

SaaS/ASPによるクラウドサービスを提供

投資判断(10/12)

## 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)
1,016円 (10/12)	100株	177.9億円 (10/12)	1,135円 (20/10/2)	355円 (20/3/15)	6.1倍 (10/12)

## AIエンゲージメントファンドでDX、経営支援案件を獲得

## ■20年6月期は成長・開発投資が重しに

20年6月期の連結業績(Non-GAAP)は、売上収益17,025百万円(前期比0.5%減)、営業利益1,045百万円(同51.5%減)で着地した。カスタマーサポート事業で低利益率案件を整理したことなどにより微減収。利益面では、主力のSaaS/ASP(ネットや電話回線を通じたアプリケーション提供)事業で成長・開発投資や人件費増がかさんだほか、ソフトブレン<4779>(SB)セグメントのSFA事業とフィールドマーケティング事業が新型コロナウイルス感染症拡大による顧客の活動自粛が影響し、大幅営業減益に至った。

## ■SB株式売却原資を高収益案件に投資

同社は19年8月、「中期経営計画COMMIT5000」を策定(詳細は別掲「事業環境と展望」)しており、20年6月期はそのための地盤固めの期でもあった。SaaS/ASP事業では、案件開発期間の短縮につながるモジュール化技術を積み上げてきたが、今後はモジュール化技術をベースに、AI/IT/IoT領域の新規DX(デジタルトランスフォーメーション)案件の内製化を推進していく。18年12月、開発オフショア拠点をミャンマーに設立。現地ITエンジニアの育成に注力してきた。技術精度に対する人件費が安価であることから、ローコストオペレーションを強化している。さらに、20年に入り、現地の遠隔医療サービス企業・ミャンケアに出資したほか、現地IT大手エース社と教育・医療・農業の分野でAI/IT/IoTを活用して社会課題の解決を図る合弁会社を設立。ミャンマーを開発拠点のみならず、中計で目指す社会問題解決にまで踏み込む。

AI/IT/IoT領域およびDX案件の獲得と対になる取り組みが付加価値創造経営支援事業だ。DX推進に前向き、かつ潜在的な評価余地のある上場企業と契約し、同社が立ち上げたAIエンゲージメントファンド(SCSV 1号投資事業有限責任組合:SCSV)を通じて出資。契約期間はおおむね5年程度でその間に契約先のDXシステム構築にかかる種々案件を受注しつつ、DX事業の付加価値創造を図る経営支援メニューでサポートする。DX案件は初期段階ではファンド資金が充当されるが、その後は月額利用収入が継続的に計上される。一方、SCSVは企業価値を高めることにより市場で売却益を得ることも視野に入れる。

## 業績動向(10/12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)
19年6月期	実績	17,112	33.4	2,153	39.2	2,137	39.1	946	33.8	55.9
20年6月期	実績	17,025	▲0.5	1,045	▲51.5	1,018	▲52.3	431	▲54.4	24.8
21年6月期	会社予想	10,000	▲41.3	3,100	3.0倍	3,100	3.0倍	2,900	6.7倍	165.6
	MS予想	11,500	▲32.5	3,250	3.1倍	3,250	3.2倍	3,050	7.1倍	174.2
22年6月期	MS予想	30,000	2.6倍	4,100	26.2	4,100	26.2	3,850	26.2	220.7

※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  
 ※21年6月期の会社予想は予想レンジの下限



一方、22年6月期からの売上計上を見込む社会問題解決型事業は、子会社化したグリッドグループホールディングス(GGH)が一翼を担うが、足元では同社(スカラ)グループへの人材の供給源となっている。GGH傘下で就職支援事業を展開する子会社は東京大学をはじめ国内477大学と取引関係があり、この人脈ルートの人材が同社傘下のSaaS/ASPなど各事業子会社に複数名採用されている。

経営資源の集中と選択という面では、SBの保有株式全売却とその売却原資による高収益案件への投資が挙げられる。前期末に立ち上げたSCSVは複数の投資先にはほぼ満額振り分けるメドが立っており、21年6月期中にも2号ファンドが立ち上がる可能性が高く、業績上ブレ余地が広がる。

足元の株価は、地方自治体DXなどで実績のあるPublic dots & Companyとの業務提携を受け、10月2日に年初来高値を更新している。モーニングスターではSCSVがSaaS/ASPをベースにDX領域を拡張していく手堅い収益モデルで中計達成確度を高めるものと考え、想定株価レンジを1,000-1,500円(前回は800-1,200円)に引き上げる。下値は配当利回り3%台のサポートライン、上方向は18年7月13日に付けた10年来高値1,324円が抵抗水準となるが、ここを上抜ければフシ目の1,500円が視野に入る。投資判断は「Neutral」から「Overweight」とする。

(有村 孝浩)

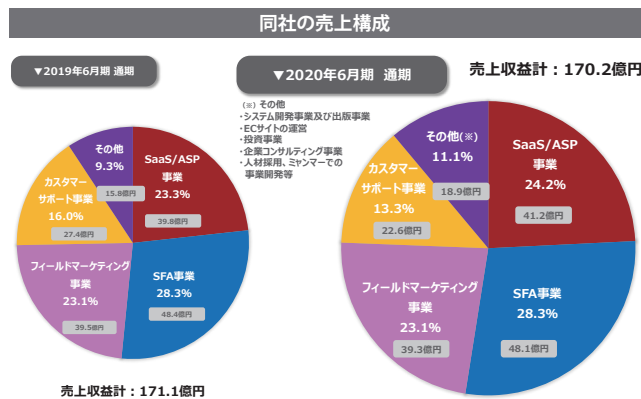
■ 会社概要

SaaS/ASP事業を中心に展開。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 (SB) を連結子会社化した。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 (現・スカラプレイス)」を買収。18年3月には光通信の子会社だったレオコネクトを、同年11月には光通信の孫会社だったコネクトエージェンシーを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た。19年8月、中計の下、AI/IoTの導入支援・コンサルティングなどを行うジェイ・フェニックス・リサーチの子会社化を発表すると同時に、AI領域などへの資金支援・企業育成などを担うスカラパートナーズを設立した。20年3月には、中計で示した政府・地方自治体向けサービスに参入する目的で、地方創生事業などを展開するグリッドグループホールディングスを完全子会社化。さらに、同年8月にはブランディングテクノロジー<7067>と行政・自治体のDX推進を目的とした合弁会社・ソーシャルスタジオを設立した。なお、SBについては8月に保有する全株式の売却を決議しており、21年3月に株式譲渡を実行する予定となっている。

■ 事業環境と展望

総務省が発表した20年版情報通信白書によると、AI/IoTの普及が進み、世界のIoTデバイス数は19年の約254億台から22年には約348億台に伸長するという。効率化、省力化促進へのニーズは強く、AI化の流れは加速しそうだ。

一方、同社は「中期経営計画COMMIT5000」を策定。SaaS/ASP提供を通じてこれまで培ってきた3つのケイパビリティ (①真の課題を探り出す能力、②リソースの埋もれた価値を炙り出す能力、③課題とリソースの最適な組み合わせを提案・実行し価値を最大化する能力) を骨子に、3ケイパビリティの推進主体セグメントとして、①価値創造経営支援事業、②IT/AI/IoT関連事業、③社会問題解決型事業、を新たに設置。各セグメントに既存事業、新規事業を置き換え、3ケイパビリティ・3セグメントの有機的連携で顧客価値の最大化を図り、25年6月期売上収益1,000億円 (営業利益100億円)、30年6月期同5,000億円 (同500億円) を達成目標とする2段階の中計となっている。これまで3つのケイパビリティを国内上場企業などに向けて案件化・事業化してきたが、今後は政府関係機関や自治体、海外企業にも展開していく。



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
	サイトフロントシステム	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
CRM	商品サイト管理システム	i-catalog
	Webチャットボットシステム	i-flow
電話系サービス	進捗管理・承認システム	i-assist
	24時間365日の自動音声応答	i-livechat
データ管理	Webチャットシステム	i-gift
	デジタルフォートサービス	SaaS型IVR
サイト運営ビジネス	重要なビジネス情報のチェック	法人ニュース
	最新の特許管理システム	PatentManager6
IoT、ビッグデータ	契約業務管理システム	GripManager
	検索ポータルサイト	Fresheye
SFA事業	検索ポータルサイト	安全運転診断
	IoT、ビッグデータ	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

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 (10/12時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
19年6月期	実績	12円	12円	24円
20年6月期	実績	14円	14円	28円
21年6月期	会社予想	16円	16円	32円

■ 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) (10/12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	1,016円	1,765円	3,370円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	101,600円	176,500円	337,000円
	決算月	6月	2月	12月
株価指標	PER(予)	<b>6.1倍</b>	20.2倍	241.6倍
	PBR(実)	<b>2.4倍</b>	3.7倍	38.7倍
	配当利回り(予)	<b>3.1%</b>	—	0.3%
成長性	売上高成長率(予)	<b>▲41.3%</b>	▲6.6%	<b>15.4%</b>
	営業利益成長率(予)	<b>196.7%</b>	▲28.1%	13.7%
	EPS成長率(予)	<b>797.2%</b>	▲2.1%	▲35.9%
収益性	売上高営業利益率(予)	<b>31.0%</b>	17.2%	12.7%
	自己資本当期純利益率(実)	4.5%	21.9%	<b>27.4%</b>
	総資産経常利益率(実)	4.2%	21.6%	<b>22.3%</b>
財務安定性	自己資本比率(実)	29.7%	54.4%	<b>45.0%</b>
	デット・エクイティ・レシオ(実)	155.8%	36.8%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>145.5%</b>	197.6%	97.8%

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。  
※各社の予想値は当期業績予想レンジの下限

## ■ 成長性

21年6月期連結業績見通しは、SBの業績寄与がはく落することから大幅減収となっているが、SB株式売却益が計上されることから営業利益以下の各段階利益は大幅増益。これにより営業利益成長率、EPS成長率は相対上位となっている。主力のSaaS/ASP事業を中心にコンタクトセンターのオペレーター業務をAI電話自動応答サービスに置き換えていくなど、労働集約型からDX転換型のサービス推進で収益性向上が期待される。

比較対象企業では、21年3月期第1四半期決算でクラウドサービスの堅調に推移したことなどを受け、通期計画を上方修正したサイボウズが売上成長率で相対上位。一方、21年2月期第1四半期決算発表時点で新型コロナの不確定要素を織り込んだパイプドHDは21年2月期の売上高、営業利益ともマイナス成長見通しとなっている。

なお、比較項目は各社ともレンジ予想の下限。

## ■ 収益性

21年6月期の営業利益率見通しは31%（レンジ予想下限ベース）。SB株式の売却益の計上が寄与する。一方、20年6月期に成長・開発投資を積極化させ、営業利益以下の段階利益の水準が引き下がった影響もあり、ROE、ROAは相対下位となっている。

## ■ 財務安定性

20年6月期時点での自己資本比率は相対的に低く、デット・エクイティ・レシオ(D/Eレシオ)は100%を超え、借入等が自己資本を上回っている状態にある。ただ、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は戦略的なものといえる。一方で、流動資産が厚く、流動比率は相対中位。全体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  
株式分析部 アナリスト 有村 孝浩  
03-6229-0078 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。