

ホリスティック企業レポート

日本ハウズイング

4781 東証二部

フォロー・レポート
2013年6月28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20130625

日本ハウズイング (4781 東証二部)

発行日: 2013/6/28

マンション管理で業界トップクラスの独立系不動産管理会社 管理戸数の拡大や大規模修繕工事の受注増により大幅な増収増益決算

> 要旨

◆ マンション管理の委託替えを中心とした受注獲得に強み

- ・マンション管理事業を主力とする独立系の不動産管理会社。
- ・既存マンションの管理業務の委託替えを中心とした受注獲得に強みをもち、国内単体のマンション管理戸数は業界トップクラスの約 38.7 万戸(13/3 期末現在)を誇る。

◆ 13 年 3 月期決算は大幅な増収増益を達成

- ・13/3 期決算は売上高 700.2 億円(前期比 12.7%増)、営業利益 42.5 億円(同 15.3%増)、経常利益 42.1 億円(同 17.4%増)、純利益 23.7 億円(29.5%増)と大幅な増収増益となった。
- ・主力のマンション管理事業で、管理戸数が順調に拡大したことに加え、12 年 6 月の同業者の買収や大規模修繕工事の受注増により、営繕工事業の売上高が予想を大きく上回ったことが増収に貢献した。

> 投資判断

◆ 14 年 3 月期も増収増益へ

- ・14/3 期について、会社は売上高 720 億円(前期比 2.8%増)、営業利益 43.1 億円(同 1.4%増)、経常利益 42.7 億円(同 1.2%増)、純利益 24.2 億円(同 1.9%増)と増収増益を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、会社の前提とする管理戸数の積み上げや営繕工事業の見通しがやや強気と見られるため、売上高 715 億円(前期比 2.1%増)、営業利益 43 億円(同 1.1%増)と予想した。

◆ 中期的な想定株価は 2,470 円~2,800 円

- ・同社の中期経営計画では、今後 3 年間の成長率は売上高で年率 4.3%、営業利益で同 4.7%としている。主力のマンション管理事業で、国内の管理戸数増加が業績を牽引する計画である。当センターでは同社の中期経営計画に比べれば慎重だが、従来の中期予想を増額修正した。
- ・当センターでは妥当 PER を 15 倍~17 倍と考えた。当センターは 16/3 期 EPS を 164.8 円と予想しており、この予想に基づけば同社の中期的な株価は 2,470 円~2,800 円と想定される。

【4781 日本ハウズイング 業種: 不動産管理業】

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)
2011/3	58,533	0.1	3,460	9.1	3,340	15.1	1,688	43.2	105.0	860.8	33.0
2012/3	62,150	6.2	3,686	6.5	3,593	7.6	1,834	8.6	114.1	936.6	38.0
2013/3	70,027	12.7	4,252	15.3	4,217	17.4	2,375	29.5	147.7	1,051.8	43.0
2014/3 CE	72,000	2.8	4,310	1.4	4,270	1.2	2,420	1.9	150.5	—	46.0
2014/3 E	71,500	2.1	4,300	1.1	4,260	1.0	2,410	1.5	149.9	1,163.2	46.0
2015/3 E	74,600	4.3	4,500	4.7	4,460	4.7	2,530	5.0	157.4	1,274.5	48.0
2016/3 E	78,000	4.6	4,700	4.4	4,660	4.5	2,650	4.7	164.8	1,391.3	50.0

(注)CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

【主要指標】

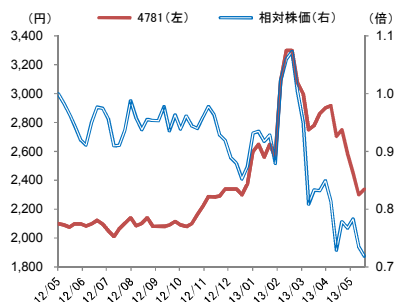
	2013/6/21
株価(円)	2,339
発行済株式数(株)	16,080,000
時価総額(百万円)	37,611

