

# フリービット (3843 東証マザーズ)

発行日: 2012/2/28  
 調査日: 2012/2/6  
 調査方法: 企業訪問等

## コア事業への経営資源集中が中期成長を担う

### > 要旨

- ◆ 高度な最先端技術を持つインターネット・インフラ関連サービス会社
  - ・継続課金モデルを主とし、次世代インターネット市場を見据え、国内及び中国でもビジネスを展開。現社長・副社長が創業し、積極的なM&Aで事業を拡大。現在、事業の構造改革をほぼ終了し、コア事業への集中で更なる飛躍を目指す。
  - ・主力は、国内のインターネット接続事業者 (ISP) を対象とするネット接続のアウトソーシングサービス。その他インターネットデータセンター、インターネットマーケティング、ユビキタス家電の開発・提供などのインターネット関連事業も展開。
- ◆ リストラ効果でV字回復へ
  - ・今 2012 年 4 月期は、リストラ効果でV字回復。黒字化見込み。但し、リストラ費用の計上金額次第では、一過性ながら今期業績の変動要因に。前 2011 年 4 月期は、構造改革に伴う在庫の処分損、不採算事業売却損から上場来初の最終赤字に転落した。
  - ・不採算事業からの撤退を終え、成長分野・コア事業への集中投資が実り、収益が出やすい体質となっている。今後 2-3 年はコア事業が成長ドライバーとなり、売上及び利益の順調な伸長が期待できる。中期的には、注力している中国事業の展開及び、売上・収益動向に注目したい。

### > 投資判断

- ◆ コア事業への経営資源集中で中期成長を担う
  - ・インターネット関連市場は、今後も高い成長が見込まれている。同社は、成長分野のコア事業に経営資源を集中させており、中期的には年率 15% 程度の売上高成長が見込まれる。
  - ・今後本格的に展開する中国事業は、各事業展開の成否やその収益貢献度が読みにくく、今回の業績予想に多くを織り込むには時期早尚と考えられる。
- ◆ 想定株価は 290,000~338,000 円
  - ・中期的な利益成長性や同業他社を参考に予想 PER12 倍~14 倍をフェアバリューと仮定すると、今後 2~3 年間での妥当株価は 290,000~338,000 円と想定される。
  - ・留意点は、今後も積極的な企業買収を行う可能性があるため、M&A 戦略を一つのリスク・ファクターとして考慮すべきである。

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】 2012/2/17

株価(円)	211,100
発行済株式数	51,029
時価総額(百万円)	10,772
上場日	2007/3/20
上場来パフォーマンス	14.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	--	20.0
PBR(倍)	1.7	1.5
配当利回り	0.9%	1.5%

	σ	β 値
リスク指標	74.9%	1.3

#### 【主要KPI(業績指標)】

ブロードバンド契約数	
2006年	2,329 万契約
2007年	2,643
2008年	2,875
2009年	3,034
2010年	3,302
2011年	3,494

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-7.0	-5.9	-39.7
対TOPIX(%)	-10.6	-4.7	-22.7

\*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20120223

# フリービット (3843 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/4期	2011/4期	2012/4期	2012/4期	2013/4期	2014/4期	2015/4期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	14,709	23,282	20,500	20,500	22,000	23,500	25,000
前年比	36.6%	58.3%	-11.9%	-11.9%	7.3%	6.8%	6.4%
営業利益	407	190	900	900	1,575	1,755	2,120
前年比	-74.1%	-53.4%	373.4%	373.7%	75.0%	11.4%	20.8%
経常利益	804	219	950	950	1,625	1,825	2,170
前年比	-47.2%	-72.7%	332.3%	333.8%	71.1%	12.3%	18.9%
当期純利益	1,022	-927	500	500	940	1,060	1,200
前年比	-38.9%	--	--	--	88.0%	12.8%	13.2%
期末株主資本	7,595	6,291	--	7,018	7,774	8,630	9,600
発行済株式数	51,002	51,011	51,029	51,029	51,029	51,029	51,029
EPS(円)	20,562.4	-18,608.0	10,073.6	10,072.7	18,936.7	21,354.2	24,174.5
配当(円)	3,600.0	1,800.0	3,000.0	3,000.0	3,600.0	4,000.0	4,500.0
BPS(円)	150,197.4	126,896.7	--	137,527.9	152,348.8	169,121.3	188,137.4
ROE	16.9%	-13.3%	--	7.3%	12.9%	12.9%	13.2%
株価(円)	399,500	305,000	211,100	211,100	--	--	--
PER(倍)	19.4	--	21.0	20.5	10.6	9.4	8.3
配当利回り	0.9%	0.6%	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%
PBR(倍)	2.7	2.4	--	1.5	1.3	1.2	1.1

