

2012年5月23日（水）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
永田 昌寿

## ■クラウド市場の拡大で成長ステージへ

インターネット経由で、データ管理やマーケティングシステムを顧客に提供するサービス事業を展開。顧客から顧客情報や従業員情報を預かり、自社開発した情報プラットフォームのSPIRAL®（スパイラル）を通じて顧客管理や各種営業支援、給与明細電子化サービスなどをクラウドコンピューティングによるPaaS方式で提供している。

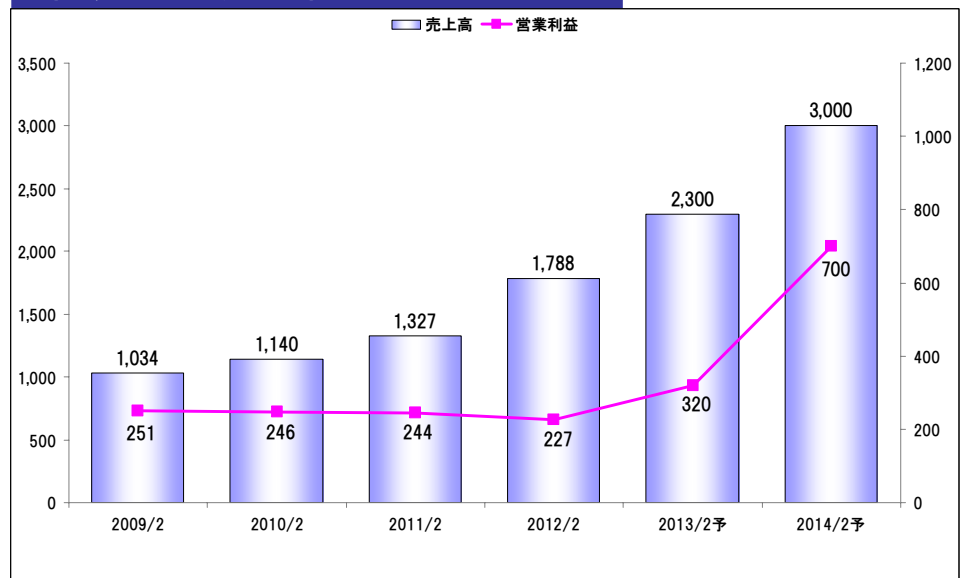
クラウド市場の拡大を背景に、SPIRAL®関連サービスの成長力が高まってきている。既存ITシステム市場からの需要の代替が背景にあるためだ。

先行投資負担により、2012年2月期まで踊り場期にあった利益だが、今2013年2月期より高成長軌道へ乗ることが期待される。SPIRAL®の拡大と新規事業による収益貢献が予想されるためだ。

## ■Check Point

- ・ 自社開発のSPIRAL®を軸とするクラウド型サービス事業者
- ・ SPIRAL®サービスが、クラウド市場拡大を背景に成長加速
- ・ 新規事業の収益貢献により利益の踊り場期を脱して高成長期へ

業績の推移（単位：百万円）



## ■沿革

### SPIRAL®とのシナジー効果が期待できる領域へ積極投資

2010年以降、事業譲受や企業買収など投資活動を積極的に行っている（5案件、投資総額157百万円）。買収案件の内容を分析すると、買収対象サービスがSPIRAL®との親和性が比較的高い、シナジー効果が期待できる領域に絞られているようだ。

| 沿革       |                                                         |
|----------|---------------------------------------------------------|
| 2000年 4月 | 前身である株式会社サハラを設立。                                        |
| 2000年10月 | メールマーケティング支援プラットフォーム「スパイラス・メッセージングプレース®」提供開始。           |
| 2000年12月 | MBO（注1）で独立。本社を東京都渋谷区神南1-12-15に移転。                       |
| 2001年 1月 | 株式会社パイブドビッツに商号変更。                                       |
| 2001年 2月 | ASPサービス「スパイラル・メッセージングプレース®」の提供開始。                       |
| 2001年 7月 | プライバシーマークの認証を取得（（財）日本情報経済社会推進協会より）。                     |
| 2001年12月 | 「スパイラル・メッセージングプレース®」にSLA（品質保証制度）導入。                     |
| 2003年 2月 | 本社移転（業容拡大で現在の東京都渋谷区神南1-9-7へ）。                           |
| 2004年 4月 | 本社移転（業容拡大で東京都港区元赤坂1-1-7へ）。                              |
| 2005年 3月 | ISMS認証基準(Ver.2.0)の認証を取得。                                |
| 2005年12月 | ISO9001:2000,BS15000-1:2002の認証を取得。                      |
| 2006年12月 | 東京証券取引所マザーズに株式上場。                                       |
| 2009年 4月 | 「スパイラル・メッセージングプレース®」を「スパイラル®」にサービス名称変更。                 |
| 2010年 1月 | <b>CMS・EC事業（注2）を事業譲受（（株）ハイデザインズより対価13百万円）。</b>          |
| 2010年 2月 | メンタルヘルスコンサルティング専門企業(株)ピースマインドと業務提携。                     |
| 2010年 4月 | アパレル特化型ECプラットフォーム「スパイラルEC®」の提供開始。                       |
| 2010年12月 | メディアEC事業を事業化して、インターネット広告や同メディアを取り扱い開始。                  |
| 2010年12月 | (株)シーエーモバイル（サイバーエージェント子会社）とモバイル広告販売で業務提携。               |
| 2010年12月 | 「スパイラル・デベロッパーズ・プログラム」をウェブ制作・開発会社向けに導入。                  |
| 2011年 1月 | フライシュマン・ヒラード・ジャパン(株)<br>（戦略コミュニケーションコンサルティング専門企業）と業務提携。 |
| 2011年 3月 | 政治情報資産クラウドサービス（注3）「政治山」の提供開始。                           |
| 2011年 3月 | <b>アパレルソリューション事業を事業譲受（（株）Gras社より対価22百万円）。</b>           |
| 2011年 4月 | 本社移転（業容拡大で現在の東京都港区赤坂2-9-11へ）。                           |
| 2011年 4月 | 地域密着SNS「I LOVE 下北沢」をオープン。                               |
| 2011年 6月 | 「AKB48 22nd シングル 選抜総選挙」のプロジェクトを受注。                      |
| 2011年 9月 | <b>会計クラウドサービス事業を事業譲受（（株）ビジネスオンライン社より対価50百万円）。</b>       |
| 2011年12月 | ペーパーレススタジオジャパン(株)を子会社化（取得額50百万円、出資比率80%）。               |
| 2012年 2月 | <b>「美容師名鑑プロジェクト」を事業譲受（（株）サムライプロジェクトより対価22百万円）。</b>      |
| 2012年 4月 | SPIRAL® Ver1.11（新バージョン）を投入。                             |

（出所）有価証券報告書よりフィスコにて一部加筆・抜粋

（注1）MBO（Management Buyout）：企業の経営者・従業員による自社の株式や事業部門の買収

（注2）CMS（Content Management System）：WEBサイトを管理・更新するシステムやソフトウェアのこと  
EC（Electronic Commerce）：インターネットや専用通信回線を通じた商取引

