

ホリスティック企業レポート

モルフォ

3653 東証マザーズ

アップデート・レポート
2016年7月22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 20160719

モルフォ(3653 東証マザーズ)

発行日:2016/7/22

スマホ向け画像処理ソフトウェアの開発企業、デンソーとの資本業務提携にも期待
スマホ出荷の成長鈍化と為替の影響で、16 年 10 月期は業績苦戦の可能性

> 要旨

◆ デジタル画像処理技術の研究開発主導型ベンチャー企業

・モルフォ(以下、同社)は東京大学出身の技術者を中心に、04 年 5 月に設立されたデジタル画像処理技術に特化したベンチャー企業である。

◆ 証券リサーチセンターは 16 年 10 月期業績予想を下方修正

・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、同社のソフトウェアの認知度が世界的に向上していることや、ソフトウェアの性能を高く評価している。また、画像処理応用事業としてネットワークサービス事業が育ってきていることも確認された。

・しかし、16/10 期はスマートフォン出荷の成長鈍化や円高の影響を考慮し、売上高 2,300 百万円(前期比 12.9%増)、営業利益 850 百万円(同 14.5%増)、当期純利益 520 百万円(同 14.0%減)に業績予想を下方修正した。

◆ デンソーとの資本業務提携は業績に前倒しで貢献する可能性あり

・同社は 15 年 12 月に、デンソーとの資本業務提携を発表した。今後は各種画像処理技術の車載機器への応用により、電子ミラーなど車載機器分野で新たな事業展開と業績拡大が期待される。当センターではこれらが前倒しで業績に貢献すると予想し、17/10 期と 18/10 期の業績予想を前回予想から上方修正した。

◆ 投資に際しての留意点

・16 年の同社の株価(株式分割調整後)は 2 月 12 日の 3,920 円をボトムに 4 月 22 日には高値 11,080 円まで上昇した。これは、デンソーとの資本業務提携により将来的な事業領域の拡大と業績への貢献が期待されたためと思われる。

・一般的なバリュエーション指標で現在の株価を評価することは難しい。しかし、同社の業績拡大の可能性等を勘案し、中長期の視点で評価できる有力な新興企業のひとつと当センターは考えている。

アナリスト:大竹 喜英

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

	2016/7/15
株価(円)	5,340
発行済株式数(株)	5,270,600
時価総額(百万円)	28,145

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	46.3	43.4	54.1
PBR(倍)	11.4	7.4	6.2
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-8.4	-40.9	1.1
対TOPIX(%)	-13.4	-39.9	27.4

【株価チャート】



【3653 モルフォ 業種:情報・通信業】

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)
2013/10	1,049	22.8	52	—	73	—	30	—	5.7	245.8	0.0
2014/10	1,405	33.9	295	459.5	329	347.5	309	927.2	59.0	317.2	0.0
2015/10	2,037	45.0	742	151.4	785	138.4	604	95.5	115.3	467.4	0.0
2016/10 CE	2,500	22.7	950	28.0	950	20.9	635	5.2	123.1	—	0.0
2016/10 E	2,300	12.9	850	14.5	770	-2.0	520	-14.0	101.8	722.5	0.0
2017/10 E	3,000	30.4	1,150	35.3	1,150	49.4	772	48.5	146.5	869.0	0.0
2018/10 E	4,000	33.3	1,650	43.5	1,650	43.5	1,130	46.4	214.4	1,083.4	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、12/10期より連結決算に移行。2011年6月25日に50,000株の第三者割当増資を実施。15年5月1日付けで普通株式1株につき3株の割合で株式分割を実施。2016年1月7日に261,800株の第三者割当増資を実施。EPS、BPS、配当金は分割後の発行済株式数を基に遡って算出。

アップデート・レポート

2/11

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。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

