

サイバーステップ株式会社

東証スタンダード 証券コード:3810

2024年4月17日

プログラミング知識のない小学生でもゲームを作れる
革新的なオンラインゲームで1億MAU¹を目指す

～2025年7月時点のターゲット株価914円～

1：MAU（Monthly Active Usersの略）は、月間活動ユーザー数。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上＝事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

3度目の革新的技術で最高時価総額の更新の可能性も

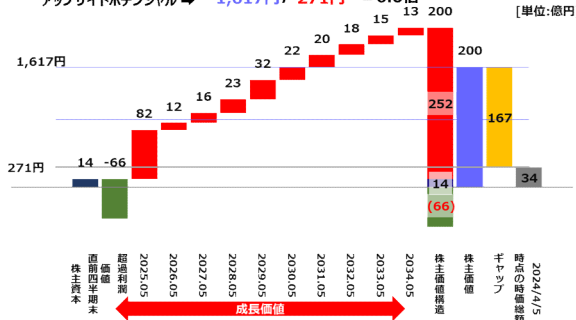
サイバーステップ株式会社(以下「CSJ」)は「世の中にないものを創る」にこだわり、①革新性、②アクセシビリティ、③コミュニティ形成の特徴を持つゲームをグローバルに創造してきた。最初の成功ケースが、2002年にリリースの、Free-to-play（「F2P」）モデルの『ゲットアンド』である。オンラインゲームにアイテム販売という革新的なビジネスモデルを組み込んだことにより、上場した2006年には、全世界で2,000万人のユーザーを獲得し、時価総額180億円を超えた。第二が、2010年リリースの、24時間いつでもどこからでも本格的に楽しめるクレーンゲームアプリ『トレバ』である。エンターテインメント業界における新しい潮流を生み出し、2017年には時価総額500億円を超えた。第三が、2023年リリースの、プログラミング知識のない小学生でもゲームを作れる革新的技術のサンドボックスゲーム『テラピット』である。世界的なサンドボックスゲームは1億人以上のMAU達成。その1社口ボックス（<https://finance.yahoo.co.jp/quote/RBLX>）の時価総額は3兆円。CSも難易度が高いが1億MAUの達成を長期的に目指す。その過程で過去最高の時価総額の更新が期待される。

サステナブルな売上・利益・株価成長を3つの施策で実現へ

CSには収益性のサステナビリティに課題がある。過去2回の市場創造では、類似製品の参入や、不十分な事業拡大の追求等により、創出した市場規模並みの成長を売上・利益で実現できなかった。株価もブームを過ぎると時価総額50億円未満に低迷した。今後は課題克服のために、以下の3施策を推進する。①「トレバ」の事業拡大「トレバ」の国内および海外市場の拡大に向けた業務提携、景品仕入れの強化などを進め、収益を改善していく。②「テラピット」の配信者/ストリーマーとのコラボ等の実施によるユーザー数拡大、③有望なコンテンツIPを持つパートナーとの事業提携によるトレバの景品の充実やコンテンツ販売である。2/27～29にかけて実施された第三者割当先は、①、②、③を推進する事業パートナーである。さらに、会社ヒアリングによると短期的に以下が期待される。①四半期一億円前後の効果のある人件費・外注費・倉庫賃料の大幅な削減、②パートナー企業が支援する限定景品によるトレバ売上拡大、③配信者とコラボしたオリジナルゲームの販売による売上向上、④「テラピット」のゲーム空間内に日本を代表する観光協会と組んだ観光地のデジタル化、⑤海外のパートナー企業に対する大型契約の締結、⑥子会社の株式会社ブルームズ（以下「ブルームズ」）のナスダック上場である。これらがうまく進めば、瞬間的な単月の早期黒字化、また、通期黒字化の可能性も出てくる。そのほか知財の価値創造の仕組み化、IR体制の強化も検討。

5年後の成長価値を織り込んだ株価は914円

短期的な各種施策および長期的なトレバ売上の回復、テラピットの成功により、過去最高の時価総額の4割程度の時価総額200億円が達成されるとの前提で、逆算して株主価値を構造化したのが、以下の図である。インベストメントサマリーで説明する前提が実現すると仮定し株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。結果として、第三者割当ての希薄化をすべて考慮した上で、5年分の成長価値を織り込んだ株価は914円、10年分の成長価値を織り込んだ株価は1,617円と推計された。914円は、5つの施策で通期の実績がでてる2025年7月中旬ごろがターゲット。

アップサイドポテンシャル → $1,617円 / 271円 = 6.0倍$ [単位:億円]

[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用し作成、2024年04月05日時点]

業績動向	売上収益 (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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年5月期通期実績	12,997	12.5	639	252.4	589	596.3	526	-	68.81	2,466	791
2021年5月期通期実績	12,193	-6.2	-812	-	-923	-	-1,156	-	-147.00	1,487	664
2022年5月期通期実績	7,416	-39.2	-1,353	-	-1,488	-	-2,097	-	-258.98	768	325
2023年5月期通期実績	4,057	-45.2	-1,158	-	-1,255	-	-1,380	-	-126.98	1,257	440
2023年5月期3Q実績	3,066	-47.6	-853	-	-868	-	-936	-	-87.10	1,257	440
2024年5月期3Q実績	2,252	-26.6	-1,221	-	-1,250	-	-1,179	-	-100.93	574	238
2024年5月期会社計画	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご確認ください。

ページレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
宮下修・宮下明久
www.j-phoenix.com

会社概要

所在地	東京都杉並区
代表者	佐藤 類
創業年月	2000年4月1日
資本金	3,451百万円 (2023年5月 現在)
上場日	2006年7月5日
URL	https://corp.cyberstep.com/
業種	情報・通信業

主要指標 2024/4/16 現在

株 価	252円
52 週 高 値	934円
52 週 安 値	238円
発行済株式数 ¹	12,381,482株
売買単位	100株
時 価 総 額 ²	3,120百万円
会社予想配当	未定
予想当期利益 ペー ス EPS ²	未公表
予 想 PER	-
実 績 BPS ² (2023 年 5 月 末)	216.66円
実 績 PBR	1.16倍

1：東京証券取引所2024年2月データに27-29に発行予定の株数を加算した値。2：1の値×株価で計算。

1. インベストメントサマリー

株主価値 分析

超過利潤法による試算

持続可能な売上・利益の実現で株価は914円～1,617円

Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。CSの今後10年を展望すると、再成長が実現しROICも改善すると見ている。JPRは、トップページで説明した施策が実現し評価が高まれば、株価は914円～1,617円になるとみている。その推計は「超過利潤法(「巻末資料2」参照)」で計算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表及び次ページの図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析の前提となる定性ストーリー

定性ストーリーの骨子

Growth: 革新的技術による市場創出 → 持続可能な成長力強化 → 1億MAUへ

Connection: 革新性に磨き → 持続可能な成長の経営資源強化 → ROIC増大

Confidence: 持続可能な成長力強化 + 世の中から戦争をなくす → WACC低下

「世の中にないものを創る」革新的技術で市場創造

サステナビリティ成長の課題を外部経営資源の活用で克服

2023年リリースの革新的サンドボックスゲーム

顧客基盤・ファン・コンテンツを持つ事業会社・インフルエンサーとコラボ

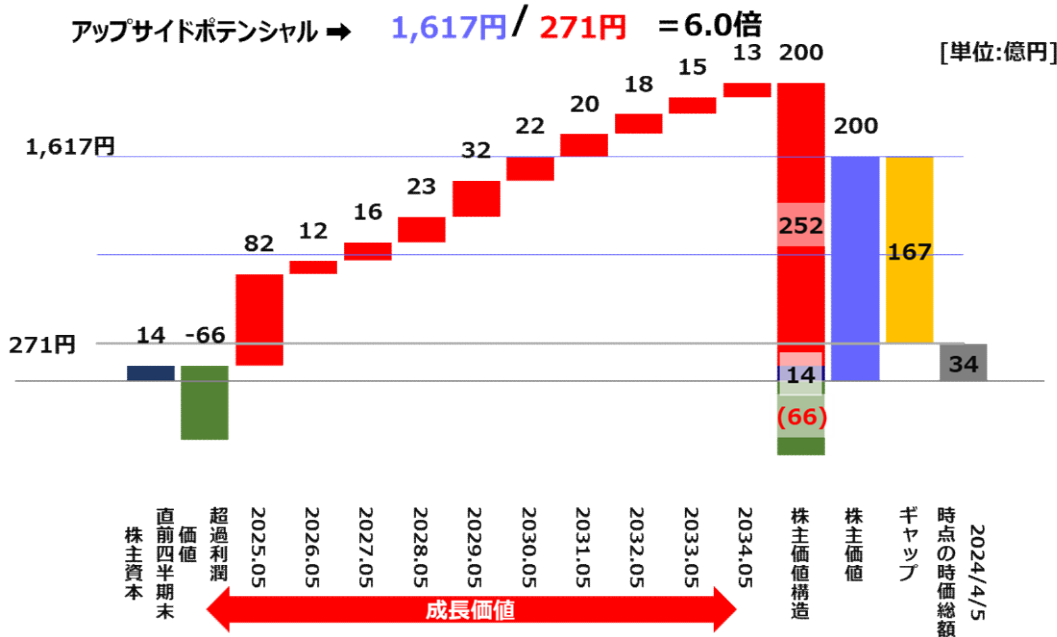
誰でも制作できるため多様なユーザー層に拡大

持続可能に発展し長期的に1億MAUを目指す

[出所]会社比アングに基づきJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析(億円)



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2024年04月05日時点]

[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	
	2024.05	2025.05	2026.05	2027.05	2028.05	2029.05	2030.05	2031.05	2032.05	2033.05	2034.05	
売上高		50.0	49.4	65.0	85.5	112.5	148.1	185.5	223.1	259.1	292.7	323.0
営業利益		-5.0	5.4	7.9	11.5	16.7	24.3	30.4	36.6	42.5	48.0	53.0
営業利益率		-10.0%	11.0%	12.2%	13.4%	14.9%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
売上高成長率		23.2%	-1.3%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%	25.3%	20.2%	16.2%	12.9%	10.4%
NOPATマージン		-6.9%	7.6%	8.4%	9.3%	10.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
投下資本売上高比率		46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%
WACC		8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率		-14.8%	16.3%	18.0%	19.9%	21.9%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)		(¥1.8)	¥2.0	¥2.2	¥2.4	¥2.7	¥3.0	¥3.0	¥3.0	¥3.0	¥3.0	¥3.0
NOPAT		-3.45	3.75	5.46	7.93	11.53	16.77	21.01	25.26	29.34	33.14	36.57
投下資本×WACC		1.91	1.88	2.48	3.26	4.29	5.65	7.07	8.51	9.88	11.16	12.32
超過利潤		-5.36	1.87	2.9798	4.67	7.24	11.12	13.93	16.75	19.46	21.98	24.26
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC		-5.36	1.87	2.98	4.67	7.24	11.12	13.93	16.75	19.46	21.98	24.26
各年で創出する価値		-66	89	14	21	31	48	34	35	33	31	28
ディスカウントレート		100%	92%	85%	79%	73%	68%	62%	58%	53%	49%	46%
超過利潤の現在価値		-66	82	12	16	23	32	22	20	18	15	13
投下資本① 元手		23										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②		-66										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③			252									
非事業資産価値④			17									
企業価値 = ①+②+③+④			227									
有利子負債等			-18									
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分			-8									
株主価値			200									

[出所]JPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提¹

Growth: 革新的技術による市場創出 → サステナブル成長力強化 → 1億MAUへ

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
<p>世の中にないものを創る</p> <p>CSは世の中から戦争をなくすことを目的とし、革新的な技術を活用してインタラクティブかつリアルタイムなエンターテインメントを通じて人々を結びつけることに注力している。CSの基本理念は、「誰もやらないことをやる」「世の中にないものを創る」ことであり、自社内でのコア技術の開発に重点を置き、革新を継続的に生み出す経営方針を取っている。また、CSはオープンなゲーム世界を提供し、ユーザーが自由に参加し、貢献できる環境を構築している。</p>	<p>ゲーム分野の発展に貢献</p> <p>社長が強調する「一人でも多くの人に楽しんで頂きたい」という理念の下、CSは継続性と新しい発見を提供するゲーム開発に取り組んでいる。開発者に持続可能な収益モデルを提供し、プレイヤーにはよりアクセスしやすいゲーム体験をもたらしたことで、ゲームのクオリティ向上と業界の発展に貢献。革新的サンドボックスゲームで1億MAUを目指す。</p>	<p>CAGR 5.0%が期待</p> <p>2024.5 2034.5</p> <p>50 億円 ▶ 323 億円</p> <p>1億MAUを目指した成長を軌道へ</p> <p>10年間の成長価値の合計</p> <p>252 億円</p>

Connection : 革新性に磨き → サステナブル成長の経営資源強化 → ROIC増大

戦略	ビジネスモデル	ROIC
<p>大規模拡大への課題を克服</p> <p>新規サービスの企画から製品開発初期段階およびその市場導入までの成長を成功させてきたが、その後の大規模な拡張では課題を抱えていた。今後、営業力と事業提携力を強化し、資金調達先との緊密な連携を図ることで、ビジネスモデルの持続可能な拡大を目指す戦略を展開する予定だ。また知的財産に関する取り組みを強化し、技術やコンテンツの独自性を保護し、競争力を高めることが期待される。</p>	<p>ゲームプラットフォーム自体を創る</p> <p>誰でもプログラミング知識がなくゲームをつくることで多数のコンテンツが生まれ、倍々ゲームの成長、強固な顧客基盤やコンテンツを持つ企業やインフルエンサーとの連携や口コミで急拡大する可能性追求。さらに知財戦略、資本コストを意識した経営、IRの強化でCSは持続的なROICの改善を伴う成長を目指す。</p>	<p>黒字化し大幅な改善が期待</p> <p>2024.5 2034.5</p> <p>-14.8 % ▶ 24.2 %</p> <p>規模拡大効果で利益率が増大</p> <p>今期だけの超過利潤価値</p> <p>-66 億円</p>

Confidence : サステナブル力強化 + 世の中から戦争をなくす → WACC低下

財務安定性	社会貢献性	WACC
<p>主事業の価値を最大化し安定化へ</p> <p>CSは新しい市場を創造してきたが、その市場での価値拡大に課題を抱え、売上や株価に影響が出ていた。これに対処するため、顧客基盤・有望コンテンツを持つパートナーとの連携による規模拡大と知的財産の範囲拡大を通じて事業価値を最大化する成長戦略を採用している。その戦略を追求する社外取締役や顧問の強化を推進しガバナンスを強化。</p>	<p>ゲームを通じた社会貢献</p> <p>CSは革新的なデジタルエンターテインメントを通じて、世界中の人々をつなげ、世界から戦争をなくすことを目指している。特に、リアルタイムかつインタラクティブなエンターテインメント開発に焦点を当て、文化や言語の壁を越えた共有体験を提供し、社会貢献と顧客満足を追求している。また、結果的に環境保護においてペーパーレス化や電力使用量の削減などの取り組みを行っている。</p>	<p>現状維持</p> <p>8.2 %</p> <p>規模拡大の安定化を考慮</p> <p>株主資本²</p> <p>14 億円</p>

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。*22023年11月末の数字に、2/27-29の株式発行の資金調達予定額を加算した値。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

概要

会社名	サイバーステップ株式会社 (CyberStep, Inc.)
創業年月	2000/4/1
代表取締役	佐藤 類
本社所在地	東京都杉並区和泉1-22-19 朝日生命代田橋ビル4階
資本金	34億5120万6403円 (2023年5月)
従業員	342名
決算期	5月
主要事業	ネットワーク・エンターテインメントソフトウェアの開発
上場日	2006/7/5
上場証券取引所	東証スタンダード市場

[出所]会社資料等よりJPR作成

主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
オンラインゲーム事業	CyberStep Communications, Inc.(米国子会社)	サイバーステップ株式会社が開発したオンラインゲームの運営	510千米USD	100%
	CyberStep Digital, Inc.(台湾子会社)	サイバーステップ株式会社が開発したオンラインゲームの運営	3,500千TWD	100%
エンターテインメント事業	株式会社ブルームズ	音楽制作会社・声優プロダクションの運営	242百万円	40%

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フィックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2022	4	株式会社ネッチ	両社がこれまでに培った経験や技術力及び運営ノウハウを有効活用することによる、より優れた運営体制の構築と顧客基盤の強化による収益機会の拡大など。
2023	1	株式会社バッジ	ノウハウや体制を最大限に活用することで、エンターテインメントやビジネスの発展・進化を加速し、新たな市場の創造を進める。
2023	1	株式会社TechnoBlood eSports	TechnoBlood eSports社のノウハウを活用し、既に提供しているエンターテインメント/サービスのeスポーツ化、国内・海外における大会の開催など、新規事業を開拓する。
2024	2	株式会社GENDA	クレーンゲームアプリ及びオンラインゲームサービスの協業並びに新規事業の検討及び共同実施。
2024	2	株式会社ピーナッツ・クラブ	クレーンゲームアプリ及びオンラインゲームサービスの協業並びに新規事業の検討、共同実施。
2024	2	株式会社SMILE BASE	テラビット / トレバにおけるポップアップストア、コラボカフェ等の共同展開の協業並びに新規サービスの検討、共同実施。
2024	2	スマイルタンク株式会社	テラビットに関するメタバース事業の協業並びに新規サービスの検討、共同実施。
2024	2	マルカ株式会社	オンラインゲームサービスの協業並びに新規事業の検討、共同実施。
2024	2	株式会社ひかりてらす	テラビット / トレバ内のオンラインストアを通じた商品の企画や制作等の共同展開。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

3.GCC経営™のフレームワークによる価値創造ストーリー

Growth

整備進捗状況：
50%

持続可能性に難点

整備進捗状況：
50%

持続可能性についての取り組みが進むと期待。だが、まだ本格的な実装はこれから。

整備進捗状況：
10%

概念～ゲームで戦争のない世界を～

国境を超えた共同意識を育み、理解の違いによる戦争をなくす

CSはエンターテインメントを通じて世界から戦争をなくすことを目的とし、国境を超えた共同意識を育み、理解の違いによる戦争をなくすことを主張している。そのために、CSは革新的な技術を駆使し、インタラクティブなエンターテインメントを通じて人々を結びつけ、文化を超えた共同体を形成することに焦点を当てている。CSの基本理念は、「誰もやらないことをやる」「世の中にないものを創る」ことであり、そのために内製化したコア技術を駆使し、自ら革新を生み出し続ける経営方針を取っている。また、CSはユーザーが自由にアクセスし、参加し、貢献できるオープンなゲーム世界を目指し、コミュニティの形成を促すプラットフォームを提供している。これらの取り組みは、革新性、アクセシビリティ、コミュニティ形成の促進によって支えられており、CSが目指すゲームの世界観を形成している。課題としては、持続可能性。市場を創出するが、その後、類似企業の参入などで、自らが創出した市場の成長よりも低い成長にとどまる傾向があった。知財戦略、事業の深化拡大戦略に改善の余地があるのが課題。それを克服できるのが注目ポイント。

実装デザイン：革新的な未来志向のサンドボックスゲームへ

CSは2002年にF2Pという革新的なゲーム、ゲットアンプド、2010年にクレーンゲームアプリ「トレバ」をリリースし、エンターテインメント市場に革新をもたらした。また、CSの取り組みは他の企業にもCSが創造した市場への参入を促し、市場の拡大に貢献した。そして、CSは革新的なゲーム開発を継続し、2023年には大規模なサンドボックスゲーム「テラビット」をリリースした。このゲームは高い自由度と「Create to Earn」のゲームモデルを特徴とし、プレイヤーの長期的なエンゲージメントを促進し、さらなる成長を目指している。後述するが1億MAUを達成しているゲームと比較して、テラビットは十分に魅力がある。既に述べたように、より長期的な市場拡大においては、強固な顧客基盤を有する事業会社との連携、強固なファン層を確立しているインフルエンサーとの連携、魅力的なコンテンツを持つ事業会社との連携が重要である。そうした課題について強化する意向がCSにおいて強い。今後の発展可能性がサステナブルになる可能性が高いと期待される。

実績：各種施策で単月黒字、2025年5月期通期黒字が期待

次章以降で細かく説明するが既に連携した事業パートナーとのコラボレーションにより売上の増大が進みつつあり、かつ各種コスト削減の動きも進んでいるため、今期でも瞬間での単月で黒字化の可能性があるとしてJPRは見ている。また25年5月期においては通期で黒字の可能性があるとみている。ただ実装の動きはまだ実績に出ていないため、評価は10%とする。

Connection

整備進捗状況 :
50%整備進捗状況 :
70%整備進捗状況 :
10%

多様なパートナーとのコラボで経営資源のつながり強化

概念デザイン:持続的成長戦略と競争優位の確保

CSはこれまで個々のサービスにおいて、企画から製品開発初期段階（0から1）およびその製品の市場導入（1から10）までの成長を成功させてきたが、その後の大規模な拡張（10から100）では課題を抱えていた。今後、CSは営業力と事業提携力の強化、資金調達先との緊密な連携を図ることで、ビジネスモデルを持続可能に拡大していく戦略を採る予定だ。また、知的財産に関する取り組みの強化も計画されており、これにより技術やコンテンツの独自性を守り、競争力を一層強化することが期待される。さらに、CSの強みはR&Dにあり、社員全員が製品を作り出す能力を持っている。広告宣伝費に関しては、広告単価が高騰しているため、インフルエンサーを活用して自発的に製品を取り上げさせることで費用を削減する方針だ。

実装デザイン：新たなパートナーシップで競争力を高める

CSは内部資源と外部環境を巧みに融合させ、持続可能な成長を目指す企業として位置づけられている。過去にはオンラインゲームにおけるアイテム販売やクレーンゲームアプリといった革新的なビジネスモデルを発明し、その成功の源泉は独自の技術的優位性にあるとされる。CSは自社企画・自社開発・自社運営であり、海外においても自社でサービスを積極的に提供しており、日本のベンチャー企業としては海外売上比率が高い。日本ならではのエンターテインメントをオンラインで楽しめるようにし、世界の80億人をターゲットに事業を展開している日本において稀有な存在の会社である。ソフトウェア／ハードウェアの開発においても基盤技術から自社で開発し、他社では真似できないゲーム性、ゲーム体験を実現することに注力している。

CSは事業提携戦略において特定の強みを有する企業との業務提携を重視し、Web3領域の専門知識を持つHADOW社やオンラインサロンサービスの提供者であるバッジ社との提携を通じて、オリジナルのWeb3ゲームの企画・開発やデジタルトランスフォーメーションの加速を目指している。また、資本業務提携戦略では、GENDAやマルカ、ピーナッツ・クラブなどの同業他社や取引先との増資を通じて相互の強みを活かした相乗効果を生み出し、競争優位を確保するビジネスモデルとして、オンラインゲーム事業のライセンス供与モデルを採用している。

実績：

Growthと同じ評価とする。

Confidence

整備進捗状況：
20%

整備進捗状況：
90%

整備進捗状況：
10%

社会貢献性は高い。財務の安定化はこれからの課題

財務安定性：今後は急速に改善する可能性

CSはこれまで独自の技術開発を元に新しい市場を創造し続けてきたが、その市場での価値拡大に課題を抱えており、これが売上や株価の変動に影響していた。この課題に対処するため、CSは 市場の規模拡大と知的財産の範囲拡大を通じて事業価値を最大化する成長戦略を採用している。この戦略の下、CSは大きく2つの施策を展開している。まず、社外取締役や顧問の強化により、営業力を高め、多角的な戦略的意思決定を実現することを目指している。次に、知的財産戦略の充実化を通じて、知的財産領域の競争力を強化し、模倣リスクの減少や価値創造を促進する取り組みを行っている。これらの施策は、CSの持続可能な成長を支え、新しい価値の創造を加速させることを目指している。

社会貢献性：革新的エンターテインメントと持続可能な社会

CSは革新的なオンラインエンターテインメントの創出を通じて、世界中の人々をつなげ、戦争のない世界の実現を目指している。その核心理念は「誰もやらないことをやる」「世の中にないものを創る」であり、外部への依存を減らし、独自の革新を追求している。特に、リアルタイムでインタラクティブなゲーム開発に焦点を当て、文化や言語の壁を越えた共有体験を提供し、社会貢献と顧客満足を追求している。

投資家との対話

CSの株主還元策は、現時点では不透明であるが、コンテンツへの信頼性と期待感が財務健全性を支え、将来的な財務戦略の強化に向けた取り組みが期待される。投資家とのコミュニケーション戦略では、戦略的投資家との対話に焦点を当てつつ、個人投資家との強化されたコミュニケーションを計画しており、これらの取り組みを通じて透明性と信頼性を高めることを目指している。また、現在の高い資本コストは過去のリスクを反映したものであり、CSの戦略が実現すれば、資本コストは長期的に低下する可能性がある。

4. Growth : 成長ストーリー

価値観・世界観

「世の中にないもの」
を内製にこだわり
発明する

ゲーム開発の共通の
パターン

市場をゼロからつくる
革新性

価値観～世の中から戦争をなくす

成長のドライバーとなるCSの価値観

国境を超えた共同意識を育み、戦争をなくす

CSはネットワーク、エンターテインメント、コミュニケーションの融合により新たな娯楽を創出するために、インタラクティブなエンターテインメントの最前線としてゲームに焦点を当てている。革新的な技術により誰もが熱狂して楽しむゲームが世界中の人々を結びつけ、国境、文化を超えた共同体意識を育みお互いを理解する。その結果、戦争のない世界の実現に貢献することをCSは目的としている。このような世界の実現において、CSの基本理念「世の中にないものを創る」は核心的な考えである。その考えに基づき外部への受託や下請けに頼ることなく、コア技術を内製化し、自ら革新を生み出し続けるという経営方針を明確に掲げている。

世界観～3パターンでグローバルに市場創造

①革新性、②アクセシビリティ、③コミュニティ形成が成功の鍵

CSが目指すゲームの世界観

CSはユーザーが自由にアクセスし、参加し、貢献できるオープンなゲーム世界を目指している。それは、単に遊ぶ場所ではなく、学び、創造し、交流するコミュニティの形成を促すプラットフォームである。CSのゲームは、テクノロジーとクリエイティビティを融合させ、新しいエンターテインメントの形を提案し続けることで、社会に貢献し、新しい価値を創造することを目指している。このビジョンは、革新的なゲームメカニクスの採用、アクセスしやすいプラットフォームの提供、そしてユーザー間の強固なコミュニティ形成を通じて実現される。そのため、CSのゲーム開発の歴史を通じて見られる共通の3パターンは、①革新性、②アクセシビリティ、③コミュニティ形成の促進となる。これらの要素を構造化し、CSが目指すゲームの世界観をまとめると以下のようになる。

CSのゲーム開発の歴史を通じて見られる共通の3パターン

①革新性	無料で遊べる『ゲットアンプド』のFree-to-playモデル(F2P)モデル、遠隔操作型クレーンゲームアプリ『トレバ』、誰でもゲームを作れるゲームプラットフォーム『テラビット』を通じ革新性を追求。
②アクセシビリティ	世界中どこからでもアクセスでき、使いやすく低コストで、プレイヤーの創造性を刺激するゲームプレイにより、スムーズでアクセシビリティの高い体験を提供。
③コミュニティ形成の促進	ユーザー間で異文化間交流のコミュニティの場を提供。ユーザー生成コンテンツ(UGC)により、『テラビット』では、自由なゲーム作成・共有の推奨で交流促進。

[出所]会社ヒアリングよりJPR作成。

提供価値

顧客体験革新：国境なき共感とエンゲージメントの促進

F2Pモデルの先駆け
グローバル成功：
3000万ユーザーと約
80億円収益のオン
ライン対戦アクション

幅広いプレイヤーを
惹きつけて
F2Pモデルの国際的
普及に貢献

「世の中にないものを創る」を実現して価値提供

ゲームを通じた体験したことのない共感体験の創造

CSは「世の中にないものを創る」という価値観をもとに、これまでいくつもの革新的な価値を提供するゲームを生み出してきた。インタラクティブなオンラインゲームを通じて、世界中の人々がリアルタイムでつながり、国境を超えた共有体験を提供する。この取り組みは、顧客の生活に新たな価値をもたらす、優れた顧客体験を提供することに貢献している。これらを通じて顧客のロイヤリティと市場での競争優位を確立することを目指す。CSの代表的なゲーム3つ『ゲットアンプド』『トレバ』『テラビット』について歴史的な視点も含めて説明する。

CSの革新的ゲーム開発史1：Free-to-playモデルの市場創造

2002年に革新的なF2Pモデルのゲーム『ゲットアンプド』リリース

2002年、パッケージ販売及び月額課金が主流であった時代に、革新的な、無料で基本的なプレイが楽しめるFree-to-play「F2P」モデルのゲーム『ゲットアンプド』をリリースした。カスタマイズ可能なアバターと豊富な戦闘スタイルを特色とするオンライン対戦アクションゲームである。「F2P」とは、ゲームの基本的な内容を無料で提供し、追加のコンテンツや機能、仮想アイテムを課金アイテムとして販売するビジネスモデルであり、現在ではゲーム業界の主流のビジネスモデルとなっているが、当時は画期的な試みであった。アジアを中心に世界で提供され特に韓国で絶大な支持を受け、2006年当時全世界で2,000万人のプレイヤーを抱える唯一の国産オンラインゲームを生み出すことに成功した。全世界を対象とした累計登録者数が3000万人にも及んでいる。累計リアルマネー販売物販売数量は約7500万個に達しており、1つ約1ドルとして計算したとしても、約75億円を超える推計となる。世界で最高のオンラインアクションゲームとして、世界200カ国10億人への提供を目指している。

[出所]目指すは世界制覇——「ゲットアンプド2」製作記者発表会

<https://nlab.itmedia.co.jp/games/articles/0810/21/news125.html>

[出所]市場よりも熱意を信じる。世界3000万人のファンが待っていたスマホ向け3Dアクション「ゲットアンプド モバイル」の開発陣インタビュー

<https://www.4gamer.net/games/368/G036830/20170216071/>

イノベーションと市場拡大

CSはゲームポートフォリオの拡充を進め、『コズミックブレイク』など、個性的なキャラクターと高いカスタマイズ性を備えたF2Pオンラインゲームを開発。幅広いプレイヤーを惹きつけた。そして、技術開発とグローバル展開：独自技術による高品質なゲーム体験提供と、海外市場への展開を積極的に行い、F2Pモデルの国際的普及に貢献した。

CSの革新的ゲーム開発史2：クレーンゲームアプリ市場創造

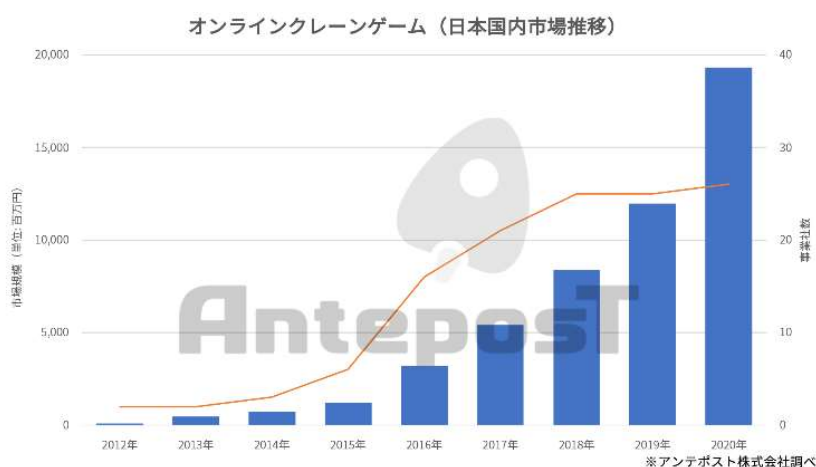
2010年ゲームセンターに行かずに24時間本格的に楽しめる クレーンゲームアプリ『トレバ』リリース

CSは2010年には、『トレバ』というクレーンゲームアプリの形態を新たに創造した。このサービスは、実物のクレーンゲームをインターネット経由でブラウザやスマートフォンアプリからリアルタイムでクレーンゲームを遠隔操作し、プレイ料金は150円から250円で、24時間いつでも参加可能であり、獲得した商品を自宅に配送してもらえるというもの。このサービスにより、CSはクレーンゲームアプリ市場という新たな産業を創出した。ゲームセンターに行かずにともオンライン上で24時間本格的なクレーンゲームの体験を提供するこのサービスは、ゲームの楽しみ方に革新をもたらしエンターテインメント業界における新しい潮流を生み出した。

新たなエンターテインメント形態として世界に定着

市場規模が縮小傾向のアミューズメント施設（ゲームセンター、オペレーター市場）とは異なり、成長を続けるクレーンゲームアプリ市場はモバイル端末・スマートフォンの出現により、今後も拡大が見込まれている。その利便性から、クレーンゲームアプリは急速に市場を拡大し、導入から10年後の現在日本国内市場規模が約200億円、日本国外を含めると約300億円とされている。

クレーンゲームアプリの国内市場推移



[出所]アンテポスト株式会社 <https://cpshub.am/about/>

新しい潮流
獲得した商品を
自宅に配送

導入から10年後で
市場規模は全世界で
約300億円

**創作と収益の革新：
クリエイターに収益を
還元するサンドボック
ス**

CSの革新的ゲームの未来史：1億MAUを目指すテラビット

2023年リリース、大規模多人数同時参加型サンドボックスゲーム

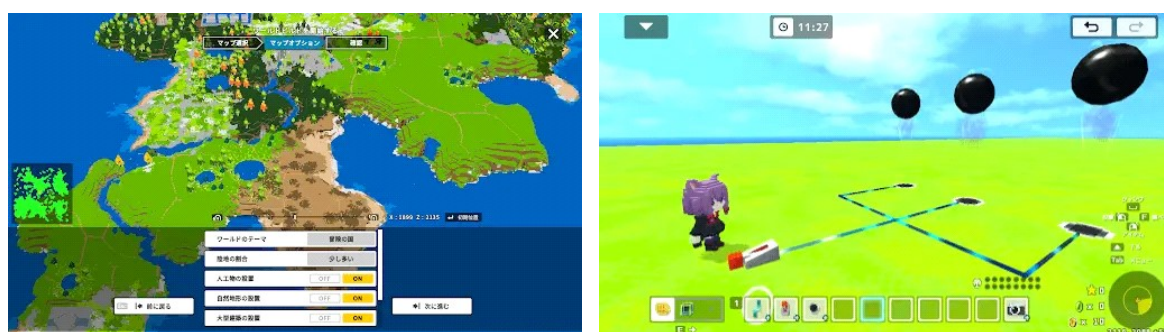
『テラビット』は2023年4月にサービスが開始されたマルチプレイ対応のサンドボックスゲームである。本作の特徴はとにかく自由度が高いことである。基本的なコンテンツは無料で、スキンや武器などが排出されるガチャとプレイヤー同士の取引で使えるジュエルが主な課金要素である。プレイヤーは世界を探索、モンスターと戦闘して資源を集め、数百種類以上のブロックを使って自分のワールドを創作できる。また、他のプレイヤーのワールドに参加可能で、アスレチックやチャットなどを目的とした広場のようなものもある。もう一つの大きな特徴は、“Create to Earn”というゲームモデルである。他のプレイヤーに、制作したワールドが遊ばれたりワールド内のアイテムが購入されたりすると、制作したクリエイターに収益が還元される仕組みになっておりプレイヤーのゲーム体験を拡張し、ゲームへの長期的なエンゲージメントを高めることが期待される。PC、iOS、Androidに加え、2023年11月にはニンテンドースイッチ版をリリースし、プレイヤーの拡大を進めている。

テラビットの特徴

GCCの視点	説明
提供価値の特徴	自由度の高いサンドボックスゲームで、「Create to Earn」モデルを採用。この収益化メカニズムは、プレイヤーの創造性を促し、ゲーム内経済を豊かにする。多様なプラットフォームへの展開により、プレイヤーベースの拡大と長期的なエンゲージメントが期待される。
経営資源の組み合わせの特徴	技術革新とコミュニティの力を融合させることで、ゲーム業界における新しい可能性を切り開いている。特に、企業やインフルエンサーとのコラボによるイベント開催や、実世界を反映したゲーム内空間の再現は、ゲームを超えた文化的・経済的活動の場を提供している。これらの取り組みは、『テラビット』が単なるゲームを超え、文化的・経済的活動のプラットフォームとして機能することを可能にし、経営資源のつながりを通じて無限の可能性を持つことを実証している。
財務安定性・社会貢献性の特徴	誰でもゲームを作成できるユーザーフレンドリーな設計を採用しており、教育面でも大きな可能性を秘めている。このアクセシビリティの高さは、社会貢献としての価値も兼ね備え、他のゲーム制作プラットフォームとの大きな違いとなっている。多様なプラットフォームへの展開により、より広いユーザー層へのアクセスと持続可能な成長を促進している。

[出所]会社資料等よりJPR作成

テラビットのゲーム画面



[出所]テラビットウェブサイト <https://teravit.app/>

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

探索自由度の高い ゲーミング体験

サンドボックスゲームとは

サンドボックスゲームは、ビデオゲームの形態の一種であり、プレイヤーが仮想環境を探索し、その中で交流を促されるものである。サンドボックスゲームの目的は、プレイヤーが試行錯誤を通じてゲームの機能、仕組み、制限を学ぶことにある。サンドボックスゲームは、一般的にオープンエンドであり、以下の要素によって特徴づけられる。①プレイヤーは自由にゲームを探索し、好きな順番でゲーム要素に取り組むことができる。②プレイヤーは、ゲーム世界との様々な関わり方を試し、発見することが奨励される。③明確な終点や勝利条件は設けられておらず、交流に重点が置かれている。

学習と創造性を促進

サンドボックスゲームの利点と種類

サンドボックスゲームは、娯楽を超えた利点を提供し、学習プロセスを魅力的にするために有効である。ゲーム化学習は従来の方法よりも記憶に残り易い。その理由は、学習者が興味を刺激し、能力に挑戦する楽しいアクティビティに積極的に参加することで情報の保持が促進されるからである。サンドボックスゲームは、学生の教育や社員の研修において、以下のような種類が特に人気がある。①共同サンドボックス：この形式では、プレイヤーが一つのコミュニティとして互いに協力し、ゲームを進行させる必要があり、団結力や協働の精神を養う。②シミュレーションサンドボックス：現実世界の人物、場所、物体を模倣したバーチャルな双子をデザインすることができ、実際の環境を再現したり、新たなシナリオを想定する場となる。③ロールプレイングサンドボックス：ユーザー自らが創出した物語やキャラクターの発展を通じて、創造力や物語構成能力を試すことが可能である。・クリエイティブサンドボックス：人工知能（AI）ツールを活用し、プレイヤーにデジタルアートや音楽制作を通じた自己表現の機会を提供する。

[出所]サンドボックス Game <https://www.techopedia.com/definition/3952/サンドボックス-gaming>

目標MAU：1億

世界的に見ても先駆的な、誰でも開発可能な

プログラミング完全不要のサンドボックスゲーム

テラビットはプログラミング知識不要で小学生からゲーム作成を楽しめるプラットフォームという特徴を持つ。プログラミング知識不要と謳っているゲームは多数あるが、誰でも開発可能なレベルまでの開発しやすさを実現している実際にリリースされているサンドボックスゲームは世界で見当たらない。CSはテラビットの目標を、月間アクティブユーザー（MAU）1億としている。サンドボックスゲームで月間アクティブユーザー1億を超えるゲームとして、『マイクラフト（Minecraft）』、『フォートナイト（Fortnite）』、『ロブックス（ROBLOX）』などが挙げられる。市場調査する限り、テラビットのような概念のゲームは世界初である。CSは、テラビットプロジェクトを通じて世界で唯一のゲームを創造し、国境を越える新たなコミュニケーションとエンターテインメントを提供することで、世の中から戦争をなくすことの実現を目指している。

■ サンドボックスゲームで1億MAUゲームを超える4つの条件とテラビットの可能性

1億MAUゲームになる条件		条件の意義
大項目	特徴	テラビットの可能性
①アクセシビリティ	マルチプラットフォーム	あらゆるOS、ゲームプラットフォームでも利用可能。
		テラビットは、あらゆるオンライン、オフラインのOS、スマホ、ゲームハードウェアで利用可能。先行1億MAUゲームと比較してもアクセス可能性は優位性がある。
②ユーザー関与型のコンテンツの持続的発展性	クリエイティビティと自由度	ユーザーが自らゲームを作るなどのクリエイティビティがある。 テラビットは、プログラミング知識がない誰でもゲーム作成が容易なため、あらゆる人がゲームをクリエイティブに作成可能。誰でもプログラムすることは先行1億MAUのゲームよりも容易と推察される。
	バトルロイヤルと更新性	常に更新される、最後の一人まで戦うバトル体験がある。 テラビットは、だれもが新体験を追求、更新するゲームの開発が可能のため、この点は十分に満たすことが可能。
	ユーザー生成(UGC)コンテンツ	創造性あふれるUGCが自由に作れて共有できる。 テラビットで十分に実現可能。
③教育と学習	教育と学習	プログラミングを学べる。 テラビットでは、まずはゲームをつかって、その裏でどのような動きでプログラミングが実装されているのかを学ぶことで教育効果が期待できる。
④サステナブルなコミュニティ&経済システム構築	コミュニティとマルチプレイ	コミュニティに属する人たちが好きな数の人数とプレー テラビットで十分に実現可能。
	コラボレーションと文化的影響	他のコンテンツやインフルエンサーとのコラボレーション。 テラビットは、誰もがゲームをつくり、その世界に共感を得たユーザーが参加するプラットフォームである。あらゆるコンテンツを持つ事業会社、個人にとってコラボレーションによるコミュニティ増大、目指す世界拡大、そして収益の拡大の可能性を提供する。
	経済システム	参加しているステークホルダーが経済的にメリットを得る。 誰もがゲームをつくり、その世界に共感を得たユーザーが参加するプラットフォームにより誰もが経済的な成功を追求できる。ゲーム内においてリアルグッズを販売などリアルとデジタル双方向でシナジーが発揮して、さらに世界をターゲットに収益拡大の可能性を参加するステークホルダーにもたらす。

[出所]：以下のURLからの情報をまとめてJPR作成。マイクラフト：<https://www.demandsage.com/minecraft-statistics/>、フォートナイト：<https://www.businessofapps.com/data/fortnite-statistics/> <https://www.demandsage.com/fortnite-statistics/> <https://www.dexerto.com/fortnite/how-many-people-play-fortnite-1954801/>、ロブロックス：<https://backlinko.com/roblox-users> <https://www.businessofapps.com/data/roblox-statistics/>

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

ターゲット市場

2023年21兆円超から
2026年24兆円予測
の成長軌道

1億MAU目標：
マイクラフト等の
巨人に挑むテラビットの
野心と
メタバースへの進出

ターゲット市場

世界のゲーム市場

収益

CSのターゲット市場は、世界全体のゲーム市場である。2023年の世界のゲーム市場は、約21兆2,400億円（\$187.7 billion）の収益を生み出すと予測されており、前年比で約2.6%の成長が見込まれている。全世界のプレイヤー数は33億8,000万人に達する見込みで、特に新興地域からのプレイヤー増加がこの数字を押し上げている。市場は今後も拡大を続け、2026年には約23兆9,400億円（\$212.4 billion）の年間収益に達すると予測されている。

ユーザー数

CSが目指す月間アクティブユーザー数1億という目標は、現在の世界のゲーム市場において、極めて野心的な成果である。

MAU（月間アクティブユーザー）が1億に達するゲームは、既存のWeb2時代の大手企業をも超える可能性を持つプラットフォームとして、期待が高まっている。例えば、テラビットと同様のサンドボックスゲームのマイクラフトは、2023年1月時点でPC版の販売累計が2.38億個に達し、モバイル版も1.3億個の壮大な販売数を記録している。2016年には4,000万人であった月間ユーザーは、2019年、新型コロナウイルス感染症が世界的に流行する前には9,000万人に達し、さらに最近の2022年には1.7億人に増加し、わずか6年間で4倍以上に膨れ上がった。このような驚異的な成長率は、マイクラフトが単なるゲームを超え、一つの文化現象、さらには社会現象へと進化していることを示している。

この文脈において、テラビットが示す可能性は注目に値する。

[出所]GAFAに匹敵する超巨大『マイクラフト経済圏』が出来上がるまで、何が熱狂を生むのか？
<https://www.sbbbit.jp/article/cont1/104906#head2>

売上高・利益

ブルームズの米国上場によるCSの時価総額増加見込み

売上回復とコスト削減で、5月末までに売上回復見込み

大型ライセンス契約への期待

テラビット関連事業による売上高への顕著な貢献

売上高・利益の短期的・および10年展望

2024年5月期中に実施予定の施策一覧

子会社(株)ブルームズのナスダック上場

CSが40%の株式を保有する子会社の株式会社ブルームズ（以下「ブルームズ」）は、ナスダック上場に向け、現在SEC/ナスダックへの申請を進めている。ナスダック上場が実現すれば、ブルームズの時価総額は約75億円（約50M\$）となる見込みで（※2023年12月27日ファイリングのF-1/Aに基づく募集株式と発行済株式に4\$をかけた暫定的な数値）CSはその40%を保持していることから、希薄化後も約30億円の時価総額が見込まれる。

[出所]ブルームズ Inc. (BLMZ) IPO - NASDAQ.com
<https://www.nasdaq.com/market-activity/ipos/overview?dealId=1275264-108086>

トレバの売上回復・コスト削減

会社ヒアリングによるとトレバは売上が昨年末を底に現在回復しており、継続的な売上の回復が見込まれる景品の調達及び魅力向上が改善点として挙げられ、トレバ限定の機能の開発などユーザー体験の向上を進めているようである。資本業務提携を締結したパートナー企業との協業も既に進められており、一部は収益化を達成しているようである。また2月分から人件費・外注費・賃料を合わせて単月で3000万円ほど減らしている模様。第4四半期で8,000-9,000万円、年間で4億円相当のコスト削減が見込まれる。

ゲットアンプドのライセンス契約による売上・利益拡大

会社ヒアリングによると、現在、PC版及びスマートフォン版のゲットアンプドの開発及び運営のライセンス契約で中国国内の大手企業に対して大型のライセンス契約を進めている模様。今期中の締結も可能性あり。実現すれば数億円の契約金が今期の収益として見込まれる。

テラビットのアップサイド

会社ヒアリングによると、テラビットにおいてはゲーム実況者を中心とするインフルエンサーとの施策が成功しており、ゲーム内におけるデジタル/リアルグッズの販売が好調を維持しており、前月比で数倍の売上成長を実現している。今後、それらを発展させた施策を継続的に行うことで月数千万円の売上の獲得が見込まれる状態になっている。さらにテラビットを軸とした業務提携も多数進行しており、コラボカフェやポップアップストア、ライブ会場、大型商業施設及び秋葉原という街自体などのオンライン化のインフラとして様々なプロジェクトが進められている。

有望繁華街環境強化とのデジタル化プロジェクト

会社ヒアリングによると日本を代表する秋葉原の観光協議会と提携し、その町をテラビット内で再現するプロジェクトを進行中である。この取り組みには一般の店舗の加えてメイドカフェ等との提携が含まれ、その繁華街の象徴的な場所へのオンライン訪問が可能になり、テラビットから実店舗への送客などO2Oの実現を目指している。また、ゲーム内キャラクターのフィギュア化の展望やリアル景品を全世界から獲得できるクレーンゲーム、ガチャガチャとしての活用も企画されておりゴールデンウィークに向けたリリースを目指している。

ポップアップストア

自社で制作し、放送しているテレビ番組のオンラインポップアップストアでのグッズ販売及びテラビットを通じたデジタルアイテム等の販売を進めている模様。この活動を継続的に行うことで、一般的に月間数千万円の売上が見込める。また、人気ゲーム実況者との多数のコラボレーションの締結を進めている。

コラボイベントによる新たな収益機会の探求

今期中にYouTube登録者数20万人越えの歌手グループとテラビット上でのコラボレーションイベントの開催を予定している。このイベントではファン向けのグッズ販売も行われ、ユーザー参加型のイベントとしての魅力を高め、今後の新たな収益源を生み出すことに寄与すると考えられる。

2024年5月期中に実施予定の施策の提供価値（会社ヒアリングに基づきJPR予想）

実施時期	施策内容	対象	目指す提供価値
2月～3月	子会社ブルームズのナスダック上場	会社全体	各種データから、JPRとして、ブルームズは企業価値約75億円は可能と判断。
2月	トレバの売上回復やコスト削減	クレーンゲームアプリ トレバ	事業提携先の協力による景品改善で売上回復、ヒアリングから推測すると四半期でコスト8千万円程度の削減の可能性あり。
2月～3月	ゲットアンドのライセンス契約による売上・利益拡大	ゲットアンド	JPRでは、PC版ライセンス契約、売上利益増で一時的に億円レベルのプラス効果があると推計
4月以降	秋葉原のデジタル化プロジェクト： バーチャル世界での新たなマーケット創造	テラビット	日本を代表する秋葉原をバーチャル世界に再現し、象徴的な場所のバーチャル訪問を可能へ。ゴールデンウィークリリース期待。
4月以降	ポップアップストア	テラビット	会社ヒアリングから、リアルグッズ販売で月間1,000万円売上見込みとJPRでは予想。ゲーム実況者コラボ多数。
4月以降	コラボイベントによる新たな収益機会の探求	テラビット	会社ヒアリングをベースに、ファン向けグッズ販売、1万人来場予想、数百万～数千万円売上見込みと予想。新収益源創出に貢献。

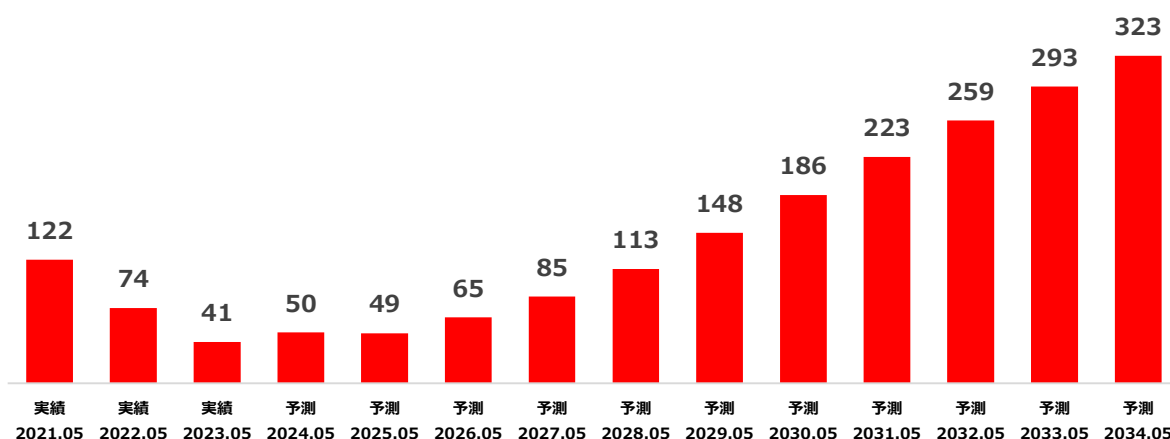
[出所]会社資料等よりJPR作成

**200億円の時価総額
を達成する前提で売上・利益成長を
予測**

売上・利益予測の長期展望

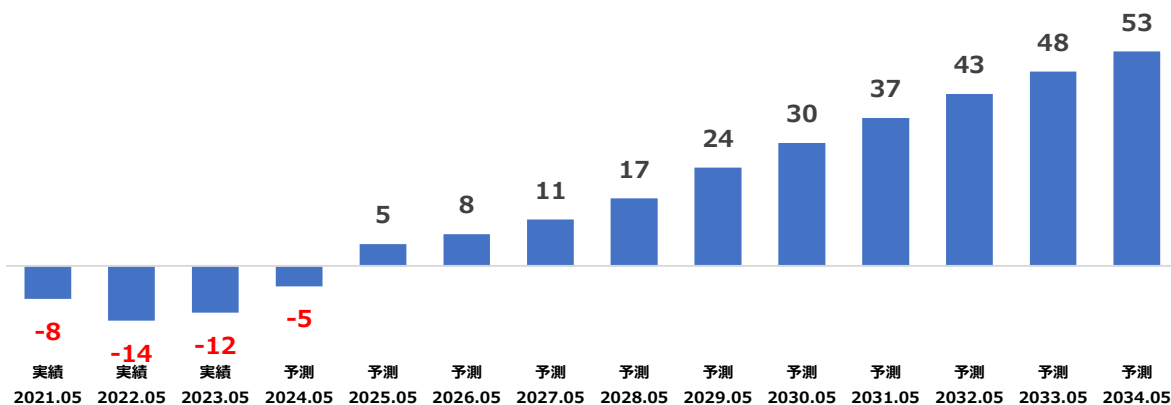
CSはデジタルエンターテインメント産業における革新と成長を追求し続ける企業である。これまでに、「Free To Play」モデルを採用した『ゲットアンド』や『クレーンゲームアプリ・トレバ』を成功させ、業界に新たな動向をもたらし、売上高及び時価総額を顕著に増加させた実績がある。ただし、その予想はきわめて困難である。そこで、過去の最高の時価総額を達成する売上高や利益の成長を逆算してみた。その結果を示すと以下ようになる。

時価総額200億円を達成する売上成長 (単位：億円)



[出所]JPR作成

時価総額200億円を達成する営業利益成長 (単位：億円)



[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

5. Connection : 経営資源のつながりストーリー

経営資源のつながり方の価値観・世界観

継続的な技術革新と成長戦略の確立

マルチプラットフォーム対応による市場拡大

持続可能な事業拡大への戦略的転換

知的財産戦略の強化による競争力の更なる向上

インフルエンサーが自ら宣伝

経営資源のつながり方の価値観・世界観

CSの経営資源の特徴と優位性

経営資源を活かした革新と持続的成長戦略

CSの成功の根幹を成すのは、同社が提供する独自の技術的優位性である。0→1に強みのあるエンジニアが多い。今後の新たな戦略として、ヒアリングによれば、ボードメンバーの拡充が計画されている模様であり、これにはゲーム関連企業における長年の経験を持つ専門家が含まれると予想される。

CSのもつ技術優位性：マルチプラットフォーム

CSはマルチプラットフォームに対応したネットワークゲームの開発において、顕著な強みを持つ企業である。PCを始めとする家庭用ゲーム機、家電製品、携帯端末に至るまで、幅広いプラットフォームへの展開を目指し、その研究開発を積極的に推進している。

[出所]サイバーステップの独自性 | CyberStep
<https://corp.cyberstep.com/company>

今後の戦略

持続的成長への転換点

CSはこれまで個々のサービスについて、企画から製品開発初期段階（0から1）およびその製品の市場導入（1から10）までの成長を成功させてきたが、その後の大規模な拡張（10から100）では課題を抱えていた。今後、同社は営業力と事業提携力の強化、さらには資金調達先との緊密な連携を図ることで、ビジネスモデルを持続可能に拡大していく戦略を採る予定である。

これらの戦略的取り組みを通じて、CSはデジタルエンターテインメント業界におけるリーダーとしての地位をより一層確固たるものにすることを目指している。ボードメンバーの充実と知的財産戦略の充実により、革新的なイノベーションの推進と、競争の激しい市場での優位性の確立が期待される。

知的財産に対する取り組み

さらに、知的財産に関する取り組みの強化も予定されており、これは同社の技術やコンテンツの独自性を守り、競争力を一層強化するための戦略である。現在、知財の専門家の加入を検討しており、この施策により効果的な知的財産戦略の展開とイノベーション成果の最大化が可能となる。

広告宣伝費を削減する方法

広告宣伝費に関しては、現在広告単価が高騰しており、費用対効果が低下しています。しかし、テラビットのプロジェクトでは、インフルエンサーが自発的に製品を取り上げれば、広告宣伝費を削減できる。

事業・資本業務 提携

事業提携戦略の 効果的活用

資本業務提携によ る相乗効果の追求

事業・資本業務提携

事業提携戦略

CSは利害関係者に対して持続可能な利益を提供する戦略として、特定の強みを有する企業との業務提携に着目している。このアプローチの中で、Web3領域における専門知識を持つHADOW社との提携が目立つ例である。この提携を通じて、CSとHADOW社は共同でオリジナルのWeb3ゲームの企画・開発及びサービス立ち上げを進めている。一方、オンラインサロンサービスの提供者であるバッジ社との提携では、デジタルトランスフォーメーションを加速し、新しいコミュニケーション手法を創出することを目指している。

資本業務提携戦略

また、2024年2月の第三者割当増資は、ステークホルダーの利益を最大化することを具体化する事例である。この増資では、GENDA、マルカ、ピーナッツ・クラブといった同業他社や長年の取引先との資本業務提携が実施され、クレーンゲームアプリサービスの分野で相互の強みを活かした相乗効果が期待されている。これらの提携は、各社の強みを活かした相乗効果を生み出し、業界全体のイノベーションと顧客サービスの向上に貢献する戦略である。

主な業務提携・資本提携の目指す提供価値と経営資源の組み合わせ

年	月	対象	目指す提供価値と経営資源の組み合わせ
2023	1	株式会社バッジ	バッジの「fan.salon」による革新的なコミュニケーション方法で、エンターテインメントとビジネス界のデジタル変革に貢献し、新たな市場価値を創造している。
2023	1	株式会社TechnoBlood eSports	TechnoBlood eSportsとの資本業務提携でeスポーツ市場の拡大と、CSのサービスのeスポーツ化を進め、新しいイベントや大会の展開を目指している。
2024	2	株式会社GENDA	CSとGENDAの「LIFTER。」との業務提携で、クレーンゲームアプリ「トレバ」の新しい景品提供筐体を設置し、ユーザーに新たな体験を提供し、市場リーダーシップの確立を目指している。
2024	2	株式会社ピーナッツ・クラブ	ピーナッツ・クラブとの資本業務提携で、クレーンゲームアプリ「トレバ」の景品仕入れを強化し、商品企画や販促の協力を通じて中長期的な企業価値の向上を目指している。
2024	2	株式会社SMILE BASE	SMILE BASEとの業務提携契約で、テラビット／トレバにおけるポップアップストアやコラボカフェの共同展開、新規サービスの共同実施を目指している。
2024	2	スマイルタンク株式会社	スマイルタンク株式会社との業務提携を通じて『テラビット』のメタバース事業の共同展開と新規サービス開発を進め、新たなユーザー体験の創出を目指している。
2024	2	マルカ株式会社	玩具及び雑貨の企画販売を行うマルカとの資本業務提携契約の締結で、「クレーンゲームアプリ・トレバ」の景品仕入れを強化。共同で商品企画、販促協力、新規事業の検討を行い、相互の競争力向上と取引の強化を目指している。
2024	2	株式会社ひかりてらす	ひかりてらすとの業務提携で、「テラビット」及び「トレバ」のオンラインストアで共同商品の企画・制作を行い、デジタルコンテンツビジネスの拡充を目指している。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フエックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

ビジネスモデルと利益が生まれるロジック

ライセンス供与による継続収益の確保

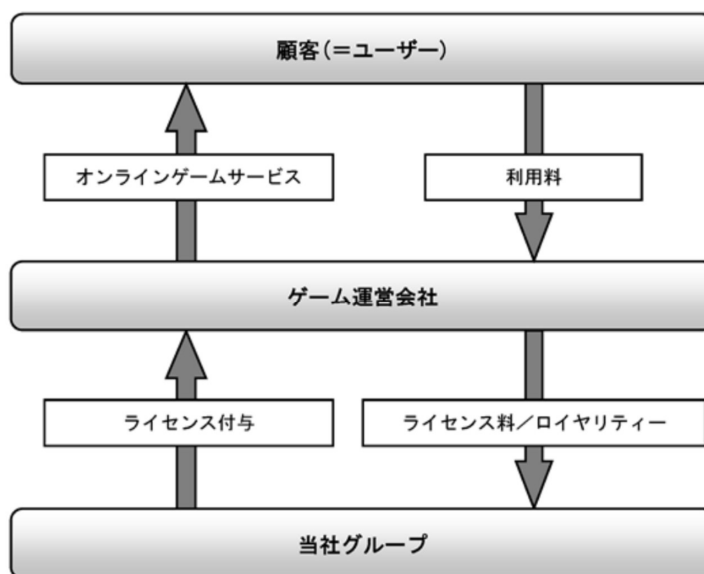
ビジネスモデルと利益が生まれるロジック

競争優位を確保するためのビジネスモデル

CSはデジタルエンターテインメント業界で革新的なプロジェクトを展開し、インタラクティブな体験を提供する二つの主要なビジネスモデルを有している。

オンラインゲーム事業 ライセンス供与モデル

オンラインゲーム事業は、二つの主要なビジネスモデルにより構成される。第一に、「ライセンス供与」モデルでは、自社開発したオンラインゲームの運営権を海外のオンラインゲーム運営会社にライセンス契約に基づいて提供し、契約金（ライセンス料）およびゲームサービス提供開始後のロイヤリティを収益として得る。

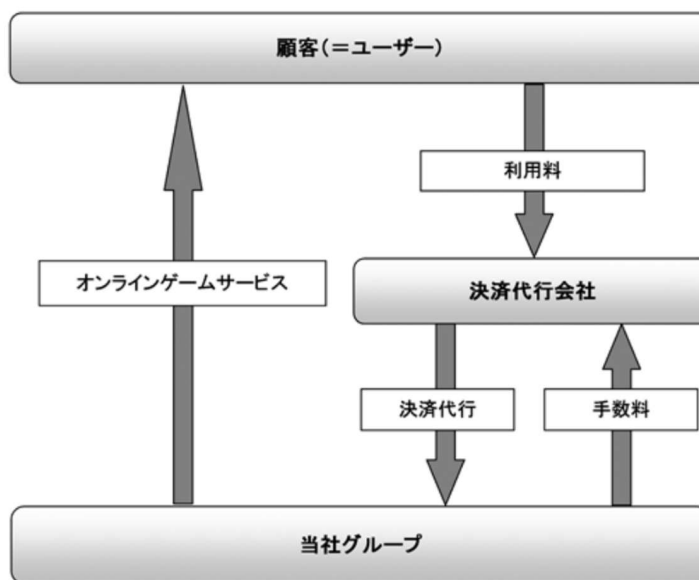


本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

自社運営サービスによる直接収益の最大化

オンラインゲーム事業 自社運営サービスモデル

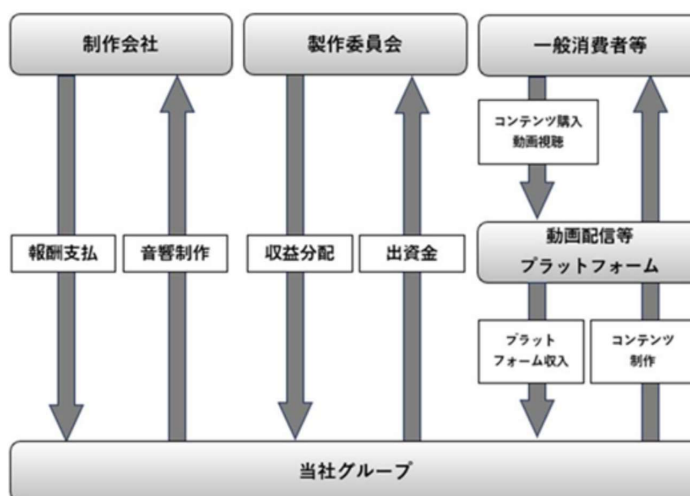
第二に、「自社運営サービス」モデルでは、サーバー群を自社で用意し、直接ユーザーにオンラインゲームサービスを提供する。このモデルでは、アイテム課金制を採用し、新しいアイテムの投入や定期的なアップデートを通じてユーザーの関心を維持する。



エンターテインメント事業の多角化

エンターテインメント事業

エンターテインメント事業では、映像作品の音響制作や製作委員会への出資、声優タレントのプロダクション運営・管理を通じて収益を得る。加えて、SNSの普及に伴い、YouTubeを中心とした動画配信プラットフォームでのVTuberとしての活動支援やキャラクターIPを使用したコンテンツ制作に注力し、広告収益を収入源としている。



本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

6. Confidence : 持続可能性ストーリー

財務的な 持続可能性

持続可能な成長を
支えていく
2つの施策

経営多様性の拡大
による
戦略的対応力強化

「攻め」の
知的財産戦略

財務的な持続可能性

CSの現状の課題と今後の戦略

CSは今まで0から新しい市場を創り上げる先駆者の役割を果たしてきたが、創出した市場において継続的に価値拡大を図る過程に課題があった。これが売上及び株価の変動を引き起こしている要因の一つとなっていた。この背景を踏まえ、現在CSは市場の規模拡大と知的権利の範囲を広げることによって、事業の価値を最大化する成長戦略を採用している。この戦略に基づき、大きく2つの施策を実行している。第一に、社外取締役及び顧問の強化。第二に、知的財産戦略の充実化である。

第1の施策：社外取締役・顧問の強化

社外取締役及び顧問の強化は、CSの重要な施策の一つである。この施策は、他社・他団体との関係構築および多角的な戦略的意思決定を可能にすることを目的としている。既に、強力な営業力を持つ顧問および社外取締役の候補を発掘しており、具体的な成果として、秋葉原の観光業界を含む複数の企業・団体との関係構築に成功している。これにより、営業力の強化、業務委託の拡大を実現し、これらを継続的な社内活動として位置付けている。さらに、IRにも積極的に取り組む姿勢だ。現在IRの専門家と協力しIRの強化に取り組んでおり、将来的には専門家をより経営の内部に組み込むことを検討している。

第2の施策：知的財産戦略の充実化

第二の重要施策は、知的財産戦略の充実化である。この施策の目的は、知的財産領域の競争力を強化することにある。具体的には、日本の主要企業にもサービスを提供した経験を持つ弁理士チームと連携し、知財戦略・競争力を充実させていく。この取り組みにより、模倣リスクの減少を図り、知的財産を中心に価値創造と市場環境の変化への適応能力を高めることを目指している。これは、CSが持つ「新しい価値の創造」という強みをさらに加速させるための施策であり、持続可能な成長を助ける施策と言える。

事業提携・資本提携の効果

これまで示した事業提携・資本提携が財務安定性、社会貢献性に対して効果をまとめたものが以下の表である。これらの提携により、今後は特にCSの財務安定性が大きく向上するものと考えられる。

業務提携・資本提携の財務安定性及び社会貢献性の改善の可能性

視点	内容
財務安定性	提携相手は顧客基盤がしっかりしており、さらに独自のコンテンツを持つ。そのコンテンツをゲーム化することで、既存の顧客に対して安定的な売上が計上が可能となり、財務安定性の向上に寄与する。また、提携先企業は多様なコンテンツを拡販する力をもつため、作り上げた市場を継続的に拡大していくことに貢献すると思われる。
社会貢献性	顧客間のつながりが強化されることで、社会関係資本が増大。
自然環境保護	物理的な資源の消費をともなわないデジタルサービスの販売の可能性を広げるため、環境保全に貢献。

[出所]会社資料等よりJPR作成

継続企業の前提に関する重要事象等

戦略的転換と
前進の兆し

「トレバ」と「テラビット」を軸とした収益モデルの革新

厳格な経費削減策

未来収益を見据えた
選択と集中の事業

継続的成長を支える
資金調達と財務基盤強化の取り組み

継続企業の前提に関する重要事象等

総括と施策

CSは前連結会計年度まで2期連続で多額の営業損失を計上しており、当連結会計年度においても営業損失1,158百万円を計上している。このような継続企業の前提に重要な疑義が生じている状況を踏まえて、CSは財務基盤の安定及び状況の改善を目指して、以下の複数の施策を実施している。これらの施策の実行により、継続企業の前提に関する重要な不確実性は認められないと判断され、CSは安定した経営基盤のもとで、今後の成長を目指している。

① 収益力の向上

CSは新規タイトルの開発を進めつつ、既存タイトルの改善と新規タイトルの早期リリースに努めている。特に「クレーンゲームアプリ・トレバ」の売上の回復および中国市場進出を目指し、業務提携を締結しており、「テラビット」においてはマルチプラットフォーム展開に向けて開発を進めている。

② 経費削減

運営・管理体制に見合った規模への営業所縮小、人員配置の見直し、外注費用の削減、役員報酬の削減などを通じて、効果的なコスト削減を進めている。会社ヒアリングによると具体的には、以下の大幅なコスト削減の施策を実施しているようである。

- ・2月より人件費および外注費を約2,500万円削減。年間3億円のコスト削減が見込まれる。
- ・茨城県の倉庫を転貸できる見込みが立ち、これにより、単月で約800万円、3～5月で合計約2,000万円のコスト削減が可能となる。年間にすると1億円ほどのコスト削減が見込まれる。

③ 経営資源の集中

将来収益性が期待できる事業や子会社を選択し、子会社閉鎖を進めてコスト削減と経営資源の集中を図っている。

④ 財務基盤の強化

新株式の発行や無担保転換社債型新株予約権付社債の発行などを通じて資金を調達し、当連結会計年度末の現金及び預金残高2,280百万円により、翌連結会計年度末までの運転資金を確保している。

資本コスト

新規資金調達を通じ
て財務基盤を強化

株主価値の最大化を
目指す還元策の模索

専門家と連携し、
IRの強化

資本コストの長期的
視点に立った最適化

現状と今後の展望

継続企業の前提について

CSは過去二期にわたり多額の営業損失を記録し、継続企業の前提に疑念を呼ぶ状況に陥っている。この厳しい状況を脱すべく、同社は新規及び既存ゲームタイトルの品質向上や、財務基盤の強化を目的とした新株式の発行などの施策を進めている。「クレーンゲームアプリ・トレバ」の売上の回復および中国市場への進出や「テラビット」の開発加速により、計画通りの収益が確保できれば収益性は大きく改善する見込みである。さらに、新株式の発行や無担保転換社債型新株予約権付社債の発行を通じて資金を調達し、財務基盤のさらなる充実に努めている。

株主還元策

現状では、今後の成長性の不透明さから株主への具体的な還元策を明言することは難しい状態にある。しかし、同社が提供するコンテンツへの高い信頼性と期待感は多くの投資家からの資金調達を可能にしており、その結果として財務的な健全性が支えられている。今後、株主還元策の具体化を含めた財務戦略の強化に向けた取り組みを進めることが期待される。

投資家とのコミュニケーション戦略

投資家とのコミュニケーション戦略において、現段階では戦略的投資家との対話に注力している。この取り組みは、IRの専門家との連携の下、今後展開する戦略的なIR施策によってさらに深化される予定である。加えて、個人投資家とのコミュニケーションの強化も計画しており、これにはIR活動への積極的な取り組みが含まれる。現在、IRの専門家と協力してIR強化に努めており、将来的には経営の内部にIR専門家を組み込むことを検討している。これらの施策を通じて、投資家との透明で効果的なコミュニケーションを実現し、信頼関係の構築及び維持を図っていく方針である。

WACCの維持低下

現状においては、過去におけるリスクが反映され、資本コストは高い水準にあると推計される。しかしながら、CSの戦略が実現する場合、持続可能な成長が見込まれることから、資本コストは長期的に低下すると予測される。

ガバナンス

経営透明性向上で
株主・ステークホル
ダー信頼

議決権電子行使等
将来検討

実効性は
担保されている

公正行動の
CS憲章適用

内部統制向上、監
査法人と連携強化

利益還元と投資
のバランスを考慮

コーポレート・ガバナンスに関する基本方針

コーポレートガバナンス・コードへの対応

基本的な考え方

経営の健全性と透明性の向上を通じて企業価値の向上を目指し、全ステークホルダーの信頼獲得と情報開示の充実に努める。指名・報酬の方針を株主総会で決定し、取締役・監査役の選任は人格と能力を重視。英語情報の提供や中期経営計画の策定は今後検討していく。

コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由

CSは議決権の電子行使や英訳の提供を現時点で実施していないが、将来的に検討している。企業年金のアセットオーナー機能は持たず、情報開示は株主総会で説明している。

コーポレートガバナンス体制

取締役会

取締役会は、代表取締役社長を議長とし、総勢6名の取締役から成り、その中には2名の社外取締役が含まれている。取締役会では、監査役の出席のもと、経営に関する重要な意思決定が行われており、毎月1回以上の定例会議のほか、必要に応じて臨時会議が開催されている。また、監査役からの報告の受領や監査法人からの改善案の検討を通じ、業務の適正を図っている。

監査役会

CSは常勤監査役1名と非常勤監査役2名から成る監査役会を設置しており、そのうち2名が社外監査役である。また、法的な事項については弁護士から助言を受けている。さらに、人権の尊重と法令遵守を旨とするCS憲章を制定し、全ての取締役及び従業員が公正、公平、誠実な行動を心掛けることを義務付けている。この憲章はCSのコーポレートガバナンスの基盤となっている。

内部統制システム

CSは「内部統制システム整備に関する基本方針」に基づき、内部監査を実施し業務の適正性を確保している。内部監査の結果は代表取締役社長へ報告され、必要な改善指示を行っている。監査役は重要事項の報告を受け、内部監査室と監査法人との連携を強化して内部統制システムの向上に努めている。

利益配分および再投資の考え方

配当政策

株主への利益還元を重要視しており、配当政策についても重要な経営課題のひとつとして認識している。剰余金の配当は、内部留保や設備投資等への投資とのバランスを考慮しながら、業績と連動した配当の実施を基本方針としている。

7. 2024年5月期第3四半期 決算概要

損益概要

収益力強化への
取り組み

資産効率化の推進

減少

安定運営への
転換期

将来への投資

損益概要

全社業績

業績の背景

第3四半期に複数の新規タイトルの開発を進めていたが、開発期間が延長されたことや競争の激化により売上が低迷し、利益が増加しなかったため、既存タイトルの収益改善に注力する期となった。特に、「トレバ」は日本のカルチャーに焦点を当て、中国市場を含む海外展開を目指している。新規タイトルの「テラビット」では、インフルエンサーとのコラボなどを通じて魅力的なコンテンツを提供し、ユーザーに長く楽しんでもらえるよう開発を進めている。また、他のタイトルでもプロモーションやコンテンツ拡充を通じてクオリティ向上に取り組み、オンラインゲーム事業の収益性の安定化と確保を目指している。

資産の状況

資産合計は、前連結会計年度末に比べ1,340百万円減少し、1,998百万円となった。これは主に、現金及び預金1,166百万円の減少が生じたことによるものである。負債合計は、前連結会計年度末に比べ304百万円減少し、712百万円となった。これは主に、1年内返済予定の長期借入金105百万円、未払金102百万円及び転換社債型新株予約権付社債100百万円の減少が生じたことによるものである。純資産合計は、前連結会計年度末に比べ1,036百万円減少し、1,285百万円となった。これは主に、親会社株主に帰属する四半期純損失の計上による利益剰余金1,179百万円の減少が生じたことによるものである。

売上高

第3四半期における売上高は2,252百万円であり、前年同期に比べ26.6%の減収となった。

損益

第3四半期における営業損失は1,221百万円であり、前年同期853百万円の損失に比べ増加となった。

親会社の所有者に帰属する当期利益

第3四半期における当期損失は1,179百万円であり、前年同期936百万円の損失に比べ増加となった。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析の概要

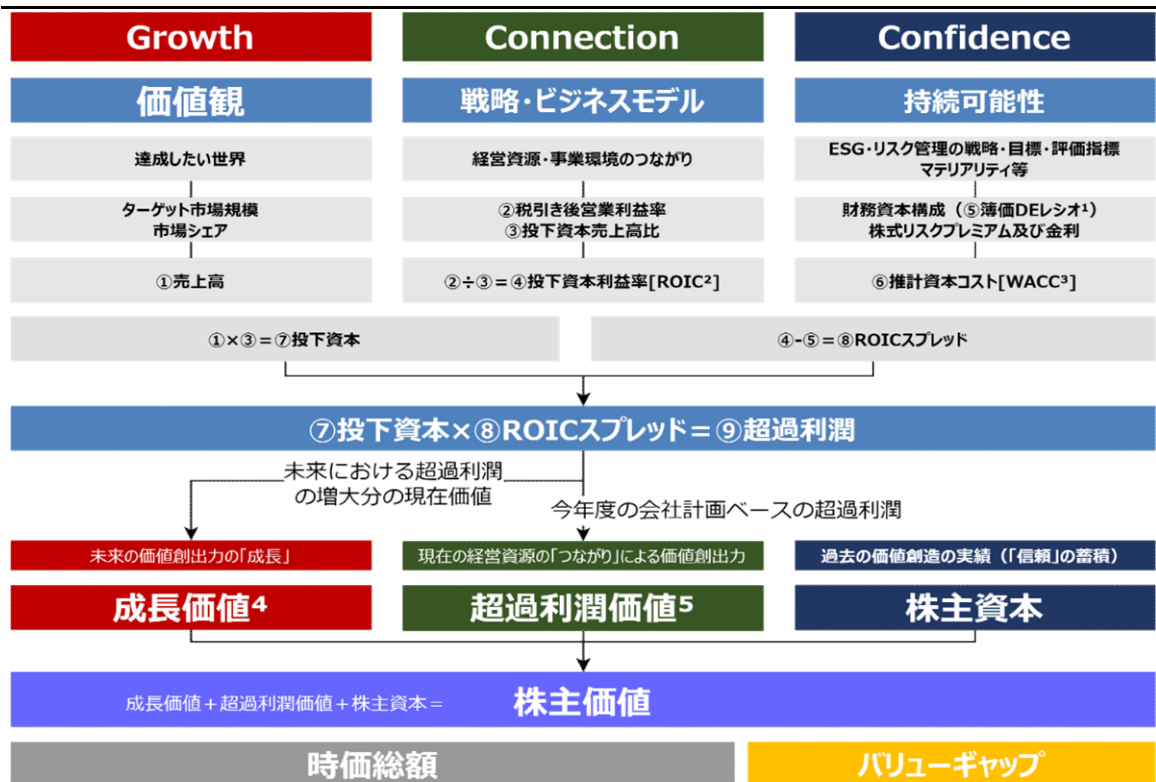
理論的な株主価値
と時価総額の
バリューギャップを
可視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法(「巻末資料2.」参照)により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリューギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



[出所：JPR] [注]1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital、投下資本利益率、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC：Weighted Cost of Capital、加重平均資本コスト、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値 = X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値、永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積値。5. 超過利潤価値 = 今期会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今期会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™ の評価体系

価値創造プロセスの Growth・ Connection入 トリーの実現可能 性を3つの視点で評 価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおよそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおよそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおよそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

価値創造プロセスの信頼性を

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化等による、景気変動や季節変動等の変動リスクが少なく、資本負債構成が最適化されているという視点で、5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たにつくる必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されると考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

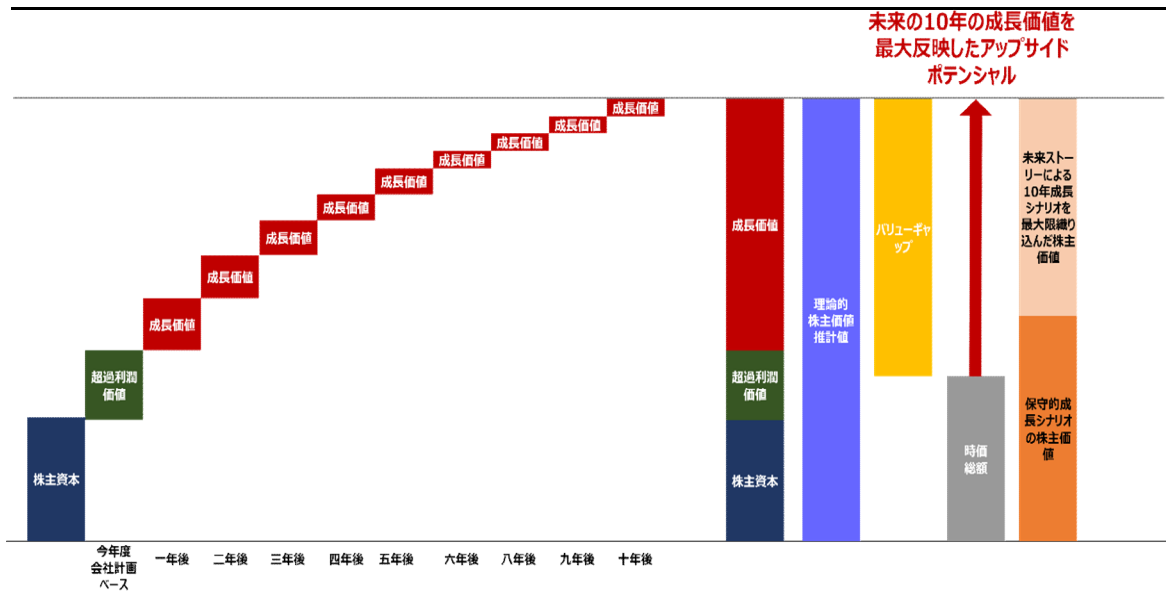
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

バリューギャップの可視化



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

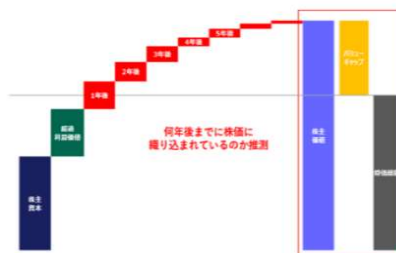
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入する等、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くれば割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長して行く場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法(DCF法)と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益(Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計 + 有利子負債以外の流動負債の金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 国債利回り + リスクプレミアム × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一重回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株持ち分
 リスクプレミアムは全上場企業時価総額上位5%は5%、下位25%は9%として傾斜配分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン(以下、発行者)が、「ANALYST NET」のブランド名(登録商標)で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及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。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、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アナリスト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。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。