

# ホリスティック企業レポート カバー

## 5253 東証グロース

新規上場会社紹介レポート  
2023年3月31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 20230330

## VTuber のキャラクターIP 開発及び VTuber プロダクションを運営 世界ランキングの Top10 をほぼ独占する所属 VTuber のチャンネル登録数

アナリスト: 松尾 十作 +81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

### 【 5253 カバー 業種: 情報・通信業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2021/3	5,724	3.9×	1,698	-	1,705	7.0×	1,220	6.9×	20.5	38.6	0.0
2022/3	13,663	2.4×	1,855	9.2	1,853	8.7	1,244	1.9	20.9	74.3	0.0
2023/3 予	18,056	32.1	2,169	16.9	2,136	15.2	1,427	14.7	23.9	-	0.0

(注) 単体ベース、予想は会社予想、2022年12月14日付で1:100の株式分割を実施、一株当たり指標は遡って修正

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価	1,326円 (2023年3月30日)	本店所在地 東京都 港区
発行済株式総数	61,124,200株	設立年月日 2016年6月13日
時価総額	81,050百万円	代表者 谷郷 元昭
上場初値	1,750円 (2023年3月27日)	従業員数 401人 (2023年1月)
公募・売価	750円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から3カ月以内
		【主幹事証券会社】 みずほ証券
		三菱UFJモルガン・スタンレー証券
		【監査人】 太陽有限責任監査法人

### > 事業内容

#### ◆ 主力事業はアニメルック Virtual YouTuber のプロダクション運営

カバー(以下、同社)は、アニメルックの Virtual YouTuber(以下、VTuber)のプロダクションである「hololive production(以下、ホロライブプロダクション)」を運営している。VTuber とは、顔や髪形、服装などを自由に選択してつくった、アニメに登場してくるようなバーチャルエンターテイナーである。VTuber を演ずる配信者は画面に出ず、関節などの動作の特徴となる部位にマーカー等の装置をつけ、そのマーカーの動きをカメラ等で読みこむ「モーションキャプチャー」を用いて、配信者の動きに合わせて VTuber が画面上で踊ったり、歌ったりする。

ホロライブプロダクションに所属している VTuber のキャラクターIP(Intellectual Property: 知的財産)は同社に帰属しており、キャラクターIP に基づいた関連商品販売やキャラクターIP のライセンスビジネス等の多様な事業を展開している。

同社の事業は VTuber 事業並びにその他付帯業務の単一セグメントである。売上高については、配信/コンテンツ、ライブ/イベント、マーチャンダイジング、ライセンス/タイアップの4つの事業分野別に開示されている(図表1)。

配信/コンテンツは、同社が運営している配信プラットフォームを通じ、所属 VTuber によるライブ配信を主とした動画コンテンツを提供している他、音楽ストリーミングサービスでの楽曲コンテンツの提供も行っている。Super Chat での課金、ch(チャンネル)メンバーシップ、動画配信プラットフォーム上での広告収益、楽曲コンテンツ販売収益を得ている。

Super Chat とは YouTube の機能のひとつで、YouTube でのライブ配信時のチャットの利用時に、視聴ユーザーが対価を払うことで、チャットメッセージを目立たせることが出来る機能である。金額次第でチャットメッセージを画面に固定させられる時間が変わる。例えば 500 円から 999 円では 2 分、1,000 円から 1,999 円までは 5 分といった具合である。

インターネット画面でお気に入り登録すると、アドレスを入力しなくてもお気に入り登録したページへワンクリックでジャンプできるように、YouTube 画面でのお気に入り登録は ch 登録を指す。ch メンバーシップとは、一定の月額料金を支払うことで VTuber のライブ配信チャンネルのメンバーとなり、メンバー向けの限定動画視聴や絵文字利用等の特典が得られる制度である。例えば、ホロライブ応援プラスで月額 290 円、付加価値がついたホロライブ応援プレミアムで同じく 490 円である。

