



# AB ホテル

東証(JASDAQ)スタンダード 6565 業種: レジャー&アミューズメント

## ビジネス需要へのこだわりが奏功し早期回復実現へ。Buy でカバレッジ開始

### 目標株価 1,400 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券(当社)は、AB ホテル株式会社(6565、AB ホテル、同社)のカバレッジを目標株価 1,400 円、レーティング Buy で開始する。同社はインバウンド需要を当てにせず、純粋なビジネス需要に応える出店方針を堅持してきた結果、コロナ禍による業績インパクトが比較的軽く済んでいる。21/3 期 2Q には早くも黒字化を達成。同業他社が赤字継続・自己資本毀損に苦しむ中、同社は店舗体制や財務に特段のダメージを負っておらず、今後の回復局面において競合に先駆けて業績を伸ばさせることができると思われる。他方、同社株価は同業他社と比べて弱含んでおり、今後、大きなアップサイドを期待できると考える。

### 低コスト経営、積極的かつ健全な出店方針

同社は株式会社東祥(8920)の連結子会社。愛知県に本拠を置き、ビジネスホテル 31 店舗を直営方式で運営している。初期投資抑制と低コストオペレーションに関して独自のノウハウを有しており、コロナ禍前は長期にわたり営業利益率 25%超を継続してきた。また、インバウンドブームに流されず、ビジネス需要を中心とする立地に積極的に出店を重ねることで、店舗数は 17/3 期末 14 店舗から 2 倍以上に増加した。

### 7-9 月期に早くも黒字化。一方、競合の弱体化が進む

20/3 期 4Q 以降、業績はコロナ禍影響を強く受けており、21/3 期 1Q には 1.56 億円の営業赤字に転落。しかし、ビジネス需要に絞った立地、元来のコスト競争力の高さを反映し、2Q に 0.12 億円、3Q には 2.22 億円の黒字を計上した。一方、同業他社では、赤字から抜け出せず自己資本の毀損に悩まされている業者が多い。

### 三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、21/3 期 1.41 億円(前期比 89.4%減。会社ガイダンス 1.04 億円)、22/3 期 6.81 億円(同 383.7%増)。23/3 期には 13.55 億円と、コロナ禍前の利益水準を回復すると見ている。中長期的な出店余地も十分にあるだろう。

### バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、21/3 期-26/3 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 7.5%、永久成長率 1.5%の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/3 期 EPS 59.30 円の 23.6 倍に相当する水準である。

当社見解に対するリスク要因は、1) 国や自治体から出張自粛要請が出された場合、2) ホテルの客室稼働率及び客室単価が大幅に下落した場合、3) 東祥及び AB ホテルの大株主や経営陣の間で重大な対立関係が生じた場合、など。

三田証券株式会社  
調査部長 チーフアナリスト  
清水 純一

## 新規カバレッジ

レーティング  
Buy

目標株価(円)	1,400
株価(円) (4/20)	1,034
時価総額(十億円)	14.7

### 変更の有無

レーティング	新規
目標株価	新規
業績予想	新規

### 株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

### 業績推移

	19/3	20/3	21/3予	22/3予	23/3予	
売上高	十億円	5.5	6.3	4.8	6.1	7.0
営業利益	十億円	1.4	1.3	0.1	0.7	1.4
経常利益	十億円	1.4	1.3	0.1	0.6	1.3
当期純利益	十億円	0.9	0.9	0.1	0.4	0.8
EPS	円	62.6	62.9	5.0	28.9	59.3
BPS	円	370.8	427.7	430.7	455.6	508.9
DPS	円	6.0	6.0	2.0	4.0	6.0
PER	倍	32.0	14.4	228.8	35.8	17.4
PBR	倍	5.4	2.1	2.7	2.3	2.0
配当利回り	%	0.3	0.7	0.2	0.4	0.6
ROA	%	5.6	4.9	0.4	1.9	3.8
ROE	%	18.3	15.7	1.2	6.5	12.3

出所: 会社資料、三田証券

### 会社概要

AB ホテルは愛知県に本拠地を置き、「AB ホテル」ブランドの宿泊特化型ビジネスホテルを営む。店舗数は 31 店舗。店舗の設計段階に積極的に関わることで初期投資を抑制し、フロント業務に業務委託方式を取り入れることで低コストオペレーションを実現している。東祥(8920)の連結子会社。

# 投資判断のポイント

## アウトロク

### 競合に先駆けて回復へ

三田証券(当社)は、AB ホテル株式会社(6565、AB ホテル、同社)のカバレッジを目標株価1,400円、レーティング Buy で開始する。

*目標株価1,400円、レーティング Buy でカバレッジ開始*

同社は、株式会社東祥(8920)の連結子会社。愛知県三河地区に本拠を置き、全国でビジネスホテル31店舗を直営方式により展開している。初期投資抑制と低コストオペレーションに関して独自のノウハウを有しており、コロナ禍前は8期連続で営業利益率25%超を達成した(東祥のホテル事業部門であった時期を含む)。また、高収益を背景に積極的に出店を重ね、業容を拡大してきた。

20/3期4Q以降、ホテル業界はコロナ禍の影響を強く受けており、特に最初の緊急事態宣言が発せられた21/3期1Qには多くの業者が大幅な赤字に転落した。同社も1.56億円の営業赤字を計上した。しかし、ビジネスユースに絞った立地、元来のコスト競争力の高さを反映し、2Q及び3Qは黒字を計上している。同業他社の中には、赤字から抜け出せないところが多く、自己資本が大幅に毀損した業者(一部は資本増強を実施)も珍しくないが、同社は店舗体制や財務に特段のダメージを負っておらず、今後の回復局面において競合に先駆けて業績を伸長させることができると思われる。

*コスト競争力に優れ、コロナ禍からの早期回復が期待できる*

当社による営業利益予想は、21/3期1.41億円(前期比89.4%減、会社ガイダンス1.04億円)、22/3期6.81億円(同383.7%増)。23/3期にはコロナ禍前の業績水準まで回復すると見ている(営業利益予想13.55億円)。中長期的には再び出店による拡大も見込めるだろう。競合の撤退を背景に低予算で物件を確保しやすい環境になる可能性もある。

*23/3期にはコロナ禍前の業績水準に戻ると想定。中長期の出店余地も大きい*

### カタリスト

当社が想定する株価上昇のカタリストは、ホテル客室稼働率の上昇、新型コロナ新規感染者数の大幅な減少、ワクチン接種の一般化、政府によるGo Toトラベルキャンペーンの再開、など。

図表: 三田証券による業績予想サマリー (単体)

単位: 百万円	18/3	19/3	20/3	三田予想 21/3	三田予想 22/3	三田予想 23/3	三田予想 24/3	三田予想 25/3	三田予想 26/3	会社予想 21/3
<b>業績</b>										
売上高	4,420	5,515	6,296	4,783	6,090	7,021	7,702	8,451	9,370	4,790
YoY, %	25.9	24.8	14.2	-24.0	27.3	15.3	9.7	9.7	10.9	
営業利益	1,193	1,410	1,333	141	681	1,355	1,840	2,239	2,721	104
YoY, %	21.4	18.2	-5.4	-89.4	383.7	98.8	35.8	21.7	21.5	
OPM, %	27.0	25.6	21.2	2.9	11.2	19.3	23.9	26.5	29.0	
経常利益	1,146	1,398	1,297	107	640	1,314	1,799	2,198	2,680	90
YoY, %	18.3	22.0	-7.2	-91.7	496.6	105.1	37.0	22.2	21.9	
当期純利益	723	887	891	71	410	841	1,151	1,407	1,715	55
YoY, %	12.3	22.7	0.5	-92.0	474.6	105.1	37.0	22.2	21.9	
減価償却費	403	518	643	702	776	795	808	844	892	
設備投資額	2,055	2,335	2,393	2,597	930	930	1,130	1,560	1,560	
フリーCF	-720	-941	1,077	-2,269	270	691	822	713	1,078	
<b>1株当たり指標</b>										
EPS (円)	51.01	62.57	62.86	5.03	28.91	59.30	81.22	99.25	121.00	3.89
BPS (円)	313.23	370.80	427.66	430.69	455.60	508.90	582.12	672.37	783.36	
DPS (円)	5.00	6.00	6.00	2.00	4.00	6.00	8.00	9.00	10.00	2.00
<b>バリュエーション、収益性等</b>										
PER (倍)	51.1	32.0	14.4	228.8	35.8	17.4	12.7	10.4	8.5	
PBR (倍)	8.3	5.4	2.1	2.7	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3	
配当性向 (%)	9.7	9.6	9.5	39.8	13.8	10.1	9.8	9.1	8.3	
配当利回り (%)	0.2	0.3	0.7	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	
ROA (%)	5.9	5.6	4.9	0.4	1.9	3.8	5.0	5.8	6.6	
ROE (%)	18.8	18.3	15.7	1.2	6.5	12.3	14.9	15.8	16.6	
<b>財務健全性指標</b>										
自己資本比率 (%)	31.8	30.0	31.7	29.0	29.8	32.0	34.8	38.0	41.4	
D/Eレシオ (倍)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9	

出所: 会社資料、三田証券

## バリュエーション

### 残余利益モデル (RIM) による株式評価

目標株価 1,400 円の算出にあたっては、21/3 期-26/3 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 7.5%、永久成長率 1.5%の残余利益モデル (Residual Income Model) を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/3 期 EPS 59.30 円の 23.6 倍に相当する水準である。

**RIM に基づく目標株価は  
1,400 円**

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
10億円	三田予想 21/3	三田予想 22/3	三田予想 23/3	三田予想 24/3	三田予想 25/3	三田予想 26/3	三田予想 27/3
株主資本 (EOP)	6.1	6.5	7.2	8.3	9.5	11.1	
当期利益		0.4	0.8	1.2	1.4	1.7	
株主資本コスト		0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	
残余利益		0.0	0.4	0.6	0.8	1.0	
残余利益の現在価値		0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	
ターミナルバリュエーションの現在価値							11.8
ベータ	1.40						
リスクフリーレート (%)	0.50						
市場リスクプレミアム (%)	5.00						
株主資本コスト (%)	7.50						
永久成長率 (%)	1.50						
株主資本価値合計						19.9	
発行済株式数 (m)						14,176	
目標株価 (円)						1,400	

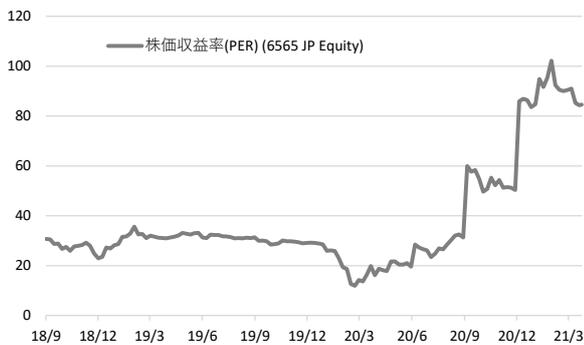
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率	0.50	0.70	0.90	1.10	1.30	<b>1.50</b>	1.70	1.90	2.10	2.30	2.50	2.70	2.90
目標株価	1,300	1,300	1,350	1,350	1,400	<b>1,400</b>	1,450	1,450	1,500	1,550	1,600	1,650	1,650

出所: 三田証券

図表: AB ホテル PER 推移 (参考)



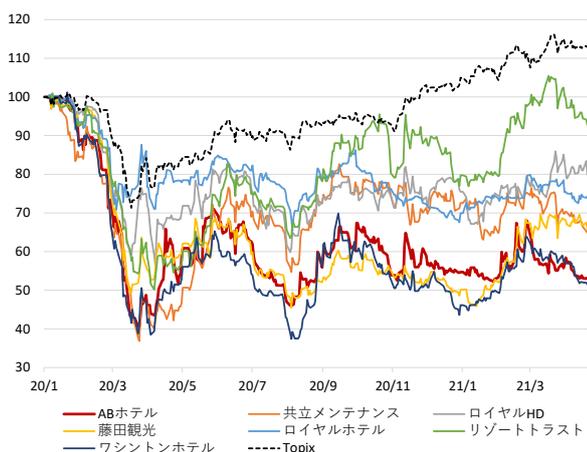
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

類似企業とのバリュエーション比較

AB ホテルは 21/3 期 2Q に早くも黒字化を果たすなど、ホテル運営業者の競合に先駆けて収益を回復させており、自己資本の毀損もない。しかし、コロナ禍前の株価水準と比べた同社株価の回復状況は、業績ダメージのより大きい競合他社と同程度、あるいはむしろ出遅れ気味と言えよう。当該セクターは時価総額が比較的小さい銘柄が多く、セルサイドアナリストのカバレッジが少ないこともあって、ファンダメンタルズの差異が株価に反映されるまでに時間がかかっている可能性がある」と当社は見ている。

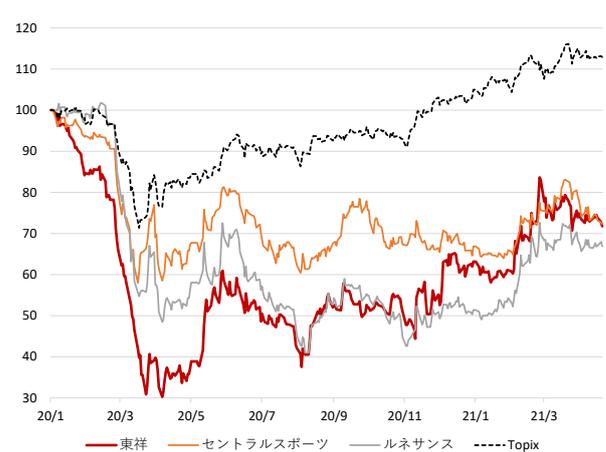
株価はファンダメンタルズの強さを十分に反映していないと思われる

図表: ホテル業者株価推移



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: フィットネス業者株価推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: ホテル業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 4/20	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12か月	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 来期予	EV/売上高 来期予	ROE 直近12か月	売上成長率 直近12か月	EBITDAマージン 直近12か月	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
リゾートトラ	4681	1,721	186.8	25.8	19.0	30.1	17.3	1.4	9.7	1.5	7.3	-11.7	15.8	1.8	-11.3	14.9	65.2
ワシントンホテル	4691	685	8.3	18.5	18.5	NA	NA	0.6	NA	NA	3.1	-7.6	9.4	NA	-14.8	5.5	-0.6
アメイズ	6076	861	13.1	54.7	NA	NA	NA	1.2	NA	NA	-2.6	-28.7	14.0	NA	-3.6	6.4	28.3
グリーンズ	6547	520	6.7	NA	NA	NA	650.0	2.8	NA	0.5	-128.2	-50.3	-55.9	0.0	-18.4	14.3	27.8
<b>ABホテル</b>	<b>6565</b>	<b>1,034</b>	<b>14.7</b>	<b>16.4</b>	<b>83.5</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>2.4</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>2.9</b>	<b>-23.6</b>	<b>21.9</b>	<b>NA</b>	<b>-7.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-14.9</b>
ロイヤルHD	8179	1,917	87.0	NA	NA	NA	98.6	3.4	14.6	1.1	-76.8	-41.2	-25.3	0.5	-7.3	5.5	12.8
共立メンテ	9616	3,375	132.4	19.0	NA	NA	29.4	1.8	17.6	1.3	-11.1	-25.6	-3.3	0.7	-14.0	-1.0	44.6
帝国ホテル	9708	1,850	109.9	45.6	NA	NA	NA	2.1	54.1	2.0	-16.5	-51.7	-15.3	0.2	-12.2	-5.2	-5.0
ロイヤルホテル	9713	1,205	12.4	17.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-50.6	-25.8	NA	-6.2	-1.2	-7.3
藤田観	9722	1,847	22.5	NA	NA	1.0	NA	18.7	22.3	1.4	-163.4	-61.4	-68.6	0.0	-5.3	29.4	10.5
京都ホテル	9723	616	7.4	NA	NA	NA	NA	12.0	NA	NA	-126.8	-54.8	-19.8	NA	-1.1	7.7	10.4
<b>平均</b>				<b>28.2</b>	<b>40.3</b>	<b>15.6</b>	<b>198.8</b>	<b>4.6</b>	<b>23.6</b>	<b>1.3</b>	<b>-51.2</b>	<b>-37.0</b>	<b>-13.9</b>	<b>0.5</b>	<b>-9.2</b>	<b>6.8</b>	<b>15.6</b>

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース

図表: フィットネスクラブ業者のバリュエーション比較 (参考)

会社名	ティッカー	株価 4/20	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12か月	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 来期予	EV/売上高 来期予	ROE 直近12か月	売上成長率 直近12か月	EBITDAマージン 直近12か月	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
ルネサンス	2378	1,132	24.2	13.4	NA	NA	61.2	1.4	NA	1.0	-24.8	-30.9	-1.1	0.2	-9.4	20.2	21.9
RIZAP	2928	201	111.8	NA	NA	NA	NA	4.4	NA	NA	-20.4	-13.5	2.7	NA	-14.8	36.7	67.5
セントラルSP	4801	2,351	27.0	12.3	NA	NA	NA	1.2	NA	NA	-10.3	-29.1	8.9	NA	-13.2	10.2	12.2
カーブスHD	7085	960	90.1	110.0	110.0	NA	NA	11.1	NA	NA	9.6	-10.5	11.3	NA	-5.1	22.8	101.0
F F J	7092	4,160	64.8	30.7	30.7	137.5	35.7	15.1	15.7	4.6	64.6	41.2	33.1	0.1	6.7	5.6	NA
<b>東祥</b>	<b>8920</b>	<b>1,743</b>	<b>66.8</b>	<b>11.5</b>	<b>24.0</b>	<b>197.6</b>	<b>34.9</b>	<b>1.9</b>	<b>13.4</b>	<b>3.7</b>	<b>8.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>30.4</b>	<b>0.1</b>	<b>-11.5</b>	<b>13.2</b>	<b>91.5</b>
<b>平均</b>				<b>35.6</b>	<b>54.9</b>	<b>167.6</b>	<b>43.9</b>	<b>5.9</b>	<b>14.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-8.5</b>	<b>14.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-7.9</b>	<b>18.1</b>	<b>58.8</b>

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース

## リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、1) 国や自治体から出張自粛要請が出された場合、2) ホテルの客室稼働率及び客室単価が大幅に下落した場合、3) 東祥及び AB ホテルの大株主や経営陣の間で重大な対立関係が生じた場合、など。

# 会社概要

## 会社及び事業の概要

### AB ホテルの概要

AB ホテルは、愛知県安城市に本拠を置き、21/3期3Q末時点でビジネスホテルチェーン「AB ホテル」31店舗（4,101室）を展開している。愛知県の店舗が最も多く、13店舗を占める。これまで、メーカーの製造拠点近隣でビジネス需要が強い立地に出店してきた。

