トーセイ （8923・東証１部）

2019 年 8 月 16 日

市場環境変化に応じた柔軟な事業体制で持続的成長

アップデートレポート

㈱フィスコ
山田　秀樹

主要指標 2019/08/15 現在	
株価	1,116 円
年初来高値	1,194 円 (7/26)
年初来安値	821 円 (5/14)
発行済株式数	48,548,800 株
売買単位	100 株
時価総額	54,180 百万円
予想配当（会社）	37.0 円
予想 EPS（アナリスト）	160.68 円
実績 PBR	0.99 倍

直前のレポート発行日	
ベーシック	2019/2/20
アップデート	2018/7/27

不況期にも安定収益を確保できる事業ポートフォリオ運用

売買系事業（フロービジネス）として、不動産流動化事業、不動産開発事業。安定収益事業（ストックビジネス）として、不動産賃貸事業、不動産ファンド・コンサルティング事業、不動産管理事業、及び 2019 年 11 月期より新規追加したホテル事業。全 6 事業体制で、事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオを柔軟に変化させ、収益の拡大・安定化を図っている。

出所：同社ホームページ

2019 年 11 月期第 2 四半期は増収増益、成長路線が継続

2019 年 11 月期第 2 四半期の業績は、売上高 34,452 百万円（前年同期比 5.9%増）、営業利益 7,964 百万円（同 15.6%増）、税引前利益 7,634 百万円（同 17.2%増）、四半期包括利益 5,322 百万円（同 18.6%増）であった。おおむね年間計画の 5 割もしくはそれ以上の進捗率で、成長路線は継続している。

2020 年に売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円を目指す

同社の 3 ヵ年中期経営計画（2018 年 11 月期～2020 年 11 月期）の数値目標としては、2020 年 11 月期で売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円を掲げている。基本方針や個別施策はおおむね変わらず、全セグメントでの事業拡大や安定事業の比率向上など、不況期にも耐えうる柔軟な事業体制の推進を継続する。

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	税引前利益 百万円	前期比 %	当期利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2018/11	実績	61,543	6.6	10,875	10.6	10,171	12.4	6,852	11.3	141.36
2019/11	会社予想（2019 年 1 月発表）	71,510	16.2	12,052	10.8	11.230	10.4	7,708	12.5	158.79
	新・アナリスト予想	71,510	16.2	12,500	14.9	11,500	13.1	7,800	13.8	160.68
	旧・アナリスト予想（2019 年 2 月発表）	71,510	16.2	12,052	10.8	11,230	10.4	7,708	12.5	158.79
2020/11	新・アナリスト予想	83,000	16.1	14,000	12.0	13,000	13.0	8,800	12.8	181.28

会　社　概　要

会　社　概　要

同社は、事業エリアを東京経済圏に特化する独立系の中堅総合不動産会社。不動産流動化事業を主力に、不動産開発、不動産賃貸、不動産ファンド・コンサルティング事業など事業範囲は多岐にわたり、顧客層も国内外の機関投資家、個人富裕層、エンドユーザーなど幅広い。事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオを柔軟に変化させ、収益の拡大、安定化を図っている。

2004 年 12 月に JASDAQ 市場、2006 年 11 月に東証 2 部、2011 年 9 月には東証 1 部上場を行い、事業拡大に伴う資金調達を進めている。さらには、2013 年 3 月にはシンガポール証券取引所（SGX）に株式上場し、資金調達と事業展開のグローバル化も見据えている。

経　営　者

代表取締役社長　山口　誠一郎　氏

1961 年 1 月生まれ、東京都出身。慶應義塾大学法学部卒業後、三井不動産販売㈱（現 三井不動産リアルティ㈱）での 3 年間の勤務を経て、1986 年東誠商事㈱入社。1990 年 8 月に同社取締役、1994 年 6 月に代表取締役社長就任。

設　立　経　緯

会社設立は 1950 年で、現 代表取締役社長の山口誠一郎氏の父である山口誠氏による。その後、不動産の売買、仲介、賃貸、管理業などを取り扱うようになった。現在の不動産流動化事業などの中核事業に至る実質的な創業は、現 代表取締役社長の山口誠一郎氏が同社株を買い取って社長に就任した 1994 年 6 月。山口誠一郎氏の社長就任後は、マンション分譲や小型ビルの流動化などから、戸建分譲、私募ファンドの運営、ビル・商業施設の開発などに事業を拡大していった。

2012 年 1 月にシンガポールに現地法人を設立、2013 年 3 月にシンガポール証券取引所（SGX）に株式上場し、アジアでのプレゼンス向上を図っている。これに伴い、2013 年 11 月期より会計基準を IFRS に移行した。

企　業　理　念

以下の 3 階層の理念を掲げている。

	目的	内容
存在理念	企業の存在意義と事業領域を示し、企業として存在することの根本の目的を定義する	私たちは、グローバルな発想を持つ心豊かなプロフェッショナル集団としてあらゆる不動産シーンにおいて新たな価値と感動を創造する。

会　社　概　要

経営理念	存在理念を実現するために、どのような経営を実現すべきかを示す	・人を経営の根幹とし、心豊かな真のプロフェッショナルを育成し続ける。 ・ベンチャー精神を持ってリスクに立ち向かい、既成の概念を打破することで、連続的なイノベーションを起こし続ける。 ・不動産と金融を融合させたポートフォリオ・マネジメントにより最適投資を実践する。 ・モノづくりにこだわり、グローバルなフィールドに価値を求め、共創の輪を拡げ続ける。 ・世界に通用する経営品質を追求し、フェアプレイで実行し続ける。
行動理念	どのような社風に創造すべきか？企業が日々どのように考え、行動すべきかを示す	・私たちは、プロフェッショナルとしての意識と知識と技術の研鑽を怠らない。 ・私たちは、学習する組織を目指し、常に考えながら連繋する。 ・私たちは、有言実行を常とし、果敢に決断し、迅速に行動する。 ・私たちは、互いを尊重し、チームワークを重視し、楽しく前向きな社風をつくる。

