

# 白銅

(7637・東証1部)

2014年12月19日

## 独立系金属専門商社。豊富な品揃えで国内全域をカバー

### ベーシックレポート

(株) QBR  
中村 宏司

| 会社概要 |   |
|------|---|
| 所在地  | 東京都千代田区   |
| 代表者  | 角田 浩司   |
| 設立年月 | 1949/11   |
| 資本金  | 1,000 百万円<br>(2014/9/30 現在)                                     |
| 上場日  | 2000/3/9  |
| URL  | <a href="http://www.hakudo.co.jp/">http://www.hakudo.co.jp/</a> |
| 業種   | 卸売業   |

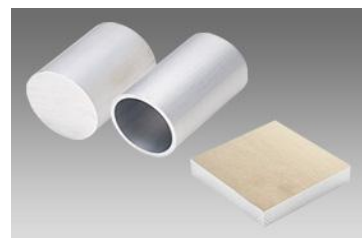
### 主要指標 2014/12/18 現在

|                  |                   |
|------------------|-------------------|
| 株価               | 1,034 円           |
| 年初来高値            | 1,104 円<br>(12/8) |
| 年初来安値            | 860 円<br>(4/14)   |
| 発行済株式数           | 12,840,000 株      |
| 売買単位             | 100 株             |
| 時価総額             | 13,277 百万円        |
| 予想配当<br>(会社)     | 34.0 円            |
| 予想EPS<br>(アナリスト) | 87.23 円           |
| 実績PBR            | 0.95 倍            |

### アルミ、伸銅、ステンレス、特殊鋼などの加工・販売

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。メーカーなどの傘下にはない独立系の金属専門商社である。

事業は標準品ビジネスと特注品ビジネスに区分している。標準品ビジネスでは自社工場で在庫を保有し、顧客からの注文に応じて切断や加工をして配送している。特注品ビジネスでは、工場に在庫していない製品を仕入先である材料メーカーや同業者から直接、顧客に配送している。



### 豊富な品揃え、迅速な見積り回答、翌日配達を実現

標準品ビジネスの特徴として、以下の3つが挙げられる。(1) 豊富な品揃え。自社ブランド品を含め、約4200品目サイズ、5400トン以上の在庫を保有し、切断から高精度加工まで顧客の要望に応じている。(2) 翌日配達。国内4工場体制により、国内全域に翌日配達が可能。(3) 迅速な見積り回答。自社システムにより60分以内の見積り回答を実現。今後は海外展開を視野に入るとともに、3Dプリンターの導入による金属製品の受託製造を行い、さらなる顧客満足度の向上を図る。

### 15/3期上期は順調に推移。16/3期も増益を予想

直近の決算である15/3期上期の連結業績は、売上高が前年同期比16.2%増の14,203百万円、営業利益が同7.0%増の837百万円となった。期初の上期会社計画(売上高13,300百万円、830百万円)に対して、売上高、営業利益ともに上回った。国内製造業の設備投資において、半導体業界の一部で前向きな動きが出てきたことから、標準品ビジネスが伸長した。QBRでは、15/3期通期の連結業績について、売上高29,000百万円(前期比13%増)、営業利益1,750百万円(同5%増)を予想する。国内製造業の設備投資の回復傾向が続くとみている。16/3期も増収増益を予想する。

| 業 績 動 向     |                            | 売上高<br>百万円 | 前期比<br>% | 営業利益<br>百万円 | 前期比<br>% | 経常利益<br>百万円 | 前期比<br>% | 当期純利益<br>百万円 | 前期比<br>% | EPS<br>円 |
|-------------|----------------------------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|--------------|----------|----------|
| 2 0 1 4 / 3 | 実 績                        | 25,570     | 15.4     | 1,665       | 20.6     | 1,703       | 24.6     | 1,060        | 28.2     | 82.56    |
| 2 0 1 5 / 3 | 会 社 予 想<br>(2014 年 11 月発表) | 27,000     | 5.6      | 1,720       | 3.3      | 1,770       | 3.9      | 1,100        | 3.8      | 85.67    |
|             | アナリスト予想                    | 29,000     | 13.4     | 1,750       | 5.1      | 1,800       | 5.7      | 1,120        | 5.7      | 87.23    |
| 2 0 1 6 / 3 | アナリスト予想                    | 31,000     | 6.9      | 1,900       | 8.6      | 1,950       | 8.3      | 1,210        | 8.0      | 94.24    |

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。

### 経営者

#### ● 経営者

代表取締役社長 角田浩司氏ほか 取締役 4 人、監査役 3 人

### 企業理念

#### ● 経営理念

「私たちは、関係する全ての人に信頼されるとともに、モノづくりに関わる人々へ商品・便利・安心の提供を通じて、社会に貢献します」

図1. 5つの約束



(出所) 白銅ホームページ

## 会 社 概 要

### 沿

### 革

#### ● 沿革

|        |      |  |
|--------|------|--|
| 1932 年 | 2 月  | 白銅商店として個人創業                              |
| 1949 年 | 11 月 | 非鉄金属の販売を目的として株式会社白銅商店設立                  |
| 1967 年 | 5 月  | 商号を白銅に変更                                 |
| 1968 年 | 2 月  | コンピューターシステム導入                            |
| 1974 年 | 10 月 | 神奈川県に工場拠点を開設                             |
| 1983 年 | 6 月  | 大阪府に営業拠点を開設                              |
| 1990 年 | 3 月  | 滋賀県に工場拠点を開設                              |
| 1992 年 | 4 月  | 旧白銅（現：廣成）より金属事業に関する営業を譲受、同時に商号を銅金から白銅に変更 |
| 2000 年 | 3 月  | 日本証券業協会に店頭登録                             |
| 2003 年 | 5 月  | 上海白銅精密材料有限公司を設立                          |
| 2004 年 | 10 月 | 東京証券取引所市場の第 2 部に上場                       |
| 2005 年 | 9 月  | 東京証券取引所市場の第 1 部に指定                       |
| 2006 年 | 2 月  | 福島県に工場拠点を開設                              |
| 2008 年 | 5 月  | 佐賀県に工場拠点を開設                              |

