

スターティア (3393 東証マザーズ)

発行日: 2011/7/25
調査日: 2011/5/25
調査方法: 企業訪問

機器・ネットワーク整備等 IT 総合サービス業、電子書籍作成ソフトが成長エンジンに

> 要旨

◆ IT 支援サービスから電子書籍作成ソフト販売に事業展開

- ・IT 機器販売、インターネット環境整備、ウェブ構築、電子書籍作成用ソフトウェア等アプリケーションの販売、及びウェブサーバのレンタル等、IT 支援業務を総合的に展開。
- ・単なる OA 機器や電話回線の販売代理業ではなく、保守作業の自社運営、同一顧客に複数の商材をクロスセルする戦略で、首都圏・近畿圏・北九州の 3 拠点で地域密着の営業展開を推進
- ・営業支援ツールとして自社開発した電子書籍用ソフトウェアが急拡大。従来は中堅・中小企業を主な顧客としてきたが、大手企業にも販路が拡大している。

◆ 高機能・マルチデバイス対応で評価高まる電子書籍用ソフト ActiBook

- ・ActiBook は、簡単操作、1 度の編集作業で PC・スマートフォン・専用リーダーのいずれにも対応でき、作成ページ数による従量課金を廃止した価格設定などが魅力。下線・付箋の付加や検索エンジン対応等の豊富な機能も特徴としている。
- ・出版・印刷大手から中小企業まで幅広く評価を得て、累計採用社数は 1,000 社を超えた。中小企業向けの eショップ構築(電子書店サイトに転用)やホスティングサービス(コンテンツ保存・公開)なども加えて、顧客層の取り込みを図る。

◆ スtock型／継続サービス型ビジネスへの転換図る

- ・厳しい景況感が続く中小企業向けの IT 関連機器販売は、高成長を見込み難いが、最新機器・サービスをレンタル契約で提供する SaaS/IaaS 型へのビジネス構造の転換で収益力の改善を図る。ActiBook も新規客開拓の有力な商材になろう。

> 投資判断

◆ 2012/3 期は電子書籍作成ツールが伸長し 5 割増益へ

- ・2012 年 3 月期は売上高 46 億円(前年比 15%増)、営業利益 4 億円(同 46%増)。当期純利益 2 億円(同 55%増)と予想する。2 期連続で過去最高益を更新する見込み。
- ・粗利益率が推定 9 割前後と高い電子書籍関連の伸長が主な増益要因で、当該売上高は前期 5 億円強から約 8 億円になると推定。スマートフォン・タブレット PC の伸長に伴う電子書籍の普及に伴い新規顧客開拓が進むうえ、既に販売したシステムの保守料(機能追加等のバージョンアップ代金)が発生する。

◆ 中期的にもStock型ビジネスの下支えと電子書籍市場拡大で増益基調

- ・2013 年 3 月期以降も増収増益を見込む。既存事業はStock型への移行で低水準ながら安定収益源になる見込み。電子書籍関連は作成ツールの拡販に加え、電子書店開設パッケージの同時販売やコンテンツ保管用サーバレンタルの需要拡大等にも期待が持てる。
- ・ただし、電子書籍市場での戦略が想定通りに収益化できないリスクには注意が必要

◆ 現在の株価はリストラ効果と電子書籍の成長を先取りしている

- ・直近株価は 2012 年 3 月期予想利益ベースの PER は 34 倍と、同業他社に比べ高水準だが、電子書籍関連事業の成長やStock型ビジネスへの転換による収益構造変化を先取りしていると推察される。
- ・中長期的な高成長を織り込みつつ、2015 年 3 月期の適正 PER を 14~20 倍が妥当と考え、2~3 年後の適正株価は 1,470 円~2,100 円と判断する。

業種: サービス業
アナリスト: 高坂 茂樹
+81 (0)3-3239-2930
s-kousaka@holistic-r.org

【主要指標】

株価(円)	1,381
発行済株式数	4,953,400
時価総額(百万円)	6,608
上場日	2005/12/20
上場来パフォーマンス	4.72%

	前期	今期
PER(倍)	29.1	34.2
PBR(倍)	2.85	2.65
配当利回り	0.4	0.3

	σ	β 値
リスク指標	119%	2.06

【主要 KPI (業績指標)】

	11 3 1Q 末	11.3 4Q 末
ActiBook 採用企業数(社数)	712	1,033
Stock型ビジネス売上高(百万円)	255	316

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-9.4	-20.9	-16.6
対 TOPIX(%)	-7.9	-10.2	-12.5

*用語の説明は最終頁をご覧ください

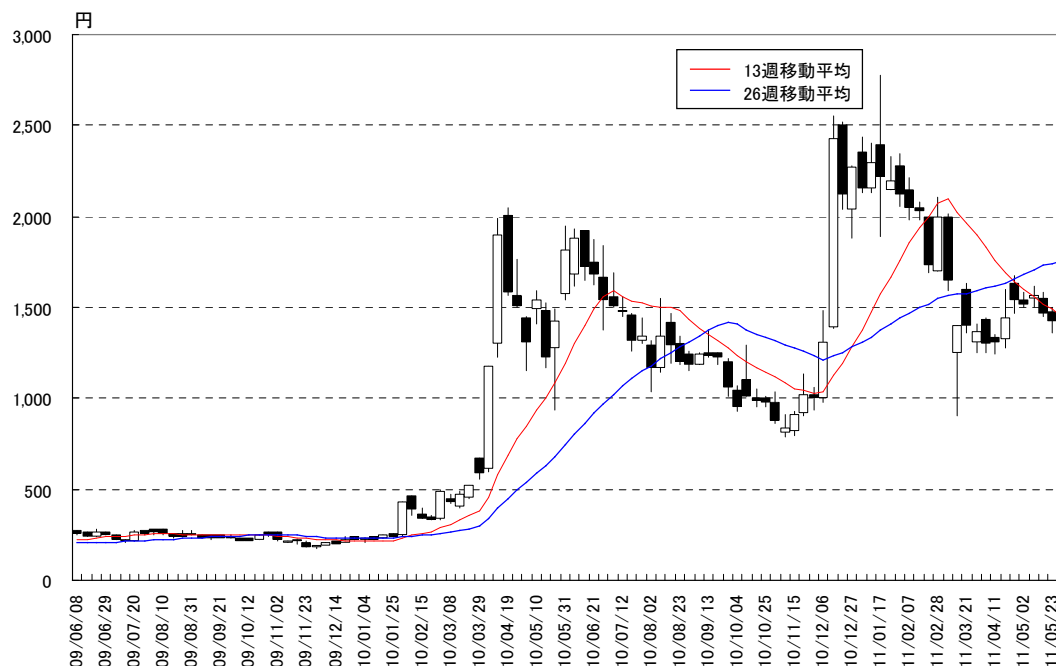
スターティア (3393 東証マザーズ)

> 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	3,353	4,000	4,700	4,600	5,500	6,600	7,700
前年比	-29.7%	19.3%	17.5%	15.0%	19.6%	20.0%	16.7%
営業利益	160	273	400	400	620	850	1,000
前年比	-33.8%	70.8%	46.5%	46.5%	55.0%	37.1%	17.6%
税引き前利益	164	278	400	400	620	850	1,000
前年比	-34.8%	68.7%	43.9%	43.9%	55.0%	37.1%	17.6%
当期純利益	115	129	200	200	310	440	520
前年比	22.5%	12.3%	55.0%	55.0%	55.0%	41.9%	18.2%
期末株主資本	1,362	2,404	-	2,584	2,863	3,259	3,727
発行済株式数	4,423	4,953	4,953	4,953	4,953	4,953	4,953
EPS	26.9	28.6	40.4	40.4	62.6	88.8	105.0
配当	1.75	5.00	4.04	4.04	6.26	8.88	10.50
BPS	318.6	484.4	-	521.7	578.0	657.9	752.4
ROE	8.8%	6.9%	-	8.0%	11.4%	14.4%	14.9%
株価	590	1,355	1,381	1,381			
PER	21.9	47.4	34.2	34.2	21.3	15.0	12.7
配当利回り	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%
PBR	1.85	2.80	-	2.56	2.31	2.03	1.77

(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。

> 株価パフォーマンス

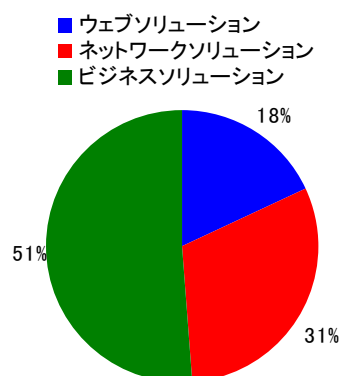


会社の概要

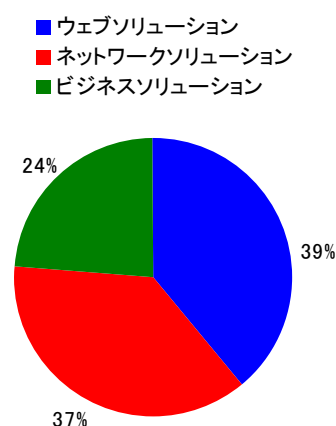
> 事業内容

従業員 300 名未満の中小企業を対象に、IT 関連業務を一括受託。

<セグメント別売上構成>



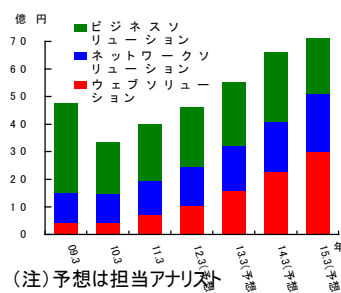
<セグメント別営業利益構成>



(注)2011 年 3 月期

(出所)会社公表資料より作成

<アクティブック関連売上高>



(注) 予想は担当アナリスト

(出所)会社公表資料より作成

◆ 事業セグメント

スターティア株式会社(以下、同社)と同社グループ*は、IT 機器販売、インターネット環境整備、ウェブ構築、電子書籍作成用ソフトウェアをはじめとするアプリケーションの販売、及びウェブサーバのレンタル等、企業向けの IT 支援業務を総合的に展開している。

同社の事業は以下の 3 つのセグメントに分類される。

- 1) ウェブソリューション関連事業(以下 Web 事業): 電子書籍や電子カタログを簡易に作成・管理するソフトウェアをはじめ、Web 制作ツール・総務系管理ツール等を提供する。
- 2) ネットワークソリューション関連事業(以下 NW 事業): 事務所内の通信環境選定やネットワーク構築、関連機器の導入、企業のウェブページや e メールを管理するサーバの時間貸し(ホスティング)等を行う。
- 3) ビジネスソリューション関連事業(以下 Biz 事業): ビジネスホンや複合印刷機等 OA 機器の提供及び保守、ソフトバンクテレコムの子収型固定電話の再販等を行う。

事業セグメント別の売上高構成比の過半を占める Biz 事業は、機器の販売代理等を行う事業であり、収益性は 3.3%と低い(2011 年 3 月期売上高営業利益率・全社費用考慮前)。それに対して、ホスティングサービスを主とする NW 事業の利益率は 8.9%、Web 事業は 16.1%となっている。

同社は、情報・通信システム専門部署を置くことが困難な従業員数 300 名未満の企業を対象に、情報システム部門に相当する業務を一括して受託することを主たる事業として営んできた。しかし、企業向けソリューションの一つである電子書籍関連ソフトが出版・印刷関連の大手企業に評価され、同社の成長ドライバーとなり、中堅・中小企業向け総合 IT サービスという見方はやや変わりつつある。

同社は、中堅企業が集中し保守サービス等が効率的に行える地域として、東京、大阪、福岡に営業拠点を有し、機器販売に止まらず、IT 関連の商材・サービスをワンストップで提供し、料金の一括請求による顧客企業の総務事務作業の軽減も図っている。

* 同社グループには、100%子会社で Web 事業を担うスターティアラボ、議決権の 43%を同社が保有し、移転・改装時のオフィス設計・工事を行う持分法適用会社 MAC オフィスがある。

アクティブックは、電子ブックを作成するツールで、利用者・作成者にメリットが大きいのが特徴。

◆ 電子書籍作成用ソフトウェア「ActiBook (アクティブック)」

アクティブックは、専門知識がなくても PDF (アドビシステムズの PC 環境に依存しない電子文書規格によるファイル) や画像データから簡単に電子ブック* を作成することが可能なソフトウェア (以下ツール)。

1 回の編集作業で PC、アップル社のタブレット型コンピュータ i Pad やスマートフォン i Phone、Android OS 採用スマートフォン等、複数の電子書籍閲覧デバイス向けに同時に書き出しができる。

コンテンツ中の付箋貼付や全文検索等が可能で、閲覧者のページ移動履歴を認識する log 解析機能、SEO 対策等の機能が特徴。作成頁数に応じた従量課金を廃した新体系等も評価され、採用社数は 2011 年 3 月末には 1,033 社に達している。

* 電子ブックとは、単行本のデジタル版である所謂「電子書籍」だけでなく、カタログ、パンフレット、チラシ等を電子化して PC 等の端末で見ることができるテキスト情報を指す。

> 経営陣

同社代表取締役社長の本郷 秀之氏は、1966 年生まれ。訪問販売、電話料金割引サービスの取次、通信機器販売等複数社で営業職を経験した後、1996 年に同社を創業した。単なる売り切りの販売代行業ではなく、機器設置工事や保守も行い、顧客と長く付き合うビジネスを企図してきた。

本郷氏は同社の経営方針や戦略決定に重要な役割を担う他、他業界の有力企業との提携等についても同氏の人脈に負うところが大きい。

取締役は 6 名で、本郷氏を含めて 3 名は、創業時又は創業初期に入社している。現在、社外取締役は選任していない。

> 株主構成

本郷秀之	44.9%
財賀明	6.6%
古川征旦	3.9%
源内 悟	3.9%
従業員持株会	1.5%
外国人	1.2%
株主数	3,498 名

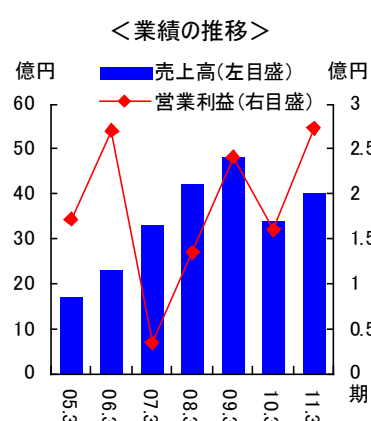
(注)2011 年 3 月末現在

同社の筆頭株主は創業社長の本郷氏で、2011 年 3 月の公募増資並びに同氏の株式売出し前の時点までは、議決権所有割合は 50% 超であったが、現在は 45% になった。

株主数は、公募・売出しにより 3,000 名を超えた。東証 1 部へのステップアップのためには、流動株式の増加が必要だが、着々と準備を進めているようだ。

> 沿革・企業理念

人材ビジネスへの進出、事務所新增設等、積極的に投資を行うも利益を圧迫。2009年に構造改革を実行。



(注) 予想は会社、2006年3月期までは単独決算、
(出所) 会社公表資料より作成

従業員教育を理念で謳い、顧客と社員の満足が両立する経営を目指す。

1996年2月に、有限会社テレコムネットの商号で、市外電話料金割引サービスの取次業務を目的として会社を設立。以後ビジネスホン販売、ホスティング(サーバの時間貸し)、オフィスファシリティ販売等に事業を拡大し、2005年12月に東証マザーズ市場に上場した。

上場後は、通信・インターネット関連の商材の提供から、企業ウェブサイト制作サービス(2006年2月)、人材派遣・紹介業(同年4月)、電子書籍作成ツールの開発・販売(同年6月)等に事業の幅を広げていった。

しかし、事業内容や拠点拡大により売上高は拡大したものの、利益成長が伴わなかったことから、2009年に事業の精査を行い、次のような「選択と集中」を実行した。

- 1) 人材ビジネスからの撤退(2009年3月に運営子会社株式を売却)
- 2) オフィスファシリティ販売部門の分社・提携先への事業統合(2009年7月に実行、同年5月に出資し関連会社にしたMACオフィスへ)
- 3) 普及期入りを確信した電子書籍関連事業の分離・100%子会社化(スターティアラボ)することで、経営判断の迅速化と専門性の高い人材の採用・育成を目指す。
- 4) リース会社を介する売り切り型の商材販売から、レンタル形式による継続的な収益計上方法への転換

なお、事業撤退の影響や売上計上法の変更により、2010年3月期の売上高は前年比3割減と大きく落ち込んだが、選択と集中の成果が表れれば、収益構造の安定化と持続的な成長の実現が期待される。

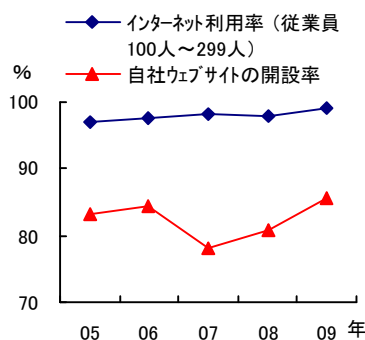
同社は、「社会のニーズとマーケットを見極め、人と企業の未来を創造し、優れた事業と人材を輩出するリーディングカンパニーを目指す」という理念の下、中小企業のインターネットの利用環境構築を中心とするオフィスインフラの総合ソリューションカンパニーを標榜している。また「中小企業のデジタルデバイト(情報の格差)を解消し、活力に満ちた事業体となるためのお手伝いをする」ことを同社の使命としている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

中小企業のインターネットの利用やウェブ開設の広がりも一巡し競合激化。

<中小企業のインターネット利用状況>

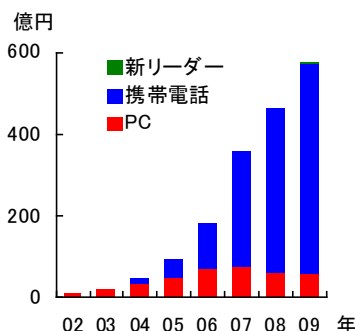


(注) 各年で調査対象企業数は異なる。100～299人は最少区分。

(出所) 総務省「通信利用動向調査」

i Padや専用リーダー発売、スマートフォンの普及で電子書籍市場がテイクオフ。

<閲覧端末別電子書籍市場の推移>



(出所) インプレス R&D「電子書籍ビジネス調査報告書」

◆ 市場動向～中小企業のインターネット利用動向

同社は、会社の規模からみて、情報システム管理等の専門部署を設置できない中堅・中小企業は、全国に約 570 万社あると認識している(情報源は経済産業省資料)。地域別の内訳では、東京都が約 67 万社で首都圏一都三県では約 139 万社、近畿の二府及び兵庫県で約 77 万社、福岡県が約 21 万社である。そこで、同社はこれらの 3 地域(東京、大阪、福岡)で営業活動を行っている。

同社ウェブサイトを見ると顧客数は、ビジネスホンの事業紹介ページで約 57,000 社、複写機のリース/レンタルのページで約 33,000 社、ホスティングサービスのページで約 4,500 社と記載されている。3 つの営業地域における潜在市場での推定のシェアは 5%にも満たない。

OA 機器や電話回線・インターネット接続サービス等の法人向け販売代理業務は参入障壁が低く差別化が困難なため、大塚商会や光通信等の先行大手、メーカー系列代理店から非上場の中小企業まで数多くの競合先がある。中小企業(総務省調査では従業員 100～299 人の区分)におけるインターネットの利用率は 99%、自社ウェブサイトの開設率は 85%という現況で、競争環境は厳しく、収益確保に苦戦する企業も多い。こうした中で業界最大手と目される光通信は、競合他社への出資による系列化を進めている。

◆ 電子書籍市場の拡大

一方、電子書籍関連の市場は急拡大している。米国では 2007 年にアマゾンが無線通信機能を備えた専用閲覧端末(以下リーダー)としてキンドルを発売して以来、電子書籍市場は急速に拡大した。

我が国では書店へのアクセスのし易さや出版業界における利害調整の遅れから、携帯電話に配信されるコミックを除き電子書籍市場の成長が立ち遅れていたが、印刷大手の大日本印刷と凸版印刷がそれぞれ NTT ドコモ、KDDI 等と提携して電子書籍事業への本格参入を表明したこと、電子書籍閲覧にも使える i Pad やスマートフォンの人気化、シャープ GALAPAGOS やソニー Reader といった専用リーダーの発売等により、いよいよ市場がテイクオフしそうだ。

野村総合研究所が 2010 年 12 月に公表した主要 IT 市場に関するトレンド分析によると、電子書籍のコンテンツ市場は 2010 年の 850 億円から 2011 年には 1,200 億円(前年比 41%増)、2015 年には 2,400 億円(5 年間の平均成長率 23%)に、またリーダーは 2010 年末 78 万台から 2011 年に 280 万台、2015 年に 1,400 万台に達する見通し。

アクティブックはウェブ制作の過程で開発され、コミック配信とは一線を画す。電子カタログ、広告ページや外部リンク、SEO 等の機能を付加し、幅広い業界で採用されている。

電子書籍作成ツールを開発・外部提供している事業者としては、1992年の設立以来電子書籍出版に関わってきたボイジャーをはじめ、ヤッパ(2000年設立の電子書籍の開発・販売会社)、モリサワ(1924年設立の写真植字の開発会社・デジタルフォントやDTPシステムで知名度あり)等がある。なお、セルシスはコミックの携帯電話向け配信、パピルスは電子書店の運営など、同社とは異なる領域で展開している。

アクティブックは、顧客のウェブページ制作業務に付随して開発されたツールで、書籍販売よりもカタログや契約約款等の営業用資料、社内文書をPCで閲覧することを目的としており、携帯電話向けコミック配信は視野になかった。そのため、アクティブック採用企業には、出版・印刷業界で大手企業中心にそれぞれ約300社の他、インターネット通信販売を行う流通業やメーカー、エンターテインメント・レジャー業界、IRコンサルティングや広告・ウェブ制作等多岐に亘っている。

> ビジネスサイクル

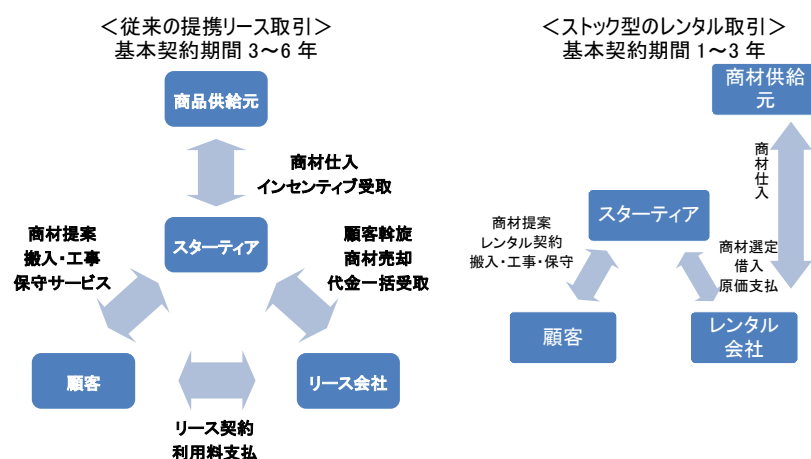
顧客との契約形態は、長期のリース型と、短期のレンタル型がある。継続的な取引が多く、ストック型でかつ提案によるクロスセルによる積み上げを狙う。

同社の売上高の過半を占める商材の代理販売事業は、同社が顧客に提案する際には、以下の2つの契約形態がある。(下図参照)

- 1) 顧客がリース会社と商材利用契約を結ぶのを斡旋。帳簿上は供給元から仕入れリース会社に売却した代金を一括売上計上する形態
- 2) 商材をレンタル会社に購入させ、それを同社が調達して顧客に提供。顧客からの毎月の利用料・保守代金等と、レンタル会社に支払う賃借料の差額が粗利益となる形態

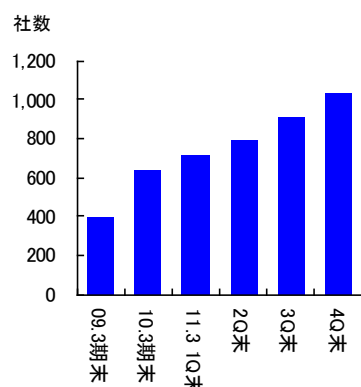
前者が一般的な形態で、同一商材であれば長期契約のため割安になるが、機能進化が早い機器の場合、後者の方が顧客にメリットがある。

同社の顧客の多くは、基本契約期間終了後も契約延長ないし新型機種への乗換えにより、取引を継続する(主要商材で解約率は5%程度と推定)。リース契約の基本契約期間は3~6年、レンタルの場合1~3年で、以後買い替えがなければ自動継続される。したがって、同社の顧客基盤を積み上げ型で、保守作業から次のクロスセル(他の商材の提案営業)の機会も生まれるビジネス構造にある。



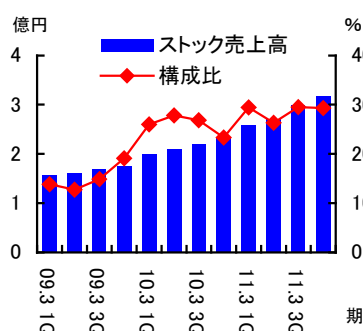
> KPI(業績指標)

<Actibook 採用企業数>



(出所)会社公表資料より作成

<ストック型ビジネスの売上高の推移>



(出所)会社公表資料より作成

同社の成長ドライバーは、電子書籍作成ツール・アクティブブックであり、この採用社数が重要な KPI と考えられる。同ツールはパッケージソフトで、価格は PC 用 150 万円、i Phone・i Pad 対応版 250 万円（一括払いか 5 年リース）となっており、基本契約期間 1 年のバージョンアップ・保守料は初期費用 10 万円、毎月 1.5～2.5 万円となっている。粗利益率は極めて高く、利益面での貢献度は高い。また大手顧客からのカスタマイズのニーズには有償サービスで対応している。

また同社はこのツールを中堅・中小企業向けに、初期費用 9.8 万円、月額利用料 9,800 円～39,800 円（公開用サーバの容量で価格は 3 段階に区分）の安価な SaaS 版として提供している。売上高への貢献は小さいが、アクティブブックの普及促進・デファクト化を狙える他、ホスティングサービスの潜在客、あるいはオプションとして電子書店開設用パッケージソフト ActiBook Shelf（初期費用 10 万円、10 冊分まで月額 9,800 円）の販売に繋げることで収益化を目論む。

もう一つ重要な業績指標としては、ストック型ビジネスの売上高があげられる。この数値もアクティブブック採用社数と同様に四半期ごとに開示されている。保守サービスやホスティング等継続的に売上に計上される収入は、同社の経営基盤の安定化につながる。中期的な戦略投資を意思決定するうえでも安定収入の下支えがあればリスクの高い戦略も選択肢に加えることが可能になる。

<商材別にみるストック型ビジネスの売上高>

	2009 年 3 月期		2011 年 3 月期		備考(商標等)
	(百万円)	構成比	(百万円)	構成比	
ホスティング (サーバ管理料)〃	356	100%	450	100%	Digit@link、 セキュア Samba
ネットワーク機器レンタル (ルータ、ファイアウォール等)	58	12%	200	34%	マネージドゲート
固定電話回線取次 (継続インセンティブ)	56	15%	85	27%	おとくライン
コピーカウンタ (トナー・修理は無償)	178	35%	299	30%	他にマネージドコピー (レンタル)
電子書籍作成ツール (バージョンアップ料)	0	0%	85	16%	アクティブブック等
その他 (ビジネスホン)	17	2%	29	3%	マネージドテレフォニー
ストック売上高計	665	15%	1,148	29%	

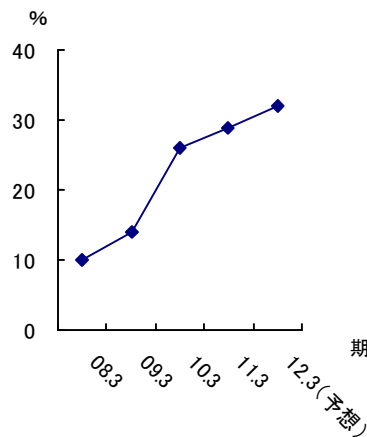
(注) 構成比は当該商材売上高に占めるストック売上構成

(出所)会社公表資料より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

<ストック型ビジネスの構成比>



(出所)会社公表資料より作成

同社は有価証券報告書等において自社の抱える当面の課題として、

- 1) スtock型ビジネスの強化
- 2) 人材育成
- 3) コーポレートガバナンスの強化

の3つを挙げている。

これらは、IT 関連の新興企業に共通の課題といえるが、同社は後発企業であり、連結従業員数が2010年12月末現在で249名(内営業部門は137名)、売上高も50億円以下とまだ小規模に留まるため、先行組である大手に対抗するためにはスピードと独自性が大切であろう。

2009年にストック化を宣言して全社員の意識改革を促し、その成果も着実にあがり始めている。また同社を取り巻く環境においても、IT機器やソフトウェアを購入せずレンタル利用するSaaS(Software as a Service)やIaaS(Infrastructure as a service)の思想が広がり、同社のストック型ビジネスには追い風になっている。

人材面では、株式上場を機に新卒採用に着手。2010年3月期は31名、2011年3月期は53人を採用した。顧客基盤の拡大に伴い、新卒と中途採用により人的リソースの拡充を図ることは急務であろう。

> 中長期の課題と戦略

◆ 電子ブック作成ツールの拡販・デファクトスタンダード化

2010年に我が国電子書籍市場は飛躍期に入ったと言われるが、電子書店、閲覧形態(PCあるいは専用リーダー)、(携帯電話向けコミック以外の)閲覧・作成ツールのいずれもデファクトは存在しない。

そこで同社は、大手企業には売切版の販売と保守サポートにより、また中小向けにはSaaS版の提供によって、利用者を拡大させ、一気に事実上のデファクト化を狙う。

◆ 同業者間のM&Aによって既存拠点の地盤強化

2007年にホスティング事業と複合プリンタの販売・カウンタサービス及びビジネスホン販売事業を譲り受けている。また2009年にオフィスファシリティ事業で大阪本社のMACオフィスと提携し、持分法適用会社化し、2011年にレカムホールディングスとの資本提携及び福岡県での複合プリンタ及びビジネスホン販売事業譲り受け等のM&Aの実績がある。今後も機会があれば前向きに対応する姿勢を示している。

◆ 拠点新設や新商材獲得

本社・支店の営業拠点は現在3カ所だが、横浜市、名古屋市等にも新規拠点設立の計画がある。ただ、大阪支店の拡充・福岡支店新設を行った2007年3月期に増員を含む先行投資負担に耐え切れず赤字転落した実績があり、慎重に検討している模様だ。

> アナリストの戦略評価

後発ゆえストック化への移行も容易だったが、素地としては技術指向・既存顧客の満足重視の姿勢があった。

電子書籍作成ツールの開発は、OEM 商材喪失が契機。苦境を躍進材料に変えた。

同社は電子書籍作成ツールで先行者に対し、新たなビジネスモデルで挑戦した利用者の使い勝手を考慮した機能と価格体系が高評価を得たポイント。

◆ ストック型ビジネスへの移行

同社は IT 関連販売代理業の大手をはじめ、同業他社よりも早くストック型ビジネスへの移行を進捗させつつある。その背景としては、以下の点が奏功したものと考えられる。

- 1) 業界の常識からいち早く脱却したこと
テレマーケティングの手法では商材をリース契約により販売した後の保守作業はメーカーに任せるのが手離れの良いビジネスであった。しかし、同社は 2005 年の株式上場時においても、テレマーケティングによる新規顧客開拓よりも既存顧客へのクロスセルが重要であると考え、それを実行してきた。
- 2) オフィスビル仲介業者との提携による見込み客紹介窓口の開設
同社は複数の賃貸オフィス仲介業者に出資している。出資先の株式評価損計上はあったが、それらが同社の営業力にもなっている。また、グループ企業の MAC オフィスは賃貸オフィスビル仲介業の検索ページを運営し、事務所移転意向のある企業の発掘にも取り組んでいる。
- 3) ホスティングサービス及びウェブ制作請負を併営していること
サーバのレンタルはそもそも継続収益モデルである。ウェブ制作からはサーバ管理やリニューアル等の業務が発生することが多い。
- 4) ウェブ制作業務の延長線上での電子書籍作成ツールの商品化
同社は企業のウェブサイトの魅力を高めるツールとして電子書籍に注目し、他社からの OEM 供給で 2005 年 4 月に発売した。しかし間もなく OEM 元が開発を中断したため、供給を継続するべく自社開発に踏み切った。電子書籍のスターティアとして知名度が高まることは、既存事業の営業活動や同業者との業務・資本提携の促進に寄与することになる。

◆ 電子書籍作成ツールの浸透戦略

書籍配信元になる出版・印刷事業者は、コンテンツの量と質、閲覧デバイスの人気には関心があるが、書籍作成ツールは安価で便利ならばブランドに拘らない。消費者も、コンテンツが豊富で安価で操作性に優れたデバイスがあれば十分だろう。

同社が初めて打ち出した作成ページ数不問の料金体系、人気のアップル製デバイスへの素早い対応、SEO 対策、読者の閲覧履歴解析等の機能は、他社に先駆けていたことで奏功した。また、同社のサービスの価格設定は、大手企業の新規参入意欲を減退させるものであったと考えられる。しかし、IT の技術進歩は早く、電子ブックの作成ツールソフトが、今後同社の成長力を支えていけるかは、技術的な優位性とマーケティング力にかかっているものと判断する。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

需要鈍化で苦境のなか、電子書籍作成ツールは新たな事業機会だけでなく、既存事業における同社の存在感を増す効果も発揮しよう。

◆ S W O T 分析

強み (Strength)	・ LAN やサーバ構築、ウェブ制作、保守等の技術者を有し、狩猟型の販売代理業と一線を画す。また地域密着でクロスセルの提案が可能 ・ リース販売からレンタルへの移行が急速に進行 ・ 大手出版・印刷会社に評価される商材（アクティブック）を自社開発。他事業顧客開拓のための商材としても有望 ・ 営業経験豊富な創業者を中心に迅速な意思決定が可能
弱み (Weakness)	・ 基本的に販売代理店であり、企業規模も小さいため、ブランド力は乏しく、他社との差別化は困難 ・ 機器・サービス仕入先との基本契約を突然解除される懸念、あるいは代替する商品・サービスの供給を求めても実現しない懸念がある ・ 創業経営者への依存度が高い。
ビジネス機会 (Opportunity)	・ 新デバイスの普及で電子書籍が普及期入り。出版・印刷大手が利用する ActiBook の採用拡大や利用客がホスティングのヘビーユーザーに。 ・ クラウドコンピューティング、SaaS/IssS の認知度が高まり、セキュリティ機器や機器更新需要の拡大によって、継続取引への指向、あるいは非メーカー系列が強みになる可能性あり
脅威 (Threat)	・ 中小企業の景況感が厳しい中で、業界内競争の激化による保守料金の低下等のデフレ圧力 ・ 中小企業のインターネット利用率は 99%、自社ウェブサイト開設率は 85%に到達し、新たな IT 関連の追加的投資の縮小 ・ 経費節減目的により、安価な商材への乗換の促進 ・ 他の電子書籍閲覧ソフトのデファクト化

