



Integrity & Sustainability

2021年2月15日

Sector：情報通信

ドリコム (3793)

Initiation Report

GIR View



日本のモバイルゲーム市場は、約1兆3000億円超に達する。

日本のモバイルゲーム市場（主にスマートフォンゲーム）は大きく、約1兆3000億円超に達する。世界のモバイルゲーム市場は2020年に約8兆円と推測されており、日本は中国、アメリカに続き、世界第3位。その差は数千億円に過ぎない。

スマートフォンの普及に伴い、日本のモバイルゲーム市場は2017年まで急拡大し、1兆円を突破した。その後も、ゲーム各社による魅力的なゲームエクスペリエンスの提供に牽引され、穏やかな拡大が持続している。コロナ禍でこの傾向は加速するとみられる。

ドリコムは売上の90%以上をモバイルゲームから獲得し、2021年3月期に同社は過去最高水準の売上、営業利益を達成する見通し。

同社の創業は2001年で、2006年に東証マザーズ市場に上場した。

これまで数度に渡り赤字を計上した経験を共有する組織であり、この経験から早期の黒字化達成ノウハウ、そして収益をコントロールする経営の再現力を獲得したとGlobal IR, Inc.（以下GIR）は考える。

ドリコムの強みの一つは10年近く前のフィーチャーフォンゲーム（従来型の携帯電話）の時代から、ユーザーに継続利用してもらうことを重視した独自の運営スタイルを確立し、これを評価した有力IP¹保有者と信頼関係を築いた点だ。同社の運営スタイルはブランド、ユーザーとの密着といった長期的価値を重視するIPと相性がよい。



ドリコムはストック型ビジネスモデルを目指し、複数のゲームタイトルによって、売上と利益を積み上げる収益構造を獲得。

具体的には、IPを採用したゲームタイトルをリリースし、適切な運営で長期に渡ってユーザーに課金してもらう。売上が低迷するタイトルは、運営コスト削減、運営終了のタイミングを適切に判断し、一方で、新タイトルのリリースを準備する。

日本のモバイルゲーム市場における参入障壁は上昇しているが、ドリコムはこれをクリアする会社のひとつである。市場の成長持続も奏功し、モバイルゲーム事業は同社のキャッシュカウとなってきた。よって、それ以外の新たな収益柱構築の積極化も可能なステージを迎えつつあるとGIRは考える。



¹ Intellectual Property、知的財産



Integrity & Sustainability

2021年2月15日

Global IR, Inc.

GIR View

4

日本のモバイルゲーム市場で参入障壁が上昇している第一の理由は、開発費の増加である。開発費はタイトル当たり1億円以上の水準へと増加しており、時には10億円を超えるケースも発生しているもよう。

第二に、人材の確保。モバイルゲームではゲームリリース後の運営によって、ユーザーに課金してもらう収入が売上となるため、開発と運営という2つの異なるオペレーションが必要である。開発と運営に携わる人材には、異なるマインドとスキルが求められる。ゲーム会社はこうした人材を育成し、確保しなければならない。

第三に、IPを中心とするインナーサークル。能力と人間関係によるバリューサークルができ、参入障壁を形成している。

モバイルゲームの市場が拡大したために、ゲームタイトルのほとんどにIPが採用されるようになってきたためだ。

ゲームにおけるIP（Intellectual Property、知的財産）とは、知名度のあるゲームタイトルやキャラクターを指す。IPは雑誌、グッズ、ゲームと、産業を横断して使われることによって、その価値を更に高めていく。そこでIPを使用する企業は、各産業の利害関係者に適切な配慮をしつつ、IP価値向上に貢献できるかが同サークルの一員たる必要条件。

5

6

モバイルゲームがキャッシュカウとなってきたため、連結では利益剰余金のマイナス解消が視野に入ってきた。

中期的には、ゲーム事業で獲得した経営力を再現し、組織力を生かすことで、エンターテインメント領域で、新たな継続性のある収益源構築を目指す。

連結業績

株価 ¥872(2021/2/12)

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)
2017/3	8,388	28.3	932	NA	844	NA	814	NA	29.7	-
2018/3	13,192	57.2	190	-79.7	-29	NA	-204	NA	-7.2	-
2019/3	10,720	-18.8	-577	NA	-1,349	NA	-1,712	NA	-60.5	-
2020/3	10,150	-5.4	617	NA	635	NA	711	NA	25.0	32.6
2021/3 会社予想	11,700	15.3	1,900	207.9	1,800	183.1	1,400	96.8	49.1	16.6



投資家ミーティングからのFAQ

ドリコムは、継続的に海外機関投資家とのミーティングを行なっている。これらミーティングからあぶりだされる投資家に共通の関心事とその回答をここにまとめる。回答は、同社からの回答に、アナリストの解説と追加情報を加味したもの。順序は、特に関心が高かったと思われる質問からとした。各Qの回答詳細は[<Answer>](#)をクリックし本文の記載を参照されたい：

業績について

Q1：2019年3月期の赤字の理由は何ですか。 -----[<Answer>](#)

Q2：しかし、翌2020年3月期には一転して黒字化を達成し6.9億円の当期利益を計上した背景は何ですか。 -----[<Answer>](#)

Q3：早期黒字転換どころか、2021年3月期の売上、営業利益は過去最高水準を更新！その理由は何ですか。 -----[<Answer>](#)

Q4：2022年3月期及びそれ以降の業績について教えてください。
-----[<Answer>](#)

ドリコムについて

Q5：各タイトルによる収益寄与のトレンドを教えてください。
-----[<Answer>](#)

Q6：課金、あるいはARPUのトレンドは季節性やイベントによるインパクトが大きいですか。 -----[<Answer>](#)

Q7：オリジナルIPと他社IPゲームの収益構造の違いは何ですか。
-----[<Answer>](#)

Q8：課金金額と御社売上に差がある理由は何ですか。 -----[<Answer>](#)

Q9：アップル、グーグル、enzaというプラットフォームの違いによる御社収益への影響を教えてください。 -----[<Answer>](#)

Q10：大株主のバンダイナムコHDS(7832)との関係について教えてください。
-----[<Answer>](#)

Q11：新規事業、M&Aを含む、投資、等についての考え方を説明してください。 -----[<Answer>](#)

Q12：株主還元についての考え方 を教えてください。 -----[<Answer>](#)

ゲーム市場について

Q13：市場規模 を教えてください。 -----[<Answer>](#)

Q14：市場トレンド を教えてください。 -----[<Answer>](#)



目次

投資家ミーティングからのFAQ	3
業績について	3
ドリコムについて	3
ゲーム市場について	3
モバイルゲーム市場	6
モバイルゲーム市場トレンド	6
ゲーム市場は2017年頃まで急拡大	6
2017年以降も緩やかな成長が持続	8
モバイルゲーム市場の特徴、高い参入障壁	11
(1)高い開発費、(2)異なる強みを持つ人材の確保、(3)能力と人間関係をベースとするバリューサークルの存在	11
モバイルゲーム事業はストック型のビジネスモデルへ	12
ドリコム(3793)	13
参入障壁をクリアし、バリューサークルを味方に	13
会社概要	13
収益構造	14
ドリコムの強み	15
創業以来の経緯を通じて育んだ「ドリコムの強み」	15
1. 有力IPの運用実績並びにその所有者との信頼関係	15
2. 複数のタイトルを開発運営できる組織構築に成功し、ストック型ビジネスモデルを確立	16
3. バンダイナムコ社（BNE）をはじめ、ドリコムと有力企業との関係	17
4. 失敗から再起する経験知を得て、再現性のあるサステナブルな経営を実現	18
5. ゲーム事業に留まらない事業開発ポテンシャル	19
ドリコムの業績推移	19
自主的な収益の最適化により、2021年3月期は最高益	19
ドリコムの成長戦略	22
1. モバイルゲーム以外のエンターテインメント領域への参入： 総合エンターテインメント会社への変容	22
2. IPの獲得および開発・育成： 自社保有IPの拡大	22
3. 既存タイトルの海外展開： 国外からの収益の拡大	23
4. 収益モデルの多角化： Free to Play (F2P)モデル依存からの 脱却	23
ドリコムのESG	23
S：社会	23
G：ガバナンス	24
経営指標	26

*Integrity & Sustainability*

図表目次

Figure1. 2020年セグメント別グローバルゲーム市場	6
Figure2. 2020年地域別グローバルゲーム市場	6
Figure3. スマートフォンの普及に伴うスマートフォンゲーム市場の拡大	7
Figure4. 国内ゲーム市場規模推移(家庭用&オンラインプラットフォーム)	7
Figure5. プレイヤーの性別比率	8
Figure6. 年代別プレイ人数比率	9
Figure7. ゲームアプリプレイ状況	9
Figure8. コロナウイルスの影響によるエンターテインメントの変化	10
Figure9. 国内・家庭用ゲーム市場推移	11
Figure10. 収益構造比較：自社配信IPタイトルvs他社配信IPタイトル	15
Figure11. タイトル別リリース&クローズ一覧	17
Figure12. 過去の業績推移	19
Figure13. 運用中のゲームタイトル別収益寄与	20
Figure14. 固定費の推移	21
Figure15. ドリコム の類似企業	25

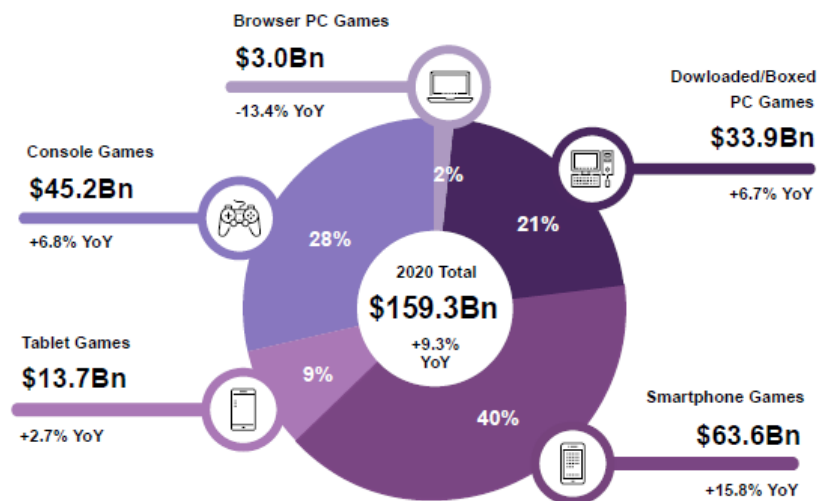
モバイルゲーム市場

モバイルゲーム市場トレンド

ゲーム市場は2017年頃まで急拡大

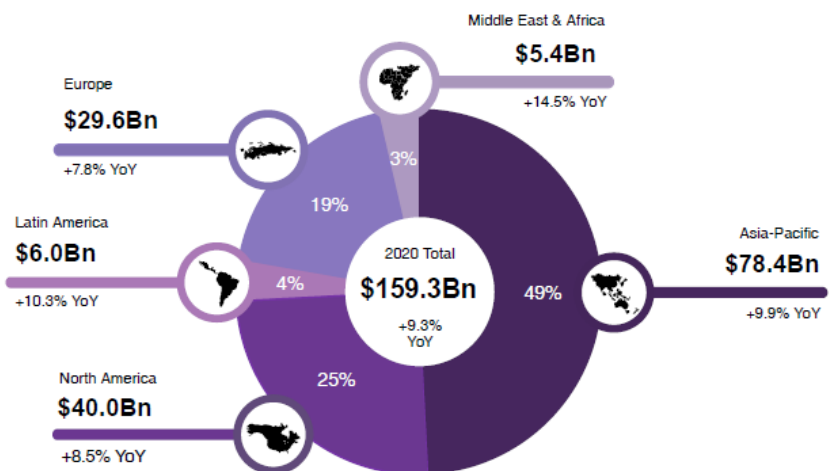
モバイルゲーム市場は2020年に約8兆円と推測されており、この内日本市場は約1兆3000億円超と、中国、アメリカに続き世界第三位。しかしその差は数千億円とそれほど大きくなく、日本のモバイルゲーム市場の規模は大きい。

Figure1. 2020年セグメント別グローバルゲーム市場



出所：Newzoo

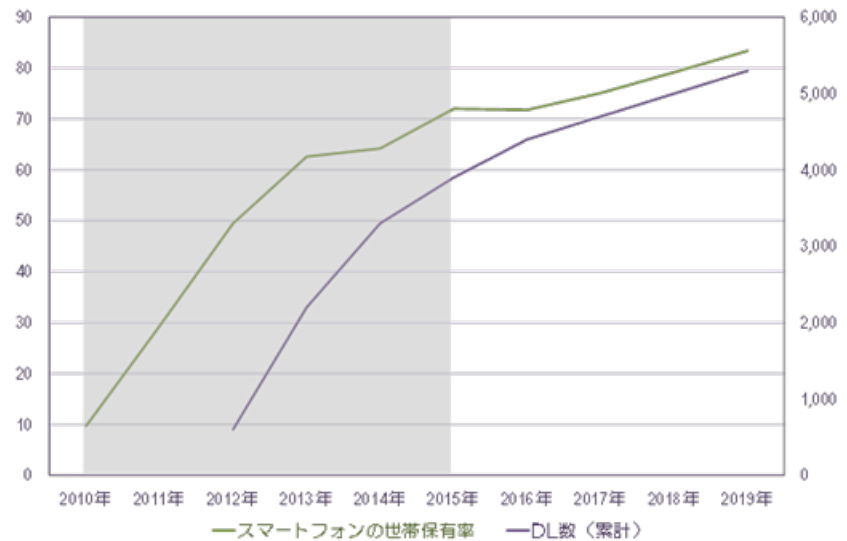
Figure2. 2020年地域別グローバルゲーム市場



出所：Newzoo

国内のモバイルゲーム市場はスマートフォンの普及に伴い2017年頃まで急拡大した。その後、市場拡大のペースはスローダウンしたもの、依然として緩やかな成長は続いている。ファミ通ゲーム白書によれば、国内のモバイルゲーム市場は2017年に1兆円を超え、その後も微増が続いている。

Figure3. スマートフォンの普及に伴うスマートフォンゲーム市場の拡大

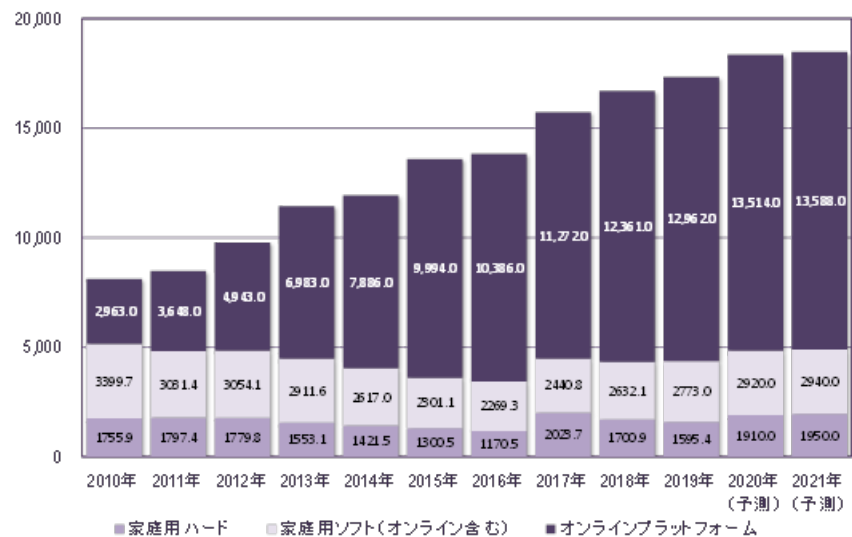


出所：ガンホー・オンライン・エンターテイメント（株）、総務省 通信利用動向調査

2012年1月にガンホーからリリースされたパズル&ドラゴズ（パズドラ）のダウンロード数はスマートフォンの普及とほぼ連動して増えており、2000年代前半のスマートフォンゲームはスマートフォンの普及と共に市場が拡大したことがわかる。

Figure4. 国内ゲーム市場規模推移(家庭用&オンラインプラットフォーム)

単位：億円



出所：ファミ通ゲーム白書2020

Note：集計期間：2009年12月28日～2019年12月29日

2020年以降の各項目の数値は、2020年5月時点での予算

緩やかな成長継続を牽引する3つの理由；

(1) ゲーム会社の努力によるゲームの魅力アップ

(2)新型コロナウイルス発生によって、それ以前からの生活と働き方のトレンド変化が加速。

(3) ゲーム経験を持つユーザー層の拡大・ゲーム世代の大人化

2017年以降も緩やかな成長が持続

モバイルゲーム市場が緩やかながらも拡大を継続している理由は、

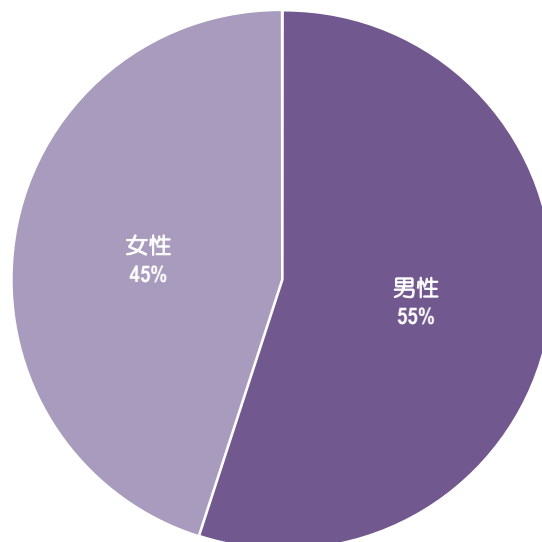
(1)ゲーム会社の努力進展によるモバイルゲームの様々なエクスペリエンス提供による魅力アップ、(2)新型コロナウイルスの発生によって、それ以前からの生活や働き方トレンドが加速し、ゲームで遊ぶ時間が増加、(3)ゲーム経験を持つユーザー層が拡大しゲーム世代の大人化が進行、があげられる。

ゲーム会社の努力によるゲームの魅力アップ、スマートフォンの普及に伴い、ユーザーは様々な用途にスマートフォンを使いこなすようになり、スマートフォンは日常生活において身近かつ密接的なものとなった。スマートフォンのコモディティ化である。一方で、ゲーム会社はゲームをする際の画面の使い方や解像度、操作性、動作といった点に関してスマートフォンへの最適化を進める一方、ゲームによる様々なエクスペリエンスをユーザーに提供している。このようにして、スマートフォンを用いたゲームの魅力がアップすることで、モバイルゲームは更にユーザーを引き付けるという好循環が発生している。

Figure5が示すように、プレイヤーの男女構成や年代別構成には偏りが少なく、モバイルゲームユーザーのすそ野が広がっていることが推測できる。

Figure5. プレイヤーの性別比率

単位：％

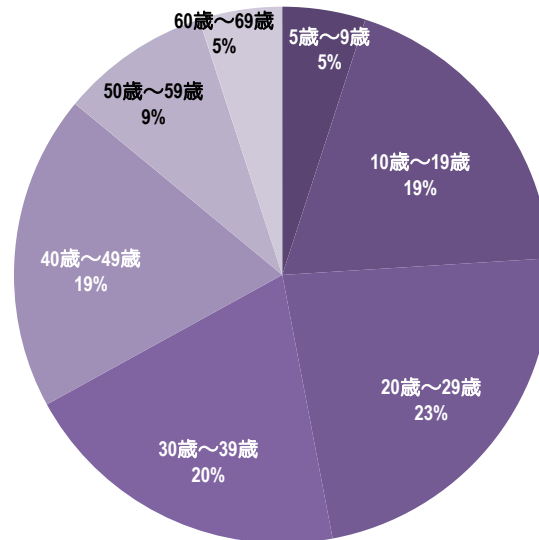


出所：ファミ通ゲーム白書2020

Note：集計期間：2018年12月31日～2019年11月3日

Figure6. 年代別プレイ人数比率

単位：％



出所：ファミ通ゲーム白書2020

Note：集計期間：2018年12月31日～2019年11月3日

Figure7. ゲームアプリプレイ状況

(週当たり平均)

週平均プレイ人数 (千人)	週平均プレイ時間 (千時間)	週平均課金額 (千円)	週当たりARPU (円/人)
2,563	8,486	¥719,717	¥280.80

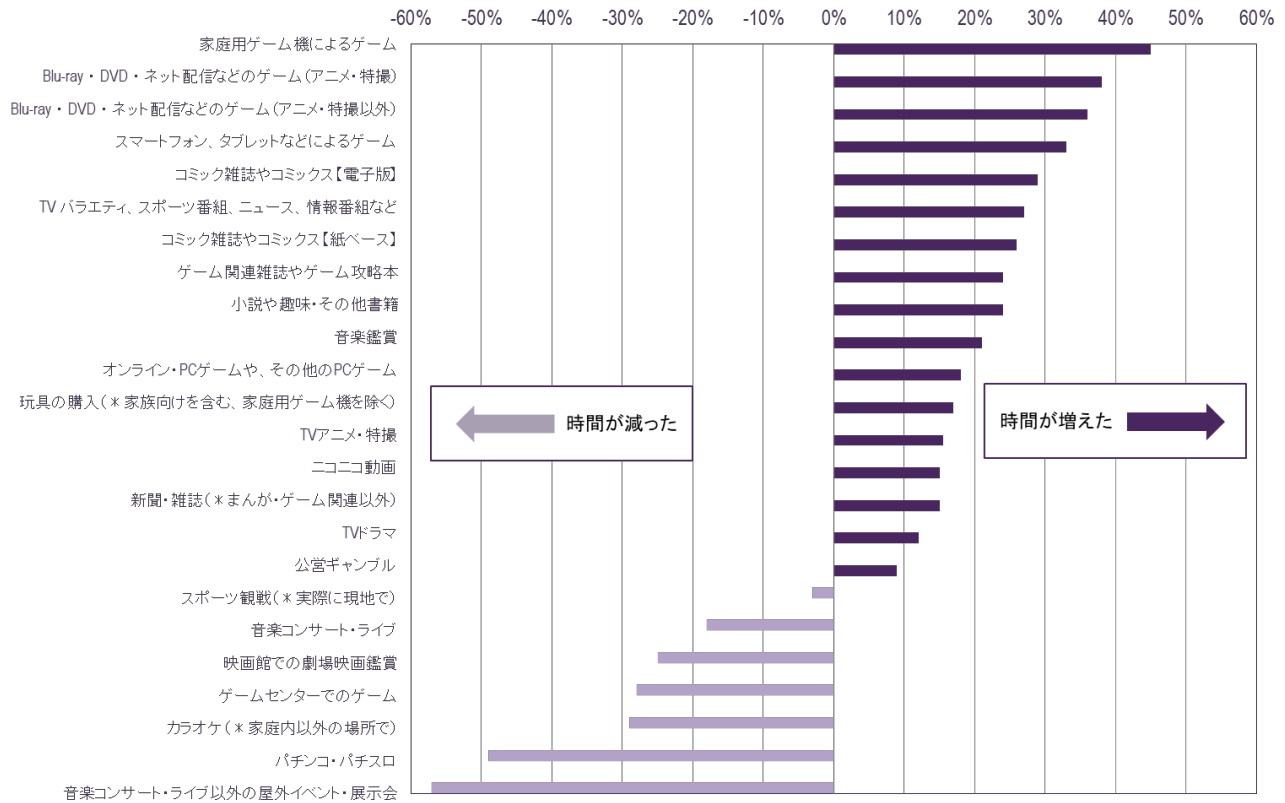
出所：ファミ通ゲーム白書2020

Note：集計期間：2018年12月31日～2019年11月3日

更に(2)について、2020年春から新型コロナウイルス感染症に伴う外出自粛などの影響により、それ以前からの生活と働き方のトレンド変化が加速している。その結果、ゲームで遊ぶ時間が増加しており（Figure8.を参照）、モバイルゲーム市場を牽引する傾向が強まっていると推測される。

Figure8. コロナウイルスの影響によるエンターテインメントの変化

Q.：あなたが3月に実施したエンターテインメントについて、かけた時間がどのように変化したかをお教えてください

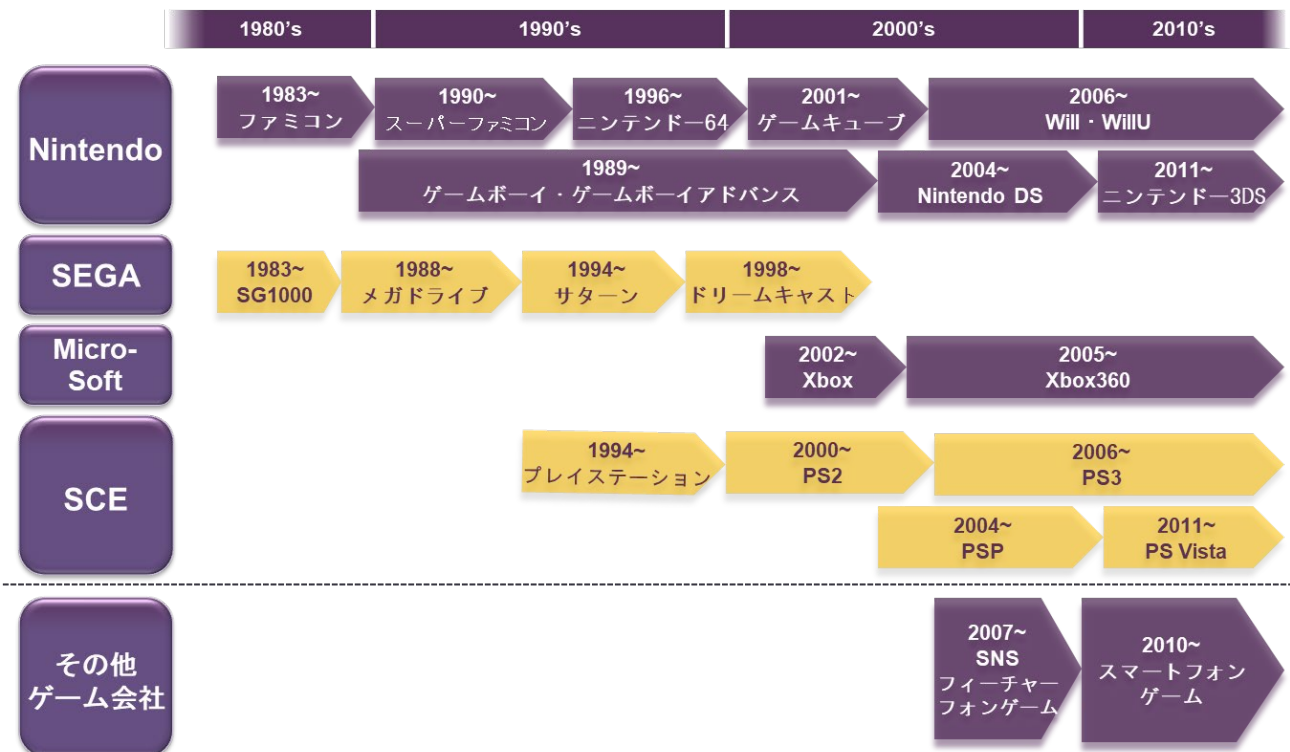


出所：ファミ通ゲーム白書2020

Note：増加したと答えた回答者の割合。映像系の項目は録画視聴を含む。調査日：2020年4月6日 n=7,801

(3)に関してはFigure9が示すように、日本では任天堂のファミリーコンピュータが1983年に発売され、その後、1989年にはゲームボーイ、1994年にはプレイステーションとゲームに親しんだユーザーが年齢を重ね、近年はモバイルゲームへも興味の範囲を広げている。また、2010年頃からSNSを通じたモバイルゲームによって初めてゲームに親しみ始めたユーザーも多いが、スマートフォンのコモディティ化、そして、社会人となり、可処分所得が増えることも後押しし、モバイルゲームに接することが日常的な楽しみというライフスタイルが定着しつつある。若い世代では、早くからスマートフォンを持ち、高校生くらいから課金ユーザーとなり、モバイルゲーム市場の参加者に連なり始める。

Figure9. 国内・家庭用ゲーム市場推移



出所：Global IR, Inc.

モバイルゲーム市場の特徴、高い参入障壁

(1)高い開発費、(2)異なる強みを持つ人材の確保、(3)能力と人間関係をベースとするバリューサークルの存在

市場の特徴と課題

(1)高い開発費：開発における人員体制の拡大と期間の長期化

(2)人材：モバイルゲーム事業には開発と運営という全く異なる業務が必須

(3)能力と人間関係から成るバリューサークルの存在

モバイルゲーム開発に関わる費用が増大している。フィーチャーフォン用のゲーム開発のコストは数千万円台が主流であったが、モバイルゲームの開発コストは通常1億円を超え、10億円を超えるタイトルもあると推測される。これは家庭用ゲームコンソール用のパッケージソフト時代から、ユーザーはすでに高いグラフィック性能、3D画像、等に慣れ、ユーザーの満足度が向上しているためである。

開発費の負担増加を具体的なイメージで示すとすれば、例えばフィーチャーフォン用ゲームの開発では人員体制は10～20名で期間は半年であったのに対し、モバイルゲームの開発では人員体制は50～100名、そして開発期間は企画から完成まで1年半から2年と長期化し、その間の人件費負担が重くのしかかる。

モバイルゲームは開発、リリース後の運営によってユーザーに課金をしてもらうことで売上が実現する。モバイルゲームの運営とはゲーム内でのイベントを企画し、ユーザーへの予告といったようなゲームを盛り上げるためのコミュニケーションの他、ユーザーからの要望、クレームへのコミュニケーション、そして、不具合やバグといったトラブルへの対応を行うことである。

ゲームの開発と運営は全く異なる業務である。よってモバイルゲーム会社は、それぞれの異なるマインド・スキルセットを持つ人材を育成し、組織を作り、動か

すことが必要となっている。例えばゲーム開発においては、ゲームデザイン、サウンド、グラフィック等を担当するゲームクリエイターと呼ばれる専門的な人材によって制作される。

そのノウハウはクリエイター個人だけではなく、チームとして蓄積されていく。一方で、運営においては、いかにユーザーと密着し、エンゲージメント（対話）にフォーカスできるかが求められる。

モバイルゲームが1兆円を超える大きな市場となったことから、ゲームタイトルへのIP搭載が標準となっている。ゲームにおけるIP(Intellectual Property、知的財産)とは、知名度のあるゲームタイトルやキャラクターを指す。モバイルゲームにIPが搭載されることで、IPの価値が拡大し、同時に、ゲーム側にとっても、IPによってユーザーを呼び込み、より密着してもらえる効果がある。モバイルゲームでは、タイトルのリリース後に、いかに長期間に渡ってそのゲームを楽しみ続けてもらう、つまりは課金し続けてもらえるかどうか、が成功の鍵を握る。

IPはゲーム以外にも、雑誌、動画等、多種のメディアを横断して使用されるため関わる利害関係者が多い。IPを使用する企業はそのIPの価値向上に貢献できることが求められ、ここに一種のバリューサークルとも呼べるインナーサークルが存在している。IP価値向上への貢献だけでなく、各産業の利害関係者へも配慮できることがこのサークルの一員たる必要条件である。

言うならば、ゲーム業界では開発能力だけでなく、運営、そしてマーケティングと成功に必要な分野が広がり、能力と人間関係によるバリューサークルが成立している。単に資金力があるだけでなく、サークルの一員としての実績と信用も必要で、これが新規参入を難しくする障壁を形成している。

モバイルゲーム事業はストック型のビジネスモデルへ

このようにモバイルゲーム市場で有形・無形の参入障壁が上昇している中、モバイルゲーム各社は収益拡大を目指して、以下のいずれかの戦略を選択する傾向がみられる：

(1) 自社所有IPで大きなヒットタイトルを狙う

(2) 自社にこだわらず、他社IPも採用し、複数のタイトルを適宜リリースすることで、課金収入を多層に積み上げる

(2)の場合には、新ゲームのリリースはIPの活用により、ある程度の売上を一定期間に渡って確保できる可能性が高いのに加えて、適宜新ゲームをリリースすることでタイトルごとに課金売上を積み上げていく。このように、モバイルゲーム事業ではストック型のビジネスモデルを構築することが可能になったとGIRは考える。

つまりモバイルゲーム市場では参入障壁が上昇する一方で、ビジネスモデルはストック化へのシフトが可能となった。よって参入障壁をクリアし、且つストック型ビジネスモデルを最適化できる会社は、比較的安定した収益拡大を達成できる可能性が高くなっている。

参入障壁をクリアし、「ストック型ビジネスモデル」を追及することで、収益は安定拡大基調



ドリコム(3793)

参入障壁をクリアし、バリューサークルを味方に

会社概要

2001年創業、そして2009年ゲーム市場に参入

ドリコムは、昨今のモバイルゲーム市場においてこのような高い参入障壁をクリアするゲーム会社の一社である。同社は今2021年3月期に過去最高の営業利益を達成する見通しだが、これはモバイルゲーム市場における同社の優位なポジション及びここ数年の経験からゲームタイトルの運営期間等をコントロールし、収益を最適化する能力を獲得したことを示すものとGIRは判断する。

ドリコムは現社長の内藤裕紀氏が京都大学在学中に京都の大学生を中心とした学生団体ドリコムを土台に2001年11月に京都にて創業。

創業当初からインターネットでの人と人の繋がりを土台としたエンターテインメントサービス提供を様々に模索し、2003年にはブログサービスを事業化、これを主軸とした事業展開をもって2006年に東証マザーズへ上場した。当時はユーザーも情報発信者となりうるWeb2.0が大きな潮流となっており、時流にのったIPOであった。

ただブログサービスは利用者こそ増加したものの、事業採算を賄うまでの収入を得ることが難しく、事業はドリコム自社の想定を大幅に下回り、経営基盤からの建て直しを迫られることとなった。この際の支援者となったのが楽天(4755)であり、2008年の第三者割当増資を含めた資本業務提携を経て、同社事業は携帯電話領域に拡張していくことになった。

2009年にSNS上に提供するゲーム（ソーシャルゲーム）へ、2010年には携帯電話向けゲームへ参入し、立ち位置を確立

他方、ドリコムが創業時より事業領域として傾注している人と人の繋がりを土台としたエンターテインメントサービスではFacebookやmixiをはじめとする複数のSNS（ソーシャルネットワーキングサービス）プラットフォームが台頭（2007～08年頃）。そのプラットフォームへのゲーム提供がオープン化され、ゲームプロバイダとして参入が可能となる。同社も2009年にSNS上に提供するゲーム（ソーシャルゲーム）に参入。翌年には携帯電話向けにもゲームの提供を開始した。この際の「陰陽師 ～平安妖奇譚～」や「ちょこっとファーム」が一定の評価を獲得し、ソーシャルゲーム市場での立ち位置を確立するに至った。なお、この「ちょこっとファーム」は2011年1月のサービス開始以来、今も継続、10年続くゲームとなっている。

この時期のソーシャルゲーム市場は、十二分に普及したフィーチャーフォン（従来型携帯電話）を土台に、人と人の繋がりを基にする新たなゲーム体験を提供することで急速に市場を拡大させた。ただ、ゲーム内課金の仕組みである「ガチャ」において、一部のゲームプロバイダが過剰に射幸心をあおる手法が社会問題にもなり、2013年に一部で景品表示法違反があるとして、消費者庁がゲームプロバイダに注意喚起を行った（一般に「コンプガチャ違法問題」と呼ばれる）。これをきっかけに急速な市場成長が変調するのだが、過度な常習性や高額課金を発生



させるリスクが抑制されることで、結果としてスマートフォンをベースとする普遍性のあるゲーム市場への橋渡しとなったとGIRは認識する。つまり、「コンプガチャ違法問題」は、スマートフォン向けゲーム市場への移行が加速するきっかけとなった。

収益構造

ドリコムにおけるモバイルゲーム売上の収益構造は、自社配信タイトル売上か、他社配信タイトルか、によって違いがある。

自社配信タイトル（自社IP）においては、Figure10にあるように、課金売上のものがドリコムの売上として計上される。そこから固定費、及び、変動費としてプラットフォームへ支払う手数料とIPへの著作権料を支払い、残った金額が営業利益となる。

一方、他社配信の収益構造では売上の扱いが異なる。この場合はレベニューシェアで課金売上が協業先と分配され、ドリコムの取り分が同社売上として計上される。よってプラットフォーム使用料と著作権料という変動費は発生せず、同社の固定費のみを差し引いた分が営業利益となる。そのため他社配信IPタイトル売上の営業利益率は高くなるが、逆に言えば、他社配信による同社タイトルの実際の課金売上は

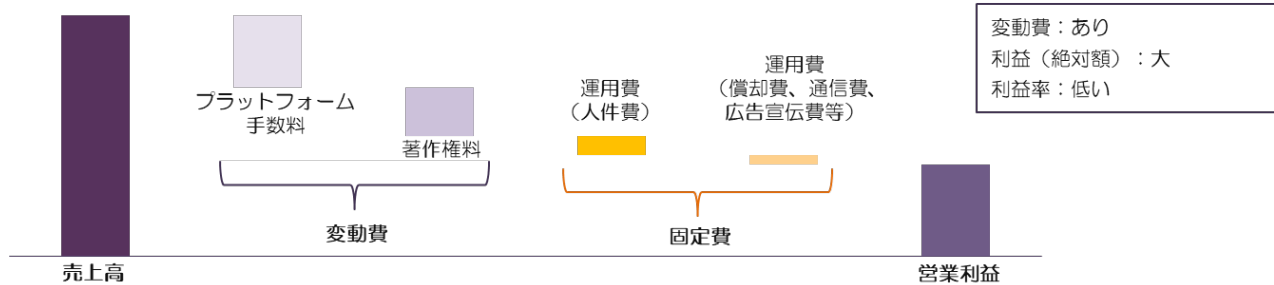
計上される売上よりも大きい。他社配信タイトルによる実際の課金売上は計上売上のおおよそ4~5倍とGIRは推測する。

他社配信のプラットフォームにはBNE社のenzaも含まれる。ドリコムはenzaプラットフォームの立ち上げから関与しているという（詳細はp.17）。現在、同社はプラットフォームとゲームタイトルの運営を担っていると推測され、その双方でレベニューシェアを得ていると考えられることから、enza経由の配信は他社プラットフォーム経由の配信に比べ利益率は高いとGIRは推測する。

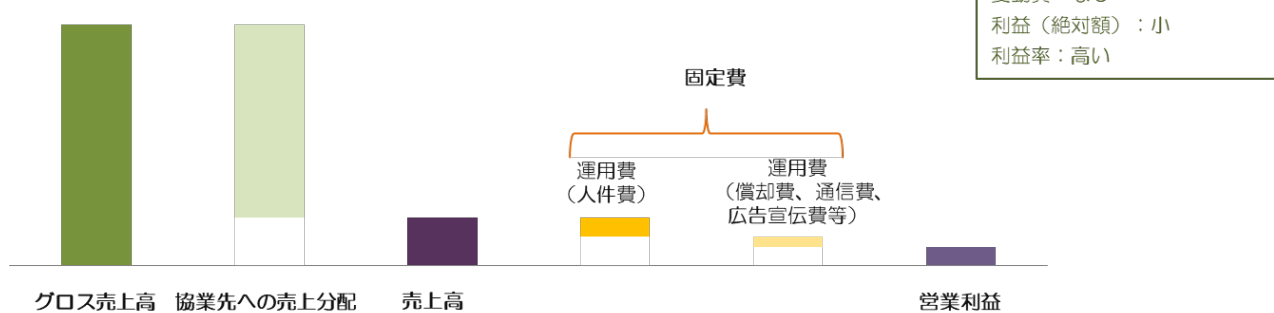
なお、オリジナル（自社）IPと他社IP採用ではビジネスモデルが異なる。オリジナルIPは他社IPに比べ認知度が低いユーザー獲得の難易度が高いが、一旦ユーザー獲得しヒットタイトルとなると著作権料などが発生しないため採算が良いというハイリスク・ハイリターン型プロダクトである。一方、他社IPはローリスク・ローリターン型とは言えるものの、有力なIPには多くのステークホルダーが存在し、考慮すべき事象が短期的には無形のコストとなる場合がある。例えば、そのタイトルがヒットに至らなかった場合でも、安易に配信を終了できないというケースでは隠れたコストが発生しているということになる。

Figure10. 収益構造比較：自社配信IPタイトルvs他社配信IPタイトル

自社配信IPタイトル (=グロス売上計上)



他社配信IPタイトル (=ネット売上計上)



出所：GIR IR, Inc.

ドリコムの強み

創業以来の経緯を通じて育んだ「ドリコムの強み」

1. 有力IPの運用実績並びにその保有者との信頼関係
2. 複数のタイトルを開発運営できる組織構築に成功し、ストック型ビジネスモデルを確立
3. 失敗も含めた経験から得た再起力、再現性のあるサステナブルな経営
4. ゲーム事業に留まらない事業開発ポテンシャル

1. 有力IPの運用実績並びにその保有者との信頼関係

ドリコムの強み：

(1)有力IPの運用実績と信頼関係

(2)複数のタイトルを開発・運営できる組織でストック型ビジネスモデル確立

(3)失敗から再起する経験知を得て、再現性あるサステナブルな経営を実現

(4)ゲーム事業に留まらない事業開発ポテンシャル

10年近く前のフィーチャーフォン向けを中心とするゲーム市場において、ドリコムは、前述の「陰陽師 ～平安妖奇譚～」、「ちよこっとファーム」のほか、有力IPを含む複数のゲームを提供した。同社のゲームは、当初から射幸心をあおることを良しとせず、継続利用を重視する運営スタイルであった。そのため収益が短期的に十倍になるような急拡大とはならなかったが、スマートフォン向けのゲーム開発を行う財務基盤を得るとともにBNE社をはじめとする有力IP保有者との事業実績と信頼関係を築くに至った。

継続利用を重視する運営スタイルはユーザー重視の運営スタイルとも言え、ブランド、ロイヤリティといった長期的な価値増大を重視するIPとの相性が良い。この点が結果的にその後、急拡大へ向かったスマホゲーム市場においては、ドリコムの強み、競争優位をもたらしたとGIRは考える。

他社IPを採用したゲームの運営においては、産業をまたがる関係各所との適切なコミュニケーションの維持など、経験からのみ獲得し得る「組織知」が不可欠となっている。つまり個人の中に属人的に内在されたスキルやセンスを、組織、あるいは共同体として共有化していることが前提条件となっている。

ドリコムは2012年からスマートフォン向けモバイルゲームへの対応を本格化。数本の過渡期的な製品を経て、2014年に「フルボッコヒーローズ」、「ジョジョの冒険 スターダストシューターズ（BNE社より配信中）」、「ONE PIECE トレジャークルーズ（BNE社より配信中）」をリリースし、スマートフォン向けへの転換に成功した。

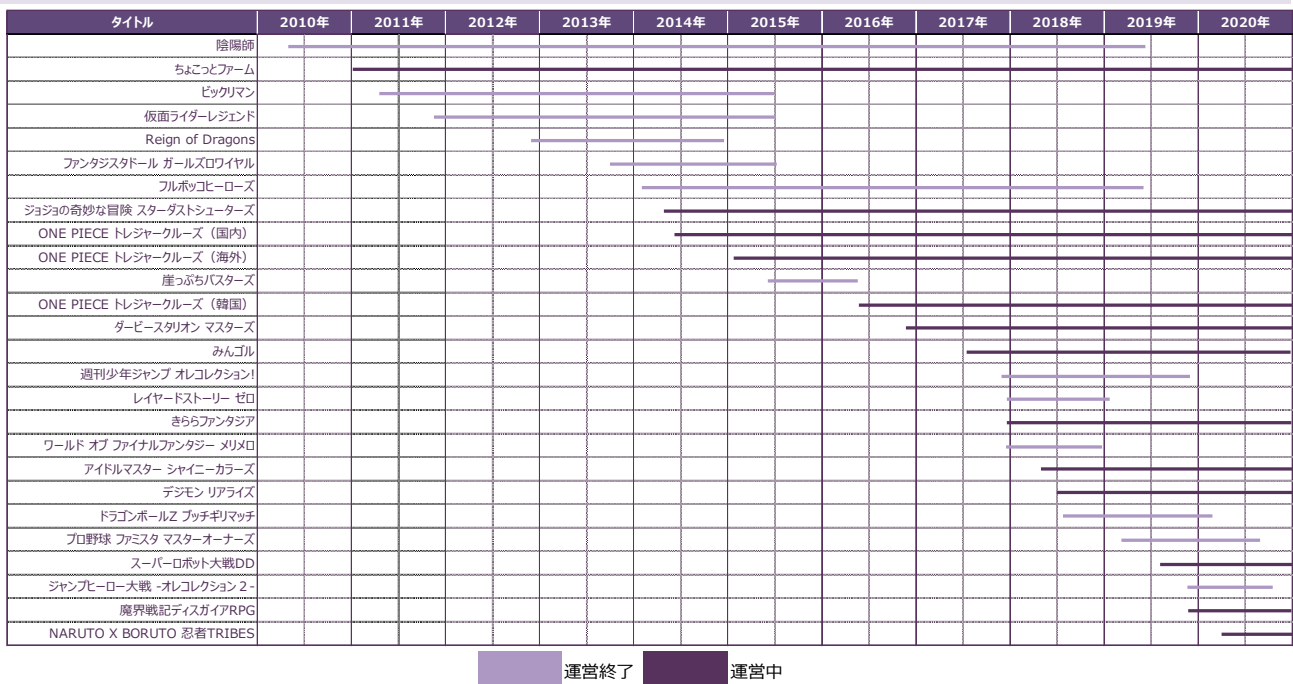
2. 複数のタイトルを開発運営できる組織構築に成功し、ストック型ビジネスモデルを確立

このスマートフォン向けゲームの勃興期にゲーム市場では、パズル&ドラゴンズ（ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社(3765)、2012年2月リリース）モンスターストライク（株式会社ミクシィ(2121)、2013年10月リリース）といった、他社による大ヒットタイトルが出現。ドリコムもこれを追うかたちで自社オリジナルや他社IPタイトルを手掛けていく。「ダービースタリオン マスターズ」、「みんなのゴール（株式会社フォワードワークス（以下、FW社という）より配信中）」から本格化するスマートフォン向けゲームはタイトルで15本を開発しリリースする。このうち3本は同社オリジナル、12本が他社IPを用いたタイトルである（後述するenzaタイトルは含まず）。

結果的にこれらのタイトルの多くは収益的には失敗に終わった。しかし、その過程はドリコムに多くの経験と学びをもたらし、複数のタイトルを開発運営できる組織を持つ体制を得るに至った。この点は現在では同社の強み、有する競争優位に挙げられよう。

Figure11ではドリコムがリリース後の売上状況からコストコントロール、撤退のタイミングを判断、別の新ゲームリリース準備、という一連の収益最適化努力によって複数のタイトルの売上に積み重ねている様子が確認できる。このように同社はストック型のビジネスモデルを実現しつつあるとGIRは考える。

Figure11. タイトル別リリース&クローズ一覧



出所：会社資料より、Global IR, Inc.作成

バンダイナムコ社（BNE）をはじめ、ドリコムと有力企業との関係

ここで、BNE社をはじめとする有力企業との現況を整理する。ドリコムはBNE社、FW社、株式会社アニプレックス（ソニー(6758)の100%完全子会社であるソニー・ミュージックエンタテインメントの完全子会社、以下アニプレックス社という）といった有力企業と良好な関係を有している。BNE社とは「ONE PIECE トレジャークルーズ」を始めとする複数タイトルの開発運用の他、2018年4月にスタートしたゲームプラットフォーム「enza」で、合併会社を興しプラットフォームの立ち上げからも携わっている（合併会社は2020年3月にBNE社100%出資となるが、同社のenzaへの関与は続いている）。

これまでBNE社の擁するIPタイトルでドリコムが開発運用に携わったものは12タイトル、現在も運用を担うのは5タイトルである。

なお、BNE社の持ち株会社、バンダイナムコホールディングス(BNHE,7832)は当社第2位の株主として同社株式を19.1%（2020年9月末時点）保有するが、当該株式は2018年9月に楽天から譲り受けたものであり、両社の良好な関係を表し、より強固にするものと判断される。

さらにドリコムは、株式会社ソニー・インタラクティブエンタテインメント（ソニーの100%子会社で多国籍ビデオゲーム・デジタルエンタテインメント企業）傘下でモバイル事業を担うFW社の「みんなのGOLF」、「魔界戦記ディスガイアRPG」に携わる。「みんなのGOLF」はプレイステーションの主軸タイトルである「みんなのGOLF」のモバイル展開であり、「魔界戦記ディスガイアRPG」においては、不具合改修と運用力強化を目的にリリーフとして参画。両タイトルとも両社の信頼関係を表す好事例といえよう。



また、アニプレックス社が配信する「きららファンタジア」も開発運用を担い、リリースから3年を超える実績を有する。既にサービスは終了しているが株式会社スクウェア・エニックスHDS(9684)から配信された「ワールド オブ ファイナルファンタジー メリメロ」も当社が担当した。

これらの具体的な開発・運営実績は、(1)有力IPの運用実績並びにその保有者との信頼関係、(2)複数のタイトルを開発・運営できる組織構築に成功し、ストック型ビジネスモデル確立、がドリコム強みの競争優位として機能している査証と言えよう。

3. 失敗から再起する経験知を得て、再現性のあるサステナブルな経営を実現

ドリコムが直面した最初の逆境は、IPO直後のブログ事業の不発であり、この際には財務的な危機に加え、求心力低下による組織面の逆境にも見舞われている。

結果として、この際の逆境は楽天の資本参加を契機に回復に向かうのだが、この間に経験した様々な危機対応は組織知としてドリコムに浸透しているようだ。ゲーム事業に軸足を置いてからも、フィーチャーフォンからスマートフォンへの市場移行期（2013年）、オリジナルタイトルの失敗（2015年）、複数IPタイトルのリリースラッシュ（2018年）と複数回営業赤字に直面しているが、赤字を常態化せず、早期の収益力回復を果たしている。

これは現金を潤沢に有さないことの裏返しでもあるが、財務面の制約が早期の危機対応を促す。つまりドリコムはタイトルリリース後の売上推移から、タイミングを的確に判断し、失敗を見極め、外注費用のコントロールによるコストカット、それでも追いつかなければ撤退、そして新タイトル投入の準備によって、収益の最適化を常に意識している。

ドリコムは複数のゲームタイトルを開発・運営してきた実績から、豊富な外注ネットワークを築いており、外注によって自社の開発・運営キャパシティーを約二倍の規模まで伸縮できる体制を確立している。この体制を機動的に司ることによって、需要に連動したコストコントロールを掌握。

4. ゲーム事業に留まらない事業開発ポテンシャル

創業来の経緯はゲーム事業に焦点をあてた記述となっているが、ドリコムはゲーム事業にとどまっていない。IPO時のブログ事業以外にも、フィーチャーフォン向けの着メロ事業、楽天との合併事業に至った教育コンテンツ事業などが代表事例であるが、これら以外にも音楽配信、アニメ配信、位置情報を用いたSNSサービス等々も手掛けてきた。企業規模に比べ多くの挑戦を行っていると言える。ゲーム事業のほかに継続性のある事業を有するに至ってはいないが、同社自身「ゲーム屋さんである前にインターネット屋さん」と称しており、今後も何らかの新規事業を手掛けると見込まれる。

新規事業ではゲーム事業以上のリスク管理を徹底し、投資規模も抑制

その際には、ゲーム事業で獲得した強みをエンターテインメント領域のいずれかで展開することが期待され、2つ目の柱が育つ可能性を秘めている。なお、新規事業開発は業績リスクではあるが、上述のようにゲーム事業以上のリスクコントロールを行っていると思われる。成長性が確認されるまでの投資規模は抑制されており、ゲーム事業黎明期と同様に、小さく生んで大きく育てる、を志向していると思われる。

ドリコムの業績推移

自主的な収益の最適化により、2021年3月期は最高益

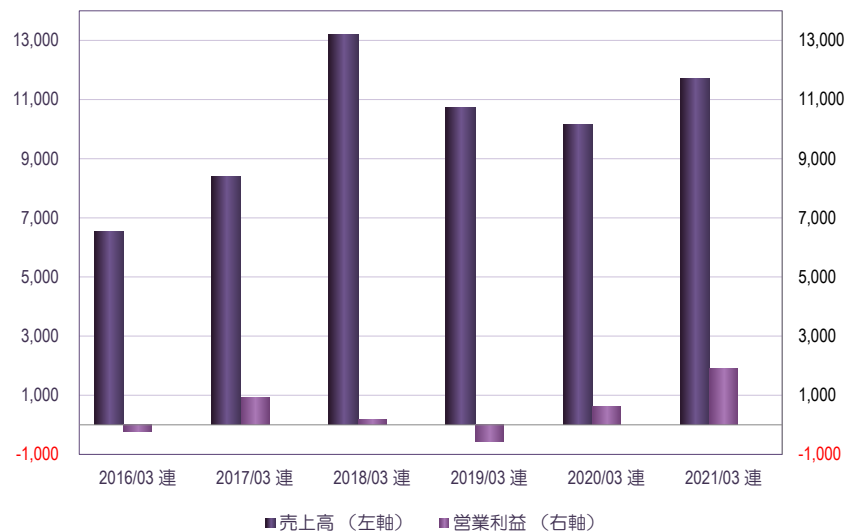
モバイルゲーム市場の急拡大期が終焉しつつあった2016～2018年に、このタイミングで市場シェアを抑えることを目的に、10本のタイトルをリリースした。しかし競争は激しく、多くのタイトルの売上が予想未達となった。モバイルゲームに関して、この時期のゲームユーザーはIPに加えて、新たなタイプのゲームシステム・エクスペリエンスを求めているということになる。

収益化しないタイトルから撤退することで翌年には黒字化を達成

ドリコムはこの誤りを認め、2018年以降は収益化しないタイトルから撤退している。そのため2019年3月期に19.6億円の当期損失を計上したが、翌年の2020年3月期には6.9億円の当期利益を計上し、黒字化を達成している。

Figure12. 過去の業績推移

単位：百万円

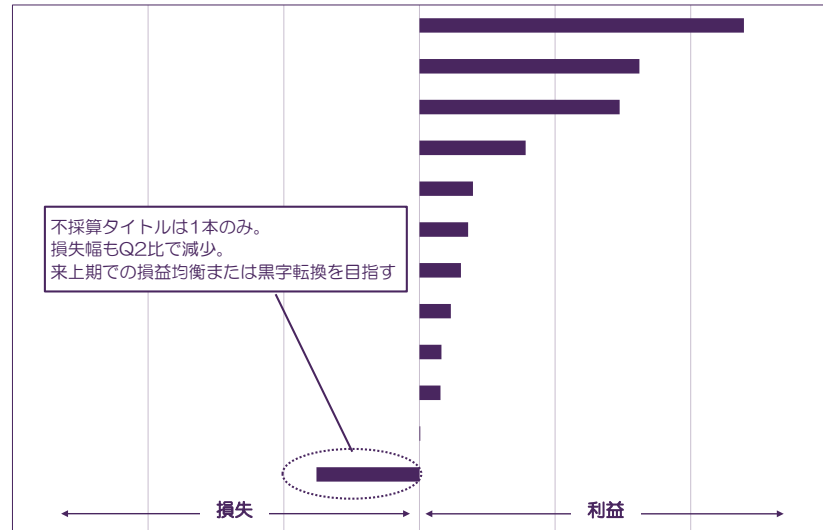


出所：会社資料よりGlobal IR, Inc.作成

Note：2021/3期は会社予想

タイトルごとの収益状況をドリコムは決算説明会資料に概要を図で示している。各タイトルごとの詳細は開示していない。直近の図となるFigure13では2021年3月期第3四半期（10-12月）運用中のタイトル12本の内11本が黒字を計上し、営業利益が積み重なっている。

Figure13. 運用中のゲームタイトル別収益寄与



出所：会社資料よりGlobal IR, Inc.作成

Note：シリーズタイトルについては1タイトルとして集計。enzaタイトル3本と『ぼくとドラゴン』を含む。

また、市場全体には遊ぶ時間が増える正月の時期には課金が増え、対して生活やレジャーが忙しい学校や会社の期末・期初にあたる3、4月、夏休みの7、8月、及び年末に向かう時期は課金が減る傾向があると言われる。一方、ドリコムの場合には、現在運用中のタイトルのアニバーサリー（リリース月）が4-7月期と10-12月期に集中している。そのため、周年イベントや半年記念イベントをこの時期に開催することで、課金を増やすことができ、結果的に売上トレンドの平準化をある程度は図ることが可能となっている。

費用は減少が続く
その結果、2021年3月期売上・営業利益は過去最高水準更新の見通し

今第4四半期の売上は、日数が少ないことに加え、年始イベント以外に大型イベントがない。また、4月及び5月の主カタイトルの周年イベントに向けてユーザーの課金控えが発生する。よって、「ダビマス」の周年イベントや年末イベントに牽引され好調だった第3四半期に比べ、売上高は減少する見通しだ。

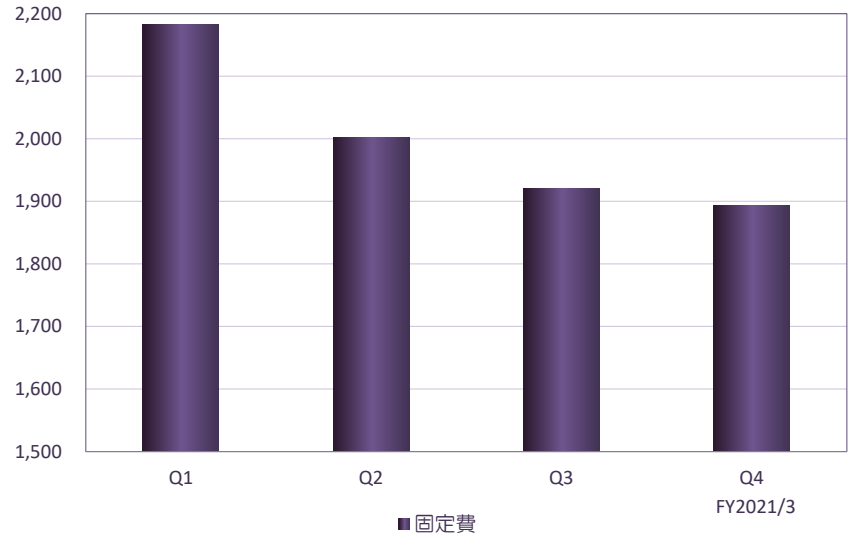
しかし一方で、費用についてはFigure14が示すように第1四半期以来減少が続いている。これは、効率性を重視した運用への取り組みや、管理部門を中心とした費用の見直しや抑制への取り組みに加えて、複数タイトル・サービスで開発が本格化し、開発費用の資産計上が進むことによる。よって、第4四半期についても第3四半期比で減少すると見られる。

ドリコムは次期四半期分のみ、業績見通しを発表する。これはゲームタイトルリリースのタイミング等、確定できない要因があるためである。そこで同社は1月28日の第3四半期発表に際して、2021年3月通期の業績予想を発表した。これに

よれば、売上は15.3%増の117億円、そして営業利益は307.9%増の19億円を同社は予想している。第4四半期に対第3四半期比で減少とはいえ、売上はすでに第3四半期までの9か月間累計で31.3%伸びた。その結果、会社予想通りに、2021年3月期の売上・営業利益は過去最高水準を更新するとGIRは見ている。

Figure14. 固定費の推移

単位：百万円



出所：ドリコムとのヒアリングを元にGlobal IR, Inc.作成

来期も新タイトルリリースにより増益を達成可能に

来2022年3月期に関しても、ドリコムは増益を達成する可能性が高いとGIRでは見ている。この根拠はまず、売上に関してはすでに2021年3月期に運用中の12タイトルの内、11タイトルが収益に寄与しており、来期に向かっては既存ゲームタイトルによる売上は経年化による減少は避けられないだろう。しかし一方で、今第3四半期決算説明会資料によれば、同社のパイプラインは23年3月までをメドに10タイトルが開発中となっている。とすれば、来2022年3月期に少なくとも1本以上のリリースはあると期待され、よってこれが既存タイトルの経年化を補って、増収を達成できる可能性は充分にある。一方費用面では、同社は今後も運用効率や費用最適化に重点的に取り組んでいくとしている。加えて、BlasTrainの譲受に伴い発生したのれんの償却が今期中に終了することから、来2022年3月期は四半期ベースで今第4四半期の費用水準比で横ばい、もしくは費用減が見込まれるとGIRは考える。

ストック型ビジネスモデル実現で中期的にも安定した増益基調

ドリコムのゲーム事業では、各タイトルの収益寄与には差はあるものの、リスクは管理されている。また複数タイトルを積み上げることで、当社はストック型のビジネスモデル構築を実現している。それによって、中期的にも比較的安定した増収増益基調を維持できる可能性が高くなっている。

数年以内に配当開始が検討課題

利益剰余金は2020年3月期末で14.7億円の赤字を計上した。一方、今2021年3期には過去最高水準の当期利益を計上する可能性が高くなっている。とすれば、利益剰余金の赤字は解消の方向へ向かっており、数年以内には配当を検討する段階を迎えるだろうとGIRでは推測する。



成長戦略

1. ゲーム運営で得たノウハウを活かし、他エンターテインメント領域へ参入
2. 自社保有IPを増やす
3. 国内でヒットしたタイトルを海外でも提供
4. モバイルゲーム以外の領域でサブスク型ビジネスモデルを導入

ドリコム の成長戦略

ドリコムは2020年第2四半期(7-9月)決算説明会資料の中で、中期の事業指針を示した。その中で同社は強みであるIPゲームの開発・運用力を今後も強化し、主力事業のゲーム事業を拡大する他、下記の4つを重点的に取り組む事業トピックとして定め、成長を目指していく方針である。

1. モバイルゲーム以外のエンターテインメント領域への参入
2. IPの獲得および開発・育成
3. 既存タイトルの海外展開
4. 収益モデルの多角化

1. モバイルゲーム以外のエンターテインメント領域への参入： 総合エンターテインメント会社への変容

ドリコムは、今後3年間で「IPゲームの開発・運用に強みを持つモバイルゲーム会社」から「IPを軸とした総合エンターテインメントコンテンツ会社」への変容を目指している。現在同社の提供するサービスは主にモバイルゲームとなっているが、今後は自社で保有するIPを活用し、音楽やコミック、ライトノベルなどゲーム以外のエンターテインメントサービスの開発・提供も行っていくことを発表している。いずれの領域においても、ファンの獲得やファンコミュニティの形成において、IPゲーム運用でのノウハウが直接活かせる他、過去に音楽ストーリーミングアプリや漫画アプリの開発・提供を行っていたため、各領域での事業展開においては一日の長があると言える。2020年9月には自社開発IPとなる音楽ドラマIP「AKROGLAM」がリリースされた。9月末にはtwitterのフォロワー数が1万を超え、2021年1月にはCD等の関連グッズの販売も開始されるなど、サービスの拡大が進んでいる。

2. IPの獲得および開発・育成：自社保有IPの拡大

「総合エンターテインメント会社」を目指すにあたり、ドリコムは自社保有IPを増やすことを要としている。同社は過去IPホルダーと協業しコンテンツの開発・提供を手掛けてきたが、今後は自社でのオリジナルIPの開発・育成の他、他社からのコンテンツ買収も含め、自社で保有するIPを増やしていく方針。2020年3月期には、株式会社イグニス(3989)から「ぼくとドラゴン」等を買収しているが、売却先の選定においては、同社のIPゲームの開発・運用実績やIPに対する姿勢が高く評価されたという。同社のIPに対する真摯な姿勢や価値の認識については、業界内でも知られており、IPの外部からの獲得において有利に働くことが期待できる。2020年11月にはロールプレイングゲーム(RPG)の草分け的タイトル「ウィザードリィ(Wizardry)」の一部著作権と商標を獲得した他、前述の音楽ドラマIP「AKROGLAM」がリリースされている。現在、モバイルゲームでも自社オリジナルIPを活用したタイトルが開発中であり、他社保有IPを活用したタイトルに加え、今後はモバイルゲーム事業においても、自社オリジナルIPタイトルが増加していく見通し。



3. 既存タイトルの海外展開：国外からの収益の拡大

現在、ドリコムは収益の殆どを国内市場から得ているが、今後は国内でヒットしたタイトルを海外市場、特に成長の著しい中国市場で提供し、国外からの収益の拡大を目指している。同社が開発・運用する「ONE PIECEトレジャークルーズ」（BNE社より配信中）は2015年から全世界で配信されており、海外ユーザーに向けた運用でも、同社は優れた実績を有している。2022年3月期においては、「ダービースタリオン マスターズ」および「魔界戦記ディスガイアRPG」（株式会社フォワードワークスより配信中）の全世界配信が既に発表されている。上述の過去の運用実績の他、同社は各海外市場における有力マーケティング企業との強いリレーションも有しており、同社の海外展開における強みと評価できよう。

4. 収益モデルの多角化：Free to Play (F2P)モデル依存からの脱却

ドリコムはビジネスモデルの多角化にも注力していく。現在は収益のほぼ全てをF2Pモデルであるゲーム内課金から得ているが、今後はモバイルゲーム以外の領域でサブスクリプション型のビジネスモデルを導入し、F2Pモデルのポラリティを吸収する形で収益の安定性を高めていくという。AR（拡張現実）アプリ構築プラットフォーム「AROW」で従量課金型モデルが導入される見通しの他、前述の音楽ドラマIP「AKROGLAM」ではCD等関連グッズの通信販売も開始している。同社は今後5年でF2Pと同程度の収益をF2Pモデル以外のビジネスモデルから得ることを目指している。

ドリコムのESG

ドリコムではESGを配慮し、今後の企業価値向上のために非財務諸表面での改善を行っている。以下、現在の取り組みを紹介する。

S：社会

人権に配慮し、多様性と柔軟性に配慮した就労環境の整備

職場での差別の禁止や適切な労務管理の実施の他、リモートワークの導入や男性社員の育児休暇取得を推奨する等、従業員の健康維持や、従業員のライフイベントやライフステージに配慮、尊重した就労環境の整備に注力している。

従業員の健康増進とスキルアップ支援

従業員が健康な状態で、最大限能力を発揮できる環境の整備に向け、下記の取り組みを行っている。

- 廉価での利用が可能なマッサージルームの設置
<<https://newswitch.jp/p/17425>>
- 人気カフェと提携したカフェスペース
<https://www.wantedly.com/companies/drecom/post_articles/173575>
- ナレッジ共有イベントの開催支援や、技術系情報発信の支援
<<https://tech.drecom.co.jp/>>



起業コミュニティ振興

IT系ベンチャー、学生起業家の先駆けとして、後進の起業家の育成や日本における起業の更なる活性化に貢献すべく、下記の取り組みを行っている。

- 勉強会やセミナー等へのオフィススペースの無償貸出し
「しえあस्प」
< <https://drecom.co.jp/recruit/room/> >

G：ガバナンス

内藤裕紀は同社の創業社長であり、創業から現在まで意欲を持って事業・経営を率いている。同社のCFOは国内外大手証券会社でのアナリストやインベストメントバンカーとして経験を持つ後藤英紀氏。IR室長 河野紘之氏（元外資系証券インベストメントバンカー）と共に海外投資家とのエンゲージメントは通訳を介さずに、直接英語での対応が可能である。また、同社従業員の約半数を対象とした従業員自社株保有制度を導入しており、経営および企業価値向上への参画意欲大という良い形で奏功している。

一方、こうした経営陣をガバナンスの見地から健全に機能させる体制として、異なる専門的バックグラウンドを有する独立社外取締役の多数起用、女性の取締役への起用、および取締役会の定期的な開催と活発な議論などに注力している。

- 女性の取締役への起用⇒女性取締役比率：20%
- 社内取締役と独立社外取締役の比率⇒全取締役に占める独立社外取締役の割合：60%
- 独立社外取締役の多彩な専門性⇒バックグラウンド：会計士、弁護士、学者
- 取締役会の定期的な実施および高い出席率⇒年間実施回数：28回（2020/3期）、24回（2019/3期）



Figure15. ドリコムの類似企業

企業名	国	ティッカー	時価総額(\$mn)
ドリコム	日	3793	231
ソニー	日	6758	144,560
任天堂	日	7974	81,007
コナミHD	日	9766	10,134
カプコン	日	9697	9,307
スクウェア・エニックスHD	日	9684	8,349
DeNA	日	2432	2,608
ガンホー	日	3765	2,431
mixi	日	2121	1,937
コロブラ	日	3668	1,186
アカツキ	日	3932	587
Klab	日	3656	346
gumi	日	3903	282
マイクロソフト	米	MSFT	1,843,996
Activision Blizzard	米	ATVI	79,789
Electronic Arts	米	EA	42,375
Zynga	米	ZNGA	12,926
Tencent	中	700_HKG	936,841
NetEase	中	9999_HKG	457,699
ネクソン	韓(日)	3659	28,058
NCSOFT	韓	A036570_XKRX	20,313
ネットマール	韓	A251270_XKRX	10,677

出所：ドリコムとの取材によりGlobal IR, Inc.作成

Note：2021年2月12日時点



経営指標

損益計算書（連結）								(百万円)
決算期	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3会予	
売上高	7,298	6,534	8,389	13,193	10,720	10,150	11,700	
前年比	-	-10.5%	28.4%	57.3%	-18.7%	-5.3%	15.3%	
売上純利益	2,274	1,796	3,056	3,096	1,434	2,192	-	
前年比	-	-21.0%	70.2%	1.3%	-53.7%	52.9%	-	
売上純利益率	31.2%	27.5%	36.4%	23.5%	13.4%	21.6%	-	
営業利益	301	-206	932	191	-577	617	1,900	
前年比	-	-	-	-79.6%	-	-	207.9%	
営業利益率	4.1%	-3.2%	11.1%	1.4%	-5.4%	6.1%	16.2%	
経常利益	279	-218	844	-29	-1,349	636	1,800	
前年比	-	-	-	-	-	-	183.1%	
当期純利益	-1	-618	810	-200	-1,717	713	1,400	
前年比	-	-	-	-	-	-	96.2%	
当期利益率	-	-9.5%	9.7%	-1.5%	-16.0%	7.0%	12.0%	

一株当たりデータ（連結）								
決算期	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3会予	
発行済株式総数(千株)	13,883	13,901	14,371	28,742	28,819	28,894	-	
EPS	1.3	-39.4	29.7	-7.2	-60.5	25.0	49.1	
EPS調整後	-	-	29.67	-	-	24.98	-	
BPS	139.6	101.8	113.2	106.7	47.9	74.2	-	
DPS	0	0	0	0	0	0	0	

貸借対照表（連結）								(百万円)
決算期	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3会予	
流動資産	3,486	2,326	5,661	6,192	5,191	4,572	-	
現金、預金、投資有価証券	2,360	1,310	3,003	3,303	2,866	2,268	-	
有形固定資産	102	91	108	300	252	172	-	
無形固定資産	633	353	666	1,017	773	907	-	
投資その他の資産	458	530	385	1,588	731	774	-	
固定資産合計	1,194	974	1,158	2,905	1,756	1,852	-	
資産合計	4,680	3,300	6,819	9,097	6,946	6,424	-	
流動負債	1,866	1,336	3,202	3,240	3,873	3,595	-	
固定負債合計	600	311	252	2,596	1,650	661	-	
負債合計	2,466	1,647	3,455	5,836	5,523	4,255	-	
純資産合計	2,214	1,653	3,365	3,261	1,423	2,169	-	
有利子負債*	1,391	800	1,192	3,591	3,348	2,194	-	

キャッシュフロー（連結）								(百万円)
決算期	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3会予	
減価償却費	542	460	214	299	462	382	-	
営業活動によるキャッシュフロー	944	54	846	-79	78	691	-	
投資活動によるキャッシュフロー	-680	-549	-456	-1,958	-123	-101	-	
財務活動によるキャッシュフロー	638	-574	1,345	2,288	-271	-1,188	-	

財務データ（連結）								(%)
決算期	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3	2021/3会予	
総資産利益率(ROA)	0.0	-18.7	11.9	-2.2	-24.7	11.1	-	
自己資本利益率(ROE)	1.0	-32.6	35.5	-6.6	-78.3	41.0	-	
自己資本比率	40.7	42.1	47.0	33.2	19.6	32.9	-	

出所：会社有価証券報告書を基にGlobal IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入 *Globl IR, Inc.の計算による



免責事項

本レポートは、掲載企業のご依頼によりGlobal IR, Inc.が作成したものです。

本レポートは、情報提供のみを目的としており、当該企業株式への投資勧誘や推奨を意図したものではありません。

本レポートに記載されている情報及び見解は、Global IR, Inc.が信頼できると判断した情報源から得、または公表されたデータに基づいて作成したものです。その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。しかしながら、正確性、客観性を重視した分析を心がけ、最終的な中立性・独立性には最善の注意を払っています。また、当該企業経営者等とのディスカッション、および独自のリサーチに基づき、我々が投資家にとって重要と思われる視点をGlobal IR, Inc.のオリジナル・オピニオンとして提供しています。Global IR, Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。当該企業株式への最終的投資判断はあくまでも自己の判断・責任でお願いします。