ホリスティック企業レポート

オ ー ケ ス ト ラ　ホールディングス
Orchestra Holdings

6533　東証マザーズ

フル・レポート
2017年9月8日　発行

一般社団法人　証券リサーチセンター

Stock Research Center

証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20170905

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

運用型広告サービスなどを提供するデジタルマーケティング事業、占いを中心とするネイティブアプリの制作・運用などを行うライフテクノロジー事業を手掛ける

アナリスト：佐々木加奈
+81（0）3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

1. 会社概要

・Orchestra Holdings（オーケストラホールディングス、以下、同社）は、7 月 3 日に持株会社体制へ移行し、同日付で社名をデジタルアイデンティティから変更した。主な事業内容はデジタルマーケティング事業及びライフテクノロジー事業である。

・主力のデジタルマーケティング事業では、運用型広告サービス、SEO コンサルティングサービス、クリエイティブサービスなどを提供している。

2. 財務面の分析

・デジタルマーケティング事業が牽引役となり、業績は拡大基調にある。17/12 期の会社計画は 23.5%増収、19.0%営業増益と、売上高、営業利益とも過去最高を見込んでいる。

・他社との財務指標比較では、収益性、成長性の各数値において他社を上回っており、特に経常利益の成長率は高い水準にある。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、アイデンティティ設計という独自の手法や 4 レイヤー運用体制を活かし、クライアントのニーズを満たす広告運用サービスを提供していることなどにある。結果として新規クライアント数、既存クライアントとの継続取引とも順調に増加し、業績拡大につながっている。

4. 経営戦略の分析

・同社では、デジタルマーケティング事業、ライフテクノロジー事業に新規事業を加えて継続的な成長を目指すとしており、新規事業への積極的な投資や M&A の実施も視野に入れている。

・持株会社体制へ移行した目的は、各事業の機動的な運営をすること、M&A や新規事業創出に戦略的・機動的に対応することなどである。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、市場拡大を追い風とした運用型広告の伸びが当面の業績拡大に寄与すると考えており、19/12 期まで増収増益が続くと予想する。

・中期的にはライフテクノロジー事業の収益拡大、M&A の活用や新規事業の創出に注目していきたい。

【主要指標】

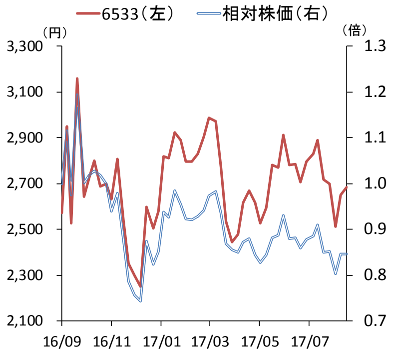
	2017/9/1
株価（円）	2,685
発行済株式数（株）	2,114,100
時価総額（百万円）	5,676

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	26.7	23.0	17.9
PBR（倍）	10.5	7.2	5.2
配当利回り（%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12カ月
リターン（%）	0.6	-3.5	6.3
対TOPIX（%）	0.5	-4.0	-13.2

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2016/9/16

【 6533 Orchestra Holdings 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)
2015/12	3,606	29.4	80	200.6	78	203.1	40	74.3	20.8	79.6	0.0
2016/12	4,920	36.4	303	277.4	298	280.4	199	394.6	100.5	256.8	0.0
2017/12 CE	6,076	23.5	360	19.0	360	20.6	246	24.0	117.0	–	0.0
2017/12 E	6,100	24.0	372	22.6	372	24.6	247	24.5	116.8	371.8	0.0
2018/12 E	7,150	17.2	479	28.8	479	28.8	316	27.9	149.7	521.3	0.0
2019/12 E	8,250	15.4	594	24.0	594	24.0	392	24.1	185.6	706.7	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。連結決算導入は2015/12期から、2015/12期の前期比は2014/12期単体数値との比較

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。

目次

1. 会社概要

― 事業内容
― ビジネスモデル
― 業界環境と競合
― 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

― 過去の業績推移
― 他社との比較

3. 非財務面の分析

― 知的資本分析
― ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

― 対処すべき課題
― 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

― 強み・弱みの評価
― 経営戦略の評価
― 今後の業績見通し
― 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ デジタルマーケティング事業及びライフテクノロジー事業を手掛ける

Orchestra Holdings（オーケストラホールディングス、以下、同社）グループは、デジタルマーケティング事業及びライフテクノロジー事業を手掛けている。同社は、7 月 3 日に持株会社体制へ移行した。

同社の主要子会社は、17 年 6 月に子会社化したソフトウェア開発事業などを行う株式会社あゆた、持株会社体制への移行に伴い新設されたデジタルアイデンティティ、ライフテクノロジー等である。旧デジタルアイデンティティが行っていたデジタルマーケティング事業とライフテクノロジー事業をデジタルアイデンティティとライフテクノロジーが各々継承した。

デジタルマーケティング事業は、リスティング広告[注1]を中心とした運用型広告[注2]サービス、SEO[注3]コンサルティングサービス、クリエイティブサービスなどで構成されており、独自の手法であるアイデンティティ設計（10 頁で説明）を用いた企画・運用をしているのが特徴である。ライフテクノロジー事業は、占いを主要カテゴリーとしたネイティブアプリ[注4]の企画・制作・開発・運用を行っており、主力アプリは「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」である。

注 1）リスティング広告
マーケティング手法の 1 つで、「検索連動型広告」とも言われる。検索エンジンでユーザーがあるキーワードで検索した時、検索語と関連性の高い広告を選択して表示する広告手法。

注 2）運用型広告
インターネット広告で、閲覧者に対して最適化された広告を表示する手法の総称。

注 3）SEO
Search Engine Optimization の略で、ウェブサイトが検索結果でより多く露出されるために行う一連の最適化施策。

◆ デジタルマーケティング事業が売上高の大部分を占める

同社のセグメントはデジタルマーケティング事業とライフテクノロジー事業に分かれている。ライフテクノロジー事業の売上比率は低く、デジタルマーケティング事業が売上高の大部分を占めている（図表 1）。利益面では、ライフテクノロジー事業の 17/12 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の調整額控除前セグメント利益は赤字であり、デジタルマーケティング事業の利益が全てである。

注 4）ネイティブアプリ
端末内の演算装置が直接、演算処理を行う（実行する）タイプのアプリ。ネイティブアプリに対するウェブアプリは、演算処理をネットワーク上のサーバーで行うタイプのアプリ。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

セグメント		売上高				営業利益				
		15/12期	16/12期	17/12期第2四半期累計	前年同期比	15/12期	16/12期	17/12期第2四半期累計	前年同期比	営業利益率
報告セグメント	デジタルマーケティング事業	3,494	4,681	2,741	26.6%	423	624	375	23.9%	13.7%
	ライフテクノロジー事業	111	239	134	28.3%	-72	-26	-2	-	-
調整額		-	-	-	-	-270	-294	-197	-	-
合計		3,606	4,920	2,875	26.7%	80	303	174	8.3%	6.1%

（出所）Orchestra Holdings 決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

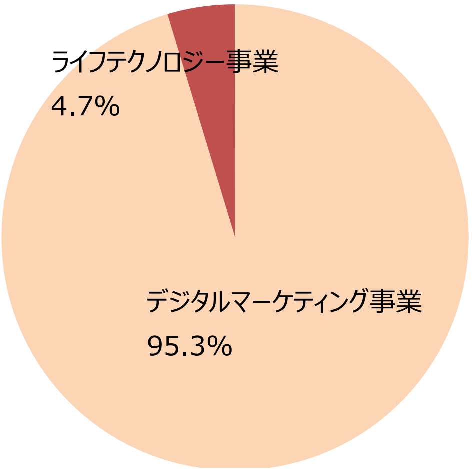
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

