

ミガロホールディングス | 5535 東証プライム

INITIATION

MIGALO
HOLDINGS

顔認証プラットフォーム新時代の到来に備えよ

サマリー

- **会社概要**：同社は、主に一都三県都心エリアの各駅徒歩10分以内の立地で、一戸3,000万～5,000万円の投資用ワンルームマンションと居住用コンパクトマンションを年間1,500戸前後のペースで販売して得たキャッシュフローを成長領域(DX)に投資し、全ての事業の機軸をDXに置いて企業全体として成長する戦略を展開している。
- **DX銘柄2023**：同社の実質的前身であるプロパティエージェント社は2023年5月に経済産業省・東京証券取引所・情報処理推進機構が共同で選定した32社の「DX銘柄2023」に選ばれた。同社のDXの実力は国レベルでオーソライズされている。
- **「FreeID」の衝撃**：同社グループ最大の差別化要素および高付加価値化の起爆剤と考えられるのが、特許を有する顔認証プラットフォームサービス「FreeID(フリード)」で、一度の顔登録で日々の暮らしの様々な行動(入退・本人確認・決済など)を顔認証で繋ぎ、鍵や財布、スマホを持たずに手ぶらで生活できる世界を実現する。FreeIDを活用したオール顔認証マンションやスマートシティ・ソリューションの提供や展開への期待は大きく、Osaka Metro全駅で顔認証ゲートの利用が開始される2025年に「顔認証は当たり前」との認識が全国的に広まれば、世の中が一変する可能性を秘めていると言え、同社のビジネスモデルを後押しする環境になってきた。
- **業績動向**：同社は創業来、前2023/3期まで連続で増収増益を達成してきた。一方、会社側の今2024/3期連結業績予想は、売上高が12.7%増収の420億円に対し、営業利益は14.4%減益の25億円である。会社側は、順調な売上拡大が見込まれるものの、DX不動産事業における資材高・人手不足を起因とする建築費の高騰とDX推進事業の加速度的成長のための先行投資負担の意図的な増加を見込んだうえでの減益予想と説明している。同社では、中長期の売上高目標として1,000億円を掲げているが、開示ポリシーとして上場当初から中期経営計画は非公開である。
- **株価インサイト**：同社ROEは約18%、連続増配を実施しているにもかかわらず、同社の足元の株価はPBRで約1倍、PERが8倍足らずと、著しく過小評価された水準にある。SIRでは、同社株は「情報の非対称性」の典型例であり、大まかに3つのディスカウント要素が相互に影響しているのではないかと考える。①同社の成長戦略の柱である顔認証プラットフォームのマネタイズ戦略や事業環境の先行き不透明感を払拭するに十分なテクノロジーや制度に関する情報の不足感、②中期経営計画の内容を開示しない同社の姿勢に賛同が得られない点、③東証プライムへの上場維持基準の適合計画が未達となった場合の最悪のシナリオに対する投資家の懸念、などである。いずれにせよ、著しい「情報の非対称性」の改善が株価リレーティングの糸口になることを期待したい。

注目点：

多種多様な顔認証エンジンと連携・対応でき、分断された顔認証IDをワン・プラットフォームで管理できる同社のFreeIDは、「群雄割拠」時代の顔認証関連ビジネスの「風雲児」になりうる。その期待が持続すれば、同社株への再評価の余地は高まる。

主要指標

株価(1/18)	1,401
年初来高値(23/12/18)	1,644
年初来安値(23/10/24)	1,111
10年間高値*(21/9/13)	3,460
10年間安値*(21/1/21)	328
発行済株式数(百万株)	7,316
時価総額(十億円)	10,249
23/9 株主資本比率	24.4%
23/3 実績PBR*	1.08x
24/3 予想PER	7.8x
23/3 実績ROE*	17.9%
24/3 予想配当利回り	3.21%

注*：前身のプロパティエージェント(3464)の株価と財務データ

株価チャート(2023.10から)



TradingView

アナリスト 杉本 研一

research@sessapartners.co.jp



百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2020/3単	22,675	5.3	1,904	10.0	1,545	11.5	955	9.5	133.87	25.00
2021/3連	27,524	21.4	2,093	9.9	1,791	15.9	1,170	22.5	161.72	26.00
2022/3連	35,186	27.8	2,208	5.5	1,918	7.1	1,217	4.0	166.82	27.00
2023/3連	37,259	5.9	2,919	32.2	2,518	31.3	1,576	29.5	215.92	40.00
2024/3会予	42,000	12.7	2,500	-14.4	2,120	-15.8	1,310	-16.9	180.20	45.00

出所：同社IR資料よりSIR作成

本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末の免責事項をご覧ください。
Quick Lookレポートは隔四半期で決算フォローアップレポートを発行します。



会社概要

■ 概要：

ミガロホールディングス株式会社（以下、同社）は、2023年10月2日付で単独株式移転の方法により、プロパティエージェント株式会社の完全親会社として設立され、同日付で東京証券取引所プライム市場に新規上場した（持株会社の設立に伴い、完全子会社となるプロパティエージェント株式は9月28日付で上場廃止された）。

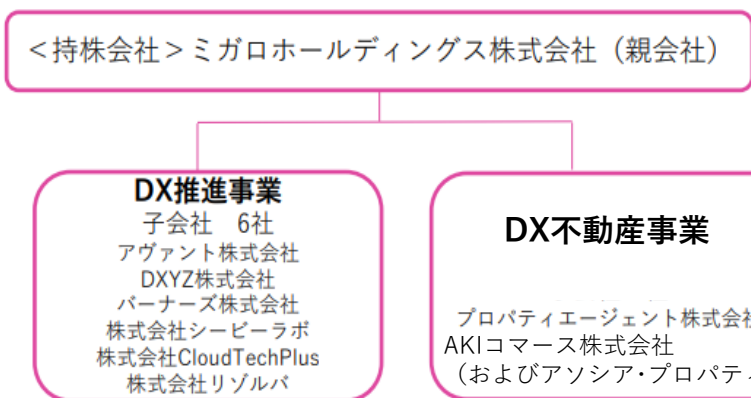
上場持株会社となった同社は、「デジタルとリアルの融合で新たな価値を創造し、社会の課題解決に貢献する」という企業理念を掲げ、「DX（デジタルトランスフォーメーション）」と「不動産」で価値を創造する企業グループをコンセプトに、その傘下に、DX領域をビジネスとして成長することを目指しDXを推進する事業（DX推進事業）と、DXをコアとする不動産事業（DX不動産事業）を持つ。

DX推進事業は、大まかには2部門で構成されている。一つは顔認証IDプラットフォーム事業で、DXYZ社がSaaSモデルでスマートシティ・ソリューション（顔認証プラットフォーム）を提供している。もう一つはクラウドインテグレーションおよびシステム開発を行っている事業で、主にセールスフォースのインプリサービスやAWSにおけるシステム構築を中心に取り扱っている。

そもそも、プロパティエージェント社内で旧態依然の紙面・対面中心の業務フローを電子化・オンライン化するとともに、顧客物件情報の一元管理及びシステムによるKPI管理により、管理工数を割くことなく生産性を高めた過程で培ったDXノウハウを、コアコンピタンスとして様々な業種業態の他企業の生産性向上を支援することはビジネスになると判断し、クラウドインテグレーションとシステム開発コンサルティングを事業領域として始めたことがDX推進事業のきっかけである。

その発展過程を象徴的に描いたのが下右図である。不動産事業を展開するプロパティエージェントの社内DXを通じて培った様々なノウハウ（生産性向上・事業変革・工数削減など）を中核に、他企業に展開しDX推進をサポートする。その役割を負うのが、大まかにはクラウドインテグレーションおよびシステム開発を行っている子会社群で、それぞれ主にセールスフォースのインプリサービスやAWSにおけるシステム構築を中心に取り扱っている。

同社グループの最大の差別化要素および高付加価値化の起爆剤と考えられるのが、DXYZが展開する顔認証プラットフォームサービス「FreeID」である。FreeIDを活用したオール顔認証マンションやスマートシティ・ソリューションの提供や展開への期待は大きく、世の中を一変させる可能性を秘めていると言えよう。



出所: 同社IR資料

■ 沿革～ここ数年はDX領域に注力しつつ、創業来連続増収の見込み

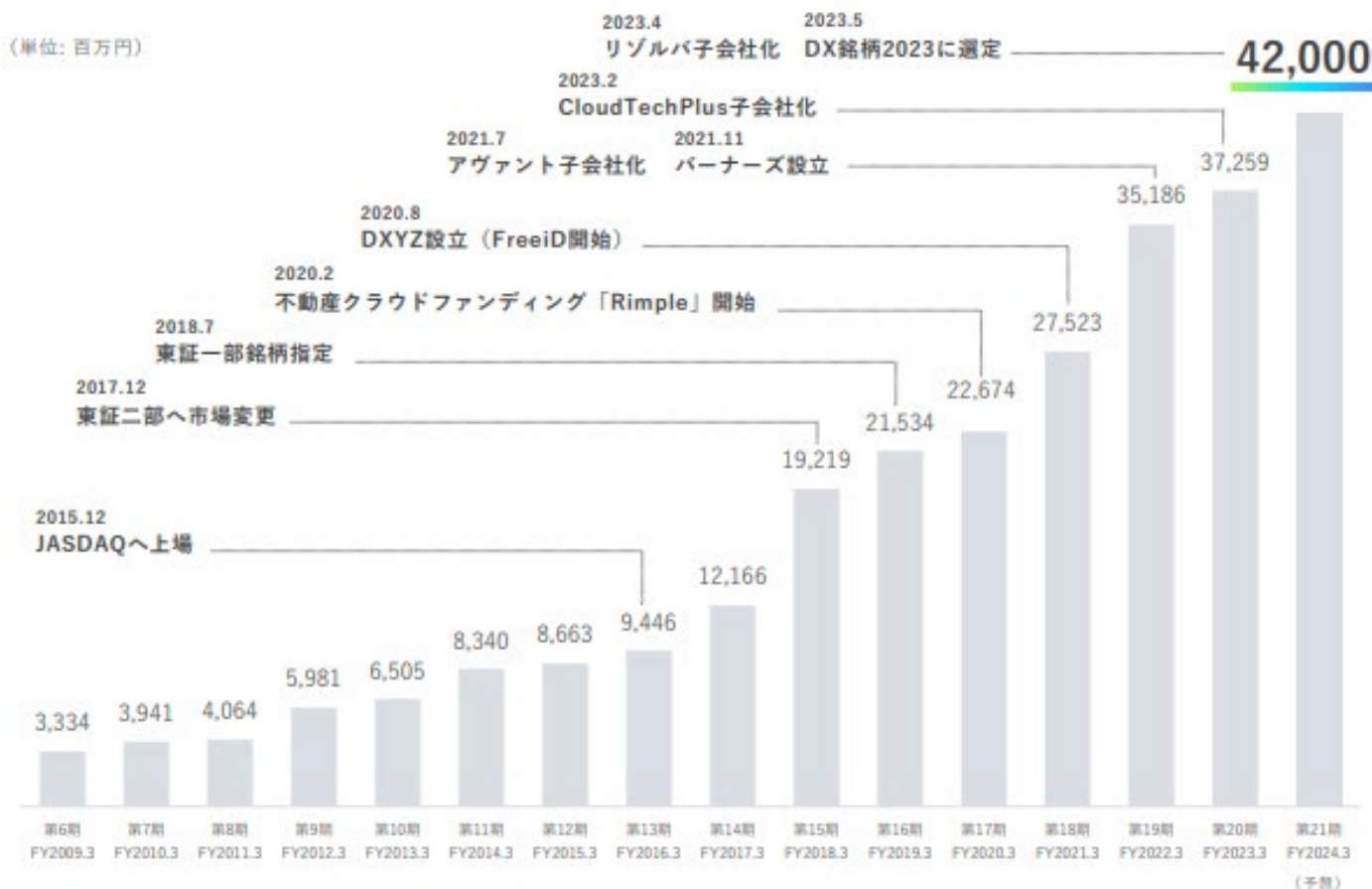
DXに対する同社の思い入れは、殊の外、強いと言える。同社の祖業のプロパティエージェント社を2004年2月に創業した現同社代表取締役社長の中西聖（なかにし せい）氏によると、同社のDXの定義は、「生産性の向上（業務フローの改善：電子化・オンライン化）と事業変革（新規ビジネスモデルの創出）」であるという。

下図は祖業のプロパティエージェント社の売上高推移と主な事業拡大イベントをプロットしたものである。今2024/3期はミガロホールディングスとして、売上高目標420億円を計画しており、達成されれば、創業以来の連続増収となる見通しである。

「収益の柱」と位置付けているDX不動産事業は、プロパティエージェントとAKIコマース（およびその子会社アソシア・プロパティ）を通じて展開している。「成長の柱」と位置付けているDX推進事業は、DXYZ、アヴァント、バーナーズ、シービーラボ、CloudTechPlus、リゾルバの6つの子会社を通じて展開している。

これまでの業績拡大のけん引役は不動産事業であるが、DX領域においてはDXYZとバーナーズは自社で設立したほか、2021年以降はアヴァント、シービーラボ、CloudTechPlus、リゾルバは買収を通じてグループ化してきた。

同社グループの歩みと売上高推移



* 「DX銘柄2023」

https://www.meti.go.jp/policy/it_policy/investment/keiei_meigara/dxstockreport-2023.pdf

■ 同社のDXは国レベルで「お墨付き」

同社のDXへの取り組みやノウハウは外部からの評価も高い。2023年5月に経済産業省が東京証券取引所及び独立行政法人情報処理推進機構と共同で選定した32社の「DX銘柄2023」*に当時のプロパティエージェンツ社が名を連ねた。経済産業省では、「デジタル技術を前提として、ビジネスモデル等を抜本的に変革し、新たな成長・競争力強化につなげていくDXに取り組む企業」を「DX銘柄」と認定しており、DXに対する同社の取り組みと実力がオーソライズされていると言える。

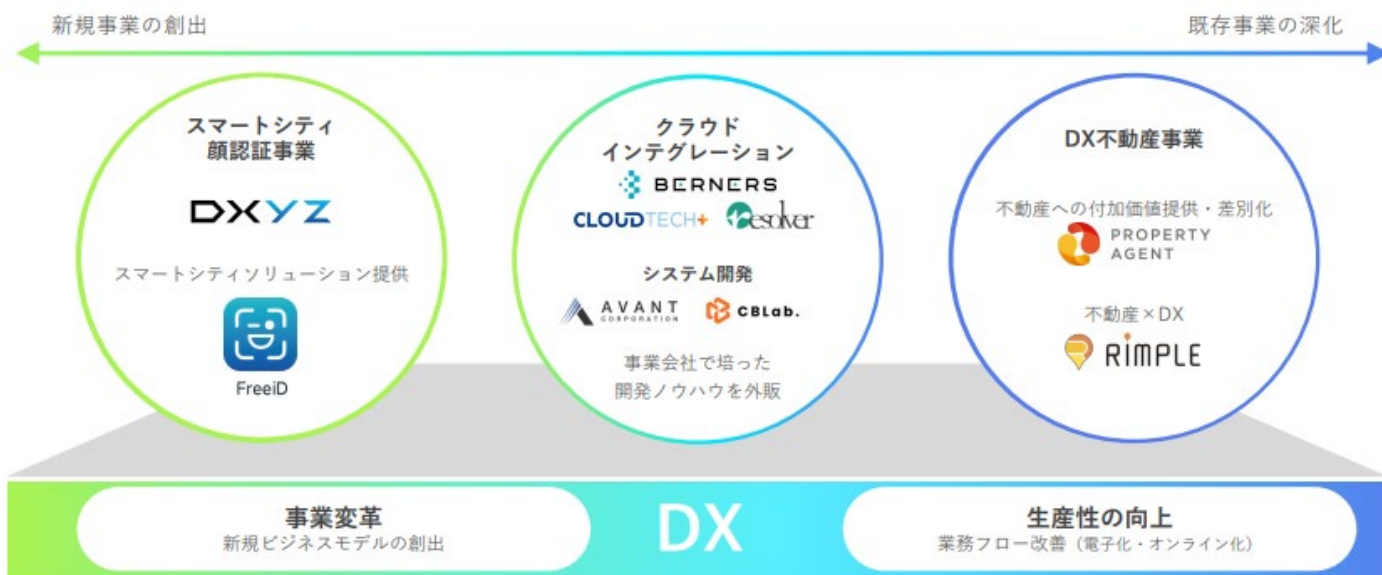
こういったDXに対する意思や思い入れは概ね一貫しており、持株会社となった同社は、企業理念として、「デジタルとリアルの融合で新たな価値を創造し、社会の課題解決に貢献する」を掲げ、デジタルの力を活用した価値創造を目指し、非連続にイノベーションを起こし続け、社会に最適なソリューションを展開していくことを明らかにしている。長期ビジョンには、「イノベーションを起こし続けるビジョナリーカンパニー」を掲げ、社会・環境の価値と事業活動による価値を統合し、持続可能な社会の実現と企業価値の向上で更なる企業成長を目指すとしている。

■ 中長期の成長目標は売上高1,000億円

同社では、中長期の売上高目標として1,000億円を掲げている。その達成時期は「遅くとも2029年頃には」との表現にとどめられている。

また、社内的な3ヵ年計画を毎年見直し、ローリングしているとしているものの、開示していない。開示しない理由は、不動産事業の外部環境の想定を大幅に超える大きな変化や物件販売や収益計上の期ずれなどが生じた場合、計画目標に対し期間損益が大きくぶれるため、中期経営計画自体が却ってミスリードにつながりかねない、との考え方が社内に強く、株式上場当初から中計は出していない。この点も、同社株を評価するうえでの重要な留意点の一つと考えられる。

同社グループの展開する事業～DXを基盤とした既存事業の深化と新規事業の創出



出所: 同社IR資料

ビジネスモデル

■ すべての事業の機軸をDXに置いて企業全体として成長する

2023年10月に同社は持株会社化した。その最大の目的は、同社グループの「DXを基盤とした事業展開」を明確化し、DXを土台に各事業を成長させる、という同社グループのスタンスの明示である。また、グループ会社の自立的な経営を促し、共に成長し、パフォーマンスを最大限に発揮できる環境づくりと人材づくりを行うことで、意思決定を迅速化し、事業を効率的かつ機動的に展開することももう一つの目的としている。

同社の事業セグメントは、DX不動産事業とDX推進事業である。持株会社化後の決算内容開示は2024/3期第3四半期（10-12月期）からであるため、セグメント別の業績開示はプロパティエージェント社の2024/3期中間決算内容から代用すると、DX不動産事業は売上高の約96%、調整前営業利益の約98%を占め、全社のキャッシュ・カウである。一方、成長の柱であるDX推進事業は、収支均衡～黒字化を行き来するようなステージにあるが、稼働案件の増加に伴い、黒字化の定着は時間の問題であろう。

ビジネスモデルとしては、不動産事業でしっかりとキャッシュフローを生み出して成長領域（DX）にしっかりと投資して、すべての事業の機軸をDXに置いて企業全体として成長する戦略である。

セグメント情報

セグメント	(百万円)	2021/3	2022/3	2023/3	2023/3 中間	2024/3 中間	増減率 (%)
DX不動産	売上高	27,523	34,462	35,639	17,492	23,209	32.7
	営業利益	3,488	3,600	4,302	2,541	3,066	20.7
	営業利益率	12.7%	10.4%	12.1%	14.5%	13.2%	
DX推進	売上高	n.a.	833	1,799	743	1,160	56.1
	営業利益	n.a.	-9	51	45	-64	N/M
	営業利益率	-	-1.1%	2.8%	6.1%	-5.5%	
合計	売上高	27,524	35,186	37,259	18,149	24,330	34.1
	営業利益	2,093	2,208	2,919	1,963	2,292	16.8
	営業利益率	7.6%	6.3%	7.8%	10.8%	9.4%	

出所：同社IR資料およびSPEEDAよりSIR作成

(注)セグメント情報の開示が2022/3期分から現在の名称と区分に変更されたため、2021/3期分のDX推進事業セグメントの業績はn.a.

■ DX不動産会員数の拡大がミガログループ不動産経済圏の拡大を図るビジネスモデル

プロパティエージェント社が実物不動産の開発・販売を手掛けるほか、賃貸マンションに一口1万円の少額投資から投資可能な不動産投資型クラウドファンディング「Rimple（リンプル）」*を展開している。

同社では、ワンルームマンション（投資用）とコンパクトマンション（居住用）を、一戸当たり3,000万～5,000万円の価格で、年間1,500戸前後のペースで販売し、年間350億～400億円を売り上げている。戸数ベースの内訳は、中古物件の買取・再販（オーナーチェンジ）と自社開発が概ね半分ずつになっているという。

DX不動産の顧客基盤が、同社が事業コアと呼ぶ「DX不動産会員」で、16万人を超えている。会員集めの手段の一つが同社が運営する不動産特定共同事業法に基づく不動産投資型クラウドファンディングサービス「Rimple」で、不動産に投資した人に最初に成功事例（半年～1年の運用で2～3%の利回り）を体験してもらい、将来的なリアルな物件購入者もしくは投資家になってもらうようするための集客用ツールでもある。

*不動産投資型クラウドファンディングサイト「Rimple」

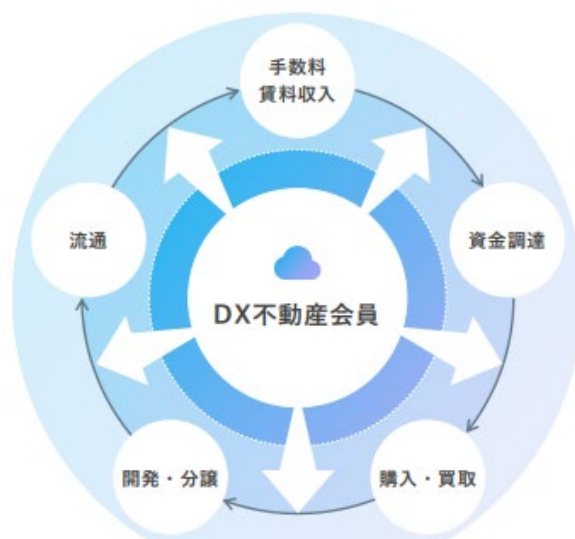
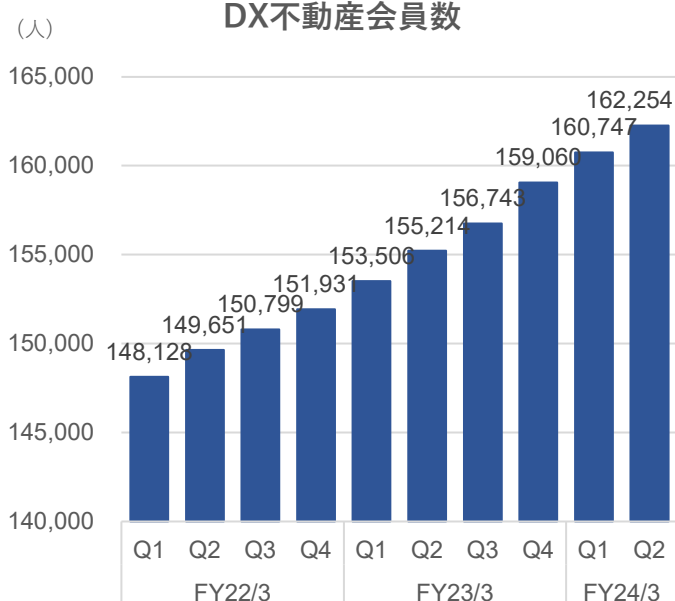
<https://funding.propertyagent.co.jp/>

従来、実物のマンション物件を買ってしかできなかった不動産投資の形態を、リアルエステートコインというポイントを使って一口1万円から、スマホのアプリを通じて投資できるようにした（不動産投資をDXした事例）

もう一つは、様々な不動産投資にかかわる記事や自社の情報を発信するWebマガジンやブログなどを掲載したオウンドメディア「不動産投資Times」への登録。積極的な広告と口コミなどを通じ、年間7,000人前後の自然体のペースで会員数を増やしている。

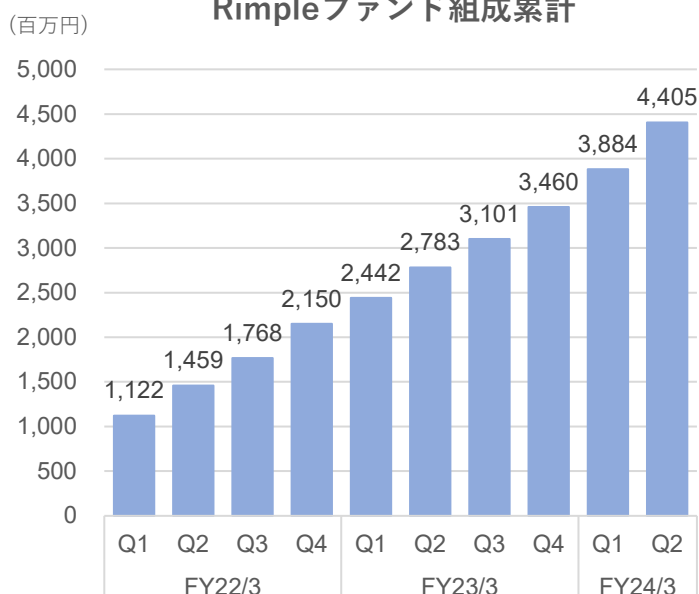
DX不動産会員を「コア」という理由は、クラウドファンディングであれば、同社は会員から、①一部資金調達を行う、その調達した資金で②物件の買取・購入ができる、購入物件に対して③開発・分譲したり、④流通(中古物件の買取・再販)させ、物件のオーナーは⑤賃貸管理を同社に任せるので、その手数料を得たりできる。また、一部、同社で買い取って保有している物件から賃料収入が発生するなど、こういった一連のループで、DX不動産会員を起点に事業が拡大していく。DX不動産会員数というストックデータ拡大が、ワンストップで、循環エコシステムであるミガログループ不動産経済圏の拡大を図るビジネスモデルになっている。

DX不動産会員数



ミガログループ不動産経済圏の拡大

Rimpleファンド組成累計



販売契約数



出所: 同社IR資料よりSIR作成

同社が創業時からこだわって注力している取扱物件の条件は、基本的には都心の駅近の資産性が高いという点である。取扱中心エリアは、東京23区・横浜・川崎で、各駅徒歩10分以内の立地の物件がほとんどである。

一般的に、こういった立地条件での土地や中古物件の仕入れは必ずしも容易ではない。ただし、同社の場合は、創業以来20年にわたって都心に集中して仕入れてきた、様々な業者とのリレーション(更地にできそうな用地の情報取得と相手側の立場に立った事業採算シミュレーション)を通じた実績と資金的な信頼関係に競争優位性がある。仕入れの段階では、物件の最終的な竣工・販売の時期を調整しながら、安定的な販売成長軌道を作れるように販売在庫・販売期間計画を取って開発戦略を考えている。都心の開発用地を巡って外国人業者との取得競争が激しくなっていることがよく話題になっているが、彼らの特徴として、観光ガイドブックで紹介されているエリア(浅草、六本木、赤坂など)でしか活動しない。同社は、そういったところでの用地取得は避け、駅周辺の再開発が行われるような、最近では中野駅周辺などで展開している。また同社は基本的に、(値段が吊り上がる)入札案件には参加しない。

用地取得コストにかぎらず建築資材費や人工費の増加が進んでいるため、採算的には必ずしも楽観できる状況ではない。同社は、少しずつではあるが、その分の価格転嫁を行ったり、マンションの仕様を微調整するなどコスト管理を行っている。

■ DXのチカラ～オール顔認証マンションの発展可能性

不動産業界は、競合他社も多く、一物一財でありながら、デザイン性や機能性以外で差別化が難しいプロダクトであり、これが競争環境を厳しくする要因となっている。

そこで同社は、顔認証システム「FreeID* (フリード)」を開発、不動産事業に展開し「オール顔認証マンション」という鍵が要らないという手間削減・非接触化、鍵を簡単にリモートで貸せるという、今までにない付加価値を追加したIoTマンションで他社との差別化を図っている。具体的には、エントランス～駐車場・ゴミ集積場～宅配・メールボックス～エレベーター～住戸ドアまでを、鍵を一切使わず、顔パスだけで完結できるマンションである。

同社によると、オール顔認証マンションによる顧客満足度は非常に高く、「従来の鍵と比べて顔認証システムは便利ですか?」の問いに対し、97%が「便利」と回答。

「次に住まれる物件にも顔認証入退を希望されますか?」にも95%が「希望する」と回答しているという。利便性と好感度の高さが同社DX不動産事業の付加価値を高めるだけでなく、マンション以外の領域に事業機会が広がるのが容易に想像できよう。

* FreeID はこれまでバラバラだった“鍵”や“決済”を一つの顔認証IDで実現するプラットフォーム。

一度アプリで顔情報を登録してしまえば、オフィスの入室や来客対応、マンションのオートロック解錠、買い物の決済も安全な顔認証を使ってスマートに行える。

* 同社のオール顔認証マンションは2023年10月末時点で33棟が竣工、エントランスだけという物件も含め、FreeID導入済みマンションは約50棟の導入実績がある。

オール顔認証マンション* ～セキュリティ性の高い快適なマンションライフを実現

共用部		共用部連動設備		専有部
				
エントランス	駐車場	宅配・メールボックス	エレベーター	住戸ドア
顔認証でエントランス解錠 エレベーターを自動呼び出し	顔認証でドア解錠	荷物があれば顔認証で 荷物状況表示+自動解錠	顔認証でセキュリティ解錠 居住階の自動指定	顔認証で自動解錠

出所: 同社IR資料

*国土交通省によると、2022年末時点のマンションストック総数は約694.3万戸。

*2022年4月1日時点でマンション管理業協会会員が受託しているマンションは12万1,427棟、636万8,797戸。

*2019年時点の都道府県別のマンション戸数

- ・東京都 1,896,932戸
- ・神奈川県 964,238戸
- ・大阪府 818,086戸
- ・兵庫県 467,472戸
- ・埼玉県 455,231戸
- ・千葉県 442,632戸
- ・福岡県 374,822戸

同社では、国内のマンションやオフィスに顔認証ID共通管理プラットフォームを導入できそうな領域を年間約500億円と試算している。その内訳は以下の通りである。

マンションへの顔認証キーの導入機会についての同社の考え方は、日本全国のマンション棟数約13万棟、総戸数600万超に対し、一室当たり月額200～250円の顔認証キー・サービスを提供するというモデルで、最大で年間約200億円が得られるというもの。そのうちの約半分が都心に集中するので年間約100億円のフローは可能性があるという。収益の回収は、賃貸ワンルームマンションの場合は管理組合から行われる。賃貸マンションのオーナーが支払うマンション管理費の中に顔認証キーの利用料が組み込まれる仕組みである。顔認証マンションは周辺物件よりも1,000～3,000円ほど高めの家賃で募集してもテナントが集まるので、周辺物件よりも販売価格ベースで100万～200万円ほど高めの物件を買ったオーナーでも、満足度は得られているようであるという。

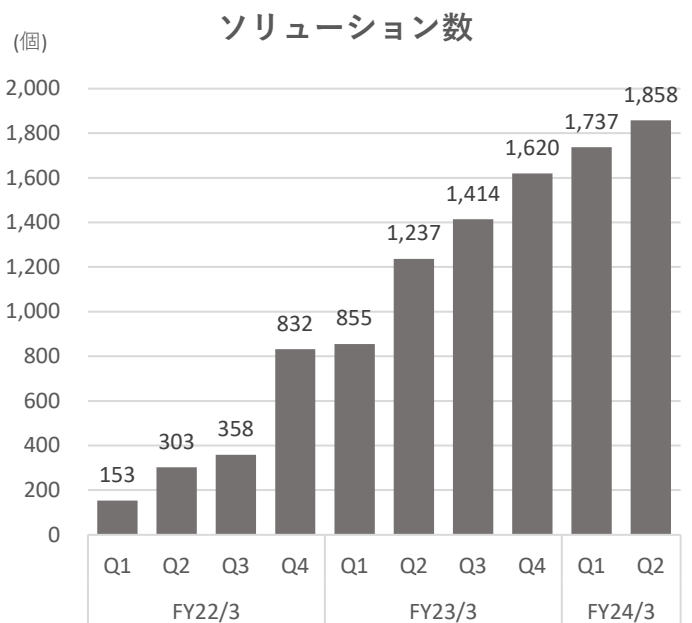
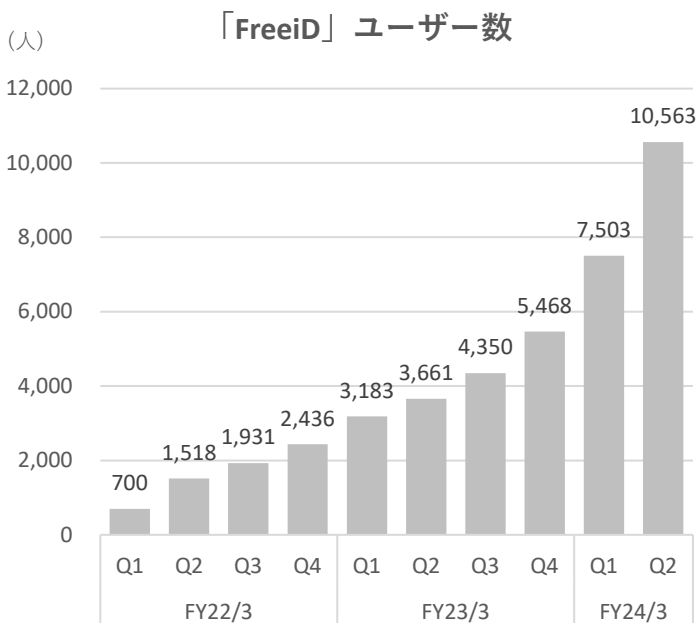
もう一つの発展可能性はオフィスで、国内の法人事業者数が総務省算定で6,500万人ぐらいある。顔認証オフィス化の設備投資ニーズは都市圏にあるので、約半分の3,000万人をその対象とすると、ユーザー月単価(99円の想定)を乗じると、都市部だけで最大で年間約350億円のフローは可能性があるという。

