

# 第一興商(プライム 7458)

卸売

## 雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復

2023年1月16日

SBI証券 企業調査部

シニアアナリスト

栗原 智也

### カラオケ業界のガリバー、業界内で比類なき存在

第一興商(以下、同社)は業務用カラオケ機器メーカー最大手であると同時にカラオケルーム「ビッグエコー」を全国に展開するオペレーター大手でもある。市場が成熟化、業界再編が進む中、同社はメーカーとしてもオペレーターとしても業界トップクラスのシェアを誇る。また、メーカーとオペレーターの両事業を行う唯一の企業でもあり、業界内では比類なき存在であるといえよう。近年は「人生100年時代」いわゆる超高齢化時代が到来している中で、同社はエルダー事業に注力。高齢者の介護予防や健康増進に役立つDKエルダーシステムを提供するなど、今後の中長期カタルリストとして注目が集まる。また、業務用カラオケ事業においては、売り切り型の商品販売からストックビジネスである機器賃貸や情報提供へ収益モデルのシフトを進めている。結果として同事業の営業利益率は02/3期の15.6%から22/3期は22.9%まで大きく改善している。今後も中長期的には同社の利益率の改善は進むものとSBI証券(以下、SBI)では考えている。

### コロナ禍からも雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復

21/3期以降は新型コロナの影響から厳しい収益環境が続いているが、足元、コロナ禍から雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復しているとSBIでは考えている。23/3期上期(4-9月)決算は営業利益55億円(前年同期は▲19億円)。主力事業である業務用カラオケ事業の営業利益は75億円(YoY+29%)とコロナ前の利益水準に概ね回復しているとSBIでは考えている。今後は、カラオケ・飲食店舗事業上期同実績▲17億円(前年同期は▲70億円)が黒字化するタイミングに注目が集まろう。飲食店舗については、昨年の年末の宴会状況(忘年会など)をみると20年、21年の年末に比べ回復基調にある印象である。一方でカラオケ店舗についてはナイトマーケットを始めとする2次会需要の回復には今暫く時間を要するとみることが、24/3期を通じて黒字化を果たし収益は回復するとSBIでは考えている。

以上からSBIは23/3期は営業利益146億円を予想。24/3期は、後半からインバウンド効果等もあり飲食店舗がコロナ禍前の水準まで戻るという前提から営業利益173億円を予想。25/3期はコロナ禍の影響は一巡するとみており営業利益196億円を予想する。

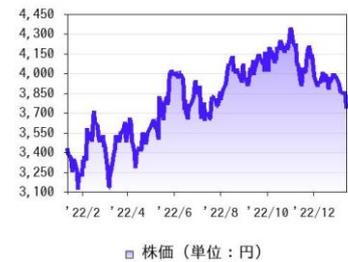
### 投資判断:レーティングは「買い」、目標株価は5,550円で新規カバレッジ開始

目標株価は比類なき企業であること、現行カラオケ最新機器である「LIVE DAM Ai」(2019年10月発売)が発売された翌年から新型コロナの影響を受けたことを考慮。「LIVE DAM STADIUM」(2015年4月発売)発売後の16/3期~19/3期の平均PER実績22.6倍を採用。これにコロナ禍の影響が一巡するとSBIがみる25/3期のSBI予想EPS245.8円を乗じた5,550円を目標株価として、レーティングは「買い」を新規付与する。ダウンサイドリスクはコロナ禍による新規感染者動向をあげる。

## 新規カバレッジ開始

投資判断	買い
目標株価(円)	5,550
株価(円)(1/13)	3,740
乖離率(%)	48.4
52週高安(円)	4,415 - 3,090
時価総額(十億円/US\$bn)	204.2/1.60
発行済株式数(千株)	54,593
外国人持株比率(%)	24.7
配当利回り(%, 23/3 予)	3.0
(倍)	PER PBR EV/EBITDA
23/3 予	17.0 1.9 7.2
24/3 予	17.2 1.8 6.3
25/3 予	15.2 1.7 5.6

(注)発行済株式数は自己株除く、予はSBI予想



グローバル業種相対 コンセンサススコア		
E	S	G
50	68	73

注:スコアはパーセンタイルランク  
出所:OWL Analytics社ESGコンセンサスデータよりSBI証券作成

### 業績(日本会計基準、連結)

決算期(百万円、%、円)	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	親会社帰属純利益	前年比	EPS	DPS	ROE	
2021/03	実績	93,316	-36.2	-2,693	赤転	-1,194	赤転	-18,782	赤転	-338.5	113.0	-15.7
2022/03	実績	94,787	1.6	-289	赤縮	888	黒転	5,196	黒転	95.2	113.0	5.0
2023/03	SBI 予	130,056	37.2	14,572	黒転	15,572	17.5倍	12,007	2.3倍	219.9	113.0	11.3
	会社予	126,500	33.5	12,000	黒転	12,800	14.4倍	10,000	92.5	183.2	113.0	-
	コンセンサス	120,000	26.6	10,800	黒転	11,800	13.3倍	9,500	82.8	173.7	-	-
2024/03	SBI 予	140,661	8.2	17,302	18.7	18,302	17.5	11,896	-0.9	217.9	113.0	10.6
	コンセンサス	128,400	7.0	14,800	37.0	15,800	33.9	9,600	1.1	175.2	-	-
2025/03	SBI 予	143,594	2.1	19,647	13.6	20,647	12.8	13,421	12.8	245.8	113.0	11.3
	コンセンサス	134,600	4.8	18,600	25.7	19,600	24.1	12,000	25.0	219.4	-	-

(注)EPSは自己株式を除くベース、コンセンサス予想はIFIS。

## 投資判断:レーティング「買い」、目標株価 5,550 円で新規カバレッジを開始

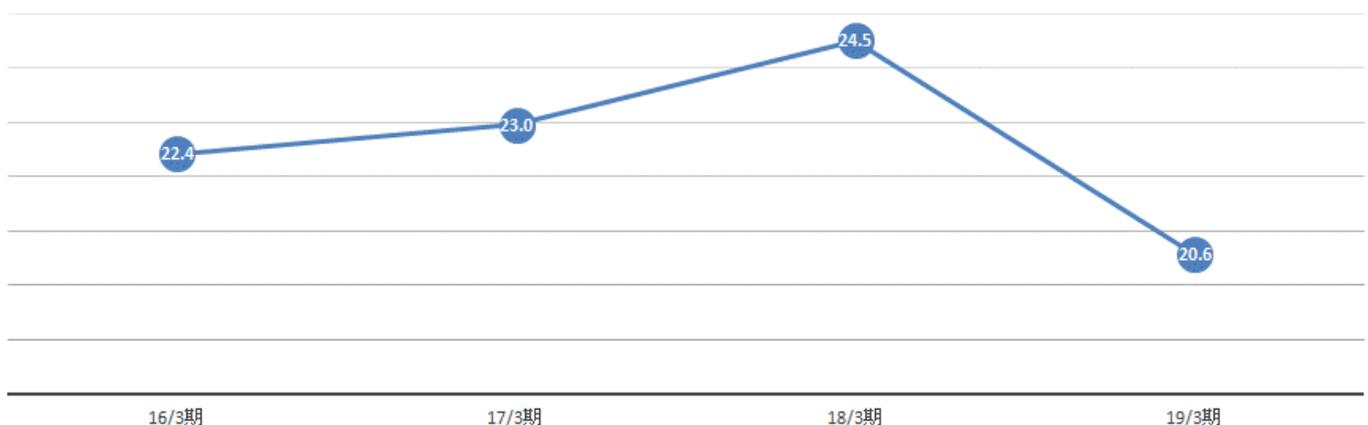
第一興商(以下、同社)をレーティング「買い」、目標株価 5,550 円でカバーを開始する。カラオケ業界は市場が成熟化。2000 年以降は再編が進んだ業界である。その中で同社は再編・M&A の常に中心的プレイヤーとして買い手側に回り、業態を拡大させプレゼンスを高めてきた。メーカーとしてもオペレーターとしても業界トップクラスの店舗を誇るガリバー的存在で、メーカーとオペレーターの両事業を行う唯一の企業である。

