

日成ビルド工業株式会社

(1916 東証一部)

発行日 2016 年 6 月 29 日

拡大ステージが前倒しで実現し PER10 倍台は割安

過去 2 年で事業領域拡大を伴う2倍超の高成長

当社は、1000 m²以下の規模のシステム建築をベースに、①特化・棲み分け戦略、②技術・提案力の総合戦略を推進し、ハウス事業とパーキング事業を中心に総合技術メーカーとして強固な経営基盤を築いてきた。2013-2015年度の中期経営計画では、M&A、提携、ストック型ビジネス、海外進出を積極的に進めた。事業領域拡大を伴う高成長を実現し、2012 年度と比較して売上高は 254 億円から 555 億円、営業利益は 18 億円から 42 億円へと二倍超拡大した。昨年 11 月発表の 2016-2018 年度新中期経営計画においては、東京オリンピック後の景気変動リスクに備えた成長基盤の確立と収益安定性向上のバランスを取る戦略を打ち出した。①収益力 競争力強化のための戦略的投資、②グループシナジー追求等により、2018 年度、売上高 650 億円、営業利益 53 億円の達成を目標とした(2016 年 2 月 4 日付け弊社レポート参照)。

M&A および総合建設と開発の成長により前倒しで実現する総合化戦略

当社において注目されるのは戦略実現が大幅に前倒しで進んでいることである。決算発表時に、新中期経営計画は 2016 年度で売上高 750 億円、営業利益 56 億円へと上方修正され、当初の 2018 年度目標をはるかに上回る数値を2年前倒しで達成する計画となった。2018 年度においては売上高 850 億円、営業利益 65 億円を目指す。前倒しの第一の原動力は M&A である。本年3月に全国でプレハブハウスやユニットハウスの製造、販売、レンタルを手掛ける、建設機械大手コマツグループからコマツハウス(現システムハウス R&C、2015 年3月期売上高 163 億円)の株式を取得し子会社化した。第二は総合建設、開発などの多角化事業の拡大である。2016 年度の売上高目標は、総合建設事業で 10 億円、開発事業で 24 億円上方修正された。

更なるアップサイドが顕在化する可能性から見て割安感増大

当社の投資魅力として、まだ株価に織り込まれていない 3 つのアップサイドがある。第一がシステムハウス R&C とのシナジーである。品揃え拡大、経営資源、経営ノウハウの相互補完が期待される。第二が旧コマツハウスの親会社コマツグループの海外ネットワーク活用による海外案件拡大である。第三が、不動産価値向上力が評価され開発案件の持ち込みが一層拡大することである。以上により計画の上方修正が十分にあり得る。アップサイドへの投資に備えにエクイティファイナンスによる資金力確保も進めた。また、IT 投資、人材教育、グループシナジー加速も推進されている。なお、熊本地震における復興需要も想定される。年初来高値は更新しているものの PER10 倍程度にとどまる株価は大きなアップサイドがあり、PER14 倍 700 円程度、成長加速期待が高まれば PER20 倍の 1,000 円超も十分妥当と考える。

ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修、CFA

会 社 概 要	
所 在 地	石川県金沢市
代 表 者	森岡 篤弘
設 立 年 月	1961 年 7 月
資 本 金	7,002 百万円
上 場 日	1978 年 8 月
U R L	www.nisseibuild.co.jp
業 種	建設
従 業 員 数	495 名
主要指標 2016/6/28 現在	
株 価	531 円
52 週高値終値	559 円
52 週安値終値	333 円
発行済株式数	71,113,168 株
売 買 単 位	1,000 株
時 価 総 額	37,761 百万円
会社予想配当	18.0 円
予想当期利益ベース EPS	51.20 円
予想 PER	10.37 倍
実績 B P S	293.41 円
実績 P B R	1.80 倍

(注)EPS、PER、BPS、PBR は
自己株式数除く発行済株式数ベース。

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	年度終値株価 円	
										高値	安値
2013/3 実績	25,487	-39.1	1,847	-70.8	1,979	-69.3	1,747	-20.4	26.1	212	108
2014/3 実績	41,854	64.2	2,324	25.8	2,490	25.8	1,753	0.3	26.5	288	147
2015/3 実績	44,063	5.3	3,268	40.6	3,336	33.9	2,395	36.6	37.03	318	219
2016/3 実績	55,525	26.0	4,277	30.9	4,492	34.7	2,884	20.4	42.11	435	286
2016/9 会社予想	35,000	56.4	3,100	105.4	3,100	93.0	2,000	85.5	28.45	-	-
2017/3 会社予想	75,000	35.1	5,600	30.9	5,600	24.6	3,600	24.8	51.20	-	-

*2016 年 2 月 4 日付け弊社レポート参照: <http://column.ifis.co.jp/wp-content/uploads/2016/02/a34d9a10bd4df48f206a3ddc1cb6bf87.pdf>

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

当社の基本戦略と現中期経営計画(2013-2015 年度)および新中期経営計画の意義

当社の基本戦略
と
前中期経営計画
の戦略の骨子

価値ある空間をシステム建築で実現することが当社の最大の強み

システム建築施工例



立体駐車場施工例



日成 V スパンナーS の内部



当社がシステム建築に利用する H 型軽量鉄骨



■1961 年創業、二代目の森岡篤弘社長のリーダーシップにより拡大へ

1961 年に先代社長が 18 名でガレージ製造・販売会社として当社を発足。その後全国に工場を展開し、1978 年には大阪証券取引所市場第二部に株式上場した。上場後も全国展開及び業容拡大を続け 1996 年に東証一部上場を果たした。1998 年に二代目として森岡篤弘社長が就任。組織変革、営業体制強化、グループ力強化、M&A 戦略を進めている。

■5つの事業を展開

当社は、現在、①システム建築事業、②立体駐車場事業、③総合建設事業、④開発事業、⑤ファシリティ・マネジメント事業の5つの事業を展開している。

システム建築事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ システム建設：間口10m～40m、H型軽量鉄骨利用 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 構成部材を標準化し、設計から工場生産、現場施工までをシステム化した建築物 ▶ 日成ビルドは、日本で唯一H型軽量鉄鋼を利用したシステム建築を事業展開 ■ プレハブハウス：間口10m以下、C型鉄骨利用 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 短工期、コストパフォーマンスでニーズに応じた多様な空間を構築 ■ ユニットハウス：工場で完成したユニットを現地に運び設置
立体駐車場事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ タワー式立体駐車場：エレベーター方式。限られた敷地を最大現に活用 ■ 機械式立体駐車場：2～6段式をラインナップ ■ 自走式立体駐車場：安全性と利便性、高いコストパフォーマンスを実現 ■ メンテナンス ■ コインパーキング運営
総合建設事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ マンション・大型施設・鉄道関連工事 ■ 耐震補強・マンション大規模修繕 ■ 大型ホームセンター・医療・福祉施設・大型商業ビルなど
開発事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ マンション開発／ロードサイド開発事業
ファシリティマネジメント事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ 商業施設等の総合管理・メンテナンス事業など

(出所) 会社説明資料等より抜粋

■特化・棲み分け戦略と技術・提案力の総合戦略の推進による経営基盤確立

日成ビルド工業の目指すものは、

Space is Value: 価値ある空間の創造

というミッションに体现されている。すなわち限られた空間を最大限活用し土地のもつ価値を最大化することをミッションとしている。そのミッションを実現するために当社は、1000 m²以下の規模のシステム建築の強みをベースに、①特化・棲み分け戦略、②技術・提案力の総合戦略を推進し、強固な経営基盤を築いてきた。①としては、A:日本唯一の H 型軽量鉄骨(間口 10-40m、代表的製品「日成 V スパンナーS (左写真参照)のシステム建築市場で No.1 のポジション構築、B:折り畳み式ユニットハウスなど付加価値を創出する開発力、C:システム建築のノウハウを活かした立体駐車場事業の展開、②としては、A:ニーズ把握・一貫サポート力、B:全国同質な技術力・生産力・施工力、C:全国顧客別に対応した企画提案力、D:全国一貫体制の強化を推進してきた(次ページ図参照)。

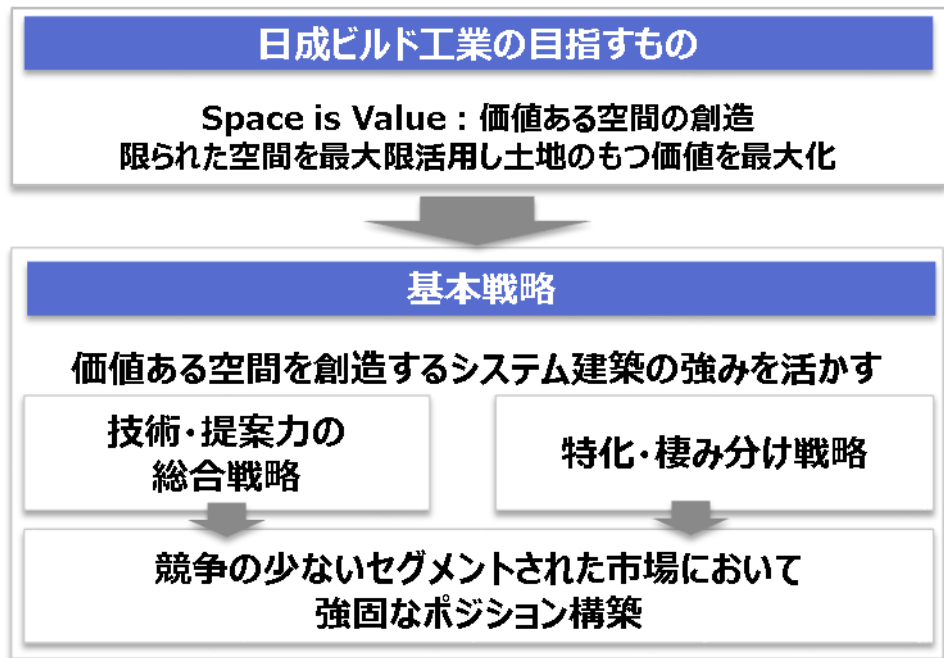
基本戦略で強固なポジションを構築

省スペースで運搬可能な組み立て式システム建築開発



(出所) 会社資料より。

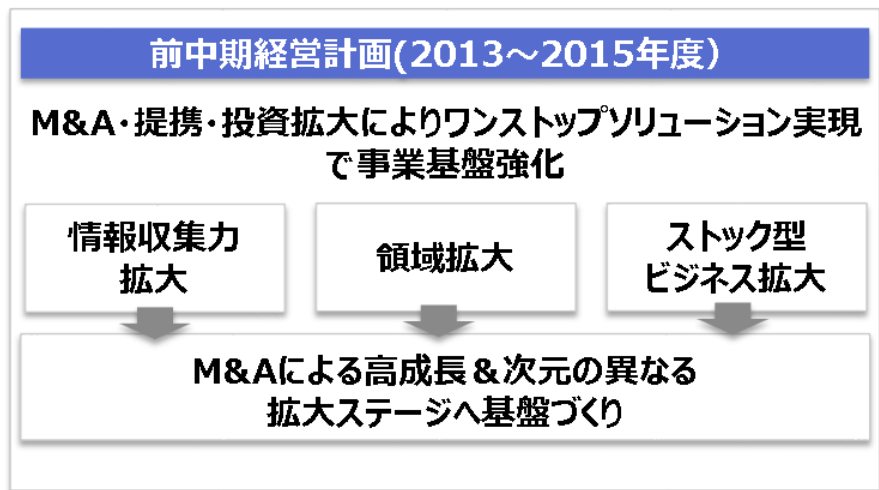
その結果、競争の少ないセグメントされた市場において強固なポジションを構築している(以上の二つの戦略の詳細な説明は、2015年1月19日付け JPR 作成レポート参照 <http://www.j-phoenix.com/pages/76/1916nissibuild20150119.pdf>)



(出所) 会社ヒアリングにより JPR 作成。

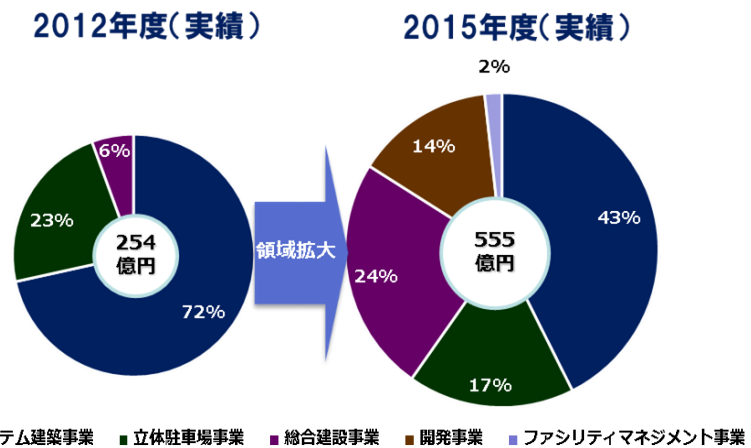
前中期経営計画で2倍超の高成長を実現

■システム建築で築いた経営基盤をベースに大幅な事業領域の拡大を実現
2013-2015 年度の中期経営計画では、ワンストップソリューションにより持続的かつ長期的な価値創造チェーンを実現することに注力してきた。情報収集力と提案力を一層強化するために、M&A、提携、ストック型ビジネス拡大、海外進出、を積極的に進め、システム建築の経営基盤をベースに大幅に事業領域の拡大を実現した。その結果、2013年3月期から2016年3月期で、売上高は254億円から555億円へ、営業利益は18億円から42億円へと二倍以上拡大した(次ページ図参照)。



(出所) 会社ヒアリングにより JPR 作成。

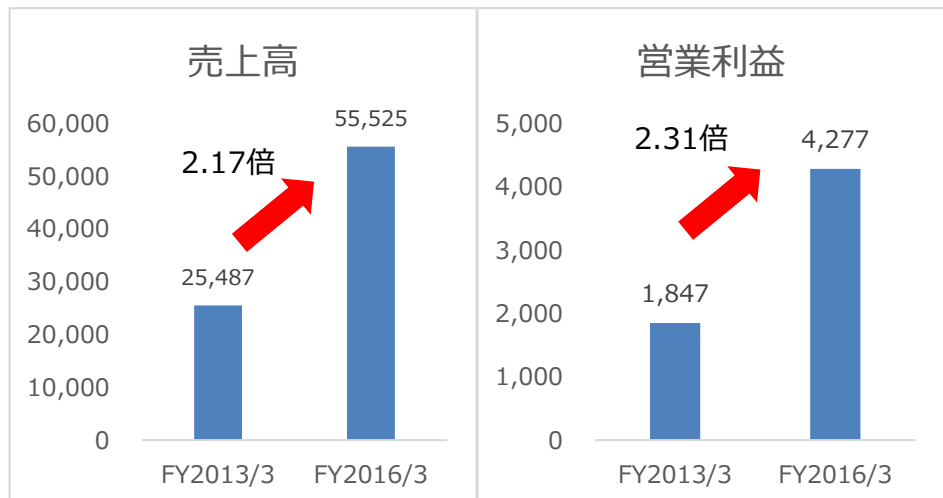
事業領域の大幅な拡大、
海外拡大への基盤が構築



(出所) 決算短信より JPR 作成。

システム建築事業の国内の市場規模は 7500 億円ほどあるが、この戦略により事業領域の拡大を伴って成長余地は大きく拡大され、さらに海外拡大への基盤が構築された。まさに「次元の異なる拡大ステージへ移行中」と形容できる変化を遂げているといえる。