グループ企業

● トーセイ・コミュニティ㈱
不動産管理（プロパティマネジメント）業、ビルメンテナンス業、建物内外の保守、管理、警備、清掃業など

● トーセイ・アセット・アドバイザーズ㈱
投資運用業（不動産関連特定投資運用業）など

● トーセイ・リバイバル・インベストメント㈱
債権売買、M&A、不動産の売買・仲介・貸金業に関する業務など

● Tosei Singapore Pte.Ltd.
不動産に関するコンサルティング

● トーセイ・アーバンホーム㈱
新築戸建分譲、 請負注文住宅、 不動産仲介事業など

● トーセイ・ホテル・マネジメント㈱
ホテル事業の企画・運営・管理など

● トーセイホテル神田(株)
ホテル及び宿泊施設等の経営・運営・企画

【上場リート】トーセイ・リート投資法人＜3451＞
トーセイ・アセット・アドバイザーズが資産運用を受託

会　社　概　要

沿　革

1950 年	2 月	大分県大分市に飲食業を事業目的としてユーカリ興業(株)設立
1964 年	6 月	事業目的に不動産の売買、仲介、賃貸、管理業を追加
1973 年	3 月	宅地建物取引業免許取得
1983 年	3 月	商号を東誠ビルディング(株)に変更
1994 年	6 月	代表取締役社長に山口誠一郎氏が就任（現任）
	10 月	「THE パームス」シリーズの分譲マンションの販売を開始
1996 年	3 月	商号を東誠不動産(株)に変更
	4 月	不動産流動化事業を開始
1997 年	12 月	ビル管理業に付帯する改修、原状回復等の工事請負を開始
1999 年	7 月	「パームスコート」シリーズの戸建分譲住宅の販売を開始
2001 年	2 月	一般不動産投資顧問業の登録をし、アセットマネジメント事業を開始
	3 月	LBO 方式により不動産 M&A を実施
	4 月	一級建築士事務所登録（東京都知事登録第 46219 号）
	11 月	ビル管理を行うビル管理部を東誠コミュニティ(株)※1 に分割譲渡
2002 年	8 月	同社第 1 号となる私募ファンド「アルゴ・ファンド」を組成
2004 年	2 月	日本証券業協会に店頭登録
	9 月	不動産特定共同事業許可（東京都知事許可第 58 号）
	12 月	日本証券業協会の店頭登録を取り消し、JASDAQ 市場上場
2005 年	3 月	トーセイリバイバルインベストメント(株) ※2 を設立
	4 月	東誠コミュニティ(株)※1 の株式を取得し連結子会社化
	9 月	トーセイ・リート・アドバイザーズ(株)※3 を設立
2006 年	10 月	商号をトーセイ(株)に変更、本社を東京都港区虎ノ門に移転
	11 月	東証 2 部上場

会　社　概　要

2007 年	9 月	第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業登録（関東財務局長（金商）第 898 号）
2009 年	9 月	不動産流動化事業の新規ビジネスモデルとして「Restyling 事業」を開始
2011 年	9 月	東証 1 部上場
2012 年	1 月	Tosei Singapore Pte.Ltd. を設立
	12 月	NAI・トーセイ・JAPAN(株)を設立
2013 年	3 月	シンガポール証券取引所（SGX）メインボードに株式を上場
2014 年	11 月	トーセイ・リート投資法人上場
2015 年	12 月	戸建分譲の(株)アーバンホーム※4 を買収
2016 年	2 月	トーセイ・ホテル・マネジメント(株)を設立
2017 年	12 月	自社ブランドホテル第 1 号として「TOSEI HOTEL COCONE 神田」開業

出所：有価証券報告書、同社ホームページよりフィスコ作成
※1：現　トーセイ・コミュニティ(株)
※2：現　トーセイ・リバイバル・インベストメント(株)
※3：現　トーセイ・アセット・アドバイザーズ(株)
※4：現　トーセイ・アーバンホーム(株)

大　株　主

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	山口　誠一郎	12,885,500	27.10
2	有限会社ゼウスキャピタル	6,000,000	12.62
3	KBL EPB S.A. 107704	4,862,600	10.22
4	SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	1,900,900	3.99
5	GOVERNMENT OF NORWAY	1,435,600	3.01
6	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	1,252,000	2.63
7	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	1,242,200	2.61
8	GOLDMAN, SACHS& CO.REG	827,059	1.73
9	JPMC GOLDMAN SACHS TRUST JASDEC LENDING ACCOUNT	692,600	1.45
10	DFA INTL SMALL CAP VALUE PORTFOLIO	627,500	1.31

出所：有価証券報告書、2019 年 5 月 31 日現在

事　業　概　要

事　業　の　内　容

売買系事業（フロービジネス）として、不動産流動化事業、不動産開発事業。安定収益事業（ストックビジネス）として、不動産賃貸事業、不動産ファンド・コンサルティング事業、不動産管理事業、及び 2019 年 11 月期より新設のホテル事業。全 6 事業体制で、事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオを柔軟に変化させ、収益の拡大・安定化を図っている。

売上高構成比も高くコア事業と言える不動産流動化事業や不動産開発事業は、好不況の波による変動が大きい。安定収益事業の 4 事業の売上総利益で販管費と金利をカバーすることを基本としている。

部門別事業内容

● 不動産流動化事業

収益の柱となっている事業。資産価値の劣化したオフィスビル、商業ビル、レジデンスなどを取得し、改装・改修などによるバリューアップ後、個人富裕層、事業会社、私募ファンド、REIT、海外投資家などに売却し、売却益を獲得する。保有期間中の賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。

事業期間は半年から 2 年程度。取り扱う物件の築年数は 20 年程度が多く、物件規模は 3～20 億円の中小規模物件を中心としながら 100 億円程度まで幅広い。

遵法性不適合物件の治癒、設備の改修や機能付加、内外装のデザイン性向上、稼働率改善などのバリューアップにより NOI（営業純利益）を改善させ、キャップレート（還元利回り）の低下に頼らずに売却益を上げている。

トーセイ・リート投資法人の上場により、スポンサーとしてパイプラインサポートを行うためウェアハウジング機能も担っている。REIT へのブリッジ案件は、物件規模や劣化の程度が通常物件と異なるために仕入金額が割高となるケースが多く、利益率は通常物件に比べ低くなりがちだが、一方で長期安定的な AM（Asset Management）フィーなどを獲得できるというメリットもある。

リーマンショック後の 2009 年 9 月に不動産流動化の新形態として「Restyling 事業」を開始。マンションディベロッパー、私募ファンド、事業会社などから賃貸マンションや社宅を 1 棟単位で取得し、共用部のバリューアップを行うとともに、賃借人が転退居するつど、空室となった専有部分をバリューアップし、1 戸ごと順次、エンドユーザーに販売する。手間と時間のかかる事業であり、不動産投資市場の回復を受け、Restyling 事業の仕入れは 2012 年の 1 件を最後に途絶えている。

