

2013年12月5日 (木)

Important disclosures  
and disclaimers appear  
at the back of this  
document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
柄澤 邦光

## ■総合エンターテインメント事業を横断的に展開

マーベラスAQL<7844> (以下同社) は、マーベラスエンターテインメント、AQインタラクティブ、ライブウェアのエンターテインメント企業3社が2011年10月1日に合併して今の姿になった。存続会社であるマーベラスエンターテインメントは音楽CD、アニメーションの制作からスタート。その後、家庭用ゲーム機ソフトに事業領域を広げ、一時はアミューズメント施設の運営も手掛けた。AQインタラクティブは大手ゲームメーカーの受託開発を手掛ける一方で、PCゲームでは「ブラウザ三国志」などのヒット商品を送り出した。ライブウェアはモバイルゲームに強みを持っていた。

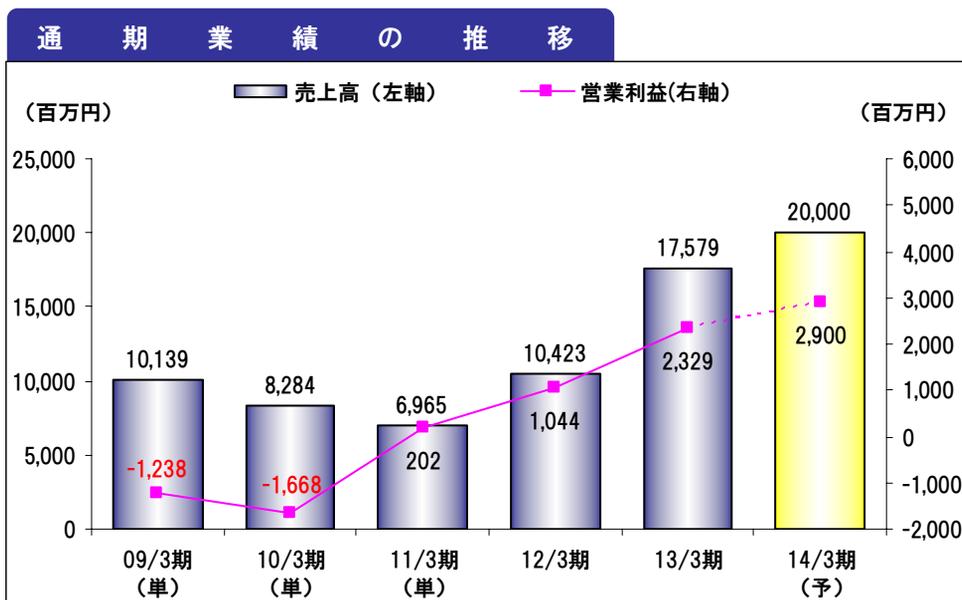
同社の特徴と強みは、オンラインゲームのほかに、ゲームソフトや、アミューズメントマシン、音楽・映像コンテンツ、舞台・ミュージカルを手掛け、総合エンターテインメント事業を展開しているという点である。オンラインゲームだけの単一セグメントの企業に比べ、収益の安定性や事業横断的なビジネス展開が可能な点に強みがある。

2013年11月6日に発表された2014年3月期の第2四半期(4-9月期)の連結決算は、売上高が前年同期比21.3%増、営業利益が同23.5%増となった。売上高、営業利益、経常利益、当期純利益ともに第2四半期としては過去最高を更新している。売上高ではオンライン、コンシューマ、音楽映像の3事業がともに2ケタの増収を達成した。2014年3月期の連結業績予想は、売上高が前期比13.8%増、営業利益が同24.5%増と、期初予想を据え置いた。コンシューマ事業の上振れがあったものの、オンライン事業での新作の立ち上がりの遅れが影響しているという。

ここ2~3年間は、全社の収益が大きく崩れる懸念は低いと言え、コンシューマ事業のキラコンテンツをオンライン事業でアプリ化するという戦略を取れば、比較的 low リスクでオンライン事業の成長が期待できるであろう。短中期的には収益面での安定感+爆発力を兼ね備えた企業と考えている。財務面での安定感も注目すべきだろう。なお、長期的にはコンシューマ事業も音楽映像事業も、市場が大きく拡大する想定はしにくい。今の安定した収益を確保しにくくなる可能性もあり、事業横断が可能なオリジナルキャラクターの完成が待たれるところである。

## ■Check Point

- ・異ジャンルで秀でた3社がエンターテインメントを切り口に合併
- ・第2四半期として売上高、利益ともに過去最高を更新
- ・短中期では収益面での「安定感」「爆発力」を兼ね備える



※11/3期まではマーベラスエンターテイメント単独の業績  
 ※2011年10月1日付でマーベラスエンターテイメント、AQインタラクティブ、ライブウェアの3社合併

## ■ 会社概要

### 異ジャンルで秀でた3社がエンターテイメントを切り口に合併

#### (1) 会社沿革

同社は、マーベラスエンターテイメント、AQインタラクティブ、ライブウェアのエンターテイメント企業3社が2011年10月1日に合併して今の姿になった。社名のマーベラスAQLは、3社の社名の一部を並べたものである。

存続会社であるマーベラスエンターテイメントは音楽CD、アニメーションの制作からスタート。その後、家庭用ゲーム機ソフトに事業領域を広げ、一時はアミューズメント施設の運営も手掛けた。AQインタラクティブは大手ゲームメーカーの受託開発を手掛ける一方で、PCゲームでは「ブラウザ三国志」などのヒット商品を送り出した。ライブウェアはモバイルゲームに強みを持っていた。

合併の背景としては、各企業の事業領域が重複せず、さらに「エンターテイメント」という切り口で共通点があったため、「総合エンターテイメント企業」としての事業拡大が可能と判断したのである。

それぞれが異なったジャンルで秀でた存在だったため、各社の社員同士が互いを尊重する気持ちが強く、統合後のマーベラスAQLは、融合が非常にスムーズに進み、合併からわずか2年だが、ほぼひとつの企業としてまとまっているようである。

#### 会社沿革

主な沿革	
2011年10月	「マーベラスエンターテイメント」「AQインタラクティブ」「ライブウェア」の3社が経営統合、社名を「マーベラスAQL」とする。
2012年 4月	英国において、MAQL Europe Limitedを設立。
2012年11月	東京証券取引所市場第1部に株式を上場。
2013年 1月	「エンタースフィア」を子会社化。

## ■会社概要

## オンライン、コンシューマ、音楽映像の3事業を展開

## (2) 事業概要

PCやモバイル向けのゲームを制作するオンライン事業、家庭用ゲーム機ソフトの制作とアミューズメント機器を手がけるコンシューマ事業、音楽・映像コンテンツの制作及びミュージカル・舞台公演を行う音楽映像事業の3事業で構成される。

2013年3月期の各事業規模は売上高がオンライン事業で7,269百万円、コンシューマ事業で7,059百万円、音楽映像事業で3,256百万円。セグメント利益がオンライン事業で665百万円、コンシューマ事業で1,819百万円、音楽映像事業で738百万円となっている。

