

|| 企業調査レポート ||

## 日本 BS 放送

9414 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 11 月 28 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. BS 放送業界を取り巻く事業環境変化の影響により前期比減益で着地	01
2. 「ターゲットの明確化」と「オリジナリティ」の2つの理念で“売れる”番組作りを強化	01
3. 従来顧客の回復と新規顧客獲得により、増収増益トレンドへの回帰を目指す	01
■ 業績の動向	02
● 2019 年 8 月期決算の概要	02
■ 中長期成長に向けた取り組み	06
1. 中期成長戦略の概要	06
2. 事業環境の変化とそれへの対応	08
3. 自社制作番組の充実と拡大	09
4. ビックカメラグループとのシナジー追求	10
■ 今後の見通し	11
● 2020 年 8 月期通期見通し	11
■ 株主還元	15
■ 会社概要	16
1. 沿革	16
2. 事業モデルと収益構造	17

## ■ 要約

### 業界環境の変化を乗り越え、増収増益トレンドへの回帰を目指す

日本 BS 放送 <9414> は無料の BS デジタルハイビジョン放送「BS11 (ピーエス・イレブン)」を運営する独立系 BS 放送局。BS 放送は地上波放送と比較して、放送衛星を介して全国の 4,300 万世帯超の視聴者に全時間帯に同一放送を提供できるという特長がある。同社はこの特長と独立系としての強みを生かして高収益体質を実現している。

#### 1. BS 放送業界を取り巻く事業環境変化の影響により前期比減益で着地

同社の 2019 年 8 月期連結業績は、売上高 12,601 百万円(前期比 0.9% 増)、営業利益 1,693 百万円(同 30.2% 減)と増収減益となった。一方、中核の放送事業から成る個別業績は売上高 11,792 百万円(前期比 1.8% 減)、営業利益 1,612 百万円(同 33.3% 減)と減収減益での着地となった。同社を含めた BS 放送業界全般にわたりテレビ通販の縮小や広告媒体多様化による業界環境の変化が起こっており、同社もその影響を免れず売上高が伸び悩んだ。費用面では従来同様、効率的な費用の仕様に努めたものの、良質な番組作りのために戦略的に番組関連費用を増加させたこともあり、営業利益は前期比大幅減益となった。

#### 2. 「ターゲットの明確化」と「オリジナリティ」の 2 つの理念で“売れる”番組作りを強化

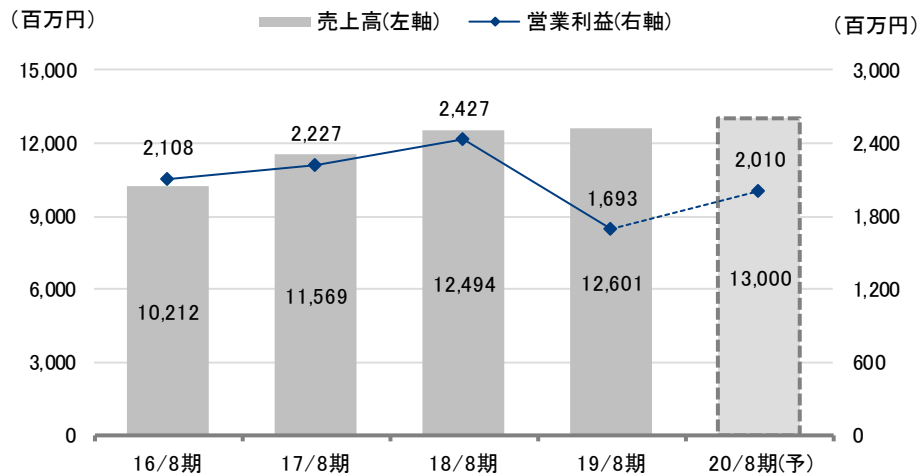
同社は先行するキー局系 BS 放送各社と肩を並べることになる売上高 150 億円の達成を中期経営目標に掲げて取り組んできた。これまでの経過を反映し、達成時期を 2022 年 8 月期へと修正したが、その実現に向けた意欲は不変だ。根幹となる番組作りでは、「ターゲットの明確化」と「オリジナリティ」を理念として打ち出し、その理念に基づいた質の高い番組の実現に向けた基本戦略「4 つの力」を策定した。また、そうした番組を業績成長に着実に結びつけるための重点施策「Value 7」も打ち出した。これらは従来の「4 つの“力”」と「5 本の矢」の修正という位置づけだが、従来よりも一段と緻密さが増したことや、大元の番組づくりの理念として(番組の)“収益化”の意識を前面に打ち出した点で、質的に大きく変化してきていると弊社では評価している。

#### 3. 従来顧客の回復と新規顧客獲得により、増収増益トレンドへの回帰を目指す

2020 年 8 月期の個別業績について同社は、売上高 12,300 百万円(前期比 4.3% 増)、営業利益 2,000 百万円(同 24.0% 増)と増収増益を予想している。最大のポイントである売上高の増収トレンドへの回帰について同社は、他媒体にシフトしたショッピング事業者の回復と新規顧客の獲得により増収を計画している。弊社では同社の増収増益計画には一定の説得力があり、特に新規顧客の獲得については十分ポテンシャルがあると見ている。潜在顧客となる事業者数が多いことに加えて、同社の認知度が十分でない分だけ改善余地が大きく、それが新規顧客獲得における伸びしろになると期待されるためだ。注意すべきポイントは東京オリンピック・パラリンピックの影響だ。これは BS 普及率上昇による媒体価値向上や主にショッピング事業者による放送枠需要増といったプラス面と、オリンピック・パラリンピック関連への広告出稿の偏重といったマイナス影響の両方が考えられるが、現時点では想定が非常に難しく、今後の推移を注意深く見守りたい。

**Key Points**

- ・これまでの進捗状況を踏まえて中期経営計画目標の達成時期や基本戦略の一部を見直し
- ・今後はスポンサー獲得に向けて“売れる”要素を加えた番組作りに取り組む
- ・ビックカメラ <3048> とのグループシナジー追求の取り組みを強化

**業績推移**


注：17/8 期までは個別業績、18/8 期以降は連結業績  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

### テレビ通販や業界環境の変化の影響で前期比大幅減益で着地

#### ● 2019 年 8 月期決算の概要

同社の 2019 年 8 月期の連結業績は、売上高 12,601 百万円（前期比 0.9% 増）、営業利益 1,693 百万円（同 30.2% 減）、経常利益 1,698 百万円（同 30.0% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,158 百万円（同 30.2% 減）と、微増収ながら大幅減益となった。同社は 2019 年 9 月 30 日付で通期見通しの下方修正を発表しており、その線での着地となった。期初予想との比較では、売上高は 10.0%、営業利益以下の各利益は約 15%～17%、それぞれ未達となった。

## 業績の動向

## 2019 年 8 月期連結決算の概要

(単位：百万円)

	2018/8 期			2019/8 期			前期比	予想比	
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	通期 (予)			通期
売上高	5,955	6,538	12,494	6,076	6,525	14,000	12,601	-0.9%	-10.0%
営業利益	1,577	850	2,427	953	740	2,005	1,693	-30.2%	-15.5%
営業利益率	26.5%	13.0%	19.4%	15.7%	11.3%	14.3%	13.4%	-	-
経常利益	1,578	847	2,425	954	743	2,005	1,698	-30.0%	-15.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,069	589	1,659	646	511	1,400	1,158	-30.2%	-17.2%

出所：決算短信、決算補足説明資料よりフィスコ作成

同社は創業以来放送事業に特化し、非連結決算を行ってきたが、2018 年 1 月に児童書出版社 2 社を子会社化し、2018 年 8 月期第 2 四半期から連結決算に移行した。放送事業の業績は個別決算として公表されており、これは非連結決算時代から継続性が維持されている。

一方、2 子会社による出版事業の業績は連結決算と個別決算の差額として読み取ることができる。これによると 2019 年 8 月期の出版事業の業績は、売上高 809 百万円、営業利益 82 百万円となり、これらの数値はいずれも当初計画を大きく上回るものとなった。期中に出版した新刊書が予想を上回るヒットとなったことが奏功した。

中核の放送事業から成る個別業績は、売上高 11,792 百万円（前期比 1.8% 減）、営業利益 1,612 百万円（同 33.3% 減）、経常利益 1,621 百万円（同 33.0% 減）、当期純利益 1,093 百万円（同 34.5% 減）と減収減益となった。連結決算同様、決算発表の直前の下方修正に沿った線での着地となった。

## 2019 年 8 月期個別業績の概要

(単位：百万円)

	2018/8 期			2019/8 期			前期比	予想比	
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	通期 (予)			通期
売上高	5,955	6,060	12,015	5,752	6,040	13,500	11,792	-1.8%	-12.6%
タイム収入	4,344	4,398	8,742	4,253	4,405	9,593	8,658	-1.0%	-9.7%
スポット収入	1,451	1,482	2,933	1,315	1,447	3,353	2,762	-5.8%	-17.6%
その他	159	179	338	183	189	554	372	10.0%	-32.8%
営業利益	1,606	810	2,416	927	685	2,000	1,612	-33.3%	-19.4%
営業利益率	27.0%	13.4%	20.1%	16.1%	11.3%	14.8%	13.7%	-	-
経常利益	1,607	813	2,420	930	691	2,000	1,621	-33.0%	-18.9%
当期純利益	1,100	570	1,670	633	460	1,400	1,093	-34.5%	-21.9%

出所：決算補足説明資料よりフィスコ作成

過去の流れを振り返ると、同社は上期（第 2 四半期累計期間）決算において前年同期比較では減収減益となったものの、期初予想との比較では売上高は未達ながら利益は期初予想を超過達成した。この上期の売上高の減収要因について、同社は下期には改善されるという見通しで臨んだが、現実には下期も上期同様の事業環境が続き、下期の売上高は前年同期比減収となった。こうしたなか同社は、上期同様に経費の効率的な使用に努めたものの良質な番組作りに向けた戦略的な費用投下もあり、下期は利益面でも計画を大幅に下回り、通期ベースでの下方修正につながった。

## 業績の動向

**(1) 売上高の状況**

2019 年 8 月期の業績悪化を招いた直接かつ最大の要因は、ショッピング（テレビ通販）業界からの広告収入の縮小だ。これは同社に特有の現象ではなく、BS 放送業界全般にわたるものだ。それゆえ深刻な問題という見方もできる。背景にあるのは広告媒体の多様化だ。より具体的には、(地上波も含めた)TV 広告からインターネット広告へのシフトの動きだ。この結果として売上高の伸びが止まったことが 2019 年 8 月期決算のすべてと言っても過言ではないだろう。

タイム収入は前期比では 1.0% 減と微減にとどまったが、計画対比では 9.7% の未達となった。良質な自社制作番組強化が奏功し、番組提供クライアントの販売単価は堅調に推移したものの、現状の収益の柱であるテレビ通販の分野での広告収入の減少の影響を補うには至らなかった。

スポット収入は前期比 5.8% 減、計画比 17.6% 減となった。効果的な広告宣伝の実施によって媒体価値の向上を図り、新規クライアントの獲得に努めたが、テレビ通販業界の環境変化に伴う売上高の減少をカバーしきれず、減収となった。

その他収入は前期比 10.0% 増収となったが計画比では 32.8% の未達となった。アニメ制作委員会への出資に伴う配当金収入やコンテンツ販売収入の増加で前期比増収を確保したが、期初の計画がかなり高い水準だったこともあり、計画対比では未達となった。

**(2) 費用の状況**

同社はかねてより費用コントロールでは高い実績を示しており、当上期において売上高が期初予想を下回るなかで営業利益以下の各利益項目については期初予想を超過達成したのは前述のとおりだ。当下期も同社は費用の効率的な使用に努めたが、一方で、成長戦略の重要な要素である良質な自社制作コンテンツの強化の一環で番組内容の一層の充実に取り組んだ。その結果として売上原価の中の番組制作費が前期比 11.0% 増、番組購入費が同 7.4% 増となり、両者を合わせた番組関連費用は同 10.3% 増となった。

また販管費においては、やはり成長戦略の一環として番組宣伝の強化や自社の認知度向上に取り組み、その結果として広告宣伝費が前期比 14.0% 増となり、販管費全体を押し上げることとなった。

## 業績の動向

## 2019 年 8 月期主要費用項目（個別）の詳細内訳

(単位：百万円)

	2018/8 期			2019/8 期			
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	前期比
売上高	5,955	6,060	12,015	5,752	6,040	11,792	-1.8%
番組関連費用	1,783	1,953	3,736	2,095	2,027	4,122	10.3%
対売上高比率	30.0%	32.2%	31.1%	36.4%	33.6%	35.0%	-
番組購入費	279	373	652	384	316	700	7.4%
番組制作費	1,504	1,579	3,083	1,711	1,710	3,421	11.0%
放送関連費用	316	312	628	311	319	630	0.3%
対売上高比率	5.3%	5.1%	5.2%	5.4%	5.3%	5.3%	-
放送委託費	277	278	555	277	278	555	0.0%
技術費	38	34	72	33	41	74	2.5%
その他原価	629	594	1,223	620	599	1,219	-0.3%
売上原価合計	2,728	2,859	5,587	3,026	2,945	5,971	6.9%
対売上高比率	45.8%	47.2%	46.5%	52.6%	48.8%	50.6%	-
売上総利益	3,227	3,201	6,428	2,726	3,095	5,821	-9.4%
広告関連費用	337	990	1,327	505	996	1,501	13.1%
対売上高比率	5.7%	16.3%	11.0%	8.8%	16.5%	12.7%	-
広告宣伝費	298	950	1,248	466	957	1,423	14.0%
販管費	39	40	79	39	39	78	-0.8%
その他販管費	1,284	1,401	2,685	1,294	1,414	2,708	0.9%
販管費合計	1,621	2,391	4,012	1,799	2,410	4,209	4.9%
対売上高比率	27.2%	39.5%	33.4%	31.3%	39.9%	35.7%	-
営業利益	1,606	810	2,416	927	685	1,612	-33.3%

出所：決算補足説明資料よりフィスコ作成

## ■ 中長期成長に向けた取り組み

### これまでの進捗状況を踏まえて中期経営計画目標の達成時期や基本戦略の一部を見直し

#### 1. 中期成長戦略の概要

同社は3ヶ年中期経営計画を策定し、それをメルクマール（指標、道標）に、中長期にわたる持続的成長を実現するべく取り組んでいる。直近では2018年8月期～2020年8月期の3ヶ年中期経営計画を策定し、最終年度の2020年8月期において大きな区切りとなる売上高150億円を達成することを目指してきた。しかしながら、前述のように同社の2019年8月期は放送事業から成る個別業績が前期比減収となり売上高は11,792百万円にとどまった。この結果を受けて、「現行中期経営計画最終年度である2020年8月期に放送事業で150億円の売上高」という従来からの目標は、その達成時期を見直すこととなった。また、その実現に向けた基本戦略「4つの“力”」と重点施策「5本の矢」についても見直しを行った。

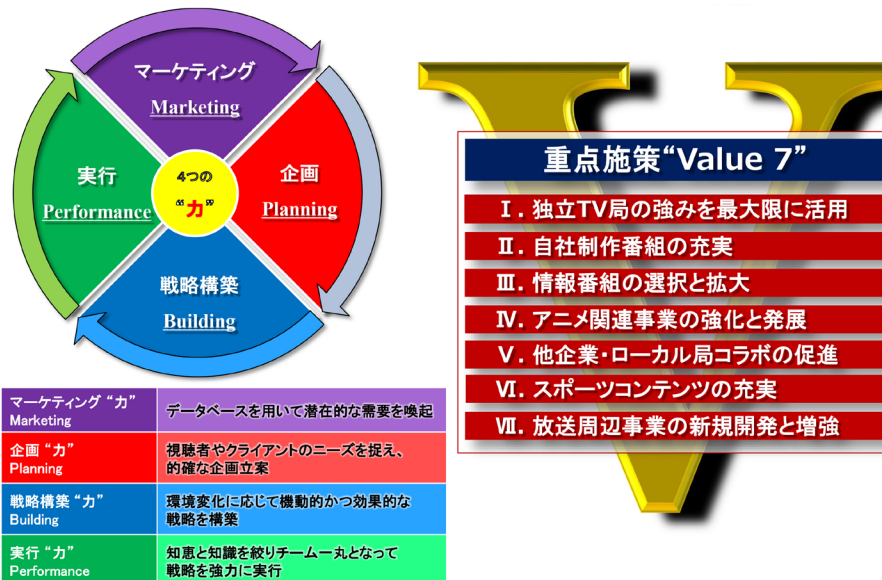
見直しの内容は、まず売上高150億円の達成時期は2年先送りして2022年8月期へと変更した。現在までの進捗状況や足元の収益水準に照らすと、現実的な目標と言えよう。ただし、2019年8月期実績を発射台として3年間で30億円を超える増収となるため、決して容易な計画ではないこともまた事実だ。

基本戦略の「4つの“力”」については、名称こそ従来のものが維持された形となっているが、内容が変わっている。かつては「企画力」「キャスティング力」「マーケティング力」「プロデュース力」の4つがその内容であり、それぞれの関連性、ひいてはその実効性についてはもう1つ曖昧な印象があった。新しい「4つの力」では「マーケティング力」「企画力」「戦略構築力」「実行力」がその内容となっており、いずれも番組作り及びその販売という一連の流れに沿って互いに関連したものとなっている。この4つの要素を個々の番組ごとに検証して次の番組作りに生かす、いわゆる「PDCAサイクル」を回す作業が、従来に比べてやりやすくなると弊社ではみており、良質な番組作りへの実効性も高まると期待している。



中長期成長に向けた取り組み

## 基本戦略『4つの力』と重点施策『Value 7』



出所：決算説明会資料より掲載

重点施策「5本の矢」は、今回「Value 7」へと名称を変えた。数字の変化が示すように業績拡大に向けた重点施策の項目数が従来の5つから7つに増加した。変更内容は、従来の5つはそのままに、“独立TV局の強みを最大限に活用”と“放送周辺事業の新規開発と増強”の2つが追加されたというものだ。

“独立TV局の強みを最大限に活用”の具体的な例としては、同社が知名度・認知度向上のために行う広告出稿が挙げられる。系列に影響されることなく、最も有効性の高いメディア（地方紙等）に、最適なタイミングで出稿し、広告効果の最大化を追求することが出来る。

“放送周辺事業の新規開発と増強”が意図するのは、コンテンツ（自社制作番組）の二次利用（航空会社など外部への販売）の推進、アニメ派生イベントの強化、ネット配信事業の推進・強化などだ。番組の質的向上の進展と二次利用の推進はすでにポジティブスパイラルを形作り始めているため、今後、この動きがどのようなスピード感で拡大していくのか大いに注目される分野だ。

BS放送事業者としての同社にとって、その根幹をなすのは番組であり、基本戦略「4つの力」や重点施策「Value 7」は“良質な番組を作り、それを業績の成長につなげる”という目標の実現のための方法論だ。より根本的な番組作りの理念の部分については、“ターゲットの明確化”と“オリジナリティ（独創性）”の2つを最重点テーマに掲げている。弊社では、今回の中計経営計画の修正のなかで、最も重要なところはここではないかと考えている。後述するように、同社は良質な番組作りに一貫して注力しており、その成果は目に見える形で表れてきている。しかしそうした良質な番組を収益化する点では当初の想定よりも遅れているのが現状だ。同社がこの点を改善することに意識を高めたことが番組作りに関わる2つの理念に表れているというのが弊社の見方だ。

以下では、成長戦略の中でも特に重要と弊社が考えるポイントについて、これまでの進捗状況や今後の取り組みのポイント等について述べる。

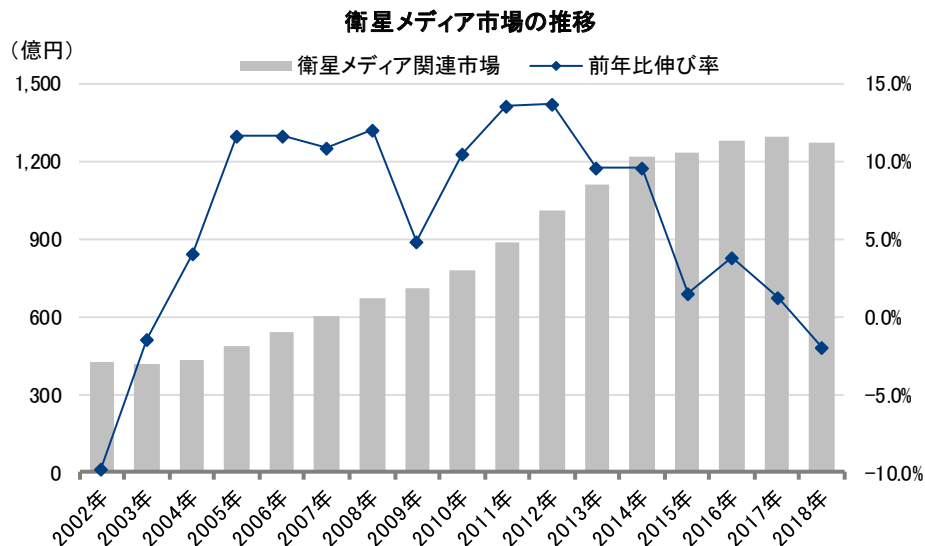
中長期成長に向けた取り組み

## インターネット広告にシフトしたショッピング事業者の呼び戻しと新規顧客獲得に取り組む

### 2. 事業環境の変化とそれへの対応

現在の同社が直面する最大の問題は、事業環境の変化だ。

電通<4324>が毎年公表している「日本の広告費」によれば、2018年（暦年）の衛星メディア関連（BS、CS、CATV）の広告費は1,275億円で、前年の1,300億円から1.9%減少した。同社が属するBS放送は衛星メディア関連市場の70%強を占めている。BS放送市場は2000年12月にBSデジタル放送がスタートしたことで本格的に立ち上がり、黎明期の2001年－2003年を除くと順調に右肩上がり成長が続いてきた。2018年の前期比減少は、実質的には初のマイナス成長と言って良く、大きな曲がり角を迎えたことは疑いない。



出所：電通「日本の広告費」よりフィスコ作成

こうした業界環境の変化を同社の業績に落とし込んだとき、最も大きな問題となっているのが業績動向の項で述べたショッピング（テレビ通販）事業者からの広告出稿量の減少だ。これは当通期決算期よりも前の2019年8月期上期決算でクローズアップされた。さらに言えば2018年8月期決算においてもショッピング事業者のこうした動きは顕在化していた。当時はショッピング事業者によるインターネット広告へのシフトの動きを“一時的な現象”という見方も可能な状況ではあったが、それ以降現在までインターネットシフトが継続している以上、これを“構造的な動き”と認識し、それに適応した対策をとる必要があると弊社では考えている。

この点について同社は、大きく2つの方向からのアプローチに取り組んでいる。1つはインターネット広告にシフトしたショッピング事業者の回復（呼び戻し）であり、もう1つは新規顧客の開拓だ。

## 中長期成長に向けた取り組み

インターネットから同社への顧客呼び戻しにおいては、そもそもなぜ顧客がインターネットへのシフトを決断したかを考えることが重要と言える。考えられるのは、BS 放送の視聴者層とは異なる新たな顧客層（最終消費者）への広告展開や、広告の効果測定などだ。当然ながら、同社自身もショッピング事業者の出稿の動向について分析作業や対応策の検討作業などを進めてきており、第 1 弾としては新規コンテンツを投入して従来とは異なる視聴者層を開拓し、ショッピング事業者による同社への出稿再開を積極的に働きかけていく方針だ。

新規顧客の開拓については、同社、あるいは衛星メディア自体を広告媒体として利用した経験がないショッピング事業者がそのターゲットとなる。一部のショッピング事業者がインターネットへシフトしたことで、そうした新規事業者にとって魅力的な広告枠が空いた状況にあり、この点は新規顧客の獲得に大きなプラスになると期待される。同社は自社の知名度が十分には高くないと認識しており、自社の認知度を高める取り組みも同時並行で進めながら新規顧客の獲得を進めていくと見られる。認知度の向上と売上高（広告収入）の拡大には高い相関性があることは、これまでも当レポートで繰り返し取り上げてきたが、新規顧客に対してはそうした経験則が効果を発揮し、増収トレンドへの下期に大きく貢献すると期待される。

## 番組の質向上では着実な進捗を確認。今後はスポンサー獲得に向けて“売れる”要素を加えた番組作りに取り組む

### 3. 自社制作番組の充実と拡大

“自社制作番組の充実と拡大”は従来の「5本の矢」から今回の「Value 7」に至るまで、一貫して重点施策の 1 つに掲げられている。同社は前中期経営計画（2016 年 8 月期 - 2017 年 8 月期）と現行中期経営計画（2018 年 8 月期 - 2020 年 8 月期）の過去 4 年間にわたり、番組関連費用（番組購入費及び番組制作費）を、戦略的意図をもって拡大させ、良質な番組作りの強化に取り組んできた。

これまでのところ番組の質が着実に向上しているのは、いくつかの具体的事例から明確に読み取ることが可能だ。開局 10 周年特番として 2017 年 12 月に放送した『北斎ミステリー～幕末美術秘話 もう一人の北斎を追え～』が平成 30 年日本民間放送連盟賞・番組部門（テレビエンターテインメント番組）最優秀賞を受賞したのに続き、2018 年 4 月に放送した『大分国東半島 六郷満山 1300 年』が 2019 年 5 月開催の「第 4 回 九州魅力発掘大賞」（主催：九州旅客鉄道株式会社）の映像部門賞を受賞した。

また、自社制作番組の外部販売も着実に拡大しつつある。従来からのローカル局に加えて、航空会社などへと販売先が延びている。同社は“自社制作番組の充実と拡大”の具体的な内容の 1 つとして、“番組を「作品」から「商品」へと昇華”を掲げているが、番組販売の拡大は「商品」としての番組作りが順調に進捗していることを如実に示すものと言えるだろう。

中長期成長に向けた取り組み

#### 自社制作番組の販売事例

ジャンル	タイトル	主な出演者	スタート
エンタメ	歴史科学捜査班	宮本隆治	2018 年
教養	フランス人がときめいた日本の美術館	椎名桔平	2018 年
紀行	太田和彦のふらり旅 新・居酒屋百選	太田和彦	2018 年
スポーツ	香妻琴乃のスマイルゴルフ	香妻琴乃	2016 年
娯楽	人情ふれあい いいなっ日本	ヨネスケ	2016 年

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

このように番組の質的向上は狙いどおりの進捗を見せている一方で、スポンサーの獲得という点ではまだ道半ばの状況だ。この結果広告収入の構造がショッピング番組など一部の分野に偏った状態の是正が進まず、一部のショッピング事業者によるインターネット広告へのシフトの影響を強く受けることへとつながった。

こうした良質な番組が広告収入増に結び付かない状況について同社は、同社（BS チャンネルとしての“BS11”）自身について、十分に認知が進んでいないことを理由に挙げている。同時にまた、番組自体において“良質かどうか”という要素だけでなく“売れるかどうか”という要素もより高めていく必要性を感じている。

前述のように、今回同社は中期経営計画を一部見直したが、そこでは、番組作りの理念として「ターゲットの明確化」と「オリジナリティ（独創性）」の 2 つが打ち出された。これら 2 つの理念はいずれも、番組の収益化（マネタイズ）を促進することに直接的につながるものであり、それを前面に打ち出したという点で、弊社は大いに注目している。広告主のニーズは当該商品のターゲット層に効率良く広告を送ることにある。ターゲットが明確でオリジナリティのある番組はそうした広告主のニーズに合致する状況を生み出す最良の策と言える。繰り返しになるが、こうした番組作りの理念自体は従来からも根底に存在していたと考えられるが、これを前面に打ち出したことは、番組の収益化をこれまで以上に強く（もしかしたら経営の最優先課題として）位置付けたことの表れといえるかもしれない。BS 放送市場全体が一旦の踊り場を迎えた現状で、同社のそうした意識改革が業績にどのような好影響をもたらすか、大いに注目されるどころだ。

## 個別・具体的な多数の案件を通じてビックカメラとのグループシナジー追求の取り組みを強化する方針

### 4. ビックカメラグループとのシナジー追求

同社の親会社であるビックカメラグループとの協業やグループ間シナジー効果の追求が、今後は極めて重要になってくると弊社では考えている。

同社はビックカメラにより設立され、当初は親会社からの広告出稿が収入の重要な一部となっていた。しかし同社の成長につれてその比率は徐々に低下し、近年は親会社からの広告収入は 1% 前後と、収益構造という点では完全に独立した状況となっている。こうした過去の経緯や、同社がビックカメラグループとのシナジー効果による収益拡大を前面に押し出して来なかったことから、“シナジー効果”の位置付けがあいまいな状況に置かれていたというのが弊社の認識だった。この点は他の市場参加者にとっても同様だったのではないだろうか。

## 中長期成長に向けた取り組み

しかしながら実際には、シナジー効果を追求する取り組みは着実に進行している。具体的には、1) 番組収録・放送後の店内装飾・商品への POP 展開、2) 1 社提供ミニ番組について、店頭での放映や 2 次コンテンツ利用による物販拡大の取り組み、などが行われている。また、2018 年に同社が初開催した「全日本 e スポーツ学生選手権大会」の地方予選はビックカメラ店舗で実施しており、これもまたビックカメラグループとのコラボレーションと言える。創業当初は同社が補助を受ける形での協業だったが、今日では同社が成長を遂げたことにより、両者の対等な関係に立って、より本質的なシナジー効果を追求している点が従来と大きく異なっている。

こうした動きは今後も強化されていくのは疑いないが、それについては同社側からはあまり詳細な情報は出されず、従来の「5 本の矢」でも今回の「Value 7」でも、“ビックカメラとのシナジー追求”といった直接的な形では掲げられていない。

ビックカメラグループとの協業やシナジー効果追求の取り組みについては、これまで同様、決算発表などに際して確認をする必要があるものの、方向性として拡大方向にあることは間違いないため、今後は業績面への具体的な貢献額なども含めて進捗を見守りたいと弊社では考えている。

## ■ 今後の見通し

### 新規顧客獲得や既存顧客の回復に向けた施策により、増収増益トレンドへの回帰を予想。 東京オリンピック・パラリンピックの影響が不確定要因

#### ● 2020 年 8 月期通期見通し

同社は 2020 年 8 月期の連結業績について、売上高 13,000 百万円（前期比 3.2% 増）、営業利益 2,010 百万円（同 18.7% 増）、経常利益 2,010 百万円（同 18.3% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,380 百万円（同 19.1% 増）と増収増益を予想している。

また、個別業績については、売上高 12,300 百万円（前期比 4.3% 増）、営業利益 2,000 百万円（同 24.0% 増）、経常利益 2,000 百万円（同 23.3% 増）、当期純利益 1,380 百万円（同 26.2% 増）を予想している。



今後の見通し

## 2020 年 8 月期連結及び個別業績見通しの概要

(単位：百万円)

	19/8 期			20/8 期 (予)				
	上期	下期	通期	上期	前年 同期比	下期	前年 同期比	前期比
売上高	6,076	6,525	12,601	6,200	2.0%	6,800	4.2%	3.2%
営業利益	953	740	1,693	980	2.7%	1,030	39.2%	18.7%
連結業績 営業利益率	15.7%	11.3%	13.4%	15.8%	-	15.1%	-	-
経常利益	954	743	1,698	980	2.6%	1,030	38.6%	18.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	646	511	1,158	670	3.6%	710	38.9%	19.1%
売上高	5,752	6,040	11,792	5,900	2.6%	6,400	6.0%	4.3%
個別業績 タイム収入	4,253	4,405	8,658	4,270	0.4%	4,590	4.2%	2.3%
スポット収入	1,315	1,447	2,762	1,430	8.7%	1,610	11.3%	10.1%
その他	183	189	372	200	9.2%	200	5.8%	7.5%
営業利益	927	685	1,612	980	5.7%	1,020	48.9%	24.0%
営業利益率	16.1%	11.3%	13.7%	16.6%	-	15.9%	-	-
経常利益	930	691	1,621	980	5.3%	1,020	47.6%	23.3%
当期純利益	633	460	1,093	670	5.8%	710	54.3%	26.2%

出所：決算短信、決算補足説明資料よりフィスコ作成

前述のように、連単差の分が子会社（出版社 2 社）の業績に相当し、その金額は売上高 700 百万円、営業利益 10 百万円となっている。2019 年 8 月期は新刊書のヒットにより収益が想定以上に拡大したが、2020 年 8 月期はそうした要因を織り込まず通常の水準の収益を織り込んだと見られる。

主力の放送事業、すなわち個別業績については、売上高において前期比 4.3%（508 百万円）の増収を見込んでいる点がまず注目される。2019 年 8 月期決算ではショッピング事業者の広告出稿量減少が売上高の前期比減収、ひいては利益の大幅減益へとつながった。2020 年 8 月期についてはこの点に関し、一度離れたショッピング事業者の呼び戻しと新規のショッピング事業者の顧客化により増収増益基調への回帰を目指す方針だ。

その実現に向けた具体的な施策としては、まず、新規コンテンツの導入がある。これはショッピング事業者がスポンサーとなっていた韓流ドラマの枠の一部を新規コンテンツに入れ替えることで新たな視聴者層の開拓を図り、媒体価値を高めて一旦離れたショッピング事業者を呼び戻すことを狙ったものだ。また新規顧客の獲得に当たっては、既存顧客の一時的な離脱で空いた出稿枠・時間帯をオファーすることや、そもそもの同社の認知度や BS 放送の媒体価値についての認知度などの向上に努め、顧客化につなげる方針だ。

一方、費用・利益面については、従来同様、費用の効率的な使用を継続し、利益率の拡大を図る方針だ。前述のように 2019 年 8 月期は成長戦略の一環として戦略的に番組制作費を拡大させたが、2020 年 8 月期はこの点についても効率的な費用投下の網をかぶせてくると見られる。

こうした売上高の拡大と費用抑制の両方向からのアプローチの結果として、個別業績の営業利益は前期比 24.0% 増の 2,000 百万円を計画している。営業利益率は 16.3% となる。

## 今後の見通し

弊社では、こうした 2020 年 8 月期の同社の業績予想について、一定の説得力はあり、その結果として業績予想が達成される可能性は十分あると考えている。弊社が特に期待を寄せるのは新規のショッピング事業者の顧客化だ。ショッピング事業者の多くは業界団体である公益社団法人日本通信販売協会（Japan Direct Marketing Association、通称「ジャドマ」）のメンバーになっていると見られるが、そのジャドマの会員数は正会員だけでも 456 社（2019 年 10 月 4 日現在）に達している。同社のショッピング事業者の顧客はこれらの一部事業者で、また顔ぶれも固定化していた。一部の既存顧客の離脱で空いたスペースを埋めるべく同社は営業を強化しているが、魅力度の高い広告枠を提供できるため、新規顧客開拓の可能性は非常に大きいと弊社では見ている。

離脱した既存顧客を回復するための施策については、“新規コンテンツ”の内容によるところが大きい。その内容が明らかにされていない現状では判断が難しいが、視聴者層ががりりと一変するようなインパクトがあれば、離脱した顧客を呼び戻す効果が期待できるものと弊社では考えている。

2020 年 8 月期に特有の、業績を見るうえで考慮すべきポイントとして、東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京五輪）がある。これは同社の業績に対してプラス、マイナス両方向に働く可能性があるが、それぞれの中身は以下の様なものだ。プラスのシナリオは、東京五輪による BS 放送普及率の上昇とそれに伴う媒体価値の向上だ。媒体価値の向上は広告出稿量の増加、単価上昇といった形で収益押し上げ要因になる。また、五輪競技の放送時には番組編成が大幅に変更されるため、放送枠を求める広告主（主にショッピング事業者）が同社に出稿する可能性も少なくない。一方、マイナスのシナリオは、広告主の出稿先が五輪関連に集中するケースだ。その場合、五輪競技の放送権を有する放送機構ジャパンコンソーシアムに加入していない同社は五輪出場選手に関係する番組は有していても五輪競技自体の中継・放送番組を有しないため、広告出稿量の減少という逆風にさらされる可能性がある。現時点では、プラス、マイナスどちらの効果・影響が出るのか予想することは難しい。五輪開催期間は 2020 年 8 月期下期に該当するため、上期決算の時点で改めて五輪から予想される影響について確認したいと考えている。

## 損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	16/8 期	17/8 期	18/8 期	19/8 期	20/8 期 上期 (予)	20/8 期 通期 (予)
売上高	10,212	11,569	12,494	12,601	6,200	13,000
前期比	15.2%	13.3%	8.0%	0.9%	2.0%	3.2%
売上総利益	5,583	6,241	6,666	6,230	-	-
売上高総利益率	54.7%	54.0%	53.4%	49.4%	-	-
販売費及び一般管理費	3,474	4,013	4,239	4,536	-	-
売上高販管費率	34.0%	34.7%	33.9%	36.0%	-	-
営業利益	2,108	2,227	2,427	1,693	980	2,010
前期比	7.6%	5.7%	9.0%	-30.2%	2.7%	18.7%
売上高営業利益率	20.6%	19.3%	19.4%	13.4%	15.8%	15.5%
経常利益	2,137	2,231	2,425	1,698	980	2,010
前期比	11.8%	4.4%	8.7%	-30.0%	2.6%	18.3%
親会社株主に帰属する当期純利益※	1,460	1,518	1,659	1,158	670	1,380
前期比	20.0%	3.9%	9.3%	-30.2%	3.6%	19.1%
分割調整後 EPS (円)	82.04	85.27	93.19	65.08	37.63	77.51
分割調整後配当金 (円)	17	18	19	20	-	20
分割調整後 BPS (円)	802.17	870.44	945.63	991.73	-	-

注：2018 年 8 月期第 2 四半期より連結決算のため、18/8 期の 17/8 期比伸び率は参考値

※ 17/8 期までは当期純利益、18/8 期以降は親会社株主に帰属する当期純利益

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	15/8 期	16/8 期	17/8 期	18/8 期	19/8 期
流動資産	7,892	8,993	10,252	12,114	12,937
現預金	6,131	6,893	8,031	9,604	10,324
売上債権	1,499	1,838	1,990	2,190	2,261
その他	261	261	280	319	351
固定資産	7,049	6,986	7,002	7,094	7,055
有形固定資産	6,833	6,766	6,761	6,706	6,600
無形固定資産	18	9	14	17	85
投資等	196	211	226	369	369
資産合計	14,942	15,980	17,255	19,208	19,993
流動負債	1,782	1,640	1,694	2,265	2,228
買掛債務	228	364	412	501	518
その他	1,554	1,276	1,282	1,763	1,710
固定負債	72	59	65	103	98
株主資本	13,087	14,280	15,496	16,834	17,656
資本金	4,183	4,183	4,183	4,183	4,183
資本剰余金	3,516	3,516	3,516	3,516	3,517
利益剰余金	5,387	6,580	7,796	9,134	9,955
新株予約権	-	-	-	5	9
純資産合計	13,087	14,280	15,496	16,839	17,665
負債・純資産合計	14,942	15,980	17,255	19,208	19,993

 注：17/8 期まで個別決算、18/8 期から連結決算  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	15/8 期	16/8 期	17/8 期	18/8 期	19/8 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,788	1,612	1,542	2,049	1,250
投資活動によるキャッシュ・フロー	-207	-566	-91	-149	-198
財務活動によるキャッシュ・フロー	-243	-284	-312	-327	-331
現預金増減	1,337	762	1,138	1,573	720
期首現預金残高	4,794	6,131	6,893	8,031	9,604
期末現預金残高	6,131	6,893	8,031	9,604	10,324

 注：17/8 期まで個別決算、18/8 期から連結決算  
 出所：決算短信よりフィスコ作成



## ■ 株主還元

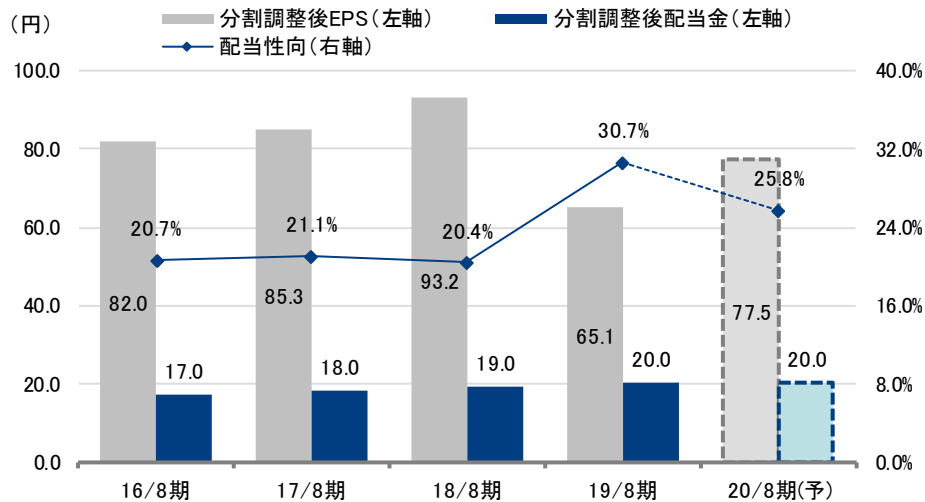
### 2019 年 8 月期は期初の配当予想どおり、 前期比 1 円増配の 20 円配を実施

同社は株主への適正な利益配分を経営の重要な課題の 1 つと位置付けており、配当をもって還元することを基本としている。BS デジタル放送事業者としての高い公共性に鑑み、永続的かつ健全な経営の維持と内部留保の充実に努めながら、同時にまた、長期にわたって安定した利益配当を継続的に実施することを目指している。

2019 年 8 月期について同社は、期初の配当予想どおり前期比 1 円増配の 20 円配の配当を決定している。2019 年 8 月期決算が前期比減益となったこともあり、配当性向は 30.7% と前期の 20.4% から上昇するが、配当性向の水準自体は平均的かつ妥当な水準と言える。

2020 年 8 月期については、前期比横ばいの 20 円配の配当予想を公表している。予想 1 株当たり当期純利益 77.51 円に基づく配当性向は 25.8% となる。長期にわたる安定的な配当の継続を目指すという基本方針に沿った配当計画と評価できるだろう。

1 株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は株主優待制度も設けている。内容は、1 単元(100 株)以上保有の株主を対象に、「ビックカメラ商品券(1,000 円券)」1 枚を、年 2 回(基準日は 8 月末と 2 月末)贈呈するというものだ。また、長期保有株主優待制度として、基準日の株主名簿に連続 3 回以上同一株主番号で記載された株主に対しては、「ビックカメラ商品券(1,000 円券)」1 枚を追加で贈呈することとしている。

## ■ 会社概要

### 独立系の強みを生かして高い成長スピードで業容を拡大

#### 1. 沿革

同社は 1999 年 8 月、ビックカメラにより、日本ビーエス放送企画株式会社として設立された。1999 年 12 月に郵政省（現総務省）から BS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受けたのを皮切りに、各種の認可を取得しながら試験的なデータ放送などの準備を進め、2007 年 12 月に BS デジタルハイビジョン放送（現行の BS11）の本放送を開始した。以来、2017 年で放送開始 10 周年を迎えた。

この間、2010 年に日本民間放送連盟に加入したほか、2011 年には（株）ビデオリサーチが行う接触率調査（BS パワー調査。現在は BS 視聴世帯数調査）※に参加するなど、衛星放送業界の中での信用度と存在感を着実に高めてきている。

※ 接触率調査（BS パワー調査。現在は「BS 視聴世帯数調査」へと名称変更）：2010 年民放キー局系の BS デジタル放送 5 社が共同でビデオリサーチに委託して開始した、BS 放送の視聴動向調査。BS11 は 2011 年 10 月から参加し、現在は 6 社 6 チャンネルによる共同委託事業となっている。調査内容はいわゆる視聴率調査と類似だが、チャンネルごと及び番組ごとの接触率は非公表となっている。2015 年 4 月から調査方法が「日記式」（紙に記入するアンケート方式）から「機械式」へと切り替わり、名称が「BS 視聴世帯数調査」へと変更になった。

ファウンダーがビックカメラであることから明らかなように、同社は地上波キー局の系列に属さない独立系の BS 放送局だ。ビックカメラはその後 TV 通販事業から撤退したため、ビックカメラ向け売上高比率は現状では約 1～2% まで低下しており、経営の面でも完全に自立した状態にある。同社は独立系としての強みを生かして高成長を持続し、2007 年 12 月の本放送開始後は 2014 年 8 月期に黒字化を達成し、以降、2018 年 8 月期まで連続増収増益を続けてきた。収益規模の面では先行するキー局系 5 社の背中を完全に視界に捉えた状況にある。

株式市場には、2014 年 3 月に東京証券取引所第 2 部に上場したのち、2015 年 3 月に 1 部に指定替えとなり、現在に至っている。

## 会社概要

## 沿革

1999年 8月	衛星放送の番組及び普及に関する調査研究を目的に日本ビーエス放送企画(株)として設立
1999年12月	日本ビーエス放送(株)に商号変更。郵政省(現 総務省)より BS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受ける
2000年12月	BS デジタルデータ放送開始。郵政省(現 総務省)より 110 度 CS デジタルデータ放送の委託放送業務の認定を受ける
2002年 4月	110 度 CS デジタルデータ放送開始
2004年 5月	総務省より 110 度 CS デジタル放送(標準テレビジョン放送)の委託放送業務の認定を受ける
2005年10月	(株)メガポート放送を吸収合併
2005年12月	総務省より BS デジタルハイビジョン放送の委託放送業務の認定を受ける
2007年 2月	日本 BS 放送株式会社に商号変更
2007年12月	BS デジタルハイビジョン放送開始
2010年 4月	社団法人日本民間放送連盟(現 一般社団法人日本民間放送連盟)に入会
2010年11月	(株)ジュピターテレコムにおいて再送信開始
2011年 1月	競馬中継開始
2011年10月	(株)ビデオリサーチが実施する接触率調査(BS パワー調査)に参加
2014年 3月	東京証券取引所第 2 部に株式を上場
2015年 3月	東京証券取引所第 1 部銘柄に指定替え
2018年 1月	児童書出版の(株)理論社と(株)国土社の全株式を取得し、連結子会社化

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 無料放送局としてスポンサー収入が収入源。 BS 放送の利点を生かした低コスト構造により、高い収益性を実現

### 2. 事業モデルと収益構造

#### (1) 収入の構造

現在、日本では 21 社の衛星基幹放送事業者が 31 の BS 放送チャンネルを提供している。1 事業者で複数のチャンネルを展開するケースもあるが、同社は「BS11」の 1 局 / 1 チャンネル体制だ。BS のチャンネルには無料放送と有料放送があるが、同社は無料放送を行っている。同社のほかには民放キー局系列の 5 社と TwellV、Dlife のみが無料放送を行っている。すなわち同社は、キー局系列に属さない独立系であることに加えて、無料放送という 2 つの特徴を持った BS 放送局であると言える。

無料放送を行っている同社の収益構造は広告収入(スポンサー収入)が基本となっており、この点では地上波のテレビ局と同様だ。すなわち「広告枠」が同社の商品であるが、それらは、タイム枠、持込枠、通信販売枠などに細分化することができる。同社の売上高内訳の開示上は、タイム収入、スポット収入、その他に分類されている(個別業績の売上高構成比)。その他の収入はアニメ製作委員会への出資に伴う配当金や番組コンテンツ販売による収入などだ。

## 会社概要

## 主要商品の一覧

主要商品	時間枠	「売上高内訳」における区分	各収入の定義
タイム (提供)	60 秒	タイム収入	広告主に番組の放送時間枠を販売し、広告主の提供する番組及びコマーシャルメッセージを放送して得られる収入
持込枠 (電波料)	60 分		
通信販売枠 (電波料)	30 分		
ミニ枠	5 分	スポット収入	広告主に番組と番組の間の時間枠を秒単位で販売し、広告主のコマーシャルメッセージを放送して得られる収入
通信販売スポット枠	120 秒		
純広告スポット枠	30 秒		

出所：会社資料よりフィスコ作成

同社は創業以来、同社本体で BS 放送という単独セグメントで事業を営んできていたが、2018 年 1 月に児童書特化型の出版社である (株) 理論社と (株) 国土社の全株式を取得して連結子会社化した。これに伴い、2018 年 8 月期第 2 四半期決算から連結決算へと移行した。連結子会社 2 社の合計売上高は約 10 億円弱と一定の規模があるため、BS 放送事業の動向の正確かつ時系列的な把握のためには同社本体の個別業績を対象とするのが適切と考えられる。同社自身もまた情報開示においては個別業績を中心に分析を示している。

BS 放送事業の収入源である広告枠の販売動向を左右するのは、認知度 (視聴者による BS 各局及び番組についての認知度合い) で、両者には明確な相関関係が読み取れる。この理由は、広告主がより高い広告効果を求めて、認知度調査や前出の BS 視聴世帯数調査などの結果を参考にしながら出稿先の BS 局や番組を選定してくるためと考えられる。

同社の認知度は毎年着実に向上しており、キー局系列の BS 放送 5 社にあと一步に迫っている。そうした同社の認知度着実は、売上高の伸びとして業績にしっかりと反映されている。2016 年 8 月期には売上高が 10,212 百万円と初の 100 億円の大台超えとなり、その後も増収基調を維持して 2018 年 8 月期は 12,015 百万円 (個別業績売上高) に達した。この間、同社の売上高の成長率は BS 放送業界全体の広告収入の伸び率を上回って推移してきた。

現在の同社は、先行するキー局系 5 社の売上高 (150 億円～180 億円のレンジ) まであと一步に迫った状況にあるが、ここにきて事業環境の変化が同社の業績成長にも影響を及ぼしている。売上高 150 億円の中期経営計画目標実現に向けて正念場を迎えているというのが現在の同社の状況だ。

## (2) 費用の構造

BS 放送では放送衛星を通じて日本全国に電波を送ることができるため、1) 全時間帯において全国約 4,287 万世帯 (2018 年度) で同時に同一の放送を視聴可能であること、2) 地上波とはまったく異なるコスト構造により高効率の広告ビジネスが可能となっていること、の 2 つを BS 放送の大きな特長として挙げることができる。

コスト構造の面では BS 放送と地上波放送とで大きな違いがある。地上波の放送局の場合は、各地に放送用電波塔を建設し中継基地等を経由する、いわゆるバケツリレーによって電波を届けることになる。したがって、地上波放送においてはネットワーク維持費が原価の中で大きな割合を占める。それに対して BS 放送の場合は、放送衛星から直接全国の視聴世帯に電波を送るためネットワーク維持費は存在しない。一方で放送委託費や技術費などの放送関連費用が発生するが、地上波と BS 放送とでは放送コストの面では相当の差があることになる。

## 会社概要

BS 局と地上波局のコスト構造の違いは、放送局の“商品”である広告枠の価格の差にストレートに反映されることになる。一般論として、広告単価が BS 放送と地上波放送とでは 10 倍～20 倍の差があるとも言われている。しかし放送コストが低いため、広告単価がそれだけ低くても BS 放送局の利益率は地上波放送局のそれを上回っていると見られる。

重要なことは、BS 放送の広告単価が地上波放送と比べて 10～20 分の 1 に固定されているわけではないということだ。同社は半年ごとに広告単価の改定交渉を行っているが、同社の広告媒体としての価値向上を反映して、広告単価は上昇基調にある。広告単価の引き上げは競合相手との価格差の縮小につながり広告獲得に不利ではないかと危惧する向きもあるだろうが、その懸念は不要だと弊社では考えている。同社が広告単価引き上げに成功しているのは、価格差よりも認知度上昇等による高い広告効果が評価されたことが主因であるためだ。別な言い方をすれば、他社比較による相対評価ではなく、同社の媒体価値という絶対評価によって広告単価が決定されていると見ることができる。

費用に関して同社はもう 1 つの特長を有している。それは、コストコントロールが厳格に行われているという点だ。同社の主要な費用科目は、「番組関連費用」「放送関連費用」「広告関連費用」の 3 つだ。このうち「放送関連費用」は、BS 放送の特長として極めて低位かつ安定的に推移している。また、「番組関連費用」と「広告関連費用」については、売上高に対する一定水準を目安として持つ形でコントロールされてきた。こうした厳格なコストコントロールが可能であることも、BS 放送特有の低コスト構造に起因しているものと弊社では見ている。

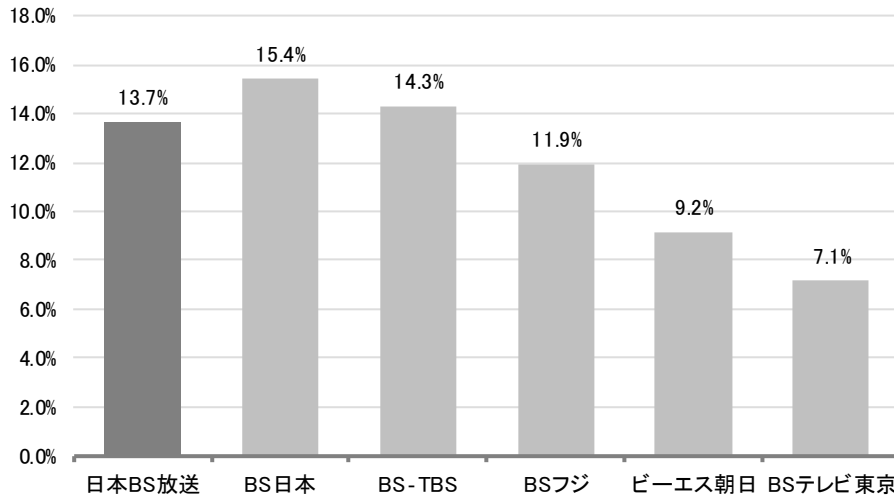
同社の営業利益率は、コスト構造の違いから地上波放送局と比べて高いのは前述のとおりだが、過去にはキー局系列の BS 放送局と比較しても高い状況にあった。この大きな要因としては厳格なコストコントロールがまず挙げられるが、加えて、同社が独立系であるため番組編成において自由度が高く、その自由度の高さをスポンサー収入につなげていることも大きな一因として挙げられると弊社では考えている。

直近決算※の比較では、同社の営業利益率は他のキー局系 BS 放送会社とほぼ同じ水準となっている。前述のように、業界全体にわたってテレビ通販の出稿量の縮小の影響を受けたことや、同社が良質な番組の充実に向けて戦略的・先行投資的に費用投下を実施したことが背景にある。

※ 季節要因の影響を除くため通期ベースでの比較を行い、当レポート作成時点で入手可能な各社の直近の決算期の数値（同社については 2019 年 8 月期、他社は 2019 年 3 月期）を用いた。

会社概要

日本BS放送とキー局系列BS放送各社の営業利益率比較



注：日本 BS 放送は 2019 年 8 月期の個別業績。その他は 2019 年 3 月期の業績  
出所：各社決算説明資料よりフィスコ作成

#### 免責事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp