

発行日: 2012/5/31
調査日: 2012/5/22
調査方法: 企業訪問

デジタルメディアプロフェッショナル (3652 東証マザーズ)

グラフィックス技術に特化した研究開発型のファブレス企業。世界のテクノロジーリーダーを目指す

> 要旨

- ◆ **グラフィックス・プロセッサの専門企業で世界第3位**
 - ・独自開発したグラフィックス技術をライセンス供与し、フィーを受け取る研究開発型ファブレスベンダー。
 - ・ベンチャーキャピタルの支援により大学教授が現監査役と創業。現社長が事業を継承し拡大。高い技術力・商品性能が強み。
 - ・主要顧客は、任天堂(3DS)やオリンパス(デジタルカメラ)等が挙げられる。
- ◆ **グラフィックスは、用途が拡大で中期的に成長が見込める市場**
 - ・精細な 3D などの画像を描写・認識するニーズは高まっており、ゲーム・アミューズメント・モバイル通信機器、自動車、家電製品等の分野において、用途が拡大すると予想される。
 - ・これらの機器に組み込まれる半導体向けに、グラフィック技術をライセンス供与するビジネスチャンスのポテンシャルは大きいと思われる。

> 投資判断

- ◆ **今期は減益予想**
 - ・今期業績の会社予想は売上高前期比 5.3%増、将来に向けての人員増・研究開発強化・拠点拡張などの投資負担から 2 桁減益。この減益は前向きかつ一時的な要因であると思われる。アナリスト予想は会社予想をやや減額修正。成長のための先行投資及び内部留保を優先し、当面、無配が続く見通し。
- ◆ **来期は、顧客の新商品の量産化が軌道化、大幅増収増益を期待**
 - ・来期及び、来々期は、数社の顧客のコンシューマー製品、事務機器の量産化がフル寄与し、IPライセンスフィー増加に伴い、増収増益トレンドに戻ると担当アナリストは予想している。
 - ・任天堂の次世代 DS の開発・量産化が、同社の次なる飛躍への大きな転換点となる。
- ◆ **中期的な妥当株価レンジは、900～1,350 円を予想**
 - ・来々期までの受注案件の量産計画を勘案すると、中期的には年率 2 桁近い利益成長力が期待できよう。
 - ・今後 3 年程度の妥当株価は、PERを8倍から12倍のレンジとすると900円～1,350円程度と考えられる。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 松尾 十作
+81 (0)3-6858-3216
matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2012/5/25
株価(円)	844
発行済株式数	2,410,100
時価総額(百万円)	2,034
上場日	2011/6/23
上場来パフォーマンス	---

	前期	今期予想
PER(倍)	10.3	10.2
PBR(倍)	0.8	0.7
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	---	---

【主要KPI(業績指標)】		
量産化が見込める案件数		
決算期	件	増加数: 件
2011.3期	NA	NA
2012.3期	2	NA
2013.3期	4	2

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-23.8	-25.6	---
対TOPIX(%)	-13.6	-12.0	---

*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20120528

デジタルメディアプロフェッショナル (3652 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/期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	1,013	1,044	1,100	1,080	1,250	1,400	1,550
前年比	13.6%	3.0%	5.3%	3.4%	15.7%	12.0%	10.7%
営業利益	315	319	230	210	320	350	450
前年比	68.4%	1.4%	-28.0%	-34.2%	52.4%	9.4%	28.6%
経常利益	314	302	220	200	320	350	450
前年比	66.7%	-3.7%	-27.3%	-33.8%	60.0%	9.4%	28.6%
当期純利益	491	188	220	200	192	210	270
前年比	162.9%	-61.7%	16.8%	6.4%	-4.0%	9.4%	28.6%
期末株主資本	1,533	2,667	—	2,866	3,058	3,268	3,538
発行済株式数	1,972,200	2,410,100	2,410,100	2,410,100	2,410,100	2,410,100	2,410,100
EPS(円)	250.3	81.9	91.3	83.0	79.7	87.1	112.0
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	777.5	1,106.5	—	1,189.2	1,268.9	1,356.0	1,468.0
ROE	38.2%	9.0%	—	7.2%	6.5%	6.6%	7.9%
株価(円)	---	1,170	844	844	—	—	—
PER(倍)	---	14.3	9.2	10.2	10.6	9.7	7.5
配当利回り	---	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	---	1.1	—	0.7	0.7	0.6	0.6

