

# ホリスティック企業レポート

## ペットゴー

### 7140 東証グロース

新規上場会社紹介レポート  
2022年5月2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 20220428

## ペットヘルスケア商品の E コマース事業が中心 定期購入の促進や D2C ブランドの強化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

## 【7140 ペットゴー 業種: 小売業】

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)
2020/3	8,131	1.6	-3	-	22	-60.1	15	-67.2	9.1	223.3	0.0
2021/3	9,455	16.3	99	-	112	394.1	71	366.8	59.5	275.5	0.0
2022/3 予	9,613	1.7	164	64.4	151	34.5	104	46.9	87.3	-	0.0

(注) 1. 連結ベース。2020/3期の前期比は2019/3期単体比

2. 2022/3期の予想は会社予想

3. 普通株式について、2021年12月4日に1:200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	995円 (2022年4月28日)	本店所在地 東京都中野区
発行済株式総数	1,746,200株	設立年月日 2004年11月17日
時価総額	1,737百万円	代表者 黒澤 弘
上場初値	1,295円 (2022年4月28日)	従業員数 52人 (2022年2月末)
公募・売出価格	550円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎年6月
		【主幹事証券会社】
		みずほ証券
		【監査人】
		有限責任監査法人トーマツ

### > 事業内容

#### ◆ ペットヘルスケア商品の E コマース事業を主として展開

ペットゴー(以下、同社)グループは、同社及び連結子会社(ペットゴープロダクツ)の計2社で構成されており、動物用医薬品、食事療法食、サプリメントなどの犬猫のペットヘルスケア商品に特化した E コマース事業を中心に展開している。同社グループのセグメントは、ペットヘルスケア事業の単一セグメントである。

#### ◆ 取扱商品

同社グループは、ペット飼育者に対して、従来動物病院のみで販売されていたペットの健康管理に対応する動物用医薬品や食事療法食、その他のペットヘルスケア商品を中心に販売している。21/3 期における売上構成比は、食事療法食が約 75%、残りの大半は動物用医薬品、その他のペットヘルスケア商品は数%である。同社グループはナショナルブランド<sup>注1</sup>と20年4月より販売を開始した「VETSONE(ベッツワン)」という D2C <sup>注2</sup>ブランドを取り扱っている。

食事療法食については、犬猫のペットフードのうち、栄養成分の量や比率などを調整することによって、特定の疾病等に対して使用されるものを販売している。同社グループの食事療法食の売上高の大半を、ROYAL CANIN(フランス)と Hill's Pet Nutrition(米国)の2社が保有するブランドの商品が占めている。

動物用医薬品については、指定医薬品と要指示医薬品の2種類の規制区分に指定されないもののみを販売している。販売中の主な医薬品としては、

注1) ナショナルブランド  
大手メーカーが全国規模で展開するブランドのこと

注2) D2C

Direct to Consumerの略称。自ら企画、生産した商品を自社オンラインサイト等を通じて、消費者に直接販売すること

ミ・マダニ駆除薬、目薬、皮膚薬、外耳炎薬、胃腸薬等が挙げられる。

その他のペットヘルスケア商品については、総合栄養食やサプリメント、ケア商品を中心に販売している。

#### ◆ 販売チャネル

21/3 期の販売チャネル別の売上構成比は、オンライン店舗が約 9 割、オフライン店舗が約 1 割である。オンライン店舗における売上高のうち 20%が自社オンラインサイト「petgo(ペットゴー)」経由であり、80%が他社オンラインモール経由である。

他社オンラインモールにおける店舗は、楽天グループ(4755 東証プライム)が運営する「楽天市場」に 3 店舗、Z ホールディングス(4689 東証プライム)の子会社ヤフージャパンが運営する「Yahoo!ショッピング」に 2 店舗、アマゾンジャパン(東京都目黒区)が運営する「Amazon.co.jp」に 1 店舗、KDDI(9433 東証プライム)が運営する「au PAY マーケット」に 1 店舗、eBay Japan(東京都港区)が運営する「Qoo10」に 1 店舗の合計 8 店舗を出店している。

オフライン店舗については、認知度向上のために、14 年 9 月よりホームセンターへの卸売を開始した。ホームセンター等から注文を受けた商品を一括で納入し、店舗内に同社グループの特設コーナーを設置し、販売している。

21 年 3 月末時点における、アクティブ購入者数<sup>注3</sup>は 589,371 人、累計ユニーク購入者数<sup>注4</sup>は、1,727,880 人である。21/3 期において、オンライン店舗での売上高の約 80%は、過去に 1 回でも同社グループの商品を購入したことのある顧客によるものである。

顧客の 1 回当たりの購入単価は平均すると、5,000 円から 6,000 円程度である。犬や猫の食事療法食を 1 袋ずつ購入する顧客が多い。

#### ◆ サブスクコマース

同社グループは、自社オンラインサイトにおける購入形態の 1 つである定期購入を 13 年 4 月に開始した。21/3 期における自社オンラインサイトの売上高に占める定期購入の割合は 33.1%である。同社によると、定期購入の月商は、20 年 3 月頃までは 40 百万円程度で推移していたが、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けて、食事療法食や動物用医薬品を購入するために動物病院へ行く事を避け、オンライン購入に移行するペット飼育者が増加した事などで、22 年 3 月には約 1 億円まで増加している。

同社の自社オンラインサイトにおける定期購入は、購入タイミング及び配送日時を自由に設定でき、解約の自由度が高いこともあり、同社の自社オンラ

注3) アクティブ購入者数  
過去1年間において同社のいずれかのオンライン店舗を1回以上利用した顧客数のこと。同じ期間内に何度購入されても、また複数の店舗を併用してもカウント数は1である

注4) 累計ユニーク購入者数  
過去に当社のいずれかのオンライン店舗を利用した顧客数のこと。同じ顧客が期間内に何度購入しても、また複数の店舗を併用してもカウント数は1である

インサイトの売上高に占める定期購入比率は、20/3 期の 29.3%から、21/3 期は 33.1%、22/3 期第 3 四半期累計期間では 40.7%へと上昇している。

#### ◆ D2C ブランド

ペットヘルスケア D2C ブランドの「VETSONE」シリーズを 20 年 4 月より販売している。主な D2C ブランドとして、犬猫の食事療法食「ベッツワンベテナリー」、犬猫の総合栄養食「ベッツワンプレミアム」、犬猫のノミ・マダニ駆除薬「ベッツワンプロテクトプラス」(ジェネリック動物用医薬品)等が挙げられる。上記以外にも、犬猫の関節、目、下部尿路や腸内環境の健康維持に対応した各種サプリメント(栄養補助食)や歯磨きペースト、デンタルガム等のデンタルケア製品、ウェットティッシュやペットシート、猫砂等の D2C ブランド製品を展開している。

D2C ブランドに関して、同社グループは商品の企画・開発・販売に特化しており、原材料の調達・商品製造については同社の株主でもある住友商事(8053 東証プライム)が担っている。

#### ◆ 顧客構成と購買行動

21/3 期における、同社グループの顧客の年齢・性別の売上構成比は、40 代及び 50 代の女性の割合が最も高く、60 代の女性が次に高い。性別のみで見た売上構成比は、女性が 73%、男性が 27%である。同社によると、ペットの飼育に必要な費用が嵩むことや、ペットヘルスケア商品を使用するのは年齢の高いペットが多い事等から、40 代以上の売上構成比が高い。

顧客の居住地別の売上構成比は、東京都 16%、神奈川県 11%、大阪府 10%、埼玉県 9%、千葉県 6%と、上位 5 都府県で 52%を占めている。都市部は動物病院への通院手段が徒歩の場合が多く、療法食を持ち帰る負担等から、都市部の方が E コマースへの需要が強く、売上構成比が高いと推察される。

ペット種別の売上構成比は、犬 69%、猫 30%、その他 1%である。顧客数において犬の飼育者の割合が高い事に加えて、犬の方が猫よりも体が大きく 1 頭当たりの食事消費量が多いことから、猫より犬向けの売上構成比が高い。

ペット飼育者は自分の飼育するペットの体調不良を感じた際、まず動物病院を受診する場合が大半である。獣医師の診断を受け、獣医師の進める食事療法食や動物用医薬品を動物病院で購入する。食事療法食や動物用医薬品の販売チャネルはほとんどが動物病院のため、継続使用を希望するペット飼育者は動物病院に再訪する事が多い。一部のペット飼育者は、食事療法食や動物用医薬品の 2 回目以降の購入において、仕事の都合等で動物病院に行く時間が取れない、ペットが動物病院を嫌うなどの理由から、E コマースに切替えるようである。

**> 特色・強み****◆ 顧客・ペットデータ、独自の業務ソフトウェア、自社物流センター**

ペットヘルスケア商品の E コマース市場における同社グループのシェアはペットヘルスケアの市場規模や EC 化率のデータ等から約 4 割と推察され、残りのシェアの多くは動物病院の兼業による小規模事業者が占めている。

動物用医薬品を販売するには薬剤師などの有資格者が在籍しており、農林水産省の許可が必要であること、食事療法食を卸から仕入れるには、業界慣行として動物病院を運営している事が必要なため、動物病院以外からのペットヘルスケア商品の E コマース事業への参入は多くない。動物病院が事業を拡大する際には、売れ筋・死に筋商品の管理や複数のオンライン店舗に跨る在庫・価格管理、梱包・発送などの物流業務の効率化等が課題となる。同社グループは、顧客・ペットデータ、独自の業務ソフトウェア、自社物流センターで上記の課題に対応し、事業を拡大してきた。

同社は創業以来、顧客及び顧客の飼育するペットに関するデータを蓄積し、顧客に合わせた商品提供や広告販促ターゲティングの最適化(レコメンド等)等に活用している。D2C ブランドの開発においても、売れ筋の商品カテゴリや顧客ニーズ等を把握するのに上記データを活用している。

同社グループは、自社で開発・運用する業務用ソフトウェアによって、業務の大部分をデジタル化された仕組みで完結している。ソフトウェアの機能としては、マルチコマース機能(複数のオンライン店舗に跨る受発注処理・在庫管理・価格設定等の一元管理)やプライベート DMP<sup>注5</sup>機能(複数のオンライン店舗で収集されたデータの一元管理)、クラウド WMS<sup>注6</sup>機能(複数拠点の入出荷データや在庫データのクラウド上での一元管理)が挙げられる。

同社は神奈川県厚木市に物流センターを設置し、クラウド WMS 機能を活用しながら、ピッキングや梱包などの倉庫業務を効率化している。自社商品の在庫管理・出荷の大半を自社で担い、配送業務については外部事業者を活用している。

同社グループの 22 年 2 月末時点の従業員 52 名及び臨時従業員 4 名の部門別の内訳は、物流が 5 割を占め、物流に重点を置いた体制となっている。残りの 5 割は、ビジネス推進(仕入・マーケティング・カスタマーサポート等)、システム、管理部門でおおむね 3 等分されるが、ビジネス推進の割合がやや高い。

注5) プライベートDMP

プライベートData Management

Platformの略称。自社で保有する様々な情報データを管理するデータ管理プラットフォームのこと

注6) WMS

Warehouse Management Systemの略称。入荷から出荷までの物流業務を効率化する倉庫管理システムのこと

**> 事業環境****◆ ペットヘルスケア商品 E コマースの事業環境**

ペットヘルスケア商品の E コマース市場に関する統計データは無いが、犬猫の飼育頭数(特に高齢期)及び犬猫 1 頭当たりのペットヘルスケア商品の購入金額、ペットヘルスケア商品のオンラインでの購入割合に連動すると推察される。

一般社団法人ペットフード協会が公表している「全国犬猫飼育実態調査」によると、犬猫の推計飼育頭数は、13年の17,123千頭から、飼育の手間や費用等から、犬の飼育頭数が減少する一方で、猫の飼育頭数が微増したが補えず、21年の16,052千頭まで年率0.8%で減少している。7歳以上の高齢期の飼育頭数については、犬は17年の4,525千頭から21年の3,987千頭に年率3.1%で減少、猫は17年の3,876千頭から21年の4,106千頭に年率1.5%で増加している。

矢野経済研究所が21年1月に発表した「2021年版ペットマーケティング総覧」によると、ペットヘルスケア商品を含むペットフード・用品の市場規模は15年度の7,249億円から20年度の8,323億円まで年率2.8%で拡大したと見込まれている。犬猫の飼育頭数が減少する一方で、ペット飼育者にとってペットは家族の一員という意識の高まり等から犬猫1頭当たりの出費が増加していると推察される。同社は、動物用医薬品・食事療法食・総合栄養食・サプリメント・ケア用品等を含むペットヘルスケア商品の20年度の市場規模を約2,100億円、15年度から20年度までの成長率を年率10%程度と推計している。

富士経済が21年6月に発表した「2021年ペット関連市場マーケティング総覧」によると、ペットフード・用品の販売チャネルにおける通信販売の割合は9.1%である。ペットヘルスケア商品のオンラインでの購入割合に関する統計データは無いが、同社は10%程度と推計している。同社の推計に基づくと、ペットヘルスケア商品のEコマース市場規模は約210億円であり、21/3期における同社グループのシェアは約4割である。

同社によると、ペットヘルスケア商品のEコマース市場において、大手事業者・店舗は「本間アニマルメディカルサプライ」を運営する楽天グループ等少数であり、残りの大半は動物病院が兼業で運営する小規模なオンライン店舗のようである。

小規模なオンライン店舗は価格を重視するペット飼育者に選ばれ、同社は様々なオンラインモールにおけるアワード取得などの実績に基づく安心感や、最短で翌日配送という配送スピードを評価するペット飼育者に選ばれる場合が多い様である。

## > 業績

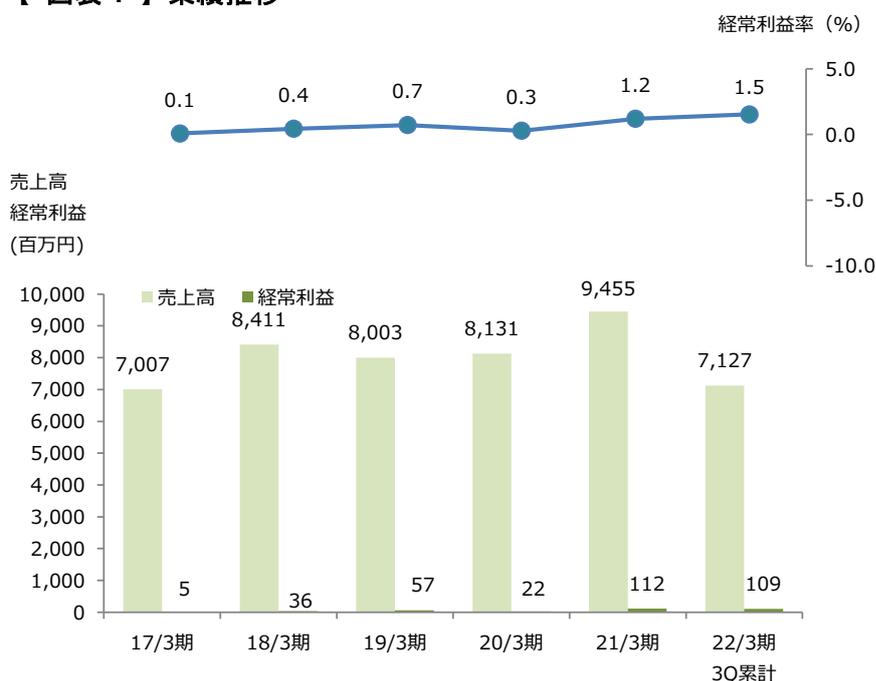
### ◆ 過去の業績

届出目論見書には、17/3期以降の同社単体の業績、20/3期以降の連結業績が記載されている(図表1)。売上高は17/3期の7,007百万円から、「Amazon.co.jp」を中心とした他社オンラインモールでの販売数量の拡大によって、18/3期には前期比20.0%増の8,411百万円に増加したが、「Amazon.co.jp」における競争激化や、宅配料金の値上がりを販売価格に転嫁したことに伴う販売数量の減少によって、20/3期の8,131百万円まで減少した。21/3期には新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて、ペットヘル

スケア商品のオンライン購入へのシフトを受けて、同 16.3%増の 9,455 百万円となった。

20/3 期は D2C ブランドの開発費用の影響で 3 百万円の営業損失を計上したが、補助金収入 31 百万円等によって、経常利益は 22 百万円の黒字となった。20 年 4 月から販売を開始した売上総利益率が相対的に高い D2C ブランドの売上貢献により、21/3 期の経常利益率は 1.2%へと前期比 0.9%ポイント改善した。

【 図表 1 】 業績推移



(注) 19/3 期までは単体、20/3 期以降は連結。22/3 期から、返品されると見込まれる商品について、売上高として認識せず、従前は販売費及び一般管理費として計上していた販売促進のための費用は売上高から減額する方法に変更

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

### ◆ 22 年 3 月期会社計画

22/3 期の会社計画は、売上高 9,613 百万円(前期比 1.7%増)、営業利益 164 百万円(同 64.4%増)、経常利益 151 百万円(同 34.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 104 百万円(同 46.9%増)である。当該計画は、22 年 2 月までの実績に 3 月の予測値を加算したものである。

同社は、22/3 期第 1 四半期の期首から収益認識基準を変更しており、21/3 期まで販売費及び一般管理費(以下、販管費)に計上していたクーポン費、ポイント費、販売手数料の一部は、売上高から控除して計上している。また、21/3 期まで売上高に計上されていた返品されると見込まれる商品については、売

上高及び売上原価相当額を認識しない方法に変更している。22/3 期の会社計画への影響としては、売上高が 208 百万円減少している。営業利益については、販管費が売上高とほぼ同額減少しているため、影響は軽微である。

売上高は、他社オンラインモールへの新規出店や D2C ブランド製品の品揃え拡充等によって、前期比 1.7%増の 9,613 百万円を計画している。収益認識基準の変更が無かったと仮定した場合、売上高は同 3.9%増の 9,821 百万円となる。

売上原価は、売上高の拡大に伴い、前期比 2.7%増の 7,057 百万円、売上総利益は同 1.1%減の 2,556 百万円を計画している。収益認識基準の変更が無かったと仮定した場合、売上総利益は同 6.9%増の 2,762 百万円、売上総利益率は D2C ブランドの売上高に占める割合が高まる事で、同 0.8%ポイント改善の 28.1%となる。

販管費は、前期比 3.7%減の 2,392 百万円を計画している。なお、収益認識基準の変更が無かったと仮定した場合の販管費は、売上高の増加に伴う運賃及び荷造費、大手インターネットモール運営事業者に対する販売手数料や決済手数料の増加、事業拡大に応じた人員増に伴う人件費の増加、D2C ブランドに関する広告宣伝費や研究開発費の増加などによって、同 4.6%増の 2,598 百万円と見込まれている。以上の結果、営業利益は同 64.4%増の 164 百万円、営業利益率は同 0.6%ポイント改善の 1.7%を計画している。

営業外損益について、第三者がクレジットカードを不正利用したことにより、同社グループが被害を受けた額 8 百万円を営業外費用に計上している。また、物流センター内の一部を転貸借しており、受取賃料を 23 百万円、支払賃料を 22 百万円と見込んでおり、金融機関からの借入に関する支払利息を 7 百万円と計画している。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、ペットデータや独自の業務用ソフトウェアを活用した、1) マルチコマース<sup>注7)</sup>、2) サブスクコマース、3) D2C ブランドの強化を中長期の成長戦略としている。

マルチコマースについては、市場シェアの拡大を図るため、他社オンラインモールへの継続的な新規出店、広告販促投資の最適化に取り組む方針である。また、ユーザーの利便性向上に向けて決済手段の拡充などの機能開発を行ってゆく方針である。

サブスクコマースについては、利用者数の拡大に向けて、対象商品の拡充、認知度向上に向けた広告販促投資の強化に取り組む方針である。

注7) マルチコマース  
自社オンラインサイトだけでなく、複数の大手オンラインモールやオフラインを横断した販売形態の総称

D2C ブランドについては、同社の持つペットデータを活用して、継続的に新商品を上市することで、D2C ブランドの品揃えを拡充し、販売数量を拡大してゆきたいとしている。また、認知度向上に向けた広告販促投資や、ナショナルブランドから D2C ブランドへのスムーズな顧客移行を実現するための機能開発も行ってゆく方針である。

同社グループは、成長戦略の実現に向けて、主に D2C ブランドの製造費用・広告販促費用・物流費用に調達資金を充当していく考えである。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 特定のオンラインモールへの依存について

同社グループにおけるペットヘルスケア事業では、「楽天市場」、「Yahoo!ショッピング」、「Amazon.co.jp」及び「au PAY マーケット」といった大手オンラインモールに出店しており、各社の規約に従いサービスを提供している。21/3 期における同社グループの売上高全体に占める他社オンラインモールに出店した店舗の売上高は約 70%である。

今後オンラインモールの集客力が変動し、利用する顧客が減少することにより、同社グループの出店店舗の運営に支障が生じた場合、また、今後のオンラインモール運営者の経営方針の変更等により、手数料率の引き上げに伴うオンラインモールへの出店に関する費用が増加した場合、オンラインモール運営者との関係悪化や規約違反による出店契約解消、オンラインモールにおけるシステムトラブル、モール閉鎖等により、同社グループが出店する店舗の運営が継続不能となった場合、同社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 競合の激化による業績変動について

同社グループの事業領域であるペットヘルスケア商品市場には、競合他社が複数存在する。競争の激化による顧客の流出やコスト増加等が発生した場合には、新規顧客や既存顧客の減少のほか、販売価格の下落、広告宣伝費の増加等により、同社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 特定の仕入先への依存について

同社グループの21/3 期における主要仕入先2社からの仕入金額合計の割合は約 80%である。何らかの事情により、新たな仕入先の開拓がうまくいかず、主要仕入先との取引条件が大きく悪化した場合には、同社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 配当政策

同社は、株主に対する利益還元も重要な経営課題と認識している。しかし、財務体質の強化と事業展開を優先し、創業以来無配としている。現時点においては配当実施の可能性及びその時期などについては未定としている。

◆ 同社株式の流通株式時価総額について

同社の時価総額は 1,737 百万円と小さい。さらに、同社が上場する東証グロース市場の上場維持基準を満たすためには、所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を除いて算出される流通株式時価総額が 5 億円以上でなければならない。形式基準に抵触すると判断されてから、1 年以内にこの上場維持基準に適合しない場合には、上場廃止基準に該当する点には留意が必要である。

【 図表 2 】 財務諸表

損益計算書	2020/3		2021/3		2022/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	8,131	100.0	9,455	100.0	7,127	100.0
売上原価	6,076	74.7	6,872	72.7	5,231	73.4
売上総利益	2,054	25.3	2,583	27.3	1,896	26.6
販売費及び一般管理費	2,058	25.3	2,483	26.3	1,776	24.9
営業利益	-3	0.0	99	1.1	119	1.7
営業外収益	58	-	42	-	20	-
営業外費用	31	-	29	-	30	-
経常利益	22	0.3	112	1.2	109	1.5
税引前当期(四半期)純利益	22	0.3	112	1.2	109	1.5
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	15	0.2	71	0.8	74	1.1

貸借対照表	2020/3		2021/3		2022/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,040	95.6	2,202	96.0	2,320	97.1
現金及び預金	851	39.9	861	37.6	850	35.6
売上債権	515	24.2	612	26.7	632	26.5
棚卸資産	637	29.9	686	29.9	790	33.1
固定資産	93	4.4	91	4.0	69	2.9
有形固定資産	57	2.7	45	2.0	39	1.7
無形固定資産	11	0.5	5	0.3	4	0.2
投資その他の資産	25	1.2	40	1.7	25	1.1
総資産	2,134	100.0	2,293	100.0	2,389	100.0
流動負債	1,551	72.7	1,800	78.5	1,674	70.1
買入債務	623	29.2	825	36.0	636	26.6
短期借入金	419	19.7	457	20.0	573	24.0
1年内返済予定の長期借入金	253	11.9	159	6.9	196	8.2
固定負債	304	14.3	144	6.3	290	12.1
長期借入金	275	12.9	116	5.1	262	11.0
純資産	278	13.0	349	15.2	424	17.8
自己資本	278	13.0	349	15.2	424	17.8

キャッシュ・フロー計算書	2020/3	2021/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	-58	242
減価償却費	17	22
投資キャッシュ・フロー	14	-15
財務キャッシュ・フロー	-313	-216
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	-357	10
現金及び現金同等物の期末残高	851	861

(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  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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。