

# ホリスティック企業レポート フォーバルテレコム 9445 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2013年12月20日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20131217

# フォーバルテレコム (9445 東証マザーズ)

発行日: 2013/12/20

中小法人向けに情報通信統合サービスを開発し、代理店経由で提供  
新規分野が音声通信サービスの低迷を補うまでに成長するか注視したい

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ・フォーバルテレコム(以下、同社)は、中小法人をターゲットとして、割安で利便性の高い情報通信サービスや内線電話設備等を開発し、親会社フォーバルをはじめとする代理店経由で提供している。
- ・子会社では既存顧客へのサービス拡充や顧客開拓を目的として、印刷物制作受託事業や損害保険代理業等を営んでいる。

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

### 【主要指標】

	2013/12/13
株価(円)	339
発行済株式数(千株)	16,693
時価総額(百万円)	5,658

### ◆ 14年3月期上期実績

- ・14/3 期第2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高 5,993 百万円(前年同期比 1.7%増)、営業利益 196 百万円(同 21.9%増)、純利益 109 百万円(同 40.8%増)であった(期初に上期予想は開示していない)。
- ・14/3 期上期は、主に同社単体が担う情報通信サービスの伸び悩みを子会社事業が補う構図となった。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	22.3	21.4	19.5
PBR(倍)	3.1	3.0	3.0
配当利回り(%)	4.4	4.4	4.4

### ◆ 14年3月期通期予想

- ・14/3 期について同社は、売上高 12,000 百万円(前期比 0.1%増)、営業利益 430 百万円(同 2.1%増)の期初予想を据え置いた。情報通信サービスは14/3 期下期に下げ止まりを想定している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)の予想は売上高 12,000 百万円、営業利益 440 百万円で、同社の業績予想を利益面で若干上回ると考えた。

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.3	0.3	26.9
対TOPIX(%)	-5.4	-11.8	-21.2

### ◆ 株価バリュエーション

- ・類似会社と比較した株価バリュエーションは、配当利回りの高さが際立つ。ただし主要事業が低迷しており、同社の株価が割安な水準とは言い切れない。
- ・同社の対 TOPIX 相対株価は過去 1 年間 0.8~1.2 の間で、低下傾向にあった。相対株価の上昇には、情報通信サービスの成長性回復の確認が必要と考えられる。

### 【株価チャート】



### 【9445 フォーバルテレコム 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	13,470	-0.7	323	-17.3	302	-22.8	177	14.2	10.6	109.8	15.0
2013/3	11,990	-11.0	421	30.2	422	39.8	253	43.0	15.2	110.1	15.0
2014/3 CE	12,000	0.1	430	2.1	425	0.6	260	2.4	15.6	N.A.	15.0
2014/3 E	12,000	0.1	440	4.5	430	1.9	265	4.7	15.9	111.5	15.0
2015/3 E	12,400	3.3	480	9.1	470	9.3	290	9.4	17.4	113.9	15.0
2016/3 E	12,800	3.2	530	10.4	520	10.6	320	10.3	19.2	118.1	15.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。同社は 13 年 12 月 10 日に過年度決算の修正を公表したが、修正の影響が軽微なこと、決算短信の修正版が未開示であることなどから、修正前の数値を記載した

### アップデート・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## > 事業内容

**IP 電話や ISP サービス等を  
手掛ける。情報通信コンサル  
タントフォーバルの子会社。**

(注 1) IP 電話は、インターネットプロトコルに基づく電話サービス。

(注 2) 伝送路等の主要設備を借り受けて通信サービスを行う届出事業者(03 年の電気通信事業法改正前の分類では一般第二種電気通信事業者)。なお、回線を卸売りする UCOM は登録事業者に該当する。

(注 3) 複数の外線と内線を制御する主装置と複数の電話端末で構成される電話装置システムのこと。ボタン電話とも言う。

**UCOM の光ファイバを借りる  
IP 電話、ISP 等の統合サー  
ビスが主力商材サービス。**

**ドキュメント・ソリューション、  
コンサルティングは顧客への  
クロスセルを狙う事業**

(注 4) オンデマンド(on demand、要求に応じて)の意味の通り、必要なものを、必要な時に、必要な数だけ印刷するシステムである。フィルム製版、CTP 刷版といったオフセット印刷に必要な工程を省き、入稿したデジタルデータを直接出力するデジタル印刷機で印刷する。小部数の印刷物を速く印刷するニーズに応えるシステムである。

