

## ウチダエスコ

(4699・JASDAQスタンダード)

2016年4月19日

需要の谷で業績は足踏みへ。サービスや体制の組み替え急ぐ

## アップデートレポート

(株) QUICK  
清水 康之

## 主要指標 2016/04/18 現在

株 価	758 円
年初来高値	1,020 円 (16/01/07)
年初来安値	758 円 (16/04/18)
発行済株式数	3,600,000 株
売買単位	100 株
時価総額	2,729 百万円
予想配当 (会社)	25.00 円
予想EPS (アナリスト)	83.44 円
実績PBR	0.64 倍

## 直前のレポート発行日

ベーシック	2015/04/24
アップデート	2015/11/10

## スポット案件剥落の一方、原価・人件費かさみ、上期は減収減益

16/7 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 4.8%減の 5,723 百万円、営業利益が同 34.3%減の 253 百万円だった。得意とする学校市場が盛り上がりがない中、民間市場で、14 年春のウィンドウズ XP のサポート終了や消費税増税をきっかけにシステム更新が集中した反動が続く、パソコンのキittingやネットワーク構築などの需要が低迷した。前年同期の学校市場では、14/7 期に東京都荒川区が大量導入したタブレット（多機能携帯端末）に付随する役務サービスや、別の区向けにまとまった数量の機器販売が収益を押し上げたが、それらの剥落分を取り返せなかった。一方で、新サービス強化に伴い原価がかさみ、積極的な採用で増加した人件費が利益を抑えた。

## 業績予想を減額。市場の需要回復待ちの様相が強い

上期の状況などを踏まえ会社側は 2 月、期初に発表した 16/7 期通期連結業績の見通しを減額。QUICK 企業価値研究所（以下、当研究所）も昨年 11 月時点で予想した 16/7 期ならびに 17/7 期の通期連結業績を見直し、16/7 期については会社計画と同額の売上高 11,500 百万円（前期比 2%減）、営業利益 550 百万円（同 22%減）に引き下げた。学校・民間の両市場における需要の谷が重なり、長引くことで、業績は来期に向けて足踏みしそうだ。市場の需要回復待ちの様相が強い中、会社側は、回復時に見込まれる新しいニーズに対応したサービスの開発や、それを支える体制への転換を本格化しはじめた。需要回復待ちの間に、どこまで、サービスや体制の組み替えが出来るかが、中期的な成長に向けたポイントになりそうだ。

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
2015/7	20(7-1月)	実績	6,013	-3.2	385	-21.3	390	-21.4	353	-16.9	70.46
2016/7	20(7-1月)	実績	5,723	-4.8	253	-34.3	255	-34.5	160	-36.8	44.52
2015/7	通期	実績	11,765	-15.6	707	-15.2	719	-15.1	412	-23.5	114.78
2016/7	通期	会社予想 (2015年8月発表)	12,800	8.8	770	8.8	770	7.0	480	16.3	133.50
		会社予想 (2016年2月発表)	11,500	-2.3	550	-22.3	550	-23.6	300	-27.3	83.44
		アナリスト予想 (2015年11月発表)	12,800	8.8	800	13.0	800	11.2	500	21.2	139.06
		アナリスト予想 (2016年4月発表)	11,500	-2.3	550	-22.3	550	-23.6	300	-27.3	83.44
2017/7	通期	アナリスト予想 (2015年11月発表)	13,400	4.7	880	10.0	880	10.0	550	10.0	152.97
		アナリスト予想 (2016年4月発表)	12,000	4.3	600	9.1	600	9.1	330	10.0	91.78

上期は減収減益。スポット案件分が剥落する一方で、原価・人件費かさむ

### ■16年7月期上期（15年7月21日～16年1月20日）の実績

16/7期上期の連結業績は、売上高が前年同期比4.8%減の5,723百万円、営業利益が同34.3%減の253百万円だった（表1参照）。

民間市場では、14年春のウィンドウズXPのOS（基本ソフト）サポート終了や消費税増税をきっかけにパソコン（PC）やシステム更新が集中（以下、14年特需）した反動が続き、パソコンのキッティング（必要なソフトウェアのインストールや設定などの導入作業）や保守・修理などの需要が低迷、得意とする学校市場も盛り上がりならず、前年同期の業績を押し上げていたスポット案件分を取り返せなかった。その一方で、新規分野の取り組み強化に伴い不慣れな作業で手戻りや外注が増え原価がかさんだうえ、積極的な採用に伴う人件費の増加が利益を抑えた。

