

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
2015年12月11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 20151208

フィックスターズ(3687 東証マザーズ)

発行日: 2015/12/11

**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 は 16 年 9 月期下期に収益性が改善する見通し**

> 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。

◆ 15 年 9 月期は過去最高の売上高と利益を達成

- ・15/9 期連結業績は、売上高 3,582 百万円(前期比 21.9%増)、経常利益 625 百万円(同 42.9%増)、当期純利益 447 百万円(同 63.4%増)であった。9 月 17 日発表の業績予想修正値に対して売上高は 22 百万円、経常利益 15 百万円、当期純利益 51 百万円それぞれ上回り、過去最高の売上高と利益を達成した。

◆ フィックスターズの業績予想は慎重

- ・同社は 16/9 期連結業績を、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)と予想している。15/9 期同様に、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(以下、当センター)では、ソフトウェア・サービス事業の豊富な顧客ニーズと、SSD の本格出荷及び下期からの収益性改善を見込み、16/9 期については同社予想を上回る増収増益率を予想した。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は将来に向けての内部留保を確保しつつ、配当性向を勘案し 15/9 期は 20 円の配当を実施した。配当性向は 29.6%で、16/9 期以降も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。
- ・同社の 15/9 期売上高に占める東芝向けの比率は 56.1%に達し、同社の優位性を多くの企業や業界へいまだに展開できていないと考えられる。
- ・一般的なバリュエーション指標は市場平均を上回る水準であり、株価に対する判断は難しい。しかし、同社の高収益性や高成長力が認知され、同社株の評価が見直される局面が来ると当センターでは考えている。

【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	4,500	25.6	730	18.8	740	18.4	490	9.6	74.0	330.1	22.0
2017/9 E	5,500	22.2	920	26.0	927	25.3	614	25.3	92.7	396.8	26.0
2018/9 E	6,500	18.2	1,110	20.7	1,117	20.5	742	20.8	112.0	478.8	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

2/10

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】

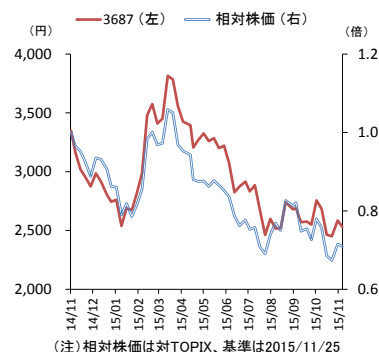
	2015/12/4
株価(円)	2,532
発行済株式数(株)	6,624,000
時価総額(百万円)	16,772

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	37.1	34.2	27.3
PBR(倍)	9.1	7.7	6.4
配当利回り(%)	0.8	0.9	1.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.7	-0.7	-15.2
対TOPIX(%)	0.5	-11.0	-24.1

【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) 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、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 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。

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、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。

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6} ボード「PCIe-385N-Altera Stratix V」である。更に、④14年12月から出荷を開始した2.5インチで3TB(テラバイト)のSSD「Fixstars SSD-3000M」と15年7月から出荷を開始した6TBの大容量を誇るSSD「Fixstars SSD-6000M」が加わった。SSDは次期戦略商品として、16/9期以降の売上急増が期待されている。

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**◆ 15年9月期は過去最高の売上高と利益を達成**

15/9 期連結業績は、売上高 3,582 百万円（前期比 21.9%増）、営業利益 614 百万円（同 35.8%増）、経常利益 625 百万円（同 42.9%増）、当期純利益 447 百万円（同 63.4%増）であった。第 3 四半期決算発表時点（8 月 13 日）での同社予想に対し、売上高は 82 百万円、営業利益は 114 百万円、経常利益は 117 百万円、当期純利益は 129 百万円、それぞれ上回った。また、9 月 17 日発表の業績予想修正値に対しても売上高で 22 百万円、営業利益で 14 百万円、経常利益で 15 百万円、当期純利益で 51 百万円それぞれ上回り、過去最高の売上高と利益を達成している。なお、9 月 17 日に期末配当を 17 円から 20 円に引き上げることを発表した。

主力のソフトウェア・サービス事業では、ヘルスケア分野及び産業機器分野で医療機器、製品製造検査装置、及び車載向け先進運転支援システムに対し高精細・高解像度画像のリアルタイム処理を実現するソリューション開発が好調に推移した。また、モバイル分野では、半導体メーカー向けメモリコントロール用ファームウェアやディスプレイの開発などが、長期的かつ継続的に増加を続けている。金融分野では大手銀行や証券会社のリスク管理等のシミュレーション高速処理ソリューションを中心に、サービス提供が安定的かつ継続的に推移している。この結果、売上高は、2,872 百万円（前期比 46.4%増）、営業利益は、601 百万円（同 70.1%増）となった。なお、四半期毎の売上高が増加傾向にあるなか、四半期毎の営業利益は第 1 四半期以降減少している。これは費用計上の会計処理の問題であり懸念はない。

一般的に「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」と言われている。しかし、同社の全従業員数は 14/9 期末の 124 人から 15/9 期末の 135 人と 1 年間で 11 人しか増えていない。優秀なソフトウェアエンジニアが不足していることに加え、同社の取り組む領域が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や、アプリケーションの高速化など極めて高度であり、優秀な人員の採用に苦戦していると考えられる。ただし、9 月 29 日に SHIFT（3697 東証マザーズ）と品質保証分野での機械学習技術の活用を目的とした業務提携及び合弁会社の設立を発表している。同社は SHIFT が提供するソフトウェアテストのアウトソーシング業務や膨大な不具合情報を積極的に活用し業務の効率化を図っており、今のところ人的規模に依存しなくても事業拡大が出来ているもようである。

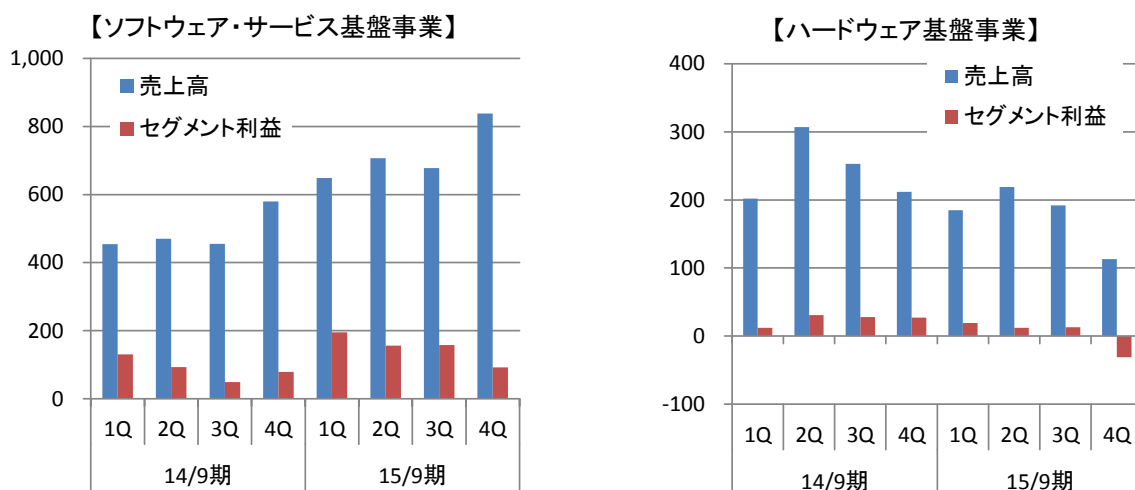
なお、ソフトウェア・サービス事業の過去 3 期間の売上高営業利益率は 18%から 21%の水準にあり、ソフトウェア開発及びサービス提供の会社としては高い利益率を誇っている。

一方、ハードウェア基盤事業は、画像処理プロセッサ搭載の演算ボード等の量産販売が継続し、また、大容量高速ストレージ SSD の販売が本格化の初期段階を迎えている。この結果、売上高は 709 百万円(前期比 27.3%減)、営業利益は、13 百万円(同 87.0%減)となった。この減収減益は同社にとって予定通りの結果である。

画像処理プロセッサ搭載の演算ボードは 14/9 期に特需があった反動であり、商談は堅調に推移している。一方、同社の大容量高速ストレージ SSD は汎用の量産品ではなくカスタム製品であるため、販売のタイミングが顧客の事情に左右されるため、15/9 期末では商品や仕掛品、原材料が増加している。また、第 4 四半期に次世代品の製品開発や販売促進の投資を先行して行ったため、第 4 四半期は第 3 四半期比で 79 百万円の減収、営業損益は 44 百万円悪化し 31 百万円の赤字となった。ただし、15/9 期の大容量高速ストレージ SSD の売上高は 110 百万円と期初計画の 30 百万円を大幅に上回り、った。

全社的に見て、15/9 期第 2 四半期累計(以下、上期)の売上高営業利益率 21.7%に対し下期は上記の理由もあって 12.7%に低下しているが、14/9 期下期比では 25.0%の増益であり懸念すべき状況ではないと考えられる。また、支払利息の減少などから営業外収支の改善もあって 15/9 期の売上高経常利益率は 17.4%と 14/9 期の 14.9%から上昇している。

【図表 1】事業別売上高とセグメント利益の四半期推移 (百万円)



(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月期計画**

同社の16/9期連結業績予想は、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)である。

同社は15/9期業績予想も、期初は売上高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)でスタートし、期末近くに業績予想を上方修正しており、期初は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、①車載分野や画像処理分野でマルチコアプロセッサの高速化に関する開発案件や、②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、①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し、②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。具体的には、映像・画像編集やデータや画像配信用サーバー向けなど特定分野での受注が好調に推移しており、同社では340百万円の売上を見込んでいる。

◆ 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2及び図表3の通りである。

16/9期以降の売上高は、ソフトウェア・サービス事業の伸び率が20%程度から若干鈍化傾向となる一方、ハードウェア基盤事業は成長の初期段階にあり30%台の成長が続くと予想した。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他部署からの需要に対応するのに手いっぱいであり、今後は人的資源の拡充に取り組まなけ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)を置き換えることと予想されるため、需要拡大の確度は高いと思われる。ただし、同社の製品は映像・画像編集やデータや画像配信用サーバー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。したがって高収益性が込まれるものの、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が変化する可能性がある。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。

当センターでは、16/9 期と 17/9 期の売上総利益率予想を従来の 41% 台から 39% 台に引き下げた。同社のソフトウェア・サービス事業への評価が高く高収益性が保たれるという見直しには変わりはないが、同社は依然として成長の初期段階にあり、原価ベースでの研究開発コスト増など積極的な投資費用の計上を考慮した。なお、新規事業である SSD は 15/9 期に赤字を計上したが、16/9 期の後半にも黒字転換すると当センターでは見方を変えていない。

大容量高速ストレージである SSD は「Fixstars SSD-3000M」に加え、15 年 7 月には 6TB (テラバイト) の大容量を誇る SSD 「Fixstars SSD-6000M」の出荷を開始している。これらを、データセンター向けサーバーの製造と販売で実績があるレノボ・ジャパンが 15 年 9 月からオプション製品として販売を開始している。レノボのサーバー製品と同社の DDS の組み合わせは高密度化や容量あたりの電力効率の改善に大きく貢献し、データセンターの最適なソリューションが実現できると予想される。当社ではこの販売金額をどの程度業績予想に反映させているか明確にしていないが、この販売数量次第では同社の 16/9 期業績を大きく引き上げる要因になると考えられる。この売上に関しても四半期毎の状況を把握する必要があり、当センターの業績予想にほとんど含めていない。

【 図表 2 】 事業別売上高とセグメント利益

(千円)

	13/9	14/9	15/9	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	21.9%	4,500,000	25.6%	5,500,000	6,500,000
ソフトウェア・サービス	1,479,869	1,961,584	2,872,510	46.4%	3,500,000	21.8%	4,150,000	4,700,000
ハードウェア基盤	245,754	976,433	709,892	-27.3%	1,000,000	40.9%	1,350,000	1,800,000
セグメント利益	253,394	453,622	614,388	35.4%	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	70.1%	660,000	9.8%	775,000	870,000
ハードウェア基盤	-39,423	100,177	13,039	-87.0%	70,000	436.9%	145,000	240,000
利益率	14.7%	15.4%	17.2%		16.2%		16.7%	17.1%
ソフトウェア・サービス	19.8%	18.0%	20.9%		18.9%		18.7%	18.5%
ハードウェア基盤	-16.0%	10.3%	1.8%		7.0%		10.7%	13.3%

(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 3 】 財務諸表

決算期	13/9	14/9	15/9上期	15/9下期	15/9	16/9(E)	17/9(E)	17/9(E)
損益計算書(千円)								
売上高	1,725,624	2,938,017	1,761,889	1,820,513	3,582,402	4,500,000	5,500,000	6,500,000
売上原価	1,019,622	1,823,849	1,035,089	1,123,994	2,159,083	2,720,000	3,330,000	3,940,000
売上総利益	706,001	1,114,168	726,800	696,519	1,423,319	1,780,000	2,170,000	2,560,000
販売費及び一般管理費	452,689	661,618	343,599	465,331	808,930	1,050,000	1,250,000	1,450,000
営業利益	253,311	452,549	383,201	231,187	614,388	730,000	920,000	1,110,000
営業外収益	8,953	6,190	12,652	774	13,426	12,500	10,000	10,000
(受取利息・受取配当金)	54	81	71	634	705	500	500	500
(持分法投資利益)	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外費用	4,599	21,342	1,349	1,393	2,742	2,500	3,000	3,000
(支払利息)	3,225	3,655	962	1,206	2,168	2,000	2,000	2,000
経常利益	257,670	437,397	394,504	230,569	625,073	740,000	927,000	1,117,000
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	650	6,173	0	0	0	0	0	0
税引前当期純利益	257,020	431,223	394,504	230,569	625,073	740,000	927,000	1,117,000
法人税、住民税及び事業税	87,688	157,445	124,622	53,168	177,790	250,000	313,000	375,000
税率	34.1%	36.5%	31.6%	23.1%	28.4%	33.8%	33.8%	33.6%
少数株主利益	0	0	0	0	0	0	0	0
当期純利益	169,332	273,777	269,881	177,401	447,282	490,000	614,000	742,000
売上高比								
売上総利益	40.9%	37.9%	41.3%	38.3%	39.7%	39.6%	39.5%	39.4%
販売費及び一般管理費	26.2%	22.5%	19.5%	25.6%	22.6%	23.3%	22.7%	22.3%
営業利益	14.7%	15.4%	21.7%	12.7%	17.2%	16.2%	16.7%	17.1%
経常利益	14.9%	14.9%	22.4%	12.7%	17.4%	16.4%	16.9%	17.2%
税引前当期純利益	14.9%	14.7%	22.4%	12.7%	17.4%	16.4%	16.9%	17.2%
当期純利益	9.8%	9.3%	15.3%	9.7%	12.5%	10.9%	11.2%	11.4%
前期比								
売上高	19.7%	70.3%	22.7%	21.2%	21.9%	25.6%	22.2%	18.2%
売上総利益	20.8%	57.8%	34.5%	21.4%	27.7%	25.1%	21.9%	18.0%
販売費及び一般管理費	19.5%	46.2%	26.0%	19.6%	22.3%	29.8%	19.0%	16.0%
営業利益	23.1%	78.7%	43.2%	25.0%	35.8%	18.8%	26.0%	20.7%
経常利益	29.0%	69.8%	51.1%	30.8%	42.9%	18.4%	25.3%	20.5%
税引前当期純利益	41.5%	67.8%	51.1%	35.5%	45.0%	18.4%	25.3%	20.5%
当期純利益	61.3%	61.7%	67.1%	58.0%	63.4%	9.6%	25.3%	20.8%
貸借対照表(千円)								
現預及び預金	455,073	946,097	874,387		1,131,060	1,335,000	1,600,000	1,950,000
売掛金	461,195	697,188	779,267		904,237	1,050,000	1,200,000	1,390,000
たな卸資産	9,694	19,667	28,568		238,493	200,000	250,000	300,000
その他	39,816	65,905	157,791		67,544	57,000	64,000	72,000
流動資産	965,778	1,728,857	1,840,013		2,341,334	2,642,000	3,114,000	3,712,000
有形固定資産	20,595	34,520	30,867		29,169	30,000	30,000	35,000
無形固定資産	3,220	27,215	26,928		25,001	25,000	30,000	35,000
投資その他の資産	70,967	103,547	144,394		147,017	150,000	165,000	200,000
固定資産	94,783	165,283	202,190		201,188	205,000	225,000	270,000
資産合計	1,060,562	1,894,141	2,042,204		2,542,522	2,847,000	3,339,000	3,982,000
買掛金	3,500	86,612	69,164		262,555	250,000	200,000	250,000
その他	250,825	394,995	321,634		427,696	400,000	500,000	550,000
流動負債	254,325	481,607	390,798		690,251	650,000	700,000	800,000
社債及び長期借入金	121,320	30,000	20,000		10,000	10,000	10,000	10,000
その他	0	0	0		0	0	0	0
固定負債	121,320	30,000	20,000		10,000	10,000	10,000	10,000
純資産合計	684,916	1,382,534	1,631,406		1,842,271	2,187,000	2,629,000	3,172,000
(自己資本)	(684,916)	(1,382,534)	(1,630,916)		(1,841,781)	(2,186,510)	(2,628,510)	(3,171,510)
対総資産比率								
流動資産	91.1%	91.3%	90.1%		92.1%	92.8%	93.3%	93.2%
固定資産	8.9%	8.7%	9.9%		7.9%	7.2%	6.7%	6.8%
流動負債	24.0%	25.4%	19.1%		27.1%	22.8%	21.0%	20.1%
固定負債	11.4%	1.6%	1.0%		0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
自己資本	64.6%	73.0%	79.9%		72.4%	76.8%	78.7%	79.6%

(注) 16/9(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

> 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、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。ただし、同社にとって設備投資資金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。

◆ 東芝以外での収益獲得に期待

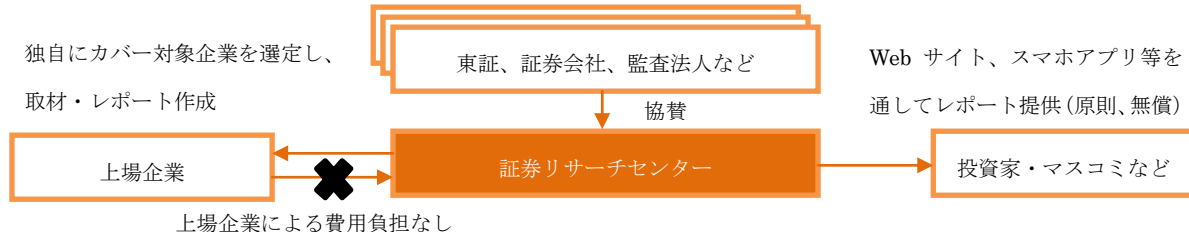
同社が取り組む市場の成長性や技術力の高さ、マルチコアプロセッサを効率的に利用するためのソフトウェア開発の先駆者としての地位、優れたエンジニア、収益増加見通しなどを考慮すれば、同社を成長企業として高く評価できると当センターでは考えている。ただし、同社の15/9期売上高に占める東芝向けの比率は56.1%に達し、これは強固な取引関係という点ではメリットであるものの、上記の評価点を多くの企業や業界へいまだに展開できていないとも考えられる。レノボ・ジャパンが15年9月からオプション製品として販売を開始しているSSDは、東芝依存体質からの脱却という点でも注目すべきと考えられる。

◆ 高PERだが、高収益性や高成長性が見直される可能性あり

当センター予想EPSに基づく16/9期予想基準のPERは34.2倍であり、17/9期の予想EPSに対しても27.3倍の水準にある。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上回る水準であり、一般的なバリュエーション指標からの評価は難しいと考えられる。ただし、同社の業績予想が慎重で期中での業績予想修正の可能性が高く、また高収益性、高成長力、高い技術基盤に対し、同社株の評価が見直される局面が来ると当センターでは考えている。

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

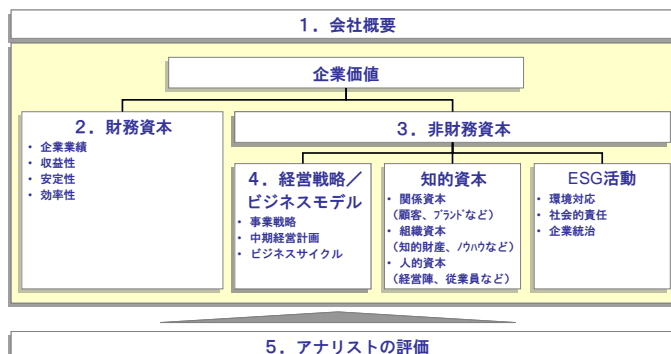
本レポートの構成

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。