(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。予想 EPS は自社株控除

## > 株価パフォーマンス



## 会社の概要

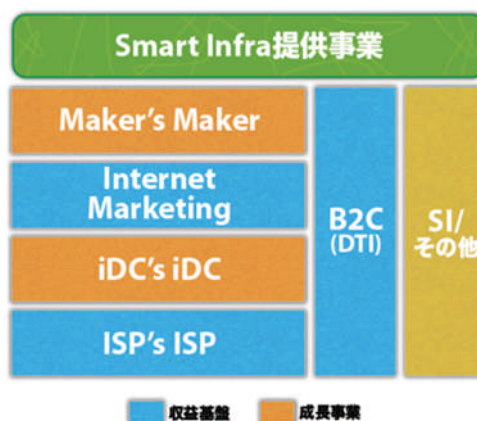
### > 事業内容

高い技術力を持つ、独立系  
インターネット関連サービス  
提供会社

同社の事業モデルはインターネット接続事業者へのインフラ等提供やユビキタス・ネットワーク提供、インターネット・ビジネスに関するコンサルティングを行うハイテク・ベンチャーと表現できる。同社グループは2011年10月現在、単体及び連結子会社10社、持分法適用関連会社2社の計12社で構成されており(フルスピード、ギガプライズの上場2社を含む)、インターネットに関わる独創的なコアテクノロジーの開発や市場のニーズを先取りするマーケティング、大規模システムの運用等のテクノロジーの蓄積を強みとして、法人向け、個人向けにインターネット関連サービスの提供などを行う。企業買収により、インターネット・インフラ関連(同社ではスマート・インフラと呼ぶ)のビジネスを急拡大してきたが、今後の成長を加速化するために、シナジー効果のない不採算事業の売却やコアビジネスへの集中など事業構造改革を進めてきた。連結子会社のギルドコーポレーションを2011年5月に売却し、ノンコア事業であるアパレル事業から撤退。現在は、以下の主要6セグメントの事業を行う

< 事業内容 >

### SILK VISION 2013におけるセグメント



出所) 同社資料より引用

2011年4月期の事業構成は、法人向けネット接続サービスを行うISP's ISP事業が連結売上高の約28%、連結営業利益の大半を占める。個人向けネット接続サービスを行うB2C事業が連結売上高の約16%(セグメント利益は黒字)、SEO(検索エンジン最適化)・コンサルティングや検索連動型広告などを手掛けるInternet Marketing事業が

同約 17% (同黒字)、衣料品販売 (今期撤退) が約 17% (同赤字) という売上高構成である。この他にクラウドサービスの提供 (iDC's iDC) やユビキタス家電の開発・製造・販売 (Maker's Maker)、ソフトの受託開発 (SI) などがある。

<各セグメントの概要とサービス提供会社>

① ISP's ISP	ISP (*1) アウトソーシングサービス。同社の主力事業。中小 ISP 各社がネットワークやシステムを共用できる仕組みを開発し、ISP 事業者向けに ISP の運営に必要なネットワーク回線、モバイル接続回線、アプリケーション、課金業務、コールサポート業務を ISP 事業者のニーズに合わせてワンストップで提供。同社及びギガプライズ、ベッコアメ・インターネットが事業担当。(前期売上高構成 28.2%)
② iDC's iDC	インターネットデータセンター (iDC) のアウトソーシングサービス。法人向けに、同社グループの仮想化技術と運用ノウハウによる VDC (バーチャルデータセンター) を中心に提供。また、法人が iDC (インターネットデータセンター) 事業自体を行うためのインフラも提供。先行投資が不要であるため、誰もがデータセンター事業を行いやすくしている。同社及びフリービットクラウド、ベッコアメ・インターネットが事業を運営。(同 7.8%)
③ Maker's Maker	ユビキタス家電の企画、設計、製造のアウトソーシングサービス。デジタル家電と同社のネットワーク技術を融合することで生み出す「ユビキタス家電」を、誰もが自らのブランド製品として提供することを可能にしている。仮想化 (*2) 技術と IPv6 (*3) 技術の特徴としたソフトウェア「ServersMan」との連携性を活かしたユビキタス家電 (*4) を提供。主に、エグゼモードが担当。独自開発から撤退し、中国の aigo との協業に集中。(同 7.7%)
④ B2C	同社のグループ (ドリーム・トレイン・インターネット: DTI) で、個人向けにインターネット接続サービスやクラウドサービス (*5) 等のインターネット関連サービスを提供。サーバ化する「ServersMan」シリーズも提供する。個人向けの継続課金型サービスが主。(同 16.2%)
⑤ Internet Marketing	SEO (検索エンジンの最適化) やリスティング広告 (*6)、アフィリエイトといった Web マーケティングサービスを中心に、法人が必要とする様々なサービスをトータルで提供。フルスピードが運営。(同 17.7%)
⑥ SI	法人向けに、システムの企画・立案、プログラムの開発等を行う。ギガプライズが運営。(同 2.7%)
その他衣料販売	個人向けに衣料品の製造販売。インターネット関連サービスとのシナジーが薄いため、ノンコア事業と位置付け、事業会社であるギルドコーポレーションを売却し撤退。(同 16.6%)
その他	上記セグメントに区分されないサービス。(同 3.1%)

## <用語解説>

### \*1 ISP(Internet Service Provider)

インターネット接続事業者。電話回線や ISDN 回線、データ通信専用回線などを通じて、顧客である企業や家庭のコンピュータをインターネットに接続するのが主な業務。ユーザーは、ISP と契約することによってインターネット・サービスを利用できるようになる。

### \*2 仮想化

1 台のサーバをあたかも複数台のサーバであるかのように論理的に分割し、それぞれに別のオペレーションソフトやアプリケーションソフトを動作させたり、複数の場所に点在するデータセンターをあたかも 1 つの大規模なデータセンターであるかのように運用する技術のこと。

### \*3 IPv6

アドレス資源の枯渇が心配される現行のインターネットプロトコル(IP) IPv4 をベースに、管理できるアドレス空間の増大、セキュリティ機能の追加、優先度に応じたデータの送信などの改良を施した次世代インターネットプロトコル。

### \*4 ユビキタス

ユビキタスの語源はラテン語で、いたるところに存在する(遍在)という意味。インターネットなどの情報ネットワークに、いつでも、どこからでもアクセスできる環境を指し、ユビキタスが普及すると、場所にとらわれない働き方や娯楽が実現できるようになる。

### \*5 クラウド

ソフトウェアやハードウェアの利用権などをネットワーク越しにサービスとして利用者に提供するデータセンターやその中で運用されているサーバ群のこと。

### \*6 リスティング広告

インターネット検索エンジンで、検索されたキーワードに連動した広告を検索結果とともに、表示する仕組みのこと。

## > 経営陣

同社の取締役は、社長兼最高経営責任者の石田宏樹氏以下4名で構成され、監査役は5名(全員が社外監査役、内常勤監査役2名)から成る。石田社長と田中現副社長兼最高財務責任者が2000年5月に同社を設立し、現職に就任。社長は、長期にわたる全体ビジョンの作成執行・テクノロジー開発・新分野のセールス、副社長は、内部管理・短いタームでの業務執行を主に担当。

