

# ガイアホールディングス(3727 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/4  
調査日: 2012/3/15  
調査方法: 取材

## M2M 市場向けへ課金モデルへの事業転換を進める

### > 要旨

#### ◆ 携帯電話向け組み込みソフトが主力

- Java を活用した携帯電話向け組み込みソフトが主力。国内外の通信キャリアや端末メーカー向けに提供する。
- 従来型の携帯電話(フィーチャーフォン)向けではシェア 90%を誇り、同社の業績を牽引してきた。
- 2011 年 4 月に持株会社化。傘下には主力事業の他に、ゲームやアニメを展開する事業会社も有する。事業セグメントは、ソフトウェア基盤技術事業と、コンテンツ・サービス等事業の 2 事業で構成。相互に補完性のある各事業をうまく融合させ一体として付加価値を高めていく狙い。

#### ◆ M2M 市場向け IC チップが今後の成長ドライバー

- スマートフォンの急速な普及は、国内フィーチャーフォン市場の縮小や様々な環境変化をもたらし、収益モデルの転換が急務となっている。
- そのような中で、2012 年 12 月期は本格的に立ち上げる M2M(機器間通信)市場向けは、潜在需要が大きく今後の成長ドライバーとして期待される。

#### ◆ ゲームを基盤としたメディアミックス展開にも注目

- 収益のもうひとつの柱として位置づけられているコンテンツ・サービス等事業は、自社 IP(著作権)の創出とアジア戦略が成功のカギ。
- 同社が誇る人気ゲームをアニメ、コミック、グッズ等にメディアミックス展開することで、継続的かつ複合的な収益機会を確保する戦略。

### > 投資判断

#### ◆ 2012 年 12 月期の会社計画は新規分野の業績寄与で達成可能

- 12 年 12 月期は国内のフィーチャーフォン向けが大きく落ち込むものの、M2M 市場向けによって十分にカバーできると予想する。加えてコンテンツ・サービス等事業での上乘せ分を加味すると、会社計画は達成可能と判断。

#### ◆ 中期的には次の成長ステージに向けた転換期

- 次の成長ステージに向けた収益モデルの転換は、まさにスタートラインに立ったところ。事業モデルが入れ替わって再び成長軌道に乗るにはまだ時間がかかると見られる。従って、ここ数年は緩やかな成長を予想する。

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は 910 円～1,250 円のレンジを想定

- 直近の株価は、今期予想 EBITDA 倍率が 5.4 倍と、同業他社に比べて割高感を意識する水準ではない。
- 2015 年 12 期の EBITDA は 22.5 億円を予想。適正な EBITDA 倍率を 5～7 倍と仮定すると、中長期的な適正株価水準は 910 円～1,250 円と想定される。

業種: 通信業

アナリスト: 馬目 俊一郎

+81 (0)3-6858-3216

manome@holistic-r.org

#### 【主要指標】 2012/3/30

|            |            |
|------------|------------|
| 株価(円)      | 804        |
| 発行済株式数     | 12,553,930 |
| 時価総額(百万円)  | 10,093     |
| 上場日        | 2003/12/17 |
| 上場来パフォーマンス | -18.8%     |

|        | 前期   | 今期予想 |
|--------|------|------|
| PER(倍) | 16.3 | 87.0 |
| PBR(倍) | 0.7  | 0.7  |
| 配当利回り  | 0.0% | 0.0% |

|       | σ     | β 値 |
|-------|-------|-----|
| リスク指標 | 77.7% | 1.9 |

#### 【主要KPI(業績指標)】

ソフトウェア基盤技術事業

| 受注残推移  | (百万円) |
|--------|-------|
| 05/12期 | 260   |
| 06/12期 | 217   |
| 07/12期 | 151   |
| 08/12期 | 39    |
| 09/12期 | 290   |
| 10/12期 | 118   |
| 11/12期 | 34    |

#### 【株価パフォーマンス】

|        | 1ヶ月   | 3ヶ月   | 12ヶ月  |
|--------|-------|-------|-------|
| リターン   | 17.0% | 82.7% | -6.5% |
| 対TOPIX | 14.5% | 55.8% | -4.9% |

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

# ガイアホールディングス(3727 東証マザーズ)

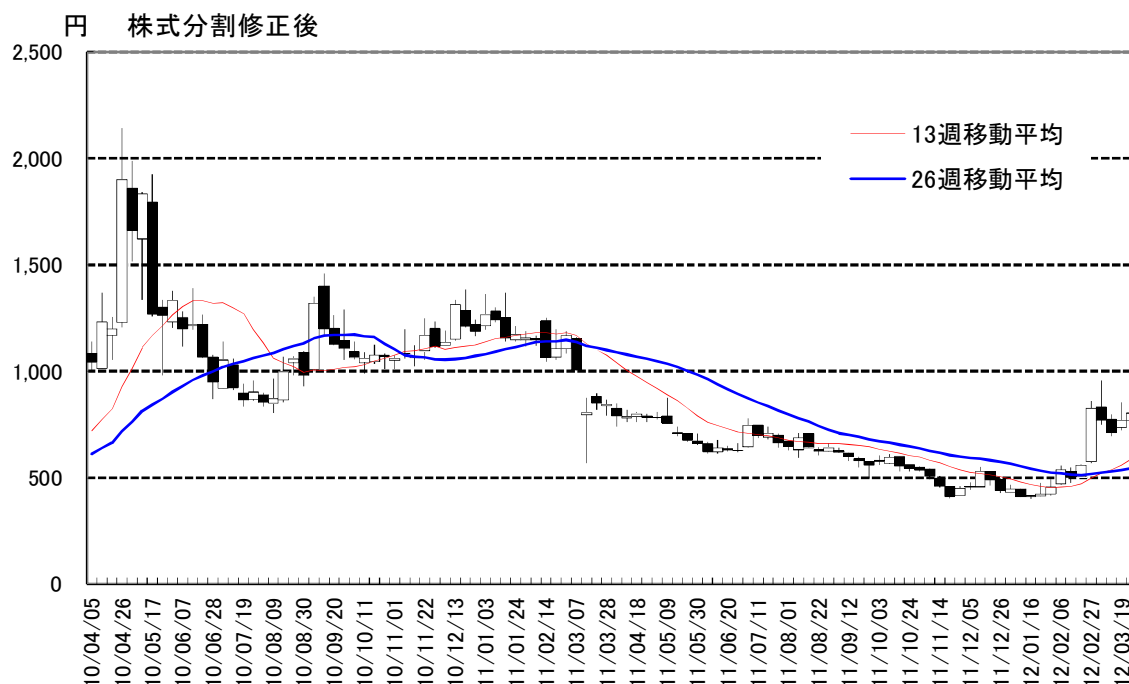
## > 収益モデル

| (単位:百万円) | 2010/12期<br>実績 | 2011/12期<br>実績 | 2012/12期<br>会社予想 | 2012/12期<br>予想 | 2013/12期<br>予想 | 2014/12期<br>予想 | 2015/12期<br>予想 |
|----------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 売上高      | 9,446          | 10,502         | 11,000           | 11,000         | 11,800         | 12,350         | 12,900         |
| 前年比      | 167.1%         | 11.2%          | 4.7%             | 4.7%           | 7.3%           | 4.7%           | 4.5%           |
| 営業利益     | 211            | 416            | 500              | 500            | 620            | 740            | 860            |
| 前年比      | —              | 97.2%          | 20.2%            | 20.2%          | 24.0%          | 19.4%          | 16.2%          |
| 経常利益     | 163            | 384            | 418              | 418            | 620            | 740            | 860            |
| 前年比      | —              | 135.6%         | 8.9%             | 8.9%           | 48.3%          | 19.4%          | 16.2%          |
| 当期純利益    | 333            | 510            | 116              | 116            | 320            | 390            | 450            |
| 前年比      | —              | 53.2%          | -77.3%           | -77.3%         | 175.9%         | 21.9%          | 15.4%          |
| 期末株主資本   | 12,511         | 14,087         | —                | 14,203         | 14,523         | 14,913         | 15,363         |
| 発行済株式数   | 101,334        | 12,553,930     | 12,553,930       | 12,553,930     | 12,553,930     | 12,553,930     | 12,553,930     |
| EPS(円)   | 3,294.9        | 49.5           | 11.2             | 9.2            | 25.5           | 31.1           | 35.8           |
| 配当(円)    | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              | 0              | 0              |
| BPS(円)   | 120,576.5      | 1,082.8        | —                | 1,131.5        | 1,157.0        | 1,188.0        | 1,223.9        |
| ROE      | 2.8%           | 4.0%           | —                | 0.8%           | 2.2%           | 2.6%           | 3.0%           |
| 株価(円)    | 118,800        | 440            | 804              | 804            | —              | —              | —              |
| PER(倍)   | 36.1           | 8.9            | 71.5             | 87.0           | 31.5           | 25.9           | 22.4           |
| 配当利回り    | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%             | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| PBR(倍)   | 1.0            | 0.4            | —                | 0.7            | 0.7            | 0.7            | 0.7            |

(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。

(注) EPS、BPS は自己株式控除後。

## > 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

主に携帯電話向けの組み込みソフトとゲーム等のコンテンツで構成

◆ アプリクスを母体に持株会社へ移行

同社は、携帯電話向け組み込みソフトウェア開発のアプリクスを母体に、2011年4月から持株会社に移行した。傘下にはアプリクスのほか、携帯電話向けゲーム開発及び配信のジー・モードやアニメーション制作のアニメインターナショナルカンパニー（以下 AIC）、ソフトウェア開発の iaSolution Inc.（台湾）などを束ねる。

なお、10年1月にグループ入りしたジー・モードは、11年12月の完全子会社化で上場廃止（JASDAQ）となり、AICは11年3月に買収している。

事業セグメントは、アプリクスと iaSolution Inc. が主体の「ソフトウェア基盤技術事業」と、ジー・モード及びAICが手掛ける「コンテンツ・サービス等事業」の2事業で構成されている。11年12月期決算では、ソフトウェア基盤技術事業が売上高の40.8%を占めるとともに、営業利益の大部分を稼ぎ出している。一方、コンテンツ・サービス等事業は売上高の59.2%を占めるものの、利益面ではのれん償却等もあり営業赤字であった。

なお、11年12月期売上高の47.2%が、業務・資本提携先のNTTドコモ向けとなっている。

同社グループの概要



出所) 決算説明会資料よりアナリスト作成

◆ ソフトウェア基盤技術事業は M2M 市場開拓を急ぐ

中核事業のソフトウェア基盤技術とは、携帯電話や家電機器などに組み込まれているソフトウェアの基盤となる技術(ソフトウェアを開発したり利用したりする際にその土台となる技術)のことである。主に電子機器メーカーや通信キャリア向けに提供している。これらの顧客が、同社の提供する製品を搭載した電子機器を出荷することにより、同社にロイヤリティ収入が製品売上として計上される。

なお、主力製品である組み込み Java プラットフォーム「JB1end」は、Java 言語で作成されたアプリケーションを実行させるためのソフトウェア基盤技術(ミドルウェア)であり、携帯電話の i アプリなどに

潜在需要の大きな M2M 市場  
向けを開始するなど、  
収益モデルの転換を急ぐ

利用されている。

ゲームなどのアプリケーションを Java 言語で簡単に作成することができるため、日本をはじめ、欧米やアジアなどの海外市場でも普及している。特に、国内の従来型携帯電話市場（フィーチャーフォン）においては90%以上に搭載されており同社の業績を牽引してきた。

しかしながら、最近のスマートフォンの急速な普及は、フィーチャーフォン市場の縮小やオープンソース化の流れなどを招き、同社の事業環境を厳しいものにしていく。

そこで同社は、新製品投入でスマートフォン市場を開拓するとともに、従来型携帯電話の需要が伸びているアジア市場を強化するほか、M2M（Machine to Machine：機器間通信）市場での新たな収益モデルの構築を進めている。

#### ◆ コンテンツ・サービス等事業は AIC 買収で事業領域拡大

コンテンツ・サービス等事業は、ジー・モードが展開する携帯電話向けゲームの開発及び配信サービスと、AIC が展開するアニメ制作などによって構成されている。

まず、ゲームは各通信キャリア向けの公式コンテンツ配信事業が主力である。同社の総合ゲームサイトである「テトリス&Get プチアプリ」は、100万人を超える有料会員数を抱え、NTT ドコモの「ミニゲーム」ランキングで2001年から連続して1位を獲得している。なかでもケータイゲームの定番である「テトリス」や、人気のオリジナル作品として累計220万ダウンロードを誇る「空気読み。」などが同サイトの代表作である。現下の、通信キャリアの公式コンテンツは、スマートフォンの普及でアプリに押されて存在感が薄れているのが実情である。

一方、スマートフォン向けに拡大しているのが、SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）向けのオープンソーシャル事業である。まだ売上規模は小さいものの、「天空のスカイガレオン」「テトリスリーグ」などが売上高に寄与している。

他方、11年3月に買収したアニメは、TVシリーズの受託制作が主力。11年12月期は「R-15」「猫神やおろず」「ペルソナ4」「マケン姫っ！」「僕は友達が少ない」などが売上に貢献した。

## > 経営陣

#### ◆ 社外取締役を招聘するなどガバナンスを意識

同社の取締役会は、創業者で代表取締役 CEO である郡山氏以下10名（うち社外取締役2名）で構成されている。郡山氏は、ジー・モードの代表取締役社長、アプリックスの取締役も兼任する。昨年8月に取締役社長に就任した鈴木氏は、1998年に同社に入社以降、研究開発分野に携わってきた。なお、業務・資本提携の関係にあるNTTドコモから、社外取締役1名を受け入れている。

## > 株主構成

### ◆ 業務・資本提携先のNTT ドコモが筆頭株主

筆頭株主のNTT ドコモは、2005年11月の業務・資本提携に基づくもので、第3位株主のドコモ・ドットコムもNTT ドコモの100%子会社である。11年12月末の株主数は10,462名、個人その他株主比率が70.1%であることから、小口に分散された株主構成と言えよう。

| 大株主の状況        | (%)  | 所有者別状況    | (%)  |
|---------------|------|-----------|------|
| NTTドコモ        | 11.9 | 金融機関      | 4.3  |
| 郡山龍           | 8.6  | 法人        | 18.1 |
| ドコモ・ドットコム     | 2.4  | 外国人       | 7.5  |
| モルガンスタンレー     | 1.5  | 個人その他     | 70.1 |
| バンク オブ ニューヨーク | 1.2  |           |      |
| 2011年12月末     |      | 2011年12月末 |      |

## > 沿革・企業理念

### ◆ 沿革

同社の前身であるアプリクスは、早稲田大学工学部在学中だった代表取締役 CEO の郡山氏によって1986年に設立された。当初はCD-R書き込みソフトウェアや家庭用ゲーム機向けのwwwブラウザなどを展開していたが、デジタル家電分野におけるJavaの活用に着目し、96年にSun MicrosystemsよりJavaのライセンスを取得。97年に同社の主力製品である「JBlend」を発表。99年にJava搭載家電に同社の製品が採用されたのをきっかけに、NTT ドコモをはじめ国内外の携帯電話メーカー及び通信キャリアに幅広く採用されるようになった。2003年12月にマザーズ上場し、05年11月にはNTT ドコモと業務・資本提携を締結した。

その後、同社のソフトウェア技術を軸としたビジネスを展開するためには、基盤ソフトとそれを利用する魅力的なコンテンツ・サービスとの融合が必要であるとの認識にたち、09年にジー・モードと業務・資本提携を締結(11年12月に完全子会社化)。11年3月にはAICを買収し、11年4月より持株会社に移行して社名をガイアホールディングスに変更した。

### ◆ 企業理念

同社の企業理念は、「圧倒的な技術を使って、コンテンツ・サービスの競争力を強化するとともに市場を拡大し、エンターテインメントをさらに発展させていく」と掲げている。



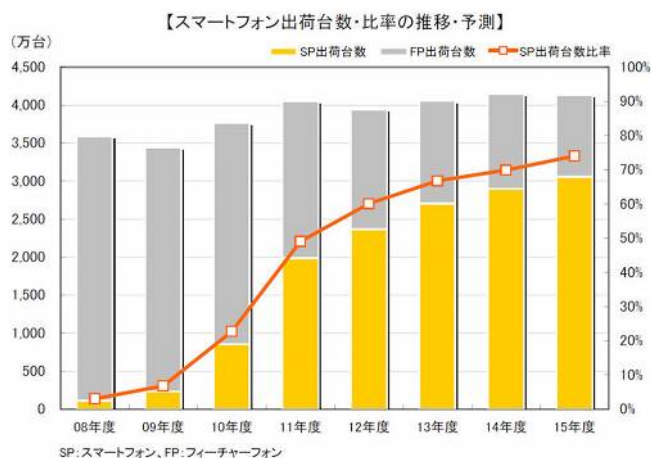
事業環境

> 業界環境・競合他社

◆ スマートフォンへの急速なシフトが進む

国内の携帯電話端末市場は、年間の総出荷台数がほぼ頭打ちとなる中で、フィーチャーフォン(従来型の携帯電話)からスマートフォンへのシフトが進んでいる。MM総研によれば、2011年度のスマートフォンの占める比率は49%となり、前年度の22.7%から大幅に伸びる見通し。今後もこの傾向は続き、2012年度のスマートフォン比率は60.1%に達すると予想される。

国内フィーチャーフォン市場は急速に縮小。海外では新興国や途上国で需要拡大が続く



出所) MM総研調査

◆ 海外では新興国等でまだまだ従来型の需要拡大が続く

一方、世界の総出荷台数は、新興国の需要が拡大している。特に、中国やインドなど、人口を多く抱えるアジア市場での成長が著しい。これらは、携帯通信インフラの整備や富裕層の拡大、中国・台湾メーカーなどによる廉価で高性能な携帯電話端末の発売等が背景と推察される。

◆ オープンソース化の流れは大きな脅威

スマートフォンの普及は、コンテンツ市場の拡大をもたらすと期待される一方で、ソフトウェア業界にとっては脅威にもなっている。その要因の1つは、グーグルの 안드로이드 OSに見られるオープンソース化の流れである。グーグルはさまざまな機能を備えたソフトウェアを無料で提供しているほか、端末メーカーはその無償ソフトウェアを使って端末開発を行うことができるため、ミドルウェアの需要は縮小すると考えられる。

また、従来型の携帯電話における公式メニューのようなマーケットに代わって、アプリマーケットと呼ばれる新たな配信サイトが主流化したことである。ここでは、従来のコンテンツプロバイダーが作ったコンテンツに加えて、セミプロや一般消費者が作った多くのコンテンツ

が無償で提供されており、競争の激化や単価の下落を招いている。従って、事業モデルの再定義やマネタイズ(収益化)の仕組みを見直すなど、同社のようなミドルウェア業界はビジネスモデルの転換を迫られている。

> **ビジネスサイクル**

ストック型ビジネスへの転換は、ビジネスサイクルの長期化を促す

◆ **組み込みソフトのビジネスサイクルは比較的短期と推察**

主力の携帯電話向け組み込みソフトは、採用された機種種の製品が出荷されるごとにロイヤリティ収入が計上されるため、機種ごとのライフサイクルがビジネスサイクルに等しいと考えられる。通常、携帯電話の新機種種の発売は年2回程度であることから、組み込みソフトのビジネスサイクルは6ヶ月~1年程度と推察される。

なお、今後の成長ドライバーとして期待されるM2M市場向けビジネスは、製品の稼働状況等、情報の利用者が支払う料金の中から収益が課金される仕組みである。従って、サービス期間にわたって収益が計上されるためビジネスサイクルの長期化が予想される。

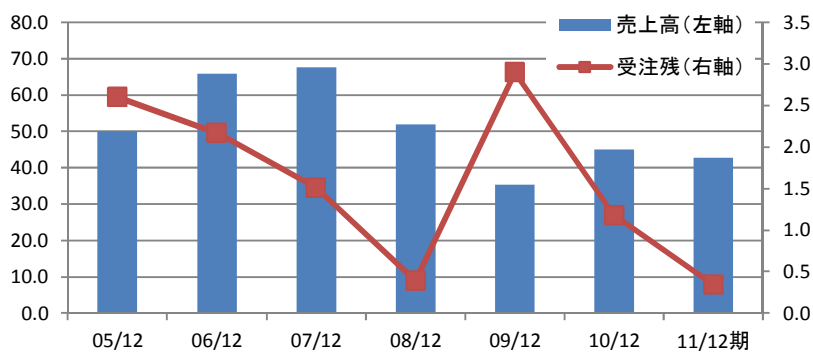
> **KPI(業績指標)**

今後の成長ドライバーである新規分野のKPIに注目

◆ **ソフトウェア基盤技術事業の受注残に注目**

同社のKPIとしては、稼ぎ頭であるソフトウェア基盤技術事業の受注残に注目したい。有価証券報告書に記載の受注残は、翌期のソフトウェア基盤技術事業のモメンタムを多少なりとも反映すると考えられよう。

ソフトウェア基盤技術事業の売上高と受注残推移



出所)有価証券報告書

## 経営戦略

### > 現状の課題と戦略

アジア向けは、低価格とコンテンツとのセットが差別化のポイント

#### ◆ 短期的にはスマートフォン向けに注力

現状における課題としては、フィーチャーフォン向けが落ち込む中で、①スマートフォン向けの強化、②海外での事業拡大、③コンテンツ・サービス等事業の収益性の改善、があげられる。

これらへの対応として、同社は2011年12月期より従来型携帯電話のメールサービスをスマートフォン上で実現するための製品や、スマートフォン用の周辺機器であるゲームコントローラーなどに同社の製品を提供している。また、12年12月期からはiアプリなどフィーチャーフォン用に作られたコンテンツを、スマートフォン用に変換する製品の提供を開始。これと並行して、従来型携帯電話の需要拡大が続くアジア市場向けを強化する方針である。

また、コンテンツ・サービス等事業の収益是正策として、ソフトウェア基盤技術事業の技術を活用することで、制作期間の短縮やコスト削減を追求する方針である。

### > 中長期の課題と戦略

潜在需要の大きなM2M市場向けが今後の成長ドライバー

#### ◆ 携帯電話依存からM2M市場課金モデルへ事業構造を転換

同社は、中長期的なグループの事業方針として、①ゲームを基盤とした「総合エンターテインメント」の提供と、②「Deep Embedded」の展開(M2M市場での事業の拡大)を掲げている。

この対応として、総合エンターテインメントはゲームを中心にアニメ、コミック、グッズ等、メディアミックス展開で収益力を高める方針。また、自社で創出したIP(著作権)を様々なメディアに展開することで、継続的かつ複合的な利益確保を目論む。

M2M市場向けは12年4月から本格的に製品を投入する計画。具体的には、ネット上のクラウドとシームレスに融合する機能や、プロトコルなどの要素(ソフト)を組み込んだ「ICチップ」を提供する見通し。現段階では提供先等が公表されていないものの、イメージ的には製品の稼働状況をクラウド経由で把握する機能を提供する模様。また、料金体系は月額課金モデルになる見通しから、事業モデルは今までの携帯電話組み込みソフト売り切りから、月額課金モデルによるストック型ビジネスへの転換を目指す。

### > アナリストの戦略評価

#### ◆ ソフト組み込み「ICチップ」をM2M市場に投入

同社の事業領域である「組み込みソフト」と「ゲーム」は、ともにモバイル(携帯電話)を主要ターゲットとして成長してきた。今後は、ポテンシャルの高いM2M市場への展開をどう図っていくかが重要なテーマとなろう。M2M市場攻略のカギを握るICチップの提供は、12年12月期から具体的な契約がスタートする予定であるが、潜在的な



需要が大きいことから、これをきっかけにブレイクする可能性もある。また、ほとんど固定費を抱えることがないため、収益性の高さも期待できる。課題は、低価格化の優位性をどこまで維持できるかであろう。そもそも導入側のコスト面が制約になっていた市場であるため、競争相手が増えてくれば価格競争が厳しくなる可能性は否定できない。

**コンテンツ・サービス等事業  
は IP(著作権)の創出とアジア  
戦略がカギ**

また、収益のもうひとつの柱として位置づけされているコンテンツ・サービス等事業は、有力な IP (著作権) の創出とアジア戦略が成功のカギを握る。特に、日本のコンテンツの人気が高いアジア市場は成長が著しく、重要なターゲットでもある。その点、携帯電話向けのビジネスで築き上げてきたアジア市場におけるネットワークは同社の強みと考えられる。まずは日本のゲーム市場で有力タイトルを築き上げ、その IP をミックスメディア展開すると同時にアジア市場へ売り込むことが成功のシナリオとして考えられる。今のところ有力な IP は存在しないが、今期は 2~3 本のコンテンツをメディアミックス展開する予定である。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

|                         |  |
|-------------------------|--|
| 強み<br>(Strength)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ソフトウェアの開発力</li> <li>・ソフトウェア技術とコンテンツとの融合</li> <li>・国内外の通信キャリアとの取引</li> <li>・成長著しいアジア市場におけるネットワーク</li> </ul>         |
| 弱み<br>(Weakness)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・従来型携帯電話市場向けの依存度が高い</li> <li>・特定通信キャリアへの高い売上依存度</li> <li>・コンテンツ・サービス等事業の収益性の低さ</li> </ul>                           |
| ビジネス機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・世界的な高機能端末に対する需要の拡大</li> <li>・無線帯域の拡大や通信技術の進化</li> <li>・スマートグリッドやM2M市場の拡大</li> <li>・アジアでの日本コンテンツに対する人気上昇</li> </ul> |
| 脅威<br>(Threat)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・通信キャリアや携帯端末メーカーとの契約解除</li> <li>・国内のフィーチャーフォン市場の縮小</li> <li>・オープンソース化の流れ</li> </ul>                                 |

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競合

国内のフィーチャーフォン向けではほぼ独占状態にあったが、スマートフォンの普及によるオープンソース化の流れの中で、最大の競合先はさまざまな機能を備えたソフトを無償で配布しているグーグルとなるだろう。

◆ 新規参入の脅威

組み込みソフトは、その分野に特化したハードウェアに関する高度な知識が必要であるほか、携帯電話であれば、通信キャリアや端末メーカー等とのネットワークや信頼関係の構築が不可欠であり、新規参入の障壁は低くはない。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

携帯端末の機能そのものが置き換わる可能性は否定できない。その場合、同じ機能を実現するための技術や仕様も切り替わる可能性がある。

◆ 買い手の交渉力

携帯端末は、組み込みソフトによって機能性が高まり、その売れ行きも決まってくる。従って、一般的には、優れたものに対する買い手の交渉力は弱い。しかし、最近のオープンソース化の流れを受けて、たとえその価値を認めたとしても、ソフト単体にはなかなか値段がつかない状況が見られ始めた。

◆ 供給者の支配力

組み込みソフトの主な供給者は、研究開発に関わる技術者ということになる。現在の人材市場の動向からすると、技術者確保の人件費・労務費上昇は免れないものの、人材市場が大きな支配力をもつとは考えにくい。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

すでに米国市場において採用されているスマートグリッド(次世代送電網) 向けの製品の開発や、福岡スマートハウスコンソーシアムなど関連するプロジェクトに参加することで、社会全体の省エネルギー化の実現に貢献している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、創業以来の共通の目的として、「ソフトウェアの力で世界中のあらゆる人々に幸せをもたらす」を掲げており、ソフトウェア基盤技術を通じて「物理的な豊かさ」を提供し、コンテンツ・サービスを通じて「精神的な豊かさ」を提供することを社会的使命としている。また、携帯ソーシャルゲーム業界は、射幸性の問題が取り沙汰されているが、同社の場合には、幅広いファン層に末永く愛されるゲームづくりを目指しており、広く浅くビジネスを展開していくとの方針である。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は10名で構成され、そのうち2名は社外取締役である。しかしながら、渡邊氏は業務・資本提携関係にあるNTTドコモからの受け入れであり、黒崎氏も取引関係のある会社の代表取締役社長を兼務しており独立性はない。一方、東証の独立役員として届け出があるのは社外監査役の2名である。楠木氏は一橋大学大学院の教授、長橋氏はITアナリストという顔ぶれとなっている。

## 業績動向と今後の見通し

### > 今期の業績予想

フィーチャーフォン向けの落ち込みを M2M 向けでカバー

#### ◆ 2012 年 12 月期は会社計画並みの着地を予想

2012 年 12 月期の会社計画は、売上高が 110.0 億円(前期比 4.7%増)、営業利益は 5.0 億円(同 20.2%増)、当期利益は 1.1 億円(同 77.3%減)を見込むが、12 年 4 月立ち上げの M2M 市場向け IC チップは、この計画に織り込まれていない。

担当アナリストの業績予想も、ほぼ会社計画並みを見込んでいる。ソフトウェア基盤技術事業は、国内フィーチャーフォン向け組み込みソフトの落ち込みが避けられないものの、スマートフォン向けと海外向けの他、M2M 市場向け IC チップでオフセット可能と予想する。

また、コンテンツ・サービス等事業についても、人気コンテンツからのメディアミックス展開が 2~3 本予定されており、それが売上高の上乗せ要因として期待できよう。

### > 来期以降の業績

中期的には成長ステージに向けた転換期。当面は緩やかな利益成長を見込む

#### ◆ M2M 市場向け IC チップのポテンシャルを保守的に予想

2013 年 12 月期以降は、M2M 市場向け IC チップが成長を牽引すると考えられる。M2M 市場向け IC チップは、月額課金モデルのストック型ビジネスであり、契約顧客数と個別 ID 数の早期積み上げが求められるものの、現段階で月額課金金額等の詳細な事業モデルが説明されていないため、アナリストは IC チップのポテンシャルを保守的に予想している。

また、コンテンツ・サービス等事業は有力な自社 IP の創出が課題だが、過去にヒット作を持ち合わせていないことから、現時点では保守的な予想に留めている。

いずれにせよ、中期的に同社は次の成長ステージに向けた転換期であり、成長軌道に乗るにはまだ時間かかると見られる。

## 投資判断

### > 上場来パフォーマンス

#### ◆ 上場来パフォーマンスは年率-18.8%と低調

同社は2003年12月、公募価格1,350,000円(分割調整後4,500円)に対し、初値2,500,000円(同8,333円)で東証マザーズに上場した。05年8月に株式分割1株→3株を実施し、05年12月には上場来高値1,580,000円(同15,800円)まで高騰。その後、業績低迷で下落トレンドが続き、12年1月には安値400円を付けるも、12年12月期業績への期待から直近では800円を挟んだ揉み合いを続けている。上場来パフォーマンスは、公募価格を下回っていることから、年率-18.8%と低迷している。

### > 株主還元

#### ◆ 中期的に無配継続の見通し

同社は上場以来、無配を継続しているうえ、11年12月期の繰越利益剰余金は-11.3億円に達している。同社は株主に対する利益還元を重要な課題として認識するなか、12年3月には資本準備金10.6億円振替で繰越利益剰余金を-0.6億円まで減少させており、これによって収益力回復後に早期初配の方針を示していると考えられる。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 現在の株価水準は競合比較でフェアバリューと判断

株価の比較対象としては事業内容と時価総額から、エヌアイデイとコアを取り上げた。同社の予想PERは87.0倍と競合に比べ高いが、のれん償却費などの影響を排除するため、「時価総額+有利子負債」を「営業利益+減価償却費+のれん償却費」で除したEBITDA倍率で比較すると、現在の株価水準はフェアバリューと考えられる。

バリュエーション比較

|             | ガイアHD  | エヌアイデイ | コア     |
|-------------|--------|--------|--------|
| 株価(円)       | 804    | 1,431  | 712    |
| 予想PER(倍)    | 87.0   | 12.9   | 15.3   |
| 実績PBR(倍)    | 0.7    | 0.9    | 1.4    |
| 予想配当利回り     | 0.0%   | 3.1%   | 2.8%   |
| 時価総額(百万円)   | 10,093 | 6,253  | 10,562 |
| EBITDA倍率(倍) | 5.4    | 6.2    | 10.6   |

注)ガイアHDはアナリスト予想、他は会社計画

注)株価は3/30終値

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は910円~1,250円を想定

担当アナリストの業績予想では、2015年12月期のEBITDA(営業利益+減価償却費+のれん償却費)は22.5億円が見込まれる。業界の適正EBITDA倍率を5~7倍と仮定すると、中長期的な適正株価水準は910円~1,250円のレンジが想定される。



## 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

### ■ $\sigma$ (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

### ■ $\beta$ (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( $\beta$ 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、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ため、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