

## スターティア

(3393・東証1部)

2014年7月1日

## 投資前倒しで今期増益は一服も、来期は再び成長路線へ

## アップデートレポート

(株) Q B R  
清水 康之

主要指標 2014/06/30現在

株価	1,611円
昨年来高値	2,209円 (03/07)
昨年来安値	1,305円 (05/20)
発行済株式数	5,117,400株
売買単位	100株
時価総額	8,244百万円
予想配当 (会社)	8.55円
予想EPS (アナリスト)	87.94円
実績PBR	2.34倍

## 直前のレポート発行日

ベーシック	2013/12/03
アップデート	2014/03/31

## 電子ブックや複合機販売好調で、14/3期は営業26%増益

14/3期通期の連結営業利益は前期比26.5%増の829百万円だった。注力する電子ブック作成ソフトの販売が大きく伸び、販売体制の強化で複合機やネットワーク機器の販売も好調だった。システム更新や積極採用、国内外の拠点開設で費用もかさんだが、同2割を超える営業増益だった。なお、15/3期通期の連結営業利益について会社側は、840百万円（同1%増）を計画。実質的な拠点増設による增收を織り込まない一方で、システム更新を今期中の完了を目指して前倒しで実施するため、営業利益の伸びは一服するとしている。

## QBRは、15/3期・16/3期ともに増益基調が続くとみる

QBRは15/3期の連結営業利益を900百万円（前期比8%増）、16/3期の同利益を1,200百万円（前期比33%増）と予想。電子ブック作成ソフトの販売好調が続くほか、高水準の採用から判断すれば、新たな営業拠点の開設が続くとみており、会社計画を上回る収益の拡大を見込む。システム投資が完了した16/3期は売上高営業利益率も回復、大幅な営業増益になるとみる。

## 「今後3年で累計34億円の経常利益」達成に注目

会社側は、今後2カ年の経常利益計画を発表。先行投資の影響がなくなる16/3期には、再び成長路線に戻し1,134百万円（15/3期比31%増）を目指すとした。また、6月に発行を決議した業績連動型ストックオプションの行使条件の一つに「15/3期～17/3期における経常利益の累計額が3,400百万円を超過している場合」とある。差し引きすると、17/3期の経常利益目標として1,400百万円超を掲げるものであり、経営サイドによるコミット（約束）として、その達成に注目したい。QBRでは拠点開設を進めて增收ペースを加速しつつ、足元の利益率を維持できれば、十分達成可能な水準とみている。

業績動向		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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/3	通期	実績	6,640	30.6	656	42.9	655	37.8	391	40.4
2014/3	通期	実績	8,167	23.0	829	26.5	856	30.6	432	10.5
2015/3	通期	会社予想 (2014年5月発表)	9,248	13.2	840	1.3	866	1.2	433	0.2
		新・アナリスト予想	9,700	18.8	900	8.4	900	5.1	450	4.2
		旧・アナリスト予想 (2014年3月発表)	10,000	22.4	860	3.6	860	0.5	500	15.7
2016/3	通期	新・アナリスト予想	11,100	14.4	1,200	33.3	1,200	33.3	600	33.3
										117.25

14/3 期は 23%  
増収

14/3 期通期の連結業績は、売上高が前期比 23.0% 増の 8,167 百万円、営業利益が同 26.5% 増の 829 百万円だった（表 1 参照）。

クラウドサービスなどで使用しているサーバー設備の更新や情報セキュリティ対策などで採算が低下、新卒の積極採用による人員の増加や 13 年 4 月の東東京支店の開設、海外展開などで販管費も同 2 割以上増えたが、増収による売上総利益の増加で吸収した。

売上面では、ビジネスホンや MFP（Multi Function Printer=ファクシミリ・コピー・スキャナーなどの機能も備えた複合機型プリンター）の売り切り型販売が全体の伸びを牽引、利益面では、好採算の電子ブック作成ソフトの伸びが寄与した。

表1. 通期連結業績(実績)の概要

(単位:百万円)

	13/3期<通期>		14/3期<通期>			
	実績	売上 比	実績	売上 比	前期比	
					増減 額	増減 率
売上高	6,640	100.0%	8,167	100.0%	1,527	+23.0%
ウェブソリューション関連事業	1,482	22.3%	1,943	23.8%	461	+31.2%
ネットワークソリューション関連事業	1,843	27.8%	2,160	26.4%	316	+17.2%
ビジネスソリューション関連事業	3,314	49.9%	4,063	49.7%	748	+22.6%
売上総利益	3,487	52.5%	4,245	52.0%	757	+21.7%
販売費・一般管理費	2,831	42.6%	3,415	41.8%	583	+20.6%
営業利益	656	9.9%	829	10.2%	173	+26.5%
ウェブソリューション関連事業	165	(11.2%)	323	(16.6%)	157	+95.2%
ネットワークソリューション関連事業	362	(19.7%)	301	(14.0%)	-61	-16.8%
ビジネスソリューション関連事業	169	(5.1%)	254	(6.3%)	85	+50.2%
経常利益	655	9.9%	856	10.5%	200	+30.6%
純利益	391	5.9%	432	5.3%	40	+10.5%

(注1) 金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前年比は千円単位で算出

(注2) カッコ内の事業別営業利益の売上比は、各事業別売上高に対する比率

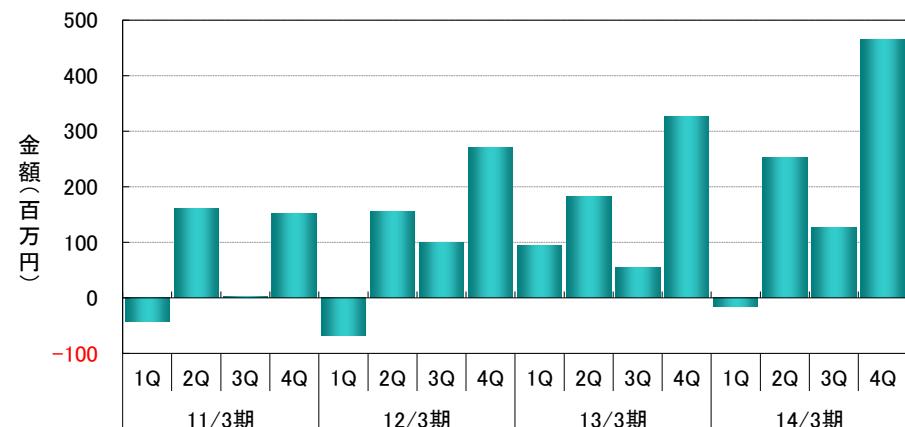
(出所)決算短信をもとにQBR作成

表2. 各セグメントの事業内容

セグメント	事業内容
ウェブソリューション 関連事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・電子ブック作成ソフト「ActiBook(アクティブック)」の開発・販売</li> <li>・ウェブサイトの受託制作、運営、保守、コンサルティングサービス</li> <li>・ウェブアプリケーションの企画、開発、販売、保守など</li> </ul>
ネットワークソリューション 関連事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ネットワーク機器販売、ネットワーク構築</li> <li>・保守サービス付のネットワーク機器販売「ネットレスQ」</li> <li>・保守サービス付のネットワーク機器レンタル「マネージドゲート」</li> <li>・クラウド型ファイルサーバー「セキュアSAMBA(サンバ)」</li> <li>・高速専用線を使った日中間通信サービス「グローバルゲートウェイ」など</li> </ul>
ビジネスソリューション 関連事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ビジネスホンやコピー機・複合機の販売・設置・保守</li> <li>・ソフトバンクテレコムの直収型固定電話回線「おとくライン」の取次、再販</li> <li>・法人向け携帯電話の販売取次など</li> </ul>

(出所)有価証券報告書・決算短信等をもとにQBR作成

図1. 四半期営業利益の推移



(出所)決算短信をもとにQBR作成

電子ブック好調で、ウェブ事業が大きく伸長

事業別では、主力の「ビジネスソリューション関連事業（以下、ビジネス事業）」の売上高が同 22.6%増の 4,063 百万円となった。12 年 10 月に横浜支店、13 年 4 月に東東京支店を開設したことで拠点から 90 分以内で到着できるサービスエリアが拡大、当該エリアでの拡販が進み、MFP の売り切り型販売が好調だった。ビジネスホンも、旧型システムを使用する既存顧客のリプレイス需要が強く、IP 電話システムの販売も順調に売り上げを伸ばした。

「ネットワークソリューション関連事業（以下、ネットワーク事業）」の売上高は同 17.2%増の 2,160 百万円。サーバーの更新中に伴い、新規顧客の獲得を抑制しているホスティングサービスは伸び悩んだが、12 年 9 月に開始した保守サービス付のネットワーク機器販売「ネットレス Q」が中小企業での総合的な保守サービス需要を捉えた。導入企業が増加し、導入時のネットワーク機器の売り切り販売が好調だった。

注力する「ウェブソリューション関連事業（以下、ウェブ事業）」の売上高は同 31.2%増の 1,943 百万円と大きく伸長。電子ブック作成ソフト

「ActiBook（アクティブック）」の販売が好調だった（「アクティブック」の累計導入社数の推移は図 2 参照）。12 年 11 月にリリースした AR（Augmented Reality＝拡張現実）作成のためのオプションツール「COCOAR（ココアル）」も、既に「アクティブック」を導入している顧客を中心に販売が進んだ。また、スマートフォンで撮影している画像の上に情報を重ねて表示する AR 技術が加わったことで、広告主の販促ツールとして活用を狙う広告会社からの受注が増加。社内文書の電子化を見据えた機能強化によりメーカーへの導入も進むなど、主力顧客層が従来の印刷・出版会社から広がりつつある。

図2. 「アクティブック」導入社数（累計）の推移



## 業 績

**投資前倒しで、会社計画の15/3期 営業利益は小幅増**

15/3期通期の連結業績について会社側は、売上高9,248百万円（前期比13%増）、営業利益840百万円（同1%増）を計画する。営業譲渡により6月に開設した小規模拠点の神戸営業所（人員5名）を除くと、現時点で決定している実質的な拠点増設の計画がないため、增收率は前期までに比べ小幅になり、数年かけて実施予定であったサーバー設備の更新や情報セキュリティ強化などの投資を今期中の完了を目指して前倒しで実施するため、営業利益の伸びは一服するとしている。

「ビジネス事業」では、カラーMFPの販売に重点を置くとともに、MFPとクラウド型ファイルサーバ「セキュアSAMBA（サンバ）」を連携したサービスを強化し、同事業の売上高は4,479百万円（同10%増）を計画。

「ネットワーク事業」では、MFP導入済みの既存顧客に対して保守サービス付ネットワーク機器販売である「ネットレスQ」のクロスセルを推進し、売上高2,567百万円（同19%増）を見込む。

「ウェブ事業」の売上高は2,202百万円（同13%増）の見通し。引き続き、電子ブック作成ソフト「アクティブック」とARツール「ココアル」の販売を伸ばす考え。主要な印刷・出版会社には導入が進み、当該市場ではデファクト・スタンダード（事実上の標準）をとりつつあることから、今後はカタログ通販会社など顧客の業種ごとの対応を強化。また、営業ツールでの活用などコンサルティングにも注力し、裾野を広げる考え。更には、「アクティブック」の知名度向上を狙い電子ブックのポータルサイトを立ち上げる。「アクティブック」で作成された10万冊以上の電子カタログや電子ブックが掲載される予定で、利用者が興味ある電子ブックを簡単に検索できるようことで、「アクティブック」の利用促進を狙っている。

表3. 通期連結業績（予想）の概要

(単位：百万円)

	14/3期<通期>		15/3期<通期>			16/3期<通期>		
	実績		会社 計画	QBR予想		QBR予想	売上比	前期比
		売上比		売上比	前期比			
売上高	8,167	100.0%	9,248	9,700	100.0%	+18.8%	11,100	100.0%
ウェブソリューション関連事業	1,943	23.8%	2,202	2,500	25.8%	+28.6%	2,900	26.1%
ネットワークソリューション関連事業	2,160	26.4%	2,567	2,500	25.8%	+15.7%	2,900	26.1%
ビジネスソリューション関連事業	4,063	49.7%	4,479	4,700	48.5%	+15.7%	5,300	47.7%
売上総利益	4,245	52.0%	—	4,800	49.5%	+13.1%	5,600	50.5%
販売費・一般管理費	3,415	41.8%	—	3,900	40.2%	+14.2%	4,400	39.6%
営業利益	829	10.2%	840	900	9.3%	+8.4%	1,200	10.8%
経常利益	856	10.5%	866	900	9.3%	+5.1%	1,200	10.8%
純利益	432	5.3%	433	450	4.6%	+4.2%	600	5.4%

(注) 金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前年比は千円単位で算出

(出所)会社資料をもとにQBR作成、予想はQBR

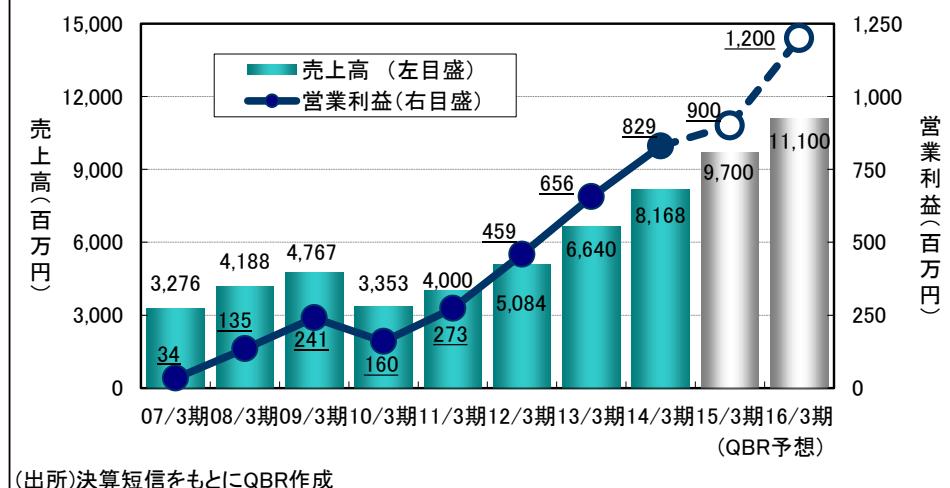
**拠点増設等を前提に、QBR は今期 19% 増収、営業 8% 増益を予想**

15/3 期通期の連結業績について QBR では、売上高 9,700 百万円（前期比 19% 増）、営業利益 900 百万円（同 8% 増）を予想する。高水準の採用から判断すれば、新たな営業拠点の開設も近いとみられ、国内で 1 支店増加することを前提として、「ウェブ事業」と「ビジネス事業」で会社計画を上回る伸びを見込む（事業別の見方は後述）。しかし、投資前倒しによるシステム費用の増加が売上総利益に対して約 200 百万円の減益要因になるうえ、今春に採用した 84 名の新卒を含む人員増強や拠点増加その他で販管費が約 500 百万円増加するため、営業増益率は 1 柄にとどまるとしている。

「ウェブ事業」の売上高は 2,500 百万円（同 29% 増）を予想。取材内容等を総合すると、会社計画には、前期の同事業売上高を牽引した「アクティブック」関連の販売によるフロー（一時）売上の伸びが織り込まれていないと見られる。しかし、今期も販売を強化する方針であり、近年積極採用している新卒社員の戦力化で「ココアル」の既存顧客への販売も進んでいる。このことから、フロー売上も一定の伸びがあるとみて、会社計画を約 300 百万円上回る売上高を予想する。

なお、「ネットワーク事業」は会社計画とほぼ同額の 2,500 百万円（同 16% 増）を予想。また、「ビジネス事業」は、神戸営業所以外にも支店増設があることを前提に、会社計画を上回る 4,700 百万円（同 16% 増）を予想する。

図3. 売上高と営業利益の推移



システム投資完了  
で、16/3 期は大  
幅営業増益を予想

続く 16/3 期通期の連結業績については、売上高 11,100 百万円（前期比 14% 増）、営業利益 1,200 百万円（同 33% 増）を予想する。

「ウェブ事業」では販路が拡大している電子ブック関連の販売が伸びるほか、拠点増加や販売力の強化に伴い、「ビジネス事業」や「ネットワーク事業」も好調が続くとみて、2 衍の増収を予想。

一方、費用面では、人件費の増加などで販管費の伸びは続くが、前期まで 2 期にわたり実施したサーバー設備の更新や情報セキュリティ強化に関する費用負担がなくなるため、売上高営業利益率が同 1 ポイント以上改善し、大幅な営業増益になるとみる。

## 特記事項

「3年で累計34億円の経常利益」達成に注目

14/3期決算と併せ会社側は、今後2カ年の経常利益計画を発表。15/3期は先行投資により866百万円（前期比1%増）にとどまるが、16/3期には、先行投資負担がなくなることで再び成長路線に戻し1,134百万円（15/3期比31%増）を目指すとした。

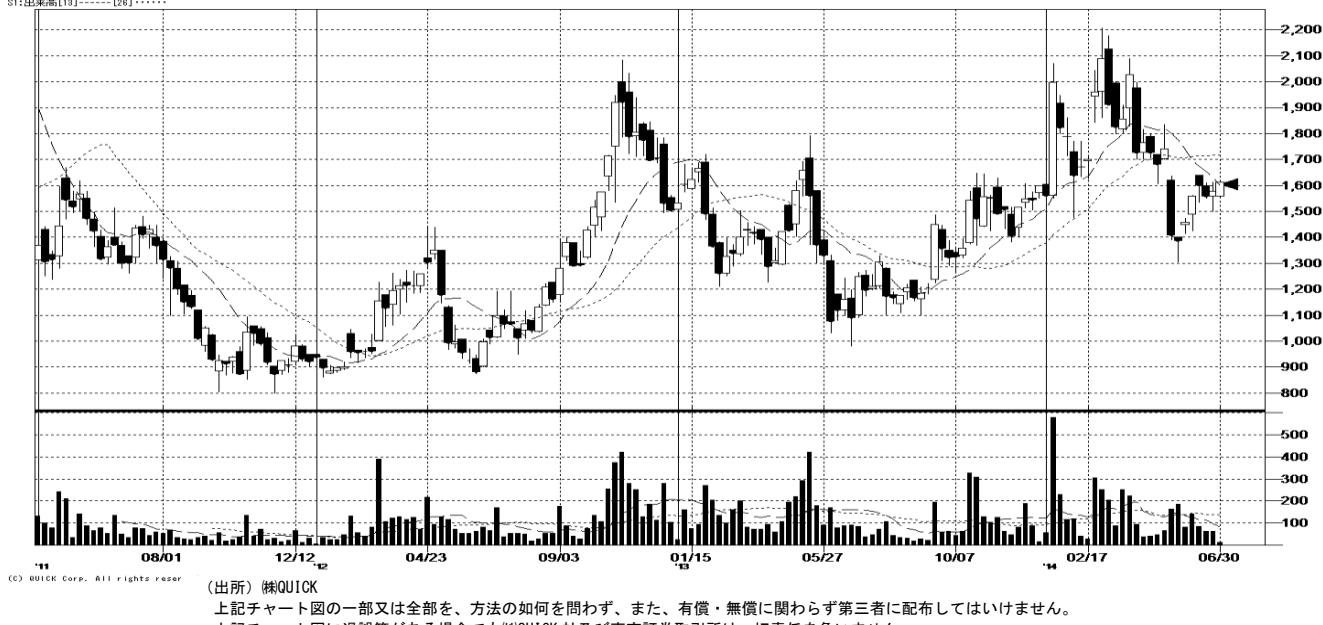
例年、営業利益と経常利益に大きな差はないため、目標利益自体は、昨年9月に発行した業績連動型ストックオプション（新株予約権）の行使条件の一つにあった「来期ないし16/3期における営業利益の累計額が2,000百万円を超過している場合」と同意であり、特段のサプライズはない。前述のQBRの業績予想でも、16/3期の経常利益は会社計画を上回る1,200百万円を見込んでおり、違和感の無い水準といえる。

また、今年6月に発行を決議した取締役・執行役員・従業員を対象とした業績連動型ストックオプションでは、行使条件の一つに「15/3期、16/3期および17/3期における経常利益の累計額が3,400百万円を超過している場合」とある。これは、経営サイドによるコミット（約束）として、17/3期の経常利益目標として1,400百万円超を掲げるものであり、その達成に注目したい。

17/3期に経常利益14億円の達成は可能とみる

同社では、11年10月に名古屋、12年10月に横浜、13年4月に東東京の各支店を開設。今年6月には神戸に営業所を開設した。今後も、1年間で最低1カ所は政令指定都市に増設していく方針だが、近年で積極採用してきた若手が育ってきたこともあり、開設ペースが増える可能性が高まっている。加えて、M&Aなどにより既にある顧客基盤を引き継ぐ形で新規エリアに展開できる案件があれば別枠で検討、また、海外拠点拡充の可能性も示唆している。拠点展開が集中すると、先行費用や稼働率の低下などで利益率が低下する可能性はあるが、年間2拠点程度であれば、売り上げの伸びを加速とともに、関連費用も利益成長の中で吸収は可能であり、大きな負担にはならないだろう。近年の增收ペースを加速しつつ、足元の利益率を維持できれば、17/3期に経常利益1,400百万円（16/3期会社計画比23%増）は、十分達成可能な水準とQBRでみている。

3383 スカイ・東証 株価 調査 11/3/28~14/6/30  
M1:125,000[15]-----[26]-----  
S1:125,000[15]-----[26]-----



			2012/3	2013/3	2014/3	2015/3 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	1,670	2,085	2,209	-
	株価(年間安値)	円	800	875	980	-
	月間平均出来高	百株	3,073	5,401	5,709	-
業績推移	売上高	百万円	5,084	6,640	8,167	9,700
	営業利益	百万円	459	656	829	900
	経常利益	百万円	475	655	856	900
	当期純利益	百万円	278	391	432	450
	E P S	円	56.24	78.62	85.50	87.94
	R O E	%	11.0	13.8	13.2	12.2
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	3,092	3,396	4,051	-
	固定資産合計	百万円	676	878	1,115	-
	資産合計	百万円	3,777	4,279	5,167	-
	流動負債合計	百万円	1,126	1,242	1,661	-
	固定負債合計	百万円	-	-	12	-
	負債合計	百万円	1,126	1,243	1,673	-
	株主資本合計	百万円	2,658	3,044	3,450	-
	純資産合計	百万円	2,650	3,035	3,493	-
キャッシュフ ロー計算書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	461	566	638	-
	投資活動によるCF	百万円	-240	-591	-286	-
	財務活動によるCF	百万円	-186	-146	-24	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	2,040	1,868	2,195	-

## リスク分析

### 事業に 関するリスク

#### ● 競合について

同社の属する通信機器の販売を主とする業界は、比較的容易に通信事業者の代理店になることができ、個別商材ごとでは参入障壁が低いといわれている。同社では、営業担当者に複数の商材を扱えるよう教育を行っており、毎月、その利用料を請求するストック型のサービスにも注力している。多種多様な商品を取り揃えることで差別化も図っているが、同社が考える差別化策は必ずしも十分であるとは限らず、競争力のある企業の参入により同社の優位性が薄れた場合、業績ならびに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### ● 人材の確保及び育成について

同社の事業拡大においては、急速な技術革新への対応や、新規事業の開発が不可欠であり、これらに対応する優秀な人材を適時に確保し、育成していくことが重要となる。しかし、インターネット業界においては、同社の事業に必要な専門知識、技術、キャリアを有する人材に対する需要は高い。今後、必要な人員拡充が計画どおり進まない、または想定以上のコストが生じる状況になった場合には、業績ならびに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### ● システムダウン、ハッキングの可能性

同社の危機管理体制では対応できないレベルのハッキング、システムダウンなどの障害が生じた場合、利用者に一定の損害を与える可能性がある。同社ではサービス約款には免責条項があるが、業績ならびに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

### 業界に 関するリスク

#### ● 技術革新への対応

同社の事業においては、顧客からの要求に応じて常に最先端かつ高度の通信技術、ネットワークシステムを提供していくことが重要な要素となる。同社では、これらの情報に関し、各従業員への教育を実施しているが、教育への費用および時間を十分に確保することができず、技術革新への対応に支障が生じた場合、競争力が低下し、業績ならびに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### ● 景気変動に伴う影響

同社は、企業のオフィス環境にとって必要性の高い商材を扱っているため、マクロ経済の悪化に伴い、ユーザーにおけるIT投資が控えられた場合、業績ならびに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

## ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>