

ホリスティック企業レポート ナルネットコミュニケーションズ 5870 東証グロース

ベーシック・レポート
2025年1月31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 20250128

**リース会社等が保有する自動車のメンテナンス管理等を受託
管理台数の増加や料金引上げにより、26年3月期以降の業績回復を予想**

1. 会社概要

- ナルネットコミュニケーションズ(以下、同社)は、自動車リース会社等の自動車関連企業から法人・個人ユーザーに対する車両管理及びメンテナンス管理等の業務を受託する自動車関連 BPO 事業を展開している。
- 24/3 期の事業別売上高構成比は、メンテナンス受託(法人向けリース会社から車両のメンテナンス管理を一括受託)が 81.6%、BPO(リース会社等から部分的な業務を受託)が 5.4%、MLS(個人向けリース会社から特定の業務を受託)が 4.8%、その他が 8.2%であった。

2. 財務面の分析

- 19/3 期(旧ナルネットコミュニケーションズ)から 24/3 期にかけて、管理台数の拡大等により、売上高は年平均 8.1%増加したものの、売上総利益率の低下や、LBO に伴うのれん償却額及び顧客関連資産償却額の計上等により、経常利益は同 0.8%減少した。
- 24/3 期業績については、管理台数の増加等により、売上高は前期比 9.2%増加したものの、タイヤ価格の上昇等に伴う売上総利益率の低下により、営業利益は同 2.3%の増加にとどまった。

3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、メンテナンス受託の豊富な経験、ノウハウ等にある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、成長戦略として、メーカー系リース会社向けを中心とした管理台数の拡大及び新たなマーケットへの参入による売上高の拡大、BPO 契約の増加及びメンテナンス受託事業における原価改善による売上総利益の拡大、オペレーションの強化を掲げている。

5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、25/3 期の業績について、原材料高等で大幅減益となった 25/3 期中間期実績や同社の施策等を踏まえ、前期比 10.8%増収、6.4%営業減益と予想した。
- 当センターでは、大手顧客との取引拡大や新規顧客の開拓による管理台数の増加や契約料金の引上げ等を想定し、26/3 期は前期比 14.7%増収、28.0%営業増益、27/3 期は同 11.7%増収、20.8%営業増益と予想した。

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】

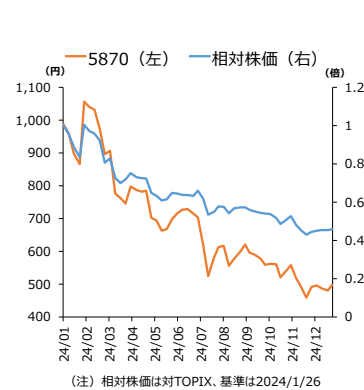
	2025/1/24
株価 (円)	498
発行済株式数 (株)	5,332,100
時価総額 (百万円)	2,655

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	8.6	9.5	7.2
PBR (倍)	0.8	0.8	0.7
配当利回り (%)	0.0	3.0	4.2

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	0.4	-12.2	-49.6
対TOPIX (%)	1.6	-13.9	-53.3

【株価チャート】



(注) 対TOPIXは対TOPIX。基準は2024/1/26

【5870 ナルネットコミュニケーションズ 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)
2023/3	7,027	-	514	-	492	-	622	-	117.9	551.8	0.0
2024/3	7,672	9.2	526	2.3	511	4.0	305	-51.0	57.7	613.5	0.0
2025/3 CE	8,562	11.6	561	6.5	552	7.9	326	6.8	61.1	-	15.0
2025/3 E	8,500	10.8	493	-6.4	484	-5.4	278	-8.8	52.2	650.4	15.0
2026/3 E	9,747	14.7	631	28.0	623	28.7	368	32.3	69.0	704.5	21.0
2027/3 E	10,887	11.7	762	20.8	757	21.5	455	23.6	85.4	768.8	26.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、2023年8月27日付で1：100の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

(注1) BPO (Business Process Outsourcing) とは、特定の業務プロセスを専門の外部企業に委託する手法を意味する。

◆ リース会社等が保有する自動車のメンテナンス管理等を受託

ナルネットコミュニケーションズ (以下、同社) は、自動車リース会社等の自動車関連企業から法人・個人ユーザーに対する車両管理及びメンテナンス管理等の業務を受託する自動車関連 BPO^{注1} 事業を展開している。

同社の事業領域は、自動車関連 BPO 事業の単一セグメントであるが、事業の内容により、メンテナンス受託、MLS (マイカーリースサポート)、BPO (ビジネス・プロセス・アウトソーシング)、その他に区分している。24/3 期における事業別売上高構成比は、メンテナンス受託 81.6%、BPO 5.4%、MLS 4.8%、その他 8.2%であった (図表 1)。

【 図表 1 】 事業別売上高の推移 (単位: 百万円)

	23/3期		24/3期	
	金額	構成比	金額	構成比
メンテナンス受託	5,790	82.4%	6,260	81.6%
BPO	388	5.5%	414	5.4%
MLS	305	4.4%	367	4.8%
その他	543	7.7%	630	8.2%
合計	7,027	100.0%	7,672	100.0%

(注) 各事業の売上高の和は端数処理の関係で合計と一致しない
(出所) 決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

(1) メンテナンス受託事業

同社はメンテナンス受託事業として、法人向けリースサービス提供者や一般法人から車両管理における点検・車検・修理等のメンテナンス管理部分を一括で受託している。同社は自社工場を保有しておらず、24年9月末時点で全国 12,123 カ所の提携整備工場に整備を委託している。結果、スピーディーで低コストのサービスを提供している。顧客のリース期間に合わせてメンテナンス管理業務を受託しており、複数年契約が大多数であるため、安定した事業基盤となっている。

(2) BPO 事業

同社の業務は全て BPO サービスであるが、メンテナンス受託事業及び MLS 事業のメンテナンス関連業務を除く、部分的な BPO ビジネスとして、メンテナンス費用管理等のデータ管理サービス、タイヤ保管サービス、納税管理サービス等の車両に係る多種多様な業務をリース会社等から受託している。

① データ管理サービス

自動車関連企業の自動車整備及び管理を同社のシステム及びコールセンターの活用によりトータルでサポートするサービスである。

② タイヤ保管サービス

シーズン毎に履き替えを行うタイヤの保管及び作業手配等の管理に関する業務を一括して受託するサービスである。

③ 納税管理サービス

自動車税に関する業務を一括で受託するサービスである。

(3) MLS 事業

個人向けリースサービス事業者からリース車両のメンテナンス管理業務を受託している。メンテナンス受託事業では故障修理を含んだ契約内容となっている一方、MLS 事業では決められたサイクルによる点検基本工賃と、決められた作業及び消耗品の交換のみの限定的な契約内容となっている。

(4) その他事業

オートリース、リース車両の売却、ワランティ (故障修理保険)、メンテナンスパック等の事業である。

◆ 売上総利益 (率)、営業利益、管理台数を重視している

同社は、事業の継続的な拡大を通じて企業価値の向上を目指しており、「売上総利益」と「営業利益」を経営指標として重視している。また、事業拡大を計る KPI として「管理台数」、収益性を計る KPI として「売上総利益率」を挙げている。24/3 期末時点の総管理台数は、幅広いサービス領域を武器とした新規契約の獲得により、前期末比 9.4%増加した。19/3 期から 24/3 期までの期間では、年平均 20.5%増加している (図表 2)。

【 図表 2 】 事業別管理台数の推移

(単位:台)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
メンテナンス受託	53,707	55,397	57,948	65,027	72,190	74,621
MLS	156	21,363	29,978	51,547	64,571	74,565
BPO	17,434	17,260	17,034	26,462	29,267	32,438
その他	455	398	370	363	367	371
合計	71,752	94,418	105,330	143,399	166,395	181,995

(出所) 有価証券届出書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

総管理台数が増加した結果、期末時点における契約済み案件から、将来得られる売上総利益の総額である「ストック収益」は 24/3 期末には 49.2 億円 (メンテナンス受託事業と BPO 事業からなる法人向け 35.6 億円、MLS 事業からなる個人向け 13.6 億円の合計) に達しており、同社の安定的な事業基盤を形成している。24/3 期末におけるストック収益は 24/3 期の売上総利益 (23.1 億円) の 2.1 年分に相当する (図表 3)。

ちなみに、ストック収益はメンテナンス受託事業では、契約済みの残存メンテナンス料金に過去 5 年平均の売上総利益率を乗じて算出している。MLS 事業と BPO 事業では、契約済みの残存手数料が該当する。

【 図表 3 】 期末時点のストック収益(売上総利益)の推移

(単位:億円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
法人向け	11.0	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	27.9	28.6	30.8	32.8	35.6
個人向け	-	-	-	-	-	-	-	-	5.6	7.3	11.7	13.0	13.6
合計	11.0	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	33.5	35.9	42.5	45.8	49.2

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 日本カーソリューションズ等の特定顧客への依存度が高い

同社は、自動車を法人・個人ユーザーに賃貸するリースサービス事業者にサービスを提供している。主要顧客としては、東京センチュリー(8439 東証プライム)の連結子会社である日本カーソリューションズ、トヨタ自動車(7203 東証プライム)のグループ会社であるトヨタモビリティサービス、トヨタレンタリース名古屋(名古屋市西区)等が挙げられる。

中でも、売上高に占める日本カーソリューションズとトヨタモビリティサービス向けの比率は、各々、23/3期が17.4%、11.0%、24/3期が16.4%、13.2%であった。同社は元々独立系であり、特定顧客と特別な関係があるわけでないが、結果的に当該2社に対する依存度が比較的高くなっている(図表4)。

【 図表 4 】 主要顧客別売上高の推移

相手先	22/3期		23/3期		24/3期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
日本カーソリューションズ	1,217	19.0	1,225	17.4	1,257	16.4
トヨタモビリティサービス	327	5.1	769	11.0	1,014	13.2

(出所) 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

> ビジネスモデル

◆ 月額定額料金であっても、売上高は車検実施年度や下期に偏重

主力事業であるメンテナンス受託において、同社は、主として、契約期間と受託業務の内容に応じた総料金を契約月数で除して算出される定額料金を顧客から毎月受領している。一般的な契約では、車検(新車は3年後、初回車検後は2年毎)及び冬タイヤへの交換等の請負作業と、その他の整備や部品交換等の車両メンテナンス機会の提供が業務内容となっている。

その他の整備や部品交換等の業務については月額定額で売上計上される一方、原価金額が大きい車検やタイヤ交換については作業実施時に売上計上される。そのため、管理台数が一定の契約であっても、車検の実施年度は売上高が大きくなる。また、車検の実施が多い第4 四半期の売上高や、冬タイヤへの交換が多い第3 四半期の売上高が、第1 四半期や第2 四半期に比べて大きくなる傾向がある。

結果として、中間期（以下、上期）においては、顧客からの毎月の入金額よりも売上計上額は小さくなり、その差額は契約負債として積み上がっていくため、同社の契約負債には年度末から第2 四半期末に掛けて増加するという季節性がある。

◆ のれん償却額等を反映した EBITDA マージンは 10%超を確保

同社の 24/3 期の売上総利益率は 30.1%である。売上原価は、自動車関連 BPO 事業売上原価（構成比 93.6%）と、車両販売（その他売上）に対応する仕入高等である商品売上原価（同 6.4%）によって構成されている。

自動車関連 BPO 事業売上原価は、主としてメンテナンス受託事業のメンテナンス費用であり、その 97.9%がタイヤやオイル等を中心とした交換部品の仕入費用や提携整備工場に支払う工賃である外注費によって占められている。残りの 2.1%は減価償却費等の経費である。24/3 期のメンテナンス受託事業の売上総利益率は 21.6%であった。同事業の売上原価（4,910 百万円）の内訳は、工賃（タイヤ関連以外）2,167 百万円、部品（タイヤ関連以外）1,424 百万円、タイヤ関連 1,319 百万円であった。

MLS 事業と BPO 事業は手数料ビジネスであり、売上原価は基本的に発生しないため、売上高と売上総利益がほぼ一致する。但し、MLS 事業の契約の一部にはメンテナンス業務が含まれているため、自動車関連 BPO 事業売上原価のごく一部に MLS 事業の売上原価が計上されている。

24/3 期の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 1,784 百万円であり、販管費率は 23.3%に抑えられている。内訳としては、人件費が 997 百万円、顧客関連資産償却額が 191 百万円、のれん償却額が 102 百万円、減価償却費が 74 百万円であり、固定費が中心と推測される。

23/3 期の営業利益率は 6.9%と、さほど高い水準ではないものの、営業利益に減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却額を加算した EBITDA は 945 百万円、EBITDA マージンは 12.3%と良好な水準である。

◆ 顧客関連資産とのれんの残高が高水準である

同社の 24/3 期末における自己資本比率は 34.2%と低水準である(図表 5)。後述する LBO に伴い、有利子負債(リース債務を含む)が膨らんだことが要因の一つであるが、営業キャッシュ・フローを返済原資として、過去 2 期の借入金残高は減少している。

【図表 5】無形固定資産、主要な負債、自己資本の推移

	22/3期		23/3期		24/3期	
	金額 (百万円)	総資産比 (%)	金額 (百万円)	総資産比 (%)	金額 (百万円)	総資産比 (%)
無形固定資産	5,251	55.7	5,035	52.5	4,841	50.6
顧客関連資産	3,294	35.0	3,103	32.3	2,912	30.4
のれん	1,798	19.1	1,695	17.7	1,592	16.6
総資産	9,423	100.0	9,599	100.0	9,573	100.0
流動負債	3,287	34.9	4,223	44.0	4,042	42.2
買掛金	1,312	13.9	1,609	16.8	1,280	13.4
短期借入金	—	—	580	6.0	580	6.1
1年内返済予定の長期借入金	286	3.0	505	5.3	307	3.2
契約負債	988	10.5	1,078	11.2	1,144	12.0
固定負債	3,657	38.8	2,465	25.7	2,259	23.6
長期借入金	2,449	26.0	1,333	13.9	1,227	12.8
繰延税金負債	1,028	10.9	984	10.3	892	9.3
(うち顧客関連資産対応分)	1,132	12.0	1,067	11.1	1,001	10.5
純資産	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2
自己資本	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2
有利子負債	2,795	29.7	2,452	25.6	2,134	22.3

(注) 22/3 期は連結ベース

(出所) 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

残りの負債の中心は、買掛金(負債純資産合計の 13.4%)、契約負債(同 12.0%)、繰延税金負債(同 9.3%)である。このうち、繰延税金負債は、顧客関連資産の計上に伴って認識されたものが中心である。貸借対照表に計上されている繰延税金負債は、繰延税金資産を控除した純額であるため、顧客関連資産に対応した繰延税金負債は、繰延税金負債(純額)を上回っている。

顧客関連資産及びのれんの償却年数と、顧客関連資産に対応した繰延税金負債の取崩し年数は 20 年である。証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の収益力や債務返済能力を評価しているものの、償却期間が 20 年と長期であり、未償却残高が高水準となっているため、顧客関連資産とのれんの合計額が総資産の 47.1%、自己資本の 137.7%に達していることには注意が必要と考えている。

> 業界環境と競合

◆ 国内自動車リース保有台数は年率 3%で拡大している

同社が展開する自動車関連 BPO 事業の対象は主にリース車両である。国内自動車の総保有台数は、14 年 3 月末の 7,813 万台から 24 年 3 月

末には 8,025 万台に増加したものの、年平均では 0.3%増にとどまった。一方、リース車保有台数は、資金面、税務面のメリットに加え、車両管理業務のアウトソーシングによる業務削減が企業に評価されたことや、「所有から利用」への志向の変化が進む個人向けリース市場が急成長したことから、14年3月末の312万台から24年3月末には419万台に拡大し、年平均3.0%増と存在感を増している(図表6)。

【図表6】国内自動車保有台数とリース車保有台数の推移

(単位:万台)

	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
総保有台数	7,813.4	7,853.2	7,876.7	7,913.3	7,942.5	7,964.5	7,969.6	7,987.8	7,992.6	8,016.8	8,025.3
リース車保有台数	312.3	324.9	335.5	347.2	361.0	373.0	388.3	393.0	395.0	405.7	419.2
うち法人リース	298.0	309.6	318.8	326.5	335.3	342.2	350.8	349.2	345.1	347.5	352.1
うち個人リース	14.4	15.3	16.7	20.7	25.7	30.8	37.5	43.8	49.9	58.2	67.1
リース車比率(%)	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.7	4.9	4.9	4.9	5.1	5.2

(出所) 日本自動車リース協会連合会「自動車総保有台数とリース車保有台数の年別比、車種別・全国リース車保有台数の年別推移と対前年比」を基に証券リサーチセンター作成

24/3期における売上総利益(2,311百万円)と、月平均総管理台数(約17万台)から算出した、同社の1台当たり売上総利益約13,550円に24年3月末のリース車保有台数419.2万台を乗ずることで、同社はオートリース関連BPO市場を568億円と推計している。また、1台当たり売上総利益に24年3月末の総保有台数8,025.3万台を乗ずることで、自動車関連BPO市場全体の潜在的な市場規模を1.1兆円と試算している。

◆ 競合

自動車リース会社からメンテナンス管理を受託している企業や自動車関連のBPOサービスを提供している企業としては、イチネンホールディングス(9619 東証プライム)の中核子会社であるイチネンや、プレステージ・インターナショナル(4290 東証プライム)、西出自動車工作所(大阪市西区)等が挙げられる。なお、当該3社については現時点でMLS事業は行っていない模様である。

上場する競合2社の開示情報を見てみると、イチネンホールディングスは、自動車リースや自動車メンテナンス受託、燃料販売等によって構成される自動車リース関連事業(24/3期の外部顧客ベース売上高構成比42.3%)が主力事業であるが、機械工具販売事業(同26.0%)の他、報告セグメントが全部で6事業あり、多角化が進んでいる。24/3期の自動車リース関連事業の業績は、売上高(外部顧客ベース)58,416百万円、セグメント利益5,794百万円であった。このうち、リース取引に関する収益は39,441百万円である。

イチネンホールディングスの中核子会社であるイチネンは、80年か

ら自動車メンテナンス受託業に進出した。自動車メンテナンス受託の売上高は不明であるが、契約台数は22/3期末の82,975台から24/3期末には74,975台に減少した一方、契約高は22/3期の6,458百万円から24/3期には6,459百万円と横這いであった。また、イチネンの提携整備工場は約8,800社である。以前は、自社グループで展開するリース車の管理が中心であったが、近年では外部顧客からのメンテナンス受託も行っているようである。

プレステージ・インターナショナルは、損害保険会社や自動車メーカー、レンタカー会社等向けにロードサービスやコールセンターによる事故受付業務、カスタマーサポート等のBPOサービスを提供するオートモーティブ事業(24/3期売上高構成比43.1%)が主力事業である。プレステージ・インターナショナルの自動車関連BPOサービスは、リース会社を顧客とし、整備データの管理や交換タイヤの保管、納税業務の受託等が提供サービスの中心である同社とは、顧客やサービス内容が異なっている。24/3期のオートモーティブ事業の業績は、売上高25,300百万円、営業利益3,542百万円であった。その他、金融保証事業(同15.3%)等、合計7事業を展開しており、米州・欧州(24/3期の売上高構成比5.2%)やアジア・オセアニア(同2.0%)においてもサービスを提供する等、海外展開にも積極的である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 87年からオートリース会社向けメンテナンス受託事業を開始

同社は、叔父が経営する自動車整備工場で働いていた出口元氏によって、1978年7月、愛知県名古屋市にて設立された日本オートリース(旧ナルネットコミュニケーションズ)を前身としている。設立当初は、自動車リースの専門会社であったが、業容拡大に伴い、徐々に資金繰りの問題が大きくなったため、87年からオートリース会社との提携事業であるメンテナンス受託事業に進出した。金融機関係リース会社とのメンテナンス業務受託契約が順調に増加し、主力事業がリース事業からメンテナンス受託事業に移行したため、同社は00年に商号をナルネットコミュニケーションズに変更した。04年には自社開発のメンテナンス管理基幹システムの稼働を開始した。

◆ 19年にLBOを実施した

出口氏の勇退意向を受けて事業承継策を検討した結果、同社は、ジャフコグループ(8595東証プライム)によるLBOを選択した。19年7月に、旧ナルネットコミュニケーションズの株式取得を目的とした会社であるNALホールディングスが設立され、ジャフコグループが運営するファンドに株式が譲渡された。19年9月には、NALホールディングスが、旧ナルネットコミュニケーションズの株式をLBOによって取得し、完全子会社化した。22年4月には、NALホールデ

インクスが、旧ナルネットコミュニケーションズを吸収合併すると共に、ナルネットコミュニケーションズに商号を変更した。

◆ 22年に整備工場向けオンライン統合管理システムの提供を開始

同社は、22年6月に提携自動車整備工場と同社をつなぐオンライン統合管理システム「momoCan」の提供を開始した。23年8月には、クルマのアフターマーケットで働く人の知恵と情報をシェアするソーシャルメディア「モビノワ」を公開した。

◆ 上場直前の23年9月に伊藤忠グループと協業を開始した

同社は23年12月に東京証券取引所グロース市場に上場したが、それに先立って23年9月14日に、ジャフコグループが運用するファンドがMobility & Maintenance Japanに保有する同社株式の一部を売却した結果、Mobility & Maintenance Japanが同社の筆頭株主となった。

Mobility & Maintenance Japanは、伊藤忠商事(8001 東証プライム)と伊藤忠エネクス(8133 東証プライム)によって、23年8月に同社株を取得するために設立され、自動車アフターマーケット事業に関する株式の保有、売買並びにその他の投資を目的としている。この筆頭株主の異動により、同社は伊藤忠商事のその他の関係会社となり、伊藤忠グループと自動車アフターマーケット事業における協業を開始した。

◆ 経営理念

同社は、「Mobility's Transformer」を経営理念として掲げ、変化するモビリティ業界の中で課題を解決するために、「世の中のあらゆる移動を支える、BPO プレーヤーへの新化」というビジョンの実現を目指している。

◆ 株主

25/3 期半期報告書に記載されている株主の状況は図表7の通りである。24年9月末時点において、Mobility & Maintenance Japanが発行済株式総数の35.6%を保有する筆頭株主となっている。その他の大株主には、ベンチャーキャピタルや金融機関、個人投資家が名を連ねており、それらを合計した保有比率は28.0%に達している。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
Mobility & Maintenance Japan株式会社	1,899,396	35.6%	1	業務提携先
ジャフコSV6投資事業有限責任組合	808,596	15.2%	2	
ジャフコSV6-S投資事業有限責任組合	202,108	3.8%	3	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	115,300	2.2%	4	
株式会社SBI証券	114,100	2.1%	5	
JIA1号投資事業有限責任組合	62,100	1.2%	6	
あいぎんベンチャーファンド2号投資事業有限責任組合	62,000	1.2%	7	
谷口孝雄	54,800	1.0%	8	
渡邊孝	38,400	0.7%	9	
大原和剛	38,000	0.7%	10	
(大株主上位10位)	3,394,800	63.7%	-	
発行済株式総数	5,332,100	100.0%	-	

(出所) 25/3 期半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績については、旧ナルネットコミュニケーションズの 19/3 期から 22/3 期までの業績、同社の 22/3 期の連結業績及び 20/3 期から 24/3 期までの単体業績が開示されている。当センターでは、経営実態を考慮し、19/3 期から 21/3 期までは旧ナルネットコミュニケーションズの業績、22/3 期は同社の連結業績、23/3 期及び 24/3 期は同社の単体業績を並べて分析した。

売上高については、メンテナンス受託事業における管理台数の拡大や、MLS 事業の売上高の増加等により、19/3 期から 24/3 期にかけては年平均 8.1%増加した (図表 8)。21/3 期の増収率が低かったのは、新型コロナ禍で営業活動が停滞し、新規契約が伸び悩んだためである。

【 図表 8 】 業績推移

(単位：百万円)

	内訳	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高		5,207	5,628	5,804	6,418	7,027	7,672
売上総利益		—	—	—	2,098	2,179	2,311
売上総利益率		—	—	—	32.7%	31.0%	30.1%
販売費及び一般管理費		—	—	—	1,669	1,664	1,784
販管費率		—	—	—	26.0%	23.7%	23.3%
	顧客関連資産償却額	—	—	—	191	191	191
	のれん償却額	—	—	—	102	102	102
	その他	—	—	—	1,375	1,370	1,490
営業利益		—	—	—	429	514	526
営業利益率		—	—	—	6.7%	7.3%	6.9%
経常利益		533	669	626	389	492	511
経常利益率		10.2%	11.9%	10.8%	6.1%	7.0%	6.7%
当期純利益		354	763	724	199	622	305
期末総管理台数 (台)		71,752	94,418	105,330	143,399	166,395	181,995
	メンテナンス受託	53,707	55,397	57,948	65,027	72,190	74,621
	BPO	17,434	17,260	17,034	26,462	29,267	32,438
	MLS	156	21,363	29,978	51,547	64,571	74,565
	その他	455	398	370	363	367	371
期末従業員数 (名)		—	—	—	95	97	106
期中平均臨時雇用者数 (名)		—	—	—	92	109	135

(注) 19/3 期から 21/3 期までは未監査の旧ナルネットコミュニケーションズの数値

22/3 期は連結決算、23/3 期以降は単体決算

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

一方、経常利益については、19/3 期から 24/3 期にかけて、年平均 0.8%減少した。増収効果による利益率の押上げという要因はあったものの、原材料高に伴い、売上総利益率が低下したことや、19 年 9 月に実施された LBO に伴い、顧客関連資産償却額 (年 191 百万円) 及びのれん償却額 (年 102 百万円) を計上したこと等が利益率の悪化要因となった。

◆ 24年3月期決算は前期比9%増収2%営業増益

24/3 期決算は、売上高が前期比 9.2%増の 7,672 百万円、営業利益が同 2.3%増の 526 百万円、経常利益が同 4.0%増の 511 百万円、当期純利益が同 51.0%減の 305 百万円であった(図表 9)。

【図表 9】24年3月期の業績

(単位:百万円)

	23/3期 通期	24/3期							増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	7,027	1,854	1,821	3,675	2,068	1,928	3,996	7,672	9.2%
メンテナンス受託	5,790	1,498	1,471	2,969	1,727	1,563	3,291	6,260	8.1%
BPO	388	112	350	210	340	364	705	414	6.8%
MLS	305	83	86	170	89	107	197	367	20.1%
その他	543	160	165	325	149	154	304	630	15.9%
売上原価	4,848	1,267	1,208	2,476	1,596	1,287	2,884	5,361	10.6%
うち自動車関連BPO事業	4,569	-	-	-	-	-	-	5,015	9.8%
外注費	4,470	-	-	-	-	-	-	4,910	9.9%
経費	99	-	-	-	-	-	-	105	5.8%
うち減価償却費	48	-	-	-	-	-	-	49	1.3%
うちその他	50	-	-	-	-	-	-	55	10.2%
うち商品売上原価	278	-	-	-	-	-	-	345	24.0%
商品期首棚卸高	7	-	-	-	-	-	-	20	2.6X
当期商品仕入高	291	-	-	-	-	-	-	332	14.1%
商品期末棚卸高	20	-	-	-	-	-	-	7	-65.2%
売上総利益	2,179	586	612	1,199	471	640	1,111	2,311	6.0%
売上総利益率	31.0%	31.6%	33.6%	32.6%	22.8%	33.2%	27.8%	30.1%	-
メンテナンス受託	1,320	351	379	730	238	385	623	1,354	2.5%
BPO	388	112	95	207	97	101	199	406	4.7%
MLS	304	82	86	168	88	105	194	363	19.2%
その他	165	40	51	91	46	48	95	187	12.9%
販売費及び一般管理費	1,664	422	445	867	461	454	916	1,784	7.2%
販管費率	23.7%	22.8%	24.5%	23.6%	22.3%	23.6%	22.9%	23.3%	-
人件費	941	232	244	477	261	259	520	997	5.9%
顧客関連資産償却額	191	47	47	95	47	47	95	191	0.0%
のれん償却額	102	25	25	51	25	25	51	102	0.0%
減価償却費	69	-	-	-	-	-	-	74	7.1%
営業利益	514	164	167	331	9	186	195	526	2.3%
営業利益率	7.3%	8.9%	9.2%	9.0%	0.5%	9.6%	4.9%	6.9%	-
経常利益	492	161	165	326	2	183	185	511	4.0%
経常利益率	7.0%	8.7%	9.1%	8.9%	0.1%	9.5%	4.6%	6.7%	-
当期(四半期)純利益	622	84	109	193	-8	120	111	305	-51.0%
EBITDA	927	268	274	542	111	291	402	945	1.9%
EBITDAマージン	13.2%	14.5%	15.1%	14.8%	5.4%	15.1%	10.1%	12.3%	-

(注) 2Q、3Q、4Q、下期の内訳数値は証券リサーチセンターの推定値

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料、ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、メンテナンス受託は前期比 8.1%増加した。第 4 四半期に不採算取引の一部を解約したため、管理台数は前期末比 3.4%増にとどまったものの、23/3 期及び 24/3 期の新規契約が貢献した。BPO は前期比 6.8%増加した。管理台数は前期末比 10.8%増であ

ったものの、新規契約が第4四半期に集中したため、売上高への貢献は限られた。

MLS 事業は前期比 20.1%増加した。管理台数が 23/3 期末 64,571 台（前期末比 25.3%増）、24/3 期末 74,565 台（同 15.5%増）と高い増加率が続いたため、大幅な増収となった。その他は同 15.9%増であった。

売上総利益率は、メンテナンス受託とその他の売上総利益率の悪化が影響したことから、前期の 31.0%から 30.1%に低下した。特に、メンテナンス受託において、タイヤ関連以外の工賃は前期比 6.6%増、タイヤ関連以外の部品代は同 6.7%増と低い伸びにとどまったものの、タイヤ関連費用が同 19.5%増となったことから、売上総利益率が前期の 22.8%から 21.6%に低下した。その他の売上原価についても、車両販売売上高の伸び（20.8%増）を上回る同 24.0%増となった。

販管費は前期比 119 百万円増の 1,784 百万円となった。人員増加等により、人件費が同 55 百万円増加したほか、業務委託費が同 21 百万円増、旅費交通費が同 8 百万円増、広告宣伝費が同 7 百万円増となった。なお、24/3 期末において、従業員数は前期末比 9 名増の 106 名、期中平均臨時雇用人員数は同 26 名増の 135 名であった。

販管費の増加率は増収率を下回ったため、販管費率は前期の 23.7%から 23.3%に低下した。販管費率の改善で売上総利益率の悪化を補うことが出来なかったため、営業利益率は前期比 0.4%ポイント悪化の 6.9%となった。

固定資産売却益 5 百万円が計上されたこと等により、営業外収益は前期の 704 千円から 7,862 千円に増加した一方、営業外収支は前期の 23,186 千円のプラスから 22,873 千円のプラスへとやや減少した。

同社の法定実効税率は 34.4%であるが、繰越欠損金等の影響から 23/3 期の法人税等の負担率は 9.0%にとどまった。24/3 期については、繰越欠損金が前期で解消された一方、のれん償却額が損金不算入となること等から、法人税等の負担率は 40.4%と高水準であった。

上場日である 23 年 12 月 25 日に公表した通期計画に対する達成率は、売上高 97.5%、営業利益 77.7%であった。事業別売上高は、メンテナンス受託が計画を 77 百万円超過したものの、新規案件の契約が想定より後ろ倒しとなったため、MLS が計画比 19 百万円減、BPO が同 101 百万円減となり、その他も同 154 百万円減となった。

事業別売上総利益は、メンテナンス受託がタイヤ関連費用等の増加に

より、計画比 49 百万円減となったほか、MLS が同 3 百万円減、BPO が同 109 百万円減、その他が同 2 百万円減であった。販管費は人件費等を中心に同 13 百万円減であった。

◆ 25 年 3 月期上期は前年同期比 5%増収、52%営業減益

25/3 期上期決算は、売上高が前年同期比 5.1%増の 3,865 百万円、営業利益が同 52.0%減の 159 百万円、経常利益が同 52.6%減の 154 百万円、中間純利益が同 57.7%減の 81 百万円であった (図表 10)。

【 図表 10 】 25 年 3 月期上期の業績

(単位: 百万円)

	24/3期					25/3期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	3,675	2,068	1,928	3,996	7,672	1,899	1,965	3,865	5.1%
メンテナンス受託	2,969	1,727	4,696	1,563	6,260	1,559	1,607	3,167	6.7%
BPO	210	340	364	705	414	123	357	222	5.8%
MLS	170	89	107	197	367	99	106	206	21.4%
その他	325	149	154	304	630	116	151	267	-17.8%
売上原価	2,476	1,596	1,287	2,884	5,361	1,360	1,393	2,753	11.2%
売上総利益	1,199	471	640	1,111	2,311	539	571	1,111	-7.3%
売上総利益率	32.6%	22.8%	33.2%	27.8%	30.1%	28.4%	29.1%	28.8%	-
メンテナンス受託	730	238	385	623	1,354	277	326	603	-17.4%
BPO	207	97	101	199	406	123	98	221	6.6%
MLS	168	88	105	194	363	98	104	202	19.9%
その他	91	46	48	95	187	41	42	83	-9.2%
販売費及び一般管理費	867	461	454	916	1,784	482	469	952	9.7%
販管費率	23.6%	22.3%	23.6%	22.9%	23.3%	25.4%	23.9%	24.6%	-
人件費	477	261	259	520	997	276	274	550	15.3%
顧客関連資産償却額	95	47	47	95	191	47	47	95	0.0%
のれん償却額	51	25	25	51	102	25	25	51	0.0%
営業利益	331	9	186	195	526	56	102	159	-52.0%
営業利益率	9.0%	0.5%	9.6%	4.9%	6.9%	3.0%	5.2%	4.1%	-
経常利益	326	2	183	185	511	53	100	154	-52.6%
経常利益率	8.9%	0.1%	9.5%	4.6%	6.7%	2.8%	5.1%	4.0%	-
当期 (四半期) 純利益	193	-8	120	111	305	25	56	81	-57.7%
EBITDA	542	111	291	402	945	160	207	368	-32.1%
EBITDAマージン	14.8%	5.4%	15.1%	10.1%	12.3%	8.5%	10.6%	9.5%	-

(注) 24/3 期 3Q、4Q、下期、25/3 期 2Q の内訳数値は証券リサーチセンターの推定値

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、半年報告書、決算説明資料、ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、メンテナンス受託は、メーカー系リース会社との契約増に伴い、管理台数が前年同期末比 7.5%増となったため、前年同期比 6.7%増加した。BPO は同 5.8%増加した。管理台数は前年同期末比大幅増となったものの、作業単価が低い新規契約が多く、台当たり売上高は前年同期比で減少したと見られる。

MLS 事業は前年同期比 21.4%増加した。管理台数が前年同期末比 14.0%増となったことや、提携整備工場に対する外注単価の引上げに

連動して、顧客への請求単価を値上げしたことが大幅増収の要因である。その他は、前年同期に多かった車両販売が大幅減となったため、前年同期比 17.8%減であった。

売上総利益率は、前年同期の 32.6%から 28.8%に低下した。特に、メンテナンス受託において、4月に実施した提携整備工場への委託料金の引上げに伴うタイヤ関連以外の工賃の引上げと、原材料高に伴うタイヤ関連費用の上昇に対して、顧客との料金改定は契約更新時となることから、売上総利益率が前年同期の 24.6%から 19.0%に低下した。

販管費は前年同期比 84 百万円増の 952 百万円となった。24/3 期の人員増加や賃上げ等により、人件費が同 73 百万円増加したほか、基幹システム等の減価償却費が同 1 百万円増、その他経費が同 10 百万円増となった。

販管費の増加率は増収率を上回ったため、販管費率は前年同期の 23.6%から 24.6%に上昇した。結果、営業利益率は前年同期比 4.9%ポイント悪化の 4.1%となった。

税引前中間純利益が大幅減益となった一方、のれん償却額が定額であることから、法人税等の負担率は前年同期の 40.6%から 46.9%に上昇した。

期初計画に対する達成率は、売上高 97.9%、営業利益 81.6%であった。事業別売上高は、下期に大幅な管理台数増を見込むメンテナンス受託は概ね計画通りとなったものの、新規案件の契約が想定より遅延している BPO 等が計画を下回った。売上総利益は、メンテナンス受託で想定以上にタイヤ関連費用が上昇したこと等により、計画を 117 百万円下回った。販管費はコスト削減努力により計画に対して 81 百万円削減したものの、営業利益は同 36 百万円の未達となった。

> 他社との比較

◆ 自動車メンテナンス受託事業を展開する企業と比較

自動車メンテナンス受託事業や自動車関連 BPO 事業を展開する上場企業であるイチネンホールディングス及びプレステージ・インターナショナルを比較対象企業として選定した (図表 11)。

各社を比較すると、規模では、自動車リース事業や機械工具販売事業等、幅広い事業を展開するイチネンホールディングスが、全ての項目で 1 位である。プレステージ・インターナショナルも、自動車向けロードサービスや金融保証事業等、多岐に亘るサービスを提供しており、全ての項目で 2 位に位置している。自動車メンテナンス受託事業が中

心の同社は、全ての項目で2社を大きく下回る3位であり、規模は小さい。

【 図表 11 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	ナルネット コミュニケーションズ 5870 24/3期	イチネン ホールディングス 9619 24/3期	プレステージ・ インターナショナル 4290 24/3期
規模				
売上高	百万円	7,672	138,253	58,738
経常利益	百万円	511	9,460	8,458
総資産	百万円	9,573	202,606	67,836
収益性				
自己資本利益率	%	9.9	22.5	13.9
総資産経常利益率	%	5.3	5.1	13.2
売上高営業利益率	%	6.9	6.5	13.5
成長性				
売上高 (2年平均成長率)	%	9.3	7.0	12.1
経常利益 (同上)	%	14.6	4.1	8.8
総資産 (同上)	%	0.8	9.7	12.1
安全性				
自己資本比率	%	34.2	29.8	64.9
流動比率	%	98.5	149.5	229.2
固定長期適合率	%	101.1	77.7	57.8

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

収益性では、プレステージ・インターナショナルが営業利益率と総資産経常利益率で1位、自己資本利益率で2位と、総合的に優位である。同社は、自己資本利益率では3位ながら、営業利益率と総資産経常利益率で2位に位置しており、総合的には中位にある。

財務の安全性に関しては、プレステージ・インターナショナルが全ての項目で1位であり、最も良好である。同社は、自己資本比率では2位ながら、流動比率と固定長期適合率で3位であり、相対的に低位にある。

成長性については、プレステージ・インターナショナルが売上高の増加率と総資産の増加率で1位、経常利益の増加率で2位と、総合的に優位である。同社は、経常利益の増加率では1位ながら、売上高の増加率と総資産の増加率で2位であり、相対的には中位にある。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模と財務の安定性で低位、収益性と成長性で中位にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はメンテナンス受託の経験とノウハウ等にある
 同社の知的資本を構成する多くの項目は、自動車のメンテナンス受託における豊富な経験やノウハウ、提携整備工場ネットワークに關係している（図表 12）。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・主として、自動車を法人・個人ユーザーに賃貸するリース事業者にサービスを提供している	・顧客数	非開示
		・特定の顧客との特別な関係はないが、結果として、日本カーソリューションズ及びトヨタモビリティサービスとの取引の割合が高くなっている	・日本カーソリューションズの売上高構成比	16.4%
	ブランド	・前身企業の会社設立や自動車のメンテナンス受託事業の開始から長期間経過しており、自動車リース業界内での知名度は高いものの、上場から日が浅く、会社の一般的な認知度は高いとは言えない	・トヨタモビリティサービスの売上高構成比	13.2%
			・前身企業の会社設立からの経過年数	46.5年 (25年1月時点)
			・メンテナンス受託の事業開始からの経過年数	38年 (25年1月時点)
	事業パートナー	・全国をカバーする提携先の整備工場数は着実に増加している ・業務資本提携関係にある伊藤忠グループとの協業を通じて、自動車アフターマーケット業界の再構築に取り組んでいる	・上場からの経過年数	1年 (25年1月時点)
・提携整備工場数			12,123カ所 (24年9月末時点)	
組織資本	プロセス	・ 同社は、経営指標として、売上総利益、営業利益を重視している。また、管理台数、売上総利益率、ストック収益（対象期末時点における契約済み案件から将来得られる売上総利益の総額）をKPIとしている。顧客の多くは1年以上の長期契約であるため、ストック収益の金額は、当該期の売上総利益の約2.1倍に達している ・ 営業利益率は高くはないが、のれん償却額、顧客関連資産償却額、減価償却費を加算したEBITDAマージンは良好な水準を確保している	・ 売上総利益	2,311百万円
			・ 売上総利益率	30.1%
			・ 営業利益	526百万円
			・ 管理台数	181,995台
			・ ストック収益	49.2億円
			・ 営業利益率	6.9%
	知的財産 ノウハウ	・ 顧客の多くとは定額の毎月払いとなっているが、車検整備の売上計上が、新車ならば契約から3年後、初回車検終了車で2年毎となることから、契約負債が高水準となっている ・ 自社開発の車両管理システムを持ち、メンテナンス受託事業での長期的経験から得られた豊富な整備データを蓄積している。訪問やコールセンターによるアナログ的コミュニケーションとデジタル対応の両面で提携整備工場を支援している ・ 整備費用請求管理やリース車両管理等ができる、提携整備工場向けオンライン統合管理システム「momoCan」のユーザー数は増加している	・ EBITDA	945百万円
			・ EBITDAマージン	12.3%
			・ 契約負債	1,144百万円
			・ 契約負債の負債純資産構成比	12.0%
人的資本	従業員	・ 顧客の多くとは定額の毎月払いとなっているが、車検整備の売上計上が、新車ならば契約から3年後、初回車検終了車で2年毎となることから、契約負債が高水準となっている	・ momoCanのユーザー工場数	4,572カ所
		・ インセンティブ制度	・ ストックオプション	219千株 (4.1%)
人的資本	従業員	・ 鈴木社長は、14年4月から同社の代表取締役社長を務めている	・ 鈴木社長の在任年数	10.5年 (24年1月時点)
		・ 営業部門及び管理部門、コールセンター等の人員採用を進めており、従業員と臨時雇用人員が増加傾向にある	・ 従業員数	106名
人的資本	従業員	・ 営業部門及び管理部門、コールセンター等の人員採用を進めており、従業員と臨時雇用人員が増加傾向にある	・ 臨時雇用人員数	135名
			・ 平均年齢 (従業員)	40.0歳
人的資本	従業員	・ インセンティブ制度	・ ストックオプション	219千株 (4.1%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、24/3期または24/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

(出所) 有価証券報告書、半期報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、自動車のメンテナンス受託事業を開始した87年4月から38年間に亘り、豊富な整備データを蓄積しており、顧客のニーズに応じ

た BPO サービスを提供している。サービスの供給量を決定する鍵となる提携整備工場を全国各地で増やしており、24 年 9 月末時点の提携整備工場は 12,123 カ所に達している。同社は、コールセンターや訪問等のアナログ的コミュニケーションと、オンライン統合管理システム momoCan やソーシャルメディアであるモビノワ等のデジタル対応の両面で提携整備工場をサポートしている。

結果、総管理台数は、19/3 期末の 71,752 台から 24/3 期末の 181,995 台、25/3 期上期末の 192,407 台へと拡大し、ストック収益は、19/3 期末の 26.5 億円から 24/3 期末には 49.2 億円に増加した。以上のことから、自動車のメンテナンス受託における豊富な経験やノウハウ、提携整備工場ネットワークが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、整備情報のデータベース化に早くから取り組んでおり、状況に見合ったリサイクルパーツの活用等、環境負荷の低減を目指している。また、EV を取扱うリース会社や整備工場に対して、取組みを積極的に支援している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、人的資本のダイバーシティ関連情報として、図表 13 の指標を開示している。

【 図表 13 】 ダイバーシティ関連指標

管理職に占める女性労働者の割合		13.3%
男性労働者の育児休業取得率		100.0%
労働者の男女の賃金の差異	全労働者	37.8%
	うち正規雇用労働者	61.4%
	うちパート・有期労働者	64.2%

(注) 24/3 期

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 8 名 (うち社外取締役 2 名) で構成されている。社外取締役の花井浩氏は、メルセデス・ベンツ・ファイナンス (千葉市美浜区) の代表取締役社長等を歴任し、19 年 6 月に同社の監査役に就任し、22 年 6 月に同社の取締役に転じた。花井氏は、非上場会社一社の社外監査役を兼務している。もう一人の社外取締役の横山純一氏は、日興証券 (現 S M B C 日興証券) の関連会社等の取締役等を歴任し、23 年 6 月に同社の取締役に就任した。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名の 3 名で構成されており、3 名とも社外監査役である。

常勤監査役の大倉康裕氏は、サッポロホールディングス (2501 東証プライム) 傘下のサッポロビールの監査役等を歴任した後、22 年 6 月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役の野村朋加氏は、22 年 12 月に同社の監査役に就任した。野村氏は弁護士で、名古屋家庭裁判所調停官やアオキスーパー (名古屋市中村区) の社外監査役、北斗 (愛知県小牧市) の社外取締役監査等委員を兼務している。もう 1 人の非常勤監査役である山田梨津子氏は、公認会計士であり、23 年 6 月に同社の監査役に就任した。山田氏は、公益財団法人鈴鹿市文化振興事業団監事やライズ・コンサルティング・グループ (9168 東証グロース) の社外監査役等を兼務している。

24/3 期に 18 回開催された取締役会には、花井取締役と大倉監査役は全てに、野村監査役は 17 回に出席した。横山取締役と山田監査役は、就任後に開催された 14 回全てに出席した。11 回開催された監査役会には、3 人の監査役は全てに出席した。23 年 6 月まで開催されていた監査役協議会には、大倉監査役と野村監査役は全 4 回に出席した。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新規領域の取引規模拡大による収益源の多様化

現在、同社の収益の大半はメンテナンス受託事業によるものであり、BPO 事業や MLS 事業等の新規領域の取引規模拡大による収益源の多様化を課題として認識している。

◆ 整備工場ネットワークの拡充

同社は 24 年 9 月末時点において、12,123 カ所の整備工場と提携しているが、今後の事業展開のためには整備工場ネットワークの更なる拡充が必要と認識している。

> 今後の事業戦略

◆ 管理台数の拡大や BPO 契約の増加等による成長を志向

同社は、「世の中のあらゆる移動を支える、BPO プレーヤーへの新化」というビジョンを実現するため、メーカー系リース会社向けを中心とした管理台数の拡大及び新たなマーケットへの参入による売上高の拡大や、BPO 契約の増加及びメンテナンス受託事業における原価改善による売上総利益の拡大、オペレーションの強化を成長戦略として掲げている。

◆ メーカー系リース会社向けを中心とした管理台数の拡大

同社は、サービス提供エリアが広範囲に亘り、レンタカー中心からリースへのシフトを進めているメーカー系リース会社の開拓に注力することで、メンテナンス受託事業の管理台数の拡大を目指している。

◆ 新たなマーケットへの参入

オートリース会社に対する長年のメンテナンス管理ノウハウを活かし、同社にとって新たなマーケットとなる、中古車販売会社やレンタカー会社にメンテナンス受託を提供する方針である。新車販売業界だけでなく、中古車販売業界においても整備士の不足が深刻化し、整備工場を併設していない店舗が存在していることや、中古車の品質に対する購入者の不安の払拭に対するニーズが高まっていることから、同社は、提携整備工場を通じた、中古車の納車前や納車後のメンテナンスや、購入者の自宅への車両回送に進出した。

同社は、再生ファンドであるジェイ・ウィル・パートナーズ (JWP) と伊藤忠グループの合弁企業であり、ビッグモーター及びその子会社から全ての事業を会社分割により承継した WECARS との間で、協業開始に関する基本取引契約を締結すると共に、24 年 8 月 1 日から車両の整備や回送等のサービス提供を一部の店舗から開始し、順次、対象店舗を拡大すると公表した。

24年9月30日に同社は、中古車販売/買取の「ガリバー」を全国展開するIDOM(7599 東証プライム)の関連会社で、カーリースやレンタカーのサービス(ノレル/ノレルGO)を提供するIDOM CaaS Technologyとの業務提携契約の締結を公表した。両社は、23年から新車リース(ノレル)の車検や車両管理について協業していたが、対象範囲が24年9月から中古車リース(ノレル)とマンスリーレンタカー(ノレルGO)にも拡大された。今回の協業拡大により、同社は3,000~10,000台の管理台数の増加を見込んでいる。

また、同社は、新たなマーケットとして、EVや中大型トラック、個人事業主が所有、運転する軽貨物車等にも注目し、メンテナンス受託事業等での管理台数の拡大を目指している。

◆ BPO 契約の増加

同社の主力サービスはメンテナンス受託であるが、顧客に対してメンテナンス受託だけではなく、顧客ニーズに応じて様々なBPO業務のアウトソーシング提案を積極的に行い、台当たりの手数料(売上総利益)を拡大させる方針である。BPO事業の主力サービスであるデータ管理サービス、タイヤ保管サービス、納税管理サービスに加え、車両購入代行サービスや車両売却代行サービス、自動車メンテナンス管理研修サービス等を提供し、BPO契約を増加させる方針である。

◆ メンテナンス受託事業における原価改善

同社では、従来、提携整備工場に車を入庫した際、消耗部品を早めに交換してしまうケースがあったほか、各メーカーがタイヤを個別に配送していたため、結果的に原価高になっていた。今後は、適正なタイミングでの部品交換や、伊藤忠グループとの連携を通じたタイヤ等の集中購買、共同保管、共同配送を通じた外注費の削減により、メンテナンス受託事業における原価率の改善を目指している。

◆ オペレーションの強化

同社は、整備工場データベースの情報充実によるデータの価値向上や、提携整備工場との関係強化を目的とした、モビノワ、momoCan、mameCan、なるほどネット等のDXソリューションの推進等により、オペレーションの強化に取り組んでいる。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・メンテナンス受託事業における長期間の経験から得られた豊富な整備データを蓄積していること ・コールセンターや訪問等のアナログ的コミュニケーションと、車両管理システム等のデジタル対応の両面で提携整備工場を支援していること ・1万カ所を超える整備工場ネットワークを活用し、全国でスピーディー、低コストでサービスを提供していること ・複数年契約が多数を占め、ストック型の収益構造であること ・自動車メンテナンス受託専業であるため、同業他社が手掛けていないものも取り揃えて、ワンストップでサービスを提供していること ・長期的な取引によって、自動車リース会社との確固たる信頼関係を構築していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模が小さいこと ・整備工賃や部品価格の上昇期においては、長期契約先への価格転嫁の遅れが生じ、利益率が悪化する可能性が高いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内オートリース市場、特に個人向け市場の拡大 ・国内オートリースメンテナンス受託市場（特にメーカー系リース会社向け）における市場シェアの拡大 ・BPO事業、MLS事業等の手数料収入の拡大 ・伊藤忠グループとの協業による業績への貢献
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・エネルギーや原材料の価格高騰、円安ドル高等により、外注費の単価が急上昇し、利益率が悪化すること ・リース会社が自社物件の維持管理について、アウトソーシングする割合を引き下げる経営判断を行うこと

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ BPO 契約増加とメンテナンス受託の原価率改善に期待したい

同社は近年、着実に管理台数を拡大している一方、24/3 期及び 25/3 期上期においては、整備工賃や部品単価の上昇に伴う外注費の増加に伴い、原価率が悪化している。

手数料だけを受領する BPO 事業は、エネルギーや原材料の価格高騰、円安ドル高の影響を受けないため、BPO 契約の増加は、利益成長のみならず、利益の安定性の向上にも大きな寄与が期待できる。また、メンテナンス受託事業における原価率の改善は、収益性の改善に向けた最重要戦略と言えよう。よって、当センターでは、同社の戦略の中でも、BPO 契約の増加とメンテナンス受託事業における原価率改善に期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 25 年 3 月期会社計画は 12%増収、7%営業増益

25/3 期の会社計画は、売上高 8,562 百万円（前期比 11.6%増）、営業利益 561 百万円（同 6.5%増）、経常利益 552 百万円（同 7.9%増）、当期純利益 326 百万円（同 6.8%増）である（図表 15）。

事業別売上高については、メンテナンス受託は 6,980 百万円（前期は 6,264 百万円）、BPO は 483 百万円（同 414 百万円）、MLS は 405 百万円（同 367 百万円）と計画している。

事業別売上総利益については、メンテナンス受託は 1,621 百万円（前期は 1,354 百万円）、BPO は 467 百万円（同 406 百万円）、MLS は 395

百万円(同363百万円)としている。メンテナンス受託の売上総利益率について、部品交換サイクルの適正化や調達の効率化等により、前期比1.6%ポイント改善の23.2%と計画しており、全体の売上総利益率については同0.7%ポイント改善の30.8%と見込んでいる。

【図表15】ナルネットコミュニケーションズの業績と25年3月期の会社計画(単位:百万円)

	内訳	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	
		実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		6,418	7,027	7,672	8,562	11.6%
	メンテナンス受託	5,135	5,790	6,260	6,980	11.5%
	BPO	376	388	414	483	16.6%
	MLS	249	305	367	405	10.3%
	その他	657	543	630	694	10.2%
売上総利益		2,098	2,179	2,311	2,633	14.0%
	売上総利益率	32.7%	31.0%	30.1%	30.8%	—
	メンテナンス受託	1,306	1,320	1,354	1,621	19.7%
	BPO	376	388	406	467	14.8%
	MLS	240	304	363	395	8.7%
	その他	176	165	187	150	-19.8%
販売費及び一般管理費		1,669	1,664	1,784	2,072	16.1%
	販管費率	26.0%	23.7%	23.3%	24.2%	—
営業利益		429	514	526	561	6.5%
	営業利益率	6.7%	7.3%	6.9%	6.6%	—
経常利益		389	492	511	552	7.9%
	経常利益率	6.1%	7.0%	6.7%	6.4%	—
当期純利益		199	622	305	326	6.8%

(注) 22/3期は連結決算。22/3期及び25/3期計画のその他は証券リサーチセンターの推定値
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

25/3期末の事業別管理台数については、メンテナンス受託は91,637台(前期末比22.8%増)、BPOは57,436台(同77.1%増)、MLSは88,369台(同18.5%増)を計画している。

販管費については288百万円の増加を計画しているが、人件費が前期比169百万円増、減価償却費が同39百万円増、業務委託費が同20百万円増、通信費同10百万円増、システム利用料が同10百万円増、その他が同40百万円増と見込んでいる。

◆証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、25/3期上期実績と社内の施策等を考慮し、25/3期業績について、売上高8,500百万円(前期比10.8%増)、営業利益493百万円(同6.4%減)、経常利益484百万円(同5.4%減)、当期純利益278百万円(同8.8%減)と予想した(図表16)。

事業別売上高については、メンテナンス受託は6,949百万円(前期比11.0%増)、BPOは443百万円(同6.9%増)、MLSは437百万円(同19.0%増)、その他は671百万円(同6.5%増)と予想した。

25/3期末の事業別管理台数については、大手顧客との取引拡大や新規顧客の開拓により、メンテナンス受託は90,600台(前期末比21.4%増)、BPOは50,000台(同54.1%増)、MLSは87,000台(同16.7%増)と想定した。BPO事業の増収率を管理台数の伸びに比べて低く見ているのは、1台当たりの売上高が低い契約が下期に集中して増えると予想したためである。

【図表16】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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
損益計算書						
売上高	7,027	7,672	8,562	8,500	9,747	10,887
前期比	-	9.2%	11.6%	10.8%	14.7%	11.7%
事業別						
メンテナンス受託	5,790	6,260	6,980	6,949	8,049	9,028
BPO	388	414	483	443	550	650
MLS	305	367	405	437	502	570
その他	543	630	693	671	646	639
売上総利益	2,179	2,311	2,634	2,384	2,777	3,174
売上総利益率	31.0%	30.1%	30.8%	28.0%	28.5%	29.2%
事業別						
メンテナンス受託	1,321	1,354	1,621	1,308	1,548	1,787
BPO	388	406	467	428	515	605
MLS	304	363	395	427	491	558
その他	165	187	151	221	223	224
販売費及び一般管理費	1,664	1,784	2,072	1,891	2,146	2,412
販管費率	23.7%	23.3%	24.2%	22.2%	22.0%	22.2%
営業利益	514	526	561	493	631	762
前期比	-	2.3%	6.5%	-6.4%	28.0%	20.8%
営業利益率	7.3%	6.9%	6.6%	5.8%	6.5%	7.0%
経常利益	492	511	552	484	623	757
前期比	-	4.0%	7.9%	-5.4%	28.7%	21.5%
経常利益率	7.0%	6.7%	6.4%	5.7%	6.4%	7.0%
当期純利益	622	305	326	278	368	455
前期比	-	-51.0%	6.8%	-8.8%	32.3%	23.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所)決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

売上総利益は2,384百万円(前期比3.2%増)と予想した。事業別では、メンテナンス受託は1,308百万円(同3.4%減)、BPOは428百万円(同5.2%増)、MLSは427百万円(同17.5%増)、その他は221百万円(同18.2%増)と予想した。

売上総利益率は、25/3期上期に大きく悪化したことを踏まえ、前期比2.1ポイント低下の28.0%と予想した。販管費は、人件費等の増加を

見込み、1,891 百万円 (同 6.0%増) と予想した。

26/3 期は、売上高 9,747 百万円 (前期比 14.7%増)、営業利益 631 百万円 (同 28.0%増) と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は 8,049 百万円 (前期比 15.8%増)、BPO は 550 百万円 (同 24.2%増)、MLS は 502 百万円 (同 14.9%増)、その他は 646 百万円 (同 3.7%減) と予想した。その他についてはリース収益の減少を予想している。

26/3 期末の事業別管理台数については、大手顧客との取引拡大や新規顧客の開拓により、メンテナンス受託は 96,600 台 (前期末比 6.6%増)、BPO は 60,000 台 (同 20.0%増)、MLS は 99,000 台 (同 13.8%増) と想定した。BPO 事業の増収率を管理台数の伸びに比べて高く見ているのは、25/3 期下期に獲得した新規契約の貢献を想定したためである。

売上総利益は 2,777 百万円 (前期比 16.5%増) と予想した。事業別では、メンテナンス受託は 1,548 百万円 (同 18.3%増)、BPO は 515 百万円 (同 20.3%増)、MLS は 491 百万円 (同 15.0%増)、その他は 223 百万円 (同 0.9%増) と予想した。

売上総利益率は、既存顧客との契約更新に伴い、料金の上げが徐々に進むと考え、前期比 0.5%ポイント上昇の 28.5%と予想した。販管費は、人件費や減価償却費等の増加を見込み、2,146 百万円 (同 13.5%増) と予想した。

27/3 期は、売上高 10,887 百万円 (前期比 11.7%増)、営業利益 762 百万円 (同 20.8%増) と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は 9,028 百万円 (前期比 12.2%増)、BPO は 650 百万円 (同 18.2%増)、MLS は 570 百万円 (同 13.5%増)、その他は 639 百万円 (同 1.1%減) と予想した。その他についてはリース収益の減少を予想した。

27/3 期末の事業別管理台数については、大手顧客との取引拡大や新規顧客の開拓により、メンテナンス受託は 108,600 台 (前期末比 12.4%増)、BPO は 70,000 台 (同 16.7%増)、MLS は 112,000 台 (同 13.1%増) と想定している。

売上総利益は 3,174 百万円 (前期比 14.3%増) と予想した。事業別では、メンテナンス受託は 1,787 百万円 (同 15.4%増)、BPO は 605 百

万円 (同 17.5%増)、MLS は 558 百万円 (同 13.6%増)、その他は 224 百万円 (同 0.4%増) と予想した。

売上総利益率は、既存顧客との契約更新に伴い、料金の引上げが徐々に進むと考え、前期比 0.7%ポイント上昇の 29.2%と予想した。販管費は、人件費や減価償却費等の増加を見込み、2,412 百万円 (同 12.4%増) と予想した。

同社は、配当性向 30%を目途に配当を実施する方針を掲げている。24/3 期については 15.0 円 (配当性向 26.0%) の配当を実施し、25/3 期の配当についても 15.0 円 (同 24.5%) を計画している。こうした同社の方針を踏まえ、当センターでは配当金について、25/3 期は 15.0 円 (同 28.8%)、26/3 期は 21.0 円 (同 30.4%)、27/3 期は 26.0 円 (同 30.5%) と予想した。

【 図表 17 】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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
貸借対照表						
現金及び預金	602	1,026		1,151	1,557	1,459
売掛金及び契約資産	2,875	2,700		2,990	3,430	3,830
その他	302	256		203	164	128
流動資産	3,780	3,984		4,344	5,152	5,417
有形固定資産	735	697		672	651	626
無形固定資産	5,035	4,841		4,640	4,354	4,048
投資その他の資産	47	50		51	51	51
固定資産	5,818	5,589		5,363	5,056	4,725
資産合計	9,599	9,573		9,708	10,208	10,143
買掛金	1,609	1,280		1,466	1,690	1,882
短期借入金	580	580		580	580	580
1年以内返済予定の長期借入金	505	307		305	870	19
未払法人税等	3	243		123	152	181
契約負債	1,078	1,144		1,269	1,478	1,664
その他	445	487		607	731	856
流動負債	4,223	4,042		4,352	5,504	5,184
長期借入金	1,333	1,227		921	50	30
その他	1,132	1,032		966	898	829
流動負債	2,465	2,259		1,887	948	859
純資産合計	2,911	3,271		3,468	3,756	4,099
(自己資本)	2,911	3,271		3,468	3,756	4,099
(非支配株主持分+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	683	511		484	623	757
減価償却費	118	124		143	178	197
顧客関連資産償却額	191	191		191	191	191
のれん償却額	102	102		102	102	102
売上債権及び契約資産の増減額 (-は増加)	-470	175		-289	-440	-400
仕入債務の増減額 (-は減少)	297	-329		185	224	192
その他	-239	55		194	265	243
法人税等の純支払額 (+は純還付額)	-309	-4		-325	-225	-273
営業活動によるキャッシュ・フロー	374	827		685	919	1,010
有形固定資産の取得による支出	-8	-14		-30	-25	-25
無形固定資産の取得による支出	-103	-142		-128	-100	-100
その他	0	18		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-112	-138		-158	-125	-125
短期借入れによる収入	580	-		0	0	0
長期借入れによる収入	140	-		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-1,035	-304		-307	-305	-870
株式の発行による収入	-	53		0	0	0
配当金の支払額	-	-		-79	-79	-111
その他	-26	-13		-15	-1	-1
財務活動によるキャッシュ・フロー	-342	-264		-403	-387	-984
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-80	424		124	406	-98
現金及び現金同等物の期首残高	0	572		996	1,121	1,527
現金及び現金同等物の期末残高	572	996		1,121	1,527	1,429

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ リース会社の経営方針やリース業界の動向に伴うリスク

同社の業績は、主要顧客であるリース会社の経営方針に一定程度の影響を受けており、リース会社が自社物件の維持管理について、アウトソーシングする割合を減少させた場合は、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。また、エネルギー商社が主導する車両メンテナンス管理専門の業界共通プラットフォームが本格導入された場合には、一部の案件で同社から当該プラットフォームに受託先が変更される等、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 原材料高の影響が長期化する可能性

24/3 期及び 25/3 期上期において、大幅な原材料高等により、同社の売上総利益率は悪化を余儀なくされた。メンテナンス受託事業においては、料金の改定は契約更新時となるため、売上総利益率が元の水準に戻るには一定の時間が必要になる。当センターでは、26/3 期以降は、原材料高が落ち着き、売上総利益率が徐々に改善すると見込んでいる。しかしながら、料金の引上げ以上に原材料高が進行した場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定の顧客に対する依存

同社は、日本カーソリューションズ及びトヨタモビリティサービスに売上高の約 3 割を依存している。現時点で両社との関係は良好であるものの、将来、契約の見直しや、相手方の経営方針に変更が生じた場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ のれん及び顧客関連資産の減損リスク

同社は、24/3 期末において、のれん及び顧客関連資産（以下、のれん等）を 4,505 百万円（総資産比 47.1%、自己資本比 137.7%）を計上している。のれん等について、同社は将来の収益力を適切に反映していると判断しているものの、急激な事業環境の悪化や競合状況の変化、法規制の変更、同社の事業戦略の変更等により、将来の収益性の見通しが悪化した場合、のれん等の減損を認識することにより、同社の業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

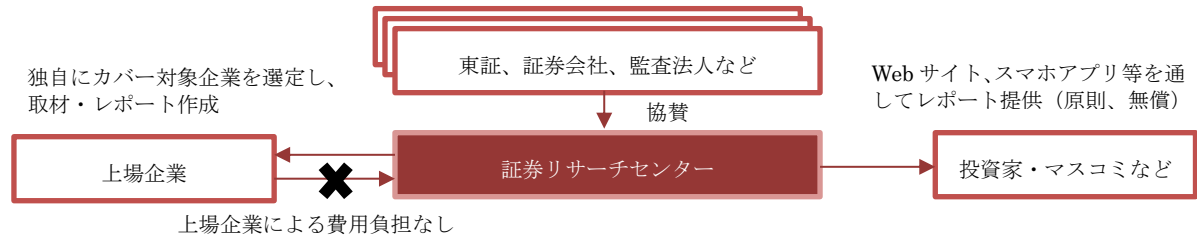
◆ 大株主の株式売却リスク

伊藤忠商事は、子会社である Mobility & Maintenance Japan を通じて、25 年 9 月末において、同社株式の 35.6%を保有している。また、ジャフコグループが組成したファンドは、同じく 19.0%を保有している。両大株主が保有する同社株式の全部、または、一部が売却された場合には、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

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

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 Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	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
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

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、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。