

# ホリスティック企業レポート テモナ

## 3985 東証一部

アップデート・レポート  
2020年4月10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 20200408

# テモナ(3985 東証一部)

発行日:2020/4/10

**EC 販売の一形態のリポート通販に特化したソリューション提供で成長してきた企業  
政府のキャッシュレス化政策の影響で 20 年 9 月期会社計画は大幅減益**

## > 要旨

### ◆ 会社概要

・テモナ(以下、同社)は、「たまごリポート」とその後継版の「サブスクストア」のサービスを通じ、リポート通販を中心に広くサブスクリプションビジネスを対象としたソリューションを提供している。

### ◆ 19 年 9 月期決算

・19/9 期決算は、売上高 1,557 百万円(前期比 25.0%増)、営業利益 283 百万円(同 6.9%減)となった。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 91.6%、営業利益が 88.2%に留まった。主力サービスを「たまごリポート」から「サブスクストア」へ切り替えたが、「サブスクストア」の新規アカウント数の伸びが想定を下回り、期初計画の水準に達しなかった。

### ◆ 20 年 9 月期業績予想

・20/9 期連結業績について、同社は、売上高 2,212 百万円(前期比 42.1%増)、営業利益 180 百万円(同 36.3%減)としている(前期比は 18/9 期単体業績との比較)。政府によるキャッシュレス化政策により、19 年 9 月～20 年 6 月にクレジットカードの手数料率が引き下げとなる影響等により、売上総利益率を大きく下げる形で大幅減益となる想定である。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/9 期の業績を、売上高 2,119 百万円(前期比 36.1%増)、営業利益 170 百万円(同 39.9%減)と会社計画を若干下回る水準を予想した。会社計画の前提と同様の要因によるが、アカウント数の増加等は慎重に想定した。

### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、売上高は 21/9 期以降、「サブスクストア」のアカウント数と流通総額の増加によって年率 12%～14%台の増収が続き、20/9 期に一旦落ち込んだ売上高営業利益率は、22/9 期には 16.9%まで回復する展開を予想した。

・同社は、「サブスクストア」の下でリブランディングを進めている。短期的には「サブスクストア」のアカウント数の積み上がり、中期的には「サブスクストア」の認知度向上のペースと既存の対象市場以外での案件獲得の進捗に注目する。

### 【3985 テモナ 業種:情報・通信業】

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)
2018/9	1,245	13.9	304	15.1	323	24.6	214	29.3	20.1	121.3	0.0
2019/9	1,557	25.0	283	-6.9	288	-10.8	195	-8.7	17.9	138.4	0.0
2020/9 CE	2,212	42.1	180	-36.3	179	-37.8	111	-43.0	10.1	-	未定
2020/9 E	2,119	36.1	170	-39.9	169	-41.4	104	-46.3	9.3	145.6	0.0
2021/9 E	2,385	12.6	370	117.7	369	118.6	229	118.6	20.4	166.1	0.0
2022/9 E	2,723	14.1	459	23.8	458	23.9	284	23.9	25.3	191.4	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、20/9期より連結業績の開示開始 20/9期の前期比は19/9期単体業績との比較  
18年4月1日に1:2、18年10月1日に1:4の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

### アップデート・レポート

2/19

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。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:藤野敬太  
+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】

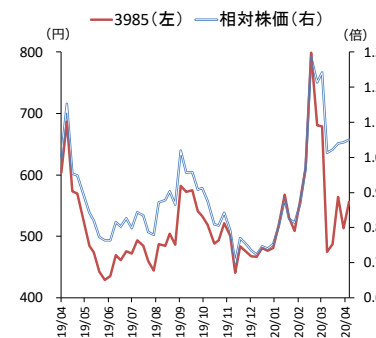
	2020/4/8
株価 (円)	556
発行済株式数 (株)	11,213,240
時価総額 (百万円)	6,235

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	31.1	59.8	27.3
PBR (倍)	4.0	3.8	3.3
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-0.9	9.2	-2.5
対TOPIX (%)	-2.5	29.1	10.7

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2019/4/5

## ➤ 事業内容

注1) サブスクストア

19年4月10日にサービスを開始した「サブスクストア」は、従来主力サービスとして提供してきた「たまごレポート」の後継サービスである。既に「たまごレポート」は新規申し込みを受け付けていない。

### ◆ リポート通販に特化したソリューションの提供で成長

テモナ(以下、同社)は、EC販売のひとつの形態であるリポート通販に特化したソリューションの提供を事業としている。主力サービスの「サブスクストア<sup>注1)</sup>」は、その前身のサービスである「たまごレポート」の時より、ネットショップでの購入者をリピーターに育て上げることをコンセプトにしたショッピングカート付リポート通販専用ウェブサービスとして成長してきた。「サブスクストア」の顧客は、リポート通販に適した基礎化粧品や健康食品等の消耗品を取り扱う、年商1~10億円の企業が多いものと推察される。

### ◆ スtock型ビジネスとして展開

主な収益源は、アカウント数がベースとなる月額固定のASP利用料と、流通総額に連動する従量課金型の手数料であり、同社のソリューション提供もまたストック型ビジネスとなっている。そのため、アカウント数と流通総額が、同社の収益の大きな決定要因となっている。19/9期末のアカウント数は1,021アカウントであり、19/9期の流通総額は前期比10.8%増の1,322億円となっている。

### ◆ サブスクリプションビジネスへのソリューション提供を志向

同社は、顧客のフロー型のビジネスを、継続取引をベースにしたストック型のビジネスに転換することを提案して顧客を獲得してきた。従来はあまりリポート通販に適していないと考えられるジャンルのEC販売や、EC販売以外のサブスクリプションビジネスに対しても広くソリューション提供を行っていくことを志向している。

### ◆ 売上高の大半が「たまごレポート」からのものだが、今後は後継版の「サブスクストア」に集約されていく見込み

同社は、EC支援事業の単一セグメントだが、売上高は「たまごレポート」、「サブスクストア」、「サブスクストア BtoB」、「ヒキアゲール」の4つのサービスと、「決済手数料収入」に分類される(図表1)。18/9期までは決済手数料収入はそれぞれのサービスに区分していたが、サービスごとの区分が難しくなったことで、19/9期より分類方法が変更となった。

