同業他社比較>

	2352 東証マザーズ	3831 東証マザーズ	3859 JQ
	エイジア	パイプドピッツ	シナジーマーケティング
	2011/3期実績	2011/2期実績	2011/12期実績
売上百万円	616	1327	3222
営業利益百万円	65	244	467
同利益率 %	10.6	18.4	14.5
3年間売上成長率(同)%	-7.9	55	102
同営業利益成長率(同)%	NA	-2.8	53
実績ROE(同)%	12.5	9.9	7.1

(出所) 各種資料より作成

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 では、1 アカウント当たりのサービス単価が低いいため、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は増加することが予想される。したがって、後発業者との価格競争に巻き込まれるリスクがある。そこで同社は、クラウド型でも他社がASPでサービスを提供するのに対し、より差別化しやすいSaaS方式で出遅れを挽回すべく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

パッケージソフトの平均開発期間は3ヶ月から2年。更新期間は、約1年から2年サイクル。一方、クラウドサービスの課金形態は月額支払いとなっているが、同社の売上高の大半を占める基本契約期間は1年で、それ以後の更新も1年毎になる。満足度に加え、低いランニングコストを背景に、解約率は極めて低い。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)

安定収益となるクラウドの売上高が同社のKPIであり、その数値を本レポートでは掲載している。クラウドの売上高は、クラウド顧客のアカウント数と、1アカウント当たりの平均売上高(単価)の積で算出されるが、各項目については外部には非公表である。

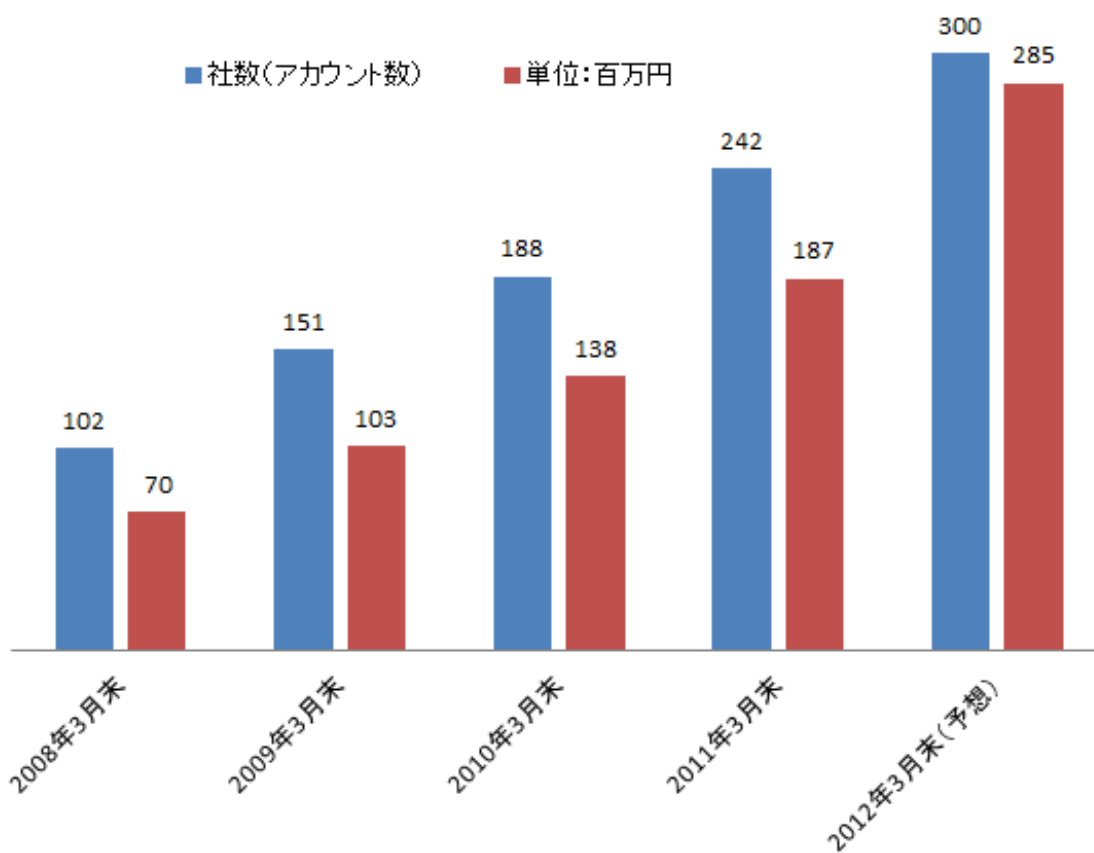
最近、同社が注力しているクラウド型ASP・SaaSは成長市場であり、

今後はクラウド売上高の
推移に注目

継続契約期間が比較的に長いため、アカウント数の積み上げ及び単価の動向が売上成長に直結する。

同社はこれまで同分野でやや出遅れていたが、SaaS 型に経営資源を集中しビジネスの急拡大を狙う。

<クラウド売上高と契約社数推移>



(注) 売上高は当該期、単体売上、予想は担当アナリスト予想

(出所) 有価証券報告書より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

クラウドシフトで収益性と安定性は改善

現状の課題として、①収益力の強化、②販路の拡大、③ブランド力の強化の3点を掲げている。将来的には、これらの課題の解決策としてM&Aによるビジネス展開も視野に入れている。

① 収益力の強化

導入型アプリケーションの販売(ライセンス型)から、利益率と売上継続性の高いクラウドサービス(ASP・SaaS)へシフトし、安定的な売上と利益率の改善を図る(実施中)。

② 販路の拡大

販売力の強化が必要であり、これまで営業マンの増員、技術コンサルティングチームの戦力アップを図ってきた。その一つが主力製品WEB CAS e-mailの販売強化を目的に販売パートナーとして、2011年8月、ブランドダイアログ社(BD社:電通グループ出身の稲葉氏が経営するクラウドの顧客情報管理サービスを展開する企業)と資本・業務提携したこと。

BD社の提供する「ナレッジスイート」(約800社に提供)のメニューに、同社のメールサービスを標準搭載(OEM供給)している。「ナレッジスイート」が契約されれば、同社のサービスも自動的に利用可能となり、ユーザーの利用状況により従量課金するモデルとなっている。数年後には1割以上の売上高構成まで成長する可能性があるようだ。

③ブランド力の強化

製品の市場シェアを上げるには、認知度アップのためにブランド力の強化が重要であり、広告宣伝を多角的に行う方針。

> 中長期の課題と戦略

海外展開と新商品で次なる飛躍を狙う

中長期の課題・戦略として、①海外展開、②新たな成長エンジンの発掘の2点を掲げている。これにより、中長期的には、アプリケーションソフト、関連サービス(コンサルティングなど)、海外の売上を各1/3とする計画である。

①海外展開

「「メールアプリケーションのエイジア」から、「Eコマース売上UPソリューションを世界に提供するエイジア」へ」を標榜し、中国・ベトナムなどの海外展開が、同社の中長期的な最重要課題の一つである。そのためにシステムの多言語対応を実施しており、主力のWEB CAS e-mail(電子メール)、WEB CAS formulator(アンケート)は既に5カ国語に対応済み、新しい言語の追加ニーズに簡便にできるように設計も変更している。

今後人口が増加し、経済成長・インターネット市場の拡大（特に EC 市場）が期待できるアジア諸国を重点的に進出予定だ。特に中国の E コマース市場は急成長しており、2011 年 1 月チャイナテレコムブランドの SaaS サービスとしてメール配信システム「WEB CAS e-mail」を中国市場に本格投入し、販促策を先方と協議中である。

また、ベトナムでも急成長している E コマースにおいて、売上アップをはかるソリューション市場で、5 年後にシェアナンバー 1 を取りたい意向である。既に、日本企業のベトナム進出支援をしているブレインワークスグループに出資し、大型ショッピングモールのリアル販売と連携したメールマーケティングを開始している。

②成長エンジンの発掘、新商品・サービスの提供

E コマースの国内市場は 8 兆円規模と大きく、今後も伸びていくことが予想される。このような背景のもと、強みのあるメールアプリケーションソフトの領域に加え、E コマースの売上アップに寄与するソリューション（アプリケーションソフトおよび付随するサービス）の提供に事業領域を拡大させていくことも、同社の重要な課題である。このため、今後は E コマース関連の新しいアプリケーションソフトの開発スピードを速め、年間 2 本程度は市場に投入していく計画であり、2011 年には、新事業領域の第 1 号アプリケーションソフト“おねだり上手”や t w i DM の提供を開始した。

> アナリストの戦略評価

成長機会は大きい
が経営資源の配分が重要

メール配信ソフトウェアでは、国内トップクラスのシェアと技術力を持つ。高いノウハウ、知名度と実績をもち、①ライセンス販売から、利益率・継続率の高いクラウド型ビジネスへ一層シフトすること、②他社との提携を図り拡販していくこと、③周辺関連ビジネスへの横展開を進めることを戦略としている。戦略の方向性は正しいと思われるが、これを実現する人材などの経営資源のボトルネックが懸念される。また、海外進出については、今後期待したいところではあるが、現実的にその成果・実績に注目していきたい。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> ・メールソフトウェアを自社開発し、顧客ニーズに応えカスタマイズしてきたノウハウの蓄積及びこれを担う人材 ・国内でのCRMメール配信システムでの高い技術力・市場シェア及び実績。 ・実質無借金経営であり、事業の展開力にポテンシャルがある。
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> ・積み上げ型のクラウドサービスの出遅れ ・従業員数・売上規模など相対的に小規模。管理体制の信頼性。 ・事業ポートフォリオの多角化が進んでおらず、当該事業の変動が業績に直結すること。
Opportunity (ビジネス機会)	<ul style="list-style-type: none"> ・日本国内及び進出予定のアジア新興国におけるインターネット並びにEコマースの普及、販売促進用のメール配信ニーズの高まり。 ・大手企業がメール配信ソフトをアウトソーシングする流れ ・ASP、SaaS 市場の拡大
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> ・将来的にアメリカ企業などの同業者が日本及びアジア市場へ参入してくること。 ・いわゆる「迷惑メール」などの社会問題に対応するためのメール配信等に関わる法的規制の変化(特定電子メールの送信の適正化等に関する法律などの改正、新規の関連法律の施行) ・同社技術の陳腐化やシステムトラブルの発生

> Porter's 5 forces

◆業界内競争

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。特にEメール配信システム市場では多数のベンチャー企業が存在する。

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。

◆新規参入の猛威

ASP・SaaS市場の成長に合わせて、今後、画期的な技術を開発した大手あるいは、ベンチャー企業などの競合他社が参入し、競合が激化することが予想される。将来的には、得意分野などの棲み分けにより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

当面、上記に該当するものは見当たらないが、技術革新による変化が激しい領域であり、長期的には代替品・代替サービスの出現はあり得る。同社も新商品・新サービスの開発スピードを上げ、リスクを減らす方針である。

◆買い手の競争力

同社の買い手である取引先企業は、800社程度と分散されている。顧客層及び現在の競合状況を勘案すると、買い手の価格競争力が特に大きなものではないと考えられる。しかし、新規参入者及び既存の競合先から価格攻勢を受ける可能性は否定できない。他社が敬遠しがちな顧客ニーズに応じたソフトウェアのカスタマイズを同社は積極的に行い、競合他社との差別化を図る戦略である。

◆供給者の支配力

同社はソフトウェアを自社開発しているため、供給者から直接的な価格支配を受けることはない。ボトルネックの可能性は、外部供給者からというよりもシステムの開発及びカスタマイズを行うエンジニアのキャパシティという社内的な制約要件になる。

> ESG活動・分析

紙媒体の削減に寄与、大震災の復興ボランティアも奨励

◆ Environment (環境対応)

現在、同社は環境方針を策定していない。同社が手がけている「大量のメール配信システムの提供」というビジネス自体が、紙媒体を減らすという意味で、環境対策に配慮した経営を行っていると考えられる。

◆ Society (社会的責任)

同社の公表資料から見る限り、CSRを意識した経営方針に関する明確な記述はないものの、会社として東日本大震災の復興支援ボランティアを推進している。具体的には、役職員がボランティアを行う際に特別休扱いとし、支援費用を会社が負担する等を制度化している。実際に常勤役員や部長以上を筆頭に、役職員の2割以上がボランティアに参加している。

◆Governance (ガバナンス)

社長及び専務、取締役が、それぞれ得意分野で職掌分担をもち業務を執行している。他1名の取締役は、証券会社出身で社外取締役である。監査役3名のうち、常勤・非常勤の各1名が社外監査役。監査役は、毎月開催される取締役会に出席するほか原則毎週出社している。社外取締役も週1回以上出社している。

社長及び専務の持ち株比率が少ないものの、ストックオプションは一定数有している。具体的にはストックオプション保有数は、社長120,000株(5.16%に相当)、専務64,800株(2.79%に相当)。社長は株主構成から外部株主を意識する必要性があり、ガバナンス上はプラスに働くとも考えられる。尚、買収防衛策は講じられていない。

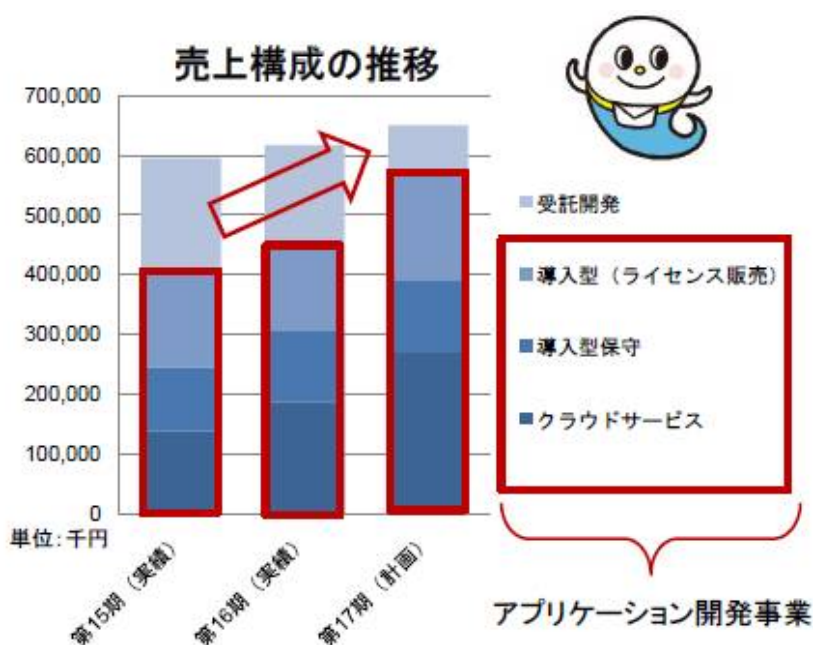
業績動向と今後の見通し

> 今期業績

2012年3月期の売上高は、685百万円(前期比+11%)、経常利益90百万円(同+34%)を会社は予想。担当アナリストは、達成確度は高く会社計画並みの利益を予想している。

過去3年間、売上高は微増であるものの、下図表の示す通りその内容は大きく変化してきている。意識的に、低利益率の受託開発事業から、高利益率であるアプリケーション開発事業へシフトし、より安定成長が見込める事業ポートフォリオを構築しつつある。中でも、売上の継続性が高いクラウドサービスの金額・割合が大きく増加してきている。

<業績推移>



(注) 第17期: 2012年3月期は会社予想

(出所) 会社資料

第3四半期までの好業績を踏まえ、今期通期では売上・利益とも2回上方修正を行った。併せて期末配当も期初予想5円に対し、6円への増配を予定している。主力のメールアプリケーションソフトにおいて、利益率や売上継続性の高いクラウドサービス販売が順調に推移し、加えてカスタマイズ必要とする大型案件も受注したことが背景にある。

今第3四半期累計期間では、前年同期比12.5%の増収、経常利益では約27%の増益を計上している。年度後半(特に、第4四半期は損益トントンを予想)には会社は利益が伸び悩むとしている。この要因は、競争力強化のために研究開発部門の人員を拡充(約1.5倍)することや広告宣伝、IR活動、海外展開のテストマーケティングを強化するなど、前向きなコストが膨らむためである。尚、今期の会社売上予想には、中国関連の売上は計上していない。今期は、あくまで日本のメールシステムの優秀性を中国で理解してもらい、来期以降、拡販を狙う戦略である。

> 来期以降の業績

クラウドシフトで成長
ステージへ

同社は、具体的な中期経営計画を公表していない。

今後10年以内に売上100億円、経常利益30億円を達成したい意向であるが、海外展開、新商品・サービスを含め具体的な方策を詰めていく必要がある。

担当アナリストは2013年3月期の業績を14%強の増収、約44%の大幅増益と予想している。クラウドサービスによる増収及び粗利率改善効果があるものの、中期的には既存商品の見直し・販売管理費などの継続的な経費の増加で増益率は、20~30%程度となることが予想される。長期的には、中国・ベトナムなどの海外ビジネスの売上・収益性に注目したい。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2005年10月、同社は公募価格320,000円(分割考慮後1,600円)に対して2006年1月には最高値1,030,000円(分割考慮後5,150円)をつけた。その後3期連続赤字を計上し株価は大きく調整、2009年5月には上場来安値22,400円(分割考慮後112円)をつけた。2011年1月にチャイナテレコムとの提携報道を好感し、株価は急騰したものの東北大震災と世界的な株価下落で再度調整局面に入りした。2012年に入り、欧州債務危機の懸念が和らぎ流動性相場となり底値を切り上げてきているが、他の中小型株と比較すると出遅れているようだ。現在、株価は400円台前半(分割後)で揉み合いとなっている。同社の上場来パフォーマンスは、小型新興株式が厳しい時期とも重なり年率-17.7%と冴えない。

> 株主還元

同社の配当政策に関する基本的な考え方は、「成長企業であるため新規事業投資や研究開発投資等に必要な内部留保は行いつつ、配当金による利益配分を行っていく」方針である。

2011年3月期は、当初の利益計画を上回ったため配当を当初予定の750円から1,000円に増額した(いずれも株式分割前の配当金額で、考慮後は1000/200=5円の配当を実施)。今2012年3月期については6円(配当性向約16%)への増配を計画。予想配当利回りは、約1.3%である。

会社は配当性向として20%をイメージしているが、公約ではなく時期も含め明確なものではない。尚、株主優待は検討していない。

同社はこれまで株価が低迷したため積極的に自社株買いを実施してきた(株式の約25%を占める)。買入消却は考えておらず、今後の戦略的な提携、ストックオプションなどに活用していきたい考えである。

> 株価バリュエーション

同社は、メールソフトウェア開発事業者であり、同業者は多いものの事業内容・規模・戦略などにおいて、比較対象として適当な上場企業は見当たらないが、類似会社として先にあげた2社と比較した。

<株価バリュエーション同業比較>

	2352 東証マザーズ エイジア	3831 東証マザーズ パイロビッツ	3859 JQ シグママーケティング
株価(2012/3/16)	448	503	802
PER(予想)	11.58	13.56	30.15
PBR(直近実績)	1.65	1.27	2.20
配当利回り(予想)	1.34	0.00	0.62
時価総額(百万円)	1,042	1,899	7,257

(注)エイジアのみアナリスト予想、他社は会社予想。

短期的にはフェアバリュー、中長期的には上値があるろう

同社の株価バリュエーションは、今期、表面的な予想 PER が、約 11 倍台 (税金考慮後実質 23 倍)、来期予想が 15 倍 (実質的にもほぼ同水準)、PBR (実績) 1.5 倍、配当利回りが約 1.3%。同業の上場会社であるシナジーマーケティング (JQ 3859) 及びパイプドビッツ (東証マザーズ 3831) と比較すると、配当利回りでは相対的には高いものの、実質的な今期予想 PER や PBR では割安感はない。一方、東証一部平均予想 PER が、今期で約 22 倍、来期で約 15 倍 (5 割増益と仮定)、PBR (実績) 1 倍、配当利回りは約 2% であり、同社株は相対的に魅力的なバリュエーションではない。

> 今後の株価見通し

担当アナリストは、2015 年 3 月期の EPS を 67.4 円 (自社株を控除しない場合は約 51 円) と見込んでおり、現時点の株価で計算すると予想 PER は 6 倍強となる。当面の実質的な年率 EPS 成長を 20~30% 程度、妥当 PER を 10~13 倍と考えると中期的な目標株価は 670 円~870 円と考えられる。

今後の中国・ベトナムでの事業拡大が本格的に収益に寄与するまで、時間を要すると思われるが、その進捗度合いも投資家の注目点となろう。なお、時価総額が小さく流動性も乏しい点には留意する必要がある。M&A に自社株を利用した場合、自社株控除後の株数が増加することで EPS が希薄化する可能性もある。

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 KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・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、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、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG 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、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場パフォーマンス

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)

リターンのおぼ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かわかりを示す指標です。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、(株)ICMG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。特に記載のない限り、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場合があります。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ため、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