

白銅

(7637・東証1部)

2015年12月17日

非鉄金属を中心とした独立系金属専門商社

ベーシックレポート

(株) QBR
中村 宏司

会社概要

所在地	東京都千代田区
代表者	角田 浩司
設立年月	1949/11
資本金 (2015/9/30 現在)	1,000 百万円
上場日	2000/3/9
URL	http://www.hakudo.co.jp/
業種	卸売業

主要指標 2015/12/15 現在

株価	1,234 円
年初来高値	1,587 円 (6/4)
年初来安値	1,080 円 (1/7)
発行済株式数	11,343,300 株
売買単位	100 株
時価総額	13,998 百万円
予想配当 (会社)	39.0 円
予想EPS (アナリスト)	95.22 円
実績PBR	1.03 倍

アルミ、伸銅、ステンレス、特殊鋼などの加工・販売

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。メーカーなどの傘下にはない独立系の金属専門商社である。事業は標準品ビジネスと特注品ビジネスに区分している。標準品ビジネスでは自社工場で在庫を保有し、顧客からの注文に応じて切断や加工をして配送している。特注品ビジネスでは、工場に在庫していない製品を仕入先である材料メーカーや同業者から直接、顧客に配送している。3Dプリンター(写真)による金属製品の受託製造も行っている。



豊富な品揃え、迅速な見積り回答、翌日配達を実現

標準品ビジネスの特徴は、以下の3つ。(1)豊富な品揃え。自社ブランド品を含め、約4200品目サイズ、約5000トン以上の在庫を保有し、切断から高精度加工まで顧客の要望に応じている。(2)翌日配達。国内4工場体制により、国内全域に翌日配達が可能。(3)迅速な見積り回答。自社システムにより60分以内の見積り回答を実現。今後は顧客満足度の向上、他社との差別化、海外事業の強化で成長を図る。

16/3期上期は増益も、通期では減益を予想

直近の決算である16/3期上期の連結業績は、売上高が前年同期比13.8%増の16,161百万円、営業利益が同5.5%増の917百万円。増収増益となったが、2Qに原料市況が下落したことから、在庫評価影響による利益の押し上げがなくなり、営業利益が伸び悩んだ。QBRでは16/3期通期の連結業績見通しについて、売上高を32,500百万円→32,000百万円(前期比7%増)、営業利益を2,200百万円→1,590百万円(同22%減)に下方修正した。原料市況の下落に伴う在庫評価影響の悪化が修正の主因。在庫評価影響のほか、設備更新に伴う減価償却費も増加しており、営業減益を見込む。17/3期は標準品ビジネスの伸長により増益への回復を予想する。

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2015/3 実績	29,923	17.0	2,038	22.4	2,072	21.7	1,350	27.4	105.44	
2016/3	会社予想 (2015年12月発表)	32,000	6.9	1,590	-22.0	1,630	-21.4	1,080	-20.1	95.22
	アナリスト予想	32,000	6.9	1,590	-22.0	1,630	-21.4	1,080	-20.1	95.22
2017/3	アナリスト予想	33,000	3.1	1,700	6.9	1,740	6.7	1,150	6.5	101.39

会社概要

会社概要

● 会社概要

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。

経営者

● 経営者

代表取締役社長 角田浩司氏ほか 取締役 5 人、監査役 3 人

企業理念

● 経営理念

「私たちは、関係する全ての人に信頼されるとともに、モノづくりに関わる人々へ商品・便利・安心の提供を通じて、社会に貢献します」

図1. 5つの約束



(出所)白銅ホームページ

会社概要

沿革

● 沿革

1932年	2月	白銅商店として個人創業
1949年	11月	非鉄金属の販売を目的として株式会社白銅商店設立
1967年	5月	商号を白銅に変更
1968年	2月	コンピューターシステム導入
1974年	10月	神奈川県に工場拠点を開設
1983年	6月	大阪府に営業拠点を開設
1990年	3月	滋賀県に工場拠点を開設
1992年	4月	旧白銅（現：廣成）より金属事業に関する営業を譲受、同時に商号を銅金から白銅に変更
2000年	3月	日本証券業協会に店頭登録
2003年	5月	上海白銅精密材料有限公司を設立
2004年	10月	東京証券取引所市場の第2部に上場
2005年	9月	東京証券取引所市場の第1部に指定
2006年	2月	福島県に工場拠点を開設
2008年	5月	佐賀県に工場拠点を開設
2014年	10月	HAKUDO (THAILAND) を設立

大株主

● 大株主

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	山田 広太郎	1,371	12.08
2	山田 哲也	973	8.58
3	山田 晋司	972	8.56
4	山田 のどか	925	8.15
5	日本トラスティ・サービス信託銀行	754	6.65
6	山田 光重	681	6.00
7	山田 治男	676	5.95
8	山田 智則	676	5.95
9	山田 悦弘	340	2.99
10	山田 祐次	264	2.32

(出所) 16/3期第2四半期報告書。15年9月30日現在

事業概要

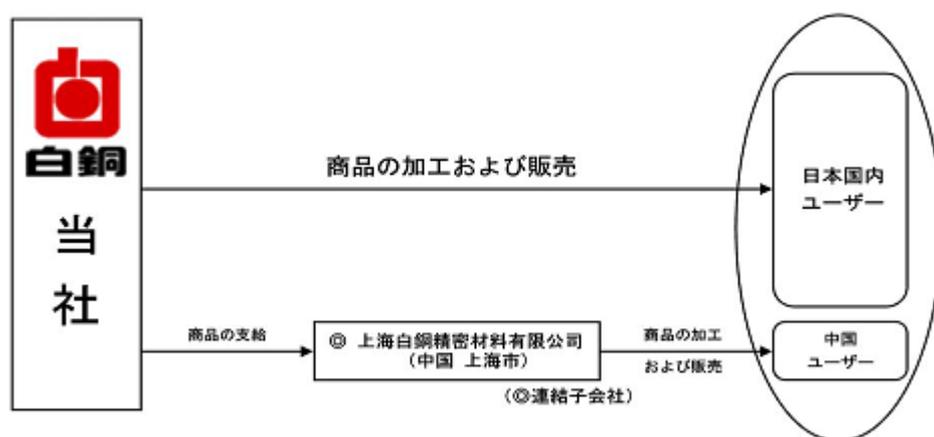
事業の内容

● 事業の内容

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。メーカーなどの傘下にはない独立系の金属専門商社である。報告セグメントは所在地別に日本、中国の2つに分類している(図2参照)。

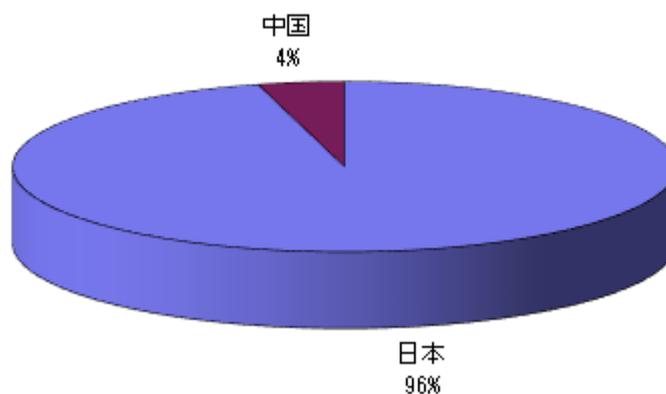
セグメント別の売上高構成比は図3の通り。全体の売上高の9割以上を占める日本では、標準品ビジネスと特注品ビジネスを行っている(図4参照)。

図2. 事業形態



(出所)白銅資料

図3. 15/3期売上高:地域セグメント別構成比



(出所)白銅資料よりQBR作成

事業概要

標準品ビジネスと特注品ビジネスを展開

図4. 事業の流れ

全国の流通業者をパートナーに
小口ニーズにきめ細かく対応



・アルミニウム・伸銅・ステンレス、
特殊鋼を中心に自社工場に在庫している

個別ニーズに応えた商品を共同開発



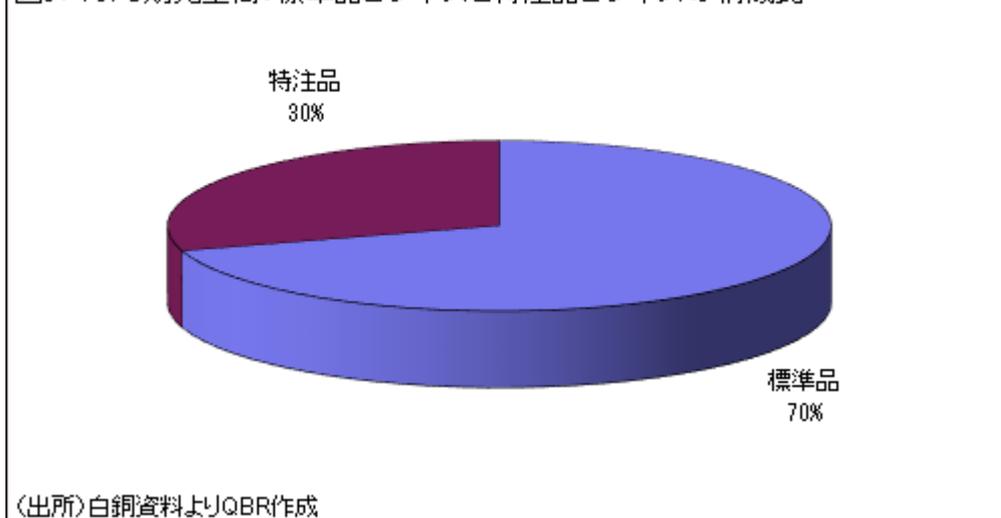
・仕入先から顧客へ商品を直送

(出所)白銅資料からQBR作成

標準品ビジネスでは、材料メーカーや同業者から約 4200 品目サイズ以上の製品を仕入れ、それを標準在庫品として常時自社工場に在庫している。その標準在庫品を顧客からの注文に応じて切断やフライス加工し、短納期で顧客である製造業者、流通業者に配送している。

特注品ビジネスでは、工場に在庫していない製品を仕入先である材料メーカーや同業者から直接、顧客である大手製造業者に配送している。中国では上海にある子会社を中心に日本と同様の事業を展開している。

図5. 15/3期売上高: 標準品ビジネスと特注品ビジネスの構成比



事業概要

標準品ビジネスの特徴

標準品ビジネスと特注品ビジネスの売上高構成比は図5の通り。7割を標準品ビジネスが占めている。標準品ビジネスでは以下の3つの特徴(利便性、白銅の強み。図6参照)がある。

- (1) 豊富な品揃え。自社ブランド品を含め、4200品目サイズ、約5000トン以上の在庫を保有。そして、切断から高精度加工まで顧客の要望に応じて提供する商品提供力。
- (2) 翌日配達。国内4工場体制により、国内全域に翌日配達が可能。
- (3) 迅速な見積回答。自社システムとお客様センターにより、60分以内の見積り回答率80%以上を実現。

図6. 白銅の強み

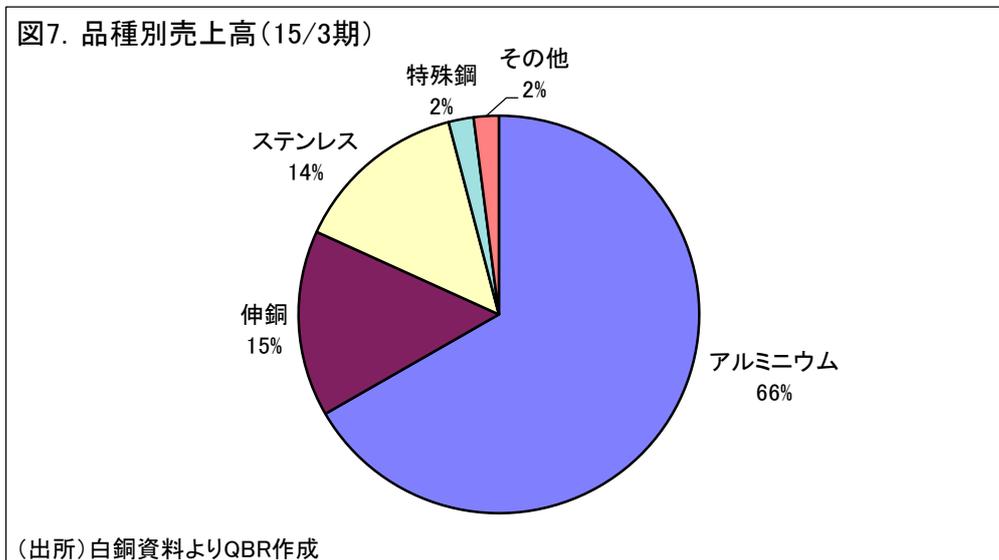


(出所)白銅ホームページ

事業概要

品種別売上高構成

品種別の売上高構成比をみると（図7参照）、アルミニウムが全体の約7割を占めている。



次期主力商品:ステンレス、特殊鋼の拡販に注力

次期主力商品として育成中なのが、金型用途の特殊鋼、中国製特注品、輸入ステンレス板および棒であり、これらの拡販に注力している。当面はアルミが6割以上を占める状況が続く見通したが、徐々に特殊鋼、ステンレスの比率を高めようとしている。

販売先をみると、多方面の業界に販売しているが、半導体製造装置業界や液晶製造装置業界への販売が多いことに特徴がある。この2つの業界への販売が全体の売上高の約4割を占めている。

成長戦略

同社では成長戦略として、(1) 顧客満足度の向上、(2) 他社との差別化、(3) 海外事業の強化、を掲げている。

顧客満足度の向上。業界トップの品質と納期、納得の価格の実現

(1)では、製造工程および設備機械等の見直しにより業界トップの品質、業界トップの納期を目指している。また、お客様センターの対応品質の向上、経費の削減等により納得の価格を実現することで顧客満足度の向上を図るとしている。

事業概要

具体的にみると、製造現場では、ロボットや省力化生産設備を積極的に導入するとともに、製造現場のIT管理を推進している。お客様センターについては、引き合いに対する回答時間の短縮や、オペレーターの対応品質の向上を図るとともに、「白銅ネットサービス」の利便性の向上を図っている。これまでも顧客満足度を向上させ業績を回復させてきており、今後は差別化商品の拡販にQBRでは期待している。

他社との差別化。 特徴ある商品と各種サービスにより独自性を追求

(2) では、特徴ある商品と各種サービスによる独自性を追求している。航空機シリーズやエコシリーズ、ハイスペックシリーズなどの特徴のある商品をはじめ、標準在庫品の品揃えを充実させる。また、カタログ規格にない商品の販売、きめ細かい加工の対応、24時間365日見積り・注文可能な「白銅ネットサービス」の普及による他社との差別化を図る。さらに15年1月から3Dプリンターによる金属製品の受託製造を開始しており、今後も新規分野に挑戦し、多様なニーズに対応していく方針である。

同社では新規分野として3Dプリンターの受託製造の拡大に期待している。3Dプリンターを導入することによるメリットは、①顧客の材料調達や金型製作の時間を大幅に短縮、②最終製品をダイレクトに造形可能、③マシンニングセンタでは困難な、複雑な形状の一体構造化の実現、④究極の多品種・少量生産の提供、などが挙げられる。同社では多品種の品揃え、きめ細かいサービス提供を強みとしており、3Dプリンターの導入により顧客満足度の向上が図られるものとQBRでは注目している。

海外事業の強化。 アジアを中心に海外事業を積極的に展開

(3) では、アジアを中心に海外事業を積極的に展開している。中国の連結子会社において、加工商品の品質向上と上海からの遠方地域（西南地域や華北地域）へ販売網を拡大していく。また、上海版「白銅ネットサービス」の導入も進めており、国内同様に中国子会社においてもサービスの効率化が図られるものと期待している。さらに、東南アジアへの進出の第一歩として、タイに現地法人を設立した（14年10月）。さらに、ベトナム、マレーシア、インドネシアの代理店と関係強化を図り、台湾、韓国、フィリピン、インドでの代理店の調査と開拓を進める方針だ。現在、海外は中国子会社がようやく利益貢献できるようになってきたが、まだ利益規模は小さい。足元では中国経済の減速、東南アジアの新興国経済の減速などの影響を受け伸び悩んでいる。しかし、中長期的には東南アジアの需要は増加が見込まれていることから、新しい現地法人の設立や代理店の拡大で、どれだけ需要を取り込めるか、今後の動向を注視していきたい。

過去の業績動向分析

営業利益は13/3期から3期連続の増益。利益率の改善が進む

過去（07/3期～15/3期）の業績動向をみると（図8参照）、リーマン・ショックの影響から10/3期に売上高、営業利益が大きく落ち込んだ後、11/3期に一旦回復に向かった。しかし、12/3期には円高の進行や、欧州債務危機に起因する世界経済の景気減速から国内製造業の新規設備投資が低迷し、再び減収となった。営業利益が大幅に減少したのは、減収に加え、棚卸資産評価方法を変更（後入先出法→総平均法）したことが響いた。仕入価格と販売価格が低下する中、総平均法の適用によりアルミニウムなどリーマン・ショック前の高値で仕入れた在庫が売上原価を増加させ利益を圧迫した。13/3期も円高の進行や、新規設備投資の低迷が続き減収となったが、コスト削減効果などにより営業利益は微増となった。14/3期、15/3期は円高の是正（円安）により製造業の輸出が回復に向かい、企業の設備投資の増加を背景に増益となった。

15/3期の営業利益は、過去最高益だった07/3期の営業利益（2,800百万円）に比べると、約7割の水準まで回復。営業利益率は07/3期の7.6%に対して、15/3期は6.8%と、9割程度まで回復し、リーマン・ショック前の08/3期（営業利益率6.7%）とほぼ同水準となった。業績悪化に伴い、人員削減や固定資産売却、業務委託の見直しなどによるコスト削減に注力したことから、営業利益率の改善が進んだ。なお、07/3期に比べ、15/3期の売上高が8割程度の回復にとどまっているのは、企業の設備投資の回復が遅れていることに加え、非鉄金属価格が低下したことによる。



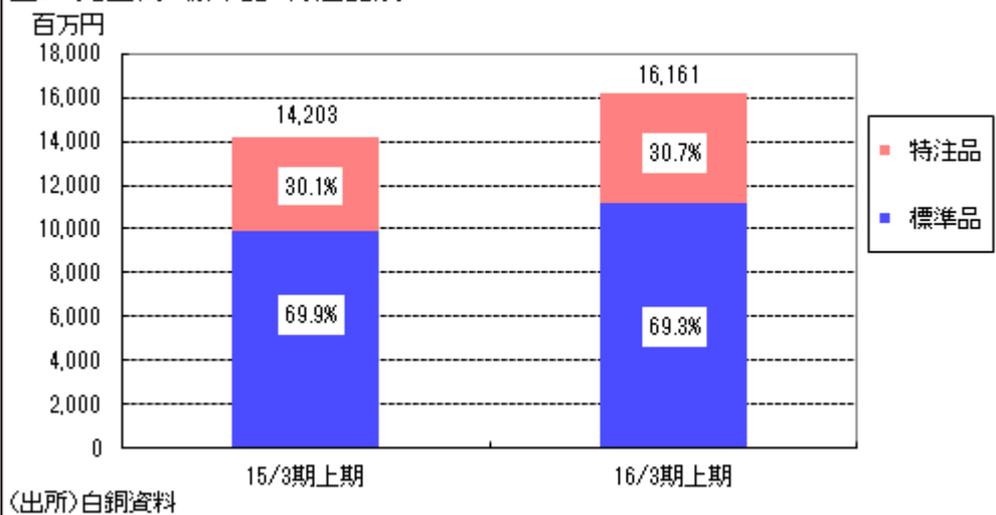
業 績

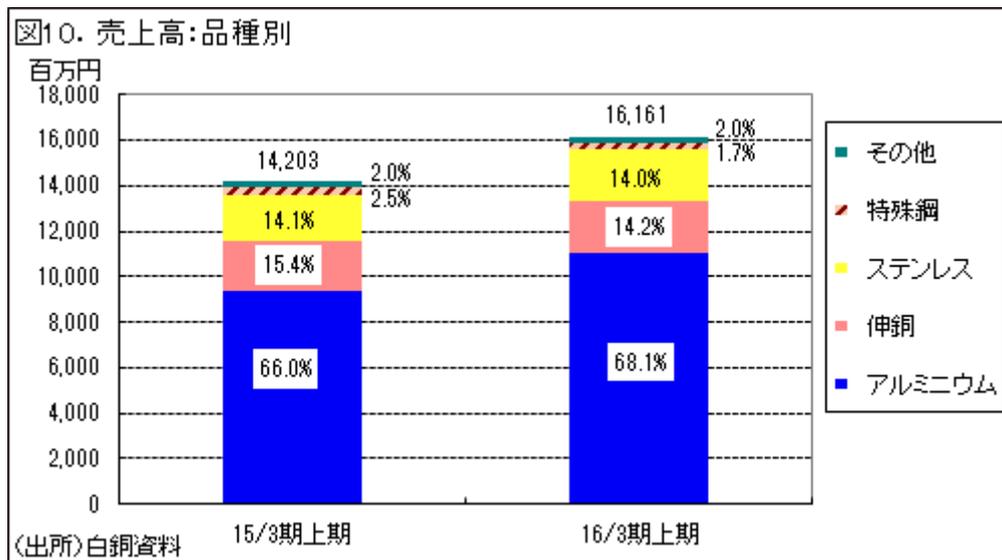
16/3 期上期は、
増収増益だが、営業利益は会社計画を下回る

16/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 13.8% 増の 16,161 百万円、営業利益が同 5.5% 増の 917 百万円となった。期初の上期会社計画（売上高 15,600 百万円、営業利益 1,030 百万円）に対しては、売上高は計画を上回ったが、営業利益は計画未達となった。

国内製造業の設備投資の増加に合わせて、標準品ビジネスが順調に販売を伸ばし、半導体関連を中心に特注品の販売も増加した（図 9 参照）。ハイスペックシリーズやエコシリーズ、航空機材シリーズなどの特徴のある商品をはじめとする標準在庫品の品揃えを充実させるとともに、3D プリンターによる金属製品の受託製造、インターネット経由で 24 時間・365 日見積り・注文が可能な「白銅ネットサービス」の普及により同業他社との差別化を図ったことも増収に寄与した。また、品種別では、主力のアルミニウムが順調に増加しており、全体の売上高が増加する中、品種別売上高比率も向上した（図 10 参照）。

図9. 売上高: 標準品・特注品別



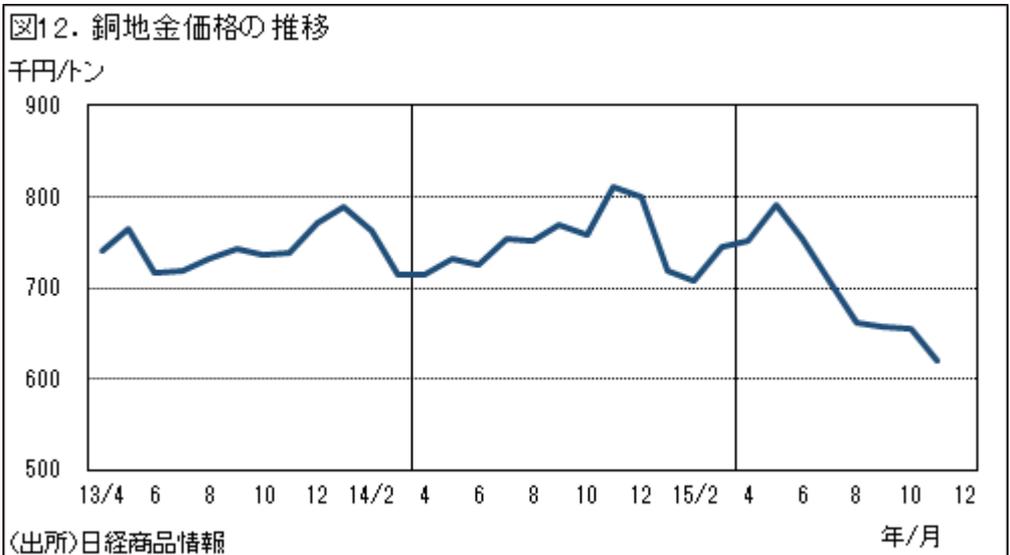


在庫評価影響の押し上げなくなり、2Q 営業利益は 1Q に比べ減少

四半期別でみると、16/3 期 1Q の連結業績は、売上高が前年同期比 20.1% 増の 8,276 百万円、営業利益が同 38.1% 増の 529 百万円。2Q の連結業績は、売上高が同 7.8% 増の 7,885 百万円、営業利益が同 20.3% 減の 388 百万円となり、1Q に比べ、2Q は売上高、営業利益ともに減少した。1Q が前年同期比で 2 桁増と大幅な増収になったのは、原料である金属価格が上昇し販売価格を引き上げたことも影響している。概ね原料価格の上昇分は販売価格へ転嫁できている。一方、2Q には金属価格が下落したことから、販売価格が低下したため、1Q に比べ売上高が減少し、前年同期比でも 1 桁台の増収にとどまった。利益面では、1Q は原料価格の上昇による販売価格の上昇で、安値在庫の払い出しによる在庫評価影響が利益を押し上げたことから、4 割近い営業増益となった。同社では原材料市況の影響により 64 百万円利益が押し上げられたと分析している。しかし、2Q には原料価格が下落したため、原料市況の在庫評価影響による利益の押し上げがなくなったことや、採算の良い半導体業界向けの販売が 1Q に比べ減少したことから、営業利益は 1Q に比べ減少した。前年同期比では、顧客満足度向上のため「白銅ネットサービス」の利便性の向上のためのシステム投資に加え、製造工程の見直しや自動化生産設備の新規導入などによる減価償却費の増加が利益を圧迫したため、営業利益は 2 桁の減益となった。

参考のためにアルミニウム地金価格と銅地金価格の推移をみると、アルミニウム地金、銅地金とも6月以降、下落に転じている（図11、12参照）。

6月以降、アルミ、銅ともに地金価格が下落



16/3 期通期は会社計画、QBR 予想ともに営業利益を下方修正

会社側は 16/3 期通期の連結業績見通しについて、売上高を 31,800 百万円→32,000 百万円（前期比 7%増）、営業利益を 2,100 百万円→1,590 百万円（同 22%減）と、期初計画を修正した。上期の売上高は計画を 561 百万円上回ったが、通期計画の売上高を 200 百万円の上乗せにとどめたのは、下期に金属価格の下落に伴う販売価格の低下を見込むためである。一方、営業利益は上期が計画未達となったことに加え、下期には原料市況の下落による在庫評価影響の悪化を織り込んだことによる。

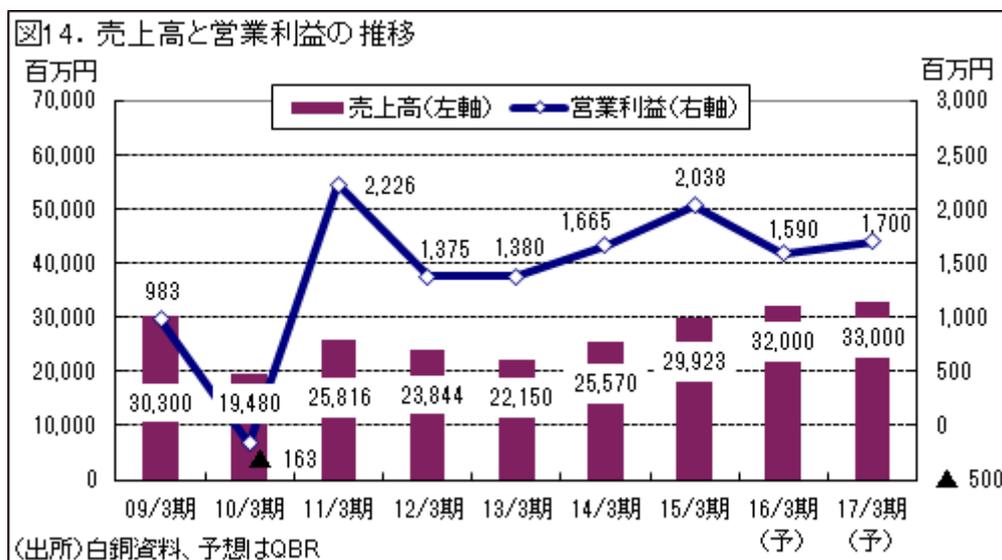
国内製造業の設備投資の回復傾向が続くとみて、顧客満足度の向上と標準在庫品の品揃えの充実により、引き続き増収を目指すとしている。営業減益になるとみているのは、原料市況の下落によるマイナス影響に加え、人員増に伴う人件費、設備機械更新に伴う減価償却費の増加を見込むためである。

QBR では、16/3 期通期の連結業績予想について、売上高を 32,500 百万円→32,000 百万円（前期比 7%増）、営業利益を 2,200 百万円→1,590 百万円（同 22%減）と従来予想を下方修正した。金属価格の下落に伴う影響を考え、会社計画が妥当なものと判断し、会社計画と同額にまで QBR 予想を修正した。

設備投資動向に関する指標として工作機械受注動向をみると（図 13 参照）、15 年 8 月まで 22 カ月連続で前年同月比プラスが続いていたが、9 月にはマイナスに転じ、10 月、11 月とマイナスが続いている。先行きに不安の兆しが出始めているが、足元の受注は堅調に推移しており、工作機械業界の落ち込みを他業界でカバーできているようだ。このため、QBR では売上高の予想を下方修正したが、下期も前年同期並みの売上高を確保できると考え、通期ベースでは増収になるとの見方を変えていない（図 14 参照）。



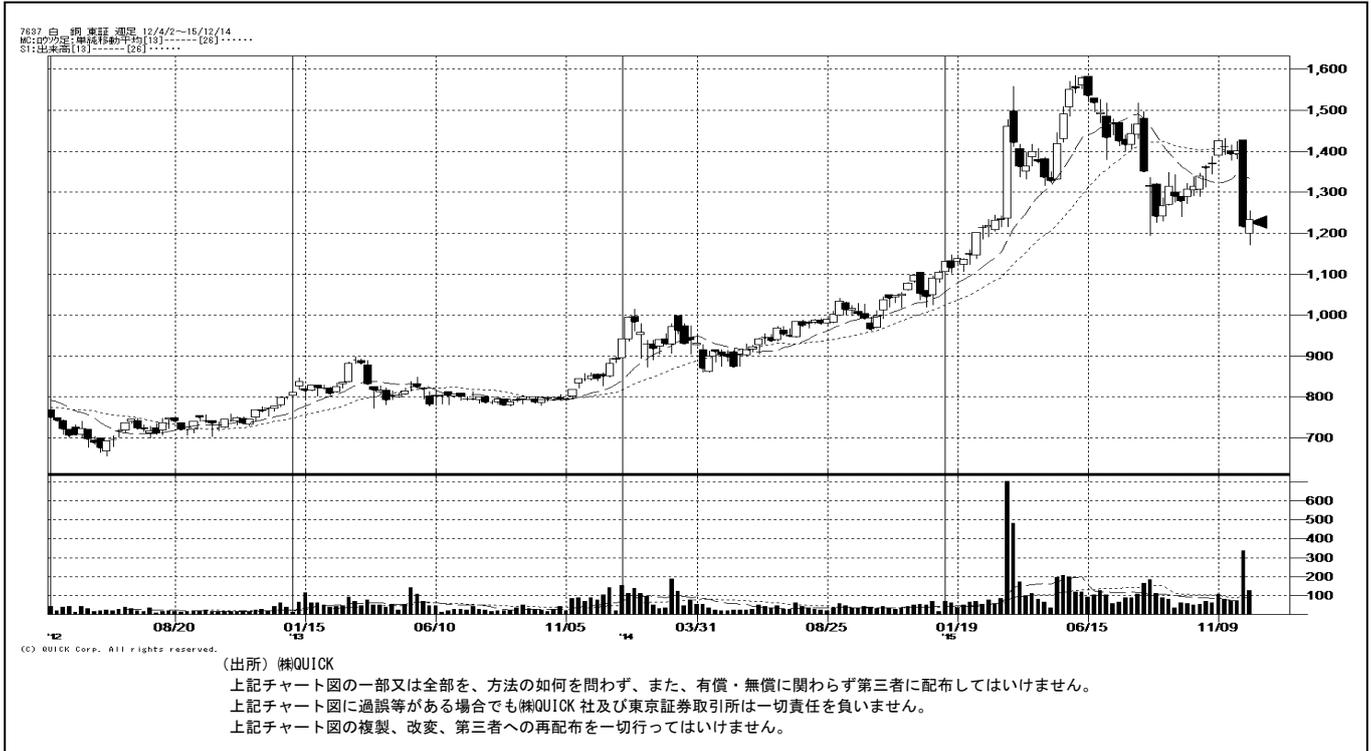
業績



17/3 期は増益予想も回復は鈍い

続く 17/3 期についても、売上高を 34,000 百万円→33,000 百万円（前期比 3%増）、営業利益を 2,350 百万円→1,700 百万円（同 7%増）と従来予想を下方修正した。金属価格の下落に伴う影響を考慮したことが修正の主因。前期比では、国内製造業向けに標準品ビジネスの伸長を見込み、「白銅ネットサービス」のさらなる普及や利用率の向上も増収に寄与するとみている。「白銅ネットサービス」については、システム投資を行い利便性の向上を図っている。「白銅ネットサービス」の現在の利用率は、見積りが全体の 6 割、注文が全体の 3 割を占めているが、今回のシステム投資により、見積りを 7~8 割、注文を 5 割まで高めたいとしている。

品種別では主力のアルミニウムの伸長を見込む。差別化商品の拡販を進めているが、中でも今後の需要拡大が見込まれる航空機向けアルミ製品の販売増を見込んでいる。また、従来から進めている次期主力商品として育成中のステンレス、金型用の特殊鋼の拡販も進むとみている。ただ、人件費や減価償却費などの加工サービス原価の増加が見込まれることから、利益率は若干の改善にとどまると予想する。



			2013/3	2014/3	2015/3	2016/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	900	1,016	1,560	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	656	772	860	-
	月 間 平 均 出 来 高	千 株	141.4	255.5	281.1	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	22,150	25,570	29,923	32,000
	営 業 利 益	百 万 円	1,380	1,665	2,038	1,590
	経 常 利 益	百 万 円	1,366	1,703	2,072	1,630
	当 期 純 利 益	百 万 円	826	1,060	1,350	1,080
	E P S	円	64.41	82.56	105.44	95.22
	R O E	%	6.4	7.8	9.8	7.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	15,901	17,558	19,118	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	5,521	5,677	6,072	-
	資 産 合 計	百 万 円	21,422	23,235	25,191	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	8,178	9,257	11,636	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	56	29	29	-
	負 債 合 計	百 万 円	8,235	9,286	11,665	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	13,045	13,694	13,075	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	13,186	13,948	13,525	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	1,329	1,271	1,254	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-175	-1,876	-337	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-320	-410	-1,990	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	5,509	4,517	3,501	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 販売方法別のリスク

同社の販売方法は標準品ビジネスと特注品ビジネスに分かれている。標準品ビジネスでは、自社工場に常時約 4200 品目サイズの商品を在庫し、それを流通業者およびユーザーからの注文に応じて、加工して販売しているため、自社工場に大量の在庫を抱えることや、国内の景気動向の影響を受けやすいことがリスクとして挙げられる。

特注品ビジネスでは、特定の大口ユーザー向けのオリジナル規格の商品を、自社工場を介さずにメーカーから直接大口ユーザーに納品するため、特定大口ユーザーの生産動向に影響されることがリスクとして挙げられる。

● 特定業界への売上高依存度によるリスク

アルミニウムやステンレスの厚板を多方面の業界に販売している。なかでも半導体製造装置業界、液晶製造装置業界向けの売上比率が高く、同業界は、いわゆる「シリコンサイクル」や「クリスタルサイクル」に大きく影響されるため、その周期によって同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

● 非鉄金属市況による影響

主要販売商品であるアルミニウム、伸銅等の非鉄金属の価格は、国際市況によって変動している。国際市況が大きく変動した場合には、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレームー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>