ライブ/イベントとは、所属 VTuber による、オフライン及びオンラインでのライブ、及びイベント開催のことである。収益としては、チケットや関連グッズ、イベントの様子を収録した映像ソフトウェアの販売代金がある。ライブの場合、年間 6,600 円のホロライブ公式ファンクラブ加入後にチケットを購入出来る仕組みとなっている。

マーチャンダイジングは、所属 VTuber のキャラクターグッズ、及びデジタルコンテンツの販売のことである。グッズにおいて、デジタル商品とフィギアなどのリアル商品の比率は、凡そ 1:9 とリアル商品が多い。

ライセンス/タイアップはメーカーなどへの所属 VTuber の IP ライセンスの使用権利の提供、所属 VTuber とのタイアップ広告、所属 VTuber のプロモーションやメディア出演のことである。

## 【 図表 1 】 過去 2 期の事業別売上高

	21/3期		22/3期		前期比
	百万円	構成比(%)	百万円	構成比(%)	
配信/コンテンツ	2,633	46.0	5,249	38.4	2.0×
ライブ/イベント	814	14.2	2,203	16.1	2.7×
マーチャンダイジング	1,847	32.3	4,832	35.4	2.6×
ライセンス/タイアップ	428	7.5	1,377	10.1	3.2×
売上高合計	5,724	100.0	13,663	100.0	2.4×

(注) 21/3 期の売上高内訳は、22/3 期実績とその前期比から計算した推測値である

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社の 22/3 期の販売先では、Google LLC が 34.1%、ピクシブ(東京都渋谷区)が 27.3%、Shopify Inc.が 2.3%である(図表 2)。同社が運営している配信プラットフォームは Google LLC が提供している世界最大の動画共有サービス

である YouTube を利用しているため、配信/コンテンツやライブ/イベントの収益は、YouTube 利用料を控除した収益を Google LLC から受け取るかたちとなっている。

ピクシブと Shopify Inc. は、グッズ販売のプラットフォーム提供会社である。両社が運営しているプラットフォームを通してグッズを販売しているため、グッズ販売代金の回収先である。

【 図表 2 】 販売先大手

	21/3期		22/3期		23/3期第3四半期累計	
	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)
Google LLC	2,415	42.1	4,659	34.1	3,939	30.8
ピクシブ株式会社	1,583	27.6	3,733	27.3	277	2.2
Shopify Inc.	-	-	327	2.3	5,129	40.1

(注) 構成比は全体の売上高を 100% とする構成比を指す  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## > 特色・強み

### ◆ ホロライブプロダクション

ホロライブプロダクションは、所属 VTuber をグループ分けし、グループ毎でのマネジメントで VTuber の ch 登録数等の拡大をサポートしている(図表 3)。

【 図表 3 】 プロダクション概要

(22 年 12 月末時点)

	hololive	HOLOSTARS	hololive Indonesia	hololive English	HOLOSTARS English
主な言語圏	日本語圏	日本語圏	インドネシア語圏	英語圏	英語圏
所属VTuber数	35人	13人	9人	10人	4人
始動時期	2018年6月	2019年5月	2020年4月	2020年9月	2022年7月
ch登録数(万ch)	4,503	234	861	1,548	85
備考	VTuberが女性	VTuberが男性	VTuberが女性	VTuberが女性	VTuberが男性

(出所) 事業計画及び成長可能性に関する事項を基に証券リサーチセンター作成

同社は 16 年 6 月に設立されたが、17 年 9 月に VTuber アイドル「ときのそら」が活動を開始し、18 年 6 月に女性 VTuber グループである「hololive」を立ち上げた。ブランド力を高めるべく男性グループ、他言語圏のマーケットを対象としたプロダクションを順次始動させた。

同社はオーディションで VTuber 候補者を選考している。合格率は 0.2% 程度とかなりの狭き門で、性格、踊り、コミュニケーション能力、ゲーム等の知見など、多様な選考ポイントがある。オーディション合格後も凡そ半年から 1 年は同社内での訓練、指導がある。

こうした選考、育成により、ホロライブプロダクション所属の VTuber は、YouTube での ch 登録数ランキングにおいて、世界トップ 10 をほぼ独占している(図表 4)。2 位の「キズナアイ」だけが同社に所属していない VTuber である。

【 図表 4 】 VTuber の ch 登録数世界ランキング

順位	VTuber名	所属	YouTube ch登録数(千)
1	Gawr Gura	hololive English	4,250
2	キズナアイ	Kizuna AI	3,050
3	宝鐘マリン	hololive	2,250
4	Mori Calliope	hololive English	2,170
5	兎田ぺこら	hololive	2,140
6	白上フブキ	hololive	2,050
7	戌神ころね	hololive	1,920
8	Kobo Kanaeru	hololive Indonesia	1,800
9	湊あくあ	hololive	1,730
10	Watson Amelia	hololive English	1,720

(注) hololive English、hololive、hololive Indonesia は同社のプロダクションである  
(出所) ユーザーローカル資料を基に証券リサーチセンター作成

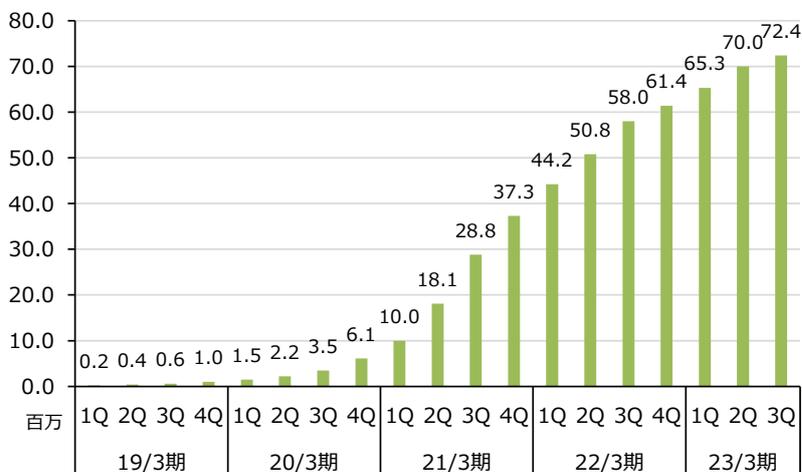
#### ◆ ファンコミュニティの拡大

多くのファンを持つキャラクターIP は、人気漫画の主人公を思い浮かべるが、同社所属の VTuber は、ファンコミュニティと双方向のコミュニケーションにより、高いファンエンゲージメント(つながり度合い)を築いている。

高いファンエンゲージメントを築くために、1) Web 漫画誌で同社所属 VTuber が主人公のアニメを連載、また VTuber が歌う楽曲をデジタル音源で販売するといった多様なメディア展開、2) 世界中で人気を博している人狼系オンラインゲームの Among US に同社所属の VTuber が登場したり、エナジードリンク(カフェインやアミノ酸、ビタミンなどの成分が入った炭酸飲料)の Red Bull の宣伝に同社所属の VTuber が出演するといったグローバルブランドとのコラボレーション、3) 英語圏やインドネシア語圏向けのプロダクションの設立といったことを行っている。

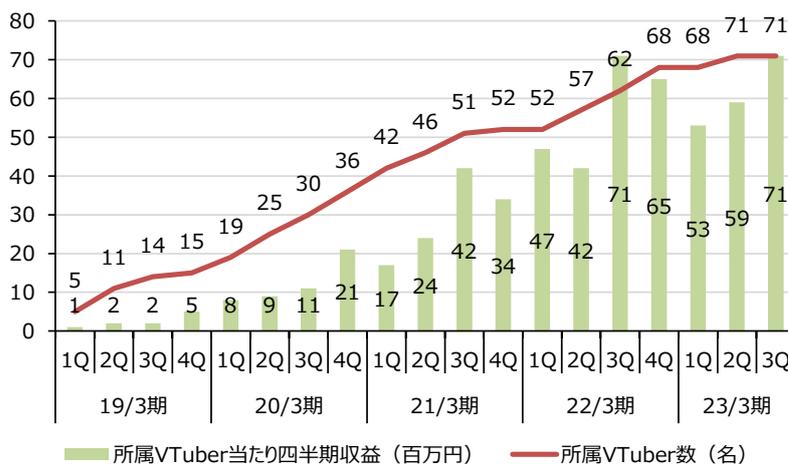
高いファンエンゲージメントの結果、同社所属の VTuber の ch 登録数は拡大傾向にあり(図表 5)、VTuber 当たりの収益も増大傾向にある(図表 6)。

【 図表 5 】 VTuber の ch 登録数推移 (単位: 百万 ch)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 VTuber 当たりの収益推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

### ◆ ユニークなポジショニング

人気のある漫画や映画などは、IPの創出やその継続性にコストが嵩む傾向がある。ローコストで継続的に人気の高い VTuber を輩出できる点が、ユニークなビジネスモデルと同社は認識している。22/3 期に至る 3 期間で売上高は 99.8 倍となり、かつ経常利益は黒字を維持しているように、採算性を確保しながらも高い成長性を実現している。

## > 業界環境

### ◆ VTuber の歴史

VTuber の元祖は、ch 登録数世界ランキング 2 位のキズナアイと言われている。キズナアイは 16 年から活動を開始し、ゲーム実況で若年者中心に人気化した。が、広く知れ渡ったのは、18 年 3 月に独立行政法人国際観光振興機構(日

本政府観光局)のニューヨーク事務局が訪日促進アンバサダーとして紹介してからと思われる。なお、キズナアイは現在では活動を休止している。

同社はVTuberアイドル「ときのそら」を誕生させ、その人気を背景にホロライブプロダクションを誕生させている。

LINE、Instagram、TikTok が広く普及している現在、誰もがコンテンツ発信をし、双方向かつ同時の体験共有が一般化するなか、リアルではなくアバターを用いたコミュニケーションも浸透しつつあると思われる。

#### ◆ 競合

VTuber を収益の柱としている同業他社は、ANYCOLOR (5032 東証グロース)、Brave group (東京都港区)、VShojo Inc. (米国)などが挙げられる(図表 7)。ch 登録数が 100 万を超えている所属 VTuber の人数は同社がトップであり、所属 VTuber あたりの年間収益も同社がトップと同業他社を振り切っている状況にある。

【 図表 7 】 同業他社比較

	カバー	ANYCOLOR	Brave group	VShojo Inc.
所属VTuberのch登録総数 (百万)	74.2	66.3	7.9	6.1
ch登録数100万オーバー 所属VTuber (人)	32	7	0	2
所属VTuberあたり 年間収益 (百万円、注)	200	87	-----	-----
会社設立日	16年6月	17年5月	17年10月	20年11月

(注) カバーは 22/3 期、ANYCOLOR は 22/4 期

(出所) 届出目論見書、有価証券報告書等を基に証券リサーチセンター作成

## > 業績

#### ◆ 22 年 3 月期業績

22/3 期の業績は、売上高 13,663 百万円(前期比 2.4 倍)、営業利益 1,855 百万円(同 9.2%増)、経常利益 1,853 百万円(同 8.7%増)、当期純利益 1,244 百万円(同 1.9%増)であった(図表 8)。

配信/コンテンツの売上高は 5,249 百万円(前期比 2.0 倍)であった。期末の所属 VTuber 数は 68 名と前期末比 16 名増、公式 ch の登録数は 61.4 百万と同 1.6 倍であった。所属 VTuber 当たりの収益は大幅に拡大した。

ライブ/イベントの売上高は所属 VTuber の認知度上昇により、前期比 2.7 倍の 2,203 百万円となった。マーチャндаイジングの売上高は 4,832 百万円(前期比 2.6 倍)であった。21 年 9 月に公式オンラインショップ「hololive production OFFICIAL SHOP」の運営を開始したことと、所属 VTuber の認知度上昇を背景に大幅増収となった。ライセンス/タイアップの売上高は所属 VTuber の販促