海外でもマレーシアの区分所有マンション・オフィスを試験的に取得し、本格展開の可能性を模索している。

事　業　概　要

● 不動産開発事業

エンドユーザー向けに分譲マンション、分譲戸建の開発を、投資家（事業会社、個人富裕層、私募ファンド、REIT など）向けに賃貸マンション、オフィスビル、商業ビル・複合ビルなどの開発を行い、竣工後あるいはリースアップ後に売却し、開発利益を得る事業。当初、分譲マンションの開発からスタートし、1999 年に分譲戸建、2005 年にオフィス・商業ビルへと開発のアセットタイプを広げてきた。足元では需要が旺盛なホテルの開発を開始し、2017 年 12 月に自社ブランド第 1 号店が神田にオープンし、2018 年 12 月には上野に第 2 号店をオープンさせた。さらに、物流施設事業にも参入し、神奈川県相模原市に第 1 号案件、埼玉県蓮田市に第 2 号案件として開発プロジェクトを推進中、それぞれ 2020 年、2021 年以降に竣工予定である。

多様な開発ラインナップがあるため、用地仕入れ時に立地、規模、ニーズに合わせて柔軟に検討できる強みがある。

商品ブランドは、分譲マンション及び賃貸マンションが「THE パームス」、分譲戸建が「THE パームスコート」、商業ビルが「T'S BRIGHTIA」、ホテルが「COCONE」。

分譲マンションは東京都区部における中規模の一次取得者向けファミリータイプが中心。分譲戸建の戸当たり単価は 4,000～5,000 万円台が中心であり、3,000 万円台で展開しているパワービルダーとの差別化を図っている。現在、エンドユーザー向けの開発では、分譲マンションと比べ用地価格や建築費上昇の影響が小さい分譲戸建に注力している。その一環として、2015 年 12 月に東京都町田市に本社を置く戸建事業会社アーバンホーム（現 トーセイ・アーバンホーム）を買収した。

投資家向けの開発物件の規模は、不動産流動化事業で手掛ける物件とおおむね同程度。

● 不動産賃貸事業

固定資産（IFRS では投資不動産と表記）として保有する収益不動産からの賃貸収入だけでなく、棚卸資産（再生流動化物件や開発物件）の保有期間中に発生する賃貸収入も不動産賃貸事業に計上される。

固定資産の保有を増やして安定的な賃貸収入の拡大を図っていく方針であり、固定資産等からの賃貸収入は 2015 年 11 月期では全体の 33%であったが、2018 年 11 月期では全体の約 50%に増加している。

2019 年 11 月期第 2 四半期末の賃貸事業における保有物件数は、オフィス・商業施設 37 物件、マンション 38 物件、その他 1 物件の合計 76 物件である。

事　業　概　要

● 不動産ファンド・コンサルティング事業

子会社のトーセイ・アセット・アドバイザーズを中心に展開する不動産ファンド・コンサルティング事業では、私募ファンドの組成・運営、トーセイ・リート投資法人の運営を行い、各種フィー収入を得ている。私募ファンドのエクイティ出資者は主に海外投資家。エクイティ出資者と利害を共有するためセイムボート出資を行うこともある。コンサルティング事業では、CRE（企業不動産）にかかる仲介手数料やディスポジションフィー、コンサルティングフィーを得ている。

ファンド・コンサルティングの収入体系は以下のとおり。

フィーの種類	フィーの内容	フィー料率
アクイジションフィー	物件の取得に対する一過性の報酬	取得金額の 30～50bp 程度
AM（アセットマネジメント）フィー	ファンドの保有資産の運用・管理に対する報酬で、ファンドの運用期間中、永続的に得られる	AUM（受託資産残高）に対して 30～50bp 程度。レスキューAM は 10～20bp 程度。
ディスポジションフィー	物件の売却に対する一過性の報酬	売却金額の 30～70bp 程度
仲介手数料・その他	受託の売買物件に関する仲介手数料など	法定手数料率（3%＋6 万円）
配当金	ファンドから得られる配当金	該当ファンドによる

● 不動産管理事業

子会社のトーセイ・コミュニティにおいてオフィスビル、マンションを中心に PM（Property Management）、BM（Building Management）を受託している。具体的には、建物、施設の管理、清掃、改修工事の請負などを行う。トーセイグループが他の事業で関与した物件だけでなく、外部からの受託もあり、ホテル、学校施設、マルチテナント型物流施設なども受託している。

安定的なストックビジネスであり、管理棟数の積み上げに伴い売上総利益は着実な増加傾向となっている。2019 年 11 月期第 2 四半期末時点の管理棟数は 632 棟。売上総利益率も 30%前後と安定している。

● ホテル事業

2019 年 11 月期第 2 四半期業績の項で記載。

事　業　概　要

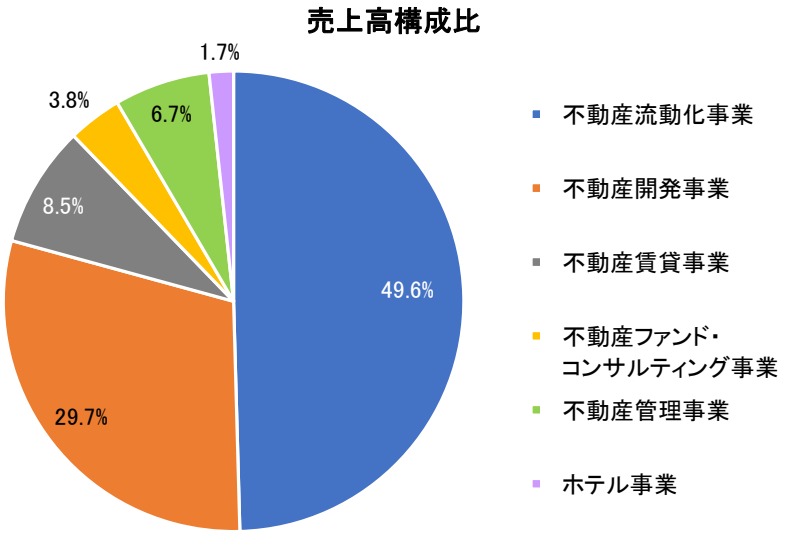
拠　点　網

首都圏地域（1 都 3 県）に特化した営業活動を行っており、2019 年 5 月末現在では地域営業拠点を持たない。しかし、エリア専門制を導入し、投資者判断者を育成するなどの営業強化策を推進する一環で、首都圏地域内で支店を設立することを検討中である。

売　上　構　成

2019 年 11 月期第 2 四半期における売上高は、34,452 百万円であった。セグメント別の売上高は、不動産流動化事業 17,075 百万円、不動産開発事業 10,226 百万円、不動産賃貸事業 2,934 百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業 1,309 百万円、不動産管理事業 2,317 百万円、ホテル事業 589 百万円であった。

主力の不動産流動化事業が 49.6%、不動産開発事業も含めた売買系 2 事業で約 80%を占める。



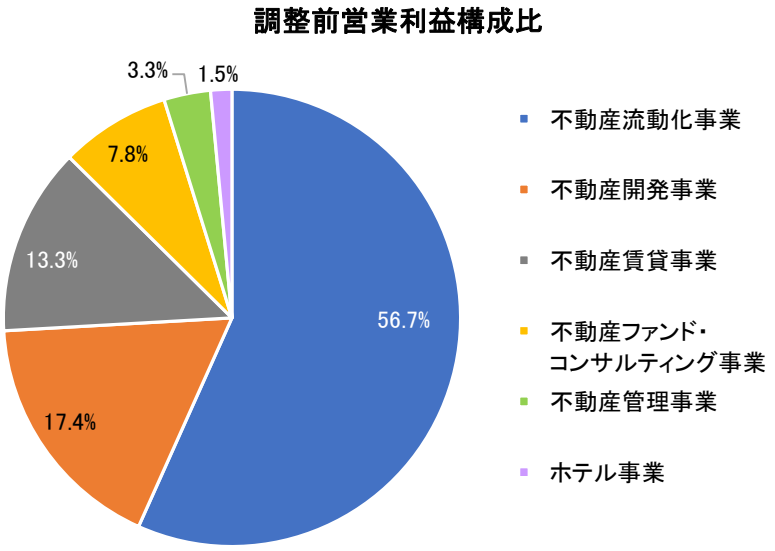
（出所　会社開示情報より作成。内部取引は除外）

収　益　構　造

2019 年 11 月期第 2 四半期における営業利益は 7,964 百万円であった。セグメント別の営業利益は、不動産流動化事業 5,027 百万円、不動産開発事業 1,541 百万円、不動産賃貸事業 1,182 百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業 690 百万円、不動産管理事業 289 百万円、ホテル事業 131 百万円であった。

安定収益 4 事業の営業利益率の合計は約 30%であり、この部分でおおむね販管費をカバーしている。

事　業　概　要



（出所　会社開示情報より作成）

特　色　・　強　み

● 首都圏にエリア特化し、中小規模物件を主要ターゲットとする。

事業エリアを首都圏（東京を中心に神奈川、埼玉、千葉）に特化しており、棚卸資産の約 4 割が東京 23 区内に所在している。

東京経済圏は、世界主要都市の中で経済規模が最大で、収益不動産のストック量、流動性の高さ、オフィスやレジデンスなどの賃貸の需要層の厚みの点で国内の他地域と比較にならない。日本の人口が減少に転じるなかでも、東京の人口・世帯数は増加傾向が続いており、インバウンド需要の中心地でもある。2020 年東京五輪に向けた数多くの再開発プロジェクトや交通インフラの整備により更なる都市力のアップが期待されている。

取り扱う物件規模は 3～20 億円の中小規模物件を中心に 100 億円程度までと幅広い。ボリュームゾーンは 10 億円前後。自己勘定で不動産の再生流動化を手掛ける上場企業は少なくないが、中小規模の築古物件はストックが膨大であるため、仕入れ時における競合はほとんどなく、8 割以上を相対で仕入れている。

東京経済圏に特化してきたことにより物件の目利き力が鍛えられたほか、様々なコネクションを構築してきたことから、情報収集力やソーシング力の向上にもつながっている。

● きめ細かなバリューアップ力

グループ内に一級建築士事務所を抱えており、きめ細かなバリューアップに強みを持っている。立地、物件特性、ニーズを見極めた上で、32 項目の独自の再生チェックポイント「Value UP32」を用いて、コストパフォーマンスに留意しながら的確な再生を行っている。外観や設備改善のみならず用途

事　業　概　要

変更を行ったり、高いリーシング力を活かし、低稼働ビル、空ビルの取得・再生を行うこともある。空ビルはテナントがいないため再生工事に制約を受けず、事業会社の本社仕様に仕立てることもできる。こうした場合は利回りを重視する投資家に売却するよりも高く売却できる。

単なる転売業者には不動産市況の悪化の影響が直撃するが、同社の場合、例えば低稼働物件を廉価に仕入れ、バリューアップ及びリースアップによりNOI の向上を図れば、キャップレートが上昇した場合でも影響を吸収することができる。物件仕入れ時の売上総利益率はキャップレートが変わらない前提で 15～20%としており、足元ではキャップレートの低下も享受し、 これをかなり上回る利益率となっている。

● 多彩なアセットタイプと環境変化への対応力

キャッシュ・フローの特性が異なる多様な事業ポートフォリオを有するほか、多彩なアセットタイプ（オフィス、マンション、戸建、商業施設、ホテル、物流施設など）を取り扱い、幅広い顧客層を有することから、経営資源を不動産市況や金融環境の変化に応じて柔軟に適切な事業やアセットタイプに振り向けることができる。これにより不動産市況悪化時のリスクを軽減するとともに、不動産市況活況時の収益拡大を図っている。実際、リーマンショック後も赤字に陥ることなく乗り切った。

業　　績

2019 年 11 月期 第 2 四半期は 増収増益、 成長路線が継続

2019 年 11 月期第 2 四半期の業績は、売上高 34,452 百万円（前年同期比 5.9%増）、営業利益 7,964 百万円（同 15.6%増）、税引前利益 7,634 百万円（同 17.2%増）、四半期包括利益 5,322 百万円（同 18.6%増）であった。おおむね年間計画の 5 割もしくはそれ以上の進捗率で、成長路線は継続している。

首都圏においては、新築分譲マンション市場が低迷する一方で、中古マンションの取引が活発化し、オフィスビル賃貸市場や分譲戸建市場の需要が旺盛であるなど、不動産市場には多少のまだら模様が見えるなかで、同社は大きく業績を伸ばしている。

（セグメント別）　　注）売上高は内部取引を含まない。

● 不動産流動化事業

売上高 17,075 百万円（前年同期比 2.9%減）、営業利益 5,027 百万円（同 18.9%増）。前年同期比で微減収となったが、第 2 四半期に大規模バリューアップを実施し、リーシングにより全空室から満室稼働にした大型収益ビル（多摩市収益ビル：区分所有）を高い利益率で販売し、売上総利益では前年同期比 12.9%増と収益向上に貢献した。