(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。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

高い技術力を持つ世界大手のグラフィックス・プロセッサの専門企業

同社は、独自開発したグラフィックス技術のライセンスを顧客に供与し、フィーを受け取る研究開発型ファブレスベンダーである。

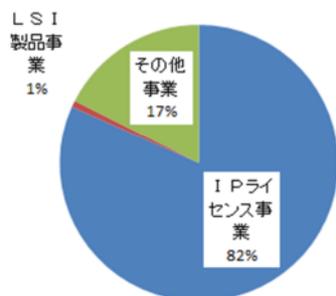
電子機器上において、2D/3Dなどの精細な画像を描写するためには、グラフィックスIPコア^{注1}と呼ばれる技術が必要であり、ゲーム機器、アミューズメント機器、モバイル通信機器、自動車、家電製品等に組み込まれる半導体向けに、これらの技術をライセンス提供することを事業の中核としている。

大口取引先は、任天堂(大証1部・7974)で3DS向け。実質的には、同社の売上の過半を占めると推定される。

現在、同社は、IPライセンス事業、製品事業(グラフィックスLSIの開発・販売)、その他の事業の3事業から構成されている。同社単体で事業を営んでいたが、米国子会社を設立(前期末では連結対象外)。IPライセンス事業が売上及び利益のほとんどを占める。

(注1) グラフィックス技術のハードウェアIP(論理設計データ等)やソフトウェアIP(主にハードウェアを制御するドライバーやコンテンツ制作を支援するツール類)を意味する。IPコアとは、LSI(大規模集積回路)を構成するための部分的な回路情報のうち、特に単一機能でまとめられたものを指す。同社のグラフィックスIPコアは、国際標準規格に準拠したIPコアに、「MAESTRO」と称する同社独自の機能拡張技術を組み合わせ、少ない消費電力で精細な画像を描写できることが特徴。チップ面積が他社比1/3程度でコストパフォーマンスにも優れる。

売上構成比(2012年3月期)



(出所) 短信より作成

1. IPコアライセンス事業(主力事業)

同社が開発したグラフィックスIPコアを顧客に提供し顧客から得るライセンス供与収入と、これらに付帯する技術サポートに区分される。尚、ライセンス供与による収入は、顧客の製品開発の初期段階で一時金として得られるライセンス収入(量産化前)と、顧客企業の製品出荷個数に応じて収受するランニングロイヤリティ収入(量産化時、顧客製品の生産開始から生産終了まで数年間にわたり継続的に発生する)とに区分される。

2. LSI製品事業(委託生産したアミューズメント機器用半導体の商社経由での販売)

同社のグラフィックスIPコアが組み込まれたLSI製品「NV7」を、大手国内半導体メーカーに製造を委託し、同社が半導体商社に向け販売。

なお、同社のIPコアライセンス事業の顧客が製造販売する最終製品と、当該LSI製品が組み込まれた最終製品との競合を回避するため、LSI製品の販売先はアミューズメント機器市場(主にパチンコ機)を対象としている。

3. その他の事業 (ライセンス供与に伴う受託開発、カスタマイズおよびセミナーなど)
売上規模は少額であるが、同社の宣伝効果、セミナー等を通じ、顧客を獲得する機会もある。

> 経営陣

同社は取締役設置会社で取締役 5 名、うち社外取締役 1 名。監査役 3 名、うち常勤監査役 1 名が社外監査役となっている。代表取締役社長兼 CEO である山本氏は、日本 IBM、セガオブアメリカ、日立セミコンダクターなどで CP・半導体関連のハードウェア及びソフトウェアの開発者として勤務した経験を持つ。技術に詳しいうえ、在米期間が長く業界知識・人脈も豊富なことから、2004 年同社に入社し現職に就任し同社の飛躍を牽引してきた。他 4 名の取締役は、それぞれカシオ計算機、日本電気、ソニー (PS3 の開発者) などテクノロジー会社に勤務後同社に入社した。常勤監査役 1 名は上場会社の常勤監査役経験者、監査役犬飼氏は創業メンバー、監査役山口氏は公認会計士。

> 株主構成

大株主上位(%)

Apax Globis Japan Fund, L.P (常任代理人大和証券キャピタル・マネージャ)	6.34
池戸 恒雄	5.81
日本政策投資銀行	4.60
三井住友海上C2号 投資事業有限責任組合	4.48
三菱UFJキャピタル	4.35
2011年9月末 上位10株主合計比率	42.46

2011 年 9 月末時点での株主構成は左図表の通り。上位株主はベンチャーキャピタルの多いことが特徴。上位 10 株主で発行済株式数の約 42% を占める。第 2 位の個人株主は、同社の創業メンバーの池戸氏。山本社長は 1 万 5,900 株 (約 0.66%)。上場 (2011 年 6 月 23 日) 後 3 ヶ月間のロックアップ期間終了後、ベンチャーキャピタルが売却しその比率が低下する一方、個人株主などの比率が増加したと推測される。2012 年 3 月期の有価証券報告書提出後、株主構成を確認していきたい。

> 沿革・企業理念

ベンチャーキャピタルの支援により大学教授が現監査役と創業。現社長が事業を継承・拡大し、世界展開しテクノロジーリーダーを目指す

◆沿革

大学教授であった池戸氏が、ベンチャーキャピタルの支援もあって研究対象であったグラフィック技術の商業化を目指し、現監査役の犬飼氏と 2002 年 7 月に創業。当初は PC 向けのグラフィックス市場への参入を目指し、東京都に同社を設立。2005 年 7 月 ULTRAY ビジュアルプロセッサ、2006 年 7 月には PICA® グラフィックス IP コアを発表。現社長が入社後、PC 事業向けからモバイル、自動車、コンシューマー事業向けの開発にシフトし、成長の基盤を築く。同年 7 月、組込み機器^{注 2} 向けグラフィックス IP コア「PICA200」^{注 3} の販売を開始。

(注 2) 組込み機器とは、特定の機能を実現するため家電製品や機械等に組込まれるコンピュータシステムのこと。

(注 3) 「PICA200」とは、国際標準規格に準拠したうえで、同社独自の拡張機能「MAESTRO」を搭載したグラフィックス IP コアの登録商標。

2007年4月、PICAが「第9回LSI I Pデザインアワード」企業部門「I P優秀賞」を受賞し、同社の高い技術が認められる。2007～8年頃に任天堂の3DS向けにライセンス供与を開始し、その後、製品の量産化に伴い同社も急成長。2008年4月、アミューズメント(パチンコなど)向けにLSI製品「NV7」^{注4}の販売開始。

2009年4月、SMA PH[®]-FベクターグラフィックスI Pコア、同年11月SMA PH[®]-S3DグラフィックスI Pコアを相次いで発表。2011年6月、東京証券取引所マザーズ市場へ上場。10月に新規顧客の開拓、人材の確保、情報収集の目的で米国子会社を設立した。

(注4)「NV7」とは、グラフィックスI Pコア「PICA200」を搭載したLSI製品の名称。

◆企業理念

同社は「Visualize the future、DMPのグラフィックス技術は未来を描く」を経営理念としている。「DMPのグラフィックス技術は未来を描き、あらゆる情報機器のディスプレイにおいて新しいユーザー体験を創造する。無限のイノベーションの可能性を持つグラフィックスの世界で、常に同窓的なアイデアで製品開発を行い世界のリーダーを目指す。」とし、欧米で成功したハイテクベンチャー企業のように、組み込みグラフィック半導体市場分野でのテクノロジーベンダーとして世界のリーダーに成長したいと考えている。

事業環境

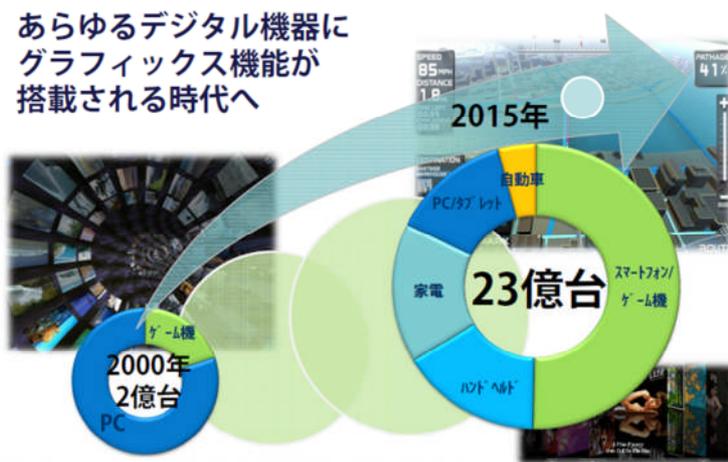
> 業界環境・競合他社

◆市場

グラフィック市場は、同社の決算説明会の資料によれば、あらゆるデジタル機器にグラフィックス機能が搭載されるなど用途が急拡大すると考えられており、高成長が期待されよう。特に、スマートフォン・ゲーム・自動車・家電分野での拡大が大きく寄与する見込みである。

<グラフィックス市場>

あらゆるデジタル機器に
グラフィックス機能が
搭載される時代へ



(出所) 決算説明会資料より

<グラフィック用途の拡大>

グラフィックス・プロセッサの利用が
今後画像演算処理などコンピューティング分野にも拡大

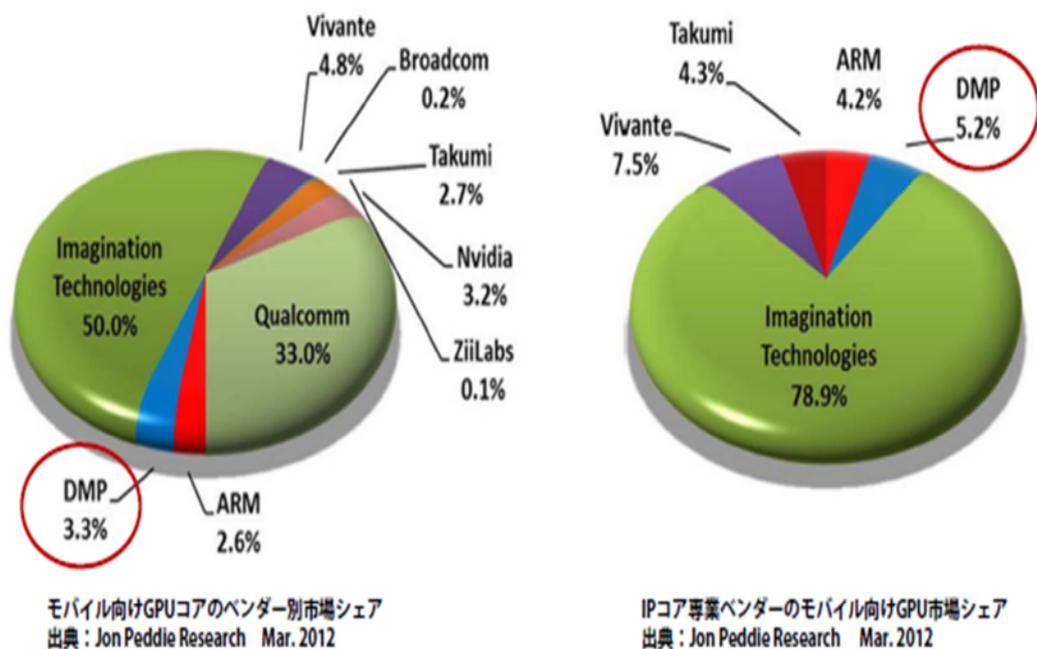


(出所) 決算説明会資料より

◆同業他社

同社の競業先は世界的に展開する欧米企業である。同社のグローバル・シェアは、内製化している企業も含めると（下左図表）第4位・シェア 3.3%、独立系専門企業では（下右図表）、世界トップ Imagination Technologies (IMG : 英国企業、シェア 78.9%)、No.2 の Vivante (中国企業同 7.5%) に次ぎ第3位、シェア 5.2%となる。

<世界における同社売上高シェア>



(出所) 決算説明会資料より

国内で同社と類似したビジネスモデル、企業規模を持つ上場企業は存在しない。非上場ではTAKUMI（日本企業）がグラフィックスIPコアを手掛けているが、詳細なデータはない。敢えて上場会社で類似する企業をあげれば、ファブレスで半導体チップを手掛けるリアルビジョン（東証マザーズ 6768）、サインエレクトロニクス（JQ6769）、などである。

同社の主業務はIPコアであり、売上の1割を占めるLSI事業と半導体関連の開発型ファブレス企業である点が、両社と類似しているにすぎない。両社とも厳しい環境下にあり、同社の収益安定性、収益率

は、相対的に高い水準にある。参考までに、直接競合する海外最大手 IMGとも比較すると、規模・国が異なり単純には比較しにくいですが、アップルに納入しているグローバルの巨人であり、規模・収益力は高い。

<同業他社比較>

	3652東証マザーズ	6786東証マザーズ	6769JQ	IMG ロンドン証券取引所	
	同社 2012. 3期	リアルビジョン 2012. 3期	ザインエレクトロニクス 2011. 12期	2011. 4期(百万ポンド)	(百万円)
売上百万円(または百万ポンド)	1,044	163	3,597	98	12,206
営業利益百万円(または百万ポンド)	319	-226	-950	16	2,024
売上高営業利益率 %	30.6	---	---	16.6	---
過去3期売上成長率(年率換算) %	43.4	-150.6	-39.3	82.0	---
同営業利益成長率(同) %	134.6	---	---	105.2	---
実績ROE %	9.0	-21.1	-12.1	NA	---

(注) 124.5円/ポンドで計算。
(出所) 各種資料より作成

> ビジネスサイクル

新商品開発に2~3年、量産期間は3~5年とサイクルは長い

機種や顧客の商品投入時期・販売戦略により異なるが、概ね開発期間は2年半。量産開始から生産終了までは3年から5年サイクル。ゲームについては5年程度のサイクルと推定される。受注のリードタイムが長く、受注内容や量産化スケジュールなどで、数年後のビジネスがおおよそ推測できる

> KPI(業績指標)

<新規案件数>

時期(各月末)	量産化が見込める受注案件	
	単位:件	増加数:件
2011年3月	NA	NA
2012年3月	2	NA
2013年1月	4	2

(出所) ヒアリングにより作成

同社売上のほとんどを占めるIPライセンス事業において、ライセンスフィーのもととなる受注金額、契約条件・内容は非公表である。本レポートでは、同社のKPIとして売上高と関連性が高いと思われる受注済み案件数(量産の目処がつく案件:累積ベース)を掲載した。開発終了後、通常2~3年程度で顧客が量産化に入り同社の業績に寄与することが多いため、業績の先行指標にもなる。案件の規模により、また量産化のスケジュールの変動により売上金額・計上時期は変動するため、参考となる重要指標の一つと考えるべきだろう。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

◆市場分野の拡大・事業領域の拡大

同社は、会社設立以来グラフィックス分野に特化して事業展開してきたが、今後は周辺技術の自社開発やグラフィックス以外の I P コアを有する企業とのアライアンス等により、さらに付加価値の高い製品の提供を目指す。

◆販売・サポート体制の充実及び海外市場への進出

同社は、I P コアライセンス事業では、限られた国内の顧客をターゲットに事業を展開してきた。今後は、国内での実績をベースに各分野でのアプリケーション技術を蓄積し、米国やアジアなどの海外企業も含めた顧客層の拡大を図る意向である。米国には、現地法人を設立し顧客の開拓・人材の確保を図る一方、中国・台湾においては、現地企業とアライアンスを組むべく検討中である

> 中長期の課題と戦略

◆差別化技術による I P の優位性確保

同社がビジネスの主軸とする 3 D グラフィックス市場においては、競合他社が製品化している標準規格ベースの I P コアに対し、同社 I P コアはさらに独自拡張技術である「MAESTRO」と称する差別化技術を実装している。今後も競合他社との差別化技術の開発に注力し、消費電力、性能面での優位性確保と強化を図っていくことが重要な課題である。

◆優秀な人員の確保

少数精鋭であり、その核となる開発・サポート員は、高い専門性とプロジェクトを統括する能力が求められる。グラフィックという特殊分野では、国内外でも高い能力を兼ね備えた人材は限られ、業容の拡大に見合う人材の確保・育成が急務である。

