

# ホリスティック企業レポート クリーマ 4017 東証グロース

アップデート・レポート  
2022年9月2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 20220830

# クリーム(4017 東証グロース)

発行日: 2022/8/2

**ハンドメイドマーケットプレイス「Creema」を中心にクリエイター支援サービスを提供  
「クリーム経済圏」構築に向け 23年2月期は大型投資による赤字を我慢する期**

## > 要旨

### ◆ 会社概要

・クリーム(以下、同社)は、オリジナルのハンドメイド作品をオンライン上で個人同士が売買できるCtoC型のマーケットプレイス「Creema」を軸に、クリエイター支援のサービスを展開している。

### ◆ 22年2月期決算

・22/2期決算は、売上高2,294百万円(前期比11.3%増)、営業利益322百万円(同42.7%増)となった。売上高こそ期初計画を下回ったものの、営業利益以下、過去最高の利益となった。

### ◆ 23年2月期業績予想

・23/2期業績について、同社は、売上高2,872百万円(前期比25.2%増)、営業損失447百万円(前期は322百万円の利益)を計画している。広告宣伝、システム・インフラ投資、サービス開発投資を積極的に行うことから、大幅な損失を計画している。なお、同社は23/2期より新収益認識基準を採用している。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/2期予想について、売上高2,856百万円(前期比24.5%増)、営業損失430百万円(前期は322百万円の利益)と、会社計画とほぼ同水準へと修正した。流通総額については会社計画より慎重に見ているが、大型投資による費用増を会社計画より若干少なく予想した。

### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、24/2期は前期比28.1%増収、25/2期は同21.4%増収となり、24/2期には営業黒字を回復し、売上高営業利益率は24/2期15.7%、25/2期19.7%まで上昇すると予想した。

・23/2期の大型投資の効果がどの程度のものとなるかが、今後の最大の焦点である。特に23/2期第2四半期から、認知度向上と新規ユーザー獲得のための広告宣伝を順次実行するため、ユーザーの増加ペース、及び流通総額の拡大動向に注目していきたい。

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】

	2022/8/26		
株価 (円)	596		
発行済株式数 (株)	6,721,110		
時価総額 (百万円)	4,005		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	17.3	-	9.9
PBR (倍)	3.0	4.1	2.9
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 (%)	-4.6	-6.1	-78.6
対TOPIX (%)	-6.5	-9.3	-78.8

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2021/8/27

### 【4017 クリーム 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)
2021/2	2,062	35.9	226	364.4	204	346.0	178	-	35.5	162.3	0.0
2022/2	2,294	11.3	322	42.7	363	77.5	230	29.3	34.5	197.2	0.0
2023/2 CE	2,872	25.2	-447	-	-454	-	-376	-	-56.2	-	0.0
2023/2 E	2,856	24.5	-430	-	-434	-	-347	-	-51.9	145.4	0.0
2024/2 E	3,659	28.1	575	-	573	-	401	-	59.9	205.4	0.0
2025/2 E	4,444	21.4	874	52.0	874	52.5	612	52.5	91.5	296.9	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

2020年11月の上場時に113,000株の公募増資を実施(別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資127,100株あり)

2023/2期より新収益認識基準を適用。2023/2期の前期比は2022/2期の日認識基準による数値との比較

### アップデート・レポート

2/21

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。

> 事業内容

◆ ハンドメイドマーケットプレイス「Creema」を中心にクリエイターの制作活動を支援する各種サービスを提供

クリーマ（以下、同社）が提供するサービスはすべて、クリエイターの活動を支援するために展開されている。活動の支援のために最初に手掛けたのが、クリエイターが制作したオリジナルのハンドメイド作品を世に出すための場の提供であり、ハンドメイド作品をオンライン上で個人同士が売買できる CtoC マーケットプレイス「Creema」の運営につながった。10 年 5 月にサービスを開始した「Creema」はハンドメイドマーケットプレイスとしては国内で最初のサービスであり、国内及びアジア最大級のハンドメイド作品の CtoC マーケットプレイスへと成長した。

同社は、「Creema」のプラットフォーム基盤を活用することで、クリエイターの活動に資するサービスを順次投入してきた。各サービスを連携させていくことで、クリエイターの活動の上流から下流までの全般をカバーすることができる「クリーマ経済圏」を構築し拡大していくことが、同社の目指すところである。

◆ 4 つの売上区分に分類されるが、マーケットプレイスサービスからの収益が中心

同社はクリエイターエンパワーメント事業の単一セグメントだが、(1) マーケットプレイスサービス、(2) プラットフォームサービス、(3) イベント・ストアサービス、(4) 新サービス群 (21/2 期までは「その他」) に分類されている。売上高の中心は、「Creema」の運営を担うマーケットプレイスサービスで売上高の約 7 割を占めている(図表 1)。

【 図表 1 】 サービス別売上高

(単位：百万円)

	売上高 (連結)											
					前期比 / 前年同期比				売上構成比			
	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期
	1Q				1Q				1Q			
マーケットプレイスサービス	886	1,531	1,577	431	16.7%	72.7%	3.0%	5.6%	58.4%	74.3%	68.8%	72.6%
プラットフォームサービス	288	430	561	146	75.3%	49.4%	30.3%	-11.8%	19.0%	20.9%	24.5%	24.6%
イベント・ストアサービス	336	85	132	12	54.9%	-74.6%	55.2%	-8.5%	22.2%	4.1%	5.8%	2.1%
新サービス群 (21/2期までは「その他」)	6	14	23	4	-31.0%	139.4%	58.1%	-33.2%	0.4%	0.7%	0.9%	0.7%
合計	1,517	2,062	2,294	593	31.9%	35.9%	11.3%	-2.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 1Q は第 1 四半期

23/2 期より新収益認識基準を適用。23/2 期 1Q の前年同期比は 22/2 期 1Q の旧収益認識基準での数値との比較  
(出所) クリーマ有価証券届出書、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

> ビジネスモデル

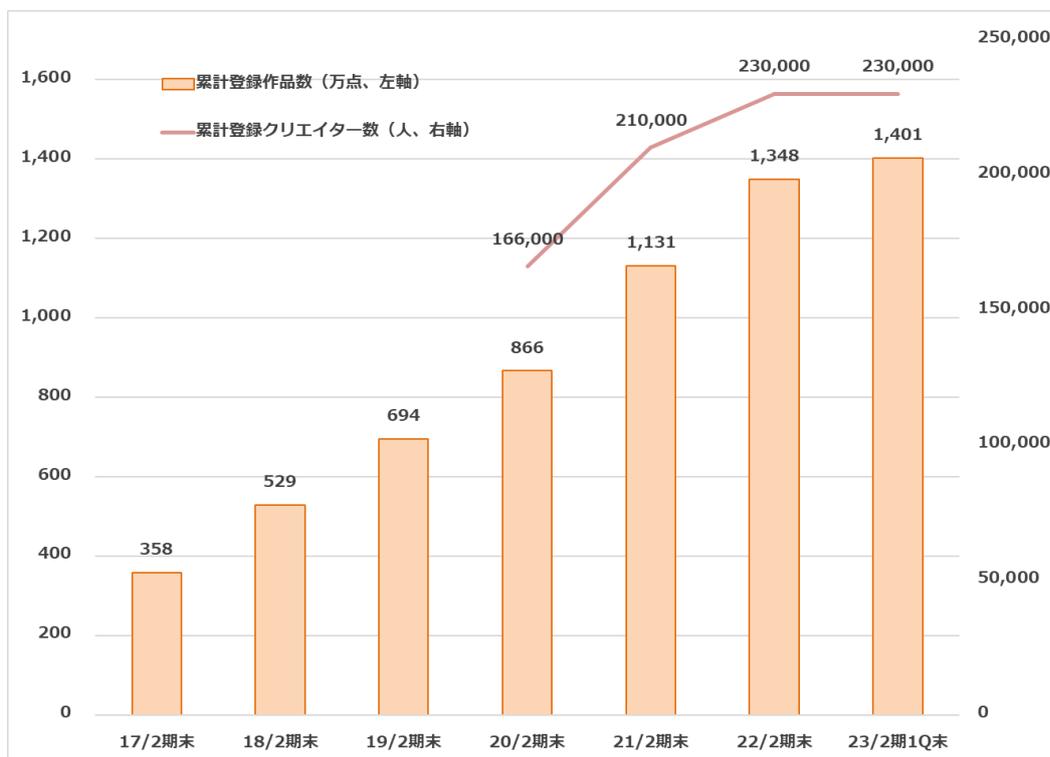
◆ CtoC 型マーケットプレイスの「Creema」

「Creema」は、自分で制作したオリジナルのハンドメイド作品を発表し、販売したいクリエイターと、作品を購入したい生活者（以下、ユーザー）が集うマーケットプレイスである。

22年5月末時点での累計登録数は、クリエイターが約23万人、作品が約1,401万点となっている（図表2）。登録されている作品のジャンルは、アクセサリー・ジュエリー、インテリア雑貨・生活雑貨、ファッション等多岐にわたり、中にはフード・お酒・ドリンクもある。

クリエイターの活動支援というコンセプトを前面に出して展開していることもあり、「Creema」はクリエイターにとって、自身の作品を継続的に世の中に出すことができる表現の場と位置づけられている。そのため、登録するクリエイターは美術系学校で学んだプロ、セミプロが中心である。クリエイターとしては、「Creema」で作品が売れるようになると、他のマーケットプレイスに移る理由がなくなるため、クリエイターの定着率は高いものと推察される。

【 図表 2 】 作品とクリエイターの累計登録数の推移



(注) 1Q は第 1 四半期

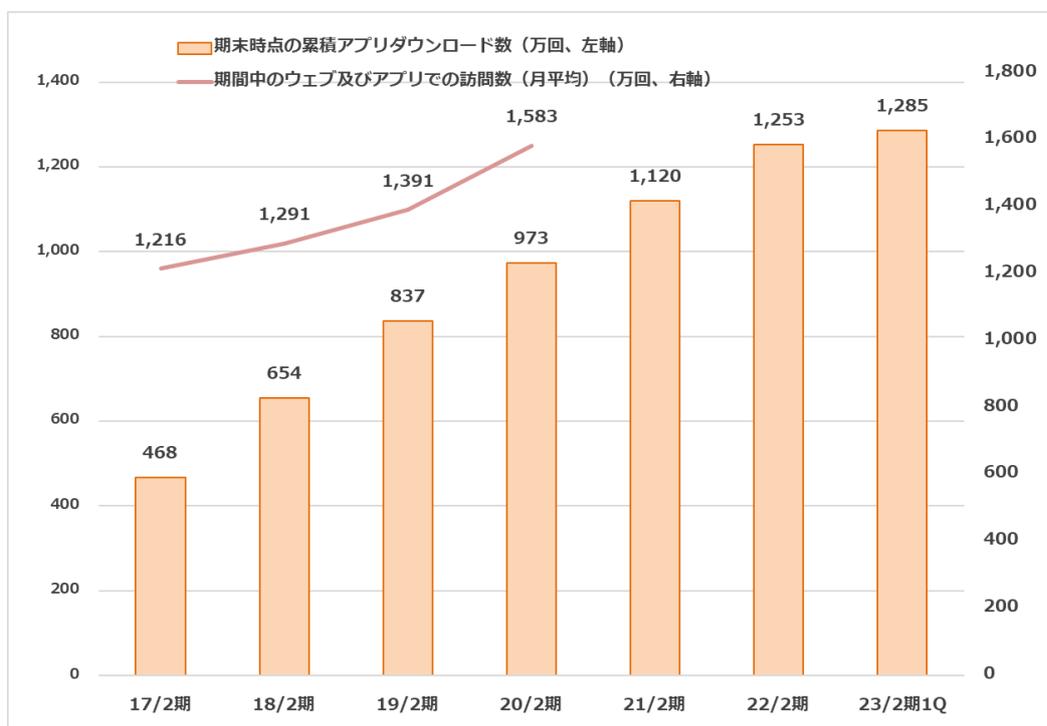
(出所) クリーマ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

プロやセミプロのクリエイターが多いことは、「Crema」には、高品質、高単価な作品が集まりやすくなっていることを意味している。そのことも、良質なハンドメイド作品を見たい、または購入したいというユーザーを集める要因のひとつとなっている。

ユーザーの数は開示されていないが、累積のアプリダウンロード数は22年5月末時点で1,285万回にのぼり、ウェブ及びアプリ経由での訪問数は20/2期で190百万回となっている(21/2期からは具体的な開示がないが、月20~30百万回とされている)(図表3)。なお、同社によると、ユーザーは20代から40代の女性が多く、ハンドメイド作品についての総合的なマーケットプレイスとしてユーザーに認識されているものと推察される。

また、ユーザーがクリエイターと直接コミュニケーションをとることができる仕様になっており、ハンドメイドの作品を介したコミュニティとしての仕組みが構築されている。

【 図表 3 】 アプリダウンロード数と訪問数の推移



(注) 1Qは第1四半期

(出所) クリーム有価証券届出書、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

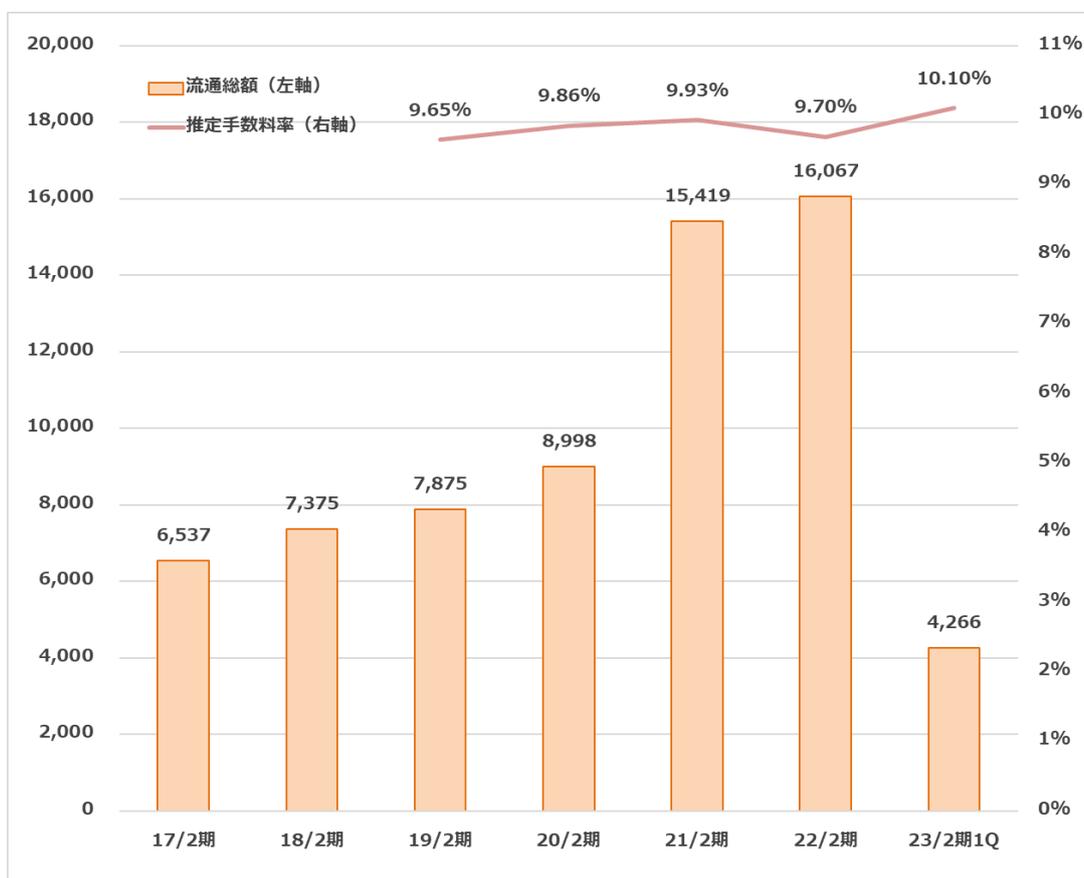
◆ サービス (1) : マーケットプレイスサービス

同社の中核サービスであるマーケットプレイスサービスは、「Creema」上でのハンドメイド作品の売上の決済を仲介することで収益を上げている。ユーザーが作品を購入する際に、同社は、購入代金から一定の売買手数料を差し引き、その残金をクリエイターの口座に入金する。この売買手数料が同社の売上高となる。

従って、マーケットプレイスサービスの売上高は、「Creema」上での流通総額と手数料率によって決定される。流通総額はクリエイターやユーザー、登録作品数の増加に応じて拡大を続けてきた。手数料率は、作品のジャンルによっても異なるものの、全体では 10%程度の水準で安定的に推移している (図表 4)。

【 図表 4 】 「Creema」 の流通総額と推定手数料率の推移

(単位:百万円)



(注) 1Q は第 1 四半期

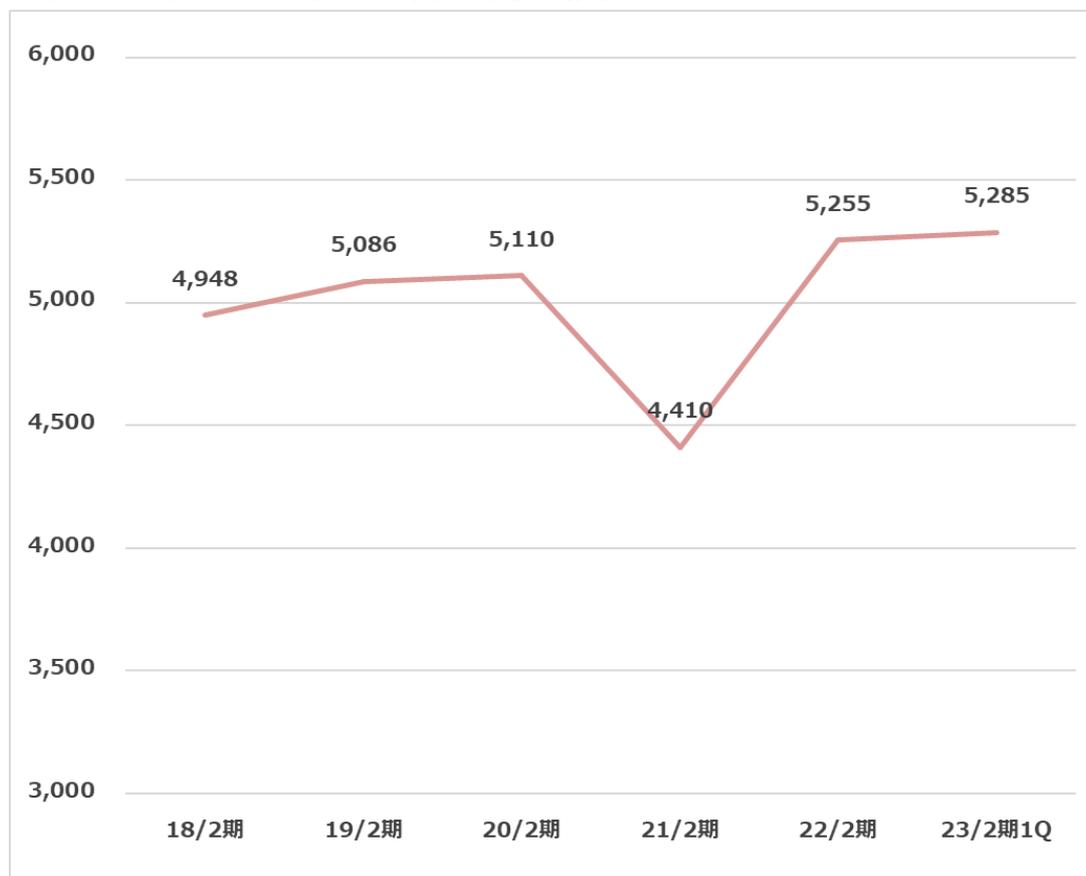
(出所) クリーム有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

取引平均単価は 20/2 期までは 5,000 円近辺で推移してきたが、21/2 期は 4,410 円まで下落した。これは新型コロナウイルス禍の影響で、

21/2 期第 1 四半期と第 2 四半期を中心に、単価が低いマスク関連商品の出品が急増したためである。この現象は一過性のことであり、22/2 期には通常の上昇基調を回復してきている (図表 5)。

【 図表 5 】「Creema」の平均取引単価の推移

(単位:円)



(注) 1Q は第 1 四半期

(出所) クリーム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ サービス (2) : プラットフォームサービス

「Creema」の利用に関連したサービスをプラットフォームサービスとして提供している。現在、以下の 3 つのサービスがある。

- (1) 内部広告サービス (クリエイター向け広告サービス)
- (2) 外部広告サービス (法人・自治体向け広告サービス)
- (3) 会員サービス

内部広告サービスは、クリエイターが自身の作品の広告を「Creema」上の所定の広告枠に表示させるもので、クリエイターが「Creema」での作品の販売増を図るために利用される。表示された広告がクリックされるごとに課金される。

外部広告サービスは、「Creema」のクリエイターやユーザーに閲覧されることを目的に、外部の企業や自治体の広告を掲載するサービスである。企業とのコラボレーション企画案件や、地方自治体のPR案件として展開されている。

会員サービスはクリエイターに向けてのサービスで、作品の販売後の入金タイミングを早めるスピード振込サービスや、作品の創作活動全般に関するコンサルティングを行うプレミアムコンサルサービスがある。前者は入金金額に対する手数料、後者は通常の売買手数料率にサービス分を上乗せした料率の手数料がかかり、それらが同社の売上高となる。

内訳の開示はないが、プラットフォームサービスの中では、内部広告サービスと外部広告サービスの売上高が多くを占めているものと推察される。

#### ◆ サービス(3): イベント・ストアサービス

同社は、クリエイター作品の販路として、オンラインだけではなく、クラフトイベントと、エディトリアルショップ(常設店舗)という2種類のリアルの販路も用意している。

新型コロナウイルス禍で中断しているものもあるが、19年までは以下のクラフトイベントを継続的に開催していた。

- (1) 13年から東京ビッグサイトで開催し、国内最大級のクラフトイベントとなった「HandMade In Japan Fes」
- (2) 14年から大阪と台湾の2カ所で開催している「Creema Craft Party」
- (3) 東京の丸の内仲通りにて定期開催される「Marunouchi Street Market by Creema」

19年夏の「HandMade In Japan Fes」では約3,000店の出店、約50,000人の来場者数、18年に大阪で開催した「Creema Craft Party」では約3,000店の出店、約18,000人の来場者数を記録するほどの集客力を持っていた。なお、「HandMade In Japan Fes」は22年1月から再開されている。

これらのクラフトイベントの開催においては、出展するクリエイターからのイベント出展料、来場者からのイベント入場料、企業からの広告出稿料が同社の売上高となる。

エディトリアルショップは14年に最初の店舗をオープンし、アクセサリーを主軸とした「Creema Store 新宿」と「Creema Store 札幌」、ライフスタイル特化の「暮らしとクリーム」(二子玉川ライズ)の3店舗を構えるまでとなった。しかし新型コロナウイルス禍の影響を受け、20年12月に「暮らしとクリーム」を、22年1月に「Creema Store 新宿」を閉店し、現在は「Creema Store 札幌」のみ運営している。エディトリアルショップでは販売受託の形式を採っており、作品出品料は無料で、販売された際に同社が所定の受託販売料を得ている。

#### ◆ サービス(4): 新規サービス群

新規サービス群(21/2期までは「その他」)は、テスト段階または開発中のサービスである。現在、2つのサービスが具体的な形となっているが、サービスは順次追加されていく予定である。

20年6月にサービスを開始した購入型クラウドファンディングサービス「Creema SPRINGS」は、まだアイデアの段階にあるプロジェクトを提示し、共感するユーザーから資金を募るサービスである。資金を出した支援者は対価として商品やサービスを受け取るようになるため、支援者にとっては、拠出した資金で商品を購入したのと実質同じことになる。同社は、拠出された資金額に対して一定の手数料を受け取っている。

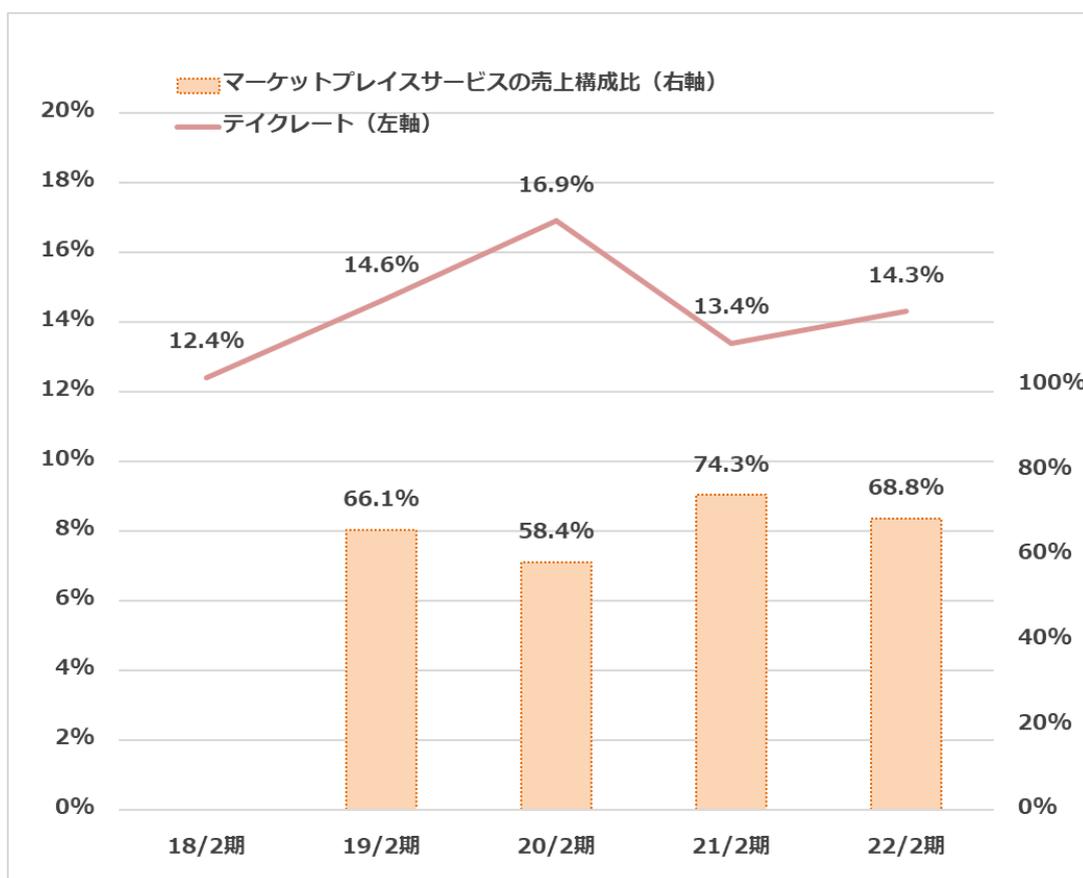
EdTech(エドテック)領域への参入のために21年4月に買収したFANTISTが運営する「FANTIST」は、クリエイティブ領域で必要な技術を学ぶことができるレッスン動画プラットフォームである。現在、単発レッスン、コースレッスンとも動画数の増加を進めている。

#### ◆ 重視する「テイクレート」

「Creema」を中心に複数のサービスを展開していることから、同社は全サービスの売上高を「Creema」の流通総額で割って算出するテイクレートを重視している。「Creema」の手数料率は大きな変更がなければ図表4にある通り10%程度で安定的に推移しているため、テイクレートの上昇は、「Creema」での取引に関する手数料からもたらされる収益(マーケットプレイスサービスの売上高)以外の売上高の増加を意味している。

イベント・ストアサービスの減収によって21/2期に13.4%まで低下したテイクレートは、22/2期に14.3%と持ち直している(図表6)。

【 図表 6 】 テイクレートとマーケットプレイスサービスの売上構成比の推移



(出所) クリーマ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 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7のようにまとめられる。

【 図表 7 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CtoC型のハンドメイドマーケットプレイスのフロントランナーとして確立したポジションと先行優位性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 競合サービスと業界を二分する規模</li> </ul> </li> <li>・「Creema」のプラットフォーム基盤                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- プロ、セミプロ中心の登録クリエイターの困い込み</li> <li>- プロ、セミプロ中心であることによる高品質の作品が集まる状況</li> <li>- 20-40代の女性を中心としたユーザー基盤</li> <li>- 情報発信やコミュニティー機能を持つメディアとしての一面も持つウェブサイト及びアプリ</li> </ul> </li> <li>・マーケットプレイス運営に関するノウハウの蓄積                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特にマーケットプレイスを活性化させるノウハウの蓄積</li> </ul> </li> <li>・主にクリエイターにとっての「Creema」のサービス満足度の高さ</li> <li>・オンラインとリアル(店舗、イベント)の複数の販路の確立                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 国内最大級で業界内での知名度が高いイベントの運営</li> </ul> </li> <li>・マーケットプレイスの基盤をベースに、各種関連サービスを付加できる状況</li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・イベント・ストアサービス(店舗、イベント)が新型コロナウイルス禍の影響を受けやすい状況</li> <li>・創業メンバーである代表取締役社長含む2名の取締役への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内のハンドメイドマーケット市場が成長フェーズにあること                         <ul style="list-style-type: none"> <li>-登録クリエイター及びユーザーの増加</li> <li>- 「Creema」の流通総額の拡大</li> </ul> </li> <li>・「Creema」の知名度向上の余地</li> <li>・「Creema」の中国語圏での成長</li> <li>・新規サービス領域の広がり(M&amp;Aによる新規参入を含む)</li> <li>・テイクレート(全社売上高÷「Creema」流通総額)の上昇余地</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業拡大に必要とする人材を集めることができない可能性</li> <li>・競争激化の可能性</li> <li>・何かしらの事情で短期間に多くのクリエイターが離れてしまう可能性</li> <li>・レピュテーションリスク(サービスブランドの毀損等)</li> <li>・参入した新規サービスが思ったような成果をあげない可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- M&amp;Aの失敗</li> </ul> </li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染拡大の動向と、その影響による先行きの不透明さ</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 先行優位性を獲得した経営を牽引した創業者が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表8に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「業界初のサービスを立ち上げた創業者」である。

創業者で代表取締役社長の丸林耕太郎氏のリーダーシップの下で、業界

に先駆けて CtoC 型のハンドメイドマーケットプレイスを開始したことの先行優位性は大きかった。同社は「クリエイターの活動を支援する」という方針で展開していたこともあり、サービス開始当初は、関係資本の顧客の一方であるクリエイターは集まるものの、もう一方のユーザーがなかなか集まらないという状況にあった。先行して開始したことにより、ユーザーを集めるための試行錯誤の時間があつたことで集客がうまく回るようになり、業界大手としての地位確立に結びついたものと考えられる。

こうして、関係資本である顧客の拡大が流通総額の拡大へつながり、サービスが活性化することで、組織資本のプロセスの強化と、知的財産・ノウハウの蓄積が進み、更なる顧客の拡大につながるという好循環を描くようになっていった。

【 図表 8 】 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	・「Creema」の利用者 (クリエイター)	・登録クリエイター数 (累計)	約220,000人 (22/2期3Q末)	約230,000人 (23/2期1Q末)
		・「Creema」の利用者 (ユーザー/消費者)	・アプリダウンロード数 (累計)	1,218万回 (22/2期3Q末)	1,253万回 (22/2期末)
			・属性	20~40代の女性中心	-----
		・「Creema」の利用状況	・アプリ及びサイトへの訪問数	月2,000~3,000万回	-----
	・流通総額		21/2期154.19億円 22/2期3Q累計117.64億円	22/2期160.67億円 23/2期1Q42.66億円	
	・平均取引単価		21/2期4,410円	22/2期5,255円	
	・出品数 (累計)		21/2期末1,131万点	22/2期末1,348万点	
	・プラットフォームサービスにおける外部広告の協業先	・法人及び地方創生関連の自治体	案件ごとの開示はあるが実績数の開示はなし	-----	
	ブランド	・「Creema」の存在感	・業界における状況	「Creema」と競合サービスの「minne」で業界を二分する状況	-----
		・知名度が高いハンドメイド・クラフトイベント	・イベントブランド	「HandMade In Japan Fes」 「Creema Craft Party」 「丸の内ストリートマーケット」	「HandMade In Japan Fes」 「Creema YAMABIKO FES」
ネットワーク	・メディアとしての発信力を持つコミュニティ	・登録クリエイター数 (累計)	約220,000人 (22/2期3Q末)	約230,000人 (23/2期1Q末)	
組織資本	プロセス	・「Creema」の運営	・SNS総フォロワー数	約90万人	直近の開示なし
		・イベント・ストアの運営	・「Creema」の活性化	特になし	-----
			・「Creema Store」の店舗数	1店舗 (22年1月末)	-----
	知的財産 ノウハウ	・イベントの開催	22/2期は2回開催	23/2期は3回開催	
		・「Creema」を基盤とした、クリエイターの活動支援のためのサービスラインアップの拡充	・テイクレイト	21/2期13.4% 22/2期3Q14.2%	22/2期14.3%
経営陣	・ECサイト構築サービス及びクラウドサービスのノウハウの蓄積	・ハンドメイドマーケットプレイス運営の経験	10年5月のサービス開始より11年経過	10年5月のサービス開始より12年経過	
人的資本	経営陣	・業界初のサービスを立ち上げた創業者	・ハンドメイドマーケットプレイス運営の経験	10年5月のサービス開始より11年経過	10年5月のサービス開始より12年経過
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結73人 単体73人 (21/2期末)	連結84人 単体83人
			・平均年齢	31.0歳 (単体) (21/2期末)	32.0歳 (単体)
			・平均勤続年数	2.4年 (単体) (21/2期末)	2.9年 (単体)
			・平均年間給与	499万円 (単体) (21/2期末)	493万円 (単体)

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 22/2 期上期または 22/2 期上期末、今回は 22/2 期または 22/2 期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所)クリーマ有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイト、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

◆ 22年2月期は売上高こそ期初計画を下回ったが利益は過去最高  
22/2期は、売上高2,294百万円(前期比11.3%増)、営業利益322百万円(同42.7%増)、経常利益363百万円(同77.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益230百万円(同29.3%増)となった。営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益はいずれも過去最高額となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は93.8%、営業利益は102.5%、経常利益は118.4%、親会社株主に帰属する当期純利益は78.7%であった。

サービス別売上高は、マーケットプレイスサービスが前期比3.0%増、プラットフォームサービスが同30.3%増、イベント・ストアサービスが同55.2%増となった。

「Creema」の流通総額は前期比4.2%増の16,067百万円となり、一見すると、以前に比べて伸びが鈍化しているように見受けられるが、これは、21/2期に生じた、新型コロナウイルス禍に伴うハンドメイドマスクの流通という一過性の要因がなくなったためである。なお、新型コロナウイルス禍に伴うマスク関連の流動総額は、21/2期は全体の15,419百万円の約14%に当たる2,201百万円、22/2期は全体の約3%に当たる458百万円であった。このマスク関連の影響を除いた22/2期の流通総額は同18.1%増の15,600百万円であった。

なお、売上高が期初計画を下回ったのは、新型コロナウイルス第5波の感染がおさまった時に、消費者の外出が増えたことで、想定より巣ごもり消費の需要が落ちたことが影響したためである。

また、「Creema」の基盤を活用して外部広告や内部広告のサービスを行うプラットフォームサービスは、「Creema」の流通総額の増加に連動したほか、外部広告で複数の案件の受注・納品があり、増収に貢献した。

イベント・ストアサービスは、期初時点で3店舗あったストアが2店舗閉鎖して1店舗のみとなったが、新型コロナウイルス禍のために21/2期は1回も開催できなかった大型イベントを、22/2期には2回開催したため、増収となった。

売上総利益率は前期比3.0%ポイント低下の96.7%となった。原価が発生する大型イベントの開催が、21/2期は0回だったのに対して22/2期は2回あったことが要因である。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、テレビCMの放映やシステム・インフラ投資、新規

事業投資等が続いているために同 3.6%増となったが、増収効果が上回り、売上高販管費率は同 6.1%ポイント低下の 82.7%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比 3.1%ポイント上昇の 14.1%となった。

なお、イベント開催に関する補助金等が営業外収益に計上されたため、経常増益率が営業増益率を上回り、かつ期初計画を超過する度合いが大きかった。一方、期初計画よりも実効税率が上がったことで、親会社株主に帰属する当期純利益に関しては期初計画を下回った。

## > 最近の変化

### ◆ 新収益認識基準の適用

同社は、23/2 期より新収益認識基準を適用している。主な変更点は、(1) 従来、クリエイターに振り込む支払手数料から控除していたクリエイター負担分の振込手数料は、同社の役務提供の対価として売上高に算入される、(2) 従来販管費に含まれていた、マーケットプレイス上で発生する決済代行会社への決済手数料及び振込時に同社負担となる支払手数料は原価に算入されるという 2 点である。金額で大きな影響があるのは (2) の方であり、23/2 期以降の原価率は、22/2 期までの水準から大きく上昇することとなる。なお、売上高、原価、販管費のどこに計上されるかの変更であるため、新収益認識基準の適用による営業利益への影響はない。

### ◆ 23 年 2 月期の大型投資

同社は 23/2 期に大型投資を実行する。その内容は以下の 3 つである。

- (1) 「Creema」の認知度を上げるためのテレビ CM を含む広告宣伝
- (2) 「Creema」のシステム・インフラ投資
- (3) 新サービス群の拡大・強化のためのサービス開発投資

同社は、ハンドメイドマーケットプレイスのサービス及び「Creema」の認知度にはまだ上昇の余地があると見ており、テレビ CM は新たなユーザーの獲得を目的としたものである。

同社によると、従来通りの投資に加えて、(1) と (2) で合わせて 602 百万円、(3) で 310 百万円が投資され、23/2 期は 447 百万円の営業損失を甘受する計画である。なお、いずれも一時的な費用と同社は見ており、現時点では、24/2 期は営業黒字を回復する方針である。

**> 今後の業績見通し****◆ 23年2月期会社計画**

23/2 期の会社計画は、売上高 2,872 百万円 (前期比 25.2%増)、営業損失 447 百万円 (前期は 322 百万円の利益)、経常損失 454 百万円 (同 363 百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失 376 百万円 (同 230 百万円の利益) である (図表 9)。同社は 23/2 期から新収益認識基準を適用しており、前期比は旧基準での前期の金額との比較である (以下、同じ)。

サービス別売上高は、マーケットプレイスサービスが前期比 18.3%増、プラットフォームサービスが同 20.5%増、イベント・ストアサービスが同 89.7%増を計画している。マーケットプレイスサービスに直接関係する「Creema」の流通総額は、同 19.3%増の 19,169 百万円としている。プラットフォームサービスは、流通総額の増加に応じて外部広告、内部広告の伸長が牽引する見込みである。イベント・ストアサービスは、大型イベントの開催回数が 3 回 (前期は 2 回) になることを見込んでいる。

売上総利益率は前期比 19.8%ポイント低下の 76.9%を計画している。23/2 期からの新収益基準適用により、従来販管費に計上されていた決済手数料や支払手数料が原価に計上されるようになったことが最大の要因であるが、原価が発生するイベントの増加も売上総利益率低下の一因としている。

販管費は前期比 39.9%増、売上高販管費率は同 9.7%ポイント上昇の 92.4%を計画している。「Creema」に対する広告宣伝とシステム・インフラ開発に加え、新サービス群の拡大・強化に向けた人件費及び外注費の増加を予定しているためである。これらより、23/2 期は 447 百万円の営業損失になると計画している。

なお、同社は、24/2 期までの中期経営計画及び数値目標を公表していたが、23/2 期に大型投資に舵を切ったことにより、今後計画の見直しが行われる予定である。

【 図表 9 】 クリームの 23 年 2 月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後	
	20/2期 実績	21/2期 実績	22/2期 実績	23/2期会社計画	
					前期比
売上高	1,517	2,062	2,294	2,872	25.2%
マーケットプレイスサービス	886	1,531	1,577	1,867	18.3%
売上構成比	58.4%	74.3%	68.8%	65.0%	-
プラットフォームサービス	288	430	561	676	20.5%
売上構成比	19.0%	20.9%	24.5%	23.5%	-
イベント・ストアサービス	336	85	132	252	89.7%
売上構成比	22.2%	4.1%	5.8%	8.8%	-
その他	6	14	23	75	225.8%
売上構成比	0.4%	2.1%	2.1%	2.7%	-
売上総利益	1,405	2,057	2,219	2,208	-0.5%
売上総利益率	92.6%	99.7%	96.7%	76.9%	-
販売費及び一般管理費	1,357	1,831	1,897	2,655	39.9%
売上高販管費率	89.4%	88.8%	82.7%	92.4%	-
営業利益	48	226	322	-447	-
売上高営業利益率	3.2%	11.0%	14.1%	-15.6%	-
経常利益	45	204	363	-454	-
売上高経常利益率	3.0%	9.9%	15.8%	-15.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-28	178	230	-376	-
売上高当期純利益率	-1.8%	8.6%	10.1%	-13.1%	-

(注) 23/2 期より新収益認識基準適用。23/2 期の前期比は新基準適用前の 22/2 期実績値との比較

(出所) クリーム有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 23 年 2 月期第 1 四半期業績

23/2 期第 1 四半期業績は、売上高 593 百万円（前年同期比 2.1%減）、営業利益 19 百万円（同 87.0%減）、経常利益 18 百万円（同 87.4%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 33 百万円（同 73.8%減）であった。売上高の通期計画に対する進捗率は 20.7%である。

サービス別売上高は、マーケットプレイスサービスが前年同期比 5.6%増、プラットフォームサービスが同 11.8%減、イベント・ストアサービスが同 8.5%減となった。

新型コロナウイルス禍による行動制限がかかっていないため、巣ごもり消費の反動減が生じ、「Creema」の流通総額が前年同期比 2.3%増の 4,266 百万円に留まった。この結果、マーケットプレイスサービスは小幅増収にとどまった。さらに、プラットフォームサービスにおいて、前年同期にあった外部広告の大型案件の納品に相当するものがなかったため、プラットフォームサービスは減収となったことも影響した。

売上総利益率は 79.2%と前年同期の 98.7%より 19.5%ポイント低下した。先述の通り、新収益認識基準の適用の影響によるものである。ま

た、販管費は前年同期比 0.2%増、売上高販管費率は同 1.7%ポイント上昇の 75.9%となった。従来販管費に計上されていた決済手数料及び支払手数料が原価計上されたことから、本来なら売上高販管費率は大幅に改善すべきところである。しかし、前年同期比ほぼ横ばいとなったのは、計画通りに大型投資が実行されたためである。なお、第 1 四半期には大型の広告宣伝費はかけていない。これらの結果、23/2 期第 1 四半期の売上高営業利益率は同 21.2%ポイント低下の 3.3%となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 2 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 23/2 期業績について、第 1 四半期までの進捗も踏まえ、売上高 2,856 百万円（前期比 24.5%増）、営業損失 430 百万円（前期は 322 百万円の利益）、経常損失 434 百万円（同 363 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失 347 百万円（同 230 百万円の利益）とした。会社計画に対しては、売上高は若干下回るものの、損失は若干縮小の水準を予想した（図表 10）。

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) 「Creema」の流通総額は、平均取引単価と取引点数から予想した。過去の取引点数は流通総額を平均取引単価で割って算出した概算である。平均取引単価は前期比 3.0%低下の 5,100 円、取引点数は同 19.4%増の 365 万点とし、流通総額は同 15.9%増の 18,615 百万円とした。

当センターの流通総額予想が前期比 19.3%増の 19,169 百万円としている会社計画を下回るのは、大型の広告宣伝をかけて流入してくる新規ユーザーの平均取引単価が、既存ユーザーの平均取引単価よりも低くなると予想したためである。

- (2) マーケットプレイスサービスの売上高は、流通総額の 10.0%として前期比 18.0%増の 1,861 百万円とした。プラットフォームサービスの売上高は、外部広告の伸びを想定して同 19.4%増 670 百万円とした。イベント・ストアサービスは、イベントの再開による増収を考慮して同 88.2%増とした。
- (3) この結果、テイクレート（全売上高÷流通総額）は 15.3%になるものとした（会社計画では 15.0%）。売上高について会社計画を下回るのは、(1) で記載した通り流通総額を保

守的に見込んだことが要因である。

- (4) 売上総利益率は前期比 17.7%ポイント低下の 77.0%とした(会社計画は 76.9%)。新収益認識基準の適用に伴う原価の増加を考慮した。
- (5) 同社の大型投資の方針を考慮して、販管費は会社計画並みの前期比 38.7%増とし(会社計画は同 39.9%増)、売上高販管費率は同 9.4%ポイント低下の 92.1%とした(会社計画は 92.4%)。これらの結果、23/2 期は 430 百万円の営業損失と予想した。販管費を会社計画より若干少なく見ているため、会社計画より営業損失は若干下回る予想となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年2月期以降

24/2 期以降について、24/2 期は前期比 28.1%増収、25/2 期は同 21.4%増収を予想した。「Crema」の流通総額が年 20%超の拡大を続けることを想定している。

新規事業の売上貢献等によるセールスマックスの変化により、24/2 期以降、売上総利益率は徐々に低下していくものとした。一方、販管費については、24/2 期は 23/2 期の大型投資の反動による減少、25/2 期は通常ペースでの増加を見込み、売上高販管費率は 24/2 期 59.3%、25/2 期 55.3%へと低下していくものとした。これらより、24/2 期には営業黒字を回復し、売上高営業利益率は 24/2 期 15.7%、25/2 期 19.7%へと上昇していくものと予想した。前回予想の 23/2 期 15.2%、24/2 期 19.2%という売上高営業利益率を 1 年後ろ倒しで目指していく格好になるものと予想した。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用前								
	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期CE (今回)	23/2期CE (前回中計)	24/2期CE (前回中計)	23/2期E (今回)	23/2期E (前回)	24/2期E (今回)	24/2期E (前回)	25/2期E	
損益計算書												
売上高	1,517	2,062	2,294	2,872	3,281	4,186	2,856	3,220	3,659	4,159	4,444	
前期比	31.9%	35.9%	11.3%	25.2%	34.1%	27.6%	24.5%	37.2%	28.1%	29.2%	21.4%	
製品及びサービス別												
マーケットプレイスサービス	886	1,531	1,577	1,867	1,968	2,386	1,861	1,962	2,317	2,429	2,808	
前期比	16.7%	72.7%	3.0%	18.3%	20.9%	21.2%	18.0%	21.9%	24.5%	23.8%	21.2%	
構成比	58.4%	74.3%	68.8%	65.0%	60.0%	57.0%	65.2%	60.9%	63.3%	58.4%	63.2%	
プラットフォームサービス	288	430	561	676	754	920	670	745	892	935	1,081	
前期比	75.3%	49.4%	30.3%	20.5%	27.9%	22.0%	19.4%	28.0%	33.1%	25.5%	21.2%	
構成比	19.0%	20.9%	24.5%	23.5%	23.0%	22.0%	23.5%	23.2%	24.4%	22.5%	24.3%	
イベント・ストアサービス	336	85	132	252	295	293	250	250	300	250	330	
前期比	54.9%	-74.6%	55.2%	89.7%	72.7%	-0.8%	88.2%	150.0%	20.0%	0.0%	10.0%	
構成比	22.2%	4.1%	5.8%	8.8%	9.0%	7.0%	8.8%	7.8%	8.2%	6.0%	7.4%	
新規サービス群(その他)	6	14	23	75	262	544	75	262	150	544	225	
前期比	-31.0%	139.4%	58.1%	225.8%	377.2%	107.3%	225.8%	377.2%	100.0%	107.3%	50.0%	
構成比	0.4%	0.7%	1.0%	2.6%	8.0%	13.0%	2.6%	8.2%	4.1%	13.1%	5.1%	
主要KPI												
「Creema」流通総額(百万円)	8,998	15,419	16,067	19,169	19,763	24,307	18,615	19,620	23,175	24,295	28,080	
前期比	14.3%	71.4%	4.2%	19.3%	21.4%	23.0%	15.9%	21.9%	24.5%	23.8%	21.2%	
登録作品数(万点)	866	1,131	1,348	-	-	-	-	-	-	-	-	
*サービス開始からの累積												
前期比	24.7%	30.7%	19.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	
アプリダウンロード数(万回)	973	1,120	1,253	-	-	-	-	-	-	-	-	
*サービス開始からの累積												
前期比	16.2%	15.1%	11.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	
平均取引単価(円)	5,110	4,410	5,255	-	-	-	5,100	5,450	5,150	5,650	5,200	
取引点数(万点)	176.0	349.6	305.7	-	-	-	365.0	360.0	450.0	430.0	540.0	
テイクレート(売上高÷流通総額)	16.9%	13.4%	14.3%	15.0%	16.6%	17.2%	15.3%	16.4%	15.8%	17.1%	15.8%	
売上総利益	1,405	2,057	2,219	2,208	-	-	2,199	2,994	2,744	3,817	3,333	
前期比	34.1%	46.3%	7.9%	-0.5%	-	-	-0.9%	32.3%	24.8%	27.5%	21.4%	
売上総利益率	92.6%	99.7%	96.7%	76.9%	-	-	77.0%	93.0%	75.0%	91.8%	75.0%	
販売費及び一般管理費	1,357	1,831	1,897	2,655	-	-	2,630	2,504	2,169	3,019	2,458	
前期比	-4.1%	34.9%	3.6%	39.9%	-	-	38.7%	28.1%	-17.5%	20.6%	13.3%	
売上高販管費率	89.4%	88.8%	82.7%	92.4%	-	-	92.1%	77.8%	59.3%	72.6%	55.3%	
営業利益	48	226	322	-447	-	-	-430	490	575	798	874	
前期比	-	364.4%	42.7%	-	-	-	-	59.7%	-	63.0%	52.0%	
売上高営業利益率	3.2%	11.0%	14.1%	-15.6%	-	-	-15.1%	15.2%	15.7%	19.2%	19.7%	
経常利益	45	204	363	-454	-	-	-434	483	573	794	874	
前期比	-	346.0%	77.5%	-	-	-	-	60.7%	-	64.2%	52.5%	
売上高経常利益率	3.0%	9.9%	15.8%	-15.8%	-	-	-15.2%	15.0%	15.7%	19.1%	19.7%	
親会社株主に帰属する当期純利益	-28	178	230	-376	-	-	-347	338	401	556	612	
前期比	-	-	29.3%	-	-	-	-	18.4%	-	64.2%	52.5%	
売上高当期純利益率	5.6%	8.6%	10.1%	-13.1%	-	-	-12.2%	10.5%	11.0%	13.4%	13.8%	

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

23/2期より新収益認識基準適用。23/2期の前期比は新基準適用前の22/2期実績値との比較

23/2期以降の前期予想は新収益認識基準適用前の基準で作成したもの

(出所) クリーム有価証券届出書、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 11 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用前							
	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期CE (今回)	23/2期CE (前期中計)	24/2期CE (前期中計)	23/2期E (今回)	23/2期E (前回)	24/2期E (今回)	24/2期E (前回)	25/2期E
<b>貸借対照表</b>											
現金及び預金	1,403	2,885	2,953	-	-	-	2,676	3,046	3,424	3,480	4,403
受取手形及び売掛金	447	645	623	-	-	-	777	1,007	995	1,301	1,208
たな卸資産	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	8	37	20	-	-	-	20	21	20	21	20
流動資産	1,859	3,568	3,598	-	-	-	3,474	4,076	4,440	4,804	5,633
有形固定資産	21	18	3	-	-	-	3	15	3	14	3
無形固定資産	-	-	132	-	-	-	98	83	63	66	41
投資その他の資産	62	107	155	-	-	-	155	388	155	538	155
固定資産	84	126	291	-	-	-	256	488	222	620	200
資産合計	1,943	3,694	3,889	-	-	-	3,731	4,564	4,663	5,424	5,833
買掛金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金	91	217	101	-	-	-	128	289	164	332	199
未払費用	40	51	56	-	-	-	71	80	91	103	111
未払法人税等	36	51	62	-	-	-	0	124	83	203	127
前受金	28	49	74	-	-	-	79	77	102	99	124
預り金	944	1,460	1,619	-	-	-	1,999	1,771	2,561	2,079	3,110
短期借入金	275	100	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	27	266	176	-	-	-	194	173	112	119	60
その他	87	116	87	-	-	-	87	90	87	90	87
流動負債	1,533	2,313	2,177	-	-	-	2,560	2,606	3,203	3,029	3,821
長期借入金	371	298	381	-	-	-	187	241	75	122	15
その他	-	-	9	-	-	-	9	9	9	9	9
固定負債	371	298	391	-	-	-	197	251	85	131	25
純資産合計	39	1,081	1,320	-	-	-	972	1,706	1,374	2,262	1,986
(自己資本)	37	1,081	1,319	-	-	-	972	1,705	1,373	2,261	1,986
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	8	146	358	-	-	-	-434	483	573	794	874
減価償却費	16	3	15	-	-	-	19	2	19	2	19
売上債権の増減額 (-は増加)	-101	-198	23	-	-	-	-153	-273	-218	-293	-213
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金の増減額 (-は減少)	12	124	-125	-	-	-	27	55	36	42	35
前受金の増減額 (-は減少)	-28	20	25	-	-	-	5	20	22	22	21
預り金の増減額 (-は減少)	-197	515	153	-	-	-	380	245	562	308	549
法人税等の支払額	-1	-37	-45	-	-	-	24	-33	-88	-158	-218
その他	127	115	-11	-	-	-	14	21	20	23	19
営業活動によるキャッシュ・フロー	-164	689	394	-	-	-	-99	538	943	758	1,092
有形固定資産の取得による支出	-32	0	0	-	-	-	-1	-1	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	-	-	0	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	-88	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の売却による収入	-	-	0	-	-	-	0	0	0	0	0
連結の範囲の変更に伴う	-	-	-24	-	-	-	0	-	0	-	0
子会社株式の取得による支出	-	-	-	-	-	-	0	-	0	-	0
敷金及び保証金の差入・回収による収支	3	-5	-102	-	-	-	0	-	0	-	0
その他	-	-	-	-	-	-	0	-150	0	-150	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-29	-5	-215	-	-	-	-1	-151	-1	-151	-1
短期借入金の増減額 (-は減少)	175	-175	-100	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	48	166	-20	-	-	-	-176	-186	-194	-173	-112
株式の発行による収入	199	859	-	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得による支出	-	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0
新株予約権の発行による収入	0	-	-	-	-	-	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	-	-	7	-	-	-	0	-	0	-	0
自己新株予約権の取得による支出	-	-54	-	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	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	422	796	-112	-	-	-	-176	-186	-194	-173	-112
換算差額	-4	2	2	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	223	1,481	68	-	-	-	-277	201	748	433	979
現金及び現金同等物の期首残高	1,179	1,403	2,885	-	-	-	2,953	2,844	2,676	3,046	3,424
現金及び現金同等物の期末残高	1,403	2,885	2,953	-	-	-	2,676	3,046	3,424	3,480	4,403

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

23/2期より新収益認識基準適用。23/2期以降の前回予想は新収益認識基準適用前の基準で作成したもの(出所)クリーマ有価証券届出書、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

### ◆ Apple 及び Google の方針が変化する可能性

「Creema」のアプリは、Apple や Google のプラットフォームを通じて提供されている。現時点では特段問題はないが、これら2社の方針等の変更により、契約内容や取引条件等が変更される可能性がある点には留意が必要である。

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の影響

現在、新型コロナウイルス禍は感染第7波となっているが、行動制限を伴うまん延防止等重点措置や緊急事態宣言は発出されていない。今後、陽性者数が更に増加した場合、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

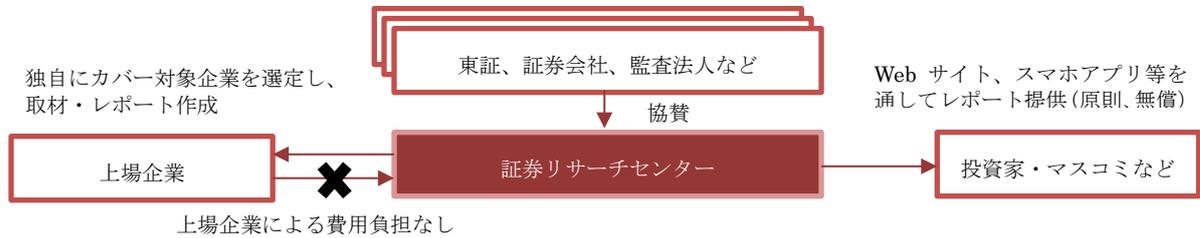
### ◆ 配当について

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。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

## 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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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、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。