日本ﾒﾃﾞｨｶﾙﾈｯﾄｺﾐｭﾆｹｰｼｮﾝｽﾞ（3645 東証マザーズ）

発行日：2011/11/10
調査日：2011/10/5
調査方法：企業訪問

歯科医師やエステサロンなどのニッチ市場に特化したインターネット広告会社

業種：情報・通信業
ｱﾅﾘｽﾄ：馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

＞ 要旨

◆ 歯科医師向けポータルサイト運営事業が主力

・歯科医師やエステサロンなどに特化したインターネット広告事業を主力とする。医療ポータルサイトを運営するエムスリー（東証 2413）の関係会社にあたる。
・事業セグメントは主力の「ポータルサイト運営事業」、「SEM 事業」、「その他事業」の 3 つだが、2012 年 5 月期から「インプラント保証事業」と「人材キャリア事業」が加わる見通し。

◆ 歯科医師の広告規制緩和が当社の成長を牽引

・歯科医院の過当競争によって、治療費が高額な自由診療の比率を高めることで、収益アップを図りたい歯科医師が増えている。
・2002 年の広告規制の緩和により、歯科医師の自由診療に関する広告が可能となり、インプラントなどの自由診療で収益拡大を目論む歯科医師のニーズに対し低コストを武器に集客力があるインターネット広告が合致。
・主力のポータルサイト運営事業の売上高の 8 割を歯科系で占めている。現在（2011/5 末）の実有料会員数は 710 人で、市場占有率は1％程度となお拡大余地がある。
・今後は M&A で取り込んだインプラント保証事業のほか、近々エムスリーと立ち上げる計画の歯科医師向け B to B が、収益モデルの多様化に寄与することが期待される。

＞ 投資判断

◆ 今期の業績は会社計画を若干下回りそう

・今期業績は会社計画に対して未達の可能性が高いと予想する。第 1 四半期の業績は、YAHOO!JAPAN の検索エンジンへの対応が予想以上に遅れていること、ポータルサイト事業もプロダクトミックスの悪化で収益性が弱まっていること、などを背景に不振だった。
・2013 年 5 月期以降は、今第 1 四半期の不振要因だった東日本大震災の影響が薄れ、景気も回復基調に転じることが想定される。また検索エンジンへの対応も進むと予想されることから、SEM 事業の回復も期待できる。
・新規事業のインプラント保証事業と人材キャリア事業には不透明要因があるものの、徐々に利益面への寄与が期待できそうだ。

◆ 中期的な適正株価水準は 550 円～660 円のレンジを想定

・上場後約 1 年で株価は大きく下落しており、今後は増配などより株主への積極的な利益還元が求められよう。会社の財務状況から見て、公約の 10％配当性向では物足りないと思われる。今後は毎期最低 1 円の増配を期待したい。
・現時点の予想 PER12.2 倍を参考に、適正 PER を 10～12 倍と仮定すると、2015 年 5 月期予想 EPS（55.0 円）から算出される適正株価水準は 550 円～660 円のレンジとなる。

【主要指標】

株価（円）	421
発行済株式数	4,689,500
時価総額（百万円）	1,974
上場日	2010/12/21
上場来ﾊﾟﾌｫｰﾏﾝｽ	-53.4%

	前期	今期
PER（倍）	21.0	12.1
PBR（倍）	3.9	1.7
配当利回り	0.7%	1.0%

	σ	β値
リスク指標	27.5%	1.56

【主要 KPI（業績指標）】

	2010/5 期	2011/5 期
歯科医有料会員数	605 人	710 人

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	6ヶ月
リターン（%）	-19.3	-40.8	-58.2
対 TOPIX（%）	-19.6	-34.8	-53.3

