

## スター・マイカ

3230 ジャスダック

2014年7月25日（金）

Important disclosures  
and disclaimers appear  
at the back of this document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
寺島 昇

## ■ 足元の業績は堅調、積極的な拡大戦略で先行きにも明るさ

スター・マイカ<3230>は中古マンション事業を主力とする。主に1都3県のファミリータイプの賃貸中の中古マンションを買い取り、賃料収入を得ると同時に、賃借人の退室後はリノベーション（間取りや内装を含め、機能的にもデザイン的にも室内全体を一新する工事）を施した上で、一般消費者に売却する事業モデルとなっている。

販売においては、独自のアフター保証も付けた上で、平均2,000万円台後半の手頃な価格帯で中古マンションを提供している。中古マンションを単に新しくするだけでなく、現在の消費者が求める付加価値を乗せ、さらにこれを手の届きやすい価格で供給することで、日本の住宅感を変えているという点が同社の特長であり魅力と言える。

足元の業績は好調で、2014年11月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比2.7%増の6,333百万円、営業利益が同16.7%増の1,030百万円、経常利益が同23.1%増の741百万円、四半期純利益が同29.3%増の444百万円だった。新築価格の高騰を受けて消費増税後も中古マンションへの注目度は高く、堅調な業績を確保した。

2014年11月期の通期業績は、売上高が前期比5.2%増の14,251百万円、営業利益が同8.2%増の1,951百万円、経常利益が同8.1%増の1,330百万円、当期純利益が同7.8%増の802百万円を見込んでいる。今後も積極的な投資を行う計画で、同期以降の展望も明るそうだ。

また、同期の予想配当は年間16.0円、予想配当性向は17.9%となる。同社では、まずは配当性向を20%とし、将来的には30%まで引き上げる方針。さらに、株主優待制度を年2回に拡充するなど、株主還元にも積極的な姿勢を示している。

## ■ Check Point

- ・消費増税後も中古マンション事業は堅調に推移
- ・良好な業界環境の中で通期業績計画は達成の公算大
- ・株主還元にも積極的、配当性向は中長期的に30%まで引き上げへ

### 売上高と経常利益の推移



## ■ 会社概要

### 中古マンション市場で独自の事業モデルを構築

#### (1) 沿革

同社は2001年に代表取締役社長である水永政志（みずながまさし）氏が資産管理会社として設立した。同氏が前職である金融機関勤務時に、日本の不動産市場では入居中のファミリータイプの中古マンションの価格が空室の中古マンションに比べて安いことに着目し、入居中は賃貸、退去後はリノベーションを行い住居として売却する独自の事業モデルを構築した。設立後わずか5年で株式を大阪証券取引所ヘラクレス市場（当時）に上場した。また、中古マンションの買取再販だけでなく、賃貸用物件を長期保有するインベストメント事業も拡大し、現在に至っている。

#### 沿革

2001年 5月	株式会社扇インベストメント設立
2002年 2月	社名をスター・マイカ株式会社に変更
2006年10月	大阪証券取引所ヘラクレス市場（現・東京証券取引所ジャスダック市場）に上場
2007年 5月	スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社を設立
2008年 5月	ファン・インベストメント株式会社を設立
2010年 7月	クリオレミントンヴィレッジ国立（134室）を取得
2011年 9月	横浜市西区に横浜支店を開設
2011年11月	2011年度ポーター賞を受賞
2012年 9月	スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立
2013年12月	大阪市北区に大阪支店を開設

同社が2011年に受賞したポーター賞（競争戦略論と国際競争力研究の第一人者であるハーバード大学のマイケル・E・ポーター教授に由来）とは、製品やプロセス、経営手法においてイノベーションを起こし、それを土台に独自性がある戦略を実行した結果、業界において高い収益性を達成・維持している企業に与えられる。賃貸中の中古マンションという売買機会の乏しい市場にフォーカスし、独自のオペレーションやファイナンススキームを構築することで賃貸と売買から安定的に収益を生み出す同社の“ユニークなビジネスモデル”が高く評価された。

## 中古マンション保有残高は業界トップの規模

### (2) 事業内容

同社の事業は3つに分けられ、主力は中古マンション事業である。各事業の概要は次のとおり。

#### ●中古マンション事業

同事業では、中古マンションを1室単位で購入。購入後は、同社独自のノウハウでリノベーションを施し、中古マンションとして市場で販売して売却益を得る。また、同社では賃貸中の物件を積極的に購入しており、賃借人の入居期間中は賃料収入も得ている。なお、同社が対象とするのはファミリータイプのマンションであり、いわゆる投資対象であるワンルームマンションや高額マンションは事業対象としていない。

この中古マンション事業において同社が購入した物件は、「在庫」として流動資産（販売用不動産）に計上されている。これらの在庫資産が足元では賃料収入を生み出し、将来において販売された時点では、売上高及び売却益を生む形となる。このため、在庫の水準が同事業の将来の業績を計るうえで重要な指標となっている。中古マンションの保有残高は2014年5月末現在で28,000百万円超と、業界トップの規模を誇る。

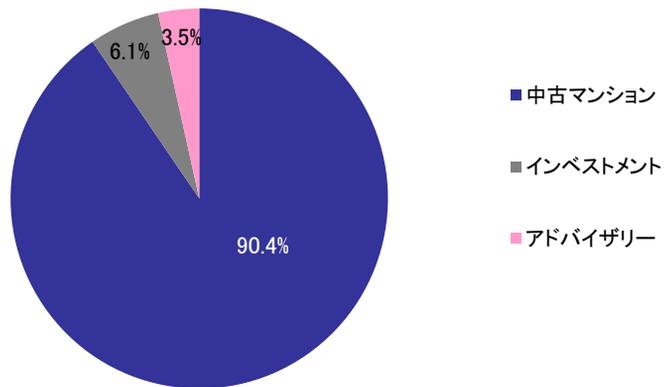
#### ●インベストメント事業

同事業では、中古マンションではなく、賃貸用不動産（住居）を1棟買いし、それを継続保有して賃貸運用する。これらの不動産は有形固定資産に計上されている。2014年5月末現在の有形固定資産額は8,365百万円（前期末比3.6%増）で、この大部分がインベストメント事業用の賃貸用不動産である。

#### ●アドバイザー事業

同事業は前述の事業と異なり、バランスシートを使わない、純粋なフィービジネスである。金融と不動産のノウハウを融合し、エンドユーザーだけでなく、投資家、不動産保有者、開発業者等に対して様々な仲介・管理等のアドバイザー・サービスを提供している。同分野においては、居住用マンションの取り扱いに特化した仲介事業をスター・マイカ・レジデンス（株）、投資用物件の仲介・管理をファン・インベストメント（株）（ともに同社子会社）がそれぞれ展開している。なお、中古マンション事業における売却については、一部は販売子会社による直接販売も行っており、その外部顧客から受領する仲介手数料もこのアドバイザー事業に含まれている。

事業別売上構成比(14/11月期 2Q)



## 付加価値を創造するリノベーションなどが競争力に直結

### (3) 特色・強み

同社の中古マンション事業は、マンション賃貸業と再販事業を兼ね備えており、以下のよう  
な点で非常に特色のある（他社と差別化された）事業展開を行っている。

#### ●安定した収益基盤

既に述べたように、同社の中古マンション事業の特色の1つは、「賃貸中のファミリー向け  
中古マンションを1戸単位で取得する」ことにある。これらのマンションの多くは、ワンルー  
ムマンションなどと異なり「投資資金」があまり流入しないため、価格推移が比較的安定して  
いる。また、購入対象物件は首都圏を中心とした流動性・利便性のある物件に絞り、販売  
時の売れ残りリスクを低減している。

購入後は賃料収入が発生するため、キャッシュフローは常時プラスとなり、大量の空室残  
戸リスクがない。また、同社ではインベストメント事業からも安定した賃料収入を得ている。  
同社によれば、今ではこれらの安定的な賃料収入で固定費の大部分を賄えるようになってい  
るとのことである。

賃借人の退室後は、リノベーションを施した中古マンションを販売することで売上高及び売  
却益を得ている。この販売による売上高及び売却益は市場環境に左右されるが、同社は前  
述のように安定的な賃料収入を得ているため、無理して売り急ぐことはしない。この結果、販  
売事業においても比較的安定した利益を確保している。

中古マンション販売の同業他社の多くが「仕入れては売り、仕入れては売り」の事業モデ  
ルであるのに対して、同社は「家賃」と「売却」の“ハイブリッド型”であることが大きな特  
徴であり、これが収益基盤の安定化につながっている。

