

デジタルメディアプロフェッショナル (3652 東証マザーズ)

発行日: 2012/11/29
 調査日: 2012/11/19
 調査方法: 決算説明会等

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。今期は、開発案件の先送り下方修正、減収減益予想だが、来期以降は増益基調に回帰へ。

> 要旨

- ◆ **今第2 四半期決算は、利益面では期初予想を上回る**
 - ・今2013年3月期第2 四半期決算は、売上面ではほぼ計画並だが、ランニングロイヤリティ及び受託開発が好調であったため、営業利益以下の収益では期初予想計画を上回った。
- ◆ **今通期予想は、売上高・利益ともに下方修正**
 - ・アミューズメント向け次世代 LSI 開発計画の延期と、IP コアライセンス事業における案件の期ずれや計画を見直し、今通期の会社予想を下方修正した。
 - ・今通期の会社予想は、売上高870百万円(前期比16.7%減)、当期純利益90百万円(同52.2%減)を見込む。今下期の開発等のスケジュールは概ね決まっており、当センターは下方修正後の会社計画は妥当と判断し、同程度を見込んでいる。

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

【主要指標】	2012/11/22
株価(円)	631
発行済株式数	2,410,100
時価総額(百万円)	1,521
上場日	2011/6/23
上場来パフォーマンス	-61.0%

	前期	今期予想
PER(倍)	7.7	15.5
PBR(倍)	0.6	0.5
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	70.7%	0.64

> 投資判断

- ◆ **中期予想を若干見直したが、高い成長性を期待**
 - ・同社は、中期経営計画を対外的には発表していない。事業戦略としては、開発用途の拡大と海外展開による成長を模索している。当センターの中期予想を見直し、若干下方修正した。
 - ・この背景は、経済環境の悪化で案件の開発・量産に期ずれが発生しており、売上高が後送りになる傾向があることなどである。開発受注見込み案件が増えてきていることから、現段階では同社に対する中期的な評価は変わらず、大きな修正の必要性がないと判断した。
- ◆ **中期的な想定株価は 826~1,238 円**
 - ・将来の事業展開と財務体質強化のために内部留保を優先するため、当センターでは当面无配が続くと予想している。
 - ・通期業績の下方修正を受け株価は調整したが、今期ベースではバリュエーションに割安感を感じられない。今後は来期以降の成長性期待などが同社の市場価値を高めていくと推察され、適正バリュエーションはPER 8倍~12倍と仮定される。したがって16年3月期の予想EPS103.2円を基にした想定株価は826円~1,238円が想定される。
 - ・同社のリスクは、顧客の開発・量産スケジュール及び民生用機器の販売状況などに業績が左右されやすいこと、小規模で単一ビジネスに特化していることなどである。

【主要KPI(業績指標)】

量産化が見込める受注案件(累積数)		
決算期	件	増加数: 件
2011.3期	2	NA
2012.3期	4	2
2012.9期	8	3

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-20.1	-8.0	-60.6
対TOPIX(%)	-24.7	-14.1	-67.1

*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20121126

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	870	870	1,150	1,300	1,450
前年比	13.6%	3.0%	-16.7%	-16.7%	32.2%	13.0%	11.5%
営業利益	315	319	110	110	270	330	380
前年比	68.4%	1.4%	-65.6%	-65.5%	145.5%	22.2%	15.2%
経常利益	314	302	100	100	270	330	380
前年比	66.7%	-3.7%	-67.0%	-66.9%	170.0%	22.2%	15.2%
当期純利益	491	188	90	90	162	198	228
前年比	162.9%	-61.7%	-52.2%	-52.1%	80.0%	22.2%	15.2%
期末株主資本	1,533	2,667	—	2,410	2,410	2,410	2,410
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	40.0	40.7	73.3	89.6	103.2
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	777.5	1,106.5	—	1,247.0	1,320.3	1,409.9	1,513.1
ROE	38.2%	9.0%	—	3.3%	5.7%	6.6%	7.1%
株価(円)	---	1,170	631	631	—	—	—
PER(倍)	---	14.3	15.8	15.5	8.6	7.0	6.1
配当利回り	---	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	---	1.1	—	0.5	0.5	0.4	0.4

(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。
当センター予想の EPS 及び BPS は自社株控除。

> 株価パフォーマンス



決算概要

> 事業内容

◆世界展開と用途拡大で飛躍を目指す

デジタルメディアプロフェッショナル(以下:同社)は、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である。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してきた。高い技術力・商品性能(消費電力の低減、小型化、高解像度)が強み。

現在、同社は IP ライセンス事業(グラフィックス技術をライセンス供与)、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)。

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が事業の中核となっている。大口取引先は任天堂(大証一部・7974)で、3DS 向け。実質的には同社売上の過半を占めると推定される。他にもオリンパス(東証一部・7733)には、デジカメ向けを供給している。

注)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。

> 今第2四半期決算

◆収益は期初予想をやや上回る

2013 年 3 月期第 2 四半期(以下今上期)決算は、売上高はほぼ計画並み(計画比 3 百万円の未達)だが、ランニングロイヤリティ(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)及び受託開発が好調であり、営業利益及び経常利益ともに 31 百万円の超過達成と収益面では期初予想計画を上回った。

今上期は、売上高は計画想定線、利益は若干の計画超過

<第2四半期累計業績一覧>

	12.3期	13.3期予想	13.3期実績	前期比(%)
売上高	552	410	407	-26.3
営業利益	195	10	41	-78.6
経常利益	176	10	41	-76.5
純利益	171	6	40	-76.6

(出所)当センター作成

具体的には売上高 407 百万円 (前年比 26.3%減) 経常利益 41 百万円 (同 76.5%減)、当期純利益 40 百万円 (同 76.6%減) と減収減益となったがこれは大型開発案件が計上され水準が高かった前年同期の反動による。

IP コアライセンス事業は売上高 389 百万円 (同 12.9%減)。新規ライセンスは、国内コンシューマーメーカー (新規顧客 2 社) から量産ライセンスの受注が内定したほか、国内半導体メーカーから特定用途向け LSI で新規量産ライセンス受注の見込みや、国内コンシューマーメーカー (新規顧客) から評価ライセンス受注の見込みを開拓した。また、ランニングロイヤリティは、既存顧客からの収入が堅調、オリンパスの「PEN シリーズ」向けで、さらに 2 機種増え合計 7 機種に 3D グラフィック IP コアを提供している。7 月に発売された任天堂の 3DS-LL (大画面バージョン) も同社チップが採用された。

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) 及びその他事業 (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) は受託開発案件の計上があり、売上高 17 百万円となった。前年同期の水準 (売上高 95 百万円) が高かったこともあり大幅減収となった。

> 今期予想

顧客都合で開発案件の期ズレ、延期が発生

◆会社予想、開発案件の期ズレ、延期で下方修正

同社は、今 13 年 3 月期の従来会社予想を下方修正した。この要因は、顧客サイドの事情による、アミューズメント向け次世代 LSI 開発計画の延期と、IP コアライセンス事業における案件の期ずれや計画の見直しによるもの。因みに同社の主要顧客である任天堂は、3DS の 2012 年度における販売目標を、当初の 1,850 万台から 1,750 万台に下方修正した。IP ライセンス事業の下方修正幅 163 百万円のうち 1/4 相当がこれに起因するものと推測される。売上高未達の 230 百万円のマイナスインパクトを、各種の販売管理費の圧縮 (110 百万円) で一部相殺し、経費圧縮幅相当である 110 百万円の黒字を確保できる見込み。

<今13.3期会社予想比較>

(単位:百万円)	12.3期	13.3期 期初予想	13.3期 修正予想	修正予想 前期比
売上高	1,044	1,100	870	-16.7%
LSI事業	8	100	0	--
IPコアライセンス事業	853	996	833	-2.3%
その他の事業	183	4	37	-79.8%
営業利益	319	230	110	-65.6%
経常利益	302	220	100	-67.0%
純利益	188	220	90	-52.2%

(出所)当センター作成

◆当センター予想

今期業績の当センター予想は従来予想を会社修正予想まで下方修正した。当センターでは、今下期の開発等のスケジュールは概ね決まっております。下方修正後の会社計画は妥当と判断し、同程度を見込んでいます。当センター予想修正前⇒修正後（会社修正予想に同じ）、単位：百万円で、売上高 1,080⇒870（前回予想比 210 百万円減）、営業利益 210⇒110（同 100 百万円減）、経常利益 200⇒100（同 100 百万円減）、純利益 200⇒90（同 110 百万円減）。期初の会社予想の前提には、未契約分のライセンス収入等が見込みで計上されていたため、当センターでは、売上高・利益とも会社予想に比べやや慎重に見ていた。経済環境の悪化などで想定以上に民生機器を中心とするメーカーからの開発及び量産時期が延期あるいは後ろ倒しになったことによる期ずれの発生が、下方修正した要因である。

> 中期業績見通し

◆中期経営計画

同社は中期経営目標及び数値を対外発表していない。顧客の商品開発・量産スケジュールが変動しやすく、中期的な経営目標数値を公表しにくいと思われる。今後も中期経営計画の具体策や数値目標が公表される可能性は低い。同社によれば、12年11月の中間決算発表時点で、新規システムLSIを開発中または開発予定顧客数は8社あり、約半年前と比較すると顧客数で3社（イメージ分野のコンシューマーエレクトロニクス関連会社中心）が増加している。当センターでは、KPIとして、今後の量産化計画の案件数に注目している。

同社は、2012年6月にIII(トリプルアイ: Institute for Information Industry)社と台湾・中国向けグラフィックスコアの販売で提携した。III社は、台湾の情報産業の開発を強化するために、台湾政府と同国の大手企業の共同出資により設立された非政府組織である。同社は、III社との提携により中国・台湾のSOC顧客^注に対し、共同で同社のグラフィックスコアの販売及び同コアを搭載した顧客製品の開発ソリューションを提供する。スマートフォン、TV、車載関連、カメラ、プリンターをターゲット分野とする。同社が進めるグローバル戦略で、提携を梃子にアジア市場の開拓と拡大を進める方針である。

注) System-on-a-chip: 1つの半導体チップ上に必要とされる一連の機能(システム)を集積する集積回路の設計手法。

◆当センターの中期予想

当センターの中期予想を修正し、次ページのように見直した。この背景は主に、顧客であるコンシューマ企業の業績不振の継続と、これに伴う開発案件・量産スケジュールの先送りによるものである。現在判

15～16年度量産化予定案件に、ゲーム関連の高額案件も

明している新規システム LSI を開発中または開発予定 8 社の内、量産開始時期は今期 1 社、来期 3 社、15 年 3 月期 3 社、16 年 3 月期 1 社と約 2～3 年先まである程度の目処が立っている。15～16 年度には、ゲーム関連(任天堂 3DS の後継機種)の高額案件も入っていると予想されることから、業績に大きなインパクトを与える可能性がある。中期的には、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すると当センターでは考えている。

＜中期業績予想一覧＞

(単位:百万円)		13.3期	14.3期	15.3期	16.3期
売上高	前回予想	1,080	1,250	1,400	1,550
	今回予想	870	1,150	1,300	1,450
営業利益	前回予想	210	320	350	450
	今回予想	110	270	330	380
経常利益	前回予想	200	320	350	450
	今回予想	100	270	330	380
純利益	前回予想	200	192	210	270
	今回予想	90	162	198	228

(出所)当センター作成

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、コスト面では、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。ある程度の景気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、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。次回以降も新規システム LSI を開発中または開発予定の更新情報(スケジュール及び内容)及び、企業提携及び買収動向に注目していきたい。

投資判断

> 株主還元

◆無配継続へ

同社は、創業以来無配を継続している。成長段階にあるとの認識から、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。株主優待制度はなく、現在、検討もしていない。

株主構成は下図表の通り。機関投資家がより上位に名を連ねているが、上位 10 位株主の構成比率が低下し、株主の分散化が図られている。追加の自社株買い 84,000 株を 2012 年 7 月に実施し、9 月末日時点で 200,076 株を自社で保有（自己株式を含む発行済数に対し約 8.7%）。株主還元、資本効率の向上、機動的な資本政策を目的としたものだが、今後は戦略的提携等にも活用することも考えられる。

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・マーケット株式会社)	6.34
池戸 恒雄	5.81
株式会社日本政策投資銀行	4.60
三井住友海上 C 2 号投資事業有限責任組合	4.48
三菱UFJキャピタル株式会社	4.35
2011年9月末 上位10株主合計比率	42.46



株式会社日本政策投資銀行	4.59
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	4.58
日本証券金融株式会社	3.59
三菱UFJキャピタル株式会社	3.15
野村信託銀行株式会社	3.11
2012年9月末 上位10株主合計比率	29.71

出所) 四半期報告書より当センター作成

株主の分散化が図られている

> 株価バリュエーション

◆目先では株価の割安感はない

今期ベースでは、東証市場平均全体（PER14 倍、PBR0.9 倍、配当利回り 2.3%前後、いずれも概数値）と比較すると割安感を感じられないが、競合他社比較で相対的にはバリュエーションは低い。今後は来期以降の成長性期待などが同社の市場価値を高めていくと推察され、適正バリュエーションはPER8 倍～12 倍と想定される

< 株価バリュエーション同業比較 >

	3652 東証マザーズ	6769 JQ	IMG LSE (ロンドン取引所)
	DMP(同社)	ザインエレクトロニクス	Imagination Technologies Group
株価(2012/11/22、円)	631	56,800	£423.20
PER(今期予想、倍)	15.5	202.1	41.0
PBR(直近実績、倍)	0.5	0.7	NA
配当利回り(予想、%)	0.00	0.00	NA
時価総額(百万円)	1,521	7,009	£1.1b(約1,420億円)

(注1) 同社のみアナリスト予想、他日本企業は会社予想

(注2) IMGは、2013年4月期アナリスト16名による予想平均EPSを使用しPERを算出。来期予想PERは、同約23倍(出所)当センター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価は 826~1,238 円

通期業績の下方修正を受け株価は大きく下落した。PER 8 倍~12 倍を妥当レンジと仮定すると、16 年 3 月期の当センター予想 EPS103.2 円を基にした想定株価は、前回想定より 100 円強低い 826 円~1,238 円が想定される。業績では今期が一時的に低迷見込みなものの中期的な展開力と業績変化予想のポテンシャルが興味深い。

尚、同社の業績は、顧客の開発・量産スケジュール及び民生用を中心とする機器の販売状況、経済環境にされること、小規模で単一ビジネスに特化していることからリスクとして認識しておきたい。

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、最新のものではありません。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場合があります。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