

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

J-Phoenix Research Inc.

JPR

Independent Research & Advisory

GCC経営™分析ブリーフィングメモ

株式会社アピリッツ

東証スタンダード 証券コード :4174

GCC経営™分析による

アップサイド約4.2倍の可能性

セカイに愛されるインターネットをつくり続ける

2022年12月21日

投資は自己責任で！

本動画は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本動画の作成に当たり、作成者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本動画は、作成者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。見解や予測は、作成者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

動画の情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、対象上場企業、及び作成者が何ら責任を負うものではありません。

INDEX

目次

01 **JPR・分析手法の紹介**

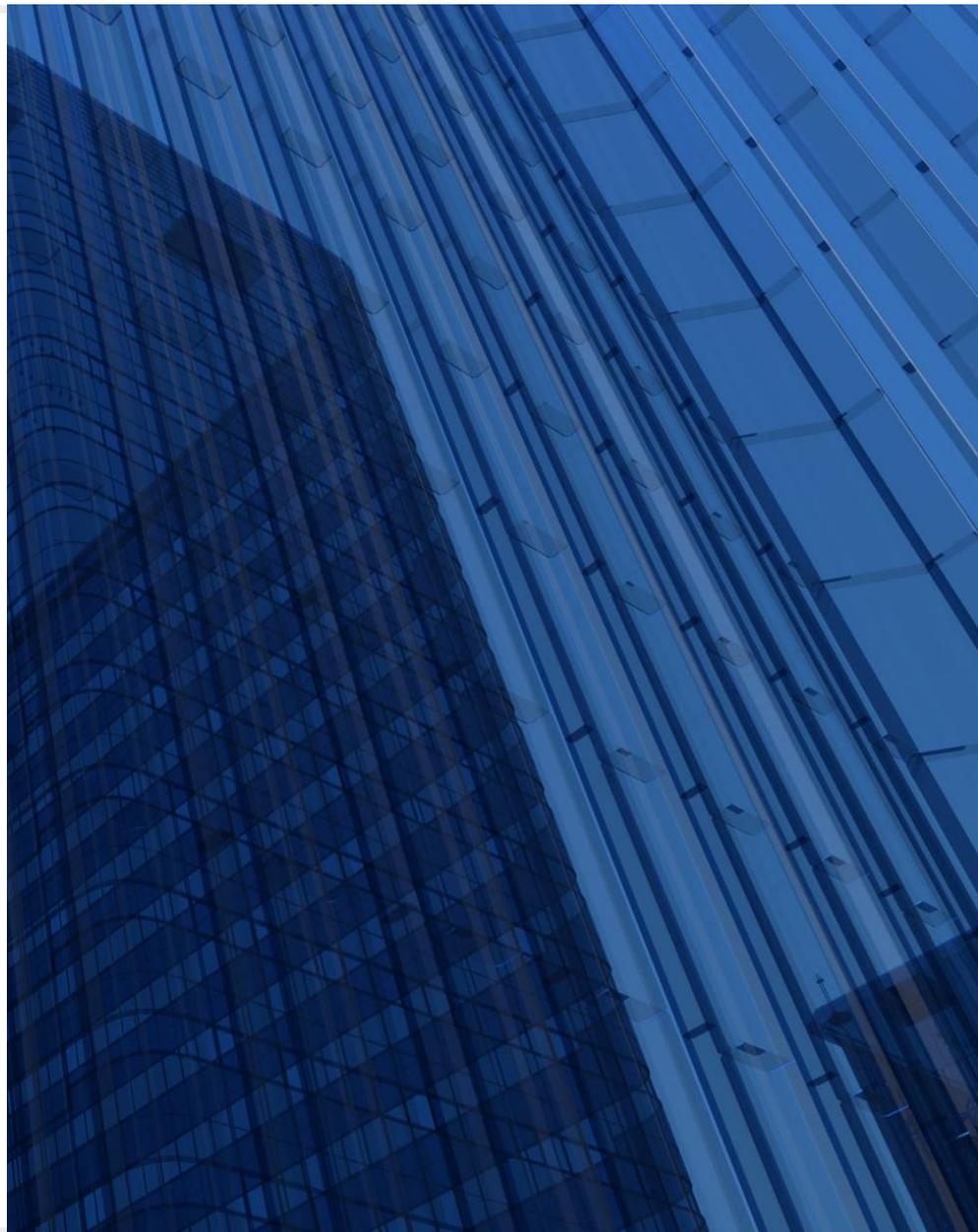
02 **アプリッツの分析**

03 **今後の展望**



JPR・分析手法 の紹介

01



自己紹介



ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社
代表取締役 宮下 修

- 1989年 野村総合研究所入社。財務アドバイザー業務に従事等の調査に従事
- 1999年 ノーベル経済学賞を受賞したモジリアーニ教授、ミラー教授のフレームワークを活用する米国コンサルティング会社、スターンシュワート社の東京支店入社。
- 2001年 メリルリンチ証券会社入社。投資銀行部門にて、M&A、株式引受、財務アドバイザー業務、格付けアドバイス、IRコンサルティング業務等に従事
- 2004年 AIGコーポレート・ソリューションズ[®]・インクに入社。
- 2005年 取締役パートナーとしてジェイフェニックスリサーチ入社。（2009年代表取締役）
- 2013年 2016年までUTグループ2146の事業開発部門長として上席執行役員を兼務
- 2019年 2019年に、ITと企業価値の総合アドバイス体系の構築のために東証プライム株式会社スカラ4845とジェイフェニックスリサーチが事業統合。スカラの最高戦略責任者を兼務

早稲田大学政治経済学部経済学科卒業、ロンドン大学CITY校MBA in Finance、
ドイツ・コンスタンツ大学経済統計学部修士
日本証券アナリスト協会 検定会員、米国CFA協会 認定証券アナリスト
日本ディープレニング協会 E資格 2021 #1

会社紹介

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社



事業内容	： ROIC※1、WACC※2をベースにした証券アナリストレポート作成※3 IR支援・調査・経営コンサルティング・投資ファンド向け銘柄発掘支援
所在地	： 中央区日本橋茅場町1-8-1 茅場町一丁目平和ビル9F
設立	：2003年5月
代表取締役	： 宮下 修、米国CFA協会認定アナリスト JDLA Deep Learning for ENGINEER 2021 #1 合格者
資本金	：1,000万円

※1 投下資本利益率 (Return On Invested Capita)、※2 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)の略。
機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念

※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

会社紹介

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

JPR
Independent Research & Advisory

事業内容 : ROIC※1、WACC※2をベースにした証券アナリストレポート作成※3
ID支援、調査、経営コンサルティング、投資ファンド向け銘柄発掘支援

**ROICとWACCを10年予測し
株主価値を推計する**

日本唯一の証券アナリストレポートを発行

機関投資家の手法を個人も活用可能に！

「一歩先を行く個人投資家へ」

※1 投下資本利益率 (Return On Invested Capita)、※2 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)の略。
機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念

※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

会社紹介

$$\text{ROIC} = \frac{\text{税引き後営業利益率}}{\text{投下資本売上高比}}$$

投下資本 = 総資産から

- ① 余剰現預金や持ち合い株など事業につかっていない資産
- ② 支払債務など投資家以外からの資金調達した資本
- ③ 為替換算勘定や土地再評価など市場価格の変動で変化した資産額、

等を取り除いた値。投資家から調達した資本で経営に利用されている資本にフォーカスし、

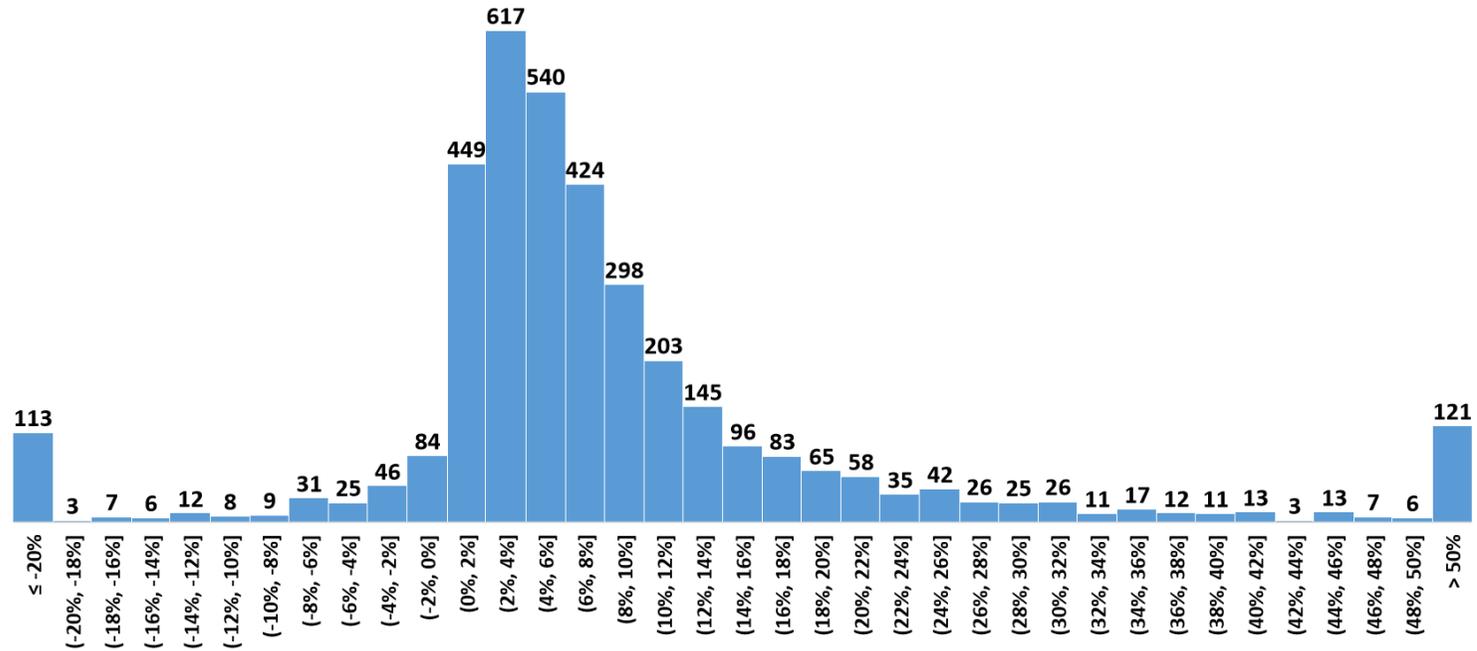
より正確に価値創造を計測するための概念

※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

会社紹介

ROIC分布

日本の平均は6%程度



[出所]JPR、FactSet Nikkei Needsのデータより作成。金融やデータ不足企業を除く3,690社,2022年12月16日終値ベース

- ※1 投下資本利益率 (Return On Invested Capital) 、※2 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)の略。機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念
- ※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

会社紹介

WACC

(Weighted Average Cost of Capital)

加重平均資本コスト

投資家の要求するリターン

信用が高いと低くなる

※1 投下資本利益率 (Return On Invested Capital)、※2 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)の略。
機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念

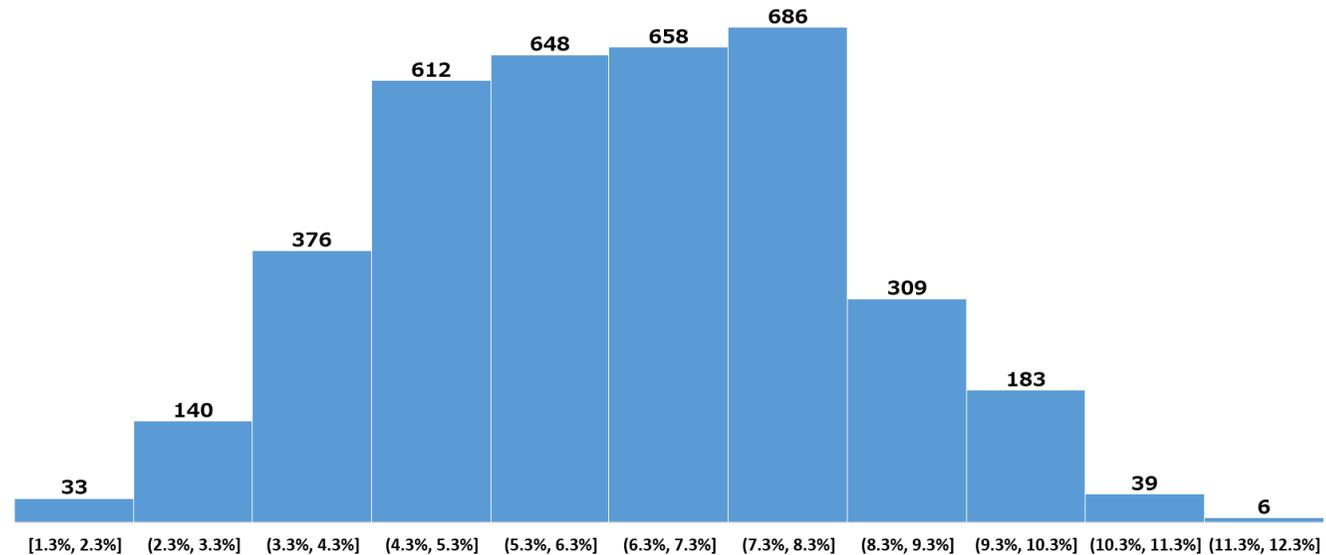
※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

※3
支援

会社紹介

WACC分布

日本の平均は5～6%程度



[出所]JPR、FactSet Nikkei Needsのデータより作成。金融やデータ不足企業を除く3,690社。過去の5年の株価変動などからJPRが試算。

※1 投下資本利益率 (Return On Invested Capital) 、※2 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)の略。

機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念

※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

ROICとPERと売上成長CAGRの関係

- 成長率（CAGR）が高くなればPERは高くなる→多くの投資家は知っている。
- ROICが大きくなればPERは大きくなる。→機関投資家は知っている。

※3
支援



		ROIC											
		6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%
		PER推計値											
0%	Sales Growth CAGR 2023.1-2033.1	13.4	14.2	14.7	15.0	15.3	15.5	15.6	15.7	15.8	15.9	15.9	16.0
2%		13.4	14.9	15.8	16.4	16.8	17.1	17.4	17.6	17.7	17.9	18.0	18.1
4%		13.4	15.7	17.0	18.0	18.6	19.1	19.5	19.8	20.0	20.2	20.4	20.5
6%		13.4	16.6	18.5	19.8	20.7	21.4	21.9	22.3	22.7	23.0	23.2	23.4
8%		13.4	17.7	20.2	21.9	23.2	24.1	24.8	25.3	25.8	26.2	26.5	26.8
10%		13.4	18.9	22.3	24.5	26.0	27.2	28.1	28.8	29.4	29.9	30.3	30.7
12%		13.4	20.4	24.6	27.4	29.4	30.8	32.0	32.9	33.7	34.3	34.8	35.3
14%		13.4	22.1	27.3	30.8	33.2	35.1	36.5	37.6	38.6	39.4	40.0	40.6
16%		13.4	24.1	30.5	34.7	37.7	40.0	41.7	43.1	44.3	45.2	46.0	46.7
18%		13.4	26.4	34.1	39.3	42.9	45.7	47.8	49.5	50.9	52.0	53.0	53.9

出所) アピリッツ社の決算短信等からJPR推計。2023年1月期の第三四半期決算短信の総資産、借入、株主資本、などの投下資本比、投下資本売上高比、WACCなどが一定との前提

機関投資家が注目し、東証もWEBサイトで多数引用・紹介している重要な概念

※3 ROICとWACCの差から絶対的な株主価値を10年予測して株主価値を推計する日本唯一の証券アナリストレポート

ROIC・WACCの解説PDF

1

ROIC経営システム支援

検索



2

心理学 & 計算数学を活用したROIC経営システム導入支援

JPR 国内の企業価値向上に貢献する J-Phoenix Research & Advisory 株式会社

日本企業が生き残るために今何をすべきか？
長期成長企業発達のアイデアの提示

事業戦略 株式投資入門 SBA 経営プロセス コーポレートガバナンス サプライズエンマナシメント 環境・エネルギー ベンチャービジネス 経済情報

新着記事 2018年09月20日

AIを活用したエンゲージメントファンドへの挑戦
心理学 & 計算数学を活用したROIC経営システム導入支援

AIを活用したエンゲージメントファンドへの挑戦 著 J-Phoenix Research株式会社 代表取締役 2020年6月11日 ...

https://www.j-phoenix.com/roic_management/

3

一番下までスクロール

心理学 & 計算数学を活用したROIC経営システム導入支援

詳細は以下のPDFをご参照ください。

【PDF】 [ROIC_ManagementSystem_J_Phoenix_Research_INC_20181107](#)

4

JPR Independent Research & Advisory 全ステークホルダーの心をつかむ企業価値創造支援 世界に通用する価値創造力の強化

全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値の創造を支援する
ROIC・超過利潤経営システムの導入
～導入失敗を最小化する方法～

2018年11月
ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値の創造を支援するROIC・超過利潤経営システム

用語解説※ 1. ROIC

ROA	ROIC	ROE
営業利益	税引後営業利益 (NOPAT)	当期利益
総資産	投下資本	株主資本

↓

事業経営に投下している資本で株主・または債権者から調達した資本に対するリターン (Return on Invested Capital)

期首の投下資本を使う
資金繰りや株価推計で極めて必要な指標

11

全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値の創造を支援するROIC・超過利潤経営システム

用語解説※ 2. WACCとは何か

投資家の平均的な投資利回り
(平均的に期待している投資利回り)

投資家の平均投資利回りとは？

株主 = PERの逆数 = 7~8%
(人間の欲望・本能)

債権者 = 1-2%

加重平均すると = 5%程度

加重平均資本コスト (WACC) と呼ぶ
(Weighted Average Cost of Capital)

13

東証のROIC・WACCの情報提供

1

東証 ROIC WACC

検索



2

[PDF https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/2019_Nakagami](https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/2019_Nakagami) ✓

[投資家が求める企業価値向上と資本コスト～対話の現場...](#)

『みさきの黄金比⑥』・ROE・ROIC・WACC・ROA・資産全体の生産性 $\geq, \leq, >$ ・余剰資産がない。長期投資家は、いくつかの資本生産性指標を注意深く見ている。

[PDF https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/01_yoshida_shiryou](https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/01_yoshida_shiryou) ✓

[長期投資家の企業価値評価の視点とエンゲージメントの...](#)

2016/12/31 - 売上高販管費率、プロフィット、実効税率、ROIC、正味運転資本回転率、投下資本回転率、固定資産回転率、株主資本コスト、WACC、有利子負債コスト。

[PDF https://www.jpix.co.jp/listed-co/award/20181225_lecture_report](https://www.jpix.co.jp/listed-co/award/20181225_lecture_report) ✓

[企業価値向上経営セミナー「資本コスト」認識の経営戦...](#)

2018/12/25 - そのため、ROIC に対して使う資本コストは WACC になります。そして ROE に対 して使う資本コストは株主資本コスト (cost of equity) になります。これを ...

[PDF https://www.jpix.co.jp/listed-co/award/mr.yanagi_lecture_doc.pdf](https://www.jpix.co.jp/listed-co/award/mr.yanagi_lecture_doc.pdf) ✓

[資本コストの理論と実践 - 東京証券取引所](#)

2018/12/25 - 一般に「資本コスト」は負債と株式の「加重平均資本コストWACC」をさす。 「株主資本コストCOE」を意味する場合もある。・ROIC・WACCが企業価値 (...

[PDF https://www.jpix.co.jp/news/20180215_pressrelease_jp](https://www.jpix.co.jp/news/20180215_pressrelease_jp) ✓

[第6回企業価値向上表彰の表彰会社の決定について](#)

2018/2/15 - 資本生産性を表す管理指標 (ROE、ROIC) に自社の資本コストを大きく上回る水準の ... 資本コスト (WACC) を上回る企業価値の創出額等を算定。

[PDF https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/MrKagaya](https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/MrKagaya) ✓

[企業価値向上と『資本コスト』 - 東京証券取引所](#)

ができるか(ROIC)、どれほど将来利益に結びつけると期待されているか(Tobin Q)? ... WACC: 加重平均資本コスト E: 株主資本時価総額 D: 有利子負債 T: 法人税率。

[PDF https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/03_sugiura_sihyou](https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/03_sugiura_sihyou) ✓

[企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後...](#)

2016/9/12 - ROEは株主資本コストと比較、ROICはWACC (加重平均資本コスト) と比較。⇒ ROEとROICに優劣はない、株主への意識が高まれば、事業部門で目標とし ...

[PDF https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/2019_DAIKIN](https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/2019_DAIKIN) ✓

[「率の経営」の深化と社内浸透](#)

2019/11/29 - 資本効率を見る指標として、ROICを社内管理指標として導入。・内容をシンプルにして、従業員 ... 特に、株主資本コストやWACCの概念を多くの従業員。

<https://www.jacd.jp/news/column/serialstory> ✓

[資本コストと企業価値 \(2\) - 日本取締役協会](#)

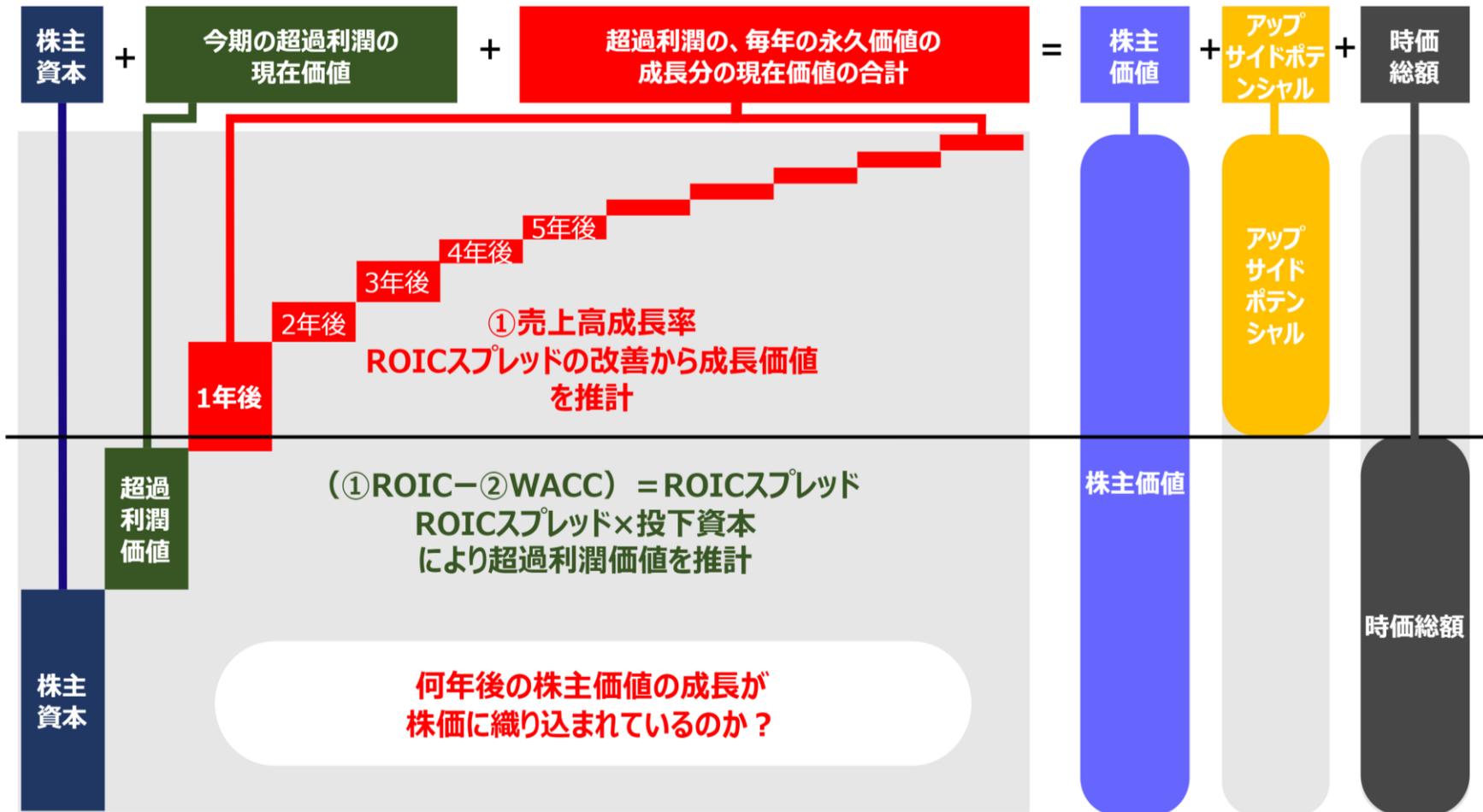
2022/2/10 - それに対して、ROICがベンチマークとすべき資本コストは、有利子負債と株主資本の加重平均資本コスト、すなわちWACCである。ROEが株主資本コストを上回る ...

[PDF https://production-mkdd-news.s3.ap-northeast-1.amazonaws.com/urn:...](https://production-mkdd-news.s3.ap-northeast-1.amazonaws.com/urn:...) ✓

[新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書 - AWS](#)

2022/1/25 - 東証一部PER (2021年11月時点) 24.9倍 12.1億円×24.9倍=301億円 ... ROICがWACCを大きく上回っており、付加価値が創造され、実現していきます。

