

投資判断 (9/16)

SaaS/ASPIによるクラウドサービスを提供

## フュージョンパートナー (4845・東証1部)

新規 Neutral

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
880円 (9/16)	100株	148.1億円 (9/16)	958円 (16/9/6)	464円 (16/6/24)	22.8倍 (9/16)

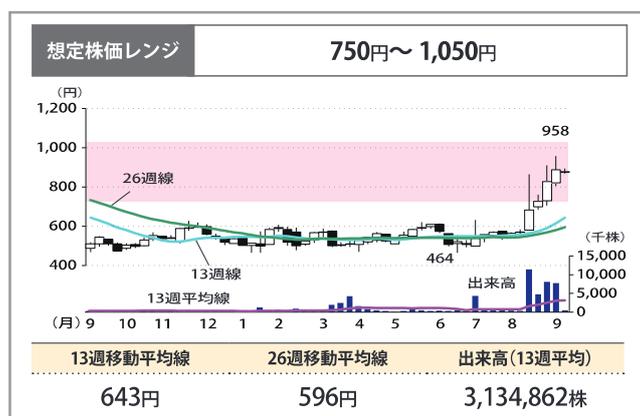
## ソフトブレン連結子会社化、新たな成長と収益改善に期待

## ■売上収益、営業利益は過去最高を更新

16年6月期よりIFRS（国際会計基準）を適用している同社の連結業績は、売上収益2,693百万円（前期比20.4%増）、営業利益616百万円（同14.0%増）と2ケタ増収・営業増益で過去最高を更新した。サイト内検索サービスなど月額課金売上が堅調に推移したことや、損害保険ジャパン日本興亜向け安全運転支援サービスの継続開発といった大型案件などが収益を大きく押し上げた。なお、持分法適用関連子会社だったエイジアの株式売却益が発生したことにより、税引前利益が1,196百万円（同2.2倍）、親会社の所有者に帰属する当期利益（以下、最終利益）が830百万円（同2.3倍）と大幅に増加した。

## ■ソフトブレンを連結化、クロスセルから新商品開発へ

会社側が開示した17年6月期の連結業績予想は、売上収益10,200百万円（前期比3.8倍）、営業利益3,700百万円（同6.0倍）。期初に持分法適用関連会社から連結子会社化したソフトブレン（SB）の連結業績を同社の連結業績に取り込むことにより、大幅増が見込まれる（図表参照）。SBの株式再測定益を除いたNon-GAAP指標ベースの営業利益は1,400百万円（営業利益率13.7%）。SBはストック売上をベースに増収基調だが、近年の営業利益率は低下傾向にある。同社の17年6月期の実質の連結営業利益率は低下見込みだが、M&A（企業の合併・買収）により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）領域における圧倒的地位の獲得と収益基盤の再構築が進められるメリットは大きい。同社とSBの顧客企業が重複するケースもあるが、同社はwebサイト、コールセンター、広報などを所管する部門とのパイプが太い一方、SBは営業本部から営業のキーマンまでをカバーするなど、窓口の部門が異なる。今後は部門を横断し双方の商品をそれぞれ



の客先に提案するクロスセリングが展開でき、高付加価値のソリューション提案が可能となる。

会社計画はSBとのシナジー効果を織り込んでいないが、モーニングスターでは、クロスセリングなどのマーケティング施策が寄与すると考え、今期会社計画からの上ブレを予想する。18年6月期は同社がSBとの人事交流を促進し、共同の製品開発を進める構え。収益向上への取り組みが加速し、実質の営業利益率は17年6月期から改善するとみている。

足元の株価は同社が8月15日、SBとの業務提携とともに開示した16年6月期決算表以降、騰勢を強めており、9月6日には年初来高値を更新した。16日終値でのNon-GAAPベースで算出した予想PER（株価収益率）は22倍台。特段の割高感はないものの、短期間に株価が上昇し出来高も増加したことから過熱感がある。15年1月に付けた高値1,050円が上値メドとして意識されそう。下値メドは価格帯別出来高が集中する750円。投資判断は新規「Neutral」とする。

(有村 孝浩)

## 業績動向 (9/16時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
15年6月期	実績	2,240	19.0	566	49.9	577	51.1	313	41.3	22.5
16年6月期	実績	2,693	-	616	-	668	-	464	-	31.7
17年6月期	会社予想	10,200	278.6	1,400	126.9	1,400	109.5	650	40.0	38.6
	MS予想	10,820	301.8	1,500	143.5	1,500	124.6	720	55.2	42.8
18年6月期	MS予想	12,200	12.8	1,710	14.0	1,710	14.0	830	15.3	66.0