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.8	15.6	14.9
PBR(倍)	2.2	2.0	1.8
配当利回り(%)	1.8	2.0	2.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-9.3	-23.9	11.5
対TOPIX(%)	-6.3	-28.4	-21.9

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/28

フォロー・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。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、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

決算サマリー

> 事業内容

◆ マンション管理で業界トップの独立系不動産管理会社

日本ハウズイング(以下、同社)は、マンション管理事業を主力とした独立系の不動産会社。国内単体のマンション管理戸数は約38.7万戸(13/3期末現在)と業界トップクラス。マンション管理の委託替えを中心とした受注獲得に強みを持つ。

事業セグメントは、主力の「マンション管理事業」の他、「ビル管理事業」、「不動産管理事業」、「営繕工事業」の4つに分類されるが、「マンション管理事業」が売上高の約53%、営業利益(本社経費を除く)の約60%を占める。連結子会社は16社。そのうち、海外(中国と台湾)は10社で、海外売上比率は11.1%。また、国内の営業拠点は、本社のほかに全国の主要都市42カ所に展開している。

【図表1】各事業セグメントの概要

マンション管理事業	同社及び国内子会社3社と台湾子会社7社が、分譲マンションの管理員業務、清掃・設備管理・保全の各業務、管理組合の決算・運営補助業務等、マンションの総合的管理業務を行う。
ビル管理事業	同社及び中国の子会社3社が、ビルの環境衛生清掃・警備・受付・設備管理・保全の各業務、及びビルの総合的管理業務を行う。
不動産管理事業	同社及び国内子会社1社が、オーナー所有物件の賃貸管理代行及びサブリース業務、不動産の売買・仲介業務を行う。
営繕工事業	同社及び国内子会社1社が、マンション共用部分等の建物・設備営繕工事、外壁塗装工事等の大規模修繕工事、専有部分のリフォーム工事等を行う。

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

既存物件の委託替え受注に強み

◆ 管理戸数の積み上げによるストック型ビジネス

同社のビジネスモデルは、管理戸数の拡大を牽引役とするストック型の売上成長モデルである。マンション管理会社の変更(委託替え)を中心とした受注獲得に強みを持つことが同社の特徴として挙げられ、マンションデベロッパーを親会社に持つ他の大手管理会社が、新規供給物件を中心に受託するのとは一線を画している。受注戸数における既存物件の割合は87.4%(13/3期)。独立系である同社が管理戸数で業界トップクラスに成長できたのは、コストパフォーマンスの高さに加えて、独自ノウハウや実績によって優位性を構築してきたからと考えられる。

営繕工事業でも他社との差別化を図る

◆ 営繕工事業が2つ目の収益の柱

同社の2つ目の収益の柱である営繕工事業は、建物の状況を知り尽した管理会社のほうが有利に受注できる可能性が高いため、当該事業も管理戸数の増加が売上高を牽引すると考えられる。マンションの修繕工事は、日常的な小修繕のほか、長期修繕計画に基づき定期的(概ね

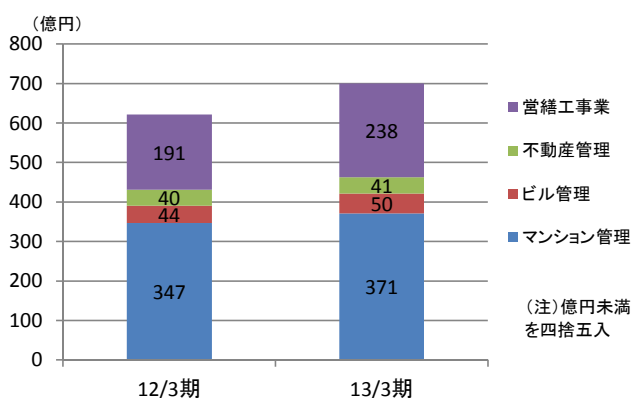
5年～10年程度)に実施される大規模修繕工事に分けられる。同社は、「管理のプロ」ならではの提案力、業務提携を活かした資材の共同購入等によるコスト競争力、環境対策ニーズへの対応等で差別化を図っている。

> 決算概要

◆ 13年3月期は大幅な増収増益

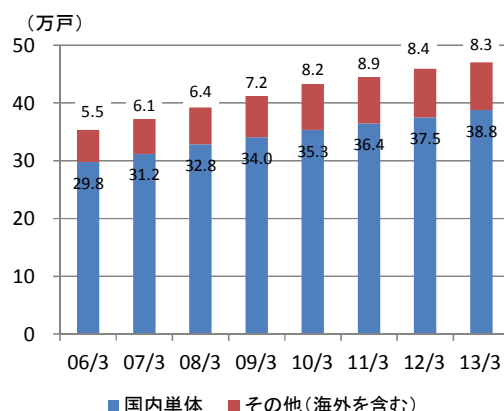
13/3期決算は、売上高700.2億円(前期比12.7%増)、営業利益42.5億円(同15.3%増)、経常利益42.1億円(同17.4%増)、純利益23.7億円(29.5%増)と大幅な増収増益となった。事業別売上高では、主力のマンション管理事業が371億円(前期比7.0%増)、ビル管理事業が50.3億円(同13.9%増)、不動産管理事業が41.2億円(同3.4%増)、営繕工事業が237.5億円(同24.6%増)となり、とりわけビル管理事業と営繕工事業が大きく伸長した。

【図表2】部門別売上高 (13/3期)



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表3】マンション管理戸数の推移 (期末)



(出所) 日本ハウズイング決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

13/3期末のグループ全体のマンション管理事業の管理戸数が前期末比10,870戸増の470,530戸に達したことや、ビル管理事業で中国(大連)での大型オフィスビルや複合施設の受注が好調であったこと、営繕工事業では12年6月に同業者を買収したことや、大規模修繕工事の受注等が増収に寄与した。なお、海外売上比率は、台湾でのマンション管理事業、中国でのビル管理事業が好調であった上に、円安効果も重なって前期の9.4%から11.1%へ上昇した。

利益面では、相対的に原価率の高い営繕工事業の売上構成比率が高まったことなどから原価率の上昇があったものの、増収による固定費吸収等で営業利益率は若干改善(5.9%→6.1%)した。

なお、期初の会社予想に比べ、売上高は6.1%、営業利益は6.3%上回った。営繕工事業で想定していなかった管理外物件からの大規模修繕工事の受注がこの差異の最大の要因である。また、マンション管理事業で台湾子会社の管理戸数の伸びが想定以上に好調であったことも影響した。なお、会社予想の達成を見込んだ証券リサーチセンター(以下、当センター) 予想との差異についても同様の要因である。

> 業績見通し

各事業で着実な管理ストックの拡大を見込む

◆ 14年3月期も会社は増収増益を見込む

14/3期について、会社は売上高720億円(前期比2.8%増)、営業利益43.1億円(同1.4%増)、経常利益42.7億円(同1.2%増)、純利益24.2億円(同1.9%増)と前期に比べると緩やかな伸びだが、増収増益を予想している。事業別売上高では、マンション管理事業が390億円(前期比5.1%増)、ビル管理事業が54億円(同7.2%増)、不動産管理事業が43億円(同4.3%増)、営繕工事業が233億円(同1.9%減)となっており、営繕工事業以外の3事業がそれぞれ着実に管理ストックを拡大して増収となる半面、営繕工事業では前期の買収効果の一巡と想定外的大幅な受注増の反動から僅かに減収となる見込みとなっている。また、利益面では、特別なコスト要因は想定されておらず、ほぼ前期と同じ営業利益率を見込んでいる。

管理外物件からの大規模修繕工事は今後の動向に注視

◆ 14年3月期の当センター予想

当センターでは、会社よりも14/3期の業績を若干保守的に予想している。具体的には、売上高715億円(前期比2.1%増)、営業利益43億円(同1.1%増)、経常利益42.6億円(同1.0%増)、純利益24.1億円(同1.5%増)を見込んでいる。事業別売上高では、マンション管理事業が388億円(前期比4.6%増)、ビル管理事業が54億円(同7.2%増)、不動産管理事業が43億円(同4.3%増)、営繕工事業が230億円(同3.2%減)を見込んでいる。会社予想との差異は、マンション管理事業と営繕工事業の見通しの違いによるものである。

会社予想と当センター予想との主な差異要因は以下の通りである。

1. マンション管理事業で会社予想を達成するためには、当センターの試算によると、年間約1.5万戸の管理戸数増が必要となる。しかし、回復傾向にあるものの依然低水準で推移する新築マンション供給量や既存物件の委託替えの受注競争の激化など、現在の厳しい市場環境や足元の実績等を勘案すると高いハードルと捉えざるを得ない。当センターでは、年間約1.3万戸の管理戸数増を想定した。
2. 営繕工事業は、管理外物件からの受注増が前期の増収要因の一つとなっているが、本来は管理物件からの受注が基本であるた

め、管理戸数の伸びに応じて営繕工事業の売上高も増加する構造となっている。13/3 期において管理外物件からの引き合いが増えたのは、管理事業における実績が同社の認知度を高めた結果とも言えるが、マンション管理組合側の意識の変化なども影響していると考えられる。

ただ、この動きが今後どの程度まで広がっていくのかは現時点では未知数で、しばらくはその動向を見定める必要がある。当センターでは管理戸数の伸びを会社予想より控えめに設定したことや、管理外物件による上乗せ分についても慎重に見積もったことが会社の業績予想との主な差異要因となっている。

> 中期見通し

◆ 新たな中期経営計画を公表

同社は 13 年 5 月に 16/3 期を最終年度とする中期 3 年経営計画を公表した。15/3 期は売上高 757 億円、営業利益 45.1 億円、16/3 期は売上高 795 億円、営業利益 48.8 億円を目標として掲げている。

【図表 4】 中期経営計画

(百万円)	13/3期 (実績)	14/3期 (会社計画)	15/3期 (会社計画)	16/3期 (会社計画)	年平均成長率 (CAGA)
売上高	70,027	72,000	75,700	79,500	4.3%
伸び率	12.7%	2.8%	5.1%	5.0%	
マンション管理事業	37,109	39,000	40,300	41,700	4.0%
伸び率	7.0%	5.1%	3.3%	3.5%	
ビル管理事業	5,038	5,400	5,750	6,150	6.9%
伸び率	13.9%	7.2%	6.5%	7.0%	
不動産管理事業	4,124	4,300	4,450	4,650	4.1%
伸び率	3.4%	4.3%	3.5%	4.5%	
営繕工事業	23,755	23,300	25,200	27,000	4.4%
伸び率	24.6%	-1.9%	8.2%	7.1%	
営業利益	4,252	4,310	4,510	4,880	4.7%
利益率	6.1%	6.0%	6.0%	6.1%	

(出所) 日本ハウズイング決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

事業別に見ると、主力のマンション管理事業は国内の管理戸数増加が成長を牽引する計画と思われる。具体的な前提条件等の開示はないものの、当センターの試算によれば、年間約 1.5 万戸の管理戸数の積み上げが想定されている模様。高齢化対策や省エネ対策を睨んだ新サービスの開発や、コストパフォーマンスの高さで他社との差別化を図る戦略を掲げている。

また、ビル管理事業は、中国での好調な受注環境が今後も継続することを想定。不動産管理事業は、国内を中心にほぼ実績内の伸び（過去 5 年間の成長率では 4.2%）を継続。営繕工事業は、マンション管理戸数の増加に伴って伸長する計画のようである。

中期経営計画よりも
当センター予想は保
守的だが上振れ要因
に注目

◆ 当センターでは中期業績予想を増額修正

当センターでは、前期実績や足元の状況等を踏まえ、前回レポート(12年12月発行)の中期業績予想を修正するとともに新たに16/3期の業績予想を策定した。足元の営繕工事業が前回予想に比べて好調であることが確認されたことを考慮し売上高を増額修正したが、利益面では、営繕工事業の原価率を前回予想よりも高めに見直したことから、一部で減額修正となった。

【図表5】当センターによる中期業績予想

(百万円)	13/3期 (実績)	14/3期 (当センター予想)	15/3期 (当センター予想)	16/3期 (当センター予想)	年平均成長率 (CAGA)
売上高	70,027	71,500	74,600	78,000	3.7%
伸び率	12.7%	2.1%	4.3%	5.0%	
マンション管理事業	37,109	38,800	39,900	41,200	3.5%
伸び率	7.0%	4.6%	2.8%	3.3%	
ビル管理事業	5,038	5,400	5,750	6,150	6.9%
伸び率	13.9%	7.2%	6.5%	7.0%	
不動産管理事業	4,124	4,300	4,450	4,650	4.1%
伸び率	3.4%	4.3%	3.5%	4.5%	
営繕工事業	23,755	23,000	24,500	26,000	3.1%
伸び率	24.6%	-3.2%	6.5%	6.1%	
営業利益	4,252	4,300	4,500	4,700	3.4%
利益率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	

(出所) 証券リサーチセンター

具体的には、14/3期の売上高690億円→715億円(増額)、営業利益43億円(変わらず)、15/3期の売上高720億円→746億円(増額)、営業利益46億円→45億円(減額)に修正するとともに、16/3期の売上高780億円、営業利益47億円を新たに追加した。ただし、同社の中期経営計画に比べれば保守的な水準となっている。

当センターでは、中期業績予想についても年間約1.3万戸の管理戸数増を想定するとともに、営繕工事業についても会社計画より控えめな水準に抑えたことが主な差異要因である。ただし、①マンション管理事業における管理戸数の想定以上の積み上げ(特に、業界淘汰の流れの中でM&A等による管理戸数の拡大)や、②ビル管理事業における中国での大型物件等の受注、③営繕工事業における管理外物件からの受注増等は、中期的な業績の上振れ要因として留意する必要がある。

投資判断

> 株主還元

中期的にも利益成長に伴う増配の可能性高い

◆ 今期も5期連続の増配を予定

同社の配当政策は、業績に裏付けされた安定的な利益配分が基本。13/3期は5円増配の年43円配であった。配当性向などの具体的な数値基準は示されていないものの、過去の配当実績を振り返ると、09/3期は年24円配、10/3期は年27円配、11/3期は年33円配、12/3期は年38円配、13/3期は年43円配と、4期連続の増益決算を背景に増配を継続しており、その間の配当性向は30%前後の水準を維持している。14/3期も3円増配の年46円配(配当性向30.6%)を予定している。なお、当センターによる中期業績予想を前提にすると、16/3期には年50円配が可能と考えられる。なお、自社株買いに関する方針は開示されていない。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準に割安感は乏しい

同社の類似会社として、同業である東急コミュニティと日本管財を選定した。現在の株価水準は、類似会社と比べると予想基準PER及び実績基準PBRともに割安感が乏しい。しかし、過去3年間の株価推移で見ても、予想基準PERではほぼ12倍~18倍の水準を維持してきた。同社の安定した収益構造(下振れリスクが小さい)に加えて、マンション管理組合がマンション管理の委託替えを検討する際に、同社を候補先として挙げる事が多く見られるように、圧倒的な存在感があることや他社との提携等を含む事業拡大の先行期待が、類似会社に比べて高いプレミアムを形成してきたと考えられる。

【図表6】株価バリュエーション

銘柄		日本ハウズイング	東急コミュニティ	日本管財
証券コード		4781	4711	9728
決算期		13/3期	13/3期	13/3期
予想PER	倍	15.6	10.5	9.2
実績PBR	倍	2.2	1.4	0.9
予想配当利回り		2.0%	—	2.8%
株価	円	2,339	4,080	1,414
時価総額	百万円	37,611	58,752	29,114

(注) 日本ハウズイングの予想は証券リサーチセンター予想、他2社の予想は会社予想
(出所) 証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準として2,470円~2,800円のレンジを想定

当センターでは、過去3年間の実績や東証二部平均の今期予想基準PER(13.5倍)も参考にして、同社の妥当PERを15~17倍と判断した。16/3期EPSを164.8円と当センターでは予想しており、妥当PER水準を考慮した同社の中期的な適正株価水準は2,470円~2,800円のレンジが想定される。

本レポートの特徴

■ 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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

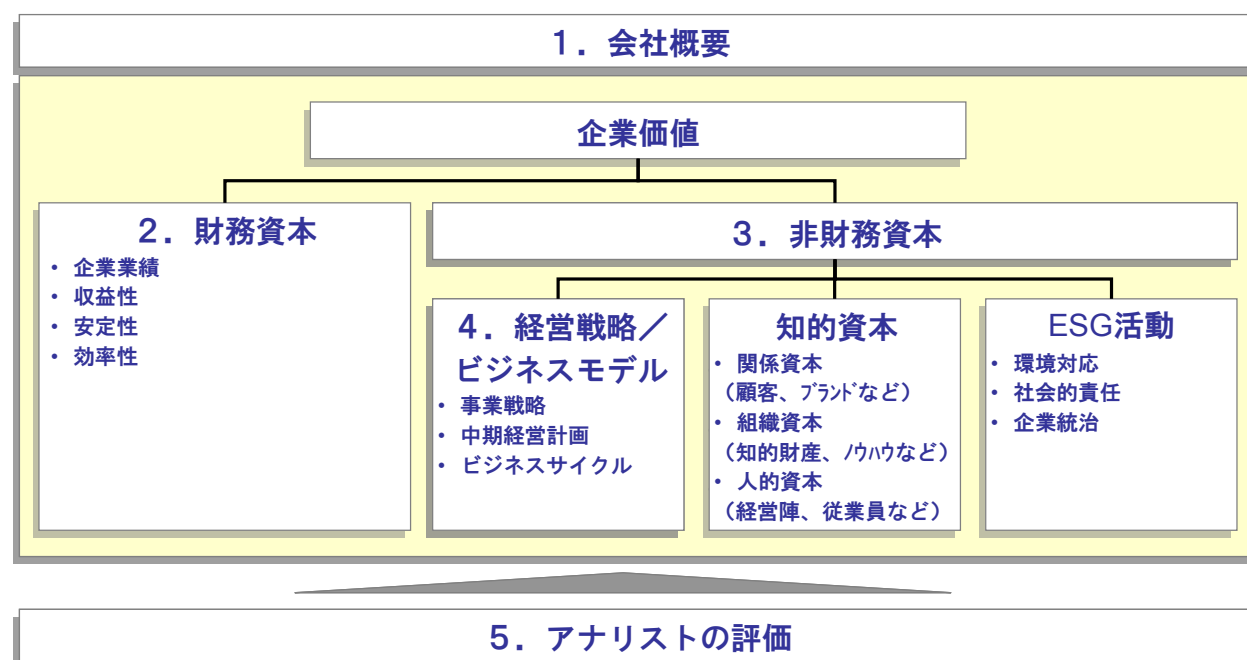
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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、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。