

アクセルマーク (3624 東証マザーズ)

モバイルインターネットのコンテンツ制作や広告事業を展開。ソーシャルゲーム事業が急拡大し、事業再構築が進展。

> 要旨

◆ モバイル端末向けコンテンツプロバイダ

・同社は、従来型の携帯電話やスマートフォン等を利用して、各種デジタルコンテンツを企画・制作し、一般ユーザーに提供するコンテンツプロバイダである。同社はセプテーニ・ホールディングスの子会社である。

・具体的には、通信キャリアの公式コンテンツプロバイダとして、着うた等の音楽やコミック、映画等のコンテンツを配信するモバイルサイトの運営、電子書籍の作成・配信支援サービス等を展開してきた。

◆ 2011年10月から新体制でソーシャルゲームに注力

・携帯電話の普及一巡、スマートフォンの普及等を契機に、フィーチャーフォン向けの既存事業での成長が見込めず、収益も低迷した。そこで昨今成長顕著なソーシャルゲーム市場への進出を決断。

・同社と同様にコンテンツプロバイダ営む傍ら、コンテンツ検索エンジンの開発や広告ビジネスを行い、ソーシャルゲームの開発にも着手していたエフルートを2011年10月に吸収合併。両社でコンテンツ事業に投じていた人員をソーシャルゲームの開発・運用に集中投下し、ソーシャルゲーム事業を早期育成する戦略を推進している。

> 投資判断

◆ 収益構造を一変、ソーシャルゲームを核に利益成長が続こう

・12/9期はエフルート吸収合併し、新体制として初めての決算(連結)となる。ソーシャルゲーム事業へのシフトが進み、売上高40億円、営業利益340百万円、当期純利益330百万円に達すると予想。

・13/9期は、ソーシャルゲーム事業32億円(前期比89%増)、総売上高の6割に達すると想定。収益性が高い当該事業の伸長により、営業利益は前期比77%増の6億円と予想する。

◆ 事業再構築が株価に織り込まれておらず、今後水準訂正ありと判断

・同社の株価は、エフルートとの合併・ソーシャルゲーム事業を核とする事業構造転換が発表される以前からあまり変動していない。競争激化が伝えられる当該事業の成否に関する疑念があるようだ。足元で登録者数増等、当該事業の好調を伝える指標もある。同社が適切な集客策を講じ続ければ、いずれ同社株価は水準訂正されることになろう。2~3年後の適正株価は111~128千円と判断した。

業種: 情報・通信業

アナリスト: 高坂 茂樹
 +81(0)3-6858-3216
 kousaka@holistic-r.org

【主要指標】	2012/4/6
株価(円)	58,100
発行済株式数(株)	44,939
時価総額(百万円)	2,598
上場日(年/月/日)	2008/3/18
上場来パフォーマンス(%)	-22.8

	前期実績	今期予想
PER(倍)	—	7.9
PBR(倍)	2.1	1.6
配当利回り(%)	0.0	0.0

	σ	β値
リスク指標	115.6%	2.01

【主要KPI(業績指標)】

月次推移	ソーシャルゲーム事業 売上構成比 登録者数	
	2011年10月	11月
	19 %	16 万人
	27	33
	37	67

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	8.0	36.4	10.9
対TOPIX(%)	5.7	16.3	12.8

*用語の説明は最終頁をご覧ください

アクセルマーク (3624 東証マザーズ)

> 収益モデル

決算期 単位:百万円	2010/9期 実績P	2011/9期 実績P	2012/9期 会社予想C	2012/9期 予想C	2013/9期 予想C	2014/9期 予想C	2015/9期 予想C
売上高	1,342	1,231	3,543	4,000	5,400	7,000	8,400
(前期比)	-	-8.3%	-	-	35.0%	29.6%	20.0%
営業利益	36	11	100	340	600	900	1,150
(前期比)	-	-68.5%	-	-	76.5%	50.0%	27.8%
経常利益	28	4	96	340	600	910	1,180
(前期比)	-	-82.8%	-	-	76.5%	51.7%	29.7%
当期純利益	-56	-32	92	330	350	500	650
(前期比)	-	-	-	-	6.1%	42.9%	30.0%
期末株主資本	814	804	-	1,678	2,028	2,528	3,178
発行済株式数(株)	28,877	28,877	44,939	44,939	44,939	44,939	44,939
EPS(円)	-2,005.8	-1,129.0	2,047.2	7,343.3	7,788.3	11,126.2	14,464.1
1株当たり配当(円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BPS(円)	28746.9	28098.2	-	37339.5	45127.8	56254.0	70718.1
ROE	-6.7%	-4.0%	-	26.6%	18.9%	21.9%	22.8%
株価(円)	62,900	33,700	58,100	58,100	-	-	-
PER(倍)	-	-	28.4	7.9	7.5	5.2	4.0
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	2.2	1.2	-	1.6	1.3	1.0	0.8

(注) 1. 予想におけるPER、配当利回り、PBRはレポート作成時の株価により算出。決算期のPは単体決算、Cは連結。
2. 2012/9期の会社予想は期初発表値で、現在は1四半期先の予想のみとなり通期予想は非開示。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

2011年に開始した、SNSを介してゲームアプリを配信するソーシャルゲーム事業が主力事業になりつつある。

コンテンツ事業は着うたや動画、占い、コミック、ゲーム等のコンテンツを配信。広告事業では、ヤフーのパートナーとして広告掲載メディアを獲得。

◆ 3つの事業セグメント

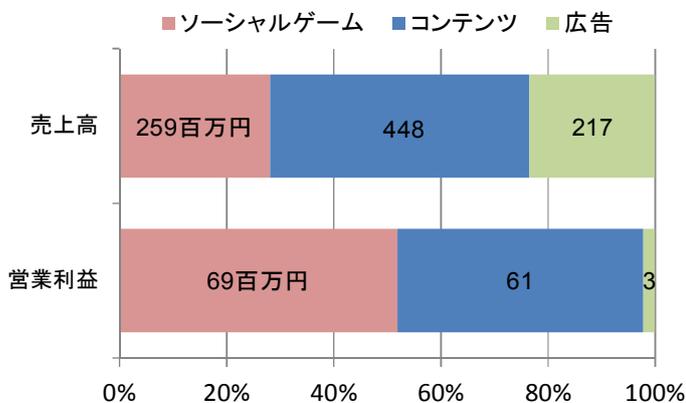
アクセルマーク株式会社（以下同社）は、モバイルインターネットを通じて一般消費者向けにソーシャルゲームや音楽、電子書籍等のコンテンツを提供する事業を中心として、モバイル広告事業を併営している。具体的には、以下の3つのセグメントに分類される（下図参照）。

