

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

ピクセラ

6731 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 12 月 21 日 (金)

執筆：客員アナリスト

廣田重徳

FISCO Ltd. Analyst **Shigenori Hirota**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2018年9月期通期決算	01
2. 2019年9月期通期業績予想	01
3. 事業戦略	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業概要	05
■ 業績動向	07
1. 2018年9月期通期決算	07
2. 2019年9月期通期業績予想	10
■ 事業戦略	11
1. 事業構造改革	11
2. AV関連事業の新規成長分野	12
3. 家電事業の今後の見通し	14
■ 株式の状況	16
1. 株主還元策	16
2. 新株予約権発行	16

■ 要約

2018年9月期は家電事業のM&Aにもかかわらず、 新製品の生産遅れで赤字に 2019年9月期は4K関連製品の販売拡大で、 前期比3倍超の大幅な増収を目論む

ピクセラ<6731>は、映像技術領域（放送、画像、通信等）のソフトウェアにおける開発力と長年の開発ノウハウを有し、液晶テレビやデジタルチューナー等のデジタルAV家電及び関連製品、組込部材等の開発・製造・販売、テレビキャプチャー及び関連製品の開発・製造・販売、デジタルカメラ・ビデオカメラ向け画像編集関連ソフトウェアの開発・販売等を行っているAV関連事業と、2018年5月に連結子会社化した（株）A-Stageにおいて行っている、白物家電を中心とする家電製品の企画・製造・販売等を手掛ける家電事業を展開している。

1. 2018年9月期通期決算

2018年9月期通期の決算は、売上高がA-Stageの買収により前期比5.3%増の2,551百万円となった一方、営業損失が1,005百万円（前期は19百万円の利益）、経常損失が1,030百万円（前期は18百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失が1,048百万円（前期は7百万円の利益）と、いずれも10億円を超える大幅な赤字となった。Google（グーグル<GOOGL>）が提供するプラットフォームであるAndroidTVを搭載し、2018年12月1日から国内で開始される「新4K衛星放送」の視聴に対応した、新製品の4K Smart Tunerの生産スケジュールが、製造委託先の都合により後ろ倒しとなったことで、自社ブランド製品や受注が確定していた国内大手家電メーカー2社向けのOEM製品について、第4四半期（2018年7月～9月）に予定していた売上高約14.6億円が計上できなくなったことが最大の要因。4K Smart Tunerを含む4K関連製品の開発期間が延伸したことにより開発費用も大幅に増加した。他のAV関連事業においても、市場開拓が予想どおり進まず、約5億円の売上未達となった。収益構造も、売上総利益率が前期の33.2%に対し12.5%へ大きく低下した。

2. 2019年9月期通期業績予想

2019年9月期通期業績の会社予想は、売上高が前期比227.8%増の8,364百万円（前期は1,005百万円の損失）、営業利益が305百万円（同1,030百万円の損失）、経常利益が276百万円（同1,048百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益が183百万円と、前期比3倍超の大幅な増収及び黒字回復の予想となっている。同社単体の売上高（AV関連事業売上高）が5,454百万円、営業利益が180百万円、A-Stageの売上高（家電事業売上高）が2,910百万円、営業利益が125百万円と予想されている。第2四半期累計期間の業績予想は開示されていない。AV関連事業、家電事業ともに大幅な増収を前提にしたものであり、売上高が未達になった場合は黒字回復が危ぶまれる。増収の中でも、自社ブランドでの4K関連製品の販売拡大が最大の課題と言える。

要約

3. 事業戦略

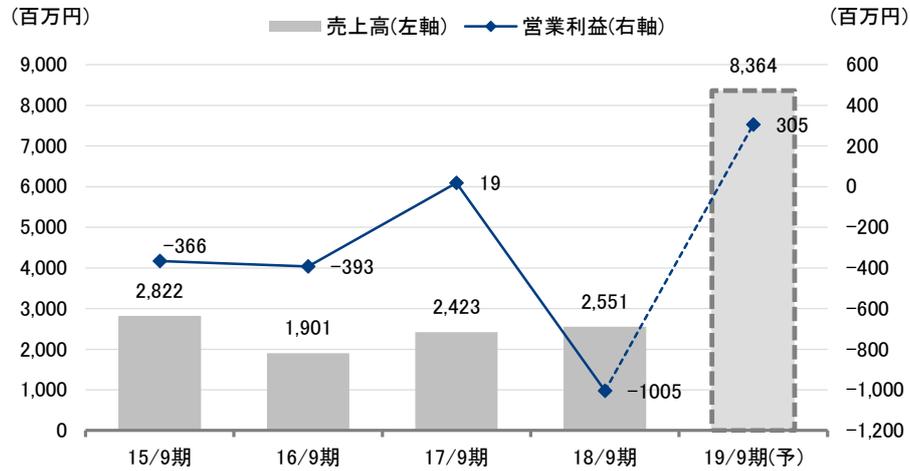
同社は、OEM 先の都合で収益が大きく影響される状況からの脱却を図るための EC による直販体制及び自社ブランドの構築、買い替えまでのライフサイクルが比較的長い製品の売切販売に偏らないための月額課金型ビジネスモデルの構築により、事業構造の改革を図ろうとしている。AV 関連事業では、新 4K 衛星放送対応の 4K Smart Tuner や 4K テレビの拡販に加え、4K 映像対応 STB（セットトップボックス）をプラットフォームとして、IoT、AI/ ビッグデータ、AR/VR（拡張現実 / 仮想現実）分野における事業拡大を計画している。同 STB については、FTTH（光回線）サービスとのセット販売や、接続される周辺機器の開発・販売を既に開始している。IoT 分野においては、SIM フリー対応の LTE 対応 USB ドングル（小型のデバイス）がリテール向けだけでなく、一括大量導入の見込める法人向けにも展開されて好調に推移しており、MVNO（仮想移動体通信事業者）サービスのセット販売も行っているほか、離れた場所から家の監視が行えるホーム IoT サービスを展開している。AI/ ビッグデータ分野においては、自社のテレビチューナーを利用する多数のユーザーを既に抱えている強みを生かして、テレビの視聴データやその分析結果及び分析基盤プラットフォームを提供している。AR/VR 分野では、スマートフォン用 VR 無料アプリを提供しており、プロ野球や J リーグの試合のライブ配信等の実績を積み重ねている。同社はこれらの新規分野において、継続的で利益率の高いサービス収益の基盤を構築していくことにより、安定的で持続性のある再成長を図っていく考えであり、買収及び資本業務提携を進めることとしている。家電事業では、白物家電の中でもキッチン家電に引き続き注力していくほか、今後は宿泊施設や飲食店等を含む業務用の販路開拓を進めるとともに、ショップブランドとしての供給も拡大していくことにより、2022 年 3 月まで年平均成長率 25% での売上高の成長を目指している。

