

# ホリスティック企業レポート ベステラ 1433 東証マザーズ

フル・レポート  
2017年5月12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 20170509

## プラント解体のエンジニアリング・マネジメントに特化した建設会社 今後増加する需要への対応と新事業の 3D 計測事業の立ち上がり注目

### 1. 会社概要

・ベストセラ(以下、同社)は、プラント解体専門だが、解体の施工能力を持たず、エンジニアリング・マネジメント業務に特化する「持たざる経営」を実現し、数々の特許工法を確立して成長してきた。解体の工程の「見える化」のために開始した 3D 計測事業が第二の成長軸となる局面にある。

アナリスト:藤野敬太  
+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

### 2. 財務面の分析

・10/4 期～16/1 期の売上高は年平均 28.3%のペースで拡大した(14/1 期から 1 月決算に変更)が、収益計上の期ずれ案件の発生等で、減収及び赤字転落となる局面もあった。17/1 期は、期ずれ案件の発生等で、前期比減益となった。

・プラント工事や建設コンサルティングを事業とする上場企業と比べて、同社は収益性や成長性で上回る。また、「持たざる経営」のため、規模は小さいながら、安全性指標の固定長期適合率での優位性が目立つ。

#### 【主要指標】

	2017/4/28
株価(円)	2,110
発行済株式数(株)	8,305,200
時価総額(百万円)	17,523

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	64.1	52.1	40.3
PBR(倍)	8.0	7.3	6.4
配当利回り(%)	0.2	0.7	0.7

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する、独自に編み出したプラント解体に関する数々の技術にあると考える。これらの技術は実際の業務に使えるレベルにまで実用化され、技術を求めて関係資本の顧客がやってくるという構図が出来上がっている。

#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-12.3	-5.0	78.3
対TOPIX(%)	-13.4	-5.6	56.0

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、工事監督を中心とした増員、人材サービスの事業確立、3D 計測事業の深掘りの 3 点が挙げられる。

・同社は、「プラント解体リーダーとなる」という目標に向けた成長戦略として、工法の充実、事業領域 3 本柱の確立、3D 計測事業の深掘りを掲げている。

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2016/4/28

### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、「技術で顧客をつくる」ことでユニークなポジションを構築してきた点を評価している。また、今後の 3D 計測事業の立ち上がり期待する一方で、成長のボトルネックとなりうる工事監督の増員ペースを注視していきたい。また、売上高の拡大局面でもあるため、営業キャッシュ・フローの動向にも注意を払いたい。

#### 【1433 ベストセラ 業種:建設業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2016/1	3,846	25.7	447	16.2	464	19.4	292	33.0	42.9	250.5	15.0
2017/1	4,182	8.7	397	-11.1	404	-12.9	271	-7.3	32.9	262.9	13.3
2018/1 CE	5,700	36.3	564	41.9	533	31.8	360	32.8	43.4	—	15.0
2018/1 E	5,373	28.5	529	33.2	498	23.3	336	24.2	40.5	290.0	15.0
2019/1 E	6,428	19.6	674	27.3	643	29.0	434	29.0	52.3	327.3	15.0
2020/1 E	7,956	23.8	900	33.6	869	35.2	587	35.2	70.7	383.0	15.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、決算は非連結

15年9月の上場時に259,000株(分割後ベースで1,554,000株)の公募増資を実施(オーバーアロット分39,000株(同234,000株)を含む)  
15年5月12日に1:4、16年2月1日に1:2、17年2月1日に1:3の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は分割を考慮して算出

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ プラント解体のエンジニアリング・マネジメントに特化

ベステラ(以下、同社)は、プラント解体に特化した建設会社である。解体のための施工能力を自社では持たず、エンジニアリングとマネジメントの業務に特化している。そのため、同社は、持たざる経営による資産保有リスクや在庫リスクの回避、特許工法等の知的財産、施工現場を管理する能力の高い工事監督という3つの競争力の源泉を活かして、業界内でユニークなポジションを構築することに成功した。

#### ◆ 同社の強みは、特許工法そのものだけではない

3つの競争力の源泉のうち、最も際立つのが特許工法である。同社の代名詞ともなっている、大型貯槽を解体する「リング皮むき工法」を始め、現在13件の特許が登録されている(さらに申請中が4件)。こうした特許工法の存在だけでなく、同社の強みは、アイデアを顧客に提供できる工法にまで昇華させていくプロセスにあると考えられる。

#### ◆ 3D計測事業が秘める可能性

解体工事の工程の「見える化」を実現するため、15年に開始した3D計測事業は、解体工事への活用だけに留まらない大きな可能性を秘めている。現在、計測技術の目途が立ち、計測データを解体施工に活用する「3D解体」に展開するほか、クラウド化による計測データの一括管理、計測データに基づいて自律走行するロボットの開発や自動プラント監視システムの開発に注力している。

注1) 3D

Three Dimensional または、Three Dimensionsの略で、「3次元の」または「3次元」を意味する。

#### ◆ 売上高と利益の大半はプラント解体事業が創出

同社の事業は、プラント解体事業とその他に分類される(図表1)。その他には、人材サービスと3D計測が含まれる。その他は黒字を維持しているが、売上高及び営業利益の大半はプラント解体事業が創出している。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

	売上高						営業利益									
	16/1期		17/1期		前期比		構成比		16/1期		17/1期		前期比		売上高営業利益率	
	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期	16/1期	17/1期
プラント解体事業	3,780	4,112	25.9%	8.8%	98.3%	98.3%	843	848	20.1%	0.5%	22.3%	20.6%				
その他	65	70	14.7%	6.7%	1.7%	1.7%	23	31	74.4%	34.1%	35.5%	44.6%				
販売費及び一般管理費	-	-	-	-	-	-	-419	-481	-	-	-	-				
合計	3,846	4,182	25.7%	8.7%	100.0%	100.0%	447	397	16.2%	-11.1%	11.6%	9.5%				

(出所) ベステラ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

## ➤ ビジネスモデル

注2) 建設業の許可業種区分に「解体工事」を新設解体工事の安全施工管理体制の強化を目的として新設された。1件500万円以上の解体工事を実施する場合には許可取得が必要になる。16年6月より3カ年かけて順次移行されていく。

### ◆ プラント解体に特化した建設会社

建設業と言うと、構造物を「建てる」ことがまず思い浮かぶだろうが、「壊す」「解体する」こともまた、建設業の仕事である。実際、国土交通省は16年に、建設業の許可業種区分に「解体工事」を新設<sup>注2</sup>した。建設業における解体工事の重要性を認識するようになった証左と言えよう。

同社は、製鉄や電力・ガス、石油等の高い安全性と高度な技術力を必要とする鋼構造物のプラントの解体工事に特化して事業を展開している。

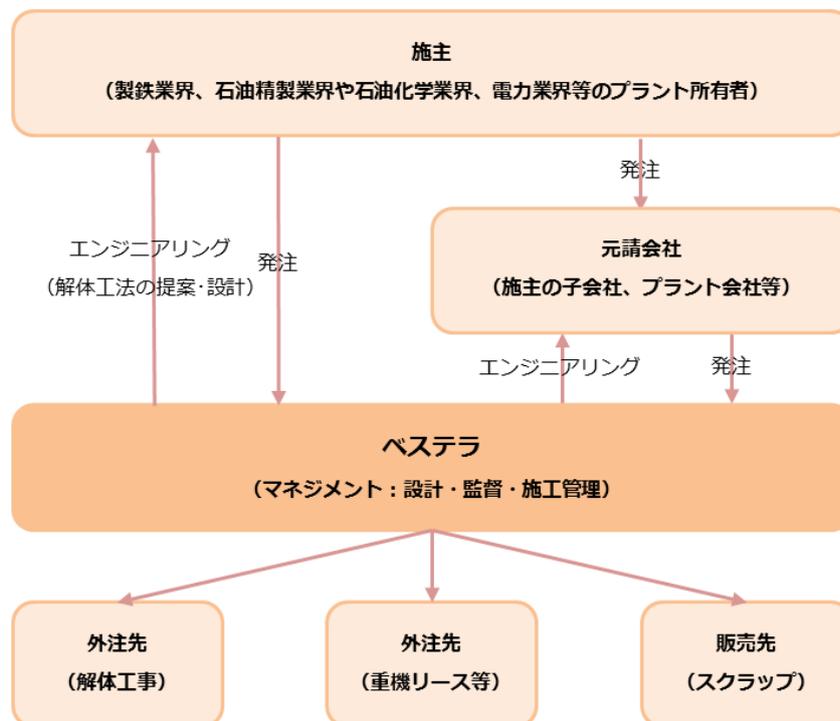
◆ 「つくった人には壊せない」という考えの下で技術や工法を蓄積  
 建造物を「壊す」時、建造時のプロセスの逆をやれば良いと考えることが多いが、同社の場合、単純に逆をたどる方法は採らない。その結果、実際にプラントを造ったわけではない同社が、競争力を持つ独自の解体技術や工法を生み出し、多くのプラント解体工事の実績を積んできた。

### ◆ 顧客はプラントを所有する施主やプラント会社等の元請会社

同社にとっての顧客は、製鉄業界や電力業界、石油精製や石油化学といったプラントを所有する施主、または、施主の子会社やプラント会社等の元請会社となる(図表2)。従来は元請会社が顧客となる案件がほとんどだったが、最近では施主が直接の顧客になる案件が増加している模様である。

具体的な開示はないが、売上高の業種別のおおよその構成比は、製鉄業界が約50%、石油精製業界・石油化学業界が約10~20%、電力業界が20~30%となっている。直近は電力業界向けが伸びている。

【 図表 2 】 ベステラの事業系統図



(出所) ベステラ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

### ◆ ベステラの3つの競争力の源泉

同社の競争力の源泉として、以下の3点が挙げられる。

- (1) 持たざる経営
- (2) 特許工法等の知的財産
- (3) 施工現場を管理する能力の高い工事監督

### ◆ 競争力の源泉1: 持たざる経営

プラント解体のための業務のうち、同社は、大型プラントの解体工事の業務のうち、エンジニアリングとマネジメントに特化して行っている(図表3)。実際の解体工事の際は、作業自体は外注先が行い、同社は現場の監督と施工管理のみを行う。

そのため、同社は工事を行うための重機や人員を持たない。また、材料等の仕入や生産取引が存在しない。従って、資産保有リスクや在庫リスクを回避できる体制となっている。

【 図表 3 】 ベステラが提供するプラント解体トータルマネジメント

業務プロセス	工程	内容
エンジニアリング	調査	・行政、自治体への法制対応
	各種申請 解体見積	・独自の特許工法の提供 ・最適な工事設計 ・多様な工事に対する見積書の作成
マネジメント	工事施工	・施工管理：現場重視の戦略、同社従業員が常駐 ・最適分担：優良な協力会社と連携 ・最適分担：工事種類に応じた工事分担の決定
	廃棄物処理 補修・改修工事	・情報網：産業廃棄物処理会社との連携 ・補修、改修工事のフォロープレゼン

(出所) ベステラ決算説明会資料

◆ 競争力の源泉 2：特許工法等の知的財産

工事を行うための重機や人員を持たない当社が、その競争優位性を担保するために保有するのが、長い期間をかけて開発、蓄積してきた技術である。それらの多くは、工法として特許登録されている。17/1 期末時点で 13 件の特許または特許工法を保有し、4 件が出願中となっている（図表 4）。

【 図表 4 】 保有するまたは出願中の特許・特許工法

取得年月	発明の名称	分野	登録番号	備考
07年8月	煙突解体用足場装置及びその装置を用いた煙突解体方法	煙突解体工法関係	第4001332号	
07年9月	ボイラの解体方法	ボイラ解体工法関係	第4009307号	
07年9月	ボイラ及び支持構造物の解体方法	ボイラ解体工法関係	第4009309号	
11年7月	熱風炉の蓄熱炉の倒し方法	その他の解体工法	第4790357号	
11年9月	鉄塔支持形煙突構造物の倒し方法	煙突解体工法関係	第4828314号	
12年6月	ボイラ解体方法	ボイラ解体工法関係	第5005405号	
12年6月	ボイラの解体方法	ボイラ解体工法関係	第5014004号	
12年11月	大型貯槽の解体方法	リング皮むき工法関係	第5123120号	
13年3月	ゴライアスクレーンの解体方法	その他の解体工法	第5227210号	
13年6月	大型貯槽の切断解体方法	リング皮むき工法関係	第5291993号	リング皮むき工法の周辺特許
14年6月	H鋼支持システム及びそれを用いた建造物の解体方法	その他の解体工法	第5563961号	
16年7月	集合型煙突解体用足場装置及び その装置を用いた集合形煙突の解体方法	煙突解体工法関係	第5974110号	国際出願
17年1月	磁気吸着車両の群移動体	その他の解体工法	第6079997号	国立大学法人東京工業大学との共同出願
出願中	大型貯槽の解体方法	リング皮むき工法関係	-	リング皮むき工法の改良特許
出願中	発電用風車の倒し方法	その他の解体工法	-	国際出願
出願中	三次元画像表示システム、三次元画像表示装置、 三次元画像表示方法及びプラント設備の 三次元画像表示システム	3D計測・3D解体関係	-	
出願中	作業用ロボット及び作業用ロボットを用いた警報システム	その他の解体工法	-	

(注) 既に満了した特許については記載していない

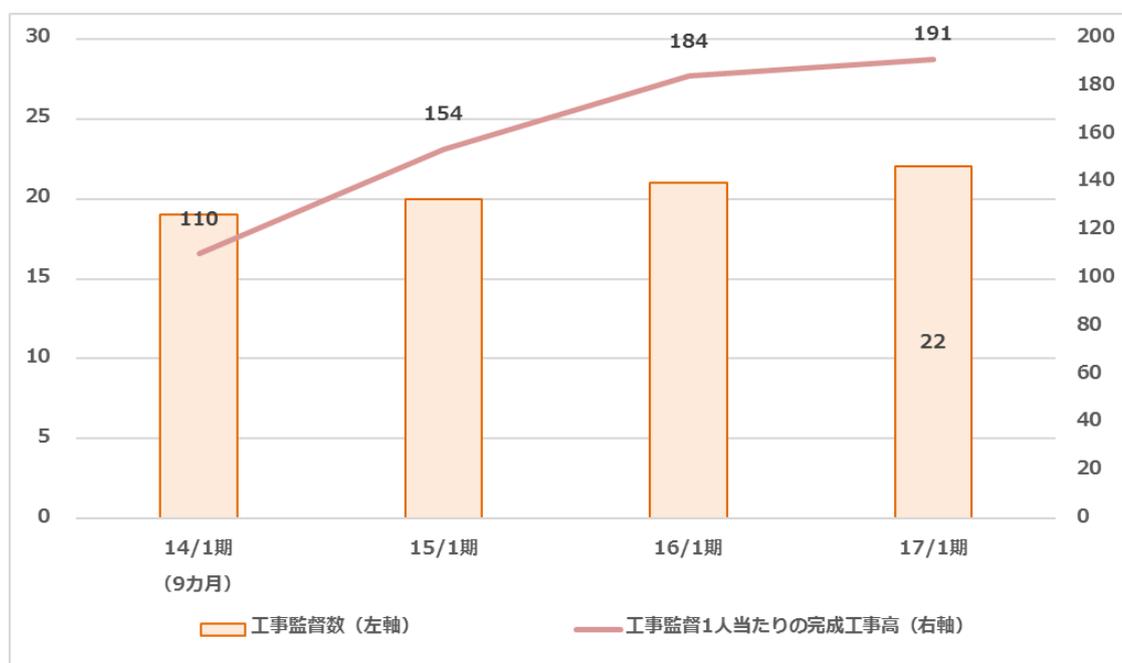
(出所) ベステラウェブサイト、決算説明会資料、「特許情報プラットフォーム」(独立行政法人工業所有権情報・研修館が運営)より証券リサーチセンター作成

◆ 競争力の源泉 3： 施工現場を管理する能力の高い工事監督

プラント解体に関する技術に関する知的財産以外のほかに、同社がその競争優位性を担保するために保有しているのは、プラント解体に関する施工管理能力である。それは現場を管理する工事監督の質と人数に依存すると言えよう。17/1 期末の工事監督は 22 名であり、全従業員数 52 名に対する割合は約 42% となっている。

工事監督の人数は、13/4 期以降は年に 1 名増えるかどうかの微増ペースが続いてきた。一方、工事監督 1 人当たりの工事完成高は大きく増加しており、案件の大型化と同時に、大型案件を管理できるだけの工事監督の能力の向上が進んできたことが見てとれよう（図表 5）。

【 図表 5 】 工事監督の人数と工事監督 1 人当たり完成工事高の推移（単位：人、百万円）



(出所) ペステラ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 2 通りの売上計上の仕方

同社が行う工事の収益計上には以下の 2 通りの基準がある。工事の種類によって 2 つの基準を使い分ける形をとっている。

- (1) 工事進行基準
- (2) 工事完成基準

(1) の工事進行基準は、工事量に応じて収益を計上していく方法であり、請負金額 50 百万円超、工事期間 3 カ月超、スクラップ等の有価物売却予想金額が請負金額の 10% 以下の場合に適用される。

(2) の工事完成基準は、工事が完成した時に収益を計上する方法である。そもそも、スクラップ等の有価物の売却額は、工事が完了して実際に売却してみないと確定しない。そのため、スクラップ等の有価物が売上高に占める割合が 10% を超える場合は、請負金額や工期に関係なく、工事完成基準が適用される。

2 つの基準それぞれに、収益計上方法に関するリスクが存在するため、会社計画と実績との間の乖離が大きくなったり、期間収益の振れ幅が大きくなったりする可能性を伴う (図表 6)。

【 図表 6 】 2 つの収益計上基準

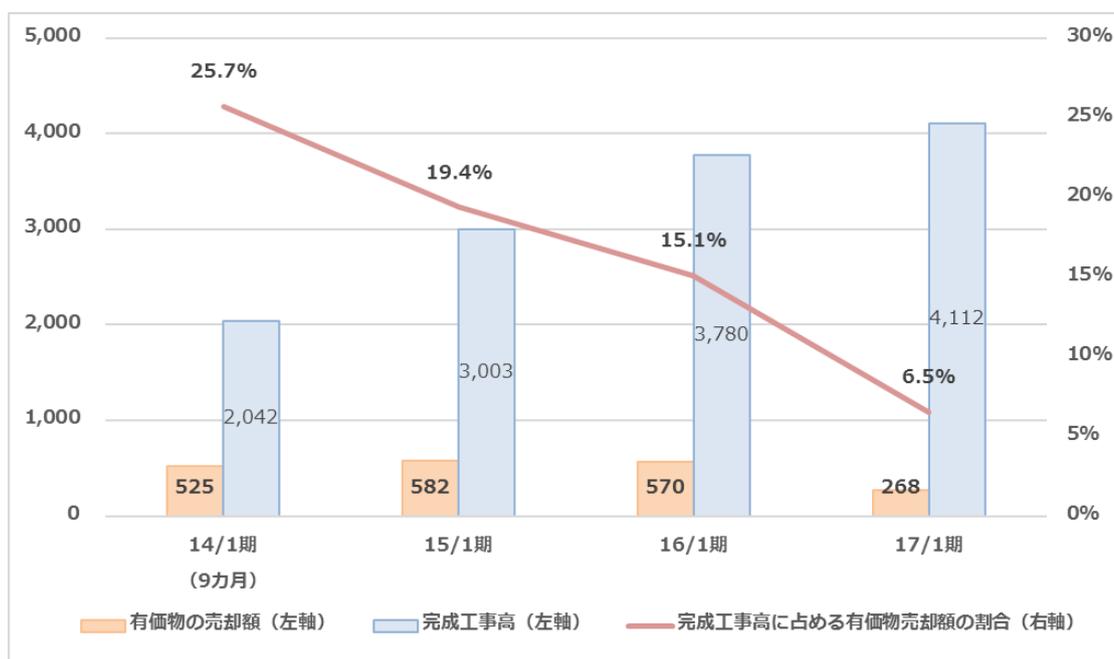
	工事進行基準	工事完成基準
収益計上の方法	工事の進捗に応じて売上高と費用を計上する	工事が完成した時に売上高と費用を計上する
適用条件	以下の3つの条件をすべて満たす場合 ・請負金額50百万円超 ・工事期間3カ月超 ・スクラップ等の有価物売却予想金額が請負金額の10%以下	左記以外
収益計上の時期	複数会計期間にまたがって収益を認識することがある	ある会計期間に1回のみ収益を認識
リスク	工事の仕様変更が発生した場合、既に計上した収益を取り崩す必要が生じる場合がある	工事が完了しても、検収が終わらない限り収益計上されない (期ずれの可能性はある)

(出所) ベステラ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

スクラップ等の有価物の売却金額は、解体工事に伴う収益の一部として、完成工事高に含めて計上される (一部案件では、施主が直接有価物の売却を行う場合もある)。有価物の売却額は、14/1 期は完成工事高の 25.7% を占めていたが、その割合は年々低下し、17/1 期は 6.5% に留まっている (図表 7)。

【 図表 7 】 有価物の売却額と完成工事高の推移

(単位: 百万円)



(出所) ベストセラ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 15年に参入した3D計測事業

プラント解体事業の周辺事業として15年に参入したのが、3D計測事業である。

元々は、「解体工事の見える化」を目指して開始したものだ。しかし、顧客から提案を受けるほど需要が広範囲に存在することに気づき、事業として立ち上げた。

同社は、3Dでの「計測(見る)」だけに留めず、3Dで計測したデータをもとに、「施工(壊す)」、「管理(IoT<sup>注3</sup>、自動化)」までを事業領域とすることを予定している。そのために、設備計測、応用計測、解体・改修、データベース化、情報化施工という5ステップで事業化を進めるとしている(図表8)。

#### 注3) IoT

Internet of Thingsの略。

「モノ(物)のインターネット」と訳され、様々な「モノ」がインターネットに接続され、情報交換することにより相互に制御する仕組みである。

【 図表 8 】 3D 計測事業の事業化の 5 ステップ



(出所) ベステラ中期経営計画説明資料

#### ◆ 3D 計測事業 1～「計測（見る）」

プラント建造時に設計されたプラント構造物のほとんどは紙面データにより管理されている。実際には、紙面データがきちんとそろっていないかったり、長期間に及ぶメンテナンスや経年劣化により、当初の紙面データと現況が異なっていたりすることがほとんどである。

そうした現状を踏まえ、同社では、高性能スキャナによって収集した3D 計測点群データを CAD<sup>注4</sup>データでモデリングする「設備計測」のほか、航空レーザー、MMS（走行型モバイルマッピングシステム）、地上レーザー、海中ソナー等の各種装置を使用する一括計測を行う「応用計測」の技術を開発した。これらの一連の技術を、同社では、「パーフェクト 3D」と呼んでいる。

これらにより、地図レベルのデータだけでなく、個別の建築物や構造物の配管や内部までを網羅した3D 計測点群データを提供するサービスが確立した。このサービスにより、メンテナンスや経年劣化等で複雑化した既設プラントの設備情報も3D化される。

この「パーフェクト 3D」の分野では、トヨタ自動車（7203 東証一部）系列の朝日航洋（東京都江東区）と協業しており、16 年には、東京スカイツリーから墨田区役所周辺区域における大規模エリアの3D 計測点群データ化に成功している。

#### 注4) CAD

Computer-Aided Designの略。「コンピュータ支援設計」と訳され、コンピュータを用いて設計すること、またはコンピュータによる設計支援ツールのことを言う。

#### ◆ 3D 計測事業 2～「施工（壊す）」

「計測（視る）」を通じてシステム化されたデータにより、解体の工程が「見える化」される。「見える化」されれば、例えば、重機の干渉部分や環境対策箇所の可視化、工事現場と（意思決定を行う）本社との間での情報共有によるコミュニケーションミスの減少といった効果が生まれる。その結果、「見える化」された状態での「施工（壊す）」が可能となる。同社では、これらを「3D 解体」と呼んでいる。

#### ◆ 3D 計測事業 3～「管理（IoT、自動化）」

同社はさらに、「施工（壊す）」の領域に留まらず、「管理（IoT、自動化）」の領域まで進むことを目指している。

具体的には、(1) 3D 情報をデータベースとし、クラウド化する「プラント 3D マスター」により、プラント全体を、地図による直感的な状態で一括管理すること、(2) 3D 点群マップ搭載ロボットによる SLAM<sup>注5</sup>（自己位置認識機能による自律走行）や自動プラント監視、自律的な解体施工等を行えるようにすることの 2 点を目標として掲げている。

#### 注5) SLAM

Simultaneous Localization and Mappingの略。

各種センサから取得した情報から、自己位置推定と地図作成とを同時に行う方法。周囲の環境形状を把握し、その形状データからロボットの自己位置も推定する。この技術により、ロボットの自律移動が可能となる。

これらが実現されると、プラントの解体以外の事業領域の拡大が見込まれる。一例として、以下のような業務が挙げられよう。

- (1) 橋梁等のインフラ設備の点検や保守、劣化診断
- (2) 地下街の老朽化対策
- (3) 有害物質が存在して接近できない所への作業ロボットの進入
- (4) 休止原子力発電所の再稼働可否の検査
- (5) 図面が残っていない施設の作図

なお、現段階では 3D 計測事業の業績貢献はまだ小さいため、17/1 期は、セグメント上は兼業事業売上高に含まれている。

#### ◆ 人材サービス事業

プラント解体事業の周辺事業として 13 年に参入したのが、人材サービス事業である。「BT STAFF」のサービス名で運営され、IT と施工管理の分野を中心に、派遣社員を必要とする顧客企業へ、同社が雇用、教育した人材を派遣する事業である。人材サービス事業の業績貢献はまだ小さいため、17/1 期は、セグメント上は兼業事業売上高に含まれている。

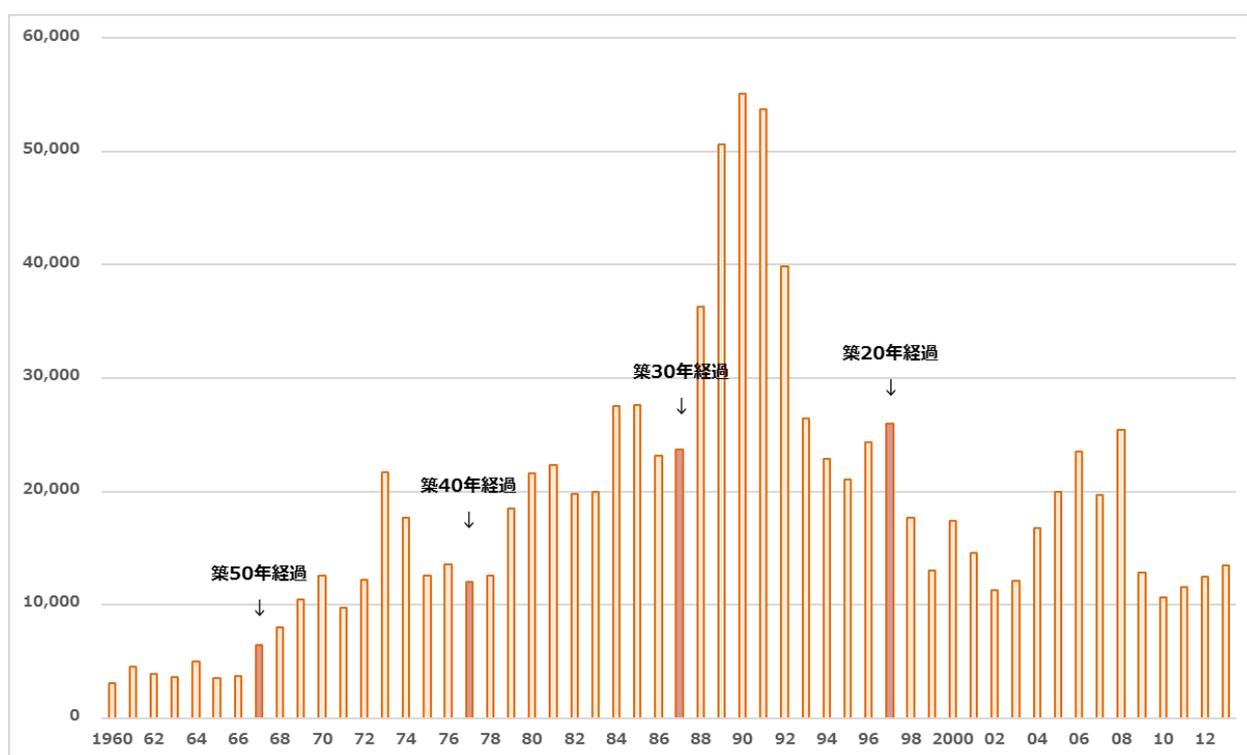
> 業界環境と競合

◆ 過去の建設投資額の推移

国土交通省の「建設投資」の推移によると、非住宅の建築のうち、民間の鉱工業部門の建設投資は、統計のある1960年以降、約5.5兆円のピークを打つ90年まで増加傾向にあった(図表9)。同社の事業の対象は老朽化したプラントであり、鉱工業部門の過去の建設投資に連動するものと考えられる。50年前の67年の建設投資が約6,400億円であったことから、今後同社の事業の対象となるプラント設備が増加していく公算が大きいと言えよう。

【図表9】建設投資の推移(建築・非住宅・民間・鉱工業)

(単位:億円)



(出所) 国土交通省「建築投資」より証券リサーチセンター作成

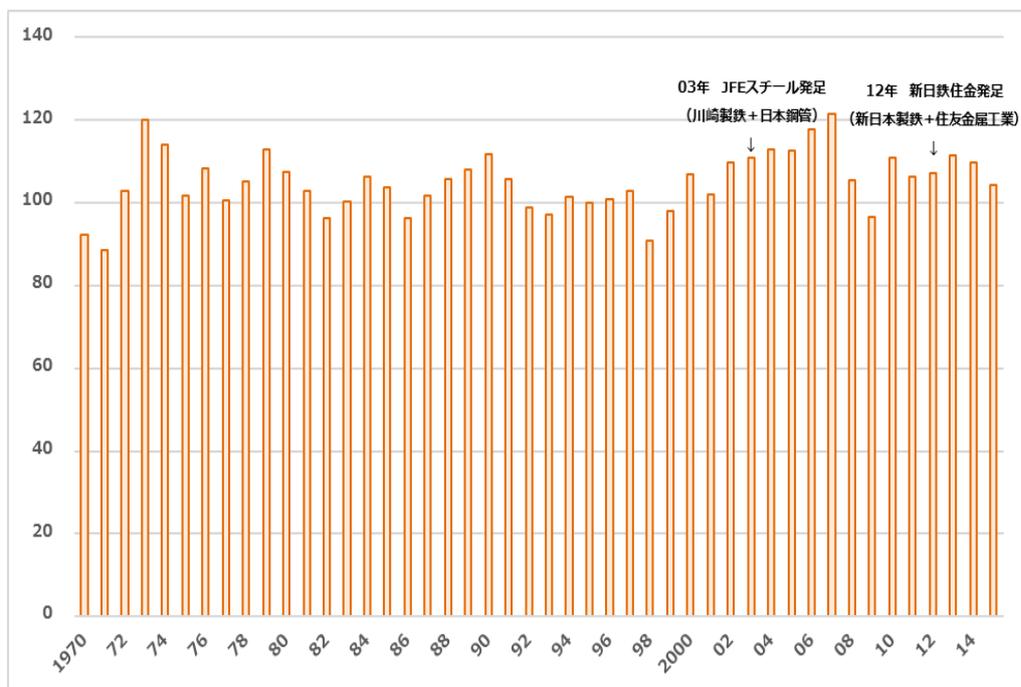
◆ 顧客業種の動向～製鉄業界

同社の売上高の約50%は製鉄業界の顧客からのものである。国内の粗鋼生産量は、1970年以降、大体100~120百万トンという一定の範囲内で推移してきた(図表10)。12年の新日鉄住金(5401 東証一部)の発足、17年3月の新日鉄住金による日新製鋼(5413 東証一部)の子会社化により、高炉メーカーの再編は、新日鉄住金及びその系列、ジェイ エフ イー ホールディングス(5411 東証一部)、神戸製鋼所(5406 東証一部)の3社体制となったことではほぼ完了したものと

考えられる。今後は、各グループでの新設備への転換、海外への生産移転を図ることとなり、旧設備の解体需要はコンスタントに発生するものと考えられる。

【 図表 10 】 国内の粗鋼生産量の推移

(単位：百万トン)



(出所) 新日鉄住金「新日鉄住金ファクトブック 2016」より証券リサーチセンター作成

なお、同社では、高炉数や高炉での粗鋼生産量、電炉数や電炉での生産量及び特殊鋼の生産量から、製鉄業界向けの市場規模は1.7兆円と試算している。

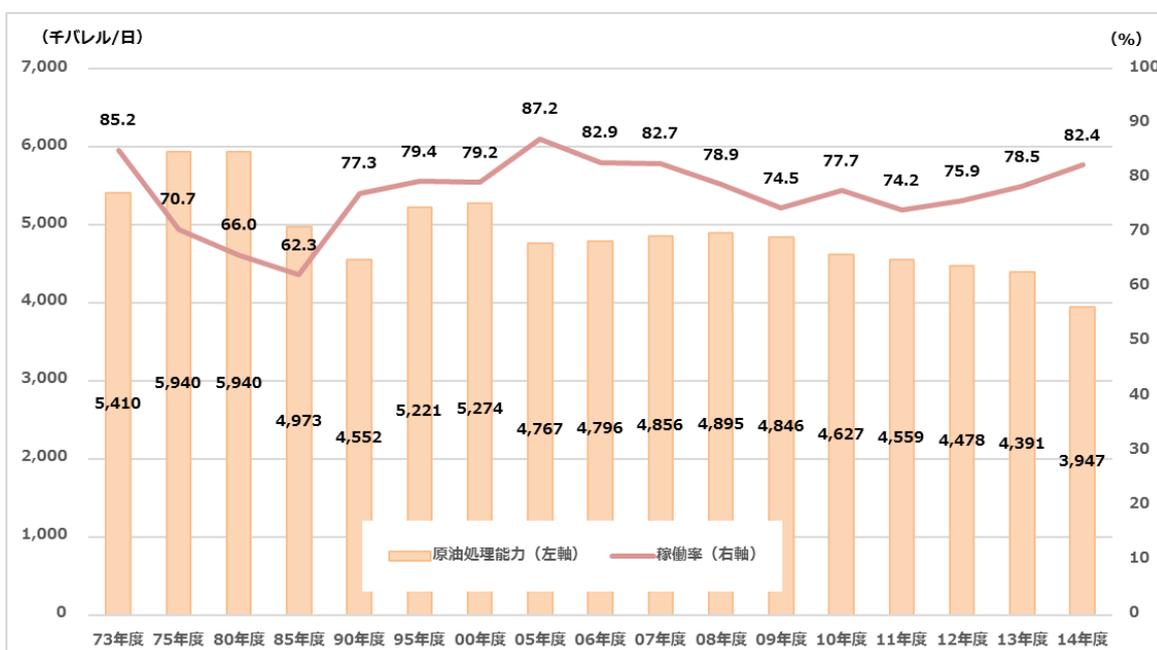
◆ 顧客業種の動向～石油精製業界・石油化学業界

石油精製業界のプラントに関しては、原油処理能力が影響する。国内の原油処理能力の推移を見ると、14年度の原油処理能力は1日400万バレルを下回る水準まで低下してきた(図表11)。原油処理能力を削減して、設備の稼働率を維持してきた状況が見てとれよう。

なお、17年4月にJXホールディングスと東燃ゼネラルが統合してJXTGホールディングス(5020 東証一部)が発足した。また、出光興産(5019 東証一部)と昭和シェル石油(5002 東証一部)の統合案も、出光興産の創業家の反対によって流動的な部分が残されているが立ち消えたわけではなく、交渉中となっている。業界再編はまだ途上で、更なる生産能力の削減が進む可能性がある。

【 図表 11 】国内の原油処理能力と稼働率の推移

(単位:千バレル/日,%)

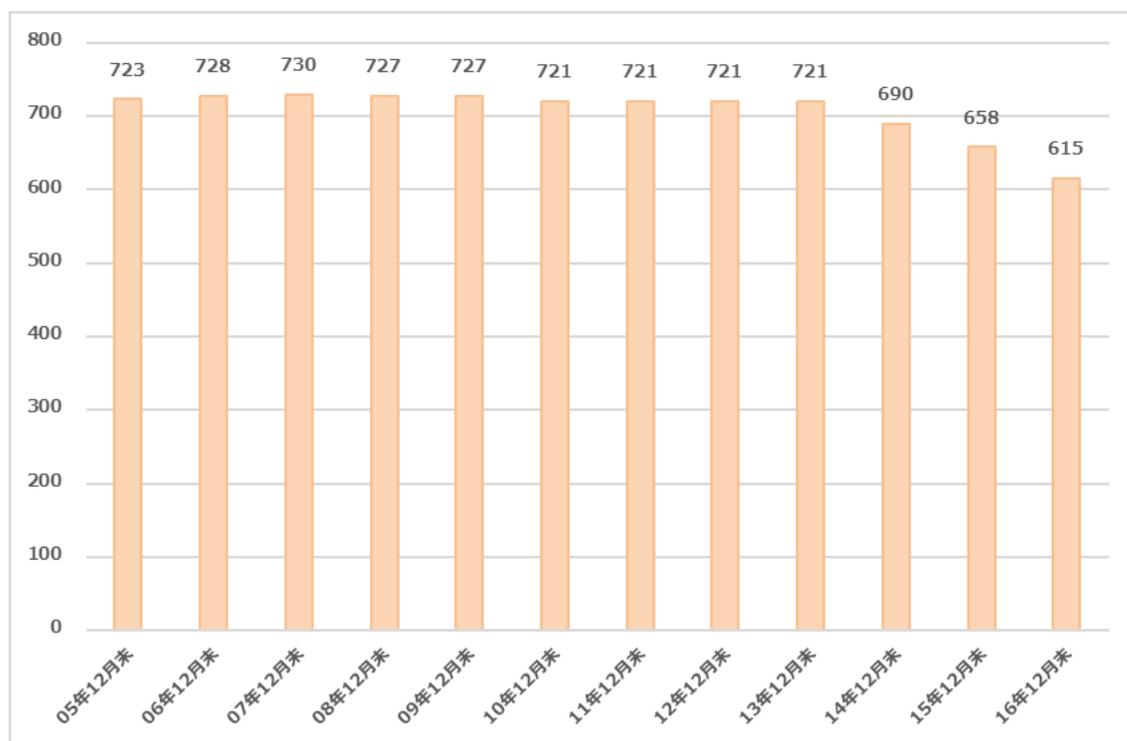


(出所) 石油連盟「今日の石油業界 2016」より証券リサーチセンター作成

石油化学業界については、エチレンの生産能力の推移が、業界全体の動向を映し出す。エチレンは、13年まで721万トンの生産能力を維持してきたが、翌14年から生産能力を落とし、16年には615万トンまで急減した。

石油精製、石油化学の両業界で、断続的に生産能力の削減が行われてきた。石油精製を行う製油所や精製能力、石油化学においては、エチレンを原材料とするプラントの数やエチレン生産能力から、同社は、石油精製と石油化学の両業界向けの市場規模を約28.5兆円と試算している。

【 図表 12 】 国内のエチレンの生産能力(各年 12 月末時点)の推移 (単位: 万トン/年)



(出所) 経済産業省「我が国の主要石油化学製品生産能力調査」より証券リサーチセンター作成

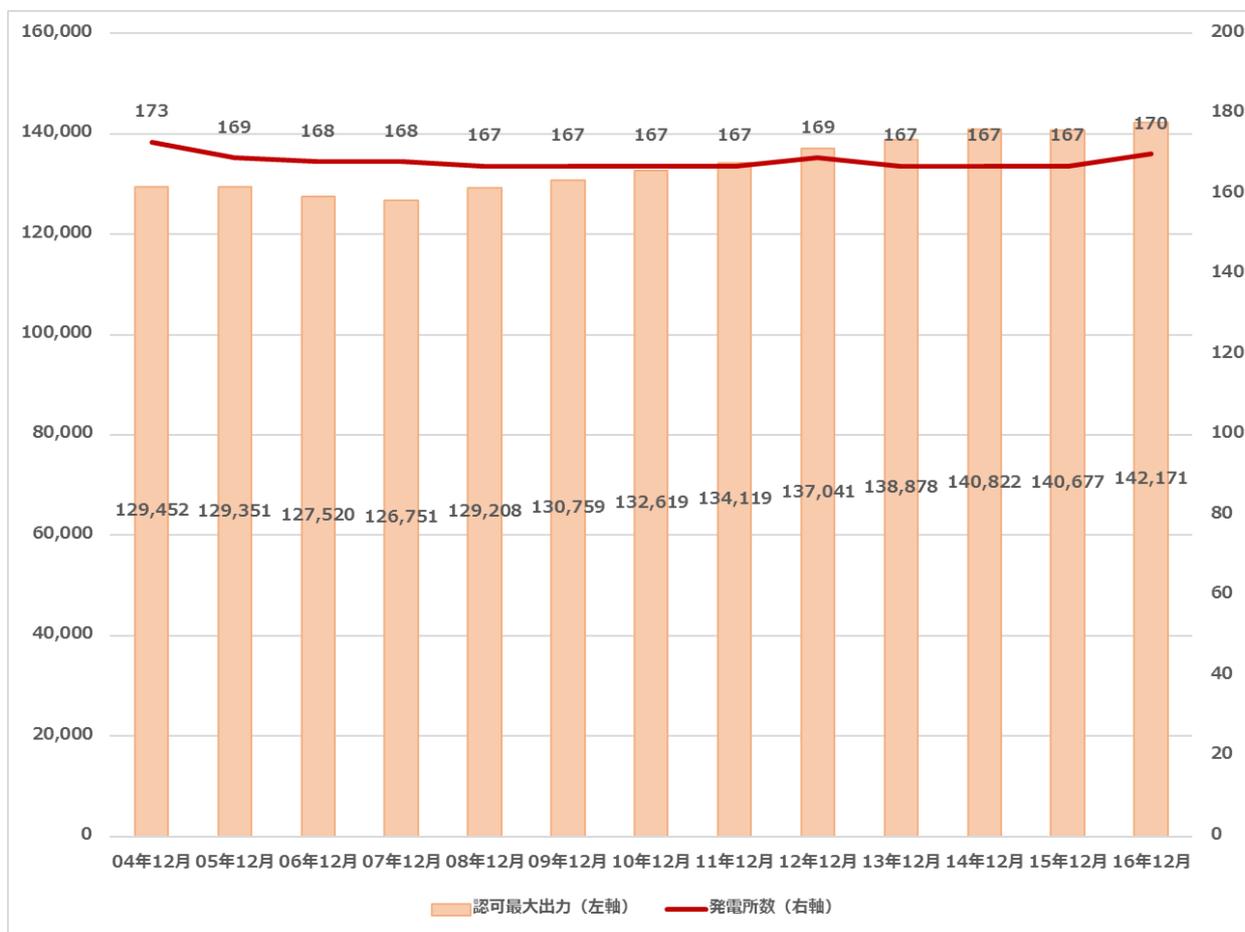
#### ◆ 顧客業種の動向～電力業界

電力業界のプラントのうち、同社の事業に大きく関わるのは火力発電所であろう。16年12月時点で、沖縄電力(9511 東証一部)を含む10電力会社と電源開発(9513 東証一部)を合わせた11電力会社が保有する火力発電所の数は170カ所、認可最大出力は142百万キロワットとなり、漸増傾向にある(図表13)。原子力発電所の再稼働がどこまで進むかによって、今後の動向は変わってこようが、当面は火力発電所の高稼働状況が続くものと考えられる。そのため、製鉄業界や石油精製業界・石油化学業界とは異なり、生産能力の削減のためではなく、高効率の発電のための発電所の新設と、それに伴う旧設備の解体という需要が中心になるものと想定される。

なお、火力発電所だけでなく、すべてのタイプの発電所数と総出力能力から、同社は、電力業界向けの市場規模を約13.6兆円と試算している。

【 図表 13 】 電力会社 11 社の火力発電所の数と認可最大出力の推移 (各年 12 月時点)

(単位 : 千キロワット、カ所)



(注) 電力会社 11 社とは、北海道、東北、東京、中部、北陸、関西、中国、四国、九州、沖縄の各電力会社と電源開発(出所) 経済産業省「電力調査統計」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

世の中にプラントの解体工事を行う会社は多く存在するが、同社のように、大型のプラント解体のエンジニアリングとマネジメントに特化した企業は、見当たらない。

未上場企業で、タジマ コーポレーション (東京都墨田区)、三貴 (大阪府大阪市)、ヨコタ商店 (大阪府大阪市)、イボキン (兵庫県たつの市) といったプラント解体の実績を持つ企業は散見されるものの、これらの企業は、実際の施工能力を持って解体工事を行っている企業であり、ビジネスモデル等多くの面で、同社と異なっている。むしろ、施工部門を持たない同社にとっては、実際に解体の施工を行う解体工事会社は、協力企業という位置づけとなろう。

また、プラントを建造したプラント会社が同社の競合先になることは十分に考えられる。それでも、案件によっては同社の顧客になることから、必ずしも競合先とは言えない。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革 1 ～ 現社長の父の事業を受け継いだ後に株式会社化

1947年に、現代表取締役社長の吉野佳秀氏の父である吉野春吉氏によって愛知県名古屋市で創業された吉野商店が同社の前身である。吉野商店は土木工事とスクラップで生じた有価物売買を行っていたが、64年に吉野佳秀氏が事業を引き継ぎ、74年に株式会社化したのが同社である。株式会社化した当初より、同社の主たる事業はプラント解体事業であった。

### ◆ 沿革 2 ～ 本拠を首都圏へ移しプラント解体の技術を習得

81年に同社は千葉県八街市に本店を移転し、首都圏中心の事業展開を目指すこととなった。愛知県がある中部圏より首都圏の市場規模の方が大きいためだったが、同時に、縁もゆかりもないという状況からの再スタートという格好となった（後に、02年に東京都江東区、09年に現在の東京都墨田区へ本店を移転）。

プラントの解体は建設業界の中でも参入障壁が高い業務である。見えない部分に何があるか分からないという状況で作業を行う必要があるためである。そのため、プラントの解体は、プラントを造った会社に発注されることがほとんどであった。そうした状況下で、同社は、「見えないものをどう見るか」という観点で、プラント解体の技術の習得・蓄積を続けてきた。

### ◆ 沿革 3 ～ 「リンゴ皮むき工法」の特許取得

同社の技術が注目を集めたのが、04年に特許を取得した「大型球形貯槽の切断解体方法（リンゴ皮むき工法）」である。同社の代名詞とも言えるこの「リンゴ皮むき工法」は、ある火力発電所でボイラの解体作業を行っていた時、隣接していた敷地にあるガスタンクを毎日のように見続けた結果着想し、実現した工法である。特許取得後、大手ガス会社からの案件が舞い込むようになり、技術を提供して顧客をつくるという、同社の成長パターンが確立した。

この後、07年の火力発電所等の「ボイラの解体方法」等、多くの特許を取得するとともに、特定建設業許可を取得し、業務の範囲を拡大していった。また、「リンゴ皮むき工法」についても、10年には、「リ

「リング皮むき工法」を遠隔操作にて実現可能とする溶断ロボット「りんご☆スター」を開発するなど、進化を続けていった。

#### ◆ 沿革4 ～ プラント解体以外への展開

プラント解体の事業を中核に、同社は業務領域を拡大している。13年には、現場監督をはじめとする人材不足に対応するために人材サービスに参入した。また、15年には、「工程の見える化」を実現するために始めたプラント構造計測に特化した「3D 計測サービス」に参入した。その結果、現在は3つの事業が展開されている。

#### ◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「柔軟な発想と創造性、それを活かした技術力により地球環境に貢献します」を掲げている。そして、『プロとして責任を果たします。我々は常に新しい技術を生み出し、「安全を何よりも優先」し、「より早く、より安く、より安全に」を合言葉に、さらに安心を加えて、お客様に提供します。』を行動規範としている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と 17/1 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 14 の通りである。

17年1月末時点で、代表取締役社長の吉野佳秀氏の長男で、専務取締役の吉野炳樹氏が筆頭株主で 18.23%を保有している（立会外分売により、17年4月6日時点で 17.03%まで低下し、第2位となっている）。第2位が吉野佳秀氏の資産管理会社である TERRA・ESHINO 株式会社で 17.34%の保有である（上記の立会外分売により、17年4月6日時点では筆頭株主となっている）。

なお、吉野佳秀氏本人の持ち分は 1.28%に留まり、大株主 10 位には入っていない。しかし、ファミリー関係者では、他に吉野炳次氏が 3.47%で第5位、塚本かや氏が 1.30%で第10位におり、吉野佳秀氏のファミリー関係者合計は、資産管理会社の分を含めて 41.62%（立会外分売後は 40.42%）となる。

ファミリー関係者以外では、ベステラ従業員持株会が 4.21%で第4位にいるほか、取締役や従業員が続いている。

【 図表 14 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			17年1月末時点			17年2月1日時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
吉野 柄樹	266,800	26.00%	1	504,800	18.23%	1	1,514,400	18.23%	1	専務取締役 代表取締役社長の長男 上場時に20,000株(現行ベース120,000株)売り出し 立会外分売により17年4月6日時点で、 1,414,400株(17.03%)となっている
TERRA・ESHINO株式会社	240,000	23.39%	2	480,000	17.34%	2	1,440,000	17.34%	2	代表取締役社長の資産管理会社
日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社(信託口)	0	0.00%	-	209,500	7.57%	3	628,500	7.57%	3	
ベステラ従業員持株会	147,200	14.35%	3	116,600	4.21%	4	349,800	4.21%	4	
吉野 柄次	48,000	4.68%	4	96,000	3.47%	5	288,000	3.47%	5	従業員 専務取締役の二親等内の血族 代表取締役社長の二親等内の血族
五代 俊昭	22,000	2.14%	7	56,400	2.04%	6	169,200	2.04%	6	取締役
木村 勇	0	0.00%	-	55,200	1.99%	7	165,600	1.99%	7	従業員
小坂 幹博	22,000	2.14%	7	47,200	1.70%	8	141,600	1.70%	8	取締役
日本証券金融株式会社	0	0.00%	-	36,500	1.32%	9	109,500	1.32%	9	
崔 勲	0	0.00%	-	36,000	1.30%	10	108,000	1.30%	10	従業員
塚本 かや	48,000	4.68%	5	36,000	1.30%	10	108,000	1.30%	10	専務取締役の二親等内の血族 代表取締役社長の二親等内の血族
吉野 佳秀	36,800	3.59%	6	35,300	1.28%	-	105,900	1.28%	-	代表取締役社長
稲田 征穂	20,000	1.95%	9	-	-	-	-	-	-	
森分 志賀子	13,200	1.29%	10	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	864,000	84.21%	-	1,674,200	60.48%	-	5,022,600	60.48%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	0	0.00%	-	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
発行済株式総数	1,026,000	100.00%	-	2,768,400	100.00%	-	8,305,200	100.00%	-	

(出所) ベステラ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、10/4 期以降の数値が開示されており、売上高の 16/1 期までの年平均成長率は 28.3%であった（同社は 14/1 期から 1 月決算に変更）。10/4 期までは 08 年のリーマン・ショックが影響して顧客からの発注が止まっていたが、11/4 期はその反動増により大幅増収となった。

その後、13/4 期まで 2 期連続の減収となった。これは、従業員が減少したことが影響したほか、13/4 期に関しては案件の期ずれが発生したことが要因である。期ずれは、工事が完了しているにも関わらず、検収が終わらずに売上計上ができないというものであった。その翌期の 14/1 期（9 カ月決算）の大幅増収は、前期からの期ずれ案件の売上計上によるところが大きかった。

経常利益は、10/4 期は 145 百万円の赤字だったが、11/4 期に黒字化した。しかし、13/4 期には 2 百万円の赤字に転落した。上記の通り減収が続いたことが要因だが、13/4 期は、期ずれにより売上計上できなかった案件について、費用の計上だけが先行したことが大きく影響した。14/1 期以降は増収に伴い黒字化及び増益となった。

#### ◆ 17 年 1 月期は期初計画に届かず前期比増収減益

17/1 期は、売上高が前期比 8.7%増の 4,182 百万円、営業利益が同 11.1%減の 397 百万円、経常利益が同 12.9%減の 404 百万円、当期純利益が同 7.3%減の 271 百万円と、増収減益となった。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 89.0%、営業利益が 81.9%に留まった。

売上高が期初計画未達となった主な原因は、以下の 2 件の工事である。

(1) 進行基準を適用した工事において仕様変更が発生した。仕様変更の結果、工事の追加が発生することとなったが、その分が未決定（協議中）であることから、収益を認識していたものを一旦取り崩し、18/1 期に再計上することとなった。この処理により、約 140 百万円の売上高が引き下げられた。

(2) 完成基準を適用した工事の完成が 18/1 期に繰り越されることになった。この影響により、売上高が約 500 百万円引き下げられた。

受注高（受注工事高）は、前期比 44.5%減の 3,053 百万円となった。前期に 2,220 百万円の長期大型工事の受注があった影響を除くと、受注高は事実上、前期比約 7%減に留まったものと言えよう。

費用面では、売上高の未達要因のうち、(1)に関係して既に発生している原価を計上したことで、売上総利益率は 21.0%まで低下した(前期は 22.5%)。さらに、人材採用、広告宣伝、3D 計測事業に関する先行投資的な費用が発生したことで、販売費及び一般管理費(以下、販管費)が 62 百万円増加したことも、営業利益を押し下げる要因となった。その結果、前期は 11.6%であった売上高営業利益率は、17/1 期は 9.5%まで 2.1%ポイント低下した。なお、営業利益ベースで見ると、(1)について 61 百万円、(2)について 100 百万円、合計 161 百万円が 18/1 期に持ち越された。

#### ◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

15 年 9 月の東証マザーズ上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、15/1 期末に 45.3%であった同社の自己資本比率は、16/1 期末には 63.6%まで上昇し、財務の安全性が改善された。なお、17/1 期は、収益計上が 18/1 期に持ち越された案件が発生したこともあり、短期借入金 550 百万円が発生した。そのため、自己資本比率 51.7%まで低下している。

### > 他社との比較

#### ◆ プラント工事や建設コンサルティングの企業と比較

プラント解体に特化した上場企業は他には存在しない。そこで、プラントに関する工事を事業とする上場企業、または建設コンサルティングやエンジニアリングを主要事業とする上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、製油所や石油化学プラントのメンテナンスや修繕工事を行う新興プランテック(6379 東証一部)、発電所主体のプラント工事会社の太平電業(1968 東証一部)、鉄鋼や化学関連のプラント工事会社の高田工業所(1966 東証二部)、化学プラントを中心に扱うプラント工事会社の田辺工業(1828 東証二部)、電力エンジニアリングを得意とする総合建設コンサルティングの日本工営(1954 東証一部)、土木に強みを持つ建設コンサルティングの建設技術研究所(9621 東証一部)とした(図表 15)。

同社の 17/1 期は一部の案件で収益計上が先送りされ、減益決算となったにもかかわらず、収益性はどの指標を取っていても、他社を上回っている。また、成長性の高さも同社が上回っている。

また、エンジニアリングとコンサルティングに特化し、工事を行う重機や人員を持たない「持たざる経営」を標榜することもあって、規模は小さい一方、安全性のうちの固定長期適合率の低さが目立っている。

【 図表 15 】 財務指標比較：プラント工事や建設コンサルティングを行う企業

項目	銘柄	コード	ベストセラ	新興プランテック	太平電業	高田工業所	田辺工業	日本工営	建設技術研究所
			1433	6379	1968	1966	1828	1954	9621
		直近決算期	17/1期	16/3期	16/3期	16/3期	16/3期	16/6期	16/12期
規模	売上高	百万円	4,182	89,491	82,306	42,672	28,885	81,865	42,033
	経常利益	百万円	404	6,591	5,305	1,259	1,586	4,365	2,433
	総資産	百万円	4,222	72,319	82,747	27,449	22,798	100,989	42,644
収益性	自己資本利益率	%	12.8	10.9	5.9	9.0	8.6	3.5	6.0
	総資産経常利益率	%	10.9	9.3	6.4	4.4	7.1	4.7	5.6
	売上高営業利益率	%	9.5	7.6	6.2	3.1	5.5	5.8	5.7
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	26.7	-1.6	6.5	4.0	6.4	128.1	4.9
	経常利益(同上)	%	31.5	7.0	8.0	-	22.1	-	14.1
	総資産(同上)	%	24.4	5.2	5.2	5.2	6.7	12.2	4.7
安全性	自己資本比率	%	51.7	50.7	70.2	33.0	50.8	50.6	57.9
	流動比率	%	190.9	175.0	274.8	135.2	180.5	107.1	179.5
	固定長期適合率	%	18.4	39.9	41.3	67.9	44.8	95.3	50.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

高田工業所と日本工営は3期前の経常利益が赤字

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

##### ◆ 知的資本の源泉はプラント解体に関する技術にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 16 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本である独自に編み出したプラント解体に関する技術にある。ただし、単に技術が存在するだけでなく、実際の業務に使えるところまで実用化できているところが肝であると言えよう。その結果、現在 13 件の特許工法として確立し、これらの特許工法を求めて、関係資本である顧客がやってくるという構図が出来上がった。

プラント解体の業界において、施工能力を持たずに、エンジニアリングとマネジメントに特化するというユニークなポジションの構築に成功したのは、この好循環を構築できたためである。次は、3D 計測事業の事業化に、この成功パターンがどのように活かせるかが焦点となる。

【 図表 16 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値	
関係資本	顧客	顧客の状況	・売上高が多い主要取引先	日鉄住金テックスエンジ (全売上高の24.9%) JFEプラントエンジ (同23.5%)	
			・ウェブサイトに掲載の主要取引先	66社	
			・国内における実績の分布	関東地方68% 近畿地方8% 中部地方8% 東北地方8%	
	ブランド	・業界内での評価	・施主からの直接発注の比率	詳細の開示はないが増加傾向	
			・主要顧客からの表彰	84年以降45件	
	ネットワーク	・解体工事の施工における協業先  ・3D関連サービスでの協業	・解体工事の外注先企業数	開示なし	
・スクラップ販売先			開示なし		
・「パーフェクト3D」での協業			朝日航洋		
組織資本	プロセス	・解体工事の施工	・工事監督の人数	22人 (全従業員の42%)	
			・工事監督1人当たりの完成工事高	191百万円 *工事監督の期中平均人数で算出	
			・解体工事の外注先企業数	開示なし	
			・プラント工事の実績	多数のため省略 (ウェブサイトで開示)	
			・環境対策工事の実績	多数のため省略 (ウェブサイトで開示)	
	営業	・営業	・拠点数	本社含め3カ所 (東京都=本社、千葉、広島)	
			・工事監督以外の プラント解体事業の従業員数	12人 (営業以外の担当者を含む可能性あり)	
			・研究開発	・研究開発費 7百万円 ・3D計測事業のアクションプラン 5ステップ	
	知的財産 ノウハウ	・特許工法 ・商標権 ・ソフトウェア ・研究開発	・取得済み特許件数	13件	
			・申請中特許件数	4件	
			・取得済み商標権件数	3件	
			・貸借対照表上のソフトウェア	16百万円	
			・研究開発費	7百万円	
	人的資本	経営陣	・インセンティブ	・現社長主導による事業展開	・現社長が設立してからの年数 1974年の設立から43年
				・代表取締役社長による保有	105,900株 (1.28%) 資産管理会社の持分1,440,000株を含めると 1,545,900株 (18.62%) *株数は17年2月1日の1:3の株式分割後ベース
・専務取締役 (代表取締役社長の長男)による保有				1,514,400株 (18.23%) 17年4月6日の立会外分売後は1,414,400株 (17.03%) *株数は17年2月1日の1:3の株式分割後ベース	
・社長と専務以外の取締役の持株数 (監査役は除く)				346,800株 (4.18%)	
・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く				66百万円 (5名)	
従業員		企業風土	・企業風土	・従業員数	46名
				・平均年齢	40.9歳
				・平均勤続年数	4.5年
		インセンティブ	・インセンティブ	・従業員持株会	349,800株 (4.21%) *株数は17年2月1日の1:3の株式分割後ベース
				・ストックオプション	74,400株 (0.90%) *取締役の分を含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/1期、または17/1期末のものとする

(出所) ベステラ有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は建設業に属し、プラント解体事業を主力事業としている。プラント解体では、アスベストやダイオキシン、PCB といった有害物質を含む設備の処理を必要とすることが多く、同社では環境対策に関する工事の実績を積み、独自の工法も確立してきた。企業理念にも「地球環境に貢献」することを謳っており、本業がそのまま環境対応につながっていると言えよう。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「柔軟な発想と創造性、それを活かした技術力により地球環境に貢献します」を企業理念に掲げ、『プロとして責任を果たします。我々は常に新しい技術を生み出し、「安全を何よりも優先」し、「より早く、より安く、より安全に」を合言葉に、さらに安心を加えて、お客様に提供します。』を行動規範に、本業のプラント解体事業での安全なプラント解体を通じて社会に貢献する方針を採っている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の佐々木護氏は、東京電気工務所（現 東京エネシス 1945 東証一部）で長くキャリアを積み、常務取締役営業本部長、顧問を歴任した。その後、同社の社外取締役に就任した。

社外取締役の佐藤邦夫氏は、三井銀行（現 三井住友銀行）で長くキャリアを積み、執行役員を務めた。その後、大和証券 SMBC の執行役員、日興コーディアル証券の常務執行役員、SMBC 日興証券の常務執行役員、専務取締役、顧問を歴任した。

同社は監査役会設置会社であり、監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の渡邊喜久男氏は、日本鋼管（現 JFE スチール）にて長くキャリアを積み、東京会計室長を務めた。その後、オリオンツアーの取締役管理部長、産業再生機構の管理室人事総務グループ長を歴任した。

非常勤監査役の天沼周次郎氏は、東京電力にて長くキャリアを積み、開発計画部部長を経験した。その後、東京電力の関係会社のテプスターの取締役、東電リースの取締役、監査役、顧問を歴任した。

非常勤監査役の村松高男氏は、東京国税局でキャリアを開始し、東京地方検察庁特捜部主任捜査官、渋谷税務署副所長、国税庁主席監察官、名古屋国税局総務部長を歴任した。その後、税理士登録をして、村松高男税理士事務所を開業した。現在は同事務所を経営するとともに、セレンディップ・コンサルティングの社外監査役、イオンモール(8905 東証一部)の社外監査役、グローブライド(7990 東証一部)の取締役監査等委員を兼任している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 工事監督を中心とした増員

同社は、現在の体制でフル稼働しても、既に顕在化している工事需要をこなせきれないと認識している。直近は工事1件当たりの金額が大型化しているため、17/1 期末の工事監督22人という現状の体制でも対応できているが、今後の成長のためには、工事監督の増員が欠かせないとしている。工事監督が一人前になるまでの育成のために、年単位の時間を要するため、増員が急務となっている。

#### ◆ 人材サービスの事業確立

後述の通り、同社は、プラント解体事業を中核に、3D サービス、人材サービスを事業の3本柱とすることを志向している。このうち、13年に参入した人材サービスについては、当初想定していたような進捗にはなっていない。同社としては、人材サービスの拡大と収益化を急ぐとしている。

#### ◆ 3D 計測事業の深掘り

今後の成長の第2の柱となる3D事業の本格展開に向け、技術開発や研究開発を積極的に行っていく。「ビジネスモデル」の項で詳述した通り、5ステップのアクションプランで進めていく方針である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 「プラント解体リーダーとなる」という目標への3つの成長戦略

同社は、日本のプラント解体リーダー、世界へのプラント解体技術提案者となることを中長期の事業目標としている。そのために、以下の3つの成長戦略を推進するとしている。

- (1) 工法の充実
- (2) 事業領域3本柱(工事、3D計測、人材サービス)の確立
- (3) 3D計測事業の深掘り

#### ◆ 成長戦略1: 工法の充実

同社の競争力の源泉のひとつは特許工法等の知的財産であり、今後も特許工法による解体方法の提案及び実用化を進めていく。その中でも特に、ロボット工法と環境関連工法に重点を置く方針である。

ロボット工法については、「りんご☆スター」の新アタッチメント開発による用途拡大を図るとともに、国立大学法人京都大学、国立大学法人山口大学、特定非営利活動法人国際レスキューシステム研究機構

(兵庫県神戸市)との共同研究による「3D 点群マップ搭載ロボット」の開発を進めていく。

環境関連工法では、有毒ガスを発生させない、無火気工法や準無火気工法といった、環境に配慮した施工を可能とする工法のほか、モーター焼きつき対策や刃の再生利用といった手法を充実させていくとしている。

#### ◆ 成長戦略 2 : 事業領域 3 本柱の確立

同社は、プラント解体トータルマネジメントの強化を図り、戦略的アセットマネジメントとして提供できる体制の構築を目指している。そのため、プラント解体事業を中核として、3D 計測事業、人材サービス事業という周辺分野へサービル領域を拡大し、事業の 3 本柱とする方針である。

#### ◆ 成長戦略 3 : 3D 計測事業の深掘り

「ビジネスモデル」の項で詳述した通り、今後の成長の第 2 の柱となる 3D 事業の本格展開に向け、技術開発や研究開発を積極的に行っていく。

#### ◆ M&A 等の戦略的投資の検討

同社は、長期の目標として、売上高 1,000 億円、営業利益 100 億円を掲げている。その目標のために、まずは売上高 100 億円を目指すとしているが、それまでの拡大期においては戦略的投資として M&A も選択肢として検討していく方針である。分野としては、3D 計測事業に関するプラントライフサイクルマネジメントの分野、3D 計測ノウハウを活かした新ビジネスの分野、海外での事業展開の分野を念頭に置いている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・約40年間にわたる豊富な工事実績と優良な顧客基盤</li> <li>・特許工法等の知的財産の蓄積</li> <li>・施工現場を管理する工事監督の人材</li> <li>・エンジニアリングとマネジメントの業務への特化による、持たざる経営による効率的な財務基盤</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・案件の計上時期の期ずれ等による収益のぶれが大きいこと</li> <li>・営業キャッシュ・フローが赤字になりやすい構造</li> <li>・人材サービスが思ったように収益化していない状況</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内におけるプラント解体需要の安定的な増加                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- プラントの老朽化</li> <li>- 余剰設備の統合や施主側の業界再編（産業競争力強化法やエネルギー供給構造高度化法の施行）</li> <li>- 工事の大型化</li> </ul> </li> <li>・建設業の許可業種区分に「解体工事」が新設されることによる参入障壁の高まり</li> <li>・環境対策に対する需要の増大</li> <li>・3D計測の事業の成長余地の大きさ</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政府の政策の変更の可能性</li> <li>・工事現場での事故発生の可能性</li> <li>・顧客の設備投資の動向の急激な変動</li> <li>・原油等の資源価格の大きな変動</li> <li>・特許工法や3D計測の技術革新や研究開発が思うように進まない可能性</li> <li>・人材の確保（特に工事監督）が思うように進まない可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 「技術が顧客をつくる」ことでポジションを構築できた点を評価

「ビジネスモデル」や「沿革」の項で記載した通り、同社がプラント解体に特化したユニークなポジションを構築することができたのは、「リンゴ皮むき工法」に代表される技術力によるものである。

それは単にアイデアが良かっただけということではない。着想したアイデアを、実際の業務に適した工法にまで昇華していくプロセスこそが同社の本当の強みである。そのプロセスが確立されているからこそ、多くの特許工法を生み出し、「顧客から提案を受ける（顧客の需要を取り込める）」という「技術が顧客をつくる」状況が構築できたものと評価する。

**◆ 工事監督の育成が今後の成長ペースを決める**

プラント解体の需要は今後大きく増加していくことが見込まれるが、同時に、需要過多の時期を迎え、供給力が成長のボトルネックとなるものと考えられる。同社の場合、元々施工能力を自社で持っているわけではないので、施工現場を管理する工事監督の増員及び育成が需要の増加に間に合うかが成長の鍵を握る。需要増に対応できるかどうか、成長のペースを決めると言っても過言ではない。

同社もこの点は明確に認識しており、18/1 期以降、工事監督の人数を大きく増やす計画としている。ただし、これまで経験したことのない急激な増員ペースとなるため、既存の工事量をこなしながら採用・育成をやり遂げることができると注目がされる。

**◆ 3D 計測事業の可能性は大きい**

元は「工事の見える化」を目指して始まった 3D 計測事業だが、同社のアクションプランを見ると、プラント解体の施工への活用に留まらず、データベース化や情報加工といった、プラント管理の分野への参入も視野に入れている。

そうした分野での事業化が本格化すると、新しい環境経営の提案や、原子力発電所に係る関連サービスといった、新しい付加価値を提供できるようになる可能性がある。また、工事監督の増員に依拠しない成長シナリオを描くことも可能になるものと考えられる。

今後、投資家の関心は、同社の 3D 計測事業の立ち上がりの進捗に集まることになる。何もなかったところから「リンゴ皮むき工法」を事業化した実績の裏付けや、上場したことによる知名度の上昇等により、協業者の参画も増加しよう。そのため、過去の特許工法の事業化と比べ、立ち上がるまでさほど長い時間がかからない可能性もあると考える。

**> 今後の業績見通し****◆ 18 年 1 月期会社計画**

18/1 期の会社計画は、売上高 5,700 百万円（前期比 36.3%増）、営業利益 564 百万円（同 41.9%増）、経常利益 533 百万円（同 31.8%増）、当期純利益 360 百万円（同 32.8%増）である（図表 18）。

【 図表 18 】 ベステラの 18 年 1 月期以降の業績計画

(単位:百万円)

	16/1期 単体 実績	17/1期 単体 実績	18/1期単体		19/1期単体		20/1期単体	
			会社計画	前期比	中計	前期比	中計	前期比
売上高	3,846	4,182	5,700	36.3%	7,000	22.8%	8,400	20.0%
セグメント別								
プラント解体事業	3,780	4,112	-	-	-	-	-	-
その他	65	70	-	-	-	-	-	-
受注高								
当期受注工事高	5,500	3,053	-	-	-	-	-	-
当期完成工事高	3,780	4,112	-	-	-	-	-	-
次期繰越工事高	3,362	2,303	-	-	-	-	-	-
売上総利益	867	879	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	22.5%	21.0%	-	-	-	-	-	-
営業利益	447	397	564	41.9%	774	37.2%	975	26.0%
売上高営業利益率	11.6%	9.5%	9.9%	-	11.1%	-	11.6%	-
経常利益	464	404	533	31.8%	739	38.6%	937	26.8%
売上高経常利益率	12.1%	9.7%	9.4%	-	10.6%	-	11.2%	-
当期純利益	292	271	360	32.8%	506	40.6%	644	27.3%
売上高当期純利益率	7.6%	6.5%	6.3%	-	7.2%	-	7.7%	-

(出所) ベステラ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

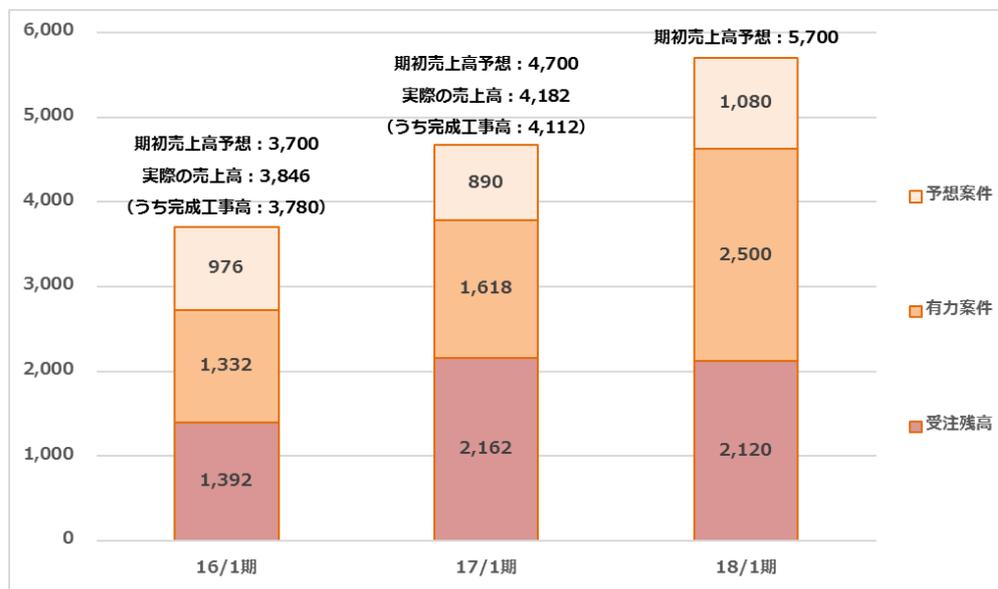
売上高、利益ともに大きな伸びを見込んでいるのは、17/1 期から繰り越された工事の収益が計上されるためである。売上高で 640 百万円、営業利益で 161 百万円が繰り越し分とされる。

18/1 期の売上高 5,700 百万円の根拠として、同社は、17/1 期から繰り越された分も含めた「受注残」(のうち 18/1 期に計上できる見込みの) 2,120 百万円に、「見積もり提出中」の 2,500 万円、過去実績から推定される「予想案件」の 1,080 百万円が上乗せされると見込んでいる(図表 19)。このうち、「有力案件」の伸びは、堅調な需要環境が背景にあると考えられるが、この部分でしっかりと工事が完成し、売上高として計上できるかどうかを鍵を握ることとなる。

18/1 期の営業利益 564 百万円から、17/1 期から繰り越された営業利益 161 百万円を除くと、18/1 期の営業利益は事実上ほとんど伸びないように見える。これは、工事監督を中心に従業員の増員を図ることに加え、3D 関連を中心に、技術開発や研究開発等、先行投資として位置づけられる費用の増加を見込んでいるためである。なお、同社では、17/1 期末の 22 人の工事監督に対し、18/1 期末には 36 人まで増員することを計画している。

【 図表 19 】 案件別に見た売上高の期初予想の前提

(単位：百万円)



(注) 受注残高は前期末の金額のうち当該期間に計上される予定の金額、  
有力案件は見積提出中の金額 予想案件は過去の実績から推定した金額  
(出所) ベストセラ決算説明会資料より証券リサーチセンター加筆

株主還元に関して、1株当たりの配当金は、17/1期が40円(配当性向40.6%)だったのに対し、18/1期は15円(同34.6%)を予定している。同社は17年2月1日に1:3の株式分割を行っていることから、18/1期の1株当たりの配当金は、17/1期と同じ基準では45円に相当し、実質的な増配となっている。

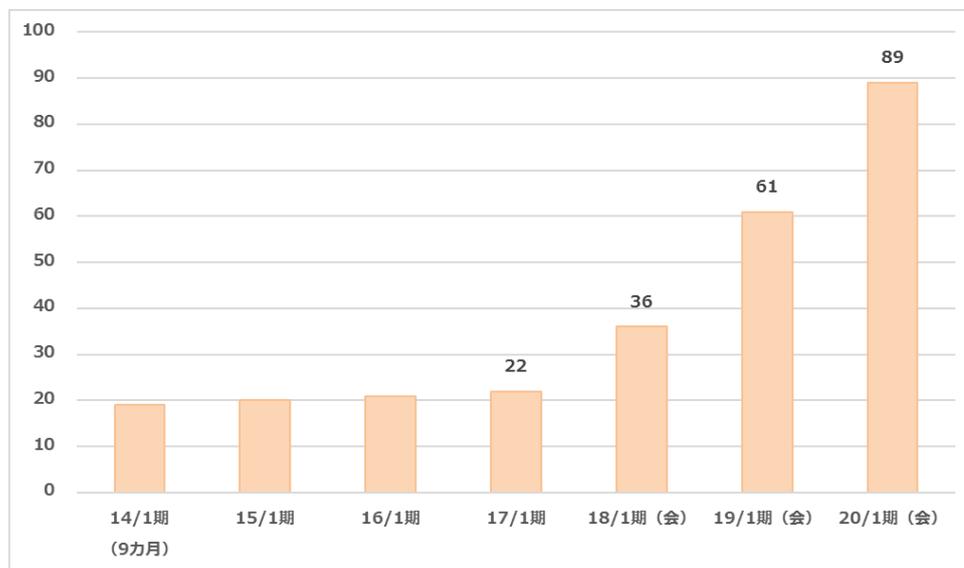
#### ◆ 中期経営計画

同社は20/1期までの中期経営計画を公表しており、20/1期に売上高8,400百万円、営業利益975百万円、ROE20.5%を目標として掲げている(図表18)。この頃までには、売上高の前期比20%増、利益の同10%増という成長速度を続ける体制を整えるとしている。

なお、この中期経営計画の達成は、工事監督の大幅な増員が前提となっている(図表20)。

【 図表 20 】 中期経営計画における工事監督の増員の前提

(単位:人)



(出所) ベステラ決算説明会資料より証券リサーチセンター加筆

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想**

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 18/1 期業績について、売上高 5,373 百万円（前期比 28.5%増）、営業利益 529 百万円（同 33.2%増）、経常利益 498 百万円（同 23.3%増）当期純利益 336 百万円（同 24.2%増）と、会社計画より慎重な水準を予想している（図表 21）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) プラント解体事業の売上高（完成工事高）は、前期繰越工事高 2,303 百万円と、当期受注工事高 4,475 百万円（前期比 46.6%増）の受注額に対し、77.5%の工事を完成させるものとして予想した（17/1 期は 64.1%）。また、工事監督の人数は、17/1 期末の 22 人に対し、18/1 期末は 35 人まで増加するものとし、期中平均の工事監督 1 人当たりの当期完成工事高は 184 百万円になるものとした（17/1 期は 191 百万円）。17/1 期から持ち越された案件の計上があるため、工事の完成率が 17/1 期より高くなり、工事監督 1 人当たりの完成工事高が人数の増加に対してさほど低下しないものと想定した。

(2) その他の売上高は、17/1 期の 70 百万円に対し、120 百万円まで増加するものと予想した。

(3) 売上総利益率は 22.3%とした。17/1 期の 21.0%より 1.3%ポイント上昇としたのは、17/1 期から収益計上を持ち越された案件があり、その工事のための費用の一部が既に 17/1 期に費用計上されていることを想定したためである。

(4) 販管費は、17/1 期の 481 百万円に対し、18/1 期は 668 百万円と 187 百万円増加するものとした。人員増に伴う人件費の増加に加え、積極的な技術開発や研究開発に伴う費用の増加を織り込んだ。それでも、18/1 期の売上高営業利益率は 9.9%と、17/1 期の 9.5%より 0.4%ポイント上昇するものと予想した（会社計画は 9.9%）。

(5) 16/1 期、17/1 期と 2 期連続で赤字となった営業キャッシュ・フローは、18/1 期には黒字を回復すると予想している。税金等調整前当期純利益の増加のほか、17/1 期に見られた売上債権や未成工事支出金の大幅増加が、案件の収益計上の正常化により、緩やかな増加に留まるとしたためである。

19/1 期以降は、全社の売上高は年約 20~34%の増収が続くと予想した。中核のプラント解体事業の完成工事高の増加が牽引するほか、3D 関連サービスの売上高も増加するものと予想した。人件費の増加によ

る費用増がある一方で、3D 関連サービスの進展による工事の効率化等により、売上総利益率は徐々に上昇することと、増収による売上高販管費率の低下により、売上高営業利益率は 20/1 期に 11.3%まで上昇すると想定した。なお、同社が公表している中期計画より売上高、利益ともに下回っているのは、工事監督を始めとした人員増を慎重に見ているためである。

【 図表 21 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期CE	19/1期CE	20/1期CE	18/1期E	19/1期E	20/1期E
	単体	単体	単体	単体	単体	単体	単体	単体	単体
<b>損益計算書</b>									
売上高	3,060	3,846	4,182	5,700	7,000	8,400	5,373	6,428	7,956
前期比	-	25.7%	8.7%	36.3%	22.8%	20.0%	28.5%	19.6%	23.8%
セグメント別									
プラント解体事業	3,003	3,780	4,112	-	-	-	5,253	6,178	7,506
その他	57	65	70	-	-	-	120	250	450
受注高									
前期繰越工事高	1,628	1,642	3,362	-	-	-	2,303	1,525	2,059
当期受注工事高	3,017	5,500	3,053	-	-	-	4,475	6,712	9,061
当期完成工事高	3,003	3,780	4,112	-	-	-	5,253	6,178	7,506
次期繰越工事高	1,642	3,362	2,303	-	-	-	1,525	2,059	3,614
売上総利益	715	867	879	-	-	-	1,197	1,452	1,824
前期比	-	21.2%	1.4%	-	-	-	36.2%	21.3%	25.5%
売上総利益率	23.4%	22.5%	21.0%	-	-	-	22.3%	22.6%	22.9%
販売費及び一般管理費	330	419	481	-	-	-	668	778	923
売上高販管費率	10.8%	10.9%	11.5%	-	-	-	12.4%	12.1%	11.6%
営業利益	384	447	397	564	774	975	529	674	900
前期比	-	16.2%	-11.1%	41.9%	37.2%	26.0%	33.2%	27.3%	33.6%
売上高営業利益率	12.6%	11.6%	9.5%	9.9%	11.1%	11.6%	9.9%	10.5%	11.3%
経常利益	388	464	404	533	739	937	498	643	869
前期比	-	19.4%	-12.9%	31.8%	38.6%	26.8%	23.3%	29.0%	35.2%
売上高経常利益率	12.7%	12.1%	9.7%	9.4%	10.6%	11.2%	9.3%	10.0%	10.9%
当期純利益	219	292	271	360	506	644	336	434	587
前期比	-	33.0%	-7.3%	32.8%	40.6%	27.3%	24.2%	29.0%	35.2%
売上高当期純利益率	7.2%	7.6%	6.5%	6.3%	7.2%	7.7%	6.3%	6.8%	7.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(注) 14/1 期は 9 カ月決算のため、15/1 期の前期比はなし

(出所) ベステラ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 22 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/1期 単体	16/1期 単体	17/1期 単体	18/1期CE 単体	19/1期CE 単体・中計	20/1期CE 単体・中計	18/1期E 単体	19/1期E 単体	20/1期E 単体
<b>貸借対照表</b>									
現金預金	598	1,079	702	-	-	-	285	275	321
売掛金、受取手形及び電子記録債権	59	350	286	-	-	-	390	490	599
完成工事未収入金	676	1,164	2,195	-	-	-	2,101	2,471	3,002
未成工事支出金	606	148	496	-	-	-	614	721	876
貯蔵品	4	2	5	-	-	-	3	6	6
その他	144	60	127	-	-	-	127	127	127
流動資産	2,089	2,805	3,812	-	-	-	3,522	4,092	4,934
有形固定資産	350	362	351	-	-	-	346	342	338
無形固定資産	4	12	16	-	-	-	20	24	28
投資その他の資産	31	42	42	-	-	-	42	42	42
固定資産	385	417	409	-	-	-	409	409	409
資産合計	2,475	3,223	4,222	-	-	-	3,932	4,502	5,343
工事未払金	386	690	942	-	-	-	1,024	1,203	1,460
未払法人税等	107	117	82	-	-	-	100	129	175
未払金及び未払費用	116	124	143	-	-	-	165	185	215
未成工事受入金	539	39	172	-	-	-	184	216	262
短期借入金	-	-	550	-	-	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0
1年内償還予定の社債	-	-	100	-	-	-	0	0	0
その他	67	60	6	-	-	-	6	6	6
流動負債	1,217	1,032	1,997	-	-	-	1,481	1,741	2,120
長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0
社債	100	100	-	-	-	-	0	0	0
その他	35	39	41	-	-	-	41	41	41
固定負債	135	139	41	-	-	-	41	41	41
純資産合計	1,122	2,051	2,183	-	-	-	2,409	2,718	3,181
(自己資本)	1,122	2,051	2,183	-	-	-	2,409	2,718	3,181
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	388	464	404	-	-	-	498	643	869
減価償却費	17	40	38	-	-	-	37	38	39
売上債権の増減額 (-は増加)	363	-779	-981	-	-	-	-103	-99	-109
貯蔵品の増減額 (-は増加)	0	1	-2	-	-	-	1	-2	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-13	303	252	-	-	-	81	178	256
未成工事支出金の増減額 (-は増加)	-279	458	-348	-	-	-	-118	-107	-154
未成工事受入金の増減額 (-は減少)	39	-500	133	-	-	-	12	32	46
未収入金の増減額 (-は増加)	-23	26	-8	-	-	-	93	-369	-531
未払金の増減額 (-は減少)	-14	25	15	-	-	-	21	20	30
法人税等の支払額 (還付額含む)	-190	-145	-190	-	-	-	-143	-179	-237
その他	22	31	0	-	-	-	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	308	-73	-759	-	-	-	380	152	210
有形固定資産の取得による支出	-104	-57	-24	-	-	-	-30	-30	-30
無形固定資産の取得による支出	-1	-13	-7	-	-	-	-7	-8	-8
その他	-7	-4	2	-	-	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-113	-76	-28	-	-	-	-37	-38	-38
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	550	-	-	-	-550	0	0
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	15	631	11	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-149	-	-	-	-110	-124	-124
その他	-	-	-	-	-	-	-100	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	15	631	411	-	-	-	-760	-124	-124
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	210	480	-376	-	-	-	-417	-10	46
現金及び現金同等物の期首残高	387	598	1,079	-	-	-	702	285	275
現金及び現金同等物の期末残高	598	1,079	702	-	-	-	285	275	321

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ベステラ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 業績変動のリスク

上述の通り、同社の工事に関する売上高及び利益は、その案件のタイプにより、工事進行基準または工事完成基準で計上される。どちらの計上方法であっても、収益計上方法に関するリスクが存在する。そのため、同社の期間業績について、会社計画と実績との間の乖離が大きくなったり、期間業績の振れ幅が大きくなったりする可能性を伴い、その内容次第では、株価を大きく変動させる要因となりうる。

### ◆ 営業キャッシュ・フローの動向

16/1 期と 17/1 期は連続して営業キャッシュ・フローが赤字となった。売上高の拡大期であることで資金需要があることに加え、収益計上が先送りとなる案件が発生すると、どうしても営業キャッシュ・フローが悪化する傾向にある。当センターでは、18/1 期の営業キャッシュ・フローは黒字化すると予想しているが、今後新たに期ずれの案件が発生する場合、営業キャッシュ・フローの赤字が続く可能性もある。上述の業績変動リスクと併せて留意しておきたい。

### ◆ ファンドの大量保有

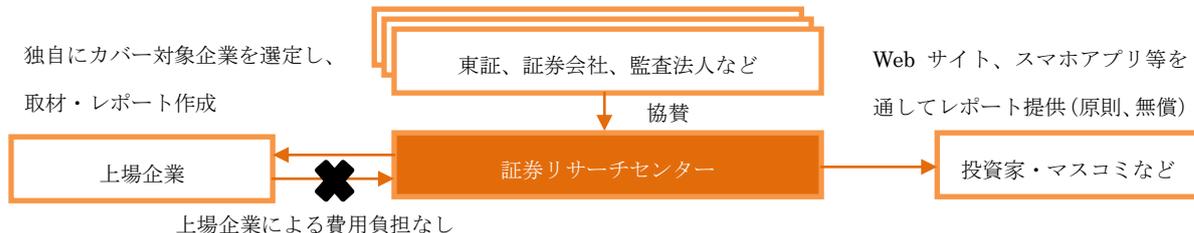
ファンドを運用するレオス・キャピタルワークスが17年2月1日付で提出した変更報告書によると、17年1月26日時点で、112,800株(4.07%、17年2月1日の1:3の株式分割後ベースでは338,400株)を保有していた。このようなファンドの大量保有があるため、今後の動向次第では株価変動の要因となりうることに留意しておきたい。

# ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ベステラ(1433 東証マザーズ) 発行日:2017/5/12

## 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。



### ■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 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	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

## 本レポートの特徴

### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

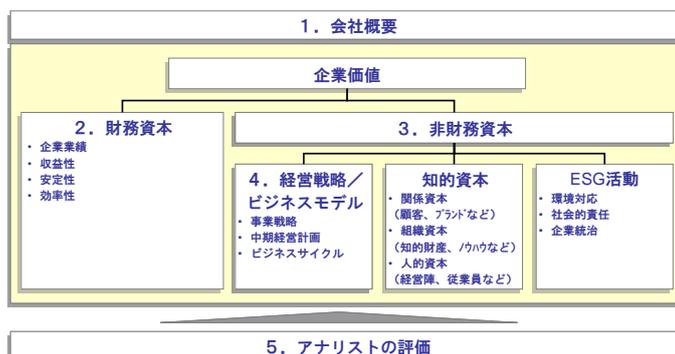
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ 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 Ratio)

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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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ので、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。