※ 15年6月期は日本会計基準 ※ 16年6月期からIFRS（国際会計基準）を適用

※ 16年6月期、17年6月期会社予想はNon-GAAP指標に組み替え、IFRS適用で生じる調整項目等を除外

※ 17年6月期、18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ケーションを自社開発するSaaS/ASP事業を展開。同社は持株会社で、Webサービスや自動音声応答技術をもつ「デジアナコミュニケーションズ」、システム構築・運用の受託開発などを手掛ける「パレル」、セミオーダー型のウェブシステム構築プラットフォームを提供する「トライアックス」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。また、16年12月1日付でブランド力強化の一環として同社およびデジアナコミュニケーションズの社名をそれぞれ「スカラ」、「スカラコミュニケーションズ」に変更予定。CRM（顧客管理システム）・CMS（コンテンツ管理システム）領域でのクラウドサービス業界をリードしていく体制を固める。

■ 事業環境と展望

総務省が発表した16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15年未で44.6%（前年比5.9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ケーションを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ケーション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サービス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。

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	サイトプリントシステム
	i-linkplus	関連リンク表示サービス
CMSサービス	i-pediaplus	オンライン百科事典提供サービス
	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-flow	進捗管理・承認システム
	LaCoon	ウェブシステム構築プラットフォーム
CRMサービス	i-entry	総合アンケートCRMサービス
	dbecs	高性能webメーラー
WEBサービス	-	個別サービス
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
知財管理ソリューション	PatentManager6	最新の特許管理システム
サイト運営ビジネス	FreshEye	検索ポータルサイト

出所：会社資料を基にモーニングスター作成

同社の売上推移とソフトブレン連結後の見通し



※ FPは株式会社フュージョンパートナー  
 ※ SBはソフトブレン株式会社  
 出所：会社資料を基にモーニングスター作成

リスク要因

同社は、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、サイバーアタック、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 (9/16時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
15年6月期	実績	6円	6円	12円
16年6月期	実績	7円	7円	14円
17年6月期	会社予想	9円	9円	18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) (9/16時点)

	フュージョンパートナー (4845・東1)	パイブドHD (3919・東1)	オウケイウェイヴ (3808・名セ)	
基本事項	株価	880円	995円	430円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	88,000円	99,500円	43,000円
	決算月	6月	2月	6月
株価指標	PER(予)	22.8倍	<b>13.0倍</b>	175.5倍
	PBR(実)	3.8倍	4.1倍	<b>2.7倍</b>
	配当利回り(予)	2.0%	<b>2.1%</b>	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	<b>278.6%</b>	34.8%	3.7%
	営業利益成長率(予)	<b>126.9%</b>	72.4%	16.1%
	EPS成長率(予)	<b>22.0%</b>	141.4%	<b>▲70.9%</b>
収益性	売上高営業利益率(予)	13.7%	<b>18.5%</b>	7.2%
	自己資本当期純利益率(実)	<b>28.1%</b>	11.1%	5.5%
	総資産経常利益率(実)	<b>18.2%</b>	15.7%	8.2%
	自己資本比率(実)	40.6%	48.6%	<b>76.6%</b>
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	84.3%	54.9%	<b>2.3%</b>
	流動比率(実)	96.2%	102.5%	<b>366.6%</b>

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ブドHD(3919)、オウケイウェイヴ(3808)を比較対象とした。  
 ※フュージョンパートナーの数値はNon-GAAP指標ベース  
 ※フュージョンパートナーの「総資産経常利益率」は同社の「資産合計税引前利益率」を代入

## ■ 成長性

SBの業績を加味した17年6月期連結業績成長見通しは、IFRSベースで売上収益が前期比3.8倍、営業利益が同6.0倍となるが、SBの株式再測定益を控除したNon-GAAPベースでも営業利益が同2.3倍の伸びを見込む。比較対象企業では、3カ年中期経営計画の最終年度でこれまでの先行投資の回収期を迎えんとするパイブドHDが2ケタ成長を見込む一方、減収が続いたオウケイウェイヴは17年6月期に増収に転じ、利益改善を加速する構え。

## ■ 収益性

同社の17年6月期の営業利益率は、IFRS上ではSBの株式再測定益が加味され36.3%となるが、Non-GAAPベースでは13.7%にとどまる。他社では、投資回収期を迎えるパイブドHDは17年2月期営業利益率が前期から5ポイント改善し18.5%となる見通し。

一方、ROE(株主資本利益率)は同社が群を抜く。同社売上は月額課金が主体であることに加え、受託案件も顧客と共に開発する形態で、開発完了時の一時売上、その開発案件の運用による月額売上、顧客側の使い勝手・利便性追求から派生する追加開発と売上が積み上がる。競合商品との値下げ競争にさらされにくく、高い利益率が確保できる。こうした競争優位性が高ROEにつながっている。

## ■ 財務安定性

有利子負債が多めでデット・エクイティ・レシオ(D/Eレシオ)、流動比率とも相対的にはややリスクの高い値となっているが、安定的な月額課金収入をベースに、ファイナンスを活用するなど戦略的にコントロールされた内容だと考えられる。同社はIoT(モノのインターネット)やビッグデータ処理、AI(人工知能)に関連する新規サービスへの対応をにらみ、16年3月に公募増資で約13億円を調達したが、SB株式の取得には機動性を優先し、借入れを充てている。

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 tarim.ura@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。