

いちごグループホールディングス

(2337・JASDAQ スタンダード) 2012年9月25日

ファンドの収益性が着実に改善

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

主要指標 2012/9/21 現在

株価	9,040 円
年初来高値	10,220 円 (12/02/10)
年初来安値	8,410 円 (12/04/11)
発行済株式数	2,256,319 株
売買単位	1 株
時価総額	20,397 百万円
予想配当 (会社)	200 円
予想 EPS (アナリスト)	581.31 円
実績 PBR	0.78 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2012/02/08
アップデート	—

安定収益で固定費をカバーできる体制が確立

13/2期1Q(3-5月)の自己持分方式による営業利益は3.0億円(前年同期比2.7倍)。前年同期にファンド出資持分に関する減損損失を4億円強計上した反動、ファンド出資持分からのインカム配当の増加により大幅増益。AMフィー、賃貸収入、インカム配当など安定収益による固定費(販管費+支払利息)のカバー率は121.5%となり、安定収益で経常黒字を確保できる体制が確立。

通期の会社業績予想は据置き。売上高の進捗率が低いのは、下期に物件の売却を多く見込んでいるため。キャピタルゲイン・売却配当の予想は3億円と含み益の状況、良好な売却環境からみて保守的であり、業績の上方修正が期待できよう。

私募ファンド運用会社を取巻く外部環境は改善傾向

今春頃から海外投資家の日本の不動産に対する投資姿勢が積極化。欧州債務危機を受け欧米の投資家が欧州のアロケーションを日本などに振り向ける動きがみられる。当社が運営する私募ファンドのエクイティ投資家は海外年金基金など海外投資家が中心のため今後のファンド組成に向け、エクイティ資金の調達環境の好転は明るい材料。

問題は市場に流通する物件数が少ない状況が続いていること。良好なデットの調達環境は、国内外の投資家の投資意欲を高めている半面、市場に物件が放出されにくい状況を生んでいる。ただし、東京のオフィス市況は大規模オフィスの供給一巡により底打ち感が強まっており、売り手と買い手の価格目線が合いやすくなっていくとみられるところから、今後の不動産の流動性の本格回復に期待が持てよう。

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
2012/2	1Q(3-5月)	実績	7,837	90.9	181	-63.9	211	-50.4	105	-94.8	45.29
2013/2	1Q(3-5月)	実績	2,362	-69.9	335	84.9	307	45.5	264	2.5倍	118.48
2012/2	通期	実績	18,952	48.5	1,050	-22.3	979	-39.4	1,770	2.9倍	775.14
2013/2	通期	新・会社予想 (2012年7月発表)	2012年4月から変更なし								
		旧・会社予想 (2012年4月発表)	17,000	-10.3	1,500	42.9	1,200	22.5	1,000	-43.5	447.16
		新・アナリスト予想	16,000	-15.6	1,800	71.4	1,500	53.2	1,300	-26.6	581.31
		旧・アナリスト予想 (2012年2月発表)	15,000	-20.9	1,100	4.8	900	-8.1	800	-54.8	357.73
2014/2	通期	アナリスト予想	15,000	-6.3	2,000	11.1	1,700	13.3	1,500	15.4	670.75

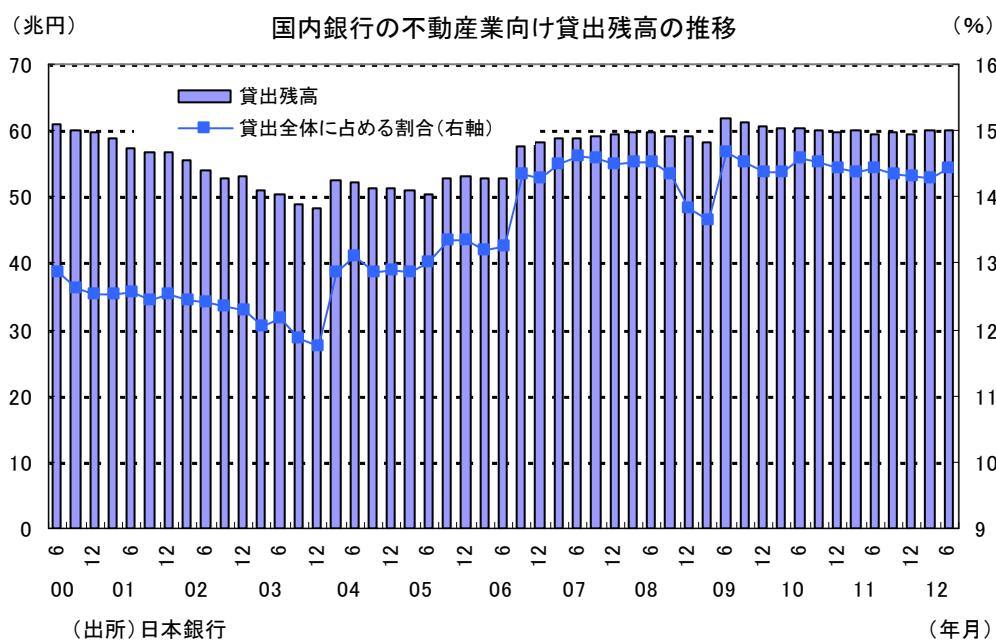
業 績

デットの調達環境
は極めて良好

● 経営環境解説

➤ 不動産投資市場

不動産投資市場において、デットの資金調達環境は、非常に良好。日銀の金融緩和政策の継続、企業の設備投資の低迷が続いていることによる金融機関の運用難を反映し、不動産融資姿勢は一段と緩和している。9月19日の日銀の金融政策決定会合で追加の金融緩和が決定したこともあり、今後も良好なデットの調達環境が継続しよう。



エクイティ資金の
調達環境も好転

エクイティ資金の調達についても、今春頃から海外投資家が本格的に日本の不動産への投資を再開し始めたことなどから好転しつつある。5月末にゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントが日本の不動産に1,000億円規模の投資を4年ぶりに再開すると公表したことがその象徴といえよう。7月にケネディクス（4321）がCMBS（商業用不動産ローン担保証券）のデフォルト案件である旧新生銀行本店の優先交渉権を取得したが（応札価格は2008年の取引価格の約半分の510億円と報じられている）、これもSPC（特別目的会社）に出資するのは長期投資を目的とする海外投資家1社である。

昨年3月の東日本大震災、原発事故を受け、海外投資家は様子見姿勢となつたが、原発事故が一定の収束をみせたことから放射能リスクを気にかける投資家はほとんどいなくなった。震災による建築物の被害は僅少にとどまり、日本の建築基準の厳しさが再確認されたことから、今後発生するといわれている東南海地震や首都直下型地震に対する懸念の声は特に聞かれない。

業 績

物件の供給不足が
続いているが、私
募ファンドの新規
組成は増加傾向

良好なデットの調達環境を受け、J-REIT、私募 REIT、私募ファンド、事業法人、個人富裕層、海外投資家とも不動産投資意欲は旺盛。最大の買い手である J-REIT は今年 4 月に 4 年ぶりに IPO（新規上場）が再開したほか、PO（公募増資）も活発であり、物件の取得力は高まっている。

一方、良好なデットの調達環境は、リファイナンスを容易にし、市場に優良物件が供給されない状況が続いている。償還期限を延長した私募ファンドではアモチ返済の進展により、最終処理をしてもレンダーの損失が発生しない案件が増えていると思われるが、金融機関がノンリコースローンの残高を維持したいためにリファイナンスを繰り返していると思われる。こうしたことによる物件の供給不足が新規の私募ファンド組成の阻害要因となっている。それでも、エクイティ投資家の投資意欲の回復傾向、メザニンローンのプレーヤーの増加傾向を受け、春頃から私募ファンドの新規組成は増加傾向にあり、リーマンショック以降、停滞していた私募ファンドの市場規模は緩やかに再拡大に向かいつつある。

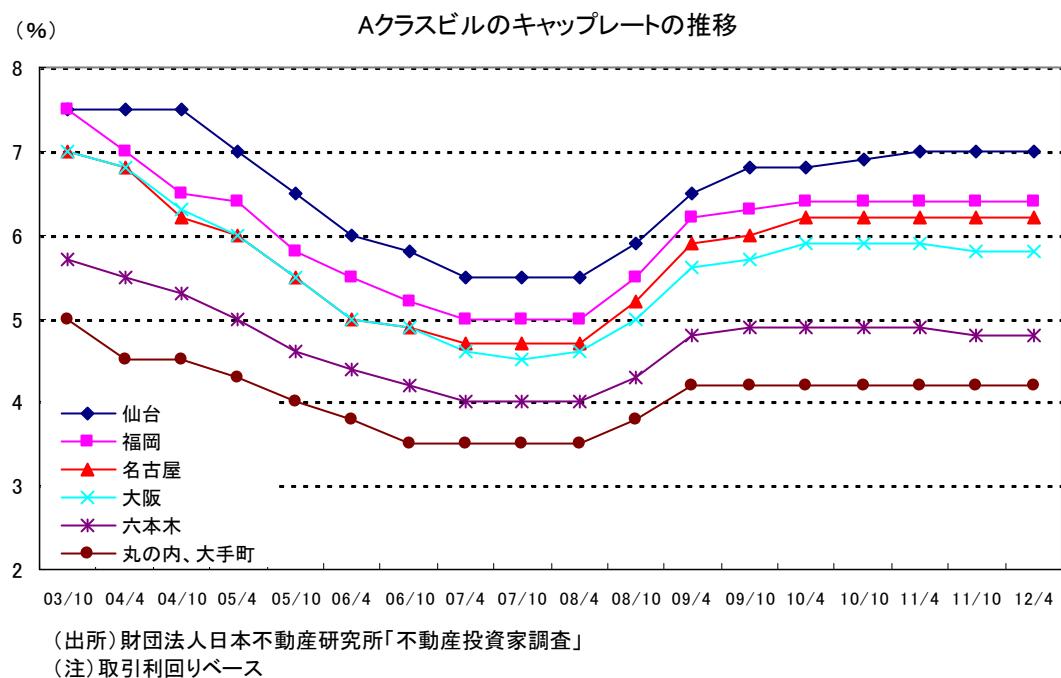
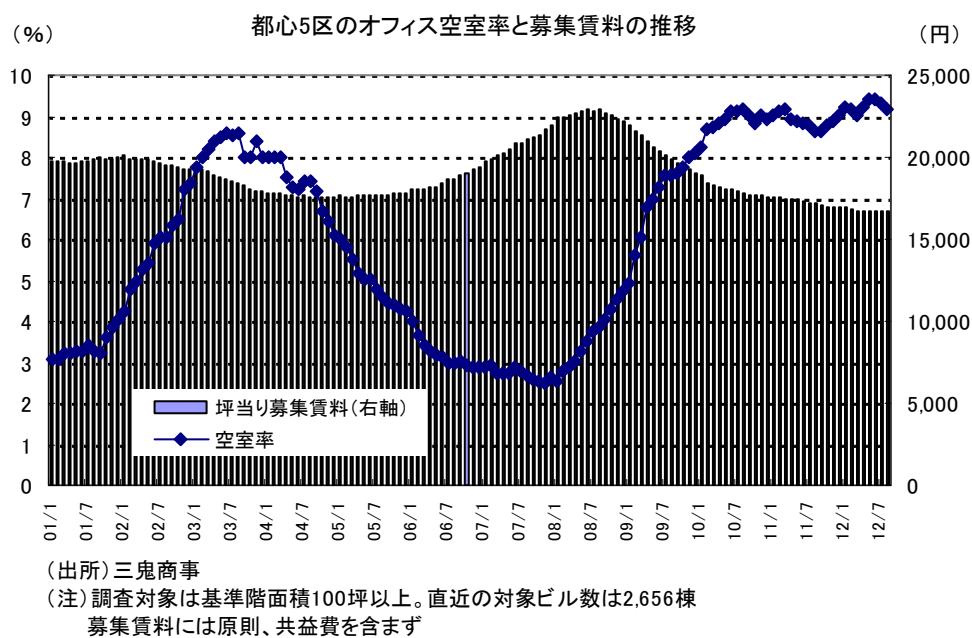
都心のオフィス市況は底打ちの兆し
が強まってきた

➤ 都心のオフィス市況

海外投資家が日本の不動産投資を本格再開し始めたのは、欧州債務危機を受け欧州のアロケーションを減らした分を、アジアなどに振り向けざるえないというグローバル・アロケーション上の要因が大きいとみられる。アジアの中では香港やシンガポールは既に不動産価格が高騰しており、イールドスプレッドからみた割安感、出遅れ感から東京やシドニー（豪州）に投資資金が向かっているようだ。

加えて、5 月の「JP タワー」（旧東京中央郵便局跡地再開発）の竣工・稼働などにより、2012 年問題といわれた東京の大規模オフィスの大量供給が峠を越え、都心のオフィスの稼働率、賃料の底入れ感が強まっており、不動産価格は底値圏との認識が広まっている。オフィス市況の底打ち感が明瞭になれば、売り手と買い手の価格目線が合いやすくなり、不動産の流動性が本格的に回復に向かうことが期待される。

今年後半のオフィス市況をリードするのは、震災を受け高まった企業の危機管理、省エネニーズに対応できる新築、築浅の S、A クラスオフィスとなるだろう。こうしたオフィスへのテナント移転に伴い発生する 2 次空室、3 次空室の影響が一巡すれば、当社が得意とする都心 B クラスオフィスの流動性も高まるだろう。



業績

1Q 決算は減損損失の剥落、インカム配当の増加が牽引し、順調な出足

1Q 決算で安定収益による固定費カバー率が 100% を超過

● 13/2 期 1Q (3-5 月) 業績解説

1Q 決算は、表記の通り大幅減収大幅増益。当社が 50% 以上出資する SPC 及び AM を受託している SPC (他社出資が単独で 50% 以上の場合を除く) については全て連結している。従って、売上高、営業利益、経常利益には他社出資持分が含まれている。当社では、実体を捉えやすいように、自己持分方式による P/L、B/S を Pro Forma として開示している。自己持分方式によると、売上高 17.3 億円 (前年同期比 13.0% 減)、営業利益 3.0 億円 (同 2.7 倍)、経常利益 2.7 億円 (同 94.4% 増)、純利益 2.6 億円 (同 2.5 倍)。減収となった主因は、前期までに海外企業投資の回収が進み投資残高がわずかになっていたことによる株式売却の減少。減収ながら、売上総利益は 10.7 億円 (同 32.6% 増)。株式売却益は減少したが、前年同期に他社が AM を行っている私募ファンドへのエクイティ出資に関する減損損失を 4 億円強計上した反動、ファンド出資持分からのインカム配当 (下表では不動産売却/配当に含まれる) の増加により増益となった。インカム配当の増加は、配当が止まっていた複数の案件に関し、稼働率改善やフリーレント明けなどにより配当が再開したことによる。1Q に不動産売却はなかった。

AM フィー、賃貸収入、インカム配当、施設管理収入 (ビルマネジメント収入) といった安定収益による固定費 (販管費+支払利息) のカバー率は 121.5% (12/2 期は 84.7%) と 100% を超過。期初の確定見込み額をベースにした通期想定 103.5% を大幅に上回るペース。安定的に経常黒字を確保する体制が確立したといえよう。

売上高、売上総利益の四半期推移(自己持分方式)

(単位)百万円

	11/2				12/2				13/2
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	2,691	1,474	2,129	1,548	1,996	1,493	2,494	1,944	1,736
不動産フィー収入	291	271	206	236	492	520	414	850	467
金融フィー収入	24	12	4	4	8	0	2	0	6
不動産賃料収入	446	434	449	463	437	457	432	438	468
不動産売却/配当	908	97	381	8	59	163	1,244	225	259
株式等売却/配当	594	196	694	408	596	▲ 2	1	19	15
施設管理収入	332	395	393	421	369	352	395	384	517
その他	96	69	2	8	35	4	5	28	4
売上総利益	1,074	770	911	985	809	939	1,057	1,021	1,073
不動産フィー収入	194	171	140	219	459	465	381	808	430
金融フィー収入	24	12	2	1	8	0	2	▲ 18	6
不動産賃料収入	297	255	241	249	249	260	222	236	254
不動産売却/配当	186	97	241	24	59	163	359	225	259
株式等売却/配当	490	175	506	384	408	▲ 2	1	19	15
施設管理収入	77	90	89	116	83	84	89	96	109
その他	▲ 194	▲ 30	▲ 308	▲ 8	▲ 456	▲ 32	3	▲ 347	0

(出所)会社資料をもとにTIW作成

(注)売上総利益のその他には、株式やエクイティ出資の減損、棚卸資産評価損を含む

業 績

健全な財務安定性
を維持

AUMは概ね横這いで推移しているが、
収益性の改善は進んでいる

自己持分方式による1Q末の自己資本比率は66.1%（前期末比2.8pt減）。系列REITのいちご不動産投資法人（8975）へのシード物件として「エムズスクエア」（千代田区神田錦町のオフィス）を当社が大半を出資するブリッジファンドを通じて先行取得したために有利子負債は18.3億円増加したものの、高水準を維持。自己資本比率の目標は40%以上としており、成長投資（新規ファンド組成の際のセイムボード出資など）の余力は充分に確保されている。

長期借入金比率は12/2期末79.3%（同21.7pt増）と12/2期に長短バランスが負債圧縮、良好なデットの調達環境により大幅に改善。1Q末も79.8%（同0.5pt増）と高水準を維持しており、財務の安定性は高い。

1Q末のAUM（運用資産残高）は、3,745億円（前期末比51億円減）とほぼ横ばい。164億円を売却し、111億円を取得した。

売却した物件は、償還期限を延長しティーが止まっていた開発用地や都内の小規模オフィスなど4～5物件だったもよう、AMティーはわずか4ベーシスポイント（年換算のティー収入約600万円）にとどまっていた。

一方、取得した物件は、水戸の大型商業施設（テナントは大手家電量販店）70億円強、都心のオフィス20億円、「エムズスクエア」20億円など。AMティーは18ベーシスポイント（年換算ティー収入約2,000万円）。水戸の商業施設はエクイティ投資家の組替えを行ったレスキュー的な案件で、AMティー自体は低いが、国内大手信託銀行がメインアレンジャーとして業務の相当部分を受け持つことやシングルテナントのため手間がかからず一定の収益性を確保している。「エムズスクエア」は、いちご不動産投資法人へのシード物件としてブリッジファンドが取得。ブリッジファンドは、レバレッジをかけず当社がエクイティ21.1億円の大半を出資したほか、いちご不動産投資法人が2,000万円を出資し、優先交渉権を確保。実際、8月末に優先交渉権行使し、21.3億円で取得した（AUMには中立）。

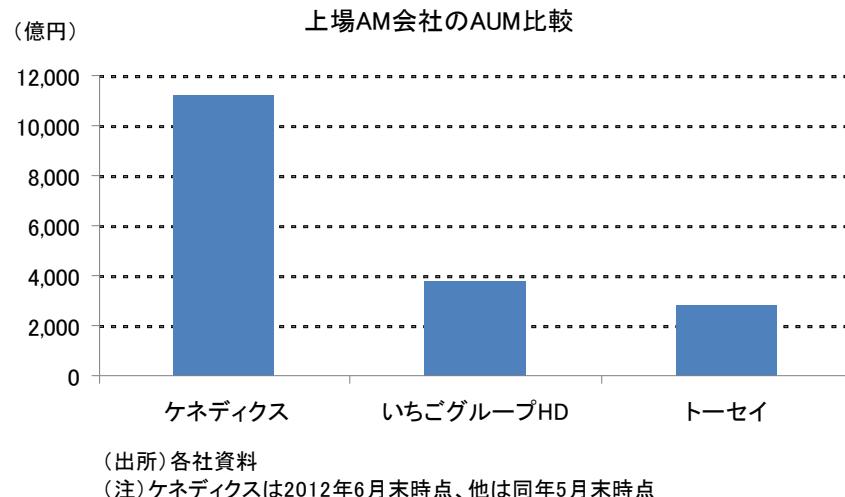
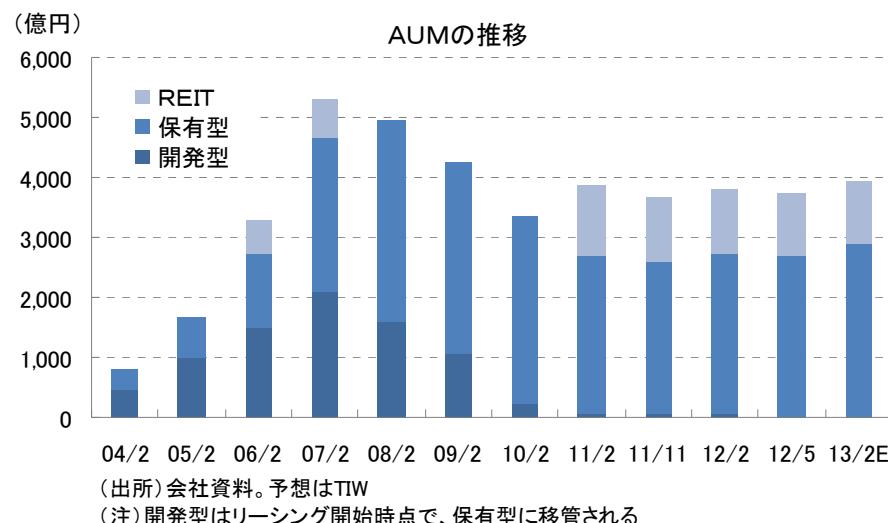
このような資産入替に加え、償還期限延長によりティー収入が止まっていた案件でもリファイナンスを繰り返す中でアモチ返済の進展によりティーが復活したりしているため、ファンドの収益性は徐々に高まっている。1Q末時点のAMティー料率は、REIT約1,100億円が65ベーシスポイント、私募ファンド約2,700億円が約30ベーシスポイントとなっている。私募ファンドのうち約800億円が10～20ベーシスポイントの低料率になっている。

業 績

**13/2 期末の AUM
は、4,000 億円弱
の計画**

13/2 期末の AUM の計画は期初から変わらず 4,000 億円弱（12/2 期末は 3,796 億円）。800～900 億円を新規取得し、700 億円程度を外部売却する想定。13/2 期で低採算の私募ファンドの処理は峠を越える見込み。尚、12/2 期は新規取得（仕組替 62 億円を含む）が 638 億円（ほかに REIT 合併による増加が 234 億円）、売却が 636 億円（ほかに REIT 合併時の時価評価による評価減が 293 億円）だった。

AUM を大きく伸ばすには、新規の私募ファンド組成に加え、いちご不動産投資法人の P0 が待たれる。いちご不動産投資法人の PBR は 0.6 倍強にとどまっており、P0 には投資口価格の上昇が必要。過去の高金利の借入の借換えに伴う支払利息の削減などにより分配金の向上を図る。現在、議論が進んでいる J-REIT の自己投資口取得解禁にも期待したい。



業績

13/2期業績は
インカム配当の
増加と減損損失が
牽引見込み

● 13/2期業績予想

13/2期会社業績予想は、期初予想が据置かれている。2Q 累計（3-8月）業績予想の開示は行っていない。不動産売却のタイミングにより業績は大きな影響を受けることによる。自己持分法式による13/2期会社業績予想は、売上高130億円（前期比64%増）、営業利益14億円（同46.8%増）、経常利益12億円（同35.7%増）、純利益10億円（同43.5%減）。

売上総利益は45億円（前期比17.6%増）の予想で、内訳は次頁の表の通り。株式売却益は見込んでいない。不動産ファイー収入の減少を見込んでいるのは、前期にいちご不動産投資法人とFCレジデンシャル投資法人の合併に伴うアップフロントファイーが計上された反動。AMファイーはファンドの収益性改善により漸増見込み。主な増益要因は、1Q 決算と同様、不動産インカム配当の増加と減損損失の減少。インカム配当は前期の3.8億円→12億円に大幅増を見込んでいる。1Q 同様の理由による。減損損失は前期の8億円強→3億円に減少する想定。純利益が10億円（同43.5%減）と大幅減益予想となっているのは、前期に関連会社だったCIAMの株式売却による売却益11.7億円を特別利益に計上した反動による。

キャピタルゲインの
予想は保守的で業
績は上方修正の可
能性が高いだろう

通期業績予想には不動産のキャピタルゲイン、売却配当を3億円見込んでいる（前期は4.2億円）。1Q末時点で保有不動産（棚卸資産、固定資産）及びファンド出資持分に80.5億円の含み益があり（保有不動産に23.8億円、ファンド出資持分に56.7億円）、含み益の状況、良好な売却環境からみて、キャピタルゲイン、売却配当の予想は保守的過ぎよう。尚、8月29日にいちご不動産投資法人は、当社が大半を出資するブリッジファンドから「エムズスクエア」を21.3億円で取得すると発表したが、これに伴う売却益はほとんどない。また、保有不動産の含み益の多くは前期末に固定資産に振替えた70億円に多く含まれているとみられ、固定資産を売却した場合、売却益は特別利益に計上されるが、TIW業績予想では織り込まなかった。

14/2期も安定収
益は着実に拡大し
よう

● 14/2期業績予想

14/2期業績は、保有不動産やファンド出資持分の売却益の多寡で振れる面はあるが、新規ファンド組成によるAMファイーなどの増加によりベースとなる安定収益は着実に拡大しよう。今後の注目点は、新規のファンド組成の進捗、いちご不動産投資法人のP0のタイミングといえよう。当社がバランスシートで保有している物件にはREITの投資適格物件はあまりないようだが、運用する私募ファンドからの移管、ブリッジファンドの活用によりP0時の取得物件を確保しよう。

業 績

自己持分方式による業績推移

(単位)百万円

	10/2	11/2	12/2	13/2E
売上高	14,127	7,842	7,927	13,000
不動産フリー収入	1,638	1,004	2,276	na
金融フリー収入	403	44	10	na
不動産賃料収入	2,206	1,792	1,764	na
不動産売却/配当	2,084	1,394	1,691	na
株式等売却/配当	6,113	1,892	614	na
施設管理収入	0	1,541	1,500	na
その他	1,679	175	72	na
売上総利益	4,342	3,740	3,826	4,500
不動産フリー収入	1,271	724	2,113	1,900
金融フリー収入	386	39	▲ 8	na
不動産賃料収入	1,348	1,042	967	1,000
不動産売却/配当	848	548	806	1,500
株式等売却/配当	1,394	1,555	426	0
施設管理収入	0	372	352	480
その他	▲ 906	▲ 540	▲ 832	▲ 300
販管費	3,012	2,603	2,871	3,100
営業利益	1,330	1,137	954	1,400
営業外損益	▲ 535	265	▲ 70	▲ 200
経常利益	795	1,402	884	1,200
特別損益	1,380	1,273	997	▲ 40
税引前利益	2,175	2,675	1,881	1,170
税金等	79	42	159	170
少数株主損益	289	2,013	▲ 48	0
純利益	1,807	620	1,770	1,000

(出所)会社資料、会社ヒアリング。予想は会社

(注)売上総利益のその他には、株式やエクイティ出資の減損

棚卸資産評価損を含む

予想数字は端数をラウンドしている箇所あり

特　記　事　項

5期ぶりに復配へ

13/2 期末に 08/2 期以来となる復配を実施予定。1 株当たり 200 円の予想。12/2 期は、海外資産売却によるキャッシュインがあったこと、PBR が 1 倍を大きく下回っていたことから、株主還元として自社株買いを行ったが（当社の発行済株式数は、財務リストラの過程で第三者割当増資を実施したため過剰になっている）、資産リストラ、収益構造改革の進展により、キャピタルゲインに依存せずに運用事業を主体とした安定収益で黒字を確保する体制が構築できたことを受け、13/2 期は復配することにした。

7月に機能強化を目的にしてグループ企業を再編

7月1日付けでグループの機能強化を目的とした組織再編を実施。下表のように連結子会社を合併させた。注目点は、REIT の運用会社と私募ファンドの運用会社を統合させたこと。同様の事例として、2011年10月に野村不動産グループが REIT や私募ファンドの運用会社 3 社を統合させたことがある。統合の目的は、①グループ全体としてのソーシング力の強化、②私募ファンドのエクイティ投資家の募集強化。①に関しては、単純な売り物件が少ない中、M&A の手法を使った物件の取得、開発・バリューアップ機能をソーシングに生かすことなどで複雑な案件に取組み、競争優位性を高めたい考え。REIT と私募ファンド間の利益相反が問題となるが、取得検討物件の竣工年次の偶数、奇数によってどちらに先に優先検討機会を与えるかを決めるというローテンション・ルールを設け、利益相反を回避する。この手法は野村不動産グループの運用会社の統合の際にとられたものと同様。

いちご地所に関しては、従来の個人向けの小型物件や底地案件の取扱いに加え、REIT のウエアハウジング機能（物件収益の安定化や取得時期の調整のため REIT が取得する前にスポンサー会社が直接またはブッリジファンドを組成して先行取得すること）を持たず考え。

連結子会社合併の概要

事業内容	旧社名	合併新会社名
私募ファンド運用事業	いちご不動産投資顧問	いちご不動産投資顧問
J-REIT資産運用事業	いちごリートマネジメント	
不動産事業（小型物件、底地等）	いちご地所	いちご地所
不動産・金融ソリューション事業	いちごソリューションズ	

(出所)会社資料をもとにTIW作成

当社所属の三宅宏実選手がロンドンオリンピックで銀メダルを獲得

7月から開催されたロンドンオリンピックにおいて、当社所属の三宅 宏実選手が、ウエイトリフティング女子 48kg 級で銀メダルを獲得した。

一般消費者向けのビジネスではないため、宣伝効果による直接のメリットは考えにくいが、知名度向上が当社やいちご不動産投資法人の個人株主、個人投資主の増加につながることを期待したい。



			2010/2	2011/2	2012/2	2013/2 予 (アナリスト)
株価推移	株価（年間高値）	円	16,100	14,000	11,110	-
	株価（年間安値）	円	5,000	7,750	6,650	-
	月間平均出来高	株	419,778	197,987	54,686	-
業績推移	売上高	百万円	21,112	12,760	18,952	16,000
	営業利益	百万円	1,108	1,351	1,050	1,800
	経常利益	百万円	573	1,616	979	1,500
	当期純利益	百万円	1,807	620	1,770	1,300
	E P S	円	1,771.74	317.64	775.14	581.31
	R O E	%	12.4	2.7	6.9	4.9
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	88,897	87,215	65,824	-
	固定資産合計	百万円	11,369	11,438	16,346	-
	資産合計	百万円	100,268	98,653	82,170	-
	流動負債合計	百万円	49,877	35,417	13,902	-
	固定負債合計	百万円	26,867	35,463	40,080	-
	負債合計	百万円	76,745	70,881	53,982	-
	株主資本合計	百万円	20,695	25,644	26,584	-
	純資産合計	百万円	23,523	27,771	28,187	-
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	7,170	4,094	2,127	-
	投資活動によるCF	百万円	3,135	2,889	2,808	-
	財務活動によるCF	百万円	-14,733	-5,078	-5,480	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	10,728	12,343	9,438	-

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

● 事業に関するリスク

- 不動産投資市場における物件供給が少ない状況が続き、不動産ファンドの組成が進まない恐れ。
- 系列のいちご不動産投資法人の投資口価格が低迷し、PO ができないと AUM の拡大や、物件抛出、物件仲介などに伴う収益獲得の阻害要因となる。
- レスキューAM の受託機会の一巡。
- 不動産ファンドのパフォーマンスの低迷や他の AM 会社との競合により、AM フィーなど各種手数料の価格競争が一段と強まる可能性。
- オフィスマーケットでは東日本大震災後、テナントの耐震、防災に対する意識が強まり、S、A クラスビルを選好する動きになっている。同社の AUM には B クラスビルが多く、こうした流れの中で競争力が低下する可能性がある。
- 不動産市況や国内外の株式市場の下落により、自己勘定の不動産投資、企業投資の回収が遅れたり、キャピタルロス、追加の評価損が発生する恐れ。ただし、過去の投資案件の回収は進展しており、このリスクは小さくなっている。
- 大地震の発生などの自然災害や火災等により、自己勘定やファンドで保有する物件が損壊する恐れ。
- 支配株主であるいちごトラストが将来的に、株式を売却する可能性。あるいは、完全子会社化し、上場廃止となる可能性。

業 界 に 関 す る リ ス ク

● 業界に関するリスク

- 欧州債務危機、日中関係悪化、円高などによる景気悪化によりオフィス市況の回復が遅れる恐れ。
- 欧州債務危機などを受け、金融機関の不動産融資姿勢が再び厳格化し、不動産の流動性の低下、不動産価格の下落を招く恐れ。
- 少子高齢化、労働者人口の減少による長期的なオフィス需要、住宅需要の減退。
- 金利上昇は、支払利息の増加につながるだけでなく、キャップレート上昇を通じ不動産価格の下落要因となりうる。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQ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、大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、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（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、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大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、大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、大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大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、大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、大阪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.ose.or.jp/jasdaq/5578>