

ホリスティック企業レポート アクセルマーク 3624 東証マザーズ

アップデート・レポート
2014年8月29日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20140826

アクセルマーク (3624 東証マザーズ)

発行日:2014/8/29

**モバイルゲームプロバイダで携帯電話向けコミック配信や広告事業を併営
財務体質は良好、15年9月期はゲーム新作複数提供し業績回復狙う**

> 要旨

◆ 事業内容

- ・アクセルマーク(以下、同社)は、スマートフォン等の携帯端末で楽しむモバイルゲームの開発及び運営を中核事業として、モバイルインターネット広告事業、コミックや占い等のコンテンツ配信事業を併営している。
- ・スマートフォンの普及と共にフィーチャーフォン時代に築いたビジネスモデルが崩れ苦境にあるが、協業によるリソースの効率運用や新サービスの開発等の事業構造改革を推進している。

◆ 業績動向

- ・14/9期第3四半期決算は前四半期比2.0%増収ながらも、営業利益は赤字に転落した(前四半期は40百万円の黒字)。売上高が伸び悩む中で、新作ゲームやその他事業の新サービスに先行投資を行ったためである。
- ・14/9期第4四半期の業績について同社は、新作ゲームのリリースが無く、次回作への投資が先行すること、新作のために既存ゲーム2作品の運営を停止すること等を主因として、営業赤字継続を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、同社の14/9期業績予想を妥当と判断する。15/9期業績については、やや楽観的なシナリオながら前期比30.6%増収で、営業利益は同12.5倍と予想する。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社の株価は、ゲーム作品の大ヒットで業績を急変させた先行企業の再来を探る投資家の候補銘柄として14年7月以降に急騰した。当センターの15/9期予想EPSに基づくPERは27.3倍で、割高とは言えない。
- ・モバイルゲーム作品は事前登録の状況やリリース後の利用者数の推移等が節目ごとに公表されることがあり、またアプリダウンロードサービスの人気ランキング等で窺い知ることができるので、注意しておきたい。

【3624 アクセルマーク 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/9	3,888	—	226	—	228	—	190	—	42.6	342.0	0.0
2013/9	3,523	-9.4	69	-69.4	79	-65.2	69	-63.5	15.9	357.9	0.0
2014/9 CE	3,374	-4.2	42	-39.3	39	-50.8	9	-87.0	2.1	—	0.0
2014/9 E	3,370	-4.3	40	-42.0	35	-55.7	5	-92.8	1.1	359.1	0.0
2015/9 E	4,400	30.6	500	12.5倍	500	14.3倍	350	70.0倍	84.6	443.7	0.0
2014/9 2Q	843	-2.6	40	46.7	38	46.5	27	46.3	6.3	368.5	0.0
2014/9 3Q	861	2.0	-13	—	-14	—	-21	—	-4.8	363.7	0.0
2014/9 4QCE	802	-6.9	-12	—	-12	—	-16	—	-3.7	—	0.0
2014/9 4QE	797	-7.4	-14	—	-16	—	-20	—	-4.6	359.1	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、12/9期より連結決算開始、Q:四半期会計期間で前期比欄は前四半期比を表示

アナリスト:高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2014/8/22
株価(円)	2,310
発行済株式数(千株)	4,370
時価総額(百万円)	10,096

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	145.3	2,100.0	27.3
PBR(倍)	6.45	6.44	5.21
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	35.4	78.0	105.8
対TOPIX(%)	32.6	60.4	80.7

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/14

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

(注1)従来はソーシャルゲーム事業と称していたが、13/9期決算説明会資料でモバイルゲーム事業に呼称を変更した。ソーシャルゲームはSNS(ソーシャルネットワークサービス)上で提供され、ゲームプログラムをサーバ側に置き、端末側でウェブブラウザを用いて表示するウェブアプリである。スマートフォンの普及と共に、ネイティブゲームが増えている。ネイティブゲームはダウンロードしたアプリのデータ処理を主にスマートフォン内で行うため、家庭用ゲームのような素早い操作感覚が得られる。最近では前者をブラウザゲームと呼び、ネイティブゲームと合わせスマートフォンゲーム、またはモバイルゲームと呼ばれることが多い。

(注2)14/9期第3四半期決算説明資料に、14年6月に448万人突破とある。ちなみに、100万人の大台に乗せたのは12年3月、200万人は12年9月、300万人は13年5月、400万人は14年1月である。

(注3)「王様ゲーム」は、ディー・エヌ・エーの子会社ブリストが運営する小説及びコミック投稿サイト「E★エブリスタ」の人気小説で、コミック化や映画制作も行われている。

◆ モバイルゲーム開発はじめスマートフォン向けサービスを展開

アクセルマーク(以下、同社)グループは、スマートフォンやフィーチャーフォン(従来型携帯電話)等のモバイル端末の利用者に向けて、自社開発したゲーム、著作権保有者から許諾を得て入手した音楽や電子書籍、占い等のエンターテインメントコンテンツ、広告サービス等を提供する事業を営んでいる。同社グループの事業は以下の三つのセグメントに分類される(図表1)。

(1) モバイルゲーム事業^{注1}

モバイルゲーム事業ではディー・エヌ・エー(2432 東証一部)が運営するSNS「Mobage」やApple社のアプリケーションダウンロードサービス「App Store」等のプラットフォームを通じゲームを提供している。

11年9月にリリースされた「キングダムクロニクル」以来、同社は主にオリジナルのカードバトル型ソーシャルゲームを開発し、運営してきた。同社グループのモバイルゲームの登録者数は全作品累計で約450万人^{注2}である。なお、11年11月リリースの「王様ゲーム」^{注3}は、他社のIP(知的所有権)利用のゲームである。また、13年9月リリースのカードバトルRPG(ロールプレイングゲーム)「逆逆のシエルアーク」や、同14年6月の美少女系RPG「三国志トライブ」は、同社がゲームの開発及び運営を行っているが、パブリッシャー(マーケティング活動を担う販売元)は同社ではなく、前者はセガネットワークス、後者はgloops(12年にオンラインゲーム会社ネクソンの子会社となったソーシャルゲームプロバイダ)が務める協業作品である。

なお、モバイルゲームの開発及び運営は、11年10月に吸収合併したエフルート社が行っていた事業で、現在は子会社アクセルゲームスタジオ及び孫会社Interrapsが行っている。

(2) コンテンツ事業

コンテンツ事業は、著作権保有者の許諾を得てコミック、音楽その他のデジタルコンテンツを入手し、同社または他の事業者が企画し運営するモバイルサイト等を通じて販売する事業である。主に通信キャリ

図表1 セグメント別にみた売上高及び営業利益の構成

(単位: 百万円)

	12/9期	13/9期	前期比	13/9期Q3累計	14/9期Q3累計	前年同期比
連結売上高	3,888	3,523	-9.4%	2,573	2,572	-0.0%
モバイルゲーム事業	1,700	1,847	8.7%	1,312	1,378	5.0%
コンテンツ事業	1,343	721	-46.2%	571	401	-29.9%
広告事業	858	965	12.5%	692	794	14.7%
セグメント間の内部取引消去	-12	-10	—	-4	-2	—
連結営業利益	226	69	-69.4%	20	54	166.1%
モバイルゲーム事業	177	136	-22.7%	61	148	142.2%
コンテンツ事業	236	66	-71.7%	66	28	-57.1%
広告事業	35	103	194.8%	72	51	-29.0%
全社費用及び内部取引消去	-222	-238	—	-179	-173	—

(出所) 決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

コンテンツ事業は再建中、
 広告事業はスマートフォン
 広告ネットワークに注力。

> 事業環境

スマートフォンの性能を活
 かすネイティブゲームの
 市場拡大が続く。

(注4) KADOKAWA が運営
 するゲーム関連メディア
 「ファミ通.com」が14年1
 月に公表。

アの公式サイトとして運営されてきた当該事業は、スマートフォン及び App Store や Google Play 等のアプリダウンロードサービスの浸透によりビジネスモデルが崩れてしまった。現在は不採算サイトを閉鎖し縮小均衡を図りつつ残存者利益を狙う一方、スマートフォン対応の新サービス開発を進めている。

(3) 広告事業

同社の広告事業は、広告枠を販売したい数多くのモバイルメディアをネットワーク化した「ADroute(アドルート)」を一つの巨大な媒体に見立てて、広告主(広告代理店)と交渉し、広告枠を販売する広告ネットワーク事業である。個々のメディアの利用者は少なくとも、多様なカテゴリーのモバイルメディアを束ねることで、広告価値を高めることができるという仕組みで、競合するのは nend.net を運営するファンコミュニケーションズ(2461 東証一部)等である。

◆ スマートフォンの普及とともに高成長するネイティブゲーム

民間調査機関のMM総研による調査で14年3月末の携帯電話端末契約数に占めるスマートフォン比率は47.0%(前年同月末比9.7%ポイント上昇)とされるように、スマートフォンはわが国でも急速に普及してきた。これに伴い、同社も事業のスマートフォン対応を進めており、14/9期第3四半期のスマートフォンユーザー向けサービスの売上高は全体の74%(前四半期は66%、13/9期通期では47%)となっている。なお、コンテンツ事業については、まだフィーチャーフォン向けの比率がスマートフォン向けを上回っているが、他の2事業ではスマートフォン向けサービスが主流になっている。

14年3月にサイバーエージェント(4751 東証マザーズ)の子会社CyberZが公表した推計によれば、わが国におけるスマートフォンゲームの市場規模は13年に5,468億円(前年比78.0%増)に達し、家庭用ゲームソフトの国内市場^{注4}2,537億円(同6.5%減)の2倍以上となった。このうちネイティブゲームは3,178億円(同137.2%増)で、従来型のブラウザゲームの2,290億円(同32.2%増)を上回った。CyberZによれば、14年もネイティブゲームに高い伸びが見込まれる一方、ブラウザゲームは横ばいにとどまる見通しである。

モバイルゲーム市場は活況を呈しているが、フィーチャーフォンからスマートフォンへの利用端末のシフトに伴い、同じブラウザゲームでも画像の精細さ等が追求され、ネイティブゲームの開発手法及び工数

図表2 スマートフォンゲーム市場の規模 (単位: 億円)

	2012年	13年	前年比	14年予想	前年比
スマートフォンゲーム	3,072	5,468	78.0%	6,584	20.4%
うちネイティブゲーム	1,340	3,178	137.2%	4,284	34.8%
うちブラウザゲーム	1,733	2,290	32.2%	2,300	0.4%

(出所) CyberZ のプレスリリースに基づき証券リサーチセンター作成

ネイティブゲームは家庭用ゲームの開発技能に近い。プレイヤーが交代。

外部リソースも活用し、ネイティブゲーム開発に注力している。

マーケティング能力と経営陣のバランス感覚が強みである。

財務体質は健全さを維持しており、先行投資を行う余力がある。

は Web ブラウザ用アプリ開発と大きく異なり、むしろ家庭用ゲーム開発に近いものになる等、ゲームプロバイダの負担は増大している。ネイティブゲーム市場の拡大を牽引している企業は「パズル&ドラゴンズ」のガンホー・オンライン・エンターテインメント(3765 東証 JQS)をはじめ、コロプラ(3668 東証一部)、ミクシィ(2121 東証マザーズ)、セガネットワークス等、ブラウザゲームで実績がないオンラインゲームや家庭用ゲームのソフトメーカーが多いようである。

同社の開発するスマートフォンゲームは、これまでリッチウェブと称する、スマートフォンの高速で高精細な画像表現能力を引き出すことができるブラウザゲーム(いわゆるガワネイティブ)であった。14年4月設立の孫会社 Interraps をネイティブゲームアプリの開発に特化させる意向で、ディー・エヌ・エーで数多くのソーシャルゲームプロバイダのコンサルティングや営業を手掛けた安藤 裕史氏を社長に招聘した。同社は安藤社長に、幅広く優秀な人材を集め、チームを組成して次世代のネイティブゲーム開発を進めることを期待している。

◆ アクセルマークの事業運営上の特徴と強み

同社の事業運営上の特徴は、(ア) モバイルゲーム事業及びコンテンツ事業と共に広告事業を営んでいること、(イ) モバイルゲーム事業において、アライアンスによる他社のリソース(IP やブランド、資金等)の有効活用やデベロッパーとしての受託開発収入獲得等の手法を多用し、堅実経営に徹していることの二つである。

前者については、広告事業におけるマーケティングのノウハウが、モバイルゲームや公式サイトの制作及び運営サービスに活かされている。後者については、環境変化に対応して迅速にゲーム開発戦略を見直し、大きな損失を出さずに事業を存続させているところに経営陣の資質の良さを見ることができる。

ソーシャルゲーム事業が漸く収益貢献を始めたばかりでフィーチャーフォン向けコンテンツ配信事業も重要な収益源としていた同社はスマートフォンの急速な普及により打撃を受け、13/9 期決算は前期比 69.4% 営業減益となった。しかし四半期ベースで見ると、同社は 12/9 期第 4 四半期及び 13/9 期第 1 四半期の 2 期間で営業赤字から脱した。開発部門の増員に走らず、他社との協業による広告宣伝費抑制に努め、業績悪化に歯止めを掛けたのである。13/9 期末の自己資本比率は 79.9% (前期末比 4.2%ポイント上昇)と財務の健全さを維持している(図表 3)。

図表 3 アクセルマークの業績及び自己資本比率の四半期毎の推移 (単位: 百万円)

決算期	2012/9				13/9				14/9	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	924	983	969	1,010	896	829	847	950	866	843
営業利益	74	84	71	-4	-28	20	28	48	27	40
自己資本比率	77.7%	77.1%	75.4%	75.7%	78.6%	79.5%	80.8%	79.9%	81.2%	80.3%

(出所) 決算説明会資料及び決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

同社は健全な財務体質とマーケティング力を強みとして、めまぐるしく変化する事業環境に対応し、スマートフォンシフトの推進など事業構造の変化を今後も進めていくことが可能と考えている。

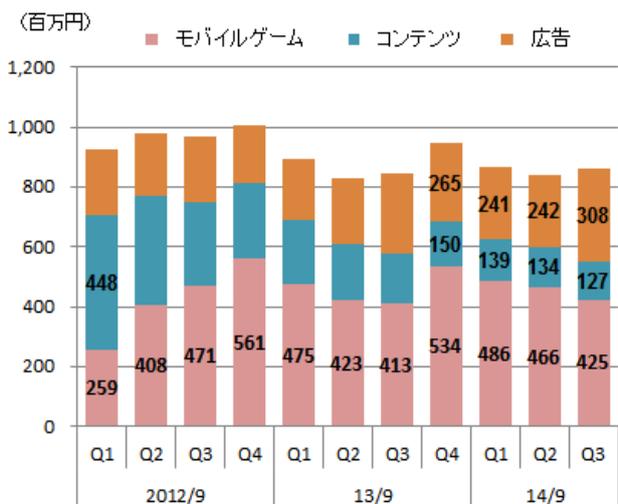
一方、同社の弱みについて証券リサーチセンター（以下、当センター）では、これまでにモバイルゲームで大ヒット作品がなく、ゲームプロバイダとしてのブランドが十分に認知されていないこと、新興企業でエンジニアやディレクター等のマンパワーや知名度の高い IP（知的所有権、アニメ著作権や自社開発の著名なキャラクター等）等の開発リソースに乏しく、テレビ CM の活用でゲームへの集客を図る手段を講ずるのに必要な資金力も不足していること等を挙げておきたい。なお、同社のニュースリリース等を見る限り、初期作品の「キングダムクロニクル」の累計登録者数が 60 万人超（11 年 9 月～14 年 3 月）、「王様ゲーム」が 75 万人超（11 年 10 月～13 年 3 月）、「天空のレギオン」が 50 万人超（12 年 5 月～13 年 10 月）、「反逆のシエルアーク」はセガネットワークスのリリースで 70 万 DL（ダウンロード）超（13 年 9 月～14 年 8 月）となっている。

新興企業なのでリソースはまだ不十分。アライアンスに依存せざるを得ない。

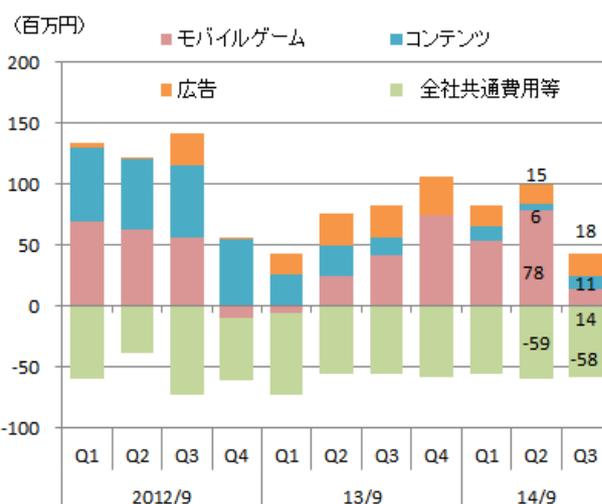
100 万人以上に愛用されたメジャーな作品はない。

ロングランのヒット作品もあるが、「パズル&ドラゴンズ」の 3,000 万 DL（12 年 2 月～14 年 8 月）、「クイズ RPG 魔法使いと黒猫のウィズ」の 2,900 万 DL（13 年 3 月～14 年 8 月、コロプラ、重複 DL 含む可能性あり）、「モンスターストライク」の 1,000 万 DL（13 年 10 月～14 年 7 月、ミクシィ）は別格としても、百万 DL の大台に乗せるヒット作品の開発が待たれるところである。

図表 4 セグメント別売上高の四半期毎の推移



図表 5 セグメント別営業利益の四半期毎の推移



(出所) 図表 4、5 ともに決算説明会資料及び決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

➤ 業績動向

◆ 14年9月期第3四半期決算

14/9 期第3 四半期累計決算は、売上高 2,572 百万円（前年同期比 0.0% 減）、営業利益 54 百万円（同 166.01%増）、経常利益 51 百万円（同 65.8%増）、純利益 25 百万円（同 17.6%増）であった（3 頁図表 1）。

久しぶりに当面の採算悪化を承知で新作ゲーム開発に注力している。

(注 5) 変化の激しいモバイルゲーム業界では、殆どの企業が翌四半期累計期間の業績予想の開示に留めている。

14/9 期第3 四半期（4 月～6 月）の業績は、売上高 861 百万円（前四半期比 2.0%増）、営業損失 13 百万円（前四半期は 40 百万円の利益）であった（図表 5）。6 四半期ぶりに営業赤字に転落したが、これは売上高が伸び悩むなかで新規モバイルゲームの開発投資を拡大したため、開発費が利益を圧迫したためである。前述のように同社は 14 年 4 月に孫会社 Interraps 社を設立し、本格的なネイティブゲーム開発に乗り出している。

同社の事前予想^{注 5}に比べ、売上高は 60 百万円上振れ、営業損失は 2 百万円予想を超過した。三事業全ての売上高が計画を上回ったが、モバイルゲーム事業における新作開発投資が想定以上であった。

セグメント別の業況をみると、モバイルゲーム事業の売上高は前四半期比 8.6%減収となった。13 年 9 月リリースの「反逆のシエルアーク」、14 年 6 月リリースの「三国志トライブ」等の売上高がアイテム課金収入総額ではなく、プラットフォーム等への支払手数料やパートナーの広告宣伝費及び利益等を除いた純額で計上されるレベニューシェア方式のため、実態は「キングダムクロニクル」をはじめ同社の主要作品の課金売上は堅調に推移している。

コンテンツ事業の売上高は依然フィーチャーフォン向けが主体である。

コンテンツ事業は前四半期比微減収が続いている。通信キャリアの公式サイトとして運営されているフィーチャーフォン用サービスの減少傾向に歯止めがかからず、当該事業売上高の約 3 分の 1 を占めるスマートフォン用サービスも微増に留まっているためである。

広告事業は、スマートフォン向けアドネットワーク売上が伸長し、フィーチャーフォン向けの減収を補って前四半期比 26.7%増収となった。

図表 6 14年9月期第3四半期決算の概要

(単位:百万円)

	14/9期Q3	14/9期Q2	前四半期比 増減率	対売上高比 Q3	対売上高比 Q2	対前四半期 差異
売上高	861	843	2.0%	100.0%	100.0%	—
うちモバイルゲーム事業	426	466	-8.6%	49.5%	55.2%	-5.7%
うちコンテンツ事業	127	135	-5.9%	14.7%	16.0%	-1.3%
うち広告事業	308	243	26.7%	35.8%	28.8%	6.9%
売上原価	550	506	8.7%	63.9%	60.0%	3.9%
販売費及び一般管理費	324	297	9.1%	37.7%	35.3%	2.4%
うち広告宣伝費	7	18	-58.9%	0.9%	2.2%	-1.3%
営業利益	-13	40	赤字転落	-1.6%	4.8%	-6.4%
経常利益	-14	38	赤字転落	-1.7%	4.6%	-6.3%
純利益	-21	27	赤字転落	-2.4%	3.3%	-5.7%

(出所) 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

広告事業はスマートフォン対応が順調に進展している。

新作ゲーム開発に注力するため14/9期第4四半期は再び赤字に。

ゲーム事業は既存ゲームの運用停止で減収ながら、営業損失は限定的。

スマートフォン向け広告ネットワークサービス「ADroute」の登録媒体数は14年6月末に14,722ID(同年3月末比20.2%増、13年6月末比3.0倍)に達した。しかし広告事業の限界利益率は他の事業に比べ低いため、全社業績を下支えすることはできなかった。

◆ アクセルマークによる業績予想

14/9期第4四半期(7月~9月)の業績について同社は、売上高802百万円、営業損失12百万円、経常損失12百万円、純損失16百万円と予想している(図表7)。前四半期比6.9%減収で、営業損失はほぼ前四半期並みとしたのは、以下の想定に基づいている。

1) 複数の新作ゲームや、その他の事業における新サービスの開発への投資を積極的に進めている。同社はゲーム開発に係る費用をリリースされるまで資産計上する会計手法を取らず、発生時に全額費用計上しているため、先行投資が利益を圧迫することになる。

2) 減収の主な要因は、モバイルゲーム事業においてロングヒット作品のキングダムクロニクル等2作品の運営を終了するためである。貴重なリソースを既存ゲームの売上維持に回すよりも、新作開発に投じるべきだと同社は判断した。

3) 前四半期比59百万円の減収に対して営業損失が前四半期比1百万円減少するのは、(ア)運営するのがオリジナルタイトルでプラットフォームや通信キャリアへの支払手数料等のコストも減少する一方、(イ)協業作品で支払手数料等の発生しない純額収入が増加し損失を消し込むと見込んでいるためである。

同社はセグメント毎の売上高や利益の予想を開示していないが、運営方針は以下の通りである。

(1) モバイルゲーム

同社は13/9期に10作品(受託開発作品を含む)をリリースしたが、ブラウザゲームが主体であり、環境変化に対応しきれず業績は前述の通りであった。13/9期の半ばより、同社は自社のオリジナル作品よりも他社保有IPの利用ないし他社のパブリッシングによる協業作品に重点を置くようになった。

14/9期はその方針を踏襲すると共に、リッチウェブ(ガワネイティブ)ゲームからフルネイティブゲーム開発に軸を移している。

図表7 14年9月期第4四半期業績予想

(単位:百万円)

	12/9	13/9	14/9 CE	前期比	14/9 Q1	Q2	Q3	Q4 CE	前四半期比
売上高	3,888	3,523	3,374	-4.2%	866	843	861	802	-6.9%
営業利益	226	69	42	-39.3%	27	40	-13	-12	—
経常利益	228	79	39	-50.8%	26	38	-14	-12	—
純利益	190	69	9	-87.0%	18	27	-21	-16	—

(出所) 決算短信及び決算説明資料に基づき証券リサーチセンター作成

ネイティブ新作に注力するが、リリース時期は急がない方針。

(注6)同作品は11年11月にリリースされた「王様ゲーム」の続編。13年3月に「Mobage」でリリースされた。

(注7)同作品については、セガネットワークスとのパブリッシング契約成立が14/9期第3四半期決算説明会で開示された。日本国内だけでなく海外でも提供されることになっており、同社は十分時間をかけてゲーム内容の熟成に注力している。

(注8)最初の30分間は立ち読み無料、コミックを選んでいる時間も時計が止まり、以後10分刻みでコインの投入により読み続けることができる漫画喫茶を模したサービス。

コンテンツ事業、広告事業ともに新サービスを開発中。

モバイルゲーム事業は、サービス停止2作品の影響で減収に。

現在はゲーム開発期間が以前より長期化しコストも増大しているため、新作の多発→早期運営終了を繰り返すことは許されなくなっている。

そのため、14/9期は第3四半期までにマルチプラットフォーム展開3作品(13年10月NTTドコモ「dゲーム」で「王様ゲーム-共闘^{注6}」のサービス開始等)、他社パブリッシング1作品(「三国志トライブ」)に留まっている。14/9期下期予定とされていた「ドラゴンパレード(仮称)^{注7}」のリリース時期は、15/9期第1四半期に順延された。14/9期第2四半期決算発表時には、この他1~2作品が下期にリリースされる予定であったが、いずれも先送りされている。