効果に注目する企業が増加したため、前期比3.2倍の1,377百万円となった。

増収率に比べ営業増益率が見劣りするの、売上総利益率の低下、及び販売費及び一般管理費(以下、販管費)が増収率を上回る増加となったためである。

売上総利益率は、前期比9.9%ポイント低下の38.6%となったが、事業分野別売上高におけるマーチャンドライジングの商品構成に起因しているようである。マーチャンドライジングの商品で所属VTuberのバースデーグッズはVTuberへの報酬が高く、バースデーグッズの販売が多くなると同社の採算性が低下する。販管費が前期比3.2倍と大幅増となったのは、リアルグッズ商品の販売増に伴う倉庫・荷役料といった諸経費の増加による模様である。

【 図表 8 】 過去 2 期の業績推移

	21/3期		22/3期		前期比
	百万円	構成比(%)	百万円	構成比(%)	
売上高	5,724	100.0	13,663	100.0	2.4×
配信/コンテンツ	2,633	46.0	5,249	38.4	2.0×
ライブ/イベント	814	14.2	2,203	16.1	2.7×
マーチャンドライジング	1,847	32.3	4,832	35.4	2.6×
ライセンス/タイアップ	428	7.5	1,377	10.1	3.2×
売上原価	2,947	51.5	8,388	61.4	2.8×
売上総利益	2,777	48.5	5,274	38.6	89.9%
販売費及び一般管理費	1,078	18.8	3,419	25.0	3.2×
営業利益	1,698	29.7	1,855	13.6	9.2%
経常利益	1,705	29.8	1,853	13.6	8.7%
当期純利益	1,220	21.3	1,244	9.1	1.9%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 23年3月期第3四半期累計業績

23/3期第3四半期累計業績は、売上高12,802百万円、営業利益1,734百万円、経常利益1,727百万円、四半期純利益1,281百万円であった。事業分野別の売上高構成比はマーチャンドライジングが21年9月に公式オンラインショップを開始した効果で前通期比5.7%ポイント上昇の41.1%となった。他方、ライブ/イベントは同9.2%ポイント低下の6.9%であった。ライブ/イベントの売上高は堅調に増加傾向であるものの、マーチャンドライジングの売上高が増加したため、ライブ/イベントの売上高構成比が下がったためのものである。

売上総利益率は44.9%と、前通期比では6.3%ポイント上昇したが、21/3期通期比では3.6%ポイント低下した。この低下要因もマーチャンドライジングの商品構成に起因しているようである。

## ◆ 23年3月期会社計画

同社の23/3期計画は、売上高18,056百万円(前期比32.1%増)、営業利益2,169百万円(同16.9%増)、経常利益2,136百万円(同15.2%増)、当期純利益1,427百万円(同14.7%増)である。22年9月迄の実績を踏まえ22年10月に修正した予算である(図表9)。

【図表9】23年3月期の会社計画

	22/3期			23/3期会社計画		
	百万円	構成比(%)	前期比	百万円	構成比(%)	前期比
売上高	13,663	100.0	2.4×	18,056	100.0	32.1%
配信/コンテンツ	5,249	38.4	2.0×	5,983	33.1	14.0%
ライブ/イベント	2,203	16.1	2.7×	2,491	13.8	13.1%
マーチャライジング	4,832	35.4	2.6×	7,731	42.8	60.0%
ライセンス/タイアップ	1,377	10.1	3.2×	1,846	10.2	34.1%
売上原価	8,388	61.4	2.8×	10,901	60.4	29.9%
売上総利益	5,274	38.6	89.9%	7,155	39.6	35.7%
販売費及び一般管理費	3,419	25.0	3.2×	4,986	27.6	45.8%
営業利益	1,855	13.6	9.2%	2,169	12.0	16.9%
経常利益	1,853	13.6	8.7%	2,136	11.8	15.2%
当期純利益	1,244	9.1	1.9%	1,427	7.9	14.7%

(注) 23/3期の事業別売上高は、開示されている事業別の22/3期比伸び率を基に証券リサーチセンターが推計した数値(出所)「東京証券取引所グロース市場への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

配信/コンテンツの売上高は前期比14.0%増を見込んでいる。22年12月末時点のVTuberの在籍数は71名(前期末比3名増)で、うち31名はYouTubeのch登録数が100万を超えている。23年1月に4名増員しており、23/3期末のVTuberの在籍数は75名(前期末比7名増)を想定している。VTuberの増員と同社主導企画による配信・楽曲コンテンツの拡大で増収が図れるとしている。

ライブ/イベントの売上高は前期比13.1%増を見込んでいる。個々のライブやイベント規模・実施方式に基づき算定している。23年3月18日に実施した大型のイベントの収益の一部も織り込んでいる。

マーチャライジングの売上高は前期比60.0%増を見込んでいる。フィギア等のリアル商品の場合、前受金勘定で計上されている金額の殆どが受注したグッズの前受金であり、調達出来次第販売しているのが実情である。因みに、前受金は22/3期末2,222百万円が23/3期第3四半期末で4,565百万円と増大している。ch登録数に見られるファン数の拡大により個別VTuberグッズの売上高が堅調に推移していることに加え、新たに企画しているプロダクション主導の販売促進等を考慮したものである

ライセンス/タイアップの売上高は前期比34.1%増を見込んでいる。案件獲得件数や案件当たりの契約規模を踏まえて策定している。

売上総利益率は前期比 1.0%ポイントの上昇の 39.6%、売上高販管費率は同 2.6%ポイントの上昇の 27.6%を見込んでいる。マーチャンダイジングの採算は配信/コンテンツやライブ/イベントより良好ではあるものの、倉庫・荷役料金の増加が販管費率の悪化につながると想定している。

#### ◆ 成長戦略

同社は成長戦略として、1) ch 登録数に見られるような人気の高い VTuber の関連商品開発、2) ゲームメーカーへのキャラクターIP のライセンスアウト、3) 受注生産のキャラクター商品を視聴ユーザーがいつでも購入できる体制への転換を図、4) シンガポールやオーストラリアでの海外展開でもコマース展開の本格化を挙げている。

また、多人数の VTuber の共演及びライブ配信が可能な国内でも有数の大型モーション・キャプチャー・スタジオの稼働を 23 年 4 月から予定していることに加えて、メタバースサービス「ホロアース」を開発中で、24 年内のリリースを予定している。

ホロアースは、「ロビー」、「バーチャルライブ」、「サンドボックスゲーム」の 3 つの機能を掛け合わせたサービスとなる予定のようである。

ロビーは、今現在の 2 次元 VTuber が 3 次元空間に登場し、視聴ユーザーがその 3 次元空間に参加することで、参加者同士での臨場感あるコミュニケーションが図れるようにする予定である。

バーチャルライブは、VTuber と同じ 3 次元空間に視聴ユーザーが参加して、VTuber のライブコンサートを楽しむことが出来るようにする予定である。

IT の世界におけるコンピューターの中に設けられた「仮想空間」をサンドボックスと言うが、サンドボックスゲームは視聴ユーザーが 3D 空間を自由に散策するようなゲームとなる予定である。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 役員の保有株比率が高い

現在の経営陣の保有株は上場時で 26,140,800 株、その比率は 42.8%である。持ち株比率が 1/3 以上の株主は、特別決議(定款変更や取締役の解任、合併や解散などの重要な意思決定)を単独で阻止することが可能である。この点に留意すべきだろう。

#### ◆ 無配が当面続く可能性について

同社は、設立以来配当を実施していない。当面の間は事業基盤の整備を優先することが株主価値の最大化につながるのと考えから、内部留保の充実を基本方針とし、配当実施の可能性や時期については未定としている。

◆ **新株予約権の行使による株式価値の希薄化について**

同社の新株予約権による潜在株式数は 5,968,900 株となり、上場時点では発行済株式数の 9.8%に相当する。新株予約権が行使された場合には、一株当たりの株式価値が希薄化し、既存株主が有する株式価値及び議決権割合が希薄化する可能性がある点には留意が必要である。

◆ **ライブ配信のリスクについて**

コンテンツ配信はライブ配信が中心である。監視体制は 24 時間、30 人程度でコンテンツが公序良俗に反していないかを監視している。オーディションでの選考後、VTuber としてデビューするまでの期間において、公序良俗に反するコンテンツの教育は十分になされているようだ。公序良俗に反するコンテンツと判断された場合、分単位で配信を停止する体制で配信リスクを僅少としている。

【 図表 10 】 財務諸表

損益計算書	2021/3		2022/3		2023/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,724	100.0	13,663	100.0	12,802	100.0
売上原価	2,947	51.5	8,388	61.4	7,058	55.1
売上総利益	2,777	48.5	5,274	38.6	5,743	44.9
販売費及び一般管理費	1,078	18.8	3,419	25.0	4,008	31.3
営業利益	1,698	29.7	1,855	13.6	1,734	13.5
営業外収益	8	-	15	-	6	-
営業外費用	1	-	17	-	13	-
経常利益	1,705	29.8	1,853	13.6	1,727	13.5
特別利益	-	-	-	-	-	-
特別損失	19	-	212	3.7	2	-
税金等調整前当期(四半期)純利益	1,686	29.5	1,641	12.0	1,724	13.5
当期(四半期)純利益	1,220	21.3	1,244	9.1	1,281	10.0

貸借対照表	2021/3		2022/3		2023/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	3,048	86.7	7,168	87.0	9,253	78.5
現金及び預金	1,899	54.0	4,644	56.4	7,341	62.3
売上債権	1,001	28.5	1,970	23.9	938	8.0
固定資産	467	13.3	1,069	13.0	2,536	21.5
有形固定資産	198	5.7	211	2.6	724	6.1
無形固定資産	25	0.7	198	2.4	755	6.4
投資その他の資産	243	6.9	659	8.0	1,056	9.0
総資産	3,516	100.0	8,238	100.0	11,789	100.0
流動負債	1,276	36.3	4,738	57.5	7,008	59.4
買掛金	407	11.6	1,482	42.2	1,205	34.3
未払費用	161	4.6	521	14.8	737	21.0
前受金	48	1.4	2,222	63.2	4,565	129.8
固定負債	26	0.7	42	0.5	42	0.4
資産除去債務	26	0.7	42	0.5	42	0.4
純資産	2,212	62.9	3,457	42.0	4,738	57.5
自己資本	2,209	62.8	3,453	41.9	4,734	57.5

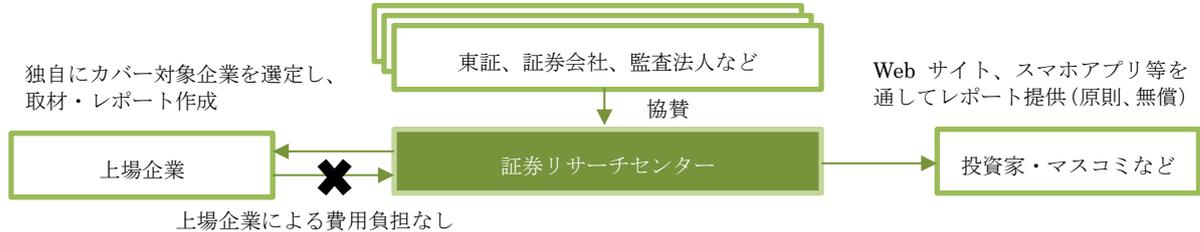
キャッシュ・フロー計算書	2021/3		2022/3	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	1,419	3,537		
減価償却費	32	99		
投資キャッシュ・フロー	-402	-793		
財務キャッシュ・フロー	526	-		
配当金の支払額	-	-		
現金及び現金同等物の増減額	1,543	2,745		
現金及び現金同等物の期末残高	1,899	4,644		

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

SMB C日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
いちよし証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社SBI証券  
Jトラストグローバル証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社ICMG  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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。