

# ドリコム (3793 東証マザーズ)

発行日: 2013/5/17  
 調査日: 2013/5/10  
 調査方法: 企業訪問等

**ソーシャルゲームプロバイダー大手。スマートフォンの特性活かすゲーム開発に難航したが、内製中心の開発・運用体制に回帰、収益は回復に向かっている**

## > 決算サマリー

### ◆ 13年3月期は大幅減益ながら、内製回帰で収益に回復の兆し

・13年3月期業績は、売上高 8,490 百万円(前期比 18.1%増)、営業利益 474 百万円(同 65.0%減)、純利益 127 百万円(同 84.2%減)。

・外部リソースに依存する新作量産戦略の失敗等から営業利益は大幅減となったが、内製中心の開発・運用体制に切り替えアクティブユーザーの繋ぎ止め、ゲーム事業売上高の維持に努めた結果、四半期ベースでは収益悪化に歯止めがかかった。

### ◆ 今期会社予想の18%増収は妥当と判断

・会社側の14/3期業績予想は、売上高 100 億円(前期比 17.8%増)、営業利益 5 億円(同 5.4%増)。前期投入した海外向けネイティブゲームの日本語版提供開始、テレビアニメとの連動企画ゲーム等が収益を牽引する見込みである。

・証券リサーチセンターでは、今期会社予想売上高が達成されるならば、相応の広告宣伝費の投入があっても、利益面では上振れする可能性が高いと予想する。リスク要因として、新作タイトルのヒットの有無に加え、期待する高水準の人材獲得の進捗に留意しておきたい。中期的にも 2 割程度の売上高の伸びを予想する。

## > 投資判断

### ◆ トップラインの持続的成長が確認しづらい局面

・前期業績急落の結果、同社の株価バリュエーションは予想 PER をはじめとする伝統的な手法では判断できない水準にある。当センターの中期収益見通しより、現在の株価は概ね妥当な水準にあると考える。

・ただ、ソーシャルゲームプロバイダーの収益は、スマートフォンに対応した新作開発や海外戦略の成否によって、大きく収益が変動する局面にあり、中期的な収益予想や適正株価の判断は依然困難である。

業種: 情報・通信業

アナリスト: 高坂 茂樹  
 +81(0)3-6858-3216  
 kousaka@stock-r.org

【主要指標】	2013/5/10
株価(円)	160,600
発行済株式数(株)	136,975
時価総額(百万円)	21,998
上場日	2006/2/9
上場来パフォーマンス	-20.5%

	前期実績	今期予想
PER(倍)	171.8	73.3
PBR(倍)	10.0	8.8
配当利回り	0.0%	0.0%
	$\sigma$	$\beta$ 値
リスク指標	139.4%	2.18

### 【主要KPI(業績指標)】

四半期	ソーシャルゲーム売上高	直前期比伸び率
2011年10-12月	1,658	42.0%
2012年1-3月	2,094	26.3%
2012年4-6月	1,875	-10.5%
2012年7-9月	1,890	0.8%
2012年10-12月	1,996	5.6%
2013年1-3月	1,978	-0.9%

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	86.7%	99.4%	35.9%
対TOPIX(%)	65.8%	60.9%	-6.2%

\*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20130514

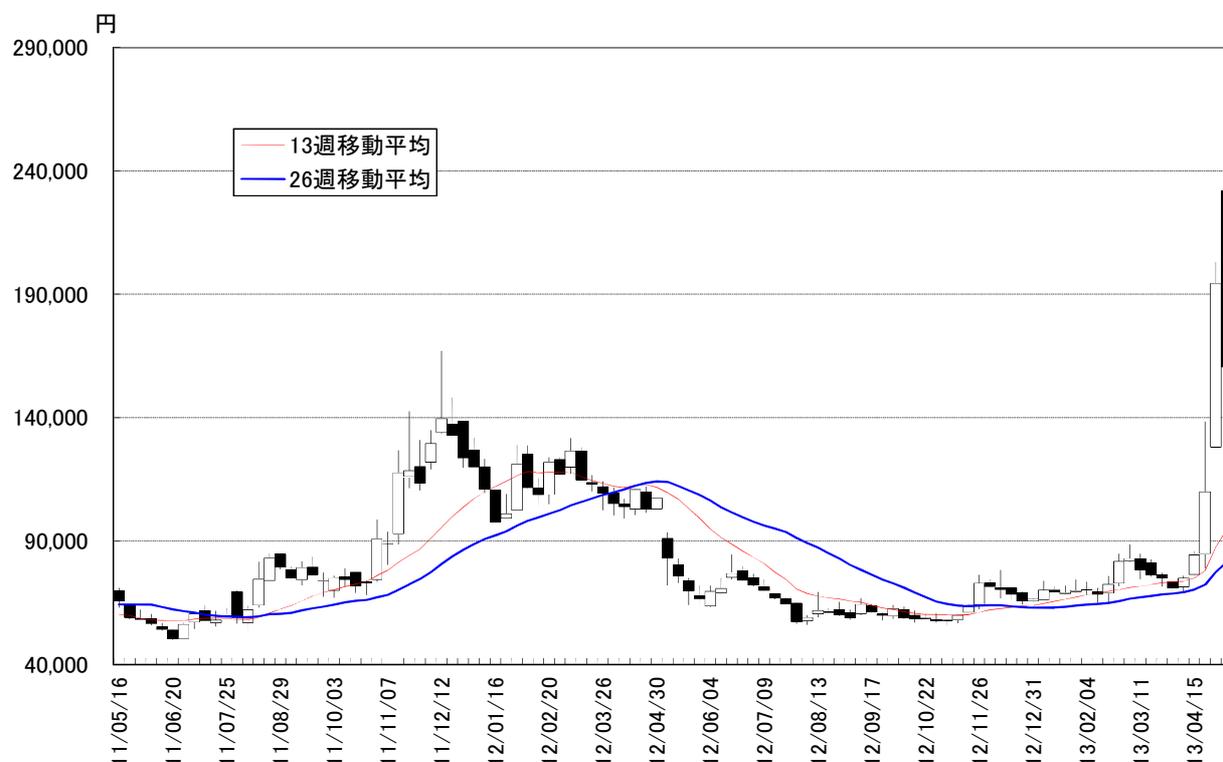
# ドリコム (3793 東証マザーズ)

## > 収益モデル

決算期 単位:百万円	2012/3期 実績	2013/3期 実績	2014/3期 会社予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想	2017/3期 予想
売上高 (前期比)	7,187 —	8,490 18.1%	10,000 17.8%	10,000 17.8%	12,000 20.0%	14,500 20.8%	17,500 20.7%
営業利益 (前期比)	1,353 —	474 -65.0%	500 5.4%	600 26.6%	1,000 66.7%	1,400 40.0%	2,000 42.9%
経常利益 (前期比)	1,348 —	465 -65.5%	500 7.5%	600 29.0%	1,000 66.7%	1,400 40.0%	2,000 42.9%
当期純利益 (前期比)	804 —	127 -84.2%	250 96.8%	300 136.2%	500 66.7%	700 40.0%	1,000 42.9%
期末株主資本	2,169	2,195	—	2,495	2,995	3,695	4,695
発行済株式数(株)	135,525	136,975	136,975	136,975	136,975	136,975	136,975
EPS(円)	5,946.7	934.7	1,839.8	2,190.2	3,650.3	5,110.4	7,300.6
1株当たり配当(円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BPS(円)	16,009.2	16,026.3	—	18,215.0	21,865.3	26,975.7	34,276.3
ROE	45.9%	5.8%	—	12.8%	18.2%	20.9%	23.8%
株価(円)	109,300	75,000	160,600				
PER(倍)	18.4	116.9	87.3	73.3	44.0	31.4	22.0
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	6.8	6.8	—	8.8	7.3	6.0	4.7

(注) 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

SNS をプラットフォームとする  
ゲームアプリの開発・運営が  
主な事業。

(注)リワード広告:クリック等の  
行為に対する報酬が、広告掲載  
メディア及びクリックをした来訪  
者に支払われるアフィリエイト広  
告。

アドソリューション、ソーシャ  
ルラーニング等は先行投資  
のステージにある。

事業構造をダイナミックに転  
換する経営。

◆ ソーシャルゲームプロバイダー大手の一角

ドリコム株式会社(以下同社)は、SNS(ソーシャルネットワークサービス)等を利用して、同好者と競い合う、あるいは協力してゴールを目指すソーシャルゲームを開発・運用することを主力事業としている。代表作は「陰陽師(カードバトルゲーム、2010年12月リリース)」、「ちよこっとファーム(育成ゲーム、11年1月リリース)」、「Reign of Dragons(カードバトルゲーム、12年11月海外向けにリリース)」等。

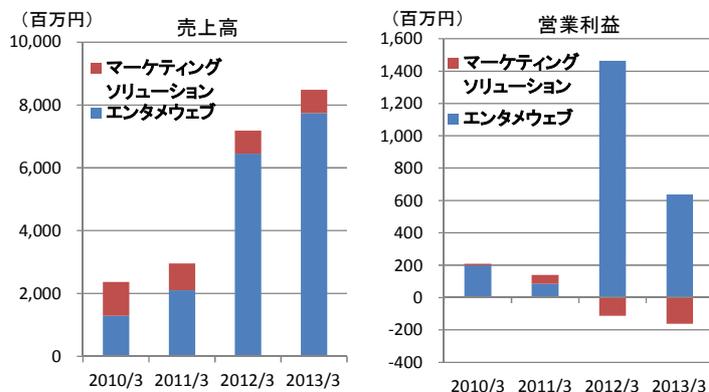
ソーシャルゲームサービス事業で培ったノウハウを活かしたソーシャルラーニング事業(英単語学習ゲーム等、まだ売上高は僅少)、リワード広告(注)システムをmixi、HanGame、mobcast等のゲームプラットフォームや、ponta、ECナビ、T-MALL、永久不滅.com等の大手ポイントサイトに提供するアドソリューション事業を併営。

13年3月期における同社のセグメント別収益構造は図表1の通り、ソーシャルゲームサービス事業及びソーシャルラーニング事業で構成されるエンタメ(エンターテインメント)ウェブの売上高7,744百万円(前期比20%増)、営業利益637百万円(同57%減)、アドソリューション事業を営むマーケティングソリューションの売上高794百万円(同6%増)、営業損失162百万円(前期損失は113百万円)。

◆ 沿革

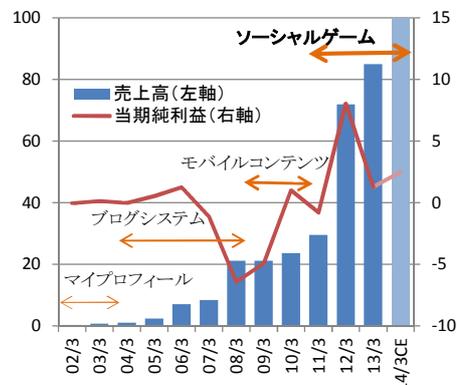
同社設立は2001年。当初はコミュニティサイトの運営を行っていた。その後ブログシステムのパッケージ販売で業績を伸ばし株式を上場。次いでコンテンツ連動型広告配信事業、モバイルコンテンツ配信事業等を手掛け、現在の業容に至っている(図表2)。インターネット関連の事業創造に拘りを持ち、ダイナミックに事業構造を転換してきた点が特徴的である。

図表1 事業部門別にみた収益構造



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成。

図表2 過去の業績推移(単位:億円)



(出所) 決算短信より当センター作成。

収益動向

> 事業環境

ユーザーのスマホ移行、OSベンダーの制約等で、競争環境が変化。

(注)

1. AppStore: iOS 利用デバイス向けに Apple が提供するアプリケーションソフトのダウンロードサービス。

2. GooglePlay: Google が Android 利用端末向けに提供するアプリケーションソフトのダウンロードサービス。

3. ブラウザゲーム: 操作の都度サーバにアクセスし、データをブラウザにより画面表示するもの。

4. ネイティブアプリ: ブラウザに依存せず、ある程度の演算処理をスマホ側で行うことにより、リアルタイムのダイナミックなアクション等を演出できる。

大ヒットしたパズルゲーム等スマホの特性活かすライトなネイティブゲームが流行。

同社はネイティブゲーム開発で遅れをとり、収益が停滞。

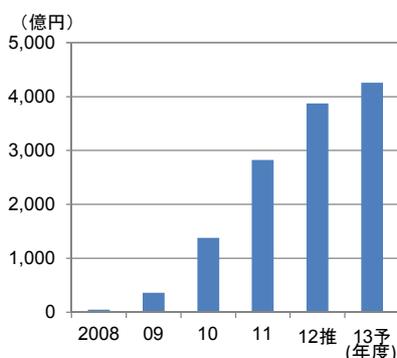
◆ スマートフォンの普及と競争環境変化

ソーシャルゲーム市場は、4,000 億円程度に達したとみられる(図表3)。スマートフォン(以下スマホ)が主体になりつつある携帯電話を主な利用デバイスとする同市場では、最近以下のような変化が起きている模様だ。

