

ドリコム (3793 東証マザーズ)

発行日: 2012/6/5
調査日: 2012/5/16
調査方法: 企業訪問

**インターネット関連技術に基づきソーシャルアプリや広告分野に事業展開。
データ重視の企画・運用でソーシャルゲームの有力プロバイダの地位を獲得。**

> 要旨

◆ **ソーシャルゲームの有力プロバイダ、ブログシステム開発から転身**
・ソーシャルゲームがサードパーティに開放された2009年8月に参入したソーシャルゲームプロバイダー。「陰陽師」、「ちよこっとファーム」等主要4タイトルが月商1億円強を稼いでいる。

・2006年にブログシステムのパッケージ販売や検索サイト運営を主要事業としてマザーズ上場。その後創業事業の譲渡、携帯電話の着メロ・着替え画像販売事業の買収と撤退等、大胆な事業の選択と集中を進めた結果、現在はソーシャルゲーム事業が売上高の約8割を占めている。

◆ SAPの収益化手段・リワード広告にも注力

・同社のソーシャルゲーム事業とのシナジーが期待される、リワード広告サービスにも注力している。リワード広告は成果報酬型広告の一種で、広告閲覧者及び広告枠を提供するソーシャルアプリプロバイダ(SAP)の双方に成果が発生するサービス。SAPの収益獲得手段として注目される。

・同社のリワード広告サービス「poncan」はミクシィの公式リワード広告「mixiポイントプラス」に採用され、同社が窓口業務を一手に引き受けている。さらに当該広告枠に動画広告を配信する仕組みをナショナルクライアントに提案。テレビCMに匹敵する媒体に育成しようと試みている。

> 投資判断

◆ 開発陣容の強化により新作投入を加速、成長持続を目指す

・2013/3期は、売上高119億円(前期比65.6%増)、営業利益19億円(同40.4%増)、当期純利益11億円(同36.8%増)と予想。同社は開発陣容を強化し、四半期毎にオリジナルタイトルを最低1本リリースする他、複数のパブリッシュタイトルも投入。国内SNSにおける同社のポジションを高める意向だ。

・14/3期の業績は、売上高142億円(前期比19.3%増)、営業利益25億円(同31.6%増)、当期純利益14億円(同27.3%増)と予想。コンプライートガチャ問題等の影響が一巡し、13/3期に投入予定のタイトルの育成で相応の成長を遂げると想定。リワード広告の伸長にも期待する。

◆ 株価に割安感あり、妥当な予想PER水準は11倍程度と判断

・コンプライートガチャ等の規制強化に伴う収益力の低下やユーザーの離散等を懸念して、株価は同業各社とともに株価は年初来高値の半値前後に下げており、予想PERは10倍未満で割安感がある。

・上記要因で売られ過ぎた同社の株価は、いずれ市場平均の予想PER11倍程度まで復するものと推察する。これに乗じて算出した2~3年後における同社の適正株価は118~135千円である。

業種: 情報・通信業

アナリスト: 高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@holistic-r.org

【主要指標】	2012/5/25
株価(円)	69,900
発行済株式数(株)	135,600
時価総額(百万円)	9,478
上場日	2006/2/9
上場来パフォーマンス	-32.02%

	前期	今期
PER(倍)	11.8	8.6
PBR(倍)	4.4	2.8
配当利回り	0.0%	0.0%
	σ	β 値
リスク指標	168.3%	2.48

【主要KPI(業績指標)】

四半期	ソーシャル ゲーム 売上高	直前期比 伸び率
2011.03	336	106.1%
2011.06	754	124.4%
2011.09	1,168	54.9%
2011.12	1,658	42.0%
2012.03	2,094	26.3%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-5.8%	-5.0%	59.2%
対TOPIX(%)	0.1%	-10.8%	68.6%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120531

ドリコム (3793 東証マザーズ)

> 収益モデル

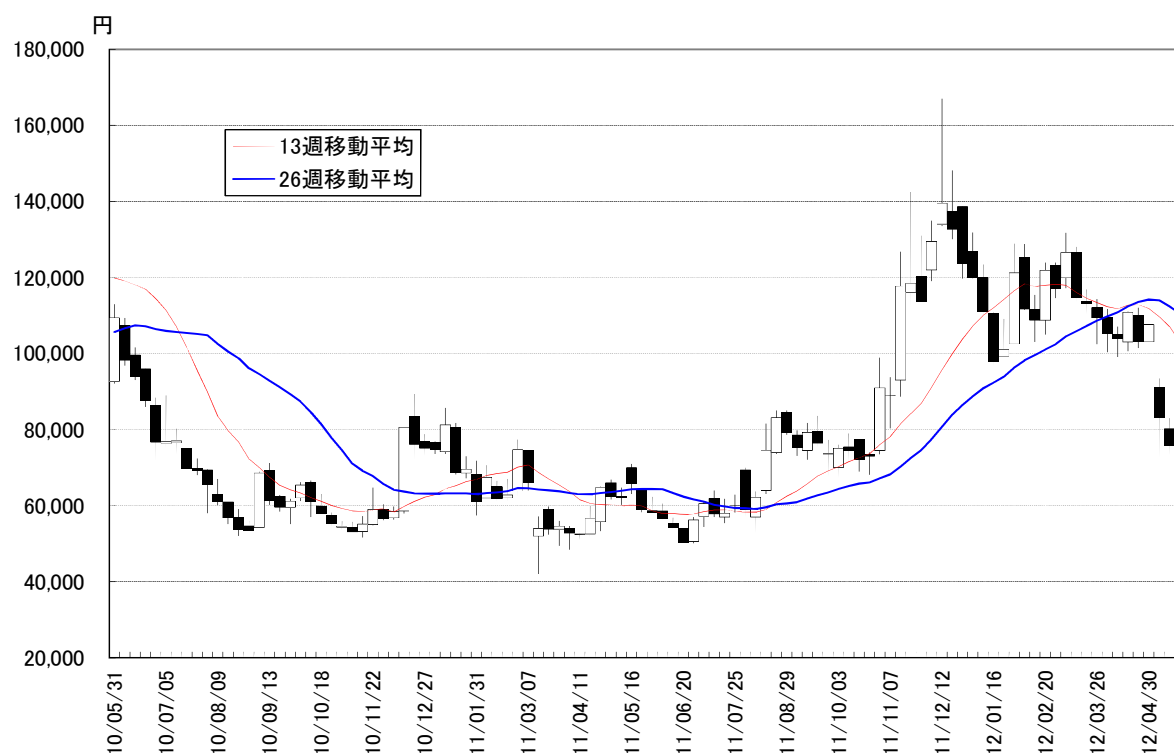
決算期 単位:百万円	2011/3期 実績C	2012/3期 実績P	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高 (前期比)	2,956 24.9%	7,187 173.1%	12,500 73.9%	11,900 65.6%	14,200 19.3%	15,500 9.2%	18,000 16.1%
営業利益 (前期比)	141 -32.8%	1,353 -	2,000 47.8%	1,900 40.4%	2,500 31.6%	2,900 16.0%	3,300 13.8%
経常利益 (前期比)	138 -32.7%	1,348 -	2,000 48.3%	1,900 40.9%	2,500 31.6%	2,900 16.0%	3,300 13.8%
当期純利益 (前期比)	-81 -	804 -	1,200 49.2%	1,100 36.8%	1,400 27.3%	1,600 14.3%	1,800 12.5%
期末株主資本	1,336	2,169	N.A.	3,269	4,669	6,269	8,069
発行済株式数(株)	134,950	135,525	135,600	135,600	135,600	135,600	135,600
EPS(円)	-602.3	5946.7	8854.5	8112.1	10324.5	11799.4	13274.3
1株当たり配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	9,902.2	16,009.2	-	24,550.1	34,874.6	46,674.0	59,948.4
ROE	-5.9%	45.9%	-	40.5%	35.3%	29.3%	25.1%
株価(円)	54,340	109,300	69,900	69,900			
PER(倍)	-	18.4	7.9	8.6	6.8	5.9	5.3
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	5.5	6.8	-	2.8	2.0	1.5	1.2

(注) 1. 予想におけるPER、配当利回り、PBRは、レポート作成時の株価を用いて算出。

2. 2011年10月に1→5株の株式分割を実施。2011/3期の1株当たり指標は当該分割調整済み。

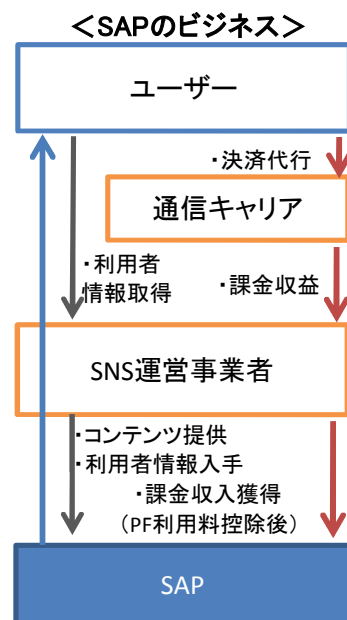
3. Cは連結、Pは単独決算。2012/3期の前期比は前期単独決算数値との比較を記載。

> 株価パフォーマンス



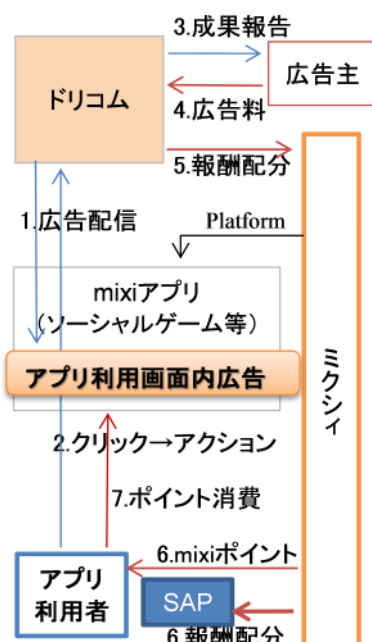
会社の概要

> 事業内容



(注)PF:プラットフォーム
(出所)各種資料、取材により作成

<mixiポイントプラスの仕組み>



(注)アクション:資料請求、インストール等。
番号順に行動・資金移動が発生。
(出所)同社資料より作成

◆ ソーシャルゲームの開発・運営が主力事業

ドリコム株式会社（以下同社）は、SNS（Social Networking Service あるいは-Site）やスマートフォン（以下スマホと略称）の普及・浸透を背景に、それらを利用する以下の事業を営んでいる。

(1) ソーシャルゲーム：同社は、SNS をプラットフォームとして利用するゲームアプリの企画・開発及びゲーム運用サービスを行う SAP（Social Application Provider）である。主に SNS の mixi、GREE のモバイル端末（従来型の携帯電話＝以下フィーチャーフォン、スマホ等）向けサービスを利用して、ゲームアプリを提供している（左図参照）。

mixi アプリのオープン化（注）に伴い 2009 年 8 月にサービス開始しており、早期参入した SAP 大手の一角で、2012/3 期売上高は約 57 億円（11/3 期は約 8 億円）。

主要タイトルはカードバトルゲーム「陰陽師」、農園育成ゲーム「ちょこっとファーム」等 4 作品。何れも月商 1 億円以上を達成している。

（注）オープン化：API（Application Program Interface）を公開することで、SNS 運営事業者ミクシィや協力会社以外のサードパーティにも SNS 上で動作するゲームアプリのプログラム開発を容易にした。

(2) アドソリューション：主に SNS 上で利用されるゲームその他のアプリのユーザー及び当該アプリ提供者（ソーシャルアプリプロバイダ、以下 SAP）を成果報酬の受け手とするリワード（Reward：報酬）広告の提案・システム開発・運用サービスを行っている。サービス名称は「poncan（ポンカン）」。12/3 期売上高約 6 億円（11/3 期約 4 億円）。09 年 7 月に mixi アプリ PC 版でサービス開始。11 年 10 月に mixi の公式リワード広告「mixi ポイントプラス」に採用された。同社はアプリの収益化を狙う SAP や、ターゲットを絞り広告を配信したい広告主を開拓する窓口業務を担当する。

リワード広告は以下の手順で進められる（左図参照）。

1. 同社は、SNS に登録されたユーザーのプロフィールやアプリ利用履歴等を考慮し、最適な広告をソーシャルアプリ画面に配信。
2. アプリ画面内バナー広告や、ポイント獲得ボタン（ポイントが得られるリワード広告プラン一覧を表示）で選択した広告をユーザーがクリックすると、画面が広告主の Web ページに移動。そこでユーザーが商品購入やゲームのインストール等を行うと成果達成。
3. 同社から広告主に成果報告。
4. 広告主から成果報酬が同社に支払われる。
- 5～6. プラットフォーム提供者を介して、期待された行動を実行したユーザー及び広告表示の機会を提供した SAP に報酬を配分。
7. ユーザーは SNS 上の疑似通貨（ポイント）の形で成果報酬を受け取り、アイテム購入に利用できる。

(3) ソーシャルラーニング：情報技術 (IT) を利用した学習システムやコンテンツ等を指す「eラーニング」に倣い、SNS を利用して共通の学習テーマに関心を持つ仲間が競い合い、或いは励ましあって学習を継続する仕組みを、同社はソーシャルラーニングと位置付け、仲間が集うプラットフォームやアプリの開発・運営を進めている。2012 年 3 月にプラットフォーム「smacoro (スマコロ)」及び iPhone 用英会話学習アプリ「えいたま」をリリースした。売上高はまだ僅少である。

売上高の約 8 割を占めるソーシャルゲームが主体。教育コンテンツのソーシャルラーニング、リワード広告のマーケティングソリューション事業を育成中。

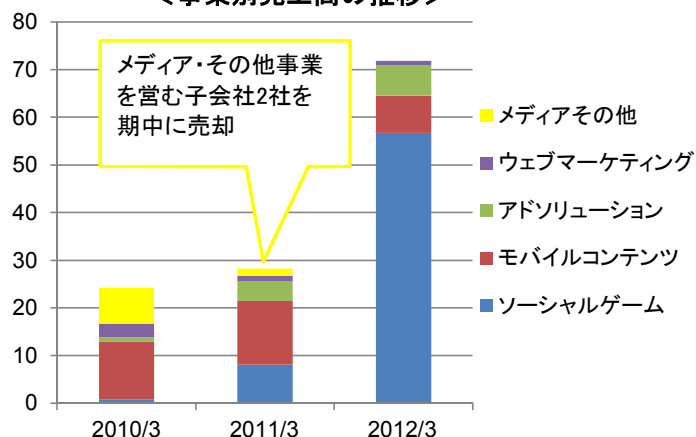
◆ ソーシャルゲームを主体とするエンタメウェブ事業が主力

2012/3 期は、この他モバイル端末向けに着メロの配信や待受画面の着替えコンテンツを提供するモバイルコンテンツ事業、及びグループウェアとしての社内ブログシステムや、Web サイト構築・更新支援システム (Content Management System、ドリコム CMS) を ASP (Application Service Provider) 方式で提供するウェブマーケティング事業を営んでいた。

ソーシャルゲーム事業との成長性等の比較に鑑み、これら他社に事業譲渡し、前述 3 事業に経営資源を集中することとした (引継業務等があり、売上高は 13/3 期第 1 四半期まで計上される見込み)。なお、同社は 2010 年 3 月末を以てブログシステムの法人向けパッケージ販売から撤退 (ウェブマーケティング事業の一部)。2010 年 9 月にカテゴリー別検索サイト運営のじげん (メディア事業)、法人向けマーケティング業のドリコムマーケティング (その他事業) の 2 子会社株を売却済み、今次譲渡を以てリストラクチャリングは一巡する。

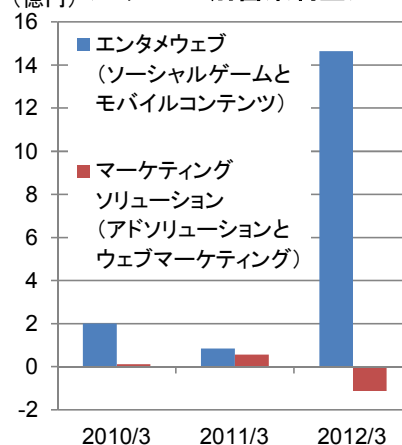
2012/3 期までの事業・セグメント別売上高、営業利益の構成は下図の通りで、ソーシャルゲーム事業が主力事業となっている。

(億円) <事業別売上高の推移>



(注) 2012/3 期は単独ベース、それ以前は連結
(出所) 同社決算説明会資料より作成

(億円) <セグメント別営業利益>

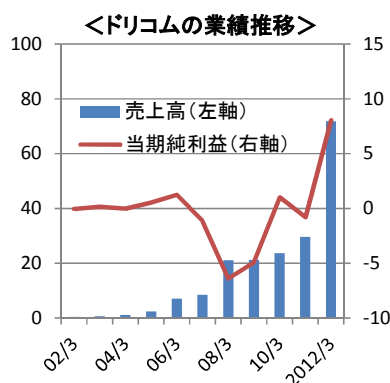


(注) 2012/3 期は単独ベース。他は連結
(出所) 同社決算短信より作成

➤ 沿革・企業理念

わが国で話題になり始めた
ブログシステムの企業向け
パッケージ販売を中核に上
場を果たす。

ブログシステムの収益化は
難航。モバイルコンテンツ事
業の買収、楽天との提携等
でリストラを推進。



(注)単位:億円。05/3～11/3期は連結決算
(出所)同社有価証券報告書

◆ ブログ関連事業を核に上場、ソーシャルゲームで再生

同社は内藤 裕紀社長が京都大学経済学部在学中の2001年11月に設立された。インターネット上のコミュニティサイト「マイプロフィール」の運営やコンピュータシステムの受託開発等を目的としていた。その後、ブログや検索エンジンに関する、国内では新規性の高いサービスを企画・開発し、06年2月に東証マザーズ上場。内藤社長は当時27歳・史上最年少であること、「Web2.0」と言われたビジネスの先進性等からメディアに注目された。

1) ブログや検索エンジン関連のサービス企画・開発で脚光浴びる

03年7月に一般ユーザー向けブログ（時事ニュースやトピックスに自らの意見等を表明する日記的なWEBサイト）サービスを開始。04年6月にブログシステムをポータルサイトやEC（電子商取引）サイトを運営する法人向けにパッケージ販売あるいはASP（Application Service Provider）として提供する事業を開始。他にSNS機能を取り入れたブログシステムをグループウェア代わりに用いる「ドリコムブログオフィス」、ウェブサイト構築・運用管理システム「ドリコムCMS（Content Management System）」等も提供。

04年9月にはコンテンツ連動型広告配信技術の提供とカテゴリ検索サービスで構成される検索エンジン事業を開始。前者は「BlogClick」の名で、同社とサイバーエージェントの共同事業として営まれたサービスの中核技術。ブログやSNS等の媒体の個人ページを中心に広告配信するもの。サイバーエージェント・グループのユーザーマッチ型広告配信サービス・MicroAdに継承された。後者はニュースやブログを検索する「ドリコムRSS（Rich Site Summary：ブログ等の更新情報を要約し配信）」と、求人情報を自動収集し一般ユーザーに無料で閲覧させるサイト「ドリコムキャリア」で、広告を収益源とした。

2) モバイルコンテンツ事業に展開・楽天の出資を受ける

上場後の同社の収益は、06/3期売上高703百万円・経常利益225百万円・当期純利益124百万円から、07/3期は同順で843百万円・-181百万円・-85百万円と赤字転落した（左図）。法人向けのブログシステム販売は、光通信グループとの合弁会社ドリコムマーケティングを通じて営まれたが、思ったように顧客開拓が進まなかった。

そこで同社は携帯電話向けコンテンツ配信事業に転進した。07年4月に投稿型着信メロディコンテンツサイト「J研」を運営していたジェイケンを買収。携帯電話で着メロを作成できるモバイル音楽スタジオや着せ替えコンテンツ（携帯電話の待ち受けやメニュー画面を好きなデザインに変更できるコンテンツ～同社とジェイケンの共同開発）を一般ユーザーに提供するサイトの運営等を行った。

08年4月、ジェイケン買収（約13億円）に伴い悪化した財務の健全化や広告サービスの更なる展開のため、楽天と資本・業務提携した。

ソーシャルゲーム事業に転進。既存事業は相次ぎ売却し、択と集中を進めた。

単なるサービス業で終わらず、先進的な IT 技術の開発に取り組む、と経営理念で宣言。

➤ 経営陣と株主構成

経営陣は社長を除き大幅に入れ替わり、外部から招聘した人材に管理や収益化の手法を学ぶ。

3) 収益力・成長性に鑑み事業の選択・経営資源集中戦略を遂行

同社は楽天との資本・業務提携と前後して、09/3 期に本社移転、経営陣の報酬カットなどの経費節減策を実行、09 年 10 月に法人向けブログパッケージ事業、10 年 9 月に検索サイト運営子会社等の譲渡を決定する一方、mixi アプリ提供開始 (PC 版、09 年 8 月)、GREE 向けゲーム提供開始 (10 年 6 月) 等、ソーシャルゲーム事業を主力事業とするリストラクチャリングを遂行。現在に至っている。

◆ 独創的な技術でインターネットの「ものづくり企業」を目指す

同社の経営理念は、高い企画力と独創的な技術力をコア・コンピタンスとして新規事業を創出していくことで、一人でも多くの人々にエンターテインメント性あふれる生活を提供する企業を目指す、というもの。そして、1) 人々を楽しませる、2) いつも創造的に、全てに革新的に、3) 変化への挑戦、という 3 つのキーワードを満たすサービスを提供し、それらのイメージに合致する企業になろうとしている。

◆ 内藤社長は京都大学在学中に起業、取締役にはベテランも配す

同社代表取締役社長の内藤 裕紀氏は、1978 年生まれ。京都大学経済学部在学中の 00 年に学生団体ドリコムを立ち上げ、翌年に有限会社ドリコムを設立・代表取締役に就任し、現在に至る。

株式上場時の取締役会は、内藤社長と共にドリコムを立ち上げたメンバーで構成されていたが、現在は社外から招聘された以下の 3 名が内藤社長をサポートしている。リクルート出身の菅原 勇祐副社長は 1963 年生まれで、05 年に同社取締役就任、07 年同社に入社し事業統括担当執行役員を経て 08 年より現職。川村 勇夫取締役は 1977 年生まれ。同社が 07 年に買収した際にジェイケン取締役副社長の地位にあり、09 年のジェイケン吸収合併に伴い同社取締役執行役員に着任。社外取締役の島田 亨氏は、大株主・楽天の取締役常務執行役員。

なお、同社は 12 年 6 月の株主総会において取締役を 1 名増員予定で、執行役員ソーシャルゲーム事業本部長の長谷川 敬起氏が就任予定。

◆ 内藤社長が筆頭株主、第 2 位に楽天

同社四半期報告書で確認できる 2011 年 9 月末時点の同社の筆頭株主は内藤社長で、発行済株式数の 40.89%を保有する。

持ち株比率第 2 位の大株主は楽天で、同社は楽天の持分法適用会社であり、前述の通り取締役 1 名を同社に派遣している。

有価証券報告書で確認できる 2011 年 3 月末時点における外国人等の持株比率は 6.81%と高くない。同時点において証券会社等は同 1.32%、金融機関は 0.40%、楽天を含むその他の法人は 20.27%、内藤社長を含む個人その他は 71.20%である。

＜大株主上位10名＞(2011年9月末)

株主名	持株比率
内藤 裕紀 (社長)	40.89%
楽天 (株)	19.78%
廣瀬 敏正 (執行役員)	4.04%
小上 勝造	3.70%
井上 陽平	3.52%
日本トラスティ・サービス 信託銀行(信託口)	2.86%
BNYM SA/NV FOR BNYM CLIENT ACCOUNT MPCS JAPAN	1.73%
日本トラスティ・サービス 信託銀行(信託口)	1.59%
日本証券金融 (株)	0.88%
小柳 滋	0.70%
株主数	1,470 名
(出所) 同社2012/3期第2四半期報告書	

事業環境

> 業界環境・競合他社

国内ソーシャルゲーム市場は2011年度約2,600億円から12年度は約3,500億円に伸長するとの見方がある。

コンプガチャ停止の直接的なダメージは少ないが、ライトユーザーに対するイメージダウンが懸念される。

◆ モバイルコンテンツ市場で急成長するソーシャルゲーム市場

財団法人デジタルコンテンツ協会によると、2010年度の携帯電話向けコンテンツの市場規模は6,456億円(前年度比17%増)。このうちソーシャルゲーム関連(SNS上のアイテム販売等)は1,389億円(同3.1倍)、それを除く市場は5,076億円(同0.04%減)。代表的なモバイルコンテンツ事業であった着メロ・着うた等の音楽系コンテンツは1,468億円(同8%減)で、08年度をピークに2年連続減少(下左図参照)。待受画面も331億円(同2%増)と成熟段階にあるようだ。

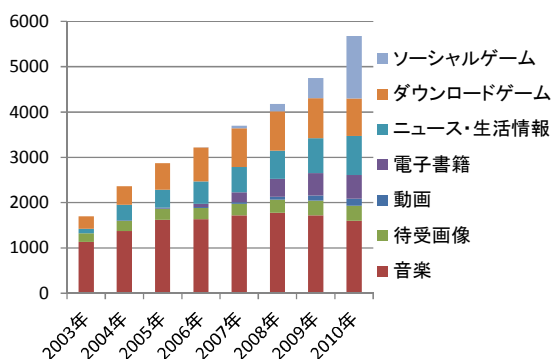
ソーシャルゲームは07年にFacebookがAPIを公開したことを受けて米国で多数のゲームがリリースされ、Zyngaなどサードパーティのゲームプロバイダが相次ぎ生まれた。わが国では07年5月にSNS運営会社グリーが自ら開発しリリースした「釣り★スタ」が嚆矢とされ、09年8月にサードパーティAPIが公開されてREKOOにより提供開始された「サンシャイン牧場(mixiアプリ)」や同年10月の「怪盗ロワイヤル(Mobage)」のヒットにより、10年から市場が急拡大した。矢野経済研究所が2012年1月に公表した調査によれば、2011年度のソーシャルゲームの市場規模は前年比84%増の2,570億円、12年度は同33%増の3,429億円と、高成長が続く見通しである(下右図参照)。

◆ コンプガチャ問題に係る規制導入で成長鈍化の可能性も

特定のアイテムを全て揃えると特別なアイテムが提供される「コンプリートガチャ(以下コンプガチャ)」が、消費者の射幸心を煽り、高額課金に結び付き易いとして、コンプガチャで得られるアイテムは不当景品類及び不当表示防止法(以下景品表示法)で禁止される「カード合わせによる懸賞景品類」に該当すると消費者庁に指摘された。

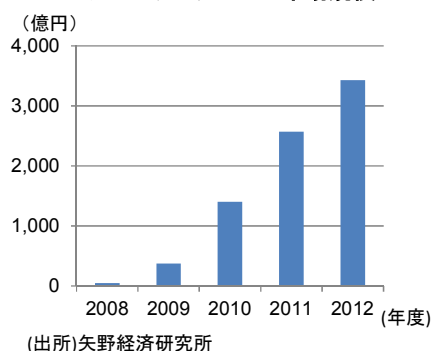
またコンプガチャ等で獲得されたレア・アイテムがSNS以外のオークションサイトを通じ現金収受を伴い交換されるRMT(リアル・マネー・

(億円) <主なモバイルコンテンツの市場規模>



(出所) デジタルコンテンツ白書より抜粋して作成

<ソーシャルゲームの市場規模>



トレーディング)も、換金目的のゲームへの不正アクセスが懸念される。また、ゲーム利用者が詐欺に巻き込まれる恐れもあり、排除の徹底が求められている。

ソーシャルゲームのプラットフォーム運営業者やSAP各社は12年3月以降、未成年者への課金制限の徹底、RMT排除に向けた監視活動強化、コンプガチャの廃止等を表明した。なお、大手ゲームプロバイダは何れも、ゲーム事業売上はコンプガチャに依存しておらず(数字で説明したSAPではせいぜい15%)、新たなゲームシステムやイベント企画により吸収可能で、当該規制による重大な影響はないとしている。

◆ 競合はクルーズ、KLab、ボルテージやコンソールゲーム大手

ソーシャルゲーム市場の主役はプラットフォームを運営し、自らゲームを開発・提供するディー・エヌ・エー(以下DeNA)、グリーの2社。SAPではクルーズ、KLab、ボルテージ、非上場でDeNAと業務提携したgloops、グリーが出資するgumi等が競合。参入企業は数多く競争は激烈で、自社のゲームに集客するのは容易ではない。コナミ、バンダイナムコ、カプコン等のコンソール(家庭用ゲーム機向けソフト)ゲームメーカーも、過去のヒット作品を転用したゲーム開発により高い集客力を見せており、手強いライバルだ。

> ビジネスサイクル

かつてのお手軽な新作開発では勝負できない競争状態。商品のライフサイクル長期化は難題に。

◆ ソーシャルゲームはリリース後の集客活動次第で長命化も

ソーシャルゲーム事業のビジネスモデルは、基本利用料を無料とし、アイテム入手やプレミアムサービスに課金するフリーミアム方式が基本である。当該方式により、ユーザーは気軽に参加することができ、短時間の空き時間消費に完全無料で利用することも可能である。

ゲームプロバイダは、コンソールゲームよりも短期間・少人数の低予算でゲームを開発し、リリース後にゲームの利用状況を確認しながら難易度の調整、インターネット広告を中心とする広告宣伝や期間限定のレア・アイテム配布イベント開催、マップ拡張・新章追加の大型アップデート等により、集客活動を行う。SNS内でのクチコミは有力な集客方法だが、リワード広告の閲覧により、アイテム購入に利用できるポイントを提供する手法で自社が運用する他のゲームに送客する、さらに課金アイテム使用体験をさせる等の工夫も有効である。

SAPの主なコストは、初期開発費、運用経費(サーバ管理費、保守・顧客対応及びイベント企画のための人員に係る人件費と、プラットフォーム運営者へのシステム利用料や通信キャリア等への課金手数料等)、集客のための広告宣伝費である。

ソーシャルゲームは初期投資額を小さく抑え、コストを後送りしてリリース後に収益を稼ぎながら改良を加える形で、比較的低リスクで相応のリターンを継続して獲得できるビジネスであった。グリーの「釣り★スタ」やDeNAの「怪盗ロワイヤル」のようにリリース後2年

以上経過しても高い人気を維持するゲームがあり、同社の陰陽師等もリリース後 1 年経過しても GREE の人気ランキングでしばしばトップ 10 に再登場している。

しかし最近では、参入業者の急増・競争激化と共に、収益化は容易でなくなってきた。フィーチャーフォンより解像度の高いスマホの普及によりグラフィックスで差別化する機会が生じたことや、集客効果の高い IP 獲得等の結果、開発予算は増加傾向にある。運用・広告費の浪費を回避するために数カ月でサービスを停止するような、多産多死の様相を深める可能性がある。

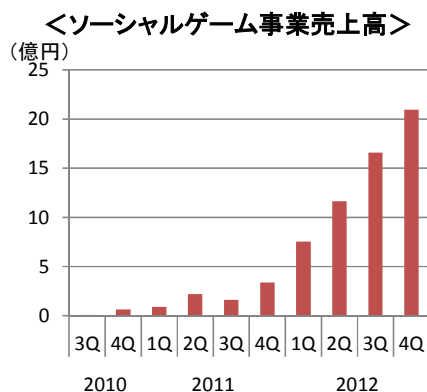
> KPI(業績指標)

アクティブユーザー数や 1 人当たり平均売上も大事だが、長く愛用されるゲームにする工夫も必要。

◆ 新作投入時期とヒットの成否に左右される

同社はゲーム登録者数、DAU (毎日アクセスするアクティブユーザー数)、ARPU (ユーザー 1 人あたりの平均収益)、ARPPU (課金ユーザー 1 人当たり収益) 等の指標を開示していない。同社は当然これらのデータを注視し、ユーザー獲得コスト等との見合いで収益を最大化することを意識してはいる。しかし、登録者数や目先の ARPU を向上させて期間収益を増大させるよりも、課金ユーザーの継続利用率を維持・向上させて LTV (Life Time Value : 商材に対する顧客の満足度を高め、長期利用してもらうことにより獲得できる継続的な収益) が最大になるよう努めているという。それを裏付けるように、同社の主要タイトル 4 作品 (10 年 12 月リリースの「陰陽師～平安妖奇譚～」、同 11 年 1 月の「ちょこっとファーム」、同 11 年 4 月の「ソード×ソード」と「ビックリマン」) は何れも、ヒット作品と呼べる水準である登録ユーザー数 100 万人、月商 1 億円を突破している。

このため、ソーシャルゲームを主力事業に据えた同社の事業戦略の成否を測るうえでは、四半期毎に開示されるゲーム事業売上高の推移や、当面各四半期にオリジナル作品 1 タイトル以上としている新作がスケジュール通りリリースされるか、それらのタイトルが相応に評価されているか (決算説明会では、主要タイトルの人気ランキング等にも言及されるが、評価手法が様々で決定的な指標ではない)、等を注視したい。



(出所) 決算説明会資料より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

ソーシャルゲームと、シナジー
期待のリワード広告に経営資
源を集中投下する。

増強した開発陣をフル活用
し、新作投入ペースを加速。
国内 SNS ゲームの複数ジャ
ンルにドリコム作品を提供し
ていく。

◆ソーシャルゲームに資源集中、リワード広告によるシナジーも

同社は経営課題として、技術進歩が早くサービスが多様化するインターネット関連市場において、既存事業の基盤強化と新規事業への経営資源の集中、高い利益率の実現が重要と認識している。また、事業の成長速度に見合った人材の確保及び育成、内部管理体制の強化も重要課題と考えている。従って事業の選択と集中の徹底、及び事業間のシナジーの創出により、収益基盤を強化すると共に、継続的な採用活動・研修制度の充実も進める意向である。

具体的には、成長の著しいソーシャルゲーム市場への投資強化、リワード広告との連携に注力する方針で、非中核事業と認識したモバイルコンテンツ事業のシーエー・モバイルへの譲渡(譲渡期日は12年3月、なお人員は異動しない)、CMS サービスや社内向けブログサービス等のASP事業のガイアックス子会社への譲渡(ガイアックスにはかつて法人向けブログシステム事業を譲渡している、今次譲渡は12年7月に効力発生)等を遂行。

また人材確保の一環として、12年3月にマレーシアのシステム開発会社 Snout Sdn. Bhd (以下 Snout 社) を買収した。当該会社は国内でソーシャルアプリ等の開発業を営むスナウトの子会社で、親会社からの開発受託をしていたため、安定した外注先になると考えられる。

◆ソーシャルゲームの新作開発・顧客基盤拡充に注力

ソーシャルゲーム事業においては、当面国内においてGREE及びmixiをプラットフォームとして、複数のゲームタイトルをコンスタントにリリースし、多様なソーシャルゲームユーザーの嗜好に合致する様々なゲームジャンルに限らず自社タイトルを配信し、顧客基盤を拡充する戦略を進める意向である。

具体的には、四半期に1タイトル程度の速度でオリジナルタイトルをリリース。これをベースに、同じゲームシステムで社会・時代背景等を異にする類似タイトルを投入し男女・年代間の嗜好の相違を総ざらいする意向。類似作開発には Snout 社のマンパワーを活用する意向だ。また、11年12月にアリスマティック社との協業でリリースした女性向け恋愛シミュレーションゲーム「イケない契約結婚」以来、既に5作品をリリースしているパブリッシュタイトル(他のデベロッパーが開発・運用するゲームのマーケティングを同社が担当する)も、同社ソーシャルゲーム事業のユーザー層の厚みを増す手段として重視している。これまでリリースしたタイトルは何れも協業先がGREEで運用しているタイトルを(同社開発ゲームのユーザー数がまだ少ない)mixiでも展開するという形態だが、今後はGREEにおいてもパブリッシュタイトルをリリースしていく意向である。

> 中長期の課題と戦略

グローバル展開、ソーシャルラーニングやリワード広告の育成・強化が中長期の成長を支える。

◆ ソーシャルアプリ及びリワード広告のシナジーによる事業拡張
同社は、中・長期的な経営戦略として、以下の手法によるエンタメウェブ事業及びマーケティングソリューション事業の収益基盤の安定化を目指している。

1) ソーシャルゲーム事業のグローバル展開

同社は既にグローバル展開用タイトルとして、スピリットフォース(11年11月)、モンスターアームズ(11年12月)等3タイトルを欧米向けにリリースし、海外ユーザーの嗜好や広告効果の検証等を進めてきた。現状は広告効果の持続性に問題があり、収益事業化には時間が必要と判断。国内向けネイティブアプリ(非ブラウザ依存のアップルiOS向けゲーム)としてリリースし、ゲームシステムの練り直しを進め、しかる後にグローバル展開に再挑戦する意向である。

2) 同事業と類似するソーシャルラーニング事業の基盤確立

ソーシャルラーニング事業の将来の目標は、フリーミアムの特徴を生かして経済的に恵まれぬ人々にも生涯学習の機会を提供することのようだ。早期の収益貢献は困難でも、ソーシャルアプリのエンターテインメントとコミュニケーションの要素(同社の掲げる事業目的と重なる)を融合して育成していく意向である。なお当該事業第1弾アプリ「えいたま(英会話分野)」はリリース後1カ月で10万ダウンロードを達成しており、成長の余地はあると同社は認識している。

3) 動画リワード広告によるテレビCM領域の広告需要獲得

スマートフォン向けソーシャルアプリの収益化を支援するリワード広告は、これまで費用対効果の明確なアフィリエイト広告(広告掲載メディアに成果報酬が発生するインターネット広告の一種)として、広告主も集客目的のSAPを想定することが多かった。同社はponcanにおいて、広告掲載枠をバナーではなく動画を視聴するタイプの広告としてナショナルクライアントにアプローチしている。テレビCMあるいはYahoo!Japanのトップページのブランドパネル(右肩、1週間1250万円)等と同等のリーチが可能で、動画視聴後の商品検索やクチコミ行動への移行が容易なSNSサイトの広告に、大手広告主の関心は高く、既に自動車メーカー等数件のクライアント獲得実績があるそうだ。また媒体側からも注目されており、同社大株主の楽天やコンビニ大手のポイントシステムとの連動を検討しているとのことである。

> アナリストの戦略評価

◆ 業界健全化に向けた努力が市場成長に不可欠

今期は、社会問題化したコンプガチャの停止に伴い、一定の収益減少が懸念される他、ガチャという仕組みやソーシャルゲーム自体に対する懐疑的な見方が残り、ライトユーザーからの課金は難航する可能性があると考えられる。新たなゲームシステムの提案が必要になるろう。

就労していない未成年への高額課金は別として、料金体系に納得して

業界健全化に決然と取り組む姿勢を見せ、消費者の安心感を得ることが第一。

ジャンルの偏りをなくし幅広いユーザーを着実に囲い込む戦略は首肯できる。利益率よりもトップラインの伸長を目指すステージにある。

動画リワード広告が大きな収益源になる可能性を秘めている。
楽天との連携で優位を早期に固めたい。

カード収集を行う個人の嗜好を全て否定するのは行き過ぎ、との考え方もあろう。世の中には様々な収集癖がある。抗し難い誘惑に打ち勝つことも時には必要である。「たかがゲームで儲けすぎ」という妬みが、問題を大きくした可能性も否定できない。

未成熟な業界が雇用への貢献、世界に通用するビジネスと主張するならば、目先の収益への拘りを捨て、透明性の高いエンターテインメント産業になるべく自浄努力を続ける必要がある。フリーミアムのソーシャルゲームの本質は、バイアスのかかった業界誌等の前評判ではなく、信頼できる知人の上方を基に無料体験し、面白さに納得してから相応の代金を支払う、というものである。幼少時に体験したリアルのがチャをデジタル化したのは秀逸であったが、財布から硬貨を取り出し投入するという操作が伴わない（リアルの世界では高額消費には両替の手間も必要）だけに、歯止めが掛かり難いことも指摘しておきたい。

◆ 数は打たなければならず開発人員の増員・育成は重要課題

ソーシャルゲーム利用者数はいずれ頭打ちになる。国内当該市場は成長後期にあるとの指摘は多方面から聞こえる。これを打ち破り、コンソールゲームやPCオンラインゲームのユーザーを引き入れるようなゲームタイトルがスマホ・タブレット PC の普及と共に出現する可能性もあるが、保守的に考えれば既存ユーザーの囲い込み、同業他社からの奪取を考えるべきであろう。

同社の主要タイトルはカードバトル、農園育成ゲーム等のジャンルであり、恋愛シミュレーションゲーム等は扱っていなかった。前期より当該分野にパブリッシュタイトルを相次ぎ投入しているのは、経験のない分野でデータ収集を進め、オリジナルタイトル投入の準備をしているように思われる。

月商 1 億円以上のヒットタイトルを保有し開発余力のあり同社であれば、相応の開発チームを構え、外したら早期サービス休止の心積りでゲームユーザーとの交信をすることが可能であろう。そのためにも、社内外の開発スタッフの拡充は重要課題であり、外注に準じるパブリッシュタイトル協業者は重要なパートナーなのであろう。

◆ リワード広告への期待

リワード広告事業には、SNS 運営のグリーや DeNA が自ら運営に乗り出している他、アフィリエイト広告大手のアドウェイズや多数のベンチャー企業が参入している。世界的なモバイルアフィリエイト広告会社 Tapjoy 社もシーエー・モバイルと提携し日本市場での事業展開を狙うが、動画リワードをいち早く導入した同社は、同業者に対し一歩先行しているようだ。楽天との連携により、当該広告サービスをデファクトスタンダードに押し上げる意気込みが期待される。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆SWOT分析

同社のソーシャルゲームメーカーとしての競争力を SWOT の観点で検討すれば、以下の通りにまとめられよう。

項目	ドリコムの特質・事情
強 み Strength	●IT・特にインターネットを介したコミュニケーションに関連した技術・企画力やユーザー行動の分析等に優れている。 ●インターネット上のソーシャルグラフサービス、ログシステム、ソーシャルゲーム等、成長事業を察する嗅覚に優れる。 ●経営陣に事業の「選択と集中」を徹底する決断力がある。
弱 み Weakness	●技術力・顧客分析力はあるが、早期にユーザーを引き付ける人気キャラクター等の IP 資産を保有していない。この点はコンソールゲームメーカーに対し比較劣位にある。 ●ソーシャルゲーム事業、アドソリューション事業共に、他社の運営するプラットフォームに依存している。
機 会 Opportunity	●スマホ普及と共に、教育コンテンツをはじめ SNS を利用したゲーム以外のアプリ市場が立ち上がる可能性があり、マネタイズにはリワード広告が有効と考えられる。 ●国内におけるソーシャルゲーム事業の経験が海外で活用できる可能性がある。フィーチャーフォンを用いたモバイルインターネットサービスは先進的である。
脅 威 Threat	●コンプガチャ、RMT 等の社会問題化を契機に、ソーシャルゲームの人気離散・収益力や成長性の低下が懸念される。 ●開発要員の採用・優良な外注先の確保が難航する、あるいは主要スタッフが流出する、等によるマンパワーの供給不安。

> Porter's 5 forces

SAP として古参であり、既に新規開発投資を支える有力タイトルを保有していること、ユーザー行動分析力に長けていることが強み。

<業界内競争> ソーシャルゲーム業界には、新興モバイルコンテンツプロバイダから大手コンソールゲームメーカーまで数多の事業者が参入し、競争は激烈である。差別化のためにグラフィックスの充実が求められ開発コストが上昇。また、有力 IP (人気キャラクターの著作権等の知的財産) を保有し、広告予算も潤沢な大手ゲームメーカーの参入や、デベロッパーを買収したプラットフォーム運用会社自身の積極的な広告宣伝に対抗して集客するのは容易でない。開発要員の拡充、リワード広告の活用による効率的な広告宣伝活動、一度集客したユーザーを囲い込む有効なイベント企画等が一層重要になる。この点同社は SAP として先行しており、ゲーム利用状況や広告効果を分析する能力は、過去の検索エンジン事業等を経て十分に蓄積している。新卒・中途採用や Snout 社買収により人員拡充も順調である。

プラットフォーム事業者に対する発言力を高めるためには、ヒットタイトルを輩出することが不可欠。

競争の激化やスマホ普及で参入障壁は高まった。自らは海外市場での新規参入者としてネイティブアプリ開発力を高める必要がある。

＜顧客に対する価格決定力＞ ソーシャルゲーム等のモバイル端末向けアプリビジネスでは、フリーミアム・モデルが主流である。カードゲームの主要課金手段となったガチャの価格には 1 回 100～1,000 円と幅があるが、一定の相場感があり、価格競争は起こっていない。レア・アイテムの RMT が社会問題化したことが、これはゲームメーカーが規約で制限していたものである。但し、コンプガチャによるカード収集というゲーム参加の副次的な目的に代わる、魅力的なゲームシステムがなかなか提案できない場合、かつての定額課金への回帰等、課金体系の変化が起こる可能性がある。

＜供給者に対する交渉力＞ SNS 事業者や、グラフィックスをはじめとする開発工程の外注先、海外ゲームメーカーとの協業等を考える。プラットフォームへの収益貢献という観点で、GREE で主要タイトルが長期間人気ランキング上位に位置すること、mixi では公式リワード広告業者に選定されたこと、等から、両者との友好関係が推察される。外注先とは、SAP 大手の一角として良好な関係を築いている模様。また gloops 等とパブリッシュタイトルで協業。またかつて米国有力 SAP の CroudStar 社、中国有力 SAP の Five Minutes 社と、直近では韓国オンラインゲーム大手の NEXON 社等とも協業実績がある。こうした伝手を通し、国内外の有力ライセンスだけでなく、最新技術や流行の情報入手も可能である。

＜新規参入リスク＞ ソーシャルゲーム事業は形式的には新規参入は容易である。しかし、競争激化の結果、差別化のためにグラフィックスの充実が求められ開発コストが上昇する一方、リリース 1 週間で十分な登録者数を集め SNS で話題になりやすくするために広告宣伝費が増大する等、競争を勝ち抜くための投資額は増大しつつある。同社においては、既存タイトルの長寿命化を図る一方、買収したマレーシアのソフト開発拠点を利用した開発速度の加速、パブリッシュタイトルの拡充等によるユーザー層の拡充・囲い込みを図る意向である。

＜代替品のリスク＞ コンソールゲーム、PC オンラインゲームとソーシャルゲームとは、ゲームの遊び方に差異があり、競合関係は弱い。前 2 者はゲームに長時間を費やし、複数名で遊ぶ際には同時参加が基本となるのに対し、ソーシャルゲームの遊び方は、電車待ち等手の空いた短時間利用、友人との楽しみ方も結果を自慢し合う、一定時間内に協力する等である。但し、ソーシャルゲームは歴史が浅く、ビジネスモデル、ゲームシステムや使用するデバイスの進化・変容により、競合関係が強まる可能性は否定できない。

> ESG活動

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、環境保全等に係る対応について特に言及しておらず、特別な活動は行っていない模様である。

◆ 社会的責任 (Social Responsibility)

同社は、社名のロゴに with entertainment というキーワードを付し、人々を楽しませるサービスの提供を企業活動の基本に据えている。そして、より多くの人の生活が豊かになるような独創的な技術やサービスを産み出すこと、海外に輸出できるようなソフトウェアプロダクト等の開発により、社会に貢献することを目指している。また、同社の企業活動は、就職難の若年層に、単純労働でなくクリエイティブな業務分野における雇用の機会を提供していると主張している。

◆ ガバナンス (Corporate Governance)

同社は公正で透明性が高く、経営環境の変化に迅速かつ的確に対応できる経営体制の確立が重要と考えている。重要課題は 4 名の取締役（うち社外取締役 1 名で楽天から招聘）・監査役 3 名（全員が社外監査役で弁護士及び公認会計士）が参加する取締役会、及び執行役員も参加する経営会議の場で審議することで、適切なガバナンスが機能するとしている。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

コンプガチャ等の問題から、
今期業績は保守的に考えた
い。リワード広告も先行投資
段階が続く可能性あり。

◆ 2013/3 期は大幅増収・増益を予想するが、会社計画未達を懸念
会社側の 2013/3 期業績予想は、売上高 125 億円（前期比 73.9%増）、
営業利益 20 億円（同 47.8%増）、当期純利益 12 億円（同 49.2%増）。

前期における同社の新作投入状況は、11 年 4 月 GREE 向けに「ソード×ソード」、「ビックリマン」の 2 タイトルをリリース、第 2 四半期にこれらを mixi 向けにリリースした他、下半期に海外向け 3 タイトル、パブリッシュ作品 5 タイトルをリリースした。このうち国内向けオリジナル作品 2 タイトルは月商 1 億円以上の大型作品に成長したが、海外向け、パブリッシュ作品は大きな収益貢献をしていない模様だ。

今期も前期同様にパブリッシュタイトルや海外展開に注力する他、四半期毎にオリジナルタイトルを 1 本以上、少なくとも前期の 2 倍の力作をリリース。また買収した Snout 社を利用してオリジナルタイトルの類似作品の開発にも注力しラインナップを大幅に拡充する計画。コンプガチャに係る減収要因を吸収して大幅な増収を見込んでいる。

大幅増収・増益ながら、増収率に比べ増益率を低く見込んでいるのは、イ) ソーシャルゲームに関わる開発要員の人件費や広告宣伝費の増加、ロ) 同社ゲームのアクティブユーザーの厚みを増すために取り組むパブリッシュタイトルの積極的な投入により、著作権料（開発・運用の外注に相当）が増加すること、ハ) 海外向け作品・ソーシャルラーニングに関しては収益貢献を見込まず、費用が先行して発生する、ニ) mixi のアプリに対する手数料率が前期・第 4 四半期から引き上げられたこと、等のためである。

これに対して担当者は、売上高 119 億円（前期比 65.6%増）、営業利益 19 億円（同 40.4%増）、当期純利益 11 億円（同 36.8%増）と、会社計画を若干下回る予想を立てた。コンプガチャ・RMT 問題を契機とするユーザーのソーシャルゲームへの取り組み姿勢の変化を読み切れないため、会社側よりも保守的に考えたためである。

高額課金で問題になったヘビーユーザーはさして離散しないだろうが、ライトユーザーは遠ざかる懸念がある。ガチャへの依存度は高くなかった同社であるが、これに代わる、ユーザーが納得し気持ち良くポイント（疑似通貨等）を消費するようなゲームシステムの確立には時間が必要と考え、新規タイトルの収益貢献を低めに見積もった。

リワード広告 poncan の収益貢献も読みづらい。mixi 以外のメディアとの連携に期待するが、大きな相手との提携となればそれだけ、それに係る先行投資が発生する可能性があり、マーケティングソリューション事業は今期も黒字転換しないことを懸念している。

> 来期以降の業績

ゲーム新作には当たり外れがあるので過大な期待は禁物だが、環境は今期より好転していると想定。

◆ 新作ゲームのヒット予測は困難だが、顧客基盤の拡大効果に期待
14/3 期の業績は、売上高 142 億円（前期比 19.3%増）、営業利益 25 億円（同 31.6%増）、当期純利益 14 億円（同 27.3%増）と予想する。

予想の前提となる資料が乏しいため、保守的な予想に留めたが、当該決算期には、複数の新規ゲームシステムがユーザーに受け入れられ、ソーシャルゲーム事業は一定の成長が可能と考えた。ただ、ゲームの魅力を高めるために画像の質向上・動画の多用等クリエイティブの充実を図る動きや相応の広告宣伝費の投入、海外展開への備え等があるため、エンタメウェブ事業の収益性はさほど変わらないと考えた。

マーケティングソリューションにおいても伸長な数字を見込んでいるが、大手メディアとの連携の成否によって、より大きな収益貢献も可能と期待している。

15/3 期の業績は、売上高 155 億円（前期比 9.2%増）、営業利益 29 億円（同 16.0%増）、当期純利益 16 億円（同 14.3%増）を予想。

16/3 期は、売上高 180 億円（同 16.1%増）、営業利益 33 億円（同 13.8%増）、当期純利益 18 億円（同 12.5%増）と予想した。

<ドリコムの営業利益予想モデル>

(単位:百万円)

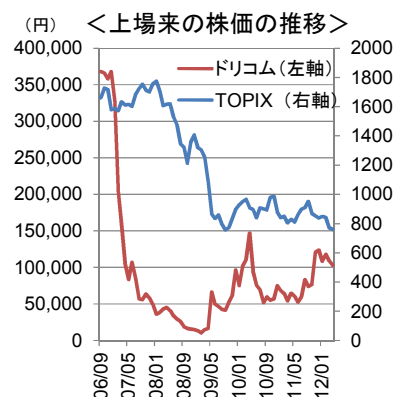
決算期	2010/3C	2011/3C	2012/3P	2013/3E	2014/3E	2015/3E	2016/3E
売上高	2,366	2,956	7,187	11,900	14,200	15,500	18,000
(前年同期比)	11.5%	24.9%	173.1%	65.6%	19.3%	9.2%	16.1%
エンタメウェブ	1,288	2,097	6,454	10,550	12,600	13,500	15,500
(前年同期比)	22.7%	62.8%	207.8%	64.2%	19.8%	9.4%	11.5%
うちソーシャルゲーム	72	810	5,671	10,500	12,500	13,350	15,100
(前年同期比)	-	1025.0%	600.1%	85.2%	19.0%	8.8%	11.0%
うちソーシャルラーニング			N.A.	50	100	150	200
(前年同期比)			-	-	100.0%	50.0%	33.3%
うちモバイルコンテンツ	1,215	1,334	781	-	-	-	-
(前年同期比)	15.7%	9.8%	-41.5%	-	-	-	-
マーケティングソリューション	1,078	858	732	1,350	1,600	2,000	2,500
(前年同期比)	106.5%	-20.3%	-12.8%	80.3%	18.5%	25.0%	25.0%
うちアドソリューション	96	416	644	1,330	1,600	2,000	2,500
(前年同期比)	190.9%	333.3%	54.8%	106.5%	20.3%	25.0%	25.0%
うちウェブマーケティング	290	107	85	20	-	-	-
(前年同期比)	-40.7%	-63.1%	-20.6%	-76.5%	-	-	-
うちその他	692	335	-	-	-	-	-
営業利益	210	141	1,353	1,900	2,500	2,900	3,300
(前年同期比)	146.7%	-32.8%	859.6%	40.4%	31.6%	16.0%	13.8%
(対売上高)	8.9%	4.8%	18.8%	16.0%	17.6%	18.7%	18.3%
エンタメウェブ	199	85	1,466	1,830	2,380	2,700	3,000
(対売上高)	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
マーケティングソリューション	11	55	-113	70	120	200	300
(対売上高)	1.0%	6.4%	-15.4%	5.2%	7.5%	10.0%	12.0%

(注) Cは連結、Pは単独決算。Eは担当アナリスト予想。2012/3期の前年比は便宜的に前期連結数値との比較を記載。

(出所) 同社決算短信、決算説明会資料。

投資判断

> 上場来パフォーマンス



◆ 上場来パフォーマンスはマイナス 32%

2006 年 2 月に公募価格 76 万円、初値 347 万円、11 年 10 月の 1→5 株の株式分割を考慮すると同順で 15.2 万円・69.4 万円で上場した同社の株価は、2007/3 期の赤字転落情報を受けて成長期待が剥落したため急落した。その後 08 年 4 月の楽天との提携やソーシャルゲームへの参入等のリストラクチャリングの進展を受けて株価は持ち直した。

10 年 5 月以降の株価反落は、ソーシャルゲーム事業参入やリワード広告 poncan の提供開始、Facebook 向け人気アプリプロバイダ・CrowdStar 社との協業による海外展開等の情報開示で過剰に膨らんだ、同社の将来に対する期待、決算発表時の現実的な業績予想で冷やされた結果と推察される。

その後、四半期毎に改善する業績を見て、再び回復した株価は、年明け以降、コンプガチャ等の社会問題化により下落に転じている。

このような経緯を辿った結果、同社株式の上場来パフォーマンスは -32.0%となっている。

> 株主還元

◆ 当面は事業投資にキャッシュが必要

同社は株主への利益還元が重要との認識を持っているものの、12/3 期末における利益剰余金が-190 百万円（前期末は-995 百万円）で配当原資がないこと、当面は将来の事業展開と経営基盤の強化のために内部留保を充実させる必要があること、等からこれまで配当を実施しておらず、今期も無配継続とする意向である。なお、今後の取り組みとして、財務体質の強化する一方で、業績を勘案しながら配当による株主への利益還元を積極的に検討していく方針を表明している。

> 株価バリュエーション

◆ 同業者と同様に株価に割高感はない

ソーシャルゲーム事業で成長している同業他社との業績や株価バリュエーションの比較を次頁表に示す。

コンプガチャ等の規制強化に伴う収益力の低下やユーザーの離散等を懸念して株価は同業各社とも株価は年初来高値(多くが年初に付けている)から半値前後に下げており、予想 PER は 10 倍未満である。

同社の今期会社予想利益に基づく PER は 7.9 倍で、同業他社との比べやや高い水準にあるが、割高感を訴える程ではないと考える。同社の実績 PBR は 4.37 倍で、売上高が 100 億円を超えるクルーズ、Klab に比べ高いものの、ソフトウェア及び人材が主な財産である同業界においてはあまり参考になるまい。非中核事業の売却によるリストラクチャリングや不採算ゲームソフトの早期償却により、資産のスリム化が進んでいる証左とも言えよう。

高額課金・RMT の社会問題化によるイメージダウンで売られ過ぎていると判断。

コンプガチャ停止の影響を
断できるのは第 2 四半期決
算。その頃に株価反転の機
会がある。

◆予想 PER は 11～12 倍程度が妥当で、現在の株価は割安と判断

現在のソーシャルゲーム関連業界の株価評価は、売られ過ぎと考
えている。消費者庁の規制導入を以て、当該業界の成長途絶や、消費者金
融の過払い金返済訴訟と同様のリスクを懸念するのは行き過ぎであ
ろう。

そうした懸念が払しょくされるには、第 2 四半期決算発表まで待たね
ばならないだろうが、その時点では、少なくとも現在の市場平均予想
PER11～12 倍程度まで評価を高めると考える。

2 ページに記載した担当アナリストの業績見通しに基づき、当該 PER
を乗じて算出した 2～3 年後における同社の適正株価は 118～135 千円
である。現在の株価からみたリターンは複利で 24.5～29.9%となる。

<類似会社との株価バリュエーション比較>

証券コード	ドリコム 3793	クルーズ 2138	アクセルマーク 3624	ボルテージ 3639	KLab 3656	ケイブ 3760
決算月	3月	3月	9月	6月	8月	5月
売上高	百万円 12,500	11,000	4,000	8,050	16,000	2,550
(営業利益率)	% 16.0	18.2	8.5	10.4	25.0	-10.2
経常利益	百万円 2,000	2,000	340	839	4,000	-270
当期純利益	百万円 1,200	1,200	330	494	2,350	-390
1株当たり配当	円 0	1,500	0	19	0	0
純資産	百万円 2,219	2,580	804	2,822	1,305	1,423
ROE	% 45.9	54.5	-4.0	20.6	53.4	36.3
予想PER	倍 7.9	5.9	4.8	8.3	5.3	-
// 経常利益ベース	倍 4.7	3.5	4.7	4.9	3.1	-
実績PBR	倍 4.37	2.73	1.26	1.44	1.73	0.89
予想配当利回り	% 0.0	2.7	0.0	2.3	0.0	0.0
株価(5月25日)	円 69,900	55,000	35,500	829	482	61,000
年初来高値	円 131,800	128,400	65,800	1,342	1,052	129,000
時価総額	百万円 9,473	7,030	1,595	4,120	12,516	1,355

(注1)業績は会社予想、通期予想非開示のアクセルマーク、Klabは担当アナリスト予想。

(注2)純資産、ROE、PBRは直前期実績ベース。将来予想におけるPER、配当利回り等は、レポート作成時の株価を用いて算出。

(注3)ドリコムは12/3期から非連結。クルーズは09/3期が連結。アクセルマークは3年前と今期が連結。他は非連結。

(出所)各社決算短信等より作成。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を 1 株当たり当期純利益で除したもので、株価が 1 株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を 1 株当たり純資産で除したもので、株価が 1 株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1 株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えば T O P I X)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値 (β 値) が 1 であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1 より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1 より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株) ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。

・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。

・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではありません。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。

・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます