

フォーバルテレコム (9445 東証マザーズ)

発行日: 2012/9/6
 調査日: 2012/8/23
 調査方法: 企業訪問

**中小企業向けに、IP 電話はじめ ICT サービスをワンストップで提供。
 スマートフォン等のモバイル連携アプリやセキュリティ機能の追求で再度成長を狙う。**

> 要旨

- ◆ 中小企業向けに ICT サービスのリセール・一括請求事業を展開
 - ・ICT(情報通信技術)インフラの整備を検討する専門部署を持たない中小企業に対して、光ファイバによる IP 電話やインターネット接続、携帯電話の内線利用、ホスティング等のサービスをワンストップで提供。料金一括請求・振込先一本化も含め、顧客の ICT コスト削減を実現。
 - ・中小企業の通信回線需要を束ね、通信キャリアから割引価格を引き出し、顧客に還元。大口割引による回線利用料と再販売価格との差を収益とする。顧客開拓は親会社フォーバルはじめ代理店に委託し、同社は仕入先の選定や価格交渉、新サービス等の企画、請求書作成等の業務を行っている。
- ◆ 通信価格低下を補う新サービスの浸透に期待
 - ・光ファイバによるブロードバンド化が進展し、成長の第二ステージも一巡。スマートフォンの内線電話への転用やクラウドサービスへの応用、セキュリティ対策機能を装備した内線交換機等の浸透等による三度目の成長期入りを狙う。

業種: 情報・通信業

アナリスト: 高坂 茂樹
 +81(0)3-6858-3216
 kousaka@stock-r.org

【主要指標】	2012/8/31
株価(円)	23,800
発行済株式数(株)	166,932
時価総額(百万円)	3,973
上場日(年/月/日)	2000/11/28
上場来パフォーマンス(%)	0.6

	前期実績	今期予想
PER(倍)	22.4	19.9
PBR(倍)	2.2	2.2
配当利回り(%)	6.3	6.3

	σ	β
リスク指標	83.3%	1.52

【主要KPI(業績指標)】	12/3期		13/3期
	3Q	4Q	1Q
単体・ストック収益(億円)	19.4	18.5	18.2
直前四半期比増減(%)	-0.3	-4.7	-1.3

【株価パフォーマンス】	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.7	0.8	-0.7
対TOPIX(%)	-0.1	-0.9	4.6

> 投資判断

- ◆ 業績動向～今期は子会社事業の見直しにより収益回復を見込む
 - ・2013/3 期は、前期に悪化した直販サービス子会社の経費節減、印刷関連の不採算子会社の事業譲渡等により、減収ながら利益回復が見込まれる。新規商材の貢献による収益の本格回復には確信が持てない。
 - ・中期的には、モバイル端末の高機能化・ビジネス利用の進展に伴い、同社サービスの伸長が期待される。代理店への支払い手数料を制御しつつ、新規サービスの創出・拡販が実現するか、注目したい。
- ◆ 同業者との比較から現在の株価評価は適正と判断
 - ・類似会社の株価バリュエーションは市場平均に比べ高く、これを参照すれば同社の株価も割高とは感じられない。妥当な予想 PER レンジを 18～19 倍と想定すると、当センターの収益予想に基づく中期的な適正株価は 23,700～26,100 円となる。

*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20120903

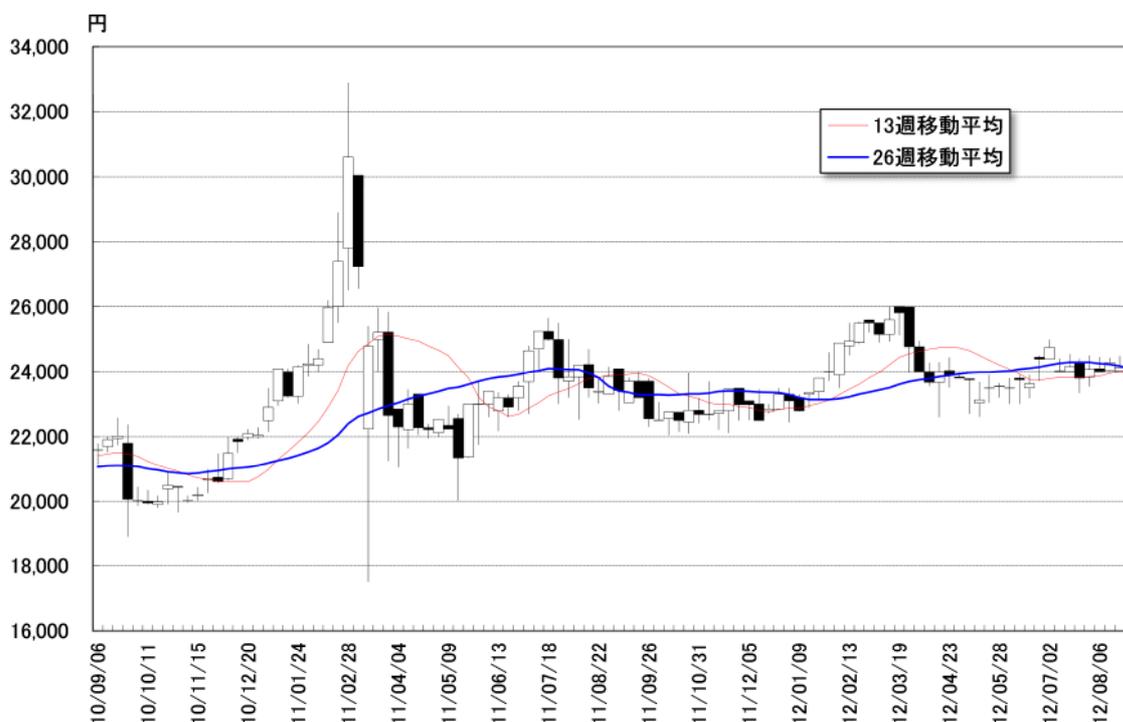
フォーバルテレコム (9445 東証マザーズ)

