

## 2468 フェートレック

2012年1月25日

東証マザーズ

### ポイント

・2012年3月期の上半期(2Q累計)は、当初3Qに予定していたイニシャル案件の契約が早まったため、期初予想と比べて業績は好調であった。ケータイ業界は現在、従来のフィーチャーフォンからスマートフォンへのシフトに拍車がかかっており、その渦中で当社は転換期にある。音声認識ソフト開発では高い競争力を有しているが、それを活かした新しいビジネスモデルがスピーディに構築できるかどうかの重要な局面にいる。その転換の方向が見えつつあるので、来年度からの拡大に着目したい。

・スマートフォンをはじめとするさまざまな機器に、声で情報を入力する音声認識技術が一気に広がる局面を迎えた。今までのキーボードはタッチパネルとなり、音声での入力も可能となった。情報機器と使い手である人間との接点(UI:ユーザーインターフェース)が多様化している。この音声認識技術で、当社は高い競争力を有する。2007年からNTTドコモのケータイに本格的に採用され、2011年度の下期からはアンドロイド系のスマートフォンにも搭載が本格化する見込みである。

・2012年3月期の通期では、経常利益で5億円(前年度比+2.9%)と横ばい圏にとどまろう。着メロの音源で先行し経営基盤を築いたが、創業12年目の2011年度は音声認識で第2の成長期を目指している。主役交代の時期なので業績的には踊り場にあるが、次の展開が見えている点を評価したい。

・この音声認識技術はケータイにとどまらず、カーナビ、業務支援ソリューションなど応用範囲は広く、今後の事業機会は一段と拡大しよう。当社はロイヤルティ収入を基本としているので、売上規模は大きくなかったが、今後は自社製品開発による事業の規模拡大・ソフトウェアの開発など、事業の規模拡大に向けた展開も本格化する。業務提携・資本参加など、その布石も着々と打っている。次の10年に向けて、藤木社長の経営力が問われるところであり、大いに期待できよう。

## 目 次

1. 特色 音源から音声認識へイノベーションの連鎖
2. 強み 音声認識・音声対話で独自の知的資産を確立
3. 今後の展開 着実な成長に向けた次なる布石
4. 当面の業績 2011年度の業績は主役交代の踊り場
5. 企業評価 おもしろさを有する企業

## 企業レーティング B

株価 (11年1月24日) 103000円 時価総額 49億円 (47296株)

PBR 1.79倍 ROE 11.2% PER 16.0倍 配当利回り 2.0%

(百万円、円)

| 決算期       | 売上高  | 営業利益 | 経常利益 | 税引き利益 | EPS  | 配当   |
|-----------|------|------|------|-------|------|------|
| 2008.3    | 1598 | 264  | 277  | 159   | 3466 | 800  |
| 2009.3    | 1777 | 404  | 415  | 221   | 4726 | 1350 |
| 2010.3    | 1996 | 530  | 540  | 315   | 6782 | 2100 |
| 2011.3    | 2085 | 482  | 485  | 284   | 6101 | 2100 |
| 2012.3(予) | 2600 | 510  | 500  | 300   | 6443 | 2100 |

(11.9ベース)

総資本 3222百万円 自己資本 2673百万円 自己資本比率 80.0%

BPS 57415円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

2009年10月1日に1:2の株式分割を実施。1株当たり指標は修正ベース。

担当アナリスト 鈴木行生  
(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 音源から音声認識へイノベーションの連鎖

### イノベーションを繋ぐ

当社は2000年4月に設立され、12年目を迎えている。社員数は単体で69名、連結で128名と多くないが、ATR-Trek、イズ、スーパーワンなど、連結対象のグループ会社が徐々に増えている。その中で4つの事業を展開している。1つ目の音声認識は、iPhoneの普及とともに、その機能がユーザーに認知され、当社のビジネスチャンスも広がっている。2つ目の音源はドコモのフィーチャーフォンの標準音源として採用されている。すでに市場は成熟しているが、応用範囲が広がる動きもある。3つ目のCRMソリューションは2011年4月に子会社となったイズがVisionaryシリーズというCRM製品を手掛ける。そして4つ目は車載用ソフトウェアの受託開発や、模擬試験用のメモリーカード書込み事業である。

当社は、2005年1月に音源がドコモに採用されることで飛躍し、2005年12月に東証マザーズに上場した。その後音声認識に展開して、今はその踊り場にある。2010年度は音声認識のR&D(研究開発)費がかかり、減益となったが、2011年度は、まさに踊り場の脱却に向けて、全力投入している。

フュートレックは新しいものに挑戦し、成長を志向するユニークな企業である。とかく新興企業は一つの差別的事業に依存し、それが成長している時はよいが、次の新しい商品やサービスを考えるとき、基本事業への思いが強く、次に結びつかず、伸び悩みの局面に入ってしまうことが多い。それを打破しようと、安易に新しいものを手に入れようとして、あるいは海外に出て行こうとして、かえって苦しくなってしまうケースもある。

藤木社長は、そういう例を見ながら、自社の企業経営にあたっては、先手を打つことを必須としている。ケータイ用音源LSIからソフトウェア音源へ、つまりLSI設計開発からソフトウェア開発へと変化し、次にケータイに声で情報を入力できる音声認識技術の応用で音源から音声認識へ事業を拡大してきた。今後は、ケータイ業界にとどまらず、他業界への進出や業務支援ソリューションへの取り組みを積極的に推進しており、徐々にその成果も見えてきている。こうしたイノベーションの連鎖(新しいビジネスの仕組み作り)で事業をうまく伸ばそうとする経営のリーダーシップに注目したい。

開発したLSIやソフトウェアのロイヤルティ(使用料)で、収入、利益を上げていくという知的資産(IP)型の経営を行っており、企業規模はさほど大きくないが、着実に成長している。音声認識をベースにした用途の広がりや当社の技術応用力の高さを考えると、業績の先行きにも期待が持てる。

