

2005年10月20日

 栗生 博>>
リサーチアナリスト, MLJS

自動車部品業界

バリュエーションを見直す時：収益構造が株価形成に大きな影響

レポート理由：投資評価開始

Industry

ハイライト

- メリルリンチ日本証券は、自動車部品 10 銘柄のカバレッジを開始する。プレス部品業界の中で統合、再編の中核銘柄として注目してフタバ産業を、業績の足かせとなっていた品質問題が今後解消に向かって行くこと、株価バリュエーションが割安な点に注目してショーワを、それぞれ「買い」とする。一方、豊田自動織機、デンソー、アイシン精機は短期的な株価上昇によりバリュエーションが割高になっていることから、それぞれ「売り」とする。豊田合成も市場が期待している LED 事業の改善が当面困難と考えられバリュエーションも割高であり「売り」とする。東海ゴム工業、カルソニックカンセイ、ケーヒン、小糸製作所は「中立」とする。
- 付加価値原単位が一定であるという部品メーカーの収益構造の特徴を勘案すると、部品メーカーの設備投資負担増加の影響が懸念されるが、収益源の国内自動車生産台数が好調であり資産効率の悪化は限定的であろう。この意味では部品メーカーの中期業績動向にはポジティブである。
- 一方、短期的には部品メーカー74社の株価は年初来 20%上昇しており、10月、11月と業績への影響が大きい国内自動車生産台数が弱含む点を勘案すると、足元は基本的に利食い売りのスタンスを推奨する。12月以降は再び増産基調入りすると考えており、その後は買いのチャンスが訪れよう。

コード	会社名	株価(円) 10/19/05	投資評価	06/3予想 EPS(円)	06/3予想 PER(倍)	目標株価(円)	
5191	東海ゴム工業	1,557	中立	B-2-7	109.8	14.2	
6201	豊田自動織機	3,700	売り	A-3-7	151.5	24.4	
6902	デンソー	3,080	売り	A-3-7	177.1	17.4	
7241	フタバ産業	2,360	買い	B-1-7	158.9	14.9	2,800
7248	カルソニックカンセイ	673	中立	B-2-7	71.7	9.4	
7251	ケーヒン	2,340	中立	B-2-7	223.0	10.5	
7259	アイシン精機	3,350	売り	B-3-7	186.3	18.0	
7274	ショーワ	1,672	買い	B-1-7	147.4	11.3	1,950
7276	小糸製作所	1,339	中立	B-2-7	74.3	18.0	
7282	豊田合成	2,030	売り	B-3-7	87.6	23.2	

出所：メリルリンチ予想

>>当該アナリストはMLPF&Sの米国外関連会社の役職員であり、NYSE/NASDには登録しておりません。

メリルリンチは、当社が発行する調査レポート中で言及する企業と取引関係があるか、または取引関係を結ぶ意向があります。結果としてメリルリンチに利益相反が発生し、本レポートの客観性に影響する可能性があることを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

本レポートは投資を判断する際の一つの要素にすぎないことを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

5 - 6頁に重要開示事項を掲載。

3 頁にアナリスト認証を掲載。

3頁に目標株価の根拠とリスクを掲載。

Global Securities Research & Economics Group

Global Fundamental Equity Research Department

エグゼクティブ・サマリー

■ 自動車部品メーカーの業績拡大は中期的に続こう

当社がカバーする自動車部品メーカー10社の営業利益は06/3期が前年比17%増の5,737億円、07/3期6,383億円、同11%増、08/3期7,162億円、同12%増と中期的に拡大推移しよう。好調な海外での自動車需要を背景に、日系完成車メーカー大手5社の海外生産台数は前年比2桁%増と好調で国内自動車生産台数も堅調に推移している。材料価格上昇による減益影響、設備投資増加による減価償却費などの費用増の懸念があるものの、合理化努力、完成車メーカーへの価格転嫁などもあって、数量増効果が増益に寄与しよう。

■ 国内生産が高水準で推移するため資産効率悪化の影響は限定的

部品メーカーは、完成車メーカーの自動車生産拡大に対応するため設備投資を拡大する。部品メーカー10社の設備投資は06/3期に前年比18%増の8,239億円と大幅に増加し、07/3期は同9%減の7,505億円と減少に転ずるものの、08/3期は再び同10%増の8,255億円と増加しよう。このため、99/3期に国内自動車生産台数減、海外展開に伴う設備投資負担増などから有形固定資産回転率に代表される資産効率が悪化し営業減益となった事態が中期的に再来するのではないかと当社では懸念していた。ただ、今回は営業利益の約70%を占める国内の自動車生産台数は1,060万台~1,070万台と高水準で推移すると予想され、資産効率の悪化は限定的であろう。リスクとしては、品質問題につながるような生産トラブルの発生が挙げられる。

■ 部品メーカーの収益構造の特徴

部品メーカーの従業員一人当たりの付加価値額は約1,000万円で安定的に推移している特徴があり、こうした収益構造が部品メーカーの業績動向や株価形成に大きな影響を与えていると考えられる。一人当たり付加価値が一定水準で推移するには3つの背景がある。為替変動リスクは基本的に完成車メーカーが負う。タイミングのずれはあるが材料価格変動リスクも基本的には完成車メーカーが吸収。完成車メーカーは部品メーカーのコスト構造を把握できている。付加価値の概念は限界利益と同様であり、結果メーカーの利益ドライバーはトップラインの成長と設備投資動向である。また、一般的なイメージと異なり、部品メーカー間での競争は厳しいが結果的には原価低減要請により付加価値マージンが縮小する状態には陥っていない。完成車メーカーが外部事業リスクを負担し、結果的に部品メーカーに対しある一定水準の付加価値を認めている。部品メーカーは、他社との競争の中で超過付加価値を合理化として完成車メーカーに還元するが、比較的安定した事業環境下で中期的な付加価値の確保が可能であり、中期的な設備投資、研究開発投資が可能となる。こうした正の循環が機能しているため、産業全体としての競争力が向上し海外展開しても持続的なシェアの拡大が可能となっているといえよう。

■ 中長期的にはバリュエーションが市場並みに切り上がる可能性がある

株式市場全体のパフォーマンスが好調だったこともあり、部品メーカー74社の年初来株価は20%上昇している(ただしTOPIX相対は100%)。投下資本利益率とWACCとのプレミアムと企業価値の関係に着目したROICバリュエーションと企業価値の関係をみると、部品メーカーの株価は理論株価曲線よりも下方に位置する。当社ではこうした事象は部品メーカーの付加価値構造に起因していると考えている。部品メーカーの付加価値原単位はある一定の水準にとどまり、利益成長のドライバーは完成車メーカーの数量増効果に依存しており、リスクマネーから構成される株式市場からみると成長プレミアムに欠けるきらいがあるといえよう。部品メーカー10社の平均PERは17.5倍と東証一部平均の21倍を下回る。ただ、中期的に部品メーカーが系列完成車メーカーの枠を超えて利益成長を達成できた場合には、そのバリュエーションは市場平均並みまで切り上がる可能性がある。

■ 投資判断・バリュエーション

短期的には株価上昇が進みバリュエーションを再度見直した。材料価格上昇の影響なども懸念されるが、目だった生産トラブルもなく自動車部品メーカーの業績は好調に推移している。一方、短期的には株価上昇が進みバリュエーションが切り上がってきている。海外を中心とした資金流入トレンドがファンドの決算期入りを期に一旦調整局面を迎える可能性もあり、今一度業績モメンタムとバリュエーションのバランスをチェックすべきタイミングだと考える。以上の観点を主にフタバ産業とショーワを「買い」とする。目標株価はそれぞれ「2,800 円」、「1,950 円」とする。一方、「売り」は豊田自動織機、デンソー、アイシン精機、豊田合成の 4 銘柄。

目標株価の根拠とリスク

フタバ産業(7241)

