

ケイブ【Cave】

東証 STD 3760

株価 1676 円 (8月24日)

目標株価 2370 円～ 3080 円

時価総額 112 億円

単位 100 株



今期末予想 EPS 236.9 円 PER 7.07 倍

前期末実績 BPS 542.6 円 PBR 3.09 倍

【会社概要】

今期末で設立 30 年となるゲーム会社。設立来、ゲーム業界の情勢に合わせ、ヒットコンテンツを生み出し、「弾幕系シューティングゲーム」に関してはギネス世界記録を持つ。直近では、ソーシャルゲームを中心に展開し、「ゴシックは魔法乙女～さっさと契約しなさい！」（以下、「ゴ魔乙」）などをヒットコンテンツに育て上げた。また、テレビ朝日とスマートフォンゲーム製作委員会を組織するなど、大手企業との協業も得意。

前期は、「モンスターストライク」などのヒットコンテンツを持つ「でらゲー」社を買収し、連結業績は急拡大している。買収価格が低く、それに伴う希薄化の影響も限定的であることから、株価の居所は大きく変わる可能性がある。今期末には「でらゲー」社のフル連結による業績が発表されるが、それまでの期間が、最も投資効率が高まると予想する。

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。

1. 2023年5月期、「でらゲー」社買収により、業容は大きく拡大

前期、ケイブグループにとって最も大きなトピックは、「モンスターストライク」で著名な、「でらゲー」社の買収だったといえる。2023年5月期連結業績において、「でらゲー」社業績は6ヶ月分、寄与しているが、この「でらゲー」社連結前と連結後では、グループの収益規模、利益率、資産規模等ほとんどの指標が大きく拡大・改善しており、これによって、その前後では、株価評価は全く別物になると言っても良いだろう。

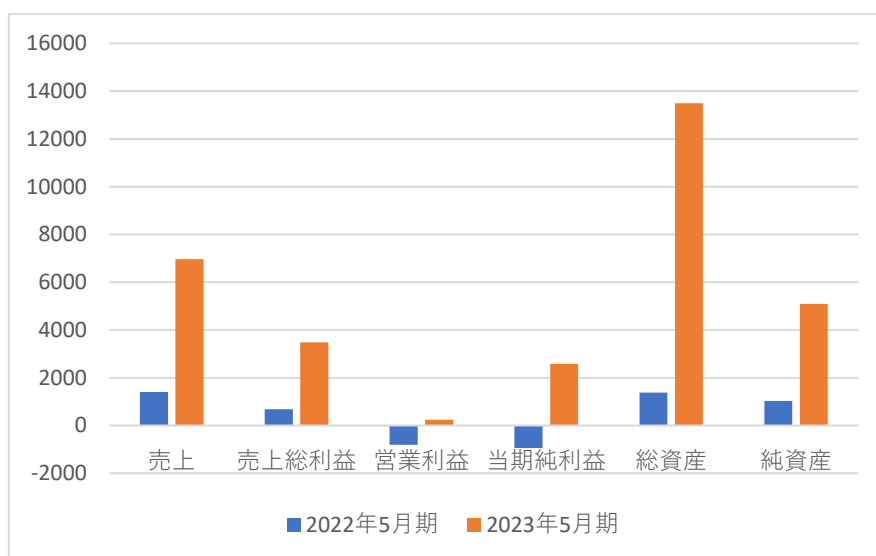
これまでのような赤字業績の中での株価評価では、同様の赤字会社との比較の中で株価のメドが議論されるが、今回の買収によって、キラーコンテンツを複数持つ、安定的な営業黒字が見込まれる企業グループとなった状況下では、株価評価の方法、比較対象自体が大きく変わることになるだろう。

同社公表の決算短信から、主要指標による対前期の変化をグラフで表すと以下のようなになる。対前期比では、売上が4.9倍となり、営業利益以下の利益指標がすべて黒字化し、総資産は9.7倍、純資産が5.0倍となっている（図1表1参照）。

図1

ケイブ連結業績 前期比

単位：百万円



ただし、前期決算においては、同社は2つの一時的な要因を計上している。一つは、「株式報酬費用」であり、もう一つは「負ののれん」だ。

株式報酬費用は、過去にも一定の水準で計上はしているが、2023年5月期の株式報酬費用は、13億94百万円と過去の水準の4倍近い規模となっている。その要因は、「でらゲー」社社員向けの株式報酬費用が新たに計上されたことにあるが、今後、このようなレベルでの

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。

株式報酬費用は考えにくく、一時的なものだと見てよいだろう。

もう一つは、負ののれん（26億35百万円）だ。こちらも「でらゲー」社買収によって生じた一時的な利益。「でらゲー」社の買収価格が同社の純資産よりも低かったことで生じた会計上の特別利益であり、今期のみの特異要因となる。

これらの一時的な収益と費用を除いた数値においても、営業利益、経常利益は大きく上昇するが、当期利益は負ののれんの分が剥落する。

表 1

「株式報酬費用」「負ののれん」を除いた、主要数値の前期比 単位：百万円

	2022年5月期	2023年5月期(修正前)	2023年5月期(修正後)
売上	1,409	6,963	6,963
売上総利益	677	3,484	3,484
販売管理費	1,490	3,241	1,846
営業利益	-813	243	1,638
経常利益	-813	213	1,608
当期純利益	-936	2,579	1,339
総資産	1,384	13,492	13,492
純資産	1,023	5,087	5,087

また、同社の潜在株式約148万株は、すでに行使条件を満たしており、全株数が徐々に顕在化することを想定するべきと考える。

従って、EPS及びBPSについては、当該潜在株数を考慮した上で算定すべきと考えられ、それを考慮すると、主要経営指標は、以下のようになる。

表 2

一時的要因を除き、潜在株式数を調整(EPS)した後の経営指標 単位：円

	2022年5月期	2023年5月期(修正前)	2023年5月期(修正後)
売上総利益率	48.0%	50.0%	50.0%
ROE	-150.3%	141.6%	53.2%
ROA	-58.0%	2.9%	19.8%
EPS	-167.9	418.1	217.0
BPS	73.5	542.6	542.6
自己資本比率	31.2%	23.8%	23.8%

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. 主な事業の成長性

(1) ケイブの事業実績と現在位置

ケイブは、もともとシューティングゲームの開発で、業界の第一人者という評価を得てきた企業。1997年リリースの「怒首領蜂」(どどんぱち)は、いわゆる「弹幕系シューティングゲーム」(敵キャラクターからの攻撃が激しく、得点をあげる為の操作が容易ではないとされるシューティングゲームの総称)の金字塔といわれるほどの作品。また、2010年には、「世界一弹幕シューティングゲームを作って販売した会社」として「ギネス世界記録」に認定されるなど、この分野における同社の主導的立場が確立された。

表3 ケイブの事業推移

	主な展開
1995年	「首領蜂」(アーケードのシューティングゲーム) リリース
1997年	「怒首領蜂」(弹幕系シューティングゲーム) リリース
2004年	「虫姫さま」(弹幕系シューティングゲームに萌要素を取り入れたゲーム) リリース
2012年	「虫姫」Xbox 移植版リリース
2015年	「ゴシックは魔法乙女～さっさと契約しなさい!」(美少女×シューティングゲーム) リリース
2022年	「でらゲー」社買収
2023年	「モンスターストライク」10周年
2023年	「東方Project」のIP許諾を受けた新規ゲームをリリース(予定)

「怒首領蜂」の長期にわたるヒットが、2015年リリースの「ゴ魔乙」を生み出した。「ゴ魔乙」は、現在に至るまで同社の主要コンテンツの一つとなっているが、この「ゴ魔乙」のヒットにより、「美少女×シューティングゲーム」という分野が確立されたと言えるだろう。「ゴ魔乙」では、ユーザーは「使い魔」と呼ばれる乙女キャラクターを入手し、その能力を利用して、シューティングゲームを進めていく。

古典的なシューティングゲームが、ゲーム自体の高度化や操作性の向上、画像技術の進化などによってユーザーを引き留めてきた局面で、2000年頃に出現した「萌え系」の流れをそこへ取り入れたことが、「ゴ魔乙」の大ヒットにつながったと言えるだろう。

こういった業界での定評や実績が、ゲーム自体の他メディアとのコラボレーションを可能にし、収益を拡大する契機となってきた。また、他社IPのコンテンツを活用する事業(「北

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。

斗の拳Ⅱ 百万の霸王乱舞」もまた、業界内における実績と信頼がなければ実現しない。

ただし、ゲーム業界では、過去のヒット作の基礎収益と、イベントやコラボレーションによる一時的な収益増加だけでは、新規コンテンツ開発の大きなコストが先行し、徐々に業績は低下してくる。ケイブも、ここ数年間は赤字を計上し、経営陣が交代するなどの改革を続けてきた。

しかし 2022 年、現経営陣は、この状況を一気に打開する為、全世界で 5500 万人の累計ユーザーを持つ、巨大アクション RPG「モンスターストライク」（通称モンスター）を受託開発する「でらゲー」社を買収し、一気に業容を拡大し、ケイブグループは、100 億の売上規模を持つ安定収益企業へと変身しつつある。「モンスター」は今年 10 周年を迎え、10 月にはイベントが開催されることもあり、収益向上が期待されている。

また、得意の「美少女×シューティングゲーム」分野では、これまでライバルとされてきた「東方 Project」とタグを組み、東方 Project のゲームをケイブが開発するという画期的な形式での新ゲームをリリースする。

これらの大規模な施策を経て、ケイブグループは急成長が期待できる局面にあると考えられる。

（2）ゲーム人口の増加と先行者メリットの急上昇

「でらゲー」社買収後においては、ゲーム事業が、連結売上のうちの 95%程度を占めている。ケイブグループでは、ゲーム以外のコンテンツを試験的に事業化する動きもみられるが、現在の処、同社の業績分析には、ゲーム事業の動向について考察することが妥当だろう。

ゲーム業界では、コロナ禍の巣ごもり需要の剥落が懸念されていた。しかし、コロナ禍で約 20%の成長を見せていた国内ゲーム市場は、コロナ後においても好調を維持し、懸念されていた反動減は、限定的なものになった。市場規模は約 2 兆円の水準をキープし、横ばいの推移をしているようだ。コロナ禍において、ゲーム人口自体は増加したと考えられることから、質の良いコンテンツをリリースすれば、着実に業績が向上する、という構図には変化が無いだろう。

ゲーム人口の増加に大きく寄与した「あつまれ どうぶつの森」の大ヒット以降、その記録を打ち破った「スプラトゥーン 3」「ポケットモンスタースカーレット・バイオレット」は、既存のヒットコンテンツの新作だが、その売上増加のスピードは、コロナ前と比べ、あまりに早くなっている。こういった情勢は、すでにヒットシリーズを持っている事業者が持つ先行メリットの優位性がさらに極大化している、という傾向を顕著に表している。

その点で、ケイブグループのキラーコンテンツを如何に活性化するか、そして、既存のヒ

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。

ット作品の新作などにいかに絡むかが、今後のポイントとなるだろう。

ケイブグループにおいて前期の売上寄与率が高い主力コンテンツは、以下の通り

【自社開発】

「ゴシックは魔法乙女～さっさと契約しなさい！」（ゴ魔乙）

Nintendo Switch 米国版コンテンツ（赤い刀真、虫姫さま）

「キングダム 乱 - 天下統一への道」

【受託開発】

「モンスターストライク」（モンスト）

これらの既存コンテンツは、グループの収益の柱となっており、リリースから長期にわたっているものもある（ゴ魔乙は8年、モンストは10年）。こういったコンテンツは、ユーザーに対していかに継続した利用を促すか、飽きを感じさせない為の工夫を継続させている。

特に、今期10月に予定される「モンスト」の10周年イベントには期待が出来るだろう、前期、「ゴ魔乙」の8周年イベントでは、売上が20%から30%アップしており、モンストの規模から考えても、同様の効果が期待できれば収益への寄与は大きい。

また、「キングダム」は映画「キングダム 運命の炎」の公開もあり、期待が持てるコンテンツだ。

一方、今期以降、リリースが計画されているコンテンツは以下の通り。

「東方 Project」

「怒首領蜂大往生 輪廻転生」

「ベティアペラペラ英語アドベンチャー」（任天堂 Switch 用コンテンツのモバイル版）

人気キャラを使ったパズルゲーム

スマートフォンゲーム「メテオ(仮)」製作委員会

これらのうち、「東方 Project」（2023年11月リリース予定）は、話題のゲームだ。「東方 Project」は、やはりシューティングゲームで評判の「上海アリス幻楽団」がすでにヒットさせているゲームのシリーズで、今回はケイブが開発を担当する。同社が得意とするシューティングゲームであり、かつ、ライバルである東方 Project と組んだ作品という事で、ユーザーの期待感は大きい。

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。

3. 今期業績予想と前期比較

ゲームコンテンツのヒットを予測することは難しく、ケイブも業績予想を開示していない。しかし今期は、①11月にリリースされる「東方 Project」、②10月のモンスター10周年イベントなど、期待できる事業が予定されており、伸び率を想定することは困難としても、現時点で業績に悲観的な見通しを持つ必要は全く感じられない。

ただし本レポートでは、今期の業績を予測するにあたり、前期数値を元に、既存事業のフラットな業績（株式報酬費用無し、負ののれん無し）を把握し、新規連結企業の、前期に入れられなかった期間（6か月間）の業績を想定することを前提としたい。その上で、モンスターイベントの状況、東方 Project の事前登録の動向などを踏まえ、改めて業績予想を上方修正することが妥当だと考える。

そこで、表1の業績を元に、「でらゲー」社がほぼ前期と同様の業績で、通期寄与をしたと仮定した場合の連結業績を予想し、前期実績と比較する。

表4 2024年5月期業績推移予想

単位：百万円

	2023年5月期（修正後）	2024年5月期(予想)	前期比	売上比
売上	6,963	11,220	61.1%	100%
売上総利益	3,484	5,200	49.3%	46.3%
販売管理費	1,846	2,817	52.6%	25.1%
営業利益	1,638	2,383	45.5%	21.2%
経常利益	1,608	2,200	36.8%	19.6%
当期純利益	1,339	1,540	15.0%	13.7%

さらに、上記予想と、修正前（現在の決算短信数値）数値の比較をすると以下ようになる。

表5 2024年5月期業績推移予想

単位：百万円

	2023年5月期(修正前)	2024年5月期(予想)	前期比	売上比
売上	6,963	11,220	61.1%	100%
売上総利益	3,484	5,200	49.3%	46.3%
販売管理費	3,241	2,817	-13.1%	25.1%
営業利益	243	2,383	880.7%	21.2%
経常利益	213	2,200	932.9%	19.6%
当期純利益	2,579	1,540	-40.3%	13.7%

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. 想定株価の算定

上記業績予想を元に、以下の指標から株価を想定する。

(1) EPS

当社予想 EPS（2024 年 3 月期）は、親会社に帰属する当期純利益予想を 15 億 40 百万円とし、発行済み株式数を今期末 680 万株、期中平均を 650 万株と想定し、236.9 円とする。

(2) PER

ゲーム会社の成長率を CF の割引モデルで想定することは困難であることから、以下の類似規模の企業の PER から、現状における適度な PER を求めることとする。

表 6

銘柄コード	銘柄	決算	5月～安値	5月～高値	EPS	安値PER	高値PER
6033	エクストリーム	3月	1197	1381	116.33	10.29	11.87
3932	アカツキ	3月	1987	2328	347.9	5.71	6.69
3793	ドリコム	3月	635	763	38.6	16.45	19.77
平均値						10.82	12.78

上記 3 銘柄は、それぞれオンライン・ソーシャルゲームを主要事業とし、売上規模が同社と近く、黒字である、という条件から抽出した。

これらの企業における、前期業績発表後の 2023 年 5 月以降の安値及び高値の PER 平均は、10.82 倍～12.78 倍となっている。

(3) テクニカル

ケイブのチャートは、2020 年 7 月の高値 2867 円から 2022 年安値の 592 円への下落、その後、「でらゲー」社買収による業績拡大のニュースを受けた 2023 年 4 月の 2911 円への上昇と、この 3 年間の間に 5 分の 1 になった後 5 倍になるという激しいボラティリティの中にある。

近時では、8 月 8 日頃から、株価は弱含み、今年 4 月に開けた「マド」を埋めたあとも下落し、1600 円近辺に来ている（8 月 18 日）この時点では、上昇幅に対して 56%の調整で、3 分の 2 まで下落するとした場合は 1380 円が下値のメドとなる。

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。

しかし、今回の調整の要因は明確ではない。ケイブが発表した監査法人の交代がなんらかの不安を煽った可能性があるが、特に何かの問題があったわけでもなく、株価が下落する要因とは考えにくい。また、取締役であり著名ゲームプロデューサーである岡本吉起氏がYouTubeで引退を表明した、という情報もあるが、岡本氏はすでに表には出ないことが多いうえに、業績や成長性に周囲の要請があれば引退しない旨の発言があったようで、いずれも株価に大きな影響を与える事態では無い。

したがってこの局面の下落は、イレギュラーな動きと想定することができる考えると、株価は業績を見据えながら三角持ち合いに移行し、その集約点は2400円近辺、時期は10月半ばと想定することが出来る。

(4) 想定株価の決定

今期末予想 EPS236.9円に対し、
下振れした場合の PER10 倍
上振れした場合の PER13 倍
とすると、以下の株価が想定される。

下値：2370円 上値：3080円

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

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。

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。