### 大

### 株

### 主

#### ● 大株主

|    | 株主                   | 所有株式数<br>(千株) | 所有比率<br>(%) |
|----|----------------------|---------------|-------------|
| 1  | 廣成株式会社               | 1,497         | 11.65       |
| 2  | 山田 広太郎               | 1,082         | 8.42        |
| 3  | 山田 哲也                | 973           | 7.58        |
| 4  | 山田 晋司                | 972           | 7.57        |
| 5  | 山田 のどか               | 925           | 7.20        |
| 6  | 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 | 734           | 5.72        |
| 7  | 山田 光重                | 681           | 5.30        |
| 8  | 山田 治男                | 676           | 5.26        |
| 9  | 山田 智則                | 676           | 5.26        |
| 10 | 山田 悦弘                | 354           | 2.75        |

(出所) 15/3 期第 2 四半期報告書。14 年 9 月 30 日現在

## 事業概要

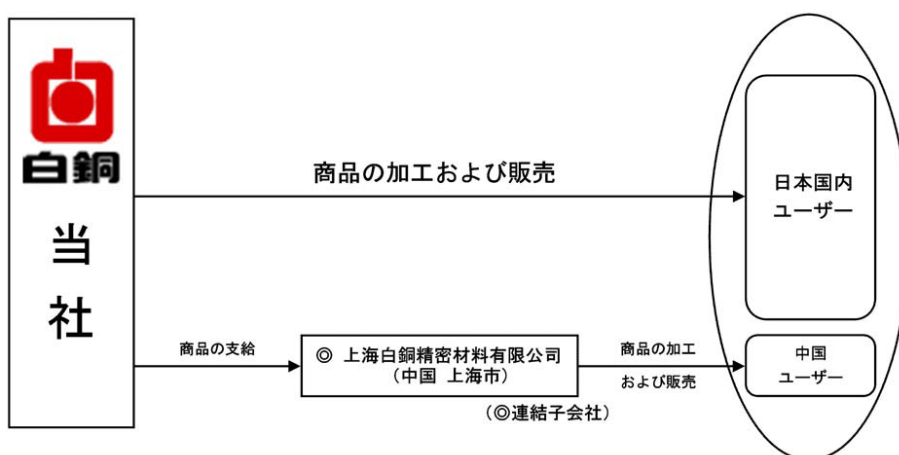
### 事業の内容

#### ● 事業の内容

アルミニウム、伸銅、ステンレス、特殊鋼、プラスチック等の板、棒、管等の加工・販売を手がける。メーカーなどの傘下にはない独立系の金属専門商社である。報告セグメントは所在地別に日本、中国の2つに分類している(図2参照)。

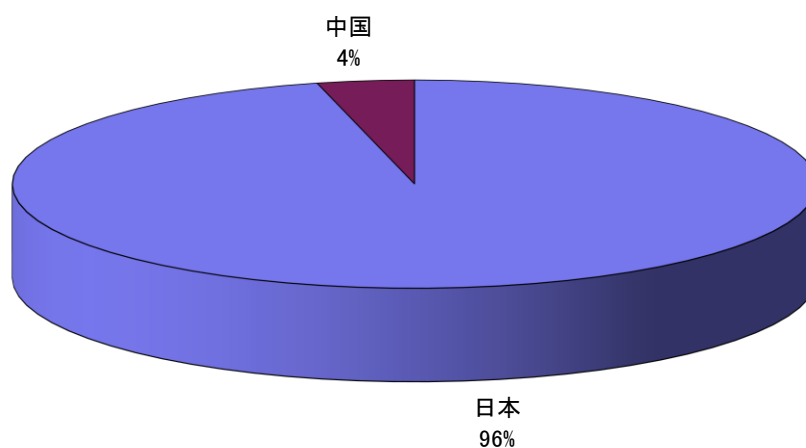
セグメント別の売上高構成比は図3の通り。全体の売上高の9割以上を占める日本では、標準品ビジネスと特注品ビジネスを行っている(図4参照)。

