

GCC経営™分析による10.8倍のアップサイドの可能性

HGFタンパク質医薬品による数十億人規模でのQoL向上の可能性

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

難治性疾患治療薬の研究開発による画期的な治療手段提供

クリングファーマ株式会社（以下、「クリング」）は2001年に難病に対する医薬品の研究開発を事業目的に設立。2005年にHGFタンパク質（肝細胞増殖因子）の開発実施権の許諾を得て、新規パイプラインとして開発を開始、資本業務提携を通じて上市後の流通体制を整備し、2020年に東証マザーズ（現在は東証グロース）に上場した。現在は、申請承認の前段階にあたる第Ⅲ相試験実施中のパイプラインを2件保有しており、HGFのもつマルチな能力と組換えタンパク質の製造方法確立により、早期の販売開始を目指す。

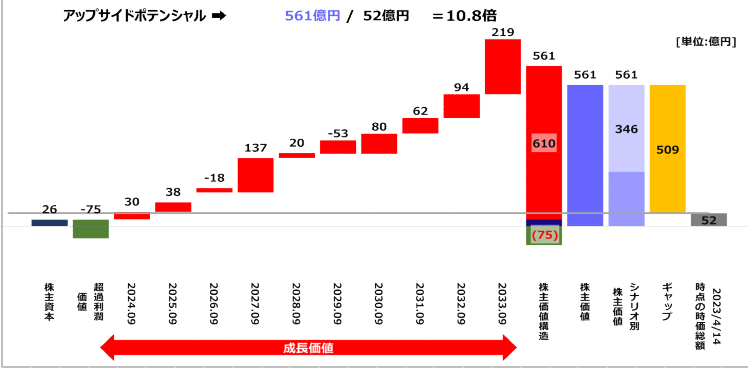
HGF医薬品展開で創薬ベンチャーからバイオ製薬企業へ

クリングが扱う開発シーズHGFタンパク質は、もともとヒトの生体内に備わっている「再生」メカニズムに深く関与する重要なタンパク質であり、多くの論文において難病の治療薬になり得る可能性が示唆されている。クリングは、これを日本から世界に発信し得る再生創薬シーズと考えている。これを医薬品や原薬として供給することにより、難治性疾患治療薬の研究開発を進め、画期的な治療手段の提供実現を目指している。HGFの強みを最大限に発揮し、クリングが創薬ベンチャーからバイオ製薬企業へ変貌すべく、自社開発・販売モデルと導出・共同開発モデル、原薬供給モデルを組み合わせた中長期的な収益の最大化を図る。

こうした概念デザイン*1は非常に洗練されており、2025年9月期の脊髄損傷急性期に対する医薬品上市が実現すれば、その後の展開の実現可能性は十分に高まると考えられる。また、実装デザイン*2も着々と整備されており、第Ⅲ相試験実施中のパイプラインを2件保有しつつ、共同研究の成果が論文掲載されるなど、現時点でも株式市場で評価されつつある。

各種HGF医薬品の上市実現で飛躍、最大アップサイド10.8倍

株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。結果として、価値創造プロセスの概念が実装・実現する前提で、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は561億円、現状の時価総額の約10.8倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。



*1「概念デザイン」*2「実装デザイン」の詳細、及び評価体系は、巻末資料は巻末資料1、JPRのレポートを初めて見る方のために参照。

ベーシックレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ
本田泰三

会社概要

所在地	大阪府茨木市
代表者	安達 喜一
設立年月	2001/12/21
資本金	59百万円
上場日	2020/12/28
URL	https://www.kringle-pharma.com/
業種	医薬品

主要指標 2023/04/17 現在

株価	904円
52週高値	1,325円
52週安値	421円
発行済株式数	5,390,700株
売買単位	100株
時価総額	4,873百万円
会社予想配当	-円
予想当期利益	-177.49円
ペー ス EPS	-
予想 PER	-倍
実績 BPS	488.23円
(2022年9月末)	
実績 PBR	1.85倍

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年9月期通期実績	467	nm	-171	nm	-116	nm	-117	nm	-106.70	-	-
2021年9月期通期実績	289	-38.2%	-357	nm	-299	nm	-301	nm	-72.51	1,780	937
2022年9月期通期実績	391	35.2%	-426	nm	-330	nm	-331	nm	-68.33	805	419
2022年9月期1Q実績	13	-85.4%	-120	nm	-128	nm	-129	nm	-29.34	919	602
2023年9月期1Q実績	17	25.8%	-157	nm	-157	nm	-157	nm	-29.02	619	421
2023年9月期会社計画	68	-82.4%	-993	nm	-953	nm	-955	nm	-177.50	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1. インベストメントサマリー

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは10.8
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド10.8倍

JPRは、クリングルの事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析（億円）

定性ストーリーの骨子

Growth : HFGタンパク質による難病治療の実現

Connection : 既存ノウハウ・バリューチェーンを活用した収益体制の強化

Confidence : 難病治療による社会貢献性に期待

定量ストーリーの骨子

時価総額

52

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = **10.8倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

株主資本26+超過利潤価値-75+成長価値610= **561**

株主
資本

26

超過利潤
価値

-75

成長価値

610

[出所]JPR作成

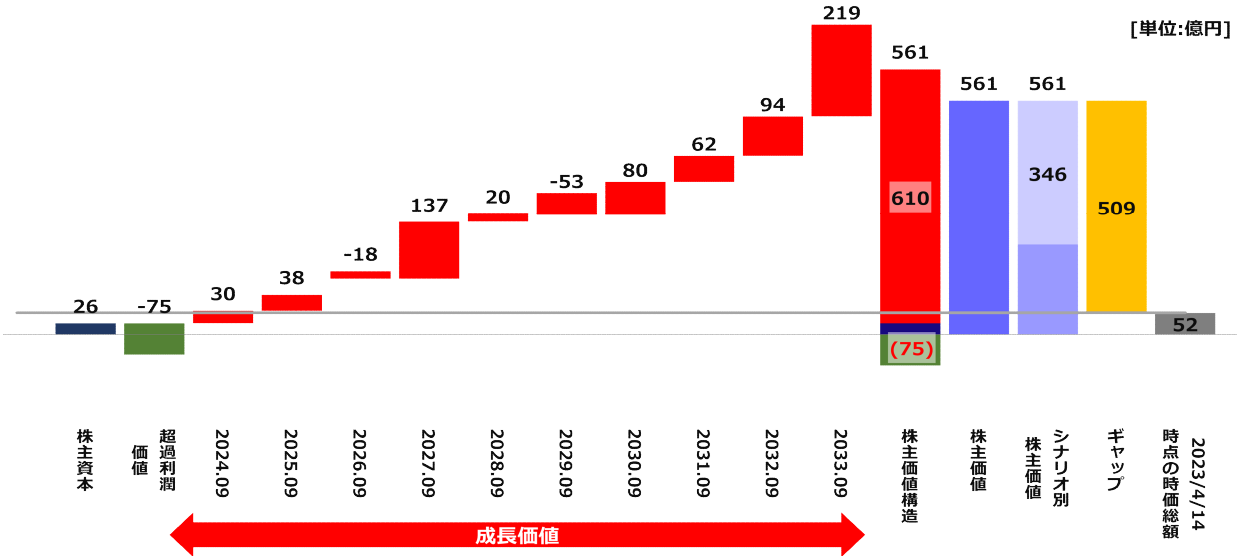
1 : 四捨五入のため端数は一致しない。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析

アップサイドポテンシャル →

561億円 / 52億円 = 10.8倍



[出所] JPR

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (詳細)

[億円]	今期 2023.09	1年後 2024.09	2年後 2025.09	3年後 2026.09	4年後 2027.09	5年後 2028.09	6年後 2029.09	7年後 2030.09	8年後 2031.09	9年後 2032.09	10年後 2033.09
売上高	1	11	12	11	41	52	48	81	118	203	429
営業利益	-10	1	1	-2	26	30	17	39	58	90	170
営業利益率	-1460.3%	6.4%	12.2%	-17.0%	63.1%	58.5%	36.2%	48.6%	49.2%	44.2%	39.8%
売上高成長率	-82.6%	1470.6%	9.4%	-8.6%	280.9%	27.0%	-6.8%	67.4%	46.0%	72.1%	111.5%
NOPAT マージン	-1009.6%	4.4%	8.5%	-11.8%	43.6%	40.4%	25.0%	33.6%	34.0%	30.6%	27.5%
投下資本売上高比率	452.2%	437.5%	51.2%	55.7%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
WACC	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%	9.5522%
ROIC=NOPATマージン÷投下資本売上高比率	-223.3%	1.0%	16.5%	-21.1%	241.5%	224.6%	139.0%	186.5%	189.1%	169.9%	152.9%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	(¥23.4)	¥0.1	¥1.7	(¥2.2)	¥25.3	¥23.5	¥14.5	¥19.5	¥19.8	¥17.8	¥16.0
NOPAT	-6.87	0.47	0.99	-1.26	17.76	20.90	12.05	27.08	40.05	61.92	117.85
投下資本×WACC	0.29	4.46	0.57	0.57	0.70	0.89	0.83	1.39	2.02	3.48	7.36
超過利潤	-7.16	-3.99	0.4176	-1.83	17.05	20.01	11.22	25.70	38.03	58.44	110.49
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-7.16	-3.99	0.42	-1.83	17.05	20.01	11.22	25.70	38.03	58.44	110.49
各年で創造する価値	-75	33	46	-23	198	31	-92	152	129	214	545
ディスカウントレート	100%	91%	83%	76%	69%	63%	58%	53%	48%	44%	40%
超過利潤の現在価値	-75	30	38	-18	137	20	-53	80	62	94	219
投下資本① 元手	3										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-75										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	610										
非事業資産価値④	26										
企業価値=①+②+③+④	564										
有利子負債等	-3										
株主価値	561										

[出所] JPR

※NOPATについて、累積損失の影響から法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。
 なお、より詳細な財務モデルは「5.参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提*1 (単位：億円)

Growth : HFGタンパク質による難病治療の実現

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
ユニークな再生医療の実現	再生医療での適応拡大に期待	上市後の急成長に期待
クリングルは難治性疾患治療薬の研究開発による画期的な治療手段提供の実現を目指している。現在良い薬が開発されていない神経難病や線維化疾患等に効果のある再生医療の確立という社会課題に対して、コアコンピタンスである開発シーズ「HGF」を医薬品として提供するだけでなく、原薬供給することにより対応していく。	HGFタンパク質製剤の市場規模は、脊髄損傷急性期・ALS・声帯癬痕で合計して、国内で350億円、全世界で1,800億円と推計。また、脊髄損傷慢性期や他線維化疾患への展開により、全世界での市場は最大で20兆円程度と推計。HGFはこれらに留まらず再生医療としてマルチな能力を発揮するため、将来的には更なる適応拡大や、IT技術との融合が期待される。この領域で一定のシェアを獲得することによる急成長が見込まれる。	2023.9 2033.9 0.68 ▶ 429
		2025年9月期の脊髄損傷急性期に対する医薬品上市と、その後の各種HGF医薬品の国内外展開を前提
		成長価値
		610

Connection : 既存ノウハウ・バリューチェーンを活用した収益体制の強化

戦略	ビジネスモデル	ROIC
ハイブリッドモデルで収益の最大化	タンパク質医薬品の優位性活用	376.2ポイント改善が期待
クリングルが目指すのはHGFを活用した医薬品の①自社開発・販売モデルである。これは長期的な売上拡大が見込める一方で、承認販売開始までコストと時間がかかる。このため、短期的・散発的な売上につながる②導出・共同開発モデルと、継続的な売上を発生させる③原薬供給モデルとをハイブリッド化することにより、中長期的な収益の最大化を図る。	①+②の取り組みとして大学における基礎研究をレイトステージのパイプラインへつなげつつ、米国の提携先に③としてHGFの原薬供給を行っている。HGFはタンパク質医薬品であるため、細胞治療よりも低コストで扱いやすく、既存のサプライチェーンを活用できる。このため、クリングルは、脊髄損傷急性期に対する国内の販売・卸売のサプライチェーンを既に整備しており、上市後の市場への浸透は早いと考えられる。	2023.9 2033.9 -223 % ▶ 152.9 %
		上市したHGF医薬品の外注による卸売・販売が前提
		超過利潤価値
		-75

Confidence : 難病治療による社会貢献性に期待

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
上市による黒字化を目指す	数十億人規模でのQoL向上に期待	現状維持
クリングルの収益は、主にHGFのロイヤリティや製品販売からなるが、現状で上市した医薬品はない。最短で2025年9月期に脊髄損傷急性期を対象とするKP-100IT医薬品の上市が見込まれており、これが実現すれば自社開発・販売モデルが確立されるため、収益が改善されていく。黒字化実現までは、提携パートナーの獲得、エクイティファイナンスによる資金調達等で積極的な開発を進める。	HGFの適応拡大が脊髄損傷慢性期や様々な線維化疾患等、難治性疾患へ展開を実現することにより、全世界での対象患者数は20億人に上る。この20億人が、これまで技術的・金銭的理由により治療できなかった疾患を治療あるいは症状を緩和することにより、患者及びその周囲の人々のQoL向上が見込まれる。	9.6 %
		現状で財務状況は比較的不安定である。一方で事業とその将来性は社会の持続可能性に大きく貢献する。
		株主資本
		26

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

会社概要

会社名	クリングルファーマ株式会社 (英語表記: Kringle Pharma, Inc.)
設立	2001/12/21
代表	安達 喜一
本社所在地	大阪府茨木市彩都あさぎ7-7-15 彩都バイオインキュバータ207
資本金	59百万円
従業員数	12人 (2022年9月30日現在)
決算期	9月
事業内容	医薬品開発
上場日	2020/12/28
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 4884]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
2001年	12月	医薬品、遺伝子治療に関する研究開発を事業目的として、大阪市北区に設立
2005年	5月	中村敏一大阪大学名誉教授より、HGFタンパク質の開発実施権の許諾を得て、新規パイプラインとして開発を開始。(開発コード: KP-100)
2007年	6月	GMP準拠によるKP-100原薬を量産する製造方法を確立
	11月	HGFからなる動物用医薬品の早期実用化を目的として、日本全薬工業株式会社と共同研究契約及びライセンス契約を締結
2018年	6月	クリングルファーマが開発した組換えヒトHGFタンパク質を株式会社リプロセルより研究用試薬として販売開始
2019年	9月	厚生労働省が脊髄損傷急性期患者を対象とするKP-100ITを希少疾病用医薬品として指定
2020年	3月	東邦ホールディングス株式会社との資本業務提携を通じて、脊髄損傷急性期を対象とするKP-100IT医薬品の卸売流通体制を構築
	4月	米国クワリス・バイオセラピューティクス社とライセンス及び供給契約を締結
	8月	丸石製薬株式会社との資本業務提携を通じて、脊髄損傷急性期を対象とするKP-100IT医薬品の販売体制を構築
	12月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2021年	2月	慶應義塾大学医学部との脊髄損傷に対するHGF (肝細胞増殖因子) 治療を応用した複合的研究に関する共同研究契約締結
	9月	組換えヒトHGFタンパク質 (KP-100) の国際一般名称が「Oremepermin Alfa」(オレメルミンアルファ) に決定。
2022年	4月	東京証券取引所グロスに市場区分を変更
2023年	1月	慶應義塾大学医学部と進めている慢性期完全脊髄損傷に対する複合治療に関する共同研究において、「脊髄の神経線維を切断した完全脊髄損傷モデル動物の慢性期における、新たな神経回路の構築による運動機能と排尿機能の回復に世界で初めて成功した」という成果が、国際学術雑誌「Biomaterials」のオンライン版に論文掲載された。

[出所]会社資料よりJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2020年	3月	東邦ホールディングス株式会社	クリングルファーマが開発中の脊髄損傷急性期を対象とした製品が製造販売承認を得た際に、日本国内での独占的卸販売を行う契約。この提携により同製品を市場に供給するためのサプライチェーンが構築。
2020年	4月	クラリス・バイオセラピューティクス社	クラリス社へのHGF原薬の情報・原薬供給を眼下領域に限定して独占的に許諾する契約。また、クラリス社の開発品目に関する日本におけるライセンス契約の優先交渉権を保有。
2020年	8月	丸石製薬株式会社	クリングルファーマが開発中の脊髄損傷急性期を対象とした製品が製造販売承認を得た際に、日本国内での独占的販売権を許諾する契約。この提携により同製品の販売網が構築。

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 開発パイプラインの概要

優先順位	対象疾患	開発段階	臨床試験			申請承認	販売
			第I相	第II相	第III相		
1	脊髄損傷急性期	第I/II相試験(プラセボ対照二重盲検比較試験)終了、POC取得済み、希少疾病用医薬品指定取得済み、第III相試験実施中	終了	実施中	実施中	2023年後半終了予定	
2	声帯癒痕	第I/II相試験(オープンラベル用量漸増試験 医師主導治験)終了、第III相試験(プラセボ対照二重盲検比較試験)組入れ開始	終了	実施中	実施中	2022年11月開始	
3	ALS	第II相試験(プラセボ対照二重盲検比較試験 医師主導治験)終了、主要・副次評価項目に統計的有意差なし、追加解析実施予定	終了	終了	追加解析実施予定		
4	急性腎障害	第Ia, b相試験(オープンラベル用量漸増試験)終了、安全性、薬物動態確認済み パートナー探索中	終了	パートナー探索中			

[出所]会社資料より

3. GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

Growth

概念デザインは固まっており、そのロジックは社会的価値が高い

進捗状況：90%

上市は間近
進捗状況：70%

実績への反映の
進捗状況：10%

保有パイプラインの上市から適応拡大に期待

概念デザイン：「患者さんに新薬を、人々に笑顔を」

クリングルは難治性疾患治療薬の研究開発による画期的な治療手段提供の実現を目指している。現在良い薬が開発されていない神経難病や線維化疾患等に効果のある再生医療の確立という社会課題に対して、コアコンピタンスである開発シーズHGFを医薬品として提供するだけでなく、原薬供給することにより対応していく。HGFは、もともとヒトの生体内に備わっている「再生」メカニズムに深く関与する重要なタンパク質であり、多くの論文において難病の治療薬になり得る可能性が示唆されている。クリングルは、これを日本から世界に発信し得る再生創薬シーズと考えている。

SAM：現状の対象疾患からの展開のみで20兆円

HGFタンパク質製剤の市場規模は、主要パイプラインの脊髄損傷急性期・ALS・声帯癒痕で合計して、国内で350億円、全世界で1,800億円と推計される。また、脊髄損傷の慢性期への展開や、声帯癒痕から他線維化疾患への展開により、全世界での市場は最大で20兆円程度と推計される。HGFはこれらに留まらず再生医療としてマルチな能力を発揮するため、将来的には更なる適応拡大や、IT技術との融合が期待される。

TAM：脳神経領域・難治性疾患全般への展開でさらなる拡大

クリングルが提供するHGF再生治療薬の適応拡大の可能性は非常に高く、認知症や脳梗塞を含む脳神経領域、血管障害や喘息を含む様々な難治性疾患が対象となり得る。これらに悩む患者は現在の対象疾病よりもはるかに多いため、TAMはSAMの20兆円を優に超えと考えられる。

実装デザイン：第Ⅲ相試験実施中のパイプラインを2件保有

クリングルは現在、医薬品開発の最終段階で申請承認の前段階にあたる第Ⅲ相試験実施中のパイプラインを2件（脊髄損傷急性期、声帯癒痕）保有している。脊髄損傷急性期に関しては、4月13日時点で、第Ⅲ相試験の患者組入れを完了しており、最短で2025年9月期での上市が見込まれている。上市後はシェアが拡大するにつれて最大で100億円程度が収益として計上されていくことが期待される。

実績：技術アクセスフィーが現状の実績

HGFの原薬供給は実施されており、米国クラリス社より毎年定額の技術アクセスフィーを受領している。

Connection

概念デザインは固まっている

進捗状況：90%

高い競争優位性と実現可能性

進捗状況：70%

研究進展が株価に好影響

実績への反映の進捗状況：30%

収益モデル確立で創薬ベンチャーからバイオ製薬企業へ

概念デザイン：ハイブリッド収益モデルの実現

クリングルが目指すのはHGFを活用した医薬品の①自社開発・販売モデルである。これは長期的な売上拡大が見込める一方で、承認販売開始までコストと時間がかかる。このため、短期的・散発的な売上につながる②導出・共同開発モデルと、継続的な売上を発生させる③原薬供給モデルとをハイブリッド化することにより、中長期的な収益の最大化を図る。①+②の取り組みとして大学における基礎研究をレイトステージのパイプラインへつなげつつ、米国クラリス社に③としてHGFの原薬供給を行っている。

実装デザイン：HGFによる差別化と上市を早める体制整備

タンパク質医薬品として競争優位性を確立

医薬品は低分子医薬品・タンパク質医薬品・細胞治療薬等に大別される。第Ⅲ相試験実施中の2パイプラインにおいて、抗体医薬品でないタンパク質医薬品の活発な開発が行われているのは、開示情報に限ればクリングルのHGFタンパク質のみであり、他は抗体医薬品か細胞治療薬である。

抗体医薬品が身体機能の特定の一部を阻害することにより治療を行うのに対して、HGFタンパク質はヒト由来の再生機能を強化することによる治療を行うため、マルチな機能を発揮する医薬品として様々な展開が見込める。細胞治療薬は高価かつ管理上の問題から一部の医療機関でのみしか利用できないのに対し、タンパク質医薬品は凍結乾燥製剤として流通できるため、比較的安価であり全国の救急病院で利用可能である。こうしたメリットから、HGFは競合品に対して優位性が高いと言える。

既存ノウハウ・サプライチェーンの活用

HGFはタンパク質医薬品であるため、既存のサプライチェーンを活用できる。このためクリングルは、KP-100IT 医薬品に関して卸売流通体制を東邦ホールディングス株式会社との資本業務提携、販売体制を丸石製薬株式会社との資本業務提携を通じて外注体制を既に整備しており、上市後の市場への浸透は早いと考えられる。

実績：共同研究の進展

2023年1月26日には、慢性期完全脊髄損傷に対する複合治療に関する共同研究の成果が、国際学術雑誌「Biomaterials（バイオマテリアルズ）」のオンライン版に論文掲載された。慶應義塾大学が保有する iPS 細胞由来神経幹/前駆細胞とクリングルが開発するHGF及びスキャフォールド（足場基材）の併用療法により、脊髄の神経線維を切断した完全脊髄損傷モデル動物の慢性期において、新たな神経回路の構築による運動機能と排尿機能の回復に世界で初めて成功した。

Confidence

黒字化は再来期以降

現状の安定性は10%

資金調達を活用して安定的成長へ

難病治療のニーズは大きく、認知症まで適応拡大すれば国策とも合致する

社会的貢献性としての90%程度とも言えよう。

上市は間近、適応拡大による社会貢献性に期待

財務安定性：上市により黒字化を目指す

最短で2025年9月期に上市の見通し

クリングルの収益は、主にHGFのロイヤリティや製品販売からなるが、現状で上市した医薬品はない。最短で2025年9月期に脊髄損傷急性期を対象とするKP-100IT医薬品の上市が見込まれており、これが実現すれば自社開発・販売モデルが確立されるため、収益が改善されていく。声帯癬痕を対象とする医薬品も同様に第Ⅲ相試験実施中であるため、HGFを活用した新薬の開発を進めていくことにより、中長期的に収益が安定していくと考えられる。

資金調達で成長投資を加速化

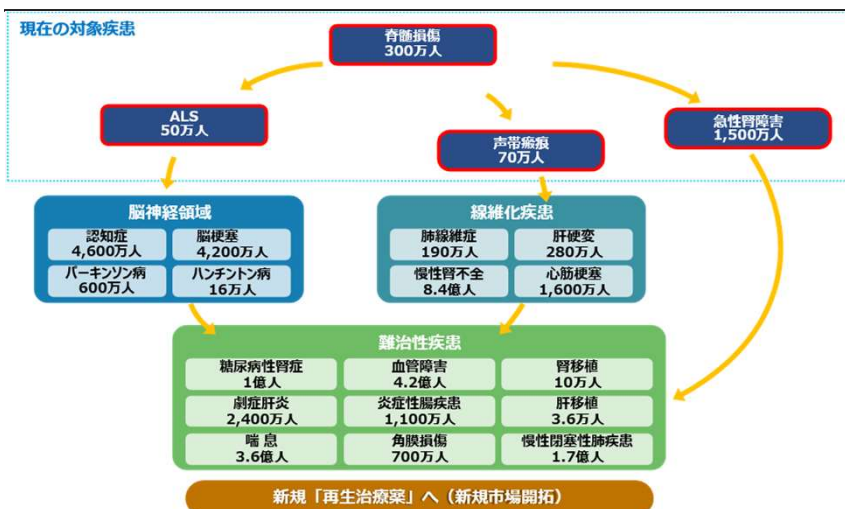
積極的な開発を継続する上で、資金状況に応じて、提携パートナーの獲得、エクイティファイナンスによる資金調達等が必要となる。黒字化が早くとも再来期以降であることを踏まえると、当面はデットでなくエクイティファイナンスが行われるものと考えられる。

社会貢献性：難病治療による患者と周囲の人々のQoL向上

数十億人規模でのQoL向上に期待

HGFの適応拡大が脊髄損傷慢性期や様々な線維化疾患等、難治性疾患へ展開を実現することにより、全世界での対象患者数は20億人に上る。この20億人が、これまで技術的・金銭的理由により治療できなかった疾患を治療あるいは症状を緩和することにより、患者及びその周囲の人々のQoL向上が見込まれる。

HGF再生治療薬の適応拡大の可能性/全世界での対象患者数



[出所]会社資料より

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

4.2023年9月期1Q業績概要

決算概要

全体の概況

損益概要

売上高は17百万円（前年同期比25.8%増加）となり、営業損失は157百万円（前年同期は営業損失120百万円）となった。また、経常損失は157百万円（前年同期は経常損失128百万円）、四半期純損失は157百万円（前年同期は四半期純損失129百万円）となった。

医薬開発活動

脊髄損傷（SCI）急性期

脊髄損傷急性期患者を対象とした第Ⅲ相試験について、合計5施設を治験実施医療機関としており、当1Q累計期間においても患者組入れを継続。2023年4月に組入れが完了、最終症例の経過観察終了は同年後半の見込み。市販薬としての製造販売承認取得に向けて、原薬製造は試験製造を前事業年度に終了。製剤製造は計画に沿って進展。

声帯癒痕（VFS）

声帯粘膜が硬く変性（線維化）する疾患であるVFSを対象として、2022年10月に第Ⅲ相試験（プラセボ対照二重盲検比較試験）の治験計画届書をPMDAに提出し受理。その後、京都府立医科大学附属病院において治験を開始し、2023年1月には第一例目の被験者が症例登録。

筋萎縮性側索硬化症（ALS）

2021年12月に最終症例の終観察日が終了した第Ⅱ相試験について、主要及び副次評価項目に関して実薬群とプラセボ群の間で統計的な有意差は認められず。今後の方向性は、さらなる詳細な解析結果を踏まえて東北大学と協議の上決定していく。

原薬提供

当1Q累計期間においては米国クラリス社へのHGF原薬の供給はなし。定額の技術アクセスフィー（ロイヤリティ収入）を受領し、該当期間分を売上高に計上。クラリス社は、米国とカナダにおいて神経栄養性角膜炎を対象に第Ⅰ/Ⅱ相試験を実施中。今後、米国とカナダにおいて症例組入れの加速が期待される。

事業開発活動

脊髄損傷急性期での海外展開を見据えて、海外製薬企業等との事業提携協議を中心に、事業開発活動を行った。

5.参考資料:財務モデルの詳細

実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想											
	2023.09	2024.09	2025.09	2026.09	2027.09	2028.09	2029.09	2030.09	2031.09	2032.09	2033.09	
FY												
PL	売上高	68	1,068	1,168	1,068	4,068	5,168	4,817	8,066	11,774	20,262	42,860
	売上原価	0	0	25	250	500	772	1,162	1,675	2,291	4,444	10,008
	販売管理費	1,061	1,000	1,000	1,000	1,000	1,372	1,912	2,474	3,690	6,862	15,806
	営業利益	▲ 993	68	143	▲ 182	2,568	3,023	1,743	3,917	5,793	8,956	17,046
	支払利息	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他営業外収益	40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	経常利益	▲ 953	68	143	▲ 182	2,568	3,023	1,743	3,917	5,793	8,956	17,046
	特別損益	24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	税金等調整前当期純利益	▲ 929	68	143	▲ 182	2,568	3,023	1,743	3,917	5,793	8,956	17,046
	法人税等	26	21	44	▲ 56	792	933	538	1,209	1,788	2,764	5,260
	親会社株主に係る包括利益	▲ 955	47	99	▲ 126	1,776	2,090	1,205	2,708	4,005	6,192	11,785
	期首発行済株式数(千株)	5,381	5,391	5,391	6,199	6,199	6,199	6,819	6,819	6,819	6,819	6,819
	発行株式数(千株)	10	0	809	0	0	620	0	0	0	0	0
	期末発行済株式数(千株)	5,391	5,391	6,199	6,199	6,199	6,819	6,819	6,819	6,819	6,819	6,819
	EPS (円)	-177	9	16	-20	286	306	177	397	587	908	1,728
	配当	0	0	0	0	0	627	482	1,625	2,804	6,192	11,785
	内部留保	▲ 955	47	99	▲ 126	1,776	1,463	723	1,083	1,202	0	0
BS	手元流動性	134	146	134	509	646	602	1,008	1,472	2,533	5,358	9,007
	余剰現金	1,543	1,505	5,104	4,438	6,016	14,573	14,712	15,129	14,804	10,741	5,492
	運転資本	500	600	146	557	708	660	1,105	1,613	2,776	5,871	9,871
	短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	償却対象有形固定資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	のれん	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	ソフトウェア	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他資産	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	総資産	2,178	2,252	5,384	5,505	7,371	15,836	16,826	18,214	20,114	21,971	24,371
	有利子負債以外の流動負債	88	96	88	334	425	396	663	968	1,665	3,523	5,923
	短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他固定負債	256	256	256	256	256	256	256	256	256	256	256
	資本金等	3,116	3,135	6,177	6,177	6,177	13,208	13,208	13,208	13,208	13,208	13,208
	内部留保等	▲ 1,282	▲ 1,235	▲ 1,136	▲ 1,262	514	1,977	2,700	3,783	4,984	4,984	4,984
	純資産・負債	2,178	2,252	5,384	5,505	7,371	15,836	16,826	18,214	20,114	21,971	24,371
CF	手元流動性	▲ 125	▲ 13	13	▲ 375	▲ 137	44	▲ 406	▲ 464	▲ 1,061	▲ 2,825	▲ 3,650
	運転資本	▲ 49	▲ 100	454	▲ 411	▲ 151	48	▲ 445	▲ 508	▲ 1,163	▲ 3,096	▲ 4,000
	有利子負債以外の流動負債	▲ 74	8	▲ 8	247	90	▲ 29	267	305	698	1,857	2,400
	有形固定資産投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	有形固定資産償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	ソフトウェア投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	ソフトウェア償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	のれん投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	のれん償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	内部留保等	▲ 955	47	99	▲ 126	1,776	1,463	723	1,083	1,202	0	0
	営業CF	▲ 1,203	▲ 57	557	▲ 665	1,578	1,526	139	417	▲ 325	▲ 4,063	▲ 5,250
	短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	株式調達	0	19	3,042	0	0	7,031	0	0	0	0	0
	金融CF	0	19	3,042	0	0	7,031	0	0	0	0	0
	余剰現金増減	▲ 1,203	▲ 39	3,599	▲ 665	1,578	8,557	139	417	▲ 325	▲ 4,063	▲ 5,250
[単位:百万円]	会社計画 JPR予想											
FY												
KPI	期首投下資本売上高比	437.5%	51.2%	55.7%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	期首投下資本	297.5	546.7	651.0	193.0	732.4	930.1	867.1	1,451.2	2,117.9	3,644.0	7,707.0
	売上高成長率	-82.6%	1470.6%	9.4%	-8.6%	280.9%	27.0%	-6.8%	67.4%	46.0%	72.1%	111.5%
	NOPAT	-687	47	99	-126	1,776	2,090	1,205	2,708	4,005	6,192	11,785
	ROIC	-230.8%	8.6%	15.2%	-65.2%	242.4%	224.7%	139.0%	186.6%	189.1%	169.9%	152.9%
	運転資本日商比(日)	2,421	171	50	50	50	50	50	50	50	50	50
	売上原価率	0.0%	0.0%	2.1%	23.4%	12.3%	14.9%	24.1%	20.8%	19.5%	21.9%	23.4%
	有利子負債以外の流動負債日商比(日)	870	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	手元流動性月商比(カ月)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	短期借入金金利	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
	長期借入金金利	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
	実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
	配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	40.0%	60.0%	70.0%	100.0%	100.0%
	グロスDELシオ	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	ネットDELシオ	-91.4%	-86.9%	-103.9%	-100.7%	-99.6%	-99.9%	-98.8%	-97.7%	-95.3%	-88.5%	-79.7%
	有形固定資産減価償却費率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	のれん償却率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	ソフトウェア償却率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニクス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいてありますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析の概要

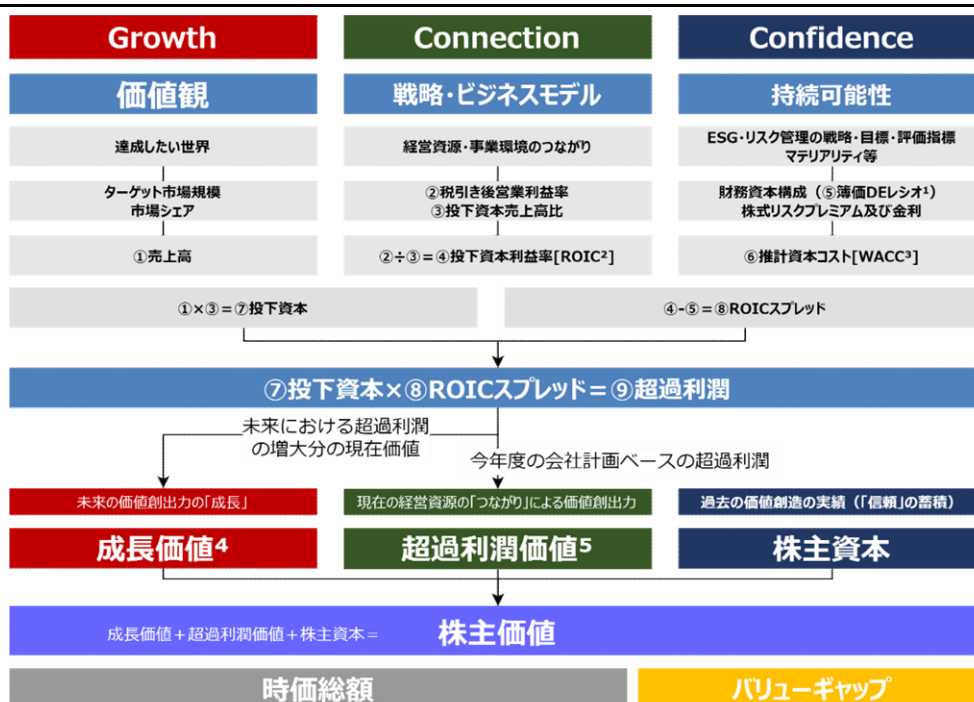
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュエギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



[出所：JPR] [注]1. 簿価DEレシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital. 投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC: Weighted Cost of Capital. 加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。5. 超過利潤価値＝今年度会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年度会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™
の評価体系

価値創造プロセスの
Growth・
Connectionストーリーの実現可能性を
3つの視点で評価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

■ 「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおよそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおよそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおよそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

価値創造プロセスの
信頼性を

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクがすくなく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たに作る必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

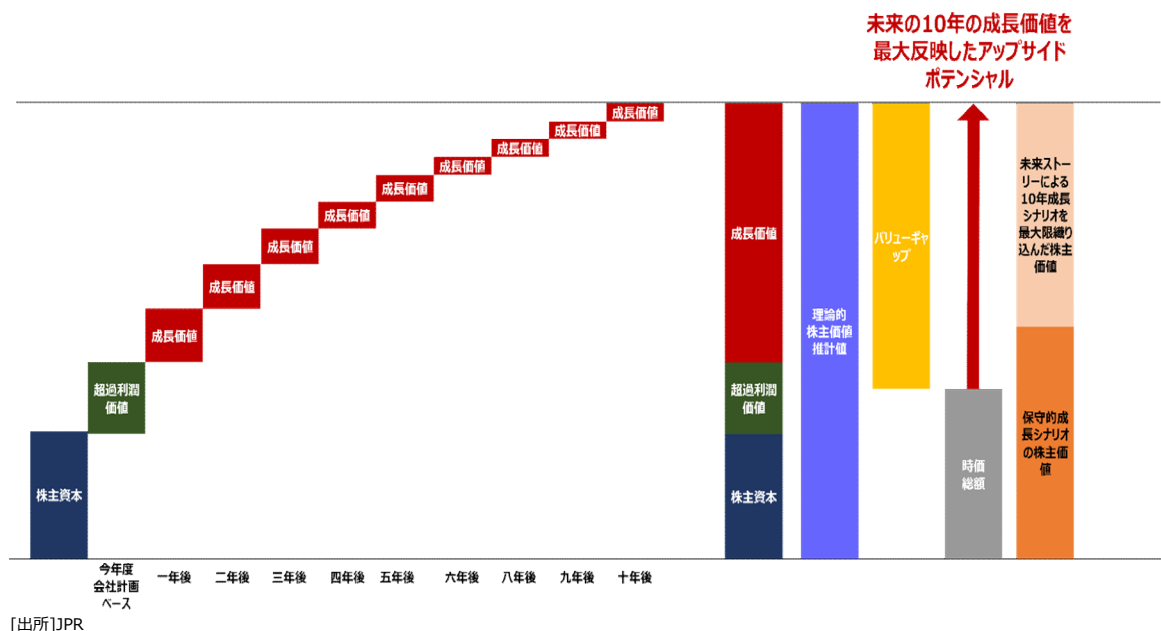
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

多様なシナリオ分析の可視化

バリューギャップの可視化



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

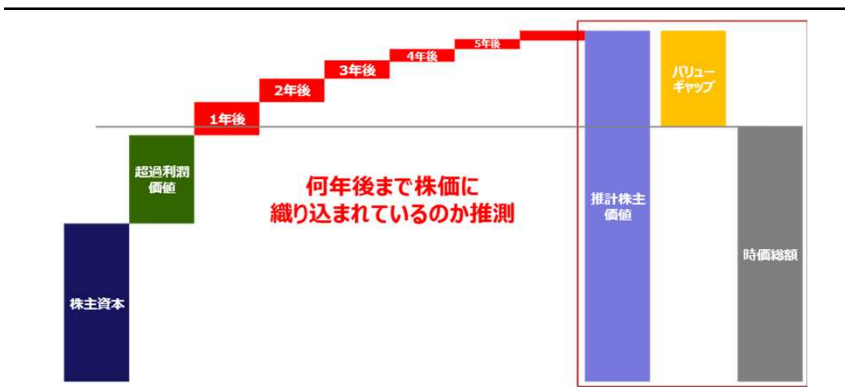
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、小さければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 0.5% + 5% × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンとの一次回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられています。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。