

# ホリスティック企業レポート

## ミサワ

### 3169 東証一部

アップデート・レポート

2015年5月22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 20150519

# ミサワ (3169 東証一部)

発行日:2015/5/22

## 20歳代～30歳代の女性を対象としたカジュアル家具を販売 中期経営計画では、これまでにない新業態店等、新ブランドを開発へ

### > 要旨

アナリスト:松尾 十作

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### ◆ カジュアル家具を全国展開

- ・ミサワ(以下、同社)はカジュアル家具専門店及びフレンチレストランを運営している。主要顧客層は20歳代～30歳代の女性である。独自ブランドの商品企画、生産委託、直販体制が強みとなっている。
- ・カジュアル家具のブランド力と商品力の向上、多店舗展開及びオンラインショップとの連携等で持続的な成長を目指している。

#### ◆ 15年1月期決算は21%増収、29%営業増益

- ・15/1期決算は、前期比20.9%増収、28.8%営業増益であった。主力であるunico事業が消費税率引上げ前の駆け込み需要等により好調だった。
- ・15/1期決算は同社の期初予想及び証券リサーチセンター(以下、当センター)予想のほぼ範囲内であった。

#### ◆ 16年1月期の営業利益は一桁増益へ

- ・16/1期について同社は、売上高8,661百万円(前期比13.3%増)、営業利益677百万円(同4.8%増)を見込んでいる。新規出店は3店舗、リニューアルは3店舗の予定である。
- ・当センターの16/1期業績予想を、同社予想とほぼ同じ水準へ修正した。従来予想との主な相違点は既存店売上高を前期比横ばい予想から同1.5%増に引き上げたこと、価格改定は行われなかったことである。
- ・同社は中期経営計画を毎年見直しており、新たな中期経営計画を公表した。18/1期に売上高11,019百万円、売上高経常利益率9.65%(15/1期8.45%)を目指すとしている。

#### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は成長段階にあり、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的に、内部留保の充実を優先させる方針であり、今後も無配を継続する意向である。

#### 【主要指標】

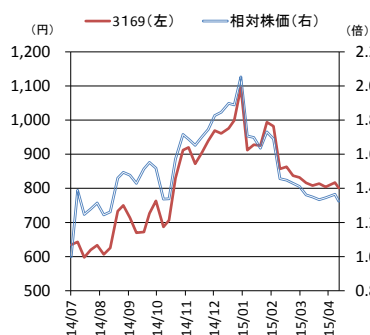
	2015/5/15
株価(円)	802
発行済株式数(株)	7,092,600
時価総額(百万円)	5,688

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	13.6	15.3	10.9
PBR(倍)	3.4	3.8	2.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.6	-18.0	82.3
対TOPIX(%)	-2.5	-23.5	48.5

#### 【株価チャート】



#### 【3169 ミサワ 業種:小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2013/1	5,136	11.2	381	-2.7	452	20.6	235	3.3	113.7	145.8	0.0
2014/1	6,320	23.0	501	31.5	486	7.4	234	-0.3	112.7	181.7	0.0
2015/1	7,641	20.9	646	28.8	662	36.3	369	57.4	59.1	238.6	0.0
2016/1	CE 8,661	13.3	677	4.8	671	1.3	360	-2.6	50.8	—	0.0
2016/1	E 8,700	13.9	700	8.4	694	4.8	372	0.8	52.5	212.7	0.0
2017/1	E 9,800	12.6	920	31.4	914	31.7	520	39.8	73.3	286.0	0.0
2018/1	E 10,900	11.2	1,080	17.4	1,074	17.5	612	17.7	86.3	364.3	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、ミサワ及び証券リサーチセンター予想の1株指標は、東証一部指定替えに伴う新株式の発行及び第三者割当増資に伴い、発行済株式総数は7,092千株としている、1株指標は株式分割の影響を調整して表示

#### アップデート・レポート

2/11

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ず、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****◆ オリジナルデザインの家具及びインテリアの物販が主力**

ミサワ（以下、同社）は、オリジナルデザインの家具及びインテリア専門店（小売り事業：unico 事業、15/1 期売上構成比 98.1%）とレストラン（food 事業、同 1.9%）を運営している。「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」をコンセプトに、20 歳代～30 歳代の女性を主力顧客層とした小売り事業を全国に展開している。同社は“心地よい暮らし”を、一般消費者に提案することを事業目的としている。なお、同社は 15 年 4 月 6 日にマザーズ市場から市場第一部に市場変更となった。

## 注 1) ファブリック

カーテンやテーブルクロス、椅子やソファの張り布地、クッション、ベッドカバーなど、布を使ったもの全般を指す。

## 1. unico 事業

“unico”ブランドによるオリジナル家具及びファブリック<sup>注1</sup>、インテリア及び雑貨等を、全国 32 店の店舗(全て直営で都市型立地、15 年 1 月末現在)、及びオンラインショップで販売している。家具及びファブリック商品のうち自社で企画開発しているプライベートブランド比率は約 8 割に達している。インテリアは、“unico”ブランドのイメージに合ったデザインの商品を国内及び海外より仕入れて販売している。

プライベートブランド商品は、国内及び海外の協力工場へ製造委託しており、その一部は海外子会社（フィリピン）で製造を行なっている。家具の海外生産比率は約 7 割と高い。為替の変動へは、58%～60%の粗利率を確保できるように価格改定で対応している。

unico ブランドの商品は価格とデザインや機能のバランスを重視し、多品種、小ロットの自社限定商品として、他社との差別化を図っている。顧客のリピート率が高く、固定ファンが多い。店舗の規格化や画一化は行わず、店舗毎にテーマを設定し、ライフスタイルの提案を行っている。まとめ買いを喚起するハウスカードポイント付与や割引券の提供などを 13 年 2 月から実施しており 15 年 2 月末の会員数は 111,710 名である。

## 注 2) 自然派ワイン

無農薬及び有機栽培で育てられた葡萄のみを使用して造られたワインを指す。

## 2. food 事業

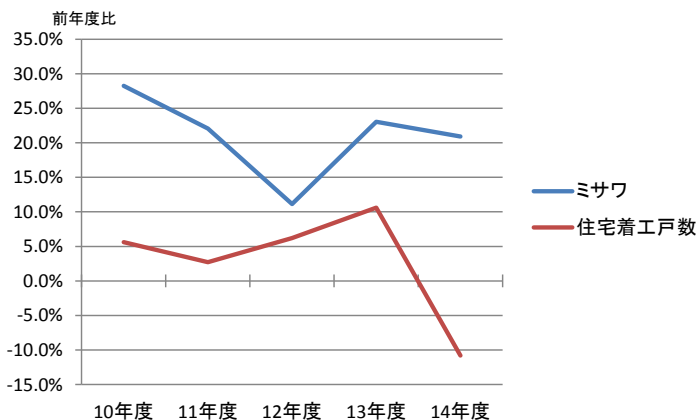
都内でフレンチレストランを直営している。25 歳～40 歳代の女性層を主力顧客層として、直輸入の自然派ワイン<sup>注2</sup>と産地直送のオーガニック食材など個性的な食材を提供しており、小売店とのブランド及び顧客の相互共有、補完事業として位置付けられている。セグメント利益段階で少額ながら毎期赤字を計上しているが、food 事業売上については、全社売上高の 3%以内にするとの目安を設けている。14 年 12 月の本社移転に伴い、旧本社に併設されていたレストラン（BISTRO KHAMSA）が 14 年 11 月に閉鎖され、15/1 期末の運営店舗数は 2 店舗となった。

> 強み・弱みの分析

◆ 住宅着工戸数に左右されにくいカジュアル家具分野で成長

同社の成長の源泉は、「感性」が反映されるカジュアル家具分野において、特定ターゲットを狙ったマーケティング戦略、生活提案などのコンセプト作り、デザイン及び商品企画、展示方法、生産体制であると考えられる。そのため、住宅着工などの動向に業績が左右されにくい。

【 図表 1 】 ミサワの売上高と住宅着工戸数



(注) 期間表示は、10年度はミサワでは11/1期を指す  
(出所) 決算短信、国土交通省資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ブランド力と高いロイヤリティを持つ顧客</li> <li>・住宅着工等に左右されない成長力</li> <li>・自社及び協力工場における多品種、小ロットでの低コスト生産体制と品質管理</li> <li>・提案力・企画力を備えたデザイナー</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・同社商品に対する消費者嗜好及び意識の変化</li> <li>・レストラン事業が赤字体質</li> <li>・成長スピードにキャッチアップする管理体制及び基幹システムに改善の余地</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・店舗の展開余地</li> <li>・マルチブランド (世代別のブランド、新ブランド) の開発</li> <li>・新商品のラインナップ (シリーズもの) の拡大余地</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外の生産子会社及び協力工場の政治、経済、社会的リスク</li> <li>・極端な為替変動</li> <li>・システムトラブルの発生及び個人情報の漏洩</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 15年1月期決算は21%増収、29%営業増益

15/1 期決算は、売上高 7,641 百万円 (前期比 20.9%増)、営業利益 646 百万円 (同 28.8%増)、経常利益 662 百万円 (同 36.3%増)、当期純利益 369 百万円 (同 57.4%増) であった。同社の期初予想及び証券リサーチセンター (以下、当センター) 予想とほぼ同じであった。

【 図表 3 】 15年1月期決算概要

(単位：百万円)

	ミサワ予想	証券リサーチ センター予想	実績	前期比	達成率	乖離率
	A	B			C	C/A
売上高	7,404	7,600	7,641	20.9%	103.2%	0.5%
営業利益	613	670	646	28.8%	105.4%	-3.6%
経常利益	605	662	662	36.3%	109.4%	0.0%
当期純利益	334	340	369	57.4%	110.5%	8.5%

(注) 達成率は同社予想との対比、乖離率は証券リサーチセンター予想との対比  
(出所) 決算短信等より証券リサーチセンター作成

unico 事業の売上高は 7,494 百万円 (前期比 21.2%増)、セグメント利益 656 百万円 (同 29.8%増) であった。出店は、3 月に unico 大宮店 (ルミネ大宮店内)、4 月に unico 町田店 (町田マルイ店内)、11 月に unico 武蔵小杉店 (グランツリー武蔵小杉内)、12 月に unico 立川店 (ルミネ立川店内) で 15/1 期末では 32 店舗となった。既存店売上高は前期比 7.4%増であった。売上高が好調であったのは、ア) 消費税率増税前の駆け込み需要及び販促キャンペーンの成功、イ) 新シリーズ及び新アイテムが好調であったこと、ウ) 顧客囲い込みのための取り組みが奏功したこと等が挙げられる。

ア) 消費税率増税前の駆け込み需要及び販促キャンペーン  
具体的には 2 月から 4 月迄のカタログ配布や 3 月の送料無料サービス、3 月に購入した顧客に対する 4 月限定の 1 割引販売、秋の模様替えやまとめ買い需要に応えた「ハウスカード 10%ポイント還元キャンペーン」等が挙げられる。

イ) 新シリーズ及び新アイテム  
家具においては、新シリーズは「CAGE (カージュ、14 年 4 月発売)」、「DELAVE (デラヴェ、14 年 5 月発売)」を投入したほか、「WYTHE (ワイス)」シリーズにカスタマイズ自在な AV ミドルボードを追加 (14 年 10 月発売) した。カーテンには新柄 28 アイテムを追加した。特にカーテン売上高は新アイテム効果で前期比 25.1%増と増収に貢献した。

ウ) 顧客囲い込み  
同社の各種サービスに対する登録会員はこれまで、「ハウスカード会員」、「メールマガジン会員」、「オンラインショップ会員」、「3D シミュ会員」と分散していたが、14 年 9 月下旬に「ハウスカード会員」

に集約したことと、店舗及びオンラインショップでもポイントが利用できるように顧客の利便性を高めた。

food 事業の売上高は 147 百万円（前期比 7.3%増）、セグメント損失は 10 百万円（前期は 4 百万円の損失）であった。セグメント損失の拡大は、「BISTRO KHAMSA」の閉店（14 年 11 月）が影響した。

売上総利益率は前年同期比 0.2%ポイント低下の 58.0%であった。unico 事業において為替相場の変化を見据え、14 年 2 月に円/ドルで 110~115 円を想定した価格改定を実施したものの、想定を上回る円安が進んだためである。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、対売上高比 49.6%と前期比で 0.6%ポイント改善した。15/1 期において販管費の 24.9%を占める従業員給料及び手当は、unico ショップスタッフ（約 200 名）を「契約社員」から「販売職正社員」としたことで前期比 21.1%増と増収率をやや上回ったが、同 24.5%を占める地代家賃が同 17.8%増と増収率を下回るなど、人件費以外の費用の対売上高比が低下したためである。

## > 業績見通し

### ◆ ミサワの 16 年 1 月期業績予想

16/1 期について同社は、売上高 8,661 百万円（前期比 13.3%増）、営業利益 677 百万円（同 4.8%増）、経常利益 671 百万円（同 1.3%増）、当期純利益 360 百万円（同 2.6%減）を見込んでいる。事業別売上高及びセグメント利益予想は開示していない。16/1 期は価格改定をしない見込みのため、売上総利益率を保守的に想定している模様である。

unico 事業における既存店売上高は前期比 1.5%増を見込んでいる。為替変動に起因する値上げは想定していない。新規出店は、大分県の大分店（アミュプラザおおいた内、15 年 4 月）の他、2 店の出店、既存 3 店舗の移転を伴うリニューアルを予定している。既に unico 梅田店をリニューアルし、JR 大阪駅前の「ルクアイーレ」7 階で関西地域での旗艦店として 15 年 4 月にリニューアルオープンした。

家具については新商品領域として、新規顧客層創造のための新シリーズ（仮：オレ unico）を立ち上げる予定である。男性客の取り込みを意識したものと思われる。また例年通りオリジナルの新商品の発売、カーテンフェアの季節企画等を展開する模様である。

### ◆ 証券リサーチセンターの 16 年 1 月期業績予想

当センターの 16/1 期業績予想は、従来の売上高 8,300 百万円、営業利益 730 百万円、経常利益 722 百万円、当期純利益 375 百万円から、同社予想とほぼ同じ水準へ修正する（図表 5）。

前回予想 (14 年 10 月) との主な相違点は以下の通りである。

ECを除く unico 事業の 16/1 期売上高を、従来の7,410百万円から7,800百万円 (前期比 14.8%増) に上方修正した。15/1 期売上高が当センター予想を上回ったこと、既存店売上高を前期比横ばい予想から同 1.5%増に修正したこと等が要因である。

利益面では、売上総利益率を下方修正した。年 1 回の価格改定が実施されないと想定したこと、家具に比べて採算性がやや劣るファブリック製品の売上構成比上昇を見込んだこと等による。販管費については、積極的な販売促進キャンペーンの展開を見込み増額した。

#### ◆ 中期業績経営計画

同社は中期経営計画を毎年見直しており、新たな中期経営計画を 15 年 3 月に公表した。

【 図表 4 】 ミサワの中期経営計画の業績目標 (単位：百万円)

		15/1期	16/1期	17/1期	18/1期
		予 想			
前回	売上高	7,404	8,447	9,509	/
	売上高営業利益率	8.3%	9.2%	9.7%	
		実績		予 想	
今回	売上高	7,641	8,661	9,875	11,019
	売上高営業利益率	8.45%	7.82%	9.17%	9.65%

(注) 予想はミサワの業績目標

(出所) ミサワ決算説明会資料及びニュースリリースより証券リサーチセンター作成

中期的な重点施策として、以下の 7 点を掲げている。

#### ア) オムニチャネルプロジェクトの推進

unico 店舗、EC サイト等の顧客接点の分析により新たなブランド開発も含めた効果的なマーケティングとプロモーションの実施を行うとともに、店舗とインターネットを跨いだ総合販売チャンネルの構築を目指す。

#### イ) ファブリック商材の売場拡大

ファブリック商材は自社生産ではなく外注商品だが、店舗数の増加等に伴う大量ロットでの発注、及び発注システムの改善による採算性向上も含めて、ファブリック商材の売場拡大による増収を目指す。

#### ウ) 東西配送センターの整備

配送センターは、東日本では栃木物流センター、西日本では増床移転した兵庫物流センターの本格稼働により、より効率的な物流を実現することでコストの削減を目指す。

#### エ) コストの削減

全店舗の照明設備の LED 化 (16/1 期末で終了予定)、効率

的なプロモーションによる販売促進費の抑制、海外仕入れにおけるコンテナ輸送コストの見直し等で、売上高営業利益率の向上をめざす。

オ) 海外拠点の機能強化

直営子会社及び駐在員事務所の機能の強化により、海外協力工場の開発や海外工場の品質向上で、国内での品質管理の負担軽減等を目指す。

カ) 成長に必要な人材の安定確保と育成

戦略的な人材開発を実行する部署を整備する。

キ) 経営管理の効率化

基幹システムの再開発、分析システムの導入等により経営管理の質を高める。

従来計画との相違点は、①本社が移転したこと、②基幹システムを更新すること、③オムニチャネル向けスマートフォンのアプリケーションの開発を含めオムニチャネルプロジェクトを推進すること、④ファブリック中心の小型店、40代以上向け新業態店を開発する等、新ブランドを開発すること等と思われる。

◆証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、16/1期業績予想を修正したことと、同社の新中期経営計画で従来計画になかった事項(上記4点)を勘案し17/1期以降の業績予想を見直した(図表5)。年間4店の出店を想定していることは従来通りだが、大きな為替変動がない限り、年1回の価格改定はないと想定した。

【図表5】証券リサーチセンターの中期業績予想

(単位:百万円)

	旧15/1期E	15/1期実績	旧16/1期E	16/1期E	旧17/1期E	17/1期E	18/1期E
売上高	7,600	7,641	8,300	8,700	9,100	9,800	10,900
unico事業店舗	6,762	6,793	7,410	7,800	8,110	8,800	9,800
unico事業オンラインショップ	700	700	800	800	900	900	1,000
売上総利益率	59.0%	58.0%	58.8%	56.9%	58.8%	56.8%	56.7%
販売費及び一般管理費	3,814	3,786	4,150	4,250	4,500	4,650	5,100
(対売上高比)	50.2%	49.6%	50.0%	48.9%	49.5%	47.4%	46.8%
営業利益	670	646	730	700	850	920	1,080
(対売上高比)	8.8%	8.5%	8.8%	8.0%	9.3%	9.4%	9.9%
経常利益	662	662	722	694	842	914	1,074
(対売上高比)	8.7%	8.7%	8.7%	8.0%	9.3%	9.3%	9.9%
当期純利益	340	369	375	372	437	520	612
(対売上高比)	4.5%	4.8%	4.5%	4.3%	4.8%	5.3%	5.6%

(出所) 証券リサーチセンター



17/1 期の予想売上高を増額修正したのは、16/1 期業績予想を修正したことや、既存店売上高を前期比横ばいから同 1.5% 増としたためである。予想売上総利益率を下方修正した要因は、16/1 期の予想を修正したこと、家具に比べて採算性が劣るファブリック製品の売上構成比上昇を想定したためである。販管費については、販売費の増加を見込んだためである。

> 投資に際しての留意点

◆ 株価バリュエーション

類似企業として島忠 (8185 東証一部)、大塚家具 (8186 東証一部)、ニトリ (9843 東証一部) とバリュエーション指標の比較を行った。

今期予想基準 PER は、低い位置にある。東証一部への市場変更に伴う新株式の発行等による発行済株式数増加もあり今期予想の EPS 成長率が見劣りすることと時価総額が小さいためと思われる。当センターでは 17/1 期以降の EPS 成長を高く見込んでいるため、同社株の評価が見直される可能性があると考えている。

【 図表 4 】 株価バリュエーション

	3169東証一部	8184東証一部	8186東証JQS	9843東証一部
	ミサワ	島忠	大塚家具	ニトリ ホールディングス
決算期	1月	8月	12月	2月
株価 (5/15、円)	802	3,115	1,606	9,590
PER (今期予想基準、倍)	15.3	15.3	330.5	24.2
PBR (前期実績基準、倍)	3.4	0.8	0.9	3.4
配当利回り (今期予想)	0.0%	1.9%	2.5%	0.6%
時価総額 (百万円)	5,688	160,077	31,156	1,097,513
ROE (前期実績)	28.1%	4.9%	1.3%	14.9%
EPS成長率 (今期予想)	-11.2%	7.7%	-81.0%	5.2%

(注) ミサワの予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社の予想は会社予想  
(出所) 証券リサーチセンター

◆ 無配継続

同社は成長段階にあり、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的に、内部留保の充実を優先させる方針であり、今後も無配を継続する意向である。

なお、同社は 1 単元 (100 株) 以上を保有する株主に対し店舗での購入時に利用できる割引券 (15%割引券 2 枚、利用上限額なし)、及び 5,000 円相当分の限定商品 (タオルセットかワイングッズの選択) もしくは同社レストランの食事券などを贈呈する株主優待制度を 13 年 1 月から導入している。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

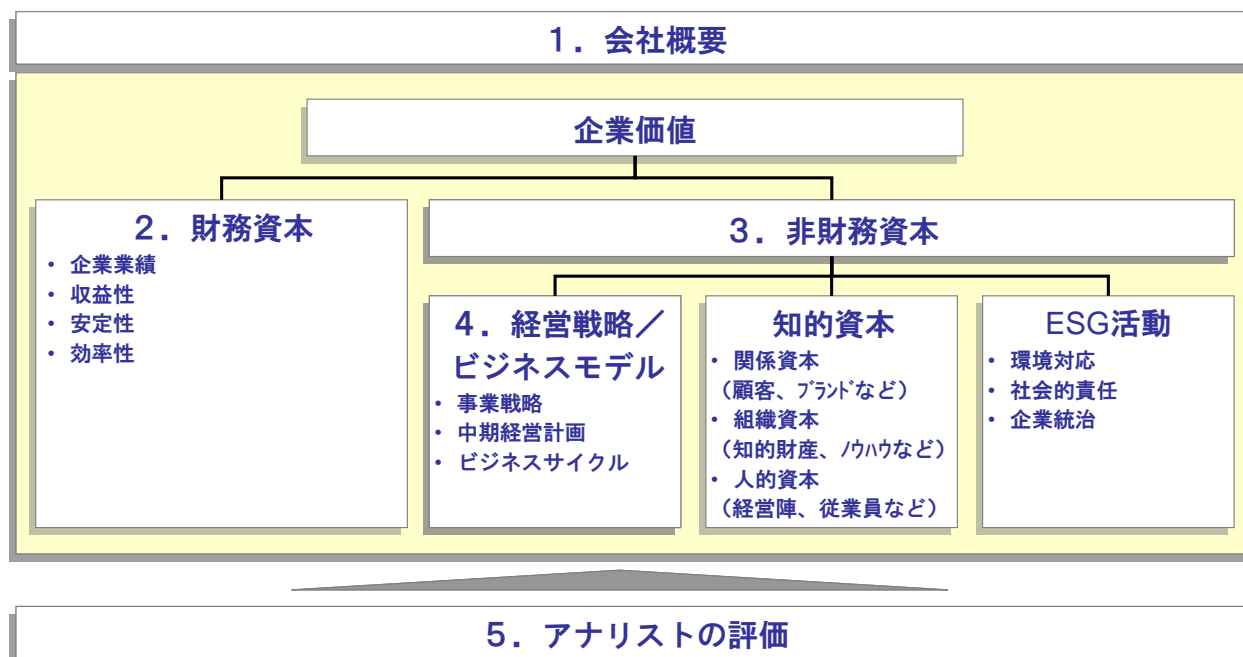
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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。

## アップデート・レポート

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。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。