

enish(エニッシュ) 1部上場後の新戦略に注目

東証1部 3667
 株価 2,016円
 単位 100株

目標 2,600円
 期間 3か月

① ソーシャルゲーム「ぼくのレストランII」などの開発・運営企業

主にスマホなどのモバイル端末で楽しむ、いわゆる「ソーシャルゲーム」を開発・運営する企業。平成24年12月東証マザーズ上場からほぼ1年で東証1部への鞍替えを果たした。同業界の企業は、主としてゲームのプラットフォームを運営する企業(Apple、Google、GREE、DeNA など)と、ゲームコンテンツ自体を開発・提供する企業(ガンホー、コロプラ、同社など。ソーシャルアプリケーションプロバイダー、SAPと呼ばれる)に分けられる。プラットフォームを提供する企業は、理論的にはより大きな規模で事業展開をすることが可能で、ゲーム事業を商社的なモデルで展開することが可能だ。ただし、一つのビジネスモデルに対する環境の変化に弱く、株式市場でのバリュエーション変化も大きい。一方、同社のようにコンテンツを開発し、プラットフォームに載せる事業者は、プラットフォーム側の影響も受けるが、自社の開発・運営能力が、より重要な生命線となる。

ソーシャルゲームと無縁の投資家にとっては、ガンホー、コロプラ、同社などが属するこの業界は、その差異が認識しづらい、というハードルがある。

しかし、同社の特徴は、明確だ。その一つは、女性向けのロングセラーゲームが得意だ、ということ。同社の主力コンテンツ、「ぼくのレストランII」「ガルショ」は、いずれも女性ユーザーによる3年以上におよぶ長期的な支持を得ている。この二つは、いわゆる「経営シミュレーションゲーム」と言われるもので、レストラン、アパレル雑貨の店舗を、ユーザーが仮想空間上で経営する(育てる)、というゲーム。

同社のコンテンツのうち、2013年12月期第4四半期売上高の58%が、これら「経営シミュレーションゲーム」であり、残りの42%が「バトルゲーム」である。

ちなみに、同社3つめの柱、「ドラゴンタクティクス」は、カードバトルゲームだ。同社の売り上げの約77%は、この3つ(「ぼくのレストランII」「ガルショ」「ドラゴンタクティクス」)のコンテンツで占められている。

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。

② ブラウザアプリとネイティブアプリ

もう一つの同社の特徴は、主力コンテンツが 3 つとも、いわゆる「ブラウザアプリ」と言われるものだ、ということ。

「ブラウザアプリ」とは、端末側ではなく、ネットワークの中で提供されている形のゲーム。安価に開発できる反面、ゲームとしての表現やデザインに限界があること、GREE や DeNA などのプラットフォームを経由して提供しなくてはならないこと、レスポンスがよくない、などの問題点もある。

そこで、最近の傾向としては、このブラウザアプリよりも「ネイティブアプリ」といわれる仕組みのゲームに大ヒットが出てきている。「ネイティブアプリ」は、端末にダウンロードすれば、その後は端末上で動作するゲーム。「ブラウザアプリ」よりも複雑なゲームの作りこみが可能だ。

「ブラウザアプリ」は、「ネイティブアプリ」と比べ、開発費が低いが、爆発的な伸びが期待できない。一方で、「ネイティブアプリ」は、開発費は 2 倍以上かかると言われるが、ヒットしたときの利益率は、「ブラウザアプリ」よりかなり大きいと言える。

③ 投資の視点1 「ネイティブアプリ」への参入

同社は、いよいよ今年から本格的に、ネイティブアプリを市場に投入する。現在開発中のアプリは 7 本あり、そのうち 5 本が年内のリリースを予定している。

これまで「ブラウザゲームアプリ中心」というイメージの同社がネイティブアプリに参入する、という事実がどの程度同社のバリュエーションを変えるのか、が議論の中心になる。ネイティブアプリで伸びてきたコロプラの予想 PER は 34.65 倍、それに対し、同社の予想 PER は 17.46 倍（いずれも 2 月 21 日現在）と、約半分に過ぎない。コロプラの戦略が同社にも当てはまるのであれば、そこには大きな株価の上昇余地があるだろう。

年内リリースのアプリのうち、3 本は 2Q、2 本は 4Q にリリースされることになりそうだ。5 月～7 月はこれらの広報活動に集中する（1 本につき 8000 万円ほどの広告費を予定）ことを考えると、四半期業績に明らかな傾向が表れるのは 3Q の決算からだろう。

また、今年は、この「ネイティブアプリ」というもの自体への株式市場での評価が、ゲームとしてだけの枠を超えてくる可能性もある。それが、LINE の上場動向だ。まだ未確定な部分も多いが、今年の夏以降に、新興企業での話題になる可能性がある。

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。

④ 投資の視点2 優れた運営力で安定した業績の基礎を築く

一般的なスタイルとして、ソーシャルゲームは、比較的短期的な成功を狙うため、ピークを打つと、利益率の急激な下落を招き、あとは延命措置（残ったユーザーをフォローしていくが、拡大は望まない状態）を続けることになりやすい。従って、できるだけ早く、次のコンテンツに誘導させるべく広告宣伝活動を行う、というライフサイクルの中で、企業経営を続けていくことが多い。

しかしながら同社の場合は、ロングセラーのコンテンツを得意とするため、ピークをうつまでの時間が長く、利益率が高いまま、コンテンツを維持することが可能となる。「ぼくのレストランⅡ」は、リリースから売上ピークまでの到達期間は2年半だ。しかもその後も、大きな下降にはなっていない。「ガルシヨ」はリリースから3年が経過したが、未だに売り上げは伸びている（四半期ベース）。このようなロングセラーのコンテンツは、広告宣伝費を大量にかけなくても、売上利益が伸びるため、このような数値の推移が可能となるのだ。

このことは、同社がネイティブアプリで成功した場合にあっても、その利益の変動リスクは、ブラウザゲームによって下方硬直性を持つことになる。つまり、「ネイティブが利益を出せない状況では手も足も出ない」ではないのが、enishの強みでもある。

また、このように運営力に定評がある企業が提供するネイティブアプリは、これまでのネイティブのような「売り切り」的なイメージを変える可能性がある。そのことに注目が行けば、バリュエーションは大きく変わるだろう。

⑤ 経営体制の変化と浮動株対策

同社は、3月からこれまでプロダクト本部長であった安徳氏を社長に昇格させ、より開発・運営力に社の資源を投入していく。これまで代表を務めてきた杉山氏が、安定したオペレーションのコストパフォーマンスを実現し、基礎を積み上げたところへ、より、コンテンツでの攻めを実施しようという姿勢に見える。ネイティブアプリへの挑戦が、社運を賭けた戦略であることが感じられる。

また、そのために、東証1部上場時に調達した12億52百万円がある。もともと、逆説的には、この調達による過剰な浮動株比率が、同社のバリュエーションにマイナスの影響を与えているだろう。ここに対する資本政策などが期待される。

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。

⑥ テクニカル



*チャートは野村ホームトレード

同社は、株式分割以降、1部上場までの発表を行い、投資家サイドから見た場合の資本政策的「ネタギレ」と「過剰流動性」の状態を作り出している。そのことがチャートを不自然な形にしている。

浮動株の調整にかかる時間をどう測定するかが、チャート分析上の課題。何も資本政策的な支援が会社側から無い場合は、ある程度の時間が必要となるだろう。

⑦ 株価評価

★ enish

株価 2月21日 2095円

予想 PER 17.46倍

PBR 4.84倍

配当利回り 0.86%

自己資本比率 72.7%

予想 ROE 38.5

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。

予想 ROA 28.0
売上高成長率 31.3%

★ 類似企業

予想 PER	ROE	ROA	売上高成長率
コロプラ 34.65	85.1	48.7	100.4%
オルト P 26.56	29.3	22.1	51.4%

同社の PER は、コロプラ、オルトプラスに比べ、低い。

その原因は、売上高成長率と浮動株比率に求められる。

売上高成長率は、コロプラの数値が予想とはいえ、ダントツで、オルトプラスがその半分、同社はさらにその 60%の数値だ。このことを単純に PER に置き換えて考えると、コロプラ・オルト P の差が 8 倍であるなら、オルト P・同社の差は 6 倍程度だろう。

残りのディスカウントは、浮動株比率の高さにある。しかし、浮動株比率は、IR 活動・財務活動によって改善が可能で、同社には解決可能な課題だ。

また、ROE はオルト P よりも高いことを考えると、海外投資家を含めた幅広い層を株主として取り込むことで、バリュエーションは上がる。

★ 想定株価

2600 円

四季報予想 EPS に対する PER20 倍

需給関係悪化以前の下方支持ライン

■ 参考資料 ■

3667 決算12月											
	2010	2011	成長率	2012	成長率	2013	成長率	会社2014	成長率	四季2014	成長率
売上		2,590		4,430	71.0%	6,624	49.5%	8,700	31.3%	8,400	
売上総利益		1,072	41.4%	1,613	36.4%	2,213	33.4%				
販売管理費		546	21.1%	947	21.4%	1,104	16.7%				
広告宣伝費				442	10.0%	469	7.1%				
営業利益		526	20.3%	666	15.0%	1,109	16.7%	1,350	15.5%	1,600	19.0%
経常利益		523		654		1,078		1,350		1,600	
純利益		298		373		653		830		900	
配当											
純資産		480		1,052	66.0%	2,994	74.4%				
総資産		952		1,584		4,022					
ROE		62.1%		35.46%		21.81%					
ROA											
発行済み 自己株	6,918,720 0			4,277,808		6,918,720					
EPS						94.38		119.96		130.08	
BPS						432.74					
会社								PER	株価		株価
								10	1199.6		1300.8
								15	1799.4		1951.2
								20	2399.2		2601.6
単位: 百万円(株式数除く)											
ROE		年度末の当期利益 ÷ 純資産									
ROA		年度末の経常利益 ÷ 総資産									

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。
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。