図2. 事業形態



(出所)白銅資料

図3. 14/3期売上高:地域セグメント別構成比



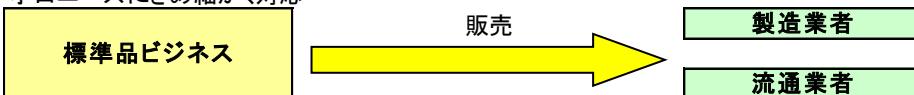
(出所)白銅資料よりQBR作成

## 事業概要

### 標準品ビジネスと 特注品ビジネスを展開

図4. 事業の流れ

全国の流通業者をパートナーに  
小口ニーズにきめ細かく対応



・アルミニウム・伸銅・ステンレス、  
特殊鋼を中心に自社工場に在庫している

個別ニーズに応えた商品を共同開発



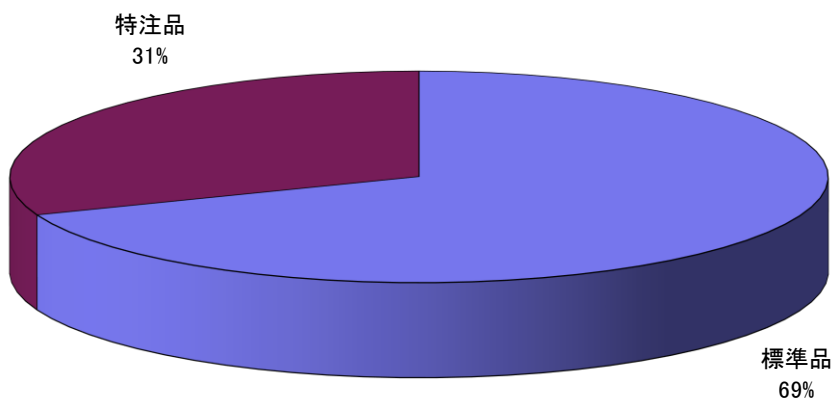
・仕入先から顧客へ商品を直送

(出所) 白銅資料からQBR作成

標準品ビジネスでは、材料メーカーや同業者から約 4200 品目サイズ以上の製品を仕入れ、それを標準在庫品として常時自社工場に在庫している。その標準在庫品を顧客からの注文に応じて切断やフライス加工し、短納期で顧客である製造業者、流通業者に配送している。

特注品ビジネスでは、工場に在庫していない製品を仕入先である材料メーカーや同業者から直接、顧客である大手製造業者に配送している。中国では上海にある子会社を中心に日本と同様の事業を展開している。

図5. 14/3期売上高: 標準品ビジネスと特注品ビジネスの構成比



(出所) 白銅資料よりQBR作成

## 事業概要

### 標準品ビジネスの特徴

標準品ビジネスと特注品ビジネスの売上高構成比は図5の通り。約7割を標準品ビジネスが占めている。標準品ビジネスでは以下の3つの特徴（利便性、白銅の強み。図6参照）がある。

- (1) 豊富な品揃え。自社ブランド品を含め、4200品目サイズ、約5400トン以上の在庫を保有。そして、切断から高精度加工まで顧客の要望に応じて提供する商品提供力。
- (2) 翌日配達。国内4工場体制により、国内全域に翌日配達が可能。
- (3) 迅速な見積回答。自社システムとお客様センターにより、60分以内の見積り回答率80%以上を実現。

図6. 白銅の強み

三つの利便性でお客様の時間を節約します。

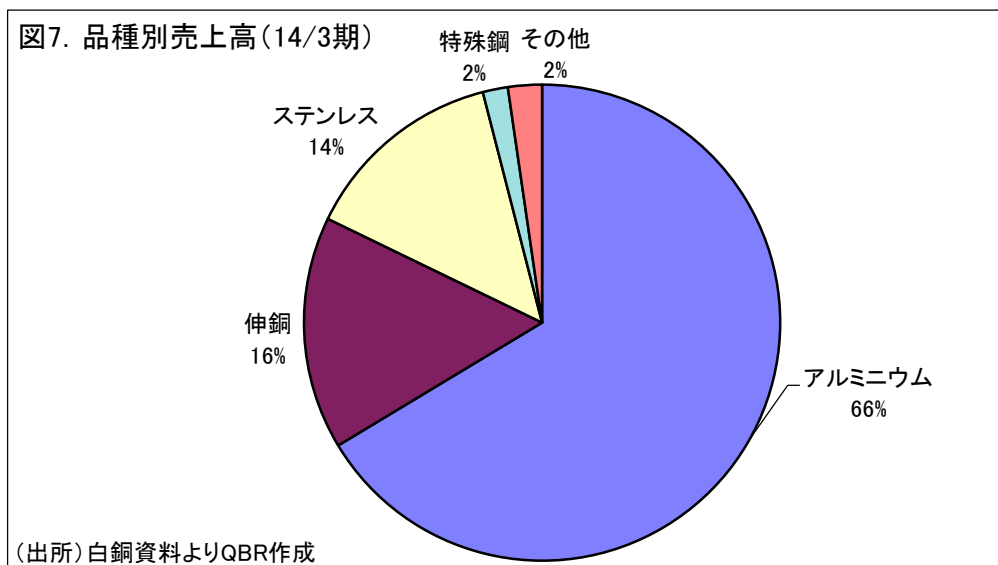


(出所)白銅ホームページ

## 事業概要

### 品目別売上高構成

品目別の売上高構成比をみると（図7参照）、アルミニウムが全体の6割以上を占めている。



### 次期主力商品: ステンレス、特殊鋼の拡販に注力

次期主力商品として育成中なのが、金型用途の特殊鋼、中国製特注品、輸入ステンレス板および棒であり、これらの拡販に注力している。当面はアルミが6割以上を占める状況が続く見通しだが、徐々に特殊鋼、ステンレスの比率を高めようとしている。

販売先をみると、多方面の業界に販売しているが、半導体製造装置業界や液晶製造装置業界への販売が多いことに特徴がある。この2つの業界への販売が全体の売上高の約4割を占めている。

### 成長戦略

同社では成長戦略として新分野、新市場、新素材への挑戦を掲げている。新分野への挑戦については、これからの社会に必要とされ、さらなる市場拡大が求められる成長産業へ注力していく。具体的には、太陽電池製造装置や航空機分野への素材供給を挙げている。

新市場としては、現在、中国の上海に子会社を持っているが、中国子会社を軸に海外展開を本格化し、日本製素材の中国・アジア市場への供給に加え、中国製素材の調達・供給にも注力し、各市場ニーズに即した事業展開をしていく。



新素材への挑戦としては、先端産業のニーズに応える炭素（カーボン）素材を積極的に開拓していく。同社の強みは、非鉄金属からプラスチックまで、多彩な素材をラインアップしていることである。この強みをさらに高めるため、新たな素材の調達や用途開拓に取り組んでいる。カーボン素材は、軽くて丈夫、耐熱性が高いなど、優れた性能を持ち、航空機や太陽電池製造装置などの成長産業での需要増が期待される。

成長戦略を踏まえて、現在、取り組んでいる施策として、(1) 顧客満足度の向上と競合との差別化による利益率の向上、(2) 海外事業の強化、(3) 3Dプリンターでの金属製品の受託製造、を挙げている。

**差別化商品をはじめ標準在庫品の品揃えを充実**

(1) では、製造工程および製造設備の見直しによる、切断・加工の寸法許容差の改善と納期短縮を目指し、お客様センターの対応品質の向上、経費削減等により他社に比べ低価格を実現することで、顧客満足度の向上を図る。また、航空機シリーズやエコシリーズ、ハイスペックシリーズなどの差別化商品をはじめ標準在庫品の品揃えを充実させ、さらにカタログ規格にない商品の販売、きめ細かい加工の対応、「白銅ネットサービス」の普及により、競合との差別化を図り、シェア拡大と利益率の向上を目指す。これまでも顧客満足度を向上させ業績を回復させてきており、今後は差別化商品の拡販にQBRでは期待している。

**中国子会社は安定成長を目指し、東南アジアの需要取り込みも図る**

(2) では、中国の子会社で、加工商品の品質向上と遠方地域への販売網の拡大を図るとともに、より一層の経費削減を実施することで安定した利益成長を図る。また、14年10月にタイに現地法人を設立し、タイでの販売を開始する。さらに、ベトナム、マレーシア、インドネシアの代理店と関係強化を図り、台湾、韓国、フィリピン、インドでの代理店の調査と開拓を進める方針だ。現在、海外は中国子会社がようやく収益貢献できるようになってきた。東南アジアの需要は今後も増加が見込まれており、新しい現地法人の設立や代理店の拡大で、どれだけ需要を取り込めるかにQBRでは注目している。

**3Dプリンターでの金属製品の受託製造を開始**

(3) では、3Dプリンターでの金属製品の受託製造を15年1月より開始する。3Dプリンターを導入することによるメリットは、①顧客の材料調達や金型製作の時間を大幅に短縮、②最終製品をダイレクトに造形可能、③マシニングセンタでは困難な複雑な形状の一体構造化の実現、④究極の多品種・少量生産の提供、などが挙げられる。同社では多品種の品揃え、きめ細かいサービス提供を強みとしており、3Dプリンターの導入により顧客満足度の向上が図られるものとQBRでは期待している。



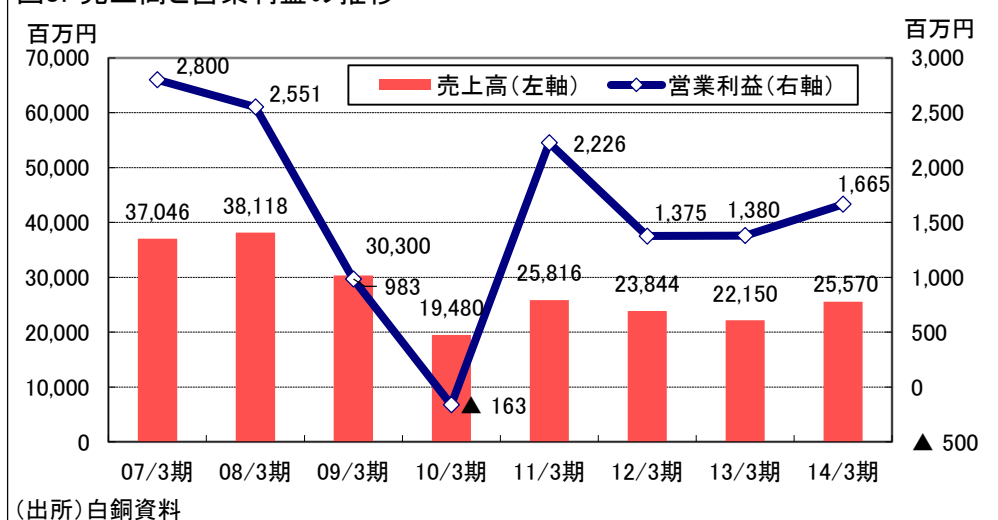
## 過去の業績動向分析

営業利益は 13/3 期、14/3 期と 2 期連続の増益。利益率の改善が進む

過去（07/3 期～14/3 期）の業績動向をみると（図 8 参照）、リーマン・ショックの影響から 10/3 期に売上高、営業利益が大きく落ち込んだ後、11/3 期に一旦回復に向かった。しかし、12/3 期には円高の進行や、欧州債務危機に起因する世界経済の景気減速から国内製造業の新規設備投資が低迷し、再び減収となった。営業利益が大幅に減少したのは、減収に加え、棚卸資産評価方法を変更（後入先出法→総平均法）したことが響いた。仕入価格と販売価格が低下する中、総平均法の適用によりアルミニウムなどリーマン・ショック前の高値で仕入れた在庫が売上原価を増加させ利益を圧迫した。13/3 期も円高の進行や、新規設備投資の低迷が続き減収となったが、コスト削減効果などにより営業利益は微増となった。14/3 期は円高の是正（円安）により製造業の輸出が回復に向かい、企業の設備投資の増加を背景に増益となった。過去最高益だった 07/3 期の営業利益（2,800 百万円）に比べると、約 6 割の水準まで回復した。

また、14/3 期はリーマン・ショック前の 08/3 期に比べ、売上高は 7 割程度の回復にとどまっているものの、営業利益率はほぼ同水準（08/3 期：6.7%、14/3 期：6.5%）まで回復した。売上高の回復が鈍いのは、企業の設備投資の回復が遅れていることに加え、非鉄金属価格が低下したことによる。一方、業績悪化に伴い、人員削減や固定資産売却、業務委託の見直しなどによるコスト削減に注力したことから、営業利益率の改善が進んだ。

図8. 売上高と営業利益の推移

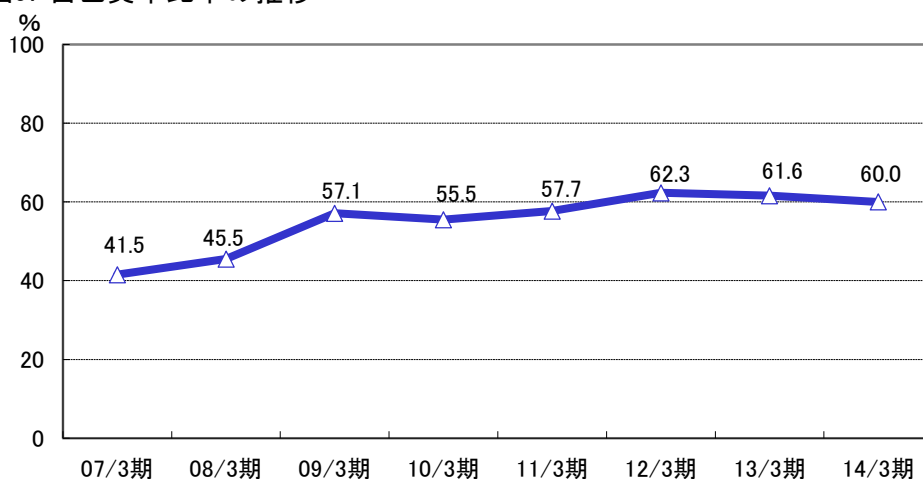


## 過去の業績動向分析

財務面での健全性を保持。12/3期以降は60%台を維持

売上高、営業利益は07/3期以降大きく変動したが、自己資本比率の推移をみると(図9参照)、09/3期に50%を超え、12/3期から14/3期までは60%台で推移しており、財務面での健全性は保たれている。

図9. 自己資本比率の推移



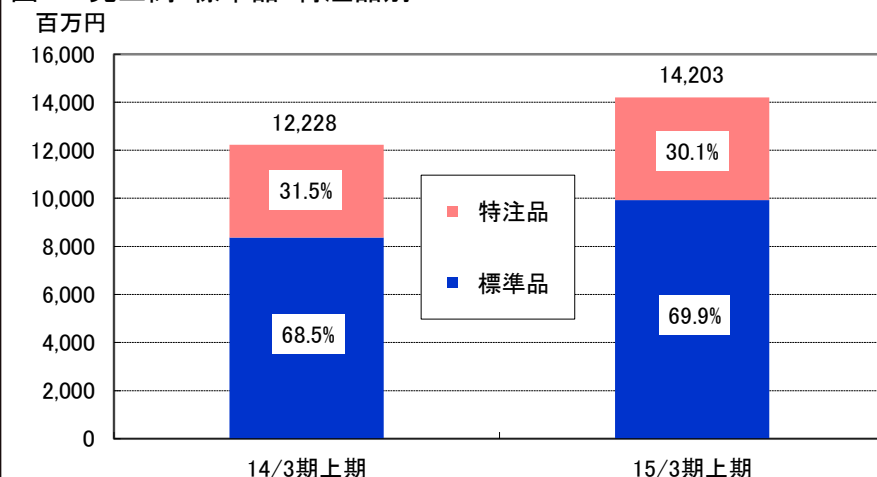
(出所) 白銅資料よりQBR作成

15/3 期上期は、  
増収増益。会社計  
画を上回る

直近の決算である 15/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 16.2% 増の 14,203 百万円、営業利益が同 7.0% 増の 837 百万円となった。期初の上期会社計画（売上高 13,300 百万円、営業利益 830 百万円）に対して、売上高、営業利益ともに上回った。

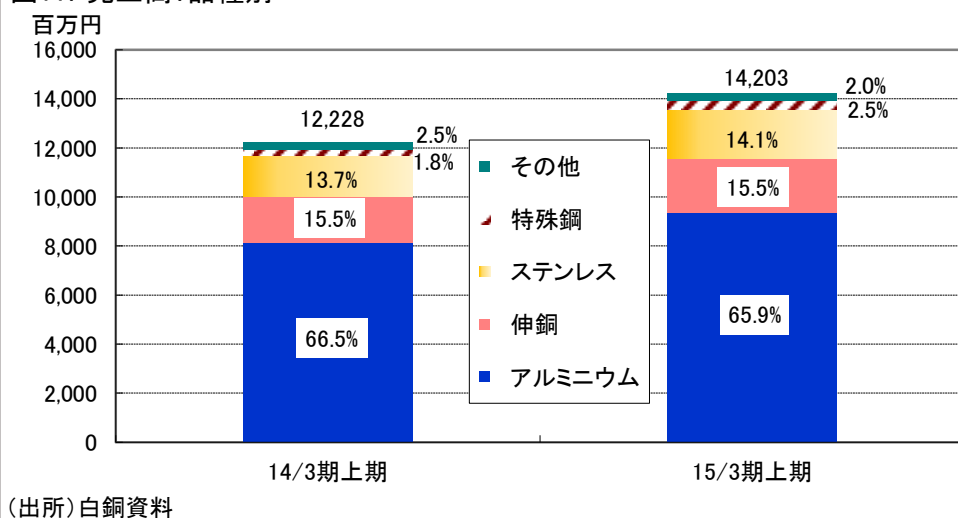
国内製造業の設備投資の回復に合わせて、標準品ビジネスが伸長した（図 10 参照）。ハイスペックシリーズやエコシリーズ、航空機シリーズなどの差別化製品をはじめとする標準品の品揃えを充実させるとともに、標準在庫品以外の商品を掲載した「お取り寄せ品カタログ」を発刊し、標準在庫品以外の販売にも積極的に取り組んだ。さらに、きめ細かい加工の対応、インターネット経由で 24 時間・365 日見積り可能な「白銅ネットサービス」の普及による顧客の利便性向上を図ったことも増収に寄与した。また、次期主力商品として注力しているステンレス、特殊鋼は小幅ながら品種別売上高比率が向上した（図 11 参照）。なお、2 桁増と大幅な増収になったのは、原料である金属価格が上昇し販売価格を押し上げたことも影響している。概ね原料価格の上昇分は販売価格へ転嫁できている。利益面では、顧客満足度向上のため「お客様センター」のオペレーターを増員したことに伴う人件費の増加に加え、物流費が増加したことや製造工程および設備機械等の見直しにより減価償却費が増加したことから、増収率に比べ営業利益の伸び率が小幅にとどまった。

図10. 売上高:標準品・特注品別



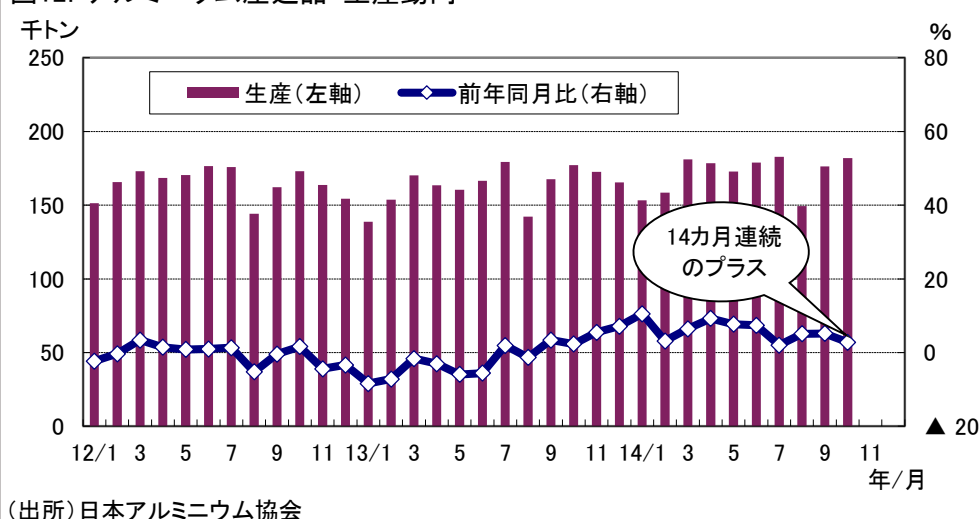
(出所) 白銅資料

図11. 売上高: 品種別



さらに事業環境を詳細にみると、業績への影響度の高い半導体製造装置業界および液晶製造装置業界、工作機械業界、事務機器業界、自動車関連業界では、前期から引き続き国内設備投資に堅調な動きがみられた。中でも、工作機械業界は、政府の補助金や税制優遇制度の効果もあり、好調に推移した。また、品種別売上高比率が最も高いアルミニウム圧延品の国内メーカーの生産量は、13年9月以降は前年同月実績を上回って推移している。

図12. アルミニウム圧延品・生産動向



**15/3期、16/3期  
と増益を予想**

会社側は 15/3 期通期の連結業績見通しについて、上期が計画を上回ったものの、下期を慎重にみて、売上高 27,000 百万円（前期比 6%増）、営業利益 1,720 百万円（同 3%増）の期初計画を据え置いた。同社では顧客満足度の向上と標準在庫品の品揃えの充実により、引き続き増収増益を目指すとしている。売上高の伸び率に比べ、営業利益の伸び率が小幅になるとみているのは、人員増に伴う人件費、物流費や設備機械更新に伴う減価償却費の増加を見込むためである。

QBR では、15/3 期通期の連結業績について、売上高 29,000 百万円（前期比 13%増）、営業利益 1,750 百万円（同 5%増）と予想する。上期は金属価格の上昇が想定以上に販売価格を押し上げ会社計画を上回ったことを考慮して、売上高は会社計画よりも強めの予想とした。しかし、物流費の増加が利益を圧迫していることから、営業利益はほぼ会社計画と同水準の予想とした。下期も国内製造業の設備投資の回復傾向が続き、引き続き標準品ビジネスを中心に伸長を見込み、増収増益になるとみている。

設備投資動向に関する指標として、工作機械受注額の推移をみると（図 14 参照）、13 年 10 月には 18 カ月ぶりに前年同月比でプラスに転じ、その後も前年同月を上回っている。消費税増税の影響が懸念された 4 月も前月比ではマイナスとなったものの、前年同月比ではプラス基調を維持。11 月まで前年同月比で 14 カ月連続のプラスとなっており、今後も堅調な推移が続くとみている。

続く 16/3 期については、売上高 31,000 百万円（前期比 7%増）、営業利益 1,900 百万円（同 9%増）を予想する。引き続き標準品ビジネスの伸長を見込み、「白銅ネットサービス」のさらなる普及や利用率の向上も増収に寄与するとみている。

品種別では主力のアルミニウムの伸長を見込む。差別化商品の拡販を進めているが、中でも今後の需要拡大が見込まれる航空機向けアルミ製品の販売増を見込んでいる。また、従来から進めている次期主力商品として育成中のステンレス、金型用の特殊鋼の拡販も進むとみている。ただ、人件費を中心とした加工サービス原価の上昇が見込まれることから、一層の経費削減に注力するものの、利益率の向上は緩やかなものになると考える。

図13. 売上高と営業利益の推移

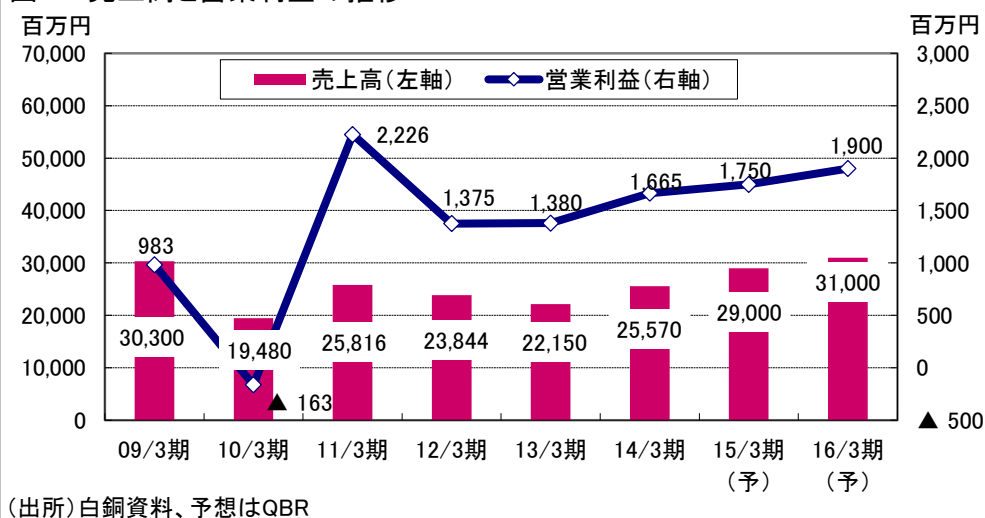
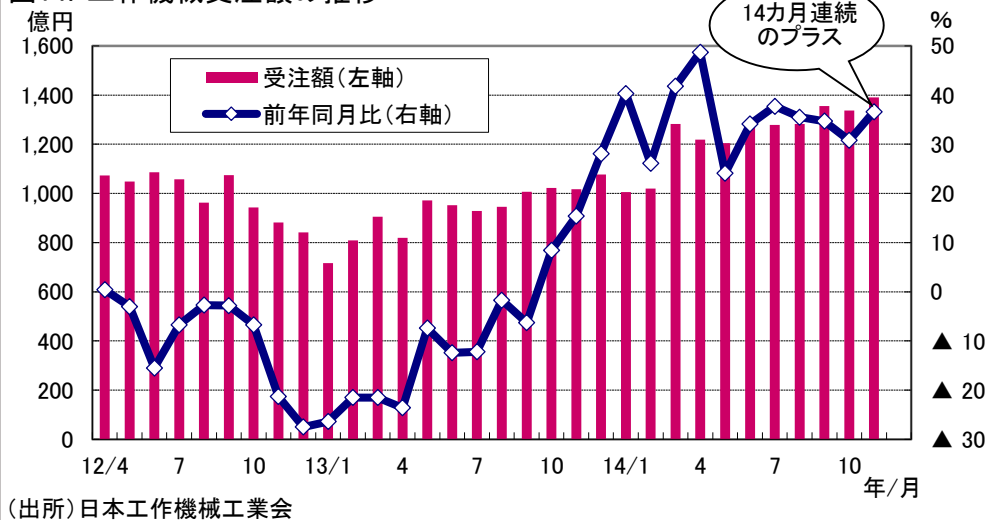
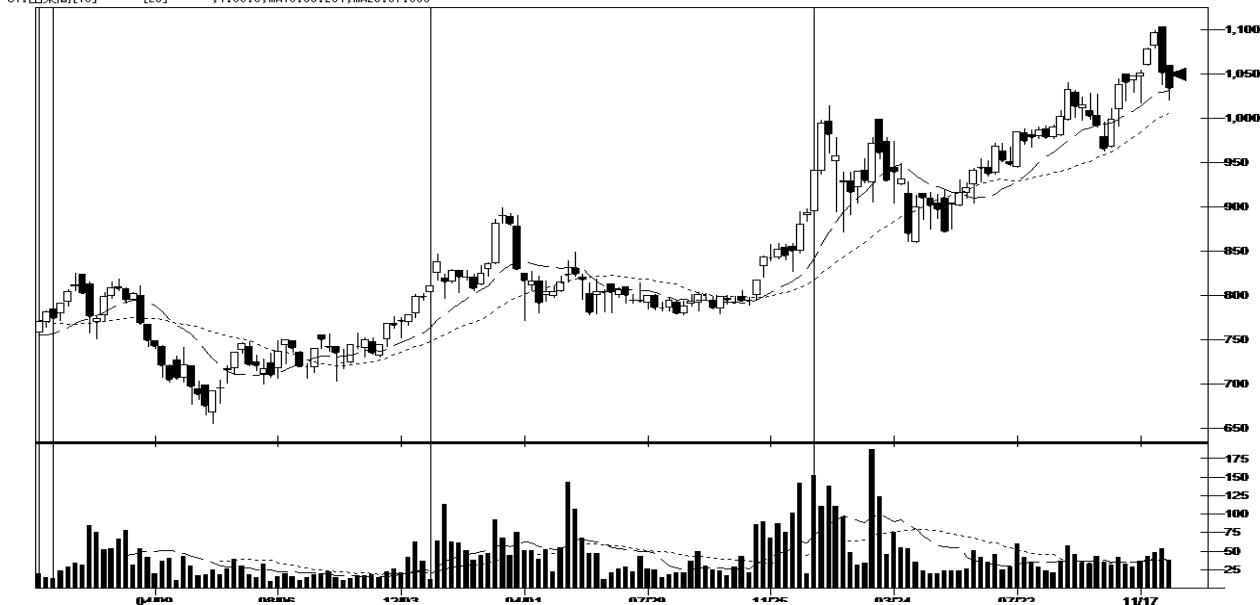


図14. 工作機械受注額の推移



7637 白 銅 東証 週足 11/12/19~14/12/15  
 日付:14/12/19 高:1050, 低:1050, 安:1050, 現値:1050, +16, 出来高:2.4  
 MC:07707定:単純移動平均[13]-----[26]-----, MA13:1031.89, MA26:1006.15  
 S1:出来高[13]-----[26]-----, V:38.3, MA13:38.231, MA26:37.658



(出所) 株QUICK

(C) QUICK Corp. All

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ってはいけません。

|                            |                    |     | 2012/3 | 2013/3 | 2014/3 | 2015/3 予<br>(アナリスト) |
|----------------------------|--------------------|-----|--------|--------|--------|---------------------|
| 株 価 推 移                    | 株価 (年間高値)          | 円   | 879    | 900    | 1,016  | -                   |
|                            | 株価 (年間安値)          | 円   | 720    | 656    | 772    | -                   |
|                            | 月間平均出来高            | 千株  | 143.6  | 141.4  | 255.5  | -                   |
| 業 績 推 移                    | 売 上 高              | 百万円 | 23,844 | 22,150 | 25,570 | 29,000              |
|                            | 営 業 利 益            | 百万円 | 1,375  | 1,380  | 1,665  | 1,750               |
|                            | 経 常 利 益            | 百万円 | 1,406  | 1,366  | 1,703  | 1,800               |
|                            | 当 期 純 利 益          | 百万円 | 775    | 826    | 1,060  | 1,120               |
|                            | E P S              | 円   | 60.40  | 64.41  | 82.56  | 87.23               |
|                            | R O E              | %   | 6.3    | 6.4    | 7.8    | 7.8                 |
| 貸 借 対 照 表<br>主 要 項 目       | 流 動 資 産 合 計        | 百万円 | 14,415 | 15,901 | 17,558 | -                   |
|                            | 固 定 資 産 合 計        | 百万円 | 5,739  | 5,521  | 5,677  | -                   |
|                            | 資 産 合 計            | 百万円 | 20,154 | 21,422 | 23,235 | -                   |
|                            | 流 動 負 債 合 計        | 百万円 | 7,529  | 8,178  | 9,257  | -                   |
|                            | 固 定 負 債 合 計        | 百万円 | 78     | 56     | 29     | -                   |
|                            | 負 債 合 計            | 百万円 | 7,607  | 8,235  | 9,286  | -                   |
|                            | 株 主 資 本 合 計        | 百万円 | 12,539 | 13,045 | 13,694 | -                   |
|                            | 純 資 産 合 計          | 百万円 | 12,547 | 13,186 | 13,948 | -                   |
| キャッシュフ<br>ロー計算書<br>主 要 項 目 | 営業活動によるCF          | 百万円 | 661    | 1,329  | 1,271  | -                   |
|                            | 投資活動によるCF          | 百万円 | -124   | -175   | -1,876 | -                   |
|                            | 財務活動によるCF          | 百万円 | -500   | -320   | -410   | -                   |
|                            | 現金及び現金同等<br>物の期末残高 | 百万円 | 4,652  | 5,509  | 4,517  | -                   |



## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 販売方法別のリスク

同社の販売方法は標準品ビジネスと特注品ビジネスに分かれている。標準品ビジネスでは、自社工場に常時約 4200 品目サイズの商品を在庫し、それを流通業者およびユーザーからの注文に応じて、加工して販売しているため、自社工場に大量の在庫を抱えることや、国内の景気動向の影響を受けやすいことがリスクとして挙げられる。

特注品ビジネスでは、特定の大口ユーザー向けのオリジナル規格の商品を、自社工場を介さずに製造メーカーから直接大口ユーザーに納品するため、特定大口ユーザーの生産動向に影響されることがリスクとして挙げられる。

#### ● 特定業界への売上高依存度によるリスク

アルミニウムやステンレスの厚板を多方面の業界に販売している。なかでも半導体製造装置業界、液晶製造装置業界向けの売上比率が高く、同業界は、いわゆる「シリコンサイクル」や「クリスタルサイクル」に大きく影響されるため、その周期によって同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ● 非鉄金属市況による影響

主要販売商品であるアルミニウム、伸銅等の非鉄金属の価格は、国際市況によって変動している。国際市況が大きく変動した場合には、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

## 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>