「サブスクストア」は「たまごレポート」の後継版であり、新規の利用は「サブスクストア」に集約されていく見込みである。また、後述する通り、17年7月の販売戦略の転換により、「ヒキアゲール」単独での営業活動は停止しているため、「ヒキアゲール」の売上高の減少が続いている。

【 図表 1 】 サービス別売上高

(単位:百万円)

サービス	売上高			前期比			売上構成比		
	17/9期	18/9期	19/9期	17/9期	18/9期	19/9期	17/9期	18/9期	19/9期
【旧分類】									
たまごレポート	1,017	1,196	—	37.5%	17.7%	—	93.0%	96.1%	—
ヒキアゲール	76	48	—	63.6%	-36.4%	—	7.0%	3.9%	—
【新分類】									
たまごレポート	—	—	928	—	—	24.1%	—	—	59.7%
サブスクストア	—	—	93	—	—	853.1%	—	—	6.0%
サブスクストアBtoB	—	—	1	—	—	—	—	—	0.1%
ヒキアゲール	—	—	24	—	—	-49.1%	—	—	1.5%
決済手数料収入	—	—	509	—	—	16.0%	—	—	32.7%
合計	1,093	1,245	1,557	39.0%	13.9%	25.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) テモナ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ リピート通販とは

リピート通販とは、長く継続的に使う商品を定期的に購入してもらう販売手法である。リピートECと呼ばれることもあり、また、総合通販と比較されることが多いため、単品リピート通販とも呼ばれる。

リピート通販の場合、商材の向き・不向きが明確である。家具やインテリアのように、一度購入したら当面は買い換えない商品には向かないが、基礎化粧品や健康食品のように、日々の消費量や追加発注時期が予測しやすい商品に向いているとされている。

「Amazon.com」や、楽天(4755 東証一部)が運営する「楽天市場」に代表される総合通販は、商品数を出来る限り多くし、品揃えを充実させることが競争のポイントとなる。総合通販サイト自体に集客力があるため、サイトへのアクセスを集めやすいものの、サイト内では同じ、または似たような商品が多く存在するため、他の出店者の商品と比較されやすく、価格競争に陥りやすいとされている。

一方、リピート通販の場合、商品数はひとつ、またはごく少数に限られる。商品そのものを目当てにサイトにアクセスされるため、他の商品と比較されにくく、高単価を維持しやすいとされている。ただし、サイト自体には集客力がないため、商品力自体が集客力を持っていることが求められる。

リピート通販は、販売する側にとってメリットが多いビジネスモデルとされている。具体的には、以下のメリットがある。

- (1) 収益が予測しやすいため、収益の安定化が図りやすい。
- (2) システムや受発注等のバックヤードの仕組みがシンプルになる。

- (3) 商品の種類が少ないために在庫管理が容易になる。
- (4) 過剰在庫の解消やロス削減ができる。

なお、似たような形態として、頒布会販売が存在する。リピート販売は、購入者が期間と頻度を指定すると、後はシステムで自動注文され、毎回同じ商品が届く形態である。それに対し、頒布会販売は、決められた一定の頻度で毎回異なる商品を送る形態である。

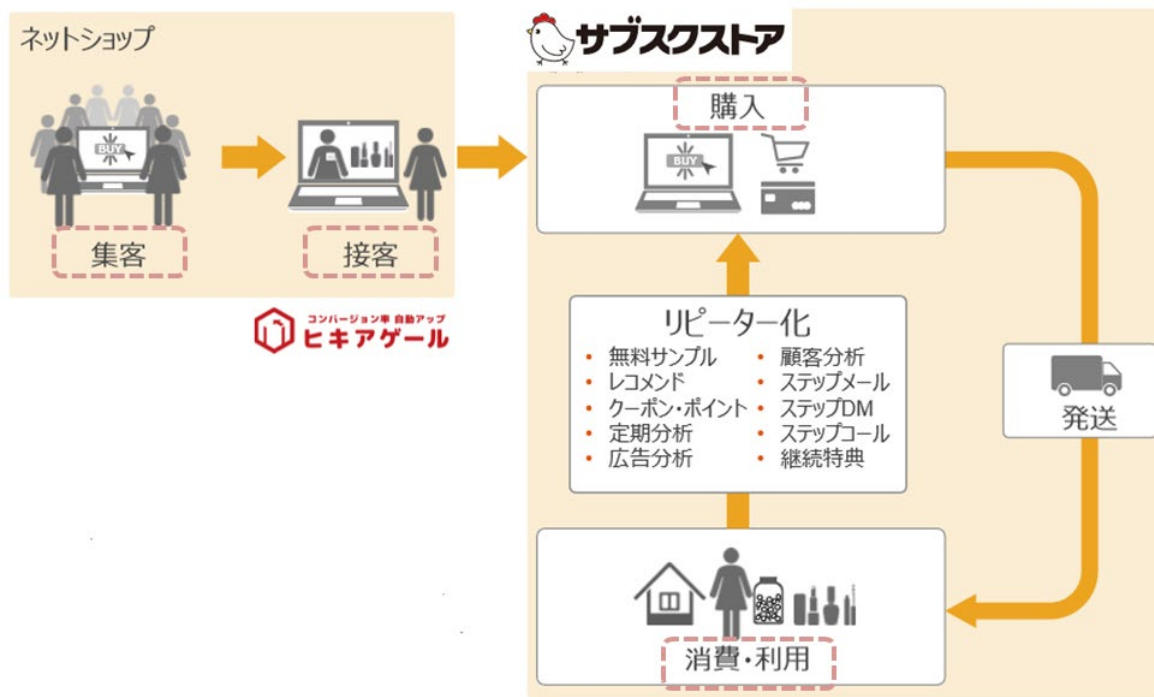
このように、リピート販売には通常のEC販売とは異なる特徴があり、リピート販売に適したシステムまたはソリューションが存在する。同社は、このリピート販売(頒布会販売を含む)に特化したソリューションを提供し続けてきた。