(注 5) DTP(Desktop Publishing)は、出版物の原稿作成や編集、デザイン、レイアウト等の作業をコンピュータで行うこと。

### ◆ 中小法人向けに利便性の高い情報通信サービスや機器を提供

フォーバルテレコム(以下、同社)は、中小法人向けに光ファイバ回線による IP 電話<sup>注1</sup>やインターネット接続サービス(以下、ISP サービス)等を提供する通信事業者<sup>注2</sup>である。同社は、ビジネスフォン<sup>注3</sup>やパソコン、OA 機器の販売、LAN 構築をはじめとする中小企業向け情報通信コンサルティングを手掛けるフォーバル(8275 東証 JASDAQ)の子会社である。

同社及びグループ企業で営む事業は、以下の 3 つのセグメントに分類される(図表 1)。

#### 1) IP & Mobile ソリューション事業(以下、IP & Mobile 事業)

同社が多数の中小企業の需要を束ね、通信キャリアの大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)、中小企業各社が個別に契約するよりも割安な価格で通信サービスを再販売している。親会社や大塚商会(4678 東証一部)、光通信(9435 東証一部)のグループ企業をはじめ、中小企業向け情報通信機器販売を手掛ける商社等を販売代理店としている。

IP & Mobile 事業の主力商材は、UCOM(非上場、電気通信事業法の登録事業者)の光ファイバ回線を利用する IP 電話やインターネット接続サービスを統合した「スマートひかり」、内線電話として利用できる携帯電話サービス「2way Smart」等である。また、複数のサービス料を同社が一括請求し、決済業務を省力化するワンビリングサービス、ビジネスフォン等の機器開発(製品企画及びファブレス製造)及び子会社での法人向け販売等も行っている。

#### 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)

IP & Mobile 事業の顧客の多くが必要とするカタログ、パンフレット、ユーザーズマニュアル等の印刷物の制作を受託している。オンデマンド印刷<sup>注4</sup>サービス等を手掛けるトライ・エックス、広告宣伝物の企画、DTP<sup>注5</sup>制作、電子カタログやウェブサイトのデザイン等の業務を得意とするタクトシステム等のグループ企業が担当している。

#### 3) コンサルティング事業

同社単体が営むウェブサイトを用いた料金請求システムの OEM 提供や、プライバシーマークの取得支援等の業務と、子会社の保険ステーションが営む、法人を対象とする保険代理店業務や社会保険に関する助言等のコンサルティング業務で構成される。

### ◆ 収益構造と事業運営上の特徴

同社の連結収益は、IP & Mobile 事業を主体とする同社単体の収益と、ドキュメント事業及びコンサルティング事業を営む子会社事業の収益に分けて開示される(次頁図表 1、セグメント間取引は軽微である)。

## アップデート・レポート

3/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

(注6)「おまか請求」は、請求書や支払通知書等の発行、郵送業務をウェブシステムに代替することにより、省力化及び経費節減を実現するサービス。ASP (Application Service Provider) 形式により、顧客専用の請求業務管理サイトを提供するタイプと、顧客登録から料金計算、請求メール送信、収納代行、督促支援までの一連の業務をフルサポートするタイプのサービスを用意している。

同社単体の収益は、イ) IP 電話の月額サービス料及び通話料収入(同社では課金ストック収益と称する)、ロ) ISP サービスやクラウドストレージ、ワンビリングサービスの OEM 提供(「おまか請求」)<sup>注6</sup>等の月額サービス利用料(同、その他ストック収益)、ハ) 新規顧客獲得に伴い通信キャリアから支払われるインセンティブや機器販売等に伴う一時的な収入(同、一時収益)で構成される(図表2)。

同社の強みは、顧客ニーズを掌握す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、固定費負担を抑えつつ、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長けていることである。

同社の基本的な収益構造は、1年～2年の継続的な通信サービス利用契約に依拠するストック型であり、安定した収入が見込まれるはずである。しかし大手通信キャリア間の値下げ競争に追従してきた結果、課金ストック収益の利ザヤが薄利になり、代理店へのインセンティブ政策次第で利益が大きく変動するようになっている。

## > 直近決算期実績

(注7)過年度決算におけるのれんの会計処理の見直しが発表され、14/3期上期については営業利益以下各利益が7百万円増加することだが、決算短信の訂正版が公表されていないため、ここでは短信記載数値を採用した。

**単体の苦戦を子会社収益が補った。**

## ◆ 14年3月期上期決算

14/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高5,993百万円(前年同期比1.7%増)、営業利益196百万円(同21.9%増)、経常利益189百万円(同18.1%増)、純利益109百万円(40.8%増)であった<sup>注7</sup>。なお、期初に上期業績予想は開示されていない。

セグメント別にみると、同社単体が担うIP & Mobile事業の不振を、子会社の事業がカバーしていることが分かる。同社単体の収益のうち、絶対額の大きな従来型の音声通信サービスの課金ストック収益が苦戦し、顧客獲得に伴う一時収益も低迷した。データ通信サービスや「おまか請求」等のその他ストック収益は好調であった(図表1、2)。

図表1 14/3期上期の概要

(単位:百万円)

決算期	13/3期 上期	14/3期 上期	構成比/ 利益率	前年 同期比
売上高	5,894	<b>5,993</b>	100.0%	1.7%
うちIP & Mobile	4,574	4,260	<b>71.1%</b>	-6.9%
うちドキュメント	793	859	<b>14.3%</b>	8.3%
うちコンサルティング	520	865	<b>14.4%</b>	66.4%
セグメント以外の収益	6	7	<b>0.1%</b>	16.7%
売上原価	4,754	<b>4,755</b>	<b>79.3%</b>	0.0%
販売費及び一般管理費	979	<b>1,041</b>	<b>17.4%</b>	6.3%
営業利益	161	<b>196</b>	<b>3.3%</b>	21.9%
うちIP & Mobile	74	22	<b>0.5%</b>	-69.9%
うちドキュメント	54	96	<b>11.2%</b>	77.0%
うちコンサルティング	51	92	<b>10.6%</b>	78.8%
消去及びのれん償却等	-19	-15	—	—
経常利益	160	<b>189</b>	<b>3.2%</b>	<b>18.1%</b>
純利益	77	<b>109</b>	<b>1.8%</b>	<b>40.8%</b>

(注) 過年度業績修正は、以下の図表も含め考慮していない

(出所) フォーバルテレコム決算短信に基づき  
証券リサーチセンター作成

図表2 単体収益及び売上総利益の分解(単位:百万円)

決算期	13/3期 上期	14/3期 上期	構成比/ 利益率	前年 同期比
売上高	5,894	<b>5,993</b>	100.0%	1.7%
うち 単体	4,418	<b>4,099</b>	<b>68.4%</b>	-7.2%
うち 子会社	1,475	<b>1,893</b>	<b>31.6%</b>	28.3%
単体 課金ストック収益	3,574	<b>3,284</b>	<b>80.1%</b>	-8.1%
同_ その他ストック収益	294	<b>378</b>	<b>9.2%</b>	28.6%
同_ 一時収益	549	<b>436</b>	<b>10.6%</b>	-20.5%
売上総利益	1,140	<b>1,237</b>	<b>20.7%</b>	8.6%
うち 単体	597	<b>600</b>	<b>14.6%</b>	0.4%
うち 子会社	542	<b>637</b>	<b>33.7%</b>	17.6%
単体 課金ストック収益	385	<b>365</b>	<b>11.1%</b>	-5.2%
同_ その他ストック収益	145	<b>206</b>	<b>54.6%</b>	41.5%
同_ 一時収益	66	<b>28</b>	<b>6.5%</b>	-57.5%

(出所) フォーバルテレコム決算説明会資料に基づき  
証券リサーチセンター作成

## アップデート・レポート

4/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

(注 8)全国各地の小規模な保険代理店に対し、代理店を廃業して保険ステーションの委任型募集人になることを提案し、営業拠点拡大を図っている。保険代理店にとってのメリットは、営業規模の拡大に伴い手数料ポイントの安定化、高レートの獲得及び維持が可能となること、顧客管理システム等の活用により事務管理などの合理化が図れること、多数の保険会社の商品取り扱いや業界情報の入手が容易になること等である。

## > 14年3月期予想

**前期比ほぼ横ばいの期初予想は据え置かれた。**

(注9)当時債務超過に陥っていたタクトシステムのグループ内での株式移転の際に、のれんを一括処理すべきであったとのこと。11/3 期に特別損失 183 百万円が発生し、純利益が 155 百万円から 21 百万円の損失になる一方、それ以後はのれん償却額が減少し、営業利益は 12/3 期に 25 百万円増加して 348 百万円に、13/3 期は 15 百万円増加して 436 百万円になるとのこと。

**代理店の営業活動を促進し  
同社の成長と両立する商材  
開発を進めている。**

IP & Mobile 事業のセグメント利益は、注力するデータ通信系の新サービス獲得に向け、通信キャリア等から得られるインセンティブを代理店に支払うのではなく、自前でインセンティブ資金を捻出し代理店に先渡しして、顧客開拓を進めていること、従来型の音声通信サービスの収益減少等のために大幅減益となった。

ドキュメント事業は、カタログやユーザーズマニュアル等を恒常的に発行する大口顧客の印刷業務のアウトソーシング受託により、業界環境が厳しい中で増収増益を達成した。

コンサルティング事業は、保険ステーションが進める零細代理店の組織化<sup>注8</sup>の進捗による営業拠点数拡大(13/3 期末 54→14/3 期上期末 64)の結果、保険契約数が大幅に増加したこと、単体その他ストック収益に含まれる、請求及び収納のプラットフォーム「おまか請求」の OEM 提供が拡大したこと等により、高伸長を遂げた。

### ◆ 14年3月期(通期)会社予想

14/3 期について同社は、売上高 12,000 百万円(前期比 0.1%増)、営業利益 430 百万円(2.1%増)、純利益 260 百万円(同 2.4%増)の期初予想を据え置いた。なお、決算発表後 1 カ月経過した 12 月 10 日に、過年度決算(11/3 期)におけるのれんの会計処理の見直しが発表され、14/3 期は販売費及び一般管理費が 7 百万円減少し、営業利益、経常利益、純利益は 7 百万円増加するとの開示があった(13/3 期はそれぞれ 15 百万円の減少及び増加となる<sup>注9</sup>)。決算短信の訂正版が公表されていないため、ここでは 11 月 12 日付決算短信の数値を採用した。

同社はセグメント別、あるいは会社別の販売内訳などは開示していない。ヒアリングによれば、営業利益 430 百万円のうち、IP & Mobile 事業は期初に前期比増益を見込んでいたが、14/3 期上期実績をみて減益予想に、ドキュメント事業は業界環境の厳しさを考慮して上期は順調に過ぎたとの判断から前期比減益予想を据え置き、コンサルティング事業は前期比横ばい予想を増益予想に修正した模様である。

13/3 期決算説明会においては、新規分野の立ち上げに注力し、15/3 期以降の成長に繋げるための 1 年になるとの認識が示され、そのために費用も増加することから、利益は横ばい圏に止まると説明された。

14/3 期の事業戦略は、販売代理店の注力分野で収益機会を創出することで、同社の商材販売も進めてもらい、既存収益基盤(情報通信サービス)の成長力の回復、新規販売分野(ドキュメント及びスマートデバイス関連)の立ち上げというもので、具体的には以下の通りである。

- 1) 多機能複写機の販売を得意とする代理店のために同社が提供するの、クラウドストレージサービス「Smart ストレージ」である。これは、複写機で読み込んだ資料やパソコンで作成したデー

タ等を同社の管理する共有サーバに保存して、外出先からでも資料閲覧を可能にするサービスである。このサービスとのセット販売で、複写機の買い替え需要を喚起できると同社は考えている。

- 2) スマートフォン等の販売に注力する代理店には、スマートフォンに内線電話端末機能を持たせる「2way Smart」やスマートデバイス用アプリ「ぱっと転送」等が有用と同社は認識している。「ぱっと転送」は、スマートデバイス間でファイル転送して業務のペーパーレス化等を図るものである。13年7月には、iPhone や iPad の TV 電話機能を利用した 5 カ国語対応通訳サービスを開始した。
- 3) LAN の設計、施工能力を持つ代理店には、自社開発の IP 電話主装置「SWIFTBOX」<sup>注 10</sup> が、オフィス移転時の LAN 工事受注交渉等において他社との差別化要因になるものと同社は認識している。なお、同社の提供する商材の多くは、同社による半日程度の研修を受ければ販売が可能だが、「SWIFTBOX」については、3 日間の研修及び認定試験を経て IP 統合技術者認定を受ける必要がある。認定取得者はまだ約 100 名にとどまり、今後の認定取得者増に伴い、「SWIFTBOX」の販売(同社単体の一時収益に分類)が増加すると同社は見込んでいる。

(注 10) IP 電話主装置と統合型セキュリティ管理装置を 1 台に集約した装置で、12 年 2 月に発売された。「SWIFTBOX」の導入により、オフィスのネットワークセキュリティの向上、内線電話システムの効率化、多機能複写機の IP 統合による有効活用等を図ることができる。

証券リサーチセンターでは同社予想を若干上回る利益成長を予想。

#### ◆ 証券リサーチセンター予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)の 14/3 期予想は、売上高 12,000 百万円(前期比 0.1%増)、営業利益 440 百万円(同 4.5%増)、純利益 265 百万円(同 4.7%増)とした(図表 3)。

図表 3 業績推移と証券リサーチセンターの業績予想

(単位:百万円)

決算期 単位:百万円	12/3期 実績	13/3期 実績	14/3期 会社予想	14/3期 旧予想	14/3期 新予想	15/3期 旧予想	15/3期 新予想	16/3期 旧予想	16/3期 新予想
売上高	13,470	11,990	12,000	11,900	12,000	12,100	12,400	12,400	12,800
(前期比)	-0.7%	-11.0%	-4.2%	-0.8%	0.1%	1.7%	3.3%	2.5%	3.2%
うち IP & Mobile	10,098	9,072	N.A.	9,000	8,500	9,050	8,700	9,200	8,900
(前期比)	-2.4%	-10.2%	—	-0.8%	-6.3%	0.6%	2.4%	1.7%	2.3%
うちドキュメント	2,315	1,697	N.A.	1,700	1,900	1,750	1,950	1,800	2,000
(前期比)	-5.6%	-26.7%	—	0.2%	12.0%	2.9%	2.6%	2.9%	2.6%
うちコンサルティング	1,057	1,206	N.A.	1,200	1,590	1,300	1,740	1,400	1,890
(前期比)	38.7%	14.1%	—	-0.5%	31.8%	8.3%	9.4%	7.7%	8.6%
うち報告セグメント以外	—	13	N.A.	0	10	0	10	0	10
営業利益	323	421	430	375	440	390	480	410	530
(前期比)	-17.3%	30.2%	2.1%	-10.9%	4.5%	4.0%	9.1%	5.1%	10.4%
うち IP & Mobile	159	192	N.A.	180	100	185	110	195	125
(前期比)	-27.7%	20.8%	—	-6.3%	-47.9%	2.8%	10.0%	5.4%	13.6%
うちドキュメント	100	148	N.A.	125	200	130	210	135	220
(前期比)	-36.7%	48.0%	—	-15.5%	35.1%	4.0%	5.0%	3.8%	4.8%
うちコンサルティング	108	119	N.A.	115	170	120	190	125	215
(前期比)	52.1%	10.2%	—	-3.4%	42.9%	4.3%	11.8%	4.2%	13.2%
うち内部取引消去等	-45	-39	N.A.	-45	-30	-45	-30	-45	-30
経常利益	302	422	425	340	430	370	470	390	520
(前期比)	-22.8%	39.8%	0.6%	-19.4%	1.9%	8.8%	9.3%	5.4%	10.6%
純利益	177	253	260	210	265	220	290	230	320
(前期比)	14.2%	43.0%	2.4%	-17.0%	4.7%	4.8%	9.4%	4.5%	10.3%

(注) 前回予想は 12 年 12 月作成

(出所) フォーバルテレコム決算短信、ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

データ通信系サービス伸長と  
音声通信系サービス減退の  
バランスを見極めたい。

IP & Mobile 事業については、14/3 期下期は上期実績との比較で微減収増益を予想した(図表 4)。エンドユーザーの中小企業は、消費税引き上げ前に IT 機器の新規導入や更新投資を進めると想定し、代理店の営業活動が活発化すると見込んだ。「SWIFTBOX」の導入によるセキュリティ機能強化を図る、あるいは複写機買い替えと同時に「Smart ストレージ」を導入するといった動きを予想している。音声通信系サービスの減少に歯止めがかかるか不透明なため、前年同期比では減収減益としたが、採算の良いその他ストック収益の伸長で、セグメント利益は回復基調にあると考えている。

ドキュメント事業及びコンサルティング事業については、前者が下期、後者が上期を繁忙期とする季節性があるが、前年同期比で増益基調を維持すると予想した。

図表 4 半期ベースの業績推移

(単位：百万円)

決算期	13/3期 上期	13/3期 下期	14/3期 上期	構成比	14/3期 下期予想	構成比/ 利益率	前年 同期比
売上高	5,894	6,096	5,993	100.0%	<b>6,007</b>	100.0%	-1.5%
うちIP & Mobile	4,574	4,498	4,260	71.1%	<b>4,240</b>	70.6%	-5.7%
うちドキュメント	793	904	859	14.3%	<b>1,041</b>	17.3%	15.2%
うちコンサルティング	520	686	865	14.4%	<b>725</b>	12.1%	5.7%
セグメント以外の収益	6	7	7	0.1%	<b>8</b>	0.1%	14.3%
営業利益	161	260	196	3.3%	<b>244</b>	4.1%	-6.2%
うちIP & Mobile	74	118	22	0.5%	<b>78</b>	1.8%	-33.9%
うちドキュメント	54	94	96	11.2%	<b>104</b>	10.0%	10.6%
うちコンサルティング	51	68	92	10.6%	<b>78</b>	10.8%	14.7%
消去及びのれん償却等	-19	-20	-15	—	<b>-15</b>	—	—
経常利益	160	262	189	3.2%	<b>241</b>	4.0%	-8.0%
純利益	77	176	109	1.8%	<b>156</b>	2.6%	-11.4%

(出所) 実績はフォーバルテレコム決算短信、予想は証券リサーチセンター作成

中期の業績見通しについては、中小企業の景況感の改善、14/3 期上期の IP & Mobile 事業におけるデータ通信系サービスの伸長及び子会社事業の成長、14/3 期第 3 四半期に機器販売が伸長している模様であることから、僅かながら上方修正した。

IP & Mobile 事業における音声通信系サービスの減収傾向とデータ通信系サービスや機器販売の成長とのバランス、厳しい環境下好調なドキュメント事業の持続的成長可能性等を見極めるのに、いまだし時間が必要と考えている。

## > 株主還元

### ◆ 高水準の配当性向

同社は利益配分の基本方針として、安定した配当の継続を挙げている。その結果、12/3 期の配当性向は 141.0%、13/3 期は 98.6%、14/3 期は同社予想基準で 96.3%と高水準である。

> 株価バリュエーション

配当利回りの高さが株価を下支えしているとみられる。

◆ 株価を支える高い配当利回り

類似企業として、中小企業向けに情報通信インフラの販売や機器レンタル、音声及びデータ通信サービスや複写機等の利用料のワンビリングサービス等を手掛けるスターティア (3393 東証マザーズ)、携帯電話で回線網を他社から借り受けて自社ブランドで顧客に提供するMVNO (Mobile Vertual Network Operator) 事業者の日本通信 (9424 東証 JASDAQ) とのバリュエーションの比較を図表 5 に示した。

今期予想基準 PER は今期予想 EPS や売上高、営業利益の伸び率を考慮すると類似会社に比べ高位にある。前期実績基準 PBR は自社で通信網を保有しない点で類似する日本通信と比べ、ROE を考慮すれば低位にあるが、ROE が同水準のスターティアに比べれば高位にある。しかし、高い配当性向を背景に配当利回りは類似会社を凌駕しており、割高に見える PER や PBR が説明されると言えよう。