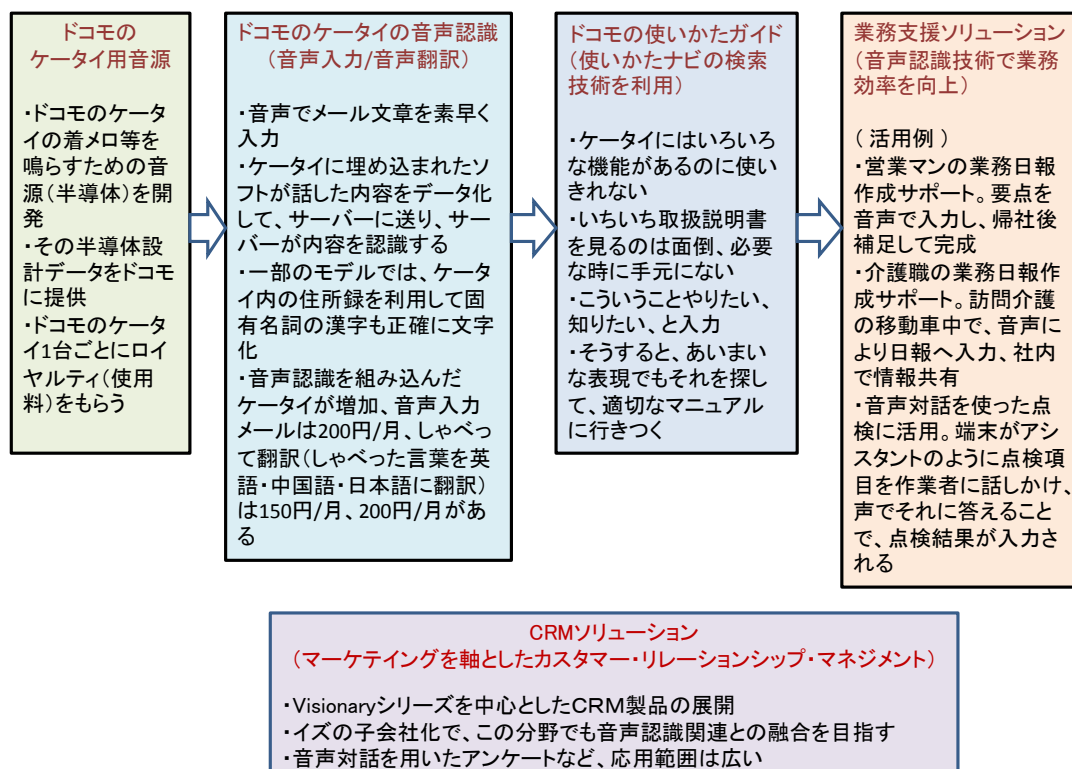
社長は大学(文系)を出た後、半導体商社で働き、半導体設計子会社のトップも務め、17年ほどこの分野で専門性と営業力、経営力を磨いてきた。いずれ独立して会社を興すことを考えてきたが、11年前に自らのアイディアを実現すべく会社を作り、音源(ケータイ用音源LSI)事業を立ち上げた。当時の仲間が、コアメンバーとして専門分野を担っている。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

フュートレック (FueTrek) という社名の由来は、高度な技術をより楽しく (Fun)、便利に (Useful)、簡単に (Easy) 使えるように、そのようなサービスを探求し続ける (Trek) というワードの頭文字をとったものである。

### フュートレックのイノベーションの連鎖



今最も力を入れている音声認識のビジネスは本格的な拡大が始まった。音声認識の技術は2007年からNTTドコモの携帯電話に提供しているが、2010-2011冬春モデルでは、新しい音声対話の技術を用いた「音声クイック起動」という機能が新たに搭載された。携帯端末への搭載は、基本的には1台につきいくらかのロイヤルティが入るというビジネス形態をとっている。また、連結子会社のATR-Trekが運営する「しゃべって翻訳」というiアプリがあり、こちらは登録したユーザーから月額利用料を得るというビジネスを行っている。

### 着メロの音源開発で地位を築く

もともとのシステムLSIの受託開発事業をベースに、藤木社長がスピンオフ、独立して事業を始めた。創業5年でマザーズに上場、音源(着メロ等を鳴らす装置)、音声認識、使いかたナビと、収益源を多様化しながら、着実に成長を続けている。

過去を振り返ると、最大の節目は、創業4年目に、当社のケータイ用音源がNTTドコモ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に標準採用されたことである。それまでは、ローム、ヤマハ、沖、当社などが競っていたが、NTT ドコモ側が「音源がメーカーや機種によってバラバラだと商品開発がやりにくい」ということで統一化が図られた。

その時、当社は競合他社と技術的に差がなかったうえ、半導体設計データのみで半導体の製品作りを手掛けていないことで、NTT ドコモにとってはフレキシブルな対応が出来るとして選ばれた。このコンペ（競争）に勝ったことで、当社の経営基盤が固まった。

ケータイ用音源 LSI では、NTT ドコモのケータイが1台販売されるごとにロイヤルティ（使用料）が入る仕組みなので、収入はケータイの販売台数に左右される。当社の音源はフィーチャーフォンの標準音源として採用されており、当社にとって利益貢献の高い、金のなる木（キャッシュ・ジェネレーター）として貢献している。フィーチャーフォンからスマートフォンへ、そのシフトが急ピッチで進んでいる現在、従来の音源ロイヤルティは販売台数減で減少する方向にあるが、新たな形での収益化を目指し、今後も売上の一つの柱として継続したいと考えている。

会社全体で見ると、売上の6割近くがNTT ドコモ向けである。NTT ドコモへの売上依存度は、2010年3月期が63.3%、2011年3月期は57.3%であった。音源、音声認識、使いかたナビ、などいずれもNTT ドコモ中心の事業展開をしているからである。最重要顧客に強い基盤を有しているのは強みである。今後は、NTT ドコモ向けが主力としても、事業領域と顧客を広げ、NTT ドコモ依存度を相対的に下げていくことが課題である。