＊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20111104

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

日本ﾒﾃﾞｨｶﾙﾈｯﾄｺﾐｭﾆｹｰｼｮﾝｽﾞ（3645 東証マザーズ）

＞ 収益モデル

（単位：百万円）	2010/5 期 実績	2011/5 期 実績	2012/5 期 会社予想	2012/5 期 予想	2013/5 期 予想	2014/5 期 予想	2015/5 期 予想
売上高	**1,037**	**1,195**	**1,330**	**1,290**	**1,445**	**1,585**	**1,715**
前年比	*31.9%*	*15.2%*	*11.3%*	*7.9%*	*12.0%*	*9.7%*	*8.2%*
営業利益	**260**	**318**	**322**	**298**	**358**	**418**	**468**
前年比	*39.0%*	*22.3%*	*1.3%*	*−6.3%*	*20.1%*	*16.8%*	*12.0%*
経常利益	**260**	**304**	**322**	**298**	**358**	**418**	**468**
前年比	*39.8%*	*16.9%*	*5.9%*	*−2.0%*	*20.1%*	*16.8%*	*12.0%*
当期純利益	**139**	**175**	**187**	**163**	**194**	**228**	**258**
前年比	*41.8%*	*25.9%*	*6.9%*	*−6.9%*	*19.0%*	*17.5%*	*13.2%*
期末株主資本	384	1,024	−	1,159	1,334	1,539	1,768
発行済株式数	8,000	4,689,500	4,689,500	4,689,500	4,689,500	4,689,500	4,689,500
EPS	17,455.74	40.87	39.89	34.76	41.37	48.62	55.02
配当	−	6.00	4.00	4.00	5.00	6.00	7.00
BPS	48,013.67	218.54	—	247.11	284.48	328.10	377.12
ROE	44.1%	24.9%	—	15%	16%	16%	16%
株価	−	858	425	425			
PER	−	21.0	10.7	12.2	10.3	8.7	7.7
配当利回り	−	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%
PBR	−	3.9	—	1.7	1.5	1.3	1.1

（注）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

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

会社の概要

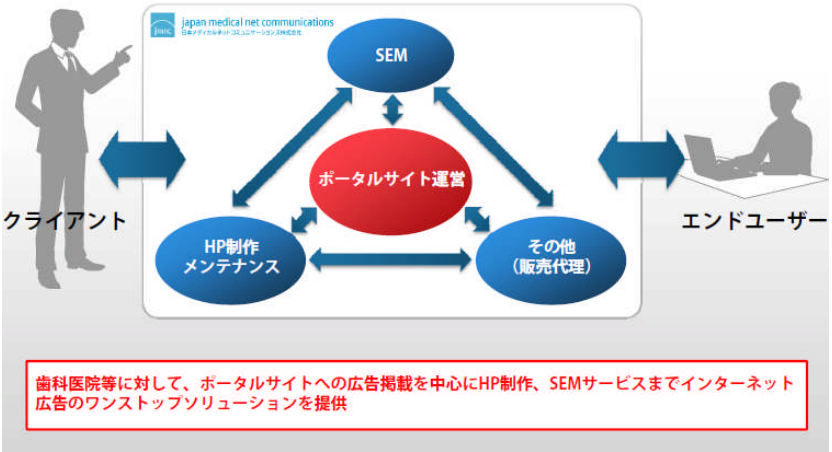
＞ 事業内容

歯科医療と美容事業向けに特化したインターネット広告事業が主力

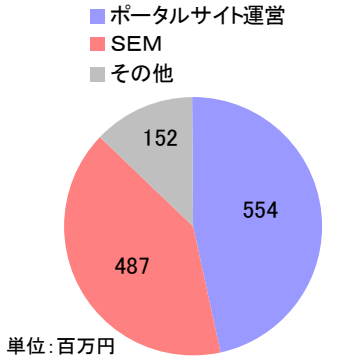
◆自社ポータルサイトを活用した広告型のビジネスモデル
歯科医師やエステサロンなどに特化したインターネット広告事業を主力とする。医療ポータルサイトを運営するエムスリー（東証 2413）の関係会社（持分法適用会社）にあたる。

自社で運営するポータルサイトを通じて歯科医療情報やエステ美容情報などを提供するほか、歯科医師やエステサロン向けに SEO（Search Engine Optimization：検索エンジン上位表示対策）サービスの提供やホームページ制作などを行う。2012 年 5 月期からは新たにインプラント保証業務を開始する。

＜当社の事業モデル（当社説明会資料より）＞



＜売上高の内訳（2011 年 5 月期＞



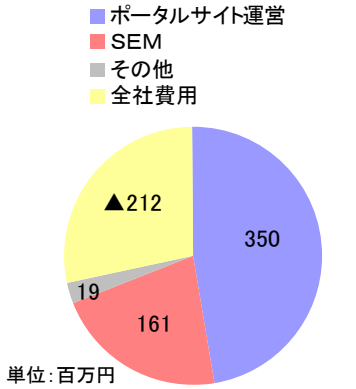
（出所）当社公表資料より作成

◆ ポータルサイト事業は歯科医師向けが主力
事業セグメントは「ポータルサイト運営事業」、「SEM 事業」、「その他事業」の 3 つに分かれており、2012 年 5 月期からは新たに「インプラント保証事業」と「人材キャリア事業」が加わる見通しである。

自社運営ポータルサイトには「インプラントネット」「矯正歯科ネット」「審美歯科ネット」「歯医者さんネット」などの歯科系と「エステ・人気ランキング」などの美容系、それに「からだネット」などの医療系がある。ポータルサイト運営事業では、歯科医師やエステサロンなどの会員情報を各ポータルサイトで紹介し、広告料としての会費を徴収する。

