

フジコー (2405 東証マザーズ)

発行日: 2012/8/20
 調査日: 2012/8/10
 調査方法: 企業訪問

**産業廃棄物処理業中堅で、一般廃棄物の受入やバイオマス電力の販売を併営。
 2013年6月期は施設改修一巡等により業績は回復すると予想。**

> 決算サマリー

- ◆ 2012/6 期は施設改修工事や食品系リサイクルの不調で大幅減益
- ・2012/6 期の業績は、売上高 1,866 百万円(前期比 9.5%増)、営業利益 97 百万円(同 21.2%減)、経常利益 24 百万円(同 41.7%減)、純利益 5 百万円(同 92.8%減)。配当金は 5 円を継続(配当性向は 237%)。
- ・主な減益要因は、飼料化する廃棄物の収集難航と、主要設備である焼却・発電施設の非定期改修工事に伴う稼働日数減少。廃プラスチック類等の受入量を拡大も、これらの影響を消し込めなかった。
- ◆ 13/6 期は改修一巡、売電価格向上・廃棄物飼料化復調を予想
- ・今期の会社予想は、売上高 1,930 百万円(前期比 3%増)、営業利益 130 百万円(同 34%増)、経常利益 70 百万円(192%増)、純利益 30 百万円(同 500%増)。配当金は 6 円を予定。
- ・焼却・発電設備の稼働日数増や修繕費負担の軽減、固定価格買取制度の始動により売電単価上昇が見込まれること等から、建設系リサイクル事業は増収・増益となろう。
- ・食品系リサイクル事業は、養豚業経験者の協力で飼料販売先の開拓が進展しているため、積極営業展開によって飼料化用廃棄物収集量増加を見込み、同事業も復調すると予想。

業種: サービス業

アナリスト: 高坂 茂樹
 +81(0)3-6858-3216
 kousaka@stock-r.org

【主要指標】	2012/8/10
株価(円)	337
発行済株式数(株)	2,561,600
時価総額(百万円)	863
上場日(年/月/日)	2004/7/28
上場来パフォーマンス(%)	-19.9

	前期実績	今期予想
PER(倍)	172.8	30.6
PBR(倍)	0.97	1.00
配当利回り(%)	1.5	1.8

	σ	β
リスク指標	91.0%	0.67

【主要KPI(業績指標)】				
月次推移	売上高 (百万円)	計画比 (%)	前年同月 比増減(%)	
2012年2月	138	94.0	+9.8	
3月	168	99.2	+8.1	
4月	139	82.9	-2.0	
5月	170	107.6	+12.3	
6月	179	111.4	-0.6	
7月	176	115.0	+4.2	

【株価パフォーマンス】			
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-17.1	-29.5	-52.0
対TOPIX(%)	-14.1	-23.8	-45.7

> 投資判断

- ◆ 成長性の高さを考慮、予想 PER は 14~16 倍が妥当と判断
- ・2013/6 期会社予想収益に基づく同社の株価収益率は 29 倍で、同業他社に比べ高い。しかし大幅減益後の回復局面にあるため、これを以て割高と断じるべきでないと考え。
- ・むしろ、震災関連銘柄という認識からグリーン電力関連銘柄へと新たな認識でテーマ性を帯びており、現在のバリュエーションが維持される可能性があると考え。
- ・市場平均を上回る予想 PER15 倍程度が同社の適正なバリュエーションと想定。3~4 年後の収益回復時点における同社の適正株価は 330~519 円と判断。
- ・なお、同社は 8 月 24 日払い込み予定で、純投資会社ティーティーアイに対する第三者割当増資(希薄化率約 24%)を発表。資金繰りに不安のあった同社の株主にとって、当該発表は好意的に受け止められた模様である。

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120815

フジコー (2405 東証マザーズ)

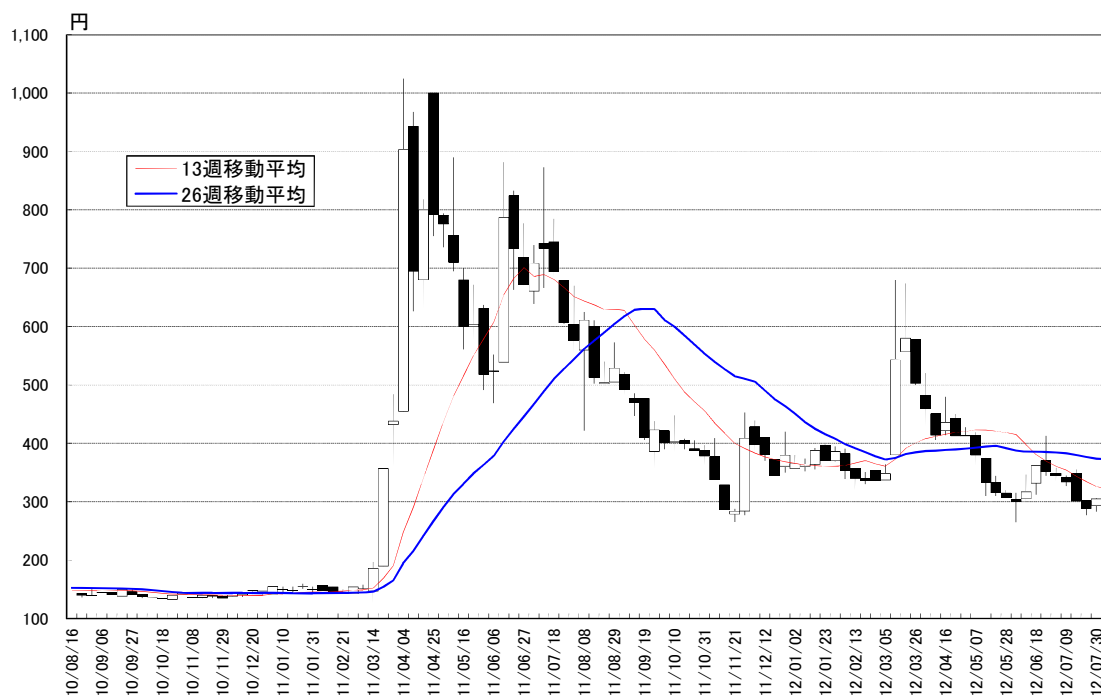
> 収益モデル

決算期	2011/6期	2012/6期	2013/6期	2013/6期	2014/6期	2015/6期	2016/6期
単位:百万円	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	1,703	1,866	1,930	1,950	2,010	2,080	2,150
(前期比)	6.2%	9.5%	3.4%	4.5%	3.1%	3.5%	3.4%
営業利益	124	97	130	135	160	200	250
(前期比)	-7.6%	-21.2%	34.0%	39.2%	18.5%	25.0%	25.0%
経常利益	42	24	70	75	100	140	190
(前期比)	-16.1%	-41.7%	191.7%	212.5%	33.3%	40.0%	35.7%
当期純利益	74	5	30	35	50	70	110
(前期比)	122.5%	-92.8%	500.0%	600.0%	42.9%	40.0%	57.1%
期末株主資本	890	888	-	1,066	1,097	1,148	1,238
発行済株式数(千株)	2,552	2,562	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182
EPS(円)	29.59	2.11	11.72	11.00	15.72	22.00	34.57
1株当たり配当(円)	5.00	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
BPS(円)	349.0	346.7	-	338.4	348.1	364.1	392.7
ROE	8.7%	0.6%	-	3.6%	4.6%	6.2%	9.2%
株価(円)	678	351	337				
PER(倍)	22.9	166.4	28.8	30.6	21.4	15.3	9.7
配当利回り	0.7%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
PBR(倍)	1.94	1.01	-	1.00	0.97	0.93	0.86

(注) 予想におけるPER、配当利回り、PBRはレポート作成時の株価で算出。

2011年6月の1→20の株式分割を考慮して株式数、1株当たり指標等の数値を調整済。また、2012年8月24日払込予定の第三者割当増資(62万株、発行価額1株261円)による株式数及び資本増加を加味して1株当たり指標予想を算出。

> 株価パフォーマンス

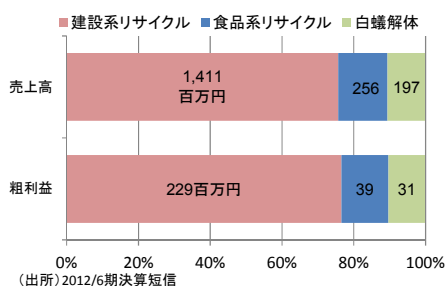


会社概要

> 事業内容

主な事業は、建設廃棄物の
破砕・焼却、発電、食品廃棄
物の再資源化(飼料・肥料)
等。

図表 1 事業セグメント別構成



主な顧客はハウスメーカー、
食品工場、流通業者等。

木屑を蒸し焼きにして可燃性
ガス化し蒸気タービン発電す
る等の多様なリサイクル事
業に取り組む。

◆ 廃棄物処理業者でグリーン電力の売電、白蟻防除工事を併営

株式会社フジコー(以下同社)は、建設系産業廃棄物をはじめとする各種廃棄物の処分・再生等を主な事業としており、白蟻防除及び老朽家屋等の解体工事を併営している。

本社所在地は東京都台東区駒形。主な事業所は千葉県白井市にあり、隣接する2カ所の作業場において、廃棄物の収集・保管、中間処理、売電事業等を行っている。白蟻工事については神奈川県相模原市の営業所も活動拠点としている。同社の事業は以下の3つのセグメントに分類される。(図表1参照)。

1) 建設系リサイクル事業: 大手住宅メーカーや工務店等の新築工事の際に発生する木材・壁紙等の加工くずや包装資材、住宅解体工事で発生する瓦礫等をはじめとする各種廃棄物を受け入れ、分別・破砕・焼却による減量、再生砂等の再生資源化、木屑を蒸し焼きにして可燃性ガス化し発電する施設運営等を行う。

2) 食品系リサイクル事業: ショッピングセンター(小売り・外食店)や弁当・惣菜工場から排出される食品残渣等を受け入れ、乾燥・殺菌・発酵等の工程により、飼料や堆肥として再生資源化。飼料は、配合飼料原料として販売する他、茨城県銚田市にある自社養豚場での試験肥育に用いる。堆肥は地元の農園等に無償提供する他、非連結子会社の遊楽ファーム(白井市)が営む有機野菜農場で利用。

3) 白蟻解体工事: 白蟻防除と家屋解体の売上構成比は概ね1対3。住宅メーカーの注文により、建替え物件の老朽家屋解体や新築家屋への防虫剤塗布、防虫工事実施物件のアフターサービス等を請負う。

◆ バイオマスガス化発電ビジネスに注力

同社の廃棄物処理業者としての特徴は、規模は中堅ながら新業態に取り組むフロンティア精神が旺盛なことで、具体的には以下の通り。

1) 受入品目が多岐に亘り、一般廃棄物処分業の許可も取得。

建設投資の伸び悩みに対応しリスク分散。一般廃棄物処分は主に市町村の直営事業であるため、価格面での競争は緩やかである。

2) 食品リサイクル事業のパイオニア的存在。農業ビジネスに関与。生ごみからの養豚用飼料の開発に注力。茨城県で試験的に養豚事業運営。競争相手は全国に27社と少ない(堆肥化は171社)。

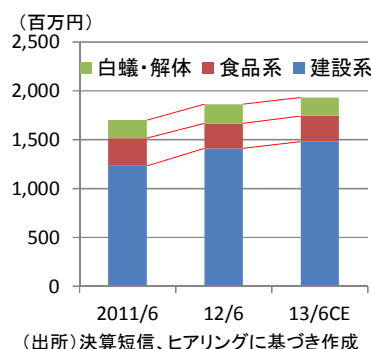
3) バイオマスガス化発電に取り組み、副収入源としている。

木屑からのバイオマスガス化発電施設を保有。売電収入は建設系リサイクル事業の3割弱を占め、当該事業の重要な収益源になっている。今後、グリーン電力の固定価格買取制度の始動、電力流通市場の本格的開放等を見据え、当該ビジネスに一層注力する意向。2012年7月には「環境への配慮」を主張したい企業等への電力小売り事業に参入するべく子会社を設立した。

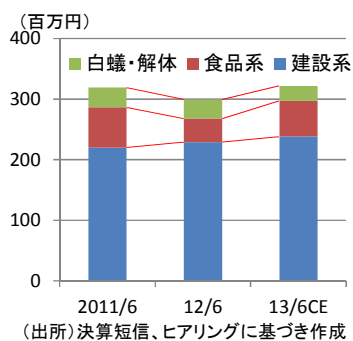
決算サマリー

> 2012/6期実績

図表 2 セグメント別売上動向



図表 3 同 売上総利益



◆ 2012/6 期は前期比 10%増収、営業利益は 21%減益

2012/6 期の業績は、売上高 1,866 百万円 (前期比 9.5%増)、営業利益 97 百万円 (同 21.2%減)、経常利益 24 百万円 (同 41.7%減)、純利益 5 百万円 (同 92.8%減)。配当金は 5 円を継続 (配当性向は 237%)。なお、7 月 27 日の業績予想減額修正発表前の会社予想値に対する達成率は、売上高 101% (26 百万円超過)、営業利益 81% (23 百万円未達)、経常利益 40% (36 百万円未達)、純利益 10% (45 百万円未達)。

利益面で大幅な計画未達成・減益となった要因は、以下の通り。

1) 食品系リサイクル事業が計画に比べ売上高・売上総利益共に約 20 百万円ショートし、達成率は売上高 92% (前期比 10%減)、売上総利益 64% (同 41%減) に。堆肥としてリサイクルした後無償譲渡する廃棄物の受入を絞る一方、液状化飼料にして有価売却するのに適した廃棄物の受入拡大を目論んだが、後者の受入数量が計画を下回った。飼料販売先の開拓は進展したが、第 4 四半期に入り廃棄物処理業許可を取得した養豚業者との競争で、廃棄物調達が難航したようだ。

2) 建設系リサイクル事業の売上高は前期比 14%増・計画比約 30 百万円超過。付加価値の高い焼却・発電施設の不具合発生 (廃プラスチック類焼却による耐火煉瓦障害等) により改修工事を行い稼働日数が減少 (次頁図表 5、2012 年 1 月～4 月)。この穴を埋めるべく廃プラスチック類や震災等の瓦礫の破碎・減容処理等の受入拡大を行った。しかし好採算の焼却・発電施設の稼働率低下や修繕費用発生、外注費上昇等から、売上総利益は前期比 4%増 (ほぼ計画並み) にとどまり、食品系リサイクル事業の未達分を消し込むまでに至らなかった。

> 2013/6期予想

◆ 2013/6 期会社予想は 3%増収、営業利益 34%増

2013/6 期の会社予想は、売上高 1,930 百万円 (前期比 3%増)、営業利益 130 百万円 (同 34%増)、経常利益 70 百万円 (192%増)、純利益 30 百万円 (同 500%増)。配当金は 6 円を予定。

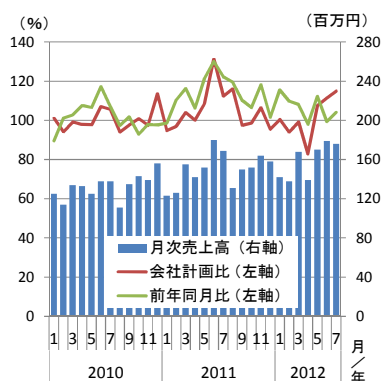
焼却・発電設備の休止期間が前期の約 5 カ月から今期は 1 カ月弱 (定期点検) に止まる見込みで、修繕費負担も軽減。固定価格買取制度に基づく発電施設認定取得予定で売電単価上昇も見込まれる。震災関連廃棄物が減少しても、建設系リサイクル事業は増収・増益となろう。

図表 4 収益動向

決算期	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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/6	1,703	6.2	124	-7.6	42	-16.1	74	122.5	29.6	349.0	5.00
2012/6 旧CE	1,840	8.0	120	-3.5	60	42.8	50	-33.0	19.5	—	5.00
2012/6	1,866	9.5	97	-21.2	24	-41.7	5	-92.8	2.1	346.7	5.00
2013/6 CE	1,930	3.4	130	34.0	70	191.7	30	500.0	11.7	—	6.00
2013/6 旧E	2,000	7.2	180	85.6	115	379.2	65	1,200.0	20.4	347.9	6.00
2013/6 新E	1,950	4.5	135	39.2	75	212.5	35	600.0	11.0	338.4	6.00

(注) CE: 会社予想、E: 担当アナリスト予想、空欄は実績。2011年6月末に1→20株の株式分割を実施、1株当たり指標はこれを調整済。

図表 5 月次売上高の推移



(出所) 同社プレスリリース

食品系リサイクル事業は、養豚業経験者の協力を得て飼料販売先の開拓が順調に進展していることから、飼料化に適した廃棄物の収集に際して積極的な営業が可能になると予想する。堆肥化廃棄物処理の削減を続け、当該事業売上高こそ小幅に止まるものの、同事業売上総利益は増益に転じよう。

同社が公表している月次売上高(図表5)では、焼却・発電施設の改修終了と共に売上高が回復し、7月も会社計画を約15%上回った。売上高・売上総利益が上述のように順調に推移すれば、これまで抑制してきた賞与の引き上げを行う可能性がある。ただ、前期に発生した管理システム更新経費や研究開発プロジェクトの終了等のコスト減少要因があるため、販管費は横ばいに止まろう。それでも、低水準だった営業利益は前期比39%増の大幅増益になると予想する。なお、当センターの前回予想との比較では、食品系リサイクル事業における飼料化廃棄物の収集が難航した経緯を考慮し、利益面を下方修正した。

> 第三者割当増資

◆ 第三者割当増資により資金調達し当面の資金繰り不安を解消

同社は、投資事業を営む株式会社ティーティーアイを割当先とする新株式62万株を発行する。希薄化率24%、払込期日は8月24日、発行価額261円で調達額は161百万円。資金用途は売掛債権担保ローンの返済、買掛金や未払い金の支払い等の運転資金である。

同社は2007年にバイオマス発電施設等の建設に投じた約20億円に係る借入金返済に窮し、返済期間見直し等の支援を金融機関に仰いでいたが、当該増資により資金繰り不安は解消される見込みである。

図表 6 業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2010/6	2011/6	2012/6	2013/6E	2014/6E	2015/6E	2016/6E
売上高	1,603	1,703	1,866	1,950	2,010	2,080	2,150
(前期比)	4.1%	6.3%	9.5%	4.5%	3.1%	3.5%	3.4%
建設系リサイクル事業	1,164	1,234	1,411	1,500	1,550	1,600	1,650
(前期比)	8.2%	6.0%	14.3%	6.3%	3.3%	3.2%	3.1%
食品系リサイクル事業	267	282	256	260	270	290	310
(前期比)	-4.1%	5.6%	-9.2%	1.6%	3.8%	7.4%	6.9%
白蟻解体工事	171	185	197	190	190	190	190
(前期比)	-7.1%	8.2%	6.5%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
売上総利益	384	319	299	335	370	420	480
(前期比)	67.4%	-16.9%	-6.1%	12.0%	10.4%	13.5%	14.3%
(粗利率)	24.0%	18.7%	16.0%	17.2%	18.4%	20.2%	22.3%
建設系リサイクル事業	262	220	229	250	270	300	330
(前期比)	82.3%	-16.0%	4.1%	9.2%	8.0%	11.1%	10.0%
(粗利率)	22.5%	17.8%	16.2%	16.7%	17.4%	18.8%	20.0%
食品系リサイクル事業	95	65	39	55	70	90	120
(前期比)	31.0%	-31.6%	-40.0%	41.0%	27.3%	28.6%	33.3%
(粗利率)	35.6%	23.0%	15.2%	21.2%	25.9%	31.0%	38.7%
白蟻解体工事	26	32	31	30	30	30	30
(前期比)	109.3%	23.1%	-3.1%	-3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
(粗利率)	15.2%	17.3%	15.7%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
販売費及び一般管理費	249	194	201	200	210	220	230
(前期比)	-6.9%	-22.0%	3.5%	-0.5%	5.0%	4.8%	4.5%
(対売上高比)	15.5%	11.4%	10.8%	10.3%	10.4%	10.6%	10.7%
営業利益	134	124	97	135	160	200	250
(前期比)	黒転	-7.6%	-21.2%	39.2%	18.5%	25.0%	25.0%
(対売上高比)	8.4%	7.3%	5.2%	6.9%	8.0%	9.6%	11.6%

(出所)同社決算短信。予想(E)は証券リサーチセンター。

投資判断

> 株価バリュエーション

同業者比較では割高に見えるが、大幅減益からの回復期にあること、テーマ性等から致し方あるまい。

◆ 類似会社に比べ予想 PER は 29 倍と高い

産業廃棄物処理に係る 4 社との業績や株価バリュエーションの比較を図表 8 に示す。

同社の今期予想 PER28.8 倍は同業者に比べ高いが、収益水準が低く、大幅減益からの回復局面にあること、震災関連銘柄として評価されてきたこと、等が背景にある。なお、同社の過去を期末株価と結果としての当該期 E P S で振り返ると、2007~2009 年は赤字決算、2010/6 期 10.2 倍、11/6 期を 22.9 倍、12/6 期 179.8 倍。PBR は 0.97 倍で、第三者割当増資により資金繰りにめどが立った同社としては妥当な評価であろう。

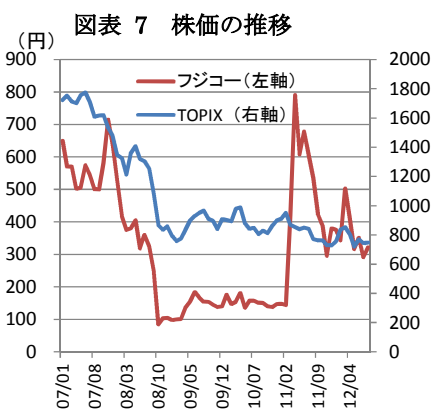
> 今後の株価見通し

◆ グリーン電力等のテーマ性を踏まえ予想 PER15 倍が妥当と判断

前回のレポート(4月20日)では会社予想業績を若干下回る懸念を指摘しつつ、震災関連はグリーン電力等の話題性を考慮し、中期的な妥当 PER レンジは 15 倍程度としていた。

収益水準こそ低下したものの、グリーン電力ビジネスに対する意欲を隠さない同社には、市場平均以上のバリュエーション評価がなされるべきだとの考えは変わらない。3 年程度先に到達すべき適正株価は、PER15 倍、担当アナリスト予想の 15/6 期 EPS22.0 円~16/6 期 34.6 円より、330~519 円と判断。

今期収益進捗や、固定価格買取制度に基づく売電契約、小売り事業、新規バイオマス発電施設計画の発表等の開示が、株価上昇の契機になるろう。



図表 8 同業者とのバリュエーション比較

証券コード 決算月	フジコー 2405		タケエイ 2151		アマタ ホールディングス 2195		ダイセキ環境 ソリューション 1712		サニックス 4651	
	6月	3月	3月	12月	2月	3月				
売上高	百万円	1,930	19,750	5,003	8,211	38,000				
(営業利益率)	%	6.7	11.7	3.0	6.9	5.3				
経常利益	百万円	70	2,000	123	551	1,970				
当期純利益	百万円	30	930	116	322	1,870				
純資産	百万円	899	12,996	576	4,896	7,134				
ROE	%	0.6	7.1	55.8	4.3	0.2				
予想PER	倍	28.8	11.4	7.6	24.4	6.3				
〃 経常利益	倍	12.3	5.3	7.1	14.3	6.0				
実績PBR	倍	0.97	0.79	1.52	1.61	1.62				
予想配当利回り	%	1.8	1.1	0.0	0.5	0.0				
過去3年成長率	%	6.6	6.1	0.9	-7.2	7.6				
〃 営業利益	%	黒字転換	27.5	-18.3	-25.9	黒字転換				
株価(8月10日)	円	337	1,632	750	131,300	241				
時価総額	百万円	863	10,644	877	7,860	11,790				

(注1) 業績予想は今期会社予想、過去3年成長率は、前期売上高の年平均成長率。

(注2) アマタホールディングスの3年成長率は持ち株会社設立前の連結業績との比較。ダイセキ環境ソリューションは今期より連結決算に移行。

(注3) 純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは予想値を基に、レポート作成時の株価を用いて算出。時価総額は自己株式を含め算(出所) 各社決算短信に基づき作成。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます