

### アエリア (Aeria)

#### 安定成長とハイリターン…事業ポートフォリオ構成が進む

アナリスト 堀 篤

東証 JQS

株価 2038 円 (7月14日) 想定株価 2400 円～2800 円

時価総額 131 億円

単位 100 株

ハイリスクハイリターンのオンラインゲーム事業と、手堅い実績がある IT サービス事業の 2 本が柱。今期、IT サービス事業強化のため、インフォトップ (情報商材事業) を買収し、より安定的な収益力の維持を目指す。

6 月に第三者割当増資による合計 12 億円の資金調達を発表し、事業ポートフォリオの構築を進行中。

#### Price Gap 要因

何度も事業内容の変更を行ってきた同社だが、現在まで赤字を数年間継続してきている。ただし、6 月に発表した第三者割当増資による調達資金の使途、戦略、子会社の業績の度合いによっては、久しぶりの黒字が見えてくる。市場ではまだオンラインゲームによる、一か八か、の期待値が中心であり、黒字化の確率上昇が、株価には現れていない。



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。

## ① 事業・製品紹介

### ■ IT サービス事業

同社の事業は、IT サービス事業とオンラインコンテンツ事業からなる。

IT サービス事業は、サイボウズ ASP など、レンタルサーバーの運営を得意とするエア・ネットが連結子会社。今期からは、これに情報商材事業であるインフォトップが孫会社として加わる。



### ■ オンラインコンテンツ事業

オンラインコンテンツ事業は、PC 向け MMORPG (多人数参加型ロールプレイングゲーム) と、スマホ向けアプリゲームの開発・運営などを行う。

PC 向けでは、2013 年 6 月リリースの「ドラゴンプロフェット」、スマホ向けでは「Klee ～月の零舞う街より」が代表作。



今期、リベルエンタテインメントを買収し、スマホ向け「恋愛リズムアドベンチャー「アイ★チュウ」を現在リリース中。



前期までは、売上で IT サービス 6、オンラインコンテンツ 4 の比率 (利益は IT サービスが黒字、オンラインコンテンツ赤字) だったが、現状でインフォトップが通年寄与すれば、IT サービス事業が 75%程度まで占めることになる。

ただし、スマホアプリなどでヒット作が出れば、この比率は大きく変動する。

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 全社の事業ポートフォリオと戦略

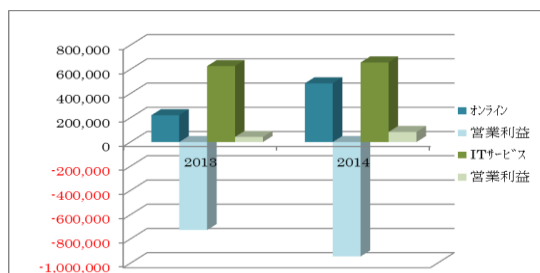
同社の基本的な現在のスタンスは「そろそろ利益を出そう」ということだ。

過去、何度も主たる事業内容の変更を繰り返してきた同社だが、株式交換と今回調達する現金により、新たな事業ポートフォリオを組むことで、利益体質の企業グループを今度こそ構築するつもりだ。そしてその為の、重要なチャンスが、今、来ている。

現在の事業は、ハイリスクハイリターン部門である、オンラインコンテンツ事業と、手堅い収益部門である IT サービス部門から成立している。

前期、オンラインコンテンツ部門は、4億84百万円の売上に対して、9億44百万円の赤字となり、IT サービス部門は6億56百万円の売上に対して83百万円の利益を出している。

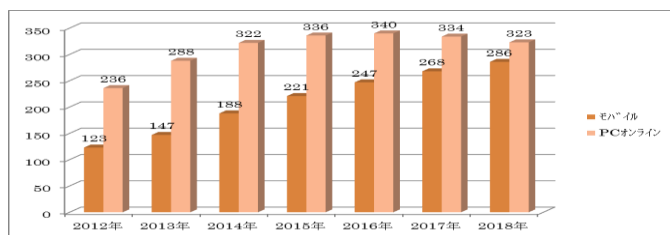
### 2013年、2014年のセグメント別売上と営業利益



そこで、今後は、IT サービス部門をより厚くし（インフォトップの買収）、オンラインコンテンツ事業で赤字が出るようなことになった場合でも、それをある程度カバーできるだけの利益を、IT サービス部門で、安定的に稼ぐようにしていく方針だ。

一方、オンラインコンテンツ事業については、PC からスマホへ、市場全体が大きく移動していく中、同社はスマホアプリで実績がある「リベル」を連結することで、この市場に対応しようとしている。

