

ホリスティック企業レポート ファイズ

9325 東証一部

アップデート・レポート
2019年9月6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 20190903

ファイズ(9325 東証一部)

発行日: 2019/9/6

EC サイト運営企業に特化してワンストップの物流サービスを提供する企業 19年10月の持株会社化をはじめ中期的な成長基盤強化の動きに注目

> 要旨

◆ 会社概要

・ファイズ(以下、同社)は、顧客をECサイト運営企業に特化してワンストップで物流サービスを提供する企業である。物流プロセスの全体をカバーするが、物流拠点内のオペレーションサービスが中心である。

◆ 19年3月期決算

・19/3期決算は、売上高8,448百万円(前期比13.7%増)、営業利益187百万円(同60.1%減)となり、6期連続増収も、創業来初の減益になった。対期初会社計画の達成率は、売上高が93.8%、営業利益が36.1%に留まった。売上高の未達は、主力のオペレーションサービスでの伸び悩みとデリバリーサービスでの大型案件の終了後の新規顧客へのシフトが計画ほど進まなかったのが主な要因である。さらに、成長投資のための費用が増加して、減益幅が拡大した。

◆ 20年3月期業績予想

・20/3期連結業績について、同社は売上高11,000百万円(前期比30.2%増)、営業利益250百万円(同33.6%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/3期の業績を、売上高10,256百万円(同21.4%増)、営業利益234百万円(同25.3%増)と、会社計画より慎重な水準を予想した。需要増を背景としたオペレーションサービスと新規サービスの拡大も貢献するロジスティクスサービスが増収を牽引しよう。一方、人に関係する費用の増加を見込み、売上高営業利益率は前期より若干の上昇に留まるものとした。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、21/3期は29.0%、22/3期は23.6%の増収を予想する。増収効果による売上高販管費率の低下によって、売上高営業利益率は22/3期に3.6%まで上昇すると予想した。
・22/3期までの中期経営計画の公表とともに、19年10月からの持株会社体制への移行、合弁会社の設立等、体制の変更を含む動きが活発化しており、中期的な成長基盤の強化に向けたこれらの動向に注目したい。

【9325 ファイズ 業種: 倉庫・運輸関連業】

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)
2018/3	7,428	42.4	469	35.9	468	42.5	301	50.0	29.9	107.5	0.0
2019/3	8,448	13.7	187	-60.1	209	-55.3	133	-55.8	12.5	108.1	6.0
2020/3 CE	11,000	30.2	250	33.6	249	18.7	148	11.0	13.7	-	未定
2020/3 E	10,256	21.4	234	25.3	234	11.6	139	4.5	12.9	114.9	0.0
2021/3 E	13,234	29.0	420	79.1	419	79.1	249	79.1	23.0	138.0	0.0
2022/3 E	16,361	23.6	590	40.7	590	40.7	351	40.7	32.5	170.5	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2020/3期より連結での業績開示開始、2020/3期の前期比は2019/3期の単体業績との比較
18年10月1日付で1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

アップデート・レポート

2/22

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ず、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。

アナリスト: 藤野敬太
+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

【主要指標】

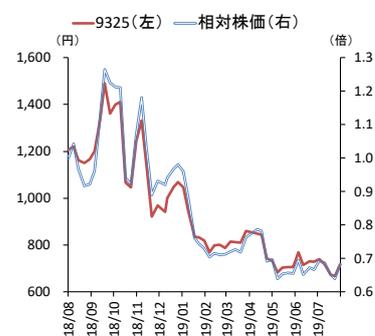
	2019/8/30
株価 (円)	717
発行済株式数 (株)	10,818,000
時価総額 (百万円)	7,757

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	57.4	55.6	31.2
PBR (倍)	6.6	6.2	5.2
配当利回り (%)	0.8	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-2.2	-2.0	-40.6
対TOPIX (%)	1.3	-2.0	-31.8

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2018/8/31

> 事業内容

◆ EC サイト運営企業に特化して物流サービスを提供

ファイズ(以下、同社)は、EC サイト運営企業に顧客を特化して、ワンストップで物流サービスを提供する会社である。後述する通り、物流業界には 3PL (サードパーティー・ロジスティクス) と呼ばれる業務形態があり、同社も 3PL 事業者としてサービスを提供している。

◆ 顧客の物流需要の増加を背景に成長

顧客の物流業務を受託する 3PL は、顧客の物流業務に占める担当割合(シェア)と、顧客側で発生する物流業務量によって業績が決まると言っても差し支えない。同社は社歴こそ浅いが、前身である株式会社 ヴィ企画(京都府京都市)の一事業部の時代から、大手 EC サイト運営企業の物流業務の一部を担い、実績を積んできた。同 EC サイト向けの売上高は 19/3 期の全社売上高の 64.8%を占めており、これまでの同社の成長は同 EC サイトの成長とともにあると言っても過言ではない。

◆ 主力サービスは物流拠点内のオペレーションサービス

同社は、EC ソリューションサービス事業の単一セグメントだが、物流プロセスのどの部分に対して提供されるサービスかによって、売上高は 3 つのサービス区分に分類される(図表 1)。物流拠点内で行われるオペレーションサービスが全体の売上高の 70.2%を占める主力サービスとなっているが、その売上構成比は低下傾向にある。

【図表 1】サービス区分別売上高

(単位:百万円)

サービス区分別	売上高			前期比			構成比		
	17/3期単	18/3期単	19/3期単	17/3期単	18/3期単	19/3期単	17/3期単	18/3期単	19/3期単
オペレーションサービス	4,063	5,351	5,931	42.7%	31.7%	10.8%	77.9%	72.0%	70.2%
ロジスティクスサービス	994	1,314	1,835	77.1%	32.1%	39.7%	19.1%	17.7%	21.7%
デリバリーサービス	157	762	680	88.4%	383.9%	-10.8%	3.0%	10.3%	8.1%
合計	5,215	7,428	8,448	49.3%	42.4%	13.7%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) ファイズ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 3PL (サードパーティー・ロジスティクス) とは

3PL とは、荷主が特定の第三者(サードパーティー、以下、3PL 事業者)に対し、長期間一括して物流業務(ロジスティクス)全般を委託する物流業務形態と定義されている。

◆ 「ノンアセット型」3PL 事業者として展開

3PL には、自社で物流拠点を保有し、そこに顧客の物流機能を受け入れる「アセット型」と、自社の物流拠点を保有せず、顧客の物流拠点内で物流業務を受託する「ノンアセット型」の 2 種類があるとされている。

このうち、後者の「ノンアセット型」の 3PL は、一般的に、輸送や保管、荷役などの実務を輸送会社や倉庫会社等へ委託する形態である。自社のアセットを持たず、他社のアセットを組み合わせることで、より迅速に顧客の要望に合致する体制や仕組み作りが可能とされている。「ノンアセット型」の 3PL 事業者は、単に委託を受けるだけではなく、荷主企業の立場や視点に立ったマネジメントの遂行や、物流費削減や供給迅速化等の継続的な物流改革への取り組みが求められる。

同社は「ノンアセット型」の 3PL 事業者として展開している。

◆ EC サイト運営企業の顧客に特化

小売業においては、ネット通販市場の拡大や単身世帯の増加等により、需要側に当たる消費者の購買スタイルが変化し、輸送の小口化や高頻度化が求められている。一方、供給側にあたる荷主企業側でも、EC サイトを含めた店舗運営の効率化に向け、物流拠点での商品保管機能の強化や輸配送機能の高度化が、経営戦略の中心に据えられるようになってきている。

小売業の需要側、供給側双方のニーズに対応するために物流の果たす役割は大きくなっている。同社はその役割を果たすべく、EC サイトを運営する顧客に特化して展開している。

◆ EC サイト運営企業の物流プロセスの 3 カ所でサービスを提供

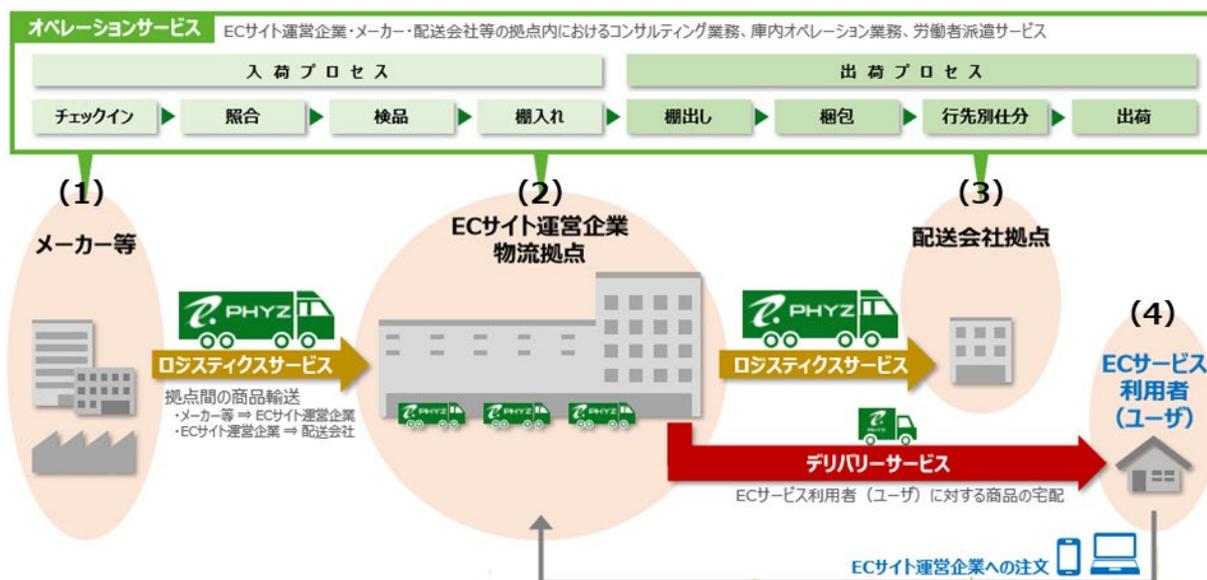
EC サービス利用者が、ウェブサイトにて注文し、商品が手元に届くまでの間に、様々な物流業務が発生している。同社は、その一連の物流プロセス全般に関わっている。

EC サイトで利用者が商品を購入した時に発生する物流は、以下の 4 カ所を結ぶ商品の流れと言えよう。

- (1) 商品を製造するメーカー
- (2) EC サイト運営企業の物流拠点
- (3) 配送会社の拠点
- (4) EC サービス利用者の手元 (商品の最終配送先)

この一連の流れのうち、どの部分に関わるかによって、同社のサービスは、オペレーションサービス、ロジスティクスサービス、デリバリーサービスの 3 つに区分されている。

【 図表 2 】 EC サービスにおける物流とファイズが提供する 3 つのサービス



(出所) ファイズ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ オペレーションサービス ~ 労働者派遣と請負

同社の中核業務となっているオペレーションサービスは、メーカー、EC サイト運営企業、配送会社が持つ物流拠点内(図表 2 の(1)~(3))でのサービスとなる。同社のオペレーションサービスの主な業務には、物流戦略の企画立案や物流システムの構築を行うコンサルティング業務と、輸配送ルートや利用する物流拠点の選定や、拠点内での業務フロー管理を行う庫内オペレーション業務がある。

業務を委託する顧客側の視点に立つと、外部の労働力を活用する場合、労働者派遣^{注1}と請負^{注2}という 2 つの選択肢がある。

労働者派遣と請負との大きな違いとして、「請負には、注文主(顧客企業)と労働者(同社のスタッフ)との間に指揮命令関係が生じない」点が挙げられる。また、両者は契約形態が異なり、前者はスタッフの稼働総時間が、後者はスタッフの稼働の結果として生み出される作業の結果がそれぞれ重要となる。

労働者派遣の場合、売上高は「派遣スタッフ 1 人当たり時間単価×労働時間×派遣人数」となり、派遣した労働者には、その労働時間に応じた給与を支払う(原価計上)。受け取る時間単価と支払う給与単価の差が、同社の売上総利益の源泉となる。

一方、請負の場合、顧客と交わした契約により売上高が計上されるが、

注1) 労働者派遣

厚生労働省によると、労働者派遣は、「派遣元事業主(同社)が自己の雇用する労働者を、派遣先(顧客企業)の指揮命令を受けて、この派遣先のために労働に従事させること」と定義されている。

注2) 請負

請負は、民法632条に基づき、「労働の結果としての仕事の完成を目的とするもの」と定義されている。

同社にとって、物流業務の効率化も業務の範囲内となり、効率の良し悪しが同社の収益性に大きく影響する。オペレーションの運用効率が上がって得られた追加的な利益は顧客と同社でシェアする形をとるため、顧客とリスク・リターンを共有する関係となる。

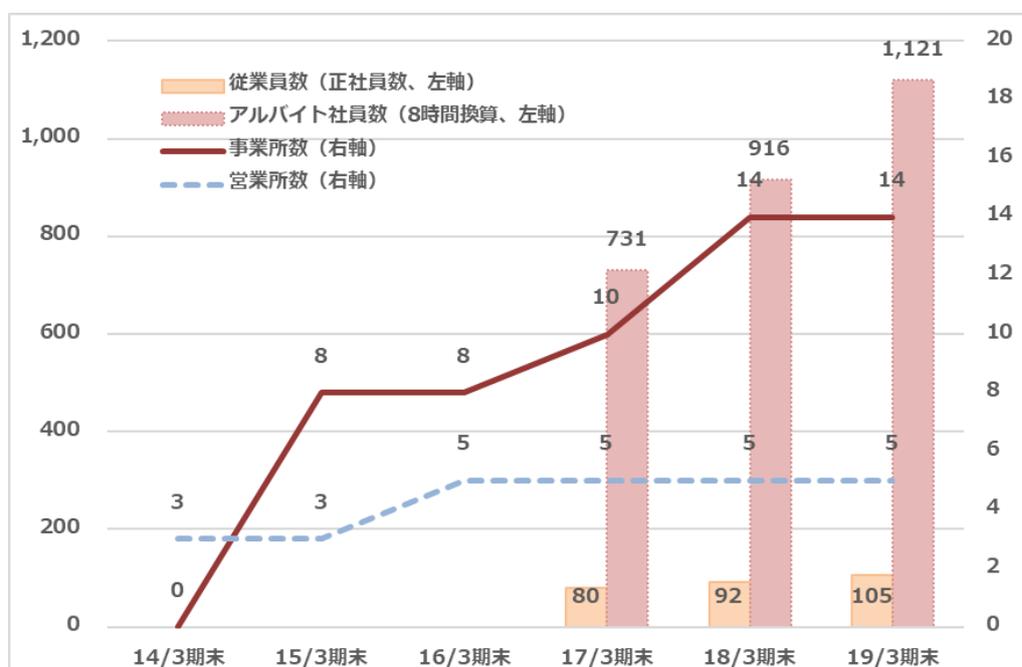
同社は、新規に案件を開拓するにあたり、準備期間として派遣契約でスタッフを送り、システム構築とともに、業務改善提案をしながら請負体制を構築していくことを基本パターンとしている。晴れて請負契約に至り、ある程度以上の規模になった際は、同社の事業所として管理運営する形をとる。このような流れで案件を獲得していくことから、具体的な開示はないが、オペレーションサービスの売上の中心は請負によるものと推察される。

◆ オペレーションサービス ~ 顧客の物流拠点の事業所と採用拠点の営業所

オペレーションサービスにおける事業所は、同社がサービスを提供する顧客の物流拠点とほぼ同義である。事業所数は19/3期末には14拠点となっている。それに応じて、アルバイト社員数が増加する一方、スタッフの採用拠点である営業所は増えておらず、既存拠点での採用の効率化が進んでいる状況がうかがえよう(図表3)。

【 図表 3 】 オペレーションサービスの従業員数、事業所数、営業所数の推移

(単位:人、拠点)



(出所) ファイズ有価証券報告書、個人投資家向け会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ オペレーションサービス ~ 強みはノウハウの社内蓄積と スタッフの質の向上のための仕組み

物流拠点内の作業は基本的には労働集約型の業務であるが、単に人数をそろえるだけに留まらず、拠点内で働くスタッフをいかに効率的に配置して稼働させるか、また、いかにスタッフの質を上げるかが重要である。特に同社の場合は、来店数(閲覧数)が多く、かつ、取り扱いアイテム数が多く、需要予測が難しいという特徴を有するECサイト運営企業が顧客であるため、きめ細やかな物流機能を提供するためにも、スタッフの質の向上を必要としている。

そのため、同社は、現場作業の外注を極力抑え、労働力を内製化することを特徴としている。アルバイト社員も自社で雇用し、同社の指揮権のもとで現場業務を経験させることで、品質の維持、会社全体としてのノウハウの蓄積のほか、顧客に対する需要対応の柔軟性を確保している。

具体的には、採用サイトを自社で運営するとともに、独自の教育制度を確立して、スタッフの能力向上を図っている。また、アルバイトからスタートして幹部社員になるまでのキャリアモデルを提示することによる離職率の低下(定着率の改善)も進めている。

◆ ロジスティクスサービス

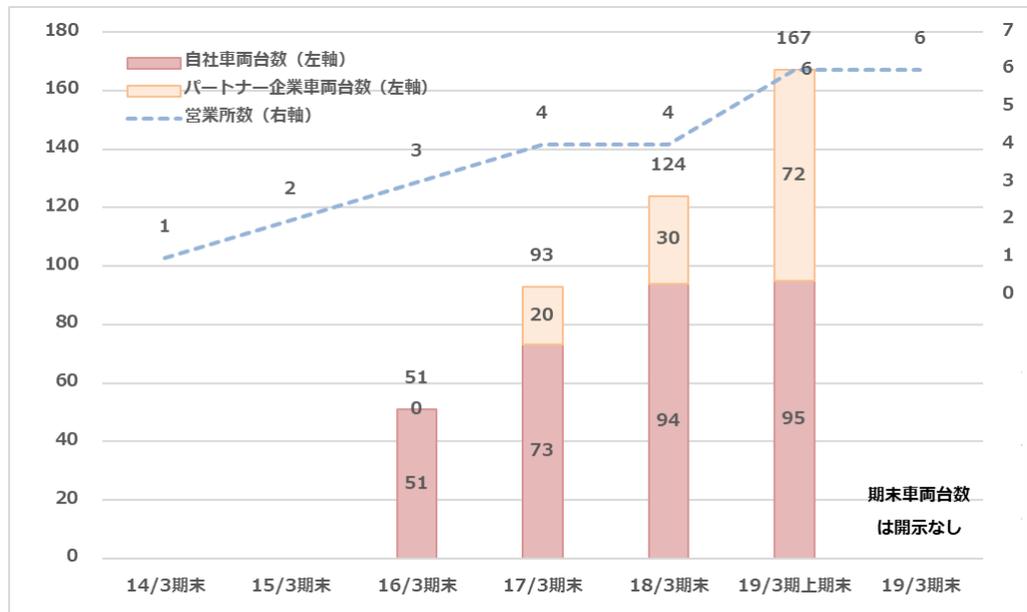
ロジスティクスサービスは、中・大型車両を用いて、図表2の(1)と(2)の間、または、(2)と(3)の間といった拠点間の商品輸送を行うサービスである。

需要に応じて車両台数や営業所数を増やしていった結果、19/3期第2四半期末の車両台数は167台(自社95台、パートナー企業72台)、営業所は6拠点となった(図表4)。車両の増加に合わせ、社会全体で慢性的な不足傾向にあるドライバーの確保のため、オペレーションサービスに所属する従業員や、大型免許を所持しない新規採用者に対し「大型免許取得支援制度」を導入している。

なお、車両台数については、19/3期通期決算の開示より、期末車両台数から、1日当たり輸送平均台数へ、開示方法が変更となった(図表5)。

【 図表 4 】 ロジスティクスサービスの車両台数、営業所数の推移

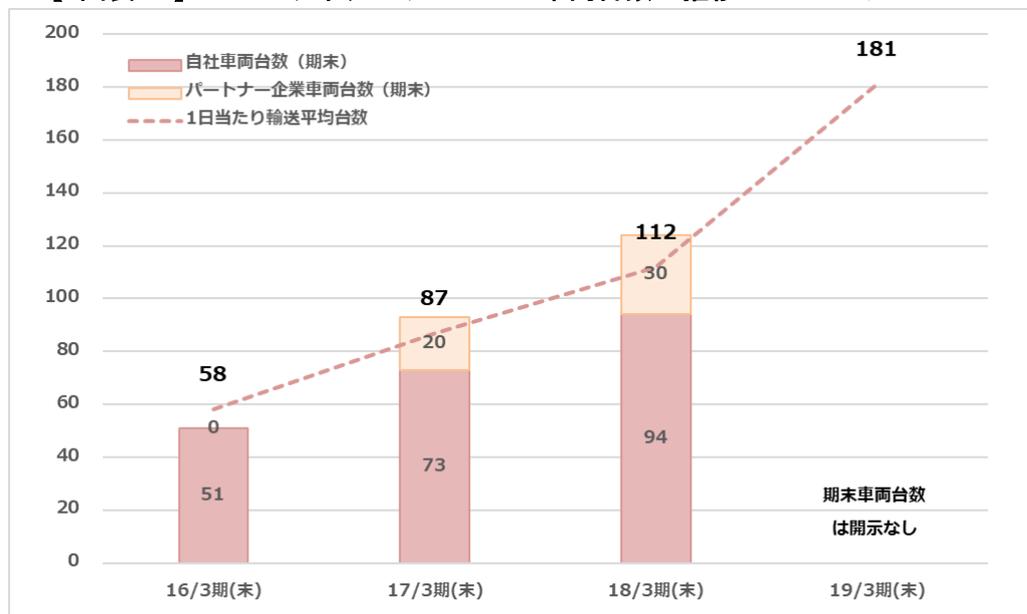
(単位:台、拠点)



(出所) ファイズ決算説明会資料、個人投資家向け会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】 ロジスティクスサービスの車両台数の推移

(単位:台、拠点)



(出所) ファイズ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

1日当たり輸送平均台数が19/3期に大幅に増加したのは、配車最適化システムを活用した自社車両及びパートナー車両と荷主をマッチングする新規サービスを開始したためである。

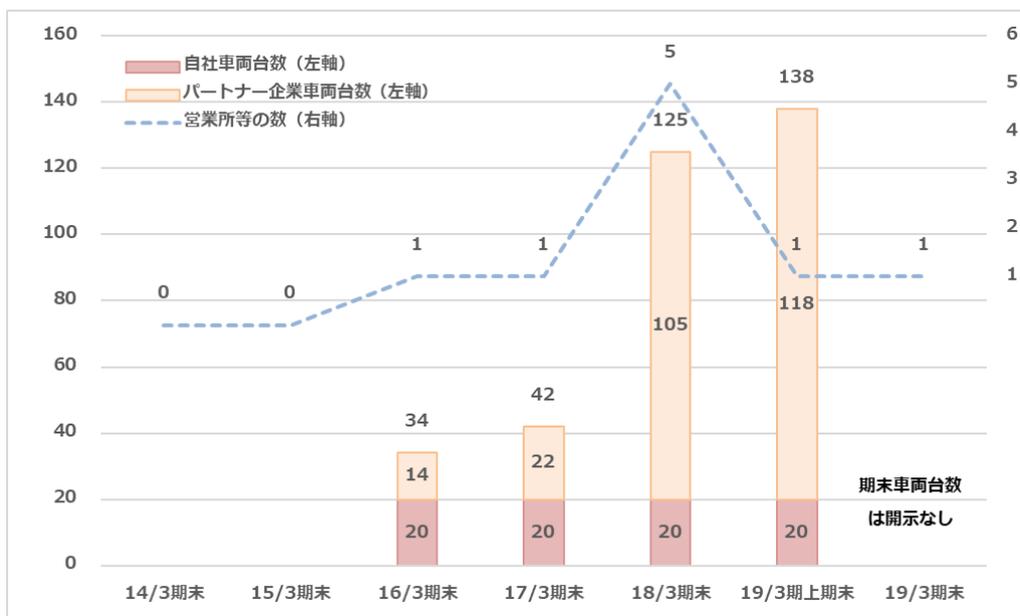
◆ デリバリーサービス

デリバリーサービスは、主に軽車両を用いて、EC サイト運営企業等の物流拠点から EC サービス利用者への配送を行う、15 年 5 月に開始したサービスである。

カバレッジ地域は、従来は東京都の 1 区のみだったが、大型案件を獲得し、18/3 期には名古屋市の 14 区が加わった。カバレッジ地域の拡大に応じて車両台数は増加し、19/3 期第 2 四半期末の車両台数は 138 台（自社 20 台、パートナー企業 118 台）となった。しかし、19/3 期後半の途中で大型案件の契約が終了したため、営業所は勝島の 1 拠点に集約された（車両台数の開示はなし）（図表 6）。今後は、大型案件に依拠しない形での案件獲得を進めていく方針である。

【 図表 6 】 デリバリーサービスの車両台数、営業所等の数の推移

(単位：台、拠点)



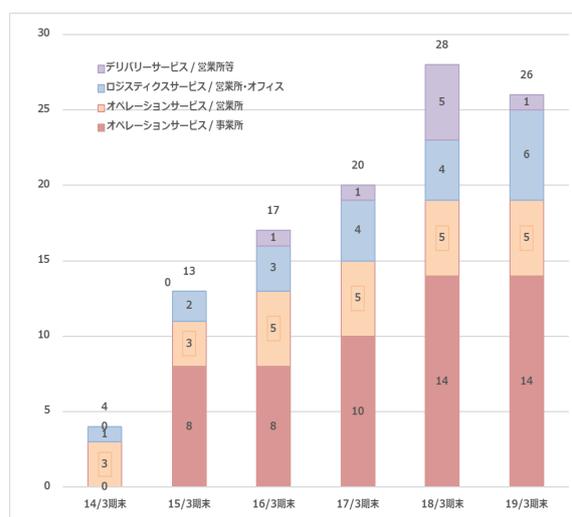
(出所) ファイズ決算説明会資料、個人投資家向け会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社の 3 サービスの拠点をまとめたものが図表 7 である。

【 図表 7 】 ファイズの拠点一覧と拠点数の推移

営業所等	所在地	開設・移転時期		サービス		
		開設	移転	オペレーション	ロジスティクス	デリバリー
住之江営業所	大阪府大阪市	14年1月	15年9月	✓		
東京営業所	東京都中央区	14年1月	16年12月	✓		
神奈川営業所	神奈川県小田原市	14年1月	-	✓		
南大阪営業所	大阪府羽曳野市	14年2月	-		✓	
厚木営業所	神奈川県伊勢原市	14年6月	-		✓	
勝島営業所(旧・平和島営業所)	東京都品川区	15年5月	16年9月			✓
京都営業所	京都府京都市	15年8月	-		✓	
名古屋営業所	愛知県名古屋市	15年9月	-	✓		
岡山営業所	岡山県岡山市	16年3月	-	✓		
名古屋栄営業所(旧・中部営業所)	愛知県江南市	16年8月	-		✓	
名古屋オフィス	愛知県名古屋市	18年9月	-		✓	
大阪オフィス	大阪府大阪市	18年10月	-		✓	
川口営業所	埼玉県川口市	19年5月	-	✓		
東京オフィス	埼玉県川口市	19年7月	-		✓	

事業所(オペレーションサービス)	所在地
堺事業所	大阪府堺市
大東事業所	大阪府大東市
藤井寺事業所	大阪府藤井寺市
西宮事業所	兵庫県西宮市
総社事業所	岡山県総社市
春日井事業所	愛知県春日井市
小牧事業所	愛知県小牧市
多治見事業所	岐阜県多治見市
小田原事業所	神奈川県小田原市
川崎事業所	神奈川県川崎市
相模原事業所	神奈川県相模原市
厚木愛川事業所	神奈川県厚木市
市川事業所	千葉県市川市
加須事業所	埼玉県加須市
川口領家事業所	埼玉県川口市



(注) 営業所等のうち川口営業所、東京オフィスは20/3期に入ってからでの開設のため、グラフの事業所数には含めていない。
事業所のうち、川口領家事業所は20/3期に入ってからでの開設のためグラフの事業所数には含めていない。

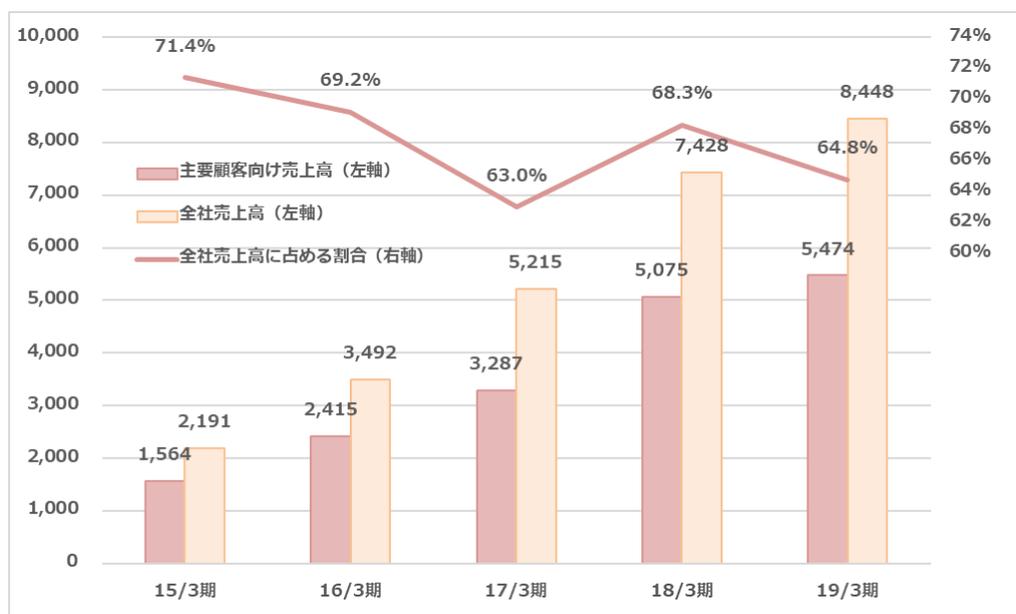
(出所) ファイズ決算説明会資料、ファイズウェブサイト及びプレスリリース、各種求人情報サイトより
証券リサーチセンター作成

◆ 主要顧客について

同社の主要顧客は大手 EC サイト運営企業であり、主要顧客向けの売上高は全社売上高の 64.8%に及ぶ(図表 8)。合計の売上高の開示はあるが、その内訳や取引関係の詳細の開示は一切ない。ただし一つ言えることは、主要顧客の成長に応じて同社も成長してきたということである。

【 図表 8 】 主要顧客向け売上高の推移

(単位:百万円)



(出所) ファイズ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 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9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ノンアセット型の3PLとして展開することによる収益性の高さ ・ECサイト運営企業に顧客を特化することによるノウハウの蓄積 <ul style="list-style-type: none"> - ビジネスモデルの多様化及び深化 ・オペレーションサービスにおける物流ノウハウの社内蓄積 <ul style="list-style-type: none"> - スタッフの内製化と充実した教育制度 ・特定顧客からの信頼の高さ ・人材供給力 <ul style="list-style-type: none"> - 直接雇用比率の高さ - 離職率の相対的な低さ
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定顧客への売上高依存度の高さ ・会社の認知度の低さ ・事業規模の小ささ ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・顧客企業の業界であるネット通販市場の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - ECの普及の継続（EC化率の上昇） - スマートフォンの普及 ・宅配便市場の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 貨物の小口化や多頻度化等による輸配送ニーズの変化 ・特定顧客の成長 ・特定顧客以外の開拓余地 ・物流倉庫の大型化 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・物流施設で事故が発生する可能性 ・災害等により社会的に物流機能が停滞した場合に影響が及ぶ可能性 ・オペレーションサービスにおいて採用が想定通りに進まない可能性 ・ロジスティクスサービスにおけるドライバー不足の慢性化の可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 人員不足と単価の上昇 ・特定顧客との関係の変化の可能性 ・消費税率引き上げによる短期的な業績への影響

(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、3PL に関して蓄積されてきたノウハウにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表10に示した。

同社の知的資本の源泉は、3PL または物流業務に関して蓄積されてきたノウハウという組織資本にあると考える。同社は社歴こそ浅いが、

同じ業界の大手企業に対する差別化を追求するために、直接雇用を中心にスタッフを集め、しっかりとした教育を施してきた。また、業務プロセス管理を徹底してきたことで、課題解決力、顧客へのソリューション提案力を磨き上げ、関係資本である主要顧客の信頼を深めていった。

成果を上げるという形で顧客との関係が強化されると、顧客側の物流需要の増加が同社への委託の増加につながる。その結果、組織資本のプロセスにある 3PL の体制が強化され、さらにノウハウが蓄積されていく。この好循環が同社の成長の原動力となっている。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	取引先	・取引社数 開示なし	-----	
			・主要顧客向け売上高 5,075百万円 (全売上高の68.3%)	5,474百万円 (全売上高の64.8%)	
			・オペレーションサービスの事業所数 14拠点	-----	
	ブランド	特になし	・特になし 特になし	-----	
		ネットワーク	・ロジスティクスサービスのパートナー企業	・パートナー企業数 開示なし	-----
				・パートナー企業が提供する車両台数 30台	開示なし
・デリバリーサービスのパートナー企業	・パートナー企業数 開示なし		-----		
		・パートナー企業が提供する車両台数 105台	開示なし		
組織資本	オペレーションサービス	・従業員数	正社員92名 アルバイト(8時間換算) 916名	正社員105名 アルバイト(8時間換算) 1,121名	
		・1人当たり平均採用単価	30,000円弱 (18/3期第4四半期)	開示なし	
		・事業所	14拠点	-----	
		・営業所	5拠点	-----	
		プロセス	・ロジスティクスサービス	・従業員数 正社員93名 アルバイト(8時間換算) 0名	正社員114名 アルバイト(8時間換算) 0名
				・車両台数 124台 (自社車両94台 パートナー企業30台)	開示なし
			・営業所 4拠点	6拠点	
	デリバリーサービス	・従業員数	正社員10名 アルバイト(8時間換算) 8名	正社員13名 アルバイト(8時間換算) 5名	
		・車両台数	125台 (自社車両20台 パートナー企業105台)	開示なし	
		・カバレッジ地域	東京都1区 名古屋市14区	東京都1区	
		・営業所	5拠点	1拠点	
	知的財産 ノウハウ	・3PLまたは物流業務に関して蓄積されたノウハウ	・オペレーションサービスのスタッフの内 製比率(直接雇用比率) 開示なし	-----	
		・ソフトウェア	・業務プロセス管理 特になし	-----	
			・ソフトウェア0百万円 ソフトウェア仮勘定82百万円	ソフトウェア103百万円 ソフトウェア仮勘定0百万円	
	人的資本	経営陣	・現社長(創業者)の存在	・前職(ヴィ企画)以来の年数 1996年より22年経過	1996年より23年経過
インセンティブ			・代表取締役社長による保有	141,600株 (2.81%)	579,200株 (5.35%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有(監査役は除く)	44,000株 (0.87%)	245,500株 (2.27%)
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役は除く	39百万円 (3名)	47百万円 (4名)
従業員		企業風土	・従業員数	206名 アルバイトの年間平均人数は924人 (1日1人8時間換算)	254名 アルバイトの年間平均人数は1,128人 (1日1人8時間換算)
			・平均年齢	37.0歳	36.7歳
			・平均勤続年数	1.7年	2.4年
		インセンティブ	・従業員持株会	140,400株 (2.78%)	171,000株 (1.58%)
			・ストックオプション	383,200株 (7.60%) *取締役保有分も含む	40,000株 (0.40%) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は18/3期または18/3期末、今回は19/3期または19/3期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示

18年10月1日付で1:2の株式分割実施。

(出所) ファイズ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 19年3月期は6期連続増収も、創業来初の減益

19/3期の連結業績は、売上高が8,448百万円(前期比13.7%増)、営業利益が187百万円(同60.1%減)、経常利益が209百万円(同55.3%減)、当期純利益が133百万円(同55.8%減)となった。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が93.8%、営業利益が36.1%となった。

サービスの種類別で見ると、オペレーションサービスは前期比10.8%増、ロジスティクスサービスは同39.7%増となった一方、デリバリーサービスは同10.8%減となった。ロジスティクスサービスの増収率が高いのは、配車最適化システムを利用した新規サービスが期中に開始されたことによるところが大きい。

売上高が期初計画に達しなかったのは、(1)オペレーションサービスにおいて、既存顧客の倉庫編成変更の影響で同社の事業所編成に変更が生じたこと、(2)デリバリーサービスにおいて、過年度に受託した大型案件が予定通り期中にサービス提供が終了したものの、新規顧客に対するサービスへの切り替えが計画ほど進まなかったことが主な要因と考えられる。

19/3期末のオペレーションサービスの事業所(作業現場に該当)数は、前期末と同じ14拠点となった。また、大型案件の終了により、デリバリーサービスの営業所等の拠点は同4拠点減の1拠点となった。一方、ロジスティクスサービスの営業所・オフィスは、新サービスの立ち上げにより名古屋オフィスと大阪オフィスが開設されたことで、同2拠点増の6拠点となった。

売上総利益率は前期比2.2%ポイント悪化の7.6%となった。同社の原価の88.0%が労務費と外注費で占められるが、売上高労務費率は同1.2%ポイント上昇の55.1%、売上高外注費率は同2.0%ポイント上昇の26.1%となり、人に関する費用の上昇が売上総利益率の低下につながった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、前期比198百万円増の456百万円となり、売上高販管費率は同1.9%ポイント悪化の5.4%となった。人員の増加等の先行投資の性格が強い費用の増加が影響した。売上総利益率と売上高販管費率の両方の悪化が重なり、19/3期の売上高営業利益率は同4.1%ポイント悪化の2.2%となった。

> 最近の変化

◆ 合併会社の設立と持株会社体制への移行

19年5月10日の19/3期の決算開示時に、同社は、20/3期~22/3期中期経営計画とともに、2つの開示を行った。

ひとつは、ファイズコンピュータテクノロジーズ(愛知県名古屋市)という合弁会社の設立である。出資比率は、同社 65%、第一コンピュータサービス(神奈川県川崎市) 30%、市原貞巳氏 5%であり、19年7月1日に設立に至っている。同社のECに関係する物流ノウハウと、第一コンピュータサービスのIT技術を活用することで、EC関連の新サービスの創出を目的としている。

もうひとつは、持株会社体制への移行である。19年10月1日をもって、ファイズホールディングスのもとに、ファイズオペレーション(従来のオペレーションサービスを担当)、ファイズトランスポートサービス(従来のロジスティクスサービスとデリバリーサービスを担当)、上述の合弁会社のファイズコンピュータテクノロジーズの3社が属する構図となる。

◆ ドラゴン・ホールディングスの株式取得

19年7月8日に、同社は、ドラゴン・ホールディングス(愛知県大府市、以下、ドラゴンHD)の株式を取得し、ドラゴンHD及びその完全子会社であるドラゴンの子会社化することを開示した。ドラゴンHDの株式の51.0%を623百万円で取得し、19年10月9日から同社の連結業績に加わる予定である。

ドラゴンHDは、中部地区を中心に、中・大型車両を用いた商品の輸送を行っている企業である。子会社化の後には、同社のロジスティクスサービス事業とのシナジーを指すとしている。なお、ドラゴンHDの19/3期業績は、売上高2,123百万円、営業利益19百万円、経常利益23百万円、当期純損失54百万円であった。

> 今後の業績見通し

◆ 20年3月期会社計画

20/3期の連結の会社計画は、売上高11,000百万円(前期比30.2%増)、営業利益250百万円(同33.6%増)、経常利益249百万円(同18.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益148百万円(同11.0%増)である(図表11)。

サービス別の売上高の開示はないが、オペレーションサービス及びロジスティクスサービスにおいては、ネット通販市場の拡大と輸配送ニーズの多様化の動きを背景に、全体的な物流量の増加を追い風として見込んでいると推察される。また、ロジスティクスサービスでの新規サービスの拡大も織り込んでいるものと思われる。一方、19/3期中に大型案件が終了したデリバリーサービスについては、減収を想定しているものと推察される。

既存事業の成長及び新規事業の育成に必要な人材の確保を行うため、同社は、販管費を増加させる予定である。これらの結果、売上高営業利益率は、19/3 期の 2.2%に対し、20/3 期は 2.3%と 0.1%ポイントの改善を同社は予想している。

配当について、19/3 期は東証一部への市場変更を記念して、1 株 6 円の記念配当を行った。従来通り内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先する可能性もあり、20/3 期の配当については未定としている。

【 図表 11 】 ファイズの 20 年 3 月期の業績計画及び中期経営計画

(単位:百万円)

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期 連結		21/3期 連結	22/3期 連結
	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比	中期計画	中期計画
売上高	5,215	7,428	8,448	11,000	30.2%	15,000	20,000
サービス区分別							
オペレーションサービス	4,063	5,351	5,931	-	-	-	-
ロジスティクスサービス	994	1,314	1,835	-	-	-	-
デリバリーサービス	157	762	680	-	-	-	-
売上総利益	569	727	643	-	-	-	-
売上総利益率	10.9%	9.8%	7.6%	-	-	-	-
営業利益	345	469	187	250	33.6%	450	1,000
売上高営業利益率	6.6%	6.3%	2.2%	2.3%	-	3.0%	5.0%
経常利益	329	468	209	249	18.7%	448	997
売上高経常利益率	6.3%	6.3%	2.5%	2.3%	-	3.0%	5.0%
当期純利益	200	301	133	148	11.0%	266	593
売上高当期純利益率	3.9%	4.1%	1.6%	1.3%	-	1.8%	3.0%

(注) 20/3 期以降は連結ベース。

(出所) ファイズ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 中期経営計画

同社は、19/3 期決算開示と同時に、22/3 期までの中期経営計画を公表した。最終年の 22/3 期に売上高 200 億円、営業利益 10 億円（売上高営業利益率 5.0%）の達成を目指す計画である。

既存事業での成長に加え、新規事業領域の拡大や、新たな物流コンテンツ（物流プラットフォームの開発、配車最適化サービス、インバウンド向けサービス）の創出を図る方針であり、M&A や他社とのアライアンスも視野に入れている模様である（図表 11）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、19/3 期の実績を踏

まえて、20/3 期以降の業績予想を見直すとともに、22/3 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 20/3 期業績について、売上高 10,256 百万円（前期比 21.4%増）、営業利益 234 百万円（同 25.3%増）、経常利益 234 百万円（同 11.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 139 百万円（同 4.5%増）と予想する。増収増益を回復しようが、会社計画の水準よりは慎重な水準とした（図表 12）。なお、19 年 7 月 8 日に開示されたドラゴン HD の子会社化による影響は今回の業績予想には含めていない。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) オペレーションサービスの売上高は、期末の事業所数と、期中平均の事業所数から算出する 1 事業所 1 カ月当たり売上高から予想し、前期比 12.9%増とした。20/3 期末の事業所数は前期末比 2 拠点増の 16 拠点とし、1 事業所 1 カ月当たり売上高は 19/3 期よりやや上昇するものとした。

ロジスティクスサービスの売上高は、1 日当たり輸送平均台数と 1 日 1 台当たり売上高から予想して前期比 49.1%増とした。新規サービスの拡大が進むことで、1 日当たり輸送平均台数は 19/3 期の 181 台に対して 20/3 期は 300 台まで増加する一方、1 日 1 台当たり売上高は 19/3 期の 27,789 円に対し 20/3 期は 25,000 円まで低下するものとした。

デリバリーサービスの売上高は、従来は、期末の車両台数と、期中平均の車両台数から算出する 1 台 1 カ月当たり売上高から予想していた。しかし、これらの数値の開示がなくなったため、過年度に受託した大型案件のサービス提供終了後の 19/3 期第 4 四半期の売上高を参考にしながら、前期比 23.6%の減収と予想した。19/3 期に大型案件による売上計上があったため、どうしても減収は避けられないと考えた。

(2) 売上総利益率は、19/3 期の 7.6%に対し、20/3 期は 7.4%まで 0.2%ポイント低下するものとした。

原価を構成する労務費と外注費のうち、売上高労務費率は前期比 0.4%ポイント上昇の 55.5%とする一方、デリバリーサービスの売上構成比が低下するため、売上高外注費率は同 0.6%ポイント低下の 25.5%になると予想した。これらの結果、20/3 期の労務費と外注費の合計の売上高に対する割合は 81.0%と前期比 0.3%ポイントの低下となろう。一方で他の経費の割合が増えることで、売上総利益率はやや低下するものと考えた。

(3) 20/3 期の販管費は 527 百万円と、19/3 期の 456 百万円に対して 71 百万円増加するものとした。人員増に伴い、人件費が増加分の大きな割合を占めることになろう。従業員数は 19/3 期末の 254 名に対し、20/3 期末の 300 名まで 46 名増加すると予想した。それでも増収効果が上回って、売上高販管費率は同 0.3%ポイント低下の 5.1%になるものとした。

(4) これらの結果、20/3 期の売上高営業利益率は 2.3%と、同 0.1%ポイントの改善を予想した (会社計画は 2.3%)。

21/3 期は前期比 29.0%、21/3 期は同 23.6%の増収が続くと予想した。主だったところでは、オペレーションサービスは、事業所の年 4 拠点ずつの増加と、1 事業所 1 カ月当たり売上高の緩やかな増加が増収を牽引しよう。ロジスティクスサービスは、1 日当たり輸送平均台数が年 100 台増加する一方で、1 日 1 台当たり売上高は緩やかに減少するものとした。

なお、同社の中期経営計画における売上高には M&A やアライアンス等による増収が含まれているものと推察される。当センターの予想では、既に公表されているファイズコンピュータテクノロジーズの分だけを含めている。

21/3 期以降の売上総利益率は 8.0%の水準で推移し、増収による売上高販管費率の低下によって、売上高営業利益率は 21/3 期に 3.2%、22/3 期に 3.6%と回復していくものと予想した。

【 図表 12 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	17/3期単	18/3期単	19/3期単	20/3期連E	21/3期連E	22/3期連E	20/3期連E	20/3期単E	21/3期連E	21/3期単E	22/3期連E
				(中計)	(中計)	(中計)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
損益計算書											
売上高	5,215	7,428	8,448	11,000	15,000	20,000	10,256	10,535	13,234	11,711	16,361
前期比	49.3%	42.4%	13.7%	30.2%	36.4%	33.3%	21.4%	12.5%	29.0%	11.2%	23.6%
サービス別											
オペレーションサービス	4,063	5,351	5,931	-	-	-	6,699	7,497	8,640	8,379	10,824
前期比	42.7%	31.7%	10.8%	-	-	-	12.9%	13.3%	29.0%	11.8%	25.3%
売上構成比	77.9%	72.0%	70.2%	-	-	-	65.3%	71.2%	65.3%	71.5%	66.2%
ロジスティクスサービス	994	1,314	1,835	-	-	-	2,737	1,625	3,504	1,736	4,197
前期比	77.1%	32.1%	39.7%	-	-	-	49.1%	7.1%	28.0%	6.8%	19.8%
売上構成比	19.1%	17.7%	21.7%	-	-	-	26.7%	15.4%	26.5%	14.8%	25.7%
デリバリーサービス	157	762	680	-	-	-	520	1,413	640	1,596	740
前期比	88.4%	383.9%	-10.8%	-	-	-	-23.6%	14.8%	23.1%	12.9%	15.6%
売上構成比	3.0%	10.3%	8.1%	-	-	-	5.1%	13.4%	4.8%	13.6%	4.5%
ファイズコンピュータテクノロジーズ	-	-	-	-	-	-	300	-	450	-	600
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	50.0%	-	33.3%
売上構成比	-	-	-	-	-	-	2.9%	-	3.4%	-	3.7%
売上総利益	569	727	643	-	-	-	761	962	1,052	1,056	1,301
前期比	64.5%	27.7%	-11.5%	-	-	-	18.4%	11.1%	38.2%	9.7%	23.6%
売上総利益率	10.9%	9.8%	7.6%	-	-	-	7.4%	9.1%	8.0%	9.0%	8.0%
販売費及び一般管理費	224	258	456	-	-	-	527	354	632	390	710
売上高販管費率	4.3%	3.5%	5.4%	-	-	-	5.1%	3.4%	4.8%	3.3%	4.3%
営業利益	345	469	187	250	450	1,000	234	608	420	665	590
前期比	204.9%	35.9%	-60.1%	33.6%	80.0%	122.2%	25.3%	11.0%	79.1%	9.4%	40.7%
売上高営業利益率	6.6%	6.3%	2.2%	2.3%	3.0%	5.0%	2.3%	5.8%	3.2%	5.7%	3.6%
経常利益	329	468	209	249	448	997	234	607	419	664	590
前期比	211.9%	42.5%	-55.3%	18.7%	79.9%	122.5%	11.6%	10.5%	79.1%	9.4%	40.7%
売上高経常利益率	6.3%	6.3%	2.5%	2.3%	3.0%	5.0%	2.3%	5.8%	3.2%	5.7%	3.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	200	301	133	148	266	593	139	361	249	395	351
前期比	322.9%	50.0%	-55.8%	11.0%	79.7%	122.9%	4.5%	10.5%	79.1%	9.4%	40.7%
売上高当期純利益率	3.9%	4.1%	1.6%	1.3%	1.8%	3.0%	1.4%	3.4%	1.9%	3.4%	2.1%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

20/3期より連結業績開示開始。20/3期の前期比は19/3期単体業績との比較。

(出所) ファイズ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/3期単	18/3期単	19/3期単	20/3期連CE	21/3期連CE	22/3期連CE	20/3期連E	20/3期単E	21/3期連E	21/3期単E	22/3期連E	
				(中計)	(中計)	(中計)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)		
貸借対照表												
現金及び預金	1,232	1,014	699	-	-	-	682	1,646	914	2,064	1,221	
売掛金	644	815	916	-	-	-	1,134	1,100	1,403	1,190	1,689	
貯蔵品	3	3	5	-	-	-	5	7	8	8	9	
その他	38	24	37	-	-	-	37	28	37	28	37	
流動資産	1,918	1,856	1,658	-	-	-	1,860	2,783	2,363	3,291	2,958	
有形固定資産	62	65	70	-	-	-	76	75	83	80	89	
無形固定資産	11	87	105	-	-	-	125	93	135	83	145	
投資その他の資産	43	45	502	-	-	-	572	40	572	40	572	
固定資産	117	197	678	-	-	-	775	209	792	204	808	
資産合計	2,036	2,054	2,337	-	-	-	2,636	2,992	3,155	3,495	3,766	
買掛金	150	266	291	-	-	-	326	304	398	336	453	
短期借入金	420	-	200	-	-	-	300	0	300	0	300	
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
未払金・未払費用	341	406	479	-	-	-	564	579	727	644	899	
未払法人税等	140	78	40	-	-	-	44	115	79	126	112	
その他	155	193	142	-	-	-	142	193	142	193	142	
流動負債	1,206	944	1,154	-	-	-	1,378	1,192	1,648	1,300	1,908	
長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
その他	46	25	14	-	-	-	14	25	14	25	14	
固定負債	46	25	14	-	-	-	14	25	14	25	14	
純資産合計	783	1,084	1,168	-	-	-	1,243	1,774	1,492	2,170	1,843	
(自己資本)	783	1,084	1,168	-	-	-	1,243	1,774	1,492	2,170	1,843	
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
キャッシュ・フロー計算書												
税金等調整前当期純利益	329	468	209	-	-	-	234	607	419	664	590	
減価償却費	28	21	41	-	-	-	18	17	18	17	18	
のれん償却額	2	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
売上債権の増減額 (-は増加)	-261	-170	-101	-	-	-	-217	-94	-268	-89	-286	
棚卸資産の増減額 (-は増加)	0	0	-1	-	-	-	0	0	-2	0	0	
仕入債務の増減額 (-は減少)	74	116	24	-	-	-	35	32	71	31	55	
未払金・未払費用の増減額 (-は減少)	123	20	126	-	-	-	84	64	163	64	172	
法人税等の支払額	-74	-178	-153	-	-	-	-90	-234	-134	-257	-206	
その他	29	35	-79	-	-	-	0	0	0	0	0	
営業活動によるキャッシュ・フロー	250	312	66	-	-	-	63	392	267	430	342	
有形固定資産の取得による支出	-5	-19	-52	-	-	-	-15	-12	-15	-12	-15	
有形固定資産の売却による収入	-	4	17	-	-	-	0	0	0	0	0	
無形固定資産の取得による支出	-	-71	-38	-	-	-	-30	0	-20	0	-20	
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
投資有価証券の取得・売却による収支	-	-	-488	-	-	-	-70	0	0	0	0	
敷金及び保証金の差入・返戻による収支	-23	-7	-18	-	-	-	0	0	0	0	0	
その他	3	3	8	-	-	-	0	0	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-26	-91	-571	-	-	-	-115	-12	-35	-12	-35	
短期借入金の増減額 (-は減少)	20	-420	200	-	-	-	100	0	0	0	0	
長期借入金の増減額 (-は減少)	-50	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
社債の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
株式の発行による収入(公開費用控除後)	431	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
新株予約権の行使による収入	-	-	9	-	-	-	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-64	0	0	0	0	
その他	-29	-20	-18	-	-	-	0	0	0	0	0	
財務活動によるキャッシュ・フロー	371	-440	190	-	-	-	35	0	0	0	0	
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	596	-218	-314	-	-	-	-17	379	232	418	307	
現金及び現金同等物の期首残高	620	1,217	999	-	-	-	684	1,251	667	1,631	899	
現金及び現金同等物の期末残高	1,217	999	684	-	-	-	667	1,631	899	2,049	1,206	

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

20/3期より連結業績開示開始。20/3期の前期比は19/3期単体業績との比較。

(出所) ファイズ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、これまで配当を実施してこなかった。ただ、東証一部への市場変更を記念して、19/3 期は1株当たり6円の記念配当を実施した。ただし、20/3 期以降については、配当の実施について未定としている。

◆ 顧客企業の物流施設で事故が発生した場合に影響が及ぶ可能性

同社の顧客企業の物流施設で事故が起きた場合、それが同社の担当する施設であるかどうかに関係なく、また、事故の原因が同社に帰属するものでなくても、物流業務の一時的な停止や物流機能の再配置等により、同社の業績に影響が及ぶことが考えられる。

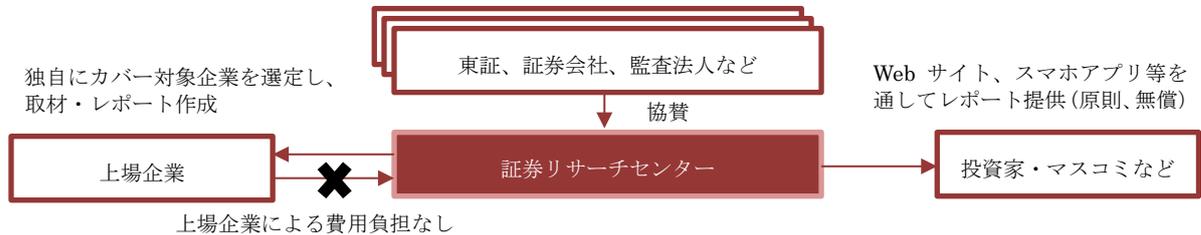
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を18年10月5日より開始いたしました。

同社は18年12月18日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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。