

# 沢井製薬

(4555・東証1部)

2013年12月27日

## ジェネリック市場の拡大とともに好業績を予想

### ベーシックレポート

(株) QBR  
真下 弘司

会社概要	
所在地	大阪市淀川区
代表者	澤井 光郎
設立年月	1948/7
資本金	27,097 百万円 (2013/11/30 現在)
上場日	2000/12/21
URL	<a href="http://www.sawai.co.jp/">http://www.sawai.co.jp/</a>
業種	医薬品

### 主要指標 2013/12/25 現在

株 価	6,560 円
年初来高値	7,540 円 (11/13)
年初来安値	4,330 円 (1/4)
発行済株式数	38,119,188 株
売買単位	100 株
時価総額	250,062 百万円
予想配当 (会社)	90.0 円
予想EPS (アナリスト)	354.02 円
実績PBR	2.73 倍

### ジェネリック医薬品メーカー大手

ジェネリック医薬品 (GE) メーカー大手。13 年 12 月現在の製品数は 266 成分 619 品目、年間生産能力は 80 億錠と業界トップクラスの規模を誇る。また、全国に開設した 9 支店・11 営業所を核に、広域卸約 30 社、販売会社約 120 社を中心とした販売網を構築。MR (医薬情報担当者) 約 420 名と薬剤師約 100 名で情報提供活動を展開している。



### 好調持続、今期会社計画を上方修正

14/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 11%増の 427 億円、営業利益は同 25%増の 101 億円。10 年以降に発売した製品群が調剤薬局向けを中心に伸長。

14/3 期通期の連結業績に関して会社は、売上高を 870 億円→887 億円 (前期比 10%増)、営業利益が 180 億円→195 億円 (同 12%増) を計画。上期の実績を受けて増額修正した。

### 市場拡大の恩恵を享受、好業績が続くと予想

QBR 予想の 14/3 期の連結業績は、売上高が前期比 11%増の 894 億円、営業利益は同 17%増の 204 億円。上期の実績と販管費の未消化などを勘案し会社計画を上回る利益水準を予想する。

続く 15/3 期の QBR 予想は、売上高が前期比 16%増の 1038 億円、営業利益は同 12%増の 228 億円。14 年 4 月の薬価引き下げの影響は懸念されるが、GE 市場は 18 年 3 月末の数量シェア 60%に向けて高い成長が続くと予想。リーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵 (市場平均を上回る成長を想定) を享受すると考える。

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
2013/3	実績	80,502	19.1	17,384	15.9	17,601	16.6	12,022	33.2	386.71
2014/3	会社予想 (2013 年 11 月発表)	88,700	10.2	19,500	12.2	19,600	11.4	12,400	3.1	405.95
	アナリスト予想	89,400	11.1	20,400	17.3	20,600	17.0	13,000	8.1	354.02
2015/3	アナリスト予想	103,800	16.1	22,800	11.8	23,000	11.7	14,500	11.5	394.87

## 会社概要

### 会社概要

ジェネリック医薬品メーカー大手。同社及び子会社 3 社（メディサ新薬、化研生薬、ケーエム）でグループを構成。主な事業内容は医療用医薬品及び一般用医薬品の製造及び販売。製薬事業では、同社が製造した医薬品を販売会社、卸売店及び他の医薬品メーカーに販売している。

### ジェネリック医薬品とは

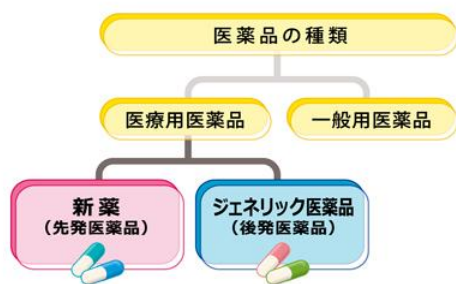
医薬品には、一般の薬局・薬店で販売されている一般用医薬品と、医療機関で診察を受けたときに医者から処方される医療用医薬品がある。医療用医薬品は、さらに新しく開発・販売される先発医薬品（新薬。以下先発品）とジェネリック医薬品（後発医薬品。以下 GE）に分類される。

GE は先発品の特許終了後に、先発品と品質・有効性・安全性が同等（注 1）であるものとして、薬事法に基づき厚生労働大臣が製造販売を承認した医薬品。一般に開発費用が安く抑えられることから、先発品に比べて薬価が低い（注 2）。

（注 1）先発品に効能効果が追加された場合、特許の関係で用法、用量、効能、効果が一時的に異なる場合がある。

（注 2）価格差の少ないものや短期処方の場合はあまり支払額に差が出ない場合もある。

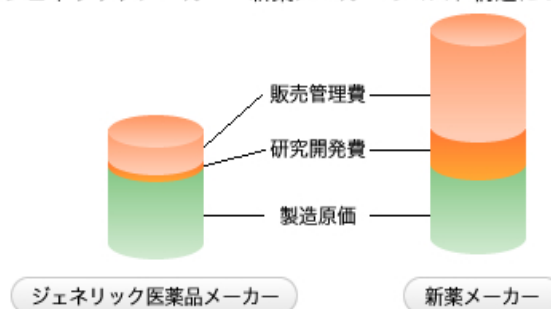
図1. 医薬品の種類



（出所）政府広報オンライン

図2. コスト構造の違い

ジェネリックメーカー・新薬メーカーのコスト構造について



（出所）日本ジェネリック製薬協会

## 会社概要

### 経営者

代表取締役社長 澤井 光郎 氏

### 企業理念

「なによりも患者さんのために」という企業理念のもと、高品質なジェネリック医薬品を通じて、社会に貢献する。

### 沿革

1929 年、大阪市旭区に澤井薬局として創業。

1948 年	7 月	大阪市旭区に澤井製薬（現沢井製薬）設立
1968 年	2 月	大阪第 2 工場（現大阪工場）完成
1981 年	7 月	九州工場（福岡県）完成
1984 年	3 月	大阪研究所開設
1985 年	3 月	メディサ新薬（現連結子会社）設立
1990 年	4 月	研究開発センター開設
1992 年	10 月	三田工場（兵庫県）完成
1995 年	9 月	株式店頭登録
2000 年	12 月	東京証券取引所市場第二部上場
2003 年	3 月	東京証券取引所市場第一部に指定
2005 年	10 月	日本シエーリング（現バイエル薬品）茂原工場（千葉県、現関東工場）譲受
2006 年	11 月	大阪市淀川区に新社屋完成、本社・研究所を集約

13 年 9 月 30 日現在

### 大株主

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	999,200	5.8
2	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	660,400	3.8
3	メロン バンク エービーエヌ アムロ グローバル カストディ エヌブイ	560,200	3.3
4	サワケン株式会社	497,000	2.9
5	澤井光郎	474,100	2.8
6	ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーレギ ュラーアカウント	434,883	2.5
7	澤井健造	427,000	2.5
8	ステート ストリート バンク アンド トラスト カ ンパニー	374,732	2.2
9	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口 9）	365,400	2.1
10	住友商事	316,600	1.8

（出所）会社資料から QBR 作成。13 年 9 月 30 日現在。13 年 10 月 1 日付の株式分割（1 株→2 株）の調整は行っていない

## 事業概要

### 安定供給・情報提供体制

同社では業界のリーディングカンパニーとしてアクションプログラム（注3）やロードマップ（後述）で示された課題、安定供給や品質確保等に積極的に取り組んでいる。

安定供給に関しては、13年3月の関東工場における新製剤工場が稼働。年間生産能力は80億錠と業界トップクラスの規模を誇る。

各工場では厚生労働省令で定められているGMP（医薬品等の製造管理及び品質管理に関する基準※）を遵守するとともに、1ルーム1マシン（1つの部屋に製造関連機器を1台しか設置しない）を徹底、製造ラインの自動化、無人化を積極的に進めることでクリーンな製造環境を整え、リスク低減、コスト削減にも取り組んでいる。また製品（13年12月現在、266成分619品目）を安定的に供給するため工場の増強も進めている（15/3 年度中に100億錠の生産体制構築を目指す）。

流通及び情報提供体制では、全国に開設した9支店・11営業所を核に、広域卸約30社、販売会社約120社を中心とした販売網を構築。MR（医薬情報担当者）約420名と薬剤師約100名で情報提供活動を展開している。

表1. 生産工場

工場名	所在地	敷地面積 (㎡)	延床面積 (㎡)	生産能力/年	
				錠剤 (億錠)	注射剤 (百万本)
大阪工場	大阪府大阪市	1,293	3,886	-	-
九州工場	福岡県飯塚市	70,351	21,077	11	36
第二九州工場	福岡県飯塚市	34,102	17,557	19	-
三田工場	兵庫県三田市	14,686	21,830	30	-
関東工場	千葉県茂原市	87,478	27,949	20	2
全体		207,910	92,299	80	38

（出所）会社資料

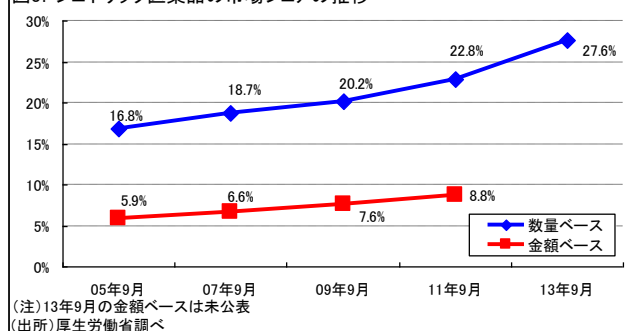
表2. 生産能力

	12年3月末	13年3月末
生産能力	60億錠	80億錠
販売量	50億錠弱	60億錠弱
生産余力	約10億錠	約20億錠

（出所）会社資料

（注3）07年6月、政府はGEの数量シェアを12年度（13年3月）までに30%以上にすると目標を閣議決定。同年10月には厚生労働省が「後発医薬品の安心使用促進アクションプログラム」を策定、GEの普及に取り組んできた。高齢化により医療費の増加が続く中でGEの普及は医療の質を落とすことなく医療を効率化（医療費抑制）できることが背景だ。診療報酬・薬価改定時に様々な使用促進策が導入・実施されたこともありGE市場は着実に拡大。しかし、13年3月末の数量シェアは25%程度（厚生労働省の推計）にとどまり目標には届かなかった。

図3. ジェネリック医薬品の市場シェアの推移



## 事業概要

### 同業他社比較

表3にGE専業大手3社の業績を比較した。同社の過去10期の売上高の成長率（年率換算）は14%増、営業利益の成長率は同19%増。GE市場拡大の追い風を受け各社とも2桁の売上高成長率を達成。同社は3社中トップとなる営業利益の成長を達成。

13/3期の連結売上高は日医工（4541）に次ぐ2位だが、長期収載品（特許が切れた先発品で、GEがある医薬品）を除いたベースでは同社が首位（13/3期の日医工の長期収載品売上高は177億円、GE売上高は755億円）。また利益水準、利益率では他社を圧倒している。自社開発・自社製造・自社販売（内製化比率が高く販売提携が少ない）に加えて、コストコントロール能力の高さなどが高収益の要因である。

表3. ジェネリックメーカー大手3社の業績比較

（単位：億円）

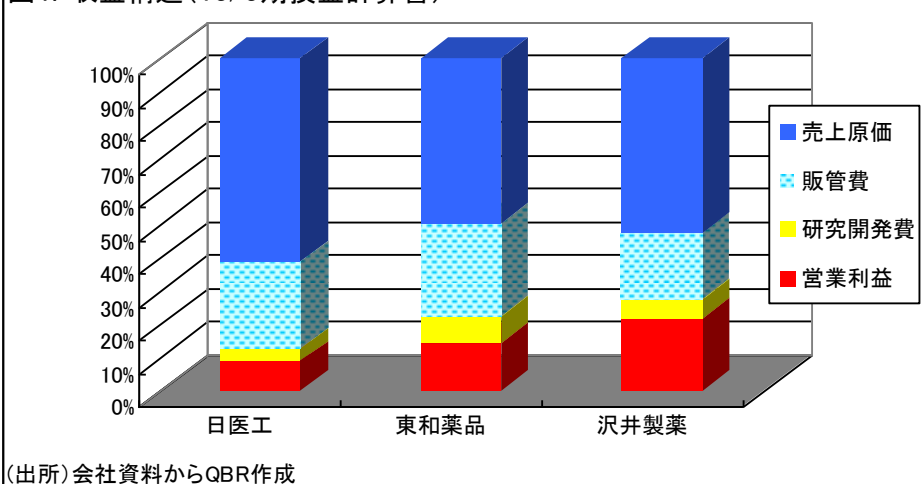
□	日医工(4541)			東和薬品(4553)			沢井製薬(4555)		
	02/11期 実績	13/3期 実績	成長 率	03/3期 実績	13/3期 実績	成長 率	03/3期 実績	13/3期 実績	成長 率
売上高	147	939	+20%	210	552	+10%	212	805	+14%
売上原価	81	573	+22%	125	275	+8%	110	425	+14%
売上総利益	66	366	+19%	85	277	+13%	102	380	+14%
販管費	49	284	+19%	67	200	+12%	71	206	+11%
営業利益	16	82	+17%	18	77	+16%	30	174	+19%
経常利益	13	85	+21%	19	95	+17%	28	176	+20%
純利益	12	51	+16%	8	62	+22%	16	120	+22%

（注1）成長率は過去10期の成長率（年率換算）

（注2）日医工は12/3期（決算期変更に伴う4カ月決算）を除いた過去10期で比較

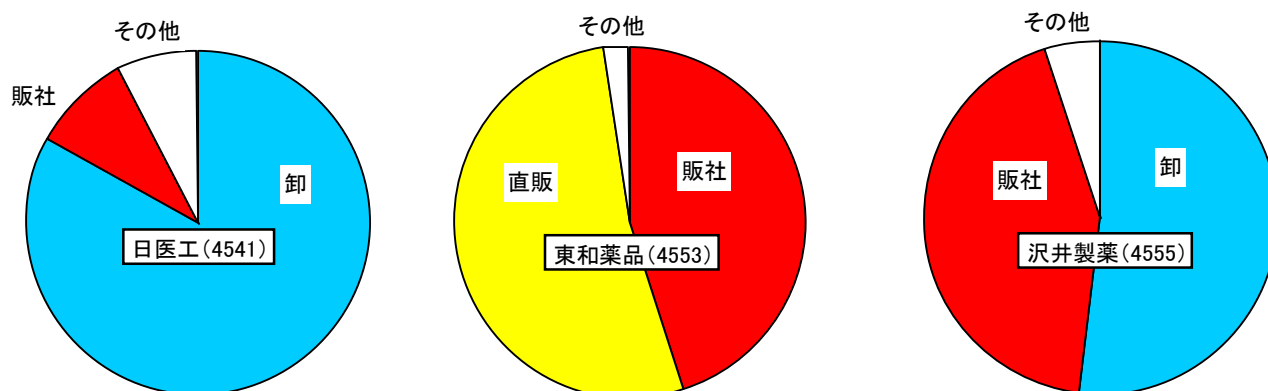
（出所）会社資料からQBR作成

図4. 収益構造（13/3期損益計算書）



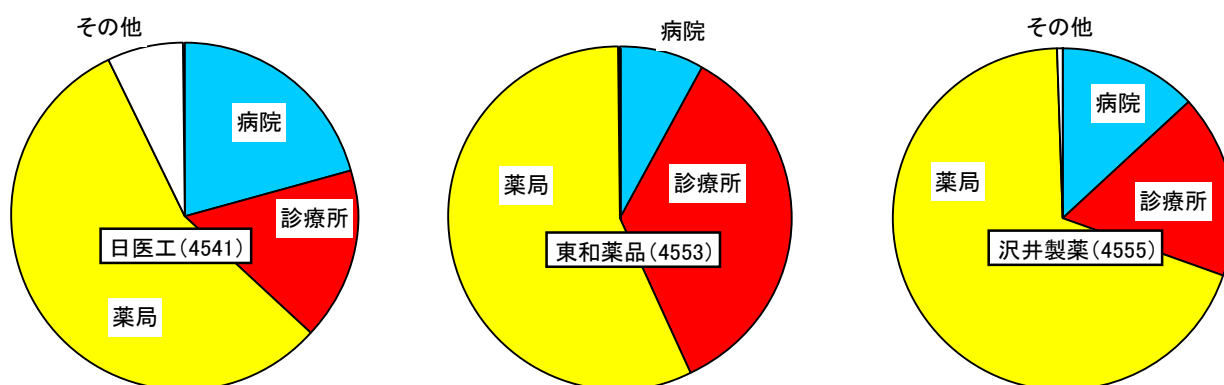
## 事業概要

図5. 販路別売上高構成比



(注) 東和薬品は単体ベース  
(出所) 会社資料からQBR作成

図6. 医療機関別売上高構成比



(注) 東和薬品は単体ベースの13/3期4Qの数値、沢井製薬は単体ベース  
(出所) 会社資料からQBR作成

18年3月末までに  
GE の数量シェア  
60%以上に

13年4月に厚生労働省は、「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」を発表。GE の安定供給、品質に対する信頼性の確保・情報提供の方策、使用促進に係る環境整備などに取り組むほか、17年度（18年3月末）まで GE の数量シェアを 60%以上（新基準。表 4）に引き上げることを目標においた。

原稿執筆時点では、14年4月の診療報酬・薬価改定の詳細は決まっていないが、60%の目標達成には今まで以上の GE の使用促進策が導入される可能性が高い。今後数年で団塊の世代が医療費を最も必要とする 70 代に移行、医療の効率化が喫緊の課題になるためだ。QBR では抜本的な医療制度改革以外に医療費を抑制する手段は GE の使用促進以外にはないと考えている。QBR の試算では目標達成には GE の数量伸長率は年率 10%以上が必要になる。

QBR では同社を、GE 普及の課題である安定供給、品質、情報提供のいずれにおいても業界トップクラスの体制が整っていると評価。ロードマップ期間中、業界のリーディングカンパニーとして GE 市場拡大の恩恵を享受、市場平均を上回る成長（数量ベースで 10%台半ばを想定）を予想する。

表4. 薬価基準収載品目の分類別数量シェア

		05年9月 調査	07年9月 調査	09年9月 調査	11年9月 調査	13年9月 調査	18年3月 推定
先発医薬品	後発品なし	21.4%	21.6%	18.9%	19.1%	18.5%	-
	後発品あり ①	34.9%	34.9%	36.3%	34.3%	30.9%	22.9%
後発医薬品 ②		16.8%	18.7%	20.2%	22.8%	27.6%	34.3%
その他(局方品、生薬等)		27.0%	24.8%	24.6%	23.9%	23.0%	-
①+②=③ (注1)		51.7%	53.6%	56.5%	57.1%	58.5%	57.2%
②÷③ (注2)		32.5%	34.9%	35.8%	39.9%	47.2%	60.0%

(注1) 後発品に置き換え可能な市場のシェア

(注2) 後発品に置き換え可能な市場における後発品のシェア

(出所) 厚生労働省、18年3月はQBR推定

図7. 年齢階級別人口(11年10月1日現在)

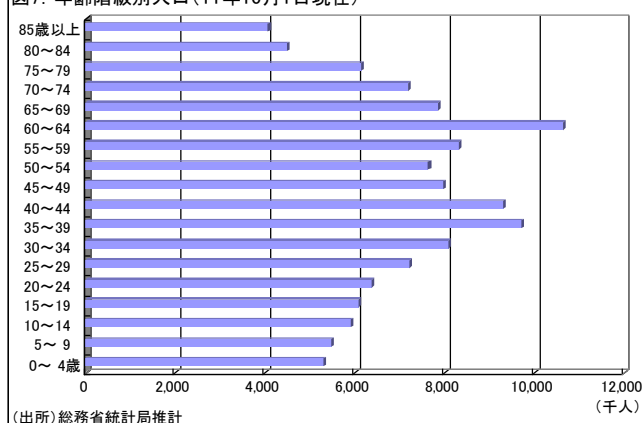
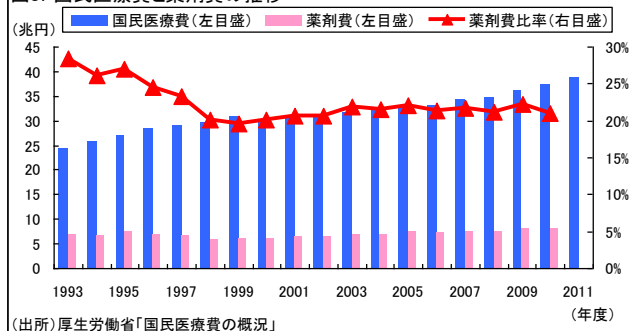


図8. 国民医療費と薬剤費の推移





好調持続、今期会社計画を上方修正

14/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 11%増の 427 億円、営業利益は同 25%増の 101 億円、純利益は同 18%増の 65 億円となった。GE 市場は、12 年 4 月に実施された GE の使用促進策により前年同期は市場が急拡大した。同社の売上高も前期 2Q 以降は鈍化傾向にあるが、10 年以降に発売した製品群が調剤薬局向けを中心に伸長し 2 桁の増収を達成。関東工場稼働に伴う固定費の増加はあったが、製品構成の変化（10 年以降発売の製品群は相対的に単価が高く利益率も高い）などで原価率が改善、販管費の増加が 1 桁台前半（同 4%増）にとどまったこともあり営業利益は 2 割超増加した。会社計画（売上高 410 億円、営業利益 82 億円）と比較すると 10 年以降発売の製品群に加えて、既存品も順調で売上高は計画を 17 億円上回った。増収効果により売上総利益が計画を上回り、販管費の一部が下期にずれ込んだこともあり計画を下回ったことで営業利益は計画を 19 億円上回った。

14/3 期通期の連結業績に関して会社は、売上高を 870 億円→887 億円（前期比 10%増）、営業利益が 180 億円→195 億円（同 12%増）、純利益は 116 億円→124 億円（同 3%増）と上期の実績を受けて増額修正した。純利益の伸びが低いのは前期に特別利益を計上していた反動である。

なお、GE の使用促進策は、(1) 後発医薬品調剤体制加算における加算基準と点数の見直し、(2) 薬剤服用歴管理指導料に後発医薬品に関する情報提供を含めて加算、(3) 処方せん料で長期収載品について一般名で記載された場合に加算、など。

表5. 14/3期上期の連結業績

(単位: 億円)

	13/3期 上期 実績	14/3期		14/3期上期	
		上期 実績	前年 同期比	会社 計画	差異
売上高	384	427	+11%	410	+17
売上原価	204	223	+9%	217	+6
売上総利益	181	205	+13%	193	+12
販管費	100	104	+4%	111	-7
営業利益	80	101	+25%	82	+19
経常利益	82	102	+24%	82	+20
純利益	55	65	+18%	55	+10

(注1)会社計画は、13年5月14日付

(注2)差異は、14/3期上期実績と同会社計画との比較

(出所)会社資料からQBR作成



市場拡大の恩恵を  
享受、好業績が  
続くと予想

QBR 予想の 14/3 期の連結業績は、売上高が前期比 11%増の 894 億円、営業利益は同 17%増の 204 億円。上期の実績と販管費の未消化などを勘案し会社計画を上回る利益水準を予想する。

続く 15/3 期の QBR 予想は、売上高が前期比 16%増の 1038 億円、営業利益は同 12%増の 228 億円。14 年 4 月の薬価引き下げ（前回 12 年 4 月と同水準の 10%台前半の引き下げを想定）の影響は懸念されるが、GE 市場は 18 年 3 月末の数量シェア 60%に向けて高い成長が続くと予想、同社はリーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵（市場平均を上回る成長を想定）を享受すると考える。

医療機関別では強みである薬局市場は、特許満了により市場規模の大きい高血圧症治療薬の発売が期待されることから 20%程度の増収を予想。注力中の病院市場は、情報提供体制の強化や抗がん剤の発売などにより 10%程度の増収を、診療所市場は 5%程度の増収を見込んだ。

表6. 会社計画とQBR予想の連結業績

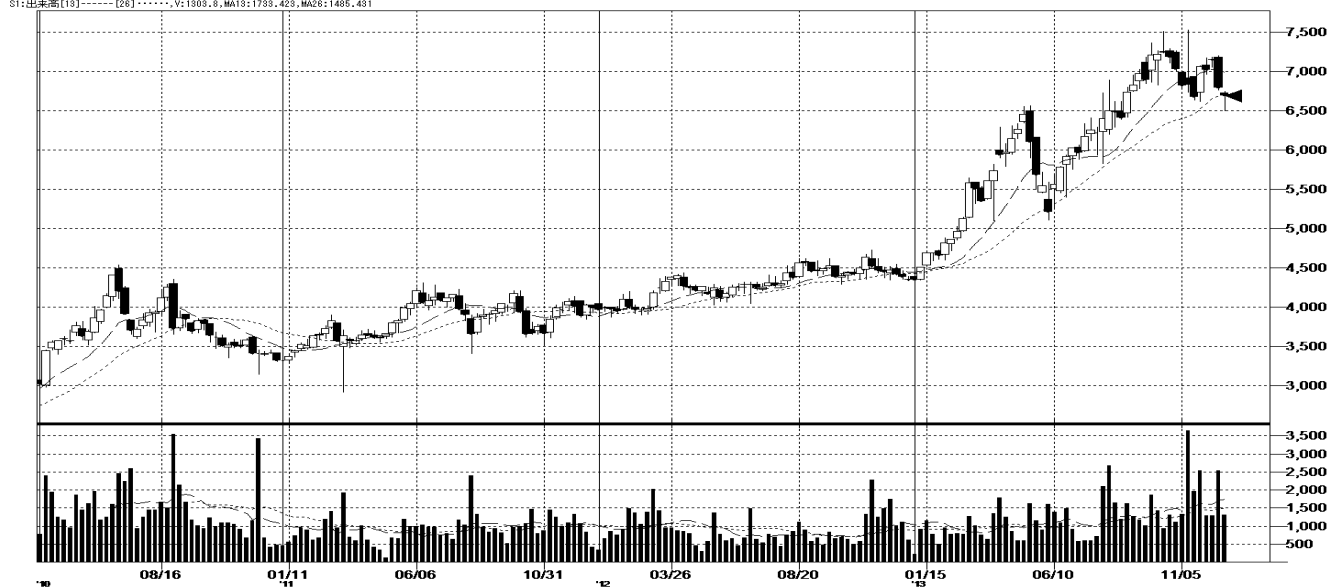
(単位:億円)

□	13/3期 通期 実績	14/3期会社計画			14/3期		15/3期	
		期初 計画	修正 計画	前期 比	QBR 予想	前期 比	QBR 予想	前期 比
売上高	805	870	887	+10%	894	+11%	1,038	+16%
売上原価	425	455	461	+8%	466	+10%	550	+18%
売上総利益	380	415	426	+12%	428	+13%	488	+14%
販管費	206	235	231	+12%	224	+9%	260	+16%
営業利益	174	180	195	+12%	204	+17%	228	+12%
経常利益	176	180	196	+11%	206	+17%	230	+12%
純利益	120	116	124	+3%	130	+8%	145	+12%

(注)会社計画は期初(13年5月14日付)、修正(13年11月8日付)

(出所)会社資料、予想はQBR

4555 沢井製薬 東証 10/3/29~13/12/24  
 日付:13/12/26 高:8800 低:8700 安:8800 開値:8800 出高:268.6  
 MA:07725 移動平均[13]-----[26]-----MA13:6986.92 MA26:6725.98  
 ST:出来高[13]-----[26]-----V:1905.6 MA13:1793.425 MA26:1465.481



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行なってはいけません。

			2011/3	2012/3	2013/3	2014/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年間高値)	円	4,550	4,400	5,660	-
	株 価 (年間安値)	円	2,920	3,415	4,035	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	57,971	42,448	36,243	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	63,853	67,603	80,502	89,400
	営 業 利 益	百万円	13,586	15,004	17,384	20,400
	経 常 利 益	百万円	12,703	15,096	17,601	20,600
	当 期 純 利 益	百万円	7,183	9,026	12,022	13,000
	E P S	円	228.04	285.25	386.71	354.02
	R O E	%	15.1	16.5	20.1	16.8
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	77,494	80,508	79,435	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	39,561	42,891	48,407	-
	資 産 合 計	百万円	117,056	123,399	127,842	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	25,810	26,931	30,105	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	40,382	37,893	36,257	-
	負 債 合 計	百万円	66,192	64,824	66,363	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	50,635	57,779	61,089	-
	純 資 産 合 計	百万円	50,863	58,574	61,479	-
キャッシュフ ロー計算書 主 要 項 目	営業活動によるCF	百万円	5,938	7,813	12,255	-
	投資活動によるCF	百万円	-20,362	-2,370	-1,373	-
	財務活動によるCF	百万円	24,755	-4,578	-10,969	-
	現金及び現金同等 物の期末残高	百万円	19,805	20,670	20,583	-

(注) 株価高安、出来高、EPS は 13 年 10 月 1 日付の株式分割 (1 株→2 株) の影響を遡及修正している

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ①薬事法等による規制

同社グループは薬事法等関連法規の規制を受けており、事業所所在の各都道府県の許可・登録・免許及び届出が必要。医薬品製造販売業の許可等に関して法令違反があった場合は、監督官庁から業務停止、許可等の取り消し等が行われ、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

#### ②薬価制度及び医療制度の変更

同社グループの主要製品、商品である医療用医薬品を販売するためには、国の定める薬価基準への収載が必要。薬価については市場実勢価の調査が行われ、2年に1回の薬価改定によりほとんどの品目の薬価が引き下げられている。増大する医療費の抑制を目的として医療保険制度の見直しも行われており、薬価制度の大幅な変更や医療費抑制政策が実施されると、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

#### ③知的財産に関する訴訟

同社グループが販売するジェネリック医薬品の先発医薬品には物質・用途特許の期間満了後も複数の製法、結晶形、用法用量又は製剤に関する特許等が残っていることが多く、当該特許等に基づき訴訟を提起される場合がある。このような事態が生じた場合には、同社グループの財政状態や経営成績に影響を与える可能性がある。

#### ④競合等の影響

同社グループは、販売した製品が度重なる薬価引き下げのため不採算となり、販売中止を余儀なくされることのないように、適正利益を確保した価格で販売するように努めている。しかし、多数のメーカーがジェネリック医薬品市場に参入すると、厳しい競争の中で価格の低下を招きやすくなる。さらに、先発医薬品メーカーは、特許満了後も諸施策を講じて市場シェア確保に努めており、その動向次第では同社が計画していた売上高が確保されないことも想定され、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

#### ⑤災害等による生産の停滞、遅延

同社グループは、福岡県、兵庫県、大阪府、千葉県、茨城県に生産拠点を配置しているが、自然災害、技術上・規制上の問題等の発生により、製造拠点の操業が停止した場合、製品によりその供給が停止し経営成績に影響を与える可能性がある。また、重要な原料については、特定の取引先から供給を受けているものがあり災害等の要因によりその仕入れが停止し、その代替が困難である場合、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

## ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>