＞ ビジネスモデル

◆デジタルマーケティング事業が売上高の大きな部分を占める

17/12 期上期実績でデジタルマーケティング事業が売上高の 95.3%を占めている（図表 2）。同事業においては、運用型広告サービスが主力である。

【 図表 2 】売上構成比 （17/12 期上期実績）



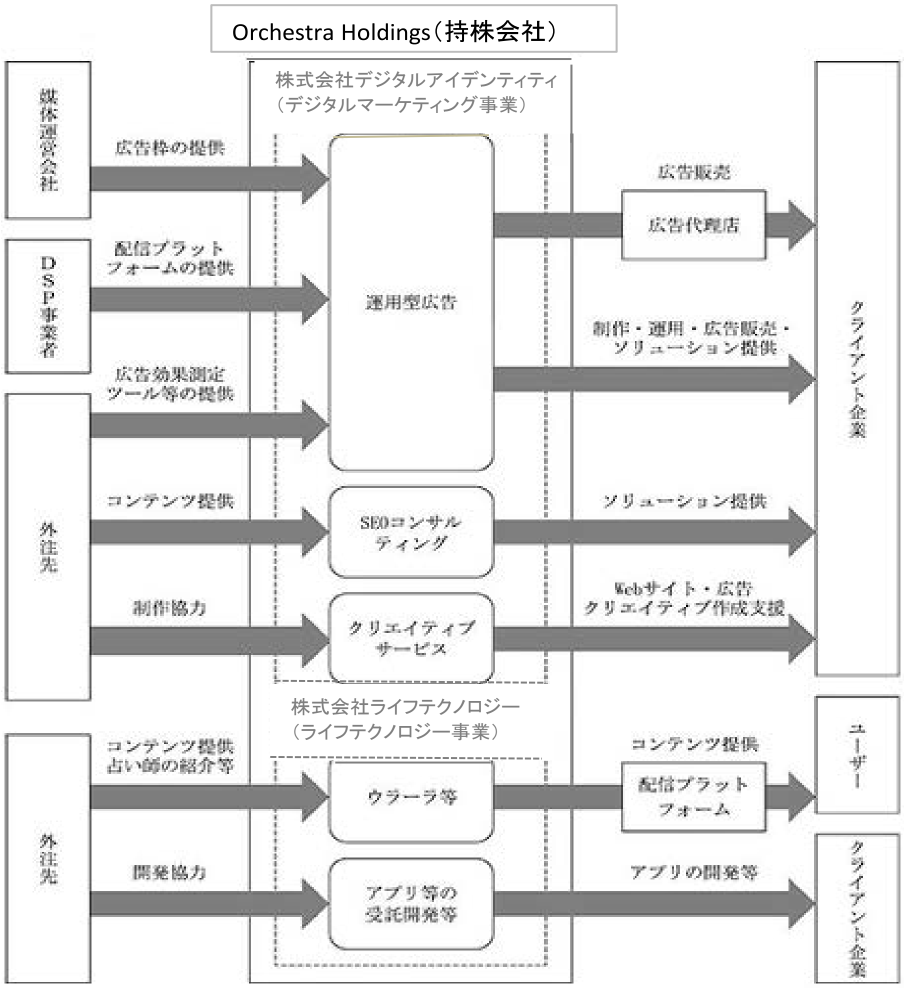
（出所）Orchestra Holdings 決算短信より証券リサーチセンター作成

デジタルマーケティング事業では、クライアント企業に提供する各サービスの対価及び Web サイトや広告の作成支援の対価が同社の収益となる。同社によれば、既存取引先の継続率が比較的高い模様であり、顧客ベースの拡大が売上拡大に結びつくストックビジネスに近い構造と考えられる。

ライフテクノロジー事業では、ネイティブアプリケーションを、Apple Inc.の運営する「App Store」及び Google Inc.の運営する「Google Play」等の配信プラットフォームやアプリケーション（以下、アプリ）以外のブラウザを通じてスマートフォンユーザーに提供している。ユーザーから受領する、「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」で提供する占い鑑定サービスに対する鑑定料が同社の収益となり、ユーザーに対しては相談時に書き込む文字数及び鑑定結果の文字数に応じて鑑定料が課金される仕組みとなっている。また、占いアプリの企画・開発・運営の他、クライアント企業から受託したアプリ等の開発も行っている（図表 3）。

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。

【 図表 3 】Orchestra Holdings の事業系統図



（出所）Orchestra Holdings 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社のデジタルマーケティング事業の売上原価は、媒体運営会社等に支払う広告媒体費用及びコンテンツ提供会社に支払う外注費が大きな部分を占めている。ライフテクノロジー事業の売上原価は、占い師の所属会社へ支払う業務委託費及び労務費である。

全社ベースの売上原価率は 17/12 期上期実績で 81.6%であった。販売費及び一般管理費（以下、販管費）の大きな部分を占めるのは人件費で、販管費率は 12.3%となっている。

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。

◆ デジタルマーケティング事業の主要サービス

デジタルマーケティング事業における主要なサービスは 1）運用型広告サービス、2）SEO コンサルティングサービス、3）クリエイティブサービス、4）その他サービスである（図表 4）。

【 図表 4 】デジタルマーケティング事業のサービス内容

（出所）Orchestra Holdings 有価証券報告書

注 5）ディスプレイ広告
Web ページの一部として埋め込まれて表示される、画像や Flash、動画などによる広告。

1）運用型広告サービス

リスティング広告やディスプレイ広告注 5 をユーザーのニーズに合わせて立案して運用している。

「リスティング広告」

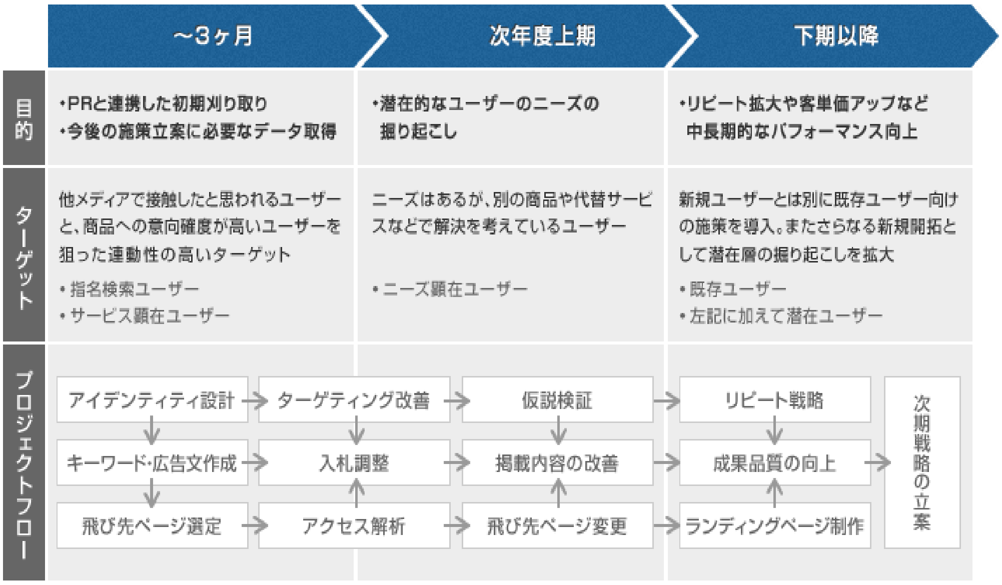
リスティング広告は、クリック課金のメニューが多く、クリック単価は掲載順位、広告文のクリック率等から算出される。成果を出すためには、ユーザーが利用するデバイスやキーワードをマッチさせる集客設定を行うことが必要となる。

同社は独自のアイデンティティ設計に基づいてユーザーの行動分析を行うことで、適切なターゲットユーザーの設定と、有効なキーワード選定を実現している。このため、リスティング効果の費用対効果が悪いと感じているユーザーや、リスティング広告の成果は出ているのに売上が上がらないといった悩みを持つユーザーの支持を集めており、大手人材会社や美容機器メーカー、金融機関など、様々な業種に採用されている。