#### 4つの事業分野で事業を展開

11年度からはCRMソリューション事業が加わり、4つの事業分野で事業を展開している。

①**音声認識・UIソリューション事業分野** 音声認識とは人が自然に話す音声で入力する技術である。UIはユーザーインターフェースの略で、人と機械の接点に関わることを意味する。音声認識では、これまでも「しゃべって翻訳」（日英版、日中版）などのサービスを行っており、UIでは「使いかたナビ」などの電子ヘルプ機能を提供してきた。そして、2010年11月からは、NTT ドコモの2010-2011冬春モデルでこれらを応用した音声対話技術が「音声クイック起動」として本格的採用された。

②**音源事業分野** 音源事業はNTT ドコモのフィーチャーフォンの標準音源として使われており、着信メロディやゲーム用の音源として利用されている。音源とは、あらゆる楽器の音色を再現できる電子音再生装置である。当社は音源 LSI データと組み込みソフトウェアを用いて、コンテンツプロバイダーから楽譜をダウンロードし、メロディ化する着メロ（着信メロディ）を国内初で実現化した。

③**CRMソリューション事業分野** 2011年4月から加わった新事業である。顧客情報を総合的に管理するCRM(カスタマー・リレーション・マネジメント)に関するソリューションを提供する。メール配信、コンテンツ管理、クーポン管理、注文管理など、さまざまな顧客

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

向けマーケティングを担うためのソフトウェアである Visionary を提供する。

④**基盤事業・カード事業分野** 基盤事業では、車載用のソフトウェアやセンサーの受託開発を手掛けている。カード事業では予備校向けに英語リスニング模擬試験用のデータ書込みを行っている。

#### フュートレックの事業分野

(百万円、%)

|                    | 2011.9(2Q累計) |       | 事業内容  |
|--------------------|--------------|-------|---|
|                    | 売上高          | (構成比) |   |
| 音声認識・UIソリューション事業分野 | 692          | 55.7  | 音声認識ソフトウェア開発<br>その技術を利用したサービスの企画・開発<br>「使いかたナビ」とその検索技術の提供   |
| 音源事業分野             | 235          | 18.9  | ケータイ用音源IPライセンス<br>NTTドコモの標準音源として搭載                          |
| CRMソリューション事業分野     | 205          | 16.6  | マーケティングを軸とした統合型CRMソリューションの提供<br>Visionaryシリーズを中心としたCRM製品の展開 |
| 基盤事業分野             | 45           | 3.7   | 車載用ソフトウェアの受託開発、センサーの開発                                      |
| カード事業分野            | 63           | 5.1   | 予備校向けセンター入試対策英語リスニング<br>模試のデータ書込み                           |
| 売上合計               | 1243         | 100.0 |   |

(注) UI: ユーザーインターフェース、IP: 知的資産

Visionaryシリーズとは、2011年4月に子会社化したイズの製品

## 2. 強み 音声認識・音声対話で独自の知的資産を確立

### 3つの技術を有する

当社は2011年10月、自社の音声認識製品を vGate と称することを発表した。vGate は3つの製品を有する。①vGateASR は声を認識する音声認識である。②vGateTTS は、テキスト(文章)をスピーチ(話声)に変換する音声合成である。③vGate 音声対話は、①と②の発展させた製品で、シナリオを利用して機器と人との対話を実現する。例えば、スマートフォンに「朝6時に起こして」と話しかけると、スマートフォンは「アラームのセット」と理解し、「アラームを6時にセットします」と返答のうえ、アラーム機能をセットする、という具合である。

アプリケーションサービスでは、その提供範囲を広げている。音声認識では、iモード上のiアプリとしての「しゃべって翻訳(有料)」(ATR-Trek 運営)や、NTTドコモが提供する「音声入力メール(有料)」、「音声クイック検索(無料)」、「しゃべって検索(無料)」な

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

どがある。

また、業務支援ソリューションの分野では、池田泉州銀行と銀行向け業務日報システムの共同開発を進めている。銀行では、外回りを担当する営業員の残業代の半分は昼間の活動を報告する日報作りといわれている。これを、営業先を出るごとに音声で要点を入力し、後で会社に戻り文章を手直しすると日報が出来上がる、というように効率を高める。

音声対話では、NTTドコモの「音声クイック起動」の搭載に加え、スマートフォン（スマホ）向けのアプリ、「しゃべってカンタン操作」も2011年夏発売の富士通のF-12Cから搭載が始まった。

現在国内で、音声認識、音声合成、音声対話の3つの技術を有しているのは、当社のみである。iPhone4Sの音声対応は、意図認識など内容的によくできている。当社はこれに負けないものを提供すべく手を打っており、近々いろいろなサービスが出てくるものと期待できる。

#### 4年前に開発を全面シフトし、ここでもNTTドコモのコンペに勝つ

音源の成熟を読んだ藤木社長は、4年前に音源の開発をストップし、その人材をほぼ総て音声認識の方へシフトした。06年にATR（国際電気通信基礎技術研究所）と業務提携し、この音声認識に関する基礎技術を、ケータイを通して利用するという仕組み作り一気に舵を切ったのである。

これが功を奏して、2年後には大きく伸び始め、音源のピークアウトをうまくカバーして、収益の上乗せが出来る体制に入ったのである。

NTTドコモへの採用が決まったのも、コンペに勝ったからである。同業のアドバンスメディア（3773、東証マザーズ上場）のものなどに比べて、外の環境で使った時に雑音に強いという点が評価された。

#### 音声認識関連製品のソフトウェアとサービス

当社の音声認識関連技術はATR（国際電気通信基礎技術研究所）とATR-Trek（ATRとフュートレックのJV（合弁）で、フュートレック66%、ATR-Promotions34%出資）との共同で、両社の要素技術及びソフトウェアを当社の組込み開発技術とサーバー技術に融合させてサービス化を実現、ライセンスビジネスに仕立てている。ATR-Trekは当社のコア技術開発を担っている。

音声認識関連製品には、音声認識、音声合成、音声対話の3つの製品がある。音声認識には、以下の3つの種類がある。

①分散型音声認識ソフトウェア（DSR） 分散型はサーバーを利用する音声認識エンジンである。音声の特徴量を抽出し、それをサーバー側で認識して認識結果を戻す。サーバー上の膨大なデータをもって認識するので、ケータイの中だけの認識より精度が高い。グー

---

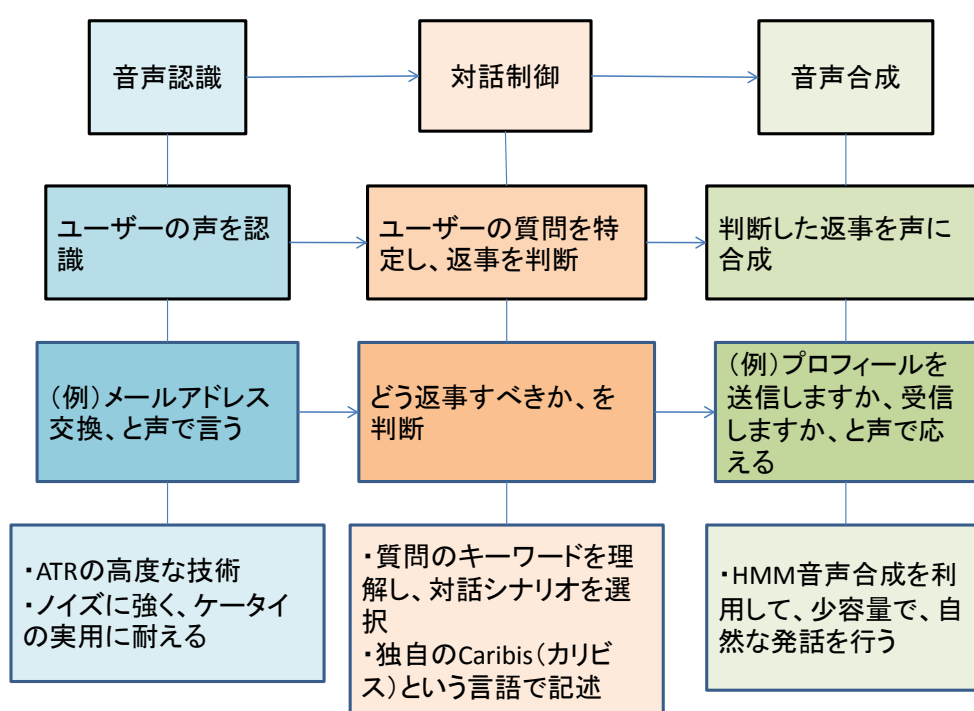
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

グル社の音声認識も分散型である。当社は2年以上前から先行し、NTT ドコモに採用された。

②ローカル型音声認識ソフトウェア (LSR) ローカル型はサーバーと通信せず、ローカルに実行する音声認識エンジンである。通信をしない分スピードは速いが、端末内に持てるデータに限界があり、認識の範囲は狭い。

③ハイブリッド型音声認識ソフトウェア ハイブリッド型は、分散型とローカル型を組み合わせたもので、名前などケータイのアドレス帳を用いてローカルで判断し、文章はサーバーで認識するというものである。

### 音声対話の技術



これらをうまく使い分けながら、ケータイ、カーナビなどで効果的な音声認識を実現していく。音声認識技術の中で現在最も力を入れているのは、音声対話技術である。ユーザーの発話を認識し、キーワードから返すべき返答を選択して、合成音声で発話させる。かつてのSF映画の世界で、ロボットと話しをするようなものである。それが現実のものとなってきた。2010年秋にNTT ドコモから発売された機種から、音声対話技術を取り入れた「音声クイック起動」という機能が入り始めた。

この技術は他にも製品化できる分野がある。例えばカーナビである。現在は安全のため車が止まっている時しか必要な項目の設定ができない(手入力のため)ようになっているが、この音声対話なら、ハンズフリー(手を使わず)に声で設定することができるので、将

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

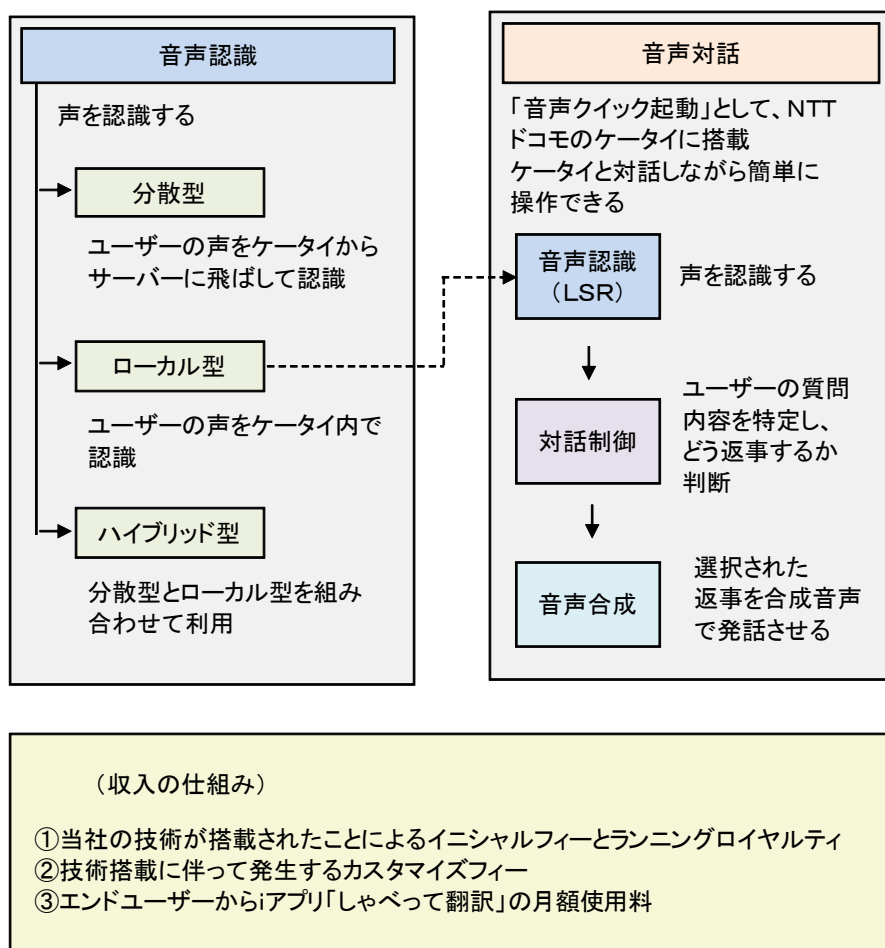
来的には運転しながらの操作が可能になるかもしれない。当社は 2011 年 11 月、車内サービスに関する共同研究をホンダアクセスと実施することを発表している。また、当社の子会社である ATR-Trek は i アプリ「しゃべって翻訳」(月額 150 円(翻訳結果を読み上げてくれる DX 版は月額 200 円))を運営している。

### 音声認識の競争力は高い

音声合成製品では、①肉声に近い自然な音質が実現できる波形接続型音声合成ソフトウェア(XIMERA)と、②小容量、短時間で合成が可能な HMM 型音声合成ソフトウェアの 2 種類のエンジンを保有し、機器の特性や用途に合わせて提供する。

音声対話製品は、音声認識と対話制御(当社独自の対話記述言語(Caribis:カリビス)を利用)、音声合成の技術を融合した技術でヒューマンマシンインターフェースとして極めてユニークなものとなっている。

音声認識の種類とビジネスモデル



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社はATRとJV(合弁)を組み、その利用を図っている。ATRは音声認識を長年研究しており、その技術水準は国内最高レベルにある。また、当社が力を入れていることの1つに単語への対応がある。新しい単語というのは、日々かなりの勢いで増えていく。例えば、数年前にツイッターという言葉は一般的でなかったが、今は普通に使う。そこで、ツイッターという単語の音質を分析し、モデル化して辞書に加えておく必要がある。これがしっかりしていると、音声認識の精度が上がる。早く正確に認識して、間違いがないということが、音声認識にとって最大の競争力となるため、この点には力を入れている。

PCはいずれキーボードレスを目指し、タッチパネルと音声入出力という流れになると藤木社長は数年前から考えていた。最近グーグルが音声入力を使い始め、スマートフォンはまさにそういった流れになっている。当社の音声認識のレベルは、ケータイで利用するという点では使い勝手が相当優れている。音声認識では、米国のニュアンス、アドバンスメディア、KDDI 研究所、旭化成などが競合企業であるが、ケータイの分野では当社が一歩リードしているといえよう。この優位性を生かしての事業拡大が十分期待できる。

音声認識では、①音声認識関連技術などを機器に組み込むことで発生するライセンス料、②製品搭載に伴って行うカスタマイズ費用、③子会社のATR-Trekが行っているiアプリ「しゃべって翻訳」の有料会員からの月額利用料、という3つの収益機会がある。よって、付加価値の高いビジネスといえる。

### ケータイで対話ができるのは国内初

音声認識は今まで声を入力して、正しく認識するというレベルであったが、これを対話、すなわち、声で機械と人間がやりとりできるようにした。声音から文章を認識すると、そのキーワードから想定される次の質問を返して、最終的に実行したい行動まで結び付けていくのである。ケータイで対話ができるものは国内初である。豊橋技術科学大学(新田・桂田研究室)の対話制御技術と名古屋工業大学(徳田・李研究室)の音声合成技術を利用して、ケータイでの対話を実現した。

## 3. 今後の展開 着実な成長に向けた次なる布石

### ロイヤルティ収入で稼ぐ

組込み型のソフトウェアを開発して、そのロイヤルティを収入源とするビジネスモデルが現在の収益の中心である。国内に事業機会は十分にあるので、ここで着実に成長する会社になろうとしている。藤木社長は自社の開発力を持って、直接海外に出て行くつもりは今のところない。

国内のケータイ市場は飽和気味であるが、スマートフォン市場は活況である。機能の高

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

度化、多様化が進む中で、独自のソフトウェアを提供し収益増加を狙っていく。

使いかたナビではデジタル家電への展開を考え、そのほか車にも新しいソフトウェアを提供していくことを検討している。

### 業績は踊り場

業績は踊り場にある。6年連続増収増益を続けてきたが、2010年度は減益となった。今年度の業績も伸び悩む。うまく増益基調に戻れるかは、音声認識事業の広がりテンポに依存している。

ケータイの総販売数が伸び悩む中、スマートフォンへのシフトが予想を上回るペースで進んでいる。現状、当社の製品展開はまだフィーチャーフォンが中心であるため、スマートフォンが伸びて、フィーチャーフォンの販売台数が減少すれば、当社の利益は減少する。

しかし、当社は着々とスマートフォンに対応した製品開発を進めており、技術的にはほぼ開発は完了しているようだ。今後、音声認識という分野が伸びていくのは間違いなく、当社製品の競争力は高い。ビジネスモデルとしても、従来のロイヤルティビジネス以外に業務ソリューション分野への進出をすすめている。収益が一時的には伸び悩むが、次の展開をしっかりと見据えているという点で十分期待が持てる。

### セグメント別業績

(百万円)

|                | 2009.9<br>(6カ月) | 2010.3<br>(6カ月) | 2010.9<br>(6カ月) | 2011.3<br>(6カ月) | 2011.9<br>(6カ月) |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| ライセンス          | 871             | 930             | 898             | 992             | 1133            |
| 音声認識・UIソリューション | 461             | 549             | 560             | 495             | 692             |
| 音源             | 409             | 382             | 337             | 497             | 235             |
| CRMソリューション     | —               | —               | —               | —               | 205             |
| ライセンス以外        | 100             | 93              | 107             | 89              | 109             |
| 基盤             | 39              | 48              | 45              | 37              | 45              |
| カード            | 61              | 45              | 62              | 51              | 63              |
| 売上合計           | 972             | 1024            | 1006            | 1080            | 1243            |
| 営業利益           | 254             | 276             | 153             | 330             | 252             |
| ライセンス          | na              | na              | 162             | 328             | na              |
| ライセンス以外        | na              | na              | -8              | 1               | na              |

(注) 営業利益の内訳は2010.9に初めて公表。

CRMソリューションは2011.9より連結へ。

### 次の展開は見えている

ケータイに続く次の応用分野は自動車と業務支援ソリューションである。自動車はカーナビへの応用で、ここに音声認識で対話型の設定ができることは極めて便利である。現在、具体的な開発が進んでおり、いずれその応用製品が出てこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

業務支援ソリューション型も面白い。産業界ではさまざまな場面で、ビジネスに関する報告書を書くという作業が行われている。その時、取り急ぎ要点を声で入力しておいて、後ほど PC で加筆して仕上げることができれば、仕事の生産性は大幅にアップする。2011 年 10 月、当社は「音声入力による業務日報ソリューション」の販売を開始した。池田泉州銀行と共同開発したことで、実際の銀行業務で使われる文章を高精度で認識することが可能となった。書くという作業が口頭筆記になるというのは便利である。

### 3つの展開に注目

当社は、LSI の設計技術からスタートして、ソフトウェア開発、音源のハードウェア、ソフトウェアで伸長し、ATR(国際電気通信技術研究所)、NICT(情報通信研究機構)と組んで、モバイルの音声認識でユニークな応用を実現した。

音源はケータイのみの利用であったが、音声認識は全ての機器が対象になる。音で機器を動かすというのは新しい技術の応用である。当社は、これを 2 つの分野で伸ばす方針である。

1 つはスマホ向けである。一時は、フィーチャーフォンが減る、海外メーカーの機種が増えるということで逆風になるのではないかと懸念された。しかし、iPhone4S で、音声認識機能が注目され、業界としても動きがポジティブになった。

もう 1 つは、業務ソリューションへの適用である。銀行系営業員の事務日報の効率化など、業務効率の向上に活用しようというものである。池田泉州銀行では、2012 年夏に「音声入力による業務日報ソリューション」を全店で導入することが予定されている。さらに、介護の現場でも業務日報が必要である。あるいは、エレベーターの定期点検で、“ポカミス”などによる点検の見落としを防ぐために、音声対話で点検項目を確認していくことにも適用が出来る。今後、さまざまな分野に應用が広がっていく。

当社の音声認識の強みは 3 つある。1 つは、ノイズリダクションに優れ、雑音に強いことである。通常のスマホも、業務ソリューションも雑音の多い屋外で使うことが多いので、しゃべった音のみを認識するというのは重要である。2 つ目は、幅広いラインアップである。音声認識も、音声合成も、対話もできる。ワープロの文章を読み上げることもできるのである。また、それぞれにいくつかのアプローチが可能で、利用用途によって最適なものを選択できる。3 つ目は辞書のカスタマイズが可能である。様々な業界用語や社内でする特殊用語を辞書に追加登録することで、一般的にはあまり使用しない言葉もきちんと認識出来るようになる。

2011 年 4 月に子会社となったイズは約 40 名の会社であるが、その子会社にスーパーワンがある。スーパーワンは 10 名程度の会社で、主にアプリケーションを開発してきた。iPhone 向けの対応もここで可能になる。

### ①スマートフォンの急成長への対応

従来のフィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えが予想を上回るペースで進んでいる。キャリア3社のマーケティングを見ると、顧客はスマートフォンなら2.5~3万円で買えるが、従来のケータイは5~6万円する。同じ新製品ならスマートフォンにしたくなるのが消費者心理であろう。

当社の業績への影響という点では、NTTドコモのフィーチャーフォンが売れる方が一台当たりの収益は確実に入る。スマートフォンでの最初の課題は、販売1台あたりのロイヤルティを獲得できるビジネスモデルを継続できるか、という点にある。それができた場合、従来と同じくスマートフォンが売れ続ければ、一定の安定収入が得られる。そうでない場合は、アプリとして市場に出し、ユーザーの認知を得、選択・購入してもらえるかどうかで収入が決まる。ただ、もしこのアプリが大ヒットをした場合は、キャリアの壁を超えてすべてのアンドロイド対応スマートフォンから収益が得られ、従来以上の大きな収益を生む可能性もある。

当社は、NTTドコモ2011年夏モデルのスマートフォン(F-12C)に搭載された「しゃべってカンタン操作」というアプリに音声対話技術を提供した。「しゃべってカンタン操作」は、2011-2012冬春モデルのスマートフォンにも搭載され、NTTドコモの新ポータルサイト「dメニュー」からのダウンロード提供も開始された。新しいビジネスに向けても着々と布石を打っている。

### ②ケータイ以外の分野への広がり

この音声認識をケータイに限ることなく、さらに広い市場に普及させていくことである。その1つの応用分野が業務支援ソリューションである。金融、保険分野をはじめ、外務員、営業担当、外交セールスが、会社に戻って日報を書いて入力するという作業は、日々の仕事につきものである。この作業が残業となって、本人にとっても会社にとっても、負荷となっている。これが音声で入力できれば、作業が楽になる。1つの外交セールスが終わって外に出たら、ケータイへ音声でポイントを入力する。本人は会社に戻ってから、そのポイントを少し整理すれば日報は完成する。生産性がアップするのである。

介護系にも使える。訪問介護では日報よりさらに定型化された報告書をしっかりと仕上げる必要がある。この報告書への記入内容についても、声で入力をする事ができれば作業処理は簡単で楽になり、訪問介護の件数を増やすことも可能かもしれない。また、PC操作に慣れない人でも使いやすい。こうした業務支援ソリューションの販売はすでに始まっている。

### ③資本・業務提携企業とのシナジーの発揮

こうした新しい分野の事業を立ち上げるために行った資本・業務提携をいち早くビジネ

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

スに活かすことである。イズの CRM ソリューション（コンピューターを使ったマーケティング）である Visionary シリーズは、すでに約 150 社で使われている。その子会社であるスーパーワンは iPhone のアプリ開発などに実績を持つ。また、アクロディアは UI を得意としており、当社には音声認識技術がある。上手く連携し、音声認識・UI・アプリ開発・CRM とトータルで業務支援ソリューションを展開したいとの考えである。

### ビジネスモデルの進化

業務支援ソリューション分野では、すでに「音声入力による業務日報ソリューション」を販売開始しており、池田泉州銀行での導入も予定されている。訪問介護についても、日報が国に提出するレセプトには必要な書類なので、実現性は高い。また、様々な点検を音声対話で行うという応用利用も見込んでいる。こうした成果が今下期から顕在化してくる。

業務ソリューションビジネスを本格的に展開するために、2011 年 1 月にイズの連結子会社化を決定した。イズは当社が資本の 80% を持った。サーバーの保守メンテナンスでは優れた技術をもっており、クラウド型サービスを提供する上で有効に活用できる。前期の売上高は 5 億円ほどであった。アクロディアとは UI を展開する上で、資本・業務提携した。これらの会社を活用して、システムに埋め込む技術、アプリ化する技術を強化し、音声認識の分野で、業界をリードすべく本格的にマーケティングしていく。

新規事業として、「E 検定～電気・電子系技術者育成プログラム～」に参入する。ソフトウェア開発ではなく、機器の開発には欠かせない電気・電子系（アナログ技術）技術者を育成しようという目的で、検定試験とエラーニングの仕組みとして具体化した。アナログ技術者は最近不足気味となっており、わが国のモノづくりには、ハードを使いこなす技術者が必要であるからである。この E 検定は、株式会社デンソーをはじめ複数の企業に試行提供を開始している。

当社のビジネスモデルはさらに変化していく。従来は音源、音声認識などのコアテクノロジーを開発し、それでロイヤルティを稼ぐという規模は小さいが利益率の高い会社という内容であった。それが、ロイヤルティだけでなく、アプリのサービスで収入を得る方針が加わる。さらに、ケータイ以外に音声認識を応用すると、業務用ソリューションを提供するためのソフトウェア開発部隊が必要になる。イズの連結子会社化で人員は約 70 名から約 130 名に増えており、藤木社長は数年後には 200～300 人規模の会社に発展することを想定している。

### ユーザーインターフェースで技術開発型サービスに領域を広げる

使いかたナビ は 09 年度に立ち上がって、すぐに収益貢献している。ケータイの持つさまざまな機能を本当に使い切っているユーザーは少ない。マニュアルを見て理解するのも大変である。ということで、自分の使いたいことをあいまいなキーワードでいくつか入れ

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ると、それに相当するマニュアルのところへ連れて行ってくれる。この自分なりのキーワードで適切な使い方に誘導してくれるソフトウェアが、NTT ドコモに採用された。

ユーザーインターフェース (UI) をよくするという狙いで、当社は株式会社カナックのソフトウェアをライセンス購入して、使いかたナビの提供を始めた。それまでもパナソニック製のケータイなど一部に使われていたが、当社が活用を促進したことで NTT ドコモに本格採用された。

この使いかたナビは、デジタル家電など、いろいろな分野に応用可能である。大手電機メーカーでも採用が始まった。今後、音声入力で使いかたナビが使用できるようになればもっと便利になり、今後は、この方向でビジネス化していく方針である。

### 今やれることを収益重視で展開

藤木社長は、経営の発想を絶えず広く持っていたい、と考えている。事業というのは、どのように発展するか分からないもので、ノキアを見ても長靴から電線、そしてケータイへと発展している。人とは違う発想で事業を展開していく方針である。しかし、収益は重視するので、当面赤字でもいずれ黒字化すればよいというような事業はやらない方針である。音声認識は一気に黒字ビジネスとして立ち上がった。

## 4. 当面の業績 2011年度の業績は主役交代の踊り場

### 前2011年3月期は7年ぶりの減益

2011年3月期の利益は前年度を下回った。音声認識の研究開発(R&D)を強化したため、販管費が増えた影響がある。実際、R&D費は、対売上比で2010年3月期が6.5%であったのに対して、2011年3月期は8.7%と力が入った。

### 2012年3月期の上期(2Q累計)は好調であった

2012年3月期の2Q累計(上半期)は、売上高1243百万円(前年同期比+23.5%)、営業利益252百万円(同+63.8%)、経常利益252百万円(同+61.2%)、当期純利益122百万円(同+44.0%)と大きく回復した。主力の音声認識の売上高は692百万円(同+23.5%)と好調であった。一方、音源は既に一巡感があるので235百万円(同-30.4%)と減少した。4月に子会社化したイズの売上高がCRMとして205百万円上乗せとなっている。

2Q累計のうち、音声認識は3Qの売上げ予定が2Qに前倒しになったので、それが増加要因となった。

音源が減少しているのは、従来のフィーチャーフォンからスマホに需要がシフトしていることによる。フィーチャーフォンへの音源に関するロイヤルティ収入が減っている。一

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

方、スマホ向けにも当社の音源を提案している。

CRMは、イズのVisionaryを販売している。これは、コンテンツの管理、クーポンの管理、注文商品の管理などに利用する。例えば楽天のネットで取引があった顧客に対して、その後いろいろな商品を提案するためにメール配信する時などに有効である。モバイル分野はスマホの普及で今後大きく伸びると考えられるので、ここに音声認識の活用も含めて力を入れていく。イズの子会社のスーパーワンの売上高は、基盤・カード事業分野に属する。

バランスシートは良好である。2011年4月にイズを買収したので、その分の資産が増加したが、大きな変化はない。2011年9月末でみると、3月末比現預金が-272百万円、有価証券が-200百万円となったが、短期借入金が-200百万円、長期借入金が+170百万円である。M&Aに伴うのれんの増加は+140百万円、であった。総資産3222百万円に対して、純資産は2673百万円であり、自己資産比率は80.0%をキープしている。

### セグメント別業績

|                | (百万円)  |        |        |           |
|----------------|--------|--------|--------|-----------|
|                | 2009.3 | 2010.3 | 2011.3 | 2012.3(予) |
| ライセンス          | 1517   | 1801   | 1889   | 1900      |
| 音声認識・UIソリューション | 606    | 1010   | 1055   | 1300      |
| 音源             | 911    | 791    | 834    | 600       |
| CRMソリューション     | —      | —      | —      | 500       |
| ライセンス以外        | 258    | 193    | 195    | 200       |
| 基盤             | 154    | 87     | 82     | 80        |
| カード            | 104    | 106    | 113    | 120       |
| 売上合計           | 1777   | 1996   | 2086   | 2600      |
| 営業利益           | 404    | 530    | 482    | 510       |
| ライセンス          | na     | 532    | 490    | 510       |
| ライセンス以外        | na     | -2     | -7     | 0         |
| 経常利益           | 415    | 540    | 485    | 500       |
| 当期純利益          | 221    | 315    | 284    | 300       |

(注) 営業利益の内訳は2010.9に初めて公表。2012.3はアナリスト予想。

CRMソリューション(子会社イズの売上)が2012.3期から加わってくる。

### 今2012年3月期は増益転換が目標

通期の予想は変えていない。会社見直し通りである。CRMの利益貢献はほとんどない。音声認識は先行投資してきたので、今後当社機能の搭載が増え、ユーザーの利用が増えれば利益貢献度を高めるが、まだ慎重にみている。

今2012年3月期については、売上高2600百万円(前年度比+24.7%)、営業利益510百万円(+5.7%)、経常利益500百万円(+2.9%)、当期純利益300百万円(+5.6%)を見込んでいる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

スマートフォンへのシフトが急ピッチで進んでいる。この切り換えが早いと、当社はマイナスの影響がある。従来のフィーチャーフォンの販売台数が落ちるので、フィーチャーフォンから得られるロイヤルティが減ってしまう。

一方、スマートフォンに当社の音源や音声認識の技術やサービスの搭載が決まれば、ロイヤルティやサービス収入が入る。当社の予想では、今年度の下期から当社の製品をスマートフォンに展開できるとしており、そのため下期の業績が伸びると見込んでいる。

もう1つの課題は、スマートフォンでの技術搭載が、プリインストール型ではなくユーザーの選択制になる可能性もあるということである。その場合、ユーザーがそれを便利だとわかって選択・購入してくれないと収益にはならない。逆にヒットすれば爆発的な収益が上がる可能性もある。誰もが使ってみたい機能なので大いに期待できるが、スマートフォンへの切り替えが急ピッチな今年度については、業績が会社側の想定を下回って伸び悩む可能性もある。それでも将来は期待できるので、注目すべき局面にあるといえよう。

売上が大きく伸びるのは、今期から連結子会社となったイズやスーパーワンの売上が連結として上乘せされるからであるが、利益貢献はまだこれからである。

## 5. 企業評価 おもしろさを有する企業

### 組織能力のパワーアップとマネージメント

これまでのコア技術は今のメンバーが少数精鋭で展開してきたが、音声認識を事業として広げていくとなると、人材が必要になってくる。例えば、金融関係のソリューションに音声認識ビジネスを拡大するにはソフトウェアの開発力が一段と必要になってくる。SI（システムインテグレータ）をアウトソーシングとして活用するだけでなく、新しいコアとして社内に取り込むためのM&Aも必要になり、逐次実行している。

当社は元々ハードの設計からスタートして、受託のビジネスからソフトウェアの開発に展開し、それをサービスとして利用できるように、と会社を発展させてきた。次の10年を考えると、人材を一段と強化して、人員の数と質を大幅に高めていく必要がある。藤木社長はそうした視点も見据えて次の10年の構想を練っている。

藤木社長の経営力、音声認識をベースにした事業の広がりや成長性、知的資産をベースに着実に利益を上げるビジネスモデルは有望である。ただ、スマートフォンへのビジネス対応と、業務支援型のシステム開発という従来とは違ったビジネスモデルへの対応には一定の努力を要するので、当社の企業レーティングはBとする。（企業レーティングの定義については表紙注を参照）

## 音声認識は今後も拡大

株価をどう判断するかという点では、PBR、ROE と PER、そして配当利回りの順にその水準を見ていくと分かりやすい。1月24日時点の株価で見ると、PBRが1.79倍という点では会社が有している知的資産(IP)からみて、市場ではそれなりに評価されている。ROEは今11年度予想ベースで11.2%と良好であり、PERも16.0倍と平均的で割高ではない。

株価は概ね妥当ゾーンにあるといえるが、今後とも音源事業に次ぐ音声認識の成長と収益貢献を織り込む局面にある。スマートフォンへの展開で今後もう一段の利益成長を見込めることがはっきりしてくれば、株価水準も変わってこよう。

配当は、連結配当性向30%を目途としている。株式の流動性の改善に向け09年10月1日に1:2の株式分割を実施した。今期の配当は2100円を予定している。配当利回りは2.0%である。