一方で「人生 100 年時代」ともいわれる超高齢化時代が到来している中で、同社はエルダース事業に注力。SDGs や ESG の観点からみても投資家から注目度の高い事業である。国や各自治体と連携を図りながら様々な協業が進められており、中長期のカタリストとして新たな収益の柱になると SBI 証券(以下、SBI)では考えている。

目標株価は比類なき企業であること、現行カラオケ最新機器である「LIVE DAM Ai」(2019 年 10 月発売)が発売された翌年から新型コロナの影響を受けたことを考慮。「LIVE DAM STADIUM」(2015 年 4 月発売)発売後の 16/3 期～19/3 期の平均 PER 実績 22.6 倍を採用。これにコロナ禍の影響が一巡すると SBI がみる 25/3 期の SBI 予想 EPS245.8 円を乗じた 5,550 円を目標株価として、レーティングは「買い」を新規付与する。

ダウンサイドリスクはコロナ禍による新規感染者動向をあげる。

図表 1:PER 推移  
(倍)



出所:会社資料、SBI 証券

## 企業概要:創業 50 年以上、社是は「もっと音楽を世に、もっとサービスを世に」

1971 年に故・保志忠彦(元名誉会長)が保志商店を創業し音響機器の販売を開始。現在はそのご子息である保志忠郊氏が代表取締役社長を、保志治紀氏が取締役管理本部長兼財務部長を務める。筆者からみると「カラオケ業界の神様」とも言われ、絶大なカリスマ性を発揮していた保志忠彦氏の後を保志兄弟がそれぞれアクセルとブレーキ役を担いバランス感覚の富んだ企業経営を推進している印象である。

社是は「もっと音楽を世に、もっとサービスを世に」。精神的ストレスの増大、高齢化に伴う健康不安など現代社会特有の課題に対して、心の充足やコミュニケーションの場がこれまで以上に求められており、同社の担う社会的役割は大きい。筆者は同社の役職員(IR、経営企画、事業部等)と 20 年以上にわたり交流があるが、同社社員は品行方正であり、上位役職者でも気さくに外部の人間と接している印象である。一方で長年カラオケ業界を自らが牽引してきたという自負と高いプライドも感じさせる。

業界はメーカー、オペレーターともに 2000 年以降再編が進んだ。結果としてメーカーは現在同社(DAM ブランド)とエクシング(JOYSOUND ブランド)の 2 強でほぼ 100%のシェアである。同社は 70%程度のシェアを占有していると SBI では推測している。オペレーターについても「ビッグエコー」ブランドで全国に店舗展開、「まねきねこ」ブランドのコシダカホールディングス、「カラオケ BanBan」ブランドのシン・コーポレーションと並ぶ業界トップクラスの店舗数を誇る。

図表 2: 沿革

年月	
1971年3月	東京都調布市において故・保志忠彦(元名誉会長)が保志商店を創業し音響機器の販売を開始
1976年2月	(株) ニットーの商号・事業目的を変更し、東京都中野区において(株)第一興商として業務用カラオケ事業を開始
1976年5月	8トラックカラオケシステム「プレイサウンドTD-201」およびカラオケテープ「Aシリーズ」の販売を開始
1978年10月	国内最初の販売子会社として東京都八王子市に株式会社コスモ(現株式会社静岡第一興商)を設立 (2022年3月31日現在 国内販売子会社23社)
1979年4月	カラオケ機器の小売・賃貸事業の最初の拠点として東京都中野区に東京支店を開設 (2022年3月31日現在 直轄事業所49拠点)
1982年4月	カラオケ機器の卸売事業の最初の拠点として愛知県名古屋市に名古屋営業所を開設 (2022年3月31日現在 法人営業所8拠点)
1982年6月	東京都中野区に本社ビル(現東京支店)を新築し移転
1983年5月	レーザーディスク(LD)カラオケシステム「LD-V10」の販売を開始
1983年10月	コンパクトディスク(CD)カラオケシステム「CDK-4000」の販売を開始
1984年9月	金融子会社として東京都中野区に株式会社ディーケーファイナンスを設立
1986年10月	オートチェンジャーを有するLDカラオケシステム「LC-V30」の販売を開始
1988年7月	米国ニューヨーク市に海外子会社Daiichi Kosho U.S.A. Inc.を設立 (2022年3月31日現在 海外子会社2社)
1988年9月	福岡県福岡市に最初のカラオケボックス「ビッグエコノミスト」を出店 (2022年3月31日現在 第一興商ブランドカラオケボックス561店)
1989年1月	東京都品川区に本社ビルを新築し、移転
1992年9月	圧縮動画(DV-I)方式によるCDカラオケシステム「DVK-2000」の販売を開始
1993年10月	圧縮動画(VCD)方式によるVCDカラオケシステム「CDK-7F」の販売を開始
1994年4月	通信型カラオケシステム「DAM-6400」の販売を開始、併せて通信カラオケ音源(MIDI)の配信を開始
1995年9月	日本証券業協会に株式を店頭登録
1996年5月	第一回無担保転換社債を発行
1996年10月	衛星デジタル多チャンネル放送「パーフェクTV!」(現「スカパー!」)に参画し、放送事業を開始
2000年3月	携帯電話着信メロディー配信サービスを開始
2000年6月	インターネットでのストリーミングカラオケサービス「カラオケ@DAM」を開始
2001年2月	高齢者の健康維持・介護予防に役立つコンテンツを搭載した「DKエルダースシステム」の販売を開始
2001年7月	株式の追加取得により持株比率が増加し、レコード会社である日本クラウン株式会社を子会社化 (2021年3月31日現在 音楽ソフト子会社8社)
2001年10月	徳間グループのレコード子会社である株式会社徳間ジャパンコミュニケーションズの全株式を取得し子会社化
2003年10月	音楽ソフト事業会社である株式会社トライエムの全株式を取得し子会社化
2004年12月	日本証券業協会への店頭登録を取り消し、ジャスダック証券取引所に株式を上場
2008年12月	カラオケユーザーコミュニティサービス「DAM★とも」を開始
2010年4月	ジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、大阪証券取引所JASDAQに上場
2010年6月	カラオケ居酒屋「祭一丁」を運営するベスタ・フーズ(株)の全株式を取得し子会社化
2011年8月	ベスタ・フーズ株式会社を吸収合併
2012年7月	第一回無担保社債、第二回無担保社債を発行
2013年7月	東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)に上場
2014年2月	四国一円で「カラオケバナナクラブ」を展開する株式会社アドバンおよび有限会社ゴールドの全株式を取得し子会社化
2015年5月	株式会社アドバンおよび有限会社ゴールドを吸収合併
2015年12月	東京証券取引所市場第一部へ上場市場を変更
2017年6月	首都圏で「カラオケマック」を展開する株式会社Airsideの全株式を取得し子会社化
2022年4月	東京証券取引所の市場区分変更に伴い、プライム市場へ上場市場を変更

出所: 会社資料、SBI証券

**カラオケ業界動向: 市場は成熟、参加人口は概ね横ばい、参加プレイヤーの淘汰が進む**

全国カラオケ事業者協会(JKA)調べによると、図表3の通りカラオケボックスの施設数は90年代後半にピークアウトし、2000年代に入ると減少トレンドに入った。一方で1施設当たりのルーム数は緩やかに増加傾向にある。これは大手カラオケチェーンによる店舗の大型化、寡占化が進行したことが大きい。

一方で、図表4のカラオケの参加人口をみると、足元はコロナ禍の影響を受けているが、2000年以降は概ね横ばい圏にある。これは長らく続いた景気の低迷を受けて「安・近・短」の代表的な娯楽として注目されたことに加え、ランチカラオケなどの日中の利用者取り込みが進んだことや、所謂「ひとりカラオケ」が定着したことが、参加人口の下支え要因となったと思われる。

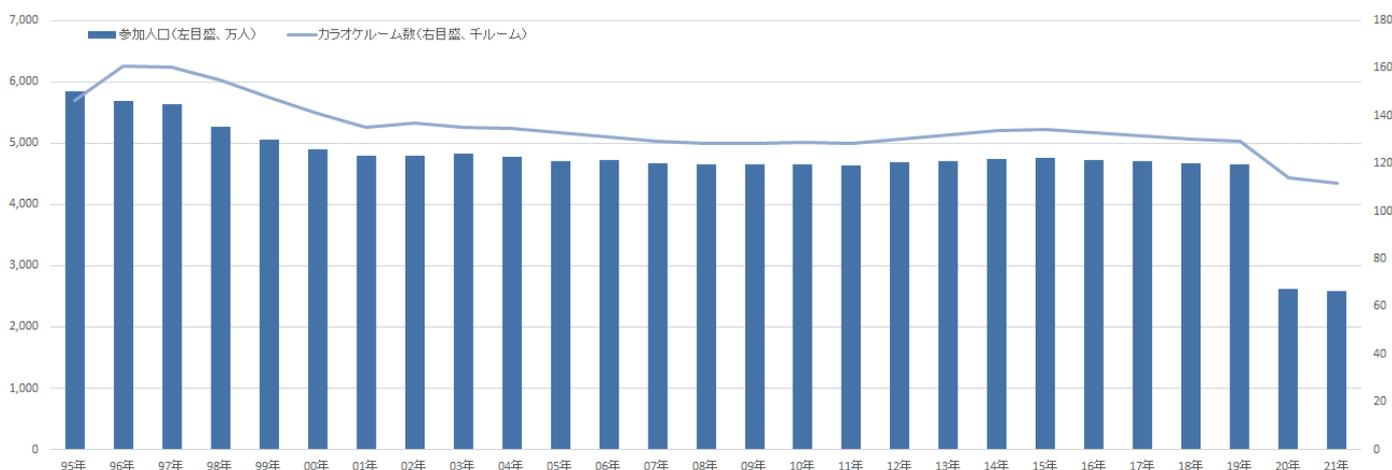
このような環境下にあつて、大手カラオケ事業者が主導となって2000年以降、粛々と業界の再編が進んでいる(図表5参照)。特に同社は再編・M&Aの中心的プレイヤーとして買い手側に回り、業態を拡大させプレゼンスを高めてきた。今回の新型コロナの影響により経営状況が悪化した地方のカラオケオペレーターとの再編の可能性が高まるとSBIでは考えており、同社にとっては追い風の状況が続くとみる。

図表3:カラオケ施設数と1施設当たりのルーム数推移



出所: 全国カラオケ事業者協会(JKA)、SBI証券

図表4:カラオケ参加人口とカラオケルーム数推移



出所: 全国カラオケ事業者協会(JKA)、SBI証券

図表 5:カラオケ業界、2000 年以降の主な再編

年月	ターゲット	買い手		年月	ターゲット	買い手	
2001年7月	日本クラウン	第一興商	子会社化	2010年9月	スポーツ	コシダカホールディングス	株式取得
2001年10月	徳間ジャパンコミュニケーションズ	第一興商	子会社化	2010年10月	アイディアラボ	鉄人化計画	子会社化
2003年8月	トリイ	Aoki International	子会社化	2014年2月	アドバン ゴールド	第一興商	子会社化
2006年3月	クリエイト・ユウ	鉄人化計画	子会社化	2015年7月	システムプランベネックス	鉄人化計画	吸収合併
2007年4月	マルフル	AOKIホールディングス	子会社化	2017年6月	Airside	第一興商	子会社化
2008年4月	アニヴェルセル	AOKIホールディングス	子会社化	2018年6月	シダックス・コミュニティ	B&V	子会社化
2010年6月	ヘスタ・フーズ	第一興商	子会社化	2022年5月	ランシステム	AOKIホールディングス	子会社化

出所: 各社資料、SBI 証券

図表 6: 主なカラオケボックス運営事業者

企業	主なブランド	店舗数	企業	主なブランド	店舗数
第一興商	ビッグエコー	506	ヴァリック	コート・ダジュール	105
コシダカホールディングス	カラオケまねぎねこ ワンカラ	577(国内) 11(海外)	ウチヤマホールディングス (カラオケ)	コロケ倶楽部	81
シン・コーポレーション	カラオケバンバン	392	クリアックス	歌広場カラNET24	66
B&V	カラオケ館	211	鉄人化計画	カラオケの鉄人	43
東愛産業	ジャンボカラオケ	171			

出所: 各社資料、SBI 証券 注: 第一興商は 23/3 期上期実績、コシダカ HD、鉄人化計画、シン・コーポレーション、B&V、東愛、クリアックスは 2022 年 8 月時点、ヴァリック、ウチヤマ HD は 22/3 期実績

### エルダービジネス: 高齢者の介護予防や健康増進に役立つ DK エルダーシステムを提供

「人生 100 年時代」ともいわれる超高齢化時代が到来している中、同社では長年カラオケ事業で培ったノウハウを活用し、エンターテインメントとレクリエーションを統合した、高齢者の機能訓練や介護予防に役立つ生活総合機能改善機器「DK エルダーシステム」を提供している。「うたと音楽」のチカラを使って、厚生労働省が定める「総合的な生活機能向上」の柱となる 3 つの機能(運動・口腔・認知)を維持・向上しながら、地域コミュニティの交流と活性化を後押し。様々なコンテンツ開発と介護予防教室運営受託やそれらをサポートするプログラムや人材を地域社会へ創出している。大学や民間企業、行政プロジェクトなどへも参画している。

全国に介護施設は約 6 万カ所以上あり、公民館などの高齢者でも健常者が利用している施設は多数存在している。2022 年 6 月時点で DK エルダーシステムの導入施設数は民間介護施設と自治体関連施設合わせて 2.5 万カ所を超える施設に導入。通常のカラオケ事業と同程度の利益率でビジネス展開できているものと SBI ではみており、今後の中長期のカタリストとして注目している。

図表 7: 大学及び企業との共同研究

大学・企業名	研究期間	研究内容
東北福祉大学	2010年9月1日～2011年3月31日	多様性のあるカラオケシステム効果における健康増進・介護予防・コミュニティ形成の調査研究 「カラオケシステム効果の調査研究」
	2014年6月～2015年3月	DKエルダーシステムを活用した「音楽+体操」プログラムに関する効果効能を調査 東北福祉大学との共同研究
鶴見大学	2011年12月～2012年4月	DKエルダーシステムを活用した「歌を唄うこと」に関する効果効能を調査 鶴見大学との共同研究 国際誌「BioPsychoSocial Medicine」に論文掲載
神戸大学	2014年3月～2015年3月	DKエルダーシステムを活用した「高齢者の地域コミュニティ創出」を調査 神戸大学との共同研究
株式会社ツクイ	2016年9月～2017年3月	「認知機能低下予防・BPSD症状軽減に関する研究調査」実施について 「認知機能低下予防・BPSD症状軽減に関する調査研究」結果
	2017年9月～2018年3月	「認知機能低下予防・BPSD症状軽減に関する研究調査」実施について(第二弾) 「認知機能低下予防・BPSD症状軽減に関する調査研究」第2弾結果

出所: 会社資料、SBI証券

図表 8: 行政プロジェクトへの参画の例

経済産業省 健康寿命延伸産業創出推進事業	
兵庫県神戸市	平成28年度 「産業創生による自立型地域包括ケアシステム構築実証事業」
宮城県仙台市	平成28年度 「高齢者の『健康づくり』と『就労マッチング』による生涯現役社会の実現」
埼玉県和光市	平成28年度 「わこう暮らしの生き生きプロジェクト」
文部科学省 スーパー・プロフェッショナル・ハイスクール	
大阪府大阪市	平成27年度 「超高齢社会を迎えて新たな価値を創造できるバリュークリエーターの育成」
スポーツ庁 < 令和3年度「Sport in Life 推進プロジェクト」 >	
三重県桑名市	スポーツ実施を阻害する課題解決のための実証実験 シニア世代が活用できるデジタルコンテンツを用いた新たなスポーツ環境創出事業
三重県四日市市	
愛知県瀬戸市	
高知県高知市	
宮城県仙台市	
宮城県利府町	ターゲット横断的なスポーツ実施者の増加方策事業 スポーツ×SDGs で取り組む包括的な地域づくり
福岡ヘルス・ラボ < 平成30年度「福岡ヘルス・ラボ実証事業」 >	
福岡県福岡市	カラオケ機器を使用した「健口(けんこう)いきいき教室」
大阪府 < 令和4年度「大阪スマートシニアライフ事業」 >	
大阪府堺市 大阪狭山市 河内長野市	DK ELDER SYSTEMを活用した音楽健康教室

出所: 会社資料、SBI証券

**業績動向: コロナ禍からも雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復**

23/3 期上期(4-9 月)決算は売上高 607 億円(YoY+54%)、営業利益 55 億円(前年同期は▲19 億円)。四半期毎の業績推移は 1Q 売上高 303 億円、2Q 同 304 億円、1Q 営業利益 30 億円、2Q 同 24 億円とコロナ禍から雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復していると SBI では考えている。

注目すべき点は主力の業務用カラオケ事業の営業利益が 1Q:38 億円、2Q:37 億円とコロナ禍前の利益水準まで概ね回復していることである。同社のメイン市場であるナイトマーケットの顧客層には個人事業主が多いことから、コロナ禍を契機に廃業に追い込まれるのではないかと懸念されたが杞憂に終わったとみる。

また、同社は 2019 年 10 月に新製品である「LIVE DAM Ai」を発売したが、翌年からコロナ禍となりマイナーモデル機種の発売が見送られている。このため償却費・プロモーション費用などのコスト負担が軽減されていることから利益が出ているとの捉え方もある。確かに利益が出ている要因のひとつと考えることができるが、新製品が発売された際は同社の高い市場シェアと商品の優位性から多くのリプレース需要が発生し増収による増益効果のジビリティが高く、SBI では来期以降も同事業の利益率は若干低下しても全体の増益は確保できるものと考えている。尚、フルモデルチェンジ機種は過去、概ね 4 年サイクルで発売されている。このサイクルで考えると次世代機の発売は 24 年春になるが、コロナ禍で現行機種の顧客店舗導入が遅れており、SBI では次世代機の発売は 25 年春以降になるとみており、今回の SBI 予想(23/3 期~25/3 期)には次世代機発売は織り込んでいない。

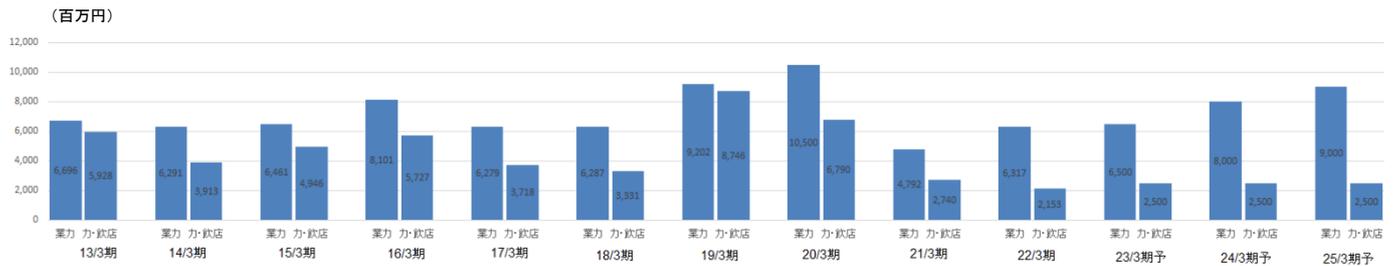
また、同事業は、売り切り型の商品販売からストックビジネスである機器賃貸や情報提供へ収益モデルの転換が進んでいる。結果として同事業の営業利益率は 02/3 期の 15.6% から 22/3 期は 22.9%まで大きく改善しており、今後も長期的には同社の利益率の改善は進むものと SBI では考えている。

一方で今後は、カラオケ・飲食店舗事業 上期同実績▲17 億円(前年同期は▲70 億円)黒字化のタイミングに注目が集まろう。飲食店舗については、昨年(2022)の年末の宴会状況(忘年会など)をみると 20 年、21 年の年末に比べ回復基調にある印象である。

カラオケ店舗についてはナイトマーケットを始めとする 2 次会需要の回復には今暫く時間を要するとみるが、24/3 期を通じて黒字化を果たし収益は回復すると SBI では考えている。

