

豆蔵 OS ホールディングス(3756 東証マザーズ)

発行日: 2011/10/24
調査日: 2011/7/1
調査方法: 企業訪問

M&A で成長する中堅ソフト開発事業者 クラウドコンピューティングやタブレット化の促進はビジネスチャンス

> 要旨

◆ 特徴ある事業子会社を擁する持株会社

- ・当社グループは、豆蔵OSホールディングスを経営管理会社として、5 社の事業連結子会社によって構成される。
- ・ソフトウェア開発を中心に技術者の教育研修、転職支援サービスなども手掛けるが、連結業績のコアは㈱豆蔵と㈱オープンストリーム。
- ・大手システムインテグレータの協力会社ではなく、元受けとしてシステム開発のコンサルティングを受託していることから、利益率は高い。

◆ クラウド化、タブレット化にビジネスチャンス

- ・通信インフラの高速化・低廉化、端末機器の高機能化・低廉化が進み、携帯端末・タブレット利用の裾野の広がりつつあり、当社にとってビジネスチャンスと考えられる。
- ・前期の大幅増収益に対して、今期も第1四半期の受注は4割増と拡大しており、現在の当社の事業は成長サイクルにあるものと想定される。

◆ クラウド化への対応と中国展開が大きな課題

- ・当社はクラウド化の流れの中でも、特に AndroidOS、iPhoneOS、WindowsCE 等の技術を使った新端末向けのソフト開発に注力する。
- ・中国市場では、上海に子会社を設立し、また米国企業との合併もスタート。

(注) 10/16 に公表されたジェイエムテクノロジーに対する TOB は本レポートに織り込んでおりません。

> 投資判断

◆ M&A によって業容を拡大してきた点は評価できる

- ・当社は2004年のマザーズ上場以来、業容拡大のためM&Aによってそれまで手掛けていなかった業務を取り込み、新たな顧客層を獲得してきた。
- ・2006 年にネットサービス業界の顧客を持つオープンストリームを連結子会社化し、2009 年に小売業界やチケット販売会社などを顧客とするネクストスケープを買収。今年6月には、業務用小型端末向けソフト開発に強いアクシスソフトを子会社化。

◆ 今期業績は好調であり、中期的にも成長余地

- ・今期は、第1四半期が堅調で、通期でも2桁増収が見込まれる。会社予想を若干上回る業績を予想する。
- ・来期以降も既存事業を中心に拡大が見込まれるが、前期・今期の伸びが大きかったことから、成長速度はやや鈍化する見通し。ただし中国事業は中期的に収益の上乗せ要因となる可能性も。

◆ DOE が低い増配が期待される

- ・前期は普通配当1,000円に特別配当300円を加算し年1,300円配当を実施。当社は明確な配当性向を公表していないが、現在のDOE(1.7%)から見て今後の増配が望まれる。
- ・担当アナリストの2015年3月期業績予想によれば、EPSは11,807円が見込まれており、事業の長期的な成長性から妥当PERを14倍とすると、中期的な理論株価は、165,300円程度と考えられる。

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

【主要指標】

株価(円)	110,500
発行済株式数	30,996
時価総額(百万円)	3,425
上場日	2004/11/9
上場来パフォーマンス	+5.2%

	前期	今期
PER(倍)	12.9	11.2
PBR(倍)	1.4	1.2
配当利回り	1.2%	1.3%

	σ	β 値
リスク指標	129.1%	1.73

【主要 KPI(業績指標)】

決算期	受注高 前期比	受注残 前期末比
2008.3 期	-7.0%	-3.4%
2009.3 期	-7.9%	-13.0%
2010.3 期	-8.7%	+25.1%
2011.3 期	+55.4%	-13.9%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-22.6	-25.8	162.7
対 TOPIX(%)	-21.6	-17.3	186.3