◆ ソリューションの全体像

一般的に、ECの販売プロセスは、「集客」、「接客」、「購入」、「消費・利用」という順をたどる。

同社の「サブストア」は、リピート販売における「購入」から「消費・利用」までのプロセスをカバーするソリューションであり、リピート販売向けならではのリピーター化する仕組みがふんだんに盛り込まれている(図表2)。

【図表2】テモナのソリューションの全体像



(出所) テモナ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 「サブスクストア (旧名称: たまごリピート Next)」

19年4月10日にサービスを開始した「サブスクストア」は、従来提供してきた「たまごリピート」の後継サービスである。設計そのものから全面的に見直したため、システムのコンセプトや設計は「たまごリピート」とは根本的に異なっている。なお、一時期「たまごリピート Next」という名称で展開していたが、機能が更に強化されたのを機に、「サブスクストア」という名称となった。

根本的な設計が異なるため、現在のところ、「たまごリピート」は自動的に「サブスクストア」へアップグレードされるものにはなっていない。従って、BtoC 向けのサービスでは、「たまごリピート」と「サブスクストア」の2つが併存する形となるが、同社としては、「サブスクストア」のもとでブランディングを図っていく方針である。

「サブスクストア」と従来の「たまごリピート」との違いとして、主に以下の3点が挙げられる。

(1) 「サブスクストア」では、「たまごリピート」で出来なかった1つのショップで複数品目の販売にも対応できるようになっている(「たまごリピート」では、品目数を増やすためには、品目ごとにショップを追加する必要があった)。

(2) 「たまごリピート」が主に消耗品分野の BtoC 販売を対象としていたのに対し、「サブスクストア」は、すべての商品・サービス分野の BtoC 販売に対応できる。

(3) 「たまごリピート」では年商1~10億円規模の顧客が対象だったのに対し、「サブスクストア」では、従来の年商1~10億円規模の顧客だけでなく、年商10億円以上の顧客及び年商1億円未満の顧客にも対応できる。

特に、年商10億円を超える大規模顧客にも対応できるようになったことには大きな意味がある。従来の「たまごリピート」では、一定以上の売上規模になるとシステム上の対応が厳しくなり、他社製品または顧客による自社開発に切り替わってしまう状況がしばしば発生していた。「サブスクストア」では、API 連携機能を搭載してカスタマイズ対応ができるようになったことで、こうした顧客の流出を防げるようになったと考えられる。

注2) カスタマイズ  
ユーザー側のシステムの状況や用途、使用方法に合わせて、システムやソフトウェアの製品の仕様を変更すること

「サブスクストア」の料金プランは、従来の「たまごリピート」にあった「スタンダード」と「プレミアム」の2種類の料金プランに、カスタマイズ<sup>注2</sup>可能な大規模顧客向けのプラン「エキスパート」を加えた3種類になっている(図表3)。

【 図表 3 】 「サブスクストア」のプラン詳細

	スタンダード	プレミアム	エキスパート
対象	サブスクリプションビジネスを初めて始めるユーザーやこれから事業拡大を考えているユーザー	サブスクを更に軌道に乗せ、スピーディな売上拡大を考えているユーザー	売上拡大のために、自社向けにシステムのカスタマイズ対応を考えているユーザー
対象の目安 (ECでの売上規模)	月商約1,000万円まで	月商約1億円まで	月商約1億円以上
初期費用	69,800円	99,800円	問い合わせ (「たまごレポートNext」の時は298,000円と提示)
月額利用料	49,800円	79,800円	問い合わせ (「たまごレポートNext」の時は139,800円と提示)
クレジット決済	別途	別途	別途
サーバー	共用	専用	専用
トラフィック耐性	5PV / 秒	10PV / 秒	問い合わせ
管理画面利用者数	5人	10人	問い合わせ
カスタマイズ	不可	不可	可能

(注) 金額は消費税抜き

「対象の目安(ECでの売上規模)」は「たまごレポートNext」として提供していた時のウェブサイトで提示されていた内容

(出所) テモナ「サブスクストア」ウェブサイト及び旧「たまごレポートNext」ウェブサイト、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 「サブスクストア BtoB」

BtoC 向けの「サブスクストア」のサービス開始と同時に、企業間取引を対象とした「サブスクストア BtoB」もサービス開始となった。

「サブスクストア」の開発の途上で、BtoC 向けの「サブスクストア」とは別立てで BtoB 向けに特化したサービスを開発することになったという経緯から、システムの基本的な部分は「サブスクストア」と共通しているものの、システムとしては別物となっている。

そのため、単なるサブスクリプション向けのサービスというよりは、サブスクリプション向けのサービスに、企業間取引に必要な機能をワンストップで提供するウェブ受発注システムと捉えた方が理解しやすい。

「サブスクストア BtoB」の料金プランは、現在は1種類である。「サブスクストア」の「プレミアム」プランに近いが、BtoC 向けと比べてクレジットカード決済が相対的に少ないことを考慮し、請求書に記載される明細の件数(品番の数)に応じた明細処理料も課金される(図表4)。

【 図表 4 】「サブスストア BtoB」のプラン詳細

	(プラン名なし)
初期費用	99,800円
利用料	月額利用料79,800円 + 請求書の商品明細1件につき20円
クレジット決済	別途
サーバー	共用
カスタマイズ	原則不可 (ただし対応できる可能性あり)

(出所) テモナ「サブスストア BtoB」ウェブサイト、決算説明会資料、  
会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 「ヒキアゲール」

「ヒキアゲール」は、対面接客と同じように、ウェブ訪問者ひとりずつに合わせた対応を行うことで広告効果を上げて成約率を上げる販売促進ツールである。

17年7月に旧「たまごレポート」の販売が直販化したのに伴い、「ヒキアゲール」単体での営業活動は停止した。現在は「サブスストア」とのクロスセルでのみの販売であり、アカウント数は減少している。

#### ◆ 収益モデル

「サブスストア」には、以下の4つの収益源がある。

- (1) サービス開始時に得られる初期費用収入
- (2) 月額利用料でアカウント数の増加に応じて増えていく ASP 収入
- (3) オプション機能の利用料である付加機能収入
- (4) 決済サービスの利用料としての従量課金

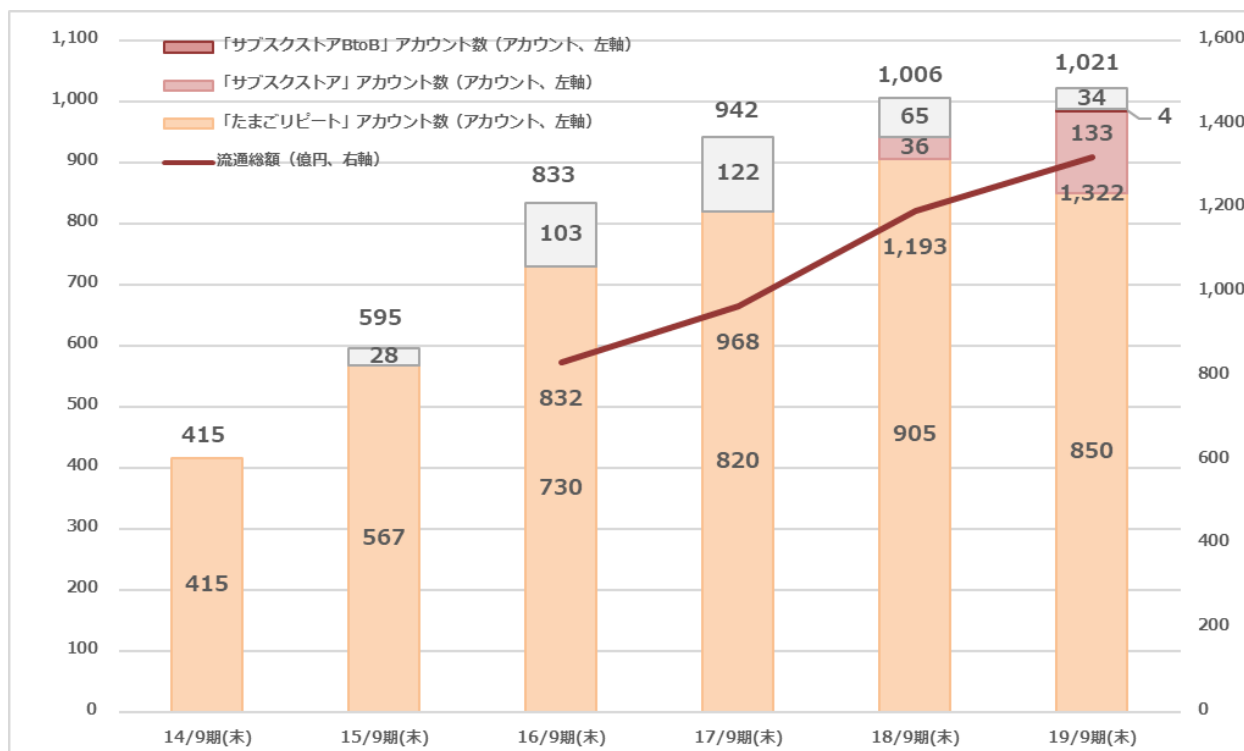
(2) の ASP 収入と (3) の付加機能収入の大半が毎月徴収するものであり、サービスが継続される限り課金されるため、ストック型の収益と言える。一方、(4) の従量課金は、ソリューションの利用に応じて課金されるもので、BtoC 向けの「サブスストア」の場合は流通総額に、BtoB 向けの「サブスストア BtoB」の場合は品番数に連動する収益である。

BtoC 向けの場合は、アカウント数と流通総額の増加が同社の収益の増加につながる構図となっており、これまで、アカウント数と流通総額の両方とも増加が続いてきた(図表5)。



【 図表 5 】 アカウント数と流通総額の推移

(単位:アカウント、億円)



(出所) テモナ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 販売は直販が中心

以前は代理店経由の販売が多くを占めていたが、17年に販売方針を変更して以降、直販が主体となっている。

> 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6のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リピート通販の分野で先行できたことによる優位性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 各業界の主要顧客への浸透</li> <li>- 事例の蓄積</li> </ul> </li> <li>・サービス/システムの機能の優位性</li> <li>・顧客による会員組織の存在                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- ロイヤリティ向上による定着率の維持</li> <li>- 知見の蓄積及び新たな需要発掘の機会</li> </ul> </li> <li>・リピート通販だけに留まらないサブスクリプションビジネスに対する視野</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模が大きくないこと</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EC市場の拡大の持続</li> <li>・サブスクリプションビジネスに対する理解の浸透</li> <li>・「サブスストア」を通じた顧客層の拡大                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 従来対応できなかった大規模顧客</li> <li>- 消耗品以外の物販の分野への拡大</li> <li>- 他システムとの連携による新たなサービス</li> </ul> </li> <li>・上場による知名度の上昇</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・競争の激化（特にECの分野）</li> <li>・リピート通販/サブスクリプションビジネス以外の新たな手法が登場し、そちらが主流になってしまう可能性</li> <li>・サブスクリプションビジネスに対する否定的な見方が強まる可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 定期購入にまつわるトラブル増加</li> </ul> </li> <li>・「サブスストア」の拡販が思うように進まない可能性</li> <li>・大規模なシステム障害発生の可能性</li> <li>・必要とする人材が集まらない可能性</li> <li>・人数で見た場合の規模の急拡大によって弊害が生じる可能性</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、いち早くストックビジネス型の物販の可能性に気づいた経営陣にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表7に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本に属する経営陣にある。創業当時に受託開発をしていた際に、ストックビジネス型の物販の可能性に気づき、それに対応するシステムをいち早くサービス化できたことが大きい。当時、まだ目立った競合先もなかったこともあり、リピート通販やサブスクリプションビジネスに関する事例、すなわち組織資本の知的財産・ノウハウの蓄積の面で優位に立つことができたことで、リピート通販に親和性の高い業界の主要顧客に対する関係資本の構築・蓄積につながっていった。それは更なる知的財産・ノウハウの蓄積につながる好循環となっている。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・アカウント数(合計)	1,033アカウント	1,021アカウント	
		・「たまごレポート」のアカウント数	985アカウント(サブストアを含む) 924アカウント(サブストアを含まず)	983アカウント(サブストアを含む) 850アカウント(サブストアを含まず)	
		・「サブストア」のアカウント数	61アカウント	133アカウント	
		・「ヒキアゲール」のアカウント数	48アカウント	34アカウント	
		・リピート率	開示なし	-----	
	・流通総額の増加	・流通総額	645億円(半期)	1,322億円(通期)	
		・期中平均1アカウント当たり流通総額	63.3百万円(半期)	130.4百万円(通期)	
	ブランド	・業界における存在感	業界でのシェア	単品通販・定期通販カートシステムでトップシェア	-----
		・IT企業としての存在感	・「日本テクノロジー Fast50」の受賞	26位 17年~18年の2年連続受賞	-----
	ネットワーク	・通販支援パートナーの存在	・「たまごレポート」の連携パートナー数	(今回より削除)	-----
・「サブストア」のパートナー数			「サブストア」の連携パートナー数の開示なし	-----	
・販売パートナーの存在		・「サブストア」の認定販売パートナー数	ウェブサイトに掲載されているのは18社	ウェブサイトに掲載されているのは22社	
・協業するSierの存在		・「サブストア」の認定Sierの数	開示なし	-----	
組織資本	プロセス	・「たまごレポート」サービス全般の担当部門	たまごレポートグループ	人数の開示なし 体制変更後の詳細の開示なし	
		・大規模顧客企業の対応の担当部門	エンタープライズソリューショングループ	人数の開示なし 体制変更後の詳細の開示なし	
		・マーケティング	・事業推進グループ	人数の開示なし 体制変更後の詳細の開示なし	
	知的財産 ノウハウ	・レポート通販、サブスクリプションビジネスに 関する事例の蓄積	・「たまごカート」発売開始からの期間	09年9月発売開始から9年9カ月経過	09年9月発売開始から10年6カ月経過
			・顧客の会員組織の運営	参加社数の開示なし	-----
			・経験してきた案件数	開示なし	-----
人的資本	経営陣	・代表取締役社長の存在	・創業からの期間	08年10月の創業から10年8カ月経過	08年10月の創業から11年5カ月経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	2,745,600株(24.97%) 資産管理会社の持分4,160,000株(37.84%)を 含めると6,905,600株(62.81%)	2,537,600株(23.08%) 資産管理会社の持分4,108,000株(37.37%)を 含めると6,645,600株(60.45%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有(監査役は除く)	307,200株(2.84%)(18/9期)	247,200株(2.25%)
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	40百万円(4名)(18/9期)	45百万円(3名)
		従業員	・企業風土	・従業員数	65名(18/9期末)
	・平均年齢			29.0歳(18/9期末)	29.7歳(19/9期末)
	・平均勤続年数			2.1年(18/9期末)	2.3年(19/9期末)
	・従業員持株会			あり	-----
	・インセンティブ		・ストックオプション	591,336株(5.38%) *取締役保有を含む	540,784株(4.92%) *取締役保有を含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は19/9期上期または19/9期上期末、今回は19/9期または19/9期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示。

(出所) テモナ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 増収減益の19年9月期は売上・利益とも期初計画に未達**

19/9 期業績は、売上高が 1,557 百万円（前期比 25.0%増）、営業利益が 283 百万円（同 6.9%減）、経常利益が 288 百万円（同 10.8%減）、当期純利益が 195 百万円（同 8.7%減）と、増収減益となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高は 91.6%、営業利益は 88.2%、経常利益は 83.7%、当期純利益は 91.5%に留まった。

区分変更後のサービス別の売上高は、「たまごリピート」が前期比 24.1%増、「サブスクストア」が同 853.1%増、「ヒキアゲール」が同 49.1%減、決済手数料収入が同 16.0%増となった（19/9 期中に開始した「サブスクストア BtoB」は前期比なし）。

売上高に関する KPI である流通総額は前期比 10.8%増の 1,322 億円、期末アカウント数は前期末比 1.5%増の 1,021 件（内訳は、「たまごリピート」850 件、「サブスクストア」133 件、「サブスクストア BtoB」4 件、「ヒキアゲール」34 件）となった。

19/9 期は、「たまごリピート」から「サブスクストア」への主力サービス移行の初年度に当たり、「たまごリピート」のアカウント数は前期末比 6.1%減の 850 件となった。しかし、チャットボットオプションの売上増が貢献したことで増収となった。また、「サブスクストア」もアカウント数が同 3.7 倍の 133 件となり、カスタマイズ案件の増加もあり、増収を牽引した。

「ヒキアゲール」は、前期に引き続き単独での営業活動を停止しているため、アカウント数の減少とともに減収となっている。

決済手数料収入は、流通総額の増加に伴って増収となった。

それでも売上高が期初計画に達しなかったのは、「サブスクストア」の新規アカウント数の増加の勢いが想定ほど強くなかったことが要因だった模様である。

売上総利益率は前期比 6.0%ポイント低下の 70.4%となった。増収を牽引したチャットボットオプションは仕入が発生するサービスであり、その分が支払手数料として原価増加の要因となった。また、「サブスクストア」の保守コストの増加もあり、原価を押し上げた。

販管費は前期比 167 百万円増の 813 百万円となった。人員の強化による人件費や採用費等の増加のほか、「サブスクストア」の PR のための広告宣伝費の増加が主な増加要因である。このため、売上高販管費

率は同 0.3%ポイント上昇の 52.2%となった。これらの結果、主に売上総利益率の低下により、19/9 期の売上高営業利益率は 18.2%と、同 6.3%ポイントの低下となった。

## > 最近の変化

### ◆ 連結業績の開示の開始

19 年 10 月 1 日付で、100%出資の連結子会社として、AI テクノロジーを活用したサブスクリプションのサービスの開発をテーマとしたテモラボを設立した。これにより、20/9 期より連結業績の開示が始まった。

### ◆ 「イシミル」の事業譲受

20 年 1 月 31 日をもって、同社は、AKATUKI（東京都新宿区）から、医療関連記事の執筆、監修サービスを行う「イシミル」の事業を譲受した。同社の「サブスクストア」のサービスを利用する顧客企業には、健康食品やサプリメント、化粧品を取り扱う企業が多く、広告表示等、規制が多い。「イシミル」の事業の譲受により、一般消費者に対して正確で信頼性の高い医療関連情報の発信手段を得るとともに、顧客企業である販売事業者の法的リスクや信用リスクを回避するための手段となることを同社は期待している。

なお、今回の事業譲受による同社の業績への影響は軽微となる模様である。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 20 年 9 月期会社計画

20/9 期の会社計画は、売上高 2,212 百万円（前期比 42.1%増）、営業利益 180 百万円（同 36.3%減）、経常利益 179 百万円（同 37.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 111 百万円（同 43.0%減）である。20/9 期より連結業績の開示となるため、前期比は 19/9 期単体業績との比較である（図表 8）。

売上高内訳の開示はないが、前期よりも高い増収率を計画しているのは、「サブスクストア」及び「サブスクストア BtoB」の拡販に加え、チャットボットオプションの販売やカスタマイズ案件による上乗せを見込んでいるためである。

大幅増収の一方で、減益の見込みとしているのは、19 年 10 月から 20 年 6 月の期間において、政府が推進するキャッシュレス化対策<sup>注3</sup>の一環でクレジットカード手数料率が引き下げられるためである。具体的には、手数料率は従来の 3.40%に対して 3.25%にまで引き下げられ、その差額が収益のマイナスとして影響する見込みとしている。

注3) キャッシュレス化対策  
正式には、「キャッシュレス・消費者還元事業」。

19年10月1日の消費税率引上げに伴い、キャッシュレス化の推進を目的に、中小・小規模事業者によるキャッシュレス手段を使ったポイント還元を支援する事業である。  
対面取引だけでなく非対面取引である電子商取引も対象であり、ポイント還元を受けるためには、20年6月までの間、中小加盟店向けクレジットカード手数料率を3.25%以下に引き下げる必要がある。

その結果、売上高営業利益率は前期比 10.1%ポイント低下の 8.1%になると予想している。

【 図表 8 】 テモナの 20 年 9 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期単体	
	単体実績	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比
売上高	786	1,093	1,245	1,557	2,212	42.1%
【旧分類】						
たまごリピート	739	1,017	1,196	-	-	-
ヒキアゲール	46	76	48	-	-	-
【新分類】						
たまごリピート	-	-	-	928	-	-
サブスクストア	-	-	-	93	-	-
サブスクストアBtoB	-	-	-	1	-	-
ヒキアゲール	-	-	-	24	-	-
決済手数料収入	-	-	-	509	-	-
売上総利益	507	802	951	1,096	-	-
売上総利益率	64.5%	73.4%	76.4%	70.4%	-	-
営業利益	128	264	304	283	180	-36.3%
売上高営業利益率	16.3%	24.2%	24.5%	18.2%	8.1%	-
経常利益	126	259	323	288	179	-37.8%
売上高経常利益率	16.1%	23.7%	26.0%	18.5%	8.1%	-
当期純利益	87	165	214	195	111	-43.0%
売上高当期純利益率	11.1%	15.1%	17.2%	12.5%	5.0%	-

(出所) テモナ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 20 年 9 月期第 1 四半期決算

20/9 期第 1 四半期は、売上高 474 百万円（前年同期比 38.3%増）、営業利益 25 百万円（同 60.0%減）、経常利益 26 百万円（同 58.7%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 17 百万円（同 56.3%減）であった（20/9 期より連結業績の開示となったため、前年同期比は 19/9 期第 1 四半期単体業績との比較）。

同社は四半期別の計画を開示している。期初の第 1 四半期会社計画の売上高 448 百万円、営業損失 55 百万円、経常損失 56 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失 34 百万円との比較では、売上高は 5.8%上回り、黒字を確保した。

また、通期計画に対する進捗率は、売上高が 21.5%、営業利益が 14.4%であった。

計画との差異の大きな要因は、19 年 10 月からの政府推進のキャッシュ

ユレス化対策に伴う中小加盟店向けクレジットカード手数料率の引き下げに関連するものである。決済手数料収入の減少を織り込んでいたところ、加盟店登録審査の混乱等により、一部で適用開始時期の遅れが発生し、決済手数料収入の減少時期も一部で後ずれすることとなった。さらに、流通総額も堅調に推移して、売上高は期初計画を上回った。また、売上高の上振れに加え、新規採用者の入社時期の後ずれにより、黒字の確保に至った。

この結果、第2四半期累計期間の会社計画は、売上高は946百万円から970万円へ、営業利益は32百万円の損失から14百万円の利益へ、経常利益は33百万円の損失から16百万円の利益へ、親会社株主に帰属する四半期純利益は20百万円の損失から10百万円の利益へ、上方修正された。なお、通期については、期初計画は据え置かれている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/9期及び20/9期第1四半期の実績を踏まえ、20/9期以降の業績予想を見直すとともに、22/9期予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の20/9期連結業績について、売上高2,119百万円(前期比36.1%増)、営業利益170百万円(同39.9%減)、経常利益169百万円(同41.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益104百万円(同46.3%減)と予想する(前期比は19/9期単体業績との比較)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高は、「たまごリピート」、「サブスクストア」、「サブスクストア BtoB」「ヒキアゲール」の期中平均アカウント数と1アカウント1カ月当たり売上高を予想して推算した。

