

# ガイアホールディングス (3727 東証マザーズ)

発行日: 2012/9/27  
調査日: 2012/9/5  
調査方法: 企業訪問

## 第2四半期決算は減収減益。 注目される M2M 市場向けの早期実現が浮揚のカギ。

### > 要旨

- ◆ 携帯電話向け組み込みソフトが主力。収益モデルの転換が急務
- ・同社は、携帯電話向け組み込みソフトを主体としたソフトウェア基盤技術事業と、携帯電話向けゲームの開発及び配信、アニメ制作を展開するコンテンツ・サービス等事業の2つの事業を展開する。
- ・主力であるソフトウェア基盤技術事業では、当社の業績を牽引してきた従来型携帯電話市場が急速に縮小するなかで、M2M(機器間)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・サービス等事業では、ゲームを中心にアニメ、コミック、グッズ等、自社で創出した IP(著作権)をメディアミックス展開する「総合エンターテインメント」を掲げており、継続的かつ複合的な利益確保を目論む。

### ◆ 第2四半期決算は減収減益

- ・2012年12月期第2四半期決算は、売上高が38.5億円(前年同期比14.1%減)、営業利益は6.2億円の赤字(前年同期は0.4億円の黒字)、当期純利益は7.0億円の赤字(前年同期は1.6億円の赤字)となった。
- ・特に、ソフトウェア基盤技術事業が大きく足を引っ張った。従来型携帯電話市場が急速に縮小している国内はおろか、まだまだ伸ばす余地があると見込んでいたアジア市場でも不振であったことが最大の要因である。

### > 投資判断

#### ◆ 当センターは中長期業績予想を減額修正

- ・当センターは、アジア市場向けの不振が想定外であったことと、今期から契約がスタートすると見込んでいた M2M 市場向けの「IC チップ」の販売計画が後ずれする可能性が高いと判断したことから、前回レポート(2012年4月発行)の中長期業績予想を減額修正した。

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は630円～940円を想定

- ・現在の株価は、今期予想 EBITDA 倍率が3.6倍と、同業他社と比べて割高感はなく、フェアバリューの範囲内にあると考えられる。
- ・2015年12月期の EBITDA は19.7億円を予想。適正な EBITDA 倍率を4～6倍とすると、中長期的な適正株価水準は630円～940円のレンジが想定される。
- ・なお、注目される M2M 市場向けは、潜在需要が大きく期待されるものの未だ不確定な要素が多い。従って、現段階では保守的に見ざるを得ないが、今後、業績の上振れ要因となる可能性も否定できず、その動向しだいで株価が刺激されることも考えられる。

業種: 情報・通信業  
アナリスト: 馬目 俊一郎  
+81 (0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

【主要指標】	2012/9/21
株価(円)	432
発行済株式数	12,553,930
時価総額(百万円)	5,423
上場日	2003/12/17
上場来パフォーマンス	-23.4%

	前期	今期予想
PER(倍)	8.7	90.4
PBR(倍)	0.4	0.4
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	77.1%	2.22

#### 【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	0.2%	-29.3%	-22.7%
対TOPIX	-3.0%	-28.0%	28.1%

\*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20120924

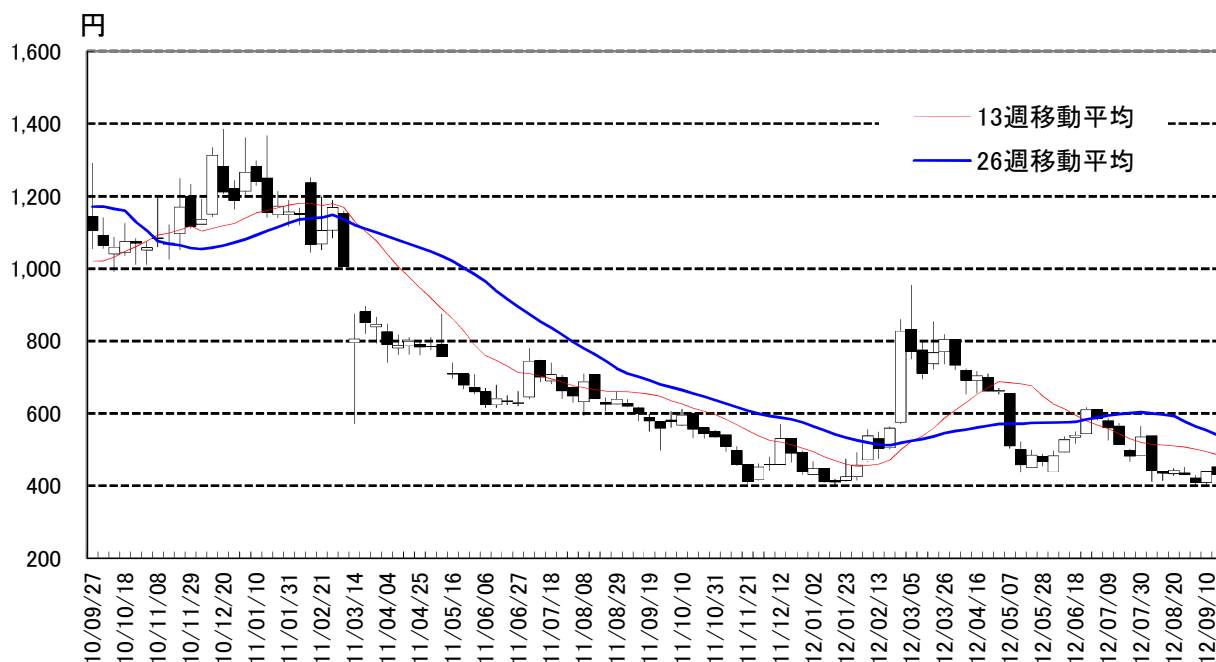
# ガイアホールディングス (3727 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/12期	2011/12期	2012/12期	2012/12期	2013/12期	2014/12期	2015/12期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	9,446	10,502	11,000	10,000	10,750	11,200	11,650
前年比	167.1%	11.2%	4.7%	-4.8%	7.5%	4.2%	4.0%
営業利益	211	416	500	100	340	510	680
前年比	-	97.2%	20.2%	-76.0%	240.0%	50.0%	33.3%
経常利益	163	384	418	100	340	510	680
前年比	-	135.6%	8.9%	-74.0%	240.0%	50.0%	33.3%
当期純利益	333	510	116	60	200	300	400
前年比	-	53.2%	-77.3%	-88.2%	233.3%	50.0%	33.3%
期末株主資本	12,511	14,087	-	14,147	14,347	14,647	15,047
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	4.8	15.9	23.9	31.9
配当(円)	0	0	0	0	0	0	0
BPS(円)	120,576.5	1,082.8	-	1,127.2	1,143.2	1,167.1	1,199.0
ROE	2.8%	4.0%	-	0.4%	1.4%	2.1%	2.7%
株価(円)	118,800	440	432	432	-	-	-
PER(倍)	36.1	8.9	38.4	90.4	27.1	18.1	13.6
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	-	0.4	0.4	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。

## > 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

携帯電話ソフト販売のフロー  
ビジネスから、M2M 市場  
製品によるストックビジ  
ネスへの転換を急ぐ

◆ 携帯電話向け組み込みソフトが主力

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ックスを母体とした持株会社である。傘下には、アプリックスのほか、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。

事業セグメントは、アプリックスと iaSolution Inc. が展開する「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 事業で構成される。

同社は、基盤ソフトとそれを利用するコンテンツ・サービスという相互に補完性のある両事業をうまく融合させ、一体として付加価値を高める方針である。なお、2011 年 12 月期で見ると、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。

◆ 携帯電話から M2M 市場へ事業ドメインを転換

ソフトウェア基盤技術事業の主力製品である組み込み Java プラットフォーム「JBblend」は、Java 言語で作成されたアプリケーション基盤技術（ミドルウェア）であり、携帯電話の i アプリなどに利用されている。特に、国内の従来型携帯電話市場においては 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、従来型携帯電話市場の縮小やオープンソース化の流れを招き、同社の事業環境を厳しいものにしていく。そこで、同社は、M2M（機器間通信）市場での新たな収益モデルの構築を進め、携帯電話依存からの脱却を目指している。

M2M 市場向けとは、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」を提供する計画。現段階では製品提供など具体的な事業化や、収益化などのビジネスモデルが公表されていない。当センターが想定する当該製品の事業化例として、提携製品の稼働状況をクラウド経由で把握する機能提供と、月額課金による収益化が考えられる。

以上から、同社はこれまでの携帯電話ソフト売り切りビジネスから、M2M 製品によるストック型ビジネスへの転換を図っている。

一方、コンテンツ・サービス等事業は、携帯電話向けゲームの開発及び配信サービスと、TV シリーズなどのアニメーション制作に分けられる。同社は、今後の方向性として、ゲームを中心にアニメ、コミック、グッズ等、自社で創出した IP（著作権）をメディアミックス展開する「総合エンターテイメント」を掲げており、継続的かつ複合的な利益確保を目論む。

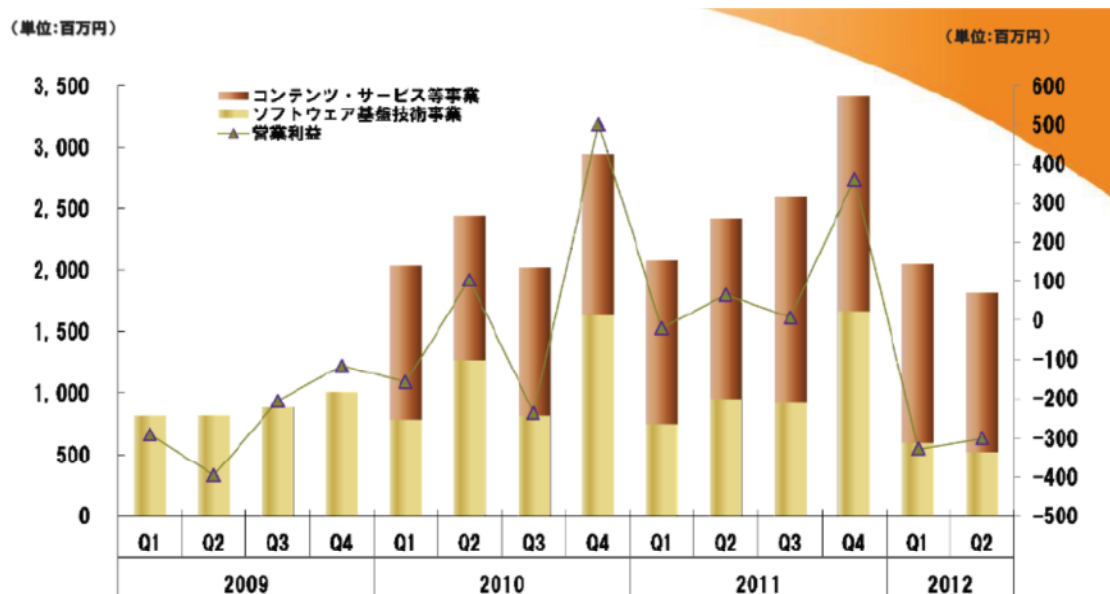
> 決算概要

第2四半期決算はビジネスモデルの移行期で営業赤字に転落

◆ 第2四半期決算は大幅な減収減益。

2012年12月期第2四半期決算は、売上高が前年同期比14.1%減の38.5億円、営業利益は6.2億円の赤字(前年同期は0.4億円の黒字)、経常利益は6.3億円の赤字(前年同期は0.2億円の黒字)、四半期純利益は7.0億円の赤字(前年同期は1.6億円の赤字)と大幅な減収減益となった。

【図表1】売上高及び営業利益の推移(四半期ベース)



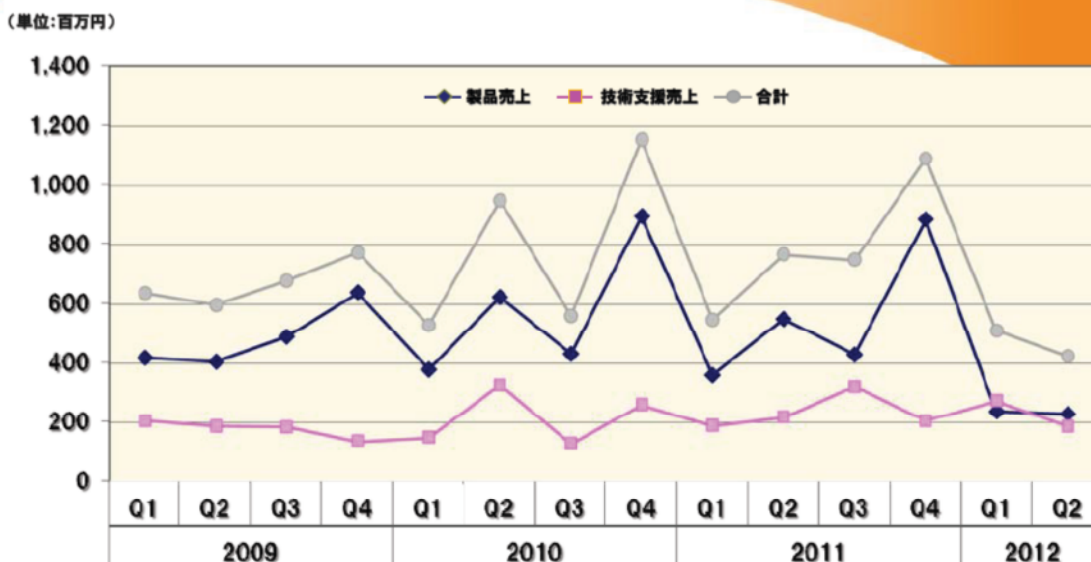
(出所) 同社決算説明会資料

◆ ソフトウェア基盤技術事業の低迷が全体の足を引っ張る

事業セグメント別に見ると、ソフトウェア基盤技術事業は売上高が前年同期比33.8%減の11.2億円、セグメント利益で5.8億円の赤字(前年同期は0.6億円の赤字)と低迷した。

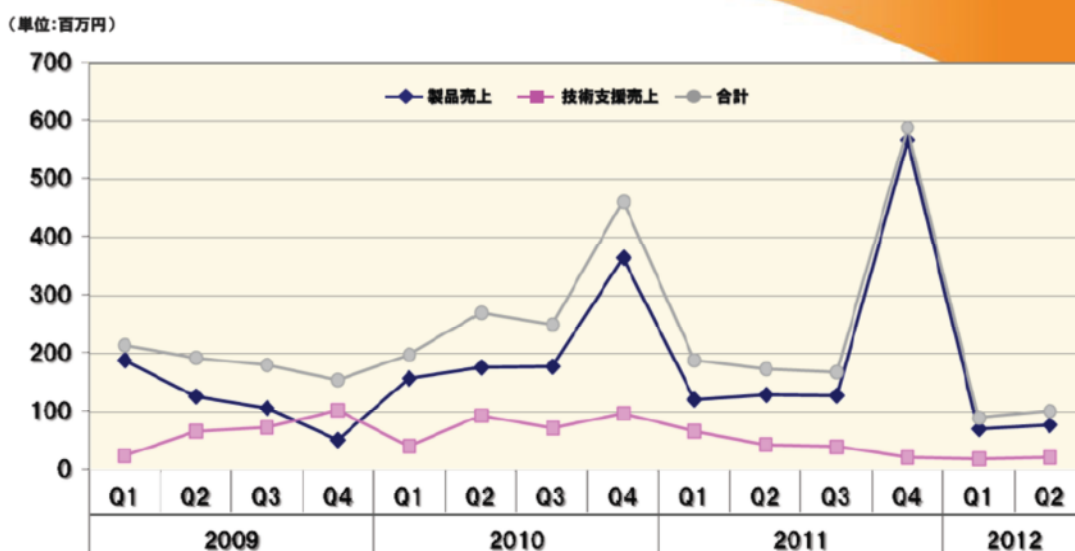
その最大の要因は、従来型携帯電話市場が急速に縮小している国内だけでなく、まだまだ従来型携帯電話の需要拡大が続くと見込んでいたアジア市場向けが落ち込んだことである。

【図表 2】ソフトウェア基盤技術事業の売上推移 (日本)



(出所) 同社決算説明会資料

【図表 3】ソフトウェア基盤技術事業の売上推移 (アジア)



(出所) 同社決算説明会資料

一方のコンテンツ・サービス事業は、売上高が前年同期比 2.1%減の 27.3 億円、セグメント利益は 0.4 億円の赤字（前年同期は 1.0 億円の黒字）となった。その要因は、従来型携帯電話の縮小でゲーム開発及び配信サービスが苦戦したうえ、アニメーション制作も制作費用が収益を圧迫したため。

なお、次世代の成長ドライバーと期待される M2M 市場向け製品の立ち上げは、第 2 四半期時点で確認されていない。

#### ◆ 当センターでは中長期業績予想を減額修正

会社側は、現時点で期初計画を変えていないものの、当センターでは第 2 四半期決算の状況から前回レポート（2012 年 4 月発行）の中長期業績予想を減額修正した。

その主な理由は、ソフトウェア基盤技術事業において、伸張予想だったアジア市場向けが想定外に苦戦している点と、今期スタート予定の M2M 市場向け「IC チップ」契約ずれ込みなどで販売計画に遅れの生ずる可能性が挙げられる。

**アジア市場向けが想定外に苦戦等により中長期予想を減額へ**

数値面では、12 年 12 月期の売上高 110 億円→100 億円、営業利益 5 億円→1 億円。13 年 12 月期の売上高 118 億円→107.5 億円、営業利益 6.2 億円→3.4 億円。14 年 12 月期の売上高 123.5 億円→112 億円、営業利益 7.4 億円→5.1 億円。15 年 12 月期の売上高 129 億円→116.5 億円、営業利益 8.6 億円→6.8 億円とそれぞれ減額修正した。

なお、M2M 市場向けの「IC チップ」については、現時点で不確定要素が多いため、今期業績予想には保守的に織り込まないものの、契約のタイミングによっては業績の上振れ要因となる可能性はある。

## 投資判断

### > 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、2011年12月期の利益剰余金は2.3億円のマイナスである。

同社は株主に対する利益還元を重要な課題としているが、早期初配を実現するためには持続的な収益力の回復が不可欠であり、中期的な無配継続が避けられないと考えられる。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ EBITDA 倍率は競合比較で再評価余地あり

同社の比較対象企業として、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。当センターの業績予想(修正後)を前提にすると、同社の今期予想PERは85.8倍と競合に比べ割高に感じられるものの、減価償却費やのれん償却費などの影響を排除したEBITDA倍率(「時価総額+有利子負債」/「営業利益+減価償却費+のれん償却費」)で比較すると、現在の株価水準には再評価余地が考えられる。

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)	432	1,410	705
予想PER(倍)	90.4	8.5	15.4
実績PBR(倍)	0.4	0.9	1.3
予想配当利回り	0.0%	3.2%	2.8%
時価総額(百万円)	5,423	6,161	10,458
EBITDA倍率(倍)	3.8	5.1	10.4

注)ガイアHDはアナリスト予想、他は会社計画

注)株価は9/21終値

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中長期的な適正株価水準は630円～940円を想定

当センターの業績予想(修正後)では、2015年12月のEBITDA(営業利益+減価償却費+のれん償却費)を19.7億円と見込む。

業界の適正EBITDA倍率を4～6倍と仮定すると、中長期的な適正株価水準は630円～940円のレンジが想定される。

なお、注目されるM2M市場向けは、潜在需要が大きいと期待されるものの未だ不確定な要素が多い。従って、現段階ではそのポテンシャルを保守的に見ざるを得ないが、長期的には業績の上振れ要因となる可能性を否定できない。

## 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、最新のものではない可能性があります。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