

世界 1 位¹のお絵描きアプリを展開 サブスク化による利益成長加速が焦点

ビジネスモデル

アイビス (9343) はモバイル向けアプリの開発力に強みを持つ IT 企業であり、自社プロダクトを扱うモバイル事業と、クライアント向けに受託開発や IT 技術者派遣を行うソリューション事業を行っている。現在の収益の中心は、世界1位のユーザー基盤を持つ自社開発のモバイルペイントアプリ「ibisPaint」を通じたアプリユーザー向け広告収益とサブスクリプション収益である。

また、2025 年 1 月末にはテクノスピーチ社の買収を通じて AI 歌声合成事業にも参入している。

業績動向

2024 年 12 月期の業績は売上高 4,625 百万円 (前年比+13.2%)、営業利益 1,155 百万円 (前年比 2.7 倍) と利益を大きく伸ばしている。これは「ibisPaint」におけるサブスクリプション収益への注力及び成長と、アプリの現状を踏まえた広告宣伝費の抑制によるものである。

一方でこれまで収益の中心であった「ibisPaint」ユーザーに向けた広告収益が 2024 年 12 月期には減少傾向となった点は気かりである。同社は売上向上に向けた一部の自社施策の問題等と説明しており、当該問題は昨年9月時点で改修完了とするものの、現状アプリ広告収益の改善は限定的であり、注視を要する。

今後の成長戦略

同社は今後の成長戦略として、「ibisPaint」における有料サブスクリプションの本格展開をドライバーとする安定的な売上・利益の成長を掲げており、全社売上の平均成長率 10%以上、利益については利益率向上を通じてそれ以上の成長を目指している。

有料サブスクリプションの獲得については同社の既存ユーザー基盤 (MAU 3,988 万人、DAU650 万人²) に向けたアプリ内自社広告による誘導や、新たな機能の開発による有料版の魅力向上に取り組む。また、Mac 版のリリースなどを通じたプロ向け市場の開拓なども計画している。

財務戦略

同社の現在の配当性向は 20~25%と市場全体よりは低いが、継続的な還元姿勢の改善が見られ、今後も利益成長に応じた株主還元を行う方針である。

今後の注目ポイント

IR Agents として今後注目したい点としては、① サブスクリプション契約数の成長ベース ② アプリ広告収益の底打ち確認及びその後の傾向 (再成長が可能なのか、それとも同水準の維持なのか) の2点を挙げたい。両者については決算後の説明資料等より確認可能である。

(単位: 特記無い場合百万円、予想数値はヒアリングに基づき IR Agents が作成したものであり、会社提供値ではありません)

| 項目 | FY 2022 | FY 2023 | FY 2024 | FY 2025 | FY 2026 | FY 2027 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高 | 3,397 | 4,086 | 4,625 | 5,064 | 5,930 | 6,478 |
| 前年比 (%) | +23.8 | +20.3 | +13.2 | +9.5 | +17.1 | +9.1 |
| 営業利益 | 219 | 434 | 1,155 | 1,261 | 1,765 | 1,994 |
| 営業利益率 (%) | 6.4 | 10.6 | 25.0 | 24.9 | 29.8 | 30.8 |
| 前年比 (%) | +266.1 | +98.2 | +166.1 | +9.2 | +40.0 | +13.0 |
| 純利益 | 168 | 288 | 839 | 1,056 | 1,468 | 1,656 |
| 純利益率 (%) | 4.9 | 7.0 | 18.1 | 20.9 | 24.8 | 25.5 |
| 前年比 (%) | +133.3 | +71.4 | +191.3 | +25.9 | +39.0 | +12.8 |
| EPS (円) | 60.5 | 84.2 | 230.1 | 288.6 | 401.2 | 452.5 |
| 前年比 (%) | +133.3 | +39.2 | +173.2 | +25.7 | +38.8 | +12.7 |
| 現預金 | 594 | 1,229 | 2,227 | 3,034 | 4,064 | 5,468 |
| 有利子負債 | 109 | 74 | 43 | 44 | 44 | 44 |
| ROE (%) | 49.0 | 33.7 | 49.7 | 41.7 | 41.3 | 34.6 |

過去1年株価推移



投資指標

| | |
|------------------------|------------|
| 株価 ³ | 3,095 円 |
| 時価総額 (自己株式控除後) | 11,327 百万円 |
| 現金及び現金同等物 ⁴ | 2,227 百万円 |
| 有利子負債 ⁴ | 43 百万円 |
| 企業価値 ^{3,4} | 9,143 百万円 |

| | |
|----------------------|--------|
| P/E ^{3,5} | 13.0 x |
| P/B ^{3,5} | 5.32 x |
| 配当利回り ^{3,5} | 1.62 % |

| | |
|-------------------------------|--------|
| 売上高 3 年平均成長率 ⁶ | 13.0 % |
| 営業利益 3 年平均成長率 ⁶ | 78.5 % |
| 売上総利益率 ⁷ | 60.4 % |
| 営業利益率 ⁷ | 25.0 % |
| 直近期末 ROA (営利ベース) ⁸ | 43.5 % |
| 直近期末 ROE ⁸ | 49.7 % |

| | |
|---------------|---------|
| 年初来株価パフォーマンス | -12.7 % |
| 3 カ月株価パフォーマンス | -8.4 % |
| 6 カ月株価パフォーマンス | -31.8 % |
| 1 年株価パフォーマンス | -8.0 % |
| 3 年株価パフォーマンス | N/A % |

当レポートは掲載企業の依頼に基づき当社が制作したレポートであり、情報提供を通して掲載企業の IR に用いることを目的としています。そのため、投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。また、業績予想については会社の開示を元に IR Agents が独自に作成したものであり、掲載企業の意図を含むものではありません。その他留意事項につきましては本レポートの最後に記載しておりますので、ご留意ください。本レポートの内容等につきましてご意見等がございましたら、research-report@ir-agents.com までご連絡頂きますと幸いです。

1: 会社開示資料 (『2024 年 12 月期決算説明資料 (兼事業計画及び成長可能性に関する事項)』) より

2: 会社開示資料 (『2024 年 12 月期決算説明資料 (兼事業計画及び成長可能性に関する事項)』) より 2024 年 12 月末時点の数値を使用。本稿における同数値は同じく 2024 年 12 月末の数値を参照

3: 2025 年 4 月 18 日の終値を使用

4: 直近四半期末の実績値を使用

5: 進行期の会社予想値を使用

6: 2022 年 12 月期実績及び 2025 年 12 月期の会社予想値を使用

7: 直近通期の実績値を使用

8: 直近通期の実績値を使用 (分母に関しては期中平均を使用)



目次

| | |
|----------------|------|
| 1. 財務データ等 | p.3 |
| 2. 事業概要 | p.4 |
| 3. 沿革・ビジョン | p.5 |
| 4. ビジネスモデル | p.6 |
| 5. 市場環境 | p.13 |
| 6. 競争環境 | p.15 |
| 7. 業績動向 | p.17 |
| 8. 成長戦略 | p.18 |
| 9. 直近業績 | p.20 |
| 10. 資本政策・財務戦略 | p.21 |
| 11. 株価動向 | p.23 |
| 12. 今後の注目ポイント | p.24 |
| 13. リスク要因 | p.25 |
| 14. ESG | p.26 |
| 15. 特別企画 | p.27 |
| 16. Disclaimer | p.29 |

財務データ等 (年度)

| セグメント情報 | FY 2022 | FY 2023 | FY 2024 | FY 2025 | FY 2026 | FY 2027 | 補足・前提 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| モバイル事業 | | | | | | | |
| 売上高 | 2,164 | 2,455 | 2,611 | 2,878 | 3,574 | 3,971 | |
| アプリ広告収益 | 1,740 | 1,845 | 1,659 | 1,495 | 1,755 | 1,755 | DAU×DAU あたり収益として計算 |
| DAU 想定 (百万人) | 6.4 | 6.4 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | DAU は一定を想定 |
| DAU あたり収益 (円/人) | 271.6 | 288.0 | 255.1 | 230.0 | 270.0 | 270.0 | 会社計画をベースにFY2025 を想定、その後 FY25/12 Q4 水準を継続 |
| サブスクリプション収益 | 198 | 330 | 687 | 1,123 | 1,559 | 1,956 | 契約数×契約単価として計算 |
| サブスクリプション契約数 (千件) | 66 | 119 | 232 | 344 | 464 | 584 | 年間 120 千契約程度の増加を見込む |
| 契約あたり単価 (円/人・年) | 2,955 | 2,756 | 2,953 | 3,266 | 3,359 | 3,350 | 直近水準を踏まえて見直しを作成 |
| 売切型収益 | 216 | 271 | 255 | 260 | 260 | 260 | 一定 |
| セグメント費用 | 1,773 | 1,696 | 1,269 | 1,357 | 1,537 | 1,740 | 広告宣伝費は増えないものの一部開発投資分が継続して増加 |
| セグメント利益 | 391 | 759 | 1,342 | 1,521 | 2,037 | 2,231 | |
| ソリューション事業 | | | | | | | |
| 売上高 | 1,233 | 1,631 | 2,014 | 2,111 | 2,216 | 2,330 | 5%程度の増加を見込む |
| セグメント利益 | 161 | 90 | 275 | 274 | 288 | 303 | 13%程度のセグメント利益率を継続 |
| AI 歌声合成事業 | | | | | | | |
| 売上高 | -- | -- | -- | 75 | 140 | 180 | 連結はFY25/12 Q3 より 保守的に想定し利益貢献は見込まず |
| セグメント利益 | -- | -- | -- | △75 | △80 | △40 | のれん償却が上乗せされる想定で利益貢献を見込まず |
| 全社 | | | | | | | |
| セグメント利益合計 | 552 | 849 | 1,617 | 1,721 | 2,245 | 2,494 | |
| 全社費用 | 333 | 415 | 462 | 460 | 480 | 500 | 毎年一定の増加を見込む |
| 営業利益 | 220 | 434 | 1,155 | 1,261 | 1,765 | 1,994 | |
| 損益計算書 | | | | | | | |
| 売上高 | 3,398 | 4,087 | 4,625 | 5,064 | 5,930 | 6,478 | |
| 前年比 (%) | 23.8% | 20.3% | 13.2% | 9.5% | 17.1% | 9.1% | |
| 売上総利益 | 2,370 | 2,595 | 2,792 | 3,089 | 3,676 | 4,018 | |
| 粗利率 (%) | 69.7% | 63.5% | 60.4% | 61.0% | 62.0% | 62.0% | |
| 販売費及び一般管理費 | 2,150 | 2,161 | 1,637 | 1,828 | 1,912 | 2,024 | |
| 前年比 (%) | +18.4% | +0.5% | △24.2% | +11.7% | +4.6% | +5.9% | |
| 営業利益 | 220 | 434 | 1,155 | 1,261 | 1,765 | 1,910 | |
| 営業利益率 (%) | 6.5% | 10.6% | 25.0% | 24.9% | 29.8% | 30.8% | |
| 純利益 | 169 | 289 | 839 | 1,056 | 1,468 | 1,656 | 大きな営業外損益・特別損益は見込まず |
| 純利益率 (%) | 5.0% | 7.1% | 18.1% | 20.9% | 24.8% | 25.5% | |
| 貸借対照表 | | | | | | | |
| 【資産の部】 | | | | | | | 補足・前提 |
| 現金及び現金同等物 | 595 | 1,230 | 2,228 | 3,034 | 4,064 | 5,468 | それぞれ事業動向に応じた変化を想定 |
| 売掛金 | 373 | 457 | 456 | 499 | 584 | 639 | |
| 流動資産合計 | 1,053 | 1,747 | 2,785 | 3,636 | 4,822 | 6,376 | |
| 固定資産合計 | 236 | 362 | 416 | 490 | 595 | 699 | |
| 総資産 | 1,289 | 2,109 | 3,201 | 4,123 | 5,344 | 6,926 | |
| 【負債の部】 | | | | | | | |
| 買掛金 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | |
| 短期借入金 | 34 | 31 | 20 | | | | |
| 流動負債合計 | 757 | 737 | 997 | | | | |
| 長期借入金 | 75 | 44 | 23 | | | | |
| 固定負債合計 | 101 | 82 | 75 | | | | |
| 有利子負債 (短期+長期) | 109 | 75 | 44 | 44 | 44 | 44 | |
| 総負債 | 858 | 820 | 1071 | 1,120 | 1,168 | 1,476 | |
| 【資本の部】 | | | | | | | |
| 資本金及び資本剰余金 | 189 | 757 | 777 | 777 | 777 | 777 | |
| 自己株式 | -- | -- | 0 | 0 | 0 | 0 | 自己株買いは考慮に入れずに推計 |
| 利益剰余金 | 239 | 528 | 1,316 | 2,190 | 3,374 | 4,655 | |
| 新株予約権 | 2 | 3 | 35 | 35 | 35 | 35 | |
| その他資本 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | |
| 純資産合計 | 431 | 1,290 | 2,130 | 3,003 | 4,123 | 5,344 | |
| キャッシュフロー計算書 | | | | | | | |
| 営業キャッシュフロー | 553 | 308 | 1,203 | 1,169 | 1,514 | 1,999 | 補足・前提 |
| 投資キャッシュフロー | △130 | △193 | △145 | △180 | △200 | △200 | |
| 財務キャッシュフロー | △134 | 520 | △62 | △183 | △284 | △375 | |
| その他財務指標 | | | | | | | |
| EPS (1 株あたり純利益) | 60.5 | 84.2 | 230.1 | 288.6 | 401.2 | 452.5 | |
| 前年比 (%) | +130.8 | +40.0 | +173.8 | +25.7 | +38.8 | +12.7 | |
| DPS (1 株あたり配当金) | -- | 14 | 40 | 60 | 95 | 110 | |
| 配当性向 (%) | -- | 16.6 | 17.4 | 20.8 | 23.7 | 24.3 | 25%に向けて少しずつ改善していくことを想定 |
| ROE (%) | 49.0 | 33.7 | 49.7 | 41.7 | 41.3 | 34.6 | |
| 発行済株式数 (百万株) | 2.8 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | |
| 自己株式数 (百万株) | -- | -- | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 自己株買いは考慮に入れずに推計 |
| 自己株式除発行済株式数(百万株) | 2.7 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | |

※単位は特記無き場合百万円 ※実績データ出所は対象企業開示 ※予想部分は IR Agents 作成であり対象企業の意図した数値ではない※端数処理の関係上加算乗除の数値が一致しないケースが存在

事業概要

アイビス（9343）はモバイルアプリ開発に強みを持ち、「ibisPaint」など自社製品を扱うモバイル事業と、受託開発・IT 技術者派遣のソリューション事業を展開している。主な収益源は、世界 1 位のシェアを誇る「ibisPaint」からの広告収益 及び課金収益であり、「ibisPaint」関連収益が所属するモバイル事業は全体の売上の 56%と利益の 116%に達する。2024 年末には AI 歌声合成アプリ「VoiSona」を手がけるテクノスピーチ社を買収し、新たな事業領域にも参入した。

本項では同社の事業概要について説明する。

アイビス（9343）はモバイル向けアプリの開発力に強みを持つ IT 企業であり、自社プロダクトを扱うモバイル事業と、クライアント向けに受託開発や IT 技術者派遣を行うソリューション事業を行っている。現在の収益の中心は、世界1位のユーザー基盤を持つ自社開発のモバイルペイントアプリ「ibisPaint」を通じたアプリユーザー向け広告収益とサブスクリプション収益である。また、2025 年 1 月末にはテクノスピーチ社の買収を通じて AI 歌声合成事業にも参入している。

| 項目 (単位: 百万円) | 売上高 | 構成比 | 営業利益 | 構成比 | 詳細 |
|--------------|-------|--------|-------|--------|----------------|
| 全社 | 4,625 | 100.0% | 1,155 | 100.0% | |
| モバイル事業 | 2,611 | 56.4% | 1,342 | 116.2% | 自社製品を扱うセグメント |
| アプリ課金 | 943 | 20.4% | | | ユーザーの購入による収益 |
| サブスクリプション | 687 | 14.9% | | | アプリの有料サブスク |
| 売切型 | 255 | 5.5% | | | Windows 版等の売切型 |
| アプリ広告 | 1,659 | 35.9% | | | アプリ内広告 |
| その他 | 8 | 0.2% | | | |
| ソリューション事業 | 2,014 | 43.6% | 275 | 23.8% | 他社案件を扱うセグメント |
| 受託開発 | 526 | 11.4% | | | プロジェクトで収益を計上 |
| IT 技術者派遣 | 1,487 | 32.2% | | | 人月ベースで収益を計上 |
| 全社費用 | | | △462 | △40.0% | コーポレート部門の費用等 |

出所) 会社資料

収益の中核を為す「ibisPaint」は基本機能が無料で使い放題のペイントアプリである。プロのイラストレーター等が使用する PC のペイントソフト並みの高度な機能を搭載している。「ibisPaint」は 19 言語に対応し、世界 200 以上の国・地域で展開されており、全世界で約 4.45 億 DL、2024 年 12 月の MAU は 3,988 万人、DAU は 650 万人と非常に多くのユーザーを抱えている。このユーザー数は、日本産アプリを対象とした調査において、欧米で 1 位、全世界でも3位のアクティブユーザー数を誇る。また、ペイントアプリとしても世界 1 位の規模であり、全世界ユーザーシェアは 86.5%である。¹

「ibisPaint」の収益としては、このユーザー数に向けたアプリ広告の売上に加え、追加機能・追加素材や、広告非表示機能等が利用可能となる、アプリ課金からの売上により構成される。アプリ課金の売上の内、サブスクリプション型の収益が 73%、売切型の収益が 27%となっている。

現在の収益の多くは「ibisPaint」によるものであるが、同社の事業の大本は創業からの 20 年来で培ってきたモバイルアプリの開発力であり、その開発力をクライアントに向けて提供しているのがソリューション事業となっている。ソリューション事業においては、プロジェクトとして開発を受託する案件と、IT 技術者の派遣を行う案件が存在する。

上で説明した 2 事業がアイビス社の展開する事業であるが、2025 年 1 月末に AI 歌声合成アプリ「VoiSona」の開発・販売等を行うテクノスピーチ社の買収を行っており、今後 3 つ目の事業として AI 歌声合成事業の展開がされていく。

「VoiSona」は「ibisPaint」と同じく基本機能が無料で利用可能な歌声合成アプリとなっている。「VoiSona」の現在の主要な収益源はアプリ上で歌声を再現するための音声データ集（ボイスライブラリ）の販売であり、ユーザーが追加で有料のボイスライブラリを購入することで収益となる。また、ボイスライブラリの販売に加え、展開している事業領域における受託開発や共同開発からの収益も計上されている。

「ibisPaint」はイラスト、「VoiSona」は歌と、それぞれ対象領域こそ異なるものの、クリエイターに向けた基本無料のサービスという共通項が存在していると IR Agents は認識している。

なお、テクノスピーチ社の貸借対照表は第 1 四半期末より、損益計算書は第 2 四半期より取り込む予定である。

1: 会社開示資料（『2024 年 12 月期決算説明資料（兼事業計画及び成長可能性に関する事項）』）に基づく

沿革・ビジョン

創業者・神谷氏は「世界で使われるソフトウェア」を作るというビジョンで 2000 年に会社を設立。当初は受託開発や IT 技術者派遣を行いながら、2011 年に自社アプリ「ibisPaint」をリリース。同アプリはコロナ禍を機に急成長し、世界トップシェアのペイントアプリに。2024 年には収益構造を広告からサブスクリプション重視へと転換し、収益の安定化を図る。また 2025 年 1 月末には AI 歌声合成事業「VoiSona」を展開するテクノスピーチ社を買収し、新領域にも参入した。

本項では同社の沿革や成り立ちから、会社として目指しているビジョンがどこにあるのかについて説明する。

事業の成り立ち・沿革

同社の創業者は現在も代表取締役社長を務める神谷 栄治氏（以下、神谷氏）である。神谷氏は大学在学中から自分の作ったソフトウェアを多くの人に使ってもらいたいという考えから起業を考えており、大学卒業後、ベンチャー企業に 2 年勤めた後、2000 年 5 月に同社を創業している。

創業時より自社製品の開発を目指してはいたものの、事業的な観点から始めはシステムの受託開発と IT 技術者派遣を行っており、これらが現在のソリューション事業にまで繋がっている。

その後、当時のソリューション事業が軌道に乗った創業 4~5 年後あたりから自社製品の開発に取り組み始め、2010 年に神谷氏自ら企画・設計を行い、2011 年にリリースした製品が、現在モバイル事業の主力となっている「ibisPaint」である。

「ibisPaint」は当時から、アプリのターゲットとして、スマートフォンやタブレット等の、PC ではないモバイル端末を想定して展開しており、機能の追加開発やスマートフォンの普及、口コミの拡大を通じ、5 年程かけて国内における黒字化を達成している。

その後、国内の収益を活用して日英以外の多言語対応や、海外マーケティング投資に踏み込んでおり、2~3 年かけて広告に関する知見を蓄積した後、2019 年前後から海外展開に向けた広告投資を本格化したようである。

また、グローバルでの広告投資を本格化させる中、2020 年 3 月に新型コロナウイルス感染症の拡大と共に、在宅で出来る趣味として絵を描くという需要が爆発的に拡大したのが同社にとっての転機となった。コロナ禍での特需を通じて「ibisPaint」のユーザーは 2019 年末の 1,000 万人前後から、2021 年末においては 4,000 万人前後にまで到達し、アクティブユーザー数ベースで日本産アプリ（モバイルペイントアプリ以外も含む全カテゴリ）として欧米で 1 位、全世界で 3 位のユーザー基盤を有する世界 1 位のペイントアプリとなった。

なお、把握しておくべき事業上の転換点として、2024 年から収益モデルを無料ユーザー向けのアプリ広告収益からサブスクリプション収益に軸足を移す方針に舵を切り、収益及び成長の安定化を目指す方針となっている点に触れておきたい。また、サブスク伸長へ舵を切ったのと同じタイミングで、広告費の抑制・効率化にも取り組み、利益成長を意識した展開を強めている。これは、ユーザー基盤・認知度が十分拡大した結果、広告によるユーザー獲得の効率性が低下し、効率性や継続性の観点から、口コミ・レビューを通じたユーザー獲得で十分成長させていくことが可能という分析に基づくものと説明されている。

また、直近の展開として、2025 年 1 月末に自社製品「VoiSona」の開発・運営を中心に、AI 歌声合成事業を行うテクノスピーチ社を完全子会社化した。「VoiSona」は今後同社グループの製品として展開される。絵・イラストと歌と、領域は違うとはいえ、同社の買収によりクリエイター向けのプロダクトポートフォリオが充実したとは言えるだろう。数値等の情報が現在はまだ乏しいが、今後の展開が期待される点として把握しておきたい。

ビジョン

同社は収益構造上「ibisPaint」の会社という印象が強い。しかし、創業者であり、現在も代表を務める神谷氏のメッセージとして、「世界で使われるソフトウェアを作る」「ゲーム以外のソフトウェアで日本が海外進出出来ているものが少ない」という言葉があり、こちらの方が同社の目指すところを示していると言えるだろう。

買収したテクノスピーチ社の手掛ける「VoiSona」も「ibisPaint」と同じくクリエイター向けのプロダクトにはなるが、決してクリエイター向け領域に限られるところではなく、「世界で広く使われる可能性があるソフトウェアを開発（あるいは今回のように獲得）し、それをグローバルで売っていく」というところに、同社の長期的な方向性や歩んできた道のり、積み重ねてきた技術や経験が見て取れるのではないかと IR Agents では考えている。

ビジネスモデル

アイビスのビジネスモデルは、主に「ibisPaint」を中心としたモバイル事業と、IT 人材を活用したソリューション事業から構成される。モバイル事業は無料で高機能なアプリ提供と広告・課金収益により高い利益率を実現。無料かつ高機能なアプリの先行者優位とユーザーの定着が、強力な参入障壁と利益の源泉となっている。ソリューション事業は人月ベースのビジネスであり、安定した需要と技術力を背景に利益を創出している。M&A を通じて新たに参入した AI 歌声合成事業は「VoiSona」等の歌声合成アプリの開発・販売を行っているが、収益規模としてはまだ小さい。

本項では同社のビジネスモデルについて説明する。

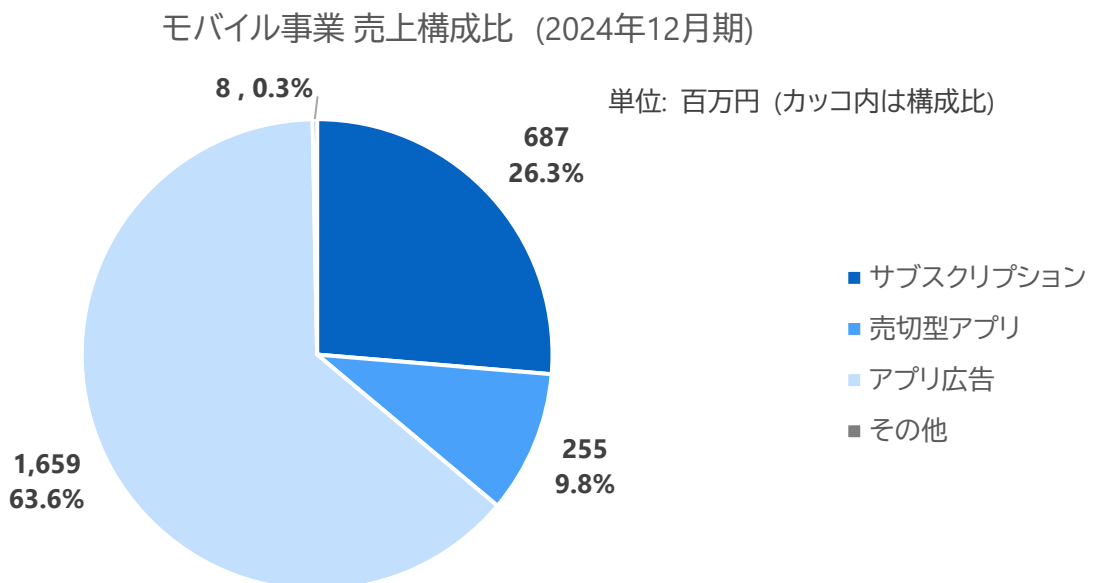
事業構造

同社の事業セグメントはモバイル事業（売上構成比 56%、営業利益構成比 116%）、ソリューション事業（売上構成比 44%、営業利益構成比 24%）から成っている。また、それに加えて 2025 年 1 月末に買収したテクノスピーチ社の AI 歌声合成事業が今後開示されていくと考えられる。以下、それぞれの事業についてビジネスモデル等を説明する。

➤ モバイル事業

【セグメント概要】

現在はモバイルペイントアプリ「ibisPaint」のアプリ広告収益と、サブスクリプション及び売切型のオプション/ライセンス販売から構成されるアプリ課金収益が主軸となっている。収益構成比は以下の通りである。



【事業・サービスの付加価値・利益の源泉はどこにあるのか】

収益の柱である「ibisPaint」はグローバルの MAU で約 4,000 万人、DAU で約 650 万人という非常に多くのユーザーに使われているアプリであるが、これ程多くのユーザーに選ばれる背景として第一に挙げられる点は「絵やイラストを始める上で非常に多くの機能を備えながら無料である」点だと IR Agents は考えている。

これが実現出来た背景として、「モバイルペイントアプリとして草創期 (2011 年) から展開を始めた」という先行者メリットに加え、「広告収益を通じて事業性を保ちながら機能開発を継続し続けてきたこと」が挙げられるだろう。

結果として、基本無料でフル機能という要素を通じて「趣味としてイラストを始める」層の需要を幅広く獲得し、特に女性や 25 歳未満の若年層を中心とした、現在のユーザー基盤を確立出来た点が、同社のビジネスの付加価値の源泉となっていると考えられる。

また、イラストを始める層のファーストアプリとして使われることは、ユーザーが「ibisPaint」の操作に慣れてしまうことに繋がるため、他製品に乗り換える際のスイッチングコストとして機能する点も無視できないだろう。

機能の蓄積や築き上げたユーザー基盤等の要素は後発がキャッチアップすることは難しいと考えられ、参入障壁が高く、持続性の高い利益の源泉であると IR Agents は考える。

故に既存の競合アプリとの競争が主になると思われるが、こちらについては後段で記述する。

【事業の収益構造】

各事業は以下のような形で分解して認識するのが妥当であると IR Agents は考える。

アプリ広告収益: $\text{DAU/MAU 等のアクティブユーザー数} \times \text{アクティブユーザーあたり収益}$
 サブスクリプション収益: $\text{有料アカウント数} \times \text{単価}$
 売切型収益: $\text{オプション/ライセンス販売数} \times \text{単価}$

また、それぞれの変動要因や影響を与える要素については以下のように考えられるだろう。

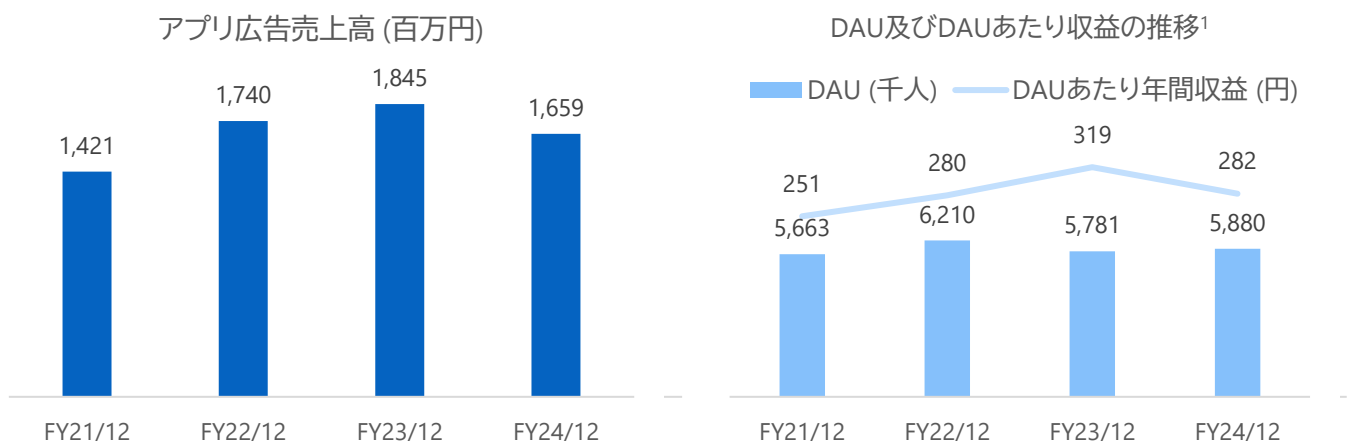
DAU/MAU 等: $\text{総 DL 数} \times \text{アクティブ率}$
 アクティブユーザーあたり収益: $\text{インターネット広告市場の動向や広告に関する固有施策等}$
 有料アカウント数: $\text{既存アカウント数} \times \text{継続率} + \text{アクティブユーザー} \times \text{新規の有料転換率}$
 オプション/ライセンス販売数: $\text{既存アクティブユーザー数の拡大、アプリ内広告を通じた誘導施策等}$
 サブスクリプション/売切の単価: 同社の価格戦略

【事業のドライバー】

如何にして各事業が伸びてきたのか、という点について考える。

まず、アプリ広告、アプリ課金どちらについても、そもそものユーザー基盤の規模感重要であるが、これらの成長ドライバーとしては「絵・イラストを趣味とする人の自然増」「広告・口コミ等を通じた総 DL の増加」の2点が大きな要素として挙げられると考えられる。これらは今後も継続していくとは考えられるが、現在既にユーザー基盤は大きく拡大しており、目下の同社が取っている広告費の効率的な活用という戦略から考えても、過去数年間の伸びと比較して大きな成長ドライバーになるとは IR Agents としては現状考えていない。

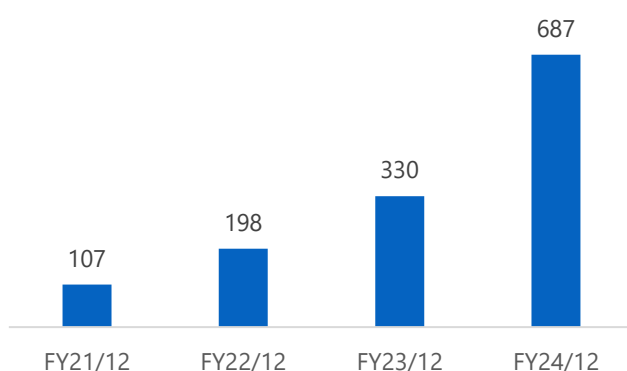
続いて、アプリ広告に関して、ユーザー基盤が安定してきた現状としては単価変動により影響を受ける割合が大きい。直近 2024 年 12 月期に関して同社は一部施策の予期せぬ不具合等により DAU あたりの収益が落ちていることが見て取れる。こちらに関しては後段の業績動向にて説明したい。



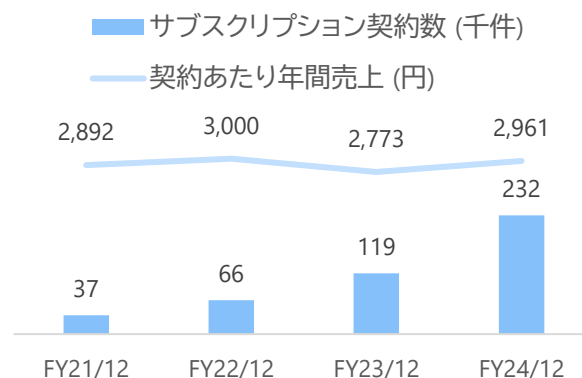
続いて、サブスクリプション収益に関して、単価は安定して年間 3,000 円程度 (これは同社の有料プランの価格とほぼ一致) で安定している一方、契約数の伸びを通じて大きく拡大していることが見て取れる。詳細は後段の成長戦略について触れることとなるが、約 650 万の DAU、約 4,000 万人の MAU に向けて、現状 23.2 万件のサブスクリプションを増やしていくことが主要なドライバーになるだろう。

1: 会社開示資料 (『2024 年 12 月期決算説明資料 (兼事業計画及び成長可能性に関する事項)』) に基づき、DAU の期中平均を使用しており、2024 年 12 月末の数値約 650 万とは異なることに留意

サブスクリプション売上高 (百万円)



サブスクリプション契約数及び単価の推移



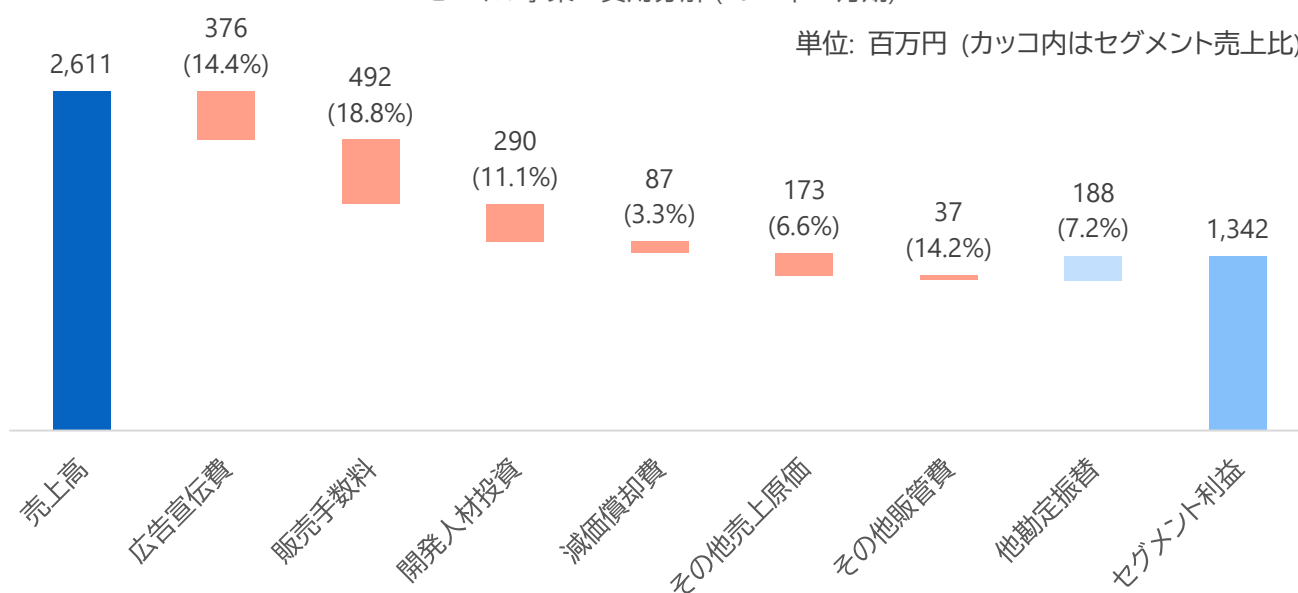
最後に売切型収益について説明する。売切型収益は有料版アプリや広告除去アドオン等 1 回限りで課金される形式で収益が上がるサービスによるものであり、近年では PC 版などの収益を含む。業績は利用者のすそ野の広がりに応じて堅調な推移となっており、2024 年 12 月期ではモバイル事業売上の約 10%を占める安定収益源となっている。一方、同社が主軸とする成長戦略は、サブスクリプションモデルの拡大にあり、今後、契約件数のさらなる増加とともに課金構成の中でのサブスク比率はさらに高まる見通しであり、それに伴い売切型収益の相対的な構成比率は漸減する可能性が高い。

【事業の収益性】

モバイル事業においては開発人件費や広告宣伝費等が主要な費用であり、固定費的な出費の割合が高いと考えられる。変動費的な部分としては Apple 等プラットフォームに支払う支払手数料が存在すると考えられるが、限界利益率としてはアプリ広告、アプリ課金どちらも非常に高く、増収による利益貢献が大きい事業である。

モバイル事業 - 費用分解 (2024年12月期)

単位: 百万円 (カッコ内はセグメント売上比)

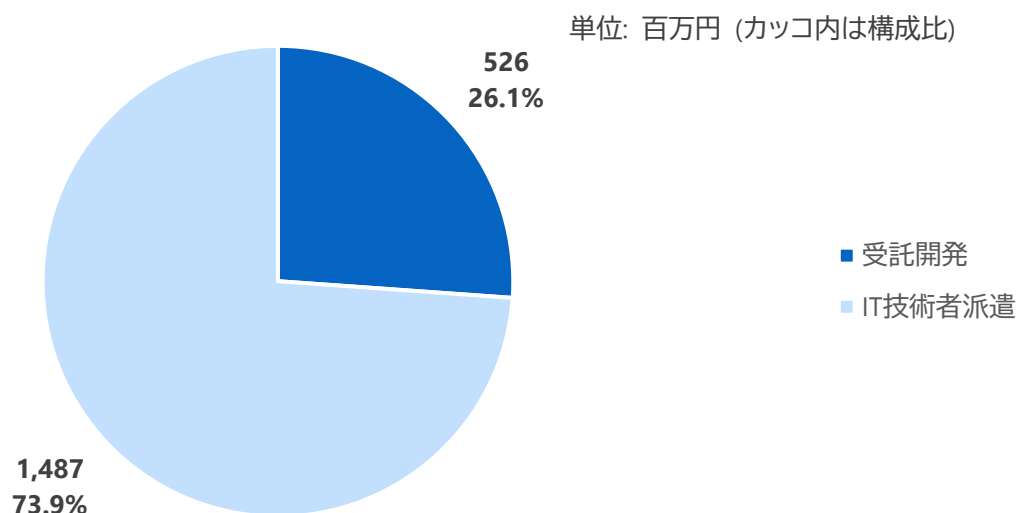


ソリューション事業

【セグメント概要】

他社案件に関する事業で、受託開発による収益と、IT 技術者派遣による収益から構成される。
収益構成比は以下の通りである。

ソリューション事業 売上構成比 (2024年12月期)



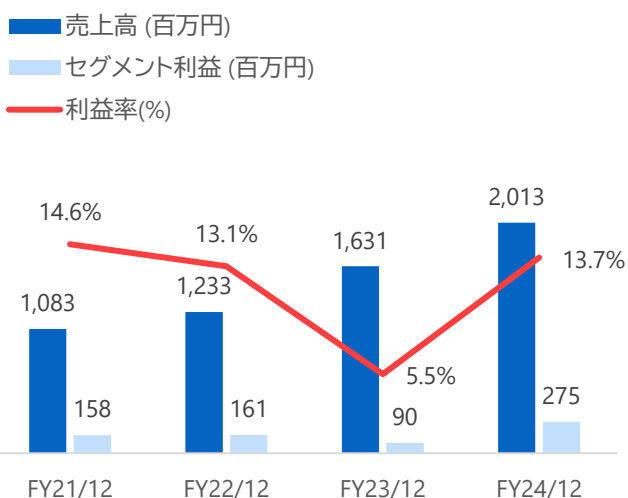
【事業・サービスの付加価値・利益の源泉はどこにあるのか】

同社の収益の中核はモバイル事業だが、「IbisPaint」等の開発の背景としてのモバイル向けのアプリ開発力は顧客からも評価を受けており、IT 人材が慢性的に不足する中で、顧客からの継続的な需要が存在すると見られる。