有料会員との契約は 12 ケ月の自動更新が基本で、料金体系は画像や動画などの広告形態によって月額 1 万円から 3 万円程度となっている。2011 年 5 月期におけるポータルサイト事業の売上高構成は、歯科系が約 8 割、美容系が約 2 割となっており、ポータルサイト事業の中核は歯科医師向けとなっている。

＜営業利益の内訳（2011 年 5 月期）＞



（出所）当社公表資料より作成
（注）各事業の営業利益は全社費用控除前利益

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

3事業の中では、ポータルサイト運営事業が収益の柱。特に歯科系が収益を牽引している。

SEM 事業は広告事業に付随するサービスである。SEM（Search Engine Marketing）とは、検索エンジンからのサイト訪問者を増やすマーケティング手法である。YAHOO!JAPAN と Google での特定キーワード検索において、顧客情報を上位に表示させる SEO を主力に、検索結果ページにテキスト広告を表示させるリスティング運用代行なども行っている。SEO の契約形態は定額報酬の「コンサルティング型」、検索結果が 10 位以内に表示された場合に順位に応じた料金が発生する「成功報酬型」、それに「月次定額型」の 3 形態に分けられる。顧客（歯科医師やエステサロン）の約 8 割がコンサルティング型で、残り 2 割は成功報酬型が中心となっている。

その他事業は医療・美容系事業者向けのホームページ制作、及び YAHOO!JAPAN のヘルスケア・ビューティーコンテンツ向け広告や新聞折り込み広告等の代理店業務を行う。

◆ 新たに 2 つの事業をスタート予定

2012 年 5 月期の下期から立ち上げるインプラント保証事業は、100%子会社の日本ガイドデント社が、アイジーエス社の事業を承継してスタートする。インプラント保証とは、当社が契約した歯科医師の行ったインプラント治療を、長期間（10 年）品質保証をするもの。保証の内容は治療後の脱落や破折であり、当社が認定した歯科医師が無料で再治療する。保証料はインプラント 1 本あたり 2 万円から 3 万円。なお、保証対象はインプラントの脱落や破折のみで、別途損害賠償等の請求には適用されない。

また、2012 年 5 月期の下期から、人材キャリア事業もスタートする計画。歯科医療分野に特化した人材紹介や求人広告などを行う。

＞ 経営陣

当社の役員は、社長以下 6 名の取締役と監査役 3 名で構成されている。このうち資本・業務提携先のエムスリーから社外取締役 1 名を迎え入れ、弁護士と公認会計士の 2 名を社外監査役に選任している。

当社の創業者である代表取締役社長早川氏は、日本鉄道建設公団出身と異色の経歴だが、同公団で情報システム部の設立に携わったことから、インターネット事業に関心を持ち、IT 化の遅れている医療業界に着目して当社を設立した。

取締役の平川大氏は、創業時メンバーで管理部門担当。同じく取締役の平川裕司氏は平川大氏の実兄であり、コンピュータ業界での経験を持つことからソリューション事業を担当する。森本取締役は出版業界の出身で、コンテンツ事業を担当。また、20 万人超の医師会員数を持つエムスリーからの社外取締役として槌屋氏を選任している。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

＞ 株主構成

＜大株主上位＞

早川亮	40.9%
エムスリー	15.1%
日本マスタートラスト信託銀行	13.3%
早川竜介	4.2%
野村信託銀行	2.5%

2011 年 5 月末

＜所有別株式分布＞

金融機関	19.6%
法人	15.2%
外国人	3.0%
個人その他	62.2%

2011 年 5 月末

◆ 安定株比率が高く、株主数は 1,107 人と少ない

当社は、2010 年 12 月に上場し、2011 年 5 月末現在の株主数は 1,107 人。所有者別では、金融機関が 19.6%、法人 15.2%、外国人 3.0%、個人その他が 62.2%となっており、また外国人は 3.0%であるが、投信が 15.8%と高いことが目立つ。

創業者で代表取締役社長の早川亮氏が 40.9%の筆頭株主で、資本・業務提携先のエムスリーが 15.1%を保有しており、当社取締役の早川竜介氏が 4.2%と続く。当社経営陣の合計持株比率は過半数に達しないものの、資本・業務提携先のエムスリーの持ち分を含めると 6 割超の議決権を握ることから、安定株比率は高いといえる。

当社が今後一部上場へ目指す場合は、浮動株数を増やして株主数を増加させることが必要になろう。

＞ 沿革・企業理念

当社の沿革は 2000 年に現社長の早川氏が個人事業主として「健康」「からだ」「美」の情報発信を目的に創業した「日本インターネットメディアセンター」が始まりで、同年にインプラント専門ポータルサイト「インプラントネット」をリリースしている。2001 年に法人化し「日本メディカルネットコミュニケーションズ」が誕生した。

