



アルファポリス社（9467）への企業価値向上施策 ご提言書についてご説明

2024年3月20日



本プレゼンテーションの趣旨



- Hibiki Path Advisors（「私ども」）が2024年3月1日、投資先のアルファポリス（「当社」）の取締役会に対し、提言書をご送付したことのご報告です
- 私どもの見解に関し、広く多くの株主様にご覧いただきたく簡潔にご説明します
- 私どもの提言をきっかけに、当社の経営陣が株式市場と建設的な対話を深めることで正当な評価を獲得し、企業価値最大化に努めることを期待致します

本プレゼンテーションに際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本プレゼンテーションは特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

ひびき・パース・アドバイザーズ Pte. Ltd.

アルファポリス社の会社概要



事業概要

- 2000年8月会社設立
- 2014年10月東京証券取引所マザーズ市場上場（現東証グロース市場）
- 当社Webサイトに漫画・ラノベ・文庫等の作品を掲載し、高評価作品を選定、品質を高め書籍化
- 当社Webサイトは作者が自由に投稿でき、閲覧者は会員登録無しかつ無料で閲覧できる
- 当社が著作権を所有し、その書籍化、アニメ化など多方面に展開可能

株主構成

- オーナー梶本家の株式持分は70%を超える
- 外国人投資家の株式持分は12%前後

株主名	保有比率
梶本家所有分	70.3%
株式会社オフィス梶本	33.0%
梶本 雄介	28.9%
梶本 幸世	3.4%
梶本 翔太郎	2.5%
梶本 遼次朗	2.5%
株式会社日本カストディ銀行	3.9%
GOVERNMENT OF NORWAY	2.1%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	2.1%
CACEIS BANK/QUINTET LUXEMBOURG SUB AC/UCITS CUSTOMERS ACCOUNT	2.0%
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	1.6%

主要財務業績ハイライト

- 漫画セグメントの売上は急激に成長
- 無配当政策を一貫した結果、BS上のネットキャッシュは過多
- 製造業的設備投資がほぼ無く資本効率性は非常に高い事業構造
- 過去6年でP/Eバリュエーションは急激に下落

(百万円)	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3	2022/3	2023/3
売上合計	3,241	4,217	5,012	5,691	7,768	9,090	9,289
漫画セグメント	882	1,508	2,434	3,189	5,066	6,377	6,592
構成比	27.2%	35.8%	48.6%	56.0%	65.2%	70.2%	71.0%
営業利益	174	758	1,358	1,462	2,163	2,194	2,417
当期純利益	101	513	842	880	1,335	1,390	1,506
利益率	3.1%	12.2%	16.8%	15.5%	17.2%	15.3%	16.2%
Net Cash / 時価総額	24.9%	22.5%	23.9%	19.9%	22.1%	34.7%	44.2%
株主資本比率	78.9%	78.5%	76.6%	80.7%	78.9%	83.6%	82.7%

私どもの考える当社の事業的魅力

- **「強い差別化」の効いたビジネスモデル**
- 公式Webサイトは豊富なユーザーの閲覧行動を継続的に蓄積し、高い解像度で読者ニーズやトレンドを把握できている ⇒ 小説や漫画を描きたい作者は自由に投稿でき、ユーザーは会員登録不要かつ無料で閲覧できるため、プラットフォームとしての持続性が高い
- 結果、世界的なManga/Animeブームの後押しもあり漫画事業の売上は過去8年で26.3倍の成長や、高い資本効率性を達成し“理論上は”企業価値の創造に大きく貢献

強い差別化されたビジネスモデルの確立



高い資本効率性

資本効率性指標

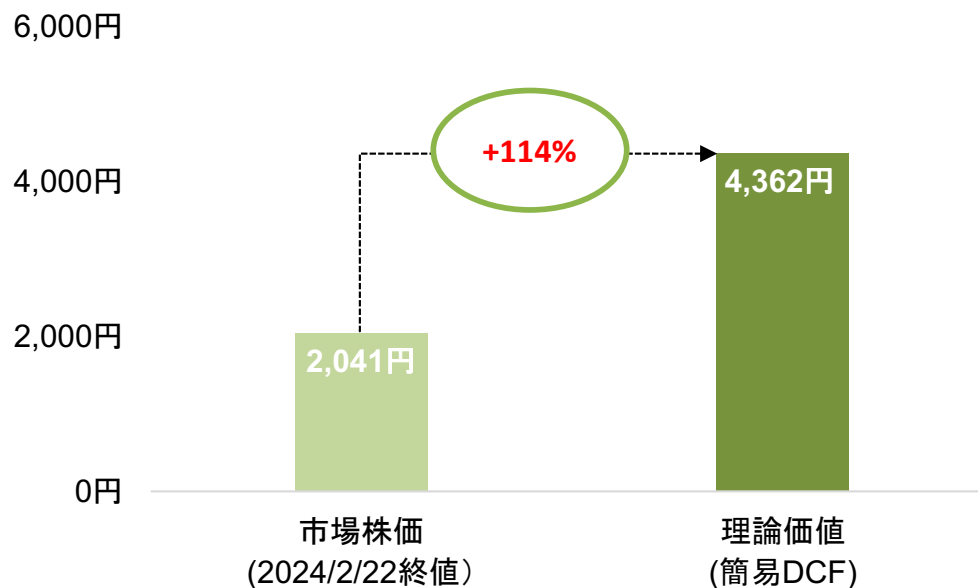
会社名	ROIC	WACC	Spread
アルファ・ポリス	109.8%	4.7%	105.1%
KADOKAWA	25.1%	8.1%	17.1%
インフォコム	160.2%	5.9%	154.3%
パピレス	10.6%	7.0%	3.6%
スターツ出版	211.2%	4.1%	207.0%
類似企業平均	101.8%	6.3%	95.5%

私どもの考える当社の本源的株式価値



- アルファポリスの一株当たりの本源的価値は 4,300円前後（弊社推定価値）
- 前提：FCFI4億円、WACC4.7%、永久成長率0.5%
 - ✓ FCFI4億は直近過去3年間（FY21/3～FY23/3）の平均水準程度、昨年実績は16.4億円と成長中、自社出版アニメ作品のTVでの放映拡大基調を鑑みると非常に保守的な前提（前提の詳細については書簡のAppendix Iをご参照ください）

当社の本源的株式価値



バリュエーションの類似企業比較



■ 類似企業のバリュエーションと比較すると割安に評価されている

- ✓ 来期2024年のPERは類似企業平均の27.0xを大きく下回る13.9x

■ Topixと比較すると特に直近3年間の相対的なPER水準は低下している

- ✓ 利益成長が顕著であった2019年～2021年の3年間は市場が利益モメンタムに対してもプレミアムを付与したことで平均PER倍率は26.4倍、TopixのPER倍率の17.7倍より遥かに高くグロース株という位置づけ
- ✓ 営業利益水準が20億円台に乗り成長スピードが鈍った2022年以降の当社のPER倍率平均は17.0倍と低下、事業の本源的価値に関心のないグロース投資家が抜けたことでバリュエーションが一気に下がる結果と史料

市場評価、株価バリュエーション

会社名	実績 PBR	FY2024予測 PER	FY2024予測 EV/EBITDA
アルファ・ポリス	1.7x	13.9x	4.7x
KADOKAWA	2.2x	38.8x	16.3x
インフォコム	2.7x	19.6x	8.7x
パピレス	0.9x	22.4x	(1.9)x
スターツ出版	1.9x	8.3x	3.6x
類似企業平均	1.9x	27.0x	7.7x

当社の課題 | 脆弱なコーポレートガバナンス



①株式所有構造、②株主対応、③役員任期及び報酬体系の観点からコーポレートガバナンスは脆弱な状況にある

CG上の課題	現状	CGコード抜粋
①株式所有構造	<ul style="list-style-type: none">発行株式の70%はオーナー梶本家周辺による所有一般株主のおよそ40%は議決権を不行使（弊社推定）	<p>基本原則I 上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。</p>
②株主対応	<ul style="list-style-type: none">機関投資家IRはほぼ全て取締役大久保様がご対応中期経営計画など将来の経営戦略に関する情報の開示無し	<p>原則4-1.取締役会の役割・責務 補充原則4-1 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。～（省略）～</p>
③役員報酬と任期	<ul style="list-style-type: none">役員の報酬体系は完全固定で業績連動報酬や株式報酬は無し社外取締役の報酬は平均345万円と一般上場企業に比べ低い水準全上場企業の79%が取締役任期既に1年となっている中、当社の取締役任期は2年	<p>原則4-2.取締役会の役割・責務 補充原則4-2 取締役は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続きに従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定するべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定するべきである。</p>

当社の課題2 “ゼロ” 株主還元政策の継続



- 上場以降無配当政策・自己株式取得ゼロ、一方類似企業は株主還元積極的に姿勢
- その結果、Topix指数や類似企業比較の株主総利回り（配当再投資）を下回る
- バランスシートは過剰資本と過剰現金

当社は配当・自己株取得は無実施、類似会社は配当目標も明示

会社名	株主還元			
	2024/2 時点 配当 利回り	2021年以降 自己株取得 合計割合	2023年 通期実績 配当性向	2024年 通期予測 配当性向
アルファポリス	0.0%	0.0%	0.0%	--
KADOKAWA	1.0%	4.4%	33.0%	38.4%
インフォコム	2.2%	0.0%	76.7%	38.5%
パピレス	1.1%	9.7%	14.0%	21.0%
スターツ出版	1.5%	5.6%	13.0%	12.7%
類似企業平均	1.4%	4.9%	34.2%	27.7%

年間TSRはマイナスでTopixと類似企業平均水準を大きく下回る

	5カ年（年率）	3カ年（年率）
貴社	-1.6%	-13.5%
TOPIX 指数	11.7%	11.7%
類似企業4社平均	13.4%	5.5%

財務の健全性は過剰な水準に到達している

会社名	財務健全性とキャッシュマネジメント			
	株主資本 比率	現預金 /総資産	現預金 /売上 (カ月分)	ネットキャッシュ /純運転資本 (年分)
アルファ・ポリス	82.7%	74.4%	12.0	2.7
KADOKAWA	58.3%	24.9%	4.5	0.6
インフォコム	75.0%	58.7%	6.0	5.7
パピレス	70.4%	83.7%	7.2	0.1
スターツ出版	77.2%	59.9%	9.1	2.7
類似企業平均	67.9%	55.8%	5.9	2.1

私どもからのご提言 1



■ ご提言 1：所有構造転換を含めたガバナンス構造改革

- ✓ 2023年コーポレートガバナンス報告書には「**当社はコーポレートガバナンス・コードの基本原則を全て実施しております。**」と記載
- ✓ 私どもは「**当社の課題I**」で指摘した通り、当社は東証のCGコードを理想的なハイレベルで遵守している状況ではないと思料
- ✓ 外部のコンサルタントも交えて可及的速やかに改めて取締役会で協議・改善を

コーポレートガバナンス
CORPORATE GOVERNANCE

AlphaPolis Co.,Ltd.
最終更新日: 2023年6月26日
株式会社アルファポリス
梶本 雄介
問合せ先: 取締役兼管理本部本部長 大久保明道 (03-6277-0123)
証券コード: 9467
<https://www.alphapolis.co.jp/>

当社のコーポレート・ガバナンスの状況は以下のとおりです。

I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報

1. 基本的な考え方

当社の企業価値を継続的に高めていくには、株主や投資家の皆様や当社サービスを利用するユーザーの方、並びに取引先等のステークホルダーから高い信頼を得ることが必要と考えております。
当該認識のもと、当社では、内部牽制機能が有効な組織体制の構築、内部及び外部による監査の実施を通じて、経営の健全性、透明性、及び客観性を確保するよう、コーポレート・ガバナンスの充実に努めております。

【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】

当社は、コーポレートガバナンス・コードの「基本原則」を全て実施しております。

2. 資本構成

外国人株式保有比率	10%以上20%未満
-----------	------------

私どもからのご提言 2



■ ご提言 2 : IR発信姿勢の抜本改革

- ✓ 私どもは書簡にて主に3つのIR戦略を当社に依頼

① 梶本社長によるIRミーティング

現状

- ✓ 株主総会等の会社法上の形式上の拘束が強い場を除き、社長の方針をダイレクトに伺える機会は決算説明会の年2回のみ
- ✓ 投資家や証券会社との社長面談は「社業で忙しい」との理由で不可

昨今の潮流

- ✓ 多くの会社がIRの個別ミーティングや少数機関投資家向けセミナー等を社長自らが率先して発信

提言

- ✓ 社長自ら戦略を語る機会を機関投資家、個人投資家との対話で積極的に増やしていただきたい

② 中期経営計画の公表

現状

- ✓ 2015年を最後に中期経営計画は公表無し、理由は「精神的な足枷を作りたくない」
- ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」を公表しているが、将来の経営戦略や事業方針を説明している資料ではない

提言

- ✓ 自社の資本コストを把握したうえで、売上や純利益等の収益計画、バランスシートマネジメントの主要KPI、キャピタルアロケーションにつき、少なくとも今後3年以上の目線で中期経営計画として公表していただきたい

③ IR情報の英文開示

現状

- ✓ 投資家情報サイトや開示資料は基本的に日本語による開示

提言

- ✓ 英文開示による積極的な情報発信

東証による推奨

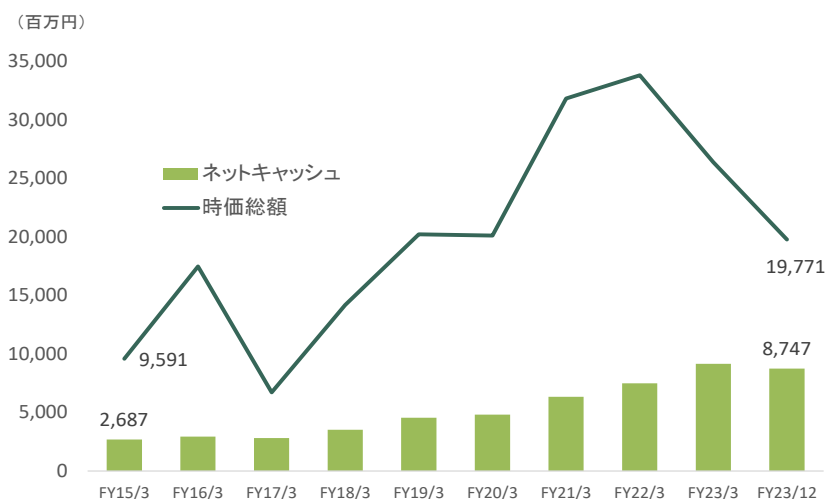
- ✓ 全市場における英文開示実施率は社数ベースで56%（2022年）と半数以上の上場企業は英文のIR資料開示を行っており、その傾向は年々高まっている
- ✓ 特にプライム市場においては英文開示の拡充に向けて制度設計を進めている状況

私どもからのご提言 3

■ ご提言 3：株主還元強化（DOE10%）

- ✓ DOE10%は自然体のROE15%水準の2/3を株主に安定的に現金として配当し、残り1/3は純資産に蓄積するというアイデア
- ✓ 無配当政策と資本効率の高いビジネスモデル⇒現預金がバランスシートに蓄積され続ける
- ✓ 類似企業は安定的な配当の実施姿勢を示している

現預金は増加、ネットキャッシュ多寡な状況



類似企業の中期経営計画から読み取れる株主還元に対する姿勢

KADOKAWA

- 株主配当：配当性向30%以上を目標とした上で、1株当たり年間30円を下限として設定
- 自己株式取得：投資余力、株価水準等を勘案し、機動的に実施

インフォコム

- 株主還元：安定的な配当に加え、業績向上に連動した増配に努め、配当性向30%の維持を目指す

スターツ出版

- 業績の変動に関わらず、安定配当を実施
- ※安定配当の考えをベースにするも、業績の拡大に合わせた“増配”

終わりに



- ここ2~3年における日本市場全体で経営者の株価への意識は急速に高まりつつあります
- 積極的な資本政策やIR活動を経営の優先事項に組み込み、適正な資本コスト水準に下げる \equiv 低すぎるバリュエーションを上げる、ことが重要な経営課題になりつつあります
- 成長補完のための攻めのM&A、経営方針の独立性や正しいリスクテイクの観点で非公開化（LBO、MBO）といったダイナミックな経営判断をする企業が増加しています
- 私どもの提言は当社の発展と資本市場における株式価値評価を高めるためのものであり、根本的に敵対的なものではないと考えております

連絡先及びご注意事項



ひびき・パス・アドバイザーズ Pte. Ltd.

Email:

info@hibiki-path-advisors.com

Website:

www.hibiki-path-advisors.com

www.hibiki-investment-news.com

twitter.com/news_hibiki

本プレゼンテーションに際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本プレゼンテーションは特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。