

# ホリスティック企業レポート

## 日本エコシステム

### 9249 東証二部・名証二部

新規上場会社紹介レポート  
2021年10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 20211011

## 公営競技の運営・保守及び中部地方で高速道路の点検・保守・工事等を展開 排水浄化処理剤の販売数量の拡大による成長を目指す

アナリスト: 阪東 広太郎

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

## 【9249 日本エコシステム 業種: サービス業】

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)
2019/9	6,149	-	477	-	474	-	236	-	161.5	638.1	45.0
2020/9	6,122	-0.4	411	-13.8	419	-11.6	226	-4.2	95.8	732.1	0.0
2021/9 予	6,846	11.8	712	73.1	742	76.8	512	126.4	256.2	-	未定

(注) 1. 連結ベース

2. 2021/9期の予想は会社予想

3. 普通株式について、2020年8月19日付で1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 1,910円 (2021年10月11日)	本店所在地 愛知県一宮市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,670,000株	設立年月日 1998年11月16日	みずほ証券
時価総額 5,100百万円	代表者 松島 穰	【監査人】
上場初値 2,200円 (2021年10月8日)	従業員数 192人 (2021年7月末)	EY新日本有限責任監査法人
公募・売出価格 2,120円	事業年度 10月1日～翌年9月30日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 事業年度末日から3カ月以内	

### > 事業内容

#### ◆ 公共サービス・交通インフラ・環境の3事業を展開

日本エコシステム(以下、同社)グループは、同社及び連結子会社(日本ベンダーネット、アイスクエア、サテライト一宮、中央警備保障、JES テイコク、ワンズライフ及びぼくちオジカオート)の計8社で構成されており、公共サービス事業、交通インフラ事業、環境事業を主な事業としている。21/9 期第3四半期累計期間における売上構成比は、公共サービス事業 50.1%、交通インフラ事業 35.6%、環境事業 9.1%、その他事業 5.2%である(図表1)。

【図表1】セグメント区分別売上構成

セグメントの名称	2020/9期			2021/9期 第3四半期累計期間	
	販売高 (千円)	構成比 (%)	前期比 (%)	販売高 (千円)	構成比 (%)
公共サービス事業	3,167,505	51.7	-3.0	2,413,442	50.1
交通インフラ事業	1,846,099	30.2	-3.8	1,716,881	35.6
環境事業	559,079	9.1	13.9	436,827	9.1
その他	549,907	9.0	15.9	250,273	5.2
合計	6,122,590	100.0	-0.4	4,817,424	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 公共サービス事業

公共サービス事業では、ファシリティ改修事業と公営競技の運営・保守事業を展開している。同社によると、21/9 期第3四半期累計期間における売上構成比は、ファシリティ改修事業が約3割、公営競技の運営・保守事業が約7割である。

注1) トータリゼータシステム  
公営競技における、オッズ(購入した馬券等が的中した際の戻り倍率)の表示、集計、投票券の発券、配当金の計算、払い戻しまで一連の業務をコンピュータで一括処理するシステムのこと。発券や払い戻しを行う機器を含め、業務に関わるコンピュータネットワークの総称

ファシリティ改修事業は、公営競技におけるトータリゼータシステム<sup>注1</sup>の設計・製造・販売・機器設置及び、一般事業者も含めた空調衛生設備等のファシリティに関わる事業である。同社によると、21/9 期第 3 四半期累計期間における売上構成比はトータリゼータシステム関連が約 2 割、空調衛生設備等が約 8 割である。

同社の子会社である日本ベンダーネットは、日本国内の競輪場・競馬場向け中心に、トータリゼータシステムや場外券売機システム等の設計・製造・販売・機器設置を行っている。顧客は公営競技の施行者である市町村や複数の地方自治体で運営する競輪組合が中心である。5~7 年ごとのトータリゼータシステムの交換時期に、公営競技の施行者が入札を執行することが多い。

空調衛生設備等のファシリティに関わる事業として、同社は、愛知県を中心としたオフィスや店舗、工場、病院、学校等の幅広い顧客に対して、空調衛生設備等の販売・工事・保守メンテナンスを展開している。顧客の獲得経路は、同社の他事業における取引先や、同社従業員からの紹介が大半を占めている。

公営競技の運営・保守事業において、同社グループは公営競技場における、同社が製造・販売・設置したトータリゼータシステムのメンテナンス及び、警備・整備・AIを活用したイベント実施等の運営業務を展開している。

