

## 東京通信グループ | 7359

東証グロース

INITIATION

## デジタルビジネス・コングロマリットを強力推進

TOKYO TSUSHIN GROUP

## サマリー

- **会社概要**：現在の中核事業は、①スマートフォン向けの無料ゲームアプリを独自に企画・開発し、そのアプリ内の一部スペースを広告枠として利用し、そこから広告収益を得るビジネス（メディア事業）と、②課金収益モデル型の相談サービスの運営（プラットフォーム事業）である。これら中核事業で得られたキャッシュフローを有望なデジタルビジネスに多角的に振り向け、リスク分散を図りながら全社として成長を目指す投資会社的な側面も持つ。
- **ユニークな認識ギャップ**：創業時こそ同社の主事業はスマホ向け無料ゲームアプリの開発・運用だったが、アプリをマーケティングしていく上ではゲームジャンルが好都合だっただけで、経営陣は本質的には自社をゲーム会社とは認識していないという。むしろ、サイバーエージェント社をベンチマーキングしながら事業拡張を進め、現在の「広告収益モデル+課金収益モデル+インキュベーション」で構成される同社の「デジタルビジネス・コングロマリット」へと発展させてきた。このユニークな点は株式市場から十分に認識されていない可能性がある。
- 同社ではスピード感をもって成長を促進させるため、新規事業への投資を継続的に行っている。古屋CEOは、世の中のビッグワードやホットトピックスに対して同社がどう向き合うか、関わらないという判断も含めてを必ず検討するようにしているという。ブームの予備軍的な新規事業群が多いのも、この企業文化ゆえなら頷ける。
- **業績動向**：同社は2021/12期をピークに、2022/12期・2023/12期と2期連続で業績下方修正と営業赤字を経験した。世界的ヒット・ゲームアプリの一巡後、新規事業への先行投資負担増をカバーすべき後継アプリの不発が想定以上に大きかった。今期は既存事業の成長と新規事業/戦略投資を拡大させることで約30%増収と3期振りの営業黒字化を目指すと同時に地盤固めを優先するとしている。
- **株価インサイト**：今期EPSは赤字予想、具体的な数値目標を伴った中期経営計画も開示されていないため、ファンダメンタルズから適正株価水準を考える作業は容易ではない。今期EBITDA見通し4.40億円に基づけば、直近株価は15倍のEV/EBITDAである。この倍率は、割安な水準とは言い難いものの、保守的と見られる今期業績計画を既に織り込み、来期の業績水準を裏付ける既存事業及び新規事業の新展開といったポジティブ・カタリストの発現を期待しているとSIRでは考える。中でも強力な株価の支援材料となる可能性は中期経営計画の開示であろう。同社の株主は、ブーム&バーストの事業性に起因する、同社株価の高いボラティリティを受容することが肝要であろうと、SIRは考える。

## 注目点：

『Digital Well-Being(デジタルを通して人々の心を豊かにする)』のビジョン実現と中長期的な企業価値向上を目指す手段として、事業の多角化を通じてリスクを最適に分散する「デジタルビジネス・コングロマリット」を推進。

## 主要指標

株価 (4/25)	529
年初来高値 (24/1/4)	773
年初来安値 (24/4/19)	488
上場来高値 (23/3/9)	2,170
上場来安値 (22/5/16)	261
発行済株式数 (千株)	10,073
時価総額 (百万円)	5,329
23/12 株主資本比率	19.1%
23/12 実績PBR	5.62x
24/12 予想PER	N.M.
23/12 実績ROE	-22.6%
24/12 予想配当利回り	-

注：2023年5月に1株を2株に分割した株数で調整した株価

## 株価チャート(直近1年間：日次)



TradingView

百万円、%	売上高	YoY	EBITDA	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS*(¥)
2020/12連	2,449	49.3	395	36.2	383	41.3	369	37.7	193	33.1	19.58
2021/12連	4,732	93.2	707	79.0	465	21.4	424	14.9	202	4.7	20.49
2022/12連	5,072	7.2	318	-55.0	-55	-111.8	-45	-110.6	-265	-231.2	-26.85
2023/12連	6,219	22.6	210	32.2	-134	N.M.	357	N.M.	-205	N.M.	-20.47
2024/12会予	8,000	28.6	440	109.5	40	N.M.	130	-63.6	-80	N.M.	-7.99

出所：同社IR資料よりSIR作成 \*EPSは分割調整後

## アナリスト 杉本 研一

research@sessapartners.co.jp



会社概要

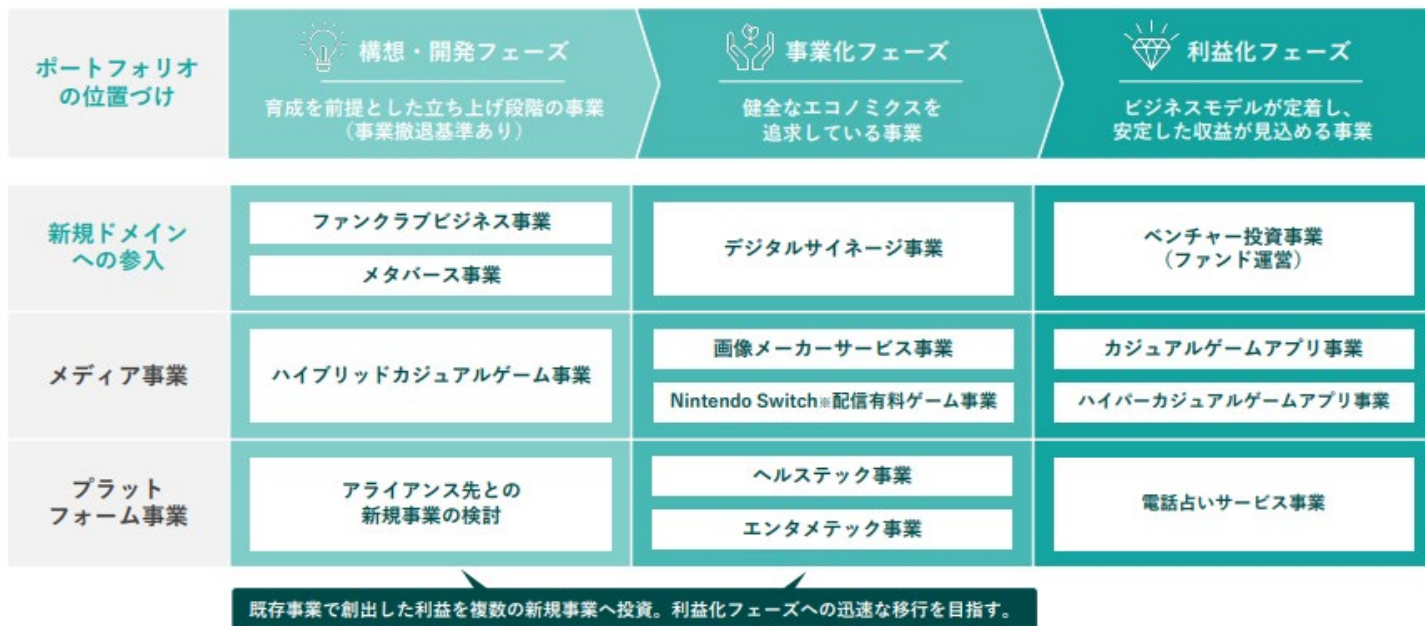
■ 概要：「デジタルビジネス・コングロマリット」を強力推進

株式会社 東京通信グループ（以下、同社）の現在の中核事業は、①スマートフォン向けの無料ゲームアプリを独自に企画・開発し、そのアプリ内の一部スペースを広告枠として利用し、そこから広告収益を得るビジネス（メディア事業）と、②課金収益モデル型の電話相談サービスの運営（プラットフォーム事業）である。このほかに、デジタルサイネージ事業、メタバース事業、人材紹介事業、ベンチャー投資事業などにも取り組んでいるが、投資事業以外は育成段階にある。

一見すると、同社の事業ポートフォリオは軽薄短小の事業群の集合体のようなイメージを受けやすい。しかし、これらの事業群は「デジタル」で一貫しており、同社ビジョン『Digital Well-Being（デジタルを通して人々の心を豊かにする）』並びに「デジタルを通して人々の心を豊かにするサービスを創造し続ける」という同社ミッションと整合的と言える。興味深いのは「私たちの周りには、デジタルの進化に取り残されたり、情報過多で疲弊し、オンラインの世界でのつながりにおいて本質的な満足感を見出せずにいる人々がいます。」との同社の社会認識である。そのうえで同社では「テクノロジーの力を利用して、心地よいオンライン体験を提供し、人々がデジタルツールと健康的に共存できる環境を創り出すため、『デジタルビジネス・コングロマリット』を推進し、社会にポジティブ・インパクトを与えてまいります」と宣言し、『Digital Well-Being』のビジョン実現と中長期的な企業価値向上を目指す手段として、事業の多角化を通じてリスクを最適に分散する「デジタルビジネス・コングロマリット」を推進している。

もう一つ興味深い点は、同社経営陣はサイバーエージェント社の持つ広告代理店事業とメディア事業〔AmebaとAbema TV〕やゲーム事業〔Cygames〕などをベンチマーキングしながら同社の事業拡張を進め、現在の「広告収益モデル+課金収益モデル+インキュベーション」で構成される同社の「デジタルビジネス・コングロマリット」へと発展させてきたという。これは、同社経営陣の出自に関連した面が強いであろうが、翻って、サイバーエージェント社の成長軌跡を読み解けば、今後の同社の事業戦略展開の方向性が見えてくるのではないだろうか。

同社事業ポートフォリオの方向性



※「Nintendo Switch<sup>™</sup>」は、任天堂株式会社の商標。  
出所: 同社IR資料

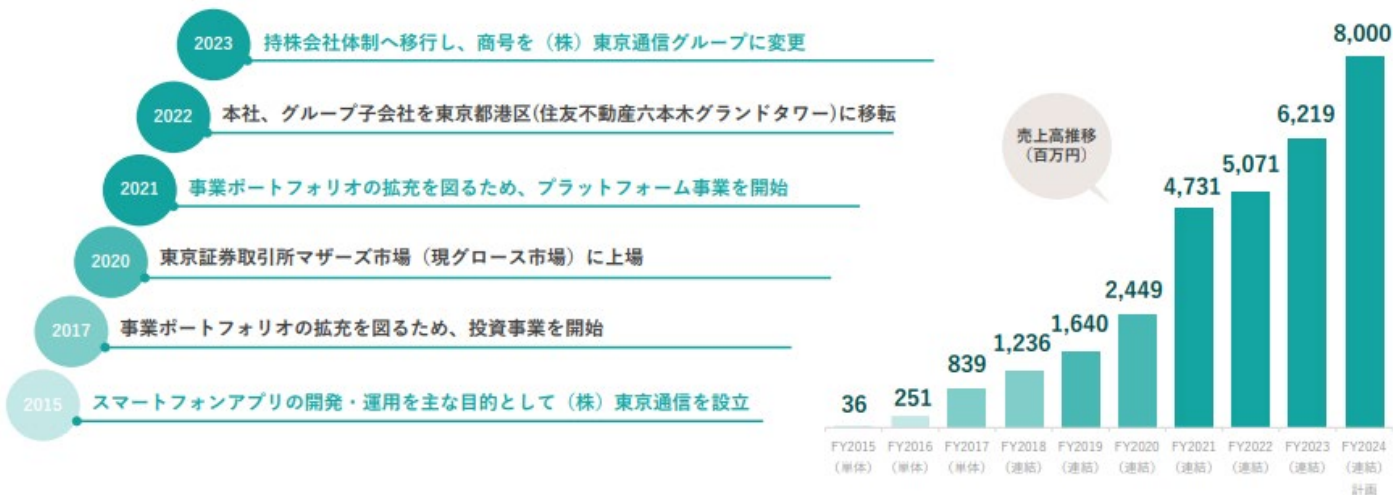
■ 沿革～創業から約5年で株式公開した新興企業

同社現代表取締役社長執行役員CEOの古屋佑樹（ふるや ゆうき）氏は株式会社サイバーエージェント傘下のシーエー・モバイル(現株式会社CAM)社に2009年4月に新卒で入社。その当時のシーエー・モバイル社の代表取締役社長が同社現取締役会長の外川穰（そとかわ ゆずる）氏だった。古屋氏のシーエー・モバイル退社後の2015年に、外川氏から共同事業の誘いがあり、それをきっかけに同社の前身である株式会社 東京通信が同年5月に設立された。創業時は、スマートフォン向けの無料ゲームアプリの開発・運用が事業の中心だった。

2017年から広告代理事業と投資事業を加えて「事業ポートフォリオの拡充」を図り、多角化路線に舵を切る。その後、ハイパーカジュアルゲームが大きく成長し、広告収益型ビジネスモデルが軌道に乗ってきた。2020年12月に東京証券取引所マザーズ市場に上場し、約7.5億円を資金調達した。2021年4月に占いサービスのティファレット社をサイバーエージェント社から買収し、課金型プラットフォーム事業を開始。その結果、2021/12期の連結売上高が前期比倍増した。

2023年4月に株式会社東京通信から現社名に商号変更すると同時に持株会社体制へ移行し、2023年12月末時点で17社の連結子会社と1社の持分法適用関連会社を傘下に置く「デジタルビジネス・コングロマリット」に一貫性を持たせた。

同社グループの歩みと売上高推移



TOKYO TSUSHIN GROUP



出所: 同社IR資料

## ビジネスモデル

## ■ 広告収益型+月額・従量課金型がコア

2023年4月に同社は持株会社体制に移行した。その目的は「コーポレート機能を担う持株会社とプロフィットセンターとしての各事業を明確に分離し、持株会社は事業会社の支援とグループガバナンスの強化、戦略投資によるポートフォリオの拡充を中心としたグループ経営に特化し、一方の事業会社はより事業に集中（経営資源配分の最適化）することで経営スピードを速める」に加え、「次世代に向けた経営人材の育成推進」である。

現在の同社の主な事業セグメントは、メディア事業とプラットフォーム事業である。

傘下の株式会社TTで展開する**メディア事業**は、主に広告主からの広告収益型のビジネスモデルによる、メディア運営、スマートフォン向け無料アプリの企画・開発、アドテクノロジーを活用した広告商品の販売などを行い、その主な媒体はスマートフォン向け無料ゲームであり、ソーシャルゲーム（アイテムを買ったユーザーに課金する）などとは異なる領域にある。**プラットフォーム事業**は、主にユーザーからの月額・従量課金型のビジネスモデルによる、コミュニケーションサービス、ヘルステックアプリ、メッセージアプリサービスの企画・運営などを行い、その主な媒体は株式会社ティファレトで展開する電話占い事業である。これら2つの報告セグメントに含まれない新規事業群をまとめて「その他」として開示している。

セグメント利益は、プラットフォーム事業は概ね安定的である一方、メディア事業は低コストゆえ本来の採算性は非常に高いが、ヒット次第で振れやすい特徴がある。ビジネスモデルとしては、メディア事業とプラットフォーム事業でしっかりとキャッシュフローを生み出して、既存両事業だけでなく「その他」に含まれる新規事業にしっかりと投資するオーガニック・グロースのみならず、M&Aを駆使したノン・オーガニック・グロースも含め、企業全体として成長する戦略である。

## セグメント情報

セグメント	(百万円)	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12 会社予想	前期比 増減額
メディア*	売上高	3,439	3,274	4,047	4,810	763
	セグメント利益	731	320	329	395	65
	同利益率	21.3%	9.8%	8.1%	8.2%	-
	EBITDA	N/A	N/A	346	470	124
プラットフォーム	売上高	1,273	1,778	2,091	2,570	479
	セグメント利益	182	156	200	295	94
	同利益率	14.3%	8.8%	9.6%	11.5%	-
	EBITDA	405	460	509	600	91
その他 (セグメント外)	売上高	18	21	80	620	540
	セグメント利益	-112	-97	-205	-90	115
	同利益率	-622.2%	-461.9%	-256.3%	-14.5%	-
合計	売上高	4,731	5,071	6,219	8,000	1,781
	営業利益	465	-54	-133	40	173
	営業利益率	9.8%	-1.1%	-2.1%	0.5%	-
	EBITDA	707	318	210	440	230

出所：同社IR資料よりSIR作成

(注)FY2023 1Qから「インターネットメディア事業」と「インターネット広告事業」を「メディア事業」に統合。FY2021とFY2022の売上高・セグメント利益は旧2事業の合算。

## ■ メディア事業の収益モデル

同社のメディア事業とは、主にスマートフォン向けのアプリメディアを企画・開発し、アプリ内の一部スペースを広告枠として、広告を出稿したい広告主へ提供することで広告収益を得る事業に加え、メディア運用に関連したデジタルマーケティング事業を展開している。

\* Sensor Tower社「絶対ダウンロード数によるトップパブリッシャー別」日本市場における日本パブリッシャー（配信会社）としてAndroid, iPad, iPhone統合データランキング（対象期間：2021年1月1日～2023年12月31日）。

その主な媒体であるスマートフォン向け無料ゲームには2種類ある。一つは短時間（10秒程度）の操作で遊ぶことができるカジュアルゲームで、国内・海外の両方の市場をターゲットにしている。もう一つはシンプル操作で言語の壁がなく直感操作で手軽に遊べるハイパーカジュアルゲームで、米国を中心とする海外を主要ターゲット市場としている。同社グループによって配信された無料ゲームアプリのタイトル数は6,000を超えており、**ゲームダウンロード数ランキングにて3年連続日本一\***を獲得している。すべてのゲームアプリを企画・開発からリリースまでを2～3名のスタッフ（プロデューサーとデザイナーとエンジニア）で行うため、1本のゲームアプリを**数日・数十万円程度の低コストで自社開発できる体制が構築されている点**に同社の強みがある。その結果、ゲーム開発他社は年間開発数が20作品に満たないのに対し、同社は年間約800作品を高速で開発している。これらの**アセットを活用して新ジャンルや他プラットフォームへの移植展開も可能にする「ヒットタイトルの再現性の仕組み」**も同社の強みである。

無料ゲームアプリを通じて広告収益をどのようにして得ているかを、同社のヒットゲーム「3分間ミステリー」の画面例を通じて見てみよう。「3分間ミステリー」のユーザーは、①タイトルの次に、②ステージセレクトでステージを選択 ⇒ ③問題が出題された後…絵の中にクイズの答えが隠されているので、画面をタップして解答 ⇒ ④正解画面と同時に、画面の下半分のスペースに広告が出現。この段階で広告料がアドネットワークを介して同社に支払われる。⑤最後に正解した理由の解説が出てきてゲームクリアとなり、ユーザーは次のクイズに行く、という流れである。

この仕組みのスマートなポイントは、正解解説の「前」画面に広告を置いている点である。ゲーム自体はすぐにクリアできるが、「それがなぜ正解なのか、とりあえず理由を知りたい」というユーザー心理を狙った配置になっており、広告画面が出ても解説を見るまではゲームを継続し、次のゲームでも正解して解説を見たいから、次もまた…という半無限ループの中で、広告収益が積み上がる仕組みになっている。

### 「3分間ミステリー」の画面例



出所: 同社IR資料

### ■ 無料ゲームアプリの収益構造

同社が有する6,000超の無料ゲームアプリのうち、メインで広告をかけているのは400ぐらい。同社では、月平均の運用本数（広告出稿から運用を伴うすべてのスマートフォンアプリの本数）をメディア事業のKPIとして開示しており、2023/12期は384であった。また、KPIではないが、参考指標としてスマートフォンアプリ累計ダウンロード数も月次で開示しており、2023/12期末で705百万件に達している。

無料ゲームアプリの広告収益は、ダウンロード数×アプリ当たり平均プレイ数×広告単価で概算される。ダウンロード数と平均プレイ数はヒット次第で大きく振れることがある。通常は、良いタイトルであれば年間1億～2億円の売上が期待できる。2021年に米国などの海外27ヵ国でダウンロード数ランキングでトップになったゲームは、一つで年間17億円の売上を上げたことがあるという。一方コストは、固定費的な開発費が一本あたり20万円前後、これにランニング・コスト的なサーバー代・広告出稿費がかかる程度に過ぎず、標準的には8～10%程度のセグメント利益率が出せる収益構造になっているという。

2023年からは、主婦層や学生等に人気のあるようなポイ活\*ゲーム（インセンティブゲーム）を強化したり、2022年7月からNintendo Switch™ダウンロードソフトへの移植展開などの新展開も行っている。ポイ活ゲーム（インセンティブゲーム）も基本的に無料ゲームアプリと同じ収益モデルである。一方、Nintendo Switch™配信有料ゲームは、同社が過去に制作したアプリをNintendo Switch™向けにリモデルし、ニンテンドーeショップより買い切り型のゲームとして販売を行っている。

\*ポイ活とは「ポイント活動」の略で、キャッシュレス決済やポイントサイトなどを活用してポイントのため、節約してお得な買い物を楽しむことを指す。

### メディア事業の事業構造



Nintendo Switch™は任天堂株式会社の商標。  
出所: 同社IR資料

■ 同社のメディア事業の競争優位性と弱点

同社のメディア事業の強みは3点ある。①一つのアプリ製造に執着することなく次のアプリ製造に移れるという、高速開発スキームを形成した**企業文化**。②6,000本を超える自社開発のスマホアプリを有する、カジュアルゲーム配信会社として圧倒的な**広告収益力**。③スマホを基軸とした企画・立案・制作から運用・マーケティングまで、すべてのサービスを自社内で行い**自社内で解決・完結**できる点。

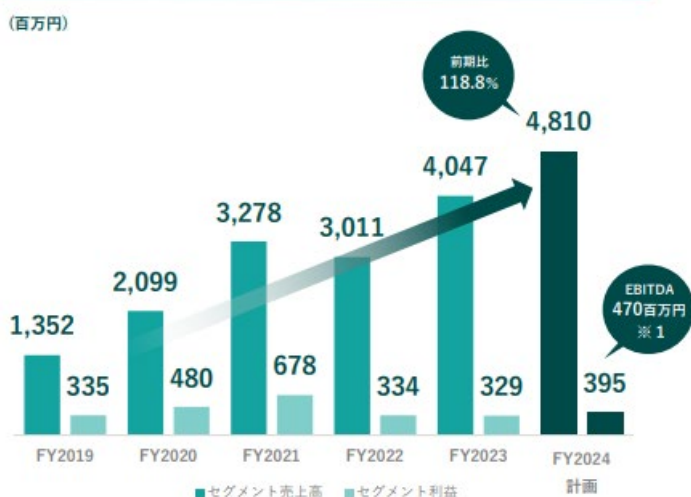
特に③**インハウス型ソリューション**のメリットは、広告効果は時間単位で確認できることから、低効果と判明した時点で広告を止め、逆に高効果であればその要因を分析し次に似たようなものを手掛けるといった意思決定を①**スピード感をもって**行うことができる。そのため、製造コストの効率化を実現し、最終的には②**広告収益力の向上**にも貢献している点である。また興味深いのは、メインで広告運用を行っていない5,500本超の「ストックタイトル」にも月間1,500万円前後の広告が付けられているという。これも広告収益力の強化につながっている。

同社が展開するカジュアルゲームの領域での競争として挙げられるのが、日本企業ではカヤック（東証グロース：3904）である。カヤック社は海外向けゲームに強みを持つ。これに対し同社は国内向けを含めてバランスよくゲームを揃えているので、カヤック社と一見同様の収益構造に見えるが、中身を見ると異なるポートフォリオを持っていることになる。一方、海外企業の中には売上高が1兆円超のゲームアプリ会社がある。日本のゲーム市場でも売上シェアを奪っており、同社はむしろ海外企業を最もライバル視している。

無料ゲームアプリのユーザーによるアプリの評価・レビュー欄を見ると、例えば「3分間ミステリー」\*であれば、「暇潰しにはちょうどいい」、「ミステリー自体は面白い」、「広告を見せる熱意が伝わる」など、作り手に好意的なものも散見される一方で、それ以上に多いのが「無料だから割り切っているが、広告の頻度があまりにも多過ぎる・長過ぎる」など、広告の見せ方に対するストレスを指摘する口コミである。これは同社に限らず無料スマホゲームには共通した「アンチ」な点であり、必ずしも「弱点」ではないだろう。とはいえ、同社アプリに集中してアンチ・コメントが異口同音に唱えられ共通体験になってくれば、リピート・ユーザー数はどこかで頭打ちになる可能性が出てくるのではないだろうか。

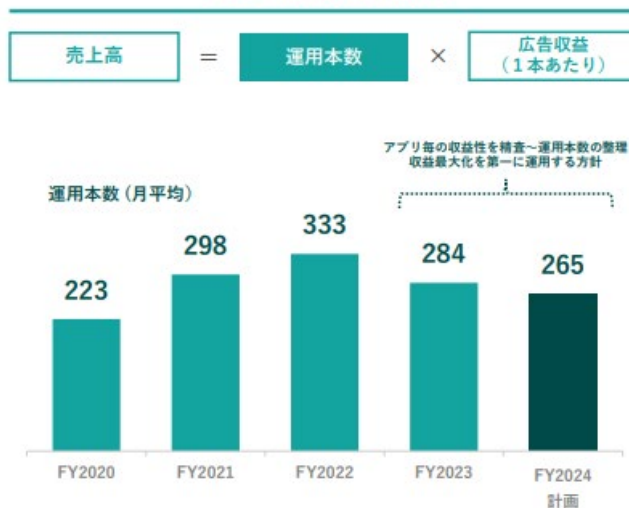


セグメント売上高・利益の実績推移



出所: 同社IR資料

KPI (運用本数) ※2



### ■ プラットフォーム事業の収益モデル

プラットフォーム事業は、主力の電話占い事業を始め、複数の定額および従量による課金体系サービスを展開している。

電話占い事業では、連結子会社のティファレト社にて恋愛・仕事・健康等の様々な悩みを抱えるユーザーと、経験豊かな鑑定師をマッチングし、電話を通じた鑑定を行う電話占い「カリス」を運営する事業を展開している。ユーザーは、約300名以上（2023年12月末時点）の鑑定師の中から相談内容に適した鑑定師を自身で選択し、通話時間に応じた支払いを行う従量課金型のビジネスモデルとなっている。また、ティファレト社は2023年4月にサイバーエージェント社から約4,000万円で「SATORI電話占い」を事業買収したことに加え、電話占い事業からの派生サービス「恋愛相談METHOD」をリリースし、ラインナップを広げている。

ユーザーが使っている相談回数をKPIとして開示しており、2023/12期は292千回だった。これに単価（300円程度/分）に平均通話時間を乗じると、大まかな売上が算出される。

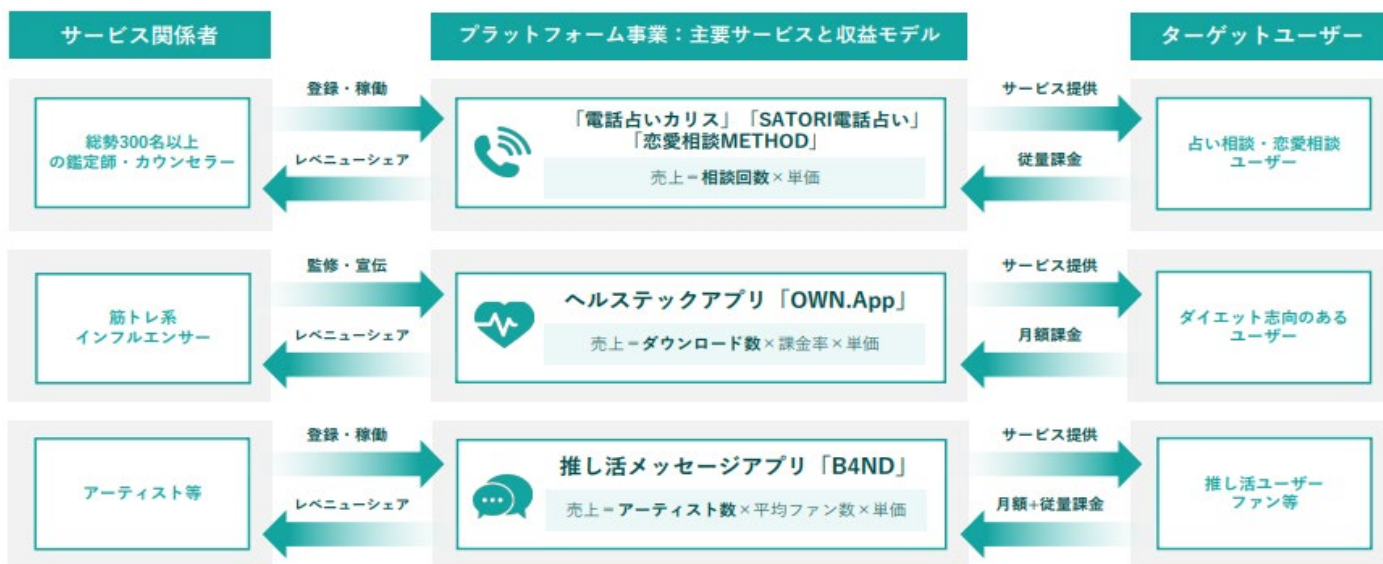
ヘルスケア事業は、2022年4月にリリースしたヘルステックアプリ「OWN.App」を中心に、ダイエット志向のあるユーザーを対象に、筋トレ系インフルエンサーから健康管理やトレーニングなどのアドバイス・サービスを月額課金で提供しているほか、自社開発のプロテインやサプリメントのEC販売等、ヘルスケア領域における包括的なサービスを提供する「OWN.」ブランドを展開するための企画・運営を行っている。

2023年8月に推し活メッセージアプリ「B4ND（ビヨンド）」をリリースした。同アプリを通じてユーザーは、低課金額で好みのアーティストにメッセージを直接送り、返信も受けられるという双方向のコミュニケーションサービスを楽しめる。また同社では、ファンクラブビジネスの運営も新規事業\*として乗り出し、アイドル・タレント・アーティスト活動をワンストップで支援する包括的なサービスを展開し始めた。

上記のうち、ヘルステック事業とエンタメテック事業はまだ事業化フェーズにあり、収益寄与への期待と話題が先行している。電話相談サービスは収益性が高い事業であるものの、オーガニックでの成長スピードが劣る。そのため、事業買収後にロールアップして事業拡大する手法を取っている。

\*ファンクラブビジネスの運営は、報告セグメント上は「その他」に含まれる。

### プラットフォーム事業の事業構造



出所: 同社IR資料



■ 電話占いビジネスの事業環境と会社の強み

電話占いの運営企業は非常に多く、株式上場している大手では、ザッパラス(東証スタンダード：3770)、メディア工房(東証グロース：3815)、デジタルプラス(東証グロース：3691)、エキサイトホールディングス(東証スタンダード：5571)、エムティーアイ(東証プライム：9438)などがある。

非対面占いは、基本的に1対1の双方向性が求められるうえ、課金体系や通話品質の面でも電話がベスト・ツールである。ゆえに、技術的イノベーションやゲームチェンジャーの出現も想定し難く、新規参入がほとんどない、非常に安定した市場である。

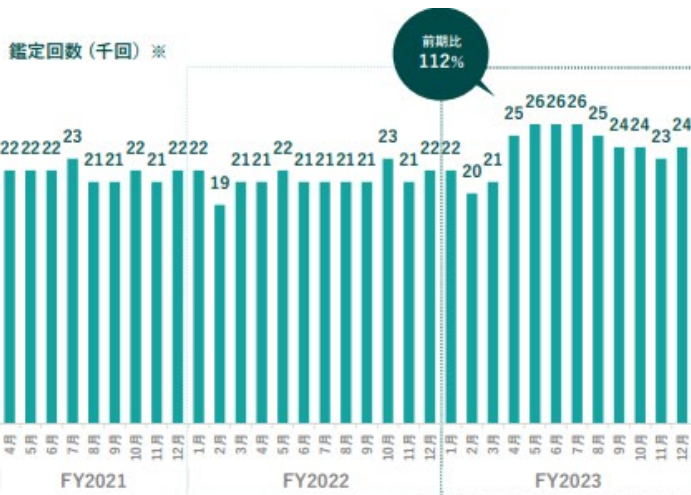
占いビジネスに関して同社経営陣は「コンテンツとして、また文化として、既にユーザー・一般庶民に浸透している」、「著名な占い師がテレビやSNSで活躍する等、占いブームが再燃しており、市場におけるユーザー層のシェアを獲得しやすい」との認識を示している。

同社の場合、メインターゲットは30代から50代までの女性で、「電話占い会社 ランキング」でグーグル検索すると、同社の電話占い「カリス」は「当たるおすすめ」ランキング\*で常にトップ10内に入っている。また、同社経営陣によると、同社は「鑑定師のマネジメントやサービスの管理」という点で鑑定師からの評判が高く、鑑定師の定着率、ひいてはユーザーからのリピート率の維持につながっている。

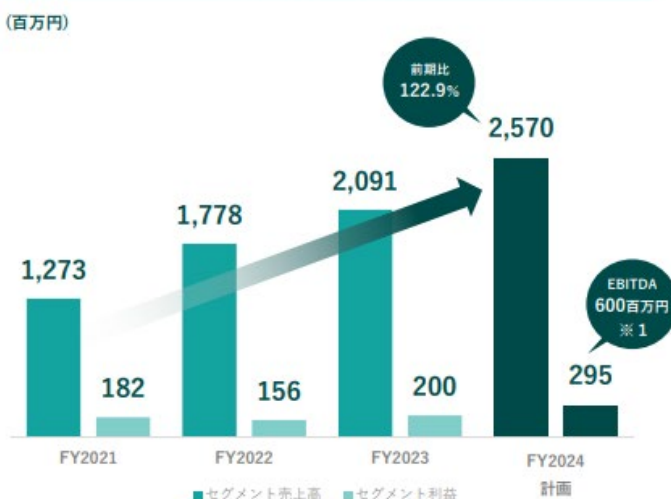
\*電話占い当たるおすすめランキング人気17選と占い師【2024年4月】  
<https://www.iid.co.jp/contents-fortune/phone-fortune-telling-cometrue/>

Charis SATORI 電話占い KPI (鑑定回数)

	FY2023 計画	FY2023 実績
鑑定回数 (千回)	299	292



セグメント売上高・利益の実績推移



KPI (相談回数) ※2



※2. 電話占い「カリス」、「SATORI電話占い」、「恋愛相談METHOD」の3サービスの相談回数の合計値  
 出所: 同社IR資料

## 新規事業の創出

### ■ 新規事業群をまとめて「その他」

「その他」の区分は報告セグメントに含まれない事業セグメントである。同社では、メタバース事業、デジタルサイネージ事業、人材紹介事業、投資事業及び新規事業開発等に取り組んでいる。投資事業以外は、事業化フェーズおよび構想・開発フェーズに位置しており、同社ではインキュベータ的に事業育成に注力している。

このうち、投資事業は、同社による直接投資と2023年5月に連結子会社化されたベンチャーキャピタルのBASE Partners Fund 1号投資事業有限責任組合が担当している。同ファンドによる投資有価証券の売却益は連結親会社である同社の営業外収益に一旦全額が計上されるため連結経常利益は一旦膨らむものの、同ファンドに90%出資する他の出資者への帰属利益相当分が最終的に控除される。実際に、2023/12期連結決算において同ファンドは保有する投資有価証券の一部を売却した。連結財務諸表を見ると、同社のキャッシュフロー表には「投資有価証券の売却による収入」が600百万円、連結損益計算書には「投資有価証券売却益」が549百万円計上されている。うち530百万円が「被支配株主持ち分」として「親会社株主に帰属する当期純利益」の前段階で控除され、残りの20百万円が親会社持ち分として歩留まった。投資事業におけるベンチャーキャピタルは、同社の期間損益の面では同社の出資比率の4%相当分が正味の有価証券売却益となるが、キャッシュフローの観点では売却資金が当座の資金繰りに役立つ事業となる。

### ■ 新規事業の創出から撤退までの判断基準

同社ではスピード感をもって成長を促進させるため、新規事業への投資を継続的に行っている。同社では、というより古屋CEOは、世の中のビッグワードやホットトピックスに対してどう向き合うか、関わらないという判断も含めて必ず検討するようにしているという。

様々な観点から検討した結果、新規事業として構想し開発・育成に取り組んでおり、2023年2月にはWeb3.0やメタバース、GameFi\*領域への注力などが新規事業への期待として話題となった。

新規事業に対する同社の基準は、立案から10ヵ月もしくは最長でも1年ぐらいいを目前にKPIや成果を見たうえで、主に計画対比で望むようなサイズ感になっているか否かを、毎週の役員会議で継続か撤退か、縮小均衡なのか、何かしら違う出口を見つかるのか、などを議論するという。

過去の撤退事例は、遠隔診療サービスを創業1年後ぐらいいに始めたが、準備に1年かけたものの、リリース後3ヵ月ぐらいいで撤退したという。EC事業も手掛けたが、上場準備時期と重なり、管理や生産性を考慮したうえで整理したという。

一方、M&Aを通じて既存事業の加速度的な成長や新たな収益源を獲得する場合の選定判断基準として、同社では①デジタル領域であること、②収益モデルとして広告収益、課金収益、通販収益（物販）に属する事業であること、③将来EBITDAの5倍程度、すなわち5年を目途に回収可能な買収規模、などを明確にしている。

これまでの主なM&A実績は、既述の電話占い「カリス」を運営する株式会社ティファレット（取得価額は約20億円）、「SATORI電話占い」、BASE Partners Fund 1号投資事業有限責任組合に加え、画像生成サービス「Picrew」を運営する株式会社テトラクローマ（2023年12月：同約5.8億円）と、ベトナム拠点の開発会社であるSeesaa Vietnam co., Ltd.\*の株式取得があり、いずれも完全子会社化された。同社経営陣によると、同社によるこれまでのM&Aの買収資金は手元現預金および銀行借入で賄われており、実行総額は30億円程度だという。

\* GameFiとは、Game（ゲーム）とFinance（金融）を融合した言葉であり、ゲームをプレイすることでプレイヤーがトークンなどの経済的インセンティブを獲得できる「Play to Earn」などの仕組みを含むブロックチェーンゲームを指す。

「Play to Earn」は、ゲームをプレイすることで、ユーザーがアプリ内通貨などのインセンティブを得られる形式のゲーム。

\* Seesaa社はTT TECH COMPANY LIMITEDに商号を変更し、同社グループにおけるエンジニアリソースの共有化によるシームレスな開発体制を構築、各事業部のプロダクト開発に貢献するなど、シナジー効果を発揮している模様。

過去の業績の  
振り返り

## ■ ピーク利益は2021/12期のEBITDA707百万円、営業利益465百万円

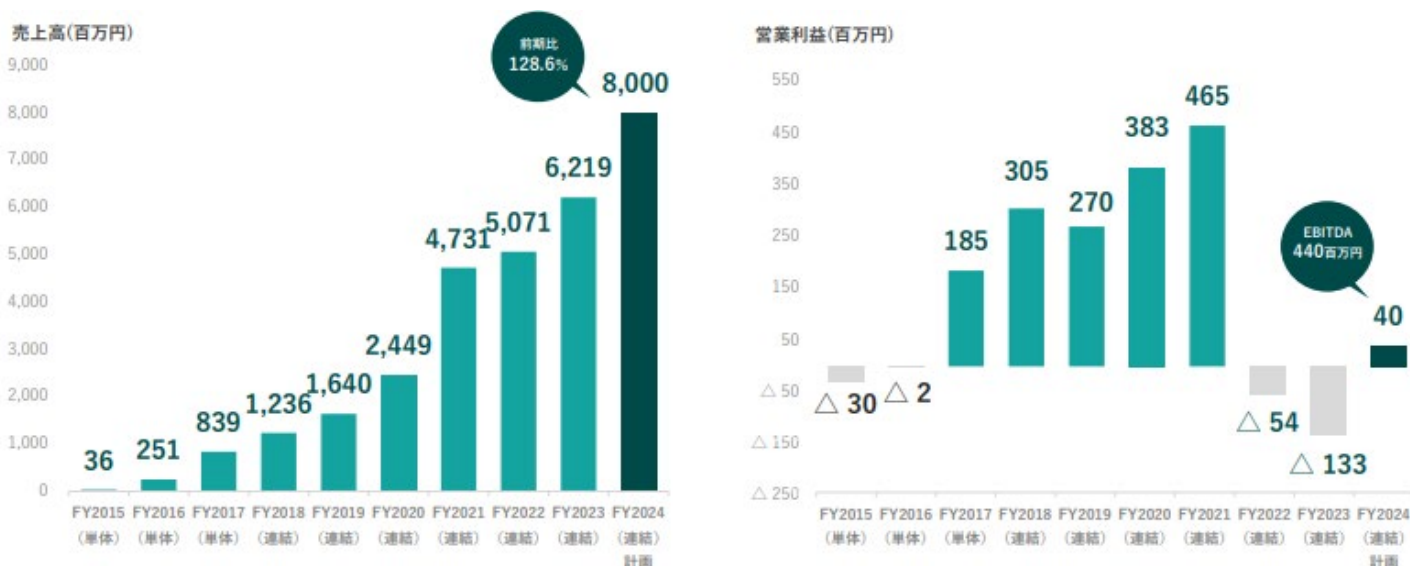
この期は、2020年11月から本格運用開始したハイパーカジュアルゲーム「Save them all」が通年で好調を維持したことに加え、2021年リリースの「stop the flow!」や「Make Expression」などの新規タイトルによる海外ユーザーの新規獲得といったグローバル戦略が奏功した。また、2021年4月に買収したティファレット社の連結化で収益全体が底上げされた。一方で、新規事業のための開発費、人件費への投資を増加させるなど、一種の余裕さえ感じられる業績内容だった。

## ■ 2022/12期に2度、2023/12期にも下方修正し、2期連続営業赤字を計上

2022/12期の期初計画は、売上高5,900百万円、EBITDA790百万円、営業利益470百万円と、前期比若干の増益見込みだった。ところが、1Q決算発表から3週間後の5月31日に、売上高 5,300百万円、EBITDA 396百万円、営業利益 10百万円に下方修正した。主な要因は、「Save them all」に続くヒット作を創出できていない等の業績動向の影響に加え、メディア事業での新規領域への挑戦を目的とした追加開発を先行投資的に行っていること、メタバース事業、デジタルサイネージ事業、推し活×メッセージアプリ「B4ND」、ヘルステックアプリ「OWN.」などの新規事業を中心とした先行投資を前倒しした影響を加味したとの説明であった。また同様の理由から11月7日にも2度目の下方修正（EBITDA 296百万円、営業損失75百万円）を発表した。なお2022/12期実績は下方修正値を若干上回り、売上高5,071百万円、EBITDA318百万円、営業損失54百万円で着地した。

2023/12期の期初計画は、売上高6,000百万円、EBITDA355百万円、営業利益30百万円と、営業黒字化を見込んでいた。増収増益見込みの背景は、ハイパーカジュアルゲームのグローバル展開の拡大、Play to Earn領域のインセンティブゲームの提供、電話占い「カリス」にて安定的な収益を確保、「SATORI電話占い」の4月からの寄与、などであった。ところが、2023年11月7日に3Q決算とテトラクローマ社の買収を発表したタイミングで、通期営業利益見通しを210百万円の営業損失に下方修正した。その要因は、立ち上げ途中の新規事業の人件費・広告費が先行していること、既存事業の選択と集中のための事業整理を行った影響、およびM&A関連の一時的費用の発生などが挙げられた。なお2023/12期実績は下方修正値を若干上回り、売上高6,219百万円、EBITDA210百万円、営業損失133百万円で着地した。

## 創業来の売上高と営業利益の推移と2024/12期計画



出所: 同社IR資料

2024/12期  
業績見通し

■ 3期振りの営業黒字化を計画

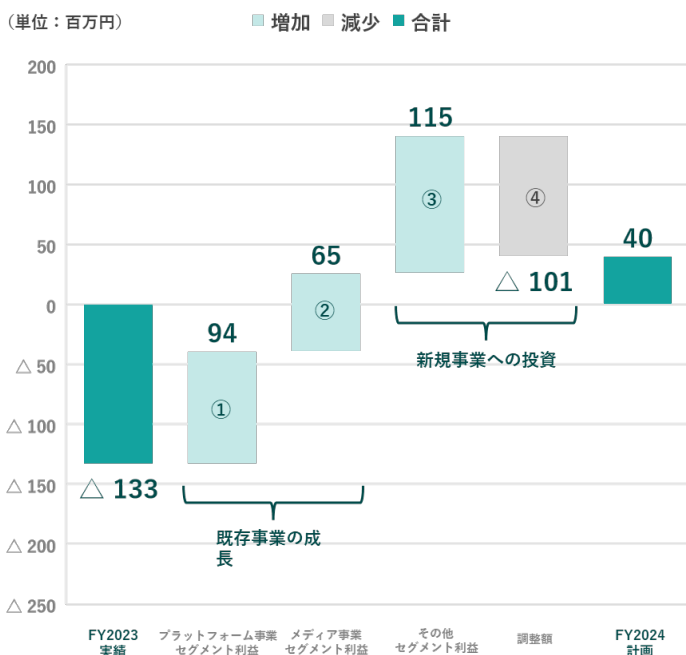
2024/12期の会社側期初計画は、売上高8,000百万円 (+28.6%)、EBITDA440百万円 (+109%)、営業利益40百万円、経常利益130百万円 (-63.6%)、親会社株主に帰属する当期純損失80百万円である。

1Qに既に確定した投資有価証券売却益が営業外収益に計上される模様（「その他」セグメント中の投資事業の一部）。そのため経常利益は一旦膨らむが、同売却益は前期ほど多額ではないため、前期比では経常減益となる模様である。このように、投資事業内のベンチャーキャピタルファンドによる保有有価証券売却行動も連結損益計算書に大きな影響を与えることもあることに加え、同社は事業譲受を含むM&Aを通じたノン・オーガニックな事業拡大を進めているため、過去の買収に関連した「のれん」の償却が年間1億円以上発生している。そのため、同社でも営業利益よりもEBITDAが実体利益を反映していると考えている。

4頁に示したセグメント別収益動向でEBITDAを見ると、前期に引き続きプラットフォーム事業が600百万円と稼ぎ頭である。前期比増減額ではメディア事業が124百万円伸ばし、プラットフォーム事業の伸びの91百万円と合わせて、全社合計で230百万円増の440百万円を見込んでいる。この規模はピークだった2021/12期の約6割水準に相当する。

今年2月14日に開示された、『2023年12月期 決算説明資料』に記載されているセグメント毎の収益的なアクションプランと、それを反映させたセグメント利益の増減要因が下図である。ここで目立つのが、④事業拡大に伴う体制強化のための先行投資的なコスト増である。これは、来期以降の黒字化定着を見据え、今期は既存事業の成長と新規事業/戦略投資を拡大させることで約30%増収を目指すと同時に地盤固めを優先するとしている。また、同社経営陣によると、過去数度の業績下方修正の反省もあり、期初計画は保守的に積み上げた必達に近い水準であるという。

2024/12期 業績計画 | 営業利益増減分析・計画対前年度比



■ 既存事業の成長と新規事業への投資の両立を進める

- ①プラットフォーム事業では、既発サービスの業績拡大と管理費用等の縮小、新規サービス群の収益化フェーズへの移行が利益寄与する計画。
- ②メディア事業では、引き続きハイパーカジュアルゲームアプリのグローバル展開を強化していくとともに、新ジャンルへの着手により収益面での拡大を図る。
- ③その他事業では、新規事業への精力的な投資を継続しながら新規サービス群の「事業化フェーズ」から「利益化フェーズ」への引き上げを推進する。
- ④全社的には事業拡大に伴う体制強化のための人件費や開発費のコスト増は必要としている。

出所: 同社IR資料

中長期の方向性

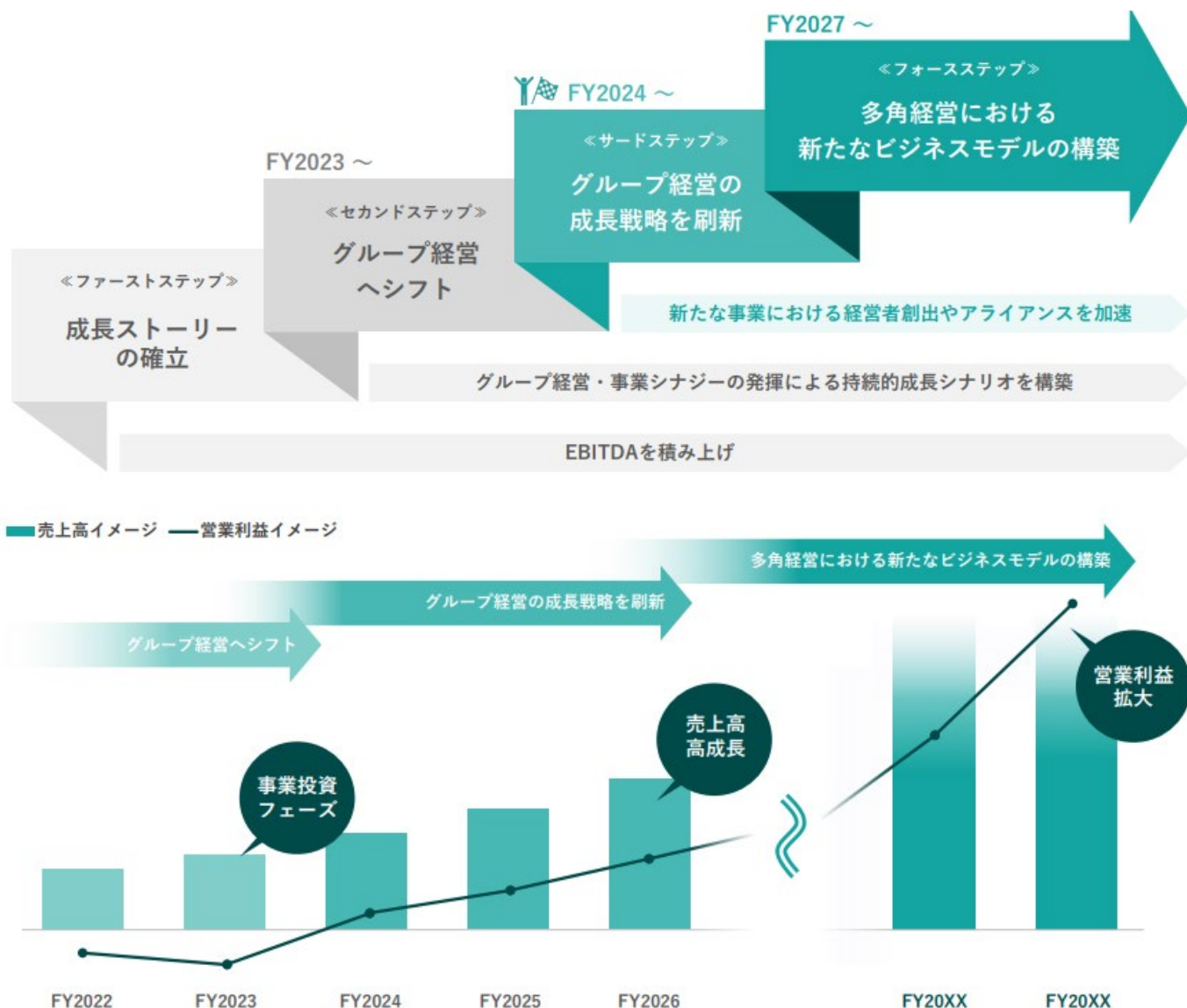
■ 今後3年間はグループ経営の成長戦略を刷新するステージ

今年3月29日に開示された『事業計画及び成長可能性に関する事項』では、下図に示す「長期的な成長ロードマップ」および「売上高と営業利益の成長イメージ」で中長期の方向性が図示された。しかし、具体的な数値目標は明示されていない。

今期から2026年の3年間は、グループ経営の成長戦略を刷新するステージと位置付け、社内的には新事業を任せられる人材育成、外部とのアライアンスを加速させていくとしている。この間は売上は立っても十分な利益追求は優先されない可能性もある。とはいえ、2027年以降はコングロマリット経営における新たなビジネスモデルの構築を進め、それまで種蒔きをしてきた新規事業群の開花で営業利益拡大のステージに入ることを目指している模様である。

こういった成長ロードマップの見本になったのはサイバーエージェント社の事業戦略展開であろう。サイバーエージェント社は株式公開4年目まで営業赤字だったが、事業拡大による売上高の伸びを優先し、同11年目の2010/9期からEBITDAと営業利益が飛躍的に伸びた。当時の事業環境とは異なるが、同社経営陣もサイバーエージェント社の創業期～成長期に至る発展モデルから様々なヒントを得ているのではなかろうか。

長期的な成長ロードマップ～売上高と営業利益の成長イメージ



株価インサイト

■ 高ボラティリティに留意しつつ、カタリストを待つ

\* 2023年5月に1株を2株に分割した株数で調整した株価

* 2023/12期末時点(百万円)	
有利子負債	+ 1,950
非支配株主持分	+ 774
現預金	- 1,436
<b>ネットデット合計</b>	<b>1,288</b>

同社株は、ゲーム関連銘柄と見られやすいため、ヒットタイトルや大手とのコラボなどの個別材料期待で振れやすいことに加え、浮動株が少ないマイクロキャップゆえ、カタリストに期待が集まれば株価は一方向に大きく変動しやすいモメンタム・ファクターが強い。例えば、Web3.0やGameFi領域への取り組みに言及した2022/12期決算説明会動画に加え、メタバース事業でα版の完成が開示されたことをきっかけに、2023年3月9日までの約4週間で同社株価は最高値2,170円\*まで約3倍になった。その1週間後に議決権ベースで最大24.3%の株式希薄化を伴う第三者割当増資（約41億円調達見込み）が発表され下落に転じた。6月には任天堂ソフトへの移植展開の活発化への期待から再び1,000円台\*を超えた。そういった高いボラティリティがある点には留意が必要であろう。

ファンダメンタルズから適正水準を考えるにしても、黒字のEPSが見通せないためPERや配当利回りでの同業他社比較は難しく、バリュー株でもないためPBRは意味がない。EBITDAが今後数年で10億円に到達すればという仮前提を置いたうえで、暫定的にグロース株に見られる10~15倍のEV/EBITDAを当て嵌めれば、2023/12期末のネットデット約13億円\*を控除した時価総額レンジは87億~137億円となり、これを発行済株式数の10,073,042株で割ると、一株当たり865~1,360円と計算される。

今期EBITDA見通し4.40億円に基づけば、4/25終値(529円)は15倍のEV/EBITDAとなる。このマルチプルは、割安な水準とは言い難いものの、保守的と見られる今期業績計画を既に織り込み、来期の業績水準を裏付ける既存事業及び新規事業の新展開、すなわちポジティブ・カタリストの発現を期待しているとSIRでは考える。

一方、同社株価に下振れリスクがあるとすれば、ヒットタイトルの期待外れや広告市況の想定以上の低下、電話占い事業の鑑定回数が下向きに転じるなど、既存事業の想定以上の業績不振が顕在化し、トップラインが伸び悩む状況が想定される。

逆に、上振れリスクがあるとすれば、ビッグ・ヒットタイトルの続出やエンタメテックでのブーム化などのヘッドライン・ニュースがカタリストになることが想定される。しかし、それ以上に強力な株価の支援材料となる可能性は、具体的な数値目標と行動計画を伴った中期経営計画の開示であろうと、SIRでは考える。

同社の上場来株価推移（週次：円） 分割調整後



出所: TradingView

## 連結損益計算書

百万円、%	2020/12期連	2021/12期連	2022/12期連	2023/12期連	2024/12連(会予)
売上高合計	2,449	4,732	5,072	6,219	8,000
売上原価	102	518	850	1,097	
売上総利益	2,347	4,214	4,222	5,123	
売上総利益率	95.8	89.1	83.2	82.4	
販売費及び一般管理費	1,964	3,748	4,276	5,257	
営業利益	383	465	-55	-134	40
営業利益率	15.6	9.8	-1.1	-2.2	0.5
営業外収益	3	38	42	560	
受取利息配当金	0	0	0	0	
営業外費用	16	79	33	69	
支払利息割引料	1	16	15	14	
経常利益	369	424	-45	357	130
経常利益率	15.1	9.0	-0.9	5.7	1.6
特別損益	-4	-13	-96	3	
特別利益	2		2	3	
特別損失	6	13	98		
税金等調整前当期純利益	365	411	-142	361	
税引前利益率	14.9	8.7	-2.8	5.8	
法人税等	121	209	126	75	
法人税等 - 当期分	133	249	200	198	
法人税等調整額 - 繰延分	-12	-40	-74	-123	
当期純利益又は当期純損失	244	202	-267	286	
非支配株主に帰属する当期純利益	51		-2	491	
親会社株主に帰属する当期純利益	193	202	-265	-205	-80
親会社株主に帰属する当期純利益率	7.9	4.3	-5.2	-3.3	
EBITDA	395	707	318	210	440
EBITDA マージン	16.1	14.9	6.3	3.4	5.5

## (一株当たり情報：円)

一株当たり年間配当金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
時系列調整EPS	19.58	20.49	-26.85	-20.47	-7.99
時系列調整BPS	94.34	114.85	87.99	94.13	

## (流動性・安全性・レバレッジ)

流動比率、%	241.6	200.2	159.9	191.6	
現預金/総資産、%	46.9	22.6	23.1	28.9	
株主資本比率、%	63.0	28.3	22.4	19.5	
財務レバレッジ X	1.59	3.53	4.47	5.12	
D/Eレシオ X		1.60	2.13	2.01	
ネットD/Eレシオ X	-0.74	0.80	1.10	0.53	

出所：SPEEDAよりSIR作成

## 連結バランスシート・連結キャッシュフロー計算書

百万円	2020/12期連	2021/12期連	2022/12期連	2023/12期連
<b>資産合計</b>	<b>1,479</b>	<b>4,004</b>	<b>3,885</b>	<b>4,975</b>
<b>流動資産</b>	<b>1,273</b>	<b>1,628</b>	<b>1,677</b>	<b>2,412</b>
現金同等物及び短期性有価証券	694	906	898	1,436
売上債権	549	636	640	733
棚卸資産				47
貸倒引当金 - 流動		-2	-12	-19
<b>固定資産</b>	<b>206</b>	<b>2,376</b>	<b>2,208</b>	<b>2,563</b>
有形固定資産	64	76	60	64
無形固定資産	26	2,178	1,905	1,849
のれん		752	661	773
投資その他の資産	116	122	243	650
投資有価証券	0	0	20	362
繰延税金資産 - 固定	18	23	35	88
<b>流動負債</b>	<b>527</b>	<b>813</b>	<b>1,049</b>	<b>1,259</b>
買入債務	47	83	63	72
未払金・未払費用	362	361	424	576
短期借入債務		250	339	394
一年内返済の長期借入債務		250	339	394
前受金			16	43
<b>固定負債</b>	<b>21</b>	<b>2,057</b>	<b>1,957</b>	<b>1,970</b>
長期借入金（リース債務含む）		1,563	1,516	1,360
転換社債				195
繰延税金負債 - 固定	0	474	412	386
資産除去債務 - 固定	20	20	29	29
<b>純資産合計</b>	<b>932</b>	<b>1,134</b>	<b>879</b>	<b>1,745</b>
<b>株主資本等合計</b>	<b>932</b>	<b>1,134</b>	<b>869</b>	<b>971</b>
資本金	471	472	472	613
資本剰余金		0	0	142
利益剰余金	460	663	397	193
自己株式		0	0	0
新株予約権				23
<b>非支配株主持分</b>			<b>10</b>	<b>774</b>
<b>百万円</b>	<b>2020/12期連</b>	<b>2021/12期連</b>	<b>2022/12期連</b>	<b>2023/12期連</b>
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>	<b>285</b>	<b>305</b>	<b>257</b>	<b>-45</b>
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	12	242	373	344
減価償却費 - CF	12	174	282	238
正ののれん償却費 - CF		68	91	106
有価証券及び投資有価証券売却損益				-549
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>	<b>-65</b>	<b>-1,847</b>	<b>-307</b>	<b>193</b>
有価証券及び投資有価証券の取得			-20	-100
有価証券及び投資有価証券の売却			0	600
関係会社株式の取得・売却			-2	
有形固定資産の取得及び売却	-18	-21	-46	-4
無形固定資産の取得及び売却	-14	-49	-76	-33
利息及び配当金の受取額 - 投資CF		4	3	
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>	<b>90</b>	<b>1,745</b>	<b>36</b>	<b>356</b>
長期借入による収入		2,000	1,579	225
社債の発行				300
長期借入金の返済		-188	-1,537	-344
株式の発行	745	1	12	177
株式の償還及び消却	-268	0		
支払配当金	-8			-4
現金及び現金同等物の増加額	309	212	-8	538
現金及び現金同等物期首残高	385	694	906	898
現金及び現金同等物期末残高	694	906	898	1,436
<b>フリーキャッシュフロー</b>	<b>220</b>	<b>-1,542</b>	<b>-50</b>	<b>148</b>

出所：SPEEDAよりSIR作成



## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレーム／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a  
[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)