同社の株価は過去 1 年の間、対 TOPIX でアンダーパフォームしてきた (2 頁株価指標及びチャート参照)。高い配当利回りが同社の株価を下支えしてきたとみられるが、15/3 期以降に主力事業である IP & Mobile 事業の成長性回復が確認できれば、相対株価は上昇に向かうものと考えられる。

図表 5 類似企業との株価バリュエーション比較

銘柄 市場 直前決算期		フォーバルテレコム 9445 東証マザーズ 13/3	スターティア 3393 東証マザーズ 13/3	日本通信 9424 東証JASDAQ 13/3
株価 (12月13日)	円	339	1,517	9,710
時価総額	百万円	5,659	7,675	13,055
今期予想売上高	百万円	12,000	8,160	4,520
前期比増減率	%	0.1	22.9	14.7
今期予想営業利益	百万円	430	800	618
前期比増減率	%	2.1	21.9	72.5
今期予想売上高営業利益率	%	3.6	9.8	13.7
今期予想基準PER	倍	21.8	19.0	24.2
今期予想EPS	円	15.6	79.8	401.8
前期比増減率	%	2.4	1.5	88.9
前期実績基準PBR	倍	3.1	2.5	5.2
前期実績ROE	%	13.8	13.8	12.1
今期予想配当金	円	15.0	7.98	0.0
今期予想基準配当利回り	%	4.4	0.5	0.0

(注) 予想は各社公表数値

(出所) 各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

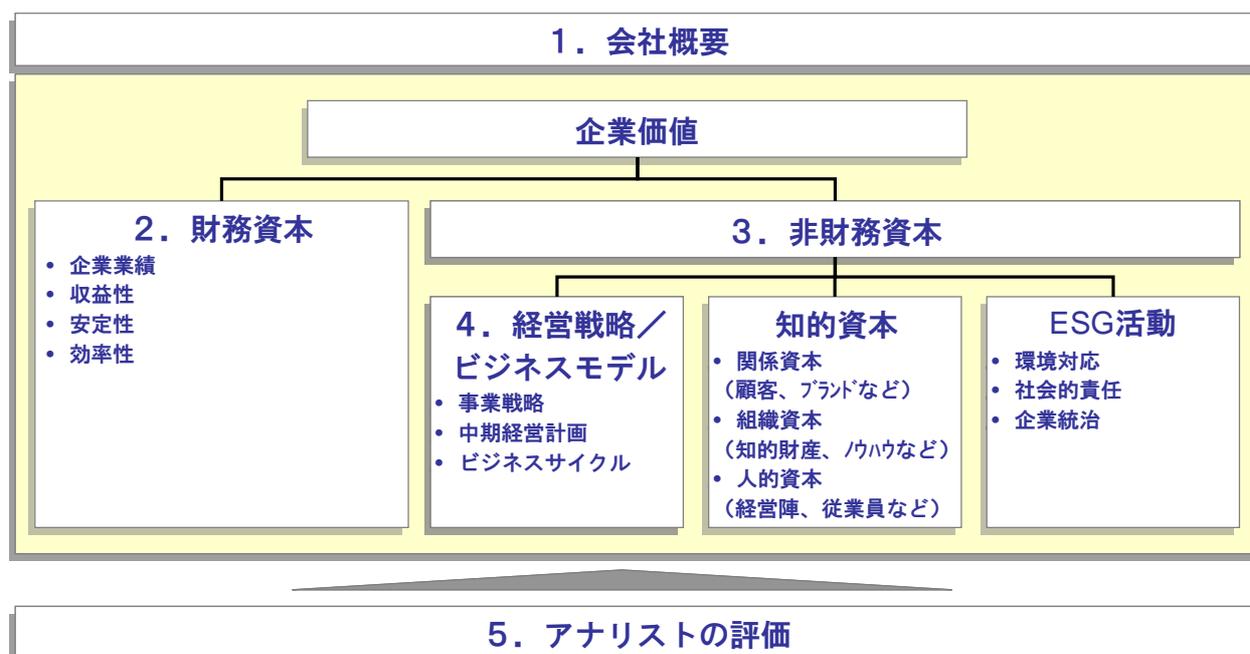
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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ず、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。

## アップデート・レポート

10/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。