

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

2023 年 1 月 16 日ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社宮下修

※ 本資料は、2022 年 12 月 21 日に開催された株式会社アピリッツ_LogmiIRLive イベントの内容を基に作成された (https://finance.logmi.jp/ir_live/39)。動画は (<https://www.youtube.com/watch?v=MJ7oFNKj9kQ>)。また、より詳細な資料は以下の URL からダウンロード可能。
https://j-phoenix.com/wp-content/uploads/2022/12/4174_appiritz_movie_report_20221220.pdf

株式会社アピリッツとは？

株式会社アピリッツ（以下「アピリッツ」）は幅広く web ソリューションを提供している会社である。戦略分析から保守運用まで一気通貫していることが特徴である。これにより高成長分野を幅広く展開し顧客はロイヤルティーループ化している。このノウハウでさまざまな領域に事業を広げている。このノウハウがうまくはまったのがオンラインゲームであり支援した事業が顧客より移管されて事業化された。オンラインゲーム事業が売り上げ半分程度を占めている。これはあくまでたまたまであり本質はウェブのソリューション力にある。

株式会社アピリッツとは

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
いづれも過去最高



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 顧客はロイヤルティーループ化

出所：会社資料等より JPR 作成。

価値観・志向性・ケイパビリティ

アピリッツは世界に愛されるインターネットサービスを作り続けるというメッセージを前面に出している。これがアピリッツの目指す方向性、志向性である。

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

出所：会社 WEB

この価値観や嗜好性を実現するためにアピリッツが育んでいる能力、すなわちケイパビリティは、戦略分析から運用保守まで一貫通貫して対応する能力である。

ケイパビリティ

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



出所：会社説明会資料

■ ケイパビリティ→価値創造の活動

次にこのケイパビリティから価値創造の動きにどうつながっていくのかを JPR がまとめたのが以下の図である。JPR では、シンプルに三つの概念で価値創造のストーリーを作っている。一つはグロース、どれだけ成長するかという視点、二つ目は戦略ビジネスモデルの繋がりということでコネクションという概念、三番目は持続可能性信頼ということでコンフィデンスという視点である。3 つの要素のすべてがプラスに発展していく姿がよみとれる。

■ 価値創造活動



出所：会社説明会資料等より JPR 作成。

価値創造の活動→機関投資家が注目する指標

次に価値創造の動きが、機関投資家が重視する指標にどうつながるのかを示したのがこちらの図である。後述するように売上高は市場平均を上回る 18%成長が 10 年続くと前提している。収益性については ROIC13.5%から 28.2%に増大するとみている。資本コストは保守的に横ばいと考えている。資本コストは日本の平均 6%に比べればリスクが高く 7.4%程度だと推計している。

価値創造活動

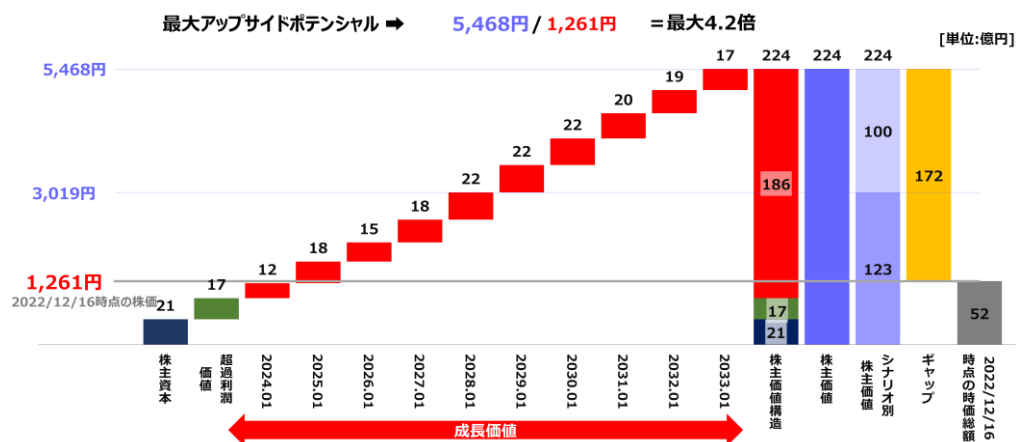
成長 Growth	一気通貫のWEB開発力を強みにゲーム・人材・エンタメ事業へ展開	ロイヤリティの高い顧客営業いらずの受注市場を上回る内部成長 M&A・運営移管 共同運営の機会豊富	売上高 70億円→366億円 年率平均約18%
戦略・ビジネスモデルのつながり Connection	エンジニアを引き付ける魅力・育成力 顧客との強固なリレーションによる共創	償却費比率低下加速 規模のメリット・シナジーが顕在化	投下資本利益率 (ROIC) 13.5%→28.2%
持続可能性・信頼 Confidence	高いロイヤリティ 事業安定化・加速 信用向上・ESG経営重視	人的資本経営 ゲームの高いボラテ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

出所：会社説明会資料等より JPR 作成。

価値創造の活動の可視化～1年後の成長価値のみ株価に反映

これらの前提をもとに10年の株主価値を可視化したのがこちらのグラフおよび表である。毎年の株主価値の積み上がり方が階段グラフのように可視化される。10年分の株主価値の成長が織り込まれた場合は、分析時点での株価の4.2倍の可能性が最大よみとれる。このグラフの見方は階段グラフを足して行くことによって特定の年までに生み出される株主価値の合計額がわかる。例えば2025年1月期までの株主価値は21+17+12+18でおよそ70億円になる。これで見ると今の時価総額は一年後の成長価値をしか反映していない。高成長の企業としては成長価値の織り込み年数が少ない。

株主価値の可視化



[億円]	今期 2023.01	1年後 2024.01	2年後 2025.01	3年後 2026.01	4年後 2027.01	5年後 2028.01	6年後 2029.01	7年後 2030.01	8年後 2031.01	9年後 2032.01	10年後 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%
ROI=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%
ROI/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
各年で創造する価値	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										

出所：JPR 作成。

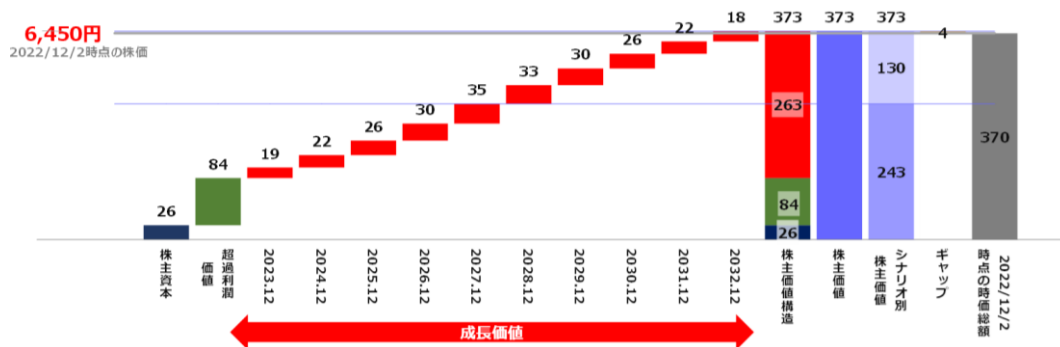
10 年の成長価値が時価総額に反映されている事例

10 年後の株主価値が株価に反映されている事例として（株）プロジェクトカンパニーが取り上げられる。売上高は年率 18%で成長し ROIC、投下資本利益率は今すでに 31%と非常に高くなっている。資本コストは 6%ということでおおよそ日本の平均で推計している。

10 年の成長価値が時価総額に反映されている事例

(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%

出所：JPR 作成。

成長シナリオの分析

KennethResearch によると 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%で成長するとみられている※。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するのが成長ドライバーである。アピリッツにおいては、営業いらずの内部成長で年率 12%、営業いらずの新規の問い合わせ 4%ポイント上乗せ、そして、M&A・共同運営・移管 2%ポイント上乗せで合計 18%の成長を実現できるとの前提を置いた。十分達成可能な水準であると思われる。

※ : <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>

成長シナリオの概要

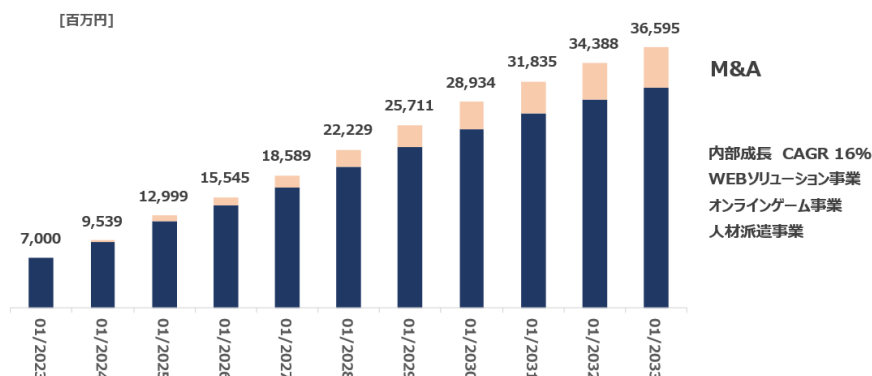
2023年1月期→2033年1月期

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



出所：JPR 作成。

ROIC 分析

こちらが、ROIC が 13.5%から 28.2%までどのように改善されるのか示した図である。単純に言えば規模のメリットが働くと考えられる。情報通信業の東証業種分類に該当する企業 500 社以上を分析し規模のメリットがどのように起きるのかを探ったうえでその結果を反映して売上が 18%成長で伸びていくと規模のメリットがどのような効果があるのか推計した。その結果 ROIC は、28.2%になるという結論に至った。28%という数字は国内外で比較しても極めて高い数字である。なお投下資本売上高比の計算の詳細は以下の資料の URL※及び、巻末を参照されたい。

※ : https://j-phoenix.com/wp-content/uploads/2022/12/4174_appiritz_movie_report_20221220.pdf

成長シナリオの概要

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				
	2023年1月期	▶	年率18%成長	▶ 2033年1月期
ROIC 13.5%→28.2%	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 %	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を分析し、規模のメリットの効果を勘案してJPRが独自に推計。

出所：JPR 作成。

今後の展望

第三四半期決算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した。上方修正期待があった可能性がある。

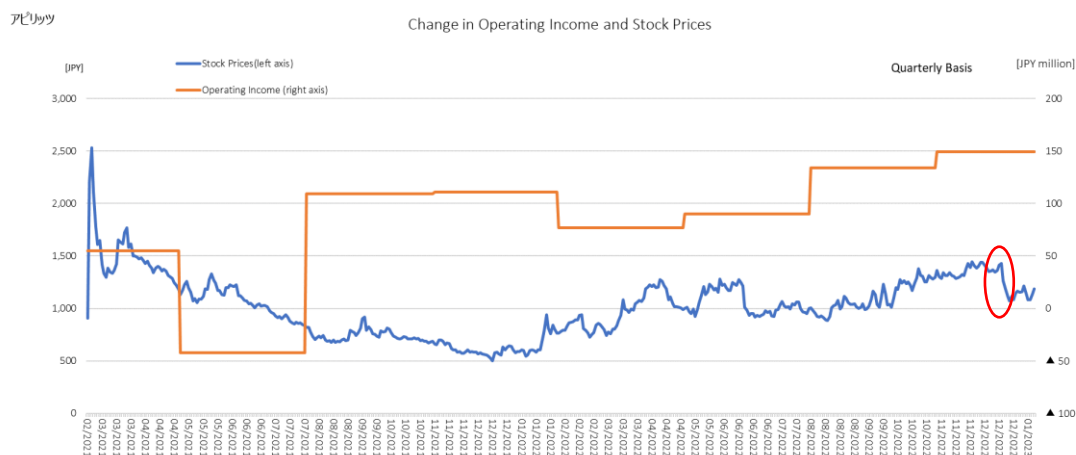
2023 年 1 月期第三四半期決算

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・子会社ともに昨対比で順調に成長
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昨対比で成長
販管費	942	136.1%	-	-	販管費は適正運用で適正值で増加
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：会社説明会資料

四半期の個別営業利益（オレンジの線）は増大したが発表翌日は株価が大幅下落



出所：FactSet より JPR 作成

今後の展望

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。しかし、以下の表で PER を ROIC などから試算すると、ROIC の今後の水準を考えると PER は 20 倍になってもおかしくない。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となろう。PER20 倍以上に切りあがる可能性は大。

PER と ROIC の関係

		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%	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：JPR 作成

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。以下の 3 点が今後の株価を見るうえで重要な視点となろう。

重要な視点のまとめ

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
ゲームの高いポラリティ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

出所：JPR 作成

投資家の動向

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。一方で 10 年の成長価値が株価に織り込まれているプロジェクトカンパニー様は、8 社の機関投資家が投資している。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ことが想定される。

投資家の動向

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

出所：ファクトセットより JPR 作成

投下資本・NOPAT・WACC の計算方法

[1]全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算投下資本＝総資産－（売上高の月商 1.5 か月を上回る現預金・短期有価証券－投資有価証券）の合計が有利子負債以外の流動負債の大きい方－繰り延ヘッジ損益－有価証券評価差額金－為替換換算勘定－土地再評価価値金-[2]WACC（加重平均資本コスト）＝税引後支払利息利回り×D/（E＋D）＋株主資本コスト×E/（E＋D）Eは時価総額、Dは有利負債残高。株主資本コスト＝リスクフリーレート＋β×リスクプレミアム。β＝東証の日次リターン（X）とメディカルシステムネットワーク社（以下 MSN 社）株価日次リターン（Y）の一時回帰式の係数。β＝[XYの相関係数]×[ボラティリティインデックス(VI)]。[VI]＝[Yの標準偏差]÷[Xの標準偏差]。一次回帰式の決定係数が 0.3 以上は、一次回帰式の係数を β とする。決定係数は 0.3 未満の場合は、MSN 社の所属する業界平均の無負債 β から推計した業界相関係数と MSN 社の VI から β を推計。リスクフリーレートは国債利回り、リスクプレミアムは時価総額に応じて 5-7%。日次リターンは過去 5 年間。

ディスクレーマー

- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- JPR は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及び JPR は対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、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。有価証券およ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。
- 本レポートの作成に当たり、執筆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。
- 本レポートは、執筆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。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された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、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。