

## ピクセラ (Pixela)

自社技術を IoT 分野に活かすことで期待成長率が高まる

アナリスト 堀 篤

東証 2 部 6731

株価 173 円 ( 8 月 20 日) 想定株価 176 円～235 円

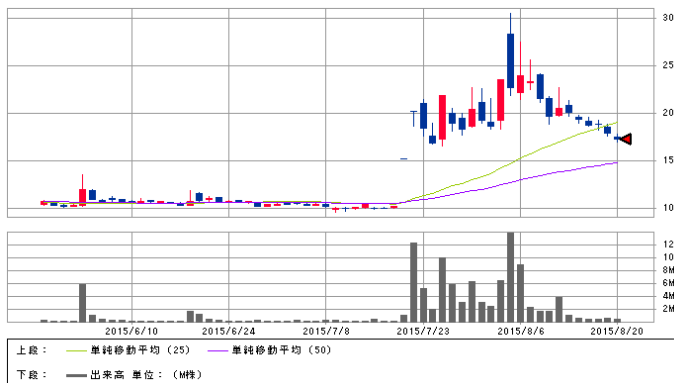
時価総額 31 億円

単位 100 株

PC、モバイル向けに TV などの画像配信用チューナーなどを開発・販売する、国内では数少ない、技術開発型企业。  
 画像配信に関する技術を保有し、大手 PC メーカーに対し、TV キャプチャーボードの OEM 提供を、行ってきた。  
 現在では、スマホやタブレット端末で TV を視聴するためのチューナーなどを大きく展開している。

### Price Gap 要因

ここ数年、激動する AV 機器・携帯端末市場に左右され、赤字を余儀なくされてきたが、すでに、新たな収益基盤への挑戦が始まっている。IoT 市場への参入など、今後期待される分野への評価は、始まったばかり。



	2014年9月期	2015年9月期
売上	3012	3445
営業利益	-500	-110
当期利益	-492	20
(単位 ; 百万円)		(2015 は会社予想)

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## ① 既存事業紹介

事業セグメントは、以下の3本が柱（）内は売上高のシェア

- ホーム AV 事業 (54%)
- パソコン関連事業 (21%)
- AV ソフトウェア事業 (6%)

## ★ ホーム AV 事業

### PRODIA (自社ブランド TV)



### モバイルフルセグチューナー



スマホ・タブレットに差し込み、地上波デジタル放送をフルセグで視聴できる

### リテール向けワイヤレステレビチューナー







スマホ・タブレットで屋内、外出先からでも TV を視聴・録画・再生ができる



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

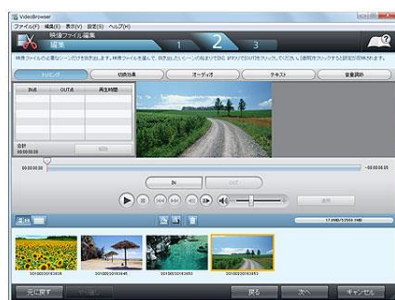
## ★ パソコン関連事業

PC でハイビジョン放送を視聴するための TV キャプチャーボード

ミニカード型		PCI Express 接続型	
型番: PIX-DT132	型番: 未定	型番: PIX-DT090	型番: 未定
			
地上デジタル	地上デジタル ダブルチューナー搭載	地上/BS/110度CS デジタル ダブルチューナー搭載	地上デジタル ダブルチューナー搭載

## ★ AV ソフトウェア事業

ビデオカメラ内蔵の編集ソフトウェアを OEM 供給



**VideoBrowser**

(キヤノン製ビデオカメラ専用ソフトウェア)

## ② 事業経過と現在の戦略

自社技術を活かしたデジタル TV や、PC 向け TV 視聴用チューナーでは、先行し、強さを発揮してきたが、ここ数年は、国内 TV メーカーの苦境や、モバイル・タブレットの進化などによる AV 市場の激変に、ビジネスモデルが追いつかなくなってきていた。

特に XP サポート終了後の PC 市場の減速は、同社の業績を直撃し、2012 年 9 月期以降の業績悪化に、追い打ちをかけた。エレクトロニクス業界全体が不況

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

に陥る中、同社も3期連続の赤字を余儀なくされ、2014年9月期には債務超過となり、継続疑義がついている。

こういった現状に対して同社は、2期連続の債務超過を避けるべく、本年、Oakキャピタルに対する約14億円のファイナンスを実行し、事業再生を本格化させた。

本レポートでは、同社の事業再生にポイントを置いて、近い将来のバリュエーションの目処を考えていきたい。

同社によると、事業再生のために、既存事業の見直しと共に、自社で保有する技術を活かした新たな分野への進出を成功させる計画であり、再生の柱とする事業については、以下の3本を計画している。