*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20111019

豆蔵 OS ホールディングス(3756 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	3,157	4,446	4,900	4,960	5,160	5,330	5,500
前年比	-16.7%	40.8%	10.2%	11.5%	4.0%	3.3%	3.2%
営業利益	-179	368	470	480	515	560	572
前年比	赤転	黒転	27.6%	30.3%	7.3%	8.7%	2.1%
経常利益	-147	382	470	480	515	560	572
前年比	赤転	黒転	23.0%	25.6%	7.3%	8.7%	2.1%
当期純利益	-218	243	280	282	302	329	336
前年比	赤転	黒転	14.9%	15.8%	7.3%	8.7%	2.1%
期末株主資本	2,192	2,311	—	2,553	2,813	3,094	3,379
発行済株式数※	30,433	28,485	28,485	28,485	28,485	28,485	28,485
EPS	—	8,553.8	9,829.7	9,908.4	10,630.9	11,559.8	11,807.5
配当	1,000	1,300	1,000	1,400	1,500	1,700	1,800
BPS	72,041.6	81,136.7	—	89,645.1	98,775.9	108,635.7	118,643.2
ROE	—	10.8%	—	11.6%	11.3%	11.1%	10.4%
株価	39,400	133,700	115,700	115,700			
PER	—	15.6	11.8	11.7	10.9	10.0	9.8
配当利回り	2.54%	0.97%	0.86%	1.21%	1.29%	1.47%	1.55%
PBR	0.55	1.65	—	1.29	1.17	1.07	0.98

(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。※自社株除く

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

傘下の連結子会社は 5 社。
豆蔵とオープンストリームが
コア会社。

当社グループは、豆蔵OSホールディングスを経営管理会社として、5 社の事業連結子会社によって構成される。ソフトウェア開発を中心に技術者の教育研修、転職支援サービスなども手掛ける。連結業績のコアは(株)豆蔵と(株)オープンストリームの 2 社である。

< 当社のグループ企業(会社資料より) >

企業名	業務内容	特色	規模	主な顧客
(株)豆蔵 (持分:100%)	・情報化戦略策定支援業務 ・業務システム及び組込みシステムのコンサルティング ・技術者育成	システム開発に関するコンサルティング業務、製造業の研究開発部門向け組込みソフト開発、等	売上高:1,736 百万円 経常利益:143 百万円 従業員:81 名 (2011 年 3 月期)	(株)オリンパス (株)デンソーアイティ ポラトリ
(株)オープンストリーム (同:100%)	・ショッピングサイトなどインターネットプラットフォーム開発 ・モバイルソリューション	JAVA を利用した WEB アプリケーション開発	売上高:1,406 百万円 経常利益:137 百万円 従業員:111 名 (2011 年 3 月期)	(株)ぐるなび (株)サイバーエージェント (株)ソフトバンクモバイル
(株)ネクストスケープ (同:100%)	・音楽配信サイトなどインターネットプラットフォーム開発 ・データベースシステム開発	マイクロソフトのデジタル著作権管理技術「プレイレディー」利用の開発に強み	従業員:35 名	(株)タワーレコード NTT コミュニケーションズ (株)
(株)フォスターネット (同:100%)	・IT 系転職支援サービス	10,000 名を超えるエンジニアが登録している	従業員:56 名	
(株)アクシスソフト (同:58.2%)	・モバイル開発、WEB システム開発 ・クラウド環境を利用した製品開発		売上高:744 百万円 経常利益:▲19 百万円 従業員:68 名 (2011 年 3 月期)	第一生命保険(株) 日本通運(株) (株)イトーキ
碼媒卓軟有限公司 (非連結子会社)	・ソフトウェアの研究開発支援 ・上海交通大学と共同研究開始	中国現地で中国国内の需要を開拓、日系現地法人対象に案件受託体制整備	会社規模が小さいため、非連結会社	
(株)豆蔵シンピオ (非連結子会社)	・Android 等電子端末関連のシステム開発	中国現地開発で中国国外の需要を開拓	会社規模が小さいため、非連結会社	

(株)豆蔵は、従来の勘や経験に頼った場当たりのシステム開発から脱却し、短納期・低コスト・高品質なシステム開発を可能にするためのコンサルティングサービスを提供する。また製造業の研究開発部門向け組込みソフトの開発、ソフトウェア工学に関わる幅広い分野での実践的な教育研修及びトレーニングも行っている。

(株)オープンストリームは、JAVA を利用した WEB 開発に強みを持つ受託開発企業。ショッピングサイトやコミュニケーションサイト、モバイルサイトなどのシステム開発を中心に手掛けている。

(株) ネクストスケープは、Microsoft 関連の技術を得意とするシステム受託開発企業。特にデジタル著作権管理技術「プレイレディ」を利用したシステム開発に強みを持つため、音楽配信サイトやチケット販売サイト向けの開発を請負っている。

(株) フォスターネットは、エンジニアに特化した転職支援サービス会社。「Skill Surfing」、「価値倶楽部」という Web サイトを運営しており、10,000 名超のエンジニアが登録している。特にネット構築などインフラ系技術者の登録数が多い。

