

GMO クラウド (3788 東証マザーズ)

発行日: 2012/3/13
 調査日: 2012/2/17
 調査方法: 取材等

国内最大規模のホスティングサービスをバックボーンにクラウド参入

> 要旨

◆ 中小事業者向けホスティングサービス事業が主力

- ・同社は通販サイトや Web サービス事業者向けにサーバ(コンピュータ)を貸し出すホスティングサービス事業を主力に、電子証明サービスのセキュリティサービス事業や翻訳サービスなどのソリューションサービス事業を展開する
- ・ホスティングサービス事業の契約件数は、低価格をセールスポイントに 11 年 12 月期で 13.4 万件に達し、これは国内最大規模を誇る

◆ クラウドサービスに本格参入

- ・11 年 12 月期からはこれまでのインフラ提供に加え、プラットフォームやソフトウェアなどのサービス付加が可能なクラウドサービスに本格参入。顧客はクラウドサービスによるコスト削減が見込まれ、同社は顧客システムの掌握からビジネスサイクルの長期化が可能と推察

> 投資判断

◆ アナリストは 12 年 12 月期業績を保守的に予想

- ・2012 年 12 月期の会社計画は売上高が前期比 7.7% 増の 97.2 億円、営業利益は同 13.9% 増の 8.6 億円、当期純利益は同 29.8% 増の 4.9 億円を見込む。これに対し、担当アナリストの業績予想は売上高が前期比 4.1% 増の 94.0 億円、営業利益は同 0.1% 増の 7.6 億円と保守的な見方。この要因として、①前受金残高の減少、②ホスティングサービス事業の単価下落、③クラウドサービスへの先行投資、などが挙げられる

◆ 中長期的にはクラウドサービスの契約件数・単価動向に注目

- ・来期以降はクラウドサービスの契約数積み上げと単価の引き上げがポイントと考えられる。ホスティングサービス事業の課題は単価下落に歯止めをかけることだが、同社はクラウドサービス投入で単価引き上げを図る構え。中長期的な業績指標としてクラウドサービスの契約数と単価の動向に注目したい

◆ 適正株価水準は 54,300 円～70,600 円を想定

- ・現在の株価水準には、実績 PBR や予想配当利回りなどの面から再評価余地が残されているものの、今期予想 PER では割安感に乏しい。競合比較から、業界の適正 PER 水準を 10～13 倍と仮定した場合、15 年 12 月期の予想 EPS5,429.8 円を基にした中長期的な適正株価水準は 54,300 円～70,600 円と想定される

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

【主要指標】	2012/3/2
株価(円)	53,800
発行済株式数	116,540
時価総額(百万円)	6,270
上場日	2005/12/16
上場来パフォーマンス	-25.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	16.5	14.2
PBR(倍)	1.6	1.5
配当利回り	3.7%	2.8%
	σ	β 値
リスク指標	75.4%	1.97

【主要KPI】

前受金残高	(百万円)
2010年3月	1,295
2010年6月	1,268
2010年9月	1,653
2010年12月	1,584
2011年3月	1,606
2011年6月	1,637
2011年9月	1,608
2011年12月	1,525

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	-3.9%	-1.3%	-24.3%
対TOPIX	-4.1%	-14.2%	-21.5%

*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20120308

GMO クラウド (3788 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/12期 実績	2011/12期 実績	2012/12期 会社予想	2012/12期 予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想
売上高	8,333	9,029	9,728	9,403	9,753	10,253	10,853
前年比	9.7%	8.3%	7.7%	4.1%	3.7%	5.1%	5.9%
営業利益	1,064	761	866	762	822	982	1,142
前年比	-6.7%	-28.5%	13.9%	0.1%	7.9%	19.5%	16.3%
経常利益	1,069	794	850	762	822	982	1,142
前年比	-7.8%	-25.7%	7.2%	-4.0%	7.9%	19.5%	16.3%
当期純利益	681	377	490	440	470	550	630
前年比	11.1%	-44.5%	29.8%	16.7%	6.8%	17.0%	14.5%
期末株主資本	3,918	3,996	-	4,204	4,500	4,876	5,309
発行済株式数	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540
EPS(円)	5,859.7	3,257.5	4,229.0	3,792.2	4,050.8	4,740.3	5,429.8
配当(円)	2,050	2,000	1,500	1,500	1,500	1,700	2,000
BPS(円)	33,770.4	34,444.6	-	36,232.9	38,783.7	42,024.0	45,753.8
ROE	17.9%	9.6%	-	10.7%	10.8%	11.7%	12.4%
株価(円)	72,600	54,500	53,800	53,800	-	-	-
PER(倍)	12.4	16.7	12.7	14.2	13.3	11.3	9.9
配当利回り	2.8%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%	3.2%	3.7%
PBR(倍)	2.1	1.6	-	1.5	1.4	1.3	1.2