各事業の傾向としては、オンライン事業の売上高が拡大傾向にある。その他、音楽映像事業、コンシューマ事業が安定した売上高と利益を確保している。

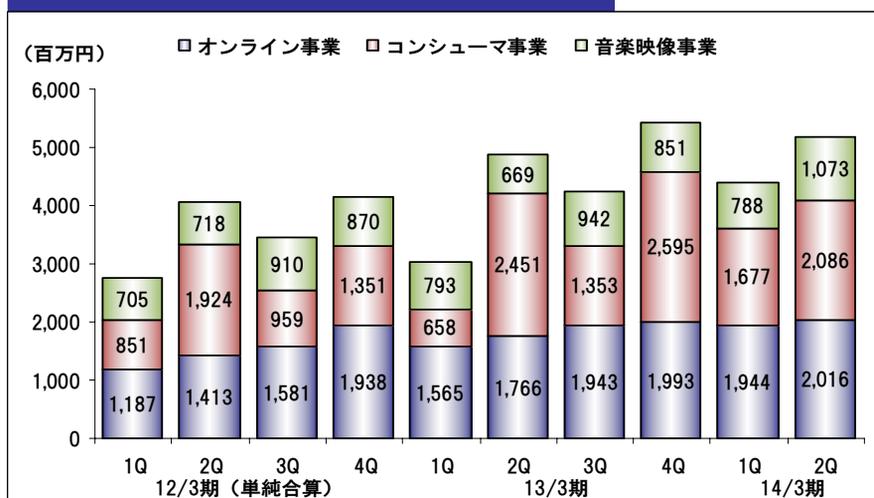
国内のオンラインゲーム市場はコンプリートガチャという課金制度が社会問題になり、市場拡大が急減速した。しかし、ヒット作さえあれば依然として収益を拡大できる市場でもあり、オンライン事業もその追い風を受けている。

音楽映像事業はアニメ作品である「プリキュア」とミュージカル作品の「テニスの王子様」の2大タイトルが常に好調な成績を取めていることが大きい。2タイトルで同事業の売上高の約6割をコンスタントに占めていると思われる。

一方、スマートフォンなどのモバイル端末の普及で既存の家庭用ゲーム専用機は市場が急速に縮小、ソフト市場も縮小しており、残された市場を奪い合う状況になりつつある。このような状況ではあるが、同社では特定タイトルで固定ファンを獲得している。

セグメント利益ではコンシューマ事業が25%程度の売上高営業利益率を確保しているのに対し、オンライン事業が9~18%の利益率で年度ごとに振れが大きい。

四半期ごとの売上高の推計



## ■会社概要

次に各事業のサービスに関して、簡単に説明する。

## 【オンライン事業】

PC、モバイル向けのゲームソフトの制作及び販売を行う。主なヒットタイトルに「ブラウザ三国志」「ブラウザプロ野球NEXT」「牧場物語モバイル」「剣と魔法のログレス」「一騎当千バーストファイト」「閃乱カグラ NewWave」「ハイスクールD×D」などがある。

## 「ブラウザ三国志」



## 「ブラウザプロ野球NEXT」



出所：会社資料

## 【コンシューマ事業】

家庭用ゲーム機ソフトとアミューズメントマシンで構成される。家庭用ゲーム機ソフトは、「牧場物語」「閃乱カグラ」「朧村正」「ヴァルハラナイツ」「ルーンファクトリー」「フェイト」といったキラコンテンツが揃い、シリーズ化されている。特に牧場物語は世界でシリーズ累計1,000万本を販売、現在販売しているタイトルも国内で28万本を販売するヒット作となった。これらキラコンテンツが中心になって着実に収益を上げているほか、「幕末ロック」(2014年2月発売予定)といった新作もラインアップされている。

アミューズメントマシンは、「ポケモントレッタ」を展開。人気キャラクター「ポケットモンスター(ポケモン)」のキャラクターを、マシン上のゲームをクリアすることによって取得していく。ショッピングセンターなどに設置され、発売から1年以上経つが、休日はポケモントレッタに長蛇の列が出来る状況が今でも続いている。2013年第2四半期末時点で、全国2,000店以上に設置されている。

## 「ポケモントレッタ」



出所：会社資料

## ■会社概要

## 【音楽映像事業】

音楽コンテンツやアニメーションの制作、マンガやアニメーションのミュージカル・舞台化を行っている。大ヒット作としては、アニメは「プリキュア」、ミュージカルではマンガが原作の「テニスの王子様」などがあり、両タイトルだけで同事業の売上高の約6割を占めるとされる。

これらのほか、マンガが原作の舞台「弱虫ペダル」のシリーズ化や、劇場版アニメ「AURA」、主幹事TVアニメ「やはり俺の青春ラブコメはまちがっている。」などの新作も手掛けている。

## 「ドキドキ！プリキュア」

2013年2月3日よりTV放送開始



©ABC・東映アニメーション

出所：会社資料

## ミュージカル「テニスの王子様」

2013年7月～2013年9月公演



©許斐 剛／集英社・NAS・新テニスの王子様プロジェクト  
©許斐 剛／集英社・テニミュ製作委員会

## ■特徴と強み

## 臨機応変な商品戦略で収益を確保できるビジネスモデル

同社の特徴と強みは、オンラインゲームのほかに、ゲームソフトや、アミューズメントマシン、音楽・映像コンテンツ、舞台・ミュージカルを手掛け、総合エンターテインメント事業を展開しているという点である。オンラインゲームだけの単一セグメントの企業に比べ、以下の点で強みを発揮できる。

## (1) 収益の安定性

複数のセグメントを持つことで、ひとつのセグメントの収益が不振となっても、他の事業でカバーできる。たとえば、足元の状況では、オンライン事業が市場環境の急激な変化のために大幅な事業拡大が難しくなったとしても、コンシューマ事業や音楽映像事業が収益を支え、全社的には、2ケタの増収・増益を実現できる見通しが立っている。

また、流行に対応した商品を迅速に出すことができるのも強みである。たとえば、あるキャラクターが小学生以下の子供に爆発的な人気が出た場合、そのキャラクターを使ったアミューズメントマシンを発売する、ハイティーン以上の若者の間で人気が出ているキャラクターならば、ミュージカルを作る、といった対応が可能になる。実際、「テニスの王子様」「弱虫ペダル」は、いずれもマンガからヒットしたキャラクターだが、支持年齢層から同社ではミュージカルを制作し、大ヒットさせている。

以上のように、同社の場合、エンターテインメント市場が全体として地盤沈下を起こさない限り、臨機応変な商品戦略によってある程度の収益を確保できるビジネスモデルとなっている。

## ■特徴と強み

## キャラクターの横断展開による相乗効果で売上を底上げ

## (2) 事業横断的なビジネス展開が可能

ひとつのキャラクターをオンラインゲーム、家庭用ゲーム、アミューズメントマシン、音楽・映像、舞台公演へと事業横断的に展開できる。これは、複数の事業から収益を上げられるということだけでなく、各事業同士の相乗効果によって、各事業の個別の売上も底上げされる可能性が高くなる。同社ではこれを「マルチコンテンツ、マルチユース、マルチデバイス」と呼び、同社の最大の特徴であり、強みとなっている。

## ■経営課題

## 事業的に更なる広がりのあるオリジナルIPが待たれる

## (1) オリジナルIPの創作

同社の強みである事業横断的なコンテンツを実現するためには、事業横断による展開が可能なオリジナルIPの創作が必要である。「牧場物語」「閃乱カグラ」などのオリジナルIPは、コンシューマ事業で誕生し、ヒットしたものをオンライン事業でも展開している。事業的に更なる広がりのあるオリジナルIPが待たれるところである。

## 「牧場物語」

2014年2月発売予定



©2013 MarvelousAQL Inc. All Rights Reserved.

出所：会社資料

## 「閃乱カグラ」

2013年2月28日発売



©2013 MarvelousAQL Inc.

## 得意分野のコアユーザー向けソフトは業界ではニッチ市場

## (2) 営業利益率の向上

ゲームソフト業界全体が抱える問題でもあるが、営業利益率の向上は同社にとっても課題といえる。特にオンライン事業のセグメント利益率は、合併した年の2012年3月期に18.2%だったが、2013年3月期に9.1%、2014年3月期第2四半期に5.5%と急激に低下している。不採算ソフトの償却に加え、モバイル向けのゲームの開発競争が激化し、開発費が高騰していることが主な理由である。

## ■経営課題

市場拡大の勢いが低下したことに伴い、開発費の大部分を占める人件費の高騰は足元で落ち着きつつある。しかし、優秀な開発者は今でも絶対数が限られており、獲得するには、それなりの報酬を積む必要がある。人件費の高騰が落ち着きつつあるとはいっても、利益率の向上までには至っていない。

ただ、人気作を作るという面では、同社は大きな可能性を秘めていると考えられる。同社は、高い技術力を持った開発者を多数抱えており、すべてのゲームソフトを内製できる実力を持っているためである。

また、「一騎当千バーストファイト」「閃乱カグラ」「ハイスクールD×D」といったヒット作は、コアユーザー向けという共通点があり、同社の得意とする分野ともいえる。コアユーザー向けソフトは、ゲーム業界においてはニッチ市場でもあり、あまり競争がない。この分野からヒット作が生まれる可能性もあるだろう。

## ■決算動向

## 第2四半期として売上高、利益ともに過去最高を更新

## (1) 2014年3月期の第2四半期決算概要

2013年11月6日に発表された2014年3月期の第2四半期（4-9月期）の連結決算は、売上高が前年同期比21.3%増の9,585百万円、営業利益が同23.5%増の1,365百万円、経常利益が同35.6%増の1,385百万円、当期純利益が同33.4%増の860百万円となった。売上高、営業利益、経常利益、当期純利益ともに第2四半期としては過去最高を更新した。

## 2014年3月期第2四半期の業績

(単位：百万円、%)

	13/3期第2Q	14/3期第2Q	前年同期比
売上高	7,904	9,585	121.3
売上原価	4,140	4,903	119.6
販管費	2,697	3,317	123.0
営業利益	1,105	1,365	123.5
営業外損益	-83	20	-
経常利益	1,021	1,385	135.6
特別損益	-	-12	-
法人税等	376	512	136.2
四半期純利益	645	860	133.4

売上高ではオンライン、コンシューマ、音楽映像の3事業がともに2ケタの増収を達成した。営業利益はオンライン事業で海外向けの不振タイトル等の一括償却費を計上したものの、コンシューマ事業の利益がこれを補った。音楽映像事業はほぼ横ばいだった。売上高営業利益率は前期比0.2ポイント増の14.2%。コンシューマ事業の好調が利益率を押し上げた。ROE（自己資本当期純利益率）も同0.7ポイント増の70.4%と高い水準となっている。

## ■決算動向

以下に事業部門別の収益を説明する。

## 【オンライン事業】

売上高は前年同期比18.9%増の3,960百万円、営業利益は同52.6%減の218百万円となった。

国内は、PCブラウザゲーム「ブラウザ三国志」、モバイルゲーム「一騎当千バーストファイト」「閃乱カグラ NewWave」などの既存タイトルが好調を維持。9月に発売した新規タイトル「ハイスクールD×D」も非常に好調だった。一方、海外向けの一部ゲームがマーケティング戦略の失敗から不調に終わり、開発費を一括償却した。

## 【コンシューマ事業】

売上高は前年同期比21.0%増の3,763百万円、営業利益は同70.9%増の1,273百万円となった。家庭用ゲーム機ソフトでは、新作、旧作リピートともに好調だった。米国子会社の売上高も順調だった。

ポケモントレッタも引き続き好調で、設置台数も増やしている。

## 【音楽映像事業】

売上高は前年同期比27.3%増の1,861百万円、営業利益は同1.5%増の350百万円となった。

大ヒットシリーズである「プリキュア」のTVアニメ新シリーズ、同社が主幹事となったTVアニメ「やはり俺の青春ラブコメはまちがっている。」が収益に貢献した。ミュージカルでは、「テニスの王子様」は61回公演、関連DVD5作品が収益に貢献した。また、「弱虫ペダル」の舞台は、前売り券が即日完売になるほどのヒットになった。ただ、劇場の拡張を行ったため、セグメント利益はほぼ横ばいにとどまった。

## セグメント別の売上高の推移

(単位：百万円、%)

	13/3期2Q	14/3期2Q	前年同期比
オンライン事業	3,331	3,960	119
コンシューマ事業	3,110	3,763	121
音楽映像事業	1,462	1,860	127
売上高合計	7,904	9,585	121

## セグメント別の営業利益の推移

(単位：百万円、%)

	13/3期2Q	14/3期2Q	前年同期比
オンライン事業	460	218	47
コンシューマ事業	745	1,273	171
音楽映像事業	344	350	101
セグメント利益計	1,550	1,842	119
調整額・消去等	-445	-477	-31
営業利益計	1,105	1,365	259

## ■決算動向

## 財務状況は良好、自己資本比率は70.4%と高水準を維持

## (2) 財務状況

財務状況は極めて良好である。723百万円の有利子負債に対して現金及び預金は7,756百万円。実質無借金経営を維持している。自己資本比率は前年同期比0.7ポイント増の70.4%と高水準を維持している。

## 貸借対照表

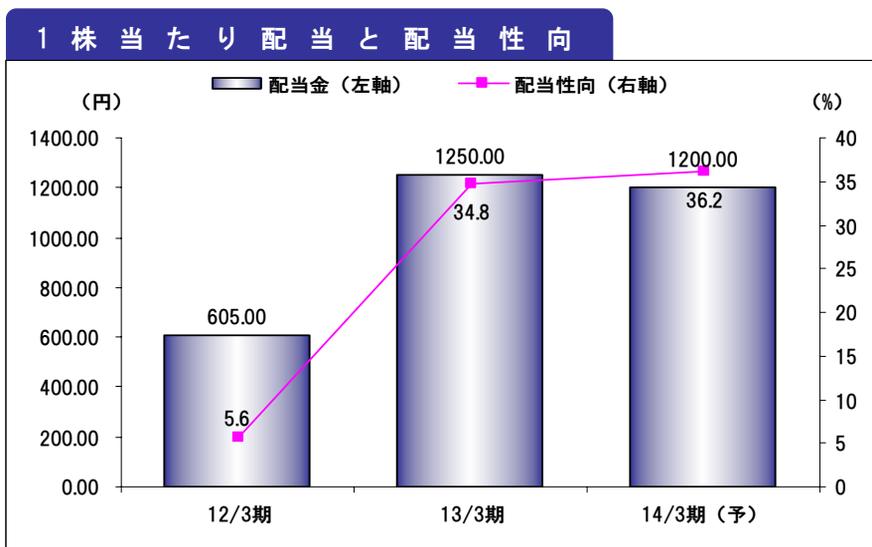
(単位：百万円)

	13/3期末	14/3期2Q	増減額
流動資産	12,593	12,887	294
固定資産	2,748	2,597	-150
資産合計	15,341	15,484	143
流動負債	4,570	4,526	-43
固定負債	76	62	-14
負債合計	4,647	4,589	-58
純資産合計	10,694	10,895	201

## 3社合併以降は配当性向30%以上が目標

## (3) 株主還元

同社は2011年の3社合併以降、配当性向30%以上という目標を掲げている。



※2013年10月1日付で1:100の株式分割を実施  
 ※14/3期(予)は株式分割前の数値

## 2Q業績は計画上振れも、今通期は期初予想を据え置き

### (4) 2014年3月期予想

2014年3月期の連結業績予想は、売上高が前期比13.8%増の20,000百万円、営業利益が同24.5%増の2,900百万円、経常利益が同24.3%増の2,890百万円、当期純利益が同7.8%減の1,770百万円と、期初予想を据え置いた。

2013年第2四半期の期初予想は、売上高が前年同期比1.2%増の8,000百万円、営業利益が同23.1%減の850百万円、経常利益が同17.2%減の845百万円、当期純利益が同22.5%減の500百万円だった。実際の同第2四半期の決算は売上高、利益ともにこの予想を大幅に上回る着地になったものの、オンライン事業での新作の立ち上がりの遅れから、通期予想は据え置きとした。

セグメント別の下半期の計画としては、売上高では、コンシューマ事業が前年同期比8.0%減の3,636百万円、音楽映像事業が同3.1%減の1,739百万円となると予想。一方、オンライン事業は同28.0%増の5,040百万円となる見込みとなっている。

オンライン事業は、既存のヒットタイトルを維持、強化するほか、特にモバイルコンテンツに経営資源を集中する。下期には数タイトルのネイティブアプリをリリースする予定で、特にヒットタイトルであるPCブラウザゲーム「剣と魔法のログレス」のネイティブアプリを今冬に投入することで売上高の大幅拡大を狙っている。

同様にセグメント別の営業利益では、コンシューマ事業が前年同期比29.5%減の757百万円、音楽映像事業が8.6%減の360百万円となる見込み。オンライン事業は、同4.6倍の942百万円と、売上高同様、利益の伸びをけん引すると見ている。立ち上がりが遅れたとされているオンライン事業の新作の成功次第と捉えられる。

なお、通期の当期純利益の減益は、繰り延べ税金資産による減税効果がなくなるためである。

配当性向目標に基づき、期末の配当は1株当たり12円を予想している。配当性向は36.2%となる。

### 通期業績推移

(単位：百万円、%)

	08/3期	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期(予)
売上高	12,387	10,139	8,284	6,965	10,423	17,579	20,000
(前期比)	-0.8	-18.1	-18.3	-15.9	49.6	68.6	13.8
営業利益	352	-1,238	-1,668	202	1,044	2,329	2,900
(前期比)	-	-	-	-	416.5	123.0	24.5
経常利益	326	-1,308	-1,725	147	1,025	2,325	2,890
(前期比)	-	-	-	-	593.1	126.9	24.3
当期純利益	791	-1,221	-1,623	131	3,533	1,919	1,770
(前期比)	-	-	-	-	2591.9	-45.7	-7.8
EPS(円)	9,368.63	-14,567.14	-13,617.65	1,075.82	10,762.44	3,590.01	3,311.19
配当(円)	750.00	0.00	0.00	0.00	605.00	1250.00	1200.00

※2011年10月1日付でマーベラスエンターテイメント、AQインタラクティブ、ライブウェアの3社合併

※2013年10月1日付で1:100の株式分割を実施

## ■ 中長期の見通し

### 短中期では収益面での「安定感」「爆発力」を兼ね備える

これまで説明したとおり、キラーコンテンツを複数持つコンシューマ事業と、ヒットタイトルのある音楽映像事業は、ここ数年は少なくとも安定した収益が見込めそうである。オンライン事業では業界のコンプリートガチャ問題や、スマートフォンの急速な普及、アプリ市場の急拡大と、環境変化の激しい中で、競争が激化しているものの、同社の場合、コンシューマ事業で成功したソフトをオンライン事業に移すという戦略が採れる。

結果、ここ2~3年間は、全社の収益が大きく崩れる懸念は低いと言え、コンシューマ事業のキラーコンテンツをオンライン事業でアプリ化するという戦略を取れば、比較的 low リスクでオンライン事業の成長が期待できるであろう。短中期的には収益面での安定感+爆発力を兼ね備えた企業と考えている。財務面での安定感も注目すべきだろう。

なお、長期的にはコンシューマ事業も音楽映像事業も、市場が大きく拡大する状況にない。今の安定した収益を確保しにくくなる可能性もあり、事業横断が可能なオリジナルキャラクターの完成が待たれるところである。

## ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