2021年２月15日

各位

会社名　株式会社ドリコム
代表者名　代表取締役社長　内藤 裕紀
（コード番号：3793 東証マザーズ）
問合せ先　取締役　後藤 英紀
電話番号　03-6682-5701

リサーチレポート発行のお知らせ

株式会社ドリコムは、この度Global IR, Inc.（米国コネティカット州グリニッジ市、以下GIRとする）より、当社のスポンサードリサーチレポートが発行されたことをお知らせいたします。当リサーチレポートは国内外の投資家の皆様に、当社に対する包括的な理解を深めていただくことを目的としており、当社のビジネスモデル、過去の業績推移、今後の事業戦略等、決算説明会資料等のIR資料で既に公開されている情報及び当社への取材を基に、GIRが独自の分析と考察を交え説明した内容となっております。なお、当レポートはスポンサードレポートとなりますが、当社への取材に際しましては、フェアディスクローズに十分に留意し、他の投資家やセルサイドアナリストの皆様と同様の開示を行っております。この度発行されたレポートはイニシエーションレポートとなり、今後も継続的に更新される予定です。

当社では、今後も国内外の幅広い投資家の皆様との積極的なコミュニケーションを通じ、当社に対する一層の理解促進を図ってまいります。

＜日・英スポンサードレポート（2021年２月15日発行）＞
株式会社ドリコム IRページ：https://drecom.co.jp/ir/
Global IR, Inc.：https://www.girjapan.com/serviceslist

レポート執筆・発行：Global IR, Inc.（https://www.girjapan.com/）

以上

Integrity & Sustainability

2021年2月15日

Sector：情報通信

ドリコム (3793)

Initiation Report

GIR View

DRECOM with entertainment

1

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。

2

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IP[1]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。

3

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

See page 31 for important disclosures.

GIR View (cont.)

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。

5

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。

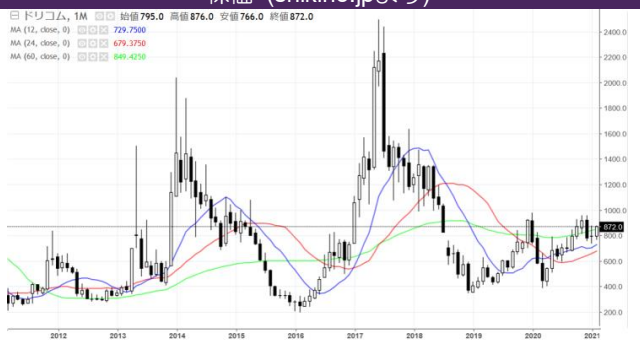
6

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。

主要連結データ	
時価総額（億円）	252
22日出来高平均（百万円）	244
52週高値ー安値	976 (20/01/05)-388 (20/03/13)
PER (倍)	17.8 (2021/3 予)
PBR (倍)	11.7
ROE (%)	41.1 (2020/3)
ROA (%)	11.1 (2020/3)
配当利回り（%）	0
外人持ち株比率（%）	6.2

株価（shikiho.jpより）



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 13
ドリコム(3793) **14**
参入障壁をクリアし、バリューサークルを味方に 14
会社概要 14
収益構造 15
ドリコムの強み 16
創業以来の経緯を通じて育んだ「ドリコムの強み」 16
1. 有力IPの運用実績並びにその保有者との信頼関係 17
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 17
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 18
3. 失敗から再起する経験知を得て、再現性のあるサスティナブルな経営を実現 19
4. ゲーム事業に留まらない事業開発ポテンシャル 20
ドリコムの業績推移 20
自主的な収益の最適化により、2021年3月期は最高益 20
ドリコムの成長戦略 24
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 24
2. IPの獲得および開発・育成：自社保有IPの拡大 24
3. 既存タイトルの海外展開：国外からの収益の拡大 25
4. 収益モデルの多角化：Free to Play (F2P)モデル依存からの 脱却 25
ドリコムのESG 26
S：社会 26
G：ガバナンス 26
業績データ **28**
業績指標 **29**

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 16
Figure11. タイトル別リリース＆クローズ一覧 18
Figure12. 過去の業績推移 21
Figure13. 運用中のゲームタイトル別収益寄与 21
Figure14. 固定費の推移 23
Figure15. ドリコムの類似企業 27

モバイルゲーム市場

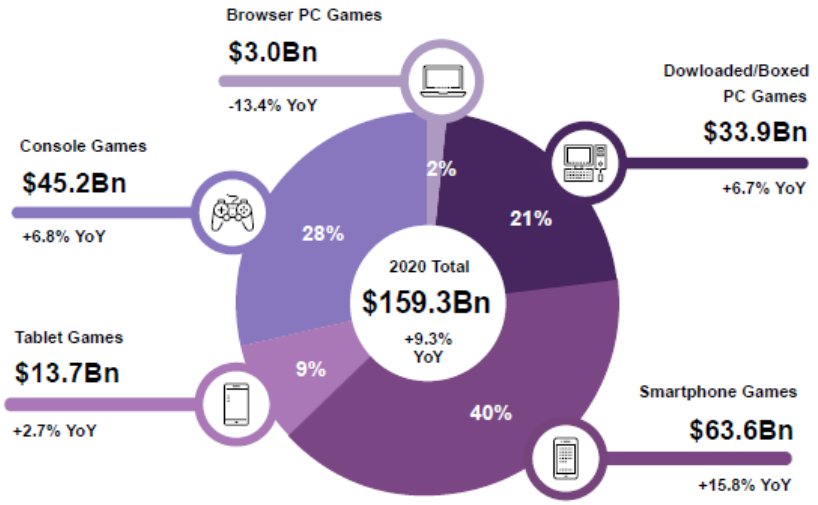
モバイルゲーム市場トレンド

ゲーム市場は2017年頃まで急拡大

日本のモバイルゲーム市場は約1兆3000億円超と大きい

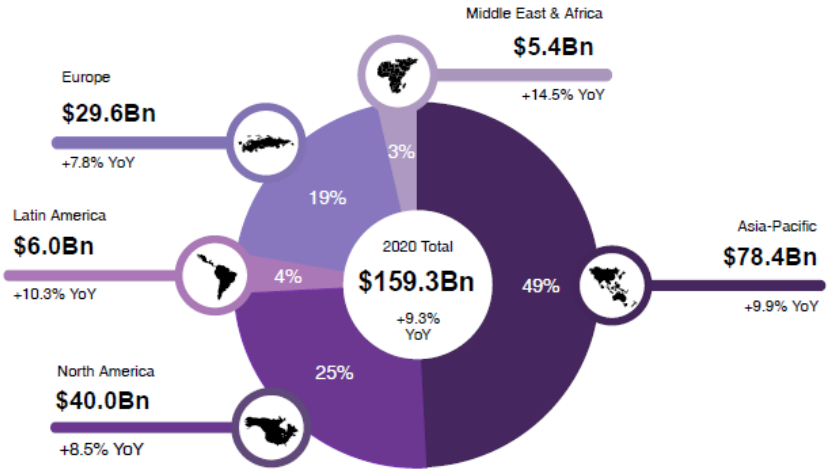
モバイルゲーム市場は2020年に約8兆円と推測されており、この内日本市場は約1兆3000億円超と、中国、アメリカに続き世界第三位。しかしその差は数千億円とそれほど大きくなく、日本のモバイルゲーム市場の規模は大きい。

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



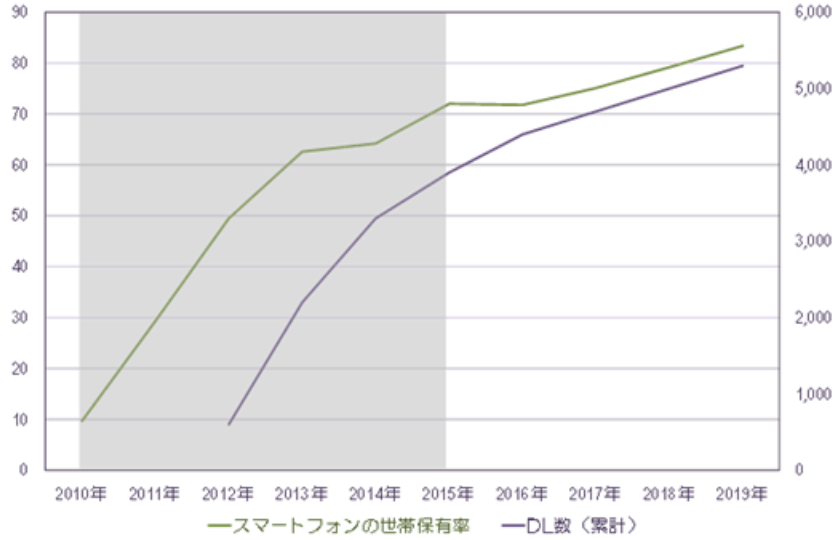
出所：Newzoo

日本のモバイルゲーム市場は2017年に1兆円を超えるまでに成長

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

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

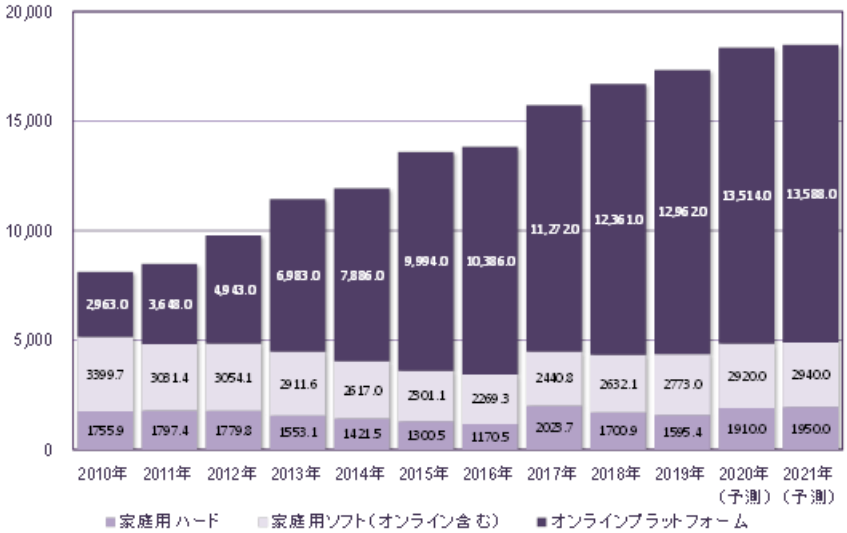


出所：ガンホー・オンライン・エンターテイメント（株）、総務省 通信利用動向調査

2000年代前半に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拡大

2012年1月にガンホーからリリースされたパズル＆ドラゴンズ（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

2017年以降も緩やかな成長が持続

緩やかな成長継続を牽引する３つの理由；

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)新型コロナウィ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。

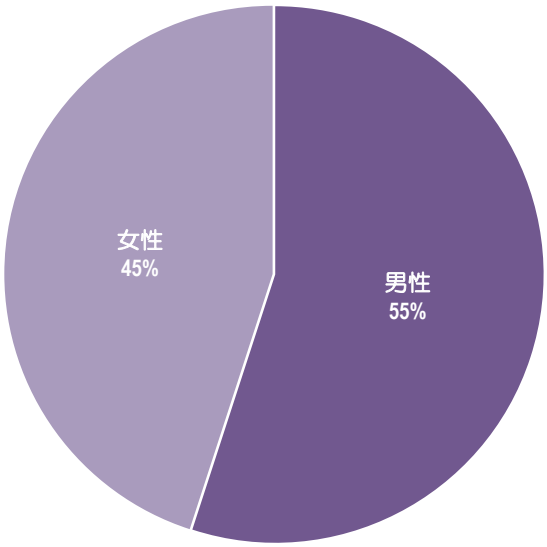
(1)ゲーム会社の努力によるゲームの魅力アップ

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。

ゲームユーザーのすそ野は広がっている；

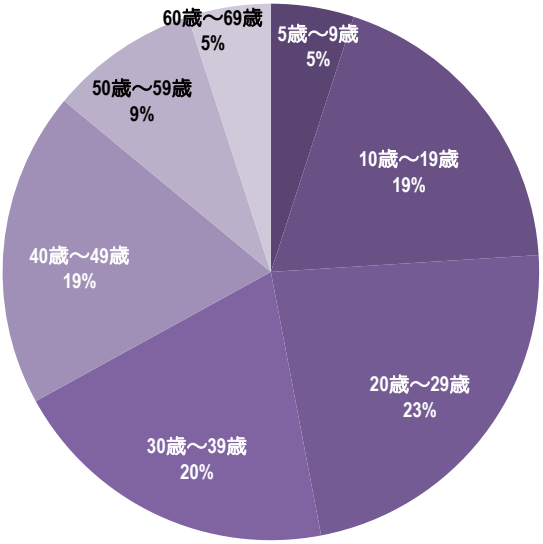
Figure5が示すように、プレイヤーの男女構成や年代別構成には偏りが少なく、モバイルゲームユーザーのすそ野が広がっていることが推測できる。

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

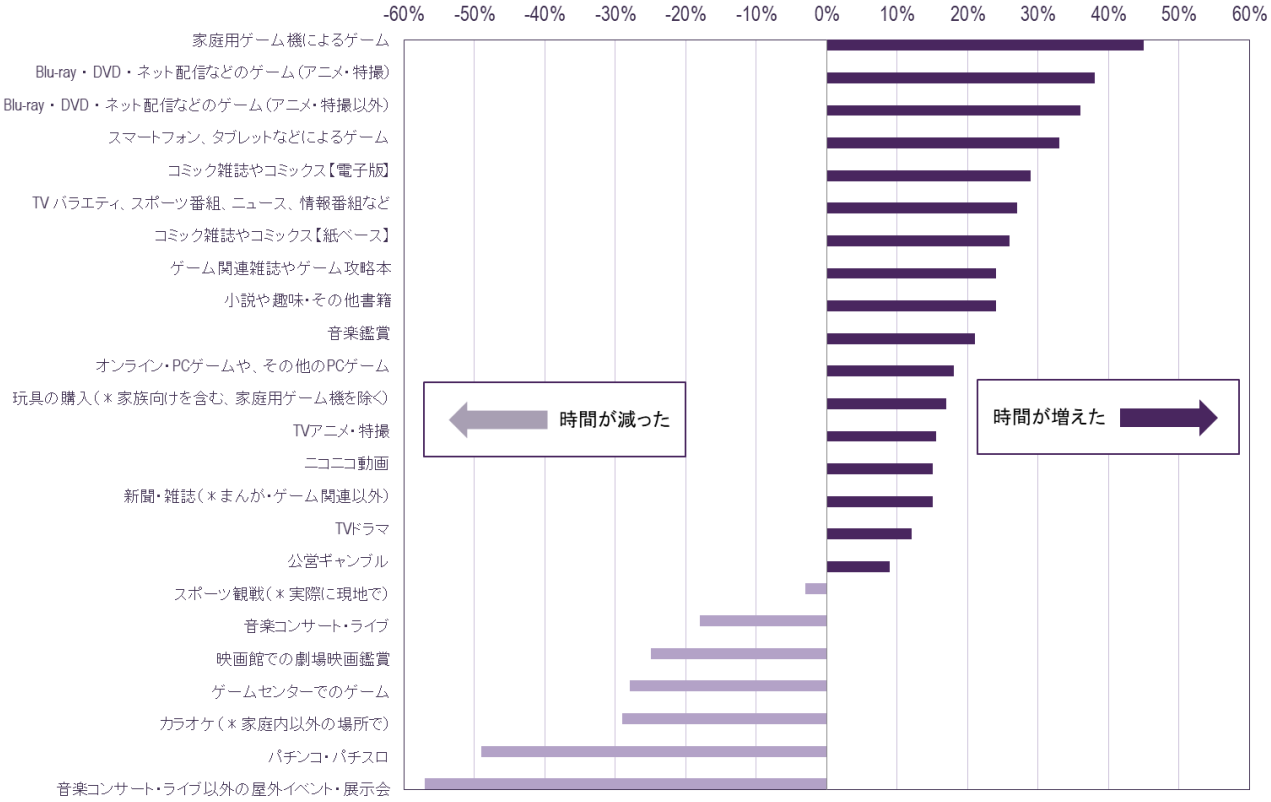
出所：ファミ通ゲーム白書2020
Note：集計期間：2018年12月31日～2019年11月3日

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

更に(2)について、2020年春から新型コロナウィ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メントの変化

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

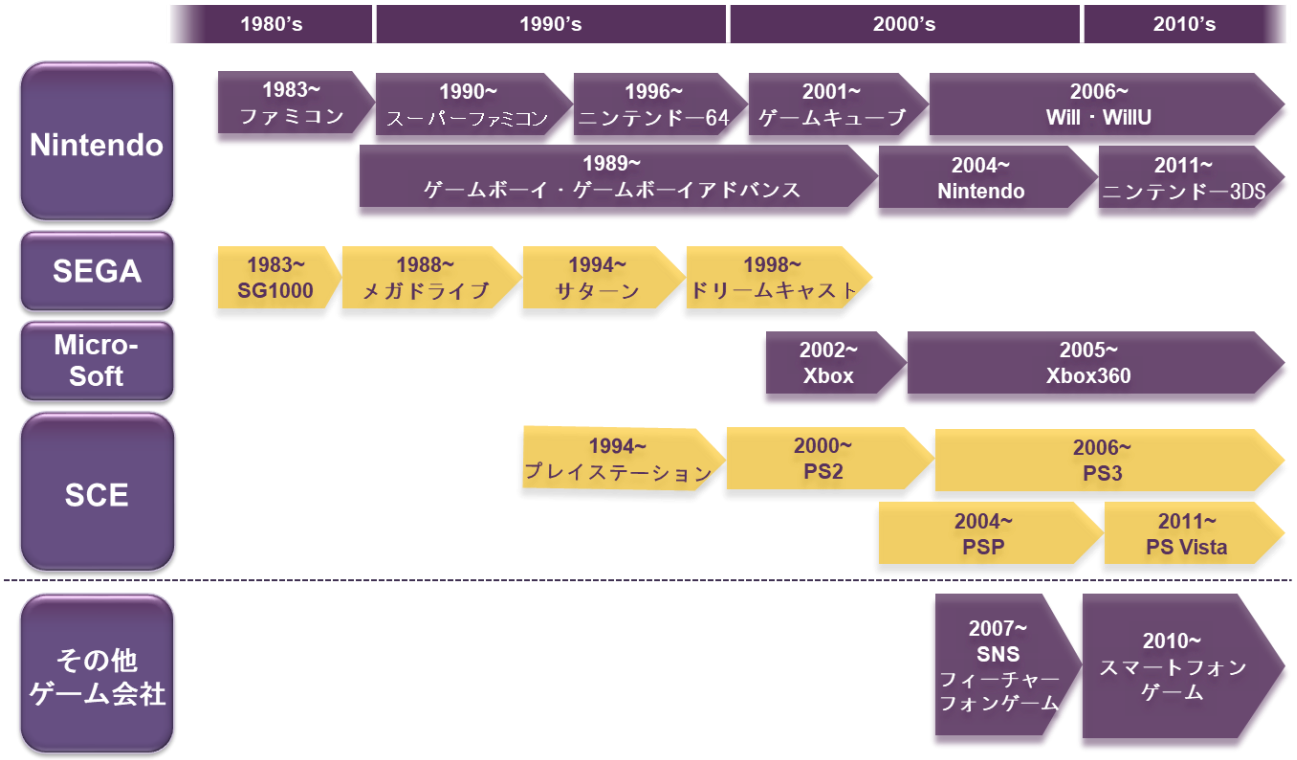


出所：ファミ通ゲーム白書2020
Note：増加したと答えた回答者の割合。映像系の項目は録画視聴を含む。調査日：2020年4月6日 n=7.801

(3)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

(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年にはプレー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

(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

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。

一本当たり1億円を超える開発費

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。

(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

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。

そのため、全く異なるマインド・スキルセットを持つ人材の育成と組織化が必要

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。

モバイルゲーム市場が拡大し、IP搭載が標準へ

IPによって、ゲームへのユーザーの呼び込みと密着効果が得られる

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。

(3)能力と人間関係から成るバリューサークルの存在

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。

IP使用には、実績と信用が重要

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

コスト・人材・バリューサークルがモバイルゲームの参入障壁として立ちはだかる

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：

モバイルゲーム各社の戦略

(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。

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

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。

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

ドリコムは高い参入障壁をクリアするゲーム会社

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。

2001年京都にて創業。2003年にブログサービスを事業化し、2006年東証マザーズへ上場

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。

しかしブログ事業は当初想定を下回り、楽天による支援を受ける。2008年楽天と資本業務提携し、携帯電話領域へと拡張へ

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～」、「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月のサービス開始来、今も継続、10年続くゲームとなっている。

ソーシャルゲーム市場は「コンプガチャ違法問題」を乗り越えスマートフォンベースの普遍性のあるゲーム市場へと安定成長軌道

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

自社配信タイトルでは課金売上＝同社の売上

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、課金売上そ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。

他社配信タイトルではレベニューシェア

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。

enzaでは同社は立ち上げから関与している

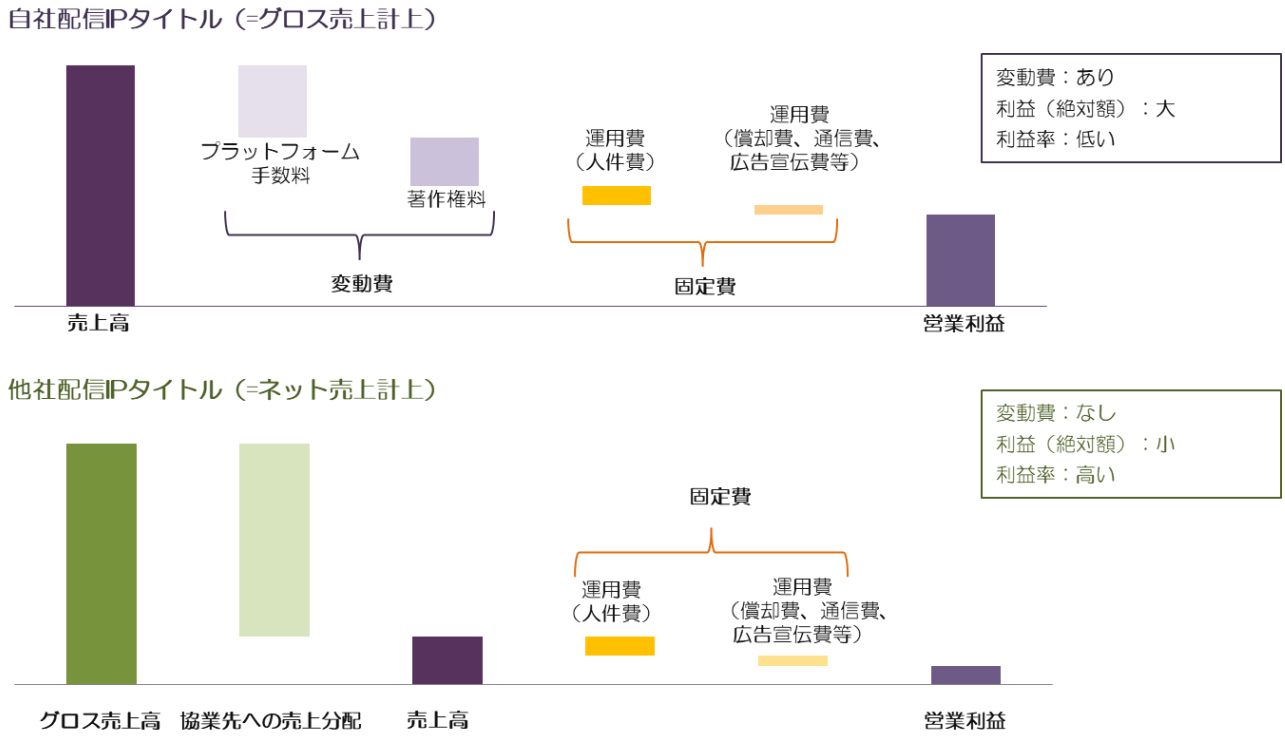
他社配信のプラットフォームにはBNE社のenzaも含まれる。ドリコムはenzaプラットフォームの立ち上げから関与しているという（詳細はp.18）。現在、同社はプラットフォームとゲームタイトルの運営を担っていると推測され、その双方でレベニューシェアを得ていると考えられることから、enza経由の配信は他社プラットフォーム経由の配信に比べ利益率は高いとGIRは推測する。

オリジナル（自社）IPと他社IPではビジネスモデルが違う

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に比べ認知度がないため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、考慮する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いうことになろう。

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



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」

ドリコムの4つの強み

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ィナブルな経営
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

10年近く前のフィーチャーフォン向けゲームの時代から、継続利用重視の独自の運営スタイルで、有力IP保有者との事業実績と信頼関係を築いた

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～」、「ちょこっとファーム」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。

他社IPを採用したゲーム運営では、産業をまたがる関係各所との連携といった経験知が必要

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。

スマートフォン向けゲームへの転換に成功

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

2012～2013年に数々の失敗を経て、経験知を得、他社IPを用いた複数のゲームタイトル制作が可能な組織を実現

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」、「みんゴル（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。

ストック型ビジネスモデル構築を実現

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を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

BNE社とは「ONE PIECEとレジャークルーズ」他、複数のタイトル開発運用。また、ゲームプラットフォーム「enza」を立ち上げ、５タイトルを運営中

2018年にBNE社は楽天からドリコム株を譲り受け、当社第2位の株主

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、合弁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（合弁会社は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。

ソニー・インタラクティブエンタテインメント傘下のFW社

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メント企業）傘下でモバイル事業を担うFW社の「みんゴル」、「魔界戦記ディスガイアRPG」に携わる。「みんゴル」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。

ソニー・ミュージックエンタテインメント傘下のアニプレックス社、スクウェア・エニックス

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。

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

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、がドリコムの強み・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、再現性あるサスティナブルな経営を実現

3. 失敗から再起する経験知を得て、再現性のあるサスティ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。

赤字を常態化せず、早期の収益力回復

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もようだ。ゲーム事業に軸足をおいてからも、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。

収益の最適化ノウハウ

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。

需要に応じたコストコントロール体制

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

(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、ドリコムの挑戦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、楽天との合弁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よう。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見られ、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、を志向していると見られる。

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

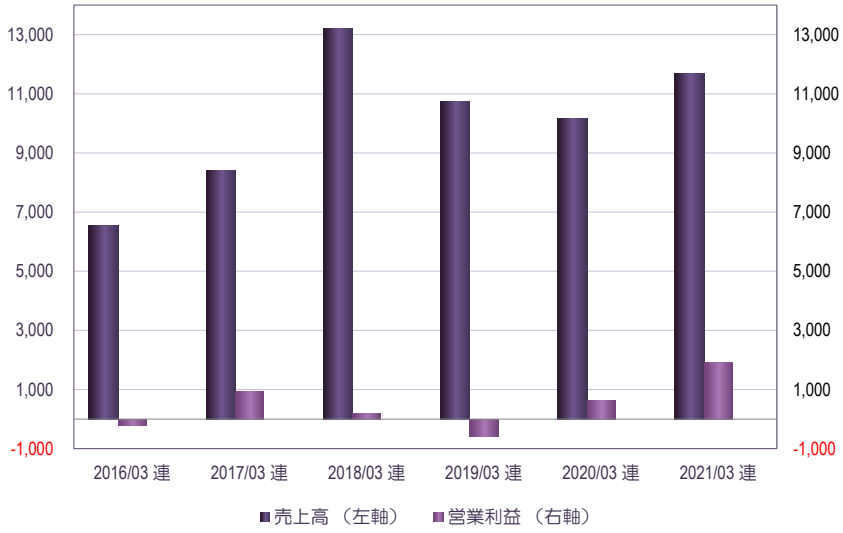
2018年の誤り

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たということとになろう。

収益化しないタイトルからの撤退し、翌年には黒字化

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

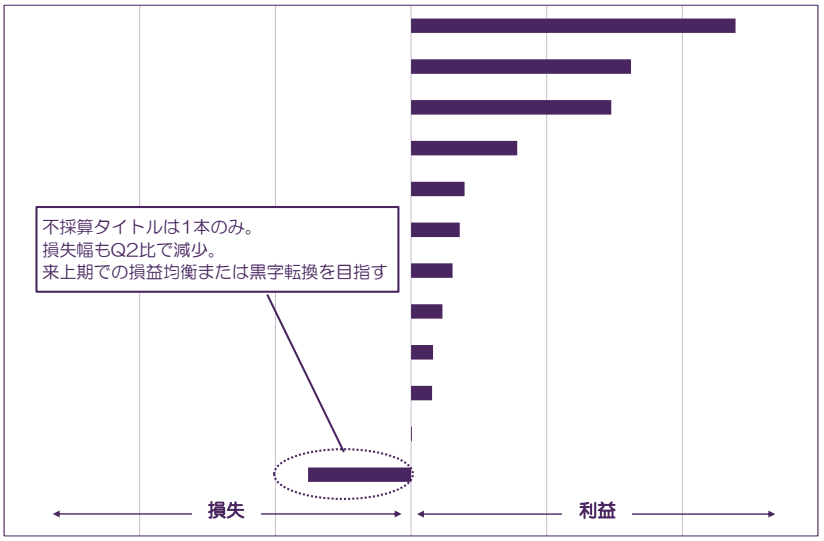


出所：会社資料よりGlobal IR, Inc.作成
Note：2021/3期は会社予想

タイトルごとの収益に差はあるが、経験知からコスト管理は徹底

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。

イベント効果で同社ゲーム売上トレンドは平準化

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。

第4四半期売上は第3四半期よりも減少

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月の主力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。

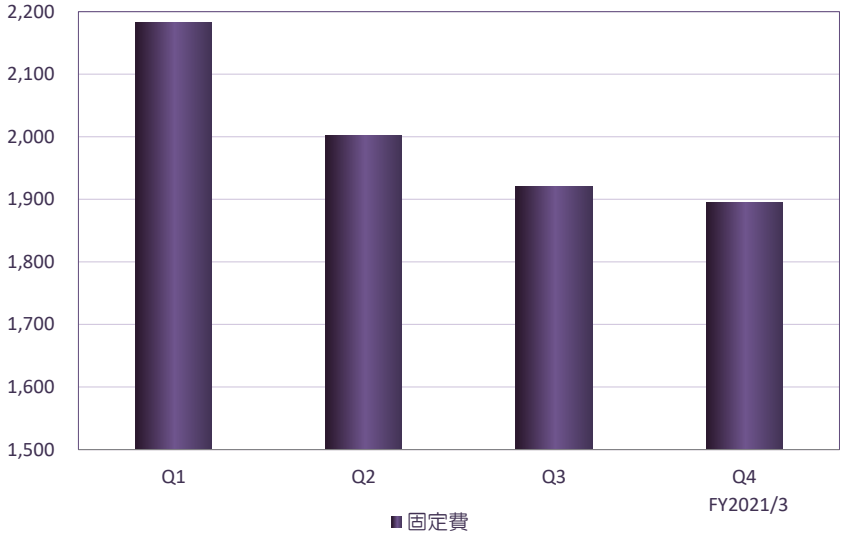
一方で、費用は減少が続く

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。

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

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

来期も増益を達成可能

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。

複数のタイトルを積み上げ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へ

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。

ドリコムの成長戦略

4つの重点分野へ取り組み、中期的成長へ

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

ゲーム運営で得たノウハウを活かし、他エンターテイメント領域へ参入

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

自社保有IPを増やす

「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

国内でヒットしたタイトルを海外でも提供

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

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モデルのボラティ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

従業員の多様性、ライフステージ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

起業家の育成

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
  「しぇあスペ」
  < https://drecom.co.jp/recruit/room/>

G：ガバナンス

創業社長、大手証券出身のCFO

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
- 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
コロプラ	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
ネットマーブル	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

業績データ

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

連結主要データ

株価	872
時価総額 (億円)	252
22日出来高平均 (百万円)	244
52週高値ー安値	976 (20/01/05)- 388 (20/03/13)
PER (倍)	17.77 (2021/3 予)
PBR (倍)	11.74
ROE (%)	41.1 (2020/3)
ROA (%)	11.1 (2020/3)
配当利回り (%)	0
外人持ち株比率 (%)	6.2
浮動株 (%)	15.8

株価

出所：shikiho.jp

業績指標

決算期(単位:百万円)	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
会計基準	JP	JP	JP	JP	JP	JP
売上高	6,534	8,388	13,192	10,720	10,150	11,700
変化率	-10.5%	28.3%	57.2%	-18.8%	-5.4%	15.3%
売上原価	4,738	5,332	10,096	9,286	7,957	-
売上総利益	1,795	3,055	3,095	1,434	2,192	-
販売管理費	2,001	2,123	2,905	2,011	1,575	-
営業利益	-206	932	190	-577	617	1,900
変化率	-	-	-79.7%	-	-	207.9%
営業利益率	-3.2%	11.1%	1.4%	-5.4%	6.0%	-
受取利息配当金	3	22	3	10	0	-
支払利息等	16	15	29	30	35	-
持分法投資損益	-	-71	-139	-713	99	-
経常（税引前）利益	-217	844	-29	-1,349	635	1,800
変化率	-	-	-	-	-	183.1%
税引前利益	-577	1,084	-141	-1,671	718	-
税金費用	40	274	59	45	5	-
少数株主利益	79	4	-3	4	-1	-
当期利益	-537	814	-204	-1,712	711	1,400
変化率	-	-	-	-	-	96.8%
包括利益	-615	810	-201	-1,717	713	

一株指標

決算期(単位:円)	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
一株益	-39.38	59.44	-7.21	-60.46	25.02	49.05
一株純資産	101.76	226.48	106.74	47.88	74.22	-
一株配当年間	0	0	0	0	0	0
普通株配当金(百万円)	-	-	-	-	-	-

資産

決算期(単位:百万円)	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
流動資産	2,326	5,660	6,192	5,190	4,571	-
固定資産	973	1,158	2,905	1,755	1,851	-
有形固定資産	90	108	300	251	171	-
無形固定資産	352	665	1,016	773	906	-
投資その他の資産	530	384	1,588	730	773	-
総資産	3,300	6,819	9,097	6,946	6,423	-

負債・純資産						
決算期(単位:百万円)	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
流動負債	1,336	3,202	3,239	3,873	3,594	-
固定負債	310	252	2,596	1,649	660	-
純資産	1,653	3,364	3,261	1,423	2,168	-
資本金	1,196	1,694	1,694	1,715	1,735	-
資本剰余金	1,437	1,935	1,957	1,971	1,991	-
利益剰余金	-1,095	-280	-484	-2,189	-1,478	-
自己株式	-149	-149	-150	-138	-136	-
少数株主持分	155	6	17	2	2	-
自己資本	1,390	3,201	3,018	1,359	2,112	-
自己資本比率	42.1%	46.9%	33.1%	19.5%	32.8%	-
有利子負債（四季報）	799	1,166	3,498	3,276	2,156	-

キャッシュフロー						
決算期(単位:百万円)	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
営業CF	54	845	-79	78	691	-
減価償却費	460	213	298	461	382	-
のれん償却	-	-	-	-	-	-
売上債権の増減額	101	-576	-462	423	-208	-
棚卸資産の増減額	-	-787	616	118	240	-
仕入債務の増減額	-36	261	-12	-94	54	-
投資CF	-548	-455	-1,958	-122	-100	-
フリーCF	-494	390	-2,037	-44	591	-
財務CF	-574	1,345	2,287	-271	-1,188	-
現金同等物	1,206	2,923	3,173	2,856	2,258	-

従業員						
決算期	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
連結従業員数（名）	280	319	420	367	326	-
単独従業員数（名）	251	292	395	331	276	-
平均年齢（歳）	-	32.8	32.8	34.5	34.8	-
年収（万円）	-	624	600	-	-	

株主						
時点	2016/03	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03会社予想
外国人保有比率（%）	4.4	7.5	3.9	3.3	6.3	-
比率変化（%/pt）	1.1	3.1	-3.6	-0.6	3.0	-
投資信託保有比率（%）	0	0	1.7	0	0	-
比率変化（%/pt）	-1.7	0	1.7	-1.7	0	-
少数特定者保有比率（%）	68.9	70.9	62.4	61.3	64.2	-
浮動株比率（%）	19.2	13.0	20.4	21	16.8	-
自己株式保有比率（%）	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	-

出所：shikiho.jp

Integrity & Sustainability

2021年2月15日

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が、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。

Integrity & Sustainability

February 15, 2021

Sector: IT / Telecoms

Drecom (3793)

Initiation Report

GIR View

DRECOM with entertainment

1

Japan's mobile gaming market – consisting mainly of games played on smartphones – is huge, valued at more than ¥1.3 trillion. Globally, the mobile gaming market is thought to have been worth about ¥8 trillion in 2020. The Japanese market is the third largest in the world after those in China and the US, and is not significantly smaller than either. With the wide uptake of smartphones, the Japanese mobile gaming market grew rapidly until 2017, to over ¥1 trillion. Since then it has continued to expand, at a slower pace, driven by the enjoyable gaming experiences offered by companies in the sector. Market growth is likely to have accelerated with the coronavirus pandemic.

2

In the fiscal year to March 31 2021, more than 90% of Drecom's revenue will come from mobile gaming, and the company expects to achieve record sales and operating profit. The company was founded in 2001 and was listed on the Tokyo Stock Exchange's Mothers market in 2006. Several times in the past it has run at a loss, but Global IR, Inc. (GIR) believes that this has given it the knowledge of how to be profitable and to manage itself in a way that controls its profitability. One of Drecom's strengths is that since the era of feature phone games (on traditional mobile phones) nearly a decade ago, it has had a distinctive game management style that emphasises continuous usage by players. It has also built a relationship of trust with leading IP[1] holders. Drecom's game management style fits well with IP, which emphasizes long-term value such as brand and user engagement.

3

Aiming at a stock-based business model, Drecom has set up a revenue structure that grows sales and profits through having multiple game titles. In particular, it releases IP-based games, on a Free-to-Play basis but in which players choose to make in-game payments, over long periods, with good game management in place. Games that sell less well point to the timing of reductions in operating costs and the termination of operations, allowing preparation for the release of new titles. The Japanese mobile gaming market has increasing barriers to entry, but Drecom is one of the companies able to clear them. The market continues to grow, and the mobile gaming business has become the company's cash cow. In our view, Drecom is entering a period in which it will be able to create new revenue streams.

[1] Intellectual Property

See page34 for important disclosures.

GIR View (continued)

4

The first reason for the increasing barriers to entry is rising development costs. These have risen to more than ¥100 million per title, and sometimes more than ¥1 billion. **The second issue is finding personnel with the right skills.** The mobile gaming business involves two different functions: development, and also management, because the revenue that players are charged comes from post-release game management. These two functions require different skills and mindsets. Game companies have to develop and retain the right human resources.

5

Third, there is a barrier to entry in the form of IP-centric inner circles within the industry, known as 'value circles,' based on abilities and relationships. IP has been adopted for most game titles as the mobile gaming market has expanded. Intellectual Property (IP) in a game refers to well-known game titles or characters. The use of this kind of IP extends across magazines, merchandise, games, and industries, further enhancing its value. Companies that use the IP therefore have to be part of the circle to be able to contribute to the improvement in the IP's value, and the interests of each industry stakeholder must be carefully taken into consideration.

6

As mobile games have become cash cows, on a consolidated basis there is the prospect of retained earnings moving into positive territory. Medium-term, Drecom aims to build new revenue streams in entertainment by deploying the management skills it has acquired in the gaming business and making the most of its management strengths.

Market Data	
Stock Price (¥)	872
Market Cap. (¥ billion)	25.2
22-Day Avg. Daily Value (¥m)	244
52-Week High-Low (¥)	976 (5/1/20)- 388 (3/13/20)
PER (x)	17.8 (3/2021 est.)
PBR (x)	11.7
ROE (%)	41.1 (3/2020)
ROA (%)	11.1 (3/2020)
Dividend Yield (%)	0
Foreign Ownership (%)	6.2

Stock Chart (from shikiho.jp)

FAQs from Meetings with Investors

Drecom holds meetings with overseas institutional investors on an ongoing basis. Below we reproduce some common questions and responses from these meetings. The responses are based on the company's answers and include GIR commentary and additional information. The questions are ordered according to issues that were of particular interest. For more information on the answers, click "Answer" at the end of the question.

Drecom's Financial Performance

Q1: Why was there a loss in the year to March 31, 2019? ---<Answer>

Q2: However, Drecom turned a profit of ¥690 million in the fiscal year to March 31, 2020. What was the background to this turnaround? ----------<Answer>

Q3: In the fiscal year to 31 March, 2021, sales and operating profit are expected not just to have turned up, but to be at record highs. Can you explain why? ----------<Answer>

Q4: Please share your thoughts on the possible financial results for the fiscal year ending March 31, 2022, and beyond----------<Answer>

About Drecom

Q5: Please tell us about the trends in revenue contribution from each title ----------<Answer>

Q6: Are trends in billing and ARPU much affected by seasonal factors or entertainment events? ----------<Answer>

Q7: What is the difference between the revenue structure of in-house IP and third-party IP? ----------<Answer>

Q8: Can you explain why the billing amount and sales are different? ----------<Answer>

Q9: Please tell us how the differences beween the Apple, Google and Enza platforms impact your earnings ----------<Answer>

Q10: Please tell us about your relationship with Bandai Namco Entertainment (7832) ----------<Answer>

Q11: Please give your thoughts on new businesses, investment such as M&A, etc. ----------<Answer>

Q12: Please explain your views on shareholder returns ------<Answer>

About the Gaming Market

Q13: How large is the market? ----------<Answer>

Q14: Please outline the trends in the market.----------<Answer>

Table of contents

FAQS FROM MEETINGS WITH INVESTORS **3**

Drecom's Financial Performance 3
About Drecom 3
About the Gaming Market 3

THE MOBILE GAMING MARKET **6**

TRENDS IN THE MOBILE GAMING MARKET 6
The domestic mobile gaming market expanded rapidly until about 2017 6
Continued Moderate Growth in 2017 and Beyond 8
FEATURES OF THE MOBILE GAMING MARKET, HIGH BARRIERS TO ENTRY 11
(1) High development costs; (2) The need to find personnel with different skill sets; (3) The existence of 'value circles' based on capabilities and relationships 11
Mobile gaming moving towards a stock-based business model 13

DRECOM (3793) **14**

CLEARS THE BARRIERS TO ENTRY, ALLIED WITH 'VALUE CIRCLES' 14
Company Profile 14
Revenue structure 15
DRECOM'S STRENGTHS 17
Strengths nurtured since the company's inception 17
1. Management experience with powerful IP and a relationship of trust with its users 17
2. Building an organization that can successfully develop and manage multiple games, and establishing a stock-based business model 18
Drecom has relationships with leading companies, including Bandai Namco (BNE) 19
3. Sustainable and reproducible management practices gained from experience, including setbacks 20
4. Potential for further business development, not only in the game business. 21
DRECOM'S BUSINESS PERFORMANCE 21
Through conscious optimization of revenue, record profits likely for the fiscal year to March 31, 2021 21
DRECOM'S GROWTH STRATEGY 25
1. Moving into entertainment fields other than mobile games 25
2. Acquisition, Creation and Development of IP 25
3. Taking existing titles into overseas markets: increased revenue from overseas 26
4. Diversification of the Revenue Model: Moving Away from Dependency on Free-to-Play 27
DRECOM AND ESG 28
S: Social 28
G: Governance 29

FINANCIAL DATA **31**

FINANCIAL RESULTS **32**

CHART AND TABLES

Figure 1. 2020 Global Gaming Market By Segment, 2020 6
Figure 2. 2020 Global Gaming Market By Region, 2020 6
Figure 3. Smartphone Gaming Market Grew with the Uptake ofmartphones 7
Figure 4. Growth of the Domestic Gaming Market (Household & Online Platforms) 8
Figure 5. Gender Balance of Players 9
Figure 6. Age Breakdown of Game Players, in Years (Japan) 9
Figure 7. Game Apps in Japan: Players, Time and Revenues (weekly averages) 9
Figure 8. Changes in entertainment activity due to the effects of the coronavirus 10
Figure 9. History of the Domestic and Home Video Game Market 11
Figure 10. Comparison of Revenue Structures: In-House versus Third-Party IP 16
Figure 11. Which Games are In Service, Which are Terminated 19
Figure 12. Financial performance 22
Figure 13. Profitablity of games in service 22
Figure 14. Trend in fixed costs 24
Figure 15. Comparable companies 30

The Mobile Gaming Market

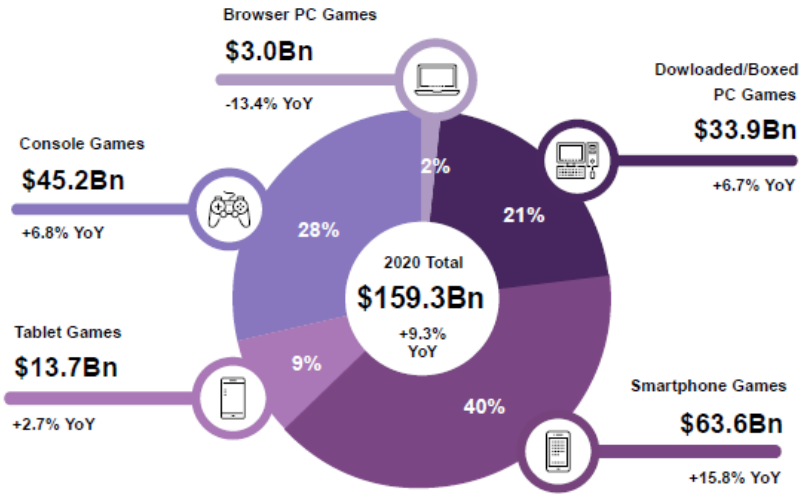
Trends in the Mobile Gaming Market

The domestic mobile gaming market expanded rapidly until about 2017

The Japanese mobile gaming market is huge – worth as much as ¥1.3 trillion.

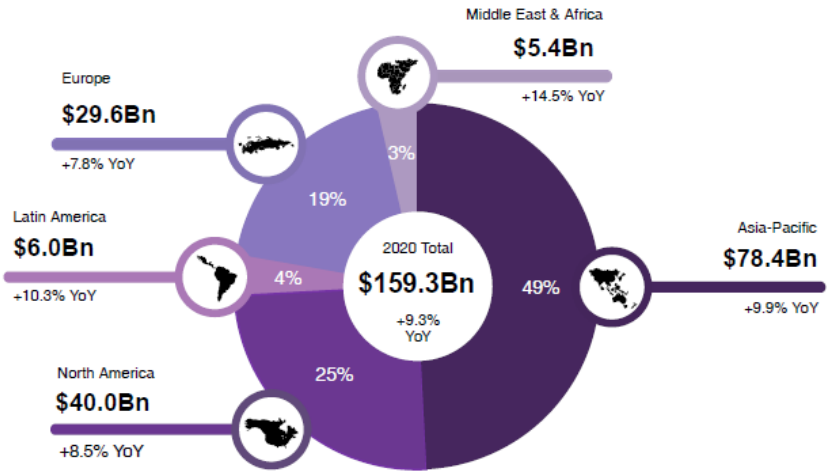
The global mobile gaming market is estimated to have been worth about ¥8 trillion in 2020, and the Japanese market about ¥1.3 trillion, making it the third-largest in the world after China and the United States. However, the difference in size is relatively small: Japan's mobile gaming market is huge.

Figure 1. 2020 Global Gaming Market By Segment, 2020



Source: Newzoo

Figure 2. 2020 Global Gaming Market By Region, 2020

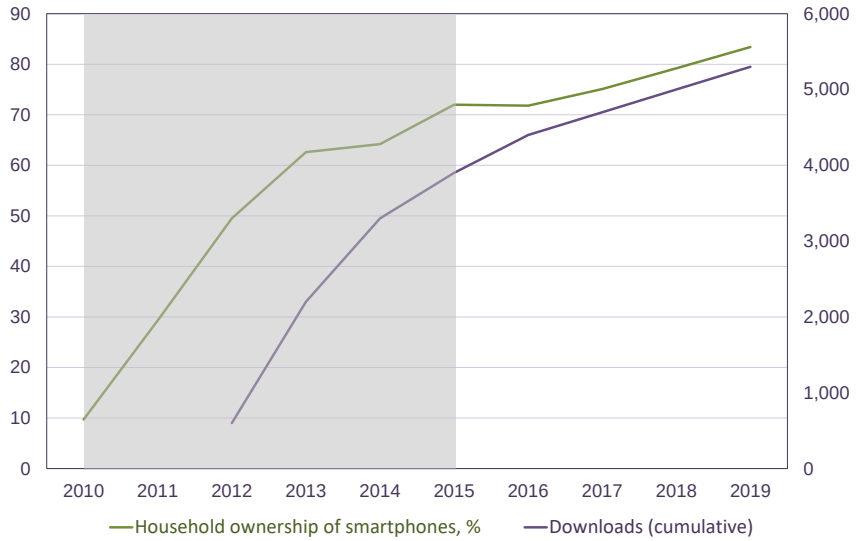


Source: Newzoo

Japan's mobile gaming market grew to more than ¥1 trillion by 2017.

The domestic mobile gaming market expanded rapidly until around 2017 with the uptake of smartphones. Since then, although growth has slowed, the market has continued to expand moderately. According to the *Famitsu Game White Paper*, the domestic mobile gaming market exceeded ¥1 trillion yen in value in 2017, and has continued to grow moderately since then.

Figure 3. Smartphone Gaming Market Grew with the Uptake ofmartphones

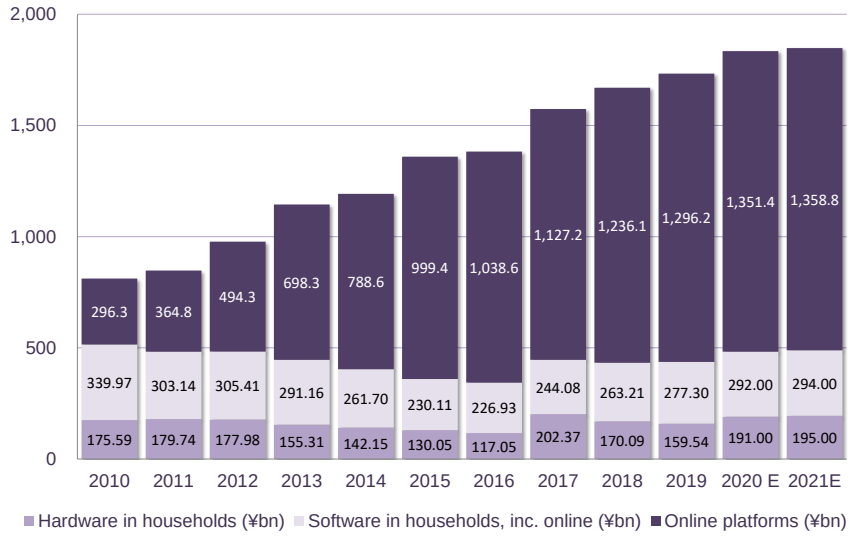


Source: GungHo Online Entertainment Co.; Survey of Trends in Communications Usage (通信利用動向調査), Ministry of Internal Affairs and Communications

Smartphone gaming increased with the spread of smartphones in the early 2000s.

Downloads of *Puzzle & Dragons* (Pazdora), a game released by GungHo in January 2012, rose almost in line with the increase in the number of smartphones, and the overall market for smartphone games in the early 2000s expanded with the uptake of smartphones.

Figure 4. Growth of the Domestic Gaming Market (Household & Online Platforms)
Unit:¥bn



Source: *Famitsu Game White Paper,* 2020
Note: Data period: Dec 28, 2009 to Dec 29, 2019
Accurate figures for 2020 and 2021 are unavailable; from May 2020 they are estimates.

Continued Moderate Growth in 2017 and Beyond

There are three factors driving continued moderate growth.

As noted above, the mobile gaming market continues to expand, albeit at a more moderate pace. This is for a number of reasons, including: (1) the appeal of a variety of mobile gaming experiences, as a result of game companies' efforts; (2) the acceleration of existing trends in life and work, as a result of the coronavirus pandemic, and thus an increase in the number of gaming hours played; (3) the expansion of the base of users who have gaming experience, and the gaming generations' transitioning into adulthood.

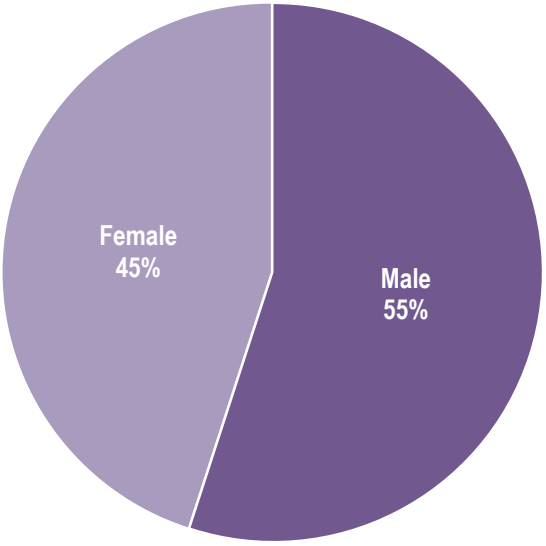
(1) Improvement of the appeal of games, through the efforts of game companies.

As smartphones became more widespread, users grew accustomed to using them for various functions, and they became a familiar gadget in everyday life – that is, they became commoditized. At the same time, gaming companies have optimized their smartphones for screen use, resolution, operability, and behavior when games are played, while providing users with a variety of gaming experiences. In this way, as the appeal of smartphone games is improved, a virtuous cycle is generated in which these games attract more users.

The user base of game players is expanding.

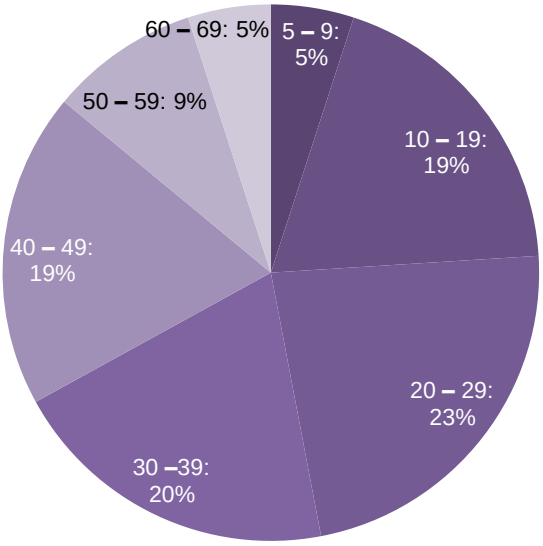
Figures 5 and 6 show that there is little difference in the gender and age composition of players. Overall. it can be inferred that the market of mobile game players is growing.

Figure 5. Gender Balance of Players Unit:%



Source: *Famitsu Game White Paper,* 2020
Note: Data period: Dec 31, 2018 – Nov 3, 2019

Figure 6. Age Breakdown of Game Players, in Years (Japan) Unit:%



Source: *Famitsu Game White Paper*, 2020
Note: Data period: 31 Dec, 2018 – 3 Nov, 2019

Figure 7. Game Apps in Japan:
Players, Time and Revenues (weekly averages)

Average no. of players weekly (million)	Average weekly playing time (million hrs)	Average weekly billing (¥m)	ARPU / week (¥)
2.563	8.485	719.718	280.80

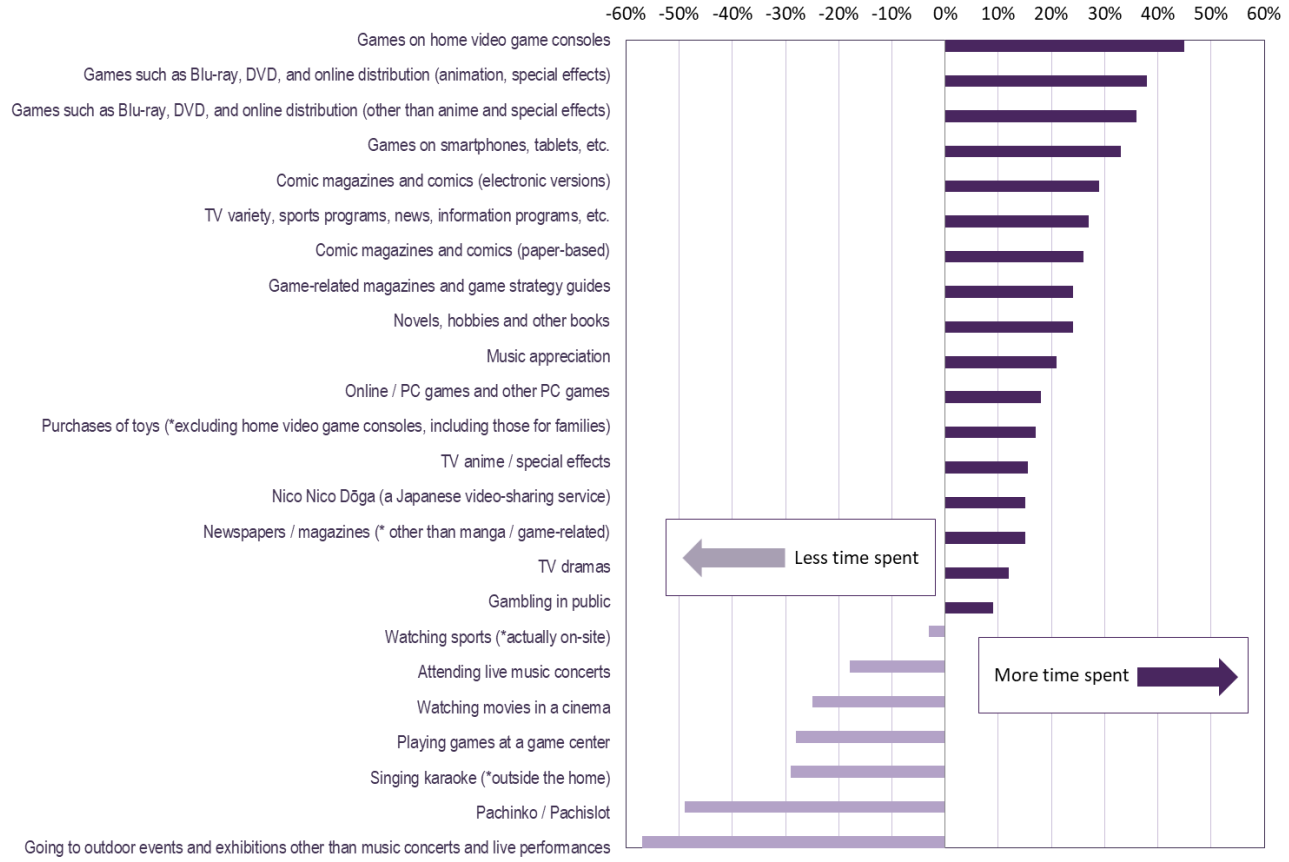
Source: *Famitsu Game White Paper,* 2020
Note: Data period: 31 Dec, 2018 – 3 Nov, 2019

(2) Coronavirus accelerating changes in life and work trends.

Furthermore, the constraints resulting from the coronavirus since Spring 2020 have accelerated changes in life and work patterns that were already occurring. As a result, it appears that more time is being spent on playing games (see Figure 8 below). This is increasingly driving the mobile gaming market.

Figure 8. Changes in entertainment activity due to the effects of the coronavirus

Q. Please tell us about changes in the time you spent on entertainment activities in March.



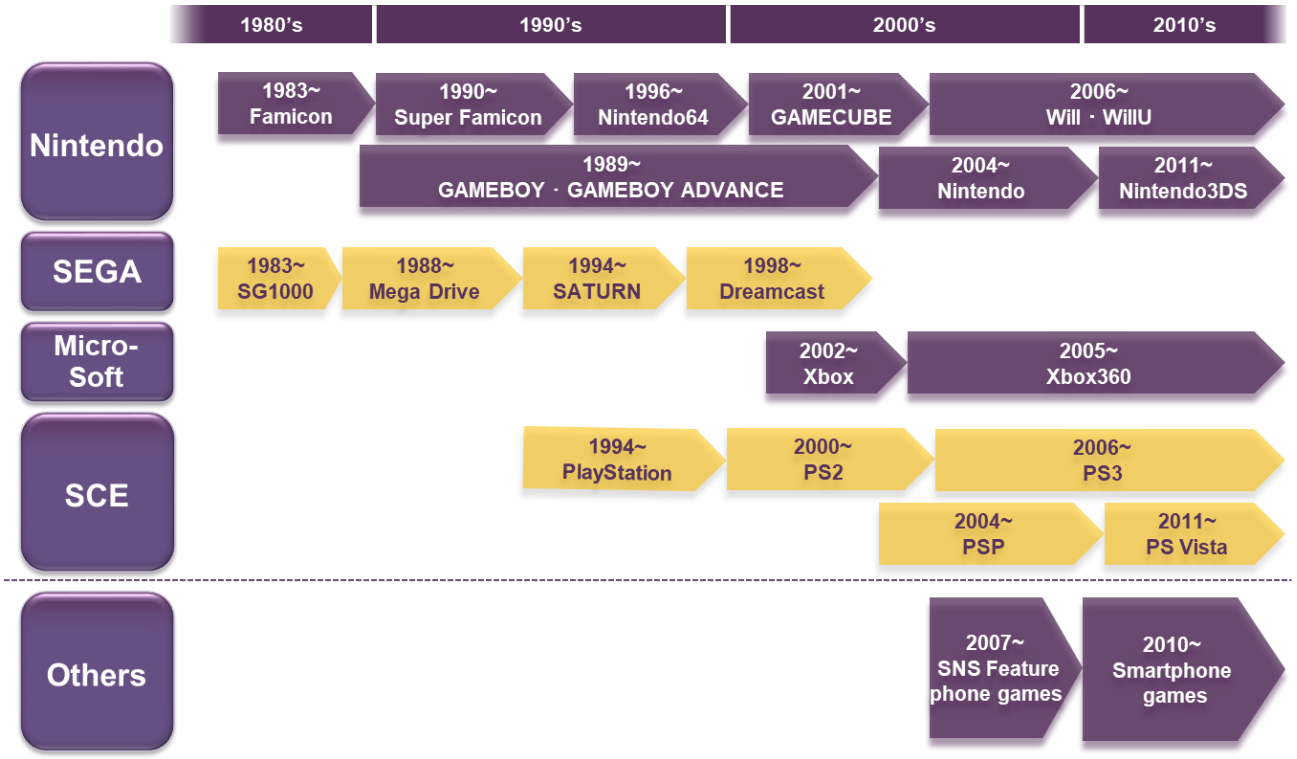
Source: *Famitsu Game White Paper,* 2020
Note: Percentage of respondents who answered that they had increased their activity. Video items include recording and viewing.
Eb-i Survey; survey date: April 6, 2020. n = 7.801

3) The expansion of the base of users who have gaming experience, and the gaming generations' transitioning into adulthood.

3) Concerning point 3 above, as shown in Figure 9, Nintendo's Family Computer was launched in Japan in 1983. Following this, in 1989 came the Gameboy. The Playstation, which appeared in 1994, appealed to an older user base, and in recent years these players have become more interested in mobile gaming. In addition, many users started to become familiar with games for the first time around 2010, through social network service (SNS) mobile games. The commoditization of smartphones and the increase in disposable income as players became adult members of society also helped to establish a lifestyle in which

interaction with mobile games became part of everyday leisure. The younger generation now own smartphones from an early age, become paying users from about high-school age, and start to take part in the mobile game market.

Figure 9. History of the Domestic and Home Video Game Market



Source: Global IR, Inc.

Features of the mobile gaming market, high barriers to entry

(1) High development costs; (2) The need to find personnel with different skill sets; (3) The existence of 'value circles' based on capabilities and relationships

(1) High development costs: More personnel needed, long lead times.

Developing mobile games is increasingly expensive. Development costs for feature phone games typically ran to a few tens of millions of yen, but for mobile games they are usually in excess of ¥100 million, and for some titles are estimated to be more than ¥1 billion. The reason is that users have been used to high graphics performance, 3D images, etc. since the days of packaged software for home video-game consoles, so user expectations are high.

Development costs exceed ¥100 million per game.

To give a clearer picture of the increase in development costs: developing feature phone games required 10 to 20 people and took

about six months to complete. For mobile games, it requires 50 to 100, and the lead time from planning to completion rises to 1.5 to 2 years. During this period, labor costs are very high.

(2) Development and management in the mobile game business are completely different functions, requiring personnel …

Mobile games are first developed, then – after release – managed. Sales are realized through users choosing to make in-game payments. Game management involves planning in-game events, promoting engagement through interesting features or additions, responding to users' requests and complaints, and addressing problems such as defects and bugs.

…with very different skill sets.

Development and management of games being completely different types of business, mobile gaming companies need to nurture personnel with different mental and other skill sets. Games are developed by specialized personnel – game creators – who design the games and add sound, graphics, etc. Knowledge is built up not only by individual creators, but also as a team. By contrast, game management requires close communication with users, focusing on engagement through dialogue.

With the expansion of the mobile gaming market, IP has become standard. The use of IP can bring in new players and increase customer stickiness.

Mobile games have become a huge, ¥1 trillion-plus market, and the use of IP has become standard. Intellectual Property in a game means the inclusion of a well-known game title or character. The addition of IP to mobile games increases the value of that IP, and at the same time brings in users and gets them involved. For mobile games, the key to success is how long the player can continue to enjoy a game after it has been released – that is, whether the players will continue to choose to make in-game payments.

(3) The existence of 'value circles' in the industry, consisting of abilities and relationships.

The same IP might be used across a number of media other than games, including magazines, videos, etc., so there are many stakeholders involved. Companies that use the IP have to be able to contribute to the value of that IP, so there is an informal inner circle of IP users known as a 'value circle'. Membership requires IP users not only to contribute to raising the value of the IP, but also to consider the other stakeholders in each industry.

Performance and credibility are important for the use of IP.

The requirements for being in the game industry have expanded to encompass not just development capabilities, but also successful management and marketing, as well as being in a 'value circle' based on abilities and human relationships. The requirements not only for financial strength, but also a track record and credibility as a member

of the circle, form barriers that make it hard for prospective new entrants to the market

Mobile gaming moving towards a stock-based business model

Cost, human resources and value circles are barriers to entry into mobile gaming.

As tangible and intangible barriers to entry arise in the mobile gaming market, companies are increasingly adopting one of the following strategies to increase revenue:

Strategies of mobile game companies.

(1) Trying to create games that are big hits, using their own IP;

(2) Building up billing revenue in multiple layers by releasing multiple titles using other companies' IP, without focusing too much on one's own.

Cleared barriers to entry, stock-type business model point to stable and rising earnings.

With the second option, the release of a new game is very likely to secure a certain amount of sales over a given period of time through the use of IP. And in addition to the release of new games as appropriate, billing sales will be accumulated for each title. We believe that in this way it has become possible to build a stock-type business model in the mobile game business.

In other words, while barriers to entry have risen in the mobile gaming market, business models have been shifted to stocking. Companies that can clear the barriers to entry and optimize stock-based business models are therefore more likely to achieve relatively stable revenue growth.

Drecom (3793)

Clears the barriers to entry, allied with 'value circles'

Company Profile

Founded in 2001; entered the gaming market in 2009

Drecom is a gaming company that clears the high barriers to entry.

Drecom is a gaming company that clears the high barriers to entry in the current mobile gaming market. The company is now expected to achieve record operating profit in the fiscal year to March 31, 2021, which we believe testifies to its recognition in the mobile gaming market and its experience over the past few years, as well as its ability to control the market duration of its game titles and to optimize its revenue.

Founded in Kyoto in 2001. Blog service marketed in 2003; Drecom was listed on the 'Mothers' Section of the TSE in 2006.

Drecom was founded by Hiroki Naito, the current president. While attending Kyoto University, he set up Drecom with a group of university students centered on Kyoto University, and in November 2001 established it as a company.

Ever since it was founded, the company has been involved with entertainment services based on people-to-people connections on the Internet. In 2003 it developed a blog service, and in 2006 it was listed on the Tokyo Stock Exchange 'Mothers' section, with business development centered on this service. At that time, Web 2.0, which allows users to create and collaborate online, was a major new trend. Drecom's IPO was in tune with the times.

The blog business fell short of expectations. In 2008 there was a tie-up with Rakuten to expand into mobile phone-related business.

The number of users of the blog service rose, but it proved hard to make profitable. The business fell significantly short of Drecom's expectations, and it was forced to rebuild from its management foundations. Rakuten (4755) provided support, and after a capital and business alliance in 2008, including a third-party allotment, Drecom expanded into mobile phone-related business.

2009: Moved into games on social network services. 2010: Offered games for mobile phones; established its position.

On the other hand, entertainment services based on interpersonal connections – the focus of Drecom's business since its inception – emerged from several social networking platforms, such as Faceook and Mixi, around 2007-2008. These typically had an open-door policy on the provision of games – that is, anyone could become a game provider. In 2009, Drecom offered games on social media. The following year, it also started offering games for mobile phones. *Onmyoji Heian Yokitan* and *Chokoto Farm* won acclaim and established

a position in the social game market. *Chokoto Farm* was launched in January 2011, has been on the market for 10 years and is still available.

Social gaming market moves beyond the 'Kompu Gacha' problem, becomes smartphone-based.

During this period, the social gaming market expanded rapidly by providing new gaming experiences using people-to-people connections on the more popular feature phones. However, with the use of 'Gacha', which is a way of making purchases within games through paid electronic draws, sometimes in sequence, some game providers were viewed as having caused a social problem by unduly raising the expectations of players in games requiring payments. In 2013, the Consumer Affairs Agency alerted game providers to potential violations of the Act against Unjustifiable Premiums and Misleading Representations. The event is commonly referred to as the 'Illegal Kompu Gacha problem'. The effect was to dampen the rapid market growth, but lowering the risks arising from gamers' highs and high billing turned into a pathway to more smartphone-based gaming. In other words, the 'Illegal Kompu Gacha problem' prompted the industry to accelerate its move into the smartphone gaming market.

Revenue structure

Billed sales of the company's own titles = Drecom sales.

The revenue structure of mobile game sales at Drecom differs for in-house and third-party titles.

For in-house games (in-house IP), as shown in Figure 10, billed sales are accounted as Drecom sales. From these are deducted fixed costs, and also variable costs in the form of fees paid to platforms and copyright fees. The remainder is operating income.

Revenue share in other companies' titles.

Sales are handled differently in the revenue structure of IP distributed by third parties. In this case, billed sales are revenue-shared with the partner company, and Drecom's share is accounted as its sales. In this case there are no variable costs in the form of fees paid to platforms and copyright fees. Drecom's operating income from this source is calculated by deducting its fixed costs.

The operating profit margin on IP distributed by third parties is therefore high, but the actual billed sales of the company's titles distributed by third parties are larger than the sales recorded by Drecom. GIR estimates that actual billed revenue from Drecom's IP distributed by third parties is approximately four to five times higher.

Drecom has been involved with Enza since its launch.

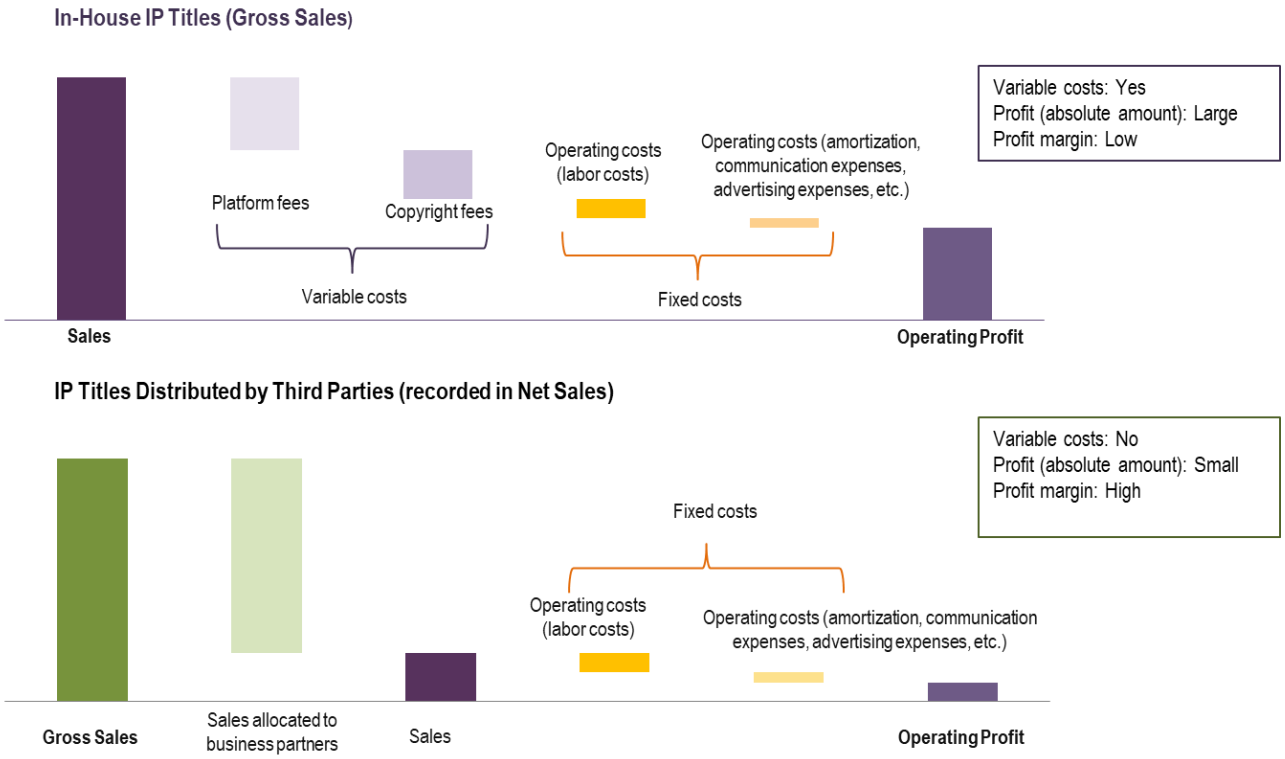
Third-party platforms distributing Drecom's IP include Bandai Namco Entertainment (BNE)'s Enza. Drecom has been involved with BNE

since the launch of the Enza platform (details on Page 19), and we believe it is responsible for managing both the platform and games. This means that Drecom may effectively have two sources of income from its distribution via Enza. If so, the company's profit margins from this relationship may be higher than those from other platforms.

Business models of in-house and third-party IP.

The business models for in-house (owned) IP and third-party (other companies') IP are different. In-house IP is a high-risk, high-return product for which it is relatively hard to acquire users, because it does not have the name recognition of other companies' IP. However, once it has been adopted by players and becomes a hit, it is profitable because there are no copyright fees to be paid out. On the other hand, while other IPs are low-risk, low-return, powerful IPs have a number of stakeholders, and unpredictable events can incur intangible costs in the short term. For example, if the title does not become a hit, but cannot be terminated easily, this is regarded as a hidden cost.

Figure 10. Comparison of Revenue Structures: In-House versus Third-Party IP



Source: Global IR, Inc.

Drecom's strengths

Strengths nurtured since the company's inception

Four strengths.

1. Management experience with IP and a relationship of trust with its users;
2. Building an organization that can successfully develop and manage multiple games, and establishing a stock-based business model;
3. Sustainable and reproducible management practices gained from experience, including setbacks;
4. Potential for further business development, not only in the game business.

Experience and trust with leading IP holders since the era of feature phone games nearly 10 years ago, using a distinctive management style that emphasizes continuous use.

1. Management experience with powerful IP and a relationship of trust with its users

In the gaming market nearly 10 years ago, Drecom offered several games, mainly for feature phones, including the aforementioned *Onmyoji Heian Yokitan* and *Chokoto Farm*, along with powerful IP. From the beginning the company's games were not intended to persuade people to gamble; rather, the focus was on continuous use. This meant that Drecom was not the kind of company that would grow so fast that its revenues would shoot up tenfold in a short period. But in addition to gaining a solid financial base to develop games for smartphones, the company has established a track record in business, and strong relationships with leading IP holders such as Bandai Namco Entertainment (BNE).

Game management using third-party IP requires experience and knowledge including cross-industry cooperation with other parties.

In game management, the focus on continuous use is player-oriented, but it also fits with IP that emphasizes increases in value long-term, such as brand and royalties. In our view it was this that gave Drecom its strengths and competitive advantages in a mobile game market that was heading for rapid expansion

In managing games using third-party IP, it is essential to have certain types of knowledge that can only be obtained from experience – such as maintaining appropriate communication across industries. It is also vital that individual skills and abilities be shared with the organization or community as a whole.

Successful transition to smartphone gaming.

Drecom began full-scale support for mobile games for smartphones in 2012. After several transitional products, in 2014, *Full Bokko Heroes*, as well as *JoJo's Bizarre Adventure Stardust Shooters* (from BNE), and *ONE PIECE Treasure Cruis*e (from BNE) were released and successfully converted for smartphones.

2. Building an organization that can successfully develop and manage multiple games, and establishing a stock-based business model

After a number of setbacks in 2012–2013, gained experience and created an organization that can produce multiple game titles using other companies' IP.

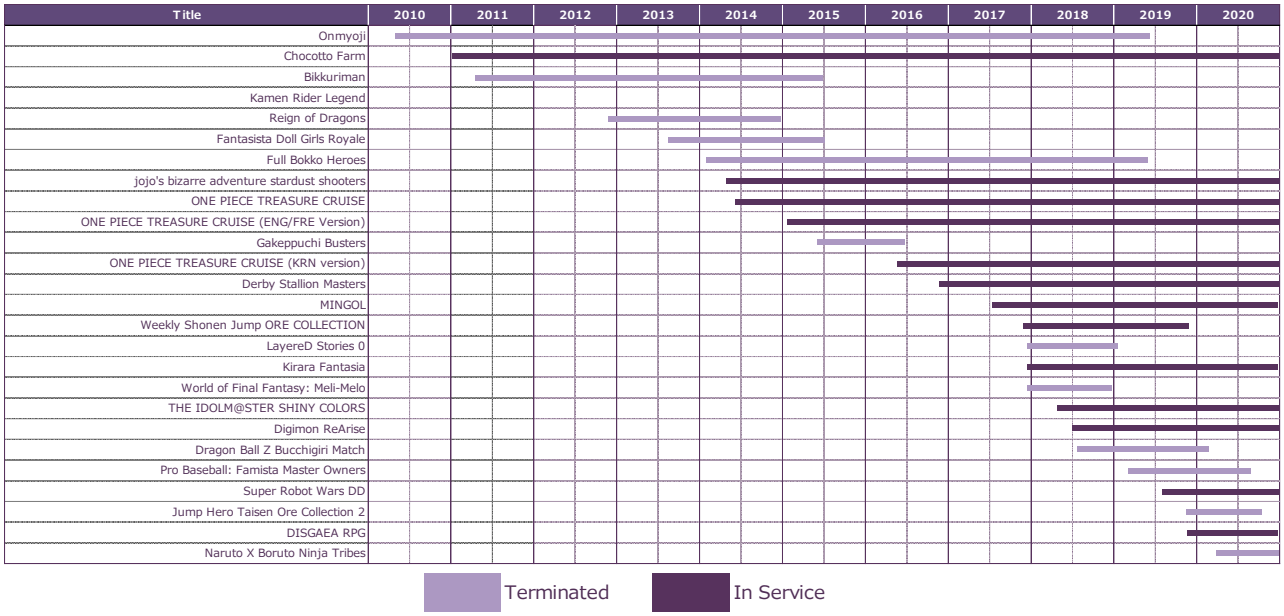
During the emergence of smartphone games, the game market featured blockbuster titles by other companies, such as *Puzzle & Dragons* (GungHo Online Entertainment (3765); released in February 2012) and *Monster Strike* (Mixi (2121); released in October 2013). Drecom followed this by working on games using both its own and third-party IP. Fifteen smartphone games were developed and released, under titles including *Derby Stallion Masters* and *Mingol* (now distributed by ForwardWorks). Three of these are Drecom's own games, while 12 use other companies' IP (not including the Enza titles mentioned below).

Many of these games proved disappointing in terms of revenue. However, the process brought Drecom a wealth of experience and learning and resulted in an organization that can develop and manage multiple games. This point can now be identified as a factor in the company's strengths and competitive advantages.

Creating a stock-type business model/

Figure 11 shows how Drecom is accumulating sales from multiple games using a series of revenue optimization methods, including cost control, careful timing of withdrawal from service, and, based on the sales situation after a release, preparation for releases of new games. GIR believes that Drecom is putting together a stock-type business model.

Figure 11. Which Games are In Service, Which are Terminated



Source: Global IR, Inc. from company materials

Drecom has relationships with leading companies, including Bandai Namco (BNE)

BNE has developed various games, among them *ONE PIECE* and *Leisure Cruise*. In addition, it launched the game platform 'Enza' on which it operates 5 games.

Drecom has good relationships with leading companies such as BNE, ForwardWorks, and Aniplex, a wholly-owned subsidiary of Sony Music Entertainment, which itself is 100% owned by Sony (6758). In addition to developing and managing multiple games, including *ONE PIECE Treasure Cruise*, Drecom was involved in the launch of a joint venture on the game platform 'Enza', which was started in April 2018. While the joint venture will become 100% owned by BNE in March 2020, Drecom's involvement with Enza will continue.

In 2018, BNE took over Drecom shares from Rakuten, becoming the company's second largest shareholder.

So far, 12 games using BNE's IP have been developed and managed by Drecom, and five are still in service. Bandai Namco Holdings (7832), the holding company of BNE, held 19.1% of Drecom's shares (as of September 30, 2020), making it the company's second largest shareholder; these shares were transferred from Rakuten in September 2018. The shareholding demonstrates the good relationship between Drecom and BNE, and is likely to strengthen it.

ForwardWorks: subsidiary of Sony Interactive Entertainment.

ForwardWorks is responsible for the mobile business under Sony Interactive Entertainment, a multinational video game and digital entertainment company that is a 100% subsidiary of Sony. Drecom is involved in ForwardWorks' *Mingol* and *Makai War Record Disgaea RPG*. Mingol is a mobile version of *Minnan no Golf*, the main game on

the Playstation, and for *Makai War Record Disgaea RPG*, Drecom was involved in repairing defects and improving game management. Both games are good examples of the relationship of trust between the two companies.

Relationships with Square Enix, Aniplex – subsidiaries of Sony Music Entertainment.

Drecom is also responsible for developing and managing *Ira Fantasia*, distributed by Aniplex, and has a track record of more than three years since this game was released. Drecom was also in charge of *World of Final Fantasy Merimero*, distributed by Square Enix (9684), though the service of this game has now been terminated.

Drecom's strengths:
(1) Managing IP, relationships with IP holders
(2) Establishing a stock-based business model that can develop and manage multiple titles.

These specific development and management results – (1) managing powerful IP and the relationship of trust with its holders, and (2) creating an organization that can develop and manage multiple titles, and with this the establishment of a stock-based business model – function as strengths and competitive advantages for Drecom.

3. Sustainable and reproducible management practices gained from experience, including setbacks

(3) Sustainable and reproducible management practices gained from experience, including setbacks.

The first setback that Drecom faced was the failure of its blogging business immediately after the IPO. In addition the company was faced with the effects of its financial difficulties, as well as organizational challenges due to employees being insecure about their futures.

Quick recovery of profitability without falling into consistent deficit.

Drecom recovered from these difficulties with the help of a capital injection from Rakuten. The company's various responses to the crises it went through seem to have become transmuted into management expertise. Even after focusing on the game business, the company was confronted with operating losses – during the market transition from feature phones to smartphones (2013); the failure of its original titles (2015); and in the rush to release multiple IP titles (2018) – but deficits did not become the norm, and the company quickly recovered its profitability.

Know-how for optimizing revenues.

The upside of not having much cash is that financial constraints force an early response to any crisis. Drecom is very conscious of optimizing revenue by accurately gauging timing, monitoring failures, cutting costs by controlling outsourcing costs, withdrawing if it cannot keep up, and preparing to launch new titles.

Cost control system according to demand.

Drecom's experience in developing and managing multiple game titles has enabled it to build a rich outsourcing network. It has effectively set up a system that enables it to double its development and game

management capacity just by using outsourcing, or shrink it in the same way. With timely use of this system, Drecom can stay in control of costs and link these to demand.

4. Potential for further business development, not only in the game business.

(4) Potential for development in other business areas.

Drecom's history is generally described with a focus on gaming, but the company has not limited itself to this business. In addition to the blog business it was working on at the time of the IPO, other major examples are ringtones for feature phones and the educational content business that led to a joint venture with Rakuten. The company has also worked on music distribution, anime distribution, SNS services using location information, and other areas. Given the size of the company, this is a wide variety of activities. Drecom does not yet have a business with continuity in addition to its game business, but it refers to itself as "an Internet shop before it is a game shop," so can be expected to work on some kind of new business in the future. It is likely to apply the strengths it acquired in the game business to other fields in the entertainment industry, with the potential to create a second strong revenue stream.

For new businesses, risk control tighter, investment initially limited.

Although developing new businesses is always a risk, we believe that risk controls are in place more than they were for the game businesses described above. Until the growth potential is confirmed, the scale of any investment is likely to be limited. As with the game business, the company will be looking to start small and grow from there.

Drecom's Business Performance

Through conscious optimization of revenue, record profits likely for the fiscal year to March 31, 2021

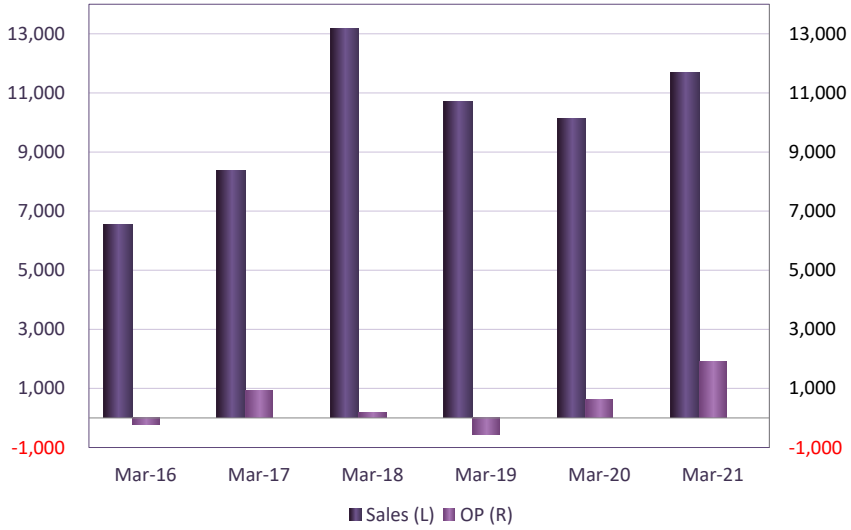
Errors made in 2018.

In 2016–2018, as the rapid growth in the mobile gaming market was coming to an end, the company released 10 titles with the aim of expanding its market share. However, competition was fierce, and sales of many games fell short of expectations. At this period in mobile gaming, gamers were looking for a new type of experience in addition to IP.

Withdrew non-monetizing titles, became profitable the following year.

Drecom acknowledged this error and after 2018, withdrew titles that would not monetize. For this reason, it recorded a net loss of ¥1.96 billion in the fiscal year to March 31, 2019, but posted a net profit of ¥690 million in the fiscal year to March 31, 2020.

Figure 12. Financial performance Unit: ¥m

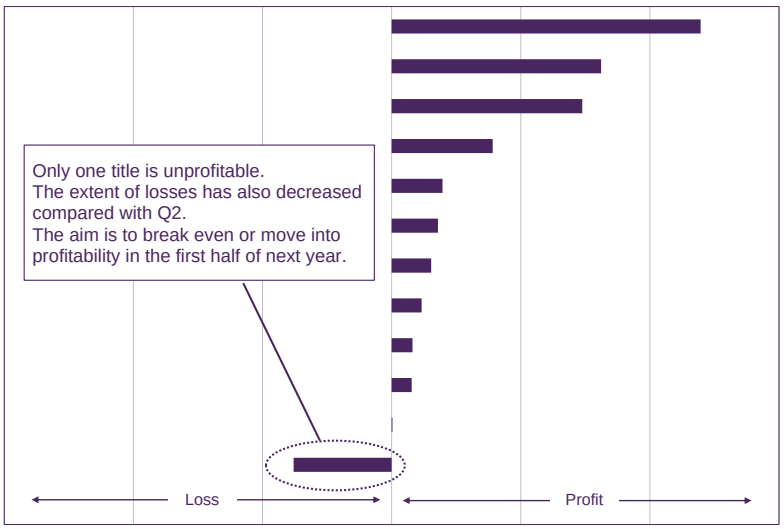


Source: Global IR, Inc. from company materials
Note: Mar-21 figures are Drecom forecasts

Profitability differs by title; cost control is tight, based on experience.

Drecom outlines the earnings situation for each title in its results briefing materials, though the exact details are not disclosed. In the third quarter of the fiscal year to March 31, 2021 (October-December), 11 of the 12 games in service were in profit, and operating profits piled up.

Figure 13. Profitablity of games in service



Source: Global IR, Inc. from company materials
Note: Series games are counted under one title. The 3 Enza titles are under *Boku & Dragons.*

Event effects level out the trend in the company's game sales.

In addition, billings tend to increase during the New Year, when users in the entire market have more time to play games, while they tend to decrease in March and April, in July and August, during the summer vacation, and toward the end of the year, when people are busier with life and leisure actvities related to the end of school terms and to company activities. On the other hand, for Drecom, the release anniversaries of games currently in service are concentrated in the April-July and October-December quarters. Holding anniversary and half-year anniversary events at these times makes it possible to increase billings, and thus to smooth out fluctuations in sales to some extent.

January-March quarter sales are likely to decline compared with those in the October-December quarter…

In addition to there being relatively few sales days in the January-March quarter, there were no major events other than New Year's events. Furthermore, user in-game payments will not be made until April and May for the anniversary events of the flagship titles. Therefore, January-March quarter sales are expected to have fallen compared with those in the October-December quarter. October-December quarter sales were in any case strong, driven by the anniversary and year-end events of the game *Davimus*.

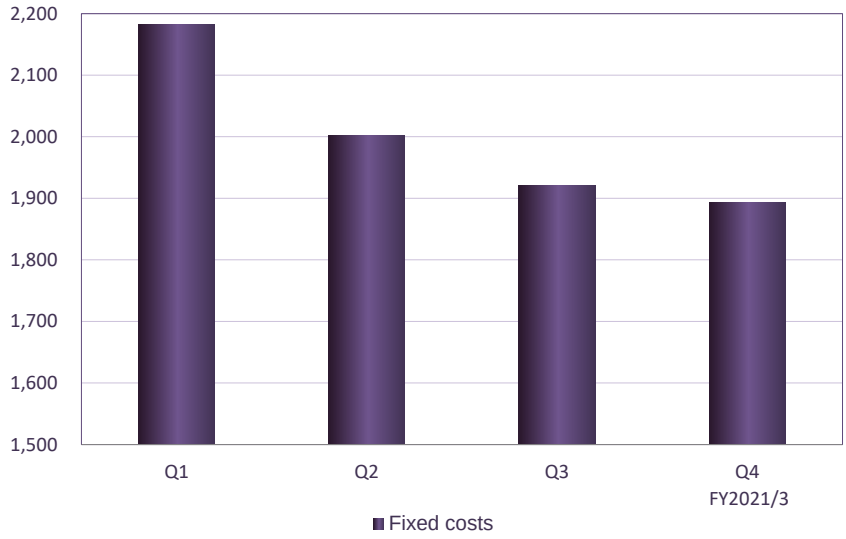
…though costs are also declining.

On the other hand, costs have continued to decline since the April-June quarter, as shown in Figure 14. This is due to management with an emphasis on efficiency and efforts to review and control costs – mainly in the administration department – as the development of multiple game titles takes off and the capitalization of development costs progresses. Therefore, costs in the January-March are also expected to decline compared with those in the October-December quarter.

As a result, we expect sales and OP to reach record highs in the fiscal year to March 2021.

Drecom releases its earnings outlook only for the following quarter. This is because of factors that cannot be determined, such as the timing of game title releases. The company announced its full-year earnings forecast for the year to March 2021 when it released its October-December figures on January 28. It expects full-year sales to increase 15.3% to ¥11.7 billion and operating profit to be up 307.9%, to ¥1.9 billion. Although revenue is expected to have declined quarter-on-quarter from the October-December quarter to the January-March quarter, it had already grown 31.3% in the nine months through the October-December quarter. Both Drecom and GIR therefore expect sales and operating profit to reach record highs in the fiscal year to March 31, 2021.

Figure 14. Trend in fixed costs, FY to March 2021 Unit: ¥m



Source: Global IR, Inc. from company materials

Higher profits likely in the next fiscal year.

In the fiscal year to March 31, 2022, GIR believes that Drecom is likely to achieve higher profits. First, looking at the sales side: 11 of the 12 titles already in service in the fiscal year to March 31, 2021 have contributed to earnings, and it is almost inevitable that sales from aging existing game titles will fall in the next fiscal year. However, according to the earnings briefing on January 28, Drecom's pipeline has 10 titles under development through to March 2023. If so, at least one title can be expected to be released in the fiscal year to March 31, 2022. There is a good chance that this will compensate for the aging of existing titles and lead to a net increase in sales. Moreover, on the cost side, the company will continue to focus on operational efficiency and cost optimization. In addition, the amortization of goodwill generated by the acquisition of the BlasTrain game development company ends during the current fiscal year. GIR believes that the costs in the fiscal year to March 31, 2022 are likely to be flat or less than those on a quarterly basis in the January-March quarter of the current fiscal year.

Stable profit growth likely over the medium term through stock-based business model.

Although there are differences in the profit contribution from each title, Drecom takes its risk management very seriously. By accumulating multiple titles, the company appears to be putting into place a stock-type business model.

Consequently, it is therefore very likely that the company will be able to maintain a relatively stable trend of increasing sales and profits over the medium term.

Possibility of dividends within a few years.

Though retained earnings posted a loss of ¥1.47 billion as of March 31,

2020, as noted, the company is likely to post record high profits in the period to March 31, 2021. If it does, in GIR's view the deficit in retained earnings is on course to be eliminated and the company will be in a position to consider paying dividends within a few years.

Drecom's Growth Strategy

Addressing four key areas for medium-term growth.

In the results meeting materials for the July-September quarter of 2020 Drecom gave an indication of its future direction. In addition to further increasing its strengths in developing and managing IP games, and expanding its core game business, the company set out the following four areas to focus on in terms of growth:

1. Moving into entertainment fields other than mobile games

2. Acquisition, creation and development of IP

3. Taking existing titles into overseas markets

4. Diversification of the revenue model

1. Moving into entertainment fields other than mobile games

Moving into other entertainment fields using the know-how acquired through game management.

Over the next three years, Drecom aims to transform itself from a "mobile gaming company with strengths in developing and managing IP games" to a "comprehensive entertainment content company centered on IP." Currently, the company's offering consists mainly of mobile games, but it has announced that it intends to develop and provide entertainment services in other fields, such as music, comics, and light novels, utilizing its own IP. In addition to being able to utilize its know-how from IP game management to acquire fans and form fan communities in each field, in the past it has developed and provided music streaming apps and manga apps, so it has long experience of business development in these areas. In September 2020 it released *AKROGLAM*, IP in the form of a musical drama, developed in-house. The service is growing – it had more than 10,000 followers on Twitter by the end of September – and sales of CDs and other related items started in January 2021.

2. Acquisition, Creation and Development of IP

Expanding in-house IP.

To become a "comprehensive entertainment company", Drecom needs to increase its in-house IP. The company has worked with other IP holders in the past to develop and provide content, but in the future, in addition to creating and developing its own IP in-house, it plans to

increase the number of IPs it owns by means including acquisitions from other companies. In the fiscal year to March 31, 2020, Drecom acquired *Boku & Dragons* (and other properties) from Ignis Co. (3989). When Ignis was choosing a company to sell to, Drecom's development and management of IP games, and its attitude regarding IP, were rated highly. Drecom's integrity in matters concerning IP and the recognition of its value are well-known within the industry, and this reputation can be expected to work in its favor when it acquires IP from other parties. In November 2020, it won a part of the copyright and trademark of the pioneering role-playing game *Wizardry*, and the music drama IP *AKROGLAM* mentioned earlier was released. Titles utilizing the company's in-house IP are currently under development in mobile games, and in addition to games that utilize IP owned by other companies, the number of Drecom mobile games using its in-house IP can be expected to increase.

3. Taking existing titles into overseas markets: increased revenue from overseas

Domestic hit titles to be made available overseas.

Drecom currently obtains most of its revenue from the domestic market, but in future it aims to increase revenue from abroad by offering successful Japanese titles in overseas markets, particularly the rapidly growing Chinese market. *ONE PIECE Treasure Cruise* (distributed by Bandai Namco), developed and managed by Drecom, has been distributed worldwide since 2015, and the company has an excellent track record in management for overseas users. Worldwide distribution of *Derby Stallion Masters* and *Makai War Record Disgaea RPG* (distributed by ForwardWorks) has already been announced for the fiscal year to March 31, 2022. In addition to this previous experience, Drecom has close relationships with leading marketing companies overseas. These should prove to be strengths in the company's overseas expansion.

4. Diversification of the Revenue Model: Moving Away from Dependency on Free-to-Play

Introducing a subscription business model in areas other than mobile gaming.

Drecom will also focus on diversifying its revenue model. Currently, almost all revenue comes from in-game purchases within games that follow a Free-to-Play (F2P) model, but in future the company intends to introduce a subscription model for areas other than mobile gaming. This should increase revenue stability by moderating the volatility inherent in the F2P model. In addition to a subscription model being expected to be introduced for the augmented reality (AR) app construction platform 'AROW', mail-order sales of related goods such as CDs have also started for the music drama IP *AKROGLAM* mentioned above. Drecom aims to generate the same level of revenue as F2P in the next five years from business models other than the F2P model.

Drecom and ESG

With respect to ESG, Drecom is improving its non-financial disclosures to help improve corporate value in the future. Its current initiatives are set out below.

S: Social

Creating a working environment that takes into account human rights, diversity and flexibility

In addition to prohibiting discrimination in the workplace and implementing appropriate labor management measures, Drecom is focusing on maintaining the health of its employees, respecting employee life events and life stages – such as introducing remote working – and recommending that male employees take parental leave.

Promoting employees' health, developing their skills.

Promoting employees' health and nurturing their skills

The company tries to ensure that the working environment is one that enables employees to stay healthy and fulfil their potential.

- For example, it has rooms where employees can receive a low-cost massage: <https://newswitch.jp/p/17425>
- …and a café space, run in partnership with a popular café chain: <https://www.wantedly.com/companies/drecom/post_articles/173575>
- …as well as support for events that share knowledge and disseminate technical information <https://tech.drecom.co.jp/>

Promoting an entrepreneurial community

Drecom seeks to be a pioneer of student entrepreneurship and IT-related ventures., The company is working on initiatives to contribute to the development of younger entrepreneurs and the further revitalization of entrepreneurship in Japan. These include:

- Free lending of office space for study sessions and seminars "Shea Spe" (Share Space!) <https://drecom.co.jp/recruit/room/>

G: Governance

President is the founder, CFO worked at major securities companies

The founding president is Hiroki Naito. He has steered the business and management since it was founded. Drecom's CFO is Hideki Goto, who has experience as an analyst and investment banker at major securities companies. Both the CFO and Hiroyuki Kono, a former investment banker in foreign securities and Head of the IR Office, can communicate with overseas investors in English without the need for interpreters. In addition, around half the company's employees are entitled to participate in a corporate share ownership scheme. This has proved a success in that they are very keen to participate in the improvement of operations and corporate value.

Further, to ensure that management functions soundly from a governance perspective, Drecom is focusing on appointing a number of independent outside directors from different professional backgrounds, on appointing women as directors, and on holding regular meetings of the Board of Directors, along with lively discussions.

- Appointment of female directors – Female directors: 20%
- Inside directors vs. independent external directors – External directors: 60%
- Independent directors have diverse expertise – Backgrounds in accountantcy, law, academia
- Frequency of Board of Directors meetings – 28 meetings in the year to March 2020; 24 in the year to March 2019

Figure 15. Comparable companies

Company	Country	Stock code	Market Cap ($bn)
Drecom	**Japan**	**3793**	**231**
Sony	Japan	6758	144,560
Nintendo	Japan	7974	81,007
Konami Holdings	Japan	9766	10,134
Capcom	Japan	9697	9,307
Square Enix Holdings	Japan	9684	8,349
DeNA	Japan	2432	2,608
GungHo Online Entertainment	Japan	3765	2,431
Mixi	Japan	2121	1,937
Colopl	Japan	3668	1,186
Akatsuki	Japan	3932	587
Klab	Japan	3656	346
Gumi	Japan	3903	282
Drecom	Japan	3793	231
Microsoft	US	MSFT	1,843,996
Activision Blizzard	US	ATVI	79,789
Electronic Arts	US	EA	42,375
Zynga	US	ZNGA	12,926
Tencent	China	700_HKG	936,841
NetEase	China	9999_HKG	457,699
Nexon	Korea (Japan)	3659	28,058
NCSoft	Korea	A036570_XKRX	20,313
Netmarble	Korea	A251270_XKRX	10,677

Source: Global IR, Inc. from interviews with Drecom

Note: As of 12 February, 2021

Financial Data

Financial Data — Share price: ¥872 (as of February 12, 2021)

Fiscal Year	Sales (¥m)	YoY (%)	Operating Profit (¥m)	YoY (%)	Net Profit (¥m)	YoY (%)	Recurring Profit (¥m)	YoY (%)	EPS (¥)	PER (x)
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 (Co. est.)	11,700	15.3	1,900	207.9	1,800	183.1	1,400	96.8	49.1	16.6

in Millions of JPY

Market Data	
Stock Price (¥)	872
Market Cap (¥)	252
22-Day Avg. Daily Value (¥m)	244
52-Week High-Low (¥)	976 (5/1/20)-388(3/13/20)
PER (x)	17.8 (3/2021 est.)
PBR (x)	11.7
ROE (%)	41.1 (3/2020)
ROA (%)	11.1 (3/2020)
Dividend Yield (%)	0
Foreign Ownership (%)	6.2
Float (%)	15.8

Stock Chart

Source: shikiho.jp

Financial Results

Per-Share Data (¥m)

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Accounting Standard	Japanese GAAP	Japanese GAAP	Japanese GAAP	Japanese GAAP	Japanese GAAP	Japanese GAAP
Sales	6,534	8,388	13,192	10,720	10,150	11,700
Change	-10.5%	28.3%	57.2%	-18.8%	-5.4%	15.3%
Cost of Sales	4,738	5,332	10,096	9,286	7,957	-
Gross Profit	1,795	3,055	3,095	1,434	2,192	-
Sales, General and Administrative Expenses	2,001	2,123	2,905	2,011	1,575	-
Operating Income	-206	932	190	-577	617	1,900
Change	-	-	-79.7%	-	-	207.9%
Operating Profit Margin	-3.2%	11.1%	1.4%	-5.4%	6.0%	-
Interest and Dividend Income	3	22	3	10	0	-
Interest Expense, etc.	16	sai15	29	30	35	-
Equity Method Investment Gain or Loss	-	-71	-139	-713	99	-
Ordinary (Pre-Tax) Profit	-217	844	-29	-1,349	635	1,800
Change	-	-	-	-	-	183.1%
Pre-Tax Profit	-577	1,084	-141	-1,671	718	-
Tax Costs	40	274	59	45	5	-
Minority Shareholder Interests	79	4	-3	4	-1	-
Net Income	-537	814	-204	-1,712	711	1,400
Change	-	-	-	-	-	96.8%
Comprehensive Income	-615	810	-201	-1,717	713	

Per-Share Data (¥)

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
.Earnings Per Share	-39.38	59.44	-7.21	-60.46	25.02	49.05
Net Assets Per Share	101.76	226.48	106.74	47.88	74.22	-
Annual Dividends Per Share	0	0	0	0	0	0
Common Stock Dividend (¥m)	-	-	-	-	-	-

Assets (Consolidated, ¥m)

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Current Assets	2,326	5,660	6,192	5,190	4,571	-
Fixed Assets	973	1,158	2,905	1,755	1,851	-
Tangible Fixed Assets	90	108	300	251	171	-
Intangible Fixed Assets	352	665	1,016	773	906	-
Investment and Other Assets	530	384	1,588	730	773	-
Total Assets	3,300	6,819	9,097	6,946	6,423	-

Liabilities and Net Assets (Consolidated, ¥m)

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Current Liabilities	1,336	3,202	3,239	3,873	3,594	-
Fixed Liabilities	310	252	2,596	1,649	660	-
Net Assets	1,653	3,364	3,261	1,423	2,168	-
Capital	1,196	1,694	1,694	1,715	1,735	-
Capital Surplus	1,437	1,935	1,957	1,971	1,991	-
Retained Earnings	-1,095	-280	-484	-2,189	-1,478	-
Treasury Stock	-149	-149	-150	-138	-136	-
Minority Interest	155	6	17	2	2	-
Shareholders' Equity	1,390	3,201	3,018	1,359	2,112	-
Capital Adequacy Ratio	42.1%	46.9%	33.1%	19.5%	32.8%	-
Interest-Bearing Debt (Shikiho)	799	1,166	3,498	3,276	2,156	-

Cash Flow (Consolidated, ¥m)

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Sales Cash Flow	54	845	-79	78	691	-
Depreciation	460	213	298	461	382	-
Amortization of Goodwill	-	-	-	-	-	-
Increase / Decrease in Trade Receivables	101	-576	-462	423	-208	-
Increase / Decrease in Inventories	-	-787	616	118	240	-
Increase / Decrease in Trade Payables	-36	261	-12	-94	54	-
Investment Cash Flow	-548	-455	-1,958	-122	-100	-
Free Cash Flow	-494	390	-2,037	-44	591	-
Financial Cash Flow	-574	1,345	2,287	-271	-1,188	-
Cash Equivalents	1,206	2,923	3,173	2,856	2,258	-

Employees

Year Ending	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Number of Employees (Consolidated)	280	319	420	367	326	-
Number of Single Employees	251	292	395	331	276	-
Average Age (Years)	-	32.8	32.8	34.5	34.8	-
Annual Income (¥m)	-	6.24	6.00	-	-	-

Ownership

As Of	Mar-2016	Mar-2017	Mar-2018	Mar-2019	Mar-2020	Mar-2021 Co. est.
Foreign Ownership (%)	4.4	7.5	3.9	3.3	6.3	-
Change (percentage points)	1.1	3.1	-3.6	-0.6	3.0	-
Investment Trust Holdings (%)	0	0	1.7	0	0	-
Change (percentage points)	-1.7	0	1.7	-1.7	0	-
Minority Specific Ownership (%)	68.9	70.9	62.4	61.3	64.2	-
Free Float (%)	19.2	13.0	20.4	21	16.8	-
Treasury Stock (%)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	-

Source: shikiho.jp

Integrity & Sustainability

February 15, 2021

Disclaimer

This report has been prepared by Global IR, Inc. (GIR) under a contractual arrangement with the company described in this report ("the company"). The report is provided for informational purposes only. It is not intended to solicit or recommend investment in the company's securities. While the information and views contained in this report have been obtained from sources that GIR believes to be reliable, or created on the basis of publicly available information, no guarantee is offered with regard to their accuracy or completeness. Our analysis is in any case provided with an emphasis on accuracy and objectivity, and pays the utmost attention to neutrality and independence. In addition, based ondiscussions with the relevant business owners, and others, and original on research, perspectives that we consider important to investors have been provided, on the basis that they are GIR's own opinions. GIR is not responsible for any loss or damage resulting from the use of this report. Investment decisions in the relevant corporate stock are at the reader's own judgment and responsibility.