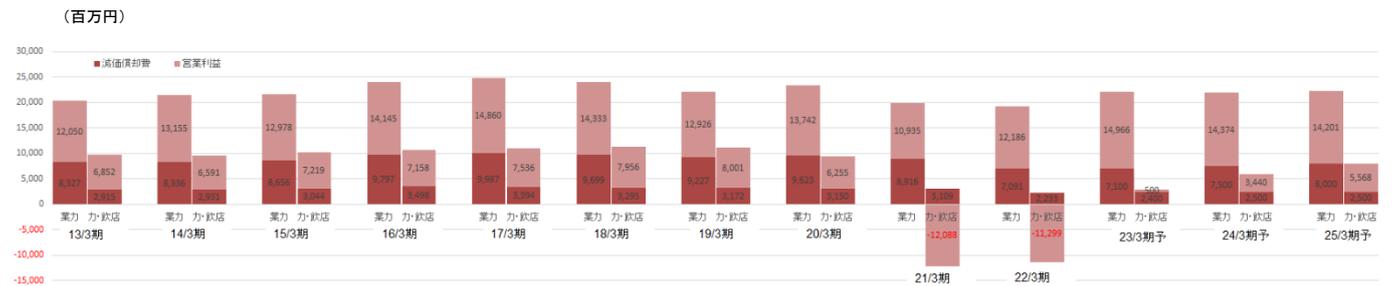
以上から SBI 予想は 23/3 期は営業利益 146 億円を予想。24/3 期は後半からインバウンド効果等も現れ始め飲食店舗がコロナ禍前の水準まで戻るという前提から営業利益 173 億円を予想。25/3 期はコロナ禍の影響は一巡するとみており営業利益 196 億円を予想する。

図表 9: 業務用カラオケ事業とカラオケ・飲食店舗事業の投資の推移



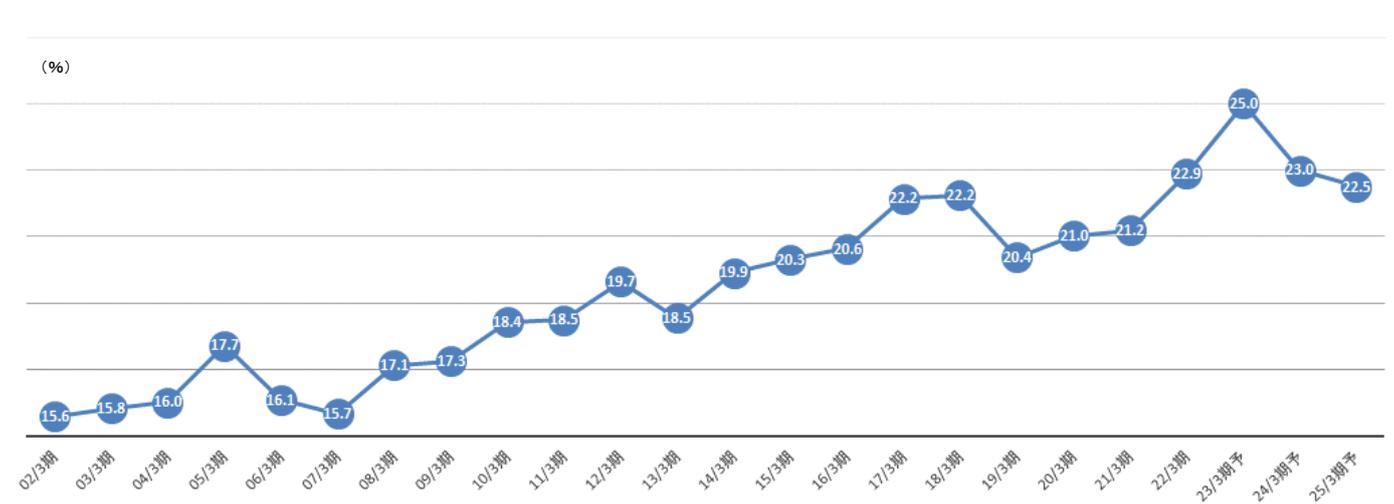
出所: 会社資料、SBI証券、予はSBI証券予想 注: 業力は業務用カラオケ事業、カ・飲店はカラオケ・飲食店舗事業

図表 10: 業務用カラオケ事業とカラオケ・飲食店舗事業の営業利益と減価償却費の推移



出所: 会社資料、SBI証券、予はSBI証券予想 注: 業力は業務用カラオケ事業、カ・飲店はカラオケ・飲食店舗事業

図表 11: 業務用カラオケ事業の営業利益率の推移



出所: 会社資料、SBI証券、予はSBI証券予想

図表 12: 事業別収益推移 (百万円)

四半期累計	15/3期				16/3期				17/3期				18/3期				19/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
連結全社売上高	32,206	65,046	99,149	133,111	35,282	70,362	106,645	141,310	33,628	68,821	105,639	140,640	33,948	69,022	106,690	141,370	34,839	69,823	107,911	143,833
前年比(%)	99.4	100.2	100.3	101.9	109.6	108.2	107.6	106.2	95.3	97.8	99.1	99.5	101.0	100.3	101.0	100.5	102.6	101.2	101.1	101.7
売上原価	18,747	38,535	58,723	79,943	21,539	43,190	65,151	86,918	20,764	42,237	64,491	86,210	20,216	41,544	64,233	86,527	21,075	42,448	65,563	89,555
売上比(%)	58.2	59.2	59.2	60.1	61.0	61.4	61.1	61.5	61.7	61.4	61.0	61.3	59.6	60.2	60.2	61.2	60.5	60.8	60.8	62.3
前年比(%)	101.8	102.7	102.2	104.1	114.9	112.1	110.9	108.7	96.4	97.8	99.0	99.2	97.4	98.4	99.6	100.4	104.3	102.2	102.1	103.5
売上総利益	13,459	26,511	40,425	53,168	13,742	27,172	41,493	54,392	12,864	26,583	41,147	54,430	13,731	27,478	42,457	54,842	13,763	27,374	42,347	54,277
売上比(%)	41.8	40.8	40.8	39.9	39.0	38.6	38.9	38.5	38.3	38.6	39.0	38.7	40.4	39.8	39.8	38.8	39.5	39.2	39.2	37.7
前年比(%)	96.2	96.8	97.6	98.8	102.1	102.5	102.6	102.3	93.6	97.8	99.2	100.1	106.7	103.4	103.2	100.8	100.2	99.6	99.7	99.0
販管費	8,489	16,823	25,252	34,134	8,721	17,261	25,864	34,505	8,467	16,844	25,215	33,736	8,178	16,701	25,209	33,739	8,414	16,900	25,643	34,605
売上比(%)	26.4	25.9	25.5	25.6	24.7	24.5	24.3	24.4	25.2	24.5	23.9	24.0	24.1	24.2	23.7	23.9	24.2	24.2	23.8	24.1
前年比(%)	98.9	97.2	98.1	98.5	102.7	102.6	102.4	101.1	97.1	97.6	97.5	97.8	96.6	99.1	100.3	100.0	102.9	101.2	101.4	102.6
営業利益	4,969	9,688	15,173	19,034	5,021	9,910	15,629	19,886	4,396	9,739	15,931	20,694	5,553	10,776	17,167	21,103	5,349	10,474	16,704	19,672
売上比(%)	15.4	14.9	15.3	14.3	14.2	14.1	14.7	14.1	13.1	14.2	15.1	14.7	16.4	15.6	16.1	14.9	15.4	15.0	15.5	13.7
前年比(%)	92.0	96.0	96.7	99.5	101.0	102.3	103.0	104.5	87.5	98.3	101.9	104.1	126.3	110.7	107.8	102.0	96.3	97.2	97.3	93.2
業務用カラオケ	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
売上高	16,171	32,056	47,959	63,902	17,952	35,247	51,958	68,557	16,407	33,521	50,448	67,076	16,366	32,107	48,995	64,430	16,224	31,941	48,093	63,444
構成比(%)	50.2	49.3	48.4	48.0	50.9	50.1	48.7	48.5	48.8	48.7	47.8	47.7	48.2	46.5	45.9	45.6	46.6	45.7	44.6	44.1
前年比(%)	94.4	95.0	95.3	96.8	111.0	110.0	108.3	107.3	91.4	95.1	97.1	97.8	99.8	95.8	97.1	96.1	99.1	99.5	98.2	98.5
営業利益	3,899	7,244	10,541	12,978	4,088	7,941	11,077	14,145	3,638	7,721	11,428	14,860	4,391	7,888	11,678	14,333	4,375	8,082	11,157	12,926
売上比(%)	24.1	22.6	22.0	20.3	22.8	22.5	21.3	20.6	22.2	23.0	22.7	22.2	26.8	24.6	23.8	22.2	27.0	25.3	23.2	20.4
前年比(%)	94.9	98.9	98.4	98.7	104.8	109.6	105.1	109.0	89.0	97.2	103.2	105.1	120.7	102.2	102.2	96.5	99.7	102.4	95.5	90.2
カラオケ・飲食店舗	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
売上高	12,372	25,278	39,690	52,723	13,518	27,348	43,070	56,759	13,270	27,083	42,906	57,227	13,658	28,907	45,723	61,009	14,719	30,031	47,703	63,799
営業利益	1,627	3,229	5,767	7,219	1,413	2,757	5,757	7,158	1,294	2,824	5,754	7,536	1,583	3,566	6,435	7,956	1,358	3,054	6,439	8,001
売上比(%)	13.2	12.8	14.5	13.7	10.5	10.1	13.4	12.6	9.8	10.4	13.4	13.2	11.6	12.3	14.1	13.0	9.2	10.2	13.5	12.5
前年比(%)	98.8	104.0	105.6	109.5	86.9	85.4	99.8	99.1	91.6	102.4	100.0	105.3	122.3	126.3	111.8	105.6	85.8	85.6	100.1	100.6
音楽ソフト	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
売上高	2,076	4,484	6,560	9,863	2,082	4,325	6,398	9,027	2,115	4,490	6,599	8,718	1,938	4,022	5,907	7,799	1,871	3,606	5,611	7,788
営業利益	-32	33	49	400	-25	-24	18	189	7	76	28	20	0	-3	-23	-33	3	-99	-74	-84
売上比(%)	-	0.7	0.8	4.1	-	-	0.3	2.1	0.4	1.7	0.4	0.2	-	-	-	-	0.2	-	-	-
前年比(%)	-	8.2	7.7	41.5	-	-	37.5	47.2	-	-	155.5	11.0	-	-	-	-	-	-	-	-
その他事業	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
売上高	1,586	3,227	4,938	6,622	1,729	3,441	5,218	6,966	1,835	3,726	5,685	7,618	1,984	3,984	6,063	8,130	2,023	4,244	6,502	8,801
営業利益	240	568	909	1,243	352	735	1,132	1,517	373	778	1,132	1,426	377	784	1,227	1,659	373	830	1,266	1,581
四半期累計	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q												
連結全社売上高	35,492	71,018	111,832	146,297	16,645	42,778	71,232	93,316	20,397	39,529	69,927	94,787	30,276	60,671	130,056	140,661	143,594	143,594	143,594	143,594
前年比(%)	101.9	101.7	103.6	101.7	46.9	60.2	63.7	63.8	122.5	92.4	98.3	101.6	148.4	153.5	137.2	108.2	106.3	106.3	106.3	106.3
売上原価	21,672	43,859	69,219	92,362	11,128	30,277	50,760	67,073	14,440	27,488	47,013	65,951	19,417	39,771	85,400	91,203	90,889	90,889	90,889	90,889
売上比(%)	61.1	61.8	61.9	63.1	66.9	70.8	71.3	71.9	70.8	69.5	67.2	69.6	64.1	65.6	65.7	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
前年比(%)	102.8	103.3	105.6	103.1	51.3	69.0	73.3	72.6	129.8	90.8	92.6	98.3	134.5	144.7	29.5	6.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
売上総利益	13,820	27,159	42,613	53,935	5,516	12,500	20,472	26,242	5,956	12,041	22,913	28,835	10,858	20,899	44,656	49,458	52,705	52,705	52,705	52,705
売上比(%)	38.9	38.2	38.1	36.9	33.1	29.2	28.7	28.1	29.2	30.5	32.8	30.4	35.9	34.4	34.3	35.2	36.7	36.7	36.7	36.7
前年比(%)	100.4	99.2	100.6	99.4	39.9	46.0	48.0	48.7	108.0	96.3	111.9	109.9	182.3	173.6	64.9	10.8	6.6	6.6	6.6	6.6
販管費	8,550	17,165	26,129	34,876	6,706	14,142	21,643	28,935	7,106	13,987	21,557	29,124	7,837	15,430	30,084	32,156	33,058	33,058	33,058	33,058
売上比(%)	24.1	24.2	23.4	23.8	40.3	33.1	30.4	31.0	34.8	35.4	30.8	30.7	25.9	25.4	23.1	22.9	23.0	23.0	23.0	23.0
前年比(%)	101.6	101.6	101.9	100.8	78.4	82.4	82.8	83.0	106.0	98.9	99.6	100.7	110.3	110.3	3.3	6.9	2.8	2.8	2.8	2.8
営業利益	5,270	9,993	16,484	19,058	-1,189	-1,642	-1,171	-2,693	-1,149	-1,940	1,356	-289	3,021	5,469	14,572	17,302	19,647	19,647	19,647	19,647
売上比(%)	14.8	14.1	14.7	13.0	-	-	-	-	-	-	1.9	-	10.0	9.0	11.2	12.3	13.7	13.7	13.7	13.7
前年比(%)	98.5	95.4	98.7	96.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
業務用カラオケ	1Q	2Q	3Q	4Q	予	予	予	予												
売上高	15,598	31,043	49,645	65,366	10,138	24,178	38,582	51,695	12,944	25,183	39,383	53,188	14,336	28,716	59,863	62,496	63,113	63,113	63,113	63,113
構成比(%)	43.9	43.7	44.4	44.7	60.9	56.5	54.2	55.4	63.5	63.7	56.3	56.1	47.4	47.3	46.0	44.4	44.0	44.0	44.0	44.0
前年比(%)	96.1	97.2	103.2	103.0	65.0	77.9	77.7	79.1	127.7	104.2	102.1	102.9	110.8	114.0	112.5	104.4	101.0	101.0	101.0	101.0
営業利益	3,893	7,298	11,107	13,742	1,748	5,069	8,463	10,935	3,147	5,792	9,182	12,186	3,773	7,472	14,966	14,374	14,201	14,		

図表 13: 財務諸表 (百万円)

