

東証 JQS 4845

株価 28,400 円

単位 1 株

目標 30,900

時期 5 ヶ月

① サイト内検索サービス、FAQサービスをASPで展開するベンチャー企業

企業向け等のサイト内検索サービス **i-search**、FAQ サービス **i-ask**、コールセンターIVR を提供・運営。サイト内検索、IVR では業界 1 位。基本的には安価路線で、他社サービスと差別化をする。

② 投資の視点

どこからでも新規顧客に切り込める事業であるだけに、取引社数は伸びている。特に **i-search** は堅調に、**i-ask** は比較的急ピッチで伸びている。オウケイウェイブの類似サービスよりも価格優位性があると思われる。しかし前期までは、数年間に渡り大きく成長している事業はない。つまり、これまではまだ、企業として、収益事業の取捨選択の時期であったと言える。

今後も、取捨選択の時期は続くだろうが、足下で **i-search**、**i-ask** という既存事業が伸びていることは、これまでとは違う評価ができる。既存事業が伸び、その上に買収する事業が加わる、ということは、加速度的に売上利益が増え、成長期に入る可能性を示唆する。買収戦略は、既存事業が減収減益になっている間は、資金だけ使って、成長性は無い。しかし既存事業がプラス成長する場合には、バリュエーションを変える力となる。

もっとも、数字を合わせようとする余りに M&A ありきで年度業績を考えると、危ない投資に陥りやすいので、そこはチェックが必要だ。その舵取りを間違うと、バリュエーションが中途半端なので、怖い側面もある。

③ 既存事業

価格優位性を活かし、シェアを拡大する間に、営業体制を発展的に再構築できるかどうか、今後のポイント。2012年6月期は、プロモーション事業を売却した為、既存事業は減収だったが、買収効果によって増収増益を確保。2013年6月期は、全体で3.8%の増収だが、データベース事業が50%減収となっているため、主力のSaaS/ASP事業だけを見れば、8.6%増収。今期、会社側は5%の売上成長を見込んでいるが、減収要因が止まると仮定すれば、それ以上の成長率が期待できる。また、SaaS/ASP事業セグメントの営業利益は当社試算では、前期22.5%程度の増益となったと見られる。今後は運営体制も含め、企業のニーズをどれだけ早く把握し、サービス提案ができるか、が勝負。他社に比べ、クライアントのニーズを捉えるだけの営業教育ができていて、ということなので、そこを数値にしていだけの開発・運営との連携が重要になるだろう。つまりは客単価の向上が、利益率を高め、収益体質を強化する要因となる。

④ M&A

M&Aに関しては、継続して中小事業者を対象に買収対象を探している。同社が本当に数十億円の売上規模で「化ける」とすると、M&Aで成功を収めたときだろう。既存事業のサービス商材はしっかりとしているが、それゆえに、既存事業では、かえって大きな数値的变化は見込み辛いと思われる。ただし、ASPモデルは、売上高そのものを規模的に増やすのは、事業買収でも容易ではない。つまり、インパクトのある買収は、類似モデルの中では難しい部分もある。とはいえ、Eコマースのような分野に出ると、売上は稼げるが、利益率の大きな下落を伴うだろう。

大手企業との提携を含めた買収や、海外企業との連携、ハード関連の隣接事業買収など、相乗効果、成長性の予想しやすい提携・買収スキームが発表されたときに、同社のバリュエーションは大きく変わることになるだろう。

⑤ バリュエーション

想定株価 28,000 円とした場合

PBR 2.46 倍

PER 18.6 倍

配当利回り 2.86%

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

売上高成長率 (2013to2014) 12.4% (会社予想ベース)
 予想 ROE 12.5%
 自己資本比率 88.8%
 浮動株 23.6%

比較企業： オウケイウェイブ (3808) 名証セントレックス
 株価 546 円
 PBR 2.86 倍
 PER 23.7 倍
 売上高成長率 64.38%
 予想 ROE 10.7%
 自己資本比率 68.6%
 浮動株 16.5%

対オウケイウェイブでの比較では、フュージョンに上場市場の優位性はあるが、オウケイがポータル事業を持つ分、PER が高くなる。受託ビジネスは若干割安評価されるからだ。今後の買収戦略で、売上高の高い関連事業（黒字で）や、既存事業に関連性の強いポータルの買収などが行なわれる場合には、バリュエーションが大きく動くだろう。

⑥ テクニカル



*チャートは野村ネット&コールより引用

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

⑦ 株価評価

30,900 円

1. PER18 倍（四季報 EPS）を想定。四季報予想は、売上が強気に過ぎるが、利益は適正と見る。ただし、同銘柄には、資本政策をいじる「遊び」がある。資本政策によって流動性が高まると、この水準はすぐに達成されてしまうだろう。
2. 今期中の M&A の状況によって、指標は大きく変わる。それまでの暫定的目標値
3. 27000 円近辺で仕込み、良いニュースを待つことだろう。
4. 下値の 25000 円は今のところ岩盤となっている。

■ 参考資料 ■

売上総利益				956	57.3%	1,041	60.1%				
販売管理費				707	42.4%	727	42.0%				
営業利益	146	205		248	14.86%	314	18.12%	400	19.51%	340	18.68%
経常利益	127	211		263		328		400			
純利益	152	135		174		192		240		210	
配当	400	500		600		700		700~800		800	

純資産	旧子会社294	NW671 (言語)		1,477		1,588	88.8%			1686	
総資産	新子会社347	前期半期で347		1,811		1,789					
ROE	差引+53影響	除くと、既存事業は100%から		11.78%		12.09%				12.5%	
ROA											
Saas/ASP	646	755	16.9%	860	13.9%	1,663	8.6%			1750	5.2%
言語処理	1	291		346							
データベース	278	175		138		69				69	
プロモーション	574	71		26							
	31	1									

発行済み	149,539
自己株	9,863

EPS						1374.61		1718.26		1503.48
BPS						11369.17				

会社						予想PER	10	17182.6		15034.8
1987							15	25773.9		22552.2
2							20	34365.2		30069.6
20										

28000	現在値	28450
18.623	PER	16.56
2.4628	PER	2.50
0.0286		

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。