同社は、販売代理業者としては地域展開、従業員数において、比較劣位にある。しかしながら、顧客重視の姿勢で失った商材（電子書籍作成ツール）を自社開発によって確保したことが、競争力の源泉になる可能性がある。

> Porter's 5 forces

電子書籍関連を除く事業においては、後発の中堅企業であり、商材の差別化は困難で、業界内競争は厳しい。仕入先は大手企業であるが、競争は厳しいため、特に価格交渉力を発揮するわけではない。しかし顧客側は中小企業であり、経営環境が良好でない中で価格にはセンチティブである。

また、電子書籍事業は、成長分野であり新規参入や業界内競争は厳しいものの、現状は独自の商材を武器に対顧客での価格面では一定の交渉力は備えているものと考ええる。但し、リーダーやソフトにおいて未だデファクトがない中で様々な代替リスクを孕んでいる。

> 知的資本の分析

(関係資本)

項目	KPI(業績指標)
・既存事業で培った顧客基盤	・アクティブブック採用企業数 1,033(2011/3 期末)

(組織資本)

	知的財産	業務プロセス	管理組織
バ リ ュ エ ン	・既存技術の組み合わせで構成による電子書籍作成ツールの開発 ・顧客の要望を反映したバージョンアップ等の対応力	・不動産仲介業数社への出資を通じた事務所移転計画企業の紹介 ・顧客ニーズを吸い上げ、新商材の提案を行う仕組みを構築	・電子書籍作成ソフトやウェブ制作等の事業は子会社に分離 ・責任明確なカンパニー化を指向

(人的資本)

経営陣	営業センスを持ち合せた経営者
組織風土	役職・階層を超えた社員間の交流
従業員	同業他社に比べ高い社員の定着率

* 用語の説明は最終頁をご覧ください

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment) / 社会的責任 (Society)

同社は自社ウェブサイトにおいて、デジタルデバイトの解消による中小企業の活性化に貢献することを使命と明記している。また環境宣言といったものは公表していないが、電子書籍関連事業の遂行によるペーパーレス化の促進が森林資源保全につながることで、技術部門が施工や保守作業に利用する社有車の一定割合をエコカー（当面はハイブリッド車）にすること、等の形で地球環境保護に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社自ら課題にも掲げており、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・運用強化に注力している。社外取締役や大口外部株主がいないため、外部牽制は期待できないが、議決権の過半を掌握していた創業者の本郷社長が保有株を売り出し、持株比率が46%になったことは、近い将来に東証1部への上場を視野に入れたものとして注目される。

一方で、中期の経営目標値の設定、配当政策の合理性、また2011年3月の資金調達の理由などに関して、経営者から納得できるメッセージが乏しいという点は株主側から見た今後の検討課題と言える。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期予想純利益は、営業利益 4 割増、連続最高益更新へ。

2012 年 3 月期は、売上高 46 億円(前年比 15%増)、営業利益 4 億円(同 46%増)、当期純利益 2 億円(同 55%増)を予想。1 株当たり配当は純利益の 10%という方針から 4.04 円(前期は記念配含め 5 円)となる。

アクティブブックの採用企業数は 1,600 社程度と拡大を続ける見込みで、業績を牽引しよう。Web 事業売上高は 10.5 億円、前年比 50%増を予想する。アクティブブック関連の売上高は粗利率が推定 9 割程度と高く、利益貢献は大きいものと考え。

NW 事業の売上高も前年比 14%増(14 億円)を予想する。震災の影響やアクティブブック利用者への提案によりホスティングサービスが伸長しよう。一方 Biz 事業売上高は 4%増(21.5 億円)に止まると予想。

スターティアラボのシステム開発費用増大や、NW 事業のクラウドコンピューティング* 対応で、販売費及び一般管理費の 10%以上の増加が見込まれるため、営業利益は表記程度にとどまろう。

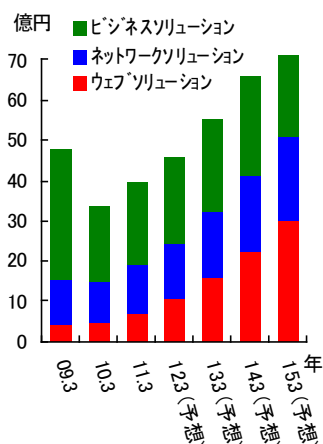
* SaaS/IaaS とほぼ同義でインターネットの雲の中から必要なソフトウェアやシステムを取り出し利用することを指す。

> 来期以降の業績

電子書籍関連事業は、作成ツールから電子書店開設用パッケージやコンテンツ保管用サーバへの波及を予想。

同社の中期計画によれば、2014 年 3 月期に売上高 6.8 億円、営業利益 8 億円を見込んでいる。3 年間で売上は 1.7 倍、利益は 2.9 倍という高い伸びであるが、その実現可能性は低くはないと考える。我々は、2013 年 3 月期に売上高 55 億円(前期比+15%)、営業利益 620 百万円(同+55%)、当期純利益 310 百万円(同+55%)となり、その後 2 期間でも売上は 15~20%成長し、2015 年 3 月期には売上高 77 億円、営業利益 100 億円、当期純利益 5.2 億円を予想する。

<セグメント別売上予想>



(注) 予想は担当アナリスト

(出所) 会社公表資料より作成

電子書籍関連事業は出版・印刷大手の開拓が一巡するものの、地方企業や消費財関連企業の電子カタログ等への採用が増えるものと想定。電子書籍作成ツールだけでなく電子書店パッケージ等も伸長し、粗利率改善が続くと予想する。電子書籍関連事業では機能改善のための費用の増加や全国展開に伴う代理店経由の販売が増えることで、販売費及び一般管理費も増加するが、既契約の顧客基盤からのストック型収益の貢献もあり、営業利益率は 2014 年 3 月期まで大きく改善するものと予想する。

こうした中期成長シナリオを覆すリスク要因としては、1) 技術革新による同社電子書籍関連技術の陳腐化、2) 同分野で関係の薄い業者がデファクトを握り、同社の技術が生かされない場合(現在アップル社は他社で購入した書籍を iPad に表示させるアプリケーションの新規承認を停止)、3) 主要商材の仕入契約の破棄、4) 大型買収等による営業外費用(暖簾償却)負担の増加、5) 中小企業を取り巻くマクロ経済環境の悪化による売上減少、等が考えられる。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2005 年 12 月の上場時の公募価格は 220 千円 (2010 年 10 月の 1→200 の株式分割を考慮すると 1,100 円) で、上場来パフォーマンスは若干のプラスとなっている。なお初値は 616 千円 (同 3,080 円) と高く、現在の株価は初値を大きく下回る水準である。

上場後は、ライブドアショックや、業績予想の下方修正、当期純利益の赤字転落などが重なって株価は急落し、2008 年 10 月に 29,510 円 (分割後 147 円) の安値を付けた。しかしその後は事業構造改革を受け株価は下げ止まり、2010 年 4 月には i Pad 米国発売を機に電子書籍関連銘柄の一角として急騰し、また 2010 年 10 月には株式分割が材料視され再び高騰した。なお 2011 年 2 月の公募増資 (発行価格 1,714 円、発行株式数 439 千株) は、希薄化懸念や大震災の影響により、市場の売り材料となった。

> 株主還元

同社は上場以来 1 株当たり 350 円 (分割考慮後で 1.75 円) の安定配当を赤字転落時も含め継続してきた。また 2008 年 3 月期以降は毎期僅かながら自社株買いも実施している。

2011 年 3 月期には、成長機会を迎えた電子書籍関連事業やホスティング事業のクラウド対応等に積極投資が必要と考え、増資及び自己株売出しを実行する一方、当期純利益の 10% を株主への利益配分とする方針を発表した。

> 株価バリュエーション比較

直近株価は 2012 年 3 月期予想収益を前提とした PER で 34 倍と、同業他社に比べ高水準だが、電子書籍関連事業の高成長やストック型ビジネスへの転換による収益構造改善を先取りしていると推察される。

< 同業との株価バリュエーション比較 >

(単位: 百万円)	スターティア	セルシス	GMO クラウド	レカムホールディングス	エフティコミュニケーションズ	大塚商会
売上高	4,600	2,985	9,791	6,086	42,000	486,000
(営業利益率)	8.7%	17.6%	11.8%	2.3%	1.8%	4.3%
当期利益	200	298	636	63	350	10,720
純資産	2,399	2,175	3,961	94	4,350	108,931
ROE	6.9%	14.7%	17.9%	-	7.5%	10.1%
PER	34.2 倍	9.9 倍	13.8 倍	8.2 倍	10.3 倍	15.3 倍
PBR	2.8 倍	1.4 倍	2.2 倍	5.5 倍	0.8 倍	1.5 倍
配当利回り	0.3%	1.1%	2.6%	-	4.5%	2.7%
過去 3 年成長率	-1.2%	6.9%	10.9%	-14.7%	3.3%	1.3%
株価	1,381 円	87,500 円	75,600 円	2,327 円	33,600 円	5,200 円
時価総額	6,841	2,942	8,772	519	3,621	164,326

(注1) 過去 3 年成長率は、売上の年平均変化率(複利)

(注2) 純資産、ROE、PBR は直近期ベース、売上高、営業利益率、当期利益は今期予想

(注3) 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

> 今後の株価見通し

同社の株価バリュエーションは、

- 1) ライブドアショックでマザーズ市場の過熱感は一掃されたが同社の成長性が信じられていた期間（2006 年 5 月～同年 10 月）において予想 PER は高値時で 21～31 倍
- 2) 2007 年 3 月期の当期純利益赤字転落後は、収益が極めて低水準であるため同 100 倍超となった。
- 3) リーマンショック後、昨年 4 月に電子書籍関連の一角として急騰する場面までは同 16～23 倍という実績であった。

今後同社の PER は利益水準が安定化するに従って、一定のレンジに収斂し、中期成長率の低下とともに、市場平均（10～13 倍）程度に低下するものと想定される。

同業他社との比較で考えて、同社の実現可能な適正利益水準は、営業利益率で 5～20%と考えられる。利益率の低い Biz 事業のウェイトを考えると、今後の営業利率は 10～12%前後までは改善可能と考えられる。我々の中期的な予想は、2015 年 3 月期で売上高 77 億円、営業利益 10 億円、当期利益 5.2 億円であり、今後ファイナンスがなければ EPS は、105 円が想定される。

2015 年度以降の長期の成長性を 5%、株主資本コストを 10～12%と考えると、妥当 PER は 14～20 倍と想定される。したがって、中期的な適正株価は、1,470～2,100 円となる。現在の株価は想定するフェアバリュエーションの下限にあり、我々の予想する業績を十分に織り込んだとは言えない。ただ、足元の利益水準が低いため、当期予想 PER は割高にみられ、会社計画に対する実績の進捗度によって株価は上下に変動する可能性があるだろう。

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っています。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)

リターンのは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 T O P I X)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