上市公司研究报告（一般财团法人证券调查中心　发行）

思达典雅　（3393　东证创业板）

发行日：2012/6/20
调研日：2012/6/6
调研方法：企业走访等

专注面向中坚・中小企业的一站式办公IT设备与服务。
持续收费的存量型业务和电子书制作软件发展迅猛，业绩屡创新高

行业：批发业
分析员：高坂 茂树
+81(0)3-6858-3216
kousaka@holistic-r.org

＞｜投资要点

◆2012年3月期存量型业务发展迅猛，超越公司预期

・在2011年度中，公司实现营业收入5,084百万日元（同比上年增长27％），营业利润459百万日元（同比增长68％），本期净利润278百万日元（同比增长115％）。连续两年更新公司最高业绩纪录。

・其中持续收费的存量型业务的营业收入达到16.6亿日元，与上年度相比增长了45％，发展迅猛。公司通过电子书制作软件，震灾后需求激增的云端型网上储存，以及与之配套的文件管理系统的综合提案，带动了多功能复印机的销售增长。

◆持续收费业务收入增长，业绩稳定，2013年3期利润再探新高

・本年度公司目标实现6,039百万日元（同比上年增长19％），营业利润600百万日元（同比增长31％），净利润300百万日元（同比增长8％）。存量型业务的营业收入预计将达到2,221百万日元（同比增长34％）。2011年10月名古屋分店的开业和2012年4月开始在大阪分公司配备的互联网解决方案专职人员都将成为推动公司业绩上扬的新动力。

・我们预测本年度该公司将实现营业收入62亿日元（同比增长22％），营业利润6.2亿日元（同比增长35％），净利润3.1亿日元（同比增长12％）。我们认为使用电子书制作软件的公司数量的增长，以及随着对云服务需求的提高，网络解决方案业务的扩展有可能高于公司方面的预测。

＞｜投资判断

◆根据公司的高成长性，预计PER的合理区间在14－16倍

・根据公司2013年3月期的目标利润，我们认为该公司的本益比（PER）为15倍。虽然略低于面向中小企业提供通讯服务的Forval Telecom公司的18倍，但和电子书籍销售的Papyless公司的8倍以及服务器租赁的GMO Cloud公司的10倍相比略显偏高。

・我们认为该公司中期利润年增长率（截至2015年3月期的营业利润的复合增长率）将达到30％，并不会低于过去3年24％的年复合成长率。和同类其他企业相比该公司的高成长性值得评价。

・该公司股价在4月下旬公司发布对上年度业绩进行上方修正后触项（1,447日元）回落，目前在本年度低值（1月初的860日元）附近徘徊。根据该公司的成长性，我们认为今后2－3年该公司的合理股价区间将在1,400－1，700日元（PER为14－16倍）。

【主要指标】

	2012/6/15
股价(日元)	881
发行总股数(股)	4,956,200
市值(百万日元)	4,366
上市日期(年/月/日)	2005/12/20
上市以来股价表现（%）	-17.3

	上年度实际	本年度预测
PER(倍)	15.7	14.1
PBR(倍)	1.6	1.5
股息率（%）	0.6	0.7

	α	β
风险指标	111.20%	2

【主要KPI(业绩指标）】

季度	AcitBook采用企业数(家)	存量型业务(百万日元)	同比上年度(%)
2001/03	1,033	316	43
2011/06	1,160	357	40
2011/09	1,294	394	48.7
2011/12	1,412	440	50.2
2011/03	1,521	459	45.3

