

# ホリスティック企業レポート ウイルプラスホールディングス 3538 東証一部

アップデート・レポート  
2018年3月30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 20180327

# ウイルプラスホールディングス(3538 東証一部)

発行日:2018/3/30

## M&Aを成長戦略の柱に据える独立系輸入車販売業者 ジャガー・ランドローバーとポルシェの獲得によって、マルチブランド戦略が強化された

### > 要旨

#### ◆ 8ブランドを取り扱う独立系の輸入車販売業者

・ウイルプラスホールディングス(以下、同社)は、連結子会社3社により、ジープやフィアット、BMW、MINI、ボルボなど8ブランドの輸入車(新車)の正規ディーラーを運営する独立系の純粋持株会社である。新車と同じブランドの中古車も取り扱うほか、車輛整備や保険販売も手掛けている。

#### ◆ 18年6月期第2四半期累計期間の決算は8%増収、4%営業増益

・18/6期第2四半期累計期間の決算は、7.5%増収、4.4%営業増益であった。フィアットやMINIを中心に新車販売が増収をけん引したほか、車種構成の改善や、インポーターからのインセンティブ収入の増加などにより、会社計画をやや上回った。

#### ◆ 18年6月期の会社計画は5%増収、2%営業増益を維持

・ニューモデル4車種の拡販などを前提に、5.3%増収、1.8%営業増益を見込む18/6期計画を、同社は据え置いた。  
・事業譲受とインポーターとの契約により、ジャガー・ランドローバー(18年春)、ポルシェ(同年秋)の正規ディーラー事業を開始すると発表した。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、新ブランドの取り扱い開始や新規出店による費用の増加等を見込んで18/6期の業績予想を見直し、営業利益を1,364百万円→1,263百万円(前期比4.4%増)に減額した。

#### ◆ マルチブランド戦略の強化により、中期業績予想を引き上げた

・ジャガー・ランドローバーとポルシェという有力ブランドを獲得した効果に加え、事業譲受と新規出店の貢献が本格化することを考慮に入れ、当センターは19/6期以降の業績予想を上方修正した。  
・当センターは、18年夏から始まる消費増税に関する議論が同社の株価に影響を与える可能性について注意が必要と考えている。

アナリスト:大間知 淳  
+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

#### 【主要指標】

|           | 2018/3/23 |      |      |
|-----------|-----------|------|------|
| 株価(円)     | 1,112     |      |      |
| 発行済株式数(株) | 9,616,720 |      |      |
| 時価総額(百万円) | 10,694    |      |      |
|           | 前期実績      | 今期予想 | 来期予想 |
| PER(倍)    | 13.8      | 13.2 | 10.5 |
| PBR(倍)    | 2.5       | 2.1  | 1.8  |
| 配当利回り(%)  | 1.1       | 1.2  | 1.4  |

#### 【株価パフォーマンス】

|           | 1カ月   | 3カ月  | 12カ月  |
|-----------|-------|------|-------|
| リターン(%)   | -13.9 | -9.7 | -4.1  |
| 対TOPIX(%) | -8.6  | -1.5 | -12.9 |

#### 【株価チャート】



#### 【3538 ウイルプラスホールディングス 業種：小売業】

| 決算期       | 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>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2016/6    | 21,093       | 10.6       | 886           | 25.6       | 866           | 28.7       | 492          | 18.4       | 61.2       | 381.9      | 10.8       |
| 2017/6    | 23,567       | 11.7       | 1,209         | 36.5       | 1,197         | 38.2       | 743          | 50.9       | 80.7       | 449.4      | 12.0       |
| 2018/6 CE | 24,824       | 5.3        | 1,231         | 1.8        | 1,221         | 2.0        | 759          | 2.1        | 82.4       | —          | 12.5       |
| 2018/6 E  | 25,450       | 8.0        | 1,263         | 4.4        | 1,251         | 4.5        | 783          | 5.3        | 84.2       | 518.5      | 13.0       |
| 2019/6 E  | 28,700       | 12.8       | 1,546         | 22.4       | 1,533         | 22.5       | 985          | 25.8       | 105.9      | 608.4      | 16.0       |
| 2020/6 E  | 30,260       | 5.4        | 1,787         | 15.6       | 1,774         | 15.7       | 1,145        | 16.2       | 123.1      | 714.5      | 18.0       |

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。17年4月1日付及び11月1日付で1：2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

#### アップデート・レポート

2/17

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。

## > 事業内容

### ◆ 新車と中古車の販売が事業の柱

ウイルプラスホールディングス(以下、同社)は、3連結子会社により、ジープやフィアット、BMW、MINI、ボルボなど8ブランドの輸入車(新車)の正規ディーラーを運営する独立系の純粋持株会社である。

新車を購入する顧客から下取りした車輻については、同じブランドであれば、店舗で中古車として販売し、異なるブランドであれば、オートオークションを通じて他社ディーラーに販売している(業販)。販売した車輻を中心に、整備や修理、車検などもショールームに併設した整備工場で行っている(車輻整備)。

その他、損害保険会社の代理店として、自賠責保険や任意保険等の販売を手掛けている。インポーター<sup>注1</sup>から仕入れた自動車部品を部品商に対して供給する卸売を一部のブランドで行っていたが、17/6期中にはほぼ活動を停止した模様である。

(注1) インポーターとは、外国自動車メーカーの輸入代理権を基に、日本国内で輸入車を正規ディーラーに販売する代理店を言う。

(注2) FCA(Fiat Chrysler Automobiles)とは、09年に経営が破綻したクライスラー社(米国)をフィアット社(イタリア)が買収し、14年に誕生した自動車メーカーである。

同社グループは、FCA<sup>注2</sup> ジャパン株式会社の正規ディーラーとして、アルファロメオ、フィアット、アバルト、ジープ、クライスラーの販売を行うチェッカーモータース、ビー・エム・ダブリュー株式会社の正規ディーラーとして、BMW、MINIの販売を行うウイルプラスモーターレン、ボルボ・カー・ジャパン株式会社の正規ディーラーとしてボルボの販売を行う帝欧オートの3つの連結子会社と純粋持株会社である同社によって構成されている(図表1)。

【図表1】連結子会社の取扱ブランドと店舗数

| 会社名          | 取扱ブランド                        | 店舗数 |
|--------------|-------------------------------|-----|
| チェッカーモータース   | フィアット、アルファロメオ、アバルト、ジープ、クライスラー | 12  |
| ウイルプラスモーターレン | BMW、MINI                      | 7   |
| 帝欧オート        | ボルボ                           | 5   |

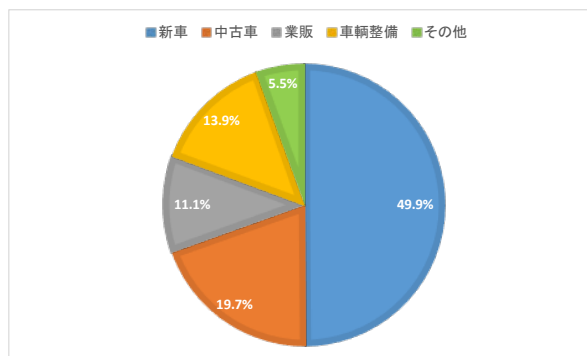
(注) 18/6期上期末時点、販売を開始していないブランドを除く。

(出所)ウイルプラスホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社グループは、輸入車販売関連事業の単一セグメントであり、商品品目は、新車、中古車、業販、車両整備、その他である(図表2)。

新車は、各連結子会社が正規ディーラーとして各インポーターから仕入れて、一般消費者に販売されている。17/6期の売上高構成比は49.9%と、同社の売上高の中核を占めている。

【 図表 2 】 17 年 6 月期品目別売上高構成比



(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

チェッカーモータースは、18/6 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末時点において、FCA ジャパン株式会社が取り扱う 5 ブランドを仕入れて、東京都、神奈川県、福岡県の 12 店舗で販売している。クライスラー/ジープブランド及びフィアット/アルファロメオブランドにおいてはトップクラスの国内販売シェアを有しているのに加え、アバルトブランドにおいては世界有数の販売台数を誇っている。5 ブランド合計の新車販売台数は、国内正規ディーラーの中で、圧倒的な首位（17 年）となっている。

ウイルプラスモーターレンは、ビー・エム・ダブリュー株式会社が取り扱う 2 ブランドを仕入れて、東京都、福岡県の 7 店舗（18/6 期上期末）で販売している。BMW ブランドは福岡県の 2 店舗（うち 1 店舗は中古車も販売）、MINI ブランドは福岡県の 3 店舗と東京都の 2 店舗（うち 1 店舗は中古車の専売店）によって運営されている。17 年の MINI ブランドの新車販売台数は、インポーター直営店を除いた国内正規ディーラーの中で、第 6 位にランクされている。

帝欧オートは、ボルボ・カー・ジャパン株式会社が取り扱うボルボ車を仕入れて、福岡県、神奈川県の 5 店舗（18/6 期上期末）で販売している。17 年のボルボの新車販売台数は、インポーター直営店を除いた国内正規ディーラーの中で、第 6 位にランクされている。

中古車は、各連結子会社にて、各ブランドの高年式低走行車を中心に販売されている。商品の仕入れは、新車販売時の下取、買取、オートオークションでの購入により行っている。17/6 期の売上高構成比は 19.7%と新車に次ぐ位置にある。

業販とは、各連結子会社にて、顧客から下取した他社ブランドの中古車を主としてオートオークションで販売していることを指している。

新車、中古車、業販は、商品の特性、仕入先、販売先が異なっているが、同社では3品目をまとめて車輛販売事業と称している。

車輛整備は、各連結子会社にて、販売した車輛を中心に、整備や修理、車検などのサービス提供を指している。

その他は、各連結子会社にて、損害保険会社の代理店として車輛を販売した顧客に提供している自賠責保険や任意保険等の販売手数料や、インポーターから受け取る新車販売に関連するインセンティブ収入が中心となっている。

連結子会社別にみると、買収時期が最も早く、店舗数も最も多いチェッカーモーターズが、3社の数値を単純合計した売上高や経常利益の5割弱を占めている(図表3)。

【図表3】連結子会社の業績推移

(単位:千円)

|                       | 15/6期     |            | 16/6期  |            | 17/6期 |       |
|-----------------------|-----------|------------|--------|------------|-------|-------|
|                       |           |            | 増減率    |            | 増減率   | 構成比   |
| チェッカーモーターズ (08年7月買収)  |           |            |        |            |       |       |
| 売上高                   | 9,291,098 | 10,545,337 | 13.5%  | 11,408,688 | 8.2%  | 48.2% |
| 経常利益                  | 205,009   | 359,880    | 75.5%  | 542,015    | 50.6% | 47.7% |
| 経常利益率                 | 2.2%      | 3.4%       | —      | 4.8%       | —     | —     |
| 当期純利益                 | 105,908   | 198,766    | 87.7%  | 353,298    | 77.7% | 48.0% |
| ウイルプラスモーターズ (09年9月買収) |           |            |        |            |       |       |
| 売上高                   | 7,042,652 | 7,503,444  | 6.5%   | 8,593,938  | 14.5% | 36.3% |
| 経常利益                  | 330,706   | 285,812    | -13.6% | 397,577    | 39.1% | 35.0% |
| 経常利益率                 | 4.7%      | 3.8%       | —      | 4.6%       | —     | —     |
| 当期純利益                 | 208,571   | 186,644    | -10.5% | 254,847    | 36.5% | 34.7% |
| 帝欧オート (14年4月買収)       |           |            |        |            |       |       |
| 売上高                   | 2,899,113 | 3,201,832  | 10.4%  | 3,680,294  | 14.9% | 15.5% |
| 経常利益                  | 43,446    | 140,567    | 223.5% | 197,024    | 40.2% | 17.3% |
| 経常利益率                 | 1.5%      | 4.4%       | —      | 5.4%       | —     | —     |
| 当期純利益                 | 131,610   | 87,520     | -33.5% | 127,326    | 45.5% | 17.3% |

(注) 構成比は、連結子会社3社の単純合計に対する数値

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

各子会社は、車輛整備や保険販売などのストック型収益の拡大や、生産性の向上に取り組んでいる。利益率が低かったチェッカーモーターズと帝欧オートは、17/6期にかけて収益性が大幅に改善した。

同社は取扱ブランド毎の販売台数や売上高を開示していない。17年

の国内登録台数や輸入車市場における販売シェア、同順位、販売価格帯は以下の通りとなっている(図表4)。

【図表4】取扱ブランドの国内輸入車市場における状況

|                       | 単位 | BMW       | MINI    | ポルポ       | ジープ     | FIAT    | アバルト    | アルファロメオ   | クライスラー  |
|-----------------------|----|-----------|---------|-----------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 国内登録台数(17年)           | 台  | 52,527    | 25,427  | 16,120    | 10,102  | 6,523   | 2,286   | 1,838     | 213     |
| 輸入車市場における販売シェア(17年)   | %  | 17.16     | 8.31    | 5.27      | 3.30    | 2.13    | 0.75    | 0.60      | 0.07    |
| 輸入車市場における販売シェア順位(17年) | 位  | 2         | 5       | 6         | 7       | 11      | 16      | 17        | 30      |
| 販売価格帯                 | 万円 | 317~2,520 | 230~562 | 299~1,299 | 279~805 | 185~349 | 293~845 | 329~1,132 | 577~756 |

(注) 国内登録台数は、乗用車、貨物車、バスの合計。販売シェアと同順位は外国メーカーだけを集計

(出所) ウイルプラスホールディングス決算説明会資料、日本自動車輸入組合輸入車ニュースより証券リサーチセンター作成

なお、同社株式は、18年2月20日に東京証券取引所第二部から第一部へ指定された。

## > ビジネスモデル

### ◆ フロー型の自動車販売ビジネスにおいてストック型収益を追求

同社が展開する自動車販売ビジネスは、新車であれ、中古車であれ、顧客に一度、自動車を買ったと、通常、少なくとも数年間、次の販売機会は訪れないという事業特性がある。また、場合によっては、同業他社に顧客を奪われたり、顧客が自動車の購入(保有)を止めてしまったりすることもある。このようなビジネスの特性から、基本的には自動車販売はフロー型ビジネスと言えよう。

加えて、自動車メーカーは、販売する車種毎に、数年に一度の頻度でモデルチェンジを実施することが多いが、モデルチェンジ直後の販売台数が多く、モデル末期に掛けて販売台数が減少するという販売サイクルが存在する。メーカーは、通常、異なったタイミングで各車種のモデルチェンジを行うものの、人気車種のモデルチェンジに会社全体の販売台数が左右される傾向がある。

結果として、正規ディーラーの新車の売上高も、取り扱うメーカーの販売台数の変動による影響を強く受けることになる。同社では、こうした自動車販売ビジネスが内包する収益の変動性を軽減しつつ、事業の成長を目指すことを経営の基本方針としており、具体的には3つの経営戦略の柱を有している。

経営戦略の第一の柱は、ストック型収益の追求である。新車、中古車、業販から構成される車輛販売がフロー収益であるのに対し、車輛整備、その他の中の保険の販売手数料は、顧客が一度、利用、契約すると、取引を継続する傾向が強く、店舗開設後、時間の経過と共に関連収入が積み上がっていく点においてストック型収益と言える。

同社では、任意保険を中心とした自動車保険の販売に注力しており、車輻販売時の保険契約率は、15/6 期の 27.1%から 17/6 期には 36.1%に上昇しており、業界平均に比べて大幅に高い数値となっている。また、車輻販売後、定期点検、整備や車検の取り込みにも力を入れており、車輻整備の売上高は着実に増加している。

車輻整備や保険契約の顧客を、同社では管理顧客と呼んでおり、その維持、増加に力を入れている。新車販売以外の売上総利益に対する販売費及び一般管理費（以下、販管費）の比率である基礎収益カバー率は、自動車ディーラーにとって景気変動やモデルチェンジサイクルに対する抵抗力を示す重要な指標となるが、その向上には車輻整備や保険契約への積極的な取り組みが不可欠である。同社も基礎収益カバー率を KPI として重視しているが、その数値は開示されていない。

◆ フロー型ビジネスの波の平準化を目指すマルチブランド戦略

経営戦略の第二の柱がマルチブランド戦略である。ストック型収益の追求がフロー型収益への依存度を低下させる戦略であるのに対し、マルチブランド戦略は、フロー型ビジネスである新車販売において、その変動リスクの抑制を図りつつ、売上高の成長を目指す戦略である。具体的には、M&A によって新しいブランドの販売権を獲得することで規模の拡大を追求すると同時に、発売時期が異なる新型モデルを数多く扱うことにより、グループ全体としては販売台数の変動を極力平準化することを志向するものである（図表 5）。

【 図表 5 】 ブランド別の新型モデル発売時期と販売台数の平準化イメージ

主な新型モデル発売時期

|            | 2010年 |   |   | 2011年 |   |   | 2012年 |   |   | 2013年 |   |   | 2014年 |   |   | 2015年 |  |   |
|------------|-------|---|---|-------|---|---|-------|---|---|-------|---|---|-------|---|---|-------|--|---|
| Chrysler   |       |   |   |       |   |   |       |   | ● | ●     |   |   |       |   |   |       |  |   |
| Jeep       |       |   |   | ●     |   |   | ●     |   |   |       |   |   | ●     |   |   |       |  | ● |
| FIAT       |       |   | ● |       |   |   |       |   |   | ●     |   |   |       |   |   |       |  | ● |
| Alfa Romeo |       |   |   |       |   |   | ●     |   |   |       |   |   |       | ● |   |       |  |   |
| ABARTH     |       |   | ● |       |   |   |       |   |   | ●     |   |   |       |   |   |       |  |   |
| BMW        | ●     | ● |   | ●     |   | ● | ●     | ● |   |       | ● | ● | ●     | ● | ● | ●     |  | ● |
| MINI       |       |   |   | ●     | ● |   | ●     |   |   | ●     |   |   | ●     | ● | ● |       |  | ● |
| VOLVO      |       |   |   | ●     | ● |   |       |   |   | ●     | ● |   |       |   |   |       |  | ● |

新型モデル発売時期による平準化イメージ



(出所) ウイルプラスホールディングス決算説明会資料

また、同社は、年間の国内新規登録台数が 10,000 台以上のメジャーブランド(取扱いブランドでは BMW、MINI、ボルボ、ジープが該当)においては販売の安定を、10,000 台未満のニッチブランドにおいては販売シェアトップを確立(取扱いブランドではアバルトが該当)することにより、高収益の実現を目指している。

同社は M&A による新たなブランドの獲得にも積極的な姿勢を見せており、メルセデス・ベンツなどの年間登録台数 10,000 台以上のメジャーブランドから、フェラーリなどの 10,000 台未満の高級車ブランドまで幅広いブランドをターゲットとしている模様である。

18 年 1 月に同社は、連結子会社であるチェッカーモーターズが、株式会社アイビーオート(非上場、本社神奈川県)のジャガー・ランドローバーディーラー事業「ジャガー・ランドローバー湘南(ショールーム 2 店舗及びサービス工場)」を譲り受けると発表した。

17 年のランドローバーとジャガーの新規登録台数は、それぞれ、3,619 台と 2,614 台、外国メーカーによる輸入車新規登録台数順位では 13 位と 15 位となっている。

また、同社は、ポルシェジャパン株式会社と福島県エリアにおいてポルシェセンター郡山(仮称)を 18 年 9 月頃に出店し、ポルシェ車の正規ディーラー事業を行うことで合意したこと及び、この事業運営のために新規連結子会社ウイルプラスアインスを設立したことを、18 年 2 月に公表した。

17 年のポルシェの新規登録台数は 6,923 台で、外国メーカーによる輸入車新規登録台数順位では 10 位となっている。

#### ◆ 輸入車の中核市場で顧客の囲い込みを狙うドミナント戦略

一定の地域に集中的に店舗を配置して、当該地域における支配的な地位の獲得を狙うドミナント戦略が第 3 の柱である。同社グループの営業エリアは現時点において、東京都、神奈川県、福岡県に限られており、同社は一都二県で新規出店によるドミナント強化を図っている。ただし、各ブランドにおいて、新規出店はインポーターによって管理されているため、既存エリア内であれ、新しいエリアであれ、店舗数の大幅拡大には M&A が不可欠である。

M&A を実施する際、同社は地域の判断基準として、1) 輸入車の新規登録台数や保有台数が上位の地域であるか、2) 進出地域でドミナントが形成できるかを重視している。



輸入車の新規登録台数が多い都道府県としては、同社の営業エリアである東京都、神奈川県、福岡県のほか、愛知県、大阪府、兵庫県、埼玉県等、3大都市圏に含まれる地域が挙げられる(図表6)。

【図表6】都道府県別の輸入車登録台数(17年)(単位:台)

| 順位 | 都道府県 | 新車登録台数 |
|----|------|--------|
| 1  | 東京   | 53,265 |
| 2  | 神奈川  | 28,643 |
| 3  | 愛知   | 26,164 |
| 4  | 大阪   | 21,393 |
| 5  | 兵庫   | 15,386 |
| 6  | 千葉   | 14,777 |
| 7  | 埼玉   | 14,767 |
| 8  | 福岡   | 10,867 |
| 9  | 静岡   | 10,506 |
| 10 | 茨城   | 9,177  |

(注) 数値は、外国メーカーの乗用車のみが対象。

(出所) 日本自動車輸入組合資料より証券リサーチセンター作成

また、同社は、新規出店や M&A による今後の出店候補都市として、東京 23 区に加え、人口 100 万人超の政令指定都市(11 都市)や人口 40 万人超の中核都市(36 都市)を挙げている。

従って、今後の正規ディーラーの買収に際しては、一都二県の既存エリアの強化や、愛知県、大阪府、兵庫県、千葉県、埼玉県など、輸入車の販売・保有台数が上位の府県及び政令指定都市や中核都市へ進出する可能性が高いと思われる。

また、同社は、営業スタッフを主体に連結子会社間での人材の移動も積極的に実施しており、顧客への対応の強化と、各子会社における生産性の向上に取り組んでいる。同社の KPI の一つである営業スタッフ 1 人当たりの販売台数は、各社ベース、連結ベースのどちらも開示されていないが、期首期末の連結従業員数の平均に対する売上高は、15/6 期の 62 百万円から 17/6 期には 70 百万円に増加している。

同社のドミナント戦略は、単に各子会社の収益力の向上に寄与するだけではなく、グループ内での人材の流動化というシナジー効果を通じて、グループ全体の生産性や収益性の改善に貢献しているようである。

#### ◆ 売上原価は仕入れによる変動費が中心

売上原価の中心を占めるのは新車の仕入れである。その他に下取りなどによる中古車の仕入れや、車輛整備のための自動車部品の仕入れ、車輛整備に係る外注費など、ほとんどが変動費であるものの、車輛整備の技術スタッフの労務費などの固定費も多少含まれている。

同社は品目別の売上総利益率を開示していないが、その順番は、高い順にその他に含まれる保険の販売手数料と新車販売に関連するインセンティブ、車輛整備、中古車、業販（新車を扱っていないブランドの下取り車の業者向け販売）、新車となっている模様である。

◆ 販管費は人件費や地代家賃などの固定費が中心

販管費の中心を占めるのは、人件費、地代家賃、減価償却費、のれん償却額などの固定費である。新規出店だけでなく、M&Aによっても非連続的に固定費が急増する場合があります、注意が必要である。

> SWOT分析

◆ 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7のようにまとめられる。

【 図表 7 】 SWOT 分析

|                     |   |
|---------------------|---|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 買収した子会社の収益性を短期間で改善する事業再生ノウハウ</li> <li>・ 有力8ブランドを取り扱うインポーター3社との強固な取引関係（17年12月末時点）</li> <li>・ 保険販売や車輛整備などのストック型収益の比率が高い</li> <li>・ 東京、神奈川、福岡など大都市に集中した店舗ネットワーク</li> </ul>                  |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;Aや新規出店において、売り手やインポーターの事情に強く制約を受けること</li> <li>・ 有力競合企業に対する事業規模の小ささ、資金調達力の弱さ</li> </ul>  |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ メルスデス・ベンツなどの有力な未取扱ブランドの販売権の獲得</li> <li>・ 未展開の政令指定都市や地方中核都市への進出</li> <li>・ 店舗数の増加による既存ブランド内でのシェア上昇</li> <li>・ 自動車関連の周辺サービスへの進出</li> </ul>   |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 少子高齢化や車輛保有期間の長期化、カーシェアリングやタクシー配車サービスの普及等によって国内自動車販売市場が想定以上に縮小すること</li> <li>・ 税制や規制などの政策によって、国産車に対する輸入車の相対的な魅力が低下すること</li> <li>・ 株価の急落や国内景気の大規模な悪化により、輸入車の有力顧客である富裕層の消費が落ち込むこと</li> </ul> |

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は M&A 後の事業再生ノウハウにある

同社は、実質的な創業を果たした 04 年以降、多店舗化と M&A による多ブランド化による成長戦略を推進し、売上高 200 億円超、8 ブランドを扱う業界 8 位の企業へと短期間で変貌を遂げた。

新規出店については、インポーター各社がエリア毎に出店を管理しているため、同社が主導的に行えるわけではない。そこで同社は、複数の輸入車販売店舗を運営する企業の中でも、経営状態が芳しくない企業や後継者問題を抱えている企業を探し出して買収し、短期間で買収先の収益性を改善することで利益成長を実現してきた。

M&A とその後の経営改革は成瀬社長が主導して進められているものの、各子会社の収益性が短期間で改善していることを踏まえると、事業再生のノウハウは成瀬社長個人だけにあるのではなく、各子会社において組織的に蓄積されているものと思われる。M&A を成長戦略の中核に据える企業は多いが、M&A 後の経営に苦しむ例も少なからず存在する。同社の M&A 後の事業再生ノウハウは成長の原動力となっており、同社の知的資本の源泉を形成していると言えよう(図表 8)。

【図表 8】知的資本の分析

| 項目           | 分析結果    | KPI   |  |                             |                            |                                |
|--------------|---------|---|--|-----------------------------|----------------------------|--------------------------------|
|              |         | 項目  | 数値(前回)   | 数値(今回)                      |                            |                                |
| 関係資本         | 顧客      | ・出店やM&Aによって、継続的に接触している管理顧客は着実に増加  | ・管理顧客数   | 非開示                         | 非開示                        |                                |
|              | ブランド    | ・インポーターからの信頼は厚いが、社名変更や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない                                 | ・社名変更からの経過年数   | 10年                         | 10年                        |                                |
|              |         | ・取扱いブランドの国内輸入車市場における市場シェアは高い  | ・上場からの経過年数   | 1年                          | 2年                         |                                |
|              |         | ・取扱いブランド(BMW、MINI、VOLVO、FIAT/Alfa Romeo/ABARTH、JEEP)の国内輸入車市場における市場シェア順位(除く日系ブランド)   | 2位、5位、6位、7位、8位(2016年暦年)  | 2位、5位、6位、7位、8位(2017年暦年)     |                            |                                |
|              | 事業パートナー | ・持株会社経営により、複数のインポーターと良好な関係を構築している   | ・契約しているインポーター数   | 3社                          | 3社                         |                                |
|              |         | ・各子会社はインポーター各社(FCAジャパン、ビー・エム・ダブリュー、ボルボ・カー・ジャパン)と契約している正規ディーラーの中でトップクラスの新车販売台数を誇っている | ・チェッカーモータス   | 1位/65社(16年暦年)               | 1位(17年暦年)                  |                                |
|              |         | ・自動車保険において、複数の損害保険会社と良好な関係を構築している   | ・ウイルプラスモトレンのMINIのみ(インポーターの直営店は除く)                                  | 5位/59社(16年暦年)               | 6位(17年暦年)                  |                                |
|              |         | ・代理店契約している損害保険会社数   | ・帝欧オート(インポーターの直営店は除く)  | 6位/60社(16年暦年)               | 6位(17年暦年)                  |                                |
|              | 組織資本    | プロセス  | ・新車販売時に下取りした中古車を自社店舗で販売するほか、他社ブランド車はオートオークションで転売する                 | ・中古車、業販の売上高比率               | 21.7%、10.2%                | 19.7%、11.1%                    |
|              |         |   | ・車輻販売に加え、整備、修理、車検などのサービス提供や、自動車保険の販売を行い、ストック収入比率の上昇による収益性の向上を図っている | ・車輻販売時の保険契約率                | 32.5%                      | 36.1%(17/6期)<br>35.2%(18/6期上期) |
| 知的財産<br>ノウハウ |         | ・輸入車販売における人材育成に関し、豊富なノウハウが蓄積されている   | ・従業員1人当たりの売上高(従業員数は期首期末平均)   | 66百万円                       | 70百万円                      |                                |
|              |         | ・買収した子会社の収益性を短期間で改善する事業再生ノウハウがある  | ・帝欧オートの売上高経常利益率  | 1.5%(15/6期)、<br>4.4%(16/6期) | 5.4%                       |                                |
| 人的資本         | 経営陣     | ・社長は業界に23年間身を置いており、その内、20年は経営者としての経験を蓄積している   |  |                             |                            |                                |
|              | 従業員     | ・インセンティブ制度  | ・ストックオプション   | 187,260株(7.9%)              | 373,720株(7.8%)             |                                |
|              |         |   | ・従業員持株会  | 59,540株(1.3%)<br>17/6期末     | 113,380株(1.2%)<br>18/6期2Q末 |                                |

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は16/6期末または16/6期末、今回は17/6期末または17/6期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、同社及び同社子会社の取締役保有分も含む。

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

### ◆ 18年6月期上期は7.5%増収、4.4%営業増益

18/6期上期の決算は、売上高12,470百万円(前年同期比7.5%増)、営業利益659百万円(同4.4%増)、経常利益656百万円(同4.7%増)、四半期純利益408百万円(同5.4%増)であった(図表9)。

【 図表 9 】 18 年 6 月期上期の業績

(単位: 百万円)

|            | 17/6期  |       |       |        |       |        |       | 18/6期 |       |        |       |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
|            | 上期     | 第3四半期 | 第4四半期 | 下期     | 増減率   | 通期     | 増減率   | 第1四半期 | 第2四半期 | 上期     | 増減率   |
| 売上高        | 11,600 | 5,812 | 6,153 | 11,966 | 6.1%  | 23,567 | 11.7% | 6,093 | 6,376 | 12,470 | 7.5%  |
| 売上総利益      | 2,453  | 1,224 | 1,306 | 2,530  | 6.8%  | 4,984  | 8.2%  | 1,281 | 1,355 | 2,636  | 7.5%  |
| 売上総利益率     | 21.2%  | 21.1% | 21.2% | 21.1%  | -     | 21.1%  | -     | 21.0% | 21.3% | 21.1%  | -     |
| 販売費及び一般管理費 | 1,821  | 947   | 1,005 | 1,952  | 0.3%  | 3,774  | 1.4%  | 987   | 989   | 1,977  | 8.5%  |
| 販管費率       | 15.7%  | 16.3% | 16.3% | 16.3%  | -     | 16.0%  | -     | 16.2% | 15.5% | 15.9%  | -     |
| 営業利益       | 631    | 277   | 300   | 578    | 37.3% | 1,209  | 36.5% | 294   | 365   | 659    | 4.4%  |
| 営業利益率      | 5.4%   | 4.8%  | 4.9%  | 4.8%   | -     | 5.1%   | -     | 4.8%  | 5.7%  | 5.3%   | -     |
| 経常利益       | 627    | 274   | 295   | 569    | 40.6% | 1,197  | 38.2% | 291   | 365   | 656    | 4.7%  |
| 経常利益率      | 5.4%   | 4.7%  | 4.8%  | 4.8%   | -     | 5.1%   | -     | 4.8%  | 5.7%  | 5.3%   | -     |
| 当期(四半期)純利益 | 387    | 170   | 185   | 356    | 68.9% | 743    | 50.9% | 179   | 228   | 408    | 5.4%  |
| 減価償却費      | 187    | 110   | 120   | 231    | 15.5% | 419    | 11.7% | 114   | 129   | 243    | 29.8% |
| のれん償却額     | 47     | 23    | 23    | 47     | 0.4%  | 95     | 0.2%  | 23    | 23    | 47     | 1.2%  |
| EBITDA     | 867    | 412   | 444   | 857    | 28.1% | 1,724  | 27.1% | 432   | 519   | 951    | 9.7%  |
| EBITDAマージン | 7.5%   | 7.1%  | 7.2%  | 7.2%   | -     | 7.3%   | -     | 7.1%  | 8.1%  | 7.6%   | -     |

(出所) ウイルプラスホールディングス決算短信、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

上期の品目別売上高について、同社は詳細な開示をしていないが、品目による増収率の格差は大きくはない模様である。

主力の新車販売では、アルファロメオ、フィアット、BMW (特に 5 シリーズ) が、中古車販売では、ジープ、BMW が好調であった。なお、日本カー・オブ・ザ・イヤーを受賞したボルボ XC60 については、受注は好調であったが、インポーターからの納車が少なく、販売への本格的な貢献は 18/6 期下期からになるものと思われる。

売上総利益率は、前年同期の 21.2% から 21.1% にやや低下した。新車販売において、ミドルクラス以上の車種の販売割合が上昇したことや、新車販売関連のインセンティブ収入や車輛整備収入などが増加したことによる売上総利益率の改善を、相対的に収益性が低い新車販売の売上構成比が上昇したことで相殺したためではないかと証券リサーチセンター (以下、当センター) では推測している。

一方、17 年 5 月に事業譲受したボルボ・カーズ小田原に関連する費用負担が増加したことや、ディーゼル車や PHV 車など車種の多様化に伴い、展示するデモカーが増えたことによって減価償却費が拡大したこと、東証一部指定に関する費用が発生したことなどにより、販管費は前年同期比 8.5% 増加し、販管費率は 17/6 期上期の 15.7% から 15.9% に上昇した。結果、営業利益率は前年同期の 5.4% から 5.3% に低下した。

なお、当センターが同社の業績を分析する際に重視している EBITDA は前年同期比 9.7%増加した。営業利益率はやや低下したものの、減価償却費が同 29.8%増加したため、EBITDA マージンは 17/6 期上期の 7.5%から 7.6%に上昇した。

期初計画に対しては、売上高 102.7%、営業利益 115.2%、経常利益 115.7%、当期純利益 116.1%の達成率となった。

売上高については、フィアットや MINI の新車販売や、車輛整備、インセンティブが会社予想よりも好調であった。営業利益の計画超過は、ミドルクラス以上の車種の販売割合及び、新車販売や CS 向上に関するインセンティブ収入が会社予想を上回ったためである。

◆ 店舗網の強化と在庫の増加によって総資産はやや拡大した

18/6 期上期末の総資産は、店舗のリニューアルオープンに伴う有形固定資産の増加、商品在庫の積み増しなどにより、前期末の 9,354 百万円から 9,481 百万円に増加した。増加した主な資産としては、商品(前期末比 162 百万円増)と、建物及び構築物(同 105 百万円増)、その他の有形固定資産(デモカーなど、同 181 百万円増)が挙げられる。

一方、買掛金(同 81 百万円減)や長期借入金(同 188 百万円減)などが減ったため、負債合計は同 219 百万円減少した。一方、利益蓄積などによって自己資本は同 346 百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の 44.3%から 47.3%へと上昇した。

> 業績見通し

◆ ウイルプラスホールディングスの 18 年 6 月期予想

18/6 期について同社は、売上高 24,824 百万円(前期比 5.3%増)、営業利益 1,231 百万円(同 1.8%増)、経常利益 1,221 百万円(同 2.0%増)、当期純利益 759 百万円(同 2.1%増)を見込む期初予想を据え置いた(図表 10)。

【図表 10】ウイルプラスホールディングスの過去の業績と 18 年 6 月期の計画 (単位: 百万円)

|            | 14/6期<br>実績 | 15/6期<br>実績 | 16/6期<br>実績 | 17/6期<br>実績 | 18/6期  |      |        |       |        |      |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|------|--------|-------|--------|------|
|            |             |             |             |             | 上期実績   | 増減率  | 差引下期計画 | 増減率   | 会社計画   | 増減率  |
| 売上高        | 17,146      | 19,072      | 21,093      | 23,567      | 12,470 | 7.5% | 12,353 | 3.2%  | 24,824 | 5.3% |
| 売上総利益      | 3,751       | 4,169       | 4,608       | 4,984       | 2,636  | 7.5% | -      | -     | -      | -    |
| 売上総利益率     | 21.9%       | 21.9%       | 21.8%       | 21.1%       | 21.1%  | -    | -      | -     | -      | -    |
| 販売費及び一般管理費 | 2,909       | 3,463       | 3,721       | 3,774       | 1,977  | 8.5% | -      | -     | -      | -    |
| 販管費率       | 17.0%       | 18.2%       | 17.6%       | 16.0%       | 15.9%  | -    | -      | -     | -      | -    |
| 営業利益       | 842         | 705         | 886         | 1,209       | 659    | 4.4% | 571    | -1.2% | 1,231  | 1.8% |
| 営業利益率      | 4.9%        | 3.7%        | 4.2%        | 5.1%        | 5.3%   | -    | 4.6%   | -     | 5.0%   | -    |
| 経常利益       | 870         | 673         | 866         | 1,197       | 656    | 4.7% | 564    | -0.9% | 1,221  | 2.0% |
| 経常利益率      | 5.1%        | 3.5%        | 4.1%        | 5.1%        | 5.3%   | -    | 4.6%   | -     | 4.9%   | -    |
| 当期(四半期)純利益 | 500         | 416         | 492         | 743         | 408    | 5.4% | 350    | -1.6% | 759    | 2.1% |

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

品目別売上高や子会社別業績の計画は開示されていない。1) ニューモデル4車種(ジープ Compass、アルファロメオ Giulia、BMW X3、ボルボ XC60)を中心とした新車販売への注力、2) 車輛整備や保険販売等のストック型ビジネスの着実な積み上げ、3) ボルボ・カーズ小田原店の収益改善、4) アルファロメオ世田谷店、フィアット/アバルト世田谷店、ボルボ・カーズ福岡南店のリニューアルオープン(全て17年9月に実施)が経営方針(施策)として示されているだけである。

連結子会社であるチェッカーモータースは、株式会社アイビーオート(非上場、本社神奈川県)のジャガー・ランドローバー事業(16/12期売上高1,412百万円)を18年4月1日に譲り受けることと、同年3月30日にジャガー・ランドローバーの北九州店の仮店舗を開設すること(同年10月に正式店舗をオープン予定)を発表した(図表11)。

【図表11】18年6月期の出店・移転等の状況

| 時期        | 店舗名                  | 出店・移転等の形態  | 運営子会社      |
|-----------|----------------------|------------|------------|
| 2017年9月   | アルファロメオ世田谷           | リニューアルオープン | チェッカーモータース |
| 2017年9月   | フィアット/アバルト世田谷        | リニューアルオープン | チェッカーモータース |
| 2017年9月   | ボルボ・カー福岡南            | リニューアルオープン | 帝歌オート      |
| 2018年1月   | ジープク留米               | リニューアルオープン | チェッカーモータース |
| 2018年1月   | アルファロメオ大田            | 新規出店       | チェッカーモータース |
| 2018年3月   | ジャガー・ランドローバー北九州      | 新規出店(仮店舗)  | チェッカーモータース |
| 2018年4月予定 | ジャガー・ランドローバー湘南・平塚SR  | 事業譲受       | チェッカーモータース |
| 2018年4月予定 | ジャガー・ランドローバー湘南・藤沢SR  | 事業譲受       | チェッカーモータース |
| 2018年4月予定 | ジャガー・ランドローバー湘南サービス工場 | 事業譲受       | チェッカーモータース |

(出所) ウイルプラスホールディングス決算説明会資料、ニュースリリースより  
証券リサーチセンター作成

上期実績が計画を上回った一方、計画には含まれていなかったジャガー・ランドローバーの取り扱い開始にも関わらず、18/6期の連結業績に与える影響は軽微であるとし、同社は通期計画を据え置いた。

#### ◆ 証券リサーチセンターの18年6月期予想

当センターは、18/6期上期実績と、その後の同社の発表や市場環境の変化を踏まえて18/6期予想を見直した結果、営業利益を1,364百万円→1,263百万円、経常利益を1,350百万円→1,251百万円、当期純利益を846百万円→783百万円に増額した。前期比では12.7%営業増益から、4.4%営業増益へと修正した(図表12)。

【 図表 12 】中期業績予想

(単位: 百万円)

|        | 品目別        | 17/6期  | 18/6期CE | 旧18/6期E | 18/6期E | 旧19/6期E | 19/6期E | 旧20/6期E | 20/6期E |
|--------|------------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 売上高    |            | 23,567 | 24,824  | 25,450  | 25,450 | 26,540  | 28,700 | 27,520  | 30,260 |
|        | 前期比        | 11.7%  | 5.3%    | 8.0%    | 8.0%   | 4.3%    | 12.8%  | 3.7%    | 5.4%   |
|        | 新車         | 11,753 | -       | 13,000  | 13,000 | 13,520  | 14,820 | 13,930  | 15,560 |
|        | 中古車        | 4,640  | -       | 4,800   | 4,800  | 4,950   | 5,400  | 5,100   | 5,670  |
|        | 業販         | 2,614  | -       | 2,800   | 2,800  | 2,900   | 3,160  | 2,960   | 3,310  |
|        | 車輛整備       | 3,266  | -       | 3,450   | 3,450  | 3,700   | 3,800  | 4,000   | 4,110  |
|        | その他        | 1,291  | -       | 1,400   | 1,400  | 1,470   | 1,520  | 1,530   | 1,610  |
| 営業利益   |            | 1,209  | 1,231   | 1,364   | 1,263  | 1,516   | 1,546  | 1,623   | 1,787  |
|        | 前期比        | 36.5%  | 1.8%    | 12.7%   | 4.4%   | 11.1%   | 22.4%  | 7.1%    | 15.6%  |
|        | 営業利益率      | 5.1%   | 5.0%    | 5.4%    | 5.0%   | 5.7%    | 5.4%   | 5.9%    | 5.9%   |
| 経常利益   |            | 1,197  | 1,221   | 1,350   | 1,251  | 1,503   | 1,533  | 1,611   | 1,774  |
|        | 前期比        | 38.2%  | 2.0%    | 12.8%   | 4.5%   | 11.3%   | 22.5%  | 7.2%    | 15.7%  |
|        | 経常利益率      | 5.1%   | 4.9%    | 5.3%    | 4.9%   | 5.7%    | 5.3%   | 5.9%    | 5.9%   |
| 当期純利益  |            | 743    | 759     | 846     | 783    | 963     | 985    | 1,034   | 1,145  |
|        | 前期比        | 50.9%  | 2.1%    | 13.7%   | 5.3%   | 13.8%   | 25.8%  | 7.4%    | 16.2%  |
| 減価償却費  |            | 419    | -       | 498     | 509    | 528     | 580    | 548     | 613    |
| のれん償却額 |            | 95     | -       | 95      | 95     | 57      | 57     | 57      | 57     |
| EBITDA |            | 1,724  | -       | 1,959   | 1,869  | 2,101   | 2,183  | 2,229   | 2,458  |
|        | EBITDAマージン | 7.3%   | -       | 7.7%    | 7.3%   | 7.9%    | 7.6%   | 8.1%    | 8.1%   |

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ウイルプラスホールディングス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

従来予想に対して、ジャガー・ランドローバーの取り扱い開始が増額要因となる一方、年初からの輸入車販売市場の低迷が同程度の減額要因となると考え、売上高については見通しを据え置いた。

外国メーカー製輸入車の新規登録台数（乗用車）は、17年7～12月では前年同期比3.7%増加していたが、18年1～2月では同3.5%減少した。一部の欧州メーカーが年初から値上げしたため、17年末に駆け込み需要があったことが主因と見られる。

営業利益の減額については、事業譲受したジャガー・ランドローバーディーラー事業は、現状ではほとんど利益寄与がないと考えたことに加え、ジャガー・ランドローバー北九州の仮店舗の開設や、ボルシェ車の正規ディーラー事業の開始に伴う費用の発生を見込んだためである。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは 18/6 期上期実績や同社の施策を踏まえ、19/6 期以降についても、前回の業績予想を見直した。

19/6 期予想においては、売上高を 2,160 百万円、営業利益を 30 百万円増額した。

売上高については、ジャガー・ランドローバー3 店舗の通年寄与と、18 年 9 月に新店出するボルシェ 1 店舗の貢献を織り込んだ。

営業利益については、従来想定に比べ、新車販売の売上構成比率が高くなると想定し、売上総利益率を引き下げたことや、新規出店に関連する費用を増額したことから、小幅な増額にとどまった。

20/6 期予想については、売上高を 2,740 百万円、営業利益を 164 百万円増額した。

売上高では、ジャガー・ランドローバー3 店舗の貢献と 18 年 9 月に新店出たボルシェ 1 店舗の通年寄与を見込んだ。

営業利益については、事業譲受した店舗と新規開設した店舗において収益性が改善すると想定した。

なお、18/6 期一株当たり予想年間配当金について、当センターは、同期の当期純利益の予想を減額したため、14 円から 13 円に引き下げた。19/6 期予想については 16 円を据え置いた一方、20/6 期予想については、当センターの当期純利益予想を増額したため、17 円から 18 円に引き上げた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 消費増税に関する議論が株価に影響を与える可能性を追加

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) インポーターやメーカーの方針変更から影響を受ける可能性、2) M&A による一時的な収益性の低下が株価に影響を与える可能性、3) のれん償却額の増減や会計基準変更による利益への影響、4) 株式市場の急落が同社の業績や株価に影響を及ぼす可能性、5) 外国車メーカーの EV/PHV 戦略から影響を受ける可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

当センターでは、19 年 10 月に 10% への引き上げが予定されている消費増税の影響（駆け込み需要と反動減の発生）について、従来から業績予想に反映していない。これは、消費増税が予定通り実施されない可能性を否定できないことや、消費増税の影響を緩和する自動車販売



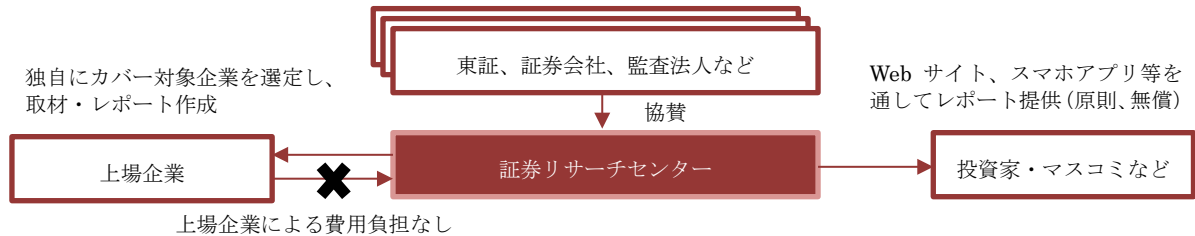
促進政策が同時期に実施される可能性があることなどから、増税とその関連政策が19年度の国家予算の中で正式に決定するまで、業績予想への反映を留保しているためである。

しかしながら、19年度予算についての議論は18年夏から開始されるため、消費税率の引き上げを予定通り実施するかについてもその俎上に上ると見られる。その内容次第では、自動車販売業者においては、その業績にインパクトを与えるよりも前に株価に影響が及ぶことが考えられる。よって、当センターでは、今回、消費増税に関する議論が株価に影響を与える可能性を新たな留意点に加えることにしたい。

## 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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

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

### 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。