(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

ホスティングサービス事業が
売上高と営業利益の 7 割を
稼ぎ出す

◆ 国内最大規模のホスティングサービス事業が稼ぎ頭

同社は通販サイトや Web サービス事業者向けに、情報発信に必要なサーバ（コンピュータ）を貸し出すホスティングサービスを主力事業としている。2011 年 12 月期末のホスティングサービス契約件数は 13.4 万件に達し、これは国内最大規模を誇る。そのほか、セキュリティサービスやソリューションサービスも提供しており、同社グループは単体と連結子会社 12 社で構成されている。

事業セグメントは「ホスティングサービス事業」「セキュリティサービス事業」「ソリューションサービス事業」の 3 事業から成り、中でもホスティングサービス事業は同社の売上高と営業利益の 70%以上を稼ぎ出す主力事業である。

◆ クラウドサービスに本格参入

ホスティングサービス事業は、企業や個人事業者等をターゲットにウェブサイトの公開や電子メール、アプリケーションの利用等に必要サーバ等を貸し出すサービス。同社が提供するサービスの特徴は、パブリック（共用）サービスなら月額数 100 円から利用可能な低価格戦略。これを強みに国内最大規模の契約件数を獲得してきたほか、企業向けに付加サービスやカスタマイズ可能なプライベート（専用）サービスも提供している。

11 年 12 月期からはサーバの貸し出し（インフラサービス）に加え、ファイルシステム（プラットフォームサービス）やソフトウェア（アプリケーションサービス）なども提供可能なクラウドサービスに本格参入した。クラウドサービスはインフラからアプリ、メンテナンスなどのシステム構築に必要なファクターをワンストップで提供可能なことから、顧客は多額の投資を必要とせずに構築済みのシステムを定額や従量課金で利用可能。

顧客にとってクラウドサービスのメリットはコスト削減と考えられる一方で、同社のメリットとしては顧客のシステム全体を掌握しながらビジネスサイクルの長期化が可能と推察される。同社のクラウドサービスはリクルートのパートナーに選定されており、大口顧客の取り込みを梃に今後の拡大が期待される。

◆ セキュリティサービスは国内外でサービス拡大

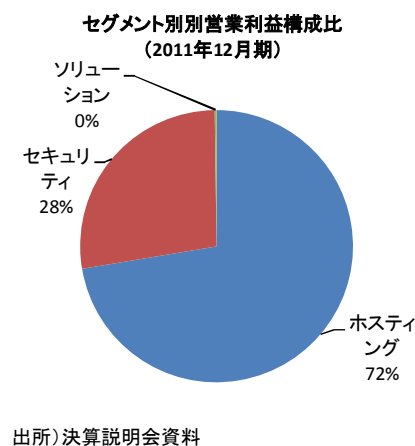
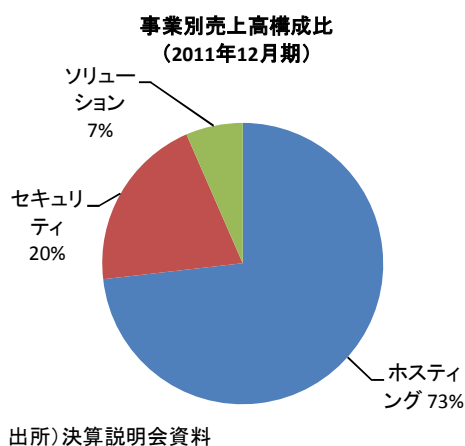
セキュリティサービス事業は、ネットワーク上の機密情報をやりとりする際の暗号化や企業の実在性を証明する電子認証サービス。具体的にはデータの盗聴や改ざんなど、電子商取引等で起こり得る様々なセキュリティ障害を防止するものである。