1) ソーシャルゲーム事業：ディー・エヌ・エー（以下 DeNA）の SNS（ソーシャルネットワーキングサービス）「Mobage（モバゲー）」を主な配信プラットフォームとして、ゲームアプリを開発・配信している。レポート作成時点で3作品をサービス中である。同社本体及び子会社エフルートレックスが当該事業を担っている。

2) コンテンツ事業：従来型携帯電話（フィーチャーフォン）、スマートフォン向けに、着うた等の音楽コンテンツを中心に映画・ドラマ・アニメ等の動画、コミック、ゲーム等を配信する多数のモバイルサイトを運営。他に作家・出版社から原作を預かり、電子書籍化して App Store や Android マーケットにおいて販売し印税を支払うサービス「AXEL BOOK」も営んでいる。同社本体で営む事業である。

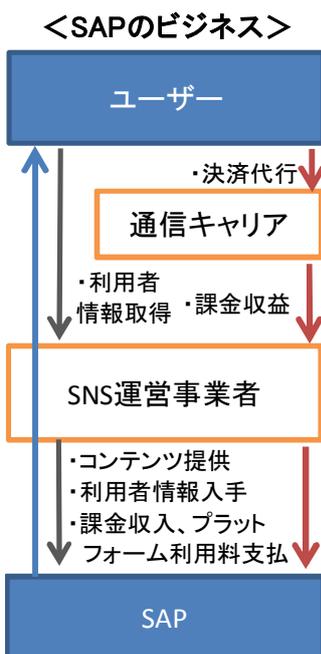
3) 広告事業：最適化広告配信サービス「focas（フォーカス）」は中小モバイルサイト等に対し、ヤフーの広告サービス（検索連動型広告や興味関心連動型広告）で集まった広告等の掲載による収益化の機会を提供する。また、音楽・動画・ゲーム等のコンテンツを得意とするモバイル検索エンジンを開発。自社モバイル検索サイト「froute.jp（エフルート）」で活用する他、他社の運営するモバイルサイトへの外部提供も行っている。同社本体及び子会社エフルート・モバイル・テクノロジー（海外事業子会社）が担っている。

セグメント別構成(2012/9月期1Q実績)



(出所)同社決算短信より作成

ソーシャルゲームを開発・配信する3rdパーティのSAPとして成長を目指している。
現在はカードバトルゲーム3作品をMobageに提供中。



(出所)各種資料、ヒアリングに基づき当センター作成。

◆ ソーシャルゲーム事業

SNS 事業者の運営する配信プラットフォーム上でゲームサービスを展開するサード (3rd) パーティ事業者は、SAP (ソーシャル・アプリ・プロバイダ) と呼ばれる。

SAP の主な収益は、ゲームを有利に進めるために必要なアイテムの販売収入である。売上原価は SNS 大手 3 社の何れかに支払うプラットフォーム利用料と、ゲーム配信用サーバの管理費である。ゲームに原作漫画・小説などがあれば著作権料の支払いが発生する。同社におけるソーシャルゲーム事業の売上原価率は約 5 割で、コンテンツ事業 (約 6 割)、広告事業 (7 割強) に比べ収益性が高い(前頁表参照)。

レポート作成時点において同社がサービスしている作品は、2011 年 9 月に開始した「キングダムクロニクル」(12 年 2 月初め時点の登録者数 38 万人)、11 年 11 月開始の「王様ゲーム」(12 年 2 月末時点で同 50 万人)、12 年 3 月開始の「アドベンチャークロニクル」(サービス開始 2 週間で同 10 万人) の 3 タイトルで、いずれもカード型バトルゲームである。なお、「キングダムクロニクル」は、オリコン (株式会社 oricon ME) が 11 年 12 月 26 日に発表した第 1 回 SNS ゲーム満足度ランキングの Mobage 部門で第 10 位となった。

家庭用ゲーム機向けコンテンツと比べたソーシャルゲームの特徴は以下の通り (下表参照)。1) 基本利用料無料・アイテム課金の収益モデルである。課金ユーザーは利用登録者数の 5%前後が通例。2) 利用目的は友人とのコミュニケーションで、ログイン 1 回当たりの利用時間は短い (短時間のバトルを終えると離脱する)。3) 開発予算は相対的に少ないとされていたが、近年は上昇傾向にある模様。不具合や難易度の調節、物語の新たな展開等はリリース後にも継続して行えるため開発期間は短い。4) 販売チャネルは SNS プラットフォーム上。マーケティングは SNS 内の友人からの招待 (口コミ)、アフィリエイト広告等。

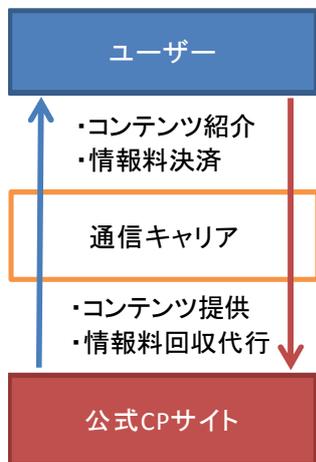
<ソーシャルゲームと家庭用ゲーム機向けソフトの比較>

項目	ソーシャルゲーム	家庭用ゲーム機向けソフト
ゲーム特性	友人と共に遊ぶコミュニケーションツール	一人でも遊べるエンターテインメントツール
利用時間	概して短い	概して長い(時間消費型レジャー)
開発費	少額 (1作品数百万円~数千万円)	多額(数億円が一般的)
開発期間	リリースまでは短い(3か月前後)	半年から数年
完成形態	頒布後も逐次バージョンアップ	完成品として発売
製品寿命	長い(イベント、新しい物語の追加等)	短い(続編は別作品として販売)
価格体系	利用無料でアイテム課金が主流	パッケージ販売
販売チャネル	SNSプラットフォーム	玩具店、家電量販店等及び発売元ウェブサイト
ユーザー獲得法	SNS上での友人招待やアフィリエイト広告等	マス広告、リアルイベント等

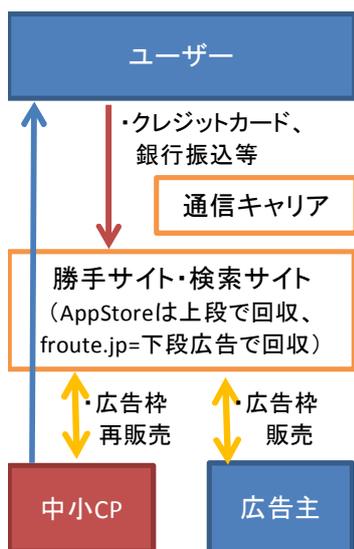
(出所) デジタルコンテンツ協会「デジタルコンテンツの市場環境変化に関する調査研究」等やヒアリングに基づき作成。

> 沿革・企業理念

<公式サイトのビジネス>



<勝手サイトのビジネス>



(出所)各種資料及びヒアリングに基づき作成。

◆ 公式 CP から SAP に転換

同社は、1994年にキャラクター商品の企画及び著作権・商標権・意匠権の管理(プロパティ事業)を目的として設立された。2000年にセプテーニ(現セプテーニ・ホールディングス)の出資を受け子会社となった。01年より通信キャリアの公式コンテンツプロバイダ(CP)として着メロ等の有料配信事業を開始。02年には広告事業を開始。モバイルメディアの仕入販売やモバイル版成果報酬型広告サービスを推進したが、当該サービス事業は後に親会社に売却し、セプテーニ・グループにおいてモバイルコンテンツ事業に特化する事業子会社になった。08年3月に東証マザーズ上場。

同社は11年10月に、エフルート株式会社(03年ビットレイティングスの商号で設立、07年に商号変更)を吸収合併した。エフルートはモバイル検索サービス(前述の「froute.jp」の運営)、モバイルメディアのシンジケーション(「focas」提供)、モバイル向けCP(約110サイトの公式サイト運営)の3つの事業を展開。また、10年初めに設立した子会社2社でSAP事業、海外での広告事業を行っていた。

同社はエフルート合併を機に、事業構造改革を断行した。背景には、着うた・占い等のコンテンツの利用が見込まれる潜在ユーザー層への携帯電話の普及一巡、スマートフォンの登場による公式CP離れ・勝手サイトへの移行・メディア分散の加速(音楽ファイルはiPhoneではiTunes Store、Android OSでは様々なウェブサイトの検索で入手可能)があり、同社の唯一の事業であったコンテンツ事業がじり貧になったという事情があった(下図参照)。また、旧来の同社がCPの経験で培った著作権管理のノウハウやコンテンツ(モバイル配信用パッケージ)制作力と、旧エフルートが広告事業で培ったユーザーニーズを分析する力(ソーシャルゲームの改良に有効)のシナジーにより、SAPとして再び成長力を取り戻せると考えたようだ。現在は市場拡大が期待できるソーシャルゲーム事業に注力し、コンテンツ事業は経営資源を割かず利益をあげるキャッシュ・カウと位置付け直した。

<コンテンツ事業の売上高の推移>



(注)2012/9期は合併により一時的に売上高が増加。
(出所)同社決算説明資料、2012/9期の予想は当センター作成。

なお、経営理念については、合併以前の「モバイルを通じて素晴らしい作品・商品・サービスを一人でも多くの人に届けたい」から、モバイルインターネットのインフラを利用して「コンテンツとユーザーを繋ぐ企業」として、「良質のコンテンツを提供し豊かな社会の実現に貢献する」、となった。若干の字句変更こそあれ、ほぼ同義の内容であり、合併に際しての人材交流・企業文化の融合といった観点では特段問題は生じなかった模様である。

> 経営陣

◆ セプテーニ・グループのモバイルコンテンツ担当企業

同社代表取締役社長の尾下 順治氏は、1974 年生まれ。神戸大学工学部を卒業後、第二電電（現・KDDI）、IT ベンチャー（友人との共同創業で Web サイト制作を請け負う、後に事業売却）、ベンチャーキャピタルを経て、06 年に VC 投資先のエフルート（当時の商号はビットレイティングス）取締役、08 年社長就任。そして 11 年 10 月のアクセルマークとエフルートの合併に伴い、同社社長に就任した。

同社取締役会は尾下社長の他 4 名で構成され、うち 2 名は社外取締役（親会社役員）である。事業部門担当の梅澤取締役も親会社グループ出身で、合併新体制発足時に着任。管理部門担当の渡邊氏は 07 年より同社に在籍している。

> 株主構成

◆ セプテーニ・ホールディングスが 52%を保有する筆頭株主

2011 年 12 月 26 日付け「支配株主に関する事項について」よれば、同社の筆頭株主はインターネット広告事業大手のセプテーニ・ホールディングスで、2011 年末時点において同社の議決権の 52.68%を保有する。尾下社長は同 4.70%を保有しており、同社業績の向上にインセンティブが働く大株主である（有価証券報告書「役員の状況」より）。なお、2011 年 10 月のエフルート吸収合併後の大株主の状況及び株主構成について、同社は公式資料で開示していない。また、同社には子会社が 2 社（ソーシャルゲーム事業を担うエフルートレックス、海外事業を担うエフルート・モバイル・テクノロジーズ）あるが、いずれも同社の 100%子会社である。

事業環境

> 業界環境・競合他社

通信キャリア主導のモバイルコンテンツ市場は頭打ち。SNSやPC類似のスマートフォン系コンテンツ市場に侵食されている。

国内ソーシャルゲーム市場は2011年度約2,600億円から12年度は約3,500億円に伸長するとの見方がある。

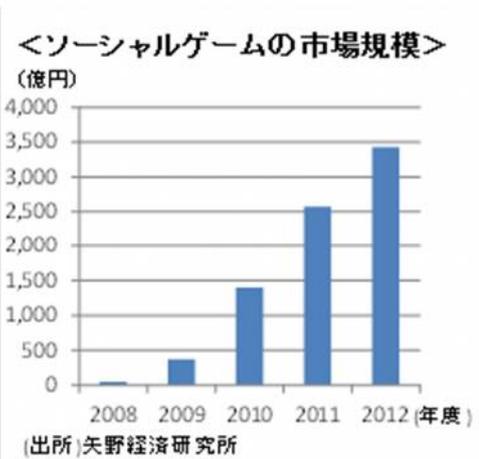
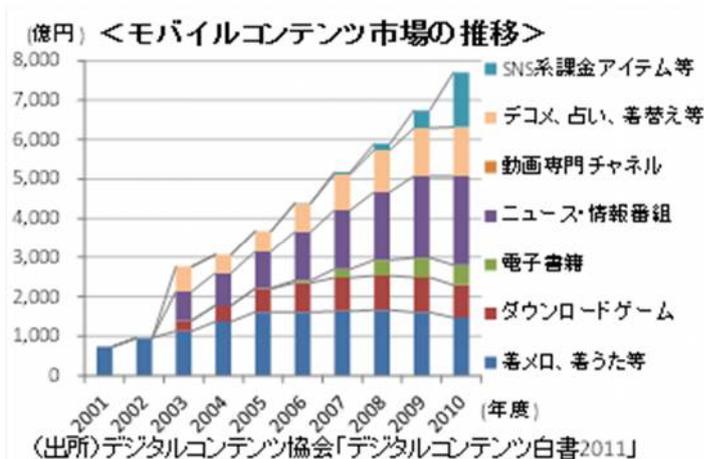
◆ モバイルコンテンツ市場で急成長するソーシャルゲーム市場

