

ホリスティック企業レポート

テンシヤル
TENTIAL

325A 東証グロース

アップデート・レポート
2026年5月1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 20260428

TENTIAL(325A 東証グロース)

発行日: 2026/5/1

独自企画・開発のリカバリーウェア「BAKUNE」等をオムニチャネル販売 市場拡大に乗って成長継続、会社が26年8月期業績予想を増額

> 要旨

◆ リカバリーウェア「BAKUNE」を主力商品とする

- ・TENTIAL(以下、同社)は、「コンディショニングを日常生活に簡単に取り入れること」を目的とするブランド「TENTIAL」を運営し、同ブランド商品の企画・開発・販売を行う「コンディショニングブランド事業」を展開する。
- ・現在の主力商品は、リカバリーウェア「BAKUNE RECOVERY WEAR」シリーズ(以下、「BAKUNE」)であり、売上高の8割以上を占める。

◆ 26年8月期第2四半期も売上主導の利益成長が継続

- ・26/8期第2四半期(25年12月~26年2月)の売上高は9,395百万円(前年同期比67.1%増)、営業利益は1,531百万円(同2.0倍)と高い伸びを示した。
- ・第2四半期はクリスマスが含まれ、同社にとって最大の需要期となる。同社は広告投資を積極的に行うとともに、機会損失を避けるため意識的に在庫を積み増したことが奏功し、主力のECチャネルに加えて直営店舗や卸売の各チャネルがそれぞれ大幅に売上高を伸ばしたことが高い増益率につながった。

◆ 会社は26年8月期の通期計画を上方修正

- ・同社は、26/8期第2四半期までの業績が好調に推移していることから、通期計画を上方修正した。売上高は期初計画を18%増額し33,081百万円、営業利益は同26%増額の3,804百万円とされた。
- ・証券リサーチセンターでは、26/8期第2四半期の実績や同社の経営方針などを踏まえて業績予想を見直した。26/8期の業績予想については、今回の会社計画に沿った水準とした。

◆ 寝具などリカバリーウェア以外の商材の売上も拡大中

- ・BAKUNE以外の商材も売上が拡大している。26/8期第2四半期には寝具やサンダルなどFOOTカテゴリの商材が前年同期の2倍以上の売上となった。今後も継続して新商品が投入される予定で、今後BAKUNEに次ぐ売上の柱として確立されることが期待される。

【325A TENTIAL 業種：繊維製品】

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 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2025/1	12,837	2.4x	1,452	3.1x	1,438	3.0x	1,061	2.1x	160.1	344.2	0.0
2025/8	11,134	-	1,167	-	1,157	-	817	-	111.2	614.3	0.0
2026/8 CE	33,081	-	3,804	-	3,791	-	2,551	-	333.2	-	0.0
2026/8 E	33,740	-	3,820	-	3,810	-	2,580	-	343.7	872.7	0.0
2027/8 E	44,080	30.6	5,190	35.9	5,180	36.0	3,500	35.7	466.3	1,329.8	0.0
2028/8 E	55,260	25.4	7,080	36.4	7,070	36.5	4,780	36.6	636.8	1,954.2	0.0

(注) 1. 単体ベース

2. CE：会社計画、E：証券リサーチセンター予想

3. 2025/8期は決算期変更による7か月決算

アップデート・レポート

2/21

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。

アナリスト: 村木 雄一

+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

【主要指標】

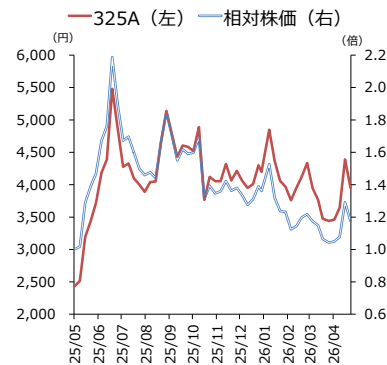
	2026/4/24
株価 (円)	3,950
発行済株式数 (株)	7,656,441
時価総額 (百万円)	30,242

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	35.5	11.5	8.5
PBR (倍)	6.4	4.5	3.0
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	17.2	-0.5	53.0
対TOPIX (%)	10.3	-4.5	9.8

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2025/5/2

> 事業内容

(注1) ライフパフォーマンスの向上のために体調に関わる全ての要因を良い状態に整えることを指す。

◆ コンディショニングブランド「TENTIAL」を運営

TENTIAL (以下、同社) は、「コンディショニング^{注1}」を日常生活に簡単に取り入れること」を目的とするブランド「TENTIAL」を運営し、同ブランドの商品を企画・開発・販売する「コンディショニングブランド事業」を営んでいる。同社はコンディショニングブランド事業の単一セグメントである。

同社は決算月を1月から8月に変更したため、25/8期は7カ月間の変則決算となっている。本レポートでは参考値として会社が示す24年9月～25年8月の累計値(以下、「12カ月換算」)を記載する。

◆ リカバリーウェア「BAKUNE」が現在の主力商品

TENTIALブランドでは、健康維持とコンディショニングにおいて重要とされる「休養(睡眠)」「運動」「食事」の中にあつて、特に「休養(睡眠)」にフォーカスした商品開発とブランド認知度向上に努めており、26年4月末時点で約350にのぼる品目数(サイズ違い及び色違いを考慮しない集計)の商品を展開している(図表1)。

(注2) 血行促進効果による疲労回復及び筋肉のコリ等の軽減効果が期待できる衣類を指す。

中でも、特殊機能繊維「SELFLAME[®]」を使い、遠赤外線^{注2}の力で着用時の睡眠の質を向上させるリカバリーウェア^{注2}「BAKUNE RECOVERY WEAR」シリーズ(以下、「BAKUNE」)が主力商品となっている。従来、睡眠の質を向上させるというコンセプトの商品には枕や布団などが多かったが、パジャマをはじめとするナイトウェアに機能を持たせた点に同社の独自性がある。

> ビジネスモデル

(注3) 「医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保等に関する法律」において定められた「医療機器」のうち、当該医療機器に不具合が生じた場合でも、人体へのリスクが極めて低いと考えられるもので、独立行政法人医薬品医療機器総合機構への届出を行うことで製造販売が可能な機器を指す。

◆ 商品の企画・開発に際して効果や効能の科学的根拠を重視

同社では、商品を全て自社で企画・開発している。商品の企画・開発に当たっては、商品の効果・効能について大学や病院などと連携して機能の検証試験や共同研究を行ってエビデンスを取得することで類似商品に対する差別化を図っている。

中でも、主力の「BAKUNE」が一般医療機器^{注3}として届出済みである点は同社の特徴である。一般医療機器として独立行政法人医薬品医療機器総合機構に届け出ることによって「遠赤外線の血行促進作用により疲労や筋肉のコリ等の症状を改善する」「疲労軽減、筋肉のコリ等の改善、疲労回復」等の表示により、商品の効果・効能を訴求することが可能となるからである。さらに、同社では、一般医療機器として届け出していない商品についても、効果・効能に関する実験を行い、エビデンスを取得している。

製造および物流に関しては外部に委託しているが、マーケティング、販売(一部は卸売)、サポートを同社自身で行っている。商流の川上から川下まで同社が関与することで、顧客の商品への評価や反応を新製品の開発や改良などに速やかに反映させることを可能としている。

【 図表 1 】 TENTIAL の主な商品

カテゴリ/代表的な商品名	特徴	商品価格の例	商品イメージ
S L E E P			
BAKUNE (ナイトウェア)	<ul style="list-style-type: none"> ・血行を促進し身体の疲労や肩こり・腰痛を緩和 ・パジャマは、肩や腕周りに睡眠に特化した独自の縫製構造を採用、寝返りをスムーズに行うことができる ・極小セラミックス粉末を独自配合した特殊機能繊維「SELFLAME®」を使用。この繊維が身体が発する遠赤外線を吸収して肌に輻射し、血行を促進する効果が見込まれる ・一般医療機器として届出 	24,860円 (BAKUNE Dry メンズ・長袖Tシャツ+ロングパンツ) 11,440円 (BAKUNE Dry Women's・半袖Tシャツ)	
寝具	<ul style="list-style-type: none"> ・布団の中の温度と湿度を調整 ・暑い時は熱を吸収して溶ける一方、寒い時は熱を放出し固まる性質を持つ「PCM繊維」を中綿に採用し、温度をコントロール 	51,480円 (BAKUNE Pro 掛け布団 オールシーズン・通年用掛け布団(Pro)シングルサイズ)	
W O R K			
MIGARU (コンフォートテックウェア)	<ul style="list-style-type: none"> ・着ながら血行を促進し、疲労回復、仕事や家事等日常の疲れを取り、日々のパフォーマンスをサポート ・極小セラミックス粉末を独自配合した特殊機能繊維「SELFLAME®」を使用。この繊維が身体が発する遠赤外線を吸収して肌に輻射し、血行を促進する効果が見込まれる ・一般医療機器として届出 	29,568円 (MIGARU Seersucker Short Sleeve Shirt・半袖シャツ+ロングパンツ) 9,592円 (MIGARU Light Knit Short Sleeve T-Shirt・半袖Tシャツ)	
F O O T			
INSOLE (インソール)	<ul style="list-style-type: none"> ・足が持つ本来の運動性と安定性を引き出し、体幹と姿勢を安定 ・足の中で核となる骨「立方骨」を押し上げ、足にアーチを形成することで指先に正しく力が入るようにする、特許技術の「キューボイドバランス理論」を採用 	8,910円 (INSOLE)	
Recovery Sandal (サンダル)	<ul style="list-style-type: none"> ・体のバランスを支えるアーチサポート構造に加え、底面にカーブを施したロッカーボトム構造を搭載し、歩きやすさを追求 	10,384円 (Strap)	

(注) 商品価格の例は26年4月における同社ECサイト上の価格
(出所) 有価証券報告書、Webサイトを基に証券リサーチセンター作成

◆ 販売は自社チャネル経由が中心

同社は、EC、直営店舗、卸売その他の3つの販売チャネルを持っている(図表2)。

顧客がネットを通じて簡単に商品を購入できるようにするとともに、実店舗での試着によって機能性や着用感を確認できる環境を提供する、オムニチャネル展開を行っている。このうち、同社が主体となって販売活動を行う自社チャネル(EC、直営店舗)の売上を合計すると、25/8期売上高(12カ月換算)の90.8%を占める。

【図表2】販売チャネル別売上高

チャネル	24/8期(参考値)		25/8期(12カ月換算・参考値)			26/8期(1-2Q累計)	
	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)
EC	6,138	78.8	14,735	76.0	2.4x	11,727	71.2
直営店舗	1,012	13.0	2,874	14.8	2.8x	2,837	17.2
卸売・その他	634	8.2	1,779	9.2	2.8x	1,907	11.6
合計	7,788	100.0	19,389	100.0	2.5x	16,471	100.0

- (注) 1. 24/8期および25/8期は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
 2. 端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
 3. 24/8期および25/8期の売上高の内訳は四半期別売上高構成比から証券リサーチセンターが算出した推計値
 (出所) 決算説明資料、FACT SHEET、半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

① EC

25/8期(12カ月換算)売上高の76.0%を占める同社最大のチャネルであり、自社ECと他社ECモールの2つに分かれている。

自社EC

自社ECサイト「tential.jp」に商品を掲載し、消費者に直接販売するものである。「tential.jp」は開発・運営などを自社で行っている。顧客の属性や購買・行動履歴などの各種データは同社のエンジニアやデータアナリストが分析を行い、商品開発などにフィードバックされている。

また、「tential.jp」では、単に商品の販売を行うにとどまらず、スポーツマン、アーティスト、料理人、ファッションモデルなど、さまざまな分野のプロフェッショナルのコンディショニングに関する取り組みを紹介する「Conditioning Magazine」のコーナーを設けるなどの手段を通じて、顧客にTENTIALブランドの哲学や価値観を浸透させることにも力を入れている。

他社 EC モール

Amazon、楽天市場、Yahoo!ショッピングなど、多くの利用者を持つ EC モールに出店するもので、「tential.jp」とは異なる顧客層にアプローチすることを可能としている。EC モールの運営会社に対しては、販売額に応じた手数料を支払っている。

② 直営店舗

「TENTIAL」の名称で大都市圏の百貨店やショッピングモールなどに直営店舗を展開している。26年4月末時点で19の常設店舗のほか、期間限定店舗がある。直営店舗チャンネルでの販売は25/8期(12カ月換算)売上高の14.8%を占めた。

ECと異なり、店舗の賃借料やスタッフの人件費といった負担が生じるものの、集客力のある商業施設に出店することでECではリーチしにくい客層にアプローチできるほか、商品の発送にかかる物流費の負担がないなどのメリットがある。

③ 卸売・その他

主に卸売チャンネルの売上高であり、全国の紳士服店(紳士服のはるやま)、家電量販店(ビックカメラ、ヨドバシカメラ)、雑貨店(ハンズ、ロフト、京王アートマン、蔦屋書店)、スポーツ用品店(ヴィクトリア、ヒマラヤ)などへ同社商品を卸すもので、直営店舗とは異なる顧客にアプローチすることが可能となる。25/8期(12カ月換算)の売上構成比は9.2%であった。なお、卸価格での販売となるため、販売価格は他販売ルートよりも低い(平均的な掛け率(卸価格÷小売価格)は60%)半面、在庫リスクはない。

◆ 顧客はミドル～シニア世代の高・中所得者層が中心

25年12月～26年2月の3カ月間において、同社のECチャンネル(自社EC及び他社ECモール)の購入単価(売上高を購入件数で除して算出)は25,597円と、比較的高い水準であった。主力の「BAKUNE」をはじめとする各商品が総じて高単価に設定されていることに加えて、複数点の商品をまとめ買いする顧客も多いためである。

(注4) 性別・年収・年代の同社顧客属性の数値は25年8月末時点でのTENTIAL会員215,037名を対象として集計

同社の顧客属性^{注4}は、男女の偏りはほぼないが、年収400万円以上の利用者が過半数を占める。年代別に見ると、30～50代の利用者が73.6%を占めている。

以上から、同社商品のコアな顧客層は、健康レベル向上への意欲が高いミドル～シニア世代であり、中でも同社製品の機能性に見合った対価を支払える高・中所得者が中心になっていると言える。

◆ 既存顧客の囲い込みを重視

同社は、既存顧客のロイヤリティを高め、リピート購入を促すことを重視している。

(注5) 自社ECサイトまたは直営店舗チャネルからの購入や会員登録に際して入力された情報から同一性を判断し、各事業年度までに一度は購入したと認められる顧客による購入を指す

(注6) 26/8期第2四半期の自社ECサイトでの購入におけるギフトラッピング資材と同時に購入された受注の割合

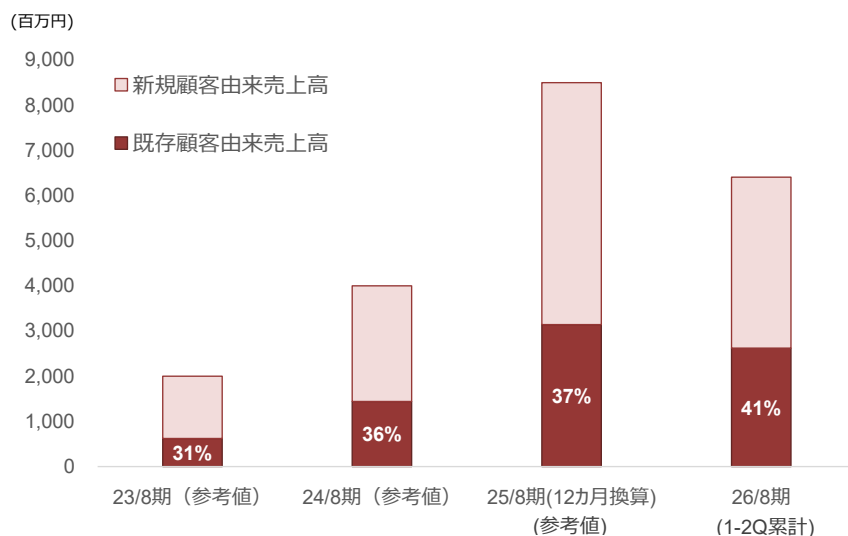
同社は既存顧客に由来する売上の比重が高く、過去3期(12カ月換算)では、自社EC売上高の3割超を既存顧客からの売上高^{注5}が占めていた(図表3)。売上全体が大きく成長する中でも既存顧客に由来する売上高の比率が上昇傾向にあることから、既存顧客が同社の商品の機能や価格に対して満足していることがうかがえる。

既存顧客のリピート購入を促すための具体的な施策としては、商品の機能性などで顧客を満足させることに加えて、顧客の声を反映させる形で改良した商品や上位モデル商品を投入してきたことや、父の日、母の日、およびクリスマス商戦時にギフトキャンペーンを行ってきたことなどが挙げられる。実際、クリスマス商戦期を含む26/8期第2四半期における自社EC売上高の39%^{注6}はギフトによる売上が占めている。

さらに24年5月には、累計購入額等に基づく「会員ステージ」と購入金額などに応じて各種特典に交換可能なポイントを付与するプログラム「TENTIAL Club」を導入した。

このようにして同社は顧客を囲い込み、每期一定程度のリピート購入が期待できる収益基盤へと転化している。この既存顧客のリピート購入が同社の業績を下支えする役割を果たしている。

【図表3】 自社EC売上高における既存顧客由来売上高比率

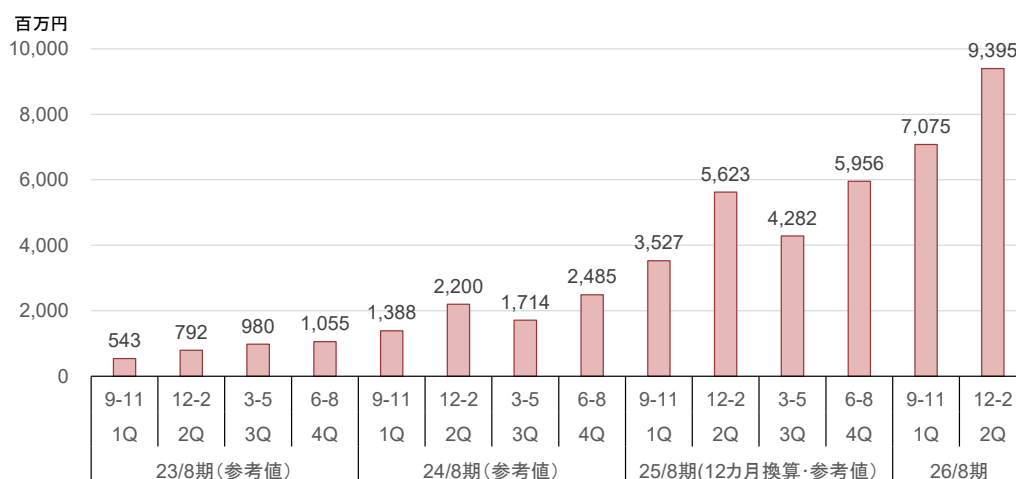


(注) 参考値とは決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した数値
(出所) 決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

◆ 季節性：第2四半期と第4四半期に売上高が偏る

同社の売上高は、ギフト商戦期に売上高が偏重する傾向がみられる。具体的には、母の日(5月)、父の日(6月)、クリスマス商戦(11月、12月)がある月の売上高は、ほかの月に比べて大きい。そのため、最大の需要月である12月とそれに次ぐ6月が属する第2四半期(12~2月)、第4四半期(6~8月)の売上高がほかの四半期に比べて大きい(図表4)。

【図表4】TENTIALの四半期別売上高



(注) 参考値とは決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した数値
(出所) FACT SHEET を基に証券リサーチセンター作成

◆ 経費構造：売上原価が低い一方、戦略投資の比重が高い

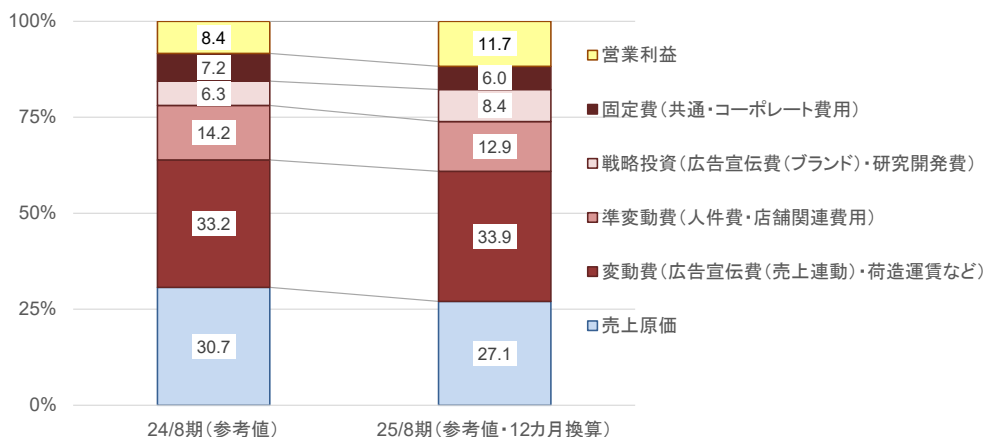
同社の25/8期(12カ月換算)における経費(売上原価+販管費)の内訳を図表5に示した。会社が26/8期第2四半期決算発表時に開示方法を変更したことにより、従来に比べて区分が詳細になった。

同社の経費構造の第一の特徴は、売上原価(主に商品仕入高)の売上高に占める比率が27.1%にとどまる(売上総利益率が72.9%と高い)ことである。これは、同社が商品の機能性およびブランドを顧客にアピールすることを通じて一般的な衣服よりも高い価格帯で販売を行っていることに加え、ECが主力販売チャネルであることに起因している。

第二の特徴は、ブランド広告費と研究開発費といった戦略投資の売上高に占める比率が12.9%と比較的高いことである。ブランド広告費は、同社が23年のクリスマス商戦期以降ブランド浸透のために積極的に展開しているテレビCMに関連する費用が中心である。研究開発費は、一般医療器具としての届出に必要となる認証試験の費用のほか、新商品のための素材開発などにかかる費用である。

第三の特徴は、一般的には固定費に区分される人件費が「準変動費」として区分されていることである。これは、同社の事業が急ピッチで拡大していることに加え、直営店舗を積極的に出店しているために、人員が増加していることによるものである。

【 図表 5 】 TENTIAL の費用構造 (対売上高比率)



(注) 参考値とは決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した数値

(出所) FACT SHEET を基に証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）を、図表 6 に示した。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・リカバリーウェア市場における地位と知名度 ・科学的根拠を重視した商品開発力 ・ECチャネルでの販売力 ・自社ECにおける既存顧客への売上高比率の高さ
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・「BAKUNE」への売上依存度が高いこと ・会社組織が小規模であること
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・リカバリーウェア市場のさらなる拡大の可能性 ・大都市部や中核都市における直営店舗の出店余地の大きさ ・新商品の展開とヒットによる売上成長加速の可能性
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・競合先の増加に伴う事業環境の悪化 ・他社の模倣等に伴い相対的な競争力が低下する可能性 ・主要な仕入先との関係に変調が生じる可能性 ・システムトラブルや不正アクセス等によりシステムの安定稼働に支障が生じる可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 企画・開発・マーケティング・販売・顧客サポートの内製化と継続的な商品購入を期待しうる顧客が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 7 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本のプロセスに分類される「商品企画・開発・マーケティング・販売・顧客サポートの内製化」と、関係資本のプロセスに分類される「継続的な商品購入を期待しうる既存顧客」である。

同社がコンディショニングブランド事業に進出したのは、創業者で現在の代表取締役社長である中西裕太郎氏が自身の体験から日々の生活の中から体調を整えることの重要性に着目したことに始まる。

しかし、事業を開始してからは中西氏のアイデアに依存することなく、顧客の属性、サイト内での行動、サイトでの購買など各種データを収集し、蓄積されたデータに基づいて商品開発や広告宣伝などを展開してきた。同社はかかるデータ収集や分析のプロセスを内製化することで、スピーディに分析結果を商品やサービスの改善に反映できることが、顧客からの支持を得る商品づくりの基盤になっている。

また、同社は継続的な商品改良や、ポイントプログラムの導入などの手段を講じることで、リピート購入を促している。リピート購入顧客の存在によって同社は急激に売上高が落ち込むリスクを抑制しつつ、「BAKUNE」やそれに続く新商品の開発に取り組むことが可能になっていると考えられる。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・商品購入者	・オンラインチャネル購入件数	619,795件 (24年9月～25年8月)
		・継続的な商品購入を期待している顧客	・TENTIAL Club会員数	215,037名
			・自社ECサイトにおける既存顧客由来売上高比率	37% (24年9月～25年8月)
	ブランド	・同社ブランドの知名度	・コンディショニングブランド「TENTIAL」の認知率	22.1% (25年12月)
			・商品カテゴリ別ブランド	「BAKUNE RECOVERY WEAR」 コンフォートテックウェア「MIGARU」など
	ネットワーク	・外部との連携	・主要仕入先	豊島株式会社
・コンディショニングサポート契約を締結したアスリート			池村寛世 (プロゴルフ)、今永昇太 (MLB)、平野美宇 (卓球)、戸崎圭太 (競馬) など	
・法人、行政との連携や共同検証実験			三島市、名古屋市、NTT東日本グループ、パラマウントベッド	
組織資本	プロセス	・商品開発・R&D部門従業員数	35名	
		・テクノロジー部門従業員数	11名	
		・自社チャネル売上比率	90.8% (24年9月～25年8月)	
		・常設直営店舗数	全国19店舗 (26年4月末)	
	知的財産ノウハウ	・科学的根拠に基づいた高付加価値商品開発のノウハウ	・コンディショニングブランド事業開始以来の年数	19年8月のインソール発売から6年経過
			・一般医療機器届出商品数	18件
人的資本	経営陣	・創業者のコミットメント	・創業以来の年数	18年3月の会社設立より8年経過 (26年5月現在)
			・コンディショニングブランド事業開始以来の年数	19年8月のインソール発売から6年経過
	従業員		・従業員数	161人
			・平均年齢	36.0歳
			・平均勤続年数	1.7年
			・平均年間給与	830.5万円

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は25/8期、または25/8期末のものとする
(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 26年8月期第2四半期業績

26/8期第2四半期業績は、売上高9,395百万円、営業利益1,531百万円であった。25/8期が25年2~8月の変則決算だったため前年同期との比較はない。なお、会社が参考値として開示している前年同期との比較では、売上高が67.1%増、営業利益は2.0倍であった。

消費者の健康への関心の高まりを受けたリカバリーウェア市場の拡大を背景に売上高は前年同期比で大きく伸びた。商品カテゴリ別に見ると、売上高の86.0%を占める「BAKUNE」がクリスマス商戦に向けて同社がマーケティング投資を重点配分したこともあって高い伸びを示し、全体を牽引した(図表8)。

同時に、高級ラビットファー調の冬用掛け布団「BAKUNE プレミアム掛け布団ウォーム」など寝具カテゴリが前年同期比2.3倍、室内の足元の冷え対策に特化した「リカバリーサンダルウォーム」などFOOTカテゴリが同2.3倍、「MIGARU【テックスウェット】プルーフーディ」などWORKカテゴリが同82%増と、リカバリーウェアを上回る高い伸びを示した。

【図表8】商品カテゴリ別売上高

カテゴリ	25/8期 2Q (12-2月・参考値)		26/8期 2Q		
	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前同比 (%)
BAKUNE	5,016	89.2	8,080	86.0	61.1
BAKUNE以外	609	10.8	1,315	14.0	2.1x
寝具	285	5.1	658	7.0	2.3x
WORK	196	3.5	357	3.8	82.0
FOOT	128	2.3	301	3.2	2.3x
合計	5,623	100.0	9,395	100.0	67.1

- (注) 1. 25/8期は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
 2. 端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
 3. 売上高の内訳は売上高構成比および前年同期比から証券リサーチセンターが算出した推計値

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

販売チャネル別売上高を図表9に示した。最需要期であるクリスマス商戦に向けクリスマスギフトキャンペーンを展開した主力のECチャネル(自社EC+他社ECモール)が前年同期比50.8%増と高い伸びを示した。中でも、自社ECにおける既存顧客売上高は前年同期比86.1%増と特に高い伸びを示した。

直営店舗及び卸売チャネルの売上高の前年同期比は各々2.4倍、2.0倍と高い伸びを示した。直営店舗数が25年2月末の9店舗から26年2月末には16店舗へ増加したことに加え、テレビCMの展開などによるブランド及び商品への認知の広がりが売上高成長に寄与したとみ

られる。第 2 四半期中に常設店舗の新規出店および退店はなかったが、1 店 (TENTIAL 阪急うめだ本店) で増床リニューアルを行った。

【 図表 9 】 販売チャネル別売上高

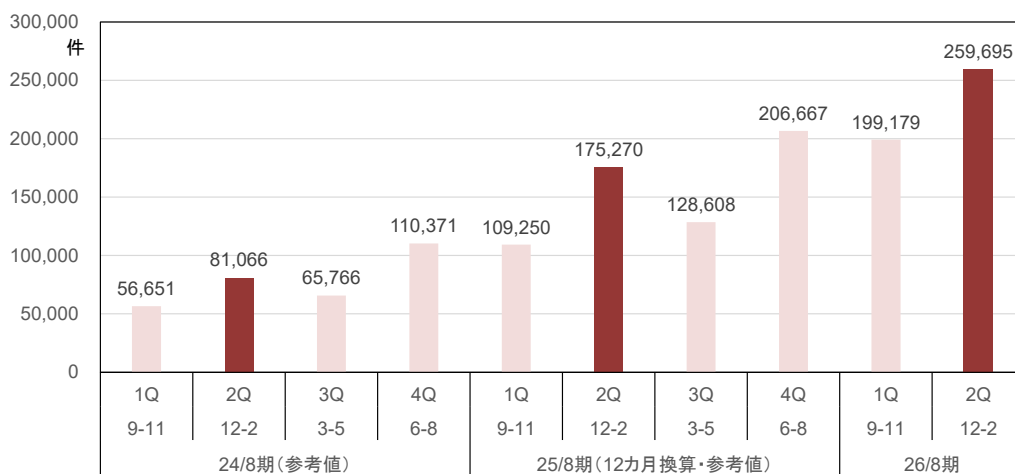
チャネル	25/8期 2Q (12-2月・参考値)		26/8期 2Q		
	金額	構成比	金額	構成比	前同比
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(%)
EC	4,436	78.9	6,689	71.2	50.8
直営店舗	714	12.7	1,757	18.7	2.4x
卸売・その他	472	8.4	948	10.1	2.0x
合計	5,623	100.0	9,395	100.0	67.1

- (注) 1. 25/8 期は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
 2. 端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
 3. 売上高の内訳は四半期別売上高構成比から証券リサーチセンターが算出した推計値
 (出所) 決算説明資料、FACT SHEET を基に証券リサーチセンター作成

同社が KPI として開示している四半期別の EC チャネル (自社 EC+他社 EC モール) における購入件数は 259,695 件 (前年同期比 48.2%増)、購入単価は 25,597 円 (同 0.3%増) となった (図表 10、図表 11)。なお、25/8 期 (12 カ月換算) には前年同期比で上昇していた購入単価が 26/8 期に入って頭打ちになっているように映るのは、24 年 9 月に行った値上げ効果が一巡したことが主因である。なお、「BAKUNE」については、高付加価値商品の投入等により平均単価が前年同期比で約 1,000 円上昇した (平均単価の金額は非開示)。

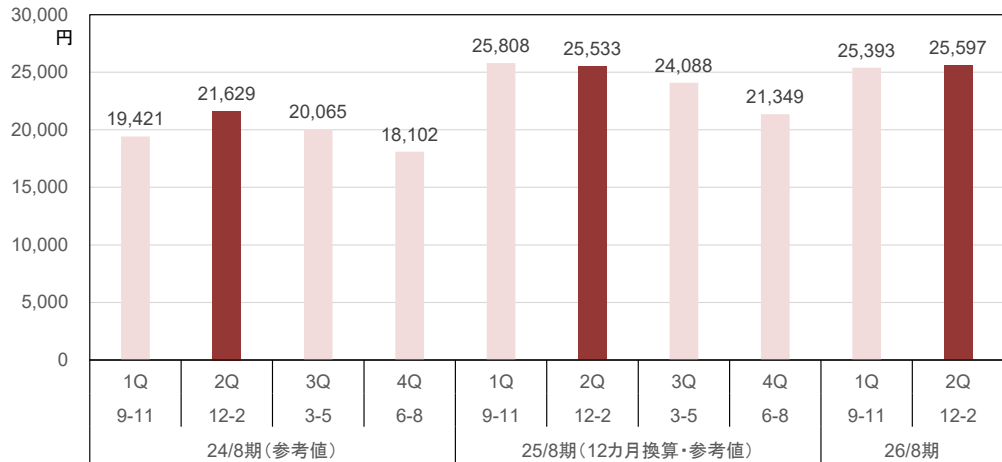
売上総利益率は 73.1%で、前年同期の 73.6%から 0.5%ポイント低下した。相対的に売上総利益率が低い卸売チャネルの売上構成比が前年同期の 8.4%から 10.1%へと高まったことが主因である。

【 図表 10 】 購入件数 (EC チャネル) の推移



- (注) 自社 EC および EC モールにおける延べ購入件数
 (出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】 購入単価 (EC チャネル) の推移



(注) 自社 EC および EC モールにおける売上高を延べ購入件数で除した数値
(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

(注7) 広告宣伝費 (売上連動) は、EC 売上に連動して増減する検索連動型広告、ディスプレイ広告等ならなるインターネット広告費用であり、変動費に区分される

販管費は 5,333 百万円で、前年同期比 57.6%増となった (図表 12)。対売上高比率では 56.8%となり、同 3.4%ポイント低下した。その最大の要因は人件費の対売上高比率が 11.2%から 7.3%と同 3.9%ポイント低下したことである。これは、決算期が 1 月から 8 月に変更されたことに伴い、前年同期の 1 月に計上された期末賞与が計上されなかった (26/8 期は 8 月に計上される) ことによるものである。なお、金額が大きい広告宣伝費 (売上連動^{注7}とブランド投資の合計) は全体で 2,508 百万円と同 68.1%増加したが、対売上高比率は 26.7%と同 0.2%ポイントの上昇にとどまっており、引き続き同社が売上高に応じて広告宣伝費全体をコントロールしていることがうかがえる。

【 図表 12 】 販管費の内訳

	25/8期2Q (参考値) (24/12-25/2)		26/8期 2Q (25/12-26/2)		前同比
	金額	対売上	金額	対売上	
販売費及び一般管理費	3,382	60.2	5,333	56.8	57.6
変動費	1,797	32.0	3,047	32.4	69.5
広告宣伝費 (売上連動)	943	16.8	1,674	17.8	77.5
荷造運賃	206	3.7	413	4.4	2.0x
その他変動費	647	11.5	959	10.2	48.1
準変動費	736	13.1	945	10.1	28.3
人件費	627	11.2	689	7.3	9.9
店舗関連費用	109	1.9	256	2.7	2.3x
戦略投資 (広告宣伝費 (ブランド) ・研究開発費)	558	9.9	871	9.3	56.2
固定費 (共通・コーポレート)	290	5.2	468	5.0	61.4
(再掲) 広告宣伝費 (売上連動+ブランド)	1,492	26.5	2,508	26.7	68.1

(注) 25/8 期は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
(出所) FACT SHEET を基に証券リサーチセンター作成

貸借対照表に目を転じると、26/8 期第 2 四半期末の棚卸資産は 5,130 百万円となった。25/8 期末の 1,882 百万円の 2.7 倍、26/8 期第 1 四半期末の 5,022 百万円からは 2.1%増の水準である。同社は、春夏商戦に向けた商材が 2 月に資産計上されたことと、販売機会損失を避けるために秋冬物の処分を急いでいないことの 2 点を第 1 四半期末比で棚卸資産が増えた要因として挙げており、現在の棚卸資産の水準は「健全」と同社は評価している。

棚卸資産は 26/8 期中間期売上高の 1.8 カ月分に相当する水準にある。有利子負債も 346 百万円とごく低水準である。一方、販売機会損失を避けるために 25/8 期末時点では低水準だった棚卸資産を積極的に積み増した(1,882 百万円→5,130 百万円)結果とはいえ、26/8 期中間期の営業キャッシュ・フローが 587 百万円のマイナスであった点と、2 月末の現金同等物が中間期売上高の 0.9 カ月分に相当する 2,458 百万円とやや手薄に映る点には一定の留意が必要であろう。

➤ 最近の変化

◆中期 PL ターゲットを新たに開示

同社は、26/8 第 2 四半期決算説明会時に、新たに中期 PL ターゲットを開示した(図表 13)。「『高成長×高収益』を維持しつつ、さらなる収益性向上を目指す」という基本的な方向性を示すとともに、中期ターゲットとして「売上高成長率 30%以上を継続・広告宣伝費控除後売上総利益率 50%程度を目指す・営業利益率 15%超を目指す」とした。

なお、「中期」の具体的な時期は明示されていないが、中西代表取締役社長は決算説明会の席において「3 年から 5 年後、2030 年前後をターゲットにしている」とコメントしている。

【 図表 13 】 中期 PL ターゲット

	重要視する指標	26/8期 修正会社予想	中期ターゲット
成長性	売上高成長率	70%	30%以上を継続
投資効率	広告宣伝費控除後 売上総利益率	40%超	50%程度を目指す
収益性	営業利益率	11.5%	15%超を目指す

(出所) 決算説明資料

> 今後の業績見通し**◆ 26年8月期会社計画が増額修正された**

26/8 期第 2 四半期業績を受けて、26/8 期の会社計画は増額修正された。新しい会社計画は、売上高 33,081 百万円（前年同期（24 年 9 月～25 年 8 月）比 70.6%増）、営業利益 3,804 百万円（同 67.1%増）、経常利益 3,791 百万円（同 68.6%増）、当期純利益 2,551 百万円（同 56.2%増）である（図表 14）。期初の会社計画からは、売上高で 18.0%、営業利益で 26.0%、それぞれ増額された。

会社計画に対する第 2 四半期業績までの進捗率は、売上高が 49.8%、営業利益が 57.6%であり、前年同期における売上高 49.8%、営業利益 54.2%をそれぞれ上回る進捗を示している。なお、会社側は、第 3 四半期に 2026 World Baseball Classic™大会への協賛費や関連するマーケティング費用、父の日・母の日商戦に向けた広告投資を見込んでいるため、下期の営業利益は第 4 四半期に大きく偏重するとの見通しを示している。

チャンネル別など、売上高の内訳の前提は開示されていない。商品ラインナップの充実、新規出店や 25/8 期中に出店した直営常設店舗の通期貢献、顧客ロイヤルティ向上施策の推進、テレビ CM などマスメーションの実行などにより増収を目指すという基本的な業績の考え方は期初から変わっていない。第 2 四半期までの実績が期初想定を上回ったことと足元までの販売が好調に推移していることなどを反映させて修正したとしている。

直営常設店舗の新規出店は通期で 5～10 店を想定している。第 3 四半期に入って 3 月 25 日に「TENTIAL 日本橋三越本店」、4 月 24 日に「TENTIAL 仙台パルコ」、4 月 25 日に「TENTIAL クオーツ心斎橋」を開店しており、これまでに 5 店舗を出店済みである。

売上総利益率は、卸売チャンネルの売上構成比上昇を見込んだことにより、前年同期比 0.1%ポイント低下の 72.8%を計画している。なお、同社では既に 26 年秋冬物までの原材料の調達を済ませているため、目下の原油価格上昇による 26/8 期業績への影響は限定的とみられる。

売上高販管費率は、前年同期比 0.1%ポイント上昇の 61.3%を計画している。大幅な増収を計画する中であって、若干ながら売上高販管費率が上昇する計画となっているのは、戦略投資に属するテレビ CM などのブランド広告費を大幅に積み増すことが主因である。

ただし、61.3%の売上高販管費率計画を期初計画の 62.1%と比較すると、0.8%ポイント改善する前提となっている。これは、期初時点では見込んでいなかった、他社 EC の運営に関する業務委託手数料率の見

直しが実現したことによるものである。

以上から、同社は営業利益を前年同期比 67.1%増、売上高営業利益率を同 0.2%ポイント低下の 11.5%と計画している。

【 図表 14 】 26 年 8 月期会社計画

(単位:百万円)

	25/8期 12カ月換算 (参考値)	26/8期 会社計画 (期初)		25/8期 2Q累計 (参考値)	26/8期 2Q累計
売上高	19,389	28,046	33,081	9,150	16,471
前期比	2.5x	44.6%	70.6%	2.6x	80.0%
E C	14,735	-	-	7,223	11,727
前期比	2.4x	-	-	2.5x	62.3%
直営店	2,874	-	-	1,169	2,837
前期比	2.8x	-	-	2.5x	2.4x
卸売その他	1,779	-	-	758	1,907
前期比	2.8x	-	-	2.8x	2.5x
売上総利益	14,141	20,446	24,076	6,715	11,982
売上総利益率	72.9%	72.9%	72.8%	73.4%	72.7%
前期比	2.6x	44.6%	70.2%	2.7x	78.4%
販売費及び一般管理費	11,865	17,425	20,272	5,481	9,792
販管費率	61.2%	62.1%	61.3%	59.9%	59.5%
前期比	2.5x	46.9%	70.8%	2.5x	78.6%
広告宣伝費	5,137	8,021	9,725	2,457	4,627
その他	6,727	9,403	10,547	3,024	5,164
営業利益	2,276	3,020	3,804	1,233	2,189
営業利益率	11.7%	10.8%	11.5%	13.5%	13.3%
前期比	3.5x	32.7%	67.1%	3.7x	77.5%
営業外収益	18	-	-	7	6
営業外費用	46	-	-	26	9
経常利益	2,248	3,007	3,791	1,215	2,186
当期純利益	1,633	2,054	2,551	940	1,531

- (注) 1. 25/8 期までの実績は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
 2. 端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
 3. 25/8 期までの売上高の内訳は四半期別売上高構成比から証券リサーチセンターが算出した推計値
 4. 販管費の会社予想の内訳は対売上高比率から証券リサーチセンターが算出した推計値

(出所) 半期報告書、決算説明資料、FACT SHEET を基に証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：26年8月期

証券リサーチセンターでは、26/8 期について売上高 33,740 百万円(前年同期比 74.0%増)、営業利益 3,820 百万円(同 67.8%増)、経常利益 3,810 百万円(同 69.5%増)、当期純利益 2,580 百万円(同 58.0%増)と予想した(図表 15)。第 2 四半期における売上高や販管費の進捗状況を踏まえて前回予想を見直し、結果的に今回の会社計画とほぼ同水準を予想した。予想のポイントは次の通りである。

【 図表 15 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	25/8期 12カ月換算 (参考値)	26/8期		27/8期		28/8期		
		今回 会社計画	前回 予想	今回 予想	前回 予想	今回 予想	前回 予想	
売上高	19,389	33,081	29,830	33,740	38,420	44,080	47,620	55,260
前期比	2.5x	70.6%	53.8%	74.0%	28.8%	30.6%	23.9%	25.4%
EC	14,736	-	21,990	23,940	29,230	31,140	37,010	39,090
前期比	2.4x	-	49.2%	62.5%	32.9%	30.1%	26.6%	25.5%
直営店舗	2,875	-	5,000	6,000	5,500	8,000	6,000	10,000
前期比	2.8x	-	73.9%	2.1x	10.0%	33.3%	9.1%	25.0%
卸売・その他	1,779	-	2,840	3,800	3,690	4,940	4,610	6,170
前期比	2.8x	-	59.6%	2.1x	29.9%	30.0%	24.9%	24.9%
売上総利益	14,141	24,076	21,740	24,560	28,000	32,090	34,710	40,220
売上総利益率	72.9%	72.8%	72.9%	72.8%	72.9%	72.8%	72.9%	72.8%
前期比	2.6x	70.3%	53.7%	73.7%	28.8%	30.7%	24.0%	25.3%
販売費及び一般管理費	11,866	20,272	17,940	20,740	22,950	26,900	28,260	33,140
販管費率	61.2%	61.3%	60.1%	61.5%	59.7%	61.0%	59.3%	60.0%
前期比	2.5x	70.8%	51.2%	74.8%	27.9%	29.7%	23.1%	23.2%
変動費	6,564	-	-	11,000	-	14,380	-	18,000
対売上高	33.9%	-	-	32.6%	-	32.6%	-	32.6%
前期比	2.5x	-	-	67.6%	-	30.7%	-	25.2%
準変動費	2,510	-	-	3,890	-	5,200	-	6,390
対売上高	12.9%	-	-	11.5%	-	11.8%	-	11.6%
前期比	2.3x	-	-	55.0%	-	33.7%	-	22.9%
戦略投資	1,625	-	-	3,830	-	4,900	-	5,990
対売上高	8.4%	-	-	11.4%	-	11.1%	-	10.8%
前期比	2.3x	-	-	2.4x	-	27.9%	-	22.2%
広告宣伝費(ブランド)	1,571	3,573	-	3,580	-	4,400	-	5,240
対売上高	8.1%	10.8%	-	10.6%	-	10.0%	-	9.5%
研究開発費	55	-	-	250	-	500	-	750
対売上高	0.3%	-	-	0.7%	-	1.1%	-	1.4%
固定費	1,167	-	-	2,020	-	2,420	-	2,760
対売上高	6.0%	-	-	6.0%	-	5.5%	-	5.0%
前期比	2.1x	-	-	11.0%	-	19.8%	-	14.0%
営業利益	2,276	3,804	3,800	3,820	5,050	5,190	6,450	7,080
営業利益率	11.7%	11.5%	12.7%	11.3%	13.1%	11.8%	13.5%	12.8%
前期比	3.5x	67.1%	66.9%	67.8%	32.9%	35.9%	27.7%	36.4%
営業外収益	18	-	10	10	10	10	10	10
営業外費用	46	-	20	20	20	20	20	20
経常利益	2,248	3,791	3,790	3,810	5,040	5,180	6,440	7,070
特別利益	0	-	0	0	0	0	0	0
特別損失	12	-	0	0	0	0	0	0
税引前当期純利益	2,236	3,791	3,790	3,810	5,040	5,180	6,440	7,070
当期純利益	1,633	2,551	2,580	2,580	3,430	3,500	4,380	4,780
K EC購入件数(件)	619,795	-	925,500	1,005,850	1,232,900	1,315,200	1,567,300	1,655,500
P 前期比	97.5%	-	49.3%	62.3%	33.2%	30.8%	27.1%	25.9%
I EC購入単価(円)	23,775	-	23,760	23,801	23,708	23,677	23,614	23,612
前期比	21.6%	-	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.3%

- (注) 1. 単体ベース
 2. 実績は決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
 3. 端数処理の関係で各数値の和が合計と一致しない場合がある
 4. 売上高および戦略投資の内訳は四半期売上高構成比から証券リサーチセンターが算出した推計値
 5. 売上総利益、販管費、広告宣伝費(ブランド)の会社予想は売上高構成比から証券リサーチセンターが算出した推計値
 (出所) 決算説明資料、FACT SHEET、証券リサーチセンター

- (1) EC売上高は、自社EC売上高と他社ECモールに区分し、それぞれ購入件数と購入単価を想定して予想を行った。購入件数は自社ECの新規顧客と他社ECモールについては広告宣伝費に応じて増える一方、自社EC既存顧客に関しては25/8期末の既存顧客63万人の一定割合が購入する想定とした。EC全体の購入件数は1,005,850件(前年同期比62.3%増)、購入単価については、一律値上げがないことを前提に23,801円(同0.1%増)と想定し、売上高を23,940百万円(同62.5%増)と予想した。
- (2) 直営店舗売上高は6,000百万円(前年同期比2.1倍)と予想した。5店舗の新規出店と前期に出店した新規店舗の通期寄与などを想定した。
- (3) 卸売・その他売上高は第2四半期までの売上基調が継続すると想定し、3,800百万円(前年同期比2.1倍)と予想した。
- (4) 売上総利益率は前年同期を0.1%ポイント下回る72.8%と予想した。為替変動や原材料高等の影響は発注数量増加による単価下げで吸収し、ほぼ前期並みの高水準を維持できると想定した。
- (5) 販管費の中で比重が大きいブランド広告費は、ほぼ会社計画並みの3,580百万円(前年同期比2.3倍)と予想した。このほか、直営店舗出店に伴う準変動費の増加等により、売上高販管費率は61.5%と、前年同期比0.3%ポイント上昇すると予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：27年8月期

27/8期について、売上高44,080百万円(前期比30.6%増)、営業利益5,190百万円(同35.9%増)、経常利益5,180百万円(同36.0%増)、当期純利益3,500百万円(同35.7%増)と予想した(図表15)。

- (1) 「BAKUNE」が主体の商品別売上高構成に大きな変化はないと想定した。
- (2) ECの購入件数は1,315,200件(前期比30.8%増)、購入単価については、一律値上げがないことを前提に23,677円(同0.5%低下)と想定し、売上高を31,140百万円(同30.1%増)と予想した。
- (3) 直営店舗売上高は8,000百万円(前期比33.3%増)と予想

した。5 店舗の新規出店と前期に出店した店舗の通期寄与などを想定した。

- (4) 卸売・その他売上高は EC 売上高に沿った成長を遂げると見て、4,940 百万円（前期比 30.0%増）と予想した。
- (5) 売上総利益率は前期と同水準の 72.8%とした。
- (6) ブランド広告費は 4,400 百万円（前期比 22.9%増）と予想した。中期 PL ターゲットの達成に向け、ブランドが認知されるとともに自然に流入してくる新規顧客が増えていくことが想定されるため、段階的にブランド広告費の対売上高比率を引き下げていくという考え方を同社が示していることを反映し、ブランド広告費の対売上高比率は前期比 0.6%ポイント低い 10.0%になると想定した。それに伴い、売上高販管費率は 61.0%と、同 0.5%ポイント低下すると予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：28 年 8 月期

28/8 期について、売上高 55,260 百万円（前期比 25.4%増）、営業利益 7,080 百万円（同 36.4%増）、経常利益 7,070 百万円（同 36.5%増）、当期純利益 4,780 百万円（同 36.6%増）と予想した（図表 15）。

- (1) 「BAKUNE」が主体の商品別売上高構成に大きな変化はないと想定した。
- (2) EC の購入件数は 1,655,500 件（前期比 25.9%増）、購入単価は 23,612 円（同 0.3%低下）と想定し、売上高を 39,090 百万円（同 25.5%増）と予想した。
- (3) 直営店舗売上高は 10,000 百万円（前期比 25.0%増）と予想した。5 店舗の新規出店と前期に出店した店舗の通期寄与などを想定した。
- (4) 卸売・その他売上高は EC 売上高に沿った成長を遂げると見て、6,170 百万円（前期比 24.9%増）と予想した。
- (5) 売上総利益率は前期と同水準の 72.8%とした。
- (6) ブランド広告費は 5,240 百万円（前期比 19.1%増）、対売上高比率は前期比 0.5%ポイント低い 9.5%と予想した。販管費全体では増収効果も加わることから売上高販管費率は 60.0%と、同 1.0%ポイント低下すると予想した。

> 投資に際しての留意点**◆ 特定商品への依存と競合激化**

「BAKUNE」は同社の25/8期(12カ月換算)売上高の86%を占めている。同社では今後も「BAKUNE」の拡販に努めるとともに新商品開発を継続的に行っていく計画だが、今後、新規参入や既存の競合他社との競争激化、市場成長の停滞などによって「BAKUNE」の売上高成長が鈍化した場合には、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定製造委託先への依存

同社は自社工場を持たず、販売する商品の製造は外部に委託している。製造委託先のうち、豊島(名古屋市中区)には「BAKUNE」を中心に、「SELFLAME[®]」を使用する商品の全ての製造を委託しており、25/8期(7カ月)では同社の仕入高4,057百万円の8割超が豊島からのものとなっている。製造委託は1年契約である取引基本契約に基づいており、期間満了の1カ月前までに双方のいずれかが申し入れを行わない限り、自動更新されることとなっている。

26年2月末時点で豊島は同社株式の3.31%を保有する第6位株主であるなど、同社と豊島の関係は良好であり、今後も上記契約を継続予定である。しかし、今後、何らかの理由で豊島の同社に対する営業施策に変化が生じたり、豊島の製造工場に不測の事態が起こったりした場合には、製品の調達に困難が生じ、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

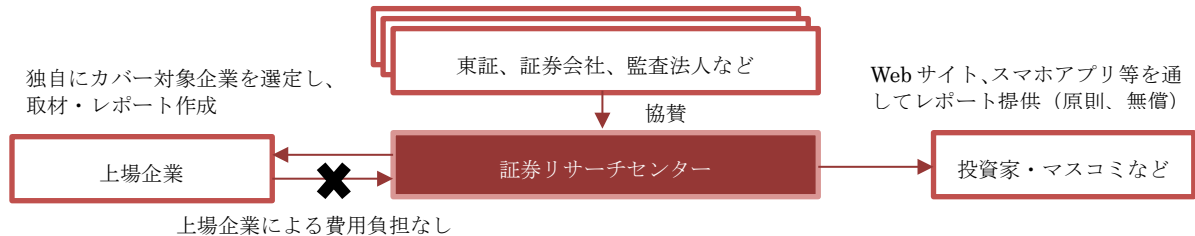
◆ 配当について

同社では株主への利益還元を重要な課題として認識しているものの、現在の同社は成長過程にあり、財務基盤を安定させるために内部留保の充実を図りつつ、事業の拡充や組織体制への投資に資金を充当していくことが株主への利益還元につながるかと考え、配当は実施していない。今後、財政状態、経営成績、キャッシュ・フローの状況を勘案して株主に対する利益還元策を実施していく考えだが、配当の実施時期などについては未定としている。

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

株式会社東京証券取引所	S M B C 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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		
日本証券業協会	公益社団法人日本証券アナリスト協会		

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所	証券会員制法人福岡証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会	
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム	

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。