Key Points

- ・映像技術領域（放送、画像、通信等）のソフトウェア開発力を生かしたハードウェア・ソフトウェア製品及び関連サービスからなる AV 関連事業と、白物家電中心の家電事業を展開
- ・2018 年 9 月期は、売上高 2,551 百万円、営業損失 1,005 百万円、経常損失 1,030 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失 1,048 百万円と大幅な赤字を計上
- ・2019 年 9 月期通期業績の会社予想は、前期比 3 倍超の増収となる売上高 8,364 百万円と、営業利益 305 百万円、経常利益 276 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 183 百万円の黒字回復を予想しているが、自社ブランドの 4K 関連製品の拡販が最大の課題
- ・AV 関連事業では、4K 映像対応 STB をプラットフォームとして、IoT 事業、AI/ ビッグデータ事業、AR/VR 事業を拡大していくことで、今後の再成長を図る
- ・家電事業は、2022 年 3 月まで年平均成長率 25% での売上成長を目指している

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

映像技術領域のソフトウェア開発力を生かした AV 関連事業、A-Stage による白物家電中心の家電事業を展開

1. 会社沿革

同社は、1982年6月に株式会社堺システム開発として設立され、PC周辺機器にかかるハードウェア・ソフトウェア製品の受託開発から事業を開始した。1990年10月にMacintoshの周辺機器製品を発売後、自社開発製品をリテール向けにも展開している。同社は、映像技術領域（放送、画像、通信等）のソフトウェアにおける開発力と長年の開発ノウハウを有し、アプリケーションレイヤーだけでなく物理レイヤー（ハードウェア）にも強く、チップベンダー等が提供する開発キットに頼らない商品企画や、ハードウェアの性能を生かしたソフトウェア開発を強みとしている。

1997年10月、同社製品の販売を行っていた（株）ピクセラの営業の全部及び商号を譲り受け、株式会社ピクセラに商号変更。2002年12月に東証マザーズへの株式上場を果たし、2004年9月には東証1部へ市場変更した。当時の主力製品は、PC向けテレビキャプチャーボードとデジタルカメラ・ビデオカメラ向け画像編集関連ソフトウェアで、PCでのテレビ視聴・録画という利用スタイルの拡大や、デジタルカメラ・ビデオカメラの普及拡大に伴って業績を伸ばし、主要なPCメーカーやデジタルカメラ・ビデオカメラメーカーのほとんどに採用されていた。また、2003年12月に開始された地上デジタルテレビ放送に対応したテレビやチューナーも販売し、業績を拡大した。

会社概要

その後、過去最高の売上高を計上した2011年9月期での営業黒字の計上後、コンシューマ向けPCの出荷台数の減少及びPCでのテレビ視聴・録画という利用スタイルの縮小、携帯電話のカメラ性能向上やスマートフォンの普及拡大に伴うデジタルカメラ・ビデオカメラの出荷台数減少、需要一巡後の地上デジタルテレビの市場縮小により、業績が下降線をたどり、2012年9月期以降、2016年9月期まで通期での営業損失を計上するに至った。2014年9月期には債務超過となり、2015年2月に東証1部から東証2部へ指定替えとなった。2014年12月に行われた代表取締役社長の藤岡浩（ふじおかひろし）氏を割当先とする第三者割当増資、及び2015年8月に行われたOakキャピタル<3113>を割当先とする第三者割当増資により、2015年9月期に債務超過は解消された。

2016年9月期まで5期連続となる通期での営業損失を計上したことから、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況が存在していた。当該状況を解消するため、新規事業の早期収益化、コスト削減の継続を実施しながら、2017年9月期に黒字転換し、また新株予約権の行使により資金調達したことで財務基盤の一定の安定化が図られたことから、2017年9月期に継続企業の前提に関する注記記載を解消した。

同社は、OEM供給、商社経由の間接販売、製品の売切販売に偏っていた従来の事業構造を改革し、自社ブランドの確立、ECによる直販体制の構築、月額課金型ビジネスモデルの構築を図っていく考えであり、2018年3月にOakキャピタルを割当先として発行した新株予約権による調達資金を活用して、積極的に買収及び資本業務提携を進めることとしている。

2018年5月17日に、M&Aの第1弾として、白物家電を中心とする家電製品の企画・製造・販売を手掛けるA-Stageの全発行済株式を取得し、連結子会社とした。A-Stageの株式取得総額は900百万円、買収に伴うのれんは2018年9月期末で39百万円であり、のれんの減損リスクは抑えられており堅実なディールであると評価できる。

A-Stageは当初、情報システムの受託開発等を手掛ける（株）エスキュービズムの新規事業として2014年に開始された。開始当初は、液晶テレビやDVD・CDプレイヤー等の黒物家電（デジタルAV家電）を、家電量販店最大手のヤマダ電機<9831>やホームセンター大手の（株）カインズ等へ販売していた。その後、（株）ヨドバシカメラへの販売を開始するなど販路を拡大し、事業開始2期目には年商約10億円を計上して通期黒字を達成した。事業開始3期目には白物家電の現在の主力商品となる冷蔵庫の販売を開始し、同4期目には、一人暮らしに最適な「ROOM家電」というコンセプトのもと、白物家電の商品ラインアップを増やすとともに、社員の採用や外部との協力関係の構築によって徐々に体制強化を図り、A-Stageの決算期である2018年3月期通期の売上は約20億円へ成長した。

会社概要

同社は A-Stage 買収の狙いを、A-Stage の企画力を活用した同社製品のブランド力向上及び販売力強化にあるとし、従来、技術ドリブンでの製品開発を強みとしていた同社と、市場ニーズを捉えた製品開発に強みを持っている A-Stage とでは、製品企画において相互に補完し合える関係にあり、シナジーの十分見込める M&A であるとしている。白物家電と黒物家電とでは調達先メーカーが一般的に異なるものの、両社ともに販売している液晶テレビについては、開発・調達・販売における直接的なシナジーが短期的に期待し得るほか、製品の品質管理やアフターサービスにおいては、液晶テレビ以外の製品も含めて、同社のこれまでの経験・ノウハウを含めた経営資源が生かされることが期待し得る。ほかに、営業や物流においても、機能を統合することによる効率化が見込めるものと推測される。また、今後の展開として、同社が展開するホーム IoT サービス向けに、同社の技術協力を受けて IoT 機能を搭載したスマート家電を A-Stage がラインアップしていくことが想定される。

2. 事業概要

同社は、2017年9月期まで、AV 関連事業、光触媒関連事業の2つを報告セグメントとしていたが、光触媒関連事業からは2017年10月に撤退した。AV 関連事業は、2015年9月期までホーム AV 事業、パソコン関連事業、AV ソフトウェア事業の3つの報告セグメントに分かれていた。2018年5月の A-Stage の買収により、2018年9月期から報告セグメントに家電事業が追加された。

(1) AV 関連事業

同社は従来より、液晶テレビやデジタルチューナー等のデジタル AV 家電及び関連製品、組込部材等の開発・製造・販売（2015年9月期以前の報告セグメントでは、ホーム AV 事業）、テレビキャプチャー及び関連製品の開発・製造・販売（同、パソコン関連事業）、デジタルビデオカメラ向け画像編集アプリケーションソフトウェアの開発・販売（同、AV ソフトウェア事業）を行っている。PC 向けテレビ受信機やモバイル向けテレビ受信機においては、同社製品が市場のトップシェアを占めている。テレビ視聴に関するソフトウェアは自社製品に活用するほか、組込ソフトウェア、SDK（ソフトウェア開発キット）、バンドル（同梱）ソフトウェアとして他社向けにも販売し、受託開発またはロイヤルティの形態で受注している。

新分野として2016年9月期より IoT 事業を開始し、新ブランド「Conte」を立ち上げ、ハードウェア製品の販売にとどまらず、離れた場所から家の監視や家族の見守りを手軽に導入できる「Conte ホームサービス」を展開している。また、SIM フリー対応の LTE 対応 USB ドングルを、リテール向けだけでなく、一括大量導入の見込める法人向けにも販売しており、MVNO サービス「ピクセラモバイル」のセット販売も行っている。

同社は2018年7月12日、総務省公募の IoT 創出支援事業の実施においてパートナー関係にもあった（株）オックスコンサルティングから吸収分割によりすべての事業を承継する新設会社の発行済株式の39%を取得して、持分法適用関連会社とすることを発表した。オックスコンサルティングは民泊・ホテル向けブランド導入コンサルティング、民泊・ホテル施設運営コンサルティング及び運用代行サービス、インバウンドマーケティング支援において幅広い経験・ノウハウを有しており、楽天グループが手掛ける民泊事業のオペレーションも担当しているものとみられる。同社は発行済株式の取得に加え、転換社債型新株予約権付社債も引き受けており、同社債の新株予約権部分を行使した場合の持株比率は77%となる。投資額は、同社債の引受分を含めて、約60百万円と抑えられている。

会社概要

これら AV 関連事業の 2018 年 9 月期の売上高は 1,565 百万円で、全社売上高の 61.4% を占めている。販売先上位は、PC 関連製品の大手商社であるシネックスインフォテック（株）、ソフトバンクコマース & サービス（株）と、PC 向けテレビキャプチャーボード等の納入先である富士通<6702>で、2018 年 9 月期においては、上位 3 社に対する売上高が全社売上高の約 50% を占めている。コンシューマ向け販路についてはもっぱら大手商社に依存しており、それ以外のメーカーやサービス事業者向け等については OEM 供給を含む直接販売を中心に行っている。

(2) 家電事業

家電事業を担っている A-Stage は、「ENRICH THE ROOM ～部屋を、ひとつ豊かに～」というコンセプトのもと、一人暮らしに最適な製品を展開している。デザインにおいて競合製品との差別化を図るとともに、必要十分な機能に絞ることによって品質と価格のバランスを取っており、約 120SKU（ストック・キーピング・ユニットという受発注・在庫管理の単位。2018 年 7 月時点）の幅広いラインアップを展開している。

製品は、世界の大手メーカーから業務受託している海外の ODM メーカー（委託者のブランドで設計・製造するメーカー）や EMS メーカー（電子機器の受託生産メーカー）から調達しており、デザイン面では、DC（直流モーター使用）扇風機で有名なバルミューダ（株）出身のプロダクト・デザイナーである池内昭仁（いけうちあきひと）氏が運営する印デザイン（インデザイン）と業務委託契約を結んでいる。

最大の売上げを占めているのは相対的に単価の高い冷蔵庫で、部屋の雰囲気に合わせられるようなカラー・パリエーションを展開しており、一部を除いて両開きにも対応することで置き場を選ばないようになっている。白物家電では他に、冷凍庫、ワインクーラー、炊飯器、電子レンジ、オーブントースター、吸煙グリルといったキッチン家電に加え、扇風機、冷風扇、布団乾燥機、ロボット掃除機、スティッククリーナー等を販売している。

黒物家電では、液晶テレビ、据置型 DVD プレイヤー、ポータブル DVD プレイヤー、ポータブル CD プレイヤー、ポータブル TV・ラジオ、Bluetooth スピーカー等を販売している。一部の製品では、大手 EC サイトのランキング上位を獲得したこともある。

大手家電量販店や大手ホームセンターでの販売が中心で、ヤマダ電機、ヨドバシカメラ、カインズ、（株）ベイシア、セブン & アイ・グループ GMS（総合スーパー）店舗等で販売されている。一部の販売先に対しては、ショップブランドとしての供給も行っている。楽天市場にて自社 EC サイトを展開しているほか、他社 EC サイトでの販売も行っている。EC での販売比率は現時点では約半分となっており、EC に適した商材であると言える。EC サイトの運営においては、同社の EC 担当者が業務支援を行っている。