財団法人デジタルコンテンツ協会によると、2010年度の携帯電話向けコンテンツの市場規模は6,456億円(前年度比17%増)。このうちソーシャルゲーム関連(SNS上のアイテム販売等)は1,389億円(同3.1倍)、それを除く市場は5,076億円(同0.04%減)。代表的な公式CP事業であった着メロ・着うた等の音楽系コンテンツは1,468億円(同8%減)で、08年度をピークに2年連続減少した(下図参照)。通信キャリアが主導した従来型のCP事業は、スマートフォンの普及により退潮傾向にあるようだ。

07年に米国で生まれたソーシャルゲームは、わが国では08年にサービス提供が始まり、09年8月提供開始の「サンシャイン牧場(mixiアプリ)」や同年10月の「怪盗ロワイヤル(Mobage)」のヒットにより、10年から11年にかけて市場が急拡大した。矢野経済研究所によれば、2011年度のソーシャルゲームの市場規模は前年比84%増の2,570億円、12年度は同33%増の3,429億円と、高成長が続く見通しである(下図参照)。

◆ 競合はクルーズ、KLab、ドリコムや非上場のgloops、gumi等

ソーシャルゲーム市場のメインプレイヤーは、プラットフォームを運営し、自らもゲームを開発・提供するDeNA、GREE(以下GREE)の2社。SAPではクルーズ、Klab、ドリコム、非上場でDeNAと業務提携したgloops、GREEが出資するgumi等が有力である。参入企業は数多く競争は激烈で、自社のゲームに集客するのは容易ではない。「ドラゴンコレクション」で新境地を開拓したコナミをはじめ、バンダイナムコ、カプコン等の家庭用ゲーム機を主戦場とするゲームメーカーも、過去のヒット作品で人気キャラクター(の著作権)を保有するため、強力なライバルになろう。



> ビジネスサイクル

売り切りの家庭用ゲーム機向けパッケージ販売と異なり、ソーシャルゲームはリリース後の集客活動が重要。

◆ ソーシャルゲームはサービス開始後の集客活動で長命化

ソーシャルゲーム事業は、数か月の開発期間でゲームをリリースし、その後ゲームの難易度の調整、集客のための SNS 上でのレアアイテム配布イベント開催、新たな物語の追加等で、継続的に収益をあげるビジネスモデルとなっている(4 頁表参照)。ブームの火付け役となった 2009 年 10 月リリースの怪盗ロワイヤルは現在でも人気が高い。

家庭用ゲーム機をプラットフォームとするゲームソフトの場合、周到に企画を練り、バグ取り作業を慎重に行うため長い開発期間を要し、パッケージ販売で、発売後数日から数週間で売り切る(開発費を回収する、但し続編が投入されればキャラクタの再利用が可能)のとは比べると、リスクは低く息の長いビジネスと考えられる。

◆ CP 事業は会員定額制と従量課金併設、広告事業は継続性あり

コンテンツ事業は著作権保有者から使用許諾を得て(配信しやすいデータに加工し)公式サイト上で販売し、権利保有者と収益を分け合うもので、月額課金と作品毎の従量課金の双方を用意している。かつては定額制会員の存在が安定収益基盤となっていたが、スマートフォンの普及・勝手サイトの興隆で会員数は遞減傾向にある。

広告事業では、コンテンツ検索に優れる検索エンジン及び自社運営の検索サイトを用いて組織化した多数の中小メディア群が資産となり、最適化広告配信サービスが安定的に収益を挙げている。

> KPI(業績指標)

◆ 月次販売動向等の数値は非開示

同社は DAU (毎日アクセスするアクティブユーザー数)、ARPU (ユーザー1 人あたりの平均収益)、ARPPU (課金ユーザー1 人当たり収益)等のデータを開示していない。利用料無料の登録者数は下図の通り月次で開示しているが、登録者のうち課金利用者の比率も非開示。また、収益性・成長性が高く同社が注力するソーシャルゲーム事業の売上構成比上昇は、同社の経営戦略の進捗を測る指標と言えよう。

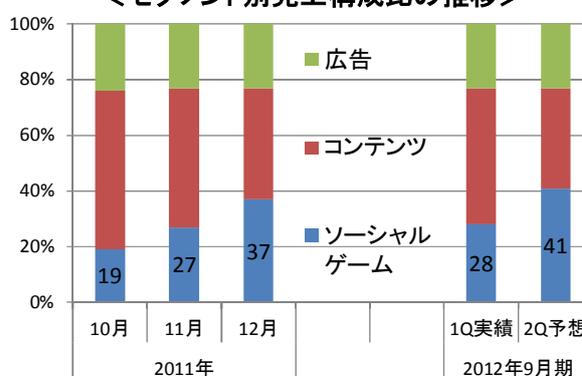
(万人) <ゲーム登録者数の推移>



(注)2012年3月は同社ニュースリリースで確認された各タイトルの登録者数の合算。

(出所)同社決算説明資料及びニュースリリースより作成。

<セグメント別売上構成比の推移>



(出所)同社決算説明資料より作成。

経営戦略

➤ 現状の課題と戦略

コンテンツ事業からソーシャルゲーム事業に人員シフト。開発プロジェクトを並行して走らせ、早期に複数作品を投入して、ユーザーが回遊する作品群を構築する。

◆ ソーシャルゲーム事業に経営資源を集中投下

同社は当面の経営課題として、1)収益基盤の強化、2)市場及び顧客ニーズへの対応、3)合併効果の早期実現、4)人材の確保と育成、の4つを掲げている。スマートフォンの普及と共に通信キャリアの認定を受けた公式CPとしてのコンテンツビジネスの収益力が低下し、同社は獲得したコンテンツやキャラクタの著作権保有者に対する使用許諾の対価(印税の前払い)に見合う収益を獲得できなくなっていた。そこで2011年10月を以てソーシャルゲームをはじめとするSNSコンテンツ事業、コンテンツ検索エンジンを核とする広告事業を営むエフルートを吸収合併し、事業の再構築を図っている。

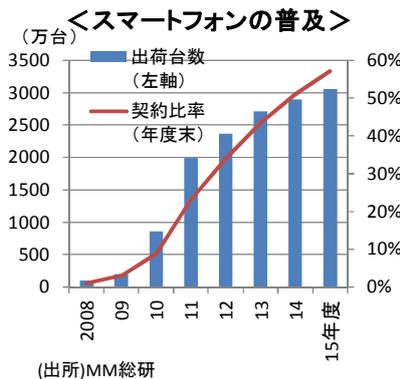
同社は、市場の高成長が見込まれるソーシャルゲーム事業に経営資源を集中投下し収益の柱に育成する一方、成長が見込めないコンテンツ事業は既に所有するコンテンツの使用許諾権をベースにコストを掛けずに一定の利益をあげるようにリストラクチャリングを進めている。具体的には以下の施策を打っている。

- 1) 合併新体制発足時点でコンテンツ事業40名余り、ソーシャルゲーム事業約20名、広告事業約20名(他に間接部門約30名)の体制を、コンテンツ事業23名、ソーシャルゲーム事業45名、広告事業17名に組み替える。
- 2) ソーシャルゲーム事業増員に伴い、開発プロジェクトを並行して走らせ、12年3月に3作目をリリースしたのに続き、5月上旬までに1作品、期末の9月までに2作品リリースする計画である。既存作品のユーザー拡大を目指す一方、アクティブユーザーに飽きさせず、同社作品間で回遊させるように多様な品揃えを用意する意向だ。
- 3) 従業員総勢約110名を、今期末には160~170名に増員する計画(新卒は18名入社)。ソーシャルゲーム事業ではゲーム企画・システム開発・グラフィックデザインの各機能部門で優秀な人材を欲している。
- 4) 合併前時点で旧アクセルマーク約150サイト、旧エフルート約110サイト存在したモバイルコンテンツ提供サイトは不採算サイトを中心に統廃合を進めている。

➤ 中長期の課題と戦略

◆ 「スマートフォン」、「SNS」、「グローバル」への対応を進める

同社は、急速に普及するスマートフォンを基盤とするモバイルコンテンツビジネスの確立、国内外で会員数が拡大するSNSをプラットフォームとするソーシャルゲームやSNS向けコンテンツの拡充、自社開発の検索エンジンを足掛かりに、東南アジアから事業のグローバル化を進めること、の3つを中長期的な経営戦略としている。



スマートフォンは国内では新発売のモバイル端末の過半を占めており、流行に敏感なユーザーからスマートフォンへの契約移行が進展。2012 年度末にはスマートフォン契約者が携帯電話契約総数の 3 割を超えるとの見方が有力だ (MM 総研予想、左図参照)。スマートフォンの普及により、ゲームはより美しい画像表現を求められる可能性が高く、ソーシャルゲーム事業はアプリのデザイン向上に努めている。コンテンツ事業は、フィーチャーフォンを用いた公式 CP ビジネスが縮小するのは免れ得ないが、既存資産の転用、著作権獲得・管理のノウハウを生かした電子書籍等のアプリ開発を、広告事業でもスマートフォンへのシステム対応を地道に続ける意向である。

SNS への対応策は、ソーシャルゲーム事業の育成・強化である。ソーシャルゲーム市場の成長力が鈍化し、シェア獲得競争の激化すること、開発要員の確保がより難しくなること、等に備え、収益基盤・財務体力が充実した暁には、同業者の買収なども検討する意向だ。同社は早期に市場シェア 1%の獲得(30 億円程度)、将来は 4,000 億円程度に成長した市場で 5%程度のシェア獲得を目論んでいる。

グローバル対応については、現在インドネシアで検索サイト事業の試験サービスを開始、ベトナム、バングラディシュでも開始準備中だ。当該地域ではリングバックトーン (電話呼び出し中に流れる「待ちうた」) が人気コンテンツとのことで、こうした音楽コンテンツの検索サイトがビジネスになると同社は考えている。

＞ アナリストの戦略評価

◆ 後発事業者のシェア獲得戦略

国内ソーシャルゲーム市場は数多の事業者が参入し、一定の収益を獲得できた成長期も後半に入りつつあるとの見方が業界内にある。人気ランキング上位に複数の作品を持つ有力企業と、新着ゲームとして紹介されても期待された収益をあげられない企業の二極化が始まったようだ。未成年への高額課金、カードバトルゲームにおける「ガチャ (カードのくじ引き)」の射幸性を問題視する声も高まってきた。

ライバルやユーザー分析を徹底し、隠し味を添えてオリジナルゲームにする改良型開発戦略。「ガチャ」の射幸性批判に対応したゲームの仕組みが必要と認識している。

そのような環境下で後発参入組の同社は、人気ゲームを分析したうえで、ユーザーが他社作品よりも面白いと感じる要素を幾つか組み込んだ作品を短期間に開発・リリースし、低リスクで一定のユーザーを獲得して競争に勝ち残ろうとしている。例えばカードバトルゲームにおいて、単なる保有カードの強弱だけでなく、サイコロを振って運の良し悪しで対戦結果が変わるといった仕組みである。これは、「ガチャ」の射幸性批判に応える改良と言える。

スマートフォンが主流となる今後を見据え、同社がグラフィックデザインのクオリティ向上に注力することは、他のゲーム市場と同様にハードウェアの進化対応策として正しい選択と考える。これまでゲームファンでなかったユーザーを対象にカジュアルゲームとして登録者

を増やしてきた当該市場も、新規ユーザーはいずれ頭打ちとなるだろう。その中で如何に DAU を増やし、課金率を高めるか、が各社の成長力を左右する。類似ゲームの中で他社に比べゲーム品質が高いと認知されるには、内製部隊による迅速・継続的にゲームを改良する能力が重要になるだろう。

また集客・課金アイテム利用体験のためのリワード広告（広告を見てアクセスしたユーザーにゲーム用疑似通貨等の報酬を還元する成功報酬型広告）の活用等の広告戦略や、集客力のある既存 IP（キャラクターや漫画・小説等の著作権）の活用等、費用対効果を勘案し、当面は同社ブランドのユーザーへの浸透を優先することも有用と考える。

業界は人材獲得合戦になっており、同社もさらなる成長のために M&A の検討が必要になるだろう。

◆ **合併・事業再構築は不可避だった、今後 M&A による業容拡大も** スマートフォンの普及による公式 CP ビジネスの衰退、新たな成長事業への事業転換は不可避であり、ソーシャルゲーム事業への注力はラストチャンスをつかみに行く決断であったと考えられる。旧エフルート経営陣にとっても、着手したソーシャルゲーム事業を早期に拡充するために、吸収される形であれ、優秀な人材を獲得して新作開発チームを立ち上げることが至上命題だったものと推察される。

収益基盤が安定しソーシャルゲーム市場で一定の地位を固めた暁には、同業他社に対する M&A も検討されよう。なお、セブテーニ・グループには、GREE をプラットフォームとしてソーシャルゲーム 1 作品（「乙女転生グリモア伝」・登録者数は 2012 年 2 月末日現在 28 万人）を提供するサイテック株式会社（ホールディングカンパニーの 100% 子会社）があるが、プラットフォーム間の競争戦略に配慮するうえで 2 社別々の運営が有効であろう。

◆ グローバル展開

東南アジアを中心とする検索サイトビジネスがグローバル展開の柱となっており、潜在的な市場規模は不透明であるが、当該地域の人口を考慮すれば、将来大きな市場に育つ可能性がある。

ゲームをはじめとする SNS コンテンツビジネスも、いずれはグローバル化に踏み込むことになるだろう。同社は現在 Mobage を主なプラットフォームに定めソーシャルゲーム事業を展開しており、DeNA は米国及び中国をグローバル展開のターゲットとしている。グローバル展開を図るならば Facebook への対応も検討する必要があるだろう。

他社プラットフォームに頼らず海外で SNS コンテンツ配信プラットフォームまで手掛けることを考えているかもしれない。国内事業で収益基盤が安定すれば、検討に値すると考える次第である。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

同社の強みは、顧客嗜好の分析力、外注に依存しない開発体制、著作権管理能力等。

◆SWOT分析

ソーシャルゲーム事業を営む上での同社の強み (Strength) は以下の通りと考える。

- 1) 顧客の嗜好や他社動向を分析する能力が高い (コンテンツプロバイダとしての集客活動や旧・エフルートの広告事業で培ったマーケティングのノウハウ)。リリース後の完成度向上や、改良型のゲーム開発戦略に合致している。
- 2) 社内にコンテンツ企画、システム開発、グラフィックデザインの主要 3 部門を抱えており、外注先に依存せずバランスの取れたゲームの開発が可能。
- 3) プラットフォーム運営事業者の DeNA と良好な関係にある。規約等プラットフォーム運営方針やシステムの変更等の情報を適時入手可能である。
- 4) 著作権保有者とのコミュニケーションによる原作利用権獲得能力をコンテンツ事業で育んできた。

また広告事業では、音楽、動画像等を得意とする自社開発の検索エンジンを保有しているため、多様なコンテンツを保有する中小メディアに対するマーケティング活動を円滑に行なうことができる。

一方、同社の弱み (Weakness) は、の 3 点と考えている。

- 1) 収益力、有力コンテンツの確保や M&A に耐える資金力等の観点でモバイルコンテンツ・ゲーム開発業者として十分な競争力があるとは言えない。
- 2) ゲームメーカーとして後発で、人材、囲い込むべきユーザー数等の点で先行する同業者に対し劣位にある。
- 3) プラットフォームも運営する DeNA、GREE に比べ収益性、ブランド力等の点で劣位にある。

同社の前に広がるビジネスの機会 (Opportunity) としては、以下の点が挙げられる。

- 1) SNS 関連市場は成長期にあり、スマートフォンの高機能を活かした新たなコンテンツビジネスや、ゲームの新機軸が生まれる可能性がある。
- 2) 海外におけるモバイルインターネットの普及。ガラケーと蔑まれつつも i-mode 等の事業経験は海外で活用できる可能性がある。

スマートフォンの普及に伴う市場構造変化は、既存ビジネスの危機であると同時に、新規事業展開の好機でもある。

同社を脅かす要因 (Threat) として以下の点に留意すべきであろう。

- 1) スマホの市場が立ち上がりながらフィーチャーフォンが想定以上の速度で落ち込む懸念。
- 2) 射幸心を煽るゲームの排除という自主規制が過度に進みユーザーの離散を招く懸念、マネタイズが困難になる可能性はある。
- 3) IP を保有する大手ゲームメーカーの参入による競争激化。手がかかりはるので、M&A でスキル持つメーカーを買収・囲い込めば強力なライバルになる可能性がある。

> Porter's 5 forces

成長期にあるソーシャルゲーム事業でも、業界内競争は熾烈になってきた。集客力を左右する企画力、既存IPの転用等、工夫が必要で、実質的な参入障壁は高くなってきた。

<業界内競争> ソーシャルゲーム市場には数多の事業者が参入しており、競争は厳しい。コンテンツ事業は公式CPビジネスの衰退により生き残り競争が展開される。広告事業は検索エンジンを通じ中小コンテンツプロバイダの組織化を進めており、競争優位に立っている。

<顧客に対する価格決定力> ソーシャルゲーム及びコンテンツビジネスにおいて、顧客に提供されるコンテンツ・サービスの価格には相場感があり、横並びになっている。ダンピングもない。

<新規参入リスク> ソーシャルゲーム事業は、低予算で開発が可能で相応の結果を出してきたことから新規参入の敷居は低いと考えられていた。ただ昨今では膨大な作品数が存在し、(売り切りでないため) ヒット作はいつまでもランキング上位に君臨すること、家庭用ゲーム機向けに実績のある大手ゲームパブリッシャーの参入、等による競争激化で、高いゲーム品質(開発費の上昇)や集客力のある人気キャラクターのIP(知的所有権=著作使用許諾)が求められるようになり、参入障壁は高まっている。

<代替品のリスク> フィーチャーフォンからスマートフォンへの移行と共に公式CPビジネスは衰退しつつある。ソーシャルゲーム市場は端末を問わず成長している。家庭用ゲーム機、PCオンラインゲームと異なる新しいファンを開拓したと言われるが、ヘビーユーザーにとってこれらのゲームや、パチンコ等は代替サービスと考えられる。

<供給者に対する交渉力> プラットフォーム事業者のDeNAとは良好な関係を構築しているが、他の事業者とは取引していない。一定規模のユーザー基盤を確保するまで、同一プラットフォームで展開すべきである。コンテンツ事業では著作権者との円滑な関係構築が必要だが、この点でこれまでトラブルになったことはない模様。

> ESG活動

◆ 社会的責任/環境対応

同社は社会貢献活動について公式には何も語っていない。尾下社長は、ベンチャー企業の同社にとって、新しい価値の創造、ビジネスを通じて納税の義務を果たし、雇用を創出することが、社会貢献だと考えている。若年層の雇用、特に美術系大学卒業者にグラフィック・デザイナーという職業を提供することは有意義だと考えている。環境対応について特別な活動は行っていない。

◆ ガバナンス

同社の役員会では、5名の取締役のうち2名が親会社から参加する社外取締役、監査役3名も社外役員で、1名が常勤で独立役員(一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外役員)である。親会社から議案に反対票が投じられたことはなく、経営陣の自由度は高い。ただ、尾下社長の保有株数は少なく、恣意的な経営は困難であろう。内部統制は社長の指示に基づき内部監査室員1名が担当。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

<業績予想の修正>	(百万円)		
	1Q実績	2Q累計	通期
売上高	924	1,884	—
	—	1,658	3,453
営業利益	74	138	—
	—	18	100
経常利益	76	138	—
	—	16	96
当期純利益	75	137	—
	—	13	92
ソーシャルゲーム事業	259	634	—
	—	—	900

(注)上段は第1四半期決算発表時の開示内容。下段は期初発表の予想値。

◆ 2012/9 期は収益構造が大きく変貌、最終利益黒字転換へ

2012/9 期は合併新体制となり、連結決算が開示される。同社は期初に通期業績予想を開示したが(2 頁表、左表参照)、ソーシャルゲーム事業を巡る環境変化が激しく、信頼性の高い数値の開示が困難であることから、翌四半期のみ開示に変更した。

当センターでは、連結売上高 40 億円、営業利益 340 百万円、経常利益 340 百万円、当期純利益 330 百万円と予想する。売上高営業利益率は前期単独決算の 0.9%から 8.5%に大きく改善しよう。税務上の繰越欠損が存在するため、税負担は僅少である(次頁表参照)。

ソーシャルゲーム事業は、親会社の説明会資料によれば 12 年 2 月末時点において 2 作品合計で約 90 万人の登録者を獲得。3 月初めにサービスを開始した新作も当初 2 週間で 10 万人の登録者を獲得したとのことで、今期本格参入した当該事業は順調に推移している。期初予想において当該事業は全社売上高の 26%になるものと同社は予想していたが、第 1 四半期実績において 28%、第 2 四半期累計の会社側修正予想で 34%となった。当該事業は思惑通り同社を支える支柱に育ち、リストラクチャリングは成功を収めつつある。

同社は下半期に 3 作品のリリースを計画している。第 1 四半期の売上高から算出される 1 作品当たり月商は 6 千万円強。当センター予想ではこれを若干下回るレベルを見込んだ。当該事業では人員増強や広告費の積み増し等、開発体制の充実・ユーザー基盤の構築のための先行投資が必要だが、社内移動で一定の人員を確保できたことから採用費等の急増は回避できるため、SAP 他社の実績と同程度、約 25%の売上高営業利益率を想定した。

コンテンツ事業は、不採算サイトの閉鎖、人員のソーシャルゲーム事業へのシフト等により、(合併に伴い前期比較はできないが、期初会社予想は 1,600 百万円)売上高は伸長せずとも収益性が改善しよう。

広告事業の売上高は、フィーチャーフォン向けの市場縮小がスマートフォン向けの市場形成、海外事業の収益貢献を消込み、870 百万円(期初会社予想は 953 百万円)に止まると予想する。

> 来期以降の業績

◆ SAP として勝ち組に昇格できるか、人材の確保が課題

13/9 期来期の連結業績は、売上高 54 億円(前期比 35%増)、営業利益 6 億円(同 77%増)、当期純利益 350 百万円(同 6%増)を予想。税負担は正常化すると想定した。

開発要員を十分に確保し、引き続き新作をリリースしつつ、既存作品のブラッシュアップによる DAU の増加、ARPU の引き上げを果たす

ことができるか否かが同社の業績を左右する。来期については、まだ市場が成長期にあり、社内でシフトしたコンテンツビジネスを経験した人員の有効活用と新卒採用者により、作品数の積み増しや ARPUの改善は十分可能と想定。ソーシャルゲーム事業の売上構成比は約6割に高まり、同社の収益をけん引しよう。

コンテンツ事業及び広告事業の収益については、フィーチャーフォン向けビジネスの縮小が続くため、停滞するものと予想する。なお、海外における広告事業は事業計画の詳細や潜在市場の予測が困難なため、当予想においては殆ど織り込んでいないが、当該決算期には本格的な事業展開が始まる可能性があり、注目したい。

◆ 国内市場の成長鈍化が懸念されるなかで5%のシェアを目指す

当センターでは下表の通り、同社のソーシャルゲーム事業の売上高は14/9期に48億円(前期比50%増)、15/9期62億円(同29%増)と想定。これに基づき、営業利益は同順で9億円(同50%増)→11.5億円(同28%増)、当期純利益が同順で5億円(同43%増)→6.5億円(同30%増)との収益見通しを作成した。

同社の尾下社長への取材では、他のレジャー産業との比較(パチンコ、家庭用ゲーム機向けソフトウェア等)から国内ソーシャルゲーム市場も4,000億円程度になると成熟期に入る可能性があるとの認識や、中・長期的に同市場で5%程度のシェアを目指していく、とのコメントが得られた。それに向けた適切な打ち手(人員拡充策、費用対効果を考慮した広告宣伝やコンテンツ獲得戦略、同業者のM&A等)が実行されれば、当センターの予想は容易に超過達成されよう。

<業績予想モデル>

決算期	2011/9期	2012/9期	2013/9期	2014/9期	2015/9期	2012/09	2012/09	2012/09	2012/09
単位:百万円	実績P	予想C	予想C	予想C	予想C	1Q実績	2Q予想	3Q予想	4Q予想
売上高	1,231	4,000	5,400	7,000	8,400	924	959	1,029	1,088
(前期比)	-8.3%	—	35.0%	29.6%	20.0%	-	-	-	-
うちソーシャルゲーム	—	1,690	3,200	4,800	6,200	259	416	480	535
(前期比)	—	—	89.3%	50.0%	29.2%	-	-	-	-
<売上構成比>	—	42%	59%	69%	74%	28%	43%	47%	49%
うちコンテンツ	1,231	1,440	1,300	1,250	1,200	448	334	326	332
(前期比)	-2.2%	—	-9.7%	-3.8%	-4.0%	-	-	-	-
うち広告	—	870	900	950	1,000	217	209	223	221
(前期比)	—	—	3.4%	5.6%	5.3%	-	-	-	-
営業利益	11	340	600	900	1,150	74	82	84	100
(前期比)	-68.5%	—	76.5%	50.0%	27.8%	-	-	-	-
(対売上高比)	0.9%	8.5%	11.1%	12.9%	13.7%	8.0%	8.6%	8.2%	9.2%
うちソーシャルゲーム	—	430	770	1,160	1,500	69	96	120	145
(売上高営業利益率)	—	25.4%	24.1%	24.2%	24.2%	26.6%	23.1%	25.0%	27.1%
うちコンテンツ	11	210	200	190	180	61	49	50	50
(売上高営業利益率)	0.9%	14.6%	15.4%	15.2%	15.0%	13.6%	14.7%	15.3%	15.1%
うち広告	—	15	30	50	70	3	3	4	5
(売上高営業利益率)	—	1.7%	3.3%	5.3%	7.0%	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%
うち全社費用等	—	-315	-400	-500	-600	-59	-66	-90	-100

(注) 決算期のPは単独決算、Cは連結決算。予想は証券リサーチセンター。

(出所) 証券リサーチセンター

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは-23%

2008年3月に初値235,000千円で上場した同社の株価は、同年7月の08/9期業績予想の大幅下方修正や、リーマン・ショックに伴う株式市場の混乱で同年11月に28,900円まで急落した。同社のピーク業績(単体)は、売上高が08/9期(3,586百万円)、営業利益・当期純利益は上場直前の07/9期(順に187百万円、105百万円)であり、投資家の期待を裏切ったため、上場来パフォーマンスは-23%となっている。

> 株主還元

◆ 当面は事業投資にキャッシュが必要

同社は事業拡大のための内部留保の充実を勘案しつつ、業績に応じた安定的に配当することを基本方針としている。ただし当面は、

- 1) 09/9期以降当期純損失が続き、繰越欠損金があるため内部留保の充実が必要なこと、
- 2) 成長期にあるソーシャルゲーム事業で投資して収益基盤を固め業績の向上を図り、株価を上昇させることが株主還元になる、との観点から、無配もやむなし、と考えている。

> 株価バリュエーション

◆ SAPの同業者と比べ株価に割高感はない

SAP事業で成功している同業他社と比べた株価バリュエーションを下表に示す。実績PBRでは同業者に比べ割安に見受けられるが、資本集約型でないソフトウェア・サービス事業を営む各社において、PBRは重要な指標とは言えない。

<類似会社との株価バリュエーション比較>

証券コード	決算月	アクセルマーク 3624	クルーズ 2138	KLab 3656	ドリコム 3793	ボルテージ 3639	ケイブ 3760
		9月	3月	8月	3月	6月	5月
売上高	百万円	4,000	9,200	17,000	7,000	8,050	2,800
(営業利益率)	%	8.5	21.7	26.5	18.6	10.4	1.8
経常利益	百万円	340	2,000	4,500	1,300	839	40
〃 来期予想		600	3,100	6,300	1,900	1,000	290
当期純利益	百万円	330	1,200	2,400	1,100	494	10
〃 来期予想		350	1,800	3,500	1,150	590	170
1株当たり配当	円	0	1,500	0	0	19	0
純資産	百万円	804	1,605	1,305	1,365	2,822	1,423
ROE	%	-4.0	54.0	53.4	-5.9	20.6	36.3
予想PER	倍	7.9	10.6	8.0	12.9	11.3	169.0
〃 経常利益	倍	7.7	6.4	4.3	11.0	6.7	43.7
来期予想PER	倍	7.5	7.1	5.5	12.4	9.5	10.1
実績PBR	倍	2.07	7.88	13.34	10.62	1.96	1.14
直近四半期PBR	倍	1.83	5.30	7.80	5.88	1.93	1.14
予想配当利回り	%	0.0	1.5	0.0	0.0	1.7	0.0
過去3年成長率	%	0.9	21.3	93.0	48.9	32.9	-6.1
〃 営業利益	%	黒字化	108.7	286.4	148.2	39.7	-54.5
株価(4月6日)	円	58,100	99,900	744	105,200	1,127	78,700
時価総額	百万円	2,611	12,746	19,319	14,252	5,601	1,748

(注1)業績は会社予想、過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。

(注2)純資産、ROE、PBRは直前期実績ベース。将来予想におけるPER、配当利回り等は、レポート作成時の株価を用いて算出。

(注3)通期予想非開示の企業は会社四季報直近号を参照。なお、アクセルマークについては当センター予想を使用した。

(注4)アクセルマークは3年前と今期が連結。クルーズは09/3期が連結。ドリコムは12/3期から非連結。他は非連結。

(出所)各社決算短信等より作成。

むしろ、3期連続で最終赤字だった同社の業績への不安が残っていると考えられる。

次に予想 PER を比較する。同社やドリコムは繰越欠損があり税負担率が微小であるため、今期については経常利益で算出した数値を用いる。近年好調が伝えられるクルーズ、Klab、ドリコムの3社の平均値は今期予想(経常利益ベース)7.2倍、来期予想(純利益ベース)8.3倍。SAP5社平均では同順で14.4倍・8.9倍である。同社は同順で7.7倍・7.5倍であり、5社平均に比べ今期は割安に見受けられるが、これは今期業績急落が予想されるケイブの影響が大きく、ケイブを除く4社は7.1倍になる。従って同業者と比べ割安感を感じられない。

> 今後の株価見通し

◆ SAPへのリストラクチャリングを株価は織り込んでいない

2~3年後の適正株価は111~128千円と判断

事業構造の転換により収益が急変する時期には、株価はオーバーシュートしがちであり、同社の株価は割高感を伴ってしかるべきである。現状は、まだスタートしたばかりの同社のSAPビジネスが多く市場参加者の中で競争に勝ち抜くことができるか、について、まだ懐疑的であるものと推察される。4半期毎の業績開示により、当該事業の成功が確認されれば、株価も見直されることになる。

当センターでは以下の前提に基づき、2~3年後における同社の適正株価は111~128千円であると判断する。

- 1) 同社のソーシャルゲーム事業は今・来期に順調に拡大する。
- 2) その後も市場の成長率も鈍化するも増勢を保ち、事業環境は急変しない。これらを前提にして当センターは収益予想を立てた。
- 3) 妥当なPERは、2年後10.0倍~3年後8.9倍とする。前述の同業5社比較表から、今期予想(当期純利益ベース)は税負担率が正常でないドリコムや大幅減益が見込まれるケイブを除く3社平均、来期予想は5社平均を採用し、2年後における当期・来期予想の妥当水準とした。

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TOPIX)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、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ため、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