

フォーバルテレコム (9445 東証マザーズ)

発行日: 2012/12/13
 調査日: 2012/12/6
 調査方法: 企業訪問

光ファイバ回線を仕入れ、IP 電話、インターネット接続等の情報通信統合サービスを中小企業向けに提供。激しい顧客獲得競争のなか付加価値サービスで差別化狙う

> 第2四半期決算サマリー

業種: 情報・通信業

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

◆ 不採算事業分離等により 2013/3 期・第 2 四半期は収益回復

・2013/3 期・第 2 四半期(累計)の業績は、売上高 5,894 百万円(前年同期比 11.0%減)、営業利益 161 百万円(同 42.7%増)、四半期純利益 77 百万円(同 48.3%増)。期初の通期会社予想に対する進捗率は、売上高 46%、営業利益 41%、純利益 35%であった。

・売上高は、ARPU の弱含みによる課金収入減が続いていることや不採算事業の譲渡により 2 ケタ減収となった。しかし営業利益は想定通り回復している。不採算事業分離や直販部門の経費見直しの効果に加え、課金請求システムの OEM や自社開発装置の拡販も貢献している模様だ。

◆ 代理店拡充と IP 統合ソリューションで顧客基盤拡大を図る

・通期会社予想は期初公表値から変更されず、売上高 129 億円(前期比 4.2%減)、営業利益 390 百万円(同 20.6%増)、純利益 220 百万円(同 23.9%増)である。このうち売上高はショートする懸念が表明された。

・同社は代理店拡充による顧客基盤の拡大と、新たな装置開発やスマートデバイス用アプリの開発等による IP 統合ソリューションの提案により、来期以降に課金収入の反転増加を狙う戦略を推進する意向を示した。

・証券リサーチセンターでは、今期会社予想は概ね妥当と判断するが、来期以降も ARPU が弱含む傾向は続くと考え、中期見通しの売上高を下方修正。利益面は採算改善策を評価し、前回予想を変更しない。

【主要指標】	2012/12/7
株価(円)	24,890
発行済株式数(株)	166,932
時価総額(百万円)	4,155
上場日(年/月/日)	2000/11/28
上場来パフォーマンス(%)	0.9

	前期実績	今期予想
PER(倍)	23.4	20.8
PBR(倍)	2.27	2.33
配当利回り(%)	6.0	6.0

	σ	β
リスク指標	82.5%	1.51

【主要KPI(業績指標)】

	12/3期	13/3期
	4Q	1Q 2Q
単体・ストック収益(億円)	18.5	18.2 17.5
直前四半期比増減(%)	-4.7	-1.3 -3.7

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.8	2.8	8.3
対TOPIX(%)	-4.2	-3.7	1.0

*用語の説明は最終頁をご覧ください

> 投資判断

◆ 成長性回復を確認できるまで、現行水準の株価が妥当と判断

・今上半期決算発表で、利益回復に向けた施策が妥当であることは確認できたが、売上高の持続的な成長に向けた施策については、十分な効果を確認できなかった。

・前回レポートでは PER18 倍~19 倍を妥当な PER レンジと想定し、2~3 年後の適正株価は、23,700~26,100 円とした。今回も潜在的な利益成長の可能性に期待し、同レベルの PER を追認する。中期利益予想の据え置いたため、妥当株価についても前回見解を維持する。

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20121210

フォーバルテレコム (9445 東証マザーズ)

