

# 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

アップデート・レポート  
2026年1月9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 20260106

ナルネットコミュニケーションズ(5870 東証グロース)

発行日: 2026/1/9

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  
メーカー系リース会社との取引増加等により、26 年 3 月期からの増益継続を予想

> 要旨

◆ 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 事業を展開している。
- ・26/3 期中間期(以下、上期)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メンテナンス管理を一括受託)が 81.2%、BPO(リース会社等から部分的な業務を受託)が 7.0%、MLS(個人向けリース会社から特定業務を受託)が 5.5%、その他が 6.3%であった。

◆ 26 年 3 月期上期決算は 20%増収、146%営業増益

- ・26/3 期上期決算は、19.6%増収、146.0%営業増益であった。メーカー系リース会社との取引増加と価格適正化等に伴うメンテナンス受託事業の売上総利益の増加が営業利益の増加を牽引した。なお、営業利益の会社計画に対する達成率は 146.4%となった。

◆ 26 年 3 月期会社計画は 14%増収、64%営業増益

- ・26/3 期について同社は、BPO 事業の想定引下げに伴い、売上高を下方修正したものの、メンテナンス受託事業の採算改善を踏まえ、営業利益を上方修正した結果、14.3%増収、63.7%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、26/3 期上期実績や同社の施策等を踏まえて26/3 期予想を見直し、売上高を10,270 百万円→9,747 百万円(前期比 14.1%増)に下方修正したものの、営業利益を 680 百万円→731 百万円(同 65.3%増)に上方修正した。

◆ メンテナンス受託事業の拡大により、来期以降も増益継続を予想

- ・当センターでは、27/3 期以降についても、BPO 事業を中心に売上高予想を下方修正したものの、メンテナンス受託事業を中心に売上総利益予想を上げたため、営業利益予想を上方修正した。
- ・メーカー系リース会社との取引増加等に伴うメンテナンス受託事業の拡大や BPO 事業の増加等により、27/3 期は前期比 13.1%増収、17.2%営業増益、28/3 期は同 11.4%増収、13.8%営業増益と予想する。

【 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)
2024/3	7,672	9.2	523	2.3	511	4.0	305	-51.0	57.7	613.5	15.0
2025/3	8,542	11.3	442	-16.1	430	-15.8	238	-21.9	44.7	643.0	15.0
2026/3 CE	9,762	14.3	723	63.7	708	64.6	430	80.6	80.7	—	24.0
2026/3 E	9,747	14.1	731	65.3	718	66.7	434	82.1	81.4	709.4	25.0
2027/3 E	11,028	13.1	857	17.2	848	18.1	510	17.5	95.7	780.1	30.0
2028/3 E	12,280	11.4	975	13.8	969	14.3	589	15.5	110.5	860.6	35.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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】

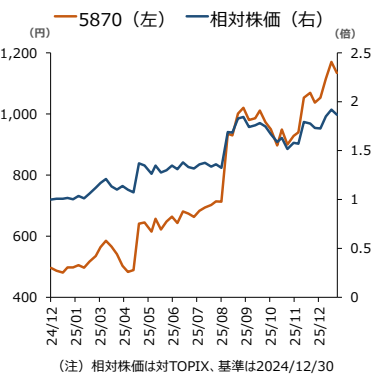
	2025/12/30
株価 (円)	1,134
発行済株式数 (株)	5,332,100
時価総額 (百万円)	6,047

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	25.4	13.9	11.9
PBR (倍)	1.8	1.6	1.5
配当利回り (%)	1.3	2.2	2.6

【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン (%)	6.1	11.6	128.6
対TOPIX (%)	5.1	2.7	86.8

【株価チャート】



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

(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<sup>注1</sup> 事業を展開している。

同社は、自動車関連 BPO 事業の単一セグメントであるが、事業を、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。26/3 期中間期 (以下、上期) における事業別売上高構成比は、メンテナンス受託 81.2%、BPO 7.0%、MLS 5.5%、その他 6.3% 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		25/3期		26/3期上期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
メンテナンス受託	5,790	82.4%	6,264	81.7%	6,984	81.7%	3,752	81.2%
BPO	388	5.5%	414	5.4%	493	5.8%	324	7.0%
MLS	305	4.4%	367	4.8%	451	5.3%	255	5.5%
その他	543	7.7%	626	8.2%	614	7.2%	289	6.3%
合計	7,027	100.0%	7,672	100.0%	8,542	100.0%	4,623	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等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、26/3 期上期末時点で全国 13,528 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。

24 年 9 月には、I D O M (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 向けサービスの提供を開始した (契約の一部は BPO 事業や MLS 事業に該当する)。

#### (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。

なお、24 年 8 月には、伊藤忠商事（8001 東証プライム）グループの中古車販売会社 WECARS（ウィーカーズ）から販売車両の納車前整備を受託した。

- (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。25/3 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 11.6%増加した。19/3 期から 25/3 期までの期間では、年平均 18.9%で増加している（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	25/3期	26/3期上期
メンテナンス受託	53,707	55,397	57,948	65,027	72,190	74,621	82,908	84,438
MLS	156	21,363	29,978	51,547	64,571	74,565	83,487	86,491
BPO	17,434	17,260	17,034	26,462	29,267	32,438	36,361	37,261
その他	455	398	370	363	367	371	373	384
合計	71,752	94,418	105,330	143,399	166,395	181,995	203,129	208,574

(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 25/3 期末には 54.6 億円（メンテナンス受託事業と BPO 事業からなる法人向け 39.0 億円、MLS 事業からなる個人向け 15.6 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。25/3 期末におけるストック収益は 25/3 期の売上総利益（23.7 億円）の 2.3 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 年の平均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)

	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	25/3期
法人向け	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	27.9	28.6	30.8	32.8	35.6	39.0
個人向け	—	—	—	—	—	—	—	5.6	7.3	11.7	13.0	13.6	15.6
合計	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	33.5	35.9	42.5	45.8	49.2	54.6

(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、三十三フィナンシャルグループ（7322 東証プライム）傘下の三十三リース、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、24/3 期が 16.4%、13.2%、25/3 期が 15.9%、13.5%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		25/3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 (%)
日本カーソリューションズ	1,217	19.0	1,225	17.4	1,257	16.4	1,361	15.9
トヨタモビリティサービス	327	5.1	769	11.0	1,014	13.2	1,155	13.5

(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

メンテナンス受託事業においては、従来は金融系等のメーカー系以外のリース会社向けが売上高の中心を占めていたが、整備士不足に悩むメーカー系リース会社向けの売上高が近年、大幅に伸びている(図表5)。

【図表5】メンテナンス受託事業の顧客層別売上高の推移 (単位: 百万円)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期計画
メーカー系リース会社	618	635	719	1,042	1,577	1,943	2,303	3,254
金融系等のメーカー系リース会社以外	3,737	3,952	4,063	4,093	4,212	4,321	4,681	4,838

(出所) 決算説明資料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、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、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 25/3 期の売上総利益率は 27.8%である。売上原価は、自動車関連 BPO 事業売上原価(構成比 94.3%)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 5.7%)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 98.1%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 1.9%は減価償却費等の経費である。



25/3 期のメンテナンス受託事業の売上総利益率は 19.2%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、24/3 期までは売上高と売上総利益がほぼ一致していた。25/3 期には、MLS 事業においては、IDOM CaaS Technology 向けサービスの一部で売上原価が計上されたほか、BPO 事業においても、WECARS 向けサービスで売上原価が計上された。結果、25/3 期の売上総利益率は、MLS 事業が 96.7% (前期は 98.9%)、BPO 事業が 89.2% (同 98.1%) となった。

25/3 期の販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は 1,934 百万円であり、販管費率は 22.6%に抑えられている。内訳としては、人件費が 1,110 百万円、顧客関連資産償却額が 189 百万円、のれん償却額が 102 百万円、減価償却費が 89 百万円であり、固定費が中心と推測される。

25/3 期の営業利益率は 5.2%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 872 百万円、EBITDA マージンは 10.2%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 25/3 期末における自己資本比率は 34.6%と低水準である (図表 6)。19 年に実施された 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 3 期の有利子負債残高は減少している。

残りの負債の中心は、買掛金 (負債純資産合計の 19.2%)、契約負債 (同 13.0%)、繰延税金負債 (同 8.5%) 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、一部を除き、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 42.5%、自己資本の 122.9%に達していることには注意が必要と考えている。

【 図表 6 】 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		25/3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 (%)	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	4,556	46.0
顧客関連資産	3,294	35.0	3,103	32.3	2,912	30.4	2,723	27.5
のれん	1,798	19.1	1,695	17.7	1,592	16.6	1,490	15.0
総資産	9,423	100.0	9,599	100.0	9,573	100.0	9,916	100.0
流動負債	3,287	34.9	4,223	44.0	4,042	42.2	4,836	48.8
買掛金	1,312	13.9	1,609	16.8	1,280	13.4	1,907	19.2
短期借入金	—	—	580	6.0	580	6.1	750	7.6
1年内返済予定の長期借入金	286	3.0	505	5.3	307	3.2	305	3.1
契約負債	988	10.5	1,078	11.2	1,144	12.0	1,287	13.0
固定負債	3,657	38.8	2,465	25.7	2,259	23.6	1,650	16.6
長期借入金	2,449	26.0	1,333	13.9	1,227	12.8	651	6.6
繰延税金負債	1,028	10.9	984	10.3	892	9.3	847	8.5
(うち顧客関連資産対応分)	1,132	12.0	1,067	11.1	1,001	10.5	957	9.7
純資産	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2	3,428	34.6
自己資本	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2	3,428	34.6
有利子負債	2,795	29.7	2,452	25.6	2,134	22.3	1,715	17.3

(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

> 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"><li>・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</li><li>・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</li><li>・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供給していること</li><li>・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</li><li>・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</li><li>・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</li></ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"><li>・事業規模が小さいこと</li><li>・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</li></ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"><li>・国内オートリース市場、特に個人向け市場の拡大</li><li>・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</li><li>・BPO事業、MLS事業等の手数料収入の拡大</li><li>・伊藤忠グループとの協業による業績への貢献</li></ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"><li>・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</li><li>・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</li></ul>

(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関係している（図表 8）。



【 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	・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 ・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割合が高くなっている	・顧客数	非開示	非開示
			・日本カーソリューションズの売上高構成比	15.9%	
			・トヨタモビリティサービスの売上高構成比	13.5%	
	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	・前身企業の会社設立からの経過年数	47年 (25年7月時点)	47.5年 (26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	38.5年 (25年7月時点)	39年 (26年1月時点)
			・上場からの経過年数	1.5年 (25年7月時点)	2年 (26年1月時点)
組織資本	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。25年8月に資本参画したイエローハットとは、車検整備や自動車用品の調達等の取引拡大が見込まれる	・提携整備工場数	13,031カ所	13,528カ所
			・伊藤忠グループによる株式保有比率	35.6%	35.6%
			・イエローハットによる株式保有比率		16.2%
	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2.3倍に達している	・売上総利益	2,376百万円	1,432百万円
			・売上総利益率	27.8%	31.0%
			・営業利益	442百万円	391百万円
		・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	・管理台数	203,129台	208,574台
			・ストック収益	54.6億円	
			・営業利益率	5.2%	8.5%
人的資本	知的財産ノウハウ	・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年の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	872百万円	619百万円
			・EBITDAマージン	10.2%	13.4%
			・契約負債	1,287百万円	1,405百万円
	経営陣	・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	・契約負債の負債純資産構成比	13.0%	14.3%
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 ・インセンティブ制度	・momocanのユーザー工場数	6,805カ所	7,862カ所
			・鈴木社長の在任年数	11年 (25年7月時点)	11.5年 (26年1月時点)
			・従業員数	108名	
			・臨時雇用人員数	138名	
人的資本			・平均年齢 (従業員)	40.6歳	
			・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、前回は 25/3 期または 25/3 期末、今回は 26/3 期上期または 26/3 期上期末のもの。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 39 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、26/3 期上期末時点の提携整備工場は 13,528 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 25/3 期末には 203,129 台へと拡大し、ストック収益は、19/3 期末時点の 26.5 億円から 25/3 期末時点には 54.6 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。

## > 決算概要

### ◆ 26 年 3 月期上期決算は 20%増収、146%営業減益

26/3 期上期決算は、売上高 4,623 百万円（前年同期比 19.6%増）、営業利益 391 百万円（同 146.0%増）、経常利益 384 百万円（同 148.9%増）、中間純利益 235 百万円（同 187.0%増）となった（図表 9）。

【 図表 9 】 26 年 3 月期上期の業績

（単位：百万円）

	25/3期					26/3期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	3,865	2,311	2,366	4,677	8,542	2,287	2,336	4,623	19.6%
メンテナンス受託	3,163	1,912	1,908	3,820	6,984	1,846	1,906	3,752	18.6%
BPO	229	122	141	264	493	167	157	324	41.6%
MLS	206	121	123	244	451	126	128	255	23.8%
その他	265	155	193	348	614	146	143	289	9.1%
売上原価	2,753	1,841	1,570	3,412	6,165	1,650	1,540	3,190	15.9%
売上総利益	1,111	469	796	1,265	2,376	637	795	1,432	28.9%
売上総利益率	28.8%	20.3%	33.6%	27.1%	27.8%	27.9%	34.1%	31.0%	—
メンテナンス受託	603	206	528	735	1,338	344	516	860	42.7%
BPO	222	105	113	218	440	139	114	254	14.1%
MLS	202	117	116	233	436	116	120	237	17.1%
その他	82	40	37	78	161	37	43	80	-2.2%
販売費及び一般管理費	952	476	505	982	1,934	517	523	1,041	9.4%
販管費率	24.6%	20.6%	21.4%	21.0%	22.6%	22.6%	22.4%	22.5%	—
人件費	550	281	279	560	1,110	294	319	613	11.5%
顧客関連資産償却額	95	46	46	93	189	46	46	93	-1.7%
のれん償却額	51	25	25	51	102	25	25	51	0.0%
営業利益	159	-7	290	282	442	119	272	391	146.0%
営業利益率	4.1%	-0.3%	12.3%	6.0%	5.2%	5.2%	11.7%	8.5%	—
経常利益	154	-10	286	276	430	115	269	384	148.9%
経常利益率	4.0%	-0.4%	12.1%	5.9%	5.0%	5.0%	11.5%	8.3%	—
当期（四半期）純利益	81	-16	173	156	238	67	167	235	187.0%
EBITDA	368	97	406	503	872	232	386	619	68.2%
EBITDAマージン	9.5%	4.2%	17.2%	10.8%	10.2%	10.2%	16.6%	13.4%	—

（注）2Q、3Q、4Q、下期の内訳数値と、その他の数値は証券リサーチセンターの推定値。EBITDA は営業利益に減価償却費、顧客関連資産償却額、のれん償却額を加算して算出

（出所）有価証券報告書、半期報告書、決算短信、決算説明資料、ヒアリング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加等に伴い管理台数が前年同期末比 6.4%増となったことや、昨年度からの原価上昇を受けて、契約更新時期を迎えた顧客に対して契約単価を上げたことから、前年同期比 18.6%増加した。BPO は、管理台数が前年同期末比 13.7%増となったことに加え、管理台数には含まれない WECARS 向け (24 年 8 月開始) の売上高が大幅に増加したことから、前年同期比 41.6%増加した。

MLS 事業は、管理台数が前年同期末比 8.2%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から、前年同期比 23.8%増加した。その他は、車両販売が増加したため、同 9.1%増であった。

売上総利益率は、前年同期比 2.2%ポイント改善の 31.0%となった。特に、メンテナンス受託の売上総利益率が前年同期の 19.1%から 22.9%に上昇したことが大きく影響した。24 年 4 月に実施した提携整備工場に支払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より、25/3 期上期の同事業の売上総利益率は大幅に悪化した。一方、26/3 期上期においては、25/3 期下期以降に契約を更新した顧客に対して料金改定を実施したことや、不採算案件の一部が解約されたことがマージンの改善に繋がった。

売上総利益の前年同期比増加額 321 百万円の事業別内訳は、メンテナンス受託事業 257 百万円増 (同事業の売上総利益は前年同期比 42.7%増)、MLS 事業 34 百万円増 (同 17.1%増)、BPO 事業 31 百万円増 (同 14.1%増)、その他 1 百万円減 (同 2.2%減) であった。

販管費は前年同期比 89 百万円増の 1,041 百万円となった。従業員の人員増加や賃上げ、役員報酬の増加等により、人件費が同 63 百万円増加したほか、基幹システム等の減価償却費が同 20 百万円増、その他経費が同 5 百万円増となった。

販管費の増加率が増収率を下回ったため、販管費率は前年同期の 24.6%から 22.5%に低下した。売上総利益率と販管費率の双方が改善したため、営業利益率は前年同期比 4.3%ポイント上昇の 8.5%となり、営業利益は同 146.0%増加した。一方、営業利益に減価償却費、顧客関連資産償却額、のれん償却額を加算した EBITDA は同 68.2%増加した。

税引前中間純利益が大幅増益となり、税務上の損金に算入されないのれん償却額の負担が軽減したこと等から、法人税等の負担率は前年同期の 46.9%から 38.8%に低下した。

### ◆ 営業利益は期初計画を大きく上回った

26/3 期上期実績の期初計画に対する達成率は、売上高 98.2%、営業利益 146.4%であった。売上高については、中古車納車前整備の受注件数が想定を大きく下回った BPO 事業が計画未達の主因となった。

営業利益の計画超過については、受託単価の見直し効果や不採算取引に対する積極的な対応により想定以上に採算が改善したことや、売上高が増加しているメーカー系リース会社から移管された管理車両の整備原価が想定よりも抑制できたことに伴い、メンテナンス受託事業の売上総利益率が想定を上回ったことが主な要因となった。

### ◆ 利益蓄積と借入金等の減少により、自己資本比率は上昇

26/3 期上期末の総資産は、現金及び預金（前期末比 151 百万円増）等が増加したものの、顧客関連資産（同 93 百万円減）や、のれん（同 51 百万円減）、売掛金及び契約資産（同 50 百万円減）等が減少したため、前期末の 9,916 百万円から 9,837 百万円に減少した。

調達サイドでは、契約負債（前期末比 118 百万円増）等が増加したものの、長期借入金（1 年内返済予定を含む、同 352 百万円減）や買掛金（同 193 百万円減）等が減少したため、負債合計は前期末比 235 百万円減少した。一方、利益蓄積に伴う利益剰余金等の増加により、自己資本は同 156 百万円増加した。結果、自己資本比率は 25/3 期末の 34.6%から 36.4%に上昇した。

## > 業績見通し

### ◆ ナルネットコミュニケーションズの 26 年 3 月期計画

26/3 期の期初計画は、売上高 10,410 百万円（前期比 21.9%増）、営業利益 692 百万円（同 56.7%増）、経常利益 678 百万円（同 57.6%増）、当期純利益 410 百万円（同 72.1%増）であった（図表 10）。同社は、11 月 14 日に、中古車納車前整備の受注件数の計画引下げ等により、売上高を 9,762 百万円（同 14.3%増）に下方修正する一方、メンテナンス受託事業の売上総利益の計画を上げたため、営業利益を 723 百万円（同 63.7%増）、経常利益を 708 百万円（同 64.6%増）、当期純利益を 430 百万円（同 80.6%増）に上方修正した

事業別売上高については、メンテナンス受託は、期末管理台数の前提を期初計画比 10,504 台減の 88,643 台（前期末比 6.9%増）に下げたため、同 39 百万円減の 8,092 百万円（前期比 15.9%増）に減額された。MLS は、期末管理台数の前提を同 1,881 台減の 90,224 台（前期末比 8.1%増）に下げたものの、契約単価の想定を上げたため、同 8 百万円増の 508 百万円（前期比 12.8%増）に増額された。

BPO は、計画が過大であった中古車納車前整備の受注件数を大幅に引下げたことや、期末管理台数の前提を期初計画比 2,980 台減の 37,852 台（前期末比 4.1%増）に引下げたことから、同 671 百万円減の 659 百万円（前期比 33.7%増）に減額された。その他は、期初計画比 54 百万円増の 502 百万円（同 18.1%減）に増額された。

【図表 10】ナルネットコミュニケーションズの過去業績と 26 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	26/3期		
		実績	実績	実績	実績	期初計画	修正計画	増減率
売上高		6,418	7,027	7,672	8,542	10,410	9,763	14.3%
	メンテナンス受託	5,135	5,790	6,264	6,984	8,132	8,092	15.9%
	BPO	376	388	414	493	1,331	659	33.7%
	MLS	249	305	367	451	500	508	12.8%
	その他	657	543	626	614	447	502	-18.1%
売上総利益		2,098	2,179	2,311	2,376	2,773	2,841	19.5%
	売上総利益率	32.7%	31.0%	30.1%	27.8%	26.6%	29.1%	—
	メンテナンス受託	1,306	1,320	1,354	1,338	1,587	1,720	28.5%
	BPO	376	388	406	440	568	497	13.0%
	MLS	240	304	363	436	479	479	9.9%
	その他	176	165	187	161	137	144	-10.5%
販売費及び一般管理費		1,669	1,664	1,784	1,934	2,080	2,117	9.4%
	販管費率	26.0%	23.7%	23.3%	22.6%	20.0%	21.7%	—
営業利益		429	514	526	442	692	723	63.7%
	営業利益率	6.7%	7.3%	6.9%	5.2%	6.7%	7.4%	—
経常利益		389	492	511	430	678	708	64.6%
	経常利益率	6.1%	7.0%	6.7%	5.0%	6.5%	7.3%	—
当期純利益		199	622	305	238	410	430	80.6%

（注）22/3 期は連結決算。22/3 期のその他、26/3 期計画の売上総利益、販管費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

事業別売上総利益については、メンテナンス受託は期初計画比 132 百万円増の 1,720 百万円、その他は同 6 百万円増の 144 百万円に増額された。一方、BPO は同 71 百万円減の 497 百万円に減額された。MLS については期初計画の 479 百万円を据え置いた。

販管費の内訳については、人件費が期初計画比 42 百万円増額された一方、その他の費用は同 5 百万円減額された。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 26 年 3 月期予想

当センターは、26/3 期上期実績や同社の施策等を踏まえて 26/3 期予想を見直した結果、売上高を 10,270 百万円→9,747 百万円に下方修正したものの、営業利益を 680 百万円→731 百万円、経常利益を 667 百万円→718 百万円、当期純利益を 407 百万円→434 百万円に上方修正



した(図表 11)。前期比では、メーカー系リース会社との取引増加に伴うメンテナンス受託事業の売上高の拡大と売上総利益率の改善等により、14.1%増収、65.3%営業増益と予想した。

【図表 11】中期業績予想

(単位: 百万円)

	25/3期	26/3期CE	旧26/3期E	26/3期E	旧27/3期E	27/3期E	旧28/3期E	28/3期E
売上高	8,542	9,762	10,270	9,747	11,681	11,028	13,113	12,280
前期比	11.3%	14.3%	20.2%	14.1%	13.7%	13.1%	12.3%	11.4%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
メンテナンス受託	6,984	8,131	8,100	8,050	9,270	9,150	10,490	10,190
非メンテナンス受託	1,558	1,631	2,170	1,697	2,411	1,878	2,623	2,090
BPO	493	659	1,215	675	1,413	813	1,590	990
MLS	451	508	500	510	550	560	602	612
その他	614	503	455	512	448	505	431	488
売上総利益	2,376	2,841	2,747	2,868	3,111	3,228	3,478	3,576
売上総利益率	27.8%	29.1%	26.7%	29.4%	26.6%	29.3%	26.5%	29.1%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
メンテナンス受託	1,338	1,586	1,579	1,730	1,829	1,979	2,078	2,208
非メンテナンス受託	1,038	1,254	1,167	1,138	1,281	1,248	1,399	1,367
BPO	440	569	568	509	635	574	705	647
MLS	436	479	479	481	527	529	577	579
その他	161	138	119	147	118	144	116	140
販売費及び一般管理費	1,934	2,117	2,067	2,137	2,330	2,371	2,587	2,601
販管費率	22.6%	21.7%	20.1%	21.9%	19.9%	21.5%	19.7%	21.2%
営業利益	442	723	680	731	781	857	891	975
前期比	-16.1%	63.7%	53.8%	65.3%	14.8%	17.2%	14.1%	13.8%
営業利益率	5.2%	7.4%	6.6%	7.5%	6.7%	7.8%	6.8%	7.9%
経常利益	430	708	667	718	772	848	885	969
前期比	-15.8%	64.6%	54.9%	66.7%	15.8%	18.1%	14.6%	14.3%
経常利益率	5.0%	7.3%	6.5%	7.4%	6.6%	7.7%	6.7%	7.9%
当期純利益	238	430	407	434	468	510	542	589
前期比	-21.9%	80.6%	70.8%	82.1%	15.0%	17.5%	15.8%	15.5%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想。26/3 期会社予想の売上総利益と販管費は証券リサーチセンターの推定値  
(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

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

事業別売上高については、メンテナンス受託は、26/3 期上期実績が想定並みであったものの、同上期末の管理台数が想定を下回ったため、前回予想比 50 百万円減の 8,050 百万円(前期比 15.3%増)と予想した。BPO は、WECARS 向けが前回想定を大幅に下回ると考えたことから、同 540 百万円減の 675 百万円(同 36.8%増)と予想した。

MLS は、26/3 期上期実績が想定をやや上回ったため、前回予想比 10 百万円増の 510 百万円(前期比 13.1%増)と予想した。その他は、26/3 期上期実績が想定を上回ったことを受けて、車両販売の想定を上げたため、同 57 百万円増の 512 百万円(同 16.6%減)と予想した。

26/3 期末の事業別管理台数については、いずれも 26/3 期上期末の台数が想定を下回ったため、メンテナンス受託は前回予想比 11,000 台減の 88,000 台（前期末比 6.1%増）、BPO は同 2,200 台減の 37,800 台（同 4.0%増）、MLS は同 2,000 台減の 90,000 台（同 7.8%増）と想定した。

売上総利益は、前回予想比 121 百万円増の 2,868 百万円（前期比 20.7%増）と予想した。事業別では、メンテナンス受託は、26/3 期上期の売上総利益率が想定を上回ったため、同 151 百万円増の 1,730 百万円（同 29.3%増）と予想した。BPO は、売上高予想を引下げたため、同 59 百万円減の 509 百万円（同 15.5%増）と予想した。MLS は、売上高予想をやや上げたため、同 2 百万円増の 481 百万円（同 10.3%増）と予想した。その他は、売上高予想の増額に伴い、同 28 百万円増の 147 百万円（同 8.3%減）と予想した。

売上総利益率は、メンテナンス受託事業の利益率を上げたことや、利益率が低い WECARS 向けの売上高予想を大幅に引下げたことから、前回予想の 26.7%から 29.4%に引下げた。前期比では、メンテナンス受託事業の採算改善を想定し、1.6%ポイントの上昇と予想した。

販管費は、利益拡大に伴う賞与の増加等を想定し、前回予想比 70 百万円増の 2,137 百万円（前期比 10.5%増）と予想した。

## > 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、26/3 期実績上期や同社の施策等を踏まえて、27/3 期以降の業績予想も売上高を下方修正する一方、営業利益を上方修正した。

27/3 期予想については、売上高を 653 百万円減額する一方、営業利益を 76 百万円増額した。前期比では、メンテナンス受託事業（メーカー系リース会社との取引増加）や BPO 事業等の拡大等により、13.1%増収、17.2%営業増益と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は、管理台数の前提を引下げたため、前回予想比 120 百万円減の 9,150 百万円（前期比 13.7%増）と予想した。BPO は、WECARS 向けを大幅に減額したため、同 600 百万円減の 813 百万円（同 20.4%増）と予想した。MLS は、管理台数の前提を引下げた一方、管理台数 1 台当たりの単価を上げたため、同 10 百万円増の 560 百万円（同 9.8%増）と予想した。その他は、車両販売の想定を上げたため、同 57 百万円増の 505 百万円（同 1.4%減）と予想した。

27/3 期末の事業別管理台数については、いずれも 26/3 期予想を見直したのと同じ理由により、メンテナンス受託は前回予想比 17,000 台減の 98,000 台（前期末比 11.4%増）、BPO は同 5,000 台減の 40,000 台（同 5.8%増）、MLS は同 4,000 台減の 97,000 台（同 7.8%増）と想定した。

売上総利益は、前回予想比 117 百万円増の 3,228 百万円（前期比 12.6%増）と予想した。事業別では、メンテナンス受託は、26/3 期上期の売上総利益率が想定を上回ったため、同 150 百万円増の 1,979 百万円（同 14.4%増）と予想した。BPO は、売上高予想を大幅に引下げたため、同 61 百万円減の 574 百万円（同 12.8%増）と予想した。MLS は、売上高予想の増額に伴い、同 2 百万円増の 529 百万円（同 10.0%増）と予想した。その他は、売上高予想の増額に伴い、同 26 百万円増の 144 百万円（同 2.0%減）と予想した。

売上総利益率は、メンテナンス受託事業の利益率の想定を上げたことや、利益率が低い WECARS 向けの売上高予想を大幅に引下げたことから、前回予想の 26.6%から 29.3%に上げた。前期比では、メンテナンス受託事業の採算改善による影響を、BPO 事業の売上高構成比の上昇と同事業の利益率低下による影響がやや上回ると考え、0.1%ポイント低下と予想した。

販管費は、26/3 期予想の見直しと同じ理由により、同 41 百万円増の 2,371 百万円（前期比 10.9%増）と予想した。

28/3 期は、売上高を 833 百万円減額する一方、営業利益を 84 百万円増額した。前期比では、メンテナンス受託事業（メーカー系リース会社との取引増加）や BPO 事業等の拡大等により、11.4%増収、13.8%営業増益と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は、管理台数の前提を引下げたため、前回予想比 300 百万円減の 10,190 百万円（前期比 11.4%増）と予想した。BPO は、WECARS 向けを大幅に減額したため、同 600 百万円減の 990 百万円（同 21.8%増）と予想した。MLS は、管理台数の前提を引下げた一方、管理台数 1 台当たりの単価を上げたため、同 10 百万円増の 612 百万円（同 9.3%増）と予想した。その他は、車両販売の想定を上げたため、同 57 百万円増の 488 百万円（同 3.4%減）と予想した。

28/3 期末の事業別管理台数については、いずれも 26/3 期予想を見直したのと同じ理由により、メンテナンス受託は前回予想比 25,000 台

減の 105,000 台（前期末比 7.1%増）、BPO は同 8,000 台減の 42,000 台（同 5.0%増）、MLS は同 6,000 台減の 104,000 台（同 7.2%増）と想定した。

売上総利益は、前回予想比 98 百万円増の 3,576 百万円（前期比 10.8%増）と予想した。事業別では、メンテナンス受託は、26/3 期上期の売上総利益率が想定を上回ったため、同 130 百万円増の 2,208 百万円（同 11.6%増）と予想した。BPO は、売上高予想を大幅に下げたため、同 58 百万円減の 647 百万円（同 12.7%増）と予想した。MLS は、売上高予想の増額に伴い、同 2 百万円増の 579 百万円（同 9.5%増）と予想した。その他は、売上高予想の増額に伴い、同 24 百万円増の 140 百万円（同 3.0%減）と予想した。

売上総利益率は、メンテナンス受託事業の利益率の想定を上げたことや、利益率が低い WECARS 向けの売上高予想を大幅に下げたことから、前回予想の 26.5%から 29.1%に上げた。前期比では、メンテナンス受託事業の採算改善による影響を、BPO 事業の売上高構成比の上昇と同事業の利益率低下による影響がやや上回ると考え、0.2%ポイント低下と予想した。

販管費は、26/3 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想比 14 百万円増の 2,601 百万円（前期比 9.7%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。25/3 期は 1 株当たり 15.0 円（配当性向 33.6%）の配当を実施した。26/3 期予想配当金については、期初計画では 15.0 円（予想配当性向 19.5%）に据え置かれていたが、8 月に 24.0 円（同 31.2%）に上げられた。ただし、当期純利益計画が 11 月に上方修正された結果、現時点での予想配当性向は 29.7%となっている。

こうした同社の方針と利益予想の上げを踏まえ、当センターでは配当金の予想を、26/3 期は 15.0 円から 25.0 円、27/3 期は 21.0 円から 30.0 円、28/3 期は 26.0 円から 35.0 円に上げた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 大株主の株式売却リスクを削除する

当センターでは、これまでのレポートで、1) 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、2) 原材料高の影響が長期化する可能性、3) 特定の顧客に対する依存、4) のれん及び顧客関連資産の減損リスク、5) 大株主の株式売却リスク、6) 新分野、新サービスの業績への影響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、25 年 1 月発行のレポートにおいて、同社株式の 35.6%を保有する伊藤忠商事グループの Mobility & Maintenance Japan (24 年 9 月末時点の出資比率 35.6%) と、ジャフコ グループ (8595 東証プライム) が組成したファンド (同 19.0%) による株式売却をリスクとして指摘していた。

今回、当センターでは、伊藤忠商事傘下の WECARS 向けの売上高予想を下方修正したものの、自動車流通事業の強化に向けた伊藤忠商事の経営姿勢を見る限り、近い将来において同社株式を売却する可能性は低いと判断した。

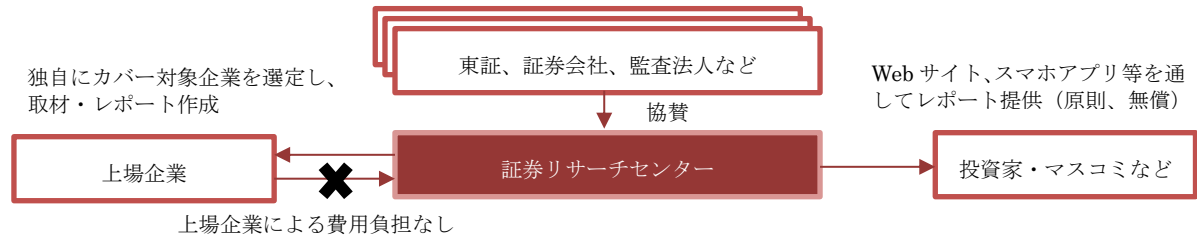
また、ジャフコ グループにおいては、25 年 9 月末時点において、同社株式の売却が完了している。以上のことから、大株主の株式売却リスクを投資に際しての留意点から削除することにした。



## 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 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。