

SaaS/ASPによるクラウドサービスを提供

投資判断 (3/27)

スカラ (4845・東証1部)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	昨年来高値	昨年来安値	PER(予)
839円 (3/27)	100株	142.1億円 (3/27)	1,324円 (18/7/13)	674円 (18/12/26)	16.0倍 (3/27)

SaaS/ASPオフショア開発で中長期成長の基盤強化

■共同提案からSaaS/ASP商材切り替え需要を取り込む

19年6月期2Q累計(18年7-12月)の連結業績(Non-GAAP)は、売上収益8,405百万円(前年同期比43.6%増)、営業利益1,135百万円(同38.1%増)となり、1Q決算発表時に上方修正した従来予想も上回った。クラウドPBX(電話機の構内交換機)サービスのコネクティブエージェンシー(CA)を子会社化し2カ月(11-12月)分が収益計上された他、全セグメントが好調に推移したことが上ブレ要因。セグメント別では、SaaS/ASP(ネットや電話回線を通じた様々なアプリケーション提供)事業が、売上収益1,844百万円(同15.1%増)、セグメント利益317百万円(同6.0%増)。カスタマーサポートを展開するレオコネクティブ(LC)との共同提案などが奏功し、主力の「i-ask」など「シリーズ」商品への切り替え需要を取り込んだ。この他、「LINEほけん」に商品提供する損保ジャパン日本興亜向けのシステム開発および管理用アプリ案件も寄与した。ソフトブレン<4779>(SB)事業セグメントのSFA(営業支援システム「eセールスマネージャー」提供など)事業が、売上収益2,423百万円(同18.7%増)、セグメント利益516百万円(同47.5%増)。eセールスマネージャーがクラウドを中心に堅調だった。フィールドマーケティング(小売・サービス現場での販促支援活動など)事業は、売上収益1,956百万円(同20.3%増)、セグメント利益141百万円(同19.6%増)。スポット売上とストック収益とも順調だった。LCが担うカスタマーサポート事業が、売上収益1,340百万円(前年は4カ月連結で856百万円)、セグメント利益26百万円(同7百万円)。光通信<9435>グループ各社からのインバウンドコールセンター業務受託の他、SaaS/ASPサービス拡販の売上が加わり、損益が改善。その他はECサイト運営が寄与し増収増益となった。

■SaaS/ASP事業の開発オフショアに期待

19年6月期連結業績の会社計画は、前期比29.4%増収、同29.3%営業増益。期初計画からそれぞれ400百万円、120百万円増額した。SB事業の進ちょくが想定を上回ったことや、光通信グループ各社への販路を持つLC、CAとの共同提案やクロスセルなどのシナジー効果を織り込んだ。

業績動向 (3/27時点)

		売上収益 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	税引前利益 (百万円)	前年比 (%)	最終利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
17年6月期	実績	10,663	4.0倍	1,389	2.3倍	1,381	2.1倍	552	19.2	32.8
18年6月期	実績	12,829	20.3	1,546	11.3	1,535	11.1	707	28.0	41.9
19年6月期	会社予想	16,600	29.4	2,000	29.3	1,990	29.6	890	25.9	52.6
	MS予想	17,000	32.5	2,100	35.8	2,090	36.2	950	34.4	56.1
20年6月期	MS予想	20,500	20.6	2,550	21.4	2,540	21.5	1,150	21.1	67.9

*16年6月期からIFRS(国際会計基準)を適用しているが、IFRS適用で生じる調整項目等を除外したNon-GAAP指標に組み替え

*19年6月期のMS予想はNon-GAAP指標に基づき算定

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の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。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしました。その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的所有権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びにMorningstar, Inc.に帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

(1/3)



モーニングスター(MS)では前回レポート(18年9月27日付)で想定外だったCAの連結算入や、堅調なSFAの伸びなどを鑑み、会社側修正計画からの上ブレを予想する。

20年6月期以降の中長期成長にも期待がもてる。SaaS/ASP事業では開発オフショア拠点としてミャンマーのマダレーに子会社の支店を18年12月に設立。賃金・物価水準が比較的安価な同国でITエンジニアを養成し、SaaS/ASPの案件数拡大、利益率向上を目指す。一方、SFA事業では、顧客企業が要望をアンケートフォームに入力することにより、自社の営業活動にフィットしたシステム環境を自動構築するプログラムを実装したクラウド商材を販売中。21年以降は収益拡大フェーズに入るとみられる。

株価は好調な2Q累計決算を受け一時18年11月以来の高水準を付けたが、その後は軟化。ただ、中長期の成長性を鑑みれば現値は評価不足。加えて、配当性向50%を目標に、19年6月期も10期連続増配見込みで、足元3%弱の高配当利回りも魅力だ。MSでは現値から60%近くのかい離があることから前回予想株価レンジ1,320-1,360円を据え置くが、同社の中長期成長に向けた施策が奏功すれば年率2割超の増収増益ペースが続くとみている。その実現確度が高まれば、予想レンジ上抜けが視野に入ってくるだろう。投資判断は「Overweight」を継続。(有村 孝浩)

■ 会社概要

顧客企業のニーズを汲み、エンドユーザー視点でより使いやすいツールやアプリを顧客と共同開発するSaaS/ASP事業を中心に展開。同社は持株会社で、Webサービスや自動音声応答技術などをもつ「スカラコミュニケーションズ」、業務効率化や付加価値向上のソリューションサービスを提供する「スカラサービス」を傘下に持つ。16年7月に営業支援システムに強みをもつソフトブレンが連結子会社に加わった。16年12月1日付でブランド力強化の一環として、フュージョンパートナーから現社名へ商号変更。併せてグループ会社間の統合・商号変更を行った。17年8月に対戦型ゲームのトレーディングカードを売買するECサイト運営会社「plube」を買収。18年3月には光通信の完全子会社だったレオコネクの株式を66%取得、同年11月には光通信の孫会社だったコネクエージェンシーの株式を51%取得し、それぞれ子会社化した。また、SaaS/ASPの新規事業・新サービス開発を担うスカラネクストを立ち上げ、同年12月に開発オフショア拠点としてスカラネクスト マンダレー（ミャンマー）支店を設立。日本人と似通った国民性や文法が日本語と近い利点を活かして同国の若手ITエンジニアを養成し、グループの開発力向上につなげていく構えだ。

■ 事業環境と展望

総務省が発表した18年版情報通信白書によると、クラウドサービスを利用していると回答した企業は17年末で56.9%（前年比10ポイント増）と伸びており、導入企業のシステム運用コスト引き下げにつながりやすいSaaS/ASPの需要は引き続き根強い需要が見込まれる。

こうした中、同社はある機能に特化したアプリをSaaS/ASPで提供するプレーヤーとは一線を画し、顧客が導入するアプリの採用動機や背景まで聞き取り、包括的なソリューションを提供できる点が強みだ。例えば、サイト内検索サービス「i-search」の導入企業からwebの問い合わせについての悩みを持ち掛けられ、その課題改善からFAQシステム「i-ask」が誕生した。19年6月期は「i-ask」などの月額利用顧客にWebチャットシステムやWebチャットボットシステムなど機能拡張型の新素材を提案するクロスセル案件が増えていきそうだ。

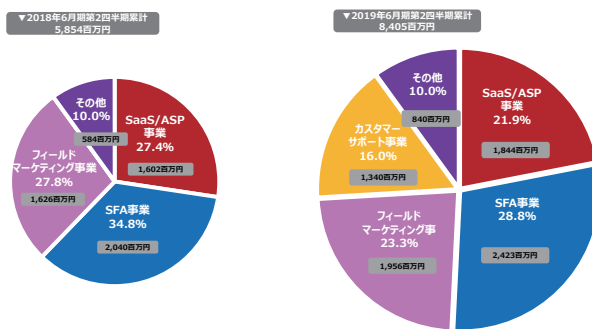
ユーザー発で生まれた商品は他ユーザーでの採用にもつながり、こうした連鎖性から同社のサービスは多岐（別表）にわたっている。

株主還元 (3/27時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
17年6月期	実績	9円	9円	18円
18年6月期	実績	10円	10円	20円
19年6月期	会社予想	12円	12円	24円