> 収益モデル

決算期 単位:百万円	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	13,560	13,470	12,900	11,900	11,900	12,100	12,400
(前期比)	-2.8%	-0.7%	-4.2%	-11.7%	0.0%	1.7%	2.5%
営業利益	391	323	390	360	375	390	410
(前期比)	12.7%	-17.3%	20.6%	11.5%	4.2%	4.0%	5.1%
経常利益	391	302	370	340	355	370	390
(前期比)	19.5%	-22.8%	22.4%	12.6%	4.4%	4.2%	5.4%
当期純利益	155	177	220	200	210	220	230
(前期比)	-20.3%	14.2%	23.9%	13.0%	5.0%	4.8%	4.5%
期末株主資本	1,907	1,835	N.A.	1,785	1,741	1,711	1,690
発行済株式数(株)	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932	166,932
EPS(円)	931.4	1,063.6	1,317.9	1,198.1	1,258.0	1,317.9	1,377.8
1株当たり配当(円)	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
BPS(円)	11,418.6	10,977.5	-	10,672.6	10,430.6	10,248.5	10,126.3
ROE	8.0%	9.5%	-	11.1%	11.9%	12.7%	13.5%
株価(円)	22,800	24,770	24,890	24,890			
PER(倍)	24.5	23.3	18.9	20.8	19.8	18.9	18.1
配当利回り	6.6%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
PBR(倍)	2.00	2.26	-	2.33	2.39	2.43	2.46

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

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

IP 電話回線の再販や ISP、FMC サービス等を手掛ける。中小法人向け ICT サービス業・フォーバルの子会社

UCOM の光ファイバを借りる IP 電話、ネット接続等の統合サービスが主力商材

ドキュメント・ソリューション、コンサルティングは顧客へのクロスセルを狙う事業

(注)単体収益は、(1) IP 電話・インターネット接続等の月次サービス利用料(課金収入)、(2)回線利用者獲得に伴い通信キャリアから支払われるインセンティブや機器販売等に伴う一時収益、(3)料金請求システムを代理店等に OEM して得られるシステム利用料等で構成される。(1)と(3)がストック収益に該当する

◆ 中小法人向けに通信サービスを割安な価格で提供

フォーバルテレコム(以下、同社)は、中小法人向けに光ファイバ回線による IP 電話やインターネット接続サービス、内線電話として利用できる携帯電話サービス等を提供する通信事業者である。同社は法人向け電話機・OA 機器販売、LAN 構築などを手掛けるフォーバルの子会社で、テレコムビジネスを担当。同社グループの営む事業は、以下の3つのセグメントに分類される(図表1)。

1) IP & Mobile ソリューション事業 (以下 IP & Mobile 事業)

同社が多数の中小企業の需要を束ね、通信キャリアの大口ユーザーとして回線契約することで割引価格を引き出し、その価格に同社の利ザヤを乗せ、中小企業に各社個別に契約するより割安な価格でサービスを再販売する。UCOM の光ファイバ回線を利用する IP 電話やインターネット接続サービスを統合した「スマートひかり」が主力商材。複数のサービスを同社が一括請求し、決済業務を省力化するワンビリングサービス、ボタン電話等の機器開発(製品企画・ファブレス製造)・販売等も行っている。

2) ドキュメント・ソリューション事業 (以下ドキュメント事業)

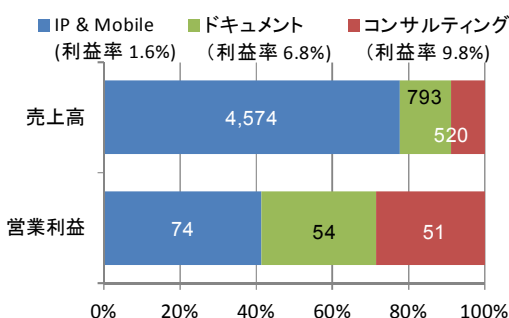
IP & Mobile 事業の顧客の多くが必要とする商業印刷物の制作受託事業。オン・デマンド印刷サービス等を手掛けるトライ・エックスと、広告宣伝物の企画・DTP・制作等の上流工程の業務を得意とするタクトシステムのグループ2社が担当。

3) コンサルティング事業

ウェブサイトを用いた料金請求システムの OEM 提供や、プライバシーマークの取得支援等の同社単体が営む業務と、子会社保険ステーションが営む、主に法人を対象とする損害保険・生命保険代理店業務や社会保険に関する助言等のコンサルティング業務で構成される。

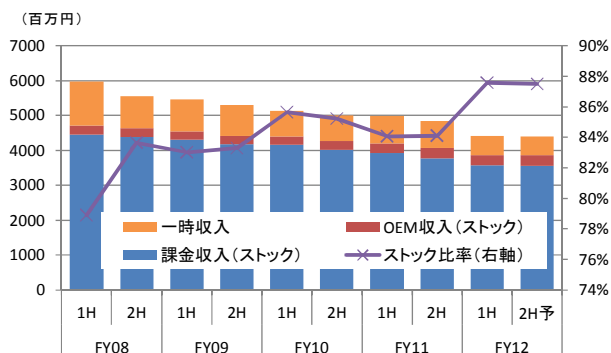
同社の KPI は、単体ストック収益(注)の増減で、通信サービスの課金収入、料金請求システム OEM 等が該当する(図表2)。

図表1 セグメント別収益構造(2013/3期上半期)



(注)セグメント間取引消去、全社共通費用控除前の利益
(出所) 同社2013/3期・第2四半期決算短信

図表2 KPI と目されるストック収益の推移



(注)2012年度下半期の予想は証券リサーチセンター
(出所) 決算補足説明資料より証券リサーチセンター作成

2013/3 期・第 2 四半期決算サマリー

> 第2四半期実績

IP & Mobile 事業は ARPU 通減が続くが、経費見直しと自社開発装置販売で採算改善

ドキュメント事業も不採算事業の譲渡により前年同期比では大幅増益に

◆ 営業利益 4 割増、課金収入下げ止まらぬも利益面は回復へ

2013/3 期・第 2 四半期(累計、以下上半期)の業績は、売上高 5,894 百万円(前年同期比 11.0%減)、営業利益 161 百万円(同 42.7%増)、四半期純利益 77 百万円(同 48.3%増)。期初会社予想(通期のみ公表)に対する進捗率は売上高 46%、営業利益 41%、純利益 35%であった。

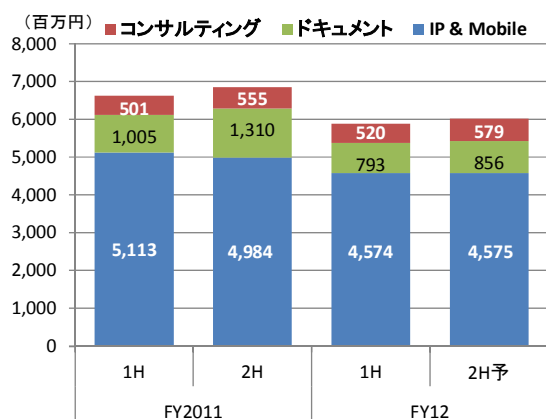
売上高は、ARPU(顧客当たり平均サービス利用単価)弱含みによる課金収入減の継続や、ドキュメント事業の不採算部門譲渡(子会社新英の文具事業、前期売上高約 8 億円)により 2 桁減収だった(前頁図表 2、図表 3)。

しかし営業利益は、同社の想定通り回復している。要因は以下の通り。

- 1) 単体の売上総利益は課金収入の減少を主因として、今上半期は前年同期比 6 百万円減少(597 百万円)したが、課金請求システムの OEM 拡販や自社開発の装置販売(ストックでなく一時収益に分類)が伸長し、売上総利益率が前年同期の 12.1%から 13.5%に改善。
- 2) 子会社群の売上総利益額は、事業譲渡の結果同 9 百万円減少(542 百万円)も、利益率は同 33.8%→36.8%と 3 ポイント改善。
- 3) 不採算事業分離や直販部門の経費見直し(子会社 FIS ソリューションが前期・第 4 四半期に当該施策により黒字化)の効果で販売費及び一般管理費が同 64 百万円減少(979 百万円)。

