

# ホリスティック企業レポート

## ロゼッタ

### 6182 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2018年6月22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 20180619

# ロゼッタ(6182 東証マザーズ)

発行日: 2018/6/22

## 機械翻訳主体の世界の創造に邁進する翻訳サービス会社 19年2月期は技術的なブレイクスルーを受けてのMT事業の受注獲得ペース次第

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

・ロゼッタ(以下、同社)は、産業分野に特化した翻訳サービスを提供している。人間翻訳から機械翻訳までをグループ内で網羅しているが、10年以上の開発を続け、機械翻訳主体の世界への転換を目指している。

#### ◆ 18年2月期決算

・18/2期決算は、売上高2,006百万円(前期比5.2%増)、営業損失12百万円(前期は226百万円の利益)となった。MT(Machine Translation)事業での開発等の費用の増加と、翻訳精度の向上で需要減退が生じた可能性があるクラウドソーシング事業の伸び悩みが目立った。後者に関係してのれんを全額減損処理したため、減損損失1,138百万円が計上され、親会社株主に帰属する当期純損失は1,214百万円にまで拡大した。

#### ◆ 19年2月期業績予想

・MT事業でのフェーズの転換期を迎え、受注獲得最大化に注力するため、同社は19/2期からは固定値としての会社計画の開示を取りやめた。代わりに、売上高は2,006百万円以上、営業利益226百万円以上と、ともに過去最高の水準を超えることを19/2期業績目標の目安とした。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/2期の業績予想を、売上高2,196百万円(前期比9.4%増)、営業利益148百万円(前期は12百万円の損失)へ修正した。MT事業の前期比40%増収が全体の売上高の増加を牽引する一方、販管費の伸びが抑制されるという前提で黒字化すると予想した。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、20/2期以降、受注獲得に注力するMT事業の年50%増収が牽引する形で年12%~15%の増収が続き、営業利益は金額では20/2期に17/2期の水準に近づき、売上高営業利益率では21/2期に10%を超過するものと予想した。  
・同社が指摘する通り、MT事業での受注獲得のスピードと費用のかけ方が当面の注目点となろう。

#### 【6182 ロゼッタ 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)
2017/2	1,908	14.4	226	4.6	234	16.6	169	19.7	17.9	219.1	8.5
2018/2	2,006	5.2	-12	-	-14	-	-1,214	-	-121.7	89.1	0.0
2019/2 CE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0
2019/2 E	2,196	9.4	148	-	146	-	99	-	9.9	99.1	0.0
2020/2 E	2,471	12.5	220	48.1	218	48.7	148	48.7	14.7	113.8	0.0
2021/2 E	2,845	15.1	332	51.2	330	51.6	224	51.6	22.3	136.2	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、16年9月1日付の株式交換によるエントアの買収により391,860株増加 16年9月1日に1:2の株式分割を実施

#### アップデート・レポート

2/20

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。

アナリスト: 藤野敬太

+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

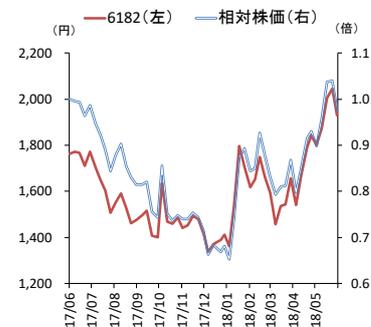
#### 【主要指標】

	2018/6/15		
株価(円)	1,929		
発行済株式数(株)	10,042,260		
時価総額(百万円)	19,372		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-	194.8	131.2
PBR(倍)	21.6	19.5	17.0
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(%)	-0.7	25.7	9.1
対TOPIX(%)	-3.0	20.6	-1.7

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2017/6/16

## > 事業内容

### 注1) 機械翻訳

言語間の変換を、コンピューターを利用してすべて自動的に行う翻訳方法。

「自動翻訳」と呼ばれることもある。

当レポートでは、文脈に応じて、または出典元に応じて、「機械翻訳」と「自動翻訳」の2つの表現を用いているが、基本的には同義である。

### 注2) SaaS

Software as a Serviceの略。

ソフトウェアをユーザー側の機器に導入するのではなく、業者(プロバイダー)側で稼働し、必要なソフトウェアの機能をユーザーがネットワーク経由で活用する形態、またはその仕組み。

## ◆ 機械翻訳主体の世界の創造に邁進する翻訳サービス会社

ロゼッタ(以下、同社)は、産業翻訳に特化した翻訳サービス会社である。翻訳は、誰が行うかという観点で、人間翻訳と機械翻訳<sup>注1</sup>に大別される。同社グループでは、子会社で人間翻訳によるサービスを、親会社で機械翻訳によるサービスを提供している。

同社の機械翻訳の技術的なベースとなっている「統計的機械翻訳」は、ウェブ検索で得られた単語の組み合わせをデータベース化して内容を把握し、正確性を向上させる点に特徴がある。翻訳エンジンのほか、構築するデータベースの量と精度が問題となる。同社は10年以上の時間と資金をかけてデータベースを構築してきた。

現在、新規事業として位置づけられているのは、SaaS<sup>注2</sup>の形式で自動翻訳のソフトウェアを提供するMT事業、同社独自開発の翻訳支援ツールを援用した機械翻訳と人間翻訳の中間形態のGLOZE事業、ウェブを活用してフリーランサーを集めて翻訳を行うクラウドソーシング事業である。同社では、全分野対応でウェアラブル端末内蔵型の新サービスの早期実現を目指して開発を進めるなど、機械翻訳主体の世界の創造に向けて事業を進め、同時に、人間翻訳主体から機械翻訳主体への業界転換に合わせ、事業ポートフォリオの転換を行っている。

