

ホリスティック企業レポート フィックスターズ 3687 東証マザーズ

フル・レポート
2015年1月9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 20150106

**マルチコアプロセッサ対応ソフトウェア開発が主力事業の技術志向型ベンチャー企業
成長性や高収益性、事業戦略が再評価され、株価見直しの局面があると考え**

1. 会社概要

- ・フィックスターズ(以下、同社)は、02年8月創業の技術志向の強いベンチャー企業である。
- ・マルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェアの並列化及び最適化と、省電力かつ高速 I/O を実現する新メモリ技術を活用したアプリケーションの高速化を通じて、トータルソリューションを提供している。

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

2. 事業展開と業績

- ・14/9 期連結業績は売上高 2,938 百万円(前期比 70.3%増)、経常利益 437 百万円(同 69.8%増)と大幅に増加し、同社事前予想をも上回った。
- ・15/9 期以降はソフトウェア・サービス事業の好調に加え、ハードウェア基盤事業が収益の増加にさらに貢献すると予想される。
- ・15/9 期についての同社の業績予想(前期比 13.5%増収、3.6%経常増益)は保守的であるとみており、証券リサーチセンター(以下、当センター)では 2 桁増益が続くと予想した。順次見直しが入り、上方修正される可能性が高いと考える。

3. 非財務面の分析

- ・「Speed up your Business」のコーポレートメッセージは明確で、エンジニアの質も高い。共同開発者でもある取引先は国内大手企業であり、特に東芝との技術提携は知的資本として大きな財産となっている。

4. 経営戦略

- ・マルチコア向けソフトウェア開発とその周辺事業に特化した経営戦略は同社の優位性を活かしているものと判断される。
- ・今後の課題に対して的確に受け止め、新製品開発、品質向上、人材の採用と育成など体制強化の準備はほぼ出来上っていると考えられる。

5. アナリストの評価

- ・同社の特色を活かした事業戦略や今後の課題に対する対応力が優れており、今後も高成長、高収益性を継続すると予想する。
- ・IPO 後の株価の過熱感は薄れてきている。一般的なバリュエーション評価から見てまだ割高感があるものの、同社が取り組む市場の成長性や技術力の高さ、継続的な業績拡大の見通しなどを考慮し、再評価される局面があると当センターでは考えている。

【主要指標】

	2014/12/30		
株価(円)	2,985		
発行済株式数(株)	6,466,500		
時価総額(百万円)	19,303		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	64.5	50.8	35.7
PBR(倍)	14.0	11.6	9.4
配当利回り(%)	0.4	0.5	0.7

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-10.9	-10.5	-
対TOPIX(%)	-10.7	-15.7	-

【株価チャート】



【3687 フィックスターズ 業種: 情報・通信業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2012/9	1,441	-	205	-	199	-	104	-	19.5	80.7	4.0
2013/9	1,725	19.7	253	23.1	257	29.0	169	61.3	30.9	121.4	6.0
2014/9	2,938	70.3	452	78.7	437	69.8	273	61.7	46.3	213.8	12.0
2015/9 CE	3,333	13.5	460	1.7	453	3.6	277	1.2	42.0	—	12.0
2015/9 E	3,800	29.3	600	32.7	595	36.2	380	39.2	58.8	256.6	16.0
2016/9 E	4,900	28.9	850	41.7	845	42.0	540	42.1	83.5	318.1	22.0
2017/9 E	6,100	24.5	1,050	23.5	1,045	23.7	670	24.1	103.6	393.7	28.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想、12/9期より連結決算に移行。2014年5月20日に18,600株の第三者割当増資を実施。2014年8月1日に普通株式1株に対し5株の株式分割を実施。EPS、BPS、配当金は全て分割後の株数で算出。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － 経営陣
- － 沿革

2. 事業展開と業績

- － 事業発展の背景
- － 14年9月期実績
- － 業績見通し

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

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － SWOT分析
- － 経営戦略の評価
- － 競合・同業他社比較
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

フル・レポート

3/26

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・適法性について、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。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。

1. 会社概要

> 事業内容

注1) ムーアの法則

インテル社の創業者のひとりであるゴードン・ムーア博士が1965年に経験則として提唱した「半導体の集積度は18〜24カ月で倍増する」という法則。

注2) ポスト・ムーア

2010年代に入り半導体の微細化技術が限界を迎え、ムーアの法則は通用しないと予想された。ムーアの法則に代わる有効な解決策としてマルチコア技術が提唱された。

注3) マルチコアプロセッサ

1つのプロセッサパッケージ内に複数のプロセッサコアを封入したもの。1990年代はインテル製シングルプロセッサが主流だったが、2000年代に入り、モバイル機器に使われるARM社のプロセッサや多数のコアを搭載したGPU(Graphics Processing Unit)が代表例。主に並列処理を行う環境下では、処理能力や性能の向上が期待されている。

注4) Cell (セル)

ソニー、東芝、IBMの3社によって開発された、異なる種類のプロセッサコアを1つのプロセッサに集積したヘテロジニアスマルチコアと呼ばれるマルチプロセッサを指す。

注5) ストレージ

データやプログラムを記憶する装置。ハードディスク、光磁気ディスク、コンパクトディスクなどが代表例である。

◆ マルチコアプロセッサ対応ソフトウェア開発が主力事業

フィックスターズグループはフィックスターズ(以下、同社)及び連結子会社であるFixstars Solutions, Inc.(米国カリフォルニア州)で構成され、「Speed up your Business」をコーポレートメッセージとして掲げる技術志向の強い企業である。

20世紀後半から始まった半導体及びコンピュータの技術革新においては、ムーアの法則^{注1}に基づきクロック数の向上などシングルコア半導体そのものの性能向上、すなわち情報処理のスピードアップがハイテク産業を牽引してきた。しかし、情報化が進む現代社会において、取り扱う情報量が飛躍的に増え、処理スピードの高速化ニーズは留まるところがない。一方、半導体技術の進化は半導体の微細化が原子レベルにまで達し限界を迎えようとしている。同社はポスト・ムーア^{注2}のマルチコア技術によって、更なる情報処理スピードの高速化につながるソフトウェア技術を導入し、社会や顧客のニーズに応える事業を展開している。

具体的には、マルチコアプロセッサ^{注3}を効率的に利用するためのソフトウェアの並列化および最適化と、省電力かつ高速I/O(Input/Output:入出力)を実現する新メモリ技術を活用したアプリケーションの高速化を通じて、ヘルスケア、映像、モバイル、金融、産業機器など様々な分野の顧客ニーズに応え、トータルソリューションを提供している。

会社設立は02年8月である。創業者である長谷川 智彦氏、三木 聡氏、原 行範氏の3人がマンションの1室で、Webシステム等の開発をしたことから出発している。

04年にはソニー(6758 東証一部)のPlayStation3のメインプロセッサに使用されているマルチコア「Cell」^{注4}を使ったソフトウェアの開発に取り組み、マルチコア向けソフトウェア開発分野における先駆けとして、技術研究及び開発実績の蓄積を行っている。Cellはマルチコア時代の先駆けとなった従来の概念を覆す画期的な製品であり、Cellの発売以降、続々とマルチコアを搭載する画期的なハードウェアが開発され発売されている。

また同社は、ストレージ^{注5}の高速処理に着目し、従来から取り組んできたマルチコア向けソフトウェア開発に加え、ビッグデータ時代を見据えた新たな基盤技術の開発に13年3月から取り組んでいる。今後はマルチコア向けソフトウェア開発とストレージを制御するソ

ソフトウェア開発を両輪として、先端技術で顧客の製品やビジネスを高速化する取組みを推進していく計画である。

◆ 事業セグメントはソフトウェア・サービスとハードウェア基盤

同社の事業は、ソフトウェア・サービス事業とハードウェア基盤事業に大別される。

ソフトウェア・サービス事業では、マルチコアが性能を発揮するよう製造業向けの組み込みシステム分野や、金融機関でのリスク軽量化のためのシミュレーション高速処理等ハイスピード及びハイクオリティの分野を中心にソフトウェア開発を行っている。具体的には、インテル社の x86 や各種 GPU、ARM アーキテクチャに基づく各種 SoC(System on a Chip)や AMD 社の APU(Accelerated Processing Unit)といったマルチコアプロセッサを最大限活用する為のソフトウェア開発サービスや、ソフトウェア製品を提供している。社内に蓄積したノウハウを活かし、金融や医療、産業機器、デジタルメディアなど、様々な分野でソフトウェアを高速化してきた実績を持っている。

マルチコアを搭載したハードウェアのそれぞれの特性によって、最終的な製品及びサービスの質が左右されることが多い。また顧客のソフトウェアの元々のソースコードの特性によってマルチコア化のメリットが異なることから、利用目的に合ったハードウェアの選定、マルチコア化による性能向上の見積もり、マルチコア化に対するボトルネックの特定等、コンサルティングサービスも提供している。

マルチコアをより利用しやすくするためのツールとして開発したのが M³ (エム・キューブ) ^{注6} ソリューションである。

さらに、マルチコア技術に加え、従来のハードディスクを使用したストレージからより高速化を志向した NAND フラッシュメモリを使用したストレージへと変化している現状を考慮し、NAND フラッシュメモリを制御するソフトウェア開発に 14 年 3 月から取り組んでいる。

ソフトウェア・サービス事業の主な注力分野は、以下の通りである。

①モバイル組み込み機器：スマートフォンやタブレット端末に搭載される次世代フラッシュストレージ Universal Flash Storage (UFS)を最適に制御するためのファームウェア、およびデバイスドライバの開発。

②産業機器：高度なコンピュータビジョンの技術により、ハードウェア本来の性能を引き出す高速なソフトウェア開発を支援し、信頼

注6) M³ (エム・キューブ)

同社独自の高速化技術で、M1:マルチコア向けソフトウェア高速技術、M2:ストレージ向け出力高速技術、M3:最新のマルチコア製品へ適用しサポートするという、システム全体のパフォーマンスを向上させるトータルソリューションを指す。

マルチコアプロセッサ対応ソフトウェアの開発に加え、NAND フラッシュメモリ制御ソフトウェアの開発も行う。

性、精度、価格面で競争力のある検査装置や自動化制御装置を実現。

③車載機器：高度な画像処理技術と高速なマルチコアプログラミングを融合させ、年々多様化する車載画像処理ソフトウェア開発を支援。

④医療機器：ハイエンド機から端末機器まで様々な医療画像診断装置向けに、マルチコアプロセッサと高速ストレージを活用した画像処理ソリューションを提供。

⑤金融システム：大量の計算をより短時間で処理するために、並列処理技術を駆使し、より低コストで高速演算を可能とする競争優位性の高いアプリケーションシステムの構築及び開発を支援。

⑥コンピュータグラフィクス (CG)：膨大な計算時間を必要とするCGレンダリングのために、コンピュータ資源を効率的に活用し、高速なレンダリングを実現するため、M³による並列化フレームワークおよびライブラリを提供。

**ソフトウェアの性能をより高く
実現するマルチコアプロセッサ
搭載の機器等も販売**

注7) FPGA
プログラミングできる大規模集積回路(LSI)のこと。

注8) SSD
フラッシュメモリを媒体として使用する記憶ドライブ装置。

一方、ハードウェア基盤事業は、顧客の製品及びビジネスに最適なマルチコアプロセッサや演算ボードを選定して提供している。主な取扱商品は、①自社製品である画像処理プロセッサ搭載演算ボード「EigerEG-2S」及び周辺デバイス、②GPU やマルチコア搭載サーバー等の汎用機器、③13年に発売を開始したAltera社のAltera Stratix Vを搭載した米国Nallatech製FPGA^{注7)}ボード「PCIe-385N-Altera Stratix V」である。更に、④14年11月に受注開始、12月下旬から出荷を開始した2.5インチで3TB(テラバイト)の大容量を誇るSSD^{注8)}「Fixstars SSD-3000M」が加わり、15/9期の業績に貢献すると予想される。

> 経営陣

◆ 役員構成

同社は 02 年 8 月に、三菱総合研究所 (3636 東証一部) 出身でコンサルティング会社やベンチャーキャピタルを経験した長谷川 智彦氏と、ラック (3857 東証 JQS) のシステムエンジニアであった三木 聡氏と原 行範氏の 3 人がマンションの 1 室で Web システム等を開発したところからスタートしている。

現在、同社の取締役は長谷川氏、三木氏、原氏を含めて 7 名 (1 名の社外取締役を含む) である。長谷川氏は代表取締役会長、三木氏は代表取締役社長、原氏はエンジニアリングサービス事業部長に加え経営企画室長を兼務している。

田村 陽介氏はソニーコンピュータサイエンス研究所を経て 05 年に入社し、CTO を経て現在は COO に就任している。9 月までは技術の中心である M³ 推進室長も兼務していたが、M³ 推進室が新規事業推進室と一体化しビッグデータ事業部に再編されたため、現在は COO に専念している。

堀 美奈子氏は事業会社で管理部門担当取締役を経験した後、07 年に入社し管理本部長に就任している。

蜂須賀 利幸氏は専門商社で事業部長を経験した後、07 年に入社し営業本部長を経て、現在は取締役としてソリューション事業部長に就任している。

なお、大石 恭一氏は日商 (現 双日)、東京エレクトロン (8035 東証一部) 取締役、イノテック (9880 東証一部) 代表取締役常務などを経て 09 年 12 月に同社の社外取締役に就任している。

> 沿革

04年のCell用ソフトウェア開発が事業の原点で、東芝との協力関係が発展の礎

◆ 04年のCellソフトウェア開発が現在の姿の原点

同社は 02 年 8 月に設立された技術志向の強いベンチャー企業で、Speed up your Business をコーポレートメッセージとして掲げている。04 年にマルチコア技術開発部を立ち上げ Cell ソフトウェア開発サービスを開始したことが、現在の事業発展の原点となっている。

会社設立当初から東芝 (6502 東証一部) とはマルチコア向けソフトウェア開発やその周辺事業で協力関係にある。また、08 年にはみずほ証券向けに金融機関では最初となるマルチコアでデリバティブ計算用グリッドシステムの構築を行った。その後は医療機器メーカー向けなどにもソフトウェア・サービス事業、ハードウェア基盤事業とともに、事業領域が拡大している。