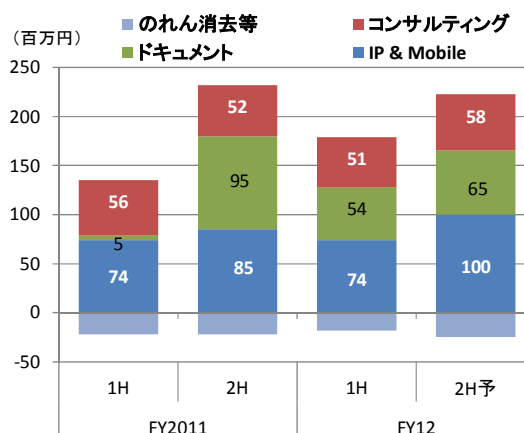
事業セグメント別にみると、IP & Mobile 事業は前年同期比減収ながら営業利益が横ばいにとどまった。FIS ソリューションの経費見直し、2 月に発売した IP 電話主装置と統合型セキュリティ管理装置を 1 台の装置に集約した自社開発装置 SWIFT BOX の販売増等が要因と推察される。ドキュメント事業は同減収・大幅増益だが、これは不採算事業分離の効果とみられる(図表 3、4)。

図表 3 半期毎のセグメント別売上高の推移



(注)12 年度下半期予想は証券リサーチセンター(出所)同社決算短信

図表 4 半期毎のセグメント別営業利益の推移



(注)12 年度下半期予想は証券リサーチセンター(出所)同社決算短信

> トピックス

SWIFT BOX やスマートアプリの開発に注力。「ぱっと転送」は AppStore で高評価獲得

◆代理店網拡充とソリューションの充実で収益回復を目指す

同社は今期の経営課題として、IP & Mobile 事業では SWIFT BOX 販売の推進、適切な経費制御による直販部門の黒字基調維持、スマートデバイス用アプリケーションソフトの継続的なリリース等を掲げていた。第2四半期決算説明会では SWIFT BOX やアプリ開発等による安価で安心、使い易い通信環境の提案と代理店網の拡充により、顧客基盤の拡大を図り、来期にも課金収入減を止める意向が示された。当該説明会ではスマートデバイス用アプリのうち、会議資料を参加者のタブレット等に同時配信できる「ぱっと転送」が無料版で3万2千ダウンロードを達成、セキュリティ機能等を高めた有料版も AppStore iPad 用有料アプリ・ランキングでトップ10内にランクされた実績が紹介された。また、iPad を内線電話機にするアプリが近々リリースされる等、アプリ開発による顧客開拓・囲い込みに注力する姿勢が示された。

ドキュメント事業では新規顧客事業所内のオンサイト印刷拠点のスムーズな立上げ、コンサルティング事業では OEM 事業の拡販、IP & Mobile 事業の見込客開拓に繋がる法人向け損害保険販売代理店網の拡充、等を掲げている。このうち損害保険代理店は現在45拠点であるが、年度末までに50拠点、近い将来に100拠点に拡充し、当該事業収益を拡大させると共に、IP & Mobile 事業の見込客とする意向である。

NTT 等大手通信キャリアの値下げが収益圧迫。付加価値サービス開発が急務に

◆ NTT グループの値下げ攻勢に対抗、付加サービス多様化が急務に

2012年11月下旬、NTTグループの東西地域会社が展開する光回線サービス「フレッツ光」について、それぞれ新規加入者に対して約3割値引きするキャンペーンを12月初旬に開始すると発表した。これに対して同社は即日、競合する同社サービスの新規加入者に対して基本料金値下げする(月額6,500円→4,980円)と発表した。

当該措置は当面新規加入者のみに適用されるものであり、同社の通信サービス利用者全体からの収益が値下げになるわけではない。しかし、競合会社がこうした措置を続ければ(NTT西日本は既存ユーザーにも適用する方針を示唆している)、ボディブローのように同社収益を圧迫することになる。

従って、新型装置の開発やアプリケーションソフトの開発によるオプションサービスで課金収益を上乗せすることで、収益基盤を多層化することが、これまで以上に重要になってきたと言えよう。

> 通期業績見通し

◆ 2013/3 期は利益面で 2011/3 期レベル近辺まで回復へ

同社は期初の2013/3期・通期業績見通し(売上高129億円・前期比4.2%減、営業利益390百万円・同20.6%増、当期純利益220百万円・同23.9%増)を据え置いた。売上高については、上半期の実績を踏まえ弱含みと表明したが、利益面については、期初の想定通り着実に

証券リサーチセンター予想は
売上高を下方修正するが、
営業利益等は据え置く

進捗しており、2011/3 期の水準までの回復に自信を示した。ドキュメント事業、コンサルティング事業には下半期に収益が偏る傾向があることも予想達成の根拠としている。

同社はセグメント別収益予想を開示していないが、証券リサーチセンターでは図表 3、4 のように下半期業績を予想。課金収入の減少や NTT グループのフレッツ光値下げへの追随等を受けて売上高を前回レポート時の 128 億円→119 億円に下方修正。営業利益は採算性改善を確認し同社予想より低い 360 百万円で据え置くこととする(図表 5)。

> 中期業績見通し

中期見通しも売上高を下方
修正、営業利益の回復にも
力強さは欠くと判断

◆ 2013/3 期は利益面で 2011/3 期レベル近辺まで回復へ

2014/3 期以降の業績見通しについても、今上半期決算を受けて売上高を下方修正した。要因は課金収入の低減傾向の反転は容易でないと判断したため。

前回予想では、2014/3 期にも IP & Mobile 事業の売上高が増加に転じるとしていたが、大手通信キャリアの顧客確保に向けた値下げ攻勢に対抗するのに付加価値サービスだけでは足りず、同社も値下げで応じることにより、来期も ARPU は弱含むと想定。代理店拡充やアプリ開発等により売上減少に歯止めが掛かるのは 2015/3 期からと先送りした。ただし、装置販売や経費制御により収益性の悪化には歯止めがかかったため、利益面は据え置くこととした。

図表 5 証券リサーチセンターの想定した収益モデル

決算期	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期
単位:百万円	実績	実績	予想	予想	予想	予想
売上高	13,560	13,470	11,900	11,900	12,100	12,400
(前期比)	-2.8%	-0.7%	-11.7%	0.0%	1.7%	2.5%
うちIP & Mobile	10,344	10,098	9,150	9,000	9,050	9,200
(前期比)	-5.3%	-2.4%	-9.4%	-1.6%	0.6%	1.7%
うちドキュメント	2,453	2,315	1,650	1,700	1,750	1,800
(前期比)	5.1%	-5.6%	-28.7%	3.0%	2.9%	2.9%
うちコンサルティング	762	1,057	1,100	1,200	1,300	1,400
(前期比)	9.2%	38.7%	4.1%	9.1%	8.3%	7.7%
営業利益	391	323	360	375	390	410
(前期比)	12.7%	-17.3%	11.5%	4.2%	4.0%	5.1%
うちIP & Mobile	220	159	175	180	185	195
(前期比)	-31.4%	-27.7%	10.1%	2.9%	2.8%	5.4%
(売上高営業利益率)	2.1%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%
うちドキュメント	158	100	120	125	130	135
(前期比)	258.7%	-36.8%	20.0%	4.2%	4.0%	3.8%
うちコンサルティング	71	108	110	115	120	125
(前期比)	47.6%	51.8%	1.9%	4.5%	4.3%	4.2%
うちのれん償却等	-60	-45	-45	-45	-45	-45
営業外収支	0	-21	-20	-20	-20	-20
経常利益	391	302	340	355	370	390
(前期比)	19.5%	-22.8%	12.6%	4.4%	4.2%	5.4%
当期純利益	155	177	200	210	220	230
(前期比)	-20.3%	14.2%	13.0%	5.0%	4.8%	4.5%

投資判断

> 株価バリュエーション

同業者との収益性、成長性比較から割安感は乏しいが配当利回りは高い

◆ 今期予想 PER は 19 倍で類似会社に比べ高い

親会社フォーバルとも類似する中小企業向け ICT サービス事業者スターティアと、MVNO (Mobile Virtual Network Operator : 自社回線網を持たず自社ブランドで移動通信サービスを提供する事業者) の日本通信を比較対象として、業績や株価バリュエーションを考えた (図表 6)。なお、日本通信は税負担額がイレギュラーなため、経常利益ベースの PER を参照指標とする。

経常利益基準の予想 PER、実績 PBR は共に、類似 2 社を下回る。成長イメージのある通信セクターに属するため割高とは言い切れないが、収益性、成長性の点で類似 2 社に見劣りするため、当該指標に違和感はない。配当利回りは 6% で、同業他社や市場平均 (東証 1 部、2 部、JASDAQ 市場の平均値はいずれも 2% 台) を上回るが、配当性向 100% 以上である点に留意したい。

> 今後の株価見通し

PERレンジ、適正株価は前回と同じで、現行株価水準が妥当と判断

◆ 成長性回復を確認できるまで、現行水準の株価が妥当と判断

同社の株価は前回レポート以後、小幅上昇した (8 月 31 日 23,800 円→12 月 7 日 24,900 円)。今上半期決算発表で、利益回復に向けた施策が妥当であることは確認できたが、売上高の持続的な成長に向けた施策は十分な効果を確認できなかった。

前回レポートでは PER18 倍~19 倍を妥当な PER レンジと想定し、2~3 年後の適正株価は、23,700~26,100 円とした。今回も潜在的な利益成長の可能性に期待し同レベルの PER を追認する。中期利益予想の据え置いたため、妥当株価についても前回見解を維持する。

図表 6 類似会社とのバリュエーション比較

銘柄 証券コード	フォーバル テレコム 9445	スターティア 3393	日本通信 9424
決算月	3月	3月	3月
売上高	百万円 12,900	6,039	4,250
営業利益	百万円 390	600	550
(営業利益率)	% 3.0	9.9	12.9
経常利益	百万円 370	600	490
当期純利益	百万円 220	300	440
純資産	百万円 1,840	2,650	2,475
ROE	% 9.5	11.0	59.1
予想PER	倍 18.9	28.0	15.8
// (経常利益基準)	倍 11.2	14.1	14.2
実績PBR	倍 2.27	3.17	3.13
予想配当利回り	% 6.0	0.4	0.0
過去3年成長率	% -3.6	2.2	0.4
// 営業利益	% -6.2	24.0	黒字転換
株価 (12月7日)	円 24,890	1,695	5,170
時価総額	百万円 4,155	8,433	6,946

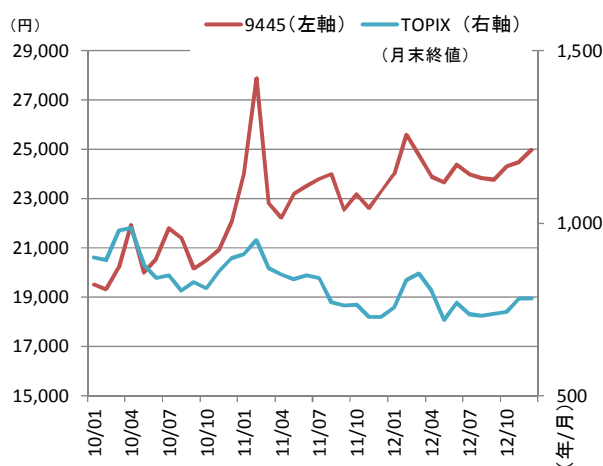
(注1) 業績予想は会社予想。過去3年成長率は、売上高の年平均成長率

(注2) 純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは予想値を基に、

レポート作成時の株価を用いて算出。時価総額は自己株式を含む

(出所) 各社決算短信等に基づき作成

図表 7 同社株価と TOPIX の推移



本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

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

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

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

指標・分析用語の説明

■ 上場パフォーマンス

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

■ PER (Price Earnings Ratio)

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

■ PBR (Price Book Value)

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

■ 配当利回り

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

■ σ (標準偏差)

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

■ β (ベータ) 値

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

■ SWOT 分析

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

■ ESG

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

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

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

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではない可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます