

# ホリスティック企業レポート ナルネットコミュニケーションズ 5870 東証グロース

アップデート・レポート  
2025年7月25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 20250722

# ナルネットコミュニケーションズ(5870 東証グロース)

発行日: 2025/7/25

**リース会社等が保有する自動車のメンテナンス管理等を受託  
メーカー系リース会社との取引増加等により、26年3月期からの利益回復を予想**

## > 要旨

### ◆ リース会社等が保有する自動車のメンテナンス管理等を受託

- ナルネットコミュニケーションズ(以下、同社)は、自動車リース会社等の自動車関連企業から法人・個人ユーザーに対する車両管理及びメンテナンス管理等の業務を受託する自動車関連 BPO 事業を展開している。
- 25/3 期の事業別売上高構成比は、メンテナンス受託(法人向けリース会社から車両のメンテナンス管理を一括受託)が 81.7%、BPO(リース会社等から部分的な業務を受託)が 5.8%、MLS(個人向けリース会社から特定の業務を受託)が 5.3%、その他が 7.2%であった。

### ◆ 25年3月期決算は11%増収、16%営業減益

- 25/3 期決算は、11.3%増収、16.1%営業減益であった。メーカー系リース会社との取引拡大等により、売上高が好調であった一方、原材料高によるタイヤ関連費用の増加や、新車リース受注獲得が好調で冬タイヤ支給コストが大きく増加したことから売上総利益率が悪化し、営業利益率は前期比 1.7%ポイント悪化の 5.2%となった。

### ◆ 26年3月期会社計画は22%増収、57%営業増益

- 26/3 期について同社は、メンテナンス受託事業や BPO 事業等の拡大を想定し、21.9%増収、56.7%営業増益を見込んでいる。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、25/3 期実績や同社の施策等を踏まえて 26/3 期予想を見直し、売上高を 9,747 百万円→10,270 百万円(前期比 20.2%増)、営業利益を 631 百万円→680 百万円(同 53.8%増)に上方修正した。

### ◆ メンテナンス受託事業の拡大等により、長期的にも増益を予想

- 当センターでは、25/3 期実績や同社の施策等を踏まえ、27/3 期の業績予想も上方修正し、28/3 期の業績予想を新たに策定した。
- メーカー系リース会社との取引増加等に伴うメンテナンス受託事業の拡大等により、27/3 期は前期比 13.7%増収、14.8%営業増益、28/3 期は同 12.3%増収、14.1%営業増益と予想している。

## 【5870 ナルネットコミュニケーションズ 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)
2024/3	7,672	9.2	523	2.3	511	4.0	305	-51.0	57.7	613.5	15.0
2025/3	8,542	11.3	442	-16.1	430	-15.8	238	-21.9	44.7	643.0	15.0
2026/3 CE	10,410	21.9	692	56.7	678	57.6	410	72.1	76.9	-	15.0
2026/3 E	10,270	20.2	680	53.8	667	54.9	407	70.8	76.3	704.4	15.0
2027/3 E	11,681	13.7	781	14.8	772	15.8	468	15.0	87.8	777.1	21.0
2028/3 E	13,113	12.3	891	14.1	885	14.6	542	15.8	101.7	857.8	26.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト:大間知 淳  
+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】

	2025/7/18		
株価 (円)	694		
発行済株式数 (株)	5,332,100		
時価総額 (百万円)	3,700		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	15.5	9.1	7.9
PBR (倍)	1.1	1.0	0.9
配当利回り (%)	2.2	2.2	3.0

## 【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン (%)	4.8	19.0	0.1
対TOPIX (%)	5.5	12.0	-1.3

## 【株価チャート】



## 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

(注 1) BPO (Business Process Outsourcing) とは、特定の業務プロセスを専門の外部企業に委託する手法を意味する。

◆ リース会社等が保有する自動車のメンテナンス管理等を受託

ナルネットコミュニケーションズ (以下、同社) は、自動車リース会社等の自動車関連企業から法人・個人ユーザーに対する車両管理及びメンテナンス管理等の業務を受託する自動車関連 BPO<sup>注1</sup> 事業を展開している。

同社は、自動車関連 BPO 事業の単一セグメントであるが、事業を、メンテナンス受託、MLS (マイカーリースサポート)、BPO (ビジネス・プロセス・アウトソーシング)、その他に区分している。25/3 期における事業別売上高構成比は、メンテナンス受託 81.7%、BPO 5.8%、MLS 5.3%、その他 7.2%であった (図表 1)。

【 図表 1 】 事業別売上高の推移

(単位: 百万円)

	23/3期		24/3期		25/3期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
メンテナンス受託	5,790	82.4%	6,264	81.7%	6,984	81.7%
BPO	388	5.5%	414	5.4%	493	5.8%
MLS	305	4.4%	367	4.8%	451	5.3%
その他	543	7.7%	626	8.2%	614	7.2%
合計	7,027	100.0%	7,672	100.0%	8,542	100.0%

(注) 各事業の売上高の和は端数処理の関係で合計と一致しない  
(出所) 決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

(1) メンテナンス受託事業

同社はメンテナンス受託事業として、法人向けリースサービス提供者や一般法人等から車両管理における点検・車検・修理等のメンテナンス管理部分を一括で受託している。同社は自社工場を保有しておらず、25/3 期末時点で全国 13,031 カ所の提携整備工場に整備を委託している。結果、スピーディーで低コストのサービスを提供している。顧客のリース期間に合わせてメンテナンス管理業務を受託しており、複数年契約が大多数であるため、安定した事業基盤となっている。

24 年 9 月には、I D O M (7599 東証プライム) の関連会社で、カーリースやレンタカーのサービス (ノレル/ノレル GO) を提供する IDOM Caas Technology 向けサービスの提供を開始した (契約の一部は BPO 事業や MLS 事業に該当する)。

(2) BPO 事業

同社の業務は全て BPO サービスであるが、メンテナンス受託事業及び MLS 事業のメンテナンス関連業務を除く、部分的な BPO ビジネスとして、メンテナンス費用管理等のデータ管理サービス、タイヤ保管サービス、納税管理サービス等の車両に係る多種多様な業務をリース会社等から受託している。

① データ管理サービス

自動車関連企業の自動車整備及び管理を同社のシステム及びコールセンターの活用によりトータルでサポートするサービスである。

② タイヤ保管サービス

シーズン毎に履き替えを行うタイヤの保管及び作業手配等の管理に関する業務を一括して受託するサービスである。

③ 納税管理サービス

自動車税に関する業務を一括で受託するサービスである。

なお、24年8月には、伊藤忠商事(8001 東証プライム)グループの中古車販売会社 WECARS(ウィーカーズ)から販売車両の納車前整備を受託した。

(3) MLS 事業

個人向けリースサービス事業者からリース車両のメンテナンス管理業務を受託している。メンテナンス受託事業では故障修理を含んだ契約内容となっている一方、MLS 事業では決められたサイクルによる点検基本工賃と、決められた作業及び消耗品の交換のみの限定的な契約内容となっている。

(4) その他事業

オートリース、リース車両の売却、ワランティ(故障修理保険)、メンテナンスパック等の事業である。

◆ 売上総利益(率)、営業利益、管理台数を重視している

同社は、事業の継続的な拡大を通じて企業価値の向上を目指しており、「売上総利益」と「営業利益」を経営指標として重視している。また、事業拡大を計る KPI として「管理台数」、収益性を計る KPI として「売上総利益率」を挙げている。25/3 期末時点の総管理台数は、幅広いサービス領域を武器とした新規契約の獲得により、前期末比 9.4%増加した。19/3 期から 25/3 期までの期間では、年平均 18.9%で増加している(図表 2)。

【図表 2】事業別管理台数の推移

(単位:台)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
メンテナンス受託	53,707	55,397	57,948	65,027	72,190	74,621	82,908
MLS	156	21,363	29,978	51,547	64,571	74,565	83,487
BPO	17,434	17,260	17,034	26,462	29,267	32,438	36,361
その他	455	398	370	363	367	371	373
合計	71,752	94,418	105,330	143,399	166,395	181,995	203,129

(出所) 有価証券届出書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

総管理台数が増加した結果、期末時点における契約済み案件から、将来得られる売上総利益の総額である「ストック収益」は 25/3 期末には 54.6 億円（メンテナンス受託事業と BPO 事業からなる法人向け 39.0 億円、MLS 事業からなる個人向け 15.6 億円の合計）に達しており、同社の安定的な事業基盤を形成している。25/3 期末におけるストック収益は 25/3 期の売上総利益（23.7 億円）の 2.3 年分に相当する（図表 3）。

ちなみに、ストック収益はメンテナンス受託事業では、契約済みの残存メンテナンス料金に過去 5 年の平均売上総利益率を乗じて算出している。MLS 事業と BPO 事業では、契約済みの残存手数料が該当する。

【 図表 3 】 期末時点のストック収益(売上総利益)の推移

(単位: 億円)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
法人向け	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	27.9	28.6	30.8	32.8	35.6	39.0
個人向け	-	-	-	-	-	-	-	5.6	7.3	11.7	13.0	13.6	15.6
合計	13.6	16.5	19.1	21.5	22.9	24.1	26.5	33.5	35.9	42.5	45.8	49.2	54.6

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 日本カーソリユーズ等の特定顧客への依存度が高い

同社は、自動車を法人・個人ユーザーに賃貸するリースサービス事業者にサービスを提供している。主要顧客としては、東京センチュリー（8439 東証プライム）の連結子会社である日本カーソリユーズ、トヨタ自動車（7203 東証プライム）のグループ会社であるトヨタモビリティサービス、三十三フィナンシャルグループ（7322 東証プライム）傘下の三十三リース、トヨタレンタリース名古屋（名古屋市西区）等が挙げられる。

中でも、売上高に占める日本カーソリユーズとトヨタモビリティサービス向けの比率は、各々、24/3 期が 16.4%、13.2%、25/3 期が 15.9%、13.5%であった。同社は元々独立系であり、特定顧客と特別な関係があるわけでないが、結果的に当該 2 社に対する依存度が比較的高くなっている（図表 4）。

【 図表 4 】 主要顧客別売上高の推移

相手先	22/3期		23/3期		24/3期		25/3期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
日本カーソリユーズ	1,217	19.0	1,225	17.4	1,257	16.4	1,361	15.9
トヨタモビリティサービス	327	5.1	769	11.0	1,014	13.2	1,155	13.5

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

メンテナンス受託事業においては、従来は金融系等のメーカー系以外のリース会社向けが売上高の中心を占めていたが、整備士不足への対応を迫られたメーカー系リース会社向けの売上高が近年、大幅に伸びている(図表5)。

【図表5】メンテナンス受託事業の顧客層別売上高の推移 (単位: 百万円)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期計画
メーカー系リース会社	618	635	719	1,042	1,577	1,943	2,303	3,254
金融系等のメーカー系リース会社以外	3,176	3,934	4,053	4,054	4,185	4,268	4,633	4,867
その他	21	18	9	38	27	52	47	10

(注) その他は個人向け等

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 月額定額料金であっても、売上高は車検実施年度や下期に偏重

主力事業であるメンテナンス受託において、同社は、主として、契約期間と受託業務の内容に応じた総料金を契約月数で除して算出される定額料金を顧客から毎月受領している。一般的な契約では、車検(新車は3年後、初回車検後は2年毎)及び冬タイヤへの交換等の請負作業と、その他の整備や部品交換等の車両メンテナンス機会の提供が業務内容となっている。

その他の整備や部品交換等の業務については月額定額で売上計上される一方、原価金額が大きい車検やタイヤ交換については作業実施時に売上計上される。そのため、管理台数が一定の契約であっても、車検の実施年度は売上高が大きくなる。また、車検の実施が多い第4四半期の売上高や、冬タイヤへの交換が多い第3四半期の売上高が、第1四半期や第2四半期に比べて大きくなる傾向がある。

結果として、中間期(以下、上期)においては、顧客からの毎月の入金額よりも売上計上額は小さくなり、その差額は契約負債として積み上がっていくため、同社の契約負債には年度末から第2四半期末に掛けて増加するという季節性がある。

### ◆ のれん償却額等を反映した EBITDA マージンは 10%超を確保

同社の25/3期の売上総利益率は27.8%である。売上原価は、自動車関連BPO事業売上原価(構成比94.3%)と、車両販売(その他売上)に対応する仕入高等である商品売上原価(同5.7%)によって構成されている。

自動車関連BPO事業売上原価は、主としてメンテナンス受託事業のメンテナンス費用であり、その98.1%がタイヤやオイル等を中心とし

た交換部品の仕入費用や提携整備工場に支払う工賃である外注費によって占められている。残りの 1.9%は減価償却費等の経費である。25/3 期のメンテナンス受託事業の売上総利益率は 19.2%であった。

MLS 事業と BPO 事業は手数料ビジネスであり、売上原価は基本的に発生しないため、24/3 期までは売上高と売上総利益がほぼ一致していた。25/3 期には、MLS 事業においては、IDOM Caas Technology 向けサービスの一部で売上原価が計上されたほか、BPO 事業においても、WECARS 向けサービスで売上原価が計上された。結果、25/3 期の売上総利益率は、MLS 事業が 96.7% (前期は 98.9%)、BPO 事業が 89.2% (同 98.1%) となった。

25/3 期の販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は 1,934 百万円であり、販管費率は 22.6%に抑えられている。内訳としては、人件費が 1,110 百万円、顧客関連資産償却額が 189 百万円、のれん償却額が 102 百万円、減価償却費が 89 百万円であり、固定費が中心と推測される。

25/3 期の営業利益率は 5.2%と、さほど高い水準ではないものの、営業利益に減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却額を加算した EBITDA は 872 百万円、EBITDA マージンは 10.2%と良好な水準である。

#### ◆ 顧客関連資産とのれんの残高が高水準である

同社の 25/3 期末における自己資本比率は 34.6%と低水準である (図表 6)。19 年に実施された LBO に伴い、有利子負債 (リース債務を含む) が膨らんだことが要因の一つであるが、営業キャッシュ・フローを返済原資として、過去 3 期の有利子負債残高は減少している。

残りの負債の中心は、買掛金 (負債純資産合計の 19.2%)、契約負債 (同 13.0%)、繰延税金負債 (同 8.5%) である。このうち、繰延税金負債は、顧客関連資産の計上に伴って認識されたものが中心である。貸借対照表に計上されている繰延税金負債は、繰延税金資産を控除した純額であるため、顧客関連資産に対応した繰延税金負債は、繰延税金負債 (純額) を上回っている。

顧客関連資産及びのれんの償却年数と、顧客関連資産に対応した繰延税金負債の取崩し年数は 20 年である。証券リサーチセンター (以下、当センター) では、同社の収益力や債務返済能力を評価しているものの、償却期間が 20 年と長期であり、未償却残高が高水準となっているため、顧客関連資産とのれんの合計額が総資産の 42.5%、自己資本の 122.9%に達していることには注意が必要と考えている。

【 図表 6 】 無形固定資産、主要な負債、自己資本の推移

	22/3期		23/3期		24/3期		25/3期	
	金額 (百万円)	総資産比 (%)	金額 (百万円)	総資産比 (%)	金額 (百万円)	総資産比 (%)	金額 (百万円)	総資産比 (%)
無形固定資産	5,251	55.7	5,035	52.5	4,841	50.6	4,556	46.0
顧客関連資産	3,294	35.0	3,103	32.3	2,912	30.4	2,723	27.5
のれん	1,798	19.1	1,695	17.7	1,592	16.6	1,490	15.0
総資産	9,423	100.0	9,599	100.0	9,573	100.0	9,916	100.0
流動負債	3,287	34.9	4,223	44.0	4,042	42.2	4,836	48.8
買掛金	1,312	13.9	1,609	16.8	1,280	13.4	1,907	19.2
短期借入金	—	—	580	6.0	580	6.1	750	7.6
1年内返済予定の長期借入金	286	3.0	505	5.3	307	3.2	305	3.1
契約負債	988	10.5	1,078	11.2	1,144	12.0	1,287	13.0
固定負債	3,657	38.8	2,465	25.7	2,259	23.6	1,650	16.6
長期借入金	2,449	26.0	1,333	13.9	1,227	12.8	651	6.6
繰延税金負債	1,028	10.9	984	10.3	892	9.3	847	8.5
(うち顧客関連資産対応分)	1,132	12.0	1,067	11.1	1,001	10.5	957	9.7
純資産	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2	3,428	34.6
自己資本	2,479	26.3	2,911	30.3	3,271	34.2	3,428	34.6
有利子負債	2,795	29.7	2,452	25.6	2,134	22.3	1,715	17.3

(注) 22/3 期は連結ベース

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

## > 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 7 のようにまとめられる。

【 図表 7 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メンテナンス受託事業における長期間の経験から得られた豊富な整備データを蓄積していること</li> <li>・コールセンターや訪問等のアナログ的コミュニケーションと、車両管理システム等のデジタル対応の両面で提携整備工場を支援していること</li> <li>・1万カ所を超える整備工場ネットワークを活用し、全国でスピーディー、低コストでサービスを供給していること</li> <li>・複数年契約が多数を占め、ストック型の収益構造であること</li> <li>・自動車メンテナンス受託専業であるため、同業他社が手掛けていないものも取り揃えて、ワンストップでサービスを提供していること</li> <li>・長期的な取引によって、自動車リース会社との確固たる信頼関係を構築していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模が小さいこと</li> <li>・整備工賃や部品価格の上昇期においては、長期契約先への価格転嫁の遅れが生じ、利益率が悪化する可能性が高いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内オートリース市場、特に個人向け市場の拡大</li> <li>・国内オートリースメンテナンス受託市場（特にメーカー系リース会社向け）における市場シェアの拡大</li> <li>・BPO事業、MLS事業等の手数料収入の拡大</li> <li>・伊藤忠グループとの協業による業績への貢献</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エネルギーや原材料の価格高騰、円安ドル高等により、外注費の単価が急上昇し、利益率が悪化すること</li> <li>・リース会社が自社物件の維持管理について、アウトソーシングする割合を引き下げる経営判断を行うこと</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

## > 知的資本分析

### ◆ 知的資本の源泉はメンテナンス受託の経験とノウハウ等にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、自動車のメンテナンス受託における豊富な経験やノウハウ、提携整備工場ネットワークに關係している（図表 8）。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・主として、自動車を法人・個人ユーザーに賃貸するリース事業者にサービスを提供している	・顧客数	非開示	非開示
		・特定の顧客との特別な関係はないが、結果として、日本カーソリューションズ及びトヨタモビリティサービスの取引の割合が高くなっている	・日本カーソリューションズの売上高構成比	16.4%	15.9%
			・トヨタモビリティサービスの売上高構成比	13.2%	13.5%
	ブランド	・前身企業の会社設立や自動車のメンテナンス受託事業の開始から長期間経過しており、自動車リース業界内での知名度は高いものの、上場から日が浅く、会社の一般的な認知度は高いとは言えない	・前身企業の会社設立からの経過年数	46.5年 (25年1月時点)	47年 (25年7月時点)
			・メンテナンス受託の事業開始からの経過年数	38年 (25年1月時点)	38.5年 (25年7月時点)
			・上場からの経過年数	1年 (25年1月時点)	1.5年 (25年7月時点)
事業パートナー	・全国をカバーする提携先の整備工場数は着実に増加している	・提携整備工場数	12,123カ所 (24年9月末時点)	13,031カ所	
	・業務資本提携関係にある伊藤忠グループとの協業を通じて、自動車アフターマーケット業界の再構築に取り組んでいる	・伊藤忠グループによる株式保有比率	35.6% (24年9月末時点)	35.6%	
組織資本	プロセス	・同社は、経営指標として、売上総利益、営業利益を重視している。また、管理台数、売上総利益率、ストック収益 (対象期末時点における契約済み案件から将来得られる売上総利益の総額) をKPIとしている。顧客の多くは1年以上の長期契約であるため、ストック収益の金額は、当該期の売上総利益の約2.3倍に達している	・売上総利益	2,311百万円	2,376百万円
			・売上総利益率	30.1%	27.8%
			・営業利益	526百万円	442百万円
			・管理台数	181,995台	203,129台
			・ストック収益	49.2億円	54.6億円
		・営業利益率は高くないが、のれん償却額、顧客関連資産償却額、減価償却費を加算した EBITDA マージンは良好な水準を確保している	・営業利益率	6.9%	5.2%
			・EBITDA	945百万円	872百万円
			・EBITDA マージン	12.3%	10.2%
		・顧客の多くは定額の毎月払いとなっているが、車検整備の売上計上が、新車ならば契約から3年後、初回車検終了車でも2年毎となることから、契約負債が高水準となっている	・契約負債	1,144百万円	1,287百万円
			・契約負債の負債純資産構成比	12.0%	13.0%
知的財産ノウハウ	・自社開発の車両管理システムを持ち、メンテナンス受託事業での長期の経験から得られた豊富な整備データを蓄積している。訪問やコールセンターによるアナログ的コミュニケーションとデジタル対応の両面で提携整備工場を支援している				
	・整備費用請求管理やリース車両管理等ができる、提携整備工場向けオンライン統合管理システム「momoCan」のユーザー数は増加している	・momoCanのユーザー工場数	4,572カ所	6,805カ所	
人的資本	経営陣	・鈴木社長は、14年4月から同社の代表取締役社長を務めている	・鈴木社長の在任年数	10.5年 (25年1月時点)	11年 (25年7月時点)
	従業員	・営業部門及び管理部門、コールセンター等の人員採用を進めており、従業員と臨時雇用人員が増加傾向にある	・従業員数	106名	108名
			・臨時雇用人員数	135名	138名
			・平均年齢 (従業員)	40.0歳	40.6歳
	・インセンティブ制度	・ストックオプション	219千株 (4.1%)	219千株 (4.1%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 24/3 期または 24/3 期末、今回は 25/3 期または 25/3 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率  
 (出所) 有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、自動車のメンテナンス受託事業を開始した 87 年 4 月から 38 年間に亘り、豊富な整備データを蓄積しており、顧客のニーズに応じた BPO サービスを提供している。サービスの供給量を決定する鍵となる提携整備工場を全国各地で増やしており、25/3 期末時点の提携整備工場は 13,031 カ所に達している。同社は、コールセンターや訪問等のアナログ的コミュニケーションと、オンライン統合管理システム momoCan やソーシャルメディアであるモビノワ等のデジタル対応の両面で提携整備工場をサポートしている。

結果、総管理台数は、19/3 期末の 71,752 台から 25/3 期末には 203,129 台へと拡大し、ストック収益は、19/3 期末時点の 26.5 億円から 25/3 期末時点には 54.6 億円に増加した。以上のことから、自動車のメンテナンス受託における豊富な経験やノウハウ、提携整備工場ネットワークが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 25年3月期決算は11%増収、16%営業減益

25/3 期決算は、売上高 8,542 百万円 (前期比 11.3%増)、営業利益 442 百万円 (同 16.1%減)、経常利益 430 百万円 (同 15.8%減)、当期純利益 238 百万円 (同 21.9%減) となった (図表 9)。

【 図表 9 】 25年3月期の業績

(単位: 百万円)

	24/3期 通期	25/3期										
		1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	
売上高	7,672	1,899	1,965	3,865	5.1%	2,311	2,366	4,677	17.0%	8,542	11.3%	
メンテナンス受託	6,264	1,559	1,607	3,167	6.7%	1,908	1,908	3,816	15.8%	6,984	11.5%	
BPO	414	123	99	222	5.8%	128	141	270	32.8%	493	19.1%	
MLS	367	99	106	206	21.4%	121	123	244	24.0%	451	22.8%	
その他	626	116	151	267	-17.8%	152	193	346	15.3%	614	-1.9%	
売上原価	5,361	1,360	1,393	2,753	11.2%	1,841	1,570	3,412	18.3%	6,165	15.0%	
売上総利益	2,311	539	571	1,111	-7.3%	469	796	1,265	13.8%	2,376	2.8%	
売上総利益率	30.1%	28.4%	29.1%	28.8%	-	20.3%	33.6%	27.1%	-	27.8%	-	
メンテナンス受託	1,354	277	326	603	-17.4%	206	528	734	17.8%	1,338	-1.2%	
BPO	406	123	98	221	6.6%	106	113	219	10.3%	440	8.4%	
MLS	363	98	104	202	19.9%	117	116	233	20.2%	436	20.0%	
その他	187	41	42	83	-9.2%	39	37	77	-18.2%	161	-13.8%	
販売費及び一般管理費	1,784	482	469	952	9.7%	476	505	982	7.2%	1,934	8.4%	
販管費率	23.3%	25.4%	23.9%	24.6%	-	20.6%	21.4%	21.0%	-	22.6%	-	
人件費	997	276	274	550	15.3%	281	279	560	7.7%	1,110	11.4%	
顧客関連資産償却額	191	47	47	95	0.0%	46	46	93	-1.7%	189	-0.8%	
のれん償却額	102	25	25	51	0.0%	25	25	51	0.0%	102	0.0%	
営業利益	526	56	102	159	-52.0%	-7	290	282	44.7%	442	-16.1%	
営業利益率	6.9%	3.0%	5.2%	4.1%	-	-0.3%	12.3%	6.0%	-	5.2%	-	
経常利益	511	53	100	154	-52.6%	-10	286	276	48.8%	430	-15.8%	
経常利益率	6.7%	2.8%	5.1%	4.0%	-	-0.4%	12.1%	5.9%	-	5.0%	-	
当期 (四半期) 純利益	305	25	56	81	-57.7%	-16	173	156	40.1%	238	-21.9%	
EBITDA	945	160	207	368	-32.1%	97	406	503	25.3%	872	-7.7%	
EBITDAマージン	12.3%	8.5%	10.6%	9.5%	-	4.2%	17.2%	10.8%	-	10.2%	-	

(注) 2Q、3Q、4Q、下期の内訳数値は証券リサーチセンターの推定値。EBITDA は営業利益に減価償却費、顧客関連資産償却額、のれん償却額を加算して算出

(出所) 有価証券報告書、半期報告書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、メンテナンス受託は、メーカー系リース会社との契約増や IDOM Caas Technology 向けの開始 (24 年 9 月) に伴い管理台数が前期末比 11.1%増となったため、前期比 11.5%増加した。BPO は、管理台数が前期末比 12.1%増となったことに加え、管理台数には含まれない WECARS 向け (24 年 8 月開始) の売上高が貢献したことから、前期比 19.1%増加した。

MLS 事業は、管理台数が前期末比 12.0%増となったことや、提携整備工場に対する外注単価の引上げに連動して、顧客への請求単価を値上げしたことから、前期比 22.8%増加した。その他は、前期に多かった車両販売が減少したため、同 1.9%減であった。

売上総利益率は、前期比 2.3%ポイント悪化の 27.8%となった。特に、メンテナンス受託の売上総利益率が、以下の要因により、前期の 21.6%から 19.2%に低下したことが大きく影響した。一つは、24 年 4 月に実施した提携整備工場に支払うタイヤ関連以外の工賃の引上げと原材料高に伴うタイヤ関連費用の上昇に対応する顧客との料金改定は契約更新時になることから、マージンが短期的に悪化したことである。

もう一つは、新車リース受注獲得が好調であったため、冬タイヤ支給コストが前期比で大きく増加したことである。冬タイヤ契約を付保した新車契約の多くは、リース期間初年度の冬季に冬タイヤが支給され、メンテナンス受託事業の売上原価として計上されるため、初年度の売上総利益率が低くなるが、翌年度以降に採算が改善する傾向にある。

売上総利益の増加額 65 百万円の事業別内訳は、メンテナンス受託事業 15 百万円減 (前期比 1.2%減)、MLS 事業 72 百万円増 (同 20.0%増)、BPO 事業 34 百万円増 (同 8.4%増)、その他 25 百万円減 (同 13.8%減) であった。

販管費は前期比 150 百万円増の 1,934 百万円となった。25/3 期の人員増加や賃上げ等により、人件費が同 113 百万円増加したほか、基幹システム等の減価償却費が同 14 百万円増、その他経費が同 22 百万円増となった。

販管費の増加率は増収率を下回ったため、販管費率は前期の 23.3%から 22.6%に低下した。しかし、販管費率の改善で売上総利益率の悪化を補えなかったため、営業利益率は前期比 1.7%ポイント悪化の 5.2%となり、営業利益は同 16.1%減少した。一方、営業利益に減価償却費、顧客関連資産償却額、のれん償却額を加算した EBITDA は同 7.7%の減少にとどまった。

前期に計上された固定資産売却益 5 百万円が剥落したため、営業外収益は前期の 7 百万円から 2 百万円に減少したものの、上場関連費用 8 百万円等が剥落したため、営業外費用も前期の 22 百万円から 13 百万円に減少した。

税引前当期純利益が減益となった一方、のれん償却額が定額であることや、26/3 期からの防衛特別法人税の課税開始に伴い、法定実効税率が従来の 34.4%から 35.2%に上昇したことから、法人税等の負担率は前期の 40.4%から 44.7%に上昇した。

#### ◆ 17%増収 45%営業増益と、下期業績は急回復した

25/3 期上期は、新規契約の遅延による売上高の伸び悩みに売上総利益率の低下が加わり、前年同期比 5.1%増収、52.0%営業減益と不振であった。しかし、新規契約の獲得に加え、販売価格の改定が徐々に進んだことから、下期は同 17.0%増収、44.7%営業増益と急回復した。

#### ◆ 営業利益は期初計画を下回った

期初計画に対する達成率は、売上高 99.8%、営業利益 78.8%であった。事業別売上高については、メンテナンス受託及び BPO は概ね計画通り、MLS は計画超過、その他は計画未達となり、全体ではほぼ計画通りであった。

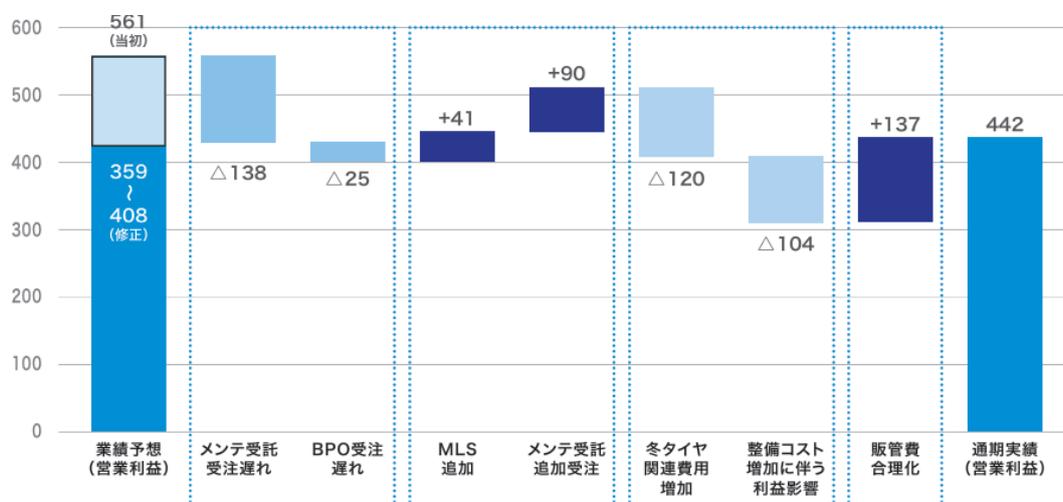
売上総利益は計画を 256 百万円下回った。売上総利益の計画に対する減益要因別の影響額としては、メンテナンス受託における特定案件の受注遅れ 138 百万円、BPO における受注遅れ 25 百万円、冬タイヤ関連費用の増加 120 百万円、整備コスト増加 104 百万円が挙げられる。一方、増益要因別の影響額としては、MLS の増加 41 百万円、メンテナンス受託における計画外の新規案件の獲得 90 百万円が挙げられる(図表 10)。

販管費はコスト削減努力により計画比 137 百万円削減したものの、売上総利益の未達を補えず、営業利益は同 118 百万円の未達となった。

なお、同社は、25/3 期第 3 四半期決算発表時に、通期計画を、売上高 8,354 百万円、営業利益 359~408 百万円、経常利益 348~397 百万円、当期純利益 190~222 百万円に下方修正していた。修正計画に対する達成率は、売上高 102.2%、営業利益(レンジの最大値対比) 108.3%であった。

【 図表 10 】 期初計画に対する営業利益の増減益要因分析

(単位: 百万円)



(出所) 決算説明資料

◆ 利益蓄積により、自己資本比率はやや上昇

25/3 期末の総資産は、顧客関連資産（前期末比 189 百万円減）や現金及び預金（同 167 百万円減）、のれん（同 102 百万円減）等が減少したものの、売掛金及び契約資産（同 791 百万円増）やソフトウェア（同 229 百万円増）等が増加したため、前期末の 9,573 百万円から 9,916 百万円に増加した。

調達サイドでは、長期借入金（前期末比 575 百万円減）や未払法人税等（同 155 百万円減）等が減少したものの、買掛金（同 626 百万円増）や短期借入金（同 170 百万円増）、契約負債（同 142 百万円増）等が増加したため、負債合計は前期末比 184 百万円増加した。一方、利益蓄積に伴う利益剰余金等の増加により、自己資本は同 157 百万円増加した。負債の増加率が自己資本の増加率を下回ったため、自己資本比率は 24/3 期末の 34.2%から 34.6%にやや上昇した。

> 業績見通し

◆ ナルネットコミュニケーションズの 26 年 3 月期計画

26/3 期の会社計画は、売上高 10,410 百万円（前期比 21.9%増）、営業利益 692 百万円（同 56.7%増）、経常利益 678 百万円（同 57.6%増）、当期純利益 410 百万円（同 72.1%増）である（図表 11）。

事業別売上高については、メンテナンス受託は前期比 1,147 百万円増（メーカー系リース会社向け 951 百万円増、金融系等のメーカー系会社以外向け 234 百万円増、個人等のその他向け 37 百万円減）、非メンテナンス受託は同 720 百万円増と計画している。非メンテナンス受託

の中では、WECARS 向けの本格貢献により、BPO の大幅な伸長を見込んでいる模様である。

【 図表 11 】 ナルネットコミュニケーションズの過去業績と 26 年 3 月期の会社計画 (単位: 百万円)

	内訳	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期	
		実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		6,418	7,027	7,672	8,542	10,410	21.9%
	メンテナンス受託	5,135	5,790	6,264	6,984	8,131	16.4%
	非メンテナンス受託	1,282	1,237	1,407	1,558	2,279	46.3%
	うちBPO	376	388	414	493	—	—
	うちMLS	249	305	367	451	—	—
	うちその他	657	543	626	614	—	—
売上総利益		2,098	2,179	2,311	2,376	2,773	14.0%
	売上総利益率	32.7%	31.0%	30.1%	27.8%	26.6%	—
	メンテナンス受託	1,306	1,320	1,354	1,338	1,586	18.6%
	非メンテナンス受託	792	858	957	1,038	1,186	14.3%
	うちBPO	376	388	406	440	—	—
	うちMLS	240	304	363	436	—	—
	うちその他	176	165	187	161	—	—
販売費及び一般管理費		1,669	1,664	1,784	1,934	2,080	7.5%
	販管費率	26.0%	23.7%	23.3%	22.6%	20.0%	—
営業利益		429	514	526	442	692	56.7%
	営業利益率	6.7%	7.3%	6.9%	5.2%	6.7%	—
経常利益		389	492	511	430	678	57.6%
	経常利益率	6.1%	7.0%	6.7%	5.0%	6.5%	—
当期純利益		199	622	305	238	410	72.1%

(注) 22/3 期は連結決算。22/3 期のその他、26/3 期計画の売上高内訳、売上総利益、販管費は証券リサーチセンターの推定値(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

事業別売上総利益については、メンテナンス受託は前期比 248 百万円増、非メンテナンス受託は同 147 百万円増と計画している。売上総利益率は同 1.2%ポイント悪化の 26.6%と見込んでいる。メンテナンス受託は、販売価格引上げ効果等により、前期の 19.2%から 19.5%への改善を見込んでいるものの、大幅な増収を見込む WECARS 向けの売上原価の増加により、非メンテナンス受託は、前期の 66.6%から 52.0%への低下を計画しているためである。

販管費の内訳については、人件費が同 108 百万円増、減価償却費が同 26 百万円増、その他が同 10 百万円増と見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 26 年 3 月期予想

当センターは、25/3 期実績や同社の施策等を踏まえて 26/3 期予想を見直した結果、売上高を 9,747 百万円→10,270 百万円、営業利益を 631 百万円→680 百万円、経常利益を 623 百万円→667 百万円、当期純利益を 368 百万円→407 百万円に上方修正した(図表 12)。前期比では、

メンテナンス受託事業や BPO 事業等の拡大により、20.2%増収、53.8%営業増益と予想した。

【 図表 12 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	25/3期	26/3期CE	旧26/3期E	26/3期E	旧27/3期E	27/3期E	28/3期E
売上高	8,542	10,410	9,747	10,270	10,887	11,681	13,113
前期比	11.3%	21.9%	14.7%	20.2%	11.7%	13.7%	12.3%
事業別	-	-	-	-	-	-	-
メンテナンス受託	6,984	8,131	8,049	8,100	9,028	9,270	10,490
非メンテナンス受託	1,558	2,279	1,698	2,170	1,859	2,411	2,623
BPO	493	-	550	1,215	650	1,413	1,590
MLS	451	-	502	500	570	550	602
その他	614	-	646	455	639	448	431
売上総利益	2,376	2,773	2,777	2,747	3,174	3,111	3,478
売上総利益率	27.8%	26.6%	28.5%	26.7%	29.2%	26.6%	26.5%
事業別	-	-	-	-	-	-	-
メンテナンス受託	1,338	1,586	1,548	1,579	1,787	1,829	2,078
非メンテナンス受託	1,038	1,186	1,229	1,167	1,387	1,281	1,399
BPO	440	569	515	568	605	635	705
MLS	436	479	491	479	558	527	577
その他	161	138	223	119	224	118	116
販売費及び一般管理費	1,934	2,080	2,146	2,067	2,412	2,330	2,587
販管費率	22.6%	20.0%	22.0%	20.1%	22.2%	19.9%	19.7%
営業利益	442	692	631	680	762	781	891
前期比	-16.1%	56.7%	28.0%	53.8%	20.8%	14.8%	14.1%
営業利益率	5.2%	6.6%	6.5%	6.6%	7.0%	6.7%	6.8%
経常利益	430	678	623	667	757	772	885
前期比	-15.8%	57.6%	28.7%	54.9%	21.5%	15.8%	14.6%
経常利益率	5.0%	6.5%	6.4%	6.5%	7.0%	6.6%	6.7%
当期純利益	238	410	368	407	455	468	542
前期比	-21.9%	72.1%	32.3%	70.8%	23.6%	15.0%	15.8%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想。26/3期会社予想の売上総利益と販管費は証券リサーチセンターの推定値(出所)決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

事業別売上高については、メンテナンス受託は、前期実績が想定を上回ったことやメーカー系リース会社との取引の拡大を見込んだことから、前回予想比 51 百万円増の 8,100 百万円(前期比 16.0%増)と予想した。BPO は、前期実績が想定を上回ったことや、WECARS 向けが大幅に拡大すると考えたことから、同 665 百万円増の 1,215 百万円(同 146.2%増)と予想した。

MLS は、管理台数 1 台当たりの単価が上昇し、25/3 期通期実績は想定を上回ったものの、同第 4 四半期の前年同期比増収率が第 3 四半期に比べて大幅に鈍化していたため、前回予想比 2 百万円減の 500 百万円(同 10.9%増)と予想した。その他は、車両販売の想定を引下げ

たため、同 191 百万円減の 455 百万円 (同 25.9%減) と予想した。

26/3 期末の事業別管理台数については、メンテナンス受託は、メーカー系リース会社との取引拡大を見込んだため、前回予想比 2,400 台増の 99,000 台 (前期末比 19.4%増)、BPO は、前期実績が想定を大幅に下回ったため、同 20,000 台減の 40,000 台 (同 10.0%増)、MLS も、前期実績が想定を下回ったため、同 7,000 台減の 92,000 台 (同 10.2%増) と想定した。

売上総利益は、前回予想比 30 百万円減の 2,747 百万円 (前期比 15.6%増) と予想した。事業別では、メンテナンス受託は、前期の売上総利益率が想定を上回ったため、同 31 百万円増の 1,579 百万円 (同 18.0%増) と予想した。BPO は、売上高予想を大幅に引き上げたため、同 53 百万円増の 568 百万円 (同 28.9%増) と予想した。MLS は、前期の売上原価が想定を上回ったため、同 12 百万円減の 479 百万円 (同 9.8%増) と予想した。その他は、売上高予想の減額に伴い、同 104 百万円減の 119 百万円 (同 25.7%減) と予想した。

売上総利益率は、前期実績が想定を下回ったことや、利益率が低い WECARS 向けの売上高予想を大幅に引上げたことから、前回予想の 28.5%から 26.7%に引下げた。前期比では、BPO 事業の売上高構成比の上昇と同事業の利益率低下を想定し、1.1%ポイント低下と予想した。

販管費は、前回想定ほどには人件費や減価償却費が増えないという計画が同社から示されたことを踏まえ、前回予想比 79 百万円減の 2,067 百万円 (前期比 6.8%増) と予想した。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、25/3 期実績や同社の施策等を踏まえて、27/3 期予想を見直すと共に、28/3 期予想を新たに策定した。

27/3 期予想については、売上高を 794 百万円、営業利益を 19 百万円増額した。前期比では、メンテナンス受託事業や BPO 事業等の拡大により、13.7%増収、14.8%営業増益と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は、管理台数の前提を引上げたため、前回予想比 242 百万円増の 9,270 百万円 (前期比 14.4%増) と予想した。BPO は、WECARS 向けが大幅に拡大すると考えたことから、同 763 百万円増の 1,413 百万円 (同 16.3%増) と予想した。MLS は、管理台数 1 台当たりの単価を上げた一方、管理台数の前

提を大幅に引下げたため、同 20 百万円減の 550 百万円(同 10.0%増)と予想した。その他は、車両販売の想定を引下げたため、同 191 百万円減の 448 百万円(同 1.5%減)と予想した。

27/3 期末の事業別管理台数については、メンテナンス受託は、メーカーリース会社との取引拡大を見込んだため、前回予想比 6,400 台増の 115,000 台(前期末比 16.2%増)、BPO は、26/3 期予想見直しと同じ理由により、同 25,000 台減の 45,000 台(同 12.5%増)、MLS も、同様に同 11,000 台減の 101,000 台(同 9.8%増)と想定した。

売上総利益は、前回予想比 63 百万円減の 3,111 百万円(前期比 13.3%増)と予想した。事業別では、メンテナンス受託は、25/3 期の売上総利益率が想定を上回ったため、同 42 百万円増の 1,829 百万円(同 15.8%増)と予想した。BPO は、売上高予想を大幅に引き上げたため、同 30 百万円増の 635 百万円(同 11.9%増)と予想した。MLS は、売上高予想の減額と売上原価予想の増額に伴い、同 31 百万円減の 527 百万円(同 10.0%増)と予想した。その他は、売上高予想の減額に伴い、同 106 百万円減の 118 百万円(同 0.8%減)と予想した。

売上総利益率は、利益率が低い WECARS 向けの売上高予想を大幅に上げたことから、前回予想の 29.2%から 26.6%に引下げた。前期比では、メンテナンス受託事業の採算改善による影響を、BPO 事業の売上高構成比の上昇と同事業の利益率低下による影響がやや上回ると考え、0.1%ポイント低下と予想した。

販管費は、26/3 期予想の見直しと同じ理由により、同 82 百万円減の 2,330 百万円(前期比 12.7%増)と予想した。

28/3 期は、売上高 13,113 百万円(前期比 12.3%増)、営業利益 891 百万円(同 14.1%増)と予想した。

事業別売上高については、メンテナンス受託は 10,490 百万円(前期比 13.2%増)、BPO は 1,590 百万円(同 12.5%増)、MLS は 602 百万円(同 9.5%増)、その他は 431 百万円(同 3.8%減)と予想した。その他についてはリース収益の減少を予想した。

28/3 期末の事業別管理台数については、大手顧客との取引拡大や新規顧客の開拓により、メンテナンス受託は 130,000 台(前期末比 13.0%増)、BPO は 50,000 台(同 11.1%増)、MLS は 110,000 台(同 8.9%増)と想定している。

売上総利益は 3,478 百万円(前期比 11.8%増)と予想した。事業別で

は、メンテナンス受託は 2,078 百万円 (同 13.6%増)、BPO は 705 百万円 (同 11.0%増)、MLS は 577 百万円 (同 9.5%増)、その他は 116 百万円 (同 2.0%減) と予想した。

売上総利益率は、メンテナンス受託事業の採算改善による影響を、BPO 事業の売上高構成比の上昇による影響がやや上回ると考え、0.1%ポイント低下の 26.5%と予想した。販管費は、人件費や減価償却費等の増加を見込み、2,587 百万円 (同 11.0%増) と予想した。

同社は、配当性向 30%を目途に配当を実施する方針を掲げている。25/3 期については 15.0 円 (配当性向 33.6%) の配当を実施し、26/3 期の配当についても 15.0 円 (同 19.5%) を計画している。

こうした同社の方針と業績予想の引上げを踏まえ、当センターでは配当金の予想を、26/3 期は 21.0 円から 15.0 円、27/3 期は 26.0 円から 21.0 円に引下げた。28/3 期については新たに 26.0 円と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 新分野、新サービスの業績への影響を追加する

当センターでは、前回のレポートで、1) リース会社の経営方針やリース業界の動向に伴うリスク、2) 原材料高の影響が長期化する可能性、3) 特定の顧客に対する依存、4) のれん及び顧客関連資産の減損リスク、5) 大株主の株式売却リスクを投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、今回、ビークルサポート領域、モビリティプラットフォーム領域、モビリティサポート領域 (その他事業が該当) という 3 つの事業領域毎に成長戦略を策定した。

メンテナンス受託事業と MLS 事業を包含するビークルサポート領域では、メーカー系リース会社への販路拡大や、EV ソリューションサービスへの対応、中古車市場への進出を成長戦略として掲げている。

BPO 事業を中心とするモバイルプラットフォーム領域では、車検プラットフォーム開発や、整備工場とのパートナーシップ強化、自動車関連 BPO 領域の拡大を成長戦略として掲げている。

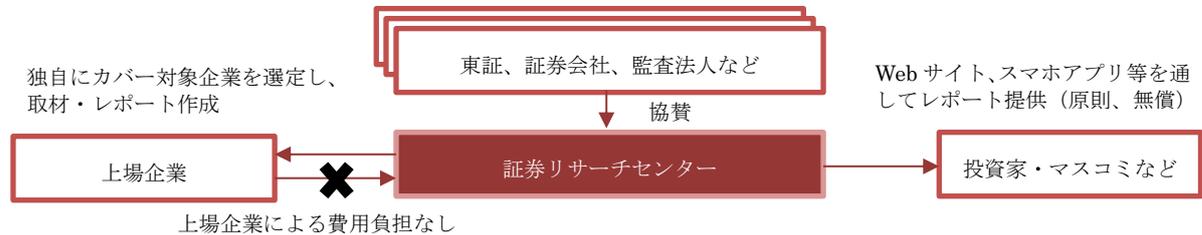
成長戦略の実行により、今後は新分野、新サービスの拡大が予想されるものの、先行的な費用が発生する可能性や収益化に時間が掛かる可能性もあり、業績への影響を予想することは困難である。当センターでは、新分野、新サービスについて、既に業績への貢献が始まっている WECARS 向けの中古車市場関連だけを予想に織り込んでいるが、

今後の状況次第では、業績予想の大幅な見直しも考えられる。よって、新分野、新サービスの業績への影響を投資に際しての留意点に追加し、今後の状況を注視すべきと考えた。

## 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	S M B C 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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

### 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。