

## ターゲット株価：2025年2月末で1,932円、5年後、3,426円の可能性

## グローバル著名IPゲーム化の黄金期ノウハウ復活で2025年12月期以降に営業利益100億円へ

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。なお、このレポートは会社取材は行わず開示資料をベースにJPRが独自予測したものである。

## スマホ時代と共に歩んだゲーム開発の先駆者

KLab株式会社(以下「KLab」)はモバイルオンラインゲーム事業を通じて「世界と自分をワクワクさせる」というミッションに取り組んでいる。2000年に従来型携帯電話向けのシステム開発会社として創業、時代の変化とともにスマホゲームに移行し事業を拡大してきた。「エンターテインメントコンテンツで、世界のユーザーをひとつにつなげる」ことをビジョンに掲げ、世界中の人が文化を超えてオンラインという形で繋がることができるコンテンツづくりのために、日々開発とマーケティングに取り組んでいる。KLabはこれまで「キャプテン翼」「BLEACH」など日本のみならず世界中に認知されているコンテンツを原作としたゲームを数々ヒットさせてきた。これに伴い魅力的なゲームの開発と世界に向けたマーケティングについてノウハウを有している。

## 新作ビッグタイトル3本で黄金期へ再び咲く

KLabは5年前より、さらなる企業価値の拡大のために以下の2点に取り組んできた。①自社コンテンツ（自社IP）の作成：他社のコンテンツを原作としたゲームは著作権料を払うため利益率が低い。高収益化を目指し自社コンテンツの作成に取り組んだ。②制作ゲーム数の増加：開発に外注を取り入れゲーム数の増加を図った。しかしながらこれらの取り組みはいずれも成功とは言えなかった。自社コンテンツは思うように伸びず、外部会社との取り組みにおいては、プロジェクト管理に課題があり、十分な品質に至らなかった。その結果、2021年12月期に赤字転落し、KLabは2年前より方針を原点に戻し、他社の有力コンテンツをもとに世界的なヒットタイトルを作るという点に集中し再起を目指す。すでに進行中の大型新作タイトルが3本あり、これらがリリースされた後の2025年以降のV字回復のため、現在は準備段階にある。これらのIPは世界的な人気で確約されており、2023年2月公表の中期経営計画では売上高400億円、営業利益100億円の達成を目指している。黄金期が復活すれば十分可能性がある。

## ターゲット株価：2025年2月末で1,932円、5年後、3,426円

以上のシナリオで株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は1,902億円、2024年2月8日終値ベースの時価総額の約12.6倍、株価換算3,426円と推計された。ただし、この水準は長期的に3～5年かけて達成されるものである。より現実的には2025年12月期までの株主価値＝株主資本127+2023年12月期の超過利潤価値-216億円+2024年12月期～2026年12月期の成長価値794の合計額705億円、株価換算で1,932円が2026年12月期の会社予想が発表される2025年2月時点でのターゲット株価になる。



## ベーシックレポート

編集・執筆  
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)  
www.j-phoenix.com  
宮下修

## 会社概要

所在地	東京都港区
代表者	森田英克
設立年月	2000/08/01
資本金	5,457百万円
上場日	2011/09/27
URL	https://www.KLab.com/jp/
業種	情報・通信

## 主要指標2024/02/08現在

株価	366円
52週高値	465円
52週安値	255円
発行済株式数	41,092,200株
売買単位	100株
時価総額	15,040百万円
会社予想配当	0円
予想当期利益	0.00円
予想EPS	-
予想PER	-倍
実績BPS	284.46円
実績PBR	1.29倍

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年12月期通期実績	33,952	9.1	2,149	28.4	1,564	-3.7	767	99.9	20.08	1,067	870
2021年12月期通期実績	23,895	-29.6	-1,105	-	-1,028	-	-3,468	-	-90.38	1,015	865
2022年12月期通期実績	16,880	-29.4	-598	-	-73	-	-541	-	-13.97	620	457
2023年12月期通期実績	10,717	-36.5	-1,127	-	-761	-	-1,728	-	-42.74	465	410
2024年12月期会社計画	非開示	-	非開示	-	非開示	-	非開示	-	非開示	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 1. インベストメントサマリー

### 株主価値 分析

時価総額の最大  
アップサイドは  
1,902億円と試算

### 超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド12.6倍

JPRは、KLabの事業展開に関する将来性を踏まえて、GCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で株主価値を試算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。成長シナリオの実現次第で最大アップサイド12.6倍、時価総額の最大アップサイドは1,902億円と試算。

### ■ 定性ストーリーの骨子と企業価値の創造サイクル

#### 定性ストーリーの骨子

**Growth:** ゲームで世界中のユーザーをひとつにつなぐ

**Connection:** 魅力あるコンテンツのグローバル・ゲーム化ノウハウ

**Confidence:** サステナブルなゲーム開発による収益安定化と社会貢献

グローバルに著名なIPにアクセス



国境や人種を超えて楽しめる面白いゲームを開発



知名度の高いIPを活用し、広告費を抑えつつグローバル展開



ゲームごとに毎月5～20億円の売上を計上



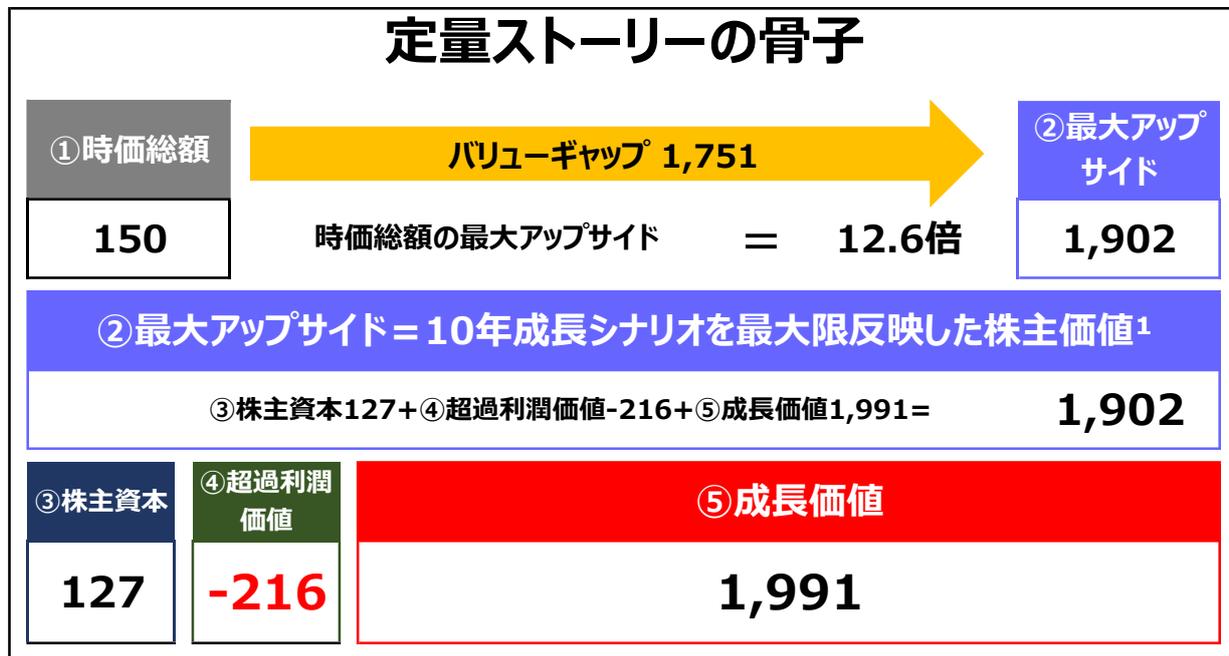
収益でさらに他のIPにアプローチしサステナブルにゲーム開発



自社IPの開発に再トライし長期的に超高収益企業へ

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値の分析 (億円)



[出所] JPR作成。時価総額は2024年2月8日終値ベース

1：四捨五入のため端数は一致しない。

[出所] JPR

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (詳細)

[億円]	実績	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12
売上高	107	169	247	313	368	488	547	642	689	729	762
営業利益	-11	25	62	92	131	183	198	253	265	280	293
営業利益率	-10.5%	14.7%	25.2%	29.5%	35.6%	37.6%	36.2%	39.4%	38.4%	38.4%	38.4%
売上高成長率	-36.5%	57.4%	46.4%	26.6%	17.8%	32.4%	12.1%	17.3%	7.3%	5.8%	4.6%
NOPATマージン	-7.3%	10.1%	17.4%	20.3%	24.6%	25.9%	27.2%	27.2%	26.5%	26.5%	26.5%
投下資本売上高比率	100.1%	87.0%	70.1%	63.7%	59.1%	58.2%	50.9%	46.9%	40.5%	40.5%	40.5%
WACC	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	-7.3%	11.6%	24.8%	31.9%	41.6%	44.6%	49.0%	58.0%	65.5%	65.5%	65.5%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	(¥1.0)	¥1.6	¥3.5	¥4.5	¥5.8	¥6.2	¥6.9	¥8.1	¥9.2	¥9.2	¥9.2
NOPAT	-7.78	17.06	43.00	63.59	90.47	126.51	136.64	174.65	182.52	193.12	202.10
投下資本×WACC	7.67	10.49	12.36	14.24	15.54	20.27	19.90	21.50	19.91	21.07	22.05
超過利潤	-15.45	6.57	30.6342	49.35	74.92	106.24	116.74	153.14	162.61	172.05	180.05
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-15.45	6.57	30.63	49.35	74.92	106.24	116.74	153.14	162.61	172.05	180.05
各年で創出する価値	-216	308	337	262	358	438	147	510	132	132	112
ディスカウントレート	100%	93%	87%	81%	76%	71%	66%	62%	58%	54%	50%
超過利潤の現在価値	-216	288	293	213	272	310	97	314	76	71	56
投下資本① 元手	107										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-216										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	1,991										
非事業資産価値④	62										
企業価値 = ①+②+③+④	1,944										
有利子負債等	-37										
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分	-5										
株主価値	1,902										

[出所] JPR

※より詳細な前提となる財務モデルは「5.財務モデル」に記載。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提\*1（単位：億円）

## Growth：ゲームで世界中のユーザーをひとつにつなぐ

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高	
<b>世界をつなぐKLabのビジョン</b>	<b>成功サイクルによる新たな挑戦</b>	<b>CAGR22.0%が期待</b>	
KLabは、理念「世界と自分をワクワクさせる」に基づき、国境を越えたユーザーのつながりを深め、クリエイターに刺激を与えるゲーム開発を行っている。この方針のもと、「キャプテン翼」や「BLEACH」などの世界的IPを用いたゲームをグローバル配信し、大成功を収めた。しかし、オリジナルIPの開発では技術力の不足と品質の低下に直面し、2年前には収益性の高い「成功サイクル」への集中に方針を転換した。	KLabは現在、成功サイクルのノウハウを生かして、3本の大型タイトルの開発に取り組んでいる。これらは「EA SPORTS FC™ TACTICAL」のサッカーシミュレーションゲーム、漫画「僕のヒーローアカデミア」を原作とするゲーム、及び現時点で未公開の世界的な知名度を持つIPを使用したゲームである。これらのプロジェクトは、2026年以降の売上の急速な成長と高収益化を期待させ、さらその後のサステナブルな高成長につながると考えられる。	FY2023.12 <b>107.17</b>	FY2033.12 <b>762</b>
		高成長を享受	
		<b>成長価値</b>	
		<b>1,991</b>	

## Connection:魅力あるコンテンツのグローバル・ゲーム化ノウハウ

戦略	ビジネスモデル	ROIC	
<b>黄金期の経営資源のつながり復活</b>	<b>着実に実装されるビジネスモデル</b>	<b>72.7ポイント改善が期待</b>	
KLabは独自のジャパニーズ・コンテンツをゲームを通じて世界に広める戦略を採用している。この戦略の中心には、有名な漫画やアニメといった日本のIPとの連携があり、グローバル配信を通じて広範囲に影響を及ぼしている。既存の他社IPを用いることで、マーケティング費用を圧縮し、開発資金をより効率的に利用し、日本文化を世界に広める独自の技術を強化している。	KLabは、長期的な収益を生み出すストック型ビジネスモデルの構築に力を入れている。リリース初年度だけでなく、長期間にわたって売上を上げ続ける。「BLEACH」などの既存タイトルが長期的な成功を示している。新作の3タイトルも、この長期的な成功を目指している。また、過去のノウハウによりユーザーニーズの正確な把握と、リリース後の継続的な運営が成功すれば高いROICの達成へ。	FY2023.12 <b>-7.3 %</b>	FY2033.12 <b>65.5 %</b>
		非常に高い水準へ	
		<b>超過利潤価値</b>	
		<b>-216</b>	

## Confidence:サステナブルなゲーム開発による収益安定化と社会貢献

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
<b>黄金期復活で収益安定化</b>	<b>技術革新と産学協力(SDGs)</b>	<b>現状維持</b>
2023年第3四半期の時点で、流動比率は157.9%で、固定長期適合率は82.8%で、自己資本比率は65.4%でバランスシートの安定性は高く、新作タイトルリリースまでの資金繰りに問題ない。黄金期復活度とゲームリリース体制により、収益の安定化が期待。将来的には自社IPの制作に再挑戦する意向もあるが、開発規模は抑制し収益悪化のリスクは最小化。	持続可能な開発目標(SDGs)に対する強いコミットメントの下、特にゴール9「産業と技術革新の基盤を作ろう」への貢献に注力し、九州大学との共同研究、ANYCOLOR社・VARK社への出資、技術イベントの主催、CEDEC2020への参加といった多角的な取り組みを実施。オープンソースソフトウェアへの貢献やGitHubでの活動を通じ、技術革新と産学連携の推進に努めている。	<b>7.1 %</b>
		現状維持
		<b>株主資本</b>
		<b>127</b>

\*1会社開示資料に基づいて会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。会社に取材は行っていない。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 2.会社概要

### 会社概要

会社名	KLab株式会社 KLab Inc.
設立	2000/8/1
代表	森田英克
本社所在地	東京都港区六本木6-10-1 六本木ヒルズ森タワー
資本金	54.5億円
従業員数	正社員数 516名（2023年6月末日現在）
決算期	12月
事業内容	ゲーム事業、その他事業
上場日	2011年9月27日
上場証券取引所	東証プライム [証券コード：3656]

[出所]会社資料よりJPR作成。

### 沿革

年	月	内容
2000年	1月	(株)サイバードの研究・開発部門として、ケイ・ラボラトリーを発足
	8月	(株)サイバードを親会社として(株)ケイ・ラボラトリーを設立
2004年	11月	商号をKLab(株)に変更
		(株)サイバードが保有する当社全株式を(株)USENに譲渡し、(株)USENの連結子会社となる
2007年	2月	(株)USENがSBIホールディングス(株)等に当社株式を譲渡し、(株)USENの連結子会社ではなくなる
2009年	12月	ソーシャルアプリ提供を目的として、KLabGames(株)を設立し、ソーシャルゲーム「恋してキャバ嬢」サービス開始
2010年	8月	経営の効率化を目的としてKLabGames(株)を吸収合併
2011年	9月	東京証券取引所マザーズ市場に当社株式を上場
	12月	ベンチャー・インキュベーション事業を目的とした子会社KLab Ventures(株)を設立
2012年	2月	グローバル市場向けにアプリケーションのパブリッシングを行う子会社KLab Global Pte. Ltd.をシンガポールに設立
	4月	アメリカ合衆国においてアプリケーションの企画及びマーケティングを行う子会社KLab America, Inc.を設立
	4月	フィリピンにおいてアプリケーション開発事業を行うCYSCORPIONS INC. (KLab Cyscorpions, Inc.) の株式を取得し子会社化
	5月	東京証券取引所市場第一部へ市場変更
	9月	メディアインクルーズ(株)を子会社化
	11月	中国 上海に可来軟件開発（上海）有限公司（通称 KLab China Inc.）を設立
2013年	11月	SI事業部門及びライセンス事業部門を譲渡
2014年	4月	メディアインクルーズ(株)を吸収合併
2015年	8月	イベント事業及びライセンス事業を行う子会社KLab Entertainment(株)を設立
	10月	ベンチャー・キャピタル事業推進のため、KLab Venture Partners(株)（現 (株)ANOBACA）を設立
2016年	8月	日本食・文化を海外展開する子会社KLab Food&Culture(株)を設立
2017年	4月	KLab Cyscorpions, Inc.の全株式を譲渡
	7月	(株)アバシーの全株式を取得し、同社及び同社の子会社であるモバイルオンラインゲームのリサーチ&コンサルティング事業を行う(株)スパイススマートを子会社化
2018年	3月	KLab Food&Culture(株)の全株式を譲渡

[出所]会社資料よりJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 沿革（続き）

年	月	内容
2020年	12月	(株)KVP（現 (株)ANOBACA）の株式を一部譲渡
2021年	4月	(株)グローバルギアの全株式を取得し子会社化
2022年	4月	ブロックチェーンゲーム事業推進のため、Web 3 関連事業を管轄する子会社(株)BLOCKSMITH&Co.を設立
	4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより市場第一部からプライム市場へ移行
	7月	(株)アバシーの全株式を譲渡し、同社及び同社の子会社である(株)スパイスマートを非子会社化

[出所]会社資料よりJPR作成。

## 主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
ゲーム事業	KLab Global Pte. Ltd.	グローバル市場へのアプリケーションのパブリッシング	205千 SGD	100%
ゲーム事業	可来軟件开发（上海）有限公司 (KLab China Inc.)	モバイルオンラインゲームの企画・開発・運営	1,400千 SDG	100%
ゲーム事業	(株)グローバルギア	モバイルオンラインゲームの企画・開発・運営	3,000千 円	100%
その他事業	(株)BLOCKSMITH&Co.	サーバーインフラサービスの提供、 ブロックチェーン関連事業、グッズの販売等	14,999千 円	30%
その他事業	SBI-KLab Startup 1号 投資事業 有限責任組合	投資事業	552,500 千円	47%

[出所]会社資料等よりJPR作成

## 3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

## Growth

## 概念デザイン

世界的IPから  
短期間に  
高成長&高収益  
実現させる  
「成功サイクル」

進捗状況：90%

## 実装デザイン

大型3タイトルで  
着実に進行中

進捗状況：90%

実績への反映の  
進捗状況：10%

## ゲームで世界中のユーザーをひとつにつなぐ

## 概念デザイン：価値観・世界観、提供価値

## ユーザーとクリエイターがワクワクする世界

KLabの理念「世界と自分をワクワクさせる」は、国境を越えたユーザーのつながりを作り出し、クリエイターのやりがいも高めることを目指している。この理念に基づき、KLabは2016年ごろに「キャプテン翼」や「BLEACH」などの世界的IPを用いたゲームをグローバル配信し、他の日系ゲーム会社にはない規模で世界的な成功を収めた。2018年12月期には最高益49.9億円を記録している。この成功により、KLabは、①世界的IPの利用、②ユーザーとクリエイター双方がワクワクするゲームの制作、③低マーケティングコスト（世界的IPによる知名度）、④短期間での高成長・高収益実現という「成功サイクル」のノウハウを確立した。

## オリジナルIPへの挑戦と挫折、そして「成功サイクル復活」へ

KLabは、既存の「成功サイクル」に加え、5年前からオリジナルIPの制作と外注によるゲーム量産を試みたが、技術力の不足と品質の低下により減収赤字となった。その結果、2年前に原点回帰を決め、V字回復に向け、既存の世界的IPを活用した「成功サイクル」による収益確保を最優先し、オリジナルIPへの本格的な取り組みは将来の課題と位置づけた。

## 実装デザイン：売上を上げるための実装の動き

## 3本の大型タイトルが進行中

「成功サイクル」のノウハウのもと、2024年以降リリースされる大型3タイトルが進行中である。①「EA SPORTS FC™ TACTICAL」のサッカーシミュレーションゲーム、②漫画「僕のヒーローアカデミア」を原作とするゲーム、③世界的な知名度を持つIP（名前は現時点で未公開）を使用したゲームである。すべて世界的に知名度の高いIPであり成功の可能性は高い。KLabの中期経営計画では、2025年以降に売上高400億円、営業利益100億円の達成が見込まれているが、その実現へ向けた「成功サイクル」の実装は確実に進行している。

## 実績

大型3タイトルはリリースは確実であり、IPの知名度の高さなどから見て、過去の成功サイクルのピークの倍の100億円規模の営業利益水準を達成する可能性は十分ある。ただまだ実績の数字はない。

## Connection

## 概念デザイン

進捗状況 : 70%

## 実装デザイン

進捗状況 : 90%

実績への反映の  
進捗状況 : 10%

## 魅力あるコンテンツのグローバル・ゲーム化ノウハウ

## 概念デザイン : 戦略の意義

## 有名IPとの連携強化とグローバル配信の意義

ゲームのグローバル配信には広告や宣伝に多額のコストがかかるが、他社IPのゲームの場合、版元がこれらのコストを負担するため、KLabは開発費に集中投資できる。版元はゲーム化を通じた追加的かつ長期的な収益の計上が魅力だ。KLabはこの戦略を採用し、漫画やアニメなど独自のジャパニーズ・コンテンツや「EA SPORTS FC™ TACTICAL」のようなグローバル・コンテンツを世界中で楽しめるゲームに昇華させるノウハウを持つ。新作3本の発表は、この技術をさらに強化する機会となるだろう。

## 実装デザイン : ビジネスモデルの価値創造のポイント

## 長期運営できるタイトルを抱えストック型ビジネスへ

KLabは、リリース初年度の売上の大きさだけでなく、ユーザーが長期間利用し、安定収益を生むストック型ビジネスの構築に注力している。例えば「BLEACH」は現在8周年を迎えており、ダウンロード数が増加し続けているため、10周年を目指すことができる。このようなロングヒット作品は、開発コストを上回る長期的なリターンを提供する。新作3本も、この長期的な成功を目指している。長期ヒットは、自社のゲーム開発における資金繰りにとっても重要な要素である。

## ユーザーニーズを捉える

長期的に愛されるゲームを作るためには、ユーザーニーズを正確に把握し、リリース後も運営を継続することが必要だ。KLabは、これまでのゲーム運営と開発で蓄積したデータを活用し、さらにユーザーコミュニティとの関わりを深めることで、ユーザーニーズに迅速に応える。IPの選定では、グローバルで人気が高く、既に一定のファンベースが存在するか、またKLabの開発方針に合致するかを考慮する。さらに、IPを深く理解し、ファンの支持を得られるゲームを開発することを重視する。人気IPを使用する際は、ゲームのオリジナル性を尊重しつつも、原作の雰囲気大切に。原作とかけ離れたゲームにしてしまうと、批判を招く可能性があるからだ。

## 実績

現状は赤字なのでROICから見れば価値破壊の状態であるが2025年以降急速に改善すると予測される。なお、KLabのROIC算出は一般的な企業に比べて難しい。ゲーム開発期間はそのコストが償却の対処外の「ソフトウェア仮勘定」扱いとなり、リリース後に償却が開始される「ソフトウェア」としての勘定に移動することをゲームごとに推測して、ゲームのリリース時期に段階的にROICを予想した。

## 注目トピックス～共同開発によるつながり強化

### ハイブリッドカジュアルゲームの共同開発および運営に関する契約を締結

#### インディーゲームの開発・運営を手掛ける日本有数のポケットペアと契約

KLabは、2024年1月26日に、「株式会社ポケットペア（東京都品川区、代表取締役社長：溝部拓郎）」との間で、ハイブリッドカジュアルゲームの共同開発および運営に関する契約を締結したと開示した。この取り組みは、KLabのグローバル市場向けモバイルオンラインゲームの開発・運営経験と、ポケットペアの独創的なゲーム企画開発力を融合させ、新しいゲーム体験を提供することを目指している。

#### ハイブリッドカジュアルゲーム市場の急成長

ハイブリッドカジュアルゲームは、カジュアルゲームのシンプルさとオンラインゲームのメカニクスを組み合わせたゲームモデルで、課金と広告の双方から収益を得ることが特徴である。Sensor Towerの調査によると、このカテゴリの2023年の市場規模は約21億ドル（約3100億円）と推定され、グローバルでの成長が続いている。

#### KLabとポケットペアの戦略的パートナーシップによる市場革新

KLabとポケットペアは2020年から共同での開発に取り組み、数々のプロトタイプの開発とKPIテストを経て、事業化を決定した。このパートナーシップは、双方の強みを活かし、より広範なユーザー層にアプローチすることで、市場に新しい動きをもたらす可能性がある。

#### ポケットペアのグローバル成功と新たな共同開発によるゲーム業界への影響

ポケットペアは2015年に設立されたインディーゲームの開発・運営を手掛ける日本有数の会社である。Steam<sup>1</sup>での売上ランキングで複数回1位を獲得しており、グローバル市場での成功を収めている。『パルワールド』や『Craftopia』といったタイトルは、その成功の証である。この共同開発契約は、ゲーム業界における両社のポジションを強化し、新たな収益源を確保する上で重要な一歩である。今後の展開に注目が集まる。これらの動きは、KLabの「成功サイクル」のノウハウをさらに強化することになる。

1: Steam: ゲームを購入またはゲームの使用権を登録し、アカウントとゲームとを紐付けることにより、インターネット環境のあるどのPCからでもゲームのインストールやプレイを行うことができるアプリ。

新しいゲーム体験

課金と広告の双方から収益

双方の強みを活かす

「成功サイクル」のノウハウをさらに強化

## Confidence

財務安定性の評価  
は70%社会的貢献性とし  
ての評価は70%人的資本活用への  
評価は70%

## サステナブルなゲーム開発による収益安定化と社会貢献

## 財務安定性と株主価値向上への考え方

2023年第3四半期の時点で、流動比率は157.9%で、目安の100%を大きく上回っている。短期的な安全性は比較的高いと言える。また、固定長期適合率は82.8%であり、目安の100%を下回っている。自己資本比率は65.4%であるため、長期的な安全性も高いと言える。バランスシートの安定性は高い。よって新作タイトルリリースまでの資金繰りも問題ないと考えられる。そして黄金期復活度、次々とゲームリリースする体制で収益安定化させていく。KLabは向こう3から5年に関しては他社有名IPを用いて株主価値を上げることを目標としているが、将来的に余裕が出てくれば再び自社IPの制作に挑戦したいと考えている。以前のようなリスクをおかす可能性は低い。

## 社会貢献性：産業と技術革新の基盤を作ろう

KLabの社会貢献性では、「産業と技術革新の基盤を作ろう」という視点で注目される。主な取り組みとしては、①KLabと九州大学が共同で、機械学習を活用したリズムアクションゲームの譜面作成支援システムを高度化する研究を開始、②KLabはVRライブプラットフォーム『VARK』を運営するVARK社への出資を通じ、新たなビジネス機会を探求、③技術交流イベント「KLab TECH Meetup」を通じて業界のイノベーションの促進、③オンライン対戦や協力プレイ向けのリアルタイム通信システム「WSNet2」をオープンソースとして公開し、技術発展に貢献、などがあげられる。これらの取り組みにより、KLabはゲーム開発とエンターテインメント業界の革新を推進している。

出所： <https://www.klab.com/jp/about/sustainability/#06>

## 人的資本への考え方

KLabでは「どぶろく制度」と呼ばれる社内ルールがあり標準労働時間の10%以内であれば、上司の承認なしでやりたい研究など、好きなことに時間を費やすことができる。上長からの指示ではなく、自発的な創発を促すことや、新しいものを生み出す苗床の醸成を目的としており、これは世界をワクワクさせるためにはまずは自分がワクワクできることをやろうという社内風土を反映したものである。またKLabでは男女比7:3、女性管理職比率12.5%、外国籍社員比率8.7%、男性育休取得率30%など働きやすさに関わる数字をホームページ上で公開しており、働きやすい職場づくりへの意識が高い。

## 4.2023年12月期業績概要

## 決算概要

営業損失は拡大  
資産は改善売上高・利益  
ともに減少

黒字転換

売上高減  
営業利益増

## ■ 全社業績

## 業績概要

売上高は10,717百万円であり、前年同期に比べて36.5%減少している。この売上減少は、同社にとっての重要な課題であると考えられる。営業損失は1,127百万円、経常損失は761百万円で、どちらも前年同期に比べて悪化している。親会社株主に帰属する四半期純損失は1,728百万円に達し、前年同期の541百万円の損失からの拡大が見られる。資産の面では、総資産が17,845百万円であり、前年末に比べて減少している。しかし、自己資本比率は64.5%となり、前年末の62.9%からわずかながら改善している。

## ■ セグメント情報

## ゲーム事業

売上高は、前年同期（2022年）：約14,641百万円、当期（2023年）：約8,126百万円、前年同期比の変動：約6,515百万円（約44.5%）の減少となった。セグメント利益は、前年同期（2022年）：約3,109百万円の利益、当期（2023年）：約1,438百万円の利益、前年同期比の変動：約1,671百万円（約53.7%）の減少となった。

## ブロックチェーン関連事業

当期から新セグメントとしてブロックチェーン関連事業が開示された。顧客との契約から生じる収益は、前年（2022年）は開示されず、当期（2023年）：約341百万円であった。セグメント利益は、前年同期（2022年）：約110百万円の損失、当期（2023年）：約248百万円の利益、前年同期比の変動：損失から利益への転換となった。

## その他のセグメント

売上高は、前年同期（2022年）：約394百万円、当期（2023年）：約280百万円、前年同期比の変動：約114百万円（約24.9%）の減少となった。セグメント利益は、前年同期（2022年）：約24百万円の利益、当期（2023年）：約68百万円の利益、前年同期比の変動：約44百万円（約183.3%）の増加となった。

## 5. 財務モデル

[単位:百万円]		実績	JPR予想								
FY		2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	
PL	売上高	10,717	16,867	24,692	31,267	36,842	48,778	54,703	64,191	68,853	
	売上高	10,717	16,867	24,692	31,267	36,842	48,778	54,703	64,191	68,853	
	営業利益	▲ 1,128	2,472	6,232	9,216	13,111	18,335	19,803	25,311	26,452	
	EBITDA	▲ 711	4,701	10,726	14,001	18,271	25,386	27,619	33,127	34,201	
	減価償却費	417	2,229	4,494	4,785	5,160	7,050	7,816	7,816	7,749	
	新規3タイトル減価償却費		1,500	3,766	4,531	4,906	6,797	7,562	7,562	7,562	
	その他の減価償却費	417	254	254	254	254	254	254	254	187	
	EBITDA	▲ 801	4,701	10,726	14,001	18,271	25,386	27,619	33,127	34,201	
	減価償却費合計	327	2,229	4,494	4,785	5,160	7,050	7,816	7,816	7,749	
	営業利益	▲ 1,128	2,472	6,232	9,216	13,111	18,335	19,803	25,311	26,452	
	M&A営業利益		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	支払利息	36	27	34	20	9	9	9	9	9	
	その他営業外収益	403	0	0	0	0	0	0	0	0	
	経常利益	▲ 761	2,445	6,198	9,196	13,102	18,326	19,794	25,302	26,443	
	特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	法人税等	161	756	1,915	2,842	4,049	5,663	6,116	7,818	8,171	
	親会社株主に係る包括利益	▲ 1,729	1,690	4,282	6,355	9,054	12,663	13,678	17,484	18,272	
	期首発行済株式数(千株)	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	
	期末自己株式(千株)										
	発行株式数(千株)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	期末発行済株式数(千株)	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	41,092	
	EPS(円)	▲ 42.07	41.12	104.22	154.64	220.32	308.17	332.86	425.48	444.66	
	配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	配当支払い額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	内部留保	▲ 1,729	1,690	4,282	6,355	9,054	12,663	13,678	17,484	18,272	
BS	手元流動性	2,108	3,087	3,908	4,605	6,097	6,838	8,024	8,607	0	
	運転資本	3,244	9,967	12,622	14,872	19,690	22,082	25,912	27,794	0	
	償却対象固定資産	156	156	156	156	156	156	156	156	156	
	のれん	644	555	467	378	289	200	111	22	0	
	ソフトウェア	950	5,075	3,897	5,366	6,622	8,887	7,387	8,887	7,387	
	新規3タイトルソフトウェア		4,600	3,897	5,366	6,622	8,887	7,387	8,887	7,387	
	その他ソフトウェア	950	475	0							
	ソフトウェア仮勘定	5,823	2,500	5,129	4,629	7,629	4,629	7,629	4,629	7,629	
	新規3タイトルソフトウェア仮勘定		2,500	5,129	4,629	7,629	4,629	7,629	4,629	7,629	
	その他ソフトウェア仮勘定		0	0							
	投資有価証券	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238	
	その他資産	4,083	5,313	5,886	5,945	6,559	5,885	5,179	3,703	0	
	総資産	17,846	29,891	35,303	39,711	53,175	68,028	85,211	104,418	97,248	
	有利子負債以外の流動負債	2,708	9,124	11,553	13,613	18,024	20,213	23,719	25,441	0	
	短期借入金	1,367	5,307	4,006	0	0	0	0	0	0	
	長期借入金	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	
	その他固定負債	535	535	535	535	535	535	535	535	535	
	資本金等	10,670	10,670	10,670	10,670	10,670	10,670	10,670	10,670	10,670	
	内部留保等	754	2,444	6,726	13,081	22,135	34,798	48,476	65,960	84,232	
	純資産・負債	17,846	29,891	35,303	39,711	53,175	68,028	85,211	104,418	97,248	
	KPI	期首投下資本売上高比	87.0%	69.9%	71.0%	65.6%	60.6%	59.5%	52.0%	47.8%	41.2%
		期首投下資本	9,328	11,796	17,529	20,511	22,337	29,018	28,464	30,679	28,357
		売上高成長率	-36.5%	57.4%	46.4%	26.6%	17.8%	32.4%	12.1%	17.3%	7.3%
		NOPAT	-779	1,708	4,306	6,368	9,060	12,670	13,684	17,490	18,278
		ROIC	-8.4%	14.5%	24.6%	31.0%	40.6%	43.7%	48.1%	57.0%	64.5%
運転資本日商比(日)		147	147	147	147	147	147	147	147	147	
売上原価率		83.63%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
販管費率		26.89%	24.81%	24.50%	24.36%	24.28%	24.17%	24.13%	24.09%	24.07%	
販管費率除く減価償却		23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	
売上高減価償却費比率		3.06%	0.98%	0.67%	0.53%	0.45%	0.34%	0.30%	0.26%	0.24%	
営業利益率		-10.52%	14.66%	25.24%	29.48%	35.59%	37.59%	36.20%	39.43%	38.42%	
内部営業利益率			14.66%	25.24%	15.00%	25.00%	37.59%	32.00%	32.00%	32.00%	
有利子負債以外の流動負債日商比(日)		135	135	135	135	135	135	135	135	135	
手元流動性月商比(カ月)		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
短期借入金金利		0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	
長期借入金金利		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	
実効税率		30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	
配当性向		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
クロスDELシオ		27.8%	54.3%	33.4%	7.6%	5.5%	4.0%	3.1%	2.4%	1.9%	
ネットDELシオ		8.5%	30.7%	11.0%	-14.0%	-21.9%	-46.5%	-57.1%	-70.7%	-81.2%	
有形固定資産減価償却費率		69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	
WACC		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
ROIC-WACC		-13.4%	9.5%	19.6%	26.0%	35.6%	38.7%	43.1%	52.0%	59.5%	
超過利潤 = (ROIC-WACC) × 期首投下資本		-1,246	1,118	3,430	5,343	7,943	11,219	12,261	15,956	16,860	
超過利潤の永久価値		-24,915	22,370	68,593	106,857	158,860	224,376	245,219	319,121	337,208	
成長価値の各年度末時点での推計値		47,284	46,224	38,264	52,003	65,516	20,844	73,901	18,087		
現在価値ファクター	95%	91%	86%	82%	78%	75%	71%	68%	64%		

[出所] JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいてありますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

# 巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

## GCC経営™ 分析の概要

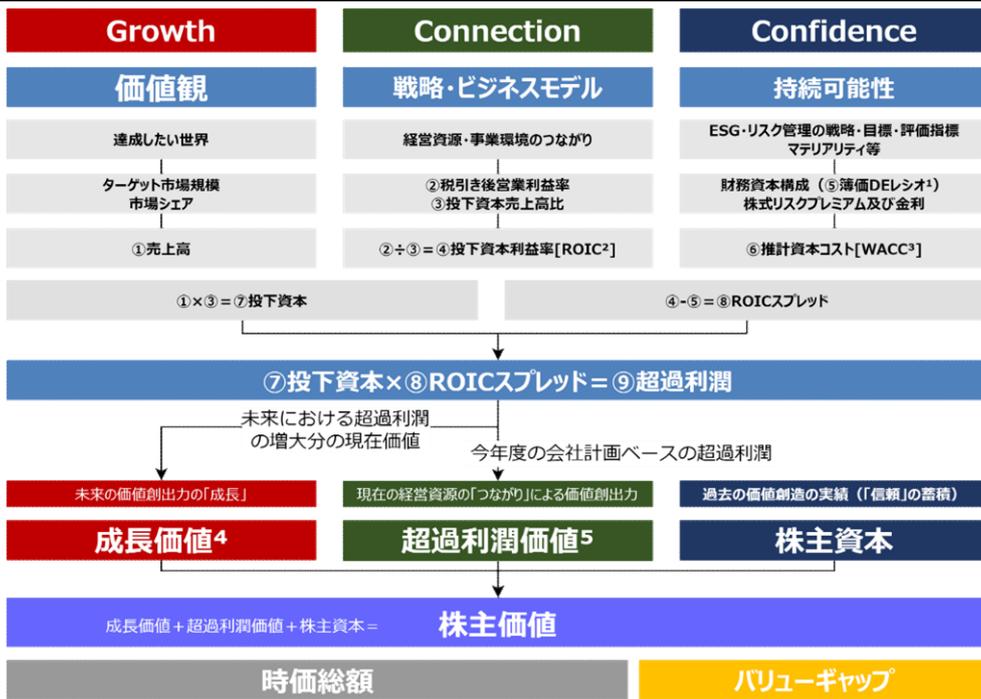
理論的な株主価値  
と時価総額のバ  
リュギャップを可  
視化

### Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

#### 定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上 = 事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュギャップを可視化する。

### GCC経営™分析のフレームワーク



[出所：JPR] [注]1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。 2. ROIC：Return on Invested Capital、投下資本利益率、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。 3. WACC: Weighted Cost of Capital、加重平均資本コスト、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。 4. 成長価値 = X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値、永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。 5. 超過利潤価値 = 今期会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今期会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™  
の評価体系価値創造プロセスの  
Growth・  
Connectionストー  
リーの実現可能性を  
3つの視点で評価

## GrowthとConnectionの評価

## 定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

## ■「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## Confidenceの評価

### 財務安定性と社会貢献性について評価

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

価値創造プロセスの信頼性を

### 財務安定性・社会貢献性の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
<b>財務安定性</b> 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクがすくなく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
<b>社会貢献性</b> 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たに作る必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

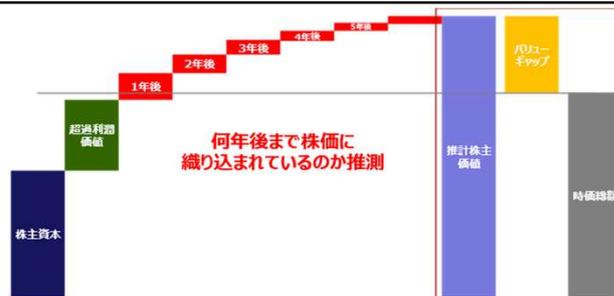
## 巻末資料2.超過利潤の説明

### 超過利潤による 企業価値評価

### 超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、小さければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本＝投下資本＋非事業資産－有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

### 超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤＝税引き後営業利益(NOPAT)－投下資本×加重平均資本コスト  
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)  
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)  
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定  
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券  
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 0.5% + 5% × β  
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一次回帰式の傾き  
 E = 計算時点での時価総額  
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりません。当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられています。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりませんが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。