損益計算書(百万円)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期予	24/3期予	25/3期予
売上高	146,297	93,316	94,787	130,056	140,661	143,594
売上原価	92,362	67,073	65,951	85,400	91,203	90,889
(原価率)	63.1%	71.9%	69.6%	65.7%	64.8%	63.3%
売上総利益	53,935	26,242	28,835	44,656	49,458	52,705
(売上総利益率)	36.9%	28.1%	30.4%	34.3%	35.2%	36.7%
販売費および一般管理費	34,876	28,935	29,124	30,084	32,156	33,058
(販管費率)	23.8%	31.0%	30.7%	23.1%	22.9%	23.0%
営業利益	19,058	-2,693	-289	14,572	17,302	19,647
(営業利益率)	13.0%	-	-	11.2%	12.3%	13.7%
営業外収益	1,419	2,057	1,630	1,500	1,500	1,500
営業外費用	344	559	452	500	500	500
経常利益	20,133	-1,194	888	15,572	18,302	20,647
(経常利益率)	13.8%	-	0.9%	12.0%	13.0%	14.4%
特別利益	68	4,313	15,311	3,000	0	0
特別損失	1,658	21,722	8,505	100	0	0
税金等調整前当期利益	18,543	-18,604	7,695	18,472	18,302	20,647
法人税等	5,915	115	2,471	6,465	6,406	7,227
(税率)	31.9%	-	32.1%	35.0%	35.0%	35.0%
親会社帰属純利益	12,555	-18,782	5,196	12,007	11,896	13,421
(親会社帰属純利益率)	8.6%	-	5.5%	9.2%	8.5%	9.3%
貸借対照表(百万円)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期予	24/3期予	25/3期予
流動資産	65,737	86,780	84,277	90,687	95,587	101,881
現金・預金	47,992	68,508	68,214	72,240	75,338	78,681
売上債権	4,758	3,546	4,126	5,400	6,400	7,200
棚卸資産	7,777	8,946	7,596	8,700	9,400	10,200
その他	5,210	5,780	4,341	4,347	4,449	5,800
固定資産	115,829	100,014	96,112	96,224	97,251	98,308
有形固定資産	77,935	65,683	62,987	63,099	64,126	65,183
無形固定資産	10,199	6,232	6,858	6,858	6,858	6,858
投資その他の資産	27,693	28,098	26,267	26,267	26,267	26,267
資産合計	181,567	186,795	180,389	186,911	192,838	200,190
流動負債	22,433	36,712	21,658	22,344	22,544	22,644
買入債務	4,929	2,591	2,614	3,300	3,500	3,600
短期有利子負債	2,786	17,996	6,098	6,098	6,098	6,098
その他	14,718	16,125	12,946	12,946	12,946	12,946
固定負債	22,927	44,052	53,570	53,570	53,570	53,570
長期有利子負債	11,045	32,085	41,705	41,705	41,705	41,705
その他	11,882	11,967	11,865	11,865	11,865	11,865
負債合計	45,361	80,765	75,229	75,914	76,114	76,214
株主資本	135,656	104,289	103,628	109,465	115,192	122,444
資本金	12,350	12,350	12,350	12,350	12,350	12,350
資本剰余金	4,003	4,114	4,114	4,114	4,114	4,114
利益剰余金	123,891	98,783	87,733	93,571	99,298	106,550
自己株式	-4,589	-10,958	-570	-570	-570	-570
自己資本	134,420	104,258	103,544	109,381	115,108	122,360
純資産合計	136,205	106,030	105,160	110,997	116,724	123,976
負債純資産合計	181,567	186,795	180,389	186,911	192,838	200,190
キャッシュフロー計算書(百万円)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期予	24/3期予	25/3期予
営業活動によるキャッシュフロー	28,155	7,755	18,165	22,095	22,667	25,612
投資活動によるキャッシュフロー	-21,430	-9,539	-9,297	-9,600	-11,100	-12,100
フリーキャッシュフロー	6,725	-1,784	8,868	12,495	11,567	13,512
財務活動によるキャッシュフロー	-15,872	22,174	-8,487	-8,469	-8,469	-10,169
現金及び現金同等物の期末残高	47,232	67,680	68,125	72,151	75,249	78,592
バリュエーション指標	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期予	24/3期予	25/3期予
1株あたり営業利益(円)	338.3	-49.4	-5.3	266.9	316.9	359.9
EPS(円)	221.9	-338.5	95.2	219.9	217.9	245.8
BPS(円)	2,386.3	1,912.2	1,896.7	2,003.6	2,108.5	2,241.3
1株当たり配当金(円)	113	113	113	113	113	113
PER(倍)	13.0	-	36.6	17.0	17.2	15.2
PBR(倍)	1.2	2.2	1.8	1.9	1.8	1.7
PSR(倍)	1.1	2.5	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	3.7	17.4	14.7	7.2	6.3	5.6
ROE(%)	9	-16	5	11	11	11
ROA(%)	7	-10	3	6	6	7

出所: 会社資料、SBI証券、予はSBI証券予想

2023年1月16日

第一興商(プライム7458): 雨過天晴、薄紙を剥ぐように収益は回復

## Appendix: ESG コンセンサススコア

10月末 ESG スコア概要	E 業種相対スコア 51点 Eコンセンサススコア変化 -0.11(-0.23σ)			S 業種相対スコア 68点 Sコンセンサススコア変化 -0.07(-0.12σ)						G 業種相対スコア 71点 Gコンセンサススコア変化 -0.07(-0.06σ)			グローバル業種相対 コンセンサススコア		
	公害防止	環境に対する 透明性	資源効率	報酬・従業員 満足度	多様性 と権利	教育と労働 条件	コミュニティ& チャリティ活動	人権	持続可能性 への統合	取締役会 の効率性	マネジメント 倫理	開示内容と 説明責任	E	S	G
スコア	58	54	47	73	63	68	67	45	57	37	67	87	50	68	73
1ヶ月変化	-8	-10	-6	-7	-6	-8	-12	-12	-14	-15	-6	-7	-12	-8	-8

注:スコアはパーセンタイルランク

出所:OWL Analytics 社 ESG コンセンサスデータより SBI 証券作成

データの詳細については 2021 年 11 月 16 日配信レポート「[SBI 証券は個別企業レポートで「ESG コンセンサススコア」のモニターを始めます: スコア参照の取り扱い説明書](#)」を参照。

# 本レポートに関するご注意事項

## 【目標株価・レーティングについて】

目標株価は、当社のアナリストが今後6カ月から1年の期間に達すると予想している株価水準です。投資判断(レーティング)の定義は以下の通りです。

買い: 目標株価が現在の株価を15%以上上回ると判断する銘柄

中立: 目標株価と現在の株価の差が±15%未満の範囲内にあると判断する銘柄

売り: 目標株価が現在の株価を15%以上下回ると判断する銘柄

NR: 投資判断を実施しない銘柄

RS: 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない銘柄

※当社レーティングは、2019年4月1日をもって、5段階から3段階に変更いたしました。また、当社アナリストが対象会社を評価・分析した結果算出した目標株価をベースにした絶対評価になります。

※目標株価の根拠についてはレポート本文をご参照ください。

## 【利益相反関係発生の可能性】

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

## 【重要な開示事項】

・保有株式等について

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する、もしくは整合しないかたちで、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。

当社が発行済株式総数の5%を超える株式等を保有しているとして大量保有報告を行っている銘柄は当社WEBサイト

(URL: [https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kajji.html](https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kajji.html))にてご確認頂けます。

・主幹事担当会社について

2015年3月以降、募集・売出し(普通社債を除く)にあたり株式会社SBI証券が、主幹事となっている銘柄は当社WEBサイト

(URL: [https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kajji.html](https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kajji.html))にてご確認頂けます。

※WEBサイトを閲覧可能な環境にない方は弊社営業担当者までご連絡下さい。

## 【その他留意事項】

本レポートは株式会社SBI証券により、株式会社SBI証券及び、又はその関連会社の顧客への情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄その他関連する金融商品の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したものです。その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの内容には、本文中に記載されている株式会社SBI証券のアナリストや従業員、又は1社若しくは複数の株式会社SBI証券の関連会社によって単独又は共同で作成された資料が含まれます。また、本レポートの内容は作成時点のものであり、当社は本レポートに記載される情報及び投資判断等の見解を更新する義務を負うものではありません。本レポートに記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。万一、本レポートに基づいてお客さまが損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本レポートは著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。本レポート内の情報は一般的な性質のものであり、お客さまの個別の投資その他の目的、財務状況又はニーズを考慮することなく作成されています。お客さまは、ご自身の投資判断に対して単独で責任を負っていただく必要があります。お客さまは、ご検討中の証券に関する一切の契約又は書類を締結されるに先立ち、すべての書類を慎重にお読みいただき、最終的な投資判断を行われる前に、提供されたその他一切の関連書類を慎重にお読みいただく必要があります。

## 【日本:金融商品取引法における表示事項(手数料及びリスク情報等)】

株式会社SBI証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により損失が生じるおそれがあります(信用取引、先物・オプション取引、外国為替保証金取引、取引所CFD(くりっく株365)では差し入れた保証金・証拠金(元本)を上回る損失が生じるおそれがあります)。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、株式会社SBI証券のWEBサイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社WEBサイト(日本語ページのみ)をご参照ください。

(URL: [https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html))

商号等: 株式会社SBI証券 金融商品取引業者

登録番号: 関東財務局長(金商)第44号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# 本レポートに関するご注意事項

## 【国別・地域別の開示事項】

日本国外へのレポートの配布先は、「機関投資家」のみを対象としています。「機関投資家」の定義は国・地域ごとに異なります。本レポート、又は本レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込みもしくは引受けに関するいかなる契約の締結の申込み又は誘引を目的としたものではありません。本レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願い致します。

**英国:**本レポートは以下(i)~(iii)に該当する者(これらの者をまとめて「関係者」という。)のみに配布されたものです。

- (i) 2000年金融サービス市場法 2005年金融販売令(その後の改正を含む。)(「金融販売令」)第19条に従い投資に関する専門的経験を有する者
- (ii) 金融販売令第49条(2)(a)乃至(d)に該当する者(純資産額の大きい企業や法人格のない団体等)
- (iii) その他、本レポートを適法に配布できる者

本レポートは、関係者のみを対象とし、関係者のみに利用可能なものであり、関係者以外の者がそれに基づき行為し又は依頼することはできません。本レポートに関係するいかなる投資又は投資活動も関係者のみが利用し関与できるものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、英国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**欧州経済地域:**欧州経済領域外からの本レポートの配布は各国の監督庁に届出されたものではありません。また、本レポートは投資推奨、投資戦略推奨その他の投資サービス又は投資関連サービスに関する欧州法域の法令に準拠して作成されたものではありません。本レポートは欧州経済領域のプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**米国:**本レポートは株式会社 SBI 証券が、1934年米国証券取引所法(その後の改正を含む。)に基づく規則 15a-6 に従い、同規則に定義される米国主要機関投資家(major U.S. institutional investors)のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、米国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、米国における登録証券業者ではありません。また、本レポートの作成に関与したアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)によりリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。過去の実績は将来の業績を示唆するものではありません。

**香港:**本レポートは株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Hong Kong) Limited(本社: Suite 1101, Ocean Centre, Harbour City, 5 Canton Road, Tsimshatsui, Hong Kong、以下「SBIHK」という。)により香港証券先物条例に定義されるプロ投資家(professional investors)のみに配布されます。SBIHK は香港証券先物条例に基づき、Type 1 - 証券取引及び Type 4 - 証券取引に関する助言を行うライセンスを取得しており、香港証券先物取引委員会の規制を受けています。本レポートは香港証券先物条例に定義されるプロ投資家のみを配布対象として作成され、これに該当しない香港の公衆に対して配布、入手又は閲覧されてはなりません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、香港において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**シンガポール:**シンガポールにおいては、株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Singapore) Pte. Ltd.(本社: 1 Raffles Place, #39-02, One Raffles Place Tower 1, Singapore 048616、電話番号: +65 6305 8599、以下「SBI Singapore」という。)又は、株式会社 SBI 証券により機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)及び専門投資家(expert investors)(それぞれ、金融アドバイザー規則(Financial Advisers Regulation)で定義される。)のみに配布されます。シンガポールで本レポートを受領した者は、本レポートから生じる、又は本レポートに関する事項について連絡する場合は、SBI Singapore にご連絡ください。SBI Singapore は、シンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)により発行された、資本市場商品である証券の取引、有価証券保管サービスの提供を行うための資本市場サービス免許を有しており、金融アドバイザー法(Financial Advisers Act)第23条第1項(d)に基づく免除金融アドバイザーです。株式会社 SBI 証券は、シンガポールで規制行為又は金融アドバイザーサービスの提供を行うための免許を有していませんが、SBI Singapore との取り決めに基づき、シンガポールの適用法令に基づき課される条件に従ってのみ、規制行為及び金融アドバイザーサービスの提供を行うことができます。

本レポートの交付を受けたいかなる者も、シンガポールにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**オーストラリア:**本レポートはオーストラリア 2001年会社法に定義されるホールセール顧客(wholesale clients)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、オーストラリアにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、オーストラリアにおいて同国の金融サービス業ライセンス(以下「AFSL」という。)を保有していませんが、ASIC クラスオーダー-03/824 に従って AFSL 保有義務を免除されています。

**中国(上海):**本レポートは適格国内機関投資家による海外証券投資の管理のための試行法に定義される適格国内機関投資家(Qualified Domestic Institutional Investors)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、中国(上海)において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**台湾:**台湾域外からの本レポートの配布は台湾当局のライセンスや承認を得たものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、台湾において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**韓国:**本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、また、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートに含まれる内容につき、自身、自身の代理人若しくは自身の管理若しくは受託する口座による又はそれらを代理しての投資判断のための、ビジネス、財務、投資、ヘッジ、取引、法令、規制、税務又は会計上の助言と解してはならず、また投資判断の主要な根拠としてはなりません。本レポートの韓国への配布は「機関投資家」のみを対象とし、それらの者からの要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、韓国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**スイス:**本レポートは機関投資家のみに配布されたものであり、本レポートの交付を受けた者は、スイスにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートはスイスにおいて、いかなる証券の投資勧誘を構成し、また、その基礎となるものではありません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートは投資助言その他の金融サービスの提供とみなされてはなりません。

## その他の国・地域:

本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。また、本レポートはプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

## 【英語版レポートの免責事項】

株式会社 SBI 証券が提供するアナリスト・レポートは日本語版がオリジナルの正規版となります。本レポートは、株式会社 SBI 証券に在籍するアナリストが日本語で執筆したアナリスト・レポートを英語に翻訳したものです。英語版作成にあたっての翻訳は、当社が契約するアプリケーション・サービス・プロバイダー(ASP)が提供する自動翻訳ソフトを利用しています。当該ソフトを利用して翻訳された英語版レポートの内容は、アナリスト・レポートの執筆を担当するアナリストが確認していますが、株式会社 SBI 証券、情報発信元及び ASP 業者は、その情報の正確性、最新性、完全性、有用性等いかなる保証をするものではありません。