

# ホリスティック企業レポート フュートレック 2468 東証マザーズ

フル・レポート  
2014年3月20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20140317

## 要旨

### 1. 会社の概要

- ・フュートレック(以下、同社)は、携帯電話や生活家電などで採用が進む音声認識技術及び関連サービスの提供をコアビジネスに、営業支援システムやシステム LSI の開発・販売などを行っている。
- ・ビジネスモデルは提携先の技術を基盤にしたライセンスビジネスである。

### 2. 財務面の分析

- ・同社のコアビジネスは、基盤事業やカード事業、音源事業から、音声認識エンジンを核とした音声認識・UI 事業に変化している。

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は独自のシステム LSI 設計技術と、ATR などが保有する高度な知的資本を活用したビジネスモデルと考えられる。これに加え、エヌ・ティ・ティドコモ(以下、NTT ドコモ)との資本及び業務提携が同社の成長を支えている。

### 4. 経営戦略の分析

- ・NTT ドコモとの資本及び業務提携及び ATR 音声認識技術のライセンス導入によって、同社は新たな成長ステージに入ったと考えられる。
- ・今後の課題は音声認識ビジネスを加速させるべく、通信キャリアの深耕と他業界への取り組み、ビジネスソリューションの強化となる。

### 5. 業績予想

- ・証券リサーチセンターは中期的に年率 7%程度の増収と、同 10%程度の営業増益を予想する。売上面では音源事業の減収トレンドが想定されるものの、スマートフォンの拡大と他業界への展開による音声認識・UI 事業の増収で補えると予想する。利益面では他業界展開やビジネスソリューション強化で人件費と研究開発費の増加が見込まれるものの、音声認識・UI 事業の増収効果で吸収し、中期的に10%程度の営業増益が可能と予想する。

#### 【2468 フュートレック 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/3	2,085	4.5	482	-9.0	485	-10.1	284	-10.0	30.5	278.9	10.5
2012/3	2,562	22.9	501	4.0	502	3.3	261	7.9	28.1	294.5	10.5
2013/3	3,165	23.6	896	78.5	901	79.6	491	87.7	52.7	346.0	15.5
2014/3 CE	2,570	-18.8	500	-44.2	510	-43.4	270	-45.0	29.0	-	10.5
2014/3 E	2,500	-21.0	450	-49.8	455	-49.5	300	-38.9	32.2	354.6	10.5
2015/3 E	2,670	6.8	500	11.1	505	11.0	290	-3.3	31.1	375.3	10.5
2016/3 E	2,850	6.7	580	16.0	585	15.8	335	15.5	36.0	400.7	10.5

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アナリスト: 馬目俊一郎  
+81(0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2014/3/14
株価(円)	625
発行済株式数(千株)	9,459
時価総額(百万円)	5,912

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	11.9	19.4	20.1
PBR(倍)	1.8	1.8	1.7
配当利回り(%)	2.5	1.7	1.7

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-9.4	-30.6	-52.3
対TOPIX(%)	-5.8	-22.4	-57.6

#### 【株価チャート】



## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ NTT ドコモ向け音声認識技術及びサービスの提供が主力

フュートレック（以下、同社）は携帯電話や生活家電、カーナビゲーション（以下、カーナビ）などの自動車領域で採用が進む音声認識技術及び関連サービスの提供をコアビジネスに、営業支援システムやシステム LSI の開発・販売などを行っている。

事業セグメントは「ライセンス」と「ライセンス以外」の2事業で構成され、音声認識技術及び関連サービスを擁するライセンスが収益の大部分を稼ぎ出しており、資本及び業務提携先のエヌ・ティ・ティドコモ（以下、NTT ドコモ、9437 東証一部）向けが売上高全体の約 60% を占めている。

主力のライセンスは、1) 音声認識・UI (User Interface) ソリューション事業分野、2) 音源事業分野、3) CRM (Customer Relationship Management) ソリューション事業分野の3分野で構成されている。コアビジネスの音声認識・UI ソリューション事業分野（以下、音声認識・UI 事業）は、NTT ドコモのスマートフォンアプリケーション「しゃべってコンシェル」等に音声認識エンジン「vGate」シリーズを提供しているほか、スマートフォンやタブレット向け音声認識及び入力「業務日報ソリューション」等を提供する。また、カナック社からライセンス供与を受け、「使いかたナビ」などの UI ソリューションサービスも提供しているなど、音声認識エンジンはスマートフォン及びタブレット向けのアプリケーションに限らず、カーナビやエアコンなどの生活家電にも採用が広がっており、同社の中期的な成長ドライバーを担っていると考えられる。

図表1 音声認識・UI事業の主なサービス

音声認識	しゃべって翻訳	フィーチャーフォン、スマートフォン向け翻訳アプリ 日本語⇄英語、日本語⇄中国語に対応	自社(子会社ATR-Trek)
	しゃべってコンシェル	スマートフォンアプリ	運営:NTTドコモ
	しゃべって検索	フィーチャーフォン、スマートフォンアプリ	提供:NTTドコモ
	ドコモ音声入力	スマートフォン機能	提供:NTTドコモ
	音声入力メール	NTTドコモの有料サービス	提供:NTTドコモ
	銀行向け業務日報ソリューション	音声入力UIソリューション	共同開発:池田泉州H
音声対話	音声クイック起動	フィーチャーフォン機能	NTTドコモ
	しゃべってカンタン操作	スマートフォン機能	NTTドコモ

出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

音源事業分野（以下、音源事業）は創業当初のシステム LSI 設計技術をベースに、NTT ドコモのフィーチャーフォン向けに着信メロディなどの音源を提供しているものの、フィーチャーフォンからスマート

フォンへの切り替えなど、通信デバイスの変化で業績寄与は小さくなっている。

CRM ソリューション事業分野 (以下、CRM 事業) は、11 年に買収したイズ社の顧客情報管理ソフト販売が主力となっている。

他方、ライセンス以外は、1) 基盤事業分野、2) カード事業分野、の 2 分野で構成されている。これらは同社の創業期を支えたビジネスだが、ライセンスへの経営資源集中で業績寄与は大きくない。

基盤事業分野 (以下、基盤事業) は、システム LSI 設計技術を生かし、自動車関連センサーの受託開発を主力にアプリ開発や電子書籍閲覧システムの販売などを行なっている。カード事業分野 (以下、カード事業) は、大手予備校などの模擬試験用メモリーカードの書込みが主力である。

## > ビジネスモデル

### ◆ 他社技術を基盤にしたライセンスビジネス

同社のビジネスモデルは、アライアンス先の技術を基盤にしたライセンスビジネスであり、売上高全体の 90%以上を占めるライセンスの収益構造は、大きく、1) イニシャルフィー、2) カスタマイズフィー、3) ランニングロイヤリティの 3 つに分けられる。

イニシャルフィー (初期許諾料) は、音声認識エンジンの提供開始時に発生する契約料のため継続性に乏しい。カスタマイズフィーは提供する音声認識エンジンに加え、周辺システムのソフトウェアの改善及び機能追加 (以下、アップデート) などで受け取るフィーで、アップデートの都度、毎回徴収する契約となっている。ランニングロイヤリティは同社製の音声認識エンジンを搭載した最終製品の生産、販売及びアプリのダウンロード時に受け取るフィーと、自社サービス「しゃべって翻訳」の月額課金などで構成される。

このうち、ライセンスビジネスで大きなウェイトを占めるランニングロイヤリティは、最終製品の生産及び販売やアプリケーションのダウンロード時に 1 度だけ課金されるフロービジネスが大部分を占め、自社アプリケーションの月額課金によるストックビジネスの構成比は小さい。また、イニシャルフィーとカスタマイズフィーは単価が大きいものの、発生時期が流動的なフロービジネスと考えられることから、持続的な売上高成長には音声認識エンジン搭載製品の生産及び販売数の拡大に加え、生活家電や自動車などの他業界開拓による搭載製品アイテム数の拡充が欠かせない。