家電事業の 2018 年 9 月期の売上高は、6 ヶ月分で 985 百万円となっており、全社売上高の 38.6% を占めているが、年換算では AV 関連事業の売上高を上回ったと言える。

業績動向

2019 年 9 月期予想は大幅な増収を予想するが、 自社ブランドの 4K 関連製品の拡販が最大の課題

1. 2018 年 9 月期通期決算

2018 年 9 月期通期の決算は、売上高が A-Stage の買収により前期比 5.3% 増の 2,551 百万円となった一方、営業損失が 1,005 百万円（前期は 19 百万円の利益）、経常損失が 1,030 百万円（前期は 18 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失が 1,048 百万円（前期は 7 百万円の利益）と、いずれも 10 億円を超える大幅な赤字となった。収益構造も、売上総利益率が前期の 33.2% に対し 12.5% へ大きく低下した。前期は 4K 映像対応 STB の受託開発に関わる売上げの構成比が高かったのに対し、2018 年 9 月期は A-Stage の買収もあって製品売上上の構成比が高くなったことにより収益性が低下した。

2018 年 9 月期下期（2018 年 4 月 - 9 月）の売上高は上期（2017 年 10 月 - 2018 年 3 月）比約 2.6 倍の 1,846 百万円となったものの、AV 関連事業のみでは 860 百万円となり、M&A を除く増収は上期比 22.1% にとどまった。

AV 関連事業の売上高は前期比 34.8% 減、金額ベースでは前期比 837 百万円減の 1,565 百万円と大幅な減収となった。また、全社費用 740 百万円を配分していないセグメント損失は 203 百万円で、前期のセグメント利益 518 百万円と比べて 722 百万円の大幅な減益となった。

期首に発表された AV 関連事業の通期業績予想は、売上高 3,512 百万円、営業利益 52 百万円、経常利益 27 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 14 百万円と増収増益の予想であったが、決算期終了後の 2018 年 10 月 26 日に大幅に下方修正された。2018 年 12 月 1 日から国内で開始される新 4K 衛星放送の視聴に対応した新製品の 4K Smart Tuner 「PIX-SMB400」の生産スケジュールが、製造委託先の都合により後ろ倒しとなったことで、自社ブランド製品や受注が確定していた国内大手家電メーカー 2 社向けの OEM 製品について、第 4 四半期（2018 年 7 月 - 9 月）に予定していた売上高約 14.6 億円が計上できなくなったことが最大の要因。4K Smart Tuner を含む 4K 関連製品の開発期間が延伸したことにより開発費用も大幅に増加した。他の AV 関連事業においても、市場開拓が予想どおり進まず、約 5 億円の売上未達となった。AV 関連事業における合計約 9.6 億円の売上未達が連結ベースでの大幅赤字の要因であるものの、通期連結の営業損失 1,005 百万円を当該売上でカバーするには当該売上ににかかわる営業利益率が 50% 超でなければならないことから、仮に当該売上が達成できていたとしても、通期連結の営業損失の計上は避けられなかった可能性が高い。

AV 関連事業におけるかつての主力製品であった、PC 向けテレビキャプチャー関連製品、ビデオカメラ向け画像編集アプリケーションは、ともに市場縮小が続き減収減益となった。また、「Xit（サイト）」という新ブランドでの展開を開始したリテール製品も、旧ブランド製品の在庫処理や新製品の発売遅延により減収減益となった。新規事業分野である IoT 関連分野は、Conte ホームサービスの受託開発案件の増加、LTE 対応 USB ドングルの販売の増加及びセット販売したピクセラモバイルの契約の増加があったものの、AV 関連事業全体への収益貢献度は限定的であった。

業績動向

2018年9月期より新たな報告セグメントとして追加された家電事業は、売上高が985百万円、全社費用及びA-Stage 買収関連費用59百万円を配分していないセグメント損失が2百万円となった。家電事業ののれん償却額3百万円を考慮すると、A-Stageの営業利益は約1百万円と試算される。グループとしての仕入コスト削減、商流統合、物流効率化等が実施されているものの、2018年9月期には効果がまだ十分表れていないと言える。

家電事業の売上高は6ヶ月分であり、単純に2倍すると約20億円となり、A-Stageの2018年3月期の年商よりダウンしたことになる。これは、2018年9月において、台風で物流網が影響を受け、予定どおりの出荷ができなかったためとのことである。ただし、同月単月の出荷が順調であったとしても、買収後はまだ売上高が顕著な成長を示していないものと推測される。

2018年9月期通期業績

(単位：百万円)

	17/9期		予想	実績	18/9期		前期比	予想比
	実績	売上比			売上比	前期比		
売上高	2,423	-	2,551	2,551	-	5.3%	0.0%	
売上原価	1,619	66.8%	-	2,231	87.5%	37.8%	-	
売上総利益	804	33.2%	-	319	12.5%	-60.3%	-	
販管費	785	32.4%	-	1,325	51.9%	68.8%	-	
営業利益	19	0.8%	-1,004	-1,005	-39.4%	-	0.2%	
経常利益	18	0.8%	-1,029	-1,030	-40.4%	-	0.1%	
親会社株主に帰属する 当期純利益	7	0.3%	-1,047	-1,048	-41.1%	-	0.2%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

純資産は、親会社株主に帰属する当期純損失を計上したものの、新株予約権の行使により1,376百万円の株式発行があったことにより、前期末比341百万円増加し、2,933百万円となった。一方で、総資産が同550百万円増加したことにより、自己資本比率は前期末の82.3%から79.0%へ低下した。

流動資産は、現金及び預金や受取手形及び売掛金の減少の一方で、商品及び製品が同689百万円、前渡金が同260百万円増加したこと等により、同106百万円増加した。在庫回転期間が前期の0.7ヶ月分から3.9ヶ月分に大きく伸びたのは、A-Stageの在庫が約3ヶ月と高い水準にあるのに加え、4K関連製品の手配によるものとのこと。前渡金の増加は、4K Smart Tunerの製造委託に関わるもので一時的とみられる。

