

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

アップデート・レポート
2016年6月24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 20160621

フィックスターズ(3687 東証マザーズ)

発行日:2016/6/24

**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
SSDの開発投資負担が大きいが、16年9月期以降も収益拡大が継続する見通し**

> 要旨

◆「Speed up your Business」を標榜するベンチャー企業

・フィックスターズ(以下、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。

◆ 16年9月期上期は開発投資増で利益成長が鈍化

・16/9期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高 2,081 百万円(前年同期比 18.1%増)、営業利益 396 百万円(同 3.5%増)、経常利益 397 百万円(同 0.8%増)、純利益 270 百万円(同 0.3%増)であった。
・期初では上期について営業減益を予想していたが、売上好調に加え研究開発費の一部が下期へずれ込んだため、売上高営業利益率は 15/9期下期の 12.7%から 16/9期上期は 19.1%に回復した。

◆ SSDは開発費用先行だが高い成長性と収益改善が期待される

・同社は 16/9期業績について、売上高 4,031 百万円(前期比 12.5%増)、経常利益 625 百万円(同横ばい)、当期純利益 447 百万円(同 0.1%増)とする期初予想を据え置いた。特に利益面で慎重な予想となっている。
・証券リサーチセンターでは、開発投資負担を考慮し 16/9期業績予想を修正したが、ソフトウェア・サービス事業の豊富な顧客ニーズと、SSDの成長性や今後の収益性改善を見込み、成長企業という位置づけに変更はない。

◆ 投資に際しての留意点

・同社の売上高に占める東芝向け比率が際立っており、新規顧客の開拓に向けた取り組みが必要と考えられる。
・一般的なバリュエーション指標での投資判断は難しい。事業の融合と相乗効果を求める事業戦略は優れており、その成長力の実現度合と利益率の推移に注目すべきと考ええる。

【 3687 フィックスターズ 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)
2013/9	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	3,582	21.9	614	35.8	625	42.9	447	63.4	68.3	278.1	20.0
2016/9 CE	4,031	12.5	630	2.5	625	0.0	447	0.1	67.6	—	20.0
2016/9 E	4,350	25.6	730	18.8	735	17.6	490	9.6	73.0	331.1	20.0
2017/9 E	5,400	24.1	920	26.0	925	25.9	614	25.3	91.5	396.6	26.0
2018/9 E	6,800	25.9	1,110	20.7	1,115	20.5	742	20.8	110.5	477.1	30.0

(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。

アップデート・レポート

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。

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】

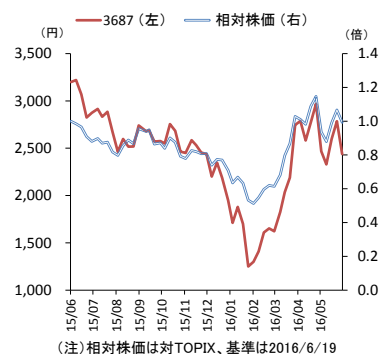
	2016/6/17
株価(円)	2,439
発行済株式数(株)	6,712,000
時価総額(百万円)	16,371

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	35.7	33.4	26.7
PBR(倍)	8.8	7.4	6.1
配当利回り(%)	0.8	0.8	1.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.0	10.7	-20.2
対TOPIX(%)	10.4	19.2	4.1

【株価チャート】



> 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考えられるようになった。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) 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。

注5) 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。

◆ 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)、15 年 10 月にソフトウェア検証業務や機械学習技術の活用を目的として S H I F T (3697 東証マザーズ) と合弁で設立したアイ・イー・テック (同社の出資比率は 66%) の 3 社で構成され、「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新興企業である。

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。しかし一方で、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技術を導入し、社会や顧客のニーズに応えるソフトウェア開発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ソフトウェア開発ニーズに応え、トータルソリューションを提供している。

また同社は 13 年 3 月から、ストレージ^{注4}の高速処理に着目し、ビッグデータ時代を見据えた新たな基盤技術の開発に取り組んでいる。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フトウェアを組み込んだ SSD^{注5}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。

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及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用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、高速レンダリングを実現するため、M³ (システム性能を向上させる高速化技術) による並列化フレームワークおよびライブラリを提供。

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6}ボード「PCIe-385N-Altera Stratix V」である。更に、④14年12月に出荷を開始した2.5インチ大容量高速ストレージSSDは3TB(テラバイト)の「Fixstars SSD-3000M」から15年7月には6TBのSSD「Fixstars SSD-6000M」、16年1月には13TBのSSD「Fixstars SSD-13000M」と容量を引き上げ、次期戦略商品として製品ラインナップを拡大させている。

注6) FPGA
プログラミングできる大規模集積回路(LSI)のこと。

> 決算概要

◆ 16年9月期は増益率鈍化ながら業績好調を継続

16/9期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高2,081百万円(前年同期比18.1%増)、営業利益396百万円(同3.5%増)、経常利益397百万円(同0.8%増)、純利益270百万円(同0.3%増)であった。

同社は、期初に売上高1,928百万円(前年同期比9.5%増)、営業利益270百万円(同29.5%減)、経常利益267百万円(同32.1%減)、純利益179百万円(同33.4%減)と予想していたが、これを上回った。15/9期下期から積極的な開発投資を行っており16/9期上期は関連費用増を主因に減益を予想していたが、売り上げの好調に加え研究開発費の一部、約70百万円が下期へずれ込んだため、売上高営業利益率は15/9期下期の12.7%から19.1%に回復した。

売上高の伸びに比べ利益の伸びが小幅にとどまったのは、次期重点戦略事業と位置づけている大容量高速ストレージへの開発投資負担が原因であり、主力事業のソフトウェア・サービス事業で単価引き下げなど利益率低下があった訳ではない。

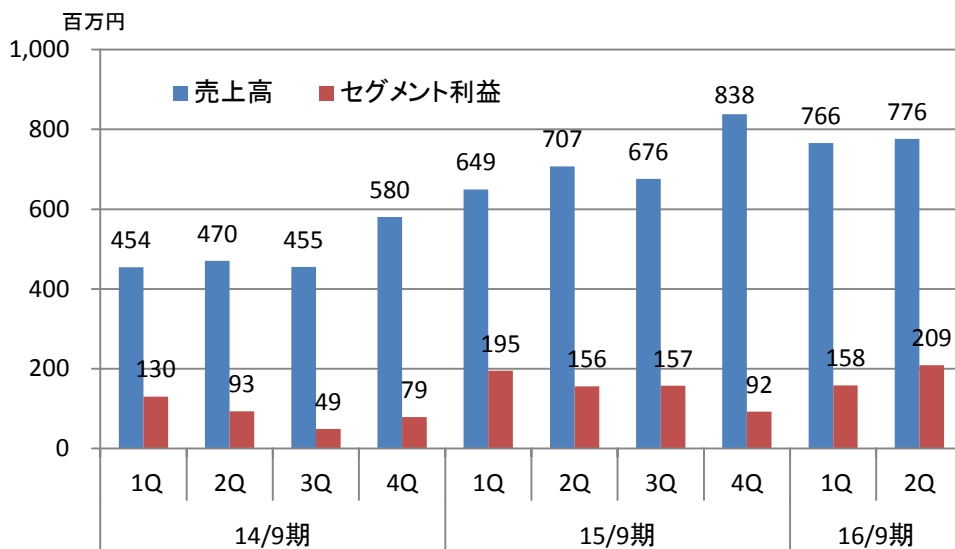
セグメント別の売上高をみると、ソフトウェア・サービス事業ではマルチコア高速化サービスとフラッシュメモリ関連サービスがともに成長を継続し1,542百万円(前年同期比13.7%増)、ハードウェア基盤事業は画像処理プロセッサ搭載演算ボードが期初想定より販売好調で538百万円(同33.1%増)となった。

ソフトウェア・サービス事業のセグメント利益は368百万円(前年同期比4.6%増)で売上高営業利益率は23.9%と高水準を維持している。同社の技術優位性は、技術進歩が顕著でかつ様々な産業で新たに必要とされているソフトウェアの開発が可能なことと考えられる。マルチコア向けソフトウェア開発サービスでは、自動車分野で注目されている車載向け先進運転支援システム(ADAS: Advanced Driving Assistant System)関連の案件や医療機器やファクトリーオートメーション向けの組込みソフトウェア案件、金融分野やビッグデータ分野を対象とした高速シミュレーションシステム案件等を中心に受注が増加している。また、ストレージ関連ソフトウェア開発サービスでは、半導体メーカー向けソフトウェア開発案件が継続している。

一方、ハードウェア基盤事業のうち次期重点戦略事業と位置づけている大容量高速ストレージは、SSD単体の販売に加えカスタマイズ品の製品開発案件及びソフトウェア・サービスと組み合わせたトータルソリューション案件に注力し、現在は立ち上げ段階にある。量産効果による利益増は依然として期待したほど成果を見せていないようだ

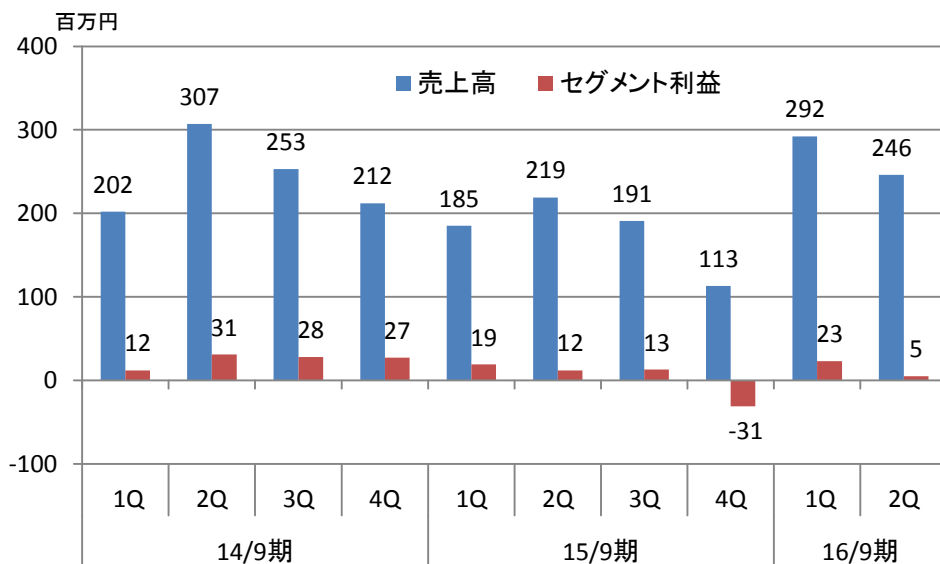
が、研究開発費の一部が下期へずれ込み販管費が当初の予想を下回ったため、セグメント利益は 28 百万円 (前年同期比 8.5%減)、売上高営業利益率は 5.3%となった。

【 図表 1 】 ソフトウェア・サービス事業売上高とセグメント利益の四半期推移



(出所) フィックスターズ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】 ハードウェア基盤事業別売上高とセグメント利益の四半期推移



(出所) フィックスターズ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ フィックスターズの16年9月期業績予想は保守的

同社の16/9期業績予想は、売上高4,031百万円(前期比12.5%増)、営業利益630百万円(同2.5%増)、経常利益625百万円(同横ばい)、当期純利益447百万円(同0.1%増)であり、期初の予想を据え置いた。

同社は15/9期も期末近くに業績予想を上方修正しており、特に利益面で慎重な予想が常となっている。

同社はソフトウェア・サービス事業では、車載分野を中心として画像処理分野におけるマルチコアプロセッサの高速化に関する開発案件や、フラッシュメモリ関連の開発案件が引き続き増加すると見込んでいる。また、ハードウェア基盤事業においては、画像処理プロセッサ搭載演算ボードの需要が安定的に増加すると見込んでおり、大容量高速ストレージSSDはビッグデータ時代を見据えた次期戦略事業と位置付け、更なる事業拡大を目指し研究開発投資及び販売促進を強力に推進していく方針である。ソフトウェア・サービス事業で10%以上の売上成長を継続し、ハードウェア基盤事業で積極的な新製品投入を行い量産効果で大幅な利益増を狙うという計画に変更はない。

同社は16年1月に、2.5インチSSDとして世界最大容量を誇る13TBの「Fixstars SSD-13000M」と10TBの「Fixstars SSD-10000M」を発表した。これまでのSSDも含め顧客の評価待ちが多く量産効果を生み出す数量に達していないものの、大容量データに対する安定的なシーケンシャルアクセスが求められるアプリケーションに最適と各方面から高い評価を得ており、今後の販売状況が注目される。

また、同社は16年4月にSoC FPGAと最大13TBのFlash Memoryを収納し、6.5Wで動作する超小型・超高密度・超低消費電力Linuxコンピュータ「Fixstars Solid State Server “Olive”」を発表した。Software Development Kit (SDK)を順次開発していくことにより、組み込みシステムやアプライアンス・サーバなどの開発を支援していく計画である。Oliveのユーザは、Olive SDKを使って高性能かつ低消費電力のFPGAを有効に活用できるアプリケーションを簡単に開発できるようになる。この事業はFPGAボードの販売と大容量高速ストレージSSDの開発、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開発を全て手掛ける同社ならではのソリューションと考えられ、同社の将来業績を左右する大きな成長ファクターになるものと期待される。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

16/9 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 3 及び図表 4 の通りであり前回予想を若干修正した。

当センターでは、16/9 期のソフトウェア・サービス事業売上高を 3,500 百万円（前期比 21.8%増）から 3,250 百万円（同 13.1%増）に引き下げた。同社の場合「ソフトウェア・サービス事業の規模は人（エンジニア数）と稼働時間に比例して拡大する」という定説は必ずしも当てはまらないが、優秀なソフトウェアエンジニアが不足していることは事実であろう。また、同社の取り組む領域のソフトウェア技術レベルが極めて高く、それに見合うエンジニアは限定され人数はほとんど増えていないのが実情である。ただし、SHIFTとの合併会社であるアイ・イー・テックはソフトウェアテストの効率化に貢献している模様であり、現状はエンジニア不足を仕事の効率化でカバーし事業拡大が出来ていると考えられる。

一方、ハードウェア基盤事業は大容量高速ストレージ SSD の新製品ラインナップが揃い、量産効果が期待されるものの 16/9 期は当センターの予想を下回る状況となっている。しかし、画像処理プロセッサ搭載演算ボードの販売が予想を上回って好調であるため、売上高を 1,000 百万円（前期比 40.9%増）から 1,100 百万円（同 55.0%増）に引き上げた。ただし、研究開発費の一部、約 70 百万円が下期にずれ込んだことに加え、研究開発費を一層積み増す可能性もありセグメント利益は 70 百万円（前期比約 5.4 倍）から 50 百万円（同 3.8 倍）に引き下げた。

同社のマルチコアプロセッサ対応の技術力や、ソフトウェア・サービス事業とハードウェア基盤事業の融合による事業戦略は今後も優位性を保つと考えられ、中長期的な成長を続けると当センターでは見ている。ただし、ソフトウェア・サービス事業はヘルスケア、映像、モバイル、金融、産業機器など様々な分野に潜在的な顧客ニーズが豊富に存在するものの、同社は既存顧客内の多くの部署からの追加需要に対応し切れていない状況にあり、今後は人的資源の拡充や新規顧客の開拓に取り組む必要があると当センターでは見ている。これを怠れば成長率が中期的に鈍化する可能性があると考えられる。

また、ハードウェア基盤事業は、大容量高速ストレージ SSD が従来の HDD（ハードディスクドライブ）から置き換わる可能性が高いと予想されるため、需要拡大は今後も継続すると考えられる。ただし、同社の製品は映像・画像編集やデータ、画像配信用サーバ向けなど特殊分野に特化しており、用途毎に組み込むソフトウェアも異なる。したがって、高収益化が見込まれるものの、開発費の発生やその負

担を価格転嫁できるか否かで収益性に変化が生じる可能性がある。
また、出荷のタイミングも顧客の都合に左右される場合が多いと考えられる。

【 図表 3 】 事業別売上高とセグメント利益

(千円)

決算期	13/9	14/9	15/9	16/9上期	増加率	16/9(E)	増加率	17/9(E)	18/9(E)
売上高	1,725,624	2,938,017	3,582,402	2,081,442	18.1%	4,350,000	21.4%	5,400,000	6,800,000
ソフトウェア・サービス	1,479,869	1,961,584	2,872,510	1,542,980	13.7%	3,250,000	13.1%	3,700,000	4,300,000
ハードウェア基盤	245,754	976,433	709,892	538,461	33.1%	1,100,000	55.0%	1,700,000	2,500,000
セグメント利益	253,394	453,622	614,388	396,768	3.5%	730,000	18.8%	920,000	1,110,000
ソフトウェア・サービス	292,818	353,444	601,349	368,065	4.6%	680,000	13.1%	775,000	870,000
ハードウェア基盤	-39,423	100,177	13,039	28,702	-8.5%	50,000	283.5%	145,000	240,000
売上高セグメント利益率	14.7%	15.4%	17.2%	19.1%		16.8%		17.0%	16.3%
ソフトウェア・サービス	19.8%	18.0%	20.9%	23.9%		20.9%		20.9%	20.2%
ハードウェア基盤	-16.0%	10.3%	1.8%	5.3%		4.5%		8.5%	9.6%

(注) E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より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 財務諸表

決算期	14/9	15/9上期	15/9下期	15/9	16/9上期	16/9(E)	17/9(E)	17/9(E)
損益計算書(千円)								
売上高	2,938,017	1,761,889	1,820,513	3,582,402	2,081,442	4,350,000	5,400,000	6,800,000
売上原価	1,823,849	1,035,089	1,123,994	2,159,083	1,317,593	2,650,000	3,300,000	4,240,000
売上総利益	1,114,168	726,800	696,519	1,423,319	763,848	1,700,000	2,100,000	2,560,000
販売費及び一般管理費	661,618	343,599	465,331	808,930	367,080	970,000	1,180,000	1,450,000
営業利益	452,549	383,201	231,187	614,388	396,768	730,000	920,000	1,110,000
営業外収益	6,190	12,652	774	13,426	2,674	10,000	10,000	10,000
(受取利息・受取配当金)	81	71	634	705	535	500	500	500
(持分法投資利益)	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外費用	21,342	1,349	1,393	2,742	1,896	5,000	5,000	5,000
(支払利息)	3,655	962	1,206	2,168	1,383	2,500	2,500	2,500
経常利益	437,397	394,504	230,569	625,073	397,546	735,000	925,000	1,115,000
特別利益	0	0	0	0	35	0	0	0
特別損失	6,173	0	0	0	0	0	0	0
税引前当期純利益	431,223	394,504	230,569	625,073	397,581	735,000	925,000	1,115,000
法人税、住民税及び事業税	157,445	124,622	53,168	177,790	125,789	245,000	311,000	373,000
税率	36.5%	31.6%	23.1%	28.4%	31.6%	33.3%	33.6%	33.5%
少数株主利益	0	0	0	0	1,213	0	0	0
当期純利益	273,777	269,881	177,401	447,282	270,578	490,000	614,000	742,000
売上高比								
売上総利益	37.9%	41.3%	38.3%	39.7%	36.7%	39.1%	38.9%	37.6%
販売費及び一般管理費	22.5%	19.5%	25.6%	22.6%	17.6%	22.3%	21.9%	21.3%
営業利益	15.4%	21.7%	12.7%	17.2%	19.1%	16.8%	17.0%	16.3%
経常利益	14.9%	22.4%	12.7%	17.4%	19.1%	16.9%	17.1%	16.4%
税引前当期純利益	14.7%	22.4%	12.7%	17.4%	19.1%	16.9%	17.1%	16.4%
当期純利益	9.3%	15.3%	9.7%	12.5%	13.0%	11.3%	11.4%	10.9%
前期比								
売上高	70.3%	22.7%	21.2%	21.9%	18.1%	21.4%	24.1%	25.9%
売上総利益	57.8%	34.5%	21.4%	27.7%	5.1%	19.4%	23.5%	21.9%
販売費及び一般管理費	46.2%	26.0%	19.6%	22.3%	6.8%	19.9%	21.6%	22.9%
営業利益	78.7%	43.2%	25.0%	35.8%	3.5%	18.8%	26.0%	20.7%
経常利益	69.8%	51.1%	30.8%	42.9%	0.8%	17.6%	25.9%	20.5%
税引前当期純利益	67.8%	51.1%	35.5%	45.0%	0.8%	17.6%	25.9%	20.5%
当期純利益	61.7%	67.1%	58.0%	63.4%	0.3%	9.6%	25.3%	20.8%
貸借対照表(千円)								
現預及び預金	946,097	874,387		1,131,060	985,331	1,335,000	1,600,000	1,950,000
売掛金	697,188	779,267		904,237	841,316	1,000,000	1,200,000	1,400,000
たな卸資産	19,667	28,568		238,493	293,855	300,000	350,000	350,000
その他	65,905	157,791		67,544	55,416	65,000	50,000	60,000
流動資産	1,728,857	1,840,013		2,341,334	2,175,918	2,700,000	3,200,000	3,760,000
有形固定資産	34,520	30,867		29,169	28,989	30,000	30,000	30,000
無形固定資産	27,215	26,928		25,001	21,135	25,000	30,000	30,000
投資その他の資産	103,547	144,394		147,017	147,931	150,000	165,000	180,000
固定資産	165,283	202,190		201,188	198,056	205,000	225,000	240,000
資産合計	1,894,141	2,042,204		2,542,522	2,373,975	2,905,000	3,425,000	4,000,000
買掛金	86,612	69,164		262,555	131,040	250,000	300,000	300,000
その他	394,995	321,634		427,696	327,695	433,000	463,000	500,000
流動負債	481,607	390,798		690,251	458,735	683,000	763,000	800,000
社債及び長期借入金	30,000	20,000		10,000	0	0	0	0
その他	0	0		0	0	0	0	0
固定負債	30,000	20,000		10,000	0	0	0	0
純資産合計	1,382,534	1,631,406		1,842,271	1,915,239	2,222,000	2,662,000	3,200,000
(自己資本)	(1,382,534)	(1,630,916)		(1,841,781)	(1,910,171)	(2,216,932)	(2,656,932)	(3,194,932)
対総資産比率								
流動資産	91.3%	90.1%		92.1%	91.7%	92.9%	93.4%	94.0%
固定資産	8.7%	9.9%		7.9%	8.3%	7.1%	6.6%	6.0%
流動負債	25.4%	19.1%		27.1%	19.3%	23.5%	22.3%	20.0%
固定負債	1.6%	1.0%		0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
自己資本	73.0%	79.9%		72.4%	80.5%	76.3%	77.6%	79.9%

(注) E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

> 投資に際しての留意点

◆ **年1回の利益配当を実施。配当性向目標は25~30%と推察する**
 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、25~30%程度を目標にしていると推察され、15/9期の実績は29.6%であった。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や事業展開のための資金として有効活用する計画である。ただし、同社にとって設備投資など巨額な資金使途の予定がないと推察され、当期純利益の増加に伴って配当金を増額してくると予想される。

◆ 東芝以外で「売る努力」が必要

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、同社を成長企業として高く評価できると当センターでは考えている。ただし、同社の15/9期売上高に占める東芝(6502 東証一部)向け比率は56.1%に達している。これは強固な取引関係という点ではメリットであるものの、上記の評価点を多くの企業や業界へいまだに展開できていないとも考えられる。今後は人的資源の拡充に加え、新規顧客の開拓に取り組む必要があると当センターでは見ている。

なお、レノボ・ジャパンが同社SSDを15年9月からオプション製品として発売しており、東芝依存体質からの脱却という点で注目される。ただし、16/9期上期の決算発表においてレノボ・ジャパン向け売上高の開示はなく、まだ小さい金額にとどまっていると推察される。

◆ 事業戦略や高い成長性を評価すべき

同社の株価は当センターが予想する16/9期EPSに対してPER33.4倍の水準にあり、17/9期予想EPSに対しても26.7倍の水準にある。同社は成長途上の新興企業であり、同社の株価に関しては一般的な株価バリュエーション指標では評価できないと当センターでは考えている。

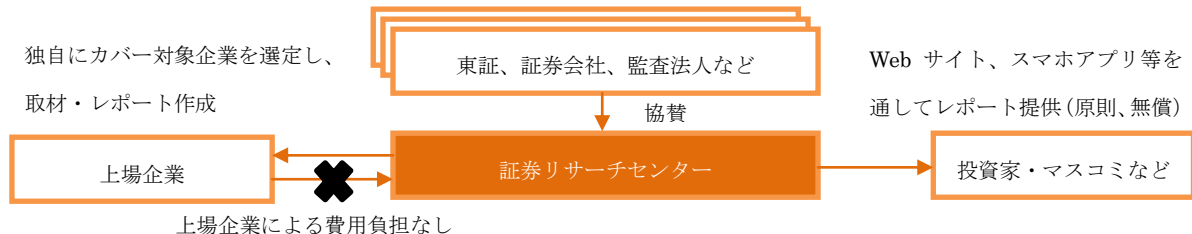
同社の安定的かつ高収益性のソフトウェア・サービス事業と、高い成長性と量産効果による利益増が見込まれるハードウェア基盤事業、そしてその融合と相乗効果を求める事業戦略は優れていると考えられる。成長力の実現度合と利益率の推移に注目すべきであると当センターでは考えている。

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 15 年 1 月 9 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。

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

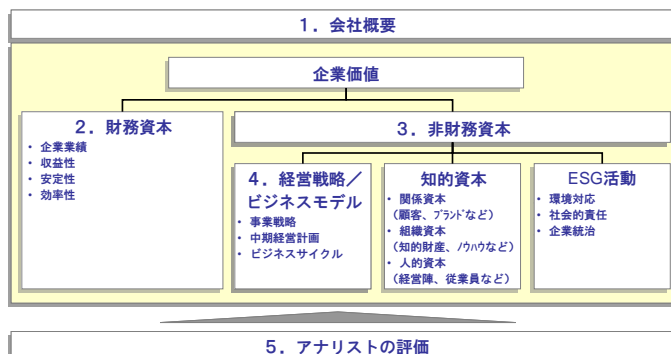
本レポートの構成

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。