

SaaS/ASPによるクラウドサービスを提供

投資判断 (4/10)

## スカラ (4845・東証1部)

Neutral → Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
784円 (4/10)	100株	132.4億円 (4/10)	932円 (18/2/21)	731円 (18/2/6)	19.5倍 (4/10)

## コールセンター関連事業をグループ化し成長加速

## ■SaaS/ASPの好調受け2ケタ増収増益

18年6月期2Q累計(17年7-12月)の連結業績(Non-GAAP)は、売上収益5,854百万円(前年同期比10.7%増)、営業利益822百万円(同12.2%増)と2ケタ増収・営業増益で着地した。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1,602百万円(同21.7%増)、セグメント利益298百万円(同2.1倍)。ビッグデータ処理・管理サービスの開発・提供案件が収益を押し上げた他、主力商品「シリーズ」を中心にストック収益が順調に積み上がった。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、営業コンサルティングなど)事業が、売上収益2,040百万円(同6.3%増)、セグメント利益350百万円(同21.3%減)。大型案件が増収に寄与した一方、商品開発投資が減益につながった。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1,626百万円(同0.2%減)、セグメント利益118百万円(同13.3%減)。スポット売上が減少した他、人員増強が利益を圧迫した。その他はECサイト運営が寄与し増収増益となった。

## ■レオコネクととのクロスセル促進へ

会社側は2Q決算発表時に18年6月期連結業績予想を修正。売上収益を期初計画の12,600百万円から12,900百万円(前期比21.0%増)に引き上げた一方、営業利益を1,710百万円から1,600百万円(同15.1%増)に引き下げた。コールセンター運営のコンサル会社「レオコネク」を連結子会社化し900百万円の増収要因となる一方、SBの17年12月期下期(17年7-12月)連結業績の下ブレと18年12月期2Q累計(18年1-6月)の連結業績見通しを織り込んだ。同社の18年6月期においてSB事業の開発・人材投資が重しとなる見込みだが、SaaS/ASP事業では前期から今期にかけて提供開始したwebチャットシステム「i-livechat」、ID付き電子メッセージを活用したデジタルギフトサービス「i-gift」などの販売強化や安定的なストック収益が業績を下



支えするとみられることから、モーニングスターでは18年6月期連結業績については会社予想を踏襲する。

19年6月期は、SB事業が収益改善局面を迎える見通しであることに加え、SaaS/ASP事業にレオコネクの売上が通年で寄与することから、大幅増収が見込まれる。SaaS/ASP事業より利益率の低いコールセンター関連事業が加わり営業利益率は低下するとみられるが、コールセンターの現場であるカスタマーサポート関連では同社のSaaS/ASP商品とレオコネクのコンサルティングメニューとのクロスセル型の案件の販売が促進され、中期的に利益成長を加速させていきそうだ。

今後5年間の業績予想をベースとしたDCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法で算出したMS想定株価の上限は1,300円。WACC(加重平均資本コスト)は7.1%。営業利益成長率は年率10%程度を見込んだ。下値メドは19年6月期MS予想EPSに業界予想PER(異常値を除外)22倍を乗じた1,000円。配当性向50%を目標に、18年6月期も9期連続増配を見込んでいる上、10日終値時点の配当利回りは2.6%と高い点はポジティブ。現値から想定株価レンジの中心値までは4割程度の上値余地がある。投資判断を「Neutral」から「Overweight」に引き上げる。

(有村 孝浩)

## 業績動向 (4/10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)
16年6月期 実績	2,693	20.4	616	14.0	668	20.8	463	28.0	31.6
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 会社予想	12,900	21.0	1,600	15.1	1,600	15.8	680	23.1	40.3
MS 予想	12,900	21.0	1,600	15.1	1,600	15.8	680	23.1	40.3
19年6月期 MS 予想	16,260	26.0	1,830	14.4	1,830	14.4	840	23.5	49.7

※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

※18年6月期、19年6月期のMS予想はNon-GAAP指標に基づき算定

■ 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ー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2月には光通信<9435>の完全子会社だったレオコネクの株式を66%取得し子会社化。光通信に対しては同社の新株予約権を割り当て、連携強化を図った。

■ 事業環境と展望

総務省が発表した17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16年末で46.9%（前年比2.3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。

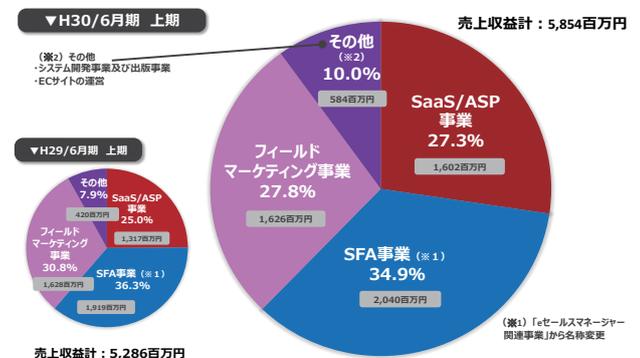
こうした中、同社はある機能に特化したアプリをSaaS/ASPで提供するプレーヤーとは一線を画し、顧客が導入するアプリの採用動機や背景まで聞き取り、包括的なソリューションを提供できる点が強みだ。例えば、サイト内検索サービス「i-search」の導入企業からwebの問い合わせについての悩みを持ち掛けられ、その課題改善からFAQシステム「i-ask」が誕生した。ユーザー発で生まれた商品は他ユーザーでの採用にもつながり、こうした連鎖性から同社のサービスは多岐（別表）にわたっている。

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	商品名	概要
サイト支援サービス	i-search	サイト内検索エンジン
	i-linkcheck	リンク切れ検知システム
	i-print	サイト印刷システム
	i-linkplus	関連リンク表示サービス
CMSサービス	i-ask	FAQシステム
	i-catalog	商品サイト管理システム
	i-learning	eラーニングサービス
	i-flowing	進捗管理・承認システム
	LaCoon	ウェアシステム構築プラットフォーム
CRM	i-entry	総合アンケートCRMサービス
	dbecs	高性能webマスター
	i-assist	バーチャルアシスタンス
	i-livechat	Webチャットシステム
	i-gift	デジタルギフトサービス
電話系サービス	SaaS型IVR	24時間365日の自動音声応答
ニュース配信サービス	法人ニュース	重要なビジネス情報のチェック
データ管理	PatentManager6	最新の特許管理システム
	GripManager	契約業務管理システム
サイト運営ビジネス	FreshEye	検索ポータルサイト
IoT、ビッグデータ	安全運転診断	ビッグデータの処理・管理
SFA事業	eセールスマネージャー	営業支援システム
フィールドマーケティング事業	フィールド活動、フィールドリサーチャー等	マーケット調査、店頭フィールド活動
EC	オンラインカードショップ	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

出所:会社資料を基にモーニングスター作成

スカラの売上構成



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。

株主還元 (4/10時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
16年6月期	実績	7円	7円	14円
17年6月期	実績	9円	9円	18円
18年6月期	会社予想	10円	10円	20円

■ 株主優待

無し

## 競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (4/10時点)

	スカラ (4845・東証1部)	パイプドHD (3919・東証1部)	サイボウズ (4776・東証1部)	
基本事項	株価	784円	1,507円	525円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	78,400円	150,700円	52,500円
	決算月	6月	2月	12月
株価指標	PER(予)	<b>19.5倍</b>	24.3倍	240.8倍
	PBR(実)	<b>2.2倍</b>	5.5倍	7.5倍
	配当利回り(予)	<b>2.6%</b>	1.4%	1.7%
成長性	売上高成長率(予)	<b>21.0%</b>	10.4%	13.7%
	営業利益成長率(予)	<b>15.2%</b>	0.0%	▲50.1%
	EPS成長率(予)	<b>22.7%</b>	16.2%	▲75.9%
収益性	売上高営業利益率(予)	12.4%	<b>15.9%</b>	3.7%
	自己資本当期純利益率(実)	<b>60.9%</b>	20.4%	13.0%
	総資産経常利益率(実)	<b>25.1%</b>	19.6%	12.7%
財務安定性	自己資本比率(実)	39.5%	41.2%	<b>48.9%</b>
	デット・エクイティ・レシオ(実)	80.7%	92.3%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>217.2%</b>	183.7%	117.1%

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

18年6月期連結業績成長見通しは、売上収益21.0%、営業利益15.2%、EPS29.7%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70%弱(18年6月期2Q累計実績)を占めており、収益規模が格段に拡大している点大きい。堅調なSaaS/ASP事業とレオコネクトの新規連結算入も成長をサポートするとみられる。

比較対象企業では、新規事業会社の立ち上げや人材採用の強化で費用がかさむパイプドHDの18年2月期営業利益見通しがゼロ成長(横ばい)を見込む一方、18年12月期では営業黒字を確保しつつ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マイナス成長となる見通し。

## ■ 収益性

営業利益率見通しはパイプドHDに次ぐ相対中位ではあるものの、12.4%と2ケタ水準を維持する見通しだ。18年6月期2Q累計はSaaS/ASP事業がけん引し14.0%(前年同期比0.1ポイント増)と高水準だったが、通期ベースではSBの予算比下ブレやレオコネクトの新規連結が4カ月分加わることなどが下押し要因になるとみられる。

また、ROEでは同社が60.9%と突出しているが、これはIFRSベースの最終利益をベースに算定したため。Non-GAAPベースの最終利益で試算したROEは11.2%となるが、いずれにせよ2ケタ台と高水準にある。

## ■ 財務安定性

デット・エクイティ・レシオ(D/Eレシオ)は相対中位。有利子負債を有効活用するものの、自己資本を下回る水準にとどまっている。同社は競合他社よりは負債の活用度が高いといえるが、流動資産が厚く、流動比率が最も高い。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%以下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。