

ホリスティック企業レポート

とうめい
東名

4439 東証マザーズ・名証セントレックス

ベーシック・レポート
2020年5月29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 20200526

小規模企業向けに光回線商材を中心にビジネスソリューション商材を提供 ストック型ビジネスモデルの更なる強化に注目

1. 会社概要

・東名(以下、同社)は、小規模企業向けの「オフィス光 119」という自社ブランドの光回線商材を中心に、様々なオフィスソリューション商材を販売している。また、個人向けに来店型ショップでの保険販売も行っている。

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】

	2020/5/22
株価 (円)	1,349
発行済株式数 (株)	7,200,000
時価総額 (百万円)	9,713

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	17.6	15.0	13.8
PBR (倍)	2.5	2.2	1.9
配当利回り (%)	0.0	0.7	0.7

2. 財務面の分析

・15年4月以降、主力の光回線販売のビジネスモデルをストック型に転換し、15/8期は減収、経常赤字となった。16/8期は増収に転じたが、先行費用増で経常赤字は拡大した。経常黒字を回復した17/8期以降は、利益率の上昇を伴う増益が続いている。

・中小企業にビジネスソリューションを提供する上場企業との比較では、売上高と経常利益の成長性が他社を上回っている。同社のビジネスモデルの転換が奏功した結果、売上高100億円級の企業の中では、自己資本利益率でも優位に立ったと考えられる。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、創業来の小規模企業との取引実績(関係資本)と、取引を通じて抽出した顧客が抱える課題を蓄積し、商材やサービスにつなげていく仕組み(組織資本)にある。蓄積した顧客データに基づいた新しい商材・サービスの提供が、新規顧客の開拓やクロスセルにつながるという好循環が築かれている。

【株価パフォーマンス】

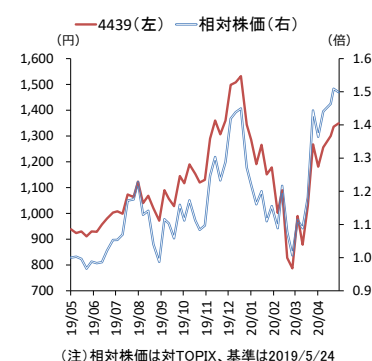
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	3.8	34.6	46.0
対TOPIX (%)	2.8	37.6	49.5

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、ブランドの強化及び知名度の向上と、ストック型ビジネスモデルの更なる強化が挙げられる。

・同社は顧客層である小規模企業が抱える経営課題を解決するライフライン支援企業となることを志向しており、販路の拡大、ストック売上の向上、クロスセルやアップセルの強化の3点を成長戦略の根幹に据えている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、ストック型ビジネスモデルへの転換を評価している。ストック型ゆえに、顧客の景況感や資金繰りの悪化等の外部環境の変化に対する耐性も強くなったが、それでも同社の成長戦略の進捗に影響が及ぶ可能性には一定の留意をしておきたい。

【4439 東名 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)
2018/8	9,894	24.9	350	577.3	416	177.3	578	342.3	91.8	393.7	0.0
2019/8	10,855	9.7	608	73.4	654	57.1	510	-11.7	76.5	541.1	0.0
2020/8 CE	11,876	9.4	758	24.7	753	15.1	580	13.7	80.6	-	10.0
2020/8 E	11,856	9.2	795	30.9	899	37.5	647	26.9	89.9	621.1	10.0
2021/8 E	12,872	8.6	923	16.0	1,006	11.8	704	8.7	97.8	708.9	10.0
2022/8 E	13,819	7.4	1,062	15.1	1,157	15.0	810	15.0	112.5	811.5	10.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想 19年4月の上場時に300,000株(現行株数ベースで900,000株)の公募増資を実施
18年12月14日に1:200の、20年1月1日に1:3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。

ベーシック・レポート

2/36

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。

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・企業理念・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

1. 会社概要

> 事業内容

◆ NTT の回線の代理店運営というフロー型ビジネスモデルで創業

東名（以下、同社）は、設立された 1997 年から、NTT（9432 東証一部）の回線の代理店販売を主力の事業としてきた。しかし、代理店販売は新規の回線販売に対して一定の手数料を一回限りの形で得るフロー型のビジネスモデルであり、業績が安定してこなかった。

◆ スtock型ビジネスモデルの確立

同社は、NTT が「光コラボレーション」を始めた 15 年に転機を迎えた。従来の代理店販売事業を「光コラボレーション」に対応したものに変更し、NTT から仕入れた光回線に独自のサービスを付加し、「オフィス光 119」という自社ブランド商品として、主に小規模企業に販売する形態に切り替えた。

この結果、従来の回線販売時の手数料収入を失う代わりに、継続してサービスが利用される限り月額利用料収入が得られることとなり、フロー型からストック型へビジネスモデルを転換した。

◆ 売上高の 80%超がオフィス光 119 事業によるもの

同社の報告セグメントは、小規模企業の課題解決に資する商材の種類により、オフィス光 119 事業、オフィスソリューション事業、ファイナンシャル・プランニング事業の 3 セグメントに分類されている。その他は、自社保有のマンションの不動産賃貸業である。

オフィス光 119 事業は売上高の 80%超、営業利益の大半を占める主力事業だが、光回線使用料の支払いがあるため、近年は上昇傾向にあるものの、他のセグメントよりも利益率は低い。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位：百万円)

	売上高											
	17/8期 連結	18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	前期比 / 前年同期比			売上構成比				
					18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	17/8期 連結	18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	
オフィス光119事業	6,322	8,118	8,943	4,711	28.4%	10.2%	8.2%	79.8%	82.1%	82.4%	83.2%	
オフィスソリューション事業	1,340	1,526	1,652	813	13.9%	8.3%	-3.3%	16.9%	15.4%	15.2%	14.4%	
ファイナンシャル・プランニング事業	250	238	246	134	-4.8%	3.3%	10.2%	3.2%	2.4%	2.3%	2.4%	
その他	11	11	12	5	0.8%	12.4%	-18.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
合計	7,924	9,894	10,855	5,664	24.9%	9.7%	6.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

	営業利益											
	17/8期 連結	18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	前期比 / 前年同期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率				
					18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	17/8期 連結	18/8期 連結	19/8期 連結	20/8期 上期連結	
オフィス光119事業	106	398	718	541	275.6%	80.5%	88.3%	1.7%	4.9%	8.0%	11.5%	
オフィスソリューション事業	147	298	328	118	103.1%	10.0%	-47.6%	11.0%	19.6%	19.9%	14.6%	
ファイナンシャル・プランニング事業	79	39	39	30	-49.9%	-2.1%	48.0%	31.8%	16.7%	15.8%	22.5%	
その他	6	6	8	3	10.7%	19.6%	-25.2%	56.3%	61.8%	65.7%	68.8%	
調整額（全社費用）	-287	-393	-486	-271	—	—	—	—	—	—	—	
合計	51	350	608	423	577.3%	73.4%	40.3%	0.7%	3.5%	5.6%	7.5%	

(出所) 東名有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

◆ 小規模企業が抱える経営課題に応える商材・サービスを提供

同社は、小規模企業の成長を阻害する経営課題を、(1) コストの増加、(2) 営業力の不足、(3) IT 化の遅れ、(4) 人材不足の 4 つに大きく分類している。

同社は、企業活動を続けるために必要なライフラインに関わる商材・サービスの提供を通じて、小規模企業が抱える上記の経営課題を解決し、顧客が本業に専念できるようにサポートすることを事業としている(図表 2)。

【図表 2】小規模企業が抱える経営課題と東名が提供する商材・サービス

顧客が抱える 経営課題	東名の提供価値	東名が提供する 主な商材・サービス	商材・サービスの種類		セグメント		
			ストック 商材	代理店 商材	オフィス光119	オフィス ソリューション	ファイナンシャル ・プランニング
コスト増加	ライフライン料金の見直しによる コスト削減	オフィス光119	✓		✓		
		オフィスでんき	✓(販売)	✓(取次)	✓		
		プリンター複合機		✓		✓	
		LED蛍光灯		✓		✓	
		ガス	✓			✓	
		ウォーターサーバー	✓			✓	
IT化の遅れ	IT化による業務効率の改善	Wi-Fiスポット	✓				
		防犯カメラ		✓			
		プリンター複合機		✓		✓	
		レンタルホームページ「レン太君」	✓			✓	
		タブリード		✓		✓	
		FaceLive (TV会議システム)		✓		✓	
営業力不足	ウェブ活用による営業機会の増加	レンタルホームページ「レン太君」	✓			✓	
		ウェブ集客		✓		✓	
人材不足	上記の課題解決を通じた業務効率の改善	特になし					

(出所) 東名「成長可能性に関する説明資料」より証券リサーチセンター作成

◆ フロー型ビジネスモデルからストック型ビジネスモデルへ転換

主力の商材として取り扱ってきた NTT の「フレッツ光」等の通信回線は、従来は、ユーザーと NTT の間の契約でのみ提供されるものであり、同社のような代理店は契約を仲介するだけであった。新規の回線販売に対して一定の手数料を一回限りの形で得るフロー型のビジネスモデルであるため、回線の販売数次第で収益が変動し、各期の業績は不安定であった。

15 年の NTT による「光コラボレーション」の開始は、そうした状況を変える契機となった。「光コラボレーション」の販売形態では、同社を含む多様な分野の事業者が、NTT 東日本及び NTT 西日本(以下、NTT 東西)から光回線を仕入れ、独自のサービスを付加したセット商品を自社ブランドで提供することを可能にした。なお、契約はユーザーと同社のような事業者の間で交わされることになる。

「光コラボレーション」の登場を受け、同社は「オフィス光 119」という自社ブランド商品の販売に切り替えた。従来の回線販売時の手数料収入を失ったことに加え、費用が先行したために収益は一時的に悪化した。顧客がサービスを利用する限り、継続して月額利用料が得られるストック型ビジネスモデルへ収益構造は大きく転換した。

◆ スtock売上中心の体制を構築

同社が取り扱う商材は、ストック商材と代理店商材に分類される。

ストック商材は継続的に収入が得られる商材で、オフィス光 119 事業の大半、オフィスソリューション事業のうちの Web ソリューション、ファイナンシャル・プランニング事業のすべてがストック商材に該当する。

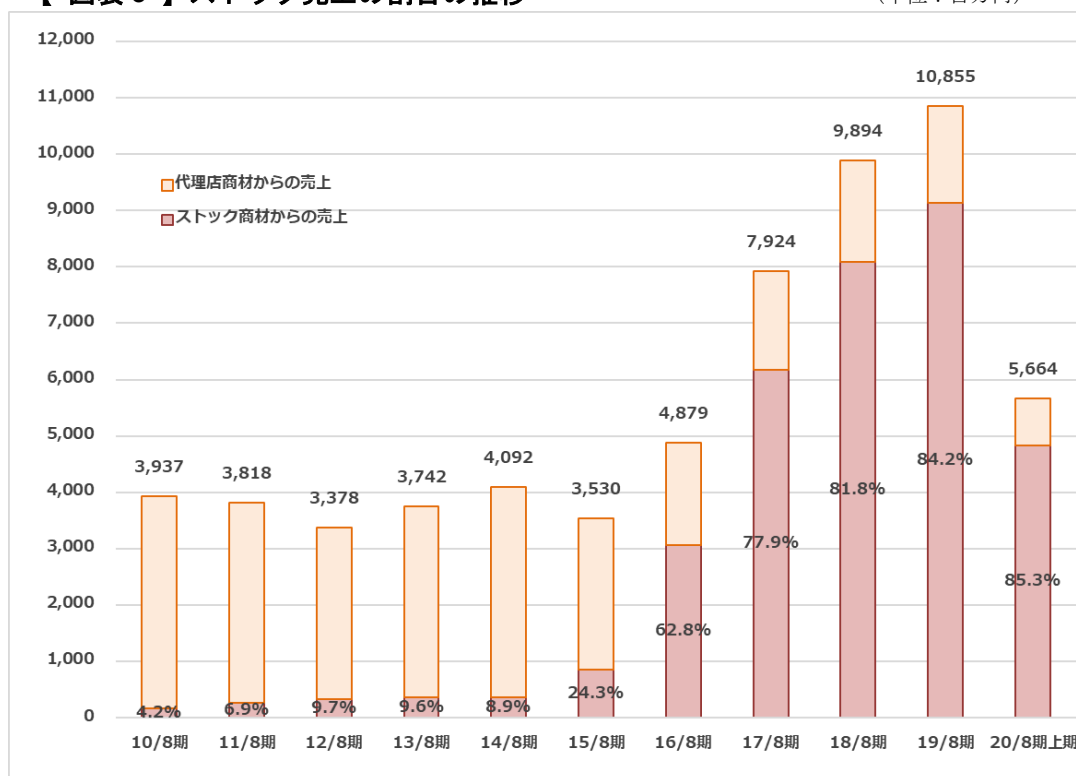
代理店商材は販売時またはサービス提供時に収入が得られる商材で、オフィス光 119 事業で僅かにあるフレッツ光代理店販売と、オフィスソリューション事業の大半の商材（情報端末機器販売、エコソリューション）、電力小売取次サービス「オフィスでんき」、オフィス用品通販等）が該当する。

なお、足元では「オフィスでんき」は取次サービスが中心で、顧客を紹介して電力小売事業者から紹介手数料を得る形態であるが、今後は電力小売の知見も得られたとの判断のもと、同社が電力を仕入れ、顧客と直接契約して販売するストック商材としての展開を本格化させていく方針である。

「光コラボレーション」の登場前は、全売上高に占めるストック売上の割合は 10%に満たなかった。しかし、15 年 4 月のビジネスモデル転換以降、「オフィス光 119」の契約保有件数の積み上がりによってストック売上の割合は上昇を続け、19/8 期は 84.2%、20/8 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）は 85.3%に達した（図表 3）。

【図表3】ストック売上の割合の推移

(単位:百万円)



(注) スtock商材は、オフィス光 119 関連、ファイナンシャル・プランニング、Web ソリューション (レンタルホームページサービス) 等を指す。

代理店商材は、フレッツ光代理店販売、情報端末機器販売、電力小売取次サービス、エコソリューション、オフィス用品販売等を指す。

(出所) 東名決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

ストック型のビジネスモデルの拡大は、収益の安定的な拡大のみならず、接点を持ち続ける契約先が積み上がっていくことも意味している。積み上がった契約先は、今後のクロスセルの対象になっていくことになる。

18 年 10 月時点で、オフィス光 119 事業での月次の解約率は 0.7%の低い水準で安定しており、順調に拡大する顧客のうち、2 契約以上のサービスを利用している先は全体の 92% (2 契約 84%、3 契約 7%、4 契約以上 1%) とクロスセルの成果が上がっている。

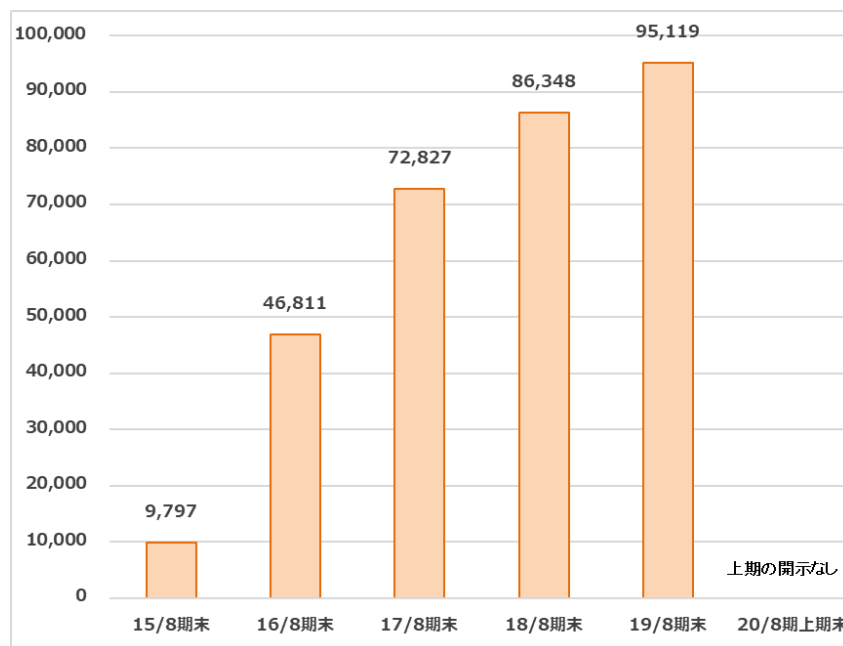
◆ オフィス光 119 事業

オフィス光 119 事業は同社の主力事業で、全売上高に対しては 19/8 期では 82.4%、20/8 期上期では 83.2%を占める。全国の個人事業主を含む小規模企業に対し、光回線やプロバイダのほか、Wi-Fi スポットの設置や通信環境の見直しといったオフィスの通信インフラに関するサービスをワンストップで提供する「オフィス光 119」を販売している。

創業来、何かしらの契約があった取引先は約 100 万社に及ぶが、その大半は、1 回限りの代理店商材の販売であった。同社は、こうした取引先に向け、自社運営のコールセンターを通じた非対面の営業を展開し、拡販している。その結果、「オフィス光 119」の契約保有件数は、19/8 期末には 95,119 件にまで増加している（図表 4）。

【図表 4】「オフィス光 119」の契約保有件数

(単位: 件)



(出所) 東名決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

地域別の顧客分布は、関東エリア、中部エリア、近畿エリアの順に多いが、全国に分布していることが分かる（図表 5）。これは、コールセンター経由中心の営業を行っているためである。

また、業種別に見ると、飲食業、小売業、建設業の順に売上が多いが、売上構成比が 20%を超える業種はなく、また、10%を超える業種は 5 業種と多いことから、顧客業種の分散ができていたことがうかがえる（図表 5）。

【 図表 5 】「オフィス光 119」のエリア別及び業種別顧客分布

エリア別	19/8期末	20/8期上期末	業種別	19/8期末	20/8期上期末
北海道エリア	4.8%	4.8%	飲食業	16.7%	17.1%
東北エリア	7.4%	7.1%	小売業	15.9%	15.2%
関東エリア	23.5%	23.1%	建設業	10.9%	11.2%
中部エリア	21.7%	21.6%	医療・福祉	10.4%	10.6%
近畿エリア	18.7%	19.2%	理美容	10.7%	10.1%
中国エリア	7.3%	7.5%	サービス業	7.9%	7.5%
四国エリア	3.6%	3.6%	製造業	7.2%	7.0%
九州エリア	13.0%	13.1%	その他	20.3%	21.3%

(出所) 東名決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

注1) UTM

Unified Threat Managementの略で、統合脅威管理と訳される。コンピュータウイルスやハッキング等の様々な種類のネットワーク上でのリスク対策のために、ファイヤウォールをはじめとする複数のセキュリティ機能を集約した機器を指す。

◆ オフィスソリューション事業

オフィスソリューション事業は 19/8 期の全売上高の 15.2%、20/8 期上期の 14.4%を占めている。(1) ビジネスホン、UTM^{注1}機器、ネットワーク対応型複合機を主要な商材とする情報通信機器販売、(2) LED照明器具や業務用エアコンを商材とするエコソリューション、(3) 企業の PR 用ホームページをレンタルするサービス「レン太君」の営業を行う Web サービスの 3 分野で構成されている。

以上の商材やサービスの他に、同社が今後注力していくとしている「オフィスでんき 119」がある。「オフィスでんき 119」は、現在は主に電力小売取次サービスとして行っているが、今後は電力小売そのものを手掛けていく方針である。

オフィスソリューション事業での販売方法は、オフィス光 119 事業とはやや異なり、コールセンターの営業で完結しない商材が多いことから、電話で訪問予約をとった上で訪問する形が多い模様である。商材によっては訪問販売主体になるものもある。

なお、情報通信機器販売については、レカム (3323 東証 JQS) のグループ会社であるレカムジャパン (東京都渋谷区) のフランチャイズ加盟店として岐阜県岐阜市で情報通信機器の販売を行う岐阜レカムと、首都圏を中心に中古を含めた情報通信機器の販売を行うコムズという 2 社の連結子会社がある。

◆ ファイナンシャル・プランニング事業

ファイナンシャル・プランニング事業は 19/8 期の全売上高の 2.3%、20/8 期上期の 2.4%を占めている。来店型ショップによる保険の取次業務を行っており、小規模企業を対象とする BtoB の事業を行う同社の中で唯一の BtoC 事業である。

注2) 保険見直し本舗
「みつばち保険ファーム」と
「みつばちほけん」の
フランチャイズの運営会社は
みつばち保険グループだったが、
20年1月に保険見直し本舗に吸収
合併された。

20/8 期第 2 四半期末時点で、保険見直し本舗^{注2}(東京都新宿区)の
フランチャイジーとして「みつばち保険ファーム」や「みつばちほけ
ん」の店舗を愛知県と静岡県に 7 店舗展開し、19 社の保険会社の保
険商品を取り扱っている。

◆ 全国展開を支える体制

全国展開を支える仕組みとして、(1) 主要部門の自社運営、(2) 100
社超の工事業者のネットワークの 2 点が挙げられる。

同社は、コールセンターやカスタマーセンター、請求回収部門といっ
た主要部門を外部に委託せず、自社で運営している。自社運営にする
ことで、顧客対応や解約等の手続きを標準化し、運用の効率化ととも
に、品質の向上を進めている。中でも、顧客接点であり、顧客に関する
データ蓄積の要となるコールセンターを重視しており、札幌コール
センタ及び名古屋事業所に置かれているコールセンターがその中心
的な役割を担っている。

同社の取り扱い商材の中には、顧客のオフィスに出向いて設置工事を
行う必要があるものがある。同社では、全国に 6 カ所ある営業所の近
辺の顧客に対しては自社のスタッフで対応し、営業所ではカバーしに
くい地域については、ネットワーク化している協力工事業者に工事を
依頼している。

➤ 業界環境と競合

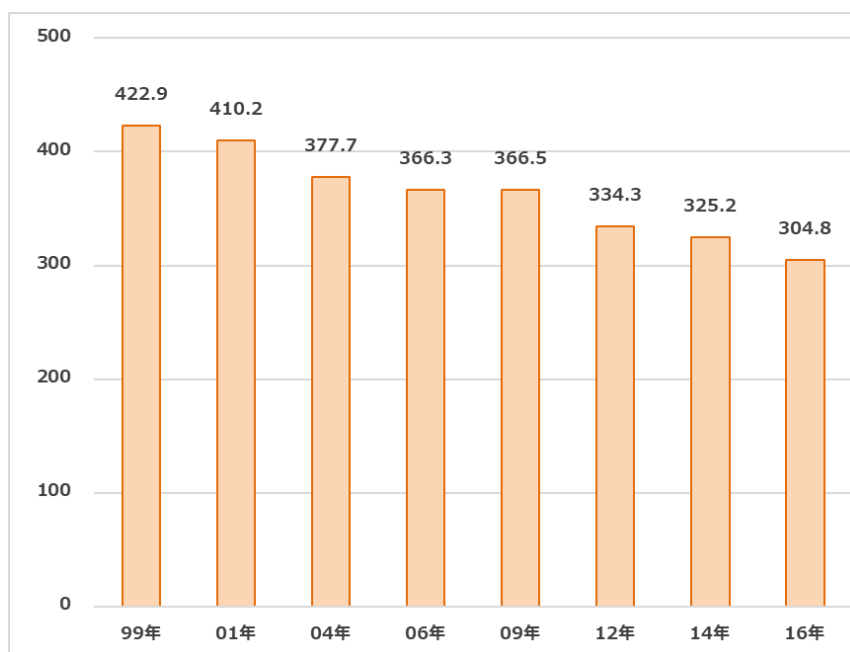
◆ 小規模企業数の推移

同社は小規模企業を顧客層とするが、中小企業庁の「2020 年版中小
企業白書」によると、16 年の小規模企業(会社と個人事業主の合計)
の数は 304.8 万者であり、2000 年代に入って減少傾向が続いている
(図表 6)。

一方で、法務省の「登記統計 統計表」によると、法人設立件数は 15
年以降毎年 11 万件台で推移しており、新規の潜在需要が安定的に流
入していると言えよう(図表 7)。

【 図表 6 】 小規模企業の数の推移

(単位: 万者)

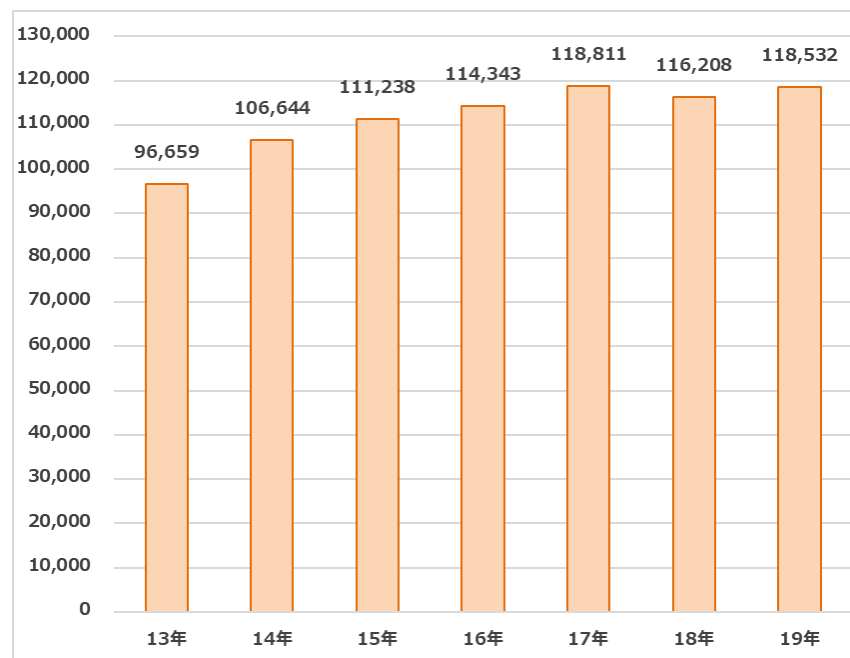


(注) 小規模企業数は小規模の会社数と個人事業主の数の合計

(出所) 中小企業庁「2020年版 中小企業白書」より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 法人設立件数の推移

(単位: 件)



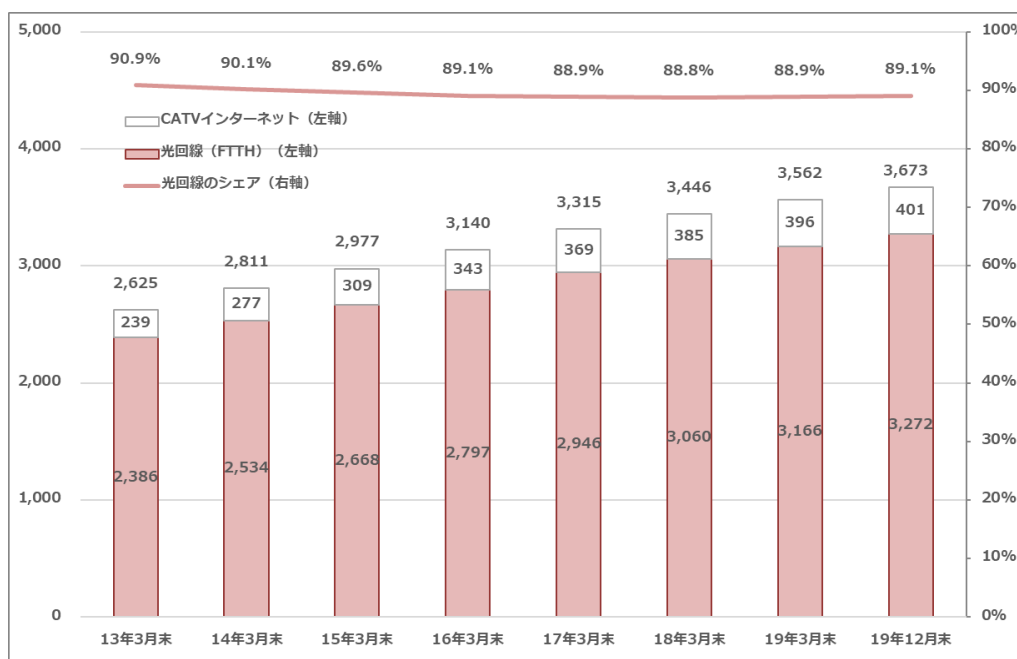
(出所) 法務省「登記統計 統計表」より証券リサーチセンター作成

◆ 光回線の契約数の動向

総務省総合通信基盤局の「電気通信サービスの契約数及びシェアに関する四半期データの公表」によると、19 年 12 月末時点で、光回線（FTTH）の契約数は、固定系超高速ブロードバンドの契約数 3,673 万件的 89.1%にあたる 3,272 万件である（図表 8）。

【図表 8】固定系超高速ブロードバンドの契約数の推移

(単位: 万件)

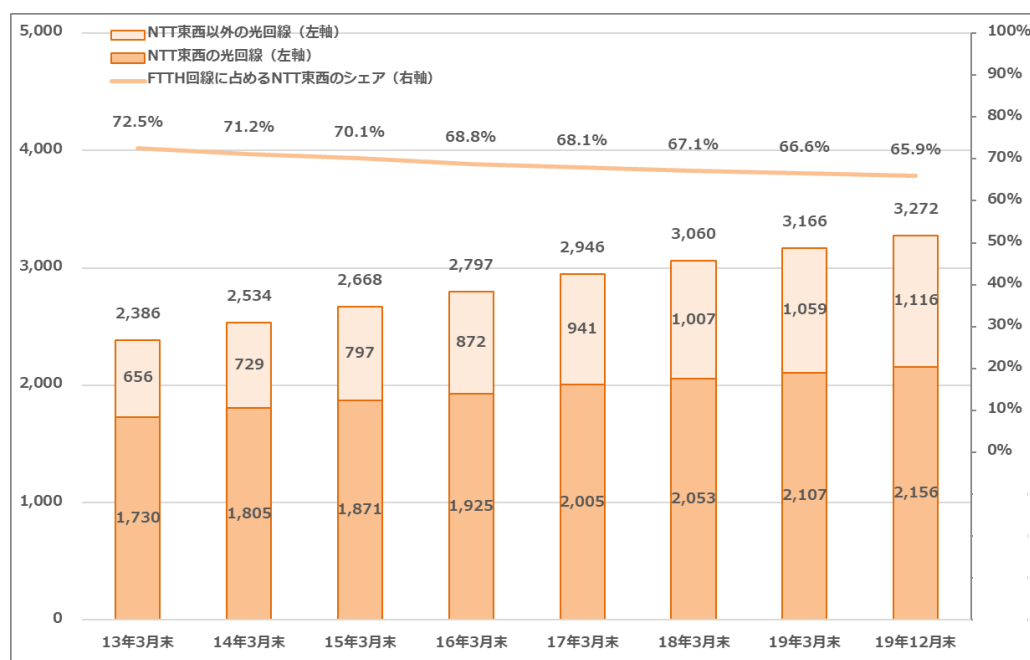


(出所) 総務省総合通信基盤局「電気通信サービスの契約数及びシェアに関する四半期データの公表」より証券リサーチセンター作成

光回線の契約数の3,272万件的のうち、NTT東西の回線の契約数は2,156万件的であり、光回線全体の65.9%のシェアを占めている。シェアは緩やかな低下傾向にあるが、契約数の増加は続いている（図表 9）。

【 図表 9 】 NTT 東西の光回線 (FTTH) の契約数の推移

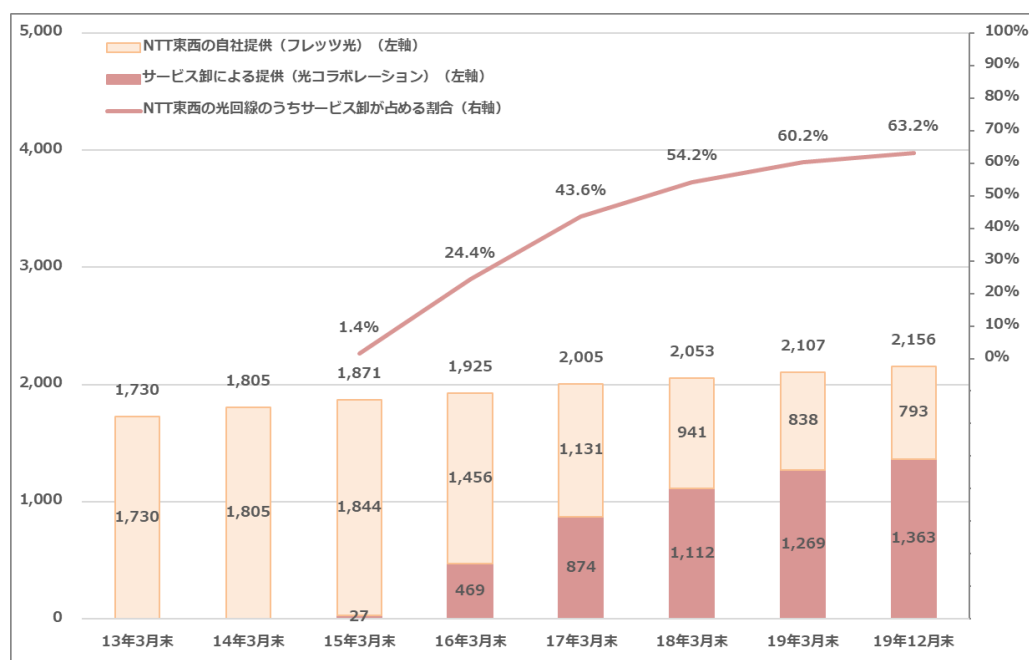
(単位: 万件)



(出所) 総務省総合通信基盤局「電気通信サービスの契約数及びシェアに関する四半期データの公表」及び NTT の IR 資料より証券リサーチセンター作成

NTT 東西の光回線の契約数2,156 万件の63.2%に当たる1,363 万件が、「光コラボレーション」の名称で、サービス卸として提供され、その割合は上昇を続けている (図表 10)。

【 図表 10 】 NTT 東西の光回線に占めるサービス卸（光コラボレーション）
の契約数の推移 (単位: 万件)



(出所) 総務省総合通信基盤局「電気通信サービスの契約数及びシェアに関する四半期データの公表」
及び NTT の IR 資料より証券リサーチセンター作成

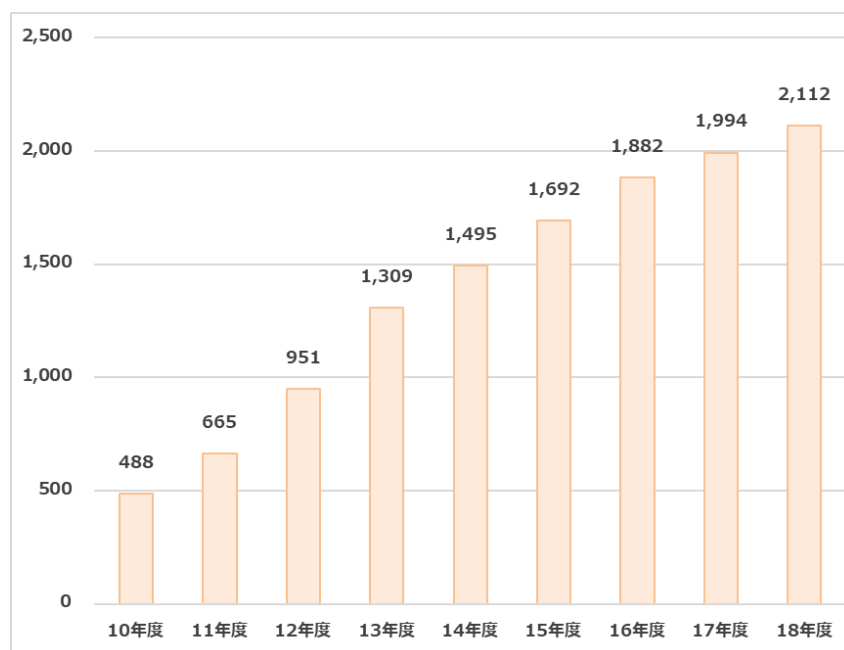
◆ 電力小売りの状況

同社は今後、電力小売りに注力していくとしている。経済産業省の「電力小売全面自由化の進捗状況について」によると、19年12月時点の新電力のシェアは16.2%であり、直近の上昇ペースは緩やかになっているが、16年4月以降上昇を続けている傾向は変わらない。

◆ 来店型保険ショップの市場規模

矢野経済研究所「来店型保険ショップ市場に関する調査」によると、来店型保険ショップの市場規模に該当する新契約年換算保険料は18年度に2,112億円となり、10年度以降年率20.1%のペースで拡大してきた（図表11）。

【図表 11】来店型保険ショップの市場規模の推移 (単位: 億円)



(出所) 矢野経済研究所「来店型保険ショップ市場に関する調査」より
証券リサーチセンター作成

◆ 競合

国内の光回線の約 3 分の 2 を占める NTT の光回線は、NTT 東西が直接ユーザーと契約して提供されるケース(「フレッツ光」と、ユーザーと事業者との間の契約によって提供されるケース(「光コラボレーション」)に大別される。

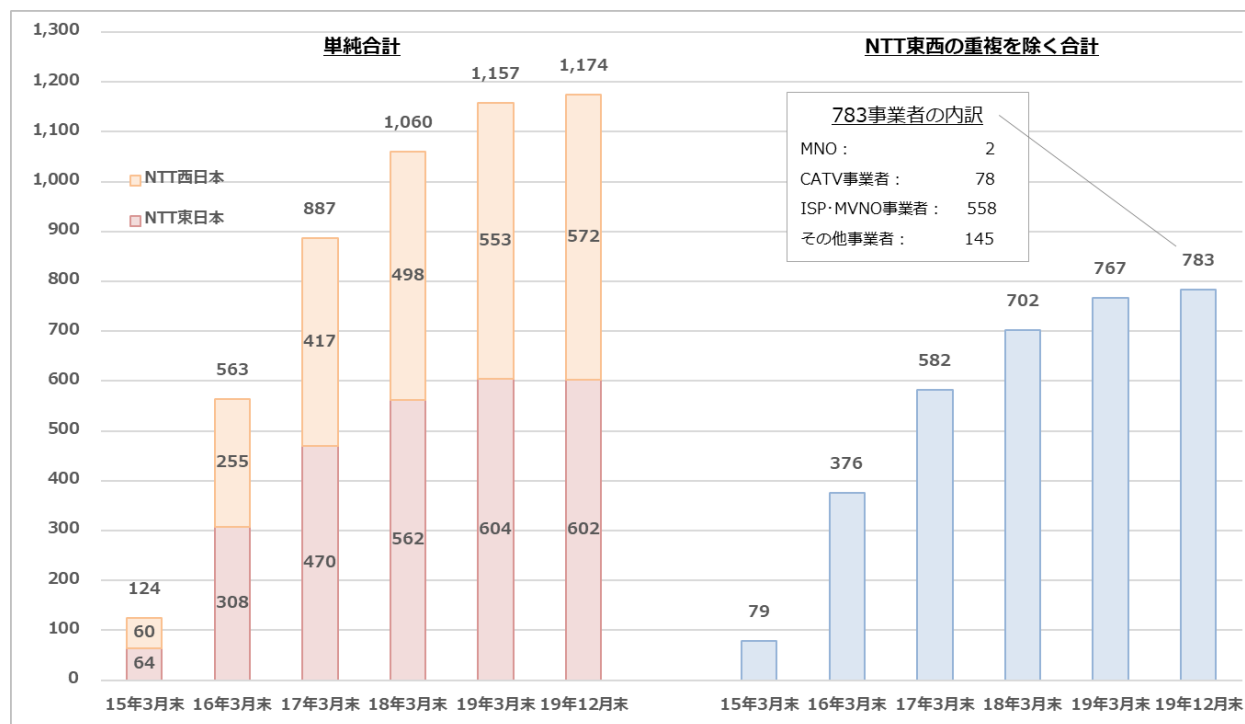
「光コラボレーション」に基づいた同社の「オフィス光 119」に関しては、ユーザーと直接契約する NTT 東西の「フレッツ光」は競合先のひとつと言えよう。ただし、図表 10 にあるように、「フレッツ光」の契約数は減少傾向にあることと、中小企業向けというよりも個人向けが中心であると見られることから、同社の脅威にはなっていないと考えられる。

総務省が設置した電気通信紛争処理委員会の「電気通信紛争処理委員会年次報告」によると、NTT の「光コラボレーション」の卸先事業者は、NTT 東西の単純合計で、19 年 12 月末時点で 1,174 事業者となっており、新規参入は続いているものの、その増加ペースは緩慢になってきている(図表 12)。また、NTT 東西の重複を除くと 783 事業者になるが、その多くが「ISP・MVNO 事業者」であり、同社とは直接の競合先とはならない。また、同社が分類される「その他事業者」の

多くも、業界が多岐にわたっていると考えられるため、同社の直接的な競合先になる事業者は多くないと考えられる。

【図表 12】「光コラボレーション」の卸先事業者数の推移

(単位:事業者)



(出所) 電気通信紛争処理委員会「電気通信紛争処理委員会年次報告」より証券リサーチセンター作成

「その他事業者」に分類される事業者のうち、企業のビジネス環境の改善に資するソリューションを提供している企業が競合先と言えよう。具体的には、エフティグループ(2763 東証JQS)、フォーバルテレコム(8275 東証一部)、レカム、スターティアホールディングス(3393 東証一部)といった、自社の情報端末をメインに、「光コラボレーション」の光回線をセットで提供する企業が挙げられる。しかし、これらの企業の商材は、大企業や中堅企業を顧客層の中心としており、個人事業主を含む小規模企業を主体とする同社とは顧客層が大きく重なっていないと考えられる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 現代表取締役社長が三重県四日市で創業

現代表取締役社長の山本文彦氏は、光通信(9435 東証一部)で通信回線の営業を経験した後、97年に同社を設立した。通信回線や情報通信機器の商材を単品で販売するのではなく、営業先である中小企業の顧客が抱える様々な種類の困りごとを洗い出し、それに適した商材を複数取り扱っていくことに事業機会を見出したことが創業の動機であった。

注3) マイライン

NTT東日本またはNTT西日本の固定電話の中継電話において、電話番号の前に事業者識別番号をつけなくても、利用者が使いたい通信事業者を優先的に使用できるようにするサービスである。

マイラインが始まる前は、識別番号をつけなくて架電するとNTTの回線に接続されていた。このことは、利用者が通信事業者を選択する上での弊害になると問題視されていた。

創業当時は 98 年に「Windows98」が発売されたり、インターネット関連のサービスが登場したりするなど、中小企業の間にも PC の普及が進みつつある時期であったことも追い風となった。98 年にはビジネスホンや通信端末機器等の販売を開始し、情報通信機器販売を事業化した。

創業当初、地元の三重において地域密着型で展開をしていくことにこだわり、社名は東名三重と名付けられた。「東名」という社名は、「透明」、つまり「ガラス張りの会社になりたい」という想いと、「名古屋からいつか東京へ」という想いを込めてつけられたものである。

◆ 沿革 2 ～ 「マイライン」による業績拡大

01 年の「マイライン^{注3}」の登場は、ひとつの転機となった。「マイライン」は、事務手続きさえしておけば、事業者識別番号をつけなくとも、利用者が選択した通信事業者の回線を使用することができるサービスである。通信回線を販売する代理店にとっては、機器の設置や交換をすることなく販売を増やすことができる画期的な商材であり、同社も「マイライン」の販売を手掛けて業績を拡大していった。

「マイライン」は地域密着性をさほど必要としない商材でもあった。そのため、「マイライン」の販売増加に伴い、営業エリアが拡大していったことを受け、01 年に社名を東名に変更した。

また、時を同じくして、コールセンターを活用したアウトバウンド営業が普及し始めた時期でもあった。電話だけで営業プロセスの大半が完了する「マイライン」という商材とコールセンターによる営業の親和性は高かった。同社も電話による営業に注力していき、04 年 12 月には札幌第一コールセンタを、06 年 2 月には札幌第二コールセンタを開設するに至った（後に札幌第一と札幌第二は統合）。

「マイライン」を取り扱ったことにより、その後の同社の全国展開と、現在のコールセンター主体の営業スタイルの礎を築いたと言える。

◆ 沿革 3 ～ 提供商材の拡大

05 年 4 月、同社は初の連結子会社である岐阜レカムを設立した。NTT の特約店をフランチャイズ展開していたレカムとフランチャイズ契約を締結し、ビジネスホン等の NTT の商材の取り扱いの条件を有利にするためであった。現在、岐阜レカムでは、情報通信機器販売のほか、08 年に開始したオフィスの困りごとを解決する「オフィス 119 番」を展開している。

また、08 年 8 月には、レカムよりコムズの株式を取得して子会社化し、インターネット集客のノウハウ及び古物商としての取引基盤を取得した(09 年 11 月に完全子会社化)。

他にも、07 年のレンタルホームページサービスの「レン太くん」の開始、09 年のオフィス用品通販の「たのめーる」の取り扱いの開始、12 年の LED 蛍光灯の取り扱いの開始など、00 年代後半を中心に、提供商材の拡大が続いた。

また、09 年 10 月に来店型保険ショップの運営を開始した。これが、同社としては初のストック型ビジネスとの関わりとなった。

◆ 沿革 4 ～ スtock型ビジネスへの転換

2010 年に差し掛かる頃には、主力事業である回線販売は光回線が中心となっていたが、代理店としての販売であり、新規の回線販売に対して一定の手数料を得るフロー型のビジネスモデルであった。手数料収入は 1 回限りであるため、収入は各期の販売数次第となり、業績が安定しないという問題点があった。

NTT の「光コラボレーション」が登場した 15 年に同社は転機を迎えた。同社は、それまでの主力であった光回線の代理店販売事業から「光コラボレーション」に対応したストック型ビジネスモデルへの転換を図り、NTT から仕入れた光回線に独自のサービスを付加し、「オフィス光 119」という自社ブランド商品の販売に切り替えたのである。

このため、回線販売時に得られた手数料収入を失うこととなり、一旦は赤字となった。しかし、継続してサービスが使われる限り月額利用料が得られるようになり、累積販売数の増加により黒字転換すると、業績は安定するようになった。

19 年 4 月には、東京証券取引所マザーズ及び名古屋証券取引所セントレックスへの上場を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「お客様に感動と満足を提供し続けます」を掲げている。小規模企業の生産性を向上し、本業に専念できる環境整備を行うことにより、顧客である小規模企業を豊かにし、日本のより良い社会創りに貢献していくとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と 20/8 期第 2 四半期報告書に記載されている上位株主の状況は図表 13 の通りである。

20 年 2 月末時点で、代表取締役社長の山本文彦氏が筆頭株主で 68.62%を保有している。山本氏の資産管理会社や親族による保有は見当たらない。

社内関係では、第 4 位の常務取締役の日比野直人氏が 2.33%を、第 6 位の東名従業員持株会が 1.50%をそれぞれ保有している。

取引先関係では、第 2 位にエフティグループの 8.33%、第 5 位に三重銀行の 1.67%の保有が見られる。なお、第 3 位の光通信は上場後に市場で買付を実施したものであり、特段の取引関係があるわけではない模様である。

【 図表 13 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前 (19年3月)			20年2月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
山本 文彦	1,729,600	82.36%	1	4,940,700	68.62%	1	代表取締役社長 上場時に82,700株 (分割後ベースで248,100株) の 売り出し (グリーンシュエーション行使含む)
株式会社エフティグループ	200,000	9.52%	2	600,000	8.33%	2	
株式会社光通信	0	0.00%	-	258,500	3.59%	3	
日比野 直人	56,000	2.67%	3	168,000	2.33%	4	常務取締役
株式会社三重銀行	40,000	1.90%	4	120,000	1.67%	5	
東名従業員持株会	28,200	1.34%	5	107,800	1.50%	6	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	0.00%	-	79,800	1.11%	7	
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	70,448	0.98%	8	
株式会社ドリームインキュベータ	0	0.00%	-	69,600	0.97%	9	
KBL EPB S. A. 107704	0	0.00%	-	56,700	0.79%	10	
ジャパンベストレスキューシステム株式会社	20,000	0.95%	6	-	-	-	
直井 慎一	14,000	0.67%	7	-	-	-	取締役
関山 誠	10,000	0.48%	8	-	-	-	取締役
松岡 唯史	1,000	0.05%	9	-	-	-	従業員
山田 武	1,000	0.05%	9	-	-	-	
渡邊 誠人	200	0.01%	11	-	-	-	監査役
(大株主上位10名)	2,099,800	99.99%	-	6,471,548	89.89%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	98,000	4.67%	-	267,600	3.72%	-	
発行済株式総数	2,100,000	100.00%	-	7,200,000	100.00%	-	

(注) 20 年 1 月 1 日付で 1:3 の株式分割を実施。上場前は株式分割前の、20 年 2 月末時点は株式分割後の株数を記載。

(出所) 東名有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

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、14/8 期以降の数値が開示されており、17/8 期から連結業績も開示されている。

同社の主力事業である光回線の販売は、15 年 4 月の「光コラボレーション」の開始により、ビジネスモデルが大きく転換した。そのため、15/8 期は減収、経常赤字となった。

新しいビジネスモデルでの販売が軌道に乗り始めたことで、売上高は 16/8 期以降は増加に転じた。しかし、販売数の増加に伴って先行する費用が増加したことで、16/8 期は経常赤字が更に拡大した。

同社が経常黒字を回復したのは、継続してサービスが使われる限り得られる月額利用料が本格的に積み上がってきた 17/8 期になってからである。ストック型のビジネスモデルへの転換が軌道に乗ってからは、利益率を改善しながらの増益が続くようになった。

◆ 19 年 8 月期は 3 セグメントの増収とコスト削減で大幅増益

19/8 期は、売上高が 10,855 百万円（前期比 9.7%増）、営業利益が 608 百万円（同 73.4%増）、経常利益が 654 百万円（同 57.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 510 百万円（同 11.7%減）となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 100.8%、営業利益は 113.5%、経常利益は 123.7%、親会社株主に帰属する当期純利益は 109.9%であった。

オフィス光 119 事業は、主に期末契約保有回線数が前期末比 10.2%増となったことにより、前期比 10.2%増収となった。

オフィスソリューション事業は前期比 8.3%増収となった。電力小売事業参入前のテストマーケティングとして、オフィス光 119 事業の顧客に対する電力小売りサービスの取次に注力するというクロスセルを進めたことが主な増収要因である。

ファイナンシャル・プランニング事業は前期比 3.3%増収だった。店舗数は変わらないが、老後資金の不安の高まりを背景とした個人年金のニーズや、自然災害の多発に伴う火災保険見直しのニーズを取り込んだことで増収につながった。

売上総利益率は前期比 0.5%ポイント低下の 36.5%となった。光回線の仕入原価が発生するために相対的に売上総利益率が低いオフィス

光 119 事業の売上構成比が同 0.3%ポイント上昇の 82.4%となったことが主な要因である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 1.2%増に留まり、増収効果と相まって売上高販管費率は同 2.6%ポイント低下の 30.9%となった。スタッフの正社員化を進めたことによる人件費の効率化や募集関連費の抑制が奏功したことが大きい。

売上高販管費率の低下の効果が売上総利益率の低下の影響を上回り、売上高営業利益率は前期比 2.1%ポイント改善の 5.6%となった。セグメント別に見ると、オフィス光 119 事業のセグメント利益率が同 3.1%ポイント上昇の 8.0%になったことが目立った一方、ファイナンシャル・プランニング事業のセグメント利益率は、人員増による費用増により同 0.9%ポイント低下の 15.8%となった。

なお、経常利益が大幅増益だったのに対し、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となったのは、18/8 期に店舗の立退きに伴う移転補償金 116 百万円が特別利益として計上された影響である。

◆ 上場時の公募増資により自己資本は若干改善

19 年 4 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、18/8 期末に 45.2%であった同社の自己資本比率は、19/8 期末には 54.7%まで改善した。

> 他社との比較

◆ 中小企業にビジネスソリューションを提供する企業と比較

中小企業に、通信回線や通信機器等のビジネスソリューションを提供する上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、電話機や OA 機器、LED 照明の販売を柱とするエフティグループ、複写機やサーバー等の IT インフラの提供を中心に行うスターティアホールディングス、IP 電話等の情報機器販売を行うレカムとした。なお、中小企業向けに通信料最適化・請求書一本化サービスを提供するフォーバルテレコムは、20/3 期の決算開示が遅延しているため、今回の比較対象から除外した（図表 14）。

規模や取り扱い商材、事業ステージの違いにより、単純比較は難しいが、売上高及び経常利益の成長性は他社を上回っていることは確認できる。16/8 期～19/8 期の期間はちょうど、同社のビジネスモデルの転換期にあたっており、経常赤字から黒字に転換したことや、転換後のビジネスモデルでの増収増益の勢いが続いたためである。その結果、売上高 100 億円級の企業の中では、自己資本利益率で優位に立ったと考えられる。

【 図表 14 】 財務指標比較：中小企業にビジネスソリューションを提供する企業

項目	銘柄	コード	東名		エフティグループ	スターティア ホールディングス	レカム
			4439		2763	3393	3323
			直近決算期	19/8期 (参考)	20/3期 (IFRS)	20/3期	19/9期
規模	売上高	百万円	10,855	—	45,887	12,778	9,858
	経常利益	百万円	654	—	6,282	771	642
	総資産	百万円	7,118	—	32,490	7,910	9,777
収益性	自己資本利益率	%	16.0	13.1	26.1	4.7	9.7
	総資産経常利益率	%	10.4	9.2	18.9	9.6	8.2
	売上高営業利益率	%	5.6	—	13.6	5.7	5.2
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	36.3	—	4.9	7.5	30.6
	経常利益（同上）	%	—	—	14.7	39.3	87.3
	総資産（同上）	%	25.1	—	11.4	10.3	55.5
安全性	自己資本比率	%	54.7	—	47.1	59.4	37.1
	流動比率	%	270.7	—	225.9	234.0	175.7
	固定長期適合率	%	14.9	—	56.4	32.7	65.3

(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）
 東名は17/8期より連結業績の開示を開始したため3期前は単体の数値。16/8期単体は経常損失のため経常利益の成長性は表記していない
 エフティグループはIFRSでの開示のため、経常利益の代わりに税前利益を表示
 東名は期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる
 可能性のある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

➤ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、小規模企業との取引実績と顧客が抱える課題を蓄積して商材やサービスにつなげていく仕組みにある

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。

同社の知的資本の源泉は、関係資本の「顧客」に属する、創業来の小規模企業との取引実績と、組織資本の「知的財産ノウハウ」に「属する」、取引を通じて抽出した顧客が抱える課題を蓄積し、商材やサービスにつなげていく仕組みにあると考えられる。

同社は、顧客が抱える様々な種類の困りごとに適した商材やサービスを複数取り扱っていくことに事業機会を見出して創業した。そのため、同社は、営業を行っている段階から、顧客が抱える課題に対して敏感である。自社でコールセンターを運営することにこだわるのも、顧客の課題にフォーカスを当てることの重要性を認識しているためと考えられる。

こうして、通信回線や情報機器の販売等で積み上げてきた、個人事業主を含む約 100 万の契約先との取引を通じて、顧客が抱える課題を整理し、蓄積していった。そして、課題を解決するための商材を商品化し、サービスの幅が広がっていった。

この一連のプロセスにより、新規顧客の獲得や、既存顧客へのクロスセルにつながり、顧客基盤の強化という形で関係資本が増強されていった。顧客基盤が厚くなれば、顧客の課題の蓄積を通じて、組織資本の「知的財産ノウハウ」の更なる蓄積につながり、商材の改善や新規商材の投入につながるという好循環が築かれるようになったと考えられる。

【 図表 15 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・小規模企業の厚い顧客基盤	・「オフィス光119」の契約保有件数	95,119件 (19/8期末)
			・オフィス光119事業と オフィスソリューション事業を 合わせた顧客数	約10万契約
			・過去の取引実績 (現在契約中も含む)	約100万契約
			・全顧客のうち複数契約の顧客の割合	92% (18年10月時点)
			・「オフィス光119」の月次解約率	0.7% (18年10月時点)
		・ファイナンシャル・プランニング事業の顧客の状況	・累計保険契約件数	開示なし
			・新規保険契約件数	開示なし
	ブランド	・業界内での知名度	・「オフィス光119」シリーズ	特になし
	ネットワーク	・協力業者の状況	・ネットワーク化された工事業者の数	全国100社超
		・オフィス光119事業での仕入先	・光回線の仕入先	NTT東日本 NTT西日本
		・オフィスソリューション事業での仕入先	・オプションサービスの仕入先	詳細の開示なし
			・各種商材・サービスの仕入先	詳細の開示なし
組織資本	プロセス	・オフィス光119事業と オフィスソリューション事業の体制	・拠点数	6カ所 (本社 名古屋支店 札幌コールセンタ 広島営業所 福岡営業所 新宿支店)
			・オフィスソリューション事業の子会社	2社 (岐阜レカム コムズ)
			・オフィス光119事業の従業員数	連結、単体とも208名
			・オフィスソリューション事業の従業員数	連結70名 単体41名
			・自社運営の部門	コールセンター カスタマーセンター 請求回収部門
			・ネットワーク化された工事業者の数	全国100社超
		・ファイナンシャル・プランニング事業の体制	・来店型保険ショップの店舗数	愛知と静岡に7店舗
			・ファイナンシャル・プランニング事業の 従業員数	連結、単体とも27名
			・取り扱いのある保険会社の数	19社の保険会社の商品
	知的財産 ノウハウ	・顧客の課題の蓄積	・過去の取引実績	約100万契約
		・ストック型ビジネスに関するノウハウの蓄積	・コールセンターでのデータ蓄積	札幌のコールセンタ開設の04年12月より15年経過
			・ストック型ビジネス転換後の経験	「オフィス光119」販売開始の15年4月より 5年経過
人的資本	経営陣	・代表取締役社長の存在	・創業以来の年数	97年12月より22年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	4,940,700株 (68.62%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有	80,000株 (0.33%) (19/8期末)
			・役員持株会	19年6月設立
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	123百万円 (4名)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結339名 単体310名 (19/8期末)
			・平均年齢	31.1歳 (単体) (19/8期末)
			・平均勤続年数	3.7年 (単体) (19/8期末)
		・インセンティブ	・従業員持株会	107,800株 (1.50%)
			・ストックオプション	267,600株 (3.72%) *取締役保有分も含む

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 20/8 期上期、または 20/8 期上期末のものとする

(出所) 東名有価証券報告書、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

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、オフィスソリューション事業において、エコソリューション（LED 蛍光灯の販売や電力小売等）の販売を行っている。その関係もあり、環境省が推進している低炭素社会実現に向けた気候変動キャンペーン「Fun to Share」に賛同し、LED 照明の普及に取り組み低炭素社会の実現に貢献している。

また、本社に太陽光発電システムを設置するなど、自然と共存する企業を目指している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「お客様に感動と満足を提供し続けます」を企業理念に掲げ、小規模企業の生産性を向上し、本業に専念できる環境整備を行うことにより、顧客である小規模企業を豊かにし、日本のより良い社会創りに貢献して方針を採っている。

本業を通じた社会貢献とは別に、働きやすい職場づくりを目指した働き方改革に積極的に取り組んでいる。また、アジアの子どもへ履かなくなった靴や未使用の文具を届ける「RED BIRD Project」へ賛同し、ペットボトルキャップの回収を通じて途上国の子どもたちへワクチンを届ける「世界の子どもにワクチンを」の運動に参加している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名の取締役で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の伊東正晴氏は弁護士であり、現在は、自ら開設したグラント法律事務所の所長のほか、名古屋大学法科大学院非常勤講師、愛知大学法科大学院非常勤講師も務めている。

社外取締役の吉田正道氏は公認会計士及び税理士である。現在は、公認会計士吉田正道事務所の所長、税理士法人中央総研の代表社員との兼任である。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されており、3名とも社外監査役である。

常勤監査役の志水義彦氏は、丸麦、ケー・イー・シーを経て、クリーン開発に転籍した。トーシン（現トーシンホールディングス 9444 東証 JQS）の監査役を務めた経験もある。

渡邊誠人氏は公認会計士及び税理士であり、有限責任監査法人トーマ

ツの前身となる監査法人で長くキャリアを積んできた。現在は、自ら開設した公認会計士渡邊誠人事務所の所長と、税理士法人A C Tの代表社員のほか、ファインシンター（5994 東証二部、名証二部）の監査役、太陽化学（2902 名証二部）の監査役を兼任している。

葉山憲夫氏は、自ら開設した社会保険労務士法人葉山事務所の代表社員である。医用工学研究所の監査役やシェアリングテクノロジー（3989 東証マザーズ）の監査役を歴任した。現在はコプロ・ホールディングス（7059 東証マザーズ）の取締役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ ブランドの強化及び知名度の向上

主力である光回線は長期間にわたって継続して使用される商材であるため、一度使用し始めると、よほどの理由がなければ他社のサービスに移行しない。顧客の観点で言えば、どの会社のサービスを利用するかを選択は重要であり、価格もさることながら、サービスが継続されるのかといった信頼感が選択基準になることが多い。さらに光回線に関して言えば、直接の脅威にはなっていないものの、NTT 東西の「フレッツ光」が競合サービスになるとも言え、なおさらサービスに対する信頼性が重要となる。

そのため、同社では、小規模企業の課題を解決するパートナーとしての地位を築くことを目標に据え、「オフィス 119」シリーズとしてのブランドの強化及び知名度の向上を進めていくことを最優先の課題としている。

◆ ストック型ビジネスモデルの更なる強化

同社は今後もストック型ビジネスモデルを強化していくために、顧客が同社のサービスを使い続ける継続率を維持し、または上昇させていくことが課題となる。「今後の事業戦略」の項で後述するクロスセルやアップセルの強化はその課題を解決するための施策のひとつである。

ストック型ビジネスモデルの強化の方針は、新規の商材の展開の仕方にもよく表れている。今後、本格的に展開を図る方針の電力小売販売はその好例と言えよう。

電力小売の領域では、フロー型のビジネスモデルである取次サービスから始めた。電力小売の取り扱いは無経験の分野であるために、リスクの低いビジネスモデルで経験を積んだ上で、ストック型のビジネスモデルとして小売販売を本格化していく計画である。

> 今後の事業戦略

◆ 中期計画達成に向けての3つの成長戦略

同社は中長期的には、顧客層である小規模企業が抱える課題を解決するライフライン支援企業となることを志向している。その1つのステップとして、22/8期までの3カ年計画を公表している。3カ年の平均成長率は売上高で8.8%増、営業利益で20.0%増を計画している(図表17)。

中期経営計画の達成のために、同社は、ストック型ビジネスモデルを更に強化していくことを前提に、以下の3点を成長戦略の軸に据えている。

- (1) 販路の拡大
- (2) スtock売上の向上
- (3) クロスセルやアップセルの強化

販路の拡大については、既存の主要販路であるウェブ集客については広告運用の効率化を進めて費用対効果を高めていく方針である。同時に、ビジネスパートナー（販売代理店）の拡大と、アライアンスパートナー（再卸先）への販売を本格化させ、サービスを利用する顧客数の増加につなげていく考えである。過去に取引実績のある 100 万契約の契約先のうち、現在サービスを利用していないところが対象となる。

Stock売上の向上については、現在の主力サービスである「オフィス光 119」に続く主要サービスの育成を戦略の中心に据えている。具体的には電力サービスがそれに該当しよう。新規サービスの投入を交えながらクロスセルが可能な商材・サービスを増やし、Stock売上を増やしていく戦略である。

クロスセルやアップセルの強化については、既存顧客に対して複数のサービスを提供していくことやオプションを付加するよう販促していくことで、継続利用や複数サービス利用を促し、同社のファンになってもらうほどの長期的な関係を構築していくことを目指している。

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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・ストック型ビジネスモデルが確立していること - スtock型ビジネスモデルからの収益が中心であることによる業績の安定性 - ビジネスモデル転換の経験 ・創業以来積み上げてきた約100万契約の取引実績 ・「オフィス光119」を中心とする約10万件の稼働している契約の蓄積 - 低い解約率 - 地域や業種の偏りがなく分散されていることによる外部環境の変化への耐性の強さ ・営業の中心となっている自社運営のコールセンター ・顧客の課題解決に資する商材やサービスのラインナップ ・全国をカバーするサポート体制（自社スタッフ、100社超の外部の工事業者）
弱み (Weakness)	・「オフィス光119」ブランドの知名度が決して高いとは言えない状況 ・「オフィス光119」の光回線からの収益への依存度が高い状況 ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・対象とする約300万の小規模事業者の裾野の広さ ・創業以来積み上げてきた約100万件の顧客との取引実績の活用 ・「オフィス光119」の契約数の増加の継続 ・「オフィス光119」の販売チャネルの多様化（販売代理店、再卸先） ・「オフィス光119」を中心とする約10万件の既存契約先へのクロスセルの機会 ・新規商材、新規サービスの追加 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・中長期的に見た場合の小規模企業の数減少 - 後継者不足による廃業の増加や、景気悪化等による倒産の増加の可能性 ・競争の激化の可能性 ・「オフィス光119」の光回線の仕入先であるNTTの方針変更による影響の可能性 ・必要な人材が集まらない可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 15年のストック型ビジネスモデルへの転換を評価

同社は長らく NTT の通信回線等の代理店販売というフロー型のビジネスモデルを展開してきた。卸販売を解禁するという NTT の政策の転換という大きな外部要因の変化を捉えて、15/8 期、16/8 期と 2 期にわたる経常赤字を受け入れつつも、ストック型ビジネスモデルへの転換を成し遂げたことを評価したい。

ストック型ビジネスモデルへの転換がもたらしたのは、業績の安定感だけではない。自社ブランドで商品を提供することにより、同社は光回線を利用しているアクティブな顧客情報を直接把握することが可能となり、小規模企業の課題を解決するパートナーとして、課題解決に資する各種商材を提供する基盤を確立したと言える。

◆ スtock型ビジネスモデルゆえの耐性はあるが、外部環境の悪化の影響には留意しておきたい

同社の潜在顧客である小規模企業の数、同社の既存顧客の数に対して圧倒的に多く、同社が顧客を増やしていく余地は大きいと考えられる。一方で、19年10月に消費税率が引き上げられたことや、20年に入ってから新型コロナウイルスの感染拡大による影響もあり、今後、小規模企業の先行きに対するマインドの悪化や、資金繰りの悪化、倒産や事業停止といった外部環境の更なる悪化が想定される。

同社は、20/8 期上期において、収益の 85%以上をストック型ビジネスモデルから得ているため、こうした外部環境の悪化への耐性は強いと考えられる。それでも、新規顧客の増加や、既存顧客に対するクロスセルの拡大といった同社の戦略の進捗に影響を与える可能性があるため、一定の注意を払っておきたい。

➤ 今後の業績見通し

◆ 20 年 8 月期会社計画

20/8 期の会社計画は、売上高 11,876 百万円（前期比 9.4%増）、営業利益 758 百万円（同 24.7%増）、経常利益 753 百万円（同 15.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 580 百万円（同 13.7%増）である。上期業績公表時点で、期初計画は据え置かれている（図表 17）。

セグメント別の売上高等の開示はないが、オフィス光 119 事業では、新規の契約数の増加と、オプションサービスの付帯率の向上を通じた ARPU の向上によって増収になる計画と推察される。また、オフィスソリューション事業では、「オフィス光 119」の契約先に対するクロスセルの強化により増収を計画している模様である。

20/8 期の売上高営業利益率は、前期比 0.8%ポイント改善の 6.4%になると同社は予想している。増収効果による売上高販管費率の低下が主な要因であると推察される。

配当は 19/8 期まで無配であり、20/8 期についても期初の段階では無配の計画だったが、20/8 期上期決算の公表の際に、10.0 円（期末配当のみ）の配当を行う方針が公表された。配当性向は 12.4%の計画である。

【 図表 17 】東名の 20 年 8 月期の業績計画及び中期経営計画

(単位:百万円)

	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期連結		21/8期連結		22/8期連結	
	連結実績	連結実績	連結実績	会社計画	前期比	中期計画	前期比	中期計画	前期比
売上高	7,924	9,894	10,855	11,876	9.4%	12,887	8.5%	13,963	8.3%
オフィス光事業	6,322	8,118	8,943	-	-	-	-	-	-
オフィスソリューション事業	1,340	1,526	1,652	-	-	-	-	-	-
ファイナンシャル・プランニング事業	250	238	246	-	-	-	-	-	-
その他	11	11	12	-	-	-	-	-	-
売上総利益	3,049	3,661	3,959	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	38.5%	37.0%	36.5%	-	-	-	-	-	-
営業利益	51	350	608	758	24.7%	907	19.7%	1,051	15.9%
売上高営業利益率	0.7%	3.5%	5.6%	6.4%	-	7.0%	-	7.5%	-
オフィス光事業	106	398	718	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	1.7%	4.9%	8.0%	-	-	-	-	-	-
オフィスソリューション事業	147	298	328	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	11.0%	19.6%	19.9%	-	-	-	-	-	-
ファイナンシャル・プランニング事業	79	39	39	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	31.8%	16.7%	15.8%	-	-	-	-	-	-
その他	6	6	8	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	56.3%	61.8%	65.7%	-	-	-	-	-	-
調整額(全社費用)	-287	-393	-486	-	-	-	-	-	-
経常利益	150	416	654	753	15.1%	-	-	-	-
売上高経常利益率	1.9%	4.2%	6.0%	6.3%	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	130	578	510	580	13.7%	-	-	-	-
売上高当期純利益率	1.6%	5.8%	4.7%	4.9%	-	-	-	-	-

(出所) 東名有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 8 月期第 2 四半期決算

20/8 期上期は、売上高 5,664 百万円（前年同期比 6.4%増）、営業利益 423 百万円（同 40.3%増）、経常利益 492 百万円（同 47.2%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 329 百万円（同 10.9%増）であった。期初計画に対する達成率は、売上高が 97.7%、営業利益が 118.9%であった。

セグメント別の売上高は、オフィス光 119 事業が前年同期比 8.2%増、オフィスソリューション事業が同 3.3%減、ファイナンシャル・プランニング事業が同 10.2%増となった。オフィス光 119 事業では、詳細の開示はないものの、期末契約保有回線数は堅調に積み上がった模様である。オフィスソリューション事業では、特に、オフィス光 119 事業の顧客に対する電力小売取次サービスのクロスセルが進んだ一方、20/8 期下期から開始予定の電力小売の準備を優先させたことで、若干の減収となった。ファイナンシャル・プランニング事業は、前期に注力した人材育成の効果が出て増収となった。

売上総利益率は前年同期比 0.8%ポイント低下の 36.2%となった。光回線の仕入原価が発生するために相対的に売上総利益率が低いオフィス光 119 事業の売上構成比が同 1.4%ポイントの上昇し、83.2%となったことが影響した。

販管費は前年同期比 2.2%減となり、増収効果と相まって売上高販管費率は同 2.6%ポイント低下の 28.7%となった。スタッフの正社員化を進めたことに伴って採用費等が抑制されたことが要因である。

これらの結果、売上高販管費率の低下が売上総利益率の悪化を上回り、売上高営業利益率は前年同期比 1.8%ポイント改善の 7.5%となった。セグメント別に見ると、オフィス光 119 事業のセグメント利益率が同 4.9%ポイント上昇の 11.5%になった一方、減収のオフィスソリューション事業のセグメント利益率は、同 12.4%ポイント低下の 14.6%となった。

なお、営業利益と経常利益が大幅増益だったのに対し、親会社株主に帰属する四半期純利益の増益幅が小さいのは、前年同期の実効税率が低く抑えられていたことが要因である。

◆ 中期計画

同社は 20/8 期～22/8 期までの中期計画を公表している（図表 17）。3 期連続で増収増益を目指すもので、新規顧客の増加と、クロスセルやアップセルを通じた ARPU の上昇を図ることで達成を目指すとしている。増収と販管費増加の抑制により、売上高営業利益率は 20/8 期は 6.4%、21/8 期は 7.0%、22/8 期は 7.5%と上昇していく計画となっている。

◆ 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、同社の 20/8 期業績について、売上高 11,856 百万円（前期比 9.2%増）、営業利益 795 百万円（同 30.9%増）、経常利益 899 百万円（同 37.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 647 百万円（同 26.9%増）とした。売上高はほぼ会社計画通り、利益は会社計画をいくらか上回る水準での予想となった（図表 18）。

当センターでは、20/8 期の業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) オフィス光 119 事業及びオフィスソリューション事業の KPI を「オフィス光 119」の契約件数とした。そこで、両事業の売上高は、期末の契約件数を予想し、それぞれの期中平均ベースでの 1 契約当たり売上高を乗じて算出した。

20/8 期末の契約件数は前期末比 10.0%増の 104,619 件とし、20/8 期の期中平均の契約件数は 99,869 件（前期は 90,734 件）と予想した。

オフィス光 119 事業の 1 契約当たり売上高は 98.0 千円（前期は 98.6 千円）とし、オフィス光 119 事業は前期比 9.4%の増収になると予想した。オフィスソリューション事業の 1 契約当たり売上高は 18.0 千円（前期は 18.2 千円）とし、オフィスソリューション事業は同 8.8%の増収になると予想した。

(2) ファイナンシャル・プランニング事業の売上高は、店舗数に変化はなく、前期比 5.6%増と予想した。

(3) 売上総利益率は前期と同じ 36.5%と予想した。セグメント別の売上構成比に大きな変動がないと予想したためである。販管費は、19/8 期の 3,351 百万円に対し、20/8 期は 3,531 百万円と 180 百万円増加するものとしたが、売上高販管費率は前期比 1.1%低下の 29.8%となる見込みである。売上高販管費率の低下により、20/8 期の売上高営業利益率は 6.7%と同 1.1%ポイント改善するものと予想した（会社計画では 6.4%）。

21/8 期以降について、21/8 期は前期比 8.6%、22/8 期は同 7.4%の増収が続くと予想した。「オフィス光 119」の期末契約件数の伸びに連動するものとした。売上総利益率は 20/8 期より若干低下していくものの、それを上回るペースで売上高販管費率が低下していくものと予想した結果、売上高営業利益率は 21/8 期 7.2%、22/8 期 7.7%へと上昇していくものと予想した（中期経営計画での売上高営業利益率は 21/8 期 7.0%、22/8 期 7.5%）。

【 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)

	17/8期連	18/8期連	19/8期連	20/8期連CE	21/8期連CE	22/8期連CE	20/8期連E	21/8期連E	22/8期連E
損益計算書									
売上高	7,924	9,894	10,855	11,876	12,887	13,963	11,856	12,872	13,819
前期比	84.8%	24.9%	9.7%	9.4%	8.5%	8.3%	9.2%	8.6%	7.4%
オフィス光119事業	6,322	8,118	8,943	-	-	-	9,787	10,639	11,433
前期比	-	28.4%	10.2%	-	-	-	9.4%	8.7%	7.5%
売上構成比	79.8%	82.1%	82.4%	-	-	-	82.5%	82.6%	82.7%
オフィス光119 期末契約保有件数 (件)	72,827	86,348	95,119	-	-	-	104,619	113,619	122,119
前期末比	55.6%	18.6%	10.2%	-	-	-	10.0%	8.6%	7.5%
オフィスソリューション事業	1,340	1,526	1,652	-	-	-	1,797	1,942	2,074
前期比	-	13.9%	8.3%	-	-	-	8.8%	8.0%	6.8%
売上構成比	16.9%	15.4%	15.2%	-	-	-	15.2%	15.1%	15.0%
ファイナンシャル・プランニング事業	250	238	246	-	-	-	260	280	300
前期比	-	-4.8%	3.3%	-	-	-	5.6%	7.7%	7.1%
売上構成比	3.2%	2.4%	2.3%	-	-	-	2.2%	2.2%	2.2%
その他	11	11	12	-	-	-	11	11	11
前期比	-	0.8%	12.4%	-	-	-	-10.0%	0.0%	0.0%
売上構成比	0.1%	0.1%	0.1%	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%
売上総利益	3,049	3,661	3,959	-	-	-	4,327	4,685	5,016
前期比	-	20.1%	8.1%	-	-	-	9.3%	8.3%	7.1%
売上総利益率	0.1%	37.0%	36.5%	-	-	-	36.5%	36.4%	36.3%
販売費及び一般管理費	2,997	3,310	3,351	-	-	-	3,531	3,762	3,953
売上高販管費率	37.8%	33.5%	30.9%	-	-	-	29.8%	29.2%	28.6%
営業利益	51	350	608	758	907	1,051	795	923	1,062
前期比	-	577.3%	73.4%	24.6%	19.7%	15.9%	30.9%	16.0%	15.1%
売上高営業利益率	0.7%	3.5%	5.6%	6.4%	7.0%	7.5%	6.7%	7.2%	7.7%
オフィス光119事業	106	398	718	-	-	-	1,027	1,170	1,314
前期比	-	275.6%	80.5%	-	-	-	43.0%	13.9%	12.3%
セグメント利益率	1.7%	4.9%	8.0%	-	-	-	10.5%	11.0%	11.5%
オフィスソリューション事業	147	298	328	-	-	-	287	291	290
前期比	-	103.1%	10.0%	-	-	-	-12.5%	1.3%	-0.3%
セグメント利益率	11.0%	19.6%	19.9%	-	-	-	16.0%	15.0%	14.0%
ファイナンシャル・プランニング事業	79	39	39	-	-	-	57	61	66
前期比	-	-49.9%	-2.1%	-	-	-	46.7%	7.7%	7.1%
セグメント利益率	31.8%	16.7%	15.8%	-	-	-	22.0%	22.0%	22.0%
その他	6	6	8	-	-	-	7	7	7
前期比	-	10.7%	19.6%	-	-	-	-6.2%	0.0%	0.0%
セグメント利益率	56.3%	61.8%	65.7%	-	-	-	68.5%	68.5%	68.5%
調整額 (全社費用)	-287	-393	-486	-	-	-	-584	-607	-616
経常利益	150	416	654	753	-	-	899	1,006	1,157
前期比	-	177.3%	57.1%	15.0%	-	-	37.5%	11.8%	15.0%
売上高経常利益率	1.9%	4.2%	6.0%	6.3%	-	-	7.6%	7.8%	8.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	130	578	510	580	-	-	647	704	810
前期比	-	342.3%	-11.7%	13.6%	-	-	26.9%	8.7%	15.0%
売上高当期純利益率	1.6%	5.8%	4.7%	4.9%	-	-	5.5%	5.5%	5.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 東名有価証券届出書、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 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)

	17/8期連	18/8期連	19/8期連	20/8期連CE	21/8期連CE	22/8期連CE	20/8期連E	21/8期連E	22/8期連E
貸借対照表									
現金及び預金	1,705	1,871	3,389	-	-	-	3,276	3,014	3,664
受取手形及び売掛金	2,337	2,610	2,854	-	-	-	3,118	3,385	3,634
商品及び製品、原材料及び貯蔵品	88	96	116	-	-	-	124	135	145
その他	40	244	51	-	-	-	51	51	51
流動資産	4,172	4,824	6,412	-	-	-	6,571	6,586	7,495
有形固定資産	254	369	342	-	-	-	330	318	305
無形固定資産	3	1	1	-	-	-	6	6	5
投資その他の資産	218	292	361	-	-	-	369	369	369
固定資産	476	663	705	-	-	-	706	693	680
資産合計	4,648	5,487	7,118	-	-	-	7,277	7,279	8,176
支払手形及び買掛金	885	1,056	1,139	-	-	-	1,244	1,351	1,450
短期借入金	200	200	100	-	-	-	0	0	0
1年内償還予定の社債	-	-	400	-	-	-	800	0	0
未払金	249	329	308	-	-	-	331	360	386
未払法人税等	9	20	221	-	-	-	176	211	243
その他	177	147	198	-	-	-	198	198	198
流動負債	1,520	1,754	2,369	-	-	-	2,751	2,122	2,279
長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0
社債	1,200	1,200	800	-	-	-	0	0	0
その他	37	53	53	-	-	-	53	53	53
固定負債	1,237	1,253	853	-	-	-	53	53	53
純資産合計	1,890	2,480	3,896	-	-	-	4,471	5,104	5,842
(自己資本)	1,890	2,480	3,896	-	-	-	4,471	5,104	5,842
(新株予約権)	-	-	-	-	-	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	144	539	651	-	-	-	899	1,006	1,157
減価償却費	17	22	27	-	-	-	20	20	20
売上債権の増減額 (－は増加)	-815	-273	-243	-	-	-	-263	-267	-248
棚卸資産の増減額 (－は増加)	31	74	50	-	-	-	-7	-10	-9
仕入債務の増減額 (－は減少)	248	171	82	-	-	-	105	106	99
未払金の増減額 (－は減少)	-2	54	4	-	-	-	23	28	26
法人税等の支払額・還付額	-13	-17	-32	-	-	-	-297	-266	-315
その他	-13	-270	200	-	-	-	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-404	302	741	-	-	-	458	617	730
有形固定資産の取得による支出	-20	-91	-27	-	-	-	-8	-8	-8
有形固定資産の売却による収入	-	8	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	0	-	-	-	-5	0	0
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0
有価証券の買付・売却による収支	-	47	-	-	-	-	30	0	0
保証金の差入・回収による収支	2	-91	21	-	-	-	-1	0	0
その他	62	-19	-1	-	-	-	-15	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	44	-146	-7	-	-	-	0	-8	-8
短期借入金の増減額 (－は減少)	200	-	-100	-	-	-	-100	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-	-	-	-	-	-	0	0	0
社債の増減額 (－は減少)	-	-	-	-	-	-	-400	-800	0
株式の発行による収入	-	-	901	-	-	-	0	0	0
新株予約権の行使による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-72	-72	-72
その他	-	-	-16	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	200	-	784	-	-	-	-572	-872	-72
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	-159	155	1,518	-	-	-	-113	-262	650
現金及び現金同等物の期首残高	1,555	1,396	1,551	-	-	-	3,070	2,957	2,694
現金及び現金同等物の期末残高	1,396	1,551	3,070	-	-	-	2,957	2,694	3,344

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 東名有価証券届出書、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

◆ NTTの方針転換の可能性

同社の主力である「オフィス光 119」は、NTTの光回線の卸販売を前提とした商材である。NTTの「光コラボレーション」の導入によって可能となった商材であることは、NTTの方針が転換された場合に影響を受けうることを意味している。大きな方針転換の兆候は現在のところ確認できないが、小さいところでは回線使用料の改定や使用条件の変更の可能性は想定されうる。

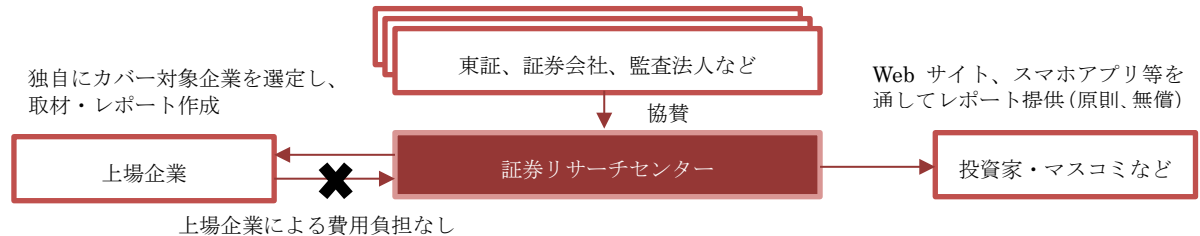
◆ 新型コロナウイルス禍の影響

20/8 期上期までは、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響はなかった模様である。同社はストック型のビジネスモデルを展開していることと、地域や業種で見た場合の顧客の分散が進んでいることから、業績が急激に悪化する可能性は相対的に低いと考えられる。それでも、コールセンター等の営業拠点での感染者の発生による営業活動の停滞や、小規模企業の顧客が感じる景況感の悪化、顧客の資金繰りの悪化等による影響が生じる可能性には注意しておきたい。

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
みずほ証券株式会社

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人

野村證券株式会社
株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

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。