2014年7月25日（金）

●「付加価値」を創造するリノベーション

同社では、企業理念として「“作る”から“活かす”社会を実現する」を掲げている。つまり、住宅市場にも「リサイクル」「エコ」の考え方を取り入れ、「今あるもの」を活用することを事業の基本方針としているのだ。リノベーションにおいても、同業他社が行っているような単に壁紙や床材の張り替え、什器類の交換などだけでなく、消費者にとっての価値が付加されるようなリノベーションを実施。「新たな住まい」として機能的・性能的にも一新することで資産価値を高めており、これによって同業他社との差別化を図っている。具体的には、以下のような取り組みを実施している。

・「女性」に優しい住まいづくり

社内に「しあわせリノベ研究所」という女性だけの組織を設置。この部署で女性目線から「暮らしやすさ」を徹底的に議論・研究し、その結果をリノベーションに反映させている。例えば、収納や動線、手入れのしやすさなどに徹底的にこだわった商品を企画している。これによって顧客は、「生活しやすい」と言う新たな価値を得ることができる。

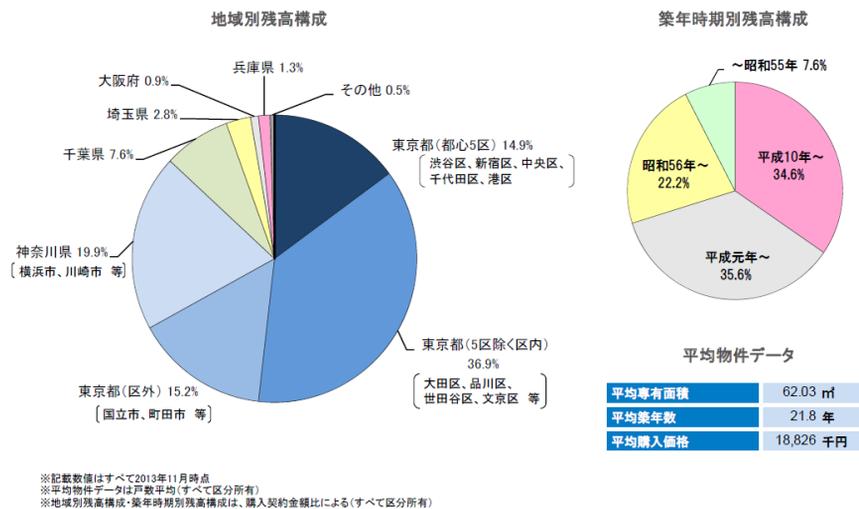
・「子育て」に優しい住まいづくり

上記と同じ発想で、親の目線から「子育てしやすい住まい」を追及、子供の安全や育児に配慮した間取りと設備を備えた商品を企画している。その成果として、中古マンション業界では全国初となる「子育てにやさしい住まいと環境」認定を取得した（注：同認定はミキハウス子育て総研によって行われている）。

●十分に分散された物件ポートフォリオ

同社は現在、約1,500室のマンションを運営対象の在庫として保有しているが、地域別、地区年数、購入価格帯ではかなり分散している。つまり、保有物件の事故、自然災害、価格変動、退去期間等から生じる「個別リスク」をポートフォリオとしてリスク分散しているのだ。ただ、分散されてはいるが、東京及びその周辺といった比較的人気の高い地域のウエイトが高く、販売時にはこれが優位に働く。

十分に分散されたポートフォリオ



出所：会社説明会資料

2014年7月25日（金）

## ●独自の事業モデルに基づく競争力の高さ

同社の競争力を同業他社と比較する場合、3つの見方がある。1つ目は「不動産事業者」としての競争力だ。つまり、中古マンションをエンドユーザー（消費者）に販売するという点で多くの企業と競合する。しかし同社の場合、物件取得時に他社では買にくい賃貸中物件を積極取得するという差別化を図ることで、価格競争力がある。また、購入した顧客に対しては一定期間の保証を付与しているほか、2014年4月には業界に先駆け、全販売物件に「既存住宅売買瑕疵保険」を付帯するサービスを開始した。この点も競争上での強みとなるだろう。

2つ目は独自の「ビジネスモデル」が持つ競争力だ。同社のビジネスモデルは非常にシンプルだが、同様の事業を展開している企業は見当たらない。同社のビジネスモデルでは、「賃貸中の物件」を購入するため、入居者が退去するまで「待つ」必要があるが、資金的な体力がこれを可能にしている。また、その間の賃料収入だけでなく、管理費用等の周辺業務も取り込んで収益化している点が強みと言えるだろう。

競合が参入しにくい3つ目の理由は「規模」である。「1室買い」の場合は小規模に行っても、退去までの長期化や自然災害、事故といった「個別リスク」が高くなり、事業を拡大する際に様々な問題に直面する。このため、すでに同社が市場を押さえた中で少戸数から事業化することは容易ではなく、同社の規模に追いつくまでにはかなりの時間と資本を要することになる。さらに、資金力のある大手企業にとっては、1棟単位での大きな案件が主戦場であり、1室買いを行うことは手間暇がかかり過ぎて敬遠する傾向にある。

したがって、当該モデルを既に大規模化している同社の競争力は現時点では非常に強いと言え、今後もさらに他社との差を広げることになると思われる。

## ■ 決算動向

### 消費増税後も中古マンション事業は堅調に推移

#### (1) 2014年11月期第2四半期の業績概要

発表された2014年11月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比2.7%増の6,333百万円、営業利益が同16.7%増の1,030百万円、経常利益が同23.1%増の741百万円、四半期純利益が同29.3%増の444百万円だった。中古マンション事業が好調に推移し、増収増益を確保。新築価格の高騰から消費増税が行われた4月以来も中古マンションへの注目度は高く、堅調な決算内容となった。

#### 2014年11月期第2四半期の業績概要

(単位：百万円)

	13/11期 Q2 累計		14/11期 Q2 累計		
	金額	売上比	金額	売上比	前年同期比
売上高	6,166	-	6,333	-	2.7%
売上総利益	1,578	25.6%	1,762	27.8%	11.6%
販管費	695	11.3%	731	11.6%	5.2%
営業利益	882	14.3%	1,030	16.3%	16.7%
経常利益	602	9.8%	741	11.7%	23.1%
四半期純利益	343	5.6%	444	7.0%	29.3%

各セグメント別の売上高は、中古マンション事業が前年同期比0.7%増の5,723百万円、うち賃貸が同14.6%増、売買が同1.9%減だった。また、インベストメント事業は同28.1%増の384百万円、アドバイザー事業が同21.2%増の225百万円となった。

売上総利益は、中古マンション事業が前年同期比 12.9% 増の 1,434 百万円、うち賃貸が同 16.5% 増、売買が同 8.3% 増だった。インベストメント事業は同 5.5% 減の 142 百万円、アドバイザー事業は同 17.8% 増の 185 百万円となった。

売上総利益率は、中古マンション事業が 25.1%（前年同期は 22.4%）、うち賃貸が 75.2%（同 73.9%）、売買が 13.9%（同 12.6%）だった。インベストメント事業は 37.0%（同 50.2%）、アドバイザー事業は 82.4%（同 84.8%）となった。

### セグメント別の業績推移

（単位：百万円）

	13/11 期 Q2 累計			14/11 期 Q2 累計			前年同期比
	金額	売上比	利益率	金額	売上比	利益率	
売上高計	6,166	-	-	6,333	-	-	2.7%
中古マンション	5,680	92.1%	-	5,723	90.4%	-	0.7%
インベストメント	300	4.9%	-	384	6.1%	-	28.1%
アドバイザー	185	3.0%	-	225	3.5%	-	21.2%
売上総利益計	1,578	-	25.6%	1,762	-	27.8%	11.6%
中古マンション	1,270	-	22.4%	1,434	-	25.1%	12.9%
インベストメント	150	-	50.2%	142	-	37.0%	-5.5%
アドバイザー	157	-	84.8%	185	-	82.4%	17.8%

中古マンション事業の賃貸では、保有物件の増加により、売上高・粗利益ともに順調に拡大。売買は、一部物件の工期遅れで売上高が減少したが、利益率の上昇によって粗利益は増加した。また、インベストメント事業では、収益不動産の取得に伴い賃料収入が増加したが、諸経費の増加などにより粗利益は微減となった。アドバイザー事業は売上高の増加に伴い、利幅も拡大した。

## 不動産事業会社としては安定したバランスシート

### (2) 財政状況

2014年11月期第2四半期末の財政状況は、総資産が 39,398 百万円（前期末比 1,852 百万円増）となった。主な科目別では、販売用不動産が 28,640 百万円（同 1,663 百万円増）、インベストメント用不動産を主とする有形固定資産が 8,365 百万円（同 294 百万円増）などとなった。

販売用不動産の残高は、会社計画よりやや高くなったようだ。これについて同社では、一部工期が遅れが出たことから販売が後ずれし、在庫が積み上がったとしており、6月以降は正常に戻るとしている。

自己資本比率は 28.6% となり、不動産事業会社としては比較的強固なバランスシートを維持している。今後、販売用不動産やインベストメント用不動産を買い増すと自己資本比率は下がる可能性があるが、会社側では少なくとも 25% は維持したいとしている。

## 貸借対照表

（単位：百万円）

	13/11 期末	14/11 期 Q2 末	増減額
流動資産	29,070	30,607	1,537
現金及び預金	1,674	1,557	-117
販売用不動産	26,977	28,640	1,663
固定資産	8,475	8,790	314
有形固定資産	8,071	8,365	294
資産合計	37,545	39,398	1,852
流動負債	6,535	5,532	-1,003
有利子負債	5,179	4,283	-896
固定負債	20,055	22,526	2,471
有利子負債	19,887	22,361	2,474
負債合計	26,591	28,058	1,467
純資産合計	10,954	11,339	384
負債・純資産合計	37,545	39,398	1,852

## 良好な業界環境の中で通期業績計画は達成の公算大

## (3) 2014年11月期の通期業績予想

2014年11月期の通期連結業績は、売上高が前期比5.2%増の14,251百万円、営業利益が同8.2%増の1,951百万円、経常利益が同8.1%増の1,330百万円、当期純利益が同7.8%増の802百万円を見込んでおり、期初計画を据え置いている。営業最高益の更新に向けて足元の進捗は順調であり、また、在庫を豊富に抱えていること、業界環境が比較的良好であることから判断すると、達成される確率は高いだろう。

## 2014年11月期の業績予想

（単位：百万円）

	13/11 期		14/11 期		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	13,543	-	14,251	-	5.2%
売上総利益	3,239	23.9%	3,354	23.5%	3.5%
営業利益	1,803	13.3%	1,951	13.7%	8.2%
経常利益	1,230	9.1%	1,330	9.3%	8.1%
当期純利益	744	5.5%	802	5.6%	7.8%

同社では安定的な収益成長に向け、物件取得を通じて今後の収益源を積極的に積み上げていく考えだ。販売用不動産の保有残高は第2四半期末時点で28,640百万円となっており、更なる積み増しを図る。保有残高の積み増しに伴い、今後の賃貸利益、売買利益の拡大が見込まれることになる。なお、2013年11月期末の簿価に対する保有中古マンションの含み益は5,000百万円超となっている。

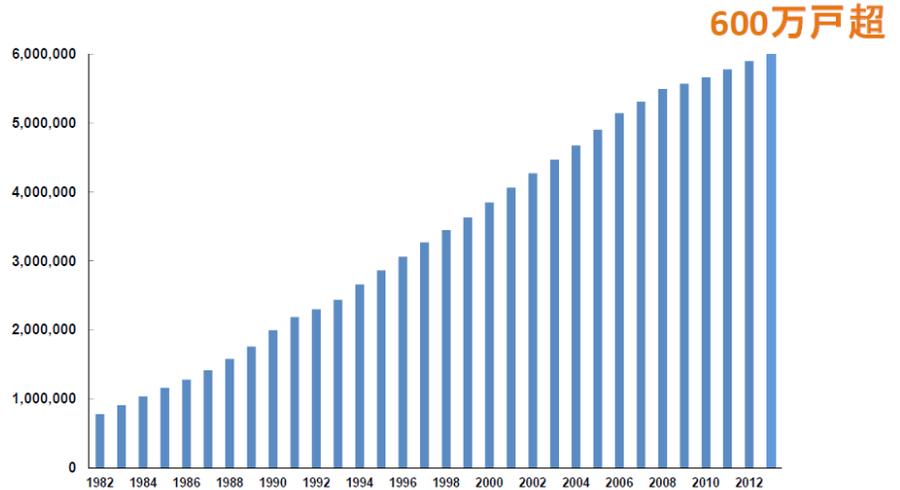
## ■ 中長期展望

### 中古マンション市場は今後も成長余地大きい

#### (1) 市場環境

同社が活躍する中古マンション市場は、今後も大きな伸びしろのある市場だと予想される。現在、日本では 600 万戸超の巨大な中古マンションストックが存在しているが、新築マンションの供給が依然として低水準であることから、今後も中古市場の一段の拡大が期待される。同社の活躍余地はさらに広がるだろう。

新築マンション累計着工戸数（単位：戸）

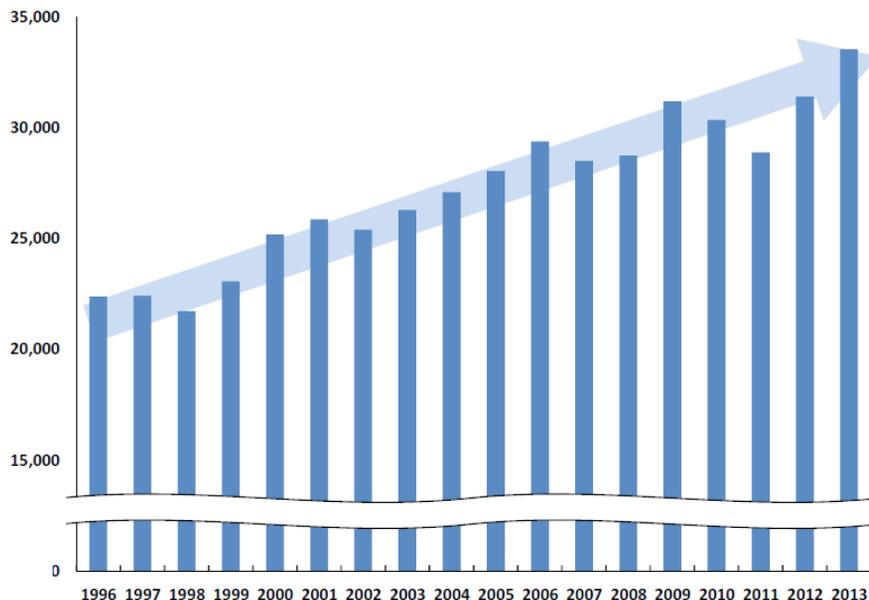


出所：会社説明会資料

また、政策の面でも中古住宅市場には追い風が吹いている。欧米では住宅流通市場の主役が中古住宅（70～90%）であるのに対し、日本ではまだ 10% 台にとどまっている。国土交通省では、「既存住宅（中古住宅）市場」の活性化において数値目標を設定しており、住宅流通市場における既存住宅のシェア（平成 20 年 14%）を平成 32 年までに 25% にするとの指針を示しており、その達成に向けて様々な政策を実行している。

マンションストックの増加や核家族化による世帯数の増加、人口の首都圏集中によって、特に大都市圏の中古マンション市場は、今後も加速度的に拡大すると考えられており、これも同社にとっては追い風だろう。

首都圏における中古マンション成約件数（単位：件）



出所：会社説明会資料

さらに、以下のような理由によって中古マンションに対する選好性は一段と高まっている。

- **手頃な価格**：新築より安い価格で、予算を抑えて希望の物件に住むことができる。
- **豊富な選択肢**：立地、グレード、間取り等、自分の好みで選ぶことができる。
- **安心の実物購入**：新築マンションの多くが竣工前に契約するのに対して、中古マンションは居室スペース、眺望、管理状況、近隣コミュニティー等を実際に確かめてから買うことができる。

中古マンションも経年によって価格は下がるものの、築10年以降はおおむね安定している。このような市場環境も同社の事業を安定的なものとしている。

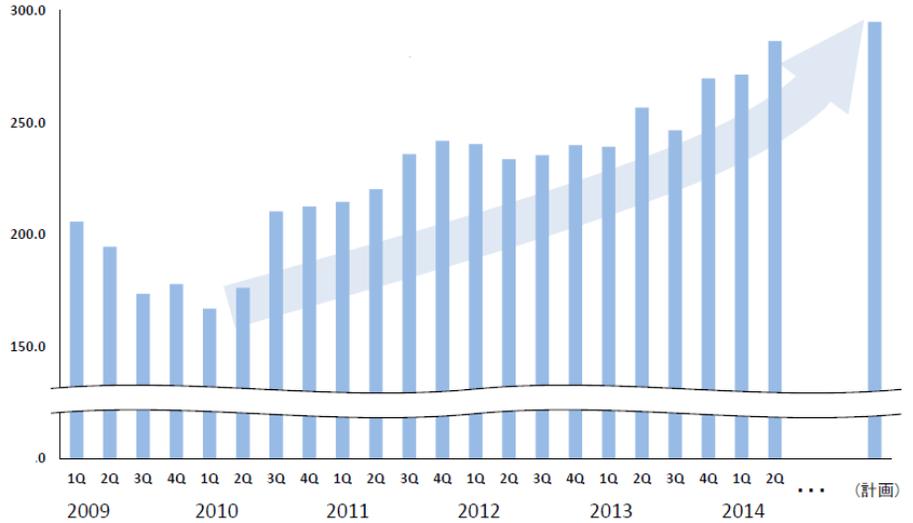
2014年7月25日（金）

## 同業との協業など新たな取り組みにも着手

### (2) 経営戦略

上記のような市場環境において、同社も今後数年は積極的な拡大策を取る方針で、販売用不動産（現在残高 28,640 百万円）を近い将来には 30,000 百万円まで積み上げる計画だ。また、投資用不動産についても積極的に積み増していく。

販売用不動産残高の推移（単位：億円）



出所：会社説明会資料

このほか、今年5月には同業のインテリックス〈8940〉と共同事業を開始している。両社が持つ豊富なノウハウやサービスを活用し、共同で物件のリノベーション・販売を行う。第1弾物件（東京・南青山）では、同社が保有・販売する物件に、インテリックスが設計・施工を行う形での供給となった。

年内にはさらに数物件の共同事業を予定しているほか、将来的には資材の共同調達、共同プラットフォームの開設、マンション修繕履歴の共同管理を含む幅広い協力関係へと発展させていく考えだ。両社の協力によって高品質なリノベーション物件が豊富に供給されれば、中古マンション市場の一段の活性化につながる事が期待される。

## ■ 配当政策

### 株主還元にも積極的、配当性向は中長期的に30%まで引き上げへ

2014年11月期の予想配当は年間16.0円であり、予想配当性向は17.9%となる。同社では、今後も継続的な増配を計画しており、配当性向はまず20%、中長期的には30%まで引き上げたい考えだ。

このほか、同社は株主優待制度も取り入れており、11月末を基準日とし、100株（1単元）以上の株主に対して2,000円相当の美容・健康・生活関連用品を贈呈している。今年5月には、優待制度を年2回に拡充することを決定。5月末を基準日とし、QUOカード1,000円分を贈呈するなど、株主還元にも積極的な企業としても評価できる。

2014年7月25日（金）

損益計算書

（単位：百万円、%）

	10/11期	11/11期	12/11期	13/11期	14/11期予
売上高	12,403	12,719	12,857	13,543	14,251
（対前期比）	-6.8	2.5	1.1	5.3	5.2
売上総利益	2,631	3,028	2,770	3,239	3,354
（対売上比）	21.2	23.8	21.6	23.9	23.5
販管費	1,021	1,170	1,229	1,435	-
（対売上比）	8.2	9.2	9.6	10.6	-
営業利益	1,610	1,857	1,541	1,803	1,951
（対前期比）	16.9	15.4	-17.0	17.0	8.2
（対売上比）	13.0	14.6	12.0	13.3	13.7
営業外収益	1	2	8	2	-
営業外費用	454	541	560	575	-
経常利益	1,157	1,318	989	1,230	1,330
（対前期比）	34.8	13.9	-25.0	24.4	8.1
（対売上比）	9.3	10.4	7.7	9.1	9.3
税引前利益	1,159	1,318	989	1,230	-
（対前期比）	71.8	13.7	-25.0	24.0	-
（対売上比）	9.3	10.4	7.7	9.1	-
法人税等	452	524	396	472	-
（実効税率）	39.1	39.8	40.1	38.4	-
当期純利益	650	740	538	744	802
（対前期比）	81.0	13.9	-27.3	38.2	7.8
（対売上比）	5.2	5.8	4.2	5.5	5.6
【主要指標】					
期中平均発行済株式数（千株）	8,269	9,255	9,054	8,875	-
1株当たり純利益（円）	78.67	80.06	59.48	83.87	89.33
1株当たり配当（円）	11.00	11.50	12.00	15.00	16.00
1株当たり純資産（円）	1,036.29	1,048.94	1,153.19	1,213.27	-
連結配当性向（%）	14.0	14.4	20.2	17.9	17.9

注：2012年12月1日付で1→100株の株式分割を実施、2012年11月期以前の株式数及び1株データは当該分割を考慮して遡及修正

#### ディスクレーマー（免責条項）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