

# 豆蔵ホールディングス (3756 東証マザーズ)

発行日: 2013/2/28  
調査日: 2013/2/15  
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。今期に加え、来期以降も増配を期待。**

## > 要旨

### ◆ 情報サービス事業の他に半導体事業が加わる

・同社グループは、経営管理会社である同社と連結子会社 8 社、持分法適用会社 1 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事業と、半導体事業を営んでいる。

・前期に子会社化した、半導体事業が主力のジェイエムテクノロジーは、売上面での貢献が大きい。他方、収益面では豆蔵の貢献が大。豆蔵はアジャイル開発が特徴であり、高収益を支えている。

### ◆ 今期業績予想を増額修正

・今 13 年 3 月期第 3 四半期連結決算は 76%増収、109%営業増益と大幅増収益だった。連結子会社の個別開示はないが、前期子会社化した会社のフル寄与、そして既存子会社も増収増益だったようだ。

・今 13 年 3 月期連結業績の会社予想は、期初予想を修正せず。当センター予想は、前回レポートの予想業績を増額修正した。第 3 四半期累計期間のセグメント情報にある事業別利益率を考慮し再計算したため。

## > 投資判断

### ◆ 今期配当を増額、来期以降は安定配当へ

・来 14 年 3 月期以降はビジネス・ソリューション部門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。会社の中期方針として M&A は継続的に続行と明言しているが、当センター予想はその部分を加味していない。

・配当性向など株主還元策の具体的な指標は公表していない。最終赤字を除く過去数期の配当性向実績をみると、前期の 10.1%が最低となっている。当センター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 13 年 3 月期は会社予想 500 円に対し 800 円(前回予想 700 円)、14 年 3 月期以降は 900 円、15 年 3 月期以降は 1,000 円の増配が続くものと予想した。

### ◆ 妥当株価水準は 108,000 円～144,000 円を想定

・当センターの 16 年 3 月期業績予想によれば EPS は 9,014 円が見込まれ、現在の株価をベースにした予想 PER は 11.5 倍となる。同業他社比較や新興市場で銘柄数の多い JASDAQ 全銘柄の予想 PER などを参考に同社の妥当 PER を 12～16 倍と考えると、今後 3 年程度の想定株価は 108,000 円～144,000 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@stock-r.org

【主要指標】	2013/2/22
株価(円)	104,100
発行済株式数(株)	94,362
時価総額(百万円)	9,823
上場日	2004/11/9
上場来パフォーマンス	18.0%

	前期	今期予想
PER(倍)	21.0	12.5
PBR(倍)	3.4	2.7
配当利回り	1.2%	0.8%
	σ	β 値
リスク指標	129.6%	2.28

【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	16.6%	55.4%	164.7%
対TOPIX	13.8%	26.0%	129.6%

\*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20130225

# 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	9,533	10,170	10,610	11,050
前年比	40.8%	42.4%	42.1%	50.6%	6.7%	4.3%	4.1%
営業利益	368	521	700	880	1,000	1,057	1,112
前年比	---	41.6%	34.2%	68.9%	13.6%	5.7%	5.3%
経常利益	382	553	850	1,030	1,150	1,207	1,262
前年比	---	44.7%	53.7%	86.3%	11.6%	5.0%	4.6%
当期純利益	243	425	600	721	805	845	783
前年比	---	74.4%	41.2%	69.6%	11.6%	5.0%	-7.4%
期末株主資本	2,311	2,650	—	3,327	4,062	4,829	5,525
発行済株式数(株)	30,996	31,138	94,362	94,362	94,362	94,362	94,362
EPS(円)	8,173.1	14,894.9	7,009.3	8,303.7	9,268.2	9,729.8	9,014.1
配当(円)	1,300.0	1,500.0	500.0	800.0	900.0	1,000.0	1,000.0
BPS(円)	79,772.8	91,945.8	—	38,318.1	46,786.3	55,616.2	63,630.3
ROE	11.0%	17.3%	—	24.1%	21.8%	19.0%	15.1%
株価(円)	137,700	145,800	104,100	104,100	—	—	—
PER(倍)	16.8	9.8	14.9	12.5	11.2	10.7	11.5
配当利回り	0.9%	1.0%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
PBR(倍)	1.7	1.6	—	2.7	2.2	1.9	1.6

(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

当センター予想の EPS、BPS は自社株控除後

## > 株価パフォーマンス

### 株式分割修正後、円



決算サマリー

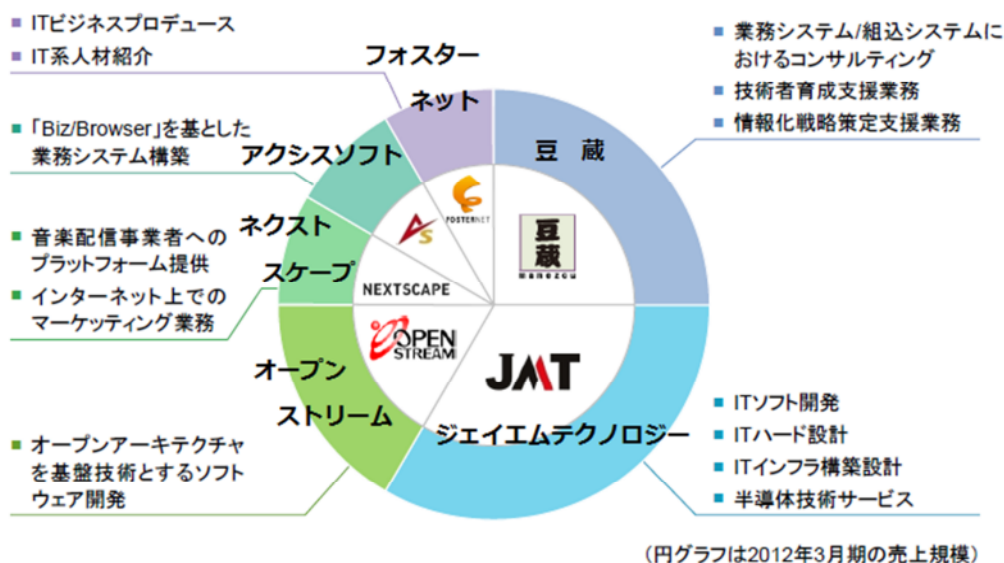
> 事業内容

◆アジャイル開発で高収益

豆蔵ホールディングス（旧社名：豆蔵OSホールディングス、2012年7月1日商号変更、以下同社）グループは、経営管理会社である同社と連結子会社8社、持分法適用会社1社で構成されている。事業セグメントは、ソフトウェア開発を中核に技術者の人材サービスなども提供する情報サービス事業と、M&Aで傘下に収めた半導体事業から成る。

同社グループ内における主要子会社の売上高規模は下図表で示される。半導体事業を担うジェイエムテクノロジーが、グループ売上高の25%以上を占め、次いで情報サービス事業の豆蔵やオープンストリーム、ネクストスケープなどが続く。

<連結子会社の売上高構成イメージ>



(出所) 会社説明会資料を一部加筆

一方、経常利益ベースでは、今期予想も含めて株式会社豆蔵の貢献が最大（前期売上高経常利益率 11.7%）となっている。豆蔵はグループ内で業務システム/組込システムにおけるコンサルティングや、技術者育成支援業務などを担い、迅速かつ軽量のソフト開発手法のアジャイル開発に特徴がある。これは比較的新しい開発手法で、英米では既に主流となっているものの、普及が遅れている日本ではようやく認知されはじめた。

従来からあるシステム開発はウォーターフォール型と呼ばれるもので、プロジェクトの初期段階で全ての要件を固めるため、要件が決まれば開発ベンダーに完全に任せることが可能となる。現実には開発過程で案件が追加・修正されることが多く、開発期間が当初の予定から遅延、加えて遅延による開発費の追加などが発生しやすい。

