

財務諸表は語る。激変する業界を生き抜く企業

【連載 1 回目】

「会社の値段いくらですか？」～時価総額と財務諸表の関係を読み解く～
“激変するネット・ゲーム業界 2 社の比較” (ガンホー vs グリー)”



■「ガンホーの時価総額、楽天を一時上回る」

これは、今年 5 月 14 日の日本経済新聞の見出しである。

スマホ向けゲーム「パズル&ドラゴンズ」(通称「パズドラ」)の爆発的人気により、ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社(以下、「ガンホー」)の株価が高騰し、「時価総額」は一時、1兆 8400 億円を超え、楽天(1兆 7600 億円程度)を上回り、ジャスダック単独上場企業で最大となったという。この時価総額は、既に任天堂をも上回っており、東証1部上場企業では、富士重工業や大和証券グループ本社、麒麟ホールディングスなどと肩を並べる規模であった。

ガンホー飛躍の原動力となっている「パズドラ」は、ゲームアプリ自体は無料でダウンロードできるが、ゲームの継続やスタミナ回復に必要な「魔法石」、モンスターのレベルアップなどに必要なアイテムの購入は有料となっている。最近のスマホゲームは、このような課金モデルが主流であり、ゲームアプリの無料ダウンロード数をいかに伸ばし、アプリ内課金できるかが成否の分かれ目になっている。「パズドラ」は、2012年2月のリリースから約1年で1000万ダウンロードを達成し、2013年8月時点では1800万ダウンロードに至っており、業界では例を見ないメガヒットになっている。

■ガンホーの規模とは？

それでは、ガンホーの直近決算での売上高や営業利益ほどの程度なのだろうか。先ほど時価総額で比較された有名企業と比べてみよう。

単位: 億円

	ガンホー	楽天	任天堂	富士重工業	麒麟HD
決算期	2012/12月通期	2012/12通期	2013/3通期	2013/3通期	2012/12通期
売上高	258	4,434	6,354	1兆9129	2兆1861
営業利益	92	722	▲ 364	1,203	1,530
当期純利益	82	194	70	1,195	561
総資産	250	2兆1084	1兆4478	1兆5774	2兆9510
純資産	193	2,624	1兆2275	5,968	1兆1539

企業規模を表す「売上高」や「総資産」に関して、ガンホーは他の企業と比べて1桁も2桁も

少ない。ではなぜ、ガンホーの「時価総額」は有名企業と肩を並べているのであろうか？まずは、「時価総額」についてきちんと理解してみよう。

■「時価総額」とは？

「時価総額」とは、企業の価値を、株式市場における客観的時価で評価したものであり、具体的には[時価総額＝株価×発行済株式数]で算出される。ガンホーの5月14日時点の時価総額は、[1兆8400億円＝株価16万円×11,520千株]として計算されている。

「時価総額」と同様、新聞やニュースで良く耳にする株価関連指標としては、「PER」や「PBR」が挙げられる。

PER (price earnings ratio: 株価収益率)

株価を、一株当たり純利益で割ったもの。

(例) 発行済株式数 100 株の会社が純利益 100 万円を計上し、この会社の株価が 10 万円 [株価 10 万円] ÷ [一株当たり純利益 (100 万円 ÷ 100 株) 1 万円] = [PER 10 倍]

PBR (price book value ratio: 株価純資産倍率)

株価を、一株当たり純資産で割ったもの。

上記のケースで会社の純資産合計が 500 万円の場合

[株価 10 万円] ÷ [一株当たり純資産 (500 万円 ÷ 100 株) 5 万円] = [PBR 2 倍]

いずれの指標とも、倍率が高ければ高いほど、実際の利益や純資産という財務諸表上の実績に対して、将来の期待を反映した株価水準が高いことを意味する。

9月10日時点のガンホーの時価総額は約8000億円、PBRは、約50倍となっている。すなわち、投資家はまだまだガンホーの業績には「伸びしろ」があり、将来的な純資産は、直近決算の50倍程度まで拡大するだろうと評価しているともいえる。

■正念場に差し掛かったグリー

少し遡るが、2010年から2012年頃にかけて、グリーやDeNAが、SNS(ソーシャルネットワーク)を利用したゲームで、業界を席捲していたことは記憶に新しいところである。