10年予想による株主価値の推計



JPRのレポートのYahoo ファイナンス掲載場所

1 Yahoo! ファイナンス > 株式 > 決算スケジュール

2 株予想 > レポートコラム

3 株/投信コラム > レポートコラム > レポート > ANALYSTNET企業レポート

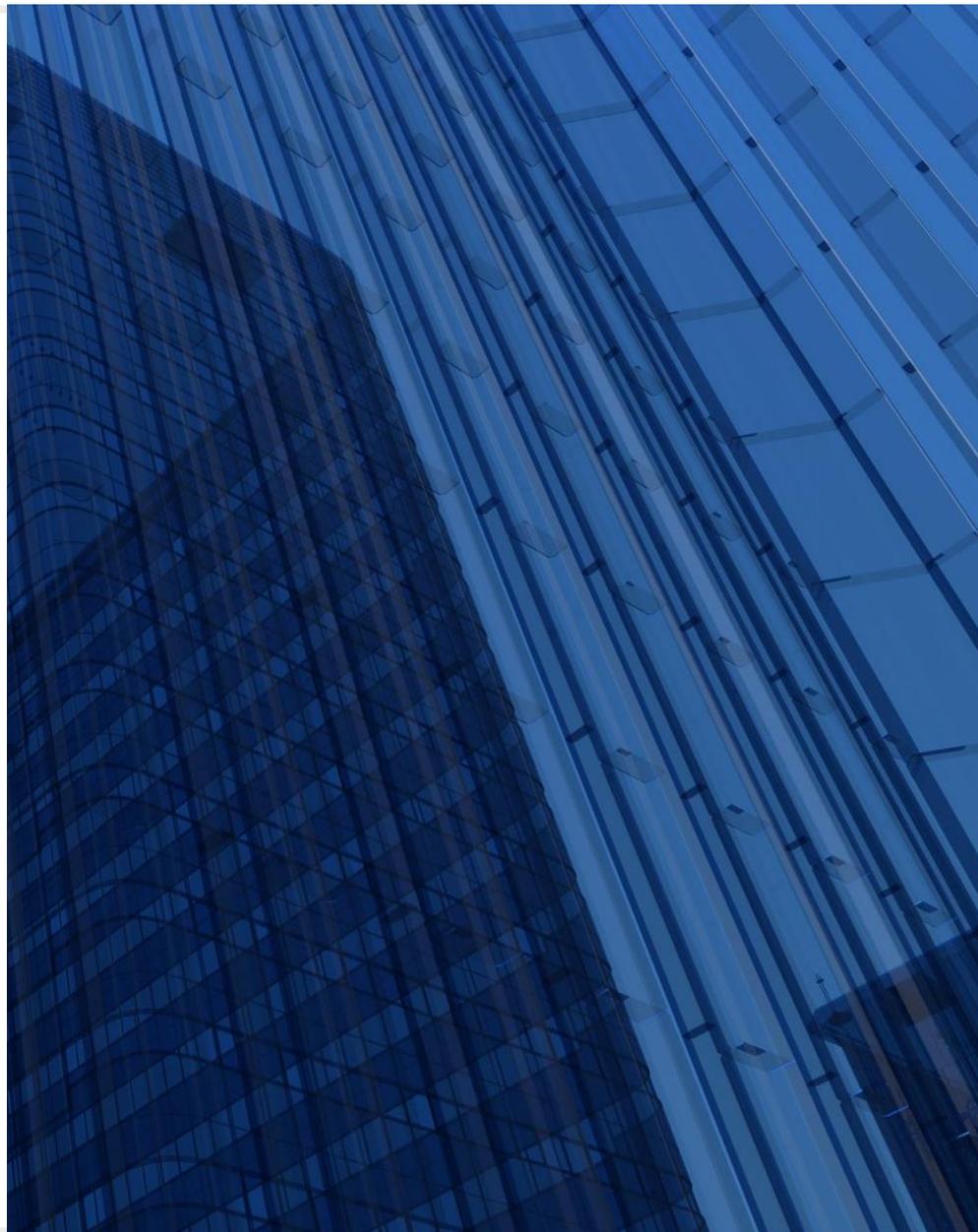
4 ジェイ・フェニックス・リサーチのレポートをクリック

5 >> 続きはこちら をクリック

6

アプリツツの分析

02



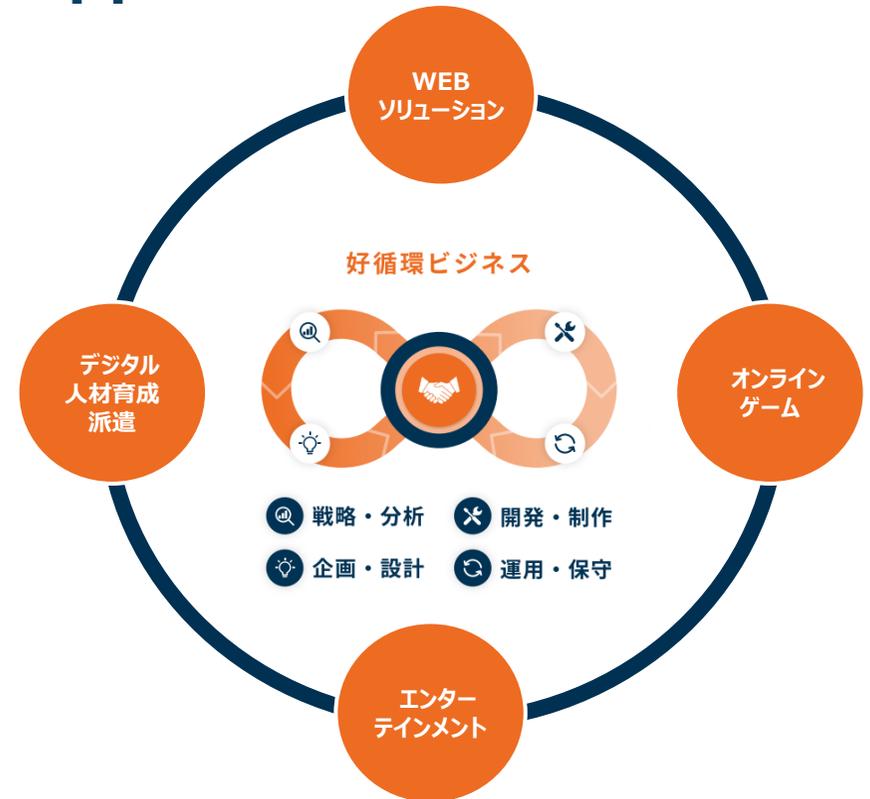
株式会社アピリッツとは？

設立 2000年7月



- 事業
- ECサイト構築やWebシステム開発
 - オンラインゲームの自社運営や企画・開発など
 - デジタル人材育成 派遣事業

財務 2023年1月期会社計画
売上高 70億円 営業利益4.5億円
いずれも過去最高



戦略・分析→企画・設計→開発・製作→運用・保守の一気通貫ノウハウ
で高成長分野を幅広く展開 顧客はロイヤリティー化

価値観～志向性

価値観～志向性

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

DIGITAL × TECHNOLOGY × CREATIVE

価値観～志向性→ケイパビリティ

価値観～志向性

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

DIGITAL × TECHNOLOGY × CREATIVE

ケイパビリティ

アビリティは、toC向けの専門Web開発会社であり
「戦略・企画のコンサルティング」から「システム開発・保守」までのお客様のサービスを
一気通貫して対応することで、プロジェクトの好循環を創出



ケイパビリティ→価値創造の活動

価値創造の活動

ケイパビリティ

アビリティは、toC向けの専門Web開発会社であり「戦略・企画のコンサルティング」から「システム開発・保守」までのお客様のサービスを一気通貫して対応することで、プロジェクトの好循環を創出



成長
Growth

一気通貫のWEB開発力を強みにゲーム・人材・エンタメ事業へ展開

ロイヤリティの高い顧客営業いらずの受注市場を上回る内部成長
M&A・運営移管
共同運営の機会豊富

戦略・ビジネスモデルのつながり
Connection

エンジニアを引き付ける魅力・育成力
顧客との強固なリレーションによる共創

規模のメリット・シナジーが顕在化

持続可能性・信頼
Confidence

高いロイヤリティ
事業安定化・加速
信用向上・ESG経営重視

人的資本経営の推進
ゲームの高いボラティリティのネガティブイメージの払拭

ESG = 環境 (E)、社会 (G) へのインパクトを経営の中に組み入れながら長期的な利益を統制 (G) していく経営

価値創造の活動→機関投資家が重視する指標

2023年1月期→2033年1月期

JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

価値創造の活動

機関投資家が重視する指標

成長

Growth

一気通貫のWEB開発力を強みにゲーム・人材・エンタメ事業へ展開

ロイヤリティの高い顧客
営業いらずの受注
市場を上回る内部成長
M&A・運営移管
共同運営の機会豊富

売上高
70億円→366億円
年率平均約18%

戦略・ビジネスモデルの
つながり

Connection

エンジニアを
引き付ける魅力・育成力
顧客との強固な
リレーションによる共創

償却費比率低下加速
規模のメリット・シナジー
が顕在化

投下資本利益率
(**ROIC**)
13.5%→28.2%

持続可能性・信頼

Confidence

高いロイヤリティー
事業安定化・加速
信用向上・ESG経営重視

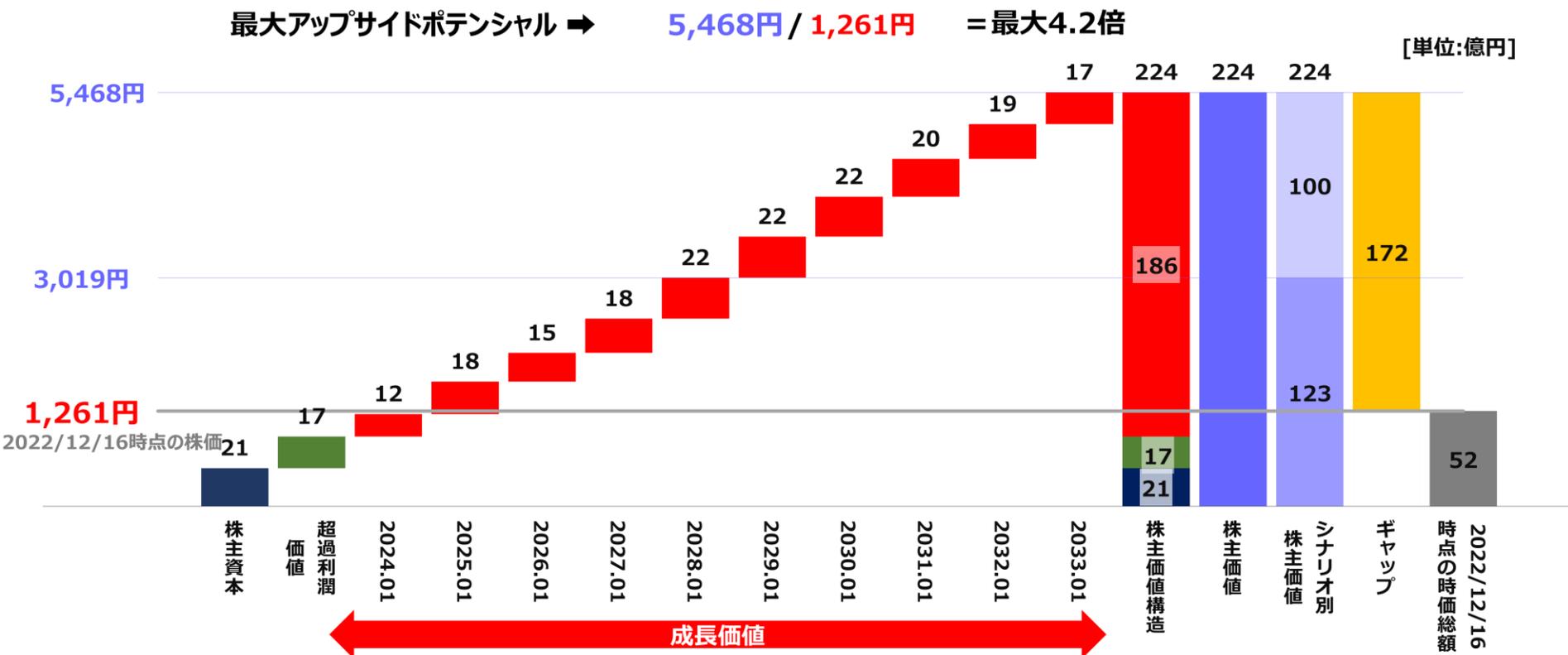
人的資本経営
ゲームの高い
ボラティリティーのネガティブ
イメージの払拭

資本コスト
(**WACC**)
7.4% 維持
低下可能性大

機関投資家が重視する指標→アピリッツ様の価値

2023年1月期→2033年1月期

JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオの可視化



機関投資家が重視する指標→アピリッツ様の価値

2023年1月期→2023年1月期

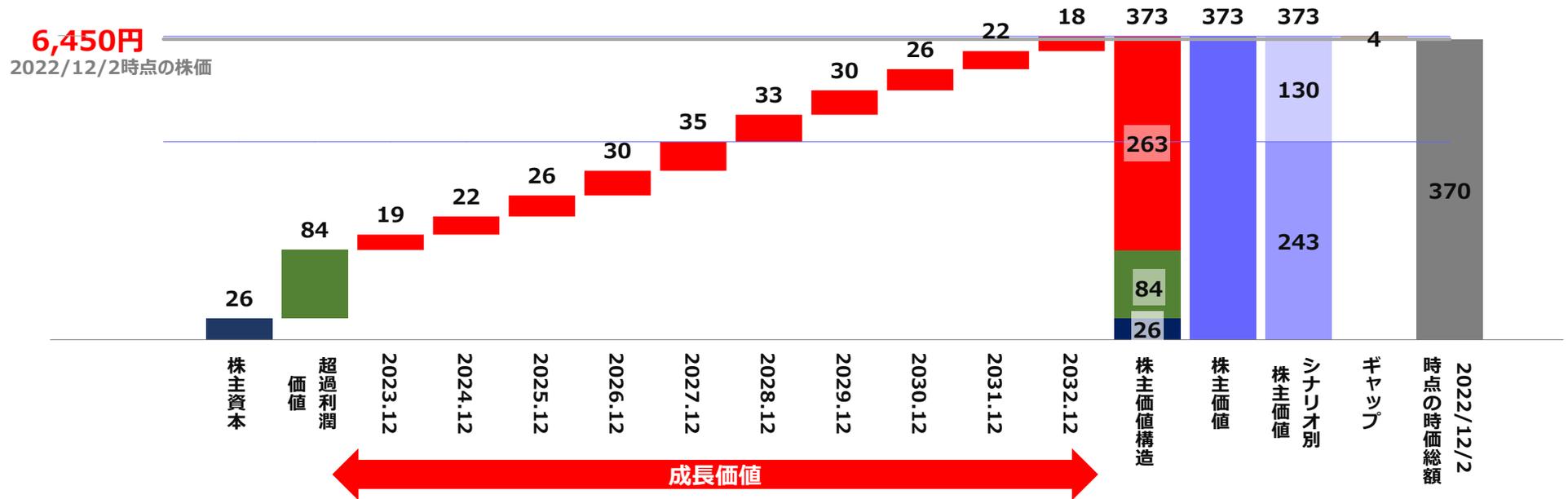
JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオの財務モデル

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.01	2024.01	2025.01	2026.01	2027.01	2028.01	2029.01	2030.01	2031.01	2032.01	2033.01
売上高	70	95	130	155	186	222	257	289	318	344	366
営業利益	4.5	7.0	10.6	13.8	17.8	22.8	28.2	33.5	38.9	44.0	49.0
営業利益率	6.4%	7.3%	8.1%	8.9%	9.6%	10.3%	10.9%	11.6%	12.2%	12.8%	13.4%
売上高成長率	46.0%	36.3%	36.3%	19.6%	19.6%	19.6%	15.7%	12.5%	10.0%	8.0%	6.4%
NOPATマージン	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	5.9%	6.3%	6.8%	7.1%	7.5%	7.9%	8.3%
投下資本売上高比率	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%
期末投下資本売上高比率	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%
WACC	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
ROIC=NOPATマージン÷投下資本売上高比率	13.5%	15.3%	17.1%	18.6%	20.1%	21.6%	23.0%	24.4%	25.7%	27.0%	28.2%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥1.8	¥2.1	¥2.3	¥2.5	¥2.7	¥2.9	¥3.1	¥3.3	¥3.5	¥3.6	¥3.8
NOPAT	2.77	4.29	6.53	8.49	10.97	14.09	17.36	20.68	23.97	27.16	30.22
投下資本×WACC	1.52	2.06	2.81	3.36	4.02	4.81	5.57	6.26	6.89	7.44	7.92
超過利潤	1.26	2.22	3.72	5.13	6.94	9.27	11.79	14.42	17.08	19.72	22.30
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	1.26	2.22	3.72	5.13	6.94	9.27	11.79	14.42	17.08	19.72	22.30
各年で創出する価値	17	13	20	19	25	32	34	36	36	36	35
ディスカウントレート	100%	93%	87%	81%	75%	70%	65%	61%	57%	53%	49%
超過利潤の現在価値	17	12	18	15	18	22	22	22	20	19	17
投下資本① 元手	21										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	17										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	186										
非事業資産価値④	0										
企業価値 = ①+②+③+④	223										
有利子負債等	-7										
株主価値	216										

10年成長シナリオが織り込まれている事例

(株)プロジェクトカンパニー様
東証グロース 9246

デジタル技術を活用。新規事業開発や既存事業変革を支援。
デジタルマーケティングなどの戦略立案。



2022年12月期→2032年12月期
売上高
42億円→223億円
年平均成長率 約18%

投下資本利益率 (ROIC)
31%

資本コスト (WACC)
6%

成長

Growth

機関投資家が重視する指標

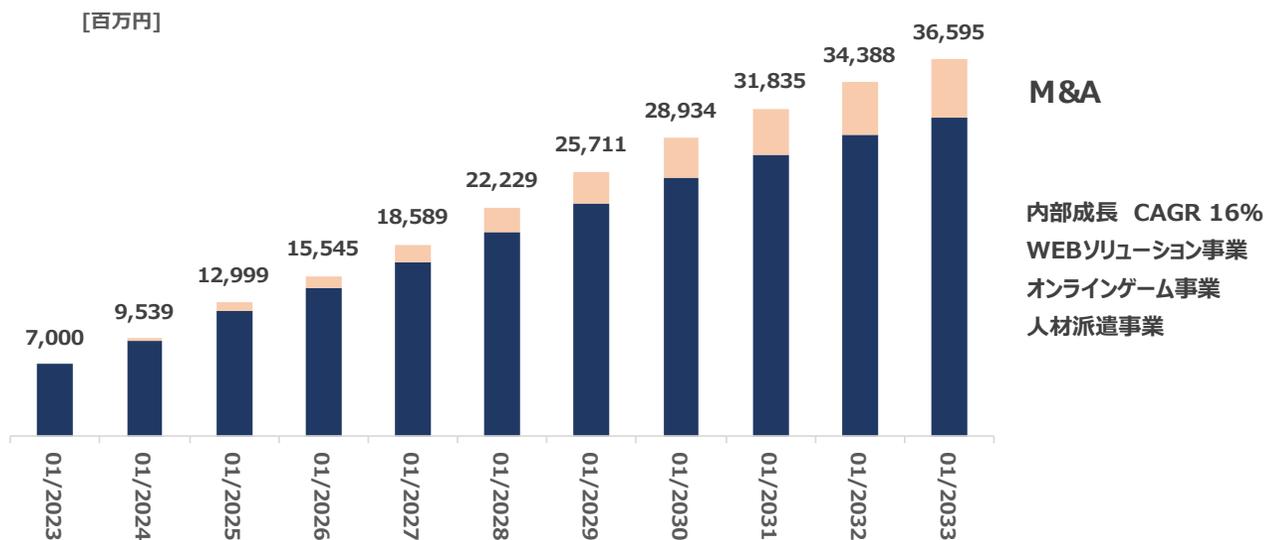
2023年1月期→2033年1月期

JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

売上高
70億円→366億円
年率平均約18%

内部成長 毎年年率
16%

M&A 売上の2%
を平均的に追加



成長

Growth

将来の売上成長率の可能性

調査事例

Webパフォーマンスの世界市場は2022-2031年に

年平均成長率 **12%** で成長、スマートフォンユーザー数の増加、セキュリティ侵害の増加、電子商取引の増加を背景に市場が拡大 –

Kenneth Research



Global Web Performance Market to Grow at a CAGR of ~12% during 2022-2031; Market to Expand on the Back of the Rise in Number of Smart Phone Users, Rising Security Breaches, and Increasing E-Commerce Industry – Kenneth Research

Key Companies Covered in the 'Global Web Performance' Market Research Report by Kenneth Research are Akamai Technologies, Cavison Systems Inc., CDNetworks Inc., Cloudflare, Inc., Dynatrace LLC., TransUnion LLC., Micro Focus, New Relic, Inc., Cisco Systems, Inc., F5, Inc., and other key market players.

October 19, 2022 06:00 ET | Source: Kenneth Research

<https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/10/19/2537152/0/en/Global-Web-Performance-Market-to-Grow-at-a-CAGR-of-12-during-2022-2031-Market-to-Expand-on-the-Back-of-the-Rise-in-Number-of-Smart-Phone-Users-Rising-Security-Breaches-and-Increasi.html>

アピリッツの可能性

営業いらずの内部成長 = **12%**

+

営業いらずの新規の問い合わせ

4%ポイント上乗せ

+

M&A・共同運営・移管

2%ポイント上乗せ

▼

合計 **18%**

成長 Growth

一気通貫のWEB開発力を強みにゲーム・人材・エンタメ事業へ展開

一気通貫力

「戦略・企画のコンサルティング」から
「システム開発・保守」まで
お客様のサービスを一気通貫で対応

アピリッツは、toC向けの専門Web開発会社であり
「戦略・企画のコンサルティング」から「システム開発・保守」までお客様のサービスを
一気通貫して対応することで、プロジェクトの好循環を創出



M&A・運営移管で次々と横展開

事業成長イメージ Growth strategy

58

2 さらなる成長ドライバー

Webソリューション事業は、M&Aなどによる規模拡大を目標む。
オンラインゲーム事業は、人員拡大で運営移管拡大を目標む。

1 安定事業の継続成長

Webソリューション事業は、
市場活況の中で優良案件を取り込み、ロイヤリティーによって
過去のCAGRの116%程度は安定的に成長を継続。

オンラインゲーム事業は、
売上成長を見積もることが難しい中、人員の拡大を基準に成長。

デジタル人材育成派遣事業は、
人員の拡大を基準に確実に成長継続。



出所) 株式会社アピリッツ 2023年1月期 第3四半期 決算説明資料にJPR加筆

成長 Growth

ロイヤリティの高い顧客 営業いらずの受注 市場を上回る内部成長 M&A・運営移管・共同運営の機会豊富

ロイヤリティの高い顧客

ロイヤルティループの発生



コンサルティング×システム開発・保守の自社内完結が
顧客意思決定プロセスを短縮する
ロイヤルティループを生んでおります

※マッキンゼーが提唱した「顧客意思決定ジャーニー」を再解釈

営業いらずの受注

売上高における顧客継続率

約80%



市場を上回る内部成長

国内民間IT市場規模は今後も増加傾向

デジタル化への取り組みに前向きなニーズを捉えることで、弊社Webソリューション事業は市場環境を上回る成長を実現
DXを実現するパートナーとして大型かつ長期継続的な取引の獲得を継続させ、Webソリューション事業を軸に成長を目指す



国内電子商取引市場規模の2013年 (11兆1,660億円) → 2021年 (20兆6,950億円) のCAGRは10.8%
出所: 経済産業省 <https://www.meti.go.jp/press/2022/08/20220812005/20220812005.html>

M&A・共同運営・運営移管の機会豊富

共同運営

株式会社アピリティが提供する事業44・白向坂45 店舗【公式】音楽アプリ
UN'S ON AIR (ユニゾンエアー) の共同運営体制に参画

運営パイプライン
5月より新最大規模運営案件プロジェクトを開始中
6月より「ユニゾンエアー」が向坂坂へ参画し、「アピリティ」も運営移管

M&A

株式会社Y'sの株式の取得 (完全子会社) に際するお知らせ

オンラインゲーム事業での案件対応で臨時雇用数が増加
M&A実施によるY's社の社員数増加でグループでは大幅にデジタル人材確保

Connection

機関投資家が重視する指標

2023年1月期 JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

ROIC
13.5%

税引後営業利益率
(NOPATマージン)
÷
投下資本売上高比

A : NOPAT マージン		
①	2023年1月期 売上高 会社計画値	7,000
②	2023年1月期 営業利益 会社計画値	450
③	2023年1月期 実効税率 (JPR推計)	38.3%
④ = ② × (1 - ③)	2023年1月期 税引き後営業利益 (NOPAT)	277
A = ④ ÷ ①		4.0%

A : NOPAT マージン	
4.0	%

B : 投下資本売上高比		
	第1四半期売上高	1,373
①	期首総資産	2,815
②	期首現預金	1,439
③	期首オペレーションに必要な現預金 (月次売上高の1.5か月と仮定)	687
④ = ② - ③	期首剰余現預金 (すぐにオペレーションに必要な資金なので投下資本に含めない)	753
⑤	期首有利子負債以外の流動負債 (投資家から調達していないので投下資本に含めない)	578
⑥ = ① - (④か⑤の大きい方)	期首投下資本	2,063
	通期売上高	7,013
①'	期末総資産	4,109
②'	期末現預金	1,797
③'	期末オペレーションに必要な現預金 (月次売上高の1.5か月と仮定)	1
④' = ②' - ③'	期末剰余現預金 (すぐにオペレーションに必要な資金なので投下資本に含めない)	1,796
⑤'	期末有利子負債以外の流動負債 (投資家から調達していないので投下資本に含めない)	578
⑥' = ①' - (④'か⑤'の大きい方)	期末投下資本	2,313
	第3四半期累積売上高	5,263
⑦	期首投下資本	2,063
⑧	年率換算売上高	7,017
B = ⑦ ÷ ⑧		29.4%

B : 投下資本売上高比	
29.4	%

ROIC	
13.5	%

出所) アピックス社の2022年1月期決算短信、2023年1月期第三四半期決算短信、FactBookなどからJPR作成。

Connection

機関投資家が重視する指標

2023年1月期→2033年1月期 JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

ROIC
13.5%→28.2%

	2023年1月期	▶	年率18%成長	▶	2033年1月期
A NOPAT マージン	4.0 %	+	売上原価の軽減効果※ 3.2 %ポイント 販売管理費の軽減効果※ 1.1 %ポイント	▶	8.3 %
	÷		÷		÷
B 投下資本 売上高比	29.3 %	▶	投下資本の規模の効果なし 29.3 %	▶	29.3 %
	=		=		=
C ROIC	13.5 %	+	売上原価の軽減効果 11.0 %ポイント 販売管理費の軽減効果 3.7 %ポイント	▶	28.2 %

出所) JPR。軽減効果は、東証業種で情報・通信業と分類されている549社の売上規模と費用の関係から推計した規模のメリットの効果を勘案してJPRが独自に推計。

Connection

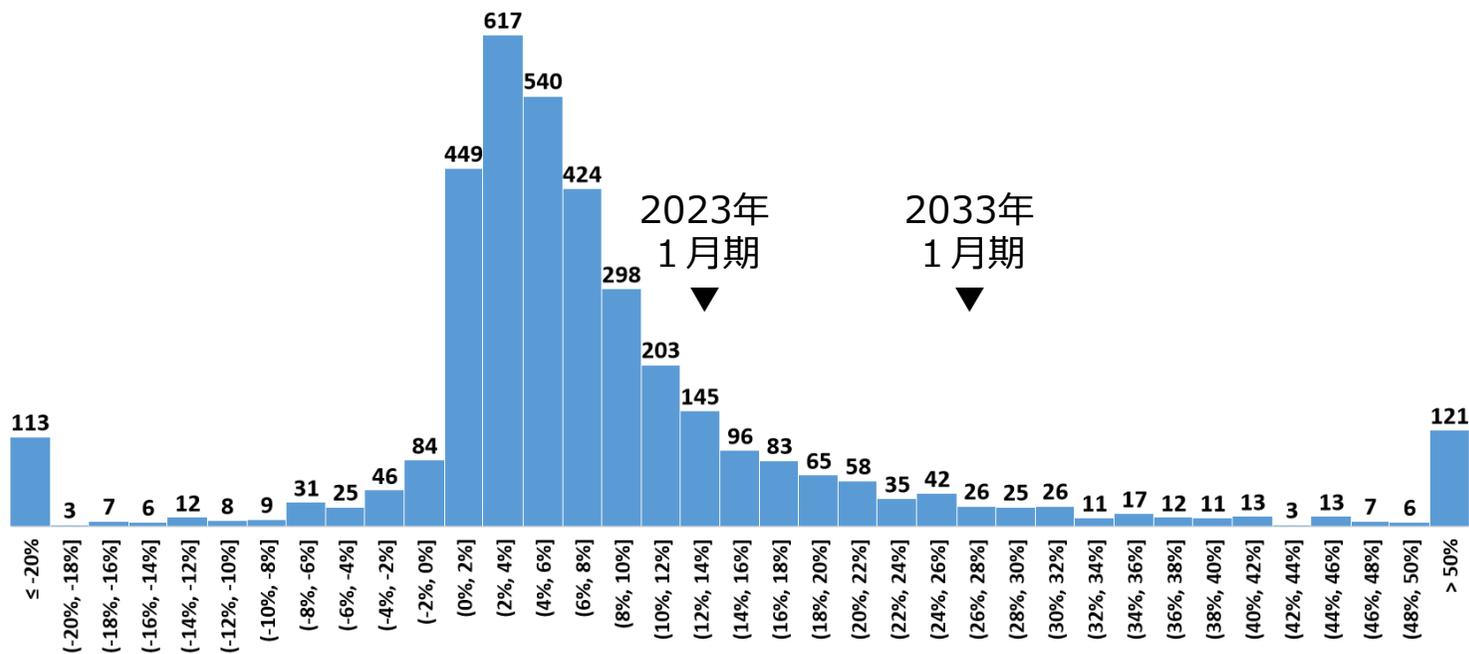
機関投資家が重視する指標

2023年1月期→2033年1月期

JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

ROIC
13.5%→28.2%

ROIC分布



[出所]JPR、FactSet Nikkei Needsのデータより作成。金融やデータ不足企業を除く3,690社,2022年12月16日終値ベース

Connection

エンジニアを引き付ける魅力・育成力 顧客との強固なリレーションによる共創

エンジニアを引き付ける魅力・育成力

ザ・インターネットカンパニーとして
世の中に不足するデジタル人材を育成、成長を促進
スキル・ノウハウを持った人材が業界内で活躍するビジネス



事業の根幹を支える採用・育成戦略
人材を活躍させる仕組み



顧客との強固なリレーションによる共創

アビリティは、toC向けの専門Web開発会社であり
「戦略・企画のコンサルティング」から「システム開発・保守」までのお客様のサービスを
一貫通貫して対応することで、プロジェクトの好循環を創出



市場は活況で引き続きDXを実現するパートナーとして、
大型かつ長期継続的な取引の獲得を継続しながら営業利益率の改善を行う

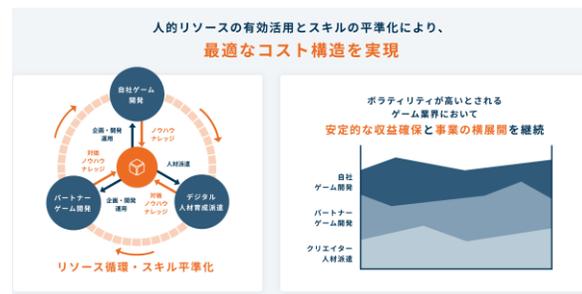
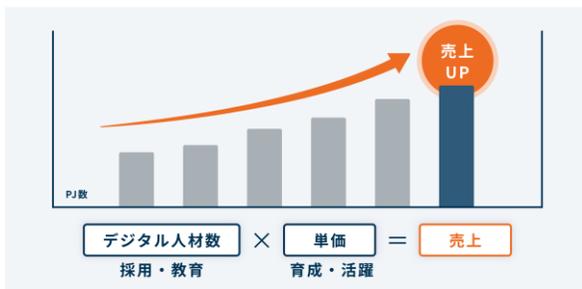


Connection

規模のメリット・シナジーが顕在化

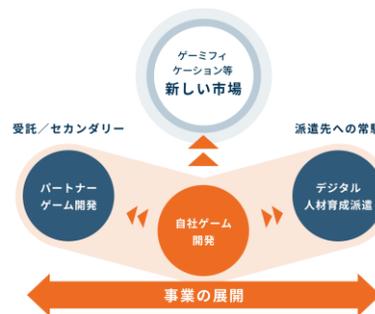
規模のメリット

単価上昇と人数規模の拡大が事業の根幹



シナジー

Webソリューションセグメント、オンラインゲームセグメントとの
人材リソースの流動性拡大、ノウハウの蓄積



Confidence

機関投資家が重視する指標

2023年1月期→2033年1月期

JPRが描く10年未来ストーリーのシナリオ

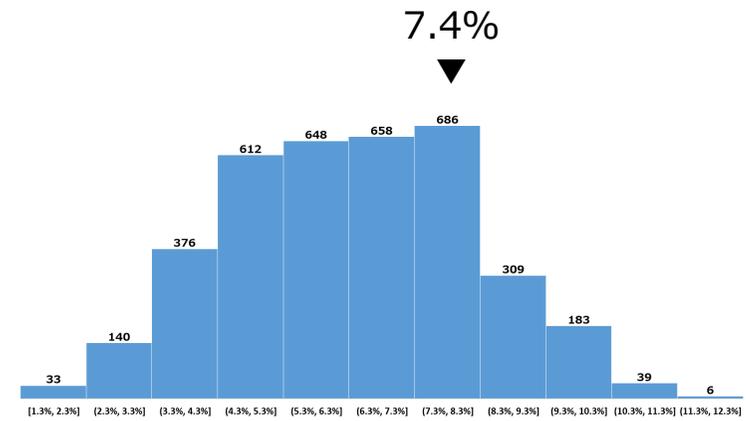
WACC
7.4% 維持
低下可能性大

JPR の推計モデルのイメージ

No	計算式	項目	数字	単位	説明
[1]		Debt	4.53	億円	直前期四半期
[2]		Equity	52	億円	2022/12/16終値
[3]	[1]/[2]=	D/E	8.8%		
[4]		業界アンレバードベータ (uβ)	97.6%		JPR推計
[5]		業界アンレバードCOR	35.0%		
[6]		業界アンレバードVI	278.6%		
[7]		t = tax rate	31.0%		実効税率
[8]		1+(1-t)*D/E=β/uβ	106.1%		
[9]		貴社の観察レバードベータ	0.1%		
[10]		貴社の観察アンレバードベータ	0.1%		
[11]		貴社アンレバードCOR	0.0%		
[12]		貴社アンレバード調整VI	246.7%		
[13]	[5] * [12]	貴社利用アンレバードベータ	86.4%		業界アンレバードCOR * 貴社アンレバード
[14]	[4]*[8]=	貴社利用アンレバードベータ (lβ)	91.7%		
[15]		リスクフリーレート	0.1%		国債10年物利回り5年平均
[16]		リスクプレミアム	8.7%		
[17]	[15]+[16]*[14]=	コストオブエクイティ (COE)	8.0%		
[18]		税引後コストオブデット (COD)	0.0%		JPRが四半期決算から推計
[19]		E/(D+E)	91.9%		
[20]		D/(D+E)	8.1%		
[21]	[17]*[19] + [18]*[20]=	WACC	7.39%		

アピリッツ社の推計値

WACC分布



[出所] JPR, FactSet Nikkei Needsのデータより作成。金融やデータ不足企業を除く(3,690社)過去の5年の株価変動などからJPRが試算。

Confidence

高いロイヤリティー 事業安定化・加速 信用向上 ESG経営重視

高いロイヤリティー

ロイヤリティーの発生

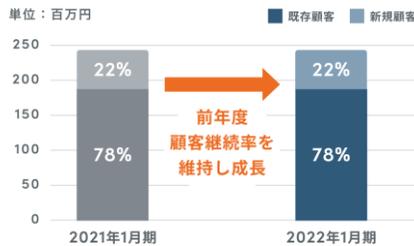


コンサルティング×システム開発・保守の自社内完結が
顧客意思決定プロセスを短縮する
ロイヤリティーを生んでおります

※ マッキンゼーが提唱した「顧客意思決定ジャーニー」を再解釈

売上高における顧客継続率

約80%



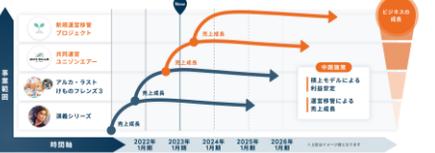
事業安定化・加速 信用向上



まずは、既存事業の拡大のためのデジタル人材の確保によるビジネス成長を実施し、
中期には新規事業・サービス展開を視野に入れたM&Aを実施していく



安定的な収益基盤である受託開発を元に過去から蓄積した運営ノウハウを活かし
共同運営や大型運営移管及び運営受託で成長



ESG経営重視

ESGやコーポレートガバナンスコードへの対応

働き方改革やダイバーシティの推進
独立役員として女性の川又氏が就任

透明性のある健全な企業経営
独立社外役員、女性社外取締役への出席等を新たに開示

項目	2022年1月期	2022年10月期	2023年1月期	2023年10月期
取締役会メンバー	4名	5名	4名	5名
社外取締役	2名(1名)	2名(1名)	2名(1名)	2名(1名)
女性社外取締役	0名(0名)	0名(0名)	0名(0名)	1名(1名)
取締役会出席回数(回)	28回	34回	30回	42回
出席率	140%	140%	140%	140%
監査役会出席回数(回)	4回	4回	4回	4回
出席率	140%	140%	140%	140%

川又 啓子 (社外取締役)
独立社外取締役として就任

サステナビリティ

ESGデータ

Environment - 環境

Social - 社会

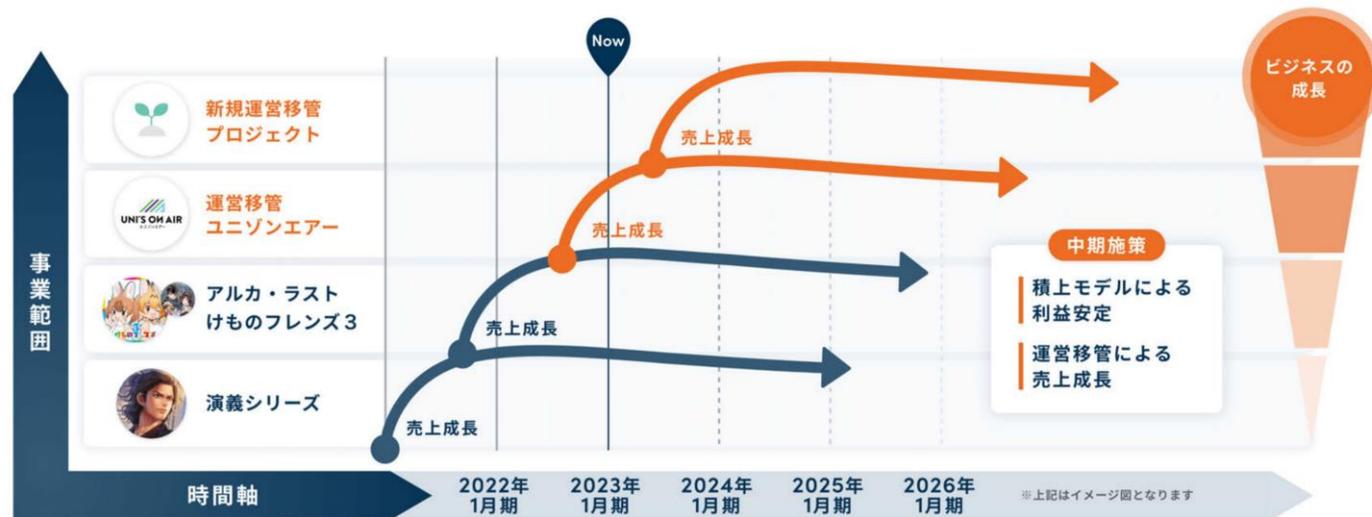
Governance - 企業統治

Confidence

ゲームの高いボラティリティーのネガティブイメージの払拭

M&A（事業譲受や運営移管・共同運営）の方向性（オンラインゲーム事業） M & A

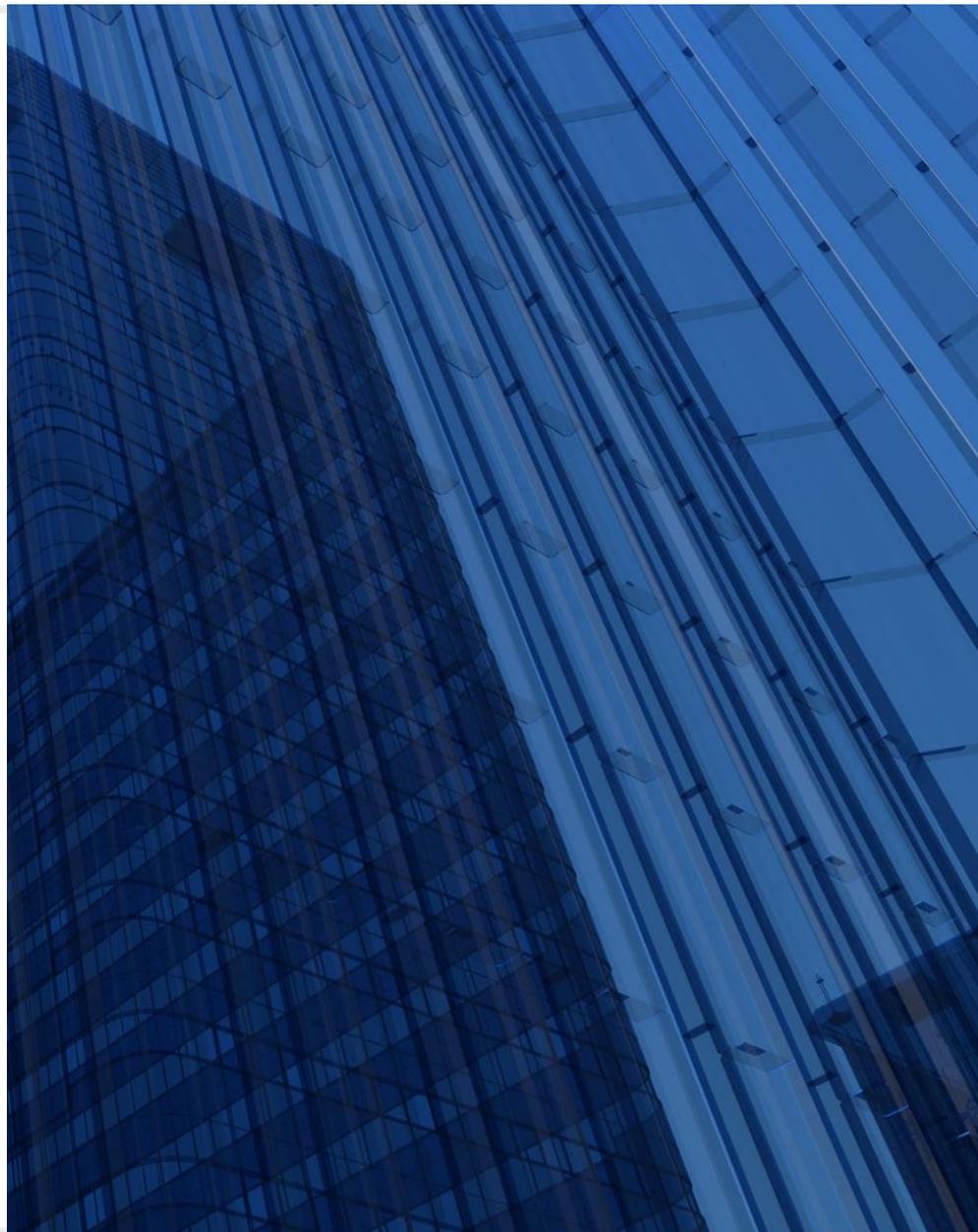
安定的な収益基盤である受託開発を元に過去から蓄積した運営移管ノウハウを活かし
共同運営や大型運営移管及び運営受託で成長



景気変動と連動しないボラティリティーは大規模な機関投資家にとってポートフォリオ効果で軽減される

今後の展望

03



株価動向

2023年1月第三四半期決算

通期業績予想進捗は計画通りに進捗

単位：百万円	累計期間		通期業績予想	通期業績予想進捗率	概況
	2023年1月期3Q	前年同期比			
売上高	5,263	150.7%	7,000	75.2%	3事業・子会社ともに対比で順調に成長
売上原価	4,020	150.1%	-	-	M&Aでの人員増加やオンラインゲーム事業での先行投資で増加
売上総利益	1,243	152.6%	-	-	売上成長で原価増加をカバーして対比で成長
販管費	942	136.1%	-	-	販管費は適正運用で適正値で増加
営業利益	301	245.4%	450	67.0%	売上成長により営業利益も計画通り増加
経常利益	287	263.5%	440	65.3%	同上
当期純利益	171	334.2%	270	63.4%	同上
EBITDA	416	-	-	-	-

出所) アビリティ2023年1月期第三四半期決算説明会資料

発表翌日は株価が大幅下落



- 15日決算発表後、翌日終値は前日比で1,430円から1,261円へ11.7%下落

ポイント

- 前年同期比で見れば 売上高1.5倍、営業利益2.5倍と非常に高い成長性
- 第四四半期単独の営業利益は第三四半期比で11%増
- にもかかわらず株価大幅下落
- 上方修正期待があった可能性あり

PERの展望

	12月15日	12月20日
今期会社予想EPS	67.3	67.3
株価	1,430	1,185
PER	21.3	17.6

- 2営業日でPERは21.3倍から17.6倍へ低下。長期的な成長率の期待値が6 - 12%~2~8%に理論的には低下したと推察できる。
- 来期計画値で成長に対する期待がどうなるのかが今後2 - 3カ月の株価動向のポイントか？

ROICと10年の売上高CAGRによるPERの推計値

ROIC

6% 8% 10% 12% 14% 16% 18% 20% 22% 24% 26% 28%

PER推計値

Sales Growth CAGR 2023.1-2033.1

0%
2%
4%
6%
8%
10%
12%
14%
16%
18%

0%	13.4	14.2	14.7	15.0	15.3	15.5	15.6	15.7	15.8	15.9	15.9	16.0
2%	13.4	14.9	15.8	16.4	16.8	17.1	17.4	17.6	17.7	17.9	18.0	18.1
4%	13.4	15.7	17.0	18.0	18.6	19.1	19.5	19.8	20.0	20.2	20.4	20.5
6%	13.4	16.6	18.5	19.8	20.7	21.4	21.9	22.3	22.7	23.0	23.2	23.4
8%	13.4	17.7	20.2	21.9	23.2	24.1	24.8	25.3	25.8	26.2	26.5	26.8
10%	13.4	18.9	22.3	24.5	26.0	27.2	28.1	28.8	29.4	29.9	30.3	30.7
12%	13.4	20.4	24.6	27.4	29.4	30.8	32.0	32.9	33.7	34.3	34.8	35.3
14%	13.4	22.1	27.3	30.8	33.2	35.1	36.5	37.6	38.6	39.4	40.0	40.6
16%	13.4	24.1	30.5	34.7	37.7	40.0	41.7	43.1	44.3	45.2	46.0	46.7
18%	13.4	26.4	34.1	39.3	42.9	45.7	47.8	49.5	50.9	52.0	53.0	53.9

出所) アピリッツ社の決算短信等からJPR推計

今後の展望

株価は過去ピークの半分程度強みに留まっている。
株価の展望には、今後は次の3点が投資家にいかに認知されるかが重要となる。

1

一気通貫の持つポテンシャルの認識

2

一気通貫の持つM&Aの可能性

3

規模のメリット、シナジー効果の本格化
ゲームの高いボラティリティーのネガティブイメージの払拭

投資家に10年成長が織り込まれるWEBソリューション企業へと認識されるかがカギ

長期的な機関投資家はまだ気が付いていない

機関投資家の投資動向

Company Name	Institution	Holdings %	Turn Over Ratio_na	Contact City
株式会社アピリッツ	GOLDMAN SACKS INTERNATIONAL	3.110	-	-
株式会社アピリッツ	アセットマネジメントOne(株)	0.007	5.5%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	アセットマネジメントOne(株)	7.897	5.5%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	ファイブスター投信投資顧問(株)	0.581	35.5%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	岡三アセットマネジメント(株)	0.374	23.2%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	日興アセットマネジメント(株)	0.360	3.4%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	三井住友トラスト・アセットマネジメント(株)	0.197	4.0%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	明治安田アセットマネジメント(株)	0.140	13.0%	Tokyo
株式会社プロジェクトカンパニー	SBIアセットマネジメント(株)	0.105	16.3%	Tokyo

ポイント

- アピリッツ社に投資している著名な機関投資家は2社しかない。
- 今後、機関投資家向けIRを強化することで、認知が高まることが想定される。
- ROIC-WACC分析による株主価値の分析の視点を持った投資家が増大するよ想定。

出所) FactSet、アピリッツ2023年1月期第三四半期決算説明会資料よりJPR作成。2022年12月14日取得可能データより

著名な機関投資家が注目していけば10年成長シナリオが時価総額に反映される可能性

レポートの掲載予定場所



すべてのステーク ホルダーを幸せに