> 収益モデル

決算期 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 (前期比)	13,560 -2.8%	13,470 -0.7%	12,900 -4.2%	12,800 -5.0%	13,100 2.3%	13,700 4.6%	14,300 4.4%
営業利益 (前期比)	391 12.7%	323 -17.3%	390 20.6%	360 11.5%	375 4.2%	390 4.0%	410 5.1%
経常利益 (前期比)	391 19.5%	302 -22.8%	370 22.4%	340 12.6%	355 4.4%	370 4.2%	390 5.4%
当期純利益 (前期比)	155 -20.3%	177 14.2%	220 23.9%	200 13.0%	210 5.0%	220 4.8%	230 4.5%
期末株主資本	1,907	1,835	N.A.	1,785	1,741	1,711	1,690
発行済株式数(株)	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932
EPS(円)	931.4	1,063.6	1,317.9	1,198.1	1,258.0	1,317.9	1,377.8
1株当たり配当(円)	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
BPS(円)	11,418.6	10,977.5	-	10,672.6	10,430.6	10,248.5	10,126.3
ROE	8.0%	9.5%	-	11.1%	11.9%	12.7%	13.5%
株価(円)	22,800	24,770	23,830	23,830			
PER(倍)	24.5	23.3	18.1	19.9	18.9	18.1	17.3
配当利回り	6.6%	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
PBR(倍)	2.00	2.26	-	2.23	2.28	2.33	2.35

(注) 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



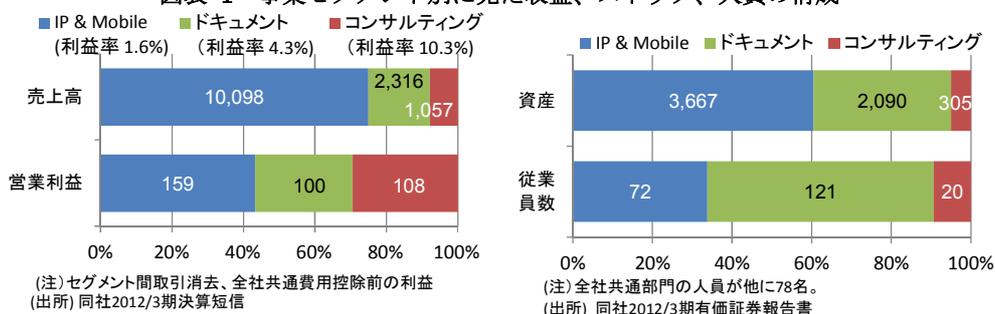
会社の概要

> 事業内容

IP 電話回線の再販や ISP、FMC サービス等を手掛ける。中小法人向け ICT サービス・フォーバルの子会社。

◆ 中小法人向けに通信サービスを割安な価格で提供
 フォーバルテレコム (以下同社) は、「fit コール」ブランドで、中小法人向けに光ファイバ回線による IP 電話やインターネット接続サービス、内線電話として利用できる携帯電話サービス等を割安な価格で提供する事業等を営む通信事業者である。同社は法人向け電話機・OA 機器販売、LAN 構築などを手掛ける情報通信コンサルタント会社・フォーバルの子会社で、テレコムビジネスを担当している。同社の営む事業は、以下の 3 つのセグメントに分類される (図表 1)。

図表 1 事業セグメント別に見た収益、ストック、人員の構成



中小法人の ICT サービス需要を束ね、大口需要家として通信キャリア等と折衝し、割引料金を獲得。

固定/携帯電話、インターネット接続等の利用料金をキャリア等に代わり一括請求。

- (注)
1. **VoIP** : Voice over IP。インターネットプロトコルに基づく電話サービス。IP 電話。
 2. **FMC** : Fixed Mobile Convergence: 携帯電話を社内では内線電話として利用し、社外に持ち出した際にも事務所に掛かった電話の転送できるサービス。
 3. **ボタン電話** : 主装置と専用電話機端末で構成される内線電話システムで、主に中小企業などで利用される。

1) IP & Mobile ソリューション事業 (以下 IP & Mobile 事業、2012/3 期売上高 10,098 百万円・前期比 2.4%減、営業利益 159 百万円・同 27.7%減)
 同社の主力事業。多数の中小企業の需要を同社が束ね、通信キャリアの大口ユーザーとして回線契約することで割引価格を引き出し、その価格に同社の利ザヤを乗せて、中小企業に各社個別に契約するより割安な価格で ICT (情報通信技術) サービスを再販する卸売事業である。UCOM の光ファイバ回線を利用する VoIP サービス (注 1) やインターネット接続サービス、スマートフォンを利用する FMC サービス (注 2)、ソフトバンクテレコムの直収型電話サービス「おとくライン」等が主な商材である (次頁図表 2 参照)。
 複数の ICT サービスを同社が一括請求し、同一口座への 1 回の振込みや自動引き落としで決済が完了するワンビルギングサービスも、ユーザー企業の管理コスト及び振込手数料の節減に貢献している。

同社が ICT サービスの企画・回線仕入、請求書作成・回収業務を担い、顧客開拓は親会社フォーバルや、子会社 FIS ソリューションズ、ソフトバンク BB とフォーバル (かつては同社) との合弁会社ビー・ビー・コミュニケーションズや当該会社が組織する各地域の代理店等に委託している。また、アプリケーションソフトを組み込んだボタン電話 (注 3) 等の機器開発は、光通信グループのアイ・イーグループと同社の折半出資会社 (持分法適用関連会社) が担い、フォーバル及び光通信グループが、当該機器の販売を行っている。

少量多種類のカタログ等のオン・デマンド印刷やDTP等の印刷サービスを併営。

プライバシーマークの取得支援、保険コンサルティング等のクロスセル事業と、「おまか請求」OEM事業で構成。

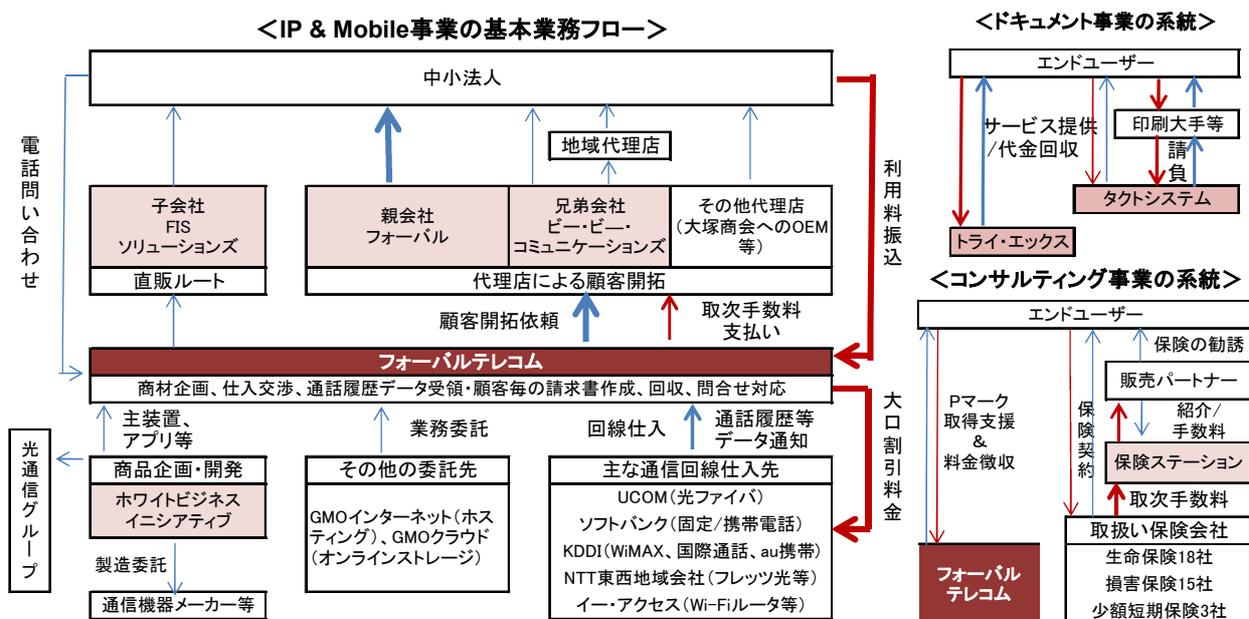
2) ドキュメント・ソリューション事業 (以下ドキュメント事業、同順で2,315百万円・5.6%減、100百万円・36.8%減)

主力事業の顧客の多くが、商業印刷物(チラシやパンフレット、カタログ、ユーザーマニュアル等)を制作しているはずとの考えから、クロスセル商材として企業買収により始めた事業。オン・デマンド印刷サービス等を手掛ける印刷業のトライ・エックス(1966年創業、04年に子会社化)と、広告宣伝物の企画・DTP(Desk Top Publishing:編集作業をコンピュータ上でを行い、プリンタで出力する)・制作等の上流工程の業務を得意とするタクトシステム(85年設立、08年に買収)の2社が担当。なお、タクトシステムにはベトナムに100%出資子会社(09年設立)があるが、重要性の原則から連結対象ではない。また12/3期まではユーザー企業名を入れたファイルやバインダー等の製造を行う孫会社新英があったが、同期末を以て事業譲渡された。

3) コンサルティング事業 (同順で1,057百万円・38.7%増、108百万円・51.8%増)

同社が営む、1) プライバシーマーク(JIS Q15001に適合する個人情報保護体制を整備した事業者を認定する制度)の取得支援業務、2) 料金一括請求システムをASP(アプリケーションサービスプロバイダ)形式でOEM提供する「おまか請求」業務と、子会社保険ステーションが営む、経営コンサルティング業務(退職慰労金をはじめとする社会保険や福利厚生に関する助言)や生損保販売代理業務で構成される。保険代理店業務は、各地の中小保険代理店を保険ステーションのパートナーとして迎える(代理店を廃業し委任型募集人になる)形式で支店網を広げている。

図表 2 各事業セグメントの業務の構造



(注) 役務提供を青色、金銭の出入りを紅色の線で表す。線の太さは主要な取引を示す。

(出所) 同社及び子会社のウェブサイト掲載資料等より証券リサーチセンター作成。

> 株主構成

◆ 親会社が議決権の75%を掌握

親会社フォーバルが筆頭株主で議決権総数の75%を掌握する(図表3)。KDDIは回線仕入先で創業翌年の増資時からの株主で、それ以外の少数株主は個人が殆どである。なお、フォーバルの大株主は、創業者の大久保会長、同氏が代表取締役社長を務めるエヌエヌケー、及び同氏夫人等で、3者の保有株は議決権総数の43%に達する。

図表3 大株主と属性別株主構成

<同社大株主上位5名>		<株主属性>		<フォーバルの大株主>	
フォーバル	75.4%	その他の法人	78.6%	エス・エヌ・ケー	20.5%
KDDI	2.2%	個人その他	20.8%	大久保 秀夫(会長)	15.5%
橋本 正	0.6%	外国法人等	0.3%	大久保 洋子	6.8%
谷井 剛(社長)	0.6%	金融商品取引業者	0.3%	光通信	4.3%
原一平商会	0.5%			ジャスト	3.9%
上位5名合計	79.0%	株主数(人)	3,475	上位5名合計	51.0%

(出所) 同社及びフォーバルの2012/3期有価証券報告書

> 経営陣

フォーバルの顧客である中小企業向けに割安な国際電話サービスを開発・提供する目的で設立された。

◆ 親会社から4名の役員

同社の役員7名中4名(非常勤取締役2名、監査役2名)が、親会社から派遣されている(役職兼務)。現・代表取締役社長の谷井氏は、コンサルティング会社を経て1996年(31歳の時)に同社入社。4年後に管理本部長、2007年から現職に就任。なお、同社初代社長は親会社フォーバル創業者(現・会長)の大久保氏で親会社社長と兼務、2代目は現在の親会社社長・中島氏が親会社役員と兼務していた。3代目になり、同社及び同社子会社経営に専念することになった。

> 沿革・企業理念

◆ 目指すはグループ共通、「新しいあたりまえ」の創出

同社はフォーバルグループの一員として、親会社が掲げる「中小法人の顧客の事業運営に役立つ、新しい『あたりまえ』の創出」という理念を共有し、新しい情報通信サービスメニューや機器の開発を通じてそれを実現することを目的としている。

同社の考える「新しいあたりまえ」とは、画期的な技術の開発やビジネスモデルの革新ではなく、半歩先に到達すべき姿を想像し、それを実現するためのソリューションを提案することである。

◆ 中小法人にも大手企業と同等のICTサービスを提供

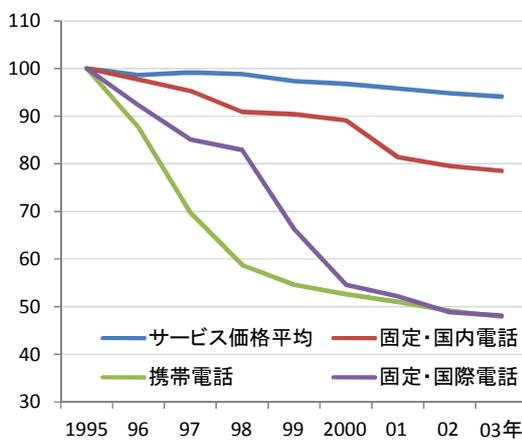
同社は1995年4月に、主要設備を借り受けて通信サービスを行う旧・電気通信事業法の一般第二種電気通信事業者として、大口ユーザーのみが享受する、技術進歩による価格低減メリットや先端的サービスを、中小企業にも提供することを目的に、フォーバル・インターナショナル・テレコミュニケーションズの商号で設立された。

同年、社名にちなんだ「fit コール国際電話サービス」で事業を開始。翌96年に市外電話(マイライン)、97年に携帯電話へとサービスを拡張し、2000年にマザーズ上場。

しかし上場以降、格安国際電話や市外電話等の音声系サービスが価格急落により市場が縮小し、同社の業績も急落した(次頁図表4, 5)。同社はこれら第1世代の音声通信割引サービスから上場直前に開始したインターネット接続サービス、ホスティング(レンタルサーバ)や、02年に開始したIP電話サービス等、第2世代の新通信サービスにシフトし、時々の中企業のニーズに応じてきた。最近では、携帯電話を内線に利用するFMCサービスや、ICTインフラのセキュリティを高める機器の開発・普及に努めている。

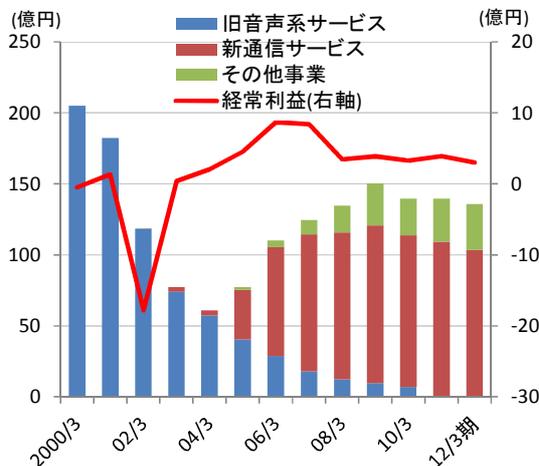
また04年にオン・デマンド印刷サービスを手掛けるトライ・エックスの買収を機に、顧客へのクロスセル商材として印刷業や保険代理業等に事業領域を拡張して、今日の事業構造に至っている。

図表4 企業向けサービス価格指数の推移



(出所) 情報通信白書、日銀ウェブサイト

図表5 過去の業績推移



(出所) 有価証券報告書

事業環境

> 業界環境・競合他社

規制緩和策や技術進歩による価格低下、ブロードバンド化の進展で成長力は低下

中小法人向け ICT サービスを提供する大塚商会、光通信等がフォーバルグループの競合事業者

◆ わが国の電気通信事業は成熟段階に

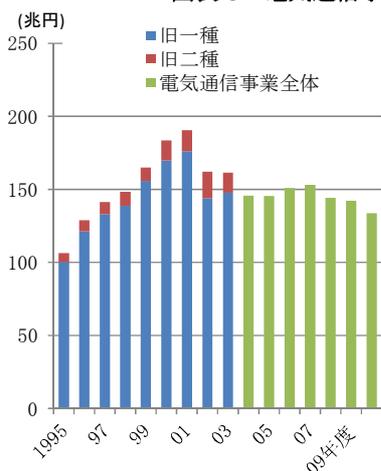
同社の取り組む電気通信事業は、日々技術の進歩があるものの、各種サービスの普及率上昇により、利用者数という観点では飽和状態にあると考えられる。また競争促進のため規制緩和や技術革新による価格低下の進展で、事業者の売上高は2010年度13兆3,682億円(前年度比6%減)と伸び悩み、事業者数は2011年度末15,509社(伝送路を保有する登録業者329社、それ以外の届出事業者15,180社)で前年比60社減少した(図表6)。

従業員100人以上の法人を対象とした総務省の通信利用動向調査結果を図表7に示す。ブロードバンド(以下BB)環境を整えた企業が全体の約9割、光ファイバ回線利用率は8割に迫っている。同社がターゲットとする中小法人は同調査対象から外れているが、同調査における個人世帯のBB回線利用率81.9%、うち光ファイバ回線が52.3%という数値からみて、まだADSL回線から光ファイバ回線への切り替えによる契約拡大の余地はあろうが、成熟段階にあると推察される。

◆ 非上場のインボイス、旧第二種通信事業者と競合

料金一括請求という側面から、2011年に株式を上場廃止したインボイス(2012年3月期売上高937億円、営業利益31億円)が類似企業として挙げられる。また、旧第二種電気通信事業者(現在の届出事業者)で、企業向けにLAN構築を手掛けるシステムインテグレータや工事会社、インターネット接続業者等も挙げられる。フォーバルグループとして顧客獲得の際に競合するのは、大塚商会や光通信などのICT機器・サービス代理店である。

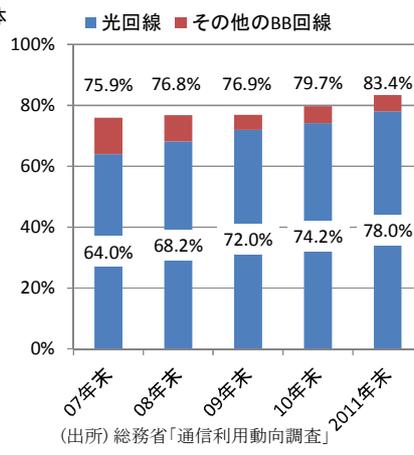
図表6 電気通信事業者の売上高と事業者数の推移



(注) 電気通信事業者は04年3月まで伝送路等の設備を自社保有する第一種事業者と、第一種事業者から設備を借りて事業を営む第二種事業者に区分されていたが、同年4月以降は登録制と届出制の差異はあれども名称は統合された。

(出所) 総務省「情報通信白書」

図表7 企業へのBB回線普及率



(出所) 総務省「通信利用動向調査」

> **ビジネスサイクル**

IP & Mobile 事業は最低利用契約期間 1~2 年で自動更新される。顧客のつなぎ留めは親会社等が担当。

(注)SWIFT BOX: IP 電話主装置とネットワークセキュリティシステム(UTM: Unified Threat Management system)を一体化したアプライアンス。1 台で両機能を実現する機器は世界初とみられ、現在特許出願中。

> **KPI**

IP & Mobile 事業の課金収益(ストック売上高)が業績を示唆する基本指標。

◆ **1~2 年の継続利用を契約するストック型ビジネス**

主力の IP & Mobile 事業では、利用客との基本契約で最低利用期間 (1 年ないし 2 年) を定め、実際に利用した通信量に従い、毎月利用料を請求するストック型の事業構造である。顧客の繋ぎ留めは主要な代理店である親会社フォーバル (顧客の半数以上を獲得) が総合 IT コンサルティングサービス「アイコン」と称して行っている他、子会社 FIS ソリューションその他代理店がアフターサービスを通して行う。

子会社による直販営業部隊や親会社は、顧客の潜在ニーズを汲み上げて同社に報告する。同社はそうしたニーズに基づいた新商品の企画を検討し、設備貸与を受けて回線を仕入れる先の通信キャリアや、ボタン電話等の製造を委託する先の通信機器メーカー等と交渉し、商品化して代理店に新規顧客開拓や既存客へのアップセルないしサービス内容の切り替え等を依頼する。

最近の開発事例では、2010 年 10 月に投入した FMC サービス「ツウエイスマート (スマートフォンによる内線サービス)」、12 年 4 月に発表した「SWIFT BOX (左記注参照)」等がある。

◆ **IP & Mobile 事業の顧客への課金売上高が業績動向を示唆**

親会社フォーバルでは、前述のアイコンサービスの利用事業所数を開示している (2012/3 期末 13,310 件、前期比 1,392 件増)。これは電話機販売及び回線利用契約により囲い込んだ顧客数に近似するが、情報通信コンサルティングだけでなく、販売促進、人材採用、資金繰り等、多様な経営相談にも応じており、同社の業績を示唆するものではない。

同社の業績を予測するうえでは、決算説明資料で四半期毎に開示される単体の課金売上高 (顧客への請求金額) や OEM 事業 (請求システムの ASP「おまか請求」) 等のストック収益の推移が参考になる。図表 8 からは、08 年度をピークに課金売上高が低迷するなか、OEM 事業が収益を下支えする様子が窺われる。FMC サービスや SWIFT BOX の投入で当該売上高が反転するか、注目される。

図表 8 継続課金売上高の推移



(出所) 決算補足説明資料

会社の分析・評価

> 基礎的分析

通信キャリアやメーカーとの協業により新サービスを企画する能力が付加価値の源泉。

スマートフォン等の法人需要の高まりに期待。スカイプ、LINE等のソフトウェ​​ンサービスは、将来競合するリスクがあろう。

◆SWOT分析

同社を SWOT の観点で検討すれば、以下のようにまとめられよう。同社の強みは、固定費負担を抑えつつ、顧客ニーズを伝える親会社をはじめとする代理店や、回線仕入先の通信キャリア・製造委託先の通信機器メーカー等の協力により、他社に先駆け「半歩先の」新規通信サービスメニューを企画する能力にたけていること。顧客の継続的な通信サービス利用に依拠するストック型の収益構造で、安定した収入が見込まれるはずだが、通信料金が急速に下がり、課金利ザヤが薄利になったため、代理店へのインセンティブ政策次第で収益が大きく変動する点は同社の弱みと考えられる。但し同社は自前の研究開発力を保有しておらず、急速な技術革新があれば追従できないリスクも考慮したい。

図表 9 フォーバルテレコムの SWOT 分析

項目	項目	フォーバルテレコムの特質・事情
内部要因	強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ●第二種事業者として電気通信事業に参入。自ら設備投資や基礎研究等を殆ど行わず、固定費負担を回避。 ●顧客ニーズを汲み、通信キャリアや機器メーカーと交渉し新サービスを企画する業務プロセスが定着。
	弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ●強大な通信キャリアが仕入先で、交渉力が弱い。 ●親会社グループにおける通信サービス企画・開発部門であり、独自の経営戦略を採る自由度に欠ける。人材開発力も親会社に依存している。 ●課金利ザヤが薄利なため、代理店へのインセンティブ政策次第で収益変動が大きく変動する。
外部要因	機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ●スマートフォン等の普及・ビジネス利用に伴い、FMC やクラウドサービスの伸長が期待される。 ●セキュリティ意識向上や新モバイル端末の普及により、SWIFT BOX の潜在需要が高まる。
	脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ●ブロードバンド化の一巡、中小企業の景況停滞等から、契約数の伸び悩みが続いている。 ●ソフトフォンの普及による通信サービスの価格下落が加速（無料サービス普及）する懸念がある。

> Porter's 5 forces

代理店、通信キャリアに対する
相対的地位は、優位を確保
していない模様。

UCOM、ソフトバンクグループ
とは良好な関係にある模様。

<業界内競争> 請求代行業の最大手はインボイスである。電気通信事業者としては、巨大な通信キャリアが自ら中堅・中小企業相手の通信サービスの料金交渉から回収までの業務を完結する意欲を見せれば、競合相手になる。また回線取次サービスまで範囲を広げれば、同社の代理店・大塚商会や機器開発・販売パートナーの光通信グループ等から非上場の代理店まで、競争相手は多数にのぼる。

<顧客に対する価格決定力> 同社の ICT サービス提供価格は、通信キャリアからの回線仕入価格に大きく左右される。仕入先の顧客への直接販売価格が競争状況や技術進歩により低下すれば、同社の利ザヤも（マージン率は一定でも）薄くせざるを得なくなる。

<仕入先、代理店に対する交渉力> 顧客との接点となる販売代理店と、回線仕入先の通信キャリアが協力相手と認識される。親会社も含め、販売代理店との関係は良好と推察される。しかしインセンティブの水準設定において、同社は優位な立場を確保しておらず、しばしば同社の収益を圧迫する水準に設定されることがある模様だ（同社有価証券報告書のリスク条項に記載）。

一方、少数の巨大な通信キャリアからみて同社は、多数の販売代理店のうちの 1 社と認識をされていよう。従って中小法人が直接通信キャリアと交渉するよりは有利だが、回線仕入価格交渉をリードするだけの優位性を保持しているとは考えにくい。

なお、親会社フォーバルが株主に名を連ねる UCOM とは親密な関係にあると推察される。またソフトバンクグループとも、かつて ADSL 回線の法人向けサービスを合弁会社ビー・ビー・コミュニケーションズ（現在はフォーバルとソフトバンク BB が株主）を通じて展開した経緯から、良好な関係にある模様。KDDI も同社創業期には親密な関係先であり、資本提携も結んでいたが、国際電話サービスが主力事業でなくなった現在の当該会社にとって、株式保有のメリットは少ないと考えられる。NTT グループとは特別に親密な関係にはなく、NTT 地域会社は料金請求業務を同社に委ねず自社で請求/回収している（顧客が NTT 地域会社の「フレッツ光」を選択した場合、同社のサービスは回線取次業務に止まる）。

<新規参入リスク> 同社を通信回線の代理店と見做せば、新規参入に際しての障壁は低い。しかし通信キャリアや機器メーカーとの情報交換に基づき、便利なアプリケーションを組み込んだビジネスホン等の機器を企画・開発する業務には、一定レベルの信頼関係や知識・ノウハウ、顧客ニーズの把握が必要と考えられる。従って同社の当該事業に限定すれば、参入は容易でないと考えられる。

<代替品のリスク> スカイプや LINE 等に代表されるソフトフォン（パソコン等に組み込んで無料通話を実現する通話アプリケーション）は、既存の通信端末やサービスと競合するサービスに発展する可能性が

ある。現在はかつての IP 電話のように、「廉価だが低品質」、「ビジネスユースでの利用は困難」と認識されている模様だ。しかし、総務省が通信キャリア大手に協力を求め、安全認証の仕組み構築に乗り出すと報道された (2012 年 7 月 18 日の日本経済新聞夕刊)。将来的にその存在感が増せば、同社自身が応用サービスを検討することになる。

> ESG活動

紙ベースを請求書発行を廃しネット上で完結する e-bill 「eco」で環境問題等に貢献。

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、2010 年 10 月より紙ベースの請求書を発行せず、Web ページ上で確認できるインターネット請求明細照会システム「e-bill 『eco』」を構築。基本的に紙ベースの請求書発行を廃し (有料サービス化)、請求種類作成や郵送に係るコスト削減分の一部を顧客に利用料引き下げの形で還元すると共に、森林資源の保護、温暖化ガス排出削減を図ることとした。また、コスト削減額の一部は植林事業等に寄付しており、植林事業への寄付活動は、東京都農林水産振興財団から表彰されている。

◆ 社会貢献 (Society)

同社は中小企業にも大企業と同様の ICT サービスを提供することを事業目的としており、一定の社会的使命を感じて事業を遂行している。また、親会社フォーバルは、カンボジアで教育者や起業家の育成等を行う公益財団法人 CIESF (Cambodia International Education Support Foundation) を設立し、大久保会長が理事長を務めている。フォーバルは毎年度の経常利益の 1%を同財団に寄付している。同社は前述の「e-bill 『eco』」で捻出されたコスト削減額の一部を以て CIESF のパートナー企業になり、活動を支援している。

◆ ガバナンス (Governance)

同社は取締役 4 名、監査役 3 名のうち、親会社から 2 名の非常勤取締役、2 名の監査役 (何れも親会社役員と兼務で監査役 1 名は非常勤) を受入れ、親会社と一体となって取締役会を運営している。社外取締役は招聘していないが、監査役 1 名が同社出身でない弁護士で、独立性は担保され、コーポレートガバナンスが機能すると同社は考えている。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

ブロードバンド化・IP 化が急速に進展し、成長力が鈍化。新規商材開発が急務に。

◆ 新規商材の拡販、子会社の構造改革等を推進

同社を取り巻く外部環境については、

イ) ブロードバンド化、通信網の IP 化が急速に進展したこと、
ロ) 上記変化と競争激化でサービス価格低下が進んだこと、
ハ) 従って回線再販売業の利ザヤ確保が困難になっていること、
等の変化があり、収益の確保、成長への懸念材料となっている。

同社はこうした変化に伴い、更なるサービスレベルの向上による顧客満足度の獲得が顧客繋ぎ留め必要であり、そのために子会社による直販体制を整備し、顧客ニーズの掌握に努めてきた。また 2004 年以降は独自の顧客基盤を持つ異業種企業の M&A により、顧客拡大と既存顧客へのサービスメニュー拡充に取り組んできた。

ただ、これらの施策は同社の利益に十分な成果を生んだとは言い難い。同社では、現在、さらに以下の対応策を打っている。

- 1) **新規商材の拡販**: 10 年 10 月に提供を開始したスマートフォンを有効活用する FMC サービス「ツーウェイスマート」やファイル転送、オンラインストレージ等のアプリケーションソフト、11 年 4 月に開始した UCOM の光ファイバ回線を利用する IP 電話サービス「スマートひかり」、12 年 4 月に発表したセキュリティ機能搭載 IP-PBX (構内交換機)「SWIFT BOX」等、最近投入した新商材の拡販に注力。トップラインの成長を目指している。固定電話回線の成長力は鈍化したが、モバイル端末の法人契約にはまだ成長の余地があると同社は認識している。
- 2) **不採算事業の損益改善**: 連結売上高が伸び悩むなか、不採算事業のコスト構造の見直しに取り組み、各事業セグメントの損益改善を進めている。具体的には、IP & Mobile 事業における販売子会社 FIS ソリューションのリストラ(2012/3 期・第 4 四半期)、ドキュメント事業における不採算子会社新英の事業譲渡(企業名入りファイル・バインダ等の文具製造、12 年 3 月)等である。
- 3) **OEM 事業の拡大**: 同社の中核サービスである、一括請求システムを、他社の請求業務効率化のために ASP サービスとして提供する OEM 事業「おまか請求」が堅調である。変動費負担の少ない事業であり、今後も利用企業の拡大に注力する。

> 中長期の課題と戦略

M&A による事業領域拡大、新たな代理店の開拓等、成長力の再生を検討。

◆ 半歩先のニーズを実現する新商材企画と M&A、代理店開拓

同社は 12/3 期有価証券報告書において、中長期的な成長力・収益力の強化に向けて、通信業界における環境変化に機敏に対応し、新時代に適応したサービスメニューを創出していく意向を示している。そのための方策として、個別取材時に同社は、以下の 2 点に言及した。

- 1) ガバナンスの問題が顕在化するリスクはあるものの、M&A による顧客基盤獲得やサービスメニューの品揃え拡充は有効な成長戦略であり、機会があれば積極的に対応する意向である。

2) 現在は親会社フォーバルに販売戦略を任せている状態であり、子会社 FIS ソリューションによる直販戦略も順調とは言い難い。事業提携などにより、親会社以外に有力な代理店を獲得することは、同社の自律的な成長に向けて重要な課題としている。2008年10月のホワイトビジネスイニシアティブ設立による光通信グループとの提携(4頁図表2左下端参照)は、その一環であるが、未だ販売面での大きな成果は得られていない模様である。

> アナリストの戦略評価

新規商材を企画する人材の育成・強化が急務と考える。

◆ 新規商材企画力の強化

同社は伝送路等の通信設備を保有しない電気通信事業者として、大手通信キャリアや通信機器メーカーとの協業により、新しいアプリケーションを組み込んだ機器やサービスを企画することにより付加価値を生み出している。従って同社の主要な資本はこうした新商材企画のアイデアを考案する人材と考えられる。

しかるに同社の人材戦略は、親会社フォーバルとの人事交流や即戦力の中途採用を主体としており、新卒者の定期的な採用、社内での人材育成等を行われていない模様である。固定費負担の軽減という観点では良策でも、中長期の成長を求めらるれば同社の人材戦略は再考の余地があると考えられる。

なお、同社は直販体制の整備や新たな代理店の開拓等、親会社に顧客開拓を依存する体質からの転換を指向しており、子会社 FIS ソリューションは新卒者の定期採用を行っている。同社が自立するためにはこうした人材戦略を全社的に広める必要があろう。

スマートフォン用アプリ開発や電子書籍関連サービス等、現有事業と親和性高い事業の獲得を急ぎたい。

◆ M&A の活用による事業領域の拡大

同社はこれまで新たな顧客層の入手、既存顧客へのサービスメニューの拡張を目的に、M&A によってドキュメント・ソリューション、保険コンサルティング等の事業領域を獲得してきた。

しかしながら、両事業は同社を支える柱と呼ぶには小規模に止まっている。ドキュメント・ソリューションについては、インターネットの普及により紙媒体の地位が低下すると共に、電子書籍やタブレット PC 等の携帯端末の普及といった新たなトレンドに押され、成長力には疑問符がつく。保険コンサルティングは損害保険等と ICT サービスのクロスセルが出来る代理店網の拡充が狙いと考えられるが、親会社フォーバルの事業領域であり、同社が手掛ける必然性は乏しい。

同社は M&A による事業領域の拡大の必要性を自らも戦略に掲げ認識している模様だが、電気通信事業と親和性の高い企業との提携や買収等を急ぐ必要があると考える。具体的には、スマートフォン・タブレット PC をビジネスに利用するためのアプリケーションを開発する人材を保有する企業、電子書籍関連企業等が有効と考える。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

成長力の鈍化に対応した経費節減策が奏功し収益力は改善すると予想。

今期・第1四半期実績からは、まだ成長性の回復に確信が持てない。

◆ 2013/3 期は前期の落ち込みから回復する見込み

会社側の 2013/3 期業績予想は、売上高 12,900 百万円(前期比 4.2%減)、営業利益 390 百万円(同 20.6%増)、当期純利益 220 百万円(同 23.9%増)、年間配当金は 1,500 円(前期も同額)。

同社の想定は、IP & Mobile 事業における経費見直しやドキュメント事業の不採算事業譲渡により、減収となるも利益率は改善し、11/3 期並みに改善するというもの(セグメント別のブレイクダウンは非開示)。具体的には、前期に人員・経費を厚くする等先行的経費投入を図ったが成果が出ず、第3四半期まで赤字となった FIS ソリューションズにおいて、同第4四半期に経費見直し等を行った結果当該期において黒字化した傾向が今期も継続すると見込んだこと、子会社新英の文具事業(前期売上高約 8 億円)の消滅による売上高の減少などを主な減収・増益要因にあげている。

この他、IP & Mobile 事業では、期初に投入した SWIFT BOX の今期後半からの貢献、スマートフォン用新規アプリの投入による法人向け携帯電話契約の獲得・FMC サービスの伸長を見込んでいる。また、コンサルティング事業では、損害保険の全国販売網拡充による業容の拡大を見込んでいる。

なお、今期・第1四半期の業績は売上高 2,959 百万円(前年同期比 10.2%減)、営業利益 60 百万円(同 16.6%増)、四半期純利益 29 百万円(同 136.7%増)。主力事業である IP & Mobile 事業の売上高は 2,322 百万円(同 8.7%減)、同セグメントの営業利益は 21 百万円(同 41.4%減)。同社の業績を予測する上での KPI と目される単体のストック収益(課金売上高)は 1,821 百万円(前年同期比 7.7%減)であった。当該 KPI の直前四半期比増減率は、12/3 期・1Q: -0.3%、2Q: -1.7%、3Q: -0.3%、4Q: -4.7%、13/3 期・1Q: -1.3%。

当センターでは今期業績を、売上高 12,800 百万円(前期比 5.0%減)、営業利益 360 百万円(同 11.5%増)、当期純利益 200 百万円(同 13.0%増)と予想する。会社予想との相違点は、今期後半における IP & Mobile 事業の回復に確信が持てず、前期比横ばい圏との同社想定に対し、前期同様 3%程度の減収を予想したことで、会社予想値より低い業績予想となった。収益モデルは次頁表に示す。

> 来期の業績予想

◆ 2014/3 期は収益ともに微増と予想

2014/3 期の業績は、売上高 131 億円(前期比 2.3%増)、営業利益 375 百万円(同 4.2%増)、当期純利益 210 百万円(同 5.0%増)と予想。

主力の IP & Mobile 事業は売上高 100 億円(前期比 2.0%増)・営業利益 205 百万円(同 2.5%増)と予想。モバイルアプリの投入や内線用スマートフォンをコントロールする SWIFT BOX 等の浸透により、増

収に転じるものの、利益面では競争に晒され利ザヤの拡大は困難で代理店向けインセンティブの増加も避けられないものと考えた。また、他のセグメントは貢献を大きく高めることはない想定した。

◆ 新規商材を絶えず投入することが肝要

2015/3期以降も、微増収・微増益が続くと予想した。同社が成長戦略に掲げるスマートフォン向けアプリ開発の順調な進展による、企業のモバイル機器利用の進展が増収基調を支える一方で、こうした新商材の企画開発、普及に向けて、一定のマンパワーや代理店向けインセンティブの拡充が必要になると想定したためである。

同社が常に検討している M&A で条件の良好な案件が舞い込めば、表記以上の業績伸長が期待される。一方で、新規商材の浸透が難航すれば、サービス単価の下落傾向により電気通信市場自体の成長力が鈍化しているだけに、再び収益が下落する可能性も考慮する必要があるだろう。

図表 10 フォーバルテレコムの業績見通し

決算期 単位:百万円	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	13,560	13,470	12,800	13,100	13,700	14,300
(前期比)	-2.8%	-0.7%	-5.0%	2.3%	4.6%	4.4%
うちIP & Mobile	10,344	10,098	9,800	10,000	10,500	11,000
(前期比)	-5.3%	-2.4%	-3.0%	2.0%	5.0%	4.8%
うちドキュメント	2,453	2,315	1,800	1,800	1,800	1,800
(前期比)	5.1%	-5.6%	-22.2%	0.0%	0.0%	0.0%
うちコンサルティング	762	1,057	1,200	1,300	1,400	1,500
(前期比)	9.2%	38.7%	13.5%	8.3%	7.7%	7.1%
営業利益	391	323	360	375	390	410
(前期比)	12.7%	-17.3%	11.5%	4.2%	4.0%	5.1%
うちIP & Mobile	220	159	200	205	210	220
(前期比)	-31.4%	-27.7%	25.8%	2.5%	2.4%	4.8%
(売上高営業利益率)	2.1%	1.6%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
うちドキュメント	158	100	100	100	100	100
(前期比)	258.7%	-36.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
うちコンサルティング	71	108	100	110	120	130
(前期比)	47.6%	51.8%	-7.4%	10.0%	9.1%	8.3%
うちのれん償却等	-60	-45	-40	-40	-40	-40
営業外収支	0	-21	-20	-20	-20	-20
経常利益	391	302	340	355	370	390
(前期比)	19.5%	-22.8%	12.6%	4.4%	4.2%	5.4%
特別損益	-214	-106	0	0	0	0
税引前利益	196	160	340	355	370	390
法人税等	20	19	140	145	150	160
少数株主損益	1	0	0	0	0	0
当期純利益	155	177	200	210	220	230
(前期比)	-20.3%	14.2%	13.0%	5.0%	4.8%	4.5%

(出所) 実績は決算短信、予想は証券リサーチセンター担当アナリスト

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来のパフォーマンスはプラス 1.5%

2000年11月28日に上場した同社の株価は、上場直後にITバブルの崩壊や国際電話サービスの不振等により低迷したものの、その後は新興市場のITブームと同社のサービス内容の転換が相まって高騰、2005/3期の実績PERは49倍(週末株価ベースではピーク時約90倍)に達した。その後ライブドア・ショックによる新興株式市場の環境悪化を受けて株価は沈静化している(図表11)。上場来の株価パフォーマンスは+0.6%、TOPIXを基準にしたベータ値は1.52となっている。

> 株主還元

◆ 安定配当の継続が基本方針

同社は、株主に対する利益還元策について、安定した配当の継続を基本方針としており、07/3月期以降は1株当たり年間配当金1,500円を業績の浮沈に関わらず継続している(13/3期会社予想ベースの配当性向は113.8%)。自社株買い等の施策は行っていない。

> 株価バリュエーション

◆ 株価バリュエーションは同業者と同水準

図表12に、類似会社との株価バリュエーション等の比較を示す。スターティアは親会社フォーバルとの類似性が濃い中小企業向けICTサービス事業者(卸売業)で、同社のドキュメント・ソリューションに類似する電子書籍作成ソフトをはじめとするウェブソリューションの開発を事業の柱に据えている。日本通信はMVNO(Mobile Virtual Network Operator: 自社回線網を持たず自社ブランドで移動通信サービスを提供する事業者)。時価総額や事業規模の近さを考慮し、この2社を選定した。

図表11 同社の株価推移



図表12 類似会社との株価バリュエーション比較

銘柄 証券コード	フォーバル テレコム 9445	スターティア 3393	日本通信 9424
決算月	3月	3月	3月
売上高	百万円 12,900	6,039	5,200
営業利益 (営業利益率)	百万円 390 % 3.0	600 9.9	1,040 20.0
経常利益	百万円 370	600	1,010
当期純利益	百万円 220	300	1,010
純資産	百万円 1,840	2,650	2,475
ROE	% 9.5	11.0	59.1
予想PER	倍 18.1	19.1	8.7
〃(経常利益基準)	倍 10.8	9.6	8.7
実績PBR	倍 2.17	2.17	3.96
予想配当利回り	% 6.3	0.5	0.0
過去3年成長率	% -3.6	2.2	0.4
〃 営業利益	% -6.2	24.0	黒字転換
株価(8月31日)	円 23,830	1,159	6,530
時価総額	百万円 3,978	5,744	8,769

(注1) 業績予想は会社予想。過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。

(注2) 純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは予想値を基に、レポート作成時の株価を用いて算出。時価総額は自己株式を含む。

(出所) 各社決算短信等に基づき作成。

なお、日本通信は税負担額がイレギュラーなため、経常利益ベースの PER を参照指標とする。すると、予想 PER、実績 PBR 共に、3 社は近似した値を示しており、同社の株価水準に割高感を感じられない。また安定配当を指向する同社の配当利回りは、同業 2 社に比べ高い。

東証 1 部上場全企業平均の予想 PER (日本経済新聞による 2012 年 8 月末現在の値は 12.3 倍) や、同 2 部のそれ (同 11.3 倍) に比べ割高に見えるが、現在の同社株価は、電気通信市場の潜在的な成長力を織り込み妥当なレンジにあると推察される。

> 今後の株価見通し

予想 PER18 倍は妥当と判断。2～3 年後の適正株価は 23,700～26,100 円と予想。

◆ 現在の予想 PER は 18～19 倍を適正水準と判断

第二次 IT バブルの 2005 年頃のような高評価は異例としても設備投資の負担が軽く、新技術の採用により成長可能性が高い旧・第 2 種電気通信事業者である同社には、市場平均を上回る PER 水準が妥当と考える。現在の予想 PER18 倍から同業者スターティアの同 19 倍というレンジを想定し、当センターの予想収益に基づき算定した同社の 2～3 年後の適正株価は、23,700～26,100 円となった。

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(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