

グリー株式会社(3632 東証マザーズ) 2008/12/17 上場

■ 新興市場に救世主か？

マザーズ市場は東証が成長の可能性のあるベンチャー企業を対象として1999年11月に開設、2003年9月からマザーズ株価指数が算出されている。同市場株価指数は2006年1月16日の2800ポイントをピークに、以後3年間に渡って低迷が続いている。きっかけとなったのはライブドアショックであるが、その後の新興市場企業に対する強い不信感や業績不振も重なった結果である。指数は2008年10月10日には269ポイントと、ピークの1/10以下まで落ち込んだ。現在では下値不安は後退してきているものの、最安値圏での推移を余儀なくされている状況には変わらない。

2008年は信用収縮による資金流入減少が顕著となる中で、新規上場銘柄は社数で前年比6割減、更に半数以上が公募価格割れの状況となった。そのような新興市場を取巻く市場環境のなかで、2008年12月17日に新規上場したグリーの初値は、現環境下で公開価格を50%以上も上回り、いきなりマザーズ市場で最大の時価総額となり、市場での評価を急速に集めた。そしてこれが新興市場企業見直しのきっかけになることを期待する声も聞こえてきている。

グリーは SNS(ソーシャルネットワーキングサービス)「GREE」の運営を行うインターネットメディア企業であるが、そのファンダメンタルズは高い収益性、成長期待を保有しており、しばらく株式市場から高い関心を集める可能性が高い企業である。

■ グリーの沿革とビジネスモデルの特徴

…アバターと SNS 連動ゲームの有料アイテム課金で稼ぐモデル

グリーは、楽天で個人向けメディア事業を手掛けてきた田中良和氏(31歳)が個人的な趣味の一環として2004年12月に創業された。会社設立後2年間は、PC向けの「GREE」サービス提供が中心であったが、当時会員数はほとんど伸びず、冴えない状況が続いた。しかし、2006年11月に KDDI との事業提携・資本参加を契機に、モバイル向けサービスに注力、以後目覚ましい会員数と PV(ページビュー)の増加を示している。現時点での田中社長の持ち株比率は62%、KDDI はリクルートと並んで第3位の大株主。従業員数は2008年10月末時点で、79人。GREEの会員数は KDDI が資本参加した時点ではわずか30万人前後であったが、08年10月時点では、716万人まで急増している。

グリーの名前の由来は、社会心理学者のスタンレー・ミルグラムによる「Six Degrees of Separations」(六次の隔たり) 仮説から名付けられている。これは、知り合いから知り合いへの人のつながりを辿っていくと、6回のつながりで世界の全ての人に到着することができる、との仮説であり、ネットワークやコミュニケーションに代表されるインターネットの面白さや便利さ、楽しさを新しく生み出していく存在でありたいとのメッセージが込められたものである。

同社のビジネスモデルの最大の特徴は SNS とゲームを融合させることでシナジーを追求していることにある。そして SNS 関連企業の中では、現在最も高い成長を示す会社となっており、会員の純増数もまだ右肩上がりのトレンドにある(ライバルのミクシィや DeNA の会員数純増数は既にピークアウト)。収益は、①広告メディア収入、②有料課金収入、で認識されるが、09年6月期 Q1(7-9月期)実績では、前者が3割、後者が7割の売上構成比である。成長を牽引しているのは、広告メディア収入ではなく、アバターと SNS 連動ゲームの有料アイテム購入である有料課金収入で、有料課金収入のうち約9割が月額課収入以外の収入によるものとなっている。

■ 日本の SNS 市場概況と SNS のビジネスモデル

…08年度の国内 SNS 市場は前年比1.7倍の500億円超

ここでグリーがビジネス領域としている SNS と国内の SNS 市場の状況を説明する。SNS とは、Social Networking Service の略語で、新たな知人・友人関係を目的としたコミュニティ型のサイトを指す。参加者は自分のプロフィールを作成した上で、写真のアップロードや日記などを特定の参加者だけに公開できる等の様々な機能が用意されている。SNS が発達した背景にはネットワーク理論と呼ばれる考え方が存在する。それは複数の頂点とそれらを結ぶ線からなるモデルを元に、頂点間の情報伝達のあり方やモデ

ル自身の持つ内在的な性質を分析する手法であり、情報工学のみならず、社会科学の分野においても一定の成果が得られている手法である。

現在、ほとんどの SNS は登録自体には料金の掛からないシステムをとっている。多様なユーザーの存在が前提となって初めて、趣味・嗜好に裏打ちされた SNS 的コミュニケーションの広がりを実現するため、登録時点の課金はされていない。そして収益モデルとしては、一般的にはユーザー登録数とアクティブユーザー数の獲得を第一目的として、そこから生じる PV(ページビュー)を経済価値に転換する方式、即ち広告収入が中心の収益モデルとなっている。広告の種類としては従来からのバナー広告に加え、SNS のコミュニティ性に着目した検索連動型広告やコンテンツ連動型広告などのタイプも出てきている。それに加えて、音楽配信やアバターの設定、またツールの利用など、最近では広告以外の課金もそれなりに実績を残すところが出始めている。グリーはその代表格である。韓国の SNS 企業サイワールドなども、ツール使用料が広告収入を上回っている。

では、国内の SNS 市場規模はどの位であろうか？インターネットメディア総合研究所が国内の主要 SNS サイト(mixi、モバゲータウン、GREE、MySpace、Cafesta、Yahoo!Days など)に行った調査によれば、2005 年度の市場規模は 12 億円、2006 年は 90 億円前後、と推移し、2007 年度は 300 億円弱、そして 2008 年度には更に 1.7 倍の 500 億円を突破する可能性が高いと予測している。2007 年時点では国内における SNS サイトの数は 3 桁をゆうに超えると言われていたが、主要サイトとしては mixi、GREE、Yahoo!Days、楽天リンクス、frepa の 5 サイトを挙げるのが一般的となっている。

ちなみに、SNS 発祥の地と言われる米国ではサイト数自体は 1000 を超えると言われているが、主要プレイヤーとしては、MySpace、YouTube、Friendster、Multiply、Facebook、Flicker、Orkut、Bebo などが有名である。

■ 同業他社との比較

・・・グリーの会員数増は他社のモメンタムを奪っている

グリーが上場する際に比較類似企画として挙がっていた企業はミクシィ、DeNA の 2 社である。ミクシィは笠原社長が 1997 年 11 月に IT 系求人情報サイトの運営からスタートし、2004 年 2 月から SNS「mixi」の運営を開始。そして 2006 年 9 月に東証マザーズ市場に上場、2008 年 9 月末にはユーザー数で 1568 万人到達、日本最大の SNS として引き続きモバイルを含むインターネット上でのトラフィックを集めている。2008 年 9 月時点での PV は、PC で 49.9 億 PV(6 月末は 48.1 億 PV)、モバイルでは 97.8 億 PV(同 88.5 億 PV)まで増加している。

DeNA はマッキンゼーの経営コンサルティング出身の南場氏がネット上のオークションサイト企画・運営を目的に 1999 年 3 月に創業。2006 年 2 月に携帯電話向けに特化した SNS サイトサービスである「モバゲータウン」が驚異的なヒットサイトとなり、業績を急進させている。2008 年 9 月末時点での会員数は 1164 万人に達し、月間 PV も 150 億前後と高水準を維持している。

mixi が上場した時、GREE の会員数はわずか 30 万人強で、しかも会員数の伸びが止まっているような状況にあったことから、近い将来消滅する可能性もあると見ていたが、予測は全く外れ、過去 1 年間においてはモバイル向けサービスでの驚異的な伸びから、DeNA の「モバゲータウン」のモメンタムさえ奪ってしまうような急成長を遂げている。現時点での GREE の会員数は 2008 年 10 月時点で 720 万人弱まで急増、現在の勢いは両社の比ではない。そして広告収入だけに頼る mixi とは大きく異なり、同社では課金収入などの B2C も同時展開、しかも収益性は極めて高いものとなっている。

■ グリーの短期業績と中期展望、ビジネスリスク

・・・ネット市場停滞のなかで驚異的な成長を示すが、ユーザーに飽きられるのが最大のリスク

グリーの足元業績は驚異的な伸びを示している。前年度(08/6 月期)業績の、売上高 29.4 億円、営業利益 10.5 億円に対して、今年度 Q1 業績では既に、売上高 19.8 億円、営業利益では 14 億円、と過去 1 年分の利益を計上。Q1 の営業利益率は 70.5% に到達している。Q1 業績における成長率は、前期比で 50%増収、営業利益は 8.6 倍、前年同期比では売上高で 7.8 倍、営業利益は、13.7 倍の成長。累積された会員数をストックに、企業ベースからの広告収入が堅調に推移していることに加え、多様なサービスラインナップから有料アイテム購入による課金収入が著しく伸びている。

中期的にも PC インターネット広告のエリアでなく、モバイル広告の領域に注力して、課金ビジネスでは SNS に連動するゲームやアイテムのラインナップを拡充、同社の強みとするサービス開発力、内製化で同業他社との差別化を図っていく方針にある。短期的には広告事業におけるマクロ環境が良くないため、有料課金収入ビジネスのモメンタムは更に強くなりそうだ。

最近の新興市場でよく話題となっているのが、インターネット広告の動向である。米調査会社が先般、2009 年の米ネット広告市

場規模が08年比で9%増の257億ドルと1桁成長にとどまると発表。これは8月時点の15%増からは大幅下方修正で、世界的な経済・金融危機などの影響が広告需要にも大きなダメージを与え始めたことを示すものである。日本国内でも2桁の成長が持続すると見られていたネット広告市場は大幅な鈍化を示しており、軒並みネット広告企業が業績を減額修正。それはネット広告だけにとどまらず、自社サイトに広告を掲載して収益を上げる企業にもその影響が出始めている。

グリーのライバルであるDeNAでも上場来初めての業績下方修正、主力の「モバゲータウン」でアバター関連のコンテンツの販売収入が減少して、収益を大きく圧迫している。また同社が手掛ける成果報酬型広告も3四半期連続で減少しているなど、これまでの成長期待には頭打ち感が強まっている。

mixiも業績計画の修正はないものの、会員数の伸び悩みに対してSNSサイトを利用する基準を大きく緩和。招待制から登録制に変え、年齢制限も引き下げる方向。会員の門戸を広げることでPVを増やし、広告収入を増やす方針を明確にしている。広告収入だけに頼る極めて厳しい台所事情のように見える。

グリーの田中社長は、同社のビジネスモデルの最大の強みはサービス開発力で、それを内製化してブラックボックスにしていることであると強調している。更に同社のSNSサービスにおける参入障壁は極めて高く、急速にキャッチされることもないとコメントしている。しかしながらサービス内容的には単なるアイデア勝負のように見える部分も多く、mixiのような技術的なアドバンテージなどは全くない。インターネットのテクノロジーといった側面から見れば、枯れた技術だけで勝負している印象もある。それでもSNS連動ゲームやアイテム課金運営については様々なノウハウを保有していると考えられ、それが高い収益性を実現しているように見える。

注意しなければならないのは、この手のビジネスは常にユーザーから飽きられるリスクが存在していることである。継続的にユーザーが楽しめるようなサービスを提供することができるかどうか、それができなければ3年ほどの間に、収益の伸び悩みに直面するだろう。

足元の四半期収益については、驚異的な成長を示している。但し、よく見る必要があるのが、広告宣伝コストの掛け方次第で利益率が大きく変わり、利益が著しく偏重する可能性があることである。足元での利益率はある意味では出来過ぎだろう。ただそれを割り引いても、収益的なモメンタムは現時点で存在するSNS企業のなかでは最も高い。

現時価総額は1000億円以上。今年度業績は売上高で99億円、営業利益では59億円、最終利益は32億円の計画であるが、足元業績実績と会員数及びPVの伸びのトレンドからは、増額される可能性が濃厚だろう。上乘せの程度は広告宣伝費の掛け方次第であるが、現在の株価バリュエーションは成長鈍化が目立つmixiよりも割安にあり、更に評価される可能性もあるだろう。