期末アカウント数は、前期末比36アカウント増の1,057アカウントとした。内訳は、「たまごリピート」770件(前期末比80件減)、「サブスクストア」253件(同120件増)、「サブスクストア BtoB」10件(同6件増)、「ヒキアゲール」24件(同10件減)である。

また、1アカウント1カ月当たり売上高は、18/9期の10.6万円、19/9期の12.8万円に対し、20/9期は17.0万円まで上昇するものと予想した。既存顧客に対するチャットボットオプションの拡販による単価上昇、「サブスクストア」のカスタマイズや「サブスクストア BtoB」の増加等を織り込んだ。

なお、流通総額は、売上高との関係から、前期比 23.3%増の 1,630 億円と予想した。1 アカウント当たり流通総額は、18/9 期 122.5 百万円、19/9 期 130.4 百万円に対し、20/9 期は 156.9 百万円と見込んだ。

(2) 売上総利益率は、19/9 期の 70.4%に対し、20/9 期は 59.8%まで 10.6%ポイント低下するものとした。19 年 10 月から 20 年 6 月までの政府推進のキャッシュレス化対策に伴う中小加盟店向けクレジットカード手数料率の引き下げの影響とともに、チャットボットオプションの拡販に伴う仕入の増加、カスタマイズ案件の増加による人件費や外注費の増加を考慮した。

(3) 販管費は、19/9 期の 813 百万円に対し、20/9 期は 1,098 百万円と 285 百万円増加するものとした。業容拡大に向けた人員の増加、販促・広報活動の強化、連結子会社の設立等による費用の増加を予想した。その結果、20/9 期の売上高営業利益率は 19/9 期の 18.2%より 10.2%ポイント低下の 8.0%になるものと予想した（会社計画は 8.1%）。

21/9 期以降の業績について、21/9 期は前期比 12.6%、22/9 期は同 14.1%の増収が続くと予想した。期末アカウント数は、21/9 期は 120 件、22/9 期は 140 アカウントの増加を、1 アカウント 1 カ月当たり売上高は、20/9 期の 17.0 万円に対し、21/9 期は 17.8 万円、22/9 期は 18.2 万円まで上昇すると予想した。

売上総利益率はクレジットカード手数料率の引き下げの影響がなく、21/9 期以降 64~65%の水準で推移し、増収により売上高販管費率が低下していくものとして、20/9 期に一度 8.0%まで低下した売上高営業利益率は上昇に転じ、22/9 期には 16.9%まで回復するものと予想した。



【 図表 9 】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)

	17/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期連CE	20/9期連E (今回)	20/9期単E (前回)	21/9期連E (今回)	21/9期単E (前回)	22/9期連E
<b>損益計算書</b>									
売上高	1,093	1,245	1,557	2,212	2,119	1,974	2,385	2,371	2,723
前期比	39.0%	13.9%	25.0%	42.1%	36.1%	20.8%	12.6%	20.1%	14.1%
旧・売上区分別									
たまごリポート	1,017	1,196	-	-	-	-	-	-	-
前期比	37.5%	17.7%	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	93.0%	96.1%	-	-	-	-	-	-	-
ヒキアゲール	76	48	-	-	-	-	-	-	-
前期比	63.6%	-36.4%	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	7.0%	3.9%	-	-	-	-	-	-	-
新・売上区分別									
たまごリポート	-	748	928	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	24.1%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	60.1%	59.7%	-	-	-	-	-	-
サブスクストア	-	9	93	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	853.1%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	0.8%	6.0%	-	-	-	-	-	-
サブスクストアBtoB	-	0	1	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	0.0%	0.1%	-	-	-	-	-	-
ヒキアゲール	-	48	24	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-49.1%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	3.9%	1.6%	-	-	-	-	-	-
決済手数料収入	-	438	509	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	16.0%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	35.2%	32.7%	-	-	-	-	-	-
KPI									
期末アカウント数(件)	942	1,006	1,021	-	1,057	1,376	1,177	1,596	1,317
前期比	13.1%	6.8%	1.5%	-	3.5%	19.0%	11.4%	16.0%	11.9%
旧・売上区分別									
たまごリポート(件)	820	941	-	-	-	-	-	-	-
ヒキアゲール(件)	122	65	-	-	-	-	-	-	-
新・売上区分別									
たまごリポート(件)	-	905	850	-	770	-	670	-	550
サブスクストア(件)	-	36	133	-	253	-	453	-	703
サブスクストアBtoB(件)	-	0	4	-	10	-	40	-	60
ヒキアゲール(件)	-	65	34	-	24	-	14	-	4
期中平均アカウント数(件)	888	974	1,014	-	1,039	1,266	1,117	1,486	1,247
1アカウント1カ月当たり売上高(万円)	10.2	10.6	12.8	-	17.0	-	17.8	-	18.2
流通総額	96,800	119,300	132,200	-	163,043	171,736	190,873	206,231	214,445
前期比	16.3%	23.2%	10.8%	-	23.3%	21.9%	17.1%	20.1%	12.3%
売上高÷流通総額	1.13%	1.04%	1.18%	-	1.30%	1.15%	1.25%	1.15%	1.27%
1アカウント当たり流通総額	109.1	122.5	130.4	-	156.9	135.7	170.9	138.8	172.0
売上総利益	802	951	1,096	-	1,268	1,352	1,550	1,589	1,743
前期比	58.1%	18.6%	15.3%	-	15.7%	18.2%	22.3%	17.5%	12.4%
売上総利益率	73.3%	76.4%	70.4%	-	59.8%	68.5%	65.0%	67.0%	64.0%
販売費及び一般管理費	537	646	813	-	1,098	959	1,179	1,091	1,283
売上高販管費率	49.1%	51.9%	52.2%	-	51.8%	48.6%	49.5%	46.0%	47.1%
営業利益	264	304	283	180	170	393	370	497	459
前期比	105.9%	15.1%	-6.9%	-36.5%	-39.9%	24.3%	117.7%	26.5%	23.8%
売上高営業利益率	24.2%	24.5%	18.2%	8.1%	8.0%	19.9%	15.5%	21.0%	16.9%
経常利益	259	323	288	179	169	412	369	516	458
前期比	104.6%	24.6%	-10.8%	6.5%	-41.4%	24.6%	118.6%	25.4%	23.9%
売上高経常利益率	23.7%	26.0%	18.5%	8.1%	8.0%	20.9%	15.5%	21.8%	16.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	165	214	195	111	104	254	229	318	284
前期比	90.1%	29.3%	-8.7%	-43.2%	-46.3%	24.5%	118.6%	25.4%	23.9%
売上高当期純利益率	15.1%	17.2%	12.5%	5.0%	4.9%	12.9%	9.6%	13.4%	10.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

20/9期より連結業績の開示

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

【 図表 10 】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)

	17/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期連CE	20/9期連E (今回)	20/9期単E (今回)	21/9期連E (今回)	21/9期単E (今回)	22/9期連E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	1,458	1,661	1,680	-	1,633	1,997	1,774	2,331	1,982
売掛金	65	75	160	-	218	118	245	142	280
その他	47	61	113	-	123	61	133	61	143
流動資産	1,571	1,798	1,954	-	1,975	2,177	2,153	2,535	2,406
有形固定資産	10	54	48	-	52	67	53	74	55
無形固定資産	5	2	63	-	88	1	102	1	115
投資その他の資産	92	189	193	-	193	189	193	189	193
固定資産	107	246	306	-	334	258	350	264	364
資産合計	1,679	2,044	2,260	-	2,310	2,436	2,504	2,799	2,771
買掛金	33	22	73	-	99	35	112	42	128
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	84	127	133	-	99	59	80	40	76
未払金	101	114	62	-	84	187	95	225	108
未払法人税等	95	101	27	-	19	110	42	138	52
前受金	107	100	110	-	148	157	167	189	190
その他	20	30	27	-	27	30	27	30	27
流動負債	441	496	434	-	479	581	524	666	584
長期借入金	156	230	296	-	196	76	116	36	40
その他	1	0	0	-	0	0	0	0	0
固定負債	157	230	297	-	197	77	117	37	40
純資産合計	1,079	1,317	1,528	-	1,633	1,776	1,862	2,095	2,146
(自己資本)	1,078	1,312	1,521	-	1,625	1,771	1,855	2,089	2,139
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	7	-	7	5	7	5	7
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	259	336	288	-	169	412	369	516	458
減価償却費	6	10	17	-	11	10	14	10	15
売上債権の増減額 (-は増加)	-20	-9	-84	-	-57	-20	-27	-23	-34
仕入債務の増減額 (-は減少)	-6	-10	51	-	26	6	12	7	15
未払金の増減額 (-は減少)	16	13	-53	-	22	32	10	37	13
前受金の増減額 (-は減少)	-6	-6	9	-	37	27	18	31	23
法人税等の支払額・還付額	-78	-144	-171	-	-72	-136	-117	-169	-163
その他	10	-40	-74	-	-10	0	-10	0	-10
営業活動によるキャッシュ・フロー	181	148	-16	-	127	331	270	410	317
有形固定資産の取得による支出	-4	-57	-6	-	-10	-15	-10	-15	-10
無形固定資産の取得による支出	-	-	-65	-	-30	-1	-20	-1	-20
投資有価証券の取得・売却による収支	-	-31	-2	-	0	0	0	0	0
敷金及び保証金の差入・回収による収支	-	-35	-	-	0	0	0	0	0
その他	26	41	24	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	21	-82	-49	-	-40	-16	-30	-16	-30
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-8	116	72	-	-133	-93	-99	-59	-80
株式の発行による収入	659	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
上場関連費用の支出	-10	-	-	-	0	0	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	20	13	-	0	0	0	0	0
その他	-	0	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	640	136	85	-	-133	-93	-99	-59	-80
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	844	202	18	-	-46	221	140	333	207
現金及び現金同等物の期首残高	614	1,458	1,661	-	1,680	1,775	1,633	1,997	1,774
現金及び現金同等物の期末残高	1,458	1,661	1,680	-	1,633	1,997	1,774	2,331	1,982

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

20/9期より連結業績の開示

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

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 定期購入にまつわるトラブルの発生・増加の可能性

通販の業界において、「初回無料」とのみ謳っていたにも関わらず、実際には、「初回だけ無料で、一年間の有料契約だった」といったようなケースが発生したことがある。こうしたトラブルが増加したことを受けて、16年には、改正特定商取引法が施行されている。

このような定期購入にまつわるトラブルが多発した場合、サブスクリプションビジネス自体の評判が落ちてしまう展開も予想される。

### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

### ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大による影響の可能性

新型コロナウイルスの感染拡大への対策として社会全体の経済活動の停滞が長引くと、主に顧客側の都合により、営業活動やサービス導入の進捗が遅くなることも考えられ、一時的、短期的に同社の業績に影響を及ぼす可能性は捨てきれない。

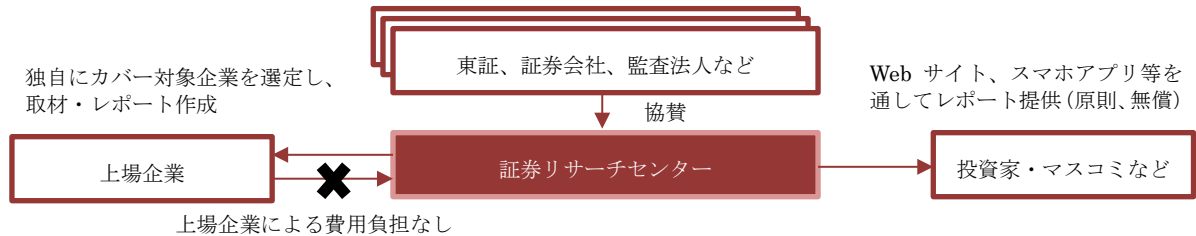
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を19年4月19日より開始いたしました。

同社は19年4月12日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 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

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### 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・間接的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。