



2025 年 10 月 16 日

各位

会 社 名 ベースフード株式会社  
代表者名 代表取締役 橋本 舜  
(コード番号:2936 東証グロース市場)  
問 合 せ 先 C O O 川南圭一郎  
(TEL:03-6416-8905)

## 株式会社 WARC 齋藤剛氏によるレポート公開のお知らせ

株式会社 WARC の齋藤剛氏によるレポートが公開されましたので、お知らせいたします。

本レポートは、株式会社 WARC による第三者視点での調査・分析に基づき作成されたものです。本レポートが株主・投資家の皆さまの当社事業や将来の成長可能性への理解促進に資すると判断し、公開するものであります。

詳細につきましては、別紙アナリストレポートをご参照ください。

## 下期以降のクオリティグロース実現に期待 26/2期2Q決算からのインプリケーション

- ◇ 26/2 期 2Q の営業利益は期初想定通りに黒字化を実現。広告関連費用控除前営業利益率も逦増しており、クオリティグロース実現の道をしっかりと歩んでいると言える。
- ◇ 主要 KPI が前四半期比で悪化したことから、株式市場はネガティブに反応している。酷暑と言う特殊要因もあり、成長過程では顕在化しなかった季節要因を補えきれなかったことが背景にある。下期に入り、新商品の投下、様々なペインの解消に取り組んだ結果、解約率は既に過去最低水準に低下している。2Q 実績を過度にリスク視する必要はないだろう。
- ◇ 下期以降は新商品投入に合わせ大型販促を行うなど、広告効率最大化による定期注文者獲得に注力していく。とはいえ、増収効果により営業利益は黒字を維持していく想定。クオリティグロース実現に向け、確固たるトップライングロース実現と収益性改善の両立に期待したい。

ベースフード(以下、「同社」)は、10月14日に26/2期2Q決算を開示。2Q(3か月)の売上高は3,749百万円(前年同期比-4.2%)、売上総利益2,141百万円(同+1.0%)と会社計画を若干下回っての着地。営業利益は、原価削減施策の奏功とセールスミックスの変化を理由に、しっかりと23百万円の黒字を確保した。

株式市場では、営業黒字化ではなく、同社が考えるオーガニック増収率10~15%を実績が下回ったこと、主要KPI(定期購買者数、LTV、解約率、購買単価)が前四半期比で悪化したこと、を受け大幅に下落している。

これまでは限界利益の成長によって補っていた季節要因が顕在化したことが主要KPI悪化の主要因。下期に入り、新商品の投入に加え様々な対応策も打ち出し、既に下期挽回の兆しが見えていることから、2Q 実績を過度に悲観する必要はないだろう。広告関連費用控除前営業利益率は24.9%(前四半期比+0.2pts)に向上していることから、クオリティグロース実現に向けた成長軌道にはしっかりと乗っていると捉えるべきだろう。

同社の主軸はあくまでも自社ECであり、卸はゲートウェイ的役割を果たすと我々は考えている。スーパーマーケット・量販店での展開拡大や認知向上を目的とした広告投資を通じた新規顧客獲得に注力しつつ、サービス力向上と商品バリュエーションの拡大を図ることで継続率を向上させ、LTV向上に繋げていく。LTV向上は許容されるCPAの引き上げを可能とするため、更に積極的な広告投資が可能となる。このエコシステムが機能してくると、同社のクオリティグロースが加速することになろう。依然としてポテンシャルマーケットは広く、やれることは多い。中長期目線で同社の企業価値を考えたいところである。

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。  
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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。  
本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。  
WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。  
本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。  
WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。  
投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。  
本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

齋藤 剛(WARC株式会社CFO)  
ir@warc.jp

### <株価情報>

|                    |            |          |
|--------------------|------------|----------|
| 直近株価               | 2025/10/15 | 369.000  |
| 平均株価               | 直近1ヶ月      | 453.250  |
|                    | 直近3ヶ月      | 476.098  |
|                    | 直近6ヶ月      | 467.602  |
| 高値                 | 直近1年       | 658.000  |
| 安値                 | 直近1年       | 281.000  |
| 一日出来高              | 2025/10/15 | 736,500株 |
| (出所)SPEEDAよりWARC作成 |            | 単位: 日本円  |

### <バリュエーション>

|                    |            |          |
|--------------------|------------|----------|
| 時価総額               | 2025/10/15 | 20,175百万 |
| 企業価値               | LTM        | 18,677百万 |
| PER                | 直近年度       | 180.5倍   |
|                    | LTM        | 34.6倍    |
|                    | 当期予想       | N/A      |
| PBR                | LTM        | 19.36倍   |
|                    | 直近年度       | 1.21倍    |
| 企業価値/売上高           | LTM        | 1.22倍    |
|                    | 直近年度       | 1.07倍    |
|                    | 当期予想       | 1.07倍    |
| 企業価値/EBITDA        | 直近年度       | 92.0倍    |
|                    | LTM        | 29.8倍    |
|                    | 当期予想       | 72.1倍    |
| 企業価値/営業利益          | 直近年度       | 135.0倍   |
|                    | LTM        | 33.3倍    |
|                    | 当期予想       | 96.8倍    |
| (出所)SPEEDAよりWARC作成 |            | 単位: 日本円  |

### <株価推移> 2024/10/16~2025/10/15



【決算概況】

< 四半期業績 >

(百万円)

|            | FY2/25 |       |       |       | FY2/26 |       | コメント                              |
|------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-----------------------------------|
|            | 1Q     | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q     | 2Q    |                                   |
| 売上高        | 3,664  | 3,915 | 4,000 | 3,662 | 3,946  | 3,749 | 会社計画比若干のビハインドも下期は新商品投入で挽回見込み      |
| 売上総利益      | 1,920  | 2,121 | 2,260 | 2,080 | 2,234  | 2,141 | BASE BREADシリーズリニューアルによる原価削減施策が奏功。 |
| % of Sales | 52.4%  | 54.2% | 56.5% | 56.8% | 56.6%  | 57.1% | 引き続きセールスマックスの変化もプラスに作用            |
| 販管費        | 2,358  | 2,161 | 2,027 | 1,699 | 2,313  | 2,115 | 機動的な固定費管理を継続                      |
| % of Sales | 64.3%  | 55.2% | 50.7% | 46.4% | 58.6%  | 56.4% |                                   |
| 営業利益       | -438   | -40   | 233   | 381   | -79    | 26    | 2Qは想定通り黒字に。会社計画も過達だったとのこと         |
| % of Sales | -      | -     | 5.8%  | 10.4% | -      | 0.7%  |                                   |
| 経常利益       | -437   | -47   | 229   | 378   | -80    | 26    |                                   |
| % of Sales | -      | -     | 5.7%  | 10.3% | -      | 0.7%  |                                   |
| 当期純利益      | -441   | -66   | 231   | 385   | -100   | 13    |                                   |
| % of Sales | -      | -     | 5.8%  | 10.5% | -      | 0.3%  |                                   |

< チャンネル別売上高 >

(百万円)

|      | FY2/25 |        |        |        | FY2/26 |        | コメント                                                          |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------------------------------------------------|
|      | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     |                                                               |
| 売上高  | 3,664  | 3,915  | 4,000  | 3,662  | 3,946  | 3,749  |                                                               |
| %YoY | -2.0%  | -10.4% | 15.8%  | 10.7%  | 7.7%   | -4.2%  |                                                               |
| 自社EC | 2,301  | 2,480  | 2,600  | 2,330  | 2,629  | 2,497  | 猛暑によるスキップ率上昇、一部商品の終売により定期購入者数・LTVが一時的に低下するも、新商品効果もあり前年同期水準は確保 |
| %YoY | 2.4%   | -4.3%  | 24.2%  | 8.4%   | 14.3%  | 0.7%   |                                                               |
| 卸    | 1,195  | 1,150  | 1,130  | 1,090  | 1,081  | 953    | 販売促進の谷間+季節要因に加え、定番採用による店頭での視認性低下により減収となった。下期は再度露出を強化する計画      |
| %YoY | 0.0%   | -17.9% | 4.3%   | 19.5%  | -9.5%  | -17.1% |                                                               |
| 他社EC | 226    | 220    | 220    | 170    | 248    | 223    |                                                               |
| %YoY | -20.7% | -36.8% | -6.8%  | -14.1% | 9.7%   | 1.4%   |                                                               |
| 海外   | 56     | 40     | 30     | 40     | 54     | 66     | 販売袋数は前年同期比+65%の18.2万袋。ECサイトのUX改善が奏功し、全エリアで増収となった              |
| %YoY | 366.7% | 100.0% | -44.9% | -8.1%  | -3.6%  | 65.0%  |                                                               |

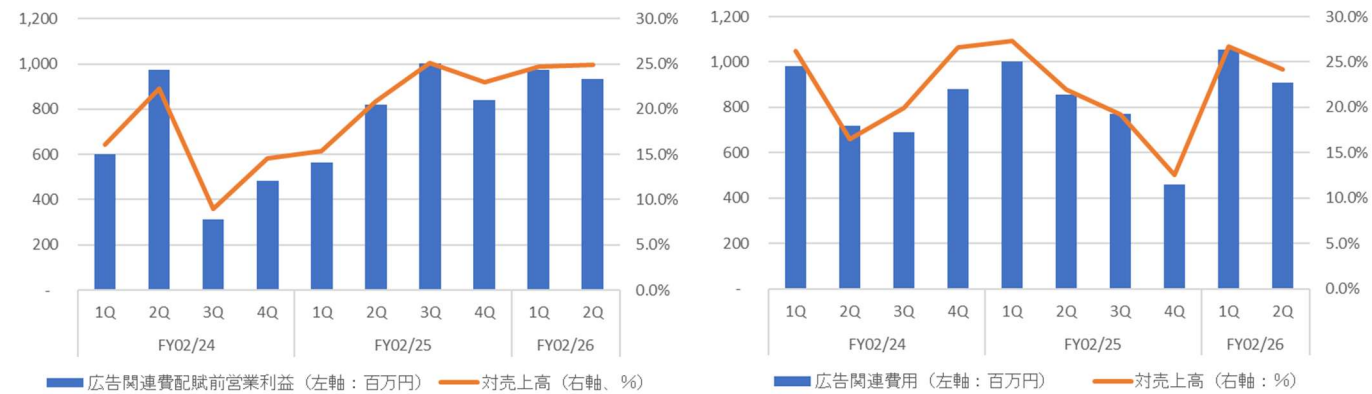
(出所) 会社資料をもとにWARC作成

< 主要KPI >

(百万円)

|                 | FY2/25 |        |        |        | FY2/26 |        | コメント                                                       |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------------------------------------------------|
|                 | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     |                                                            |
| 自社EC定期注文者数 (万人) | 21.7   | 22.4   | 22.3   | 21.7   | 23.2   | 22.9   | 酷暑により季節要因が色濃く出てしまった                                        |
| 顧客月額平均購買単価 (円)  | 5,300  | 5,400  | 5,600  | 5,650  | 5,700  | 5,590  | 一部商品終売の影響                                                  |
| 解約率 (四半期平均)     | 6.4%   | 6.1%   | 5.6%   | 4.2%   | 4.2%   | 4.7%   | 一部商品終売の影響+季節要因の顕在化 (夏場はパンが売れない)                            |
| リテールチャネル展開店舗数   | 50,808 | 50,530 | 51,676 | 50,717 | 50,113 | 49,098 | 既存商品の定番採用に伴い、棚位置や什器設置の変化した影響。下期は店頭での露出を増やすことで、店舗数・売上を伸ばす想定 |
| 店舗当たり月間売上高 (円)  | 6,950  | 7,630  | 7,190  | 7,175  | 6,590  | 6,400  |                                                            |

(出所) 会社資料をもとにWARC作成



本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

同社株価は決算発表を受け、大幅に下落した。その理由は、①売上高が前年同期比でも前四半期比でもマイナスだったこと、②自社ECにおける定期注文者数、LTVが前四半期比で減少したこと、に集約されよう。通期会社計画に対し、売上高こそ季節要因顕在化で若干ビハインドしたものの、利益段階では過達で進捗しているうえ、下期は新商品投入に合わせたプロモーション強化によって成長を加速させる計画だが、市場はその戦略を現時点では信認していない表れと言うこともできるだろう。

ここではまず、定期注文者数およびLTVが前四半期比でマイナスとなった理由を考えていきたい。同社はその理由を①スキップ率の上昇、②解約率と顧客単価の悪化、を挙げている。

- ① スキップ率の上昇
- 例年、年末年始やお盆休みの期間にはスキップ率が上昇する季節要因がある。加えて夏場はパン食が売れにくい季節でもある。これまでは季節要因を補うだけの限界利益率改善等があったものの、今期はそれを補うことができなかったというのが本質だろう。加えて、例年以上の酷暑が追い打ちをかけたとも考えられる。
- ② 解約率と顧客単価の悪化
- BASE YAKISOBAでの新規獲得の反動が出たことと、原材料価格高騰に伴う一部商品の終売が、解約率と顧客単価にネガティブな影響を与えた。ただし、下期に入り、新商品「さつまいも」の投入、BASE YAKISOBAの最低注文単位数引き下げを行った結果、8月の解約率は過去最低水準の4.1%まで低下している。
- 下期の挽回策については、業績予想で触れる。

【業績予想】

< 通期 >

| 損益計算書 |            | (百万円)   |         |         |         |         |
|-------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       |            | FY02/22 | FY02/23 | FY02/24 | FY02/25 | FY02/26 |
|       |            | 実績      | 実績      | 実績      | 実績      | 会社計画    |
| 売上高   |            | 5,546   | 9,858   | 14,874  | 15,241  | 17,413  |
|       | %YoY       | 264.2%  | 77.8%   | 50.9%   | 2.5%    | 14.2%   |
| 売上総利益 |            | 3,274   | 5,266   | 7,398   | 8,381   | 9,970   |
|       | %YoY       |         | 60.9%   | 40.5%   | 13.3%   | 19.0%   |
|       | % of Sales | 59.0%   | 53.4%   | 49.7%   | 55.0%   | 57.3%   |
| 販管費   |            | 3,728   | 6,237   | 8,301   | 8,244   | 9,777   |
|       | %YoY       |         | 67.3%   | 33.1%   | -0.7%   | 18.6%   |
|       | % of Sales | 67.2%   | 63.3%   | 55.8%   | 54.1%   | 56.1%   |
| 営業利益  |            | -454    | -971    | -903    | 137     | 193     |
|       | %YoY       |         | -       | -       | -       | 41.4%   |
|       | % of Sales | -       | -       | -       | 0.9%    | 1.1%    |
| 経常利益  |            | -461    | -995    | -891    | 124     | -       |
|       | %YoY       |         | -       | -       | -       | -       |
|       | % of Sales | -       | -       | -       | 0.8%    | -       |
| 当期純利益 |            | -463    | -1,008  | -856    | 109     | -       |
|       | %YoY       |         | -       | -       | -       | -       |
|       | % of Sales | -       | -       | -       | 0.7%    | -       |

(出所：会社資料よりWARC作成)

期初会社計画に変わりなし。上期実績は計画に対し売上高が若干の未達、営業利益は若干の過達となっている。売上高については、下期の新商品投入および積極的なプロモーションの実施によって、LTV及び定期購買者を再度増加基調に戻す算段。利益については、引き続き原価率削減に努めつつ、効率的な販売促進を行うことで、計画を達成させていく計画。25/2期はリコールに対する対応もあり、売上高よりも利益を重視した戦略を採っていたが、26/2期については売上成長優先の戦略に回帰させる計画。具体的には、増収要因の大半を自社ECとし、スーパーマーケット・量販店での展開拡大や認知向上を目的とした広告投資を通じた新規顧客獲得に注力しつつ、サービス力向上と商品バリエーションの拡大を図ることで継続率を向上させていく。これによりLTVを向上させることによって、許容されるCPAが引き上げられ、更に積極的な広告投資を可能とするエコシステム実現を目指す。

増収効果および限界利益率の向上により、売上総利益率が高まる計画だが、前期並みの利益水準を超過する部分については、将来に向けた成長投資・AI投資に回していく計画。そのため、売上高および売上総利益の成長可能性を見極めていくことが、株式価値を正しく判断するためには重要となっていくだろう。

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

【業績推移】

|         |         | 売上高    |       | 営業利益  |       | 経常利益  |       | 純利益    |       | EPS   | DPS |
|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|
|         |         | (百万円)  | (Y/y) | (百万円) | (Y/y) | (百万円) | (Y/y) | (百万円)  | (Y/y) | (円)   | (円) |
| FY02/22 | 通期      | 5,546  |       | -454  |       | -461  |       | -463   |       | -18.6 | 0.0 |
| FY02/23 | 通期      | 9,858  | 77.8% | -971  | -     | -995  | -     | -1,008 | -     | -25.4 | 0.0 |
| FY02/24 | 通期      | 14,874 | 50.9% | -903  | -     | -891  | -     | -856   | -     | -16.8 | 0.0 |
| FY02/25 | 通期      | 15,241 | 2.5%  | 137   | -     | 124   | -     | 109    | -     | 2.1   | 0.0 |
| FY02/26 | 通期 会社計画 | 17,413 | 14.2% | 193   | 41.4% | -     | -     | -      | -     | -     | -   |

(出所) 会社資料よりWARC作成

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

【企業概要】

基本情報

|        |                                                                          |
|--------|--------------------------------------------------------------------------|
| 企業名    | ベースフード 株式会社<br>(英訳名:Base Food Co., Ltd)                                  |
| 証券コード  | 2936                                                                     |
| 特色     | 完全栄養食として BASE FOOD シリーズ(パスタ、パン、クッキー)を展開。EC による定期購入を中心にコンビニなど実店舗による販売も行う。 |
| 業種     | 専門 E コマース (B to C)                                                       |
| 代表者    | 代表取締役 橋本舜                                                                |
| 住所     | 東京都目黒区中目黒 5-25-2                                                         |
| 電話番号   | —                                                                        |
| URL    | https://basefood.co.jp/                                                  |
| 設立年月日  | 2016/04/05                                                               |
| 上場年月日  | 2022/11/15                                                               |
| 主要取引市場 | 東証グロース                                                                   |
| 資本金    | 23 百万日本円(2025/08 期)                                                      |
| 取引銀行   | 三井住友銀行(鎌倉支店)                                                             |
| 従業員数   | 115 人 ( 2025/02 期 単体 )                                                   |

(出所)SPEEDA より WARC 作成

業績推移

| (単位:百万日本円) |                      | 2021/02 期<br>単体決算<br>実績 | 2022/02 期<br>単体決算<br>実績 | 2023/02 期<br>単体決算<br>実績 | 2024/02 期<br>単体決算<br>実績 | 2025/02 期<br>単体決算<br>実績 | 2026/02 期<br>単体決算<br>会社予想 |
|------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|
| PL 項目      | 売上高合計                | 1,523                   | 5,546                   | 9,858                   | 14,874                  | 15,241                  | 17,413                    |
|            | EBITDA               | -158                    | -452                    | -954                    | -868                    | 201                     | 257                       |
|            | EBITDA マージン          | -10.4%                  | -8.2%                   | -9.7%                   | -5.8%                   | 1.3%                    | 1.5%                      |
|            | 営業利益                 | -159                    | -454                    | -971                    | -903                    | 137                     | 193                       |
|            | 営業利益率                | -10.4%                  | -8.2%                   | -9.8%                   | -6.1%                   | 0.9%                    | 1.1%                      |
|            | 経常利益                 | -158                    | -461                    | -995                    | -891                    | 124                     | —                         |
|            | 経常利益率                | -10.4%                  | -8.3%                   | -10.1%                  | -6.0%                   | 0.8%                    | —                         |
|            | 親会社株主に帰属する<br>当期純利益  | -164                    | -463                    | -1,008                  | -856                    | 109                     | —                         |
| BS 項目      | 親会社株主に帰属する<br>当期純利益率 | -10.8%                  | -8.3%                   | -10.2%                  | -5.8%                   | 0.7%                    | —                         |
|            | 資産合計                 | 500                     | 1,589                   | 3,610                   | 3,277                   | 3,851                   | —                         |
|            | 株主資本等合計              | 133                     | 643                     | 1,639                   | 842                     | 1,037                   | —                         |
|            | 株主資本比率               | 26.60%                  | 40.47%                  | 45.40%                  | 25.69%                  | 26.93%                  | —                         |
|            | 有利子負債                | 61                      | 60                      | 530                     | 508                     | 810                     | —                         |
|            | D/E レシオ              | 0.46 倍                  | 0.09 倍                  | 0.32 倍                  | 0.60 倍                  | 0.78 倍                  | —                         |
|            | ROE                  | —                       | -119.33%                | -88.34%                 | -69.00%                 | 11.60%                  | —                         |
|            | ROA                  | —                       | -44.33%                 | -38.78%                 | -24.86%                 | 3.06%                   | —                         |
| CF 項目      | 営業活動による CF           | -103                    | -373                    | -733                    | -666                    | 130                     | —                         |
|            | 投資活動による CF           | -12                     | -46                     | -265                    | -229                    | 35                      | —                         |
|            | 財務活動による CF           | 379                     | 966                     | 2,458                   | 30                      | 387                     | —                         |

(出所)SPEEDA より WARC 作成

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。



## 【免責事項】

- 本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。
- 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、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。
- 本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。
- WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。
- 本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。
- WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。
- 投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。
- 本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

## Base Food

October 16, 2025

2936 JP / TSE Growth / Industry: Specialised E-Commerce - B2C

## Expectations for achieving quality growth.

Implications from the Q2 results of FY2/26.

- Operating profit for the Q2FY2/26 achieved profitability as estimated. The operating profit margin before advertising-related expenses is also steadily increasing, indicating the company is firmly on the path to achieving quality growth.
- The stock market reacted negatively as key KPIs deteriorated compared to the previous quarter. This stems from the inability to fully offset seasonal factors that were not apparent during the growth phase, compounded by the exceptional factor of intense heat. Entering the second half, efforts to launch new products and resolve various pain points have already driven the churn rate to its lowest level on record. There is no need to view the 2Q results as excessively risky.
- In the second half of the fiscal year and beyond, the company will focus on acquiring regular subscribers by maximizing advertising efficiency, including large-scale promotions timed with new product launches. That said, operating profit is estimated to remain in the black due to the revenue growth effect. To achieve quality growth, the company aims to balance solid top-line growth with improved profitability.

On October 15, Base Food ("the company") disclosed its results for Q2FY2/26. Q2 (3-month) sales were ¥3,749 million (down 4.2% yoy), with gross profit at ¥2,141 million (up 1.0% yoy), landing slightly below company projections. Operating profit held steady at a solid ¥23 million surplus, driven by successful cost reduction measures and changes in the sales mix.

In the stock market, the company's shares have fallen sharply due to its actual organic revenue growth rate falling below its plan of 10-15%, rather than achieving an operating profit, and KPI such as the number of regular purchasers, LTV, churn rate, and average purchase amount deteriorating compared to the previous quarter.

The primary reason for the deterioration in KPI is the realization of seasonal factors that had previously been offset by marginal profit growth. Entering the second half, with the launch of new products and the implementation of various corresponding measures, signs of recovery are already visible. Therefore, there is no need for excessive pessimism regarding the 2Q results. The operating profit margin before advertising-related expenses improved to 24.9% (+0.2 percentage points from the previous quarter), indicating the company is firmly on track toward achieving quality growth.

The company's primary focus remains its own e-commerce platform, with wholesale serving as a gateway function. While concentrating on acquiring new customers through advertising investments aimed at expanding presence and awareness in supermarkets and mass retailers, it will also enhance service capabilities and broaden product offerings to improve retention rates and increase LTV. Increased LTV enables higher acceptable CPA, allowing for more aggressive advertising investment. As this ecosystem functions effectively, the company's quality growth should accelerate. The potential market remains large, and there are many opportunities. We should plan the company's enterprise value from a medium-to-long-term perspective.

This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.

This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.

WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.

WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.

The content of this report is subject to change without notice.

WARC is under no obligation to update this report.

Investment decisions should be made at your own discretion.

All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Go Saito (WARC Inc. CFO)

ir@warc.jp

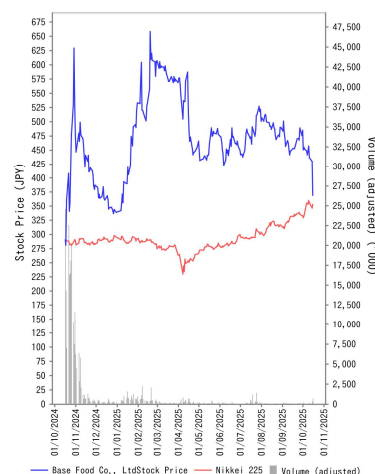
<Stock Price>

|                 |            |            |
|-----------------|------------|------------|
| Closing Price   | 15/10/2025 | 369.000    |
| Moving Average  | Last 1M    | 453.250    |
|                 | Last 3M    | 476.098    |
|                 | Last 6M    | 467.602    |
| High Price      | Last 1Y    | 658.000    |
| Low Price       | Last 1Y    | 281.000    |
| Turnover        | 15/10/2025 | 736,500    |
| (Source) SPEEDA |            | Unit : JPY |

<Valuation>

|                     |                         |               |
|---------------------|-------------------------|---------------|
| Market cap          | 15/10/2025 (Local time) | 20,175Million |
| Enterprise Value    | LTM                     | 18,677Million |
| PER                 | Latest FY               | 180.5x        |
|                     | LTM                     | 34.6x         |
|                     | Curt. Est.              | N/A           |
| PBR                 | LTM                     | 19.36x        |
| EV/Sales            | Latest FY               | 1.21x         |
|                     | LTM                     | 1.22x         |
|                     | Curt. Est.              | 1.07x         |
| EV/EBITDA           | Latest FY               | 92.0x         |
|                     | LTM                     | 29.8x         |
|                     | Curt. Est.              | 72.1x         |
| EV/Operating profit | Latest FY               | 135.0x        |
|                     | LTM                     | 33.3x         |
|                     | Curt. Est.              | 96.8x         |
| (Source) SPEEDA     |                         | Unit : JPY    |

<Stock Charts> 16/10/2024 – 15/10/2025





## Summary of Financial results

&lt;Quarterly&gt;

(Y mil)

|                   | FY2/25     |       |       | FY2/26 |       |       | Comments                                                                                       |                                                                                                                                                  |
|-------------------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | 1Q         | 2Q    | 3Q    | 4Q     | 1Q    | 2Q    |                                                                                                |                                                                                                                                                  |
| Net sales         | 3,664      | 3,915 | 4,000 | 3,662  | 3,946 | 3,749 | Slightly behind company plans. Expect to recover in the second half with new product launches. |                                                                                                                                                  |
| Gross profit      | 1,920      | 2,121 | 2,260 | 2,080  | 2,234 | 2,141 |                                                                                                |                                                                                                                                                  |
| SG&A              | % of Sales | 52.4% | 54.2% | 56.5%  | 56.8% | 56.6% | 57.1%                                                                                          | Cost reduction measures through the BASE BREAD series renewal have been successful. Changes in the sales mix continue to have a positive effect. |
|                   |            | 2,358 | 2,161 | 2,027  | 1,699 | 2,313 | 2,115                                                                                          | Continue agile fixed cost management                                                                                                             |
| Operateing profit |            | -438  | -40   | 233    | 381   | -79   | 26                                                                                             | The Q2 was profitable as estimated. The company also exceeded its own plan.                                                                      |
|                   | % of Sales | -     | -     | 5.8%   | 10.4% | -     | 0.7%                                                                                           |                                                                                                                                                  |
| Ordinary income   |            | -437  | -47   | 229    | 378   | -80   | 26                                                                                             |                                                                                                                                                  |
|                   | % of Sales | -     | -     | 5.7%   | 10.3% | -     | 0.7%                                                                                           |                                                                                                                                                  |
| Net income        |            | -441  | -66   | 231    | 385   | -100  | 13                                                                                             |                                                                                                                                                  |
|                   | % of Sales | -     | -     | 5.8%   | 10.5% | -     | 0.3%                                                                                           |                                                                                                                                                  |

&lt;Net sales by Channel&gt;

(Y mil)

|                        | FY2/25 |        |        |        | FY2/26 |       | Comments                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q    |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Net sales              | 3,664  | 3,915  | 4,000  | 3,662  | 3,946  | 3,749 |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                        | %YoY   | -2.0%  | -10.4% | 15.8%  | 10.7%  | 7.7%  | -4.2%                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Owned e-commerce       | 2,301  | 2,480  | 2,600  | 2,330  | 2,629  | 2,497 | Due to increased skip rates caused by the intense heat and the discontinuation of certain products, the number of subscription purchasers and LTV temporarily declined. However, thanks to the effect of new products, sales reached the same level as the previous year. |
|                        | %YoY   | 2.4%   | -4.3%  | 24.2%  | 8.4%   | 14.3% | 0.7%                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Wholesale              | 1,195  | 1,150  | 1,130  | 1,090  | 1,081  | 953   | Sales declined due to a combination of promotional gaps, seasonal factors, and reduced visibility in stores caused by the adoption of standard products. Plans are in place to enhance exposure again in the second half.                                                 |
|                        | %YoY   | 0.0%   | -17.9% | 4.3%   | 19.5%  | -9.5% | -17.1%                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Third party e-commerce | 226    | 220    | 220    | 170    | 248    | 223   |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                        | %YoY   | -20.7% | -36.8% | -6.8%  | -14.1% | 9.7%  | 1.4%                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Overseas               | 56     | 40     | 30     | 40     | 54     | 66    | Sales volume reached 182,000 bags, a 65% YoY increase. Improvements to the e-commerce site's user experience proved effective, driving revenue growth across all regions.                                                                                                 |
|                        | %YoY   | 366.7% | 100.0% | -44.9% | -8.1%  | -3.6% | 65.0%                                                                                                                                                                                                                                                                     |

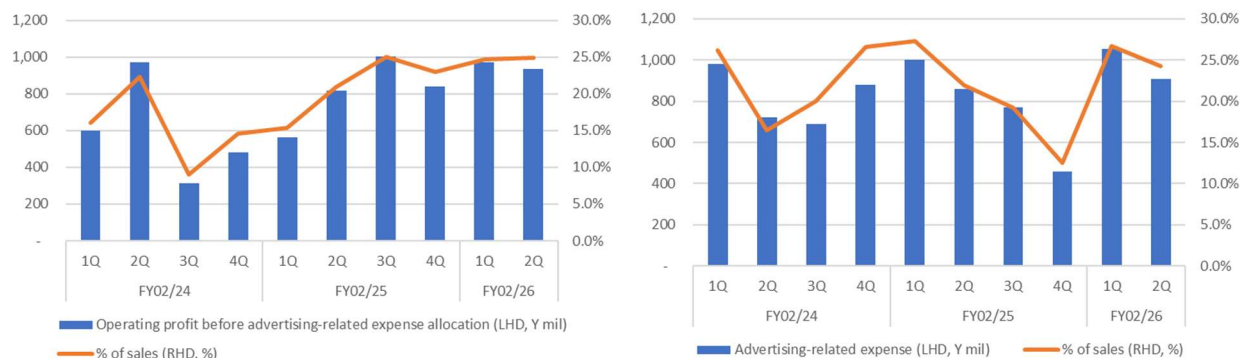
Source : Company data, WARC

&lt;KPIs&gt;

(Y mil)

|                                                       | FY2/25 |        |        |        | FY2/26 |        | Comments                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                       | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     |                                                                                                                                                                                                                                           |
| Number of owned e-commerce subscription orders(0,000) | 21.7   | 22.4   | 22.3   | 21.7   | 23.2   | 22.9   | The intense heat caused seasonal factors to become particularly pronounced.                                                                                                                                                               |
| Average monthly customer purchase price (Yen)         | 5,300  | 5,400  | 5,600  | 5,650  | 5,700  | 5,590  |                                                                                                                                                                                                                                           |
| Churn rate (Quarterly average)                        | 6.4%   | 6.1%   | 5.6%   | 4.2%   | 4.2%   | 4.7%   | Impact of discontinuing certain products + seasonal factors becoming apparent (bread sales decline during summer)                                                                                                                         |
| Number of retail stores                               | 50,808 | 50,530 | 51,676 | 50,717 | 50,113 | 49,098 |                                                                                                                                                                                                                                           |
| Monthly revenue per retail store (Yen)                | 6,950  | 7,630  | 7,190  | 7,175  | 6,590  | 6,400  | The impact of changes in shelf locations and fixture installations due to the adoption of existing products as standard items. For the second half, with plans to increase store exposure to expand the number of stores and boost sales. |

Source : Company data, WARC



This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.

This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.

WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.

WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.

The content of this report is subject to change without notice.

WARC is under no obligation to update this report.

Investment decisions should be made at your own discretion.

All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

The company's stock price fell sharply following the earnings announcement. The reasons can be summarized as follows: ① Sales declined both yoy and qoq, and ② The number of regular subscribers and LTV on the company's own e-commerce platform decreased qoq. Although sales slightly lagged behind the company plan due to seasonal factors becoming apparent, profit levels are progressing ahead of target. Furthermore, the company plans to accelerate growth in the second half through enhanced promotions tied to new product launches. However, the market's reaction suggests it does not currently trust this strategy.

Here, we first want to consider why the number of recurring subscribers and LTV declined compared to the previous quarter. The company explained this was due to: (1) an increase in skip rates, and (2) worsening churn rates and average customer value.

#### 1. Increase in Skip Rate

Seasonal factors typically cause skip rates to rise during the year-end/New Year and Obon holiday periods (August). Additionally, summer is a season when bread sales tend to be sluggish. While previous periods saw improvements in contribution margins sufficient to offset these seasonal factors, this quarter essentially failed to achieve that. Furthermore, the exceptionally severe heatwave this year likely exacerbated the situation.

#### 2. Deterioration in Churn Rate and Average Customer Spend

The negative impact on churn rate and average customer spend resulted from the rebound effect following new customer acquisition at BASE YAKISOBA and the discontinuation of certain products due to soaring raw material costs. However, entering the second half of the fiscal year, the launch of the new "Sweet Potato" product and the reduction of the minimum order quantity for BASE YAKISOBA led to the churn rate dropping to a record low of 4.1% in August.

Recovery measures for the second half will be addressed in the earnings forecast.

## Earnings forecast

Profit and loss statement

|                  |         |         |         |         | (Y mil)      |
|------------------|---------|---------|---------|---------|--------------|
|                  | FY02/22 | FY02/23 | FY02/24 | FY02/25 | FY02/26      |
|                  | Actual  | Actual  | Actual  | Actual  | Company Plan |
| Revenue          | 5,546   | 9,858   | 14,874  | 15,241  | 17,413       |
| %YoY             | 264.2%  | 77.8%   | 50.9%   | 2.5%    | 14.2%        |
| Gross profit     | 3,274   | 5,266   | 7,398   | 8,381   | 9,970        |
| %YoY             |         | 60.9%   | 40.5%   | 13.3%   | 19.0%        |
| % of Sales       | 59.0%   | 53.4%   | 49.7%   | 55.0%   | 57.3%        |
| SG&A             | 3,728   | 6,237   | 8,301   | 8,244   | 9,777        |
| %YoY             |         | 67.3%   | 33.1%   | -0.7%   | 18.6%        |
| % of Sales       | 67.2%   | 63.3%   | 55.8%   | 54.1%   | 56.1%        |
| Operating profit | -454    | -971    | -903    | 137     | 193          |
| %YoY             |         | -       | -       | -       | 41.4%        |
| % of Sales       | -       | -       | -       | 0.9%    | 1.1%         |
| Ordinary profit  | -461    | -995    | -891    | 124     | -            |
| %YoY             |         | -       | -       | -       | -            |
| % of Sales       | -       | -       | -       | 0.8%    | -            |
| Net income       | -463    | -1,008  | -856    | 109     | -            |
| %YoY             |         | -       | -       | -       | -            |
| % of Sales       | -       | -       | -       | 0.7%    | -            |

Source : Company data, WARC

No change to initial company plans. First-half results showed sales slightly below company projections, while operating profit slightly exceeded projections. Regarding sales, plans are in place to return LTV and regular purchasers to an upward trend through new product launches and aggressive promotions in the second half. For profits, we plan to achieve projections by continuing efforts to reduce the cost ratio while implementing efficient sales promotions. In FY2/25, the company's strategy was to focus on profit rather than sales, partly in response to the recall, but for FY2/26, it plans to return to a strategy of prioritizing sales growth. Specifically, the company will focus on acquiring new customers by expanding its presence in supermarkets and GMS and investing in advertising to raise recognition, while improving the retention rate by enhancing its service capabilities and increasing product valuations. By doing so, the company aims to realize an ecosystem that will raise the allowable CPA by increasing LTV and enable even more aggressive advertising investment.

The gross profit margin is expected to increase due to the effect of higher revenue and marginal profit margin, but the portion of profit in excess of the previous year's level is planned to be invested in growth and AI investments for the future. Therefore, it will be important to assess the growth potential of sales and gross profit in order to properly judge the value of the company's shares.

This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.

This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.

WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.

WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.

The content of this report is subject to change without notice.

WARC is under no obligation to update this report.

Investment decisions should be made at your own discretion.

All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

Financial Results

|         |                 | Net sales |       | OP    |       | RP    |       | NP     |       | EPS   | DPS |
|---------|-----------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|
|         |                 | (百万円)     | (Y/y) | (百万円) | (Y/y) | (百万円) | (Y/y) | (百万円)  | (Y/y) | (円)   | (円) |
| FY02/22 | FY              | 5,546     |       | -454  |       | -461  |       | -463   |       | -18.6 | 0.0 |
| FY02/23 | FY              | 9,858     | 77.8% | -971  | -     | -995  | -     | -1,008 | -     | -25.4 | 0.0 |
| FY02/24 | FY              | 14,874    | 50.9% | -903  | -     | -891  | -     | -856   | -     | -16.8 | 0.0 |
| FY02/25 | FY              | 15,241    | 2.5%  | 137   | -     | 124   | -     | 109    | -     | 2.1   | 0.0 |
| FY02/26 | FY Company plan | 17,413    | 14.2% | 193   | 41.4% | -     | -     | -      | -     | -     | -   |

(Source) Company data, WARC

This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.

This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.

WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.

WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.

The content of this report is subject to change without notice.

WARC is under no obligation to update this report.

Investment decisions should be made at your own discretion.

All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

# Company Profile

## Company Information

|                     |                                                 |
|---------------------|-------------------------------------------------|
| Company             | Base Food Co., Ltd                              |
| Ticker              | 2936                                            |
| Description         | Commercial bakeries                             |
| Industry            | Specialised E-Commerce – B2C                    |
| Representative      | Mr. Shun Hashimoto                              |
| Address             | 5-25-2 nakameguro meguro-ku meguro, tokyo japan |
| Phone               | -                                               |
| Website             | https://basefood.co.jp/                         |
| Founded             | 05/04/2016                                      |
| IPO Date            | 15/11/2022                                      |
| Main Stock Exchange | TSE Growth                                      |
| Capital Stock       | 23 JPY Million (FY2025/08)                      |
| Headcount           | 115 ( FY2025/02 Nonconsolidated )               |

(Source) SPEEDA

## Financial Summary

| (Unit: JPY Million) |                                        | FY2021/02      | FY2022/02      | FY2023/02      | FY2024/02      | FY2025/02      | FY2026/02                 |
|---------------------|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------------|
|                     |                                        | Non-con Actual | Non-con Actual | Non-con Actual | Non-con Actual | Non-con Actual | Non-con Company Estimates |
| I/S                 | Total Revenue                          | 1,523          | 5,546          | 9,858          | 14,874         | 15,241         | 17,413                    |
|                     | EBITDA                                 | -158           | -452           | -954           | -868           | 201            | 257                       |
|                     | EBITDA Margin                          | -10.4%         | -8.2%          | -9.7%          | -5.8%          | 1.3%           | 1.5%                      |
|                     | Operating Profit                       | -159           | -454           | -971           | -903           | 137            | 193                       |
|                     | Operating Margin                       | -10.4%         | -8.2%          | -9.8%          | -6.1%          | 0.9%           | 1.1%                      |
|                     | Ordinary Profit                        | -158           | -461           | -995           | -891           | 124            | -                         |
|                     | Ordinary Margin                        | -10.4%         | -8.3%          | -10.1%         | -6.0%          | 0.8%           | -                         |
|                     | Net Profit Attribute to parent company | -164           | -463           | -1,008         | -856           | 109            | -                         |
|                     | Net Margin                             | -10.8%         | -8.3%          | -10.2%         | -5.8%          | 0.7%           | -                         |
| BS                  | Total Assets                           | 500            | 1,589          | 3,610          | 3,277          | 3,851          | -                         |
|                     | Shldr' Eq.                             | 133            | 643            | 1,639          | 842            | 1,037          | -                         |
|                     | Shldr' Eq. Ratio                       | 26.60%         | 40.47%         | 45.40%         | 25.69%         | 26.93%         | -                         |
|                     | Debt(1BD)                              | 61             | 60             | 530            | 508            | 810            | -                         |
|                     | D/E Ratio                              | 0.46x          | 0.09x          | 0.32x          | 0.60x          | 0.78x          | -                         |
|                     | ROE                                    | -              | -119.33%       | -88.34%        | -69.00%        | 11.60%         | -                         |
|                     | ROA                                    | -              | -44.33%        | -38.78%        | -24.86%        | 3.06%          | -                         |
| C/F                 | Operating CF                           | -103           | -373           | -733           | -666           | 130            | -                         |
|                     | Investing CF                           | -12            | -46            | -265           | -229           | 35             | -                         |
|                     | Financing CF                           | 379            | 966            | 2,458          | 30             | 387            | -                         |

(Source) SPEEDA

This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.

This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.

WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.

WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.

The content of this report is subject to change without notice.

WARC is under no obligation to update this report.

Investment decisions should be made at your own discretion.

All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

## Disclaimer

- This report is for informational purposes only and is not intended as a solicitation or inducement to engage in investment activities, nor is it intended to provide opinions or judgments regarding investments or the other related matters.
- This report was prepared at the request of the subject company, with information provided by the company through interviews, etc. However, the information, interpretation of data, credibility, hypotheses, conclusions, and all other content in this report is based on WARC's analysis, and the accuracy, safety, and validity of the information or opinions contained in this report are not guaranteed.
- WARC assumes no responsibility for any costs or damages arising from the use of this report or information obtained from this report.
- WARC does or may do business with companies covered in this report. Accordingly, investors should be aware that WARC may have conflicts of interest that could affect the objectivity of this report.
- The content of this report is subject to change without notice.
- WARC is under no obligation to update this report.
- Investment decisions should be made at your own discretion.
- All rights to this report are reserved by WARC. All rights reserved.

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.