### PC オンラインゲーム、モバイルゲームの市場規模（予測含）



\* International Development Group を元に当社作成

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。

さらに、今期から同社に目立つ動きは、既存 IP との連動企画である。

2月に DD 北斗の拳のアプリ制作、角川ゲームスとの協業を発表し、5月には全国のゆるキャラ、6月には鷹の爪団とのコラボレーションを発表している。

こういった動向には、同社が既有力 IP を活用し、事業収益の実現確立及びスピードを上げようという考えがあるように思われる。

今後、同社の事業ポートフォリオは、

1. 最も堅実に利益が出せる IT サービス事業
2. 他社の IP を活用した、中程度のリスクリターンของเกม事業
3. 自社グループ開発によるハイリスクハイリターンของเกม事業

の3つに分けて考えることができるようになるだろう。

1, 2 の事業によって基本的な収益を確保し、開発コストをカバーしながら、3 の事業によるヒット作を待つ、というのが、今後の同社の経営姿勢になる。

あるいは、3. の事業に見込みがなくなった場合、この分野を縮小し、また新たな事業に投資、もしくは IP 事業によりパワーを振り向けていく可能性もある。

### ③ 各事業分野の見通し

#### ■ IT サービス事業

前期までの既存事業（エア・ネット）は、手堅く推移するものと思われる。クラウドの普及により、企業による IT 利用は、次段階に入っている。今年から来年にかけて、マイナンバーへの対応などもあり、社内システムの見直しは急増する見通しだ。

MM 総研によると、2013 年度 6257 億円だったクラウド市場は、2015 年度には 1 兆円を超えるるとされている。

ただし、競合が多い分野でもあり、利益率の高い受注を拡大させるのは、難易度が高い。得意分野を、適切な顧客にどのように売りこんでいくか、その営業力もしくは営業システムが、ポイントになる。

一方で、新たに連結となったインフォトップについては、商品開発力・販売力（販売シス

---

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。

テム)の双方について、高い評価ができる企業だ。

今期以降の同社グループの連結業績への貢献が期待されるが、その商品ラインナップの質を高めながら、売り上げ規模を追求する、ということに成功すれば、より中長期的に、同社グループの成長を牽引する可能性もある。

## IT オンラインコンテンツ事業

国内のPC向けオンラインゲームは、ピークアウトをしつつある。それに替わり、モバイル(スマホ)向けゲームの成長が期待されている。

ただし、モバイル分野も、国内の成長率は今後3年間で年率15%程度と見込まれ、コンプガチャの規制などもあり、決して楽観できる市場ではない。

こうした中で、同社が近時リリースしている情報からは、同社のIP戦略(IP=Intellectual property 知的財産。ここでは特に、人気化している既存のキャラクター・コンテンツなどの権利を中心にイメージしている)の進展を、垣間見ることができる。

たとえば、自社IPを多く保有するバンダイナムコホールディングスは、グループの基本戦略を「IP軸戦略」と呼んでいる。簡単に言えば、自社で保有する有力IPを、様々なチャンネルで収益化する、ということだ。

同社のように、自社でIPを保有していない企業の場合、他社のIPに対して自社のノウハウを融合(コラボ)させて、付加価値を作り、コンテンツ化する、という戦略を取ることができる。

この場合は、IPを活かすだけのノウハウと実績がなければ、その相手として成り立たないことになるが、そういった意味で、今年に入ってからのIP活用実績には期待が持てる。

今後、このようなIP戦略が同社の方針の中で固まって来れば、投資家の理解は得やすだろう。レベニューシェアのモデルを拡大することにより、売上高成長率よりも、利益率の向上に資するビジネスモデルが期待される。

一方、自社開発のオンラインゲームは、スマホアプリDL数の動向次第だ。スマホアプリの開発には、多額の資金がかかり、かつ、飽きられるのは早い。

開発・広告・無料DLを経て初めて収益化されるのが、現在主流の、いわゆるF2P(フリーtoプレイ)型のゲームだが、この場合、開発・宣伝の2段階でかなりのコストが先行する。ミクシイが7月7日、200億円の調達を発表したが、その半分程度は買収資金だが、残りはゲームの宣伝費だ。

ヒットすれば膨大な利益を生むことは、ミクシイはじめ、数社の企業が証明してきたが、そうなる確率を計算するのは、至難の業だ。

---

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。

「リベル」は、スクウェア・エニックスで、開始後 2 か月で 900 万 DL を記録した「乖離性ミリオンアーサー」の開発を手掛けた企業であり、現在、アイ★チュウも順調に DL 数を伸ばしている（1 週間で 10 万を突破、2 週間で約 100 万 DL）。

したがって、ヒット作を生み、数億円規模の利益を生み出す潜在力はあると思われるが、その動向はもう少し時間をおかなくては評価できない。

引き続き、2015 年内の DL 数、AU、アイテム課金の状況を見て判断をしていくべきだろう。

#### ④ 業績・成長性評価

同社の業績評価は、その数値を「当てに行く」のは不可能である。なぜなら、今期から来期にかけて、調達資金の資金使途が具体的に決まるはずで、M&A 的なものがある場合には、数値は大きく変動するからだ。

また、オンラインゲームの DL 数、AU 率、ARPU とともに、現時点では、想定しづらい状況となっている（実績が少ないため）。

ただし、これまでの検討材料を元に、現状の延長線上にある数値を想定し、現時点での妥当な株価を推定することは可能だ。

そこで、今期、来期の IT サービス事業、オンラインコンテンツ事業の業績について、一旦、以下のように推測する。

	2013	2014	2015	2016	2017
オンライン	221,287	484,649	700,000	1,000,000	1,200,000
営業利益	-725,918	-944,208	-600,000	-260,000	0
ITサービス	627,069	656,963	2,900,000	3,750,000	4,450,000
営業利益	42,162	83,177	550,000	650,000	700,000
連結売上高	848,356	1,141,613	3,600,000	4,750,000	5,650,000
連結営業利益	-686,086	-861,405	-50,000	390,000	700,000

オンラインコンテンツは、スマホ向けアプリが、2015 年売上高に 2 億 70 百万円増の貢献をするが、PC 向けが落ち、差引 2 億 10 百万円程度の増収を見込む。IT サービス事業ではインフォトップが 9 か月間の寄与で、売上 22 億円を見込む。

2016 年には、スマホ向けアプリが 4 億 30 百万円を売上げ、IP 事業によるレベニューシェアの売上が 1 億円程度を売り上げる。リベルの通年寄与も増収に影響し、売上高は 3 億円の増加を見込む。

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。

IT サービス事業は、2016 年にはインフォトップの通年寄与により、売上高は 31 億円、エア・ネットの売上は 6 億 50 百万円とする。

2017 年 12 月期については、オンラインコンテンツ部門の赤字が 0 を想定する。この部門の赤字が消えることは先行投資の終了を意味し、翌年以降の利益成長が大きくなることを予見させる。しかし、現時点において、逆の可能性、すなわち、利益が出ないがために投資を控え、赤字を止めることを優先する、ことも考えられ、どちらのパターンも考えられる。

したがって、その後の成長率の想定には困難な部分があるものの、IT サービス部門にも、年率で 20% 程度の潜在的な成長性はある。2017 年 12 月期の IT サービス部門が全体の 70% 以上の売上を占めることを考えると、オンラインコンテンツ事業の成否に寄らずとも、一定の PER を想定することはできるだろう。

## ⑤ バリュエーション

前項の予想に基づき、以下で、同社の基本的なバリュエーションを見てみる。

予想 BPS	722 円		
PBR	2.82 倍		
2016 年 12 月期予想 EPS	66.8 円	PER	30.5 倍
2017 年 12 月期予想 EPS	120.0 円	PER	17.0 倍

---

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 <一目均衡表と MACD>



前回の 2 月から始まった上昇相場の終焉時と現在の株価位置は類似点が多い。前回のよう  
 に 1500 円を割れる状態が続くようには思えないが、前回と同じく、約 2 か月の調整期間が  
 訪れる可能性がある、

ただし、同社コンテンツの DL 数の公表が続いているので、調整期間はより短期で終わる可  
 能性が高いだろう。

MACD では、OSCI が早くも -100 のゾーンに到達し、早期の調整終了を示唆するよう  
 にも見える。ただし、株価自体は OSCI の下限到達よりも時間差を置いての底値到達となる  
 ので、仮に 1800 円近辺の底値を、1 か月以内で再度つけたとしても、そこから反転する、  
 と読むのが妥当だろう。

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  
 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。



## ⑦ 業績推移と予想データ

### 過去3年間の業績推移

	2012	成長率	2013	成長率	2014	成長率
売上	6,160,962		848,356	-86.2%	1,141,613	34.6%
		対売上		対売上		対売上
売上総利益	1,708,086	27.7%	-30,327	-3.6%	123,922	10.9%
販売管理費	2,543,597	41.3%	655,759	77.3%	985,327	86.3%
役員報酬	68,373	1.1%	67,500	8.0%	60,410	5.3%
給与	799,852	13.0%	107,832	12.7%	121,646	10.7%
広告宣伝費	651,071	10.6%	183,270	21.6%	408,648	35.8%
支払手数料	227,377	3.7%	82,063	9.7%	155,714	13.6%
研究開発費	42,184	0.7%	82,493	9.7%	96,940	8.5%
営業利益	-835,510	-13.6%	-686,086	-80.9%	-861,405	-75.5%
経常利益	-926,131	-15.0%	-1,362,686	-160.6%	-165,907	-14.5%
純利益	480,895	7.8%	-1,101,636	-129.9%	-312,938	-27.4%
配当			10		10	
純資産	4,676,259		3,657,419	90.1%	3,717,842	89.6%
Ave			4,166,839		3,687,631	
総資産	4,973,639		4,061,262		4,148,461	
Ave			4,517,451		4104861.5	
ROE			-26.44%		-8.5%	
ROA			-30.16%		-4.0%	
オンライン	5,272,393		221,287	-95.8%	484,649	119.0%
営業利益	-867,527	-16.5%	-725,918	-328.0%	-944,208	-194.8%
ITサービス	881,260		627,069	-28.8%	656,963	4.8%
営業利益	63,990	7.3%	42,162	6.7%	83,177	12.7%
発行済み	6,799,200		5299200		5,299,200	
					5,834,800	
EPS						
BPS			786.31		662.41	

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。

## 今後の業績予想

	四季報				当社					
	2015	成長率	2016	成長率	2015	成長率	2016	成長率	2017	成長率
売上	3,500,000	207%	4,000,000	14.29%	3,600,000		4,750,000		5,650,000	
		対売上		対売上						
売上総利益					900,000	25.0%	1,450,000	30.5%	1,870,000	33.1%
販売管理費					1,050,000	29.2%	1,060,000	22.3%	1,170,000	20.7%
役員報酬					60,000	1.7%	60,000	1.3%	80,000	1.4%
給与					150,000	4.2%	150,000	3.2%	170,000	3.0%
広告宣伝費					350,000	9.7%	350,000	7.4%	350,000	6.2%
支払手数料					230,000	6.4%	310,000	6.5%	370,000	6.5%
研究開発費					50,000	1.4%	30,000	0.6%	20,000	0.4%
営業利益	-200,000	-5.7%	90,000	2.25%	-150,000		390,000		700,000	
経常利益	-200,000	-5.7%	90,000	2.25%	-150,000		390,000		700,000	
純利益	-240,000	-6.9%	70,000	1.75%	-150,000		390,000		700,000	
配当	10		10		10		20		30	
純資産					4,709,494		4,982,798		5,507,754	
Ave					4,213,668		4,846,146		5,245,276	
総資産										
Ave										
ROE					-3.6%		8.0%		13.3%	
ROA										
オンライン					700,000		1,000,000		1,200,000	
営業利益					-600,000		-260,000		0	
ITサービス					2,900,000		3,750,000		4,450,000	
営業利益					550,000		650,000		700,000	
発行済み	5834800		5834800		5,834,800		5,834,800		5,834,800	
EPS					-25.7		66.8		119.97	
BPS					722.2		830.6		899.0	

## ⑧ 株価評価

2017年12月期のEPSを割引き、20%ディスカウントすると、EPS=96円となる。

このEPSに対して、PERを設定するに当たっては、同社の利益成長をどう想定するかが最大のポイント。

ITサービス事業の利益成長を20%としても、オンラインコンテンツの成長は、0から30%まで、偏差の大きな想定をせざるを得ない。

こうした場合、妥当な利益成長率は、20%~35%となり、Aveでは25%~30%とするのが妥当だろう。

PEG=1の想定で、上記成長率を当てはめると、PER=25~30倍が妥当となる。

EPS 96円

PER 25倍~30倍

本レポートに掲載された情報・見直し・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。

株価＝2400 円～2880 円（96×25、96×30）

テクニカルでは、目先の底値は 1800 円～2000 円、3 か月程度後には、高値 3000 円が妥当だろう。

本稿では、市場全体の不安定さも含め、想定株価を、2400 円～2800 円とする

執筆担当者

堀 篤

（ほりあつし）(株)日本マネジコ(株)東京スコットマネジメント代表。アナリスト。

日本証券アナリスト協会検定会員。

愛知県名古屋市出身。静岡大学卒業後、野村証券（現野村 HD）に入社し、営業、商品企画、IPO コンサルティング、M&A 業務等を行う。1998 年野村証券退社後、上場企業 2 社（現タカラトミー、インデックス）の役員を勤め、IR、M&A 等を推進。2007 年、日本マネジコを立ち上げ、上場企業向けの IR、ファイナンスアドバイザー業務を行うと同時に、投資家向けコンテンツを制作、提供。「Yahoo! ファイナンス公式ガイド 2000」日経ビジネス「お金の学校」「勝つ！オンライントレード」などを執筆。監修として、「ウォール街があなたに知られたくないこと」「投資 4 つの黄金則」「10 日で学ぶ MBA」ほか。

Web では「みんなの株式」などに寄稿。

証券マン、上場企業役員、投資家、という 3 つの側面から 30 年以上株式と向き合ってきた経験を活かし、それぞれの側面から企業を分析する手法をとる。

## 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

---

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。

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。