Eストアー

（4304・JASDAQ スタンダード）

2014 年 4 月 30 日

ストックからフロウへの構造転換が緩やかに進む

アップデートレポート

㈱ティー・アイ・ダヴリュ
藤根　靖晃

主要指標 2014/4/28 現在	
株価	1,010 円
年初来高値	1,170 円（1/23）
年初来安値	965 円（2/5）
発行済株式数	5,163,600 株
売買単位	100 株
時価総額	5,215 百万円
予想配当（会社）	未定
予想 EPS（アナリスト）	119.28 円
実績 PBR	3.02 倍

直前のレポート発行日	
ベーシック	2013/7/11
アップデート	-

フロウ売上は横ばい圏だが、EC 事業の利益伸びる

14/3 期 3Q 累計は減収減益であるが、EC 事業において成長の見込める顧客への集中によってセグメント利益は、前年同期比 10.4%増加した。集客事業は子会社プレシジョンマーケティングにおける一部大手契約解除の影響、「PARK」など注力事業への先行投資から赤字額が拡大している。

OEM の終了もあり、累計契約件数は 13 年 3 月末の 28,865 件から 13 年 12 月末には 22,275 件へと大幅に減少した。ただし、ストック売上ならびに利益への影響は殆どない模様。流通総額は前年同期と比較して 5.6%減少したものの、フロウ売上は前年同期比横ばい圏を維持した。14/3 期は減収減益は避けられないと予想するが、四半期を追うごとにマイナス幅は縮小しつつあり、10%以内の減益にとどまると TIW では予想する。

「PARK」など集客事業は着実に成長、15/3 期は増収増益へ

店舗システム提供のストック型ビジネスは無料モデルの登場など競争激化が進んでおり、同社はシステム提供型モデルからマーケティング支援モデルへの転換を推進している。数年先を視野に入れた事業基盤づくりの為に、成長の見込める顧客への集中による“フロウ売上の拡大”と EC 検索サイト「PARK」など「集客事業の強化」を推進している。（子会社を除いた）「PARK」など集客事業は着実に売上高を増やしている。15/3 期も投資による費用負担が先行すると考えるが、これら注力事業の拡大から増収増益を予想する。

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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/3	3Q(4-12 月)	実績	4,467	17.4	532	41.0	539	41.5	320	43.8	75.27
2014/3	3Q(4-12 月)	実績	4,351	-2.6	459	-13.8	462	-14.3	281	-12.1	82.68
2013/3	通期	実績	5,962	11.7	644	29.5	659	30.9	389	38.8	91.65
2014/3	通期	新・会社予想	公表なし								
		旧・会社予想	公表なし								
		新・アナリスト予想	5,850	-1.9	610	-5.3	610	-7.4	360	-7.5	119.28
		旧・アナリスト予想（2013 年 7 月発表）	6,310	5.8	510	-20.8	530	-19.6	310	-20.3	85.32
2015/3	通期	新・アナリスト予想	6,100	4.3	650	6.6	650	6.6	390	8.3	129.22
		旧・アナリスト予想（2013 年 7 月発表）	6,860	8.7	650	27.5	670	26.4	390	25.8	129.37

業　　績

EC 市場は高成長が続く

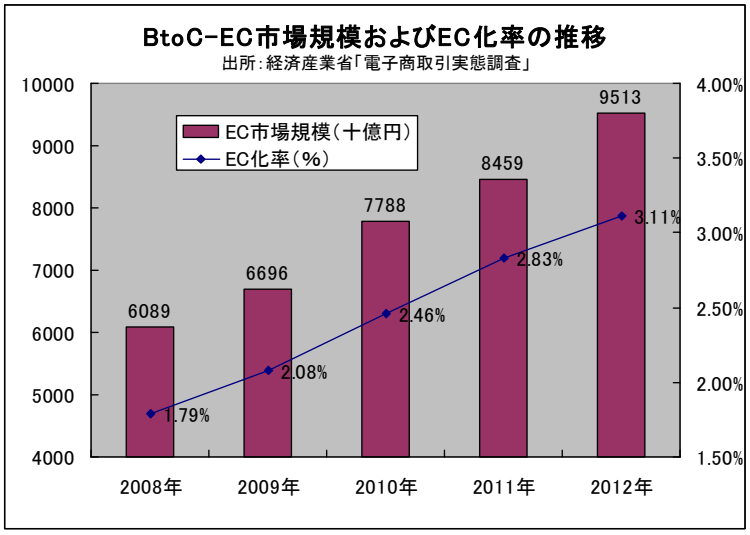
● 経営環境解説

・ 経済産業省「電子商取引実態調査」(2013 年 9 月発表) によると、2012 年の BtoC-EC 市場規模は、2011 年調査と比較して前年比＋12.5%の 9 兆 5,130 億円に達した。2010-2011 年の成長率が＋8.6%であり、市場成長は堅調に拡大していることが指摘できる。

・ 商取引の EC 化率は 2011 年の 2.83%から 2012 年は 3.11%に上昇しており、引き続き電子化の流れにある。

・ 2012 年の BtoC-EC 市場の拡大に寄与した業種としては、「衣料・アクセサリー小売業」、「医薬化粧品小売業」、「宿泊・旅行業、飲食業」が対前年比が大きい。

・ 楽天市場、Yahoo!ショッピングなど総合型、スタートトゥデイなどアパレル、イトーヨーカドーなど既存の小売業も電子商取引の流通総額を拡大させており、市場は引き続き拡大が見込まれる。



システム提供型モデルは競争激化

● 成長戦略

・ 当社は EC 事業と集客事業の 2 事業を手掛けている。

・ EC 事業では、フロウ売上の拡大に注力中。フロウ売上は、決済代行料や受注手数料、送客手数料など、契約店舗業績に連動する収益である。ストック売上は、E コマース用レンタルサーバー、ショッピングカート ASP、ウェブショップ総合パッケージのシステム料金であり、ほぼ契約店舗数に連動する。ストック売上高は、レンタルサーバーや代理店経由の契約を解消していることもあり、件数が減少傾向にある。Yahoo!ショッピングの無料化などもあり、価格競争が激化している。

業　　績

・ 集客事業は、2011 年 6 月にプレシジョンマーケティング社を買収して開始、リスティング広告をはじめとする集客支援サービスを提供する。14/3 期にこれまで当社ショップサーブ用に提供してきたEコマース検索サービス「PARK」を国内全ての EC サイトを対象とする方針に切り替え、集客事業の拡大を目指している。

4 四半期連続で前年同期比 減収

● 業績解説

・ 四半期業績の推移を見ると、13/3 期 4Q より売上高・利益の前年同期比減少傾向が続いている。これは、EC 事業においては過去の OEM 供給契約が計画通り順次終了していること、「ストック」から「フロウ」の流れを目指す中で「フロウ」の売上高が同社の想定ほどは伸びていないことが要因と考えられる。集客事業においては、売上高は直近では増加傾向にあるものの、子会社プレシジョンマーケティングでの一部大手契約解除などがあり、利益面では会社想定よりも低いものに留まっている模様である。

四半期業績の推移

			売上高		売上総利益		販売管理費		営業利益	
			金額	伸率	金額	伸率	金額	伸率	金額	伸率
2012年3月期	1Q	実績	1,050	6.3%	468	7.3%	307	7.0%	161	8.8%
	2Q	実績	1,325	34.5%	406	-6.5%	317	7.8%	89	-36.9%
	3Q	実績	1,429	34.9%	387	-18.9%	259	-8.2%	127	-34.5%
	4Q	実績	1,533	48.0%	507	16.6%	387	22.5%	120	0.0%
2013年3月期	1Q	実績	1,482	41.1%	473	1.1%	295	-3.9%	178	10.6%
	2Q	実績	1,491	12.5%	452	11.3%	277	-12.6%	175	96.6%
	3Q	実績	1,494	4.5%	470	21.4%	290	12.0%	179	40.9%
	4Q	実績	1,495	-2.5%	454	-10.5%	342	-11.6%	112	-6.7%
2014年3月期	1Q	実績	1,446	-2.4%	456	-3.6%	311	5.4%	145	-18.5%
	2Q	実績	1,423	-4.6%	453	0.2%	291	5.1%	162	-7.4%
	3Q	実績	1,482	-0.8%	468	-0.4%	316	9.0%	152	-15.1%
	4Q	実績	nm	na	nm	na	nm	na	nm	na

				売上総利益率	販管費率	営業利益率
2012年3月期	1Q	実績		44.6%	29.2%	15.3%
	2Q	実績		30.6%	23.9%	6.7%
	3Q	実績		27.1%	18.1%	8.9%
	4Q	実績		33.1%	25.2%	7.8%
2013年3月期	1Q	実績		31.9%	19.9%	12.0%
	2Q	実績		30.3%	18.6%	11.7%
	3Q	実績		31.5%	19.4%	12.0%
	4Q	実績		30.4%	22.9%	7.5%
2014年3月期	1Q	実績		31.5%	21.5%	10.0%
	2Q	実績		31.8%	20.4%	11.4%
	3Q	実績		31.6%	21.3%	10.3%
	4Q	実績		na	na	na

出所：会社資料からTIW作成
注：端数処理の関係上、会社公表値と伸び率が異なる場合があります。

業　　績

● 2014/3 期 3Q 累計業績

・ 14/3 期 3Q 累計業績は、売上高 4,351 百万円（前年同期比－2.6%）、営業利益 459 百万円（同－13.8%）であった。

EC 事業のセグメント利益は増加

・ [EC 事業]　注力分野（自社販路）のサービスでは、受注数 514 万回、流通額 585 億円となり、それぞれ対前年同期比 4%前後の伸びであった。一方で、OEM 提供終了の影響などから総量では受注数 580 万回、流通総額 662 億円と前年同期（受注数 616 万回、流通総額 701 億円）を下回った。フロウ売上も 1,319 百万円と前年同期（1,400 百万円）をやや下回る水準であった。

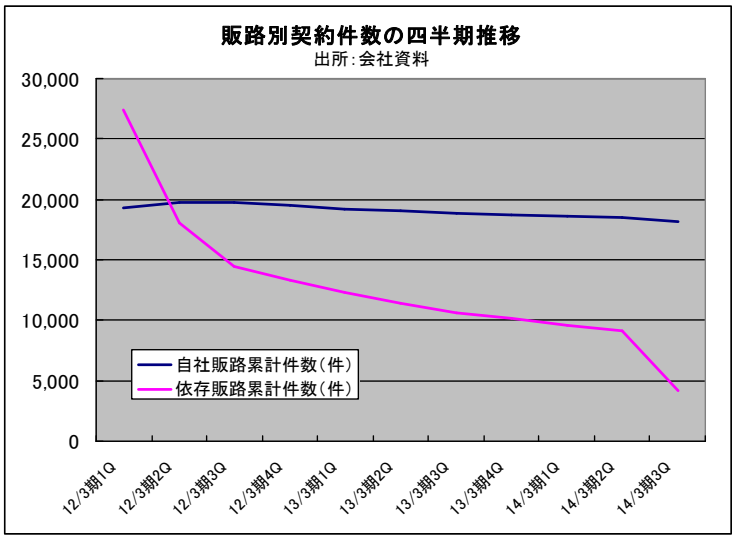
・ [EC 事業]　サービス全体での累計契約件数は、成長が期待できる店舗を中心に営業を行ったこと、OEM が終了したことにより、22,275 件と 13 年 3 月末より 6,590 件と大きく減少した。ただし、OEM 終了による影響は軽微であり、ストック売上の 1,752 百万円と前年同期比 1.3%減に留まった。

・ [EC 事業]　売上高の面ではやや精彩に欠けるものの、利益面では成長性の見込める店舗に集中することによる運営の効率化から、セグメント利益は前年同期の 623 百万円から 14/3 期 3Q 累計では 688 百万円と 10.4%増加している。

販路別契約件数の四半期推移

	12/3期1Q	12/3期2Q	12/3期3Q	12/3期4Q	13/3期1Q	13/3期2Q	13/3期3Q	13/3期4Q	14/3期1Q	14/3期2Q	14/3期3Q
自社販路累計件数	19,299	19,766	19,746	19,467	19,211	19,106	18,864	18,733	18,580	18,465	18,104
依存販路累計件数	27,415	18,059	14,381	13,306	12,340	11,378	10,576	10,132	9,597	9,127	4,171

出所:会社資料

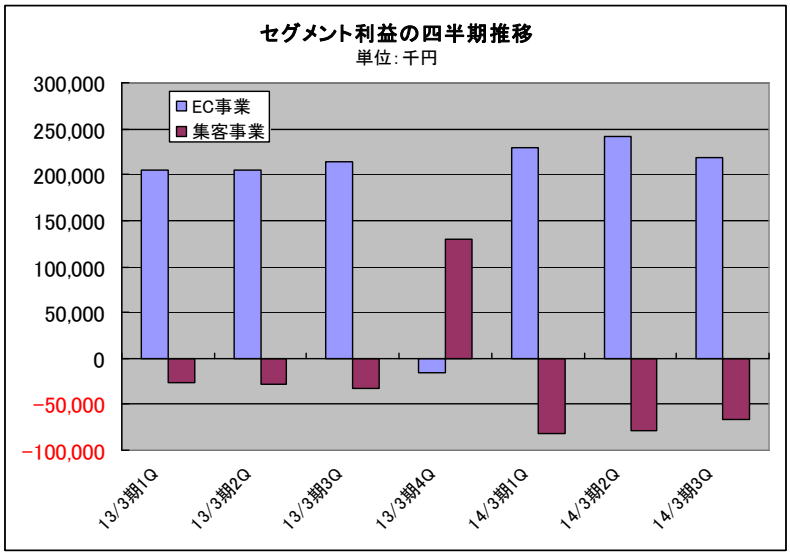


業　　績

四半期別セグメント売上高及び利益の推移　　単位：千円

		13/3期1Q	13/3期2Q	13/3期3Q	13/3期4Q	14/3期1Q	14/3期2Q	14/3期3Q
EC事業	売上高	1,030,761	1,040,395	1,109,435	1,312,646	1,054,512	1,024,566	1,040,630
	セグメント利益	204,900	204,285	214,013	−16,344	228,833	241,025	219,066
集客事業	売上高	452,230	449,702	384,510	182,253	392,428	398,464	441,149
	セグメント利益	−25,864	−28,269	−33,178	129,201	−82,301	−78,401	−65,754
合計	売上高	1,482,992	1,490,097	1,493,944	1,494,899	1,446,940	1,423,030	1,481,780
	セグメント利益	179,035	176,016	180,835	112,858	146,532	162,623	153,313

出所：会社資料を基にTIW作成



「PARK」など注力分野の売上は増加

- ［集客事業］　商品検索サイト「PARK」などの集客サービスを、自社顧客専用から国内全ての EC サイトを対象にしたことや、小額で簡便にネット広告の出稿ができる「シングルハンド」のリリースなど積極的な投資を進めている。子会社プレシジョンマーケティングでは利益率の低い大手クライアントへの依存度を下げたことから広告取扱総量は減少したものの、利益率を挙げる方向にシフトを図っている。
- ［集客事業］　集客事業には、「PARK」を中心とした集客サービスと子会社プレシジョンマーケティングの売上高が含まれている。集客事業全体では 14/3 期 3Q 累計売上高は 1,232 百万円と前年同期（1,286 百万円）からやや減少しているが、「PARK」など本体事業の売上高は増加していると見られる。セグメント間の内部売上高又は振替高がこれに相当すると考えられ、13/3 期 3Q（累計）時点の 134 百万円から 14/3 期 3Q（累計）においては 212 百万円へと増加している。

セグメント間の内部売上高又は振替高　　単位：千円

決算期	13/3期1Q	13/3期2Q	13/3期3Q	13/3期4Q	14/3期1Q	14/3期2Q	14/3期3Q
内部売上	44,372	42,590	47,338	54,959	63,004	65,374	83,939
前年同期比	na	na	4.6%	13.5%	42.0%	53.5%	77.3%
前四半期比	−8.4%	−4.0%	11.1%	16.1%	14.6%	3.8%	28.4%

出所：会社資料を基にTIW作成

業　　績

・ ただし、利益面では赤字額が広がっている。子会社プレシジョンマーケティングの赤字も含まれると考えられるが、集客事業への先行投資の継続によるものと推察する。

構成別売上高の推移

セグメント名称	構成別	13/3期4Q 金額(千円)	14/3期1Q 金額(千円)	14/3期2Q 金額(千円)	14/3期3Q 金額(千円)
EC事業	ストック(契約店舗数に連動)	596,201	597,074	597,398	558,338
	フロウ(店舗業績に連動)	473,182	437,804	412,168	469,363
	その他(クロスセル・セミナー等)	67,749	19,633	14,999	12,930
	小計	1,137,131	1,054,512	1,024,566	1,040,630
集客事業		358,768	392,428	398,464	441,149
合計		1,295,899	1,446,940	1,423,030	1,481,780

セグメント名称	構成別	13/3期4Q 前四半期比	14/3期1Q 前四半期比	14/3期2Q 前四半期比	14/3期3Q 前四半期比
EC事業	ストック(契約店舗数に連動)	-0.1%	0.1%	0.1%	-6.5%
	フロウ(店舗業績に連動)	-7.7%	-7.5%	-5.9%	13.9%
	その他(クロスセル・セミナー等)	11.3%	-71.0%	-23.6%	-13.8%
	小計	-2.8%	-7.3%	-2.8%	1.6%
集客事業		10.9%	9.4%	1.5%	10.7%
合計		-23.5%	11.7%	-1.7%	4.1%

出所:会社資料

商品別売上高の推移

セグメント名称	商品別	13/3期4Q 金額(千円)	14/3期1Q 金額(千円)	14/3期2Q 金額(千円)	14/3期3Q 金額(千円)
EC事業	ネットショップ総合パッケージ	927,266	894,668	870,766	886,692
	レンタルサーバー	149,445	143,271	138,127	137,582
	ショッピングカート機能	17,654	16,187	15,237	15,948
	その他インターネット関連サービス	42,767	384	436	410
	小計	1,137,131	1,054,512	1,024,566	1,040,630
集客事業		358,768	392,428	398,464	441,149
合計		1,295,899	1,446,940	1,423,030	1,481,780

セグメント名称	商品別	13/3期4Q 前四半期比	14/3期1Q 前四半期比	14/3期2Q 前四半期比	14/3期3Q 前四半期比
EC事業	ネットショップ総合パッケージ	-3.5%	-3.5%	-2.7%	1.8%
	レンタルサーバー	-3.3%	-4.1%	-3.6%	-0.4%
	ショッピングカート機能	-3.9%	-8.3%	-5.9%	4.7%
	その他インターネット関連サービス	16.6%	-99.1%	13.5%	-6.0%
	小計	-2.8%	-7.3%	-2.8%	1.6%
集客事業		10.9%	9.4%	1.5%	10.7%
合計		-23.5%	11.7%	-1.7%	4.1%

出所:会社資料

業　　績

減収幅(率)は縮小傾向

● 業績予想

[14/3 期]

- 14/3 期通期は、ストック売上の減少の影響から売上高の減少が見込まれるだろう。しかし、四半期ごとに減収率は縮小傾向にあり、集客事業の寄与や消費税率引上げ前の駆け込み需要などによって、3Q 累計時点よりは小幅のマイナスに留まると予想する。
- 営業利益は、集客事業の先行投資と子会社業績に影響を受けるものの、EC 事業の利益率が安定していることから、四半期ベースでは回復傾向を示すものと予想する。
- TIW の 14/3 期予想は売上高 5,850 百万円（前期比－1.9%）、営業利益 610 百万円（同－5.3%）に前回予想から変更する。
- 同社は配当予想を公表していないが、配当性向 30%をガイドラインに置いている（13/3 期は 34.8%）。

15/3 期は先行投資が続くが、増益を予想する

[15/3 期]

- フロウ売上の増加傾向と集客事業の拡大が見込まれる。一方でストック売上の減少が見込まれるが、減少トレンドは小さくなっていることから全体としては緩やかな売上高の増加が予想されよう。
- 利益面では、フロウ売上の拡大等による EC 事業の利益増が見込まれるが、集客事業での先行投資が継続されると予想する。その結果、営業利益は一桁台の伸びに留まると予想する。
- TIW の 15/3 期予想は売上高 6,100 百万円（前期比＋4.3%）、営業利益 650 百万円（同＋6.6%）に前回予想から変更する。

決算を見る上でのポイント

● 決算を見る上でのポイント

同社の決算を見る上で注目しているポイントを挙げておく。

- 第 2 四半期以降は累計で表示されるが、必ず四半期（3 ヵ月）に引きなおしてみること。季節性は一部あるものの、前年同期よりも前四半期との比較を重視したい。
- 構成別セグメント売上の中の「フロウ売上」の推移
- セグメント情報等（報告セグメントごとの売上高及び利益又は損失の金額に関する情報）における「セグメント間の内部売上高又は振替高」。これは前述したように「PARK」など本体の集客事業の売上推移に相当する。

- 同セグメント情報におけるセグメント資産（本決算のみの開示）。集客事業への投資額のチェック。
- 連結と個別の売上高、利益、総資産等の差異（個別財務諸表は本決算のみの開示）。子会社プレシジョンマーケティングの業績の推測に。

特　記　事　項（大株主の状況）

- 2013 年 6 月 26 日に筆頭株主であった株式会社ヤフーより、自己株式として株式を取得している。取得前と取得後の大株主の状況は以下の通りである。

大株主の状況（2013年3月31日現在）

氏名又は名称	所有株式数（株）	発行済株式総数に対する所有割合（%）
ヤフー株式会社	13,800	26.72
自社（自己株口）	9,111	17.64
株式会社ユニコム	8,480	16.42
水谷　量材	3,461	6.70
石村　賢一	2,570	4.97
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	1,050	2.03
内山　洋	772	1.49
水谷　伊津子	720	1.39
佐藤　武志	545	1.05
日野　秀一	460	0.89
氣谷　忠征	281	0.54
計	41,250	79.88

出所：会社資料

大株主の状況（2013年9月30日現在）

氏名又は名称	所有株式数（株）	発行済株式総数に対する所有割合（%）
自社（自己株口）	21,451	41.54
株式会社ユニコム	8,480	16.42
水谷　量材	3,504	6.78
石村　賢一	2,570	4.97
ヤフー株式会社	1,420	2.75
水谷　伊津子	721	1.39
BBHフィデリティ　ピューリタン　フィデリティシリーズ　イントリンシック　オポチュニティズ　ファンド	678	1.31
内山　洋	672	1.3
日野　秀一	646	1.25
佐藤　武志	545	1.05
氣谷　忠征	301	0.58
計	40,988	79.37

出所：会社資料

（出所）㈱QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも㈱QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/03（非連結）	2012/03（連結）	2013/03（連結）	2014/03 予（連結）（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	1,390	1,190	1330	-
	株価（年間安値）	円	752	704	681	-
	月間平均出来高	株	116,500	32,000	56,000	-
業績推移	売上高	百万円	4,068	5,337	5,962	5,850
	営業利益	百万円	603	497	644	610
	経常利益	百万円	591	503	659	610
	当期純利益	百万円	328	280	389	360
	EPS	円	75.67	66.01	91.65	119.28
	ROE	%	20.7	15.7	20.1	22.9
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	2,595	3,325	3,695	-
	固定資産合計	百万円	787	686	738	-
	資産合計	百万円	3,383	4,012	4,434	-
	流動負債合計	百万円	1,753	2,177	2,293	-
	固定負債合計	百万円	10	25	20	-
	負債合計	百万円	1,764	2,203	2,313	-
	株主資本合計	百万円	1,612	1,795	2,087	-
	純資産合計	百万円	1,619	1,809	2,120	-
キャッシュフロー計算書主要項目	営業活動によるCF	百万円	634	592	828	-
	投資活動によるCF	百万円	-72	-82	-587	-
	財務活動によるCF	百万円	-297	-159	-103	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	1,973	2,327	2,473	-

リスク分析

業界に関するリスク

● 業界に関するリスク

① 当社の所属するＥコマース市場は、近年堅調な推移で拡大を続けているものの、市場の環境変化が激しく、急激な成長に伴った安定性・信頼性が損なわれるなどの弊害や法的規制の導入などの発生可能性が考えられる。

② 当社の手掛けるウェブショップ支援事業、レンタルサーバー事業について多数の競合が存在し、機能競争、価格競争が活発化している。そのため、今後当社と同様のサービスを提供する大手企業が参入、もしくは全く新しいビジネスモデルや技術によるサービスを提供する事業会社が現われる可能性が考えられる。

事業に関するリスク

● 事業に関するリスク

① 顧客及び購入者等の個人情報、およびその他の重要な情報が不正に入手された場合、当社への法的責任の追及や企業イメージの悪化等による、情報セキュリティに関して問題が生じた場合、当社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

② 当社は常に安定したサービスを提供し続けられるシステムの構築に努めており、サーバー等の保管に関しては、外部のデータセンターを利用する事により、安全性の確保に努めている。ただし、自然災害や自己等、あるいは急激なアクセスの増大によるシステムの不具合、各種作業における人為的なミス等によるサービスの停止など、システムトラブルが発生した場合、当社業績に影響を及ぼす可能性がある。

③ 当社の創業者であり、代表取締役である石村氏は、経営方針や戦略の決定をはじめ、新規事業や新サービスの企画、立案、販売等、各方面で重要な役割を果たしている。何らかの理由により同士が退任するような事態が生じた場合には当社業績に影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレーマー

１．本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。

２．本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。

３．本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。

４．レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。

５．本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。

６．本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

７．本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。

８．本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

＜指標の説明について＞
本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。
参照 URL　⇒　http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html