

豆蔵ホールディングス (3756 東証マザーズ)

発行日: 2012/8/20
調査日: 2012/8/14
調査方法: 訪問取材等

連結対象会社増加で業容拡大、半導体事業も加わる。今期増配、来期以降も安定配当継続を期待。

> 要旨

◆ 情報サービス事業の他に半導体事業が加わる

・豆蔵ホールディングスを経営管理会社として、連結子会社 8 社と非連結子会社 2 社及び関連会社 9 社で構成されている。ソフトウェア開発を中心に技術者の教育研修、転職支援サービスなど情報サービスが事業主体となっている。

・ジェイエムテクノロジーを公開買付けにより 100%子会社化、情報サービス事業の他に半導体事業が加わった。半導体製造装置の立ち上げ、保守、メンテナンス等のカスタマーサービス業務や半導体製造装置に関する部品の修理・販売が事業主体で、主要顧客は米アプライドマテリアル社。

◆ 今期業績予想を増額修正

・今 2013 年 3 月期は、アクシスソフト及びジェイエムテクノロジーが連結子会社として通年寄与、ジークホールディングスも持分法適用会社として通年寄与する。

・担当アナリストの主要事業子会社別業績予想をもとにすると、今期業績は会社計画に対し売上高・利益とも上回る可能性が高い。

> 投資判断

◆ 今期配当を増額、来期以降は安定配当へ

・来 2014 年 3 月期以降はビジネス・ソリューション事業に係わる主要子会社の成長が牽引へ。堅調な成長が期待できよう。

・配当性向など株主還元策は公表していない。最終赤字を除く過去数期の配当性向実績から、配当性向は約 10%がベースと担当アナリストは想定した。したがって今 2013 年 3 月期は会社予想 500 円に対し 700 円、2014 年 3 月期以降は 700 円の安定配当持続を予想した。

◆ 妥当株価水準は 50,800 円～65,300 円を想定

・担当アナリストの 2016 年 3 月期業績予想によれば、EPSは 7,256 円が見込まれ、現在の株価をベースにした予想PERは 5.7 倍となる。同業他社比較や同社の収益性、税率が正常化に移行しつつ時期であることから妥当PERを 7～9 倍と考えると、今後 3 年程度の妥当株価は 53,840 円～67,300 円と考えられよう。

業種: サービス業
アナリスト: 松尾 十作
+81 (0)3-6858-3216
matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2012/8/10
株価(円)	41,200
発行済株式数(株)	93,444
時価総額(百万円)	3,850
上場日	2004/11/9
上場来パフォーマンス	7.0%

	前期	今期予想
PER(倍)	8.3	5.7
PBR(倍)	1.3	1.1
配当利回り	1.2%	1.7%

	σ	β 値
リスク指標	128.4%	1.92

【主要KPI(業績指標)】

	決算期	受注高 前期比	受注残 前期末比
2008.3期		-7.0%	-3.4%
2009.3期		-7.9%	-13.0%
2010.3期		-8.7%	25.1%
2011.3期		55.4%	-4.8%
2012.3期		58.8%	164.0%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	-10.0%	-10.5%	-20.7%
対TOPIX	-5.8%	-2.2%	-9.3%

*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20120815

豆蔵ホールディングス (3756 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期
	実績	実績	会社計画	予想	予想	予想	予想
売上高	4,446	6,332	9,000	9,500	10,000	10,500	11,000
前年比	40.8%	42.4%	42.1%	50.0%	5.3%	5.0%	4.8%
営業利益	368	521	700	739	778	817	856
前年比	---	41.6%	34.2%	41.8%	5.3%	5.0%	4.8%
経常利益	382	553	850	889	928	967	1,006
前年比	---	44.7%	53.7%	60.7%	4.4%	4.2%	4.0%
当期純利益	243	425	600	622	649	677	623
前年比	---	74.4%	41.2%	46.4%	4.4%	4.2%	-7.9%
期末株主資本	2,288	2,650	—	3,143	3,732	4,349	4,912
発行済株式数(株)	30,996	31,138	93,444	93,444	93,444	93,444	93,444
EPS(円)	8,173.1	14,894.9	7,009.3	7,242.6	7,559.5	7,876.4	7,256.9
配当(円)	1,300.0	1,500.0	500.0	700.0	700.0	700.0	700.0
BPS(円)	79,772.8	91,945.8	—	36,583.2	43,442.7	50,619.0	57,175.9
ROE	11.0%	17.3%	—	21.5%	18.9%	16.7%	13.5%
株価(円)	137,700	145,800	41,200	41,200	—	—	—
PER(倍)	16.8	9.8	5.9	5.7	5.5	5.2	5.7
配当利回り	0.9%	1.0%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
PBR(倍)	1.7	1.6	—	1.1	0.9	0.8	0.7

(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。

2012年4月1日付で1株を3株に分割

担当アナリスト予想の EPS、BPS は自社株控除後

> 株価パフォーマンス

(注) 株式分割考慮後



決算サマリー

> 事業内容

豆蔵ホールディングス(旧社名:豆蔵OSホールディングス、7月1日変更、以下同社)グループは、豆蔵ホールディングスを経営管理会社として、連結子会社8社(2011年3月末比4社増)と非連結子会社2社(同1社増、1社減:連結子会社へ)、及び関連会社9社(同9社増、1社減:連結子会社へ)で構成されている。ソフトウェア開発を中心に技術者の教育研修、転職支援サービスなど情報サービス事業を営んでいる。

<新規連結対象範囲会社一覧>

(単位:百万円)	アクシソフト	ジェイエムテクノロジー	ジークホールディングス
持分割合	94.4%	100%	26.3%
売上高	744	3,076	5,655
営業利益	1	62	186
経常利益	-2	69	174
純利益	-20	27	152
事業内容	基盤業務システム向けソフトウェアの開発及び販売	ソフトウェアの受託開発及び開発に係わる人材の派遣、半導体技術サービス	製造工程における開発設計や生産・製造、物流などをそれぞれの担当会社が担う

(注)アクシソフト業績は2011年3月期
 ジェイエムテクノロジー業績は2011年2月期
 ジークホールディングス業績は2011年3月期

業容範囲に半導体事業加わる

ジェイエムテクノロジー(福証:2423)を公開買付けにより100%子会社化、情報サービス事業の他に半導体事業が加わった。事業内容は、半導体製造装置の立ち上げ、保守、メンテナンス等のカスタマーサービス業務や半導体製造装置に関する部品の修理・販売。前期第4四半期から連結決算に加わった。主要顧客は米アプライドマテリアル社。

また、アクシソフトが前期第2四半期より持分法適用会社から連結子会社となった。主力製品である「Biz-Collections」は、インターネットおよびイントラネットでの企業の“業務改善”や“生産性向上”を実現するミドルウェア。2011年3月期及び前期第1四半期は赤字だったが、子会社化以降、経営陣入れ替えにより黒字転換となったようだ。

上場目指す持分法適用会社も加わった

加えてジークホールディングスは前期第4四半期から持分法適用会社となった。2005年9月に同社がUFDホールディングスを設立したが、2006年12月にUFD社とジークホールディングス、コーワメックスの3社が合併。商法上の存続会社はUFDホールディングスだが、合併新会社名はジークホールディングスとなり連結対象外(所有割合9.5%)になった。今般株買い増しにより26.3%となった。7社

の子会社を擁し、製造業のモノ作りプロセスにおいて開発・製造・物流など専門特化した企業グループを形成している。ジークホールディングスの上場も視野にあるようだ。

こうした連結範囲の変化は、下図のようにまとめられる。

<連結対象範囲>

			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
情報サービス事業	ビジネス・ソリューション	豆蔵 BS事業部 (教育チーム除く)	○	○	○	○
		オープンストリーム	○	○	○	○
		ジェイエムテクノロジー 情報システム事業本部	/	/	/	○
		アクシスソフト	△	○	○	○
		ネクストスケープ	○	○	○	○
		フォスターネット	○	○	○	○
		JM Singapore IT Solution Pre.Ltd	/	/	/	○
		上海子会社 (漢字で表記できず)	○	○	○	○
		エンジニア・ソリューション	○	○	○	○
		教育ソリューション	○	○	○	○
半導体事業		ジェイエムテクノロジー 半導体事業部	/	/	/	○
持分法適用関連会社		ジークホールディングス 8社の連結子会社と1社の非連結子会社を擁す	/	/	/	△

(注: ○は連結対象、△は持分法適用)

(出所: 決算説明会資料に一部加筆)

> 前期実績

連結対象範囲の拡大で、アナリスト予想を上回る大幅増収益

前2012年3月期連結業績は、売上高6,332百万円(前期比42.4%増)、営業利益521百万円(同41.6%増)、経常利益553百万円(同44.7%増)、純利益425百万円(74.4%増)と下図表のように担当アナリスト予想を上回る大幅増収益だった。これは、前回レポート発行時点が①ジェイエムテクノロジーに対する公開買付けのリリースはあったものの結果前だったこと(連結寄与売上高735百万円、経常利益20百万円)。②ジークホールディングスに関連するリリース前であったこと(持分法による投資利益28百万円)、が主要因と思われる。

<前期実績概要>

(百万円)	予想			実績	前期比
	会社		アナリスト		
	2011.10.24 時点	2012.3.28 時点	2011.10.24 時点		
売上高	4,900	6,200	4,960	6,332	42.4%
営業利益	470	510	480	521	41.6%
経常利益	470	540	480	553	44.7%
利益	280	360	282	425	74.4%

(出所) 前回レポート、リリース・短信より作成

開示されている連結対象事業子会社別にみると、システム開発に関するコンサルティング業務等を行う豆蔵は 32%増収、86%経常増益。J A V Aを利用したWEBアプリケーションを行うオープンストリームは 2%減収、66%経常減益。音楽配信サイト開発に強みを持つネクストスケープは 46%増収、71%経常増益。新規に加わったジェイエムテクノロジーは 3ヶ月寄与で売上高 735 百万円、経常利益 20 百万円だった。

> 今期予想

今 2013 年 3 月期連結業績の会社予想は、売上高 9,000 百万円 (前期比 42.1%増)、営業利益 700 百万円 (同 34.2%増)、経常利益 850 百万円 (同 53.7%増)、純利益 600 百万円 (同 41.2%増)。主要事業子会社別業績予想及び報告セグメント別予想の開示はない。

担当アナリストは今期連結業績予想を下図表のように増額修正した。この背景は主要事業子会社別業績予想を下図表の通りとしたため。ジェイエムテクノロジーの今期予想業績は、2012 年 1 月 11 日に公表された 2012 年 2 月期第 3 四半期決算時の 2012 年 2 月期業績予想と同一とした。なお、2012 年 3 月期における 4 社単純合算業績は売上高で 83%、経常利益で 75%を占める。

<今期業績予想概要>

(百万円)	会社		アナリスト	
		前期比		前期比
売上高	9,000	12.0%	9,500	50.0%
営業利益	700	21.3%	739	41.7%
経常利益	850	17.3%	889	60.7%
利益	600	19.8%	622	46.4%

(出所) 短信等より作成

<主要連結事業子会社別業績推移>

(単位:百万円)		11.3期	12.3期	13.3期予
豆蔵	売上高	1,736	2,285	2,600
	経常利益	143	267	300
オープンストリーム	売上高	1,406	1,375	1,600
	経常利益	137	47	120
ネクストスケープ	売上高	591	860	1,000
	経常利益	47	81	100
ジェイエムテクノロジー	売上高		735	3,200
	経常利益		20	75
上記4社単純合算	売上高	3,735	5,257	8,400
	経常利益	329	416	595

(出所: 有価証券報告書をもとに作成、予想は担当アナリスト)

主要事業子会社 4 社で豆蔵の占める位置が大きい

> 中期見通し

来期以降はビジネス・ソリューション事業に係わる主要子会社の成長が牽引へ

連結対象範囲の変化を踏まえ、担当アナリストは、下図表のように従来の中期業績見通しを修正するとともに2016年3月期の予想を付け加えた。今期予想こそアクシスソフト及びジェイエムテクノロジーが連結子会社として通年寄与、ジークホールディングスが持分法適用会社として通年寄与するが、来期以降はビジネス・ソリューション事業に係わる主要子会社の成長、エンジニアリング・ソリューション部門の堅調な伸び、半導体事業の微増収、教育・ソリューション部門の横ばいを想定した。なお、2017年3月期から税率が正常化する見通しとなっている。

<今期以降の業績予想推移>

(百万円)		12.3期 予想・ 実績	13.3期 予想	14.3期 予想	15.3期 予想	16.3期 予想
前回 2011年10月 時点	売上高	4,960	5,160	5,330	5,500	
	営業利益	480	515	560	572	
	経常利益	480	515	560	572	
	当期純利益	282	302	329	336	
今回	売上高	6,332	9,500	10,000	10,500	11,000
	営業利益	521	739	778	817	856
	経常利益	553	889	928	967	1,006
	当期純利益	425	622	649	677	623

投資判断

> 株主還元

**今期増配、来期以降は安定
配当継続を期待**

同社は長期的利益還元を最重視して安定配当を実施してきたが、2011年3月期は特別配当300円加算の1,300円配当、前2012年3月期は特別加算500円加算の1,500円配当を実施した。配当性向など株主還元策は公表していないが、最終赤字を除く過去数期の配当性向実績をみると、前期の10.1%が最低となっている。アナリストの中長期業績予想では配当性向10%前後を維持可能と考えられることから、今2013年3月期は会社予想500円に対し700円、2014年3月期以降は700円の安定配当が続くものと予想した。

> 株価バリュエーション

同社は比較的業態の近い3社と比較して、営業利益率等の収益性や実績ROEは高い。比較に際し注意すべきは、今期予想段階では同社の税率が正常化していないこと。こうした点を評価すると、今期予想ベースのPER(5.7倍)は、中庸な位置にあると思われる。

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	豆蔵HD	ULSグループ	フューチャー アーキテクト	アイエックス・ ナレッジ
売上高	9,500	3,400	24,800	16,463
(営業利益率)	7.8 %	8.4 %	13.3 %	2.0 %
実績ROE	17.3 %	7.3 %	15.6 %	-2.3 %
予想PER	5.7 倍	15.2 倍	7.5 倍	9.6 倍
実績PBR	3.7 倍	1.1 倍	1.3 倍	0.5 倍
配当利回り	0.6 %	1.3 %	2.3 %	3.0 %
株価	41,200 円	41,000 円	30,450 円	162 円
時価総額	3,850	2,462	14,514	2,112

(注1) 同社は担当アナリスト予想、他社は会社予想

(注2) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース、売上高、営業利益率、純資産は今期予想

(注3) PER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

> 今後の株価見通し

担当アナリストの2016年3月期業績予想によれば、EPSは7,256円が見込まれ、現在の株価をベースにした予想PERは5.7倍となる。同業他社比較や同社の収益性から妥当PERを7~9倍と考え、今後3年程度の妥当株価は50,800円~65,300円と考えられよう。

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)

リターンのおぼ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なり、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ないため、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