

ホリスティック企業レポート

そ う
SOU

9270 東証マザーズ

アップデート・レポート
2019年8月23日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20190820

SOU(9270 東証マザーズ)

発行日:2019/8/23

一般消費者から買取ったブランド品等を業者中心に販売するリユース会社 買取店舗の出店継続により、中期的に増収増益が続こう

> 要旨

アナリスト:大間知 淳
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

◆ 買取ったブランド品等を主に業者へ販売するリユース会社

- ・SOU(そう、以下、同社)は、バッグ等のブランド品、時計、宝飾品、貴金属、骨董・美術品を一般消費者から買取り、商品の種類や特性に応じて異なる販路で販売するリユース会社である。
- ・18/8 期の販路別売上高構成比は、業者向け自社オークションが 62.0%(うち、国内 56.2%、海外 5.8%)、自社オークション以外の経路での業者への卸販売である他社販路が 33.6%、小売が 4.4%である。

◆ 19年8月期第3四半期累計期間の決算は19%増収、5%営業増益

- ・19/8 期第3 四半期累計期間の決算は、19.3%増収、5.4%営業増益であった。好調な仕入高を背景に全販路で売上高は拡大した一方、円高の影響等から売上総利益率が低下したため、営業利益は伸び悩んだ。

◆ 19年8月期の会社計画は13%増収、17%営業増益を維持

- ・第3 四半期累計期間実績の通期計画に対する進捗率は、売上高が77.2%、営業利益が69.9%であったが、13.1%増収、17.2%営業増益を見込む19/8 期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、19/8 期第3 四半期累計期間の実績や、同社の施策を踏まえて19/8 期の業績予想を見直し、売上高は36,017 百万円→37,460 百万円(前期比 18.8%増)に、営業利益は2,281 百万円→2,157 百万円(同 14.9%増)に修正した。

◆ 買取店舗の出店継続により、中期的に増収増益が続こう

- ・買取店舗の出店継続によって仕入高が順調に拡大すると見込まれるほか、為替相場の安定を前提に売上総利益率の改善を想定し、当センターでは、20/8 期は10.9%、21/8 期は8.8%の営業増益を予想している。

【主要指標】

	2019/8/16
株価 (円)	3,710
発行済株式数 (株)	6,366,865
時価総額 (百万円)	23,621

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	17.3	16.6	15.4
PBR (倍)	3.9	3.5	3.0
配当利回り (%)	1.4	1.6	1.8

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-1.1	0.3	-40.2
対TOPIX (%)	4.3	2.1	-30.1

【株価チャート】



【9270 SOU 業種：卸売業】

決算期	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)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/8	22,685	3.2	1,030	83.1	1,139	153.6	570	8.4X	51.2	291.9	8.8
2018/8	31,529	39.0	1,876	82.2	1,806	58.5	1,242	117.7	107.1	477.4	25.8
2019/8 CE	35,650	13.1	2,200	17.2	2,130	17.9	1,450	16.7	119.4	-	未定
2019/8 E	37,460	18.8	2,157	14.9	2,131	18.0	1,420	14.3	111.7	532.2	30.0
2020/8 E	41,030	9.5	2,393	10.9	2,327	9.2	1,536	8.2	120.8	623.0	32.5
2021/8 E	44,430	8.3	2,604	8.8	2,539	9.1	1,682	9.5	132.3	722.8	35.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。17年11月25日付で1：5の株式分割を実施。19年8月30日付で1：2の株式分割を実施予定。1株当たり指標は遡って修正

アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

➤ 事業内容

◆ 買取ったブランド品等を主に業者へ販売するリユース会社

SOU(そう、以下、同社)は、バッグ等のブランド品、時計、宝飾品、貴金属、骨董・美術品を一般消費者から買取り、商品の種類や特性に応じて異なる販路で販売するリユース会社である。ブランド品、時計、宝飾品の販売については、主に自社グループが国内外で運営している業者向けオークションを用いている。貴金属や骨董・美術品については、自社オークション以外の経路での業者への卸販売が主体となっていたが、骨董・美術品に関しては業者向け自社オークションを18年8月に開始した。その他、一部のブランド品については一般消費者への小売販売も行っている。

◆ 取り扱う商品をブランド品等に絞っている

同社は、リユース市場の中でも自社の強みが活かせるブランド品等に絞って商品を仕入れ(買取)、販売している。18/8期の商品別売上高構成比は、時計38.7%、地金(貴金属)18.6%、宝飾品18.4%、バッグ10.6%、骨董品7.1%、アパレル・小物等その他6.6%となっている。

◆ 同社グループは同社と国内外の連結子会社2社で構成される

同社グループは、同社及び国内連結子会社の古美術八光堂、香港の連結子会社STAR BUYERS LIMITEDによって構成されている。同社は、ブランド品、時計、宝飾品、貴金属の買取と、販売(自社運営の国内業者向けオークションでの売却、その他の業者向け卸販売、一般消費者向け小売販売)を担当している。

古美術八光堂(17年2月に完全子会社化)は、骨董・美術品の買取と、業者への卸販売(他社が運営しているオークション等や自社運営の業者向けオークションでの売却)を行っている。

STAR BUYERS LIMITED(15年9月に完全子会社化)は、同社が日本で買取ったダイヤモンド等の宝飾品と時計の一部を、香港で自社運営するオークションや、他社が開催する時計・宝飾展にて業者への卸販売を行っている。

◆ 商品は3つの形態で仕入れている

同社グループは、リユース品を取扱商品とし、中でも、鑑定難易度が高く、販売時に5万円以上の単価を見込める高額品を主体に仕入れている。店頭買取、宅配買取、出張買取の3形態で買取を行っているが、店頭買取が中心となっている模様である。

店頭買取では、売却したい商品を一般消費者(個人)が店舗に持ち込むと、同社のバイヤー(コンシェルジュ、鑑定士とも呼ばれているが、バイヤーに統一)が鑑定・査定を実施し、その場で買取が行われる。

宅配買取では、売却したい商品を個人が店舗に宅配便で送ると、同社のバイヤーが鑑定・査定を実施し、買取金額をメールや電話等で連絡する。買取不成立の場合は商品を返送している。

出張買取では、持ち運びや配送が困難な商品を所有する個人の自宅で、バイヤーが鑑定・査定、買取を実施している。主に骨董専門のバイヤー約 40 名を擁する古美術八光堂が行っており、古美術八光堂では、遺品整理、生前整理等を通じた出張買取の割合が高いようである。

同社の従業員数は、18/8 期末時点で連結ベースが 421 名、単体ベースが 342 名である。単体従業員の業務別内訳は、バイヤー約 130 名を含む営業本部が約 160 名、商品管理やオークション運営スタッフ等を含む販売管理本部が約 70 名、カスタマーサポートや品質管理等を含む事業戦略本部が約 60 名、管理部門が約 50 名となっている。

◆ 商品仕入れは 3 つの業態の買取店舗を中心に行っている

店頭買取は、取扱商品と顧客属性に応じて、「なんぼや」、「BRAND CONCIER (ブランド コンシェル)」、「古美術八光堂」という 3 つの業態の買取店舗で行われており、大都市圏や駅前を中心に出店している。なんぼやは、ブランド品等を取り扱う買取店舗の旗艦ブランドであり、19/8 期第 3 四半期末時点で全国に 60 店舗を同社が展開している (図表 1)。

【 図表 1 】 買取店舗の地域別展開状況

(単位:店)

店舗/地域	関東	関西	中部	九州	北海道	中国	北陸	東北	合計
なんぼや	34	14	4	3	2	1	1	1	60
BRAND CONCIER	2	0	1	0	0	0	0	0	3
古美術八光堂	2	3	1	1	0	1	1	0	9
合計	38	17	6	4	2	2	2	1	72

(注) 19/8 期第 3 四半期末時点

(出所) SOU 決算説明資料、会社リリースより証券リサーチセンター作成

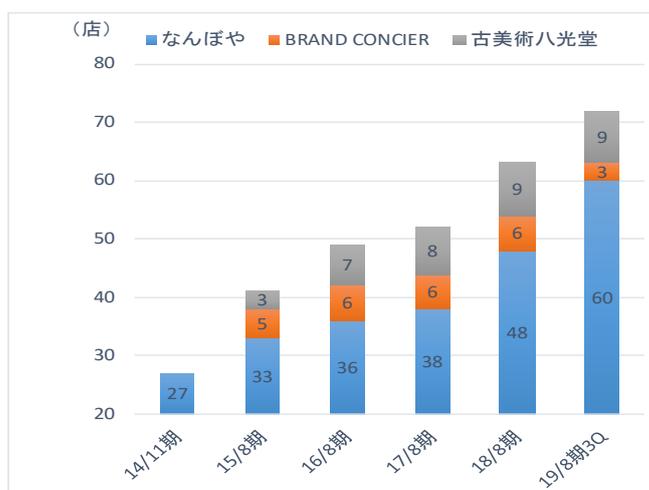
なんぼやでは、サロンのような入店しやすい店舗デザインと、利用者のブランド品との出会いと別れのストーリーを聞くという独自の接客スタイルで顧客満足度を高める取り組みに力を入れている。

BRAND CONCIER は、なんぼやの姉妹ブランドとして百貨店等のビル内に立地するブランド品等の買取店舗であり、同社が 19/8 期第 3 四半期末時点で東京都と静岡県に 3 店を出店している。BRAND CONCIER は、業界で初めて、電話やネットでの予約を可能にした買取専門店であり、長い待ち時間を嫌う富裕層のニーズに応えた店舗になっている。

古美術八光堂は、連結子会社の古美術八光堂が運営する骨董品、古美術品、現代美術品に特化した買取専門店であり、19/8 期第 3 四半期末時点で全国に 9 店舗を展開している。

同社は、買取店舗の出店による仕入れの拡大を成長戦略の柱としている。07 年から 13/11 期までの出店は年 1~4 店であったが、14/11 期以降は、17/8 期を除いて、年 5 店以上の出店を継続している (図表 2)。

【 図表 2 】 買取店舗数の推移



(注) 各決算期末、15/8 期より決算期変更、古美術八光堂は 17 年 2 月に連結子会社化 (出所) SOU 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 業者向けオークションでの卸販売が主力販路

仕入れた商品は、同社及び連結子会社が運営する業者向けオークションへの出品を通じて主に売却される。他の販路としては、その他の国内外の卸販売形態 (国内他社が運営するオークションや、市場、海外での展示会での販売及び、相対取引等) と、同社が運営する小売店と EC サイトを通じた個人への小売販売が存在している。

18/8 期の販路別売上高構成比は、自社オークションが 62.0% (うち、国内 56.2%、海外 5.8%)、自社オークション以外の経路を通じた業者への卸販売である他社販路が 33.6%、小売が 4.4%である (図表 3)。

同社は、東京都港区の本社内にあるオークション会場において、商品を分けて「STAR BUYERS AUCTION」を毎月 4 日間開催していた。具体的には、毎月 11 日はアパレル・小物、12 日は時計、13 日はブランドジュエリー、14 日はバッグを対象としている。仕入れ量の増加に伴い、会場方式だけでは物理的に販売しきれなくなったため、18

年9月から毎月23日を、全商品ジャンルを対象としたオンライン入札によるオークションの開催日と定め、運営を開始した。

【図表3】販路別売上高の推移 (単位:百万円)

品目別	17/8期 売上高	18/8期		
		売上高	構成比	増減率
自社オークション	14,502	19,557	62.0%	34.9%
うち国内	13,792	17,732	56.2%	28.6%
うち海外	710	1,824	5.8%	156.9%
他社販路	7,292	10,589	33.6%	45.2%
小売	890	1,382	4.4%	55.3%
合計	22,685	31,529	100.0%	39.0%

