

さくらインターネット (3778 東証マザーズ)

発行日: 2012/11/15
調査日: 2012/11/6
調査方法: 企業訪問

大規模データセンター稼働でスケールメリットを活かしたコスト競争力に強み

> 要旨

◆ 双日傘下の国内データセンター大手

- ・同社は双日の連結子会社で、企業や個人向けにインターネット用サーバの管理・運営するデータセンターサービス大手。
- ・提供するサービスは「ハウジングサービス」、「専用サーバサービス」、「レンタルサーバサービス」、「VPS サービス」、「その他サービス」の 5 つ。同社の成長戦略は、ハウジングサービスで売上高を段階的に積み上げ、価格競争力の高いレンタルサーバサービスと VPS サービスでシェアアップを図り、専用サーバサービスの大口顧客獲得を目指す方針。

◆ 第 2 四半期決算は減価償却費が収益を圧迫

- ・2013 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 2.8%増の 46.7 億円、営業利益は同 17.1%減の 4.7 億円、四半期純利益は同 28.6%減の 2.6 億円。これは会社計画に対し、売上高が専用サーバの大口解約で未達となるも、営業利益はプロモーション活動抑制などで超過達成。
- ・売上面ではハウジングの伸び悩みと専用サーバの苦戦をレンタルサーバと VPS でカバー。一方、利益面では石狩データセンターの減価償却費増が収益を圧迫するも、EBITDA では増益を確保した。

> 投資判断

◆ 下期はハウジング大口案件と専用サーバの料金体系変更が寄与

- ・同社は第 2 四半期決算が売上面で未達、利益面では超過達成となるも、期初の 2013 年 3 月期計画を継続。下期は大規模ハウジング案件受注に加え、専用サーバも料金体系の変更が奏功する見通し。
- ・当センターは前回レポートの業績予想を継続する。この主な要因は、レンタルサーバと VPS が想定通り拡大しているうえ、上期苦戦したハウジングと専用サーバのテコ入れ策が具現化されるため。

◆ 中長期的な適正株価水準は 1,050 円～1,300 円を想定

- ・競合とのバリュエーション比較から、業界の妥当 PER 水準を 8 倍～10 倍と仮定すると、アナリストの 2016 年 3 月期予想 EPS131.4 円を基にした中長期的な適正株価水準は、1,050 円～1,300 円を想定。
- ・一方、15 年 3 月期は減価償却費増で営業利益の一時的な伸び率鈍化が予想されるなど、中期的な同社の収益は石狩データセンターの設備投資に左右される見通し。したがって、中期的な収益動向は営業利益に加え EBITDA(営業利益+支払利息+減価償却費)も考慮したい。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

【主要指標】	2012/11/9
株価(円)	490
発行済株式数(株)	8,677,600
時価総額(百万円)	4,252
上場日	2005/10/12
上場来パフォーマンス	-7.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	7.6	8.2
PBR(倍)	1.6	1.3
配当利回り	1.0%	1.0%

	σ	β 値
リスク指標	59.0%	1.1

【主要KPI(業績指標)】

会員数推移	(件)
2006年4月末	82,993
2007年4月末	114,974
2008年4月末	149,236
2009年4月末	179,597
2010年4月末	210,088
2011年4月末	242,355
2012年4月末	265,229

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	0.0%	16.7%	-14.0%
対TOPIX	1.6%	16.8%	-14.3%

*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20121112

さくらインターネット (3778 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	8,584	9,164	9,800~10,200	10,100	11,400	12,700	14,000
前年比	9.9%	6.8%	6.9~11.3%	10.2%	12.9%	11.4%	10.2%
営業利益	1,225	873	750~950	980	1,300	1,730	2,060
前年比	63.7%	-28.7%	▲14.2~8.7%	12.3%	32.7%	33.1%	19.1%
経常利益	1,194	808	680~820	886	1,207	1,648	1,989
前年比	65.0%	-32.3%	▲15.9~1.4	9.7%	36.2%	36.5%	20.7%
当期純利益	572	556	400~500	520	690	940	1,140
前年比	1.0%	-2.8%	▲28.1~▲10.2	-6.5%	32.7%	36.2%	21.3%
期末株主資本	2,225	2,738	—	3,215	3,861	4,741	5,803
発行済株式数(株)	43,388	8,677,600	8,677,600	8,677,600	8,677,600	8,677,600	8,677,600
EPS(円)	13,202.2	64.1	46.1~57.6	59.9	79.5	108.3	131.4
配当(円)	1,000.0	5.0	5.0	5.0	7.0	9.0	11.0
BPS(円)	51,293.5	315.6	—	370.5	445.0	546.3	668.7
ROE	29.2%	22.4%	—	17.5%	19.5%	21.9%	21.6%
株価(円)	149,800	620	490	490	—	—	—
PER(倍)	11.3	9.7	8.5~10.6	8.2	6.2	4.5	3.7
配当利回り	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%
PBR(倍)	2.9	2.0	—	1.3	1.1	0.9	0.7

(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



決算サマリー

> 事業内容

双日傘下のデータセンター
大手。ハウジングを基盤にレ
ンタルサーバと VPS が成長
を牽引

◆ 国内データセンターサービスの大手

同社は双日の連結子会社で、企業や個人向けにインターネット用のサーバを管理・運営するデータセンターサービスの国内大手。提供するサービスは「ハウジングサービス」、「専用サーバサービス」、「レンタルサーバサービス」、「VPS サービス」、「その他サービス」の5つ。

この中でハウジングサービスは、顧客のサーバをラック単位で預かるサービス。ラック単価はもともと低いことから単価下落リスクが小さく、売上高は契約ラック数に依存する。

専用サーバサービスは、顧客ごとに専用のサーバを貸し出すサービスで、動作が安定しているうえ拡張性も高く、同社が提供するサービスの中では単価が一番高い。

レンタルサーバサービスは1台のサーバを複数の顧客で利用するため、顧客は単価を低く抑えられるのが特徴。また、サービス単価がもともと低いことから、大幅な価格下落に陥っておらず、顧客数（契約件数）の増加が当該サービスの売上高を牽引している。

VPS (Virtual Private Server : 仮想専用サーバ) サービスは、物理的なレンタルサーバサービスを、ソフトウェア管理で仮想的に専用サーバと同等の機能を提供するサービス。サービス単価はレンタルサーバサービスより高く、今後は契約件数の増加と付加価値提供による単価アップが見込まれる。

その他サービスは新規サービスのクラウドサービスや機器販売、コンサルティングなどが含まれる。

> 決算概要

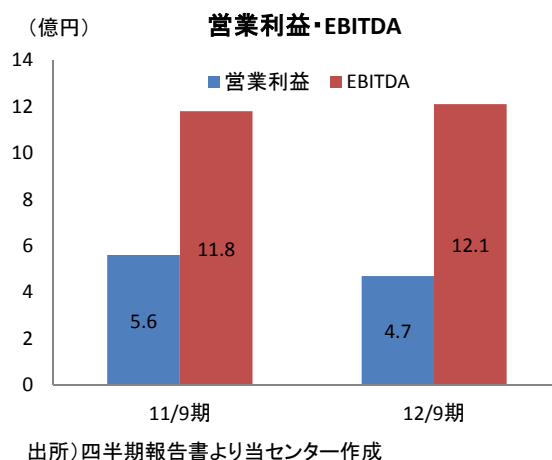
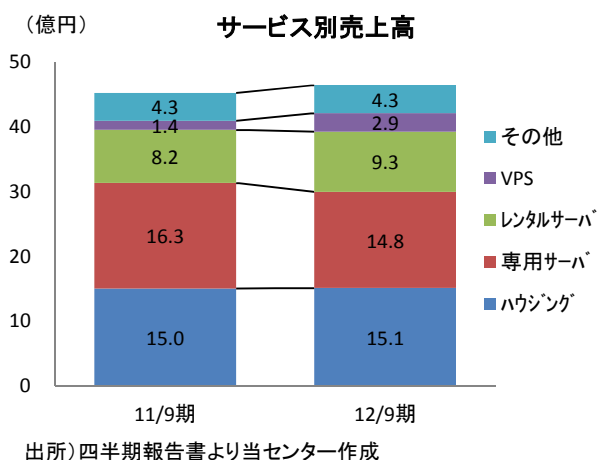
◆ 第2四半期決算は減価償却費が収益を圧迫

2013年3月期第2四半期決算は売上高が前年同期比2.8%増の46.7億円、営業利益は同17.1%減の4.7億円、四半期純利益は同28.6%減の2.6億円。これは会社計画（売上高48.0億円～49.0億円、営業利益3.5億円～4.5億円）に対し、売上高は専用サーバの大口解約で未達となるも、営業利益はプロモーション活動抑制などで超過達成となった。

サービス別売上高は、ハウジングが価格競争力の高い石狩データセンターの寄与で前年同期比1.0%増の15.1億円。専用サーバは大口解約のほか、価格体系変更で同9.7%減の14.8億円。レンタルサーバは利用件数の拡大とアップセル効果で同14.0%増の9.3億円。VPSも利用件数拡大とアップセル効果で同2.1倍の2.9億円。その他はコンサルティングサービス縮小などで同0.4%減の4.3億円。

一方、利益面では堂島と石狩データセンターの減価償却費増で営業減益となるも、EBITDA（営業利益＋支払利息＋減価償却費）は前年同期比0.2億円増の12.1億円となったことから、キャッシュフローペー

スでは増益を確保した。



> 業績見通し

◆ 下期はハウジング大口案件と専用サーバの料金体系変更が寄与
同社は第2 四半期決算が売上面で未達、利益面では超過達成となるも、
期初の2013 年3 月期計画を継続した。

上期はハウジング伸び悩みと専用サーバ苦戦が売上高の未達要因だった
が、下期は大規模ハウジング案件受注で石狩データセンターの稼働率が高まる見
通し。加えて、専用サーバもイニシャル部分(初期費用)を抑えてランニング部分
(月額料金)を高めた料金体系の変更が奏功。契約件数の減少に歯止めが掛かり、
第4 四半期以降は増収トレンドへの転換が見込まれる。なお、システム障害で中
断していたクラウドサービスは、12 年10 月からサービス提供を再開している。

◆ 中期的には石狩データセンターの増設時期に注目

当センターは前回レポート(2012 年5 月発行)の業績予想を継続する。この主
な要因は、レンタルサーバとVPSが想定通り拡大しているうえ、上期苦戦した
ハウジングと専用サーバのテコ入れ策が具現化される見通しのため。

なかでもハウジングと専用サーバのテコ入れは、石狩データセンターの稼働
率アップに向けた取り組みの一環と考えられる。同社は石狩データセンター稼働
で売上高確保が求められるなか、双日グループとの協業で大口ハウジングを獲
得するとともに、自社営業強化で料金体系を変更した専用サーバの大口顧客
獲得を目指す構え。

これにより石狩データセンターは1 号棟の稼働率アップが見込まれ、14 年
3 月期には2 号棟の電源・ラック投資が予想される。したがって、15 年3 月
期は減価償却費増が見込まれるものの、レンタルサーバとVPSの拡大に加え、
厚みを増した専用サーバのストックビジネス化(ランニング部分)でコスト増を
吸収可能と予想される。

石狩データセンターの稼働率アップで、追加投資のタイミングが中期的な収益予想を左右

投資判断

> 株主還元

◆ 継続的な安定配当が基本

同社の株主還元策は、配当性向等の数値目標を示していないものの、安定配当の継続を基本としている。2013 年 3 月期は 5 円配当が計画されるなか、中期的には利益成長とともに段階的な増配が期待される。一方、14 年 3 月期は石狩データセンターの 2 号棟投資で、15 億円～20 億円程度の設備投資が予想されるなど、業容拡大に向けた資金需要が見込まれるため、中期的には大幅な増配が見込みづらい。アナリストは配当性向 8.0%程度を目安に、14 年 3 月期以降の段階的な増配を予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 競合とのバリュエーション比較では予想 PER に割安感

バリュエーション比較は、売上規模や時価総額を考慮して GMO クラウドを対象とした。この比較から、株主還元策の予想配当性向では劣るものの、予想 PER では同社株価に再評価余地が残されている。

バリュエーション比較

	さくらインターネット	GMOクラウド
株価(円)	490	60,100
予想PER(倍)	8.2	11.9
実績PBR(倍)	1.6	1.7
予想配当(円)	5.0	1,800.0
時価総額(億円)	42.5	70.3
予想配当性向	8.3%	35.4%

注) さくらインターネットは当センター予想、GMOクラウドは会社計画

注) 株価は11/9終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は 1,050 円～1,300 円を想定

競合とのバリュエーション比較から、業界の妥当 PER 水準を 8 倍～10 倍と仮定すると、アナリストの 2016 年 3 月期予想 EPS131.4 円を基にした中長期的な適正株価水準は、1,050 円～1,300 円と想定される。一方、15 年 3 月期は減価償却費増で営業利益の一時的な伸び率鈍化が予想されるなど、中期的な同社の収益は石狩データセンターの設備投資に左右される見通し。したがって、中期的な収益動向は営業利益に加え EBITDA (営業利益+支払利息+減価償却費) も考慮したい。

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 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なり、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、最新のものではありません。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、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