純粋なビジネスユースに特化

図表: ホテル店舗の分布

	店舗数	主な出店地域
北海道	0	
東北	0	
関東	2	
中部	20	愛知県13、岐阜県3
近畿	7	滋賀県3
四国	0	
中国	1	
九州	1	
合計	31	

出所: 会社資料、三田証券

### 直近の業績

20/3期単体業績は、売上高 62.96 億円（前期比 14.2%増）、営業利益 13.33 億円（同 5.4%減）、当期純利益 8.91 億円（同 0.5%増）であった。営業減益の主因は、4Qにおけるコロナ禍悪影響の顕在化である。

コロナ禍を受け、20/3期は営業減益。21/3期は1Q赤字も2Qに黒字転換

21/3期1-3Q単体業績は、売上高 35.08 億円（前期比 29.2%減）、営業利益 0.78 億円（同 93.8%減）、当期純利益 0.44 億円（同 94.2%減）。四半期別の営業利益は、1Q -1.56 億円、2Q 0.12 億円、3Q 2.22 億円と、早くも2Qに黒字化している。多くの同業大手が赤字から抜け出せない中で同社は早期黒字化を達成しており、同社のビジネスユースに絞った店舗立地、低コストペレーションの強みが実感される決算内容であった。

## 会社沿革

AB ホテルは親会社・東祥の一事業部門としてスタートした。東祥の前身は、沓名俊裕氏（現東祥代表取締役会長）が1979年に設立した東和建設である。土木建築業の経験を活かすことで、東祥及びABホテルは高収益のビジネスモデルを構築することに成功している。ホテル事業については、1999年に参入（当初はフランチャイジーとして事業開始）、2005年から多店舗展開を開始した。

土木建築業の経験を現在の事業に活かすことで高収益ビジネスモデルを実現

2014年10月、東祥は会社分割によりホテル事業を分社化し、ABホテル(株)を設立した。2017年12月にはABホテルが東京証券取引所JASDAQスタンダードに上場した。

## 図表: 東祥グループの沿革

年月	概要
1979年3月	沓名俊裕氏(現 東祥代表取締役会長)が土木建築業を目的に東和建設(株)(現 株式会社東祥)を設立。
1986年12月	分譲マンション事業及び賃貸マンション経営を開始。
1989年8月	分譲マンション管理、賃貸マンション管理を開始。
1989年12月	ゴルフ練習場第1号店を愛知県安城市に開業。
1995年3月	賃貸マンションの受注建設を開始。
1996年5月	スポーツクラブ事業に参入。第1号店「ホリデイスポーツクラブ三河安城」を出店。
1999年4月	グループ会社4社が合併し、(株)東祥に商号変更。
1999年11月	ホテル事業に参入。第1号店「ホテルサンルート三河安城」をフランチャイジーとして愛知県安城市に開業(現在の「ABホテル三河安城本館」)。
2000年12月	スポーツクラブ事業で多店舗展開開始。
2004年2月	東祥が日本証券業協会に株式を店頭登録。
2004年3月	自社所有賃貸マンション「A・City」シリーズの展開を開始。
2004年12月	東祥がジャスダック証券取引所に株式を上場。
2005年9月	「ホテルサンルート三河安城」を「ABホテル三河安城本館」に名称変更。愛知県安城市にホテル2号店「ABホテル三河安城新館」を出店し、多店舗展開を開始。
2010年4月	ジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、東祥が大阪証券取引所JASDAQに上場。
2012年5月	ホリデイスポーツクラブにおいて、関東初の店舗を千葉県船橋市に開業。
2013年3月	東祥が東京証券取引所市場第二部に上場。
2013年5月	東祥が名古屋証券取引所市場第二部に上場。
2013年6月	東祥が大阪証券取引所JASDAQ(スタンダード)上場廃止。
2014年3月	東祥が東京証券取引所市場第一部並びに名古屋証券取引所市場第一部に指定。東京事務所を開設。
2014年10月	会社分割により東祥のホテル事業を分社化。ABホテル(株)(現 連結子会社)を設立。沓名俊裕氏が代表取締役社長に就任。
2016年6月	沓名裕一郎氏が(株)東祥の代表取締役社長に就任。
2016年9月	沓名一樹氏がABホテル(株)の代表取締役社長に就任。
2017年12月	ABホテル(株)が東京証券取引所JASDAQスタンダード及び名古屋証券取引所市場第二部に上場。
2018年2月	東祥の100%連結子会社として東祥アセットマネジメント(株)を設立。沓名真裕美氏が代表取締役社長に就任。
2020年1月	東祥アセットマネジメント(株)が資産運用を行う東祥リート投資法人が投資法人登録を完了。
2020年3月	東祥及びABホテルが東祥リート投資法人に対して、スポーツクラブ、賃貸マンション、ホテルの一部を譲渡。
2020年10月	ホリデイスポーツクラブ第100号店を開業。
2021年3月	東祥が第1回無担保社債50億円を発行(ICR格付けBBB+/安定的)。

出所: 会社資料、三田証券

## 主要株主/経営陣

AB ホテルの筆頭株主は東祥であり、約 53%を保有している。第二位株主の AB 開発合同会社は沓名一樹氏 (AB ホテル代表取締役社長) の資産管理会社である。沓名一樹氏は、東祥グループ創業者である沓名俊裕氏 (東祥代表取締役会長) の次男であり、沓名裕一郎氏 (東祥代表取締役社長) の弟。このように、東祥グループでは、資本金面でも人材面でも創業家が大きな支配力を有しているのが特徴である。

創業家の影響力が強い

## 図表: AB ホテルの主要株主 (20/3 期末)

大株主	保有比率 (%)
(株)東祥	52.77
AB開発合同会社	35.55

出所: 会社資料、三田証券

## 図表: 東祥の主要株主 (20/3 期末) (参考)

主要株主	保有比率 (%)
沓名俊裕	41.21
沓名裕一郎	11.00
日本カストディ銀行(株)(信託口)	8.71
日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	3.64
沓名一樹	3.17
ラセット合同会社	2.98
菊池愛	2.72
沓名真裕美	1.74

出所: 会社資料、三田証券

# ホテル事業

## ホテル事業の見通し

### 独自性の高いビジネスモデルで急速に業容を拡大（コロナ禍前）

同社は、「AB ホテル」のブランド名でビジネスホテルを運営している。21/3 期 3Q 末現在、31 店舗、4,101 室を擁している。店舗はすべて直営店。店舗数は 17/3 期末 14 店舗から 2 倍以上に増加した。コロナ禍以前に 25% 超の営業利益率を長期継続するなど、ホテル運営業者としては利益率が極めて高いのが特徴。

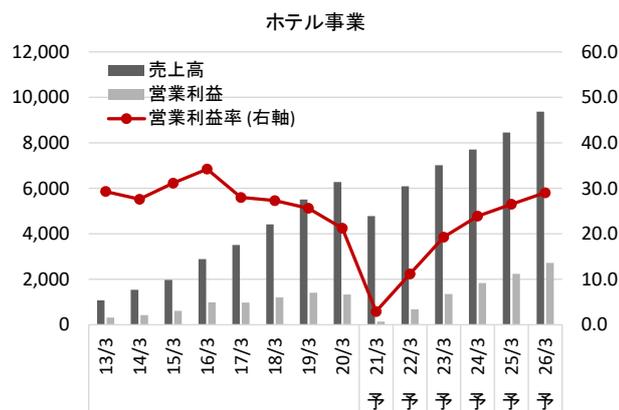
高い利益率を背景に店舗網を急拡大

### コロナ禍を受けても比較的高い客室稼働率を維持。早期回復が見込める

当社による AB ホテルの 21/3 期業績予想は、売上高 47.83 億円（前期比 24.0% 減）、営業利益 1.41 億円（同 89.4% 減）。1Q は 1.56 億円の営業赤字であったが、同社ホテルの出店地域・立地などの特性から、ビジネス顧客の回復は順調に進んでおり、2Q には早くも黒字転換している。1-3Q 累計の既存店稼働率は 69% と、ビジネスホテルとして比較的高い水準にある。当社では、22/3 期営業利益 6.81 億円（前期比 383.7% 増）を予想する。また、23/3 期初には限定的ながら出店再開が計画されている。23/3 期にはコロナ禍前の業績水準に戻ると想定する。

23/3 期にはコロナ禍前の業績水準を回復すると予想

図表: 売上高、営業利益、OPM



出所: 会社資料、三田証券 注: 百万円、予想は三田証券予想

図表: 店舗数、客室稼働率



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

## AB ホテルの特徴

### 純粋なビジネスユースのホテル

AB ホテルは純粋なビジネス需要への対応を追求したホテルチェーンである。過去、多くのビジネスホテル業者は、増大するインバウンド顧客向けに積極的な営業活動を行い、観光目的の格安ホテルとして機能してきた。しかし、その後の供給過剰に加えて、コロナ禍影響によるインバウンド需要喪失により、多くの業者が苦境に陥っている。AB ホテルはインバウンド全盛期にあっても敢えて流行を追わず、ビジネスユースのリピーター顧客を重視したホテル運営を行ってきた。その結果、コロナ禍を受けてもビジネスホテル業界の中で比較的高い客室稼働率を維持している。

インバウンドブームに流されず、純粋なビジネスユースにフォーカス

### 出店地域及び立地

AB ホテルの出店地域は、本拠地である愛知県を中心としながらも、全国各地にわたっている。立地としては、近郊にメーカーの製造拠点が存在し出張顧客の宿泊需要がある駅前・インターチェンジ付近が中心。本拠地である愛知県は自動車関連を中心に多数のメーカーが製造拠点を有している地域であり、ビジネス顧客の出張需要が強い。

メーカーの製造拠点近隣にこだわって出店

図表: ホテル一覧 (21/3期3Q末)

地方	都道府県	ホテル名	地方	都道府県	ホテル名	地方	都道府県	ホテル名
中部	愛知県	ABホテル三河安城 本館 ABホテル三河安城 新館 ABホテル三河安城 南館 ABホテル豊田元町 ABホテル岡崎 ABホテル名古屋栄 ABホテル小牧 ABホテル一宮 ABホテル豊橋 ABホテル三河豊田 ABホテル東海太田川 ABホテル田原 ABホテル蒲郡	中部	岐阜県	ABホテル岐阜 ABホテル各務原 ABホテル可児	関東	群馬県	ABホテル伊勢崎
				静岡県	ABホテル磐田 ABホテル富士		埼玉県	ABホテル深谷
				長野県	ABホテル塩尻	近畿	大阪府	ABホテル大阪堺筋本町 ABホテル堺東
				石川県	ABホテル金沢		京都府	ABホテル京都四条堀川
							滋賀県	ABホテル近江八幡 ABホテル彦根 ABホテル湖南
							奈良県	ABホテル奈良
						中国	山口県	ABホテル宇部新川
						九州	福岡県	ABホテル行橋

出所: 会社資料、三田証券

### ビジネスモデルの特徴

AB ホテルの標準的なビジネスモデルは、総投資額 6-7 億円程度、部屋数 130 部屋前後、稼働率 80%を前提として、店舗ベース経常利益率 35%を確保するというもの。宿泊特化型のホテルであり、宴会場などは備えていない。親会社・東祥のスポーツクラブ事業と同じく、同社の建築業に関する知見が初期投資の抑制に役立っている。

店舗段階で経常利益率 35%を想定できる場合のみ出店するという厳格な方針。建築に関する独自ノウハウを有し投資金額を抑制。フロント業務には業務委託方式を活用

オペレーション面では、店舗運営に業務委託方式を採用しているのが特徴。個々のホテルのフロント業務等を行うのは同社社員ではなく、業務委託契約を締結し、ホテルに住み込みで働く夫婦（夫婦以外の組み合わせもある）である。客室稼働率に連動したインセンティブ支給などの仕組みを取り入れ、オペレーションの効率を高めている。

販売チャネルは、楽天トラベルなどのネット旅行代理店、自社ウェブなど。総じて、同スペックのビジネスホテルに比べてプライシングはやや低めとの印象。初期投資の抑制と低コストの業務委託方式により、今後もプライシングにおいて競争力を発揮し続けることが可能であろうと会社は見ている。

図表: ホテルの外観



出所: 会社資料

図表: シングルルーム



出所: 会社資料

図表: 大浴場



出所: 会社資料

図表: ビュッフェ (朝食用)



出所: 会社資料

図表: 食堂 (朝食用)



出所: 会社資料

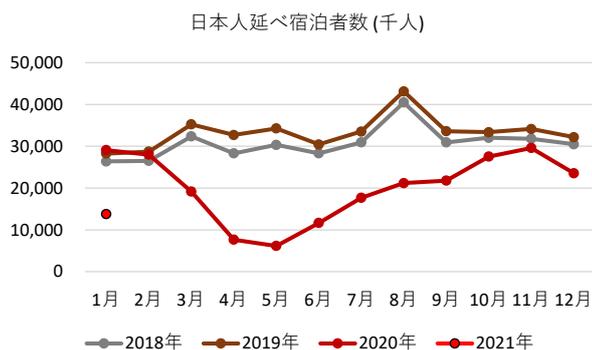
## ホテル市場の動向

### コロナ禍による猛烈な逆風（観光庁データ）

コロナ禍はホテル市場に対して猛烈な逆風となっている。2020年3月以降、外国人宿泊客がほぼ消滅したことに加えて、日本人宿泊客も激減した。夏場に入ってから政府のGo To トラベルキャンペーンを機に一時期盛り返したものの、年末に同キャンペーンが中断された後は再び宿泊需要が低迷している。

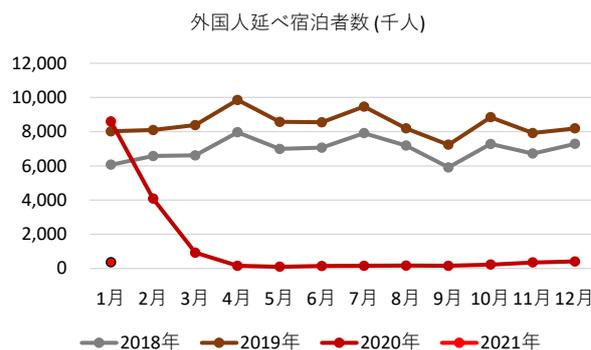
インバウンド需要消滅。国内旅行者も激減

図表: 日本人延べ宿泊者数



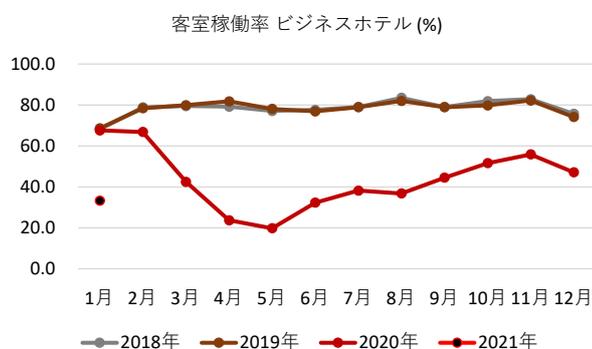
出所: 観光庁資料、三田証券

図表: 外国人延べ宿泊者数



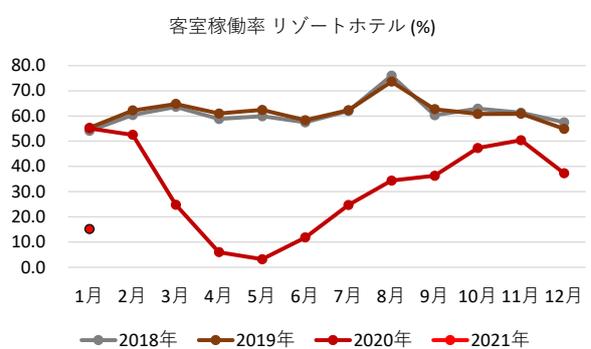
出所: 観光庁資料、三田証券

図表: ビジネスホテル客室稼働率



出所: 観光庁資料、三田証券

図表: リゾートホテル客室稼働率



出所: 観光庁資料、三田証券

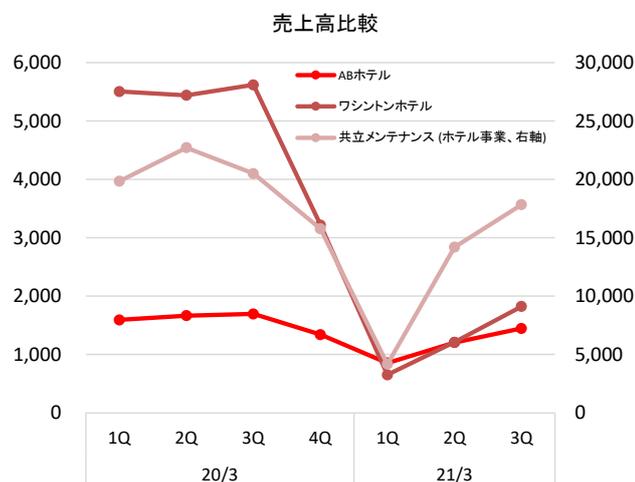
### AB ホテルの状況

初回の緊急事態宣言が発せられた21/3期1Qにホテル各社は急激な減収を余儀なくされ、大幅な赤字に転落した。AB ホテルも例外ではなく、売上高 8.55 億円(前期比 46.3%減)、営業損失 1.56 億円、OPM -18.3%を計上した。ただし、同社業績に対するダメージは、他のホテル運営業者に比べて相当に軽微であった。2Q には僅かながら営業利益を計上(0.12 億円)、1-3Q 累計では営業黒字となった。背景として、1) 同社ホテルは地方のメーカー製造拠点近隣の立地が多くビジネス利用需要がしっかりしていること、2) 従前からインバウンド顧客需要に依存しない経営方針をとっていたこと、3) 初期投資抑制と低コストベレーションにより元来利益率が高く稼働率低下や客室単価下落に対して強い耐性があること、などが指摘できる。

コロナ禍のダメージは相対的に軽微であり、早期回復が期待できる

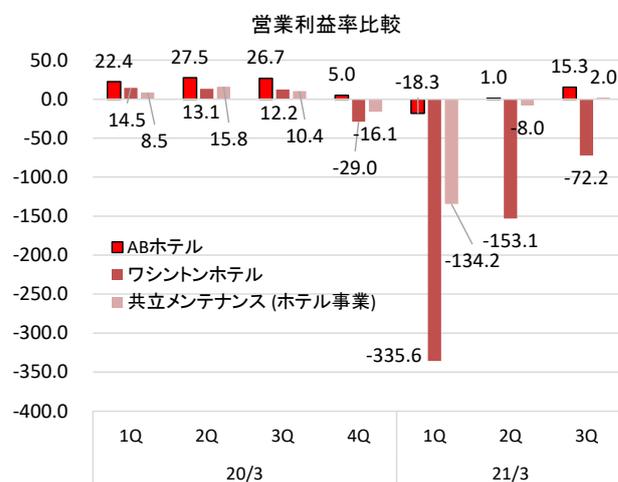
ホテル業者の中には大規模な赤字を計上し、自己資本を大きく毀損したところも少なくない。一部業者は増資を余儀なくされた。一方、AB ホテルにおいては、このようなリスクが生じる可能性は限定的であり、業界に先駆けて早期回復に向けた施策を実行しやすい位置にいと当社は見ている。

図表: ホテル各社の四半期売上高 (百万円)



出所: 各社資料、三田証券

図表: ホテル各社の四半期 OPM (%)



出所: 各社資料、三田証券

図表: 上場ホテル業者の比較

会社名	ティッカー	決算期	連結/単体				自己資本	ホテル関連事業セグメント				セグメント名
			売上高	YoY (%)	OP	OPM (%)		売上高	YoY (%)	OP	OPM (%)	
リゾートトラスト	4681	21/3期1-3Q	130,572	5.9	15,350	11.8	134,383	45,710	-28.1	-2,650	-5.8	ホテルレストラン事業
		20/3期	159,145	-11.4	11,652	7.3	127,798	80,659	0.3	92	0.1	
ワシントンホテル	4691	21/3期1-3Q	3,686	-77.8	-5,358	-145.4	8,553					
		20/3期	19,786	-7.6	1,269	6.4	14,445					
アメイズ	6076	20/11期	11,343	-23.5	1,525	13.4	11,604					
		19/11期	14,837	0.9	3,652	24.6	11,898					
グリーンズ	6547	21/6期1-2Q	8,223	-48.2	-3,637	-44.2	2,358					
		20/6期	22,909	-25.9	-3,456	-15.1	6,003					
ABホテル	6565	21/3期1-3Q	3,508	-29.2	77	2.2	6,021					
		20/3期	6,295	14.2	1,333	21.2	6,062					
ロイヤルHD	8179	20/12期	84,304	-40.0	-19,269	-22.9	20,896	13,906	-53.9	-6,996	-50.3	ホテル事業
		19/12期	140,578	2.1	4,648	3.3	50,824	30,185	5.6	3,622	12.0	
共立メンテナンス	9616	21/3期1-3Q	91,343	-31.4	-3,744	-4.1	75,130	36,208	-42.6	-6,392	-17.7	ホテル事業
		20/3期	169,770	4.3	11,205	6.6	83,954	78,831	0.8	4,853	6.2	
帝国ホテル	9708	21/3期1-3Q	16,632	-61.6	-8,439	-50.7	51,523					
		20/3期	54,558	-6.6	3,160	5.8	60,627					
ロイヤルホテル	9713	21/3期1-3Q	11,879	-60.0	-7,249	-61.0	12,419					
		20/3期	37,601	-8.0	-257	-0.7	20,132					
藤田観光	9722	20/12期	26,648	-61.4	-20,611	-77.3	1,182					
		19/12期	60,960	-0.5	280	0.5	26,263					
京都ホテル	9723	21/3期1-3Q	2,993	-62.9	-1,849	-61.8	567					
		20/3期	9,625	-9.0	89	0.9	2,106					

出所: 各社資料、三田証券

## 三田証券による業績予想

### 21/3 期業績予想

三田証券では、21/3 期業績について、売上高 47.83 億円（前期比-24.0%減）、営業利益 1.41 億円（同 89.4%減）、当期純利益 0.71 億円（同 92.0%減）と、会社ガイダンス（売上高 47.90 億円、営業利益 1.04 億円、当期純利益 0.55 億円）に対して営業利益及び当期純利益では若干の上振れを予想する。4Q（3 ヶ月）の営業利益予想は 0.63 億円（3Q は 2.22 億円）で、緊急事態宣言の影響はあったが黒字を維持したと想定している。

**21/3 期 OP は 1.41 億円を見込む**

### 22/3 期業績予想

22/3 期業績については、売上高 60.90 億円（前期比 27.3%増）、営業利益 6.81 億円（同 383.7%増）、当期純利益 4.10 億円（同 474.6%増）と予想する。客室稼働率及び客室単価の改善により RevPAR が 15%上昇すると想定した。同社ホテルは、地方にあるメーカーの製造拠点近隣の立地が多く、ビジネス目的での宿泊が中心。インバウンド需要を当てにした開発を行ってこなかったため、比較的早く業況の回復が見られるだろう。

**22/3 期 OP は 384%増の 6.81 億円を見込む**

### 23/3 期以降の見方

23/3 期以降の営業利益予想は、23/3 期 13.55 億円（前年比 98.8%増）、24/3 期 18.40 億円（同 35.8%増）、25/3 期 22.39 億円（同 21.7%増）。23/3 期にはコロナ禍前の利益水準まで回復すると見ている。同社は未進出の地域が多く、中長期的には再び出店による拡大が見込めるだろう。競合の撤退を背景に低予算で物件を確保しやすい環境になる可能性もある。

**23/3 期にはコロナ禍前の利益水準近くまで回復すると予想。未進出地域が多く、中長期での成長余地は大い**

図表: 三田証券業績予想 (単体、諸指標)

諸指標	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高成長率 (%)	25.9	24.8	14.2	-24.0	27.3	15.3	9.7	9.7	10.9	
営業利益成長率 (%)	21.4	18.2	-5.4	-89.4	383.7	98.8	35.8	21.7	21.5	
経常利益成長率 (%)	18.3	22.0	-7.2	-91.7	496.6	105.1	37.0	22.2	21.9	
当期純利益成長率 (%)	12.3	22.7	0.5	-92.0	474.6	105.1	37.0	22.2	21.9	
売上総利益率 (%)	36.7	35.1	30.1	12.4	19.6	27.3	31.6	33.8	36.0	
売上高販管費率 (%)	9.6	9.6	8.9	9.4	8.4	8.0	7.7	7.3	7.0	
売上高営業利益率 (%)	27.0	25.6	21.2	2.9	11.2	19.3	23.9	26.5	29.0	
売上高経常利益率 (%)	25.9	25.4	20.6	2.2	10.5	18.7	23.4	26.0	28.6	
EBITDAマージン (%)	36.1	35.0	31.4	17.6	23.9	30.6	34.4	36.5	38.6	
店舗数 (期末)	18	23	27	31	32	33	34	36	38	4.2
客室数 (期末)	2,342	3,029	3,586	4,099	4,227	4,331	4,461	4,721	4,981	4.0
売上高/平均客室数 (円/日)	5,561	5,564	5,176	3,430	3,952	4,446	4,800	5,043	5,292	
(YoY, %)	-2.2	0.1	-7.0	-33.7	15.2	12.5	8.0	5.1	4.9	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、PL、百万円)

PL 単体 (百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高	4,420	5,515	6,296	4,783	6,090	7,021	7,702	8,451	9,370	14.4
売上原価	2,799	3,577	4,402	4,192	4,896	5,104	5,270	5,590	5,997	
売上総利益	1,621	1,938	1,894	591	1,193	1,918	2,431	2,860	3,373	
販管費	424	528	560	450	512	563	591	621	652	
営業利益	1,193	1,410	1,333	141	681	1,355	1,840	2,239	2,721	80.8
営業外収益	29	78	55	65	70	75	80	85	90	
営業外費用	76	90	91	99	111	116	121	126	131	
経常利益	1,146	1,398	1,297	107	640	1,314	1,799	2,198	2,680	90.3
特別利益	0	76	312	17	0	0	0	0	0	
特別損失	2	77	188	0	0	0	0	0	0	
税引前当期純利益	1,144	1,398	1,421	124	640	1,314	1,799	2,198	2,680	84.8
法人税等合計	421	511	530	53	231	473	648	791	965	
当期純利益	723	887	891	71	410	841	1,151	1,407	1,715	88.9
EBITDA	1,595	1,927	1,976	843	1,457	2,150	2,648	3,083	3,613	33.8
発行済株式数 (m)	7.1	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	
EPS	102.02	62.57	62.86	5.03	28.91	59.30	81.22	99.25	121.00	
DPS	10.00	6.00	6.00	2.00	4.00	6.00	8.00	9.00	10.00	
BPS	626.47	370.80	427.66	430.69	455.60	508.90	582.12	672.37	783.36	
配当性向 (%)	9.7	9.6	9.5	39.8	13.8	10.1	9.8	9.1	8.3	
ROA (%)	5.9	5.6	4.9	0.4	1.9	3.8	5.0	5.8	6.6	
ROE (%)	18.8	18.3	15.7	1.2	6.5	12.3	14.9	15.8	16.6	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、BS、百万円)

BS 単体 (百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
<b>(資産の部)</b>										
流動資産合計	2,850	3,632	4,234	4,305	4,560	5,136	5,929	6,995	8,370	
現金及び預金	2,587	3,223	3,903	3,683	3,925	4,560	5,297	5,897	6,847	
売掛金	189	261	219	310	395	455	499	548	607	
棚卸資産	11	25	18	25	26	27	28	29	30	
その他の流動資産	63	122	93	287	214	94	105	522	886	
固定資産合計	11,129	13,893	14,872	16,750	17,079	17,414	17,755	18,103	18,458	
有形固定資産	10,580	13,243	14,115	16,000	16,320	16,646	16,979	17,319	17,665	
無形固定資産	13	20	20	30	32	33	34	35	36	
投資その他の資産	536	631	737	720	727	734	742	749	757	
繰延資産	5	3	1	0	0	0	0	0	0	
総資産	13,985	17,528	19,107	21,055	21,639	22,550	23,684	25,098	26,828	5.0
<b>(負債の部)</b>										
流動負債合計	2,066	2,771	3,250	3,000	3,100	3,147	3,184	3,256	3,347	
短期有利子負債	1,202	1,672	1,852	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
その他の流動負債	864	1,098	1,398	1,000	1,100	1,147	1,184	1,256	1,347	
固定負債合計	7,478	9,501	9,795	11,950	12,081	12,189	12,248	12,311	12,376	
長期有利子負債	7,062	8,900	9,014	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	
その他の固定負債	416	601	781	950	1,081	1,189	1,248	1,311	1,376	
総負債	9,544	12,272	13,044	14,950	15,181	15,336	15,432	15,567	15,724	1.0
<b>(純資産の部)</b>										
純資産	4,440	5,256	6,062	6,105	6,458	7,214	8,252	9,531	11,105	12.7
自己資本	4,440	5,256	6,062	6,105	6,458	7,214	8,252	9,531	11,105	12.7
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
有利子負債	8,264	10,573	10,866	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	0.0
Debt/Equity (x)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9	
Net Debt/Equity (x)	1.3	1.4	1.1	1.5	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6	
自己資本比率 (%)	31.8	30.0	31.7	29.0	29.8	32.0	34.8	38.0	41.4	
Debt/EBITDA (x)	5.2	5.5	5.5	15.4	8.9	6.0	4.9	4.2	3.6	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、CF、百万円)

CF 単体 (百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
<b>営業CF</b>										
営業CF	1,412	1,464	1,714	279	1,200	1,621	1,952	2,273	2,638	
当期純利益	723	887	891	71	410	841	1,151	1,407	1,715	
減価償却費	403	518	643	702	776	795	808	844	892	
その他	286	59	180	-495	14	-15	-8	22	31	
<b>投資CF</b>										
投資CF	-2,132	-2,405	-637	-2,547	-930	-930	-1,130	-1,560	-1,560	
有形・無形固定資産の取得	-2,055	-2,335	-2,393	-2,597	-930	-930	-1,130	-1,560	-1,560	
有形・無形固定資産の売却	0	0	1,846	0	0	0	0	0	0	
その他	-77	-70	-91	50	0	0	0	0	0	
<b>財務CF</b>										
財務CF	1,900	1,577	-397	2,049	-28	-57	-85	-113	-128	
配当金の支払額	-22	-71	-85	-85	-28	-57	-85	-113	-128	
株式の発行/取得	507	0	0	0	0	0	0	0	0	
有利子負債の発行/償還	1,415	1,648	-312	2,134	0	0	0	0	0	
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物残高 フリーCF	2,587	3,223	3,903	3,683	3,925	4,560	5,297	5,897	6,847	
	-720	-941	1,077	-2,269	270	691	822	713	1,078	

出所: 会社資料、三田証券

## 留意事項

### 【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

### 【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後 12 カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

### 【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

### 【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去 12 ヶ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

### 【その他の留意事項】

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。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、三田証券株式会社は、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。三田証券株式会社は、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。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

### 【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

### 【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等 : 三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 175 号  
加入協会 : 日本証券業協会