また、ソニーの取締役社長を務めた出井氏も2007年より同社取締役として参画し、これまでのキャリア・人脈を活用し同社のアドバイザー的な役割を担う。社外監査役の内、1名は公認会計士、もう1名は弁護士である。監査役数が、会社規模の割には多いのは、M&Aなどを行いグループ会社のコーポレートガバナンスを強化するためでもある。

## > 株主構成

### 大株主上位

石田 宏樹	17.15%
田中 伸明	12.75%
オービックビジネスコンサルタント	2.20%
松井証券	1.41%
村井 純	1.41%

2011年4月末

2011年4月末の株主数は5,698名。上位株主10名で発行済株式数の39.57%を占める。石田社長は筆頭株主で17.15%、田中副社長は第2位株主12.75%、創業者である2人合計で30%を保有する。3位は(株)オービックビジネスコンサルタント、4位は松井証券(株)・石田現社長の慶応大学在学時の恩師である村井氏・ジャーナリストの木村太郎氏で各1.41%保有。出井氏は9位株主で0.88%を保有。楽天も第7位株主として、0.97%を出資している。

個人その他株主が85.90%を占め、その他法人4.55%、金融商品取引業者4.35%と続く。外国法人等は3.93%にとどまっている。時価総額が100億円前後とあって、機関投資家の売買及び保有は少ない

## > 沿革・企業理念

現社長と副社長が創業し、  
M&Aで事業拡大

### ◆ 沿革

石田現社長は慶応大学村井教授に師事し在学中から、インターネット関連のビジネスをスタート。当時、インターネット関連のフリーライターとして活躍していた田中現副社長と出会い、意気投合し共同で事業を開始した。

その後、三菱電機グループの依頼により、ドリーム・トレイン・インターネット(DTI)の設立に参画し業容を拡大させた。

DTI上場前にDTIを離れ、2000年5月に東京都渋谷区に同社の前身となるフリービット・ドットコムを設立(資本金約100百万円)。それまでの実績と信用力、技術力を背景に、ISP向けのインターネット接続運用代行サービスを軸にビジネスを拡大させた。

2001年12月ソニーと資本提携。2002年12月、社名を現商号に変更し本社を現所在地に移転。2005年6月スカイパーフェクト・コミュニケーションズ、オービックビジネスコンサルタントと資本提携した。2007年3月20日に東証マザーズに上場。同年8月にDTI、2009年3月メディアエクステンジ(現フリービットクラウド)のTOB(公開買付け)に続き、エグゼモードも子会社化。加えて2010年8月フルスピードをTOBでするなど、積極的なM&A戦略により急速に事業を

拡大させた。

2010年11月にはテクノロジー企業成長率ランキング第8回「デロイト 日本テクノロジーFast50」で13位を受賞。

2011年4月 エグゼモードが中国最大規模のデジタルコンシューマー機器メーカーaigoの日本総代理権を取得。特許化されたIPv6仮想技術等とaigoのハードウェアを連携させて日本のみならず中国で積極的に展開している。

また、2011年12月、グリーのアプリをグローバルでシームレスに提供する新しい「GREE Platform」において、同社はグローバル化支援企業として採用された。

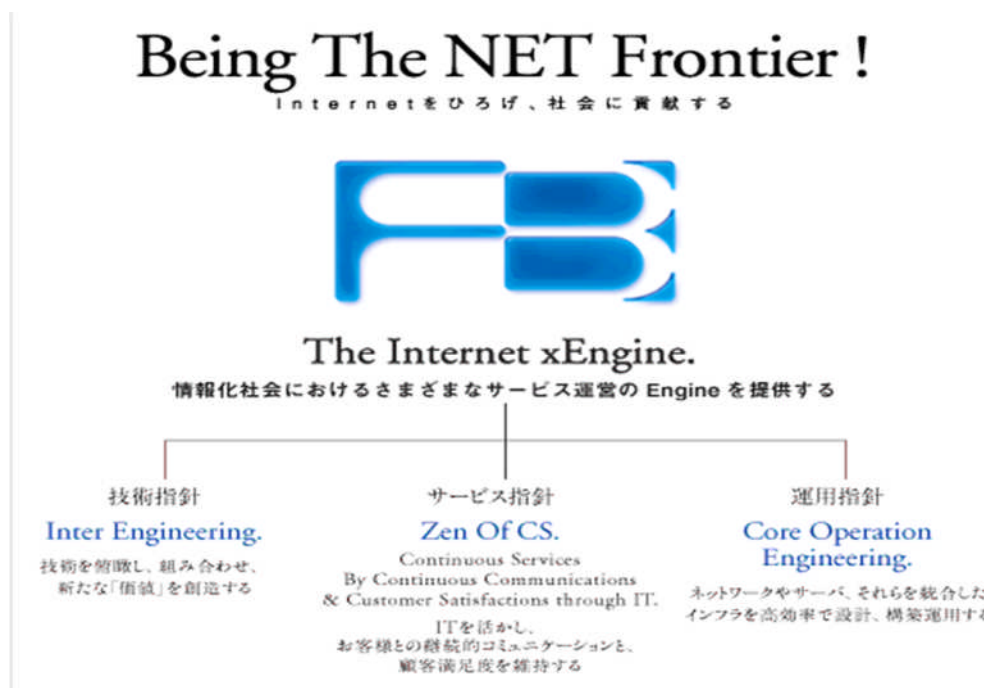
◆ 企業理念

同社は、『Being The NET Frontier! ~Internetをひろげ、社会に貢献する~』を企業理念とし、自らの利益を追求するだけではなく、インターネットをひろげることで社会に貢献する企業でありたいと掲げ事業を展開している。

**技術指針**：技術を俯瞰し、組み合わせて、新たな「価値を創造する」

**サービス指針**：ITを活かし、お客様との継続的コミュニケーションと、顧客万読度と維持する。

**運用指針**：ネットワークやサーバ、それらを結合したインフラを高効率で設計、構築運用する。



出所)同社資料より

事業環境

> 業界環境・競合他社

インターネット関連市場は、今後も高い成長が見込める

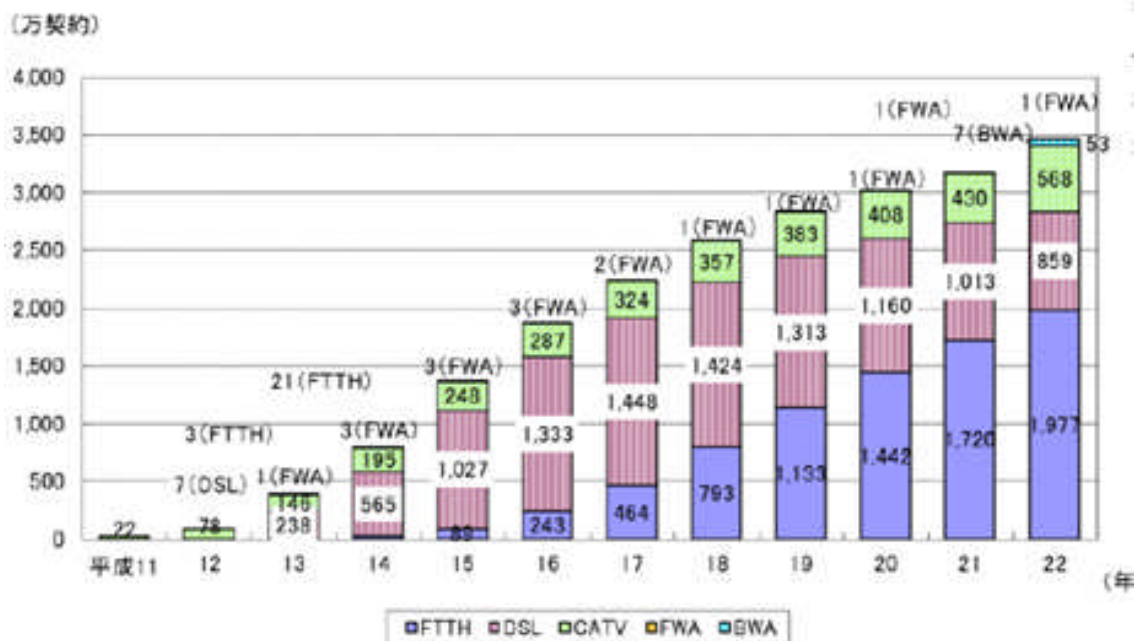
◆ 業界環境

インターネット業界は、今後も引続きムーアの法則<sup>注</sup>が成り立ち、過去 10 年間と同等以上のペースで今後 10 年間、業界成長が見込めると同社社長は考え、今後の 10 年間の成長変化を見据えた事業展開を意識している。

同社はインターネット・インフラ事業において、多岐にわたるサービスを展開しているため、ここでは市場の成長の指標として、国内におけるブロードバンド契約数の推移を掲載している。ブロードバンドの普及、トラフィックの増加が同社の各種ビジネス領域に恩恵をもたらしている。

注) 世界最大の米国半導体メーカーであるインテル社の創設者の一人である Gordon Moore 博士が、提唱した、「半導体の集積密度は 18~24 ヶ月で倍増する」という経験則。これが転じて、「コンピュータの CPU の性能は 18 ヶ月で 2 倍の性能になる。」という意味で用いられる。

ブロードバンド契約の推移 ※



出所) 総務省情報通信白書平成 23 年度版より



◆ 同業他社

ISP 向けの接続サービス代行業者の新規参入は少なく、NTT-PC コミュニケーション、丸紅アクセスソリューションズ、IIJ などが競業と考えられる中、同社は社数ベースでトップシェアと推察される。

ISP では OCN やビッグロブ、KDDI などのほか CATV 会社 (300 社程度) も含め 600-700 社が存在する一方で、ISP への新規参入は少なく、ISP 業界内では合従連衡・淘汰・寡占化が進んでいる。

バーチャルインターネット・データセンターでは、IIJ、や Amazon EC2 などが競合先。また、インターネットマーケティングにおいては成長分野のため参入業者が多く、オプトやセプテーニ、ネットイアグループ、アイレップなどの上場会社と競合している。

今回は主力の ISP's ISP 事業における競合が上場企業にないため、B2C 事業の類似会社として IIJ、ニフティ、朝日ネットの大手 3 社を取り上げ比較してみた。同社は、規模と収益性に関しては劣るが、売上成長率は高い。

<同業他社比較>

	3843 東証マザーズ	3774 東証一部	3828 東証二部	3834 東証一部
	フリービット	IIJ	ニフティ	朝日ネット
売上(今期予想)百万円	20,500	100,000	92,000	7,070
営業利益(同)百万円	900	6,300	5,000	1710
同利益率 %	4.39	6.30	5.43	24.19
3年間売上成長率(同)%	90.40	43.41	-5.50	13.45
同営業利益成長率(同)%	-42.86	115.98	112.13	11.91
予想ROE(同)%	7.9	12.0	8.0	12.2

出所) 各種資料より作成、ROE は直近の純資産を分母に使用

> ビジネスサイクル

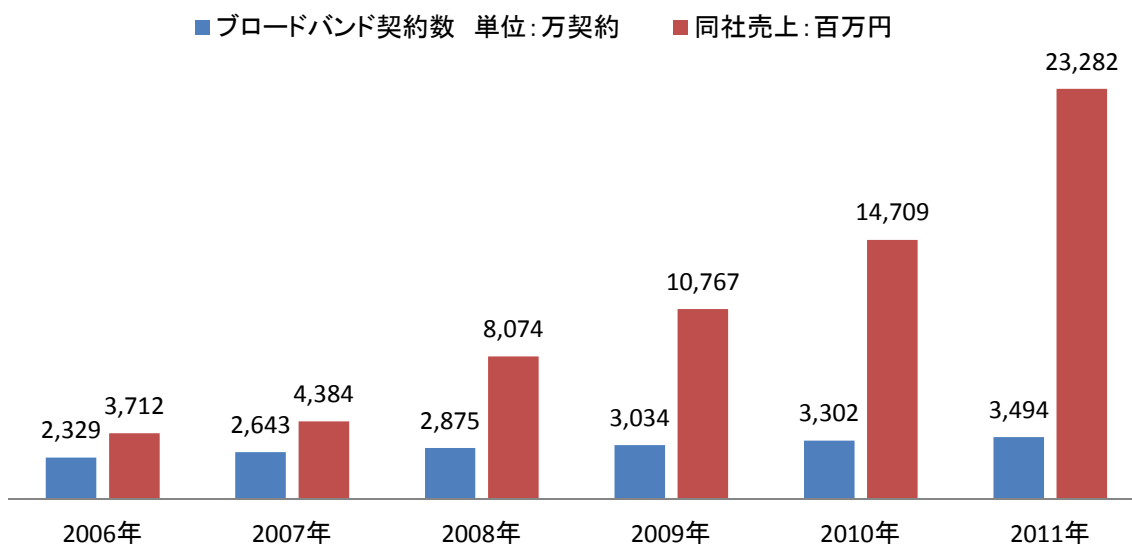
同社の事業内容は多岐にわたり、ビジネスサイクルはセグメントにより異なる。同社が属するインターネット業界は、技術革新が日進月歩でドック・イヤーと呼ばれるほど短期的に変化が著しいビジネスサイクル・ライフサイクルを持ち、通常は 3-7 年程度と推察される。

ただし、同社の関連業務においては、現在特許を取得したものがビジネスとして本格的に開花するのは 6-7 年後と、トータルではワン・ビジネスサイクルあたり 10 年程度と考えられる。

> KPI(業績指標)

主力の事業及び事業における同社の KPI は、ISP' sISP 関連事業が主であるため、ブロードバンド契約数と考えられる。具体的には、  
 ①ISP' s ISP 事業においては ISP 社数及びエンドユーザー数、  
 ②B2C 事業においてはユーザー数、  
 ③iDC' s iDC 事業においては VDC 仮想サーバ数と契約者数など、  
 であるが、同社は競合上の理由もあり上記のような KPI 数値は公表していない。そこで、ブロードバンド市場全体の契約者数と同社売上を比較してみた。M&A により事業構造が変化しており、過去の同社業績と KPI の相関は必ずしも高くはないが、一定の方向性が確認できよう。今後はインターネット関連のコア事業に特化するため、指標の連動性や動向に注目したい。

<同社売上とブロードバンド市場全体の契約者数推移>



出所) 総務省四半期：電気通信サービスの契約数及び会社資料より作成

## 経営戦略

### > 現状の課題と戦略

コア事業への集中で事業ポートフォリオの入れ替えはほぼ終了

同社は、これまで3カ年の中期経営計画『SiLK VISION 2012』を発表し推進してきた。国内の景気低迷、震災など不安定な社会環境等を勘案し、今後の継続的な成長には事業構造の転換をはかることが最重要課題とし、今年度新たに追加した事業構造改革プラン『SiLK Renaissance』を実行している。リストラの確実な履行とその継続、今後の成長方針に沿ったコア事業の拡大が現状の課題である。

#### ①グループファイナンスの実行による安定したキャッシュの確保

グループ全体の与信力を利用し、グループ全体での調達コストの低減と安定的に資金を確保。

(有利子負債は、2012年10月時点で1年前と比較し7.5%減少)

#### ②コア事業へのリソース集中とノンコア事業の切り離し

インターネット関連事業(スマートインフラ)をコア事業と位置付けており、『SiLK Renaissance』での事業構造の改革により、経営リソースを4つのインフラ(ブロードバンド、クラウドコンピューティング、インターネットマーケティング、次世代インターネット・ユビキタス)に集中し、コア事業での事業拡大をはかる。

#### <事業構造改革プラン『SiLK Renaissance』の要旨>

★ギルドグループの売却(事業相関性の薄いアパレルの製造販売)－実施済(2011年5月)

JPSの売却(フルスピードの子会社、駐車場経営)－2012年1月に売却。

★子会社であるエグゼモードのプロパー商品開発からの撤退。(大幅な在庫処分の計上)－実施済

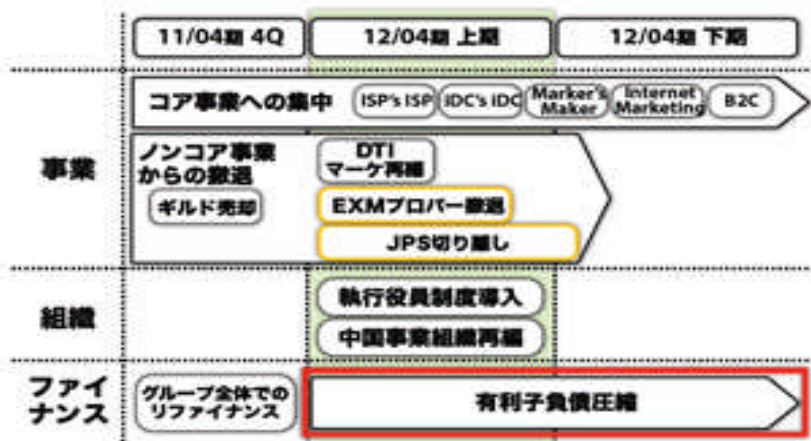
★アウトバウンド(Push)によるドリーム・トレイン・インターネット(以下「DTI」)のエンドユーザー獲得からの撤退－実施済

★次世代インターネット/ユビキタスインフラの構造改革－実施済ないし実施中

★中国最大規模のコンシューマー・エレクトロニクス企業であるaigoと提携。同社とaigoは、ユビキタス家電の開発を行う中国の合弁会社「Smart Cloud」を設立し、ユビキタス家電の本格的な開発体制を整えた。またaigo製品の日本における独占販売権を取得。

★ドリーム・トレイン・インターネットのユーザー獲得施策の改革(製品の差別化で新規顧客の獲得、フルスピードとのシナジーによるコストパフォーマンスの高いWebマーケティングとインバウンドによるクロスマーケティングに集中。)－実施中

### SiLK Renaissanceの現在地



出所) 会社資料

#### > 中長期の課題と戦略

コアテクノロジーを武器に世界進出を計画

2011年5月13日に公表した『SiLK VISION 2013』は、従来の『SiLK VISION 2012』と称する中期経営計画を再設定したもの(ターゲット・内容は変わらず、達成目標年度を1年延期)。中長期の課題・方針として以下を挙げている。

- ・ IPv6&仮想化によるプラットフォーム提供で世界NO.1を目指す。
- ・ IPv6の開発・利用環境を提供
- ・ 世界進出への強いコミット

また、業績に関する目標・方針としては、以下をあげている。

- ・ 2013年4月期(来期)で、売上260~280億円、営業利益26~28億円
- ・ 中国事業は2013年4月期の連結化を目指す
- ・ 連結売上高経常利益率10%
- ・ 成長の下支えとして、ISP買収、コア技術・マーケット補完のために積極的に企業買収。

同社は事業ポートフォリオの再構築を進める中で、キャッシュカウ領域であるISP's ISPやB2Cなどの拡大に加え、成長領域のInternet MarketingやiDC's iDC, Marker's Markerへの投資で中長期的な業容拡大を図る方針であり、この履行が中期的な課題である同時に戦略でもある。

> **アナリストの戦略評価**

**中国ビジネスの成否が鍵**

事業の方向性・ビジョンは明確であり、中長期的な業界環境・市場動向・成長領域を俯瞰し、インターネットの成長分野へコア事業をシフトし、経営資源を集中投資する戦略は、日本企業においては特筆すべき同社の特徴であり、一定の評価ができる。

他方、新規技術開発・サービス競争が熾烈で、業界環境が目まぐるしく変化するインターネット業界にあり、ビジネスの成否・その収益化の時期は予断を許さない。リスク及びリソースの制約を踏まえうえで、将来の事業拡大のための最優先事項の順序づけと合理的な基準に基づく M&A・提携戦略が望まれる。

重要な課題としては、同社の優れた技術・ノウハウをニーズに応じてサービス化・商品化し、国内はじめ市場の成長ポテンシャルが大きい中国など海外事業において、いかにリスク・コントロールしながら、収益に結びつけるかと言う点である。インターネットの最先端分野で市場を創造し、かつ事業領域が多岐にわたること、さらに成長戦略とし M&A や提携を積極的に行ってきたおりビジネスのポートフォリオが絶えず変化しうることから、投資家サイドからはその実態を継続的にフォローしていくことが必要となる。

会社側は東証マザーズから第一部への上場意欲があり、これに伴う資金調達など事業成長を支える財務基盤の強化が中長期的な観点からは望まれる。

## 会社の分析・評価

### > 基礎的分析

#### ◆ SWOT 分析

##### Strength (強み)

- ★継続課金型サービスが売上の約 9 割を占め、相対的に安定したビジネスモデル。
- ★インフラ業務での高いインターネット関連技術力。大規模システム運用などのテクノロジーの蓄積。
- ★IPv6、仮想化を中心とし特許技術(注)をコアとした、テクノロジー・コアコンポーネント API (レゴブロックのような部品) と、オペレーション・コアコンポーネント API を組み合わせることにより、インターネット・サービスを迅速かつ低価格で実現するノウハウ。

注)フリービットは、パテント・リザルト(本社:東京都台東区)が2011年1月に発表した「新興市場 特許資産規模ランキング【情報通信】」で5位を獲得。このランキングは、東証マザーズとジャスダックに上場する情報通信分野の企業のうち、登録 特許を1件以上保有している企業53社を対象に、特許ごとの注目度を得点化する「パテントスコア」を算出し、特許資産を「質」と「量」の両面から評価したもの。また同社は特許1件当たりのスコアでは2位を獲得。

##### Weakness (弱み)

- ★資金力・財務基盤:自己資本比率が約30%、流動比率も約100%と低いことから、資金調達に際し財務制限条項がつく可能性があること。
- ★インターネットの中でもごく限られた技術革新の激しいビジネス領域に特化していることが事業の安定性に欠ける局面が有りうること。
- ★事業戦略・運営は社長及び副社長の2名の創業者あるいは一部のマネジメントの手腕に負うところが大きく、両氏の存在が経営拡大の重要な要件であることから、何らかの状況で業務執行が不能の場合にはリスクになる。
- ★業務をマネジメントするシニアスタッフの層が薄いこと。

##### Opportunity (ビジネス機会)

- ★今後、国内外のインターネットの次世代市場が成長期を迎えること。
- ★成長率が世界で高い国の一つである中国を中心とする海外でのインターネット関連ビジネスの拡大。

##### Threat (脅威)

- ★世界的な景気低迷による消費不況の長期化とインターネット業界への悪影響・波及。
- ★資本金力・技術力・知名度を持った他社の進出と価格競争。
- ★ネットワーク回線及びデータセンターの一部を賃借していることから、貸主による契約解除・方針転換等で同社のキャパシティが落

ちる可能性。

★地震・天災やサイバーアタック、大規模停電、テロ、不具合によるシステムなどのトラブル。

★知的財産権や特許の侵害等や法的規制の変化（特に中国など）、情報漏洩など。

## > Porter's 5 forces

### ◆ 業界内競争

★同社は複数の事業領域においてビジネスを展開しているため、主要な事業の業界内競争に触れる。

★<ISP>ISPは、CATV会社も含め、中小業者が多くM&Aなどにより大手の寡占化が進みつつある。シェア拡大のため価格競争は激しい。

★<iDC>バーチャル・データセンター分野では、大手と技術・サービス・価格競争がある。

★<Maker's Maker>ユビキタス家電では、大手家電メーカーや新興ベンチャー企業も含め、激しい開発・販売競争が予想される。

★<Internet Marketing>成長市場であり、上場会社も多く今後とも競争激化が予想される。

### ◆ 新規参入の脅威

★各ビジネス分野とも大手企業が本格参入してくれば脅威となるが、ISP接続代行サービスは、事業開始時に相応の設備投資を必要とするため、比較的参入障壁が高い事業に属している。インターネット・インフラビジネス全般に参入障壁は高く、技術力、実績・信用力、知名度、資金力が伴わないと新規参入は容易ではない。同社は、コア領域では特許を主要国で取得しプロテクトしている。

★今後大きな発展が見込まれているユビキタス・ネットワーク関連市場では、大手企業等の参入が生じる可能性がある。

★ISP事業やデータセンター事業においては、同社グループに比べ大きな資本力、販売力、幅広い顧客基盤、高い知名度を有している企業が存在し、今後も参入してくる可能性はある。

### ◆ 代替品・代替サービスの脅威

★インターネット関連の技術革新による画期的なブレイクスルーなどにより、時とともに代替品・代替サービスの出現は常に予想される。現状では、同社にとっての代替手段・サービスに対する防御策は、常に市場の動向に先行すること、この関連技術で優れたものを開発し特許でプロテクトすること、優れた同業他社と提携することなどである。

### ◆ 買い手の競争力

★同社の販売顧客は法人・個人である。ISPやiDC、インターネットマーケティングなどの法人向け事業において、ボリュームディスカウ

ントなどの価格交渉は発生するものの、常識の範囲内と考えられる。  
 ★個人顧客向けに同業他社との競合上、魅力的な価格設定をすることも  
 あるが、極端な値下げ競争にはなっていない。景気低迷の長期化で  
 顧客の低価格志向が高まれば、市場に連動する形で実質的には値下げ  
 圧力が大きくなる局面はありえる。

#### ◆ 供給者の支配力

★同社の主力の ISP、iDC、B2C 事業において、ネットワーク回線及び  
 データセンターの設備の一部は、自社保有ではなく、他社(主にエヌ・  
 ティ・ティ・コミュニケーションズ株式会社及び三菱電機情報ネット  
 ワーク株式会社など) から賃借しているが、使用状況により回線使用  
 料を支払う契約であり、極端な価格引き上げは可能性として少ないと  
 考えられる。

## > ESG活動・分析

### Environment (環境対応)

同社は、特に環境方針を制定しはしていないが、省力化を意識した開発設  
 計を行っている。

### 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  
 な記述はないが、「企業の社会的な責任を果たしていくためには、透  
 明性が高く環境の変化に迅速に対応できる経営体制の確立とコンプ  
 ライアンス遵守の経営を追求することが不可欠であると考えており、  
 企業統治体制の充実を経営の最重要課題と位置づけて積極的に取り  
 組んでまいります。」と謳っている。

### Governance (ガバナンス)

取締役・監査役制度を採用し、社外取締役1名(出井氏)及び5名の  
 社外監査役を任用し、業務執行役員等への監視・監督の強化を図って  
 いる。取締役会は、月に1度の開催を定例とし、監査役も出席。また、  
 監査役会は、常勤監査役2名、非常勤監査役3名で構成されており、  
 月に1度開催している。

前期の連結利益赤字転落の責任の所在を明確にするために、同社社長  
 の減俸、副社長の代表権返上、フルスピードの社長交代等を実行して  
 おり、ガバナンスは機能していると思われる。



業績動向と今後の見通し

> 今期業績

リストラ効果で収益は回復基調

◆ 前期概要

前期の2011年4月期連結決算は、2010年8月に完全子会社化したフルスピード等により大幅な増収となったものの、構造改革に伴う各種損失を計上したため最終利益は927百万円の赤字に転落し、減配となった。ただし、リストラ対象としたギルド及びエグゼモードを除くコア事業の営業利益は、同年度中、第1四半期から第4四半期まで、堅調に増益基調をたどった。ギルドグループ売却により従業員数は821名(連結:2010年4月30日)→645名(2012年12月末)と減少となった。

◆ 今上期概要

2012年4月期の今上期(2011年5月~10月)連結業績は、売上高は約102億円(前年同期比0.2%減)、営業損益は約2.8億円の黒字(前年同期は91百万円の赤字)、最終利益は51百万円の黒字(同214百万円の赤字)と大幅に改善した。

売上面では、ノンコア事業の衣料販売子会社売却やリアルデータセンターの事業譲渡が大幅な減収要因となるも、主力のネット接続サービスなどコア事業の伸びでほぼ前年同期の水準を確保。

一方、利益面では不採算事業や重複事業の見直しなどの効果で利益率は改善した。また、個人向けネット接続サービスにおいては、販促費用の低い無線接続サービスに新規会員がシフトし、会員獲得コストの低下が営業損益改善に結びついた。

◆ 今期予想

今中間決算の発表時点で、同社は2012年4月期通期の連結業績期初予想を据え置き、売上高205億円(前期比12%減)、営業利益9億円(同4.7倍)、経常利益9.5億円(黒字化)、当期利益5億円(黒字化)を見込む。ノンコア事業の撤退及び会社売却の影響により減収となるものの、不採算事業の撤退・縮小効果、リストラ効果及びコア事業の順調な拡大により連結営業利益は通期でも大幅改善が確実。但し、リストラ費用に計上金額次第では、一過性ではあるが今期業績の変動要因となろう。

当下期は、コア事業であるISPではクラウドメールなどのCATV会社への拡販、移動体通信事業者から借り上げた携帯電話回線や高速無線通信回線を使ったネット接続サービスを強化。また、インターネットマーケティング事業では、大型広告主獲得に向け営業強化・低価格サービスの拡販で顧客開拓にも注力し、業績の回復基調が続く見込みだ。

> 来期以降の業績

中期経営計画の目標数字はア  
グレッシブでチャレンジング

同社は、今回の『SiLK VISION 2013』では2013年4月期に、売上260～280億円(今期見込み売上の約+30～+40%)、営業利益26～28億円(同約3倍)の目標を設定している。セグメント別の事業売上構成は非開示。モバイル向けの接続サービス及びISP、先行投資期を終え収益化してくるiDC・インターネットマーケティング分野の売上・収益貢献が大きいと会社は予想している。

尚、中国事業は徐々に具体化し事業として稼働し始めているが、現状では不透明要素も多く当面、収益貢献度を予想することは難しい。今回は担当アナリストの業績予想には多くを織り込んでいないが、今後、状況をアップデートし、売上及び収益予想を必要に応じ見直して行く方針である。

また、2013年4月期の同社グループの連結売上・利益目標は、達成が不可能な数値ではないと思われるが、担当アナリストは会社側予想よりも慎重に予想している。

## 投資判断

### > 上場来パフォーマンス

2007年3月20日、同社は公募価格340,000円(分割前、分割考慮後の修正株価は144,666円)に対して、2008年5月21日には分割考慮後最高値852,000円(終値)を付けた。以後は大きく調整したが、2010年9月に上場来安値158,600円(終値)をつけた。その後2010年10月中間決算利益が期初予想を上回り順調に回復したことを受けて、2011年1月に495,000円まで戻った。東日本大震災後は調整し、また欧州債務危機に端を発する世界的な株価の変動を受け、株価は190,000~250,000円を挟んだ揉み合いとなっている。上場来パフォーマンスは、年率14.7%と良好。

因みに、同社株は、東証マザーズコア指数に採用されている。(東京証券取引所が運営する東証マザーズ市場に上場する銘柄の中から、同取引所が有力15銘柄を選定・構成銘柄とし、ETFや投資信託などのベンチマークとしての利用を考慮した株価指数。本指数は、東証マザーズ市場の活性化と株価指数の多様なニーズに対応するため、2011年10月11日より算出・公表を開始)

### > 株主還元

同社は、投資家層の拡大と株式の流動性を高めることを目的に、2007年12月に、1株に対し3株の株式分割を実施。また、安定配当の方針に基づき、2009年4月期より毎年配当を継続している。現状では配当性向など明確な株主還元方針はなく、今後の具体的な方針の決定・開示が待たれる。これまでは、最終収益の方向性・レベルにより配当金額を決める傾向がある。

2011年4月期は当期利益の赤字転落に伴い年間配当金額を、前年の3,600円から1,800円に半減させた。2012年4月期には、増益見込みに基づき3,000円に増配予定である。予想配当利回りは、約1.5%となる。また、グループ会社のサービスや商品を優待価格で利用できる株主優待制度がある。

同社グループの従業員・役員等を対象に新株予約権の割り当て(360株相当)が実施されている。今後、流動性の確保や個人投資家も含めた投資家層の拡大には、積極的な株主還元や東証一部への上場が必要となろう。

### > 今期の株価見通し

中期的な目標株価は、290、000~338,000円

今期の東証一部平均予想PERが、約21倍、PBR(実績)1.05倍であり、同社のバリュエーションは、今期予想PERが、約20倍、来期予想が約11倍、今期PBR(実績)1.5倍前後と株価に割安感はない。加えて、同業の上場会社であると比較しても、ほぼ同様である。これは、現在の株価は、今期のV字の業績回復をある程度織り込んでいる水準であると考えられる。

担当アナリストの2015年4月期業績予想によれば、EPSは24,183円が見込まれており、現時点の株価で計算すると予想PERは10倍前

後となる。当面の年率 EPS 成長を 15%程度、妥当 PER を 12~14 倍と考えると、今後 2~3 年での目標株価は、290,000~338,000 円と考えられる。

同社が発表している企業グループの中期経営計画と比較し、今後の事業構造改革プランの伸展や事業展開、M&A 及び提携、収益改善効果を確認しながら、株価は変動していくと予想される。

< 株価バリュエーション同業比較 >

	3843 東証マザーズ	3774 東証一部	3828 東証二部	3834 東証一部
	フリービット	IIJ	ニフティ	朝日ネット
株価(2012/2/17)	211,100	232,000	89,500	364
PER(予想)	20.95	13.85	9.27	11.48
PBR(直近実績)	1.65	1.53	0.76	1.36
配当利回り(予想)	1.42	1.29	3.13	4.12
時価総額(百万円)	10,768	47,903	20,388	11,825

注) フリービットの予想はアナリスト、他 3 社予想は会社予想

## 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

### ■ $\sigma$ (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

### ■ $\beta$ (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小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 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が、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