同社の売上構成



出所:会社資料を基にモーニングスター作成

ニーズ開拓により広がる同社のサービスラインナップ

分類	概要	商品名
サイト支援サービス	サイト内検索エンジン	i-search
	リンク切れ検知システム	i-linkcheck
	サイトプリントシステム	i-print
CMSサービス	関連リンク表示サービス	i-linkplus
	FAQシステム	i-ask
	商品サイト管理システム	i-catalog
CRM	進捗管理・承認システム	i-flow
	Webチャットボットシステム	i-assist
	Webチャットシステム	i-livechat
電話系サービス	デジタルギフトサービス	i-gift
電話系サービス	24時間365日の自動音声応答	SaaS型IVR
ニュース配信サービス	重要なビジネス情報のチェック	法人ニュース
データ管理	最新の特許管理システム	PatentManager6
サイト運営ビジネス	契約業務管理システム	GripManager
IoT、ビッグデータ	検索ポータルサイト	Fresheye
SFA事業	ビッグデータの処理・管理	安全運転診断
フィールドマーケティング事業	営業支援システム	e-セールスマネージャー
EC	マーケット調査、店頭フィールド活動	フィールド活動、フィールドリサーチ等
EC	トレーディングカード並びに関連商品の通信販売/買取業務	オンラインカードショップ
カスタマーサポート事業	カスタマーサポートコンサルティング	コンタクトセンター

出所:会社資料を基にモーニングスター作成

リスク要因

SaaS/ASPサービス提供先に対し、サーバの稼働、障害発生時の対応、およびメンテナンス実施時の連絡等に関する一定の保証水準を定めたSLA（サービスレベルアグリーメント）を提示しているが、何らかの要因でSLAに定める水準を達成できなかった場合、多額の賠償を請求される可能性がある。この他、ハードウェア・ソフトウェアの不具合や障害、人為的ミス、通信回線障害、通信事業者に起因するサービスの中断や停止、サイバー攻撃、自然災害等によるシステム障害などによりコンピュータシステムがダウンした場合にも、業績・財務状態に影響を及ぼす恐れがある。

■ 株主優待

なし

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (3/27時点)

	スカラ (4845・東1)	パイプドHD (3919・東1)	サイボウズ (4776・東1)	
基本事項	株価	839円	931円	866円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	84,000円	93,100円	86,600円
	決算月	6月	2月	12月
株価指標	PER(予)	16.0倍	47.2倍	106.5倍
	PBR(実)	2.2倍	3.0倍	11.7倍
	配当利回り(予)	2.9%	1.3%	—
成長性	売上高成長率(予)	29.4%	4.6%	14.3%
	営業利益成長率(予)	29.3%	▲48.0%	▲24.6%
	EPS成長率(予)	25.5%	▲67.3%	▲42.9%
収益性	売上高営業利益率(予)	12.0%	7.2%	6.4%
	自己資本当期純利益率(実)	11.4%	20.6%	19.8%
	総資産経常利益率(実)	9.9%	14.7%	17.2%
	自己資本比率(実)	39.7%	46.4%	46.4%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	74.3%	69.8%	0.0%
	流動比率(実)	195.5%	171.1%	112.2%

SaaS/ASPの事業領域においてサイト支援サービスやCRM サービスの一部で競合するパイプドHD(3919)、サイボウズ(4776)を比較対象とした。

■ 成長性

19年6月期連結業績成長見通しは、売上収益29.4%増、営業利益29.3%増、EPS25.6%といずれも高水準。ストックビジネスを主体に展開するSBが同社連結売上の半分以上を占めており、収益規模が格段に拡大している点が多い。堅調なSaaS/ASP事業と連結算入したカスタマーサポートサービス、クラウドPBXサービスやECサイト運営ビジネスも成長加速につながるとみられる。

比較対象企業では、業績拡大に向けた積極投資や人材採用・育成の強化で費用がかさむパイプドHDの19年2月期が営業減益を見込む一方、19年12月期では機動的な投資を優先していく方針を打ち出しているサイボウズが24.6%減益から11.6%増益のレンジ予想としている。

■ 収益性

19年6月期営業利益率見通しは12.0%と前期並みを維持する見通しで、相対優位。当初は利益率の低いカスタマーサポート事業が利益率をやや押し下げる想定だったが、カスタマーサポート事業のコールセンター業務を一部SaaS/ASPの商材に転換していく取り組みが順調で、利益率の高いSaaS/ASP事業がカスタマーサポート事業を補完するメドが立ってきた。

また、ROEは相対下位も2ケタ台と高水準にある。

■ 財務安定性

自己資本比率が低く、デット・エクイティ・レシオ(D/Eレシオ)は高め。M&A(企業の合併・買収)を経営の重要課題と位置づけていることから有利子負債の有効活用を図っていることが要因。一方で、流動資産が厚く、流動比率は競合と比べ最も高い。戦略的にコントロールされた内容で、財務安定性において特段の問題はない。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩
03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%～+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2～4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債/自己資本×100）、流動比率（＝流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。