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

18/8期は月間平均で約16,000点の商品が出品され、15,000点以上が落札された(落札率は約95%)。

STAR BUYERS LIMITEDは、ダイヤモンドとメレダイヤ(0.1カラット以下の小さなダイヤモンド)を対象としたオークションを17年3月から香港で運営しており、17/8期2回、18/8期4回の開催実績がある。18/8期においては、試験的に時計のオークションを2回開催した。

なお、骨董・美術品については、古美術八光堂が18年8月に「THE EIGHT AUCTION(以下、エイトオークション)」の運営を開始した。偶数月の8日は骨董品、9日は茶道具、奇数月の8日は絵画、9日は書画を対象としている。

オークション売上高と落札率の推移は図表4の通りである。

【図表4】オークション売上高と落札率の推移 (単位:百万円)

	15/8期	16/8期	17/8期	18/8期		
	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比	増減率
自社オークション	11,100	15,500	14,502	19,557	100.0%	34.9%
うち国内	11,100	15,500	13,792	17,732	90.7%	28.6%
うち海外	-	-	710	1,824	9.3%	156.9%
落札率	98.6%	95.1%	95.6%	94.7%		

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 国内他社市場での骨董・美術品の卸販売は縮小へ

主に古美術八光堂で仕入れた骨董・美術品は、商品特性やSTAR BUYERS AUCTIONの顧客属性を考慮し、他社が運営する骨董・美術品のオークションや市場で卸販売されていた。エイトオークションの開始に伴い、19/8期以降については、国内他社市場での卸販売は縮小に向かうと推測される。

◆ 海外では展示場参加等による卸販売も行っている

同社で仕入れた時計や宝飾品の一部は、STAR BUYERS LIMITED を通じて、主に香港で開催される時計・宝飾展にて卸販売される場合もある。18/8 期の海外売上高 3,191 百万円のうち、自社オークションでの売上高 1,824 百万円を除いた 1,367 百万円が展示会参加等による卸販売であると推測される。

◆ 貴金属・地金は主として専門業者に相対で卸販売している

金やプラチナ等の貴金属・地金は、これらを専門に扱う業者に相対で卸販売されており、特定の業者と継続的に取引している。具体的には、貴金属、宝飾品、ブランド時計の総合商社であるネットジャパン（東京都台東区）に対する売上高が、16/8 期以降、継続して総売上高の 10%を上回っており、同社の最大手顧客となっている（図表 5）。

【 図表 5 】 相手先別の売上高の推移 (単位：百万円)

相手先	16/8期		17/8期		18/8期	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
ネットジャパン	3,126	14.2%	2,978	13.1%	3,759	11.9%

(注) 割合は総売上高に対する比率
 (出所) SOU 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ バッグ等のブランド品は店舗・EC による小売販売も行っている

バッグや時計、宝飾品等のブランド品の一部は、国内の一般消費者や訪日外国人をターゲットにして、店舗や EC サイトにて小売販売も行っている。

16 年 10 月に東京・銀座に旗艦店を開設した「ALLU (アリュウ)」は、ヴィンテージ品、アンティーク品を中心にラインナップしており、平均販売単価は約 37 万円と高額である。18 年 9 月には、大阪の心斎橋に 2 号店をオープンした。ALLU での購入者の割合を国籍別にみると、中国が 61%、日本が 19%、東南アジアが 8%、その他が 12%となっている。

EC サイトでは、国内チャネルとして、自社サイトの ALLU と「usus (ウズウズ)」を運営するほか、他社サービスのヤフオク！とヤフー！ショッピングに出店している。海外チャネルとしては、インアゴーラ（東京都港区）が運営する中国向け越境ショッピングアプリ「ワンドウ」に出店している。

◆ 資産管理アプリの運営によって潜在利用者の開拓を狙っている

同社は資産管理アプリ「miney (マイニー)」を 17 年 10 月から運営している。miney は同社店舗の利用者でなくても使える無料アプリであ

り、スマートフォンにアプリをダウンロードした後、ブランド品の写真を撮影し、商品情報を登録すると、その商品の参考査定額がすぐわかるサービスである。登録した商品の価格推移や、総金額を確認したり、アプリ上で宅配買取を依頼したりできる機能等を有している。

同社はこれまで積極的な広告宣伝を行っていないが、19/8 期第 3 四半期末時点で、アプリのユーザー数は 46,200 人、登録資産総額は約 73 億円に達している。miney は、同社の店舗を利用したことがない他社店舗の利用者や、まだブランド品の買取サービスを利用したことがない潜在利用者を獲得するための有力なツールとして位置付けられている。

> ビジネスモデル

◆ **ブランド品リユースでは珍しい C to B to B 型のビジネスモデル**
ブランド品等のリユース事業は、自社生産や安定的な仕入先からの調達に基づいていないことや、販売先も一部を除けば継続的な取引関係にはないことから、フロー型のビジネスであると位置づけられる。

ブランド品等のリユース事業を展開するにあたり、同社グループは、ほとんどの商品を一般消費者から仕入れて (C to B)、一部の商品を除いて、オークションやその他の販売手法で業者に卸販売する (B to B) ビジネスを展開している。C to B to B 型のビジネスモデルは、オークションや輸出を活用する中古車事業者には良く見られる形態であるが、ブランド品リユース事業者では珍しい形態である。

◆ **独自のビジネスモデルが高い資産効率を支えている**

ブランド品のリユース市場においては、メーカーによる新モデルの発売や、経年劣化に伴う品質の低下等により、一旦市場に出回った商品の価値 (中古品価格) は時間の経過と共に下落する傾向にある。仕入れたリユース品をなるべく高く一般消費者に売ろうとすると、在庫期間が長期化して、値下げ販売に追い込まれたり、評価損の計上を余儀なくされたりする場合がある。

同社は、売れる商品为目标とする利幅を確保できる水準で買取り、毎月開催する業者向けオークションを主力販路として短期で売り切るという独自のビジネスモデルを構築している。結果、18/8 期の棚卸資産回転期間 (期中平均棚卸資産÷1 日当たり売上原価) は 63.9 日、総資産回転期間 (期中平均総資産÷1 日当たり売上高) は 129.4 日と、小売販売を中心とする同業他社の多くよりも高い資産効率を誇っている。

◆ 自社システムと3つの力を強みとしている

同社は、仕入れ商品に関する査定、買取、検品・出品、販売の各時点で取得したデータを蓄積した自社システムである「SOU Brain」を活用して培った、「売り手集客力」、「仕入力（買取力）」、「販売力」という3つの力を強みとしている。

(1) 売り手集客力

同社が全国に展開する買取店舗では、その利用者（18/8期で3業態合計で約22万人）の90%はWEBを通して集客している。同社は、インターネットの広告手法を駆使して、ブランド品の買取先を探している利用者の自宅から近い自社店舗に誘導するノウハウに長けており、売上高広告宣伝費率は2.4%と低水準に抑制できている。

来店前に大まかな買取査定価格を提示する「LINEで査定」というスマートフォンアプリを通じたサービスも効果を上げている。サービスの新規ユーザーの約2割（総来店者数の約1割）が実際、買取店舗に来店しており、同社にとっては低コストの集客手段となっている。

(2) 仕入力（買取力）

同社は、バッグや時計等の中でも価格が低いノンブランド品を買取対象から除外している。高額ブランド品等、鑑定難易度が高いものを中心に買取することで、低価格品が多いフリマアプリやインターネットオークションとは市場の棲み分けが出来ているようである。詳細なデータベースと本部からのサポートを受けて、店舗のバイヤーが精度の高いプライシング（査定価格の提示）を行っている。18/8期の取扱商品の平均単価は約5万円、買入点数は約50万点となっている。

(3) 販売力

適切な価格で仕入れた商品を、毎月開催する自社オークションという安定的かつ強力な販路を中心に販売することにより、棚卸資産回転期間は約2カ月という業界では異例の短さを実現している。

商品の買い手が業者であるため、通常の経済環境下においては、一定の需要が安定的に存在していることや、多様な商材を大量に販売することで、適正市場価格の把握が可能となっていることが販売の安定性に繋がっている。

◆ 売上原価は変動費、販管費はほぼ固定費と推測される

同社の売上原価は、買取った商品の仕入れコスト（変動費）によって構成されており、18/8期の原価率は72.8%となっている。業者への販売が中心であるため、小売マージンをほとんど獲得出来ないものの、卸売業として見れば高い売上総利益率を確保している。

一方、販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、給与及び賞与や、地代家賃、広告宣伝費等の固定費が主体となっている。従業員一人当たりの売上高を高めることで、販管費率の抑制、改善に努めている。また、売上高広告宣伝費率については 2～3%の水準でコントロールする方針を採っている。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ WEBを効果的に利用することで低コストで高水準の集客に成功している ・ 充実した全国の買取拠点ネットワーク ・ 鑑定難易度が高い高額品を中心とした取り扱い ・ 国内外でのオークション運営によって蓄積されたブランド品等の販売データベース ・ 業者向けの自社オークションによる販売等によって確立した高い資産効率（資産利益率）
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ リユース業態の特徴として、仕入量の調整が難しいこと ・ 多店舗化を推進する中、店舗の有形固定資産に係る減損損失を過去数期にわたって計上していること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 香港でのオークション開催回数の拡大と、香港以外での海外販路の構築 ・ 国内での買取拠点の拡大 ・ 古美術八光堂による自社オークションの開催増加に伴う将来的な利益率上昇 ・ mineyの普及に伴って買取店舗に来店する利用者が急激に増加すること
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 為替相場や貴金属・地金相場の急激な変動によって在庫に評価損が発生したり、販売量が急減したりする可能性があること ・ 少子高齢化や流行の変化等によって、ブランド品や貴金属・宝飾品等に対する需要が減少（変動）すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は同業他社への商材供給モデルにある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同業他社への商材供給に対応するために同社が行っている取り組みと関係している（図表 7）。

同業他社の多くが、個人を中心とした仕入先から店舗や宅配で買取った商品を店舗やWEBサイトを通じて個人に販売する C to B to C モデルを採っているのに対し、同社は、主として、個人から店舗で買取った商品を、自社で運営するオークションを通じて事業者に販売する C to B to B モデルを採用している。

ブランドバッグや時計は、メーカーによる新製品の投入に伴い、旧製品の価格が下落する傾向にある。結果、ブランドバッグや時計を一般消費者に販売する場合、在庫期間が長期化すると、評価損を計上したり、想定よりも売上総利益率が悪化したりするリスクが生じる。一方、同社は、毎月のオークションで蓄積された販売価格データを基に一般消費者から買取り、オークションや卸販売等を通じて短期間で売却しているため、棚卸資産回転期間が短くなり、資産効率や資産収益率を高水準で維持出来ている。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・オークションを中心に海外での販売を強化している	・海外売上高比率	10.1%	
		・貴金属や地金は特定の業者を中心に卸販売を行っている	・最大顧客であるネットジャパンに対する売上高構成比	11.9%	
	ブランド	・ブランド品買取専門店「なんぼや」及びブランド品オークション「STAR BUYERS AUCTION」の存在は個人の利用者や事業者に浸透してきたものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・「なんぼや (IBNANBOYA)」の出店開始からの経過年数	11年	
			・「なんぼや」の店舗数	48店	
			・「STAR BUYERS AUCTION」の運営開始からの経過年数	5年	
	事業パートナー	・なんぼや/BRAND CONCIER及び古美術八光堂の利用者は着実に増加している ・15年3月からLINEのビジネスコネクタを利用した「LINEで査定」サービスを提供している	・上場からの経過年数	1.5年 (19年8月時点)	
			・なんぼや/BRAND CONCIERの利用者数	208,676人	
			・古美術八光堂の利用者数	9,420人	
			・月間査定件数	約8,500件 (18年8月)	
組織資本	プロセス	・WEB経由で来店した一般消費者から買取ったブランド品等を主としてオークション等を通じて事業者へ販売している	・WEB集客比率	90%	
		・鑑定難易度が高い高額品を中心に買取りを行っている	・事業者向け売上高比率	95.6%	
		・目標とする利幅を確保できる価格で商品を買取り、自社オークションを主力販路として短期で売り切ること、高い資産効率を確保している	・平均買取単価	約5万円	
		知的財産 ノウハウ	・WEB集客で培われたノウハウを基に低コストでの集客を実現している	・棚卸資産回転日数 (期中平均棚卸資産÷1日当たり売上原価)	63.9日
			・資産管理アプリ「miney」のユーザー数、登録資産額は急拡大している	・総資産回転日数 (期中平均総資産÷1日当たり売上高)	129.4日
	人的資本	経営陣	・国内外でのオークション運営により、膨大な販売データベースとノウハウが蓄積されている	・売上高広告宣伝費率	2.4%
			・グループ全体のオークション落札率	94.7%	
		従業員	・社長は04年から業界に身を置いており、同社設立以降社長を務めている	・社長の在任年数	7.5年 (19年8月時点)
			・社長による高い経営へのコミットメント	・社長、社長の資産管理会社の保有株数	4,087,100株(67.3%)
			・インセンティブ制度	・ストックオプション	660,375株 (10.9%)
・鑑定士 (バイヤー) の採用と育成に注力している。	・連結従業員に占める鑑定士 (バイヤー) の人数	約170人			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、18/8 期または 18/8 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックの株数は同社及び同社子会社の取締役、監査役の保有分を含む、
(出所) SOU有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

よって、こうした同業他社への商材供給モデルが、高い資産効率や差別化に繋がり、ひいては、同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター (以下、当センター) は考えている。

> 決算概要

◆ 19年8月期上期は23.2%増収、3.3%営業減益

19/8 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) の決算は、売上高 18,956 百万円 (前年同期比 23.2%増)、営業利益 1,152 百万円 (同 3.3%減)、経常利益 1,149 百万円 (同 2.1%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 770 百万円 (同 11.2%減) であった (図表 8)。

◆ 仕入高の拡大を背景に売上高は全ての販路で増加した

販路別売上高については、自社オークションの国内は、エイトオークション (18 年 8 月開始) と STAR BUYERS AUCTION のオンライン入札オークション (18 年 9 月開始) の貢献に加え、出品点数の増加に伴う STAR BUYERS AUCTION のリアルオークションの拡大により、前年同期比 32.4%増加した。一方、海外は、オークションの開催回数が前年同期の 3 回 (ダイヤモンド 3 回) から 5 回 (ダイヤモンド 3 回、時計 2 回) に増えたため、同 33.7%増加した。

【 図表 8 】 19 年 8 月期第 3 四半期累計期間の業績

(単位:百万円)

	販路別	18/8期			19/8期						
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	1-3Q	増減率
売上高		15,390	16,138	31,529	8,961	9,995	18,956	23.2%	8,581	27,538	19.3%
	自社オークション	9,178	10,379	19,557	6,099	6,071	12,171	32.6%	5,188	17,360	26.7%
	うち国内	8,001	9,731	17,732	5,143	5,454	10,597	32.4%	5,188	15,785	26.0%
	うち海外	1,177	647	1,824	956	618	1,574	33.7%	0	1,574	33.7%
	他社販路	5,538	5,051	10,589	2,476	3,540	6,016	8.6%	2,897	8,914	6.8%
	小売	673	709	1,382	384	384	768	14.2%	495	1,264	22.2%
売上総利益		4,401	4,168	8,570	2,441	2,375	4,817	9.4%	2,256	7,074	10.0%
	売上総利益率	28.6%	25.8%	27.2%	27.2%	23.8%	25.4%	-	26.3%	25.7%	-
販売費及び一般管理費		3,210	3,482	6,693	1,821	1,843	3,665	14.2%	1,871	5,537	11.3%
	販管費率	20.9%	21.6%	21.2%	20.3%	18.4%	19.3%	-	21.8%	20.1%	-
営業利益		1,191	685	1,876	620	532	1,152	-3.3%	384	1,537	5.4%
	営業利益率	7.7%	4.2%	6.0%	6.9%	5.3%	6.1%	-	4.5%	5.6%	-
経常利益		1,174	631	1,806	627	522	1,149	-2.1%	387	1,537	10.1%
	経常利益率	7.6%	3.9%	5.7%	7.0%	5.2%	6.1%	-	4.5%	5.6%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		867	375	1,242	422	348	770	-11.2%	245	1,015	6.0%
国内売上高		13,467	14,871	28,337	7,578	8,900	16,478	22.4%	8,161	24,639	18.6%
海外売上高		1,922	1,269	3,191	1,383	1,095	2,478	28.9%	420	2,899	25.8%
海外売上高比率		12.5%	7.9%	10.1%	15.4%	11.0%	13.1%	-	4.9%	10.5%	-

(出所) SOU決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、オンライン入札オークションの落札率がまだ低い状態であるため、全体の落札比率は、前上期の97.3%から89.1%に低下した(うち、リアルオークションの落札比率は97.3%から94.7%に低下した)。

他社販路は、古美術八光堂の売上高が自社オークションにシフトした影響はあったものの、仕入高の急拡大に伴い(18/8期上期11,517百万円→19/8期上期13,381百万円)、本来は自社オークションで売却している時計やバッグ等の商品のうち、オークションのキャパシティーを超えた分について業者に相対で売却する取引が拡大したため、前年同期比8.6%増加した。

小売は、関西国際空港近接の複合商業施設内にあった「ZIPANG(ジパング)」を19年1月に閉店した影響や、中国での電子商取引法の施行(19年1月)に伴い、中国人に人気がある商品を帰国後に転売する「代購」と呼ばれる需要が落ち込んだ影響を、ALLU心斎橋店の出店(18年9月)や、EC新ブランド「usus(ウズウズ)」のオープン(19年1月)等でカバーし、前年同期比14.2%増加した。

海外売上高は、自社オークションの拡大(前年同期比397百万円増)に加え、他社販路(他社が開催する展示会等による卸販売)も同159百万円増加したことから、全体で同556百万円増加した。結果、海外売上高比率は前年同期の12.5%から13.1%に上昇した。

取扱商品別売上高については、買取の注力分野である時計（前年同期比 26.2%増、19/8 期上期売上高比率 36.8%）と宝飾品（同 23.9%増、20.0%）が増加した他、バッグ（同 63.9%増、12.8%）が大幅増となった。一方、地金（同 3.3%増、16.4%）と骨董品（同 1.1%減、6.2%）は伸び悩んだ。

◆ 売上総利益率の悪化が販管費率の改善を上回った

時計の香港オークションやエイトオークションの開始に伴う影響に加え、18 年 12 月から 19 年 1 月に掛けての円高により、円安時に仕入れた商品の販売価格が想定よりも低下したことから、売上総利益率は前年同期の 28.6%から 25.4%（第 1 四半期 27.2%→第 2 四半期 23.8%）に低下した。

一方、販管費率は前年同期の 20.9%から 19.3%に改善した。販管費の項目別では、人件費が前年同期比 2.1 億円、地代家賃が同 0.9 億円増加したが、販管費全体では、売上高の伸びを下回った。結果、売上総利益率の悪化が販管費率の改善を上回ったため、営業利益率は前年同期の 7.7%から 6.1%に低下した。

買取専門店の出退店については、契約満了に伴い、古美術八光堂銀座店及び BRAND CONCIER3 店舗（難波店、大宮店、池袋店）を閉店した（うち、難波店はなんぼや NAMBA なんなん店にブランド変更の上、18 年 9 月に移転した）。一方、なんぼやについては、18 年 11 月にマルイシティ横浜店とマルイファミリー溝口店を、19 年 1 月に阪神梅田駅前店を開店した。結果、19/8 期上期末の買取店舗数は、18/8 期末から横ばいの 63 店となった。

◆ 有利子負債の増加によって自己資本比率は低下した

19/8 期上期末の総資産は、前期末の 12,258 百万円から 14,800 百万円へと増加した。一時的に積み増していた在庫を通常水準に戻したため、商品が前期末比 747 百万円減少した一方、業容拡大に備えて手元流動性を潤沢にしたことで、現金及び預金が同 2,044 百万円増加したことや、19 年 2 月末に実施した海外オークションに伴い、売掛金が同 1,088 百万円増加したこと等が要因である。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 1,818 百万円増加したこと等を受けて、負債合計は同 2,084 百万円増加した。一方、利益蓄積等により自己資本は同 458 百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の 47.3%から 42.3%に低下した。

◆ 19年8月期第3四半期累計期間は19.3%増収、5.4%営業増益

19/8期第3四半期累計期間の決算は、売上高27,538百万円(前年同期比19.3%増)、営業利益1,537百万円(同5.4%増)、経常利益1,537百万円(同10.1%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益1,015百万円(同6.0%増)であった。好調な仕入高を背景に全販路で売上高は拡大した一方、上期に生じた円高等により売上総利益率が低下したため、営業利益は伸び悩んだ。

> 業績見通し

◆ SOUの19年8月期予想

19/8期について同社は、売上高35,650百万円(前期比13.1%増)、営業利益2,200百万円(同17.2%増)、経常利益2,130百万円(同17.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,450百万円(同16.7%増)を見込む期初計画を据え置いた(図表9)。

【図表9】SOUの過去の業績と19年8月期の計画 (単位:百万円)

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	
	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	21,980	22,685	31,529	35,650	13.1%
売上総利益	5,632	6,667	8,570	9,600	12.0%
売上総利益率	25.6%	29.4%	27.2%	26.9%	-
販売費及び一般管理費	5,070	5,637	6,693	7,400	10.6%
販管費率	23.1%	24.9%	21.2%	20.8%	-
営業利益	562	1,030	1,876	2,200	17.2%
営業利益率	2.6%	4.5%	6.0%	6.2%	-
経常利益	449	1,139	1,806	2,130	17.9%
経常利益率	2.0%	5.0%	5.7%	6.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	67	570	1,242	1,450	16.7%

(出所) SOUホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高は、18/8期に出店した買取店舗による仕入れの増加を背景に前期比4,120百万円の増収を計画している。販路別では、国内のSTAR BUYERS AUCTIONにおけるオンライン入札オークションの開始(18年9月)や、古美術八光堂によるエイトオークションの開始(18年8月)、ALLU心斎橋店の出店(18年9月)、香港でのオークションの開催増加による貢献を見込んでいる。

なお、第3四半期決算発表時に、香港でのオークションの開催計画については、期初計画の10回(ダイヤモンド4回、時計6回)から7回(ダイヤモンド4回、時計2回、ジュエリー1回)に変更された。時計のオークション回数の減少は国内販売への切り替えに伴うものであり、ジュエリーのオークションは試験的なものであることから、売上高の計画に変更はない。

香港での時計オークションやエイトオークションが軌道に乗るまでの準備期間であることを勘案し、売上総利益率は前期の 27.2%から 26.9%に低下すると計画している。

販管費は出店による人件費や地代家賃等の増加を中心に前期比 706 百万円の増加を見込んでいる。増収率に比べ、販管費の伸びが低くなると想定し、販管費率は 18/8 期の 21.2%から 20.8%に低下すると予想している。

なお、19/8 期下期において、6 月末時点で既に 12 店が開店している (図表 10)。このうち新宿と藤沢の 2 店は、退店する店舗を代替するものである。結果、同社が 19/8 期末の目標としている 70 店舗超には既に到達している。

【 図表 10 】 19 年 8 月期下期の出退店状況

出店時期	店舗名	業態	出退店	出店時期	店舗名	業態	出退店
2019年3月	錦糸町店	なんぼや	出店	2019年4月	大丸梅田店	古美術八光堂	出店
2019年3月	調布パレコ店	なんぼや	出店	2019年4月	新宿西口店	なんぼや	出店
2019年3月	新橋店	なんぼや	出店	2019年6月	エディオン広島本店西館店	なんぼや	出店
2019年3月	府中ル・シーニユ店	なんぼや	出店	2019年6月	松坂屋上野店	BRAND CONCIER	出店
2019年3月	浦和CORSO店	なんぼや	出店	2019年6月	アトレ松戸店	なんぼや	出店
2019年3月	藤沢ODAKYU湘南GATE店	なんぼや	出店	2019年6月	新宿南口店	なんぼや	退店
2019年4月	東急プラザ赤坂店	なんぼや	出店	2019年8月 (予定)	藤沢OPA店	なんぼや	退店

(注) 19 年 7 月末現在

(出所) SOU決算説明会資料、ニュースリリースより証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの 19 年 8 月期予想

当センターは、19/8 期第 3 四半期累計期間の実績や同社の施策を踏まえて 19/8 期予想を見直した結果、売上高を 36,017 万円→37,460 百万円、営業利益を 2,281 百万円→2,157 百万円、経常利益を 2,229 百万円→2,131 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 1,378 百万円→1,420 百万円に修正した。前期比では 14.2%増収、21.5%営業増益から、18.8%増収、14.9%営業増益へと修正した (図表 11)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

販路別売上高については、自社オークションの国内は 22,000 百万円→21,700 百万円 (前期比 22.4%増)、自社オークションの海外は 3,000 百万円→2,175 百万円 (同 19.2%増)、他社販路は 9,417 百万円→11,840 百万円 (同 11.8%増)、小売は 1,600 百万円→1,745 百万円 (同 26.3%増) に修正した。

【 図表 11 】中期業績予想

(単位:百万円)

	18/8期	19/8期CE	旧19/8期E	19/8期E	旧20/8期E	20/8期E	旧21/8期E	21/8期E
売上高	31,529	35,650	36,017	37,460	39,350	41,030	42,800	44,430
前期比	39.0%	13.1%	14.2%	18.8%	9.3%	9.5%	8.8%	8.3%
自社オークション	19,557	-	25,000	23,875	27,600	26,580	30,200	29,330
うち国内	17,732	-	22,000	21,700	24,000	23,700	26,000	25,700
うち海外	1,824	-	3,000	2,175	3,600	2,880	4,200	3,630
他社販路	10,589	-	9,417	11,840	10,000	12,500	10,700	13,000
小売	1,382	-	1,600	1,745	1,750	1,950	1,900	2,100
売上総利益	8,570	9,600	9,677	9,602	10,597	10,610	11,617	11,630
売上総利益率	27.2%	26.9%	26.9%	25.6%	26.9%	25.9%	27.1%	26.2%
販売費及び一般管理費	6,693	7,400	7,396	7,445	8,060	8,217	8,696	9,026
販管費率	21.2%	20.8%	20.5%	19.9%	20.5%	20.0%	20.3%	20.3%
営業利益	1,876	2,200	2,281	2,157	2,537	2,393	2,921	2,604
前期比	82.2%	17.2%	21.5%	14.9%	11.2%	10.9%	15.1%	8.8%
営業利益率	6.0%	6.2%	6.3%	5.8%	6.4%	5.8%	6.8%	5.9%
経常利益	1,806	2,130	2,229	2,131	2,487	2,327	2,872	2,539
前期比	58.5%	17.9%	23.4%	18.0%	11.6%	9.2%	15.5%	9.1%
経常利益率	5.7%	6.0%	6.2%	5.7%	6.3%	5.7%	6.7%	5.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,242	1,450	1,378	1,420	1,516	1,536	1,769	1,682
前期比	117.7%	16.7%	10.9%	14.3%	10.0%	8.2%	16.7%	9.5%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) SOU決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

自社オークションの国内については、仕入れは好調であるものの、19/8期第3四半期の売上高が想定を下回っていたことを考慮し、300百万円減額した。自社オークションの海外については、オークションの開催回数が前回予想を下回る見通しとなったため、825百万円減額した。

他社販路については2,423百万円増額した。19/8期上期において、本来は自社オークションで売却する商品に関し、仕入高の急増に伴って業者に相対で売却した取引が拡大していたことを受けて、下期においても同様な取引が膨らむと想定したためである。小売については、19/8期第3四半期の売上高が想定を大幅に上回ったことを受けて、145百万円増額した。

売上総利益率については、円高に伴う19/8期第2四半期の採算悪化が想定以上であったことから、前回予想の26.9%から25.6%へと引き下げた。なお、為替相場は中期的に現状水準で横ばいと想定した。

販管費は、19/8期第3四半期累計期間の実績が想定をやや上回っていたため、前回予想から49百万円増額した。

親会社株主に帰属する当期純利益については、従来想定していたほ

どには法人税等の負担率が前期比で上昇しないと判断したため、42百万円増額した。

なお、同社は19年7月から香港での買取を開始した。香港での買取が増加すると、売上高の拡大だけではなく、輸送費や関税コストの削減による利益率の改善も見込めるものの、現地での買取が軌道に乗るのかを見極める必要があるため、当センターの今回の予想にはその効果を織り込んでいない。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは19/8期第3四半期累計実績や同社の施策を踏まえ、20/8期以降についても前回予想を見直した。

20/8期予想については、売上高を1,680百万円増額する一方、営業利益を144百万円減額した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

販路別売上高では、自社オークションの国内は24,000百万円→23,700百万円(前期比9.2%増)、自社オークションの海外は3,600百万円→2,880百万円(同32.4%増)、他社販路は10,000百万円→12,500百万円(同5.6%増)、小売は1,750百万円→1,950百万円(同11.7%増)に修正した。

自社オークションの国内については、19/8期予想を引き下げたことを踏まえ、300百万円減額した。自社オークションの海外については、オークションの開催回数的前提を引き下げたことから、720百万円減額した。

他社販路については、従来想定していたほど、自社オークションでの販売に移行しないと考え、2,500百万円増額した。小売りにについては、ECサイトを通じた販売が拡大すると考え、200百万円増額した。

売上総利益率は、円高の影響だけではなく、同社が取り組んでいる新サービス(エイトオークションや香港での時計オークション)の展開や、利益率が相対的に低い時計等の高額品の買取強化の継続も考慮して、前回予想の26.9%から25.9%へと引き下げた。

販管費は、19/8期第3四半期累計期間の実績が想定をやや上回っていたため、前回予想から157百万円増額した。

21/8 期については、売上高を 1,630 百万円増額する一方、営業利益を 317 百万円減額した。

販路別売上高では、自社オークションの国内は 26,000 百万円→25,700 百万円 (前期比 8.4%増)、自社オークションの海外は 4,200 百万円→3,630 百万円 (同 26.0%増)、他社販路は 10,700 百万円→13,000 百万円 (同 4.0%増)、小売は 1,900 百万円→2,100 百万円 (同 7.7%増) に修正した。各販路の予想を修正した理由は 20/8 期と同じである。

売上総利益率は、20/8 期と同様な理由により、前回予想の 27.1%から 26.2%へと引き下げた。販管費は、20/8 期と同様な理由により、前回予想から 330 百万円増額した。

配当に関して同社は、連結配当性向 25%以上を目処に株主への利益還元を実施する方針を掲げているが、19/8 期の一株当たり配当金については未定としている。当センターでは、19/8 期と 20/8 期については配当金の予想を据え置いたが、親会社株主に帰属する当期純利益の予想を減額した 21/8 期については、配当金の予想を 75 円から 70 円へと引き下げた。なお、同社は 8 月 30 日付で 1:2 の株式分割を実施すると公表した。

> 投資に際しての留意点

◆ 円高は継続的に進行しなければ大きな懸念要因ではなからう

当センターでは、前回発行したレポートで、1) リユース品の仕入れ量の調節が難しいこと、2) コピー商品の買取リスク、3) 盗品の買取リスク、4) 為替相場の変動等の外部環境の変化に伴う業績への影響を投資に際しての留意点として指摘した。

19/8 期上期の売上総利益率の低下は、第 1 四半期の円安時に仕入れた商品の販売価格が、第 2 四半期に進行した円高により、想定よりも下落したことが主な要因となったと当センターでは認識している。

同社の売上高の 9 割弱は国内向けであるものの、販売先である同業者の多くは外国人顧客に対する依存度が高いようであり、ブランド品や宝飾品等はドルベースの現地の中古品価格を意識して、同社からオークションや相対取引で購入している。結果として、短期で円高が進行すると、同社は売上総利益率が低下しやすい傾向にある。

一方、同社のビジネスモデルの特徴は、在庫回転期間が短いことにあるため、円高が継続的に進行しない限り、売上総利益率の低下が長期化するリスクは低いと当センターでは考えている。仮に、1 ドル 90 円台の円高になったとしても、その水準で安定するのなら、目標とす

る利幅を確保できる価格で商品を仕入れて、短期で販売することで適切な利益を確保するという同社のビジネスの根幹は揺らがないためである。

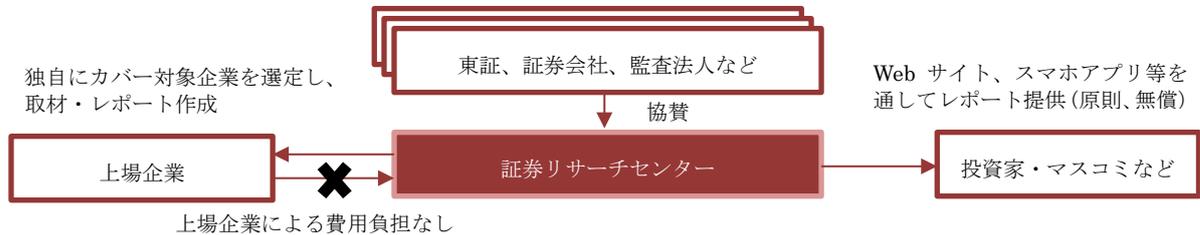
19年8月においても円高が進行しているため、20/8期第1四半期には円高による売上総利益率の悪化が懸念されるが、1ドル105円程度で落ち着けば過度な懸念は不要であると当センターでは考えている。

当センターでは、今回、円高の影響だけではなく、エイトオークション等の同社が取り組んでいる新サービスの展開や、利益率が相対的に低い時計等の高額品の買取強化の継続も考慮して、売上総利益率については、19/8期だけでなく、20/8期以降の見通しについても前回想定から引き下げた。一方、売上総利益率の水準としては、現状の為替相場水準の継続を前提として、円高の影響が薄れてくることや、新サービスの利益率が徐々に改善すると見込んでいることから、19/8期上期を底として、徐々に回復すると予想している。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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、最新のものではなくなる可能性があります。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。
- ・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・間接的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、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。