21 年 2 月末時点で、日本ベンダーネットは、4 競輪場、1 競馬場および、13 場外発売所においてトータリゼータシステムのメンテナンス業務を行っている。これらの施設のうち、21 年 7 月末時点で、日本ベンダーネットは、高松競輪場及びボートレースチケットショップオラレ美馬においては、トータリゼータシステムのメンテナンスに加えて、公営競技場や場外発売所の警備・イベント運営等も含めた包括運営サービスを提供している。高松競輪場では、チャリ・ロト(東京都品川区)と日本ベンダーネットの共同事業体が受託している。

トータリゼータシステムのメンテナンスについては、公営競技の施行者である自治体や組合等が毎年入札を実施するが、既に導入している機器を設計・製造・販売・設置をした事業者が選ばれることがほとんどのようである。

同社は、M&A によって公共サービス事業を立ち上げ、拡大してきた。11 年 11 月にオスカ電子(愛知県一宮市)より、トータリゼータシステムの設計・開発・保守及び、要員派遣、業務用機器販売に関わる事業を譲受し、公営競技に関する事業を開始した。16 年 1 月には公営競技場の場外車券販売場の運営を行うサテライト一宮を、17 年 3 月にはトータリゼータシステムの製

造・販売・保守や公営競技場及び場外発売所の運営に関わる包括事業を行う日本ベンダーネットを子会社化した。日本ベンダーネットの株式取得を通じて、日本ベンダーネットの子会社で警備業務の請負、建物の総合管理に関わる業務を手掛ける中央警備保障も子会社化した。

#### ◆ 交通インフラ事業

交通インフラ事業は、エンジニアリング事業とメンテナンス事業から成るが、21/9 期第 3 四半期累計期間における売上構成比は、エンジニアリング事業が約 4 割、メンテナンス事業が約 6 割とのことである。

エンジニアリング事業は、高速道路を中心とした構造物点検、電気通信設備・ETC 保守、交通管制業務及び、道路照明灯保守等の道路エンジニアリングに関わる事業である。

高速道路については、中日本高速道(以下、NEXCO 中日本)グループが運営・管理する高速道路のうち、主に、愛知県、岐阜県、三重県、静岡県、滋賀県、福井県での業務が多い。

道路照明灯の保守に関しては、同社は愛知県の県道に設置された LED 街路灯の約 3 割にあたる約 1.3 万本の保守を請け負っている。愛知県が県道に LED 街路灯を導入する際に、同社が LED 街路灯の調達・設置工事を請け負ったのちに、保守を継続的に行っている。

メンテナンス事業としては、NEXCO 中日本グループが運営・管理する高速道路を中心とした維持修繕工事、事故・災害復旧工事、雪氷対策、土木工事、交通規制等の道路メンテナンスに関わる事業を展開している。

21/9 期第 3 四半期累計期間において、交通インフラ事業の売上高の約 4 分の 3 は NEXCO 中日本グループ向けであり、全体の売上高に占める NEXCO 中日本グループ向けの売上高は 26.3%である。

同社は、NEXCO 中日本の運営・管理する高速道路のエンジニアリング・メンテナンスに関わる業務のために、岐阜市、各務原市、一宮市、浜松市、静岡市の拠点に技術者を中心に人員を配置している。各地域に拠点を置くことで、NEXCO 中日本グループから技術等について相談を受けるなど、関係構築にも寄与しているようである。

交通インフラ事業では、21 年 7 月末時点で、従業員 73 名、臨時雇用 78 名の人員がいるが、大半が現場監督者・技術者である。営業専任者はおらず、現場や技術に精通した技術者が現場業務の中で顧客と関係を構築し、技術提案などを行っているようである。

**◆ 環境事業**

環境事業では、排水処理事業と産業用太陽光発電事業を展開している。21/9 期第 3 四半期累計期間における売上構成比は、排水処理事業が約 2 割、産業用太陽光発電事業が約 8 割である。

排水処理事業において、排水浄化処理促進剤「マロックス」シリーズの研究開発・製造及び販売業務を行っている。同社の排水浄化処理促進剤は、既設の排水浄化処理施設において、設備投資をすることなく、既で使用されている薬剤と併用できる点に特徴があるようである。

会社によると、塗料工場や畜産場など様々な業種の企業から問い合わせを受けているが、現時点では設備の老朽化や生産品目の増加等によって、既存の設備・排水浄化剤では汚染物質を除去しきれなくなった食品製造工場からの受注が多いようである。

会社は新たな成長事業を検討する中で、20 年 5 月に、セイネン(岐阜県岐阜市)より、排水浄化処理剤の製造・販売に関する事業を譲受し、排水処理事業に参入した。会社は、研究開発と生産能力の増強に向けて、20 年 12 月に岐阜県羽島市にジオ環境開発研究所を開設し、大学及び民間企業と排水浄化効率を促進させる製剤などの共同研究・共同プロジェクト及び、同社の主力製品である「マロックス」シリーズ製品の製造を開始した。

産業用太陽光発電事業は、産業用太陽光の発電設備の設計・施工・保守業務、および売電に関わる事業である。

会社は、愛知県と岐阜県を中心に、日本全国で産業用太陽光発電の発電設備の設計・施工・保守を手掛けている。顧客は自家消費を目的とした先や、投資リターンを目的とした投資家である。顧客の獲得経路は、既存顧客のリピートや、既存の顧客や取引先からの紹介が大半である。

会社の連結子会社で 12 年 11 月に、建設コンサルティング企業のテイコク(岐阜県岐阜市)との合弁企業として設立した JES テイコクは、13 年 12 月に売電を開始した関発電所(岐阜県関市)、19 年 3 月に売電を開始した西沢沢発電所(岐阜県本巣市)の 2 つの太陽光発電設備を保有している。

**◆ その他**

その他事業では、ICT ソリューション事業と不動産事業を展開している。21/9 期第 3 四半期累計期間における売上構成比は、ICT ソリューション事業が約 2 割、不動産事業が約 8 割である。

ICT ソリューション事業では、システム保守業務、AI 技術を活用した ICT ソリューションの提供を行っている。システム保守業務は会社が納入した販売

注2) ベイジアンネットワーク  
18世紀の数学者トマス・ベイズが発見したベイズ理論に基づき、事業間の複雑な因果関係を条件付確率とネットワーク図で表現することができる予測モデルの1つ

管理や在庫管理等のシステム及び、他社が納めたシステムの保守業務を請け負っている。顧客の業種は、食品製造業が多く、規模は中小企業から大手企業まで多岐にわたる。AI技術を活用したICTソリューションとしては、ベイジアンネットワーク<sup>注2</sup>を活用した小売業向けのDM送付先の最適化や従業員の健康リスク管理等に関するソリューションを展開している。

不動産事業は、愛知県一宮市を中心に、愛知県、岐阜県、三重県における不動産の仲介・売買・賃貸を展開している。取扱い物件の種類は、戸建住宅を中心に、貸事務所、倉庫、マンション等である。

## > 特色・強み

### ◆ 交通インフラ事業の高い利益率を支える業務構成と人員体制

交通インフラ事業の、20/9期におけるセグメント資産に対するセグメント営業利益の比率であるセグメントROAは89.7%と高水準にある。交通インフラ事業の営業利益率及び資産回転率とも各々29.2%、3.07回転と高い水準にある。

交通インフラ事業のセグメントROAが高い要因は、

- ① 定常的な業務に加えて、事故・災害復旧工事や雪氷対策といった不定期に発生し、迅速な対応が求められる業務を手掛けており、緊急時における専門人材の動員力の高さが競合の参入障壁になっており、
- ② 高速道路の補修工事や電気通信設備の保守など複数業務を担えるように人材の多能工化を進めており、その結果として高い人員稼働率を確保していること、
- ③ 同社が手掛ける業務は現場作業が主で拠点は小規模で済み、特殊な設備を自社保有する必要が無く、短工期のため必要な固定資産や棚卸資産が売上高に対して少なく済んでいること、

といった点にあると証券リサーチセンターでは考えている。

## > 事業環境

### ◆ 公営競技運営・トータリゼータシステムの事業環境

日本中央競馬会やJKA等の公表資料によると、競輪、競馬、オートレース及び競艇の売上高の合計は、スマートフォンの普及などを受けたインターネット投票の拡大や、日本中央競馬会やBOAT RACE振興会等のテレビCM等を受けた若年層の利用拡大等によって、11年度の5.9兆円から、20年度の7.9兆円まで年率3.3%で増加している。

地方自治体の一部では、民間のアイデアによる参加人数の拡大や、効率的な運営によるコスト低減を目指して、公営競技の運営業務について民間企業への包括委託に移行している。21年7月末時点で、競輪場に関しては44場のうち、22場が包括委託に移行している。

公営競技の包括運営サービスは、日本トーター(東京都港区)、富士通(6702東証一部)のグループ会社であるトータリゼータエンジニアリング、JPF(東京都千代田区)など数社が展開しており、入札において競合するようである。競

輪場の包括運用サービスのシェアは、日本トーターが約5割、JPFが約3割を占めている。

トータリゼータシステムの設計・製造・販売・機器設置・保守を国内で展開しているのは、日本ベンダーネット、日本トーター、トータリゼータエンジニアリングの3社である。競輪、ボートレース、オートレースでは日本トーターが、競馬ではトータリゼンターエンジニアリングがそれぞれ高いシェアを持つ。日本ベンダーネットは、設立以来、四国の競輪場でシェアが高く、高松競輪場(香川県高松市)、松山競輪場(愛媛県松山市)、小松島競輪場(徳島県小松島市)でトータリゼータシステムの保守を手掛けている。同社によると、日本ベンダーネットのトータリゼータシステムの導入施設シェアは、21年7月末時点で、競輪場で7.0%、競輪場外車券売場で8.8%である。

#### ◆ 高速道路のエンジニアリング・メンテナンスの事業環境

NEXCO 中日本の有価証券報告書によると、NEXCO 中日本の高速道路事業における維持修繕費と管理業務費の合計金額は、道路や設備の老朽化などを受けて、11/3期の97,786百万円から21/3期の150,231百万円まで年率4.4%で増加している。

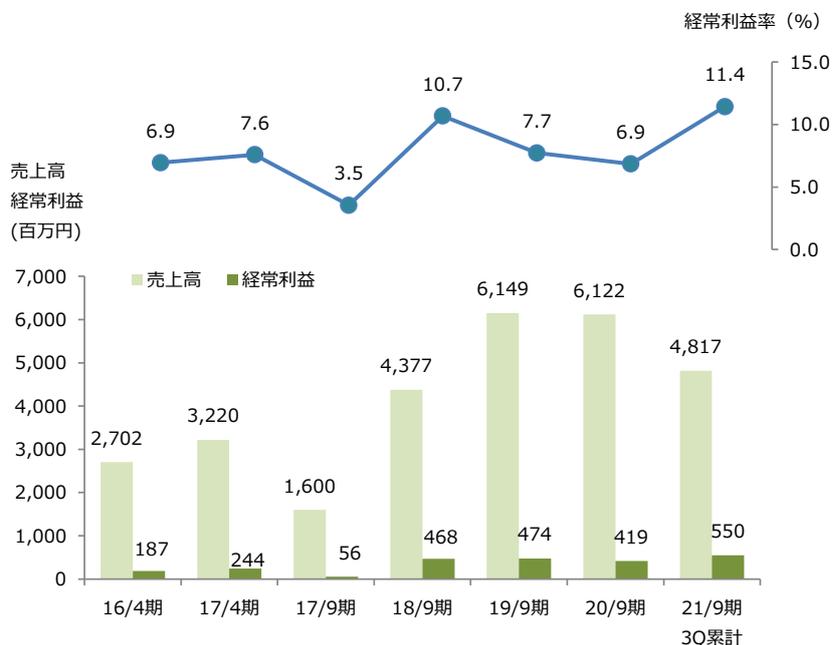
同社によると、NEXCO 中日本グループが運営・管理する高速道路における構造物点検、電気通信設備・ETC 保守等の業務は、NEXCO 中日本のエンジニアリング子会社やメンテナンス子会社が毎年入札を行っているが、専門性や迅速な対応力が求められることもあり、入札で競合する先は少なく、値下げ圧力は低い様である。

## > 業績

#### ◆ 過去の業績

届出目論見書には、16/4期以降の同社の単体業績、19/9期以降は連結業績も記載されている(図表2)。売上高は、複数の子会社を吸収合併したこと等で16/4期の2,702百万円から17/9期の4,377百万円まで増加した。20/9期には、新型コロナウイルス感染症拡大による公営競技への休業要請や外出自粛等によって公営競技の運営・保守の売上高が減少したこと等で前期比0.4%減少した。経常利益率は増収効果によって16/4期の6.9%から、18/9期の10.7%まで改善した。20/9期は、交通インフラ事業における営業利益率の低下などによって、前期比0.8%ポイント悪化し、6.9%となった。

【 図表 2 】 業績推移



(注) 17/9 期は決算期変更のため、5 カ月決算  
 18/6 期までは単体ベース。19/6 期以降は連結ベース  
 (出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 21 年 9 月期会社計画

21/9 期の会社計画は、売上高 6,846 百万円(前期比 11.8%増)、営業利益 712 百万円(同 73.1%増)、経常利益 742 百万円(同 76.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 512 百万円(同 126.4%増)である。21 年 7 月までの実績値に 8 月以降の予測値を加えたものである。

売上高は、公共サービス事業で 3,308 百万円(前期比 4.5%増)、交通インフラ事業で 2,280 百万円(同 23.6%増)、環境事業で 634 百万円(同 13.4%)、その他事業で 623 百万円(同 13.3%増)を見込み、合計で 6,846 百万円(同 11.8%増)を見込んでいる。

公共サービス事業では、ファシリティ改修事業で前期にトータルゼータシステムの設計・機器設置の大型案件の売上高があった反動等によって減収を計画する一方で、公営競技の運営・保守事業において、新型コロナウイルス感染症による休業要請が緩和されたことにより増益を計画しており、公共サービス事業全体の売上高では前期比 4.5%増の 3,308 百万円を計画している。

交通インフラ事業では、高速道路集中工事を複数エリアで受注したこと、20 年 12 月から 21 年 2 月にかけて岐阜県内での異常気象による降雪によって雪

氷対策作業が大幅に増加した事などによる増収に加えて、20年3月にワンズライフ、20年10月にぼくんちオジカオートを子会社化した事で、売上高は前期比23.6%増の2,280百万円を計画している。

環境事業では、排水処理事業で研究開発及び生産施設である「ジオ環境開発研究所」を20年12月に開設し、本格稼働したことで増収を計画している。産業用太陽光発電事業の売上高は前期並みを計画しており、環境事業全体では前期比13.4%増の634百万円を計画している。

売上原価は前期比8.2%増の4,972百万円を計画し、売上総利益は同22.8%増の1,874百万円を計画している。売上総利益率は、排水処理事業でジオ環境開発研究所の稼働開始に伴う人員増による人件費や減価償却費の増加によって悪化を見込む一方で、ファシリティ改修事業においてトータリゼータの工事原価減少による改善を見込むことで、同2.4%ポイント改善の27.3%を計画している。

主に人件費やシステム関連の保守運用に関する業務委託費及び研究開発費から構成される販売費及び一般管理費は、排水処理事業における営業や研究開発人員の増加に伴う人件費の増加、関連会社の増加に対応したシステム強化による業務委託費の増加などによって、前期比4.2%増の1,161百万円を計画している。上記の結果、営業利益は同73.1%増の712百万円、営業利益率は同3.7%ポイント改善の10.4%を計画している。

主に受取利息や配当金、雇用調整助成金等で構成される営業外収益は、雇用調整助成金の減少等によって前期比36.6%減の55百万円を計画している。営業外費用は支払利息が減少する一方で、株式上場に関連する費用が増加することで、同7.0%増の26百万円を計画している。以上の結果、経常利益は同76.8%増の742百万円を計画している。特別損益については、見込んでいない。

#### ◆ 成長戦略

同社グループは、1) 公共サービス事業における運営を包括受託する公営競技場数の拡大、2) 環境事業における「マロックス」シリーズ製品の販売数量の拡大を中長期の成長戦略としている。

運営を包括受託する公営競技数の拡大に向けては、新たに包括委託に移行する公営競技場に対して、同社グループのコスト競争力やトータリゼータ・空調・警備などを同社グループで手掛けられるといった強みを訴求して、受注してゆきたいとしている。

環境事業における「マロックス」シリーズ製品の販売数量の拡大に向けては、新規顧客からの問い合わせへの対応に加えて、他事業における既存顧客へ

のクロスセルや販売代理店網の整備を進めてゆきたいとしている。

同社グループは、成長戦略の実現に向けて、設備資金やシステム開発・更新、研究開発資金、人材採用及び育成資金に上場時の調達資金を充当していく考えである。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 公共サービス事業の市場動向

公共サービス事業において、同社グループは顧客との間で公営競技場に関わる保守・運営・管理の業務を個別に受託する契約から、業務を包括して受託する契約への移行を進めている。包括受託による売上は、本場・場外発売所における投票券販売売上及びネット販売売上の合計に料率を乗じて算出されるため、新型コロナウイルス感染症拡大、及びネット投票への移行によって、本場・場外発売所への来場者数及びネット投票利用者数の減少により売上が減少した場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 交通インフラ事業の市場動向

同社グループの交通インフラ事業においては、公共投資等の設備投資の動向により市場が縮小する可能性があり、受注額が減少することにより業績に影響を及ぼす可能性がある。また、競合他社との受注競争の激化等により、低採算化や収益力の低下等が発生する可能性があり、同社グループの業績等に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 天候による影響

台風や降雪などの天候悪化や夏季・冬季の気象状況の変化は、同社グループの公共サービス事業及び交通インフラ事業において売上を左右する要因となり、同社グループの業績等に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 交通インフラ事業における主要契約先への依存に関するリスク

21/9期第3四半期連結会計期間におけるNEXCO 中日本グループへの売上高は同社グループ売上高の 26.3%を占める。NEXCO 中日本グループの動向だけでなく、政府の高速道路の維持・管理等に関する政策動向によっては、同社グループの業績等に影響を及ぼす可能性がある。

【 図表 3 】 財務諸表

損益計算書	2019/9		2020/9		2021/9 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	6,149	100.0	6,122	100.0	4,817	100.0
売上原価	4,557	74.1	4,596	75.1	3,464	71.9
売上総利益	1,591	25.9	1,526	24.9	1,352	28.1
販売費及び一般管理費	1,114	18.1	1,114	18.2	834	17.3
営業利益	477	7.8	411	6.7	518	10.8
営業外収益	22	-	31	-	47	-
営業外費用	25	-	23	-	15	-
経常利益	474	7.7	419	6.9	550	11.4
税引前当期(四半期)純利益	346	5.6	326	5.3	550	11.4
親会社に帰属する当期(四半期)純利益	236	3.8	226	3.7	378	7.9

貸借対照表	2019/9		2020/9		2021/9 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,285	39.3	2,211	36.4	2,107	36.1
現金及び預金	825	14.2	700	11.5	771	13.2
売上債権	671	11.6	867	14.3	700	12.0
たな卸資産	564	9.7	505	8.3	533	9.1
固定資産	3,523	60.6	3,865	63.6	3,730	63.9
有形固定資産	3,211	55.2	3,535	58.1	3,389	58.0
無形固定資産	113	2.0	129	2.1	104	1.8
投資その他の資産	198	3.4	200	3.3	235	4.0
繰延資産	5	0.1	3	0.1	2	0.0
総資産	5,815	100.0	6,081	100.0	5,840	100.0
流動負債	2,063	35.5	2,120	34.9	1,875	32.1
買入債務	221	3.8	173	2.9	198	3.4
短期借入金	699	12.0	839	13.8	560	9.6
1年内償還予定の社債	167	2.9	157	2.6	117	2.0
1年内返済予定の長期借入金	413	7.1	416	6.8	363	6.2
固定負債	2,452	42.2	2,430	40.0	2,049	35.1
社債	443	7.6	286	4.7	257	4.4
長期借入金	1,686	29.0	1,912	31.5	1,597	27.3
純資産	1,299	22.4	1,529	25.2	1,915	32.8
自己資本	1,267	21.8	1,490	24.5	1,870	32.0

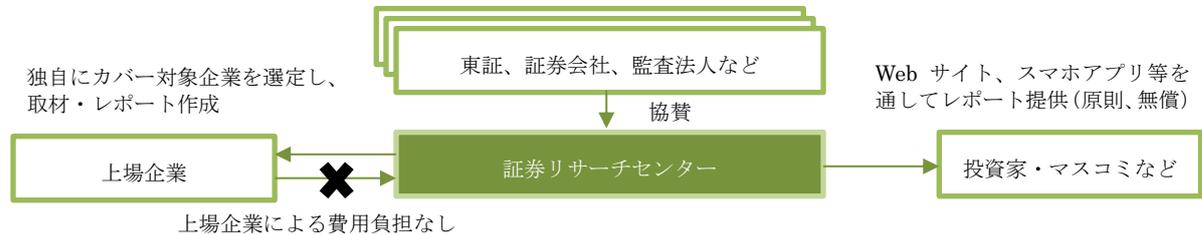
キャッシュ・フロー計算書	2019/9	2020/9
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	251	549
減価償却費	367	378
投資キャッシュ・フロー	-1,314	-800
財務キャッシュ・フロー	1,051	94
配当金の支払額	-60	-
非支配株主への配当金の支払額	-	-4
現金及び現金同等物の増減額	-11	-156
現金及び現金同等物の期末残高	709	552

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### 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・間接的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ため、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。