## (1) IoT 関連分野

IoT ( Internet of Things ) は、現在急拡大している市場分野。

これまで、プリンタ程度しか繋がっていなかったインターネットと「モノ」の関係が、今後は、あらゆる家庭内機器や産業用機器と結びついていく、とされる技術分野。

温度計や監視用カメラ映像など、様々なセンサー情報を、近距離無線によって、サーバーに送り、そこからインターネットへつなげることで、家庭内や工場内、オフィス内の情報を外部に伝え、次に逆に外部からの遠隔操作ができる環境を作る。

介護やセキュリティ、ホームネットワークなどの分野で活用が始まっている。この分野に対して、同社はこれまで培ってきた技術を元に、Z-Wave、LTE という二つの分野からアクセスする。

### ★ Z-Wave 分野

同社では、Z-Wave と呼ばれる近距離無線通信分野において、Z-Wave からインターネットへ情報を伝える機器 (ゲートウェイ)、センサー、リモート監視用カメラ、データ蓄積/制御用サーバー、スマホ用アプリケーションの開発を、それぞれ予定している。

### ★ LTE 分野

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

LTE (Long term evolution) は、次世代携帯電話 4G に至る前の高速通信規格で、現在主流の 3G 携帯を高速化した規格。

同社では、PC を LTE 通信につなげる USB ドングル、さらに様々なソフトウェアを搭載した、電池駆動も可能な CAT-1 用 LTE 通信モジュールを開発する。また、LTE 技術を使った IoT へ関連製品も出す。

センシング情報をゲートウェイなしで LTE 通信へつなぐことができる、LTE 通信機能搭載のセンサーを、発売する。

## (2) 自動多言語翻訳システム

同社では、インバウンド需要への対応を支援する為、PC、モバイル、タブレットの情報を多言語へ翻訳するクラウド活用のサービスを検討している。

ホテル、駅、あるいはデジタルサイネージなどに対して、サイネージメーカー、ホテル用設備販売店からのオファーを進める予定で、クライアントに対して、サーバー、チューナーからソフトウェアを同社から提供する。

## (3) AR/VR

AR とは、Augmented Reality、VR とは、Virtual Reality。CG や音響効果を駆使し、人工的な現実空間を感じさせる技術。

同社の保有する画像技術を活用し、購買、教育・ゲーム、スポーツ、といった分野での使用を目指す。

これら、3つの成長性の高い分野に対して同社の無形資産である技術力を投入し、開発機能に特化させることで、社内のコストを削減しつつ、挑戦をする。

## ③ イスラエル企業との業務提携によって進捗する IoT 分野

前述した 3つの戦略的分野のうち、まず成果が期待されるのが、IoT だ。

IDC の発表資料によると、IoT の世界市場は、2014 年で 6558 億 \$。この市場は、2020 年まで年平均で 16.9% の成長を見込まれるとしている。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

2020年の市場規模は、1兆7000億\$となり、うち、デバイスはその31.8%を占めるとされている。

今年7月17日、同社は、この急拡大が予想されるIoT市場への戦略を、第三者割当増資の開示と共に発表した。

債務超過を免れるために、あまり具体化していない戦略を掲載する企業は多いが、同社の場合には、長年培ってきた技術を活かす、という前提があるため、ここまで十分に用意をしてきた、「現実感」があると言って良いだろう。

さらに、8月4日には、LTE通信モデムを欧米で展開している、Altair社と業務提携を発表し、実際に計画を進捗させていることを、周囲に認識させた。

Altair社は、日本市場ですでに、大手キャリア向けにLTEモデムの拡販を行っており、今回の提携により、ピクセラ社が既存のAltair製LTEモデムを搭載する通信機器の開発を行うことは、早い段階での収益化が期待されるものと思われる。

このように、「IoT向け製品の投入と市場の確保」が、確実に行われることは、同社の業績回復への期待を大きくさせる。

8月4日の発表資料によると、外付でLTE利用を可能とするUSB Dongleと、LTEモデム搭載の防災用IP-STBについては、すでに開発の目処がついているものと思われる。

製品の市場投入の時期は、前回の第三者割当増資の開示資料から読み取る限り、年内に間に合うだろう。

他の二つの分野（多言語自動翻訳サービス、ARVR）についても、追って具体的な動きが公表されると思われるが、現状では、不明だ。

#### ④ 業績予想

今後の業績予想についての大枠は、以下のように考えたい。

- (1) 新規事業（IoT）の利益貢献は、来期第二四半期からとなる
- (2) ただし、来期は開発費がかさむ部分があるので、利益拡大期は昨来期
- (3) 今期の赤字要因の一つは、売却した子会社が行っていた光触媒事業であり、子会社売却による特別利益はあるが、営業利益が同セグメントで改

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



善することはあまり望めないだろう。

- (4) パソコン向け商品については、Windows10 搭載機種の出場に合わせ、売上増加が期待される。
- (5) ただし、増資引受先である Oak キャピタルは今期の債務超過は絶対に避ける自信があるからこそその引き受けと考えられ（予約権の行使はなし）るので、最終赤字は1億80百万円未満になるはず。
- (6) 新規事業（IoT、翻訳、AR・VR）についても、来期開発、収益寄与は昨来期と見る

今期については、事業構成の変革のためのオペレーションを余儀なくされるので、会社予想の達成は難しいと思われる。

ただし、来期以降の利益を伸ばす方向性は、間違っていないだろう。

また、来期一年は、黒字化は可能だが、開発コストをどこまで外部で回せるか、どれだけ早い収益化ができるか、という課題が、同社のポイントとなるだろう。これらは、ビジネスモデル的な工夫、あるいは社内外のオペレーションによる影響度が大きくなる。来期第二四半期頃には、その概要が明らかになっているだろう。

今期・来期の業績予想数値に関しては、以下を予想する。

2013年～2015年9月期連結業績実績（2015年3Qまで）予想（2015年期末 2016年期末）

単位：千円

6731(東2) ビクセラ 決算9月										当社予想		
	2013年(H25年)	成長率	2014年3Q	成長率	2014年(H26年)	成長率	2015年3Q	成長率	会社2015年(H27年)	成長率	2015年(H27年)	2016年(H28年)
売上	3,718,944		2,225,148		3,012,495	-19.0%	2,300,700		3,445,000		3,200,000	3,267,000
		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高
売上総利益	886,029	23.8%	421,114	18.9%	670,350	22.3%	532,215	23.1%			780,000	816,750
販売管理費	1,218,414	32.8%	879,053	39.5%	1,170,465	38.9%	792,850	34.5%			960,000	944,000
営業利益	-332,385	-8.9%	-457,938	-20.6%	-500,144	-16.6%	-260,635	-11.3%	-110,000	-3.2%	-180,000	21,000
経常利益	404,172	10.9%	-502,162	-22.6%	-557,124	-18.5%	-280,060	-12.2%	-135,000	-3.9%	-205,000	12,000
純利益	-253,242	-6.8%	-549,029	-24.7%	-492,545	-16.4%	-221,828	-9.6%	20,000	0.6%	-60,000	12,000
配当	0		0		0		0		0		0	0
		総資産比		総資産比		総資産比		総資産比		総資産比		総資産比
純資産	25,082	1.7%			-111,651	-7.7%			208,349		128,349	1,240,349
平均					-43,285				48,349		8,349	684,349
総資産	1,445,280				1,451,343							
平均					1,448,312							
ROE									9.60%		-46.7%	0.97%
ROA					-38.47%							
EPS	-23.15				-38.13				1.16		-3.48	0.42
BPS	2.29				-8.64				12.08		7.44	43.91

上記期間におけるセグメント別売上営業利益（2015、2016は予想）

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

	2013年	利益率	3Q	利益率	2014年	利益率	3Q	利益率	2015年	利益率	2016年	利益率
ホームAV	1,651,275		1,120,523		1,641,398		1,462,231		2,000,000		2,250,000	
	-161,153	-9.8%	119,014	10.6%	220,393	13.4%	167,396	11.4%	260,000	13.0%	286,000	0.13
パソコン関連	1,322,941		551,656		639,379		422,009		700,000		67,000	
	214,241	16.2%	-196,578	-35.6%	-268,990	-42.1%	-57,627	-13.7%	-20,000	-2.9%	-15,000	-22%
AVソフトウェア	291,826		133,614		191,764		171,028		245,000		300,000	
	131,343	45.0%	69,719	52.2%	110,889	57.8%	120,923	70.7%	150,000	61.2%	160,000	53.3%
光触媒・新規事業	452,900		419,353		539,952		245,430		260,000		650,000	
	10,284		71,784	17.1%	86,629	16.0%	-124,022	-50.5%	-100,000	-38.5%	30,000	4.62%
共通費	527,100		521,877		649,065		367,305		470,000		440,000	
連結営業利益	-332,385		-457,938		-500,144		-260,635		-180,000		21,000	

## ⑤ 中期成長率評価

既存事業については、現在のビジネスモデルを、よりライセンスフィー的な売上形態へ変革する必要に迫られる可能性を考慮すると、中期的には、売上高の成長はマイナス成長となる可能性がある。

PC 関連の成長は、PC 市場の動向に大きく左右される可能性が高いことも含めて考え、中期的には以下の前提で検討をしていきたい。

- (1) 既存のホーム AV 事業、ソフトウェア事業は、消費税の影響剥落等の反動で、2016 年 9 月期までは年率 10%程度の売上成長が可能だが、それ以降は横ばいへ。
- (2) 上記 2 事業の利益は、コスト削減効果、ビジネスモデル自体の変化から、2017 年 9 月期までは 10%以上の利益回復。その後は横ばいへ。
- (3) パソコン関連事業は、メーカー事情に左右されるが、基本的には 2016 年 9 月期以降は、売上・利益ともに 0 成長と想定。
- (4) 新規事業は、2016 年 9 月期より売上利益に寄与。本格的には、2017 年 9 月期から。
- (5) 新規事業のうち、IoT 関連事業は、2018 年 9 月期には一定の規模になるまで急成長をし、以降 3 年間程度、15%以上の成長を見込む。

以上の前提を参考に、以下のように中期的な損益を暫定的に想定してみる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



	2014	2015	2016	2017	2018
売上	3,012,495	3,200,000	3,870,000	4,695,000	5,350,000
売上総利益	670,350	780,000	967,500	1,126,800	1,230,500
販売管理費	1,170,465	960,000	944,000	976,800	1,026,500
営業利益	-500,144	-180,000	21,000	150,000	204,000
経常利益	-557,124	-205,000	12,000	145,000	200,000
当期利益	-492,545	-60,000	12,000	143,000	200,000
EPS	-17.44	-2.12	0	5.06	7.08
HAV	1,641,398	2,000,000	2,250,000	2,275,000	2,300,000
	220,393	260,000	286,000	295,000	299,000
PC	639,379	700,000	670,000	720,000	650,000
	-268,990	-20,000	-15,000	0	-20,000
SOFT	191,764	245,000	300,000	300,000	300,000
	110,889	150,000	160,000	140,000	140,000
IoT			500,000	1,200,000	1,800,000
			25,000	140,000	190,000
その他			150,000	200,000	300,000
			5,000	25,000	50,000
消去			440,000	450,000	455,000

(単位：千円) 2015 年以降は当社予想

## ⑥ テクニカル



増資発表直後の上昇以降、株価は新規事業への期待に沿って動きだした。しかしその後、25日移動平均線まで調整をしており、第一の買いゾーンに来ている。ただし、オシレーター系指標を見る限り、まだ下落しきったとは言い難い。

場合によっては150円近辺までの調整後、出直りか。

調整のあるなしに関わらず、次の高値目処は250円近辺にある。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## ⑦ 株価想定

ジグソー（3914）などのIoT関連銘柄の急上昇によって、同社のバリュエーションには大きなボラティリティがつく。

基本となるのは、まずは収益基盤の定着が期待される2017年9月期の収益だろう。

2017年9月期EPS=5円を想定する。

2017年9月期以降4年間の平均利益成長率は28%と想定。

PEG=1.5~2.0を想定

上記の場合、

$PER=28 \times 1.5=42$ 、 $28 \times 2=56$

株価の移動範囲は、PER=42倍~56倍

EPS=5円とすると、株価は、210円~280円

ただし、EPSは2年後のものなので、16%をディスカウント

株価想定=176円~235円

ただし、新規事業について、AR/VR、自動翻訳事業の想定が見えてきた際には、再度バリュエーションをやり直す必要があるだろう。

### 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。

2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。