

ホリスティック企業レポート アピリッツ

4174 東証スタンダード

ベーシック・レポート
2022年6月10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 20220607

**EC サイト等の開発、運用・保守やオンラインゲームの開発・運用等を展開
好調な市場環境と売上高外注費率の改善等により、23年1月期は高成長を予想**

1. 会社概要

- ・アピリッツ(以下、同社)は、法人顧客向け Web ソリューション事業と、法人顧客、個人ユーザー向けオンラインゲーム事業を展開する情報サービス企業である。
- ・売上高構成比ではオンラインゲーム事業が過半を占めるが、利益率が高い Web ソリューション事業の利益構成比(調整額控除前)が 22/1 期において 72.7%となっている。

アナリスト:大間知淳
+81(0)3-6812-2521
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】

	2022/6/3
株価 (円)	1,171
発行済株式数 (株)	3,981,600
時価総額 (百万円)	4,662

2. 財務面の分析

- ・16/1 期(単体)~22/1 期(連結)の期間では、売上高は年平均 14.2%増加したものの、経常利益は同 6.3%減少した。PC 向け自社開発ゲームが好調だった 16/1 期は過去最高益であったが、スマートフォン向けへの移行に伴う採算低下やヒット作の減少等により、オンラインゲーム事業の利益率が大幅に悪化したためと推測される。
- ・今回選定した類似企業と比べると、収益性はやや低いものの、成長性は良好であった。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	41.3	17.2	13.7
PBR (倍)	2.4	2.2	1.9
配当利回り (%)	0.4	0.9	1.1

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、事業の安定成長を重視した経営姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、Web ソリューション事業における安定成長の継続と M&A、オンラインゲーム事業における人員増加や海外展開により、事業規模の拡大を目指している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/1 期の業績について、好調な市場環境と前期に上昇した売上高外注費率の改善等を想定し、前期比 19.9%増収、87.0%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、中期的にも、両事業において成長を見込んでおり、24/1 期は前期比 11.2%増収 19.9%営業増益、25/1 期は同 10.0%増収 19.3%営業増益と予想している。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	23.2	44.8	4.5
対TOPIX (%)	22.4	42.9	5.1

【株価チャート】



【4174 アピリッツ 業種：情報・通信業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2021/1	3,889	8.7	229	59.3	229	59.9	125	88.7	39.1	477.4	0.0
2022/1	4,795	-	233	-	220	-	109	-	28.4	483.4	5.0
2023/1 CE	5,654	17.9	413	77.3	410	86.4	262	140.4	65.8	-	10.0
2023/1 E	5,750	19.9	436	87.0	434	97.2	271	148.2	68.1	541.4	10.0
2024/1 E	6,395	11.2	523	19.9	521	20.0	340	25.5	85.4	615.9	13.0
2025/1 E	7,035	10.0	624	19.3	622	19.4	418	22.9	105.0	705.9	16.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。2022/1期以降は連結決算。2021年10月1日付で1：3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

目次

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

◆ Web ソリューション事業とオンラインゲーム事業を展開

アピリッツ（以下、同社）は、法人顧客向け Web ソリューション事業と、法人顧客、個人ユーザー向けオンラインゲーム事業を展開する情報サービス企業である。

22/1 期におけるセグメント別の売上高構成比は、Web ソリューション事業 45.6%、オンラインゲーム事業 54.4%であった（図表 1）。

【 図表 1 】 セグメント別業績の推移

(単位:百万円)

	セグメント	19/1期		20/1期		21/1期		22/1期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		2,902	100.0%	3,579	100.0%	3,889	100.0%	4,795	100.0%	23.3%
	Webソリューション	1,272	43.8%	1,425	39.8%	1,824	46.9%	2,184	45.6%	19.7%
	オンラインゲーム	1,630	56.2%	2,153	60.2%	2,064	53.1%	2,610	54.4%	26.5%
営業利益 (セグメント利益)		115	100.0%	144	100.0%	229	100.0%	233	100.0%	1.7%
営業利益率		4.0%	-	4.0%	-	5.9%	-	4.9%	-	-
	Webソリューション	391	82.2%	497	88.8%	537	73.5%	556	72.7%	3.5%
		30.8%	-	34.9%	-	29.5%	-	25.5%	-	-
	オンラインゲーム	85	17.8%	62	11.2%	194	26.5%	209	27.3%	7.8%
		5.2%	-	2.9%	-	9.4%	-	8.0%	-	-
	調整額	-361	-	-416	-	-502	-	-532	-	-

(注) 21/1 期までは単体決算、22/1 期は連結決算、営業利益の構成比は、調整額 (全社費用) 控除前 (出所) アピリッツ有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

利益率では、Web ソリューション事業がオンラインゲーム事業を大きく上回っている。セグメント利益構成比 (調整額控除前) では、Web ソリューション事業 72.7%、オンラインゲーム事業 27.3%となっており、Web ソリューション事業が同社の中核事業と位置付けられる。

◆ Web ソリューション事業

Web ソリューション事業は、顧客企業の EC サイトや Web システム、スマートフォンアプリ等を対象に、コンサルティング (戦略・分析、企画・設計) から開発、ASP^{注1}、運用・保守に至るまでワンストップでサービスを提供している。全ての工程を自社内で対応できるため、顧客ニーズを的確に捉えた上で、安価かつ迅速なサービス提供が可能となっている。なお、対象とするシステムは、EC サイト等、多数の個人ユーザーがアクセスするものを中心としており、業務管理向けはあまり手掛けていない。

(注 1) ASP (Application Service Provider) とは、アプリケーションソフトをネットワーク経由で提供するサービスや事業者を言う。

(注 2) オープンソースとは、プログラムの内容を公開し、誰でも自由に改良・再配布が出来るようになっているプログラムを言う。

受託開発サービスでは、スクラッチ開発のほか、オープンソース^{注2}ソフトウェアの Ruby を用いて自社で開発した EC サイト構築パッケージ「エレコマ」を利用して、低価格で高機能な EC サイトの構築も支援している。

(注3) AWS (Amazon Web Services) とは、Amazon.com が提供するクラウドコンピューティングサービスである。

同社は、AWS ^{注3} のサービスパートナー (プレミアム、アドバンスト、セレクト、レジスタード) において、最上位のプレミアムに次ぐランクであるアドバンストパートナーとなっており、AWS の設計導入・活用実績は 120 件を超えている。

主要な ASP サービスとしては、サイト内のコンテンツや商品を対象として、キーワード検索が出来る「Advantage Search」が挙げられる。

サービス別の売上高構成比は、コンサルティング約 1 割、ASP 約 1 割、開発約 6 割、運用・保守約 2 割となっている。同社は、売上高の継続的かつ累積的な増加を実現するため、オンラインゲーム事業に比べて安定的で成長性が高い Web ソリューション事業の売上高と契約継続率を重視している。22/1 期の Web ソリューション事業における契約継続率 (売上高ベース) は 78.3%であった。コンサルティングから開発、運用・保守までを自社内で完結していることが高い契約継続率に繋がっている。

Web ソリューション事業の売上高は、高い顧客継続率を背景に、每期、着実に拡大している。コロナ禍において EC 事業を展開する顧客からの需要が増加した 21/1 期は、前期比 28.0%増収と高い伸びとなった (図表 2)。セグメント利益率については、概ね 25%~35%の範囲で推移している。利益率の変動は、主に売上高労務費率や売上高外注費率の変動によって生じていると見られる。

Web ソリューション事業の 22/1 期末の従業員数は 194 名であった。

【 図表 2 】 Web ソリューション事業の業績推移 (単位:百万円)

	19/1期		20/1期		21/1期		22/1期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	1,272		1,425	12.0%	1,824	28.0%	2,184	19.7%
セグメント利益	391		497	27.0%	537	8.1%	556	3.5%
セグメント利益率	30.8%		34.9%	-	29.5%	-	25.5%	-
期末事業従業員数	-		-		178		194	9.0%

(出所) アピリッツ有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ オンラインゲーム事業

オンラインゲーム事業は、スマートフォンと PC 向けにオンラインゲームの開発、運営を手掛けている。10 年 11 月にオンラインゲーム事業を開始した際は、PC 向けであったが、現在ではほぼスマートフォン向けとなっている。サービスの形態としては、ゲームの企画から開発・運営までを自社で行う「自社ゲーム開発 (以下、自社ゲーム)」

パートナー企業名で提供されるゲームの企画から開発・運営を請負う「パートナー受託」、ゲーム開発企業に同社の開発技術者やクリエイターを派遣する「クリエイター派遣」に大別される。

(自社ゲーム)

自社ゲームでは、自社のオンラインゲームプラットフォームである「Appirits Game Project」及び、他社オンラインゲームプラットフォーム運営会社である Google LLC、Apple Inc.を通じてオンラインゲームを無料で提供し、ゲーム内のアイテム課金等により収益を得ている。

キャラクターデザイン、シナリオ作成、開発、運営を同社が一貫して行うことで、オンラインゲーム制作・運営に関するノウハウを蓄積している。

運営中の自社ゲームは、22/1 期末では「ゴエティアクロス」(18年9月リリース)の1タイトルのみとなっている。開発中のパイプラインとしては、「式姫 Project」(22年中のリリース予定)が挙げられる。

(パートナー受託)

パートナー受託開発では、パートナー企業に対して、自社ゲーム開発で培ったノウハウを活用し、オンラインゲームの受託開発を行っている。22/1 期末時点では、パートナーゲーム1タイトルの開発を行っている。受託開発に関しては開発売上を得ている。

受託開発したゲームをリリースした後、運營業務についても受託する場合は、期間に対応した運営保守売上を受領するほか、契約によっては顧客の売上に応じたインセンティブ収入も得ている。

同社は、近年、自社で受託開発していないタイトルの運営権を、他社から取得(運営移管)する形態を積極化させており、その運営収入をパートナー受託に計上している。トライフォート(現 Trys)から19年2月に取得した「演義シリーズ」(関ヶ原演義、繚乱三国演義、疾風幕末演義)や、セガサミーホールディングス(6460 東証プライム)傘下のセガから21年8月に取得した「けものフレンズ3」がその例である。

22/1 期末のパートナー受託の運営は6ライン体制となっている。内訳は、運営移管が「演義シリーズ」、「けものフレンズ3」の2ライン、パートナーゲーム運営がマーベラス(7844 東証プライム)の「一騎当千エクストラバースト」等の3ライン、パートナーゲーム共同運営がアカツキ(3932 東証プライム)の「UNI'S ON AIR(ユニゾンエア-)」の1ラインとなっている。

(クリエイター派遣)

クリエイター派遣では、オンラインゲーム開発のノウハウを持つ同社のクリエイターを他のゲーム開発会社に派遣し、派遣先に常駐してゲーム開発を支援している。クリエイター派遣では、人材の職種、人数、時間等に応じた人材派遣収入を派遣先から受領している。

オンラインゲーム事業の 22/1 期の売上高構成比は、パートナー受託 72.26%、クリエイター派遣 14.96%、自社ゲーム 12.78%であった。パートナー受託とクリエイター派遣の拡大により、オンラインゲーム事業の売上高は増加基調で推移している。しかし、ヒット作の有無による変動が激しい自社ゲームについては、19/1 期以降では 20/1 期をピークに大幅に減少している。結果として、21/1 期については、オンラインゲーム事業全体では前期比減収を余儀なくされた (図表 3)。

【 図表 3 】 オンラインゲーム事業の業績推移

(単位:百万円)

	内訳	19/1期	20/1期	21/1期	22/1期	
		金額	金額	金額	金額	増減率
売上高		1,630	2,153	2,064	2,610	26.5%
	パートナー受託	636	877	1,175	1,886	60.5%
	クリエイター派遣	148	268	358	390	9.1%
	自社ゲーム	846	1,008	530	333	-37.2%
セグメント利益		85	62	194	209	7.8%
セグメント利益率		5.2%	2.9%	9.4%	8.0%	-
減価償却費		20	43	37	6	-83.3%
のれん償却額		6	8	8	33	284.1%
EBITDA		111	115	240	248	3.5%
EBITDAマージン		6.9%	5.3%	11.7%	9.5%	-
研究開発費		95	95	127	57	-55.1%
ゲームに係る減損損失		18	33	15	36	136.7%
期末事業従業員数		-	-	217	231	6.5%

(注) EBITDA は営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算して算出

(出所) アピリッツ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

セグメント利益率については、概ね 3%~10%の範囲で推移している。20/1 期と 22/1 期の増収時に利益率が低下しているが、20/1 期については、自社ゲームの新作リリースに伴い、減価償却費が増加したほか、広告宣伝費が増加したためと推測される。22/1 期については、広告宣伝費は減少したものの、「けものフレンズ3」の移管作業に伴い、外注費が大幅に増加したためである。

なお、同社は、新作ゲームが予定していた収益を見込めなくなった場合、資産計上しているソフトウェアについて、帳簿価額を回収可能額

まで切り下げる減損損失(特別損失)を計上している。当該損失はセグメント利益に反映されていないことには注意が必要である。

オンラインゲーム事業の22/1期末の従業員数は231名(他、臨時雇用者数69名)であった。

◆ **オンラインゲーム事業では特定顧客への依存度が高い**

Webソリューション事業の取引先は約200社であり、特定顧客に対する依存度は高くない模様である。22/1期の代表的な開発案件としては、KADOKAWA(9468 東証プライム)向けスマートフォンアプリ、東急百貨店向けECサイト、ニッコー(千葉県浦安市)向け電子文書開示システム、カラーズ(兵庫県神戸市)向けペットフードサービスサイト等が挙げられる。

一方、オンラインゲーム事業では、期によって相手先は異なるが、特定顧客への依存度が高い状況にある。オンラインゲーム事業売上高に占める相手先別売上高比率は、19/1期では、パートナー受託の主要顧客であるアカツキが19.7%であった。20/1期では、自社ゲームが好調であったため、プラットフォーム運営会社であるGoogle LLCとApple Inc.が各々22.3%、18.8%であった。21/1期では、パートナー受託の主要顧客であるマーベラスが27.4%であった。なお、22/1期においてもマーベラス向けは総売上高の1割を超えているが、同期においてはWebソリューション事業でも取引があるため、オンラインゲーム事業売上高に占める構成比は不明である(図表4)。

【 図表 4 】 相手先別の売上高の推移

相手先	19/1期		20/1期		21/1期		22/1期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
マーベラス	-	-	-	-	565	14.5	555	11.6
Google LLC	-	-	481	13.4	-	-	-	-
Apple Inc.	-	-	403	11.3	-	-	-	-
アカツキ	320	11.1	-	-	-	-	-	-

(注) 割合は、オンラインゲーム事業売上高に対するものではなく、総売上高に対するもの。総売上高に対する割合が10%未満の場合は割合の記載が省略されている

(出所) アピリッツ有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ **ファンコミュニティサイトを開発・運営するムービングクルーを買収した**

同社は、22年1月にムービングクルー(東京都千代田区)の全株式を取得し、完全子会社化した。ムービングクルーは、ファンコミュニティサイトの企画・開発・運営事業を展開しており、Webソリューション事業に加わった。21/9期業績は、売上高300,066千円、営業利益

401千円、経常利益657千円、当期純利益586千円と公表されている。その他、企業結合日の22年1月1日に受け入れた資産56,511千円、引き受けた負債46,899千円、取得原価110,000千円、のれん100,388千円、償却年数5年と開示されている。

同社は、ムービングクルーの子会社化に伴い、22/1期第4四半期から連結決算に移行した。21年12月31日をみなし取得日とし、22/1期においてはムービングクルーの貸借対照表のみを連結し、22/1期の連結損益計算書に対する影響はアドバイザー費用等(25,900千円)の計上だけであった。

▶ ビジネスモデル

◆ Webソリューションは労働集約型事業だが、利益率は高い

同社が展開する両事業は、共に労働集約型の事業モデルであるが、その利益率は大きく異なっている。

22/1期のWebソリューション事業のセグメント利益率は25.5%と高水準であった。決算説明資料によると、同事業の売上原価は約14.8億円(うち外注費約3.1億円)であり、売上総利益率32.4%、販管費率6.9%と推測される。単体の製造原価明細書で開示している労務費の総額(2,135百万円)と事業別従業員数を踏まえると、同事業の労務費は9億円~10億円と推測される。同事業は、売上原価の8割以上が労務費と外注費によって占められていることから、労働集約型の事業モデルと言える。

Webソリューション事業の売上原価の残りは、通信費、地代家賃等によって構成されている。一方、販管費は約1.5億円に過ぎない。採用費や新規採用者の配属前の人件費等が中心を占めていると見られる。

◆ オンラインゲーム事業は全社費用を考慮すると赤字である

22/1期のオンラインゲーム事業のセグメント利益率は8.0%と低水準であった。同事業の売上原価は約21.3億円(うち、外注費約3.0億円)であり、売上総利益率18.5%、販管費率10.5%と推測される。同事業の労務費は約12億円であると見られる。同事業も、売上原価の約7割が労務費と外注費によって占められていることから、労働集約型の事業モデルと言える。

オンラインゲーム事業の売上原価の残りは、スマートフォンゲームのプラットフォーム運営会社に対する支払手数料が主体となっており、金額は4億円~5億円と推測される。その他の売上原価としては、通信費、地代家賃、自社ゲームに係る減価償却費(6百万円)等が挙げられる。

オンラインゲーム事業の販管費は約 2.7 億円であり、Web ソリューション事業よりも販管費率が高くなっている。採用費や新規採用者の配属前の人件費等に加え、自社ゲームの開発に係る研究開発費 (22/1 期 57 百万円) 及び広告宣伝費、「けものフレンズ3」の移管に伴って計上されたのれん償却額 (同 33 百万円) が要因と見られる。

セグメント情報で開示されている調整額 (22/1 期 532 百万円) は、セグメントに配賦されない全社費用であり、管理部門の人件費や役員報酬、地代家賃、減価償却費等の経費によって構成される。調整額を売上高構成比で両事業セグメントに配賦して見ると、22/1 期におけるオンラインゲーム事業のセグメント損益は 80 百万円の損失となり、同事業は収益性に課題を抱えていることが明らかとなる。

◆ 事業譲受の一部ではのれんと繰延税金資産が計上されている

同社は、これまで複数の事業譲受を行っているが、その一部においては、会計上ののれんだけでなく、繰延税金資産も計上している。事業譲受によって引き継いだ資産 (時価) と負債の差額 (純資産) と取得原価の差は、「税務上ののれん」である資産調整勘定と呼ばれている。資産調整勘定については税効果会計が適用されるため、会計上は、資産調整勘定に法定実効税率を乗じたものが繰延税金資産として投資その他の資産に計上され、資産調整勘定から当該繰延税金資産を控除した残りがのれんとして無形固定資産に計上されている。

会計上ののれんについては、会社が個別に償却年数を定めることが認められている。18 年 5 月に事業譲受した風姿華傳のオンラインゲーム事業については 3 年であり、21 年 4 月に償却が終了している。21 年 8 月に事業譲受したセガの「けものフレンズ3」については 2 年であり、償却期間は 23 年 7 月までである。

一方、資産調整勘定は、会計上ののれんの償却年数とは関係なく、5 年定額で償却するため、当該繰延税金資産も 5 年間に亘り、年間 5 分の一ずつ取り崩されることになる。よって、事業別の繰延税金資産の取崩しの完了時期は、風姿華傳が 23 年 4 月、けものフレンズ3が 26 年 7 月となる。

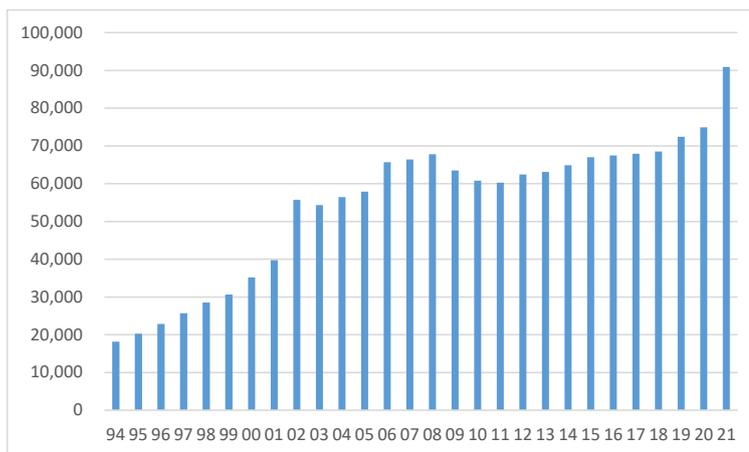
> 業界環境と競合

◆ 国内情報サービス市場は増加基調で推移している

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、21 年で 15 兆 2,969 億円 (前年比 3.5%増) に達している。中でも、Web ソリューション事業を包含する受注ソフトウェア市場 (システムインテグレーションを含む) は 9 兆 904 億円と情報サービス市場の中核を占めている (図表 5)。

受注ソフトウェア市場は、調査が開始された 94 年当時は 1 兆 8,189 億円に過ぎなかったが、情報化投資の急速な拡大を背景に、前回のピークを記録した 08 年には 6 兆 7,814 億円に達した。リーマンショック後の国内企業による IT 投資の削減を受けて、同市場は 11 年には 6 兆 253 億円にまで落ち込んだが、企業業績の回復や、クラウド、AI 等の技術革新に伴って、12 年以降は増加基調が続いている。

【 図表 5 】 受注ソフトウェア市場規模の推移 (単位: 億円)



(注) 暦年ベース。集計対象の見直し等により、数値に連続性がない年がある。
 (出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査を基に証券リサーチセンター作成

◆ **モバイル向けゲーム市場は拡大が予測されている**

角川アスキー総合研究所の「ファミ通モバイルゲーム白書 2021」によれば、20 年のモバイルゲーム市場は全世界で約 7.7 兆円、アジア全体で約 4.2 兆円、うち日本が約 1.2 兆円と推測されており、今後も拡大が期待されている。

◆ **同社と類似した事業構成を持つ上場企業としてはエクストリームとテンダが挙げられる**

特定サービス産業動態統計調査によれば、情報サービス業は、受注ソフトウェア開発とソフトウェアプロダクツ(市場販売目的ソフトウェア)に大別されている。更に、ソフトウェアプロダクツは、ゲームソフトとその他のソフト(ビジネス用途等)によって構成されている。

情報サービス業の上場企業の多くは、法人顧客向け受注ソフトウェア・ソフトウェアプロダクツ(クラウドサービスでの提供を含む)か、個人ユーザー向けゲームソフトのどちらかに開発対象を絞っている。そのため、Web ソリューション事業、オンラインゲーム事業の各々で競合している企業は少なからず存在しているが、両方を主力事業とし

ている企業は少ない。同社と類似した事業構成を持つ上場企業としては、エクストリーム (6033 東証グロース) とテンダ (4198 東証スタンダード) が挙げられる。

エクストリームは、デジタル人材事業 (22/3 期売上高構成比 57.9%、調整額控除前セグメント利益構成比 66.0%)、受託開発事業 (同 35.3%、-4.6%)、コンテンツプロパティ事業 (同 6.8%、38.6%) を展開している。デジタル人材事業では、ゲーム・スマートフォンアプリ・Web・IT 企業等に対し、プログラミング・グラフィック開発スキルを持った社員 (クリエイター及びエンジニア) を派遣し、開発業務を行っている。スマートフォンアプリや家庭用ゲーム、オンラインゲーム等のエンターテインメント系が売上高の 48.9%を占める一方、金融、官公庁、通信向けシステム等の開発を手掛ける Sier 等の IT 企業と、Web サイト運営、ネット広告等の Web 企業によって構成される非エンターテインメント系が 51.1%を占めている。

受託開発事業では、顧客からスマートフォンアプリ等の開発案件を受注し、納品するサービスを提供している。コンテンツプロパティ事業では、自社で保有するゲーム・キャラクター等の知的財産を活用し、ゲーム運営やライセンス事業を行っている。

同社と比べ、人材派遣事業 (デジタル人材事業) の構成比や、ゲーム関連事業 (コンテンツプロパティ事業) の収益性が高い点に特徴がある。コンテンツプロパティ事業においては、香港や上海の企業からゲーム販売額に応じたロイヤリティー収益を得ていることが高い利益率の背景になっている模様である。

テンダは、IT ソリューション事業 (21/5 期売上高構成比 62.5%、調整額控除前セグメント利益構成比 68.2%)、ビジネスプロダクト事業 (同 17.9%、20.3%)、ゲームコンテンツ事業 (同 19.6%、11.5%) を展開している。IT ソリューション事業では、顧客企業のシステム開発を技術者派遣や請負、準委任形態で行っている。ビジネスプロダクト事業では、顧客企業に業務効率化のためのソフトウェア製品を提供している。ゲームコンテンツ事業では、スマートフォンゲームを中心に、自社タイトルの開発・運営に加え、ゲーム化権を所有する他社からのゲーム開発受託、運営等を手掛けている。

同社との違いとしては、ビジネスプロダクト事業を展開していることや、ゲームコンテンツ事業の構成比が低いこと、ゲーム企業への人材派遣は手掛けていないと見られることが挙げられる。

> 沿革・経営理念・株主**◆ 00年に学生ベンチャー企業として設立された**

同社は、00年7月、エンジェル投資家であるエイ・ティー・ジー・シー(22/1 期末出資比率 39.1%、筆頭株主)やクリプトメリア(同 8.0%、第2位株主)の出資を得て、神奈川県藤沢市において学生ベンチャー企業として設立された。エイ・ティー・ジー・シーは、公安指定の自動車教習所を運営するUDS(埼玉県さいたま市)が同社への出資を目的として設立した子会社である。クリプトメリアはエンジェル投資家の資産管理会社である。なお、設立時の商号はケイビーエムジェイであったが、12年6月にアピリッツに変更した。

同社は、01年12月に東京都中央区に本社を移転し、Webソリューション事業を本格稼働させたが、05年頃から業績が悪化していた。05年12月に入社した和田順児氏らが同社の経営を立て直し、14年4月、和田氏は代表取締役社長執行役員CEOに就任した。

同社は、09年2月にiPhoneアプリ等のスマートフォン向け開発事業を開始した。10月には検索エンジンASPサービス「Advantage Search」、12月にはRuby on Railsで構築したECオープンソースパッケージ「エレコマ」をリリースする等、Webソリューション事業のサービス内容が強化された。

◆ 10年からオンラインゲーム事業を開始した

同社は、自社開発、自社ゲームプラットフォームでのPC向けオンラインゲームの提供を10年11月に開始し、オンラインゲーム事業に進出した。12年2月には、他社からの受託でのゲーム開発、運営を開始した。14年3月には、スマートフォン向けオンラインゲームの提供を開始した。17年11月には、オンラインゲーム事業において、他社への人材派遣を開始する等、サービスラインナップが拡充された。

21年2月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、「ザ・インターネットカンパニー」という理念に基づき、「セカイに愛されるインターネットサービスをつくり続ける」ことを目指している。最新のデジタルテクノロジーとクリエイティブ・マーケティングを駆使し、顧客のサービスについては人々の生活をよりよいものへ変革するために事業を拡大するという方針を掲げている。

◆ 株主

22/1 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表6の通りである。22年1月末時点において、エイ・ティー・ジー・シーとク

リプトメリアが発行済株式総数の各々39.1%と 8.0%を保有している。その他の大株主には、魚谷元代表取締役、和田代表取締役社長、上場前からの大株主である事業会社や個人投資家、機関投資家、従業員持株会、金融機関等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は19.5%に過ぎない。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	22年1月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
株式会社エイ・ティー・ジー・シー	1,555,200	39.1%	1	
リプトメリア株式会社	320,400	8.0%	2	
魚谷幸一	186,600	4.7%	3	元代表取締役常務執行役員
和田順児	136,200	3.4%	4	代表取締役社長執行役員CEO
三浦印刷株式会社	90,000	2.3%	5	
笠谷真也	87,900	2.2%	6	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC) 常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行	85,200	2.1%	7	
アピリッツ従業員持株会	81,600	2.0%	8	
株式会社テイクアンドグヴ・ニーズ	60,000	1.5%	9	
楽天証券株式会社	48,600	1.2%	10	
(大株主上位10位)	2,651,700	66.6%	-	
発行済株式総数	3,981,600	100.0%	-	

(出所) アピリッツ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

◆ 過去の業績

同社の業績は設立 16 期目となる 16/1 期以降の数値が開示されている。16/1 期 (単体) から 22/1 期 (連結) の期間では、従業員の増員や Web ソリューション事業での新規顧客の獲得及び案件の大型化、オンラインゲーム事業でのパートナー受託、クリエイター派遣の拡大等により、売上高は年平均 14.2%増加した (図表 7)。

【 図表 7 】 アピリッツの業績推移

(単位:百万円)

セグメント		16/1期	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期	21/1期	22/1期
売上高		2,158	2,218	2,438	2,902	3,579	3,889	4,795
	Webソリューション	906	1,019	1,190	1,272	1,425	1,824	2,184
	オンラインゲーム	1,251	1,198	1,247	1,630	2,153	2,064	2,610
売上総利益		—	—	—	862	1,048	1,184	1,190
売上総利益率		—	—	—	29.7%	29.3%	30.4%	24.8%
販売費及び一般管理費		—	—	—	747	904	954	957
販管費率		—	—	—	25.8%	25.3%	24.5%	20.0%
営業利益 (セグメント利益)		—	—	—	115	144	229	233
営業利益率		—	—	—	4.0%	4.0%	5.9%	4.9%
	Webソリューション	—	—	—	391	497	537	556
	オンラインゲーム	—	—	—	85	62	194	209
	調整額	—	—	—	-361	-416	-502	-532
経常利益		325	222	190	114	143	229	220
経常利益率		15.1%	10.0%	7.8%	4.0%	4.0%	5.9%	4.6%
当期純利益		183	19	127	58	66	125	109
期末従業員数 (名)		186	201	233	295	359	411	462

(注) 18/1 期までは未監査、21/1 期までは単体決算、22/1 期は連結決算

(出所) アピリッツ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

一方、経常利益は同期間で年平均 6.3%減少した。自社開発の PC ゲームが好調だった 16/1 期は、経常利益が 325 百万円に達し、最高益となった。その後は、Web ソリューション事業が着実に成長した一方、自社ゲーム開発の中心が PC ゲームよりも採算が低いスマホゲームにシフトする中で、ヒット作に恵まれず、オンラインゲーム事業の利益率が低下した模様である。

17/1 期の当期純利益は、経常利益の減少に加え、ゲーム需要のスマートフォンへの移行による事業環境の変化に伴い、PC ゲーム 3 タイトルに対して減損損失 171 百万円を特別損失に計上したことから、大幅な減少となった。

オンラインゲーム事業におけるゲームタイトルに係る減損損失については、19/1 期に 18 百万円、20/1 期に 33 百万円、21/1 期に 15 百万円、22/1 期に 36 百万円が計上されている。

◆ 22年1月期の単体決算は前期比23%増収、13%営業増益

22/1期の単体決算は、売上高が前期比23.3%増の4,795百万円、営業利益が同13.0%増の259百万円、経常利益が同7.8%増の246百万円、当期純利益が同8.2%増の135百万円となった(図表8)。

【図表8】22年1月期の単体業績

(単位:百万円)

	21/1期 通期	22/1期							増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	3,889	1,004	1,211	2,216	1,276	1,302	2,579	4,795	23.3%
売上総利益	1,184	286	187	473	341	375	716	1,190	0.5%
売上総利益率	30.4%	28.5%	15.5%	21.4%	26.7%	28.8%	27.8%	24.8%	-
販売費及び一般管理費	954	231	229	460	232	239	471	931	-2.5%
販管費率	24.5%	23.0%	18.9%	20.8%	18.2%	18.4%	18.3%	19.4%	-
営業利益	229	55	-41	13	109	136	245	259	13.0%
営業利益率	5.9%	-	-3.4%	0.6%	8.6%	10.5%	9.5%	5.4%	-
経常利益	229	41	-41	0	109	137	247	246	7.8%
経常利益率	5.9%	14.5%	114.5%	14.5%	8.6%	10.6%	9.6%	5.1%	-
当期(四半期)純利益	125	29	-55	-25	76	84	161	135	8.2%

(出所) アピリッツ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の30.4%から24.8%に低下した。売上高労務費率は前期の49.3%から44.5%に低下したものの、売上高外注費率が前期の6.0%から12.7%に、売上高支払手数料率が前期の6.7%から10.5%に上昇した。外注費については、オンラインゲーム事業において、「けものフレンズ3」の移管作業に伴い、第2四半期に大幅な増加が見られたほか、Webソリューション事業においても、人員増員を上回るペースで拡大していた受注に対応したため、増加を余儀なくされた。支払手数料については、自社ゲーム向けが減少した一方、「けものフレンズ3」の移管に伴い、パートナー受託の運営向けが大幅に増加したと推測される。

一方、管理部門の強化に伴い、給与手当が前期比53百万円増加したものの、自社ゲームについて、開発や広告宣伝活動の縮小に伴い、研究開発費が同70百万円、広告宣伝費が同30百万円減少したため、販管費は同2.5%減少した。増収下において販管費が減少したため、販管費率は前期の24.5%から19.4%に改善した。売上総利益率の悪化幅が販管費率の改善幅を上回ったため、営業利益率は前期の5.9%から5.4%に低下した。

前受金取崩益4百万円を計上したものの、上場関連費用14百万円、株式交付費2百万円を計上したため、営業外収支の赤字は前期の445千円から12,422千円に拡大した。特別損失に計上されたゲームタイトルに係る減損損失は、前期の31百万円から36百万円に増加した。

連結決算のセグメント別では、Web ソリューション事業は、売上高 2,184 百万円（前期単体数値比 19.7%増）、セグメント利益 556 百万円（同 3.5%増）であった（図表 9）。

売上高については、案件の大型化による平均単価の上昇が貢献した。一方、セグメント利益率は前期の 29.5%から 25.5%に低下した。外注費の急増に伴い、売上総利益率が低下したことに加え、ムービングクルーの子会社化に伴うアドバイザー費用の計上により販管費が増加したためである。

【 図表 9 】 22 年 1 月期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	内訳	21/1期 通期	22/1期							増減率
				1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高			3,889	1,004	1,211	2,216	1,276	1,302	2,579	4,795	23.3%
	Webソリューション		1,824	525	503	1,028	544	611	1,156	2,184	19.7%
	オンラインゲーム		2,064	479	708	1,187	731	691	1,423	2,610	26.5%
		パートナー受託	1,175	304	530	834	533	517	1,051	1,886	60.5%
		人材派遣	358	104	91	195	94	100	194	390	9.1%
		自社ゲーム	530	70	85	156	103	73	176	333	-37.2%
営業利益 (セグメント利益)			229	55	-41	13	109	110	219	233	1.7%
営業利益率			5.9%	5.5%	-3.4%	0.6%	8.6%	8.5%	8.5%	4.9%	-
	Webソリューション		537	129	100	230	160	165	326	556	3.5%
			29.5%	24.6%	20.0%	22.4%	29.5%	27.2%	28.3%	25.5%	-
	オンラインゲーム		194	60	-3	57	74	77	152	209	7.8%
			9.4%	12.7%	-0.5%	4.8%	10.2%	11.2%	10.7%	8.0%	-
	調整額		-502	-134	-138	-273	-125	-133	-259	-532	-

(注) 増減率は前期単体数値との比較

(出所) アピリッツ決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

オンラインゲーム事業は、売上高 2,610 百万円（前期比 26.5%増）、セグメント利益 209 百万円（同 7.8%増）であった。

売上高については、自社ゲームが前期比 37.2%減の 333 百万円となったものの、パートナー受託が同 60.5%増の 1,886 百万円、人材派遣が同 9.1%増の 390 百万円となった。自社ゲーム運営については、不振であったアンノウンブライド（20 年 6 月リリース）とオーバーエクリプス（21 年 5 月リリース）を 10 月末で終了した。パートナー受託については、「けものフレンズ3」の移管に伴い、第 2 四半期から売上高が急増した。人材派遣については、「けものフレンズ3」の移管作業に伴い、人員をパートナー受託部門にシフトした第 2 四半期に落ち込みが見られたが、第 3 四半期以降は回復基調となった。

セグメント利益率は前期の 9.4%から 8.0%に低下した。研究開発費や

広告宣伝費等の減少により、販管費は減少したものの、「けものフレンズ3」の移管作業等に伴う外注費の増加により、売上総利益率が大幅に低下した。

なお、ムービングクルーの子会社化に伴い、同社は 22/1 期から連結業績の発表を始めたが、連結損益計算書では、ムービングクルー買収に伴うアドバイザー費用等 25,900 千円が販管費に計上されている（この 25,900 千円は、単体決算では費用計上されずに、関係会社株式の一部として貸借対照表上の資産として計上されている）。

> 他社との比較

◆ 同社と事業構成が似ている企業と比較

同社と事業構成が似ている企業として、企業向けシステムの受託開発に加え、オンラインゲームの運営やゲーム開発企業への技術者派遣を手掛けている企業を選定した。具体的には、エクストリームとテンダを取り上げた（図表 10）。

【 図表 10 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	アピリッツ	エクストリーム	テンダ
	コード 直近決算期	4174 22/1期	6033 22/3期	4198 21/5期
規模	売上高	百万円 4,795	7,231	2,985
	経常利益	百万円 246	714	336
	総資産	百万円 2,795	5,030	1,875
収益性	自己資本利益率	% 7.8	13.6	24.7
	総資産経常利益率	% 10.1	14.6	18.2
	売上高営業利益率	% 5.4	8.2	11.5
成長性	売上高（3年平均成長率）	% 18.2	4.8	5.4
	経常利益（同上）	% 29.1	-5.7	28.7
	総資産（同上）	% 15.4	11.0	7.7
安全性	自己資本比率	% 69.8	70.0	53.4
	流動比率	% 248.3	268.4	270.9
	固定長期適合率	% 35.8	54.9	20.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本+固定負債）、アピリッツの数値は全て単体、テンダの3期前の数値は単体

(出所) アピリッツ及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、過去の M&A で事業規模を拡大したことや、利益率が高いコンテンツプロパティ事業を展開していることから、エクストリームが他社を大幅に上回っている。同社は経常利益では3位ながら、売上高と総資産では2位であり、テンダよりはやや規模が大きい。

財務の安全性に関しては、同社は、流動比率は3位ながら、自己資本比率と固定長期適合率で2位に位置している。エクストリームは、自己資本比率で1位、流動比率で2位、固定長期適合率で3位、テンダは、自己資本比率で3位、流動比率と固定長期適合率で1位に位置している。各社の数値には大きな格差はなく、同社を含め、財務体質は健全と言えよう。

収益性については、営業利益率が高く、資産効率も良好なテンダが全項目で1位となっている。同社は、全ての項目で3位であり、相対的には他社よりも低位である。

成長性については、Webソリューション事業の順調な拡大や、オンラインゲーム市場での事業譲受の貢献等により、全ての項目で同社が他社を上回っている。なお、上場時の公募増資の影響を除いても、同社の総資産成長率は1位であった。

以上のことから、他社に比べ、収益性はやや低いものの、成長性は良好であった。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は事業の安定成長を重視した経営姿勢にある
 同社の知的資本を構成する項目の多くは、事業の安定成長を重視した経営姿勢と関係している（図表 11）。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・オンラインゲーム事業のパートナー受託の主力顧客であるマーベラスに対する依存度が高い	・マーベラス向け売上高構成比	11.6%
		・Webソリューション事業では顧客は分散しているが、取引が継続する顧客が多い	・Webソリューション事業の顧客数	約200社
	ブランド	・両事業の取引先とは長期的な関係を構築しているもの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	22年 (22年5月時点)
			・上場からの経過年数	1年 (22年5月時点)
事業パートナー	・AWSのサービスパートナーにおいて、最上位のプレミアに次ぐランクであるアドバンストパートナーになっており、AWSの設計・導入、活用の実績が豊富である			
		・オンラインゲームのほとんどはGoogle、Appleを経由してサービスを提供している		
	・両事業で外注先である協力会社と取引している	・売上高外注費率 (単体)	12.8%	
組織資本	・安定的で成長性の高いWebソリューション事業においては、売上高と契約継続率を重視している	・Webソリューション事業売上高	2,184百万円	
		・Webソリューション事業契約継続率	78.3%	
	・Webソリューション事業では、顧客企業のECサイトやWebシステムに特化し、コンサルティングから開発、運用・保守までをワンストップで提供することで、高い利益率を確保するとともに、案件の大型化が進んでいる。	・Webソリューション事業の売上高セグメント利益率	25.5%	
		・Webソリューション事業の直近四半期の平均単価	3,994千円 (22/1期4Q)	
	・オンラインゲーム事業では、自社ゲームへの過度な依存は避け、パートナー受託、クリエイター派遣を複合展開することで、人的リソースの有効活用、安定収益の確保を目指している	・オンラインゲーム事業の売上高セグメント利益率	8.0%	
		・オンラインゲーム事業に占めるパートナー受託とクリエイター派遣の合計売上高の比率	87.2%	
知的財産ノウハウ	・「Advantage Serach」等の自社開発ASPサービスを提供している			
	・オープンソースソフトウェアRubyを基に、ECサイト構築パッケージ「エレコマ」を開発、提供している			
人的資本	経営陣	・社長のIT業界経験年数	29年 (22年5月時点)	
		・社外取締役を中心とした取締役会の構成	・取締役会における社外取締役比率	60% (22年5月時点)
	従業員	・Webソリューション事業だけでなく、自社ゲーム開発やオンラインゲームの運営を手掛けていることで、若い技術者の採用に成功している	・連結従業員数	462名
			・平均年齢 (単体)	31.8歳
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	81,600株 (2.0%)
			・ストックオプション	517,800株 (13.0%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、22/1 期または 22/1 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役、監査役の有保有分を含む

(出所) アピリッツ 有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

13/1 期から 22/1 期までの同社の売上高は年平均 16.2%増加しており、16/1 期に若干の減収となったことを除き、安定成長を継続している。16/1 期の減収についても、15/1 期にオンラインゲーム事業が大幅増収となった反動減によるものであり、基調が変化したものではなかった。

同社は、Web ソリューション事業では、高い契約継続率を維持しながら、案件の大型化によって着実な成長を目指している一方、オンラインゲーム事業では、自社ゲームのヒットに依存せず、事業の変動性

が比較的低いパートナー受託とクリエイター派遣に注力することで安定した業績の確保を志向している。

こうした同社の方針は、事業の持続可能性を高めているだけでなく、オンラインゲーム事業においても法人顧客との強固な取引関係の構築に繋がり、独自の地位を確立したと考えられる。以上のことから、事業の安定成長を重視した経営姿勢が同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、契約書関連の電子締結化を進める等、ペーパーレス化を推進しているほか、オフィスにおける 3R (リデュース、リユース、リサイクル) に努めている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ダイバーシティ経営に関し、障がい者・外国人雇用や女性の活躍推進に取り組んでいる。22/1 期末においては、障がい者雇用数 10 名、外国籍社員数 9 名、従業員女性比率 28.9%、女性管理職比率 13.3%となっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 5 名(うち社外取締役 3 名)で構成されている。社外取締役の喜藤憲一氏は、ディップ (2379 東証プライム) 等での取締役の経験があり、04 年 4 月に同社の取締役に就任した。喜藤氏はイーレディー(東京都港区)等の非上場企業数社の社外取締役等を兼務しているほか、同社の株式を 40,800 株、新株予約権を 6 個(1,800 株)保有している。

同じく社外取締役である琴坂将広氏は、複数の会社を経営した後、15 年 4 月に同社の取締役に就任した。琴坂氏は慶應義塾大学総合政策学部准教授や、ユーグレナ (2931 東証プライム)、ユーザベース (3966 東証グロース)、ラスクル (4384 東証プライム) 等の社外取締役を兼務しているほか、同社株式を 9,000 株保有している。もう一人の社外取締役である川又啓子氏は、青山学院大学総合文化政策学部教授であり、22 年 4 月に同社の取締役に就任した。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名(2 名とも社外監査役)の 3 名で構成されている。社外監査役である石上尚弘氏は、弁護士であり、15 年 4 月に同社の監査役に就任した。石上氏は川口化学工業 (4361 東証スタンダード) の社外取締役を兼務しているほか、同社の株式を 1,500 株、新株予約権を 10 個(3,000 株)保有している。

もう 1 人の社外監査役である伊藤英佑氏は、公認会計士であり、15 年 4 月に同社の監査役に就任した。伊藤氏はマーケットエンタープライズ (3135 東証プライム) やモバイルファクトリー (3912 東証プライム) 等の社外監査役を兼務しているほか、同社株式を 4,500 株保有している。

22/1 期に 14 回開催された取締役会について、喜藤氏、琴坂氏、石上氏、伊藤氏は全てに出席した。監査役会については、石上氏、伊藤氏共に全 14 回に出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 人材の確保及び育成

同社は、DX 時代に対応した高いデジタル技術力を維持し、成長を続けるには、若くて優秀な人材の確保と育成が不可欠であると認識している。同社は、これまで新卒採用を積極的に実施しているが、今後も継続的に行う方針である。

◆ オンラインゲーム事業の収益性の改善

オンラインゲーム事業の利益率は、19/1 期以降、概ね 3%から 9%で推移しているが、全社費用である調整額をセグメント別売上高構成比で按分した場合、オンラインゲーム事業の損益は赤字となっている。同社は、パートナー受託の強化や、研究開発費や広告宣伝費の削減等により利益率の改善に取り組んでいるが、なお一層の収益性の改善が求められる。

> 今後の事業戦略

◆ Web ソリューション事業を中心とした成長を目指している

同社は、安定的で成長性が高い Web ソリューション事業の売上高及び契約継続率を重視している。具体的な経営戦略としては、以下の点を掲げている。

◆ Web ソリューション事業における安定成長の継続と M&A による規模拡大

同社は、Web ソリューション事業において、大型かつ長期継続的な取引を獲得することで年平均 16%程度の成長を目指すと共に、M&A 等による事業規模の拡大（人材の確保、新規事業展開）の機会を狙っている。

◆ オンラインゲーム事業における人員増加や海外展開等による規模拡大

同社は、オンラインゲーム事業において、人員増加や海外展開等による規模拡大を志向しているが、具体的な数値目標は掲げていない。

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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 多様なサービスを展開していることが採用面での魅力となり、技術者の獲得で優位に立っていること Webシステム開発の全工程を自社で手掛けることにより、顧客に対して安価かつ迅速にサービスを提供できること Webソリューション事業の契約継続率（売上高ベース）が約8割と高いこと オンラインゲーム事業において、他社向けサービスを提供することで、事業の安定性を確保していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 両事業共に事業規模が小さいこと 全社費用を売上高比率でセグメント別に配賦すると、オンラインゲーム事業は赤字となっていること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> Webソリューションにおける市場の拡大と同社の市場シェアの上昇 パートナー受託やクリエイター派遣に拡大によるオンラインゲーム事業の成長 事業譲受や買収等のM&Aによる事業規模の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> Webソリューション事業において、プロジェクトの採算管理に失敗すること 人手不足の深刻化による採用競争の激化とエンジニアの退職増加 オンラインゲーム事業において、大手顧客とのパートナー受託契約が解約されること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 両事業での M&A（買収及び事業譲受）に期待したい

Web ソリューション事業は、契約継続率の高さや平均単価の上昇傾向から安定成長が見込まれると当センターでも考えているが、より期待したいのは M&A による事業規模の拡大である。同社は、新卒採用により、着実に人員拡充に成功しているとは言え、更なる成長のためには、M&A による技術者の確保とサービスラインナップの強化が必要と思われる。

M&A による影響について、当センターは、22 年 1 月に買収したムービングクルーが買収前の業績を継続するという前提で業績予想に織り込んでおり、買収後のシナジー効果による業績の向上や、新たな買収案件による貢献等は想定していない。ムービングクルーは、同社が今後、実施する M&A を評価する上での試金石となると見られるため、今後の業績動向に注目したい。

オンラインゲーム事業について同社は、M&A による事業規模の拡大には触れていないが、注力分野であるパートナー受託の成長に向けて、他社ゲームの運営移管等を目的とした事業譲受は今後もあり得ると当センターでは考えている。他社から有力なゲームタイトルを獲得出来れば、事業規模の拡大だけでなく、課題であるオンラインゲーム事業の収益性の改善にも繋がると考えられ、オンラインゲーム事業での事業譲受の実施にも当センターでは注目している。

➤ 今後の業績見通し

◆ 23年1月期会社計画は18%増収、77%営業増益

23/1 期の会社計画は、売上高 5,654 百万円（前期比 17.9%増）、営業利益 413 百万円（同 77.3%増）、経常利益 410 百万円（同 86.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 262 万円（同 140.4%増）である（図表 13）。

【 図表 13 】 アピリッツの過去の業績と 23 年 1 月期の計画

(単位：百万円)

	セグメント	会社別	19/1期	20/1期	21/1期	22/1期	23/1期	
			実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高			2,902	3,579	3,889	4,795	5,654	17.9%
	Webソリューション		1,272	1,425	1,824	2,184	2,947	34.9%
		単体	1,272	1,425	1,824	2,184	2,652	21.4%
	ムービングクルー		—	—	—	—	295	—
	オンラインゲーム		1,630	2,153	2,064	2,610	2,706	3.7%
売上総利益			862	1,048	1,184	1,190	1,499	26.0%
	売上総利益率		29.7%	29.3%	30.4%	24.8%	26.5%	—
		単体	862	1,048	1,184	1,190	1,447	21.6%
		ムービングクルー	—	—	—	—	52	—
販売費及び一般管理費			747	904	954	957	1,085	13.5%
	販管費率		25.8%	25.3%	24.5%	20.0%	19.2%	—
		単体	747	904	954	931	1,050	12.8%
		連単差	—	—	—	25	35	—
営業利益 (セグメント利益)			115	144	229	233	413	77.3%
	営業利益率		4.0%	4.0%	5.9%	4.9%	7.3%	—
	Webソリューション		391	497	537	556	783	40.7%
		単体	391	497	537	556	766	37.7%
		ムービングクルー	—	—	—	—	17	—
	オンラインゲーム		85	62	194	209	232	11.0%
	調整額		-361	-416	-502	-532	-602	—
経常利益			114	143	229	220	410	86.4%
	経常利益率		4.0%	4.0%	5.9%	4.6%	7.3%	—
親会社株主に帰属する当期純利益			58	66	125	109	262	140.4%

(注)22/1 期以降は連結決算、23/1 期計画の販管費の連単差、営業利益の調整額は証券リサーチセンターの推定値、ムービングクルーの営業利益はのれん償却額控除後

(出所) アピリッツ 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別売上高については、Web ソリューション事業は、良好な市場環境を背景に、2,947 百万円（前期比 34.9%増）を見込んでいる。会社別では、単体 2,652 百万円（同 21.4%増）、ムービングクルー 295 百万円を見込んでいる。オンラインゲーム事業は、自社ゲームや運営移管タイトルの売上予測が困難であることから、新規案件は見込まずに、2,706 百万円（同 3.7%増）と保守的な数値を想定している。

セグメント利益については、Web ソリューション事業は、増収効果と売上高外注費率の改善を想定し、783 百万円（前期比 40.7%増）を見込んでいる。会社別では、単体 766 百万円（同 37.7%増）、ムービングクルー 17 百万円（のれん償却後）を見込んでいる。オンラインゲ

ーム事業は、売上高外注費率の改善により、232 百万円 (同 11.0%増) を見込んでいる。

売上総利益率については、新卒採用者 (内定承諾者数 43 名) の加入による労務費の増加を見込む一方、両事業での売上高外注費率の改善効果が上回り、前期の 24.8%から 26.5%への上昇を予想している。販管費については、のれん償却額 (「けものフレンズ3」前期 6 カ月分→12 カ月分、ムービングクルー前期なし→12 カ月分)、採用関連費等の増加を見込み、1,085 百万円 (前期比 13.4%増) を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、23/1 期業績を、売上高 5,750 百万円 (前期比 19.9%増)、営業利益 436 百万円 (同 87.0%増)、経常利益 434 百万円 (同 97.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 271 百万円 (同 148.2%増) と予想する (図表 14)。

【 図表 14 】 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)

	21/1期	22/1期	23/1期CE	23/1期E	24/1期E	25/1期E
損益計算書						
売上高	3,889	4,795	5,654	5,750	6,395	7,035
前期比	8.7%	-	17.9%	19.9%	11.2%	10.0%
セグメント別						
Webソリューション事業	1,824	2,184	2,947	2,925	3,375	3,825
オンラインゲーム事業	2,064	2,610	2,706	2,825	3,020	3,210
営業利益	229	233	413	436	523	624
前期比	59.3%	-	77.3%	87.0%	19.9%	19.3%
営業利益率	5.9%	4.9%	7.3%	7.6%	8.2%	8.9%
セグメント別						
Webソリューション事業	537	556	783	778	897	1,024
オンラインゲーム事業	194	209	232	258	291	321
調整額	-502	-532	-602	-600	-665	-721
経常利益	229	220	410	434	521	622
前期比	59.9%	-	86.4%	97.2%	20.0%	19.4%
経常利益率	5.9%	4.6%	7.3%	7.6%	8.2%	8.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	125	109	262	271	340	418
前期比	88.7%	-	140.4%	148.2%	25.5%	22.9%

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想、22/1 期以降は連結決算 (出所) アピリッツ決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、Web ソリューション事業は、売上高 2,925 百万円 (前期比 33.9%増)、セグメント利益 778 百万円 (同 39.7%増) と予想した。売上高については、好調な市場環境が継続すると想定し、単体は 2,630 百万円 (同 20.4%増) と見込む一方、ムービングクルーについては会社計画と同じ 295 百万円と見込んだ。

セグメント利益については、前期に大幅に悪化した売上高外注費率が改善すると想定し、単体は 761 百万円と見込んだ。ムービングクルー

については、会社計画と同じ17百万円(のれん償却後)と見込んだ。

オンラインゲーム事業は、売上高2,825百万円(前期比8.2%増)、セグメント利益258百万円(同23.3%増)と予想した。

売上高については、「けものフレンズ3」が年度を通じて寄与することや、新規開発案件が貢献すると想定し、パートナー受託は2,100百万円(前期比11.3%増)と見込んだ。自社ゲームについては、新作の投入が下期になると想定したことや、前期に運営を停止した2タイトルの売上高が剥落することから、330百万円(同1.1%減)と見込んだ。クリエイター派遣については、自社ゲーム及びパートナー受託の開発や運営に人員をシフトする時期もあると考え、前期比1.2%増の395百万円にとどまると予想した。

セグメント利益については、前期に大幅に悪化した売上高外注費率が改善すると想定し、258百万円(前期比23.3%増)と見込んだ。

調整額(全社費用)については、600百万円(前期は532百万円)と予想した。会社規模の拡大に伴い、管理費用が増加すると考えた。

24/1期は、売上高6,395百万円(前期比11.2%増)、営業利益523百万円(同19.9%増)と見込んだ。

セグメント別では、Webソリューション事業は、売上高3,375百万円(前期比15.4%増)、セグメント利益897百万円(同15.3%増)と予想した。売上高については、好調な市場環境が継続すると想定し、単体は3,080百万円(同17.1%増)と見込んだ。一方、ムービングクルーについては、事業環境に関する情報が不足しているため、23/1期予想と同額の295百万円と見込んだ。

セグメント利益については、人員増員に伴う労務費の増加等を想定し、単体は880百万円(前期比15.6%増)と見込んだ。ムービングクルーについては、23/1期予想と同額の17百万円と見込んだ。

オンラインゲーム事業は、売上高3,020百万円(前期比6.9%増)、セグメント利益291百万円(同12.8%増)と予想した。

売上高については、新規開発案件が貢献すると想定し、パートナー受託は2,250百万円(前期比7.1%増)と見込んだ。自社ゲームについては、23/1期の新作に加え、24/1期下期にも新作が投入されると想定し、360百万円(同9.1%増)と見込んだ。クリエイター派遣については、410百万円(同3.8%増)と予想した。

セグメント利益については、増収効果に加え、「けものフレンズ3」ののれん償却額が前期比半減の31百万円となること等を踏まえ、291百万円(前期比12.8%増)と見込んだ。

調整額(全社費用)については、管理費用の増加を想定し、665百万円(23/1期予想は600百万円)と予想した。

25/1期は、売上高7,035百万円(前期比10.0%増)、営業利益624百万円(同19.3%増)と見込んだ。

セグメント別では、Webソリューション事業は、売上高3,825百万円(前期比13.3%増)、セグメント利益1,024百万円(同14.2%増)と予想した。売上高については、好調な市場環境が継続すると想定し、単体は3,530百万円(同14.6%増)と見込んだ。一方、ムービングクルーについては、24/1期予想と同額の295百万円と見込んだ。

セグメント利益については、人員増員に伴う労務費の増加等を想定し、単体は1,007百万円(前期比14.4%増)と見込んだ。ムービングクルーについては、24/1期予想と同額の17百万円と見込んだ。

オンラインゲーム事業は、売上高3,210百万円(前期比6.3%増)、セグメント利益321百万円(同10.3%増)と予想した。

売上高については、新規開発案件が貢献すると想定し、パートナー受託は2,400百万円(前期比6.7%増)と見込んだ。自社ゲームについては、24/1期の新作に加え、25/1期下期にも新作が投入されると想定し、390百万円(同8.3%増)と見込んだ。クリエイター派遣については、420百万円(同2.4%増)と予想した。

セグメント利益については、増収効果に加え、「けものフレンズ3」ののれん償却額が剥落すること等を踏まえ、321百万円(前期比10.3%増)と見込んだ。

調整額(全社費用)については、管理費用の増加を想定し、721百万円(24/1期予想は665百万円)と予想した。

同社は、株主への利益還元を経営上の重要施策の一つと位置付け、事株主資本と収益環境の状況を総合的に勘案して利益配分を行うことを基本方針としている。将来的な総還元性向については30%を目標としている。22/1期には5円の配当を実施した(配当性向17.6%)。23/1期は、中間配当5円と期末配当5円の合計で年間10円(同15.2%)と予想している。

当センターでは、同社の配当に関する基本方針と当センターの業績予想に基づき、23/1期は10円、24/1期は13円、25/1期は16円の年間配当を予想している。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	21/1期	22/1期	23/1期CE	23/1期E	24/1期E	25/1期E
貸借対照表						
現預金	1,032	1,439		1,756	2,054	2,393
売上債権	562	512		614	683	752
棚卸資産	61	122		122	122	122
その他	48	74		74	74	74
流動資産	1,705	2,148		2,567	2,934	3,342
有形固定資産	34	75		59	55	51
無形固定資産	3	194		134	90	70
投資その他の資産	336	397		378	365	353
固定資産	374	667		572	511	474
資産合計	2,079	2,815		3,140	3,445	3,817
買掛金	22	88		142	157	173
短期借入金	-	300		300	300	300
1年内返済予定長期借入金	39	6		3	3	0
未払法人税等	40	14		89	99	112
その他	479	481		449	436	421
流動負債	542	884		981	992	1,006
長期借入金	3	6		3	0	0
固定負債	3	6		3	0	0
純資産合計	1,533	1,924		2,155	2,452	2,810
(自己資本)	1,533	1,924		2,155	2,452	2,810
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	197	183		434	521	622
減価償却費	56	23		33	37	43
減損損失	31	36		0	0	0
のれん償却額	10	33		82	51	20
売上債権の増減額 (-は増加)	-159	74		-102	-68	-68
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-13	-58		0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	3	59		53	15	16
その他	151	80		-10	0	0
法人税等の支払額	-62	-55		-87	-171	-191
営業活動によるキャッシュ・フロー	173	307		403	384	442
有形固定資産の取得による支出	-1	-57		-10	-10	-10
無形固定資産の取得による支出	-23	-41		-30	-30	-30
その他	-65	-327		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-89	-426		-40	-40	-40
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	300		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-60	-39		-6	-3	-3
株式の発行による収入	-	243		0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	36		0	0	0
上場関連費用による支出	-	-14		-	-	-
配当金の支払額	-	-		-39	-43	-59
財務活動によるキャッシュ・フロー	-60	525		-46	-46	-62
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	0	0		0	0	0
現金及び現金同等物の期首残高	1,008	1,032		1,439	1,756	2,054
現金及び現金同等物の期末残高	1,032	1,439		1,756	2,054	2,393

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、22/1期以降は連結決算
(出所) アピリッツ決算短信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**◆ 法的規制について**

同社が運営するオンラインゲームは、有料アイテム・コンテンツを購入して利用することが可能であることから、「資金決済に関する法律」に沿った運用が求められている。そのほか、「不当景品類及び不当表示防止法」、「特定商取引に関する法律」等の種々の法律による規制を受けている。同社は、法的規制の把握に努め、法令を遵守して事業を運営しているが、万一、法律に違反するような事象が発生した場合は、同社の事業等に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 大株主の株式売却リスク

同社設立時からの大株主であるエイ・ティー・ジー・シーとクリプトメリアはエンジェル投資家であり、合計すると同社の発行済株式総数の47.1%を保有している。両株主は、上場時の売出し以外に保有株式を売却していないが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却した場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 四半期利益が大幅に悪化する可能性

同社が展開する両事業の需要には、季節性がほとんどなく、売上高は比較的安定しているが、外注費が急増した四半期の利益は前四半期比で大幅に悪化しており、注意が必要である。

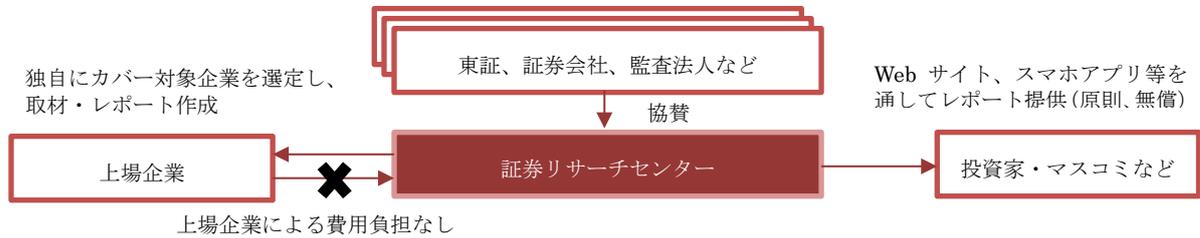
具体的には、Webソリューション事業では、高水準となっていた受注残高の削減に向けて外注費を増やしたため、セグメント利益は、21/1期第4四半期141百万円(外注費29百万円)、22/1期第1四半期129百万円(同98百万円)、第2四半期100百万円(同73百万円)と推移した。一方、オンラインゲーム事業では、「けものフレンズ3」の移管作業に伴って外注費を大幅に増やしたため、セグメント損益は、22/1期第1四半期60百万円の利益(同19百万円)、第2四半期3百万円の損失(同159百万円)と推移した。

以上のことから、当センターでは、四半期利益が大幅に悪化する可能性を投資に際しての留意点として取り上げると共に、外注費等の費用の増減を注意深く観察する必要があると考えている。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
エイチ・エス証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
いちよし証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。