

ガーラ (GALA)

世界中にゲーム配信をする、業界随一のグローバル企業

アナリスト 堀 篤

東証 JQS 4777

株価 1160 円 (7月6日) 想定株価 1790 円~2900 円

時価総額 182 億円

単位 100 株

オンラインゲーム開発・運営事業を、世界規模で展開する企業。

主力の2タイトル(多人数参加型ロールプレイングゲーム=MMORPG)を英語、日本語など、複数言語で世界のユーザーに提供。

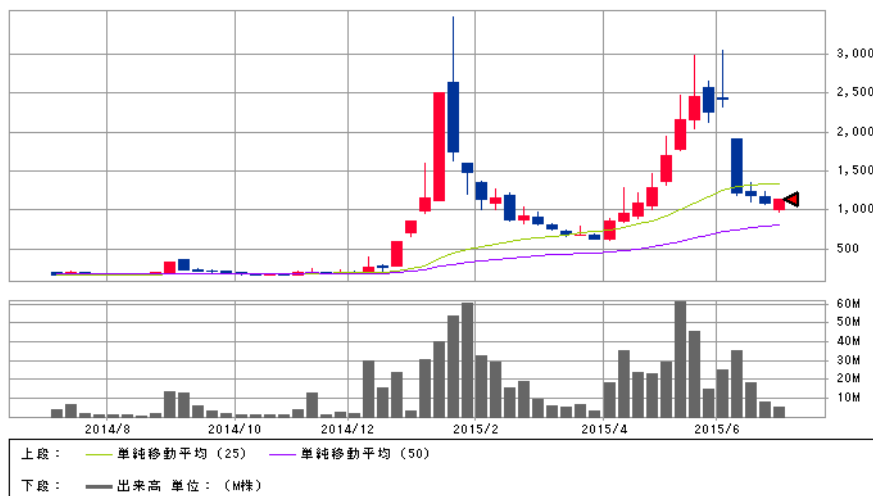
前期より、既存タイトルをベースとしたスマホ向けアプリ開発に注力。一部は昨年よりリリース開始

Price Gap 要因

10年前の業態変更(Web制作会社からゲームコンテンツ企業へ)以降、試行錯誤を経て世界各地への効率的なコンテンツ配信の体制が整いつつある。

スマホ向けアプリの基本的な開発を終え、今後の収益化が期待される。

現在の株価は、ゲーム事業へ参画時のバリュエーションであり、体制整備とビジネスモデルの再構築の評価が反映されていない。



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

海外市場を主戦場とする唯一の国内オンラインゲーム企業

同社は、2006年、国際的MMORPG（注1）を開発・運用する、韓国企業（現在子会社のガーラボ）を買収した。この買収により同社は、主力事業を、従来のWeb制作事業から、オンラインゲームの開発・運用へと舵をきった。

現在は、主力の2タイトルを、複数言語で展開し、アイテム課金による売上、世界各地のパブリッシャー（注2）へのライセンス供与で、収益を得ている。

国内売上よりも、海外売上の比率が高い。

注1：MMORPG：数百人から数千人が同時にその世界を共有してプレーする、多人数参加型ロールプレイングゲーム。ゲーム内の世界では常に一定の時間が流れており、その世界で、多数のユーザーが参加し、コミュニケーションを取りながら、ゲームを進めていく形式。複数プレーヤーで同時にプレーするMORPGとはまた、別のもの。

注2：各国の市場で、オンラインゲームなどの販売を行う事業者

■ フリフオンライン(Flyff online)

同社の主力タイトル。2014年8月31日現在で累計ダウンロード者数5000万人。

2015年3月31日現在、英語、ドイツ語、フランス語、日本語、韓国語、タイ、中国、台湾でサービスを提供中。

キャラクターを育て、空中を飛べるようにスキルアップをさせ、相手との空中戦を楽しむことができることが特長のMMORPG。自由に空を飛び回る「フライングシステム」が、他のゲームには無い。



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。

■ ラペルズ (RAPPELZ)

2015年3月31日現在で、累計ダウンロード者数 5900 万人。

英語、ドイツ語、フランス語、トルコ語、ポーランド語、イタリア語、ロシア語、日本語、韓国語、フィリピン、マレーシア、シンガポール、アラビア語で、サービス提供。

登場するモンスターたちを手なづけ（召喚して）、戦闘するゲーム。

召喚したモンスターはクリーチャーと呼ばれ、このクリーチャーを育成していくのも、ゲームの楽しみ。

長時間のゲームにならないよう、一定の時間を超えると、経験値が減少していく「コンデションシステム」を採用している。



② 「PC からスマホアプリへ」同社の基本戦略と世界のオンラインゲーム市場の動向

同社の基本戦略は、世界各国の市場に、実績のあるゲームコンテンツを投入し、運営していくことだ。これまで、主力の PC 向けオンラインゲーム 2 タイトルを、世界各地・各言語で横展開をしてきた。そして前期からは、これら PC 向けオンラインゲームを順次、スマートフォン (Android、iOS 向け) 向けアプリに作り直し、世界的にリリースしていく、という、縦の展開を始めている。

合計 1 億人以上の登録者がいる、2 主力コンテンツをベースとしたスマホアプリ開発とその運営が、今後の同社業績の鍵を握っている。

前期、PC 向けオンラインゲームで 10 年以上の実績があるフリフシリーズ英語版のアプリ開発を終え、リリースすると同時に、いよいよ今期は、日本語版の投入が始まっている。

この 6 月までに、全世界で 100 万ダウンロード (国内 50 万 DL) をすでに超え、日本では AKB48 を使った TVCM を投入し、プロモーションにも注力中だ。

また、今期以降、もう一つの主力コンテンツ、ラペルズのアプリ開発も、多言語で進めていくことを決めている。

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。

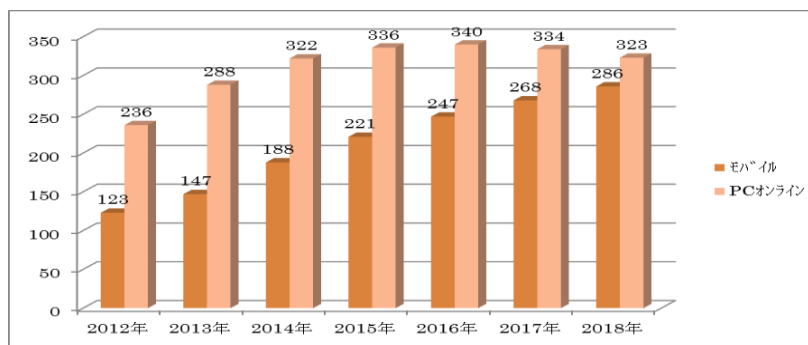
「ファミ通ゲーム白書 2015」によれば、2014 年の世界のオンラインゲーム市場は、6 兆 7148 億円と推定され、前年比 6%増とされている。市場規模は、アジアが 2 兆 1987 億円、米国が 2 兆 825 億円、欧州は、1 兆 6585 億円となっており、すべての地域でプラス成長となっている。

オンラインゲーム市場の方向性は、SNS 的コミュニティ化（知らない他者と、ゲームコンテンツ上でコミュニケーションを取る楽しさ）と、スマートフォン向けのアプリ化（アプリを端末にダウンロードさせて提供することで、よりクオリティの高いコンテンツを、ライトユーザー向けに提供する）にあることは、世界共通だ。

同社の戦略、MMORPG（多人数参加型コミュニティ型ゲーム）をアプリ化（スマートフォンでダウンロード）していく、という動きは、市場の動向に一致している。

世界のゲーム市場動向と予測

単位：億ドル



* International Development Group を元に当社作成

上記のグラフを見ると、2016 年には、PC オンラインゲームがピークアウトし、その後、モバイルゲームとの差が急激に縮まることが予想されている。

このような市場動向を見据えると、PC オンラインゲームからスマートフォン向けアプリへの縦展開は、ここ 1 年間でやらなくてはならないだろう。

③ 海外及び日本のオンラインゲーム市場の経緯

当社が得意とする、いわゆる「MMORPG」は、主に海外で、オンラインゲーム市場の拡大を担ってきた分野だ。現在では、日本を含め、世界中で市場を安定的に拡大しているが、やはり日本と海外では、その嗜好は大きく異なっている。

日本では、RPG（ロールプレイングゲーム）に求められるものは、ストーリー性であり、

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。

キャラクターである、と言われる。それに対して、海外においては、リアルタイム性、オープンワールド性が重視されるようだ。

こういった嗜好性から、欧米、あるいは中韓の市場においては、これまでオンラインゲームの中心は、リアルタイム性、オープン性、没入感が高い「MMORPG」が果たしてきた。

米国では、1996年、「Diablo」が、RPGとして初めて大ヒットし、翌1997年、世界初のMMORPG「Ultima Online」がリリースされ、大人気を博した。さらに2004年には、月額課金者が1200万人、というお化けコンテンツ、「World of Warcraft」が誕生する。以降、欧米、あるいはアジア市場(日本を除く)においても、この「WoW」を参考とした「MMORPG」が次々に市場に投入され、「MMORPG」が、オンラインゲームの主流となっていった。

現在、「MMORPG」は、モバイル向けアプリの時代に移り、新しいあり方を求め、脱皮が必要な時期ともいえる。これまでのような「没入感」があるヘビーユーザー中心から、ライトユーザーを取りこみつつあることで、市場の概要が変わってくるだろう。

一方、日本のオンラインゲーム業界で中心的役割を果たしてきたのは、「ドラゴンクエスト」に代表される「ストーリー型RPG」だ。海外で「MMORPG」を先導した「WoW」は日本ではリリースされず、日本で「MMORPG」が広がってきたのは、海外に比べ、後になってからだ。

後に日本でも、「RED STONE」(ゲームオン)「剣と魔法のログレス」(Aiming)などが、MMORPGとして成功しているが、日本のゲーム市場は、コンシューマーゲーム(プレイステーションやWii、任天堂3DSなど)から伸びてきた経緯があり、独自の成長を遂げてきている。現在では、携帯電話の市場を引き継ぐスマホ市場が、この分野を先導し、日本のスマホアプリ市場は、米国と同規模で、世界最大級の市場(約30億ドル)となっている。

ネットゲームを巡る、日本と海外の差異は、PC、スマホの普及速度、言語の汎用性、国民性など、様々な原因が考えられる。

④ 世界的に通用する「韓国の開発ノウハウ」が社内の有力な無形資産

日本製MMORPGの海外進出がなかなかうまくいかない背景には、言語を始めとする、市場特性の違いがあり、日本がこの分野では世界的に先行していない、という背景がある。その点、同社の場合は、元々、MMORPGの開発で実績がある韓国企業による事業展開であり、その問題はない。

参考までに、韓国では、MMORPG開発が盛んで、「NCSoft」制作の「Lineage」、「Bluehole Studio」が開発した「TERA」、そして、同社の2タイトルなど、現在、世界各地で支持さ

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。

れている韓国産コンテンツは多い。

いわば、同社の強みは、特殊な市場で独自の成長を遂げた日本ではなく、「MMORPG」の分野で、世界に通用する実績を持った、韓国のノウハウを社内の資産にしていることだろう。

そして、日本の市場以上に、海外では MMORPG の成長性に期待が持てる、ということが言えるだろう。ゲーム内でコミュニティを作り、楽しむことができる、という、オンラインでの最も付加価値の高い部分で、海外では「MMORPG」が、依然としてその代表的な役割を果たしている。

「グローバルなコミュニティ」というコンセプトは、英語圏を中心とした考え方だ。

もちろん、ガンホーは「パズルアンドドラゴン＝パズドラ」を世界展開し、ミクシイも「モンスターストライク＝モンスター」で派手に海外へ進出している。今年からコロプラも海外専門の部署を社内に設けた。

しかし、それら日本の大手企業は、あくまで日本で成功したコンテンツを海外に出す戦略、もしくは目先の買収戦略が中心だ。それに比べ同社は、初めから海外をターゲットにした MMORPG をリリースし、すでに 2 年間の試行錯誤を経て、スマホアプリ開発に臨んでいる。今後は、各国のパブリッシャーとの連携を深めることで、将来的には、他の日本のコンテンツなどを海外で展開するような役割も担う可能性がある。

また、同社の成長性は、世界のゲーム市場の、地域時間差的な成長にもチャンスがある。今後成長が見込める、アジアやアフリカ、といった新興地域などで、ゲームがどのような普及を遂げるか、それをリードしていくキャパシティが、同社にはある。そのような戦略も、同社の中期的な成長性評価の要因であることは忘れてはならないだろう。

オンラインゲーム関連の銘柄といえ、どうしてもユーザーのトレンドや国内の規制に大きく業績を左右されやすい。しかし、同社は世界的な事業ポートフォリオの中で戦略を組み立てることができるので、そのような一国のトレンドや政策が業績に致命傷を与えることもない。一旦、成長路線を確保すれば、その保持は他の企業に比べ安定的になるだろう。世界的に、すべての地域でオンラインゲーム市場が拡大している今が、同社にとって、最も成功への布石を打てる時期であるはずだ。

⑤ スマホ向けアプリ事業の成長が評価基準に

アプリ開発には、多額の開発費が必要となる。ゲーム会社の最も大きな課題は、開発に多額なコストがかかるにもかかわらず、飽きられるのは早い、という現実だ。ユーザー数や

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。

アイテム課金数は、リリースからしばらくは急増するが、油断すればすぐにそれは減少に転じ、急減することになる。

そういった意味から、オンラインゲーム事業はハイリスクハイリターンだといえる。

しかし、同社の場合、開発コストは、すべて販売管理費で費用計上しており、その分、前期までに大きく赤字を計上している。

多くの企業は、開発費（人件費）はソフトウェアに資産計上をしていき、サービス開始（売上形状開始）と同時に、原価の中で償却費として落としていく、という処理を行う。この場合、開発中に大きな赤字にはならないが、サービス開始以降の利益率は下がることになる。

同社の処理方法なら、開発期間中には赤字が出やすいが、サービス開始後の利益率は、大きくなることが予想される。

MMORPG が、安定した収益を得る基本は、ユーザーを飽きさせないことだ。多くのゲームではダウンロード自体は無料なので（F2P=フリーto プレーと呼ばれる）、ユーザーがアイテムを購入するなどして継続してプレーをしないと、運営側は売上が上がらない。そのためには、開発力はもちろん、運営のノウハウが、非常に重要なファクターとなる。

一つのコンテンツの中で、如何にトレンドにのったアイテムを提供し、新しさをキープしていくか、ということが、ポイントだ。

同社の子会社「ガーララボ」は、主力2タイトルを10年以上運営し、累計ダウンロード数は1億人を超えており、オンラインゲームのノウハウはトップクラスだ。

ただし、過去、既存のオンラインゲームをアプリに再構築し、リリースした例は、国内外で数多くある。この際に、オンラインでのユーザー実績を頼りに低コストでもユーザーを確保できると思っていると、大きな誤算を招く可能性がある。

したがって、リリース時のプロモーションなども、その後の業績を大きく左右することになりがちだ。同社の場合、AKB48を使ったTVCMなど、PRを積極化していることは評価できる。こういったプロモーション活動の成果を確認しながら、四半期の数値を見ていきたい。

⑥ 業績・成長性評価

以上の状況から、同社の業績動向について、以下のような概要が見えてくる。

1. アプリ開発費は、前期までが一旦、ピークとなるが、ラペルズの開発費が継続してかかること、今期は広告宣伝費をかける期であること、に留意が必要
2. 主戦場となる海外展開においては、中期的な成長性が期待される。

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。

3. アプリ（アイテム）の売上増加ペースが、ここ 1, 2 年の業績のポイントだが、リリース後しばらくはダウンロード（無料）促進が優先され、このダウンロード数の増加ペースが注目される。

同社は、これまで WEB 制作事業を手掛けていた子会社を今年 4 月に売却した。また、海外展開について、試行錯誤を重ねた結果、米国、欧州の拠点をなくし、この地域でのサービスを、韓国へのライセンスフィーとした。

これらの施策により、売上高は減少しているが、アプリを活用した海外展開などにより、今期中に売上は底打ちをするだろう。ベースとなるコンテンツに実績があるので、大きく失敗をする可能性は少ない。しかし、サービスをリリースしても、ダウンロード自体は無料であり、売上は、その後のユーザーからのアイテム課金の動向に委ねられる。したがって、実績が安定し、ARPU の目処がつくには、ある程度は時間が必要だと思われる。

ただし、国内の市場においては、TVCM などの効果は素直にユーザー数の増加に寄与するので、売上のベースとなるユーザー数の増加は、今期の CM の効果に期待が持たれる。アイテム課金による売り上げは、今期下期実績の推移が待たれる。

コスト面では、開発のためのコストが減少する一方で、積極化しているプロモーション費用が大きくなり、今期は前期に対してそれほど変わらないものと思われる。また、「ラペルズ」のアプリ開発も今期はコストとなるだろう。

「開発+PR」という、コストが最もかかる局面が、前期、今期だと思われる。

したがって、前期及び今期については、収益は我慢のしどころだ。アプリ事業における、「開発・・・リリース・PR・・・無料ダウンロード促進・アイテム課金」という 4 段階のサイクルが続く当初は、どうしても赤字になりやすい。今期、アイテム課金が本格化するとしても、ラペルズのアプリ化コストまではカバーできないだろう。

ただし、この段階でのユーザーの取り込みに成功すれば、その後、2017 年 3 月期の果実は大きく、また、そのベースは今期中にできるだろう。2017 年 3 月期の黒字化が予想されるが、その水準は、今期の DL 数、AU 数などによって大きく変わる。事業の特性上、一気に大きな利益を上げられる可能性もあり、期待度は大きい。

モバイルゲームの世界の市場規模は 2015 年から 2017 年にかけて、3 年で 221 億ドルから 286 億ドルへ、年率で約 15% 程度の成長が見込まれている。今後、さらに新興国などにも市場が拡大する様相を見せており、この成長性は実際には 20% 程度の数値が中期的に維持されるとみる。

これらを総合し、2018 年 3 月期までの業績について、下記推移を前提としたい

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。

	2016	対売上	2017	対売上	2018	対売上
売上	1,024		2,217		3,120	
売上総利益	717	70.0%	1,507	74.7%	2,059	66.0%
販売管理費	850	83.0%	820	40.7%	750	24.0%
営業利益	-133	-13.0%	688	34.1%	1,309	42.0%
当期利益	-121		688		1,309	
EPS	-8		43		81	

*いずれも期間は3月期。単位：百万円

同社のバリュエーションは、現在のところ、上記予想に基づいて算定していくこととする。基本的に、ダウンロードから一定期間が経過した後にアクションを行うアクティブユーザー（AU）が、一人当たりどれだけ課金アイテムを購入するか（ARPU）が、同社の売上数値の基礎となる。同社の収益は、このアイテム課金売上加え、地域によって、そこから算出するロイヤリティ、そして定額のライセンスフィーから構成されることになる。

単純化すれば、DL数からAUとなるレートを増やし、さらにARPUを増やすことが業績向上の数式となる。

また、投入する地域などを増やすことで、ライセンスフィーを増加させ、基礎となるDL数を増やすことも、収益の増加要因となる。

競合事業者であり、実績があるコロプラの資料によると、コロプラの主力コンテンツ「白猫プロジェクト」のARPUは、国内の月額約750円に対して、海外では107円、と低くなる傾向がある。一般的に期待されるARPUから見ても少し低い、そもそも「白猫」のARPUは決して高くない。また、同期間は、特にPRが少ない時期ということで、自然体の数字だと言える。

また、米国のマーケティング会社、Swrve社は昨年レポートで、モバイルゲームの世界市場では、アクティブユーザーの課金率は1.5%であり、課金者一人当たりの月間課金額（ARPPU）は15.27\$、全ユーザーで見るとアプリ内課金の額（ARPU）は平均で5.01\$だという報告もある。

今年から、同社はDL数の発表を行っており、現在までの発表では、「Flyff All Stars」のスマホ向けアプリは、昨年12月17日から今年6月12日までの約6か月間で、全世界ベースで100万ダウンロードを達成している。この、約半分が日本語版だ。

ゲーラのコンテンツの課金率、ARPUなどを想定する資料がまだ少ないため、業績予想をすることは困難だが、今年から、ダウンロード数の公表を始めたこと自体が、バリュエー

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。

ションを引き上げることは間違いないだろう。

今後の同社発表によっては、上記予想を変更することが必要になる可能性はもちろん見込んでおくべきだろう。

国内国外でのダウンロード数の推移が発表されれば、株価はそれによって上下することになる。この上下動が、株価と流動性に良い影響を与える（DL 数がどうであろうが）だろう。また、DL 数の発表が、同社側の、事業への自信の表れ、と見ることもできる。

本レポートでは、これらの周辺情報などを元に DL 数、ARPU 等を仮定し、前述の予想数値とする。

⑦ バリュエーション

以下で、同社の基本的なバリュエーションを見てみよう。

増資後 BPS	35.80 円
PBR	32.4 倍
2018 年 3 月期予想 EPS	81 円
2018 年 3 月期予想 PER	14.32 倍
一株当たり売上	46.56 円

コンセプトの違いはあるが、Aiming(3911)は同じ MMORPG を得意とする企業だ。この企業と、コロプラのバリュエーションを比較してみると以下の通り。

	PER	PSR
コロプラ	17.03 倍	4.18 倍
Aiming	26.07 倍	4.29 倍

*数値は今期末予想数値ベース

いずれも、業界的な地位が高いコロプラよりも Aiming が割高に買われていることがわかる。この原因には 3 点が挙げられる。

Aiming は、より明確に、スマホアプリ向けの MMORPG という成長市場にターゲットを絞っていること。もう一つは、Aiming がつい前々期（2013 年 12 月期）まで赤字であり、黒字化間もなく、増益率に勢いがあること。

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。

3つ目は、コロプラの事業とその市場の成長性に紆余曲折が始まっていることだろう。

ガーラが比較的似た位置にあるのは、Aiming だと思われる。

⑧ テクニカル



過去6か月のうちに3度、3000円に挑戦し、下落している。動意づいたときのボラティリティの大きさが、同社株価の魅力だろう。

第三者割当増資、新株予約権の発行による稀薄化懸念などで株価は下落しているが、逆に安定した開発資金源を持ったことで、同社のバリュエーションは上がるはず。

株価は、下落前の2000円～2300円程度の窓を埋めにくるだろう。次回上昇の際の落ち着きどころは、そのあたりになるのではないか。

⑨ 株価評価

Aiming の PER を目標とし、PER=25倍

2018年3月期 EPS=81円に対して25倍

$81 \times 25 = 2025$ 円

3年後のEPSなので、年率10%の割引率を適用

1557円～2020円 (DCF 的評価)

ただし、同社にはテクニカル的な人気度もあり、実際の株価はこのバリューゾーンを少し上に抜けてくる傾向がある。

理論的にはボラティリティに対するプレミアム、という解釈ができるが、企業のファンダメンタルズとは異なる次元の話になるので、このプレミアム自体は、数値にし辛い。

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。

ただし、PEG を高めにとることで、そのプレミアムをバリュエーションに内包することは可能だろう。

通常、PEG は1~2倍とされ、2倍に近い数値は割高とされるが、あえてその数値をターゲットングすることで、ボラティリティの高さを評価したい。

PEG=2倍としたケースで、中期成長率20%の前提では、PER=40倍が正当化され、3200円(81円×40)の株価が理論的な範疇に入ってくる。

今後のダウンロード数の発表を待って想定株価を絞ることとし、まずは広いレンジの予想とする。

想定株価

1790円~2900円

今期のDL数の推移を見て、このゾーンを狭めていくことを試みたい。

実績&今期業績予想シート

	2012		2013		2014		2015		四季報予想		当社予想	
		成長率		成長率		成長率		成長率	2016	成長率	2016	成長率
売上	4,266		2,170	-49.1%	814	-62.5%	685	-15.9%	670	-2.2%	1,024	
		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高		対売上高
売上総利益	974	22.8%	1,638	75.5%	569	69.9%	495	72.3%			717	70%
広告宣伝費	366	8.6%	160	7.4%	11	1.4%	84	12.2%			160	
販売管理費	3,393	79.5%	2,458	113.3%	915	112.4%	784	114.4%			850	
営業利益	-100	-2.3%	-820	-37.8%	-345	-42.4%	-288	-42.1%	-200	-29.9%	-133	
経常利益	-85	-2.0%	-865	-39.9%	-277	-34.0%	-259	-37.8%	-200	-29.9%	-120	
当期利益	-512	-12.0%	-2,268	-104.5%	-263	-32.3%	-271	-39.6%	-220	-32.8%	-100	
		純資産比率		純資産比率		純資産比率		純資産比率				
純資産	2,390	68.9%	189	26.1%	223	32.7%	240	35.5%				
平均			1,289		206		231					
総資産	3,469		723		681		677					
平均			2,096		702		679					
ROE	-21.4%		-175.9%		-127.8%		-117.1%					
ROA	-2.5%		-41.3%		-39.5%		-38.2%					
セグメント												
日本	690		388		140		100				200	
	-256		-348		-354		-170				-80	
韓国	390		336		674		585				824	
	-91		-130		27		-127				-53	
米州	1,113		476									
	31		-245									
欧州	2,073		969									
	203		-71									
発行済み株式数			106,230		13,048,900		14,712,500		16,123,500			
							15,032,500					

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。

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。

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、野村證券（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 年野村證券退社後、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。