上市公司深度调研报告

思达典雅

3393　东证一部

跟踪调研报告
2014年9月5日 发行

一般社团法人 证券调查中心

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved. 本报告的版权归一般社团法人 证券调查中心所有。
禁止任何形式的翻版、复制、引用或转载使用。

思达典雅　（3393　东证一部）

发行日：2014/9/5

面向中坚・中小企业提供信息通信设备的一站式服务

分析员：高坂 茂树
+81(0)3-6858-3216
有关本研究报告的问询请联系：
kousaka@holistic-r.org

＞｜概要

◆事业内容

・思达典雅（以下简称该公司）主要面向中坚和中小企业提供包括通信接续服务，办公和网络设备，互联网应用软件销售，并提供与信息通信相关的一站式解决方案。
・该公司的基本战略是针对固定客户提供交叉销售提高收益，同时着力发展维护和租赁等存量型商业服务。并积极通过业务合作和自行研发扩大产品品种，并在国内外不断扩大销售网点，扩充人才数量。

◆决算动向

・在2013年度中，该公司的营业收入和营业利润分别同比上年增长23.0%和26.5%，2011年度以来每年创业绩新高。电子书制作软件和多功能复印机以及网络设备的销售状况良好，主要3个事业板块都实现双位数以上增长。
・2014年第一季度决算显示，该公司营业收入同比增长10.6%，完全消化了由于招收大量新员工（同比2013年度末，员工人数增加17.8%）带来的人工成本上涨，营业利润达到6百万日元（上年度同期为15百万日元亏损）。

◆2014年度业绩预测

・该公司预测2014年度营业收入和营业利润将分别增加13.2%和1.3%。之所以营业利润率会有所下降是因为该公司展开了一些先期投资，旨在加强服务器租赁服务的安全性并积极加快海外市场开拓。
・为了加强服务器租赁服务中的安全性，该公司将投入较大的先期投资费用（和上年度相比增加了1.2亿日元），但我们认为该公司存量型业务的发展以及通过加强销售和产品开发而获得的营业收入增长足以抵消这部分先期投资费用，我们对该公司的利润预测保持和上市公司预测同等水平。

◆投资注意点

・该公司日前决定从2014年度开始实施半年度派息，并将之前相当于合并EPS10%的年度分红派息比例提高到15%。
・鉴于该公司加强网络安全的先期投资将在2015年度告一段落，之后预计该公司将重振之前的成长力，我们认为该公司目前的估值水准不算太高。

【主要指标】

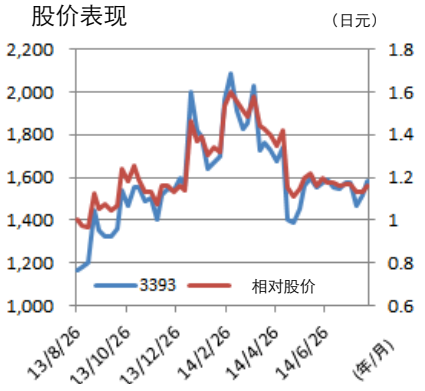
	2014/8/29
股价(日元)	1,695
发行总股数(千股)	5,120
市值(百万日元)	8,678

	上年度实际	本年度预测	下年度预测
PER(倍)	19.8	19.5	14.3
PBR(倍)	2.5	2.2	2.0
股息率（%）	0.9	0.8	1.0

【股价表现】

	最近1个月	最近3个月	最近12个月
收益率（%）	7.3	16.3	45.4
相比TOPIX(%)	8.3	9.4	25.8

股价表现



注释：相对股价是和TOPIX对比，以2013年8月30日为基准

【3393 思达典雅　行业：批发】

决算年度	营业收入	同比上年度增长	营业利润	同比上年度增长	经常利润	同比上年度增长	净利润	同比上年度增长	EPS	BPS	每股派息
	（百万日元）	（%）	（百万日元）	（%）	（百万日元）	（%）	（百万日元）	（%）	（日元）	（日元）	（日元）
2012/3期	5,084	27.1	459	68.0	475	71.1	278	115.2	56.2	534.9	5.62
2013/3期	6,640	30.6	656	42.9	655	37.8	391	40.4	78.6	605.7	7.86
2014/3期	8,167	23.0	829	26.5	856	30.6	432	10.5	85.5	689.7	15
2015/3期 CE	9,248	13.2	840	1.3	866	1.2	433	0.2	85.5	-	12.83
2015/3期 E	9,600	17.5	850	2.5	880	2.8	440	1.9	86.9	761.7	13.03
2016/3期 E	11,000	14.6	1,100	29.4	1,200	36.4	600	36.4	118.5	867.1	17.77
2017/3期 E	12,500	13.6	1,300	18.2	1,450	20.8	720	20.0	142.2	991.5	21.33

（注释）CE：上市公司预测 E：证券调查中心预测

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

＞业务内容

向中坚・中小企业提供ICT相关设备及服务的一站式服务，擅长交叉销售

（注1）「ActiBook」是一种即使是没有专业知识的用户也能将文字或图像文件轻松转化成电子书文档的软件。只要进行一次操作，内容就能对应PC和智能终端等多种电子书阅读终端，带有书签，检索等丰富多彩功能也是该软件的一大特点。
06年8月推出上市后，目前超过2300家（截至14年7月）企业已经使用该软件，其中出版印刷业企业达到1000家以上，同时也有不少制造业和商社的企业用户。

（注2）负责ActiBook开发，销售和维护的思达典雅研究所是09年从该公司分拆出来的全资子公司。截至14年6月底拥有员工149名（该公司合并员工人数为550人）。

（注3）在客户的办公场所安装路由器和UTM（Unified Threat Management：防止病毒，防止违法侵入，互联网内容筛选等多种网络安全功能的综合管理设备），并实施安全防范措施。在此基础上，顾客的网络一旦发生故障，该公司提供电话或远程支持服务，如果需要可以赶赴顾客现场提供维护服务。
维护服务的价格无论服务次数多少每月都是3000日元。
该服务从12年9月开始提供。

◆一站式解决中坚・中小企业的ICT相关需求

思达典雅株式会社（以下称该公司）主要是向那些无法在公司内部设立信息・通讯系统专业部门的中坚・中小企业（员工人数大多在300名以下）提供和信息通讯技术（ICT：Information & Communication Technology）相关的设备装置和服务。

该公司的商业模式不是单纯地销售单一产品，而是通过提供售后维护服务努力向既有客服展开交叉销售，和用户建立长久的顾客关系。同时该公司将向客户提供的设备和服务的ICT费用都集约在一张付款通知书上，既提高了客户财务业务的效率也节省了客户的付款费。该公司的主营业务主要有以下3个板块。

1）互联网解决方案相关业务（以下简称Web业务）：
开发电子书制作软件「ActiBook 注1」并通过使用该应用软件达到公司内部文件无纸化，提供市场营销解决方案，代企业制作互联网页。该业务主要通过全资子公司思达典雅研究所 注2 展开。

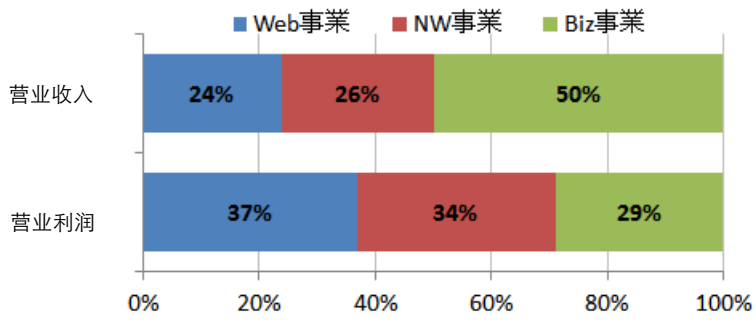
2）网络解决方案相关业务（以下简称NW业务）：
代客选择办公通讯环境，提供网络系统（NW）设备和构筑，导入路由器和防火墙，提供服务器以及云端存储的租赁和系统整合服务。在提供NW设备销售的同时，该公司还提供包括其他公司设置的电脑在内的IT设备定额综合维护服务「NetResQ 注3」。

3）商业解决方案相关业务（以下简称Biz业务）：
提供集团电话、多功能复印机（以下简称MFP）等办公设备的销售、租赁和维护服务。代理销售软银电信提供的固定电话通信服务「划算热线」。

◆重点发展能从客户端获得持续收入的存量型业务

该公司的销售方式主要有两种
1）通过租赁公司一次性计入营业收入的方法（卖断型业务）
2）收取设备租赁使用费，SaaS(Software as a Service软件即服务）的软件使用费，并每月收取维护费用（存量型业务 注4）。
2009年起，该公司对后者比较重视。

图表1　2013年度各业务板块的构成



注释：营业利润为除去公司费用前的占比
数据来源：本公司根据上市公司决算速报数据作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

存量型商业模式在推行初期营销费用先行，大多在客户签约接受服务几年后看到营业效果（解约率较低，大致为5%）。客户的利处（达到了费用平准化，有效防止由于技术进步而产生的资产陈旧化风险，同时也减少了对资产维护的投入）和该公司稳定利润增长的目的达成一致。2013年度中，该公司的存量型业务的营业收入达到2,594百万日元，同比上年度增长15.8%，占到公司整体营业收入的31.8% 注5。

（注4）各个业务板块的存量型业务中有以下多种产品。
＜Web业务＞
・ActiBook的维护服务（版本更新）和云型服务的使用。
・COCOAR（稍后论述）
＜NW业务＞
・服务器租赁服务
・NW设备的租赁
・NetResQ
＜Biz业务＞
・计数复印
・MFP的租赁
・集团电话的租赁
・廉价电话线路的续约

（注5）在实施截至2013年度的3年中期计划前的2010年度，该公司的存量型业务的营业收入为1148百万日元，占整体营业收入的28.7%，07年度该比例只有9.5%。在上一个中期计划中存量型业务的营业收入以每年31.2%的速度增长，由于其间卖断型产品销售增长也很顺利，使得存量型业务的占比仅限于小幅上升。

◆ 特点2:目标客户为全国的中小企业

该公司服务的目标客户是员工人数不到300人的企业，目前在日本全国有542万多家，其中位于关东大都市圈的大约有138万家，近畿大都市圈有大约80万家，中京大都市圈有大约39万家，北九州福冈大都市圈有大约22万家（总务省 「2012年经济调查」，图表2。）之所以该公司将大企业以外的企业用户作为自己的目标顾客有以下几个原因 （1）顾客企业内部没有专门的部门，但对ICT相关的一站式服务提供商具有很强的需求（2）由于每个项目的销售金额较小，大型系统整合公司以及网络设备销售代理商很难积极开拓并覆盖这类企业。

该公司总部目前设在东京都新宿区，除此之外在东京大都市圈分别在设有横滨分店（12年10月设立）和东东京分店（13年4月设立），近畿大都市圈有大阪分公司（02年11月设立分店，07年改组为分公司）和神户营业所（14年6月设立），在中京大都市圈11年10月设立了名古屋分店，北九州福冈大都市圈设有福冈分店（06年7月设立）。该公司推行的战略首先是在中小企业密集地区积极展店，在接到顾客询问后1小时之内就能赶到的地理范围内开拓客户，提供月额收费的租赁和维护服务，扩大相关产品的交叉销售，循序渐进地积累建立起客户资源，并逐步提高客户消费单价。这也反映在该公司员工构成上。截至14年6月底，该公司集团总共拥有550名员工，其中销售人员301名（占54.7%），技术人员156名（占28.4%，大多数为设备设置，LAN构建，维护人员以及思达典雅研究所的系统工程师），管理人员为93名（占16.9%）

图表2　主要大都市圈的中小企业分布状况

	全国	关东	近畿	中京	北九州 福冈	札幌	广岛	仙台
所有企业数量	5,453,635	1,392,179	811,387	394,135	230,365	97,255	90,737	86,203
员工人数超过300人	11,952	4,778	1,870	937	481	228	188	189
人才派遣	21,049	5,124	3,547	1,576	931	477	384	386
员工人数不到300人	5,420,634	1,382,277	805,970	391,622	228,953	96,550	90,165	85,629
其中5人以下	2,224,582	605,831	333,254	368,651	98,994	41,892	38,082	37,805
主要城市	-	东京都及其周边7个主要城市	京都市，大阪市，堺市，神户市	名古屋市	北九州市，福冈市	札幌市	广岛市	仙台市

数据来源：根据总务省 「2012年经济调查」，证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

（注6）导入企业总数的数据截至14年7月，数据来源为总务省发布的「云端中文和英文对应版本」，　在思达典雅研究所介绍ActiBook的主页上登载有不同行业企业使用该软件的状况，阅读软件的下载次数来自于14年2月在同页面内公开的数据。

（注7）比如，13年11月发布的公司内部信息发布系统「ActiBook Docs」是将业务说明书，产品型录，映像和会议资料等内容发送到智能手机，触屏电脑，PC等多功能设备，该系统具有根据不同属性设定信息发布对象并确认阅览状况的功能。

同时，14年7月开设的「ActiBooks」是使用「ActiBook」的企业用户免费上传电子书籍，产品型录，目录以及广告的电子书门户网站。该网站有检索功能，不仅仅是为了销售电子书籍，而是为企业的产品和服务提供市场营销的平台。

（注8）AR（Artificial Reality：增强现实）是一种利用电脑将一些视觉信息和现实状况叠加的技术，其中利用智能手机的照相功能，将事先准备好的现实生活中3D图像等信息叠加显示从而向用户提供更丰富的信息。同时，COCOAR是从ActiBook派生出来的服务，开发初期就预想到将在电子书里搭载AR内容。目前该产品的单独销售也很常见。使用该软件的企业数量在思达典雅研究所的COCOAR的介绍页面上有登载介绍。

◆ 特点3:通过自行研发建立产品差异化

该公司虽然在行业分类上属于批发，但并不是单纯的销售代理商，通过独立开发应用软件和云端服务，向顾客提供多种多样的解决方案也是该公司的一大特点。

（1）电子书制作软件「ActiBook」

目前使用该公司「ActiBook」的客户已经超过2300多家，面向智能手机，触屏电脑等智能终端的电子书阅读应用软件的下载次数已经超过100万次注6 。

使用「ActiBook」的企业中，出版印刷业企业大约有1000家，除此之外制造，零售和商社等类型企业也超过500家。在开发过程中该公司不仅将出版印刷作为目的，并且以公司内部文件管理和市场营销工具为目标不断扩展软件的各项功能 注7。该产品的目的是想通过纸媒体的电子化实现公司内部无纸化，不仅减轻销售人员携带文件的负担，同时顾客阅览企业介绍和产品销售页面时留下的日志分析也可转化为协助促进销售的有效工具。

（2）AR制作服务「COCOAR」

「COCOAR」和促销活动中贴在商品上冷冰冰的二维条形码不同，可以将印刷在纸媒体上的任何图像设定为识别标志，是通过智能手机向用户提供丰富信息的云端服务。

「COCOAR」的用户首先准备好指定为识别标识的图像（不但能在新发送的印刷品中登载，也能选用已有的印刷品再次利用），然后制作好想在智能手机中显示的产品促销所需要的影像，音乐，文字信息和产品介绍网页，然后登录COCOAR服务器，就能使用AR技术 注8 展开产品促销活动。而一般消费者只要启动「COCOAR」应用软件，通过智能手机照准识别标识就能读取商家事先提供的产品相关信息。

之前用户若要制作AR内容通常需要从零开始设计开发专用应用软件，昂贵的开发制作费用致使AR仅在一部分大型企业的大型促销活动中使用。「COCOAR」采用云端服务，价格低廉，同时识别标识和读取内容能够更换，适用于多次不同的促销企划。因此使用该产品的企业用户从12年11月该产品发布以来稳步增长，目前已经突破500家大关。

（3）互联网文件服务器「SAMBA」

「SAMBA」是针对企业用户的云端文件服务器服务。用户包括日本邮政和大阪府在内已经超过3万多家。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

（注9）通过MFP扫描的数据能直接保存到云端的文件服务器，收到的传真数据也无需打印直接保存到云端的文件服务器上。另外通过智能设备指令能在MFP上直接打印文件。

（注10）该公司针对在中国和日本国内分别设有营销网点的企业，设置路由器，日中间电信光缆通过和中国大型电信运营商合作提供专线服务，从而确保企业用户在电话会议以及文件数据传递中所需要的速度和安全性。VAN（Virtual Private Network)是指通过公共通信线路构建的假想的组织内网络

该公司服务的价格和性能和其他厂家相同，为了提供更好的服务体验，该服务通过和Biz事业中采用的夏普（6753 东证一部）产MFP对接 注9，产生独特的附加价值。因此，「SAMBA」成为针对该公司既有的MFP顾客进行交叉销售时绝好的产品选择。

◆集团公司

该公司集团旗下拥有两家全资子公司（思达典雅研究所，上海思达典雅信息系统－英文名称为STARTIA SHANGHAI），三家权益法关联公司（MAC办公，都市计划，西安思达典雅软件－英文名称为STARTIASOFT），以及一家权益法非关联公司（台湾数位科技－Horma Service）。

STARTIA SHANGHAI 成立于13年1月，主要针对进入中国市场的日资企业，提供高速安全的日中间电信光缆（VAN）通讯服务「全球门户」注10 。

MAC办公和都市计划两家公司主要提供办公室搬迁时发生的室内设计和内部装潢施工服务。通过对两家公司的出资，该公司能从两家公司获得有搬迁计划的中小企业顾客信息，从而开展后续的OA和IT相关设备提案和销售。

STARTIASOFT是电子书制作软件的海外开发基地，公司拥有60名优秀的系统工程师，为提高开发效率做出很大贡献。Horma Service是一家台湾的软件销售和互联网制作公司，从2014年度开始正式在台湾代理销售「ActiBook」。

＞行业环境和竞争

中小企业也逐步开始使用云端服务

◆企业使用ICT和云端服务的动向

以下图表3是以日本总务省发布的「2012年通信服务动态调查」以及3年前的同样调查中抽取的数据显示的中小企业和大企业使用ICT的实际状态。可以看到几乎所有的企业都使用互联网，超过8成的企业出于企业宣传，招收人才和产品介绍等目的开设了官方网站，但在云服务方面中小企业的利用程度要低于大企业。

但在过往3年中随着大企业对云服务理解的深入，今后的市场预计将会得到扩大。

图表3　员工人数不同的企业的互联网使用状况　（单位：%）

	100-299人		300人以上		其中2000人以上	
	2012年调查	2009年调查	2012年调查	2009年调查	2012年调查	2009年调查
使用互联网	98.6	98.5	97.1	99.4	97.2	100.0
开设官方网站	82.0	82.4	90.2	94.1	97.2	100.0
使用云端服务	29.4	10.3	40.5	21.7	40.4	33.1
回答企业数	1,554	1,457	662	641	105	104

数据来源：本公司根据日本总务省「2012年通信服务动态调查」以及2009年版数据作成

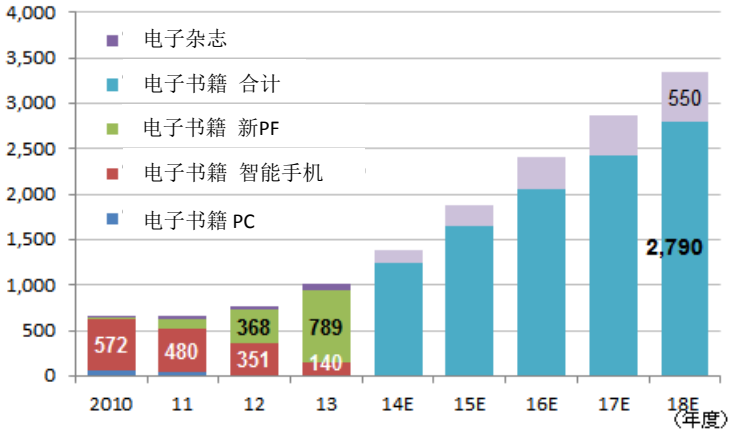
本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

比如民间调查机构种子计划（SeedPlanning）预测日本的云端存储市场将从2012年的570亿日元扩大到2017年的800亿日元（年平均增长率达到7.0%），其中针对法人市场的部分也将从200亿日元扩大到500亿日元规模（年平均增长10.8%）。

Impress综合研究所预计，2013年度日本国内的电子书市场规模已经达到936亿日元（同比上年增长28.3%），如果算上电子杂志则达到1,013亿日元规模（同比增长31.9%）注11。高成长的背后是包括智能手机和专用终端等新的平台的普及。该研究所预计截至2018年度整个市场的规模将达到2,790亿日元，是2013年度的2.9倍，加上电子杂志日本电子出版业的市场总规模将达到3,340亿日元规模。（图表4）

（注11） Impress综合研究所在做市场推测时所定义的电子书如下，电子书籍：具有近似于书籍著作权管理的电子内容，日本国内用户购买电子书籍（电子版书籍，电子版漫画等）金额。但不包含电子杂志，电子新闻，和教科书，面向企业的信息提供以及游戏性较高的内容和学术刊物。
同时，用户在下载电子版内容时的通信费用和设备费用，以及内容制作费用和信息发布企业投入的广告费用都没有计入在内。
通过电子书籍新PF（发布平台）的发布是指，智能手机，触屏电脑等智能终端以及类似Kindle这样的电子书专用阅读器。

图表4　电子书市场的未来预测　（单位：亿日元）



（注）电子书籍 新PF：针对智能手机和电子书专用阅读器等平台的内容发送

数据来源：根据Impress综合研究所「电子书籍商业调查报告2014」的新闻发布资料证券调查中心作成

◆ 竞争状况

竞争对手有大塚商会，光通信，Forval等公司，但存量型业务先行一步

主要针对中坚企业进行ICT相关设备销售和服务的企业中，该公司的主要竞争对手有大塚商会（4768 东证一部），光通信（9435东证一部），Forval（8275 东证二部）以及Recomm（3323 东证JQS）等公司。另外在服务器租赁业务领域GMO云服务（3788 东证创业板），在云端存储业务领域大型ISP企业和美国的BOX公司都是该公司的竞争对手。而在电子书制作软件领域，Voyager，Yappa，Morisawa和ebook cloud等非上市公司都构成对该公司的威胁。

大塚商会的服务主要针对中坚企业，和该公司主要面向数十人规模企业展开细致周到的营销活动还有所区别。同时，和其他企业的代理服务业务相比，该公司比较着力提供以售后维护服务为代表的存量型业务以及自行开发的一些服务项目。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

◆ 思达典雅的优势和课题

通过交叉销售和客户建立长期稳定的合作关系是该公司一大强项

该公司的优势在于，首先服务对象锁定中坚以及中小企业，通过提供（1）使用方便（2）价格合理（3）存量型（或云端型）服务，降低初期成本，满足顾客对产品的需求。

其次，利用售后维护服务和交叉销售建立和客户的信赖关系，该公司采用的能积累顾客资源作为存量的商业模式也是该公司不同于其他一般代理店商业模式的一大特长。

除此之外，该公司拥有多样产品，鼓励销售人员实施交叉销售，使得销售团队能能将销售策略付诸实施并保持斗志。因此该公司的离职率不断降低，人力资源能够不断得以扩充。

人才扩充和培养成为该公司今后的重要课题

而对于该公司的弱点，证券调查中心曾经指出该公司的企业知名度和品牌还不够。但从采用「ActiBook」的出版印刷业企业的实际状况和企业数来看，该公司已经可以被看成日本电子书制作软件的行业标准。在2011－2013年度的中期计划期间，该公司的营业利润实现年平均44.8%的高增长，2014年1月，该公司从东证创业板转到东证一部主板上市，企业的知名度和信用度将会得到很大提高。对于该公司来说，国内外市场的开拓潜力还很大，需要不断开发新的产品。同时人才扩充和培养也是该公司今后的重要课题。

＞业绩动向

◆ 2013年度决算业绩

业绩符合年度初期高成长计划，利润再创新高，中期目标有望达成

2013年度该公司实现营业收入8,167百万日元（同比增长23.0%），营业利润达到829百万日元（同比增长26.5%），经常利润为856百万日元（同比增长30.6%），净利润达到432百万日元（同比增长10.5%），各项指标均超过年度初期制定的目标（图表5）。新招收87名大学应届毕业生，新进公司员工人数达到现有员工人数的20%，同时NW事业部门也发生短期费用增加，但该公司营业收入的增加完全吸收了这些增加的费用。

互联网业务中电子书相关销售大幅增长

2013年度是2011年提出的三年中期计划的最后一年，三年中期计划将实现营业收入68亿日元，营业利润8亿日元作为目标。其间，该公司虽然开展了当初计划之外的海外先期投资，但仍然圆满完成了计划目标。营业收入和营业利润都保持每年创新高，营业收入和营业利润的年平均增长率分别达到26.9%和44.8%。

从2013年度该公司各个业务板块来看，互联网业务中和电子书相关的营业收入增长良好，同比前年增长31.2%，营业利润增长95.2%。「ActiBook」

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

NetResQ带动NW业务销售增长超过上年同期17%，费用增长导致利润减少。

(1)包括大型制造业企业在内的87家公司出于企业文件电子化的用途采用了该软件服务，（2）在印刷业市场采用该软件的企业同比上年增加了63%，（3）派生出来的AR制作服务作为交叉销售的产品迅速被新进员工掌握并推广，对销售扩大起到良好作用。

在NW事业领域，和维护服务配套的网络设备「NetResQ」销售良好，同比上年度增长17.2%，但由于（1）为了加强服务器租赁服务的安全性增加了设备投资（和往年相比企业成本增加了50百万日元），（2）对海外子公司STARTIA SHANGHAI的先期投资（派驻人员的人工成本，办公室租金以及干部员工的出差费用），营业利润同比上年减少了16.8%。

东东京分店设立后区域集中销售策略奏效拉动Biz业务。

Biz事业领域，MFP销售状况良好，营业收入同比上年增长22.6%，营业利润增长50.2%。2012年10月开设的横滨分店和2013年4月开设的东东京分店分别对首都圈中小企业加强了区域性集中销售，收效明显。

虽然存量型业务销售取得双位数增长，消费税上涨前顾客的一次性买断需求旺盛。

卖断型业务中，网络设备租赁和MFP的计量使用服务增长明显，营业收入同比增长15.8%。同时消费税提高之前用户的提前消费也使卖断型营业收入增长26.7%，因此存量型业务的营业收入占比达到31.8%（2012年度为33.7%）。

和营业利润的增长相比，经常利润同比上年增长的速度相对较高，主要是由于2013年度的主营业务外收益达到26百万日元（2012年度为551百万日元亏损）。权益法投资收益也从2012年度的10百万损失转为17百万日元收益。年度净利润同比上年增长低于经常利润增长主要是由于该公司的该年度在特别损失中计入了77百万日元的有价证券的投资评价损失。

