GMO クラウド（3788 マザーズ）

発行日：2012/9/14
調査日：2012/8/23
調査方法：企業訪問

第 2 四半期決算は増収増益。ホスティング苦戦をセキュリティとソリューションでカバー 通期ではコスト削減効果とクラウド伸張が収益性改善のカギ

業種：情報・通信業
アナリスト：馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

＞ 要旨

◆ ホスティングサービス事業が主力。クラウドサービスにも参入

・同社は通販サイトやWebサービス事業者向けにサーバを貸し出すホスティングサービス事業を主力に、電子認証サービスのセキュリティサービス事業やWeb制作、翻訳サービスなどのソリューション事業を展開。
・ホスティングサービス事業の契約件数は、低価格をセールスポイントに 2011 年 12 月末で 13.4 万件と国内最大規模を誇る。
・11 年 12 月期からは市場の拡大が見込まれるクラウドサービスに参入。今後の成長ドライバーとして育成する方針。

◆ 第 2 四半期決算は増収増益。

・2012 年 12 月期第 2 四半期決算は、売上高が 46.8 億円（前期比 4.6%増）、営業利益は 4.9 億円（同 14.7%増）、当期純利益は 2.6 億円（同 1.1%増）となった。ホスティングの苦戦をセキュリティやソリューションでカバー。注目のクラウドサービスは着実に伸びているものの本格的な利益貢献は 13 年 12 月期以降となる見通し。

＞ 投資判断

◆ 当センターは中長期の利益予想を増額修正

・同社は期初の 2012 年 12 月期会社計画を修正した。修正後の会社計画は、売上高 95.0 億円（前期比 5.2%増）、営業利益 10.0 億円（同 31.9%増）となる。利益が大きく伸びる要因は、複数ブランド統合によるコスト削減のほか、クラウドサービスの売上高伸張で固定費吸収が進むため。
・当センターは、前回レポート（2012 年 3 月発行）の中長期業績予想について、売上高の見通しは据え置くものの、コスト削減効果など、同社の構造的な収益性向上を基に各段階の利益予想を増額修正した。

◆ 中長期的にはクラウドの契約件数と単価動向に注目

・同社は、収益面の増額修正に伴い、配当計画も期初段階の 1,500 円配から 1,800 円配に 300 円の増配を公表した。
・現在の株価水準には、予想配当利回りで再評価余地があるものの、今期予想 PER や実績 PBR では同業他社比較において割安感に乏しい。
・中長期的な適正株価水準は 51,712～64,640 円と想定されるが、今後はクラウドサービスの契約件数や売上高動向に着目しながら、成長モメンタムの変化が株価を刺激する可能性が考えられる。

【主要指標】	2012/9/7
株価（円）	47,250
発行済株式数	116,540
時価総額（百万円）	5,507
上場日	2005/12/16
上場来パフォーマンス	-25.0%

	前期	今期予想
PER（倍）	14.5	10.0
PBR（倍）	1.4	1.3
配当利回り	4.2%	3.8%

	σ	β値
リスク指標	73.2%	2.18

【主要KPI】

前受金残高	（百万円）
2010年3月	1,295
2010年6月	1,268
2010年9月	1,653
2010年12月	1,584
2011年3月	1,606
2011年6月	1,637
2011年9月	1,608
2011年12月	1,525
2012年3月	1,598
2012年6月	1,475

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	2.5%	0.9%	-32.3%
対TOPIX	4.3%	8.0%	-28.3%

＊用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120911

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

GMO クラウド（3788 マザーズ）

> 収益モデル

（単位：百万円）	2010/12期 実績	2011/12期 実績	2012/12期 会社予想	2012/12期 予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想
売上高	**8,333**	**9,029**	**9,502**	**9,400**	**9,750**	**10,250**	**10,850**
前年比	*9.7%*	*8.3%*	*5.2%*	*4.1%*	*3.7%*	*5.1%*	*5.9%*
営業利益	**1,064**	**761**	**1,004**	**920**	**1,000**	**1,100**	**1,240**
前年比	*-6.7%*	*-28.5%*	*31.9%*	*20.9%*	*8.7%*	*10.0%*	*12.7%*
経常利益	**1,069**	**794**	**1,007**	**920**	**1,000**	**1,100**	**1,240**
前年比	*-7.8%*	*-25.7%*	*26.8%*	*15.9%*	*8.7%*	*10.0%*	*12.7%*
当期純利益	**681**	**377**	**587**	**550**	**600**	**650**	**750**
前年比	*11.1%*	*-44.5%*	*55.7%*	*45.9%*	*9.1%*	*8.3%*	*15.4%*
期末株主資本	4,177	4,317	-	4,635	5,026	5,461	5,979
発行済株式数	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540	116,540
EPS（円）	5,859.7	3,257.5	5,066.4	4,740.3	5,171.2	5,602.1	6,464.0
配当（円）	2,050	2,000	1,800	1,800	1,850	2,000	2,300
BPS（円）	33,770.4	34,444.6	-	39,947.1	43,318.3	47,070.5	51,534.5
ROE	17.9%	9.6%	-	12.3%	12.4%	12.4%	13.1%
株価（円）	72,600	54,500	47,250	47,250	—	—	—
PER（倍）	12.4	16.7	9.3	10.0	9.1	8.4	7.3
配当利回り	2.8%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.2%	4.9%
PBR（倍）	2.1	1.6	-	1.2	1.1	1.0	0.9

（注）将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

決算サマリー

＞ 事業内容

主力のホスティングの他、セキュリティ、ソリューションの３つの事業を運営

◆ 国内最大規模のホスティングサービス事業が主力

同社は通販サイトや Web サービス事業者向けに、情報発信に必要なサーバ（コンピューター）を貸し出す「ホスティングサービス事業」を主力としている。当該事業は低価格戦略をセールスポイントに、2011 年 12 月末の契約件数は 13.4 万件と国内最大規模を誇る。前期からは単なるインフラ提供だけでなく、プラットフォームやソフトウェアなどのサービス付加も可能なクラウドサービスに参入した。同社は市場の拡大が見込まれるこの分野を、今後の成長ドライバーとして育成する方針。

その他、ネットワーク上の機密情報暗号化や企業の電子認証サービスをグローバルに展開する「セキュリティサービス事業」と、顧客の Web 制作支援やスピード翻訳サービスを手掛ける「ソリューション事業」を運営する。2011 年 12 月期の実績では、ホスティングサービス事業が同社の売上高と営業利益の 70%以上を稼ぎ出している。

＞ 決算概要

◆ 第２四半期決算は期初会社計画を上回る着地

2012年12月期第２四半期決算は、売上高が前年同期比4.6%増の46.8億円、営業利益は同14.7%増の4.9億円、経常利益は同9.5%増の5.0億円、四半期純利益は同1.1%増の2.6億円となった。これは期初会社計画（売上高46.5億円、営業利益3.3億円）に対し、売上高はほぼ計画線で推移するも、利益面では計画を上回る着地となった。

◆ ホスティングの苦戦をセキュリティとソリューションでカバー

事業セグメント別に見ると、主力であるホスティングサービス事業は、売上高が前年同期比 1.8%減の 33.1 億円、セグメント利益は同 16.1%減の 3.2 億円。売上面では前第 2 四半期スタートのクラウドサービスが上乗せされるも、従来型ホスティングサービスの単価下落と顧客数減少で微減収。利益面では従来型ホスティングサービスのブランド集約でコスト削減に努めるも、クラウド関連の先行投資や固定費負担が収益を圧迫した。

セキュリティサービスとソリューションサービスが想定以上に好調

一方、セキュリティサービス事業は、売上高が前年同期比 15.0%増の 10.4 億円、セグメント利益は同 70.1%増の 1.3 億円となった。積極的なグローバル展開で欧米や東南アジアでの販売が想定以上に好調だったうえ、のれん償却費負担の減少も収益を押し上げた。

その他、ソリューションサービス事業は、売上高が前年同期比 48.6%増の 4.0 億円、セグメント利益は 0.4 億円の黒字（前年同期は赤字 0.09 億円）に転換した。この要因は、Web 制作受注と翻訳サービスの会員数が順調に拡大したほか、Web 制作工程の見直しで生産性の向上が進んだため。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＞ トピックス

◆ クラウドサービスはまだ小規模ながら順調に拡大

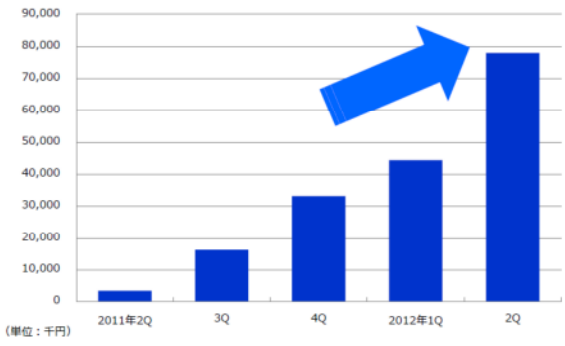
同社は第 2 四半期決算説明会において、グラフ表示ながら初めてクラウドサービスの売上高推移を公表した（図表 1）。これによると、2012 年 12 月期の実績は四半期ベースで第 1 四半期が 0.4 億円超、第 2 四半期はパフォーマンスとサービス強化で 0.8 億円弱と順調に拡大しているものの売上規模はまだ小さい。同社は現状の拡大ペースを前提に、13 年 12 月期の早い段階でクラウドサービスの単月黒字化を計画している。当センターでは追加投資が無いことを前提に、前述した会社側クラウドサービスの収益見通しは達成可能と予想している。

なお、クラウドサービスの拡大に伴い、これまで業績指標（KPI）として注目してきた「前受金残高」の先行指標性が薄れている。これは、従来型ホスティングサービスの課金形態が月額固定制の前払いい方式だったのに対し、クラウドサービスは月額従量制の後払い方式のため、クラウドサービスの拡大に伴い前受金残高は減少する。したがって、クラウドサービスの KPI は契約件数や ARPU（平均月額調金）などが有効と考えられるものの、会社側からクラウドサービスに関する指標は未だ公表されておらず、近い将来での開示が望まれる。

◆ 電子認証サービスの販売代理店数は海外を中心に順調に拡大

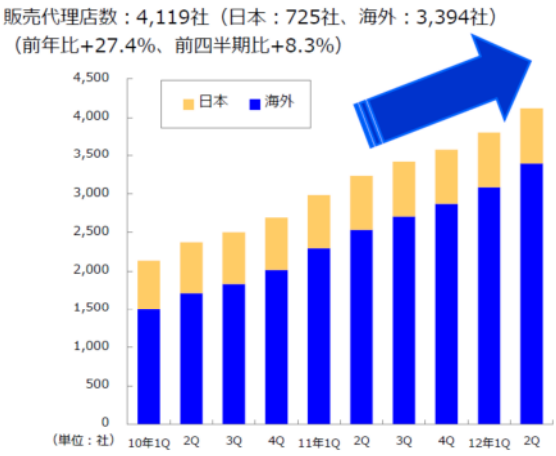
セキュリティサービス事業の業績指標（KPI）である販売代理店数は、以下のグラフ（図表 2）が示すように第 2 四半期末時点で 4,119 社（日本：725 社、海外 3,394 社）に達した。これは、積極的なグローバル展開の成果とも言え、中期的には海外部門が当該事業の成長を牽引すると予想される。

＜図表 1： クラウドサービスの売上推移＞



（出所）同社決算説明会資料

＜図表 2：販売代理店数の推移＞



（出所）同社決算説明会資料

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

投資判断

＞ 業績見通し

◆ 12 年 12 月の利益計画を増額修正

同社は 7 月 23 日に期初の 2012 年 12 月期会社計画を修正した。その内容は、売上高を 97.2 億円→95.0 億円に減額修正する一方で、営業利益は 8.6 億円→10.0 億円、経常利益は 8.5 億円→10.0 億円、当期純利益は 4.9 億円→5.8 億円にそれぞれ増額修正したものである。

まず、売上高の減額修正は、ホスティングサービス事業で計画していた大口案件の獲得を見送ったためだが、この案件は大口ゆえに利幅が薄く収益への影響はない模様。

一方、利益面の増額修正は、複数ブランド統合によるコスト削減（営業費や人件費の削減）のほか、データセンターやサーバの稼働率の見直し効果が下半期以降に現れるため。加えてクラウドサービスの売上高伸張で固定費吸収が進むことも収益改善要因として挙げられる。

コスト削減効果やクラウドの伸張による構造的な収益性変化に注目

◆ 当センターはコスト削減効果を基に中長期利益予想を増額修正

当センターでは前回レポート（2012 年 3 月発行）において、従来型ホスティングサービスの価格競争並びにクラウドサービスとのカニバリを想定していた。2012 年 12 月期第 2 四半決算はこの想定内で推移したことから、売上高については前回レポートの中長期予想を継続する。

一方、利益面ではコスト削減効果など、同社の構造的な収益性向上を基に各段階の利益予想を増額修正した。具体的には、12 年 12 月期の営業利益 7.6 億円→9.2 億円、13 年 12 月期の営業利益 8.2 億円→10.0 億円、14 年 12 月期の営業利益 9.8 億円→11.0 億円、15 年 12 月の営業利益 11.4 億円→12.4 億円にそれぞれ修正した。

＞ 株主還元

◆ 期初配当計画に対し 300 円増配を公表

同社の配当政策は業績連動を基本に、配当性向 35%以上を表明している。2012 年 12 月期は期初段階で 1,500 円配（配当性向 35.4%）を計画していたが、収益面の増額修正に伴い配当計画も第 2 四半期時点で 1,800 円配に引き上げた。11 年 12 月期との比較では減配は避けられないものの、当センターの業績予想を基にすると、中期的には更なる増配が期待される。

＞ 株価ﾊﾞﾘｭｴｰｼｮﾝ

◆ 現在の株価水準はフェアバリューの範囲内

バリュエーション比較では、事業規模が同等のさくらインターネットが挙げられる。現在の株価水準には、配当利回りでは再評価余地が残されているものの、実績 PBR や今期予想 PER では割安感に乏し

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

いと考えられる。
同業他社比較から、業界の適正 PER 水準を 8～10 倍と仮定した場合、15 年 12 月期の予想 EPS 6,464.0 円を基準にした適正株価水準は 51,712 円～64,640 円と想定される。

競合とのバリュエーション比較

	GMOクラウド	さくらインターネット
株価（円）	47,250	432
予想PER（倍）	10.0	8.3
実績PBR（倍）	1.4	1.4
予想配当利回り	3.6%	1.2%
時価総額（億円）	55.1	37.5

注）株価は9/7終値
注）GMOクラウドはアナリスト予想、さくらインターネットは会社計画

＞ 今後の株価見通し

◆ 短期的な株価上昇は期待できず、来期以降の収益動向に注目

同社は中長期的に堅調な利益成長が見込まれるものの、成長ドライバーとして期待されるクラウドサービスは緒についたばかりで、現時点でそのポテンシャリティの把握は困難であろう。今後はクラウドサービスの契約件数や売上高動向に着目しながら、成長モメンタムの変化が株価を刺激する可能性が考えられる。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本（＝隠れた強み）を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標･分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER（Price Earnings Ratio）

株価を１株当たり当期純利益で除したもので、株価が１株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR（Price Book Value）

株価を１株当たり純資産で除したもので、株価が１株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

１株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ（標準偏差）

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β（ベータ）値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばＴＯＰＩＸ)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値（β値）が１であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、１より大きければ市場指数より値動きが大きく、１より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会（Opportunity)、脅威（Threat）の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI（Key Performance Indicator）

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、（株）ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項
・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。