

# ホリスティック企業レポート

## 豆蔵ホールディングス

### 3756 東証一部

アップデート・レポート  
2014年1月31日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20140128

# 豆蔵ホールディングス(3756 東証一部)

発行日:2014/1/31

## 半導体事業と情報サービス事業を行う企業グループ 東証一部に市場変更となり、M&A による成長の加速化を宣言

### > 要旨

アナリスト:松尾 十作  
+81 (0)3-6858-3216  
matsuo@stock-r.org

#### ◆ 情報サービス事業と半導体事業を展開

・豆蔵ホールディングス(以下、同社)グループは、ソフトウェア開発を中核に技術者の人材派遣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っている。なお、13 年 10 月にマザーズ市場から東証一部へ市場変更となった。

#### 【主要指標】

	2013/1/24
株価(円)	468
発行済株式数(株)	18,939,000
時価総額(百万円)	8,863

#### ◆ 14 年 3 月期上期は同社予想上回る

・14/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、2.6%増収、22.4%営業増益、17.4%経常減益であった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高で 101.9%、営業利益で 135.9%、経常利益で 123.7%であった。  
・高付加価値サービスの提供など収益構造改善の取組みが進展したことに加え日本の半導体メーカーの業績が回復したことを受け、半導体事業が好調だったことが、予想を上回った要因である。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	13.6	15.2	14.5
PBR(倍)	2.5	2.1	2.1
配当利回り(%)	1.1	1.1	1.1

#### ◆ 14 年 3 月期は同社予想を据え置き

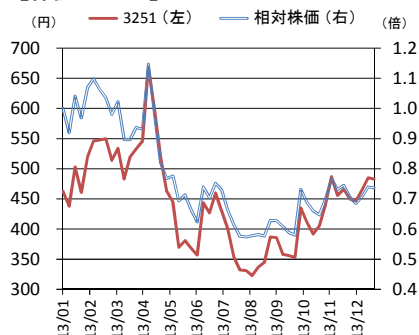
・14/3 期について同社は、不確定要因があるとして期初予想を据え置き、売上高 10,000 百万円(前期比 6.3%増)、営業利益 900 百万円(同 5.7%増)、経常利益 920 百万円(同 1.0%減)、純利益 530 百万円(同 10.7%減)を見込んでいる。

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.2	8.4	4.5
対TOPIX(%)	3.2	2.3	-22.3

・当センターの予想も、同社予想と同じ水準を見込んでいる。従来予想(13 年 2 月発行)との相違点は、売上高では情報サービス事業の見込みをやや減額修正した。情報サービス事業のビジネス・ソリューション部門の売上高見通しを減額修正したためである。半導体事業売上高では経営環境の好転により増額修正した。

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/1/25

#### ◆ 投資に際しての留意点

・同社は、12 年 1 月を最後に東証一部への市場変更への取り組みを優先するために M&A を控えてきた。今後は積極姿勢に転じると宣言していることから、M&A により業績見通しが大きく変動する可能性がある点に留意すべきだろう。

#### 【3756 豆蔵ホールディングス 業種:情報・通信業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
2011/3	4,446	40.8	368	—	382	—	243	—	13.6	133.0	2.2	
2012/3	6,332	42.4	521	41.6	553	44.7	425	74.4	24.8	153.2	2.5	
2013/3	9,411	48.6	851	63.3	928	68.0	593	39.6	34.4	186.0	5.0	
2014/3	CE	10,000	6.3	900	5.7	920	-1.0	530	-10.7	30.4	—	5.0
2014/3	E	10,000	6.3	900	5.7	920	-1.0	530	-10.7	30.4	217.7	5.0
2015/3	E	10,450	4.5	944	4.8	974	5.8	560	5.6	32.1	224.8	5.0
2016/3	E	10,900	4.3	987	4.6	1,017	4.5	585	4.5	33.6	250.7	5.5

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

#### アップデート・レポート

2/9

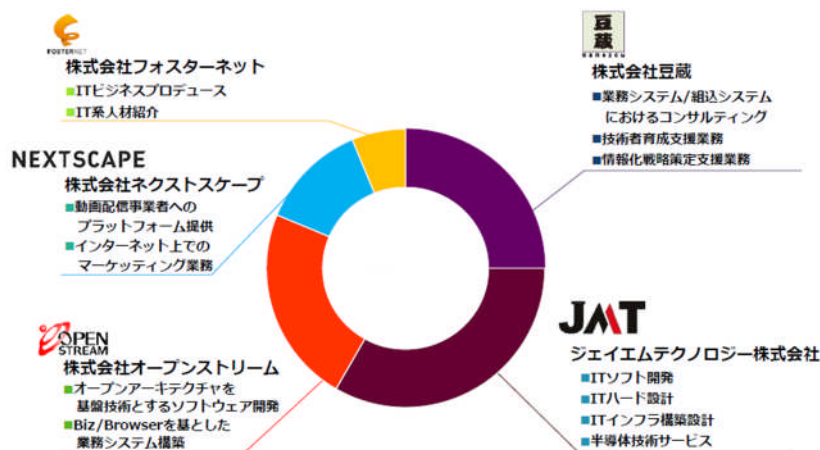
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

> 事業内容

◆ 半導体事業と情報サービス事業を行う企業グループ

豆蔵ホールディングス(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6社、非連結子会社3社、関連会社9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派遣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っている。なお、13年10月にマザーズ市場から東証一部へ市場変更となった。

【図表1】グループ会社の売上高規模イメージ



(注) 円グラフの構成比は、13/3期の売上高イメージ  
(出所) 豆蔵ホールディングス決算説明会資料

【図表2】グループ会社概要

会社名	業務内容	特色	規模	主な顧客
株式会社豆蔵	☆情報化戦略策定支援業務 ☆業務システム及び組込みシステムのコンサルティング ☆技術者育成	システム開発を効率良くするためのコンサルティングや製造業の研究開発部門向けに組込みソフトを開発している。	13/3期 売上高2,194百万円 経常利益200百万円	オリンパス デンソーアティエーラホトリ
株式会社オープンストリーム	☆ショッピングサイトなどインターネットプラットフォーム開発 ☆モバイルソリューション	JAVAを利用したWebアプリケーションを開発している。	13/3期 売上高1,955百万円 経常利益192百万円	ぐるなび サイバーエージェント ソフトバンクモバイル
株式会社ネクストスケープ	☆音楽配信サイトなどインターネットプラットフォーム開発 ☆データベースシステム開発	マイクロソフトのデジタル著作権管理技術「プレイレディー」利用の開発に強みがある。	13/3期 売上高1,147百万円 経常利益233百万円	タワーレコード NTTコミュニケーションズ*
株式会社フォースターネット	☆IT系転職支援サービス	10,000名を超えるエンジニアが登録している。	開示なし	
アクシソフト株式会社	☆モバイル開発、WEBシステム開発 ☆クラウド環境を利用した製品開発	「Biz/Browser」を基とした業務システムを構築している。	開示なし	第一生命保険 日本通運 イトーキ
ジェイエムテクノロジー株式会社	☆半導体技術サービス ☆ITソフト開発、ITハード設計等	米国アブライドマテリアルズ社製半導体製造装置の立ち上げ、トラブル対応、保守、メンテナンス等を行っている。	13/3期(変13カ月) 売上高2,843百万円 経常利益89百万円	アブライドマテリアルズジャパン 伊藤忠テクノソリューションズ*
株式会社ジークホールディングス	☆ジークグループの持株会社(以下子会社の業務内容) ☆CAD/CAM運用及び技術支援 ☆自動車部品の機器設計等 ☆サプライチェーンシステムの設計等	多数のグループ子会社を擁し、製造業のモノ作りプロセスにおけるソリューションを提供。シンガポール証券取引所に上場している。	開示なし (持分法適用会社、 出資比率27%)	

(注) 13年7月にオープンストリームがアクシソフトを吸収合併  
(出所) 有価証券報告書及び豆蔵ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

情報サービス事業は、ビジネス・ソリューション部門、エンジニアリング・ソリューション部門、教育ソリューション部門で構成されている。ビジネス・ソリューション部門は、ソフトウェアの設計及び開発を手がけ、エンジニアリング・ソリューション部門は、コピー機や自動車など工業製品に組み込まれるソフトウェア開発をしており、教育ソリューション部門は、エンジニアに対してソフトウェア開発を構成する方法論及び技術等を教えている。

## ▶ 決算概要

### ◆ 14年3月期上期は会社予想を上回る

14/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は 2.6%増収、22.4%営業増益、17.4%経常減益だった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高で 101.9%、営業利益で 135.9%、経常利益で 123.7%であった。ビジネス・ソリューション部門において、高付加価値サービスの提供など収益構造改善の取組みが進展したことに加え日本の半導体メーカーが回復傾向となったことを受け、半導体事業売上高が 17.1%増収となったことから、売上高及び営業利益が予算を上回った。なお、受注高及び受注残高は公表していない。

経常利益の達成率が営業利益の達成率を下回ったのは、持分法投資損失が当初見込みを上回ったためである。持分法適用会社であるジークホールディングスは 13 年 9 月にシンガポール証券取引所のカタリスト (新興企業向け市場) に上場し、上場関連費用を 1.5 億円計上したが、上場関連費用が当初見込みを上回り、本業部分の利益が当初見込みを下回ったためである。

【図表 3】14/3 期上期決算概要

百万円	同社期初予想	実績	達成率
売上高	4,500	4,585	101.9%
前年同期比	0.7%	2.6%	
営業利益	320	435	135.9%
前年同期比	-10.0%	22.4%	
経常利益	300	371	123.7%
前年同期比	-33.3%	-17.4%	
純利益	160	189	118.1%
前年同期比	-50.3%	-41.2%	

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

情報サービス事業は、売上高 4,012 百万円 (前年同期比 0.8%増)、セグメント利益 742 百万円 (同 13.8%増) であった。ビジネス・ソリューション部門は大手事業法人向け基幹システムの再構築案件が引き続き堅調のほか、デジタルコンテンツの暗号化など映像配信関連案件が好調で、売上高は 3,591 百万円 (同 0.6%増) だった。エンジニアリング・ソリューション部門は、ナビゲーションシステムなどの自動

車関連向け技術支援が好調であったことや、スマートフォン向け画像配信の案件なども堅調だったことから、売上高は304百万円(同11.3%増)となった。教育ソリューション部門は、第2四半期末にかけ尻上りに需要が回復し、売上高116百万円(同15.2%減)となった。

半導体事業は、スマートフォン、タブレットへの需要を背景に半導体メーカーの経営環境が好転したことに加え、スマートフォンやタブレットなどの半導体を製造する最新工場にエンジニアを集中的に配置したことが奏功し、売上高は573百万円(前年同期比17.1%増)、セグメント利益55百万円(同47.9%増)となった。

【図表4】上期事業別概要

	事業別	13/3期	14/3期	前年同期比
売上高 (千円)	情報サービス事業	3,979,611	4,012,919	0.8%
	ビジネス・ソリューション	3,568,711	3,591,900	0.6%
	エンジニアリング・ソリューション	273,461	304,467	11.3%
	教育ソリューション	137,438	116,550	-15.2%
	半導体事業	489,464	573,015	17.1%
セグメント利益率	情報サービス事業	16.4%	18.5%	—
	半導体事業	7.6%	9.6%	—

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 業績見通し

### ◆ 14年3月期の同社予想

14/3期について同社は、上期の利益は同社予想を上回って推移したものの不確定要因があるとして期初予想を据え置き、売上高10,000百万円(前期比6.3%増)、営業利益900百万円(同5.7%増)、経常利益920百万円(同1.0%減)、純利益530百万円(同10.7%減)を見込んでいる。純利益が前期比減益見込みであるのは、グループ会社のなかで繰越損失を抱える会社が減少し、税額が増加する見通しのためである。事業別の売上高及びセグメント利益予想は開示していない。

不確定要因とは、ビジネス・ソリューション部門において3月単月の売上高計上が多い見通しだが、上期末での受注残は約3カ月程度であり、外部環境の変化も含めて上期決算発表時点(11月初旬)では3月の売上高を見通すうえで不透明部分があるためである。

### ◆ 14年3月期の証券リサーチセンター予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)の予想も、同社予想と同じ水準を見込んでいる。売上高10,000百万円(前期比6.3%増、従来予想10,170百万円)、営業利益900百万円(同5.7%増、同1,000百万円)、経常利益920百万円(同1.0%減、同1,150百万円)、純利益530百万円(同10.7%減、同805百万円)を予想する。事業別売上高だが、情報サービス事業は売上高8,700百万円(前期比4.5%増、従来予想

8,990 百万円)、半導体事業は売上高 1,300 百万円 (同 19.5%増収、同 1,180 百万円) を予想する。

情報サービス事業のビジネス・ソリューション部門では、上期に手掛けた案件の継続及び新規案件の売上高計上で堅調に推移すると見込み、エンジニアリング・ソリューション部門は、車載カメラにおける画像解析の研究や医療機器関連の画像改良コンサルタント等で上期の好調が続く見込みである。教育ソリューション部門は、第2四半期以降復調傾向なもの第1四半期の低迷が影響し微減収を予想する。

証券リサーチセンターの従来予想 (13年2月時点) では14/3期業績について売上高 10,170 百万円、営業利益 1,000 百万円、経常利益 1,150 百万円と見ていたが、この見直しから下方修正した。

従来予想との相違点だが、売上高では情報サービス事業のビジネス・ソリューション部門の売上高を 8,100 百万円から 7,800 百万円へと減額した。大手事業法人向け基幹システム構築案件の需要を低く見積もったためである。半導体事業売上高は経営環境の好転により 1,180 百万円から 1,300 百万円へと増額修正した。営業及び経常利益では、売上高予想の下方修正による利益減額とジークホールディングスの上場を想定していなかったためである。純利益は、グループ会社のなかでの繰越損失額が減少し、14/3期予想において税率がほぼ正常化する見直しに修正したためである。配当予想は従来予想 4.5 円を 5 円に修正した。純利益の見直しを修正したためである。

## ▶ 中期見直し

### ◆ 同社の中期戦略

同社は具体的な中期経営計画を公表していないが、全体戦略として、以下の5つを掲げている。

1. M&A による成長の加速化  
M&A により売上高成長において年率 40% を目標としている
2. 案件の増加に対応するための人材採用の加速化
3. セキュリティ人材の育成  
インターネットやシステム、工業製品に組み込まれているソフトウェアに関連するセキュリティに従事している人員は国内で 26 万人いるものの、16 万人は知識不足と当社では判断しており、ビジネスチャンスがあると考えている
4. CI (Corporate Identity) の明確化
5. 中国ビジネスの拡大  
日本企業からの受注に加え、現地企業からの受注獲得にも取り組む

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見直し

当センターの中期見直しは、前回 (13年2月) 予想を見直した。相違点は、14/3期予想を修正した点と同様であるが、15/3期及び16/3

期売上高予想において、情報サービス事業のビジネス・ソリューション部門の伸長率をやや控えめにみたこと、エンジニアリング・ソリューション部門において画像解析関連需要の取り込みが進む見通しから成長をやや高めに想定し、半導体事業では業界環境の好転から横ばい見通しを堅調な推移へと見直した点にある。

利益では、ジークホールディングスの貢献を慎重に見直したことと、16/3 期から税率が正常化すると考えていたが、これを 15/3 期に正常化するとした点にある。配当は、16/3 期予想の年 5 円配を年 5.5 円配に修正した。純利益の見通しを修正したためである。

【図表 5】 中期業績予想

		百万円			
		13/3期 予想/実績	14/3期 予想	15/3期 予想	16/3期 予想
前回 13年2月 時点	売上高	9,533	10,170	10,810	11,050
	情報サービス事業	8,353	8,990	9,430	9,870
	(ビジネス・ソリューション部門)	7,500	8,100	8,500	8,900
	(エンジニアリング・ソリューション部門)	650	680	710	740
	(教育ソリューション部門)	203	210	220	230
	半導体事業	1,180	1,180	1,180	1,180
	営業利益	880	1,000	1,057	1,112
	経常利益	1,030	1,150	1,207	1,262
今回	売上高	9,411	10,000	10,450	10,900
	情報サービス事業	8,323	8,700	9,050	9,400
	(ビジネス・ソリューション部門)	7,500	7,800	8,100	8,400
	(エンジニアリング・ソリューション部門)	615	700	740	780
	(教育ソリューション部門)	206	200	210	220
	半導体事業	1,087	1,300	1,400	1,500
	営業利益	851	900	944	987
	経常利益	928	920	974	1,017
	純利益	593	530	560	585