图表 5　2013年度决算概要

决算期	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度				
项目	实际业绩	实际业绩	实际业绩	年初预测	实际业绩	同比增减率	完成度	本公司预测
单位	百万日元	百万日元	百万日元	百万日元	百万日元	%	%	百万日元
营业收入	4,000	5,084	6,640	8,160	8,167	23	100	8,500
Web业务	701	1,073	1,482	2,283	1,943	31	85	2,200
NW业务	1,225	1,424	1,843	2,157	2,160	17	100	2,300
Biz业务	2,073	2,585	3,314	3,720	4,063	23	109	4,000
存量型业务	1,664	1,664	2,240	2,775	2,595	16	94	2,800
卖断型业务	3,421	3,421	4,399	5,385	5,572	27	104	5,700
销售成本	2,305	2,305	3,152	N.A.	3,922	24	N.A.	4,240
销售费用及一般管理费	2,319	2,319	2,831	N.A.	3,415	21	N.A.	3,430
营业利润	273	459	656	800	829	26.5	103.6	830
Web业务	113	220	165	N.A.	323	95.2	N.A.	250
NW业务	109	179	362	N.A.	301	-16.8	N.A.	450
Biz业务	69	91	169	N.A.	254	50.2	N.A.	200
调整金额	-19	-33	-41	N.A.	-49	-	N.A.	-50
经常利润	278	475	655	800	856	30.6	107.0	830.0
净利润	129	278	391	400	432	10.5	108.0	420.0

数据来源：根据上市公司决算速报和决算发布会资料证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

排除强化安全的设备投资，营业利润将实现双位数增长，但该公司扔选择先期投资

国际化和人才培养的投资是该公司重点战略

◆ **思达典雅对2014年度的业绩预测**

该公司计划在2014年度内实现营业收入9,248百万日元（同比上年增长13.2%），营业利润达到840百万日元（同比增长1.3%），经常利润达到866百万日元（同比增长1.2%），净利润预计为433百万日元（同比增长0.2%）（图表6）。

和过去三年的利润成长速度相比，2014年度将有大幅回落。该公司预计在2014年度由于投入了一些先期投资，费用将会提高，但在2015年度后公司将回归成长路线。最大的先期投资项目是NW业务中加强服务器租赁安全的系统投资（比上年度增加了1.2亿日元），排除这部分投资费用，2014年度的营业利润同比上年度将增长16%。但从目前的网络安全状况来看，该公司认为先期投资势在必行。

除此之外，该公司计划扩大对海外事业网点的投资，为STARTIA SHANGHAI的NW业务项目（全球门户）和台湾Horma Service的电子书相关业务的销售补充人员并增加母公司派出的销售支援。同时该公司也在考虑新的国内展店和海外网点建设，为保持2015年度后的继续成长选择合适的时机进行先期投资。

2014年4月该公司新进员工人数为84名，和上年度相比，人数和占现有员工人数比例都有所下降。但2013年新招员工经过3个月的培训正式进入各自工作岗位，截至2014年3月该公司共有13名员工离职，为此该公司改进了员工培训计划，2014年新进员工将在职业培训销售部接受历时一年的培训。为此该公司针对人员培训的投资负担（辅导人员的负担和新进员工的住房补贴等）将接近或超过上年度水准。

图表6　2014年业绩预测

决算期	2011年度	2012年度	2013年度		2014年度预测				
项目	实际业绩	实际业绩	实际业绩	同比上年	上市公司预测	同比上年	本公司预测	同比上年	本公司上次预测
单位	百万日元	百万日元	百万日元	%	百万日元	%	百万日元	%	百万日元
营业收入	5,084	6,640	8,167	23.0	9,248	13.2	9,600	17.5	10,000
Web业务	1,073	1,482	1,943	31.2	2,202	13.3	2,400	23.5	2,800
NW业务	1,424	1,843	2,160	17.2	2,567	18.8	2,700	25.0	2,700
Biz业务	2,585	3,314	4,063	22.6	4,479	10.2	4,500	10.8	4,500
存量型业务	1,664	2,240	2,595	15.8	3,016	16.2	3,000	15.6	3,300
卖断型业务	3,421	4,399	5,572	26.7	6,233	11.9	6,600	18.4	6,700
销售成本	2,305	3,152	3,922	24.4	N.A.	—	4,950	26.2	4,800
销售及管理费用	2,319	2,831	3,415	20.6	N.A.	—	3,800	11.3	4,200
营业利润	459	656	829	26.5	840	1.3	850	2.5	1,000
经常利润	475	655	856	30.6	866	1.2	880	2.8	1,000
净利润	278	391	432	10.5	433	0.2	440	1.9	500

数据来源：根据上市公司决算速报和决算发布会资料证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

以丰富的产品和客户资源，销售增长足以吸收先期投资费用

该公司预计先期投资费用将能被完全吸收，并确保利润微增。主要理由是（1）互联网业务中的电子书制作软件「ActiBook」和AR「COCOAR」，NW业务中的网络设备的整体维护服务「NetResQ」，Biz业务中和NW业务的云端文件服务器「SAMBA」结合的MFP销售等产品都是该公司自行开发，并与其他公司产品之间产生明显差别化的产品。（2）该公司依托这些其他公司没有的产品服务和顾客签订租赁或维护合同，从而稳步建立并扩大存量型收益基础，（3）加快人员扩充和培养，增加网点建设进一步发掘客户需求，推进交叉销售等具有成功经验的营销战略仍然行之有效。

◆ 2014年度第一季度决算状况

2014年度第一季度该公司决算显示，营业收入达到1,991百万日元（同比增长10.6%），营业利润达到6百万日元（上年同期为15百万赤字），经常利润达到18百万日元（上年同期为20百万赤字），季度净利润达到38百万日元（上年同期为14百万赤字）。图表7

虽然2014年度第一季度为季节性低谷，但实际业绩超越预期

在各个业务板块的营业收入中，NW业务同比上年增长21.5%发展良好。服务器租赁和云端服务由于进行了加强网络安全的设备投资，业绩增长不大，但受「NetResQ」良好销售的带动，整体业绩增长明显。Web事业中AR服务的营业收入增长8%，Biz业务虽然受到4月消费税上涨时提前消费的副作用的影响，5月后业绩迅速的恢复营业收入增长6%。

第一季度的营业利润当初预计由于新招员工等季节性因素的影响会是99百万日元的赤字。最主要的盈利原因在于第一季度营业收入超出计划27百万日元，加上2013年度员工奖金过度拨备产生的拨备返还，同时该项目在2014年度预算中过度记入的解除，总共带来40百万日元的利润提高效果。

图表7　2014年度第一季度的决算概要

（单位：百万日元）

决算期 项目	2013年度 第一季度	2014年度 第一季度	同比 上年	年度 初期计划	2014年度 全年度预测	完成 比例
营业收入	1,728	1,911	10.6%	1,884	9,248	20.7%
Web业务	371	401	8.0%	-	2,202	18.2%
NW业务	459	558	21.5%	-	2,567	21.7%
Biz业务	898	952	6.0%	-	4,479	21.3%
销售成本	918	1,006	9.6%	-	-	-
销售及管理费用	826	898	8.7%	-	-	-
营业利润	-15	6	-	-99	840	0.7%
经常利润	-20	18	-	-99	866	2.1%
净利润	-14	38	-	-49	433	8.8%

数据来源：根据最近上市公司决算速报，证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

上次预测的误差主要来自对该公司为加强网络安全实施先期投资的时机和互联网业务营业收入的判断

◆证券调查中心对该公司2014年度全年业绩的预测

本公司预计该公司2014年度营业收入将达到9,600百万日元（同比增长17.5%），营业利润预计为850百万日元（同比增长2.5%），经常利润预计为880百万日元（同比增长2.8%），全年度净利润预计达到440百万日元（同比增长1.9%）　（参照第10页　图表6）。

本公司的预测和该公司发表的预测基本一致，和上次预测（2013年12月发表）相比，本公司下调了对该公司营业收入和利润预测。下调原因如下（1）上次预测中对2013年度Web业务的营业收入预测偏高，本公司降低了该公司2014年度该业务的营业收入预测，（2）2013年度中该公司加大了加强网络安全的先期投资，2014年度本公司预计略有增幅。

第一季度该公司仅完成全年营业收入目标的20.7%，这个进度主要出于季节性因素的影响。该公司的季节性因素主要来自以下几个方面，（1）第一季度是新进员工的培训期间，第二季度才陆续上岗发挥销售作用，（2）顾客企业大多在每年第四季度搬迁办公场所，（3）在每个年度末期预算有剩余的企业比较容易批准采购。2013年度的第一季度的营业收入完成全年计划的21.2%,由此看来本年度第一季度的进度和往年相近。

图表8里显示了该公司上年度末的员工人数以及人均营业收入和营业利润的变化。将该公司的预测营业收入除以2014年度第一季度末的员工人数得到的人均营业收入和过往3年平均相比有所下降，人均预测营业利润同比上年减少16%。随着AR服务等新产品和新版「SMABA」注12 等热卖产品的扩充以及销售网点的增设，本公司认为该公司人均营业收入放缓只是一时性现象，对此不用过于悲观。

（注12）在推行加强服务器租赁服务网络安全的先期投资过程中，更新了云端文件服务器服务「SAMBA」的版本，新版服务在14年7月上市。防止员工在公司业务过程中未经许可使用面向个人的云端存储服务，有助于企业用户降低安全风险，对于该公司企业用户也是一个很好的宣传。

（注13）6000个新股认股证的权利行使后增发股票数量为60万股，占目前公布的已发行股数的11.7%。新股认股证的价格为每股143日元，分配日期是14年7月2日，认股权利行使日期为17年5月15日到27年5月14日。

图表8　员工人数和人均经营指标　　**（单位：人，百万日元）**

决算期	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度CE	2014年度 E
员工人数	310	382	472	550	550
人均营业收入	1,640	1,738	1,730	1,681	1,745
人均营业利润	148	172	176	153	155

注释：实际业绩是年度末数据，2014年度数据是第一季度末的员工人数，CE是上市公司预测，E是证券调查中心预测
数据来源：根据最近上市公司有价证券报告书及决算发布会资料，证券调查中心作成

◆中期经营计划明确了截至2016年度的经营利润目标

该公司日前发表了到2016年度为止的中期经营计划，明确了各年度的经营利润目标。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

（注14）AD WORKS的主要业务是服务器租赁和服务器的自行研发。本次合作的目的在于共同开发新产品和服务，提供相互技术协作，该公司获得AD WORKS10%的股份，并预计在2016年度将出资比例提高到25%。

（注15）日本PC服务主要业务是提供PC故障的上门维修服务。在首都商圈，近畿商圈以及名古屋市和福冈市共有11家网点，服务针对企业和个人。本次合作后，该公司将向日本PC服务公司派遣多名员工，针对日本PC服务近10万个客户网点展开企业访问，推广该公司的产品服务。

该公司的中期经营计划预计在2014年度到2016年度的营业利润将分别达到866百万日元，1,134百万日元和1,400百万日元，同比增长率分别是1.2%，30.9%和23.5%。该目标是2014年6月该公司发布的新股认股证 注13 （有偿股权激励）时制定的股权行使条件，该公司保证从2014年度到2016年度经常利润累计达到34亿日元。和上次的中期计划不同，之所以只提出经常利润目标原因在于，（1）权益法关联公司城市计划在2013年度对公司集团利润做出贡献，并且能进一步期待今后的贡献，（2）为了扩大和具有技术和客户资源的企业的进一步协助，从而推进集团事业发展，该公司的权益法投资收益不仅仅来自全资子公司，出资比例仅限于20%左右的权益法关联公司的贡献度也在加大。

该公司过往一直将通过加强企业协作和积极推进企业并购作为重要的成长战略来实行，随着在东证一部主板转板上市成功，该公司的信用力进一步加强，希望和该公司进行企业合作的企业纷纷而至。2014年8月，该公司分别宣布和AD WORKS（非上市企业，公司总部：富山县富山市内）进行业务和资本合作，和日本PC服务（非上市企业，公司总部：大阪府吹田市）展开业务合作。

同时，该公司在2014年6月的股东大会上通过表决修改公司章程中的企业业务内容，加入了LED照明等环境相关设备的销售和施工（和关联公司都市计划的一部分业务相关），电子书籍的出版和销售，以及投资和投资咨询，国内外投资案件的介绍和中间，风险投资等业务。从中可以看出，该公司正积极推进包括出资在内的企业协助，通过该公司的网络协助企业销售从而达到孵化成长企业获得投资收益的目的。同时，销售产品的增加也为该公司的交叉销售提供更多的机会。

2015年度网络安全投资告一段落，营业利润预计将有29.4%增长

◆证券调查中心对该公司中期业绩的预测

以下图表9是本公司对该公司中期业绩的预测。2015年度，该公司营业收入同比上年将增长14.6%，营业利润将增长29.4%，经常利润的增幅将达到36.4%。营业收入中预计NW业务中2014年度推出的新版「SAMBA」和「NetResQ」等产品销售将继续增长，并成为该公司3大业务板块中销售增长率最高的一块业务。Web业务的营业收入和上次预测相比有些放缓，主要是由于之前对该业务板块中的存量型业务预计过高。

图表9　中期业绩预测

决算期	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度预测			2015年度预测			2016年度预测	
项目	实际业绩	实际业绩	实际业绩	上次预测	本次预测	变化	上次预测	本次预测	变化	本次预测	变化
单位	百万日元	百万日元	百万日元	百万日元	百万日元	%	百万日元	百万日元	%	百万日元	%
营业收入	5,084	6,640	8,167	10,000	9,600	17.5	11,500	11,000	14.6	12,500	13.6
Web业务	1,073	1,482	1,943	2,800	2,400	23.5	3,300	2,800	16.7	3,300	17.9
NW业务	1,424	1,843	2,160	2,700	2,700	25.0	3,200	3,300	22.2	3,900	18.2
Biz业务	2,585	3,314	4,063	4,500	4,500	10.8	5,000	4,900	8.9	5,300	8.2
销售成本	2,305	3,152	3,922	4,800	4,950	26.2	5,300	5,600	13.1	6,300	12.5
销售及管理费用	2,319	2,831	3,415	4,200	3,800	11.3	5,000	4,300	13.2	4,900	14.0
营业利润	459	656	829	1,000	850	2.5	1,200	1,100	29.4	1,300	18.2
（营业利润率）	9.0%	9.9%	10.2%	10.0%	8.9%	-1.3%	10.4%	10.0%	1.1%	10.4%	0.4%
经常利润	475	655	856	1,000	880	2.8	1,200	1,200	36.4	1,450	20.8
净利润	278	391	432	500	440	1.9	600	600	36.4	720	20.0

数据来源：根据最近上市公司有价证券报告书及决算发布会资料，证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

NW业务中，随着以强化网络安全为目的的先期投资告一段落，该公司的营业利润率和上年度相比预计将获得1.1个百分点的提高。由于为加强网络安全而进行的软件修改和服务器更新费用都被记入销售成本，销售成本将从2014年度的51.6%降到50.9%。同时，由于人才，国际化和强化企业协助所需费用的增加，销售和一般管理费用预计保持较高增速。

主营业务外收支由于权益法投资收益的扩大预计将得到进一步改善，预计经常利润的增长率将高于营业利润。

2016年度营业收入和利润预计都将获得双位数增长

新发布的2016年度计划中，NW业务和Web业务的营业收入增长将带动该公司业绩整体的成长。随着企业协作的展开，集团关联企业增多，销售和一般管理费用将会增加。而另一个方面，随着集团企业的增加，主营业务外收益中权益法投资收益也将进一步扩大，和2015年度一样，该年度的经常利润的增长率预计将高于营业利润的增长率。

＞投资中的注意点

◆股东回报方针

该公司从2010年度起制定了分红派息的基本方针，派息比例定于合并业绩EPS的10%，实施和业绩联动的股东回报。同时，在2007年度以来每年度都实施少量的公司股票回购。由于发放了每股6.45日元的东证一部转板上市纪念派息，2013年度该公司每股派息总额达到15日元（派息率为17.6%）。

2014年8月，该公司将之前预定的2014年度10%的派息率上调到15%。同时，过往不进行年度中期的半年派息的该公司宣布将9月末为基准日实施半年度派息，金额为每股4.28日元，相当于2014年度全年预期派息的三分之一。

提高目标分红派息率，并实施半年派息

该公司的派息率在东证一部上市企业中并不算高，但出于对该公司包括国际化和企业并购在内的成长战略都需要资金的考量，该公司较高的盈余留存实属情有可原，本公司认为该公司在这种情况下提高派息率是重视股东回报的具体表现。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

2016年度营业收入和利润预计都将获得双位数增长

◆同类公司的估值比较

本公司选择以下4家该公司的同类公司进行了估值比较。这四家公司包括针对中坚企业进行ICT相关设备销售的大塚商会（4768 东证一部），Forval（8275 东证二部），光通信（9435东证一部），以及服务器租赁业务领域的GMO云服务（3788 东证创业板）（图表10）。该公司本年度的预测PER为19.8倍，上年度实际PBR为2.5倍，和同类公司相比，该公司处于同等水准或略高水准，本年度的预测股息率为0.8%，和其他公司相比处于偏低水准。

该公司2014年度业绩由于先期投资费用支出增多预计和上年度持平，2015年度之后预计成长力将再次爆发出来，考虑到持有有偿股权激励的该公司管理层对业绩成长的承诺，本公司认为该公司目前股价的估值并不太高。

图表10　同类企业的业绩及估值比较

		思达典雅	GMO 云服务	大塚商会	Forval	光通信
上市市场		东证一部	东证创业板	东证一部	东证二部	东证一部
股票编码		3393	3788	4768	8275	9435
财年截至月份		3月	12月	12月	3月	3月
股价（8月29日）	日元	1695	1,023	4,410	970	6,460
市值	百万日元	8,678	11,961	418,954	13,450	308,462
预测营业收入	百万日元	9,248	10,524	600,000	44,000	580,000
同比上年增长	%	13.2	5.1	6.3	11.6	2.6
预测营业利润	百万日元	840	1,050	37,000	1,700	36,000
同比上年增长	%	1.3	11.0	9.1	14.8	13.3
预测营业利润率	%	9.1	10.0	6.2	3.9	6.2
预测PER	倍	19.8	18.5	19.0	11.6	13.4
预测EPS	日元	85.5	55.4	231.9	83.7	480.8
同比上年增长	%	0.0	21.6	8.4	0.0	-22.9
实际PBR	倍	2.5	2.3	2.9	2	2.3
实际ROE	%	13.2	11.2	14.9	18.4	23.9
预测派息金额	日元	12.83	19.5	80	22.5	160.0
预测股息率	%	0.8	1.9	1.8	2.3	2.5

（注释）业绩预测根据各上市公司最近发表的决算速报
数据来源：根据最近上市公司决算速报证券调查中心作成

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的特点

■发掘具有投资魅力的上市企业
以创业板企业为核心，发掘分析员覆盖率较低，但具有独特产品和技术的企业。

■对企业的潜在优势和成长性做出评价
本报告在对企业进行财务分析的基础上，通过智力资本分析手法对企业优势进行评价，向投资者介绍企业未来潜在的成长性。同时通过展示企业未来成长的重要KPI（业绩指标），提供广泛的投资判断信息。

■提供中立・客观的投资分析
本公司分析员以中立的立场对企业进行调查并完成调研报告，旨在向投资者提供的高质量具有客观性的企业信息。

本报告的构成

本报告对上市公司的企业价值从「财务资本」和「非财务资本」两个侧面作出综合分析和评价。

企业价值是由「财务资本」和「非财务资本」两个方面组成。
「财务资本」是指上市公司通过企业活动产生的业绩，即在财务报表上能够反映出来的财务成果，也就是指我们能够实际看到的企业的价值。

与此相比「非财务资本」是指作为企业活动核心的「经营战略／商业模式」，经营基础和IT系统等业务流程，包含知识产权在内的「组织资本」，显示组织文化和具有强烈意欲的人才以及管理层的「人力资本」，显示顾客关系和品牌价值的「关系资本」，表示企业和社会共生存的环境对应能力和社会责任的「ESG活动」，即企业的无形资产。

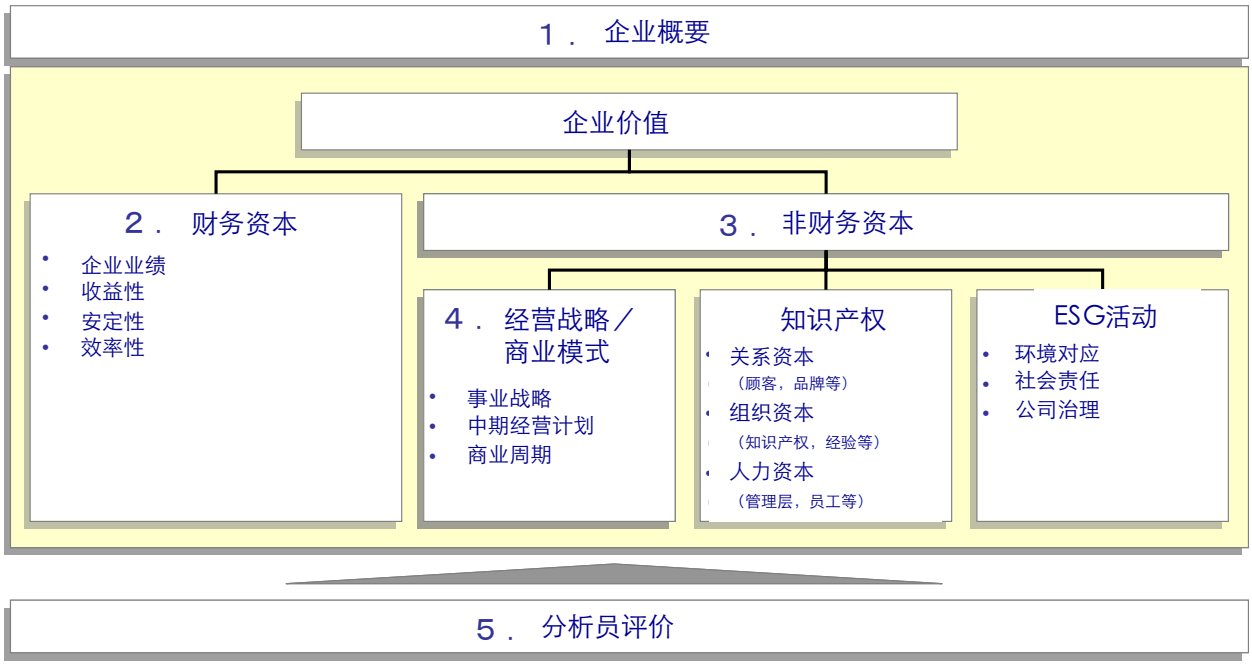
本报告对上市公司的企业价值从有形的「财务资本」和无形的「非财务资本」两个侧面着手，对企业的真实成长性作出综合分析和评价。

重要事项

・本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）所属证券分析员在早稻田大学智力资本研究所监督下，以向广大投资者提供股票投资信息为目的编制而成。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。
・本报告基于作成时点合法取得的公开信息，以及分析员走访上市公司后根据需要补充的信息，但本公司对这些信息的准确性和信赖性不作任何保证。本报告作成者禁止使用和获取内部交易信息。本报告所提供的信息并不完全涵盖投资者所需的所有信息。
・本报告所载信息随着金融市场和经济环境的变化，有可能并不代表目前最新状况。本报告中间接和直接提及的股票，由于股价变动，股票发行公司的经营财务状况的变化，利率和外汇水准的变动等因素，具有跌破股本的风险。本报告中提及的过往表现亦不应作为日后表现的预示和担保。除非特别记载，本报告中对未来表现的预测均为分析员根据本报告作成时点合法取得的公开信息作出的预测，有可能与目标值以及实际值发生差异，本公司对未来表现的任何暗示或默认都不做任何保证。
・本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司及早稻田大学智力资本研究所对本报告内容及观点的更新不承担任何义务。
・除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。
・本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的构成



重要事项

・本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）所属证券分析员在早稻田大学智力资本研究所监督下，以向广大投资者提供股票投资信息为目的编制而成。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。
・本报告基于作成时点合法取得的公开信息，以及分析员走访上市公司后根据需要补充的信息，但本公司对这些信息的准确性和信赖性不作任何保证。本报告作成者禁止使用和获取内部交易信息。本报告所提供的信息并不完全涵盖投资者所需的所有信息。
・本报告所载信息随着金融市场和经济环境的变化，有可能并不代表目前最新状况。本报告中间接和直接提及的股票，由于股价变动，股票发行公司的经营财务状况的变化，利率和外汇水准的变动等因素，具有跌破股本的风险。本报告中提及的过往表现亦不应作为日后表现的预示和担保。除非特别记载，本报告中对未来表现的预测均为分析员根据本报告作成时点合法取得的公开信息作出的预测，有可能与目标值以及实际值发生差异，本公司对未来表现的任何暗示或默认都不做任何保证。
・本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司及早稻田大学智力资本研究所对本报告内容及观点的更新不承担任何义务。
・除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。
・本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

指标・分析术语的说明

■PER（Price Earing Ratio股价本益比）
一家公司某一时点的股价相对于最近的每股净利润的比值，通常以倍数显示目前股价相对于每股净利润为几倍的水准。

■PBR（Price Book Ratio股价净值比）
一家公司某一时点股价相对于最近每股净资产的比值，通常以倍数显示目前股价相对于每股净资产为几倍的水准。

■股息率
每股每年分红派息和公司某一时点的股价的比值，显示相对于投资金额投资者能获得多少企业的分红派息。

■ESG
是指有关企业的Environment:节能环保、Society：社会贡献、Governance：公司治理的信息。近年来随着企业对节能环保以及社会责任的重要性认识的提高，以海外退休年金为主的机构投资者经常依据该指标作出对企业的投资判断。

■SWOT分析
对公司强项（Strength）、弱项(Weakness)、机会(Opportunity)、威胁(Threat)的整体评判被称为SWOT分析。

■KPI(Key Performance Indicator)
评价企业达成战略目标程度的指标。

■智力资本
企业的客户关系、业务构造以及人才资源等无法在财务报表上表述，但却是创造企业业绩的源泉，被称为隐形经营资源。本报告中对企业的选择主要运用了株式会社ICMG提供的智力资本评价手法。

■关系资本
显示和客户、业务关联企业的关系以及品牌效应。

■组织资本
显示组织内部的知识产权和经验、业务流程、组织和企业文化等无形资产。

■人力资本
显示公司管理层和员工的人才力的指标。

重要事项

・本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）所属证券分析员在早稻田大学智力资本研究所监督下，以向广大投资者提供股票投资信息为目的编制而成。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。
・本报告基于作成时点合法取得的公开信息,以及分析员走访上市公司后根据需要补充的信息，但本公司对这些信息的准确性和信赖性不作任何保证。本报告作成者禁止使用和获取内部交易信息。本报告所提供的信息并不完全涵盖投资者所需的所有信息。
・本报告所载信息随着金融市场和经济环境的变化，有可能并不代表目前最新状况。本报告中间接和直接提及的股票，由于股价变动，股票发行公司的经营财务状况的变化，利率和外汇水准的变动等因素，具有跌破股本的风险。本报告中提及的过往表现亦不应作为日后表现的预示和担保。除非特别记载，本报告中对未来表现的预测均为分析员根据本报告作成时点合法取得的公开信息作出的预测，有可能与目标值以及实际值发生差异，本公司对未来表现的任何暗示或默认都不做任何保证。
・本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司及早稻田大学智力资本研究所对本报告内容及观点的更新不承担任何义务。
・除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。
・本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。