◆画像処理技術を駆使したソフトウェア製品の開発・提供

モルフォ（以下、同社）は、デジタル画像処理技術の研究を行ってきた東京大学出身の技術者を中心に、04年5月に設立された研究開発主導型ベンチャー企業である。同社グループは同社及び連結子会社である Morpho US, Inc.、Morpho Korea, Inc.の3社で構成されている。独自技術の研究開発及び製品開発をすることにより、デジタル画像及び映像産業に貢献することを目指している。

設立以来、デジタル画像に関する高度なアルゴリズムを創出すべく研究開発を行い、最先端の画像処理技術を駆使した各種ソフトウェアを製品化してきた。それらは現在、携帯電話やスマートフォンのカメラ部分に主に組み込まれているが、今後も様々なプラットフォームにおいて画像を認知して処理し、そして表現するといったプロセスを通じて、効率的かつ高品質な次世代のデジタル画像処理フレームワークが提供可能と考えられ、用途の拡大と事業の成長が期待されている。

◆売上高の約8割が携帯端末用ソフトウェアのロイヤリティ収入

同社は国内外の携帯電話及びスマートフォン端末機器メーカーを主な顧客として、ソフトウェア・ライセンス事業を展開している。16/10期第2四半期累計期間（15年11月～16年4月、以下上期）の事業別売上構成比は①ロイヤリティ収入（80.2%）、②開発収入（14.7%）、③サポート収入（5.1%）となっている。

ロイヤリティ収入とは、携帯電話及びスマートフォン端末機器メーカー等に対して、同社が独自に開発した複数のソフトウェア製品を商用目的で頒布・利用することを許諾し、同社の製品が搭載された端末機器等の出荷台数に応じて受け取るライセンス料である。採用された製品本数（端末機器1台に複数のソフトウェアが採用されるケースも多い）、出荷台数、単価に応じて収入が決まってくる。

◆ロイヤリティ収入の約7割は海外携帯端末メーカー

国内でも、世界的に見ても日本の携帯電話及びスマートフォンメーカーが急速に市場シェアを落とす一方、海外メーカーがシェアを顕著に伸ばしている。Sony Mobile Communications（Sony Mobile Communications AB から Sony Mobile Communications Inc.に変更）の本社所在地が欧州から日本へ変更になったことで、同社の15/10期ロイヤリティ収入に占める海外メーカーの比率は約69%に低下したものの、海外メーカーの優勢は変わらず LG Electronics Inc.、Motorola Mobility LLC、Samsung Electronics Co.,Ltd.、Huawei Device Co.,Ltd.など、韓国、米国、中国のメーカーが主要顧客となっている。

同社がこれまで製品化したソフトウェアは20種類を超える。代表的

な製品は PhotoSolid (静止画手ブレ補正) である。PhotoSolid は、ソフトウェアによる静止画手ブレ補正技術で、デジタルカメラや携帯電話及びスマートフォンのカメラで撮影する際の横ブレ、縦ブレ、前後のブレ、上下方向の回転ブレ、横の回転ブレ、光軸まわりの回転ブレなど (6 自由度) に対応した手ブレ補正を行うものである。同ソフトウェアは多くの Android OS の携帯電話やスマートフォンに採用されており、グローバルスタンダードになりつつある。

また、最近では MovieSolid をベースに開発した Morpho Hyperlapse (動画高速再生) や、360°パノラマ画像や半天球パノラマ画像生成のための Morpho Panorama GP (高解像度パノラマ生成)、より自然でドラマチックな絵画的映像を作り出す Morpho HDR (ハイダイナミックレンジ画像合成) など、スマートフォンカメラの進化を牽引する形でソフトウェア開発が進展している。

> 事業環境

◆ **搭載ライセンス数の増勢継続、パノラマや動画系新製品も好調**
海外携帯電話及びスマートフォンメーカー各社への営業活動が奏功しているうえ、中国での新規顧客の開拓により、同社の画像処理ソフトウェアの累計ライセンス数が飛躍的に増加している。

同社の画像処理ソフトウェアの搭載ライセンス数の累計は 15 年 1 月末 (15/10 期第 1 四半期末) に 11 億ライセンスへ到達した。8 億ライセンスを突破したのが 14 年 7 月末であり、14 年以降は特に増加ピッチを速めている。現在、同社では累計ライセンス数をあまり重視しておらず公不定期にしか公表していない。ただし、決算説明会等で「四半期毎に 1 億ライセンス前後増え、年間で 3~4 億ライセンス増加している」とコメントしており、16/10 期上期には 15 億ライセンスを達成したとしている。

主力製品である PhotoSolid を中心に、動画手ブレ補正の MovieSolid、ハイダイナミックレンジ合成の Morpho HDR、広角パノラマ画像合成の Morpho Panorama、動画ノイズ除去技術の Morpho Video Denoiser など、同社ソフトウェアの認知向上と共に携帯電話やスマートフォンでの採用が本格化している。また、16/10 期上期には高解像度パノラマ生成の Morpho Panorama GP や新しい画像認識組込みソフトウェアの Morpho Scene Classifier、Samsung Electronics Co.,Ltd.のスマートフォン新機種に採用された動画高速再生の Morpho Hyperlapse などが好調に売上を伸ばしている。

> 決算概要

◆ 16 年 10 月期上期は 0.2%減収、経常利益は 23.6%減

16/10 期上期の連結業績は、売上高 1,040 百万円(前年同期比 0.2%減)、営業利益 426 百万円(同 0.5%減)、経常利益 364 百万円(同 23.6%減)、純利益 258 百万円(同 26.1%減)であった。

同社は期初時点で 16/10 期上期の業績予想を開示していないため、同社の事業計画に対する上期実績の達成度合いは不明である。

同社の事業は、携帯電話及びスマートフォン端末機器メーカー等に対する画像処理ソフトウェア・ライセンス提供が大半であり、これまで単一セグメントとしてきた。しかし、今期から事業の多様化に伴い分類の重要性が増加したとして、「カメラデバイス事業」と「ネットワークサービス事業」の 2 つに報告セグメントを分類し、開示を開始している。

カメラデバイス事業は、スマートフォンを中心に車載機器や監視カメラ、業務・産業機器などへの組込み向け製品のライセンス提供、及び開発及びサポート等である。16/10 期上期は、中国顧客向けロイヤリティ収入及び開発収入が前年同期比で大幅に増加した。しかし、その他の地域向け収入が減少したことで、当セグメントの売上高は同 7.0%減の 920 百万円となった。協力企業などに対する支払手数料等が減少したため、営業利益は同 0.8%増の 648 百万円となった。

ネットワークサービス事業は、主としてクラウドサービス事業者等に向けた画像処理技術や、Deep Learning^{注1}を中心とした画像認識技術を用いたシステムのライセンス供与や開発及びサポート等である。15/10 期に試作を行った案件がロイヤリティ収入に結び付いたこと、及び建設、FA、放送等の新規事業領域で試作案件を獲得したことで、当セグメントの売上高は前年同期比 127.0%増の 120 百万円となった。また、営業利益は売上高の増加により 33 百万円(前年同期は 35 百万円の営業損失)となった。

カメラデバイス事業においてはスマートフォンの市場規模の拡大に伴い、グローバル市場における海外スマートフォンメーカー及び半導体メーカーへの営業活動を積極化させており、減収となったものの新規顧客の開拓や追加案件の獲得など着実な成果を上げていると考えられる。一方、ネットワークサービス事業は、画像処理技術の応用事業として、依然として事業規模は小さいものの成果を上げ始めたと考えられる。

ただし、同社は 16/10 期上期業績に関し、急激な円高の進行により、主として保有する外貨預金及び外貨建債権の評価替えによる為替差

注 1) Deep Learning

人間の脳の仕組みを模した機械学習の新たな手法であり、他の機械学習手法よりも非常に高い性能を示すことから、画像認識や自動運転などへの応用が期待されている。

損 61 百万円が発生したため、経常利益と純利益は大幅な減益となっている。

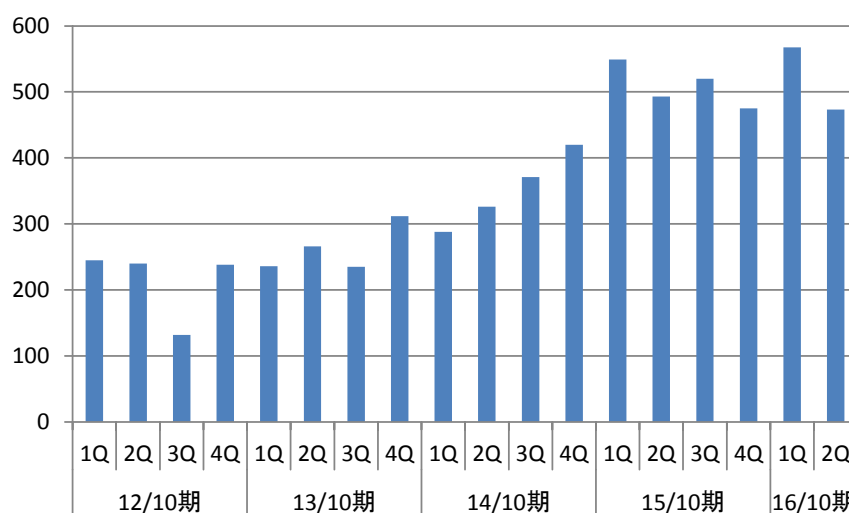
証券リサーチセンター（以下、当センター）では、16/10 期上期の連結業績は前年同期比で減収減益となったものの、数値ほど業況は悪化していないと判断している。16/10 期上期を第 1 四半期（15 年 11 月～16 年 1 月）と第 2 四半期（16 年 2 月～4 月）に分けると、売上高は第 1 四半期の 567 百万円から第 2 四半期は 473 百万円へ減少している。これは 15/10 期にもあった現象で、クリスマス商戦期に当たる第 1 四半期に海外メーカー各社の携帯端末機器の販売が進み、第 2 四半期はその反動で売上規模が縮小したと考えられる。

ただし、16/10 期上期が 15/10 期上期と比べ異なるのは急激な円高の進行である。同社ソフトウェア採用の顧客数及び採用数は着実に増加しているものの、ドル/円の平均為替レートは第 1 四半期から第 2 四半期にかけて 6%以上円高となっており、ドル建て取引の多い同社にとっては営業外の為替差損だけでなく、円換算した売上高や売上総利益の押し下げに繋がっていると考えられる。

第 2 四半期では急激な円高の進行により、為替差損 61 百万円が発生し売上高経常利益率は第 1 四半期の 48.8%から 18.5%に低下しているが、それ以前に売上高と売上総利益の減少で営業利益率は第 1 四半期の 48.5%から第 2 四半期には 32.0%に低下している。（図表 1、2）。

【 図表 1 】 四半期売上高の推移

（単位：百万円）



（出所）モルフォ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

➤ 業績予想

◆ モルフォ 16 年 10 月期業績予想を変えていない

同社は 16/10 期連結業績を、売上高 2,500 百万円（前期比 22.7%増）、営業利益 950 百万円（同 28.0%増）、経常利益 950 百万円（同 20.9%増）、当期純利益 635 百万円（同 5.2%増）と予想しており、期初の見通しを修正していない。

カメラ等の撮像素子が高性能・高画素化し、加えて安価になっていることから様々なデジタル機器に搭載されるようになり、画像データは受信して楽しむものから撮影したものを加工し双方向で配信しあって楽しむといったインタラクティブ利用に用途が拡大してきている。また、スマートフォンの普及に伴い大画面、高画素化が進展したことで、個人レベルで画像処理技術へのニーズが高まっている。同社では特定の OS やデバイスに依存しない技術開発を行っていることから、収益獲得機会は確実に拡大している。またスマートフォンの普及によりメーカーのグローバル化や競争が継続的な市場規模拡大をもたらしている。

このような環境において同社は、既存技術の強化に努めるとともに、引き続き海外スマートフォンメーカー及び半導体メーカーへの営業活動に取り組み、ロイヤリティ収入の増加を計画している。特にミドル・ローエンド向けの端末は今後も成長が見込まれ、ハイエンドに加えこちらの市場でのシェア拡大による事業拡大を見込んでいる。また、海外営業拠点整備や業務委託等による海外体制の充実を図っている。

一方、ネットワークサービス分野では、国内においてカメラデバイスが様々なデジタル機器へ搭載されるようになり、通信速度の高速化とクラウド化の進展も加わって、カメラ機能と通信機能を有した各種商品やシステム、サービスが普及してきており、事業機会が増大している。既に建設、FA、放送等の新規事業領域で成果を上げ始めており、今後も必要なコア技術を提供することにより当該市場での収益機会の拡大を目指し、成長事業に育成する方針である。

また、カメラ等の撮像素子が高性能・高画素化したことにより画像処理の領域や市場はますます広がっていく。同社はこれらの市場においても積極的な活動を行っていくことで、組込製品の販売機会を拡大していく意向である。新規事業領域における Deep Learning を使用した認識技術創出のための研究開発活動や顧客ニーズに合致した製品開発・活動に取り組んでいる。

当センターは同社の事業環境や事業方針に大きな可能性を認めつつも、16/10 期上期業績から判断すると同社の 16/10 期通期業績予想は慎重であるものの、達成が難しいと考えている。顧客からの端末出

荷台数及びソフトウェア搭載本数の報告が 3 カ月に 1 度であり同社にとっても状況確認が難しいこと、世界的なスマートフォン市場の成長鈍化の可能性、為替動向の影響、15/10 期第 4 四半期に経験したような売上高低迷が再来する可能性など、見通しは極めて難しい状況と考えられる。

◆ デンソー との資本業務提携を発表

同社は 15 年 12 月 11 日に、世界トップクラスの自動車部品メーカーであるデンソー (6902 東証一部) との資本業務提携を発表した。両社は画像認識技術をはじめとする各種画像処理技術の車載機器への応用において高度かつ新たな技術やノウハウを編み出し、Deep Learning による画像認識技術の電子ミラーへの応用など車載機器分野で革新と新たな価値創造が提供できると判断し、共同研究開発を目的とした業務提携に合意した。

また、両社は共同研究開発・業務提携を着実に推進していくにあたり、デンソーが同社株式を保有することで両社グループの関係が一層深化した状況で協業でき、業務提携のシナジーを増大させ両社グループの企業価値向上に大きく寄与するものと判断し、資本提携にも合意した。16 年 1 月 7 日には第三者割当増資の払い込みが完了し、デンソーは同社株の 5.0%を保有する株主となっている。

同社は 1,229 百万円の資金を得て、約 950 百万円を車載機器向け応用技術の研究開発投資に充当する計画である。人や障害物の認識が可能な画像認識技術及び写真ビデオ撮影における手ブレ補正等の画像処理技術を車載機器に応用し、主に人間の脳の構造を模して機械に情報を学習させる技術である Deep Learning を利用した新しい画像認識技術を用いて、自動車のドアミラーやバックミラーを車載カメラの映像で代替させる電子ミラーの開発等を想定している。

残る約 270 百万円は、新規開発製品と創出した知的財産の車載機器以外の分野への転用に係る市場調査、世の中のニーズを製品として如何に具体化するかなど、マーケティング及び運転資金として使用する予定である。

前回レポート (16 年 1 月公表) において、この業務資本提携は、16/10 期に共同研究開発をスタートし、17/10 期に試作及び実用実験本格化、18/10 期業績に本格貢献というシナリオを当センターが示したが、自動車メーカーの自動運転に対する技術開発は当センターの予想を上回って進捗しており、同社やデンソーへの電子ミラーなど車載機器分野の開発要求も前倒しされていると推察される。同社開発の画像処理技術やソフトウェアの採用開始が、17/10 期となる可能性が出てきたと当センターでは見ている。

◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

当センターでは前回の業績予想を見直し、16/10 期連結業績を下方修正、17/10 期と 18/10 期の連結業績を上方修正した。

16/10 期連結業績は売上高 2,300 百万円 (前期比 12.9%増)、営業利益 850 百万円 (同 14.5%増)、経常利益 770 百万円 (同 2.0%減)、当期純利益 520 百万円 (同 14.0%減) と予想した。

世界的にも国内でもスマートフォンの出荷台数や搭載されているソフトウェアに関する精緻な統計はほとんどない。米国調査会社の IDC は 16 年 3 月に、16 年のスマートフォン世界出荷台数が前年比 5.7% 増の 15 億台になると予想を公表していたが、6 月のレポートではこの数字を 3.1%増の 14 億 8,000 万台に下方修正している。同社によれば世界全体のスマートフォン出荷台数は 14 年に 27.8%増、15 年は 10.5%増と成長を続けてきていたと分析している。当センターでは、ソフトウェア搭載本数は年率 10%~20%の成長を継続すると想定しているが、スマートフォン出荷台数の成長鈍化が少なくとも同社の 16/10 期下期業績を抑制すると判断した。

加えて、懸念材料は円高の進行である。ドル/円の月中平均為替レートは第 2 四半期から第 3 四半期 (5 月と 6 月までで判断) にかけて、さらに 5%弱の円高で推移しており、第 3 四半期の業績を下押しすると予想した。

ただし、第 2 四半期は販管費が増加する一方で、売上原価は適切にコントロールされており、16/10 期下期の営業利益率が大幅に悪化するとは予想していない。

なお、為替の想定が難しいものの、17/10 期と 18/10 期の連結業績はデンソーとの業務提携による先進運転支援システムに関係したビジネスが前倒しで到来すると予想し、業績予想を上方修正した (図表 2)。

【 図表 2 】 財務諸表

決算期	14/10	15/10上期	15/10	16/10上期	16/10 1Q	16/10 2Q	16/10(E)	17/10(E)	18/10(E)
損益計算書(千円)									
売上高	1,405,640	1,042,407	2,037,515	1,040,656	567,545	473,111	2,300,000	3,000,000	4,000,000
売上原価	291,941	236,132	498,580	160,974	92,375	68,599	400,000	600,000	800,000
売上総利益	1,113,699	806,275	1,538,934	879,682	475,170	404,512	1,900,000	2,400,000	3,200,000
販売費及び一般管理費	818,363	377,747	796,504	453,302	200,190	253,112	1,050,000	1,250,000	1,550,000
営業利益	295,336	428,528	742,430	426,380	274,979	151,401	850,000	1,150,000	1,650,000
営業外収益	35,459	49,631	44,231	529	1,979	-1,450	0	5,000	5,000
(受取利息・受取配当金)	207	128	295	231	0	231	300	200	200
(為替差益)	34,966	49,324	43,749	0	1,704	-1,704	0		
営業外費用	1,250	644	1,156	62,309	202	62,107	80,000	5,000	5,000
(支払利息)	1,248	644	1,156	386	202	184	500	2,000	2,000
(為替差損)				61,253	0	61,253	78,000		
経常利益	329,545	477,514	785,505	364,600	276,756	87,844	770,000	1,150,000	1,650,000
特別利益									
特別損失									
税引前当期純利益	329,545	477,514	785,505	364,600	276,756	87,844	770,000	1,150,000	1,650,000
法人税・住民税及び事業税	20,326	127,564	181,130	105,969	68,424	37,545	250,000	378,000	520,000
税率	6.9%	29.8%	24.4%	29.1%	24.9%	41.9%	32.5%	32.9%	31.5%
少数株主利益									
当期純利益	309,218	349,950	604,374	258,630	208,331	50,299	520,000	772,000	1,130,000
売上高比									
売上総利益	79.2%	77.3%	75.5%	84.5%	83.7%	85.5%	82.6%	80.0%	80.0%
販売費及び一般管理費	58.2%	36.2%	39.1%	43.6%	35.3%	53.5%	45.7%	41.7%	38.8%
営業利益	21.0%	41.1%	36.4%	41.0%	48.5%	32.0%	37.0%	38.3%	41.3%
経常利益	23.4%	45.8%	38.6%	35.0%	48.8%	18.6%	33.5%	38.3%	41.3%
税引前当期純利益	23.4%	45.8%	38.6%	35.0%	48.8%	18.6%	33.5%	38.3%	41.3%
当期純利益	22.0%	33.6%	29.7%	24.9%	36.7%	10.6%	22.6%	25.7%	28.3%
前期比									
売上高	33.9%	69.7%	45.0%	-0.2%	3.3%	-4.0%	12.9%	30.4%	33.3%
売上総利益	46.7%	83.2%	38.2%	9.1%	12.0%	5.9%	23.5%	26.3%	33.3%
販売費及び一般管理費	15.9%	6.6%	-2.7%	20.0%	7.5%	32.2%	31.8%	19.0%	24.0%
営業利益	459.5%	399.8%	151.4%	-0.5%	15.5%	-20.5%	14.5%	35.3%	43.5%
経常利益	347.5%	409.6%	138.4%	-23.6%	-1.5%	-55.3%	-2.0%	49.4%	43.5%
税引前当期純利益	347.5%	409.6%	138.4%	-23.6%	-1.5%	-55.3%	-2.0%	49.4%	43.5%
当期純利益	927.2%	477.1%	95.5%	-26.1%	18.4%	-71.1%	-14.0%	48.5%	46.4%
貸借対照表(千円)									
現預金・短期有価証券	1,307,645	1,829,334	2,036,168	2,908,435			3,250,000	4,030,000	5,000,000
受取手形及び売掛金	491,310	420,671	509,376	482,042			500,000	610,000	770,000
たな卸資産	3,887	18,644	18,471	8,170			20,000	20,000	20,000
その他	117,837	191,948	90,182	85,996			90,000	80,000	96,000
流動資産	1,920,679	2,460,597	2,654,197	3,484,643			3,860,000	4,740,000	5,886,000
有形固定資産	60,148	63,513	69,239	99,066			121,000	126,000	131,000
無形固定資産	28,531	25,370	23,578	25,475			25,000	30,000	35,000
投資その他の資産	62,141	63,789	195,858	188,968			200,000	200,000	200,000
固定資産	150,821	152,673	288,676	313,510			346,000	356,000	366,000
資産合計	2,071,500	2,613,271	2,942,874	3,798,153			4,206,000	5,096,000	6,252,000
支払手形及び買掛金	14,214	19,028	19,338	10,226			20,000	25,000	30,000
その他	296,499	446,176	527,100	214,447			300,000	400,000	400,000
流動負債	310,713	465,204	546,438	224,673			326,000	429,000	450,000
社債及び長期借入金	75,094	62,770	50,446	38,122			40,000	50,000	50,000
その他	23,102	22,745	20,101	27,173			30,000	35,000	40,000
固定負債	98,196	85,515	70,547	65,295			70,000	85,000	90,000
純資産合計	1,662,591	2,062,551	2,325,887	3,508,184			3,810,000	4,582,000	5,712,000
(自己資本)	(1,662,591)	(2,060,636)	(2,323,972)	(3,506,269)			(3,808,085)	(4,580,085)	(5,710,085)
対総資産比率									
流動資産	92.7%	94.2%	90.2%	91.7%			91.8%	93.0%	94.1%
固定資産	7.3%	5.8%	9.8%	8.3%			8.2%	7.0%	5.9%
流動負債	15.0%	17.8%	18.6%	5.9%			7.8%	8.4%	7.2%
固定負債	4.7%	3.3%	2.4%	1.7%			1.7%	1.7%	1.4%
自己資本	80.3%	78.9%	79.0%	92.3%			90.5%	89.9%	91.3%

(注) E は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 競争力強化を理由に内部留保の充実を優先

同社は、株主に対する利益還元と同時に財務体質及び競争力の強化を経営の重要課題として位置付けており、これまで内部留保の充実を優先してきたため、設立以来配当による利益還元を実施していない。また、12/10 期において大幅な当期純損失を計上しており、早期の累積損失解消を目指してきた。15/10 期に累損を解消したものの、新たな事業展開に向けて一層の財務体質の改善を図るため、現時点では配当実施時期については未定としている。

◆ 株価の調整局面継続の可能性も、高い技術力と成長性を高く評価

16 年の同社株価（株式分割調整後）は 2 月 12 日の 3,920 円をボトムに 4 月 22 日には高値 11,080 円まで上昇した。これは、同社の技術力や成長性、高収益性を認識してのことと考えられる。また、デンソーとの資本業務提携により将来的な事業領域の拡大と業績への貢献が期待されたためと思われる。

その後、16/10 期連結業績に対する懸念や 16 年のスマートフォンの世界出荷台数の伸び悩みを意識してか、株価は下落基調にある。当センターでは同社の画像処理技術やソフトウェア・ライセンス事業の優位性、成長性を高く評価し、画像処理技術の応用事業として展開しているネットワークサービス事業の事業拡大の可能性も強く感じている。さらに、デンソーとの業務提携による先進運転支援システムに関係したビジネスはこれまでの想定より前倒しで業績に貢献することが到来すると予想している。

ただし、16/10 期は事業成長の狭間となる可能性があると判断した。短期的には株価の調整局面が続くと予想されるが、同社は中長期の視点で評価できる有力な新興企業のひとつと当センターでは考えている。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 14 年 9 月 29 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

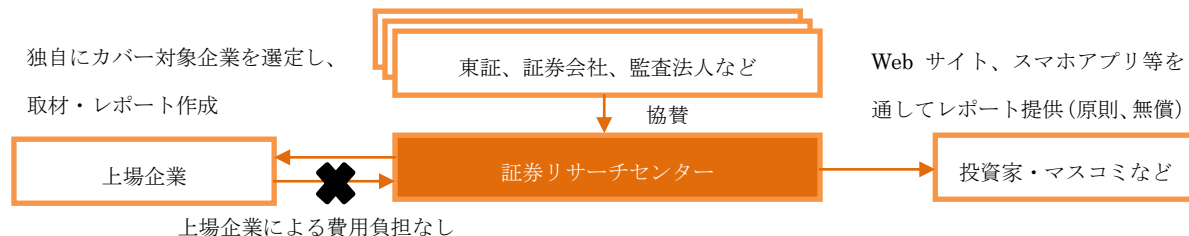
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

モルフォ (3653 東証マザーズ)

発行日:2016/7/22

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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

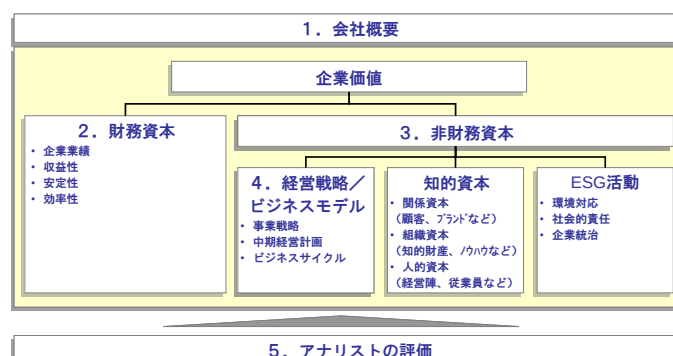
本レポートの構成

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。