

# ホリスティック企業レポート

MS & Consulting

6555 東証一部

アップデート・レポート

2019年8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 20190730

# MS & Consulting (6555 東証一部)

発行日: 2019/8/2

## 顧客満足度覆面調査を主力とする独立系コンサルティング会社 注力分野の従業員満足度調査の拡大により中期的な利益成長を予想する

### > 要旨

#### ◆ 顧客満足度覆面調査を主力とする独立系コンサルティング会社

- MS&Consulting(以下、同社)は、顧客満足度覆面調査(以下、MSR)を主力とする独立系のコンサルティング会社である。
- MSRとの相乗効果が期待できる従業員満足度調査「サービスチーム力診断(以下、STAR)」及びコンサルティング・研修を合わせて提供することにより、顧客企業の店舗スタッフの働き甲斐や、サービス品質の向上を目指している。

#### ◆ 19年3月期決算は2%増収、2%営業増益

- 19/3 期決算は、1.7%増収、1.9%営業増益であった。STARの拡販等によって増収増益は確保したものの、MSRの大口案件で翌期に期ずれしたものがあり、会社計画に対しては未達に終わった。

#### ◆ 決算期変更に伴い、20年2月期は11カ月決算へ

- 同社には、決算期の最終月である3月に収益が偏重するという季節性があり、会社にとって業績予想の難易度が高かった。今回、事業年度末を2月末に変更することで、業績予想の精度向上を目指す方針である。11カ月決算となる20/2期は、売上収益2,673百万円、営業利益331百万円と予想している。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、19/3期実績と決算期変更を踏まえて、20/2期以降の業績予想を新たに策定した。20/2期の売上収益は2,687百万円、営業利益は364百万円と予想した。

#### ◆ STARの拡大により、中期的な利益成長を予想する

- 当センターでは、19/3期実績を踏まえ、注力分野であるSTARの成長見通しを上げた。利益率の高いSTARの拡大により、中期的な利益成長が続くと予想した。

アナリスト: 大間知 淳

+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】

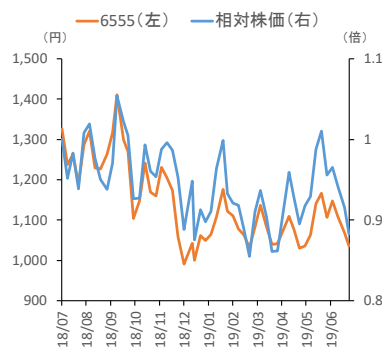
	2019/7/26
株価 (円)	1,036
発行済株式数 (株)	4,315,700
時価総額 (百万円)	4,471

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	12.1	18.3	9.9
PBR (倍)	1.5	1.4	1.3
配当利回り (%)	1.7	1.8	2.1

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-6.4	-0.5	-19.8
対TOPIX (%)	-7.6	2.5	-10.5

#### 【株価チャート】



#### 【6555 MS&Consulting 業種: サービス業】

決算期	売上収益 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	税引前利益 (百万円)	前期比 (%)	親会社所有者 帰属当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/3	2,811	6.4	553	8.9	552	9.0	367	8.0	80.6	647.7	17.5
2019/3	2,860	1.7	564	1.9	563	2.0	396	7.9	85.3	713.3	18.0
2020/2 CE	2,673	-	331	-	331	-	220	-	47.1	-	18.5
2020/2 E	2,687	-	364	-	364	-	244	-	56.6	717.7	18.5
2021/2 E	3,399	-	666	-	666	-	453	-	105.0	804.3	22.0
2022/2 E	3,650	7.4	739	11.0	739	11.0	503	11.1	116.6	899.0	24.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。決算期末を2月末に変更、予想1株指標において、2019年7月31日の自己株式消却分反映

#### 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。

**> 事業内容****◆ 顧客満足度覆面調査が事業の柱**

MS&Consulting (以下、同社)は、顧客満足度や従業員満足度の向上によるサービスの高品質化、高付加価値化を目的とした経営コンサルティングを行っている。顧客満足度覆面調査「ミステリーショッピングリサーチ (以下、MSR)」を基幹サービスとしている他、周辺サービスとして、MSRとの相乗効果が期待できる従業員満足度調査「サービスチーム力診断 (以下、STAR)」及び、コンサルティング・研修等を提供している。

顧客満足度覆面調査とは、マーケティングリサーチの一手法であり、調査会社とアルバイト契約等を結んだ覆面調査員 (以下、モニター) が、一般利用者としてクライアント企業が運営する店舗等を訪れ、実際の購買 (利用) 行動を通じて商品やサービスの評価を行う顧客満足度調査を言う。訪問目的を店舗スタッフには隠して実施することから、覆面調査と呼ばれている。

同社がクライアント企業に提出する覆面調査レポート (以下、レポート) は、規定通りのサービスが行われているかをチェックすることを目的とした、多くの同業他社のものとは一線を画している。

具体的には、1) 担当コンサルタントがクライアント企業のニーズに合わせた調査を企画、設計し、必要に応じて事前にコンサルティング・研修サービスを実施する、2) 業界最大級の規模を誇る登録モニターの中から調査目的に最適なモニターを選定し、お客様目線での調査を実施する、3) 顧客ロイヤリティの向上と関連性が高い業務の実施状況を確認する、4) モニターが感じた率直な印象を詳細に記述する、5) 課題指摘にとどまらず、改善意欲が生まれやすいポジティブなコメントを重視する、6) 専門の教育を受けた同社 (または、同社の外注先) のレポートチェッカーが、レポートを提出したモニターにヒアリング等を行い、より具体的かつ効果的なコメントへの修正を依頼する等のメンテナンスを行い、レポートの品質を担保する、7) 提出された全レポートを同社のチェック基準で評価し、その結果をモニターにフィードバックすることを始めとして、モニター教育に注力する等、同社のコンサルティングノウハウを活用した独自性の高い調査フローが確立されている。

こうした取り組みは、クライアント企業の店舗スタッフの働き甲斐や、サービス品質の向上を目的としており、提出したレポートの活用を促進するコンサルティング・研修に繋がっている点に特徴がある。

モニター募集に当たっては、口コミやメディアを通じて覆面調査に興

味を持った主婦などが同社サイトにアクセスして申し込んでいるため、獲得コストはほとんどかかっている。

19/3 期末のモニター数は、全国で約 48 万人に達している(図表 1)。モニターの属性についての詳細な開示はないが、性別では女性が約 7 割、年齢別では 30 歳代から 50 歳代が中心(最も多いのは 40 歳代)、地域別ではほぼ人口分布に比例して全国に分散しているとしている。

【図表 1】国内MSR事業のKPIの推移

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期
モニター数(人)	379,906	389,746	396,507	417,519	439,194	446,464	478,734
年間調査店舗数(店)	54,867	57,046	61,150	63,807	63,297	68,510	72,826
年間総調査回数(回)	160,737	166,427	175,916	189,051	209,663	232,369	234,556
顧客企業数(社)	—	—	—	—	1,004	1,056	985
国内売上収益に占めるMSR事業の構成比	94.0%	94.0%	94.8%	95.7%	96.5%	97.7%	98.4%

(注) 国内売上収益に占めるMSR事業の構成比には、STARやその他のコンサルティング・研修等の周辺サービスも含む

(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

モニターのうち、実際に調査した人数や頻度についての情報開示はないが、1モニター当たりでは、年平均0.5回程度の調査回数となる。

同社は、少額謝礼にも柔軟な支払い対応を行える独自のポイント制度(MSポイント)を採用しており、調査後にレポートを提出した国内モニターに謝礼相当額のMSポイントを付与している。MSポイントは、商品への交換、他企業が運営するポイントへの移行、銀行振込による現金化が可能となっている。

19/3 期の総顧客企業数は約 1,150 社であるが、そのうち、985 社の約 7.3 万店(延べ数ではなく、ユニーク数)が主力サービスであるMSRを利用している。MSRを利用する顧客の調査頻度はばらつきが大きく、毎月実施する顧客も存在するが、平均的には年間3~4回となっている。

基幹サービスであるMSR事業の売上収益構成比は、年間調査店舗数の拡大と1店当たりの調査回数の増加傾向を背景に上昇傾向にある。

MSRの導入事例としては、主力の外出では、B-R サーティワンアイスクリーム(2268 東証JQS)、鳥貴族(3193 東証一部)、エー・ピーカンパニー(3175 東証一部)、ダイナックホールディングス(2675 東証二部)、サガミチェーン(9900 東証一部)、小売では、ドンキホ

ーテホールディングス (7532 東証一部)、サツドラホールディングス (3544 東証一部)、ローソン (2651 東証一部) の連結子会社である成城石井が挙げられる。

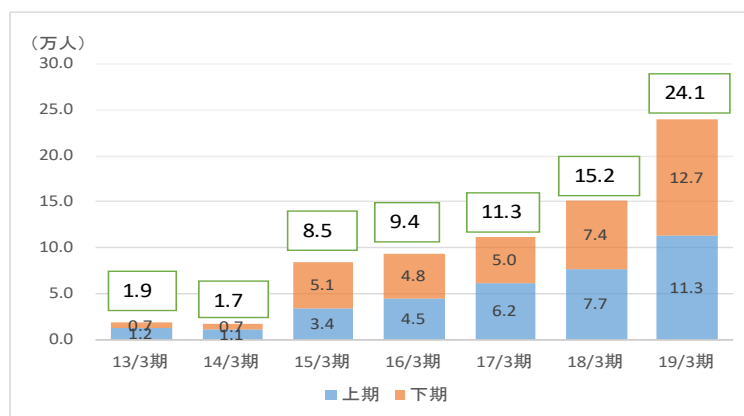
ファッションでは、ユナイテッドアローズ (7606 東証一部)、バロックジャパンリミテッド (3548 東証一部)、サービスでは、ルネサンス (2378 東証一部)、キュービーネットホールディングス (6571 東証一部)、ショッピングセンターでは、パルコ (8251 東証一部) が挙げられる。

#### ◆ STARでも店舗レベルでの成果達成を目指している

STARは、リーダーシップ、チームの遂行力、チームの風土、スタッフの主体性、スタッフの満足度の5つの観点で従業員満足度を同社のコンサルタントが調査するサービスである。必要最低限の設問数で負担なく回答できる仕様としている。MSRと同様に、調査による現状把握や問題点の指摘にとどまらず、その後のコンサルティング・研修によって従業員満足度の向上という成果を上げることを目指している。

11年9月のサービス開始から累計で約75万人の調査実績があり、19/3期においては24.1万人の調査を実施した(図表2)。

【図表2】サービスチーム力診断調査数の推移



(出所) MS&Consulting 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19/3期の延べ調査店舗数は、前期の約1.2万店から約2.0万店に増加した。蓄積されたデータに基づいて算出された業界平均値や、高評価の企業や店舗等の平均値との比較を行うことで、対象企業・店舗の強み、弱みを分析できるサービスとなっている。

STARの導入事例としては、バロックジャパンリミテッドや、一家

ダイニングプロジェクト (9266 東証マザーズ) が挙げられる。

#### ◆ MSR等の成果を活用したコンサルティング・研修を提供

コンサルティング・研修においては、MSRやSTARを活用した顧客満足度や従業員満足度の改善サイクルが、顧客店舗においてスムーズに定着するよう、調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を進めるノウハウである「HERBプログラム」を提供している。

具体的なテーマの例としては、1) 顧客店舗のスタッフがポジティブに各種調査結果を捉えられるレポートフィードバックの在り方、2) 顧客店舗のスタッフに自発的な改善活動を促す方法、3) 多くの店舗に共通して見られる課題に対する解決策、4) 顧客企業内における優秀店舗の取り組み事例等が挙げられる。

コンサルティング・研修では、来店客からWEB上で10問程度の簡易版のアンケート回答を取得し、タイムリーに集計結果を確認できるサービスである「カスタマーリサーチ」も実施している。

#### ◆ MSR事業以外のサービスや海外展開も行っている

同社は、MSRと、その周辺サービスであるSTARやその他のコンサルティング・研修をMSR事業と定義し、中核事業として展開している。一方、外食店舗向け日次決算システム「@bino」の提供収入等によって構成されるその他の事業も行っている。

海外展開としては、タイ、台湾、シンガポールでMSRを中心としたサービスを提供している。台湾は100%出資、タイは49%出資の連結子会社で展開している一方、シンガポールでは現地パートナーと連携し、両子会社がサポートする形態でサービスを展開している。

#### ◆ 既存顧客の継続率の高さにクライアントの満足度が感じられる

17/3期から19/3期までにおいて、売上収益に占める割合が10%を超える大手顧客は存在していない。最大顧客でも売上収益の4%程度を占めているに過ぎず、同社の顧客は幅広く分散している。

国内MSR事業におけるクライアント業種別の売上収益を見ると、サービス開始時にターゲットとしていた外食の比率が40~50%に達しているが、小売や自動車、美容、レジャー等にも利用が広がっていることが見て取れる(図表3)。

また、同社は、当該期の売上収益に占める前期の取引顧客(以下、既存顧客)からの売上収益の割合を同社に対するクライアントの満足度を示すKPIとして重視している。売上収益に占める既存顧客の割合は、サービス開始当初は低かったものの、近年では約90%に上昇し



ており、大半の顧客が契約を継続するようになった。つまり、同社はMSRの品質を向上させることによって、短期的な取引となる可能性もある事業を継続的な収入をもたらすストック型のビジネスに創り上げたと言えよう。

【 図表 3 】 クライアント業種別売上収益と既存顧客の割合

業種	17/3期			18/3期			19/3期			主な業種・業態等
	売上収益		売上収益に占める 既存顧客の割合	売上収益		売上収益に占める 既存顧客の割合	売上収益		売上収益に占める 既存顧客の割合	
	金額 (百万円)	構成比		金額 (百万円)	構成比		金額 (百万円)	構成比		
外食	1,080	42.5%	93.8%	1,284	46.9%	90.8%	1,397	49.3%	93.7%	居酒屋、ファストフード
小売	518	20.4%	75.0%	561	20.5%	89.2%	536	18.9%	84.4%	ショッピングセンター、アパレル
自動車	344	13.5%	99.3%	408	14.9%	91.6%	418	14.7%	99.0%	カーディーラー、サービスステーション
美容	247	9.7%	93.8%	142	5.2%	97.4%	103	3.6%	89.4%	美容院、エステ
レジャー	165	6.5%	95.7%	163	6.0%	94.3%	181	6.4%	97.7%	カラオケ、ホテル
その他	186	7.3%	—	176	6.4%	80.0%	200	7.1%	82.4%	金融、宿泊、行政(公共機関)等
国内MSR事業合計	2,543	100.0%	—	2,734	100.0%	90.4%	2,835	100.0%	92.0%	

(注) 国内MSR事業合計の売上収益に占める既存顧客の割合は証券リサーチセンターが試算した加重平均値  
(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

◆ MSRからSTAR、コンサルに成長ドライバーが移行

同社は、日本基準の単体決算と国際会計基準の連結決算を公表している。海外の連結子会社の事業規模が小さいため、連結決算の売上収益(日本基準の売上高に相当)と、単体決算の売上高の差額は24百万円(19/3期)と僅かであり、国内中心の事業展開となっている。

19/3期の国内売上収益の85.8%を占めるMSRが基幹サービスである(図表4)。これまではMSRが成長ドライバーでもあったが、19/3期は小幅ながら減収となった。天候不順や、大口案件の期ずれの影響を受けた面もあるが、証券リサーチセンター(以下、当センター)は、ベースの成長性が鈍化していると判断した。

【 図表 4 】 サービス別国内売上収益の推移

(単位:百万円)

	事業別	サービス別	16/3期		17/3期		18/3期		19/3期		
			金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
国内売上収益			2,444	100.0%	2,636	100.0%	2,799	100.0%	2,835	100.0%	1.3%
	MSR事業		2,338	95.7%	2,543	96.5%	2,734	97.7%	2,790	98.4%	2.0%
		MSR	—	—	2,267	86.0%	2,454	87.7%	2,432	85.8%	-0.9%
		コンサルティング・研修	—	—	276	10.5%	280	10.0%	359	12.7%	28.0%
		うち、STAR・CR	—	—	—	—	39	1.4%	94	3.3%	141.9%
		うち、その他	—	—	—	—	242	8.6%	265	9.3%	9.6%
	その他事業		106	4.3%	93	3.5%	64	2.3%	45	1.6%	-29.9%

(注) CRはカスタマーマーケティング  
(出所) MS&Consulting 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

一方、これまで伸び悩んでいたSTARとその他のコンサルティングに関しては、サービスの強化が図られ、19/3期の前期比増収率は、STAR（カスタマーリサーチを含む）が141.9%、その他のコンサルティング・研修が9.6%と高い伸びとなった。この結果を受けて、当センターでは、成長ドライバーがMSRからSTAR、コンサルに移行したと捉えている。

#### ◆ MSRは労働集約型ビジネス

同社のビジネスの大半を占めるMSRは、クライアントの希望する覆面調査・レポートの規模や内容に応じて、料金が決定される。コストの中心は、関与する社内のコンサルタントやレポート生産管理スタッフの労務費（固定費）と、社外のモニターやレポートチェッカーへの謝礼（報酬）である外注費（変動費）である。いずれも広い意味では人件費であり、労働集約型のビジネスと言えよう。

STARや、その他のコンサルティング・研修については、コンサルティング・研修案件の一部を外部企業に委託する場合があるものの、コストの大半は労務費であるため、同社の事業全体としても労働集約型のビジネスであると認識しても問題はないと考えられる。

19/3期末時点の単体従業員数122人のうち、コンサルタント、レポート生産管理スタッフ、管理等の内訳は開示されていないが、当センターでは、売上原価の労務費の対象となるコンサルタントやレポート生産管理スタッフの人数が半数以上を占めていると推測している。

#### ◆ MSRはストック型ビジネスでもある

MSRの契約期間は、クライアント毎に異なるものの、1年（長くても2年程度）が多く、契約終了時の自動更新の取り決めもないため、長期的な取引が保証されているものではない。同社は、取引期間別のデータは採っていないとしているが、10年以上取引が継続しているクライアントも存在している模様である。

MSRの利用を停止するケースとしては、中小事業者では業績悪化による解約が大半であるが、大手企業の場合は、社内の業務改善目標が顧客満足度から従業員満足度へ移行し、STARへ利用サービスが変更される事例も見受けられるようである。

前述したように、売上収益に占める既存顧客の割合は、19/3期において約90%に達しており、同社においては、MSRはスポット型ビジネスではなく、ストック型ビジネスとして位置付けられよう。