連結子会社の GlobalSign NV（ベルギー）が運営する認証局で認証する「グローバルサイン」ブランドの電子証明書を、連結子会社の GMO

グローバルサインやGMO GlobalSign Ltd. (英国)、GMO Global Sign Inc. (米国)を通じて発行するなど、日米欧を中心にグローバル展開している。11年12月期第4四半期のSSLサーバ証明書発行枚数は、前年同期比32.4%増の28,346枚(国内7,030枚、海外21,316枚)に拡大。世界的にネットワークの安全性が求められる中、セキュリティサービス事業は先進地域のみならず、新興国でも需要拡大が見込まれる。

◆ ソリューションサービスは翻訳需要に期待

ソリューションサービス事業は、潜在需要が見込まれるスピード翻訳サービスのほか、Webやモバイル向けホームページのコンサルティングサービスなど、ホスティングサービス事業とのシナジーが見込まれる中小企業向けの支援サービスを手掛ける。一方、労働集約的なサービス提供のため、高い収益性は見込みづらいと考えられる。



> 経営陣

◆ 親会社 GMO インターネットとの連携を重視した布陣

同社の経営陣は代表取締役社長である青山氏以下 7 名の取締役で構成されている。その内、会長の熊谷氏は親会社 GMO インターネットの代表取締役会長兼社長で、社外取締役の安田氏も親会社の専務取締役。一方、同社社長の青山氏は親会社の取締役を兼務するなど、相互に役員派遣が行われていことから、同社の経営陣は親会社との連携を重視した布陣と言えよう。

反面、社外取締役の独立性や利益相反の懸念、少数株主の不利益等、同社の経営体制にはガバナンスがリスク要因と考えられよう。

> 株主構成

<大株主上位>

GMOインターネット	51.4%
株式会社あおやま	5.0%
ベリオインク	4.0%
中条一郎	4.0%
青山満	3.5%

2010年12月末

◆ 上位の株主構成は安定的

2010年12月期末の大株主の状況は、親会社のGMOインターネットが51.4%の筆頭株主。第2位の「あおやま」は青山社長の資産管理会社で、第3位のベリオ・インク（NTTコミュニケーションズの米国子会社）は業務提携先。そのほか、第4位に副社長の中条氏、第5位に社長の青山氏と続いている。同社と親会社GMOインターネットとの資本関係は当面継続する見込みから、上位の株主構成は安定していると考えられる。

株主数は3,539名で、事業法人（金融機関を除く）57.9%、個人株主34.6%、外国人5.0%となっている。

> 沿革・企業理念

社長の青山氏が96年にホスティングサービスを立ち上げ

◆ 沿革

同社の前身であるアイルは1993年の設立。途中から当該企業に参画した青山氏が96年にホスティングサービスを立ち上げ、翌97年には社長に就任。

その後、ドットウエル ビー・エム・エスやパソナソフトバンク（現フジスタッフ）、GMOインターネットなどと資本提携を結び、2003年にはセキュリティサービス事業に参入しGMOホスティングアンドテクノロジーに商号変更。

05年にGMOホスティング&セキュリティに商号変更して東証マザーズに上場。06年にはセキュリティサービスの海外展開でGlobalSign NV（ベルギー）を買収し、海外拠点を順次拡大。

10年にはワダックスを買収するなど、同社はホスティングサービスとセキュリティサービスのM&Aで業容を拡大しながら、11年のクラウドサービス参入で社名をGMOクラウドに変更した。

◆ 基本理念

同社は経営理念の中で、『当社は、安心して、簡単に、確実に利用できるITサービスの提供により、事業者を支援するビジネスを提供してまいります。そして、その先にいるお客様に対しても安心を提供し、「インターネットの両端を笑顔に」していきたいと考えています。当社の目標は、お客様に満足してもらうことに喜びや楽しみを感じながら、チャレンジした分野で必ず一番を目指すこと。そして、グローバルな舞台で新しい価値を作り、未来を創造していくことなのです』と述べている。