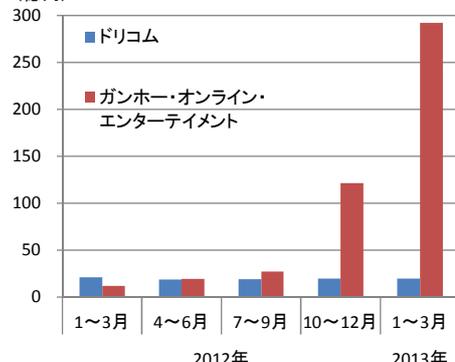
- 1) スマホの普及と共に、App Store<sup>注1</sup>や Google Play<sup>注2</sup>等のスマホ OS 提供者が運営する公式サイトでアプリケーションソフト(以下アプリ)を入手するスタイルが主流になり、ソーシャルゲームプラットフォーム内で広告を打ちユーザーを獲得する手法は効果が薄れてきた。かつて通信キャリアの公式サイトでコンテンツを入手するスタイルから、GREE や Mobage 等のモバイル SNS でゲームアプリを入手するスタイルに移行したのと同様の変化である。
- 2) スマホにおいては Facebook のようなグローバル展開する SNS や Twitter、LINE 等のコミュニケーション系プラットフォームが賑わい、またゲームアプリ以外にも魅力的なアプリケーションソフトが豊富に提供されている。このため、ゲーム業界内に留まらず、スマホユーザーの利用時間獲得競争はより熾烈になった。
- 3) 従来型の携帯電話(フィーチャーフォン)で提供されてきたブラウザゲーム<sup>注3</sup>とは異なる、スマホの特性(タッチ操作や高解像度等)を活かしたネイティブゲーム<sup>注4</sup>、あるいはこれまで市場で活躍していなかったプロバイダーが開発した新規性のあるゲーム(ガンホー・オンライン・エンターテイメントのパズル&ドラゴンズ等、図表4)、が人気化した。

こうした変化を受けて、複数の有力ゲームプロバイダーが収益を悪化させている。同社もスマホ対応では後れを取り、ヒット作を産み出せず前期のソーシャルゲーム事業売上高は伸び悩んだ(図表4)。

図表3 国内ソーシャルゲーム市場の推移



図表4 同社とガンホー・オンライン・エンターテイメントのゲーム事業売上(億円)



(出所)矢野経済研究所公表資料より当センター作成。(出所)両社決算説明会資料より当センター作成。

>13年3月期実績

◆ 前期比大幅減益ながら、第4四半期も赤字を回避

13/3期の業績は、売上高 8,490 百万円(前期比 18.1%増)、営業利益 474 百万円(同 65.0%減)、純利益 127 百万円(同 84.2%減)。第4四半期会計期間(13年1-3月期)の実績は、売上高 2,147 百万円(前四半期比 1.3%減・前年比 12.7%減)、営業利益 105 百万円(同 47.4%減・同 69.0%減)。

上半期は環境変化への対応が後手に回り収益急落、外注多用の量産戦略は不発。

開発プロジェクトをストップ、既存ゲームの運用立て直し、ユーザー流出回避に成功。

海外向けネイティブゲームの自社開発でも結果を出した。

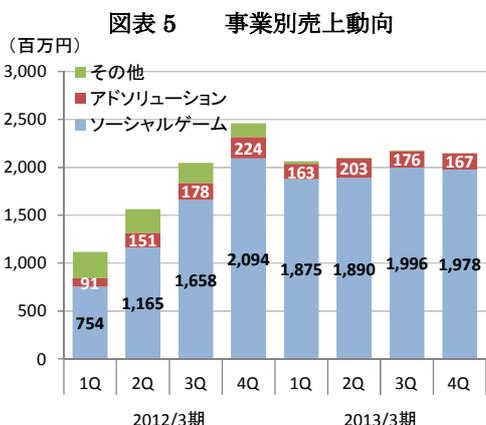
図表 5、6 に四半期毎の事業別売上高及びコストの動向を示す。

13/3期は当初、外部協力会社の力を借りてオリジナルタイトルの派生作品(ブラウザゲーム)を量産し、新作ゲームでユーザーを囲い込むシェア拡大戦略を進めた。しかしプロジェクト管理の不徹底等からヒット作を産み出せず、コスト増が収益を圧迫。コンプリートガチャの社会問題化によるライトユーザーの離散もあり、第2四半期は営業損失を計上するに至った。

そこで第3四半期以降、新作リリースにブレーキを掛け、内製で丁寧な作品開発を徹底する一方、自社スタッフによる既存タイトルの運用(改良やイベント開催等)に注力してアクティブユーザーの繋ぎ止め、ゲーム事業売上高の維持に努めた。

その結果、12年7月にリリースした「ドラゴンドライツェン」は改良・運用努力により、第3四半期には月商1億円程度に成長。11年1月リリースの「ちょこっとファーム」は、アクティブユーザー増加により13年3月に過去最高月商を記録した。またスマホ用ネイティブゲーム開発の取り組みでは、12年11月に米国でリリースされた「Reign of Dragons」は、第4四半期に米国AppStore 売上ランキングでトップ10に入り、月商1億円以上に達した。コスト面では、ゲーム開発の外部委託抑制による外注費削減、サーバ再構築等による通信費圧縮等を進めた。海外向けゲームのヒットに伴う米・Apple とグリーの両社への支払手数料増加、ゲームのリッチコンテンツ化に伴う人件費の増加等はあるが、第3四半期 200 百万円、第4四半期 105 百万円と低水準ながらも営業利益を計上できた。

なお、アドソリューション事業は動画広告掲載メディアの開拓が進んだが、mixi 向けリワード広告が減少し、四半期ベースでは伸び悩んだ。



(出所) 図表 5、6 ともに決算説明会資料より当センター作成。

> 今後の業績見通し

自社スタッフ主体、ネイティブに特化した開発方針で、四半期1作品の投入を目指す。

人件費、広告宣伝費を積み増し、ソーシャルゲーム事業の拡大に注力。

会社予想は概ね妥当と判断。利益面では上振れする可能性も。

◆ 14年3月期会社予想

会社側の14/3期(通期)業績予想は、売上高100億円(前期比17.8%増)、営業利益5億円(同5.4%増)、純利益250百万円(同96.8%増)。純利益の伸び率が高いのは、前期に子会社整理損、アドソリューション事業の減損損失等の特別損失(211百万円)があったため。

売上高は、第1四半期に20億円弱、第2四半期累計(以下上半期)で45億円、第3四半期以降の2四半期合計(以下下半期)で55億円と想定。

新作ゲーム開発は、自社開発で各四半期に最低1タイトルを投入する方針。ブラウザゲームの新規開発は行わず、新作は全てスマホ用ネイティブゲーム(従来同社がハイブリッドと称していたタイプ)とする意向である。

既に5月には「Reign of Dragons」の日本語版「神縛のレインオブドラゴン」iOS版をリリース(Android版は5月下旬予定)。7月にはテレビ放映予定のアニメーション「ファンタジスタドール」と連動するIP利用ゲームのリリースを予定している。なお、当該作品についてはアニメ制作委員会にも参画している。

営業利益は、第1四半期に1~2億円の赤字、上半期で損益均衡、下半期は5億円の黒字と予想している。

増収率に比べ営業利益の伸び率が低いのは、以下の要因による。

- 1) スマホ対応ゲームのリッチコンテンツ化に伴い、開発工数が増加。イベント企画等の運用面でも従前に比べスタッフ増員が必要で、人件費や外注費等が増加する見込みである。
- 2) 新作ゲーム開発力の強化や運用タイトル数の増加に向けて、プロジェクト管理ができる人材、技術力の高いエンジニア等の増員に注力する意向であり、この面でも人件費を押し上げることになる。
- 3) ソーシャルゲーム事業の体制立て直しが一巡し、今後は集客のために広告宣伝費を積み増す意向である。

アドソリューション事業は、PC用の主要ポイントサイトへの導入が一巡。今後はカジュアルゲーム等ネイティブアプリ提供会社のアドネットワーク構築など、スマホへのリワード広告導入に注力する意向。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、会社側の予想は概ね妥当と判断する。当期・上半期の売上高は前期・下半期に比べ約2億円の増収に止まる。既に海外ヒット作の日本語版投入がなされており、次の「ファンタジスタドール」もアニメ連動のIP系作品であることから一定の収益貢献は可能であろう。したがって既存作品の収益遞減を消し込み、2割近い増収を達成することは十分可能と考える。

売上高が100億円であれば、ソーシャルゲーム事業の限界利益率は5割程度との想定の下、相応の広告宣伝費を投入しても、会社予想を上

高レベルの人材獲得策の進捗に留意したい。

スマホ用ネイティブゲーム開発に自信を持ったことを前向きに評価する。

回る利益計上が可能と予想する。

同社ではレベルの高い人材の獲得を進める一方、既存ゲームの運用についてはメリハリをつけ、一部のタイトルについてはフェードアウトも止む無し、新作タイトルや成長余力のある既存タイトルに経営資源を集中する、という方針を掲げている。

売上高が落ち込み、コストのみ増加する前期上半期のような事態を回避することは可能と考える。

リスク要因として、新作タイトルのヒットの有無に加え、ゲーム等スマホ用アプリ開発に取り組む各社との人材獲得競争により、高レベルの人材採用が難航し、開発・運用体制の拡充が思うように進まないことを考慮しておきたい。

#### ◆ 来期以降の収益見通し

中期収益見通しについては、人材採用がある程度進捗し、ソーシャルゲーム事業が相応に拡大すること、アドソリューションが先行投資段階から次のステージに進み、収益貢献し始めること、等を想定し、売上高が2割程度の成長を続けるシナリオで、2頁上段の表に示した。

前回報告時(13年2月)に比べ、やや上方修正したのは、スマホ用ネイティブゲーム「Reign of Dragons」が好調に推移していることで、スマホ対応に同社が自信を持ち始めていることを評価したためである。

投資判断

> 株価バリュエーション

収益急落後であり、PERは高く、同業他社、時系列ともに比較は困難。

◆ 伝統的なバリュエーションでは評価が困難

ソーシャルゲームプロバイダーのクルーズ、スマホ用ゲームで急成長したガンホー・オンライン・エンターテイメントとの業績や株価バリュエーションの比較を図表6に示す。なお、両社をはじめ、多くのゲームプロバイダーが通期業績は困難として非開示になっているため、ここではPERも実績ベースで比較した。

同社の実績PER171.8倍は、比較対象2社ともに二桁の倍率に対し高い値となっている。また、同社の過去の実績PER(期末株価)をみると、10/3期58.7倍、11/3期2,939.5倍、12/3期18.4倍となっている。業績変動が激しく、時系列でみても妥当なPERの判断は困難である。PBR10.0倍は比較対象2社の中間に位置するが、各社ともに東証一部上場全銘柄平均の1.41倍、同二部平均0.92倍、ジャスダック平均2.08倍等に比べ高く、適正水準を見出すことは難しい。

> 今後の株価見通し

現在の株価水準は中期的に見たフェアバリューに近いと思われる。

◆ 業績変動が大きい、現行の株価は妥当な水準と判断

1年前に比べ、クルーズの直近株価は3.5倍、ガンホー・オンライン・エンターテイメントは5.6倍になっているのに対し、同社の株価は1.6倍にとどまっている。

同社の株価再評価には、トップラインの回復基調が鮮明になることが必要であり、中期的な成長トレンドが見えた段階で、東証一部上場企業の予想PERの平均値程度が目安になる、と前回レポート(13年2月)で指摘した。当センターの中期利益予想からみると、現在の株価水準は中期的に見た妥当株価に近いものと映る。ただ、ゲーム業界ではヒットの有無により業績が急変し、オーバーシュートする局面もあると予想される。

図表7 類似会社とのバリュエーション比較

銘柄 証券コード	ドリコム 3793	クルーズ 2138		ガンホー・オンライン エンターテイメント 3765	
		3月	3月	12月	12月
決算月					
売上高	百万円	8,490	13,878	25,821	
前期比	%	18.1	55.3	168.8	
営業利益	百万円	474	1,923	9,298	
(営業利益率)	%	5.8	13.9	36.0	
当期純利益	百万円	127	1,176	8,029	
1株当たり配当	円	0	1,500	0	
BPS	円	16,026	23,770.7	142,919.7	
ROE	%	5.8	44.7	68.7	
PER	倍	171.8	30.2	14.6	
PBR	倍	10.02	12.83	7.29	
配当利回り	%	0.0	0.5	0.0	
株価(5月10日)	円	160,600	305,000	1,042,000	
2012年4月終値	円	103,000	89,300	187,700	
時価総額	百万円	21,998	38,983	1,200,082	

(注) 業績、1株当たり指標、バリュエーションともに直前期実績。  
(出所) 各社決算短信に基づき当センター作成。

## 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

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのおぼ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

### ■ $\beta$ (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( $\beta$ 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なり、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