目標株価 2,800 円は 07/3 期 ML 予想 EPS : 176.1 円に基づき、自動車部品セクター平均(PER : 16 倍)並みの水準を想定して算出。

リスク要因は、生産トラブルの発生をリスクファクターとして認識している。かつて 03/3 期に北米での大規模な子会社での生産立ち上げに際し、立ち上げ費用負担が嵩み 14 億円の営業赤字を計上したことがあった。相応のノウハウの蓄積ができていると考えられるが、生産が繁忙を極めておりそうしたリスクを内包していると考えられる。

ショーワ(7274)

目標株価 1,950 円は 06/3 期当社業績予想を基にして、厚生年金基金の代行返上益 23 億円、製品補償引当金 12 億円の影響を控除した ML 予想 EPS : 137.4 円に基づき、同業他社であるケーヒン(PER : 14 倍)並みの水準を想定して算出。

リスク要因は、収益性が高く業績へのインパクトが大きいので、東南アジアを中心とした二輪車需要の調整が懸念される。

アナリスト認証

私、栗生 博は、本レポートで述べられている見解が、当該証券および発行体に関する私個人の見解を正確に反映したものであることを認証します。私はまた、過去、現在、将来にわたり、私の報酬が、直接的あるいは間接的に、本レポート中の特定の推奨または見解には一切関係しないことをここに認証します。

表1：自動車部品メーカー10社のバリュエーション比較

レーティング	5191 東海ゴム工業 中立(B-2-7)	6201 豊田自動織機 売り(A-3-7)	6902 デンソー 売り(A-3-7)	7241 フタバ産業 買い(B-1-7)	7248 カリニックカセイ 中立(B-2-7)	7251 ケーヒン 中立(B-2-7)	7259 アイシン精機 売り(B-3-7)	7274 ショーワ 買い(B-1-7)	7276 小糸製作所 中立(B-2-7)	7282 豊田合成 売り(B-3-7)	合計/平均
05/10/19 (円)	1,557	3,700	3,080	2,360	673	2,340	3,350	1,672	1,339	2,030	-
52週高値(円)	1,665	3,910	3,310	2,520	717	2,420	3,440	1,682	1,433	2,190	-
52週安値(円)	1,331	2,480	2,400	1,770	586	1,600	2,265	1,317	894	1,773	-
発行済株式数(百万株)	104	318	825	70	267	74	286	76	160	129	-
時価総額(百万円)	161,694	1,177,476	2,541,847	164,841	179,399	173,088	958,398	127,025	214,334	261,994	5,960,097
< 株価収益率 >											
2005/3(倍)	15.7	27.4	19.4	17.2	31.0	15.9	21.0	13.8	24.1	25.3	20.7
2006/3予(倍)	14.2	24.4	17.4	14.9	9.4	10.5	18.0	11.3	18.0	23.2	17.5
2007/3予(倍)	12.5	22.6	15.2	13.4	11.7	12.8	17.0	10.7	15.2	18.5	16.1
2008/3予(倍)	11.7	22.6	14.6	13.2	10.5	11.9	15.6	9.5	13.7	17.0	14.4
< 株価キャッシュフロー倍率 >											
2005/3(倍)	7.0	11.2	9.4	6.5	5.7	7.8	6.5	8.9	8.6	7.2	8.0
2006/3予(倍)	6.5	9.9	8.5	5.6	4.5	6.1	5.5	7.5	7.4	6.4	6.9
2007/3予(倍)	5.9	1.0	7.6	5.0	4.5	6.5	4.8	7.0	6.5	5.7	6.3
2008/3予(倍)	5.8	9.2	7.5	5.1	4.2	6.4	4.5	6.5	6.4	5.6	5.8
< 株価純資産倍率 >											
2005/3(倍)	1.5	1.1	1.5	1.1	1.2	1.9	1.7	1.7	1.8	1.6	1.4
2006/3予(倍)	1.4	1.0	1.4	1.0	1.1	1.6	1.6	1.5	1.7	1.5	1.3
2007/3予(倍)	1.2	1.0	1.3	1.0	1.0	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3
2008/3予(倍)	1.2	1.0	1.3	1.0	1.0	1.4	1.4	1.2	1.5	1.4	1.2
< EBITDA倍率 >											
2005/3(倍)	4.5	9.2	5.9	4.3	3.9	2.9	4.0	3.4	5.2	6.5	6.6
2006/3予(倍)	4.3	9.5	5.7	4.6	3.8	3.7	4.3	3.7	5.7	5.7	5.6
2007/3予(倍)	3.7	8.3	5.0	4.2	3.5	3.1	3.9	2.9	4.8	4.9	4.9
2008/3予(倍)	3.0	7.8	4.4	3.9	3.2	2.5	3.6	2.5	4.2	4.4	4.4
< 一株当たり利益 >											
2005/3(円)	98.9	135.1	159.0	137.5	21.7	146.8	159.9	121.0	55.6	80.3	-
2006/3予(円)	109.8	151.5	177.1	158.9	71.7	223.0	186.3	147.4	74.3	87.6	-
2007/3予(円)	124.2	163.4	203.2	176.1	57.4	182.3	197.5	156.6	88.1	110.0	-
2008/3予(円)	142.5	172.8	226.6	190.4	68.3	196.2	220.6	176.4	104.3	128.6	-
< 一株当たりキャッシュフロー >											
2005/3(円)	223.3	331.5	326.6	365.1	117.9	298.4	511.6	188.9	155.4	283.4	-
2006/3予(円)	241.1	375.3	360.5	424.9	149.8	385.5	613.8	221.8	181.0	315.6	-
2007/3予(円)	263.2	3,542.6	402.8	470.8	150.2	359.2	702.5	237.6	206.0	357.5	-
2008/3予(円)	288.3	426.3	438.8	496.5	171.9	379.4	772.8	260.0	222.2	390.8	-
< 一株当たり純資産 >											
2005/3(円)	1,044.2	3,504.8	1,990.5	2,191.6	552.4	1,217.9	1,928.5	967.8	745.2	1,305.1	-
2006/3予(円)	1,140.4	3,591.7	2,140.3	2,337.3	615.8	1,438.3	2,102.3	1,097.2	806.4	1,382.0	-
2007/3予(円)	1,253.8	3,721.0	2,308.5	2,483.1	665.5	1,606.6	2,273.0	1,233.6	879.3	1,472.1	-
2008/3予(円)	1,383.3	3,860.2	2,500.2	2,641.6	724.4	1,788.7	2,466.7	1,396.7	968.4	1,581.8	-

出所：メリルリンチ予想

表2：自動車部品メーカー10社の営業利益比較 (100万円)

	2005/3									2006/3			2006/3		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	通期会社 予想	1Q	2Q	1H 会社 予想	2H 会社 予想	通期ML 予想	1H ML 予想	2H ML 予想	
5191 東海ゴム工業	18,168	4,130	4,638	4,373	5,027	8,768	9,400	19,000	4,300	4,500	8,800	10,200	19,900	8,600	11,300
6201 豊田自動織機	53,120	15,877	14,222	12,084	10,938	30,099	23,021	62,000	16,559	12,441	29,000	33,000	67,200	32,500	34,700
6902 デンソー	213,895	59,954	47,361	63,286	43,294	107,315	106,580	233,000	71,151	30,849	102,000	131,000	250,000	108,000	142,000
7241 フタバ産業	14,703	3,046	4,216	3,820	3,621	7,262	7,441	16,700	3,936	3,864	7,800	8,900	17,900	8,300	9,600
7248 カルソニックカンセイ	23,145	4,289	4,809	3,307	10,739	9,098	14,047	25,000	5,888	-	-	-	25,400	10,200	15,200
7251 ケーヒン	20,872	5,351	4,587	5,985	4,949	9,938	10,934	22,200	5,607	3,773	9,380	12,820	23,700	10,000	13,700
7259 アイシン精機	95,110	22,634	19,456	18,957	34,062	42,090	53,020	100,000	25,769	17,231	43,000	57,000	110,100	48,000	62,100
7274 ショーワ	16,675	3,799	3,674	4,880	4,320	7,473	9,202	17,600	3,909	4,491	8,400	9,200	18,300	8,700	9,600
7276 小糸製作所	17,962	1,545	4,148	3,967	8,301	5,693	12,269	22,000	2,817	4,983	7,800	14,200	22,600	7,800	14,800
7282 豊田合成	17,191	6,472	5,988	1,778	2,951	12,460	4,731	19,000	3,571	1,929	5,500	13,500	18,600	5,000	13,600
前年同期比(%)															
5191 東海ゴム工業	13.6%	24.5%	14.7%	19.4%	1.2%	19.1%	8.9%	4.6%	4.1%	-3.0%	0.4%	8.5%	9.5%	-1.9%	20.2%
6201 豊田自動織機	0.9%	16.1%	6.6%	-7.5%	-12.9%	11.4%	-10.1%	16.7%	4.3%	-12.5%	-3.7%	43.3%	26.5%	8.0%	50.7%
6902 デンソー	13.4%	15.9%	18.7%	2.2%	23.3%	17.1%	9.8%	8.9%	18.7%	-34.9%	-5.0%	22.9%	16.9%	0.6%	33.2%
7241 フタバ産業	6.3%	21.8%	23.7%	11.6%	-19.4%	22.9%	-6.0%	13.6%	29.2%	-8.3%	7.4%	19.6%	21.7%	14.3%	29.0%
7248 カルソニックカンセイ	12.3%	-	-	-	-	26.6%	4.7%	8.0%	37.3%	-	-	-	-	12.1%	8.2%
7251 ケーヒン	21.9%	-	-	-	-	24.5%	19.6%	6.4%	4.8%	-17.7%	-5.6%	17.2%	13.5%	0.6%	25.3%
7259 アイシン精機	9.6%	76.5%	-2.3%	-22.9%	15.7%	28.5%	-1.9%	5.1%	13.9%	-11.4%	2.2%	7.5%	15.8%	14.0%	17.1%
7274 ショーワ	12.4%	2.7%	4.0%	29.3%	12.6%	3.4%	20.9%	5.5%	2.9%	22.2%	12.4%	0.0%	9.7%	16.4%	4.3%
7276 小糸製作所	30.9%	2352.4%	50.4%	44.9%	1.7%	101.8%	12.5%	22.5%	82.3%	20.1%	37.0%	15.7%	25.8%	37.0%	20.6%
7282 豊田合成	-29.1%	53.5%	-12.2%	-70.8%	-58.5%	12.9%	-64.2%	10.5%	-44.8%	-67.8%	-55.9%	185.4%	8.2%	-59.9%	187.5%

出所：メリルリンチ予想

重要開示事項
投資評価配分表：自動車グループ(2005/9/30 現在)

MLカバレッジユニバース	該当銘柄数(A)	配分比率	投資銀行業務関係*	該当銘柄数(B)	B/A
買い	32	44.44%	買い	8	25.00%
中立	31	43.06%	中立	11	35.48%
売り	9	12.50%	売り	1	11.11%

投資評価配分表：すべての業界(2005/9/30 現在)

MLカバレッジユニバース	該当銘柄数(A)	配分比率	投資銀行業務関係*	該当銘柄数(B)	B/A
買い	1076	40.21%	買い	350	32.53%
中立	1399	52.28%	中立	412	29.45%
売り	201	7.51%	売り	36	17.91%

* MLPF&Sまたはその関連会社が投資銀行業務について過去12ヶ月間に報酬を受領した企業。

ファンダメンタル株式投資評価 [X-a-b] の読み方： [X] は株価変動リスクの評価を表す。A=小さい、B=標準的、C=大きい。 [a] は現行投資評価が付与された日を起点として12ヶ月後までの予想総合投資収益率(配当を含む)の評価を表す。1 = 買い(株価変動リスクが小さいまたは標準的な銘柄は10%以上、株価変動リスクが大きい銘柄は20%以上)、2 = 中立(株価変動リスクが小さいまたは標準的な銘柄は0-10%、株価変動リスクが大きい銘柄は0-20%)、3 = 売り(0%未満)。6 = 投資評価なし [b] : 配当見直しによる評価を表す。7 = 配当維持・増配、8 = 減配の可能性のある、9 = 現金配当なし。

本調査レポート中で言及している株式銘柄の株価チャートは弊社ウェブサイト <http://www.ml.com/research/pricecharts.asp> でご覧いただけます。株価チャートの郵送をご希望の方は 1-888-652-4278 までお電話を頂きますようお願いいたします(米国内からおかけいただく場合は無料ですが、日本からの通話は有料となります)。

当該企業は現在、MLPF&S またはその関連会社の投資銀行業務の顧客であるか、または過去 12 ヶ月以内に顧客だったことがあります:豊田自動織機
MLPF&S またはその関連会社は、当該企業から過去 12 ヶ月以内に投資銀行業務以外の業務または商品に関して報酬を受領したことがあります:デンソー;デンソー(ADR);カルソニックカンセイ;アイシン精機;豊田合成
当該企業は現在、MLPF&S またはその関連会社の証券業務(投資銀行業務を除く)の顧客であるか、または過去 12 ヶ月以内に顧客だったことがあります:デンソー;デンソー(ADR);カルソニックカンセイ;アイシン精機;豊田合成
当該企業は現在、MLPF&S またはその関連会社の証券業務以外での顧客であるか、または過去 12 ヶ月以内に顧客だったことがあります:デンソー;デンソー(ADR);アイシン精機
米国において、当該証券の個人顧客への販売および本誌の配布は、当該証券の登録義務がない州、もしくは販売が認められている州のみで行うことができます:東海ゴム工業;豊田自動織機;デンソー;デンソー(ADR);フタバ産業;カルソニックカンセイ;ケーヒン;アイシン精機;ショーワ;小糸製作所;豊田合成
MLPF&S またはその関連会社は、当該企業(またはその関連会社)から過去 12 ヶ月以内に投資銀行業務に関して報酬を受領したことがあります:豊田自動織機
MLPF&S またはその関連会社は、当該企業(またはその関連会社)から今後 3 ヶ月以内に投資銀行業務に関する報酬を受領する見込み、またはそのような報酬の受領を目指す意思を有しています:豊田自動織機;デンソー;デンソー(ADR);カルソニックカンセイ;アイシン精機
MLPF&S およびその関連会社は、当該企業の普通株式を合算で 1%以上保有しています。本レポートの発行日が各月 10 日以降の場合、保有率の基準日は前月末日となります。レポート発行日が各月 10 日より前の場合には、保有率の基準日はレポートの発行日から 2 ヶ月前の末日となります。:フタバ産業
本レポート中で述べられている証券の投資評価を担当している一人または複数のアナリストが受ける報酬には、その他の要素とともに、投資銀行業務による利益を含むメリルリンチ全体の収益性が考慮されています。

その他の重要開示事項

MLPF&S またはその関連会社は、当該企業が発行する債券を相当量保有しています。本レポートの発行日が各月の 10 日以降の場合には、保有量の基準日は前月末日となります。レポート発行日が 10 日より前の場合には、基準日はレポート発行日から 2 ヶ月前の末日となります。:デンソー;デンソー(ADR);フタバ産業

本レポートに関する著作権、ユーザー合意、その他の一般情報:(c)2005 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. 無断使用・転載を禁ず。本レポートはメリルリンチの顧客を対象に作成したものであり、レポート全体または一部の如何にかかわらず、いかなる形式でも、メリルリンチの合意なしに転用、転送、または開示することを禁じます。メリルリンチの調査レポートは、メリルリンチが当該調査レポート、またはそれに含まれる情報・投資評価を公的に配布する前に、調査レポートを掲載できる社内向けおよび顧客向けウェブサイトと同時に配信されます。無許可の使用または開示を禁じます。本レポートを受領し、読まれるにあたっては、本レポートの内容、意見、結論または情報(投資評価、予想、目標株価を含む)を転用、転送、または第三者へ開示しない旨、合意されているものとみなします。本レポート中の情報(メリルリンチおよびその関連会社に関する開示情報を除く)は各種情報源から入手したものであり、情報の正確性を保証するものではありません。

MLPF&S またはその関連会社の役員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。本調査レポートは一般情報の提供を目的としたものであり、記載されている情報や意見は特定の証券やその他の投資対象、またはそれに関連したオプション、先物、デリバティブの売買を勧誘するものではありません。本レポートは個別の投資アドバイスの提供を目的としたものではなく、本レポートを受け取られる方の投資目的、経済状況、あるいは特定のニーズを考慮に入れたものではありません。本レポートで言及または推奨している証券、その他の投資対象、または投資戦略の適正さについては投資アドバイスを受けることをお勧めします。また将来的に予想通りの結果とならない可能性があることをご承知おき下さい。証券やその他の投資対象からの投資収益は変動する可能性があり、証券・その他の投資対象の価格または価値も変動する可能性があります。したがって、投資収益が投資額を下回る場合もあります。過去の投資実績は必ずしも将来の投資実績を示唆するものではありません。外貨建て証券投資では為替相場の変動により証券の価値、価格、配当・利息収入の換算において為替差損が発生する可能性があります。原証券の通貨の変動から影響を受ける ADR などの投資にも為替リスクが伴います。

英国で本レポートをお読みの方へ:MLPF&S またはその関連会社は本レポートで言及している証券につき流動性を提供しています。利益相反に関するメリルリンチのリサーチポリシーは <http://www.ml.com/media/43347.pdf> でご覧いただけます。

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (MLPF&S)の米国外関連会社に関する情報:MLPF&S は以下の米国外関連会社の調査レポートを米国内で配布しています(略称、登記社名の順)。Merrill Lynch (France): Merrill Lynch Capital Markets (France) SAS; Merrill Lynch Dublin (Frankfurt Branch): Merrill Lynch CMB Ltd, Dublin, Frankfurt Branch; Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd; Merrill Lynch (Milan): Merrill Lynch Capital Markets Bank Limited; MLPF&S (UK): Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited; Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd; Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA; Merrill Lynch (Brazil): Banco Merrill Lynch de Investimentos SA; Merrill Lynch (Japan): Merrill Lynch Japan Securities Co, Ltd; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International Incorporated (Seoul Branch); Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Taiwan Limited; DSP Merrill Lynch (India): DSP Merrill Lynch Limited; PT Merrill Lynch (Indonesia): PT Merrill Lynch Indonesia; Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited.

本調査レポートは MLPF&S 及び/またはその米国外関連会社によって作成・発行されたものです。MLPF&S は米国内で本レポートを配布しており、米国内で配布される米国外関連会社の調査レポートについては全面的に責任を負っています。本レポートを受け取り、そこで言及している証券に関して投資を希望される米国投資家は、海外の関連会社ではなく MLPF&S を通じて行われますようお願い致します。本レポートは、英国では同国金融サービス機構(FSA)から認可を受けその監督下にある Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited がその発行を承認、オーストラリアでは同国法人法 (AFSL No 235132)に基づいて認可を受けている Merrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795)により検討・配布、日本では同国証券取引法に基づく登録証券会社であるメリルリンチ日本証券株式会社により検討・配布、香港では香港 SFC の監督下にある Merrill Lynch (Asia Pacific) Ltd.により配布、シンガポールでは同国金融管理庁の監督下にある Merrill Lynch International Bank Ltd. (Merchant Bank)と Merrill Lynch (Singapore) Ltd. (企業登録番号 198602883D)により配布されています。ブラジルにおける本レポートの発行または配布については承認は必要ありません。

投資評価に実勢を反映させるべく、ファンダメンタル株式レポートは継続的に発行されます。