その後、2002 年に「矯正歯科ネット」と「審美歯科ネット」を、2005 年には「エステ・人気ランキング」をリリースした。また、2006 年に SEM 事業を開始し、2007 年にはエムスリーと歯科医師向け B to B サイトの事業化のため資本・業務提携を行った。
2010 年に米国版インプラントネットの「Dental Implants Net」をリリースし、同年 12 月に東証マザーズに上場した。さらに、2011 年にはアイジーエス社のインプラント保証事業を、100%子会社として設立した日本ガイドデント社が承継している。

当社は、「からだ」「健康」「美」に関する情報を、インターネットを通じて発信することにより事業者と消費者とのコミュニケーションツールとなって人々の生活・文化に貢献すること、を企業理念としている。加えて、「変化なくして進捗なし」を胸に秘め、未来に挑む勇気と情熱をもって現状に満足することなく、新たな価値を創造し、社会に貢献することを目標としている。
また、事業テーマは「からだ」「健康」「美」に関する情報を発信する専門ポータルサイトを、クライアント（歯科医・エステサロン等）の視点のみならずエンドユーザーの視点をも取り入れ、各専門分野の「理解」と「普及」をミッションとして、「公共」「中立性」のある運営を目指す方針である。

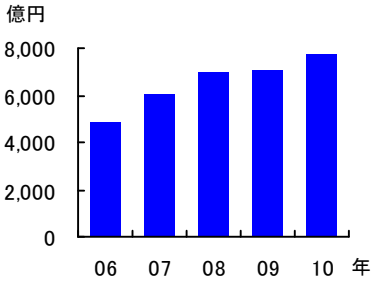
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。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。

事業環境

＞ 業界環境・競合他社

医療機関の広告規制の緩和によって、広告需要を取り込むことが可能に

＜インターネット広告市場規模の推移＞



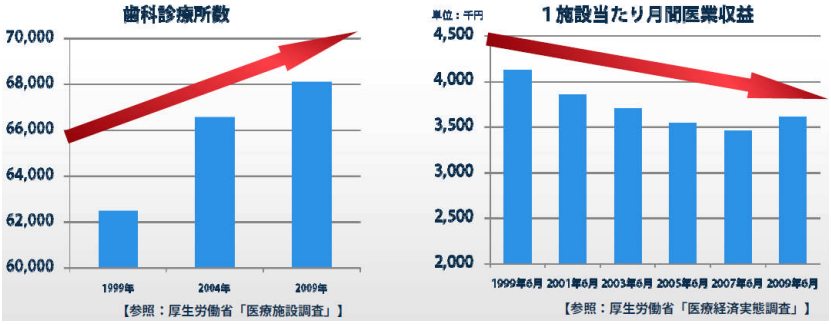
（出所）電通 HP より作成

◆歯科医療の競争と自由診療市場の拡大はビジネスチャンス

電通によると 2010 年のインターネット広告市場は 7,747 億円に達し、直近 4 年間の年平均成長率は 12.6%と高い伸びを示している。しかしながら当社のターゲットは、歯科医師やエステサロンなどに特化したニッチマーケットであることから、インターネット広告市場全体の動向が当社の事業環境に直接影響するとは限らない。

特に歯科医師など医療機関の広告宣伝は、人命に係わる職業柄高い倫理観が求められること等を理由に、長らく医療法等で規制されてきた。しかし、2002 年にこの規制が緩和され、医療の質に関わる広告が可能となった。これを契機に当社のコア事業である歯科系ポータルサイトが、自由診療（自費診療：全額患者負担）分野の広告需要を取り込むことが可能になった。

広告規制の緩和により、インプラント、ホワイトニングなどの審美歯科や矯正歯科など高額な自由診療に関する広告ニーズが増加した。そもそもこうした高額自由診療に関する広告ニーズは、歯科医療における過当競争が背景にある。厚生労働省のデータによると歯科医師数は約 90,000 人で、このうち開業している歯科医師は約 68,000 人と増加傾向にある。一方、開業医数の増加で 1 施設当たりの月間収益は低下傾向をたどり、個人負担の少ない保険診療だけでは収入増は期待できなくなった。そこで、治療費が高額な自由診療の比率を高めることで、収益アップを図りたい歯科医が増えている。



（出所）当社説明会資料より

インプラントとは、顎の骨に歯根の代わりとなるチタン製のインプラントを埋め込み、その上に人口の歯を取り付ける治療法である。従来のブリッジや入れ歯に比べて周囲の歯への負担が少ないうえ、自分の歯と同じようにしっかりと噛むことができるメリットがある。しかし、健康保険適用外の自由診療であるため、一般的な治療費は 1 本当たり約 30 万円～40 万円と高額となる。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

高齢化を背景にインプラントなど自由診療市場が拡大しており、歯科医の関心も高い。

しかしながら、高齢者人口の増加によって、インプラントに対するニーズは高まっている。正確な市場規模などの統計はないものの、日本口腔インプラント学会の会員歯科医師数は 1998 年の約 4,000 人から 2009 年には 10,000 人を超えている。この 10,000 人という数字は開業歯科医師数の約 15%に当たることから、患者ニーズの拡大とともに歯科医師のインプラント治療への関心も高まっていることがうかがえる。

（出所）当社説明会資料より

当社の事業はインターネット広告事業の中でも歯科系と美容系に絞り込んだニッチマーケットを対象としているため、上場会社では直接の競合先は見当たらない。類似企業としては、資本・業務提携先のエムスリーが考えられるが、エムスリーは製薬会社を顧客に医師向けに広告等を行うため、ビジネスモデルの違いがある。また、同様なサイトとしては、「歯科インプラントナビ」、「歯科医院.com」などがあるが、現時点では、当社と同規模の競合先は存在しないと推察される。

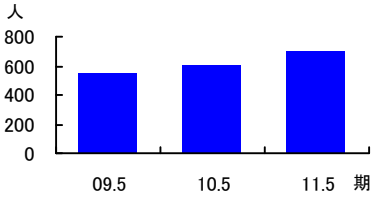
＞ ビジネスサイクル

ポータルサイト事業では、契約期間は１年の自動更新のため、顧客（歯科医師・エステサロン）の広告需要に変化がない限り、ビジネスサイクルは、３～５年程度と比較的長いものと想定される。
一方、SEM 事業では、売上は顧客のプロモーション戦略に左右されるため、ビジネスサイクルは比較的短期的なものと推察されるが、ポータル事業と合わせて顧客の広告効果を上げることにつながれば、ビジネスサイクルを長期化することも可能と考えられる。

＞ KPI（業績指標）

現在の当社の KPI は、歯科医師の有料会員数（重複を除く実会員数）が適当と考えられる。当社の営業利益の大部分を占めるのはポータルサイト運営事業であり、その売上高の８割を歯科系で占めている。この有料会員数を積み上げることで、月次の安定収益が確保できるとともに、他の SEM 事業や新たなインプラント保証事業の売上に結びつけることが期待できる。現在（2011/5 末）の実有料会員数は 710 人で、市場占有率は１％程度となお拡大余地がある。

＜歯科医有料会員数の推移＞



（出所）当社へのヒアリングより作成

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

経営戦略

＞ 現状の課題と戦略

既存事業の拡大に加えて、新規事業での成長を模索している。

◆ 既存事業の拡大と収益モデルの多様化が課題

当社は現状の課題として「既存事業の拡大」と「収益モデルの多様化」を挙げている。これに対する戦略としては、既存事業では「各ポータルサイトのコンテンツ拡充」、「スマートフォンへの対応」及び「SNS（ソーシャルネットワーキングサービス）への取り組み強化」を図り、エンドユーザーの利便性確保とサイトのメディア価値の向上を実現し、集客力を高めることによって新規有料会員の拡大を目指している。

また、収益モデルの多様化については、新規事業であるインプラント保証事業と人材キャリア事業をスタートし、早期での収益化を目指す。また、資本・業務提携先であるエムスリーの持つポータルサイトなど同社のプラットフォームを活用して、歯科医師向けにインプラントメーカー製品の PR 等を目的とした B to B ポータルサイトの事業化に取り組む方針である。

＞ 中長期の課題と戦略

中期的にはネット上での歯科医向けの総合サービスの提供と米国での歯科系事業の展開を目指す。

◆ 歯科医師向けの新たなポータル事業と国際戦略を志向する

当社は、事業提携先である「m3.com」を活用した B to B 事業とは別に、歯科医院と歯科関連卸企業等をつなぐ自社ポータルサイトの開発を計画している。歯科関連卸企業等による歯科医院への備品・消耗品等の広告・ＰＲだけでなく、その受発注システムや代金決算システムを備えた電子商取引プラットフォームの開発・事業化は、当社の中期的な成長戦略といえる。

国際化戦略については、当社は既に 2010 年 1 月から米国で「Dental Implants Net」を試験的にリリースしており、今後はコンテンツを追加し SEO 対策を実施しながら 2013 年に本格的な営業展開を目指している。米国の歯科医療市場は、歯科医師数、歯科医療費、インプラント市場などにおいて、日本の 2～3 倍の規模がある。しかし、保険制度の違いから、患者は保険医療で指定された歯科医院しか利用できないため、歯科医院サイドからの広告ニーズは高くなく、米国では歯科医系のポータルサイトは存在しない模様。しかし、当社はこれまでの市場調査などを踏まえ、米国市場は有望と考えているようだ。

そこで、当社は国内で培った実績・ノウハウを活かしながら、米国でも歯科系ポータルサイトを活用した事業展開を目指したいと考えている。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＞ アナリストの戦略評価

ポータルサイトの有料会員数の積み上げには、M&A によるシナジーと営業力の強化がポイント

◆今回の M&A によるシナジー効果に期待

当社は 2002 年の医療機関の広告規制緩和を見越して、自由診療の広告事業に乗り出し、コア事業である歯科系ポータルサイトの有料会員数の拡大に努めてきた。その結果、歯科医師有料会員数（重複を除く実会員）は 2011 年 5 月期末で 710 人（前期比 105 人増）と、歯科医師の自由診療広告に対するニーズを取り込むことに成功している。

しかしながら、2011 年 8 月末の歯科医師有料会員数は 725 人と、この 3 か月間の会員数の伸びは 15 人にとどまり、会員数の積み上げには苦戦している。そこで行った戦略の一つがアイジーエス社のインプラント保証事業の M&A である。これにより収益モデルの多様化が期待でき、さらに同社の既往顧客（歯科医師 400 人）を獲得できる。当社の有料会員は、首都圏の比率が高いのに対し、アイジーエス社の顧客は西日本に多いため、重複が少なく、シナジー効果が期待できる。

もっとも、この M&A による業績への直接のプラス効果は、顧客数の 700 人規模から 1100 人への積み上げは小さくないものの、インプラント保証事業の収益性と潜在リスクについての評価は、現段階では保守的なものに留まろう。

足元の状況を見る限り、これまでの新規有料会員獲得に向けた営業施策に何らかの改善が必要と思われる。つまり、従来の営業施策は、口コミなどで、お試し期間での無料会員を増やし、一定の効果があれば、その後有料会員へ誘引することが当社の営業スタイルであった。しかし、こうしたやり方は、以前ほど効果的ではなくなっていると思われ、今後は有料会員獲得に向けた積極的な営業体制が必要になろう。

歯科医師と歯科関連卸企業等とを結ぶ自社ポータルサイトの開発には注目したい。

◆ 中期的には歯科医師向け総合ポータル事業に注目したい

歯科医師と歯科関連卸企業等とを結ぶ自社ポータルサイトの開発は、興味深い戦略である。既に多くの企業がインターネットを通じた発注システムを活用する中で、医療業界においても B to B による流通市場の効率化は避けられないと思われる。エムスリーがＭＲ営業というアナログの世界を、ネットを通じて効率化したように、当社は医療部材等の販売を決済面も含めて提供することで、歯科医療業界における B to B 市場を構築できれば、先行者メリットを享受することが可能となり、高い成長性が期待できる。

なお、海外事業については、わが国のネットベンチャーが海外、特に米国で成功した事例は数少ない。そのため、当社の海外戦略について、現段階で評価を下すのは困難と思われる。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

会社の分析・評価

＞ 基礎的分析

創業 10 年の経験とノウハウ蓄積で歯科医師との強固な信頼関係を築く

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・歯科医療業界に特化したビジネスモデル ・創業以来の構築してきた歯科医との信頼関係 ・ポータルサイトの充実したコンテンツ
弱み (Weakness)	・広告事業が中心のため景気変動の影響を受けやすい ・経営の組織的規模の小さいこと（社員 50 人程度）
ビジネス機会 (Opportunity)	・歯科医師など医療機関に対する広告規制の更なる緩和 ・歯科医療業界の過当競争 ・自由診療での新たな治療法の確立
脅威 (Threat)	・歯科医師など医療機関に対する広告規制の強化 ・新規のインプラント保証事業における保険支払いリスクの増大

＞ Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

歯科系・美容系ポータルサイトは、ニッチ市場であるため、インターネット広告大手との競合はなく、また既存の競合先も少ない分野であるため、競合業者間での競争環境はそれ程厳しくないと想定される。

◆ 新規参入の脅威

インターネット広告事業は多額の投資を必要としないため、新規参入の脅威は絶えず付きまとう。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

当社は主にインターネットを媒体とした事業展開をしており、PC に代わる新端末への対応も既に実施している。しかしながら IT 業界は技術開発のスピードが速いため、既存のポータルサイトの優位性が劣化するような技術革新が起こる可能性もありうる。

◆ 買い手の競争力

当社のコア事業には競合が少ないため、顧客である歯科医師やエステサロンからの値引き要求はそれ程強くはないと考えられる。

◆ 供給者の支配力

広告媒体である YAHOO!JAPAN と Google は、市場シェアや事業規模などの面で当社よりはるかに優位なポジションにある。そのため、媒体費の値上げなど供給者からの価格支配は、絶えず収益悪化要因となりうる。ただし、それらのコストアップをいかに顧客に転嫁できるかが重要になろう。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

＞ ESG活動・分析

◆ 環境対応（Environment）

当社はインターネット広告業界に属するため、製造業や小売業のように、事業遂行上での環境対応などの必要性は低いものと考えられる。しかしながら、当社は、温室効果ガス排出量を 1990 年比で 25%削減を目指す「チャレンジ 25 キャンペーン」に参加するなど、市民社会の一員としての環境問題へ対処すべき責務を果たそうとする姿勢を示している。

◆ 社会的責任（Society）

当社は経営理念や経営方針の中で、「人々の生活・文化に貢献する」「ステークホルダーから信頼され期待される企業を目指す」ことを掲げており、事業を通じた社会的使命の実現を目指す。また、東日本大震災の義援金募金活動を積極的に行うなど、社会的貢献に対する意識も高い。

◆ 企業統治（Governance）

当社の取締役会は６名で構成されているが、社外取締役は１名で、資本・業務提携先のエムスリーからの受け入れである。創業者で筆頭株主でもある代表取締役社長の持株比率は 40.9%と高く、安定株主であるエムスリーの持ち分を合わせると過半数を超えることから、少数株主の権利保護の観点からは、独立社外取締役の選任が望ましい。

なお、当社は上場後まだ１年足らずであるが、四半期毎のアナリストミーティングの開催、個人投資家説明会の開催（計 3 回）、各種投資情報雑誌などでの取材協力、及び各種 IR 情報発信の充実度など、IR 活動については、東証マザーズ上場企業の中でも高レベルにあると思われる。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

業績動向と今後の見通し

＞ 今期業績

新規有料会員の伸び悩みとSEM 事業苦戦により、2012年 5 月期の業績は、会社計画に対して未達の可能性が高い。

◆ 今期の業績は会社計画を若干下回りそう。

2012 年 5 月期の会社計画によれば、売上高が前期比 11.3%増の 13.3 億円、営業利益は同 1.1%増の 3.2 億円、経常利益は同 6.0%増の 3.2 億円、当期純利益は同 6.3%増の 1.8 億円となっている。なお新規立ち上げ予定のインプラント保証事業はこの計画には含まれていない。

売上面では、YAHOO!JAPAN が Google の検索エンジンを採用したことへの対応が遅れたため、SEM 事業は減収見通しだが、ポータルサイト事業の有料会員数の拡大とその他事業の増収によって全体では 2 ケタの増収を見込んでいる。一方、利益面では、リスティング広告などの媒体費が収益を圧迫し、営業利益は前期比でほぼ横ばい。経常利益は前期の上場費用が消えるため増益見通し。なお、上期計画（6－11 月期）は、売上高が前年同期比 3.3%減の 5.8 億円、営業利益は同 47.5%減の 0.9 億円となっている。

既に公表されている第 1 四半期の決算では、売上高が前年同期比 15.3%減の 2.5 億円、営業利益は同 56.0%減の 0.3 億円にとどまり、上期計画に対する進捗率でも売上高は 43%、営業利益は 41%と出遅れ感が目立つ。この要因としては、SEM 事業が想定以上に苦戦したことと、ポータルサイト運営事業も東日本大震災の影響を受けたことなどが考えられる。歯科医師の有料会員数自体は減少していないため、ポータルサイト事業の苦戦は、単価の高い動画広告に対して単価の低い画像広告の比率が高まるなど、プロダクトミックスの悪化が原因と推察される。

こうした状況を踏まえ、担当アナリストは、2012 年 5 月期業績は当社計画に対して未達の可能性が高いと考えている。検索エンジンへの対応が予想以上に遅れたことで SEM 事業（特に SEO 成功報酬型）の落ち込みが大きく、またポータルサイト事業も期待したほど新規の有料会員が増加していないことと、第 1 四半期に見られたプロダクトミックスの悪化によって足下の収益性は低下していると思われる。新規事業のインプラント保証事業と人材キャリア事業は未だ収益貢献には至らないものと考える。

なお、アイジーエス社分割吸収による「のれん」の金額とその償却方法はまだ公表されていないが、のれんを約 1 億円、償却年数は 5 年を想定して業績予想を行った。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

＞ 来期以降の業績

2013 年 5 月期以降は既存の中核事業に加えてインプラント保証事業が当社の収益を牽引するものと想定

◆ 中期的には成長トレンドが期待できる

2013 年 5 月期以降は、東日本大震災影響が薄れ、国内景気が回復基調に戻れば、既存事業の拡大にもプラスになろう。また検索エンジンへの対応も進み、SEM 事業の回復も期待できる。さらに、新規のインプラント保証事業と人材キャリア事業の収益への寄与が期待できる。

ポータルサイト運営事業では、買収したアイジーエス社の顧客（歯科医師 400 人）をどれだけ誘引できるかが重要だ。また、インプラント保証事業についても当社ポータル事業の有料会員をどれだけ勧誘できるかがポイントとなる。こうしたシナジーの具現化が当社の成長につながるものと考える。インプラント保証事業と人材キャリア事業は、当面は試行錯誤の時期になろうが、歯科医系事業としてシナジーが発揮できれば、徐々に全社利益への寄与が想定される。

以上の想定等を基に、担当アナリストは、ポータルサイト事業と SEM 事業に加えインプラント保証事業が中期的に当社の収益を牽引すると考え、今後 4 年間の年平均成長率（CAGR）は、売上高で+10.0%、営業利益では+16.2%を見込んでいる。

＜当社のセグメント別業績予想＞

単位：百万円	10/5 期	11/5 期	12/5 期（予想）	13/5 期（予想）	14/5 期（予想）	15/5 期（予想）
売上高合計	**1,037**	**1,195**	**1,290**	**1,445**	**1,585**	**1,715**
ポータルサイト運営	564	554	625	650	675	700
（歯科）	431	435	500	520	545	570
（エステ）	133	119	125	130	130	130
SEM	384	487	450	500	550	600
その他	88	152	200	240	280	320
（HP制作）	40	60	70	80	90	100
（その他）	48	92	130	160	190	220
インプラント保障	―	―	10	50	60	70
人材キャリア	―	―	5	15	20	25
営業利益	**260**	**318**	**298**	**358**	**418**	**468**
ポータルサイト運営	343	350	380	400	420	440
SEM	120	161	120	140	170	190
その他	7	19	10	10	10	10
インプラント保障	―	―	−10	10	15	25
人材キャリア	―	―	0	5	5	10
全社費用	−211	−212	−202	−207	−202	−207

（出所）当社公表資料より作成
（注）予想は担当アナリストの予想

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

投資判断

＞ 上場来ﾊﾟﾌｫｰﾏﾝｽ

当社は 2010 年 12 月 21 日、公募価格 840 円に対し初値 1,750 円で東証マザーズに上場した。その後、高値 1,990 円を付けたが、2011 年 5 月期決算が会社計画に対して未達に終わったことから、株価は下落歩調を強め、直近では上場来安値近辺の 425 円前後の動きとなっている。

なお、上場来パフォーマンスは直近株価が公募価格の半値近辺ということもあり、極めて低調である。

＞ 株主還元

高いキャッシュポジションから配当性向引き上げの可能性高まる

当社は、株主への利益還元を重要な経営目標と認識し、内部留保を確保しつつ、財政状態及び経営成績等を総合的に勘案して利益配当を行うという方針を掲げている。具体的には、配当性向 10%を目標に掲げ、将来的には事業拡大とともに、配当性向の引き上げを考えている。

2011 年 5 月期は配当性向 10%に相当する普通配当 4 円に上場記念配当 2 円を加えた 6 円配当だったが、2012 年 5 月期は普通配当 4 円を計画している。しかしながら、当社のキャッシュフローと無借金を考慮すると、M&A 等の投資がない限り、内部留保によって手元流動性は拡大するものの、ROE は低下することが予想される。そこで少なくとも 2013 年 5 月期以降は年当たり 1 円以上の増配を期待する。

＞ 今期の株価見通し

現在の株価低迷は、市場を取り巻く外部環境の悪化に加え、今期の会社計画に対する第 1 四半期の進捗率が低かったことで、2 期連続の計画未達懸念が高まったことが原因と考えられる。

このように、上場直後から会社計画を下回る業績にとどまることは、市場の投資家に対して不信感を与えやすい。上場初値が公募価格の約 2 倍になり、当社に対する市場の期待値が高かっただけに、当社経営陣に業績や株価下落に対して説明責任が求められよう。
今後の株価見通しは、第 1 四半期の進捗率が低かったことから短期的な反発は望めないものの、中長期的にはインプラント保証事業とのシナジー効果の発現が株価上昇の契機になる可能性が考えられる。

＞ 株価ﾊﾞﾘｭｴｰｼｮﾝ

中長期的な適正株価水準は 550 円～660 円のレンジを想定

当社の事業モデルには上場会社に競合が存在しないため、同業他社とのバリュエーションの比較はできない。あえて医師向けポータルサイトのエムスリーを類似企業としても、事業規模や成長性で比較対象とは成りにくいものと思われる。

そこで、現時点での 2012 年 5 月期予想 PER（12.2 倍）を参考に、当社の適正 PER を 10～12 倍と仮定すると、2015 年 5 月期予想 EPS（55.0 円）にこの PER を当てはめると、適正株価は 550 円～660 円のレンジが想定される。

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

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、株式会社アクセル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）
リターンのば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か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、インテレクチャル・キャピタル・インターナショナル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。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。
・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

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。