表1. 上期連結業績(実績)の概要

(単位:百万円)

	15/7期<上期>		16/7期<上期>			
	実績	売上比	実績	売上比	前年同期比	
					増減額	増減率
売上高	6,013	100.0%	5,723	100.0%	-290	-4.8%
ICTサービス事業	3,763	62.6%	3,541	61.9%	-222	-5.9%
オフィスシステム事業	1,627	27.1%	1,484	25.9%	-142	-8.8%
ソリューションサービス事業	623	10.4%	697	12.2%	+74	+11.9%
売上総利益	1,661	27.6%	1,543	27.0%	-118	-7.1%
販売費・一般管理費	1,276	21.2%	1,290	22.5%	+14	+1.1%
営業利益	385	6.4%	253	4.4%	-132	-34.3%
ICTサービス事業	434	(11.5%)	260	(7.4%)	-173	-40.0%
オフィスシステム事業	22	(1.4%)	7	(0.5%)	-14	-65.1%
ソリューションサービス事業	-71	-	-15	-	+55	-
経常利益	390	6.5%	255	4.5%	-134	-34.5%
純利益	253	4.2%	160	2.8%	-93	-36.8%

(注1)上期は、7月21日～翌年1月20日

(注2)金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前年同期比は千円単位で算出

(注3)カッコ内の事業別営業利益の売上比は、各事業別売上高に対する比率

(出所)会社資料をもとにQUICK企業価値研究所作成

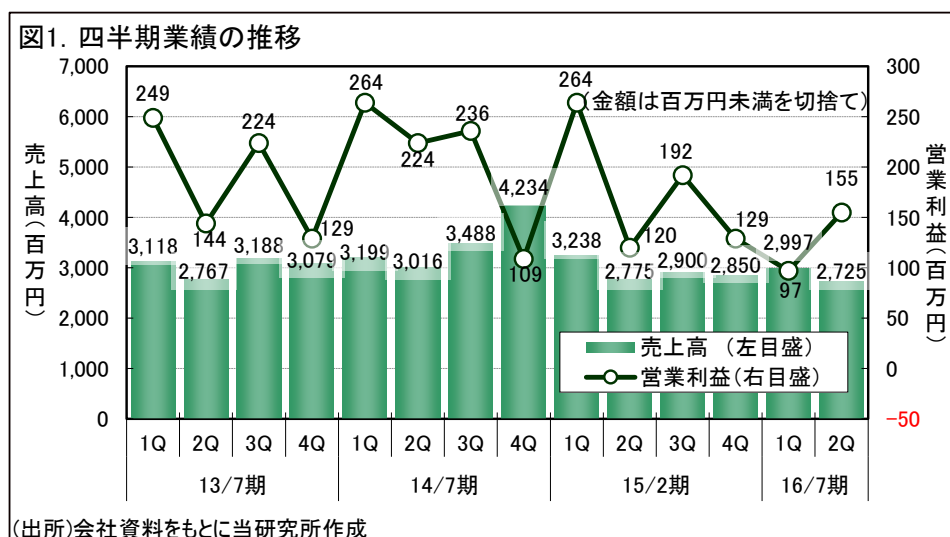
主力事業は6%減収。学校ICT案件は様子見強く、民間も需要落ち込む

事業別では、ハードウェアの保守サービスやネットワークシステムの設計・施工・運用管理サービスなどを手がける主力事業「ICTサービス事業(旧、フィールドサポート事業)」の売上高が前年同期比5.9%減の3,541百万円、営業利益が同40.0%減の260百万円となった（表1・表2参照）。

