

ホリスティック企業レポート イボキン 5699 東証スタンダード

アップデート・レポート
2023年7月7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 20230702

イボキン(5699 東証スタンダード)

発行日: 2023/7/7

解体工事、廃棄物処理、金属加工までワンストップで提供する総合リサイクル企業 23年12月期は資源価格の急激な変動がないという前提での減収増益計画

> 要旨

◆ 会社概要

・イボキン(以下、同社)は、兵庫県を地盤とした総合リサイクル企業である。解体工事、リサイクル処理、金属加工までをワンストップで提供する体制を構築しているが、解体事業を成長の柱と位置づけている。

◆ 22年12月期決算

・22/12期決算は、売上高7,961百万円(前期比5.6%減)、営業利益486百万円(同38.2%減)となった。資源相場の上昇とその後の急落、解体事業での大型解体工事の件数減少、22/12期からの「収益認識に関する会計基準」適用による影響により、減収減益となった。

◆ 23年12月期業績予想

・23/12期業績について、同社は、売上高7,664百万円(前期比3.7%減)、営業利益529百万円(同8.9%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/12期業績を、売上高7,674百万円(前期比3.6%減)、営業利益540百万円(同11.2%増)と会社計画とほぼ水準を予想した。市況が大きく変動しないという前提のもと、解体事業における大型解体工事案件の急増を想定せずに予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、24/12期は前期比16.8%増収、25/12期は同10.6%増収となり、売上高営業利益率は25/12期には9.1%まで上昇すると予想した。
・同社ではコントロールできない資源価格の変動による影響で23/12期業績も見通しにくくなっているが、中期的には、成長事業と位置づけている解体事業を全体の成長の牽引役としていく戦略は変わらず、施工や営業の体制強化等の施策に注目していきたい。

【6566 イボキン 業種：鉄鋼】

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)
2021/12	8,433	54.7	786	140.3	809	98.2	509	77.9	150.3	1,067.2	22.5
2022/12	7,961	-5.6	486	-38.2	525	-35.1	346	-32.0	102.9	1,137.1	22.5
2023/12 CE	7,664	-3.7	529	8.9	544	3.6	349	0.7	105.1	—	22.5
2023/12 E	7,674	-3.6	540	11.2	549	4.6	353	1.9	105.4	1,219.8	22.5
2024/12 E	8,963	16.8	755	39.6	764	39.0	490	39.0	146.4	1,343.7	22.5
2025/12 E	9,914	10.6	905	20.0	915	19.8	587	19.8	175.3	1,496.6	22.5

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

2022/12期より新収益認識基準適用。2022/12期の前期比は新基準適用前の2021/12期実績値との比較

2022年1月1日付で1：2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

アナリスト: 藤野敬太
+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

【主要指標】

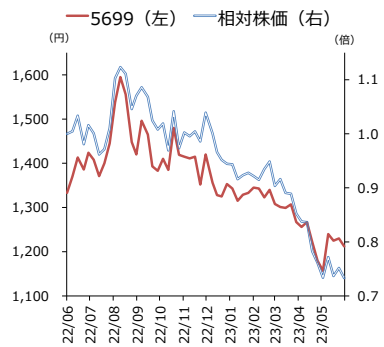
	2023/6/30
株価 (円)	1,212
発行済株式数 (株)	3,427,200
時価総額 (百万円)	4,153

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	11.8	11.5	8.3
PBR (倍)	1.1	1.0	0.9
配当利回り (%)	1.9	1.9	1.9

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	3.9	-7.3	-6.8
対TOPIX (%)	-3.3	-18.9	-23.8

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2022/7/1

アップデート・レポート

2/22

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。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

◆ 兵庫県たつの市を拠点に展開する大手総合リサイクル企業

イボキン(以下、同社)は、兵庫県たつの市を拠点に展開する大手リサイクル企業である。

廃棄物処理は、大まかには(1)廃棄物を収集し、(2)リサイクルできるものとそうでないものに分別し、(3)リサイクルできる有価物は販売し、(4)リサイクルできないものは最終処分場で埋め立てるというプロセスに分解されるが、同社はこれらすべてのプロセスを事業領域としている。また廃棄物の収集のひとつの方法として、建築物の解体工事も行っている。

◆ リサイクル業界の質の向上を牽引してきたことが強み

同社は、早くからリサイクルの質に着目し、1999年には業界に先駆けてISO14001の認証を取得するなど、リサイクル業界の質の向上を牽引してきた。質の高さを武器に事業を拡大し、廃棄物処理の一連のプロセスをワンストップで提供できる体制を構築している。

◆ 3つの事業セグメントで構成

同社の事業は、解体工事を行う解体事業、リサイクルを行う環境事業、金属スクラップを処理する金属事業の3つの事業セグメントに区分される(図表1)。売上構成比では金属事業が過半を占めるが、市況の変動による業績の変動が大きい。需要拡大が期待される解体事業については、同社は成長事業と位置づけられているが、22/12期については大型案件の減少等により減収減益となった。

【図表1】事業別売上高・セグメント利益

(単位:百万円)

	売上高(連結)(外部顧客への売上高)											
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	前期比			売上構成比				
					20/12期	21/12期	22/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	
解体事業	1,743	1,383	1,891	1,293	-20.7%	36.7%	-31.6%	27.9%	25.4%	22.4%	16.2%	
環境事業	1,534	1,425	1,794	1,725	-7.1%	25.9%	-3.8%	24.5%	26.1%	21.3%	21.7%	
金属事業	2,972	2,643	4,747	4,942	-11.1%	79.6%	4.1%	47.6%	48.5%	56.3%	62.1%	
合計	6,250	5,453	8,433	7,961	-12.8%	54.7%	-5.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

	営業利益(連結)											
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	前期比			売上高営業利益率/セグメント利益率				
					20/12期	21/12期	22/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	
解体事業	133	252	325	72	89.0%	29.0%	-77.8%	7.7%	18.3%	17.2%	5.6%	
環境事業	113	47	217	146	-58.1%	360.3%	-33.0%	7.4%	3.3%	12.1%	8.5%	
金属事業	58	27	243	268	-52.8%	786.4%	10.3%	2.0%	1.0%	5.1%	5.4%	
調整額(全社費用)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
合計	304	327	786	486	7.4%	140.3%	-38.2%	4.9%	6.0%	9.3%	6.1%	

(注) 1. 22/12期より「収益認識に関する会計基準」を適用。22/12期の前期比は21/12期の適用前の金額との比較
2. セグメント利益率は、「セグメント利益÷内部取引調整前売上高」で算出

> ビジネスモデル

◆ 循環社会の「静脈フロー」のプロセスを総合的にカバー

各種資源から工業製品を製造する流れである「動脈フロー」に対し、使い終わっていったん役目を終えた工業製品を再生資源として再利用できるようにするリサイクルの流れを「静脈フロー」と呼ぶ。いわゆる循環型社会は「動脈フロー」と「静脈フロー」があって初めて形成されるが、同社はこの「静脈フロー」を総合的にカバーし、事業領域としている。

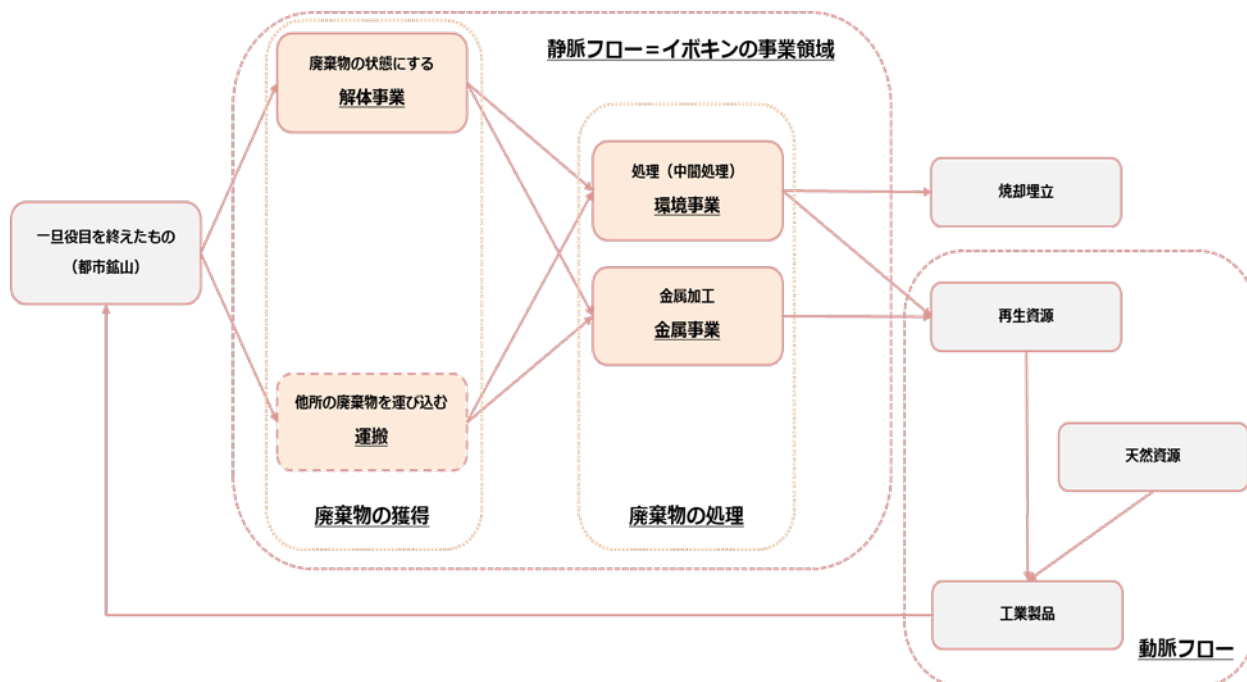
「静脈フロー」は、役目を終えた工業製品/廃棄物の「収集」プロセスと、収集した工業製品/廃棄物の「処理」プロセスに分けることができる(図表2)。

役目を終えた工業製品/廃棄物を収集する手段として、(1) 他所で発生して廃棄物の状態になったものを自社の処理施設に運び込む、(2) 自社で廃棄物の状態にするという2つがあるが、建築物等を対象に自社で廃棄物の状態にするのが解体事業である。

(1) または(2)で収集された廃棄物は、鉄や非鉄等の金属類は金属事業に、いわゆる産業廃棄物は環境事業に送られて「処理」プロセスに進む。

なお、自社の施設に廃棄物を運び込む、または処理済みのものを運び出す必要があるため、自社運送部門を有している。

【 図表 2 】 事業フロー



(出所) イボキン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 解体事業

解体事業は、顧客企業または排出事業者から建築構造物、プラント、機械設備の解体、撤去を請け負う事業である。解体工事によって発生した廃棄物は、同社の金属事業または環境事業か、包括業務提携先を始めとする外部の産業廃棄物処理事業者に送られる。

同社は解体工事業における「特定建設業」^{注1}の許可を取得しているため、元請として大型解体案件を受注することができる。また、大型解体案件の現場には一級国家資格を保有する監理技術者を常駐させることが義務づけられているが、22年12月末時点で8名の一級施工管理技士が在籍している。

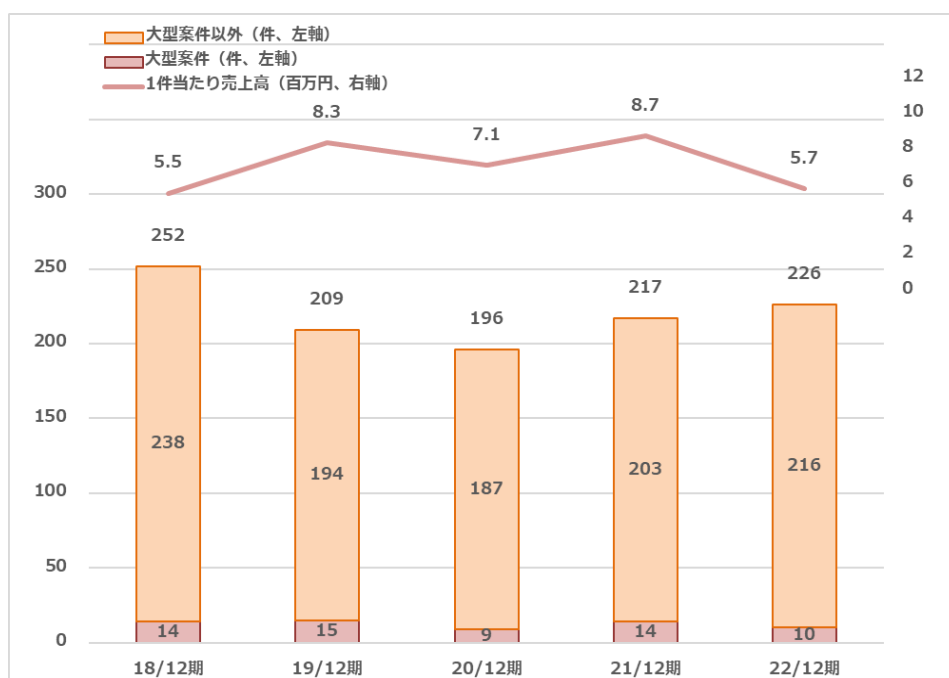
17年4月に完全子会社化した国徳工業(大阪府堺市)は、種子島ロケット発射台の解体工事のほか、発電設備や石油・化学プラント等の解体工事でも多くの実績を有しており、特殊で複雑な解体工事でも受注可能である。

同社では解体事業を成長事業と位置づけていることから、解体工事案件の施工体制の強化を進めている。しかし、案件の種類が多様であることもあり、大型案件の多寡で1件当たりの解体工事の規模が変動する状況が続いている(図表3)。

注1) 特定建設業

16年の建設業法の改正によって「解体工事業」が業種区分として新設された。移行期を経て19年に完全許可制度となり、21年になり技術者制度が導入された。この一連の改正において、下請に対する発注金額が4,000万円以上の解体工事(大型案件)を行うには特定建設業許可を取得することが義務づけられるようになった。また、大型案件の現場には、一級国家資格を保有する監理技術者を常駐する必要がある。

【 図表 3 】 解体事業の解体工事施工件数及び 1 件当たり売上高の推移



(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 環境事業

環境事業は、産業廃棄物収集運搬、中間処理、再生資源販売から構成される事業である。収集されたもの(インプット)を自社施設で処理・加工し、アウトプットとして適切に排出していくという事業フローとなるが、インプット、アウトプットともに、その形態によって会計上の取り扱いが異なってくる。

インプットには以下の2種類がある。

- (1) 廃棄物の中間処理受託によるインプット：売上高計上
- (2) 同社の仕入として扱われるインプット：原価計上

廃棄物処理受託で運び込まれるものは、工場や倉庫から排出される産業廃棄物や、建設工事現場で発生する建設系産業廃棄物が中心であり、同社が処理料金を受領する。

一部の廃棄物については、同社の仕入として代金を支払って買い取る形態をとるものがある。金属類を多く含む自動販売機、ATM等の電子機器、厨房用大型冷蔵・冷凍設備や空調装置がそれに該当する。

インプットされたものは同社の施設で選別、分解、破碎、圧縮等の中間処理を行う。

中間処理を行った後に生じたアウトプットには以下の2種類がある。

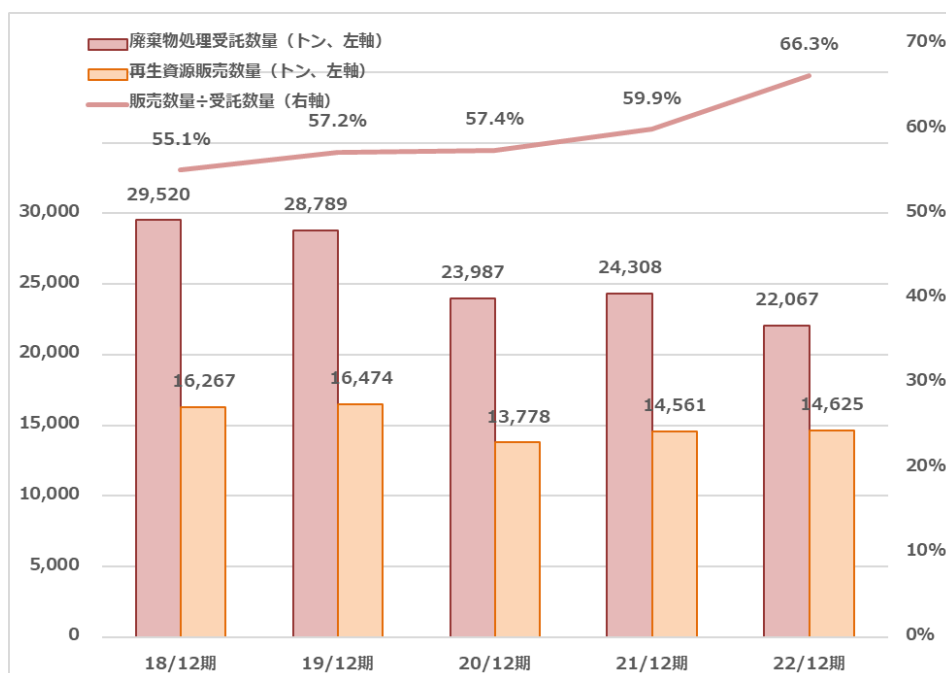
- (1) 金属、プラスチック、木材等の再生資源として販売可能なアウトプット：売上高計上
- (2) 再生資源として販売できずに最終処分を依頼するアウトプット：原価計上

再生資源として販売した場合は、販売金額が同社の売上高となる。販売できないものについては、外部事業者へ焼却や埋立といった最終処理を委託することになり、同社が費用負担することになる。

なお、再生資源として販売できないプラスチックや木屑の一部には、石炭の代わりに燃やす石炭代替燃料としてセメント製造会社や製紙会社に安価で引き取ってもらえるものがある。それらは最終処理を委託するのに比べ、処理費用が大きく抑えられる。従って、中間処理事業者としては、インプットに対する再生資源の割合と、販売できないものに占める石炭代替燃料の割合が、環境事業の利益率を左右することになる。

21/12期と22/12期の処理受託数量はそれぞれ24,308トン、22,067トン、販売数量はそれぞれ14,561トン、14,625トン、販売数量を処理受託数量で除した割合はそれぞれ59.9%、66.3%となった(図表4)。

【 図表 4 】 環境事業の処理受託及び販売の数量の推移



(出所) イボキン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 金属事業

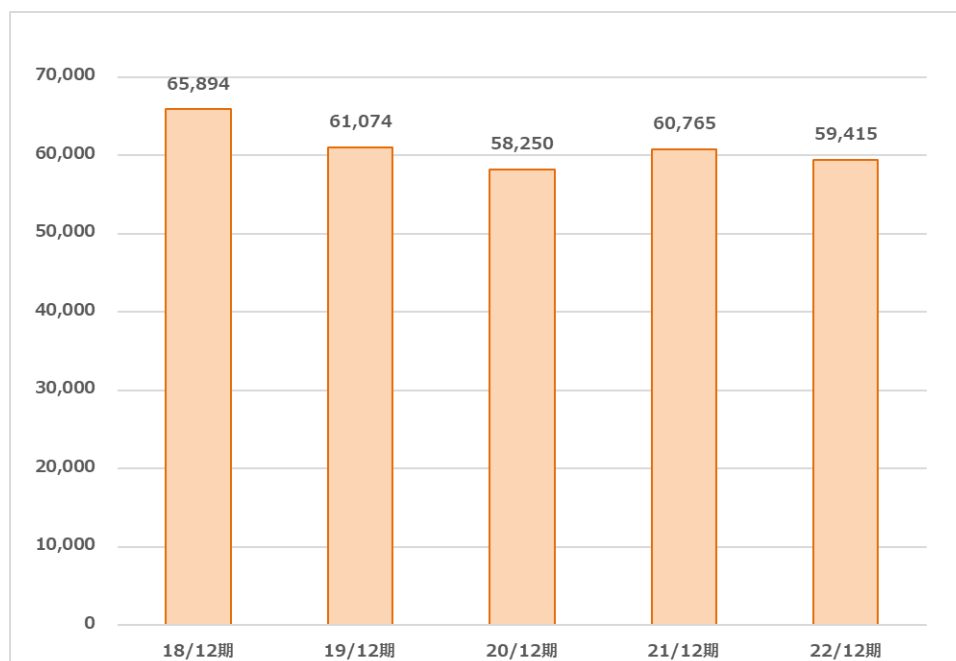
金属事業は同社の創業来の事業であり、鉄や非鉄等の金属類のみを集荷して加工し、金属系再生資源として主に製鋼メーカー等に販売している。使用済み自動車を解体して再生資源とすることも行っている。

金属スクラップをその発生元から仕入れ、加工後に製鋼メーカーに販売するが、リサイクル率はほぼ 100%を実現している。販売高が売上高、仕入高が原価となるが、販売単価、仕入単価とも市況に連動する。そのため、市況変動のリスクを最小化するため、仕入から販売までの時間を短縮することが重要となる。

取扱高は 20/12 期まで減少を続け、21/12 期は 60,765 トンといった増加に転じたものの、22/12 期は 59,415 トンとなり、ほぼ横ばいで推移している (図表 5)。

【 図表 5 】 金属事業の取扱高の推移

(単位:トン)



(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ リサイクルの質への着目

3事業合わせて同社の顧客企業は約1,000社にのぼる。その中でも、廃棄物の排出元となる顧客企業は、廃棄物を適切に処理する最終責任を負うため、コンプライアンス意識の高い企業は、廃棄物を適切に処理してくれる廃棄物処理業者を求める傾向が強い。

リサイクル事業を行うのに必要な許認可を取得するのは当然だが、同社は1990年代の早い段階からリサイクルの質に着目し、99年にはISO14001の認証を取得した。この取得は業界の中で相当に早いとされ、リサイクルの質の高さを武器に顧客企業から業者指定を獲得するなど、同社の競争力の源泉としてきた。その結果、11年には兵庫県から産業廃棄物収集運搬業、特別管理産業廃棄物収集運搬業、産業廃棄物処理業許可証に対して「優良認定」を取得するなど、外部から高い評価を得てきた。

◆ 施設

同社は、兵庫県たつの市を中心にリサイクルのための施設を保有している(図表6)。環境事業のうちの本社工場と阪神事業所ではリサイクルのための作業を、金属事業の龍野工場には金属加工のための作業を行うための設備が整えられている。解体事業を行う本社工場と子会社の国徳工業には、解体のための重機が置かれている。

またこれらとは別に、営業拠点として東京支店と福島支店も設けられている。福島支店は20年10月に開設され、北関東地方や東北地方での解体事業の案件獲得を主な目的としている。

【 図表 6 】 イボキンの施設

施設	所在地	事業			内容	開設
		解体	環境	金属		
本社工場	兵庫県たつの市	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> 元々は金属事業の施設 環境事業の拡大に伴い、龍野工場開設の時点で環境事業の施設として集約 近隣にPMR工場もある(本社工場の一部の扱い) 	84年8月 (法人化)
龍野工場	兵庫県たつの市			✓	<ul style="list-style-type: none"> スクラップ専門工場 	02年10月
阪神事業所	兵庫県尼崎市		✓		<ul style="list-style-type: none"> 兵庫県東部への進出のための拠点として開設 	12年12月
最終処分場	兵庫県たつの市		✓		<ul style="list-style-type: none"> 埋立に使用 	94年10月
国徳工業	大阪府堺市	✓			<ul style="list-style-type: none"> 子会社化により取得 専門的な解体工事を得意とする 	17年4月 (子会社化)

(出所) イボキン有価証券報告書、アニュアルレポート、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 7 社包括業務提携

15年6月に、スズトクホールディングス(現在はタケエイとの共同持株会社であるTREホールディングス(9247東証プライム)傘下のリバーホールディングス)、エンビプロ・ホールディングス(5698東証プライム)、やまたけ(東京都足立区)、中特ホールディングス(山口県周南市)、マテック(北海道帯広市)、青南商事(青森県弘前市)と包括業務提携を締結した(図表7)。提携は多くの領域に及ぶが、同社の解体事業にとっては重要な提携となった。

同社は解体事業を成長事業と位置づけているが、法規制の関係で、遠方の案件で解体後の廃棄物を自社施設に運び込むことができず、事実上、地元密着の案件しか取り扱えない状況にあった。他の6社は解体事業を有しておらず、この包括業務提携により、解体によって排出された産業廃棄物は提携先に持ち込んで処理をするという協業が可能となり、地元以外の全国の解体案件を受注、施工できるようになった。

なお、リバーホールディングスとは、19年9月に資本業務提携した。

【 図表 7 】 包括業務提携の提携先

	業務提携先	本社所在地	事業内容
1	リバーホールディングス	東京都千代田区	・リサイクル・廃棄物処理とその関連事業
2	エンビプロ・ホールディングス	静岡県富士宮市	・資源リサイクル
3	やまたけ	東京都足立区	・鉄、非鉄スクラップ加工処理 ・産業廃棄物中間処理、収集運搬、自動車、家電リサイクル
4	中特ホールディングス	山口県周南市	・廃棄物処理・リサイクル事業
5	マテック	北海道帯広市	・鉄、非鉄スクラップ、紙の収集運搬、加工、リサイクル等
6	青南商事	青森県弘前市	・リサイクル全般

(出所) イボキンプレスリリース、各社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの評価

◆ 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 8 のようにまとめられる。

最近の新型コロナウイルス禍の状況を考慮し、脅威の項目から「新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による先行きの不透明さ」を削除した。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・産業廃棄物処理をワンストップサービスとして提供できる体制 <ul style="list-style-type: none"> - 解体事業を有する体制（子会社の国徳工業の存在を含む） - 環境事業、金属事業におけるリサイクルに関する施設・設備 ・リサイクルの質へのこだわり <ul style="list-style-type: none"> - コンプライアンス体制 - 産業廃棄物処分業と収集運搬許可における優良認定の取得 - 全事業所でのISO14001の認証取得 ・顧客企業からの評価 <ul style="list-style-type: none"> - 業者指定を受けた実績 ・7社包括業務提携によるリサイクルネットワークへの参画 ・財務面での安全性の高さ ・先代による創業以来47年間リサイクルの事業に携わってきた実績
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・廃棄物処理の業界というネガティブに捉えられがちなイメージ ・廃棄物処理・リサイクルの市場規模が今後拡大しづらい状況 ・金属事業において市況の変動による影響を大きく受ける状況
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・解体事業における解体工事の需要拡大 ・廃棄物処理に関する顧客企業のコンプライアンス意識の高まり <ul style="list-style-type: none"> - 質を重視した産業廃棄物処理委託先の選別 ・7社包括業務提携の更なる活用 ・自社施設の新設または更新による能力増強 ・新たなリサイクル技術の普及やリサイクル対象品目の増加の可能性 ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・金属事業、環境事業における資源価格、処理費用の急激な変動 ・法規制の変更の可能性（産業廃棄物業者の許可、環境規制、リサイクル関連規制等） ・中国の政策変更によって影響を受ける可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 過去、廃プラスチックの輸入全面禁止の前例あり ・人材の確保が思うように進まない可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 特に解体事業の人材 ・自社施設での事故発生の可能性 兵庫県たつの市での大規模災害の可能性 ・新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による先行きの不透明さ（削除）

(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、リサイクル事業に関する知見の蓄積にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 9 に示した。

同社の知的資本の源泉は、目立たないが、組織資本の知的財産または

ノウハウに属する「創業来のリサイクル事業に関する知見の蓄積」にある。同社は産業廃棄物処理に本格的に参入するにあたって、リサイクルの質を重視した。それまでの知見の蓄積から、質を重視する方針にいち早く舵を切ることができたものと考えられる。

リサイクルの質の重要性に気づいた同社は、業界に先駆けてISO14001の認証を取得した。質を向上することは、従業員の意識変革を伴う時間を要する作業でもあるため、見えにくい参入障壁とも言える。質の面での先行優位性を明確にしたことが、その後の成長につながっていったと考えられる。なお、現代表取締役社長が入社したのも、認証取得の1年前であり、リサイクルの質の重視は現在の経営にも引き継がれ定着している。

産業廃棄物処理の事業は装置産業であるため、一定以上の処理量を確保しないと収益性が向上しない。同社はリサイクルの質における先行優位性を活かし、関係資本の顧客に属する「顧客の蓄積」と、組織資本の「プロセス」に属する各事業の体制強化を続けて事業を拡大するとともに、更なる知見の蓄積につなげていった。

【 図表 9 】 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	顧客の蓄積	・クライアント数 (3事業合計) 約1,000社 ・再生資源の販売先 (環境事業、金属事業) 開示なし ・環境事業の受託元 開示なし ・売上構成比10%を超える顧客 ナベシヨー (売上構成比24.3%)	約1,000社 開示なし 開示なし ナベシヨー (売上構成比24.3%)	----- ----- ----- ナベシヨー (売上構成比27.2%)	
		・解体事業の案件実績	・解体事業の解体工事件数 21/12期217件 ・解体事業の受注金額 1,779百万円	21/12期217件 1,779百万円	22/12期226件 1,201百万円	
		ブランド	・公的なお墨付き	・優良産廃処理業者としての認定	兵庫県以下に対して認定 (11年12月) 「産業廃棄物収集運搬業」 「特別管理産業廃棄物収集運搬業」 「産業廃棄物処理業許可証」	-----
			・顧客からの評価	・業者指定	日本製鋼所製鉄所より直納業者指定 (03年8月) 一般社団法人日本マリン事業協会より FRP船リサイクルシステム処理業者指定 (06年11月)	----- -----
	ネットワーク	・協力会社 (業務委託先)	・解体事業における協力会社	社数の開示なし	-----	
		・同業他社との包括業務提携	・業務提携先	リバーホールディングス エンビプロホールディングス やまたけ 中特ホールディングス マテック 青南商事	-----	
	組織資本	・解体事業における解体工事の施工	・解体工事件数 217件	217件	226件	
			・解体工事のうち大型工事の件数 14件	14件	10件	
			・解体事業の従業員数 連結37名 単体20名	連結37名 単体20名	連結35名 単体20名	
			・解体事業の拠点 本社工場 国徳工業 (子会社)	本社工場 国徳工業 (子会社)	-----	
・環境事業におけるリサイクル処理		・環境事業の従業員数 連結、単体とも47名	連結、単体とも47名	連結、単体とも49名		
		・廃棄物処理受託数量 24,308トン	24,308トン	22,067トン		
		・再生資源販売数量 14,561トン	14,561トン	14,625トン		
・金属事業におけるリサイクル処理		・金属事業の従業員数 連結、単体とも27名	連結、単体とも27名	-----		
		・取扱高 60,765トン	60,765トン	59,415トン		
・リサイクル処理を行う施設		・環境事業の施設 本社工場 阪神事業所 最終処分場	本社工場 阪神事業所 最終処分場	-----		
	・金属事業の施設 龍野工場	龍野工場	-----			
	・コンプライアンス体制	・ISO14001の認証 99年12月に取得	99年12月に取得	-----		
		・「会社憲法」の存在 特になし	特になし	-----		
知的財産 ノウハウ	・創業からのリサイクル事業に関する知見の蓄積	・優良産廃処理業者としての認定 兵庫県より11年12月に認定	兵庫県より11年12月に認定	-----		
		・創業からの年数 1973年の先代の個人事業創業から48年経過	1973年の先代の個人事業創業から48年経過	1973年の先代の個人事業創業から49年経過		
		・法人化してからの年数 1984年8月の法人化から37年経過	1984年8月の法人化から37年経過	1984年8月の法人化から38年経過		
		・ISO14001の認証取得からの年数 99年12月取得から22年経過	99年12月取得から22年経過	99年12月取得から23年経過		
人的資本	現代取締役社長の存在	・入社からの年数 98年6月の入社から23年経過 (21年12月時点)	98年6月の入社から23年経過 (21年12月時点)	98年6月の入社から24年経過 (22年12月時点)		
		・代表取締役社長就任からの年数 07年10月の就任から14年経過 (21年12月時点)	07年10月の就任から14年経過 (21年12月時点)	07年10月の就任から15年経過 (22年12月時点)		
		・代表取締役社長による保有 280千株 (8.26%)	280千株 (8.26%) 資産管理会社の持分1,280千株を含めると 1,560千株 (46.01%)	364千株 (10.87%) 資産管理会社の持分1,280千株を含めると 1,644千株 (49.10%)		
	・インセンティブ	・代表取締役社長以外の創業家メンバーの持株数 196千株 (5.78%)	196千株 (5.78%)	82千株 (2.45%)		
		・代表取締役以外の取締役の持株数 (監査役は除く) 76千株 (2.21%)	76千株 (2.21%)	-----		
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査役は除く 79百万円 (3名)	79百万円 (3名)	86百万円 (3名)		
		・従業員数 連結149名 単体132名	連結149名 単体132名	連結149名 単体134名		
	企業風土	・平均年齢 40.3歳 (単体)	40.3歳 (単体)	40.7歳 (単体)		
		・平均勤続年数 6.1年 (単体)	6.1年 (単体)	7.0年 (単体)		
		・従業員持株会 あり 2.79%の保有	あり 2.79%の保有	あり 2.86%の保有		
・インセンティブ	・ストックオプション なし	なし	-----			

(注) 1. KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は21/12期または21/12期末、今回は22/12期または22/12期末のもの
2. 前回と変更ないものは-----と表示

(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、ウェブサイト、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 22年12月期は「収益認識に関する会計基準」適用、資源相場変動、大型解体工事減少等により大幅減益**

22/12期業績は、売上高7,961百万円(前期比5.6%減)、営業利益486百万円(同38.2%減)、経常利益525百万円(同35.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益346百万円(同32.0%減)となった。

同社は22/12期から「収益認識に関する会計基準」(以下、新収益認識基準)を適用したが、前期比は新収益認識基準適用前の21/12期の数値との比較となる(以下、同じ)。なお、新収益認識基準を適用しなかった場合の22/12期売上高は9,015百万円(前期比6.9%増)であったことから、新収益認識基準の適用により売上高が1,054百万円押し下げられたことになる。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は111.6%、営業利益は91.3%、経常利益は97.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は98.7%であった。

22/12期は、新収益認識基準の適用、資源相場の変動、解体事業での大型解体工事の減少と一部低採算案件の発生といった複数の要因が重なり、大幅な減益となった。

解体事業は前期比31.6%減収、同77.8%減益となった。解体工事の件数は同4.1%増の226件となったが、大型案件が前期の14件に対して10件に留まったために1件当たり売上高は同34.5%減となり、これが減収要因となった。さらに、新たなタイプの解体案件に参入するために利幅をおさえて受注した案件があったことや、案件の進捗の関係で間接費の配分が多くなり利益が低下した案件が発生したことにより、セグメント利益率は同11.6%ポイント低下の5.6%となった。

環境事業は前期比3.8%減収、同33.0%減益となり、セグメント利益率は同3.6%ポイント低下の8.5%となった。半導体不足等の外部環境により、生産活動由来の廃棄物の発生が減少したこと、再生資源相場が上期中に急落したこと、新収益認識基準の適用の影響を受けたことで減収減益となった。

金属事業は前期比4.1%増収、同10.3%増益となり、セグメント利益率は同0.3%ポイント上昇の5.4%となった。スクラップの取扱高は同2.2%減となったが、22/12期前半の国内の鉄スクラップ価格の上昇によって、新収益認識基準の適用の影響をカバーし、トン当たり売上高が同6.5%増となったことで、増収を確保した。さらに、スクラップ工程での処理能力向上により収益性が改善したことも増益に貢献した。

これらの結果、22/12期の売上高営業利益率は前期比3.2%ポイント低下の6.1%となり、期初計画より1.4%ポイント下回った。

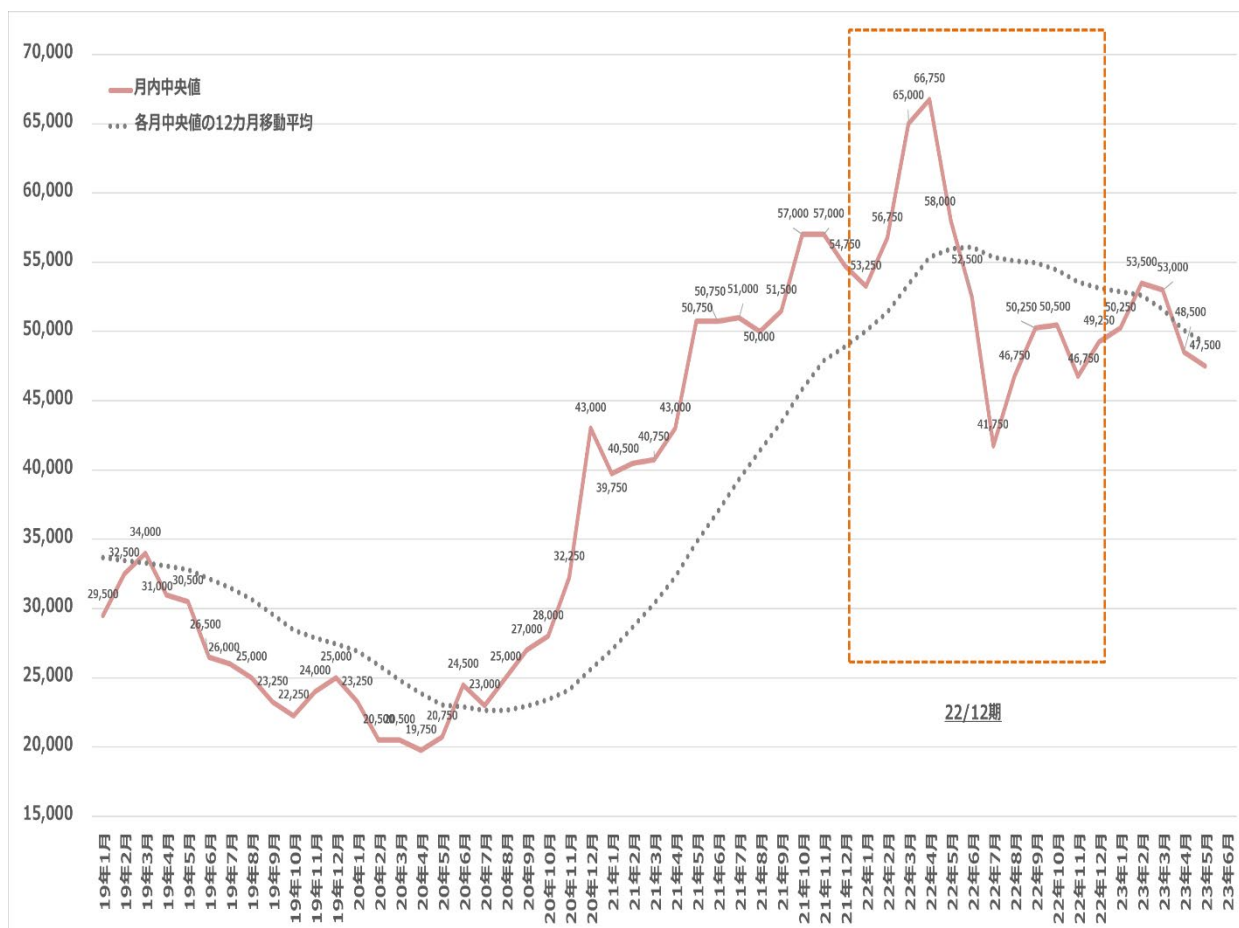
> 期中の変化

◆ 鉄スクラップ価格の推移

金属事業は販売単価も仕入単価も市況の影響を即時に受ける。同社の業績に最も大きく影響する鉄スクラップ市況は、22年2月に起きたロシアによるウクライナ侵攻の影響で国際的に価格が上昇し、輸出価格に引っ張られる形で急騰した。一方で、国内の需要そのものが強いわけではなく、半導体不足による生産活動の停滞等も影響して年央にかけて市況は急落した。12カ月移動平均で見ると、22年半ばまで上昇してきたが、以降は緩やかに低下が続いている(図表10)。

【図表10】鉄スクラップ価格の推移(関西地区)

(単位:円/トン)



(注) 各月の価格は、当該月の高値と安値の単純平均値とした

(出所) 一般社団法人日本鉄リサイクル工業会ウェブサイト価格推移表より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ 23年12月期会社計画

23/12期について、同社は、売上高7,664百万円(前期比3.7%減)、営業利益529百万円(同8.9%増)、経常利益544百万円(同3.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益349百万円(同0.7%増)と計画している(図表11)。

セグメント別売上高の開示はないが、鉄スクラップ等の相場については、急激な変動がないことを前提として前期より相場水準を低めに見ていることと、解体事業において大規模な工事案件を想定していないことから、小幅減収の計画となっている。利益面では、解体事業において前期にあったような低採算案件がなくなることで利益率の改善を見込み、売上高営業利益率は前期比0.8%ポイント上昇の6.9%を計画している。

23/12期の1株当たり配当金は22/12期と同額の22.5円を予定し、配当性向は22/12期の21.9%より0.5%ポイント低い21.4%を見込んでいる。

【図表11】イボキンの23年12月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後		
	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	
	実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高(外部顧客への売上高)	6,465	6,250	5,453	8,433	7,961	7,664	-3.7%
解体事業	1,380	1,743	1,383	1,891	1,293	-	-
売上構成比	21.4%	27.9%	25.4%	22.4%	16.2%	-	-
環境事業	1,520	1,534	1,425	1,794	1,725	-	-
売上構成比	23.5%	24.5%	26.1%	21.3%	21.7%	-	-
金属事業	3,564	2,972	2,643	4,747	4,942	-	-
売上構成比	55.1%	47.6%	48.5%	56.3%	62.1%	-	-
売上総利益	1,009	1,137	1,117	1,598	1,351	-	-
売上総利益率	15.6%	18.2%	20.5%	19.0%	17.0%	-	-
営業利益	280	304	327	786	486	529	8.9%
売上高営業利益率	4.3%	4.9%	6.0%	9.3%	6.1%	6.9%	-
解体事業	140	133	252	325	72	-	-
セグメント利益率	10.2%	7.7%	18.3%	17.2%	5.6%	-	-
環境事業	42	113	47	217	146	-	-
セグメント利益率	2.8%	7.4%	3.3%	12.1%	8.5%	-	-
金属事業	97	58	27	243	268	-	-
セグメント利益率	2.7%	2.0%	1.0%	5.1%	5.4%	-	-
経常利益	317	350	408	809	525	544	3.6%
売上高経常利益率	4.9%	5.6%	7.5%	9.6%	6.6%	7.1%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	223	281	286	509	346	349	0.7%
売上高当期純利益率	3.5%	4.5%	5.3%	6.0%	4.4%	4.6%	-

(注) 22/12期より「収益認識に関する会計基準」適用

(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 23年12月期第1四半期

23/12 期第1 四半期は、売上高 1,760 百万円（前年同期比 22.3%減）、営業利益 120 百万円（同 32.1%減）、経常利益 122 百万円（同 38.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 79 百万円（同 33.6%減）であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 23.0%、営業利益が 22.9%である。

解体事業は前年同期比 32.3%減収、同 91.5%減益となった。解体工事の件数は同 4.0%増の 52 件となったが、大型案件が減少して大幅減収となった。セグメント利益率は同 6.9%ポイント低下の 1.0%となった。

環境事業は前年同期比 15.4%増収、同 51.9%増益となり、セグメント利益率は同 4.3%ポイント上昇の 18.0%となった。廃棄物処理受託数量は同 0.6%増、再生資源販売数量は同 22.7%増となった。

金属事業は前年同期比 29.8%減収、同 61.4%減益となった。スクラップの取扱量は同 16.8%減となり、価格も市況が上昇した前年同期に比べて低い水準にあり、減収となった。

これらの結果、23/12 期第1 四半期の売上高営業利益率は 6.9%となり、前年同期比 1.0%ポイントの低下となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年12月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/12 期業績を踏まえ、23/12 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、23/12 期業績について、売上高 7,674 百万円（前期比 3.6%減）、営業利益 540 百万円（同 11.2%増）、経常利益 549 百万円（同 4.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 353 百万円（同 1.9%増）と会社計画に近い水準を予想した（図表 12）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 解体事業の売上高は、解体工事の施工件数と施工件数 1 件当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。23/12 期の施工件数は 240 件（前期は 226 件）、完工 1 件当たり売上高は 5,500 千円（同 5,722 千円）とし、同事業は前期比 2.1%増収と予想した。大型案件の寄与は想定せず、施工件数の増加を増収要因とした。
- (2) 環境事業の売上高は、産業廃棄物受託数量と受託数量 1 トン

当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した(再生資源販売による売上高は1トン当たり売上高の計算に含まれるようにしている)。23/12期の受託数量を前期比4.2%増の23,000トン、新収益認識基準適用による影響を考慮して1トン当たり売上高を前期とほぼ横ばいの78,000円とし、同事業は前期比3.9%増収と予想した。

- (3) 金属事業の売上高は、取扱高と取扱高1トン当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。23/12期の取扱高は60,000トン(前期は59,415トン)、1トン当たり売上高は78,000円(同78,214円)とし、同事業は前期比7.7%減収と予想した。需給状況の予想が難しいため、取扱高と取扱高1トン当たり売上高とも前期とほぼ同じ水準とした。
- (4) 売上総利益率は、前期比1.6%ポイント上昇の18.6%とした。また、人員増等を想定して販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同2.5%増、売上高販管費率は同0.7%ポイント上昇の11.6%とした。これらの結果、23/12期の売上高営業利益率は同0.9%ポイント上昇の7.0%になるものと予想した(会社計画は6.9%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年12月期以降

24/12期以降について、24/12期は前期比16.8%増収、25/12期は同10.6%増収と予想した。3事業とも増収の想定だが、特に解体事業の増収が牽引するものとした。売上総利益率は23/12期から横ばいで推移し、売上高販管費率は24/12期は同1.4%ポイント、25/12期は同0.7%ポイント低下するものとした。これらの結果、売上高営業利益率は24/12期8.4%、25/12期9.1%と徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 12 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期 CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
損益計算書										
売上高	6,250	5,453	8,433	7,961	7,664	7,674	8,447	8,963	9,403	9,914
前期比	-3.3%	-12.8%	54.7%	-5.6%	-3.7%	-3.6%	15.1%	16.8%	11.3%	10.6%
事業別										
解体事業	1,743	1,383	1,891	1,293	-	1,320	1,920	1,687	2,240	2,100
前期比	26.3%	-20.7%	36.7%	-31.6%	-	2.1%	20.0%	27.8%	16.7%	24.4%
構成比	27.9%	25.4%	22.4%	16.2%	-	17.2%	22.7%	18.8%	23.8%	21.2%
環境事業	1,534	1,425	1,794	1,725	-	1,794	1,742	2,184	1,943	2,418
前期比	0.9%	-7.1%	25.9%	-3.8%	-	3.9%	13.0%	21.7%	11.5%	10.7%
構成比	24.5%	26.1%	21.3%	21.7%	-	23.4%	20.6%	24.4%	20.7%	24.4%
金属事業	2,972	2,643	4,747	4,942	-	4,560	4,785	5,092	5,220	5,396
前期比	-16.6%	-11.1%	79.6%	4.1%	-	-7.7%	13.9%	11.7%	9.1%	6.0%
構成比	47.6%	48.5%	56.3%	62.1%	-	59.4%	56.6%	56.8%	55.5%	54.4%
売上総利益	1,137	1,117	1,598	1,351	-	1,427	1,571	1,667	1,748	1,844
前期比	12.7%	-1.7%	43.0%	-15.5%	-	5.7%	15.1%	16.8%	11.3%	10.6%
売上総利益率	18.2%	20.5%	19.0%	17.0%	-	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
販売費及び一般管理費	832	790	811	864	-	886	884	912	933	938
売上高販管費率	13.3%	14.5%	9.6%	10.9%	-	11.6%	10.5%	10.2%	9.9%	9.5%
営業利益	304	327	786	486	529	540	686	755	815	905
前期比	8.6%	7.4%	140.3%	-38.2%	8.9%	11.2%	30.1%	39.6%	18.9%	20.0%
売上高営業利益率	4.9%	6.0%	9.3%	6.1%	6.9%	7.0%	8.1%	8.4%	8.7%	9.1%
事業別										
解体事業	133	252	325	72	-	92	259	135	302	189
前期比	-5.0%	89.0%	29.0%	-77.8%	-	27.7%	20.0%	46.1%	16.7%	40.0%
セグメント利益率	7.7%	18.3%	17.2%	5.6%	-	7.0%	13.5%	8.0%	13.5%	9.0%
環境事業	113	47	217	146	-	179	209	240	233	290
前期比	165.4%	-58.1%	360.3%	-33.0%	-	22.8%	13.0%	33.9%	11.5%	20.8%
セグメント利益率	7.4%	3.3%	12.1%	8.5%	-	10.0%	12.0%	11.0%	12.0%	12.0%
金属事業	58	27	243	268	-	269	218	379	280	426
前期比	-40.3%	-52.8%	786.4%	10.3%	-	0.4%	72.1%	41.2%	28.5%	12.4%
セグメント利益率	2.0%	1.0%	5.1%	5.4%	-	5.9%	4.6%	7.5%	5.4%	7.9%
経常利益	350	408	809	525	544	549	694	764	824	915
前期比	10.6%	16.5%	98.2%	-35.1%	3.6%	4.6%	25.4%	39.0%	18.7%	19.8%
売上高経常利益率	5.6%	7.5%	9.6%	6.6%	7.1%	7.2%	8.2%	8.5%	8.8%	9.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	281	286	509	346	349	353	444	490	527	587
前期比	26.1%	1.7%	77.9%	-32.0%	0.7%	1.9%	25.4%	39.0%	18.7%	19.8%
売上高当期純利益率	4.5%	5.3%	6.0%	4.4%	4.6%	4.6%	5.3%	5.5%	5.6%	5.9%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/12期より新収益認識基準適用。22/12期の前期比は新基準適用前の21/12期実績値との比較

(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期 CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
貸借対照表										
現金及び預金	1,226	1,528	1,971	1,890	-	1,587	1,711	1,871	2,077	2,293
受取手形及び売掛金 (21/12期まで)	509	607	745	-	-	-	-	-	-	-
受取手形、売掛金及び契約資産 (22/12期以降)	-	-	-	818	-	790	1,182	923	1,316	1,021
完成工事未収入金 (21/12期まで)	174	47	104	-	-	-	-	-	-	-
たな卸資産	62	107	129	116	-	115	130	138	145	153
未成工事支出金	70	384	180	26	-	39	192	50	224	63
その他	72	49	37	58	-	58	37	58	37	58
流動資産	2,117	2,724	3,169	2,910	-	2,591	3,255	3,042	3,801	3,589
有形固定資産	1,891	2,004	1,944	1,881	-	2,266	2,030	2,304	2,021	2,332
無形固定資産	16	28	47	37	-	37	47	37	47	37
投資その他の資産	575	414	600	493	-	493	600	493	600	493
固定資産	2,482	2,447	2,592	2,412	-	2,797	2,677	2,835	2,669	2,863
資産合計	4,599	5,172	5,761	5,322	-	5,388	5,933	5,877	6,470	6,453
買掛金	201	269	353	335	-	322	354	376	394	416
工事未払金	79	129	93	56	-	58	96	74	112	92
未払金	287	71	111	80	-	76	109	89	122	99
未払法人税等	94	64	229	70	-	78	200	109	237	131
契約負債 (22/12期以降)	-	-	-	31	-	33	109	42	127	52
短期借入金	-	200	100	100	-	100	0	100	0	100
1年内返済予定の長期借入金	157	153	229	167	-	21	21	8	8	4
その他	214	637	486	237	-	226	371	227	371	199
流動負債	1,034	1,525	1,605	1,079	-	917	1,263	1,028	1,375	1,095
長期借入金	385	232	102	34	-	13	13	4	4	0
その他	325	416	435	401	-	374	391	346	373	346
固定負債	711	648	538	435	-	387	404	351	378	346
純資産合計	2,854	2,998	3,618	3,806	-	4,083	4,265	4,498	4,717	5,010
(自己資本)	2,854	2,998	3,618	3,806	-	4,083	4,265	4,498	4,717	5,010
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	350	442	799	535	-	549	694	764	824	915
減価償却費	150	189	187	203	-	161	148	171	148	181
のれん償却費	2	2	2	0	-	0	0	0	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	-34	29	-195	227	-	27	-154	-132	-133	-97
たな卸資産の増減額 (-は増加)	160	-358	182	11	-	1	-17	-23	-14	-14
仕入債務の増減額 (-は減少)	-114	117	48	-48	-	-13	46	54	40	39
未払金の増減額 (-は減少)	198	-15	39	-31	-	-3	14	12	12	9
法人税等の支払額	-113	-150	-113	-373	-	-188	-209	-242	-259	-306
その他	-341	144	-156	-185	-	-9	2	14	2	16
営業活動によるキャッシュ・フロー	259	402	795	338	-	525	524	617	620	744
有形固定資産の取得による支出	-406	-300	-85	-159	-	-546	-130	-210	-130	-210
有形固定資産の売却による収入	4	11	2	9	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-1	-19	-20	-9	-	0	0	0	0	0
保険積立金の積立・払戻による収支	115	119	-7	20	-	0	0	0	0	0
その他	-182	-4	9	-61	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-471	-192	-100	-200	-	-546	-130	-210	-130	-210
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	200	-100	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-158	-157	-53	-129	-	-167	-67	-21	-21	-8
社債の発行・償還による収支	-50	-	-	-	-	0	0	0	0	0
株式の発行による収支	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の売却・取得による収支	-16	0	0	-59	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-46	-51	-50	-76	-	-76	-76	-76	-76	-76
リース債務の返済による支出	-16	-44	-37	-34	-	-37	-37	-27	-27	-27
その他	-33	143	-	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-321	90	-241	-300	-	-281	-181	-124	-124	-112
換算差額	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-533	299	453	-161	-	-302	213	283	365	421
現金及び現金同等物の期首残高	1,710	1,177	1,477	1,930	-	1,769	1,457	1,466	1,671	1,749
現金及び現金同等物の期末残高	1,177	1,477	1,930	1,769	-	1,466	1,671	1,749	2,036	2,171

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/12 期より新収益認識基準適用

(出所) イボキン有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 資源価格変動のリスク

金属事業の売上高は、鉄スクラップ価格を主とした市況に連動する販売価格の変動の影響を受ける。また、環境事業の売上高の一部を構成する再生資源販売の売上高も同様に市況の影響を受けやすい。そのため、価格変動で同社の業績は上にも下にも振れやすい。

◆ 人材獲得が思ったように進まない可能性について

解体事業において、大型案件を元請受注するためには、国家資格を持つ監理技術者が必要である。監理技術者を増員できるかどうか、同社の売上成長に影響する。人材獲得と育成が思ったように進まない場合、同社の中長期成長のスピードに影響が及ぶ可能性がある。

◆ 法的規制について

同社の事業は、多くの法律に基づいた規制を受けている。これら法的規制に対する違反が生じた場合には、許可が取り消されることもありうる。

◆ 施工現場での事故発生のリスク

解体工事の施工現場において、事故発生のリスクが残る。実際に事故が発生した場合は、人的、物的両面での直接的な損害に留まらず、信用低下を引き起こしかねない。

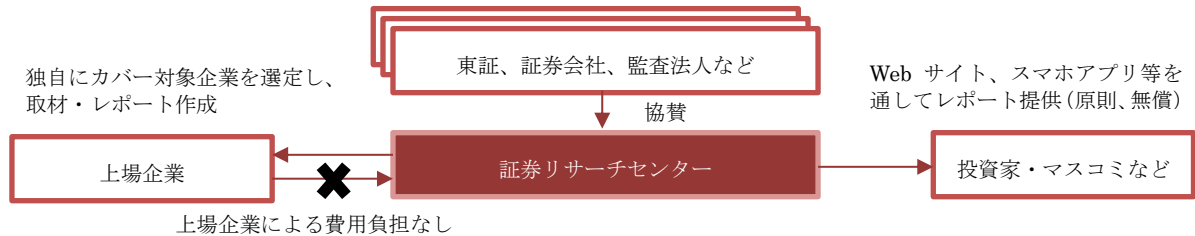
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を20年7月3日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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	S M B C 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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。