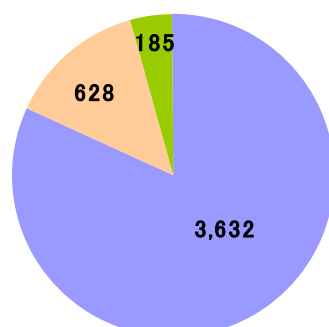
アクシスソフト (株) は 2011 年 6 月末より持分法適用会社から子会社となった。主力製品である「Biz-Collections」は、インターネットおよびイントラネットでの企業の“業務改善”や“生産性向上”を実現するミドルウェア。前期は経常赤字であったが、子会社化により業績の梃子入れを本格的に行うようだ。

碼媒卓軟有限公司は、製造業の設計開発部門が集積する地域に近い上海に 2010 年 9 月に設立した。中国国内の需要を開拓する方針だが、現在は日系現地法人対象に案件受託体制を整備している。

(株) 豆蔵シンビオは、2010 年 12 月に設立された米国の SymbioSys Inc. との合併会社。SymbioSys Inc. は欧米においてアンドロイド端末向けにソフトウェア企画・設計・受託開発業務を行っており、合併会社を通じて日本および中国での事業展開を目指している。

<当社の売上高構成比>

■ ビジネス・ソリューション
■ エンジニアリング・ソリューション
■ 教育



(注)2011 年 3 月期、単位:百万円
(出所)会社公表資料より作成

◆事業セグメントは3つに分かれる。

当社グループを事業区分で見ると、ビジネス・ソリューション事業とエンジニア・ソリューション事業からなるエンソロジー・ソリューション部門と、教育ソリューション (事業) 部門に大別される。ビジネス・ソリューション事業は、システム開発のコンサルティングや受託開発、モバイル向け受託開発などが含まれる。またエンジニア・ソリューション事業は、製造業の研究開発部門向け組込みソフト開発に関するコンサルティングが中心。一方、教育ソリューション部門は、(株) 豆蔵が行う技術者向けの教育研修及びトレーニングの提供など。

事業別の実績開示は売上のみである。ビジネス・ソリューション事業が総売上の 82%を占め、エンジニア・ソリューション事業が 14%となっている。3 つの事業主体は各グループ会社に分かれるため、連結での事業別収益の開示がないが、ビジネス・ソリューション事業が全社ベースでの収益の柱と考えられる。

> 経営陣

当社の取締役は社長の萩原氏以下 4 名。監査役は常勤監査役 1 名と 2 名の社外監査役。萩原氏は会計事務所勤務後、公認会計士事務所を開業していたが、2000 年に当社の取締役になり、2003 年に代表取締役に就任した。現在は豆蔵とフォスターネットの代表取締役、ネクストケープなどの取締役も兼務している。

他の取締役は、熊谷氏がマイクロソフト社を経て 2003 年に当社に入社し、2005 年から当社の取締役になり、現在はアクシスソフトと豆蔵シンビオの役員を兼務している。佐藤氏は子会社化したオープンストリーム出身。南口氏は 2004 年に監査法人から当社に入社しており、現在は財務、経理を担当している。

> 株主構成**<大株主上位>**

情報技術開発(株)	16.56%
日本証券金融(株)	2.26%
豆蔵 OS グループ従業員持株会	1.77%
(株)ワイ・ディ・シー	1.61%
萩原紀男	1.50%

2011 年 3 月末

<所有別株式分布>

事業法人(金融機関等除)	19.99%
金融機関等	7.29%
外国人	2.92%

2011 年 3 月末

2011 年 3 月末株主数 4,151 名。筆頭株主の情報技術開発(株) (9638) は 2008 年の資本業務提携により株式を取得。市場取引による株式取得であったが、それまで上位株主だった日興プリンスパル・インベストメンツ (2008 年 3 月期末 6.60% で第 1 位株主) や住商情報システム (同 6.55% で第 2 位株主)、野村證券 (同 1.59% で第 5 位株主) 等の保有株式が異動したようだ。上位株主 11 名で発行済株式数の 29.12% を占める。

2 位以下の株主の持株比率は 3% 以下と構成比が小さいため、安定株主比率は比較的少ないと想定される。事業法人、金融機関等、外国法人等の持株比率はそれぞれ 19.99%、7.29%、2.92% となっており、自己株主を除く個人・その他は 61.70% と過半を占め、株主の分散化が図られている。

> 沿革・企業理念

当社の前身である株式会社理想生活は、事務機器の販売及び事務処理の請負を目的として 1999 年 11 月に設立された。翌 2000 年 1 月に事業目的をソフトウェアの開発及び開発支援サービスとして、商号を株式会社豆蔵に変更した。

2003 年 2 月に萩原氏が(株)豆蔵の代表取締役に就任し、翌 2004 年 11 月に東証マザーズに上場した。2006 年には、株式会社オープンストリームを子会社化し、さらに会社分割制度を活用して当社(ホールディング会社)を設立し、旧豆蔵の事業を新設会社株式会社豆蔵に承継した。

2008 年に独立系上場企業の情報技術開発(株)と資本・業務提携を締結し、双方の株式を市場取引で取得。2009 年に株式会社フォスターネット、株式会社ネクストスケープを子会社化。今年 6 月には、持分法適用会社だったアクシスソフト(株)を筆頭株主の日商エレクトロニクスの持分を取り込むことで子会社化した。

当社は、企業理念として、以下の3つを掲げている。

1. IT 分野における高度な技術力を源泉として、お客様企業の戦略的 IT 化を支援し、産業界全体の高度情報化に貢献します。
2. IT 分野において、先進技術の育成、開発、普及活動を継続し、日本の IT 技術の発展に寄与するとともに、情報サービス産業界の地位向上、優秀な情報処理技術者の育成に貢献します。
3. バランスのとれたグループ運営によって、グループ各社ごとに保有する技術やビジネスモデルの個性を尊重しつつ、グループ全体のシナジーとして、付加価値の高いシステム化に関する様々なサービスをトータル的に提供します。

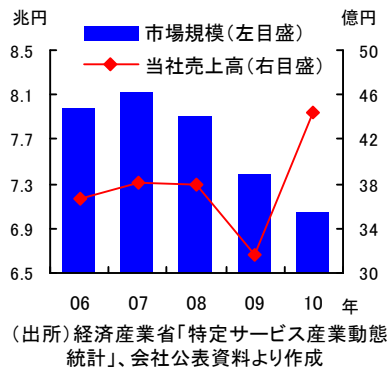
また、連結各子会社も独自に事業内容に沿った企業理念に準じた経営者からのメッセージなどを掲げているが、IT ソフト開発事業者として特に目立った特徴は見られない。

事業環境

> 業界環境・競合他社

当社の業容はまだ小さいものの、所謂「上流」部門の業務が多い。

<市場規模と当社売上高の推移>



> ビジネスサイクル

システム開発の波は 5～10 年単位で、個々の受注は約 0.5～1 年程度のサイクル

当社の属するソフトウェア業界の市場規模は約 7 兆円であるが、過去 5 年間の推移でみると左図のようになる。この 3 年間においては、企業収益の低迷、単価引下げ圧力、オープン化に伴う汎用製品の利用増加などにより、市場は縮小傾向を辿っている。

当社の業務は、ソフトウェア開発、プログラム作成などの開発プロセスにおいて、所謂「上流」に属する業務が多い。つまり当社は、システム開発の要件定義や開発手法のコンサルタント業務を得意にしている。それらの上流部門の市場規模は明らかでないが、当社の業容から見れば、市場シェアはまだ小さいものと考えられる。

当社の競合先は、コンサルタント業務に絞ると、上場会社ではウルシステムズ (3798)、フューチャーアーキテクト (4722)、アイエックス・ナレッジ (9753) などが挙げられる。この 3 社の中ではフューチャーアーキテクトが経営規模も大きく実績もあるため、安定した業績を残している。

情報サービス産業は、ハード(機器)の進化やネットワーク(通信インフラ)等の技術革新を背景に、新たな潮流が生じることによって、発展してきたという経緯がある。現在は、通信速度の高速化と端末機器の高性能化により、クラウドサービス(*)が現実化したことと携帯端末・タブレット(iPad や Android 等)の利用促進により、新たなシステムの開発ニーズが生まれている。

*クラウドサービスとは、ネットワーク、特にインターネットをベースとしたコンピュータの利用形態で、ユーザーはコンピュータ処理をネットワーク経由で、サービスとして利用する。

<情報サービス産業 発展の経緯>

- 第 1 期 1950～1980 年：情報処理主力
- 第 2 期 1981～1985 年：ソフトウェア開発拡大
- 第 3 期 1986～1990 年：急成長と大規模開発
- 第 4 期 1991～1995 年：分散型システムへの転換の時代
- 第 5 期 1996～2000 年：ネットワーク・アウトソーシング化
- 第 6 期 2001～2009 年：廉価な高速通信でネットワークの成熟化
- 第 7 期 2010 年～ ：クラウドサービスとタブレットの普及

(出所) 経済産業省「特定サービス産業実態調査」等から作成

一方、当社の個々の顧客との契約は、基本的にはスポット受注であり、その期間は数ヶ月から 1～2 年程度と推定されるが、既存顧客からの継続的な受注も見込める。したがって、上記のような技術革新等によるシステム開発の波が 5～10 年単位であるのに対して、個々の受注は約 0.5～1 年程度のものが積み重なっているものと理解できる。

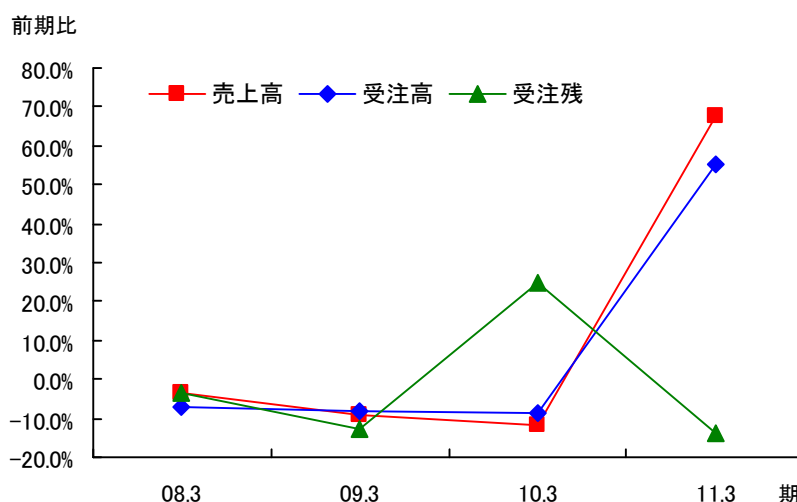
> KPI(業績指標)

**ビジネス・ソリューション部門
の受注残高は、売上の先行
指標としての役割がある。**

売上高の先行指標である受注高・受注残の開示は、2011 年度から本決算のみとなってしまった。下の図表は、当社の売上高の約 8 割を占めるビジネス・ソリューション部門の売上高・受注・受注残の過去 4 期の推移をグラフ化したものである。大規模プロジェクトの場合、プロジェクトを小分けにして発注することが多いため、受注残高は売上の先行指標としての意味は薄れている。

しかし、2009 年 3 期末のビジネス・ソリューション部門の受注残高は前期末比▲13.0%で、翌 2010 年 3 月期の売上高は前期比▲11.6%、全社ベースの売上高は同▲16.7%となり、純利益は赤字転落となった。それに対して 2010 年 3 月期末の受注残は+25.1%となり、2011 年 3 月期の売上高は、大きく伸びている。したがって、受注が小分けになっても、受注残高の数値には先行指標としての一定の役割はなお存在すると考えられる。

<ビジネス・ソリューション部門における売上高・受注高・受注残の対前年同期比推移>



(出所) 会社公表資料より作成

<ビジネス・ソリューション部門の売上高・受注高・受注残> (単位: 円)

	2008/3 期	2009/3 期	2010/3 期	2011/3 期
売上高	2,706,987	2,452,812	2,169,447	3,632,210
受注高	2,720,902	2,504,808	2,285,900	3,551,540
受注残	533,644	464,144	580,596	499,925

経営戦略

> 現状の課題と戦略

現状の課題はクラウド化への対応。特に新端末を利用した開発は重要になる。

◆ クラウド対応が大きな課題

業界全体のビジネスサイクルからみて、2010 年からは、クラウドコンピューティングをベースとした新たな利用法の推進、既存システムからの代替等が進むことが考えられる。従来はコンピュータの利用者がコンピュータの中にある記憶装置にソフトウェアとデータを保有・管理をしていた。しかし、クラウドの世界ではインターネットを利用することでネットの向こう側にあるコンピュータとつながる。その結果、多様なソフトウェアや大量なデータを利用することが可能になり、クラウド化によって利用者側はデータ処理やソフト利用のコストを大幅に削減できる。

こうしたクラウド化の流れに則して顧客に対して的確な対応をすることが当社の課題と言える。そのための具体的戦略として、①現在主流になりつつある AndroidOS、iPhoneOS、WindowsCE などの最近技術を使った開発支援。②モバイル端末向けクラウドサービスの開発支援、③オープンガバメントクラウド・コンソーシアムに参画し、中央官庁に対する提案や情報提供、などに注力している。