現在開発途上にあるのは「ドラゴンパレード」、Interrapsの1作品を含め5作品で、15/9期は前期から一転して新作ラッシュになる見通しである。なお、このうち1プロジェクトは「三国志トライブ」リリース後に開始されており、リリース時期が16/9期になる可能性がある。

(2) コンテンツ事業

コンテンツ事業においては、スマートフォン用アプリによる新たなコンテンツ配信サービスの開発を鋭意進めている。14/9期第2四半期に、10分毎の時間課金^{注8}で好きなコミックを読むことができるサービスをAndroid用アプリとして開発しβ版を公開したが、正式サービス開始に至っていない。当該アプリはコンテンツ事業の減収傾向を反転させる起爆剤となるようビジネスモデルを改良中であり、第4四半期中のリリースが予定されている。

(3) 広告事業

広告事業においては、引き続きスマートフォン用広告ネットワークの売上高及び収益性の向上に注力する意向であり、第4四半期も前四半期比で増収を見込んでいる。同社は広告事業でも新規サービスを開発中で、第4四半期中にリリースする意向である(詳細は不明)。

◆ 証券リサーチセンターによる14年9月期業績予想

14/9期第4四半期及び通期業績について当センターは、同社の予想は概ね妥当と判断している。

既存ゲーム「キングダムクロニクル(Mobage及びmixiで配信)」の終了(6月末にユーザーに通達済み)によりユーザーが流出せず、続編「王国の系譜」等の同社他作品に回遊する可能性もあるが、主なゲーム検索窓がSNSからアプリダウンロードサービスにシフトした現在では、同社の他ゲームの顕著な売上向上につながるとは考えにくい。

従ってモバイルゲーム事業が対前四半期比減収、コンテンツ事業も同様で、広告事業が同横ばいと想定した。以上より、当センターは同社の予想とほぼ同水準の通期売上高3,370百万円(前期比4.3%減)、営業利益40百万円(同42.0%減)と予想した。

◆ 証券リサーチセンターによる 15年9月期業績予想

15/9 期業績について当センターは、やや楽観的な以下の想定に基づき、売上高 44 億円（前期比 30.6%増）、営業利益 5 億円（同 12.5 倍）と予想した（図表 8）。なお悲観シナリオは前期比横ばいのイメージである。

図表 8 アクセルマークの 15年9月期業績予想モデル（単位:百万円）

決算期	2012/9期 通期実績	13/9期 通期実績	14/9期 通期予想	15/9期 通期予想	対前期比 増減率
売上高	3,888	3,523	3,370	4,400	30.6%
モバイルゲーム事業	1,700	1,847	1,750	2,500	42.9%
コンテンツ事業	1,343	721	520	480	-7.7%
広告事業	858	954	1,100	1,420	29.1%
売上原価	2,269	2,182	2,100	2,450	16.7%
（売上原価率）	58.4%	61.9%	62.3%	55.7%	-6.6%
販売費及び一般管理費	1,393	1,271	1,230	1,450	17.9%
（対売上高比率）	35.8%	36.1%	36.5%	33.0%	-3.5%
営業利益	226	69	40	500	12.5倍
（売上高営業利益率）	5.8%	2.0%	1.2%	11.4%	10.2%
経常利益	228	79	35	500	14.3倍
純利益	190	69	5	350	70.0倍

（注）対売上高比率の前期比増減率の欄は前期差を記載した
（出所）実績は決算短信、予想は証券リサーチセンター作成

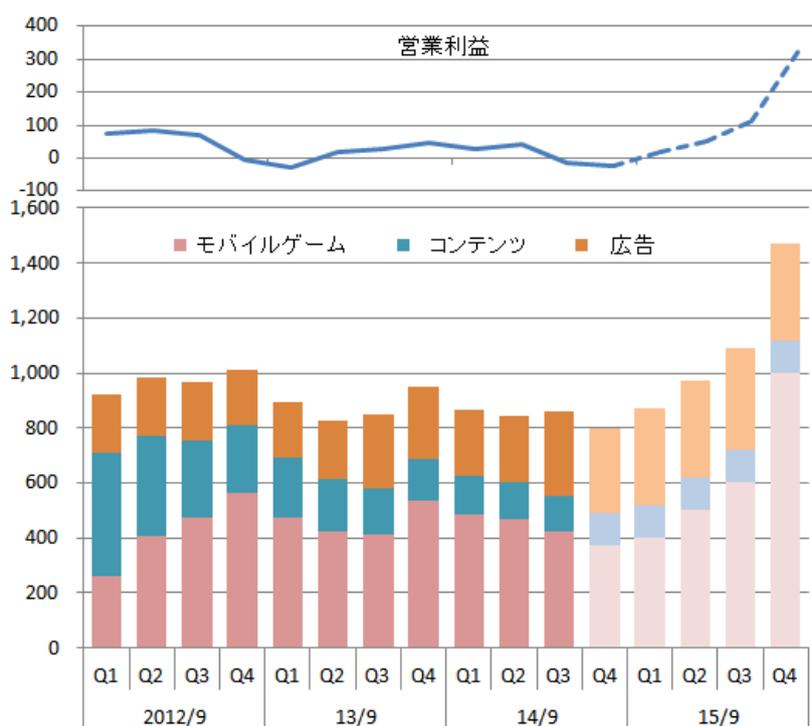
DL 数 100 万超のゲーム
出現に期待している。

- 1) モバイルゲーム事業については、売上高 25 億円（前期比 42.9%増）と想定した。前提として、（ア）既存のオリジナルゲームは、サービス停止やライフサイクルが衰退期に入るため約 2 億円の減収となる。（イ）新作ゲームは各四半期に 1 作品ずつ投入される。このうち「ドラゴンパレード」はリリース後半年を経て、100 万 DL の大台に乗せる（「反逆のシエルアーク」を超えるヒットとなる）。（ウ）100 万 DL に対し、課金ユーザー 2 割、月額 2 千円の課金売上を想定した。（エ）他社パブリッシング作品における同社の取り分は売上高の約 3 割と仮定した。（オ）その他のオリジナルネイティブゲームについては、ゲームリリース後 1 年以内に 50 万 DL に達するが、大ヒットと呼べる水準に達するか不透明なので、同社の過去の代表作と同水準にして、リリース後の期間に応じた収益貢献があるものと仮定した（図表 9）。
- 2) コンテンツ事業については、14/9 期第 4 四半期の水準で下げ止まるものの、スマートフォン用アプリによる新サービスの貢献とフィーチャーフォン用サービスの減少とが拮抗し、増収に転じるまでに至らないと想定した。
- 3) 広告事業については、開発中の新サービスの内容が不明なので予想が困難だが、モバイルインターネット広告の市場は右肩上がりの成長を続けると想定し、同社も相応の収益拡大が可能と考えた。
- 4) 利益面では、モバイルゲーム事業の限界利益率をオリジナル作品で

約5割、他社パブリッシング作品で8割、広告事業は2割と仮定した。

なお、15/9期リリース予定の新作ゲームが当センター想定集客数に届かない悲観シナリオにおいても、開発リソースの急拡大等の固定費膨張策を採らず、プロモーション費用に他社の資金を利用している同社が15/9期通期で営業損失計上となるリスクは低く、せいぜい前期比利益横ばいにとどまると当センターでは考えている。

図表 9 四半期毎の業績推移のイメージ (単位:百万円)



(注) 14/9期第4四半期以降は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター作成

➤ 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元方針

同社は、株主への利益還元について、事業拡大のための内部留保の充実を考慮しつつ、業績に応じた安定的な配当を行うことを方針としている。しかし、同社は09/9期以来無配を続けている。同社は事業環境の変化を的確に捉え、安定的な収益確保ができたタイミングで復配の実現を目指すとしている。

株主への利益還元にも十分留意していると推察される。

モバイルゲーム事業においてオリジナルゲームで数百万DLのヒット作を開発できれば、配当実施に踏み切る可能性があるが、「安定的に収益を確保する」という条件を考慮すれば、少なくとも15/9期については、その可能性は低いと考えられる。

なお、同社は12年9月に発行済株式の2.2%に相当する自社株買いを実施し、それ以前より保有していた株式と合わせ発行済株式の2.7%に

相当する自己株式を12年12月に消却した実績があり、株主還元積極的に取り組む姿勢は持ち合わせているとみられる。

◆ 株価は「第二のミクシィ」の期待を先取りしている

同社の株価は、14年5月に上昇をはじめ、7月末から8月初旬にかけて出来高を伴って急騰している(図表10)。2頁チャートに示した過去1年間の対TOPIX 相対株価は、14年6月まで1倍前後で推移していたが、7月下旬に株価と共に急上昇し、8月第2週に3.81を付けている。

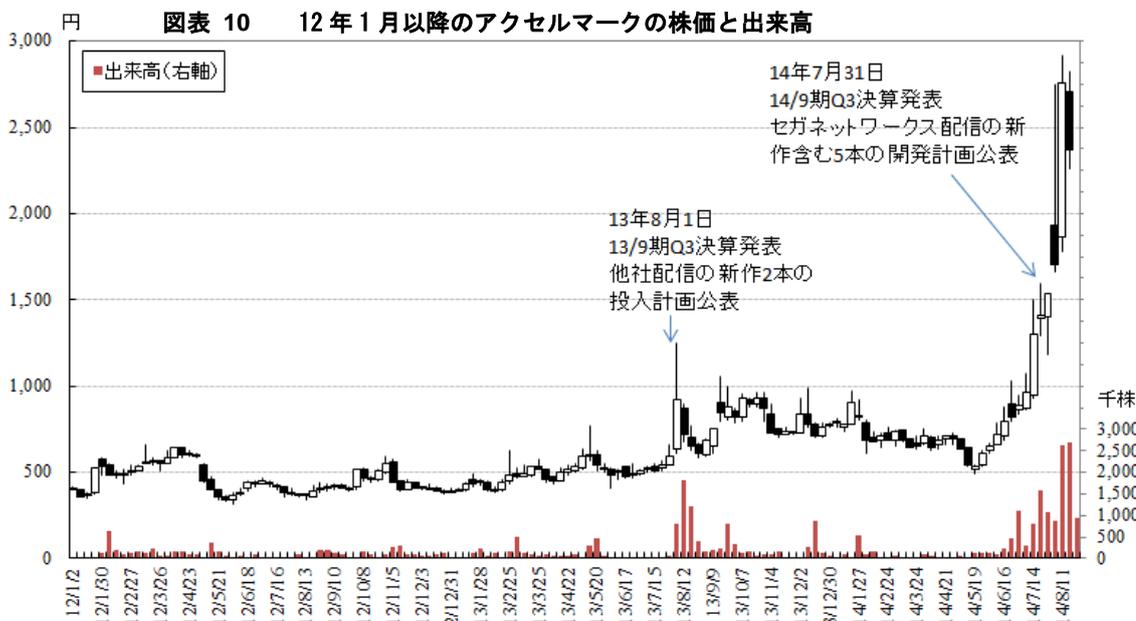
ミクシィは約半年で業績が急激した。同社が同様の地位を得るかもしれない。

13年10月にリリースしたスマートフォンゲーム作品「モンスターストライク」の利用者数が100万人を突破し、以後利用者数が短期間に急増すると共に、14年2月、5月と二度に亘り業績を大幅に上方修正したミクシィの急変貌を、何れかのゲームプロバイダが再現するのではないかという投資家の期待が、同社の株価急騰の背景にあると推察される。発行済株式数が少なく、そのうえセプテーニ・ホールディングス(4293 東証JQS)の子会社のために浮動株も少ないこと(14年3月末の親会社の持株比率は54.93%)、業績も株価も低迷していたことが同社の株価変動をより大きなものにしたと考えられる。

新作ゲームの成否に関する各種情報に注意が必要である。

ただ、当センターのやや楽観的な予想に基づく15/9期EPSは84.6円、PERは27.3倍となる。これはゲーム会社のバリュエーションとしては割高とまで言えない水準と考えられる。

同社や協業先企業のコーポレートサイトに掲載される新作ゲームのリリース時期やその後の利用者獲得状況に関する情報が、株価に大きく影響を与える可能性があるため、こうした情報に注意してほしい。



(出所) 証券リサーチセンター作成

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

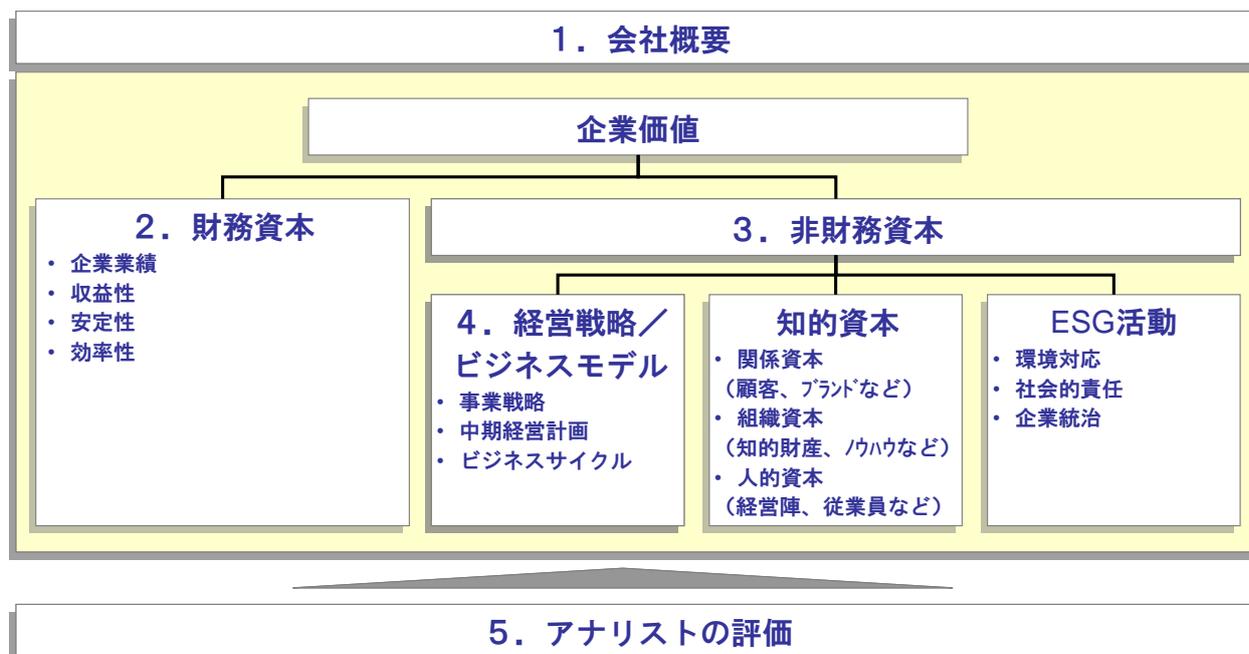
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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ず、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。