

サムティ

(3244・東証1部)

2018年3月20日

18/11期、19/11期も開発流動化が業績を牽引しよう

ベーシックレポート

(株)アイフィスジャパン
堀部 吉胤

会社概要	
所在地	大阪市淀川区
代表者	江口 和志
設立年月	1982/12
資本金	8,461百万円 (2017/11/30現在)
上場日	2007/07/31
URL	http://www.samty.co.jp/
業種	不動産業

主要指標 2018/03/16現在

株価	1,940円
年初来高値	2,028円 (18/01/26)
年初来安値	1,026円 (17/04/13)
発行済株式数	26,989,518株
売買単位	100株
時価総額	52,359百万円
予想配当 (会社)	52.0円
予想EPS (アナリスト)	288.28円
実績PBR	1.25倍

レジデンスに強みを持つ大阪発祥の総合不動産会社

大阪発祥で全国に事業展開する総合不動産会社。レジデンス、商業施設、オフィスなどの賃貸資産を全国に保有し、安定的な賃貸収入で固定費を賄いながら、再生流動化の売却益、開発流動化や投資分譲の開発利益により成長を迫っている。

得意とするアセットタイプはレジデンス。2015年6月に地方のレジデンスを主な投資対象とするサムティ・レジデンシャル投資法人(3459)を上場させREIT事業に参入。ホテル事業の取組みも本格化している。



17/11期は開発流動化が牽引し期初予想を上回る好決算に

17/11期業績は、売上高604億円(前期比15.4%増)、経常利益84.6億円(同24.6%増)。開発流動化が牽引した。不動産売買マーケットの過熱を受け、物件売却価格が想定を上回って推移したことから、期中2度の利益予想の上方修正を行い、ほぼ修正予想通りで着地した。仕入れ競争が引続き非常に厳しい中、収益不動産を320億円、開発用地を170億円と概ね計画線の仕入れを行った。18/11期の仕入れはマーケットの過熱などを考慮しやや慎重に臨む方針。

系列REITのスポンサーに大和証券グループ本社が加わる

2月に大和証券グループ本社(8601)がサムティ・レジデンシャル投資法人(SRR)のサブスポンサーとなり、合わせてSRRの第三者割当増資を引受けた。これによりSRRは約151億円を調達し、約300億円の物件を取得。このうち当社からは201億円の物件を拠出した。

18/11期も開発流動化が業績を牽引する見込み。投資分譲として販売会社に卸販売するよりも外資系ファンドに売却した方が高く売却できる環境のため投資分譲の予定だった9物件を開発流動化に振替える。

19/11期は開発流動化の大型案件の博多のビジネスホテルの売却が見込まれる。非常に好採算になるとみられ、業績の見通しは明るい。

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2017/11 実績	60,479	15.4	10,131	18.0	8,461	24.6	5,661	22.3	234.25	
2018/11	会社予想 (2018年1月発表)	64,000	5.8	11,000	8.6	8,900	5.2	6,500	14.8	258.10
	アナリスト予想	64,100	6.0	12,000	11.0	9,600	13.5	7,260	28.2	288.28
2019/11	アナリスト予想	61,000	-4.8	13,200	7.1	10,300	7.3	7,390	1.8	293.45

会社概要

会社概要

● 会社概要

大阪発祥の総合不動産会社。JPX 日経中小型株指数の構成銘柄。地盤の近畿圏から福岡、名古屋、首都圏、北海道などへと事業エリアを順次、全国に拡大してきた。

ストックビジネスの不動産賃貸事業（レジデンス、商業施設、オフィスなど）により収益の安定性を確保しつつ、不動産流動化（開発流動化及び再生流動化）、投資用マンションの卸販売といったフロービジネスの開発利益、転売益により成長性を追求している。

得意とするアセットタイプはレジデンスで、開発はレジデンスが中心だが、ホテル開発にも展開。

サムティ・レジデンシャル投資法人のメインスポンサー。

経営者

● 経営者

創業メンバーの一人で筆頭株主でもある森山 茂氏は、2012年2月28日に代表取締役社長を退き会長に就任。米サブプライムローンの深刻化、リーマンショックを受けた信用収縮により経営危機に陥ったが、バランスシートのリストラの推進、金融市場の落ち着きにより経営の安定性を取り戻し、復配も果たしたことから、より俯瞰的な立場から経営に関わることになった。森山氏の後任の社長には常務の江口 和志氏が就任。江口氏は森山氏と同じく、(株)地産（2002年に会社更生法適用を申請）出身で、ほぼ創業当初からのメンバー。サムティでは投資用ワンルームマンションの開発・販売（販売会社との折衝）で実績を上げ、常務時代は、不動産事業部、賃貸事業部、東京支店を担当し、主に物件の仕入れ・販売を統括してきた

設立経緯

● 設立経緯

(株)地産で営業職を約10年勤めた森山 茂氏（現会長）、同じく(株)地産で経理職だった松下 一郎氏（現副会長）、総務職だった谷口 清春氏の3人がスピンアウトして設立。社名のサムティ（SAMTY）は3氏の氏名の頭文字を組み合わせたもの。

企業理念

● 企業理念

～倫理、情熱、挑戦 そして夢の実現～

バンクフォーメーション

● バンクフォーメーション

メインバンクを定めず、プロジェクト毎に資金調達している。主要取引行は、三井住友銀行、りそな銀行、三菱東京 UFJ 銀行、みずほ銀行、関西アーバン銀行など。

沿
革
● 沿革

1982年	12月	サムティ開発（株）として大阪市東淀川区に設立
1983年	1月	分譲マンションの販売受託を開始
1984年	10月	投資用マンションの1棟販売を開始
1991年	5月	ファミリー向け分譲マンションの販売を開始
2001年	5月	投資用分譲マンション「サムティ」シリーズの販売を開始
2002年	9月	不動産流動化事業を開始し、近畿財務局受付第1号となる不動産証券化を実施
2004年	4月	関西特化型不動産ファンド「サムティ・レジデンシャル・ファンド」を組成
2005年	3月	不動産ファンド向け賃貸マンション「S-RESIDENCE」シリーズの開発を開始
	6月	商号をサムティ（株）に変更
2006年	8月	ビジネスホテルを保有・運営する（株）サン・トーア（現連結子会社）の株式を取得
	11月	キャピタル・オブ・ジャパン（株）と共同投資事業契約を締結
2007年	7月	大証ヘラクレス（現JASDAQ）上場
2011年	2月	東京都中央区に東京支店を開設（2014年4月に千代田区に移転）
2012年	3月	既存の管理会社を買収し、サムティ管理として事業開始
	6月	福岡市博多区に福岡支店を開設
	11月	燦アセットマネジメント（現サムティアセットマネジメント）の株式を取得し、完全子会社化
2014年	12月	サムティアセットマネジメントが取引一任代理等にかかる認可を取得
2015年	3月	サムティ・レジデンシャル投資法人を設立
	5月	札幌市中央区に札幌支店を開設
	6月	サムティ・レジデンシャル投資法人が東証上場
	10月	東証1部に市場変更
2016年	3月	名古屋市中村区に名古屋支店を開設
	12月	サムティ管理をサムティプロパティマネジメントに商号変更し、本店を当社ビル内に移転
2018年	2月	サムティアセットマネジメントの株式の33%を大和証券グループ本社に譲渡

（出所）有価証券報告書、会社リリース

会社概要

コーポレートアクション

● 直近のコーポレートアクション

- 2015年3月20日：2020年満期のアルパイン CB40億円を発行。ゼロクーポンで当初転換価格1,003円。調達資金のうち約10億円を使い、3月5日から4月7日にかけて自社株買いを実施（平均取得価格906円）。なお、CB40億円の転換は2017年10月6日に完了。
- 2015年10月26日：東証1部に市場変更。

大株主

● 大株主

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	森山 茂	3,723,700	13.79
2	松下 一郎	2,573,700	9.53
3	(有)剛ビル	950,000	3.51
4	日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)	826,200	3.06
5	江口 和志	773,700	2.86
6	笠城 秀彬	750,000	2.77
7	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	529,400	1.96
8	ステート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー	392,346	1.45
9	日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口9)	380,100	1.40
10	(株)オージーキャピタル	352,900	1.30
	上位10位計	11,252,046	41.69

(出所) 有価証券報告書

(注) 上記以外に自己株式1,805,959株(6.69%)がある。

1位の森山 茂氏は当社代表取締役会長、3位は同氏の資産管理会社。

2位は当社取締役副会長。

5位は当社代表取締役社長。

6位は当社と直接関係のない個人投資家

10位は大阪ガスの100%子会社。

事業概要

事業の内容

● 事業の内容

不動産事業、不動産賃貸事業、その他の事業の3セグメント体制。09/11期まで不動産事業は不動産流動化事業と不動産分譲事業に分かれていたが、リーマンショック後、不動産流動化事業を大幅に縮小したことから統合された。その後、2010年半ば頃から資金調達環境が改善したことを受け不動産流動化事業を再拡大している。

2012年11月に燦キャピタルマネージメント(2134)から燦アセットマネージメント(現サムティアセットマネジメント)を買収し、私募ファンドの運営を行っているほか、2015年6月にサムティ・レジデンシャル投資法人(SRR)を上場させREITの運営を開始。2018年2月には大和証券グループ本社にサムティアセットマネジメントの株式の33%を譲渡し、大和証券グループ本社がSRRのサブスポンサーとなった。

2011年2月に東京支店を開設し、東京での事業を開始するなど、順次、事業エリアを全国に拡大してきた。

部門別事業内容

● 部門別事業内容

➤ 不動産事業

① 投資分譲

投資用マンションの企画開発を行う。ワンルームの戸当り専有面積は23~25㎡程度。各自治体のワンルームマンション規制に対応し、一部、コンパクトマンションをつくり込む。リーシング完了後、販売業者に卸販売をしており(1棟丸ごとの卸販売は少ない)、エンドユーザーの個人等への直販は行っていない。大阪を中心に展開していたが、2011年2月に東京支店を開設し、東京(一部、横浜)にも事業エリアを拡大。名古屋で開発を行うこともある。

② 住宅分譲

かつて一次取得者向けのファミリータイプマンションの企画開発や宅地、戸建分譲を行っていた。ファンドバブルによる地価高騰を受け、2006年を最後に新たなファミリータイプマンション用地の仕入れは行っていない。

2010年4月に販売を開始した「アンビエントガーデン彦根」(81区画の宅地分譲)は16/11期にようやく完売。現在、住宅分譲を再開する予定はなく、当該サブセグメントは事実上なくなった。

③ ソリューション

開発流動化と再生流動化にさらに細分される。開発流動化は比較的高級な賃貸マンション（マンションブランドは「S-RESIDENCE」）を企画開発し、キャピタランド・ジャパンや私募ファンドなどに1棟売りしてきた。サムティ・レジデンシャル投資法人（SRR）上場後はSRRとの間にスポンサーサポート契約を締結し、優先交渉権を付与している。

賃貸マンションに加え、ビジネスホテルの開発も本格的に開始している。

再生流動化では、既存の収益不動産を取得し、リニューアル、稼働率改善などバリューアップを図った後、事業会社、個人富裕層、REIT、国内外の私募ファンドなどに売却する。SRR向けにウエアハウジング機能を担うこともある。物件保有期間中の賃貸収入と転売益が収益となる（開発物件や再生流動化物件の賃貸収入は不動産賃貸事業に計上される）。

④ アセットマネジメント

2012年11月に買収した燦キャピタルマネージメント（現サムティアセットマネジメント）を通じて、私募ファンドやSRRの運営を行う。AMフィー、アクイジションフィーなど各種フィーのほか、私募ファンドへのエクイティ出資からの配当が収入となる。100%子会社のサムティプロパティマネジメント（2016年12月に本社賃貸事業部と統合し社名をサムティ管理から変更）がSRRや私募ファンドから受託しているPM業務に係るフィーもここに計上される。

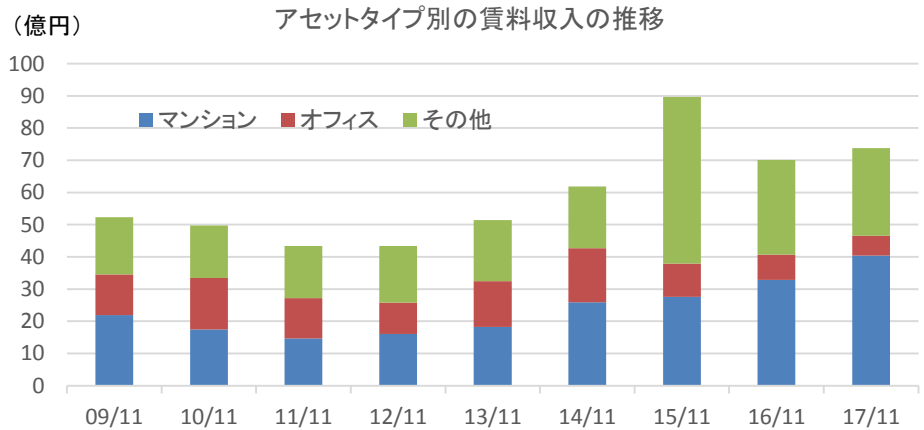
▶ 不動産賃貸事業

マンション、オフィスビル、商業施設、物流倉庫、リゾートホテル（「天橋立ホテル」）、駐車場等を1棟または区分所有により保有し、賃貸している（「天橋立ホテル」は古くから保有している物件で自社運営ではないため17/11期まで当該セグメントに計上されているが、今後、ホテル事業は全てその他の事業に移管されるとみる）。一部、サブリースも手掛けている。大型の収益不動産の取得・保有については、SPC（特別目的会社）を活用することがある。

賃貸マンションや契約期間の長い商業施設、物流倉庫など稼働率、賃料の安定性の高い物件のウエイトが高い一方、景気の影響を受けやすいオフィスのウエイトが低く、安定的な賃貸ポートフォリオになっている（低稼働物件の意図的な取得などにより一時的に稼働率が低下することはある）。

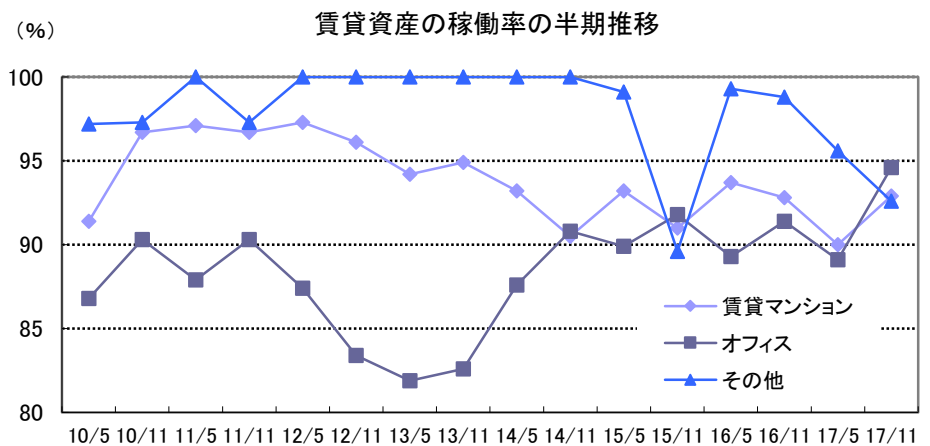
サムティプロパティマネジメントが手掛ける賃貸マンションのPM業務に係るフィーは当セグメントに計上される。

事業概要



(出所) 有価証券報告書

(注) その他は、商業施設、ホテル、駐車場、物流施設など。15/11期のその他が膨らんでいるのは、水戸サウスタワーにおける解約違約金の発生による



(出所) 会社資料

(注) その他は、商業施設、ホテル、駐車場、物流施設など
「S-RESIDENCE」など開発物件は除く

15/11期に従来オフィスに分類していた複合ビルの一部をその他に振替え

➤ その他の事業

当該セグメントの中心はホテル事業。現在、「エスペリアホテル長崎」(長崎市、153室)、「GOZAN HOTEL」(京都市東山区、21室)の所有・運営及び、「センターホテル大阪」(大阪市中央区、84室)、「センターホテル東京」(中央区日本橋、客室数107室)の運営を行っている。

このほか、サムティプロパティマネジメントにおいて、分譲マンションの管理及び建設・リフォーム業を行っているほか、100%子会社のスペシャリストサポートシステムにおいて、医療に関するサポートシステムの企画を行っている。

事業概要

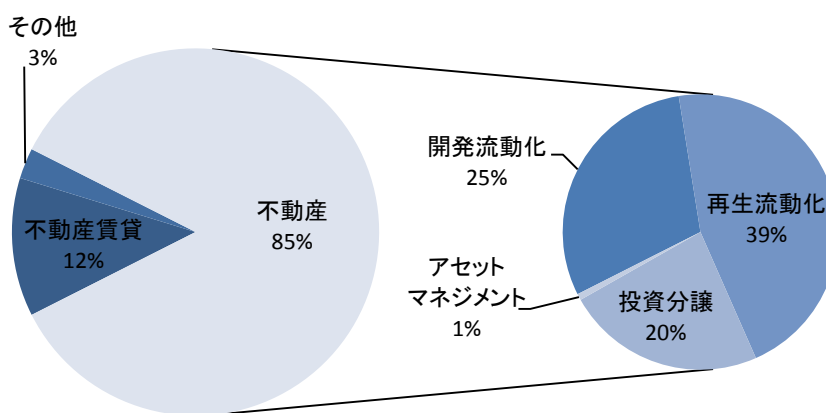
店舗網

- 店舗網

東京支店（2011年2月開設）、福岡支店（2012年6月開設）、札幌支店（2015年5月開設）、名古屋支店（2016年3月開設）を順次開設し、大阪市の本社と合わせ、5つの事業拠点がある。名古屋支店の開設をもって支店開設は一巡した。

売上構成

- 売上構成（17/11期）



（出所）有価証券報告書をもとにIFIS作成

収益構造

- 収益構造

投資分譲において自前の販売部隊を持たないため17/11期末の従業員数は単体で99人（前期末比5人減）、連結で188人（同15人増）と少なく、固定費は抑制されている。結果、安定的な賃貸収入で販管費と支払利息・支払手数料をカバーできている。

財務分析

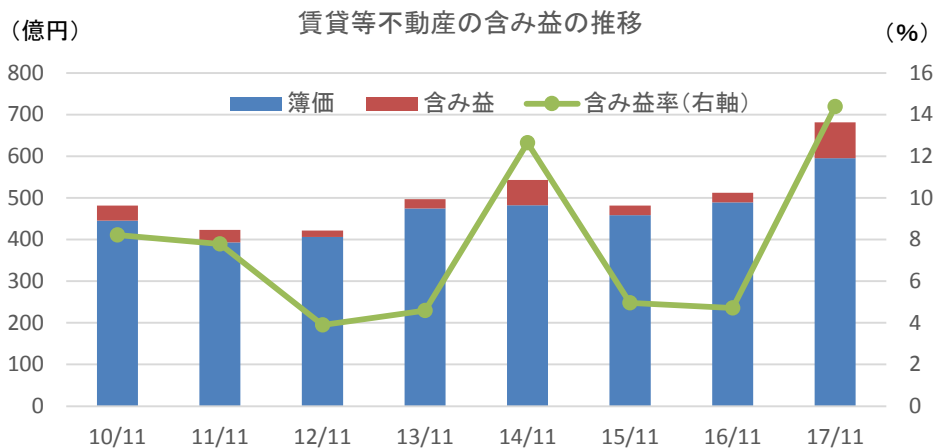
良好な資金調達環境を背景にアセットを積極拡大してきた

リーマンショックを受けた資金調達環境の悪化による不動産価格下落に対応し、08/11 期末に棚卸資産に関する低価法を早期適用し、財務体質の健全化を図った。合わせて、不動産の流動性低下に対応し、販売用不動産から固定資産に 112 億円を振替えた。その後も厳しい資金調達環境が続いたため、固定資産の売却を中心に資産の圧縮、有利子負債の削減を進めてきた。また、販売用不動産の入替を進め、資産内容を改善させてきた。

12/11 期から資金調達環境の改善を受け、漸減傾向にあった賃貸収入の反転拡大を図るべく、資産再拡大方針に転じた。2013 年 4 月の日銀の異次元緩和以降、拡大路線を加速し、賃料収入は急拡大している（7 頁上図）。賃貸ポートフォリオの入替のため、適宜、固定資産から棚卸資産への振替えを行っており、14/11 期末には 69.4 億円、15/11 期末には 61.9 億円、16/11 期末には 112 億円、17/11 期末には 118 億円を振替えている。

賃貸等不動産の含み益が急増

17/11 期末の賃貸等不動産の簿価は 595 億円（前期末比 106 億円増）。棚卸資産への振替え 118 億円などがあつたが、新規取得が活発だったため大幅に増加した。社内鑑定に基づく含み益は 85.5 億円（同 62.5 億円増）と急増増。主な増加要因は、キャップレートの見直しによるとみられる。減損損失 7.2 億円の計上による簿価切下げも寄与した。



(出所) 有価証券報告書をもとにIFIS作成

(注) 簿価+含み益=時価

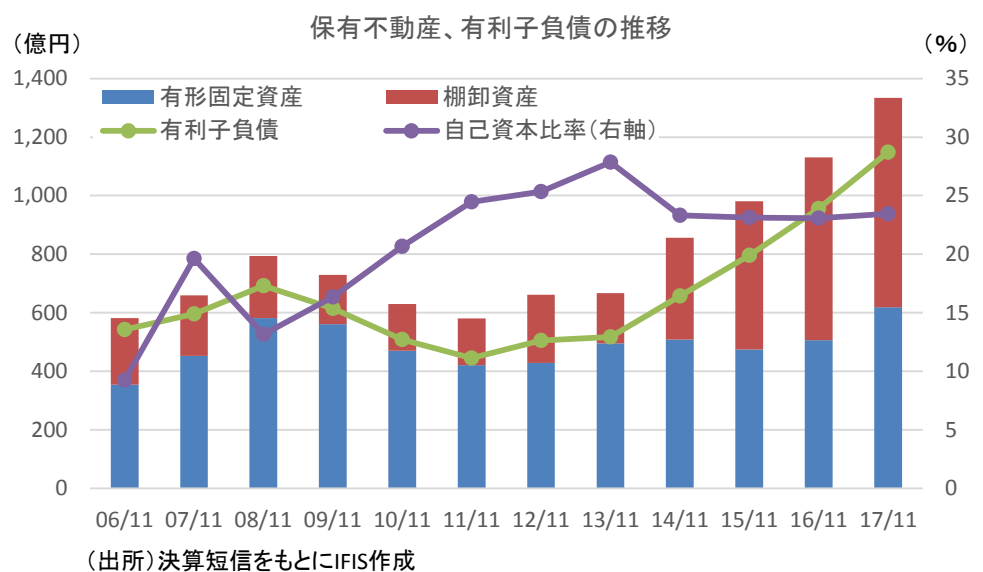
含み益率 (%) = 含み益 ÷ 簿価 × 100

自己資本比率 30%を目指す

08/11 期末に財務リストラを行い、45.2 億円の純損失となった結果、自己資本比率は 13.1%（前期末比 6.5pt 減）と低下したが、資産圧縮、期間利益の積み上げ、エクイティファイナンスの実施により、13/11 期末には 27.9%まで改善した。その後の積極的なアセット拡大により 15/11 期以降、改善傾向は一服となっている（次頁図）。

ただし、良好なデットの調達環境を背景に、収益不動産を固定資産として取得した場合、調達期間を 25～30 年に超長期化させており（販売用不動産の場合は 2 年程度）、金融環境が激変した場合のリファイナンスリスクに備えている。

中長期経営計画では、自己資本比率の目標として 18/11 期 27%、20/11 期 30%以上を掲げている（この間にエクイティファイナンスは実施しない前提）。



不動産売買マーケットは引き続きホットな状況

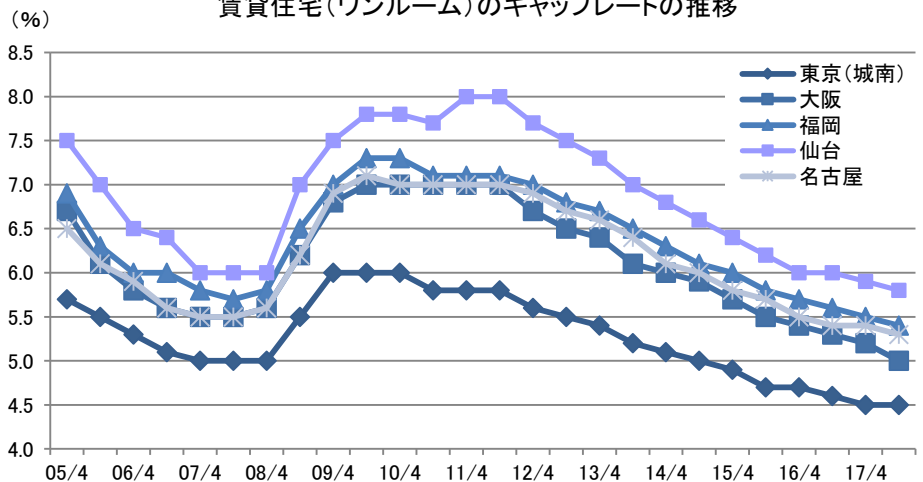
● 経営環境解説

日銀の金融緩和継続を背景に現物の不動産売買マーケットは引き続きホットな状況が続いている。米FRBの利上げなどにより世界的に長期金利に上昇圧力がかかっているが、日本においては長期金利を0%近辺に誘導する日銀のイールドカーブ・コントロールにより0.1%以内にとどまっている。日本の収益不動産には世界的にみて依然、最も厚いイールドスプレッドがあり、一部のアセットタイプ、エリアを除いてキャップレートは緩やかな低下傾向が続いている。

当社が主に扱うレジデンスについては、個人富裕層も含めた幅広い投資家の需要が旺盛でやはりキャップレートは、一部のエリアで下げ止まり感をみせながらも総じて緩やかな低下が続いている。当社が注力中のホテルは、本来、景気の変動を受けやすくレジデンスよりもリスクプレミアムが上乘せされる筈だが、宿泊特化型ホテルのキャップレートはレジデンスと同水準まで低下しており、ホテルの売買マーケットは非常にホットになっている。

一部のアセットタイプ、エリアには供給過剰懸念があるが、賃貸需要は旺盛で稼働率、賃料は総じて堅調に推移しており、ファンダメンタルズは良好である。レジデンスについては、元来、賃料の変動が小さいが、大阪が特定のディベロッパーの供給増によりやや賃料が弱含んでいるほかは、全国的に賃料は強含みで推移している。ホテルについては、ADR（平均客室単価）は供給増を受け弱含んでいるエリアがあるが、需要は旺盛で稼働率は高水準で推移している。

賃貸住宅(ワンルーム)のキャップレートの推移



(出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」
(注)期待利回りベース

**金融機関の不動産
融資姿勢は総じて
引続き緩和的**

金融機関の一部には、不動産価格に対する高値警戒感や金融庁の監視強化から融資案件を選別したり、融資条件、物件査定を厳しくする動きがみられるものの、総じて収益不動産に対する融資姿勢は引続き緩和的。

昨今のニュースになっているシェアハウス「かぼちゃの馬車」に絡むスルガ銀行の融資問題も金融機関全体の不動産融資には大きな影響を与えないだろう。

**政局の動向には一
定の注意が必要だ
ろう**

3月になって森友学園への国有地売却に関する決裁文書の書き換え問題による内閣支持率の低下を受け、今秋に予定される自民党総裁選における安倍総理の3選に暗雲が漂っている。日銀の黒田総裁は続投となり、基本的に金融緩和は継続されるとみられるが、ポスト安倍に名前が挙がる政治家は総じて異次元緩和の継続には余り積極的でないとみられる。デットの調達は不動産会社、不動産投資家の命綱であり、日銀の金融政策が不動産市場に与える影響は非常に大きい。今後の政局にはある程度の注意が必要だろう。

業 績

開発利益が牽引し、最高益更新

● 17/11 期業績解説

17/11 期決算は、売上高 604 億円（前期比 15.4%増）、営業利益 101 億円（同 18.0%増）、経常利益 84.6 億円（同 24.6%増）、純利益 56.6 億円（同 22.3%増）。採算性の高い開発流動化（「S-RESIDENCE」の販売）が牽引し、好調な決算となった。

4Q（9-11 月）業績は、売上高 178 億円（前年同期比 11.1%減）、営業利益 30.8 億円（同 26.4%減）、経常利益 26.9 億円（同 27.4%減）、純利益 14.3 億円（同 41.8%減）。3Q（6-8 月）は物件売却が少なく若干の経常赤字となったが、4Q は大阪市の開発流動化 5 物件の外資系ファンドへのバルクセールが牽引し、高い利益水準となった。前年同期比で減収減益になっているのは、前年同期には「水戸サウスタワー」（売却価格 73.5 億円）、「センターホテル東京」といった再生流動化の大型好採算物件の売却があった反動による。また、純利益段階で大幅減益になっているのは、期末に固定資産 4 物件の売却の意思決定に伴い減損損失 7.2 億円を特損計上したことによる。

四半期業績の推移

（単位）百万円

	15/11				16/11				17/11			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	3,409	17,513	10,221	7,315	7,921	13,390	11,075	20,023	12,411	25,281	4,987	17,800
不動産	1,353	13,651	8,301	5,342	5,912	11,193	8,979	17,689	10,322	23,067	2,716	15,362
開発流動化	0	0	0	0	0	4,730	2,050	2,500	2,450	2,452	0	10,500
再生流動化	350	11,868	5,062	1,242	4,500	3,458	4,399	11,158	2,623	17,506	906	2,597
アセットマネジメント	115	267	312	562	380	111	293	88	81	73	73	156
投資分譲	840	1,498	2,854	3,459	1,012	2,849	2,227	3,926	5,167	3,035	1,738	2,109
住宅分譲	47	18	72	80	18	46	9	17	0	0	0	0
不動産賃貸	1,899	3,689	1,731	1,655	1,673	1,798	1,751	1,794	1,748	1,783	1,894	1,955
住居（マンション）	648	801	639	671	762	897	821	811	887	941	1,052	1,163
オフィス	266	263	259	245	207	193	192	190	208	156	413	▲ 160
その他	984	2,625	832	740	704	707	738	793	653	685	429	953
その他	155	174	190	317	335	399	345	540	340	431	377	482
売上原価	2,151	13,112	7,959	5,260	5,413	10,220	8,944	14,510	8,668	19,538	3,538	12,989
売上総利益	1,257	4,402	2,262	2,055	2,508	3,170	2,130	5,513	3,742	5,744	1,448	4,811
販管費	707	812	738	1,786	1,135	1,148	1,129	1,323	1,231	1,327	1,330	1,726
営業利益	550	3,590	1,524	268	1,372	2,022	1,002	4,190	2,511	4,417	118	3,085
不動産	48	1,409	1,309	940	1,212	1,766	810	4,283	2,482	4,655	147	3,316
不動産賃貸	833	2,548	495	543	603	633	601	444	562	415	536	581
その他	41	48	52	61	76	119	116	82	62	93	42	46
調整額	▲ 373	▲ 415	▲ 331	▲ 1,277	▲ 519	▲ 497	▲ 526	▲ 617	▲ 595	▲ 748	▲ 606	▲ 857
営業外収益	9	9	19	28	5	11	86	15	4	10	26	24
営業外費用	474	659	515	478	526	511	376	502	405	422	487	420
支払利息・支払手数料	464	630	491	446	512	498	363	489	387	412	476	410
経常利益	85	2,939	1,028	▲ 180	852	1,521	712	3,703	2,110	4,005	▲ 344	2,690
特別利益	560	42	2,610	180	23	177	59	228	0	901	247	465
固定資産売却益	5	42	2,609	181	23	177	35	228	0	901	247	465
特別損失	6	2	948	34	3	26	82	208	0	1,101	0	1,043
固定資産売却損	0	2	719	34	0	0	31	205	0	1,030	0	385
税金等調整前純利益	639	2,979	2,690	▲ 34	873	1,672	687	3,724	2,110	3,805	▲ 97	2,112
法人税等	43	957	927	▲ 49	296	506	264	1,262	423	1,185	▲ 18	678
非支配株主に帰属する純利益	▲ 16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
純利益	611	2,023	1,763	15	576	1,166	424	2,462	1,687	2,620	▲ 79	1,433

（出所）決算短信、有価証券報告書をもとにIFIS作成

（注）17/11期4Qの不動産賃貸のオフィスの売上高がマイナスなのは、3Qにその他に計上すべきものをオフィスに計上し、通期で修正したため

物件売却価格の上振れにより、期中に2度、利益予想を上方修正

会社業績予想は昨年11月9日に修正されており（一部物件の売却時期の見直しにより売上高は20億円下方修正、売却物件の売却価格の想定上振れにより営業利益は据置き、営業外損益の改善により経常利益は5億円、純利益は3億円、それぞれ上方修正）、概ね修正予想通りの着地となった。

昨年7月10日の2Q累計（12-5月）決算発表時にも物件売却価格の上振れを理由に業績予想が上方修正（各段階利益で約1割）されており、結局、期初予想に対しては、売上高は7.2億円下回ったにもかかわらず、営業利益は8.3億円、経常利益は12.6億円、純利益は8.6億円、それぞれ上回った。

外資系ファンドへの開発流動化物件の売却益が想定以上に好採算となった

通期のセグメント別の業績は、主力の不動産事業が売上高514億円（前期比17.6%増）、営業利益106億円（同31.3%増）。セグメント利益率は20.6%（同2.1pt増）と良好な売却環境を反映し、非常に高水準だった。

中でも開発流動化の売上高が「S-RESIDENCE」8物件（大阪7物件、横浜1物件）の売却により154億円（前期比66.0%増）と大きく伸びた。利益率も約26%と高水準になったとしている。「S-RESIDENCE」の売却先は系列REITのSRRを基本としているが、先述の4Qのバルクセール5物件を含め大阪の6物件は外資系ファンドに売却した。これら6物件の売却キャップレートは外資系ファンドの強い物件取得意欲を受け、4.5%程度だったもようで、想定以上の好採算となり、利益面でも牽引した。「S-RESIDENCE」の残り2物件はSRRが匿名組合出資をしているブリッジファンドに売却した。

再生流動化の売上高は236億円（前期比0.5%増）。24物件を売却した。アセットタイプ別の内訳は、レジデンス17物件、オフィス2物件、商業施設1物件、ビジネスホテル2物件、その他2物件だった。売却した「センターホテル大阪」（株主優待の対象物件）は引続き運営を行う。これら24物件のほか、売上高には含まれないが、資産入替の一環として固定資産の収益不動産5物件を売却した。固定資産売却損益はネットで1.9億円の益だった。

投資分譲の売上高は120億円（前期比19.2%増）。販売戸数は690戸（同62戸増）。期初の想定を戸数で27戸、売上高で約10億円上回った。エリア別の販売戸数は首都圏が299戸（同170戸増）、関西圏が391戸（同108戸減）。近年の仕入れ動向を反映し、首都圏が大幅に伸び、関西圏が減少した。首都圏の構成比の上昇を受け、戸当り平均販売単価は1,746万円（同137万円増）となった。

アセットマネジメントの売上高は3.8億円（前期比56.1%減）。前年同期に私募ファンドの清算に伴う一過性の配当があった反動、SRRで物件取得がなくアクイジションフィーがなかったことから大幅減となった。

業 績

不動産賃貸事業は
小幅増収ながら、
減価償却費負担
増などにより減益

不動産賃貸事業は売上高 73.8 億円（前期比 5.2%増）、営業利益 20.9 億円（同 8.2%減）。収益不動産の取得が進展したことによるアセット拡大を受け売上高は着実増となった。稼働率は安定的ながらも減益となったのは、①16/11 期末に取得した福岡のタワーマンション、17/11 期上期に取得した物流倉庫 2 物件などによる減価償却費負担増（これらの物件は建物部分の割合が高く減価償却費負担が重い）、②大阪においてリーシング前の新築のレジデンスを取得したことによるリーシング費用増、などによる。

その他の事業は
16/11 期末のホテル
売却の影響によ
り減益

その他の事業は、売上高 16.3 億円（前期比 0.7%増）、営業利益 2.4 億円（同 38.1%減）。当期から当社が保有するホテルを連結子会社が賃借して運営する場合の内部取引に係る会計処理を変更している。従来 of 会計処理よりも不動産賃貸事業のセグメント利益は減少し、その他の事業のセグメント利益は増加する。前期比は 16/11 期の数値を遡及修正して比較している。

減益となった主因は、2016 年 11 月に売却した「センターホテル東京」の賃料負担（売却後もオペレーションは子会社で継続）の発生による。

開発用地の仕入れ
は 4Q に挽回し、計
画に近い線を確認

通期の開発用地の仕入れは 22 件、170 億円（取得経費を含めると 184 億円）、想定売上高 510 億円。16/11 期の開発用地の仕入れは 20 件、想定売上高 282 億円だった。3Q 末時点では 14 件、約 62 億円、想定売上高 210 億円と進捗が遅れていたが、4Q に大型ホテル開発用地 2 件（京都と名古屋）の取得などで挽回し、会社計画（想定売上高 560 億円）に近い線を確認した。

取得エリア別の内訳は、首都圏 10 件、中部圏 4 件、関西圏 8 件。首都圏の方が関西圏に比べ取得機会が多いうえ、競合が比較的少なく、首都圏の仕入れが好調な状況が続いている。また、名古屋は大規模再開発やリニアで将来有望な割には、比較的安く仕入れることができるため注力中。

レジデンス（S-RESIDENCE 及び投資分譲）の開発用地の仕入れが中心だが、ほかにホテルの開発用地の仕入れが 4Q の 2 件を含め 3 件あった。ホテルは一部エリアに供給過剰感がみられるため立地を厳選して取得していく方針。

収益不動産の仕入
れは健闘

通期の収益不動産の仕入れは、販売用不動産と固定資産を合わせて 46 物件（前期比 11 物件増）、約 320 億円（同約 40 億円増）。取得競争が引続き非常に激しい中、会社計画の 265 億円をクリアした（期初の会社計画は採算性の低い特殊なバルク案件 130 億円を織り込み 395 億円だったが、この案件が流れたため 2Q 累計決算発表時に下方修正されていた）。

46 物件のうち 41 物件は固定資産として取得した。これは金融環境の悪化によるリファイナンスリスクに備え、25~30 年の超長期ローンを引くため、長期保有を意味している訳ではない。

仕入れ物件のアセットタイプは、ほとんどがレジデンスで、ほかにホテル、オフィス、物流施設があった。取得エリアは利回りを求めて全国の主要都市で幅広く取得した。

18/11 期の EPS 予想は中計目標を 上回る

● 18/11 期業績予想

18/11 期会社業績予想は、売上高 640 億円（前期比 5.8%増）、営業利益 110 億円（同 8.6%増）、経常利益 89 億円（同 5.2%増）、純利益 65 億円（同 14.8%増）。EPS の予想は 258.1 円。

2016 年 7 月に見直された中期経営計画では、18/11 期の数値目標として売上高 850 億円、経常利益 90 億円、EPS240 円を掲げている。これに対し、今回の会社予想は経常利益が 1 億円下回るが、EPS は上回る。当社は、固定資産も販売用不動産と同様に順次売却するため、純利益、EPS を重視している。

大和証券グループ 本社が SRR のサブ スポンサーに

1 月 15 日に当社が単独スポンサーだった SRR に大和証券グループ本社がサブスポンサーとして参画すると発表された。大和証券グループ本社に当社から SRR の運用会社であるサムティアセットマネジメントの株式の 33.0% を 2 月 1 日に譲渡した（数億円の売却益が特別利益に計上されるとみる）。また、サムティアセットマネジメントの非常勤取締役役に大和証券グループ本社から 1 名の派遣を受ける。

SRR の第三者割当 増資に伴い 201 億円の物件を拠出

スポンサー参画の発表と同時に、SRR は大和証券グループ本社及び当社を引受先とする第三者割当増資及び物件取得を発表。1 口当たり発行価格は 87,000 円。SRR の 17/7 期末の 1 口当たり NAV101,449 円を約 14%下回るディスカウント増資となったが、公募増資よりはディスカウント幅を抑えられたといえよう。発行投資口数は 173,600 口（大和証券グループ本社が 161,700 口、当社が 11,900 口を引受）と大規模で、発行済投資口数は 61.3%増加する。調達金額は約 151 億円。

これにデットの調達を加え、SRR は 33 物件、約 300 億円の物件を取得。取得日は SRR の期首となる 2 月 1 日（1 物件のみ 3 月 1 日）。33 物件のうち、24 物件は当社保有物件（12 物件は販売用不動産、12 物件は固定資産）、8 物件は当社から既にブリッジファンドに売却していたもの、1 物件は市場からの取得（当社が取得に協力）。金額の内訳は、当社保有物件 201 億円（固定資産 100 億円、販売用不動産 101 億円）、ブリッジファンド等 100 億円。販売用不動産 101 億円は 17/11 期末に固定資産から振替えられたもので、この売却利益率は外部売却に比べ低いとみられる。固定資産の売却益（特別利益）は僅少のもよう。これは、もともと SRR 向けにウエアハウジングしていた物件だったことによる。

SRR への物件拠出に伴う収益としては、売却益のほか、アキュジションフィー、SRR の資産規模拡大に伴う AM フィーの増加が考えられる。

SRR のサブスポンサーの受入れの眼目は資金調達力の向上にある

これまで SRR は、投資口価格の NAV 割れが続き、外部成長に手詰まり感があった。今回のサブスポンサーの受入れと第三者割当増資の実施は、局面の打開を図るものだったといえよう。SRR の資産規模は今回の 33 物件の取得により約 815 億円と住宅系 REIT としては相応の規模になる。大和証券グループ本社は、ディベロッパーではなく、また、他の REIT にも多く関与しているため、物件のパイプラインサポートは期待できないが、SRR の信用力の向上に寄与し、資金調達に有利に働くことが期待される。SRR は資産規模が拡大したこともあり、早期の格付取得を目指す。資金調達コストの低減や信用力向上は投資口価格にもプラスに働こう。また、大和証券グループ本社と当社を合わせた SRR への出資比率が 40%となるため、買収防衛策になるという一面もあろう。

投資分譲予定だった 9 物件を開発流動化に振替え

主力の不動産事業の営業利益は 117 億円（前期比 10.4%増）の予想。販売計画は、開発流動化 16 物件、240 億円（前期比 86 億円増）、再生流動化 24 物件、260 億円（同 23 億円増）、投資分譲 4 物件、261 戸（同 429 戸減）。

開発流動化の「S-RESIDENCE」と投資分譲に特段の商品の差異はなく、現状の過熱する不動産売買マーケットでは投資用マンションの販売業者に卸販売するよりも外資系ファンドに売却した方が高く売れる状況。このため、投資分譲の予定だった 9 物件を開発流動化に振替える。開発流動化の売却予定 16 物件のうち、1 物件は既に引渡が終わっており、9 物件は昨年 11 月末に既に外資系ファンドと売買契約を締結済み（引渡は 2Q と 4Q の予定）。残り 6 物件もほぼ売却の目途が付いているとしている。開発流動化の売却利益率は 17/11 期をさらに上回る見通し。

上記の物件売却以外に固定資産の売却を 28 物件計画している。このうち 12 物件は SRR の第三者割当増資に伴う物件拠出。売却物件数は多いが、固定資産売却益（特別利益）は限定的になるもよう。金融環境は引続き良好ではあるが、長期金利上昇リスクにも一定配慮し、資金回収を図り有利子負債を削減することが主な狙い。

不動産賃貸事業は、物件売却促進を受け、売上高はほぼ横ばい見込みだが、リーシング費用の減少などによりセグメント利益は 23 億円（前期比 9.8%増）の予想。

その他の事業は「エスペリアホテル博多」（客室数 287 戸、3 月 28 日開業予定）の新規寄与、「GOZAN HOTEL」の通期寄与などにより大幅増収増益予想。

大型物件の売却は
今期の業績予想に
見込まれていない

中計の18/11期の売上高の目標が850億円と大きかったのは、開発流動化案件の大型ビジネスホテル「エスペリアホテル博多」の売却を当期に想定していたためとみられる。既に好条件の引合いがあるようだが、ホテルの売買マーケットが過熱している中、利益の極大化を目指し、一定のトラックレコードを積んでから売却する方針のようで、今期の会社業績予想には織り込まれていない。もう一つの大型再生流動化案件の「ピエリ守山」は集客力向上のため温浴施設を計画中であり、売却はまだしばらく先になる。

仕入れはやや慎重
スタンス

仕入れ計画は、開発用地が210億円（前期比40億円増）、収益不動産が230億円（同90億円減）。収益不動産の取得競争は非常に厳しく、物件価格の高値警戒感も出てきているため、やや慎重姿勢で臨む方針。

会社業績予想は保
守的だろう

株式市場のボラティリティの高まり、政局の不透明感による不動産売買マーケットへの影響は特にみられず、売却環境は引続き良好。営業外損益の会社想定が非常に保守的とみられることもあり、会社業績予想は上振れしよう。

5円の増配予定

年間配当金は5円増配の52円の予定。配当性向は17/11期と同じく20.1%で据置き方針で、増益のみが反映された増配となる。中計目標では20/11期の配当性向は30%以上となっている。

19/11期は博多
の大型ビジネスホ
テルの開発利益が
牽引しよう

● 19/11期業績予想

19/11期業績は、開発流動化案件の大型ビジネスホテル「エスペリアホテル博多」の売却益が牽引しよう。同ホテルの簿価は、当社保有物件の中で「ピエリ守山」に次いで2番目に大きいとみられる。ホテルの売買マーケットは過熱しており、中でもインバウンド需要の旺盛な博多のホテルの人気は高く、非常に好採算になるとみられる。

開発流動化の「S-RESIDENCE」の竣工予定は少なめ。市況に大きな変化がなければ、東京の投資分譲予定物件を「S-RESIDENCE」に振替えて外資系ファンドなどに売却することになる。

純利益段階では18/11期の特別利益がかなり高水準になるとみられることの反動から、表記のように微増にとどまると予想した。

今後の注目点は、引続き、①買い手が限定される郊外型大規模商業施設の「ピエリ守山」が市況の良好なうちに無事売却できるか、②SRRの投資口価格がP0可能な水準まで回復するか、だろう。①については、体験型施設の充実のため温浴施設をオープンさせる予定だが、これによりさらに簿価が上昇することになる。②については、第三者割当増資後の1口当たりNAVが94,954円であり、投資口価格がこれを上回って推移するかが焦点となる。

業績

損益計算書

(単位)百万円

	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	16/11	17/11	18/11		19/11E
								CE	E	
売上高	16,227	10,870	27,374	24,363	38,458	52,409	60,479	64,000	64,100	61,000
不動産	11,547	5,954	21,602	17,478	28,647	43,773	51,467	54,300	54,500	51,500
開発流動化	0	0	2,659	4,790	0	9,280	15,402	24,000	24,000	22,800
再生流動化	8,062	2,732	12,385	4,765	18,522	23,515	23,632	26,000	25,400	24,500
アセットマネジメント	12	8	223	781	1,256	872	383	na	900	700
投資分譲	3,189	3,023	6,066	6,800	8,561	10,014	12,049	na	4,200	3,500
住宅分譲	283	189	266	341	217	90	0	0	0	0
不動産賃貸	4,336	4,343	5,140	6,183	8,974	7,016	7,380	7,400	7,400	7,500
住居	1,466	1,607	1,823	2,587	2,759	3,291	4,043	na	4,050	4,100
オフィス	1,251	972	1,421	1,686	1,033	782	617	na	600	600
その他	1,619	1,763	1,895	1,910	5,181	2,942	2,720	na	2,750	2,800
その他	343	572	631	700	836	1,619	1,630	2,600	2,200	2,000
売上原価	11,360	6,992	22,051	17,222	28,482	39,087	44,733	na	46,750	42,350
売上総利益	4,867	3,878	5,323	7,140	9,976	13,321	15,745	na	17,350	18,650
売上総利益率(%)	30.0	35.7	19.4	29.3	25.9	25.4	26.0	na	27.1	30.6
販管費	2,016	2,141	2,537	3,098	4,043	4,735	5,614	na	6,100	6,600
営業利益	2,850	1,737	2,785	4,042	5,932	8,586	10,131	11,000	11,250	12,050
不動産	2,028	758	1,907	2,945	3,706	8,071	10,600	11,700	12,050	13,200
不動産賃貸	2,241	2,135	2,182	2,768	4,419	2,281	2,094	2,300	2,150	2,250
その他	31	93	106	136	202	393	243	400	350	300
調整額	▲ 1,450	▲ 1,250	▲ 1,410	▲ 1,808	▲ 2,396	▲ 2,159	▲ 2,806	▲ 3,400	▲ 3,300	▲ 3,700
営業外収益	117	25	1,034	70	65	117	64	na	50	50
営業外費用	1,680	1,577	1,727	1,808	2,126	1,915	1,734	na	1,700	1,800
支払利息・支払手数料	1,642	1,516	1,697	1,761	2,031	1,862	1,685	na	1,600	1,700
経常利益	1,288	185	2,091	2,304	3,872	6,788	8,461	8,900	9,600	10,300
特別利益	223	1,005	430	3,576	3,392	487	1,613	na	2,100	1,500
固定資産売却益	221	905	430	2,009	2,837	463	1,613	na	1,300	1,500
特別損失	40	102	220	2,092	990	319	2,144	na	700	600
固定資産売却損	24	0	168	1,192	755	236	1,415	na	500	500
税金等調整前当期純利益	1,470	1,088	2,302	3,788	6,274	6,956	7,930	na	11,000	11,200
法人税等	277	▲ 43	635	1,571	1,878	2,328	2,268	na	3,740	3,810
非支配株主に帰属する純利益	0	▲ 1	0	▲ 86	▲ 16	0	0	na	0	0
純利益	1,192	1,134	1,666	2,304	4,412	4,628	5,661	6,500	7,260	7,390

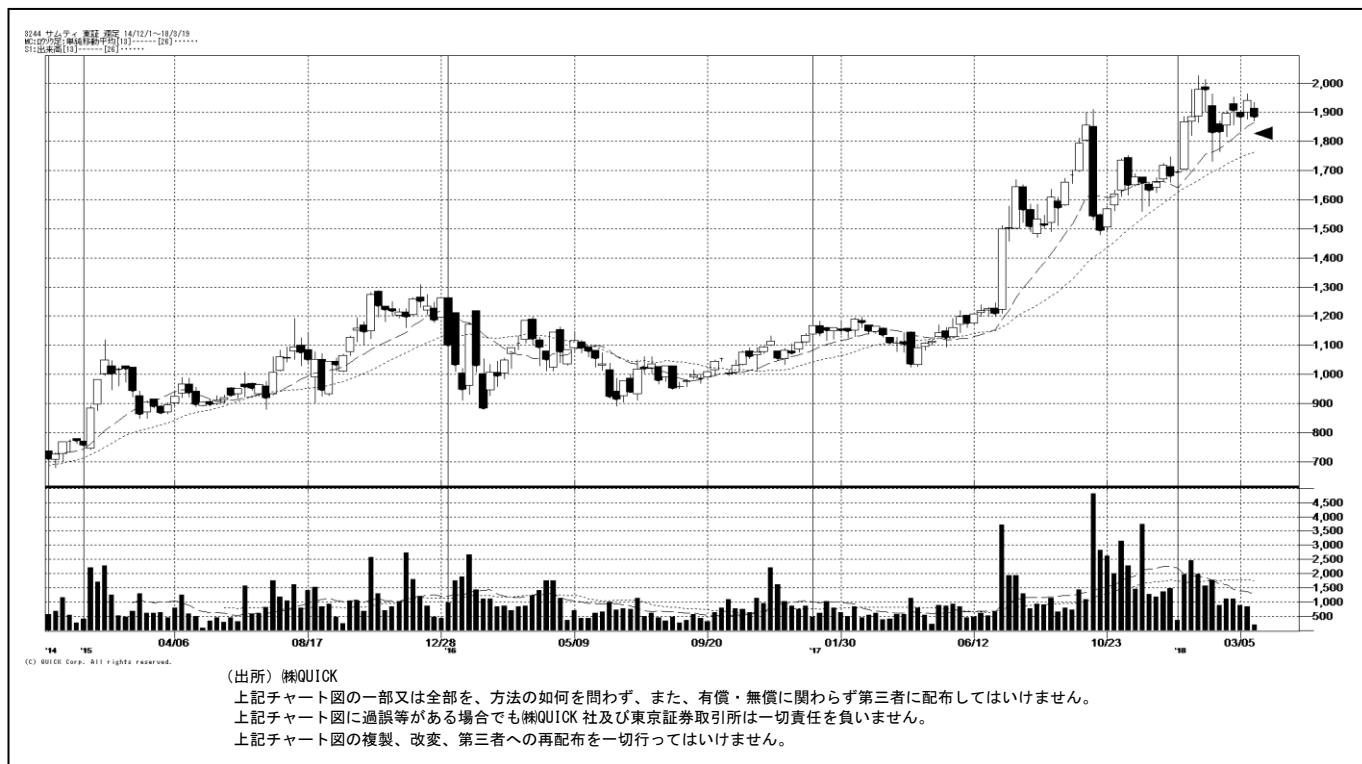
要約貸借対照表

	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	16/11	17/11	18/11		19/11E
								CE	E	
総資産	64,953	74,259	80,122	99,709	121,728	141,170	166,449	na	170,500	175,000
現預金	4,539	5,425	8,512	10,023	18,693	21,789	25,857	na	29,000	32,000
棚卸資産	15,936	23,240	17,163	34,701	50,619	62,454	71,515	na	76,000	76,000
販売用不動産	10,312	15,491	7,536	17,377	34,863	39,514	37,059	na	40,000	38,000
仕掛販売用不動産	5,624	7,749	9,627	17,324	15,756	22,940	34,456	na	36,000	38,000
有形固定資産	42,055	42,874	49,497	50,846	47,476	50,606	61,887	na	58,000	59,000
有利子負債	44,434	50,504	51,728	65,681	79,598	95,568	114,787	na	113,533	111,154
自己資本	15,884	18,814	22,325	23,237	28,134	32,551	39,017	na	44,967	50,846
(自己資本比率)	24.5	25.3	27.9	23.3	23.1	23.1	23.4	na	26.4	29.1

(出所)決算短信、有価証券報告書、会社資料

(注)CEは会社予想、EはIFIS予想

18/11期CEのセグメント別売上高は内部取引調整前。調整額は3億円の予想。



			2015/11	2016/11	2017/11	2018/11 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,290	1,310	1,912	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	680	880	1,026	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	41,376	40,537	50,920	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	38,458	52,409	60,479	64,100
	営 業 利 益	百 万 円	5,932	8,586	10,131	12,000
	経 常 利 益	百 万 円	3,872	6,788	8,461	9,600
	当 期 純 利 益	百 万 円	4,412	4,628	5,661	7,260
	E P S	円	203.98	196.42	234.25	288.28
	R O E	%	17.1	15.3	15.8	16.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	70,489	85,981	98,558	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	51,044	55,048	67,797	-
	資 産 合 計	百 万 円	121,728	141,170	166,449	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	30,429	28,439	39,182	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	62,945	79,884	87,906	-
	負 債 合 計	百 万 円	93,375	108,323	127,088	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	28,163	32,583	38,906	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	28,353	32,847	39,360	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	-4,208	4,697	11,583	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-3,291	-17,119	-25,676	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	16,162	14,960	18,211	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	18,176	20,715	24,833	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 事業に関するリスク

- 積極的な資産獲得により業容を拡大していく方針であり、そのためには自己資本比率を維持するため、エクイティファイナンスを断続的に行う必要がある。
- 収益不動産やマンション用地の取得競争の一段の激化。地方自治体の投資用マンション規制の強化も仕入れに影響する。
- 東京五輪に向けた労務逼迫による建築費の一層の上昇。
- キャップレートの上昇、賃貸キャッシュフローの悪化により販売用不動産、固定資産の価格が下落し、棚卸資産評価損や固定資産の減損が発生する可能性。当社は、地方物件の取得を強化中であり、地方物件は長期的にみて賃貸キャッシュフローの安定性に欠ける嫌いがある。
- サムティ・レジデンシャル投資法人の投資口価格が低迷しP0ができないと開発物件等のEXIT先として活用できなくなる。
- 「ピエリ守山」の集客力が時間の経過とともに低下する恐れ。
- 相続税対策のための賃貸アパートの供給急増の影響を受け、当社が保有するレジデンスの稼働率が低下したり、賃料に下落圧力がかかる恐れ。
- ホテルの新規供給の増加、民泊の普及、円高の進展、日中・日韓関係悪化はホテル事業にとってマイナスに働く。
- 政治の混乱や地政学リスクの高まりは、海外投資家による日本の不動産投資意欲を冷やす恐れがある。
- 景気回復を伴わない長期金利の上昇。米国の政策金利の引上げなど海外金利が上昇した場合、日本国債を売って外債を購入する動きが広がり、長期金利が上昇する可能性があると考えられる。
- 金融機関の不動産融資姿勢の厳格化。
- 投資用マンションの電話勧誘に係る行政の規制強化（ただし、エンドユーザーへの直販を行っていないため直接の影響はない）。
- 消費税率引上げは投資用マンションの価格上昇（利回り低下）要因となり、需要が減退する可能性（投資用マンションには住宅ローン減税の恩恵はない）。
- 大地震の発生。
- 少子高齢化の進展、人口減少。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社アイフィスジャパン（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>