

ホリスティック企業レポート

GRCS

9250 東証グロース

アップデート・レポート

2023年9月1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 20230829

GRCS(9250 東証グロース)

発行日:2023/9/1

**GRC とセキュリティ領域等で各種ソリューションと製商品を提供するサービス会社
失注の影響等で業績予想を下方修正したが、損益の回復に対する見方は不変**

> 要旨

◆ GRC とセキュリティ領域等でソリューションと製商品を提供

- GRCS(以下、同社)は、企業の経営課題となっている G:ガバナンス、R:リスク、C:コンプライアンス(以下、GRC)及び S:セキュリティの視点に着目し、各領域に精通したコンサルタントやエンジニア等の専門人材による各種ソリューションや、GRC とセキュリティ領域の専門業務ツール(プロダクト)を提供している。
- 同社は、21/11 期より、金融機関のトレーディングシステム等の開発、運用、保守等を対象とするフィナンシャルテクノロジー事業に注力している。22/11 期の事業別売上高は、GRC ソリューション・プロダクト事業 1,866 百万円、フィナンシャルテクノロジー事業 531 百万円であった。

◆ 23 年 11 月期上期決算は大幅増収ながら営業損失が拡大した

- 23/11 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の連結決算は、前年同期単体数値比 22.7%増収ながら、営業損失は前年同期の単体数値の 9 百万円から 125 百万円に拡大した。M&A の影響や管理部門の人員増等により、販売費及び一般管理費が同 222 百万円増加した。

◆ 23 年 11 月期について同社は業績予想を下方修正

- 23/11 期業績について同社は、失注や受注の遅れ、事業譲受に伴う取得関連費用の発生等により、売上高を 3,277 百万円→3,005 百万円(前期比 25.3%増)、営業利益 192 百万円→36 百万円に下方修正した。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、23/11 期上期実績や同社の施策を踏まえて、23/11 期の売上高を 3,250 百万円→3,010 百万円(前期比 25.5%増)、営業利益を 143 百万円→38 百万円に下方修正した。

◆ 来期以降も下方修正したが、損益の回復に対する見方は不変

- 当センターでは、GRC ソリューションとフィナンシャルテクノロジーの売上高を減額したため、24/11 期以降の業績予想も下方修正した。
- GRC ソリューション・プロダクト事業の拡大と、フィナンシャルテクノロジー事業の収益化により、24/11 期は 26.6%増収、営業利益 5.2 倍、25/11 期は 18.1%増収、64.6%営業増益と、大幅な増収増益を予想する。

アナリスト:大間知 淳
+81(0)3-6812-2521
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】

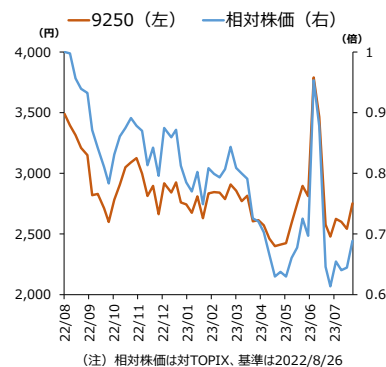
	2023/8/25
株価 (円)	2,752
発行済株式数 (株)	1,313,180
時価総額 (百万円)	3,614

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	-	391.0	24.7
PBR (倍)	7.9	7.7	5.9
配当利回り (%)	0.0	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 (%)	11.7	17.0	-24.3
対TOPIX (%)	14.5	10.0	-34.4

【株価チャート】



【9250 GRCS 業種: サービス業】

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)
2021/11	1,758	22.8	123	360.3	100	345.7	143	210.1	122.8	574.1	0.0
2022/11	2,398	-	-187	-	-187	-	-209	-	-160.6	347.2	0.0
2023/11 CE	3,005	25.3	36	-	21	-	5	-	3.9	-	0.0
2023/11 E	3,010	25.5	38	-	28	-	9	-	7.0	358.6	0.0
2024/11 E	3,810	26.6	198	5.2X	191	6.8X	143	15.8X	111.5	470.0	0.0
2025/11 E	4,500	18.1	326	64.6	321	68.0	253	76.9	197.2	667.3	0.0

(注) CE : 会社予想、E : 証券リサーチセンター予想。2022/11期以降は連結決算

アップデート・レポート

2/18

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。

> 事業内容

◆ GRC とセキュリティ領域等でソリューションと製商品を提供

GRCS (以下、同社) は、企業の経営課題となっている G : ガバナンス、R : リスク、C : コンプライアンス (以下、GRC) 及び S : セキュリティの視点に着目し、各領域に精通したコンサルタントやエンジニア等の専門人材による各種ソリューションや、GRC とセキュリティ領域の専門業務ツール (プロダクト) を提供している。

同社は 05 年 3 月に新ビジネスの創出を目的として設立された。創業者で、現代表取締役社長でもある佐々木慈和氏が、欧米では認知されていた「GRC」という領域に着目し、09 年 11 月に GRC ソリューション事業に事業転換したことで、国内有数の GRC 専門企業として事業を拡大してきている。同社は GRC ソリューション事業の単一セグメントであるが、サービスの提供形態により、ソリューション部門とプロダクト部門に事業部門を区分している。

なお、同社は 21/11 期より、金融機関のコア業務であるトレーディングを支援するため、システム等の開発から運用、保守までを提供するフィナンシャルテクノロジー領域を強化している。GRC とセキュリティ領域が企業活動の「守り」分野を対象としたものであるのに対し、フィナンシャルテクノロジー領域は企業活動の「攻め」分野を対象としており、事業の性格が全く異なるものである。22/11 期連結売上高の事業別内訳は、フィナンシャルテクノロジー事業が 531 百万円、GRC ソリューション・プロダクト事業が 1,866 百万円であった。

(1) ソリューション部門

①GRC ソリューション

GRC 領域においては、自社開発プロダクトを含めた GRC 関連ツールの設計や構築等の導入支援を行い、全社的なリスク、外部委託先、プライバシー保護、セキュリティインシデント等に係る情報管理の効率化を図り、全社横断的な情報の把握・管理を可能とするソリューションを提供している。

具体的には、グローバルに展開する大手素材メーカーに対して、自社開発した全社的なリスクマネジメントツール「Enterprise Risk MT」の導入を支援したほか、欧州で施行された GDPR (各人が自身で自己の個人データをコントロールする権利を保障するという基本的人権の保護を目的とする法律) への対応を目的として、現地で展開するグローバル企業に対して、米国 OneTrust 社製のプライバシー管理ツール「OneTrust」の導入を支援し、Cookie^{注1} 同意管理への対応を可能にした。

(注1) Cookie とは、Web サイトにアクセスした人の情報を保存する仕組みである。

また、外部委託先や取引先に関連するセキュリティリスクを一元管理、

可視化する自社開発クラウドアプリケーション「Supplier Risk MT」の導入支援も行っている。

22年7月、同社は人材採用強化支援やプロジェクト支援等のソリューション提供とフリーランス人材のマッチングプラットフォームを運営しているバリュレイト(東京都中央区)の株式の70.0%を取得した。バリュレイトは同社の外注先パートナーであったが、子会社化したのは、バリュレイトの18名の人材をリスキングし、GRC領域やセキュリティ領域の専門人材に育成することで、同社グループの成長に繋がると判断したためである。

バリュレイトの22/3期の業績は、売上高285百万円、営業利益37百万円、経常利益62百万円、当期純利益51百万円であった。なお、営業外収支が大幅なプラスとなっているのは有価証券売却益等が計上されたためである。株式の取得額は79,100千円、アドバイザー費用等は8,300千円であった。

同社は、バリュレイトの子会社化に伴い、22/11期第3四半期より連結決算に移行した。22/11期連結決算のソリューション部門には、バリュレイトの6月から11月までの業績が含まれている。買収によって発生したのれんは8,587千円であったが、第3四半期に一括で償却された。

(注2) ISMS 認証とは、財団法人日本情報処理開発協会が定めた評価制度であり、指定の審査機関が企業の情報セキュリティマネジメントシステムを審査し、国際標準と同等の「ISMS 認証基準」に準拠していれば、認証を与えるというものである。

(注3) EDR とは、PC やスマホ等のネットワークに接続されたエンドポイントの操作や監視を行い、サイバー攻撃を受けたことを発見し次第、対処するソフトウェアの総称である。

(注4) SIEM とは、様々な機器やソフトウェアの動作状況の記録(ログ)を一元的に蓄積・管理し、保安上の脅威となる事象を検知・分析し、異常を自動検知して管理者に通知するソフトウェアである。

(注5) CASB とは、企業が利用するクラウドアプリケーションについて可視化、データ・プロテクション、ガバナンスを実現するサービスや製品の総称である。

②セキュリティソリューション

サイバーセキュリティ領域においては、多様化するサイバー攻撃、情報漏洩、セキュリティ事故等のリスクから企業を守るため、ITセキュリティの設計、規程・ポリシーの構築、分析・管理・監査・診断等の各種コンサルティングを行っている。また、セキュリティプロダクトの設計・構築等の導入やISMS 認証^{注2}等の規格認証の取得も支援している。

セキュリティプロダクトについては、同社は主に Endpoint Detection and Response (EDR^{注3})、Security Information and Event Management (SIEM^{注4})、Cloud Access Security Broker (CASB^{注5})等の新たな技術を有した海外製品(HP、Netskope、Imperva等)を主に取扱っており、プロダクトの選定、導入を支援している。

具体的には、新型コロナウイルス問題に伴い、テレワークの導入に迫られた大手小売業の金融グループ会社の事例が挙げられる。生産性の低下や、コミュニケーション不足による業務への影響、情報漏洩等のセキュリティ上のリスク等への顧客の懸念に対応し、同社がテレワークに対応した規程及びガイドラインの策定、対象業務の特定、コミュ

ニケーションツール等 ICT の整備等を支援した。

2つのソリューションにおいては、まず、コンサルタントが、顧客業務の分析を行い、課題を可視化した後、取組み課題の明確化と解決のためのソリューション提供を行っている。その後、エンジニアが、必要に応じて、プロダクトの導入支援を実施している。更には、運用担当者が、改善維持のため、日々のオペレーションをモニタリングしている。

国内上場企業においては、近年、決済サービスへの不正アクセス、GDPR 施行、新型コロナウイルス感染症、テレワークに伴うセキュリティ強化、コーポレート・ガバナンスコードの改訂、ESG 投資等への対策や対応に代表される、GRC 領域とセキュリティ領域に係る経営課題が山積、かつ、多様化しているものの、専門知識を持つ内部人材は不足している。同社は、上場企業の経営課題への取組みを支援する各種サービスをワンストップで提供しているため、ソリューション部門の売上高は近年、急拡大している。

(2) プロダクト部門

同社は、GRC 領域において、リスク管理、規制/ポリシー管理、内部監査、インシデント管理、個人情報の管理等の業務に対して、自社開発及び他社製の専用ツールを提供している。

サイバーセキュリティ領域においては、セキュリティ事故の防止等を目的としたリスク対応分野で自社開発の専用ツールを提供している。GRC 領域と、サイバーセキュリティ領域におけるリスク対応分野において、提供している主なプロダクトは図表 1 の通りである。

【 図表 1 】 主な提供プロダクト

名称	内容	領域	開発主体	開始時期	説明
Enterprise Risk MT	全社的リスクマネジメントツール	GRC	自社	19年1月	多角的な利用を踏まえた全社的リスクマネジメントの提供を目的とし、リスクマネジメントの国際的ガイドライン ISO31000に準拠したERMツール
Supplier Risk MT	外部委託先リスクマネジメントツール	GRC	自社	17年2月	外部委託先や取引先に関連するセキュリティリスクを一元的に管理、可視化することで、外部委託先や取引先の管理を効率化するクラウドアプリケーション
OneTrust	プライバシー管理ツール	GRC	他社	-	GDPR等の個人情報保護規則への準拠を支援するクラウドアプリケーション
CSIRT MT	CSIRT向けインシデントチケット管理ツール	サイバーセキュリティ	自社	17年7月	企業や組織内におけるCSIRTのインシデント対応、脆弱性対応及びその評価と改善を実現するためのクラウドアプリケーション
脆弱性TODAY	脆弱性情報日次配信サービス	サイバーセキュリティ	自社	17年3月	セキュリティに精通した外部の専門家が国内外の脆弱性情報を日々収集して日本語に翻訳した上で提供するメール配信サービス

(出所) GRCS 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

Enterprise Risk MT の説明にある ERM (Enterprise Risk Management) とは、組織全体を対象にリスクを認識・評価すると共に、残余リスクを最小化し、重要リスクに優先的に対応することで継続的にリスク管理体制を強化していく仕組みである。また、CSIRT (Computer Security Incident Response Team) とは、コンピュータやネットワーク上で何らかのセキュリティ上の問題が起きていないか監視し、万が一問題が発生した場合に、その原因解析や影響範囲の調査を行う組織である。

同社は、17 年以降、矢継ぎ早に自社開発プロダクトを投入しているが、同社が導入支援をした場合の初期設定収入はソリューション部門に計上され、プロダクト部門に計上されるのは、月額課金方式で受領する比較的 low なプロダクト利用料やライセンス料に限られる。加えて、顧客の多くはプロダクトを導入する際に、内部の専門人材の不足により、同社に導入支援を求めているようである。結果として、20/11 期からはソリューション部門の売上高構成比が上昇している。23/11 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) における事業部門別売上高構成比は、ソリューション部門 93.6%、プロダクト部門 6.4%と、ソリューション部門が中核事業となっている (図表 2)。

【 図表 2 】 事業部門別売上高の推移

(単位：百万円)

事業部門別	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期上期	
	金額	金額	金額	金額	金額	金額	金額	金額	構成比
ソリューション	625	673	732	1,037	1,360	1,677	2,287	1,278	93.6%
プロダクト	5	20	38	63	70	80	111	87	6.4%
合計	630	694	770	1,101	1,431	1,758	2,398	1,366	100.0%

(注) 18/11 期までは未監査、22/11 期以降は連結決算。端数処理の関係で、事業部門別の数値の和は必ずしも合計と一致しない

(出所) GRCS 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ みずほ証券等、主要顧客に対する依存度が高い

同社は、GRC への対応を求められる国内上場企業 (約 3,800 社) をメイン・ターゲットとしているが、特に、国内外の規制、監督官庁のレギュレーションが厳しく、高い水準のリスク管理体制が求められている金融及び通信業界の企業やグローバルに展開している企業との取引拡大を目指している。より細分化した主要顧客業種は証券、銀行、生命保険、通信、自動車、家電、素材等で、いずれの業種の顧客も大手企業である。

また、商流別顧客は、監査法人やコンサルティング会社、システムインテグレーター (以下、SIer) 等の元請先パートナー、エンドユーザー、プロダクトの販売代理店に分類されている。

有価証券報告書等で開示されている主な相手先に関しては、監査法人では、あずさ監査法人が挙げられる。SIer では、野村総合研究所 (4307 東証プライム) の連結子会社であり、情報セキュリティ專業会社の NRI セキュアテクノロジーズが挙げられる。

主なエンドユーザーでは、みずほフィナンシャルグループ (8411 東証プライム) の連結子会社であるみずほ証券、ソニーグループ (6758 東証プライム)、ぴあ (4337 東証プライム)、NTT ドコモの情報システム子会社であるドコモ・システムズ (現エヌ・ティ・ティ・コムウェア)、セガサミーホールディングス (6460 東証プライム)、エルテス (3967 東証グロース) が挙げられる。20/11 期以降は、特に、複数の大型プロジェクトが継続しているみずほ証券に対する依存度が高くなっている (図表 3)。

【 図表 3 】 相手先別売上高の推移

相手先	19/11期		20/11期		21/11期		22/11期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
みずほ証券	-	-	310	21.7	512	29.2	617	25.7
ぴあ	195	17.8	-	-	-	-	-	-

(注) 総売上高に占める割合が 1 割未満の場合は記載が省略されている
(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、年間取引金額に応じて顧客をフェーズ Z (1 億円超)、フェーズ C (5 千万円超 1 億円以下)、フェーズ B (3 千万円超 5 千万円以下)、フェーズ A (1 千万円超 3 千万円以下)、フェーズ A 未満 (1 千万円以下) に分類している。同社は特に、フェーズ B 以上の顧客を増やすことと、将来的にフェーズ B 以上に取引金額が拡大すると見込まれるフェーズ A 以下の顧客を開拓することを目指している。

22/11 期においては、フェーズ B 以上の顧客は前期比 1 社増にとどまったが、バリュレイトの子会社化とプロダクトの拡販により、フェーズ A 以下の顧客は同 63 社増となった (図表 4)。

【 図表 4 】 フェーズ別顧客数の推移

(単位:社)

フェーズ	年間取引金額	19/11期	20/11期		21/11期		22/11期	
				前期比 増減数		前期比 増減数		前期比 増減数
Z	1億円超	2	2	-	3	1	4	1
C	5千万円超1億円以下	4	7	3	5	-2	5	-
B	3千万円超5千万円以下	3	1	-2	6	5	6	-
A	1千万円超3千万円以下	14	13	-1	14	1	22	8
A 未満	1千万円以下	67	82	15	74	-8	129	55
合計		90	105	15	102	-3	166	64

(出所) GRCS 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

22/11 期におけるフェーズ毎のターゲット顧客業種別の内訳については、フェーズ Z は金融、通信、グローバルが各 1 社、フェーズ C も金融、通信、グローバルが各 1 社、フェーズ B は金融が 1 社、グローバルが 2 社、通信が 0 社、フェーズ A は金融が 1 社、グローバルが 7 社、通信が 0 社であった。

フェーズ B 以上の顧客による売上高は、19/11 期は 672 百万円（売上高比率 61.0%）であったが、22/11 期には 1,644 百万円（同 68.6%）に拡大している（図表 5）。

【 図表 5 】 フェーズ別売上高の推移

(単位：百万円)

フェーズ	年間取引金額	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期
Z	1億円超	301	442	755	999
C	5千万円超1億円以下	261	497	298	372
B	3千万円超5千万円以下	110	36	225	272
A	1千万円超3千万円以下	224	222	258	441
A未満	1千万円以下	202	233	221	312
合計		1,101	1,431	1,758	2,398

(注) 22/11 期は連結決算、端数処理の関係で、フェーズ別の数値の和は必ずしも合計と一致しない
(出所) GRCS 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 事業譲受によりフィナンシャルテクノロジー事業を強化した

同社は、23 年 1 月 16 日に香港の EOS Software Limited（以下、EOS、代表者 Tse Man Chun 氏）の金融テクノロジーソリューション事業を 250 百万円で事業譲受し、フィナンシャルテクノロジー事業を強化した（条件付取得対価を含めた譲受価格の総額は 650 百万円）。Tse Man Chun 氏は、30 年以上に亘り、資本市場における先端テクノロジーの開発に従事し、現在は同社のフィナンシャルテクノロジー部門の経営を統括している。EOS は豊富な金融専門人材を抱えており、事業譲受前より同社は EOS から人員を受け入れてサービスを展開していた。

事業譲受に伴う売上高への影響は軽微であったものの、事業譲受後は社外への費用流出が抑制されたため、23/11 期第 1 四半期から労務費は減少している（詳細は後述）。なお、取得関連費用は 23,836 千円、のれんの金額は 250,000 千円、償却年数は 7 年である。

➤ ビジネスモデル

◆ フロー型ビジネスではあるが、既存顧客の売上高は、毎期、着実に増加している

売上高の大半を占めるソリューション部門については、継続的な取引となるプロダクト部門とは異なり、プロジェクト単位で売上計上するフロー型ビジネスであるため、既存顧客であっても、毎月安定した取

引が継続するわけではない。しかし、GRC 及びセキュリティの領域における課題の可視化から解決までのプロセスは、定期的な見直しが求められていることや、同社の顧客は、国内外で新たに施行される規制や、上場企業に共通した経営課題に継続的に取り組む必要があることから、結果として、顧客との取引関係は長期間に及ぶ傾向にある。

同社によれば、ソリューション部門がサービスを提供中に顧客の新たなニーズを捉え、解決策を提案する機会も多くあり、プロジェクト終了後、別の案件がスタートしたり、複数案件を同時に手掛けたりするケースも多いようである。また、取引開始時点の取引額が小さくても、提供サービスの増加により、取引規模が大幅に拡大することもあると説明している。結果、近年、ソリューション部門を中心とする既存顧客の売上高が着実に増加している(図表 6)。そうした観点から見ると、継続課金方式であるプロダクト部門だけではなく、ソリューション部門もストック型ビジネスの性格を帯びていると言えよう。

【 図表 6 】 既存顧客と新規顧客の売上高の推移

	18/11期		19/11期		20/11期		21/11期		22/11期		23/11期上期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
既存顧客	568	73.7	907	82.4	1,223	85.5	1,662	94.6	2,022	84.3	1,282	93.8
新規顧客	202	26.3	194	17.6	208	14.5	95	5.4	376	15.7	84	6.2
合計	770	100.0	1,101	100.0	1,431	100.0	1,758	100.0	2,398	100.0	1,366	100.0

(注) 18/11 期は未監査、22/11 期以降は連結決算。既存顧客は過年度より取引関係を有している企業とし、新規顧客との取引は翌期以降の既存顧客に含めている。端数処理の関係で、顧客別数値の和は必ずしも合計と一致しない

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、売上高の成長性と既存顧客との取引の安定性を兼ね備えた事業構造を既に確立しているが、既存顧客との取引拡大と、将来的な主要顧客となり得る新規顧客の獲得を目指すという同社の成長戦略を推進することにより、顧客基盤の強化と更なる成長が期待される。

◆ 先行的な費用の増加により、22 年 11 月期は営業損失となった

同社の 22/11 期の原価率は 81.8%と高い。売上原価の大半は、コンサルタントやエンジニア等の給与等である労務費(固定費)と、外注先のパートナー企業やプロダクトの仕入先に支払う外注費(変動費)で構成されており、労働集約型の事業構造となっている。内訳としては、売上高労務費率が 50.0%、売上高外注費率が 31.4%であった。

同社は、重視する経営指標として、売上高、売上総利益、売上総利益率を挙げている。19/11 期(単体)と 22/11 期(連結)を比較すると、売上高が 1,101 百万円から 2,398 百万円に 117.9%増加し、売上総利益は 227 百万円から 436 百万円へと 91.4%増加した。フィナンシャルテクノロジーへの投資を実施した結果、売上総利益率は 20.7%から

18.2%に低下した。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、給料及び手当、役員報酬、支払手数料（システム利用料や営業関連費用等）、採用教育費等の固定費が中心を占めている。22/11 期の販管費率は 26.0%であった。

なお、22/11 期については、フィナンシャルテクノロジーへの投資等の先行的な費用を増やしたこと等から、売上総利益率が前期単体数値比 8.9%ポイント、販管費率が同 5.9%ポイント悪化したため、営業損失となった。

> 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 7 のようにまとめられる。

【 図表 7 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・GRC領域において、相対的に低価格で、各種のソリューションとプロダクトをワンストップで提供していること ・上場企業グループを中心とした有力企業群が顧客基盤となっていること ・09年の事業開始から、GRC領域において、豊富なデータとノウハウを蓄積していること ・GRC領域とセキュリティ領域を中心とした専門人材が多数在籍していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模の小ささ ・将来の成長を目指した人材投資が要因とは言え、営業利益率の変動幅が大きいこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内GRC市場とセキュリティ市場の成長 ・提供サービスの拡大による1社当たりの売上高の拡大 ・プロダクトの拡充による中堅・中小企業市場への展開 ・証券トレーディング等のフィナンシャルテクノロジー部門の収益貢献
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内外の経済・金融環境の悪化に伴う契約規模の縮小 ・人手不足の深刻化による採用競争の激化と技術者の退職増加

(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 GRC 領域の専門人材、実績、ノウハウにある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、GRC 領域の専門人材、実績、ノウハウに関係している（図表 8）。

同社が取引を広げている金融業、通信業、グローバルに展開する企業にとって、国内外の法規制が相次いで強化される中、事業展開上、GRC への対応強化は継続的な経営課題となっている。日本においては GRC 市場の形成が欧米よりも遅れていたため、09年に GRC ソリューション事業を開始した同社は、フロントランナーとして市場の創生に貢献しており、現在では国内有数の GRC 専門企業の地位を確立している。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)
関係資本	顧客	・金融業、通信業、グローバルに展開する企業を中心に取引を広げ、年間取引額3,000万円超の顧客社数の拡大を目指している。最大手客であるみずほ証券の売上高構成比は2割を上回っている。	・取引顧客社数 166社	
	フロント	・会社の設立は05年であるが、現社名への変更や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・年間取引額3,000万円超の顧客社数 15社	
	事業パートナー	・大手会計コンサル会社や大手SIer等からも案件を受注している ・ソリューション部門を中心に業務の一部を外注先パートナーに委託している ・プロダクト部門では他社商品によるサービスも提供している ・プロダクト部門では、クラウド業者や販売代理店とも契約して、サービスを提供している	・みずほ証券の売上高構成比 25.7%	
組織資本	プロセス	・様々なソリューションとプロダクトをワンストップで提供しているため、多くの顧客との取引が継続しており、既存顧客の売上高構成比が9割を超えている。	・会社設立からの経過年数 18年 (23年3月時点)	18.5年 (23年9月時点)
		・取引金額フェーズ別顧客数を重視し、顧客基盤の強化に取り組んでいる。具体的には、フェーズA以下の顧客のフェーズB以上への移行に取り組んでいるほか、将来、フェーズB以上となることが期待されるフェーズA以下の顧客の開拓に努めている。	・現社名への変更からの経過年数 5年 (23年3月時点)	5.5年 (23年9月時点)
		・売上高、売上総利益、売上総利益率を重視した経営を行っている	・上場からの経過年数 1.5年 (23年3月時点)	2年 (23年9月時点)
			・売上高外注費率 31.4%	35.5%
	知的財産ノウハウ	・自社開発したプロダクトを多くの顧客に提供している ・日本において市場の勃興期にある09年にGRCソリューション事業を開始し、豊富なデータノウハウを有している	・既存顧客の売上高構成比 84.3%	93.8%
	人的資本	経営陣	・フェーズZ (取引額1億円超) の顧客数 4社	
			・フェーズC (同5千万円超1億円以下) の顧客数 5社	
従業員		・フェーズB (同3千万円超5千万円以下) の顧客数 6社		
		・フェーズA (同1千万円超3千万円以下) の顧客数 22社		
		・売上高 2,398百万円	1,366百万円	
	・売上総利益 436百万円	345百万円		
	・売上総利益率 18.2%	25.3%		
	・代表取締役社長の在任年数 18年 (23年3月時点)	18.5年 (23年9月時点)		
	・取締役会における社外取締役比率 50.0%	50.0%		
	・GRCソリューション部門 114名	118名		
	・フィナンシャルテクノロジー部門 37名	38名		
	・GRCプロダクト部門 11名	15名		
	・管理部門 13名	22名		
	・インセンティブ制度	・ストックオプション 100,790株 (7.7%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/11期または22/11期末、今回は23/11期上期または23/11期上期末のもの。
 ストックオプションのカッコ内は発行済株式数に対する比率、株数は取締役の保有分を含む
 (出所) GRCS 有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

結果として、同社は、競合企業にもなりうる大手会計コンサル会社や大手SIerからも受注を受けているほか、年間取引額3,000万円超の顧客数の増加に見られるように、顧客基盤の強化が進んでいる。

また、同社は、顧客の運用支援(課題解決)の継続を収益のベースとしている。これまでの課題解決の実績とノウハウの蓄積を活かし、ある案件への取り組みの中から生じる新たな案件を受注するという独自のストック型事業モデルを構築しており、継続課金であるプロダクト部門の売上高比率は約6%に過ぎないが、過去4期の既存顧客の売上比率は8割を超えている。

23/11期第2四半期末時点で、同社にはGRCS領域(フィナンシャルテクノロジーの38名を含む)の専門人材が171名在籍しているが、この人数はGRC専門会社としては国内トップクラスのようである。

以上のことから、GRC 領域における専門人材と実績、ノウハウが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

◆ 23年11月期上期は大幅増収ながら、営業損失を計上

23/11 期上期の連結決算は、売上高 1,366 百万円（前年同期単体数値比 22.7%増）、営業損失 125 百万円（前年同期単体は 9 百万円の損失）、経常損失 131 百万円（同 16 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失 160 百万円（同 12 百万円の損失）であった（図表 9）。

【図表 9】23年11月期上期業績

(単位：百万円)

	内訳	22/11期					23/11期			増減率
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上高		1,113	649	635	1,285	2,398	675	691	1,366	22.7%
	ソリューション	1,064	618	604	1,222	2,287	636	641	1,278	20.1%
	プロダクト	49	30	31	62	111	38	49	87	78.2%
	GRCソリューション・プロダクト	815	517	533	1,051	1,866	538	534	1,072	-
	フィナンシャルテクノロジー	298	131	102	233	531	136	156	293	-
売上原価		875	529	557	1,086	1,962	535	485	1,021	16.6%
	労務費	545	314	338	654	1,199	291	245	537	-
	外注費	337	204	212	417	754	246	238	485	-
売上総利益		238	120	78	198	436	139	205	345	44.8%
	売上総利益率	21.4%	18.5%	12.3%	15.4%	18.2%	20.6%	29.8%	25.3%	-
販売費及び一般管理費		248	166	209	375	623	236	234	470	89.7%
	販管費率	22.3%	25.6%	32.9%	29.2%	26.0%	35.0%	34.0%	34.5%	-
	人件費	117	71	87	159	276	104	126	231	-
	採用教育費	25	8	24	32	57	19	24	44	-
	広告宣伝費	6	7	21	28	35	5	5	10	-
	その他	99	79	75	155	255	106	78	185	-
営業利益		-9	-46	-131	-177	-187	-96	-28	-125	-
	営業利益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-
経常利益		-16	-34	-136	-170	-187	-93	-37	-131	-
	経常利益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益		-12	-69	-127	-196	-209	-106	-54	-160	-
顧客属性別売上高										
	既存顧客	1,060	-	-	962	2,022	654	628	1,282	-
	新規顧客	53	-	-	322	376	20	64	84	-

(注) 売上原価の内訳の半期数値と、販管費の内訳の半期及び通期数値は証券リサーチセンターによる推定値。増減率は前年同期単体数値比

(出所) GRCS 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

部門別売上高については、ソリューションが前年同期単体数値比 20.1%増の 1,278 百万円、Supplier Risk MT や OneTrust が好調であったプロダクトが同 78.2%増の 87 百万円であった。一方、顧客属性別売上高については、新規顧客向けが 84 百万円（前年同期単体は 53 百万円）、既存顧客向けが 1,282 百万円（同 1,060 百万円）であった。事業別売上高については、GRC ソリューション・プロダクトが 1,072 百万

円(同 815 百万円)、フィナンシャルテクノロジーが 293 百万円(同 298 百万円)であった。

売上総利益率は前期単体数値の 21.4%から 25.3%に上昇した。売上高の拡大に対応して協力会社の活用を増やしたため、売上高外注費率は前年同期単体数値の 30.3%から 35.5%に上昇したものの、23 年 1 月に実施された EOS の事業譲受に伴う社外への費用流出の抑制により、売上高労務費率が同 48.9%から 39.3%に低下した。四半期毎の労務費については、22/11 期第 4 四半期には 338 百万円に達していたが、23/11 期第 1 四半期は 291 百万円に、同第 2 四半期は 245 百万円に減少した。

23/11 期上期末における部門別の技術者数は、GRC ソリューションが前期末比 4 名増の 118 名、GRC プロダクトが同 4 名増の 15 名、フィナンシャルテクノロジーが同 1 名増の 38 名であった。

販管費については、EOS の事業譲受に伴い、取得関連費用が 23 百万円、のれん償却額が 14 百万円(5 カ月分)計上されたほか、人件費(前年同期単体数値比 114 百万円増、22 年 7 月のバリュレイトの買収及び単体管理部門人員増)、採用教育費(同 18 百万円増)、広告宣伝費(同 4 百万円増)、その他の費用(同 46 百万円増)が増加したため、前年同期単体数値比 222 百万円増加した。23/11 期上期末における管理部門の従業員数は、前期末比 9 名増の 22 名であった。

営業外費用は前年同期単体数値の 8 百万円から 6 百万円に減少した。22/11 期下期及び 23/11 期上期における借入金の調達に伴い、支払利息が同 1 百万円から 3 百万円に増加したものの、為替差損が同 4 百万円から 2 百万円に減少したほか、前年同期に計上された株式公開費用 1 百万円が剥落した。また、バリュレイトに係る非支配株主に帰属する四半期純利益 3,854 千円が計上された。

なお、同社は、大阪デジタルエクスチェンジ(東京都港区、以下、ODX)が年内に開設を目指しているセキュリティトークン^{注6}のセカンダリー市場における売買取引システムに、同社製のマッチングエンジンが採用されたことを 23 年 7 月に公表した。ODX は、SBIホールディングス(8473 東証プライム)グループ等の国内大手金融機関が共同出資した、国内第 3 の株式の PTS (Proprietary Trading System/私設取引システム)運営会社であり、国内初となるセキュリティトークンの売買取引市場を開設、運営することを目指している。

(注6) セキュリティトークンとは、ブロックチェーンと呼ばれる分散型台帳技術を応用し、有価証券の発行・移転・管理をトークンにより行う新世代の有価証券である。

◆ 四半期営業損益は 22 年 11 月期第 4 半期を底に回復基調

23/11 期上期の営業損失は、前年同期単体数値の 9 百万円から 125 百万円に拡大したものの、四半期営業損失の推移を見ると、22/11 期第

4 四半期の 131 百万円を底に、23/11 期第 1 四半期 96 百万円、同第 2 四半期 28 百万円と、回復基調となっている。売上高の増加に加え、売上高労務費率の改善に伴う売上総利益率の上昇 (22/11 期第 4 四半期 12.3%→23/11 期第 2 四半期 29.8%) がその要因である。M&A や管理部門の人員増の影響等によって増加した販管費については、今後しばらくは増えない見通しであるため、売上高の増加により、下期の営業損益は黒字転換が見込まれている。

◆ 上期の売上高は計画通りも、営業損失は計画よりも拡大した

同社は上期計画を公表していないが、売上高については上期予算並であったとしている。一方、営業損失については、計画では見込んでいなかった EOS の事業譲受に係る取得関連費用 (23 百万円) を計上した結果、計画よりも拡大した模様である。

◆ 損失の計上や有利子負債の増加等により自己資本比率は低下

23/11 期上期末の総資産は、前期末比 109 百万円増の 1,610 百万円となった。主な科目としては、売掛金及び契約資産が同 102 百万円減、現金及び預金が同 84 百万円減となったものの、EOS の事業譲受に伴い、のれんが 235 百万円計上されたほか、プロダクトのライセンス仕入の増加に伴い、前渡金が同 67 百万円増となった。

調達サイドでは、長短借入金が前期末比 92 百万円増、契約負債が同 55 百万円増 (プロダクトのサブスクリプション収入関連) となったことや、社債 (1 年内償還予定の社債を含む) 100 百万円や長期未払金 100 百万円 (事業譲受対価のうち、譲受完了時点で将来的な支払が確定している債務) を計上したこと等から、負債合計は同 266 百万円増加した。一方、自己資本は、四半期純損失の計上に伴い、同 160 百万円減少した。結果、自己資本比率は 22/11 期末の 29.6%から 17.7%に低下した。

> 業績見通し

◆ GRCS の 23 年 11 月期計画

23/11 期の会社期初計画は、売上高 3,277 百万円 (前期比 36.6%増)、営業利益 192 百万円 (前期は 187 百万円の損失)、経常利益 182 百万円 (同 187 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益 116 百万円 (同 209 百万円の損失) であったが、上期決算発表時に、売上高 3,005 百万円 (前期比 25.3%増)、営業利益 36 百万円、経常利益 21 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 5 百万円に下方修正された (図表 10)。

事業別売上高については、フィナンシャルテクノロジーは 693 百万円→657 百万円 (前期比 23.6%増)、GRC ソリューション・プロダクトは 2,584 百万円→2,347 百万円 (同 25.7%増) に下方修正された。

【 図表 10 】 GRCS の過去の業績と 23 年 11 月期の計画

(単位:百万円)

	内訳	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期		増減率
		実績	実績	実績	実績	期初計画	修正計画	
売上高		1,101	1,431	1,758	2,398	3,277	3,005	25.3%
	ファイナンステクノロジー	-	-	-	531	693	657	23.6%
	GRCソリューション・プロダクト	-	-	-	1,866	2,584	2,347	25.7%
売上原価		873	1,091	1,281	1,962	2,197	2,058	-
売上総利益		227	340	476	436	1,079	947	-
	売上総利益率	20.7%	23.8%	27.1%	18.2%	32.9%	31.5%	-
販売費及び一般管理費		296	313	353	623	887	911	-
	販管費率	26.9%	21.9%	20.1%	26.0%	27.1%	30.3%	-
営業利益		-68	26	123	-187	192	36	-
	営業利益率	-	1.9%	7.0%	-	5.9%	1.2%	-
経常利益		-70	22	100	-187	182	21	-
	経常利益率	-	1.6%	5.7%	-	5.6%	0.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		-70	46	143	-209	116	5	-

(注) 22/11 期以降は連結決算、23/11 期については、期初計画の売上原価、売上総利益、販管費及び、修正計画の売上原価、売上総利益は証券リサーチセンターによる推定値

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料、IR ニュースより証券リサーチセンター作成

ファイナンステクノロジーについては、下期に見込んでいた案件の受注が翌期以降になったことが要因である。GRC ソリューション・プロダクトについては、パートナー企業である外資系大手会計コンサル会社を通じて受注を見込んでいた大型案件がコンペで失注した影響が大きかった模様である。

売上原価は、GRC ソリューション・プロダクトにおいて、採用競争の激化に伴い、コンサルタントやエンジニア人材の採用計画に遅れが出ているため、労務費を中心に期初計画を下回る見通しとなった。しかし、売上高の減額の影響が上回ったため、売上総利益は期初計画比 132 百万円の減額となった。

販管費は、期初計画では見込んでいなかった取得関連費用 23 百万円を計上したため、期初計画比 2.7%増の 911 百万円に修正された。

同社は、23/11 期末の従業員数を前期末比 50 名増の 225 名と計画している。ソリューション戦略部の新設や採用・育成の強化を目的とした人材開発部の新設等により、販管費の対象となる人件費の大幅な増加が計画されている。

◆ 証券リサーチセンターの 23 年 11 月期予想

当センターは、23/11 期上期実績や同社の施策等を踏まえて 23/11 期予想を見直した結果、売上高を 3,250 百万円→3,010 百万円（前期比 25.5%増）、営業利益を 143 百万円→38 百万円、経常利益を 133 百万円→28 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 102 百万円→9 百万円に下方修正した（図表 11）。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	22/11期	23/11期CE	旧23/11期E	23/11期E	旧24/11期E	24/11期E	旧25/11期E	25/11期E
売上高	2,398	3,005	3,250	3,010	4,030	3,810	4,880	4,500
前期比	-	25.3%	35.5%	25.5%	24.0%	26.6%	21.1%	18.1%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
GRCソリューション・プロダクト	1,866	2,347	2,560	2,350	3,140	2,950	3,740	3,420
フィナンシャルテクノロジー	531	657	690	660	890	860	1,140	1,080
売上総利益	436	947	1,018	939	1,282	1,217	1,576	1,456
売上総利益率	18.2%	31.5%	31.3%	31.2%	31.8%	31.9%	32.3%	32.4%
販売費及び一般管理費	623	911	875	901	1,003	1,019	1,116	1,130
販管費率	26.0%	30.3%	26.9%	29.9%	24.9%	26.7%	22.9%	25.1%
営業利益	-187	36	143	38	279	198	460	326
前期比	-	-	-	-	95.0%	5.2X	64.9%	64.6%
営業利益率	-7.8%	1.2%	4.4%	1.3%	6.9%	5.2%	9.4%	7.2%
経常利益	-187	21	133	28	270	191	453	321
前期比	-	-	-	-	102.9%	6.8X	67.8%	68.0%
経常利益率	-7.8%	0.7%	4.1%	0.9%	6.7%	5.0%	9.3%	7.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	-209	5	102	9	218	143	315	253
前期比	-	-	-	-	113.5%	15.8X	44.5%	76.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、23/11期の売上総利益の会社計画は証券リサーチセンターの推定値
(出所) GRCS 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、GRCソリューション・プロダクトは、前渡金や契約負債が前期末に比べて大幅に増加したことを受けて、プロダクトを50百万円増額した一方、大型案件の失注を受けて、ソリューションを260百万円減額した。一方、フィナンシャルテクノロジーは、特定案件の受注の遅れを受けて30百万円減額した。

売上総利益率は、23/11期上期実績が想定をやや下回ったことを踏まえ、前回予想の31.3%から31.2%に引き下げた。前期比では、EOSの事業譲受に伴う売上高労務費率の改善により、3.0%ポイントの上昇を見込んだ。

販管費は26百万円増額した。EOSの事業譲受によって計上された取得関連費用とのれん償却額を除くと、23/11期上期実績は想定を下回ったものの、取得費用23百万円とのれん償却額32百万円(11カ月分)を新たに織り込んだ。

> 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、23/11期上期実績や同社の施策を踏まえ、24/11期以降についても予想を見直した。

24/11期予想については、売上高を220百万円、営業利益を81百万円

減額した。前期比では、フィナンシャルテクノロジー、GRC ソリューション・プロダクトの拡大や、売上総利益率の改善等により、26.6%増収、営業利益 5.2 倍と予想した。

事業別売上高については、23/11 期予想の見直しと同じ理由により、GRC のソリューションを 260 百万円、フィナンシャルテクノロジーを 30 百万円、各々減額した。一方、GRC のプロダクトは、23/11 期上期末における契約負債の増加に加え、22 年 11 月にパートナー契約を締結した英国 Napier Technologies の金融犯罪リスク管理プラットフォーム「Napier Continuum」の貢献を織込み、70 百万円増額した。

売上総利益率は、相対的に利益率が低いと想定される GRC ソリューションの売上高を減額し、利益率が高いと推測される GRC プロダクトの売上高を増額したため、前回予想の 31.8%から 31.9%に引き上げた。前期比では、EOS の事業譲受効果が通期で寄与することや増収効果を見込んだことから、0.7%ポイントの改善を見込んだ。

販管費は、のれん償却額 35 百万円を見込んだことから、16 百万円増額した。前期比では、人件費等の増加により、13.1%増と予想した。

25/11 期予想については、売上高を 380 百万円、営業利益を 134 百万円減額した。前期比では、フィナンシャルテクノロジー、GRC ソリューション・プロダクトの拡大や、売上総利益率の改善等により、18.1%増収、64.6%営業増益と予想した。

事業別売上高については、GRC ソリューション・プロダクトは、プロダクトを 80 百万円増額した一方、ソリューションを 400 百万円減額した。一方、フィナンシャルテクノロジーは 60 百万円減額した。

売上総利益率は、GRC ソリューションの売上高の減額と GRC プロダクトの売上高の増額に伴い、前回予想の 32.3%から 32.4%に引上げた。前期比では、増収効果等により、0.5%ポイントの改善を予想した。

販管費は、のれん償却額を見込み、14 百万円増額した。前期比では、人件費等の増加により、10.9%増と予想した。

同社は、現在、成長過程にあるとの認識の下、内部留保の充実と事業拡大のための投資を優先し、創業以来、無配を続けている。配当実施の可能性や実施時期等は現時点で未定としており、当センターでは、引き続き 25/11 期まで配当は実施されないと予想している。

> 投資に際しての留意点

◆ 元請先パートナー経由の売上高が計画を下回る可能性を追加

当センターでは、これまでのレポートで、1) GRC 及びセキュリティ領域という企業活動の「守り」分野への依存度の高さ、2) フィナンシャルテクノロジーへの投資が期待通りの成果を生まない可能性、3) 税務上の繰越欠損金の存在、4) 当面は無配が続く可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

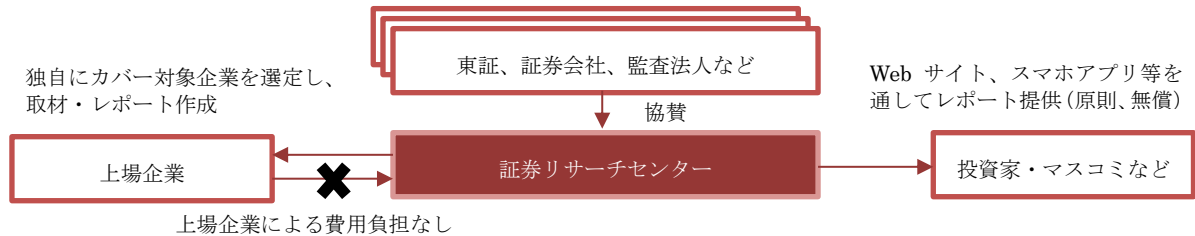
当センターでは、同社の既存顧客向けの売上高が每期、着実に増加していることや、既存顧客向けの売上高比率が概ね 7~9 割で推移していたことから、23/11 期の売上高について、会社計画 (3,277 百万円) は概ね妥当と判断し、3 月時点において 3,250 百万円と予想していた。しかし、外資系大手会計コンサル会社経由で受注、売上計上を見込んでいた大型案件を元請先パートナーが失注し、他の案件獲得では補えなかったため、23/11 期は売上高計画の下方修正を余儀なくされた。

売上高の約 7 割を占めるエンドユーザー向けは、顧客との長期的な関係が構築されているため、受注見通しの確度は相対的に高いと見られるが、元請先パートナー経由ではエンドユーザーの状況把握や受注・売上高計画の精度に課題を残す結果となった。以上のことから、元請先パートナー経由の売上高が計画を下回る可能性を投資に際しての留意点に追加すると共に、今後の業績予想の策定にあたっては注意する必要があると考えた。

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

株式会社東京証券取引所	S M B C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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。