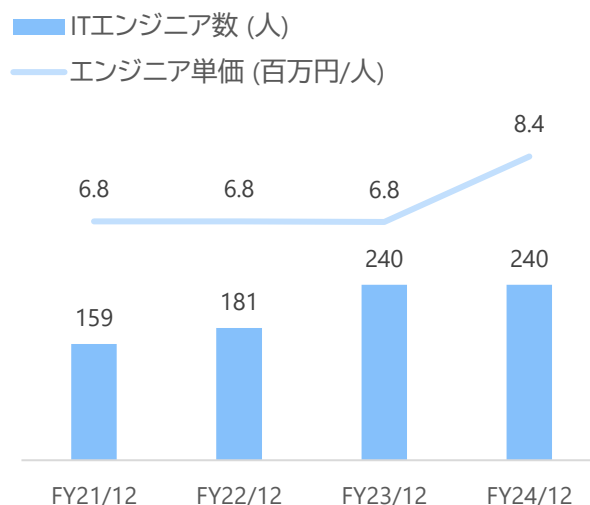
技術面等について、投資家側から正確に評価することは難しい。しかし、過去の業績推移から考えた時、一定の利益率を確保出来ている点から、顧客からの需要や交渉力を示しているものと認識している。

なお、2023 年 12 月期の利益率低下は採用投資が通常より大きな規模で先行したためであり、エンジニア数の推移とも整合性が取れているため、IR Agents としては課題視していない。

ソリューション事業業績



サブスクリプション契約数及び単価の推移



【事業の収益構造】

ソリューション事業については以下のような形で分解して認識するのが妥当であると IR Agents は考える。

ソリューション事業収益: IT エンジニア数 × 1 人あたり売上高

また、それぞれの変動要因や影響を与える要素については以下のように考えられるだろう。

IT エンジニア数: 同社の採用戦略、退職率等

1 人あたり売上高: 受託開発と IT 技術者派遣の構成比、市場の需給環境、稼働率等

【事業のドライバー】

同社のソリューション事業の成長においては、足元の人材需給やシステムインテグレーター化を目指した受託開発比率の向上を背景とするエンジニア単価の上昇と、人数増が過去業績を牽引してきたと IR Agents は認識している。

IT 人材不足という大きなテーマと市場環境も踏まえ、今後も同様の傾向は長期的には続くと考えるが、一方で直近 2024 年 12 月期に関して IT エンジニア数は 240 人で横ばいとなり、2025 年 12 月期に関しては 233 人と同社は減少を見込んでいる。これは 2023 年 12 月期の採用急拡大が、2024 年に退職増として現れ、継続している点が背景となるが、詳細は後段の業績動向にて説明したい。

【事業の収益性】

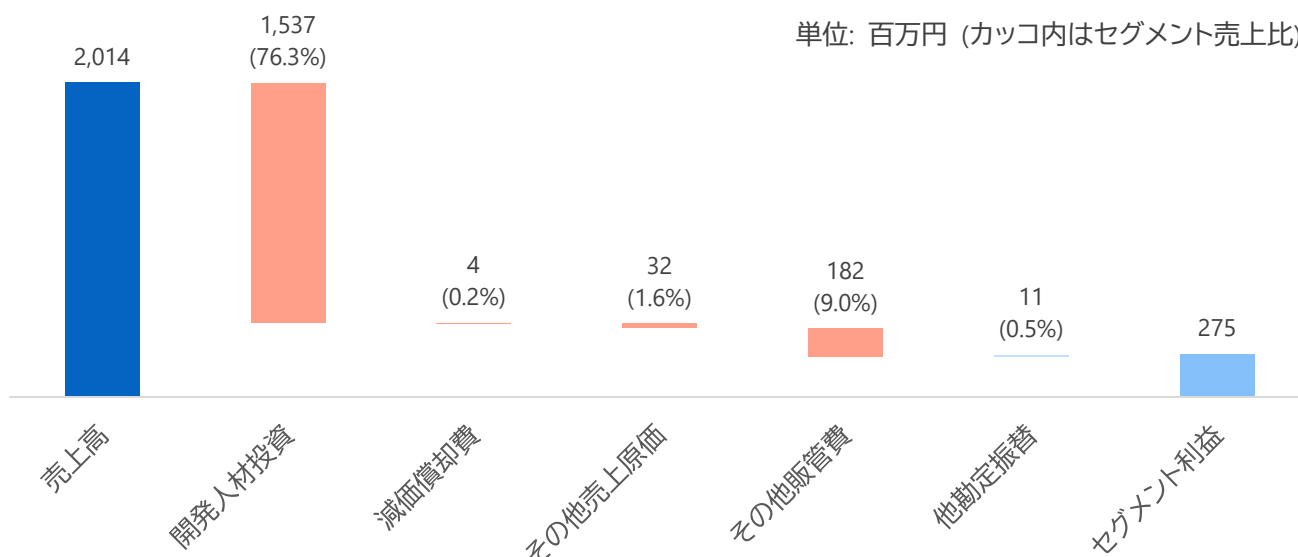
ソリューション事業は人月で収益が立つビジネスであり、稼働しているエンジニアの人件費に対して一定割合を上乗せするような形で顧客向けの収益を計上している。結果として、変動費的な人件費が費用のほとんどを構成しており、モバイル事業程限界利益率が高い事業では現時点では無い。

事業特性と過去からの業績推移を踏まえると、事業そのものの利益率は 13~14%程度が現在実現可能な水準であり、採用の先行など特殊な費用が生じる場合には利益率の低下として現れるような形となっている。

なお、この水準は受託開発の比率拡大や単価上昇により改善する可能性がある一方、人件費の上昇等をカバーしきれなかった場合には下がる場合もあるため注意したい。

ソリューション事業 - 費用分解 (2024年12月期)

単位: 百万円 (カッコ内はセグメント売上比)



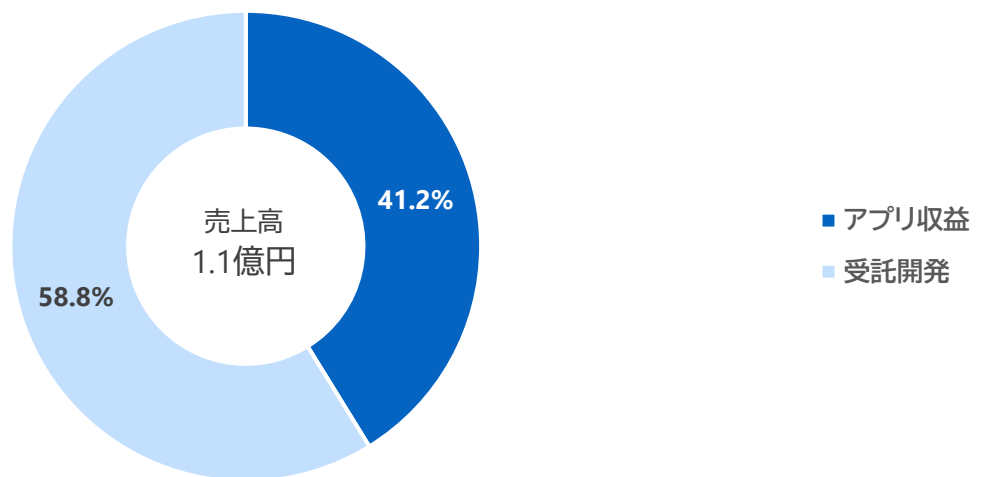
➤ AI 歌声合成事業

【セグメント概要】

買収した名工大発のベンチャー企業 テクノスピーチ社の事業であり、人間の歌い方・話し方をリアルに再現する音声合成ソフトウェア「CeVIO」(2013 年ローンチ)、AI 歌声合成アプリ「VoiSona」(2022 年ローンチ) の開発/運営や、歌声・音声の合成に関する受託開発などが収益源となっている。

なお、貸借対照表は第1四半期末より、損益計算書は第2四半期より連結予定であり、2024 年 12 月期までの業績として連結して開示されていない点について注意されたい。
連結前の 2024 年 6 月期における収益構成比は以下の通りである。

AI歌声合成事業 売上構成比 (2024年6月期)



誰でも簡単に創れる、とても自然な歌声。



ピアノロールに音符を入力し、歌詞を割り当てるだけで、驚くほど自然な歌声を奏でることができます。お手持ちのMIDIファイルをDAW経由で読み込んだり、MusicXMLファイルを読み込むことで、すぐに歌わせることができます。母音の脱落や裏声も歌詞に記号を入れることで簡単に再現でき、英語の歌詞も英語のまま入力できます。

(VoiSona 製品イメージ及びキャッチコピー、VoiSona HP より引用)

【事業・サービスの付加価値・利益の源泉はどこにあるのか】

テクノスピーチ社は名古屋工業大学を中心として行われていた音声関連技術に関する研究が元となって設立された大学発ベンチャーであり、その技術力に関して高い評価を受けており、実際に多くの大手企業との取引があるようである。

代表取締役にも名を連ねる徳田恵一教授は音声合成領域における第一人者であり、例えば Speech synthesis (音声合成) における論文の被引用数は 21,569 件と、グローバルで 6 位、国内では 2 位に位置している。¹ ソリューション事業同様、技術面等は投資家側が正確に評価することは難しい要素であるが、技術力の高さを示すものではあると考えられる。

また、2022 年にローンチした「VoiSona」は、無料で始めることが可能で、かつ機能が充実している AI 歌声合成アプリとしては他社と差別化された製品である、という点を特長/競争力として挙げたい。こちらは「ibisPaint」とも類似する点である。なお、「VoiSona」事業の収益源はボイスライブラリ (アプリで利用可能な音声データ) の追加購入となっている。

現状、AI 歌声音声市場は競争も激しく (競争環境の項にて後述)、ペイントアプリ程寡占的な状況ではないと考えられるため、当該ポジションが非常に持続的な強みや利益の源泉となっているかについて IR Agents として評価することは難しいが、ポジショニングの差別化が図られているとは言えるだろう。

【事業の収益構造】

AI 歌声合成事業についてはまだ情報が少なく、規模も小さいため分析が難しいが、ヒアリングに基づき、以下のよう形で分解して考えることが可能であると考えられる。

受託開発事業: プロジェクト数 × プロジェクト単価、あるいは個別積み上げのヒアリング
 VoiSona 事業: ユーザー数 × 課金率 (購入率) × 課金ユーザーあたり収益 (ボイスライブラリの販売)

【事業のドライバー】

成長ドライバーについてもまだ現時点で議論することは難しいが、今後は受託開発よりは VoiSona 事業の方が成長ドライバーとなる見込である。

VoiSona 事業においては機能の追加開発や、ボイスライブラリの拡充に取り組むことで、ユーザー数の拡大や課金の拡大に繋がると想定している。

【事業の収益性】

現状は「VoiSona」事業に関する研究開発やボイスライブラリの開発等の先行投資が発生しており、赤字の状態であるが、当該事業自体は「ibisPaint」同様限界利益率の高い事業と想定される。規模を拡大できた際にはモバイル事業同様の高い収益性を期待出来る可能性はあると考えられる。

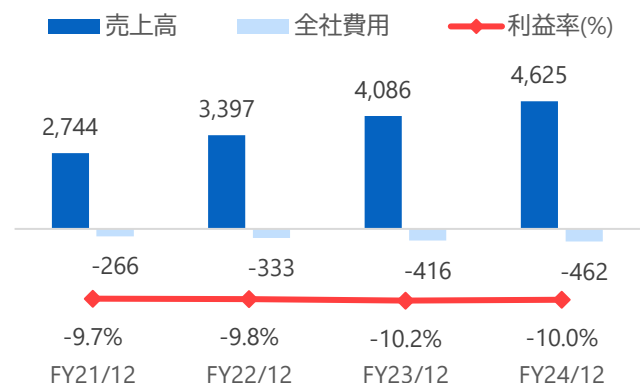
全社費用

各セグメントの費用構造については上記で触れたが、全社費用についても触れておきたい。

全社費用は各報告セグメントに配分していない費用であり、主に報告セグメントに帰属しない一般管理費であるが、過去は概ね全社売上の約 10%程度で推移している。

ヒアリングに基づくこの比率に大きな変化は無い想定であり、今後も同水準の全社費用が継続すると見込まれる。

全社売上及び全社費用



1: Google Scholar より。本稿執筆時点の数値となることに留意

市場環境

モバイル事業、ソリューション事業、AI 歌声合成事業はいずれもトップダウン的には大きな市場ポテンシャルが存在すると考えられるが、実際の事業については個別性が強い点については意識すべきである。モバイル市場においては MAU 約 4,000 万人に対してどこまで有料課金が浸透するかというのが現実的な市場規模となりそうだが、趣味需要の拡大による、ペイントアプリそのものへの需要拡大も期待。ソリューション事業においては業界的に需要超過の環境下で如何に採用・育成出来るかが重要だろう。AI 歌声合成事業についてはまだ小さく、未知数な部分が多い。

本項では同社の各事業の市場環境について説明する。

▶ モバイル事業

【会社説明に基づく市場規模】

モバイル事業においてはアプリ広告に関する市場とアプリ課金に関する市場を見る必要がある。

アプリ広告に関する市場規模として、同社は会社資料において、国内インターネット広告媒体費に対し、スマートフォンの保有割合、デジタル系分野の BtoC-EC 市場における「その他」の構成比率、同社実施の調査に基づくデジタルイラストを描く顕在層・潜在層の割合等をベースに算出を試みた数値を開示している。なお、世界市場については有効なデータが無い部分については日本の数値を参照している。

また、アプリ課金に関する市場規模として、同様にデジタル系分野の BtoC-EC 市場における「その他」の金額規模に対し、スマートフォンの保有比率、デジタルイラストを描く顕在層・潜在層の割合等をベースに算出を試みた数値を開示している。世界市場についてはアプリ広告同様一部日本の数値を参照しながら算出している。

| | TAM* | ターゲット市場 | 同社売上 |
|-----------------|--------------|----------|---------|
| ペイントアプリ×アプリ広告市場 | | | |
| 国内 | 596 億円 | 66 億円 | 3.9 億円 |
| 海外 | 5,106 億円 | 567 億円 | 12.7 億円 |
| ペイントアプリ×アプリ課金市場 | | | |
| 国内 | 1,038 億円 | 115 億円 | 2.8 億円 |
| 海外 | 1 兆 1,787 億円 | 1,308 億円 | 6.6 億円 |

※TAM: Total Addressable Market の略で、理論上アプローチ可能な最大規模を意味する

【IR Agents としての補足】

以下では IR Agents としての市場に対しての考え方や、会社提示の市場の情報に対して補足したい点、考慮したい点について触れる。

まず、モバイルペイントアプリという個別性の強い市場であり、かつ個社の業績を考える上ではアプリ固有の状況が大きく反映される点を考えると、上記の市場数値はある程度参考にはなるとはいえ、同社が到達し得る売上高や、あるいはその上限について強い示唆を示すものではないと考えている。これは同社のみに言えることではなく、例えば BtoB の業界等と比較した時、どうしてもトップダウン的に計算するのが合わない業界全てに言える。

その上で、アプリ広告において IR Agents として考慮したい点は「インターネット広告市場が伸びていくのか」という点である。ここについては、人々が活動の場をデジタルに移す過程で、テレビ・新聞等の 4 大メディアから継続的なシフトが見られている点は事実であり、また今後も拡大が期待されるということは言えると考えている。景気動向による広告予算の変動という短期的な動きはあるとしても、縮小しつつある市場とは言えないだろう。

アプリ課金市場においては提示された数値を ARPU の面から考えてみたい。同社の国内ターゲット市場 115 億円ならびに海外ターゲット 1,308 億円は、仮に ARPU が 3,000 円/年程度¹と想定するならば、国内では 380 万人程度、海外では 4,360 万人程度を潜在的な課金ユーザーとして考えているということになる。

一方で、現在の関連する数値としては、国内の累計 DL 数が 2,821 万人、サブスクリプション収益から推察される国内サブスク利用者が 8~9 万人、日本除く世界の累計 DL 数が約 4.2 億人、サブスクリプション利用者が 13~14 万人程度と考えられる。(海外に関しては米国の 2.99 ドル/月と 1 ドル 150 円を基準に概算) また、これまでの説明でも触れているように、MAU としては約 4,000 万人、DAU では約 650 万人となっている。

1: 現在のサブスクリプション契約あたり売上高を参照。なお、アプリ自体は 300 円/月あるいは 3,000 円/年となっており、近い値となっていると IR Agents は認識している。

つまり、現状から考えると、MAU 等対比での有料サブスク利用者の拡大余地が十分に大きいとは言えるものの、MAU 全てが課金ユーザーに転換して到達可能（厳密には少し届かない程度）な水準が提示されているターゲット市場となっており、こちらについては一定割り引いて考える必要があるだろう。

しかし、上記の説明については単価について触れていない。実際、同社は昨年末に Windows 版のサブスクリプション価格の値上げなどを発表している。モバイル版の月 300 円程度という単価についても、人々が趣味に使う費用等を考えると値上げの余地も考えられるため、一概にユーザー数的なポテンシャルから言えないのも確かである。

また、更に大きな考え方として、「趣味で絵を描く」という需要がどこまで広がるのかは未知数である。絵を描くという趣味については「在宅で出来る」「安価で始め易い」という優位性があり、実際にコロナ禍で大きく趣味人口が増えたように見られるのはこういった要素があるだろう。これはモバイル機器やインターネットが世界中に更に拡大していく過程で恩恵を受け得る要素ではあり、超長期的視点では拡大していくだろう。

総じて、金額的な市場規模については触れにくい点ではあるが、潜在市場の大きさについては一定評価が出来る
と IR Agents としては結論付けたい。

➤ ソリューション事業

【会社説明に基づく市場規模】

ソリューション事業においては受託開発市場に関する市場と IT 技術者派遣に関する市場を見る必要がある。

両市場について、同社は会社資料で経産省等の統計をベースに算出を試みた数字を開示している。

| | TAM* | ターゲット市場 | 同社売上 |
|---------------|---------------|---------------|---------|
| ソリューション事業関連市場 | | | |
| 受託開発市場 | 10 兆 4,177 億円 | 6 兆円 8,131 億円 | 5.2 億円 |
| IT 技術者派遣市場 | 1 兆 4,413 億円 | 1 兆 780 億円 | 14.8 億円 |

※TAM: Total Addressable Market の略で、理論上アプローチ可能な最大規模を意味する

【IR Agents としての補足】

以下では IR Agents としての市場に対しての考え方や、会社提示の市場の情報に対して補足したい点、考慮したい点について触れる。

まず、当該市場におけるテーマとして重要な点は度々話題になる IT 人材不足であり、こちらについては様々な調査資料が出ている通り IT 人材に関する市場の構造的な拡大要因である。市場環境として需要超過が続くとは考えられる。

その上で、当該市場にアプローチする上でもう一つ大事になるのは供給力、すなわち「どれだけ採用出来るか」「どれだけエンジニアを抱えていられるか」という要素になるため、こちらも市場からトップダウン的にポテンシャルを考えるよりは個社要因の方を意識すべき事業であると IR Agents としては結論付けたい。

➤ AI 歌声合成事業

【IR Agents としての見解】

当該事業についてはまだ新しいことから同社の資料上で市場規模についての説明はほぼ無いため、IR Agents による独自調査及び同社とのヒアリング、ディスカッションによる見解を述べる。

当該市場（AI 歌声合成）に関する情報としては以下のようなものが存在する。

VOCALOID ソフトウェアの国内市場規模 3.3 億円 (2023 年)

出典: 経済産業省『音楽産業の新たな時代に即したビジネスモデルの在り方に関する報告書』(2024 年 7 月)

- 当該資料における出典は矢野経済研究所『クールジャパンマーケット/オタク市場の徹底研究 ~市場分析編~ 2023』と記載があるも、原本の確認は出来ていない

AI 搭載音声合成市場: 34 億米ドル (2024 年) → 102.7 億米ドル (2030 年), 年平均成長率 20.2%

出典: 360iResearch 『AI-Powered Speech Synthesis Market by Component, Voice Type, Deployment Mode, Application, End-User - Global Forecast 2025-2030』 (2025 年 3 月)

- 当該市場調査にはエンターテインメント向けも含まれるが、その他にも BtoB 用途におけるカスタマーサクセス向けの合成音声等の市場も含んでいると推察されるため、AI 歌声合成だけの市場ではない点について留意する必要がある

DTM (Desktop Music)市場: 50.8 億米ドル (2023 年) → 82.0 億米ドル (2029 年), 年平均成長率 8.1%

出典: TechSci Research 『Desktop Music Market - Global Industry Size, Share, Trends, Opportunity, and Forecast Segmented By Component, By OS Compatibility, By End-User, By Region, and By Competition, 2019-2029F』 (2024 年 5 月)

- DTM (デスクトップミュージック) は PC を利用して行う楽曲制作を指す
- 当該市場調査は AI 音声/歌声合成とは直接関係が無い市場であるが、関連する市場として参照

なお、ヒアリング・ディスカッションに基づき、本稿では AI 歌声合成と AI 音声合成はそれぞれのソフトウェアに期待される機能面から大きく異なるものであるとして考えている。

AI 歌声合成そのものの市場規模について明確に説明されているものは無いが、いずれにおいても成長が見込まれる市場と結論付けたい。

競争環境

モバイル事業において、「ibisPaint」はアマチュア・若年層に強みをもち、競合比でも大きなユーザー基盤を持つことは優位性として認められる。一方、プロ向けに強い「CLIP STUDIO PAINT」との今後の競争は懸念となる可能性もある。ソリューション事業は市場全体が需要超過な中、採用等に関する競争は発生するも、対顧客需要の獲得競争という点ではアイビス自体の事業規模がまだ大きくないことを踏まえても環境は緩やかだろう。AI 歌声合成事業ではヤマハの「VOCALOID」が圧倒的な知名度を誇る中、「VoiSona」は無料エディタやサブスク提供で差別化を図る。

本項では各事業の競争環境について説明する。

モバイル事業

まず、ペイントアプリという観点からは以下のようなサービスが競合プレーヤーとして考えられる。

| 製品名 | ibisPaint | Sketchbook | MediBang Paint | Fresco | CLIP STUDIO PAINT | Photoshop |
|----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------|------------------------------|-------------------------------|
| 運営企業 | アイビス | Sketchbook | MediBang | Adobe | セルシス | Adobe |
| 課金形式 | 基本無料 | | | 完全無料 | 有料 | |
| 月額価格 | 300 円～/月 ¹ | なし | 300 円～/月 ² | なし | 100 円～/月 ³ | 1,300 円～/月 ⁴ |
| 買切価格 | 1,500 円～ ⁵ | 500 円～ ⁶ | 1,800 円～ ⁷ | なし | Pro: 6,400 円 Ex: 26,900 円 | なし |
| DL 数や販売数 | 世界 4.7 億の累計 DL | 不明 | 世界 1 億超の累計 DL | 約 1,074 万 DL | 5,000 万本以上 (2025 年 4 月) | Photoshop Express 約 4.37 億 DL |
| コメント | 後段に記述 | スケッチ・ドローイング寄り | 漫画向け機能の充実 | 同じ Adobe 製品との連携 | 後段に記述 | 写真や Web デザイン寄り |

※本稿執筆時の IR Agents の調査に基づくものであり、各社価格に関してバリエーションや正確性について保証するものではない

この内、「Sketchbook」、「Fresco」、「Photoshop」については、相対的にイラストや絵、漫画を描くという観点ではない部分からの評価が為されていると見られるため、特に「ibisPaint」「CLIP STUDIO PAINT」について触れたい。

1: AppStore, Google Play Store においては 300 円/月、Windows 版については 480 円/月
2: クラウドストレージ容量によって変動。20GB の場合、App Store 350 円/月、Google Play Store の場合 330 円/月、Web 版の場合 300 円/月であり、容量に応じて月額料は増加する
3: 端末、台数によって変化する。iPad, Android, Windows, macOS, iPhone の場合、Pro 版で 480 円/月、EX 版で 980 円/月となる。また、Android, iPhone においては、1 台だけの契約の場合に Pro 版 100 円/月 EX 版 300 円/月となる。
4: フォトプランは 2,380 円/月、Photoshop の複合では 3,280 円/月、iPhone 版については Ps モバイル及び Web 版で 1,300 円/月、デザインモバイル版で 1,600 円/月となる。
5: AppStore においては 1,500 円、Google Play, HUAWEI App Gallery においては 1,600 円、Windows 版プロアドオンでは 4,800 円となる。
6: AppStore において、プレミアムバンドルで 500 円、Mac での契約の場合 4,000 円。
7: AppStore において 1,800 円、Steam 版において 4,980 円となる。

両者はともにグローバルで使われている、イラスト・漫画を描く人に向けたペイントアプリではあるが、明確な違いとしては価格設定や課金形式の差がある。アイビス社の提供する「ibisPaint」は基本無料である一方、セルシス社の提供する「CLIP STUDIO PAINT」は無料トライアルこそあるが、基本的には有料となっている。

両者ともに他アプリと比べてブラシ数や機能は豊富とされているが、2つのアプリを比べた時、「ibisPaint」ではイラストを描くユーザーや、趣味需要として始めるアマチュアユーザーが多く、「CLIP STUDIO PAINT」は漫画を描くユーザーや、プロユーザーに向けた機能が充実しているという評価が多い。

対応端末の観点からも、「CLIP STUDIO PAINT」は早くから Windows, Mac 等に対応していたのに対し、「ibisPaint」の Windows 対応は 2022 年から、Mac 版は今後の見通しである点も、プロとアマチュアどちらの市場から開拓していったのかという違いと思われる。

基本無料から始められる「ibisPaint」の方がアマチュアユーザーから手に取ってもらい易いというのは想像に難くない。また、結果としてより若年層を多く獲得しているのは「ibisPaint」の方と見られる。

ただ、両者のこういった差については接近しつつある印象を IR Agents は持っている。「ibisPaint」は遅くはなったものの Mac 版への対応が近いことを示してプロ向け市場への開拓を経営戦略として掲げている一方、「CLIP STUDIO PAINT」もスマートフォン・タブレットユーザーの取り込みについて資料中で触れている。¹ (参照: 2024 年 12 月期通期決算説明補足資料)

今後、基本無料であるという特性を活かして取り込んだ若年層のユーザー層をグリップし続け、有料ユーザーへの転換を図れるか、それとも「CLIP STUDIO PAINT」との競争が発生するのかについて IR Agents として注目したい。

➤ ソリューション事業

ソリューション事業については投資家側から技術面等での優位性・差別化要因を明確に理解することは難しい。しかし、まだ売上規模が業界に対して小さいことに加えて、市場環境の項で述べた通り需要超過の環境下で、他社と強く競合する状況とは言いにくいと考えており、モバイル事業程意識する必要は無いと考えている。

➤ AI 歌声合成事業

AI 歌声合成事業については以下のようなプロダクト/サービスが競合プレーヤーとして考えられる。なお、以下は主要なプレーヤーに留まり、現在では様々なものがリリースされている市場であることに留意されたい。

| 製品名 | VoiSona | CeVIO AI | VOCALOID | Synthesizer V |
|----------------|----------------------|-----------|-----------|---------------|
| 運営企業 | テクノスピーチ | ※1 | ヤマハ | Dreamtonics |
| エディタ +ライブラリ | - | 16,654 円～ | 24,200 円 | 18,700 円～ |
| エディタ価格 | 無料 | 10,780 円 | - | 13,200 円～ |
| ライブラリ 価格 | 13,200 円～ | 10,780 円～ | 11,000 円～ | 9,680 円～ |
| サブスク価格 | 880 円/月 6,600 円/年 | なし | なし | なし |

※1 CeVIO はテクノスピーチ、ソニーミュージックエンターテインメント、フロンティアワークス、ブイシंक、アツプフィールドらの共同 PJ

知名度やビジネスの規模としては、現時点では AI 歌声アプリの代名詞のようにも扱われることも多いヤマハ社の「VOCALOID」が頭一つ抜けている印象で、実際に IR Agents が Google トレンドなどによる比較を行っても、検索件数には大きな差があるようである。

このような市場環境下で、「VoiSona」の特筆すべき特徴としては、AI 歌声合成はエディタ＝「音声を編集するソフトウェア」とライブラリ＝「エディタで編集可能な音声データベース」の2つから構成されているが、VoiSonaはこのエディタが無料であることが挙げられる。また、ライブラリに関して、サブスク形式での提供を行っているのも現状では「VoiSona」のみとなる。

また、プロダクトそのものの競争力としては「どの声を扱えるのか?」、つまりこういったボイスライブラリを保有しているかも差別化要因となっているようである。現時点で人気が高いものは初音ミク (「VOCALOID」)、重音テト (「UTAU」,「Synthesizer V」)、可不 (CeVIO AI) 等が挙げられるようである。

1: 株式会社セルシス『2024 年 12 月期通期決算説明補足資料』

現時点では知名度の観点からヤマハ社の「VOCALOID」が優位な立ち位置にあると IR Agents としては考えるが、ボイスライブラリの獲得競争や、「VoiSona」の価格戦略、「ibisPaint」での経験を活かしたマーケティングなどについては注目したい。

業績動向

2021～2023 年にかけて、売上は 2,744 百万円から 4,086 百万円へと順調に拡大し、2021 年の黒字化後、利益成長も継続している。モバイル事業では累計 DL とサブスク契約者数の伸びが主な成長要因となっている。ソリューション事業は採用強化により売上成長を維持するも、利益は 2023 年に減少。全体としてはモバイル事業の成長が業績全体を押し上げる中心的な役割を果たしている。

本項では過去の業績動向について説明する。なお、2024/12 期については後段の直近業績にて説明する。

2021/12 期

- 売上高は 2,744 百万円 (YoY+69.6%)、営業利益は 60 百万円 (黒転)
- モバイル事業が累計 DL 数の増加 (YoY+82.5%) やサブスクリプション契約者数 (YoY+53.0%) の増加を通じて売上成長に貢献。一方、新規ユーザー獲得に向けた広告投下があったため、利益面に関しては売上程ではない
モバイル事業: 売上高 1,659 百万円 (YoY+176.2%) セグメント利益 168 百万円 (YoY+133%)
- ソリューション事業は売上高こそモバイル事業と比較して大きく貢献した訳ではないが、人材採用費を抑制した結果、利益が大きく拡大
ソリューション事業: 売上高 1,084 百万円 (YoY+6.6%) セグメント利益 158 百万円 (YoY+254.2%)

2022/12 期

- 売上高は 3,397 百万円 (YoY+23.8%)、営業利益は 219 百万円 (YoY+266.2%)
- モバイル事業が累計 DL 数の増加 (YoY+39.7%) やサブスクリプション契約者数の増加 (YoY+81%) を通じて売上成長に貢献。新規ユーザー獲得に向けた広告投下は継続も、前期と異なり増収による増益貢献が上回った形
モバイル事業: 売上高 2,164 百万円 (YoY+30.4%) セグメント利益 391 百万円 (YoY+132.7%)
- ソリューション事業について、売上高は 2 桁%の成長も人材採用投資を積極投下し、前期とほぼ同等の利益水準に
ソリューション事業: 売上高 1,233 百万円 (YoY+13.7%) セグメント利益 161 百万円 (YoY+2.0%)

2023/12 期

- 売上高は 4,086 百万円 (YoY+20.3%, 期初計画比+13.8%)、営業利益は 434 百万円 (YoY+97.4%, 期初計画比+44.7%)
- モバイル事業が累計 DL 数の増加 (YoY+24.7%) やサブスクリプション契約者数 (YoY+80.2%) の増加を通じて売上成長に貢献。新規ユーザー獲得に向けた広告投下は継続するも、増収による増益貢献が上回り大幅な増益に
モバイル事業: 売上高 2,455 百万円 (YoY+13.5%) セグメント利益 759 百万円 (YoY+94.0%)
- ソリューション事業は前年の採用拡大の結果、売上高が大きく成長も、前年以上に人材採用投資を積極化した結果前期比では減益に
ソリューション事業: 売上高 1,631 百万円 (YoY+32.2%) セグメント利益 90 百万円 (YoY△44.0%)

成長戦略

同社はモバイル・ソリューション事業で年 10%以上の売上成長を目指し、主にサブスクリプション課金の拡大を成長ドライバーとする。無料ユーザーの課金転換、自社広告活用、機能追加など多面的な施策を展開し、開発人材への投資も強化する計画である。加えて、現在はカバーし切れていないと思われるプロ向け市場の開拓を進める方針を発表しており、競争力の強化と一定の収益貢献が見込めると考えられる。広告収益やソリューション事業は安定的な水準での推移を想定しており、AI 歌声合成事業も現状は赤字であるが、大きな投資を行わず黒字化を目指す方針である。

本項では会社としての成長戦略について説明する。

まず同社の全体の成長戦略について意識しておきたい全体感は以下である。

- **ソリューション事業+モバイル事業での売上年平均成長率 10%以上**
- **10%成長見込には AI 歌声合成事業及び M&A を含まない**
- **モバイル事業についてはアプリ広告の成長は見込まず、アプリ課金の売上が成長し、それぞれの比率は逆転**
- **営業利益率の改善を通して、利益面に関しては売上以上の成長を目指す**

上記の成長は主にサブスクリプションを中心とするアプリ課金収益の成長が主要なドライバーとなる想定であり、以下のような施策を同社は掲げている。

▶ 既存無料ユーザーのサブスク転換

同社開示によると、現在の MAU 約 4,000 万人の内、現在サブスクを契約している 23.2 万人と同じ月間平均利用時間の無料ユーザーは 635 万人存在し、この層を獲得していくことを優先順位の高い取り組みとして捉えている。IR Agents としても取り組みや目標設定に違和感はないと認識している。

| 基準 | MAU | ヘビー ユーザー数※1 | 課金率 5% | 2027/12 期頃 目標 | 現在の サブスク契約数 |
|---------|----------|----------------|--------|------------------|----------------|
| 課金者数 | 3,988 万人 | 635 万人 | 200 万人 | 70 万人※2 | 23.2 万人 |
| 課金率 | | 15.9% | 5.0% | 1.76%※2 | 0.58% |
| サブスク売上高 | | 190 億円 | 60 億円 | 21 億円※2 | 6.8 億円 |

※1 現在のサブスク契約者数と同じ月間平均利用時間の無料ユーザーをヘビーユーザーとしている。同社定義。

※2 厳密には 21 億円は売切型収益を含む「アプリ課金収益」となる。また、課金者数や課金率については同社発表のものではなく、現在の ARPU 等から IR Agents が推計した値であることに留意。

サブスク拡大に向けた施策としては以下のような施策について同社は触れている。

■ 無料ユーザーに向けた自社広告

現在、無料ユーザーに向けては外部の広告を表示している状態であるが、この時にサブスク転換を促す自社の広告を配信することを進めている。実際、無料ユーザーに対して広告を流すことによって得られる想定収益は過去推移から考えると 1 人あたり 300 円/年程度であり、無料広告を流す代わりに自社広告を流し、サブスクユーザーへの転換が出来れば 1 人あたり 3,000 円超/年となるため、全体の収益として拡大が期待出来る。

■ 機能の拡大

ユーザーは追加機能に対してプレミアムを支払ってサブスクリプション契約に至ると考えた時、「無料ユーザーが有料課金してでも使いたくなるような機能を追加する」ことが重要であることは明確である。同社としてもその点は意識している見え、最近でもベクターレイヤー機能や AI 学習妨害機能などの開発を継続している。

実際、過去サブスク契約数の成長ペースが拡大した時には何かしらの機能開発や仕組みの変更が行われている。例えば、2021 年末に導入されたクラウド同期機能と、同期上限の設定（無料ユーザーでは 64MB、有料ユーザーでは 20GB）が為された時には大きくサブスク契約数が伸びていることが確認出来る。

この施策のため、同社は開発人材投資については人数・質ともに継続して投下することを計画しており、2025 年 12 月期においては 2024 年 12 月期対比で 26.9%増を計画している。

➤ プロ向け市場の開拓

サブスクリプション契約数の拡大が最も重要なドライバーであることは間違いないが、それとは別に同社はプロマーケット開拓の本格強化についても取り組みとして掲げている。Windows 版は 2022 年にリリースを終えたが、Mac 版についても 1 年以内のリリースを予定している。

PC で作業する層にはプロ層が多いと考えられ、この層は現在では「CLIP STUDIO PAINT」が扱っている領域である。IR Agents としては競争力の維持・担保、あるいは拡大を狙った戦略として考えており、妥当だと考えている。

現在の Windows の売切型の販売単価は 4,800 円であるが、限界利益率も高いため、仮に 1 万本が買い切りで売れた場合 48 百万円程度=モバイル事業のセグメント利益の 4%弱程度のプラス影響になると考えられ、小さくは無い影響となる。

一方で、サブスクリプションの増加には繋がらないため、ユーザーがどちらを選ぶかによって短期的な業績の変動は起こり得ると IR Agents は考えているが、長期的には課金ユーザーの成長が同社業績を牽引する見込である点については変わらない。

伸びを牽引し得る部分は上記の 2 つと考えられるが、サポート的な内容としてアプリ広告事業、ソリューション事業、AI 歌声合成事業についても触れておきたい。

➤ モバイル事業 - アプリ広告収益

アプリ広告収益に関しては 2024/12 期の 16.5 億円から漸減する見通しを同社は立てており、2027/12 期頃では 15 億円程度と見込んでいるようである。

これは同社ヒアリングに基づくと広告単価に関して保守的な数値で予想を組んでいることに起因するが、インターネット広告市場の継続的な成長や足元の DAU の安定・微増傾向を考慮すると、IR Agents としては、同社の中期的な成長目標の達成に関するダウンサイドリスクとしては小さいと考えている。

➤ ソリューション事業

ソリューション事業については 2027/12 期までは大きな伸びを見込まず安定成長領域として同社は捉えており、その中でも受託開発・IT 技術者派遣の領域を問わず、収益性を意識しながら展開をしていく見込みである。

実際、IT 人材に対する需要が強い環境は継続すると見られ、一定の採用を通じて維持・拡大が可能と IR Agents は捉えており、将来業績に大きく関するリスクとは考えていない。

➤ AI 歌声合成事業

AI 歌声合成事業については現在立ち上がったばかりの事業であり、見通しは立てにくいだが、買収前の直近期（2024/6 期）においては 60 百万円程度の赤字の事業である。新規事業領域として同社の全社 10%売上成長+営業利益率改善には含まれていない部分ではあるが、ヒアリングに基づく今後大きく投資を行い、赤字を拡大しながら取り組むというよりは赤字を縮小しながら黒字化を目指し伸ばす想定であり、アプリ課金収益の伸びでカバー出来る程度のマイナス影響であると IR Agents としては考えている。

直近業績

2024 年は売上 13.2%増・営業利益 166.1%増と好調で、サブスクリプションが前年の 2 倍以上に伸び全体を牽引。一方、アプリ広告は施策不振等の影響で減収となり、現在は回復待ちの状況。2025 年は売上・利益ともに成長率が鈍化予定で、前期の動向を踏まえ広告収益の減少を織り込んだ慎重な計画だが、サブスク契約数は順調な増加を見込む。ソリューション事業は IT エンジニア数の減少により増収は控えめも、収益性の高い案件に取り組むことで利益成長を継続する見通し。AI 歌声合成事業はまだ計画には織り込まれていないが、小規模赤字での連結を予想する。

本項では 2024/12 期の業績及び 2025/12 期会社予想について説明する。

2024/12 期実績

- 2024/12 期の全社の売上高は 4,625 百万円で前年同期比 13.2%増、営業利益は 1,155 百万円で前年同期比 166.1%増の着地
- サブスクリプション契約数は最終的には 2024/8/9 修正計画を下回るも前年同期比+94.4%と順調に成長
サブスク売上は 2023/12 期の 330 百万円から 116.7%増加し 687 百万円で着地し、全体業績を牽引
- 従来収益の柱であったアプリ広告収益は前年比で 10.2%減少し、1,659 百万円で着地。2023/12 期第 4 四半期から継続して減収傾向にあるが、これは① 2023/12 期第 4 四半期のアプリ広告収益が良過ぎた点 ② 第 2 四半期以降、広告収益拡大のために採った施策が不振 ③ ②の結果として広告媒体としての価値が低下し、単価等の低下等が発生 という背景となっている。なお、②の施策自体は 2024 年 9 月で終了して改修を終えており、現在は③の影響からの回復を待つ状況である
- ソリューション事業については前期の採用の拡大と収益性を意識した展開により、前期比で売上高は 23.5%増の 2,014 百万円、セグメント利益は前年同期比で 204.2%増の 275 百万円で着地し業績を牽引した。
しかし、前期での大量採用においてアンマッチがあり、今期に関しては退職者数が増えた結果 IT エンジニア数は足元減少傾向にある点が課題である

2025/12 期会社計画

- 2025/12 期会社計画に関して、売上は 4,905 百万円で前年同期比 6.1%増、営業利益は 1,250 百万円で前年同期比 8.2%増を見込んでおり、2024/12 期の成長率からすると見劣りする結果。背景は限界利益率の高いアプリ広告収益の減収であり、サブスクリプションの拡大とソリューション事業における利益率拡大は見込んだ数値となっている
- アプリ広告収益計画は 1,464 百万円（前年同期比△11.8%）となっている。前年同期比減収見込みは前期の施策不振+広告媒体価値の低下が継続する見込みのためであり、「極めて慎重に予想」と会社は説明している。
同社の 2024/12 期第 4 四半期のアプリ広告収益は 351 百万円となっており、水準としてはこの前期第 4 四半期の業績×4=1,400 百万円程度からは改善を見込むも、2023/12 期アプリ広告収益 1,845 百万円には大きく及ばない水準であり、慎重な予想であると IR Agents では考えている
- 一方、サブスクリプション契約者数に関しては 47.4%増（11 万件増）で 34.2 万件を目標としており、サブスク売上では 1,114 百万円（前年同期比 62.2%増）を見込んでいる。今期に関して飛び道具的な施策は無いと考えており、成長戦略通りの自社広告と追加的な機能開発を通じて転換を図る方針である。昨年のサブスク契約の増加数が 11.3 万件であるため、達成可能な水準だと IR Agents では考えている
- また、モバイル事業について、為替水準はドル円 141 円で計画されており、円安/円高はそれぞれ海外売上の連結時にポジティブ/ネガティブな影響となる。同社の海外売上比率は 2024/12 期で 73.9%である
- ソリューション事業の売上計画は 2,108 百万円と前年同期比 4.7%増となっている。前提として、2023/12 期の採用のアンマッチから続いている退職が影響しており、今期についてハイスkill人材の採用はあるもの、前年比で IT エンジニアが減少する見込みとなっているためである
- AI 歌声合成事業についてはまだ連結されていないため、会社計画として発表はされていないが、連結時には数千万円程度の赤字として連結されると IR Agents では想定している

資本政策・財務戦略

上位株主の内、内部者は創業者かつ現代表取締役社長であり、第 1 位株主として 47%を保有する神谷氏と、常務取締役として 7.75%を保有する村上氏の 2 名である。同社はグロース市場に所属するが、流通株式時価総額や業績の規模から考えて、プライム市場への移行はまだ先となりそうだ。新株予約権による潜在希薄化率は全体で 6%程度を見込む。49%と高い ROE 水準を実現しており、現在は 20~25%の配当性向と増益に伴う増配を株主還元方針として掲げているが、ビジネスモデル等から財務の懸念は非常に小さく、中長期的な還元拡大を期待したい。

本項では株主構成と財務戦略について説明する。

株主構成

2024/12/31 時点での大株主上位 10 名は以下の通りである。¹

| 氏名または名称 | 所有株式数 | 割合※ |
|--|-------------|--------|
| 神谷 栄治 | 1,736,243 株 | 47.44% |
| 村上 和彦 | 283,680 株 | 7.75% |
| 個人投資家① | 181,700 株 | 4.96% |
| 個人投資家② | 172,860 株 | 4.72% |
| 個人投資家③ | 87,770 株 | 2.40% |
| NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB) | 45,300 株 | 1.24% |
| 東京短資株式会社 | 41,300 株 | 1.13% |
| NATIONAL AUSTRALIA BANK LIMITED – JANA DIVERSIFIED GLOBAL SHARE TRUST - 7 | 39,700 株 | 1.08% |
| 個人投資家④ | 34,300 株 | 0.94% |
| 個人投資家⑤ | 28,900 株 | 0.70% |

※自己株式を除く発行済総株式数に対する割合

この内、神谷氏は代表取締役社長を、村上氏は常務取締役を現在務める内部者である。また、個人投資家②に関しては退職済の元役員である。上記の 3 名以外については東京短資会社を除き売買目的での保有者と IR Agents は考えている。

また、同社は現在東証グロース市場に所属するが、プライム市場に向けた適合状況は以下の通りである。

| | 流通株式比率 | 流通株式 時価総額 | 直近 2 年の 利益合計 | 直前期の売上高 及び時価総額 | 直前期の 純資産額 |
|--------------------|--------|--------------|-----------------|-----------------------|--------------|
| アイビス | 43.48% | 54.8 億円 | 1,127 百万円 | 4,625 百万円 126 億円 | 2,129 百万円 |
| 参考) プライム 市場上場基準 | 35%以上 | 100 億円以上 | 25 億円以上 | 100 億円以上 1000 億円以上 | 50 億円以上 |
| 適合/不適合 | ○ | × | × | × | × |

1: 同社の 2024 年 12 月期有価証券報告書に基づく

また、新株予約権の権利確定後未行使残の状況は以下の通りである。

| 氏名または名称 | 割当先 | 発行価格 | 株数 | 潜在希薄化率※ |
|---------------|-----------|---------|-----------|---------|
| 2019 年有償第 1 回 | 同社取締役 | 609 円 | 150,000 株 | 4.09% |
| 2019 年無償第 1 回 | 同社従業員 | 609 円 | 5,882 株 | 0.15% |
| 2021 年無償第 1 回 | 同社取締役・従業員 | 1,290 円 | 60,000 株 | 1.63% |
| 合計 | | | 215,582 株 | 5.89% |

※自己株式を除く発行済総株式数に対する割合

株主還元・財務戦略

【会社説明に基づく市場規模】

同社は現在利益成長に応じた株主還元（増配）と、20~25%の配当性向を株主還元に関する方針として定めており、2025/12 期に関しては 1 株あたり 50 円の配当（予想配当性向 21%）としている。

現時点では保有現金に関するマネジメントの定量的な目標値の開示はないものの、2024/12 期の ROE は 49.7%と非常に高い水準を実現している。

【IR Agents としての補足】

同社はストック性が高く、大きな設備投資が不要なビジネスモデルであること、2024/12 期実績で 25.0%という高い利益率を実現していることから、非常に多くのフリー・キャッシュ・フローを生む業態となっている。

また、現在ネットキャッシュは 2,184 百万円と豊富な状況であり、財務面における心配は現状無いものと IR Agents では考えている。

今回テクノスピーチ社の買収が発表されたが、現状の投資・還元規模では ROE の低下を招くと考えられ、IR Agents としては同社により積極的な投資か、中長期的な株主還元の拡大を期待出来ると考えている。

過去の株価動向及び類似企業比の株価水準

現在の株価推移として、2024 年 9 月に最高値を付けた後、第 3 四半期決算、通期決算と下落した。その後、若干の反発を見せるも、4 月上旬の全体相場の大きな変動を経て、やや下降トレンド気味に見える状況である。過去、業績アナウンスに比較的素直に反応していることが見て取れる。また、株価水準の参考として、直接的な競合・類似企業であるセルシスに加え、IR Agents より幾つかの企業を選定してリストアップしている。なお、当リストは飽くまで参考であり、同社のビジネスや定性的状況と完全に一致する企業は存在しないと IR Agents としては考えている。

本項では直近 2 年間の株価推移と、他上場企業から見た現在の株価水準について説明する。

株価推移

直近 2 年間の株価推移は以下の通りである。基本的に、決算に対しての動きが多く、上方修正等のイベントに対して素直な方向に動いている印象を IR Agents としては持っている。¹



株価水準

他の上場企業と現在の株価水準を比較したものが以下である。近い企業としてはセルシスとなるが、サブスクリプション収益の比率はセルシスの方が高い点については意識したい。その他は、アプリ内広告や自社メディアから収益を上げている企業、システム開発・IT 派遣関係、サブスクリプション型で収益が立つ、などの要素から選定している。

なお、比較企業の選定は IR Agents が行ったものであり、完全に一致する比較企業は存在しないと当社は考えている。飽くまでも参考値として受け止められたい。²

| 会社名 | 証券コード | 時価総額 | PER | PBR | 配当利回り | 会社予想売上成長率 | 会社予想営利成長率 |
|----------------------|-------|----------|-------|--------|-------|-----------|-----------|
| アイビス | 9343 | 113 億円 | 13.0x | 5.32x | 1.62% | +6.0% | +8.2% |
| ペイントアプリ | | | | | | | |
| セルシス | 3663 | 433 億円 | 23.2x | 7.57x | 2.71% | +10.7% | +19.1% |
| アプリ内広告 | | | | | | | |
| 東京通信 G | 7359 | 25 億円 | -- | 4.64x | -- | +2.4% | 黒転 |
| 自社メディア内広告関連 | | | | | | | |
| イード | 6038 | 43 億円 | 11.3x | 0.96x | 2.57% | +9.4% | +12.8% |
| オリコン | 4800 | 119 億円 | 8.7x | 1.83x | 4.59% | +8.3% | +10.5% |
| システム開発・IT 人材派遣 | | | | | | | |
| テクノプロ HD | 6028 | 3,331 億円 | 18.0x | 4.17x | 2.82% | +8.1% | +23.2% |
| セラク | 6199 | 198 億円 | 11.2x | 2.29x | 0.92% | +10.3% | +12.2 |
| サブスクリプション型収益モデル（toC） | | | | | | | |
| U NEXT | 9418 | 3,626 億円 | 21.7x | 4.03x | 0.70% | +10.2% | +6.5% |
| note | 5243 | 280 億円 | 254x | 12.40x | -- | +21.1% | +15.4% |

1: 出所は会社提供
2: 2025 年 4 月 18 日時点の数値に基づく

IR Agents からの今後の注目ポイント

IR Agents はまず、サブスクリプションの拡大による収益の積み上げと安定化に注目している。広告収益の変動リスクを抑えることで、株式市場でのビジネスモデル評価が向上する可能性がある。一方、アプリ広告収益の底打ちが未確認であり、その回復タイミングも重要な注目ポイントだろう。AI 歌声合成アプリ「VoiSona」の成長や、新たな成功アプリの創出も中長期的に大きな意味を持つ。「世界で使われる日本発アプリ」を増やすことが、さらなる飛躍へのカギと IR Agents は捉えている。

本項ではこれまでの説明を踏まえて、IR Agents として注目したい点について説明する。

IR Agents としては今後の同社の展開として以下の 3 点について注目したい。

➤ サブスク化の加速に伴う事業モデルの安定化と利益成長

2024/12 期に発生したように、広告収益に基づくビジネスモデルはマクロの景気等への連動性や、広告配信プラットフォームへの依存に対する業績変動の懸念が存在するのは確かであり、これらは他の上場企業を見てもバリュエーションにおけるディスカウント要因として機能していることが多い。

同社の示すサブスク収益を中心に伸ばしていく展開はキャッシュフローの安定化と、積み上げモデルでの成長実現を可能にするものである。

また、競合と比較した際、基本無料から開始したからこそ非常に広いユーザー基盤を保有することは間違いなく、既存のユーザー基盤を活かしたサブスク収益の成長ポテンシャルは大きいものと考ええる。

今後、サブスク収益の比率が拡大していくにつれ、会社全体の成長率が底上げされること、収益と成長の安定化により株式市場におけるビジネスモデルに対する評価が変わり得ることについては意識したいと IR Agents では結論付けたい。

➤ アプリ広告収益の底打ち・回復

2024/12 期に発生したアプリ広告収益減について、実績として底打ちが確認出来ていないのは株価にとっての重しになっていると IR Agents は考えている。

サブスク収益を今後の軸として成長していくことに違和感はないが、アプリ広告収益も非常に高収益な事業であり、同社の強みを維持するための開発投資を支える事業であることも間違いのないため、実績としてアプリ広告収益の底打ち・回復がいつ見られるかについては意識したい。

➤ AI 歌声合成事業の成功あるいは新たなサービスの開発

同社、そして神谷氏の目指す地点は「世界で売れる日本発のアプリを作る」ことである。

「ibisPaint」は文字通りそれを体現するソフトウェアとなったが、同社が今後更に大きな成長を遂げていくことを目指した際、ペイントアプリ以外のアプリが成功することは非常に大きな要素である。

今回 M&A により獲得した AI 歌声合成アプリ「VoiSona」はまだ事業規模として小さく、収益化にも至っていない事業であるが、過去「ibisPaint」が進んだ道のりを同様に辿ることが出来るのかについては注目したい。

また、勿論「VoiSona」以外にも新たなサービスが出てくることについても期待したいと IR Agents では考えている。

リスク要因

成長の鍵となるサブスクリプション契約の拡大には、競争や機能の魅力度、ユーザー嗜好の変化による鈍化リスクがある。アプリ広告についても、予期せぬ不具合、アルゴリズムや市場の変化が収益に与える影響は無視できない。IT人材の確保も重要で、モバイル・ソリューション両事業の成長に直結するリスク要因となっている。為替変動も、海外売上比率が高い同社にとって業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。さらに、「ibisPaint」への依存度が高く、同サービスの失速は全社的なリスクとなり得る。

本項ではこれまでの説明を踏まえた、同社の成長に関するリスクについて挙げていく。

➤ サブスクリプション契約数の拡大ペースの鈍化

同社の既存ユーザー基盤を活かした展開に一定の蓋然性はあるが、競争の激化や開発した追加機能がユーザーに刺さらない、あるいは人々の趣味・嗜好が変わることにより、サブスクリプション契約の拡大ペースが鈍化する可能性は存在する。

四半期単位でサブスクリプション契約数の推移については開示が為されるため、成長ペースについて注視し、動向や背景については意識する必要があるだろう。

同社としてはユーザーの嗜好についてはマーケティングを通じて把握に努め、改良に活かす対応策を掲げている。

➤ インターネット広告市場動向の変化や施策の失敗

2024/12 期に発生したように、アプリ広告収益については MAU 約 4,000 万人という強固な既存ユーザー基盤を抱える同社ではあるが、予期せぬ不具合、アルゴリズムや市場動向の変化などに起因して業績が悪化する可能性は存在する。

こちらについても、実績の開示や景気動向について注視する必要があるだろう。

➤ IT 人材不足に関するリスク

モバイル事業における開発リソースの不足や、ソリューション事業における IT エンジニア数の不足などが、業績に対して悪影響をもたらす可能性は存在する。

同社の採用体制や人的資本への投資状況、市場における魅力などの変化などについて意識する必要があるだろう。

➤ 為替に関するリスク

同社の売上高の多くは海外から来るものであり、換算時の為替が業績に影響を与えるため、為替動向については注視する必要があるだろう。

➤ 「ibisPaint」への依存リスク

現状、同社の利益の非常に大きな割合を「ibisPaint」に依存していることは確かであり、もし「ibisPaint」に課題が生じた場合業績に対する影響は大きい。

広告収益からサブスクリプション収益への切り替えは、業績の急落に対しては一定の対策となるが、依存リスクについては本質的な解決とはなっていない点については意識する必要があるだろう。

その他のリスク要因については同社の有価証券報告書を参照されたい。

ESG

ガバナンス面では創業者と内部者で過半数を保有する体制のため、少数株主への配慮が求められる。取締役会は独立性に課題があるものの、任意の委員会では独立取締役の比率が高く一定の評価が可能。報酬体系は固定報酬中心で非金銭報酬の割合は低く、業績や株主利益との連動が弱い点を課題視したい。資本コストを意識した経営に関する情報開示も行われていない。環境・社会面では明確な取り組みや開示がなく、今後の対応が望まれる状況にある。

本項では同社のガバナンス及び環境・社会に対しての取り組みに対してチェックする。

ガバナンスについて

➤ 支配株主の有無について

現在、創業者である神谷氏の株式保有比率は 47.44%と極めて高いものの、過半数を超えてはいないため、支配株主ではない。しかし、2 位株主の村上氏も内部者であり、2 名の合計で過半数を超えるため、少数株主利益の保護という観点から株主構成について意識する必要があるだろう。

➤ 取締役会の体制について

現在同社は監査等委員会設置会社であり、取締役は全体で 7 名、内 2 名が社外取締役かつ独立取締役である。そのため、独立取締役の比率としては 1/3 を超えない水準であり、重要な決定に際して社外の視点が入る余地は決して大きいとは言えない点について意識する必要がある。

一方で、同社は任意の委員会として指名報酬委員会を設置しており、その議長は独立取締役が勤め、各委員会 3 名の内 2 名が独立取締役と過半数を超える構成となっており、評価されるべき点であろう。

➤ 取締役の報酬体系について

現在、取締役の報酬詳細については区分ごとの報酬総額が開示されている。

当該開示に基づいた時、監査等委員・社外役員を除く取締役について、固定報酬が 75%、非金銭報酬含む業績連動報酬・退職慰労金・ストック・オプションが残りの 25%となっている。また、監査等委員・社外役員については 100% が固定報酬となっている。

現状、最大の大株主が創業者であり現代表取締役である神谷氏であることは考慮の余地があるが、少数株主の利益を考えた際、株主利益と取締役の利益を揃える方向での取り組みが求められる状況であると IR Agents は認識している。

➤ 「資本コストを意識した経営」に関する開示について

現在、同社は「資本コストを意識した経営」に関する開示は行っていない。

環境・社会に対する取組について

現在、同社より環境・社会に関する取組についての開示は無いという認識である。

事業形態として環境負荷の高い領域が存在している訳ではないと IR Agents としては考えるが、今後 Scope1/2/3 等 TCFD に関する開示や人的資本投資に関する開示等については検討の余地があるという認識である。



特別企画 - 社長インタビュー -

IR Agents 関本 (以下、IR Agents):

改めて今回は当社のスポンサードリサーチのテスト版にご応募頂きありがとうございました。とても勉強になりました。レポートの大部分はかなり固めの文章になっているのですが、対談記事みたいなパートを通して、少しウェットな体裁で、神谷社長の実際のお話を届けたいなと思ってお時間を頂いています。よろしくお願いします。

アイビス 神谷社長 (以下、神谷社長):

よろしくお願いします。

IR Agents:

ありがとうございます。今回聞きたいところとしては2つ。そもそもの会社を始めるところのきっかけみたいなところや神谷様の思い。もう1つが、今回買収を決めたテクノスピーチさんについての話題になります。まず、こういったところからアイビスは始まったのか、ここからは是非お願いします。

神谷社長:

創業は2000年5月ですが、ちょうどその頃、携帯電話がインターネットに接続できるようになったタイミングでした。具体的には、ドコモのi-modeですね。それで、ちょっとした趣味で小さなゲームを作ってみたのですが、告知や宣伝を全くしないにもかかわらず、たくさんアクセスが来てしまって。これには驚きましたし、すごくアツいなと思って、慌てて会社を立ち上げたという流れです。携帯電話は当時、メモリが少なく、計算能力も低かったのですが、それでもインターネットに接続できるようになったことで、無限のデータにアクセスできるという点で、世界が大きく変わると感じました。そのため、この可能性を活かして、会社を立ち上げることに至ったというわけです。そして「ibisPaint」に関してですが、スマートフォンが出て、AppStoreが公開されたタイミングから色々なことにすぐ取り組みました。

「ibisPaint」は初代iPadの年に企画したもので、PCでやっているようなことを全てスマホでできるようにしたいなという思いでリリースしました。

ただ、当時は一般的にデジタルペイントは、先が細くて筆圧が効くペンタブレットのようなもので描くものです。しかし、スマホで指を使って描く場合、指は太いですし、描いている最中に線が見えにくかったり、画面が狭かったりと、非常に不便です。そのため、絵を描くのはかなりクレイジーだとよく言われました。最初の頃は、こんな環境で絵を描けるわけがないというレビューもたくさんありました。

けれど、やはり若者が素早く習得してくれて、「スマホだけでもこんなに絵が描けるんだ」みたいな驚きをユーザーが感じてくれたようです。そこから、自己資金だけでやってきましたが、口コミで徐々に広がっていったという流れです。

当時スマホが出てきた時に5本位アプリを作ったのですが、その中で「ibisPaint」が生き残ったという形です。

IR Agents:

ありがとうございます。元からクリエイティブ領域に興味があったという感じなのか、それともたまたまibisPaintがお絵描きという領域だったのかでいうとどうだったのでしょうか？

神谷社長:

そうですね、クリエイティブ方面に興味があったという訳ではなく、たまたまです。アプリの元は私のネタ帳みたいなものがきっかけになっているのですが、ニコニコ動画の「描いてみた」がきっかけになったアイデアでした。実は、LINEがリリースされる前に、チャットアプリの開発を始めたり、別のものも作っていたりしています。

IR Agents:

なるほど。それでも実際に作って、ユーザーの声とかを聞きながら開発を続けて、今これだけ大きくなったというのは素晴らしいことなのかなと思います。

神谷社長:

そうですね。逆に、「絵が好き」という切り口じゃないところがどこかプラスになっているのかな、とは思います。見せ方とか、UIとか、マーケティングとかですね。

IR Agents:

結局何が「ibisPaint」をグローバル1位に押し上げたのだと思いますか？今振り返ってみるとあれが大事だったのだろうな、と思うところとか。

神谷社長:

先行者利益というか、我々が最初のバージョンをリリースした時も競合が10本位ありましたが、まだまだ市場が小さくて、作っている人たちも個人で開発しているとか、そういう状況で早く参入できたので、早い段階でシェアが一番高かったのはとても良かったです。

今の話は国内の話なのですが、利益が出始めてすぐに、日本の売上をすべて海外に投資しました。このあたりでも、早く動いて先にシェアを取れたという部分が大きかったですね。もちろん、機能面やUI、デザインなど、細かい部分では細かく戦っていますけれど。

IR Agents:

まあそういった意味では、今後も新しい領域に早く出て行って、先に市場を取っていく、みたいなところを大事にしたい、というところでしょうか。原風景みたいなところですね。

神谷社長:

そうですね。学生の時に「小次郎」というFTPソフトを作ったのですが、これもインターネット幕開けの時の、日本初の日本語FTPソフトでした。

そういった感じで、いち早くやるっていう成功体験が学生時代からあるので、本当に新しいものや新しいチャレンジを、半歩先を行くような形で常にやりたいと思っています。

IR Agents:

なるほど、ありがとうございます。

ところで、どうしても今は「ibisPaint」、ペイントアプリの会社っていう認識になると思うのですが、このままクリエイターを支援する方向を考えているのか、また別の面白い領域が見えているのか、詰まるところ、どういうところを目指しているのか。

夢みたいなものでも良いのですが、是非社長としてどこを目指しているのかを伺いたいです。

神谷社長:

そうですね。現状クリエイター向けのところを広げていきたいと考えています。やはり「ibisPaint」が柱になったので、このチャネルやノウハウを活かして、ターゲットも近い領域で広げていきたいと思っています。

IR Agents:

ありがとうございます。そういった意味で、やっぱりなんか今回の買収も個人的には面白いところだと思っていて、次はここを伺いたいです。

まず、そもそも、この AI 歌声合成っていう領域について、こうどう捉えていらっしゃるって、どういった経緯でテクノスピーチの買収に至ったのか。この始まりのところから教えてください。

神谷社長:

「ibisPaint」のユーザーは、かなり日本のイラストやオタク文化に強い部分がありますが、そういう意味でも、テクノスピーチの AI 歌声合成は似たような面があると思います。

ヤマハさんの VOCALOID が代表的ですが、ニコニコ動画では作曲家、作詞者、歌い手、絵を描く人、動画編集者などが協力して音楽を作り上げるというのは、非常に面白い文化だと思っています。この文化を世界に広げていきたいと考えています。

IR Agents:

なるほど。この事業を見ていらっしゃるのには神谷社長なんでしょうか。買収後、実際に事業をご覧になって、もし思うところなどがあったら伺いたいです。

神谷社長:

こういう形で他の会社にジョインするのは初めてなので、企業文化が異なること自体が学びの多い部分であり、面白いなと思いながら経験させてもらっています。ビジネス自体は本当に面白い話がたくさん転がっていて、ワクワクしながら参加しています。

実際には、「ibisPaint」の時は、これがうまくいったから次はこれを

試してみませんか、とか、ここの UI を変えると多分売上が上がると思う、といったノウハウを共有しています。ただ、まだ一緒に働き始めて 1 ヶ月ほどなので、お互いを理解し合うところからですね。

IR Agents:

「ibisPaint」と比べて考えると、「ibisPaint」のアプリの黎明期にどう取り組んできたっけ？みたいなところの楽しさもあれば、その経験も生かしてというのは、面白い状況なのかなと思ったりします。

神谷社長:

そうですね。私は「ibisPaint」が急成長して、これ上場いけるのではないかみたいな頃が本当にとっても楽しく、情熱を燃やしていました。ですので、売上也小さくて、数人のエンジニアとやっているみたいな、人がいない、お金もない中どう工夫するかという今の状況は楽しいです。やっぱり、ゼロイチを立ち上げるところの方が私は向いてるなと思っています。

IR Agents:

なるほど。最後に、アイビスという会社全体を踏まえて、AI 歌声合成事業の目指すところ、あるいはどうグループ全体に関わってくるのかということについて、是非伺いたいです。どういった景色を見据えて今取り組んでいるのでしょうか。

神谷社長:

そうですね。私は「ibisPaint」を作った頃から、最終的にはミュージックビデオのようなものが作れるようにしたいと考えていました。ミュージックビデオと言っても、カメラを回してリアルな人を撮影するというわけではなく、イラストが動いたり、ロゴが飛んだりといったアニメーションがあって、歌を作ってそれを載せられるような、そんなものを編集できるようにしたいという思いです。

中学生でも、歌詞を作る人、作曲する人、絵を描く人、動画を編集する人、歌い手の人、みんなが協力して、ネット上で新しい文化を発信できる。当社の製品が世界中で売れて、使ってもらえて、そういう文化を世界に展開したいという思いがあります。

その意味では、「ibisPaint」で絵やイラストを、「VoiSona」の方で音声の方を扱うことで、どんどん進展していきます。そうすると、両方を手に入れて、両方を作り、クリエイターたちがその両方を使うような状況になる。そうなれば、非常に面白い状況になると思っています。

IR Agents

ありがとうございます。その光景が実現出来たら、アイビスのことを世界中のクリエイターが知っている、という状況になりそうですね。

改めて今回のプロジェクトもご協力頂きありがとうございました。

Disclaimer / 免責事項

本稿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・情報について、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。また、本稿における仮説や見解、分析、将来の見通しに関する記述は、本稿の発表時点で公開されている情報や対象企業への取材に基づいて作成されておりますが、将来の結果や業績を保証するものではなく、また対象企業による意向を含むものではありません。また、本稿のためのヒアリングは3月9日に実施しており、第1四半期決算における沈黙期間中のヒアリングは行っておりません。

本稿の内容は今後予告無しで変更される場合があります。

本稿は当該企業からの委託に基づき、株式会社 IR Agents が作成し、対価として業務委託報酬を得ているものです。また、株式会社 IR Agents 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。

本稿に基づいた商取引からの損失について株式会社 IR Agents は一切の責任を負いません。

本稿の著作権を含む知的財産権は株式会社 IR Agents に帰属しており、許可無く当レポートを修正・加工すること、複製物の配布・転送をすることは固く禁じられています。