（注3）クラウドサービス：インターネットを介して提供される各種情報サービス

## ■事業概要

### SPIRAL®をベースに業界に即したプラットフォームを提供

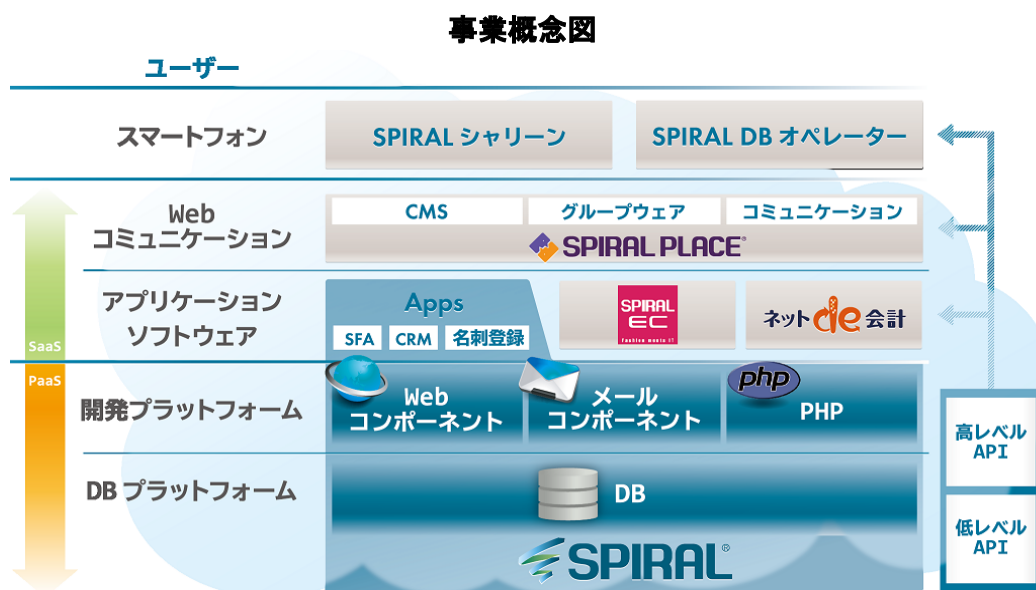
同社は、「情報資産の銀行」を経営理念に、自社開発したシステム開発環境であるSPIRAL®をベースに、インターネット経由で各種サービスをPaaS方式（注1）で提供している。SPIRAL®には、各種コンポーネントを基に開発された顧客管理（CRM：Customer Relationship Management）、営業支援（SFA：Sales Force Automation）、給与明細電子化など、各種アプリケーションソフトウェアが格納されており、同社が顧客のデータベースを預かり、ニーズに合わせてそれぞれのアプリケーションを提供している。

（注1）クラウドコンピューティング：インターネットを通じた各種コンピュータ機能の利用形態、ソフトウェア利用は、SaaS（Software as a Service）、開発・実行環境は、PaaS（Platform as a Service）、設備機器などのハードはIaaS（Infrastructure as a Service）の3段階に区分される。

SPIRAL®は、2012年4月に4年ぶりに大型バージョンアップ（改訂版投入）を実施した。今回のバージョンアップ（SPIRAL1.11.1）により、システム開発のための機能が従来よりも増強されている。

また同社では、顧客業界の業種別に営業組織を体系化し、各業界に即したデータベースやコミュニティサイトなどをSPIRAL®をベースに開発して提供している。政治データベース「政治山」、地域ソーシャルネットサービス「ILOVE下北沢」のほか、美容師向け「美歴」などである。なお、各サービスのシステム開発は、各事業部のスタッフがSPIRAL®をベースに短期間でかつ従来システムよりも低予算で行っており、SPIRAL®の開発環境としての優位性を示している。

以下が、同社の事業概念図である。



## ■事業セグメント

### 「メディアストラテジー事業」「EC運営事業」に期待

「情報資産プラットフォーム事業」「メディアストラテジー事業」「EC運営事業」の3つの事業セグメントから構成。下の事業セグメント図を参照。

#### 事業セグメント



（出所）会社説明資料より引用

※2013年2月期より、  
「メディアEC事業」から  
「メディアストラテジー事業」  
へ名称変更

主力の「情報資産プラットフォーム事業」は、さらに3つのサブセグメントがある。サブセグメント別の業績開示はないが、スパイラル®が大半を占めると推察される。スパイラル®は、月額課金型の収益モデルで利益率が安定している。ネットde会計は2012年2月期の第3四半期での事業譲受で貢献が小さい。収益モデルは、月額利用料金のストック型収入、初期契約金のほか、設定代行やカスタマイズなどで一時収入がある。スパイラル®の契約は、最短契約期間が6カ月（以降、6カ月更新）で1アカウント当たり初期コストが10万円。月額利用料金は、最低2.5万円で預かるレコード数による従量課金型となっている。

「メディアストラテジー事業」は、2010年12月に事業化、インターネット広告の自社広告媒体の販売や他社広告媒体の販売代理のほか、WEBサイト企画や制作を行っている。広告代理業務は、広告媒体売上から広告媒体仕入を差し引いた純売上基準を採用している。同事業は、政治山など媒体力のある自社事業が育つとシナジー効果を生む構造である。

「EC運営事業」は、2011年3月に(株)Grasより事業譲受した事業が主体で、アパレル・ファッション専門特化のECサイト運営の受託・企画・制作を行う。

## ■事業セグメント

事業セグメントを業績で示したのが以下の表である。

情報資産プラットフォーム事業が全社事業の中心となっており、2012年2月期までは、とりわけスパイラル®の実質一本柱の構造となっている。一方で、新規に事業化したメディアストラテジー事業とEC運営事業の2事業は、初期投資に伴う赤字の事業化初期の段階にあった。その結果として、同社の全社売上高営業利益率は、2011年2月期18.4%、2012年2月期12.7%と過去2期間の低下につながったが、今2013年2月期以降は上昇に向かう見通しだ。理由としては、（1）情報資産プラットフォームの利益率は確保できていること、（2）新規事業が投資回収拡大期に向かう見通し、であることが挙げられる。

## セグメント別情報（単位：百万円、%）

|                    |      | 2011/2 | 2012/2 | 2012/2<br>1Q | 2012/2<br>2Q | 2012/2<br>3Q | 2012/2<br>4Q |
|--------------------|------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 情報資産<br>プラットフォーム事業 | 売上高  | 1,316  | 1,495  | 344          | 357          | 388          | 405          |
|                    | 営業利益 | 255    | 324    | 49           | 87           | 82           | 104          |
|                    | 同利益率 | 19.4%  | 21.7%  | 14.2%        | 24.4%        | 21.1%        | 25.6%        |
| メディア<br>ストラテジー事業   | 売上高  | 11     | 222    | 15           | 49           | 93           | 64           |
|                    | 営業利益 | -11    | -39    | -16          | -12          | -1           | -9           |
|                    | 同利益率 | -      | -17.6% | -            | -            | -            | -            |
| E C運営事業            | 売上高  | -      | 70     | 24           | 22           | 13           | 11           |
|                    | 営業利益 | -      | -57    | -13          | -12          | -19          | -11          |
|                    | 同利益率 | -      | -81.8% | -            | -            | -            | -            |
| 全社コスト              |      | 0      | 0      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合計                 | 売上高  | 1,327  | 1,788  | 384          | 427          | 495          | 481          |
|                    | 営業利益 | 244    | 227    | 20           | 62           | 62           | 83           |
|                    | 同利益率 | 18.4%  | 12.7%  | 5.1%         | 14.5%        | 12.5%        | 17.3%        |

先行投資で利益率が一時的に低下も回復へ。

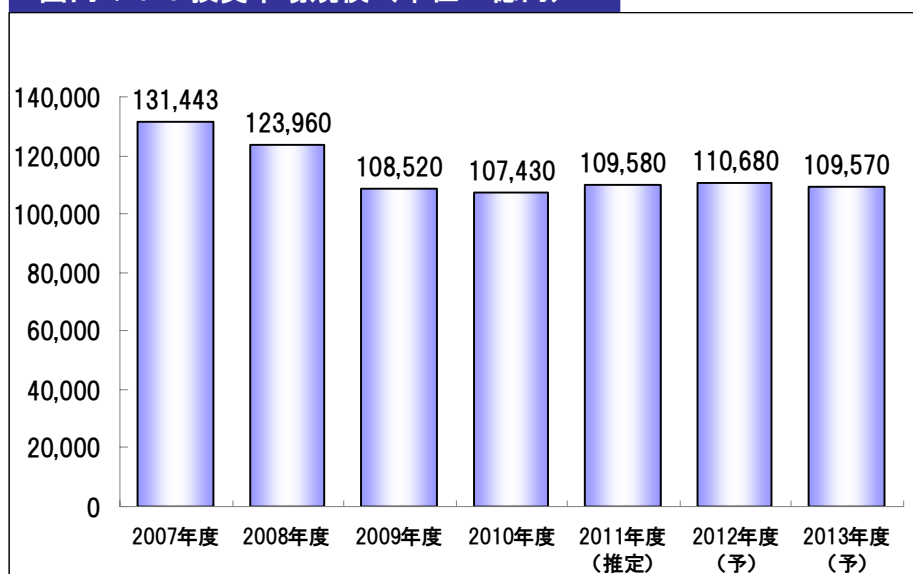
## ■ 外部環境

### ITシステムの投資効率ニーズを背景にクラウド市場が拡大

#### ・ 市場環境

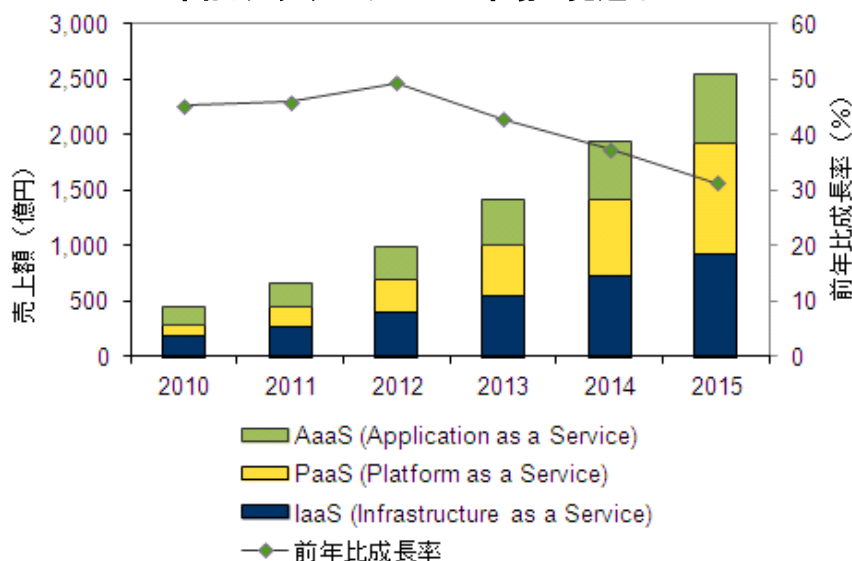
同社が展開するクラウドコンピューティングの国内市場規模は、2011年推定で600億円強。年間約10兆円超の規模のITソフト・ソリューションの国内市場（データ源は矢野経済研究所で上段の図を参照）と比較すると、0.5%強の規模である。クラウドコンピューティングは、初期費用が低く、運用・保守費用も低コストであることから、ITシステムの投資効率を求めるニーズを背景に、従来市場からの代替によって黎明期から今後普及期に入る見通し。クラウド市場の見通しとして、直近のIDCの資料を参考として添付した。（下段の図参照）

国内のIT投資市場規模（単位：億円）



（出所）矢野経済研究所

国内クラウドサービス市場の見通し



（出所）IDC JAPAN：国内クラウドサービス市場 セグメント別売上額予測：2010年～2015年



## ■外部環境

## 汎用性のあるPHP言語を採用するとともに機能面で差別化

## ・競合について

各サービスで競合先は異なるものの、上場企業ではインターネットイニシアティブ<3774>、サイボウズ<4776>、シナジーマーケティング<3859>、エイジア<2352>などが挙げられる。外資系ではセールスフォースドットコム（NYSE 上場、Ticker symbol:CRM）のほか、グーグル（Nasdaq 上場、Ticker symbol:GOOG）、VMウェア（NYSE上場、Ticker symbol:VMW）などが挙げられる。NEC<6701>や富士通<6702>など大規模システム開発事業者（Sler）も、クラウド市場への本格的な参入を表明している。

同社の競争力については、競合サービスに対する開発容易性がポイントになる。スパイラル®が、カスタマイズ言語にPHPと呼ばれるWeb開発・制作において国際的に最も普及している言語を採用していることで、開発面での汎用性にあると考えられる。また、国内で競合するインターネットイニシアティブに対してはカスタマイズの規模、セールスフォースに対しては、メール機能を標準実装するなどの機能面で差別化を図っている。以下が対競合企業とサービス、カスタマイズ言語についてまとめた表である。

PssSにおけるカスタマイズ言語比較

| 提供企業名          | サービス名             | カスタマイズ言語       |
|----------------|-------------------|----------------|
| パイプドビッツ        | SPIRAL            | PHP            |
| セールスフォースドットコム  | Force.com         | Force.com code |
| インターネットイニシアティブ | MOGOK             | Ruby on Rails  |
| Vmware社        | Cloud Foundry     | Ruby on Rails  |
| Google         | Google App Engine | Ruby on Rails  |

（出所）会社資料及びフィスコ調べ

プログラミング言語別の国際的な普及率

| 順位 | プログラム言語              | 2012/4時点 |
|----|----------------------|----------|
| 1  | C                    | 17.56%   |
| 2  | Java                 | 17.03%   |
| 3  | C++                  | 8.90%    |
| 4  | Objective-C          | 8.24%    |
| 5  | C#                   | 7.35%    |
| 6  | PHP                  | 5.29%    |
| 7  | (Visual) Basic       | 4.96%    |
| 8  | Python               | 3.67%    |
| 9  | JavaScript           | 2.88%    |
| 10 | Perl                 | 2.39%    |
| 11 | Ruby                 | 1.52%    |
| 12 | PL/SQL               | 1.37%    |
| 13 | Delphi/Object Pascal | 1.37%    |
| 14 | Visual Basic.NET     | 0.98%    |
| 15 | Lisp                 | 0.95%    |
| 16 | Pascal               | 0.81%    |
| 17 | Ada                  | 0.78%    |
| 18 | Transact-SQL         | 0.76%    |
| 19 | Logo                 | 0.65%    |
| 20 | NeT-G                | 0.58%    |

（出所）TIOBE Programming Community Indexよりフィスコ作成

WEB系開発現場では、PHP、Python、JavaScript、Perl、Rubyの5言語が普及している。

## ■外部環境

クラウド関連事業は、成長市場だけに将来的な競争の激化が予想され、市場規模が拡大しつつも得意分野にプレイヤーが特化することで市場が細分化する可能性もあろう。同社では、SPIRAL®の特長である高ユーザビリティと費用対効果を差別化戦略の軸に、業種特化型で営業体制や代理店網の利用、政治山、アーキシンプォニー、地域ソーシャルネットワークサービスなど現状はニッチ市場でありながらも潜在的に成長力のある市場への深耕で対抗するようだ。

## 関連企業比較で割安圏との見方も

### ・クラウド関連企業の評価について

国内上場企業にて、SaaS、Paas、IaaS事業を展開する企業を抽出して3層に分類し、株価バリュエーション及び主要財務指標をまとめてみたのが、下表である。企業間にて評価のバラつきが大きいのが特徴であるが、一部の例外を除くと高プレミアムが付与される企業には直近業績における利益成長率の高さが共通項目となっている。

SaaS関連企業には、同社の様にCRMやSFAのアプリケーションを幅広い業種の企業に提供している例のほかに、不動産や外食、食品卸など特定産業に特化した企業が存在する。PaaS関連企業となれば、対SaaSよりも既存顧客に対するシステム開発の依存度が高くなるなど関係がより深くなるために、収益及び資本効率の安定度が増すと考えられる。SaaS及びPaaS関連企業については、一般に開発費や運用・保守などの固定費を回収できると、収益性及び資本効率が高くなる傾向がある。

IaaS関連の企業は、ネット回線を通じたハードウェア（機器）の提供が役割であるが、現状においては、データセンターやレンタルサーバーの運営事業者が主体となっている。データセンターやサーバーなどの固定資産の投資が、先行して必要になるために、こうした固定資産の稼働率により収益が変動することに加えて、ROAなど資本効率面では、SaaSやPaaSよりも低くなる傾向がある。

同社の株価バリュエーションに関しては、対クラウド関連企業のバリュエーション比較において、予想増益率や資本効率の点で割安圏にあるといえよう。

### クラウド関連上場企業

| 企業名             | クラウド<br>参入市場 | 決算期 | 上場  | コード  | 株価<br>5/18終値<br>(円) | 時価総額<br>(百万円) | 予想<br>PER<br>(倍) | PBR<br>(倍) | 営業利益率<br>過去5年平均 | ROE<br>過去5年平均 | ROA<br>過去5年平均 | 営業利益<br>予想増減率 |
|-----------------|--------------|-----|-----|------|---------------------|---------------|------------------|------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| エイジア            | SaaS         | 3月  | 東証マ | 2352 | 291                 | 677           | 22.6             | 1.0        | 6.2%            | 2.6%          | 5.3%          | -40%          |
| イーサポートリンク       | SaaS         | 11月 | JQ  | 2493 | 113,500             | 5,022         | 13.9             | 2.5        | 0.9%            | -17.1%        | 1.1%          | -3%           |
| いい生活            | SaaS         | 3月  | 東証マ | 3796 | 24,990              | 1,819         | 45.5             | 1.0        | 10.5%           | 7.2%          | 11.5%         | -63%          |
| ジャストプランニング      | SaaS         | 1月  | JQ  | 4287 | 42,800              | 2,607         | 10.5             | 1.1        | 28.2%           | 15.3%         | 24.0%         | +9%           |
| サイボウズ           | SaaS         | 1月  | 東証1 | 4776 | 22,200              | 11,712        | 65.1             | 2.6        | 9.1%            | 6.6%          | 10.7%         | -52%          |
| アルファクス・フード・システム | SaaS         | 9月  | JQ  | 3814 | 80,700              | 2,017         | 91.7             | 2.4        | 5.3%            | 4.5%          | 5.6%          | 222%          |
| シナジーマーケティング     | SaaS         | 12月 | JQ  | 3859 | 504                 | 4,561         | 16.7             | 1.4        | 16.6%           | 12.7%         | 19.4%         | +1%           |
| パイプドビッツ         | S+P          | 2月  | 東証マ | 3831 | 455                 | 1,720         | 9.1              | 1.1        | 19.8%           | 12.9%         | 19.3%         | +41%          |
| インフォマート         | S+P          | 12月 | 東証マ | 2492 | 152,900             | 5,563         | 17.0             | 2.0        | 23.0%           | 15.7%         | 20.2%         | -12%          |
| インターネットイニシアティブ  | P+I          | 3月  | 東証1 | 3774 | 297,300             | 61,386        | 15.3             | 2.0        | 5.9%            | 12.1%         | 7.1%          | +18%          |
| ニフティ            | IaaS         | 3月  | 東証2 | 3828 | 108,100             | 24,625        | 9.1              | 0.9        | 3.3%            | 5.8%          | 7.5%          | +2%           |
| さくらインターネット      | IaaS         | 3月  | 東証1 | 3778 | 441                 | 3,827         | 7.7              | 1.4        | 8.5%            | 15.9%         | 9.3%          | +9%           |
| ビットアイ           | IaaS         | 7月  | JQ  | 3811 | 851                 | 28,784        | 22.1             | 4.0        | 15.8%           | 9.5%          | 6.0%          | +38%          |
| GMOクラウド         | IaaS         | 12月 | 東証マ | 3788 | 40,600              | 4,732         | 9.7              | 1.2        | 12.1%           | 11.4%         | 15.5%         | +14%          |
| ブロードバンドタワー      | IaaS         | 6月  | JQ  | 3776 | 28,120              | 2,890         | 22.2             | 0.5        | 5.2%            | 4.9%          | 6.7%          | -46%          |

(出所) フィスコ作成

(注1) S+PはSaas+Paas, P+IはPaasとIaaSを示す

(注2) ROAは営業利益を資産で除して算出

(注3) 予想PERは、各会社の決算短信通期予想値と5/18の株価終値から算出

(注4) 営業利益予想増減率は、各会社の決算短信通期予想値を使用

(注5) アルファクス・フード・システムは5/17終値



## ■SWOT分析

### システム開発の容易性やコスト競争力に強み

同社の経営を取り巻く外部環境と経営の現状について、SWOT分析で簡便表にて表した。なお、SWOT分析とは、組織のビジョンや戦略を企画立案する際に利用する、強み「Strength」、弱み「Weakness」、機会「Opportunity」、脅威「Threat」の4つに区分して、現状を分析する一般的な手法である。

#### SWOT分析

| 好影響  |                                                                                                                                           | 悪影響                                                                                                                              |  |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| 外部環境 | <機会 (Opportunity)>                                                                                                                        | <脅威 (Threat)>                                                                                                                    |  |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 既存ITシステム市場からクラウド市場へ代替加速</li> <li>・ システム開発・運用費削減ニーズ</li> <li>・ M&amp;Aや提携等で外部成長機会の取り込み</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新規参入及び市場内競争の激化</li> <li>・ 顧客の内製化による事業機会喪失</li> <li>・ 故障や不正アクセスなどセキュリティリスク顕在化</li> </ul> |  |
| 内部環境 | <強み (Strength) >                                                                                                                          | <弱み (Weakness) >                                                                                                                 |  |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ カスタマイズフリーの高いユーザビリティ</li> <li>・ SPIRALを用いたシステム開発の容易性</li> <li>・ コスト競争力</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経営資源分散による経営効率低下</li> <li>・ 自社サービスの競争力低下</li> <li>・ 自社技術の陳腐化</li> </ul>                  |  |

(出所) 取材等によりフィスコ作成

外部環境面では、クラウドコンピューティングが、黎明期から普及期に入っていることが一番大きなポイントであり、同社にとっては事業機会が拡大している。システム開発事業者（システムインテグレーター：Sler）が主導する巨大な既存ITシステム市場から代替によって、クラウド市場の成長が今後より加速する見通しである。一方、競争面では、Slerのほか海外企業のクラウド市場への新規参入があり、中長期的には競争が激化して、市場が細分化されてくることが予想される。

内部環境面では、同社の強みと弱点を列挙したが、SPIRAL®を核としたシステムの開発の容易性やサービスのコスト競争力では強みを持っており、市場拡大の外部環境の追い風を享受できる立場にあると考えられる。弱点としては、中長期的にはサービス競争力の条件や技術力陳腐化リスクなどが指摘できる。現段階では、新規事業の展開などで経営資源が分散化して経営効率が低下する可能性を、成長戦略と事業リスク分散の負の面として考慮しておく必要がある。

## ■ リスク要因

### 情報セキュリティでは最高レベルの格付けを取得

(事業環境悪化リスク)

- ・ 特定サービス依存リスク
- ・ 技術革新によるリスク
- ・ 競合との競争激化によるリスク
- ・ 法令などの改定によるリスク

(業績悪化リスク)

- ・ SLA (サービスレベルアグリーメント) 賠償適用リスク
- ・ 知的財産権侵害によるリスク
- ・ システム障害リスク
- ・ 災害などによるリスク

(投資失敗リスク)

- ・ 新規顧客獲得に係るリスク
- ・ 研究開発に係る投資リスク
- ・ M&Aや業務提携に係る投資によるリスク

(信用不安リスク)

- ・ プログラム不良によるリスク
- ・ 法令違反によるリスク
- ・ 個人情報漏えいリスク
- ・ 情報セキュリティリスク
- ・ 財務報告の修正又は開示遅延リスク

(各種株価形成リスク) など

以上は、同社の有価証券報告書のリスク記載を抜粋したものであるが、技術革新などIT業界としての共有リスクと個別企業リスクに大別される。個別企業のリスクとして、技術革新の速いIT業界で競争に打ち勝つ研究開発力に加えて、各種セキュリティや法令などに対応する必要がある。同社では、こうしたリスクへの対応として、研究開発では、基盤サービスであるSPIRAL®について、適時バージョンアップや世界規模で先進かつ汎用性の高いプログラム言語への対応などの施策がなされている。情報セキュリティでは、プライバシーマークやラック社などセキュリティ評価機関から最高レベルの格付けを取得している。また、SLA (品質保証制度) を導入するなどセキュリティを含めたサービスの質的な向上を図っている。なお、SLAは賠償責任を偶発リスクとして認識しておく必要があるが、過去の実績を同社へのヒアリングなどで確認する限り、適用が僅少で各年度の業績への影響が軽微であったことが確認できている。

## ■成長戦略

同社では、2014年2月期を最終年度とする中期経営計画を公表している。内容をまとめたものが以下の表である。業績目標値は、攻めの数値となっている。とりわけ、利益目標値が2013年2月期予想から2014年2月期に2倍強の設定。達成のハードルが高いことは、同社の経営陣も認めており、達成には情報資産プラットフォーム事業の核であるSPIRAL®のさらなる成長率拡大と、新規事業が収益に貢献していくことが条件となる。2つの事業の側面から成長戦略についてまとめた。

中期経営計画の業績目標値

|                | 2012/2 | 2013/2予 | 2014/2予 |
|----------------|--------|---------|---------|
| 売上高            | 1,788  | 2,300   | 3,000   |
| CAGR(2012/2基準) | -      | -       | +30%    |
| 営業利益           | 227    | 320     | 700     |
| CAGR(2012/2基準) | -      | -       | +76%    |
| 売上営業利益率        | 13%    | 14%     | 23%     |
| 経常利益           | 226    | 320     | 700     |
| CAGR(2012/2基準) | -      | -       | +76%    |
| 当期利益           | 139    | 189     | 420     |
| CAGR(2012/2基準) | -      | -       | +74%    |
| 有効アカウント数       | 3,067  | 5,000   | 10,000  |
| 配当性向           | -      | -       | 30%     |

(出所) 会社資料

CAGRは年率平均成長率を示し、フィスコが算出

## クラウド市場の拡大を追い風に有効アカウント数を獲得へ

### ・情報資産プラットフォーム事業の成長戦略

端的に言えば、SPIRAL®が、クラウド市場を背景にどこまで普及するかがカギとなる。同社の認知度に関しては、Web制作会社などでは高く、一般にもアイドルグループAKBの「22nd シングル選抜総選挙」に同社がSPIRAL®をベースとした投票システムを提供して、同イベントの裏方としてサポートしたことで一躍高まった。

当該事業の成長要因を示すと以下の様になる。

**SPIRAL®事業の成長＝有効アカウント数増×客単価上昇**

新規アカウントについては、市場拡大の追い風もあるが、獲得効率のさらなる向上が狙える施策が打たれている。有効アカウント数は、獲得数と解約数の差引が積み上がることになるが、増加ペースが足元で上昇している。直販体制の拡大、SDP（SPIRALデベロッパーズプログラム）におけるWeb制作会社の代理店としての取り込みの成果のほか、事業買収/M&Aなど一時的な影響も加わったためだ。ただし、2014年2月期の有効アカウント数10,000の目標には、もう一段の仕掛けが必要かもしれない。

## ■成長戦略

解約率については、特殊要因のあった2012年2月期の第4四半期(2011年12月-2012年2月期)に5.2%に上昇したことを除けば3%台の推移であるものの、2012年2月期は第2～3四半期(6-11月期)では前年同期比で改善傾向を示した(下表参照)。これは、既存顧客の契約期間が長期化しつつあることを示している。解約理由については、解約アカウント数の40～50%が、販促キャンペーンなど一時的な利用目的での期間満了や顧客サイドのシステム内製化となっているようだが、一方で、複数サービスの利用や基幹システムへの接続などで継続率が高まっている。なお、補足ではあるが、2012年2月期の第4四半期(2011年12月-2012年2月期)の特殊要因とは、情報資産プラットフォーム事業のスパイラルECで、実質不稼働であったアカウントを有効アカウントから除いた戦略上の影響のためだ。

顧客単価(アカウント単価)についての詳細な数値は、同社の営業戦略上の理由から開示されていない。2012年2月期の有効アカウント単価は、事業買収やWeb制作会社など低単価層の有効アカウントを戦略的に増やしたことで低下した。ただし、重要性の高い既存アカウント単価については、預かりレコード数の増加に加えて、複数サービスの利用などで上昇傾向にあることが同社への取材にて確認できた。

足元の解約率低下や既存アカウントの平均単価上昇は、営業生産性上昇から利益率の向上につながり、中長期での利益成長率を引き上げる要因として考えられる。

## 有効アカウント数推移

|               | 2011/2<br>1Q | 2011/2<br>2Q | 2011/2<br>3Q | 2011/2<br>4Q | 2012/2<br>1Q | 2012/2<br>2Q | 2012/2<br>3Q | 2012/2<br>4Q |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 有効アカウント数      | 1,754        | 1,824        | 1,904        | 2,070        | 2,194        | 2,326        | 2,812        | 3,067        |
| 獲得数           | +113         | +138         | +140         | +229         | +201         | +200         | +557         | +402         |
| 解約数           | -61          | -68          | -60          | -63          | -77          | -68          | -71          | -147         |
| 純増数           | +52          | +70          | +80          | +166         | +124         | +132         | +486         | +255         |
| 解約率(%)        | 3.6%         | 3.9%         | 3.3%         | 3.3%         | 3.7%         | 3.1%         | 3.1%         | 5.2%         |
| 有効アカウント単価(千円) | 179.5        | 179.2        | 174.0        | 171.4        | 175.3        | 183.8        | 176.2        | 156.9        |

(出所) 会社資料及び決算短信、有効アカウント単価はフィスコにて算出

(注) 有効アカウント単価＝期間売上高÷期末有効アカウント数

## 各事業が有機的に繋がる「スパイラルな成長」を狙う

## ・メディアストラテジー事業の成長戦略

同社のメディアストラテジー事業は、インターネット広告の販売が中心。顧客のマーケティングやプロモーション活動の支援の目的のために、外部媒体調達と提供のほか、自社媒体の販売も行っている。

2010年12月に事業化し、通年決算として1年目であった前2012年2月期は、売上高2.22億円。広告枠取扱額は6.17億円と初年度としては非常に順調な立ち上がりを示しており、今後さらに自社媒体での広告取扱額を増やしていく方針だ。また、同事業にて、2011年5月に第三者機関として「AKB48 22ndシングル選抜選挙」投票システムを提供したことも収益に寄与した。

外部環境としては、下表データにある通り、インターネット広告市場は、日本における広告市場にて数少ない成長市場の位置付けにあり、同市場の成長をどう自社に収益機会として取り込めるかが課題である。

## ■成長戦略

同事業の成長戦略としては、(1) SPIRAL®とのクロスセル拡大、(2) 政治山、ILOVE下北沢などの地域SNS、美歴、アーキシンフォニーなど特定分野や地域で媒体力のある新規事業を育成しての自社媒体販売の拡大、を想定しているようだ。SPIRAL®がシステム構築のプラットフォームとして核となり、特定分野特化型サービスを拡大させ、メディア事業の価値増大を通じて同社の事業価値を増幅させる構図である。各事業が、有機的に繋がる文字通りの「スパイラルな成長」が狙いであるようだ。

## インターネット市場規模推移(単位億円、%)

|       | インターネット<br>広告 | 前年比    | 媒体費   | 前年比    | (モバイル)  | 前年比    | (検索連動)  | 前年比    | (その他)   | 広告制作費 |
|-------|---------------|--------|-------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|
| 2006年 | 4,826         | +27.8% | 3,630 | +29.3% | (390)   | -      | (930)   | -      | (2,310) | 1,196 |
| 2007年 | 6,003         | +24.4% | 4,591 | +26.5% | (621)   | +59.2% | (1,282) | +37.8% | (2,688) | 1,412 |
| 2008年 | 6,983         | +16.3% | 5,373 | +17.0% | (913)   | +47.0% | (1,575) | +22.9% | (2,885) | 1,610 |
| 2009年 | 7,069         | +1.2%  | 5,448 | +1.4%  | (1,031) | +12.9% | (1,710) | +8.6%  | (2,707) | 1,621 |
| 2010年 | 7,747         | +9.6%  | 6,077 | +11.5% | (1,201) | +16.5% | (2,035) | +19.0% | (2,841) | 1,670 |
| 2011年 | 8,062         | +4.1%  | 6,189 | +1.8%  | (1,168) | -3%    | (2,194) | +7.8%  | (2,827) | 1,873 |

(出所) 電通「日本の広告費」より抜粋

## スパイラルEC®を核にブランド開拓と流通総額向上を図る

## ・EC運営事業の成長戦略

同社のEC運営事業は、アパレルECに特化しており、EC受託運営まですべてのサービスをフルラインで行うことができるのが強みとなっている。具体的には、EC公式サイトの制作やシステム保守・管理、集客のためのプロモーション、CRM(顧客関係管理Customer Relationship Management)のシステム構築も手掛ける。また、商品情報をサイト掲載するための対象商品の撮影、採寸、原稿作成などの「ささげ業務」、物流・決済・コールセンター支援など、フルフィルメントサービスも提供するなど一貫したサービス提供を行っている。

外部環境は、国内における衣料・アクセサリーの電子商取引の普及率が1%未満と、先行する米国市場と比較しても普及率が低く(下表参照: 経済産業省公表の資料)、高成長が期待できる市場であり、同社にとってもチャンスは大きい。ただし、アパレルEC市場は、ファッション専門ECサイトであるZOZOTOWNを運営するスタートトゥデイ<3092>が先行、楽天やアマゾンなどの総合型インターネットショッピングモールの積極展開など競争は激化方向にある点は留意しておく必要がある。

同社のEC運営事業は、(株)Grasより事業譲受した事業を柱に2011年3月に事業化と日が浅いが、18ブランドと実績を上げつつある(スパイラルECの導入ブランド数とは異なる)。同社は、スパイラルEC®を核とする、システム開発の容易性とコストパフォーマンス、フルラインでのサービスの提供などを武器に新規ブランドの開拓と流通総額の向上を図る方針のようだ。

ただし、アパレルEC市場の特殊性と競争環境などを考慮すれば、期待値は大きいものの、メディアストラテジー事業と比較すると収益への貢献までにはしばらく時間を要する可能性があり、長めの時間軸で推移をみる必要があるかもしれない。



## ■成長戦略

## アパレルEC市場の規模と普及率

|      |            | 衣料・アクセサリ小売 |         |         |         |         |         |
|------|------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      |            | 2005年      | 2006年   | 2007年   | 2008年   | 2009年   | 2010年   |
| 日本   | 電子商取引高(億円) | 320        | 440     | 570     | 730     | 860     | 1,120   |
|      | 前年比        |            | +38%    | +30%    | +28%    | +18%    | +30%    |
|      | 日本国内市場(億円) | 128,000    | 129,412 | 126,667 | 125,862 | 122,857 | 127,273 |
|      | EC化率       | 0.25%      | 0.34%   | 0.45%   | 0.58%   | 0.70%   | 0.88%   |
| <参考> |            |            |         |         |         |         |         |
| アメリカ | 電子商取引高(億円) | 5,190      | 6,680   | 8,160   | -       | -       | -       |
|      | 日本国内市場(億円) | 244,811    | 253,030 | 263,226 | -       | -       | -       |
|      | EC化率       | 2.12%      | 2.64%   | 3.10%   | -       | -       | -       |

(出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」よりフィスコ作成

## 中期経営計画達成のため大きな役割を担う

## ・新規事業の成長戦略

同社の新規事業は、事業買収のほか、SPIRAL®をベースにシステム開発を行って事業部として分離独立したものが中心となっている。特長としては、潜在市場が大きく、かつまだ十分顕在化していない市場にターゲットを置いていると考えられる。各事業の将来の期待値を織り込むのは時期尚早かもしれないが、1事業当たり、3～5年の期間で年商1～5億円とフィスコでは推測している。中期経営計画の達成には、新規事業の役割は大きい。以下では、各事業の解説を加える。

## (1) 「美歴」

対美容師へのCRM(顧客関係管理Customer Relationship Management)と美容関連商材の仲介を狙ったサイトとなっている。「美容師とつくる私だけのヘアカタログ(美歴)」をコンセプトに、顧客の過去のヘアスタイルをアルバムのように保存、ヘアスタイリング時に美容師は過去を振り返ってアドバイスや提案をできることが特長になっている。美容師は、従来から顧客のヘアスタイル、髪質、アレルギーの有無などをヘアカルテに記入する義務があるために、それをCRM用に応用したものだ。競合システムは、電子美容カルテの作成ツールに留まっている。美歴は、2011年の春夏ごろからサービスを行っており、美歴をより広めていくための施策の1つとして、2012年3月にサムライプロジェクトから美容師名鑑を事業譲受している。収益モデルとしては、CRMとしてのシステム利用料のほか、美容関連商材を仲介してメーカーから手数料を徴収することを検討している。

市場の潜在性は大きく、全国美容室軒数はおおよそ22万軒、従業美容師数45.6万人、市場規模は、おおよそ2兆円(うち美容1.4兆円、出所：厚生労働省など)。同産業における販促や広告宣伝費やシステム関連費は、一般サービス業の平均値である3～5%で想定すると、600～1,000億円規模はありと推定される。



## ■成長戦略

## (2) 「ArchiSymphony (アーキシンフォニー)」

アーキシンフォニーは、BIM (Building Information Modeling) と呼ばれる3次元設計をサポートする事業。具体的には、BIM設計支援ソフトと建築資材カタログをクラウド上で連携して、従来の業務フローを変えることなくBIM導入できるサービスである。

BIMは、コンピュータにて3次元モデルで設計して、そのモデルに面積、使用材料のスペック（仕様）や量や価格、耐用年数などの建物設計に関するあらゆる情報を付加でき、設計後の建築物のライフサイクルも把握できるツールである。BIMは、国際的な大規模施設設計とのコンペでは必須となりつつあり、国際的には普及率が高まっているが、米国は50%、欧州34%も日本では1%程度に留まっているようだ。ただ、日本でもゼネコンの海外進出や外資系企業の日本進出などグローバル化の影響もあり、BIM導入の機運が徐々に高まっている。

同社では、買収したペーパレススタジオジャパンと連携を取り、アーキシンフォニープロジェクト (ArchiSymphony Project) を立ち上げた。BIMが日本で普及しない一因に、既存ワークフローの大幅な変更が必要となることに加えて、BIM用に材料のデータベースが存在していないためだ。同社では、前述した通り、クラウドによる従来業務フローへの接続に加えて、材料のスペックデータベースの構築作業などに入っている。同社への取材においては、すでに一部受注も入っていることが確認できた。

## (3) 「政治山」

2011年3月にスタートした政治関連サイト。Webを通じたデータベースとしては国内最大級の規模で月間160万ページビューを誇る。内容としては、全国選挙関連情報、政治家/政党情報、議会での議案、質疑応答、公聴会内容などが国政や各自治体（現在は一部に留まる）にデータベース化されており、一覧網羅性に優れているのが特長である。ビジネスモデルとしては、政治家自身の広報活動のほか、自治体や選挙管理委員会など公的な利用目的でのPaaSなどでのシステム提供、サイトのメディア枠の販売が想定される。今2013年2月期上期に事業として立ち上がり、同下期には収益貢献してくる見込み。当面は広告枠の販売がメインとなろう。なお、選挙や政治家の広報活動について様々な規制があり、現状は事業面で制約を受けている。将来、インターネットで選挙が行えるようになれば、シリアルナンバーによる投票システムですでに実績のある同社にとってはチャンスとなろう。政治関連市場は、公式な統計やシンクタンクなどのデータも存在しないために不明であるが、国内の議員数（国・地方自治体の議員、首長）は総計約5.3万人、政治関連費用は6兆円超の推計（大半の2.3兆円が人件費）（出所：日本経済研究センター2010.12資料「竹中平蔵のポリースクール」より抜粋）。1回の国政選挙だけで、500億円超の費用を要する市場だけに魅力がある。

## (4) 「I LOVE下北沢」

同様の事業では、IT系企業を中心に地域コミュニティサイト事業の先駆者は多いものの、なかなかビジネスとして成立していないのが実状である。その理由は、システム提供や情報配信などIT企業として供給者の目線での事業となっているために、地域での浸透が限定的になっている点にあると思われる。同社では、そうした弱点を補強するために、社員2人が地域に常駐してイベント企画などの地域サポートを行っており、地道に地域に根付くことを優先している。関係が構築されると、参入障壁が非常に高くなるために、息が長い事業となると考えられる。ただし、同事業は、1コミュニティ当たりの市場規模は小さいために、業績への貢献については同様のコミュニティ数の積み上げが条件となる。

## ■業績動向

### 2012年2月期は投資により減益も今後の収益貢献に期待

#### ・2012年2月期の業績実績

売上高は2011年2月期比34.7%増の17.88億円、営業利益は同6.8%減の2.27億円、経常利益は同7.6%減の2.26億円、当期利益は同23%増の1.39億円。売上高は、事業買収の効果もあり会社計画を超過も、利益はほぼ計画線での着地となった。

セグメント別では、情報プラットフォーム事業の営業利益（セグメント利益）が前期比27%増の3.24億円となったが、投資拡大による新規事業の赤字で相殺される形となった。有効アカウント数は、3,067件と前期2,070件から48%増となった。自社営業力の向上に加えて、事業買収やWEB制作会社の代理店化など戦略施策が奏功したためだ。

#### ・2013年2月期の業績見通し

2013年2月期の見通しは、売上高が前期比28.5%増の23億円、営業利益が同40.5%増の3.2億円、経常利益が同41.2%増の3.2億円、当期利益が同35.5%増の1.89億円である。

スパイラル®事業を主力とする情報プラットフォーム事業で、有効アカウント数が5,000件を超えて伸長することに加えて、メディアストラテジー事業やEC運営事業などの新規事業が回収拡大期に入ることが前提となっている。新規事業は、前期約1億円の営業赤字（事業セグメント利益）であったが、2013年3月期は収支均衡圏までの改善が見込まれる。

同社の業績は、2008年2月期以降から2012年2月期まで利益面では横ばい圏での推移と踊り場状況となっていた。売上高は、同期間年平均20.4%増を遂げたが、成長に向けた営業組織拡大や新規事業投資で先行投資による費用拡大が影響したためだ。だが、投資回収拡大期に入る今2013年3月期より利益面でも成長トレンドへの回帰となろう。

#### ・中長期の業績見通し

会社は、2014年2月期を最終年度とする中期経営計画にて、売上高30億円（2013年2月期計画比30.4%増）、経常利益7億円（同2.18倍）、目標有効アカウント数10,000となっている。利益計画値達成のハードルは高いというのが、株式市場での一般的な評価であろうが、達成は全く困難というわけではなさそうだ。理由として、（1）SPIRAL®が、クラウド市場成長を背景に高い成長が期待できること、（2）営業生産性向上に対する期待、（3）比較的潜在市場が大きくかつ競争力のある新規事業の急拡大の可能性、の3点。（3）は不確定要素が伴うが、（1）と（2）は、顧客業種別に組織化された営業体制が、効率的な受注獲得、既存顧客単価上昇と継続率の上昇を通じて、営業生産性を高めることが予想され、増収に伴う利益貢献が高まるためだ。

## ■財務に関する考察

### 2014年2月期を目処に配当性向30%を見込む

同社の財務バランスは、下表の通り、自己資本比率87%、現預金が10.45億円、資産に対するネットキャッシュ比率が59%（2012年3月期実績）と健全性が高い内容である。収益及びキャッシュフローについても、大半が月額課金型のストック型の収益モデルであることから、毎期の安定度が高いのが同社の特長である。

配当に関しては、成長のための再投資資金の確保のために、2006年12月株式上場から前期の2012年2月期までまだ実施されていない。同社は、中期経営計画の最終年度である2014年2月期を目処に配当性向を30%とすることを発表している。クラウド市場が拡大していることに加えて、同社の事業モデルがPaaS(Platform as a service)としての成長期であることから、成長のための投資機会が豊富にあると考えられる。M&Aにて「ネットde会計」の事業譲受や建築関連事業を展開するペーパレスジャパンなどを取得しており、成長のための戦略投資規模も膨らみつつあることから、内部留保優先策については一定の合理性はあると考えられる。

貸借対照表：非連結（単位：百万円、%）

|            | 2008/2     | 2009/2       | 2010/2       | 2011/2       | 2012/2       |
|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流動資産       | <b>812</b> | <b>974</b>   | <b>1,074</b> | <b>1,198</b> | <b>1,407</b> |
| 現・預金       | 676        | 817          | 896          | 946          | 1,045        |
| 売上債権       | 125        | 145          | 167          | 189          | 299          |
| 固定資産       | <b>69</b>  | <b>84</b>    | <b>138</b>   | <b>192</b>   | <b>370</b>   |
| 有形固定資産     | 33         | 35           | 50           | 18           | 68           |
| 無形固定資産     | 4          | 5            | 43           | 68           | 177          |
| (うちのれん)    | -          | -            | (12)         | (10)         | (69)         |
| 投資・その他資産   | 31         | 43           | 44           | 106          | 124          |
| 資産合計       | <b>881</b> | <b>1,059</b> | <b>1,212</b> | <b>1,391</b> | <b>1,777</b> |
| 流動負債       | <b>124</b> | <b>157</b>   | <b>166</b>   | <b>238</b>   | <b>233</b>   |
| 固定負債       | <b>10</b>  | <b>4</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 負債合計       | <b>135</b> | <b>162</b>   | <b>166</b>   | <b>238</b>   | <b>233</b>   |
| 株主資本       | <b>746</b> | <b>898</b>   | <b>1,046</b> | <b>1,152</b> | <b>1,544</b> |
| (自己株式)     | (0)        | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| (利益剰余金)    | (457)      | (603)        | (750)        | (863)        | (1,003)      |
| 負債・株主資本合計  | <b>881</b> | <b>1,059</b> | <b>1,212</b> | <b>1,390</b> | <b>1,777</b> |
| 有利子負債残高    | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ネットキャッシュ   | 676        | 817          | 896          | 946          | 1,045        |
| 自己資本比率     | <b>85%</b> | <b>85%</b>   | <b>86%</b>   | <b>83%</b>   | <b>87%</b>   |
| ネットキャッシュ比率 | <b>77%</b> | <b>77%</b>   | <b>74%</b>   | <b>68%</b>   | <b>59%</b>   |
| 現金＋運転資本比率  | <b>77%</b> | <b>76%</b>   | <b>74%</b>   | <b>65%</b>   | <b>63%</b>   |

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

## ■財務に関する考察

## 損益計算書：非連結（単位：百万円、%）

|            | 2008/2 | 2009/2 | 2010/2 | 2011/2 | 2012/2 | 2013/2予 | 2014/2予 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 売上高        | 855    | 1,034  | 1,140  | 1,327  | 1,788  | 2,300   | 3,000   |
| 売上原価       | 133    | 154    | 159    | 168    | 409    |         |         |
| 売上総利益      | 720    | 880    | 981    | 1,159  | 1,379  |         |         |
| 販管費        | 469    | 629    | 735    | 914    | 1,151  |         |         |
| 営業利益       | 251    | 251    | 246    | 244    | 227    | 320     | 700     |
| 営業外収益      | 0      | 1      | 0      | 0      | 0      |         |         |
| 営業外費用      | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      |         |         |
| 経常利益       | 252    | 252    | 247    | 245    | 226    | 320     | 700     |
| 特別利益       | 0      | 0      | 2      | 7      | 8      |         |         |
| 特別損失       | 0      | 0      | 0      | 63     | 0      |         |         |
| 税引前利益      | 252    | 252    | 249    | 188    | 235    |         |         |
| 法人税等       | 105    | 106    | 103    | 75     | 95     |         |         |
| 少数株主持分     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |         |         |
| 当期利益       | 147    | 146    | 146    | 113    | 139    | 189     | 420     |
| 伸び率（%、前年比） |        |        |        |        |        |         |         |
| 売上高        | +22    | +21    | +10    | +16    | +35    | +29     | +30     |
| 営業利益       | +11    | 0      | -2     | -1     | -7     | +41     | +119    |
| 経常利益       | +21    | 0      | -2     | -1     | -8     | +42     | +119    |
| 当期利益       | +18    | -1     | -0     | -23    | +23    | +36     | +122    |
| マージン（%）    |        |        |        |        |        |         |         |
| 売上総利益      | 84.2   | 85.1   | 86.1   | 87.3   | 77.1   | -       | -       |
| 販管費        | 54.9   | 60.8   | 64.5   | 68.9   | 64.4   | -       | -       |
| 営業利益       | 29.4   | 24.3   | 21.5   | 18.4   | 12.7   | 13.9    | 23.3    |
| 経常利益       | 29.5   | 24.4   | 21.7   | 18.5   | 12.6   | 13.9    | 23.3    |
| 当期利益       | 17.2   | 14.1   | 12.8   | 8.5    | 7.8    | 8.2     | 14.0    |
| 税 率        | 41.7   | 42.1   | 41.4   | 40.1   | 40.4   | -       | -       |

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

## ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