【 図表 1 】 フィックスターズの沿革

2002年8月	横浜市神奈川区に有限会社フィックスターズを設立
2002年10月	株式会社フィックスターズへ組織変更
2003年7月	本店を東京都渋谷区へ移転
2004年7月	マルチコア技術開発部設立、Cellソフトウェア開発サービス開始
2006年9月	本店を東京都港区へ移転
2006年12月	PlayStation3の発売を受け、「PS3 Information Site」を立ち上げる
2008年5月	みずほ証券株式会社向けにデリバティブ計算用グリッドシステム構築
2008年10月	Fixstars Solutions, Inc.を米国カリフォルニア州に設立。 米国Terra Soft Solutions Inc.よりYellow Dog Linux事業を譲り受ける
2009年12月	「OpenCL入門ーマルチコアCPU/GPUのための並列プログラミング」を発売
2010年3月	本店を東京都品川区へ移転
2010年11月	米国空軍研究所に、PlayStation3を用いた高速クラスシステムを導入
2010年12月	NEDOの「低消費電力メニューコア用アーキテクチャとコンパイラ技術」開発事業に採択
2013年4月	米国Nallatech Inc製FPGAボード「Altera Stratix V」を発売開始
2013年6月	株式会社東芝から1億円の出資を受け、資本金を2億6,275万円へ増資
2013年7月	ストレージ分野の拠点として、神奈川県鎌倉市に大船事業所を開設
2013年10月	世界的なプログラミングコンテスト「ICFPC2013」で第2位入賞
2013年10月	オリンパス株式会社のレーザー走査型顕微鏡でMP(エム・キューブ)ソリューションが採用される
2014年4月	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2014年5月	「並列ハードウェア活用を加速させる画像処理フレームワークの開発」がNEDOの平成25年度イノベーション実用化ベンチャー支援事業に採択
2014年6月	インテル製メニューコアプロセッサを用いみずほ証券株式会社向けデリバティブ評価システムの30倍高速化に成功
2014年7月	大容量で高速のソリッド・ステート・ドライブ「Fixstars SSD-3000M」を発表
2014年10月	クラウド基盤上でのシステム高速化サービスの本格提供を開始
2014年11月	半導体の高密度・高性能の設計技術を持つアパールデータと業務提携及び資本提携を締結
2014年11月	「Fixstars SSD-3000M」を発売開始

(出所) 目論見書及びフィックスターズニュースリリースを基に証券リサーチセンター作成

2. 事業展開と業績

> 事業発展の背景

注9) CPU

Central Processing Unit(中央演算処理装置)の略。コンピュータなどにおいて中心的な処理装置として働く電子回路のこと。

マルチコアプロセッサの開発に比べ、マルチコアを活かすソフトウェアの開発が遅れ、そこにビジネスチャンスが生まれた。

注10) クラスタシステム

複数のコンピュータを連結し、利用者や他のコンピュータに対して全体で1台のコンピュータであるかのように作動するシステム。

◆ マルチコアプロセッサ対応ソフトウェアのニーズが高まる

PC やモバイル機器上で動画や音声を処理するマルチメディア・アプリケーションは、最近ではごく身近なものになってきている。しかし、さらなる高画質な映像、高品質な音声を扱う 3D ゲームや動画再生アプリケーションの登場により、CPU^{注9)}はこれまで以上の速度でデータを処理する能力を要求されるようになってきている。また、処理時間の短縮が利益に直結する金融など最先端の分野では、常により高速な CPU が必要とされてきている。

このような性能向上の要求に応えるために、半導体開発及び製造各社は 00 年代前半まで CPU の動作周波数を向上し続けてきた。しかし動作周波数が 4GHz を超える頃から、消費電力の増加、発熱量の増加、それに伴う高コスト化など問題点が目立ち、以前ほどの性能向上を望めなくなったため、一部の開発及び製造会社は事業から撤退し、また一部は更なる性能向上への打開策として、複数のコアで処理を並列実行できるマルチコアプロセッサの開発へと向かった。

現在では、マルチコアプロセッサは PC やサーバーはもちろん、スマートフォンやタブレットなどのモバイルデバイスでも広く採用されている。このプロセッサのマルチコア化は、ハードウェアの観点では性能向上を継続するための有効な手段であったが、ソフトウェア開発者にとっては大きな壁となる結果となった。マルチコアの性能を活用したソフトウェアを構築するには、従来の逐次処理とはまったく異なる並列プログラムコードを書かなければならないためである。

00 年代後半以降では、CPU の動作周波数はまったく変わらないか、むしろ若干遅くなる傾向にあった。そのため、1つのコアで動作することだけを考慮して作られたソフトウェアは、CPU を最新のものに変えてもほとんど処理速度は速くならなかった。最新プロセッサの性能を引き出すためには、対象となるソフトウェアが複数のコアを使えるよう演算の並列化が必要になったわけである。

さらに、ひと口に並列化といっても、ハードウェアの各種レイヤーによってその意味合いは大きく異なる。並列処理の階層構造を想定し、4 台のワークステーションを用いてクラスタシステム^{注10)}を構築し、ある画像処理を高速化する。システムの性能を最大限に引き出すためには考慮すべき項目は多数あるが、ここでソフトウェア開発者にとっての最大の問題は、各レイヤーでの並列化プログラミングモデルが全く異なっているということである。例えば、ノード並列

の技術は演算の並列化にはあまり役に立たない。各レイヤーにおいて、ソフトウェア開発を簡略化してくれるフレームワークや言語は存在するものの、全てを習得し、さらにそれらを統合したソフトウェアを開発するのは至難の業である。コードは複雑化し、テスト項目の数は指数関数的に増加していくこととなった。

アクセラレータとして特殊なプロセッサを用いた場合は、上記とは別の問題も発生する。特定の演算能力に優れたプロセッサを使う場合、その上で動作するソフトウェアは専用の言語であることが多く、専用言語で開発されたソフトウェアは、他のプロセッサ上で実行することがほぼ不可能である。そのため、将来、現行製品の次世代機が、現行製品とは異なるハードウェアアーキテクチャを採用した場合、現行製品で実績ある既存ソフトウェアは一から書き直さなければならない。これは、製品の市場投入までの時間を伸ばし、コストを増やし、最終的には製品の競争力を低下させることに繋がる大問題となる。

こういった問題を解決するために、同社独自の高速化技術である M³では複雑な並列プログラミング環境を隠すことによって、扱いやすいインターフェースを提供している。これによりソフトウェア開発者は、並列処理やハードウェア最適化の工数を大幅に削減でき、より本質的な、ロジックの正当性の確認や新しいアルゴリズムの開発に集中することができることになる。

また、M³では、並列プログラミングフレームワークと一緒に、各アーキテクチャ向けに最適化された画像処理や算術演算、ユーティリティ関数などのライブラリ群を提供している。開発者は、これらのライブラリを使うことで、異なるアーキテクチャ上で同一のユーザーアプリケーションを効率的に実行することができるわけである。

> 14年9月期実績

14/9 期業績は売上、利益ともに事前予想を上回り大幅増収増益を達成。

◆ 14年9月期は大幅増収増益

同社が 11 月 10 日に発表した 14/9 期連結業績は、売上高 2,938 百万円 (前期比 70.3%増)、営業利益 452 百万円 (同 78.7%増)、経常利益 437 百万円 (同 69.8%増)、純利益 273 百万円 (同 61.7%増) であった。同社事前予想に対し売上高 144 百万円、営業利益 44 百万円、経常利益 49 百万円、当期純利益 36 百万円、それぞれ上回っている。

売上高営業利益率は 15.4%で、13/9 期の 14.7%、及び 14/9 期同社事前予想の 14.6%を上回った。営業外費用として計上した株式交付金と株式公開費用合計 16 百万円が発生したため、売上高経常利益率は 13/9 期と同じ 14.9%となった。

主力のソフトウェア・サービス事業では、ヘルスケア及び産業機器分野は、医療機器や検査装置向け及び車載機器向けのアプリケーション開発や新規ハードウェア環境への移植などを中心に、金融分野では大手銀行や証券会社のリスク管理等の高速処理のためのソリューションを中心に受注好調が続いている。また、モバイル分野においても、半導体メーカー向けのメモリコントロールのためのファームウェア開発を中心に安定的な案件の増加が続いており、セグメントの売上高は 1,961 百万円 (前期比 32.6%増)、セグメント利益は 353 百万円 (同 20.7%増) となった。

ハードウェア基盤事業では、画像処理プロセッサ搭載の演算ボード等の量産納入が引き続き好調で、売上を伸ばした。この結果、ハードウェア基盤事業の売上高は 976 百万円 (前期比 3.9 倍)、セグメント利益は 100 百万円 (前期は 39 百万円の損失) と黒字に転換している。

> 業績見通し

同社は 15/9 期業績を極めて慎重に予想している。

◆ フィックスターズの 15年9月期計画

同社は 15/9 期連結業績を、売上高 3,333 百万円 (前期比 13.5%増)、営業利益 460 百万円 (同 1.7%増)、経常利益 453 百万円 (同 3.6%増)、当期純利益 277 百万円 (同 1.2%増) と、極めて慎重に予想している。

同社は 15/9 期の業績予想は受注残をベースに策定したとしているものの、ソフトウェア・サービス事業では、医療機器や車載機器向けなど産業機器分野での画像処理関連の案件が堅調であり、ハードウェア基盤事業でも画像処理プロセッサ搭載の演算ボード等の販売が堅調に推移すると見ている。さらに、次世代戦略事業となる「Fixstars SSD-3000M」は極めて前評判が高く 11 月 19 日に製品の受注を開始し 12 月下旬より出荷を開始したものの、期初の業績予想には売上高 30 百万円しか含まれていない。また、同社はセグメント別の売上高と利益の予想を開示していない。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

15/9 期以降の証券リサーチセンター（以下、当センター）の予想は図表4の通りである。

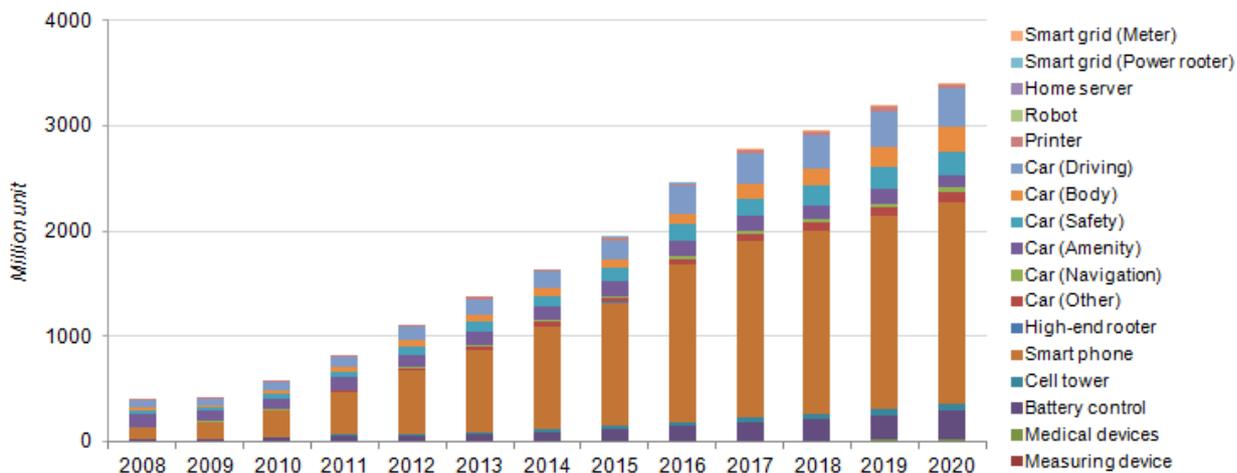
ソフトウェア・サービス事業を展望する裏付けとなるデータはほとんどないが、エレクトロニクス分野の調査会社 IHS アイサプライのマルチコアプロセッサの需要個数予測を参考にした。同調査会社の予想によれば、継続的に年率 20% 以上の成長率が期待される。

高い需要の伸びが予想されるにもかかわらず、同社の業績予想が慎重なのは、同社の営業戦略が既存顧客及び既存顧客の他部署や関連会社、あるいは既存顧客の紹介先に限定されること、並びに同社のエンジニア数に限界があるためと考えられる。同社は 15 年春の新卒採用予定や紹介による優秀なエンジニア獲得の計画を明らかにしていないが、同社もマルチコアプロセッサ市場及び関連ソフトウェア・サービス事業の高い成長性を認識しており、15/9 期もソフトウェア・サービス事業は高い成長が続くと当センターでは見ている。

なお、一般的に長期のソフトウェア開発案件は開発度合いに応じた進行基準で売上や利益を計上することが多い。しかし、同社はほぼ全ての案件で 3 カ月程度に区切った個別契約を結んでいることや、未完成や失敗案件が少なく、あったとしても短期間での改善が可能なため年間の業績に悪影響を及ぼすようなことがない事業形態になっている。

一方、ハードウェア基盤事業は、画像処理プロセッサ搭載演算ボード「EigerEG-2S」及び周辺デバイス、GPU やマルチコア搭載サーバー等の汎用機器、Altera 社の Altera Stratix V を搭載した米国 Nallatech 製 FPGA^{注7} ボード「PCIe-385N-Altera Stratix V」への強い需要が見込まれている。2.5 インチで 3TB の大容量を誇る SSD「Fixstars SSD-3000M」は、産業用ストレージとして多くの事業領域でニーズが高まると予想され前評判も高い。開発当初から若干懸念されていたランダムアクセススピードの問題も、この分野で高い技術力を持つアパールデータ（6918 東証 JQS）との業務提携及び資本提携で解消できると考えられる。以上より、当センターではハードウェア基盤事業は年率 40% 程度の成長が続くと予想した。なお、14 年 12 月下旬より出荷を開始した「Fixstars SSD-3000M」の 15/9 期の売上高について同社は 30 百万円しか見込んでいないが、当センターでは 300 百万円程度の売上高と予想している。

【 図表 2 】 マルチコアプロセッサの需要個数



(注) 2014 年以降は IHS アイサプライ予想

(出所) IHS アイサプライ

【 図表 3 】 事業別売上高とセグメント利益の推移 (単位：千円)

	12/9	13/9	14/9	増加率	15/9(E)	16/9(E)	17/9(E)
売上高	1,441,593	1,725,624	2,938,017	70.3%	3,800,000	4,900,000	6,100,000
ソフトウェア・サービス	1,272,705	1,479,869	1,961,584	32.6%	2,400,000	2,900,000	3,450,000
ハードウェア基盤	168,887	245,754	976,433	297.3%	1,400,000	2,000,000	2,650,000
セグメント利益	205,722	253,394	453,622	79.0%	600,000	850,000	1,050,000
ソフトウェア・サービス	200,655	292,818	353,444	20.7%	450,000	550,000	650,000
ハードウェア基盤	5,067	-39,423	100,177	-	150,000	300,000	400,000
利益率	14.3%	14.7%	15.4%		15.8%	17.3%	17.2%
ソフトウェア・サービス	15.8%	19.8%	18.0%		18.8%	19.0%	18.8%
ハードウェア基盤	3.0%	-16.0%	10.3%		10.7%	15.0%	15.1%

(注) 15/9(E)以降は証券リサーチセンター予想

(出所) 有価証券報告書などより証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 財務諸表

	12/9	13/9	14/9	15/9(E)	16/9(E)	17/9(E)
損益計算書(千円)						
売上高	1,441,593	1,725,624	2,938,017	3,800,000	4,900,000	6,100,000
売上原価	857,024	1,019,622	1,823,849	2,330,000	3,000,000	3,700,000
売上総利益	584,569	706,001	1,114,168	1,470,000	1,900,000	2,400,000
販売費及び一般管理費	378,847	452,689	661,618	870,000	1,050,000	1,350,000
営業利益	205,722	253,311	452,549	600,000	850,000	1,050,000
営業外収益	750	8,953	6,190	500	500	1,000
(受取利息・受取配当金)	50	54	81	90	100	150
(持分法投資利益)	0	0	0	0	0	0
営業外費用	6,735	4,599	21,342	5,500	5,500	6,000
(支払利息)	3,483	3,225	3,655	3,000	3,000	3,000
経常利益	199,736	257,670	437,397	595,000	845,000	1,045,000
特別利益	0	0	0	0	0	0
特別損失	18,037	650	6,173	0	0	0
税引前当期純利益	181,699	257,020	431,223	595,000	845,000	1,045,000
法人税、住民税及び事業税	76,724	87,688	157,445	215,000	305,000	375,000
税率	42.2%	34.1%	36.5%	36.1%	36.1%	35.9%
少数株主利益	0	0	0	0	0	0
当期純利益	104,974	169,332	273,777	380,000	540,000	670,000

売上高比						
売上総利益	40.6%	40.9%	37.9%	38.7%	38.8%	39.3%
販売費及び一般管理費	26.3%	26.2%	22.5%	22.9%	21.4%	22.1%
営業利益	14.3%	14.7%	15.4%	15.8%	17.3%	17.2%
経常利益	13.9%	14.9%	14.9%	15.7%	17.2%	17.1%
税引前当期純利益	12.6%	14.9%	14.7%	15.7%	17.2%	17.1%
当期純利益	7.3%	9.8%	9.3%	10.0%	11.0%	11.0%

前期比						
売上高	-	19.7%	70.3%	29.3%	28.9%	24.5%
売上総利益	-	20.8%	57.8%	31.9%	29.3%	26.3%
販売費及び一般管理費	-	19.5%	46.2%	31.5%	20.7%	28.6%
営業利益	-	23.1%	78.7%	32.6%	41.7%	23.5%
経常利益	-	29.0%	69.8%	36.0%	42.0%	23.7%
税引前当期純利益	-	41.5%	67.8%	38.0%	42.0%	23.7%
当期純利益	-	61.3%	61.7%	38.8%	42.1%	24.1%

貸借対照表(千円)						
現預金、短期有価証券	393,408	455,073	946,097	1,300,000	1,600,000	1,800,000
受取手形及び売掛金	370,621	461,195	697,188	800,000	900,000	1,000,000
たな卸資産	34,648	9,694	19,667	50,000	50,000	50,000
その他	24,248	39,816	65,905	50,000	100,000	100,000
流動資産	822,925	965,778	1,728,857	2,200,000	2,650,000	2,950,000
有形固定資産	21,673	20,595	34,520	35,000	40,000	40,000
無形固定資産	5,889	3,220	27,215	25,000	25,000	25,000
投資その他の資産	70,739	70,967	103,547	100,000	100,000	100,000
固定資産	98,302	94,783	165,283	160,000	165,000	165,000
資産合計	921,227	1,060,562	1,894,141	2,360,000	2,815,000	3,115,000
支払手形及び買掛金	55,228	3,500	86,612	110,000	145,000	180,000
その他	241,134	250,825	394,995	590,000	705,000	770,000
流動負債	296,362	254,325	481,607	700,000	850,000	950,000
社債及び長期借入金	185,200	121,320	30,000	30,000	40,000	40,000
その他	3,184	0	0	0	0	0
固定負債	188,384	121,320	30,000	30,000	40,000	40,000
純資産合計	436,481	684,916	1,382,534	1,630,000	1,925,000	2,125,000
(自己資本)	(436,481)	(684,916)	(1,382,534)	(1,630,000)	(1,925,000)	(2,125,000)

対総資産比率						
流動資産	89.3%	91.1%	91.3%	93.2%	94.1%	94.7%
固定資産	10.7%	8.9%	8.7%	6.8%	5.9%	5.3%
流動負債	32.2%	24.0%	25.4%	29.7%	30.2%	30.5%
固定負債	20.4%	11.4%	1.6%	1.3%	1.4%	1.3%
自己資本	79.8%	64.6%	73.0%	69.1%	68.4%	68.2%

(注) 15/9(E)以降は証券リサーチセンター予想

(出所) 有価証券報告書などより証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

競争力の源泉は技術力、優秀な人材、顧客基盤。

顧客基盤は先進的な技術が必要とする大企業中心。東芝は最大の取引先であり、共同開発基本契約を結ぶ重要企業。

特許戦略と自社技術を評価する取引相手との協業が重要

同社は「Speed up your Business」をコーポレートメッセージとして掲げる技術志向の強い企業である。同社の競争力の源泉は技術力、優秀な人材、顧客基盤と考えられる。

◆ 組織資本

マルチコアプログラミングは複数のコアを協調動作させ、全体のプログラミングを実行するように設計する必要があるため、コアに高度なマイクロアーキテクチャを実装しないため、高速化のための最適化が要求される。これを M³ というマルチコアの最適化技術により実現し、同社はマルチコアプログラミングの先駆者であるとともに、これらの技術情報を集積している。

銀行などの一般的単純計算業務はシングルコアプロセッサを使ったサーバーの並列構成で組み立てられているが、デリバティブなど複雑なサーバーシステムは先進的なマルチコアプロセッサの導入が進んでいる。比較的早い時期からマルチコアや高速メモリ半導体の分野で東芝と連携して技術開発を行ってきたことにより、同社はこの分野においても高度なノウハウを蓄積している。

日本アイ・ビー・エムとは画像処理プロセッサ搭載演算ボードに関する OEM 契約を、東芝とはフラッシュメモリを利用したシステム製品に関する共同開発基本契約を結んでおり、これらも重要な組織資本と考えられる。

◆ 人的資本

人材に関しては 14 年 9 月時点で、社員数 125 人のうちエンジニアの比率が 9 割以上を占め、そのうち 20 人が博士号を、55 人が修士号を取得しており、スーパープログラマー集団という人的資本を抱えている。

◆ 関係資本

同社の取引先は先端的な技術やシステムを必要とする大企業であり、売上高上位 20 社のうち 15 社が東証一部上場会社及びその子会社であり、ほぼ全件が直接取引となっている。13/9 期の売上高上位企業は東芝、日立メディコ (6501 日立製作所の子会社)、日立ハイテクノロジー (8036 東証一部)、みずほ証券である。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

環境問題への配慮及び貢献について、直接的な効果は大きくないと考えられるものの、同社は地球環境の保全のため、環境宣言に基づく社内環境負荷低減活動と、エコな製品やサービスの提供を目的に以下のような方針を公表している。

全ての企業活動の過程で発生する環境負荷を低減するため、以下の基本方針に取り組んでいる。

- ・ 企業活動に関わる環境影響を認識し、環境負荷の低減に努力する。
- ・ 同社が生み出す先進的な製品開発によって、さらなる環境保全に貢献できるよう、積極的に環境保護活動を推進する。
- ・ 企業活動に関わる環境関連法規、その他の要求事項を遵守する。
- ・ 同社の企業活動に関わる環境影響のうち、以下の項目を環境管理重点テーマとして取り組む。(1) 電力使用量の縮減、(2) 廃棄物の削減及びリサイクルの促進、(3) 事務用紙使用量の削減、(4) 環境関連法規等の遵守

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ソフトウェアや製品を通じてヘルスケア、映像、モバイル、金融、産業機器など様々な分野の高度化、高速化に貢献している。これらは社会的影響力の大きい事業責任と考えられる。同社は経営の基本理念として「ソフトウェア技術を通じて全社員の幸福および全てのお客様の成功を追求し、フィックスターズの技術を活かして全世界のしあわせ向上に貢献する」と表明している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、上記の経営理念をもとに、長期的な競争力を維持し更なる向上を図るためには、コーポレート・ガバナンスの強化と充実が経営の重要課題と認識している。株主をはじめ、同社の企業活動を支える全てのステークホルダーに対する社会的責任を果たしつつ、効率経営を推進し、高収益体質を目指して企業価値の増大に努めていく方針である。また、業界、競合他社に対しても、独占禁止法や不正競争防止法、知的財産関連法規等を遵守し、公正な取引及びフェアな競争による業界の発展に尽くすことを明言している。

具体的に、同社は取締役会制度、執行役員会制度、監査役会制度を採用している。

取締役会は7名(うち社外取締役は1名)で構成され、会社法で定められた事項及び同社の経営に関する重要事項等について審議及び決定する機関とし、原則として毎月1回開催している。

執行役員会は、取締役 5 名と執行役員 2 名の 7 名で構成され、取締役会の決議によって定められた分担に従い、業務執行を行っている。

監査役会は、監査役 3 名（すべて社外監査役）で構成され、経営の適法性及び効率性について総合的にチェックする機関としており、監査役 3 名全員が、取締役会に出席して、取締役の職務執行を監査している。監査役は、監査方針の決定、監査法人からの意見聴取、取締役等からの営業報告の聴取等を行い、その監査結果について意見を交換し、監査の実効性を高めている。

なお、14 年 9 月時点の大株主は図表 5 の通りである。取締役 5 名、及び従業員持株会で全体の 39%強を保有している。経営陣や従業員が、同社の企業活動を支える全てのステークホルダーに対する社会的責任を果たすという観点からも、妥当な株主構成になっていると当センターでは判断している。

【 図表 5 】 14 年 9 月末時点の大株主 (単位：%)

氏名又は名称	所有比率
長谷川 智彦	12.66
原 行範	10.22
三木 聡	9.94
UBS AG LONDON A/C IPB SEGREGATED CLIENT ACC	4.36
ウイングリサーチアンドコンサルティング	3.75
東芝	3.09
従業員持株会	2.73
蜂須賀 利幸	2.12
日本証券金融	1.55
田村 陽介	1.54

(出所) 第 13 回定時株主総会招集通知(14 年 12 月 9 日)

以下は同社のコンプライアンス行動指針である。

(1) 高いクオリティの追及: 製品やサービスのクオリティについては世界最高水準を目指し、お客様が十分満足していただけるものの提供に努めるとともに、それを実現するために一人ひとりがプロフェSSIONALの誇りを持って職責に当たり、そのための技量の研鑽に励む。また、国際品質保証基準 ISO9001 と品質管理マニュアルを遵守し、品質の維持、向上に努める。

(2) お客様との関係: 独占禁止法、外国為替及び外国貿易法、国税庁通達、業界自主基準その他関連する法規及び規範を遵守し、公正な取引は行わない。

(3) 業界・競合他社との関係: カルテル行為及び談合、またその疑いを持たれるような行為は行わない。競合他社の誹謗中傷や不適切な比較広告等のアンフェアな行為は行わない。また、万が一、他社によるそのような行為があれば、毅然とした対応を取る。

(4) 外注・仕入れ業者との関係: 独占禁止法及び下請法等、すべての関連諸法令及び健全な商習慣を遵守し、高い倫理観に基づいて行動する。特に優越的地位の濫用にあたる行為は行わない。外注及び仕入れ業者への接待及び贈答等の要請は一切行わない。外注及び仕入れ業者からの贈答や接待は社会的常識の範囲内とし、それを超える接待等は辞退する。なお、一定額以上の接待等を受けた場合は上司へ報告する。

(5) クレームへの対処: お客様からの相談やクレームについては、迅速かつ誠意をもって対応する。

(6) 知的財産権・機密情報の管理:

①知的財産権の管理: お客様の特許、商標及び著作権等の知的財産権の侵害は行わない。オープンソースポリシーを遵守する。また、同様に当社の知的財産権の侵害に対しては訴訟を含む断固たる処置を行う。

②顧客・業界情報等の管理: 業務上入手した得意先・業界関係者、及び仕入れ業者等の秘密に関する情報(個人情報も含む)の扱いについては十分な注意を払い、その秘密を守る。不正な手段による入手や目的外の使用は行わない。

③秘密情報の保護: 同社の秘密情報については、同社は役員・社員に守秘義務を徹底し、また必要のない役員及び社員には情報を開示しない。同社の秘密情報を社外に開示する必要がある場合には、所定の社内手続き及び開示先との秘密保持契約を締結のうえ行う。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆業界にはフォローの風、体制強化のための準備は万全

同社は巨大なソフトウェア産業のなかでも、マルチコア向けソフトウェア開発とその周辺事業、及びストレージ関連のソフトウェア開発並びにその周辺機器事業に特化しており、社会的変革やニーズと照らし合わせて、中長期的な事業拡大体制が整っていると考えられる。現時点で事業展開は順調であるが、同社は以下の11点を対処すべき課題として認識し、取り組みを進めている。

(1) 新商品開発と研究開発

マルチコア向けソフトウェア開発は、顧客からの引き合いに基づくプル型の営業スタイルであったが、今後は自社で開発した商品をプッシュ型で営業すべく、これまで培った技術及び知見を結集した商品の開発に取り組んでいる。

(2) 品質の維持向上と顧客満足度向上

ソフトウェアの高い開発力及び性能と、それに裏付けられたブランド価値は、同社にとって一番の強みである。「全てのお客様の成功を追求する」という経営理念のもと、顧客満足度の向上に努めている。

(3) 販売先数及び販売先分野の拡大

同社は現在、営業活動の専属人員を置かず、リピートオーダーを中心に既存販売先及び分野に対して営業活動を行ってきた。景気変動の影響を和らげるためにも、強みを生かせる販売先及び分野の拡大が必要であり、今後は展示会やセミナー等への出展にも積極的に取り組む方針である。

(4) グローバル展開

米国シリコンバレーにある子会社 Fixstars Solutions, Inc. を活用し、グローバルビジネス展開により海外事業の拡大を図る。

(5) 継続型ビジネスの拡大

同社の事業は受注から売上計上までの日数が短く、期中の受注高と売上高がほぼ一致している。今後は、システムの運用サポートや量産品への部材提供など継続型ビジネスの拡大を図る計画である。

(6) 人材の採用

同社競争力の源泉である優秀なエンジニアを採用するため、学生向けインターンシップの実施、優秀な大学及び研究室へのアプローチ、社員による紹介からの採用を推奨するなど様々な採用を行っているが、今後さらに人材の充実を図る計画である。

(7) 労働環境の整備

同社ではエンジニアが安心かつ快適に勤務できるようリラクゼーションスペースを設けるなど職場環境の充実を図るとともに、産業医と密接に連携し労働安全衛生委員会を設置し職場環境の安全及び衛生の向上を図っている。今後はより一層健康推進と社内コミュニケーションの促進を図る方針である。

(8) 人材の育成

同社ではエンジニアのスキルアップのための研修を毎週 1 回程度行い、これまで培った豊富なマルチコアプログラミングの社内ナレッジを共有する仕組みを整備している。また、社内でプログラミングコンテストを実施し技術の研鑽の場としているが、今後も社外コンテストへの参加や学会での論文発表などを積極支援する方針である。

(9) 知名度の向上、ブランド価値向上

知名度の向上とブランド力の向上は、顧客層の拡大と優秀なエンジニア採用に有効である。これらの相乗効果でさらにブランド価値が向上すると考えられるため、品質維持向上の施策をさらに重点的に行っていく計画である。

(10) セキュリティの強化

同社は個人情報の取り扱いを主要な業務としていないため、プライバシーマークは取得していない。しかし、セキュリティ対策はソフトウェア会社として重要であり、セキュリティ方針とセキュリティガイドを定めている。その実施機関としてセキュリティ委員会を設けており、今後もセキュリティ管理やセキュリティ教育により一層取り組んでいく方針である。

(11) 財務基盤の強化

同社は現在、良好な財務状況にあると考えられるが、資本の有効活用の観点から金利状況などを注視し資本と負債の適切なバランスを図る方針である。また、成長企業としてビジネスチャンスを積極的に捉えて投資を行う一方で、借入金の抑制と利益剰余金の積み増しを図る計画である。

以上は同社が対処すべき課題として取り上げたものだが、同社ではすでにこれらに対しての施策を実施し成果を上げつつあると当センターは捉えている。また、同社はまだ事業規模は小さく、国内情報サービス・ソフトウェア産業約 20 兆円の中で、ごく僅かな売上規模を占めるにすぎないが、そのポテンシャルは高く、成長性が高いと当センターでは見ている。

> 今後の事業戦略

◆成長戦略として顧客との製品共創を標榜

同社はマルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェアの並列化および最適化と、省電力かつ高速 I/O を実現する新メモリ技術を活用したアプリケーションの高速化を通じて、ヘルスケア、映像、モバイル、金融、産業機器など様々な分野の顧客ニーズに応え、トータルソリューションを提供している。また、顧客の製品及びビジネスに最適なマルチコアプロセッサや演算ボードを選定して提供している。

ソフトウェアの開発力+マルチコア搭載機器の供給がペースとなり、今後は顧客と開発段階からの共創を志向。

具体的には、医療画像診断装置メーカーに、画像処理プロセッサ搭載演算ボード「EigerEG-2S」及び周辺デバイス、並列処理ソフトウェア、M³ のライブラリ、高速ストレージを活用した画像処理ソリューション等を提供しており、顧客の製品開発支援をしている。これを一歩進めて、同社は顧客と製品開発からの共創を成長戦略として掲げている。これは開発パートナー戦略と置き換えられ、顧客のマルチコア活用や高速処理等のニーズに高い技術力と最先端情報を活かして、対応でき且つミドルウェアやハードウェアもワンストップで提供できて初めて実現するものである。

5. アナリストの評価

> SWOT分析

◆ 強みは市場動向と圧倒的な開発力、弱みは顧客層開拓の遅れ

同社は巨大なソフトウェア産業のなかでも、成長性が高いと考えられるマルチコア向けソフトウェア開発とその周辺事業、及びストレージ関連のソフトウェア開発並びにその周辺機器事業に特化して取り組んでいる。また、事業は優秀なエンジニアに支えられ、社会的変革やニーズと照らし合わせて、中長期的な事業拡大体制が整っていると当センターでは見ている。

マルチコア向けソフトウェア市場規模の明確な統計数字もなく、情報サービス・ソフトウェア産業の市場規模は国内が約 20 兆円、世界では約 130 兆円と推測されるなか、売上高 30 億円規模の同社の優劣評価は難しいものの、当センターでは同社について SWOT 分析を以下のように試みた。

マルチコアプロセッサ対応ソフトウェア開発の先駆者で、優秀なエンジニアが揃っている。

強み (Strength)

- ・ 技術力の高さ。マルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェア開発の先駆者であり、優れたエンジニアが揃っている。
- ・ マルチコア技術に強くメモリ分野でも世界トップクラスの技術力を有する東芝と、開発や協業で強い関係を築いている。
- ・ 現時点で事業の収益性が高く、財務面でも懸念が少ないと考えられる。

東芝との強い提携関係は強みではあるが、売上依存度が高く、顧客層の新規開拓が遅れているという弱みでもある。

弱み (Weakness)

- ・ 東芝との関係が強みと指摘した一方で、東芝に対する売上が 14/9 期で総売上高の約 38%を占め、いまだ顧客層の新規開拓が十分とは言えない。
- ・ 創業者の一人で代表取締役社長を務める三木 聡氏は経営方針及び事業戦略の面で重要な役割を果たしており、過度に業務が集中する可能性がある。

機会 (Opportunity)

- ・ ヘルスケア、映像、モバイル、金融、産業機器など様々な分野マルチコアプロセッサや周辺機器、及び対応ソフトウェア導入の機運が高まっている。
- ・ 医療機器、産業機器、車載機器の分野等で、同社とソフトウェア、ミドルウェア、ハードウェアのワンストップでハイブリッドな製品開発を望む機運が高まっている。

脅威 (Threat)

- ・ 技術革新が速い事業分野であり、現時点で高い成長が期待され

ているマルチコア分野やストレージ分野が、新技術の登場によって需要動向が急変する可能性がある。

- ・ 優秀なエンジニアが退職、あるいは独立して事業を起し競合となる可能性がある。

> 経営戦略の評価

ソフトウェア・サービス事業は高収益性のまま成長を続け、ハードウェア基盤事業は事業規模拡大に大きく貢献する。

◆ 課題への対処や事業戦略は納得できるもの

前述した通り 14/9 期連結業績は、大幅な増収増益となり、ソフトウェア・サービス事業のセグメント利益率は 18.0%と高水準をキープし、今後もこの利益率を継続できると見ている。また、ハードウェア基盤は米国 Nallatech Inc 製 FPGA ボード「Altera Stratix-V」と 11 月に発売を開始した SSD「Fixstars SSD-3000M」の売上次第だが、ヘルスケア、映像、産業機械の分野からの引き合いが強い。「Fixstars SSD-3000M」は、現在の国内少量生産から 15/9 期中にも海外での量産に切り替わる可能性があり利益率が上昇すると考えられる。

これらは全て、事業の沿革や知的財産、対処すべき課題への対応、今後の事業展開に沿っているものであると判断している。今後も業績の拡大が続き、17/9 期連結業績は、売上高 6,100 百万円、営業利益 1,050 百万円、経常利益 1,045 百万円、当期純利益 670 百万円、EPS 103.6 円、BPS393.7 円まで増加すると見ている。

> 競合・同業他社比較

◆ オンリーワン企業で高い利益率をキープする

マルチコア向けソフトウェア市場規模の明確な統計数字もなく、情報サービス・ソフトウェア産業の市場規模は国内が約 20 兆円、世界では約 130 兆円と推測されるなか、現時点で売上高 30 億円規模の同社の競合・同業他社比較はあまり意味のないものと思われる。

競合といえば全てのソフトウェア・サービス企業がライバルであり、同社の現在の地位を脅かす存在である。ただし、技術力の高さやマルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェア開発の先駆者としての同社の地位は強固であると考えられ、優れたエンジニアも揃っている。

さらに従来、ソフトウェア・サービス産業はその事業形態がエンジニア数次第で売上高が決まるといった労働集約型であり、収益性が低かった。同社の売上総利益率 40%超は国内ソフトウェア・サービス企業では珍しい。今後、ハードウェア基盤事業の売上が増加することで 40%を割り込むと予想されるが、高い利益率確保の体制は構築できていると当センターでは考えている。

同社のソフトウェア・サービス事業は知識・技術集約型であり、高い利益率確保の体制が出来ている。

> 投資に際しての留意点

11/9 期から利益配当を実施。目標の配当性向は 25% 程度と推察される。

株価は IPO 後の過熱感は薄れているものの、依然としてバリュエーション指標は割高。ただし、成長性を再考し見直される局面が来ると予想する。

◆ 11 年 9 月期から年 1 回の利益配当を実施

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題のひとつと認識しており、将来に向けての事業展開と経営基盤強化に必要な内部留保を確保しつつ、配当性向を勘案し 11/9 期から年 1 回の利益配当を実施している。同社は配当性向を公約していないが、当センターでは 25% 程度を目標にしていると推察している。内部留保金に関しては、財務体質の強化や今後予想される経営環境の変化への対応、及び事業展開のための資金として有効活用する計画である。

◆ 株価バリュエーション指標での評価が困難

当センター予想 EPS に基づく 15/9 期予想基準の PER は 50.8 倍で、14/9 期実績基準 PBR は 14.0 倍である。他社比較をするまでもなく、これらのバリュエーション指標は市場平均をはるかに上回る水準であり、評価は困難である。

また、同社は今年 4 月 23 日に公募価格 3,450 円 (株式分割修正後 655 円)、初値 9,040 円 (同 1,717 円) で東証マザーズ市場に上場している。5 月 20 日に 18,600 株の第三者割当増資、8 月 1 日には普通株式 1 株に対し 5 株の株式分割を行っており、これらを考慮しても現在株価 2,985 円にはまだ割高感があると考えられる。

しかし、同社が取り組む市場の成長性や技術力の高さ、マルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェア開発の先駆者としての地位、優れたエンジニア、収益増加見通しなどを考慮すれば、その成長性を高く評価することは十分可能と当センターでは見ている。IPO 後の株価過熱感も薄れ、8 月以降、株価は下落基調から横ばいで推移しているが、当センターでは同社株の評価が見直される局面が来ると考えている。

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

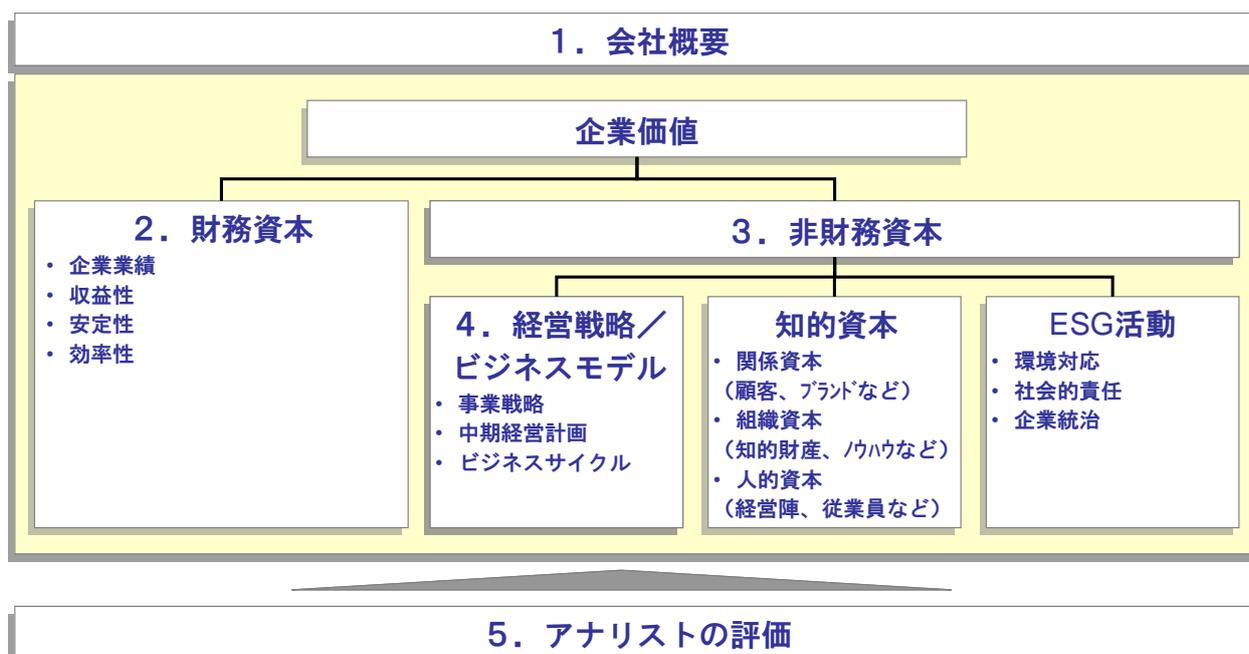
本レポートの構成

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。