固定資産は、工具、器具及び備品が前期末比82百万円、のれんが同39百万円、ソフトウェアが同170百万円、投資有価証券が同75百万円、敷金が同59百万円増加したこと等により、同446百万円増加した。工具、器具及び備品の増加は主に4K関連製品の開発に係わる機器の取得、のれんの増加はA-Stage株式の取得、投資有価証券の増加はオックスコンサルティングの株式の取得及び転換社債型新株予約権付社債の引受によるもの。同社では従来、ソフトウェアの資産計上は限定的であったが、2018年9月期は4K Smart Tunerに関連するソフトウェアを資産計上した。

流動負債は、支払手形及び買掛金が同150百万円、賞与引当金が同46百万円増加したこと等により、同208百万円増加した。

業績動向

連結貸借対照表及び主要な経営指標

(単位：百万円)

	14/9期	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	増減額
流動資産	1,153	989	1,092	2,930	3,036	106
現金及び預金	216	248	384	1,843	1,058	-785
棚卸資産	267	250	217	143	829	685
売上債権	620	436	447	822	567	-255
固定資産	294	155	126	201	647	446
有形固定資産	131	35	9	76	126	50
無形固定資産	11	6	28	39	277	237
投資その他の資産	151	113	89	85	243	158
資産合計	1,451	1,168	1,240	3,148	3,699	550
流動負債	1,024	825	525	529	737	208
買掛債務	428	286	263	300	451	150
短期借入金 (1年内返済予定の長期借入金含む)	330	328	117	0	0	0
固定負債	538	101	27	26	27	1
長期借入金・社債	500	73	0	0	0	0
負債合計	1,562	927	553	556	765	209
(有利子負債)	830	401	117	0	0	0
純資産合計	-111	240	686	2,592	2,933	341
【収益性】						
ROA	-38.4%	-30.4%	-36.6%	0.8%	-30.1%	-
ROE	-	-	-	0.4%	-	-
営業利益率	-16.6%	-13.0%	-20.7%	0.8%	-39.4%	-
【安全性】						
自己資本比率	-7.7%	19.8%	54.1%	82.3%	79.0%	-
D/E レシオ	-7.44倍	1.74倍	0.18倍	-	-	-
流動比率	112.7%	119.8%	207.8%	553.9%	411.9%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年9月期のキャッシュ・フローは、税金等調整当期純損失の計上等により、営業活動によるキャッシュ・フローが843百万円の支出、A-Stage株式の取得842百万円、有形固定資産の取得110百万円、無形固定資産の取得201百万円等により、投資活動によるキャッシュ・フローが1,353百万円の支出となった。一方、新株予約権の行使に伴う株式発行による収入1,361百万円等により、財務活動によるキャッシュ・フローが1,377百万円の収入となった。

同社は2018年9月期において営業活動によるキャッシュ・フローが5期連続でマイナスとなっており、多額の営業損失を計上したことから、継続企業の前提に関する重要な疑義を生じさせるような事象または状況が存在している。一方で、財務基盤は一定の安定性が確保されているため、継続企業の前提に関する重要な不確実性は認められないと同社は判断している。

2. 2019年9月期通期業績予想

2019年9月期通期業績の会社予想は、売上高が前期比227.8%増の8,364百万円、営業利益が305百万円（前期は1,005百万円の損失）、経常利益が276百万円（前期は1,030百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益が183百万円（前期は1,048百万円の損失）と、前期比3倍超の大幅な増収及び黒字回復の予想となっている。同社単体の売上高（AV関連事業売上高）が5,454百万円、営業利益が180百万円、A-Stageの売上高（家電事業売上高）が2,910百万円、営業利益が125百万円と予想されている。第2四半期累計期間の業績予想は開示されていない。

同社は以前、2019年9月期における目標を売上高80～120億円、営業利益8～12億円（営業利益率10%）としていたが、AV関連事業において前期から持ち越された売上げを考慮に入れると、通期業績予想は以前の目標値から後退している。

家電事業の売上高は、前述のとおり、年換算した場合の前期売上高が約20億円と試算されることから、2,910百万円という予想は約9億円の増収となる。売上高の内訳は、IoT機能搭載製品を含む白物家電で1,746百万円、4K関連製品を含む黒物家電で1,164百万円を予想している。前期は在庫の欠品による機会損失も多かったため、在庫水準を高めているとのことであり、家電量販店やホームセンター等のチェーン店販路を拡大していくことにより、同社は達成可能な売上高予想だとしている。また、2019年9月期の予想に基づくA-Stageの営業利益率は4%超となるが、家電事業の前期のセグメント利益率はのれん償却前の推定で1%に満たないこと、類似する事業を行っているツインバード工業<6897>の2018年2月期の営業利益率が1.6%、山善<8051>の家庭機器事業における2018年3月期のセグメント利益率が3.3%であることを考えると、容易に達成可能な利益水準とは見受けられない。同社は、固定費を増やさずに、売上高を予想どおり達成できれば、営業利益予想の達成は可能としている。

AV関連事業の売上高は前期比約39億円の増収を予想しており、その内訳は既存製品で1,341百万円、4K関連製品で4,113百万円を予想している。前期のAV関連事業売上高1,565百万円に4K関連製品の売上げはほとんど含まれていないため、既存製品は約2億円の減収ということになる。一方、前期から出荷が持ち越された4K関連製品売上約14.6億円の大半は既に出荷されているとのことであり、その分を除くと、4K関連製品の売上高は約26.5億円となる。過去2期の通期連結売上高を上回る額を4K関連製品で積み増すことになるが、約8割を4K Smart Tuner関連製品、約2割をテレビ関連製品で売り上げる計画とのこと。4K Smart Tunerは、前期から持ち越された分以外にも国内大手家電メーカー2社向けのOEM製品で受注が確定しているものが相当量あり、第1四半期（2018年10月～12月）にその多くが出荷される予定で、それ以外を自社ブランド製品でいかに売上げを立てられるかが課題。また、同社単体の営業利益予想に基づく営業利益率は3%超となるが、営業黒字を達成した2017年9月期の営業利益率が0.8%と低水準にとどまっていたことを考えると、容易に達成可能な利益水準とは見受けられない。同社はAV関連事業においても、売上高の大幅な増加により、営業利益予想の達成は可能としている。

2019年9月期通期業績予想は、AV関連事業、家電事業ともに大幅な増収を前提にしたものであり、売上高が未達になった場合は黒字回復が危ぶまれる。増収の中でも、自社ブランドでの4K関連製品の販売拡大が最大の課題と言える。2018年12月1日からの新4K衛星放送の開始に合わせて、書き入れ時の年末年始商戦を含む上半期（2018年10月～2019年3月）は、OEM製品の出荷もあり順調な進捗が予想されることから、上半期にどこまでの売上高の積み上げと利益水準の確保ができるかを見守りたい。

業績動向

2019年9月期業績予想

(単位:百万円)

	18/9期		19/9期(予)		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	2,551	-	8,364	-	227.8%
営業利益	-1,005	-39.4%	305	3.6%	-
経常利益	-1,030	-40.4%	276	3.3%	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-1,048	-41.1%	183	2.2%	-

出所:決算短信よりフィスコ作成

事業戦略

AV関連事業は4K映像対応STBをベースに新事業を拡大。 事業構造改革の推進が安定成長のカギを握る

同社は、AV関連事業において自社の強みを生かせる市場として、2018年12月より開始される新4K衛星放送に対応するテレビチューナーの需要拡大のほか、IoT、AI/ビッグデータ、AR/VRの市場拡大を見込んでおり、既に開始しているMVNO事業やFTTH事業等と組み合わせることで、ハードウェアの販売収益のみに依存しない、継続的で利益率の高いサービス収益の基盤を構築していく計画である。

1. 事業構造改革

(1) ECによる直販体制及び自社ブランドの構築

同社は従来、OEM供給への依存度が高く、OEM先の都合で収益が大きく影響されてきた。また、OEM先ブランドでの販売が多く、自社ブランドの認知度が低い状況にあり、さらに自社ブランド品は商社経由での家電量販店における販売が中心であることが、収益拡大において一定の制約となっていた。

そのため、自社で顧客データを保有し、より能動的なマーケティング活動を展開することのできる、ECによる直販体制を構築することが必須と考えている。既に自社ECサイト「NextMall」を運営しているものの、プロモーション等のノウハウが不足しており、自社ECサイトのみでは収益の拡大ペースに限界があることから、既に一定の顧客ベースを有するEC運営企業等とのM&Aを推進する考えである。

また、直販を成功させるには自社ブランドの認知度向上が必要であることから、外部企業からのコンサルティングも受けながら、ブランドの一新を進める。既に、スマートホームハブ向けの新ブランド「PIXELA」、モバイル向けチューナー関連製品の新ブランド「Xit」を発表しているのに加え、2018年5月にはOrchestra Holdings<6533>の子会社である(株)デジタルアイデンティティとの間で、4K映像対応STBの販売を中心にEC通販領域で協業するマーケティングパートナーシップ契約を締結した。

事業戦略

ECによる直販体制を構築するには、同社に不足している、ネットワーク系、サーバ系、Web系のエンジニアの確保も必要となる。エンジニアの採用環境が厳しい現状においては、同社が求める人材リソースを抱えるソフトウェア企業とのM&Aも推進する考えである。

(2) 月額課金型ビジネスモデルの構築

同社は従来、家電・PC周辺機器のメーカーとして、製品を売切りで販売するのみであった。また、同社製品は買い替えまでのライフサイクルが比較的長いものが多く、売上げを継続的に積み上げていくことが難しかった。今後、収益を持続的に拡大していくためには、製品の販売収益に加えて、継続的なサービス収益を獲得できるビジネスモデルを構築していくことが必須と同社では考えている。

同社は既に、MVNOサービス「ピクセラモバイル」、FTTHコラボサービス「ピクセラ光」、ホームIoTサービス「Conte ホームサービス」を提供しており、月額課金収入を得ているものの、現時点における全社収益への貢献度はまだ限定的である。月額課金収入の拡大ペースを上げるために、同社は月額課金型ビジネスモデルを既に構築しているEC運営企業やコンテンツ配信企業等とのM&Aを推進する考えである。

(3) A-Stage 買収の位置付け

黒物家電を取り扱う同社が白物家電中心のA-Stageを買収したことは、グループとしてプロダクトや顧客層のポートフォリオを充実させた意義が認められる。その一方で、同社が目指している事業構造改革において即効性を有する経営資源を獲得するものとは言えない。

A-Stageは従来、買収される前の親会社であったエスキュービズムのブランドで製品を販売しており、自社ブランドは構築されておらず、販売先との間の混乱を避けるため、買収後1年程度をかけてブランドを構築する予定となっている。また、EC売上比率が高く、ECに適した製品を展開しているものの、大半は大手ECサイト経由であり、自社ECサイトによる直販体制が構築されているとは言えない。さらに、将来的にはスマート家電を通じたサービスビジネスが想定されるものの、現時点において月額課金型のサービスを展開しているわけではない。こうしたことから、A-Stageの買収は、事業構造改革の方針にしたがって実行されたというよりも、あくまで事業上の親和性が高い案件として実行されたものと解釈した方がよい。

2. AV 関連事業の新規成長分野

(1) 4K 放送対応 STB 及び関連製品

同社による調査では、4K放送対応テレビの国内市場規模は2016年時点で累計約190万台と見込まれるが、2018年からの実用放送開始により増加し、東京オリンピックが開催される2020年には累計約2,300万台に達するものと予想されている。また、野村総合研究所<4307>によれば、超高精細テレビ及び次世代スマートテレビは年平均50%以上で成長し、2020年には3,300万世帯に普及するものと予測されており、同社は2020年における両テレビの市場規模を2.5兆円と予想している。同社は過去に地上デジタルテレビ市場の拡大に先んじて対応することにより業績を伸ばした経験がある。2018年12月からの新4K衛星放送の開始時点で4K放送を受信できない4K対応テレビは900万台と推定されることから、新4K衛星放送に対応した4K Smart Tuner「PIX-SMB400」をいち早く開発し、2018年9月末から出荷を開始している。

事業戦略

同社は 4K Smart Tuner の販売を加速するため、接続される液晶ディスプレイ及びレコーダーの開発・販売も既に開始しており、新 4K 衛星放送の開始に合わせて、4K Smart Tuner と 4K ディスプレイをセットにして AndroidTV 搭載 4K テレビとして販売することを計画している。AndroidTV 搭載テレビは既に大手メーカーから発売されているものの大画面の高価格帯モデル中心であるため、同社ではより手頃な価格で購入できるパーソナルユースとしての展開を想定している。2018年7月には、Netflix（ネットフリックス <NFLX>）との間で、国内における 4K コンテンツ配信の市場拡大のための戦略的プロモーションパートナーシップ契約を締結し、4K Smart Tuner の販売プロモーションにおいて協業することで合意した。また、新 4K 衛星放送対応のチューナーを内蔵した液晶テレビの発売を 2018年11月末に発表した。

同社の新規事業分野におけるプラットフォームとなる 4K 映像対応 STB は、単に屋内で 4K 放送を視聴できるだけでなく、家庭内の様々な IoT 機器をインターネット環境に接続するためのゲートウェイ機能や、スマートフォンや専用端末でのみ視聴できる VR 映像を家庭用のテレビでも視聴できるようにする機能、AI を使った視聴番組のお勧め機能等の開発が進められており、コンシューマ市場に加え、様々なビジネス用途での販売も見込んでいる。

2017年9月には STB の拡販を目的として、NTT 東日本及び NTT 西日本から提供される「フレッツ光ネクスト」相当の回線（最大 1Gbps）をプロバイダサービスとセットで利用可能な FTTH コラボサービス「ピクセラ光」の提供を開始した。また、2017年12月よりブロードメディア GC（株）と提携し、STB をブロードメディア GC のクラウドゲームサービス「G クラスタ」に対応させた。同社では今後も他社サービスとの連携を進めることで、STB の拡販につなげる考えである。

(2) ホーム IoT 事業

IDC Japan（株）によれば、国内 IoT 市場は 2020 年まで年平均 16.9% で成長し、市場規模は 13.8 兆円に達すると予想されており、同社はターゲットとするホーム IoT 市場をその 10% の 1.4 兆円と予想している。

同社は Conte ブランドにて、2016年9月期より SIM フリー対応の LTE 対応 USB ドングルの販売を開始し、さらに 2017年9月期より業界最安値水準の MVNO サービス「ピクセラモバイル」を開始した。幅広い OS（オペレーティングシステム）をサポートしていること、バッテリーを内蔵していないことなどから、ビジネス用途での引き合いが強く、バス内やコンビニ内でのデジタルサイネージ（情報・広告表示ディスプレイ）等で既に導入されており、今後も主に法人ユースでの一括導入を狙っていくものと考えられる。

また、2016年9月期よりホーム IoT サービスである Conte ホームサービスを提供している。同サービスは、2017年7月に、総務省の IoT 創出支援事業における「爾後（じご）取付式 IoT システムを用いた民泊向け IoT サービスの実証実験」の委託先の 1 つに採択されたほか、2018年4月に、楽天コミュニケーションズ（株）が提供する民泊運営支援サービス「あんしんステイ IoT」の「IoT プラットフォーム」部分で採用された。ホーム IoT サービスの一般家庭への本格的普及にはまだ時間がかかるものと予想され、当面は受託開発を絡めた外部とのサービスの共同開発を軸に展開されるものと考えられる。

事業戦略

同社は、A-Stageの買収とオックスコンサルティングの持分法適用関連会社化により、民泊・ホテル事業者に対して、自社及びグループ会社を通じて、幅広いラインアップのハードウェア製品からIoTサービス・プラットフォーム、運営サポート・インフラまで総合的に提供できることとなった。これにより、ストック型収益モデルを構築・強化し、持続的な収益拡大を期待できる基盤を固めたと言える。同社は今後、東京オリンピックに向けて更なる成長が期待される民泊・ホテル分野に、一層注力していく方針としている。

(3) AI/ビッグデータ事業

EY総合研究所(株)によれば、国内におけるサービス、広告、生活関連情報分野でAIを活用した機器・システム等の市場規模は、2020年に4.5兆円に達すると予測されている。同社は、自社のテレビチューナーを利用する多数のユーザーを既に抱えており、バンドルソフトを通じてテレビの視聴データの収集が可能な状況にあることから、それらのデータや分析結果を、広告の効果測定や配信最適化に活用したい広告主や広告代理店へ販売するほか、API(アプリケーション・プログラミング・インターフェース)を公開しデータ分析基盤をオープンプラットフォームとして提供することを想定している。同社のiPhone・iPad用Lightningコネクタ接続タイプの地デジフルセグチューナー向けアプリは、どの番組を何人が視聴しているかを、同社のクラウドサービス「テレビ視聴データサービス」で分析し、アプリ上にリアルタイム表示することができるようになっており、Web公開も開始している。視聴データ提供の本格的な事業化のためには、大量のデータを蓄積するとともに、ユーザー属性や他サービスの利用データ等と組み合わせる必要があり、他社との連携が必要になると考えられることから、収益貢献にはまだ時間を要するものと予想される。

(4) AR/VR事業

AR/VR事業においては、360度パノラマ動画を視聴できるスマートフォン用VR無料アプリ「パノミル」を提供しており、プロ野球やJリーグの試合のライブ配信等の実績を積み重ねている。リアルタイムスティッチ(映像の貼合わせ)、エンコード(符号化)、配信、視聴アプリまでを統合的に提供・サポートできるのが同社の強みである。2017年11月には、スウェーデンに本社を置くVoysys ABとの間で、最大8Kまでの出力に対応するリアルタイムスティッチソフト「Voysys VR」の販売代理店契約を締結した。また、2018年3月に、(株)テクノブラッドとの企業コラボにより、国内600店舗のインターネットカフェに設置されたVRコンテンツプラットフォーム「VIRTUAL GATE(バーチャルゲート)」へパノミルを導入した。600店舗でのフィージビリティスタディの後、VIRTUAL GATEの普及に合わせて国内1,800店舗、韓国10,000店舗への導入を図り、店舗数拡大後の収益化を目指している。数多くのデバイスへの対応とともに、体験可能なユーザーやロケーションを増やししながら、高品質なコンテンツを配信するプラットフォーム化を図り、企業や団体等へ提案していく計画である。

3. 家電事業の今後の見通し

(1) 事業戦略

国内の家電市場は人口動態を考えると成長市場とは言えないが、カテゴリーによって成長やシェアの変動がみられる。そのため、動きの見込めるカテゴリーを見極めて参入する必要があるとともに、競争戦略が重要となる。A-Stageは、国内大手メーカーとの競争を避け、国内大手メーカーと比べてブランド力の劣る海外大手メーカーや国内準大手メーカーを競争相手に選んでいる。また、国内大手メーカーが単価を高く設定できる家族世帯向けの高機能製品に注力しているなか、A-Stageは今後も増加が見込まれる単身世帯向けを中心に製品を展開している。

事業戦略

家電量販店における白物家電の販売が堅調に推移しているとみられるなか、特にキッチン家電においては、インテリアと調和したカラー、外形等のデザイン性で選ばれる傾向が表れているためか、家電量販店の店頭では製品のバリエーションが増えており、A-Stageもデザイン性を重視した製品を投入している。A-Stageは市場規模8千億円超（A-Stage調べ）とみられるキッチン家電に引き続き注力していくほか、市場規模4千億円程度（同）とみられる美容家電への参入も検討している。

さらに、今後は宿泊施設や飲食店等を含む業務用の販路開拓を進めるとともに、ショップブランドとしての供給も拡大していくこととしている。これらにより、A-Stageは2022年3月まで年平均成長率25%での売上高の成長を目指している。

(2) 今後の成長における課題

A-Stageの現在の事業規模や買収以前の成長率からすれば、2022年3月まで年率25%成長を実現することは可能な範囲と思われるが、そのためにはシェアを高めて競争に勝ち残っていく必要がある。売上げを積み上げるには、既存製品の販売先を拡げるだけでなく、競争力のある新製品を投入し続けるとともに、新製品が売上げを確実に上げて、競争に取り返されることなく定番化されなければならない。そのためには、ロイヤルカスタマーを作っていくこと、すなわち、事業構造改革の1つに掲げているブランド構築が重要となる。ロイヤルカスタマーを作っていくためには、顧客の購買動向を知る必要があり、自社ECサイトによる直販の強化も求められる。同社はA-Stageの自社ECサイト強化の必要性を認識しており、新たにA-Stageのオリジナルサイトを構築することも検討している。また、ブランド構築においては、製品それ自体の購入時点や使用中の満足感だけでなく、少なくとも競合メーカーと同等以下の不良率に抑える品質管理が重要となることから、統合効果として品質管理体制が一層強化されるよう期待したい。

A-Stageの競争上の強みは、参入する市場や製品を見極める目利き力、製品を差別化するセンスと、調達先や販売先からの信用にあるものとみられる。特に販売先からは、デザインを含めて競合製品にはない製品の提案力と、対応の迅速さや柔軟性が評価されて導入につながっているとのことである。これらの強みはいずれも属人性が高いと言えるため、事業規模の拡大に応じて新たな社員を増やしていったのでは、現社員と同等以上の能力を持った人材を確保し続けることが難しくなり、業務品質の低下を招く可能性がある。業務品質の低下により大きなミスが1つ起きれば、不良在庫を多く抱えたり、品質不良を発生させるなどして、業績面においてダメージを受けることになりかねない。その意味においても、同社とA-Stageが各々で部分最適な体制を構築していくのではなく、同社の人員や経験・ノウハウを含む有形無形の経営資源を有効活用して、いかにシナジーを実現していくかが重要となるだろう。

■ 株式の状況

新株予約権を発行し、M&A 資金に充当

1. 株主還元策

同社は、内部留保の充実を勘案しつつ、収益状況に応じた利益還元を行うことを利益配分の基本方針としているが、2016年9月期まで5期連続で営業損失を計上し、2017年9月期には、黒字転換したものの、今後の事業拡大を考慮すると配当を実施できる財政状態になく無配とした。2018年9月期は再び赤字決算となり、2019年9月期は黒字を回復する業績予想ではあるものの、無配を継続することとしている。

2. 新株予約権発行

同社は、2018年3月5日に、第三者割当により発行される第9回新株予約権 218,310 個を Oak キャピタルに割り当て、同日、Oak キャピタルからの払込が完了した。これにより、同日時点で、潜在株式数は 21,831,000 株（新株予約権 1 個につき 100 株）増加し、当該新株予約権の発行による調達額は 21 百万円（発行価額は、新株予約権 1 個当たり 100 円、1 株当たり 1 円）となり、新株予約権の行使によって見込まれる調達総額は 3,100 百万円（1 株当たり 142 円）となった。

資金使途としては、事業戦略推進のための M&A に大半が充てられる予定。新株予約権の行使によって既存株式の希薄化が生じるが、事業拡大のための M&A 資金の調達において他に実現可能性の高い手段はない。また、行使価額は第三者算定機関による評価額を上回る金額に設定されている。

同社では 2018 年 9 月期に 1,376 百万円の株式発行があったが、すべて第 9 回新株予約権の行使によるものであり、約 44% は既に行使されているものとみられる。

Oak キャピタルに対しては第三者割当により、2015 年 8 月に新株式（発行総額 300 百万円）及び第 6 回新株予約権（調達総額 1,111 百万円）の発行、2016 年 8 月に第 7 回新株予約権（調達総額 1,015 百万円）の発行、2016 年 9 月に第 8 回新株予約権（調達総額 1,000 百万円）の発行が成されたが、第 8 回までの新株予約権は既に行使されており、残りの第 9 回新株予約権についても早期に行使されることが期待できる。第 9 回新株予約権には、市場株価の終値が 20 取引日連続で行使価額の 180% を超えた場合（株式分割等による行使価額及び割当株式数の調整が行われない場合、256 円以上に相当）、同社が発行価額相当額で残存する新株予約権の全部または一部を取得できる条項が設けられており、新株予約権行使による普通株式への転換を促進するものとなっている。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