一方、同社が提供する音声認識技術及び関連サービスは、ATR（国際電気通信基礎技術研究所）の基礎技術と、これを継承した NICT（独立行政法人情報通信研究機構）の研究成果を基盤としている。同社は 06 年に NTT ドコモや KDDI（9433 東証一部）が主要株主の ATR と音声認識技術の利用に関する業務提携を締結するとともに、ATR の研究成果を商業化する ATR-Trek の子会社化（持株比率 66.0%）で音声認識に関する特許の非独占的使用権を獲得し、音声認識技術及び関連サービスをスタートさせた。したがって、音声認識・UI 事業の売上高には ATR へ支払う一定料率のロイヤリティが生じ、これは同社の原価構成比で最も高い割合を占めている。

## ▶ 市場構造とポジション

### ◆ 技術的な参入障壁の高さから競合は限定的

国内の音声認識技術関連市場は、公的データが公表されていないことから規模の把握が難しいものの、認識精度の向上とスマートフォン普及の後押しで実用段階に入ったと考えられる。身近な導入例としてはフィーチャーフォン、スマートフォン、タブレットなどのモバイル端末のほか、カーナビや生活家電などへの音声認識エンジン搭載に加え、議事録や業務日報作成などのソリューション分野にも導入が広がっている。

音声認識の基本的な仕組みは概ね 4 段階で構成される。第 1 段階はマイクなどの入力装置から取り込んだ音声信号から雑音を取り除く「音声加工」である。第 2 段階の「音響モデル（声のデータベース）」で音声を音素（記号）に書き換え、第 3 段階の「認識辞書」で言葉に変換する。第 4 段階は言葉遣いや言い回しを蓄積した「言語モデル」で最も妥当なテキストに変換する仕組みである。

これら 4 段階の音声認識工程にあつて、同社の強みは第 1 段階のノイズリダクションと考えられ、屋外でも精度の高い音声認識を可能としている。このことはグループ内に音声認識技術部門を持ち合わせる NTT ドコモやパナソニック（6752 東証一部）に音声認識エンジンを提供していることから、使用環境によっては同社の技術的優位性が伺える。

音声認識は技術的な参入障壁の高さから、競合企業は限定的と考えられる。音声認識エンジンの競合は、国内系が NTT ドコモのフィーチャーフォンや KDDI のスマートフォン、ヤフー（4689 東証一部）などにサービスを提供しているアドバンスト・メディア（東証マザーズ 3773）、日本電信電話（9432 東証一部）グループの NTT アイティ、パナソニックや任天堂（東証一部 7974）などが出資する PUX など。外資系では iPhone の音声認識サービス Siri を提供する米 Apple 社、



Android やブラウザ Google Chrome に標準音声検索を搭載する米 Google 社、70 カ国以上で営業展開している米 NUANCE 社などが挙げられる。

他方、ソリューション分野では前述した音声認識エンジン競合に加え、議事録やコールセンター業務の効率化に取り組んでいる NEC (6701 東証一部)、倉庫や物流センターでの利用に特化している米 Vocollect 社や独 topsystem Systemhaus 社などが挙げられる。

## > 沿革と経営理念

### ◆ NTT ドコモ並びに ATR との関係構築が成長を後押し

同社は 00 年にシステム LSI の受託設計を目的に設立され、01 年には携帯電話用音源ビジネスに参入した。02 年にメモリースティック ROM の製造及び販売権を取得したほか、04 年にはパナソニックから 3D 音響 IP (Intellectual Property) ライセンス利用の許諾を受け音源事業の基盤を構築した。

05 年に NTT ドコモと音源利用許諾契約を結ぶとともに、大手予備校の模試向けメモリーカード書込みを受託するなど、業容拡大に向けた事業基盤の整備を進め、同年 12 月に東証マザーズへ上場した。

06 年には NTT ドコモと資本及び業務提携を結ぶとともに、ATR (国際電気通信基礎技術研究所) と音声認識技術の利用に関する業務提携を締結した。07 年に ATR の研究成果を商業化する ATR-Trek を子会社化 (持株比率 66.0%) し、これによって同社は ATR の音声認識に関する特許の非独占的使用権を獲得したうえ、NTT ドコモへの音声認識サービス提供並びに ATR-Trek の音声翻訳サービスをスタートさせた。

09 年には日立グループや NTT ドコモが主要株主のカナック社からライセンス供与を受けた「使いかたナビ」と、音声対話技術の「音声クイック起動」を NTT ドコモへ提供するなど、音声認識関連サービスのラインナップを充実させている。

11 年にイズ社 (現在 100% 子会社) とその子会社スーパーワン (現在の持株比率 92.5%) の買収で顧客情報管理ソフト販売の CRM ソリューション事業を立ち上げたほか、池田泉州ホールディングス (8714 東証一部) と共同開発の「業務日報ソリューション」の販売に乗り出したほか、12 年には NTT ドコモのスマートフォンアプリケーション「しゃべってコンシェル」に音声認識エンジンを提供している。

13 年にはパイオニア (6773 東証一部) のカーナビやパナソニックのエアコン操作アプリケーションに同社の音声認識エンジンが採用されるなど、他業界への展開が進み始めた。

◆ **社会の変化とニーズへの対応で継続的な発展を目指す**

同社の経営理念は、「社会の変化に柔軟に対応し、その時代に求められる商品を追求し、継続的に発展する会社を目指す」ことを掲げている。同社はこの理念に基づき、中期的には「音声認識事業」に経営資源を集中させながら、次世代に向けた種まきも行う方針である。

◆ **大株主と所有者別の状況**

筆頭株主で創業者・社長の藤木英幸氏が 21.5%を保有し、次いで資本及び業務提携関係にあるNTTドコモが6.0%を保有している。その他、金融機関や取引先法人が上位株主に名を連ねる。

同社の経営陣は4名の取締役と3名の監査役（うち社外監査役2名）で構成され、取締役はいずれも半導体関連会社の出身である。社長の藤木氏は半導体商社を経験後、LSI 設計会社を起業。その後、同社を創業してLSI 設計受託（基盤事業）やカード事業を立ち上げ、音源事業や音声認識・UI 事業などのモバイル向けビジネスを拡大させている。

**図表2 大株主の状況**

藤木英幸	21.5%
NTTドコモ	6.0%
日本マスタートラスト信託銀行	4.4%
資産管理サービス信託銀行	3.3%
UKCエレクトロニクス	2.9%
野村信託銀行	2.2%
日本トラスティ・サービス信託銀行	1.7%
自己株式	1.6%
日本証券金融	1.5%
フェイス	1.4%

出所)14/3期第2四半期報告書



## 2. 財務面の分析

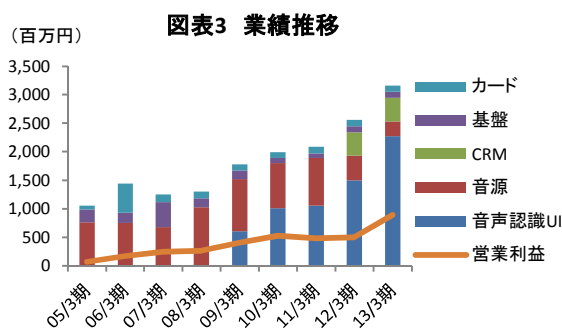
### > 過去の業績推移

#### ◆ 音声認識・UI事業が成長を牽引

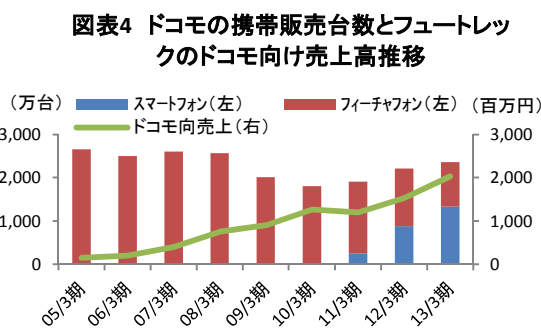
同社は09/3期から音声認識・UI事業をドライバーに成長ステージ入りしたと考えられる。事業ポートフォリオを見ると、08/3期までは創業期を支えた基盤事業とカード事業、モバイル端末メーカー向け音源事業を中心とした収益構造だったが、09/3期以降は音声認識エンジンを核とした音声認識・UI事業が成長を牽引している。

この成長の原動力となっているのはNTTドコモとの関係強化であろう。同社は05/3期にNTTドコモと音源供給の契約を結び、08/3期には音声認識エンジンの提供を開始した。これに伴い同社の売上高に占めるNTTドコモ向け販売額構成比は、音源供給契約を結んだ05/3期の14.4%から08/3期には音声認識エンジンのイニシャルフィー等で47.4%へ上昇した。09/3期からは音声認識エンジンのランニングロイヤリティやカスタマイズフィーなどが拡大し、13/3期のNTTドコモ向けは売上高全体の64.2%に達している。

NTTドコモとの関係強化は、音源事業から音声認識・UI事業へセールスマックスが変化するなかで、同社の成長を支えていると言えよう。



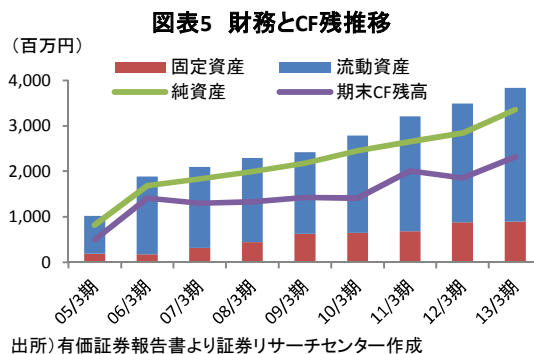
出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成



出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 財務内容は健全

13/3期末の自己資本比率は84.0%に達するうえ、有利子負債も無いことから、同社の財務内容は安全性が高いと考えられる。また、同社はサービス業のため、M&Aや新たなライセンス取得以外に大きな資金需要が考えにくく、その資金需要さえも高いキャッシュポジションである程度は賄えると考えられる。



> 同業他社との比較

◆ 音声認識ベンチャー企業としての位置付け

音声認識技術は技術的なハードルの高さから参入企業は限られるものの、競合は大手企業のグループ会社から外資系まで様々である。その中で、音声認識技術のベンチャー企業である同社と事業規模が同程度の競合先はアドバンスト・メディアが挙げられる。

両社とも良好な財務内容から安全性に対するリスクは小さいものの、中期的な収益性や成長性の向上は音声認識市場の成長に左右されると考えられる。

図表6 同業他社との財務指標比較

銘柄		フュートレック	アドバンスト・メディア
(基準決算期)		(13/3期)	(13/3期)
規模	売上高(百万円)	3,165	1,573
	経常利益(百万円)	901	255
	総資産(百万円)	3,834	4,987
収益性	自己資本利益率	16.5%	19.4%
	総資産経常利益率	24.6%	5.5%
	売上高経常利益率	28.5%	16.2%
成長性	売上高成長率(3年平均)	16.6%	8.0%
	経常利益成長率(同上)	22.9%	-
	総資産成長率(同上)	11.2%	28.8%
安全性	自己資本比率	84.0%	93.1%
	流動比率	668.6%	1157.3%
	固定長期適合率	27.6%	38.5%

出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

注) 3年平均成長率は複利計算。流動比率＝流動資産/流動負債。固定長期適合率＝固定資産/(自己資本+固定負債)×100

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 独自の LSI 設計技術と ATR ライセンスの許諾が基盤

同社の知的資本は独自のシステム LSI 設計技術と、ATR などが保有する高度な知的資本を活用したビジネスモデルと考えられる。これに加え、NTT ドコモとの資本・業務提携が同社の成長を支えている。

図表 7 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・提供する製品は音声認識エンジン、ソリューションなど	・NTT ドコモ向け販売額 20.3 億円、その他は開示無し
	ブランド	・音声認識エンジン(音声認識、音声合成、音声対話) ・UI ソリューション ・音声認識ソリューション	・vGate シリーズ ・使いかたナビ ・業務日報ソリューション ・サービス別の売上開示無し
	事業パートナー	・音声認識技術のライセンス導入 ・UI ソリューションのライセンス導入 ・音源のライセンス供与 ・音声認識エンジンのライセンス供与 ・資本提携 ・業務提携	・ATR ・カナック ・NTT ドコモ ・NTT ドコモ ・NTT ドコモ ・NTT ドコモ、ATR ・契約・業務提携による個別売上開示無し ・支払いライセンス料の個別開示無し
組織資本	プロセス	・ATR の音声認識技術を基盤にしたライセンスビジネス	・イニシャルフィー、カスタマイズフィー、ランニングロイヤリティ ・ライセンス収入の個別開示無し
	知的財産・ノウハウ	・ATR ・カナック ・新サービス開発力	・音声認識技術 ・UI ソリューション ・研究開発費 ・個別パートナーへの支払ライセンス料開示無し ・3.8 億円
人的資本	経営陣	・取締役 5 名、監査役 3 名 ・ストックオプションによるインセンティブ付与	・ストックオプション ・株数 16.4 万株
	従業員	・ストックオプションによるインセンティブ付与	・ストックオプション ・株数 16.4 万株

出所) 有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成。KPI の数値は 13/3 期及び 13/3 期末

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は直接的に環境対応等を表明していないものの、UI ソリューションの「使いかたナビ」等を通して、紙媒体の取扱説明書削減に貢献している。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社はコーポレート・ガバナンス報告書で社会的責任に言及しており、東日本大震災での被災地支援を実行するなど、社会市民としての自覚を持ち合わせている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社はコーポレート・ガバナンス報告書の中で、基本的な考え方や行動指針等を公開しており、上場企業としての一般的なガバナンス体制は構築されている。

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 当面の課題は音声認識技術の他業界への展開

同社はスマートフォンを軸に広がりを見せている音声認識技術へ経営資源を集中させるとともに、生活家電や自動車などの他業界でも音声認識技術採用の動きが進んでいることを受け、新たな需要を取り込むべく営業力と製品力の強化に取り組んでいる。

14/3 期は重点市場をスマートフォン、自動車及び生活家電、ビジネスソリューションの3領域に絞り込み、それぞれ専任の事業部を新設して提案営業を強化する方針である。

スマートフォンをターゲットとする通信キャリア事業部は、短期的に音声対話技術の強化を図りながら新サービスを提供し、中長期的には次世代通信方式や新 OS 対応でシェアアップを図る構えである。

自動車及び生活家電をカバーするテレマティクス&ホームアプライアンスは、短期的に日常生活に入り込んだ利便性の高いサービス及び製品の拡販に努め、中長期的には自動車及び生活家電に特化した音声認識技術の開発と多言語化を進め、コンテンツサービスとの連携を模索する方針である。

ビジネスソリューションを担当する新規ビジネス&グループアライアンス開発事業部は、短期的に業務日報ソリューションと CRM 事業との連携強化で新規市場の創造を進め、中長期的には電子カルテなど各業界のシステムベンダーとの連携及びアライアンスでニーズを取り込む方針である。

上記施策に基づく同社の目指す方向性は、短期的には通信キャリア業界を中心とする音声認識・UI 事業をドライバーに成長を目指しながら、中期的な視点で対象業界の多角化及び他業界への展開で収益源を育てつつ、長期的な事業ポートフォリオ構成に向けて新規事業の種蒔きを行う方針である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ NTT ドコモとのパートナーシップは諸刃の剣

同社の強みは携帯キャリアでシェアトップの NTT ドコモとのパートナーシップと考えられるものの、これは同時に NTT ドコモへの依存度を高める結果になるなど大きなリスクとも考えられる。

図表 8 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NTTドコモ及び ATR とのパートナーシップ</li> <li>・NTTドコモでの採用実績</li> </ul>
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NTTドコモへの高い売上依存</li> <li>・コアビジネスの音声認識は他社技術のライセンス導入</li> </ul>
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他業界における音声認識需要の拡大</li> <li>・新興国でのスマートフォン普及</li> </ul>
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NTTドコモ及び ATR とのパートナーシップ解除</li> <li>・競争激化による単価下落</li> </ul>

出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 自動車及び生活家電とビジネスソリューションの取り込みが鍵

同社は自社 LSI 設計技術をベースに、市場拡大が見込まれる他社技術のライセンス導入で事業を拡大してきた。なかでも、NTT ドコモとの資本及び業務提携、ATR 音声認識技術のライセンス導入によって、同社は新たな成長ステージに入ったと考えられる。

今後の課題は同社も認識しているように通信キャリアの深耕と、自動車及び生活家電など他業界への取り組み、ビジネスソリューションの強化であろう。音声認識技術はスマートフォンの普及で需要が高まり、通信キャリア業界に留まらず PC ブラウザへの標準搭載で Web コンテンツにも採用が広がっている。米 Microsoft 社がインターネット電話の Skype 社 (ルクセンブルク) を 11 年に買収したことで PC のマイク搭載率が高まるなか、音声認識はモバイルに留まらず Web コンテンツにも拡大する可能性を秘めており、通信キャリアの深耕とともにブラウザなどの Web 対応も求められよう。

自動車及び生活家電などの他業界への展開では、NTT ドコモでの採用実績を強みに、ターゲットを絞り込んだ提案営業が不可欠と考えられる。なかでも自動車は国内より海外の販売台数が多いことから、多言語化が欠かせず、カーナビ等の周辺機器にも同様の対応が求められ

よう。実際、14/3 期はパイオニアのカーナビやパナソニックのエアコン操作アプリに音声認識エンジンが採用されるなど、他業界への展開が進み始めた。

ビジネスソリューションは、各業界におけるソフトベンダーとのアライアンスが市場獲得への近道と考えられる。医療業界を例にとると、電子カルテの普及とともに音声入力ニーズの高まりが予想されるが、業界上位の電子カルテベンダーとのアライアンスは早期に一定シェアの獲得が可能となろう。

## > 今後の業績見通し

### ◆ フュートレックの 14 年 3 月期は 44.2%営業減益の見通し

同社の 14/3 期予想は売上高が前期比 18.8%減の 25.7 億円、営業利益は同 44.2%減の 5.0 億円を見込む。13/3 期は NTT ドコモのスマートフォン新モデル発売にともなうイニシャルフィーとカスタマイズフィーが約 6 億円程度計上され、これが売上高及び利益を押し上げた。一方、14/3 期は大きなイニシャルフィーが見込めないことから、同社は減収減益を予想している。

### ◆ 証券リサーチセンターの 14 年 3 月期は 49.8%営業減益予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）の 14/3 期予想は売上高が前期比 21.0%減の 25.0 億円、営業利益は同 49.8%減の 4.5 億円を見込む。この主な要因は、上記の同社予想と同様に 14/3 期は大きなイニシャルフィーが見込めないうえ、ライセンス以外（基盤事業、カード事業）の減収が予想されるためである。

### ◆ 15 年 3 月期以降は中期的に平均 10%程度の営業増益を予想

当センターは中期的に年率 7%程度の増収と、同 10%程度の営業増益を予想するが、これには流動的なイニシャルフィーとカスタマイズフィーを織り込んでいない。

現状の事業ポートフォリオを前提に、売上面では音源事業の減収トレンドが見込まれるものの、スマートフォンの拡大と他業界展開による音声認識・UI 事業の増収で補うことが可能と予想する。他方、CRM 事業とライセンス以外は横ばいを見込む。

利益面では他業界展開やビジネスソリューション強化で人件費と研究開発費の増加が見込まれるものの、音声認識・UI 事業の増収効果で吸収し、中期的に年率 10%程度の営業増益が可能と予想する。なお、新規ライセンス供与や音声認識エンジンのカスタマイズによるイニシャルフィー並びにカスタマイズフィーが発生した場合は、当センターの業績予想を上回る可能性が高い。



図表9 事業セグメント別業績予想 (百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期E	15/3期E	16/3期E	17/3期E
売上高	2,085	2,562	3,165	2,500	2,670	2,850	3,050
ライセンス	1,889	2,338	2,942	2,300	2,470	2,650	2,850
音声認識・UI	1,055	1,496	2,270	1,800	2,000	2,200	2,420
音源	834	433	258	200	170	150	130
CRM	-	407	413	300	300	300	300
ライセンス以外	196	224	223	200	200	200	200
基盤	82	108	107	85	80	80	80
カード	113	115	115	115	120	120	120
営業利益	482	501	896	450	500	580	660
ライセンス	489	493	892	450	500	580	660
ライセンス以外	-7	-10	-6	0	0	0	0
全社	0	19	9	0	0	0	0
研究開発費	181	252	384	300	330	350	370
支払ライセンス料(単体)	258	345	402	300	340	360	390

出所)有価証券報告書、決算短信、Eは証券リサーチセンター予想

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 配当政策は安定配当の継続が基本

同社の配当政策は、財務体質強化や将来投資に備えた内部留保の確保に努めつつ、安定配当の継続を基本としている。過去の配当実績は10/3期から12/3期まで年10.5円配を継続し、大幅増益の13/3期は年15.5円配に増配した。

同社の14/3期配当予想は年10.5円配の見通しで、10/3期から12/3期までの安定配当水準に戻る。

当センターの14/3期配当予想は年10.5円配、15/3期以降も中期的に年10.5円配の安定配当を予想する。

### ◆ ATR並びにNTTドコモとのライセンス契約解除が最大のリスク

同社の音声認識技術はATRからのライセンス導入のため、ATRとのライセンス契約解除は現時点で最大のリスク要因と考えられるうえ、売上構成比の高いNTTドコモとのライセンス供与契約解除も同様にリスク要因となる。

## 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

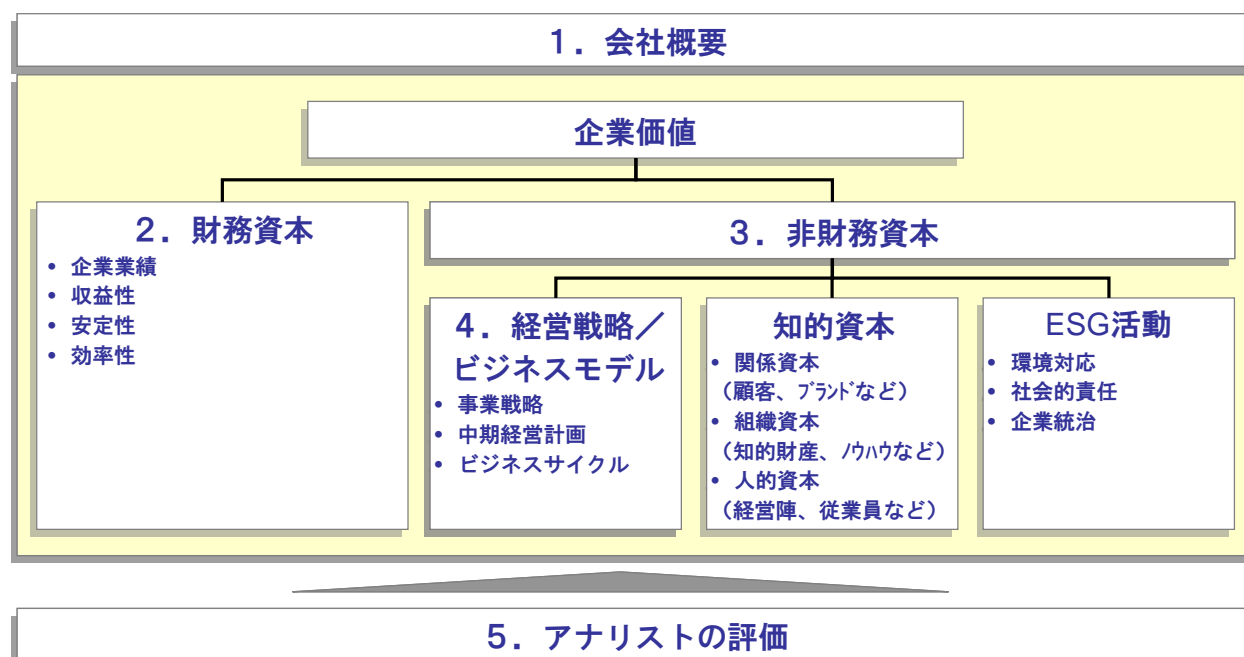
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。