

不動産開発と金融の融合による積極的な攻めの経営に転換し成長目指す

時価総額: 80.6億円

東京オリンピックに向けた耐震建替え需要増で業績拡大見込む

株価: 217円(6月27日)

目標株価(期間:2年) 690円

年初来高値330円/安値158円



(月足チャート:ヤフーファイナンスより)

発行済普通株式数 37,131,000株
(2014年6月27日現在)

予想EPS(15/3期) 12.95円
 予想PER 16.8倍
 実績BPS(14/3期) 53.5円
 実績PBR 4.1倍
 予想配当金(15/3期) 3.9円
 同配当利回り 1.80%

キャッシュフロー(14/3期)

営業CF 748(百万円)
 投資CF -20(百万円)
 財務CF -612(百万円)
 期末現預金 379(百万円)

企業概要

設立:1998年5月
 上場:2006年12月
 株主数:2,253名(14/3)
 従業員数:25名(14/3)
 本社:東京都渋谷区
 代表取締役:麻生正紀

■ 要約 ~麻生社長の手腕に期待~

バブル崩壊後9年近くを経た1998年5月に同社は不動産の仲介、コンサルティングを事業目的として設立されました。その後、賃貸管理事業、プロパティマネジメント事業を開始するなど事業規模を拡大させ2006年12月に東証マザーズに上場するに至りました。上場直後の2007年3月期売上高は約90億円で営業利益は12億6,500万円、経常利益は11億3,900万円となりましたが、その後リーマンショックが発生したことで業績は急激に悪化し2009年3月期には売上高37億円余りに対して経常利益は14億7,400万円の大幅な赤字に転落。翌2010年3月期は売上高がわずかに1億4,300万円に落ち込み、存続が危ぶまれた時に現社長である麻生氏に経営権を譲渡し、新たな事業展開をスタートさせました。麻生社長は価値開発(旧上毛燃糸)で2000年から2007年にかけて社長を務め、この間に卓越した経営手腕を発揮し価値開発を復配させた実績があります。在任中に業務提携したダビント社と1,000億円規模の大規模プロジェクトを手掛けたこともあり実績と経験は豊富で、同社のビジネス拡大にも大変に意欲的です。

同社のビジネスは金融機関からの融資を受け、中古のビルや不動産を仕入れて、再生リニューアルし、価値を高めて売却する価値創造型のビジネスです。企画力を背景とした不動産と金融が融合して市場の活性化を図り、市場のニーズに応じていくことで成長を図っていく計画です。既に様々な案件で実績を重ねており、2020年の東京オリンピック開催で首都圏中心に、耐震建替え需要が高まる中で今期以降の業績拡大が期待されます。同社のビジネスには不動産を取得、バリューアップ(開発ないしプラン作成)して販売するプリンシパルインベストメント事業と賃貸管理、PM、コンサルティング(売買仲介、賃貸仲介)がありますが、今期は前者に注力し、仕入れ活動の強化、早期再生・早期販売に努めています。中期計画ではエリア、用途を限定せず、積極的に購入していくほか、物件規模を大型化させることで事業規模の拡大を図り、2017年3月期の売上高110億円、営業利益20億円、ROE15%以上の維持を目指しています。買収した大多喜ハーブガーデンの再生化を図るなどM&Aにも熱心です。そこでも同社の優れた企画力が活かされようとしています。

■ 株価評価

東証マザーズに上場して今年で8年目を迎え、経営陣が一新されるとともに事業環境が明るくなり、再び評価が高まりつつあります。2006年12月の上場初値は25万円、上場直後の高値は43.3万円の時価総額は278億円でしたが、その後起きたリーマンショックで業績が急激に悪化し2008年10月にはわずか5,200円(時価総額3.3億円)という安値をつけました。その後、存亡の危機に見舞われた同社の経営を担うこととなった現在の麻生社長の下で、業績が徐々に安定し、再成長に向けた体制が構築されたことや東京オリンピックに向けた積極的なビジネス展開への期待が高まりつつあります。本年1月に200分割を実施したことで、流動性が増し売買高も増加。上場時の成長力を取り戻しつつあり、中期的な株価の上昇トレンドが期待されます。

(単位:100万円)	売上高	YOY	営業利益	YOY	経常利益	YOY	当期利益	YOY	EPS
12年3月期	1,702	-28.7%	345	6.5倍	293	18.3倍	331	22.1倍	11.5
13年3月期	1,544	-9.3%	347	0.6%	145	-50.5%	120	-63.7%	4.2
14年3月期	2,984	93.3%	464	33.7%	362	149.7%	399	232.5%	11.0
15年3月期予	5,300	77.6%	800	72.4%	500	38.1%	480	20.3%	12.9

経営陣刷新で再成長目指す

【上場後の業績推移】(単位:百万円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益
2006.3	2,708	631	567
2007.3	8,986	1,265	1,139
(サブプライムショック)			
2008.3	8,200	223	106
(リーマンショック)			
2009.3	3,776	▲1,374	▲1,474
2010.3	143	▲352	▲398
2011.3	2,386	53	16
2012.3	1,702	345	293
2013.3	1,544	347	145
2014.3	2,984	464	362
(再成長へ始動)			
2015.3E	5,300	800	500
2016.3E	8,100	1,300	950
2017.3E	11,000	2,000	1,600

麻生社長の手腕に期待

【麻生社長のこれまでの実績】
～上毛燃糸の再建で実績～
2000年 投資家から10億円の投資を募り、上毛燃糸株式会社を買収して代表取締役社長に就任。社名を上毛に変更
2001年 繊維工場や子会社を統廃合して不動産事業部を設立、投資家27人から13億円の増資を募る
2002年 不動産流動化事業部を設立して開発案件に着手
2003年 リーマンブラザーズ証券と業務提携しウイークリーマンションの開発スタート
2004年 舞浜でホテル、神田でウイークリーマンションを開発型SPCで蘇生。リーマンブラザーズのファンドに収める
2005年 メルリリンチを引受先に20億円の増資を募る、2005年3月期に16期ぶりの黒字転換、34期ぶりの復配を実行
2006年 ダヴィンチと業務提携し、大阪北堀江に33階建て高層ビルを着工、札幌に33階建てホテルとレジデンシャルビルを着工
株式会社北海道上毛、株式会社北海道プロパティートラストを設立
2007年 ダヴィンチアドバイザーを引受先に58億円の増資、九州の不動産会社、株式会社快適計画を買収、沖縄で大型リゾートホテルを着工、同年定時株主総会にて不動産開発部長を社長に昇格し相談役になる。
2008年 社名を価値開発株式会社に変更、相談役を退任
2010年 株式会社イントランスを買収し代表取締役社長に就任、1年で黒字化

業界環境は回復傾向
積極的な仕入れを推進

米国でのサブプライムローン問題を端緒とするリーマンショックで多くの不動産関連企業は苦境に陥りましたが、存亡の危機を抜け出し残った企業は事業環境がフォローとなる中、再成長に向けて始動しています。2006年末に上場した同社もリーマンショック後に業績が悪化し、大幅な赤字を計上するなど存亡の危機に見舞われましたが、2010年に不動産開発に実績を持つ現社長に出資を仰ぎ、経営陣を刷新してから1年で黒字化を達成。その後も順調に黒字を続けてきました。

何らかの理由で売却を余儀なくされた不動産物件を仕入れ、独自の企画力を付加してリニューアルして価値を高めて不動産ニーズのある企業やファンド等に売却するプリンシパルインベストメント事業で実績を積んできた同社は、新経営陣の下、アベノミクス効果、東京オリンピックの開催で市場環境が好転する中で、積極的な攻めの経営へと転換。2017年3月期に売上高110億円、経常利益16億円という目標を掲げています。上場時の同社は成長意欲が旺盛で投資家の評価も上場直後に高まりましたが、上場後の2007年3月期に計上した経常利益11億3,900万円が結果としてピークとなり、2008年3月期の業績が期初計画の大幅な増収増益に対して、逆に大幅な減益を余儀なくされ投資家の期待を裏切ってしまいました。

その後2010年3月期までの3期間は業績が悪化しましたが、2011年3月期からは4期連続で黒字を計上。売上規模は30億円以下に留まっていますが、今期以降は仕入れ物件を増やし再成長を目指す構えです。

1961年東京都目黒区に生まれた麻生社長は2000年に投資家から集めた10億円で繊維業界の老舗企業であった上毛燃糸を買収後、不動産ビジネスで実績を積んできました。実績もさることながら持前の人柄の良さとともに人望も厚く、今後の事業展開でも大いに経営手腕発揮が期待されます。

麻生社長は企業再生のプロフェッショナルとして、2000年～2007年にかけて老舗の繊維会社であった上毛燃糸(現、価値開発)社長として経営再建を果たし、その実績が今後の経営に活かされようとしています。同社のビジネスは金融と不動産が融合した領域で、新しい価値の創造をしていく価値創造型の不動産ビジネスという点に特徴があります。立地や物件の状況に応じて、これまでの経験等に基づいた様々な企画力を駆使して不動産のバリューアップを図り、そこに金融スキームも入れて一層のバリューアップを図る同社のビジネスの流れが鮮明に打ち出されています。徹底したコンプライアンス重視を基本としてスピーディさ、厳格なデューデリジェンスを行い不動産の開発力・プロデュース力・金融スキームによって、都市価値の創造を図り、企業価値の拡大に取り組む考えです。

イントランスの社名の由来は、Intelligence「知恵」Trust「信用」Perseverance「忍耐」を組み合わせた造語です。「会社がどんな困難に直面しても知恵を出して乗りきり、逆風が吹いたらじっと忍耐強く耐え、最後には必ず信用を勝ち取る。」との考えから名づけられました。様々な苦難を耐え忍んできた同社が新たなリーダーの下で、かつての勢いを取戻し、成長する姿がやってくるという期待を抱かせてくれます。



オフィスビルや住宅、土地などの不動産を取得し、バリューアップ(開発ないしプラン作成)し販売するプリンシパルインベストメント事業と賃貸管理、PM(資産管理)、コンサルティング(売買仲介、賃貸仲介を含む)などのソリューション事業の2つのセグメントが同社の事業アイテムとなっています。直近の不動産業界においては売買市場では良好な資金調達環境や景気回復への期待からJ-REITEやファンドを中心に新規物件取得の動きが活発化しているほか、賃貸市場においても新築オフィスビルの供給が一巡したことで空室率が低下、都心3区の大規模ビルの賃料上昇等の改善傾向が見られるなど業界を取り巻く環境は回復基調で推移しています。こうした中、同社グループはプリンシパルインベストメント事業において積極的な仕入れ活動とバリューアップした物件の売却活動に注力し、業績の向上に邁進しています。

相場より高く仕入れるケースも

多くの不動産仕入業者は通常、相場以下で売りたい所有者から仕入れることに専念しますが、同社の場合、バリューアップが可能かどうかを判断し、時には相場よりも高い価格で購入することもあります。これが**仕入れ競争における優位性**です。物件の選別で価値が高まるかどうか仕入れのポイントです。また、収益性が見込める案件では、投資ファンドの組成など投資家(金融ビジネス)との**タイアップ**が可能です。こうした金融スキームをプロデュースすることで更なるバリューアップが期待されます。同社の開発プロジェクトではSPCを組成し、GP(General Partner)的な立場で高いリターンを獲得することもできますので、より高い利益率を確保することも可能です。

不動産オーナーとの関係構築でビジネスの好循環を実現

同社ではソリューション事業として建物管理なども行っています。建物管理棟数は2011年3月期の22棟から2014年3月期には61棟と3年間で約3倍に拡大。同社は建物管理から不動産売買につなげていく取組を強化。**不動産オーナーとの長期的な取引関係を構築**することで、購入・売却ニーズを把握するほか、同社による買取、売買仲介等により不動産オーナーをトータルでサポートしようとしています。このように同社の事業はある種のサイクルを描いており、オーナーなどの情報ネットワークからの情報入手、購入、売買仲介後の企画力によるバリューアップ、販売コンサル、買主との信頼関係の下でPMやBMなどの業務を受託するという好循環を実現させています。右から左へと流通させる不動産ビジネスではなく企画力やプロデュース力の発揮によって不動産のバリューアップが図られ、オーナーに高収益をもたらすことが同社の基本的なビジネス価値となっています。



バリューアップの考え方

不動産価値の最大化というのは、企画力によりビルなどの不動産への集客力やステイタスを高めたり、宣伝効果をもたらすことで、テナントにとっては周辺相場を上回る賃料設定でも入居を希望するようになり、その結果、ROIが通常よりも上がり、オーナーにとっては高収益をもたらす不動産開発を指しています。同社では既に具体的にいくつかの実績事例を持っています。

芝公園プロジェクトが成功

2011年5月に東京タワー近くの古いテナントビルを10億円で仕入れ、本年5月にREITへ35億円で売却したとされる**芝公園プロジェクト**の成功は同社の今後のビジネス展開にとって極めてシンボリックな事例となりました。旧耐震基準で建築された老朽化した古いオフィスビルを、旧容積を活かしたまま耐震化した結婚式場にコンバージョン。東京タワーを式場の天窓から望めるような仕様(左記写真)として企画し価値を高めたことで開業後に人気の結婚式場となり、テナントの有力結婚式運営会社と入札により周辺相場を上回る賃料で長期賃貸借契約を締結。その結果、高い賃料設定の一棟貸し収益物件として本年5月に35億円でREITに売却するに至りました。仕入れから売却まで約4年かかったことに加え、耐震化などの費用はかかったと見られますが、収益性の高い本プロジェクトの成功は同社の今期の業績に大きく貢献すると期待されます。同社では今後、第2の芝公園プロジェクトの発掘に努める考えで、仕入れ活動を強化していく構えです。



このほか、仕入れから売却まで3か月しかかからなかった渋谷区神山町のプロジェクト(東京を代表する高級住宅街として評価の高い渋谷区松濤エリアの305㎡の土地を購入後に隣地所有者と信託受益権を組成して一体の土地として売却)や原宿プロジェクト(2013年3月に831㎡の用地を仕入れ、結婚式場の企画・設計を実施したが、用地の形状から購入希望の買主に更地のまま約9か月後に売却)、田園調布プロジェクト(2013年8月に田園調布駅から徒歩12分に立地する8区画の宅地1634㎡を購入し、前期中に3区画売却、今期は2区画の売買契約を締結済み)など比較的短期間で売却に至っているケースもあります。

リゾート施設もバリューアップ

こうしたバリューアップの試みは都心の不動産だけではありません。苦戦していたリゾート施設、大多喜ハーブガーデン(千葉県夷隅郡大多喜町、ハーブガーデンの運営・企画、ホテル、レストランの経営)を救済し、2014年2月に子会社化した同社は、企画力を活かして施設の魅力を高め、バリューアップさせて究極的には他社に転売する可能性もあります。

中期経営計画を策定

同社は本年4月に2017年3月期を最終年度とする中期計画を発表。企画力を活かして不動産を魅力的な金融商品に再生し、街づくりに貢献しながら、積極的な成長を図る計画を示しています。市場環境としてはアベノミクスによる景気回復、耐震建替え需要、東日本大震災からの復興需要を背景に不動産市場の回復基調が鮮明になっており、特に首都圏では2020年東京オリンピック・パラリンピックの開催に向けたバリューアップ案件への不動産投資拡大も見込まれるなどフォローの風が吹いている、との認識を同社は持っています。こうした東北大震災後の経営環境の変化をビジネスチャンスととらえ、同社が持つ不動産の開発力・プロデュース力、金融ノウハウを活用して都市価値の創造を図ることで、企業価値の拡大を図る方針です。

4つの基本方針

基本方針としては以下の4点を掲げています。

- ①フォローの外部環境を最大限に活かした積極経営
- ②開発力(バリューアップ)と金融力で価値ある不動産を創造
- ③少数精鋭で決断をスピードアップ、かつ外部アライアンス企業と連携を強化
- ④M&Aの積極推進

3大都市圏では地価の上昇傾向が鮮明になる一方で、耐震建替え需要増、不良債権の流動化が拡大しているため、ポテンシャルを活かしきれていない不動産を再生する絶好のタイミングと捉えています。このため自己保有も視野に入れた積極的な仕入(投資)により収益の拡大を図る考えです。一方では、株式市場からの資金調達等、幅広い財務施策を実施して財務の安定性を強化する攻めと守りの二面性を発揮し、財務面に配慮しつつ、業績の拡大を見込んでいます。

また、単なるリノベーションではなくバリューアップを可能にする開発力、企画力を武器に仕入物件の選別を行うことで、不動産の価格上昇時においても競合他社より仕入競争で優位に立つことを可能にして不動産価値の最大化を実現させていこうと考えています。また、SPCの活用等、金融ノウハウを活用し大型プロジェクトにも積極参入する計画です。更に、本業とのシナジー効果が期待されるプロパティマネジメント、サービサー、アセットマネジメントといった分野についてM&Aを積極的に推進する意向を持っています。

【株価水準と配当金及び配当利回り】

	今期	来期	さ来期
配当金	3.9円	6.3円	9.7円
株価水準			
200円	1.95%	3.15%	4.85%
217円(時価)1.8	2.9	4.47	
250円	1.56	2.52	3.88
300円	1.3	2.1	3.23
400円	0.98	1.58	2.43
500円	0.78	1.26	1.94

営業利益20億円を目指す

こうした基本方針の下、中期3カ年計画では、売上高110億円、営業利益20億円、経常利益16億円、当期利益12億円を目指しています。ただ、この中にはM&Aによる業績の拡大は含めておりません。シナジー効果のあるM&Aが実現すれば、この計画に上乘せされることとなります。売上高営業利益率は今期の15.1%から2016.3期は16.0%、2017.3期は18.2%と徐々に向上させる計画。EPSは今期の12.9円から2016.3期21.0円、2017.3期は32.3円に高まる見込みです。同社は配当性向30%をベースにしており、今期は3.9円の復配が見込まれます。2016.3期6.3円、2017.3期9.7円が見込まれますので、200円台前半の株価は中期的な収益拡大を前提とした場合、配当利回り面でも魅力的な水準に位置していると考えられます。

上場時並みの時価総額に接近

【決算期末株価と時価総額推移】

決算期	株価	時価総額	経常益
2007.3	237,000	152.1	11.4
2008.3	22,200	14.3	1.1
2009.3	9,320	6.0	-14.7
2010.3	7,800	5.5	-4.0
2011.3	17,910*1	25.8	0.2
2012.3	28,500	41.2	2.9
2013.3	49,700	71.9	1.5
2014.3	209*2	77.6	3.0
時価	217	80.6	
2015.3予			5.0
2016.3予	411	153	9.5
2017.3予	694	258	16.0

(*1 11,970円で第三者割当増資)
(*2 2013年末200分割実施)

今3月期の業績については9月中間期においては売上高45億円、営業利益9億円、経常利益7億円を見込んでいますが、大幅にバリューアップした芝公園プロジェクトの売却によって第1四半期段階で通期計画を達成できると見えています。通期においては、下期に来期以降にバリューアップする仕入案件に積極的に取り組むことから、売上高53億円、営業利益8億円、経常利益5億円、当期利益4.8億円を見込んでいます。余裕をもって今期業績の達成を図り、来期に備える姿勢を示していますが、取材時のニュアンスからは今期の業績は上方修正含みだと推察されます。

同社は2007年3月期の決算期中の2006年12月に東証マザーズに上場しました。上場初値25万円の時価総額は160億円、上場後の高値43.3万円の時価総額は277億円です。これらは2007年3月期の経常利益11.4億円に対して14倍から24倍となります。また、2008年3月期の期初業績計画は売上高164億円、営業利益20億1,000万円、経常利益17億2,000万円でしたが結果は左記のように1億1,000円に留まりました。今期からスタートした新中期計画は上場時の業績水準を狙ったものと考えられます。今期の経常利益はまだ5億円の計画に留まっていますが、来期以降の業績拡大期待から上場時並みの時価総額に今後さらに接近しようとしています。

上場時並みの評価で株価形成

現状時価総額：80.6億円
6月27日株価：217円

【目標株価と目標時価総額】

短期(7-9月)250円
中期(1年)410円 長期(2年)690円時価総額(1年間) 153億円
時価総額(2年間) 258億円

【前提中期計画】

決算期	売上高	経常利益
2015年3月期	53億円	5.0億円
2016年3月期	81	9.5
2017年3月期	110	16.0

【目標時価総額(2年間)の計算根拠】

現状時価総額80.6億円/今期経常利益5億円=16.1倍

(1-2年後目標時価総額)

来期経常利益9.5億円×16.1=153億円
さ来期経常利益16億円×16.1=258億円

【前提】

- ①不動産市場の順調な拡大
- ②中期計画に沿った業績の進捗
- ③金融機関からの融資拡大
- ④順調な物件仕入
- ⑤競争優位性の発揮
- ⑥国内外で金融不安が生じない

類似上場企業比較

【売上高経常利益率比較】

アルデプロ14.9%	同社9.4%
スターマイカ9.4%	イーグランド6.4%
ラ・アトレ5.5%	インテリックス4.7%
ADワークス3.9%	6社平均 7.5%

リスク要因

同社株は株式市場が大きく上昇した2013年5月に6万9,700円(2013年末の200分割換算で348円)の高値をつけました。アベノミクス相場がスタートした2012年11月末の2万7,700円(同138.5円)から2.5倍となりましたが、その後は調整傾向を辿っています。200分割後の本年1月に330円という高値をつけましたが、その後再び調整し本年5月に158円という安値をつけましたが現在は戻り歩調となっています。このように同社の株価は再成長への先取りをしたことへの反動、調整安を経て、中期成長性をベースにした形成がなされようとしています。

2006年12月の上場時は、需給の良さと成長への期待から2007年3月期経常利益11億4,000万円、2008年3月期の期初予想経常利益17億2,000万円をベースに株価が形成され、時価総額はおおよそ150億円から270億円(2007年3月期経常利益の13倍から23倍)という水準となりました。現状の時価総額は80億円程度となっていますが、これは今期のやや控え目な予想経常利益5億円の約16倍の水準です。これを同社の来期及びその翌期に計画している経常利益に当てはめると、時価総額は153億円から258億円となります。この結果、**今後1年間の目標株価を410円、2年間の目標株価を690円として強気に評価**しています。同社の場合、内部蓄積が乏しく、財務上の改善がなお必要となりますが、外部資金を活用した急速な収益向上が見込まれるため、成長株として上場時並みの評価での株価形成が東京オリンピック開催までの期間において期待されます。

なお、比較すべき上場類似企業としてはスターマイカ(3230JQ)、エーディーワークス(3250JQ)、イーグランド(3294JQ)、ラ・アトレ(8885JQ)、アルデプロ(8925M)、インテリックス(8940東証2部)などがあります。これらの同業他社と比べ同社株は指標面で極端な割安感は見出せませんが、足下の業績が堅調である点や今後の事業展開力、収益性指標である売上高経常利益率が6社の平均より高いといった点などで優位性があります。

企業(コード)	時価	時価総額	売上高	経常利益	PER	PBR	配当利回り
スターマイカ(3230)	1,329円	132.9億円	142億円	13.3億円	14.9倍	1.08倍	1.20%
ADワークス(3250)	37	82.8	127	5.0	19.5	1.49	0.95
イーグランド(3294)	2,664	41.9	159	10.2	6.7	1.07	1.50
ラ・アトレ(8885)	625	17.0	22	1.2	11.3	3.2	0.48
アルデプロ(8925)	161	376.5	103	15.3	23.2	—	—
インテリックス(8940)	890	78.3	300	14.0	7.8	1.02	3.15
6社(ないし5社)平均		107.8	142	9.8	13.9	1.57	1.46
同社(3237)	217	80.6	53	5.0	16.8	4.1	1.80
JASDAQ平均(6月27日現在)					16.3	1.36	1.76

(インテリックスの今期売上、経常利益は東洋経済新報社会社四季報春号より、他は会社予想)

不動産業界における競争の激化、金利上昇、不動産市況の上昇による投資利回りの低下、金融機関等の融資姿勢の厳格化、有利子負債への依存度の高まり在庫リスク、資金繰りリスク、物件売却の時期のずれによる業績変動、訴訟の可能性、取扱不動産物件の欠陥、瑕疵、不慮の事故などのリスク要因が考えられます。また、組織体制、管理体制が事業拡大のスピードに追い付かず業績に影響を与える可能性もあります。リーマンショックのような世界的な景気のダウンにつながるようなマクロ経済の動向に影響を受けることもリスク要因です。首都直下型地震など予期せぬ大規模な災害の発生もリスク要因となると考えられます。

《レポートにおける免責・注意事項》

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。記載されている内容は投資銘柄の選択・売買時期の決定など投資に関する最終決定は、お客様ご自身の責任と判断でなされるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。当資料の一切の権利は一般社団法人 土業支援機構に帰属しており、無断での複製、転送、転載等を禁じます。

本レポートの作成者：松尾 範久(公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員)

所属団体：一般社団法人 土業支援機構 <http://www.shigyo-shien.org/>

〒160-0022 東京都新宿区新宿2-13-10 武蔵野ビル5F TEL(FAX): 03-3353-5106/090-3426-7563

e-mail: matsuo55@jcom.home.ne.jp