# エー・ディー・ワークス

3250 ジャスダック

Company Research and Analysis Report FISCO Ltd. http://www.fisco.co.jp

2013年11月20日(水)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート 執筆 客員アナリスト 佐藤 譲

## ■投資意欲の高まりで収益不動産事業が急拡大

個人富裕層向けを中心に、投資用一棟賃貸マンション等の収益不動産物件をリノベーション後、販売する収益不動産事業と、保有不動産の売却までの期間に得られる賃貸収入や販売後のプロパティ・マネジメント収入などで構成されるストック型フィービジネス事業が両輪。ライツ・オファリングにより調達した資金を活用し、積極的な事業展開を進めている。

10月31日付で発表された2014年3月期の第2四半期累計(4-9月期)売上高は前年同期比95.9%増の6,620百万円、経常利益は同291.1%増の400百万円と急拡大した。個人の不動産投資意欲の高まりを背景に、主力の収益不動産事業が前年同期比127.8%増収と急拡大したのが主因だ。2012年10月に実施したライツ・オファリングにより500百万円の資金を調達し、新規物件の仕入を順調に拡大してきたことも奏功した。

同社は事業拡大を加速するため、2013年11月に2回目のライツ・オファリングを実施すると発表。今回は約2,000百万円の資金調達を計画している。同調達資金を原資に2016年3月期までに総額9,200百万円の販売用収益不動産の取得を計画している。取得不動産全てを賃料収入で回したと仮定すると、金融費用を除いても525百万円のネット・キャッシュ・フローが得られる計算となる。

2014年3月期の第3四半期はライツ・オファリング発行費用159百万円が計上されるため、経常利益は一時的に落ち込む見通しではあるものの、好調な市場環境を背景に通期経常利益は会社計画の450百万円を上回る公算が大きい。

成長戦略としては、収益不動産事業の拡大に加えて、賃料収入やプロパティ・マネジメント収入などストック型フィービジネスの強化を進め、収益拡大と同時に経営基盤の安定化を進めていく方針だ。なお、同社は2014年3月末ごろに新たな3ヶ年中期経営計画を発表する予定としている。

## ■ Check Point

- 物件ありきではなく顧客ニーズを優先した販売
- 3Qで費用増を見込むも、通期ベースではなお増額余地
- 取扱不動産のラインナップ・エリア拡大で更なる事業拡大へ

#### 通 期 業 績 の 移 推 ■■ 売上高 → 経常利益 (百万円) (百万円) 12,000 1,000 10,700 900 10.159 9,853 10,000 9.328 800 700 8,000 600 6.285 526 6.104 6,000 500 450 361 400 290 4,000 300 200 2,000 51 100 n ٥ 09/3期 10/3期 11/3期 12/3期 13/3期 14/3期予



## ■事業概要

### 個人富裕層が手掛けやすい価格帯の物件を扱う

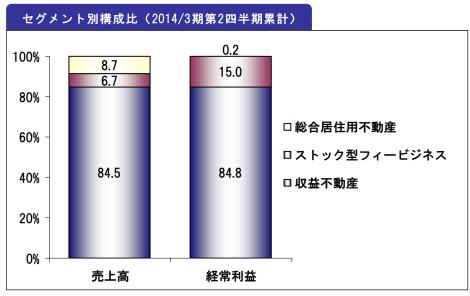
#### (1) 事業内容

同社の事業セグメントは収益不動産事業、ストック型フィービジネス、総合居住用不動産事業の3つのセグメントに区分されている。また、連結子会社としてプロパティ・マネジメント事業(以下PM事業)を行うエー・ディー・パートナーズ(以下ADパートナーズ)、新築戸建物件の販売を主に行うエー・ディー・エステート(以下ADエステート)がある。

収益不動産事業とは、中古賃貸マンションを仕入れ、リノベーション等のバリューアップを施してから販売する事業で、2014年3月期の第2四半期累計(4-9月期)の売上高構成比は84.5%、経常利益は84.8%を占め、同社の主力事業となっている。営業エリアは中古マンションの賃貸需要が旺盛な都心部が中心。顧客の8~9割は個人富裕層向けで、物件価格としては200~300百万円台の中古マンションを中心に仕入れ、同社がバリューアップを施した上で販売している。こうした価格帯の居住用物件は入居率が高く、家賃収入が安定しているほか、値下がりリスクも相対的に低いなど、個人富裕層が投資対象として手掛けるには手ごろで、ゆえに流動性も高くなっている。