対してアジャイル開発は、初期段階に要件を全て決める必要がない。必要なものから順番に開発し、ユーザー要望の変化にも対応できるもの。ユーザーのそば（現実に同社開発要員はユーザー先で作業）で顧客の要望を聞きながら、開発の成功度をあげるためにユーザーと共に開発、システム稼働後はユーザー自身が理解して保守・運用・管理することが容易となる。反面、分業がしにくく、新しい開発手法であるがゆえに技術者育成に時間を要する。つまり技術者が退職した場合、速やかな欠員補充がしにくい。

> 決算概要

◆大幅増収益

今 2013 年 3 月期第 3 四半期連結決算は、売上高 6,914 百万円（前年同期比 76.0%増）、営業利益 633 百万円（同 108.8%増）、経常利益 741 百万円（同 147.4%増）、四半期純利益 502 百万円（同 137.6%増）。セグメント別売上高では、情報サービス事業が 6,156 百万円（同 56.7%増）と大幅増収。既存事業の拡大に加え、新規連結のアクシスソフトなどが寄与した。前第 4 四半期会計期間から連結対象（ジェイエムテクノロジー）となった半導体事業は 757 百万円だった。

<連結対象範囲>

			12.3期				13.3期				
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
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	豆蔵 ES事業部	○	○	○	○	○	○	○	○
			豆蔵 BS事業部 教育チーム	○	○	○	○	○	○	○	○
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:決算説明会資料に加筆)

情報サービス事業には、①ビジネス・ソリューション、②エンジニアリング・ソリューション、③教育ソリューションが含まれる。

①は売上高 5,534 百万円 (前年同期比 63.9%増)。大手事業法人向けの基幹システム再構築案件が引き続き堅調で、大型の新規案件も数件手がけ、音楽配信サービスを手がける事業者向けコンサルティングなども好調模様。

②は売上高 445 百万円 (同 8.6%増) 精密機械向けのコンサルティングが堅調で、組込みソフトのテストコンサルティングあるいはテストについては好調に転じつつあるようだ。

③は売上高 176 百万円 (同 26.3%増) で営業努力が反映された。

半導体事業は、日本の半導体メーカーの不振から厳しい環境にあり、広島事業所を閉鎖する一方で、スマートフォン等向けの半導体製造工場にエンジニアを集中させるなどの経営努力を行っている。

> 業績見通し

◆今期業績の会社予想

今 2013 年 3 月期連結業績の会社予想は期初予想を修正せず、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)。会社予想から逆算する第 4 四半期会計期間売上高は 2,085 百万円(前年比 13.3%減)、営業利益 66 百万円 (同 69.7%減) と減収大幅減益予想となっている。

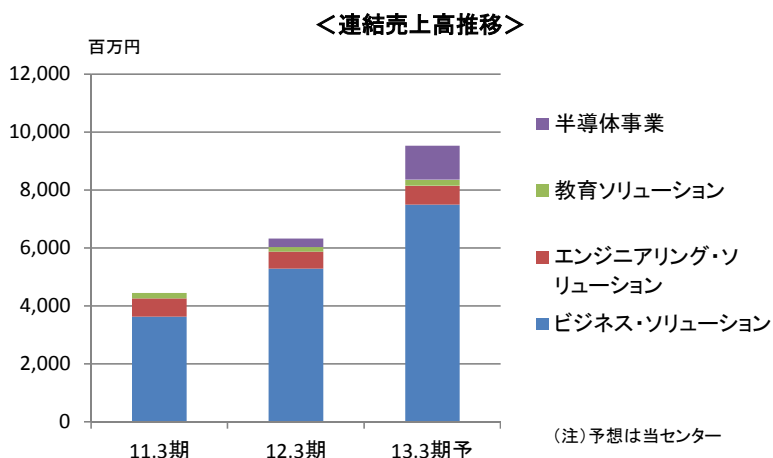
◆今期業績の当センター予想

今 2013 年 3 月期連結業績の当センター予想は、売上高 9,533 百万円 (前期比 50.6%増)、営業利益 880 百万円 (同 68.9%増)、経常利益 1,030 百万円 (同 86.3%増)、純利益 721 百万円 (同 69.6%増) で、前回レポートの予想業績を再増額修正した。連結子会社別業績は開示されていないが、第 3 四半期累計期間のセグメント情報にある事業別利益率を考慮し再計算したため。

<今期連結業績予想概要>

(百万円)	会社		当センター			
			2012.8.20時点		今回	
		前期比		前期比		前期比
売上高	9,000	42.1%	9,500	50.0%	9,533	50.6%
営業利益	700	34.2%	739	41.7%	880	68.9%
経常利益	850	53.7%	889	60.7%	1,030	86.3%
利益	600	41.2%	622	46.4%	721	69.6%

(出所) 短信等より作成



**◆来期以降の当センター予想**

下図表のように当センターでは従来の中期業績見通しを修正した。この背景は、①今期連結業績の当センター予想を増額修正したこと、②半導体事業の見通しを慎重にみたこと、による。会社の中期方針としてM&Aは継続的に続行と明言しているが、当センター予想はその部分を加味していない。また、アジャイル開発の説明で触れたが、同社連結子会社で最大の利益貢献している豆蔵では、人材流出による業績の方向性が変わる可能性を指摘しておきたい。なお2016年3月期から税率が正常化する見通しとなっている。

**業績予想**

(百万円)

	2012/3期 実績	13/3期E		14/3期E		15/3期E		16/3期E	
		旧	新	旧	新	旧	新	旧	新
売上高	6,332	9,500	9,533	10,000	10,170	10,500	10,610	11,000	11,050
前期比	42.4%	50.0%	50.6%	5.3%	6.7%	5.0%	4.3%	4.8%	4.1%
営業利益	521	739	880	778	1,000	817	1,057	856	1,112
前期比	41.6%	41.8%	68.9%	5.3%	13.6%	5.0%	5.7%	4.8%	5.3%
経常利益	553	889	1,030	928	1,150	967	1,207	1,006	1,262
前期比	44.7%	60.7%	86.3%	4.4%	11.6%	4.2%	5.0%	4.0%	4.6%
当期純利益	425	622	721	649	805	677	845	623	783
前期比	74.4%	46.4%	69.6%	4.4%	11.6%	4.2%	5.0%	-7.9%	-7.4%

出所) 決算短信より、予想は当センター

投資判断

> 株主還元

今・来期とも増配を期待

◆増配を期待

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12年3月期は特別配当500円加算の1,500円配当を実施した。配当性向など具体的な指標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。

当センター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13年3月期は会社予想500円に対し800円(前回予想700円)、14年3月期以降は900円、15年3月期以降は1,000円の増配が続くものと予想した。

> 株価バリュエーション

◆短期的にはフェアバリュエーションに近い

同社は、比較的業態の近い3社と比較して資本効率性の実績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(12.5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	9,533	4,000	25,700	15,421
(営業利益率)	9.2 %	12.5 %	12.5 %	1.0 %
実績ROE	17.3 %	7.3 %	10.1 %	-2.3 %
予想PER	12.5 倍	31.2 倍	9.4 倍	19.8 倍
実績PBR	3.4 倍	2.9 倍	1.5 倍	0.5 倍
配当利回り	0.8 %	0.6 %	4.0 %	3.0 %
株価	104,100 円	122,000 円	37,700 円	165 円
時価総額	9,728	7,333	17,969	2,151

(注1) 同社は当センター予想、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

◆想定株価は108,000円~144,000円

当センターの2016年3月期連結業績予想によればEPSは9,014円が見込まれ、現在の株価をベースにした予想PERは11.5倍となる。同業他社比較や新興市場で銘柄数の多いJASDAQ全銘柄の予想PERなどを参考に同社の妥当PERを12~16倍と考え、今後3年程度の想定株価は108,000円~144,000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

### ■ $\sigma$ (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

### ■ $\beta$ (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( $\beta$ 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