売上高、営業利益ともに2
倍超へ拡大



(出所) 決算短信より JPR 作成。

新中期経営計画
の戦略の骨子

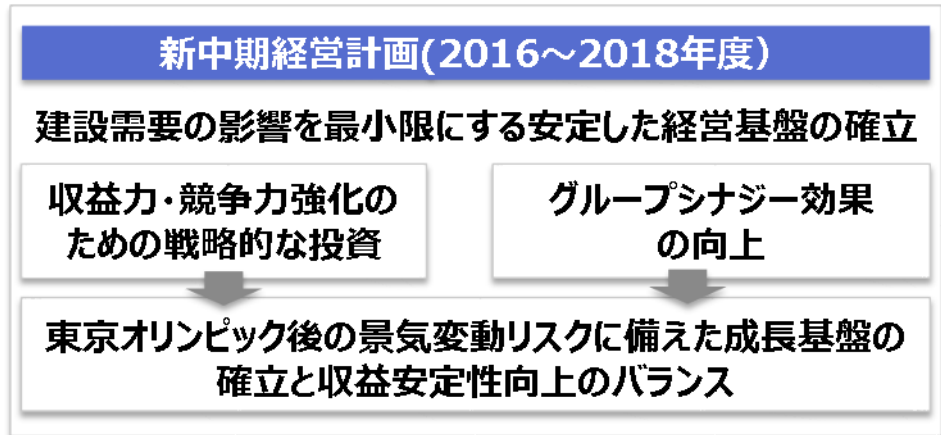
東京オリンピック後の景気変動リスクに備えた成長基盤の確立と収益安定性向上のバランスをとる戦略

■新中期経営計画において更なる飛躍へ

昨年 11 月において発表された新中期経営計画においては、持続的な成長の実現に向けた戦略を実行することにより、2018 年度において売上高 650 億円、営業利益 53 億円の達成を目指すこととされた。東京オリンピック後の景気変動リスクに備えた成長基盤の確立と収益安定性向上のバランスをとる戦略である。

具体的には、①収益力 競争力強化のための戦略的投資（優良不動産開発の促進、高収益を生み出す資産ポートフォリオの構築）、②グループシナジー効果を高めるために、「土地開発」「建設」「運用・運営」「メンテナンス・ファシリティ・マネジメント」「リニューアル」の一連のグループ事業の連携を深める。各事業間のニーズをコールセンターの活用等で積極的にヒアリングし集中管理し、シナジー追求を促進する体制も作り上げる。以上の二つの施策により、建設需要の影響を最小限にする安定した経営基盤の確立を進めることが目標とされた。

（以上の詳細については、2016 年 2 月 4 日付け弊社レポート参照：
<http://column.ifis.co.jp/wp-content/uploads/2016/02/a34d9a10bd4df48f206a3ddc1cb6bf87.pdf>）



（出所）会社ヒアリングにより JPR 作成。

昨年 11 月発表時点での成長イメージ
「ホップ」「ステップ」
「ジャンプ」

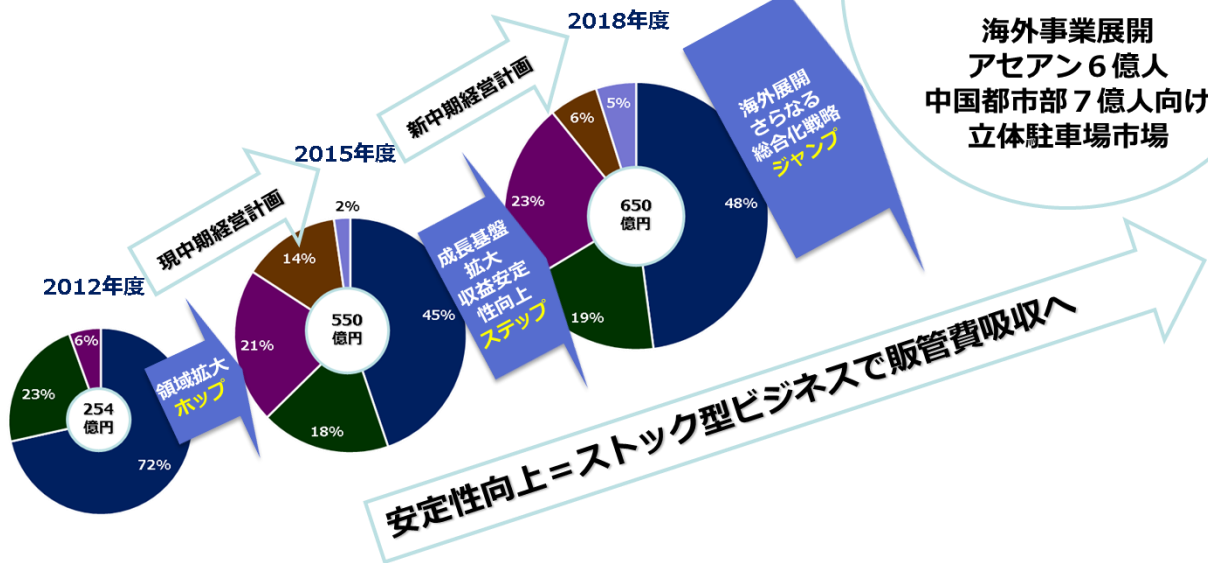
■ホップ、ステップ、ジャンプに例えれば、2016-2018 年度中期経営計画は、当初はジャンプへの準備段階として「ステップ」として評価

昨年 11 月時点での成長イメージは 2016 年度から 2018 年度において 550 億円から 650 億円という安定的なものであった。そのため、2016 年 2 月 4 日付け弊社レポートでは、以下のように形容した（一部修正）。

三段跳び「ホップ、ステップ、ジャンプ」に例えれば、事業領域を大幅に拡大した 2013-15 年度の中期経営計画は、これまでの延長線上にない成長を目指すうえで「ホップ」に相当し、2016-18 年度の中期経営計画は次なる「ジャンプ」を目指すための「ステップ」に例えられよう。現在はまだ「ジャンプ」の全容は当然ながら把握できていない状況であるが、「ジャンプ」を見据えた成長ポテンシャルが評価されれば PER10 倍程度にとどまっている株価には大きなアップサイドポテンシャルが期待できよう（次ページ図表参照）。

昨年11月時点の2016-2018年度の計画の評価 ～次なるジャンプに備える「ステップ」として位置づけ～

成長ポテンシャル向上と 安定性向上の同時達成



国内システム建築市場
7,500億円の開拓余地

優良不動産の拡大
(長期工事現場宿舎など)

海外事業展開
アセアン6億人
中国都市部7億人向け
立体駐車場市場

- システム建築事業
- 立体駐車場事業
- 総合建設事業
- 開発事業
- ファシリティマネジメント事業

(単位：百万円)	2012年度(実績)	2015年度(見通し)	2018(年度計画)
システム建築事業	18,236	24,600	31,150
立体駐車場事業	5,824	9,900	12,050
総合建設事業	1,426	11,750	14,700
開発事業	-	7,500	3,900
ファシリティ・マネジメント事業	-	1,250	3,200
合計	25,486	55,000	65,000

(出所)2016年2月4日付け弊社レポートより再掲。数値はその時点のものなので実績、上方修正は反映していない。

以上の図表で示したように、この時点で、JPRは、2016-2018年度中期経営計画は2018年度以降の「ジャンプ」に備えるための、準備段階な「ステップ」として評価していた。この見方は次ページに示すように、大幅に修正が必要となった。

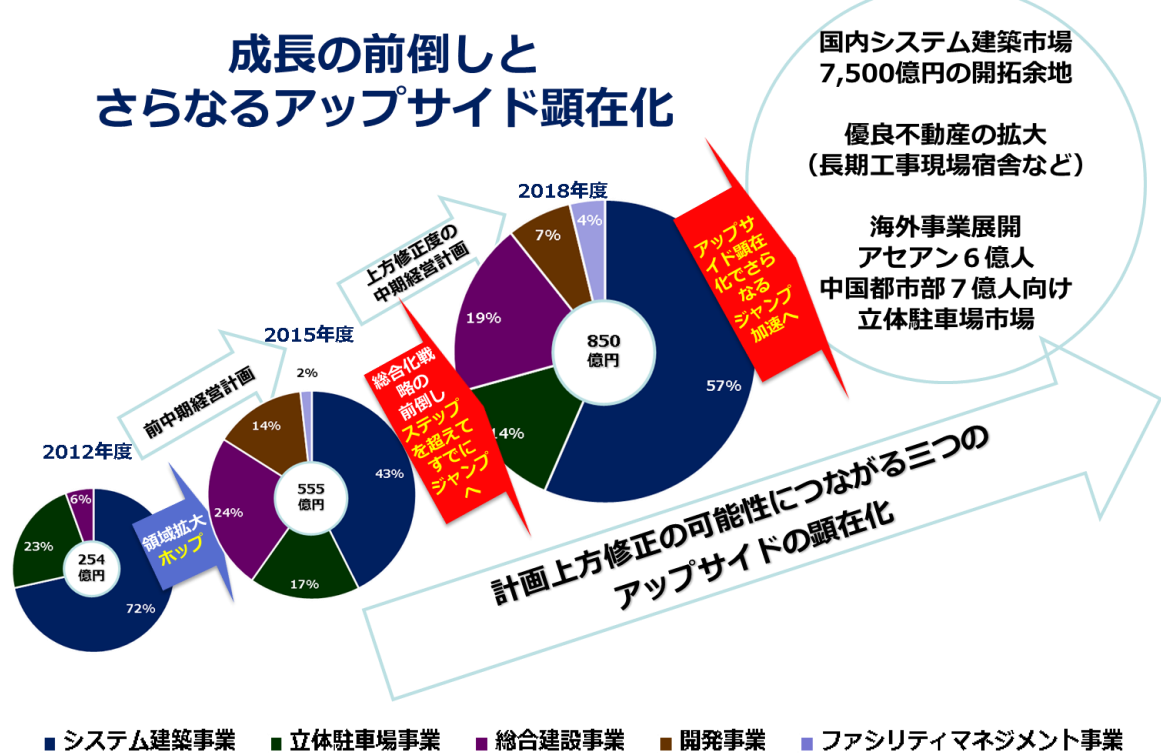
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2016～2018 年度
中期経営計画
上方修正が
持つ意義

■M&A および総合建設と開発の成長により前倒しで実現する総合化戦略

当社において注目されるのは戦略実現が大幅に前倒しで進んだことである。これにより当社の新中期経営計画の位置づけステップを超えてすでにジャンプの段階になったといえる。決算発表時に、新中期経営計画は 2016 年度で売上高 750 億円、営業利益 56 億円へと上方修正され、当初の 2018 年度目標をはるかに上回る数値を2年前倒しで達成する計画となった。2018 年度においては売上高 850 億円、営業利益 65 億円を目指す。注目されるのは計画に織り込まれていない三つのアップサイドが期待できることである。

上方修正後の 2016-2018 年度計画は「ステップ」を超えて
すでに「ジャンプ」へ
3つのアップサイドでさらなる上方修正の可能性も



■ システム建築事業 ■ 立体駐車場事業 ■ 総合建設事業 ■ 開発事業 ■ ファシリティマネジメント事業

(単位:百万円)

	2016年度計画		2018年度計画	
	修正前	修正後	修正前	修正後
システム建築事業	26,900	43,500	31,150	48,050
立体駐車場事業	10,650	10,650	12,050	12,050
総合建設事業	12,750	13,750	14,700	15,800
開発事業	3,150	5,550	3,900	5,900
ファシリティマネジメント事業	1,550	1,550	3,200	3,200
合計	55,000	75,000	65,000	85,000

(出所)会社資料より抜粋。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

営業利益、当期利益、ROE、配当等の目標は以下の通りである。2016年度計画では売上高及び当期純利益で、売上高での過去最高 69,275 百万円(1992 年度)、当期純利益の過去最高 3,338 百万円(1991 年度)を更新する。ROE も修正前にくらべて 2-3%ポイント程度改善する。一株当たり当期純利益は 10 円程度それぞれ増加する。

(単位:百万円)

	中期経営計画						
	2015年度 実績	2016年度		2017年度		2018年度	
		修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後
売上高	55,525	55,000	75,000	60,000	80,000	65,000	85,000
営業利益	4,277	4,200	5,600	4,700	6,100	5,300	6,500
経常利益	4,492	4,200	5,600	4,700	6,100	5,300	6,500
当期純利益	2,884	2,800	3,600	3,200	4,000	3,600	4,300
ROE	15%	13%	16%	14%	16%	14%	16%
1株当たり 当期純利益	42円	40円	51円	46円	57円	52円	61円

(出所)会社決算説明会資料より抜粋

前倒しの第一の原動力は M&A である。本年3月に全国でプレハブハウスやユニットハウスの製造、販売、レンタルを手掛ける、建設機械大手コマツグループからコマツハウス(現システムハウス R&C、2015年3月期売上高 163 億円)の株式を取得し子会社化した。取得割合は全株式の 85%、金額は 56 億円である。ほぼ純資産見合いで購入した。第二は総合建設、開発などの新たに多角化した事業の拡大である。2016年度の売上高目標が総合建設で 10 億円、開発で 24 億円上方修正された。既に述べたように、ホップ、ステップ、ジャンプに例えれば、上方修正後の 2016-2018 年度の中期経営計画は、すでに「ジャンプ」と位置付けることができよう。会社発表資料によれば、ほぼ純資産簿価で購入しており、のれん代の影響がほとんどないことが注目される。

新中期経営計画の 高い実現可能性

■実現可能性が高い中期経営計画の目標

「ジャンプ」と表現できる伸びとなったものの、2016年度の目標は 2015年度の実績に、システム R&C 社の 2015年度の実績の数値と足元で確実な売上を加算し、従来の目標に 200 億円上乘せしたものの過ぎない。従って、実現可能性は高いといえる。また、その後の目標もむしろ次ページ以降詳細に述べるアップサイドがあり、さらに数値化は現状では困難であるが、熊本震災に伴う復興需要によるシステム建築需要も想定される。ちなみに東日本大震災では 3 年間にわたり合計で 290 億円もの売上需要につながった。こうした状況を考えると中期経営計画の目標はむしろ保守的といえよう。

三つの
アップサイド

■更なるアップサイドが顕在化する可能性

当社の投資魅力として、更なるアップサイドが3点で顕在化することがある。これらはまだ計画には織り込まれておらず今後顕在化することで計画の上方修正の可能性は十分にある。

まず、①システムハウス R&C とのシナジーの効果があげられる。品揃え拡大、お互いの経営資源、経営ノウハウの相互補完が期待される。次に②旧コマツハウスの親会社コマツグループの海外ネットワーク活用による海外案件の拡大である。さらに③不動産価値向上力が評価され開発案件の持ち込みが拡大していることがあげられる。

アップサイド①
システムハウス
R&C とのシナジー

■これから本格化するシステムハウス R&C 社とのシナジーの効果

以下の極めて多様なシナジー効果が期待される。これらのアップサイドはまだ全く計画には織り込まれていない。今後これらを精査し、シナジーの効果が明らかになれば計画の修正の可能性が想定される。

シナジー効果	内容	期待される財務効果
商品サービス	<ul style="list-style-type: none"> ● 日成ビルド社は大間口のシステム建設に強み ● システムハウス R&C 社は小型のシステムハウスの品揃えが豊富 ● システムハウス R&C 社は日成ビルド社が手掛けていないレンタル事業を展開 	売上拡大 販売費の売上高比率の改善
販売チャンネル	<ul style="list-style-type: none"> ● コマツグループのゼネコン経由の営業ルート活用 	売上拡大 販売費の売上高比率の改善
経営資源ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ● システムハウス R&C 社は工場が1か所のみ。今後は、日成ビルド社の工場（生産センター、全国網羅7か所）を活用し外注費削減、工場の稼働率向上へ ● その他経営ノウハウ 	工場の稼働率向上 総資産回転率向上 売上原価率の改善

（出所）会社ヒアリングより JPR 作成。


コマツグループの持つゼネコンとのネットワークは長期工事現場等の作業員宿舎事業において大きなシナジーが期待


上記の中で、コマツグループのゼネコン経由を活用した営業シナジーは、日成ビルド社が今後、優良不動産として注力している長期工事現場等の作業員向け宿舎事業（下図参照）において大きな効果が期待される。

長期工事現場等の作業員向け宿舎事業

↓

宿舎施設+備品+運営を一体化し、
【宿泊料金】で運営する
ワンパッケージ化した宿舎事業を推進



<p>日成ビルド工業株式会社</p> <p>1 宿舎の設計・施工・レンタル</p> <ul style="list-style-type: none"> ●宿舎棟と厚生棟の建設から解体・撤去まで ●各種設備機器(エアコン・トイレ・浴室)を完備  <p>●厚生棟(食堂) ●浴室 ●宿舎(シングルルーム)</p>	<p>株式会社ジー・エフ・エル</p> <p>2 備品・消耗品のレンタル</p> <ul style="list-style-type: none"> ●各種備品(TV・冷蔵庫・洗濯機・厨房機器)のレンタル ●トイレトーパー、玄関マットなどの補充・交換 <p>3 食事・清掃など運営サービス</p> <ul style="list-style-type: none"> ●作業員の健康に配慮した給食サービス(1日3食) ●風呂、厨房、トイレなどの日常清掃業務、リネンサプライ <p>4 作業員の斡旋 オプション</p>
---	---

(出所)会社資料より抜粋。

大規模で長期間にわたる土木工事では、人里はなれた山奥などに作業員のための大規模な宿舎に加え、食堂、コンビニ、娯楽施設など生活を不便なく実現する大規模な総合施設の建設が必要になる。また生活必需品などのレンタルなども必要となる。これらをワンストップで提供し高付加価値な開発案件へと育成する。

システムハウス R&C 社の持つ大組織運営ノウハウも日成ビルド社にとって成長を支える上でプラス

なお、経営ノウハウのシナジーとしては、世界的大企業のコマツグループで培われた、大企業の組織運営ノウハウがあげられる。日成ビルド社が今後拡大するうえで、成長を支える組織づくり等でプラスに寄与することが想定される。また、ヒアリングによれば、システムハウス R&C 社の導入している基幹システムは、日成ビルド社が導入を予定していた基幹システムと同じであるため、IT システム面での統合は極めて円滑に進むと予想される。

**アップサイド②
海外投資案件
の拡大**

コマツグループの海外ネットワークを活用し海外事業拡大へ

■コマツグループの海外ネットワーク網の活用

システムハウス R&C 社には元の親会社のコマツグループの出資も 15%残っている。コマツグループの海外ネットワークによる情報網の活用により、海外投資案件の情報収集力が拡大することが期待される。海外事業売上高は 2018 年度までに 20 億円の売上高の達成が目標とされている。海外については、マレーシアの立体駐車場の運営管理・システム事業を展開する会社に共同出資するなど、拡大に積極的である。この動きが加速されることが期待される。

海外事業売上高(2018年度) 20億円を目指す



- タイ 同国内で最大規模のタワー式駐車場受注
- インドネシア 同国において立体駐車場を初受注



(出所) 決算説明会資料より抜粋。

アップサイド③
優良不動産の
開発事業拡大

■不動産価値向上力により開発案件の拡大が加速

当社が持つワンストップで不動産の持つ空間の価値を、システム建築や総合建築のノウハウおよびメンテナンス、管理運営で向上力させていく能力により対象不動産範囲が拡大している。以前からの強みであるコンビニエンスストア開発や、すでに説明した長期工事現場等の作業員宿舎開発に加え、以下の二つがある。

①土地区画整理事業:

昨年 12 月に横浜市の施行地区面積約 23.9haの土地区画整理事業の工事代行業者に選定(事業施行予定期間 2022 年3月まで)

土地区画整理事業のイメージ図



(出所) 会社資料より抜粋。

	<p>②ホテル開発： 横浜市でホテル開発用に 2,250 m²の土地を購入した。建設や施設の維持管理は同社が行い、ホテル業は委託業者を選定予定である。</p> <p>以上のように開発対象の範囲のおよび規模が拡大している。こうした動きを加速させるために、当社は金融機関出身者を採用し、金融機関が持つ豊富な不動産情報をさらに体系的に収集していく予定である。</p>
<p style="text-align: center;">アップサイドを支える 基盤強化</p> <p>財務体質強化、グループシナジー強化、ストック型ビジネスの強化という三つの強化策で万全な基盤づくり、収益安定化を図る</p>	<p>■アップサイドを支えるための三つの基盤強化策</p> <p>アップサイドを支えるために当社は、①エクイティファイナンスによる財務強化、②グループシナジー強化、③ストックビジネス型ビジネスの強化、を推進している。</p> <p>①エクイティファイナンスによる財務体質の強化</p> <p>2014年度から2015年度にかけて新株予約権を利用したエクイティファイナンスを実施し約19億円の株主資本の拡充を行った。システムハウスR&C社の買収金額の3割を賄ったことになる。大規模な買取にもかかわらず財務体質はネットDEレシオで見て0.3と良好な水準を保っている。グロスDEレシオで見ても1以下に抑制されている。</p> <p>②グループシナジー強化</p> <p>A:大規模コールセンター設置による顧客の情報を集約 大規模コールセンター設置による顧客の情報を集約し、建物引渡し後もお客様の事業をバックアップ</p> <p>B:グループ総合力を活かした提案型営業の推進 グループ商談情報共有案件の拡充を推進(約60億円)</p> <p>C:グループ基幹システムの構築 グループ事業の見える化促進&スピード経営(2017年10月運用開始)を推進</p> <p>③ストック型ビジネスの強化</p> <p>A:事業ストックの強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ● システム建築建物のレンタル事業、機械式駐車場のメンテナンス事業、機械式駐車場のメンテナンス事業、駐車場・駐輪場の運営管理事業、流通店舗等のファシリティサービス事業 <p>B: 優良不動産の開発</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 大手コンビニエンスストア、長期工事現場等の作業員向け宿舎、ホテル <p>これらは全て各グループ事業の収益化に繋げる不動産開発ビジネスであり、事業拡大とともに収益安定化に貢献する。2018年度において、これらのストック型ビジネスで80億円程度の売上総利益の計上を目指している。これは2018年度における販管費をほぼカバーすると予想される。景気が悪化し仮にフロー型の事業の売</p>

	<p>上高がゼロになったとしても安定的なストック型ビジネスで固定費を吸収し経営が安定することで、赤字回避、経営基盤の維持が可能となり、長期的なアップサイドの顕在化を実現していくことが可能となる。</p>
<p style="text-align: center;">想定される景気後退 リスクと対応策</p> <p>当社の景気悪化への対応策への取り組みは不動産・建設業における銘柄選択における重要ファクター</p>	<p>■景気後退による建設需要の急速な落ち込みへの対応</p> <p>6月16日の日銀の金融政策決定会合において、緩やかな回復が続いているとの景気判断が示される一方で、6月23日の国民投票で英国のEU離脱が過半数を占めたことによる世界経済の混乱等も想定され、円高も進み99円台に上昇するなど短期的には景気後退リスク要因が高まっている。長期的には東京オリンピック後の景気低迷が不動産・建設業界にとってはリスクファクターである。</p> <p>建設業界に所属する当社にとっても、想定外の景気悪化によって、景気動向に影響を受けやすいフロー型の事業の売上高が急速に低下することは、最大のリスクである。既に示した三つの基盤強化策は、こうした景気リスクへの対応策としても評価できる。</p> <p>英国のEU離脱による影響が不透明な中で、再びリーマンショックのような急激な景気後退が起こる可能性が完全には否定できない状況になってきたが、リーマンショックにおいては、不動産・建設セクターでは(株)アーバンネットコーポレーションが倒産するなど上場企業でも破たんが相次いだ。帝国データバンクによれば、2008年度は上場企業の倒産件数は45件でそのうち不動産・建設関連が31件と約四分の三を占めた。倒産要因別には販売不振が最も大きな要因であった。</p> <p>■不動産・建設業において景気悪化への対応策は銘柄選択の重要ファクター</p> <p>当社を含めて、上場企業といえども不動産・建設関連企業にとって景気悪化による急速な売上減少に備えることは極めて重要である。投資家から見てもアップサイドのみならず景気悪化に備えた対応策を重視する経営姿勢を持つ企業に投資することが不動産・建設関連企業への銘柄選別できわめて重要な視点である。</p> <p>当社は、三つの強化策によって経営安定化を図り、特にストック型ビジネスの強化によって、景気に左入されにくい安定的な収益により販管費をカバーすることを重視し、また同時に財務体質も強化してきた。こうした当社の景気悪化に対して備える経営姿勢は、銘柄選別において重要な要素としてとらえるべきであろう。</p> <p>倒産リスク回避の最小化は、株主価値の視点で見れば資本コスト軽減につながり株価の長期的な下支え、指標的にはPERの向上に貢献すると考えられる。</p>

エクイティ
ファイナンスの
総合評価

既存株主に配慮がなされた
資金調達方法

「拡大ステージによる利益
向上」→「株価上昇」→「新
株予約権行使による資金
調達」→「投資活動拡大に
よるさらなる利益向上」とい
う好循環を生みだす

希薄化を回避する株主価
値を考慮して500円行使価
格の新株予約権は全て消
却

■エクイティファイナンスの評価

既に述べたように、当社はエクイティファイナンスを利用して財務体質の強化を進めた。具体的には、2014年11月26日に、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、1000万個の新株予約権を発行した。自己株式を活用した第三者割当である。11月26日の終値は290円であり、その価格を上回る三つの行使価格、300円、350円、500円が設定され、行使されるとそれぞれ3百万株、3百万株、4百万株の株式が発行されることになった。行使価格は、発行日の株価を上回っており、株価が上昇しない限り希薄化はおきないため、既存株主に配慮がなされた資金調達方法を利用したといえる。全て行使されると3,950百万円の資金調達がなされることになっていた。

	第1回新株予約権	第2回新株予約権	第3回新株予約権
発行数	3,000,000 個	3,000,000 個	4,000,000 個
発行価額の総額	1,140,000 千円	840,000 千円	1,000,000 千円
発行価額	0.38 円	0.28 円	0.25 円
行使価額	300 円	350 円	500 円
「行使価額の修正」の項目	有	有	有
行使請求期間	3 年間	3 年間	3 年間
行使許可条項	有	有	有

(出所) 会社開示資料より抜粋

行使については、当社の承諾を必要とするので、株価インパクトや、第三者割当された後の市場での売却動向などが配慮される工夫がなされた資金調達方法であるといえる。資金使途としては、リース用建物資産及びコンビニ等の土地・店舗等の取得、M&A 資金に充てられるとされた。

弊社 2015 年 1 月 19 日付レポートでは以下のようにこの資金調達を評価した。『新株予約権の発行による資金調達によって、「拡大ステージによる利益向上」→「株価上昇」→「新株予約権行使による資金調達」→「投資活動拡大によるさらなる利益向上」という好循環が生まれるかどうか注目されよう。』



当社は、まさにこのレポートで期待した通りに好循環を生み出した。2014 年 11 月時点での 2016 年 3 月期の目標は売上高 500 億円、営業利益 35 億円、当期純利益 22.5 億円であったが、実績は売上高 555 億円、営業利益 42 億円、当期純利益 28 億円となり全て上回った。また、すでに述べたように大規模な M&A も実現した。その上で、発行当時の株価 290 円の2倍近くの株価上昇を達成し、300 円、350 円の新株予約権を行使し約 19 億円の資金調達を実施し、大規模な M&A に備えた財

務体質の強化も実現した。

なお、当社は、株価が今年6月に入って、500円を大きく上回ったことから、6月10日付で500円を行使価格とする新株予約権は全て取得して消却すると発表した。今後も成長が著しいものの、株価が500円を上回ったことから希薄化を考慮して消却に踏み切った。後述で詳細に示しているようにDCF分析等から見て、JPRとしては当社の妥当株価は、700円程度はあると見ている。500円の行使価格は割安と判断できる。このような視点で割安な価格でのファイナンスを避けるために消却する意思決定を下したと推測できる。株主価値を意識したバランスの取れた判断と評価できよう。

全体としてみれば、資金調達ニーズと既存株主価値への配慮について総合的にバランスの取れたエクイティファイナンスとして高く評価できる。

各種財務指標の レビュー

■指標は安定的に推移

成長率は2016年度(2017年3月期)に大きく成長するがその後は安定的な成長の計画となっている。これはすでに述べたように各種アップサイドを含んでいないため保守的なものであると考えられる。

売上高利益率、営業利益率等は基本的に足元横這いである。ROAは1%ポイント近く改善している。ネットD/Eレシオはすでに述べたエクイティファイナンスにより0.2から0.3へと拡大幅が抑制されている。総資産回転率はわずかに改善している。総じて安定的に推移しており、特段問題はないといえる。

	実績 2015/3	実績 2016/3	中期計画 2017/3計	中期計画 2018/3計	中期計画 2019/3計
売上高成長率	5.3%	26.0%	35.1%	6.7%	6.3%
システム建築事業成長率	21.0%	3.1%	84.0%	5.1%	5.1%
販売事業(フロー型)成長率	22.7%	4.9%	75.9%	6.5%	7.4%
レンタル事業(フロー型)成長率	17.7%	-0.5%	101.8%	2.3%	0.7%
システム建築事業成長率	24.4%	3.1%	84.0%	5.1%	5.1%
立体駐車場事業成長率	4.8%	12.5%	11.6%	5.2%	7.6%
販売事業(フロー型)成長率	4.1%	8.5%	11.9%	4.6%	7.4%
メンテナンス事業(ストック型)成長率	-8.9%	19.9%	12.7%	4.2%	8.0%
駐車場運営・管理事業(ストック型)成長率	35.3%	18.7%	9.0%	8.6%	7.9%
総合建設事業(フロー型)成長率	-20.6%	14.2%	2.4%	7.6%	6.8%
開発事業(ストック型)成長率	-	793.3%	-29.9%	4.5%	1.7%
売上総利益率	16.9%	16.7%	-	-	-
販売費及び一般管理費の売上高比	9.5%	9.0%	-	-	-
営業利益利益率	7.4%	7.7%	7.5%	7.6%	7.6%
ROA	8.0%	8.9%	-	-	-
ネットD/Eレシオ	0.20	0.31	-	-	-
期末総資産回転率	1.01	1.05	-	-	-

(出所)決算短信等よりJPR作成。

DCF モデルおよび比較類似会社分析によるバリュエーション

DCF モデルによる
分析

PER13-14 倍の 700 円程度は達成してもおかしくない

■センシティブリティ分析の概要

当社のビジネスモデルは極めて独自のものであり、企業価値を考えるうえで比較類似会社を見つけることは困難である。そこで足元の財務数値および中期経営計画の内容をベースに、DCF 法で企業価値推計をおこなった 2018 年度以降の成長率はゼロとおいて試算した。WACC を 5%から 10%に変化させた場合の株価の試算結果は以下の通りである。（詳細な前提は 17 ページ）

	株価推計(円)	株価 (円)	今期EPSベース PER
WACC	5.0%	1,056	20.6
	6.0%	851	16.6
	7.0%	705	13.8
	8.0%	596	11.6
	9.0%	512	10.0
	10.0%	444	8.7

(出所)JPR

当社の WACC は 4.5%と推計している。保守的にその2倍の9%ときわめて高い WACC で今の株価に相当する。7%で 700 円の株価、5%の WACC では 1000 円を超える株価となる。DCF から見て 1000 円程度、PER20 倍程度の上昇があっても違和感ない。今後、織り込まれていない3つのアップサイドが顕在化する可能性を考えれば、今の株価水準は投資魅力が高いといえる。

比較類似会社
からの示唆

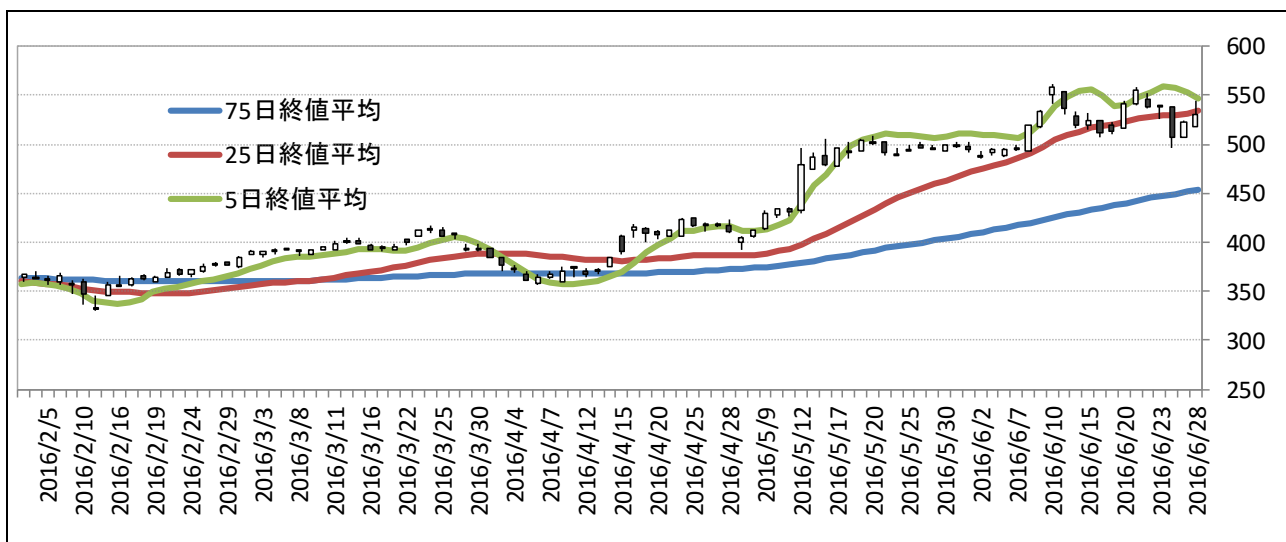
■比較類似会社からの示唆

参考のために、東洋経済の小分類で当社が分類されているセクターで、時価総額 200-1000 億円で赤字会社を除いた企業 13 社の PER 等をまとめたのが次ページの表である。当社の PER(単純に時価総額÷当期利益で算出)は 13 社の中位の水準であるが、これまで示してきた成長ポテンシャルと安定性向上を踏まえると上位 25%の水準、15.8 倍の PER、株価でいえば今期見通しの EPS51.2 円×15.8 倍の=808 円まで上昇しても違和感はない。

コード	企業名	前期実績 営業利益率	今期計画 営業利益率	今期実績 期末ROE	今期実績 期末ROA	前期実績 PER	今期計画 PER	前期 PBR	前期実績 EBITDA倍率	今期計画 EBITDA倍率	成長性 売上高
4212	積水樹脂	13.8%	13.9%	7.9%	8.8%	10.9	10.6	0.84	4.0	3.9	0.6%
5011	ニチレキ	9.0%	9.2%	7.2%	7.8%	7.5	6.5	0.47	0.6	0.6	3.3%
5273	三谷セキサン	8.7%	7.9%	7.7%	7.4%	11.6	15.8	1.21	4.3	4.6	1.0%
5282	ジオスター	4.2%	6.1%	7.1%	5.7%	18.6	20.4	1.48	12.1	9.7	2.4%
5959	岡部	9.2%	9.4%	8.7%	7.9%	9.3	9.3	0.81	4.6	4.5	3.6%
6581	日立工機	1.9%	3.9%	3.9%	4.0%	67.5	17.1	0.67	14.1	7.8	20.3%
7438	コンドーテック	6.9%	6.7%	11.7%	10.6%	9.2	8.9	0.98	3.5	3.5	3.2%
7463	アドヴァン	31.4%	29.8%	14.4%	16.6%	18.8	12.5	1.91	8.6	7.6	8.5%
7821	前田工織	12.8%	12.7%	12.9%	11.5%	11.6	10.7	1.38	6.2	5.7	11.9%
7943	ニチハ	7.5%	8.0%	9.2%	8.0%	10.8	10.0	0.92	4.8	4.5	3.4%
9663	ナガワ	15.1%	14.8%	7.7%	11.1%	24.2	21.1	1.62	6.0	5.7	10.1%
9991	ジェコス	7.9%	8.4%	12.6%	8.5%	7.6	6.8	0.85	5.6	5.0	5.6%
1916	日成ビルド工業	7.7%	7.6%	19.4%	11.6%	13.1	10.5	1.83	8.9	7.0	20.0%
	平均	10.5%	10.7%	10.0%	9.2%	17.0	12.3	1.15	6.4	5.4	7.2%
	最大	31.4%	29.8%	19.4%	16.6%	67.5	21.1	1.91	14.1	9.7	20.3%
	上位25%	12.8%	12.7%	12.6%	11.1%	18.6	15.8	1.48	8.6	7.0	10.1%
	中位	8.7%	8.4%	8.7%	8.5%	11.6	10.6	0.98	5.6	5.0	3.6%
	下位25%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	9.3	9.3	0.84	4.3	4.5	3.2%
	最小	1.9%	3.9%	3.9%	4.0%	7.5	6.5	0.47	0.6	0.6	0.6%

(出所) 東洋経済四季報等より JPR 作成。6/29 時点

100 営業日の株価(円)



(出所) Factset 等より JPR 作成。

	実績		中期計画		（単位：百万円、倍）		
	2015/3	2016/3	2017/3計	2018/3計	2019/3計	2020/3予	2021/3予
売上高	44,063	55,525	75,000	80,000	85,000	85,000	85,000
システム建築事業	22,926	23,641	43,500	45,700	48,050	48,050	48,050
販売事業（フロー型）	15,481	16,234	28,550	30,400	32,650	32,650	32,650
レンタル事業（フロー型）	7,444	7,407	14,950	15,300	15,400	15,400	15,400
立体駐車場事業	8,486	9,547	10,650	11,200	12,050	12,050	12,050
販売事業（ストック型）	5,355	5,810	6,500	6,800	7,300	7,300	7,300
メンテナンス事業（ストック型）	1,777	2,130	2,400	2,500	2,700	2,700	2,700
駐車場運営・管理事業（ストック型）	1,353	1,606	1,750	1,900	2,050	2,050	2,050
総合建設事業（フロー型）	11,764	13,434	13,750	14,800	15,800	15,800	15,800
開発事業（ストック型）	886	7,915	5,550	5,800	5,900	5,900	5,900
ファンシリティマネジメント事業（ストック型）	0	985	1,550	2,500	3,200	3,200	3,200
フロー型売上高	40,047	42,889	63,750	67,300	71,150	71,150	71,150
ストック型売上高	4,016	12,636	11,250	12,700	13,850	13,850	13,850
ストック型の割合	9.1%	22.8%	15.0%	15.9%	16.3%	16.3%	16.3%
売上総利益	7,434	9,252	12,560	13,500	14,410	14,410	14,410
販売費及び一般管理費	4,166	4,975	6,960	7,400	7,910	7,910	7,910
（売上高比）	9.5%	9.0%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
のれん	12	116	116	116	116	0	0
営業利益	3,268	4,277	5,600	6,100	6,500	6,500	6,500
支払利息等	70	72	98	104	93	77	57
（有利子負債平残金利）	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
経常利益	3,336	4,492	5,600	6,100	6,500	6,500	6,500
税引前利益	3,261	4,440	5,600	6,100	6,500	6,500	6,500
法人税等	866	1,563	2,000	2,100	2,200	2,200	2,200
（法人税等+税引前利益）	26.6%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
当期純利益	2,395	2,884	3,600	4,000	4,300	4,300	4,300
売上総利益率	16.9%	16.7%	16.7%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
営業利益率	7.4%	7.7%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
期末ベース							
ROE	15%	16%	17%	17%	16%	14.2%	13.0%
ROA	7.5%	8.1%	8.7%	9.1%	9.3%	9.3%	9.3%
ネットD/Eレシオ	0.20	0.31	0.32	0.21	0.11	0.01	-0.08
期末総資産回転率	1.01	1.05	1.17	1.19	1.21	1.21	1.21
配当	461	710	1,116	1,403	1,501	1,501	1,501
内部留保	1,934	2,174	2,484	2,597	2,799	2,799	2,799
一株益(円)	37	42	51	57	61	61	61
一株配当年間(円)	11	16	18	20	21	21	21
配当性向	29.7%	38.1%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

	2015/3	2016/3	2017/3計	2018/3計	2019/3計	2020/3予	2021/3予
現金	4,492	5,724	7,732	8,247	8,763	8,763	8,763
手元流動性			0	0	0	0	0
受取手形売掛金	14,641	17,654	23,846	25,436	27,025	27,025	27,025
棚卸資産	8,318	5,006	6,762	7,213	7,663	7,663	7,663
その他流動資産	879	913	913	913	913	913	913
償却対象資産	4,971	5,180	6,997	7,463	7,930	7,930	7,930
土地	4,445	10,276	10,276	10,276	10,276	10,276	10,276
のれん以外の無形固定資産	261	332	332	332	332	332	332
のれん	23	349	233	117	0	0	0
投資その他の資産	5,632	6,903	6,903	6,903	6,903	6,903	6,903
その他資産	30	353	353	353	353	353	353
総資産	43,695	52,690	64,346	67,253	70,158	70,158	70,158
支払手形買掛金	11,344	12,182	16,455	17,552	18,649	18,649	18,649
その他流動負債	6,421	6,171	8,335	8,891	9,447	9,447	9,447
短期借入金債等	3,268	7,484	10,376	9,033	7,486	4,687	1,888
長期借入金債等	4,358	4,367	4,367	4,367	4,367	4,367	4,367
その他固定負債	1,605	1,762	1,762	1,762	1,762	1,762	1,762
純資産	16,698	20,724	23,051	25,648	28,447	31,246	34,045
資本金	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002
資本剰余金	1,973	2,836	2,836	2,836	2,836	2,836	2,836
利益剰余金	7,821	9,938	12,422	15,019	17,818	20,617	23,416
自己株式	-1,051	-135	-135	-135	-135	-135	-135
株主資本	15,744	19,641	22,125	24,722	27,521	30,320	33,119
評価換算差額等	886	886	886	886	886	886	886
新株予約権	67	95	40	40	40	40	40
負債及び純資産	43,695	52,690	64,346	67,253	70,158	70,158	70,158
現金+売上高×365	37.2	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6
受取手形売掛金+売上高×365	121.3	116.1	116.1	116.1	116.1	116.1	116.1
棚卸資産+売上高×365	68.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
売上高+償却対象資産①	8.9	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7
売上高+土地②	9.9	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
①+②	18.8	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
支払手形買掛金+売上高×365	94.0	80.1	80.1	80.1	80.1	80.1	80.1
その他流動負債+売上高×365	53.2	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6
減価償却費	593	660	648	770	820	845	845
（減価償却費/平残償却対象有形固定資産）	13.3%	9.0%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
推計償却資産設備投資	846	869	2,465	1,237	1,286	845	845
土地投資	-41	5,831	0	0	0	0	0
会社設備投資	846	869	2,465	1,237	1,286	845	845

WACC	5.0%					
	2017/3計	2018/3計	2019/3計	2020/3予	2021/3予	永久価値
NOPAT	3,664	4,067	4,360	4,350	4,337	
減価償却費	648	770	820	845	845	
設備投資	-2,465	-1,237	-1,286	-845	-845	
運転資本増加	-1,511	-388	-388	0	0	
FCF	336	3,213	3,506	4,350	4,337	4,337
ディスカウントファクター	0.952	0.907	0.864	0.823	0.784	15.671
現在価値FCF	320	2,914	3,029	3,579	3,398	67,958
NPV		81,198				
有利子負債		11,851				
現金		4,879				
株主価値		74,226				
推計株価(円)		1,056				

ディスクレーム

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン(以下、発行者)が、「ANALYST NET」のブランド名(登録商標)で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。