

# ホリスティック企業レポート

ティー エス アイ  
T . S . I

## 7362 東証マザーズ

### 新規上場会社紹介レポート

2021年3月23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 20210322

## サービス付き高齢者向け住宅の建築及び介護サービスを提供 終末期ケアの支援機関～Terminalcare Support Institute～が社名の由来

アナリスト:高木 伸行 +81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

### 【7362 T. S. I 業種:サービス業】

決算期	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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2019/12	2,385	9.8	111	63.2	107	78.3	76	-6.4	62.3	110.0	0.0
2020/12	2,930	22.9	89	-19.8	134	25.2	102	34.2	83.3	193.3	0.0
2021/12 予	3,324	13.4	179	2.0×	163	21.6	124	21.6	84.9	-	0.0

(注) 1. 連結ベース。2020年4月1日付で1:100の株式分割を実施。一株当たり指標は遡って修正  
2. 2021/12期は会社予想。EPSは公募による新株式数(300千株)を含めた期中平均株式数により算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	3,060円(2021年3月22日)	本店所在地 京都市西京区
発行済株式総数	1,528,000株	設立年月日 2010年2月2日
時価総額	4,676百万円	代表者 北山 忠雄
上場初値	4,000円(2021年3月19日)	従業員数 268人(2020年12月)
公募・売出価格	2,000円	事業年度 1月1日～12月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 事業年度終了後3か月以内
		【主幹事証券会社】 野村證券
		【監査人】 PwC京都監査法人

## > 事業内容

### ◆ 終末期ケアの支援機関

T. S. I(以下、同社)の社名は、「終末期ケアの支援機関」を意味する「Terminalcare Support Institute」の略である。同社グループは、同社と連結子会社である北山住宅販売で構成されている。同社は介護事業としてサービス付き高齢者向け住宅である「アンジェス(Anges フランス語で“天使”)」を運営しており、北山住宅販売はアンジェスの設計・建築を行なう一方でアンジェスを6棟保有している。

同社グループは自宅で看取られたいと希望する高齢者に対して住まいと介護サービスを提供しており、サービス付き高齢者向け住宅の保有、設計、建設、運営までを一貫して行っている。介護事業は20/12期の売上高の83.1%を占め、残りは不動産事業となっている(図表1)。

【図表1】売上構成

	19/12期		20/12期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
介護事業	1,962	82.3	2,436	83.1
不動産事業	422	17.7	494	16.9
売上高	2,385	100.0	2,930	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

### ◆ 介護事業

介護事業として、「サービス付き高齢者向け住宅」の運営、「訪問介護/介護予防・日常生活支援」、「居宅介護支援」を行っている。

介護事業の売上高は家賃、食費などのサービス付き高齢者向け住宅関連収入と訪問介護サービス、居宅介護支援サービスによる介護保険収入で構成されている。サービス付き高齢者向け住宅関連収入は基本的には定額であり、介護保険収入はサービスの利用量や介護度によって変動する。19/12期の介護関連事業の売上高の23%がサービス付き高齢者向け住宅の家賃収入、22%が生活支援関連収入、55%が介護保険関連収入となっている。介護保険関連収入のほぼすべてがアンジェスの居住者からのものとなっている。

1) サービス付き高齢者向け住宅

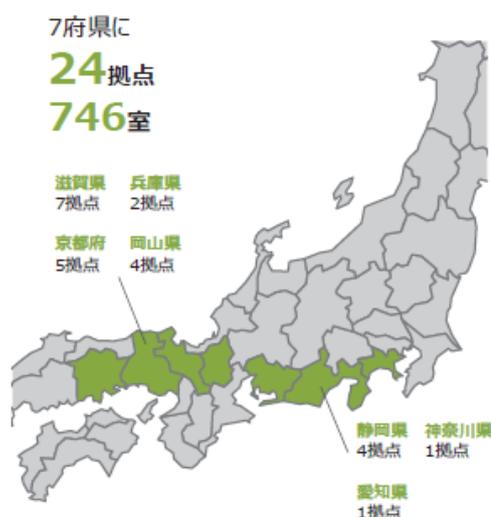
(注 1)近い将来、死が避けられないとされた人に対し、身体的苦痛や精神的苦痛を緩和・軽減するとともに、人生の最期まで尊厳ある生活を支援すること

同社のサービス付き高齢者向け住宅は自立している人から重度の人を対象とする介護特化型である。24時間施設に人員を配置し、看取り<sup>註1</sup>まで対応するなど要介護2~3程度の介護が必要な人を主たる顧客層とした運営を行っている。また、後述する訪問介護事業所「ケアステーションあんじえす」と居宅介護支援事業所「ケアプランセンターえんじゅ」を併設している。

利用者には同社が運営するサービス付き高齢者向け住宅であるアンジェスに賃貸借契約を結んで入居してもらおう。同社は住まいの他には、食事、生活支援サービスや訪問介護事業や居宅介護支援事業によるサービスを提供している。入居する際の初期費用として「入居一時金」などを徴収する施設もあるが、同社は敷金、礼金、入居一時金、更新料などを徴収していない。

同社は、京都府、滋賀県を中心に、岡山県、兵庫県、愛知県、静岡県、神奈川県に24拠点746室のサービス付き高齢者向け住宅を展開している(図表2)。

【 図表 2 】 拠点展開



(出所) 届出目論見書

静岡県浜松市にあるアンジェス浜松中沢(44室)と兵庫県加古川市のアンジェス加古川(69室)を除くと、各施設は基本フォーマットである29室(一部28室がある)の居室数となっている。单身部屋のみの施設が7施設、单身部屋と夫婦部屋の両方からなる施設が17施設ある。夫婦部屋の設置は同社の施設の特徴のひとつであり、一部例外もあるが29室フォーマットでは夫婦部屋数は1施設2室が基本となっている。

同社は、アンジェス浜松中沢やアンジェス加古川で大型施設の開設・運営を試してみたが、採算面では29室フォーマットが優れているという結論にたどり着いている。同社は建築費を抑えることも利用者の負担を抑える上で重要な要素と考えており、建築面での規制が相対的に緩やかな敷地面積1,000㎡未満に建てられる最大の室数である29室フォーマットに拘わった展開を今後も継続してゆく考えである。

### 2) 訪問介護/介護予防・日常生活支援

同社の訪問介護事業所である「ケアステーションあんじえす」では、主にアンジェスの入居者に対して訪問介護を提供している。「ケアステーションあんじえす」のスタッフは、サービス付き高齢者向け住宅のスタッフも兼務しており、サービス付き高齢者向け住宅の業務も行っている。

### 3) 居宅介護支援

在宅で看護を希望する利用者向けの介護サービスである居宅介護支援を「ケアプランセンターえんじゅ」が提供している。同社のケアマネージャーが要介護や要支援者の状態、その家族の生活環境の状況を確認し、利用者やその家族に必要とする介護や支援の内容について確認し、ケアプランを作成している。主としてアンジェスの入居者を対象としており、ケアマネージャーはアンジェスの生活環境やサービスなどを熟知していることから、利用者の介護面と経済面を考慮した適切なプランを作成することが可能となっている。

## ◆ 不動産事業

北山住宅販売が、施主となる土地オーナーと建築請負契約を締結し、サービス付き高齢者向け住宅アンジェスの設計から建築までを行っている。29室フォーマットという同一モデルのサービス付き高齢者向け住宅についてのノウハウに富むため、設計期間を短縮化し、建物価格を抑えるとともに介護住宅に適した建物の建築を可能にしている。

北山住宅販売が建築するアンジェスは木造寄宿舍扱いの建物であり相続税評価が低く見積もられることから、オーナーにとっては相続税対策に適している。また、建築費の1割の補助金を受けられることや同社(あるいは一括借上げ事業者)が一括で25年間借り上げること、8%の表面利回りが投資物件を求めるオーナーにとって魅力となっている。

なお、北山住宅販売が土地を調達、設計・施工して、オーナーになる場合もある。現時点では北山住宅販売が6棟を保有しているが、同社グループでの保有棟数は限定し、外部オーナーが施主となり保有するものを賃借するというスキームを基本としている。

同社がオーナーからアンジェスを通じて直接借り上げているのが9棟あるが、うち2棟が北山住宅販売の保有分、日本管理センター(3276 東証一部)がオーナーから一括借り上げたものを同社が転貸(サブリース)を受けているものが15棟あるが、うち4棟が北山住宅販売の保有分である。

## > 特色・強み

### ◆ ワンストップでのサービス提供

グループ内でサービス付き高齢者向け住宅の設計・建築、運営、訪問介護事業所、居宅介護支援事業所を展開している。入居者が支払う家賃に影響する施設の建築コストの低減や施設内の環境やサービス内容を把握したケアプランの作成などすべてのサービスをワンストップで提供できる体制が整っている。

### ◆ ドミナント展開

同社は新たな事業エリアへ進出後は、拠点の周辺に複数拠点を開設するドミナント展開を行っている。これにより1エリア1名の営業担当者の配置でも、複数拠点をカバーする効率的な営業活動を行えることができ、一つの施設が満室でも近隣の施設を紹介することが可能となる。この他、同一エリアで人材の融通を行うこともできる。

### ◆ 従業員のキャリアプラン

介護職員の離職率は緩やかな低下傾向にあり、全産業平均をわずかに上回る水準に留まっているものの、職に就く者が必要数に遠く及ばないため、介護業界の人手不足感は非常に強い。同社は体系的なキャリアプランと部門横断的な異動を実現することにより、従業員が将来設計を描き易くし将来の不安を軽減することにより、定着率を高める努力をしている。

訪問介護部、居宅介護支援部で専門性を高めてスペシャリストを目指す「スペシャリストライン」と施設管理部で拠点経営者、エリアマネージャーとして経営を担っていく「経営者ライン」の二つのキャリアプランがある。現在ではエリアマネージャーの約5割、施設管理部の管理職の約4割が訪問介護部から異動してきた者である。報酬面でも施設管理部の管理職は、最低でも年収440万円を確保できる給与体系となっている。

### ◆ 稼働率の高さ、看取り率の高さ

19/12期の全体の稼働率(賃貸借契約数 ÷ 総提供可能居室数)は90.5%、うち開設1年以上経過した施設では97.3%と高い稼働率となっている。また、看取り率についても19/12期では33.7%となっており、全国平均を10%ポイント

程度上回っている。稼働率が高く、長く利用してもらえる点は収益の安定につながっている。

◆ **住みやすい価格設定**

施設により若干異なるが、アンジェスの利用者が負担する月額費用(家賃、食費、共益費、生活支援サービス費を含む)は 14 万円程度と年金の範囲内で生活を送ることができることを目指している。施設の設備や建屋をパターン化することにより建築コストを抑制し、効率的なオペレーションにより入居者に課す月額費用の低減に努めている。

➤ **事業環境**

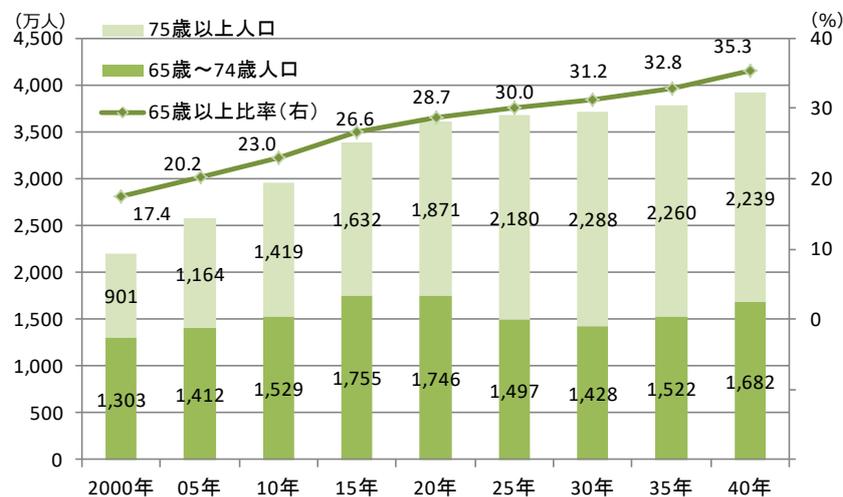
◆ **需要サイド～高まる介護への需要と深刻化する介護難民問題**

1) 介護難民問題と 2025 年問題

20 年 9 月 15 日時点の推定で、65 歳以上は 3,617 万人、総人口に占める割合は 28.7%、75 歳以上の後期高齢者の占める割合は 14.9%となり、2 位のイタリアの 65 歳以上の構成比 23.3%、75 歳以上の同 11.9%をはるかに上回る超高齢社会となっている。

今後も高齢者の人口は増え続け、「2025 年問題」と言われているように、25 年頃には第一次ベビーブーマーの全員が 75 歳以上になる。さらにそれ以降も高齢者人口が増加し続け、40 年には 3 人に 1 人以上が 65 歳以上の高齢者になると予測されている(図表 3)。

【 図表 3 】進む超高齢社会

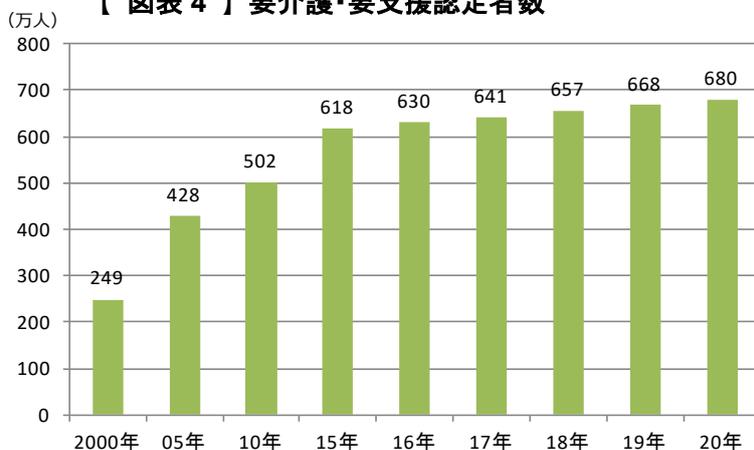


(注) 20 年は 9 月 15 日現在、その他の年は 10 月 1 日現在の推計  
 (出所) 総務省統計局『統計からみた我が国の高齢者―「敬老の日」にちなんで―』  
 令和 2 年 9 月 20 日を基に証券リサーチセンター作成

高齢化にともない要介護・要支援認定者数も増加しており(図表 4)、介護サービスへの需要は拡大が予想されるが、足元では特別養護老人ホームが常に満床で多数の待機人数が存在するという現実があり、25 年頃には 40 万人以上が介護難民になるという予測もある。地域別に見ると、東京、神奈

川、千葉、埼玉の1都3県では介護難民問題がより深刻な問題になると予測されている。

【図表4】要介護・要支援認定者数



(注)各年末時点。千人以下は切り捨てて表示

(出所)厚生労働省「介護保険事業状況報告」を基に証券リサーチセンター作成

## 2) 老老介護と認知介護

「高齢の妻が高齢の夫を介護する」、「65歳以上の子供がさらに高齢の親を介護する」といったケースが増加している。65歳以上の高齢者を、同居の65歳以上の高齢者が介護している状態は「老老介護」と呼ばれ社会問題となっている。厚生労働省の「2019年国民生活基礎調査の概況」によれば、在宅介護している世帯の59.7%が老老介護の状態にある。また、75歳以上が75歳以上を介護する超老老介護の割合も33.1%という結果になっている。

老老介護の中でも、認知症の要介護者を認知症の介護者が介護している状態は「認知介護」と呼ばれ、事故が起きやすい危険な介護状況のひとつとして問題化している。介護が必要になった原因として認知症は第1位にランクされているが、在宅介護を行う介護者も認知症であることは珍しくない。認知介護の実態は正確には把握されていないが、超高齢社会の進展に伴い老老介護に加え認知介護も深刻な問題となっている。

老老介護や認知介護の問題点としては、介護疲れによる共倒れ、ストレスからくる虐待などがある。認知介護に至っては老老介護の問題に加えて服薬管理、食事・栄養管理、金銭管理などが疎かになるなどの問題や悪徳商法や詐欺といった犯罪の標的になったり、火の不始末による火災や徘徊による交通事故といった様々なリスクが想定される。

老老介護や認知介護の状態になるのは、受給している年金だけでは施設や介護サービスが利用できないという経済的な理由が大きなウエイトを占めているが、介護に対する潜在的な需要を拡大する要因の一つとなっていると言える。

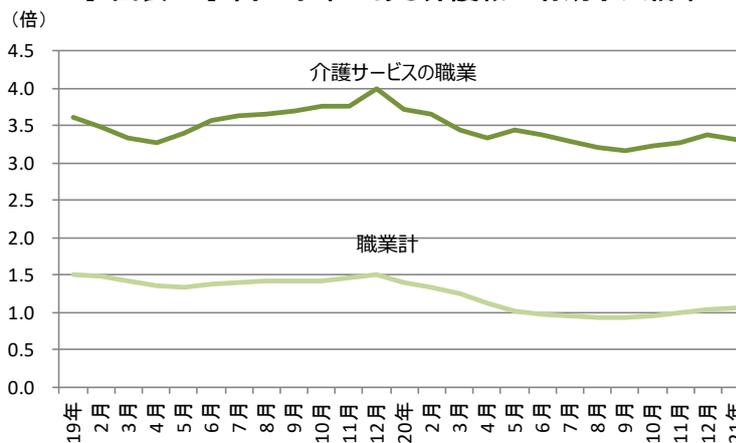
◆ 供給サイド

東京商工リサーチの調査によれば、20年の「老人福祉・介護事業」倒産は過去最多を更新した。人手不足などで経営不振が続く小規模事業者に加え、新型コロナ感染拡大の影響による利用控えが倒産件数を押し上げた。新型コロナで経営が悪化する事業者が多いなか、政府は21年度の介護報酬をプラス改定する方針を示しており、18年度に続くプラス改定で、苦境に陥った介護事業者の経営を下支えすることが期待できる。

足元では介護職員不足は深刻な問題となっており、介護職員の採用が進まない介護事業者が多く、介護サービス供給のボトルネックとなっている(図表5)。

また、長期的にも18年5月に厚生労働省が公表した推計値によれば16年度の約190万人から、20年度には26万人を加えた約216万人、25年度には55万人を加えた約245万人の介護人材の確保が必要とされており、国としては、介護職員の処遇改善、介護職の魅力向上、外国人材の受入環境整備に取り組むことにより人材不足に対処する方針にある。

【 図表 5 】 高い水準にある介護職の有効求人倍率



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況(職業安定業務統計)」を基に証券リサーチセンター作成

> 業績

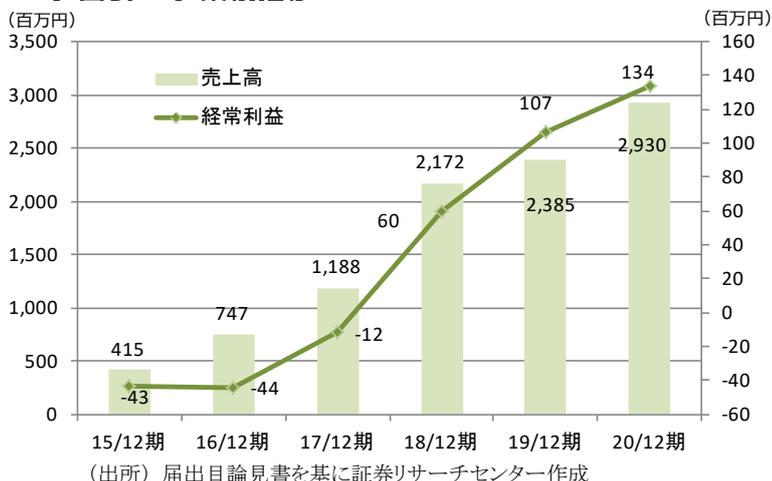
◆ 過去の業績推移

開示されている範囲内では 15/12 期から 17/12 期は経常損失を計上している(図表 6)。

サービス付き高齢者向け住宅事業を 13 年 3 月から開始したため、事業規模が小さかったことと、14 年 10 月に 2 施設、11 月に 1 施設の運営を開始したことと、15/12 期にも 4 施設の運営を開始したことによる初期段階での稼働率の低さや拠点開設費や人件費が先行したためである(図表 7)。16/12 期、17/12 期についても各々 5 施設、2 施設を開設しており、同様に費用が先行したことにより経常損失を余儀なくされた。

18/12 期以降は過去に開設した施設の稼働率上昇や規模の拡大により新規開設負担が相対的に低くなったことなどにより経常黒字を計上している。

【 図表 6 】 業績推移



【 図表 7 】 拠点数と居室数



19/12期は売上高2,385百万円(前期比9.8%増)、経常利益107百万円(同78.3%増)となった。

同社にとっては最大規模となるアンジェス加古川(69室)を開設したが、アンジェス加古川を含む20棟630室の稼働率は90.5%、開設後1年以上の拠点に限ると97.3%の稼働率となった。介護事業の売上高は1,962百万円(前期比24.7%増)、セグメント利益は143百万円(同3.2倍)となった。不動産事業は2棟のサービス付き高齢者向け住宅を完成したが1棟を自社保有したことから、同事業の売上高は422百万円(同29.4%減)、セグメント利益は18/12期の67百万円から19百万円へと大幅減となった。

20/12期は売上高2,930百万円(同22.9%増)、営業利益89百万円(同19.8%減)、経常利益134百万円(同25.2%増)となった。

期末拠点数は前期末比4拠点増の24拠点となった。期の後半である10月と11月に1棟ずつ開設したことにより、20/12期への売上貢献が小さいなか初期投資負担が重く営業減益となったが、営業外収益として北山住宅販売が保有するアンジェス加古川の建築への補助金29百万円及び新型コロナウイルス関連の助成金26百万円を計上したことから経常増益となった。

#### ◆ 21年12月期会社計画

21/12期の会社計画は、売上高3,324百万円(前期比13.4%増)、営業利益179百万円(前期比2.0倍)、経常利益163百万円(同21.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益124百万円(同21.6%増)である。

介護事業の売上高を2,904百万円(前期比19.2%増)と同社は計画している。21/12期の開設は9月に愛知県(アンジェスみよし)と滋賀県(アンジェス神照)、10月に滋賀県(アンジェス瀬田)、11月に静岡県(アンジェス浜松佐鳴台)に1棟ずつ合計4棟を開設予定である。利用者単価は20年1月～10月の平均値に一部地域の特性や予算策定時の状況を加味して算出している。既存拠点の年平均稼働率は97%～98%と想定し、新規拠点と満室稼働状態になっていない拠点は同社のホームエリア、その近接エリアとそれ以外に分けて想定稼働率を設定している。

不動産事業については、保有物件を1件売却し、請負工事2件が完工するが、1件(アンジェス浜松佐鳴台)の収益は連結上相殺されるため、売上高は419百万円(前期比15.2%減)を計画している。ただし、別途工事や外構工事を見込んでいないことや工事単価を前期よりも低く設定しており保守的な計画と言える。

売上原価については2,713百万円(前期比10.0%増)を見込んでいる。介護事業の労務費は新拠点の従業員の増加により前期比20.6%増の1,480百万

円、介護事業の地代家賃は同 18.6%増の 421 百万円と計画している。不動産事業の売上原価については同 26.2%減の 341 百万円を見込んでいる。

販売費及び一般管理費は、人件費を前期比 6.7%増の 222 百万円と見込み、同 14.9%増の 431 百万円と計画している。

営業外収益としてはキャリアアップ助成金、サービス付き高齢者住宅のスマートウェルネス住宅等推進事業補助金の計上を見込んでいるが、前期の 69 百万円から 41 百万円への減少を見込み、営業外費用は支払利息 26 百万円、上場関連費用 16 百万円などを見込み 57 百万円(前期は 24 百万円)と計画している。

#### ◆ 成長戦略

中長期的にも現在、拠点を構えているエリアでのドミナント展開を更に進めることと、既に進出しているエリアの周辺地域への進出により成長を目指す考えである。毎年 5 棟もしくは 150 室の開設を目標としている。同社の場合、有利子負債依存度が高く、知名度についても必ずしも高いわけではなかったため、新規開設に向けてオーナーから同社の信用力に不安を感じるケースや同社の信用力の関係で必要な資金の調達が出来ないという事例もあった。上場を機に資金調達力と信用力をつけることで新規開設をスムーズに進めてゆきたい考えである。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 人員の確保

同社グループの成長は拠点の新規開設により達成されるが、そのためには管理者や介護スタッフの確保が必要となる。介護業界は慢性的に人手不足の状態にあるため、十分な人員が確保できない場合には同社グループの成長性や業績に影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要である。

#### ◆ 賃貸借契約

同社がオーナーから一括借上げを行う場合、賃貸借契約期間は 25 年の長期となっている。この間安定的に事業を行えるというメリットはあるが、解約には一定の制約があるため、稼働率が低下したり、募集賃料が下落した場合には同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 介護保険法及び介護報酬の改正

介護保険や介護報酬は 3 年毎に改正される。同社は現在「介護職員処遇改善加算(Ⅰ)」、「介護職員等特定処遇改善加算(Ⅰ)」を取得しており、従業員の処遇改善につなげているが、今後の改正により、これらの処遇改善加算が減額されたり、基本報酬を大幅減額されたり、新たな規制が加えられるなど、法改正の動向によっては同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 食中毒や感染症

アンジェスにおいて利用者や従業員の間で感染症への集団感染や食中毒が発生した場合には、営業停止などの行政処分や顧客離れになどにより同社グループの業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要である。

◆ 有利子負債依存度

同社グループの 20/12 期末の有利子負債依存度は 70.0%に達している。北山不動産販売で保有する 6 棟は長期借入金で賄っており、その結果、有利子負債への依存度が高くなっている。財務の安全性については留意が必要である。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

## 【 図表 8 】 財務諸表

損益計算書	2018/12		2019/12		2020/12	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	2,172	100.0	2,385	100.0	2,930	100.0
売上原価	1,883	86.7	1,983	83.1	2,466	84.2
売上総利益	289	13.3	401	16.8	464	15.8
販売費及び一般管理費	220	10.1	289	12.1	375	12.8
営業利益	68	3.1	111	4.7	89	3.0
営業外収益	17	-	29	-	69	-
営業外費用	25	-	33	-	24	-
経常利益	60	2.8	107	4.5	134	4.6
税引前当期純利益	61	2.8	106	4.4	134	4.6
親会社株主に帰属する当期純利益	78	3.6	76	3.2	102	3.5

貸借対照表	2018/12		2019/12		2020/12	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	662	42.9	817	39.5	932	45.3
現金及び預金	266	17.2	416	20.1	411	20.0
売上債権	165	10.7	196	9.5	242	11.8
販売用不動産	75	4.9	-	-	122	5.9
未成工事支出金	52	3.4	53	2.6	1	0.0
固定資産	880	57.0	1,249	60.4	1,124	54.7
有形固定資産	811	52.6	1,195	57.8	1,077	52.4
無形固定資産	32	2.1	21	1.0	9	0.4
投資その他の資産	36	2.3	32	1.5	36	1.8
総資産	1,543	100.0	2,067	100.0	2,056	100.0
流動負債	560	36.3	631	30.5	600	29.2
買入債務	10	0.6	12	0.6	14	0.7
短期借入金	200	13.0	130	6.3	150	7.3
一年内返済予定の長期借入金	56	3.6	67	3.2	74	3.6
固定負債	924	59.9	1,301	62.9	1,218	59.2
長期借入金	887	57.5	1,279	61.9	1,204	58.6
純資産	58	3.8	135	6.5	237	11.5
自己資本	58	3.8	135	6.5	237	11.5

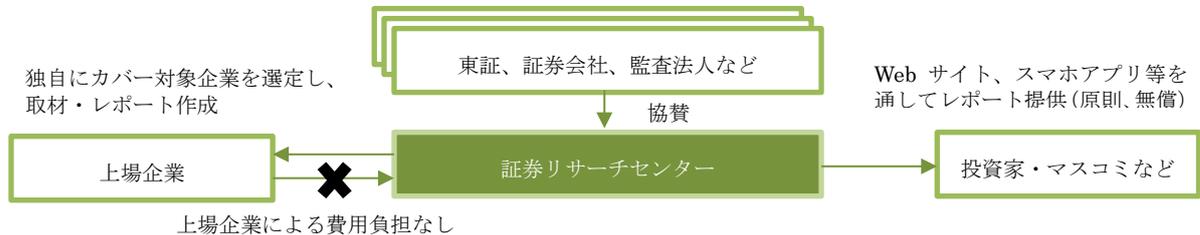
キャッシュ・フロー計算書	2018/12	2019/12	2020/12
	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	-42	192	124
減価償却費	56	55	73
投資キャッシュ・フロー	-3	-360	-74
財務キャッシュ・フロー	43	317	-56
配当金の支払額	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	-1	149	-6
現金及び現金同等物の期末残高	260	409	403

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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。