

ホリスティック企業レポート カドス・コーポレーション 211A 東証スタンダード

新規上場会社紹介レポート
2024年7月19日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20240718

土地オーナーのニーズに応えることを起点としたビジネスモデル
店舗の設計・施工を通じて土地の有効活用を支援アナリスト:高木 伸行 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【211A カドス・コーポレーション 業種:建設業】

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)
2022/7	4,522	-11.2	484	-	471	-21.9	312	-24.8	417.2	3,605.9	33.3
2023/7	5,659	25.1	521	7.6	511	8.5	365	17.0	487.8	4,060.4	66.7
2024/7 予	6,300	11.3	623	19.6	585	14.5	385	5.5	508.2	-	85.0

- (注) 1.単体ベース
2.2024年5月1日付で1:300の株式分割を実施。一株当たり指標は遡って修正
3.2024/7期は会社予想。2024/7期のEPSは自己株式の処分株式数(198千株)を含めた予定期中平均株式数により算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 2,970円(2024年7月18日)	本店所在地 山口県山口市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 948,000株	設立年月日 1999年2月1日	SMB C日興証券
時価総額 2,816百万円	代表者 工藤 博文	【監査人】
上場初値 3,210円(2024年7月18日)	従業員数 97人(2024年4月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 2,900円	事業年度 8月1日~翌年7月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末日翌日から3か月以内	

> 事業内容

◆ 山口県を中心に建設事業と不動産事業を展開

カドス・コーポレーション(以下、同社)は、先ず土地オーナーの要望を把握し、土地オーナーと出店を計画しているドラッグストア、コンビニエンスストア(以下、コンビニ)、家電量販店や飲食店といった流通企業とのマッチングを行うことを起点として、流通店舗の設計・施工を行う「建設事業」と自社建築物の賃貸を行う「不動産事業」を行っている。23/7期の売上高の8割を建設事業、2割を不動産事業が占めた(図表1)。同社の主な営業エリアは山口県を中心に岡山県から福岡県北部となっている。

【図表1】セグメント別業績

	22/7期		23/7期		24/7期第3四半期累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高						
建設事業	3,487	77.1	4,503	79.6	3,641	78.2
不動産事業	1,034	22.9	1,156	20.4	1,012	21.7
合計	4,522	100.0	5,659	100.0	4,654	100.0
セグメント利益						
建設事業	146	4.2	143	3.2	84	2.3
不動産事業	338	32.7	378	32.7	342	33.8
合計	484	10.7	521	9.2	426	9.2

(注)セグメント利益の(%)は各売上高に対する比率
端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 建設事業～逆転の発想の営業手法

同社は建設事業として、山口県、広島県を中心に主に、コンビニ、ドラッグストア、飲食店、家電量販店、ホームセンターなどの流通店舗の設計・施工を行っている。同社独自の事業モデルにより、同社は元請として受注し、施工は協力会社が行っている。

(1) 土地オーナーとの関係を重視

同社の事業モデルの特色として土地オーナーに徹底的に寄り添っている点が挙げられる。一般的な流通店舗の建設は流通事業を行う企業(以下、テナント企業)の出店意向に基づき、出店に適した土地を探し、その土地オーナーと交渉し、出店場所を確保した後、店舗の建設に取り掛かるという流れとなる。一方、同社は、土地の有効活用を考えている土地オーナーとの太いパイプをベースに土地オーナーのニーズを踏まえた土地の活用方法を見出し、出店候補地を探索しているテナント企業に対して店舗設計プランをセットにして土地の情報を提供し、両者のマッチングにまでつなげている。

同社が土地オーナーと密接な関係を築き、土地オーナーの意向をくみ取った土地の最適活用プランを考案し、テナント企業に紹介するという、ビジネスモデルを同社は「カドス LAN システム」と呼んでいる。LANは「Land=土地」、「Application=活用」、「Network=情報網」の頭文字を組み合わせた、同社の造語である。

土地オーナーにとっては希望に沿った最適なテナントを見つけることができ、テナント企業にとっては相対的に短い期間での出店が可能となる。21/7期から23/7期におけるマッチングの中間値は約4カ月となっている。また、同社が主体となってマッチングすることから、店舗建設の特命受注につながり、同業他社との入札競争を回避できるというメリットもある。

同社は土地オーナーごとに施工後物件のアフターケア、テナント対応や土地オーナーが保有する他の土地の有効活用に関するアドバイスを行っており、一貫して土地オーナーに寄り添うかたちで事業を行っている。同社が管理している土地オーナーは23/7期末で235人・社に達している。

(2) ナショナルチェーンの流通店舗の建設が中心

23/7期の建設事業の売上高は前期比29.1%増の4,503百万円であったが、同社が主なターゲットとしているナショナルチェーン^{注1}の店舗関連で4,051百万円(建設事業の売上高に占める割合は90.0%)、地場企業向けなどナショナルチェーン以外は452百万円(同10.0%)であり、ナショナルチェーン向けの比率が圧倒的に高い。

(注1)山口県、及びその隣県以外にも出店しているチェーン店

24/3 期の新築工事件数(売上計上分)は 34 件、新築完工件数(引渡分)は 23 件であった。新築完工件数 23 件の内訳はドラッグストア 10 件(構成比 43%)、飲食店 8 件(同 35%)、その他店舗 2 件(同 9%)、事務所 2 件(同 9%)、コンビニ 1 件(同 4%)である。5 期前と比較するとドラッグストアの構成比が大きく上昇し、次いで飲食店の上昇幅が大きい。一方、5 期前には約半分を占めていたコンビニの構成比は大きく低下している。

売上依存度の高い先としてはドラッグストアチェーンの中でも、コスモス薬品(3349 東証プライム)向けの販売額が最も大きく、次いでツルハホールディングス(3391 東証プライム)傘下のツルハグループドラッグ&ファーマシー西日本向けの販売が大きい。23/7 期の売上高の 38.4%がコスモス薬品向け、12.5%がツルハグループドラッグ&ファーマシー西日本向けで大半が建設事業によるものである(図表 2)。

【図表 2】主要顧客

相手先	22/7期		23/7期		24/7期3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
コスモス薬品	1,073	23.7	2,175	38.4	1,615	34.7
ツルハグループドラッグ&ファーマシー西日本	207	4.6	706	12.5	473	10.2

(注) (%)は総売上高に占める割合
(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ **不動産事業～土地オーナーのニーズに徹底して応えるかたちで拡大**
不動産事業は建設事業の営業活動の中で土地オーナーとテナント企業のニーズがマッチングしない場合に、同社が両者の間に入り、土地オーナーの意向に沿うかたちで、案件を成立させるための仕組みを考案することから始まっている。同事業も山口県及び広島県を中心に展開されている。

例えば、土地オーナーが土地だけの賃貸を希望しているのに対して、テナント企業は土地オーナーに建物まで建設してもらい、土地と建物の賃貸を希望している場合、両者のニーズはマッチしない。このような場合、同社が、土地オーナーから土地を賃借して建物を建設し、土地と建物をテナント企業に賃貸するといったかたちで案件を成立させている。また、土地オーナーがテナント企業と直接賃貸借契約を結ぶことに不安を感じている場合、日頃から接触のある同社が土地オーナーから土地を借り、テナント企業に転貸することも行っている。このような場合、テナント企業から店舗などの施工の受注にもつながることになる。

23/7期の不動産事業の売上高は前期比11.8%増の1,156百万円であった。建物と土地の賃貸収入が主だが、この他、太陽光発電システムによる売電収入や出店予定企業と土地オーナーとの間の不動産売買の仲介からの収入もある(図表3)。

【図表3】不動産事業 売上高内訳

	23/7期	
	(百万円)	(%)
建物賃貸収入	863	74.7
土地賃貸収入	233	20.2
売電収入	33	2.9
仲介手数料収入	25	2.2
合計	1,156	100.0

(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

23/7期末の不動産賃貸件数は95件(22/7期末92件)であり、10年前の52件と比べると約83%増加している。また、23/7期末の不動産賃借件数は73件となっている。同社の不動産事業はストック型ビジネスであり、売上高セグメント利益率も高い。物件数は着実に増加しており、賃貸契約期間も20年超という長期のものが多く、安定的な収益が見込める事業となっている。

> 特色・強み

◆ 土地オーナーに寄り添う事業モデル～カドス LAN システム

同社の特色・強みのひとつとして、施主となりうるテナント企業のニーズに基づいて土地オーナーに用地の賃貸や譲渡を依頼するという一般的なアプローチに対して、同社は土地オーナーとの関係を密にすることにより、土地活用に関するニーズを把握し、そのニーズを満足する形の店舗設計図案とともにテナント企業に紹介するというビジネスモデルであるカドス LAN システムを採用している点が挙げられる。

土地オーナーとの関係と提案力から、テナント企業からの特命受注につながり、競合先との価格競争を避けることを可能としている。

◆ ナショナルチェーンを意識した営業展開

同社はナショナルチェーンからの受注獲得に注力しており、1店舗ブランドの設計・施工件数は5.2店とローカルチェーンの1.2店舗を上回っている。施工件数が多いことから、ナショナルチェーンの店舗フォーマットについての理解が深くなり、建築ノウハウの蓄積も進んでいることから、新たに受注する案件について、工期の短縮を始めとした効率性の向上が可能となり、テナント企業からの受注に際しての競争力にもつながっている。

> 業績

◆ 費用構造

同社のセグメント情報を見ると、建設事業の売上高セグメント利益率は 22/7 期 4.2%、23/7 期 3.2%であったのに対して、不動産事業は両方の期とも 32.7%であった。

売上原価明細を見ると、23/7期の売上原価率は建設事業が86.1%、不動産事業が 61.0%であった。建設事業の 23/7 期の売上原価の内訳は、施工をすべて外注していることから外注費が 85.7%、設計、原価見積、施工管理を行う工事部門社員の人件費が 8.1%、その他経費が 6.2%となっている。同じく不動産事業の売上原価の内訳は転貸物件に係る地代家賃が 40.3%、自社所有物件に係る減価償却費が 31.5%、販売用不動産の取得費用などのその他経費が 27.9%となっている(図表 4)。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の主要項目は人件費、支払手数料、顧問報酬などである。

【図表 4】事業別原価内訳

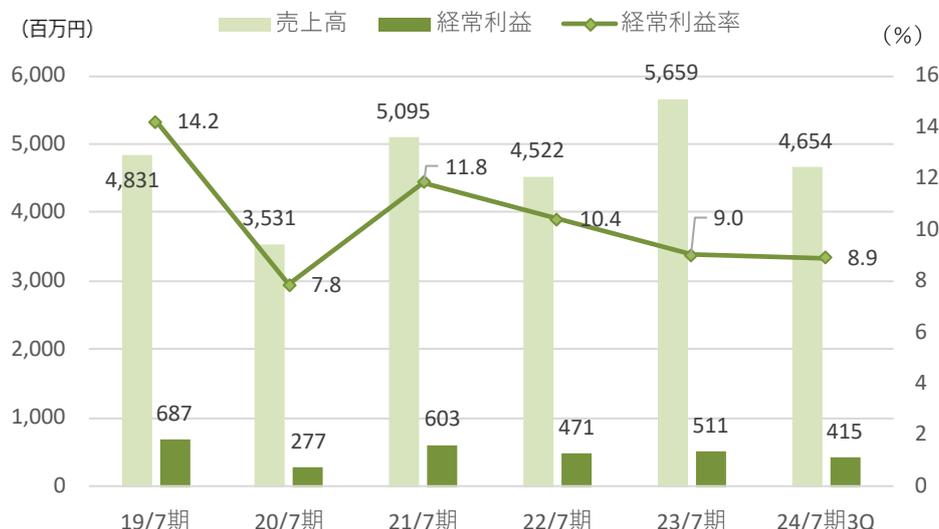
	22/7期		23/7期	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
完成工事(建設事業)原価				
外注費	2,451	84.7	3,324	85.7
人件費	256	8.8	314	8.1
その他経費	188	6.5	241	6.2
合計	2,895	100.0	3,879	100.0
不動産事業売上原価				
地代家賃	267	43.1	284	40.3
減価償却費	205	33.1	222	31.5
その他経費	147	23.7	197	27.9
合計	620	100.0	705	100.0

(注)端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 過去の業績推移

同社の業績については、同社の設立 21 期目に当たる 19/7 期以降の分が開示されている(図表 5)

【図表 5】業績推移



(注)24/7 期 3Qは第3 四半期累計期間
(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

20/7 期は売上高が前期比 26.9%減収、59.7%経常減益となった。19 年 8 月に不動産事業や太陽光発電の売電事業を行っていた子会社のアドレ・エステートを吸収合併したこともあり不動産事業の売上高は増加したが、建設事業が新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受け大幅減収となった影響が大きかった。

21/7 期は前期比 44.3%増収、経常利益は 2.2 倍増となった。新型コロナウイルス感染症拡大の影響から事業活動が大きく低下した前期からの回復に加えて、建設事業で大型案件があったことなどが貢献した。

22/7 期の前期比 11.2%減収、21.9%減益となったが、前期に大型案件があった反動による建設事業の減収や建設コストの上昇が影響した。また、上場準備が本格化したことから、管理体制の強化に伴う固定費の増加も前期比減益の要因のひとつとなっている。

◆ 23 年 7 月期

23/7 期は売上高 5,659 百万円(前期比 25.1%増)、営業利益 521 百万円(同 7.6%増)、経常利益 511 百万円(同 8.5%増)、当期純利益 365 百万円(同 17.0%増)となった。

建設事業の売上高は前期比 29.1%増となったが、売上総利益率は同 3.1%ポイント悪化しセグメント利益は同 2.1%減となった。前期末の受注残の増加を受け売上高は好調であったが、建築資材価格や賃金の上昇が続いたことから外注費が大幅増となったことが影響した。

不動産事業の売上高は前期比 11.8%増の 1,156 百万円となり、売上総利益率は同 1.0%ポイント悪化したことから、セグメント利益も同 11.8%増の 378 百万円と堅調に推移した。

全社ベースでは、販管費率は前期比 1.7%ポイント改善したが、売上総利益率の低下を補うことが出来ず、営業利益率は同 1.5%ポイント悪化した。

◆ 24 年 7 月期第 3 四半期累計期間

24/7 期第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 4,654 百万円、営業利益 426 百万円、経常利益 415 百万円、四半期純利益 272 百万円であった。売上総利益率は低下傾向にあるものの、販管費率が改善傾向にあることから、営業利益率は 23/7 期通期と同水準にとどまっている。

後述する 24/7 期通期会社計画に対する進捗率は売上高 73.9%、営業利益 68.4%、経常利益 70.9%、四半期純利益 70.6%である。計画に対して若干進捗が遅れ気味に見えるが、販売用不動産の販売が 5 月に 1 件(200 百万円)販売済みであり、期末までには 105 百万円の物件の販売を見込んでいることから、懸念する必要はなさそうである。

◆ 24 年 7 月期会社計画

同社の 24/7 期計画は、売上高 6,300 百万円(前期比 11.3%増)、営業利益 623 百万円(同 19.6%増)、経常利益 585 百万円(同 14.5%増)、当期純利益 385 百万円(同 5.5%増)である(図表 6)。24 年 3 月までの実績値に、4 月以降の予想を合算した計画である。

建設事業は前期末の受注残高、24 年 3 月末時点での受注状況並びに期末までの着工・進捗予定を考慮して売上高は 4,700 百万円(前期比 4.4%増)と計画している。建設資材価格や労務費が高騰していることから外注費が増加していることや工事部門の人件費の増加により、建設事業の売上総利益は前期比 0.5%増にとどまる計画である。

不動産事業は不動産賃貸収入に加えて、昨年 12 月に販売した販売用不動産 1 件と 4 月以降の販売予想などを基に前期比 38.4%増の 1,600 百万円を計画している。

販管費については、従業員の 9 名増加や賃金の上昇、上場関連費用や監査費用負担増などにより、前期比 6.3%増の 588 百万円を見込んでいます。

以上から、営業利益は 623 百万円(前期比 19.6%増)としている。セグメント利益は建設事業が 125 百万円(同 12.6%減)、不動産事業が 497 百万円(同 31.5%増)と計画している。営業外収支は 38 百万円の支出としているが、主な費用として上場関連費用 25 百万円を見込んでいる。経常利益は 585 百万円(同 14.5%増)、特別利益並びに特別損失は見込んでおらず、当期純利益は 385 百万円(同 5.5%増)を計画している。

【図表 6】24 年 7 月期会社計画

	22/7期		23/7期		24/7期 会社計画	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	4,522	100.0	5,659	100.0	6,300	100.0
完成工事高(建設事業)	3,487	77.1	4,503	79.6	4,700	74.6
不動産事業売上高	1,034	22.9	1,156	20.4	1,600	25.4
売上原価	3,516	77.8	4,585	81.0	5,089	80.8
完成工事原価	2,895	83.0	3,879	86.1	4,073	86.7
不動産事業売上原価	620	60.0	705	61.0	1,016	63.5
売上総利益	1,006	22.2	1,074	19.0	1,211	19.2
完成工事総利益	592	17.0	624	13.9	627	13.3
不動産事業総利益	414	40.0	450	38.9	584	36.5
販売費及び一般管理費	521	11.5	553	9.8	588	9.3
営業利益	484	10.7	521	9.2	623	9.9
営業外収支	-12	-	-9	-	-38	-
経常利益	471	10.4	511	9.0	585	9.3
税引前当期純利益	462	10.2	511	9.0	585	9.3
当期純利益	312	6.9	365	6.4	385	6.1

(注)各事業別の売上原価、売上総利益の(%)は各事業の売上高に対する比率
端数処理の関係で合計と一致しない

(出所)「東京証券取引所スタンダード市場への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に
証券リサーチセンター作成

◆ 成長戦略

同社は、成長に向けて(1)営業力の強化、(2)設計・施工能力の拡充、(3)成長ドライバーの拡充を掲げている。

(1) 営業力の強化

地域に根差した不動産会社との業務提携により、進出余地の大きい地域をターゲットに定め、営業を展開する方針である。岡山県、広島県、山口県、福岡県の人口 10 万人超の 22 都市の中でナショナルチェーン店舗の施工実績が一桁あるいは実績のない 13 市^{注 2}での事業拡大余地があるとしてターゲット地域に定め、土地オーナーの土地活用ニーズの掘り起こしを加速する考えである。現時点では地元不動産会社との業務提携実績はないが、1 市 1 社以上との業務提携を目指している。

(注 2)倉敷、岡山(以上、岡山県)、東広島、尾道、廿日市、呉(以上、広島県)、福岡、飯塚、筑紫野、大野城、春日、久留米、大牟田(以上、福岡県)の 13 市

(2) 設計・施工能力の拡充

年間工事高の増加に向けては土地オーナーとの関係構築だけではなく、施工能力の強化も必要となる。設計、工事監督人材の拡充、生産性の向上及び拠点の新設を通しての地元建設業者の開拓といったことを進めて行く方針である。

(3) 成長ドライバーの拡充

新たな成長ドライバーの確保に向けては、1) 郊外型複合商業施設(カドスタウン)の開発、及び2) 賃貸用不動産の新規取得を念頭に置いている。

1) 郊外型複合商業施設(カドスタウン)の開発

カドスタウンは5,000坪以上の土地に複数のナショナルチェーンの店舗を建設し、集客力を高めることで用地のブランド力を高めるという戦略をとる郊外型複合商業施設である。複数の土地オーナーと複数のナショナルチェーンの間に同社が入り、開発・一括管理を行うことにより、収益を確保してゆくという事業モデルである。

現在、山口県の防府市と宇部市に用地を取得済みで、キーテナントもほぼ確定しており、26/7期以降に順次オープンしてゆく計画である。

2) 賃貸用不動産の新規取得

安定した賃料確保を目的に山口県を中心に都市圏でのオフィスビル、物流倉庫を中心に取得する計画である。上場時に調達した資金の主な使途としては、京セラインダストリアルツールズ(広島県福山市)向けの本社事務所、興陽電機(山口県下関市)向けの事務所及び倉庫(山口市)の建設が挙げられる。

> 経営課題/リスク

◆ 景気や不動産市況の影響と特定顧客への依存

同社は流通店舗の建設・賃貸を行っており、テナントの出退店判断や設備投資は景気動向や不動産市況の影響を受けやすい。また、23/7期の売上高の38.4%をコスモス薬品、12.5%をツルハグループドラッグ&ファーマシー西日本に依存しており、特定顧客への依存度も高い。景気動向や不動産市況の悪化、主要取引先の業績の急激な悪化や出店方針の変更があった場合には同社の業績、財政状態に影響を及ぼす点には留意が必要である。

◆ 人材の確保と育成

建築設計・施工管理の技術者により、同社の業績は支えられている部分がある。必要とする人材の確保・育成が十分にできない場合や人材の流出が起こった場合には同社業績及び成長性に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 流通株式比率と流通株式時価総額について

上場時点での流通株式比率について同社は50%程度と想定しており、流

通株式時価総額は東京証券取引所が定める上場維持基準である流通株式時価総額 10 億円に近接している点には留意が必要である。

◆ ストック・オプションと株式価値の希薄化

同社はストック・オプション制度を設け、新株予約権を取締役や従業員に対して付与している。上場時点の発行済株式総数に対する新株予約権による潜在株式数の割合は 11.0%である。新株予約権が行使された場合、一株当たりの株式価値が希薄化する可能性がある。

◆ 株主還元

配当性向については、中期的には 30%を中期的な目標としている。24/7 期については、一株当たり配当金を 85.0 円と計画しており、同社が予想する一株当たり利益(508.2 円)の 16.7%に相当する。同社は中期的な目標に対して、段階的に配当性向を引き上げてゆく方針である。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2022/7		2023/7		2024/7 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	4,522	100.0	5,659	100.0	4,654	100.0
売上原価	3,516	77.8	4,585	81.0	3,790	81.4
売上総利益	1,006	22.2	1,074	19.0	863	18.5
販売費及び一般管理費	521	11.5	553	9.8	436	9.4
営業利益	484	10.7	521	9.2	426	9.2
営業外収益	10	-	9	-	6	-
営業外費用	23	-	19	-	18	-
経常利益	471	10.4	511	9.0	415	8.9
税引前当期(四半期)純利益	462	10.2	511	9.0	415	8.9
当期(四半期)純利益	312	6.9	365	6.4	272	5.8

貸借対照表	2022/7		2023/7		2024/7 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,424	22.3	2,628	34.3	2,089	29.1
現金及び預金	1,153	18.0	1,165	15.2	1,240	17.3
完成工事未収入金及び契約資産	137	2.1	803	10.5	227	3.2
販売用不動産	-	-	529	6.9	524	7.3
固定資産	4,964	77.7	5,039	65.7	5,087	70.9
有形固定資産	3,709	58.1	3,801	49.6	3,746	52.2
無形固定資産	449	7.0	416	5.4	396	5.5
投資その他の資産	806	12.6	821	10.7	945	13.2
総資産	6,389	100.0	7,667	100.0	7,177	100.0
流動負債	852	13.3	1,462	19.1	1,020	14.2
工事未払金	295	4.6	759	9.9	229	3.2
1年内償還予定の社債	20	0.3	10	0.1	-	-
1年内返済予定の長期借入金	139	2.2	169	2.2	169	2.4
固定負債	2,833	44.3	2,979	38.9	2,888	40.2
社債	510	8.0	500	6.5	500	7.0
長期借入金	1,467	23.0	1,591	20.8	1,464	20.4
純資産	2,704	42.3	3,045	39.7	3,268	45.5
自己資本	2,704	42.3	3,045	39.7	3,268	45.5

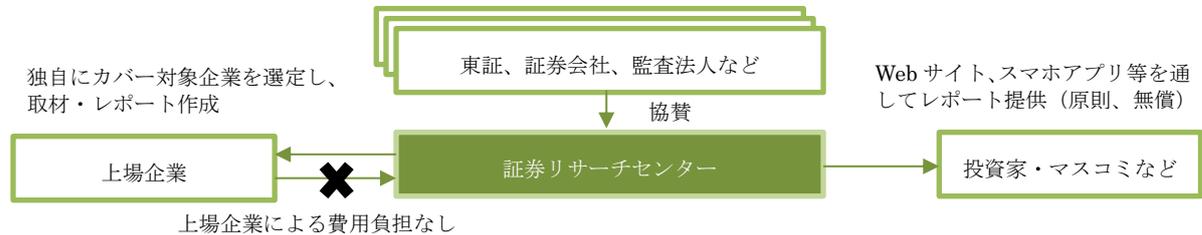
キャッシュ・フロー計算書	2022/7	2023/7
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	296	136
減価償却費	222	240
投資キャッシュ・フロー	-789	-266
財務キャッシュ・フロー	265	142
配当金の支払額	-	-25
現金及び現金同等物の増減額	-227	12
現金及び現金同等物の期末残高	1,153	1,165

(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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。
- ・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。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。