

# ホリスティック企業レポート

## モバイルファクトリー

### 3912 東証マザーズ

フル・レポート  
2016年5月13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 20160510

## スマートフォンの枠を超えた体験型ゲームのエンターテインメント企業を目指す 位置ゲームを中心とするソーシャルアプリサービスが成長をけん引

### 1. 会社概要

・モバイルファクトリー(以下、同社)は、スマートフォン、フィーチャーフォンユーザーに対し、各種のゲーム・コンテンツサービスを提供するモバイルサービス提供企業である。

アナリスト:難波 剛  
+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

### 2. 財務面の分析

・15/12 期までの 5 期間では、平均 0.6%増収 39.2%純利益増益と、売上拡大による収益性改善を背景に順調な成長をみせた。特に位置ゲームサービスを開始した 11/12 期からの利益成長は著しい。  
・他社比較では、収益性、成長性、安全性のどの観点においても平均以上の財務指標であるが、豊富な現預金による流動比率、自己資本比率の高さが特に目立つ。

#### 【主要指標】

	2016/4/28
株価(円)	2,805
発行済株式数(株)	2,416,750
時価総額(百万円)	6,779

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	35.1	20.5	16.5
PBR(倍)	4.5	3.7	3.2
配当利回り(%)	0.7	1.4	1.8

### 3. 非財務面の分析

・会社の知的資本の源泉は、コプロラと並ぶ位置ゲーム市場での先駆者としてのユニークなポジションと、O2O イベントによるユーザー動員のノウハウの蓄積をベースに、異業種の大手企業とも連携できる点にある。

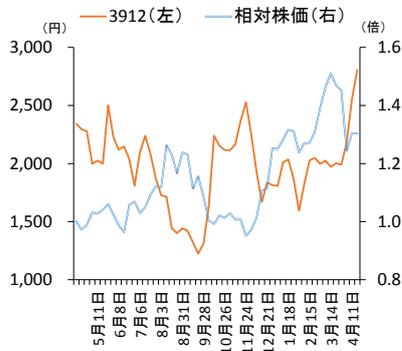
#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	26.9	25.4	5.9
対TOPIX(%)	21.4	27.5	19.8

### 4. 経営戦略の分析

・位置ゲーム市場シェア 1 位を目指し、様々な取り組みを試みており、更に体験型ゲームとしてユニークなポジションを模索しており、ニッチ市場でのトップを目指す戦略は評価できる。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・位置ゲーム市場は、ニッチ市場であるものの徐々にユーザーの認知が高まりつつある中、他社に先駆けて各種施策のノウハウを蓄積し、また経営リソースを集中しており、安定した成長が期待できる。  
・O2O イベントを活用し、より現実と絡んだ体験型ゲームは、スマートフォンゲームという枠組みを超えた取り組みであり、今後も注視していきたい。

#### 【3912 モバイルファクトリー 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)
2014/12 単	1,540	-0.9	211	52.0	212	52.5	118	73.9	58.1	444.5	0.0
2015/12 連	1,751	—	314	—	305	—	185	—	80.0	622.7	20.0
2016/12 CE	1,888	7.8	460	46.6	460	50.5	299	61.6	127.0	—	39.0
2016/12 E	1,958	11.8	499	59.0	499	63.3	320	73.0	136.0	761.9	39.0
2017/12 E	2,194	12.0	577	15.6	577	15.6	399	24.6	169.4	871.9	51.0
2018/12 E	2,379	8.4	631	9.4	631	9.4	436	9.3	185.1	992.3	56.0

(注) E:証券リサーチセンター予想、CE:会社予想、2015/12期から連結決算に移行

#### フル・レポート

2/31

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。

## 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

## 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

## 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

## 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

## 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

## 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

(注 1) SNS

ソーシャル・ネットワーキング・サービスの略。インターネット上での交流を通じて、社会的ネットワークを構成するサービスをさす。SNSプラットフォームとは、ゲーム等の様々なサービスを提供・配信する為の土台となるサービスを指す。

### ◆ 高成長の位置ゲームと安定収益源の着メロコンテンツが2本柱

モバイルファクトリー(以下、同社)は、スマートフォン、フィーチャーフォンユーザーに対し、各種のゲーム・コンテンツサービスを提供するモバイルサービス提供企業である。

同社が提供するサービスは、大きく、①SNS<sup>注1</sup>プラットフォームやアプリマーケット<sup>注2</sup>を通じて、「位置情報連動型ゲーム<sup>注3</sup>(以下、位置ゲーム)」や「スマートノベル」等のゲームを配信するソーシャルアプリサービスと、②「着メロ」や「占い」等のエンターテインメントを提供、運営するコンテンツサービスに分類される(図表1)。

【図表1】事業の概況

提供するモバイルサービス		主なサービス名	内容
ソーシャルアプリサービス			
位置情報連動型ゲーム	成長ドライバー	駅奪取、駅奪取Plus ステーションメモリーズ! ふなっしーのおさんぽ日和	位置情報を利用したゲームであり、コレクション要素も兼ね備えたゲーム。
スマートノベル	縮小	ただいまっ!うちカノジョ 俺の彼女が2人とも可愛すぎる! おまちしておりました!ご主人様!! 俺の恋人は2人とも可愛すぎる!!	少年漫画誌を彷彿させるような健全なラブコメ的シナリオのノベルゲーム。
コンテンツサービス			
着メロ	キャッシュカウ	最新曲★全曲取り放題 ヒットミュージック♪取り放題	スマートフォン、フィーチャーフォンでの着メロディ配信を行う。
占い等	キャッシュカウ	魚ちゃん☆激辛占い	占い、デコメサイトなど

(出所) 証券リサーチセンター

(注 2) アプリマーケット

iPhone や Android 等のスマートフォンで使用するゲームや各種ソフトウェアが登録されている公式サイトの中で、それぞれ App Store、Google Play と呼ばれる。

(注 3) 位置情報連動型ゲーム  
スマートフォンやフィーチャーフォンに搭載されている GPS 機能を利用して得られる位置情報をゲーム上で利用するもので、実際の移動そのものが楽しみやゲームの要素となっている。

(注 4) 継続率

ゲームを始めたユーザーが引き続き継続して遊び続ける割合を指し、これが高いほど、累積的なアクティブユーザーが増えやすい。

### ◆ ニッチトップに狙いを定めた位置ゲーム

同社はソーシャルアプリサービスにおいて、①位置ゲーム、②スマートノベルの2種類のサービス提供を行っている。

同社がサービスを提供している位置ゲームには、二つの特性がある。一つ目は、通勤・通学、買い物といった日常の移動や、旅行、帰省といった長距離の移動に至るまで移動自体をゲームの要素に取り込んでおり、ゲームを始めたユーザーが、更に移動したくなる動機を提供している。

二つ目は、ゲームにて、ランキングが表示されるだけでなく、ユーザーの過去の移動がログとして記録されており、ゲームも単純で移動中の空き時間に気軽にできる為、通常のゲームと比較して、継続率<sup>注4</sup>が高くなっている(図表2)。

【 図表 2 】 位置ゲームの二つの特徴



(出所) モバイルファクトリーIR 資料

(注 5) 課金率  
無料でソフトウェアやネットサービスを利用している人も含めた利用者全体のうち、有料サービスを利用している人の比率の事。

他ジャンルのゲームと比較すると、位置ゲームの特徴は、継続率、課金率<sup>注 5</sup>が高く、課金単価はパズル型ゲームや街づくり系ゲームよりは高いものの、カードバトル型ゲームほど高額ではない。また、現在競合が少ないことも特徴である (図表 3)

【 図表 3 】 位置ゲームのジャンル別比較

	カードバトル型 ゲーム	パズル型 ゲーム	街づくり系 ゲーム	位置ゲーム
継続率	やや低い	高い	やや高い	高い
課金率	低い	低い	低い	高い
課金単価	高い	低い	低い	やや高い
競合の数	非常に多い	非常に多い	多い	少ない

(出所) モバイルファクトリーIR 資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、11年に「駅奪取」「駅奪取 PLUS」といった位置ゲームのサービスを開始して以来、現在まで5年以上運営を継続しており、ユーザーからの支持を拡大させている。

同社の位置ゲームの特徴は、(イ)「駅」を他人と奪い合うという競争要素、(ロ)訪れた場所が履歴として残るライフログ要素、(ハ)奪取済みの駅や路線、称号等を集めるコレクション要素等の3つであり、全国9,000以上の駅すべてを回るコアなユーザーから通勤中に楽しむライトユーザーまでユーザー層は多様である。

14年6月には、フジテレビジョンとタイアップし、駅を収集するコレクション要素をより強く打ち出した「ステーションメモリーズ!(以下、駅メモ!)」を発表した(図表4)。

【 図表 4 】 モバイルファクトリーが展開する主要位置ゲーム



(出所) モバイルファクトリー決算説明会資料

(注 6) ウェブアプリ

インターネット経由でウェブにアクセスするだけでサービス利用が可能なゲームであり、ゲームソフトのダウンロードが不要なアプリケーションのこと。

(注 7) ネイティブアプリ

App Store、Google Play 等のアプリマーケットを通じてスマートフォンにゲームソフトをダウンロードして利用するアプリケーションのこと。

(注 8) スマートノベル

ユーザーがストーリー性のあるシナリオを楽しむことを目的としたノベル型ゲームのこと。

(注 9) 着信メロディ

携帯電話、スマートフォン等で、電話が着信したことを知らせる着信音として、各種の音楽メロディ等に変更できる機能のこと。正確には、着メロは、商標登録されている為、全ての着信メロディが着メロと表現できるわけではない。

同社では、他社に先駆けて、ウェブアプリ<sup>注6</sup>だけでなく、ネイティブアプリ<sup>注7</sup>でもサービスを提供している。位置ゲームの特性を活かしたイベントとして地方自治体や鉄道事業者と協業した取り組みを行い、モバイル端末にとどまらず、より現実と連動した企画を進めることで、位置ゲームが現在の同社の成長ドライバーを担っている。

#### ◆ スマートノベルは縮小傾向

同社のスマートノベル<sup>注8</sup>は、10代から30代の男性を主なターゲットとした、恋愛シミュレーションゲームである。15年に累計200万人にインストールされており、コアなユーザーからの支持を得ている。しかし、位置ゲームへ経営リソースを集中する為、現在事業は縮小傾向にあり、15年6月の新規サービスリリースを最後に、既存作品の別プラットフォームへの移植のみをおこない、今後は更に縮小していく計画である。

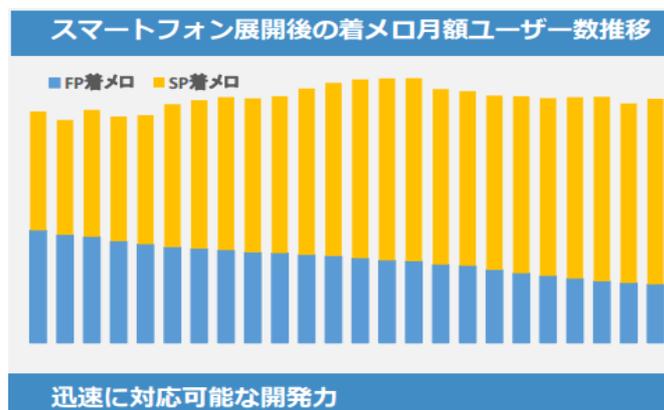
#### ◆ 着メロを中心とする安定収益源のコンテンツサービス

同社はコンテンツサービスにおいて、着信メロディ<sup>注9</sup>(以下、着メロ) 占い等のサービスを展開している。このうち、収益面では着メロが大部分を占めている。

着メロは、スマートフォン、フィーチャーフォンユーザーを対象に、定額の月額課金で、J-POP、洋楽、アニメ、K-POP等幅広いジャンルの着メロ、着信音、メール音が無制限に取り込めるサービスである。同社は、社内に各種音源、メロディ制作チームが整っており、ドラマ、映画、CM等で話題が旬のうちにサービスに追加できる体制を構築できている。同サービスは、04年5月にサービスを開始して以来、既に12年近く経過しており、同社の安定収益源となっている。

同社は、着メロ市場において、トップを追う2位グループに位置し、着メロ市場全体は縮小傾向にあるものの、15年の時点では、同社の着メロサイトは28万人以上の有料会員数を抱えており、新規投資をそれほど必要としない為、安定した収益源となっている(図表5)。

【 図表 5 】 着メロ有料会員数の推移



(注) グラフは15年3月時点でのイメージ図  
(出所) モバイルファクトリーIR資料

同社は、現在スマートフォンサイト、フィーチャーフォンサイトを合わせて多くのサイトを運営しているが、位置ゲームへ経営リソースを集中しつつあり、開発コスト等は最低限に抑え、広告宣伝を効果的に行うことで、コンテンツサービスはマーケットシェアを維持し、収益性を高めることに努めている。

その他のコンテンツとしては、占いサイトの運営を行っている。占いは、韓国人占い師「魚ちゃん」本人監修の「魚ちゃん☆激辛占い」にてサービスの配信を行っている（図表6）。

【 図表 6 】 モバイルファクトリーが展開するコンテンツサービス例



(出所) モバイルファクトリー決算説明会資料

16年2月には、ソフトバンクがサービスを提供している App Pass へ「スタンプ&メロディとり放題（以下、スタメロ）」を提供開始している。既存のコンテンツのリユースが中心で、コンテンツサービスの収益性強化を図っている。

> ビジネスモデル

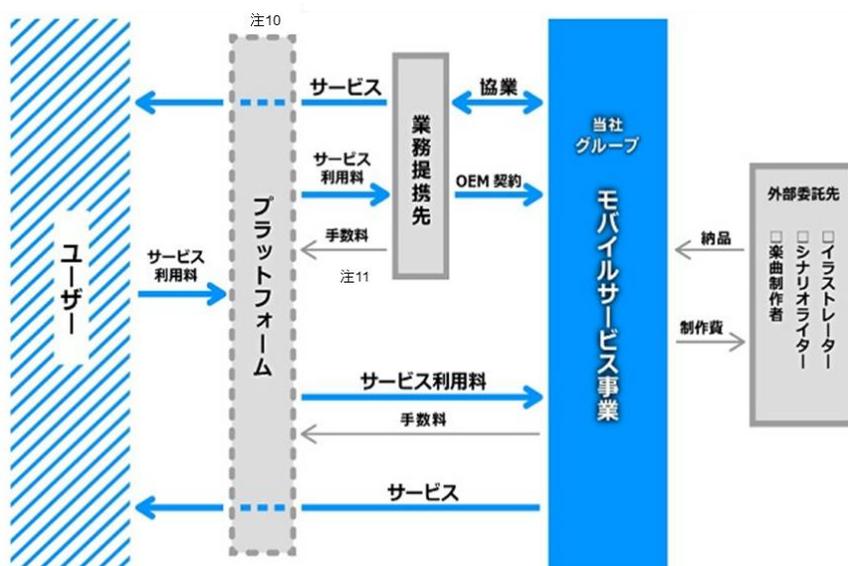
(注 10) プラットフォーム  
NTT ドコモ、KDDI、グリー、ディ  
ー・エヌ・エー、コロプラ等が運営  
する各サービス。

(注 11) 利用手数料  
プラットフォームに対して支払う  
手数料/回収代手手数料。

◆ 外部のプラットフォームにゲーム、コンテンツを提供

同社は、通信キャリア等のプラットフォーム<sup>注10</sup> 事業者へ、ゲーム・  
コンテンツサービスを提供しており、プラットフォームの利用手数料  
<sup>注11</sup>を支払う代わりに、ユーザーからの代金回収等はプラットフォー  
ム事業者が行うビジネスモデルとなっている(図表7)。

【図表7】事業系統図



(出所) モバイルファクトリー有価証券報告書

◆ 自社モデル形式と OEM モデル形式によりサービス提供

同社は、ゲーム・コンテンツサービスをプラットフォームに提供する  
際に、自社で直接サイトを運営する自社モデル形式<sup>注12</sup>と他社の名義  
で運営する OEM モデル形式<sup>注13</sup>がある。自社モデル形式と OEM モデ  
ル形式とでは、売上高、費用の計上の方法が異なる(図表8)。

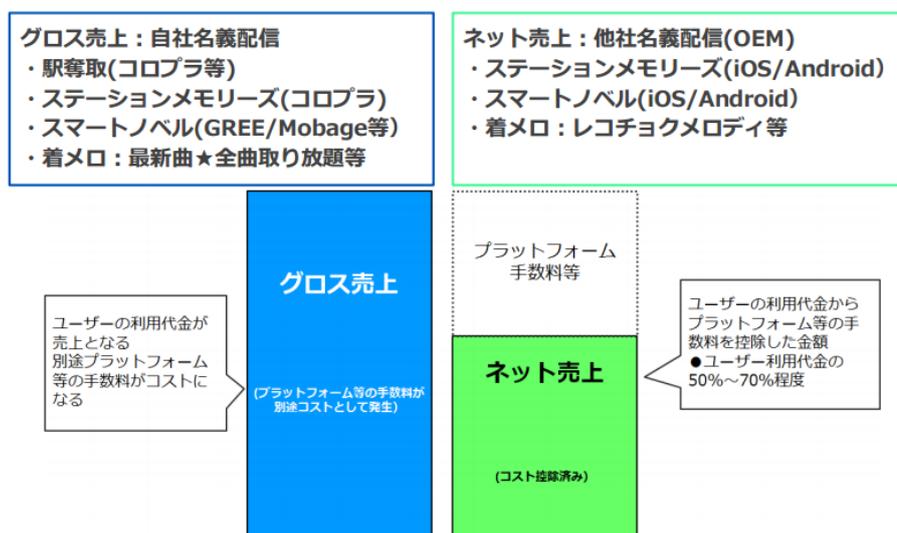
(注 12) 自社モデル形式  
同社がプラットフォームを介して、  
ユーザーに直接サービスの提供を  
行う形式。

(注 13) OEM モデル形式  
同社が提携先企業のサービスとし  
てコンテンツサービスの提供を行  
う形式。

自社モデル形式の場合は、自社で、プラットフォームに直接サービ  
スを提供する為、ユーザーの利用代金がすべて、同社の売上として計上  
され、プラットフォーム利用料を費用として支払う形式をとっている  
(グロス売上)。

一方、OEM モデル形式においては、コンテンツサービス等の OEM  
供給先の企業が、プラットフォーム利用料等の諸費用を負担すること  
になる為、諸費用等が控除された金額が同社の売上に計上される(ネ  
ット売上)。

【 図表 8 】 サービス提供形式



(出所) モバイルファクトリー決算説明会資料

OEM モデル形式において、マーケティングコストは同社と提携先企業とで分担する契約形態が多い。現在売上を牽引している「駅メモ！」iOS/Android 版は、ネット売上の OEM モデル形式である為、利益率は自社モデル形式より高い。同社によれば、自社モデル形式での収入が7割以上を占めていたが、このウェイトは大きく変わりつつあるとのことである。

同社は、提供するコンテンツのポートフォリオを考える上で、OEM モデル形式は、マーケティングコストを他社と分担することで、特定のコンテンツが大きく赤字となり、会社全体の業績に大きく影響を及ぼすリスクを低減し、業績が安定すると考えている。逆に、コンテンツの受託開発<sup>注14</sup>は、ローリスクではあるがローリターンとの考え方で、行わない方針である。

◆ 有料課金サービスによる収入

同社のサービスの収益構造は、コンテンツサービスとソーシャルアプリサービスでやや異なるものの、基本的にはサービスに対する課金が主な収益源となっている。

同社のソーシャルアプリサービスは、フリーミアム<sup>注15</sup>をベースに構成されており、ユーザーは基本サービスを無料で利用できるものの、有料で提供される一部アイテムや機能を利用することで、他のユーザーよりもゲームを有利に進めることや、本来かけるべき時間をショートカットすることが可能となる (図表 9)。

(注 14) 受託開発

取引先からの依頼を受けて、決まった契約金額で、コンテンツの開発を請け負う形態で、リスクがない代わりに、コンテンツがヒットしても収入は増えない。

(注 15) フリーミアム

基本的なサービスを無料で提供し、さらに高度な機能やアイテム等については料金を課金する仕組み。

【 図表 9 】 ソーシャルアプリサービスの有料課金アイテム例

アイテム名	具体的な効果
ライセンス	一定期間、位置情報を無制限に取得することができる。
ガチャ	新たなキャラクターの入手及び付随するアイテムを入手する際に利用する。
レーダー	周辺の駅を効率的に収集する際に利用する。 位置情報運動型ゲーム特有のアイテム。

(出所) モバイルファクトリー決算説明会資料

同社は、課金アイテムを提供する際に、アイテムに希少性を持たせることや、課金頻度が増えるような仕組みを避け、前述したカードバトル型ゲーム等と比較して、高額な課金にはならないように心掛けている。課金アイテムに関しても、一カ月間使い放題というようなタイプのアイテムを提供することで、低額の利用料で長く遊び続けられる仕組みを作り、ロイヤルユーザーの獲得に注力している。

一方、同社のコンテンツサービスは、定額の利用料を支払い、月額利用料の範囲内でサービスを利用することができる。着メロサービスにおいては、月額 100 円から 300 円 (税抜) にて、幅広いジャンルの着メロ、着信音、メール音を取り放題という課金サービスとなっている。「スタメロ」に関しては、サービス全体で月額 370 円の AppPass の収益からアクセスランキングによって同社への分配金が支払われる。マーケティングコストが一切かかっていない為、収益性は高い。

◆ O2O イベントによる新規獲得と既存ユーザーのアクティブ化

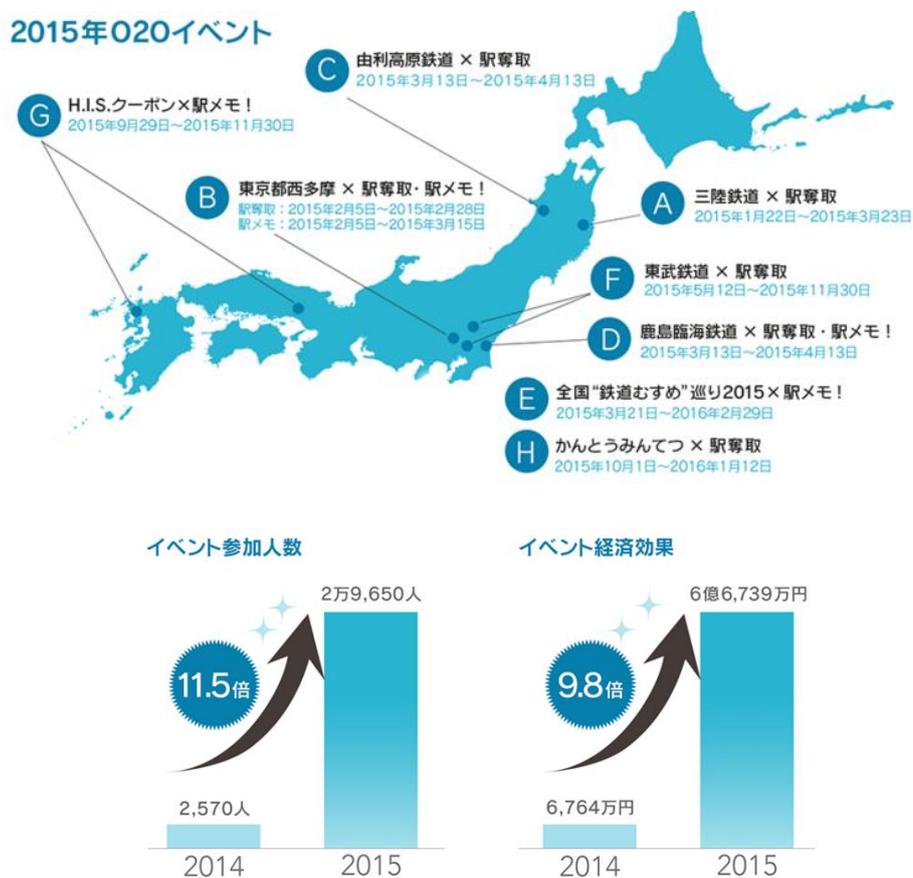
同社は、地方自治体や鉄道会社等と共同で、O2O <sup>注 16</sup> イベントを 13 年秋から開催している。具体的には、イベントの開催期間中に、ゲームユーザーが指定された駅で、位置情報を登録するか、ゲーム画面を駅員に見せる等決められた条件を満たすことで、ゲーム内で使用できるアイテムや限定グッズの取得が可能となるもので、ユーザーにとっては、指定された駅へ足を運ぶインセンティブが働くという。

14 年には、「青森鉄道むすめ×駅奪取」「豊橋鉄道／豊橋観光協会×駅奪取」の 2 件の O2O イベントの開催のみであったが、15 年には、8 件の O2O イベントを開催 (16 年まで継続進行しているイベントを含めると 10 件) し、同社試算によれば、イベント参加人数 2 万 9,650 人 (前年比 11.5 倍)、イベント経済効果 6 億 6,739 万円 (前年比 9.8 倍) の効果が見られた (図表 10)。

(注 16) O2O

Online to Offline の略で、ネット上 (オンライン) から、ネット外 (オフライン) での行動へと促す施策や、オンラインでの情報をもってオフラインでの購買行動に影響を与えるような施策。

【 図表 10 】 15 年 O2O イベントマップと前年比較



(出所) モバイルファクトリープレスリリース

同社は、16年3月から RUSH JAPAN 株式会社(16年4月より、株式会社タカラッシュ)とタイアップし、「駅メモ!」の中で提示される謎を解明し、その結果導き出される駅に移動して、お宝を見つけ出すイベント等、「駅メモ!」における新しい遊び方の提案を試みている。

同社にとって、O2O イベントは、新規ユーザー獲得を目的とすると同時に既存ユーザーの継続率を高めるためのコンテンツ満足度向上策でもある。同社は、多くのユーザーが日本全国で開催されるイベントに場所を問わず積極的に参加し、開催時の参加人数は平均すると2,000人を超えるという。ユーザーを飽きさせないために、定期的に各地でO2Oイベントを開催することが重要となっている。東京近郊では約10,000人近いユーザーがO2Oイベントに参加しており、東京近郊でのイベント開催は、同社にとって大きな意味合いを持つ。

将来的には、ゲーム課金以外での事業収益化も視野に入るものの、O2O イベントにより実際の店舗への誘導を行う際のビジネスモデルは明確に描けておらず、現状での優先順位は低い。また O2O イベントを地方自治体が活用する理由は、コストがかからず、人材投入等もそれ程必要ない為で、O2O イベントが複雑化すると、それを嫌って地方自治体が開催に協力的でなくなる懸念がある事も積極的になれない理由である。

◆ 他社 IP、OEM モデル形式の活用によるユーザー層拡大を目指す

これまで同社は、各種のプラットフォームに自社モデル形式でゲームを提供してきたが、フジテレビジョンへの OEM モデル形式で提供した「駅メモ！」の成功により、自社モデル形式より OEM モデル形式のウエイトが上昇しつつあり、今後しばらくは OEM 形式が拡大していくと考えられる。特に収入の予想を立てにくい新しいコンテンツやゲームの提供に関しては、OEM モデル形式によるサービス提供を基本とすることで、リスクを許容範囲に抑える戦略である。

16 年 2 月からスマートフォン向けにサービス提供が始まった「ふなっしーのおさんぽ日和」は、日本テレビホールディングス (9404 東証一部) の子会社であるフォアキャスト・コミュニケーションズへの OEM モデル形式を取り、キャラクターとしての人気度の高いふなっしーという IP<sup>注 17</sup>を活用することでゲームの差別化を行い、同時に従来は、同社の位置ゲームで遊ぶことがなかった新しいユーザー層の取り込みも狙っている。

(注 17) IP

知的財産 (Intellectual property) を指し、アニメやゲーム等の権利 (著作権) のこと。IP を持つ企業と提携することで、差別化されたゲームの提供を行う。

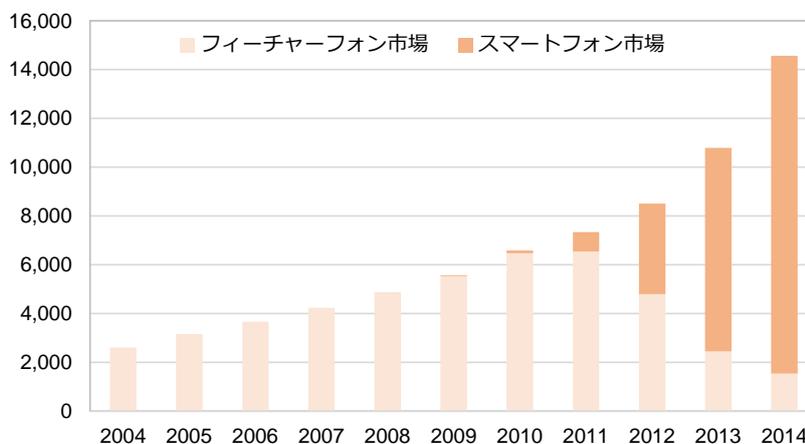
> 業界環境と競合

◆ 成長著しいモバイルコンテンツ市場

モバイルコンテンツ市場は、従来からあったフィーチャーフォン関連の市場と過去数年間で急成長してきたスマートフォン関連の市場に大きく分かれる。フィーチャーフォン関連の市場は、11 年までは順調に拡大傾向であったものの、11 年の市場規模 6,535 億円をピークに縮小傾向となった (図表 11)。

一方で、スマートフォン関連の市場が 12 年より急速に立ち上がった為、フィーチャーフォン関連とスマートフォン関連の両市場を合算した市場規模は引き続き拡大を続け、14 年には、フィーチャーフォン関連とスマートフォン関連市場を合わせて 1 兆 4,566 億円 (前年比 35% 増) の市場規模となった。スマートフォン関連市場の拡大とフィーチャーフォン関連市場の縮小が急速に進んだ結果、全モバイルコンテンツ市場に占めるスマートフォン関連の市場割合は約 9 割を占めるまでに拡大した (図表 11)。

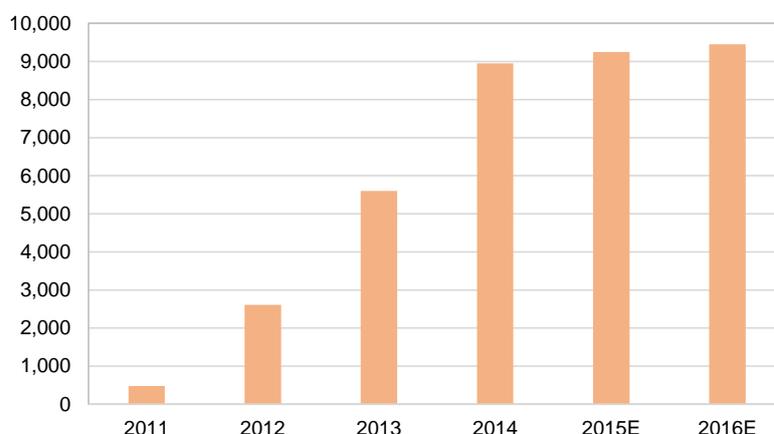
【 図表 11 】 モバイルコンテンツ市場の推移 (単位：億円)



(出所) 一般社団法人モバイル・コンテンツ・フォーラム

同社が現在注力しているスマートフォンゲーム市場に関しては、12年から急速に市場規模が拡大し、14年には、8,950億円(前年比59.8%増)とスマートフォン関連のモバイルコンテンツの68.7%を占め、最も大きなモバイルコンテンツのカテゴリとなっている(図表12)。更に、矢野経済研究所の市場予想によれば、過去数年間の急成長を経て、今後は一桁台の安定成長を見込み、16年には9,450億円規模の市場が予想されている。これは、過去数年間市場を牽引してきた複数の大型タイトルが成熟期に入る為、市場の拡大ペースが落ちると想定しているためである(図表12)。

【 図表 12 】 スマートフォンゲーム市場の推移 (単位：億円)



(出所) 矢野経済研究所

◆ 依然として未成熟な位置ゲーム市場

位置ゲームの市場規模に関する正確な統計はないものの、同社は現状でおおよそ 45～50 億円と推計しており、スマートフォンゲーム市場におけるシェアも推定 1%未満と、ニッチな市場にとどまっている。主要な課金タイプの位置ゲーム提供企業は、同社に加えて、コロプラ (3668 東証一部)、株式会社マピオン等と非常に限定的な競合状態にあり、同社の市場シェアは 2 割前後と推定される。

(注 18) Ingress

位置ゲームの一種で、プレイヤー同士が、2つの勢力に分かれ、お互いに陣地を取り合うゲーム。ゲームはグーグルマップをベースに実際の現実の世界で行われ、スマートフォンをスキャナーとして活用する。画像は PC ゲームに近く、大人向けである。

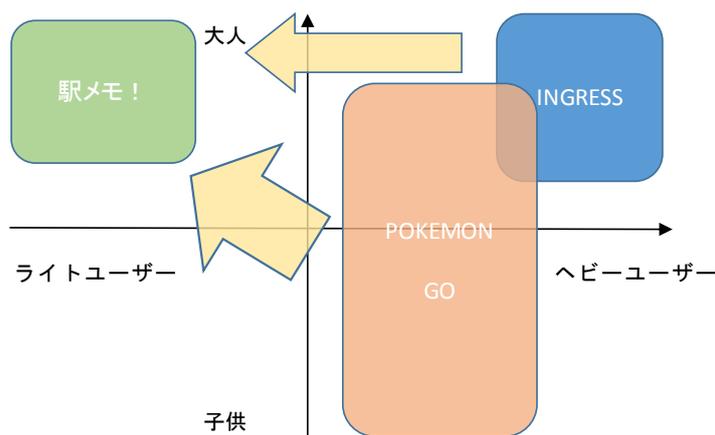
(注 19) Pokémon GO

Niantic Labs 社と任天堂のコラボレーションにより、提供が予定されている位置ゲーム。現実の世界でポケモンを捕まる事や、バトルを行う事が出来る。

Niantic 社 (15 年に Google 社から独立) が、13 年末から無料で提供した「Ingress<sup>注18</sup>」が人気化し、位置ゲームの認知度が上がったことで、位置ゲーム市場の活性化につながったと同社は見ている。また、16 年には、「Pokémon GO<sup>注19</sup>」の提供が予定されており、これによる市場とユーザー年齢層の拡大が期待される。

同社は位置ゲームを、①同社の「駅メモ!」のように他の作業と同時進行で遊んでも参加が可能で、手軽に楽しめるライトユーザー向けのもの、②「Ingress」、「Pokémon GO」のように積極的にゲーム上で歩く等の移動や、ゲームを強く意識して参加しないと成り立たないヘビーユーザー向けのものの 2 種類に分けている。更に同社は、「Ingress」や「Pokémon GO」と同社の「駅メモ!」が競合関係となるとは考えておらず、これらのゲームにより位置ゲームの存在を認識した新規ユーザーをターゲットに、気軽に楽しめる「駅メモ!」のユーザーとして獲得することを狙っている (図表 13)。

【 図表 13 】 位置ゲームの特性格の分類



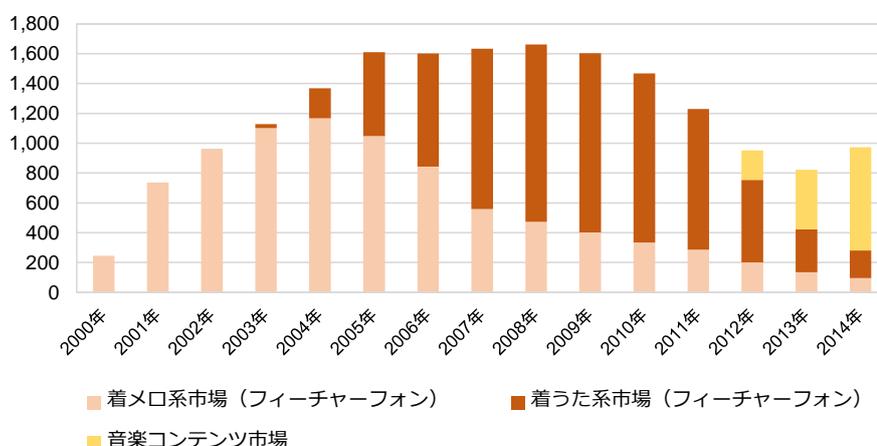
(出所) 取材等より証券リサーチセンター作成

◆ スマートフォンへの移行が進むも、成熟した着メロ市場

フィーチャーフォンにおける着メロ市場は、04年に1,167億円規模まで拡大した後、着うた市場の立ち上がりにより、縮小トレンドに入り、現在に至るまでそのトレンドが継続している(図表14)。スマートフォンにおいては、音楽コンテンツという統計での捕捉であり、着メロ単独での市場の統計はないものの、フィーチャーフォンとスマートフォンの市場を合算した市場の縮小トレンドは依然として続いているものと推察される(図表14)。

【図表14】着メロ市場の推移

(単位: 億円)



(出所) 一般社団法人モバイル・コンテンツ・フォーラム

着メロ市場では、シェアトップのエムティーアイ(9438 東証一部)を筆頭にザッパラス(3770 東証一部)や同社が2位グループに位置している。各社とも着メロ市場は成熟した縮小市場と考えており、価格競争や大きなシェア争い等の起きる状態ではない。

着メロ市場における同社のシェアは2割弱と同社は推定しており、着メロ市場はスマートフォンへの移行は継続するものの、残存企業間での緩やかなシェア変動の中、結果として安定した市場環境となっている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 宮脇社長がモバイルコンテンツに将来性を感じ01年に創業

同社は、01年に、現社長の宮脇氏が、ソフトバンク(現ソフトバンクグループ、9984 東証一部)、サイバーエージェント(4751 東証一部)といったインターネット業界でのビジネスを経験した上で、携帯電話を通じたモバイルコンテンツの将来性を強く感じ、設立した。

◆ 新規事業と撤退を繰り返す黎明期

(注 20) Caspee  
Podcast(ポッドキャスト)と呼ばれ、音声をインターネット上にアップロードして、自由に公開できるサービス。

(注 21) BloMotion  
ブログによるアフィリエイトサービス。

(注 22) SEM  
Search Engine Marketing の略で、Google 等の検索エンジンを通じてホームページに、ユーザーを導く各種のマーケティング手法の事。

(注 23) Wassr  
日本語版の Twitter のようなサービス。

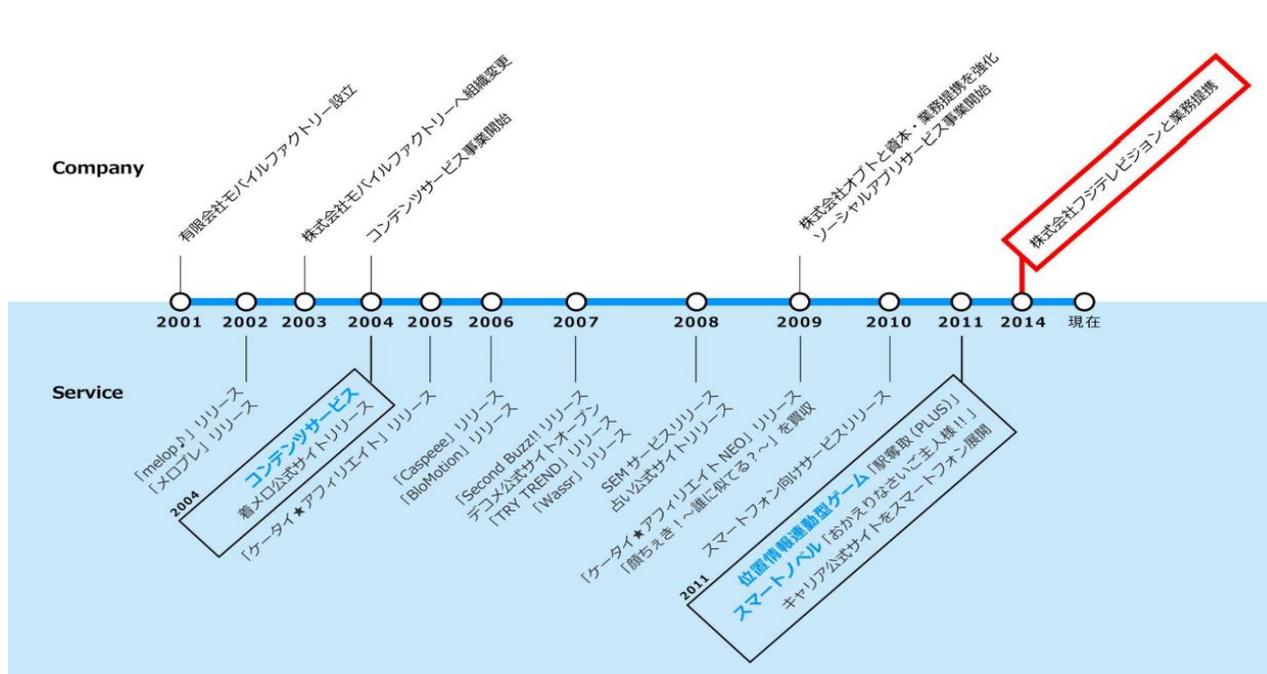
(注 24) 顔ちえき！  
撮影した顔がどの芸能人と似ているかを鑑定するサービス。

02年に、着信メロディ ASP サービス「melop♪」を開始し、現在に至るまで中心的なコンテンツである着メロを提供している。その後は、多くのコンテンツプロバイダーと同様に、同社も様々な事業への参入と撤退を繰り返してきた。着メロが中心的なコンテンツであったことは変わらなかったものの、新規事業として、「Caspee 注20」、「BloMotion 注21」、携帯電話向けアフィリエイト「ケータイ★アフィリエイト」、SEM 注22 サービス、「Wassr 注23」等も行っていたが、その大部分は現在サービス提供を停止している。

09年にオプト(現オプトホールディング、2389 東証一部)との提携で、メディアに近い事業を模索した時期もあった。更に同年には、当時利用者が累計で1億人と言われたサービス「顔ちえき！ 注24」を買収し、B2C 事業への進出も試みている(図表15)。

新規事業の模索を続ける中、選択と集中の観点からゲームコンテンツを第二の事業の柱とするべく、09年頃からゲームへのリソースの投入が始まる。同社は、当初から位置ゲームと、スマートノベルにフォーカスして事業展開したわけではなく、多くの分野に参入し、撤退を繰り返す中で収益性の確保ができた事業を残し、結果としてスマートノベルと位置ゲームにフォーカスすることとなった。

【図表15】沿革



(出所) モバイルファクトリーウェブサイト

◆ 経営理念

従業員数が非正規社員も含めて約 100 人の同社は、宮脇社長の強力なリーダーシップによるトップダウンで経営管理がなされていると同時に個々の社員の主体性が重要となってくる。企業理念として、「わたしたちが創造するモノを通じて世界の人々をハッピーにすること」を掲げており、ゲームコンテンツを通じてユーザーに高い満足度を提供することに注力している。更に、4つの価値観をクレドとして、従業員が共有している(図表16)。

【図表16】モバイルファクトリーの価値観・クレド

**Our Value & Credo**  
わたしたちの価値観・クレド

**社員は財産である**

- 仲間の長所を活かす為、自分自身に何が出来るかを考えよう。
- 私たちの成長は会社の幸せ。会社の成長は私たちの幸せ。

**スピード×クオリティ**

- 正確なアウトプットを迅速に得る為、計画と効率を常に念頭。
- 最大の結果を出す為、私たち個人個人の役割を意識しよう。

**チャレンジし続ける**

- 失敗や変化を恐れず、常に挑戦者の気持ちをケイタイしよう。
- 常に前向きに考え、突き進もう。

**ありがとうで高収益を**

- 相手を誠実に思い、考え、感謝されて相応の対価を頂こう。
- 笑顔の数だけ儲かる仕組みを追求しよう。

(出所) モバイルファクトリーウェブサイト

◆ 株主構成

15年12月末時点で、社長の宮脇裕二氏による保有株の比率が47.1%に達している。東証マザーズ上場前は、オプトホールディングが第二位の大株主に位置していたが、上場時に112,900株(異動時割合4.95%)を残し売却し、その後全株を売却したようである。その他の株主には、従業員持株会などが名を連ね、12月末時点では大株主上位10名で68.9%の株式が保有されており、流動性確保が同社の課題の一つとして、浮かび上がってくる(図表17)。

【図表17】大株主の状況

株主(敬称略)	15年12月末時点		備考
	株数(株)	割合	
宮脇裕二	1,139,300	47.1%	代表取締役
日本証券金融株式会社	113,700	4.7%	
株式会社SBI証券	90,300	3.7%	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	75,700	3.1%	
カブ・ドットコム証券株式会社	65,700	2.7%	
NOMJURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASH/PB)	49,700	2.1%	
瀬戸 健	42,600	1.8%	
資産管理サービス信託銀行株式会社(証券投資信託口)	40,100	1.7%	
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	24,200	1.0%	
モバイルファクトリー従業員持株会	23,550	1.0%	
(大株主上位10位)	1,664,850	68.9%	
発行済株式総数	2,416,750	100.0%	

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

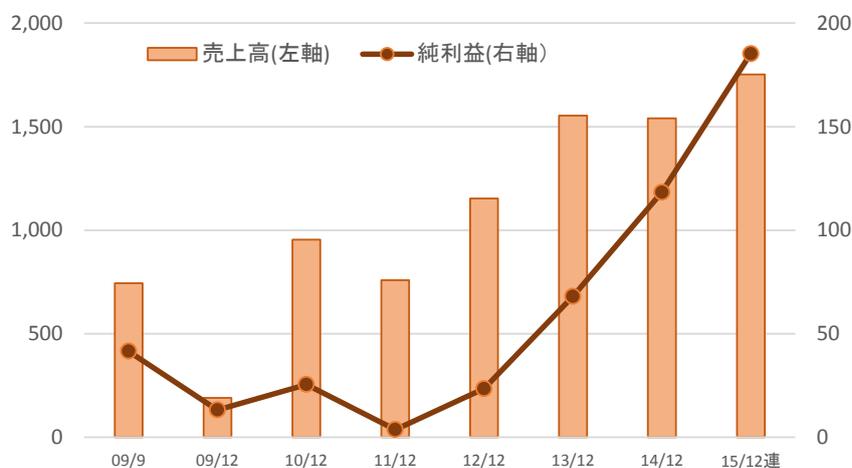
### > 過去の業績推移

#### ◆ 11年12月期を底に急成長

決算期変更を行った後の10/12期以降(14/12期までは単体のみ)の同社の業績推移をみると、直近5期の平均では、10.6%増収、39.2%当期純利益増益と、売上拡大による収益性改善を背景に順調な成長をみせている。特に位置ゲームを開始した11/12期を底に急速な利益成長を遂げている。また09/9期以降、純利益ベースで赤字には一度もなっておらず、浮き沈みの激しいモバイルコンテンツ市場において、安定した業績を記録している(図表18)。

【図表18】業績の推移

(単位:百万円)



(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 位置ゲームへのリソースの集中

サービス別売上からは、経営リソースのシフトが見て取れる。スマートノベルは過去2年間1割前後の減収傾向で、徐々にサービス規模の縮小を行っている。コンテンツサービスは8億円前後の売上で推移し、市場の縮小は見られるものの、効果的なマーケティングにより、安定した売上を維持しつつある。現在の増収牽引役である位置ゲームの売上高は15/12期に倍増している(図表19)。

同社によると、位置ゲームの売上の大部分は、「駅メモ！」が占めているが、現在においても「駅奪取 PLUS」にはコアなアクティブユーザーが参加しており、位置ゲーム売上の2~3割を占めているという。

【 図表 19 】 サービス別業績の推移

(単位：百万円)

決算期	12/12単	13/12単	14/12単	15/12連	16/12連予
ソーシャルアプリサービス	431	670	653	916	1,111
増収率	—	55.4%	-2.6%	40.2%	21.3%
位置情報連動型ゲーム		278	300	610	
増収率		—	7.7%	103.5%	
スマートノベル		359	332	293	
増収率		—	-7.6%	-11.8%	
その他		32	21	12	
増収率		—	-35.6%	-42.0%	
コンテンツサービス	721	882	886	835	778
増収率	—	22.3%	0.4%	-5.8%	-6.8%

(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆コストコントロールで安定的な業績推移

四半期会計期間（以下、Qで示す）毎の業績推移では、位置ゲームが15/12期2Qから増収率が伸びており、O2Oイベントの効果が大きかったと考えられる。スマートノベルは15/12期に入り、縮小傾向が続いている。コンテンツサービスは微減が継続しており、同社のコントロールの範囲で推移している。

コスト面では、14/12期4Q迄スマートノベルの開発費が嵩み高い比率にあった減価償却費が、新規開発を抑えることで低下しており、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は15/12期4Qに積極的な広告宣伝費の投入で上昇した。直近の16/12期1Qは、広告宣伝を抑えたことによる位置ゲームの伸び率低下と、スマートノベルイベントの終了により前四半期比減収となったが、関連する原価の低減と広告宣伝費抑制で大幅増益となっている（図表20）。

【 図表 20 】 四半期業績の推移

(単位：百万円)

決算期	14/12期			15/12期				16/12期
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	365	386	398	391	408	442	508	482
対前四半期比	-6.2%	5.8%	3.1%	-1.6%	4.3%	8.4%	14.8%	-5.2%
ソーシャルアプリ	144	170	184	177	195	238	304	282
対前四半期比	-6.5%	18.1%	8.2%	-3.3%	10.2%	21.6%	27.7%	-7.3%
位置ゲーム	56	83	96	104	120	160	225	233
対前四半期比	-	48.2%	15.7%	8.9%	14.9%	33.6%	40.7%	3.3%
スマートノベル	82	81	86	71	75	74	71	46
対前四半期比	-	-1.2%	6.2%	-16.4%	4.6%	-1.0%	-4.0%	-34.4%
その他	5	5	1	1	0	3	6	2
対前四半期比	-	0.0%	-80.0%	37.2%	-54.2%	433.3%	106.9%	-71.0%
コンテンツサービス	221	216	214	213	212	204	204	200
対前四半期比	-5.6%	-2.3%	-0.9%	-0.1%	-0.6%	-3.8%	-0.1%	-2.1%
売上原価	171	201	209	183	205	190	216	169
売上構成比	46.8%	52.1%	52.5%	46.9%	50.4%	43.0%	42.6%	35.2%
システム利用料	45	52	55	51	51	51	50	38
減価償却費	27	30	50	30	33	14	16	8
外注費	8	7	7	7	9	10	9	5
その他	90	112	96	93	110	113	140	116
販管費	139	140	131	138	135	156	210	161
売上構成比	38.1%	36.3%	32.9%	35.4%	33.3%	35.3%	41.3%	33.4%
広告宣伝費	51	62	51	50	47	64	122	52
売上構成比	14.0%	16.1%	12.8%	12.8%	11.5%	14.5%	24.0%	10.8%
代金回収手数料	30	28	29	28	28	27	26	22
その他	57	49	51	60	59	64	60	86
営業利益	54	44	56	69	66	96	81	151
営業利益率	14.8%	11.4%	14.1%	17.7%	16.3%	21.7%	16.1%	31.4%
経常利益	54	45	56	62	65	96	81	151
経常利益率	14.8%	86.5%	14.1%	15.8%	16.1%	21.8%	16.0%	31.4%
純利益	28	26	29	34	41	60	48	96
純利益率	7.7%	6.7%	7.3%	8.8%	10.1%	13.8%	9.6%	20.1%

(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## > 他社との比較

### ◆ 着メロ関連企業、位置ゲーム関連企業との比較

同社は、位置ゲームを中心としたスマートフォンゲームの開発と、着メロ、占い等のコンテンツサービスを提供している。上場企業で同社と同じ事業構成の会社は見当たらないため、それぞれの事業毎に比較対象企業を選定してみた。位置ゲーム競合企業としてコロプラ、コンテンツサービスに関しては、着メロコンテンツのエムティーアイ、占いコンテンツのザッパラスを比較対象として選定した。スマートフォンゲームのコンテンツプロバイダーは、コンテンツの当たり外れにより業績が大きくぶれる為、足元で業績が赤字となっている enish (3667 東証一部) も比較企業として選定した (図表 21)。

【 図表 21 】 類似企業との財務指標比較

(単位：百万円)

項目	銘柄		モバイル ファクトリー	コロプラ	エムティー アイ	ザッパラス	enish
		コード	3912	3668	9438	3770	3667
		直近決算期	15/12	15/9	15/9	15/4	15/12
規模	売上高	百万円	1,751	72,395	33,461	7,581	5,482
	経常利益	百万円	305	32,363	4,144	728	-1,004
	総資産	百万円	1,796	59,260	24,738	10,168	2,253
収益性	自己資本利益率	%	15.6	52.6	20.6	2.9	-64.6
	総資産経常利益率	%	20.5	60.3	20.0	7.2	-35.2
	売上高営業利益率	%	17.9	44.6	12.7	6.8	-17.6
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	14.9	277.8	6.7	-13.3	11.2
	経常利益 (同上)	%	74.0	364.5	56.2	-47.0	-
	総資産 (同上)	%	23.3	260.2	33.1	3.9	18.7
安全性	自己資本比率	%	81.7	73.6	64.8	80.8	71.6
	流動比率	%	508.5	352.6	281.0	544.2	301.0
	固定長期適合率	%	12.4	12.1	26.7	33.8	32.3

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、総資産が 592 億円に及ぶコロプラから、22 億円の enish まで、規模は企業ごとに大きく異なり、同社の規模は相対的に小さい。コロプラは 3 年前の総資産が 45 億円であったが、同社の魔法使いと黒猫のウィズ、蒼の三国志、白猫プロジェクトといった大型のゲームタイトルが、スマートフォンゲーム市場拡大の「受け皿」として、その恩恵を享受し、急成長した。

収益性に関しては、営業利益率が 44% を超えるコロプラから営業赤字を計上する enish まで大きく開きがある。限界利益率が高いコンテンツ産業において、コロプラや他の類似会社ほどの売上規模と、コロプラのような大ヒットゲームタイトルがない中で、徹底した固定費を抑えたコスト管理と確実に収益を出せるキャッシュカウとして着メロコンテンツを持つ同社の収益性は高い。

成長性に関しては、スマートフォンの普及に伴いネイティブアプリへのコンテンツのシフトの動きを捉えた企業は成長性を確保しており、コロプラは、その中でヒットコンテンツを保有し、収益性も高い。同社はネイティブアプリへの対応も出来ており、ウェブアプリ、フィーチャーフォン関連サービスの縮小をカバーし、類似企業と比べ相対的に伸びている。経常利益の伸びは収益性の低いサービスを縮小し、高いサービスを伸ばした結果、類似企業と比べ相対的に高い伸び率を確保している。

安全性に関しては、各社ともに過去のヒットコンテンツで自己資本比率を上昇させてきた結果、非常に強固な財務体質であり、加えて資金調達で財務体質を強化した同社は、非常に高い安全性を誇っている。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

◆ **知的資本の源泉は位置ゲームでのポジションと O2O のノウハウ**  
 同社は前述の通り、他社に先駆けて位置ゲーム市場に注力し、競争が少ない中でその存在感を示し、鉄道ジャンルでのコアなユーザーの囲い込みに成功してきた。そして、そのロイヤルユーザーを武器に地方自治体や鉄道事業者等の異業種を巻き込み、事業を拡大させてきた。O2O イベントとゲームを結び付けた実績を多く作ることで、異業種とのコラボレーションが更にスムーズに行えるようになり、現在は好循環に入っている。

着メロコンテンツサービスで、通信キャリアと事業を継続してきた経験から、B2B ビジネスのリスクの取り方や、他社との交渉についてノウハウが蓄積されており、位置ゲームにおいて、OEM モデル形式という形で、他社と協力しながらスムーズに事業拡大が出来たと当センターでは考えている。

また、コストにシビアな宮脇社長のもとで、少人数で限られた予算を最大限活用する地道な努力と企業文化が現在の収益性に結びついていると考えている。

【 図表 22 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・ 顧客基盤	・ O2Oイベント平均参加者	約2,000人
		・ DAU (デイリーアクティブユーザー)	非開示
	ブランド ・ 鉄道ジャンルでの位置ゲームメーカーとしての実績 ・ 位置ゲームジャンル大手の実績	・ 鉄道関連位置ゲーム	2タイトル 駅奪取シリーズ 駅メモ!
		・ 国内シェア (推定)	約2割
	ネットワーク ・ コンテンツサービスで培った携帯電話キャリアとの関係 ・ OEMモデルで培ったパートナーとの関係	・ サービス提供期間	着メロ (14年)
		・ 位置ゲームでのOEM実績	3社 株式会社フジテレビジョン 旧 株式会社T-MEDIAホールディングス 株式会社フォアキャスト・コミュニケーションズ
組織資本	業務プロセス ・ 不採算事業に対して、計画的に縮小する手法を蓄積 ・ 少人数・低コストで開発、マーケティングを行う機動的な組織体制の確立	・ 継続率	非開示
		・ 動員人数	地方駅 2,000人以上 首都圏 10,000人以上
	知的財産 ノウハウ ・ ゲームユーザーが継続的に留まる施策・ノウハウの蓄積 ・ イベント実施による動員力 ・ 位置ゲームを地域活性化に活用するノウハウの蓄積	・ イベント実施回数	2014年 2回 2015年 8回(2015年中終了分)
		・ 取締役による保有 ・ ストックオプション (取締役)	1,144,200株 (47.1%) 10,000株 (0.42%)
人的資本	経営陣 ・ インセンティブにより、株主と経営陣の視線の共有化 ・ 組織内での主体性を重んじる企業風土	・ 価値観の共有	4つの価値観 (クレド)
		・ 平均年齢	32.2歳
	従業員 ・ 新しい事へのチャレンジを許容する若手中心組織 ・ インセンティブ制度により、経営者の視点の共有	・ 平均勤続年数	4.1年
		・ 従業員持株会 ・ ストックオプション	23,550株 (1.0%) 5,750株(0.24%)

(注) 開示データは 15/12 期末、KPI 数値のインセンティブ欄のカッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) モバイルファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の事業はウェブ上でのサービス提供あり、会社資料等において環境対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、会社の規模に関わらず、その時点で可能な最大限の取り組みを行う事をコンセプトに、①地域貢献として、学生の企業訪問や職業体験受け入れを行っている。また、②社会貢献として、非常食を備蓄する救済缶プロジェクトにも参加している。

### ◆ 企業統治 (Governance)

社外取締役の大堀康祐氏は、スマートフォンゲーム等の受託・開発を行う株式会社マトリックスグループの代表取締役である。同氏は、ゲーム業界において過去数々の職種を経験し、経営及びゲーム業界に関する豊富な知識・経験を有しており、14年11月に社外取締役に選任した。

監査役会は、監査役3名(全員が社外監査役)で構成されている。常勤監査役の塩澤義介氏は、日本たばこ産業(2914 東証一部)においての資金管理、経理、事業企画等における経験と幅広い知識が評価され、13年9月に同社監査役に就任した。倉重智行氏は、ブリヂストン(5108 東証一部)において資金決済等を担当、その後消費者金融会社数社の監査役を歴任し、08年6月に同社監査役に就任した。伊藤英佑氏は、05年に伊藤会計事務所を開業して以来、多くのベンチャー企業の監査役を歴任し、14年11月に同社監査役に就任した。現在株式会社ライブレボリューション(非上場)、マーケットエンタープライズ(3135 東証マザーズ)、ロボットスタート株式会社(非上場)、株式会社アピリッツ(非上場)などの監査役を兼任している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 人材の確保と社員の能力向上

同社はこれまで社員数に関しては少人数による効率的な組織運営を行ってきたが、今後の成長のためには、一定の組織拡大と、組織を効率的に運営する管理者の能力向上が必要であると考えている。しかし、過去2年間で単体の正社員数は4名の増加にとどまっており、人員補充は進んでいない。OEM モデル形式で、マーケティングを抑えつつ効率的な運営をしてきた同社の特徴は、短期的な収益性の向上という点では評価できるものの、一段の成長を実現するには採用強化は不可避であり、今後の取り組みを注視したい。

#### ◆ ゲーム、コンテンツのポートフォリオの拡充

同社の提供するゲームの中で、現在は「駅メモ！」が好調に推移しており、着メロの安定収益と共に業績は堅調に拡大している。ただし、15年4月末にスタートした位置ゲーム「にゃんこプレジデント！」は、ユーザーが伸び悩んでおり、16年4月末にサービスを中止すると発表した。15年9月、10月にAndroid版とiOS版をそれぞれリリースしたネイティブアプリ版「駅奪取」においても同社はユーザーの参加状況に応じて改善施策を行っており、今後の進捗状況の報告が待たれる。

同社にはO2Oイベントを含めた位置ゲームのノウハウの蓄積が進んでいるが、現状は「駅メモ！」「駅奪取 PLUS」という鉄道ジャンルでの成功体験が中心であり、他のジャンルの位置ゲームでの成功事例とそのノウハウ蓄積が急務である。他のジャンルでも同様のノウハウでユーザーの囲い込みが成功できれば、同社の成長性は更に一段加速する可能性を秘めているが、現状ではそこまでは見えていない。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 位置ゲームシェア1位を狙う

同社は、位置ゲーム市場において、コロプラに次ぐ2位に位置するが、ネイティブアプリでの展開や、O2Oイベントとのコラボレーションによるユーザーの動員手法等では、他社よりノウハウの蓄積が進んでおり、これらの積極活用により、市場シェアトップを狙っている。同社は、位置ゲーム市場が「Pokémon GO」により更に活性化され、今後数年の後に市場規模100億円近くまで成長した際には、少なくとも3~4割のシェア獲得をターゲットとしている。

#### ◆ O2Oイベントのさらなる活用による体験型ゲームへの進化

同社は、O2Oイベントを更に進化させ、街歩きをしながら気軽に参加できるような謎解きイベント市場へのフリーミアムモデルでの参入を考えている。NPO 法人 国際ゲーム開発者協会日本の代替現実ゲ

ーム専門部会によれば、謎解きイベントの参加者は近年急速に増え、年間 500 万人、市場規模 400 億円に達しつつある。この中でも、周遊・街歩きといった気軽に参加できるイベントは、約 60 万人程度動員しており、48 億円程度の市場規模があると推定される。

同社は、「駅メモ！」等で全国展開している O2O イベントを更に進化させ、謎解きや現実でのイベントをより強化した体験型ゲームのジャンルに参入していくことを考えている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 23 のようにまとめられる。

【 図表 23 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通信キャリア等のプラットフォームとの長年の関係構築、信頼関係</li> <li>・位置ゲーム市場における先駆者としてのポジション</li> <li>・少人数で、コストを抑えつつコンテンツを開発する組織体制と従業員の自主性</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社長の経営力、判断力に対する高い依存</li> <li>・従業員等のリソースが少なく、事業展開のスピードが緩やか</li> <li>・同社のB2C市場における認知度の相対的な低さ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・体験型ゲーム等のO2Oイベントの収益事業化</li> <li>・地域振興を題目として、各種の提携による新しいビジネス展開の可能性</li> <li>・スマートノベル等のコンテンツの海外展開</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Apple、Google等のプラットフォームによるプラットフォーム利用料引上、契約変更</li> <li>・位置ゲーム市場への大手スマートフォンゲームメーカーの新規参入</li> <li>・スマートフォン自体のゲームプラットフォームとしての陳腐化</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 位置ゲームへの経営リソースの集中

宮脇社長は、同社の歴史は失敗の繰返しといい、残っている着メロと位置ゲーム以外の多くは失敗事業と言い切る。また、スマートフォンゲーム市場において、そこそこの成功という形はなく、少数の成功事業者と大部分の失敗事業者に分かれると考えており、トップシェアが目指せる事業ないしジャンルでなければ、継続しても駆逐される可能性が高いと考えており、事業としての収益性が見込めなければ撤退を絶えず検討している。

スマートフォンゲーム市場は、現在に至るまでフィーチャーフォン、ウェブアプリ等の市場の変化が非常に速く、マーケットの大きな流れを間違えるとシェアを失う。また、競争が激しい為、開発費用やマーケティング費用が高騰しており、安定的に投下資本を回収することが難しくなりつつある。

同社は勝てる可能性が高いニッチ市場で勝負し、また OEM モデル形式でマーケティングコスト等を極力抑え、失敗時のダメージをコントロールする方法は、爆発的な急成長でなく、ミドルリスク・ミドルリターンを狙う方法としては正しい戦略と評価する。また、ユニークなポジションにいるため、異業種の手との提携も行いやすく、他社 IP を活用した差別化戦略も評価できる。

#### ◆ O2O イベント活用

同社は、スマートフォンゲーム市場は、環境の変化が速く、また新規開発の投資回収に対するリスクも大きい為、O2O イベントの活用による既存タイトルの収益力強化、更にはより現実の世界での体験型ゲーム市場へビジネス領域を拡大することで、リスクヘッジと差別化を模索している点は評価できる。新たなニッチな市場での首位を狙う戦略は、評価できるが、実際にO2O イベントによるプレミアムモデルによる収益化の展開の為に具体的な戦略は見えておらず、現状での評価は難しい。

#### ◆ IR 情報発信姿勢

同社は、イベント関連を中心とする情報発信には非常に積極的で、投資家が同社の新しい取り組みを知る為に非常に有益である。一方、過去からの時系列での情報の整合性、開示姿勢の一貫性にはやや欠ける部分が見られる。同社は市場環境により事業へのリソースを柔軟に再配分することが強みではあるものの、関連事業の状況に関わらず一貫した開示姿勢が必要であり、そうすることによって、より一層株式市場からの信頼を得ることができると考える。

#### ◆ 株主還元策と財務戦略

同社は、16/12 期より配当性向 30%を目標とすることを公表した。15/12 期下期には自社株買いを行っており、株価を強く意識し、株主還元策に積極的である。

自己資本比率が高く、無借金経営であるものの、同社が上場して1年経過したばかりで、今後の成長の為に資金調達をしたことを考えると、このタイミングでの自社株買いや配当性向を高めることは、同社の長期的な成長性を期待した株主が去り、短期的な株価を追う株主が集まる可能性がある為、株主の間でも評価が分かれるであろう。

同社経営陣は、株価水準を意識しており、一定以上の株価の下落に対しては、再び自社株買い等のアクションの可能性もあり、短期的な株価の安心感はあると思われるものの、長期志向の株主が歓迎する施策も今後は期待したい。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 同社は16年12月期も大幅増益を予想

同社は、16年12月期に7.8%増収、46.6%営業増益を見込んでいる。スマートノベルはサービス縮小により減収となるものの、引き続き位置ゲームが好調で、ソーシャルアプリサービスは21.1%増収、コンテンツサービスは市場縮小の影響を考慮し6.8%減収を見込んでいる。

収益面では、開発コストがかかり、自社モデル形式のウェイトが大きく、利益率の低いスマートノベルサービスの縮小による原価、販管費低減と、限界利益率が高い OEM モデル形式の「駅メモ！」による増益効果が同時に利益率改善に貢献し、増収額 1.3 億円に対して、営業増益額が 1.4 億円とプロダクトミクススの大幅な改善と固定費の削減を念頭に置いた業績予想となっている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/12 期業績を、売上高 1,958 百万円（前期比 11.81%増）、営業利益 499 百万円（同 59.0%増）、経常利益 499 百万円（同 63.3%増）、当期純利益 320 百万円（同 73.0%増）と予想する（図表 24）。

サービス別では、ソーシャルアプリサービスは、1,183 百万円（前期比 29.1%増）を見込んだ。これは、位置情報連動型ゲームが、新規ユーザーの加入増が今後も好調に推移すること前提に 1,019 百万円（66.9%増）と高い伸びが続くことを予想し、スマートノベルは 154 百万円（47.5%減）の減収幅を吸収することを予想する。また、コンテンツサービスは、会社前提よりやや厳しめの市場縮小を見込み、775 百万（7.2%減）を予想する。

利益面では、会社同様に、ソフトウェア開発費の減少と OEM モデル形式の「駅メモ！」の大幅増を見込み、大幅営業増益を見込む。ただし、会社想定を上回る増収分に対しては、来期以降の先行投資に費やすことを見込み、増収幅ほどの営業増益は見込まず、結果として会社予想の営業利益率と同程度の収益性を予想する。

17/12 期と 18/12 期については、伸び率は鈍化するものの引き続き位置ゲームが同社の成長ドライバーという位置づけは変わらず、一方、スマートノベル、コンテンツサービスは一定の速度で縮小していくことを予想し、二年平均の増収幅は、約 10%の伸びを予想する。次の成長に向けての先行投資期に入る為、利益率の改善幅は緩やかにとどまり、二年平均の営業増益率は約 12%の伸びを予想する。

【 図表 24 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

決算期	14/12単	15/12連	16/12連(E)	17/12連(E)	18/12連(E)
売上高	1,540	1,751	1,958	2,194	2,379
前期比	-0.9%	13.7%	11.8%	12.0%	8.4%
サービス別					
ソーシャルアプリサービス	653	916	1,183	1,458	1,680
前期比	-2.6%	40.2%	29.1%	23.2%	15.2%
位置情報連動型ゲーム	300	610	1,019	1,348	1,595
前期比	7.7%	103.5%	66.9%	32.2%	18.3%
スマートノベル	332	293	154	100	75
前期比	-7.6%	-11.8%	-47.5%	-35.0%	-25.0%
その他	21	12	10	10	10
前期比	-35.6%	-42.0%	-18.6%	0.0%	0.0%
コンテンツサービス	886	835	775	736	699
前期比	0.4%	-5.8%	-7.2%	-5.0%	-5.0%
営業利益	211	314	499	577	631
前期比	52.0%	48.5%	59.0%	15.6%	9.4%
営業利益率	13.7%	17.9%	25.5%	26.3%	26.5%
経常利益	212	305	499	577	631
前期比	52.5%	43.9%	63.3%	15.6%	9.4%
経常利益率	13.8%	17.5%	25.5%	26.3%	26.5%
当期純利益	118	185	320	399	436
前期比	73.9%	56.5%	73.0%	24.6%	9.3%

(注) E：証券リサーチセンター予想、単：単体決算、連：連結決算、15/12期の前期比は14/12期単体決算との比較  
(出所) モバイルファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 25 】 財政状態、キャッシュ・フローの予想

(単位：百万円)

決算期	14/12	15/12	16/12E	17/12E	18/12E
<b>貸借対照表</b>					
現預金	624	1,116	1,422	1,696	1,963
売掛金	327	449	456	511	554
その他	38	48	49	53	55
流動資産	989	1,613	1,927	2,260	2,572
有形固定資産	36	44	127	137	147
無形固定資産	65	29	-20	-49	-48
投資その他の資産	93	108	108	108	108
固定資産	194	182	216	196	207
資産合計	1,184	1,795	2,143	2,457	2,779
買掛金	11	6	8	9	10
未払金	119	129	126	123	123
未払法人税等	73	95	107	106	117
その他	64	87	95	122	136
流動負債	267	317	336	360	386
資産除去債務	11	11	11	11	11
固定負債	11	11	11	11	11
純資産合計	905	1,467	1,795	2,084	2,382
(自己資本)	905	1,467	1,795	2,084	2,382
(少数株主持分+新株予約権)	0	0	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>					
税金等調整前当期純利益	212	305	499	577	631
減価償却費	126	104	97	109	128
売上債権の増減額 (-は増加)	-56	-122	-6	-55	-43
仕入債務の増減額 (-は減少)	-8	-5	2	0	0
賞与引当金の増減額 (-は増加)	1	24	2	5	5
その他	16	31	0	16	7
法人税等の支払額	-110	-121	-167	-178	-184
営業活動によるキャッシュ・フロー	181	216	427	474	544
有形固定資産の取得による支出	0	-13	-14	-20	-20
無形固定資産の取得による支出	-127	-80	-60	-90	-140
その他	2	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-124	-93	-74	-110	-160
株式発行による収入	0	487	0	0	0
配当金の支払額	0	0	-47	-89	-117
その他	0	-119	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	0	368	-47	-89	-117
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	56	491	306	274	266
現金及び現金同等物の期首残高	568	624	1,116	1,422	1,696
現金及び現金同等物の期末残高	624	1,116	1,422	1,696	1,963

(注) E：証券リサーチセンター予想、15/12期より連結決算、14/12期単体決算

(出所) モバイルファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 「駅メモ！」の伸びの一巡によるバリュエーションの低下

同社の株価は、将来的に位置ゲーム市場において更にシェアを伸ばす事がある程度織り込まれていると当センターでは考えている。その為、「駅メモ！」の売上の伸び率が低下して、更に新作による増収の牽引が見込めない場合には、コスト削減等により増益の確保等ができたとしても、株価が切り下がる可能性がある。

### ◆ 大手の参入による競争激化の可能性

現在、位置ゲームジャンルは、ニッチ市場という認識のもと、参入企業は限定的であるが、当市場が急激に拡大し、大手が参入してくると、堅実にシェア拡大を目指す同社に対し、他社は豊富な資金力を武器に一気にシェアを奪いにくる可能性がある。同社のミドルリスク・ミドルリターン of 堅実経営は、安心感がある半面、爆発的な成長性という点ではやや劣る為、大手の新規参入は要注意である。

### ◆ 経営方針が大きく変わる可能性

同社の強みの一つとして、収益性が確保できない事業は早期に縮小し、赤字を継続することを避ける決断力があげられる。これは現在のコアサービスであっても例外ではないと考えられ、外部環境の変化によっては、現在の経営方針が大きく変更される可能性がある。

# ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

モバイルファクトリー(3912 東証マザーズ) 発行日 2016/5/13

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■ 協賛会員

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

## 本レポートの特徴

**「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

### ■ 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

## 本レポートの構成

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 Ratio)

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。
- ・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。