

2013年5月14日（火）

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
寺島 昇

■造粒装置で国内シェア70%のトップメーカー

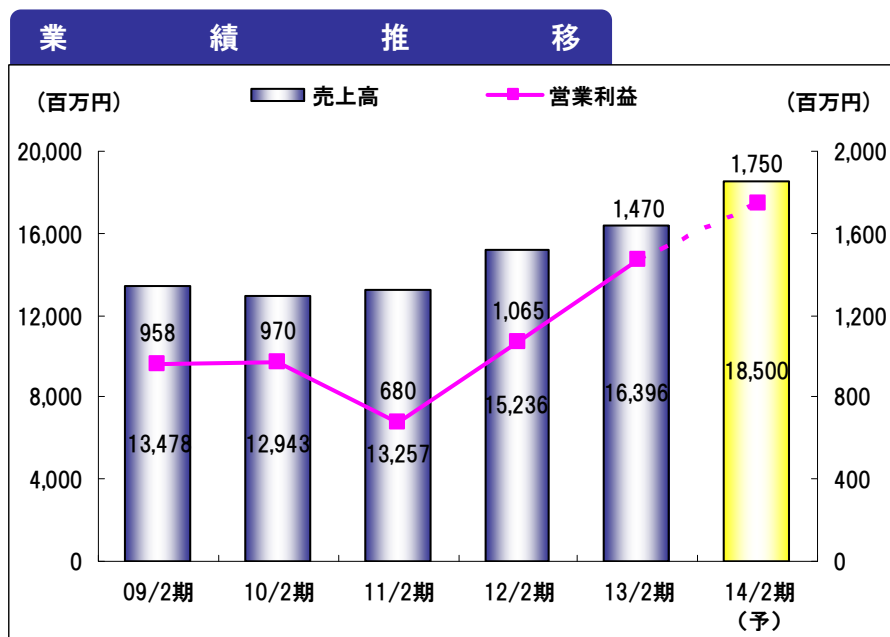
フロイント産業<6312>は医薬品や食品などを「製剤化」するための機械装置の専門メーカー。特に造粒装置では国内シェア70%を誇るトップメーカーである。2013年2月期業績は売上高が前期比7.6%増の16,396百万円、営業利益が同38.0%増の1,470百万円、経常利益が前期比44.1%増の1,618百万円、当期純利益が同25.7%増の765百万円となった。

2014年2月期の業績は売上高が前期比12.8%増の18,500百万円、営業利益が同19.0%増の1,750百万円、経常利益が同8.8%増の1,760百万円、当期純利益が同24.1%増の950百万円が予想されている。一方で2014年2月期は「第5次中期計画VISION-50」（売上高200億円、営業利益20億円目標）の最終年度でもあるが、現在の業界環境、受注状況に加え為替レートも追い風になっていることから、この中期目標が達成される可能性は高い。

財政状態はいたって健全であり自己資本比率は61.4%に達するが、その一方で株主還元策にも前向きである。連結配当性向20%を目安としており、業績動向によってはさらなる増配の可能性も予想される。

■Check Point

- ・ 研究開発型の企業として事業を拡大
- ・ 造粒・コーティングは薬剤等を生成する上で不可欠な処理
- ・ 海外での成長を取り込み最高利益更新を計画



■会社概要

研究開発型の企業として事業を拡大

(1) 会社沿革

フロイント産業の社名の由来である「フロイント (Freund)」はドイツ語で「友達」を意味する。創業者の1人である現在の代表取締役会長伏島靖豊氏が事業の構想を考えていたときに社名の話になり、伏島靖豊氏と創業メンバーが友人であったため、Freund (友達) 「フロイント産業」と名付けた。

同社の創業は自動フィルムコーティング装置、フィルムコーティング液を開発した1964年に遡る。その後、多くの機械装置や医薬品添加剤などを開発しながら事業を拡大してきた。数少ない製品で売上高を伸ばすのではなく、ユーザーのニーズに応えながら製品を開発し、売上高を伸ばしてきた「研究開発型」企業である。

沿革

1964年	(自動フィルムコーティング装置)、(フィルムコーティング液)を開発し、会社創立
1972年	本社を東京都新宿区戸塚(現・高田馬場)に移転
1979年	VECTOR Corporation (アメリカ) と〈ハイコーター〉の技術供与契約
1987年	SEPPIC社 (フランス) と食品品質保持剤〈アンチモールド〉の技術供与契約
1991年	シームレス・ミニカプセル装置〈スフェレックス〉を開発
1993年	VECTOR Corporation (アメリカ) と〈ローラーコンパクター〉の技術供与契約 DMV社 (オランダ) と〈ダイラクトーズ〉の技術供与契約
1996年	日本証券業協会に株式を店頭登録
1997年	VECTOR Corporation (アメリカ) を買収
2004年	創立40周年を迎える。本社を新宿区西新宿へ移転 ジャスダック証券取引所に株式を上場
2009年	流動層造粒コーティング装置〈フローコーターUniversal〉を開発 粉粒体輸送用コンテナ洗浄装置〈コンテナ洗浄装置〉を開発 FREUND PHARMATEC LTD.をアイルランドに設立
2010年	ターボ工業(株)を買収、その後フロイント・ターボ(株)に社名変更 本社を新宿区大久保へ移転
2012年	VECTOR Corporation(アメリカ)をFREUND-VECTOR CORPORATIONに社名変更

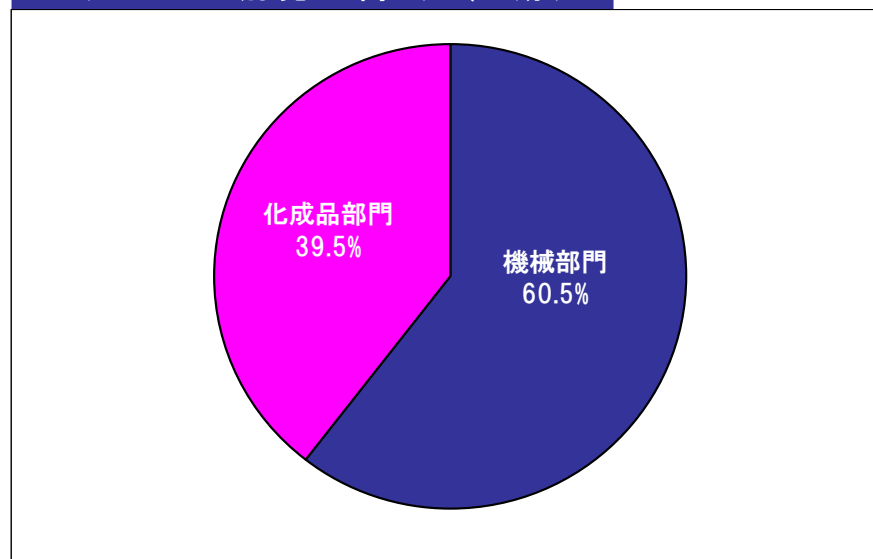
■会社概要

医薬品を製剤化する機械部門での売上が6割を占める

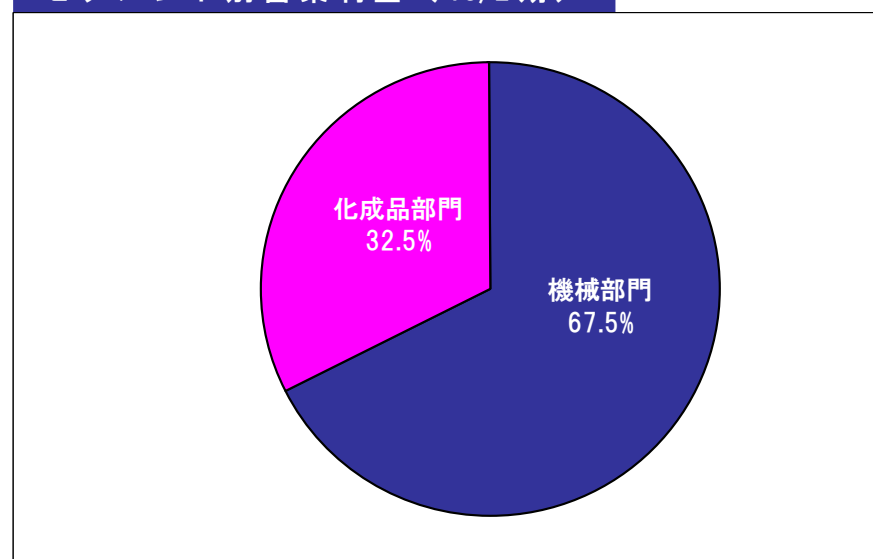
(2) 事業内容

同社の事業内容は大きく「機械部門」と「化成品部門」に分かれる。「機械部門」は主に医薬品を製剤化する機械装置であり、「化成品部門」は主に医薬品や食品などに加えられる添加剤、保持剤などである。2013年2月期では、売上高16,396百万円のうち「機械部門」が60.5%、「化成品部門」が39.5%となっている。一方、営業利益では「機械部門」が67.5%、「化成品部門」が32.5%であった。また、海外売上高比率は21.9%であった。

セグメント別売上高（13/2期）



セグメント別営業利益（13/2期）



機械部門では造粒、コーティングを行う装置を製造

(a) 機械部門

医薬品、食品、ファインケミカルなどのさまざまな分野向けに造粒、コーティング装置等を製造・販売するのが「機械部門」であるが、これらの装置類の内容を理解するためには、まず医薬品の構造および製造過程を理解することが必要だろう。

造粒・コーティングは薬剤等を生成する上で不可欠な処理

○医薬品の構造と同社の主要製品

一般的に我々が服用する医薬品は、薬効のある主成分は数%程度であり、残りは人体に無害な添加物（でんぷん、コーンスターチ、砂糖など）で構成されている。

これらの主成分や添加剤は原材料の段階では粉体・塊状・液状などになっているが、錠剤や顆粒剤などに「製剤化」するためにはこれらを「均一な形と大きさの粒」にする必要がある。これが造粒工程であり、これを行うのが「造粒装置」である。

さらにこれらの主成分を添加物と混ぜて錠剤・顆粒剤化された薬は、「不快な臭いや味を防止する」、「光・酸素・水などから保護する」、「腸で効き目が吸収されるようにする」などの目的のために何層にもコーティングされる。この結果、薬の粒の断面は地球の断面のように何層にもなっているが、このような各種コーティングを行うのが「コーティング装置」である。

また同社はシームレスミニカプセル装置も製造している。これは中央に液状の主成分を入れ、外側を継ぎ目のないシームレス状カプセルで包み込んだ薬剤を製造する装置。このような液状の薬そのものがまだ少ないため、現在の販売台数は年間数台に留まっている。世界的にも競合のない製品であることからマージンが高く将来が楽しい製品である。

■会社概要

国内シェアは約70%のトップシェアで海外での事業展開も加速**○市場シェア、競合等**

コーティング装置の販売シェアは国内で約70%を保持している。最近ではアジア市場に加え米国子会社が米国、欧州、中近東地域での事業展開も加速しているが、世界でも製剤化技術・化成品と機械装置を共有しているのは同社だけである。主な競合企業は、国内ではパウレック社（ドイツのグラッド社から技術供与を受けている）だけであり2社で独占と言える。一方で海外市場ではグラッド社、およびゲア社（デンマーク）と競合するが、ゲア社は多様な食品分野での機械を製造している congromarid であり、専門メーカーとしては同社とグラッド社だけである。そのため両社のブランドは世界市場で確立されている。

機械製品は顧客毎のカスタムメイドで直接販売**○受注形態、価格**

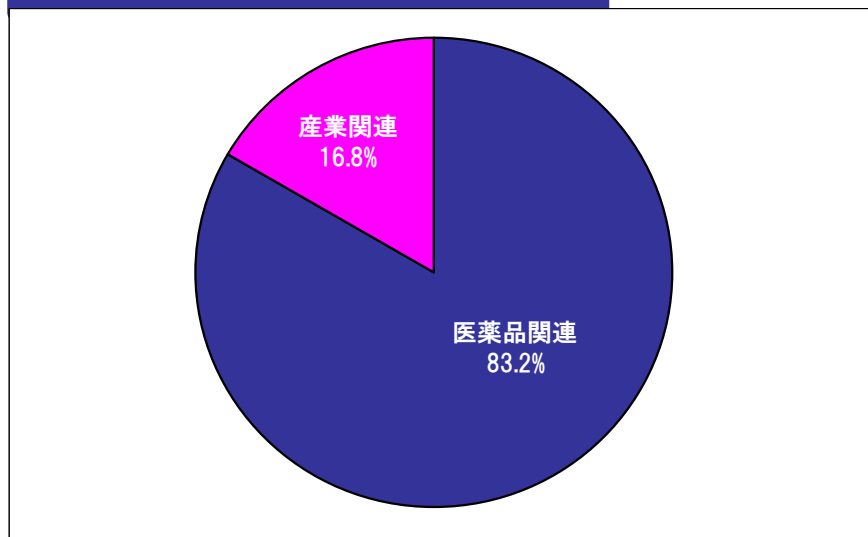
同社の機械製品はすべて顧客毎の個別受注生産、つまりカスタムメイドである。したがってすべてが直接販売であり、国内において代理店販売は行っていない。価格は1基当たり50百万円～100百万円程度であり、これに+20～30%の付帯設備が加わる場合が多い。納期はおおよそ6ヶ月～1年くらいが多い。主な納入先は製薬会社であるが、新薬、後発薬、OTC、製造受託メーカーと多岐に渡っており国内では主要な製薬会社すべてと取引がある。

近年では造粒・コーティング技術に粉碎・分級技術を融合させることで、医薬品以外の一般産業向け装置の拡販にも注力している。2013年2月期の実績では機械装置部門のうち医薬品関連が83.2%、一般産業関連が16.8%となっている。

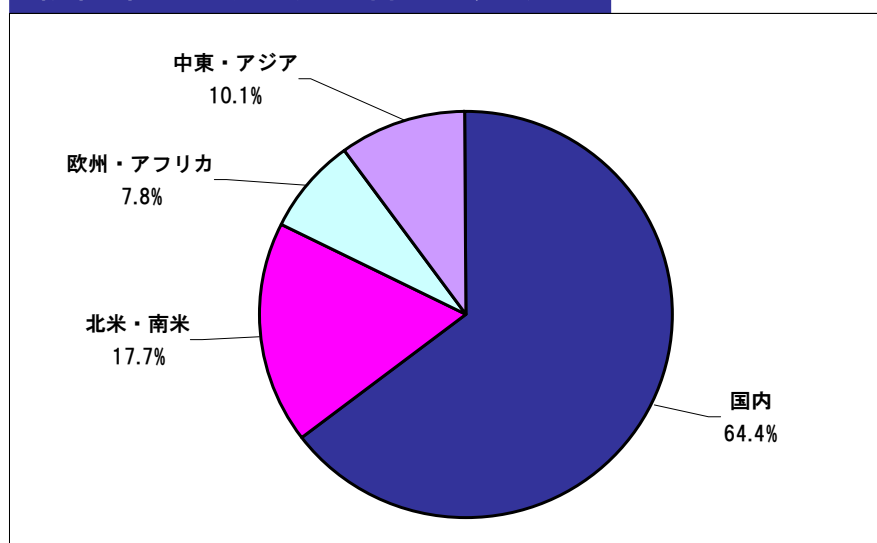
2013年2月期の「機械部門」の地域別売上高は、国内64.4%、北米・南米17.7%、欧州・アフリカ7.8%、中東・アジア10.1%となった。親会社が主に国内市場およびアジア市場を、米国子会社の Freund-Vector 社が欧米、中近東地域を、フロイント・ターボ社が産業関連機械を担っている。

■会社概要

機械部門向先別売上構成（13/2期）



機械部門地域別売上高（13/2期）



■会社概要

化成品部門では医薬品添加剤などの製造販売を行う

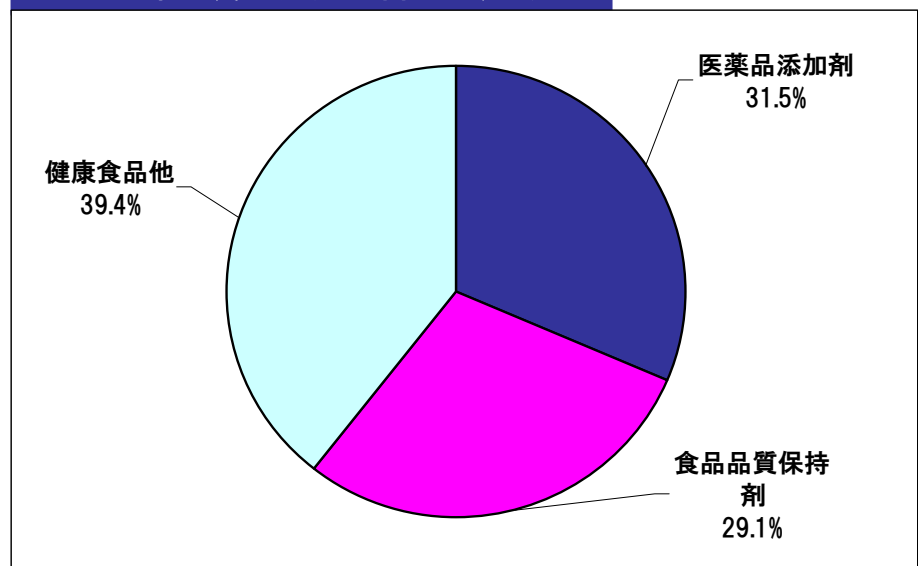
(b) 化成品部門

もう1つの主要部門である「化成品部門」では、主に医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養食品などの製造販売を行っている。同部門ではサプリメントの製造受託（OEM製品）も行っているが、実際の製造は外注メーカーへ発注し、同社は原材料と機械の供給を行っている。このようなサプリメント等の製造受託は既に部門売上高の約3分の1を占めているが、顧客からの引合いは強く、今後も増加する可能性が高い。医薬品添加剤については、GMP（注）準拠した設備で生産を行っている。食品品質保持剤はさまざまな食品の品質保持に利用されており、安全な食生活に役立っている。

（注：GMP設備とは、厚生労働省が定めた製造設備に対する基準で、医薬品や食品関連製品製造のためにはこの基準を満たすことが必要条件となっている。世界的にも主な先進国ではそれぞれに基準を設けているが、ほぼ同等の水準になっている。）

「化成品部門」の主なユーザー（顧客）は、製薬会社、健康食品（サプリメント）メーカー、一般食品メーカーなどだがサプリメントの主要受託先である大手ヘルスケアメーカー向けの売上比率が高い。2013年2月期で同社向け売上高は機械製品も含めて2,248百万円（全売上高の13.7%）であった。

化成品部門製品別売上高（13/2期）

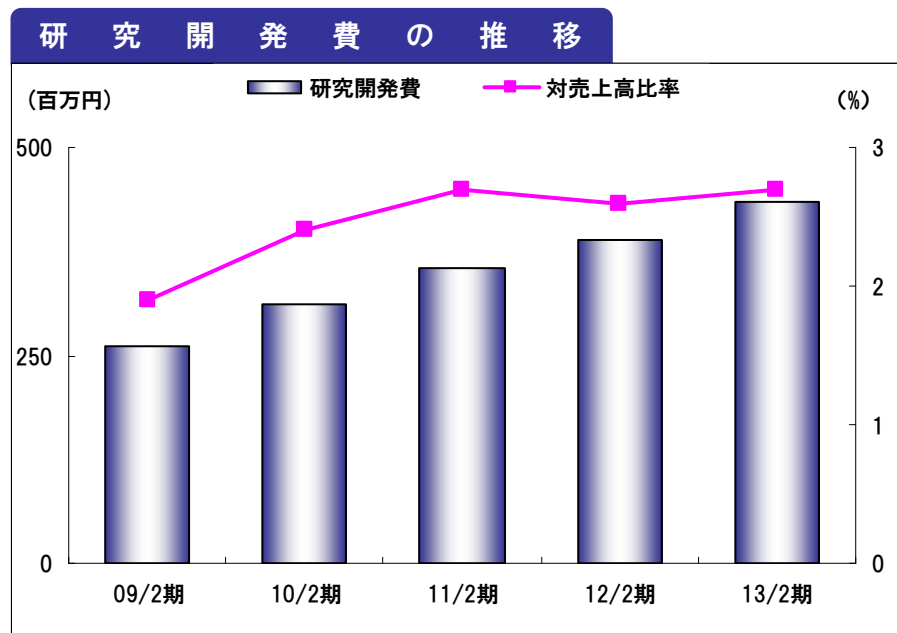


独創的な技術開発を行うことをモットーとしている

(3) 特色と強み

同社の特色でもあり強みの1つは、「製剤」「製造装置」および「化成品」の各技術を持ち融合させていることである。世界的にもこれらの3つの技術を併せ持っている企業はなく、この3つの技術それぞれが多くの新製品開発に機能し合うと同時に、ユーザーの信頼を勝ち得ていると言っても過言ではない。

また一方で独創的な技術開発を行うことをモットーとしており、技術開発研究所には、機械工学、薬学、電子工学、応用化学、生化学などのエキスパートが多数在籍している。この結果、すべての機械および化成品のシステムソリューションが揃っており多くのユーザーのアプリケーションテストに対応可能となっている。過去5年間の研究開発費の推移は2009年2月期の261百万円（対売上高比率1.9%）から、2013年2月期では435百万円（同2.7%）となっている。



■会社概要

医薬品生産量と新薬の増加がプラス材料に**(4) 医薬品生産の影響**

同社が販売するのは「医薬品の製造装置」であるため、「機械部門」への需要は製薬会社の設備投資、生産動向に影響される。まず医薬品全体の生産が増加することは製薬会社が生産ラインを増やす可能性があり、同社にとってはプラス要因である。

新薬が多く発売されることも同社には好材料である。新薬が発売される場合、通常、製造装置を新設するが多い。したがって新薬が増えることは同社にとって追い風である。一般的に製薬会社は同一の装置で異なる薬効成分の薬を作ることはない。同様に、ジェネリック製品が増加することもジェネリック製品メーカーが設備投資を増大させることになり、同社にとってはプラス材料となる。

為替レートの影響は少ないが円安は増益要因**(5) 為替レートの影響**

同社の場合、親会社である同社からの輸出は円建てであるため直接の為替レートの影響は少ないが、子会社Freund-Vector社の収益を連結する（円換算する）際に、円安であれば会計上の利益が大きくなるため、円安は同社にとって増益要因となる。

■決算動向

13年2月期決算では2ケタの大幅増益を達成

2013年2月期決算

2013年2月期決算は売上高が前期比7.6%増の16,396百万円、営業利益が同38.0%増の1,470百万円、経常利益が同44.1%増の1,618百万円となった。当期純利益は海外子会社での訴訟関連費用として301百万円を特別損失に計上したが同25.7%増の765百万円を達成した。売上高は前年同期では増収となったが、第3四半期発表時に修正した計画（売上高で16,600百万円）は下回った。これは主に、インドでの販売代理店を替えたことに伴い、同地域での売上高が2014年2月期にずれ込んだためである。

2013年2月期決算

(単位：百万円、%)

	12/2期		13/2期		
	金額	構成比	実績	構成比	前年比
売上高	15,236	100.0	16,396	100.0	7.6
売上原価	10,624	69.7	11,313	69.0	6.5
売上総利益	4,612	30.3	5,083	31.0	10.2
販管費	3,546	23.3	3,612	22.0	1.9
営業利益	1,065	7.0	1,470	9.0	38.0
経常利益	1,123	7.4	1,618	9.9	44.1
当期純利益	608	4.0	765	4.7	25.7

部門別売上高は「機械部門」が前期比3.4%増の9,914百万円、「化成品部門」が同14.7%増の6,482百万円となり「化成品部門」の伸びが全体の増収に大きく寄与した。一方、部門別営業利益（全社消去前）では、「機械部門」が同29.2%増の1,172百万円、「化成品部門」が同20.2%増の565百万円となり、両部門ともに増益に寄与した。

部門別動向

(単位：百万円、%)

	12/2期		13/2期		増減額	増減率
	金額	構成比	金額	構成比		
売上高	15,236	100.0	16,396	100.0	1,160	7.6
機械部門	9,582	62.9	9,914	60.5	332	3.5
化成品部門	5,653	37.1	6,482	39.5	829	14.7
営業利益	1,065	7.0	1,470	9.0	405	38.0
機械部門	907	-	1,172	-	265	29.2
化成品部門	470	-	565	-	95	20.2
全社消去	▲ 312	-	▲ 267	-	-	-
為替レート(対ドル)	79.8	-	79.8	-	-	-

■セグメント別決算動向

医薬品関連が堅調に推移し業績に貢献

(1) 機械部門

「機械部門」の内訳は、下表のように医薬品関連は売上高が前期比4.2%増の8,248百万円と増収に寄与したが、産業関連は同0.4%減の1,666百万円とほぼ横ばいであった。

また「機械部門」に関連する各企業別の売上高は、単体（親会社）7,024百万円（同6.5%増）、Freund-Vector社2,983百万円（同6.1%増）、フロイント・ターボ社1,022百万円（同9.9%増）となり、全社が増収に寄与した。

向け先別売上高

（単位：百万円、%）

	12/2期		実績	13/2期	
	金額	構成比		構成比	前年比
機械部門合計	9,582	100.0%	9,914	100.0%	3.4
医薬品関連	7,909	82.5%	8,248	83.2%	4.2
産業関連	1,673	17.5%	1,666	16.8%	▲ 0.4

子会社別売上高

（単位：百万円、%）

	12/2期		実績	13/2期	
	金額	前年比		構成比	前年比
機械部門合計	9,582	18.4%	9,914	100.0%	3.4
単体	6,595	38.1%	7,024	70.8%	6.5
Freund-Vector社	2,812	1.5%	2,983	30.1%	6.1
フロイント・ターボ社	930	-	1,022	10.3%	9.9

大手ヘルスケアメーカー向けサプリメント受託製造が大きく増加

(2) 化成品部門

「化成品部門」の製品別売上高は下表のように医薬品添加剤が前期比4.8%増の2,041百万円、食品品質保持剤が同0.2%減の1,889百万円、健康食品他が同40.8%の2,552百万円となった。健康食品他が大きく伸びたのは、前述のように大手ヘルスケアメーカー向けのサプリメント受託製造が大きく増加したためである。

セグメント別決算動向

製品別売上高

(単位：百万円、%)

	12/2期		実績	13/2期	
	金額	構成比		構成比	前年比
化成品部門合計	5,653	100.0%	6,482	100.0%	14.7
医薬品添加剤	1,948	34.5%	2,041	31.5%	4.8
食品品質保持剤	1,892	33.5%	1,889	29.1%	▲ 0.2
健康食品他	1,812	32.1%	2,552	39.4%	40.8

■財務状況

安定した財務体質で手元のネットキャッシュは潤沢

財務状況の現預金の増加582百万円は主に営業収支の改善、売上債権の回収などによる。一方で棚卸資産が227百万円増加しているが、主に2013年2月期の売上増に対応しての仕掛品の増加(278百万円)による。純資産の増加は主に当期純利益(765百万円)等による。

貸借対照表

(単位：百万円)

	12/2期末	13/2期末	増減額
現金・預金	3,035	3,617	+582
受取手形・売掛金	4,954	4,764	▲ 189
棚卸資産	1,874	2,102	+227
流動資産計	10,554	11,084	+530
有形固定資産	2,861	2,910	+48
無形固定資産	26	29	+3
投資その他資産	898	946	+47
固定資産計	3,787	3,886	+98
資産合計	14,342	14,971	+628
仕入債務	2,810	2,478	▲ 331
前受金	1,223	1,279	+56
流動負債	5,204	5,015	▲ 189
長期未払金	322	326	+4
退職給与引当金	165	168	+3
負ののれん	42	34	▲ 7
固定負債	647	640	▲ 7
負債合計	5,852	5,655	▲ 196
純資産合計	8,489	9,315	+825

■財務状況

2012年2月期のキャッシュ・フローは営業活動によるキャッシュ・フローが+740百万円、投資活動によるキャッシュ・フローが▲322百万円、財務活動によるキャッシュ・フローが▲164百万円であった。この結果、期間中の現金および現金同等物は352百万円の増加となり、2013年2月期末の現金および現金同等物の残高は3,387百万円となった。借入金が無であることから、手元ネットキャッシュは潤沢である。

キャッシュ・フローの状況 (単位：百万円)

	12/2期	13/2期
営業活動によるCF	1,219	740
税金等調整前純利益	1,102	1,337
減価償却費	264	232
売上債権の増減額(▲は増加)	▲ 813	217
棚卸資産の増減額(▲は増加)	▲ 494	▲ 158
その他資産の増減額(▲は増加)	141	203
仕入債務の増減額(▲は減少)	745	▲ 350
前受金の増減額(▲は減少)	673	2
投資活動によるCF	▲ 154	▲ 332
有形固定資産の取得	▲ 120	▲ 172
財務活動によるCF	▲ 134	▲ 164
配当金の支払額	▲ 129	▲ 129
現金および現金同等物増減額	902	352
現金および現金同等物期末残高	3,035	3,387

■2014年2月期（通期）予想

海外での成長を取り込み最高利益更新を計画

2014年2月期の会社側業績予想では売上高が前期比12.8%増の18,500百万円、営業利益が同19.0%増の1,750百万円、経常利益が同8.8%増の1,760百万円、当期純利益が同24.1%増の950百万円を予想している。近隣国との政情を背景とする同地域での設備投資需要の減少が懸念されるが、北米や中南米、中東での成長を取り込み最高利益更新計画している。ただし、これらの予想数値は、会社が掲げている中期経営計画の目標を下回っており、固めの予想数値といえよう。

■2014年2月期（通期）予想

部門別売上高では、「機械部門」は新製品の寄与と産業関連の増加により前期比16.0%増の11,500百万円を見込んでいる。内訳としては医薬品関連が同17.6%増の9,700百万円、産業関連が同8.0%増の1,800百万円が計画されている。「化成品部門」は同8.0%増の7,000百万円の見込みだが、内訳は医薬品添加剤が同2.9%増の2,100百万円、食品品質保持剤が同5.9%増の2,000百万円、健康食品他が同13.6%増の2,900百万円を見込んでいる。健康食品他が大きく伸びるのは、2013年2月期に引き続きヘルスケアメーカー向け製品が伸び基調であること、2012年2月期の第1四半期に上市した大手食品メーカー向け新製品の伸張が見込まれるため。

2014年2月期（通期）予想

(単位：百万円、%)

	13/2期		予想	14/2期	
	金額	構成比		構成比	前年比
売上高	16,396	100.0	18,500	100.0	12.8
機械部門	9,914	60.5	11,500	62.2	16.0
医薬品関連	8,248	-	9,700	-	17.6
産業関連	1,666	-	1,800	-	8.0
化成品部門	6,482	39.5	7,000	37.8	8.0
医薬品添加剤	2,041	-	2,100	-	2.9
食品品質保持剤	1,889	-	2,000	-	5.9
健康食品他	2,552	-	2,900	-	13.6
営業利益	1,470	9.0	1,750	10.7	19.0
経常利益	1,618	9.9	1,760	10.7	8.8
当期純利益	765	4.7	950	5.8	24.1

■中期経営計画と今後の展望

14年2月期は中期経営計画の最終年度

(1) 「VISION-50」の最終年度

現在の会社側の2014年2月期の業績予想は前述のように売上高が18,500百万円、営業利益が1,750百万円であるが、一方で同社では創業50周年にあたる2014年2月期を最終年度とする中期経営計画「VISION-50」を掲げ、その中では「売上高20,000百万円、営業利益2,000百万円」を目標としている。

会社側は「現時点でまだこの中期計画の収益目標を修正する予定はない」と述べており、今後の売上動向次第ではこの目標値が達成される、つまり2014年2月期の業績予想が上方修正される可能性もあり得よう。その意味では、今後の業績動向は多いに注目する必要がある。



高齢化社会やジェネリック化などが追い風となる

(2) 既存市場での展望

上記のように同社は既に造粒装置をはじめ多くの機械で高いシェアを持っているため、「シェアアップ」によって今後も業績を伸ばすことは容易ではないだろう。しかし一方で市場全体が伸びることによって恩恵を受ける可能性は高い。特に以下の4つの点は同社にとって追い風と言えそうだ。

○高齢化社会

今後、高齢化が進むことによって医薬品全体の消費は増える可能性が高く、製薬会社の生産増は同社の製造装置の受注増および化成品の需要増につながる可能性がある。

○ジェネリック化

その一方で医療費の抑制は続くであろうから、医薬品のジェネリック化は一段と進む可能性があり、これも同社の製造装置需要につながる。

○新薬開発

また大手製薬会社は世界市場での生存のためにも新薬の開発を今後も積極的に行うであろう。結果として多くの新薬が登場する可能性があり、これも新規の設備投資につながり同社にとっては追い風になると考えられる。

○新興国需要

BRICsをはじめとする医薬品分野における新興国市場（17か国）は、年間6%以上の成長が見込まれており、これらの国が消費国から生産国へ移行していくことによる製造設備需要が見込まれる。

技術力を生かした水平展開と垂直展開で事業拡大へ

(3) 新市場の創造

○水平展開

化成品、製造装置の両方の技術を有することを活かして同社自身が新しい市場を創造する、つまり製薬会社に対して新しい提案を行っていくことによって業績を伸ばすことも可能であろう。ひとつの例が上記の「液状カプセル製造装置」だ。現在では液状カプセルを必要とする医薬品は少ないが、薬効によって今後は液状カプセル化が増加する可能性もある。同社自身がそのような提案を行うことが出来れば、液状カプセル製造装置の需要につながっていくだろう。

■中期経営計画と今後の展望

他の例としては、「大腸デリバリーシステム」がある。これはハードカプセルに内包されたビフィズス菌を目的である大腸まで失活されることなくデリバリーするもので、サプリメントの効果を最大化させることが可能になる。コーティング等の製剤技術を用いたサプリメントが増加すれば、同社にとっては製造装置の販売だけでなく、サプリメントの受託事業の可能性も広がってくる。

○垂直展開

同社が持っている「造粒」「粉体」「分級」「粉碎」などの技術を活かして、新しい市場（製品）へ進出していくことも今後の成長ドライバーになり得るだろう。既に関した子会社フロイント・ターボ社はこれらの技術を活かして産業機械のファインケミカル分野に進出しているが、今後も「トナー材料」「化粧品」「農業関連」「電池材料」「食品」などの分野へ展開を図っていく計画を持っている。いずれも高い伸びが期待される分野であることから、これらの産業機械関連の今後の動向に注目する必要がある。

■株主還元策について

株主還元策に積極的な同社の施策に注目

同社の自己資本比率は既に61.4%（2013年2月期）に達しており無借金であることから財務的には安定している。これに対し同社では、安定配当、配当性向20%（連結ベース）を掲げており株主還元策に積極的である。2013年2月期末には20円配当（2012年2月期末比5円増配）を実施したが、2014年2月期末もさらに5円増配の25円配当を行うと発表している。株主還元、資本効率維持に対しての意識は高く、この点は大いに評価してよいと思われる。

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、株式会社大阪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。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・加工することは強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・譲渡することは強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お願いいたします。

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