

アプリックス IP ホールディングス (3727 東証マザーズ)

発行日: 2013/4/19
調査日: 2013/3/29
調査方法: 企業訪問等

急速なスマートフォン移行で携帯電話向け組み込みソフトが想定以上の失速 注目される M2M 市場向けを軸に事業ドメインの再構築を急ぐ

> 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、同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。
- ・同社は、原点回帰を目指して4月1日より「アプリックス IP ホールディングス株式会社」に商号変更。ソフトウェア基盤技術事業を再び中核に据える方針に転換。

◆ 前12年12月期決算は大幅な減収赤字転換

- ・前2012年12月期連結業績は、売上高74.9億円(前期比28.6%減)、営業損失24.6億円(前期は営業利益4.1億円)、純損失33.7億円(同様に純利益5.1億円)と大幅な減収赤字転換。
- ・この業績低迷は、従来型携帯電話市場の急速な縮小とコンテンツ・サービス等事業における抜本的な事業整理が最大の要因。

> 投資判断

◆ 13年12月期会社予想は増収ながら営業損失へ

- ・今13年12月期会社予想は、売上高81.8億円(前期比9.1%増)、営業損失6.1億円、純損失7.9億円と増収ながら2期連続の営業損失へ。
- ・当センターの今13年12月期予想は、売上高80億円(前期比6.7%増)、営業損失7億円を予想。会社計画よりも若干保守的な水準。今期より量産出荷が開始されたM2M製品と前期の買収効果による上乗せが増収要因。収益面では不採算案件の整理等により大幅な原価率改善が見込めるものの、M2M製品の先行投資負担重く営業損失を予想した。

◆ 中長期的な適正株価水準は600円～810円を想定

- ・当センターでは、同社の前期決算や今後の方針転換等を踏まえて中期業績予想(2012年9月時点)を減額修正。コンテンツ・サービス等事業における事業整理の影響と伸び率の見直しが主な要因。
- ・16年12月期のEBITDAは13億円を予想。同社のEBITDA倍率を6～8倍に仮定すると、中期的な適正株価水準は600円～810円のレンジを想定。潜在需要の大きなM2M市場向け製品は業績の上振要因となる可能性あり、その動向に注目したい。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0)3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

【主要指標】 2013/4/12

株価(円)	480
発行済株式数	12,553,930
時価総額(百万円)	6,026
上場日	2003/12/17
上場来パフォーマンス	-21.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	-	-
PBR(倍)	0.5	0.6
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β値
リスク指標	76.0%	2.12

【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
12/12期	220

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン	39.9%	39.5%	-40.3%
対TOPIX	18.9%	4.5%	-55.6%

*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20130416

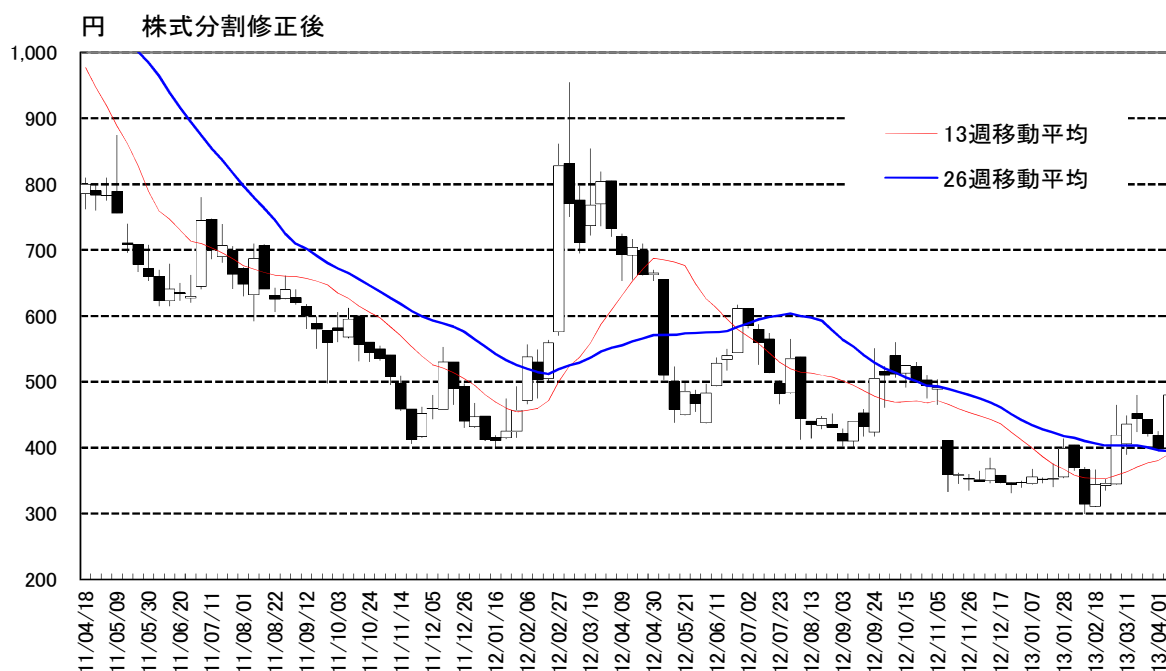
アフリックス IP ホールディングス (3727 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/12期 実績	2012/12期 実績	2013/12期 会社予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想	2016/12期 予想
売上高	10,502	7,499	8,182	8,000	8,550	9,300	10,150
前年比	11.2%	-28.6%	9.1%	6.7%	6.9%	8.8%	9.1%
営業利益	416	-2,463	-613	-700	100	350	500
前年比	97.2%	-	-	-	-	250.0%	42.9%
経常利益	384	-2,466	-651	-730	80	320	470
前年比	135.6%	-	-	-	-	300.0%	46.9%
当期純利益	510	-3,371	-798	-850	50	200	300
前年比	53.2%	-	-	-	-	300.0%	50.0%
期末株主資本	14,087	10,686	-	9,836	9,886	10,086	10,386
発行済株式数	12,553,930	12,553,930	12,553,930	12,553,930	12,553,930	12,553,930	12,553,930
EPS(円)	49.5	-268.6	-63.6	-67.7	4.0	15.9	23.9
配当(円)	0	0	0	0	0	0	0
BPS(円)	1,082.8	825.3	-	783.5	787.8	803.7	827.6
ROE	4.0%	-28.2%	-	-8.6%	0.5%	2.0%	2.9%
株価(円)	440	398	480	480	—	—	—
PER(倍)	8.9	-	-	-	120.5	30.1	20.1
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	0.4	0.5	-	0.6	0.6	0.6	0.6

(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。センター予想の 1 株指標は自社株控除後。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

潜在需要の大きい M2M
市場向けを強化。

◆ 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 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 が中心となる「ソフトウェア・サービス等事業」の 2 事業で構成される。

◆ 厳しい事業環境の中で収益モデルの転換が急務

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戦略を進めてきた。スマートフォンへの移行が世界規模で急ピッチに進展する中で、従来型携帯電話では 90%以上の搭載率を誇ってきた同社の組み込みソフトが失速。その上、オープンソース化の流れは同社のようなミドルウェア業界にとって一段と厳しい環境に拍車をかけている。

同社は潜在需要の大きい 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す方向へ舵を切った。コンテンツ・サービス等事業についても、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で展開する「総合エンターテインメント」を掲げてきたが、こちらも肝心のゲームでヒット作が出せず、それがアニメとの連携や海外展開にも悪影響を及ぼしたうえ、受託中心のアニメ制作も一向に収益性の改善が見られない中で、不採算プロジェクトの整理や組織改編、戦略の見直しなど、抜本的な改革に着手した。

ソフトウェア基盤技術を再び
事業の中核に。

◆ 原点回帰を目指して 4 月 1 日より商号変更を予定

今年 4 月 1 日より旧社名ガイアホールディングスから「アプリックス IP ホールディングス株式会社」に商号を変更。競争力の源泉であるソフトウェア基盤技術を再び事業の中核に据えるため、海外でも知名度のあるブランド名「Aplix」をグループの名称に戻すことに決定した。

> 決算概要

◆ 前期決算は大幅な減収赤字転換

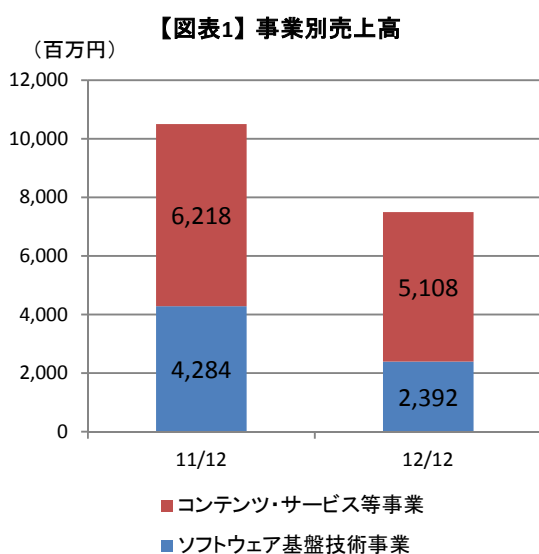
2012 年 12 月期決算は、売上高 74.9 億円（前期比 28.6%減）、営業損失 24.6 億円（前期は営業利益 4.1 億円）、経常損失 24.6 億円（前期は経常利益 3.8 億円）、純損失 33.7 億円（前期は純利益 5.1 億円）と大

幅な減収赤字となった。第 2 四半期決算発表時に減額修正した会社予想(売上高 79.4 億円、営業損失 19.1 億円)と比べてさらに売上高、利益ともに減額の着地となった。

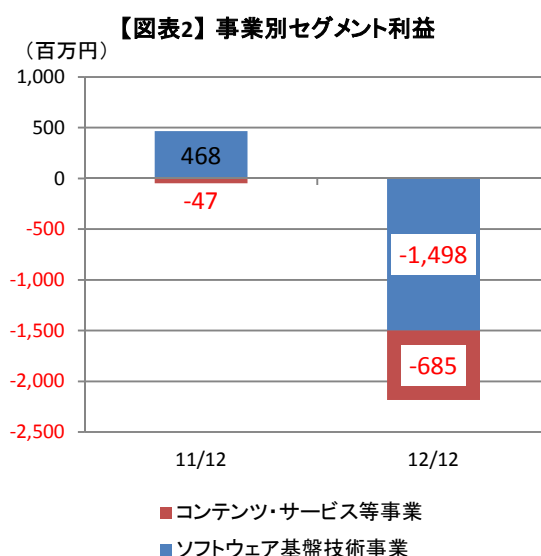
事業セグメント別では、ソフトウェア基盤技術事業は売上高 23.9 億円(前期比 44.2%減)、セグメント損失 14.9 億円(前期はセグメント利益 4.6 億円)と減収赤字転換。その最大の要因は、まだまだ従来型携帯電話への需要が根強いと見込んでいたアジア市場が想定以上に落ち込んだことである。

コンテンツ・サービス等事業も売上高 51 億円(前期比 17.8%減)、セグメント損失 6.8 億円(前期はセグメント損失 0.4 億円)と減収損失拡大。従来型携帯電話向け公式コンテンツ市場の縮小は予想通りであったが、それをカバーするはずのソーシャルゲームでヒット作の出せなかったことが想定外だった。アニメとの連携や海外展開にも影響し事業全体に負の連鎖を招いた。受託制作中心に売上高を伸ばしたアニメも収益性改善が見られず利益面で足を引っ張った。

第 2 四半期決算発表時点の会社予想値との差異は、ソフトウェア基盤技術事業で第 4 四半期会計期間に予定していた米国向けライセンス収入の計上が期ズレしたことと、大手キャリアからの受託開発案件で品質問題に起因するコスト増があげられる。



(出所)決算短信より証券リサーチセンター作成



(出所)決算短信より当センター作成

特別損益では、11 年 12 月期に買収した AIC にかかる「のれん」を一括減損処理し 6.5 億円の特別損失を計上。さらに、減価償却費は無形固定資産を中心に 9.6 億円。積極的なソフトウェアへの投資を背景として高い水準を継続した。

> トピックス

ストック型ビジネスへの転換にも期待。

【図表 3】

JM1L2 製品開発用モジュール画像:



(出所) 同社 HP より

◆ M2M 製品の出荷が開始

同社は、注目されている M2M 市場向け製品として、Bluetooth Low Energy 規格^注に対応した小指先大サイズの超小型モジュール「JM1L2」を開発し、家電製品や健康機器等を設計・製造している日本のメーカー向けに 13 年 2 月末から供給を開始した。様々な機器に同社製品を組み込むことによってスマホを使った遠隔操作や、もとの機器側に搭載されていない機能をスマホのアプリで追加・拡張することが可能となる。

(注) Bluetooth Low Energy 規格

ボタン電池で数カ月から数年間の稼働を可能にする超低消費電力の通信技術。体重計や血圧計などの健康機器、腕時計や小型センサなどの電池駆動機器、フィットネス機器など様々な機器とスマートフォンやタブレットをつなぐ通信手段の一つとして期待されている。

例えば、測定したデータをクラウドに送信することで機器の稼働状況を把握し、健康管理などに役立てることがあげられる。この分野における同社の強みは、高度なソフトウェア技術を活用することで製品原価を大幅に引き下げたところにある。同社は、単価を 200 円の低価格に抑えることで価格競争力を確保するとともに、コスト面が普及の妨げになっていたところに風穴をあけ、一気に市場拡大に弾みをつけたい意向である。

なお、本件による収益モデルには、製品売上に加えて利用者からの月額課金によるサービス売上が見込まれる。従って、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も図ることができる。

◆ 出版社 2 社の子会社化によりコンテンツ強化を図る

同社は、コンテンツ・サービス等事業の強化を図るため、漫画雑誌（ウェブコミック詩）や漫画単行本等を編集・発行する「フレックスコミックス」と、国内外の絵本の出版等を行う「ほるぷ出版」の 2 社を株式取得により子会社化した。

人気コミック作品を軸に巻き返しを狙う。

特にフレックスコミックスがもつ人気コミック作品を獲得して、同社コミック事業をスピーディに展開し、ヒット作の出ないゲームに代り、コミック作品を軸にした「総合エンターテインメント」の推進を図る方針。なお、両社ともに12年12月期の第4四半期会計期間から同社連結決算の対象となった。また、本件による「のれん」として約320百万円を計上。今後3年間で均等償却する方針のため、年間約107百万円の償却負担が発生する見込みである。

> 今後の業績見通し

◆ 今13年12期業績の会社予想

今13年12月期連結業績の会社予想は、売上高81.8億円(前期比9.1%増)、営業損失6.1億円、経常損失6.5億円、純損失7.9億円と増収ながら2期連続の営業損失を見込む。事業別売上高・セグメント利益の見通しは公表していない。

今期より量産出荷が開始されたM2M製品は増収要因として寄与するものの、本格的な収益貢献は来期(14年12月期)以降となる模様であり、今期は未だ先行投資負担が損益の下押し要因となると見られる。一方、コンテンツ・サービス等事業は、不採算案件の整理や業務効率化の推進、外注依存体質からの脱却等により原価率の改善を図るものの売上高は前期比横ばい、損益的にはブレイクイーブンを目指す計画のようだ。

◆ 今13年12期業績の当センター予想

今13年12月期連結業績の当センター予想は、売上高80億円(前期比6.7%増)、営業損失7億円、経常損失7.3億円、純損失8.5億円を予想。これは会社予想より若干保守的な水準。事業セグメント別では、M2M製品が上乘せされるソフトウェア基盤技術事業の増収を見込む一方で、コンテンツ・サービス等事業では前期の買収効果が通年で寄与する反面、アニメを中心とした事業整理等の影響で微減収に留まるものと予想。収益面では前期の一時的なコスト要因の解消や不採算案件の整理等による原価率の改善が見込めるが、M2M製品の先行投資負担が重く、引き続き営業損失を予想する。

◆ 中期予想

同社は来14年12月期の業績予想を公表している。すなわち売上高105億円(今期会社予想比28.3%増)、営業利益7.4億円(今期会社予想営業損失613百万円)、経常利益7億円(同651百万円)、純利益3.6億円(同798百万円)とV字回復を見込む。M2M製品が同社の成長を牽引し、売上高全体の3割を構成する見込みとなっている。

一方、当センターの見込みでは、従来型携帯電話向けの落ち込みのペースが想定以上に早いことや、コンテンツ・サービス等事業で着手した事業整理の影響、及び今後の方針転換等を踏まえ、12年12月期実績をベースに前回レポートの中期業績予想(12年9月発行)を減額修正した。具体的には、14年12月期の売上高112億円→85.5億円、営業利益5.1億円→1億円、15年12月期の売上高116.5億円→93億円、営業利益6.8億円→3.5億円に修正するとともに、16年12月期の売上高101.5億円、営業利益5億円を新たに追加した。

事業セグメント別に見ると、ソフトウェア基盤技術事業でM2M製品が同社の成長を大きく牽引すると予想するものの、出荷が開始されたばかりの現段階では会社計画よりも慎重な見方に留めた。抜本的な改革に着手したコンテンツ・サービス等事業は保守的な展開を想定。その背景は、ヒット作次第という不確定要因が大きい事業であり、さらなる下振れ要因となる可能性も否定できないため。

収益面については、M2M製品の先行投資負担の大きさや、低価格を武器にデファクトを狙う戦略から、当面は緩やかな利益率の向上を予想する。なお、減価償却費については、今後もソフトウェア(無形固定資産)を中心に8~9億円規模の水準が継続することを想定した。

【図表4】当センターによる中期業績予想

	13/12	14/12	15/12	16/12
売上高	8,000	8,550	9,300	10,150
前期比	6.7%	6.9%	8.8%	9.1%
ソフトウェア基盤技術事業	3,000	3,500	4,200	5,000
前期比	25.4%	16.7%	20.0%	19.0%
コンテンツ・サービス等事業	5,000	5,050	5,100	5,150
前期比	-2.1%	1.0%	1.0%	1.0%
営業利益	-700	100	350	500
利益率	-	1.2%	3.8%	4.9%
ソフトウェア基盤技術事業	-650	50	230	360
利益率	-	1.4%	5.5%	7.2%
コンテンツ・サービス等事業	-50	50	120	140
利益率	-	1.0%	2.4%	2.7%

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、12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 倍率は競合会社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。同社の今期予想 EPS がマイナスとなることから、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、現在の株価水準は割安感に乏しい水準と思われる。

【図表5】同業他社比較

銘柄 証券コード	同社 3727	エヌアイデイ 2349	コア 2359
決算期	12/12期	12/3期	12/3期
株価(円)	480	1,550	735
予想PER(倍)	-	11.7	16.1
実績PBR(倍)	0.6	0.9	1.4
予想配当利回り	0.0%	2.9%	2.7%
時価総額(百万円)	6,026	6,773	10,903
予想EBITDA倍率(倍)	15.4	5.8	11.5

(注) 同社は当センター予想、他2社は会社予想、株価は4/12終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は 600 円～810 円を想定

同社のコンテンツ・サービス等事業におけるリスク要因を加味すると、同社の適正な EBITDA 倍率はやや保守的に見積もるのが妥当と考えられる。当センターの中期業績予想（修正後）では、2016年12月期の EBITDA13 億円（営業利益 5 億円＋減価償却費 8 億円）、有利子負債を 2 億円と予想しており、同社の EBITDA 倍率を 6～8 倍と仮定すると、同社の中期的な株価水準は 600 円～810 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慎重に見ざるを得ないが、その進捗によっては中期的に業績の上振れ要因となる可能性も否定できず、その動向に注目したい。

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

■ 上場来パフォーマンス

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

■ σ (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

■ β (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 T O P I X）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（ β 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