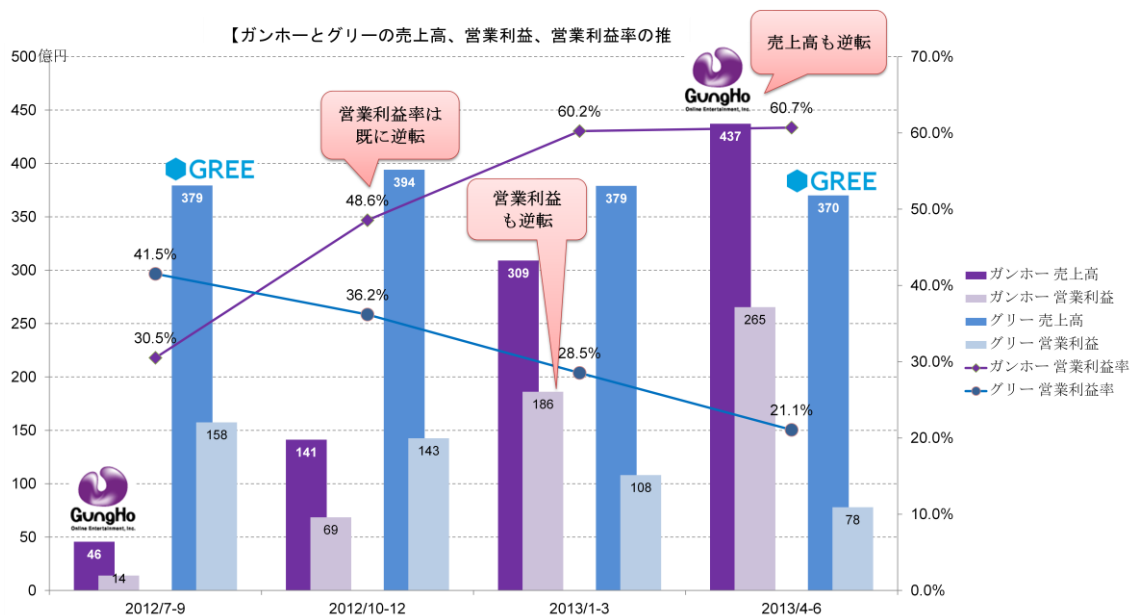
両社は、スマホが普及する前の従来型携帯電話(フィーチャーフォン(ガラケー))向けソーシャルゲームのプラットフォームを中小規模のゲーム開発企業向けに提供し、その手数料収入やアイテム課金、広告収入などで爆発的に業績を拡大していった。会社設立から僅か5年あまりでグリーを一部上場企業に育て上げた田中社長は、FacebookのザッカーバーグCEOと並び称されることもしばしばであった。

ところが、2012年春に、青少年に対する高額課金が社会問題(「コンプガチャ問題」となり、ソーシャルゲームは過度に射幸心をあおるとして、その過熱に冷や水が浴びせられた。その後、若年層に対するスマホ普及率が伸び、「LINE」を中心としたメッセージアプリに注目度が移っていった。世の中が、「ガラケー」から「スマホ」に急激にシフトする中で、両社ともスマホゲームへの転換が遅れ、ネット・ゲーム市場の主役の座は、ガンホーやLINEなどに奪われている

状況だ。2013年4～6月四半期決算において、 Gree は上場以来初の最終赤字に転落し、一時は5,000億円を超えるともいわれた Gree の時価総額は、2013年9月10日時点で約1,800億円まで縮小している。

■ガンホーと Gree の財務数値の推移

それでは、現在の主役であるガンホーと、苦戦を強いられている Gree の四半期ごとの財務諸表数値の状況を概観してみよう。



ご覧のとおり、つい1年ほど前の2012年7～9月四半期では、 Gree の売上高(379億円)、営業利益(158億円)、営業利益率(41.5%)は、ガンホーの実績を圧倒していたが、直近の2013年7～9月四半期では、様相が一変していることが分かる。

ガンホーの2012年度の通期(12ヶ月)売上高は258億円であったが、2013年の6ヶ月間だけで、既にその2.9倍の売上高を計上していることになる(営業利益は4.8倍)。このような売上高と営業利益の成長率や営業利益率の高さは群を抜いており、これがほぼ「パズドラ」一本の影響であることは、ただただ驚くばかりである。

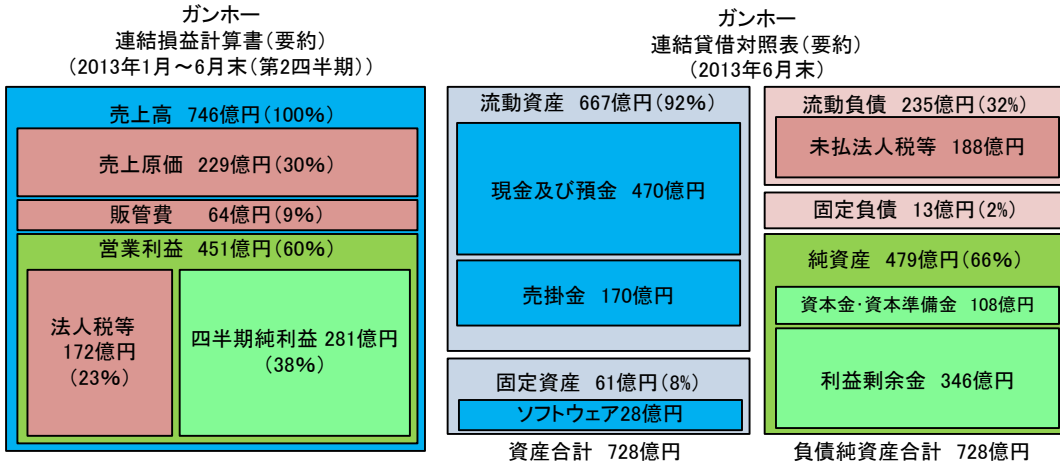
一方、今年の春頃から苦境が鮮明になっている Gree については、財務数値を見る限り、すでに2012年10～12月四半期以降の、営業利益と営業利益率の低下に、その後の下降線の兆候が表れている。

結局、株価や時価総額とは、「現在の瞬間風速で、どれだけ遠くに飛べるか」という期待感の表れといえよう。たしかに「パズドラ」の勢いがこのまましばらく続いたり、第2の「パズドラ」が出てくれば、ガンホーの売上高や純資産は1,000億円規模の成長を遂げ、冒頭に比較した有名企業と実績面でも肩を並べることになるのだから、現時点での「将来期待指数」ともいえる「時価総額」が非常に高いことに、理論的なおかしさはないのである。

ただし、あくまで「パズドラ」効果が続けば、または、第2の「パズドラ」が出れば、である。

■ ネット・ゲーム業界企業の損益計算書と貸借対照表の特徴

次に、この業界の企業に共通する財務諸表の特徴を見てみよう。



(損益計算書)

基本的にプログラムやソフトウェアのコピーやダウンロードがメインであるため、原材料費などの変動費は少ない。また、多額の設備投資は不要であり、固定費は主に、人件費・外注費・広告宣伝費・インフラ(オフィス+システム)費用に限られる。そのため、ひとたび損益分岐点売上を超えてしまえば、それ以降はほとんど利益として残る。したがって、ヒット作が生まれれば、極端に高い利益率を実現できることになる。

ただし、どんなに多くの優秀な開発者を雇ったからといってヒット作が出る保証はなく、売上水準が落ち込むと、高額の人件費や、人材獲得コスト(都心一等地で、福利厚生至れり尽くせりのかっこいいオフィスに入る)、高止まりする広告宣伝費などは重い負担になり、営業利益率が急速に悪化することもしばしばである。

(貸借対照表)

基本的に、在庫を持たない現金商売であるため、資金繰りには困らない。事業の性質上、重い設備投資や銀行借入れは少ないため、自己資本比率が7割を超えることも珍しくはない。一言で要約すると、「現金」と「自己資本」の貸借対照表である。ガンホーの総資産 728 億円のうち、現金預金と早期回収可能な売掛金は、実に 88%にも達する。

そんな「キャッシュ・リッチ」企業の悩みは、ずばり、「稼いだキャッシュを何に使うか？」である。投資家は、稼いだキャッシュが短期間でさらに 5 倍、10 倍になることを期待しているため、経営者が、稼いだキャッシュを預金に寝かせておくなど、有効活用を怠っていると投資家が評価すれば、成長力の懸念から株価はどんどん下がっていく。

「キャッシュは潤沢だが、将来有望な投資領域がなく、株価が割安な企業」は、敵対的買収のターゲットにもなりうるため、株価を維持すべく経営者が取りうる選択肢は大きく3つだろう。

- ① 既存事業領域の深掘り、拡大に資金を投下する
- ② 事業規模の拡大、多角化のため、積極的な M&A に資金を投下する

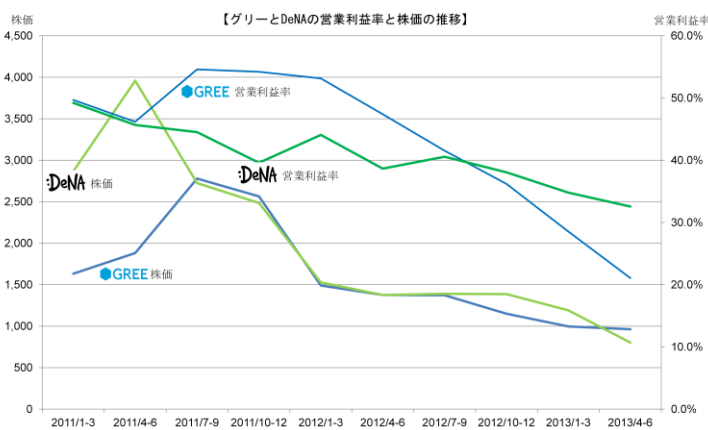
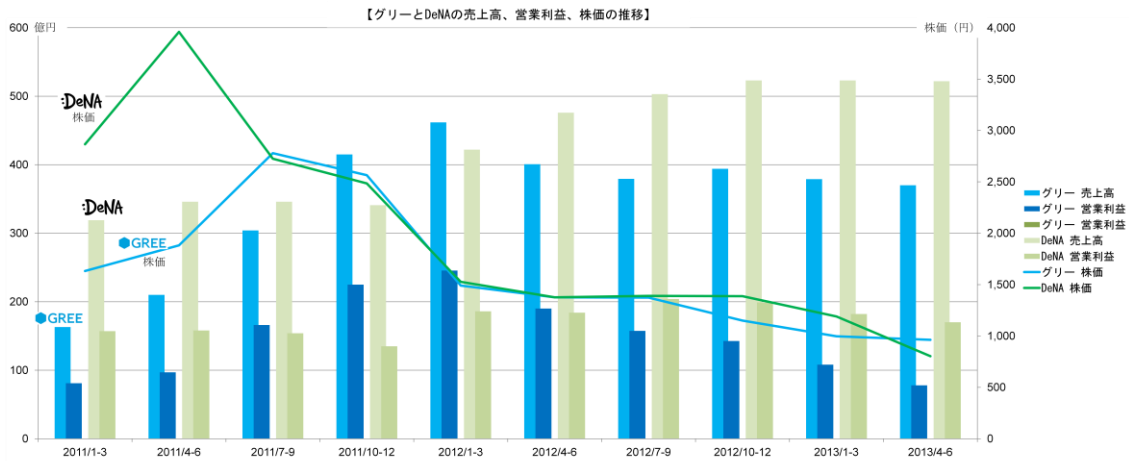
③ 有望な選択肢が見つからないため、自己株買いや配当の形で株主に還元する

いずれにせよ、経営者は、稼いだキャッシュの使い道について、投資家に明確なビジョンを示すという重い責務を負っているのである。今後、ガンホーは稼いだキャッシュをどのように活用していくのであろうか。

■ 今回のコラムのまとめ

これまでいろいろな角度でネット・ゲーム業界企業を見てきたが、株価(時価総額)と財務諸表(純資産)がこれほど乖離したガンホーの状況を見ると、将来の業績予測に財務諸表や企業の開示情報はそれほど役に立たないのであろうかという疑問が生じてしまう。

これに対して賛否はあるが、筆者は、将来を予測する鍵は、しっかりとした財務諸表の現状分析にあると考えている。グリーやDeNAの過去の業績推移を見ると、営業利益率などの経営指標がピークを越え、下降局面に入ったと同時に、時価総額も急速に収縮していったことが分かる。



どんなビジネスでも、潮目が変わるターニングポイントでは、財務諸表数値にその兆候が現れる。したがって、丁寧に四半期決算の財務諸表を分析し、これに財務情報以外の業績関連指数(ダウンロード数や課金ユーザー割合など)の動きを組み合わせることで、一定の仮説を立てることができる。もちろん、分析数値ですべてが明らかになるわけではないため、常に投資意思決定にリスクはつきものである。

ただし、そのリスクを一定水準に抑えることができ、少なくとも「当たるも八卦、当たらぬも八卦」というギャンブルではなくなるであろう。

さて、ガンホーは、この先どうなるのだろうか？ その判断は、みなさんにお任せしましょう。

以上

[留意事項] 当コラムには、特定企業の現状分析や将来性に関する記述が含まれますが、公表されている限定情報により分析した個人的見解を含むものであり、対象企業に対する投資勧誘その他の意図を持って作成されたものではありません。