また、こうした新技術に対応するためには、専門的なノウハウを持った技術者が必要になる。特に上流のコンサルティング業務においては、大型で複雑な案件について提案を出来るスキルの高い人材が求められる。そうした人材の確保のために、当社はこれまで積極的な M&A によって組織と人をグループ内に取り込むとともに、2009 年 12 月にはエンジニアに特化した人材登録会社であるフォスターネットを完全子会社化し、人材市場の情報確保に努めている。

> 中長期の課題と戦略

中期的な課題は、中国市場への展開。上海での子会社設立と国際企業との合弁を足掛かりにしたい

◆ 国際化（中国需要）への対応は中期課題

中長期の課題として、国際化対応、特に中国でのビジネス展開がある。2010 年 9 月に、中国の製造業の設計開発部門が存在する上海に子会社を設立した。また、上海交通大学と自動車向けソフトウェア開発の共同開発も始めている。中国は自動車生産台数で世界トップとなり、今後の成長余地も大きい。現在はまだマーケティングの段階であるが、数年先には何らかの成果を出したい意向。

また、中国市場での新デバイス対応では、2010 年 12 月に合弁で豆蔵シンビオを設立している。合弁相手先は米国の SymbioSys Inc. で、欧米・中国・台湾におけるモバイルを中心としたソフトウェア企画・設計・受託開発に強く、顧客はノキア、ソニーエリクソン、中国移动通信、レノボなどがある。Android 等のデバイスを対象に営業活動を開始しているが、目先はまだ規模も小さく、事業の採算性は厳しいようだ。

> アナリストの戦略評価

上場後は M&A によってグループの業容を拡大してきたが、今後も効率的な M&A による成長に期待

クラウド対応と中国展開は合理的な戦略であるが、今後の具体的な施策や成果を見守りたい。

◆ M&A による新規の事業拡大

当社は 2004 年のマザーズ上場以降、業容拡大のため M&A によってこれまで手掛けていなかった業務を取り込み、新たな顧客層を獲得してきた。具体的には、2006 年にぐるなびやサイバーエージェントなどネットサービス業界の顧客を持つオープンストリームを連結子会社化し、また 2009 年に買収したネクストスケープは、小売業界やチケット販売会社などを顧客としている。

さらに今年 6 月には、業務用小型端末向けソフト開発に強いアクシスソフトを子会社化した。同社は第一生命や日本通運などを顧客とし、ネット環境を用いることで小型端末でも様々な複雑計算を可能にし、操作性も良いことが競争力となっている。前期の売上高は 7 億円、純損益▲19 百万円だが、今後の売上の拡大と収益貢献が期待される。

なお、本レポートの公表直前 (10/6) にジェイエムテクノロジー (2423) に対する TOB が発表されたが、これについての分析・評価は行っていない。

◆ クラウド対応は業界の課題

当社の掲げる、①AndroidOS、iPhoneOS、WindowsCE などを使った開発支援と、②モバイル端末向けクラウドサービスの開発支援は、ほとんどの IT 関連企業が掲げる目標である。PC に代わって携帯電話やタブレットなどの新端末とインターネットを利用した各種のサービス提供の需要が高まり、ソフト開発業者にとっては新たなビジネスチャンスが生まれている。当社もこの分野の事業へ経営資源を投入する計画だが、もう少し具体的な戦略の進展や成果を見た上で評価をしたい。

また、③オープンガバメントクラウド・コンソーシアム (以下 OGC) への参加については、未だ準備段階の域を出ない。この OGC の前身は「オープンスタンダード・コンソーシアム」(OSC) であり、e-Japan 戦略で構築される政府系システムのオープンスタンダード化を推進するため 2004 年に発足した。その後 2009 年に、最先端の IT 環境モデルであるクラウドコンピューティングをオープン化へと導くために、新たなメンバーを迎え、当社を含む 22 社を中心に「オープンガバメントクラウド・コンソーシアム」として再結成している。参加企業には大手も多く、官公庁からの受注につながる可能性は高いとはいえない。

◆ 中国での事業展開は競争が厳しそう

当社の海外展開は、成長性のある中国で当社の強みを活かした「製造業向け」と日本での新たな潮流である「新端末向け」という 2 つのコンセプトで推し進めたい意向。これらは戦略としては合理的である。しかし、中国での技術者や営業体制の整備、さらに価格競争力をいかに発揮するのかという点については、具体的な施策はまだ見えない。当面はまず主要顧客の基盤が形成できるかがポイントだろう。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・システム開発は、大手システム・インテグレーターの協力会社ではなく、顧客からの元受けでの事業を展開しており、社内にノウハウの蓄積が図れる。 ・グループ内に多様な業務を行う会社があることから、技術の補完や顧客に対して多様な業務を提供できることが強みになりうる。
弱み (Weakness)	・グループ会社が複数存在することは、企業経営上、管理コストの重複や情報の分散などのデメリットが生じる可能性がある。 ・新たな成長事業分野において要求されるスキルを持つ社内技術者や外注先が限定されることで、当社の目指す事業拡大のスピードが制約される可能性がある。
ビジネス機会 (Opportunity)	・クラウドコンピューティング時代の到来 ・当社の重要な顧客層であるネットショップの存在が小売業界の中で高まりつつあること。
脅威 (Threat)	・優秀な人材の流出リスク ・ソフトウェア開発の海外への移転（国内の空洞化）

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

国内競争に加えて新興国企業の国内市場への参入等もあり、厳しい。

◆ 新規参入の脅威

新技術の展開力、実績等が受注競争力を左右するが、スキルを備えた要員確保は容易でないため、元受けレベルの業務への新規参入障壁は高いと思われる。しかしインドなど新興国企業の国内市場への参入は脅威といえる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

情報サービス産業は、新技術、デバイス・通信環境の変化で従来のサービスが代替される可能性がある。

◆ 買い手の競争力

オープンストリームとネットスケープの場合、開発から運営助言までを手掛けるため、顧客とのパイプは太い。他方、豆蔵はコンサルタントやシステム開発のため契約毎にコンペ等が実施されることから、顧客からの価格圧力の可能性は高いと思われる。

◆ 供給者の支配力

当社は自社開発を基本とするため、外注費の上昇リスクはないものの、開発要員拡充などの人件費増が原価を押し上げるリスクは存在する。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

当社は、IT 関連企業であり、物を製造する業種でないため、環境対応に関する対応方針、社内規程、などは特に作成していない。

◆ 社会的責任 (Society)

社会的責任については、事業を通じて顧客の満足度を高めることを重視するものの、社会一般に対して負担する責務及び事業活動を通じた社会的利益への貢献については特に理念、方針などを定めていない。

◆ 企業統治 (Governance)

当社の筆頭株主は資本・業務提携先である情報技術開発㈱であり、実質創業者で現社長の持分は 1.50%と僅少である。上位 11 社の持ち分比率の合計は発行済み株数の 29%と拒否権比率 (33.4%) を割り込んでいる。したがって、少数株主を十分意識した経営が求められている株主構成と想定される。

なお、筆頭株主である情報技術開発㈱とは、業務上の連携やシナジー等が今のところ十分に発揮されていない模様だ。情報技術開発は、これでは当社の経営に関与はしていないようだが、将来もサイレントホルダーでいつづけるか不明である。

取締役会は取締役 4 名で構成されているが、独立社外取締役は選任していない。監査役は 3 名とも社外監査役であり、実質的な経営監視機能は監査役によるところが大きいものと想定される。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

足下の業績は堅調であり、今期は会社予想を若干上回ることが想定される。

2012年3月期連結業績予想については、担当アナリストは会社予想に対して若干増額している。会社予想⇒担当者予想(単位:百万円)でみると、売上高 4,900⇒4,960(前期比 11.5%増)、営業利益 470⇒480(同 30.3%増)、経常利益 470⇒480(同 25.6%増)、純利益 280⇒282(同 15.9%増)と予想。

会社予想に対し増額を見込むのは、①アクシスソフト(前3月期売上高7億円、純損益▲19百万円)が6月に持分法適用会社から子会社となり、グループをあげて受注活動を展開しており、連結業績への寄与が見込めること、②第1四半期決算で、売上高が前年同期比 21.2%増となり、また受注高は同4割増、受注残も同3割増の伸長となったこと、などが挙げられる。

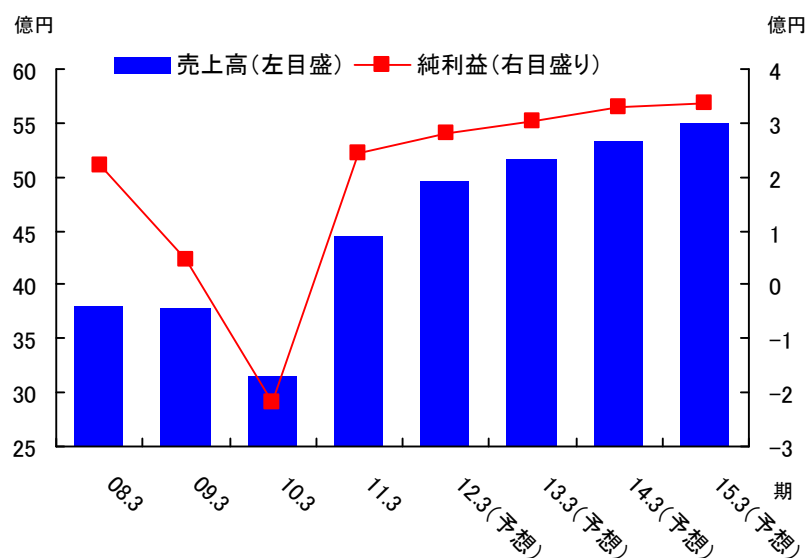
> 来期以降の業績

中期的には、既存のグループ会社で安定性成長を見込む。中国の事業は上乗せ要因。

当社は中期の経営計画を公表していない。今後3年間の売上高は、エンジニアリング・ソリューション部門や教育ソリューション部門の成長性は低いものの、ビジネス・ソリューション部門はクラウド化の中でビジネスチャンスは拡大しており、前期も大きく業績を伸ばしたことから、中期的にも成長が見込まれる。もっとも、来期以降は既存顧客からの受注も一段落することが想定され、同部門の売上高は3%台の成長に鈍化するものと予想した。

なお、中国関連事業については慎重な見通しを前提としており、特に目立った利益貢献は想定していない。

<当社の業績見通し>



(出所)会社決算資料より作成
(注)予想は担当アナリストの予想

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2004年11月9日、当社は公募価格330,000円に対して初値660,000円と期待先行の上場となった。2005年に上場来高値802,000円を付けたがその後は調整。2006年2月に1:4の株式分割を実施したが、その後株価は調整局面に入る。昨年12月8日より株価は反発し、12月7日終値48,500円から12月21日高値194,000円まで高騰。今年2月21日には250,800円の高値があった。その後150,000円を軸に推移。7月下旬以降は市場全体に押されジリ安の展開となっている。なお、公募株価ベースの上場来パフォーマンスは年率+5.9%とプラスを維持している。

> 株主還元

現在の低いDOEから見て、収益の増加に見合った増配が望まれる。

当社は長期的利益還元を最重視して安定配当(分割後ベースで1000円)を実施してきたが、前2011年3月期は特別配当300円を加算して1,300円を配当した。当社は明確な配当性向など株主還元策は公表していないが、現在の低いDOE(純資産配当率は前期1.7%)から考えて収益の増加に伴い増配が必要だろう。前期の配当性向を参考に、期待を込めて2012年3月期の予想配当を会社予想1,000円から1,400円引き上げ、来期以降もこれを踏まえ、増配が続くものと予想した。

> 株価バリュエーション比較

当社は同業の3社と比較して、営業利益率等の収益性や実績ROEは高く、また過去の成長性も高い。こうした点を評価すると、今期予想ベースのPER(11.2倍)はやや低いものと考えられる。

<株価バリュエーション比較>

	当社	ULS グループ	フューチャー アーキテクト	アイエック ス・ナレッジ
株価(10/14)	110,500円	44,950円	32,650円	155円
ROE	11.6%	4.8%	17.5%	2.9%
PER	11.2倍	23.3倍	7.6倍	17.5倍
配当利回り	0.9%	0.7%	3.8%	3.0%

(注) ROE、PERは予想ベース。配当は前期基準

> 今後の株価見通し

我々の予想EPSに想定PER(14倍)を掛けると、中期的な妥当株価は165,300円が想定される。

担当アナリストの2015年3月期業績予想によれば、EPSは11,807円が見込まれ、現在の株価をベースにした予想PERは9.6倍となる。当社のEPSの永久成長率を3.0%程度と考えると、株主資本コストを10%とやや高めに見ても、割引率は7%程度と考えられ、そこから逆算されるPERは約14倍。よって今後2~3年でみた中期の妥当株価は、165,300円程度と考えられ、現在の株価から40%程度の上昇余地がある。

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、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 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、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