◆安定株主対策

上場時、過半を占めたベンチャーキャピタルの保有株の売却が進んでいると推測される。現時点では、個人株主等が購入していると思われるが、機関投資家などの安定株主対策が課題となろう

> アナリストの戦略評価

同社の成長の源泉は、地理的優位性を活かし、高い技術力と信頼性、ハイコストパフォーマンスを持つ商品を武器に、日本のコンシューマーメーカー大手を顧客として取りこんできたことにあると考えられる。一方で、結果的に取引先のほとんどが日本企業であり、半導体ビジネスの中心であった米国、今後成長が見込まれる中国・台湾市場の

高成長が見込める市場で
拡大戦略・先行投資は中期
的に見れば妥当。新規顧客
獲得と地域的・分野別の顧
客ポートフォリオの分散
が課題

顧客開拓が大幅に出遅れていた。今後、海外顧客の獲得にあたって世界の大手と競争していくわけであるが、米国拠点の設置、台湾・中国企業との提携などで海外展開を加速する準備を進めており、技術優位性がある現在に、各種の先行投資と事業の拡大戦略は妥当な判断であると思われる。

新製品への搭載や用途拡大でグラフィック市場の成長ポテンシャルは大きく、同社の高い技術力とコストパフォーマンスに加え、営業の強化が図れれば、世界シェアのアップも期待できよう。人的・資金的リソースの制約がある中、競争優位性のある技術を、いかに具体的に、米国やアジアの大口顧客の獲得や、継続的な商談に結びつけていくかの手腕が問われよう。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆SWOT 分析

Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> ・3Dグラフィックの技術力・開発力 (高精細・低電力・小面積・ハイパフォーマンス) ・日本に拠点を置く地理的優位性、国内主要メーカーへの納入実績
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> ・技術・営業面で社長個人への依存度の高さ ・特定顧客への売上高依存度の高さ
Opportunity (ビジネス機会)	<ul style="list-style-type: none"> ・3Dグラフィック用途拡大、同市場の高い成長性 ・顧客開拓、及び新商品への拡大余地
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> ・世界的な競争の中で技術開発の遅れ・陳腐化等 ・組織・人材・資本などが小規模であること ・技術・システムトラブルの発生

> Porter's 5 forces

◆業界内競争

技術・サポート力、価格、開発スピード、信頼性などで世界的に熾烈な競争が繰り返えされ、プレーヤーは淘汰されてきた。今後も同様な状況が継続することが想定される。

1990年代、グラフィック開発関連会社は世界で70社以上存在したが、合従連衡が進み、現在は10社程度までに減少している。特に、同社の扱うグラフィックIPコア関連分野では、世界で数社程度しか存在しない。

◆新規参入の脅威

高いノウハウ、技術力、顧客からの信頼性を必要とすることから、新規参入障壁は高いと思われる。

◆代替品・代替サービスの脅威

現状では考えにくい。技術革新が極めて激しい最先端分野であるため、将来的には代替品・代替サービスの脅威がないとは言えない。

◆買い手の競争力

同社の販売先は10数社(ほとんどが日本国内企業)であり、年間の取引金額が同社の過半を超える企業(任天堂)も存在する。詳細は非公表であるが、ライセンスフィーはプロジェクト単位でライセンス契約に基づくものである。尚、ランニングロイヤリティは顧客の生産期間(3~5年程度)において有効なものである。累積納入個数により単価が低減する内容の契約もあるようだが、合理的な値決めとなっている模様。

また、最終商品の差別化のため開発した技術・チップのライセンス供

給先を限定している。いずれにしても、技術・サポートにより差別化したうえでの相対の個別契約であり、買い手の競争力が特に大きいとは考えにくい。

◆供給者の支配力

開発型ファブレス企業であり、通常、供給キャパシティの制約を受けにくい。LSI事業は、生産委託先の生産状況により制約を受ける可能性はあるが、同社の売上約1割以下と限定的である。IPライセンス事業では、ライセンス供与先が生産するためキャパシティの問題は発生しない。むしろ、供給面では新商品・技術の社内的な開発人員やサポート体制においてボトルネックはありえると思われる。

> ESG活動・分析

◆Environment (環境対応)

一般的な製造業の温室効果ガス削減策のように、直接的な環境対応には距離感があり、特に策定されていない。同社のHPや有価証券報告書等に明確な記載はない。

◆Society (社会的責任)

同社のIR資料等には、社会的責任についての明確な記述はないものの、上場企業としての社会一般的な責任は認識していると推察される。

◆Governance (ガバナンス)

社長の持株比率が相対的に少なく、外部株主を意識する必要性がありガバナンス上はプラスに働くとも考えられる。監査役設置会社であり、社内監査役(同社創業者メンバー・元取締役である犬飼氏)、社外常勤監査役(アデランス元監査役)・非常勤監査役(公認会計士)、各1名の合計3名で構成されている。尚、買収防衛策は講じられていない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期は足踏み。売上は微増、経常減益、無配継続の見込み

◆前期概略

前2012年3月期業績は売上高1,044百万円(前期比3%増)、営業利益319百万円(同1%増)、経常利益302百万円(同約4%減)とほぼ横ばいとなった。純利益は、繰延税金資産の見直しを行い法人税等調整額が増加したことなどから188百万円(同62%減)と大幅減益、事前の会社予想並みに着地した。

開発案件の期ずれや遅延などでIPコアライセンス事業及び部品のリユース(再利用)のマイナスの影響を受けたLSI製品事業がともに減収になった。一方で、受託開発(その他の事業)が増収となり相殺した結果、ほぼ前年並みの売上高となった。

新規に契約した初期ライセンス収入に加え、任天堂(大証1部・7974)の携帯ゲーム機「ニンテンドー3DS」に搭載された半導体を製造するメーカーからのIPコア及びオリンパス(東証1部・7733)のデジタルカメラ「PEN」シリーズの新モデルに搭載されたIPコアに関するランニングロイヤリティ収入が寄与した。

◆今期見通し

今2013年3月期業績予想は、会社予想⇒担当アナリスト予想、単位：百万円で、売上高1,100⇒1,080(前期比3.4%増)、営業利益230⇒210(同34.2%減)、経常利益220⇒200(同33.8%減)、純利益220⇒200(同6.4%増)。純利益増益予想は法人税等の調整のため

売上が前期比微増予想の背景は、既存顧客の数量増加による単価の下落が減収要因ではあるが、①次世代LSIの開発受託、②今期後半から顧客2社が商品の量産化を開始し(いずれもコンシューマー製品)、ランニングロイヤリティが増加見込み(来期フル寄与する予定)、③新規IPコアライセンスの受託などによる増収効果、で相殺するためである。

一方、減益予想要因は、事業・売上拡大のための成長投資と国内外の体制強化として人件費・次世代LSI開発費・海外拠点費用など130百万円程度のコストが増加する見込みであるため。今期も無配は継続する予定である。

今期の会社予想は、コスト面では厳しく見積もっており妥当であると思われるが、未契約分のライセンス収入等を見込みで計上していることから担当アナリストはやや慎重に見ており、会社売上・利益とも若干下方に予想している。

> 来期以降の業績

中期経営目標及び数値を、同社は対外発表していない。

顧客2社が2014年3月期より量産を開始する予定であり(コンシューマー製品及び事務機器、今期後半に量産化する案件とは別)、同社

複数顧客の量産化に伴う売
上げ寄与で、来期は大幅増収
を期待。中期的には2桁の利
益成長ペースに戻ると予想

の業績も再び成長軌道にのるものと思われる。また、任天堂3DSの後継機種が、ゲーム機サイクルから判断すると2015年前後(時期は未確定)に投入されると想定され、同社の成長ドライバー・飛躍への転換点となる可能性がある。

今後4期程度(2013年月期から2016月3期まで)は、技術の優位性を背景に用途の拡大、新型ゲーム機の寄与、海外展開による新規顧客の獲得が寄与し、売上高は段階的に増加し、最終的には15億円程度の売上高も視野に入ると担当アナリストは考えている。

同社の売上高は、開発案件・顧客の量産スケジュール・経済環境に左右される。一方で、先行投資・事業拡大等から研究開発費を中心とする原価・販売管理費の継続的な増加が見込まれる。担当アナリストは、ある程度の景気の回復と会社の計画的なコストコントロールを前提に、来期以降も受注済みの開発案件が順次量産化に移行することから、中期的には年率10%程度の増収と増益率を予想している。尚、中期的な売上高営業利益率は、開発(先行投資期)と量産化(回収期)が循環的に行われるため変動するものの、ほぼ横ばいであると予想している。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2011年6月23日、東証マザーズ市場に上場。公募価格2,400円に対して初値は3,050円と好調なスタートとなった。同年7月11日には最高値3,455円をつけたが、ベンチャーキャピタルなどのロックアップ期間後の売りも加わり調整した。2012年に入り欧州債務危機の再燃から下値が切り下がり、5月18日には上場来最安値808円をつけた。現在は800円半ばのでもみあいとなり上場来安値圏にある。

> 株主還元

自社株買いを発表

同社は、成長段階にあるとの認識から創業以来無配を継続している。経営環境や技術革新の変化に対応する体制を強化する目的で、内部留保を優先している。利益成長が期待できるステージでは、EPS成長が株価を押し上げ、結果的に株主に対する還元と考えられる。尚、株主優待制度はなく、現在、検討もしていない。

10万株(自己株式を除く発行済み数に対し約4.1%)を上限に、1億8千万円までの自社株買いを、2012年5月10日から同年7月31日まで実施予定。株主還元、資本効率の向上、機動的な資本政策の実施が目的。株価の下支え要因にはなろう。

> 株価バリュエーション

同社に類似する適正な比較対象は見当たらないが、ビジネスモデル、取扱分野、顧客層などの観点からの上場各会社と比較(下図表)した。同社の株価バリュエーションは、今期(2013年3月期)予想PERが約10倍、来期予想も10倍前後(税率の正常化のためEPSはほぼ同じ)、PBR(実績)約0.7倍、配当利回りが0%であり、上記比較対象の企業と比較すると割高感はない。

<同業他社比較>

	3652東証マザーズ	6786東証マザーズ	6769JQ	ロンドン取引所
	同社	リアルビジョン	ザインエレクトロニクス	Imagination Technologies Group
株価(2012/5/25)	844	10,800	57,800	490.2
PER(今期予想)	10.2	53.1	205.6	47.5
PBR(直近実績)	0.7	0.4	0.7	N. A.
配当利回り(予想)	0.00	0.00	0.00	N. A.
時価総額(百万円)	2,034	445	717	£1.3b(約1,549億円)

(注) 同社のみアナリスト予想、他日本企業は会社予想。なおIMGはアナリスト18名による予想平均EPSを利用、今期予想は2012.4期、2013.4期予想PERは32.9倍。

(出所) 各種資料より作成

また、東証1部の平均PERが今期予想(2013年3月期)で約12倍台、PBR(実績)0.9倍、配当利回りは約2%である。同社株が無配であることを除けば、今後の中期的な視点でPERを見る限り、同社の現状の株価は、やや魅力的なバリュエーション水準にある。

> 今後の株価見通し

中期的な目標株価レンジは
900円～1,350円

担当アナリストは、2014年3月期以降から税率が正常化すると予想し、2016年3月期EPSは約112円予想から、現時点の株価で計算すると予想PERは約7倍となる。当面の中期的なEPS成長率を、年10%程度、妥当PERを8～12倍のレンジと想定すると、今後3年程度の目標株価は、900円～1,350円と考えられる。

新規商品の開発及び主要顧客の量産スケジュール、特に任天堂の次世代のDSの開発・量産化が、次なる同社の飛躍の大きな転換点となり、投資上の注目材料となろう。

ストックオプションによる希薄化は、発行済み株式数の約17%程度(40.5万株)であるが、今期自社株買いを予定していることから短期的にはさほど懸念する必要は無いであろう。

技術革新が特に激しい世界的なビジネスであること、また小規模かつ特定顧客への依存度が高いこと、流動性が乏しいことは、十分に考慮すべきである。将来的には、東証1・2部への上場も検討したい意向であるが、収益規模の拡大が見える次のステージとなり、当面先となろう

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が、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