ストック型フィービジネス事業とは、販売用不動産で売却するまでに得られる賃料収入を柱として、同社が保有・売却した物件に関するプロパティ・マネジメント収入(入退去手続、賃料徴収など管理受託フィー)、不動産鑑定、デューデリジェンス、相続対策まで含めたコンサルティング収入から構成されている。全体に占める構成比は売上高で6.7%、経常利益で15.0%となっている。なお、PM事業については2013年7月に子会社のADパートナーズに事業移管している。

総合居住用不動産事業は子会社のADエステートで行っている新築戸建の分譲 販売及び、中古戸建の仕入販売になるが、同事業に関しては競争が激しいこと から既に撤退を決めており、現在は残っている在庫の販売のみとなっている。



注)経常利益は全社共通費用控除前



エー・ディー・ワークス 2013年11月20日(水)

#### ■事業概要

### 物件ありきではなく顧客ニーズを優先した販売

#### (2) ビジネスモデルと特色

同社では自社のビジネスモデルをブルーオーシャン型と呼んでいる。その特色はa) バリューイノベーション、b) 少ない競合、c) 模倣困難性、に集約できる。

#### a) バリューイノベーション

バリューイノベーションとは従来とは異なる新たな価値の提供を意味する。 同社においては、顧客に対して同業他社とは異なった独自スタイルでのバ リュー提供を行っている。具体的には、物件ありきの販売ではなく、顧客ニー ズを優先した販売を行っている。また、物件の仕入から、リノベーション、管 理、相続相談に至るまですべてをワンストップで提供する体制を構築してお り、顧客とは一度だけの取引で終わるのではなく、長期的かつ継続的な関係の 維持に努めることで、生涯取引に繋げる取り組み(CRM戦略)に着手してい る。

### ワンストップソリューションズ



※会社説明会資料より引用

#### b) 少ない競合

競合に関しては、同社が営業展開している200~300百万円規模の投資用一棟賃貸マンション等の収益不動産物件は、効率面から大手業者がほとんど参入しておらず、また非上場の中小不動産業者においては、資金面からリノベーションなどのバリューアップを施して販売することは難しい状況下にある。また、リーマンショック以前には同社のように個人富裕層向けビジネスを展開していた業者もいたが、その多くは事業撤退や規模の縮小を余儀なくされており、現状、同社が展開しているマーケットにおける競合は少ない。特に中古不動産物件に関しては、瑕疵(かし)物件のリスクが必ず付きまとうだけに、一旦、同社が物件を買い取って保有していること、さらには販売後にも引き続きプロパティ・マネジメントサービスも提供していることなどで、買い主からの信頼が高いものとなっている。



#### ■事業概要

同社が物件情報の入手先としているのは、大手不動仲介業者や大手信託銀行などに在籍する営業担当で、日々20~30件の案件が同社に優先的に持ち込まれるという。同社が顧客ニーズをしっかりと把握しており、売買につながる可能性も高いためだ。同社では集まってくる情報の中から、立地、利回り、価格帯などの条件や、物件のグレード等を厳選し収益化が見込まれる案件を取捨選択し仕入れる格好となるため、必然的に優良物件が集まることになる。また、築年数が古い、あるいは修繕工事などを行っていないために入居率が低くなっている物件でも、リノベーションすることで入居率が高まり、収益化できると判断すれば仕入れている。

#### c)模倣困難性

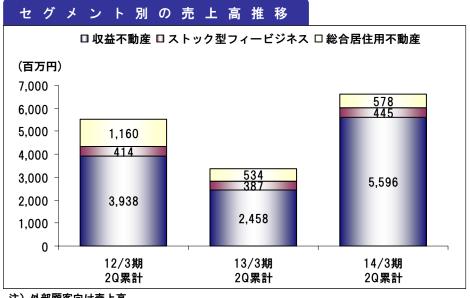
模倣の困難性に関しては、大手不動産会社は物件視点型の販売手法並びに、 分業体制、規模追求型のビジネスモデルであり、同社のような顧客視点のビジネスモデルに転換することは効率面から考えても非常に困難であると言える。 逆にこうした大手の不動産業者などは同社と補完関係となっている。

## ■決算動向

### 20業績は新規物件の仕入も奏功し大幅増収増益

#### (1) 2014年3月期の第2四半期累計業績

10月31日付で発表された2014年3月期の第2四半期累計(4-9月期)連結業績は、売上高が前年同期比95.9%増の6,620百万円、営業利益が同182.3%増の486百万円、経常利益が同291.1%増の400百万円、四半期純利益が同305.2%増の241百万円と大幅増収増益となった。

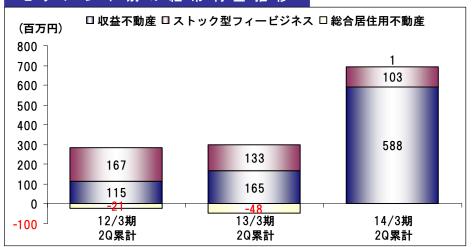


注)外部顧客向け売上高



#### ■決算動向

#### セグメント別の経常利益推移



注)全社共通費用控除前ベース

都心部を中心に個人の不動産投資が回復するなかで、主力の収益不動産事業が前年同期比127.8%増収と急拡大したことが主因だ。2012年10月に実施したライツ・オファリングにより約500百万円の資金を調達し、新規物件の仕入が順調に進んだことも奏功した。大幅増収に伴い、経常利益率は6.1%と前年同期から3.1ポイント改善した。セグメント別の動向は以下の通り。

#### 〇収益不動産事業

収益不動産事業の第2四半期累計売上高は、前年同期比127.8%増の5,596百万円、経常利益は同256.0%増の588百万円となった。個人富裕層の不動産投資の高まりを背景に、中古賃貸マンションの販売が好調に推移した。販売棟数は17棟と前年同期比で4棟増加した。経常利益率は増収効果によって10.5%と前年同期比で3.3ポイント改善している。同社が想定する事業粗利益率は10~15%、ここから販売費用や金融費用を差し引いた経常利益率は、ほぼ想定レンジの収益性にまで回復してきたと言えよう。

不動産物件の仕入高については、通期計画の12,000百万円に対して第2四半期累計で6,000百万円弱とやや進捗は遅れたが、10月末では7,000百万円となりほぼ想定通りのペースで進捗している。また、収益不動産残高については9月末で6,457百万円と順調に積み上げが進んでいる。同社では2014年3月末で8,000百万円の残高まで積み上げることを計画している。

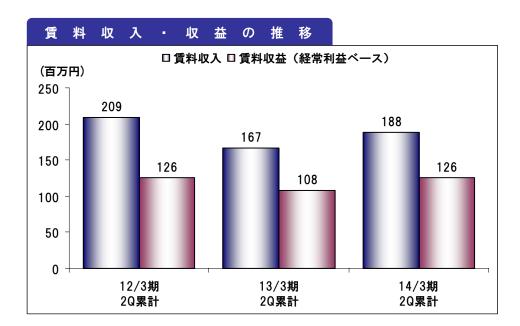




#### ■決算動向

#### 〇ストック型フィービジネス

ストック型フィービジネスの第2四半期累計売上高は前年同期比18.5%増の461百万円、経常利益は同22.4%減の103百万円となった。保有不動産残高の積み上げにより、賃料収入は順調に増加したものの、2013年7月に分社化したADパートナーズにPM事業を承継し、人員増など体制強化のための費用が増加したことが減益要因となった。



#### 〇総合居住用不動産事業

総合居住用不動産事業の第2四半期累計売上高は前年同期比8.3%増の578百万円、経常利益は1百万円(前年同期は経常損失48百万円)と黒字転換した。消費税前の駆け込み需要や不動産市況の活況を背景に、新築戸建の販売が堅調に推移した。なお、同事業は撤退を決めているため、新規の仕入は行っておらず在庫分の販売のみとなっている。

### 30で費用増を見込むも、通期ベースではなお増額余地

#### (2) 2014年3月期計画

同社は通期の連結業績計画に関して、売上高が前期比8.6%増の10,700百万円、経常利益が同24.5%増の450百万円と期初の計画を据え置いている。第2四半期累計までの進捗率は、売上高が61.9%、経常利益が88.9%となっており、後述するライツ・オファリングの発行費用159百万円を第3四半期に計上するため、第3四半期の利益は一時的に落ち込む見通しではあるが、通期ベースでは、なお増額余地があるとみられる。

同社では2014年3月期末の経営目標値として、収益不動産保有残高8,000百万円、管理戸数3,000戸を目標として掲げており、通期業績計画の達成とあわせて、第3四半期以降の営業強化を進めていく方針だ。



#### ■決算動向

### 2回目のライツ・オファリング実施で事業拡大を加速

#### (3) ライツ・オファリングについて

同社は事業拡大のための資金調達方法として、昨年2012年10月にライツ・オファリングの実施を発表し、約500百万円の資金を調達。不動産市況の好転を背景に、この調達資金を不動産物件を取得する際の原資とし仕入れを強化したことが、第2四半期業績が大きく飛躍した一因ともなった。

ライツ・オファリングを簡単に説明すると、既存株主に対する新株予約権無償割当てによる資金調達(増資)のことで、公募増資と比較して既存株主の株主価値が毀損しにくい資金調達方法と言われており、欧米市場では一般的に利用されている資金調達方法の一種である。日本でも2011年の同社の1度目の実施以降、ライツ・オファリングよる資金調達を行う企業が増えている。既存株主にとっては増資によって発行株式数が増加するが、増加分の新株予約権が無償で割当てられるため、既存株主は同予約権を行使することによって、株主価値の毀損を防ぐことが可能となる。また、新株予約権は一定期間中、株式市場に上場されるため、増資に応じたくない株主は市場で新株予約権を売却することによって、毀損分の対価を得ることが理論上は可能となる。

同社では超低金利が続き、不動産市況の回復基調が続いている現段階において、更なる事業拡大を加速させるため、2013年10月に2回目となるライツ・オファリングの実施を発表した。今回の調達額は手取り額で約2,000百万円と前回の4倍の規模となる。前回との違いは調達額の大きさだけではなく、コミットメント型と呼ばれる方式を採用したことにある。

コミットメント型ライツ・オファリングの最大の特徴は、行使期間内に行使されなかった新株予約権に関して、引受証券会社が行使することを確約している点にある。このため、発行会社は計画通りの資金調達を実施できることになる。その代わりとして、引受証券会社の引受審査を受ける必要がある。引受証券会社は未行使分の新株予約権を引き受けるリスクを負うことから、厳密な審査を行っている。換言すれば、コミットメント型ライツ・オファリングを実施できる会社は、財務状況や今後の収益計画など一定の基準を満たしていることが第三者によって認められたことを意味し、当該審査を経ることは市場からの信頼性の向上に繋がるものとも考えられる。

今回のライツ・オファリングにより調達する2,058百万円の使途としては、販売用収益不動産の取得原資として1,400百万円、収益不動産のバリューアップ資金(改修・修繕工事等)として658百万円を充当する予定となっている。(2013年10月16日公表時点)

同社では1,400百万円の自己資金と銀行からの借入金により、総額9,200百万円 の新規収益不動産を2014年4月から2年間で取得する方針としている。

今回の資金調達による収益貢献インパクトを試算すると、仮に取得した収益不動産を全て保有不動産として維持した場合、賃料収入で年間表面利回り8%となる736百万円が見込まれる。これに金融費用(借入金7,800百万円×年2.7%=211百万円)を控除すると、525百万円の収益が生み出されることになる。実効税率を38.0%とすると税引後利益は325百万円となる。投下資本2,058百万円に対して、収益不動産の売却益を除き、賃料収入による利益だけでも325百万円となり、ROEで換算すると15.8%の水準となる。2013年3月期のROEは8.6%の水準であり、今回の資金調達によって、2015年3月期以降、ROEは上昇していくことが見込まれる。



エー・ディー・ワークス 2013年11月20日(水)

#### ■決算動向

(注)・バリューアップ資金658百万円=取得不動産価格×バリューアップ資金比率7.2%(同社平均値)より算出

- ・取得不動産9,200百万円は、販売用収益不動産の担保掛目(借入ローンの対購入価格比率)85%から算出
- 賃料利回り8%は同社の平均的な利回りを基準としている

# コミットメント型ライツ・オファリング (上場型新株予約権無償割当て)の概要

調達総額 約22億円(手取総額:約20億円)

発行決議日 2013年10月16日

新株予約権割当比率 普通株式1株に対して新株予約権1個(自己株式数除く)

新株予約権発行価格 無償割当て

目的株式の種類/数 新株予約権1個に対して普通株式1株

新株予約権行使価格 20円

取得条項 行使可能期間末に未行使のすべての新株予約権

新株予約権の行使期間 2013年10月28日~2013年12月9日(最終売買日:2013年12月6日)

新株予約権の行使受付期間 2013年12月2日~2013年12月12日

コミットメント証券会社 三菱UFJモルガン・スタンレー証券会社(行使日:2013年12月20日)

## ■成長戦略

### 取扱不動産のラインナップ・エリア拡大で更なる事業拡大へ

同社は今後の成長戦略として、収益不動産残高の拡充、保有不動産残高の積み上げによる賃料収入の拡大やソリューションサービスの拡充によるストック型フィービジネスの拡大を強化していく方針で、収益規模の拡大と同時に収益基盤の安定化も進めていく。なお、来期以降の具体的な経営目標値は、2014年3月末頃を目途に新中期3ヶ年計画として発表する予定としている。

#### (1) 収益不動産事業の拡大

収益不動産事業に関しては、現状の自己資金と今回の調達資金によって、2014年4月以降、2年間で約20,000百万円相当の新規物件を仕入れることが可能となる。また、同社では、都心の中古賃貸マンションに加えて、周辺(首都圏)エリアの開拓、オフィスビルや1棟あたり500百万円以上の中大型物件など取扱不動産のラインナップ拡大によって、更なる事業拡大を進めていく方針だ。

営業エリアとしては従来、東京圏内を中心に展開してきたが、今後は神奈川を始めとする首都圏(1都3県)の主要都市部へとエリアを拡大していきたい考えで、その一環として2013年9月に横浜に営業所を開設した。今後は、同営業所での状況をみながら、他地域への展開も検討していく。首都圏における中古賃貸マンションの市場規模は約12兆円と推定されており、同社の市場シェアは0.1%にも満たない水準にある。同社がターゲットとする200~300百万円規模の中古マンション物件の潜在市場は膨大にあるとみられ、同社の今後の開拓余地は大きいと言えよう。



#### ■成長戦略

また、取扱不動産の種類に関しては、オフィスビルなど商業用不動産も対象としていくほか、価格帯に関しても収益性が見込めるのであれば、500百万円以上の物件を少しずつ増やしていく。

さらには、米国での事業も新たにスタートしている。子会社ADW-No.1 LLCを設立し、2013年8~9月にかけてロサンゼルスで2件の賃貸マンションを取得した。2014年3月期中に販売を開始し、2015年3月期以降の収益貢献を見込んでいる。販売対象としては日本の個人富裕層向けとなる。投資利回りは3.5%程度と日本と比較して低く、金利も3%超と高いため、投資初期段階の利益率は低いものの、カリフォルニア州は米国の中でも人口増加率が最も高いため、家賃も毎年4%程度上昇するなど、保有期間が長くなれば賃料の値上がりによって、投資利回りの上昇が期待できる市場環境にある。不動産投資をする個人富裕層にとってもリスク分散につながることから、一定の需要が期待できるものと思われる。

### 収益不動産残高の積み上げで賃料収入を拡大

#### (2) ストック型フィービジネス事業の強化

同社では収益の拡大と同時に安定化も進めていくため、ストック型フィービジネスの強化も進めていく方針だ。現在、同事業の柱となっている賃料収入に関しては、収益不動産残高の積み上げを図っていくことで拡大を進める。保有不動産残高は9月末で6,457百万円、2014年3月末で8,000百万円を見込んでいるが、2016年3月末段階では14,000~14,500百万円程度を目標としていくとみられる。同水準に達すれば、賃料収益だけで715百万円(賃料収入1,100百万円×賃料収入利益率65%)となり、同社の販管費の大半を賄える計算となる。同社の場合、賃料収入の対象となる物件は販売物件でもあるため、いずれは販売されるが、販売して得た収入で次の不動産物件を購入するので、トータルでみれば保有不動産の積み上げは経営基盤の安定化につながると言えよう。

また、PM事業にも注力していく。同社が保有する収益不動産を売却した後、引き続き賃料徴収や建物の維持・管理など不動産オーナーにとっては面倒な業務を代行していくことで、オーナーとの長期的な関係を構築しリピート需要の獲得にもつながるためだ。

通常、中古マンションでは10年に一度、修繕工事が必要となるので、売買のタイミングの時期にもあたる。現在、PMサービスを行っているオーナー数は130人いるが、このうち約半数が10年ごとに物件を売却し、新たな物件を購入したとすると、年間で既存オーナー分だけで約2,000百万円の売上(6.5人×300百万円)が期待できることになる。同社はPMサービスだけでなく、税務対策や相続対策など関連するコンサルティングサービスも行っている強みを活かして、既存顧客との関係をより一層強固なものとし、生涯取引につなげていきたい考えだ。これが今後、同社が注力しようとしているCRM戦略となる。

2020年には東京オリンピックの開催が決定し、首都圏における人口流入と景気の拡大が予想されるなかで、同エリアで事業を展開する同社にとっては、追い風が続くこととなろう。ブルーオーシャン型と呼ばれるオンリーワンのビジネスモデルによって、競合の少ない得意領域における事業規模の拡大を進めながら、景気変動に左右されない安定した経営基盤の確立、並びに新規領域への展開を図っていくことで、業績は飛躍期に入っていくものと予想される。



## ■財務指標と事業リスク、 株主還元策について

### レバレッジ効果を活用して収益を伸ばす

#### (1) 財務指標

同社の財務状況並びに、主要経営指標は表の通りとなっている。第2四半期末における財務状況の変化については、販売用・仕掛販売用不動産が前期末比で461百万円増加しており、ほぼ見合う格好で有利子負債が534百万円増加している。経常利益率は2013年3月期の3.7%から6.1%へ上昇しており、有利子負債の増加とともに収益性も向上している。いわゆるレバレッジ効果を活用して収益を伸ばしている姿が見て取れよう。

前述したように、同社は約2,000百万円の増資を行うととともに、2014年4月以降、2年間で7,200百万円の借入金を調達することによって、更なる収益拡大を目指している。このため経営の安全性を示す指標である自己資本比率やD/Eレシオなどは同水準をキープしていくことになるが、収益性に関してはROE、経常利益率ともに上昇傾向が続くものと予想される。

#### 貸借対照表

(単位:百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期 2Q	前期末比
流動資産	7,377	5,040	7,860	8,388	528
(現預金)	1,233	1,600	2,213	2,394	180
(販売用・仕掛販売用不動産)	5,962	3,250	5,368	5,829	461
有形固定資産	1,121	1,139	1,129	1,139	10
無形固定資産	3	8	7	7	0
投資等	34	70	119	120	1
総資産	8,537	6,258	9,117	9,656	538
流動負債	4,672	2,152	3,967	4,096	129
固定負債	1,732	1,901	2,253	2,600	346
(有利子負債)	5,587	3,431	5,006	5,540	534
負債合計	6,404	4,053	6,220	6,696	475
株主資本	2,122	2,181	2,872	2,941	68
<安全性>					
流動比率(流動資産÷流動負債)	157.9%	234.2%	198.1%	204.8%	
自己資本比率(自己資本÷総資産)	24.9%	34.9%	31.5%	30.5%	
D/Eレシオ(有利子負債/株主資本)	263.3%	157.3%	174.3%	188.4%	
<収益性>					
ROA(経常利益÷期中平均総資産)	6.9%	3.9%	4.7%		
ROE(純利益÷期中平均自己資本)	15.2%	6.5%	8.6%		
売上高経常利益率	5.6%	2.9%	3.7%	6.1%	
<効率性>					
総資産回転率(売上高÷総資産)	109.3%	162.3%	108.1%		



#### ■財務指標と事業リスク、 株主還元策について

### 当面は経営に影響を与えるような金利上昇の可能性は低い

#### (2) 事業リスク

事業リスクは不動産業界共通項目として、金利上昇時における収益へのマイナスの影響が考えられる。1つ目には、金利上昇によって不動産投資が冷え込む可能性があること、2つ目には金融費用の増加による収益への直接的なマイナスの影響が挙げられる。2013年3月期における金融費用は127百万円となっており、営業利益552百万円に対して23%と比較的高い水準にあり、金利上昇の影響は少なくない。ただ、日銀ではインフレターゲットとして2%という目標を設定しており、2%を達成するまでは超低金利を維持していく方針を示している。このため、当面は経営に影響を与えるような金利上昇の可能性は極めて低いと考えられる。

また、同社の連結ベースでの従業員数は現在約60名で、今後の事業規模拡大に伴って90名まで増やす計画となっている。人員の採用、確保が順調に進まなければ今後の事業展開において人的リソースがボトルネックとなる可能性がある。

### 業績に応じた安定的な配当を実施、今期は35銭を予定

#### (3) 株主還元について

最後に株主還元策についてだが、同社は配当による株主還元を基本としている。配当政策については、中長期的な視点に立って、企業体質の強化と将来の事業展開のための内部留保の充実を図るとともに業績に応じた安定的な配当を総合的に勘案し、実施していくとしている。2014年3月期は1株当たり35銭の配当金を予定している。



注)配当金は株式分割等考慮し、過去遡及して修正 配当性向は期末発行済株式数(14/3期会予は予想)から算出している



エー・ディー・ワークス 2013年11月20日(水)

#### ディスクレーマー (免責条項)

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。 "JASDAQ INDEX"の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該 企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他 全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容 は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ

