

ホリスティック企業レポート

ドリコム

3793 東証マザーズ

アップデート・レポート
2014年8月15日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20140812

ドリコム (3793 東証マザーズ)

発行日:2014/8/15

中堅ソーシャルゲームプロバイダでスマートフォン向け広告事業を併営 他社 IP 利用のヒット作で業績回復に手応え、メディア事業に多角展開も模索

> 要旨

◆ 事業内容

- ・ドリコム(以下、同社)は、スマートフォン等の携帯デバイスで楽しむソーシャルゲーム等のアプリケーションソフトの開発及び運営を主な事業としており、インターネット広告事業等を併営している。
- ・自社の強みとするマーケティング力とゲーム事業の経験に基づいて自社メディア運営に進出し、多角化による業績の安定化を図ろうとしている。

◆ 業績推移

- ・14/3 期決算は、売上高 6,989 百万円(前期比 17.7%減)、営業損失 503 百万円(前期は 474 百万円の利益)であった。スマートフォン対応のゲーム開発を進めるもヒット作品に恵まれず、09/3 期以来の赤字決算となった。
- ・15/3 期第 1 四半期決算は、前四半期にリリースしたネイティブゲームの新作の貢献や他社版權を利用した協業の新作ゲーム 2 作品のヒット等により、5 四半期ぶりに営業黒字に転じた。

◆ 業績見通し

- ・15/3 期第 2 四半期会計期間の業績について同社は、新作のリリースが無く、次回作への投資が先行すること等により、売上高 17 億円(連結決算へ移行、前四半期比 14.2%減)、営業損益均衡と見込んでいる。
- ・15/3 期第 3 四半期会計期間について同社は、新作ゲーム 1 作品のリリースを想定し、売上高 20~23 億円、営業利益 0~3 億円と見込んでいる。証券リサーチセンターは、14 年にリリースされたネイティブゲーム 3 作が成果を収めたことを根拠に、同社の見通しは妥当と判断した。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社の業績は環境や技術の変化により短期的に激しく変動することがある。株価も業績の方向性や新作タイトルに関するニュース等に反応しボラティリティが大きい点に注意が必要であろう。

【 3793 ドリコム 業種:情報・通信業】

決算期		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2012/3	非連結	7,187	—	1,353	—	1,348	—	804	—	59.5	160.1	0.0
2013/3	非連結	8,490	18.1	474	-65.0	465	-65.5	127	-84.2	9.4	163.0	0.0
2014/3	非連結	6,989	-17.7	-503	—	-522	—	-508	—	-37.7	130.4	0.0
2015/3	E	8,300	—	500	—	500	—	400	—	29.5	164.6	0.0
2014/3	非連結 4Q	1,728	0.9	-121	—	-125	—	-263	—	-19.4	130.4	0.0
2015/3	1Q	1,981	—	111	—	106	—	92	—	6.8	138.7	0.0
2015/3	2QCE	1,700	-14.2	0	—	0	—	0	—	0.0	—	0.0
2015/3	2QE	1,700	-14.2	0	—	0	—	0	—	0.0	138.7	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、12/3 期~14/3 期は非連結、15/3 期より連結決算に移行、Q: 四半期会計期間で前期比欄は前四半期比を表示、14 年 4 月 1 日付で 1 株→100 株の分割を実施、1 株当たり指標は調整済み

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

アナリスト: 高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2014/8/8
株価(円)	1,754
発行済株式数(千株)	13,807
時価総額(百万円)	24,217

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	—	60.5	—
PBR(倍)	13.5	10.7	—
配当利回り(%)	0.0	0.0	—

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.7	-8.7	88.1
対TOPIX(%)	4.5	-17.6	65.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/8/9

> 事業内容

ソーシャルゲーム、アプリ プロバダー向け広告など 四つの事業を展開。

(注1)わが国でソーシャルゲームは主に Gree、Mobage 等の SNS を通じて提供され、ブラウザゲーム(操作の都度サーバにアクセスして処理されたデータを Web ブラウザにより画面表示する)で、友人関係を利用して進行するゲームと認知されてきた。

昨今はスマートフォンが主な利用端末となった結果、ダウンロードしたアプリのデータ処理の多くをスマートフォン内の演算装置で直接行うため、家庭用ゲームのような素早い操作感覚が得られるネイティブゲームが増えている。

(注2)家庭用ゲームの開発を手掛けるサイバーコネクト社の協力を得て開発され、ドリコムのアカウントで配信されている。

なお、ブラウザゲームはインストール数で、ネイティブゲームはダウンロード数で告知されることが多い。

当該作品は同社独自のマーケティングツールを用い事前登録予約を行ったため、同一デバイスで重複ダウンロードしたユーザーがおり、実質は 65 万件であった。

(注3)配信開始後 10 日間で 100 万ダウンロード、7 月に 400 万ダウンロードを突破した。

(注4)配信開始約 1 カ月で 500 万ダウンロードを突破した。これはバンダイナムコのアプリ普及の最速記録である。

◆ スマートフォン向けゲームの提供が主力事業

ドリコム(以下、同社)は、インターネット上のコミュニケーションに係る、生活を楽しく豊かにする技術やサービスの開発を目指しており、現在は携帯電話やスマートフォン等のモバイル機器向けのコンテンツやインターネット広告等の企画、開発、サービス提供を行っている。同社の事業は以下の四つに分類される。

(1) ソーシャルゲーム事業

ソーシャルゲーム事業は SNS(ソーシャルネットワークサービス)を通じて提供され、同好者と競い合ったり協力したりしてゴールを目指すソーシャルゲーム^{注1}のアプリケーションソフトウェア(以下、アプリ)を企画、開発、運営する、同社の主力事業である。当該事業は、より自由な環境でゲーム開発業務に専念できるようにする目的で 14 年に設立された 100%出資子会社グリモアと同社が担っている。

ソーシャルゲームの開発に際しては、以下の三つの業務形態がある。
(ア)企画、開発、配信及びその後の運営やプロモーション等を全て自社で行うもの。投資リスクは高いがヒットすればリターンが大きい業務形態である。同社の代表作品の一つで、11 年 1 月に従来型携帯電話(フィーチャーフォン)対応の SNS 向けブラウザゲームとしてリリースされ、12 年 9 月のスマートフォン対応を経て 13 年 11 月に累計 200 万インストールを超えた長寿作品「ちょこっとファーム(育成型ゲーム)」や、14 年 1 月リリースの約 1 カ月後に 100 万ダウンロードに到達したスマートフォン向けネイティブゲーム「フルボッコヒーローズ(アクションゲーム)」^{注2}が該当する。

(イ)他社が保有するアニメ著作権等を利用したゲームの開発及び運営を受託するもの(配信及びプロモーションは著作権保有者が行う)。同社のリターンは低くなるが投資リスクも抑えられることができ、協業相手の保有する知名度の高い著作権やテレビ CM を展開する資金力等を背景に早期に多数のユーザーを獲得することも可能である。14 年 3 月にバンダイナムコゲームスからリリースされたネイティブゲーム「ジョジョの奇妙な冒険 スターダストシューターズ(シューティングゲーム)」^{注3}や同じパートナーで同年 5 月リリースされたネイティブゲーム「ONE PIECE トレジャークルーズ(バトルアクションのあるロールプレイングゲーム)」^{注4}等がある。

(ウ)他社が開発し運営するゲームを同社が配信するもの(パブリッシング)。同社のユーザー層に同社が不得意なジャンルのゲームを提供し、ユーザーの囲い込みや収益機会の多様化を狙う業務形態である。13 年 3 月にリリースされたシリコンスタジオ社制作のブラウザゲーム「戦国武将姫-MURAMASA-(カードバトルゲーム)」等の事例がある。

ソーシャルゲーム事業は個人ユーザーを対象にした事業で、基本利用

(注5)正式名称は「えいぼんたん! あなたのレベルで学べる英単語」では、生徒役のキャラクターを育成させるゲーム形式で、生徒に英単語問題を解かせるのだが、長時間続けて学習すると、キャラクターの気力や体力が消耗する。この際に学習結果によって入手することができる回復アイテムを課金によって購入するこ

(注6)CPI: Cost Per Install、1インストール当たりの価格設定で、広告主であるアプリプロバイダーのプロモーション投資のリスクを最小限に抑えることができる。

メディア事業はソーシャルゲームの経験を多角展開する新規事業。

広告収益を目的に音楽、コミック、カジュアルゲームのポータルサイト開設。

料無料だが、アイテム課金で収益をあげるモデルである。

(2) ソーシャルラーニング事業

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て事業化した。具体的には仲間が集うプラットフォーム「smacolo(スマコロ)」や英単語学習アプリ「えいぼんたん」^{注5}等の開発及び運営を行っている。

ソーシャルゲームと同様に個人ユーザーを対象にした事業で、基本利用料無料、アイテム課金のモデルだが、売上高はまだ僅少である。15/3期に入り、定額課金モデルの導入による事業拡張を試行している。

(3) 広告事業(14/3期までの名称はアドソリューション事業)

主にソーシャルゲームその他のアプリのユーザーやアプリ提供者を成果報酬の受け手とするリワード(Reward:報酬)広告のシステム開発や運用サービス、広告代理事業を行っている。

SNS上のアプリ内やポイントメディア上で利用され、広告動画を視聴したユーザーにポイントを付与するとともに、広告媒体となるアプリ提供者に収益獲得手段を提供する「poncan(ポンカン)」、App Store、Google Play等のアプリダウンロードサービスにおけるランキングを引き上げるためのCPI^{注6}型アドネットワーク「HeatAppReward(14/3期に提供開始)」、スマートフォンゲームの新作リリース前に「ガチャ」を回して逸早くアイテムを入手できる事前登録メディア「フライングガチャ(同じく14/3期に提供開始)」等の商材がある。

(4) メディア事業(15/3期第1四半期より連結)

ソーシャルゲーム事業で培った技術やノウハウを用いて、他の領域でアプリの開発及び運営を行う事業で、同社及び子会社2社で15/3期より本格的に取り組むことになった。

Ignom(13年に設立された100%出資子会社)は、無料音楽ストリーミングアプリ「DropMusic」を提供している。当該アプリはYouTubeで公開されている楽曲を無料で提供するもので、13年にリリースされたiOS版は既に400万ダウンロードを達成しており、14年7月にはAndroid版の提供も開始した。

同社は、シリーズの完結している名作コミックを無料で楽しむことができるアプリの開発を進めており、「DropComics」の名称で15/3期中にリリースする予定である。同社は当該アプリにより、旧作ながら名作と呼ばれるコミックを愛好するユーザーが集まる場が形成されれば広告収益を得るメディアとなり、著作権者にも旧作品の再収益化の機

会を提供できると考えている。

ハッピーホッピーハッピー(13年に設立された100%出資子会社)は、「あいつ勇者やめるって(脱出ゲーム)」シリーズをはじめとするスマートフォン向けカジュアルゲームの企画及び開発を行っている。当該シリーズの第三弾「それでもやっぱりあいつ勇者やめるって」は、KADOKAWA(9477 東証一部)のブランドカンパニーであるエンターテインメントが運営するメディア「ファミ通 App」により、「ファミ通 App 編集者が選ぶ2014年上半期 BEST ゲーム12本」に選ばれている。

> 事業環境

スマートフォンゲームという呼称が定着、市場は家庭用ゲームソフトを凌駕。

(注7)KADOKAWAが運営するゲーム関連メディア「ファミ通.com」が14年1月に公表。

◆ スマートフォンの普及とともに高成長するネイティブゲーム

総務省の平成25年版情報通信白書によれば、スマートフォンの世帯普及率は12年末49.5%(前年末比20.2%ポイント増)、また民間調査機関であるMM総研による調査では14年3月末の携帯電話端末契約数に占めるスマートフォン比率は47.0%(前年同月末比9.7%ポイント増)とされる等のデータから明らかのように、スマートフォンはわが国でも急速に普及してきた。これに伴い、同社が手掛けるソーシャルゲームやモバイル広告サービス等の関連業界にも、さまざまな変化や事業機会が生じている。

ゲーム業界では、スマートフォンを主な利用端末とするゲームがモバイルゲームあるいはスマートフォンゲームとして括られるようになった。14年3月にサイバーエージェント(4751 東証マザーズ)の子会社CyberZが公表した推計結果によれば、わが国におけるスマートフォンゲームの市場規模は13年に5,468億円(前年比78.0%増)に達し、家庭用ゲームソフトの国内市場^{注7}2,537億円(同6.5%減)の2倍以上となった。このうちネイティブゲームは3,178億円(同137.2%増)となり、従来型のソーシャルゲームの流れを継ぐブラウザゲームの2,290億円(同32.2%増)を凌駕した模様だ。CyberZによれば、14年もネイティブゲームに高い伸びが見込まれる一方、ブラウザゲームは横ばいにとどまる見通しである。

ネイティブゲーム市場の拡大を支えている主な企業は「パズル&ドラゴンズ」のガンホー・オンライン・エンターテインメント(3765 東証JQS)をはじめ、コロプラ(3668 東証一部)、ミクシィ(2121 東証マザーズ)、セガネットワークスなどで、ブラウザゲームでの成功体験をもたないオンラインゲームや家庭用ゲームのソフトメーカーが多いようである。

図表1 スマートフォンゲーム市場の規模 (単位: 百万円)

	2012年	13年	前年比	14年予想	前年比
スマートフォンゲーム	3,072	5,468	78.0%	6,584	20.4%
うちネイティブゲーム	1,340	3,178	137.2%	4,284	34.8%
うちブラウザゲーム	1,733	2,290	32.2%	2,300	0.4%

(出所) CyberZのプレスリリースに基づき証券リサーチセンター作成

ゲーム開発というモノづくりの側面と運用法のデザインの双方に精通する。

強みはマーケティング力と経営判断の速度、弱みは人材不足とIPの欠如。

◆ ドリコムの運営上の特徴と強み

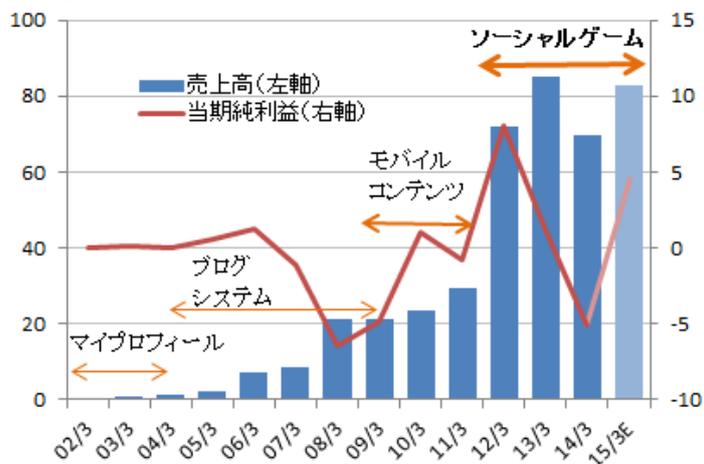
同社の事業運営上の特徴は、ソーシャルゲーム事業と広告事業を併営していることである。自社のゲーム運営で得たさまざまな経験や試行錯誤を通じて、ユーザー集客はもとより、様々な施策によるユーザーインタフェース/エクスペリエンスの基本デザインや(アイテムの)価格設定及び変更に伴うユーザー行動の分析等、スマートフォンアプリのマーケティング(対顧客視点の活動)全般に亘る幅広い知見を同社は有している。

このマーケティング力を強みとして、同社はコンテンツ配信料を基本無料にして広告で収益をあげるビジネスモデルで自社メディアの運営に乗り出し、ゲーム事業におけるヒットの有無により変動の大きい業績を安定化させようとしている。音楽やコミック等のコンテンツを配信するアプリは既に多数存在するが、そのなかで同社がいかにか他のサービスと差別化していくかが注目される。

創業来ダイナミックに事業構造を転換してきた経営判断スピードの速さやマーケティング力を同社の強みとすれば、同社の弱みはゲームユーザーを瞬時に掴む魅力あるアニメ著作権等のIP(知的財産権)を保有していないこと、そして拡大する事業に人的資源が数的に足りず、今後の人材育成ないし強化が課題となっていることであろう。メディア事業の展開においても、IPの処理を誤ると致命傷となるので、協力者の確保など、慎重な対応が望まれる。

同社は08年に同社第2位株主の楽天(4755 東証一部)との資本及び業務提携により、同社の財務健全化及び広告事業の展開について協力を得ている。メディア事業の新規展開を進めるうえで、楽天グループと協業することができれば、事業拡大のきっかけになる可能性がある、証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

図表2 ドリコムの業績と主力事業 (単位: 億円)



(注) Eは証券リサーチセンター予想
(出所) 有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成、

> 業績動向

14年3月期は09年3月期以来5期ぶりに赤字転落となった。

(注8)ハイブリッドアプリあるいはガワネイティブと呼ばれるブラウザゲームの要素が残るカードバトルゲームを含む。

ネイティブゲーム開発遅延し既存ゲーム縮退を新作ゲームで補えなかった。

◆ 14年3月期決算

14/3期決算は、売上高6,989百万円(前期比17.7%減)、営業損失503百万円(前期は474百万円の利益)、経常損失522百万円(同465百万円の利益)、当期純損失508百万円(同127百万円の利益)であった(図表3)。経常赤字転落は単体で09/3期以来5期ぶり、連結ベースでは07/3期以来7期ぶりである。

13/3期に外部協力会社への委託開発を含めた新作ゲームの量産戦略がプロジェクト管理の不徹底等によりソーシャルゲーム事業の収益悪化を招いたことを踏まえて14/3期は、(ア)外部リソースに頼らず各四半期に最低1作品をリリースすること、(イ)ブラウザゲームの新規開発は行わず、新作は全てネイティブゲーム^{注8}にすることを基本方針として臨んだ。期初の業績予想は売上高100億円、営業利益5億円であった。

しかし、ソーシャルゲーム事業において

- (1) スマートフォンの機能を活かすためのリッチコンテンツ化に伴い、ゲーム開発工数が増加し、労務費が増加したこと、
- (2) 新作ゲーム2本の配信開始時期の遅延、上期配信開始ゲームのユーザー獲得数や課金収入が想定を下回ったこと、
- (3) 新作ネイティブゲームへの人的リソースの重点配分の結果、既存ゲームからの課金収入が漸減したこと

等から、エンタメウェブ(現在のコンテンツサービス)セグメントは売上高が予想を大幅に下回り、営業赤字転落を余儀なくされた。なお、ソーシャルラーニング事業はまだ業績に大きな影響を与える規模に至っていない。

アドソリューション事業(セグメント名はマーケティングソリューション)も減収減益となった。「HeatAppReward」、「フライングガチャ」等のスマートフォン向けアプリのセールスプロモーションに特化した新商材が順調な立ち上がりをみせたが、13/3期から減少傾向にあった

図表3 14年3月期決算の概要

(単位:百万円)

	2012/3期	13/3期	14/3期	前期比	同増減額	期初予想
売上高	7,187	8,490	6,989	-17.7%	-1,501	10,000
うちエンタメウェブ	6,454	7,744	6,384	-17.6%	-1,360	—
うちマーケティングソリューション	732	746	604	-19.0%	-142	—
売上総利益	3,764	2,951	1,611	-45.4%	-1,340	—
販売費及び一般管理費	2,411	2,477	2,114	-14.7%	-363	—
営業利益	1,353	474	-503	—	-977	500
うちエンタメウェブ	1,466	637	-272	—	-909	—
うちマーケティングソリューション	-113	-162	-231	—	-69	—
経常利益	1,348	465	-522	—	-987	500
特別損益	-339	-201	-187	—	14	—
当期純損失	804	127	-508	—	-635	250

(注)セグメントについては14/3期までの呼称、売上高は外部顧客への売上高を表示(出所)決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

1年かけてネイティブゲームの開発及び運用に必要なノウハウを取得した。

一部 SNS の取り扱いを第 2 四半期に停止した影響が大きかった。

14/3 期のソーシャルゲーム事業は、ネイティブゲームの開発及び運用について、試行錯誤を繰り返しつつ多くを学ぶべき時期にあったと同社は認識している。

ソーシャルゲーム事業に参入以前から、同社スタッフは Web ブラウザ用アプリ（業務用アプリケーションソフト等）の開発には取り組んでいた。しかし、スマートフォン向けネイティブアプリの開発においてはそれと異なる、家庭用ゲームソフトと同様の技術やノウハウが求められる。また、ユーザーの立場になり、ゲーム利用に伴う電池消耗速度やメモリ使用量、アプリダウンロード時間等への配慮、端末機種種の差異による不具合発生の危険回避など、経験せずには得られぬノウハウを吸収することにも苦心した。

◆ 15年3月期第1四半期実績

15/3 期第 1 四半期決算は、売上高が連結ベースで 1,981 百万円、同社単体で 1,962 百万円（前四半期比 13.5% 増）、営業利益は同順で 111 百万円、105 百万円（前四半期は 121 百万円の損失）であった（図表 4）。なお、15/3 期より連結決算に移行するとともに、決算短信に記載すべき業績予想については四半期ベースで翌四半期のみにとどめ、さらに翌々四半期の売上高及び営業利益について幅を持たせて方向性を示唆するようになった。第 1 四半期は売上高、各利益ともに期初予想を上回った。

15年3月期第1四半期は他社 IP 利用の協業ゲームの貢献で黒字転換。

セグメント別にみると、ソーシャルゲーム事業とソーシャルラーニング事業で構成されるコンテンツサービス（旧エンタメウェブ）は 14/3 期第 4 四半期会計期間（以下、Q4）よりも売上高が 223 百万円、セグメント利益が 252 百万円それぞれ増加した。なお、15/3 期 Q1 のコンテンツサービス売上高のうちソーシャルゲームは 1,746 百万円（14/3 期 Q4 単体は 1,523 百万円で 223 百万円増加）であった。

図表 4 15年3月期第1四半期決算の概要

(単位：百万円)

	15/3期 C Q1	15/3期 P Q1	14/3期単体 Q4	前四半期比 増減率	14/3期 P Q1	前年同期比 増減率	期初予想 P Q1
売上高	1,981	1,962	1,728	13.5%	1,865	6.2%	1,900
コンテンツサービス	1,763	—	1,540	14.5%	1,736	1.6%	—
広告メディアサービス	218	—	187	16.6%	128	70.3%	—
売上原価	1,358	1,345	1,378	-2.4%	1,365	-1.5%	—
販管費	511	511	471	8.5%	557	-8.3%	—
営業利益	111	105	-121	黒字転換	-57	黒字転換	-50
営業利益率	5.6%	5.4%	-7.0%	12.4%	-3.1%	—	-3.1%
コンテンツサービス	184	—	-68	黒字転換	-3	黒字転換	—
広告メディアサービス	-73	—	-52	赤字拡大	-54	赤字拡大	—
経常利益	106	101	-125	黒字転換	-61	黒字転換	-50
純利益	92	90	-263	黒字転換	-26	黒字転換	-40

(注) P は単体、C は連結決算数値、Q は四半期会計期間の略、増減率のイタリック体は連結対単体の参考値(出所) 決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

営業体制の整備や新事業のための先行投資を進めている広告メディアサービスセグメント(旧アドソリューションの広告事業と新規連結のメディア事業で構成)は、増収減益(赤字拡大)となった。

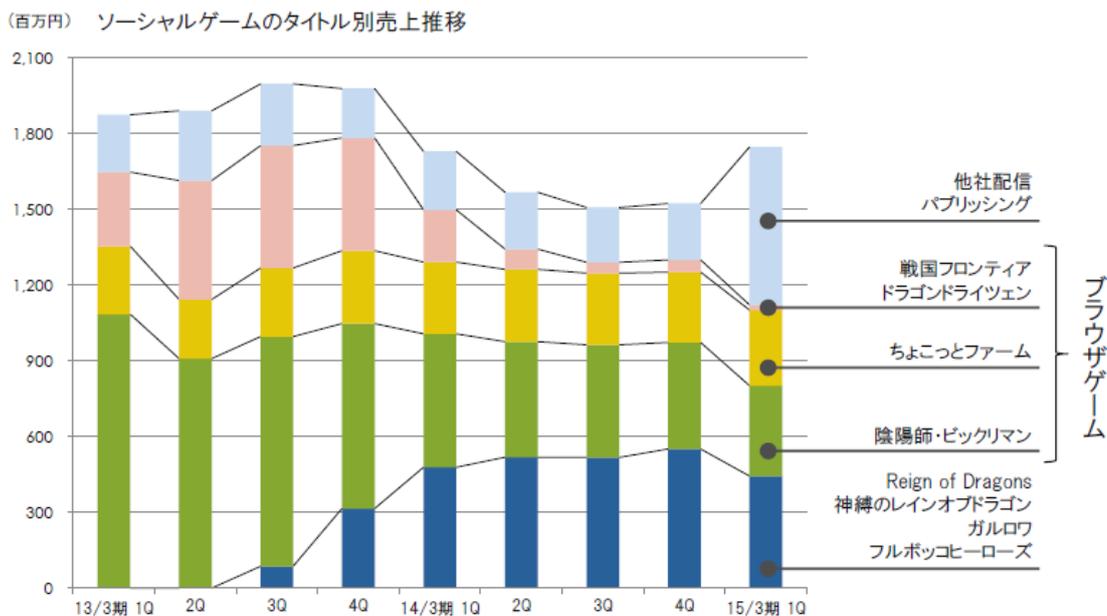
ソーシャルゲーム事業の個別タイトルやリリース時期、方法で区分したグループ毎の四半期別販売状況を図表5に示した。既存ゲームの縮退を、著作権保有先バンダイナムコゲームスとの協業作品2本に係るレベニユージェアの収入(グロスの課金売上高と異なり外部支払のないネット収益)で補った様子が見られる。

(注9)GREEのプラットフォームで英語圏中心に世界144カ国に配信し、40万インストール以上を獲得した(13年8月現在)。

最下層のグループがネイティブゲームで、12年11月に米国でリリースされ、13年2月に米国App Storeでトップ10入りした「Reign of Dragon」^{注9}、その日本語ローカライズ版「神縛のレインオブドラゴン」(13年5月リリース)、「ファンタジスタドール ガールズブロワイヤル(ガルロワ)」(同13年9月)、「フルボッコヒーローズ」(同14年1月)で構成されている。15/3Q1はネイティブグループの売上高が減少しているが、これはグリー(3632 東証一部)がプロモーションを担う「Reign of Dragon」やその日本語版の、集客が期待外れに終わった「ガルロワ」の減退によるものである。

「ビックリマン」は11年4月にリリースされた他社IPを利用したカードバトルゲームで同社のアカウントで配信されている。「陰陽師」は10年12月にリリースされたカードバトルゲームである。13/3期から14/3期にかけて、かつての主力2作品は急速に売り上げを落とした。

図表5 タイトルやリリース時期、方法で区分したソーシャルゲームの販売状況



(出所) ドリコムの許諾を受けて、決算説明会資料より転載

同時期の「ちょこっとファーム」は息が長い。「戦国フロンティア(12年6月リリースのカードバトルゲーム)」、「ドラゴン×ドライツェン(12年7月リリースのカードバトルゲーム)」の2作品のグループは短期間で激しく劣化したことが分かる。

◆ ドリコムによる四半期業績予想

15/3期Q1決算発表時に同社はQ2業績予想について、売上高17億円(期初見通しは20~23億円)、営業利益0億円(同1~3億円)と公表した。また同時にQ3業績については、売上高20~23億円、営業利益0~3億円のレンジになる見通しと発表した。

15年3月期第2四半期は業績回復が足踏み。ネイティブ新作に注力する。

Q2の予想売上高がQ1に比べ14.2%減となるのは、主にソーシャルゲーム事業で既存ゲームの収益を犠牲にしても新規ネイティブゲーム開発等にリソースをシフトするため、営業損益均衡となるのは、ソーシャルゲーム事業の利益減少とメディア事業の先行投資に起因する。

Q3には、新規ネイティブゲーム1作品の配信開始によりソーシャルゲーム事業が前四半期比で増収増益になる可能性がある。ただし、プロモーション費用をどの程度投入するかはゲームの立ち上がりのみを判断するので、増益になるとしても限定的としている。

ソーシャルゲーム事業において、14/3期の実績、特に「フルボッコヒーローズ」及び大型版権ゲーム2作品の開発及び運用経験を経て、ユーザーに面白い体験をさせてヒット作と呼ばれるようなネイティブゲーム作りに自信を深めた同社は、Q2以降の方針を以下のように定めた。

ネイティブ新作に注力するが、リリース時期は急がない方針。

(1) 配信開始以来年数を経過し、ユーザー数や課金収入の落ち込みを防ぐばかりで再上昇の可能性が低い既存ゲームに対してリソースを割くのをやめ、場合によっては配信停止も辞さず、14年3月及び5月に配信開始した大型版権ゲーム2作品の運用強化と新規ネイティブゲーム開発に人員をシフトする。

(2) 新規ネイティブゲームの企画及び開発については4プロジェクトを並行して進めている。新作の配信開始は焦らず十分に時間をかけて良い作品に仕上げる意向で、Q3までに1作品、15/3期下期中にさらに2作品を配信開始予定である。Q2は新作ゲームの収益貢献がなく、Q3配信開始予作品の広告宣伝費を先行投入発生する可能性がある。

(3) 大型版権ゲーム2作品についてはネット収益のため売上高への貢献は小さいが、変動費が発生しないため、利益の下支え要因として貢献し、減収でも赤字発生には至らないと考えている。

広告事業は利益率が低く、他事業も先行投資あり大きな利益見込めない。

その他の事業については、(ア) 広告事業でスマートフォン向け商材の拡大が見込まれるが、利益率が低く大きな貢献は見込めない、(イ) ソーシャルラーニング事業は本格的な事業展開に至らず、先行投資に

よりコンテンツサービスのセグメント利益を縮小させる方向に作用する可能性がある、(ウ)メディア事業は「Drop Music」、「Drop Comics」の二つのアプリでユーザー獲得を目指すために広告宣伝費を投じるため、赤字操業となる見込み、としている。

◆ 証券リサーチセンターによる当面の業績見通し

15/3期(通期)業績予想について当センターは、売上高 83 億円(前期単体比 18.8%増)、営業利益 5 億円(前期単体は 503 百万円の損失)、経常利益 5 億円(同 522 百万円の損失)、当期純利益 4 億円(同 508 百万円の損失)とした。

15/3期 Q2 については、(ア)必要な人材(優秀な企画ないし開発担当者)は払底しているため、人員を徒に増やさずに限られたリソースで事業運営を強いられるのは仕方ない、(イ)大型版權ゲーム 2 作品で得られる利益はレベニューシェアで限定的といっても相当な額にのぼり、限界利益率約 5 割と推察される既存ゲームの減収を十分に補うことができる、と考えて同社の予想が概ね妥当と判断した。

同社の企業努力(運營業務)だけでなく、他社の注力度合(プロモーション費用の投下)によって他社 IP 利用 2 作品に係る収益が変動するため、当該 2 作品について同社から積極的なコメントを控えていると推察され、15/3期 Q2 の業績は上振れる可能性がある。

Q3 にゲーム新作 1 本、Q4 にゲーム新作 2 本という同社の想定を受け入れ、主にソーシャルゲーム事業と広告事業の収益拡大が四半期毎に進むと想定して、収益モデルを策定した(図表 6)。

リスク要因として、(ア)運営要員シフトによる既存ゲームの収益低下が同社の想定を上回るスピードで進行しかねないこと、(イ)開発中の設計変更やリリース直前でのゲームデザイン見直し等による新作リリース計画の遅延、(ウ)注力する大型版權ゲームで運用上のトラブルが発生することによるユーザーの離散、(エ)メディア事業における著作権問題、等を挙げておきたい。

人材獲得難で固定費増加は限定的、人員再配置は現実的な解。

他社 IP 利用ゲームの貢献度が大きいからその戦略と推察する。

図表 6 ドリコムの業績予想モデル

(単位:百万円)

	15/3期C Q1	15/3期C Q2 E	15/3期C Q3 E	15/3期C Q4 E	15/3期C 通期 E	14/3期P 通期	前期比 差額
売上高	1,981	1,700	2,100	2,500	8,300	6,989	1,311
コンテンツサービス	1,763	1,500	1,700	2,200	7,200	6,384	816
広告メディアサービス	218	200	300	400	1,100	604	496
営業利益	111	0	60	330	500	-503	1,003
コンテンツサービス	184	50	100	350	650	-272	922
広告メディアサービス	-73	-50	-40	-20	-180	-231	51
経常利益	106	0	70	300	500	-522	1,022
純利益	92	0	60	250	400	-508	908

(注) C は連結決算、P は単体、E は証券リサーチセンター予想
(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

インターネット系エンターテインメント業界は、(ア) 利用デバイスの変化 (PC→インターネット接続可能な従来型携帯電話→スマートフォン)、(イ) コンテンツの流行 (古い、着信メロディ、壁紙等→ブラウザ型ソーシャルゲーム→アクション性の高いスマートフォン用ネイティブゲームやLINE上でカジュアルゲーム)、(ウ) 有料コンテンツ配信ビジネスや広告収入モデルのメディアビジネスから基本使用料無料でアイテム課金、かつては「ガチャ」依存で収益をあげるフリーミアムのゲームビジネスへ、環境やビジネスの手法はめまぐるしく変化してきた。

そうした時代に対応し、同社の事業内容、業績も激しく変動しており、中長期的な予想を策定するのは困難なため、当センターでの業績予想は1期のみとした。

> 投資に際しての留意点

業績変動リスクが大きく、株価は敏感に反応してきたことに留意しておきたい。

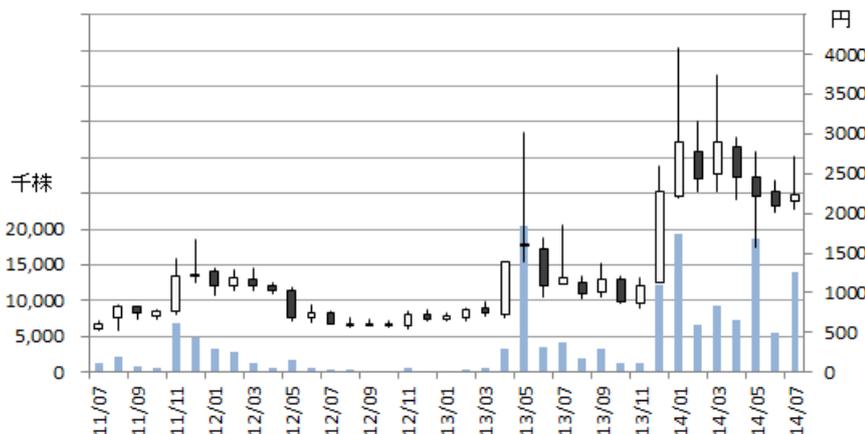
◆ 業績、株価ともに高いボラティリティ

2頁チャートに示した過去1年間の対TOPIX 相対株価は、13年7月末に公表された14/3期業績の下方修正を受けて8月に付けた0.91、13年10月の同様の開示を受けて付けた0.83から、新作ゲームが他社の大型IP利用ゲームと判明した13年12月以降の株価上昇を受けて付けた14年3月の3.29まで大きく変動している。

株価の推移を見ると、上記の株価変動に加え、13年5月の株価変動が目立つが、これは13年4月23日の13/3期予想の上方修正発表で生じた期待と、同年5月9日発表の決算短信に記載された14/3期利益見通し(営業増益率前期比5.4%増)に対する失望とによってもたらされたものである。

同社の業績見通しは、リリースしたゲーム作品の出来不出来により短期間に将来見通しが大きく変動する。従って今後も、業績見通しの変

図表 7 過去3年間のドリコムの株価と出来高



(出所) 証券リサーチセンター作成

動を受けて決算発表シーズンの前後に、株価が大きく変動する可能性があると考えられる。

◆ 株主への利益還元方針

同社は、株主への利益還元を最重要政策と位置付け、経営成績および財政状態の推移や、研究開発投資計画等を十分に勘案して配当方針を決定するとしている。しかし、06年2月の株式上場来、配当を実施したことはない。なお、15/3期Q1期末の自己資本は1,882百万円で自己資本比率は46.4%であり、利益剰余金は482百万円のマイナスである。

メディア事業の多角展開により、同社の業績のボラティリティ低下が実現すれば、近い将来に配当実施に踏み切る可能性があるが、少なくとも15/3期についてはその可能性は低いと考えられる。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

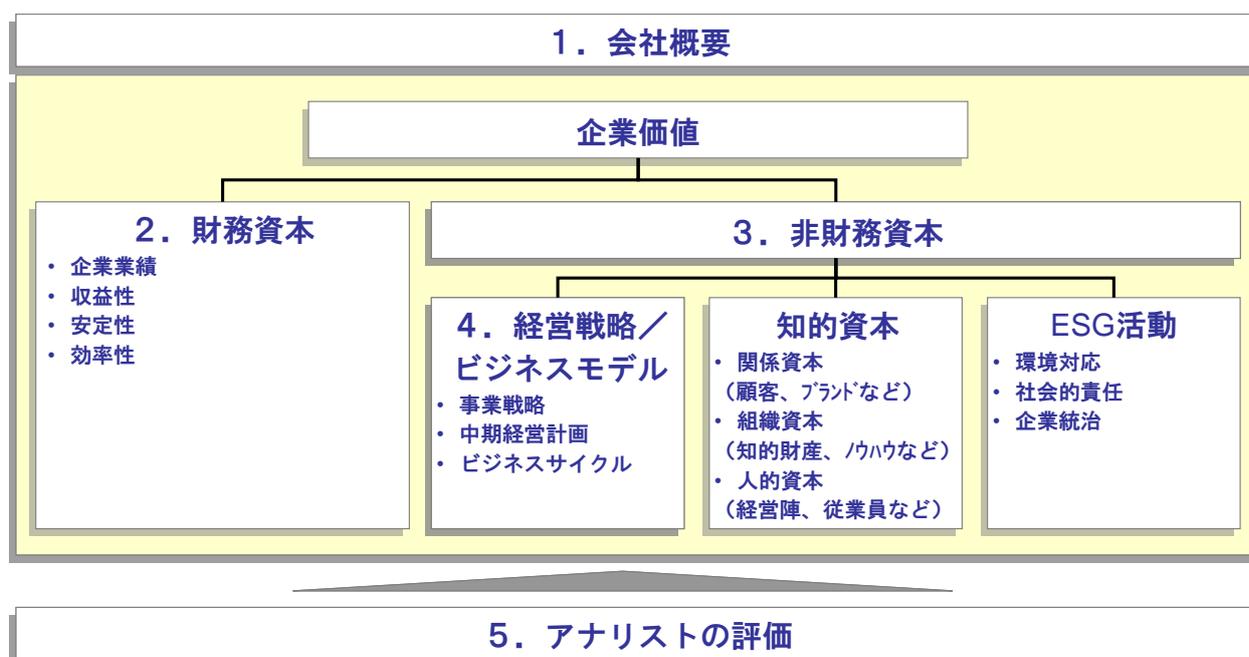
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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、最新のものではなくなる可能性があります。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示唆し、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ことがあります。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ため、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。