## ◆ 人間翻訳から機械翻訳までを網羅する5セグメントで事業を構成

人間による翻訳サービスから、機械翻訳のサービスまでをグループ内で網羅していることが同社の事業の特徴である。そのため、同社の事業は、機械翻訳をベースとした新規事業の3セグメント、人間翻訳をベースとする既存事業の2セグメントの合計5つの報告セグメントで構成されている(図表1)。新規事業の3セグメントの売上高は、18/2期の約45%を占めているが、MT事業とクラウドソーシング事業はセグメント赤字となっており、新規事業は利益貢献していない。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント	担当する会社	事業タイプ	売上高					営業利益/セグメント利益						
			16/2期	17/2期	18/2期	前期比		16/2期	17/2期	18/2期	前期比		売上高(セグメント)営業利益率	
						17/2期	18/2期				17/2期	18/2期	17/2期	18/2期
MT事業	ロゼッタ	新規事業	256	273	316	6.5%	15.5%	70	40	0	-42.2%	-	14.9%	-0.1%
GLOZE事業	ロゼッタ インターメディア	新規事業	362	435	411	20.2%	-5.5%	14	48	12	241.5%	-73.5%	11.1%	3.1%
クラウド ソーシング事業	エニドア anydooR USA Inc. スピード翻訳	新規事業	-	112	224	-	-	-	-22	-92	-	-	-19.8%	-41.3%
翻訳・通訳事業	グローヴァ	既存事業	860	928	909	7.9%	-2.0%	115	170	110	48.5%	-35.2%	18.4%	12.2%
企業研修事業	グローヴァ	既存事業	255	213	246	-16.4%	15.2%	48	29	42	-38.8%	43.4%	14.0%	17.4%
調整額	-	-	-67	-55	-101	-	-	-32	-41	-86	-	-	-	-
合計	-	-	1,668	1,908	2,006	14.4%	5.2%	216	226	-12	4.6%	-	11.8%	-0.6%

(注) クラウドソーシング事業は17/2期第3四半期に新設のため、18/2期の前期比はなし

企業研修事業の海外放送センターは17年3月にグローヴァと統合

(出所) ロゼッタ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

## ➤ ビジネスモデル

### ◆ 翻訳ビジネスの中心は産業翻訳

翻訳ビジネスは、海外の文芸作品等の出版物の翻訳に代表される「出版翻訳」、映画や海外番組の字幕などに代表される「映像翻訳」、企業や官公庁等で作成される技術文書やビジネス文書を扱う「産業翻訳」の3つに分類される。このうち、「産業翻訳」が90%近くを占めると言われている。

「産業翻訳」は、特許、メディカル、コンピューター(IT)が3大分野と言われている。これらの分野の景気動向には遅行して影響を受けると言われている。

扱われる言語は圧倒的に英語が多い。日本語から英語にする「日英翻訳」と、英語から日本語にする「英日翻訳」の2種類があるが、前者が多いと言われている。ジャンルによる差はあるものの、翻訳の需要は輸出入量との関連性が強いとされる。一方、供給面では、「日英翻訳」に対応できる翻訳者の方が少ないと言われている。

### ◆ 翻訳ビジネスの焦点は「人間翻訳から機械翻訳へ」

現在、翻訳をサービスとして提供する主体は、圧倒的に翻訳者という人間である。しかし、一部で人間を主体としない機械翻訳も存在する。

これまで、機械翻訳の精度は人間翻訳に比べて低い、翻訳にかかる時間は短く、費用は安いとされてきた(図表2)。現時点では機械翻訳だけでは完結しないため、機械翻訳は人間翻訳のサポートツールという位置づけで捉えられることが多い。しかし、最近になって機械翻

訳の精度が急速に上がっており、機械翻訳の活用場面が増えていく可能性が高まっている。

【 図表 2 】 人間翻訳と機械翻訳の比較

	人間翻訳	機械翻訳
精度	高い 行間が読める ニュアンスを汲み取れる 文脈による訳語の違いを選択できる 原文の誤字脱字に対応できる	人間翻訳よりは低い 精度は急速に向上している
かかる時間	長い	短い
費用	高い	安い
使用する状況	文学的な文章の翻訳 正確性を求められる文書	ある程度意味が通じれば良い 大量の文書 ある程度パターン化した文書

(出所) 証券リサーチセンター

#### ◆ 機械翻訳の大きな流れ

機械が翻訳をするものとして、以前より大手電機メーカー等が提供するパッケージによる翻訳ソフトが存在する。

パッケージの場合、いわゆる「ルールベース」でのロジックに基づく翻訳となる。「ルールベース」の翻訳では、単語ごとに逐語訳が登録されており、簡単な文法ロジックに乗せて訳を提供する。これは、一般的なレベルの翻訳なら対応できても、専門的な内容を扱う産業翻訳には対応が難しいとされている。

これに対し、「統計的機械翻訳」という、複数の単語の組み合わせで訳を決めていく手法がある。ネット検索で得られた単語の組み合わせをデータベース化していき、文章全体として内容を把握して翻訳の正確性を向上する点に特徴がある。

この「統計的機械翻訳」では、データベースの量と精度が問題となる。こうしたデータベースを構築するには時間も資金もかかる。そのため、「統計的機械翻訳」の手法を用いた機械翻訳のサービスは、一般向け翻訳では収益化しにくく、事業化は難しいと考えられている。

#### ◆ ニューラルネットワークを利用した機械翻訳の進化の加速

16年後半以降、「ニューラルネットワークを利用した機械翻訳(Neural Machine Translation、以下、NMT)」の技術の進化が加速している。

「ニューラルネットワーク」を直訳すると、脳の神経回路網のことである。人間の脳は、神経細胞(ニューロン)の間での信号のやり取り

で様々な処理を実現する。神経細胞が多くつながっているほど、情報処理能力が加速的に上昇する。こうした人間の脳の構造に倣い、1つのインプットに対し、それまでにネットワークに蓄積されていた他のデータと結び付け、新しくインプットされたものを認識しようとするのがニューラルネットワークであり、それを機械翻訳の精度向上に用いようというのが NMT のコンセプトである。

NMT の理論そのものは、かなり以前から存在していたが、高精度の結果を得るためには大量のデータを取得することと、大量のデータの計算を重ねることが必要であった。最近になって、ネットワークの処理能力が一気に向上し、Google や Microsoft が NMT を活用して、自動翻訳サービスの精度を飛躍的に上昇させている。同社でも、17/2期の初め頃より本格的に NMT の実験に取り組んでおり、同社の開発投資規模の拡大につながっている。

◆ ロゼッタが描く将来像は機械翻訳主体の時代

現在は人間翻訳が主体の翻訳業界だが、同社は将来、機械翻訳主体の時代が到来するとしている。今後、機械化が進む過程で、翻訳ビジネスは「労働集約型ビジネス」から「テクノロジー集約型ビジネス」へ、翻訳業界は「零細事業者乱立の業界」から「寡占化を伴う高度に産業化される業界」へ変わっていくとしている。

◆ ロゼッタの事業ポートフォリオ

同社は、人間翻訳によるサービスから機械翻訳によるサービスまでをグループで網羅している。同社が描く翻訳業界の将来像に基づいて機械翻訳主体の時代への転換を主導するとともに、その流れに見合った事業構造の変化を図っていくとしている。なお、同社では、既存事業と新規事業に分類して事業ポートフォリオを構築している(図表3)。

【図表3】ロゼッタの事業ポートフォリオ

	既存事業	新規事業
機械翻訳との関係	関係なし (人間翻訳主体)	関係あり
将来性・成長性	低い	高い
成長ステージ	キャッシュカウ 安定的な収益源	R&D段階 集中的に投資
同社の事業セグメント	翻訳・通訳事業 企業研修事業	MT事業 GLOZE事業 クラウドソーシング事業
事業主体	グローヴァ(連結子会社)	ロゼッタ エニドア(連結子会社)

(出所) ロゼッタ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**◆ 翻訳のノウハウを蓄積し下支えしてきた既存事業**

翻訳主体が人間であろうと、機械であろうと、翻訳ビジネスに長く携わってきたことで得られる経験やノウハウの蓄積が、コンテンツ面での競争力を下支えている。同社グループでその役割を担っているのが、98年から業務を行っているグローヴァである。

グローヴァでは、産業翻訳を対象に、顧客企業から翻訳業務を受託している。翻訳作業自体は社外の翻訳者が行い、同社は案件管理と品質管理を行う。

グローヴァでは、翻訳の他に、通訳のサービスも提供している。通訳者は登録制であり、顧客企業から受託した案件に対し、登録された通訳者の中から適任者を選定して派遣する。

翻訳も通訳も、グローヴァにとっては業務委託料が売上高となり、社外の翻訳者や通訳者への報酬が主な原価となる。企業に対する研修サービスも、同様のビジネスモデルとなる(従来は連結子会社の海外放送センターが担当していたが、17年3月にグローヴァと合併した)。

**◆ 新規事業1: MT (Machine Translation) 事業**

統計的機械翻訳の技術を用いた自動翻訳のサービスを担うのが、MT (Machine Translation) 事業である。MT 事業の技術的な基礎となっているのが、06年から開始している「熟考」という自動翻訳サービスである。

自動翻訳の精度の要となるデータベースの部分は、AI<sup>注3</sup>によりインターネット上の膨大な情報をビッグデータとして統計解析を行って蓄積していく。常に情報が更新されていく関係上、パッケージではなく、SaaSの形態でサービス提供されている。そのため、導入時の初期費用と定額制の年間利用料が収益として計上される。

「熟考」に翻訳支援ツールを搭載したものが、12年に開始した「熟考Z」である。翻訳支援ツールは、自動翻訳の結果に対してユーザーが自ら修正を施せる機能を持っている。社内での独特の言い回し等を、ユーザー自らデータベースに登録することができるため、翻訳の精度がさらに高まることになる。特に、日本語から他言語へ翻訳して文書を作成する場合に活用されることが多いようである。

「熟考Z」の後継サービスという位置づけで、17年1月に、「御社専用の自動翻訳」というコンセプトで、「T-400 (Translation for Onsha Only ティー・フォー・オー・オーと読む)」がリリースされた。「T-400」は、2,000以上の分野に細分化された専門分野データベースと、顧客

**注3) AI**

Artificial Intelligence (人工知能) の略。人工的にコンピューター上で人間と同様の知能を実現させるための一連の基礎技術のことである。

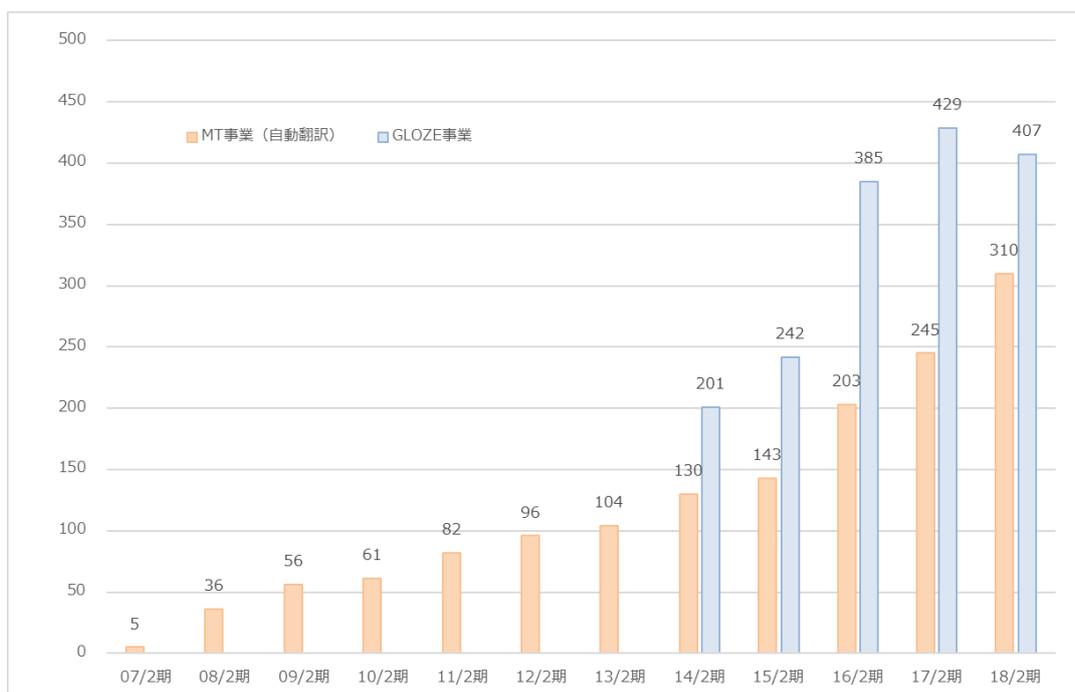
企業の保有文書を登録して構築した顧客ごとのデータベースを組み合わせることで、テ일러メイド型の翻訳を行うサービスである。18/2 期になって、翻訳支援ツールを搭載した自動翻訳のサービスは「T-400」に集約され、「熟考 Z」の名称でのサービス提供は行われなくなった。

MT 事業で重要なのは、技術面では翻訳精度を高めること、事業展開面では研究開発に投資し続けることができるよう収益を上げることである。そのため、同社では、一般向け翻訳を対象とせず、専門性の高い産業翻訳に特化している。また、日本語と外国語の翻訳に絞り込み、外国語間の翻訳は事業の対象にはしていない。

前述の通り、MT 事業の収益の中心は、導入時の初期費用と定額制の年間利用料である。サービス開始以来、受注金額は増加を続けている(図表 4)。

【 図表 4 】 MT 事業と GLOZE 事業の受注金額の推移

(単位:百万円)



(出所) ロゼッタ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 新規事業 2 : GLOZE 事業

同社独自開発の統計型翻訳の支援ツールである「究極 Z」を活用する人間(翻訳者)による翻訳サービスである。人間翻訳をベースとする

ものの、支援ツールを用いることで、品質の標準化、コストダウン、納期短縮を図ることができる。事業名が、機械翻訳ベースの事業を行うロゼッタ(ROZETTA)と、人間翻訳ベースの事業を行う子会社グローヴァ(GLOVA)の両社名を合わせたものであることから分かる通り、GLOZE事業は人間翻訳と機械翻訳の中間的なサービスと位置づけられている。

翻訳を行うのは、社外の翻訳者である。あくまで人間翻訳をベースとしており、業務受託の収益モデルとして、納品時に受け取る業務委託料が売上高となり、社外の翻訳者への報酬が主な原価となる。翻訳作業のうち人間が行う割合が少なくなるため、純粋な人間翻訳よりも原価は低くなる。

GLOZE事業は、従来は親会社のみで運営する事業であったが、18年1月に子会社化した、医薬系分野の翻訳を得意とするインターメディア(東京都港区)も同事業を担当している。

#### ◆ 新規事業3:クラウドソーシング事業

同社は株式交換により、16年9月1日付で、エニドア(東京都千代田区)を完全子会社化した。

注4) クラウドソーシング  
Crowd(群衆)とSourcing(業務委託)から作られた言葉。  
不特定多数の人の寄与を募り、必要とするサービス、アイデア、またはコンテンツを取得するプロセスのことを言う。このプロセスは、多くの場合、細分化された面倒な作業の遂行や、スタートアップ企業・チャリティの資金調達のために使われる。

エニドアは、約92,000人が登録するクラウドソーシング<sup>注4</sup>サービス「Conyac」を運営している。登録者は、プロの翻訳者ではないバイリンガルが中心であり、機械翻訳では精度に難があり、だからと言って、膨大な量のために翻訳者による人間翻訳では費用がかかりすぎるものに向いているサービスである。そのため、インバウンドを中心とした一般会話や外国人向け観光情報等の、高い専門性を必要としない分野に特化している。同社では、MT事業とGLOZE事業の中間の事業と位置づけている。

しかし、後述する通り、17年の機械翻訳の急激な精度向上により、高度な専門性や品質が要求されないクラウド翻訳市場が縮小傾向に転じた可能性が高くなった。そこで、エニドアについては、「T-400」によって行われた機械翻訳の後工程にあたる、人手によるリライト事業という新しいビジネスモデルへの転換を図ることとなった。具体的には、機械翻訳とクラウドソーシングによるリライトを組み合わせることで、1文字1円の低コストかつ高スピードを実現するサービスをリリースした。

なお、エニドアのほか、17年12月に買収して完全子会社化したGMOスピード翻訳(現スピード翻訳、東京都千代田区)もクラウドソーシング事業を担当している。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表5のようにまとめられる。

COOの辞任を受けての「弱み」の一項目の文言を修正したほか、18/2期に買収によって複数の子会社が増加したことを受け、「機会」の項目に「M&Aによる複数の子会社の取得」を追加した。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・子会社のグローヴァを含めた翻訳業界における業歴の長さ</li> <li>・機械翻訳の開発の実績（翻訳エンジンやデータベース等）</li> <li>・MT事業で構築・蓄積してきた機械翻訳のデータベース</li> <li>・人間翻訳から機械翻訳までを自社グループで取り扱える網羅性</li> <li>・事業ポートフォリオの構築能力</li> <li>・10年以上にわたって開発を継続してきた仕組み</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・機械翻訳以外の参入障壁の低さ</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現CEO、現COOへの依存度の高い事業運営（修正）</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・機械翻訳の浸透と普及</li> <li>・企業のセキュリティ意識の向上（無料サービスに対する差別化）</li> <li>・MT事業での機械翻訳の開発の進展                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 技術的なブレイクスルー</li> <li>- 翻訳精度95%の実現の目途が立ったことによる新たなサービスの展開</li> </ul> </li> <li>・エニディア買収によるクラウドソーシング事業への参入</li> <li>・M&amp;Aによる複数の子会社の取得（追加）</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・開発担当者の退社が発生する可能性、または増員が思うように進まない可能性</li> <li>・開発費用が想定よりも大きくぶれる可能性</li> <li>・競争の激化                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 人間翻訳と機械翻訳の中間的なサービス（同社のGLOZE事業に該当するサービス）</li> <li>- 大手ポータルサイトが無償提供する自動翻訳サービス</li> </ul> </li> <li>・同社が想定しない方向またはスピードで翻訳の技術革新が起きる可能性</li> <li>・国際交流の促進が損なわれる事態の発生</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は長年の開発による機械翻訳技術の蓄積にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表6に示し、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する、長年の開発による機械翻訳の技術の蓄積にある。統計的機械翻訳の技術を決定するのは、翻訳エンジンとデータベースである。特にデータベースの構築には時間も資金もかかるため、大きな参入障壁となる。同社は、04年のMT事業開始以降、10年以上にわたって機械翻訳の開発を続けてきた

め、データベースの情報量は他社製品の数倍の規模となり、競争優位性の源泉となっている。

このように技術が蓄積された結果、開発効率の向上のみならず、翻訳精度の上昇による高い顧客満足度を通じての顧客基盤の拡大につながっている。

【 図表 6 】 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	・MT事業の顧客	「T-400」等の自動翻訳の導入実績	2,000社以上	-----
			「T-400」等の自動翻訳の継続率	開示なし	-----
		・GLOZE事業の顧客	・利用企業数	開示なし	-----
		・翻訳・通訳事業の顧客 (子会社のグローヴァ)	・2000年来的顧客実績	官公庁や大手企業等8,000社以上	-----
		・企業研修事業の顧客 (子会社のグローヴァ)	・1978年以来的企業向け英語研修の実績	大手企業1,000社以上 海外放送センターはグローヴァと統合	-----
	ブランド	・なし	・特になし	特になし	-----
	ネットワーク	社外の翻訳者	・翻訳・通訳事業での社外の翻訳・通訳者	開示なし	-----
			・GLOZE事業での翻訳者	開示なし	-----
			・クラウドソーシング事業での翻訳者 (エニオアの「Conyac」の バイリンガルの登録者数)	85,000人 (17年6月)	92,000人 (18年6月)
		業務提携	・専門分野翻訳のサポートサイト 「産業翻訳だよ!全員集合」の登録者	開示なし	-----
・クラウドソーシング事業の強化			(今回新規追加)	ミニマル・テクノロジー	
・「T-400」の拡販			(今回新規追加)	弁護士ドットコム (法務分野) フィナンテック (金融分野)	
営業	・MT事業の販売代理店数	開示なし	-----		
組織資本	プロセス	・開発力	・自動翻訳の開発人員	内訳の具体的な開示はないが MT事業の人員は15人 (17/2期末)	内訳の具体的な開示はないが MT事業の人員は28人 (18/2期末)
		営業力	・営業人員	開示なし	-----
			・MT事業の販売代理店数	開示なし	-----
			・イベント・展示会への出展	開示なし	-----
	・事業ポートフォリオの構築	・営業利益における新規事業の構成比	18/2期上期の新規事業の3事業の セグメント利益合計は4百万円の赤字	18/2期の新規事業の3事業の セグメント利益合計は80百万円の赤字	
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたノウハウ	・「熟考」のデータベース構築期間	04年のMT事業開始から13年 06年の「熟考」のサービス開始から11年	04年のMT事業開始から14年 06年の「熟考」のサービス開始から12年
			・「熟考」のデータベースの搭載用語数	2,200万以上	-----
人的資本	経営陣	・現社長の存在	・特になし	特になし	-----
		・インセンティブ	・代表取締役CEOによる保有	2,541,600株 (25.50%)	2,615,200株 (26.04%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有	1,212,800株 (12.19%) (17/2期末)	311,400株 (3.10%)
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	79百万円 (5名) (17/2期)	88百万円 (5名)
			・従業員数	連結87名 単体38名 (17/2期末)	連結101名 単体55名
	従業員	・企業風土	・平均年齢	39.4歳 (単体) (17/2期末)	36.1歳 (単体)
			・平均勤続年数	3.7年 (単体) (17/2期末)	2.4年 (単体)
			・従業員持株会	あり	-----
		・インセンティブ	・ストックオプション	659,100株 (6.82%) *取締役保有分も含む	673,800株 (6.71%) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は18/2期上期または18/2期上期末、今回は18/2期または18/2期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示

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

## ➤ 決算概要

### ◆ 18年2月期は損失に転じた

18/2期決算は、売上高が2,006百万円(前期比5.2%増)、営業損失が12百万円(前期は226百万円の利益)、経常損失が14百万円(同234百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失が1,214百万円(同169百万円の利益)となった。

期初発表の18/2期の会社計画に対する売上高の達成率は82.9%に留まった。また、利益については、期初の段階で330百万円の営業利益が想定されていたが、営業損失となった。

売上高が未達となった主な要因は、(1)クラウドソーシング事業の売上高が不振だったこと、(2)MT事業において、「T-400(ver.2)」がリリースされた17年11月末以降、新規受注が顕著に増加しているものの、18/2期の売上計上に間に合わなかったことの2点である。販売費及び一般管理費(以下、販管費)がほぼ期初計画通りであったと推察されることから、売上高の未達が利益に大きく響いたことになる。

クラウドソーシング事業(新規事業)は、売上高が224百万円、セグメント損失が92百万円となった(同事業はエニドアの買収によって17/2期第3四半期から新規に加わったため、前期比の開示はない)。売上高は、期初計画の535百万円の予想に対して4割程度の水準となった。この売上高の未達は外部環境の変化によるもので、世の中の機械翻訳の精度の急速な向上により、クラウドソーシングを用いたカジュアルな翻訳の需要が減退したと同社は認識している。

MT事業(新規事業)は、売上高が前期比15.5%増となったものの、304百万円のセグメント損失となった。17年1月にリリースされた「T-400(ver.1)」は、技術的なブレイクスルー(急速な翻訳精度の向上)を経て、17年11月末に「T-400(ver.2)」のリリースに至った。「T-400(ver.2)」のリリース以降、新規受注が大きく増加したが、受注と売上のタイムラグ等により、18/2期の売上計上に間に合わないものが散見され、売上高の未達につながった。費用面では、人員増に伴う採用費や人件費の増加のほか、広告費や償却費の増加もあり、セグメント損失となった。

GLOZE事業(新規事業)は、売上高が前期比5.5%減、セグメント利益が同73.5%減となった。利益の減少は、17/2期に大型案件があったことの反動減のほか、経営資源をMT事業への集中したことも影響した模様である。

既存事業のうち、翻訳・通訳事業は売上高が同2.0%減、セグメント利益は同35.2%減となった。販管費の増加が影響した。また、企業研修

事業は、2つの子会社の合併の効果が表れ、売上高が同 15.2%増、セグメント利益は同 43.4%増となった。

MT 事業とクラウドソーシング事業の損失により、新規事業3 事業合計で 80 百万円の損失となり、既存事業の利益でカバーしきれないという構図となった。この結果、全体としても 12 百万円の営業損失となった。

さらに、クラウドソーシング事業では、外部環境の激変により、買収したエニドアの既存型ビジネスモデルの収益性が著しく低下したという判断に至り、エニドア買収に関するのれんを全額減損処理した。そのため、減損損失 1,138 百万円が計上され、18/2 期は 1,214 百万円の親会社株主に帰属する当期純損失となった。

## > 直近の変化

### ◆ 18年2月期に認識された「ブレイクスルー」

同社が事業戦略の根幹に据えているのは、人間翻訳と同等の NMT ベースの機械翻訳を実現することであり、その目的達成に向け、22 年までに「T-4PO (完成形)」によるサービス開始を目指していた。

ところが、17 年 10 月に、同社の機械翻訳の開発において、従来の同社の機械翻訳「T-400 (ver.1)」の翻訳精度が 60~80%程度だったところ、一部の専門分野の英日翻訳で翻訳精度が 95%に到達した。95%というのは、同社が 22 年までに到達すると目標設定していた水準であり、これをもって、同社は、技術的なブレイクスルーが起きたと認識している。

目標達成のタイミングが大きく前倒しされる可能性が高まったという認識のもと、一気に目標に到達すべく、同社は開発を加速するという経営判断を下した。その結果として、17 年 11 月には、「T-400 (ver.2)」がリリースされた。既に翻訳精度が 95%に達した医学、化学、法務分野に加え、IT、金融分野でも翻訳精度が 95%に達したとしている。

### ◆ 自動翻訳の精度向上が翻訳市場に与える影響

NMT により自動翻訳の精度が向上すると、無料翻訳サイトで事足りるレベルの翻訳や、産業翻訳ほどの高い精度が求められない翻訳に対する需要は縮小する可能性が高い。一方で、NMT によるイノベーションにより新たに創造される市場があり、全体としては縮小分を補って翻訳市場の成長は続くというのが、同社の認識である。

その証左として、欧米言語間（例えば英語・フランス語間等）では、数年前には既に実用レベルの翻訳精度に達しているが、それでも、グローバルの翻訳市場は拡大を続けていることを挙げている。

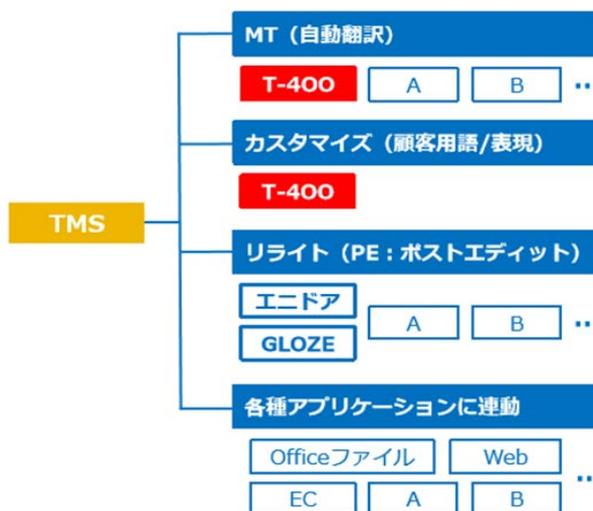
同社は、自動翻訳を翻訳工程に組み込むことにより、「一定水準以上のクオリティで」、「ローコスト&ハイスピードに」、「膨大な分量の」翻訳が実現可能になるという将来像を描いている。実際、海外では、自動翻訳の後に人手によって修正作業を行う「ポストエディット」という業務に対する需要が、ウェブサイトやEC、クラウドサービスの翻訳分野で急速に増加している模様である。

◆ 統合型システム (TMS) の概念の導入

同社はこれまで、「T-400」を MT 事業の単一サービスとして捉え、その翻訳精度向上を目指していた。翻訳精度向上の目途が立った段階となり、顧客へのサービス提供の仕方を具体化するにあたって導入しようとしているのが、統合型システム (TMS : Translation Management System) の概念である。

TMS は、翻訳工程に自動翻訳を組み込むこと、顧客にとってベストのカスタマイズを行うこと、人手によるリライト (自動翻訳した結果の修正) を行うこと、翻訳結果を顧客が使用している各種アプリケーションに反映することを一気通貫で行うサービス体系である (図表 7)。欧米で主流になりつつあるビジネスモデルだが、既に GLOZE 事業やクラウドソーシング事業を持つ同社にとっては、自動翻訳の精度向上の成果をグループ全体で享受することが期待される。

【 図表 7 】 翻訳マネジメントシステム (TMS) の概念



(出所) ロゼッタ決算説明会資料

18年2月に開始された1文字1円の「1円翻訳」サービスは、NMTを用いた自動翻訳とクラウドソーシングによるリライトを組み合わせたもので、このTMSの概念に基づいたサービスである。

注5) AR

Augmented Reality (拡張現実) の略。  
人が知覚する現実環境をコンピューターにより拡張する技術。

#### ◆ 一旦前倒しされた「T-4PO」の完成目標は後ろへずれた

同社が完成を目指す「T-4PO」は、AR<sup>注5</sup>技術を用いて画像や音声のデータを認識し、インターネット経由でサーバーに送り、ビッグデータを用いて高速処理した内容を端末に戻すという翻訳機である。

95%の翻訳精度のものを22年までに開発するというのが従前の目標であった。しかし、前述の技術的なブレイクスルーが起きた結果、17年10月の時点では、一旦、「T-4PO」の完成時期を大幅に前倒し19/2期の完成を目指すこととなった。しかし、18/2期決算公表時には、後述の通り、「T-400」の受注獲得を最優先することに経営の重点が置かれることになったため、20/2期以降の完成を目指すこととなった。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 19年2月期会社計画

18/2期第4四半期から大きな変革期を迎えたという認識のもと、19/2期からは固定値としての会社計画は開示しないこととなった。目安として、19/2期の売上高は2,006百万円(過去最高売上高)以上、営業利益は226百万円(過去最高営業利益)以上を掲げている(図表8)。

19/2期は、同社は、MT事業の「T-400」の新規受注高の最大化のために経営資源を集中する方針をとる。そのため、売上高については、MT事業が全体の伸びを牽引するものと考えられる。一方、費用面では、18/2期までかかっていたエニドアののれん償却が発生しなくなるが、開発や営業等でMT事業の拡大に資する人材は予算の制約なく無制限に採用する方針であり、利益の出方は流動的である。それでも、17/2期の過去最高の営業利益を超えるとしている。

1株当たりの配当金は、業績悪化により18/2期は無配となったが、19/2期も無配の予定に据え置かれている。

【 図表 8 】ロゼッタの19年2月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,668	1,908	2,006	2,006~	-
(外部顧客への売上高)					
MT事業	214	236	276	-	-
GLOZE事業	362	435	411	-	-
クラウドソーシング事業	-	112	212	-	-
翻訳・通訳事業	835	910	860	-	-
企業研修事業	255	213	245	-	-
(内部調整・振替後の売上高)					
MT事業	256	273	316	-	-
GLOZE事業	362	435	411	-	-
クラウドソーシング事業	-	112	224	-	-
翻訳・通訳事業	860	928	909	-	-
企業研修事業	255	213	246	-	-
調整額	-67	-55	-101	-	-
売上総利益	884	1,054	1,088	-	-
売上総利益率	53.0%	55.3%	54.3%	-	-
営業利益	216	226	-12	226~	-
売上高営業利益率	13.0%	11.8%	-	11.3%	-
MT事業	70	40	0	-	-
GLOZE事業	14	48	12	-	-
クラウドソーシング事業	-	-22	-92	-	-
翻訳・通訳事業	115	170	110	-	-
企業研修事業	48	29	42	-	-
調整額	-32	-41	-86	-	-
経常利益	201	234	-14	-	-
売上高経常利益率	12.1%	12.3%	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	141	169	-1,214	-	-
売上高当期純利益率	8.5%	8.9%	-	-	-

(出所) ロゼッタ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 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、18/2期までの実績及び技術のブレイクスルーに伴う同社の戦略の変更による影響を踏まえて、19/2期以降の業績予想を見直した。

19/2期は、売上高2,196百万円(前期比9.4%増)、営業利益148百万円(前期は12百万円の損失)、経常利益146百万円(同14百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益99百万円(同1,214百万円の損失)と、収益性が回復するものとした(図表9)。同社が想定する売上高と営業利益の目安に対し、売上高は若干上回るものの、営業利益は下回るものとした。

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) 新規事業の中では、「T-400」の拡販に注力する MT 事業は前期比 40.0%の増収とした。一方、18/2 期に減収だった GLOZE 事業は、連結子会社となったインターメディアの通年寄与があるものの、MT 事業より低い同 10.0%の増収と予想した(セグメントの増収率は外部顧客への売上高ベースで算出)。

(2) 新規事業に分類されるクラウドソーシング事業は、連結子会社となったスピード翻訳の通年寄与や「1円翻訳」サービスの貢献等も加味したが、ビジネスモデルの転換期であることを踏まえ、前期比 17.8%増収とした。

(3) 翻訳・通訳事業及び企業研修事業から成る既存事業の売上高は前期比横ばいとした。

(4) 売上総利益率は、18/2 期の 54.3%に対し、19/2 期は 57.5%まで上昇すると予想した。相対的に利益率の高い MT 事業の売上構成比の上昇が、全体の売上総利益率の上昇につながると見込んだ。なお、全体の売上高に対する MT 事業を含む新規事業の割合は、18/2 期の約 45%に対し、19/2 期は 50%弱の水準まで上昇すると予想した。

(5) 販管費は、前期比 1.2%増の 1,114 百万円とした。人件費等の増加はあるものの、18/2 期まであったエニドアに関するのれん償却がなくなるため、販管費の増加は緩やかになろう。ただし、適した人材がいれば無制限に採用する方針を同社は明確にしているため、想定以上に販管費が膨らむ可能性がある点には留意しておきたい。販管費の増加が緩やかであることを前提とすると、19/2 期の営業利益は黒字化し、19/2 期の売上高営業利益率は 6.8%になるものと予想した。

20/2 期以降について、売上高は 20/2 期が前期比 12.5%増、21/2 期が同 15.1%増とした。技術的なブレイクスルーの果実が得られることを前提に、MT 事業で年約 50%の増収、GLOZE 事業で年約 7%の増収が続くものとした。また、TMS に基づくビジネスモデルが確立されることを前提に、クラウドソーシング事業は年 16~20%の増収で推移するものとした。一方で、翻訳・通訳事業と企業研修事業は横ばいが続く想定とした。

全体の増収のほか、売上総利益率の年約 0.5%ポイントの改善と年 9~10%の販管費の増加を見込み、営業利益は、19/2 期で過去最高だった 17/2 期の水準に接近するものとした。売上高営業利益率では、20/2 期に 8.9%、21/2 期に 11.7%へと回復していくものと予想した。

【 図表 9 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期CE	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	20/2期E (今回)	20/2期E (前回)	21/2期E
<b>損益計算書</b>									
売上高	1,668	1,908	2,006	2,006以上	2,196	2,722	2,471	3,182	2,845
前期比	18.9%	14.4%	5.2%	-	9.4%	23.5%	12.5%	16.9%	15.1%
セグメント別 (外部顧客への売上高)									
MT事業	214	236	276	-	387	397	580	596	871
GLOZE事業	362	435	411	-	452	512	484	573	518
クラウドソーシング事業	-	112	212	-	250	700	300	900	350
翻訳・通訳事業	835	910	860	-	860	892	860	892	860
企業研修事業	255	213	245	-	245	220	245	220	245
セグメント別 (内部調整・振替後の売上高)									
MT事業	256	273	316	-	-	-	-	-	-
GLOZE事業	362	435	411	-	-	-	-	-	-
クラウドソーシング事業	-	112	224	-	-	-	-	-	-
翻訳・通訳事業	860	928	909	-	-	-	-	-	-
企業研修事業	255	213	246	-	-	-	-	-	-
調整額	-67	-55	-101	-	-	-	-	-	-
売上総利益	884	1,054	1,088	-	1,263	1,510	1,433	1,782	1,664
前期比	23.2%	19.2%	3.3%	-	16.0%	25.8%	13.5%	18.0%	16.1%
売上総利益率	53.0%	55.3%	54.3%	-	57.5%	55.5%	58.0%	56.0%	58.5%
販売費及び一般管理費	668	828	1,101	-	1,114	1,271	1,213	1,359	1,332
売上高販管費率	40.1%	43.4%	54.9%	-	50.8%	46.7%	49.1%	42.7%	46.8%
営業利益	216	226	-12	226以上	148	239	220	422	332
前期比	66.6%	4.6%	-	-	-	1,111.7%	48.1%	76.5%	51.2%
売上高営業利益率	13.0%	11.8%	-0.6%	-	6.8%	8.8%	8.9%	13.3%	11.7%
セグメント別									
MT事業	70	40	0	-	19	19	46	59	95
GLOZE事業	14	48	12	-	18	51	21	71	25
クラウドソーシング事業	-	-22	-92	-	7	35	12	90	17
翻訳・通訳事業	115	170	110	-	111	116	111	120	111
企業研修事業	48	29	42	-	43	37	43	37	43
調整額	-32	-41	-86	-	-51	-19	-15	43	38
経常利益	201	234	-14	-	146	225	218	403	330
前期比	53.5%	16.6%	-	-	-	1,240.3%	48.7%	79.2%	51.6%
売上高経常利益率	12.1%	12.3%	-0.7%	-	6.7%	8.3%	8.8%	12.7%	11.6%
親会社に株主に帰属する当期純利益	141	169	-1,214	-	99	145	148	260	224
前期比	49.9%	19.7%	-	-	-	1,338.5%	48.7%	79.2%	51.6%
売上高当期純利益率	8.5%	8.9%	-60.5%	-	4.5%	5.3%	6.0%	8.2%	7.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期CE	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	20/2期E (今回)	20/2期E (前回)	21/2期E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	1,091	1,005	973	-	714	506	570	746	621
受取手形及び売掛金	194	223	268	-	273	325	335	302	365
棚卸資産	25	23	29	-	30	34	34	35	37
その他	55	77	103	-	103	77	103	77	103
流動資産	1,366	1,329	1,375	-	1,121	943	1,045	1,161	1,128
有形固定資産	43	78	160	-	170	78	180	78	190
無形固定資産	217	1,423	512	-	597	1,716	611	1,672	626
投資その他の資産	45	18	41	-	41	18	41	18	41
固定資産	306	1,520	714	-	808	1,813	833	1,769	857
資産合計	1,673	2,850	2,089	-	1,930	2,757	1,878	2,931	1,986
支払手形及び買掛金	66	84	111	-	111	123	125	120	139
短期借入金	-	4	14	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	12	108	260	-	233	80	157	6	134
リース債務	0	-	-	-	0	0	0	0	0
未払法人税等	47	37	17	-	28	47	41	85	63
賞与引当金	14	15	20	-	25	25	30	30	35
その他	195	206	245	-	245	206	245	206	245
流動負債	336	456	669	-	643	484	600	449	617
長期借入金	27	214	525	-	292	27	134	20	0
その他	0	-	-	-	0	0	0	0	0
固定負債	27	214	525	-	292	27	134	20	0
純資産合計	1,308	2,179	894	-	994	2,245	1,143	2,460	1,368
(自己資本)	1,308	2,179	894	-	994	2,244	1,142	2,460	1,367
(少数株主持分及び新株予約権)	-	0	0	-	0	0	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	214	230	-1,153	-	146	225	218	403	330
減価償却費	64	81	100	-	50	45	50	45	50
のれん償却費	6	37	70	-	5	63	5	63	5
売上債権の増減額(ーは増加)	-19	-23	-17	-	-5	-114	-62	23	-29
棚卸資産の増減額(ーは増加)	3	2	-6	-	0	-9	-4	0	-2
仕入債務の増減額(ーは減少)	-28	0	16	-	0	39	14	-3	13
法人税等の支払額	-44	-95	-66	-	-36	-35	-56	-105	-84
その他	-22	-17	1,138	-	5	5	5	5	5
営業活動によるキャッシュ・フロー	173	214	81	-	165	218	169	430	288
有形固定資産の取得による支出	-29	-54	-128	-	-30	-15	-30	-15	-30
無形固定資産の取得による支出	-47	-68	-238	-	-120	-120	-50	-50	-50
その他	44	-454	-183	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-32	-578	-550	-	-150	-135	-80	-65	-80
短期借入金の増減額(ーは減少)	-	-24	-4	-	-14	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	-36	262	458	-	-260	-106	-233	-80	-157
株式の発行による収入(上場費用控除後)	181	-	-	-	0	0	0	0	0
新株予約権の行使による収入	71	71	17	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-18	-38	-44	-	0	-44	0	-44	0
リース債の増減額(ーは減少)	0	0	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	74	0	0	-	0	0	0	0	0
その他	-	0	0	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	271	270	426	-	-275	-151	-233	-125	-157
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	412	-93	-42	-	-259	-67	-143	240	50
現金及び現金同等物の期首残高	678	1,091	997	-	955	566	696	498	553
現金及び現金同等物の期末残高	1,091	997	955	-	696	498	553	738	603

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

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

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 受注や開発の進捗に関するニュースフロー

今回の技術的なブレイクスルーの発生は、開発スケジュールの変更や、開発・拡販費用の積み増しという経営判断につながり、業績の変動の幅の大きさを考慮して、19/2期の会社計画は非公表となった。

「T400」の受注拡大及び「T-4PO」の開発の進捗は、今後の同社の主な株価形成要因となろう。従って、MT事業の受注動向、開発の進捗具合、新サービス開始に関するニュースフローには、十分に注意を払っておく必要がある。また、費用のかけ方によっては19/2期も赤字が続く可能性も念頭においておきたい。

### ◆ 配当について

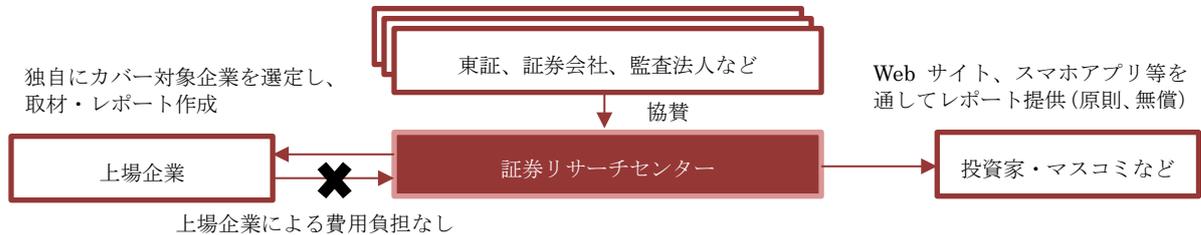
同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、MT事業での受注の積み増しのために経営資源を使うことを最優先とするため、19/2期も無配を継続する。配当の再開及びその時期について同社は現時点では未定としている。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年2月3日より開始いたしました。  
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接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。