◆ **売上原価の大半は労務費とモニター謝礼等によって構成される**

同社の売上原価は、固定費である労務費（自社従業員、臨時雇用者向け）と、変動費であるモニターに対する謝礼原価、外部のレポートチェッカーに対する支払報酬を中心とした外注費が大半を占めている。

19/3 期連結売上収益の 99%を占める日本基準の単体決算の売上原価明細書を見ると、労務費が 482 百万円、モニター謝礼が 832 百万円、外注費が 171 百万円となっており、その他の原価を含めて、売上原価合計は 1,591 百万円であった。なお、18/3 期までの外注費は、コンサルティング・研修サービスにおいて、一部の業務を外部に委託する際に発生する外注費だけを計上していたが、19/3 期からは、外部のレポートチェッカーに対する支払報酬とこれまでの外注費の合計を外注費とする方式に変更された（18/3 期では、支払報酬 121 百万円、外注費 28 百万円、合計 149 百万円）。

主要費用の単体売上高（19/3 期）に対する比率を見てみると、労務費が 17.0%、モニター謝礼が 29.3%、外注費が 6.0%を占めている。

◆ **サービス別売上収益の構成の変化には注意が必要**

国際会計基準（連結）の販売費及び一般管理費（以下、販管費）について見てみると、その中心を占めるのは、ほぼ固定費と見られる人件費（19/3 期 396 百万円）と旅費交通費（同 92 百万円）である。

なお、日本基準の単体決算においては、のれん償却額を年間 139 百万円計上している一方、連結決算は国際会計基準で作成されているため、のれんの償却は実施されていない。

以上のことから、現状の売上収益の構成においては、同社の限界利益率は 60~70%であると当センターは推測している。

また、変動費が少ない S T A R やその他のコンサルティング・研修は、MS R に比べて売上総利益率が高くなっていると推測され、その売上収益構成比が上昇した場合、同社全体の利益率も上昇すると見られるため、注視しておく必要がある。

なお、同社株式は、19 年 2 月 20 日に東証マザーズから東証一部に市場変更された。

> **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 5 のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員や顧客の満足度を上げるためのサービスをクライアントに提供し、その業績を向上させることを目指す「SPC」経営に基づいた事業展開を行っていること</li> <li>・MSRやS T A Rでの調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を提案するコンサルティング・研修サービスを提供していること</li> <li>・国内MSR事業売上収益における既存客の金額継続率が9割を超えていること</li> <li>・国内最大級のMSRモニター会員数</li> <li>・モニター及びレポートチェッカー向けの教育体制の充実により、高品質なレポートを提供していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・MSR関連売上収益への依存度の高さ</li> <li>・外食業界顧客向け売上収益への依存度の高さ</li> <li>・第1四半期(21/2期以降)に偏重する収益の季節性</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・小売業、宿泊・飲食サービス業等を中心とした民間事業者における更なる顧客数の拡大</li> <li>・公共スポーツ施設、公共交通機関等の公共サービス分野での利用の本格化</li> <li>・クロスセルの強化によるS T A Rや「カスタマーリサーチ」の拡販</li> <li>・タイや台湾を始めとする海外展開の本格化</li> <li>・「MSナビ」の有料オプション機能の投入等による収益源の多様化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・外食業界の競争激化による大手クライアントの店舗数の減少</li> <li>・低料金を売り物とする同業他社との競争が激化すること</li> <li>・クライアントのニーズと社内のモニター属性の間でミスマッチが拡大すること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

➤ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は顧客満足度を追求する経営姿勢にある

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPIの数値を中心にアップデートした(図表6)。

同社の知的資本、特に組織資本や関係資本を構成する項目の多くは、顧客満足度の向上に向けた取り組みと関係している。

同社のMSRは、規定通りのサービスが実施されているかのチェックを主目的とした、多くの同業他社が手掛ける商品とは異なり、自由記入のコメントを多用した内容となっており、顧客店舗スタッフの働き甲斐を高め、サービス品質の向上を実現することを目的としている。中でも、「2 ストライク 1 ボール」<sup>注1</sup>のコンセプトに基づいたコメントの記載や、レポートを提出したモニターにフォローアップを行う等のレポートの品質向上への取り組み等は、同社の経営姿勢が強く反映されている業務プロセスと言えよう。

MSRの年間総調査回数が每期、着実に伸びていることや、売上収益に占める既存顧客の割合が約90%を維持していること等から、クライアントによる同社への満足度は高いと思われる。

顧客満足度を追求する経営姿勢は、レポート品質の向上を通じて、同社の業績拡大を支えており、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。

(注1) 「2 ストライク 1 ボール」のコンセプトとは、良い点を悪い点(もったいない点、改善点)よりも多く記載するという評価レポートの作成方針である。MSRの開始当初は、レポートが悪い点の指摘に偏り、評価された店舗スタッフがやる気を失うことも多かったようである。良い点の記載を増やす方式に変えたところ、店舗スタッフの意欲が増し、改善点に取り組む姿勢が向上したため、MSRの顧客からの評価と継続率が上昇した。

【 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	・大手顧客に対する取引は比較的分散している	・最大手顧客の売上収益構成比	約4%	約4%
		・幅広い顧客基盤を有している	・総顧客数、うちMSR顧客数	約1,200社、1,056社	約1,150社、985社
		・多くの既存顧客から継続受注を獲得している	・売上収益に占める既存顧客の割合	約90%	約90%
	ブランド	・MSRの年間総調査回数は着実に増加している	・年間総調査回数	232,369回	234,556回
		・MSRの年間調査店舗数は傾向的には増加している	・年間調査店舗数	68,510店	72,826店
		・MSRのサービス名は顧客やモニターに浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・MSRのサービス開始からの経過年数	18年 (18年7月時点)	19年 (19年7月時点)
事業パートナー	・MSRとしては国内最大級のモニター数を誇る	・上場からの経過年数	1年 (18年7月時点)	2年 (19年7月時点)	
	・MSR等の同社サービスの顧客開拓に関し、ぐるなびと提携している	・国内におけるMSRのモニター数	446,464人	478,734人	
組織資本	プロセス	・MSRやSTARの調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を進めるノウハウをコンサルティング・研修サービスで提供している			
		・MSRでは、担当コンサルタントが調査前にクライアントとコミュニケーションを取り、そのニーズに合わせた調査企画・設計を行っている			
		・MSRの調査・レポート作成は、事前に教育したモニターに委託しており、独自のMSポイント制度を通じ、モニター謝礼 (売上原価) として費用を支払っている	・日本基準の売上原価に占めるモニター謝礼の割合	52.2%	52.3%
	知的財産ノウハウ	・専門の教育を受けたレポートチェッカーが、レポート提出後にモニターをフォローアップすることにより、一定水準にまで品質を高めたレポートを納品し、クライアントスタッフのモチベーション向上に繋がるフィードバックを実現している			
		・MSRのレポートチェック業務の一部を、外部の会社等に委託しており、支払報酬 (売上原価) として費用を支払っている	・日本基準の売上原価に占める支払報酬の割合	7.6%	非開示
		・各種調査やコンサルティング・研修の質を向上させるため、業界特化チームを構成して、各業界特有の課題解決に取り組んでいる			
知的財産ノウハウ	・MSRやSTARにおける長年の調査で蓄積した豊富なデータを用いて、業界平均値等との比較を行ったデータを提供している	・STARの累計調査実績	51万人	75.4万人	
	・国立研究開発法人産業技術総合研究所と、「サービス・ベンチマーキングによるサービスプロフィットチェーンの高度化」に向けた共同研究を実施している	・共同研究論文の受賞歴	サービス学会Best Paper Award (17年3月)	サービス学会Best Paper Award (17年3月)	
	・顧客店舗スタッフのスマートフォン等からMSRのレポートの内容 (成功事例等のコメント及び動画) を閲覧したり、コメントを発信・共有したりできるサービス「MSナビ」を提供している	・MSナビのサイト・アプリ登録者数	非開示	5.2万人	
人的資本	経営陣	・同社の社内取締役は、日本エル・シー・エー時代の02~05年からMSR事業に従事している			
	従業員	・コンサルタントや生産管理業務担当者を主体とした組織体制	・単体従業員数	123人	122人
人的資本	従業員	・インセンティブ制度	・ストックオプション	586,700株 (12.7%)	533,900株 (11.4%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 18/3 期または 18/3 期末、今回は 19/3 期または 19/3 期末のもの。  
 カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役保有分を含む、  
 (出所) MS & Consulting 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

➤ 決算概要

◆ 19年3月期は2%増収、2%営業増益

19/3 期決算は、売上収益 2,860 百万円 (前期比 1.7%増)、営業利益 564 百万円 (同 1.9%増)、税引前利益 563 百万円 (同 2.0%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 396 百万円 (同 7.9%増) であった (図表 7)。

前期比増収額 (49 百万円) の内訳は、国内 37 百万円、海外 12 百万円であった。国内増収額の内訳は、MSR 23 百万円減、コンサルティング・研修 79 百万円増 (STAR・カスタマーリサーチ 55 百万円増、その他 24 百万円増)、その他の売上収益 19 百万円減であった。

【 図表 7 】 19 年 3 月期の業績

(単位: 百万円)

	地域別	事業別・サービス別	18/3期				19/3期									
			上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上収益			1,216	1,594	2,811	6.4%	596	665	1,261	3.6%	699	900	1,599	0.3%	2,860	1.7%
	国内		1,211	1,588	2,799	6.2%	588	659	1,247	3.0%	692	897	1,588	0.0%	2,835	1.3%
		MSR事業	1,179	1,555	2,734	7.5%	575	647	1,222	3.7%	683	885	1,568	0.8%	2,790	2.0%
		うちMSR	1,103	1,351	2,454	8.3%	536	573	1,109	0.5%	607	716	1,323	-2.1%	2,432	-0.9%
		うちコンサルティング・研修	76	204	280	1.5%	39	75	114	50.5%	75	170	245	19.8%	359	28.0%
		うちSTAR、CR	7	32	39	-	15	20	35	-	26	33	59	85.3%	94	141.9%
		うちその他	69	173	242	-	24	55	79	14.5%	49	137	186	7.7%	265	9.6%
		その他事業	32	32	64	-31.0%	13	12	25	-23.5%	9	12	20	-37.7%	45	-29.9%
	海外		5	6	12	144.8%	8	6	14	-	7	4	11	69.9%	24	110.3%
売上総利益			399	807	1,206	6.4%	178	259	437	9.4%	278	538	816	1.1%	1,253	3.9%
売上総利益率			32.8%	50.6%	42.9%	-	29.8%	39.0%	34.6%	-	39.8%	59.7%	51.0%	-	43.8%	-
販売費及び一般管理費			327	328	655	2.6%	167	165	332	1.7%	170	178	348	6.1%	681	3.9%
販管費率			26.9%	20.6%	23.3%	-	28.0%	24.9%	26.4%	-	24.3%	19.8%	21.8%	-	23.8%	-
その他収益			6	6	11	-22.9%	4	3	7	19.0%	1	15	16	-	24	-
その他費用			8	1	9	-	1	-1	0	-	1	31	32	-	32	-
営業利益			70	483	553	8.9%	13	98	111	58.9%	108	344	453	-6.3%	564	1.9%
営業利益率			5.7%	30.3%	19.7%	-	2.2%	14.7%	8.8%	-	15.5%	38.2%	28.3%	-	19.7%	-
税引前(四半期)利益			69	483	552	9.0%	13	98	111	59.8%	108	344	452	-6.3%	563	2.0%
税引前利益率			5.7%	30.3%	19.6%	-	2.2%	14.7%	8.8%	-	15.5%	38.2%	28.3%	-	19.7%	-
親会社の所有者に帰属する 当期(四半期)利益			43	323	367	8.0%	17	67	85	95.8%	74	237	311	-3.8%	396	7.9%

(注) 海外の売上収益数値は、国際会計基準と日本基準の差額による証券リサーチセンターの推測、CRはカスタマーリサーチ(出所) MS&Consulting 有価証券報告書、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

国内におけるMSRの調査店舗数(ユニーク数)は、業務提携しているぐるなび(2440 東証一部)経由の新規利用店舗が増えてきたことから、7.3万店(前期比6.3%増)と順調に増加した。一方、上期に発生した地震や豪雨の影響に加え、19年3月に予定していた大口案件の翌期へのずれ込みにより、国内におけるMSRの調査数は23.5万回(前期比0.9%増、計画比5.8%減)と伸び悩んだ。

人手不足の深刻化や働き方改革の要請等により、従業員満足度調査関連ニーズが拡大したため、STARの調査数は24.1万人(前期は15.2万人)、延べ調査店舗数は2.0万店(同1.2万店)と急拡大した。また、STARを利用した顧客に対するコンサルティングも増加した。

原価率の高いMSRの売上収益が減少したものの、原価率の低いSTARの売上収益が大幅に増加したため、売上総利益率は前期の42.9%から43.8%へ上昇した。

販管費率は前期の23.3%から23.8%に上昇した。各種費用を削減したものの、人件費(前期比13百万円増)、旅費交通費(同7百万円増)、株主総会費用、システムセキュリティ強化費用等が増加したため、販管費の伸びは前期比3.9%となり、増収率を上回った。

税引前利益の伸びに比べ、親会社の所有者に帰属する当期利益の伸びが高くなったのは、19/3期に法人税の還付があったためである。

なお、MSRのユーザーにスマートフォン等を通じて提供するアプリサービスであるMSナビの累計登録者数は、17/3期のサービス開始から19/3期末までにおいて約5.2万人に達したと公表された。

#### ◆ 大幅な営業増益だった上期に対し、下期の業績は失速した

19/3期決算を第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると、MSRが小幅ながら増収を確保し、STARの増収による売上総利益率の改善効果がより大きく発現した上期は、前年同期比3.6%増収、58.9%営業増益と大幅増益を達成した。

一方、増収率の鈍化によって販管費率が大きく上昇した下期は、前年同期比0.3%増収、6.3%営業減益と失速した。第3四半期までは増益を維持していたものの、第4四半期において、大口案件の翌期へのずれ込みが発生したMSRの売上収益が同7.6%減と落ち込んだため、同四半期は同3.0%減収、11.7%営業減益と減益に転じた。

#### ◆ 売上収益、営業利益共に会社計画を下回った

期初計画に対しては、売上収益95.7%、営業利益92.6%、税引前利益92.6%、親会社の所有者に帰属する当期利益97.8%の達成率となった。

売上収益については、震災や豪雨の影響を受けたほか、期末に大口案件が翌期に期ずれしたMSRが計画未達の主因となった。営業利益の計画未達については、売上収益が計画を下回ったことや、販管費が計画を上回ったことが影響した。

#### ◆ 利益蓄積によって自己資本比率はやや上昇した

現金及び現金同等物が前期末比188百万円、営業債権及びその他の債権が同84百万円増加したため、総資産は前期末の3,768百万円から4,097百万円に増加した。

借入金(長期、短期の合計)が前期末比95百万円減少したこと等を受けて、負債合計は同7百万円減少した。一方、自己資本は利益蓄積等により同340百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の79.5%から81.5%にやや上昇した。



> 業績見通し

◆ 20年3月期の会社計画を参考のために記載する

同社は、今年度より決算期末を3月末から2月末に変更するが、業績予想の詳細は20/3期で公表されている。当センターでは、参考のため、まず20/3期の会社計画を記載することにした。

同社は、19/3期決算の発表時に、売上収益3,200百万円(前期比11.9%増)、営業利益645百万円(同14.4%増)、税引前利益644百万円(同14.4%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益437百万円(同10.4%増)を見込む20/3期計画を公表した(図表8)。

【図表8】過去の業績と新年度の会社計画

(単位:百万円)

	地域別	事業別	16/3期 実績	17/3期 実績	18/3期 実績	19/3期 実績	20/3期		20/2期 会社修正計画
							会社当初計画	増減率	
売上収益			2,445	2,641	2,811	2,860	3,200	11.9%	2,673
	国内		2,444	2,636	2,799	2,835	3,132	10.5%	-
		MSR事業	2,338	2,543	2,734	2,790	-	-	-
		その他事業	106	93	64	45	-	-	-
	海外		0	5	12	24	68	180.4%	-
売上総利益			1,078	1,134	1,206	1,253	1,425	13.8%	-
		売上総利益率	44.1%	42.9%	42.9%	43.8%	44.5%	-	-
販売費及び一般管理費			577	639	655	681	784	15.1%	-
		販管費率	23.6%	24.2%	23.3%	23.8%	24.5%	-	-
営業利益			500	508	553	564	645	14.4%	331
		営業利益率	20.5%	19.2%	19.7%	19.7%	20.2%	-	12.4%
税引前利益			495	506	552	563	644	14.4%	331
		税引前利益率	20.2%	19.2%	19.6%	19.7%	20.1%	-	12.4%
親会社の所有者に帰属する当期利益			316	340	367	396	437	10.4%	220

(注) 決算期変更に伴い、新年度は20/2期の11カ月決算となるが、会社計画の詳細が開示されている20/3期の業績予想を併記した。20/3期の国内売上収益と海外売上収益の数値は証券リサーチセンターの推測

(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上収益計画の策定に当たっては、20/3期の期初受注残高(国内)が1,343百万円と前期比224百万円、同20.1%増加(うち、MSR分が1,189百万円と前期比149百万円、同14.3%増加)したことを織り込んでいる。なお、20/3期の国内売上収益と海外売上収益の数値は、図表9で示したサービス別国内売上収益の合計から当センターが推測したものである。

売上総利益率は前期の43.8%から44.5%への上昇を予想している。売上原価の主要項目では、モニターに対する謝礼原価を919百万円(前期比9.2%増)、労務費を541百万円(同9.7%増)と見込んでいる。一方、販管費については、STARの拡販及び新規顧客の獲得促進を目的として、広告宣伝費を57百万円(同568.9%増)と見込み、全体では784百万円(同15.1%増)と予想している。



国内のサービス別売上収益の前期比増減率としては、MSRは、国内MSRの年間総調査回数を前期比 4.5%増とする前提に基づき、同4.3%増と見込んでいる。STARは同 176.7%増、コンサル及びその他(カスタマーリサーチ、@bino等のその他の売上収益)は同 11.5%増と見込んでいる(図表9)。

【図表9】20年3月期の国内売上収益の会社計画 (単位:百万円)

	サービス別	19/3期 実績	20/3期	
			会社当初計画	増減率
国内売上収益		2,835	3,132	10.5%
	MSR	2,432	2,536	4.3%
	STAR	88	243	176.7%
	その他	316	352	11.5%

(注) 20/3期の国内売上収益の各数値は、同社のサービス別売上収益の増減率計画に基づいた証券リサーチセンターの推測

(出所) MS&Consulting 決算説明会資料、中期経営計画説明資料を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 20年2月期予想と20年3月期予想の格差は季節性による

同社は、決算発表後の5月22日に、決算期変更の計画(6月20日の株主総会で承認)と業績予想の修正を公表した。

同社の顧客は3月期決算企業が多く、コンサルティング・研修を中心に3月に需要が集中するという季節性のリスクを抱えていた。19/3期に発生したような3月の大口案件の変動を期初に予想することは難しく、同社は業績予想の精度向上を課題として認識していた。

そこで、同社は、投資家やステークホルダーに対して、最大の需要月である3月の結果を踏まえて、より確度の高い業績予想を提供するため、2月末への決算期変更を決断した。

決算期変更に伴い、11カ月決算となる20/2期の業績予想は、売上収益2,673百万円、営業利益331百万円、税引前利益331百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益220百万円と公表された。

20/3期予想との差額(売上収益527百万円、営業利益314百万円)は20年3月の予想数値であり、20/2期予想の月間平均(売上収益243百万円、営業利益30百万円)と比べてみると、同社の季節性の大きさが鮮明になる。3月度の営業利益率が極めて高いのは、売上収益が通常月の2倍程度になることで固定費負担が大幅に軽減されることや、3月度の売上収益についてはSTARやその他のコンサル等、利益率が高いサービスの比率が高くなる傾向があることによる。

◆ MS&Consultingの中期経営計画

同社は、今回、24/3 期を最終年度とする中期経営計画も発表したが、20/2 期予想以外は修正されていないため、当センターでは、3 月期決算で作成された説明資料の内容をそのまま記載することにした。

24/3 期の計画は、売上収益 4,600 百万円、営業利益率 25.8%、親会社の所有者に帰属する当期利益 800 百万円、ROE20.0%である(図表 10)。

【 図表 10 】 MS&Consultingの中期経営計画

(単位：百万円)

	地域別	サービス別	19/3期		20/3期 計画	21/3期 計画	22/3期 計画	23/3期 計画	24/3期	
			実績	構成比					計画	構成比
売上収益			2,860	100.0%	3,200	3,452	3,765	4,126	4,600	100.0%
	国内		2,835	99.1%	3,132	—	—	—	4,448	96.7%
		MSR	2,432	85.0%	2,536	—	—	—	2,909	63.2%
		STAR	88	3.1%	243	—	—	—	917	19.9%
		その他	316	11.0%	352	—	—	—	622	13.5%
	海外		24	0.9%	68	—	—	—	152	3.3%
営業利益			564	—	645	728	836	982	1,187	—
		営業利益率	19.7%	—	20.1%	21.1%	22.2%	23.8%	25.8%	—
親会社の所有者に帰属する当期利益			396	—	437	492	564	663	800	—
ROE			12.5%	—	13.2%	14.5%	15.6%	17.4%	20.0%	—

(注) 20/3 期のサービス別国内売上収益、21/3 期以降の営業利益、海外売上収益の数値は証券リサーチセンターの推測(出所) MS&Consulting 中期経営計画説明資料を基に証券リサーチセンター作成

(注 2) 同社資料には「コンサルティング・研修他」と記載されているが、従来の「コンサルティング・研修」には STAR が含まれている等、違いが分かりにくいため、当センターでは、MSR と STAR 以外が全て含まれているとの趣旨で、あえて「その他」と表記した。

サービス別売上収益(国内)の構成比を見ると、STAR が 19/3 期の 3.1% から 19.9% に、STAR 以外のコンサルティングを中心とする「その他」注 2 が同 11.0% から 13.5% に拡大すると見込んでいる。

STAR については、1) 広告宣伝の強化により、MSR の既存客へのクロスセルや、新規客への拡販を想定したこと、2) サービス開始当初からの利用顧客に適用している料金が極めて低いため、新規顧客の比率が上がることで正規料金と比べて大幅に低くなっている平均単価が上昇すると見込んだことが大幅増収計画の要因である。

「その他」については、1) STAR の拡大に伴って、その結果に基づいたコンサルティングが伸長すると予想したこと、2) 現在は無料で提供している MS ナビについて、今後開発する新機能を有償オプションとして提供し、その収益を見込んだことが増加要因である。

MSR については、ぐるなびとの提携効果等で調査店舗数、調査回数を増やすことで安定成長を見込むものの、他のサービスを下回る伸びを想定したため、構成比が低下すると見込んだ。

営業利益率については、従業員の採用強化による固定費の増加を織り

込んでいるものの、利益率の高いSTARとコンサルティング等のその他の構成比が拡大する前提であるため、24/3期予想の25.8%に向けて徐々に上昇すると見込んだ。

ROEについては、営業利益率の改善に加え、株主還元の充実と資本効率の向上にも取り組むことで目標達成を目指す方針である。

なお、同社は、5月10日から7月3日までに取得した自己株式364,300株に関し、7月31日に消却予定であると公表している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの20年2月期予想

当センターは、19/3期実績と決算期変更等を踏まえ、20/2期予想を新たに策定した。売上収益2,687百万円、営業利益364百万円、税引前利益364百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益244百万円と予想した(図表11)。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	19/3期	20/2期CE	旧20/3期E	20/2期E	旧21/3期E	21/2期E	22/2期E
売上収益	2,860	2,673	3,176	2,687	3,338	3,399	3,650
前期比	1.7%	—	5.2%	—	5.1%	—	7.4%
事業別							
国内事業	2,835	—	3,139	2,643	3,287	3,339	3,578
うちMSR	2,432	—	2,667	2,193	2,747	2,601	2,680
うちSTAR	88	—	—	192	—	374	498
うちその他	316	—	—	258	—	364	400
海外事業	24	—	37	44	51	60	72
売上総利益	1,253	—	1,393	1,079	1,474	1,467	1,583
売上総利益率	43.8%	—	43.9%	40.2%	44.2%	43.2%	43.4%
販売費及び一般管理費	681	—	708	725	739	811	855
販管費率	23.8%	—	22.3%	27.0%	22.1%	23.9%	23.4%
営業利益	564	331	699	364	750	666	739
前期比	1.9%	—	6.7%	—	7.3%	—	11.0%
営業利益率	19.7%	12.4%	22.0%	13.5%	22.5%	19.6%	20.3%
税引前利益	563	331	699	364	750	666	739
前期比	2.0%	—	6.8%	—	7.3%	—	11.0%
税引前利益率	19.7%	12.4%	22.0%	13.5%	22.5%	19.6%	20.3%
親会社の所有者に帰属する当期利益	396	220	468	244	500	453	503
前期比	7.9%	—	5.5%	—	6.8%	—	11.1%

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、20/2期は11カ月決算

(出所) MS&Consulting決算短信、決算説明会資料、中期経営計画説明資料より証券リサーチセンター作成

当センターでは、サービス別売上収益の内訳について、同社の開示区分の見直しに伴い、国内のMSR、STAR、その他(以上、国内事業)及び海外事業に変更した。

国内事業については、MSRは、期初受注残の大幅な増加や、11 カ月決算への変更を踏まえ、2,193 百万円と予想した（前期は 2,432 百万円）。STARは、MSR顧客に対する拡販が進むと考え、192 百万円と見込んだ（同 88 百万円）。その他は、STAR顧客に対するコンサルティングの伸びを想定するものの、需要期である 3 月の数値が含まれないことを考慮し、258 百万円と予想した（同 316 百万円）。

海外事業については、四半期毎の変動は大きいものの、大幅増収基調にあることから、44 百万円と予想した（前期は 24 百万円）。

売上総利益率については、利益率の高いSTARの売上収益構成比は上昇を見込むものの、3 月が決算期に含まれないことを踏まえて、利益率の高いコンサルティングを中心とした「その他」の売上収益構成比の低下を想定したことに加え、コンサルタントを中心とした人員増による人件費の増加や、減価償却費等の増加を見込んだことから、40.2%と予想した（前期は 43.8%）。販管費については、広告宣伝費等の増加を見込み、725 百万円と予想した（前期は 681 百万円）。

## > 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 19/3 期実績や決算期変更等を踏まえ、21/2 期以降についても業績予想を新たに策定した。

21/2 期予想は、売上収益 3,399 百万円、営業利益 811 百万円と予想した。サービス別売上収益では、国内事業は、MSR2,601 百万円、STAR374 百万円、その他 364 百万円と予想した。海外事業は、人員増強等の体制強化による拡販が進むと想定し、60 百万円と予想した。

国内事業の内訳については、MSRは、ぐるなび経由の拡販が進むと考えた。STARは、顧客数の増加と平均客単価の上昇が続くと想定した。「その他」は、STARの顧客へのコンサルティングが大幅に増加すると考えた。

売上総利益率については、労務費等の増加を想定したものの、利益率の高いSTARと「その他」の売上収益構成比の上昇を見込んだため、43.2%と予想した（前期は 40.2%）。販管費については、人件費等の増加を見込み、811 百万円と予想した（前期は 725 百万円）。

22/2 期予想は、売上収益 3,650 百万円（前期比 7.4%増）、営業利益 739 百万円（同 11.0%増）と予想した。サービス別売上収益では、MSRは 2,680 百万円（同 3.0%）、STARは 498 百万円（同 33.2%増）、そ

の他は 400 百万円 (同 9.7%増)、海外事業は 72 百万円 (同 20.0%増)と予想した。

売上総利益率については、労務費等の増加を想定したものの、利益率の高い S T A R と「その他」の売上収益構成比の上昇を見込んだため、43.4%と予想した。販管費については、人件費等の増加を見込み、855 百万円と予想した。

20/2 期の一株当たり年間配当金について、同社は決算発表時に公表した 20/3 期の会社予想と、目安とする配当性向 20%に基づいて 18.5 円と計画している (20/2 期の会社予想に基づく配当性向は 20%を大幅に上回るが、配当予想を変更しなかった)。当センターは、今回、業績予想の変更に伴い、配当予想についても見直しを行った。20/2 期は 18.5 円 (前回の 20/3 期予想は 21 円)、21/2 期は 22 円 (前回の 21/3 期予想は 22 円)、22/2 期は 24 円と予想した。

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ MSナビの収益化が進む可能性を追加

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 外食産業の競争激化によって大手顧客の店舗が減少する可能性、2) 事業の収益力の低下に伴うのれんの減損の可能性、3) 売上収益及び営業利益が第 4 四半期に偏重する季節性、4) S T A R の成長が加速する可能性を投資に際しての留意点に挙げていた。

今回の決算期変更により、収益が集中する 3 月度が、21/2 期以降は第 1 四半期に含まれることになったため、季節性の留意点については、「売上収益及び営業利益が第 1 四半期に偏重する」に修正する。

同社は、今回の中期計画に、MSナビの収益を一部、織り込んだ模様であるが、その時期や金額は不明である。機能によって、様々な課金方法があるため、その収益を予想するのは容易ではなく、当センターでは業績予想に織り込んでいない。しかしながら、1 ユーザー当たりの月額課金方式が同社の顧客の多くに受け入れられた場合は、同社の利益に一定の貢献がもたらされる可能性があるため、今回、MSナビの収益化が進む可能性を新たに留意点に追加することにした。

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10月6日より開始いたしました。

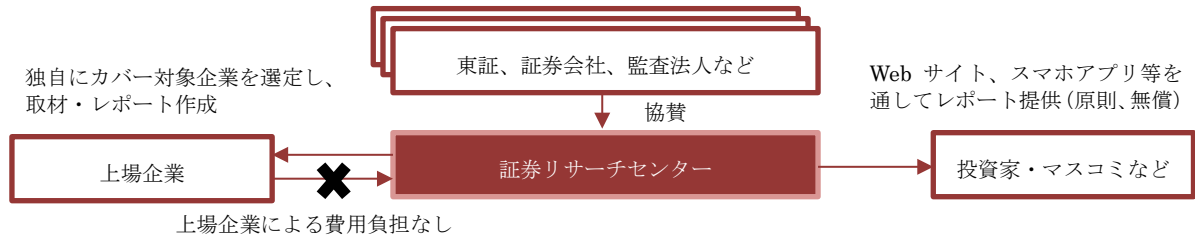
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。



## 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

EY 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・間接的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。