

# ホリスティック企業レポート

## 日本ファルコム

### 3723 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2015年1月16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 20150113

# 日本ファルコム (3723 東証マザーズ)

発行日: 2015/1/16

老舗のコンピュータゲームソフトメーカー、現在はソニー製ゲーム機向けに特化  
自社開発 IP の活用やグローバル展開の強化で業績変動幅縮小を狙う

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ・日本ファルコム(以下、同社)は、小規模ながら老舗のコンピュータゲームメーカーである。かつてPC向けゲームで一時代を築いたが、現在はプレイステーション系列のゲーム機を主なプラットフォームとしている。
- ・小規模ゆえに寡作だが、代表作「軌跡」シリーズは、初期出荷 30 万本を超える人気作である。他のプラットフォームへの移植や国外販売の権利許諾等に伴うライセンス料は同社の大きな収益源になっている。

### ◆ 14年9月期決算

- ・14/9期決算は前期比 38.1%増収、83.2%営業増益で、2期連続最高益を更新した。期初計画に対する達成率は売上高 133.7%、営業利益 173.6%であった。
- ・シリーズ続編「閃の軌跡II」のヒット、同作品及び前作の翻訳版が香港、韓国等で好評であったことが最高益の主な要因であった。

### ◆ 15年9月期予想

- ・15/9期業績について同社は、前期比 21.3%減収、42.4%営業減益を予想している。「イース」シリーズ続編 1 作品の発売、国内外での著作権許諾による収入を見込むが、不透明な要素が多く保守的な想定をしている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、同社の予想は保守的とみている。14年末に完全新作 1 作品の 15 年中の発売が公表されたことから、当センターは 14/9 期に迫る業績を予想する。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・業績変動が大きいゲームメーカーであるため、同社は 1 株当たり年 5 円の普通配当を基本に、好業績時には記念配で株主に利益還元を行っている。13/9 期は記念配 2 円、14/9 期は同 5 円を実施している。
- ・同社の 15/9 期配当予想は普通配 5 円のみだが、当センターは同社予想を上回る業績を前提に 14/9 期並みの配当性向となる記念配も予想する。

### 【3723 日本ファルコム 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	1,271	-18.6	341	-35.9	343	-35.8	216	-32.0	21.1	202.9	5.0
2013/9	1,840	44.7	710	107.9	711	107.3	435	101.1	42.4	240.3	7.0
2014/9	2,541	38.1	1,302	83.2	1,303	83.2	773	77.5	75.3	308.6	10.0
2015/9 CE	2,000	-21.3	750	-42.4	750	-42.5	483	-37.6	47.0	—	5.0
2015/9 E	2,400	-5.5	1,170	-10.1	1,170	-10.2	710	-8.2	69.1	354.3	9.0
2016/9 E	2,700	12.5	1,370	17.1	1,370	17.1	850	19.7	82.7	428.0	11.0
2017/9 E	2,750	1.9	1,400	2.2	1,400	2.2	870	2.4	84.6	501.6	11.0

(注) CE:会社予想,E:証券リサーチセンター予想、13年4月に1株→100株の株式分割を実施、1株当たり指標は調整済み

## アップデート・レポート

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。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。

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】

	2015/1/9
株価(円)	1,215
発行済株式数(千株)	10,280
時価総額(百万円)	12,490

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	16.1	17.6	14.7
PBR(倍)	3.9	3.4	2.8
配当利回り(%)	0.8	0.6	0.8

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	1.3	-26.6	-7.5
対TOPIX(%)	1.5	-30.9	-14.4

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/1/11

## > 事業内容

**プレイステーションをプラットフォームとするゲームソフトメーカー。**

注1) 物語の主人公を操作し冒険や謎解き等のストーリーを進めていく種類のゲーム。

**小規模で専作だが、丁寧な制作スタンスで固定客を有している。**

注2) 同社は1981年設立の旧・日本ファルコム(現在の商号は株式会社ファルコム)からゲームの開発及び販売、ライセンス供与に事業を絞り込むことを目的に新設分割された。

注3) SCEが主催するPS関連ゲームソフトを表彰するイベントで、ユーザーの人気投票で上位10作品が選出される。

注4) コンピュータエンターテインメント協会が主催するコンピュータゲームの表彰制度で、フューチャー部門は東京ゲームショウの来場者人気投票により選定される。

**既存作品のマルチプラットフォーム展開や海外販売はライセンスが担う。**

注5) IP: Intellectual Property 知的財産。

### ◆ 家庭用コンピュータゲーム機向けゲームソフトメーカー

日本ファルコム(以下、同社)は、コンピュータゲームソフトの開発及び自社ブランドでの販売を主力事業としている。近年はソニー・コンピュータエンタテインメント(以下、SCE)の家庭用コンピュータゲーム機プレイステーション3(据え置き型、以下、PS3)及びプレイステーションヴィータ(携帯型、以下、PS Vita)をプラットフォームとしてゲームソフト開発を進めており、ロールプレイングゲーム<sup>注1</sup>(以下、RPG)を主力ジャンルとしている。

同社の従業員は49名(平均勤続年数10.1年、14/9期末)と開発リソースの制約があり、新作発売は概ね年1作品と寡作であるが、新作開発に2年~3年かける丁寧な制作スタンスを貫いている。代表作は、同社の前身<sup>注2</sup>時代(87年)に第1作が制作されたアクションRPG「Ys(イース)」シリーズ(続編や派生作品、復刻版を含め累計販売本数約450万本)、04年の第1作「英雄伝説 空の軌跡」発売以来シリーズ7作品で累計270万本を超え、最新作「英雄伝説 閃の軌跡II」で初期出荷30万本超を達成したRPG「軌跡」シリーズ等である。これらロングセラー作品は多くの固定ファンの支持を得ている。PlayStation Awards 2014で5年連続となるユーザーズチョイス賞<sup>注3</sup>を、また日本ゲーム大賞2014で2年連続となるフューチャー部門賞<sup>注4</sup>を受賞していることがその証左である。

### ◆ ビジネスモデルと強み

同社の設立は01年だが、PC向けゲームソフトで業界最多の販売本数40万本というヒット作「ザナドゥ」を開発した前身の会社を含めると、業歴は30年以上になる。PCから家庭用ゲーム機へとプラットフォームは変わったが、原案企画からシナリオ執筆(ゲームの世界観構想)、キャラクター作成、ゲーム内音楽の作曲、プログラミング、パッケージデザイン、販売促進策の立案までのフルライン体制でゲームソフトの開発及び販売業務を営む業態は不変である。

数少ないゲーム開発スタッフは、専門分野を持ちながらも他の開発業務も兼務する多能工として機能する。また、作品毎に専任チームを設けるのではなく、複数の作品開発業務に並行して従事する(佳境に入れば当該作品に割く時間が増える)といったスタイルを採っており、高い経営効率を実現している。

同社の作品の多くは、同業他社により、他のプラットフォームへの移植や海外版の制作(ローカライズ及びパブリッシング)等が行われている。自社で開発したキャラクター及びゲームの世界観が、有力IP<sup>注5</sup>として同社の収益源になっている。

### ◆ 収益構造

同社の事業セグメント別の決算開示を行っていないが、売上高は製品

## アップデート・レポート

3/12

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。

**製品部門の限界利益率は  
推定 70%、ライセンス部  
門は売上イコール利益。**

部門とライセンス部門に分けて開示されている。製品部門の売上高は、競合ソフトメーカーと発売時期をずらして主に期末に当たる 9 月に発売される新作ゲームのゲームソフト販売店への初期出荷が主体で、売上高は第 4 四半期に集中する。中古ソフト対策を兼ねた既存タイトルの廉価版再販や、ゲーム内で使用した BGM 等を基にした音楽 CD の販売も行っている。

パッケージ製品の販売は、主にコナミデジタルエンタテインメントの流通網を通じて行われているほか、自社運営のインターネット通販も行っている。製品部門の売上原価は、ゲームディスク製造委託費や取扱説明書、化粧箱等の制作費用が主体で、ソフト制作関連の人件費は研究開発費として販売費及び一般管理費に計上されるため、売上原価は変動費と認識され売上原価率は過去 3 期平均で約 29%と低水準に止まっている。

一方ライセンス部門の売上高は、自社開発ゲームの他のプラットフォームへの移植や海外向け販売、キャラクターグッズの販売や攻略本出版に関する著作権の利用許諾、SCE のオンラインストアを通じたゲームソフトのダウンロード販売等によるものであり、ライセンス収入に係る売上原価は殆どない(直近 2 期間は計上されていない)。

販売費及び一般管理費はゲーム開発関連の人件費を主体とする研究開発費(対売上高比率は過去 3 期の平均値で約 20%)、ゲーム開発以外の人件費(広告宣伝企画及び管理部門の急よと役員報酬及び全社員の福利厚生費、同様に約 5%)、広告宣伝及び販売促進費(同約 6%)等で構成される。

本社事務所の内装及びゲーム開発用機器以外に必要な資産は殆どなく、無借金で過去 3 期平均の自己資本比率は 80%という堅固な財務体質を維持している。過去 3 期間営業外費用は計上されていない。

以上より、ア) 製品販売の限界利益率は約 70%で、新作ゲームの販売本数が増える程利益が逡増する、イ) ライセンス収入については利益率 100%で、自社 IP の利用許諾件数及び許諾した先の商品販売数量に従い利益が増加する構造と証券リサーチセンター(以下、当センター)は分析している。

## > 業界環境と事業戦略

### ◆ 事業環境

ゲーム関連出版のエンターブレイン(KADOKAWA のブランドカンパニー)はファミ通ゲーム白書 2014 において、13 年のわが国家庭用ゲーム機向けソフト市場は前年比 5%減の 2,912 億円であったと推計している。これは過去のピークである 06 年及び 07 年の約 3,700 億円に対し 8 割弱の水準にとどまる。一方、ゲーム専用機を必要としないスマートフォンゲーム等のモバイルゲームアプリや PC オンラインゲーム等の 13 年の市場は前年比 41%増の 6,983 億円に達したと推計して

注6)従来の携帯電話用ソーシャルゲームはブラウザを介してゲーム会社のサーバでデータ処理を行っていた。ネイティブゲームと呼ばれる昨今のスマートフォン用ゲームでは、ダウンロードしたゲームアプリ(ソフト)のデータ処理の多くをスマートフォン内の演算装置で直接行うため、家庭用ゲームのような素早い操作感覚が得られることが人気化した要素の一つに挙げられる。ディスプレイの大型化やソフト開発手法の変化に伴い、開発工程は長期化し、開発費も大幅に増加している。なお、家庭用ゲーム機と異なり、スマートフォンのメモリ容量やダウンロード時間等を考慮することも必要である。

**スマートフォン向けゲームは急拡大、家庭用ゲーム機向けソフトは低迷続く。**

**マルチプラットフォーム対応、グローバル展開の成長戦略が加速している。**

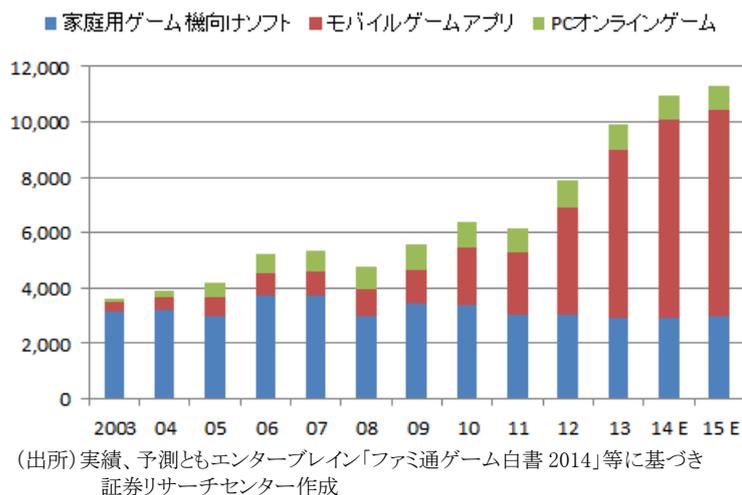
いる(図表1)。

国内ゲームソフト市場は、ア)家庭用ゲーム機向けの低迷、イ)スマートフォン向けゲームの拡大と鮮明に色分けされてきた。家庭用ゲーム機ではPS4やマイクロソフト社のXbox Oneといった新型機発売にかかる期待も、国内では勢い不足の感が否めない。

スマートフォン用ゲームについても一部のヒット作が脚光を浴びる一方で、中堅以下のメーカーの多くはテレビCMを打つほどの広告宣伝予算がなく、開発難度の上昇<sup>注6</sup>への対応にも苦戦し、市場拡大の恩恵に浴していないようである。

一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会は13年の海外の家庭用ゲーム機向けのゲームソフト市場を約1兆7千億円と推計している。海外では新型ゲーム機の普及も着実に進んでいるとの報道があり、欧米を中心にわが国を大きく上回る市場が存在するとみられる。

【図表1】 国内コンピュータゲームソフト市場の推移 (単位:億円)



◆ 日本ファルコムの成長戦略

ゲームメーカーの最大の知的資本はゲーム開発に従事する人材と考えられる。同社の従業員数は03年12月の東証マザーズ上場後の04/9期末(50名、ピークは05/9期末の53名)から10年間殆ど変わらない。勤続年数からみて開発スタッフの経験値が上昇し、人的資本は着実に増加しているのであろうが、利益成長よりもゲームファンを重視しているとの見方もできよう。

しかし最近の同社の経営戦略は、従前よりも積極的になっているとの印象を当センターは受けている。良質な作品作りによって「イース」シリーズ及び「軌跡」シリーズのユーザー基盤を拡大し、ミリオンセラーを目指す方向性には変わりはないが、ア)これらに次ぐ新シリーズの投入による新たなユーザーの発掘、イ)自社ブランドによる海外市

場展開、ウ) スマートフォン用ゲームアプリ市場への挑戦(自社開発及びライセンス提供による中国での共同開発)、エ) ダウンロードコンテンツ市場への対応強化(追加アイテムによる継続課金)等が加わり、収益基盤の拡大に向けた道筋が明確になってきた。

**新シリーズの投入を発表、15/9期は新作2作品を発売予定。**

新シリーズについては14年12月に、完全新作のアクションRPG「東京ザナドゥ」を15/9期に発売すると発表した。15/9期は当該作品及び決算補足説明資料に記載された「イース」シリーズ最新作の2作品が発売される見込みである。

**自社展開及び提携戦略でアジア市場開拓が本格化。**

海外展開については、14/9期にSCEの支援を得て自社自ら発売元となって香港、台湾及び韓国で「英雄伝説 閃の軌跡」、「英雄伝説 閃の軌跡II」の2作品の繁体字中国語版及び韓国語版を販売した。後者は国内と同時発売であり、従来なかった積極策と当センターは受け止めている。

14/9期決算説明会で表明されたスマートフォン用ゲームアプリの自社開発については、難航している模様である。しかし14年12月に、中国大手ゲームメーカー北京暢遊時代数碼技術(NASDAQ:CYOU 英文社名 Changyou.com)と提携し、中国本土でのモバイルアプリ市場に参入すると発表しており(開発元はChangyou.com、同社はライセンス提供し複数作品をリリース予定)、マルチプラットフォームグローバル展開の勢いは増す方向にあると考えてよからう。

## > 業績動向

### ◆ 14年9月期決算

14/9期決算は、売上高2,541百万円(前期比38.1%増)、営業利益1,302百万円(同83.2%増)、経常利益1,303百万円(同83.2%増)、当期純利益773百万円(同77.5%増)であった(図表2)。

**「軌跡」シリーズ新作のヒット、東アジアでの自社展開等で2期連続最高益。**

13年9月に発売し、PlayStation Awards 2013、日本ゲーム大賞等で様々な賞を獲得した「英雄伝説 閃の軌跡」の続編「英雄伝説 閃の軌跡II」が前作を上回る初期出荷本数を達成したこと、ライセンス部門でも国内外で他のプラットフォームへの移植作品及び英語版が発売されたことから大幅増収となり、2期連続で過去最高益を更新した。

【図表2】 14年9月期決算概要

(単位:百万円)

決算期	12/9	13/9	14/9		前期比 増減率	期初計画 達成率	証券リサーチ センター予想
	実績	実績	期初計画	実績			
売上高	1,271	1,840	1,900	2,541	38.1%	133.7%	2,000
製品売上高	991	1,499	N.A.	1,895	26.4%	—	1,600
ロイヤリティ収入	280	341	N.A.	646	89.4%	—	400
売上総利益	963	1,401	N.A.	1,995	42.4%	—	1,520
営業利益	341	710	750	1,302	83.2%	173.6%	820
経常利益	343	711	750	1,303	83.2%	173.7%	820
当期純利益	216	435	460	773	77.5%	168.0%	500

(出所)決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

## アップデート・レポート

6/12

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。

製品部門では、東アジア市場（香港、台湾、韓国）において「英雄伝説 閃の軌跡」、「英雄伝説 閃の軌跡II」（いずれも PS 3 及び PS Vita 用）を自ら発売元となって発売したことが注目される。後者については日本と同時に発売した結果、東アジアでの販売分が同作品の初期出荷 30 万本達成に大いに貢献した模様である（構成比は非開示）。この市場では主に PC ゲーム開発を行っていた頃に販売実績があったため、現地ユーザーからのリクエストも多く、SCE から現地語版リリースに向けて手厚い協力が得られたと考えられる。

**旧作の有効活用やダウンロード販売の増加によりライセンス収入も大幅増に。**

注 7) PSP:プレイステーションポータブル。04 年発売、PS Vita の一世代前の携帯型ゲーム機。

ライセンス部門は、ア) 米国 Valve 社による世界的な PC ゲームのオンライン販売サイト STEAM において同社の旧作品の英語版販売が好調であったこと、イ) マーベラス (7844 東証一部) の米国子会社により「イース セルセタの樹海 (12 年 9 月発売)」の英語版が制作され欧米で発売されたこと、ウ) 「英雄伝説 碧の軌跡 (11 年 9 月 PSP<sup>注7</sup>用ソフトとして発売)」の PS Vita 版(「同 Evolution」)が角川ゲームス(キャラクター)から発売されたこと、エ) ゲームのダウンロード販売が増加したこと等により大幅増収になった。

同社の期初予想との差異については、新作発売本数が予算設定を上回った模様であること、「英雄伝説 閃の軌跡II」のアジアでの同時発売が想定外であったこと等が要因とみられる。当センターでも、同社自身によるアジア展開について十分に読み切れなかった。

**◆ 日本ファルコムによる 15 年 9 月期業績予想**

15/9 期業績について同社は、売上高 2,000 百万円(前期比 21.3%減)、営業利益 750 百万円(同 42.4%減)、経常利益 750 百万円(同 42.5%減)、当期純利益 483 百万円(同 37.6%減)と予想している(図表 3)。

**前期大ヒットの反動で大幅減益予想、完全新作は織り込まれていない模様。**

部門別売上高の予想や新作品の販売本数等の見通し等は開示されていない。決算短信及び決算補足説明資料によれば、ア) 初期出荷以降も販売が好調な「英雄伝説 閃の軌跡II」に対するダウンロードコンテンツ(キャラクターの着せ替え衣装等)の追加や旧作品の廉価版販売等による国内外的な拡販努力、イ) 「イース」シリーズの新作発売、ウ) 自社保有 IP の積極的な活用によるライセンス収入の拡

**【図表 3】 15 年 9 月期業績予想**

(単位:百万円)

決算期	13/9 実績	14/9 実績	15/9		証券リサーチ	
			同社予想	増減率	センター予想	増減率
売上高	1,840	2,541	2,000	-21.3%	2,400	-5.5%
製品売上高	1,499	1,895	N.A.	—	1,800	-5.0%
ロイヤリティ収入	341	646	N.A.	—	600	-7.1%
売上総利益	1,401	1,995	N.A.	—	1,880	-5.8%
営業利益	710	1,302	750	-42.4%	1,170	-10.1%
経常利益	711	1,303	750	-42.5%	1,170	-10.2%
当期純利益	435	773	483	-37.6%	710	-8.2%

(出所) 日本ファルコム決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

大等に取り組むほか、全く新しい作品の開発にも注力するとしている。

ヒアリングによれば、「イース」シリーズの新作よりも先行して完全新作「東京ザナドゥ」が15/9期に発売される見込みだが、同社の期初予想には織り込まれていない模様である。これら2作品の海外販売について、「英雄伝説 閃の軌跡Ⅱ」と同様に同時発売とするか否かは未定で、やはり予算化されていないとみられる。

15/9期は3期ぶりの減収減益を同社は予想しているが、「英雄伝説 閃の軌跡」がヒットした13/9期を僅かながら売上高、利益ともに上回る見通しであり、14/9期業績があまりに良すぎたという見方もできる。

#### ◆ 証券リサーチセンターによる15年9月期予想

当センターは同社の15/9期業績について、売上高2,400百万円(前期比5.5%減)、営業利益1,170百万円(同10.1%減)と予想する(前頁図表3)。ゲーム事業の予想策定には不透明な予想が多いが、同社予想を大きく上回る水準としたのは、以下の要因による。

- 1) 新作2作品が計画通り発売できれば、13/9期実績を上回る業績をあげることは可能であり、14年12月に発表された「東京ザナドゥ」の発売も勘案すると、同社が開示している予想売上高を上回る公算が大きいと考えた。
- 2) 「軌跡」シリーズは同社のドル箱タイトルで国内ではファン層が厚く、「イース」シリーズを上回る出荷本数を達成してきた。タイトル毎の質の良し悪しはあるとしても、初回出荷の注文数では過去の実績を重視し、完全新作についても出荷本数は慎重な想定を置くべきだと判断した。また、15/9期の新作より同社は主なプラットフォームをPS4及びPS Vitaにするとしている。PS4が国内で十分に普及していない点も考慮に入れ、販売本数を保守的に見積もった。
- 3) 新作2作品が同社により海外で発売されるか否かは未定だが、「イース」シリーズも海外で販売実績があること、ローカライズ作業は外注となり、同社のリソースが割かれることはないことなどから、同時でなくとも期中に「イース」シリーズ新作品が同社を発売元として海外でも販売されると想定した。「軌跡」シリーズの旧作品が同社の手により発売される可能性もあり、その場合は業績の上振れ要因となる。
- 4) ライセンス収入については、既に国内で「軌跡シリーズ」のプラットフォーム移植1作品が決まり、中国ゲーム会社との複数作品に跨る業務提携に伴う収益計上も見込まれるため、14/9期から大きく落ち込むことはない判断した。
- 5) 人件費をはじめとする固定費については、前期に比べ大きく増加する要因は見当たらず、販売費及び一般管理費は前期比微増とした。

新作2作品の発売や海外展開で業績の大幅な落ち込みは回避可能と予想。

なお、当センターの前回予想(14年3月)との比較では、アジア地域の収益貢献など14/9期の成果が今後も継続すると織り込み、大幅に増額した。

◆ 16年9月期以降の業績見通し

同社は数値目標を含む中期計画等を公表していない。当センターの業績予想モデルを図表4に示した。

16/9期は「軌跡」シリーズの新作発売年と想定し、PS4の普及、同社が発売元となって旧作品をローカライズしアジアで拡販する戦略の効果拡大等により、15/9期を上回る業績の達成を予想した。

17/9期は「軌跡」シリーズが発売されない年と想定した。しかし、旧作品の新型ゲーム機への移植や海外事業の収益貢献度の拡大、IPの利用促進等により、業績変動は小さくなる傾向にあると考えている。今回の予想では、シリーズ作品の増加、マルチプラットフォーム対応、グローバル展開といった施策が奏功し、減益は回避できると予想した。

マルチプラットフォーム対応、グローバル展開により業績は安定化しよう。

【図表4】 中期業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2012/9	13/9	14/9 I/E	14/9	15/9 I/E	15/9 E	16/9 I/E	16/9 E	17/9 E
売上高	1,271	1,840	2,000	2,541	1,700	2,400	2,200	2,700	2,750
(前年同期比)	-18.6%	44.7%	8.7%	38.1%	-15.0%	-5.5%	29.4%	12.5%	1.9%
期初会社計画	1,300	1,700	1,900	1,900	—	2,000	—	—	—
製品売上高	991	1,499	1,600	1,895	1,250	1,800	1,700	2,000	2,000
(前年同期比)	-29.2%	51.3%	6.7%	26.4%	-21.9%	-5.0%	36.0%	11.1%	0.0%
ロイヤリティ収入	280	341	400	646	450	600	500	700	750
(前年同期比)	72.7%	21.5%	17.3%	89.4%	12.5%	-7.1%	11.1%	16.7%	7.1%
売上総利益	963	1,401	1,520	1,995	1,330	1,880	1,700	2,120	2,170
(前年同期比)	-14.7%	45.5%	8.5%	42.4%	-12.5%	-5.8%	27.8%	12.8%	2.4%
(対売上高比率)	75.8%	76.2%	76.0%	78.5%	78.2%	78.3%	77.3%	78.5%	78.9%
販売費及び一般管理費	621	690	700	693	710	710	750	750	770
(前年同期比)	4.2%	11.1%	1.4%	0.4%	1.4%	2.5%	5.6%	5.6%	2.7%
(対売上高比率)	48.9%	37.5%	35.0%	27.3%	41.8%	29.6%	34.1%	27.8%	28.0%
営業利益	341	710	820	1,302	620	1,170	950	1,370	1,400
(前年同期比)	-35.9%	107.9%	15.5%	83.2%	-24.4%	-10.1%	53.2%	17.1%	2.2%
(対売上高比率)	26.8%	38.6%	41.0%	51.2%	36.5%	48.8%	43.2%	50.7%	50.9%
期初会社計画	250	500	750	750	—	750	—	—	—
経常利益	343	711	820	1,303	620	1,170	950	1,370	1,400
(前年同期比)	-35.8%	107.3%	15.3%	83.2%	-24.4%	-10.2%	53.2%	17.1%	2.2%
期初会社計画	250	500	750	750	—	750	—	—	—
当期純利益	216	435	500	773	400	710	600	850	870
(前年同期比)	-32.0%	101.1%	14.9%	77.5%	-20.0%	-8.2%	50.0%	19.7%	2.4%
期初会社計画	155	300	460	460	—	483	—	—	—
従業員数(人)	48	51	51	49	53	50	55	51	52

(出所)証券リサーチセンター

> 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策について、将来の事業展開と経営基盤の安定に必要な内部留保資金を確保しつつ、経営成績を考慮に入れて適切な配当を行うとする基本方針を示している。ゲームメーカーなのでヒ

**記念配当の実施により、株主への利益還元に向きに取り組んでいる。**

ヒット作の有無により業績変動は大きいため、1株当たり年5円の普通配当を基本に、ヒット作が生まれ好業績となれば記念配当を実施してきた。14/9期は「英雄伝説 閃の軌跡Ⅱ」の大ヒットを受けて、「軌跡」シリーズ発売10周年及び上場10周年の記念配当と称して5円を加算し、1株当たり配当金を10円とした。

15/9期について同社は記念配を落として普通配5円を予定している。当センターでは、同社予想を上回る業績達成を前提に、完全新作発売記念等の理由を付して14/9期と同水準の配当性向が維持され则认为、普通配5円に加えて4円の記念配が行われるものと予想している。

#### ◆ 株価及び対TOPIX 相対株価の推移

2頁の株価チャートを見ると、同社の株価は14年9月に急騰しているが、これは9月発売の主力作品の予約販売本数の確定により、実態に見合った業績予想及び配当が公表されたためである。その後の株価反落は、14/9期業績が大幅な増益率での最高益更新となったため、株価に対する好材料が出尽くし、決算発表時には同社が大幅減益の保守的な業績予想をするであろうことを投資家が事前に予測していたためとみられる。15/9期についても、9月に同社が業績修正する可能性があることに留意しておきたい。

**保守的な期初予想、9月の増額修正の可能性に留意しておきたい。**

「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

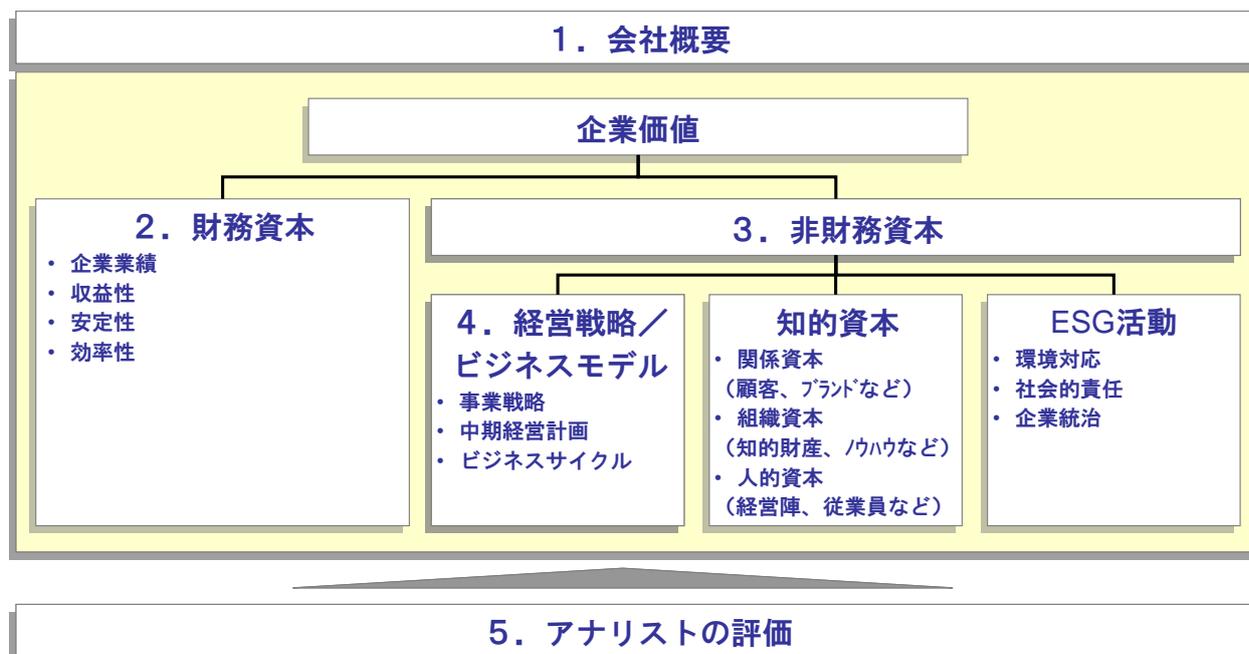
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。