また、企業精神的なものはGMOインターネットグループの「スピリットベンチャー宣言」を共有している模様。

事業環境

> 業界環境・競合他社

ITアウトソーシング市場はクラウドサービスの本格化で成長スピードを加速

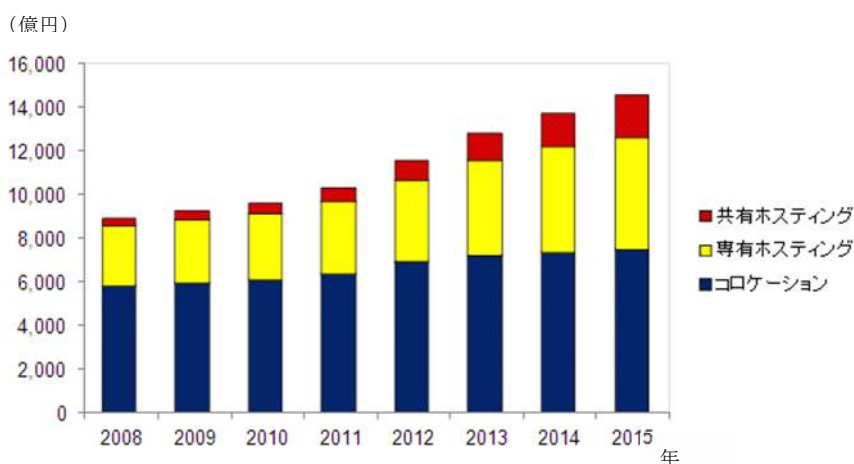
◆ 所有から利用への流れで拡大する IT アウトソーシング市場

インターネットのブロードバンド化やモバイルデータ通信の拡大を背景に、サーバを貸し出すホスティングサービスやサーバの設置場所を提供するコロケーションなど、IT アウトソーシング市場の拡大が続いている。調査会社 IDC Japan によると、2011 年の国内データセンターアウトソーシング市場は前年比 6.8%増の 10,211 億円に達した模様だ。

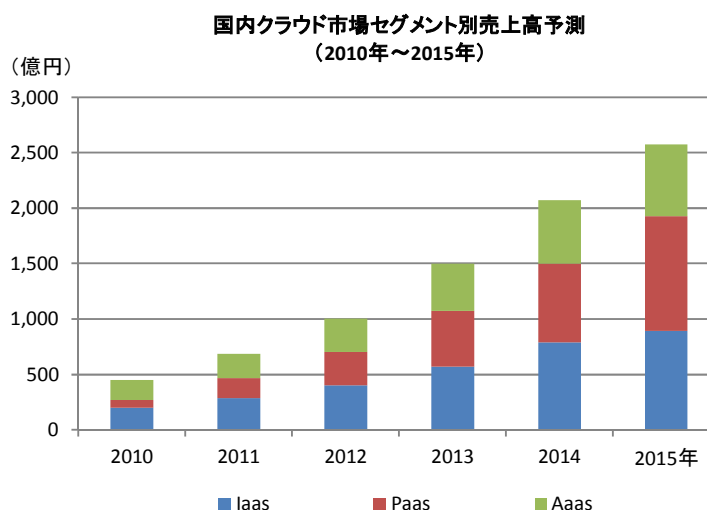
1990 年代までのシステム構築は、企業が自らデータセンターなどを保有するなど、自前で「保有」するインフラ整備が一般的であった。ところが 2000 年代に入ると、インターネットの普及でデータ量が飛躍的に増加するとともに、サーバなどのインフラを安価で提供する IT アウトソーシング業者が出現し、ホスティングサービスの拡大とともに企業はシステムを「保有」から「利用」の方向に軸足を移しつつある。

この「利用」の流れを加速させると考えられるのがクラウドサービスである。クラウドサービスはホスティングサービスなどのインフラ提供に加え、ファイルシステムなどのプラットフォームやソフトウェアなどのアプリケーションも提供可能。クラウドサービスは提供サービスの拡大とともに利用企業の増加が見込まれるうえ、新規利用企業はもちろんのことホスティングサービスからの乗り換えなども加速すると考えられる。前述の IDC Japan によると、クラウドサービスは 11 年の 662 億円規模から 15 年には 2,550 億円規模に拡大する見通しである。

国内 IT アウトソーシング市場規模推移



出所) IDC Japan



(出所: IDC Japan)

[IaaS/PaaS/SaaSの定義]

IaaS (Infrastructure as a Service)	サーバー、CPU、ストレージなどのインフラをサービスとして提供する
PaaS (Platform as a Service)	アプリケーションを稼働させるための基盤(プラットフォーム)をサービスとして提供する
SaaS (Software as a Service)	アプリケーション(ソフトウェア)をサービスとして提供する

(出所: 総務省・スマートクラウド研究会白書)

◆ **ホスティングサービスは参入障壁が低く競合も多い**

ホスティングサービスは自前のデータセンターを持たずとも、間借りでサービス提供が可能のため、参入障壁は低いと考えられる。上場企業の主な競合はNTT (NTT PC コミュニケーションズ、NTT コム) やヤフー、さくらインターネットなどが挙げられる。

> **ビジネスサイクル**

◆ **ビジネスサイクルの長期化はプライベートの拡大が鍵**

同社のビジネスサイクルは、売上高と営業利益の大部分を稼ぎ出すホスティングサービスに依存すると考えられる。顧客との契約期間を基準としたビジネスサイクルは最短で1ヶ月だが、実際には新規顧客の積み上げなどで顧客数を伸ばしていることから、ビジネスサイクルは数年に及ぶと考えられる。

また、ホスティングサービスをパブリックとプライベートに分けると、パブリックの顧客は価格選好性が高く契約期間も流動的。一方、プライベートの顧客はシステムに対する信頼性やサービス重視で、契約期間も長期に及ぶと考えられる。

その点、同社が注力するパブリックのクラウドサービスは、企業のシステム全体を掌握すると考えることから、ビジネスサイクルを長期的に安定させることが可能と推察される。

したがって、ビジネスサイクルの長期化が安定収益源の確保に寄与すると仮定した場合、パブリックからプライベートへの誘導が肝要と考えられる。

> KPI(業績指標)

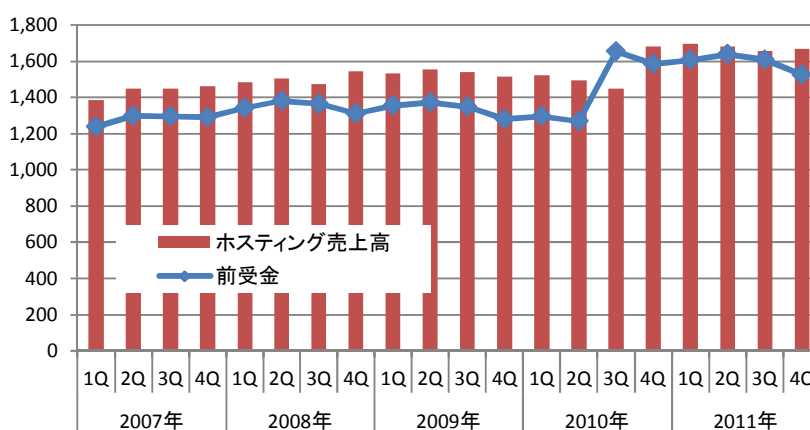
◆ ホスティングサービスの前受金残高が短期的な KPI を示唆

同社の KPI は、貸借対照表の流動負債に表記されている前受金の推移が妥当と考えられる。これは主力事業であるホスティングサービスの料金体系が定額制の前払いとなっているため、前受金は受注残と同義に認識される。通常、前受金は 1~2 ヶ月後の売上高に反映され、短期的な KPI を示唆すると考えられる。

ただし、クラウドサービスの拡大とともに、前受金の指標性が薄れる可能性が考えられる。クラウドサービスでは利用実績に応じた後払いの従量課金制のため前受金を必要とせず、代わりに契約件数や月額利用料金の重要性が増してくると考えられる。

現状ではクラウドサービスの売上高や契約件数等が公表されていないものの、今後は収益源であるホスティングサービス事業の動向を示唆する指標として、クラウドサービスの指標公表を望みたい。

(百万円) 四半期ベースの前受金・ホスティング売上高推移



出所) 同社決算短信

経営戦略

> 現状の課題と戦略

短期的にはクラウドサービスの垂直立ち上げに注力

◆ クラウドサービスの早期戦力化を目指す

同社は現状の課題として、①クラウドサービス、②グローバル展開、③エンタープライズ（大口顧客）向け販売、などを挙げている。

これらへの対応として、同社は国内と米国でパブリック・クラウドサービスのパフォーマンス増強で、従量課金の契約件数を早期に積み上げる方針。また、プライベート・クラウドサービスでは、企業のシステム全体を提供可能なサービス「IQcloud」のリニューアルで大口の契約獲得を目指す。

一方、グローバル展開はセキュリティサービスの強化を進める。通信キャリアなど主要パートナー（販売代理店）との提携を梃に自社ブランドの認知度を高め、先進国はもとよりアジア展開を進める計画である。

> 中長期の課題と戦略

クラウドサービスでセキュリティサービスとソリューションサービスとの連携を高める

◆ クラウドサービスとの連携が鍵に

同社は事業セグメント別に中長期的な経営戦略を表明している。

ホスティングサービス事業では、競合に先行した新サービスを低価格で提供し、サービスラインナップを拡充しながら顧客層の拡大を図る。セキュリティサービス事業は、海外代理店の拡充で電子認証サービス「グローバルサイン」のブランド力を向上させ、世界シェアアップを目指す。

ソリューションサービス事業は、主力の翻訳サービス拡大に加え、ホスティングサービス偉業との連携で中小企業向けに、Web・モバイルホームページ制作のコンサルティングサービスを拡充させる方針である。

中でもホスティングサービス事業の新サービスであるクラウドサービスは、今までのインフラ提供に加えプラットフォームやアプリケーションなどの提供も可能とするため、セキュリティサービス事業やソリューションサービス事業が見込まれる。同社はクラウドサービスを中長期的な成長ドライバーに位置付けている。

> アナリストの戦略評価

◆ 価格競争からの脱却が鍵

同社はホスティングサービス事業の低価格戦略による契約件数の積み上げと、M&Aによる事業ポートフォリオの拡充で売上高成長を続けてきた。一方、営業利益は売上高成長とは裏腹に伸び悩んでいるのが実情である。

この営業利益の停滞は、ホスティングサービス事業の価格競争で収益性が悪化したためと推察される。同社の営業最高益は2006年12月期の13.5億円だが、この時のホスティングサービス事業は売上高が

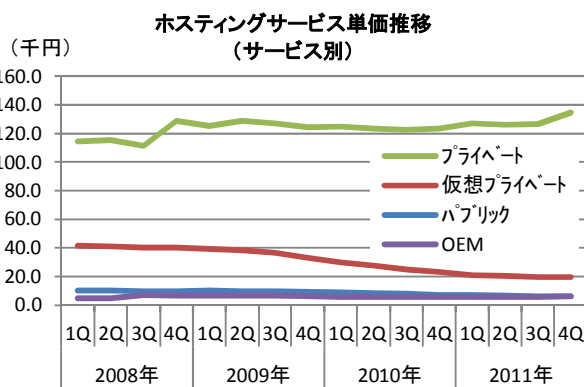
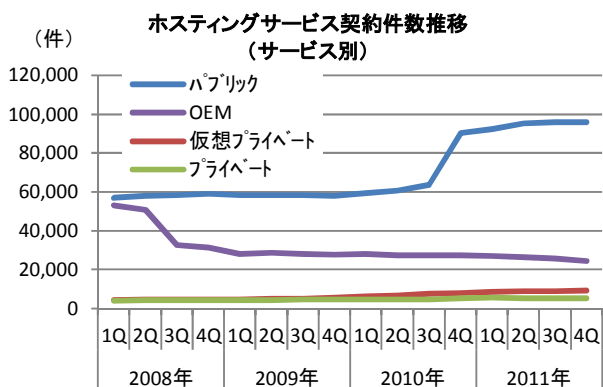
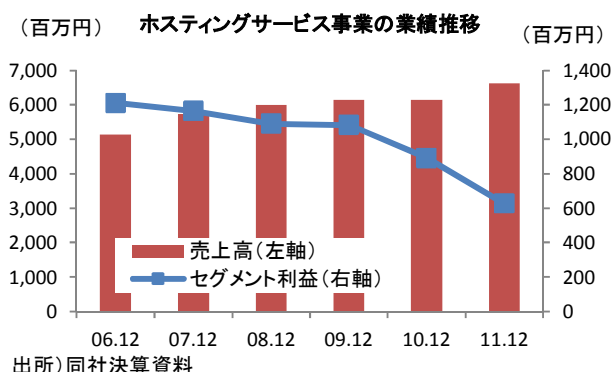
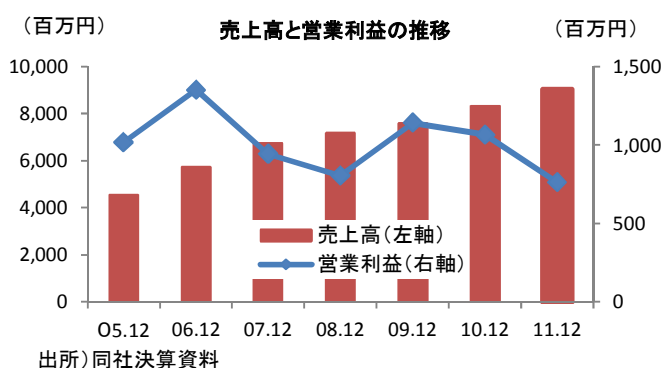
中長期的にはクラウドサービスによる単価引き上げが課題

51.3億円で、セグメント利益は12.3億円だった。それが11年12月期にはセグメント売上高が66.2億円で拡大したにもかかわらず、セグメント利益は6.2億円で半減した。

この最大の要因は、サービス単価下落によるプロダクトミックスの悪化であろう。ホスティングサービス事業の各サービス別契約数と売上高が公表されている08年12月期と11年12月期の第4四半期における単価(売上高/契約数)を比較すると、プライベートは128.9千円→134.7千円に唯一上昇しているものの、パブリックは9.8千円→6.3千円、仮想プライベート40.3千円→19.8千円、OEM6.9千円→6.0千円といずれも下落し、ホスティングサービス事業全体でも15.5千円→12.4千円となっている。

以上から、顧客の質的要求やサービス付加が求められるプライベート(プライベート・クラウド含む)は、契約件数は少ないながら単価アップに成功しているものの、契約件数が多いパブリックやOEMは価格選好の顧客需要を満たすため、価格競争で収益性悪化に陥っていると考えられる。

つまり、同社の課題はクラウドサービス投入を契機に、既存のパブリックや仮想プライベート顧客に対するサービス付加による、単価引き上げに他ならない。



会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内最大規模の顧客基盤 ・GMO インターネットグループの総合力 ・クラウドなど新サービス開発力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・差別化が難しい事業モデル ・シェア重視の価格競争で収益性が悪化 ・連結子会社が多いことによる経営資源の分散
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・E コマース市場の拡大 ・セキュリティサービスに対する需要拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手データセンターのクラウドサービス参入 ・セキュリティサービスに対する悪意的攻撃 ・GMO インターネットグループの戦略変更

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

業界には外資系や通信系など、様々なバックボーンを有するプレイヤーが多数存在しているうえ、サービス内容の差別化が困難なことから価格競争に陥りやすい。

◆ 新規参入の脅威

自前のデータセンターを持たずとも新規参入が可能なため、参入障壁は低いと考えられる。IT アウトソーシング市場は今後も成長が見込まれ、市場拡大とともに新規参入のリスクが高まると可能性は否定できない。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

IT 業界は技術革新のスピードが速く、新技術の開発による代替の可能性は否定できない。

◆ 買い手の交渉力

業界には多数のプレイヤー存在するため、価格競争などにより買い手の交渉力が高まる可能性が高い。

◆ 供給者の支配力

データセンターなどのサーバ提供者が複数存在することから、競争原理によって供給者の支配力が大きな影響を持つとは考えにくい。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は製造業とは違い、温室効果ガス削減策などの直接的な環境対応を表明していないものの、仮想プライベートなどの技術でサーバを効率的に運用し、結果的には環境保護に寄与すると想定される。

◆ 社会的責任 (Society)

同社独自の社会貢献は公表されていないものの、GMOインターネットグループとしてはビジネスを通じた社会貢献の中で、青山学院大学にベンチャー企業家育成の寄付講座を行っているほか、特定非営利活動法人チャイルド・ファンド・ジャパンを通じてアジアの子供支援を行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

親会社のGMOインターネットが株式の過半数を握っているうえ、役員を派遣するなど、同社の意思決定には親会社グループの意向が働くと考えられる。したがって、同社の取締役会で利益相反や少数株主の不利益につながるような案件を否決できるか疑問が残る。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

アナリストは会社計画に対し保守的な業績予想に留める

◆ 2011年12月期は先行投資負担と単価下落が収益を圧迫

2011年12月期は売上高が前期比8.3%増の90.2億円となるも、営業利益は同28.5%減の7.6億円、当期純利益も同44.5%減の3.7億円となった。売上面では10年に買収したワダックス(ホスティングサービス事業)の通年寄与に加え、セキュリティサービス事業が海外で拡大。利益面ではクラウドサービス開始に向けた先行投資負担に加え、ホスティングサービス事業の価格競争激化が主な営業減益要因。

◆ 2012年12月期の会社計画は13.9%営業増益を見込む

2012年12月期の会社計画は売上高が前期比7.7%増の97.2億円、営業利益は同13.9%増の8.6億円、当期純利益は同29.8%増の4.9億円を見込む。売上面ではクラウドサービス拡大とセキュリティサービス事業の新興国展開が寄与。利益面ではクラウドサービス拡大による投資増を、セキュリティサービス事業の増収効果とのれん償却消滅で吸収する方針。

◆ アナリストは保守的な業績予想に留める

これに対し、担当アナリストは売上高が前期比4.1%増の94.0億円、営業利益は同0.1%増の7.6億円と保守的に予想。この要因として、①前受金残高の減少、②ホスティングサービス事業の単価下落、③クラウドサービスへの先行投資、などが挙げられる。

> 来期以降の業績

プライベート・クラウドは単価動向、パブリック・クラウドは契約数の積み上げに注目

◆ クラウドサービスの契約数積み上げと単価アップが鍵

来期以降はクラウドサービスの契約数積み上げと単価の引き上げがポイントと考えられる。

前述したように、ホスティングサービス事業の課題は単価下落に歯止めをかけることだが、同社はクラウドサービス投入で単価引き上げを図る構え。実際にホスティングサービス事業のプライベート単価は、付加サービスの高いプライベート・クラウド投入効果で11年12月期4Qに上昇していることから、単価の引き上げは相対的に高単価のプライベート・クラウドが中心と考えられる。

一方、価格選好性の高いパブリック・クラウドは契約数の積み上げがポイントとなろう。元来同社のホスティングサービス事業は低価格をセールスポイントに契約数を伸ばしてきたことから、パブリック・クラウドの単価上昇は望み薄と考えられる。したがって、単価上昇による収益性向上が望めない分、契約数積み上げによる売上高成長が不可欠と考えられる。アナリストはクラウドサービスの契約数積み上げと、セキュリティサービスの拡大を前提に、今後4年間の年平均成長率を売上高が4.9%成長、営業利益は14.4%成長を予想している。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは-25.3%

同社は2005年12月、公募価格735,000円(分割調整後367,500円)に対して初値1,480,000円(同740,000円)で東証マザーズに上場し、高値は上場直後の1,780,000円(同890,000円)。公募価格からの乖離やプレミアム剥落で株価は下落に転じ、06年6月に株式分割1→2株を実施するも、09年3月には上場来最安値23,850円をつけた。10年以降は概ね50,000円を挟んだレンジで推移しているが、上場来パフォーマンスは公募価格からの下落で年率-25.6%と冴えない。

> 株主還元

◆ 配当性向35%以上を表明

同社の株主還元は業績に連動した配当を優先し、配当性向35%以上を表明している。そのため、2012年12月期は最終減益見通しから減配が予想されるものの、アナリストは業績回復に伴い14年12月期以降の増配を見込む。なお、現段階で自己株式買いは表明されていない。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較では割安感に乏しいPER水準

バリュエーション比較では、事業規模が同等のさくらインターネットが挙げられる。現在の株価水準には、実績PBRや予想配当利回りなどで株価の再評価余地が残されているものの、今期予想PERには割安感が乏しい。競合比較から、業界の適正PER水準を10~13倍と仮定した場合、15年12月期の予想EPS5,429.8円を基にした適正株価水準は54,300円~70,600円と想定される。

競合とのバリュエーション比較

	GMOクラウド	さくらインターネット
株価(円)	53,800	636
予想PER(倍)	14.2	12.3
実績PBR(倍)	1.6	2.5
予想配当利回り	2.8%	0.8%
時価総額(億円)	62.7	55.2

注) 株価は3/2終値

注) GMOクラウドはアナリスト予想、さくらインターネットは会社計画

> 今後の株価見通し

◆ 上期の営業減益見通しから短期的な株価上昇は期待薄

同社の業績は中長期的な利益成長が見込まれるものの、12年12月期は期初からクラウドサービスの減価償却費や先行投資負担が増すため、第2四半期までは営業減益が予想される。したがって、短期的な株価上昇は期待できないが、成長ドライバーとして期待されるクラウドサービスの契約数やホスティングサービス事業の単価の動向によっては、株価がポジティブに反応する可能性が残されているよう。

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 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に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