なお、不動産 M&A でまとめて取得した物件は小型物件が多く、全体的にはやや物件の小型化が進んだ。また、第 3 四半期以降の販売予定物件も順調に売却契約が進んでいる。

主な販売物件としては、上記に加え、江東区収益マンション、川崎市収益マンション、富士見市収益マンション、横浜市商業施設など 28 棟のバリューアップ物件と、Restyling 事業で 5 戸の販売を行った。

● 不動産開発事業

売上高 10,226 百万円（前年同期比 18.7%増）、営業利益 1,541 百万円（同 9.5%増）。新築分譲マンション「THE パームス調布マノアーガーデン」を第 2 四半期末時点で 137 戸販売（全 162 戸）したほか、商業施設「T’s BRIGHTIA 千葉中央」、1 棟賃貸マンション「THE パームス横浜平沼橋」など、不動産開発事業として順調に販売がすすんだ。

その他の販売物件としては、THE パームスコート国立西（分譲戸建）、THE パームスコート三ッ池公園Ⅱ（分譲戸建）、THE パームスコート船橋法典（分譲戸建）などの戸建住宅 43 戸、分譲マンション 138 戸、1 棟引渡し 2 件であった。

なお、不動産流動化事業・不動産開発事業のフロー2 事業における 2019 年 11 月期第 2 四半期の年間仕入額（引渡しベース）は 361 億円（前年同期比 3.0%増）と順調に拡大している。前期に比べ、ホテル・物流施設など大

型の開発物件の比率が高まり、アセットタイプが多様化している。2019 年 5 月末現在の棚卸資産の残高は想定売上規模ベースで 1,180 億円を超過し、前期末比で 10%超の増加となっており、事業拡大は順調に進捗している。

● 不動産賃貸事業

売上高 2,934 百万円（前年同期比 4.9%増）、営業利益 1,182 百万円（同 1.5%減）。仕入・売却による物件の入替と、一部固定資産物件での改修工事が発生し、前年同期比で若干の減益となったが、利益率はおおむね前年度並みで推移した。固定資産分の賃貸収入は全体の 40%超を占め、引き続き安定収益となっている。

保有物件数は、2019 年 5 月末でオフィス・商業施設 37 物件、マンション 38 物件、その他 1 物件の合計 76 物件（前期末比 9 物件減）。前期末比で減少したのは、仕入・売却による物件入替の結果、一時的に売却のほうが多かったため。

● 不動産ファンド・コンサルティング事業

売上高 1,309 百万円（前年同期比 1.2%減）、営業利益 690 百万円（同 2.5%減）。私募ファンドの受託資産残高については、一部の既存ファンドで物件売却があったが、新規組成ファンドで物件取得が進み、前期末からほぼ横ばいであった。

2019 年 5 月末の受託資産残高は 6,506 億円（トーセイ・リート投資法人 568 億円を含む）（前期末比 127 億円減）となっている。

● 不動産管理事業

売上高 2,317 百万円（前年同期比 19.5%増）、営業利益 289 百万円（同 41.4%増）。サービスの拡充に加えて新規業務受託、既存契約の維持に努め、受託棟数の増加に伴って、安定的な PM・BM 報酬が増加している。スポットを含めた工事受注も順調。

2019 年 5 月末の管理棟数は、オフィスビル、ホテル及び学校等で 399 棟、分譲マンション及び賃貸マンションで 233 棟の合計 632 棟（前期末比 10 棟増）。

● ホテル事業（当期からの新設セグメント）

売上高 589 百万円（前年同期比 125.1%増）、営業利益 131 百万円（同 32.0%増）。2017 年 12 月に第 1 号店「トーセイホテルココネ神田」、2018 年 12 月に第 2 号店「トーセイホテルココネ上野」が開業し、客室稼働率も比較的高く順調なスタートを切っている。現在、計画・建設中の物件も含めれば 10

棟（他社運営・賃貸を含む）に上り、急速に事業拡大している。直近では、2019 年 2 月末に同社保有物件「トーセイ・ホテル＆セミナー幕張」の運営事業を他社から譲受し、2020 年 5 月頃から自社運営とする予定である。

● 財務状況

事業拡大に伴って総資産は拡大しているが、自己資本比率について 35%前後を確保することを目安にしており、2019 年 11 月期第 2 四半期末は 37.6%（前期末比 0.1 ポイント上昇）であった。主要な増減項目は、資産の部では、現預金が前期末比 25 億円の増加。棚卸資産が新規仕入等による増加と売却等による減少の差で同 47 億円の増加。負債・資本の部では、借入金が新規借入と売却返済による差で前期末比 51 億円増加（短期・長期合計）、資本合計が利益積み上げと配当金支払・自己株式取得の差により前期末比 28 億円増であった。棚卸資産については、優良物件を選定して新規仕入取得しており、不良性資産はほとんどないものと考えられる。

不動産流動化物件（棚卸資産）にかかる借入金期間はおおむね 3～5 年（投資不動産・固定資産の場合は 10～15 年の長期の場合もある）と通常の事業期間よりも長めに調達している。売り急ぐことなく最適なタイミングで物件売却できるような資金調達を目指すとともに、金融環境悪化時のリファイナンスリスクに備えている。

貸借対照表

（単位：百万円）

	18.11期末	19.11期2Q末	増減		18.11期末	19.11期2Q末	増減
流動資産	92,099	99,507	7,408	流動負債	14,423	14,821	398
現金・預金	26,520	29,100	2,580	営業債務及びその他の債務	4,075	4,082	7
営業債権及びその他の債権	3,090	3,187	97	短期借入金	7,308	8,370	1,062
棚卸資産	62,457	67,206	4,748	その他流動負債	3,039	2,368	−670
その他流動資産	30	12	−17	非流動負債	72,323	76,147	3,823
非流動資産	46,669	46,350	−318	営業債務及びその他の債務	3,708	3,466	−242
有形固定資産	8,785	8,722	−63	長期借入金	67,716	71,850	4,133
投資不動産	33,752	33,395	−357	その他の非流動負債	897	830	−67
その他の非流動資産	4,130	4,233	102	負債合計	86,746	90,969	4,222
				資本金	6,554	6,556	2
				その他の資本の構成要素	45,467	48,333	2,865
				資本合計	52,021	54,889	2,867
資産合計	138,768	145,858	7,089	負債及び資本合計	138,768	145,858	7,089

業　　績

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	18.11期2Q	19.11期2Q	増減
営業活動によるキャッシュ・フロー	-400	554	955
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,723	-209	1,513
財務活動によるキャッシュ・フロー	4,201	2,235	-1,965
現金及び現金同等物の期末残高	25,827	29,100	3,273

2019 年 11 月期通期は期初計画通りで過去最高業績を計画

2019 年 11 月期通期の業績予想は期初計画通りで、売上高 71,510 百万円（前期比 16.2%増）、営業利益 12,052 百万円（同 10.8%増）、税引前利益 11,230 百万円（同 10.4%増）、当期利益 7,708 百万円（同 12.5%増）である。

2018 年 11 月期に比較的余力を持って決算落着したこともあり、第 2 四半期業績は非常に好調な進捗を見せている。売上高では不動産開発事業をはじめとして、全体の通期計画比で約 48%の進捗率であり、営業利益をはじめとした利益指標も 65～70%の進捗率に達している。

全体的な市況はアセットクラスで二極化の様相だが、投資市場の需要の強さは変わっていない。前述の通り、上期業績については、税引前利益で通期計画の 7 割弱を達成し、順調に推移している。仕入戦略についても、後述の様に的確な課題認識と効果的な対策が取られており、第 2 四半期時点での仕入進捗は順調である。また、安定事業についてもおおむね順調である。これらのことから、主要指標については計画値を達成する可能性が高く、特に利益指標について達成はほぼ確実と考える。

業　　績

2019年11月期の業績予想

（単位：百万円、%）

	18.11期 2Q実績	18.11期 実績	19.11期 2Q実績	19.11期 2Q進捗率	19.11期 （予想）	前期比 増減
売上高	**32,520**	**61,543**	**34,452**	**48.2%**	**71,510**	**16.2%**
不動産流動化事業	17,585	34,793	17,075	40.9%	41,795	20.1%
不動産開発事業	8,613	13,261	10,226	68.1%	15,025	13.3%
不動産賃貸事業	2,818	5,979	2,956	45.7%	6,465	8.1%
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ･ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	1,346	3,038	1,318	45.7%	2,886	-5.0%
不動産管理事業	2,475	5,232	2,900	51.3%	5,656	8.1%
ホテル事業	262	557	591	54.9%	1,076	93.0%
内部取引	-580	-1,319	-618	-	-1,395	-
売上総利益	**10,771**	**18,723**	**11,964**	**57.1%**	**20,956**	**11.9%**
不動産流動化事業	5,071	8,215	5,726	59.2%	9,672	17.7%
不動産開発事業	2,238	3,038	2,406	76.3%	3,153	3.8%
不動産賃貸事業	1,290	2,701	1,281	40.8%	3,139	16.2%
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ･ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	1,270	2,850	1,251	45.6%	2,746	-3.7%
不動産管理事業	764	1,653	889	53.9%	1,650	-0.2%
ホテル事業	209	432	513	59.7%	859	98.7%
内部取引	-74	-169	-103	-	-264	-
販管費、その他収益費用	**3,844**	**7,847**	**4,000**	**44.9%**	**8,904**	**13.5%**
営業利益	**6,887**	**10,875**	**7,964**	**66.1%**	**12,052**	**10.8%**
不動産流動化事業	4,227	6,770	5,027	64.0%	7,857	16.1%
不動産開発事業	1,408	1,487	1,541	103.8%	1,484	-0.2%
不動産賃貸事業	1,199	2,453	1,182	40.3%	2,932	19.5%
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ･ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	707	1,616	690	46.9%	1,470	-9.0%
不動産管理事業	204	453	289	80.5%	359	-20.7%
ホテル事業	99	36	131	69.3%	189	422.3%
本社経費等	-960	-1,941	-897	-	-2,240	-
金融収益・費用（純額）	-375	-704	-329	-	-822	-
税引前利益	**6,511**	**10,171**	**7,634**	**68.0%**	**11,230**	**10.4%**
法人所得税	2,059	3,318	2,394	-	3,521	6.1%
当期利益	**4,452**	**6,852**	**5,239**	**68.0%**	**7,708**	**12.5%**

● 不動産流動化事業

不動産流動化事業は、第2四半期時点では売上高が前年同期比微減であったが、通期予想では2ケタ増（417億円）を予定している。幅広い商品構成・ソリューション力を強みに、「流動性が高い小型物件」（10 億円未満物件）と「収益を牽引する大型物件」（20億円以上物件）の両輪で事業拡大する予定である。空きビル・低稼働ビルを活用するとともに、マーケットのニーズに合わせて需要が強い都心オフィスの取り扱いを拡大し、幅広い価格帯に対応する。

通期販売計画：大型物件5棟、中型物件3棟、小型物件57棟、Restyling 12戸（上期実績：大・中型3棟、小型25棟、Restyling 5戸）

注）大型：20億円以上、中型：10億円～20億円未満、小型：10億円未満

● 不動産開発事業

不動産開発事業は、売上高150億円（前期比13.3%増）を予定する。新築分譲マンション「THEパームス調布マノアーガーデン」の販売が好調で開発事業を牽引し、第2四半期での売上高通期計画比進捗率は68.1%である。しかし、用地取得・分譲マンション販売が順調に進捗している一方で、戸建販売に遅れがみられるため、下期は戸建・マンション販売に注力する。また、

あらゆる用地・商品を柔軟に検討することで開発機会を創出し、トーセイブランドとして顧客満足度の高い商品を提供していくとしている。開発済保有中の案件に加え、2020 年から 2021 年にかけて開発中・開発計画中の案件（分譲戸建を除く）では、ホテル 6 棟、分譲・賃貸マンション 4 棟、物流施設 2 棟、商業施設 3 棟で、想定売上規模で 554 億円に上る。

通期販売計画：分譲戸建 143 戸、分譲マンション 163 戸、商業施設 2 棟
（上期実績：分譲戸建 43 戸、分譲マンション 138 戸、商業施設 2 棟）

売買系 2 事業を合わせた引渡しベースの第 2 四半期時点の仕入額（引渡しベース）は 361 億円、通期仕入額は 800 億円（前期比 215 億円増）を計画している。下期は、不動産 M&A を活用した優良物件取得や、シナジー効果がある企業の買収を推進し、取扱高拡大と収益拡大を図る。2016 年以降では、5 社の不動産 M&A により約 30 件売上想定 170 億円を取得しており、同社の再生力を強みに物件特性やサイズ等の見極めを行い、再生潜在力がある割安物件を発掘しているとのことである。また、戸建分譲・請負・仲介等を手がける戸建分譲会社（現トーセイ・アーバンホーム（株））を取得し仕入・販売網を拡大したり、研修宿泊運営会社の運営事業を譲受するなど、事業会社取得や事業取得の面でも効果を出している模様である。

● 安定収益 4 事業

不動産賃貸事業は、売上高 6,465 百万円（前期比 8.1%増）、営業利益 2,932 百万円（同 19.5%増）。不動産ファンド・コンサルティング事業は、売上高 2,886 百万円（同 5.0%減）、営業利益 1,470 百万円（同 9.0%減）。不動産管理事業は、売上高 5,656 百万円（同 8.1%増）、営業利益 359 百万円（同 20.7%減）、ホテル事業は、売上高 1,076 百万円（同 93.0%増）、営業利益 189 百万円（同 422.3%増）をそれぞれ予定している。

市場転換期にも揺るがない経営基盤づくりを推進する。安定収益事業として位置付ける賃貸・管理・ファンド・ホテルの 4 事業の収益拡大により、グループ全体の販売管理費と支払利息をカバーすることを目指している。好不況の波によって年度ごとの変動はあるが、4 事業の売上総利益構成を全体の約 50%にすることを目安にしている。（2019 年 11 月期第 2 四半期実績は 32.6%）

● トピックス

2017 年 12 月に第 1 号店がオープンして以来のホテル事業については、現在営業中の 2 棟に続き、浅草など 7 ヵ所で展開予定である。「トーセイホテルココネ」のブランド名は「心の音」に由来しており、シンプルで落ち着きのあるコンセプトや、和モダンで来日外国人客をもターゲットとしている。

業　　績

宿泊ニーズの多様化や国内外旅行客の拡大をにらみ、ビジネス客に留まらない幅広い顧客層の取り込みを図っている。営業中の 2 棟では客室稼働率も高く、業績は好調だ。直近では、幕張に保有・賃貸していた宿泊研修施設について、運営会社から運営事業を譲受し、大規模改修後にトーセイホテルブランドとして 自社オペレーションにて開業予定（2020 年 5 月）である。

株主還元

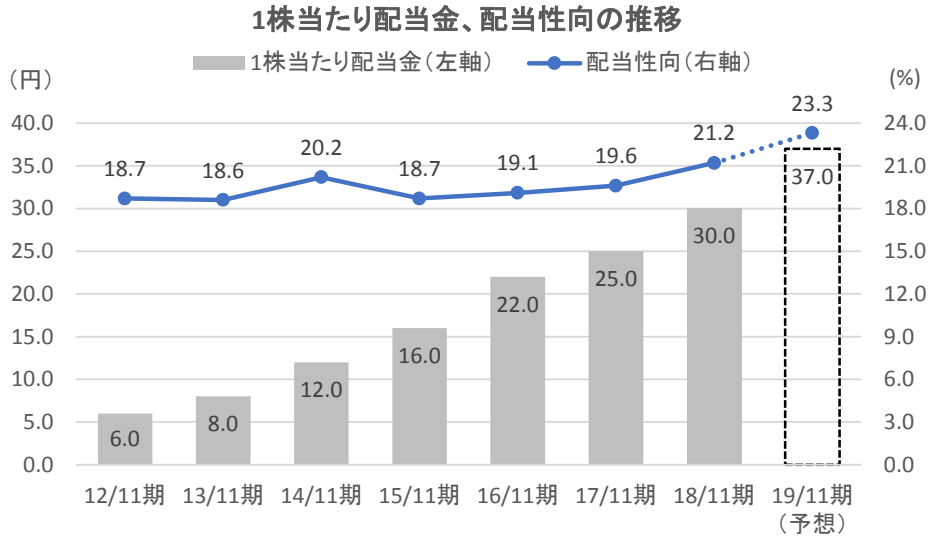
2019 年 11 月期の 1 株当たり配当金は 37 円の予定である。前期からは 7 円の増配予想。配当性向は 23.3%となる。配当性向の目標は公表していないが、2012 年 11 月期以降、おおむね 20%、長期的には 25%程度を目処にしていることがうかがわれる。

配当性向がやや低めなのは、積極仕入れによりアセットを拡大しているなか、借入金資金調達の安定性の観点から自己資本比率 35%台を維持する方針のため、厚めの内部留保が必要と考えてきたことによる。

持続的な利益成長により 1 株当たり当期利益を増大させ、安定的な配当の維持と増配を目指している。

なお、同社の近年の配当状況から、配当成長率を 20%と仮定した場合（株主資本コストを一定成長配当割引モデルとした場合）の WACC（加重平均資本コスト）を試算したところ、おおむね 10%程度となる。この場合、同社が中長期的に平均利益成長 10%以上、平均 ROE12%以上を目標としていることの合理性がうかがわれる。

業　　績



（出所　会社資料）

注）2013 年 7 月に 1：100 の株式分割を実施しており、2012 年 11 月期以前は遡及修正。

中期計画目標
2020 年　売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円

2018 年 11 月期から 2020 年 11 月期までの 3 ヵ年の中期経営計画（Seamless Growth 2020）について、今回は特に変更はない。以下の経営指標値と基本方針を掲げている。（各セグメント別の施策は省略）

● 経営指標ガイダンス

【収益成長】

・2020 年 11 月期　連結売上高　　1,000 億円

・2020 年 11 月期　連結税引前利益　120 億円

・3 年平均利益成長　　10%以上

・3 年平均 ROE　　12%以上

【財務健全性】

・安定事業比率の拡大（売買事業・安定事業の売上総利益 50:50 の実現）

・自己資本比率は 35%程度を目安とする

● 基本方針

1．全セグメントの事業拡大

2．収益構造における安定事業の比率向上（売買 50：安定 50）

一般的に、不動産市場はリーマンショックに代表される好不況の波の変動の影響を受けやすい。しかし、同社は市場の需要の変化に応じた機動的なポートフォリオ運用と多様な商品ラインアップで、成長に向けた事業機会を広

業　　績

く獲得するとしている。例えば、好況期には投資市場向けの商業施設やオフィス・大規模マンションなどの取扱比率を高め、規模の拡大を図る。不況期にはエンド市場向けの戸建・中古分譲マンションなどで安定収入を確保する、という具合である。

物件の規模では、需要・供給ともに圧倒的に物件数が膨大で不況期でも安定的に利益が見込める小型物件（10 億円未満）が、競合が少なく同社にとっても物件バリューアップの強みが活かせることもあり、この価格帯を積極的に拡大するとしている。一方、中・大型物件についても、投資市場好況期には利益を大きく牽引できるため、ファンド向けに 30 億円超の物件も継続して仕入に注力する。

売買系 2 事業（流動化事業、開発事業）で規模の拡大を目指す一方で、安定収益 4 事業（賃貸事業、ファンド・コンサルティング事業、管理事業、ホテル事業）で、市況反転時にも耐えうる事業体質づくりを行っている。数値目標として、該当 4 事業によるグループの安定収益比率（売上総利益）を現在の約 40%前後から、中期経営計画では 50%に高めることを目標に掲げている。既に、該当事業でおおむね販管費部分を稼ぎ出しているが、支払利息も含めてカバーするとしている。

また、事業拡大・物件供給拡大に向けて、組織力の向上を目指し、2017 年 12 月に続き、2018 年 12 月 1 日付で組織変更を行った。M&A 推進体制の強化、仕入販売の強化、クラウドファンディング活用推進への対応などを目的としている。

マクロ的には世界経済情勢など不透明感があるものの、首都圏不動産市場の動向については、2020 年東京五輪までは堅調に推移することが見込まれている。同社の基本方針や個別施策について、中期的には大きく異なることはないだろう。勿論、末尾記載のリスク分析で述べるような事象が発生した場合は、事業ポートフォリオを柔軟に変化させるなどの対応によって、売上高の絶対値や売上ミックスが変化することは考えられる。しかし、安定収益の確保を念頭に置いた事業運営を推進する限りは、収益性の点では堅実に伸長するものと考える。

アナリストによる業績予想

米国のトランプ政権による経済政策・米中貿易摩擦の行方、北朝鮮情勢、新興国経済の減速懸念や英国の EU 離脱問題などの影響で、世界経済の先行きは一層不透明感を増している。しかし、日本国内では今後も雇用・所得環境の着実な改善を背景とした底堅い個人消費に支えられ、緩やかな回復が期待される。

不動産市場では、良好な資金調達環境を背景に国内外投資家の投資意欲は高いものの、市場への物件供給の減少もあり、国内全体取引には伸び悩みが

見られる。しかし、首都圏市場では、新築分譲マンションは価格高騰などで販売戸数は低調だが、オフィスビル賃貸や分譲戸建、中古マンションなどは比較的堅調である。

2020 年東京五輪開催に向けて、首都圏では外国人観光客の増加に対応するホテル等宿泊施設やオフィスビルなどの需要も見込まれ、同社を取り巻く市場環境としては全体的に堅調に推移するものとみられる。

2019 年 11 月期の業績予想は、期初計画通りの増収増益で前期に引き続き過去最高の売上高・利益を計画している。不動産流動化・開発物件の仕入進捗も順調で、不動産流動化事業では流通性の高い 10 億円未満（小型）物件の販売拡大が見込めること、不動産開発事業において、2018 年 12 月販売開始の分譲マンションの成約状況が順調であることなど、2Q 時点の販売状況は好調である。従って、主要指標の年間目標達成については十分に可能性が高いものと考える。特に、利益指標の面では、収益性の面で堅実な事業運営でもあり、若干の超過達成の可能性が高いと見る。総じて、通期で 2 ケタ前後の増収増益となることは間違いなく、事業拡大の傾向は継続していると言える。2020 年 11 月期は中期経営計画の最終年度に当たり、売上高 1,000 億円の達成は厳しいかもしれないが、税引前利益 130 億円などを目指して継続して大幅な増収増益を予想する。

（出所）㈱QUICK
上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも㈱QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2016/11	2017/11	2018/11	2019/11 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	856	1,162	1,529	－
	株価（年間安値）	円	553	712	759	－
	月間平均出来高	千株	5,681	5,048	5,276	－
業績推移	売上高	百万円	49,818	57,754	61,543	71,510
	営業利益	百万円	9,279	9,833	10,875	12,500
	税引前利益	百万円	8,450	9,049	10,171	11,500
	当期純利益	百万円	5,547	6,155	6,852	7,800
	EPS	円	114.89	127.48	141.36	160.68
	ROE	%	14.4	14.1	14.0	－
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	92,592	85,643	92,099	－
	固定資産合計	百万円	28,683	36,906	46,669	－
	資産合計	百万円	121,276	122,550	138,768	－
	流動負債合計	百万円	14,651	11,945	14,423	－
	固定負債合計	百万円	65,614	64,446	72,323	－
	負債合計	百万円	80,266	76,391	86,746	－
	株主資本合計	百万円	41,010	46,158	52,021	－
	純資産合計	百万円	41,010	46,158	52,021	－
キャッシュ・フロー計算書主要項目	営業活動によるCF	百万円	-7,472	7,089	7,615	－
	投資活動によるCF	百万円	-8,193	-18	-10,786	－
	財務活動によるCF	百万円	18,522	-4,962	5,941	－
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	21,640	23,750	26,520	－

(注)同社は IFRS（国際会計基準）適用

リスク分析

事業に関するリスク

●経営者に関するリスク

オーナー社長経営による事業運営のため、社長が万が一、突然の事故・病気等で死亡もしくは重度の障害等に陥った場合、グループの重要な意思決定において混乱が生じるなど、グループの業績や財務状態に影響を与える可能性がある。

●情報漏洩に関するリスク

万が一、重大な企業情報・個人情報などの漏洩事故・事件が発生し、社会的な信用の失墜などが生じた場合、グループの財政状態及び経営成績に影響が出る可能性がある。

●M&A

M&A 時に行った詳細なデューデリジェンスにおいて発覚しなかった問題が M&A の後に明らかになった場合や、市場環境や競合状況の変化及び何らかの事由により、事業計画が計画どおりに進まない場合、対象企業の株式価値や譲受資産の減損処理を行う必要が生じるなど、グループの業績や財務状態に影響を与える可能性がある。

業界に関するリスク

●不動産関連

何らかの理由（戦争、テロ行為、暴動、天変地異、世界的同時不況、法令の改廃・制定など）により、不動産価格が急変するという市場の混乱が生じ、グループの財政状態及び経営成績に影響がある可能性がある。

●金融関連

何らかの理由（戦争、テロ行為、暴動、天変地異、世界的同時不況、法令の改廃・制定など）により、金融市場に混乱が生じ、グループの財政状態及び経営成績に影響がある可能性がある。

ディスクレーマー

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、東証から株式会社フィスコ（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にお願いいたします。

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　⇒　https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html