【股价表现】

	最近1个月	最近3个月	最近12个月
收益率（%）	-27.6	-5.5	-32.5
相比TOPIX(%)	-19.0	9.8	-21.4

*有关专业术语请参阅本资料末页说明

证券调查中心
已通过审查委员会审查20120615

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

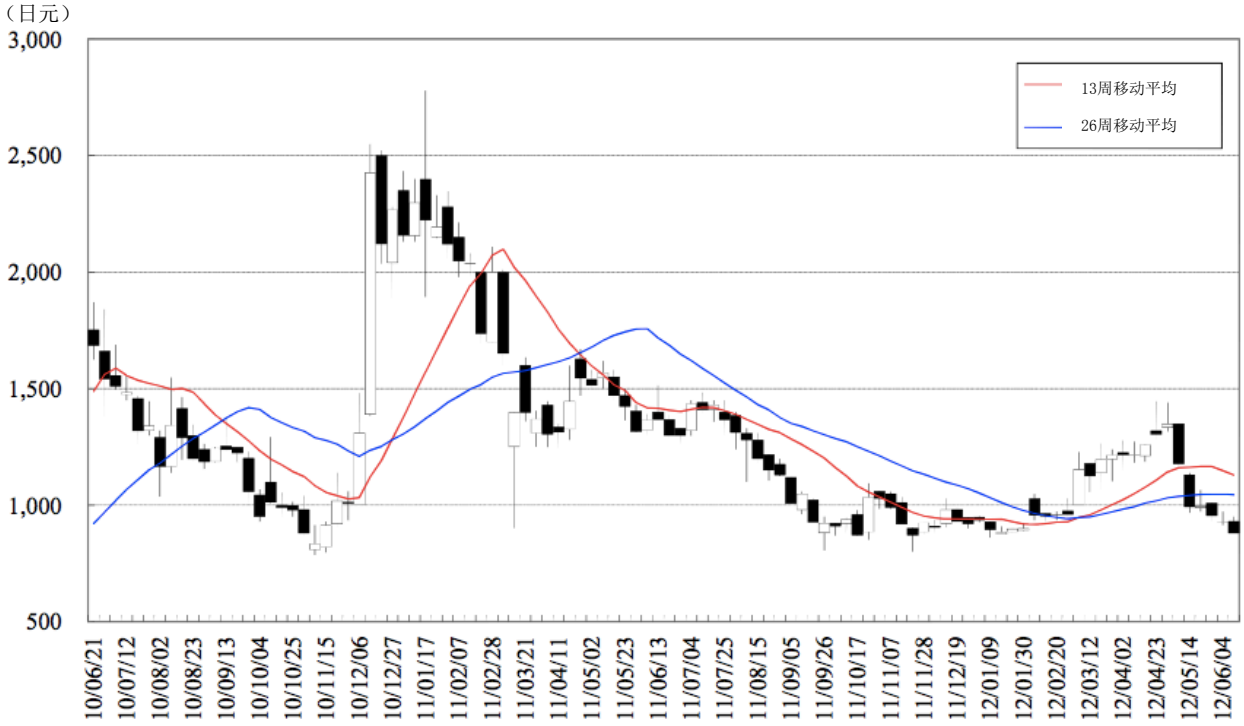
思达典雅　（3393　东证创业板）

＞｜盈利模式

年报截至 单位：百万日元	2011/3 实际	2012/3期 实际	2013/3期 上市公司预测	2013/3期 预测	2014/3期 预测	2015/3期 预测	2016/3期 预测
营业收入	4,000	5,084	6,039	6,200	7,200	8,400	9,400
（同比上年度增长）	19.3%	27.1%	18.8%	22.0%	16.1%	16.7%	11.9%
营业利润	273	459	600	620	850	1,000	1,150
（同比上年度增长）	70.8%	68.0%	30.7%	35.1%	37.1%	17.6%	15.0%
经常利润	278	475	600	620	850	1,000	1,150
（同比上年度增长）	68.7%	71.1%	26.1%	30.5%	37.1%	17.6%	15.0%
本期净利润	129	278	300	310	440	520	600
（同比上年度增长）	12.3%	115.2%	7.7%	11.5%	41.9%	18.2%	15.4%
期末所有者权益	2,404	2,658	-	2,937	3,333	3,801	4,341
发行总股数（股）	4,953,400	4,956,200	4,956,200	4,956,200	4,956,200	4,956,200	4,956,200
EPS(日元)	29.4	56.2	60.5	62.5	88.8	104.9	121.1
每股派息（日元）	5.00	5.62	6.05	6.25	8.88	10.49	12.11
BPS(日元)	484.4	534.9	-	592.6	672.5	766.9	875.9
ROE	6.9%	11.0%	-	11.1%	14.1%	14.6%	14.8%
股价（日元）	1,355	1,215	881				
PER(倍)	46.1	21.6%	14.6	14.1	9.9	8.4	7.3
股息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%
PER(倍)	2.8	2.3	-	1.5	1.3	1.1	1.0

（注释）预测PER,股息率以及PBR均使用本报告发行时股价进行计算。

＞｜股价表现



本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

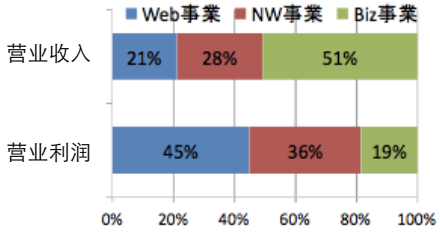
思达典雅　（3393　东证创业板）　发行日期：2012／6／20

公司概要

＞业务内容

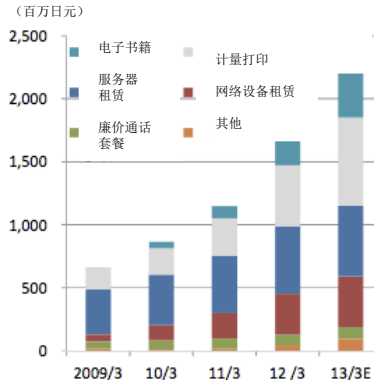
面向中坚・中小企业提供和ICT相关的设备及服务的导入、维护以及付款通知的综合外包服务

＜业务板块的收益构造＞



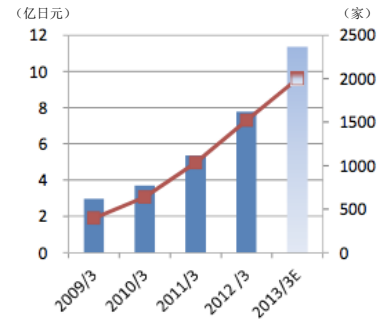
数据来源：公司业绩速报，2012年3月实际数据

＜存量型业务的营业收入的推移＞



数据来源：公司业绩发布会资料，E：分析员预测

＜Actibook相关营业收入和采用公司数量＞



数据来源：公司资料，E：分析员预测

◆面向中坚・中小企业提供和ICT相关的综合外包服务

思达典雅株式会社（以下称该公司）主要是向那些无法在公司内部设立信息・通讯系统专业部门的中坚・中小企业（员工人数大多在300名以下）提供和信息通讯技术（ICT: Information & Communication Technology）相关的设备装置和服务，同时该公司将向客户提供的设备和服务的付款通知都集约在一张付款通知书上，既提高了客户财务业务的效率也节省了客户的付款费。该公司的主营业务主要有以下3个板块。

1）和互联网解决方案相关的业务（以下简称Web业务）：
电子书制作软件的开发、销售以及代客制作互联网页。
2）和网络解决方案相关的业务（以下简称NW业务）：
代客选择办公通讯环境，提供网络系统设备和构筑，并且提供服务器以及网络上的外部存储设备（网上存储器）的租赁服务。
3）和商业解决方案相关的业务（以下简称Biz业务）：
提供集团电话、多功能复印机（以下简称MFP）等办公设备的销售、租赁和维护服务。代理销售廉价通话套餐（由电信运营商软银电信提供的固定电话通信服务）。

◆重点发展能从客户端获得持续收入的存量型业务

2009年起，该公司一改过往一次性计入从租赁公司获得营业收入的销售模式，逐步向通过租赁合同向客户每月收取使用费和维修费的营业模式过渡（后者被称为存量型业务）。这种商业模式在推行初期营销费用先行，压迫收益，大多在客户签约接受服务几年后才能看到营业效果（解约率较低，大致为5%）。对于客户来说既达到了费用平准化的效果，也有效防止了由于技术进步而产生的资产陈旧化风险，同时也减少了客户对资产维护的投入。这和该公司稳定利润增长的目的达成一致。2012年3月期，该公司的存量型业务的营业收入达到16.6亿日元，同比上年度增长45%，占到公司整体营业收入的33%，并且保持着扩展势头。

◆电子书制作软件在商品目录等商业信息内容电子化上的运用

「Actibook」是一种对于即使是没有专业知识的操作者来说也能轻而易举地将文件和图像数据制作成电子书籍的应用软件。使用者经过一次编辑工作作成的内容能在包括个人电脑、iPad、iPhone以及搭载Android OS（安卓操作系统）的多种电子书籍阅读终端上兼容显示。

除了贴加便条等方便阅读者的多样功能以外，阅读者的阅读日志解析功能、视听率的图示功能等面向电子书籍服务提供商的功能也相当丰富，成为商家有效的市场营销工具。目前该软件已经完成和Facebook（脸书）的兼容。由此该软件不仅获得了出版印刷界也赢得了频繁制作电子产品目录和广告的消费品厂家及邮购服务公司的好评。随着该公司推出该软件的SaaS版本（廉价月费制软件使用服务）使用企业客户数量急增，截至2012年3月底企业客户数量达到1.521家（和上年同期相比增加488家）。我们预计Actibook相关业务的营业收入将在本年度突破10亿日元大关。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

财报概要

＞上期实际业绩

＜2012年3月期实际业绩＞

单位	期初计划 百万日元	实际业绩 百万日元	同比上年度增长
营业收入	4,700	5,084	27.1%
营业利润	400	459	68.0%
经常利润	400	475	71.1%
净利润	200	278	115.2%

数据来源：公司公告

存量型业务得以切实发展，Secure Samba与MFP的交叉销售渐显成效。2011年10月开业的名古屋分店开始贡献业绩

◆2012年3月期27％增收，营业利润增长68％，创公司利润新高

2012年3月期公司实现营业收入5,084百万日元（同比增长27％）、营业利润459百万日元（同比增长68％）、净利润278百万日元（同比增长115％）、股息分配5.62日元（该公司派息率设定在10％）。

持续收费的存量型业务客户不断增加，基本上在对客户服务开始后第二年无需投入更多的营业费用，销售营业利润率得到良好改善。同时由于增加了多名具有实战经验的销售人员，该公司的收益根基得以巩固和扩大，公司总部的经费等固定费用的负担也得以减轻。

上年度公司各项实际业绩都超过了我们的预测（营业收入49亿日元、营业利润4亿日元、净利润2亿日元）。差距主要是因为Biz业务的营业收入超出预期。具体来说主要是，1）不仅由于许多企业客户意识到防灾用的网上备份储存服务器「Secure Samba」的有效性，同时和MFP的协同服务（将传真或扫描后的数据储存在网上的文件服务器上，需要时通过MFP打印出来）也深受好评，带动了MFP合同的增长。2）2011年10月名古屋分店投入运营，以代理销售廉价通话套餐和MFP为核心的业务展开顺利。

＞业绩预测

＜各年度每季度营业利润比较＞

（单位：百万日元）	1Q	2Q	3Q	4Q
2010/3期	-70	35	28	165
2011/3期	-41	159	3	151
2012/3期	-67	156	98	271
2013/3E	20	108	153	318

（注释）小数点以下四舍五入。2013/3E为上市公司预测

数据来源：公司公告，业绩发布会资料

＜2013年3月期预测＞

单位	公司预测 百万日元	分析员预测 百万日元	预测/上期增减率%
营业收入	6,039	6,200	22.0%
Web	1,604	1,650	53.6%
NW	1,445	1,550	8.8%
Biz	2,990	3,000	16.1%
存量型业务	2,221	2,300	38.2%
毛利	-	3,420	23.1%
销售及管理费用	-	2,800	20.7%
营业利润	600	620	35.1%
经常利润	600	620	30.5%
净利润	300	310	11.5%

数据来源：公司公告，业绩发布会资料

◆2013年3月期公司预计实现19％的营业收入增长和31％的营业利润增长

本年度该公司预计实现营业收入60亿日元（同比增长19％）、营业利润6亿日元（同比增长31％）、净利润3亿日元（同比增长8％）、股息分配6.05日元。存量型业务的营业收入预计达到22.2亿日元（同比增长34％）。

过往由于对新进公司的员工（上年的53人，本年度65人）进行培训发生大量费用，该公司第一季度业绩大多发生亏损，而在半年度以及年度结算前业绩大幅赶上达成预期目标。随着存量型业务的扩大类似这样的公司业绩波动预计将逐渐得以平准化。
本年度该公司的营业收入目标和上年度初期该公司发布的中期计划相比提高了57亿日元，营业利润及净利润目标仍保持不变。

我们对该公司业绩预测如左表所示，营业收入62亿日元、营业利润6.2亿日元、净利润3.1亿日元。主要差距的原因如下：
1）公司方面公布的预测数据大多趋于保守
2）随着智能手机的普及和利用Facebook（脸书）进行网上市场营销的需求增大，Web业务使用客户的增长将会超出该公司的预想。
3）企业对云计算的关注也在日益增长，LAN的重新铺设以及合同形式的变更（由于设备更换或升级带来的租赁合同的变更）都会带来新的需求，因此我们认为该公司的NW业务将会超过该公司目前的既定目标（同比增长1.2％，上年度增长了16％）。和上一次调研报告中提到的营业收入相比上调了4亿日元，但考虑到人员工资、开店费用等费用的增加以及利润计划达成后增加的一些促销费用，对于该公司的利润预测暂时保持不变。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券 买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外，本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

＞成长战略

确保在中国的软件开发基地。随着电子书阅读终端的升级换代，迅速实现软件的升级和低成本开发。成为今后中国业务发展的良好开端。

智能手机的销售将加速廉价通话套餐、Actibook、Secure Samba以及MFP的交叉销售。

强化人才招收与培训，计划扩展都道府县的首府城市营业网点，并积极准备开拓海外市场。

自治体有庞大的文件需要电子化和网上公开，和SCINEX的合作，成为开拓自治体市场的第一步。

◆2012年3月期的大事记

除了扩大存量型业务的客户范围，推广电子书制作软件「Actibook」的普及使用，以及通过开设名古屋分分店进军东海商圈，该公司还进行了以下扩展运作：

1）在中国设立西安思达典雅软件（2012年1月成立，出资比例30％）。法定代表的王董事长曾在日资IT企业担任业务主管具有丰富的软件开发经验。同时担任Actibook 开发的全资子公司思达典雅研究所的北村董事长也参与西安思达典雅软件的管理和运营并委托该公司进行软件设计和开发。预计离岸开发将大大降低该公司的开发成本，并成为今后中国业务发展的良好开端。

2）向株式会社都市计划出资（2012年1月，出资比例34％）。希望都市计划在向50人左右规模的企业提供办公室布局设计、内装潢外包施工服务时向该公司介绍更多客户。和2009年5月出资的权益法核算下联营公司MAC办公相比，都市计划更擅长一些大型项目。

3）开始面对企业顾客的移动电话（主要是iPhone,iPad)的代理销售业务。通过介绍廉价通话套餐服务减少客户通讯经费开支，并向客户建议将MFP上扫描后的文件或以Actibook作成的电子产品目录保存在Secure Samba储存器上以便在任何地方查阅，提高客户的业务效率。

◆2013年3月期的公司战略

本年度，该公司将继续扩大存量型业务，在产品目录，小册子，操作手册等商业信息工具的电子化、无线化对应过程中扩大普及Actibook，为此该公司将65名新员工重点配置在Web业务部门。

本年度该公司的业务计划中主要有以下几个举措：

1）4月在大阪分店（实际上是思达典雅研究所大阪分店）配备Web业务的专职人员负责客户开发。之前由于人员限制，Actibook的营销活动除了一些展示会以外大多局限于首都商圈。

2）随着名古屋分店业务的顺利展开，该公司正着手在其他都道府县的首府城市开设营业网点。根据中小企业展店的进度和需求，该公司有目的地选择设点场所，展开测试营销。

3）针对未来海外业务发展的计划，该公司也着力招收人才培养人才。该公司预计在2013年4月招收80名以上大学应届毕业生。并计划对录用的新员工进行公司内部培训，增强员工的国际化商业意识，这显示了该该公司在员工培训上积极投资的态度。

4）2012年3月21日，思达典雅研究所和以50音别电话本著称的株式会社SCINEX签署商业合作协议。目前SCINEX公司已经和日本300个城市及自治体合作共同发行地区性行政信息杂志『我的家乡百科全书』，思达典雅研究所将配合SCINEX公司完成该杂志的电子化，同时SCINEX公司也将协助Actibook的代理销售。我们预测这将有助于该公司打开门槛较高的日本各地自治体的销售通路。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

思达典雅　（3393　东证创业板）　发行日期：2012／6／20

投资判断

＞股价估值

和同类公司相比股价看似偏高，考虑到该公司的高成长性，15倍的预测PER仍不失合理水准

◆和同类公司相比15倍的预测PER略显偏高

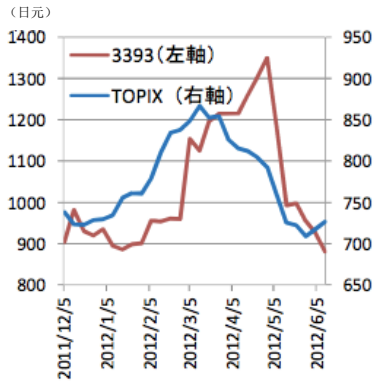
我们以市值接近，业务领域相似的3家上市公司（从事电子书籍销售的Papyless公司、向中小企业提供通讯服务的Forval Telecom公司和提供服务器租赁服务的GMO Cloud公司）和思达典雅在公司业绩和股价估值上做一些比较：

该公司本年度预测PER将达到14.6倍、上年度实际PBR为1.6倍，明显高于Papyless公司的8.1倍、1.2倍和GMO Cloud公司的9.9倍、1.2倍。

但是和上年度Papyless公司实际18％的营业收入增长、15％的营业利润增长以及过去3年10.5％的平均成长率；GMO Cloud公司实际8.3％的营业收入增长、28.5％的营业利润减少以及过去3年平均1.8％的负增长相比，该公司上年度营业收入增长27％、营业利润增长68％、过去3年的平均成长率达到24％，可谓成长迅猛。根据我们的预测该公司今后3年的平均利润增长率将维持在29.6％，目前还看不到该公司有任何成长减速的迹象。

＞今后股价展望

＜思达典雅的股价和TOPIX＞



◆鉴于该公司的高利润增长性，PER14－16倍仍处合理区间

和我们在上期调研报告中指出的一样，该公司在2012年2月17日公布第三季度财报并显示增收增益基调后，该公司股价在2012年2月底触底反弹，并在4月下旬公司对业绩作出上方修正后创出今年新高（1,447日元），随后股价遇到获利回吐的卖方压力，在年度财务报表公布期间该公司股价加速下滑，目前正逐渐接近1月上旬创下的每股860日元的今年最低价。

鉴于该公司的高成长性，我们认为该公司的合理PER并不是东证1部所有股票的平均值11倍、与首次调研报告中提出的结论一样，我们认为该公司14倍以上PER仍为合理水准。而对3年后该公司合理的股价区间我们认为以14－16倍的PER和2015年3月期105日元的每股净利润（EPS)来估算，该公司股票的合理价位应在1,400－1,700日元范围内。

因此我们认为目前该公司股价明显偏低，除了市场因素以外，该公司股价反弹的机会主要将来自以下几个方面：
1）本年度第一季度业绩公布（公司业绩能否吸收新增长的员工工资费用实现单季度盈余）、2）半年度业绩发表前对业绩上方修正的期待、 3）年末Windows8将会问世，新版OS明显加强了针对触屏式个人终端的功能开发，预计这将把用户对电子书籍的关注再次推向高潮。

<同类上市公司的估值比较＞

	单位	思达典雅	Papyless	GMO Cloud	Forval Telecom
股票编码		3393	3641	3788	9445
财年截至月份		3月	3月	12月	3月
营业收入	百万日元	6,039	6,016	9,728	12,900
（营业利润率）	%	9.9	6.8	8.9	3.0
本期净利润	百万日元	300	276	490	220
净资产	百万日元	2,650	1,865	3,999	1,840
ROE	%	11.0	11.6	9.6	9.5
预测PER	倍	14.6	8.1	9.9	18.0
实际PBR	倍	1.6	1.2	1.2	2.2
预测股息率	%	0.7	0.5	3.6	6.3
过去3年成长率	%	2.2	12.0	7.9	-4.4
同　营业利润	%	24.0	10.5	-1.8	-6.2
股价（2012/06/15)	日元	881	1,825	41,850	23,750
市值	百万日元	4,366	2,356	4,877	3,965

(注释１)过去3年成长率：营业收入的年平均增长率。PBR是根据最近一期的每股净资产计算，ROE是最近一期的实际数据。

(注释２）本年度业绩数据来自上市公司预测。预测PER、股息率、以本调研报告作成时股价计算。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的特点

■提供中立・公平的投资信息
本报告是由一般财团法人证券调查中心所属分析员以中立的立场对企业进行调查和股价评估后，在早稻田大学智力资本研究所的监督下完成的旨在提高日本国内资本市场活性而提供的高质量客观信息资料。

■主要选择具有潜在竞争优势但还没被市场所注目的企业
以创业板企业为中心，运用对企业智力资本（潜在竞争优势）的评价模式，发掘被低估的企业，通过我们的调研报告改善市场对企业的评价。

■将企业的评估指标（KPI）和智力资本（＝潜在竞争优势）传递给读者
本报告在企业分析评估时通过SWOT分析、M.Porter的竞争优势分析等传统的分析方法明确企业的特点，同时通过展示企业的重要业绩指标（KPI）以及广泛的投资判断参考信息，帮助投资者有效地预测企业成长性。株式会社ICMG采用系统化标准显示企业的智力资本，并借此发掘企业的潜在竞争优势，尝试对企业给予更合理的评估。

指标・分析术语的说明

■上市以来股价表现
以新股上市价格为基础计算出的股价表现（年率复利换算）

■PER（Price Earing Ratio股价本益比）
一家公司某一时点的股价相对于最近的每股净利润的比值，通常以倍数显示目前股价相对于每股净利润为几倍的水准。

■PBR（Price Book Ratio股价净值比）
一家公司某一时点股价相对于最近每股净资产的比值，通常以倍数显示目前股价相对于每股净资产为几倍的水准。

■股息率
每股每年分红派息和公司某一时点的股价的比值，显示相对于投资金额投资者能获得多少企业的分红派息。

■δ（标准差）
又称得尔塔值，用来评估收益率可能的变动或波动程度。得尔塔值越大，价格波动的范围就越广，股票表现的波动就越大。

■β（贝塔值）
评估个别证券的价格变动相对于市场指数（如TOPIX）的价格变动的大小。贝塔值为1即证券的价格和市场一同变动。贝塔值高于1即证券价格比总体市场更波动。贝塔值低于1即证券价格的波动性比市场低。

■SWOT分析
对公司强项（Strength）、弱项(Weakness)、机会(Opportunity)、威胁(Threat)的整体评判被称为SWOT分析。

■ESG
是指有关企业的Environment:节能环保、Society：社会贡献、Governance：公司治理的信息。近年来随着企业对节能环保以及社会责任的重要性认识的提高，以海外退休年金为主的机构投资者经常依据该指标作出对企业的投资判断。

■KPI(Key Performance Indicator)
评价企业达成战略目标程度的指标。

■智力资本
企业的客户关系、业务构造以及人才资源等无法在财务报表上表述，但却是创造企业业绩的源泉，被称为隐形经营资源。本报告中对企业的选择主要运用了株式会社ICMG提供的智力资本评价手法。

■关系资本
显示和客户、业务关联企业的关系以及品牌效应。

■关系资本
显示组织内部的知识产权和经验、业务流程、组织和企业文化等无形资产。

■人力资本
显示公司管理层和员工的人才力的指标。

重要事项
・本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）所属证券分析员在早稻田大学智力资本研究所监督下，以向广大投资者提供股票投资信息为目的编制而成。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。
・本报告基于作成时点合法取得的公开信息,以及分析员走访上市公司后根据需要补充的信息，但本公司对这些信息的准确性和信赖性不作任何保证。本报告作成者禁止使用和获取内部交易信息。本报告所提供的信息并不完全涵盖投资者所需的所有信息。
・本报告所载信息随着金融市场和经济环境的变化，有可能并不代表目前最新状况。本报告中间接和直接提及的股票，由于股价变动，股票发行公司的经营财务状况的变化，利率和外汇水准的变动等因素，具有跌破股本的风险。本报告中提及的过往表现亦不应作为日后表现的预示和担保。除非特别记载，本报告中对未来表现的预测均为分析员根据本报告作成时点合法取得的公开信息作出的预测，有可能与目标值以及实际值发生差异，本公司对未来表现的任何暗示或默认都不做任何保证。
・本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司及早稻田大学智力资本研究所对本报告内容及观点的更新不承担任何义务。
・除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。
・本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告由一般财团法人证券调查中心（以下简称“本公司”）编制。本报告基于作成时点合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性、信赖性、完整性、妥当性和适合性不作任何保证。本报告所包含的分析 基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券 买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定 必须承担的责任外,本公司及早稻田大学智力资本研究所不对投资者阅读使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。投资者必须自己作出投资判断，有关投资的一切责任均归属与阅读使用本报告的投资者本身。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式 翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。