

ホリスティック企業レポート

テ ン シ ャ ル
TENTIAL

325A 東証グロース

ベーシック・レポート
2026年2月27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 20260224

**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
積極的な商品開発等により継続的な利益成長を目指す**

1. 会社概要

- ・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」を目的に TENTIAL ブランドの商品を企画・開発・販売を行う「コンディショニングブランド事業」を展開している。
- ・現在の同社の主力商品は、売上高の 8 割以上を占めるリカバリーウェア「BAKUNE RECOVERY WEAR」シリーズ(以下、「BAKUNE」)である。

2. 財務面の分析

- ・20年2月に「BAKUNE」を本格的に販売してから、同社の業績は急激に拡大している。経常利益は23/1期に黒字化して以降、増益基調にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、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、継続的な商品購入を期待出来るロイヤルカスタマーという無形資産を積み上げていることの2点にあると考える。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、今後のさらなる成長に向け、①商品開発、②国内外での認知度向上、③既存顧客のロイヤルティ向上の3点に注力する方針である。同社は中期計画を発表していないが、中期的な目標として国内売上高1,000億円を掲げている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、同社の商品企画開発力やマーケティング力を評価している。今後は素材にまで踏み込んで開発活動を行う方針で、これらの取り組みによる「BAKUNE」に次ぐ第二、第三のヒット商品の創出時期が中長期的な成長ペースを見通す上で重要となろう。
- ・業績については、26/8期は売上高29,830百万円、営業利益3,800百万円と予想し、27/8期以降も増収増益が継続すると予想した。

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】

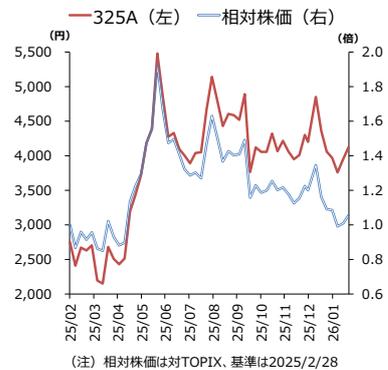
	2026/2/20
株価(円)	4,125
発行済株式数(株)	7,650,441
時価総額(百万円)	31,558

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	37.1	11.4	8.5
PBR(倍)	6.7	4.7	3.1
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	3.9	-2.1	49.9
対TOPIX(%)	-2.7	-13.2	5.6

【株価チャート】



【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	28,046	-	3,020	-	3,007	-	2,054	-	269.6	-	0.0
2026/8 E	29,830	-	3,800	-	3,790	-	2,580	-	363.0	873.4	0.0
2027/8 E	38,420	28.8	5,050	32.9	5,040	33.0	3,430	32.9	482.6	1,321.7	0.0
2028/8 E	47,620	23.9	6,450	27.7	6,440	27.8	4,380	27.7	616.2	1,894.2	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カ月決算

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との財務指標比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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。

(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。

> 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。

◆ 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^{註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、TENTIAL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」を展開している。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25/8期に決算期を1月から8月に変更した。25/8期は7カ月間の変則決算であるため、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)を記載している。

◆ 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、25年11月末時点で300を超える品目数(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)。

中でも、特殊機能繊維「SELFLAME[®]」を使い、遠赤外線^{註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^{註2}「BAKUNE RECOVERYWEAR」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。

◆ 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^{註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厚生労働省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」といった表示で、商品の効果・効能を訴求することが可能となる。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自身が主体的に関与することで、顧客の商品への評価や反応を新商品の開発や改良などに反映させている。

【 図表 1 】 TENTIAL の主な商品

領域/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、覆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 	24,497円 (BAKUNE ウォーム ・長袖クルーネックシャツ+ ロングパンツ) 11,440円 (BAKUNE Dry Women's・半袖Tシャツ)	
BAKUNE Comforter (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 	39,952円 (BAKUNE Comforter Premium All Seasons・通年用掛け 布団シングルサイズ)	
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 	21,560円 (MIGARU Light Knit Short Sleeve Polo Shirt・半袖ポロシャツ+ ショートパンツ) 11,176円 (MIGARU Light Knit Long Sleeve T- Shirt・長袖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「キューポイドバランス理論」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2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同時に、リアル店舗において試着することにより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)の売上高は25/8期(12カ月換算)売上高の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)		
	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
EC	6,138	78.8	14,735	76.0	2.4x
直営店舗	1,012	13.0	2,874	14.8	2.8x
卸売・その他	634	8.2	1,779	9.2	2.8x
合計	7,788	100.0	19,389	100.0	2.5x

(注) 1.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) 決算説明会資料、ファクトシート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、1) 自社ECと2) 他社ECモールの2つに分かれる。

1) 自社EC

自社ECサイトである「tential.jp」については開発・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。

2) 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1月時点で17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、商品の送料の必要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、多店舗展開する紳士服店、家電量販店、雑貨店、スポーツ用品店などへ同社商品を卸すもので、直営店舗とは異なる商圏の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、価格は他販売ルートよりも低い半面、在庫リスクはない。

◆ 顧客は所得の多いミドル～シニア世代が中心

25年9月～11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25,393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て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。年代別では、30代～50代の利用者が73.6%を占めている。同社商品のコアな顧客層は、健康レベル向上への意識が高いミドル～シニア世代であり、中でも同社商品の機能性に見合った対価を支払える所得層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、既存顧客のロイヤルティを高め、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) 25年2月から8月に発生した自社ECサイトでの購入におけるギフト購入の割合

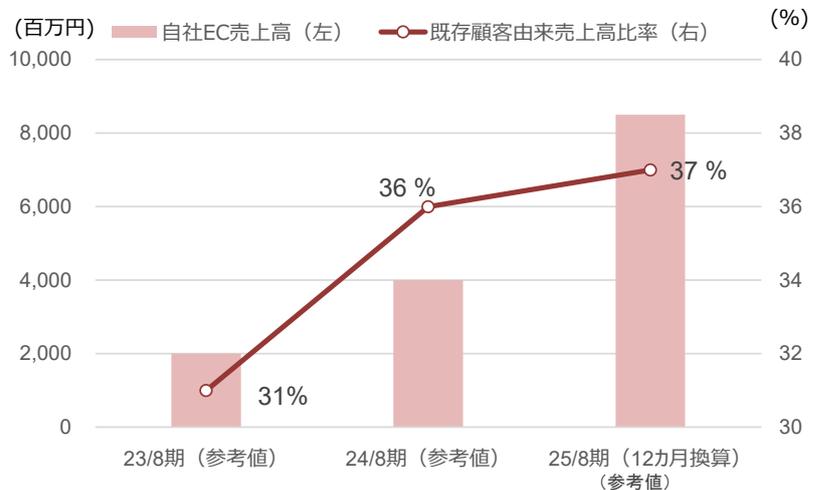
同社は既存顧客への売上割合が高く、過去3期(12カ月換算)では、自社EC売上高の3割超を既存顧客への売上高^{注5}が占めていた(図表3)。売上全体が大きく成長する中でも既存顧客への売上割合が上昇傾向にあることから、既存顧客が同社の商品の機能や価格に対して満足していることがうかがえる。

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、25年2月から8月の7カ月間における自社EC売上高の35.5%^{注6}はギフトによる売上が占めている。

さらに24年5月からは、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構造へと転化している。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への売上高