(出所) 証券リサーチセンター作成

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 配当予想を修正

同社は、積極的な事業展開に備えるため、内部留保を充実しながら、株主への長期的な利益還元を重視して安定配当を実施してきた。ただし、配当性向など具体的な指標は公表していない。当センターの配当予想は、従来予想である 14/3 期年 4.5 円配、15/3 期年 5 円配、16/3 期 5 円配であったが、業績予想の下方修正と 14/3 期の同社予想の配当性向を考慮し、14/3 期年 5 円配、15/3 期年 5 円配、16/3 期年 5.5 円配の予想に修正した。

### ◆ M&A による業績見通しの変化に留意

同社は、13 年 10 月にマザーズ市場から東証一部に市場変更となったが、市場変更に専念するために 12 年 1 月を最後に M&A は控えてきた。今後は積極姿勢に転じると宣言していることから、M&A を実施した場合、業績見通しが大きく変動する可能性がある点に留意すべきであろう。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

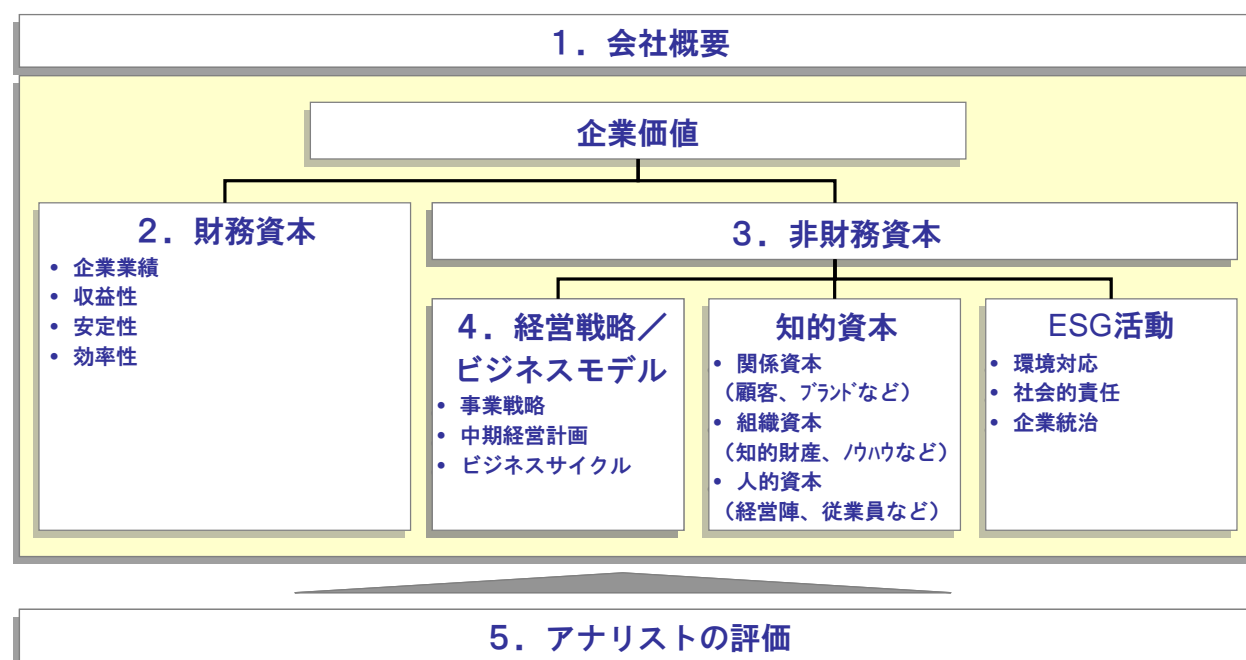
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。





## 指標・分析用語の説明

### ■ 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 Ratio)

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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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、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。

## アップデート・レポート

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ない、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。