前年同期はスポット案件が業績を押し上げていた反動が出た。同社では、

14/7 期 4Q に東京都荒川区の全小中学校にタブレット(多機能携帯端末)9200 台を配備する大型案件を手掛け、前年同期には、それに付随する好採算の役務需要が発生。また、別の区の学校向けにまとまった数量の機器販売もあったが、それらスポット案件の売り上げが剥落した。学校市場では、タブレットなどの導入意向は強く、試験的な小規模案件も増えているが、全体としては、他の自治体での導入事例に対する様子見傾向が強く、本格導入までに想定よりも時間を要している。

民間市場も、国内 PC 市場における出荷台数減少の影響が出た。IT 専門の市場調査会社である MM 総研の調べによれば、15 年の国内 PC 市場は、14 年特需の反動から出荷台数が前年比 31.9% 減の 1,017 万台に落ち込んだ。その影響で、同社でも、PC のキittingやネットワーク工事、保守、修理などの中核業務が苦戦。タブレットのキitting案件などは増加しているが、PC に比べ単価が低いため、PC 関連業務の落ち込みを補いきれていない。



好採算のオフィス  
移転関連業務で  
は、大型案件獲  
得に苦戦

主力事業以外では、「オフィスシステム事業」の売上高が同 8.8% 減の 1,484 百万円、営業利益が同 65.1% 減の 7 百万円となった。

相対的に利益率の高いオフィス移転に関する設計・施工業務が苦戦。顧客企業の移転ニーズは強いものの、大型案件では顧客の条件に合致する空室の不足から移転には至らず、採算の悪い小型案件が中心となった。

OA サプライ品等の販売も、コンサルティングを通じて企業の購買業務効率化を支援することによりネット通販の利用拡大を図る「クラウド型間接材調達支援サービス」が立ち上がりはじめ直販は増えたが、卸売の減少を補いきれなかった。

「ソリューションサービス事業(旧、ソフトウェアサポート事業)」の売上高は同 11.9% 増の 697 百万円、営業損益が 15 百万円の赤字(前年同期は

71百万円の赤字)だった。

同事業は例年1Qの売上水準が他の四半期に比べ低く、費用が先行する傾向があるため、上期でも営業赤字だが、高等学校向け校務システムや福祉施設向けシステムが健闘し増収だった。マイナンバー制度(社会保障・税番号制度)開始に伴う自治体でのシステム改修需要も出始めた。案件の見積り精度向上や、マネジメントシステムの運用徹底なども貢献し、営業赤字は縮小した。

表2. ICTサービス事業・オフィスシステム事業の売上高内訳

事業	サービス名	サービス内容	16/7期<上期>	
			売上高 (百万円)	前年同期比 (%)
ICT サービス 事業	ネットワークサービス	ネットワークシステムの設計・施行・運用管理等	1,968	-10.4
	ハードウェア保守サービス	ハードウェアの設定・設置・運用管理等	686	+1.4
	メーカーリペアサービス	ハードウェアの修理・検査・データ復旧等	267	-8.2
	IT関連機器	ハードウェア販売	509	+12.0
	その他	—	109	-40.1
	小計		3,541	-5.9
オフィス システム 事業	OAサプライ	OA消耗品の販売等	1,119	-5.2
	オフィスシステム	オフィスの設計・施工、オフィス家具の販売等	296	-20.3
	その他	—	67	-7.5
	小計		1,484	-8.8

(注1)上期は、7月21日～翌年1月20日

(注2)金額は百万円未満を切り捨て。前年同期比は千円単位で算出

(出所)会社資料をもとに当研究所作成

#### ■16年7月期通期(15年7月21日～16年7月20日)の会社計画

会社側は2月、足元までの進捗を踏まえ、期初に発表した16/7期通期の連結業績見通しを減額。売上高を12,800百万円→11,500百万円(前期比2%減)、営業利益を770百万円→550百万円(同22%減)に、それぞれ引き下げた(表3参照)。

期初時点では徐々に解消に向かうとみていた14年特需に対する反動が長引いているうえ、大型のオフィス移転案件の減少などが響く。利益面では、

会社側は、進捗  
踏まえ16/7期通  
期計画を減額

## 業 績

人件費の増加に加え、ネットワーク仮想化（ソフトウェアで通信機器の構成や設定を変えることによりネットワークを制御する技術）など新たなサービス案件に積極的に取り組んだことで原価がかさみ、利益が抑えられる見通しとなった。新分野でのサービスに関しては、習熟していないため作業の手戻りが多く、外注費もかさんでいる。

## ■QUICK 企業価値研究所の16年7月期通期予想

当研究所も、昨年11月時点で予想した16/7期通期ならびに17/7期通期の連結業績を見直した。上期の苦戦に加え、下期にも回復するとみていた需要が3Q以降も鈍いとみられることから予想を減額。民間・学校の双方の市場における需要の谷が重なり、長引いていることで、業績は足踏みが続きそうだ。

16/7期通期の連結業績予想については、売上高12,800百万円→11,500百万円（前期比2%減）、営業利益800百万円→550百万円（同22%減）に、それぞれ減額。会社計画と同額の予想となる。需要回復が遅れるなか、前期1Qにあった学校向けの役務サービスや機器販売のスポット案件分が剥落。人員の増加や新分野でのサービス展開などによるコスト上昇で、営業減益を予想する。

需要の戻り遅く、  
当研究所予想も  
16/7期は営業  
減益に修正

表3. 通期連結業績（予想）の概要

(単位:百万円)

	15/7期<通期>		16/7期<通期>						17/7期<通期>			
	実績		会社計画(注4)		当研究所予想(注5)				当研究所予想(注5)			
			前回	今回	前回	今回	売上比	前期比	前回	今回	売上比	前期比
売上高	11,765	100.0%	12,800	11,500	12,800	11,500	100.0%	-2.3%	13,400	12,000	100.0%	+4.3%
ICTサービス事業	7,074	60.1%	—	—	7,400	6,800	59.1%	-3.9%	7,700	7,000	58.3%	+2.9%
オフィスシステム事業	3,376	28.7%	—	—	4,000	3,300	28.7%	-2.3%	4,200	3,500	29.2%	+6.1%
ソリューションサービス事業	1,313	11.2%	—	—	1,400	1,400	12.2%	+6.6%	1,500	1,500	12.5%	+7.1%
売上総利益	3,568	30.3%	—	—	4,000	3,200	27.8%	-10.3%	4,230	3,350	27.9%	+4.7%
販売費・一般管理費	2,860	24.3%	—	—	3,200	2,650	23.0%	-7.4%	3,350	2,750	22.9%	+3.8%
営業利益	707	6.0%	770	550	800	550	4.8%	-22.3%	880	600	5.0%	+9.1%
ICTサービス事業	566	(8.0%)	—	—	600	480	(7.1%)	-15.2%	650	490	(7.0%)	+2.1%
オフィスシステム事業	105	(3.1%)	—	—	150	70	(2.1%)	-33.4%	170	70	(2.0%)	0.0%
ソリューションサービス事業	36	(2.8%)	—	—	50	0	—	—	60	40	(2.7%)	—
経常利益	719	6.1%	770	550	800	550	4.8%	-23.6%	880	600	5.0%	+9.1%
純利益	412	3.5%	480	300	500	300	2.6%	-27.3%	550	330	2.8%	+10.0%

(注1)通期(事業年度)は、7月21日～翌年7月20日

(注2)金額は百万円未満を切り捨て。内訳は内数。売上比・前年比は千円単位で算出

(注3)カッコ内の事業別営業利益の売上比は、各事業別売上高に対する比率

(注4)会社計画の今回は15年8月の期初発表時点、今回は16年2月時点

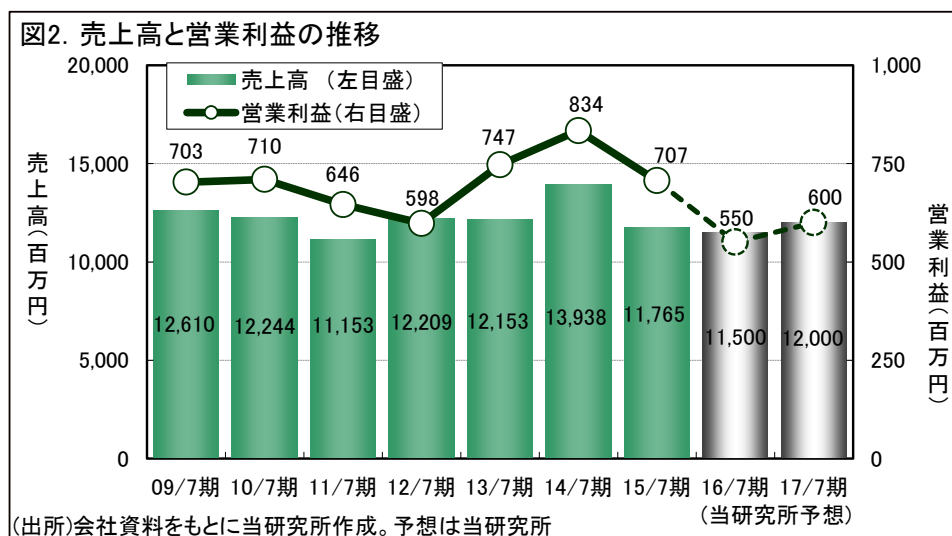
(注5)当研究所予想の今回は15年11月時点、今回は16年4月時点

(出所)会社資料をもとに当研究所作成、予想は当研究所

事業別では、「ICT サービス事業」の売上高は同 4%減の 6,800 百万円を予想。従来予想から 600 百万円減額した。学校 ICT 案件が、更新の先延ばしなどで盛り上がり欠けるなか、民間分野において 14 年特需の反動が長引いていることがボディブローのように効いてきている。PC 出荷台数の減少により、ハードウェアの設置・修理などのニーズが減少、特に、キittingから保守・修理を経て廃棄までを一括して請け負うような大口案件に関して、新規案件の獲得が遅れ気味で、近年契約が終了した案件などの影響を補いきれていない。人員に余剰感の強まるメーカーなどによるサービス内製化に伴う影響も出ているもようだ。

「オフィスシステム事業」の売上高予想も 4,000 百万円→3,300 百万円（同 2%減）に修正。前期から取り組んでいる「クラウド型間接材調達支援サービス」が本格的に収益貢献するには、今暫くの時間が必要とみられ、オフィス移転に関する設計・施工業務も、受注状況などを聞く限り、下期に、大型案件の復調は見込み難い。

なお、「ソリューションサービス事業」の売上高は 1,400 百万円（同 7%増）の従来予想を据え置いた。マイナンバー制度に絡む需要が出はじめてきていることなどから、前期比で減収になるとはみていない。しかし、前期は民間分野を中心に下期が好調だったことを踏まえると、今下期が前年同期比で大幅な増収になる可能性は低いとみられ、通期売上高については、上期実績に、前期下期の実績を上乗せした水準にとどまりそうだ。また、現時点までに特段の赤字案件はなく、見積もり精度や管理体制も向上していることから、同事業の営業損益が赤字になるとはみていないが、上期の赤字を挽回して利益貢献してくるかは流動的なため、営業利益の予想は 50 百万円→ゼロ（前期は 36 百万円）に修正した。



17/7 期は業績  
足踏み。需要回  
復の兆しあるが、  
織り込まず

市場回復待ちの  
間に、サービスや  
体制の組み換え  
急ぐ

■17年7月期通期（16年7月21日～17年7月20日）の当研究所予想

続く、17/7期の連結業績について当研究所は、売上高を13,400百万円→12,000百万円（16/7期比4%増）、営業利益を880百万円→600百万円（同9%増）に見直した。

13年に閣議決定された第2期教育振興基本法に基づく「教育のIT化に向けた環境整備4カ年計画」の最終年度（17年度）が迫ってきていることから、17/7期においては、学校市場で需要が顕在化してくる可能性があるほか、法人のPC入れ替えサイクルは一般的に3年と言われており、16年の国内PC出荷台数も法人市場で一旦下げ止まる予想もあることから、16/7期比で減収減益になるとはみていない。14/7期の業績を押し上げた荒川区向けのような、機器販売や好採算の役務サービスなどを伴う案件の獲得次第では、上乘せも可能とみる。しかし、学校向けは入札結果によるなど不確定要因も多く、民間向けも、足元で取り組みを強化している新サービスの貢献が未知数であることから、今回の予想では、その多くを織り込まなかった。

当研究所の予想では、16/7期は減収減益となり、17/7期も小幅増収にとどまり、営業増益額も限定的になる見通しだが、各事業に根本的な問題がある訳でなく、市場の回復待ちといった様相が強い。

しかし、現在の需要の谷を抜けた先にある事業環境は、従来とは異なっている可能性がある。少なくとも数年後を見据えた場合、学校を含めた顧客のシステム環境の主力は、従来のようなPCと有線LANで構成された世界ではなくなっているだろう。そうするとタブレットをはじめとした端末は壊れたら交換するものとなり修理のニーズは減少、無線接続になれば大掛かりなネットワーク構築の需要も期待し難く、これまで同社の収益を牽引してきた、修理やネットワーク構築での大きな伸びは期待し難い。

むしろ、今後、システム関連で期待できるのは、端末・サーバー・ネットワークの仮想化などを含めた、システム全体のクラウド化であり、端末の購入から設定・設置やヘルプデスクの運営、システムの更新までをトータルで提供し、顧客はそれを月額支払いなどフローの費用で利用できるような、システムに関わるBPO（業務外注化）的ニーズだろう。

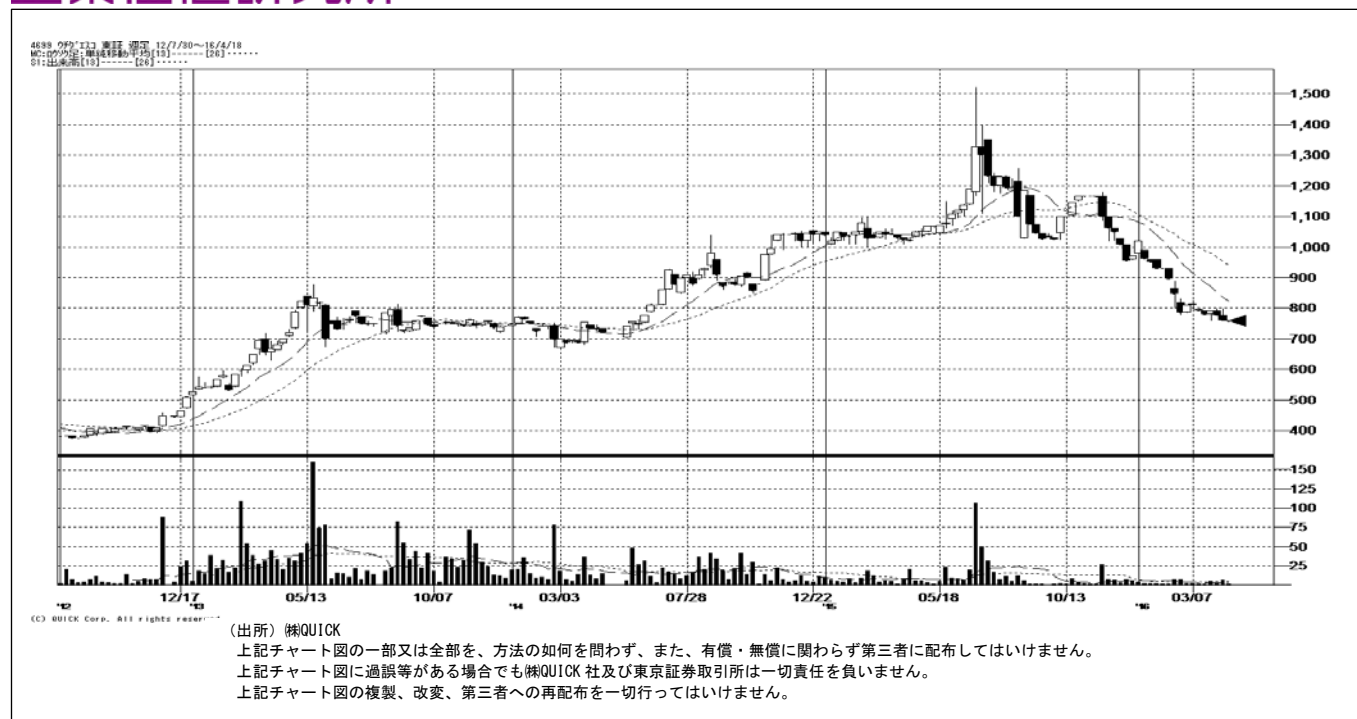
その点、全国の30を超える拠点を持ち、SE（システムエンジニア）やCE（カスタマーエンジニア）など多くの技術者を擁する同社は、現在のリソース（経営資源）を活用することで、それら需要に対応することが可能だ。仮想化などでの実績などもあり、リース会社などと組み、直販で提供できれば、収益へのインパクトも大きいとみる。

会社側も、それらニーズの変化に対応するため、システムの導入・保守を

## 業 績

軸にした現状のサービスと入れ替えや、本格的に直販も出来る体制への転換を本格化しはじめた。需要回復待ちの間に、どこまで、サービスや体制の組み替えが出来るかが、中期的な成長に向けたポイントになりそうだ。





			2013/07	2014/07	2015/07	2016/07 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	879	930	1,524	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	375	670	850	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	1,123	1,000	652	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	12,153	13,938	11,765	11,500
	営 業 利 益	百万円	747	834	707	550
	経 常 利 益	百万円	760	847	719	550
	当 期 純 利 益	百万円	448	539	412	300
	E P S	円	124.84	150.06	114.78	83.44
	R O E	%	13.9	14.8	10.3	7.02
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	6,970	9,273	7,608	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	1,665	1,761	1,845	-
	資 産 合 計	百万円	8,635	11,034	9,454	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	4,294	6,139	4,192	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	910	1,019	1,091	-
	負 債 合 計	百万円	5,205	7,159	5,283	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	3,426	3,893	4,194	-
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	838	765	739	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-79	-53	-155	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-105	-76	-95	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	3,475	4,110	4,599	-

## 事業に関するリスク

## ● 人材の確保および育成人材の確保および育成

最適で高度なサービスを持続的に提供していくためには、優秀な技術者の確保が不可欠。高い技術者の確保・育成ができなかった場合、また、技術者の採用コストや教育コストが増大した場合には業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

## ● 親会社への依存度

親会社である内田洋行は、同社の発行済株式総数の43.9%（うち間接所有9.5%。15年7月20日現在）を保有。15/7期の売上高に占める親会社の割合は34.9%となっており、依存度が高い。このため、親会社の販売競争力が低下した場合、業績や財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

## ● 情報セキュリティ

情報セキュリティ委員会を中核とした情報セキュリティマネジメント組織を設置し、顧客情報などの情報資産については、その機密性・完全性・可用性の保持を図るとともに、個人情報についてはプライバシーマーク制度を取得し、それに準拠した管理を行うことで情報セキュリティの確保に努めている。しかし、情報管理に係わる事故が発生した場合、市場での信用失墜や損害賠償の発生等、業績並びに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

## 業界に関するリスク

## ● 技術革新および市場の変化

情報サービス業界は、技術革新、市場の変化が激しいため、新技術の商品化・応用化を進め、市場に適応した新商品・サービスを開発していく必要がある。

## ● 商品・サービスの価格変動

同社が事業展開している市場は、厳しい競争にさらされており、価格が低下する傾向にあり、付加価値の高い新サービスの提供並びにコスト削減等により利益の確保に努めているが、競争の更なる激化による価格低下が業績並びに財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

## ディスクレーム

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QUICK（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。

## &lt;指標の説明について&gt;

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.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>