

ngi group(2497 東証マザーズ)

発行日: 2012/1/25
 調査日: 2012/1/18
 調査方法: 企業訪問等

ネット関連ベンチャーへの投資・育成事業からインターネット広告関連事業に展開。
 ミクシイ株売却益依存から脱却、スマートフォン向け広告プラットフォーム構築に注力。

> 要旨

◆ ビットバレーを主導した西川氏のネットエイジが起源

- ・1998年創業のインターネットビジネス育成会社・ネットエイジが起源。同社の事業は、モバイル・インターネット広告配信サービスを中心としたインターネット関連ビジネスを自社及びグループ会社で運営する事業と、インターネット関連のベンチャー企業を支援する投資・育成事業の2本柱で構成される。
- ・2006年の上場から2010年3月期までは、保有するミクシイ株の売却益が主な収益源であったが、経営陣の交代やグループ企業の再編、自社開発の広告配信プラットフォーム等の伸長の結果、当該株式売却益依存体質から脱却しつつある。

◆ モバイルアドネットワーク AD-STA 等自社商材が伸長

- ・モバイル広告に特化したアドネットワークサービスAD-STAは、広告媒体のウェブサイトを多数束ねたネットワークを形成し、利用する広告主が複数の広告会社・媒体運営者との折衝作業をせずに効果的に広告出稿できるようにする仕組み。
- ・当該サービスは、1) 広告主に趣味嗜好に特色ある閲覧者への効率的なリーチ(接触)、2) 中小規模媒体に大手広告主への広告枠販売の機会、を提供する。複数媒体の組織化に価値があり、単なる広告枠仕入と異なるため、同社の収益性も高まる。

◆ スマートフォン特化の広告配信プラットフォームで顧客囲い込みを図る

- ・2010年までに積極的な投資・M&A戦略の負の遺産を一掃し、第2創業期を迎えた。12年3月期は広告主、媒体社の双方の利便性向上を図る3つのシステムをリリース。スマートフォンやソーシャルメディアの急速な普及を背景に構造変化が進行中のモバイル広告市場において、これらの配信プラットフォームをデファクトスタンダードにすることが、当面の成長戦略である。

> 投資判断

◆ 2012年3月期の営業利益は6割増とボトムアウト、中期成長力は約17%

- ・12年3月期はスマートフォン向け広告の自社商材の投入に加え、赤字子会社3Diの連結除外や子会社再編によるコスト削減が奏功し大幅な営業増益を達成しよう。
- ・13年3月期以降、モバイル広告市場の構造変化が進めば、ベンチャー投資関連の収益鈍化があっても年平均17%程度の営業利益の増加が見込まれる。

◆ 妥当株価は226~271円と判断

- ・インターネット広告で同業者の会社計画を基準にした予想PERは8~16倍。同社がスマートフォン市場でどれだけデファクトスタンダードに近づけるか、コンシューマ向け新規事業や投資事業の収益貢献、等の不透明感を考慮し、予想PER10~12倍を適正バリュエーションと想定。そこから導き出される今後2~3年後の妥当株価は226円~271円となる。

◆ スマートフォン市場もPCメディア大手に支配される懸念がある

- ・リスク要因は、スマートフォン市場でも、これまでと同様にGoogle、ヤフーなど大手媒体社が技術オリエンテッドのベンチャー企業を買収して市場を支配する懸念。この他同社がコンシューマ向けビジネスの将来デザインが出来ていないこと、コンシューマ発信メディアなどで不正行為が相次いで発覚していること等にも留意したい。

業種: サービス業
 アナリスト: 高坂 茂樹
 kousaka@stock-r.org

【主要指標】

株価(円)	231
発行済株式数(千株)	13,261
時価総額(百万円)	3,063
上場日	2006/8/30
上場来パフォーマンス	-40.76%

	前期	今期
PER(倍)	16.1	6.7
PBR(倍)	0.62	0.57
配当利回り	1.0%	1.6%

	σ	β値
リスク指標	92.0%	1.86

【主要KPI(業績指標)】

	11/3 2Q	12/3 2Q
インターネット関連事業の自社商材構成比(%)	29.9	39.4

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-18.2	-19.1	-21.9
対TOPIX(%)	-14.2	14.5	-7.7

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120120-2

ngi group (2497 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3 期 実績*	2011/3 期 実績	2012/3 期 会社予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想	2015/3 期 予想
売上高	6,447	5,418	5,370	5,200	5,500	5,900	6,400
前年比	-27.0%	-16.0%	-0.9%	-4.0%	5.8%	7.3%	8.5%
営業利益	211	311	530	500	530	620	700
前年比	-77.5%	47.3%	70.2%	60.8%	6.0%	17.0%	12.9%
経常利益	202	270	480	450	450	540	620
前年比	-71.1%	33.3%	77.5%	66.7%	0.0%	20.0%	14.8%
当期純利益	520	181	470	460	350	290	300
前年比	黒転	-65.1%	308.7%	300.0%	-23.9%	-17.1%	3.4%
期末純資産	6,650	5,336	-	5,748	6,051	6,293	6,545
発行済株式数	127,749	132,610	13,261,000	13,261,000	13,261,000	13,261,000	13,261,000
EPS (円)	42.0	14.3	35.4	34.7	26.4	21.9	22.6
配当 (円)	1.4	2.2	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
BPS (円)	415.8	371.7	-	402.8	425.6	443.8	462.9
ROE	10.4%	3.6%	-	9.0%	6.4%	5.0%	5.0%
株価 (円)	558	267	231	231			
PER (倍)	13.3	18.6	6.5	6.7	8.8	10.6	10.2
配当利回り	0.25%	0.82%	1.56%	1.56%	1.56%	1.56%	1.56%
PBR (倍)	1.34	0.72	-	0.57	0.54	0.52	0.50

(注)1 2011年10月の1→100の株式分割を考慮して株価、EPS、BPS、1株当たり配当等を表記。
2 将来予想におけるPER、配当利回り、PBRはレポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

インターネット関連事業の企画・自社運営と、シード段階のネット関連ベンチャーへの投資・育成事業の2本柱

インターネット関連事業はマネタイズ容易な広告分野に注力。自社企画をスピンアウトした関連会社富士山マガジンサービスはオンライン書店を経営

(注1) ソーシャルメディア: ユーザー同士のつながりを促進する仕掛けの施された媒体、mixi や Facebook 等が代表例。

(注2) アドネットワーク: 広告媒体となるウェブサイトを多数集め、広告受注を一手に引き受け、ネットワーク参加サイトに配信する。中小媒体社の広告枠販売の便宜を図ると共に、広告主に属性の明確なサイト閲覧者へのアプローチ手段を提供する。

(注3) SEO: 検索エンジン最適化。RISEO は同社のノウハウを集約したモバイル対応 SEO ツール。

◆ インターネット関連の広告事業と投資事業の2つのセグメント

ngi group株式会社(エヌジーアイグループ、以下同社)は、技術やビジネスモデルの変化が速いインターネット関連事業の企画・運営、及び当該分野で事業を営むベンチャー企業に対する投資・経営支援を事業目的としている。

同社グループは連結子会社3社、持分法適用関連会社2社で構成され(投資事業組合を除く)、その事業は以下の二つのセグメントに分類される。

(1) インターネット関連事業

- 1) モバイル端末(インターネットに接続可能な従来型の携帯電話=フィーチャーフォンやスマートフォン、タブレットPC等)を用いたインターネット広告の代理店業務や自社開発の広告配信システムの提供。
- 2) ソーシャルメディア(左欄注1参照)やスマートフォン向けのゲームアプリその他のコンシューマ向けコンテンツ開発。
- 3) オンラインショップ運営など電子商取引(EC)。現在は関連会社富士山マガジンサービスが運営。

上記のビジネスを企画・開発・運営する事業である。個々の事業は、社内企画に基づく自社運営、子会社にスピンアウト(アルトビジョン等)、自社の事業とのシナジーが見込まれる有望ベンチャー企業を買収(Fringe81等)、の3ケースがある。

2011年3月期の同事業の売上高は4,262百万円(前期比7%増)、営業利益は228百万円(同175%増)。単純な広告枠の仕入・販売である広告代理店業務など他社商材(売上高約29億円)が減少し、モバイルアドネットワーク(左欄注2)・AD-STA(アドスタ)、モバイル向けSEOツール・RISEO(左欄注3)等の自社商材(同約13億円)が増加し、収益性が向上した。

(2) インベストメント&インキュベーション事業(以下I&I事業)

投資事業組合を組成・運用して、主にインターネット関連事業を営む創業間もないシード(種まき)段階のベンチャー企業に投資し、経営に関する助言その他の支援を行い企業価値を高めた後、保有株式を売却してキャピタルゲインを得る。

<事業セグメント別収益構成>

事業名称	(単位: 百万円)	2012/3期 予想	2012/3期 1H実績	事業内容	主な事業会社
インターネット 関連事業	売上高	4,200	1,990	モバイル・インターネット広告 配信サービス、ソーシャルメ ディア関連のコンテンツ企 画、EC等。	ngi group本体 Fringe81(第三者アドサーバ提供、RSS広告等) アルトビジョン(メール広告等) 富士山マガジンサービス(雑誌のオンライン書店)
	前期比	-1.5%	-8.5%		
	営業利益	280	152		
	利益率	6.7%	7.6%		
インベストメント &インキュベ ーション事業	売上高	950	488	インターネット関連ベンチャー を対象とする投資事業組合 の組成・運用、及び投資先の 経営支援等。	複数の投資事業組合 ソーシャルワイヤー(事務所賃貸等)
	前期比	-14.5%	-13.8%		
	営業利益	500	225		
	利益率	52.6%	46.1%		
全社費用等控除	営業利益	-250	-112	本社管理費用その他。	その他に3Di(3次元仮想空間表現ソフト開発)

(注) 富士山マガジンサービス、3Di、及び投資事業組合の一部は、持分法適用関連会社。1Hは第2四半期累計期間。

(出所) 決算短信等より作成、予想は証券リサーチセンター

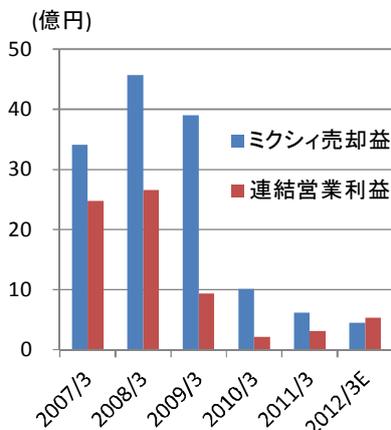
投資事業の成功事例の代表はミクシィへの投資。インキュベータとして経営戦略への助言を行うほか、レンタルオフィス、プレスリリース配信代行等のサービスも提供

セカンドライフで話題になった3次元インターネット用ソフトを開発する3Diは第三者割当増資で持分法適用会社にな

スマートフォン用広告配信システムをリリース、技術力で市場シェア拡大を狙う

(注) RTB: 新しい効率的なインターネット広告配信システム。ウェブサイトに閲覧者が訪問する度に、媒体側のシステムが、閲覧者情報を含む入札案内を流し、複数の広告主側のシステムが応札するオークションが行われる。

<ミクシィ株売却益の推移>



(出所) 決算説明会資料より作成

インキュベーション(孵化)事業には、投資先企業を含むベンチャー企業への経営コンサルティングやレンタルオフィスの運営、これらの企業が発信するプレスリリースの報道機関等への配信代行等があり、主に連結子会社ソーシャルワイヤーが担っている。

シード段階で投資し株式上場で膨大な利益を得た事例に、ミクシィ(1999年6月前身の有限会社イー・マーキュリーに出資、上場後2011年3月期までに累計135億円の売却益)があるが、投資先の同業者や当該事業に参入を目論む大手企業への株式譲渡により資金回収する事例も少なくない。

2011年3月期の同事業の売上高は1,111百万円(前期比24%減)、営業利益609百万円(同96百万円減)で、うちミクシィ株の売却益は622百万円(同384百万円減)。差額が負となるのは営業投資有価証券の減損損失のためで、前期に比べ大きく縮小した。

なお、2011年3月期は第3のセグメント・その他事業(売上高44百万円・営業損失236百万円)があり、全社費用290百万円が調整勘定として計上されている。その他事業は3次元の仮想空間を可視化するソフトウェアの開発事業を営む3Di株式会社が担っていたが、2011年3月の減・増資により連結子会社から持分法適用関連会社になったため、セグメントは消滅した。

◆ スマートフォン向け広告配信プラットフォームに注力

同社は現在、自社商材となるスマートフォン(以下スマホ)向けインターネット広告のプラットフォームの構築、利用者拡大に注力している。具体的には前掲アドスタのスマートフォン対応(2種類のOS、ブラウザとアプリの双方に対応)をはじめ、広告主向けの統合管理システム「ngi Ad Platform」、媒体運営者向けの広告管理プラットフォーム「AdStir(アドステア)」、さらにRTB広告配信システム(左欄注、6ページ図参照)「BYPASS」の3つを2012年3月期に相次ぎリリースした。

<スマートフォン用広告配信プラットフォーム>

商標	ngi Ad Platform	adstir	BYPASS
機能名	DSP (Demand Side Platform)	SSP (Supply Side Platform)	RTB (Real Time Bidding)
利用者	広告主(代理店)	媒体運用者	DSPとSSP等
機能	出稿作業効率化。配信の相手媒体やリンク先ページを最適化する	複数の広告会社やアドネットワークを一元管理。広告枠の遊びをなくし収益を最大化する	サイト閲覧者のアクセス1回毎にオークション。ターゲットを絞った応札で適切な値付けを実現する

(出所) 同社決算説明会資料やプレスリリースに基づき作成

> 経営陣・株主構成

業務執行役を取締役会等が
チェックする委員会設置会社。
創業者西川氏は上場後に
経営から身を引いた

<株主構成>

西川 潔	12.67%
NTTインベストメント・ パートナーズファンド	8.30%
日本証券金融	4.57%
日本トラスティ・サービス 信託銀行(信託口)	3.92%
Bank of New York Mellon	2.76%
個人株主	69.77%
外国法人	6.36%
自己株式	-
株主数	6,480名

(注) 2011年3月末現在
(出所) 有価証券報告書より作成

> 沿革・企業理念

米国シリコンバレーに倣い、
社内外のインターネット関連
事業企画を軌道に乗せるイン
キュベート事業を1998年
に開始。2008~10年のリス
トラを経て、広告配信プラ
ットフォームなどスマートフォ
ン向け事業に注力

インターネットの活用による
効率的で豊かな社会を実現
するために、変化の激しいイ
ンターネット業界の先頭に立
つ企業を目指す

同社は2007年に、経営管理組織形態として委員会設置会社を選択。社外取締役を中心とする取締役会と監査、指名、報酬の3委員会の監督の下に業務執行役が迅速な意思決定で機動的な事業運営を行っている。取締役を兼ねる代表執行役社長の金子氏は35歳。外資系証券会社出身で、米国シリコンバレーのベンチャーキャピタルを経て、日本でインキュベート事業会社を設立。これを同社に売却する形で同社グループに参画し、2009年2月に社長に就任。米国ネットビジネスに造詣が深い。2011年8月に同社の社外取締役から代表執行役会長に就任した前刀氏は、ソニー、ウォルト・ディズニー・ジャパン、AOL ジャパン等を経て、アップルコンピュータの代表を務めた人物。その人脈とコンシューマ向けビジネスの経験が今後の事業展開に活かされよう。同社の筆頭株主は創業者の西川氏で、現在は同社の事業執行には関与していない。第2位株主の日本電信電話(以下NTT)グループのNTTインベストメント・パートナーズが運営するベンチャーファンド。3次元インターネット/仮想空間事業の3Diへの投資資金を捻出するため、2008年5月に自己株を当該ファンドに売却したために大株主となった。

同社は1998年に、現・取締役ファウンダーの西川潔氏がインターネットビジネスのインキュベータとして活動することを目的に、ネットエイジの商号で東京都渋谷区に設立された。爾来同社自身がさまざまなインターネットビジネスを立ち上げると共に、多数のネットベンチャーに対して投資・育成を行ってきた。シリコンバレーに渋谷を擬え、ネットベンチャーの企業家が交流する場を指し一世を風靡した「ビットバレー」を演出した中心人物の一人が同氏である。

同社は2006年8月に東証マザーズに株式上場した。同年9月に同社及び傘下の投資事業組合が出資したミクシィが株式上場。同社所有株式の売却益は、新事業企画のための資金需要を満たしてきた。

しかし、新興株式市場の低迷、リーマンショック後の内外景気低迷等により、積極的な投資戦略は果実を生み出せず、2008年から2010年にかけて投資先企業の株式評価切り下げや損失を伴うグループ企業・投資先企業の株式売却、経営陣の入れ替え等の事業再構築の断行を余儀なくされた。そうした試練を乗り越え同社は今、スマホ向けインターネット広告のプラットフォームでデファクトスタンダードを目指す戦略を策定し、第2の創業期を迎えている。社名はネットエイジ改め next generation innovator に由来するngi groupとなった。

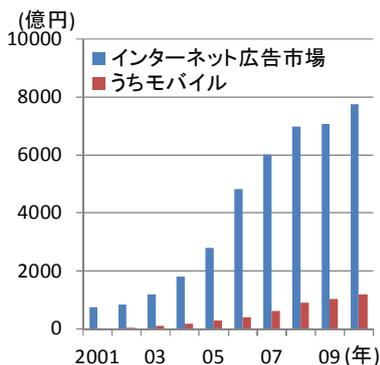
世界中のインターネットユーザーの道標として、ユーザーのインターネット上での行動に変革をもたらし、より効率的で豊かな生活が送れるようにすることが同社の存在意義である。同社の目指す企業像は、進化し続けるインターネット業界で常に変化の先頭に立ち続け、世界でトップになれる強み・事業を持つ会社である。同社は、世界で最も自立した強い人たちが結集し、この夢を実現させる、としている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

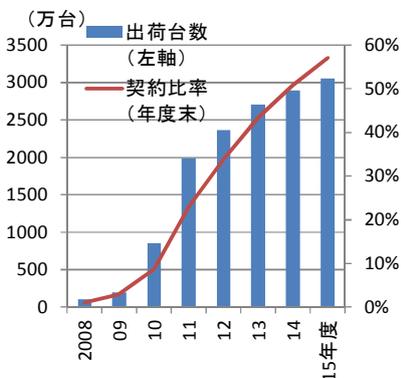
**モバイル・インターネット広告
市場の拡大とともに、効率化
と顧客囲い込みを狙うシステ
ムも発展している**

<インターネット広告市場推移>



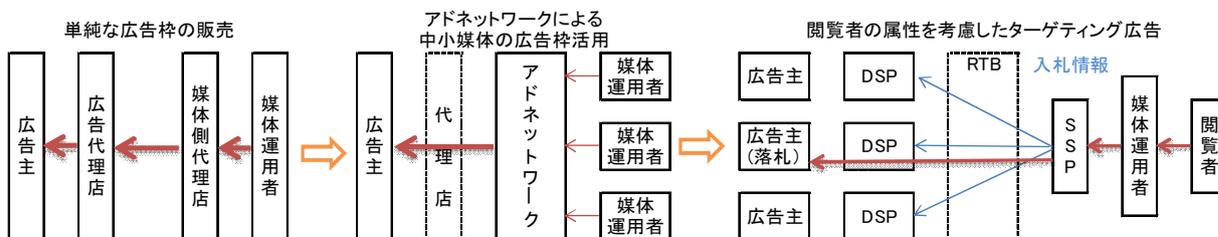
(注) 05-06 年で資料改定あり
(出所) 電通「日本の広告費」

<急速に普及するスマートフォン>



(出所) MM総研 2011 年 7 月公表

<効果的で価格もリーズナブルなシステム開発が進むインターネット広告配信システムの模式図>



(注) DSP: Demand Side Platform, SSP: Supply Side Platform, RTB: Real Time Biting. 実際には DSPも複数の SSP からの情報をウォッチして選択している。
(出所) 各種資料より作成

◆ スマートフォンの普及とモバイル・インターネット広告市場
わが国インターネット広告市場は、マスメディア広告の低迷を他所にこの 10 年間着実に成長を遂げてきた。背景には、モバイル端末を含むインターネットの家庭・個人への浸透、アクセスログ解析による効果測定機能等がある。

同社が注力するモバイル広告は、インターネット広告市場のなかで存在感を高めてきた。画面の小ささゆえに表現力が乏しい欠点はあるものの、常時携帯するパーソナル性が広告主から注目された。iPhone でブレイクしたスマホは、PC と同様の表現手法を可能にし、モバイル・インターネット広告市場の拡大を後押ししよう。

2010 年のインターネット広告市場は約 7,200 億円、うちモバイル向けは 1,200 億円 (電通資料)。スマホ向け市場はモバイル市場の一部で、2012 年にはモバイル市場の 2 割近くになるとの見方がある。

◆ 巨大媒体との親密さからシステムの優劣にルールが代わる？

インターネット広告市場はこれまで、多数の閲覧者を集める力のある検索サイトやショッピングモール、ソーシャルメディア等を運営するガリバー企業が広告費の大半を獲得し、それらと親密な広告会社やメディアレップ (媒体運営者の代理店) が手数料を稼ぐ構造だった。その後米国 PC インターネット市場を発信源に、より詳細に消費者 (閲覧者) の嗜好やネット回遊行動を分析し、閲覧者の属性に合わせた広告を配信するシステムが相次ぎ市場に投入されてきた。

閲覧者数こそ少ないが特色あるウェブサイトや東ねて広告主に販売するアドネットワークは、モバイル端末向けにも浸透してきた。RTB は、検索連動型広告でキーワードが競売されるように、バナー広告枠販売でも競売により、透明で広告価値に見合った適切な価格形成を行おうとするもの。RTB では、様々な閲覧者が広告媒体のウェブサイトを訪れる度に、その閲覧者の属性情報が配布され、自社のターゲット客だと判断して高値で応札した広告主が落札し、広告を表示できる。広告主 (広告枠の需要者) 向けの DSP、媒体運営者 (同供給者) 向けの SSP があれば、こうした競売が実施できる。

米国の PC 向け広告配信技術が流入、スマートフォン向け技術開発競争は激しいが、協調も必要。

◆ 競合しつつも相互接続で一層の利便性を追求

インターネット広告の最新技術は米国で生まれ、約2年遅れてわが国で流行する。モバイル版は国内勢が、「ガラパゴスケータイ」と揶揄されながらも先進的な技術を有する。スマートフォンの OS はアップルとグーグルに席卷されたが、海外では携帯電話でデータ通信する習慣のなかったことを考慮すれば、彼我の差は大きくなかろう。スマートフォン向け広告プラットフォームで競合する有力企業には、電通系のサイバー・コミュニケーションズ、博報堂系のデジタル・アドバタイジング・コンソーシアム及び子会社スパイア、サイバーエージェント子会社のマイクロアド、同系列で VOYAGE GROUP 子会社の adingo、グリー子会社のアトランティス(同社もかつて株主だった)、ファンコミュニケーションズ等が挙げられる。ただ、いずれも自社システムで完結するわけではなく、より多くの閲覧者に広告を見せるために相互にシステムを接合して、オープンで効率的な市場形成をしようと考えている模様だ。

> ビジネスサイクル

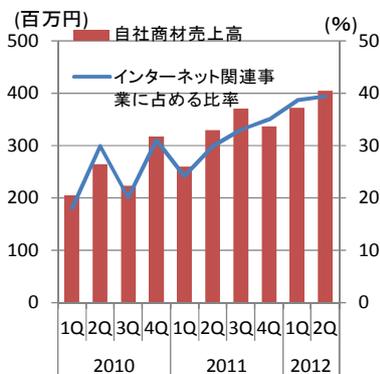
広告ビジネスは効果次第で契約解除のリスクがあるが、プラットフォームの提供で顧客基盤安定化へ

◆ 広告ビジネスはプラットフォーム構築で顧客囲い込みへ

インターネット・モバイル広告事業は、1ヶ月単位の広告掲載期間やインプレッション数(広告表示回数)、リンクボタンクリック(広告主のウェブサイトへの転送回数)等を予め定めておき、その期限・回数に到達するまで広告表示を実行する契約を結ぶ。収益は広告枠の売買に対するコミッション(売買価格の10~20%と推定)。入会申し込みや資料請求等の成果が発生した場合に報酬を支払う形態もある。現在の主な収益源であるモバイル特化型アドネットワーク AD-STA は成果報酬型で、1クール3ヶ月が基本契約期間である。同事業は効果分析が容易なため、費用の割に成果が少ないと思われれば契約継続は拒否され、他社に乗り換えられるリスクがある。DSPやSSP等のプラットフォームを広告主や媒体運用者に無償で提供し、広告配信数に応じて課金する新モデルでは、システムの継続使用による顧客囲い込みが可能となり、収益の安定成長が期待される。

> KPI(業績指標)

< 自社商材売上高の推移 >



(出所) 決算説明会資料より作成

◆ 自社商材の収益伸長がカギ

KPI は左図に掲げた自社商材の伸長度合で、インターネット関連事業の収益性と連動している。インターネット関連事業でマネタイズに成功しているのは、ほとんど広告関連事業で、自社商材にカウントされるのは AD-STA、SEO ツールの RISEO 等。子会社事業ではメールマガジン、第三者配信アドサーバなど等もある。広告需要の季節性、2010年3月期3Qは子会社の連結適用除外等で凸凹はあるが、右肩上がりでの収益向上傾向を示している。AD-STA の月別広告表示数は四半期説明会でグラフが示されるが、月次の発表や実数開示はない。

I & I 事業は株式市場動向に左右される側面があり、収益予想は困難。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

DSP、SSP を定着させ、顧客基盤の構築・拡充を図る意向。

スマホ対応、効果分析、SEO 対策など技術面でリードし、顧客の信頼を得る。自社商材数の拡大で、収益性を高める。

◆ スマホ向け広告配信プラットフォームでデファクトへ同社の当面の課題は、以下の3点である。

- 1) 急速に普及するスマートフォンに対応したインターネット広告サービスを展開すること。
- 2) 収益性の高い自社商材比率の向上。
- 3) 顧客基盤の拡大。

そのために前述のとおり同社は、AD-STA のスマホ対応を 2011 年春に実施。同年 7 月にはリマーケティング配信メニュー（特定のウェブページを訪問した閲覧者を把握し、同者に対して当該ページの内容に関連する広告を配信する）を追加、10 月には Metaps 社と提携しリワード広告（一種のアフィリエイト広告でスマートフォン用アプリのダウンロード時に用いられるインストール課金型広告）機能を追加するなど、機能充実を図った。

同年 7 月には広告主向け DSP、9 月媒体運用者向け SSP と、2 つのプラットフォームの提供を開始。2012 年 1 月に両者を繋ぐ RTB システムの提供を開始した。同社はこれらのプラットフォームをデファクトスタンダードに押し上げ、継続的な取引を見込める顧客基盤の構築・拡充を図ろうとしている。スマートフォン向けに、アドネットワーク、DSP、SSP の 3 つを備えた広告業者は同社が初めてである。

SEO 関連では、5 月に Facebook ページ SEO サービスを成果報酬制で開始し、スマホ普及で一層ユーザー数が拡大するソーシャルメディア対応を拡充。9 月には RISE0 について、マルチデバイス対応を開始した。これら自社商材のアイテム数増加により、同社のインターネット関連事業における自社商材比率を高める戦略である。

> 中長期の課題と戦略

スマートフォン向けアプリ制作等のコンシューマ向け事業を新たな柱に。海外事業者との連携も検討

◆ B2C サービス、グローバル展開にも取り組む

同社はインターネット業界の先端企業と呼ばれるべく、企業向けインターネット広告関連事業だけでなく、一般消費者向けの新規事業を立ち上げ、広告関連事業と並ぶ柱に育成することを目指している。

2007 年に買収し 10 年末に吸収合併したフラクタリストがモバイルメディア事業を手掛け、同社単体でもスマートフォン/ソーシャルメディア向けアプリの開発者への資金提供や成果物の販売促進のための「Applie（あっぷりい）ファンド」やクチコミサイトを設けてきた。自社内でも 2011 年 5 月に Mobage で配信を始めたサッカーシミュレーションゲーム等、ソーシャルアプリ開発も手掛けている。ただ、収益の柱と呼ぶ日はまだ見えない。11 年 8 月に会長に就任した前刀氏を中心に、当該分野の戦略策定が進められている模様だ。

また米国アップル本社のバイスプレジデントも務めた前刀氏の人脈は、海外事業者と連携したグローバルな広告配信をはじめとする事業の国際展開にも活かされると同社は考えている。

> アナリストの戦略評価

スマホ向けプラットフォームで顧客層の厚みを増す機会。

デファクト目指し、人・金を集中投下。勝者連合に入れるよう提携を急ぎたい

コンシューマ向け事業は、まだ明確な指針が示されていない

ベンチャー投資は堅実に、インターネット関連のシード案件を拾う

◆ デファクト獲得は可能か

同社の現在の主力自社商材はモバイルアドネットワーク AD-STA で、当該売上高の 5 割以上を稼いでいると推定される。AD-STA は主な配信先が中小媒体、主な広告主はスマートフォンの普及で解約件数が増えて窮地に立たされる公式コンテンツプロバイダであった。

これに対して多様な媒体のウェブサイトから最適な配信先をシステムマッチングに選択する DSP の無償提供で狙う顧客層は、費用の低さそれ自体よりも費用対効果を考える多種多様なクライアントであろう。特にまだ格段に大きな媒体がなく、PC と同程度のクリエイティブを投入できるスマートフォン向け広告ではその傾向が強まりそうだ。広告各社が広告配信システムの構築・提供をほぼ横一線で開始した段階であり、既にプラットフォームを一揃い用意した同社は、現在の事業規模こそ小さいものの、ナショナルクライアントにも受け入れられ、デファクトを握る機会を得たと考えられる。

ここでは従来の広告ビジネスと異なるルール、即ち営業力や経営層の人脈ではなく、システムの優秀さが勝負を分けることになるため、同社も経営資源を集中的に当該分野に投下する意向。既に技術開発部の増強（エンジニアが正社員 70 名の 3 割を構成）、営業部局として DSP 局、メディアプラットフォーム事業部と SSP 局の新設・人員シフトを実施した。プラットフォームのリリースは行ったが、システム改良や機能向上を怠ることはできず、今後もエンジニア増員が必要である。同業者と緩やかに連携してシステム接続を進め、勝者連合に入ることも重要だ。また、営業力の勝負ではなくとも、認知される必要があり、展示会出展やセミナー開催等にプロモーション予算を積み増すことになるだろう。

◆ コンシューマ向け新規事業

同社はコンシューマに直接コンテンツやサービスを提供する事業の確立を模索している。前述した試験的なソーシャルゲームの開発・提供やロコミサイトあっぷりに続き、2011 年 12 月には Android 端末向けアプリダウンロードすると電子マネー等と交換可能なポイントも貯まるものを紹介アプリ「スマイル」をリリースした。アプリ普及促進と端末ユーザー情報の獲得、コンテンツアグリゲータの地位確立を狙っているようだが、同社の柱になる商材としてはインパクトに欠ける。今後の展開に期待したい。

◆ I & I 事業

2008 年に組成した ngi II ファンド、2009 年のあっぷりいファンドを最後にファンドは組成されていない。かつては上場直前/上場を果たした企業に投資するファンド組成、海外投資等も行ったが、当面は過去のファンドを用いて、国内シード案件、1 社当たり数千万円程度の投資に徹する意向だ。昨今の株式市場を見るに、妥当な戦略と考えられる。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

ネットエイジの時代から受け継がれるDNAがある。スマホ、ソーシャルメディア等新事業を展開するフィールドが広がっている。弱みであった小規模企業の潜在力も競争上重要さが薄れそうだ。

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ネットエイジ西川社長時代からメンバーは変わっても、インターネットの先端でビジネス企画を構想し、社内外のビジネスを育成するというDNAが社内に宿る。 社内の技術・ノウハウに拘泥せず、新技術・ビジネスモデルを取り込む社風、社外からそれを持ち込みたくなる認知度がある。
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ネット広告大手に比べ収益力、資金力で劣り、コンシューマ向け事業におけるプロモーション予算、エンジニア数、開発案件数等で不利。 人材定着率は業界平均並みで高くない。
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> スマホの普及を契機に、インターネット広告市場で技術革新が加速。同社が広告配信プラットフォームでデファクトを握る可能性もある。 アプリ開発ベンチャーを発掘し、コンテンツ提供媒体として地位を獲得することもできよう。
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 米国でグーグル等大手メディアが技術力の高い新興企業を買収しているように、わが国でもベンチャー企業を買収により資金とネットワークを獲得してデファクトに近づく可能性がある。

> Porter's 5 forces

業界内では、かつての序列を崩す変化が進んでおり、新規参入も含めて競争は激しい。

◆ 同業者との競争

インターネット広告業界は競争が激しく、同社は財務面、既存客基盤等の点で、同業大手に対し劣位にある。しかしRTB取引が浸透すれば、大手媒体運用者にシステムを納入する近しい広告会社だけでなく、当該システムに接続する同業者全てに当該広告を扱う機会が生じる。技術力で下剋上が起こる環境ならば、ハンディは縮まったと考えたい。

◆ 新規参入の脅威

インターネット業界では、新規参入は常にある脅威であり、利用者は出現を心待ちにしている。多少のバグの存在も斬新なビジネスモデルや技術を前にすれば看過される。命を預かる医薬品、自動車製造やその次に大事なモノを扱う勘定系システムとは異なる。

◆ 代替するサービスの脅威

ICTの進化は予測が困難だが、広告媒体はマスメディアとインターネット・モバイルで共存できるものと考えられる。印刷媒体に対しては省資源と即時性から優位にあろう。

ただモバイル市場内部で、フィーチャーフォンからスマホへの転換は進む公算が高い。カニバリズムとなるも、既存大手でなかった同社に不安は少ないと考えられる。

RTBが普及すれば、広告の価格決定メカニズムは透明になり、広告会社の収益性が改善する可能性がある。

◆ 買い手との交渉

広告主は総費用抑制と費用対効果の向上を要求している。閲覧者のアクセス 1 件毎に、自社の宣伝すべき相手かを判断してオークションに参加する RTB が普及すれば、費用対効果の向上が期待されるが、総費用は変わらない可能性がある。成果に結びつく可能性が高い広告配信をすることになり、単なる値下げ要求は弱まることになろう。

◆ 供給者との支配関係

広告会社からみた広告媒体はこれまで、価格決定権を握る巨大な存在と、アドネットワークに参加する中小事業者に二極分化していた。スマホ市場では、まだ巨大な媒体運用者は存在しない。RTB で価格が決まることになれば、巨大媒体だけが儲かる構造でなくなる可能性がある。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment) / 社会的責任 (Society)

同社はインターネットが、より効率的で、豊かな生活を実現するためにあると、経営哲学で謳っている。従って同社がインターネット関連の企画を立ち上げ、またそうする社外の有意な人材の起業・発展を支援するビジネスは、やはり豊かな社会の実現に資するものとなろう。環境対応について積極的・具体的なコメントはないが、スマートシティなどの概念にもインターネット技術が必須であることから、同社のビジネスは時に環境問題の解決を促す可能性があると言えよう。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は委員会設置会社であり、取締役 6 名に対し社外取締役が 3 名を占め、うち 1 名 (日本 I B M 最高顧問の北城氏) は独立役員である。なお、同社が東証に提出した 2011 年 7 月付けのガバナンス情報によれば、社外取締役は 4 名で過半を占めていたが、前刀取締役が会長に就任したため社内外同数になった。

執行役の専任や報酬の決定は委員会が行っており、恣意的な経営判断は行われにくい体制を構築していると考えられる。

なお、同社ウェブサイト 2011 年 12 月ニュース欄に、同社が顧客に提供しているモバイル広告業務で、同社社員による不正運用が発覚した事実及び再発防止体制の構築が報告されている。従業員に対するコンプライアンス教育の徹底が求められる。

従業員のコンプライアンス意識を高める努力は怠ることができない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

営業利益増加要因は、自社商材の伸長、赤字子会社の連結適用除外、上場子会社吸収合併による間接費節減など。

ミクシィ株売却抑制、エンジニア拡充による人件費負担増等を消込み、大幅増益を予想する。

2012年3月期の業績は、売上高5,200百万円(前期比4.0%減)、営業利益500百万円(同60.8%増)、当期純利益は460百万円(同300.0%増)を予想する。

セグメント別の想定は別添表の通りで、インターネット関連売上高は前期比ほぼ1.5%減の42億円を予想。自社商材売上は伸長するものの、単純な広告代理事業は、フィーチャーフォン向けの落ち込みがスマホ向けの伸びを上回り前年割れになると考えている。自社商材比率は36%(前期は30%)を想定。AD-STAなどの貢献で同セグメントの売上高営業利益率は前期に比べ1.4ポイント程度改善すると考えた。

I & I事業については、期初の会社計画でミクシィ株の売却益が4億円程度(前期は622百万円)とされていたことから、同セグメントの営業利益は前期比22.8%減と予想。

この他、前期に名証セントレックスに上場していた子会社フラクタリストを吸収合併したことによる上場維持費用や間接費の節減、その他事業に属する子会社であった3Diの連結除外等により同セグメントの2億円余りの赤字削減等が見込まれるため、連結営業利益は前期に比べ大幅に改善しよう。

なお、2009年3月期の当期純損失17億円により税務上の繰越欠損金があるため、税負担は殆ど生じない見込みである。

> 来期以降の業績

スマホ向けプラットフォームが徐々に浸透、広告主のスマホ対応の本格化も想定。自社商材比率上昇で収益性が向上すると予想。

ミクシィ株売却は逡減を想定し、連結営業利益の伸びは一桁に止まると考える。

2013年3月期は売上高55億円(前期比5.8%増)、営業利益530百万円(同6.0%増)、当期純利益350百万円(同23.9%減)を予想する。税負担は引き続き微小とみた。

インターネット関連事業の売上高は46億円(前期比9.5%増)、営業利益は4億円(前期比42.9%増)を予想。

モバイル広告市場におけるスマホ対応が定着しフィーチャーフォン向けの減少幅を上回ることで、スマホ対応市場においてはDSP、SSP、アドネットワーク、SEOツール等を揃えた同社のシェア向上が見込まれること、の2点が主な増収要因。自社商材比率は39%と想定。

自社商材による売上伸長となるため採算向上も見込まれることから、売上高営業利益率は2ポイント程度上昇する見込み。コンシューマ向け新規事業の貢献は多くを見込んでいないが、大型商材が投入されれば、増収・あるいはプロモーションのためのコスト増による減益効果があるかもしれない。

一方、I & I事業については、売上高9億円(前期比10%減)、営業利益4億円(同14.9%減)と予想する。

ミクシィ株売却益次第の状況が続いており、保有株式数が非開示なので判断材料が乏しいが、前期比減少すると想定した。子会社ソーシャルワイヤーのプレスリリース配信代行業及びレンタルオフィス事業は着実な伸長が見込まれるが、収益貢献度の急拡大も考えにくい。

スマホの市場浸透、それに伴うモバイル広告市場のシステム化定着、そこで一定の地位を確立する、という想定で、営業利益の中期成長を予想。税負担が2014年3月期から復活すると想定。

スマホ広告プラットフォームでデファクトスタンダードを獲得すれば上振れも。一方I&I事業は、ミクシィに代わるIPO案件がなければ厳しい。

2014年3月期は売上高51億円(前年比10.9%増)、営業利益620百万円(同17.0%増)、当期純利益290百万円(同17.1%減)を予想。続く2015年3月期は売上高57億円(同11.8%増)、営業利益7億円(同12.9%増)、当期純利益3億円(同3.4%増)を予想する。税務上の欠損繰越の恩恵は2014年3月期にも残り、2015年3月期から規定通りの税負担が発生すると考えた。

今次予想では、現在の事業規模の延長戦上に収益見通しを作成しているが、この時期には通信キャリアの契約数に占めるスマホの比率が4割を超え、現在米国PC向け広告市場で行われているようなシステムチックな広告販売が定着していると想定され、同社のモバイル広告事業も飛躍的に伸長する可能性がある。また、コンシューマ向けビジネスをインターネット関連事業の2本目の柱に据えるという戦略も明確な姿を現しているであろう。

I&I事業では、ミクシィ株の恩恵が2015年3月期には途切れる可能性があると考えている。同様の大型IPO案件が再現する可能性は皆無とは言えないが、同セグメントは表記程度の規模で推移するものと予想した。

今回描いた中期業績見通しを覆すリスク要因は以下の通り。

- 1) インターネット関連事業者が常に晒される技術の陳腐化、バグによるシステムトラブル発、ハッキング等のセキュリティ問題など。
- 2) 広告関連業界では不正コンバージョンやクチコミサイトの不正書き込み等によるレピュテーション・リスク。
- 3) I&I事業における、投資先の予期せぬ破綻をはじめ、保有株式の価値(上場株式の株価を含む)の変動。

<セグメント別にみた業績見通し>

決算期	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3	2012/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
単位:百万円	実績	実績	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	7,775	8,828	6,447	5,418	5,370	5,200	5,500	5,900	6,400
(前期比)	45.9%	13.5%	-27.0%	-16.0%	-0.9%	-4.0%	5.8%	7.3%	8.5%
うちインターネット関連	2,109	4,118	4,940	4,262	N.A.	4,200	4,600	5,100	5,700
(前期比)	39.3%	95.3%	20.0%	-13.7%	—	-1.5%	9.5%	10.9%	11.8%
<自社商材比率>	N.A.	N.A.	23%	30%	N.A.	36%	39%	43%	46%
うちI&I	5,569	4,671	1,465	1,111	N.A.	1,000	900	800	700
(前期比)	46.3%	-16.1%	-68.6%	-24.2%	—	-10.0%	-10.0%	-11.1%	-12.5%
営業利益	2,653	939	211	311	530	500	530	620	700
(前期比)	6.9%	-64.6%	-77.5%	47.3%	70.2%	60.8%	6.0%	17.0%	12.9%
(対売上高比)	34.1%	10.6%	3.3%	5.7%	9.9%	9.6%	9.6%	10.5%	10.9%
うちインターネット関連	-270	207	83	228	N.A.	280	400	600	800
(前期比)	赤払	黒転	-59.9%	174.7%	—	22.8%	42.9%	50.0%	33.3%
(売上高営業利益率)	-12.8%	5.0%	1.7%	5.3%	—	6.7%	8.7%	11.8%	14.0%
うちI&I	4,183	1,828	696	609	N.A.	470	400	300	200
(前期比)	34.9%	-56.3%	-61.9%	-12.5%	—	-22.8%	-14.9%	-25.0%	-33.3%
うちその他(3Di)	-258	-214	-303	-236	—	—	—	—	—
うち全社費用等	-1,000	-882	-264	-290	N.A.	-250	-270	-280	-300
経常利益	2,498	702	202	270	480	450	450	540	620
(前期比)	2.9%	-71.9%	-71.1%	33.3%	77.5%	66.7%	0.0%	20.0%	14.8%
特別損益	-404	-2,313	-71	-65	N.A.	90	0	0	0
法人税等	1,457	241	15	78	N.A.	50	50	200	270
少数株主損益	-97	-113	-403	-55	N.A.	30	50	50	50
当期純利益	735	-1,738	520	181	470	460	350	290	300
(前期比)	-41.9%	赤転	黒転	-65.1%	158.4%	154.1%	-23.9%	-17.1%	3.4%

(出所)決算短信、決算説明会資料より作成。予想は担当アナリスト

投資判断

> 上場来パフォーマンス



2006年8月の上場時の公募価格は60万円(07年4月1→3、11年10月1→100の株式分割を考慮すると2,000円、以下修正値で表示)、初値は3,733円。

ミクシ株の売却益が上場後の同社の収益を支えてきたことから、当該株式との株価連動性が指摘される。

上場来パフォーマンスは、新興市場からの人気離散、新規公開件数減少を背景とするI & I事業に対する落胆、2009年3月期の赤字転落とミクシ株売却益に匹敵する収益事業の確立に対する不透明感などの要因が相まって、-40.7%となっている。

> 株主還元

同社は、当期純利益の10%を目安に、株主に利益還元することを基本方針としている。内部留保の誘因はあるが、過去の実績をみると、安定配当指向ではなく、業績連動で配当を行いつつ、配当性向を引き上げるに足る業績を上げることに努めている模様である。

> 株価バリュエーション比較

前期に続き今期も税務上の繰越欠損の存在から税負担が微小であるため、今期予想EPSを基準とした同業他社とのPER比較は困難である。また、残念ながらI & I事業で類似するドリームインキュベータや、モバイル・インターネット広告で競合し企業規模も近いスパイアは、業績予想の開示を行っていない。

そこで企業規模のギャップはあるが、同業者への投資事業などを営むサイバーエージェントなどと経常利益を基準に株価を比較した。経常利益ベースのPER、配当利回りはほぼ同等、PBRは0.57倍で他社に比べ割安感がある。

<同業との株価バリュエーション比較>

証券コード 決算月	ngi group 2497		アイレップ 2132		オプト 2389		サイバーエージェント 4751	
		3月		9月		12月		9月
売上高	百万円	5,370		30,150		62,406		130,000
営業利益		530		858		1,332		17,000
(営業利益率)	%	9.9		2.8		2.1		13.1
経常利益	百万円	480		860		1,519		16,700
当期純利益	百万円	470		442		785		8,500
1株当たり配当	円	3.60		1,500		N.A.		3,500
純資産	百万円	5,336		2,492		18,380		38,677
ROE	%	3.6		19.1		3.5		21.9
予想PER	倍	6.5		7.9		15.4		16.2
// 経常利益	倍	6.4		4.1		8.0		8.2
実績PBR	倍	0.62		1.41		0.68		3.73
予想配当利回り	%	1.6		1.2		—		1.7
過去3年成長率	%	-13.2		48.0		5.2		11.5
// 営業利益	%	-15.1		97.1		0.2		55.9
株価(1月20日)	円	231		128,500		80,900		210,800
時価総額	百万円	3,063		3,503		12,081		137,495

(注1) 過去3年成長率は、売上高の年平均変化率(複利)。

(注2) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、配当は今期会社予想。

(注3) 予想PER、配当利回り、実績PBRは、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 今後の株価見通し

これまで同社の業績を支えたミクシィ株の減少(四季報の大株主から同社の名が消える)、当該株式の下落など、同社株価にネガティブな情報は入手しやすいが、スマホ向け広告プラットフォームでトップ集団を形成していることは広告業界以外では知られていない可能性がある。同社の開発したシステムが顧客から高い評価を受けることになれば、同社株式が見直される余地はあると考えられる。

ここでは、1) スマホ広告市場では広告会社の序列を決めるルールが変わる、2) 同社はミクシィ株に依存せずに利益成長を目指す、という前提の基に中期的な収益を予想した。2015年3月期における我々の予想EPS22.6円で直近株価を除いた予想PERは10.2倍となる。

我々は、1) I & I 事業が株式市場の変動に大きく左右されること、2) ソーシャルメディア関連コンシューマ向けビジネスの将来デザインが出来ていないこと、3) スマホ関連マーケットも PC 関連の大手媒体社(グーグルやヤフー、楽天等)が技術オリエンテッドのベンチャー企業を買収して市場を支配する懸念は拭えないこと、等を考慮し、楽観を排して予想PER10~12倍を適正バリュエーションと想定。そこから導き出される今後2~3年後の妥当株価は、226円~271円となる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT分析やM. Porterの競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社ICMGが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのはらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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