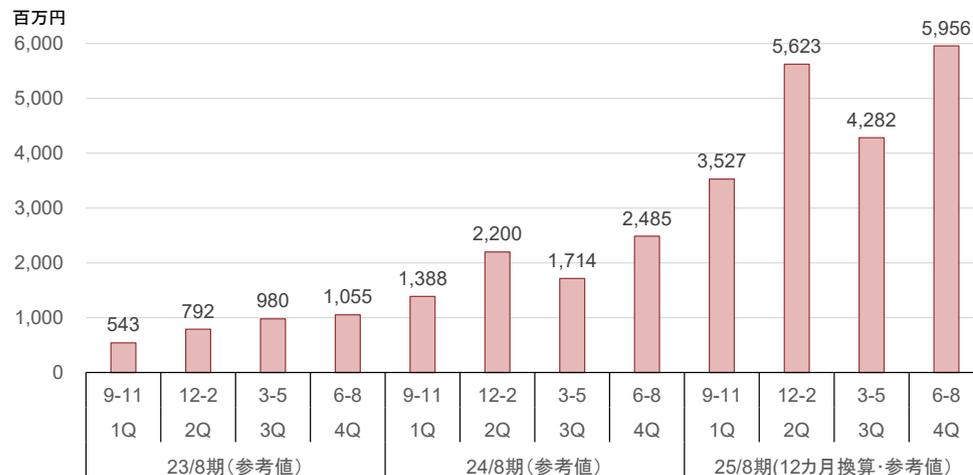
(注) 決算期変更に伴う新たな事業年度に基づいて再構成した参考値
(出所) 決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 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(11月、12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月~2月)と

第4四半期(6月~8月)の売上高がほかの四半期に比べて大きくなる傾向がある(図表4)。

【図表4】TENTIALの四半期別売上高



(注) 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) 同社ファクトシート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、広告宣伝費の割合が高い

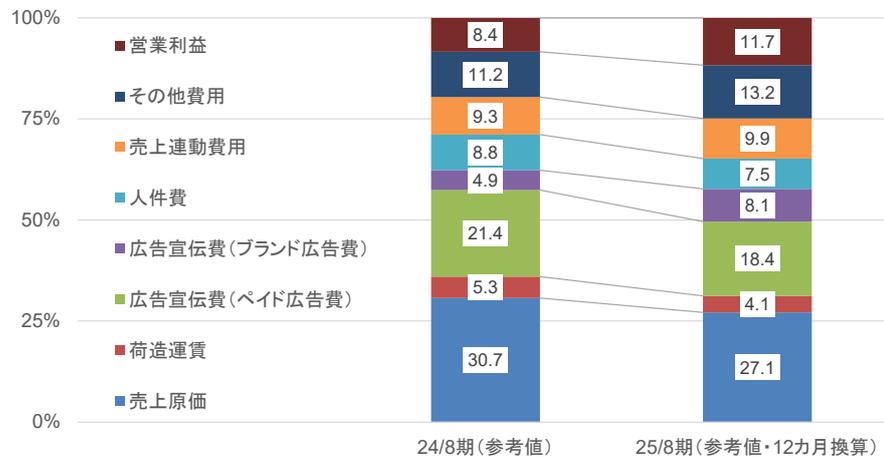
同社の25/8期(12カ月換算)における売上原価と販売費及び一般管理費(以下、販管費)で構成される経費の内訳を図表5に示した。

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)の売上高に占める割合が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となっていることによってもたらされている。

第二の特徴は、広告宣伝費の売上高に占める割合が26.5%と高いことである。この理由は、主力販売チャネルであるECへの集客のために支払うペイド広告費(主にインターネット広告関連の費用)が必要となることと、24/8期以降TENTIALブランド浸透のためにテレビCMを本格化させたことの2点である。

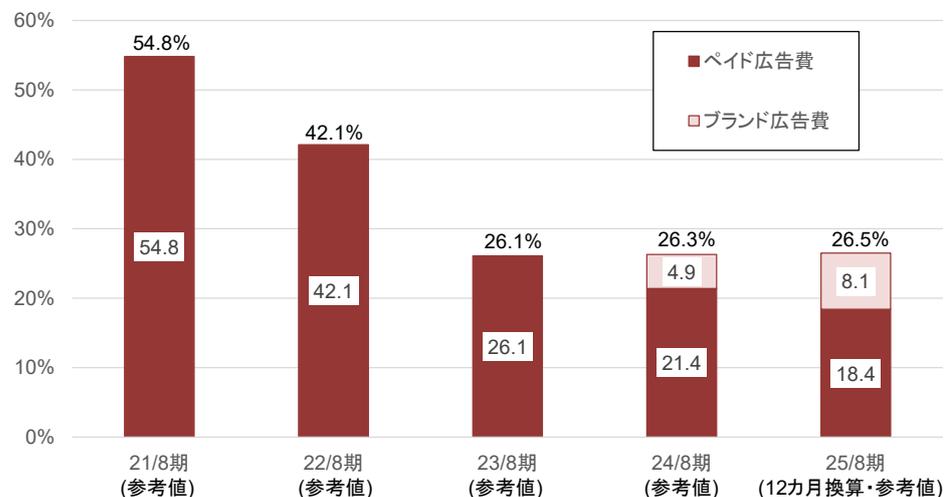
ただし、ペイド広告費が売上高に占める割合は、同社が広告運用に習熟したことなどに伴い低下傾向にある。そのため、テレビCMを本格化したにも関わらず、売上高に占める広告宣伝費(ブランド広告費+ペイド広告費)の割合は23/8期(22年9月~23年8月)以降、微増にとどまっている(図表6)。

【 図表 5 】 TENTIAL の費用構造



(注) 1.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.ブランド広告費は、主にテレビCMを中心とするマスコプロモーション費用を指す
 3.ペイド広告費は、主にインターネット広告関連費用を指す
 4.売上連動費用は、決済手数料、販売手数料、店舗関連費用などを指す
 (出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 売上高広告宣伝費率とその内訳の推移



(注) 1.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.ブランド広告費は、テレビCMを中心とするマスコプロモーション費用を指す
 3.ペイド広告費は、主にインターネット広告関連費用を指す
 (出所) 決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

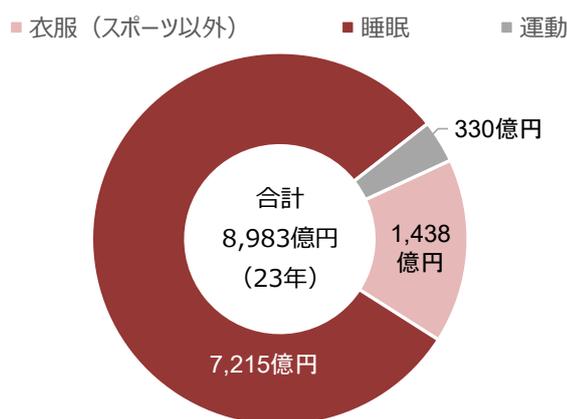
◆ リカバリー市場の規模

一般社団法人日本リカバリー協会の調査によると、リカバリー(休養・抗疲労)市場のうち、同社が対象としている衣類・睡眠・運動の各分野合計の23年における市場規模は8,983億円に達している(図表7)。

中でも、同社の主力商品が該当する衣服(スポーツ以外)カテゴリにおける市場規模は1,438億円とされ、19年の867億円から年率13.5%のペースで拡大した。

政府は、少子高齢化が進む中、国民健康保険の安定的な運用を図りたいこともあり、03年の健康増進法の施行をはじめ、国民の健康意識を向上させるための各種取り組みを積極化している。その成果や、新型コロナウイルス感染症の流行もあり、国民の健康に対する意識は今後も高まっていくものと考えられる。

【図表7】リカバリー領域においてTENTIALが対象とする市場の規模



(出所) 決算説明会資料、一般社団法人日本リカバリー協会プレスリリースを基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合

同社が現在の主力商品「BAKUNE」を本格的に販売開始したのは21年2月であり、同年4月に一般医療機器認証を取得した。

その後22年10月に、厚生労働省は、遠赤外線的作用によって血行を促進し、疲労や筋肉のコリを緩和することを目的とした衣類について「家庭用遠赤外線血行促進用衣」というカテゴリを新設し、一般家庭用機器として取り扱うことを認めた。それがひとつのきっかけとなり、リカバリーウェア市場に参入する動きが活発化している。

現在、「BAKUNE」の競合商品を販売している会社には、プレミアムアンチエイジング(4934 東証グロース)の完全子会社で「リカバリーデイ」ブラン

ドを扱うベネクス、「メディヒール」ブランドのワークマン(7564 東証スタンダード)、「コラントツテ RESNO」ブランドのコラントツテ(7792 東証グロース)、「ReD」ブランドの MTG(7806 東証グロース)、「Re-Pose」ブランドのゴールドウイン(8111 東証プライム)などがある(図表 8)。

【 図表 8 】リカバリーウェアを市場投入している主な企業

企業名	代表ブランド	主な商品	効能の源泉
TENTIAL	BAKUNE	パジャマ	遠赤外線
MTG	ReD	肌着	遠赤外線
ワークマン	メディヒール	室内着	遠赤外線
コラントツテ	コラントツテ RESNO	パジャマ	磁気
ベネクス	リカバリーデイズ	室内着	遠赤外線
ゴールドウイン	Re-Pose	室内着	遠赤外線

(出所) 証券リサーチセンター

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1 : スポーツ Web メディアの運営を目的に創業

創業者であり現代表取締役社長の中西裕太郎氏は、人材関連サービスなどを手掛ける株式会社インフラトップの創業に携わり、その後はリクルートキャリア(現・リクルートホールディングス(6098 東証プライム)傘下のリクルート)で新規サービスの商品企画や事業開発を行っていた。

高校時代はサッカー選手としてインターハイにも出場し、プロを目指しながらも病気で断念したという体験を持つ中西氏は、「健康でないと心も前向きになれない」「アスリート時代の経験が社会で活かしづらい」という課題を解決したいという思いから 18 年 2 月に同社の前身となる Aspole を設立した。当初は、「SPOSHIRU」の名称で Web 上にスポーツに関連するハウツー情報などを掲載するスポーツ Web メディアの運営を行っていた(現在は終了)。

◆ 沿革 2 : EC 経由のインソール販売に転進

中西氏は、「SPOSHIRU」で事業を開始したものの、当初から事業規模を大きくしていくためには消費者向けの物品販売を手掛ける必要があると考えていた。「SPOSHIRU」を運営していく中で足の悩みに関する検索が多かったことに着目した中西氏は、自社企画でインソールの販売を始めることを決断した。そこで、ベンチャーキャピタルなどから資金を調達し、19 年 8 月に初の自社商品であるインソール「TENTIAL ZERO」の販売を開始した。また、それに先立つ 19 年 5 月には商号を現在の TENTIAL に変更している。

◆ 沿革 3 : 「BAKUNE」発売

同社は、インソール発売後も、健康の質を高める機能を持つアパレル系の商品開発を模索していた。ちょうどその頃、新型コロナウイルス

感染症が流行したことを受け、20年6月から吸水速乾性に優れたマスクを企画・販売し、約半年で3億円を超える売上となるヒットとなった。これを契機に、繊維専門商社の豊島株式会社(以下、豊島)との取引と信頼関係が構築された。

同社は、豊島の特殊繊維「SELFLAME®」が持つ、じんわりとした温かさを継続させる保温機能に注目し、これをパジャマに用いることで睡眠の質を高めることができると考えた。開発された「TENTIAL BAKUNE WELLNESS WEAR」(「BAKUNE」の前身)は、20年12月にマクアケ(4479 東証グロース)が運営するプラットフォームを通じてクラウドファンディングを開始したところ、初日に目標金額の10倍を超える金額を集めた。この成果を受け、21年2月に自社ECを通じ正式に販売を開始した。

◆ 沿革4: 商品の種類や販売チャネルの拡大を通じて販売を加速

「BAKUNE」を発売してからの同社は、性別・季節性・着用感などニーズを細分化した上で女性にターゲットを絞った商品(22年6月「BAKUNE Dry Ladies」)や新たな着用感を訴求した商品(23年3月「BAKUNE Mesh」)など商品の種類を拡大した。並行して、22年5月の「TENTIAL 新丸ビル」(現在のTENTIAL 丸の内)を皮切りに自社店舗チャネルの拡充を図ってきた。

◆ 企業理念

同社の社名「TENTIAL」は、「Potential (ポテンシャル)」に由来しており、その使命を「健康に前向きな社会を創り、人類のポテンシャルを引き出す。」こととしている。

◆ 株主

25年8月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長の中西裕太郎氏であり、第2位株主で同氏の資産管理会社であるAnchorと合わせて34.19%を保有している(図表9)。

第4位株主は、インソール発売に先立つ19年2月に同社に出資したアカツキ(3932 東証プライム)で、3.88%を保有する。なお、上場時の売出し等により保有株数は上場前から減少した。

第6位株主は、同社の主要仕入先の繊維商社の豊島である。上場時に親引け先として175,000株を取得したほか、25/8期中に新株予約権を行使して73,800株を取得したとみられる。一方、豊島系のベンチャーキャピタルであるファッション&テクノロジー2号投資事業組合の保有株式は上場時に全株売却された。

第3位、第5位、第7位株式は金融機関の保有、第8位以下の株主はベンチャーキャピタルである。なお、25年10月7日時点のベンチャーキャピタル等の株式保有比率は9.5%で、上場日に当たる25年2月28日時点の19.6%から低下した。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主名	25/1期末(上場前)			25/8期末			備考
	株数(千株)	割合	順位	株数(千株)	割合	順位	
中西裕太郎	2,228.2	33.48%	1	2,005.4	26.47%	1	代表取締役社長 上場時に222,800株売出
株式会社Anchor	600.0	9.01%	3	585.0	7.72%	2	代表取締役社長の資産管理会社 上場時に15,000株売出
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	-	-	-	336.9	4.45%	3	
株式会社アカツキ	1,016.2	15.27%	2	293.9	3.88%	4	上場時に711,300株売出
日本証券金融株式会社	-	-	-	272.3	3.59%	5	
豊島株式会社	-	-	-	248.8	3.28%	6	主要仕入先
野村信託銀行株式会社(投信口)	-	-	-	224.1	2.96%	7	
PARAMOUNT BED-SBI Healthcare Fund 1号投資事業有限責任組合	-	-	-	156.8	2.07%	8	
BNP PARIBAS LONDON BRANCH FOR PRIME BROKERAGE CLEARANCE ACC FOR THIRD PARTY	-	-	-	140.9	1.86%	9	
HIRAC FUND 1号投資事業有限責任組合	452.4	6.80%	4	135.7	1.79%	10	上場時に316,700株売出
ニッセイ・キャピタル12号投資事業有限責任組合	392.4	5.90%	5	-	-	-	上場時に196,200株売出
ファッション&テクノロジー 2号投資事業組合	353.8	5.32%	6	-	-	-	上場時に353,800株売出
Apricot Venture Fund 1号投資事業有限責任組合	346.2	5.20%	7	-	-	-	上場時に173,100株売出
ナントCVC 2号投資事業有限責任組合	197.0	2.96%	8	-	-	-	上場時に49,200株売出
MTGV投資事業有限責任組合	165.6	2.49%	9	-	-	-	上場時に82,800株売出
Rakuten Capital S.C.Sp.	156.8	2.36%	10	-	-	-	上場時に78,400株売出
大株主上位10名 (新株予約権による潜在株式数)	5,908.6 (715.4)	88.78% (10.75%)	-	4,399.8 (606.4)	58.07% (8.00%)	-	
発行済み株式総数(自己株式数含まず)	6,655.6	100.00%	-	7,576.5	100.00%	-	
発行済み株式総数(自己株式数含む)	6,655.6	-	-	7,576.5	-	-	
参考:自己株式数	-	-	-	-	-	-	

(注) 割合は自己株式および潜在株式を含まない発行済み株式総数に対する割合
(出所) 目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社は20/1期からの業績を開示している。21/1期にBAKUNEを本格的に販売したことから、売上高は拡大傾向を辿っている。

22/1期は人材拡充や本社移転など業容の拡大に伴う体制整備や広告宣伝などの経費がかさみ経常赤字が拡大した。

23/1期には商品やブランドへの認知がさらに進んだことで売上高が高い伸びを示し、経常黒字化を達成した。

24/1期は、売上高5,409百万円(前期比2.7倍)、営業利益473百万円(同11.9倍)となった。商品やブランドへの認知の広がりに加え、クリスマスシーズンに同社としては初めてテレビCMを実施したことなどにより売上高が大きく伸長した。業容拡大に伴う人員増やテレビCMの実施などによって費用は増加したものの、増収効果によって営業利益率は改善し、大幅な増益を果たした。

25/1期は、売上高12,837百万円(前期比2.4倍)、営業利益1,452百万円(同3.1倍)となった。個人の健康意識の高まりやブランドへの認知の広がり、新商品の継続的な投入に加え、24年9月に商品価格を引き上げたことが貢献して、大幅な増収増益を果たした。

◆ 25年8月期業績

7カ月間の変則決算である25/8期は売上高11,134百万円、営業利益1,167百万円、経常利益1,157百万円、当期純利益817百万円となった。

なお、12カ月換算の数値は、25/8期(24年9月～25年8月)売上高19,389百万円(前年同期比2.5倍)、営業利益2,276百万円(同3.5倍)、経常利益2,248百万円(同3.5倍)、当期純利益1,633百万円(同2.8倍)となった。

売上高は大きく伸びた。消費者の健康志向の高まりや各社の新規参入などを背景にリカバリーウェアへの認知と関心が高まったことに加え、同社自身も広告宣伝を積極化したほか、ラビットファー調の生地を採用した「BAKUNE プレミアム掛け布団ウォーム」などの新商品を積極的に投入したことが奏功した。

直営店舗は、期中に5店の出店、1店のリニューアル、1店の退店を行った結果、期末直営常設店舗数が25/1期末の10店から14店に増えたほか、ギフト需要期などに複数の期間限定店舗を出店したことが

貢献した。なお、直営常設店舗は全店舗が営業黒字を確保しており、単なるショールームにはなっていない。

売上総利益率(12カ月換算)は72.9%で、前年同期の69.3%から3.6%ポイント上昇した。24年9月に約10%の値上げを行ったことが主因である。

販管費(12カ月換算)は、11,865百万円となった。テレビCMの開始に伴う広告宣伝費、事業規模拡大に伴う全社的経費の増加などによって大きく増加したが、増収効果やインターネット広告を中心とするテレビCM以外の広告宣伝費の運用効率改善などが奏功し、対売上高比率では61.2%と、前年同期の60.9%から0.3%ポイントの上昇にとどまった(図表10)。

【図表10】販管費の内訳

	24/8期(参考値) (23/9-24/8)		25/8期(12カ月換算・参考値) (24/9-25/8)		
	金額	対売上	金額	対売上	前期比
販売費及び一般管理費	4,745	60.9	11,865	61.2	2.5x
広告宣伝費	2,050	26.3	5,137	26.5	2.5x
人件費	683	8.8	1,455	7.5	2.1x
荷造運賃	416	5.3	802	4.1	92.8
売上連動費用	723	9.3	1,919	9.9	2.7x
その他費用	871	11.2	2,551	13.2	2.9x

(注) 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) 決算説明会資料、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

結果として、25/8期(12カ月換算)の営業利益率は11.7%となり、前年同期の8.4%から3.3%ポイント上昇した。

25/8期(7カ月)の営業活動によるキャッシュ・フローは225百万円のマイナスであった(25/1期は2,607百万円のプラス)。主因は、①25/1期のクリスマス商戦後手薄となった棚卸資産を意識的に積み増した、②25/1期までは法人税等の支払がほとんどなかった、③25/8期は7カ月決算で同社最大の繁忙期であるクリスマス商戦が含まれないため税引前当期純利益が低水準であったことの3点が挙げられる。

◆ 26年8月期第1四半期業績

26/8期第1四半期業績は、売上高7,075百万円、営業利益657百万円であった。25/8期が7カ月決算だったため前年同期比較はない。なお、同社が参考値として開示している前年同期の数値との比較では、売上高は2.1倍、営業利益は37.4%増であった。

なお、26/8期通期の会社計画に対する進捗率は売上高で25.2%、営業利益で21.8%である。営業利益がやや低めに映るのは、第2四半期のクリスマス商戦に向けたマスプロモーション費用が11月から発生し

たことによるものである。なお、期初時点の社内計画との比較では、売上高、営業利益とも上回ったと同社はコメントしている。

売上高は前年同期比で大きく伸びた。売上高の 84.4%を占める「BAKUNE」が約2倍となり売上高を牽引したほか、寝具カテゴリーが同3.9倍、FOOTカテゴリーが同3.6倍と、リカバリーウェアを上回る高い伸びを示した。

販売チャネル別にみると、ブラックフライデーセール開催などを背景に主力のECチャネル(自社EC+他社ECモール)が引き続き売上高を牽引した。ただし、前年同期との比較では、直営店舗及び卸売チャネルの売上高成長率が相対的に高くなった。直営店舗数の増加に加え、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オフラインチャネルの売上高成長に寄与したとみられる。第1四半期の新規出店は2店(ニューマン高輪、伊勢丹新宿)、退店はなかった。

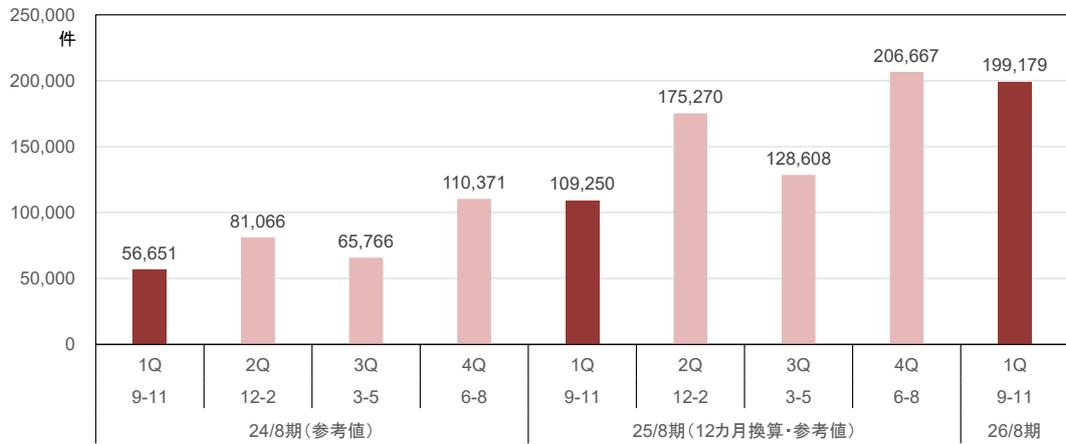
同社がKPIとして開示している四半期別のECチャネル(自社EC+他社ECモール)における購入件数は199,179件(前年同期比82.3%増)、購入単価は25,393円(同1.6%減)となった(図表11、図表12)。なお、25/8期(12カ月換算)は前年同期比で上昇していた購入単価が26/8期第1四半期に微減に転じたのは、24年9月に行った値上げ効果が一巡したことや、単価の低いフットウェアの売上件数の伸びが大きかったことの2点が主因である。

売上総利益率は72.3%で、前年同期の73.1%から0.8%ポイント低下した。12月のクリスマス商戦に向け、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高まったことなどによるものである。

販管費は4,459百万円で、前年同期比2.1倍となった。販管費率は63.0%となり、同3.5%ポイント上昇した。クリスマス商戦を前にテレビCMを戦略的に投入したり、野球日本代表「侍ジャパン」のオフィシャルパートナーに就任したりしたことによる広告宣伝費の増加や、研究開発費(「その他の固定費」に含まれる)を積極的に投入したことが主因である(図表13)。なお、同社は、広告宣伝費の消化ペースは計画に沿って推移しているとしている。

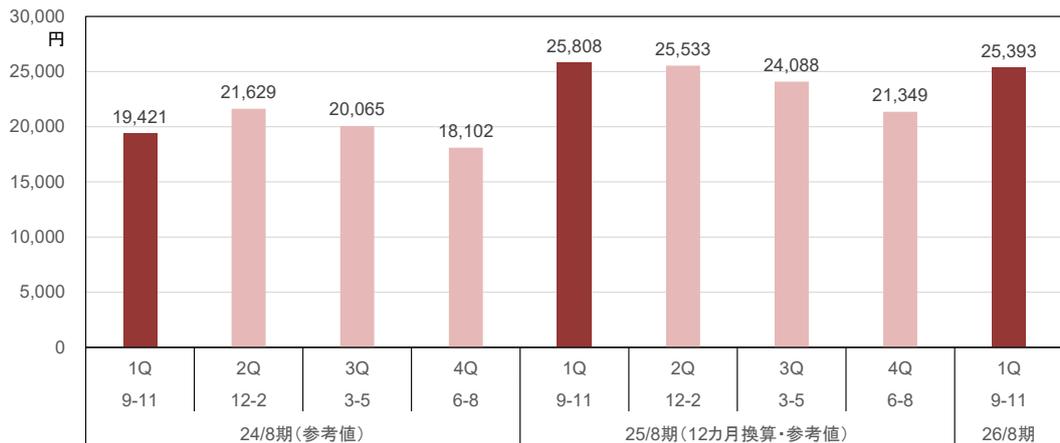
26/8期第1四半期末の棚卸資産は5,022百万円と、25/8期末の1,882百万円から急増した。同社は、前年のクリスマス商戦で欠品が生じた反省から在庫を積極的に積んだ結果と説明している。確かに棚卸資産の金額は急増しているものの、第1四半期売上高の2.1カ月分にとどまっているため、過度な問題視は不要と考える。

【 図表 11 】 購入件数 (EC チャネル) の推移



(注) 自社ECおよびECモールにおける購入件数
(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 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購入件数で除した数値
(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】 販管費の内訳

	25/8期1Q (参考値) (24/9-24/11)		26/8期 1Q (25/9-25/11)		前同比
	金額	対売上	金額	対売上	
販売費及び一般管理費	2,577	73.1	5,117	72.3	2.1x
広告宣伝費	215	6.1	391	5.5	2.2x
人件費	965	27.3	2,119	29.9	119.6
荷造運賃	215	4.0	309	4.4	2.2x
売上連動費用	349	9.9	700	9.9	2.0x
その他	430	12.2	940	13.3	2.2x

(注) 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) 決算説明会資料、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

▶ 他社との財務指標比較

◆ リカバリーウェアを販売する企業や、EC 主体で美容・健康関連商品を販売する企業と比較した

類似企業との財務指標を比較した(図表 14)。比較対象は、図表 7 で示したリカバリーウェアをすでに販売している上場企業に加えて、EC チャンネルを主体に美容・健康食品を販売する企業とした。具体的には、Ai ロボティクス(247A 東証グロース)、コラントッテ、MTG、ワークマン、ゴールドウインとした。なお、比較を行うにあたり、同社の損益計算書上の数値については 12 カ月換算(24 年 9 月~25 年 8 月)の数値を用いた。

収益性を見ると、比較対象の中で同社の自己資本利益率(ROE)は Ai ロボティクスに次いで高い。ROE を売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの 3 項目に分解すると、同社は成長中のリカバリーウェア市場に集中しているため、総資産回転率が他社を上回る一方、もともと必要な自社 EC への集客のための広告費用にブランド投資を積極化していることが加わって広告宣伝費負担が重いため、売上高当期純利益率がやや低くなっている。

【図表 14】財務指標比較

項目	社名	コード 市場 決算期	TENTIAL	Aiロボティクス	コラントッテ	MTG	ワークマン	ゴールドウイン
			325A 東証グロース 25/8期単体	247A 東証グロース 25/3期単体	7792 東証グロース 25/9期単体	7806 東証グロース 25/9期連結	7564 東証スタンダード 25/3期単体	8111 東証プライム 25/3期連結
規模	売上高	百万円	19,389 ※4	14,206	6,917	98,810	136,933	132,305
	経常利益	百万円	2,248 ※4	2,422	1,827	10,731	24,904	30,806
	総資産	百万円	7,538	6,966	6,717	75,199	162,231	150,877
収益性	自己資本利益率(ROE)	%	47.0 ※4	76.7	28.6	16.6	13.0	23.2
	売上高当期純利益率	%	8.4 ※4	12.0	19.2	8.0	12.3	18.5
	総資産回転率	回	2.8 ※4	2.5	1.1	1.5	0.9	0.9
	財務レバレッジ	倍	1.6	2.1	1.3	1.5	1.2	1.4
	総資産経常利益率	%	32.6 ※4	42.1	30.1	16.1	16.0	21.1
	売上高売上総利益率	%	72.9 ※4	78.4	67.3	62.8	37.4	52.1
	売上高営業利益率	%	11.7 ※4	17.5	26.2	10.8	17.8	16.6
	棚卸資産回転率	月	0.8 ※4	0.7	2.5	2.1	2.2	1.7
成長性	売上高(3期平均成長率)	%	112.0% ※5	106.7%	14.0%	26.4%	5.6%	10.4%
	経常利益(同上)	%	286.7% ※5	黒字化	24.1%	42.3%	-3.1%	14.9%
	総資産(同上)	%	79.2% ※5	53.8%	17.8%	14.6%	9.0%	15.0%
安全性	自己資本比率	%	61.7	47.5	76.9	67.8	83.4	73.2
	流動比率	%	266.0	239.2	316.0	227.1	546.7	249.9
	固定長期適合率	%	16.6	9.4	36.4	54.8	29.4	51.0

(注) 1. 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出
 2. 財務レバレッジは総資産÷自己資本で、自己資本比率の逆数
 3. 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 4. 損益計算書上の科目は 12 カ月換算(24/9~25/8)の数値を用いて算出
 5. 25/8 期の 12 カ月換算(24/9~25/8)の数値と、23/1 期(22/2~23/1)の数値を用いて算出
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

成長性は、比較対象の中では同社が最も高くなっている。これは同社がリカバリーウェア市場に集中して事業を展開していることによるものと考えられる。

安全性は、同社は比較対象の中では平均的だが、一般的には健全と評価できる水準である。

3. 非財務面の分析

> 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 15 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。

【 図表 15 】 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うる顧客	・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)、今永翔太 (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	・企画・開発・マーケティング・販売・顧客サポートの内製化	・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17店舗 (26年1月現在)	
	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
		・エビデンス取得のためのリサーチ件数	23件/年	
		・薬機法に基づく法令遵守体制の構築	第二種医療機器製造販売業許可取得(24年8月)	
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7年経過	
			・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、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

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。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していることが、顧客からの支持につながっている。

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により、商品を購入した既存顧客の一定割合がリピート購入するようになっている。このようなリピート購入を期待できる既存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。

> ESG活動の分析

同社は「健康に前向きな社会を創り、人類のポテンシャルを引き出す。」をミッションに掲げており、その一環として ESG 活動にも積極的に取り組んでいる。

◆ 環境対応 (Environment)

同社は「地球のコンディショニング」が悪化した場合、同社ミッションの実現が後退するおそれがあると考えており、サプライチェーン全体に環境負荷を軽減するための対応を行っている。

具体的には、パッケージには焼却時に発生する CO₂ 発生量を大幅に削減できるグリーンナノ素材を使用しているほか、資材として活用できない商品を固形燃料に転換して再資源化するなどの取り組みを行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、顧客だけでなく、地域社会や未来のアスリート、従業員などのコンディションにも多角的に支援活動を行っている。

具体的には、三島市とコンディショニングに関する包括連携協定を締結し、三島市民へのコンディショニングの啓発や健康づくりに取り組んでいる。また、名古屋市の「なごや健康経営支援プロジェクト」に参画し、名古屋市内の健康経営に取り組む企業に対して睡眠改善セミナーを提供していることなどが挙げられる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は監査等委員である取締役 3 名を含む 6 名の取締役で構成されており、うち 4 名が社外取締役である。

社外取締役の猿渡歩氏は、有限監査法人トーマツなどを経て、現在は Anker Innovations Technology Co.,Ltd の日本法人であるアンカー・ジャパンの代表取締役 CEO を務めている。

同社の監査等委員会は社外取締役 3 名で構成されている。

社外取締役(監査等委員)の石田和也氏は、新日本証券(現・みずほ証券)の出身で、みずほ証券の執行役員、新光投信(現・アセットマネジメント One)の取締役常務執行役員、みずほ証券プロパティマネジメントの監査役、エヌ・エル・エヌの監査役を歴任してきた。

社外取締役(監査等委員)の降幡武亮氏は、新日本証券(現・みずほ証券)の出身で、みずほ証券の執行役員、日本証券テクノロジーの監査役などを歴任し、22年に同社の監査役、23年からは取締役(監査等委員)に就任した。シェアリングエネルギーの監査役を兼任している。

社外取締役(監査等委員)の酒井温子氏は公認会計士かつ税理士であり、太田昭和監査法人(現・EY 新日本有限責任監査法人)に入所後いくつかの税理士事務所を経て 20 年に酒井温子公認会計士事務所、24 年に酒井温子税理士事務所をそれぞれ開設した(ともに現任)。このほか、ナディアの社外監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 「BAKUNE」に次ぐ第二、第三の売上高の柱の確立

同社の主力商品である「BAKUNE」は25/8期(12カ月換算)売上高の86%を占めており、同社の業容拡大をけん引している。リカバリーウェア市場は今後も拡大すると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えており、機能面や着心地などの商品改良やデザイン面を強化した新商品開発を通じた「BAKUNE」の成長持続が期待される。

「BAKUNE」への売上依存度が高いのは、質の高い睡眠へのニーズの高さを鑑みて同社が戦略的に広告宣伝費をはじめとする経営資源を集中している結果という側面もある。とはいえ、日本国内のパジャマの市場規模は約1,500億円程度とみられ、一般的なパジャマとの単価の違いを考慮しても、同社が売上高を「BAKUNE」に大きく依存した状態のままでは、遠からず売上高成長に限界が訪れるおそれがある。そのため、「BAKUNE」に次ぐ第二、第三の売上高の柱を確立させることが求められると当センターは考える。

> 今後の事業戦略

◆ 商品開発・国内外での認知度向上・既存客のロイヤルティ向上の三本柱でさらなる成長を目指す

同社は、今後のさらなる成長に向け、①商品開発、②国内外での認知度向上、③既存顧客のロイヤルティ向上の3点に注力する方針である。同社は中期計画を発表していないが、中期的な目標として国内売上高1,000億円という数値を掲げている。

① 商品開発

現在、同社は「TENTIAL」の統一ブランドの下で、「SLEEP」「WORK」「FOOT」の3つの領域に商品を展開している。今後は、商品開発のための人材と研究開発への投資の2点を実行することにより、短期的には既存商品領域における取扱商品点数の拡大、中長期的には新たな商品領域の開拓を図る考えである。進出先の候補としては、スポーツ領域などが考えられる。

② 国内外での認知度向上

23年12月以降、同社はテレビCMをはじめとするマスプロモーションを実施するブランド投資を開始した。マスプロモーションの実施に連動して「BAKUNE」の検索件数が上昇するなど効果が出ており、今後もブランド投資を継続して「BAKUNE」および「TENTIAL」ブランドの認知度を高めていく方針である。なお、同社によると、225年12月におけるTENTIALブランドの認知率は22.1%であったが、国内の主要ブランドと同等の60%の認知率を目指すとしている。

海外販売への取り組みとしては、現状はテスト段階ながら、既に中国

のECサイト(TMALL、RED)を通じた販売に着手している。中期的には、グローバルブランドとしての認知度を向上させ、海外展開による成長加速を図る考えである。

③ 既存顧客のロイヤルティ向上

同社は、既存顧客のロイヤルティをさらに高め、継続的な商品購入を促すことにも力を入れていく考えである。その主役になるのが24年5月に開始した会員プログラム「TENTIAL Club」である。会員の自社サイトでの購入に対してマイルを提供する(Amazon、楽天市場等他社サイトでの購入に対してはマイルが付与されない)ことで、購買意欲を喚起するしくみである。

同社は基本的にマイルを商品の再購入のために使われるものと想定している。並行して、ステージの高い会員を対象にランニング、ヨガなど会員限定のイベントを開催し、その参加費にマイルを充当できるようにもしており、実際に参加者を集めている。今後、このような会員限定体験型イベントが定着することとなれば、会員の継続的な商品購入へのインセンティブがより高まる可能性がある。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部環境(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)を、図表 16 に示した。

【 図表 16 】 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

> 経営戦略の評価

◆ 一般の生活者にコンディショニングを身近にしたことを評価

同社がリカバリーウェアを展開するようになったのは、創業者の中西氏が、アスリートがより高いパフォーマンスを示すために日常的に行う「コンディショニング」を一般の生活者にも身近に行えるようにすることで健康の質を高めることができると考えたことがきっかけである。インソールから始まって、「BAKUNE」のヒットで業績の急拡大を果たしたが、アスリート特有の「コンディショニング」が一般の消費者にも受け入れられると判断した先見性と、それを具体的な商品として形にした企画力を当センターは評価している。

◆ 機能的な新規性を打ち出した商品を投入し、「BAKUNE」に次ぐ売上高の柱を確立できるかに注目

今後の同社にとって最大の課題は、「BAKUNE」に次ぐ第二の売上高の柱を確立することにあると当センターは考える。

実際に、同社は寝具(「BAKUNE Comforter」、枕等)、ワークウェア(「MIGARU」等)、フットウェア(「Recovery Sandal」等)に新商品を継続的に投入しており、25/8 期(12 カ月換算)における売上高は拡大している。中でも寝具の売上高成長率は前年同期比 3.8 倍と特に大

きく、今後も拡大が見込まれる。

とはいえ、「BAKUNE」の成長も続いているため、25/8期(12カ月換算)における「BAKUNE」への売上依存度は86%と高い。それだけに、今後の同社は、新たな機能性素材の開発や発掘(既存素材の新しい活用法を見出す)などを通じ、リカバリーウェア以外の領域で顧客に強くアピールできる新商品を投入することが求められよう。

26/8期に同社は研究開発費を大幅に積み増す計画であり、今後の成果が注目される。

> 今後の業績見通し

◆ 26年8月期会社計画

26/8期の会社計画は、売上高は前年同期(24年9月～25年8月)比44.6%増の28,046百万円、営業利益は同32.7%増の3,020百万円、経常利益は同33.8%増の3,007百万円、当期純利益は同25.8%増の2,054百万円である(図表17)。

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拡大、新規出店(4～5店舗を想定)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などマズプロモーションの実行など、25/8期までの取り組みをより深化させていくことによって引き続き高い増収率を目指している。購入単価については、同社では現時点では商品の一律の値上げを想定していないこともあり、前年同期(24年9月～25年8月)並みの水準を想定している。

売上総利益率は、前年同期(24年9月～25年8月)並みの72.9%を計画している。

販管費率は、前年同期(24年9月～25年8月)比0.9%ポイント上昇の62.1%を計画している。大幅な増収を計画する中であって販管費率が悪化する計画となっているのは、テレビCMなどのブランド広告費と、研究開発費を大幅に積み増すためである。

ブランド広告費の売上高全体に占める割合は前年同期(24年9月～25年8月)比2.1%ポイント上昇の10.2%、研究開発費率は同0.6%ポイント上昇の0.9%と、それぞれ計画されている。同社では、ブランド広告費の積み増しを、TENTIALブランドの中長期的なブランド構築と認知度向上を目的とするもので、将来の持続的な成長のために必要な投資と位置付けている。また、大幅増を見込む研究開発費の使途としては、一般医療器具としての届出に必要な認証試験の費用の

ほか、新商品のための素材開発などに充てるとしている。なお、素材開発については、すぐに成果を出すことを意図するものではなく、27/8 期以降の競争力ある商品の投入を見据えた取り組みとしている。

以上から、同社は営業利益を前年同期（24 年 9 月～25 年 8 月）比 32.7%増、営業利益率を同 0.9%ポイント低下の 10.8%と計画している。

【 図表 17 】 26 年 8 月期会社計画

(単位：百万円)

	23/8期 (参考値)	24/8期 (参考値)	25/8期 12カ月換算 (参考値)	26/8期 会社予想
売上高	3,374	7,788	19,389	28,046
前期比	-	2.3x	2.5x	44.6%
E C	-	6,138	14,735	-
前期比	-	-	2.4x	-
直営店	-	1,012	2,874	-
前期比	-	-	2.8x	-
卸売その他	-	634	1,779	-
前期比	-	-	2.8x	-
売上総利益	2,351	5,398	14,141	20,446
売上総利益率	69.7%	69.3%	72.9%	72.9%
前期比	-	2.3x	2.6x	44.6%
販売費及び一般管理費	2,067	4,745	11,865	17,425
販管費率	61.3%	60.9%	61.2%	62.1%
前期比	-	2.3x	2.5x	46.9%
広告宣伝費	-	2,050	5,137	8,021
その他	-	2,696	6,727	9,403
営業利益	285	653	2,276	3,020
営業利益率	8.4%	8.4%	11.7%	10.8%
前期比	-	2.3x	3.5x	32.7%
営業外収益	-	21	18	-
営業外費用	-	23	46	-
経常利益	294	651	2,248	3,007
当期純利益	239	583	1,633	2,054

- (注) 1. 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. 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. 売上総利益、販管費の会社予想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) 決算説明会資料、ファクトシート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

売上高は前年同期（24 年 9 月～25 年 8 月）比 53.8%増の 29,830 百万円、営業利益は同 66.9%増の 3,800 百万円、経常利益は同 68.6%増の 3,790 百万円、当期純利益は同 58.0%増の 2,580 百万円と予想した（図表 18）。同社計画を売上高で 6.4%、営業利益で 25.8%上回る水準とし

たのは、顧客獲得件数を同社が保守的に設定していると判断したためである。

【 図表 18 】 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)

	23/8期 (参考値)	24/8期 (参考値)	25/8期 12カ月換算 (参考値)	26/8期 会社計画	27/8期 予想	28/8期 予想	29/8期 予想	
売上高	3,374	7,788	19,389	28,046	29,830	38,420	47,620	
前期比	-	2.3 x	2.5 x	44.6%	53.8%	28.8%	23.9%	
EC	-	6,138	14,735	-	21,990	29,230	37,010	
前期比	-	-	2.4 x	-	49.2%	32.9%	26.6%	
直営店舗	-	1,012	2,874	-	5,000	5,500	6,000	
前期比	-	-	2.8 x	-	73.9%	10.0%	9.1%	
卸売・その他	-	634	1,779	-	2,840	3,690	4,610	
前期比	-	-	2.8 x	-	59.6%	29.9%	24.9%	
売上総利益	2,351	5,398	14,141	20,446	21,740	28,000	34,710	
売上総利益率	69.7%	69.3%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	
前期比	-	2.3 x	2.6 x	44.6%	53.7%	28.8%	24.0%	
販売費及び一般管理費	2,067	4,745	11,865	17,425	17,940	22,950	28,260	
販管費率	61.0%	60.9%	61.2%	62.1%	60.1%	59.7%	59.3%	
前期比	-	2.3 x	2.5 x	46.9%	51.2%	27.9%	23.1%	
広告宣伝費	-	2,050	5,137	8,021	8,100	10,450	12,950	
売上高広告宣伝費率	-	26.3%	26.5%	28.6%	27.2%	27.2%	27.2%	
前期比	-	-	2.5 x	56.1%	57.6%	29.0%	23.9%	
その他	-	2,695	6,728	9,403	9,840	12,500	15,310	
前期比	-	-	2.5 x	39.8%	46.3%	27.0%	22.5%	
営業利益	285	653	2,276	3,020	3,800	5,050	6,450	
営業利益率	8.0%	8.4%	11.7%	10.8%	12.7%	13.1%	13.5%	
前期比	-	2.3 x	3.5 x	32.7%	66.9%	32.9%	27.7%	
営業外収益	-	21	18	-	10	10	10	
営業外費用	-	23	46	-	20	20	20	
経常利益	294	651	2,248	3,007	3,790	5,040	6,440	
特別利益	-	0	0	-	0	0	0	
特別損失	-	0	12	-	0	0	0	
税引前当期純利益	-	651	2,236	3,007	3,790	5,040	6,440	
当期純利益	239	583	1,633	2,054	2,580	3,430	4,380	
K	EC購入件数(件)	N.A.	313,854	619,795	-	925,500	1,232,900	1,567,300
P	前期比	-	-	97.5%	-	49.3%	33.2%	27.1%
I	EC購入単価(円)	N.A.	19,557	23,775	-	23,760	23,708	23,614
	前期比	-	-	21.6%	-	-0.1%	-0.2%	-0.4%

(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、販管費の会社予想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) 決算説明会資料、ファクトシート、証券リサーチセンター

- (1) EC売上高は、自社EC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全体の購入件数は前年同期(24年9月～25年8月)比49.3%増の925,500件、購入単価については、一律値上げがないことを前提に同0.1%減の23,760円と想定し、売上高を同49.2%増の21,990百万円と予想した。
- (2) 直営店舗売上高は前年同期(24年9月～25年8月)比73.9%増の5,000百万円と予想した。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2,840百万円(前年同期(24年9月～25年8月)比59.6%増)と予想した。
- (4) 売上総利益率は前年同期(24年9月～25年8月)と同水準の72.9%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引き下げで吸収し、前期並みの高水準を維持できると想定した。
- (5) 広告宣伝費は、前年同期(24年9月～25年8月)比57.6%増の8,100百万円と予想した。このうち、同社がブランド認知拡大のために戦略的に積み増す計画のブランド広告費は、ほぼ会社計画並みの同2.0倍の2,900百万円、ECへの集客に際して発生するペイド広告費については同17.4%増の5,200百万円と予想した。また、その他販管費に含まれる研究開発費は同4.2倍の250百万円と予想した。これらコスト増要因はあるものの、増収効果によって販管費率は60.1%と、同1.1%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：27年8月期

売上高38,420百万円(前期比28.8%増)、営業利益5,050百万円(同32.9%増)、経常利益5,040百万円(同33.0%増)、当期純利益3,430百万円(同32.9%増)と予想する(図表18)。

- (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1,232,900件(前期比33.2%増)、購入単価については、一律値上げがないことを前提に23,708円(同

0.2%減)と想定し、売上高を 29,230 百万円(同 32.9%増)と予想した。

- (3) 直営店舗売上高は 5,500 百万円(前期比 10.0%増)と予想した。3 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 3,690 百万円(前期比 29.9%増)と予想した。
- (5) 売上総利益率は前期と同水準の 72.9%とした。
- (6) 広告宣伝費は、10,450 百万円(前期比 29.0%増)と予想した。このうち、ブランド広告費は 3,450 百万円(同 19.0%増)、ペイド広告費については 7,000 百万円(同 18.3%増)と予想した。ブランド広告費は会社の裁量によって増減する可能性があるが、成長期にある同社は引き続きブランド広告費を積極的に投入すると想定した。結果として、広告宣伝費率は前期と同水準の 27.2%になると予想した。販管費全体では増収効果が生じることから販管費率は 59.7%と、同 0.4%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

売上高 47,620 百万円(前期比 23.9%増)、営業利益 6,450 百万円(同 27.7%増)、経常利益 6,444 百万円(同 27.8%増)、当期純利益 4,380 百万円(同 27.7%増)と予想する(図表 18)。

- (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 1,567,300 件(前期比 27.1%増)、購入単価は 23,614 円(同 0.4%減)と想定し、売上高を 37,010 百万円(同 26.6%増)と予想した。
- (3) 直営店舗売上高は 6,000 百万円(前期比 9.1%増)と予想した。3 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。
- (4) 卸売・その他売上高は 4,610 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 72.9%とした。

- (6) 広告宣伝費は、12,950 百万円（前期比 23.9%増）と予想した。このうち、ブランド広告費は 3,950 百万円（同 14.5%増）、ペイド広告費については 9,000 百万円（同 18.9%増）と予想した。引き続き、前期並みの広告宣伝費率を維持すると想定した。販管費全体では増収効果が生じることから販管費率は 59.3%と、同 0.4%ポイント低下すると予想した。

【 図表 19 】 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)

	24/1期 実績	25/1期 実績	25/8期 実績	26/8期 会社計画	26/8期 予想	27/8期 予想	28/8期 予想	26/8期1Q 実績
売上高	5,409	12,837	11,134	28,046	29,830	38,420	47,620	7,075
前期比	2.7x	2.4x	-	-	-	28.8%	23.9%	-
売上原価	1,627	3,600	3,052	7,600	8,090	10,420	12,910	1,958
売上総利益	3,781	9,237	8,082	20,446	21,740	28,000	34,710	5,117
売上総利益率	69.9%	72.0%	72.6%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.3%
前期比	2.7x	2.4x	-	-	-	28.8%	24.0%	-
販売費及び一般管理費	3,307	7,784	6,914	17,425	17,940	22,950	28,260	4,459
販管費率	61.2%	60.6%	62.1%	62.1%	60.1%	59.7%	59.3%	63.0%
前期比	2.4x	2.4x	-	-	-	27.9%	23.1%	-
営業利益	473	1,452	1,167	3,020	3,800	5,050	6,450	657
営業利益率	8.8%	11.3%	10.5%	10.8%	12.7%	13.1%	13.5%	9.3%
前期比	11.9x	3.1x	-	-	-	32.9%	27.7%	-
営業外収益	21	20	12	-	10	10	10	1
営業外費用	18	34	22	-	20	20	20	4
経常利益	477	1,438	1,157	3,007	3,790	5,040	6,440	654
特別利益	-	-	-	-	-	-	-	-
特別損失	5	12	-	-	-	-	-	-
税引前当期純利益	471	1,426	1,157	3,007	3,790	5,040	6,440	654
当期純利益	506	1,061	817	2,054	2,580	3,430	4,380	455

(注) 1. 単体ベース

2. 25/8 期は決算期変更による7カ月決算

(出所) 有価証券報告書、決算短信、証券リサーチセンター

【 図表 20 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

貸借対照表	24/1期 実績	25/1期 実績	25/8期 実績	26/8期 会社計画	予想	27/8期 予想	28/8期 予想	26/8期1Q 実績
現金及び現金同等物	1,393	4,158	4,329	-	3,770	6,138	9,534	1,396
売掛金	171	517	384	-	1,491	1,921	2,381	2,180
棚卸資産	685	835	1,882	-	4,971	6,723	8,730	5,022
その他	49	92	106	-	184	234	287	175
流動資産	2,300	5,604	6,703	-	10,417	15,016	20,933	8,775
有形固定資産	56	272	302	-	544	595	634	552
無形固定資産	43	81	88	-	95	105	115	91
投資その他の資産	89	304	443	-	533	584	635	589
固定資産	188	658	835	-	1,172	1,285	1,384	1,233
資産合計	2,489	6,262	7,538	-	11,590	16,301	22,318	10,008
買掛金	37	191	217	-	497	640	793	2,310
短期借入金	300	700	-	-	-	-	-	-
1年内償還社債	-	23	11	-	-	-	-	-
1年内返済長期借入金	48	202	101	-	107	18	168	147
未払金	323	1,351	1,312	-	1,988	2,561	3,174	1,870
未払費用	56	86	145	-	248	320	396	-
未払法人税等	1	537	389	-	1,210	1,610	2,060	217
未払消費税等	75	244	41	-	497	640	793	41
その他	28	249	298	-	360	400	440	529
流動負債	873	3,586	2,520	-	4,908	6,190	7,827	5,116
社債	24	-	-	-	-	-	-	-
長期借入金	373	346	295	-	188	170	1	224
資産除去債務	3	38	68	-	185	230	275	110
固定負債	401	385	363	-	373	400	277	334
負債合計	1,274	3,971	2,884	-	5,282	6,590	8,104	5,451
資本金	100	107	880	-	916	916	916	916
資本剰余金	608	615	1,388	-	1,425	1,425	1,425	1,425
利益剰余金	506	1,567	2,385	-	4,965	8,395	12,775	2,840
自己株式	-	-	-	-	-625	-625	-625	-625
株主資本	1,214	2,290	4,654	-	6,681	10,111	14,491	4,556
新株予約権	0	0	0	-	0	0	0	0
資本合計	1,215	2,291	4,654	-	6,681	10,111	14,491	4,556
負債及び資本合計	2,489	6,262	7,538	-	11,590	16,301	22,318	10,008

キャッシュ・フロー計算書	24/1期 実績	25/1期 実績	25/8期 実績	26/8期 会社計画	予想	27/8期 予想	28/8期 予想
税引前当期純利益	471	1,426	1,157	-	3,790	5,040	6,440
減価償却費	17	81	114	-	250	238	251
売上債権の増減額 (-は増加)	-82	-346	132	-	-1,106	-429	-460
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-389	-149	-1,047	-	-3,088	-1,751	-2,006
仕入債権の増減額 (-は減少)	-40	153	26	-	279	143	153
未払金の増減額 (-は減少)	189	995	2	-	675	572	613
未払費用の増減額 (-は減少)	13	30	58	-	102	71	76
未払消費税等の増減額 (-は減少)	33	168	-202	-	455	143	153
その他	36	267	37	-	-2	3	0
小計	250	2,627	278	-	1,355	4,031	5,221
利息の受取額	0	0	5	-	1	1	1
利息の支払額	-10	-18	-7	-	-5	-5	-5
法人税等の支払額	-2	-1	-502	-	-389	-1,210	-1,610
営業活動によるキャッシュフロー	237	2,607	-225	-	962	2,817	3,607
投資活動によるキャッシュフロー	-119	-369	-263	-	-584	-351	-351
短期借入による収入	450	2,800	-	-	-	-	-
短期借入金の返済による支出	-182	-2,400	-700	-	-	-	-
長期借入による収入	150	290	-	-	-	-	-
長期借入金の返済による支出	-67	-163	-151	-	-101	-107	-18
社債の償還による支出	-2	-1	-11	-	-11	-	-
株式の発行による収入	99	14	1,532	-	-	-	-
その他	-6	-12	-11	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュフロー	442	526	659	-	-113	-107	-18
現金及び現金同等物の増減額	559	2,764	170	-	264	2,359	3,237
現金及び現金同等物の期首残高	834	1,393	4,158	-	4,329	4,593	6,953
現金及び現金同等物の期末残高	1,393	4,158	4,329	-	4,593	6,953	10,191

(注) 1. 単体ベース

2. 25/8 期は決算期変更による 7 カ月決算

(出所) 有価証券報告書、決算短信、証券リサーチセンター

> 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、他社の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。

現時点で、同社と豊島の関係は良好であり、今後も上記契約を継続する予定である。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、商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。

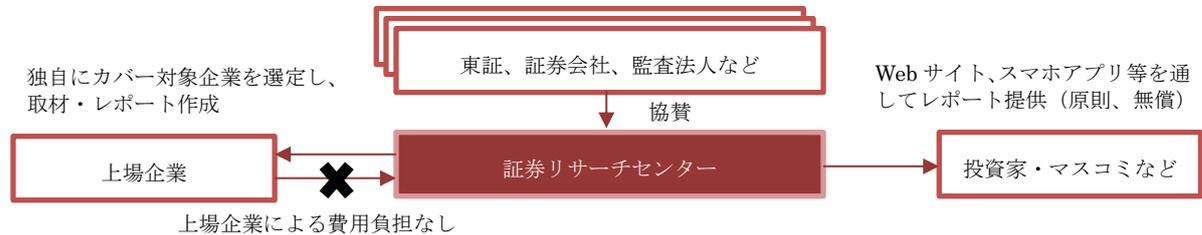
◆ 配当について

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
監査法人アヴァンティア	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
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。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。