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。

尚、リスティング広告はプロジェクトの内容や規模により戦略が大きく異なるため、同社ではプロジェクト単位で実施フローを作成し、ユーザーにとって最も効果が期待できるマーケティングプランの提供に努めている（図表 5）。

【 図表 5 】リスティング広告のマーケティングプラン実施フロー



（出所）Orchestra Holdings Web サイト

「運用型ディスプレイ広告」
ディスプレイ広告とは、ユーザーの属性（性別、年齢など）、興味・関心などの条件を設定し、各条件に一致するユーザーが閲覧するコンテンツページに広告を掲載する広告配信手法である。同社では、キーワードの選定だけでは構築が難しいリターゲティング[注 6]の設定や、最適な広告配信先の選定を行うことで、クライアントのニーズを満たす広告運用サービスを提供している。

注 6）リターゲティング
広告主の Web サイトを訪問したユーザーの行動を追跡し、他の Web サイト上で再訪を促すような広告を配信する広告手法。

2）SEO コンサルティングサービス
検索エンジンに対して、Web サイトを正しく認識してもらえるように、企業の Web サイトを最適化するサービスを提供している。具体的には、サイト内部の HTML や構造改善、SEO 視点でのコンテンツ企画・設計・運用、クライアント企業の Web 担当者向けの勉強会の実施などである。

3）クリエイティブサービス
クライアント企業が開設する Web サイトの企画・設計・制作から企業の Facebook ページ、広告クリエイティブの制作を行っている。Web

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。

サイトを訪れるユーザーのニーズに合わせたコンテンツの内容、画面構成、効果的な集客導線やサイト導線を提案することで、クライアント企業の顧客獲得率を高めるサイト設計及び制作を実現している。クライアントは外食企業や化粧品製造販売会社、美容外科、学習塾など多様な業種にわたっている。

4）その他サービス
上記サービスの他、アクセス解析等を用いて、運用型広告及び SEO 対策の戦略設計と最適化を行う SEM[注7]コンサルティング、動画広告、ソーシャルメディア広告、純広告[注8]、アフィリエイト広告等のサービスを提供している。

注 7）SEM
Search Engine Marketing の略で、SEO やリスティング広告を含む検索エンジン上のマーケティングのこと。

注 8）純広告
特定の広告媒体における一定期間の掲載又は一定回数の広告表示に対し、料金を支払い掲載を行う広告手法こと。

◆ 「チャットで話せる占いアプリ - ウラーラ」の詳細
ライフテクノロジー事業の主力アプリは 14 年 7 月に提供を開始した「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」である（図表 6）。

【 図表 6 】「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」のイメージ

（出所）Orchestra Holdings 有価証券報告書

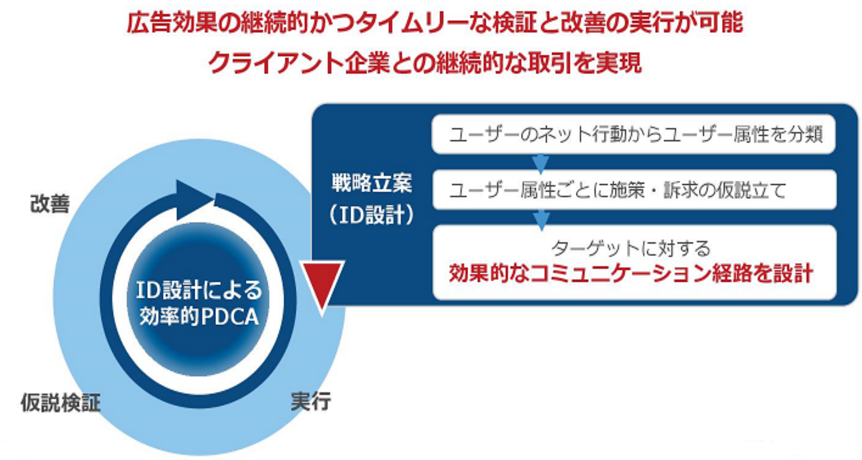
「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」は、占い師とユーザー間のリアルタイムコミュニケーションによる占い鑑定を可能としたオンラインチャット占いアプリである。24 時間いつでもメールやチャット方式で占いを受けることが可能で、占いの種類は、タロット占い、星座占い、風水、四柱推命など幅広い。16 年 12 月末時点の在籍占い師数は 323 名、サービス開始からの鑑定実績は 37 万件超となっている。

◆ デジタルマーケティング事業の強み
同社のデジタルマーケティング事業の強みとしては、1）アイデンティティ設計、2）4 レイヤー型運用体制、3）ワンストップソリューションが挙げられる。

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。

1）アイデンティティ設計
アイデンティティ設計とは、広告戦略を立案する時に用いる同社オリジナルの手法である（図表7）。

【 図表 7 】アイデンティティ設計の概要



（出所）Orchestra Holdings 成長可能性に関する説明資料

ユーザーの属性を分類し、属性ごとに施策・訴求の仮説を立てて、仮説に基づいた効果的なコミュニケーション経路を設計して広告を実行する。実行した結果を検証して次の広告に役立てるという PDCA（Plan Do Check Action）サイクルを繰り返すことで、広告の投資効果を高めることに成功している。結果として、クライアントの高評価を得て、継続的な取引につなげることを実現している。

2）4 レイヤー型運用体制
一般的な広告代理店は、営業、コンサルタント、運用担当という 3 層体制であるのに対し、同社はコンサルタントと運用担当の間にアドプランナーという独自の役割を置いた 4 層体制としている。アドプランナーは、戦略を実行レベルに落とし込む役割を担っている。この体制を採ることで、コンサルタントは運用改善戦略の策定に専念できると同時に運用担当者も運用業務に集中することができる。このため、クライアントへのレベルの高い提案並びに要求に対する迅速な対応が可能となる。

3）ワンストップソリューション
デジタル広告において、広告制作、SEO 効率化、運用というサービスを全般的に扱っており、クライアントへのワンストップでのサービス提供、ソリューション提供が可能である。クライアントにとっては、ベストなソリューションをトータルで提供してもらうメリットは大きく、高い継続率につながっている。

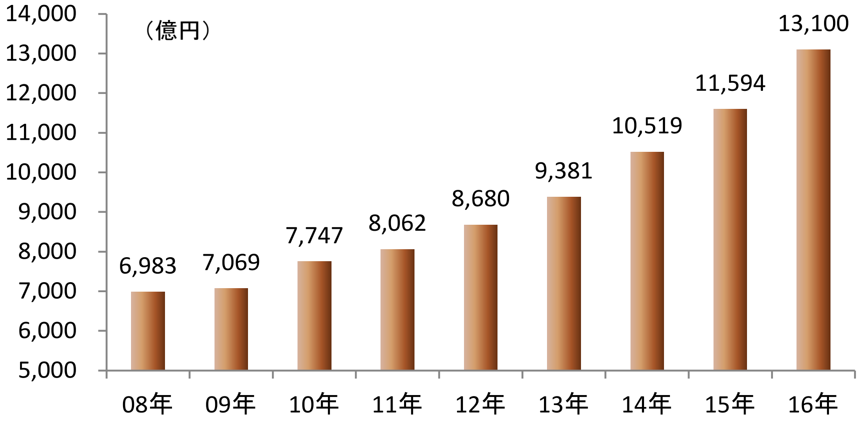
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

＞ 業界環境と競合

◆インターネット広告、スマートフォン広告市場が拡大中

インターネット広告市場は拡大基調が続いている。電通が 17 年 2 月に発表した「2016 年日本の広告費」によると、14 年に前年比 12.1%増となり 1 兆円を超えたインターネット広告市場は、15 年、16 年と前年比二桁成長を続けている（図表 8）。これは、インターネットやスマートフォンの普及に加え、企業サイドがマーケティング戦略をより効率的なものにシフトしていることが要因と考えられる。

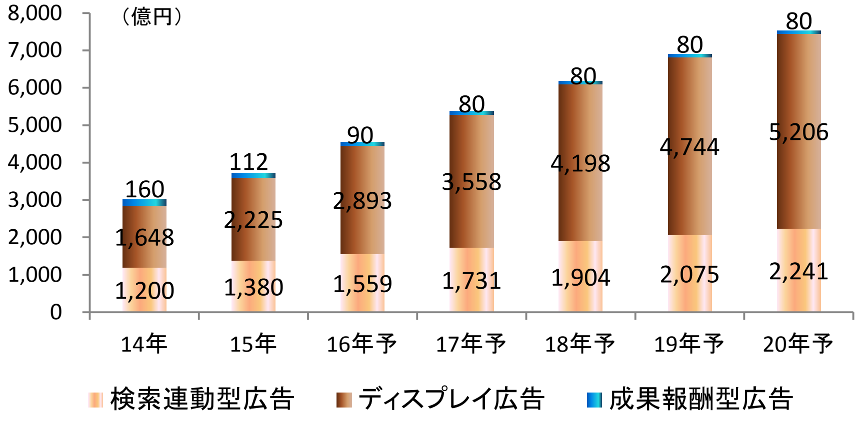
【 図表 8 】インターネット広告の市場規模推移



（出所）電通「2016 年日本の広告費」より証券リサーチセンター作成

また、スマートフォンが広く普及したことにより、広告主はスマートフォンへの広告を重要視しており、スマートフォン広告市場拡大につながっている。CyberZ とデジタルインファクトの共同調べ（16 年 4 月）では、スマートフォン広告市場は 20 年に 15 年の約 2 倍となる 7,527 億円まで拡大すると予想されている（図表 9）。

【 図表 9 】スマートフォン広告市場規模



（出所）CyberZ/デジタルインファクト共同調べ（2016 年 4 月）より証券リサーチセンター作成

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。

◆ **競合**

インターネット広告の分野においては、市場の拡大期待から大手を含む多くの企業が事業展開を進めている。大規模な投資や設備を必要としないことから、参入障壁は比較的低いと考えられ、今後も参入企業が増える可能性が高い。

現在、インターネット広告関連事業を手掛ける上場企業としては、インターネット広告代理業が主力のサイバーエージェント（4751 東証一部）、SEO コンサルティングや運用型広告を中心としたインターネットマーケティング事業を手掛けるフルスピード（2159 東証マザーズ）、検索連動型広告などを手掛けるアウンコンサルティング（2459 東証二部）、アフェリエイト（成果報酬型）広告が主力のアドウェイズ（2489 東証マザーズ）などがある。

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。

＞沿革・経営理念・株主

◆ **デジタル分野でのマーケティングを目的に 09 年設立**

現代表取締役社長 CEO である中村慶郎氏と現代表取締役 COO である佐藤亨樹氏が、デジタル分野でのマーケティングを行うことを目的として 09 年にクリスタライフを設立した。クリスタライフ設立以前は、中村氏は外資系金融機関で M&A アドバイザリーを中心とした投資銀行業務に従事していた。佐藤氏は、大手総合広告代理店でアカウントディレクターとしてクライアント企業のマーケティング戦略やブランド戦略の立案及び実行に携わっていた。

設立と同時にデジタルマーケティング事業を開始、10 年 5 月には SEM コンサルティング事業を譲受し、運用型広告サービス及び SEO コンサルティングサービスを開始した。12 年 3 月にデジタルアイデンティティに商号変更し、同年 11 月にはライフテクノロジー事業を開始、14 年 7 月には主力アプリである「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」をリリースした。

同社はデジタルマーケティングの分野では後発であったものの、独自のアイデンティティ設計の手法を構築して運用することで、順調に事業を拡大してきた。16 年 9 月に東京証券取引所マザーズ市場へ株式を上場し、17 年 7 月には持株会社体制へ移行すると同時に Orchestra Holdings に商号変更した（図表 10）。

【 図表 10 】沿革

年	月	事項
2009年	6月	Webサイトの企画・制作・運営等を目的として株式会社クリスタライフを設立、デジタルマーケティング事業を開始
2010年	5月	子会社として株式会社ビズスタイル（14年3月清算終了）を設立。株式会社ビズスタイルが有限会社ビズスタイルよりSEMコンサルティング事業を譲受、運用広告型サービス及びSEOコンサルティングサービスを開始
2012年	3月	株式会社クリスタライフから株式会社デジタルアイデンティティに商号変更
	5月	子会社である株式会社ビズスタイルからデジタルマーケティング事業を譲受。インターネット広告運用・管理業務を行う子会社として、株式会社ディ・アイ・メディア（14年6月清算終了）を設立
	11月	ライフテクノロジー事業において、自社アプリの企画・開発・運用を開始
2013年	11月	ソラソル株式会社よりクリエイティブサービスに係る事業を譲受
2014年	2月	子会社である株式会社ディ・アイ・メディアからインターネット広告運用・管理業務を移管
	7月	「チャットで話せる占いアプリ-ウラーラ」をリリース
2015年	10月	海外投資用不動産のポータルサイト運営を目的として株式会社DI Continentsを設立
2016年	9月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2017年	6月	ソフトウェア開発事業などを手掛ける株式会社あゆたを子会社化
	7月	持株会社体制に移行、Orchestra Holdingsに商号変更

（出所）Orchestra Holdings 有価証券報告書、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

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。

◆ **経営理念**

同社は企業理念及び企業ビジョンとして「創造の連鎖」を掲げており、「事業を通じて創造の志士を輩出し続けること」を目指して事業に取り組んでいる。

◆ **株主**

17 年 6 末時点で代表取締役社長 CEO である中村慶郎氏、代表取締役 COO である佐藤亨樹氏の 2 名がともに 18.7%を保有する筆頭株主である。第 3 位は両氏の資産管理会社である慶キャピタル株式会社、TSK capital 株式会社がそれぞれ 9.2%を保有、第 5 位が取締役の鈴木謙司氏で 4.4%を保有している。尚、第 9 位の脇山氏は公開前から保有を続ける個人である。上位 10 名で 70.0%が保有されている（図表 11）。

【 図表 11 】大株主の状況

株主（敬称略）	17年6月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	
中村　慶郎	395,050	18.7%	1	代表取締役社長CEO
佐藤　亨樹	395,050	18.7%	1	代表取締役COO
慶キャピタル株式会社	193,800	9.2%	3	代表取締役社長CEOの資産管理会社
TSK capital株式会社	193,800	9.2%	3	代表取締役COOの資産管理会社
鈴木　謙司	92,400	4.4%	5	取締役
松井証券株式会社	58,200	2.8%	6	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	41,500	2.0%	7	
株式会社ＳＢＩ証券	41,200	2.0%	8	
脇山　季秋	41,000	1.9%	9	
BARCLAYS BANK PLC A/C CLIENT SEGREGATED A/C PB CAYMAN CLIENTS	28,700	1.4%	10	
(大株主上位10名)	1,480,700	70.0%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	327,300	15.5%	-	
発行済株式総数	2,114,100	100.0%	-	

（出所）Orchestra Holdings 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

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。

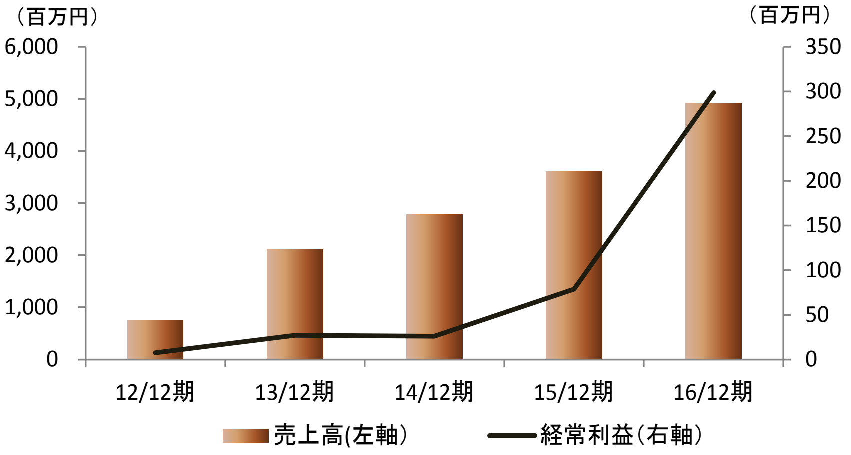
2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 12/12 期以降の分が開示されている（図表 12）。売上高は順調に伸びており、16/12 期までの 4 期間で 6.5 倍まで拡大した。主力のデジタルマーケティング事業が軌道に乗り、収益性が高まったこと、ライフテクノロジー事業の赤字幅が縮小したことにより、経常利益は 16/12 期に前期比 280.4%増と大幅な伸びを実現している。経常利益率は、12/12 期が 1.0%であったのに対し、15/12 期は 2.2%、16/12 期には 6.1%となった。

【 図表 12 】売上高、経常利益の推移



（注）連結決算導入は 15/12 期から。14/12 期までは単体数値
（出所）Orchestra Holdings 有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 16 年 12 月期は大幅な増収増益を実現

16/12 期は、売上高が前期比 36.4%増の 4,920 百万円、営業利益が同 277.4%増の 303 百万円、経常利益が同 280.4%増の 298 百万円、当期純利益が同 394.6%増の 199 百万円であった。

事業別にみると、主力のデジタルマーケティング事業は運用型広告サービス、SEO コンサルティングサービスを中心に好調に推移し、売上高が前期比 33.9%増、調整額控除前セグメント利益が同 47.5%増となった。ライフテクノロジー事業は「チャットで話せる占いアプリ - ウラーラ」の知名度向上に伴い利用ユーザーが増加し、売上高が前期比 114.3%増と大きく伸びた。売上増によりセグメント損失は前期の 72 百万円から 26 百万円へ損失額が縮小した。デジタルマーケティング事業の増益とライフテクノロジー事業の損益改善が寄与し、利益の伸び率が高まった。

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。

◆ 17 年 12 月期上期決算

17/12 期上期の売上高は前年同期比 26.7%増の 2,875 百万円、営業利益は同 8.3%増の 174 百万円、経常利益は同 8.6%増の 173 百万円、純利益は同 0.5%減の 112 百万円であった（図表 13）。

主力サービスである運用型広告を中心に順調な伸びとなり、デジタルマーケティング事業の売上高は前年同期比 26.6%増の 2,741 百万円、調整額控除前セグメント利益は同 23.9%増の 375 百万円となった。ライフテクノロジー事業は、主力アプリのプロモーションを積極化した効果で、売上高が同 28.3%増の 134 百万円となり、セグメント損失は 2 百万円まで縮小した（前年同期は 11 百万円の損失）。営業利益、経常利益の伸び率が増収率より低いのは、持株会社体制への移行に関する費用や M&A 関連費用など約 30 百万円が発生したことによる。純利益が小幅な減益となったのは、事務所移転費用を主とする特別損失 10 百万円を計上したためである。

同社は上期の計画を公表していないため、計画に対する達成率は不明である。通期計画に対する進捗率は、売上高で 47.3%、営業利益で 48.3%となっている。

【 図表 13 】17 年 12 月期上期決算概要 （単位：百万円）

	16/12期 通期実績	16/12期 上期実績	17/12期 上期実績	前年同期比	17/12期 会社計画 (B)	進捗率 (A) / (B)
売上高	4,920	2,270	2,875	26.7%	6,076	47.3%
デジタルマーケティング事業	4,681	2,165	2,741	26.6%	–	–
ライフテクノロジー事業	239	104	134	28.3%	–	–
売上総利益	869	417	527	26.5%	1,103	47.8%
売上総利益率	17.7%	18.4%	18.4%	–	18.2%	–
営業利益	303	161	174	8.3%	360	48.3%
営業利益率	6.2%	7.1%	6.1%	–	5.9%	–
経常利益	298	160	173	8.6%	360	48.1%
経常利益率	6.1%	7.0%	6.1%	–	5.9%	–
当期純利益	199	113	112	–0.5%	246	45.5%

（出所）Orchestra Holdings 決算短信、会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

＞ 他社との比較

◆ **インターネット広告関連企業、占いサイト運営企業と比較**

インターネット広告関連事業や占いサイトの運営などを行う企業と財務指標を比較してみた。

比較対象企業として、独自のアドテクを使ったネット広告代理を手掛けるフルスピード、検索連動型広告及び SEO コンサルティングが主軸のアウンコンサルティング、アフィリエイト広告の大手であるアドウェイズ、占いデジタルコンテンツの配信が主力事業のザッパラス（3770 東証一部）を選定した（図表 14）。

【 図表 14 】財務指標比較：インターネット広告関連企業、占いサイト運営企業

項目	銘柄		Orchestra Holdings	フルスピード	アウン コンサルティング	アドウェイズ	ザッパラス
		コード	6533	2159	2459	2489	3770
		直近決算期	16/12	17/4	17/5	17/3	17/4
規模	売上高	百万円	4,920	18,065	1,915	42,329	4,846
	経常利益	百万円	298	736	30	248	298
	総資産	百万円	1,582	5,790	1,036	18,316	8,439
収益性	自己資本利益率	%	57.4	21.4	3.5	-3.9	1.7
	総資産経常利益率	%	22.3	13.4	2.9	1.3	3.5
	売上高営業利益率	%	6.2	4.7	1.8	0.7	6.1
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	32.4	16.9	4.5	10.3	-15.9
	経常利益（同上）	%	122.8	8.4	61.5	-33.4	-26.5
	総資産（同上）	%	40.1	20.9	4.2	1.1	-5.7
安全性	自己資本比率	%	34.1	45.6	72.0	59.6	92.9
	流動比率	%	151.5	163.3	259.1	216.2	1,183.1
	固定長期適合率	%	11.4	12.7	45.6	26.0	17.4

（注）数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出（前期または 3 期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）
自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）
（出所）各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

事業規模及び業態、決算期に違いがあるために単純比較はできないものの、収益性については各項目とも他社を上回っている。成長性においても、各項目とも他社を大幅に上回っており、特に経常利益の成長率は 120%超の高い水準にある。

安全性の指標については、自己資本比率が他社に比べ低い水準であるものの、その他安全性の各数値については良好で、財務基盤の安定性については特に問題ないと言える。

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. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆知的資本の源泉はアイデンティティ設計という独自の手法を持ち、それを活かせる体制を構築していることにある

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。知的資本の源泉は、主力のデジタルマーケティング事業において、アイデンティティ設計という独自の手法を開発し、それを活かせる効率的な体制を構築して組織資本を拡充してきたことにある。

【 図表 15 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値
関係資本	ユーザー	・一般消費者（アプリ利用ユーザー）	・「チャットで話せる占いアプリ-ウラーラ」累積鑑定実績数	37万件超
	クライアント	・デジタルマーケティング事業クライアント	・クライアントの業種	人材紹介、化粧品メーカー、飲食業など多業種
			・クライアント企業数（リスティング広告、サイト制作など）	非開示
		・ライフテクノロジー事業クライアント	・クライアント企業数（アプリの受託開発）	非開示
			・アプリの配信プラットフォーム	「App Store」、「Google Play」など
	ブランド	・運営アプリ 「チャットで話せる占いアプリ-ウラーラ」	・在籍占い師数	323名
			・累積鑑定実績数	37万件超
	ネットワーク	・連結子会社	・子会社数	6社 17年6月末現在
		・業務提携及びパートナー契約締結企業	・業務提携、パートナー契約企業（ピー・エム・エー・トライアングル、Miew、日本フェンシング協会など）	特になし
組織資本	プロセス	・アイデンティティ設計に基づく広告戦略を立案 ・4レイヤー型運用体制 ・ワンストップソリューションでサービスを提供	・クライアントの高い継続率を実現	特になし
	知的財産 ノウハウ	・アイデンティティ設計を活かした効率的な広告運用	・導入から改良を重ねて現状の形式に進化	特になし
		・蓄積されたノウハウ	・09年のデジタルマーケティング事業開始以来蓄積したノウハウ	8年
		・自社で広告制作から運用までをトータルで提供 ・自社開発体制を構築	・デジタルマーケティング事業社員数 ・ライフエンジニア事業社員数	68名 9名
人的資本	経営陣	・現代表取締役社長CEO、代表取締役COOの下での体制	・在任期間	8年
		・インセンティブ	・代表取締役社長CEO（資産管理会社含む）の保有	588,850株（27.9%） 17年６月末現在
			・代表取締役COO（資産管理会社含む）の保有	588,850株（27.9%） 17年6月末現在
			・ストックオプション（取締役・監査役）	322,300株（15.3%）
			・役員報酬総額（取締役） *社外取締役は除く	95百万円（6名）
	従業員	・企業風土 (技術者を積極採用)	・従業員数	83名
			・平均年齢	30.8歳
			・平均勤続年数	2.2年
		・インセンティブ	・各種の資格取得支援制度を導入	特になし
			・ストックオプション	5,000株（0.2%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合は 16/12 期か 16/12 期末のものとする
（出所）Orchestra Holdings 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、株主総会招集通知書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

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活動の分析

◆ **環境対応（Environment）**

同社の会社資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みについての言及は確認できないものの、8 月に東京証券取引所に提出した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」のなかで、今後検討すべき事項であるとしている。

◆ **社会的責任（Society）**

同社はグループ全体の企業ビジョンとして「創造の連鎖」を掲げている。新たな価値を創造して提供し続けることで、全社員、顧客、地域社会、日本経済がより豊かになることを目指して事業に取り組んでいる。

◆ **企業統治（Governance）**

同社の取締役会は 7 名（社外取締役は 1 名）で構成されている。社外取締役の若松俊樹氏は弁護士で、佐藤総合法律事務所に所属している。

監査役会は常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名の合計 3 名で構成されており、3名とも社外監査役である。常勤監査役の石崎文雄氏は、Korea University 招聘准教授、南山大学教授などを歴任しており、国内外の大学において確率モデル、通信ネットワーク、離散事象システム等の研究及び教育に従事した。15 年に同社の監査役に就任している。

非常勤監査役のうち杉浦直樹氏は公認会計士、税理士で、杉浦公認会計士事務所の代表である。09 年に同社監査役に就任した。岩波竜太郎氏は公認会計士及び、税理士で、岩波公認会計士事務所の代表である。16 年に同社の監査役に就任した。

尚、16/12 期の取締役会は 22 回、監査役会は 12 回開催された。若松氏は選任以降の取締役会 14 回全てに出席している。石崎氏、杉浦氏は取締役、監査役会の全てに出席している。岩波氏は選任以降の取締役会 18 回、監査役会 12 回全てに出席している。

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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ 優秀な人材の確保

高付加価値なサービス提供を継続し、今後の事業拡大につなげるためには、分析や解析などのスキルを持つ人材の確保及び研修・教育体制の強化が必要になると同社では認識している。

◆ 技術革新への対応及び新サービスの創出

インターネット関連市場は技術革新のスピードが速いことに加え、新規参入が多く、変化が激しい環境となっている。このなかで事業拡大を継続するためには、変化に迅速に対応し、新サービスの開発を継続していける体制を構築することが必要であると同社は認識している。

◆ デジタルマーケティング事業における運用型広告の強化とシェア拡大

デジタルマーケティング事業の継続的な業績拡大のためには、主力の運用型広告を強化し、インターネット広告市場でのシェア拡大を図ることが必要であると同社は認識している。そのため、新たな技術やツールに柔軟に対応したサービス提供ができる体制の構築に注力している。

◆ ライフテクノロジー事業におけるサービスラインナップの拡充

ライフテクノロジー事業の収益拡大のためには、サービスラインナップの拡充が必要になると同社は認識している。アプリを利用した専門家へのチャット相談という仕組みを活用し、メンタルヘルスケア、金融、教育など、新たな分野への展開を進める考えである。

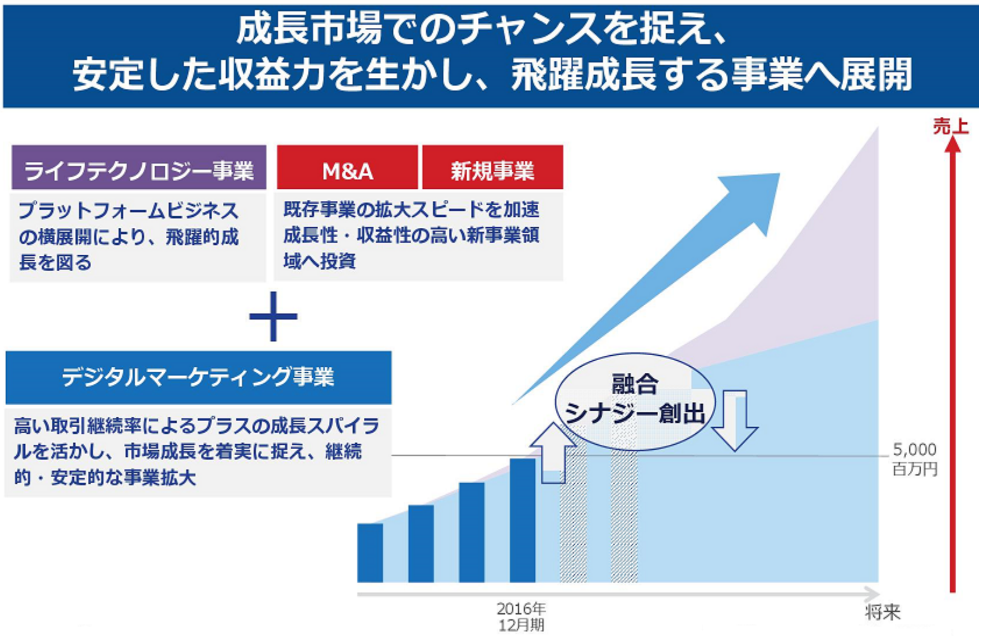
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

＞ 今後の事業戦略

◆ **既存事業に新規事業を加えて継続的な成長を目指す**

同社は、デジタルマーケティング事業では顧客満足度を上げ、高い取引継続率を維持することより安定的な成長を目指す考えである。ライフテクノロジー事業では、これまでのノウハウを活かしてサービスラインナップの拡充を図り、高成長につなげていくことを目指している。また、新規事業への積極的な投資や M&A の実施についても視野に入れている（図表 16）。

【 図表 16 】今後の事業戦略



（出所）Orchestra Holdings 決算説明会資料

◆ **デジタルマーケティング事業の取り組み**

16 年のインターネット広告市場は前年比 10%以上の成長となっており、その中でも同社が主力とする運用型広告市場の成長率は同 18.6%増と高い伸びを示している（電通、「2016 年日本の広告費」）。デジタルマーケティング事業では、市場成長を着実に捉え、事業拡大を図る考えである。

具体的には、効率的な PDCA 運用を実施し、広告効果と顧客満足度を同時に高めることで既存ユーザーの取引継続率を引き上げていくことを挙げている。効率的な PDCA 運営を行うため、分析や解析などのスキルを持つ人材獲得を積極化しており、今期は 7 名の新卒採用を実施した。インターネット広告運用の経験者や SEO コンサルタントなど、中途採用についても適宜実施する考えである。

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。

◆　**ライフテクノロジー事業の取り組み**

ライフテクノロジー事業では、1）サービスラインナップの拡充による魅力度の向上、2）収益モデルの追加による収益機会の拡大、3）ライフテクノロジー事業のクライアントへのクロスセル、4）運営ノウハウをデジタルマーケティング事業へ活用という 4 段階で収益拡大を目指す考えである。

今期に取り組んでいるのが、1）サービスラインナップの拡充による魅力度の向上である。同社では、現在、占いを主要カテゴリーとしてアプリを展開している。ここで培った、アプリを利用した専門家へのチャット相談という仕組みを活用できるカテゴリーが新たなサービス分野のターゲットとなる。考えられる分野としては、メンタルヘルスケア、金融、教育などがあり、こうした分野のアプリの企画・開発を積極化する方針である。

◆　**持株会社体制へ移行、M&A や新規事業に機動的な対応へ**

同社は 7 月 3 日付で持株会社体制へ移行した。移行の目的について、企業ビジョン「創造の連鎖」と経営戦略の融合、グループ経営戦略機能の強化、各事業会社の自律的経営による効率経営の実現、経営者人材の育成といった項目を挙げている。

また、M&A や新規事業創出へ機動的に対応できる体制の構築も重要な目的の一つとしている。今後は M&A を活用して、成長性及び収益性の高い新事業領域へ、積極的に進出する考えを持っている。

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。

5. アナリストの評価

＞ 強み・弱みの評価

◆ **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 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】SWOT 分析

強み (Strength)	·市場成長が続く運用型広告を主力事業としていること ·独自開発のアイデンティティ設計を活用した事業展開をしていること ·4レイヤー型の運用体制により、クライアントへのレベルの高い提案と効率的な運用を実現していること ·投資効率の高い効率的な広告運用をすることで、クライアントの継続率が高いこと
弱み (Weakness)	·特定人物（代表取締役社長CEO、代表取締役COO）への依存度が高い事業運営 ·小規模組織であること ·デジタルマーケティング事業への収益依存度が高いこと
機会 (Opportunity)	·インターネット広告市場の拡大が見込まれること ·海外への事業拡大余地があること ·上場による人材確保の容易化や知名度向上による顧客獲得の容易化
脅威 (Threat)	·事業モデルを模倣される可能性があること ·競合の増加による事業環境の悪化 ·景気の悪化により企業がマーケティング活動を縮小する可能性があること

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ **市場拡大を追い風にデジタルマーケティング事業の拡大を予想**

同社のデジタルマーケティング事業が拡大を続けている要因は、①市場規模拡大が期待できるインターネット広告に関わる事業展開をしていること、②アイデンティティ設計という独自の手法や 4 レイヤー型運用体制を活かした事業展開をしていること、③社内に複数の技術者やコンサルタントを有しており、データ解析から広告企画、広告制作、運用まで自社で一貫できることなどにあると考えられる。

広告市場は景気変動の影響を受けやすく、景気後退時のマイナスインパクトが大きいことに留意する必要があるものの、当面は堅調に推移すると証券リサーチセンター（以下、当センター）では予想している。そのなかで、インターネット広告市場は高い伸びが続くと考えている。

当センターでは、市場環境は同社にとって追い風であり、当面は②、③を生かした事業展開により成長軌道を維持することが可能であると考えている。

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。

同社がデジタルマーケティング事業で取り組んでいる、効率的なPDCA 運用を行うことで既存ユーザーの取引継続率を高める施策については順調に進み、同事業の売上高の増加につながっていると見ている。

顧客満足度と広告効果を高める取り組みを継続することが、継続率の上昇にとどまらず、新規顧客の取り込みや既存ユーザーからの顧客紹介にもつながり、当面の業績拡大に寄与すると考えている。

ライフテクノロジー事業においては、サービスラインナップの拡充が収益機会の拡大につながると当センターでは考えている。アプリを利用した専門家へのチャット相談という仕組みは、同社が「チャットで話せる占いアプリーウラーラ」で運用し、ノウハウを蓄積しているものである。

これを活かした新サービスの提供は、現状の体制下で比較的容易に実現できると推測される。適正な人員配置と効率的な運用体制の構築により早期に黒字化を図ることができれば、同社の収益力強化につながると考えられる。

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。

＞ 今後の業績見通し

◆ 17 年 12 月期の会社計画は二桁増収増益

17/12 期の会社計画は、売上高 6,076 百万円（前期比 23.5%増）、営業利益 360 百万円（同 19.0%増）、経常利益 360 百万円（同 20.6%増）、当期純利益 246 百万円（同 24.0%増）である。

デジタルマーケティング事業では引き続き主力の運用型広告の伸びが見込めること、ライフテクノロジー事業ではプロモーションによるユーザー数増加が見込めることから、二桁増収を計画している。増収効果により売上総利益率は前期比 0.5%ポイントの改善を見込む一方、人件費の増加や事務所移転や会社分割及び社名変更に伴う費用約 30 百万円の発生により、販管費率は同 0.7%ポイントの悪化を想定している。

株主還元に関しては、成長重視の投資を優先するという判断から、内部留保を優先して無配を継続する予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 17/12 期業績を、売上高が前期比 24.0%増の 6,100 百万円、営業利益が同 22.6%増の 372 百万円、経常利益が同 24.6%増の 372 百万円、当期純利益が同 24.5%増の 247 百万円と、会社計画を若干上回る水準を予想する（図表 18）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の想定をした。

1）事業別の売上高については、デジタルマーケティング事業 5,800 百万円（前期比 23.9%増）、ライフテクノロジー事業が 300 百万円（同 25.5%増）と想定した。デジタルマーケティング事業におけるサービスの単価はほぼ横ばいで、新規取引先及び継続取引先の増加が増収に寄与すると想定した。ライフテクノロジー事業では、「チャットで話せる占いアプリーウラーラ」の鑑定実績数の増加が売上増に寄与すると想定した。

2）17/12 期の売上総利益率は外注費の抑制効果により前期比 0.5%ポイント改善の 18.2%と予想する。販管費率については、事務所移転や会社分割及び社名変更に伴う費用の発生により同 0.6%ポイント悪化すると想定した。

3）デジタルマーケティング事業の社員数は前期より 17 名増加の 85 名、ライフテクノロジー事業の社員数は 4 名増加の 13 名とした。これに伴い人件費は 16/12 期より 82 百万円の増加を想定した。

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。

【 図表 18 】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）

	15/12	16/12	17/12CE	17/12E	18/12E	19/12E
損益計算書						
売上高	3,606	4,920	6,076	6,100	7,150	8,250
前期比	29.4%	36.4%	23.5%	24.0%	17.2%	15.4%
セグメント別						
デジタルマーケティング事業	3,494	4,681	-	5,800	6,750	7,750
ライフテクノロジー事業	111	239	-	300	400	500
売上総利益	584	869	1,103	1,110	1,337	1,584
前期比	46.3%	48.7%	26.9%	27.7%	20.5%	18.5%
売上総利益率	16.2%	17.7%	18.2%	18.2%	18.7%	19.2%
販売費及び一般管理費	504	565	742	738	858	990
販管費率	14.0%	11.5%	12.2%	12.1%	12.0%	12.0%
営業利益	80	303	360	372	479	594
前期比	200.6%	277.4%	19.0%	22.6%	28.8%	24.0%
営業利益率	2.2%	6.2%	5.9%	6.1%	6.7%	7.2%
経常利益	78	298	360	372	479	594
前期比	203.1%	280.4%	20.6%	24.6%	28.8%	24.0%
経常利益率	2.2%	6.1%	5.9%	6.1%	6.7%	7.2%
当期純利益	40	199	246	247	316	392
前期比	74.3%	394.6%	24.0%	24.5%	27.9%	24.1%

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想
（出所）Orchestra Holdings 決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

18/12 期以降についても、良好な事業環境が続くなか人材採用及び育成が順調に進み、業績拡大が継続すると予想した。デジタルマーケティング事業の売上高は前期比 14～16%増、ライフテクノロジー事業の売上高は同 25～33%増を想定し、18/12 期の売上高は前期比 17.2%増の 7,150 百万円、営業利益は同 28.8%増の 479 百万円、19/12 期の売上高は同 15.4%増の 8,250 百万円、営業利益は同 24.0%増の 594 百万円を予想する。

ライフテクノロジー事業は、「チャットで話せる占いアプリ－ウラーラ」の鑑定数増加に伴う売上増により 18/12 期に黒字化し、営業利益率の改善に寄与すると予想する。デジタルマーケティング事業の従業員数は 15 名、ライフテクノロジー事業の従業員数は 4 名ずつ増加し、それに伴い人件費は毎年 74 百万円程度の増加を想定した。

尚、新アプリや新サービスの寄与については当センターの業績予想に織り込んでいない。

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。

【 図表 19 】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）

	15/12	16/12	17/12CE	17/12E	18/12E	19/12E
貸借対照表						
現預金	202	466	-	661	936	1,326
売掛金	562	712	-	884	1,036	1,196
棚卸資産（仕掛品）	2	2	-	3	3	3
繰延税金資産	7	6	-	6	2	0
預け金	240	294	-	310	325	340
その他	22	34	-	29	30	31
流動資産	1,038	1,516	-	1,895	2,332	2,896
有形固定資産	6	5	-	4	4	3
無形固定資産	15	18	-	20	22	24
投資その他の資産	40	42	-	44	53	60
固定資産	61	66	-	69	80	89
資産合計	1,100	1,582	-	1,965	2,413	2,985
買掛金	486	635	-	786	922	1,064
短期借入金	100	-	-	-	-	-
1年以内返済予定の長期借入金	67	51	-	41	-	-
未払法人税等	25	90	-	100	110	120
未払消費税等	76	97	-	110	130	150
賞与引当金	7	5	-	7	10	13
その他	87	121	-	131	135	140
流動負債	851	1,000	-	1,178	1,310	1,489
長期借入金	93	41	-	0	0	0
その他	0	0	-	0	0	0
固定負債	93	41	-	0	0	0
純資産合計	155	539	-	786	1,103	1,495
(自己資本)	154	539	-	786	1,103	1,495
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	61	299	-	363	479	594
減価償却費	13	8	-	8	8	8
減損損失	6	-	-	-	-	-
賞与引当金の増減額（－は減少）	7	-2	-	2	4	3
受取利息	0	0	-	0	0	0
支払利息	1	2	-	0	0	0
固定資産売却益（－は益）	-1	-	-	-	-	-
固定資産除却損	12	-	-	3	-	-
売上債権の増減額（－は増加）	-166	-149	-	-171	-152	-159
棚卸資産の増減額（－は増加）	-1	0	-	0	0	0
預け金の増減額（－は増加）	-168	-54	-	-15	-15	-15
その他の流動資産の増減額（－は増加）	-2	-11	-	4	0	-1
仕入債務の増減額（－は減少）	180	148	-	151	135	141
未払消費税等の増減額（－は減少）	4	20	-	22	30	30
その他の流動負債の増減額（－は減少）	16	34	-	9	4	5
その他	0	-	-	-	-	-
小計	-35	295	-	378	494	607
利息の受取額	0	0	-	0	0	0
利息の支払額	-1	-2	-	0	0	0
法人税等の支払額	-4	-34	-	-116	-163	-202
営業活動によるキャッシュ・フロー	-41	258	-	262	331	404
投資有価証券の取得による支出	-	-3	-	-5	-5	-5
有形固定資産の売却による収入	1	-	-	-	-	-
無形固定資産の取得による支出	-13	-10	-	-10	-10	-10
貸付金による支出・回収による収入	0	0	-	-	-	-
敷金及び保証金の差入による支出、回収による収入	-10	0	-	-	-	-
投資活動によるキャッシュ･フロー	-23	-13	-	-15	-15	-15
短期借入金の純増減額（－は減少）	100	-100	-	-	-	-
長期借入金による収入	80	-	-	-	-	-
長期借入金の返済による支出	-49	-67	-	-51	-41	-
株式の発行による収入	-	186	-	-	-	-
非支配株主からの払込みによる収入	2	-	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュ･フロー	133	19	-	-51	-41	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	68	263	-	195	274	389
現金及び現金同等物の期首残高	134	202	-	466	661	936
現金及び現金同等物の期末残高	202	466	-	661	936	1,326

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）Orchestra Holdings 決算短信、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

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。

> 投資に際しての留意点

◆ **事業に関する法的規制について**

同社が展開するデジタルマーケティング事業においては、「商標法・著作権法」、「不当競争防止法」など、ライフテクノロジー事業においては「消費者保護法」、「不当景品類及び不当表示防止法」、「個人情報保護法」など各種法的規制を受けている。同社は法的規制の遵守に係る体制を構築しているものの、規制に抵触した場合には通常の事業展開が困難になる可能性がある。

◆ **システム障害について**

同社は、定期的なバックアップや稼働状況の監視によりシステムの安定運用に努めている。しかし、人為的なミスや通信ネットワーク機器の故障、アクセス数の急激な増大、自然災害等によるシステム障害が発生した場合には事業運営に影響が出る可能性がある。

◆ **配当について**

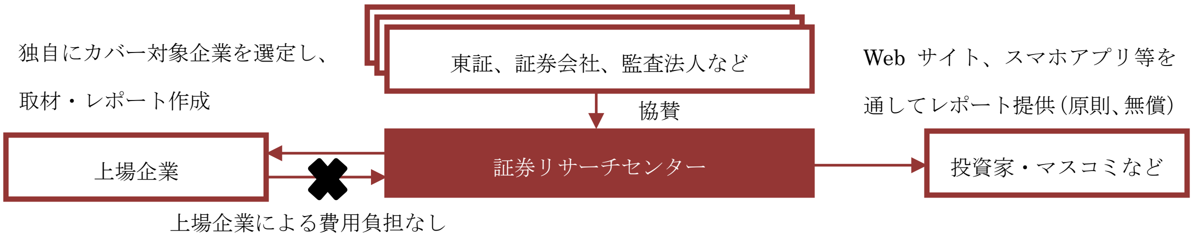
同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先行するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

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。

ホリスティック企業レポート（一般社団法人　証券リサーチセンター　発行）

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。



■　協賛会員

（協賛）

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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■　魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■　企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI（業績指標）を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■　第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

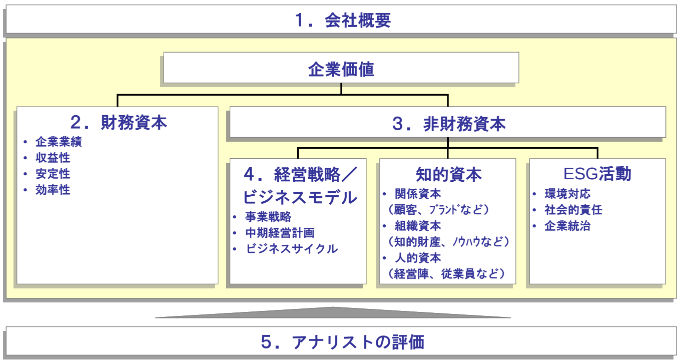
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ **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 Ratio）**
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

■ **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

■ **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

■ **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

■ **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、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。