これらは、いわゆるリカーリング収益部分だけだが、このモデルには導入時に顔認証デバイス（ソリューション：一台当たり100万円程度）もセットで販売されるのでスポット収益が計上されることになる。

FreeIDとデバイスを拡販するため、様々な企業をパートナーとしている。大手では、東急コミュニティー（マンション管理戸数が約87万戸）や、スマートロックOPELAを開発している大崎電機などがある。同社では、現時点でのパートナー企業群によるFreeIDの導入戸数のポテンシャルを200万戸以上と見積もっている。

一方、同社にとってのコスト面では、基盤となるシステムの開発が終わっているので、追加の保守費用などが一定程度の固定費となってくる模様であるが、事業全体として、システムの償却費を含めないベースで、デバイスの導入だけで粗利率は概ね40%ぐらい、リカーリングの粗利率は概ね6～8割ぐらいに達しているという。

とはいえ、「FreeID」ユーザー数は足元で1万超であり、拡販のための営業人員のコストと先行投資的な広告宣伝費用が高んでいるため、この事業単体ではまだ営業利益が黒字化していない。同社では、再来期（2026/3期）には黒字化という想定を持っており、年商10億円前後に達すれば損益分岐点を超えられそうと考えている。



新規ビジネス
モデルの創出

*Osaka Metro顔認証ソリューションの提供

https://www.osakametro.co.jp/page/kaoninsyou_solution.php

https://subway.osakametro.co.jp/news/news_release/20231121_kaoninsyou_kaisatsuki.php

*SaaS (Software as a Service)とは、クラウドにあるソフトウェアを利用できるサービス。

*PaaS (Platform as a Service)とは、クラウドにあるプラットフォームが利用できるサービス。

■ 顔認証IDプラットフォームによるスマートシティ構想

同社は、「オール顔認証マンション自体の付加価値を一層高める取り組み」の一環として、「顔認証IDプラットフォーム」によるスマートシティ構想を進めている。

同社傘下のDXYZでは顔認証プラットフォーム「FreeID」を通じて、『顔ダケで、世界がつながる。』を目指している。一度の顔登録で、日々の暮らしの様々な行動（「入退」「本人確認」「決済」等）を顔認証で繋ぎ、鍵や財布、スマホを持たずに手ぶらで生活できる世界の実現を進めている。

国内において顔認証サービスを導入した事例がかなり増えてきている。体験した人が多いと思われる身近な事例には、羽田空港第3ターミナルの入国審査の際の顔認証ゲート（IC旅券との照合）や富士急ハイランドの顔認証入退場システムなどがある。また、2023年11月からOsaka Metro御堂筋線なんば駅でOsaka Metro社員を対象者にした「ウォークスルー型顔認証改札機」の設置を開始し、2024年度末の一般客利用の開始に向けてOsaka Metroの全駅で順次設置を進めている*。これは2025年大阪・関西万博に向けたキャッシュレス・チケットレス改札の取り組みの一環であり、2025年春以降に顔認証サービスの実体験者が爆発的に増えることが予想される。

このように、全国的に顔認証を導入する機運が高まっているというのが、同社のビジネスを後押しする事業環境になっていると言える。その中で、同社は、SaaS*モデルやPaaS*モデルの機器を販売して、FreeIDのプラットフォーム内で使ってもらって顔認証サービス事業を展開し、ビジネスの実績が出始めている。マンション向けではmarimoや三菱地所、オフィス向けでは東急コミュニティーやライト工業などに納入実績がある。独自にカスタマイズして販売した納入先には東京タワー内のesportsパークのRED TOKYO TOWERがあり、顔認証とチケットの連動をかけて「顔パス」で入場ゲートを通過できるようにした。PaaS型プラットフォームでは三菱地所の丸の内のPachi Pass Faceに顔認証の領域だけ同社のプラットフォームをOEMで使ってもらっている。2023年12月には、国内初となる物流施設へのFreeIDの導入が三菱地所の大型マルチテナント型物流施設「ロジクロス座間」で実現した。これにより、物流施設のように流動的な就労形態でも入退館の権限付与が容易になり、事務所や倉庫内へセキュリティカードなしでアクセスが可能になっただけでなく、将来的には財布やスマホの持ち込みも不要になることも視野に入れた顔認証決済サービスも検討していくとしている。

顔認証サービスの主な提供実績

The infographic is divided into three main sections:

- SaaS Solution:**
 - 無人店舗: SECURE
 - マンション: PROPERTY AGENT, CREVIA RXE, DAIICHI JUKEN, 三菱地所, marimo
 - ゴルフ場: セブンハンドレッドクラブ
 - 保育園: 株式会社チャイルド社
 - オフィス: 東急コミュニティー, TSKANZUP, 丸の内線, UZUZ, ライト工業株式会社, calm
 - 行政・学校: 亀岡市, 近畿大学
- SaaS Custom:**
 - テーマパーク: esportsパーク*RED TOKYO TOWERに本人認証としてFreeIDが採用
 - 自動販売機の顔認証決済: 自動販売機 *開発中
 - 勤怠システム連携: 100年をつくる会社 鹿島, TSKANZUP
 - 工事現場: 東証プライム上場ゼネコンへの開発提供 FreeIDソリューションとして開発後は展開
- PaaS Platform:**
 - 三菱地所 Machi Pass
 - 三菱地所の顔認証サービス連携基盤 「Machi Pass Face」に技術提供・開発支援

同社はFreeiDを通じて、マンション・オフィス・保育園・ゴルフ場・テーマパーク等へ「入退」・「認証」の顔認証サービスを提供しているが、基本的にはマーケティング・プラットフォームとしても進化させることを念頭に置いているという。

例えば、先述のロジクロス座間の近郊の飲食店がFreeiDを導入したとした場合、ランチ時間前に割引クーポンを同施設の従事者に送ることができると、それが集客と送客ができるマーケティング・プラットフォームになる。これを作ろうとしているのが同社のビジョンである。なお、顔認証で物品を購入する場合の信用力は、クレジットカードなどに紐づけられているので、カード番号やQRコードが「顔」に代用されるだけである。



出所: SIR作成



出所: 同社IR資料

もう一つ大きな枠で考えると、鍵や財布、スマホを持たない、スマートな社会を作っていくというのが、左図の最上部にあたる。例えば、伊丹空港で顔認証で機内預入荷物をピックアップして顔認証ゲートを通過して、顔認証で新幹線に乗り、東京駅を顔認証で出て、東京のオフィスに顔認証で入る。丸の内近郊のホテルに顔認証でチェックインして近くの自販機で顔認証を使って飲料を買うなど、もっと広い意味でのスマートシティ作りに貢献するソリューションの提供が最終ビジョンであろう。

同社は現在、三角形の下層でFreeiDを導入する物件や施設などの「点」を作っている。「点」と「点」が増えれば増えるほど、それらを「線」で結んで使えるところがたくさんできる。その点と点を結んだ先にあるマーケティング・プラットフォーム作りのためのそれぞれの業種業態におけるシステム開発は先行投資的に進める必要がある。そのカスタマイズが業種業態ごとに終了し、他用途への転用可など汎用化されていけば、その後の展開に向けた追加的な開発コストは負担はあまり大きくないという。

■ FreeIDは他社の顔認証関連商品・サービスとどう違うのか

現在、国内では多くの電機メーカーが独自で顔認証のエンジンを開発している。大手ではNECが積極的だが、NECは自社で顔認証エンジンを開発し、そのエンジンを使ったIDプラットフォーム構想を持っている。ただし、注力点はエンジン開発にある模様。顔認証エンジンを有していない他社の場合、例えばNECのエンジンを使って顔認証システムの導入を謳った企業はあるが、IDプラットフォーム構想までは持っていない。このほかに、先述のOsaka Metroや富士急ハイランドはパナソニック コネクトの顔認証入退場システムを導入している。これらの顔認証サービスはアプリやシステムがばらばらであるため、サービス毎や利用場所ごとにその都度毎回顔登録しなければならない。群雄割拠の状態が顔認証サービスが普及しない理由の一つと考えられる。

同社の説明によると、FreeIDは顔認証のエンジン開発を行っていない点が他社と決定的に違う点である。FreeIDは特定の認証エンジン・ベンダーに固定されるものではなく、**多種多様な顔認証エンジンと連携・対応する設計を行っていることから、分断された顔認証 ID をワン・プラットフォームで管理し、一度の顔登録で様々なエンジン・サービスをつなげることができる***、いわゆるマルチなプラットフォームになっている。また、同社のほかに、顔認証 ID をワン・プラットフォームで使えるようにするサービスを提供している会社は確認されないという。

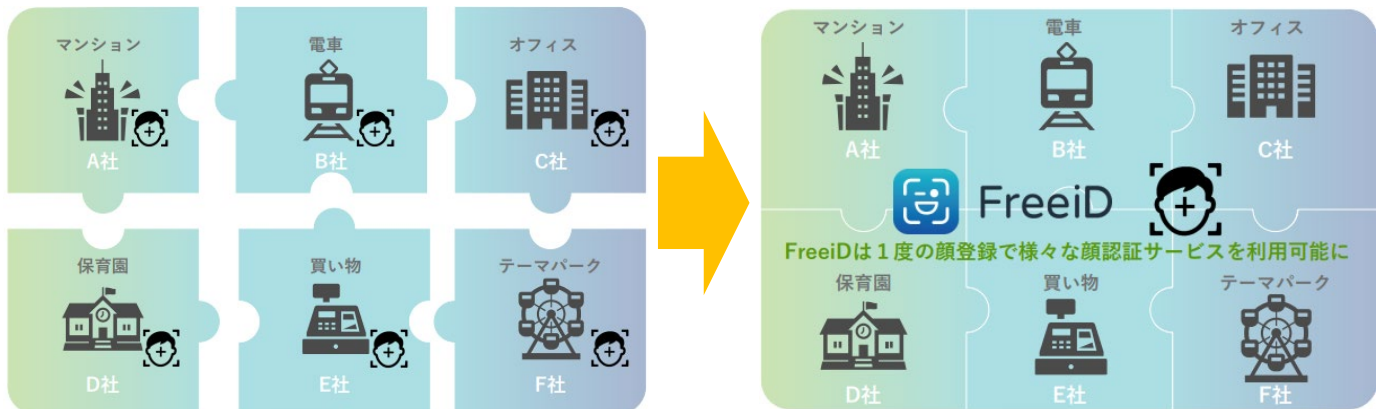
*一度の顔情報登録で様々な顔認証エンジンへの対応
特許第6839313号

同社の知財戦略の紹介
<https://www.propertyagent.co.jp/company/intellectual-property>

なお、同社グループの当事業における知財戦略は、他社からの収入目的ではなく、同社グループのビジネスを簡単に類似させられないようにする守りの知財取得が主となっていることから、特許料収入は得ていないという。

顔認証サービスごとの顔登録が必要で、サービス間の分断が普及を妨げている

入退・本人確認・決済のみならず、ポイントやクーポン発行などを可能にするマルチプラットフォームへ



出所: 同社IR資料

ただ、同じような構想を語っている企業にビットキー社（未公開）があることは同社も認識しているという。ビットキー社のHPによると、「阪急阪神不動産、フォーシーカンパニー、ビットキーは大阪府や茨木市、箕面市などで構成される彩都（国際文化公園都市）建設推進協議会と共同で「彩都スマートシティコンソーシアム」を2020年12月に設立し、このコンソーシアムを主体に、大阪府北部にあるニュータウンの彩都を舞台としたスマートシティの実現へ、必要な生活プラットフォームの構築に向けた活動を進めていく。取り組みの第一弾として、2020年12月から阪急阪神不動産が分譲したマンションなどで、ビットキーの技術を用いた自動ドアの非接触解錠を可能とする顔認証システムの実証実験を開始する。」などが報じられている。

いずれにしても、同社は様々なIDや認証方法が乱立し分断されたサービスを顔認証IDプラットフォームを通じて統合し、入退室・決済・本人確認・交通機関利用・ポイント利用が手ぶらで実現できるスマートシティの実現を目指す前に、顔認証プラットフォームの第一人者としてのポジションを確立させる必要があると、SIRでは考える。

DX推進事業の ビジネスモデル

■ 稼働案件の増加に伴い、黒字化定着は時間の問題か

顔認証IDプラットフォーム事業を展開するDXYZ社のほかに、同社のDX推進事業には、クラウドインテグレーションおよびシステム開発を行っている子会社群がある。多種多様な業種の企業に向けたコンサルティングからシステム要件定義、システム開発まで完全テラーメイド型で実施しており、主にセールスフォースのインプリサービスやAWSにおけるシステム構築を中心に取り扱っている。

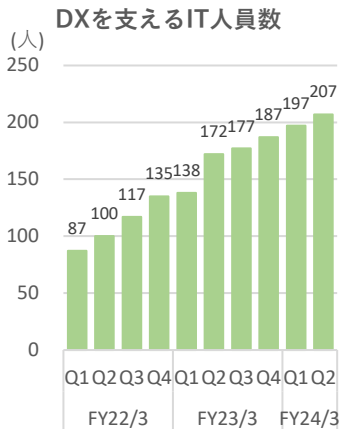
バーナーズとCloudTechPlus とリゾルバはセールスフォースのインプリサービスを主事業としている。バーナーズはセールスフォース内でCRBやSBなどの中小企業向けサービスを中心に、EBUと呼ばれる大企業向けエンタープライズ案件も取り扱っている。CloudTechPlusは技術力に優れたエンジニアが多く、カスタム開発を中心に請け負っているという。リゾルバはセールスフォース出身者が立ち上げた会社で、セールスフォースの運用面や追加のアプリケーション面で付加価値を発揮している。これらの子会社群は、セールスフォースの販売が進むたびに案件が生まれてくるため、相互にバッティングしあうことはなく、それぞれの領域で強みを発揮している。アヴァントとシービーラボは、AWSにおけるシステム構築やJAVAメインの開発を手掛けている。

人工商売なので、増えた人工分だけアカウントを増やして売上が立つというビジネスモデルになっている。

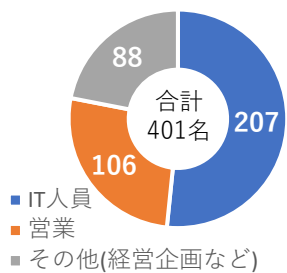
システムインテグレーション（SI）の稼働案件数は順調に右肩上がり増加しており、2023年7-9月期は203件と、前年同期の172件から18%増加。同社がクラウドインテグレーションを提供した事業会社数は2023年7-9月期129社と、前四半期比24社増加した。

クラウドインテグレーション事業は、爆発的な成長投資をしない限り、一定以上の売上規模であれば10%超の営業利益率が確保できる事業なので、同社では今後3年以内に売上高50億円、営業利益率10%の5億円以上に成長させることを想定している。50億円を大きく超えてきたら次の成長に向けて売上高の10%相当を投資に向けることも想定したうえで、少なくとも10%の利益率を維持しつつ成長させたい考えであるという。

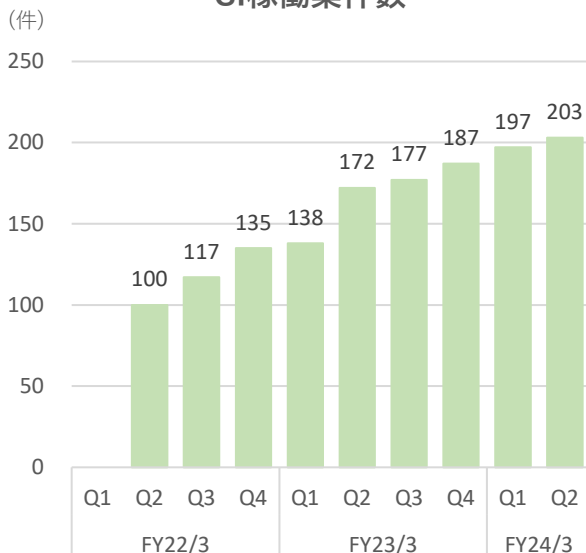
今24/3期でも、クラウドインテグレーションだけでも25億円強の売上高が見込まれている。このビジネスの要は人員の確保であり、方法は人員を抱えている会社をM&Aを通じて買収することと、もう一つは新卒採用と内部育成による戦力化でしっかりと補強していく方針である。



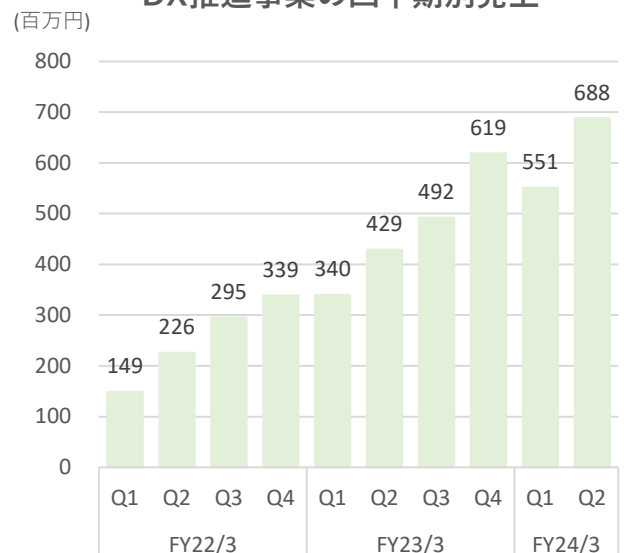
グループ全体の職種構成
(2023/9末)



SI稼働案件数



DX推進事業の四半期別売上



**FY24/3期
業績見直し**

■ **2024/3期会社側業績目標～売上高420億円、営業利益25億円**

同社は創業来、前2023/3期まで20期連続で増収増益を達成してきた。一方、2023年5月10日に開示された今2024/3期の連結業績予想値は、売上高が12.7%増収の420億円に対し、営業利益は14.4%減益の2,500百万円であった。

会社側は、順調な売上高拡大が見込まれるものの、DX不動産事業における資材高・人手不足を起因とする建築費の高騰とDX推進事業の加速度的成長のための先行投資負担の意図的な増加を見込んだうえでの減益予想と説明している。

■ **2024/3期上半期実績は増収増益だったが、下半期は減収減益見直し**

同年11月8日に発表された今期中間決算では、売上高が前年同期比34.1%増収の243.30億円、営業利益が同16.8%増益の2,292百万円と、大きく伸長した。DX不動産事業における新築物件の引渡集中と中古物件の販売拡大、およびDX推進事業における顔認証プラットフォームの他社導入の拡大や新規案件の受注拡大が前年同期比での業績拡大のドライバーになったと説明している。ただし、先行投資負担増によりDX推進事業のセグメント営業利益は赤字となった。

この中間業績水準を通期予想に対する進捗率で測ると、売上高が58%、営業利益が92%に達したものの、会社側は通期業績予想を期初予想のまま据え置いた。下半期を前年同期比減収減益と見ている要因について、会社側は「下期は相対的に利益率の低い中古物件の販売引渡がメインになること、成長のドライバーであるDX推進事業における先行投資やM&Aを進める予定であること」と説明している。

■ **顔認証プラットフォームの黎明期⇒成長期へのステージシフトは近い**

同社では、中長期の売上高目標として1,000億円を掲げているが、開示ポリシーとして、株式上場当初から中期経営計画は公開していない。下図は、同社IR資料にある売上高1,000億円に向けた同社の成長ステージとそのドライバーのイメージである。

中西社長は、「現在は顔認証プラットフォームの黎明期と成長期の間」に位置しており、Osaka Metro全駅で顔認証ゲートの利用が開始される2025年に「顔認証は当たり前」との認知が全国的に広まれば、黎明期から成長期へのステージシフトは時間の問題であり「DXによる時空変化」の目撃は近い、との認識を示している。



出所: 同社IR資料

株価インサイト

■ 「情報の非対称性」が著しい株価水準

直近の同社の株価水準は、PBRが1.08倍と東証・不動産セクター平均の1.41倍、PERが7.8倍と同13.7倍をいずれも下回っている。同社ROEの17.9%は同セクター平均の11.1%を上回っているにもかかわらず、である。小型株ゆえのサイズ・ディスカウントにしても、過小評価が著しい水準ではなかろうか。

同社が企業戦略上、競合視している企業群を尋ねたところ、事業全体ではSREホールディングス社、DX不動産に近い分野ではGA technologies社、クラウドインテグレーションとシステム開発の分野ではテラスカイ社、Sharing Innovation社、フレクト社が挙げられた。これら5銘柄のPERは今来期予想ベースで二桁台と、小型成長株の評価を得ていると言える。一方、同社もこれまで20期連続で増収増益を達成しており、成長株であることに変わりない。それどころか同社は今期創業20周年の記念配当5円を含む年間45円配当に増配する意向を示すなど株主還元積極的に積極的である。配当成長株でもある点が、上記5銘柄とは決定的に異なっている。

では、どのような要因が同社株をディスカウントさせているのだろうか。SIRでは、大まかに3つの要素が影響に作用しているのではないかと考える。①同社の成長戦略の柱である顔認証プラットフォームのマネタイズ戦略や事業環境の先行き不透明感を払拭するに十分なテクノロジーや制度に関する情報の不足感、②中期経営計画の内容を開示しない同社の姿勢に賛同が得られない点、③東証プライムへの上場維持基準の適合計画が未達となった場合の最悪のシナリオに対する投資家の懸念、などである。いずれにせよ、著しい「情報の非対称性」の改善が株価リレーティングの糸口になることを期待したい。

類似企業のバリュエーション比較

東証コード			5535	2980	3491	3915	4178	4414
上場区分			プライム	プライム	グロース	プライム	グロース	グロース
社名			ミガロ ホールディングス	SRE ホールディングス	GA technologies	テラスカイ	Sharing Innovations	フレクト
直近実績年度			2023/03	2023/03	2023/10	2023/02	2022/12	2023/03
株価	円	2024/1/18終値	1,401	2,435	1,174	1,450	802	4,200
発行済株式数	千株	直近年度	7,316	16,186	36,754	12,866	3,793	3,005
時価総額	百万円	直近年度	10,249	39,413	43,149	18,656	3,042	12,621
企業価値 (EV)	百万円	直近年度	32,227	44,468	56,063	14,388	2,249	12,098
PER	倍	直近年度	6.5	34.2	42.6	53.4	30.9	55.6
		会社予想 (当期)	7.8	27.5	25.6	75.6	27.7	32.4
		コンセンサ予想(次期)	--	21.8	17.1	14.6	--	24.0
PBR	倍	直近年度	1.08	3.58	2.10	1.94	2.12	8.17
PSR	倍	直近年度	0.28	2.13	0.29	1.21	0.59	2.38
		会社予想 (当期)	0.24	1.77	0.24	1.00	0.52	1.97
		コンセンサ予想(次期)	N.A.	14.2	5.3	N.A.	N.A.	N.A.
EV/EBITDA	倍	直近年度	10.7	22.2	7.5	15.7	8.7	35.3
		会社予想 (当期)	12.4	17.8	N.A.	16.6	7.9	18.7
		コンセンサ予想(次期)	N.A.	14.2	5.3	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA	百万円	直近年度	3,019	2,004	7,468	918	260	343
		会社予想 (当期)	2,600	2,495	--	869	283	647
		コンセンサ予想(次期)	--	3142	10,482	--	--	--
ROE	%	直近年度	17.9	11.0	5.1	3.8	6.7	15.8
配当利回り	%	会社予想 (当期)	3.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
株価変化率	%	過去1年比	-6.0	-34.3	-5.8	-25.1	-21.4	88.3
		過去3年比	-0.9	-38.2	-56.6	-59.3	--	--
		投資家主体別	%	外国人	1.7	12.1	21.2	9.0
保有比率 (会社四季報2023年4 集号のデータ)	%	浮動株	18.9	13.8	8.8	24.9	15.4	15.8
		投資信託など	--	10.9	1.0	1.5	0.0	3.0
		特定株	72.0	76.3	67.9	61.9	79.9	81.6

■ ディスカウント要因1：FreeIDは本当にマネタイズできるのか

多種多様な顔認証エンジンと連携・対応でき、分断された顔認証IDをワン・プラットフォームで管理できる同社のFreeIDは、「群雄割拠」時代の顔認証関連ビジネスの「風雲児」になりうるという期待が持続すれば、同社株への再評価の余地は高まろう。

ところが、同社最大の高付加価値化の起爆剤と期待されるFreeIDによるスマートシティ構想が同社の計画や想定ほどには進捗しないまま、マネタイズできる可能性が後退してくれば、株価再評価の余地は小さくなる。現時点で想起される、そのような事態とは、例えば、a)顔認証より優れた認証手段が世の中に出現してきた場合、b)他国のように監視目的にこのような技術が利用されユーザーがそれに嫌悪を抱くような場合、c)他社の顔認証システムなどで個人情報漏洩などのシステム上の事故が多発するような場合などで、「顔認証」の普及に対する障害になると考えられる。また、FreeIDの優位性への理解がなかなか得られず、新たな提携パートナーとなりうる企業が同社の競合相手に奪われるなど、同社が競争劣位となって顔認証関連ビジネスの「異端児」として見られるような事態では、ディスカウント解消は容易ではなからう。

■ ディスカウント要因2：発展途上の情報開示

先述したように、同社はポリシーとして中期経営計画の内容を開示しない。ポリシーゆえに仕方ない部分があるにしても、英文でのIR情報開示が極めて少ない点も「情報の非対称性」をもたらしているように思われる。直近の東洋経済会社四季報によると、同社の外国人持株比率は1.7%である。同社に次いで低バリュエーション評価のSharing Innovations社もIR情報開示が極めて薄く外国人持株比率は1.1%。これに対し、GA technologies社とSREホールディングス社の英文IR情報は比較的豊富、テラスカイ社とフレクト社は豊富とまではいかないものの、定期的な英文開示が見られる。

推測するに、GA technologies株とSREホールディングス株の評価の高さは、それぞれ21%、12%に達している外国人持株比率が示すように、知名度が比較的高い点と関連している可能性が高い。英文IR情報開示の充実が株価ディスカウント解消の特効薬ではないものの、「情報の非対称性」の改善のきっかけぐらいにはなるであろう。

■ ディスカウント要因3：上場維持基準達成への不安

同社の実質的前身であるプロパティエージェントは、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しに関しプライム市場を選択したが、当該市場の上場維持基準を充たしていないことから、2021年12月に「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出していた。ミガロホールディングスとして2023年10月に同市場に上場した際にテクニカル上場審査において経過措置の適用を受けたが、5つある同市場の上場維持基準のうち流通株式時価総額が基準線の100億円に未達だった。2027年3月末までに流通株式時価総額を100億円以上で維持できなければ、同社株はプライム市場からの撤退を迫られることになる。

同社では、①企業規模・利益拡大を通じた時価総額の増大に取り組むことと、②同社の支配株主である代表取締役社長中西聖氏に対し、市場での需給バランスや資本政策に鑑みながら段階的に持株比率を減らすことを会社として要請することについて前向きに検討していくこと、を基本方針として打ち出している。

①はファンダメンタルズ上の成長戦略とその開示情報が正当に評価されれば、リレーティングを伴って、結果として実現可能かもしれない。②は浮動株比率を増やす手段とタイミングがファンダメンタルズの変化とうまく合致していることが重要になってくるのではなからうか。なお同社では新株発行は選択肢にないとしている。

損益計算書

百万円、%	2020/3期単	2021/3期連	2022/3期連	2023/3期連	2024/3連(会予)
売上高合計	22,675	27,524	35,186	37,260	42,000
売上原価	18,164	22,183	29,555	30,259	
売上総利益	4,511	5,341	5,631	7,001	
売上総利益率	19.9	19.4	16.0	18.8	
販売費及び一般管理費	2,607	3,248	3,422	4,081	
営業利益	1,904	2,093	2,209	2,920	2,500
営業利益率	8.4	7.6	6.3	7.8	6.0
営業外収益	9	4	57	32	
受取利息配当金	2	2	3	4	
営業外費用	368	307	347	434	
支払利息割引料	212	219	234	280	
経常利益	1,545	1,791	1,919	2,519	2,120
経常利益率	6.8	6.5	5.5	6.8	5.0
特別損益	-2		16		
特別利益			16		
特別損失	2				
税金等調整前当期純利益	1,543	1,791	1,935	2,519	
税引前利益率	6.8	6.5	5.5	6.8	
法人税等	589	621	710	926	
法人税等 - 当期分	674	557	757	1,006	
法人税等調整額 - 繰延分	-85	63	-47	-80	
親会社株主に帰属する当期純利益	955	1,170	1,217	1,577	1,310
親会社株主に帰属する当期純利益率	4.2	4.3	3.5	4.2	
EBITDA	1,932	2,149	2,305	3,019	2,600
EBITDAマージン	8.5	7.8	6.6	8.1	6.2

(一株当たり情報：円)

一株当たり年間配当金	25.00	26.00	27.00	40.00	45.00
EPS	133.87	161.72	166.82	215.92	180.2
潜在株式調整後EPS	131.82	160.42	165.7	214.84	
BPS	842.6	982.6	1,113.8	1,302.8	

(流動性・安全性・レバレッジ)

流動比率、%	223.3	205.6	287.9	185.2	
現預金/総資産、%	19.0	18.6	24.7	15.7	
株主資本比率、%	24.5	25.6	25.5	21.8	
財務レバレッジ X	4.08	3.91	3.93	4.58	
D/Eレシオ X	2.63	2.37	2.46	3.04	
ネットD/Eレシオ X	1.86	1.64	1.49	2.32	

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：2020/3期までは単独決算

バランスシート・キャッシュフロー計算書

百万円	2020/3期単	2021/3期連	2022/3期連	2023/3期連	2023/9期連
資産合計	24,725	27,962	31,982	43,442	43,458
流動資産	24,112	26,794	30,585	41,850	41,737
現金同等物及び短期性有価証券	4,710	5,192	7,908	6,819	7,917
売上債権	3	2	177	329	343
棚卸資産	19,121	21,133	21,955	33,829	32,953
固定資産	613	1,168	1,397	1,592	1,721
有形固定資産	82	195	186	174	163
無形固定資産	22	308	353	411	499
投資その他の資産	509	665	858	1,007	1,059
投資有価証券	197	304	502	539	
貸倒引当金 - 固定	-187	-174	-149	-139	-139
繰延税金資産 - 固定	28	47	31		30
流動負債	10,798	13,030	10,623	22,596	18,750
買入債務	1,376	2,344	1,172	2,179	1,533
未払金・未払費用	274	357	448	570	
短期借入債務	8,154	9,240	7,031	17,679	13,596
短期借入金 (リース債務含む)	4,110	3,758	4,272	9,834	7,330
一年内返済の長期借入債務	4,044	5,481	2,759	7,845	6,266
前受金	156	61	84	133	
固定負債	7,866	7,781	13,139	11,274	13,990
長期借入金 (リース債務含む)	7,408	6,642	12,257	10,325	13,058
社債	400	1,058	770	802	768
株主資本等合計	6,060	7,150	8,145	9,478	10,615
資本金	596	609	616	617	619
資本剰余金	546	559	534	536	537
利益剰余金	4,908	5,899	6,907	8,286	9,344
新株予約権	10	9	7	8	6

百万円	2020/3期単	2021/3期連	2022/3期連	2023/3期連	2023/9期連
営業活動によるキャッシュフロー	160	237	127	-9,307	-4,048
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	28	56	96	99	100
投資活動によるキャッシュフロー	-176	-578	28	-286	-231
有価証券及び投資有価証券の売却	-135	-4	-195	-90	
関係会社株式の取得・売却		-57			
有形固定資産の取得及び売却	-19	-149	-15	-22	-37
無形固定資産の取得及び売却	-25	-266	-59	-49	-37
財務活動によるキャッシュフロー	879	823	2,560	8,504	4,671
短期借入金の収入・返済	2,144	-352	514	5,561	
長期借入による収入	6,831	7,867	9,287	9,209	11,887
社債の発行	400	700	200	100	
長期借入金の返済	-8,304	-7,209	-7,220	-5,655	-9,342
社債の償還	-130	-29	-48	-468	-468
株式の発行	94	25	17	2	3
株式の償還及び消却	0	0		-48	
支払配当金	-149	-180	-189	-197	-291
現金及び現金同等物の増加額	863	482	2,716	-1,089	392
現金及び現金同等物期首残高	3,837	4,700	5,182	7,898	7,515
現金及び現金同等物期末残高	4,700	5,182	7,898	6,809	7,907
フリーキャッシュフロー	-16	-341	155	-9,593	-4,279

出所：SPEEDAよりSIR作成
注：2020/3期までは単独決算

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレームー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp