

|| 企業調査レポート ||

## インテリックス

8940 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2022 年 2 月 18 日 (金)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2022年5月期第2四半期累計業績の概要	01
2. 2022年5月期業績の見通し	01
3. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み	02
■ 事業概要	03
1. 事業セグメントの内容	03
2. 同社の強み	07
■ 業績動向	08
1. 2022年5月期第2四半期累計業績の概要	08
2. 事業セグメント別動向	10
3. 財務状況と経営指標	14
■ 今後の見通し	15
1. 2022年5月期業績の見通し	15
2. リノベーションマンション市場の中長期見通し	18
3. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み	20
■ 株主還元策	25

## ■ 要約

### 省エネリノベーション「ECOCUBE」の拡販を差別化戦略とし、 2027年5月に経常利益32億円を目指す

インテリックス<8940>は中古マンションをリノベーション（再生）してから販売するリノベーションマンション事業の先駆者の企業で業界最大手。また、新規事業として2016年5月期にアセットシェアリング事業（不動産小口化販売）、2017年5月期にリースバック事業をそれぞれ開始したほか、2019年からは子会社で中古不動産物件の売主直販プラットフォーム「FLIE」の運営も開始している。

#### 1. 2022年5月期第2四半期累計業績の概要

2022年5月期第2四半期累計（2021年6月-11月）の連結業績は売上高で前年同期比18.7%減の17,089百万円、経常利益で同2.5%増の400百万円となった。売上高はリノヴェックスマンション販売件数が前年同期比23.6%減の569件と落ち込んだことにより減収となったが、旺盛な需要を背景に売上総利益率が上昇したほか、リースバック物件の不動産信託受益権を売却（1,843百万円）したことなどにより増益を確保した。

#### 2. 2022年5月期業績の見通し

2022年5月期の連結業績は売上高で前期比5.3%増の43,234百万円、経常利益で同47.9%減の1,004百万円と期初計画を据え置いた。売上高はリノヴェックスマンション販売の進捗率が低いことから下振れする公算が大きいものの、利益面では下期もリースバック物件の不動産信託受益権の売却を予定しているほか、その他収益不動産物件の販売を見込んでいること、並びに販管費が計画を下回りそうなことから会社計画の達成は可能と弊社では見ている。なお、通期で減益計画となっているのは、2021年5月期下期に好採算の不動産物件を売却した反動減によるものとなっている。

要約

### 3. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み

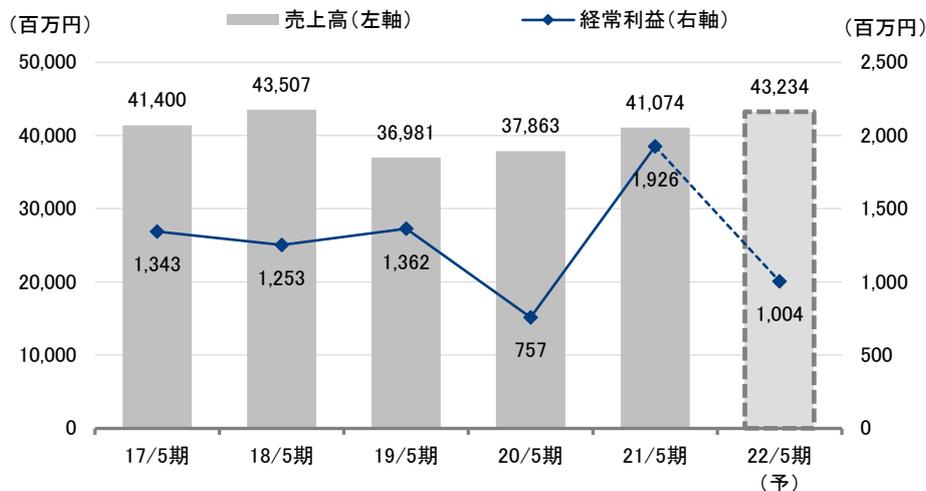
同社は2022年4月の東証市場区分見直しに伴い、プライム市場を選択した。ただ、現状はプライム市場の上場維持基準に対して、「流通株式時価総額（100億円）」の基準を充たしていない※。このため、同社では2022年7月に発表予定の中期経営計画に沿った業績向上、並びにコーポレートガバナンスの充実、IR活動の強化に取り組むことで時価総額の向上を図り、上場維持基準を達成していく方針を明らかにしている。なかでも重要なポイントは業績向上となるが、同社は2027年5月期に経常利益で32億円を目標に掲げている。ソリューション事業分野（アセット事業、リースバック事業、アセットシェアリング事業）を安定収益基盤としながら、主力のリノベーション事業分野で収益を拡大していく戦略だ。成長をけん引する商品として、業界初となる省エネルギー省エネリノベーション「ECOCUBE（エコキューブ）」の普及・拡販を積極的に進めていく計画だ。高付加価値商品である「ECOCUBE」の拡販により、リノヴェックスマンションの平均販売単価並びに売上総利益率の上昇も見込んでいる。親会社株主に帰属する当期純利益の目標を達成すれば、過去5年間の平均PER（約9倍）で換算した場合、流通時価総額基準をクリアする計算となる。また、同社の1株当たり純資産は1,300円台でPBRは0.45倍台と同業他社と比較して低位に推移している。ここ数年、収益が伸び悩んでいることが一因と見られるが、今後「ECOCUBE」の拡販により再成長の道筋が明確になってくれば、バリュエーションの水準訂正も進むものと弊社では考えている。

※ 2022年1月21日時点の株価で計算すると、時価総額 53 億円 × 流通株式比率 51.6% = 27 億円。

#### Key Points

- ・ 2022年5月期第2四半期累計業績は減収ながらも利益率の改善等により期初計画を上回る増益に
- ・ 2022年5月期業績は売上高の下振れ懸念があるものの、利益ベースでは期初計画を確保する見通し
- ・ 省エネルギー省エネリノベーション「ECOCUBE」を差別化商品として拡販し、2027年5月期に経常利益32億円を目指す

#### 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

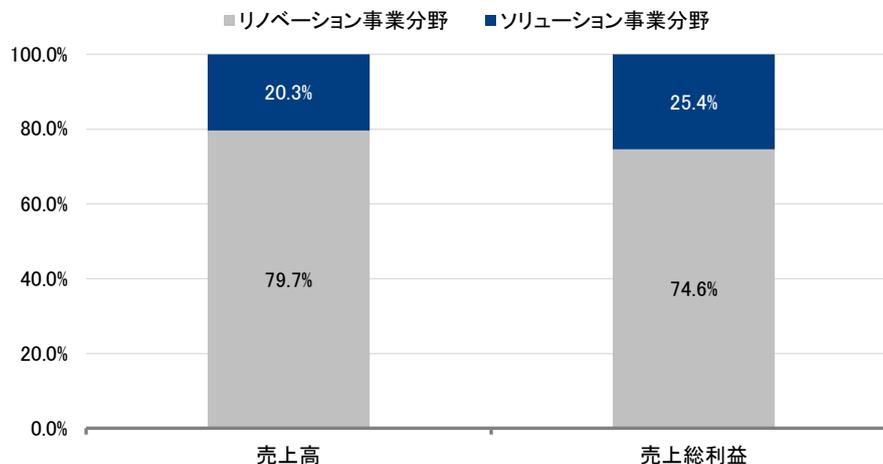
## ■ 事業概要

### リノベーション事業分野を軸に、 リースバック事業やアセットシェアリング事業等の ソリューション事業分野へと展開

#### 1. 事業セグメントの内容

同社は中古マンションを戸別に仕入れ、リノベーション（再生）した後に再販するリノベーション事業分野とソリューション事業分野を展開している。従来は「中古マンション再生流通事業」と「その他不動産事業」で区分していたが、リースバック事業やアセットシェアリング事業等の不動産を活用したソリューション関連事業の拡大、及びリノベーション内装事業やホテル等の宿泊事業など不動産事業から派生したサービス事業の展開に伴い、2022年5月期から事業実態に則した事業区分に見直した。主には従来、その他不動産事業に計上していたリノベーション内装事業をリノベーション事業分野に移管した格好となっている。2022年5月期第2四半期累計の事業別構成比で見ると、リノベーション事業分野が売上高の79.7%、売上総利益の74.6%を占めている。

事業セグメント別構成比(2022年5月期第2四半期累計)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

#### (1) リノベーション事業分野

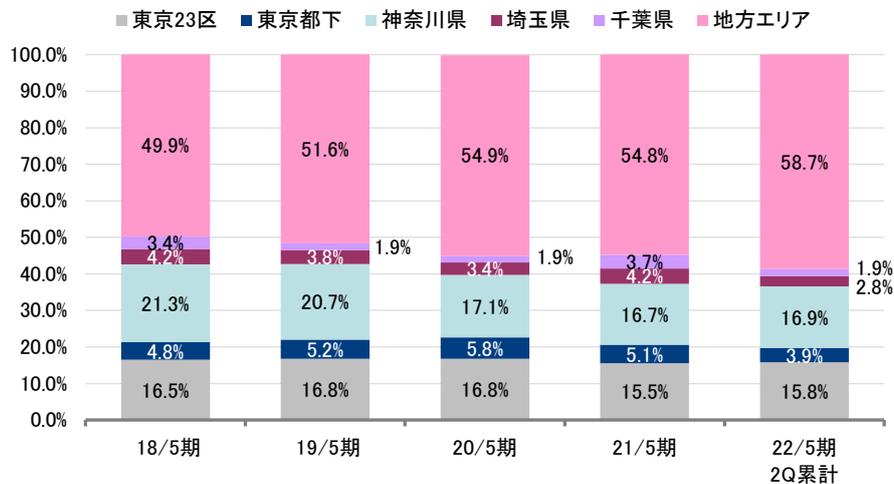
リノベーション事業分野には、リノヴェックスマンション・戸建の再生販売・賃貸・仲介事業のほか、リノベーション内装事業、FLIE（不動産売買プラットフォーム）事業が含まれており、売上高の約95%をリノヴェックスマンション販売が占めている。

事業概要

リノベーションマンション販売の事業の流れとしては、不動産仲介会社からの情報をもとに仕入れた物件に対し、子会社の(株)インテリックス空間設計で最適なリノベーションプランを作成、内装工事を施したうえで不動産仲介会社等を通じて販売する(直近は直接仕入販売も開始している)。同社は物件を仕入れてから販売までの事業期間を経営管理指標として重視し、120日程度を目安として、これよりも期間が長くなるようであれば販売価格を調整して早期に売り切ることを基本方針としている。販売在庫の滞留期間が長期化すれば、収益性が低下するリスクも上昇するためだ。売上総利益率では12~13%を適正水準として事業運営を行っている。また、内装工事に関してはインテリックス空間設計より協力会社に外注している。

販売エリアは首都圏からスタートし、2013年以降は地方主要都市(札幌、仙台、名古屋、京都、大阪、広島、福岡)に段階的に進出してきた。首都圏では大手不動産販売会社を含めて参入企業が増加し競争が激化しているが、地方ではリノベーションマンションを手掛ける企業が少なかったこともあり着実に市場を開拓し、2022年5月期第2四半期累計における販売件数比率は58.7%となっている。同社は、全国に分譲マンションのストック数が2020年時点で675.3万戸あり、うち首都圏で半分程度を占めていることから、首都圏と地方の販売比率は同等程度が適正水準と考えており、今後は首都圏でも後述する「ECOCUBE」の拡販によって巻き返しを図り、構成比率を5割程度の水準まで引き上げていく戦略だ。

エリア別販売件数構成比



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノベーションマンション内装事業は、リノベーションマンションを販売する同業他社のほか一般個人からの工事も請負っている。戸別のマンション内装工事に関してはノウハウが必要なため、大手不動産販売会社を含めて同業他社からの引き合いは多く、同事業の売上の約7割が法人向けとなっている

(2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野には、その他の収益不動産(一棟、土地等)の開発・販売・賃貸・管理・仲介事業のほか、新築分譲マンションの開発・販売事業、リースバック事業、アセットシェアリング事業、ホテル等の宿泊事業が含まれる。

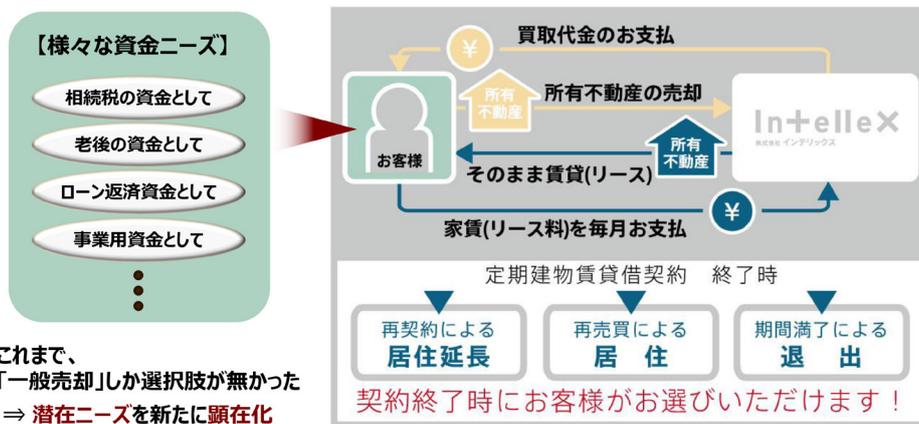
## 事業概要

## a) リースバック事業

リースバック事業とは、ユーザーから所有不動産を同社が買い取ると同時に、定期建物賃貸借契約（2年間）を新たに結び、そのまま賃貸（リース）するサービスで2017年5月期より開始した。契約期間を迎えるとユーザーは再契約し居住を延長するか退出、もしくは当該不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。相続税資金や老後の資金、ローン返済資金などまとまった資金が必要となった際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なことから、ここ数年で市場が拡大している。

## リースバック事業の仕組み

- 『売却しても、住み続けられる』 新たな選択肢を提供
- ▶ リースバック商品「**安住売却(あんばい)**」を展開



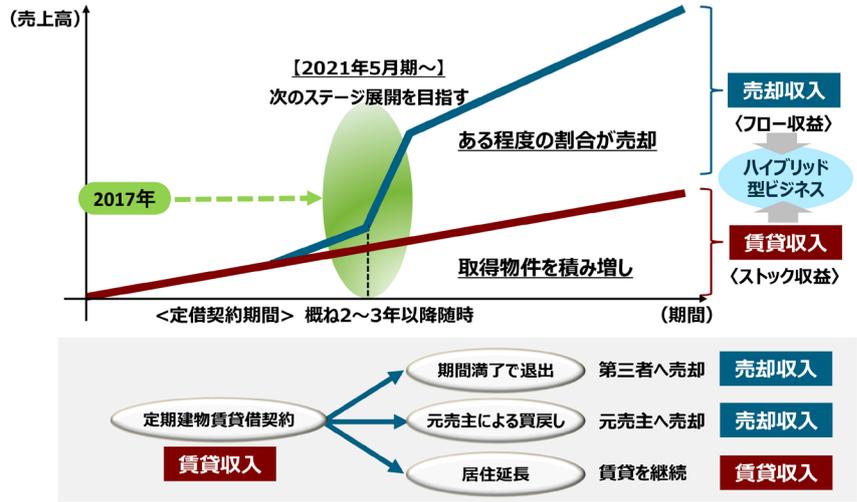
出所：決算説明資料より掲載

売上高としては、物件取得の際の契約手数料や賃料収入のほか、物件を売却した際の販売収入が計上されることになる。一方、費用面では物件取得時の取得税、登記費用のほか、減価償却費も計上するため、物件取得から一定期間は費用が先行するが、物件売却時には減価償却が進んでいるため利益率が高くなるビジネスモデルになっていることが特徴だ。賃貸料（年利回りで6～7%）が定期的に入ってくるため、買取件数を拡大することでストック収益を積み上げ、売却時にフロー収益を獲得していくことになる。なお、販売については、戸別で販売する場合と複数戸をまとめて不動産信託受益権としてファンドに売却するケースがある。

事業概要

リースバック事業の収益化推進

- リースバック事業は、  
取得物件を積み増すことで、**中長期的に大きな収益を伸ばす構造**



出所：決算説明資料より掲載

リースバック事業は2013年にAnd Doホールディングス<3457>が業界に先駆けて開始し、現在はファイナンス会社も含めて参入企業が増えているものの、同社では大手不動産会社（センチュリー21・ジャパン<8898>等）との連携も強化しながら仕入・販売ルートを広げ、事業を拡大していく戦略となっている。

b) アセットシェアリング事業

アセットシェアリング事業とは、不動産特定共同事業法（通称：不特法）のうち「任意組合型」の活用による不動産小口化商品の販売事業を指す。同商品の特長として、新築・中古を問わず良質な不動産物件を、共同所有により1口100万円単位で取得可能なこと、共同所有することで空室・滞納リスクを分散でき、安定収益が期待できること、相続・贈与用資産として資産評価の大幅な圧縮が可能なこと、などが挙げられる。

不動産物件の管理については、主に子会社の（株）インテリックスプロパティで行っている。グループ全体としては小口化販売によるフロー収益に加えて、任意組合の理事長フィーやプロパティマネジメントによるストック収益が得られることになる。一方、投資家の期待収益率としては、分配予定利回り※で3%以上を目安に商品を組成していく方針となっている。

※ 賃料収入から実際に発生する経費（管理費等）を控除した年間収入÷投資額

同事業では青山財産ネットワークス<8929>やFPG<7148>など先行する事業者もあるが、同社は不動産業者としてこれまで構築してきたネットワークやノウハウを生かすことで、新築・中古物件、住宅用から商業用まで多様な商品を開発できることが強みとなる。販売チャネルについてはセミナーの開催や自社Webサイト、税理士をはじめとした土業ルート、金融機関等の様々なチャネルを通じて販売している。

## 事業概要

アセットシェアリング事業（不動産小口化商品の販売事業）の仕組み

- 不動産特定共同事業法（通称：不特法）任意組合型の活用により、不動産小口化投資商品「アセットシェアリング」シリーズを販売



## ■ アセットシェアリングの特長

- 1 少額で不動産投資**  
 良質な実物不動産を共同所有により、一口100万円単位で取得可能
- 2 安定収益と一括運営管理**  
 共同所有により空室・滞納リスクを分散し安定収益。手間かからず一括で運営管理
- 3 相続・贈与対策**  
 贈与・相続用資産として、資産評価の圧縮、一般的不動産と異なり均等分割が容易

出所：決算説明資料より掲載

## 迅速な仕入れ体制と独自開発した リノベーションに関する施工ノウハウが強み

### 2. 同社の強み

リノベーション事業分野における同社の強みは、第1に採算が見込める優良物件を迅速に仕入れる体制を構築していることが挙げられる。不動産仲介会社から寄せられる売却物件情報に関して、同社では1～2日で担当者が現場の状況を確認し、最終的な仕入れの判断を行っている。大手不動産会社であれば、仕入れ判断に通常1週間程度の時間がかかると言われており、同じタイミングで売却物件情報を入手した場合には、同業他社よりも先に優良物件を仕入れることが可能となる。ただ、首都圏においてはここ数年で大手デベロッパーも含めて中古マンション市場に参入する企業が増え、従来のように優良物件を適正価格で仕入れることが難しくなってきたことから、直接売主から仕入れる体制についても強化し始めている。

#### 事業概要

第2の強みとして、マンションの戸別リノベーションにおいて独自開発した施工ノウハウを確立していることが挙げられる。マンションの戸別リノベーションでは、戸建住宅と比較して近隣住戸への配慮が必要となるため、短期間での施工や騒音・振動対策が求められる。同社はこうした課題を解決する方法として、これまで手掛けてきた数多くのリノベーション施工の経験をもとに、マンションに特化したリノベーション工法を確立している。躯体への穴あけやビス打ちを最小限にとどめる静音施工に加えて、給水・給湯を一ヶ所に集めたヘッダー配管を採用するなどインフラ設備や下地をシステム化することによる施工品質の均質化並びに、その後のメンテナンス作業も含めた効率化を実現しており、マンションリノベーションならではの工法を確立している。さらに、マンションの場合は電気配線や水道、ガス管など生活インフラ部分を共有しているため、工事際にはその取扱いに十分注意する必要がある。同社はこうしたマンションのリノベーションにおける施工マニュアルを作成し、施工を行う協力会社のサービス品質の維持向上に努めている。同社の施工技術は業界でも高く評価されており、同業他社からもリノベーション施工を数多く請負っている。

#### マンションリノベーション工法



静音施工

出所：会社ホームページより掲載



ヘッダー配管

## 業績動向

### 2022年5月期第2四半期累計業績は減収ながらも利益率の改善等により期初計画を上回る増益に

#### 1. 2022年5月期第2四半期累計業績の概要

2022年5月期第2四半期累計の連結業績は、売上高で前年同期比18.7%減の17,089百万円、営業利益で同3.7%増の560百万円、経常利益で同2.5%増の400百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益で同6.6%増の242百万円と減収増益となり、第2四半期累計としては3年ぶりの減収となったものの、各利益は2年連続で増益となった。

## 業績動向

## 2022年5月期第2四半期連結業績

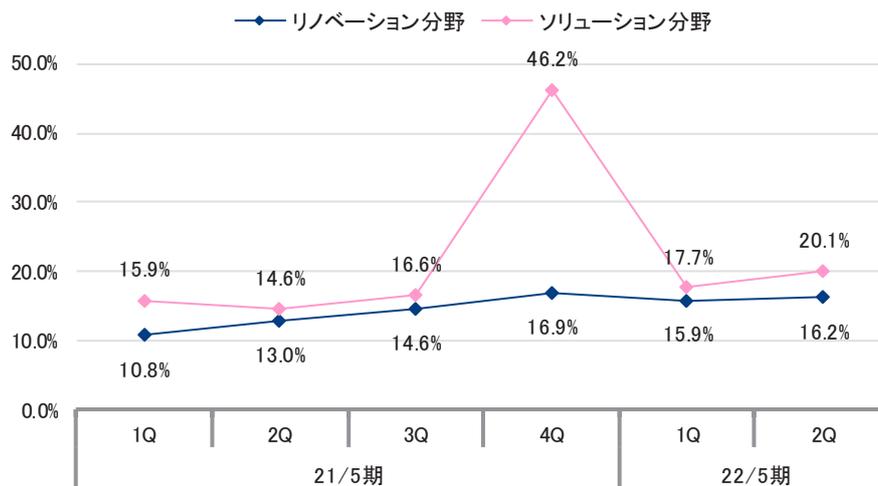
(単位：百万円)

	21/5期2Q累計		会社計画	22/5期2Q累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	21,031	-	19,350	17,089	-	-18.7%	-11.7%
売上総利益	2,769	13.2%	2,978	2,926	17.1%	5.7%	-1.7%
販管費	2,229	10.6%	2,561	2,365	13.8%	6.1%	-7.6%
営業利益	540	2.6%	417	560	3.3%	3.7%	34.2%
経常利益	390	1.9%	274	400	2.3%	2.5%	45.7%
特別損益	21	0.1%	-	-22	-0.1%	-	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	227	1.1%	180	242	1.4%	6.6%	34.1%
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数(件)	745	-	666	569	-	-23.6%	-14.6%
販売額(百万円)	16,725	79.5%	15,011	12,896	75.5%	-22.9%	-14.1%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

売上高はリースバック物件の不動産信託受益権売却(売上高1,843百万円)があったものの、リノヴェックスマンションの販売件数が前年同期比23.6%減の569件、販売額が同22.9%減の12,896百万円と落ち込んだことが減収要因となった。一方で、売上総利益率が前年同期の13.2%から17.1%に上昇し、売上総利益は同5.7%増益となった。リノヴェックスマンション販売の利益率が前年同期の12.1%から16.0%に上昇したほか、不動産信託受益権の売却によりソリューション事業分野における物件販売の利益率も同様に14.8%から18.3%に上昇したことによる。販管費が新規事業への投資費用増により前年同期比6.1%増加したものの、売上総利益の増加で吸収し営業利益は増益を確保した。

## 物件販売の売上総利益率



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 業績動向

期初計画比で見ると、売上高はリノヴェックスマンション販売の計画未達により 11.7% 下回ったが、営業利益は 34.2% 上回った。リノヴェックスマンションの販売状況自体は好調であるため、売上総利益率が期初計画の 15.4% に対して 17.1% となり、売上総利益では概ね計画通りに進捗したことに加えて、販管費が期初計画に対して 7.6% 下回ったことが要因だ。期初段階で増加要因として見込んでいた人件費と新規事業関連費用がそれぞれ計画を下回ったほか、リノヴェックスマンション販売減に伴う販売手数料の減少が販管費の下振れ要因となっている。なお、2022年5月期第2四半期末の従業員数は320名で前年同期末比横ばい、前期末比では5名減となっている。期初段階では通期ベースで前期末比46名の増員を計画していた。

## リノヴェックスマンションは販売が落ち込むも、仕入件数については増加に転じる

### 2. 事業セグメント別動向

#### (1) リノベーション事業分野

リノベーション事業分野の売上高は前年同期比 23.1% 減の 13,613 百万円、営業利益は同 9.4% 増の 679 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売の売上高はリノヴェックスマンションの販売件数減少により同 24.8% 減の 12,773 百万円となり、賃貸収入は同 20.7% 減の 75 百万円、その他収入（主にリノベーション内装工事）は同 25.2% 増の 765 百万円となった。また、利益率は上昇したものの売上総利益は前年同期比 0.4% 減の 2,182 百万円となったが、販売手数料の減少等により営業利益ベースでは増益となっている。

#### リノベーション事業分野の業績

(単位：百万円)

	売上高			売上総利益		
	21/5 期 2Q 累計	22/5 期 2Q 累計	増減率	21/5 期 2Q 累計	22/5 期 2Q 累計	増減率
物件販売	16,996	12,773	-24.8%	2,048	2,047	-0.1%
賃貸収入	94	75	-20.7%	66	54	-18.0%
その他収入	611	765	25.2%	75	80	6.3%
合計	17,702	13,613	-23.1%	2,190	2,182	-0.4%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションの販売件数は前年同期比 23.6% 減の 569 件と 3 年ぶりに減少に転じた。2020 年春以降、新型コロナウイルス感染症の拡大（以下、コロナ禍）によって中古マンションの流通物件が少なくなったことで、前期の仕入件数が減少したため、販売件数が落ち込む要因となった。ただ、需要は引き続き旺盛だったため、販売そのものは順調で売上総利益率は上昇した。

# インテリックス | 2022年2月18日(金)

8940 東証1部 | <https://www.intellex.co.jp/company/ir/>

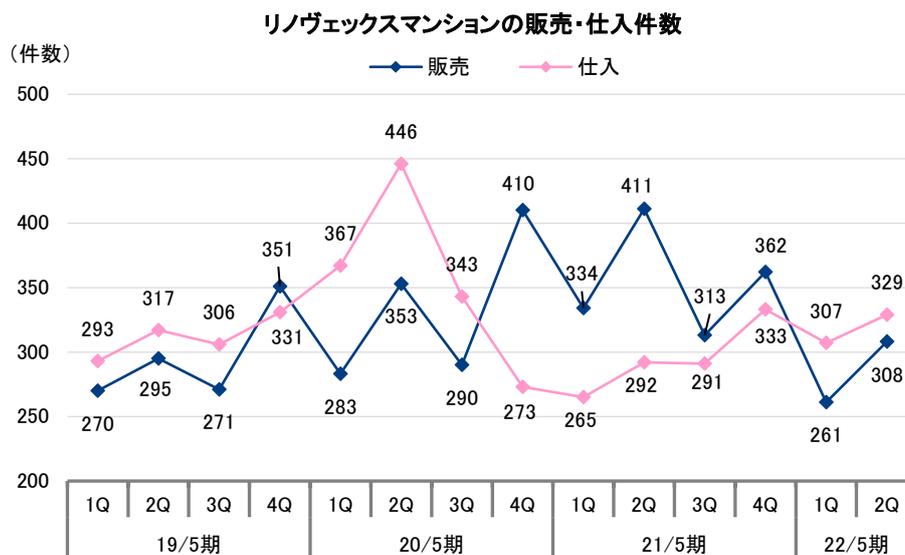
## 業績動向

仕入件数については前年同期比 14.2% 増の 636 件と 2 年ぶりに増加に転じた。平均仕入単価も同 10.4% 上昇するなど、タイトな需給環境が続いていることを反映して 4 年ぶりに上昇に転じている。エリア別では首都圏が同 12.7% 増の 276 件、地方エリアが同 15.4% 増の 360 件とそれぞれ増加に転じているが、2 年前の水準と比較するとまだ低く、依然流通物件の少ない状況が続いていることがうかがえる。なお、拠点別で増減率にバラつきがあるが、属人的な要因によるところが大きく、同社では拠点長の異動を行うなど機動的に体制を見直すことで仕入件数の増加に取り組んでいる。

### エリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

	仕入件数				販売件数			
	20/5期 2Q累計	21/5期 2Q累計	22/5期 2Q累計	前年同期比	20/5期 2Q累計	21/5期 2Q累計	22/5期 2Q累計	前年同期比
首都圏	355	245	276	12.7%	298	326	235	-27.9%
東京	208	114	139	21.9%	137	150	112	-25.3%
神奈川	111	100	115	15.0%	125	129	96	-25.6%
埼玉	29	23	12	-47.8%	21	34	16	-52.9%
千葉	7	8	10	25.0%	15	13	11	-15.4%
地方エリア	458	312	360	15.4%	338	419	334	-20.3%
札幌	86	63	77	22.2%	56	70	55	-21.4%
仙台	47	39	48	23.1%	33	34	46	35.3%
名古屋	101	58	44	-24.1%	90	78	51	-34.6%
大阪	133	95	99	4.2%	89	142	93	-34.5%
広島	19	15	15	0.0%	20	20	21	5.0%
福岡	72	42	77	83.3%	50	75	68	-9.3%
合計	813	557	636	14.2%	636	745	569	-23.6%
合計金額(百万円)	12,200	7,500	9,500	27.3%	14,773	16,725	12,896	-22.9%
平均価格(百万円)	14.8	13.5	14.9	10.4%	23.2	22.4	22.7	1.0%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

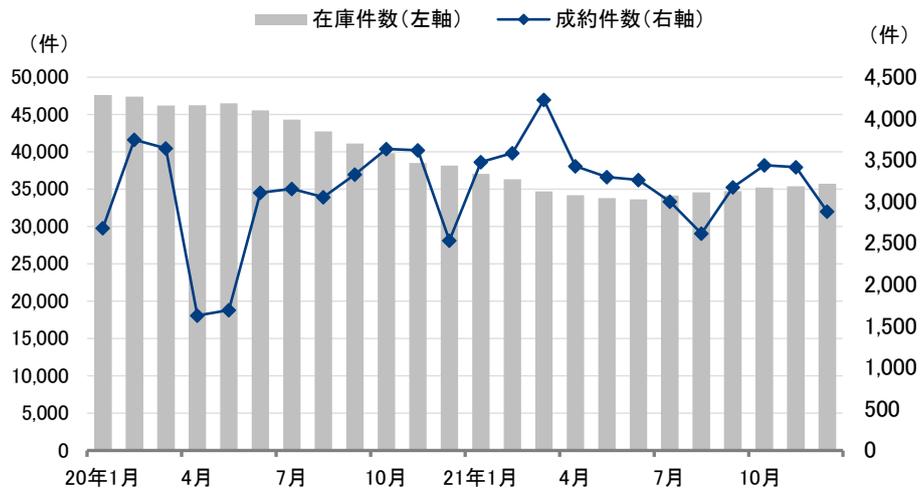


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

同期間（2021年6月-11月）における首都圏の中古マンション業界動向については、成約件数は前年同期比5.0%減の18,911件と減少に転じている。在庫件数は2021年12月時点で3.5万件とやや増加の兆しが見え始めているが、コロナ禍前の水準（2021年3月）と比較するとまだ2割程度少ない状況にあり、当面の需給はタイトな状況が続くものと見込まれる。

首都圏の中古マンション成約・在庫件数

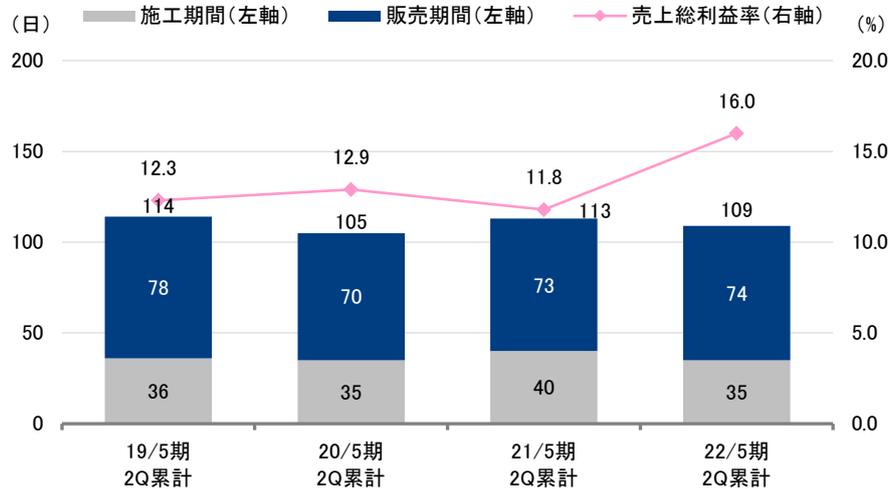


出所：(公財)東日本不動産流通機構データよりフィスコ作成

なお、リノヴェックスマンション販売の売上総利益率に影響を与える事業期間については、2022年5月期第2四半期累計では109日となり、前年同期の113日から4日間短縮した。前年同期はコロナ禍の影響で一部値引き販売を実施した影響で売上総利益率も低下したが、2022年5月期第2四半期累計では販売が順調に進んだことで売上総利益率も上昇に転じている。なお、ウッドショックやコロナ禍に起因した資材不足・価格上昇による影響は軽微に止まった。

## 業績動向

## リノベーションマンションの事業期間と売上総利益率



※ 21/5期 2Q累計以降の売上総利益率はリノベーション事業分野の物件販売  
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

その他収入については、リノベーション需要の拡大を背景とした内装工事の受注増加が主な増収要因となっている。リノベーション内装工事の売上高は、前年同期比 28.5% 増の 740 百万円となっている。

## (2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野の売上高は前年同期比 4.4% 増の 3,475 百万円、営業利益は同 20.1% 増の 302 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売の売上高が収益物件の売却やリースバック事業の不動産信託受益権売却により、同 4.4% 増の 2,895 百万円となったほか、賃料収入が同 6.0% 増の 485 百万円、ホテル等の宿泊事業を中心としたその他収入が同 2.1% 減の 94 百万円となった。また、売上総利益は物件販売の利益率上昇やホテル等の宿泊事業の損失縮小等によって、同 28.5% 増の 744 百万円と 2 ケタ増益となっている。

## ソリューション事業分野の業績

(単位：百万円)

	売上高			売上総利益		
	21/5期 2Q累計	22/5期 2Q累計	増減率	21/5期 2Q累計	22/5期 2Q累計	増減率
物件販売	2,774	2,895	4.4%	410	529	29.2%
賃貸収入	458	485	6.0%	229	249	8.4%
その他収入	96	94	-2.1%	-61	-34	-
合計	3,328	3,475	4.4%	578	744	28.5%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

#### 業績動向

リースバック事業の収益状況について見ると、不動産信託受益権売却\*による売上高が1,843百万円（前年同期比0.5億円減）、物件売却収入が470百万円（同0.5億円減）、賃貸収入が190百万円（同0.3億円減）となっている。不動産信託受益権については帳簿価格が1,533百万円だったため、約3億円の利益貢献があったと見られる。また、2022年5月期第2四半期末におけるリースバック物件の保有状況については、流動化を実施したことにより件数で前期末比35件減少の352件、保有総額で同8億円減少の45億円となった。ただ、仕入件数については前年同期末比14%増と順調に増加している。今後もリースバック事業については積極的な物件仕入と流動化によるオフバランス化によって、資金効率の向上と財務体質の強化を図り、安定収益基盤としていく戦略となっている。

\* 2021年8月にリースバック物件88件の信託受益権を合同会社あんぱいLB2号に譲渡し、オフバランス化した。

## 積極的な仕入活動により総資産が増加

### 3. 財務状況と経営指標

2022年5月期第2四半期末の総資産は前期末比1,980百万円増加の38,276百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が2,180百万円減少した一方で、たな卸資産が5,379百万円増加した。たな卸資産の内訳を見ると、通常物件が24億円増加の110億円、賃貸物件が29億円増加の77億円となっている。一方、固定資産では、長期保有収益物件が流動資産への振替えによって同10億円減少の126億円となった。収益不動産物件を合計すると前期末比43億円増加の313億円となっている。

負債合計は前期末比1,876百万円減少の26,586百万円となった。未払法人税等が673百万円、匿名組合出資預り金が259百万円それぞれ減少した一方で、有利子負債が3,143百万円増加した。また、純資産合計は前期末比103百万円増加の11,689百万円となった。配当金205百万円の支出があった一方で、親会社株主に帰属する四半期純利益242百万円を計上したほか、自己株式の処分による66百万円が増加要因となった。

経営指標を見ると、有利子負債残高の増加により、自己資本比率が前期末の31.9%から30.5%に低下し、有利子負債比率が179.2%から204.4%に上昇している。有利子負債については事業拡大のための資金調達手段となるが、最近ではクラウドファンディングも活用するなど、資金調達の多様化にも取り組んでいるほか、リースバック事業などソリューション事業分野の育成により、資産効率の向上にも取り組んでいく方針となっている。このため、中長期的には財務体質も向上していくものと予想される。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期 2Q	増減
流動資産	25,101	28,327	20,559	23,932	3,373
(現金及び預金)	5,500	4,947	6,215	4,034	-2,180
(たな卸資産)	18,648	22,918	13,642	19,022	5,379
固定資産	11,654	10,269	15,736	14,343	-1,393
総資産	36,756	38,596	36,296	38,276	1,980
流動負債	14,863	17,698	15,610	15,578	-32
固定負債	11,229	10,262	9,098	11,007	1,908
負債合計	26,093	27,961	24,709	26,586	1,876
(有利子負債)	23,879	24,924	20,750	23,894	3,143
純資産合計	10,663	10,635	11,586	11,689	103
(安全性)					
自己資本比率	29.0%	27.5%	31.9%	30.5%	-1.4pt
有利子負債比率	224.3%	234.7%	179.1%	204.4%	25.3pt

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2022年5月期業績は売上高の下振れ懸念があるものの、利益ベースでは期初計画を確保する見通し

#### 1. 2022年5月期業績の見通し

2022年5月期の連結業績は、売上高が前期比5.3%増の43,234百万円、営業利益が同40.9%減の1,283百万円、経常利益が同47.9%減の1,004百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同38.9%減の689百万円と期初計画を据え置いている。売上高についてはリノヴェックスマンションの販売計画1,400件の達成が厳しいことから、下振れする可能性が高いものの、利益面では売上総利益率の改善と販管費の下振れにより計画を確保できるものと弊社では見ている。

販管費については主に人件費の増加で140百万円、新規事業や新商品に関連した先行投資費用で280百万円の増加を見込んでいたが、このうち人件費については当初の増員計画(46名増)を下回る可能性が高いことから、増加幅も小幅にとどまるものと予想される。一方、新規事業や新商品に関連した費用については下期に積極的に投下していく予定となっている。なお、前期比で減益となるのは2021年5月期下期に計上した好採算の不動産物件の売却利益が無くなることと、販管費の増加が主な要因となっている。

**インテリックス** | 2022年2月18日(金)  
 8940 東証1部 | <https://www.intellex.co.jp/company/ir/>

今後の見通し

**2022年5月期連結業績見通し**

(単位：百万円)

	21/5期		上期(実績)		22/5期		前期比
	通期(実績)	対売上比	上期(実績)	下期(差引)	通期(計画)	対売上比	
売上高	41,074	-	17,089	26,144	43,234	-	5.3%
売上総利益	6,991	17.0%	2,926	3,626	6,553	15.2%	-6.3%
販管費	4,820	11.7%	2,365	2,903	5,269	12.2%	9.3%
営業利益	2,170	5.3%	560	722	1,283	3.0%	-40.9%
経常利益	1,926	4.7%	400	603	1,004	2.3%	-47.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,127	2.7%	242	446	689	1.6%	-38.9%
1株当たり当期純利益(円)	131.88	-	28.19	51.63	79.82	-	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

**事業別業績見通し**

(単位：百万円)

	21/5期		上期(実績)		22/5期		前期比
	通期(実績)	対売上比	上期(実績)	下期(差引)	通期(計画)	対売上比	
物件販売	38,422	93.5%	15,668	24,664	40,332	93.3%	5.0%
(リノヴェックスマンション)	31,299	76.2%	12,773	18,507	31,280	72.4%	-0.1%
(その他不動産)	7,122	17.3%	2,895	6,156	9,052	20.9%	27.1%
賃貸収入	1,058	2.6%	561	372	933	2.2%	-11.8%
その他収入	1,592	3.9%	859	1,109	1,968	4.6%	23.5%
(リノベーション内装工事)	1,307	3.2%	740	780	1,520	3.5%	16.3%
売上高合計	41,074	100.0%	17,089	26,145	43,234	100.0%	5.3%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

**(1) リノヴェックスマンション販売**

リノヴェックスマンションについては、販売件数で前期比1.4%減の1,400件、販売額で同0.1%減の31,280百万円と前期並みの水準を見込んでいる。ただ、既述のとおり第2四半期累計では計画を97件下回る569件にとどまっており、仕入件数増加に伴い下期の販売件数が上向くとは言え、過去のトレンドなどを参考にすると通期では1,250～1,300件程度に落ち着くものと弊社では見ている。下期も平均販売単価が同水準で推移したと仮定すれば、売上高は283～295億円、前期比で6～10%減となる計算だ。

また、売上総利益率に関しては第2四半期累計の16.0%という水準が過去と比べても高い水準であったことから、下期は若干低下する可能性もある。ただ、下期に14～15%程度の水準となった場合でも売上総利益段階では第2四半期累計と比較して3～4億円程度の増益が見込めることになる。需要については依然旺盛で販売面では良好な環境が続く見通しである一方、コロナ禍の再拡大によって住設資材の調達遅れや価格上昇といったリスクがある。現時点でこうしたリスクは顕在化していないものの、調達が滞る状況となれば施工期間が延びて販売件数に影響を与える可能性がある。また、資材価格の上昇についてはマンション販売価格の調整で吸収可能な範囲に収まると同社では見ている。

## 今後の見通し

同社は仕入・販売体制の強化を図るため、新たにパートナー事業部を設置した。従来は、不動産事業者から入ってくる売り物件情報を査定して仕入れ、リノベーション後に不動産販売会社を通じて販売するケースが大半を占めていたが、仲介事業者を経由した場合、物件価格に対して約 3% の仲介手数料がそれぞれ発生するため、売主、買主ともにコスト負担が大きいという課題があった。直接仕入・販売を行うことで、こうした仲介手数料が不要となる。また、仕入先が自社でリノベーション販売を行うケースが増えてきたことで、従来よりも仕入力が低下しており、仕入体制の再強化を図るといった狙いもある。直接販売に関しては、2019 年に設立した子会社の (株)FLIE で売主直販プラットフォーム「FLIE (フリエ)」を運営しており、同プラットフォームも活用して販売していくことになる。

### (2) その他不動産・物件販売

ソリューション分野の物件販売については前期比 27.1% 増の 9,052 百万円を計画している。このうち、リースバック物件の不動産信託受益権売却で同 137.0% 増の 45 億円、ビル等の一棟もの物件や戸建等の売却で同 12.8% 減の 45 億円を計画している。アセットシェアリング商品の販売については、現時点で予定していない。

リースバック事業に関しては、センチュリー 21 グループや大手電鉄系不動産仲介会社等との連携による仕入強化に加えて、直接仕入を強化するため地方エリアでテレビ CM を放映し、同社のサービスブランド「あんぱい」の認知度向上を図っていく。期末の保有物件数に関しては、不動産信託受益権売却を含めて販売件数の増加を見込んでいることもあり、前期末比で若干の減少を想定している。

### (3) 賃貸収入、その他収入

賃貸収入は保有物件の減少に伴い、前期比 11.8% 減の 933 百万円を計画している。一方、その他収入については同 23.5% 増の 1,968 百万円を見込む。このうち、リノベーション内装事業は法人・個人からの受注増加により、同 16.3% 増の 1,520 百万円と増収に転じる見通し。一方、ホテル等の宿泊事業については 2020 年に開業した「LANDABOUT」の稼働率上昇や、「アセットシェアリング 博多」の償還に伴う「montan HAKATA」の取得等により収益改善を計画しているが、コロナ禍の長期化によって稼働率の回復が遅れていることから、計画比では下振れる見通しだ。なお、ホテル等の宿泊事業の損益については前期に 3 億円強の損失となったが、2022 年 5 月期は収支均衡水準を目指している。

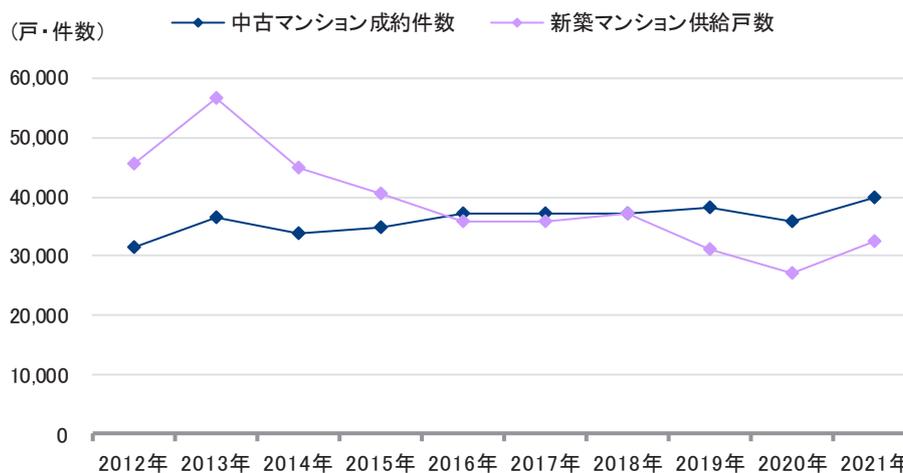
## マンション市場は新築から中古市場に主役が交代、 リノベーションマンションは今後も着実に増加する見通し

### 2. リノベーションマンション市場の中長期見通し

2021年の首都圏におけるマンションの販売動向について見ると、中古マンションは前年比11.1%増の39,812件と過去最高を更新し、新築マンションも同19.4%増の32,500件と増加に転じた。2016年以降6年連続で新築を中古マンションが上回る状況となっており、マンション市場において中古マンションの位置づけは年々高くなっていると言える。2022年についても新築マンションは3.4万件と増加ペースが続く見込みだが、中古マンションについてもストック数の増加や、新築物件と同等程度の内装や保証制度の充実\*によるリノベーションマンションの人気上昇を背景に増加基調が続く見通しだ。

\* 同社は2021年6月より、アフターサービス保証期間を従来の10年間から最長20年間に延長したほか、入居後1年後の無料点検サービス（首都圏で開始し、順次エリアを拡大予定）を開始した。

首都圏のマンション市場動向

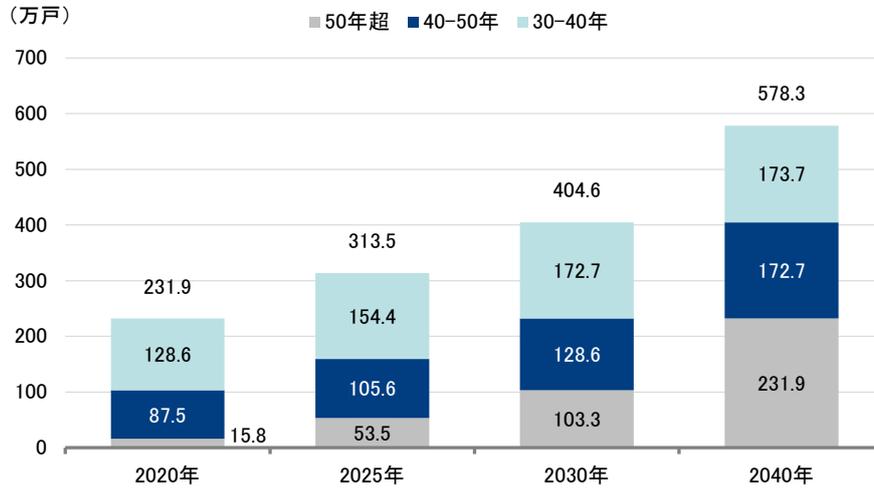


出所：中古マンションは（公財）東日本不動産流通機構、新築マンションは（株）不動産経済研究所の各データよりフィスコ作成

中長期的に見ても中古マンション市場は拡大する見通しだ。国土交通省の調べによれば、全国のマンションストックは2020年時点で675.3万戸、このうちリノベーションが必要不可欠とされる築30年以上の物件は231.9万戸と3割強を占めているが、20年後の2040年には約2.5倍の578.3万戸に拡大すると予想されているためだ。マンションの1棟建て替えには居住者の同意が必要であり、実現が容易でないことも戸別のリノベーションマンション市場拡大を後押しする要因となる。実際、これまでマンション建て替えの実績は全国で263棟（2021年4月時点）にとどまっている。このため、リノベーションマンション市場については今後も競争激化が続くと予想されるが、リノベーション内装工事でも豊富なノウハウと実績を誇る同社は、中長期的にも成長余地が大きいと弊社では見ている。

今後の見通し

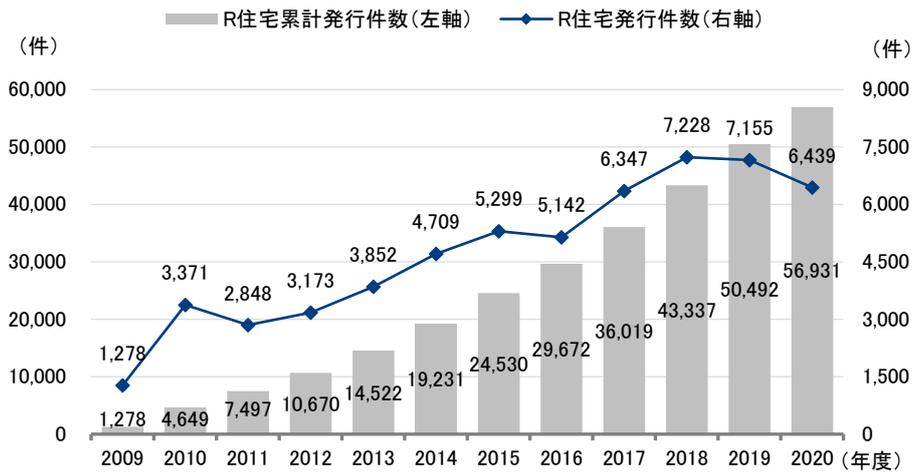
築年数別マンションストック数の試算



出所：国土交通省のデータよりフィスコ作成

なお、リノベーション住宅の認知度向上と流通促進を目的に同社等が発起人となり発足した（一社）リノベーション協議会が、優良なリノベーション品質基準を満たした住宅に発行する保証書「適合リノベーション住宅（R住宅）」の累計発行件数は2020年度末で56,931件となり、このうち同社のシェアは約25%とトップシェアとなっている。

適合リノベーション住宅(R住宅)発行件数



出所：（一社）リノベーション協議会資料よりフィスコ作成

## 省エネリノベーション「ECOCUBE」を差別化商品として拡販し、 2027年5月期に経常利益32億円を目指す

### 3. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み

#### (1) 上場維持基準の適合に向けた基本方針

2022年4月に予定されている東京証券取引所の市場区分見直しにおいて、同社はプライム市場を選択した。移行基準日（2021年6月30日）におけるプライム市場の上場維持基準に対する適合状況については、流通株式数、流通株式比率、1日平均売買代金でクリアしたものの、流通株式時価総額が35.93億円と基準の100億円を下回る状況となっている。このため、同社は上場維持基準を充足するための計画書（2027年5月期までを計画期間と定める）を2021年12月に東証に提出している。

プライム市場の上場維持基準適合状況

	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率	1日平均売買代金
移行期準備時点	46,151 単位	35.93 億円	51.6%	0.22 億円
上場維持基準	20,000 単位	100 億円	35%	0.2 億円
適合状況	○	×	○	○

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

流通株式時価総額 100 億円に向けた基本方針として、同社は以下の3点を掲げている。

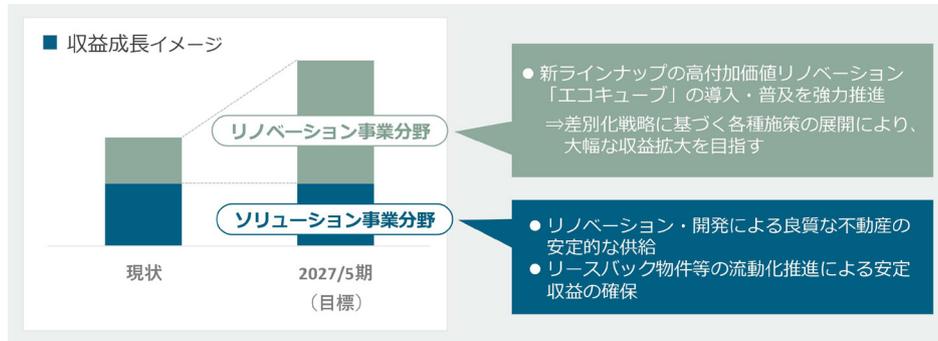
#### a) 新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書及び中期経営計画に沿った業績向上

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」に沿った「中期経営計画」を2022年7月に公表する予定にしている。同計画では既存事業に不動産市況に影響を受けにくい新たな事業領域を加えることで、安定した事業ポートフォリオを構築し、収益の持続的成長を目指していく。定量的な数値目標としては、2027年5月期に経常利益で32億円、親会社株主に帰属する当期純利益で22億円、純資産で175億円を設定した。2021年5月期実績と比較すると、経常利益で1.7倍、親会社株主に帰属する当期純利益と純資産で2倍となる。

リースバック事業やアセットシェアリング事業等のソリューション事業分野で安定した収益基盤を構築し、リノベーション事業分野を成長ドライバーとして収益成長を図っていく考えだ。リノベーション事業分野における成長戦略としては、2021年に販売を開始した省エネリノベーション「ECOCUBE」の普及・拡販を積極的に推進していくことで競合他社との差別化を図り、大幅な収益成長を目指していく。

今後の見通し

## 差別化戦略による同社の成長イメージ



出所：決算説明資料より掲載

収益目標が達成されれば、流通株式時価総額で100億円をクリアする可能性も高くなる。同社の2021年5月期までの過去5期間の平均予想PER9.0倍を前提とすれば、2027年5月期の親会社株主に帰属する当期純利益で換算した流通株式時価総額は102億円となるためだ<sup>※1</sup>。また、PBR(1株当たり純資産倍率)で見ると、現状は0.45倍と解散価値を下回る評価となっており、東証1部の不動産セクター平均が1.2倍となっているほか、リノベーションマンションを手掛け売上高はほぼ同規模水準にあるスター・マイカ・ホールディングス<2975>が1.1倍程度であることを考えると評価不足は否めない。この要因として、ここ数年の業績がリノベーションマンション市場の競争激化によって伸び悩んでいたことが一因と弊社では考えている。2027年5月期に純資産が175億円まで拡大し、PBRで1.1倍程度に評価されれば流通株式時価総額で99億円となる<sup>※2</sup>。いずれにしても業績を成長ステージに再び乗せていくことが、現在割安に評価されているPERやPBRの水準訂正につながるものと弊社では考えている。

<sup>※1</sup> 9.0倍×22億円×51.6% = 102億円。2021年12月時点の東証1部の不動産セクター平均PER16.3倍まで評価されれば185億円となる。

<sup>※2</sup> 1.1倍×175億円×51.6% = 99億円。2021年12月時点の東証1部の不動産セクター平均PBR1.2倍まで評価されれば108億円となる。

## b) コーポレートガバナンスの充実

同社は持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために、コーポレートガバナンスの強化を経営の重要課題として位置付けている。特に、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、プライム市場に適用される原則を中心に、適用に向けて積極的に取り組んでいく方針だ。

## プライム市場にのみ適用の改訂コーポレートガバナンス・コードの内容

内容	同社の対応
機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームの利用	株主の機関投資家比率の増加状況を検証しながら導入を目指す
開示書類のうち必要な情報について英語での開示・提供	株主総会招集通知、決算短信、決算説明資料等の英語版を提供済み
気候変動に係るリスク及び収益機会が自社に与える影響について、TCFD <sup>※</sup> と同等の開示の質と量の充実開示	サステナビリティに関してTCFD等による開示体制の整備に努める
独立社外取締役の3分の1以上の専任	選任済みであり、取締役の3分の1(9人中3人)が独立社外取締役
構成の過半数を独立社外取締役とする指名・報酬委員会の設置、及びその構成の独立性に関する考え方・権限・役割等の開示	指名報酬委員会を設置済みで、独立性に関する考え方・権限・役割等について開示済み

<sup>※</sup> TCFD：気候関連財務情報開示タスクフォース

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

今後の見通し

### c) IR 活動の強化

同社は2023年5月期からスタートする5カ年の中期経営計画発表を皮切りに、積極的なIR情報の発信、中長期的視点で投資家とのコミュニケーションを図ることで、同社に対する認知・理解・賛同・投資機会を促していく。また、機関投資家向けだけでなく、個人投資家向け説明会の開催やメディア露出等の各種IR施策を積極展開していくほか、サステナブルな社会づくりに貢献する企業としての認知度を高めてESG投資家へ訴求していく考えだ。

### (2) 省エネリノベーション「ECOCUBE」

今後の収益成長を実現していくため、省エネリノベーション「ECOCUBE」による差別化・高付加価値化戦略を強力に推進していく方針を打ち出している。「ECOCUBE」は室内の温熱計算に基づいて断熱性・気密性を高め、高性能な換気・熱交換器を採用した空調システムを設置することで、住む人の健康や省エネルギー化による経済メリットを実現した商品となる。2011年から開発販売を行い、改良を重ねて2021年7月に再リリースした。「温熱計算+断熱材+高性能内窓+熱交換式第一種換気」を標準仕様とし、既存住宅のリノベーションに「省エネルギー」という付加価値を加えたものとなり、政府が目指す脱炭素社会の実現にも貢献する商品となる。

同社が販売するリノヴェックスマンションの平均面積70m<sup>2</sup>弱の場合、冷暖房機器の消費電力は従来比で1/4程度に削減可能となり、電力料金で換算すると年間10万円の削減効果につながると同社では試算している。販売価格はシステムの構成によって変わるが、通常のリノヴェックスマンションよりも200～300万円程度高くなる。ただ、省エネ型のリノベーション住宅に関しては国の補助金制度※を活用できることや、電力料金の削減効果が見込めること、健康にもプラスの効果を与えることなどから、価格差分を付加価値として購入者に訴求できるかがポイントとなる。「ECOCUBE」の拡販が進めば、リノヴェックスマンションの平均販売単価並びに売上総利益率の上昇に寄与するものと同社では見ている。

※ 経済産業省が推進する次世代省エネ建材支援事業のなかで、「省エネルギー投資促進に向けた支援補助金」制度を設けている。高性能断熱材や二重窓など補助対象製品を用いたリノベーション費用については、その1/2以内、集合住宅の場合は上限125万円まで補助金で賄うことができる。環境省でも同様の補助金制度有り。

### ECOCUBE の特長

特長	内容
快適な空気	花粉や粉じんなどを取り除く換気フィルターが内蔵された熱交換式第1種換気設備によって、常に効率的に新鮮な空気を取り込む。
健康に良い	断熱性の高い住宅で室温がある一定以上の住宅では、ヒートショックの防止や高血圧の防止等の効果があるという調査報告がなされている。
結露しにくい	断熱材や樹脂サッシで断熱性を高めたことで、住戸内温度差が少なくなり、結露が発生しにくくカビの発生を抑制できる。
省エネ・経済的	温熱計算に基づき、樹脂サッシや断熱材を施すことで気密性・断熱性を高め、さらに外気を室温に近づけて取り込む熱交換式第1種換気設備を設置することで冷暖房効率が向上。リノベーション前と比較して冷暖房費を抑制できる。
CO <sub>2</sub> 削減	断熱性能を向上させることによって冷暖房エネルギーの消費量を削減し、CO <sub>2</sub> の削減に貢献。

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 今後の見通し

2022年5月期の販売目標は200件（業績計画には織り込まず）としており、2022年1月15日時点の進捗状況は施工件数で96件、販売件数で13件となっている。同社では「ECOCUBE」の普及・拡販を進めていくため、今後ブランディング戦略（テレビCM含む）を積極的に展開して認知度向上を図っていくほか、販売面ではアライアンスやM&Aを含めた展開を推進していく予定にしている。2021年12月には、リノベーション協議会が主催する「リノベーション・オフ・ザ・イヤー2021」において、特別賞（省エネルギーリノベーション普及貢献賞）を受賞するなど、認知度も徐々に広がりつつあり、今後の展開が注目される。

**(3) 中期ビジョン**

同社はビジョンとして、「すべての人にリノベーションで豊かな生活を」を掲げ、従来の中古マンションのリノベーションだけにとどまらず、地域活性化につながる「京町家」の再生プロジェクトやホテル等の宿泊事業のほか、低炭素化社会の実現に貢献する「ECOCUBE」の拡販に取り組むなど、既存の枠組みや概念を越えて新しい創造性のあるものを生み出していくことで収益成長を目指していく方針を打ち出している。

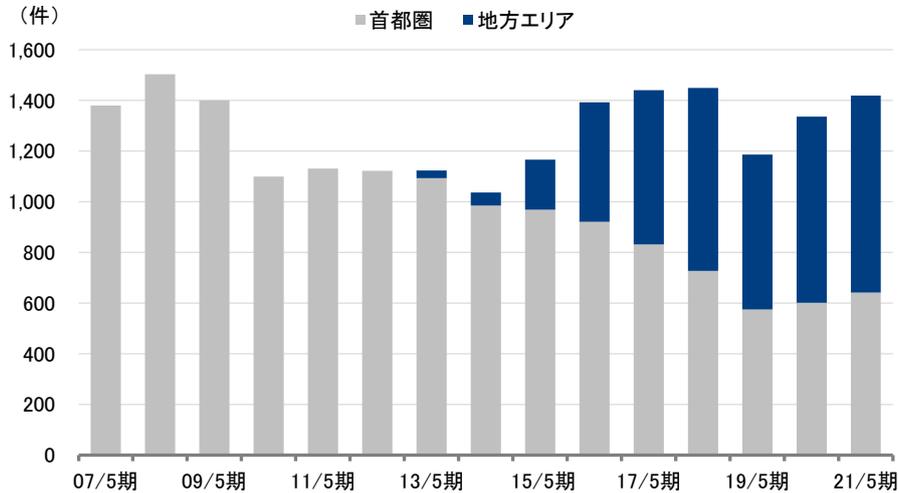
同社の業績推移を見ると、売上高は2008年5月期の47,448百万円、営業利益は2007年5月期の2,829百万円が過去最高水準となっており、その後は浮き沈みがあるものの、伸び悩む状況が続いてきた。主因は、リノベーションマンション市場の競争激化により、首都圏における販売件数の減少傾向が続いたことにある。2013年5月期以降、地方エリアへ展開していくことで首都圏での販売減少をカバーし、業績水準を維持してきたことがうかがえる。

**長期業績推移**


出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

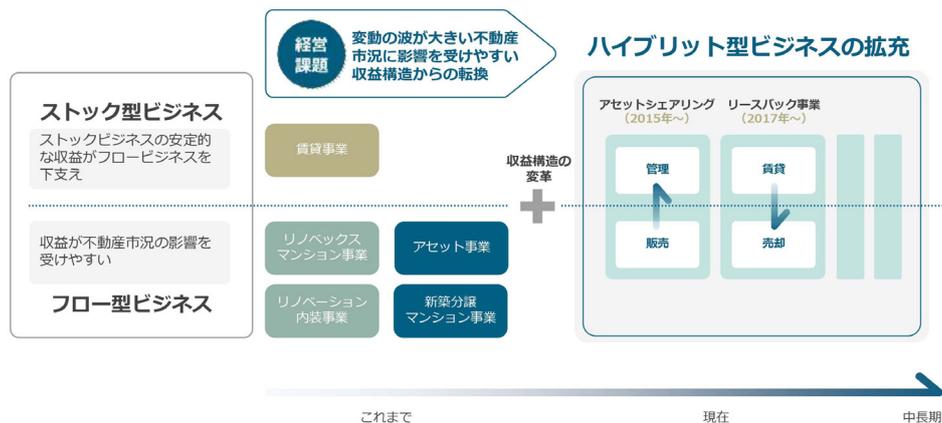
## リノヴェックスマンションの販売件数



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

前述した通り、今後は仕入・販売体制の強化に加えて差別化商品となる「ECOCUBE」を拡販していくことで、リノベーション事業分野の再成長を目指している。また、リースバック事業やアセットシェアリング事業等のハイブリッド型ビジネス（フロー型とストック型の複合型ビジネス）の拡充により、不動産市況の影響を受けやすい収益構造からの転換を図り、安定かつ持続的な成長を目指していく戦略となっている。具体的な、事業戦略や経営数値目標については2022年7月発表予定の中期経営計画を待つことになるが、戦略商品となる「ECOCUBE」をどのように普及・拡販していくことができるかが今後の成長の鍵を握るものと弊社では考えている。

## 収益構造上の課題解決イメージ

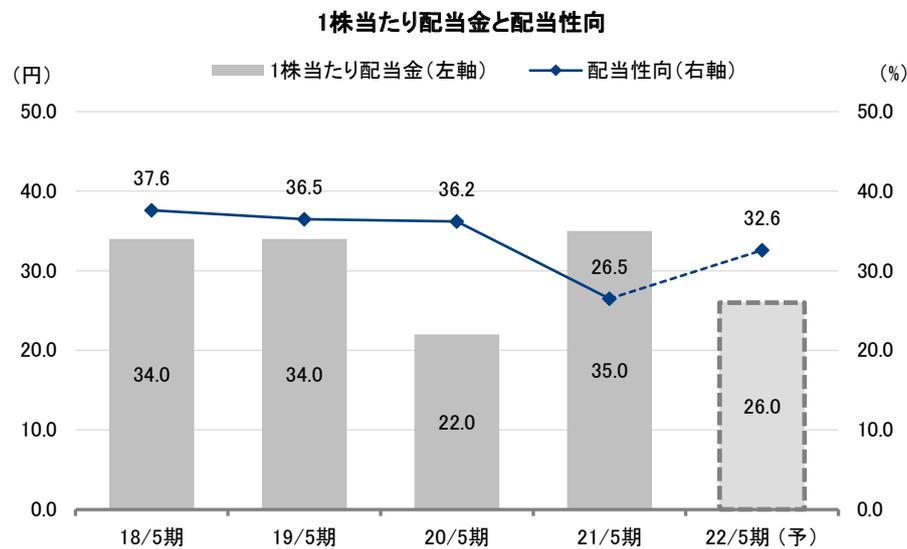


出所：決算説明資料より掲載

## 株主還元策

### 配当金は配当性向で30%以上を基本方針とする

同社は株主還元策として配当金による還元を基本に据えている。配当方針としては、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型の配当政策を導入している。具体的には、配当性向（連結ベース）で30%以上を目途に配当を実施していく方針としている。2022年5月期は減益計画となっているため、1株当たり配当金も前期比9.0円減配の26.0円（配当性向32.6%）を予定している。



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp