

アパマンショップ ホールディングス

8889 東証ジャスダック

2015年1月9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
佐藤 譲

■ 店舗数は業界トップ、1店舗当たりの収益性は群を抜く

アパマンショップホールディングス<8889>は、住宅用賃貸斡旋業務で日本最大級のアパマンショップを運営する持ち株会社。2014年9月末時点のアパマンショップ店舗数は1,132店舗（2013年9月末比70店舗増）と業界トップ。多彩なキャンペーン企画による集客力の高さと、関連サービスの販売力が同社の強みで、1店舗当たりの収益性は業界でも群を抜いている。

2014年10月30日に発表した2014年9月期通期の連結業績は、売上高が前期比微増の36,655百万円、営業利益が同8.7%減の2,108百万円となった。当期の営業利益が減益となった要因としては、期中にWEB掲載物件情報の品質向上・厳格化を目的に、直営事業の全掲載物件の再確認を行い、改めて掲載しなおす作業を実施したことが挙げられる。この作業により、一時的に掲載物件数が減少し、反響数が過去の平均値（注）に比べて下回ったことで、斡旋事業やPM（プロパティ・マネジメント：賃貸管理業務及びサブリース業務）事業の売上高・利益で400～600百万円程度のマイナスの影響があったとみられる。

注：過去の平均値とは、前期2期分の平均値のこと。（以下、同様）

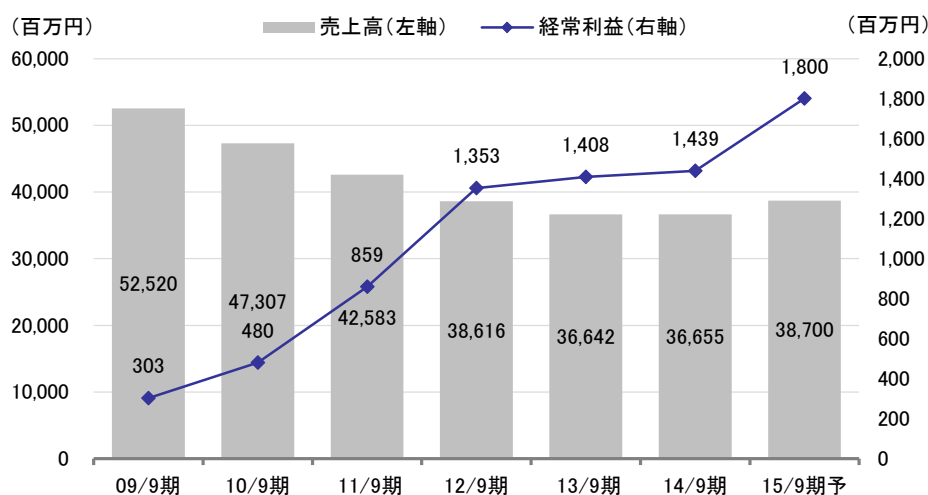
同社は2014年9月期通期業績発表の際に、新しく作成した中期経営計画（2015年～2017年の3ヶ年計画）も発表した。2017年9月期の経営目標値として、売上高42,000百万円（2014年9月期比15%増）、営業利益3,000百万円（同42%増）を掲げた。本業である斡旋事業やPM事業以外の非本業の整理がほぼ一巡したことで、今後は引き続き、本業に重点を置きつつ、パーキング事業等の関連事業の成長戦略を加速させていく方針だ。斡旋事業における店舗数の拡大とPM事業での管理戸数拡大を進めていくと同時に、これら本業の関連サービスの拡充を図りながら、収益成長を目指していく。また、現在は外注している各種業務の内製化も段階的に進めていく方針で、同社では内製化によるコスト低減効果としては年間100～200百万円程度を見込んでいるものの、現時点では慎重に進めていくなどの理由で今回の中期経営計画にはこの効果を織り込んでいない。このため、中期経営計画の業績目標値は保守的な印象が強く、弊社では今後上振れの可能性があるとみている。

2015年9月期通期の連結業績は、斡旋事業の拡大をけん引役として、売上高が前期比5.6%増の38,700百万円、営業利益が同13.8%増の2,400百万円と増収増益に転じると同社は見込んでいる。また、配当金については2014年9月期並みの年間10円を予定している。当面は安定的な配当実施を基本に考えているが、中期的には特別利益などを除外した実質ベースの利益水準で配当性向20～30%がひとつの目安になるとしている。弊社では、今後も収益の拡大が続けば増配の可能性も出てくるとみている。

■ Check Point

- ・ 店舗当たり売上減は一時的、関連サービス収入は差実に拡大
- ・ 新中計は2017年3月期で売上高42,000百万円、営業利益3,000百万円
- ・ 斡旋事業とPM事業が引き続き業績を牽引へ

業績の推移



■ 決算動向

計画未達、品質向上の一時的な施策が要因

(1) 2014年9月期業績の概要

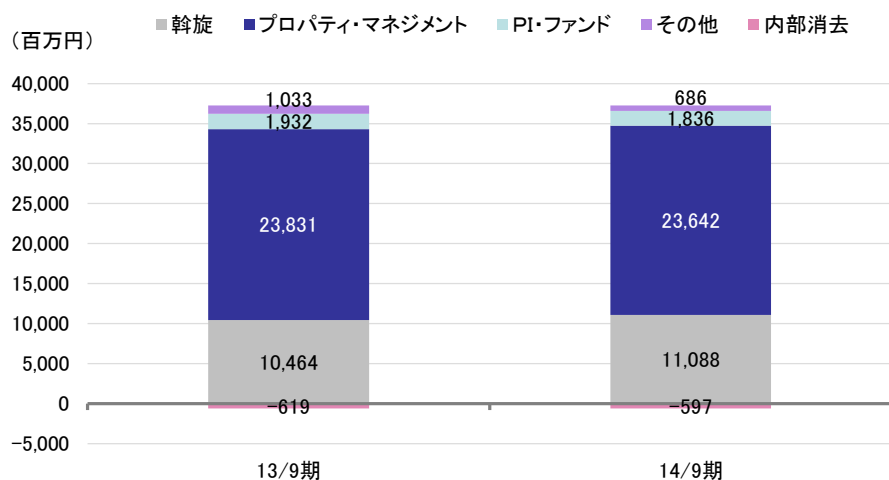
2014年10月30日に発表された2014年9月期通期の連結業績は、売上高が前期比0.0%増の36,655百万円、営業利益が同8.7%減の2,108百万円、経常利益が同2.2%増の1,439百万円、当期純利益が同33.0%減の1,482百万円となった。

2014年9月期の連結業績

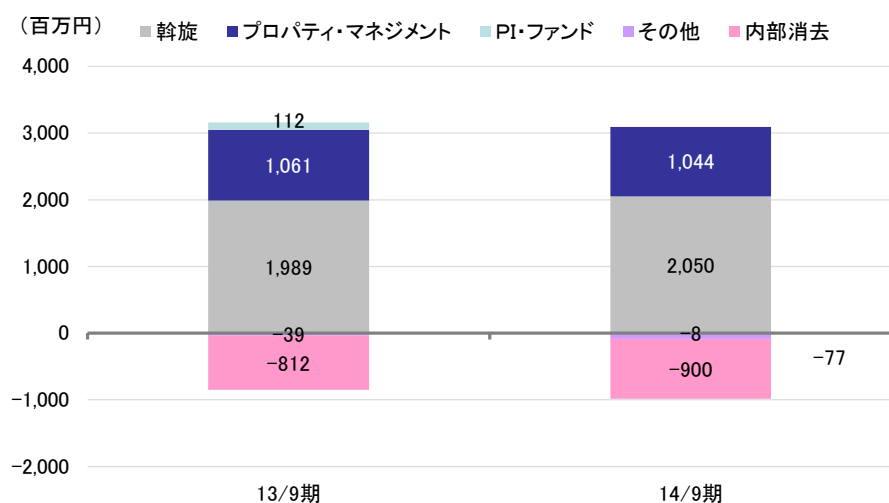
(単位：百万円)

	13/9期		14/9期				
	実績	対売上比	会社計画	実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	36,642	-	37,000	36,655	-	0.0%	-0.9%
売上原価	26,728	72.9%	26,500	26,433	72.1%	-1.1%	-0.3%
販管費	7,603	20.7%	8,100	8,113	22.1%	6.7%	0.2%
営業利益	2,310	6.3%	2,400	2,108	5.8%	-8.7%	-12.2%
経常利益	1,408	3.8%	1,700	1,439	3.9%	2.2%	-15.4%
特別損益	1,214	3.3%	-	-75	-0.2%	-	-
当期純利益	2,213	6.0%	2,000	1,482	4.0%	-33.0%	-25.9%

セグメント別売上高



セグメント別営業利益



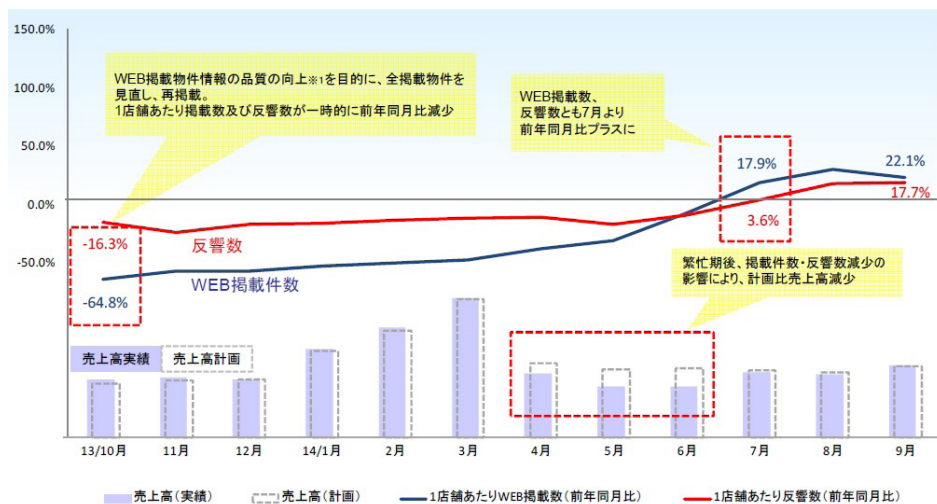
2014年9月期通期の売上高は2013年1月まで連結子会社であった「システムソフト<7527>」が連結対象子会社から持分法適用関連会社(出資比率35.8%)となったことで、248百万円の減収要因となるなど非本業では442百万円の減収となったものの、幹旋事業の拡大により売上全体でほぼ前期並みの水準となった。

売上原価率は本業である幹旋事業やPM事業の総利益率向上により、前期比で0.8ポイント改善した。ただ、人件費の増加を主因として販管費率が前期比1.4ポイント悪化したことが響き、営業利益率では同0.6ポイント低下の5.8%となった。

売上高、営業利益とも会社計画値に達しなかった。これは、幹旋事業、PM事業の計画未達が主因だ。期初からWEB掲載物件情報の品質向上・厳格化を目的として、全物件情報の再確認を行い、改めて掲載しなおす作業を実施したことで、一時的に掲載物件数が減少し、反響数が2014年6月までは過去の平均値に比べて減少することとなり、この影響が幹旋事業やPM事業の売上未達の要因になったと考えられる。同社の月次売上高実績と計画値を比べてみると、4-6月期では売上高が計画を下回る状況となっていたものの、物件再確認作業の進展に伴い掲載物件数と反響数が、7月以降は過去の平均値の水準を超過する形まで回復してきている。

2015年1月9日（金）

直営店 WEB 掲載数・反響数・売上高の推移



※1 質の向上: 業界動向に基づく、直営店の掲載物件情報の精査、チェック体制の強化。
 ※2 WEB掲載数と反響数は、1店舗あたりの前期2期分の平均値と比較したものです。

出所：会社資料

WEB 掲載物件情報の品質向上・厳格化とは、部屋の間取りや最寄駅からのアクセス時間、保険など付随となる諸条件の正確な情報掲載のことだ。同社では業界トップの立場から、賃貸住宅業界の健全な発展を推進していくために、他社に先駆けて掲載物件情報の品質向上・厳格化に取り組んだとしており、国内外合わせて 60 ～ 70 名規模の専門チームを組織して本作業の対応に当たった。実際の情報更新作業は人海戦術となるためカンボジアに物件登録センターを作り、現地で間取り図の作製を行うことでコスト削減を図った。

同社ではこの取り組みを実施したことによる一時的な影響として、斡旋事業、PM 事業合わせて、売上高・利益で 400 ～ 600 百万円程度のマイナスの影響が出たとしている。

なお、今後も新規の掲載物件に関しては同様の作業を実施するため、カンボジアの登録センターなどは継続運用するが、全物件の見直し作業といった大掛かりな作業ではなくなるため、2015 年 9 月期通期ではコスト減要因になるとみられる。

経常利益が前期比 2.2% の増益となったが、これは営業外収支の改善(前期比 +233 百万円)による。主な変動要因としては持分法投資利益の増加(+87 百万円)、支払手数料の減少(▲107 百万円)、社債発行費償却の減少(▲74 百万円)などが挙げられる。

また、特別損益については、2013 年 9 月期に「システムソフト」の連結範囲の変更に伴う持分変動益(1,656 百万円)を計上したことで 1,214 百万円のプラスとなったが、2014 年 9 月期において特に大きな利益、費用項目が発生しなかった。このため、当期純利益に関しては前期比で 33.0% 減と減益幅が大きく出た格好となっている。事業別の概況については以下の通り。

店舗当たり売上減は一時的、関連サービス収入は着実に拡大

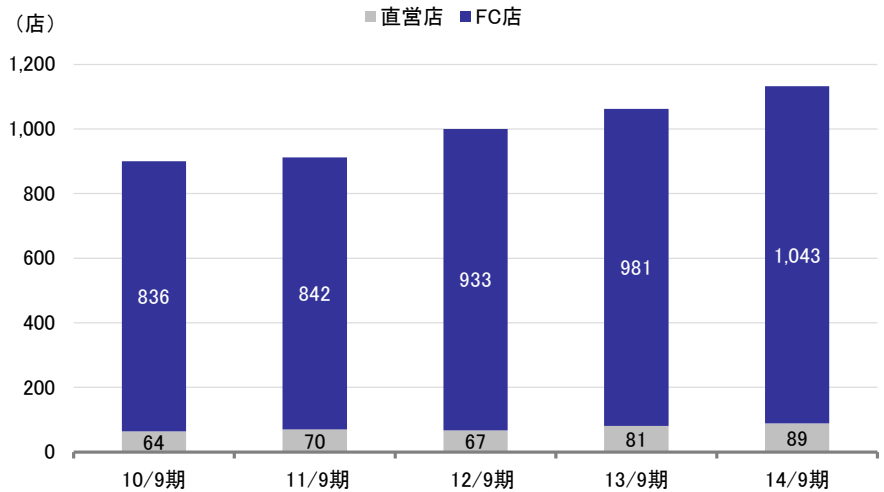
(2) 事業セグメント別動向

○幹旋事業

幹旋事業の売上高は前期比 6.0% 増の 11,088 百万円、営業利益は同 3.1% 増の 2,050 百万円と増収増益基調が続いた。アパマンショップ店舗数の拡大と同時に関連サービス収入が引き続き増加したことが増収増益要因となった。

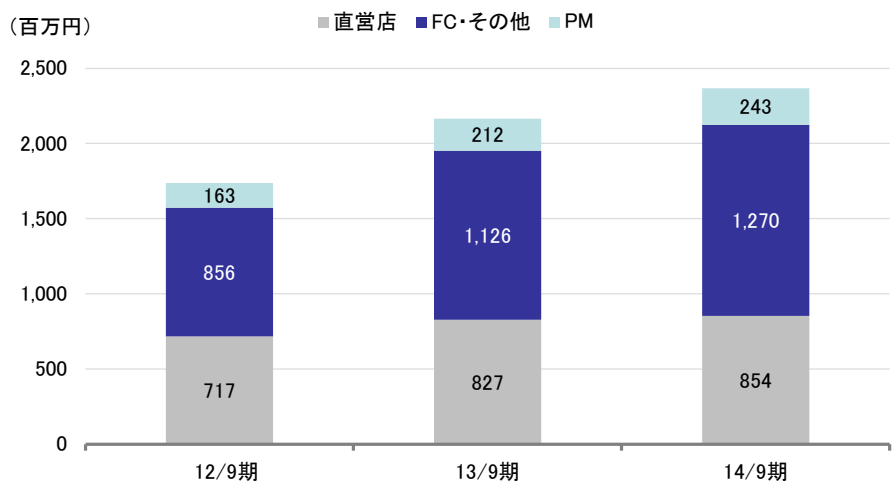
アパマンショップの店舗数は、2014年9月末時点で89店（前期末比+8店）、FC加盟店が1,043店（同+62店）となり、合計で1,132店舗（同+70店）と順調に拡大した。

アパマンショップ店舗数



関連サービス収入では、インターネット回線や家財保険の取次ぎ、24時間駆けつけサービス等に加えて、簡易消火器の販売や入居者向け会員サイト「アパマン友の会」を通じた各種商品・サービスの売上が増加した。関連サービス収入全体では、2,368百万円と年々拡大を続けている。総利益率では直営店やPMが90%台、FC向けでは40%台で推移しており、関連サービス収入の拡大が同社の収益力向上につながっているといえる。

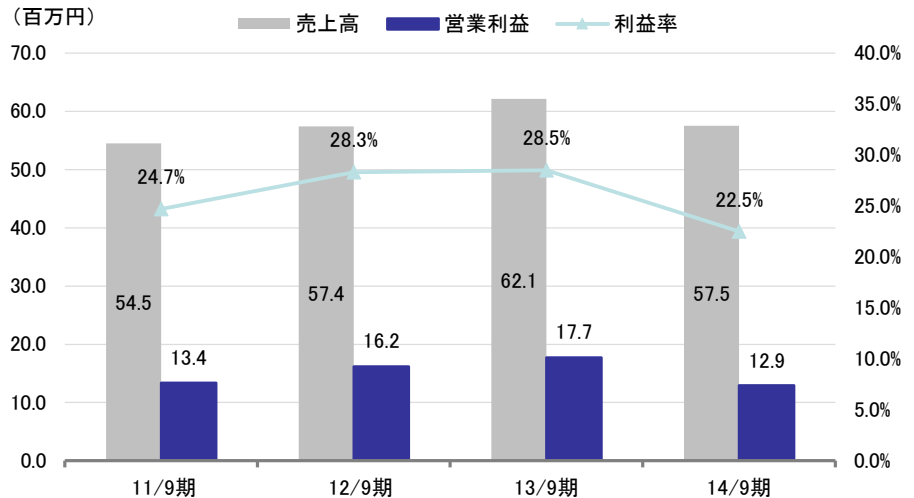
関連サービス収入



2015年1月9日（金）

ただ、当期は直営店1店舗当たりの収益力が低下した。この要因としては前述したWEBサイト掲載物件情報の品質向上・厳格化施策を実施した影響が大きい。また、新規出店店舗の増加による立ち上げ負担が増加したことも要因となっている。しかしながら、四半期ベースでみれば第3四半期を底に、第4四半期以降は売上、営業利益ともに回復に転じており、一時的な収益低下と捉えることができよう。

直営1店舗当たり収益

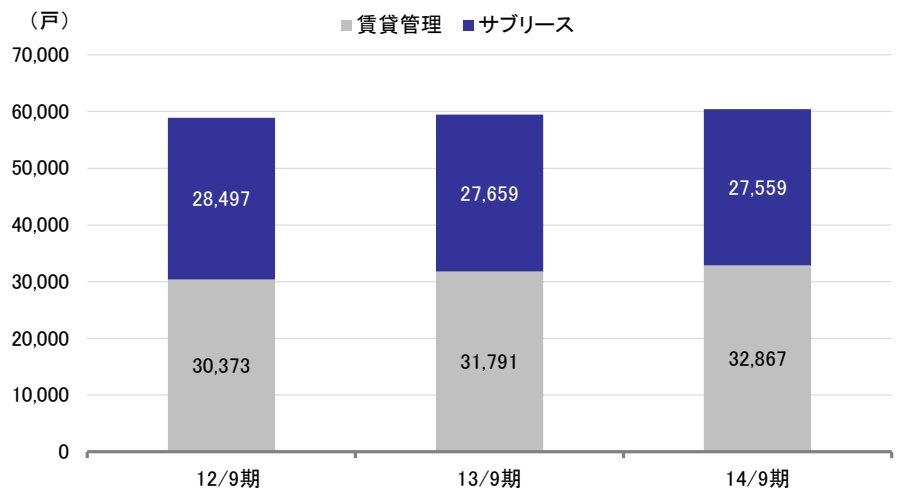


○プロパティ・マネジメント事業

PM事業（賃貸管理業務及びサブリース業務）の売上高は、前期比0.8%減の23,642百万円、営業利益は同1.6%減の1,044百万円と僅かながら減収減益となった。

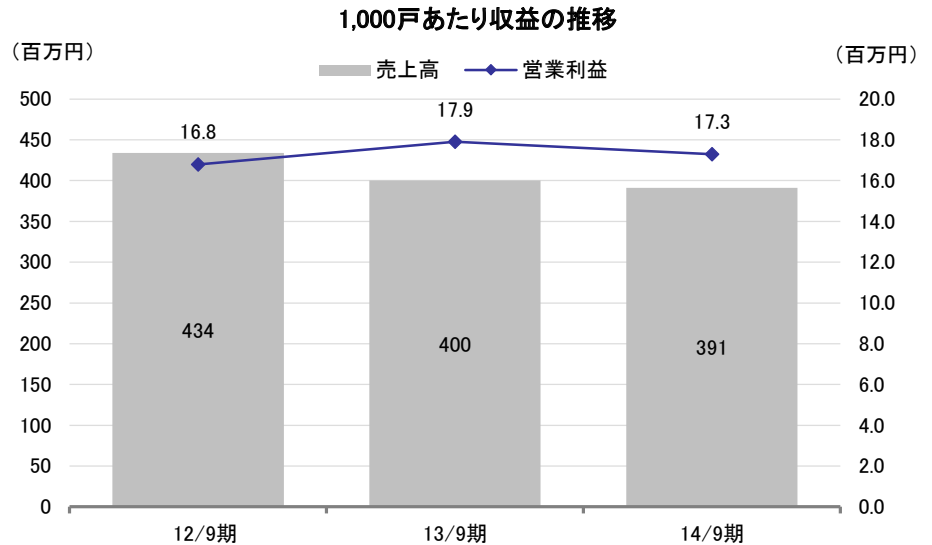
2014年9月末時点の管理戸数は、前期末比976戸増の60,426戸（賃貸管理戸数32,867戸、サブリース管理戸数27,559戸）となった。期初計画では1万戸の増加を計画していたが、物件オーナーが代わったことによる解約などが出たこと、収益力向上に注力したこと、前述のWEB情報の品質向上・厳格化の影響もあり、計画を下回る格好となった。

管理戸数推移



2015年1月9日（金）

サブリースの入居率に関しては、営業体制の強化を進めたことなどにより、2013年9月時点に比べて1.7ポイント程度上昇し、通期では95.5%と高水準で推移した。管理戸数が前期比でやや増加した上、サブリースの入居率が上昇したにもかかわらず、微減収となったのは管理戸数当たりの収益が前期に比べて低下したためだ。売上高については家賃収入が100%売上げに計上されるサブリースの管理戸数構成比が前期の46%から当期は45%に低下した影響が大きい。一方、利益面では幹旋事業と同様、WEB掲載物件の品質向上・厳格化施策を実施したことによる影響が、PM事業においても出たこと、また、今後の管理戸数増加に向け、人員を増員したことによるコスト増も利益減の要因となった。



○PI・ファンド事業

PI（プリンシパル・インベストメント：不動産投資）・ファンド事業の売上高は前期比5.0%減の1,836百万円、営業損失は8百万円（前期は112百万円の営業利益）となった。本業外に分類される本事業分野では保有不動産の売却があった一方で、保有不動産においては入居率向上や経費削減等により収益性の維持に努めてきた。当期は過年度の物件売却による売上減少や一部物件においてテナントの入れ替えがあったため、一時的に賃料収入が落ち込み営業損失となったが、2015年9月期通期では賃料収入の回復から、営業利益も若干の黒字転化が見込まれる。

○その他事業

その他事業の売上高は前期比33.6%減の686百万円、営業損失は77百万円（前期は39百万円の損失）となった。2013年1月より「システムソフト」が連結対象から外れた影響で、売上高が減少し、営業損失も広がった格好となっている。なお、当期よりセグメントの管理区分を見直しており、パーキング業務、SOHO（レンタルオフィス）業務をPM事業から移管している。

財務体質の改善は着実に進捗

(3) 財務状況と経営指標

2014年9月末の財務状況は表の通りで、着実に財務体質の改善が進んでいることがうかがえる。9月末の総資産残高は前期末比で1,492百万円減少の48,551百万円。主な増減要因は、現預金の減少（▲626百万円）とのれんの減少（▲1,039百万円）によるものとなっている。

2015年1月9日（金）

■決算動向

一方、負債合計は前期末比で2,223百万円減少の38,788百万円。主に有利子負債の減少（▲2,147百万円）によるものとなっている。純資産は利益剰余金の増加によって前期末比730百万円増の9,763百万円となった。

財務の健全性をみる指標となるD/Eレシオは299%と依然高い水準ではあるものの、年々改善傾向を示している。同様に、自己資本比率も20%の水準にまで回復してきた。また、本業の収益力を基準に有利子負債の返済能力をみる指標であるEBITDA倍率も、7.7倍と着実に低下してきている。同社がここ数年の間取り組んできた本業外事業の売却・縮小による財務のスリム化と、本業である幹旋事業、PM事業の収益力強化が、財務体質の改善につながっているといえよう。

連結貸借対照表

（単位：百万円）

決算期	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期
流動資産	11,151	7,822	8,223	7,107	6,587
現預金	5,324	4,060	4,404	3,161	2,535
固定資産	66,108	48,422	44,499	42,935	41,964
のれん	17,178	16,038	14,955	13,740	12,701
総資産	77,374	56,339	52,797	50,043	48,551
負債合計	67,377	49,188	45,411	41,011	38,788
流動負債	50,343	6,751	16,323	7,054	7,100
固定負債	17,034	42,436	29,088	33,957	31,687
(有利子負債)	53,379	38,256	34,941	31,131	28,984
自己資本	7,940	6,636	6,729	8,976	9,716
(主要指標)					
EBITDA	4,284	3,965	3,953	3,948	3,786
EBITDA倍率	12.5	9.6	8.8	7.9	7.7
D/Eレシオ	665.6%	577.3%	519.3%	347.4%	299.0%
自己資本比率	10.3%	11.8%	12.7%	17.9%	20.0%
ROA	0.6%	1.3%	2.5%	2.7%	2.9%
ROE	54.8%	-42.9%	1.4%	28.2%	15.9%

■今後の見通し

新中計は2017年3月期で売上高42,000百万円、営業利益3,000百万円

(1) 中期経営計画（2014年10月-2017年9月）の概要

2014年10月30日の2014年9月期通期決算発表と同時に、同社は2014年10月-2017年9月を対象とした3ヶ年の第2次中期経営計画を発表した。経営数値目標としては、最終年度の2017年9月期に売上高42,000百万円（2014年9月通期比+15%）、営業利益3,000百万円（同+42%）を掲げている。営業利益率では7.1%と2014年9月通期実績の5.8%から一段と収益性を高めて行く方針となっている。また、財務面でも有利子負債の削減を進めていき、EBITDA倍率で4.8倍、自己資本比率で28%と、2014年9月末の7.7倍、20%から更に改善を進めていく。

2015年1月9日（金）

第2次中期経営計画 損益計画

(単位：百万円)

	14/9期 (実績)	15/9期 (計画)	16/9期 (計画)	17/9期 (計画)
売上高	36,655	38,700	40,300	42,000
幹旋事業	11,088	12,300	13,200	13,900
プロパティ・マネジメント事業	23,642	24,000	24,700	25,700
その他の事業	1,925	2,400	2,400	2,400
売上総利益	10,221	11,500	12,200	12,900
幹旋事業	5,954	6,900	7,500	8,000
プロパティ・マネジメント事業	3,698	3,900	4,000	4,100
その他の事業	569	700	700	800
営業利益	2,108	2,400	2,700	3,000
経常利益	1,439	1,800	2,200	2,500
当期純利益	1,482	1,000	1,300	1,600

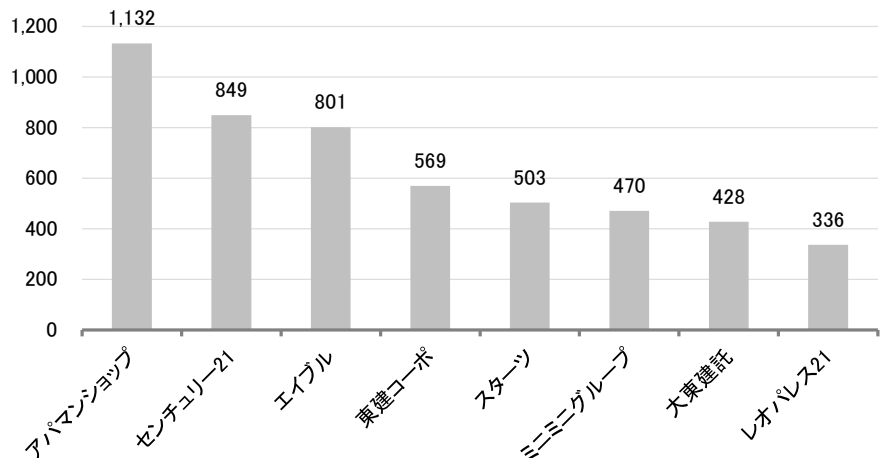
第2次中期経営計画 財務計画

(単位：百万円)

	14/9期 (実績)	15/9期 (計画)	16/9期 (計画)	17/9期 (計画)
資産合計	48,551	47,300	46,200	45,500
負債合計	38,788	36,700	34,500	32,500
うち借入金	28,984	26,900	24,900	22,800
純資産合計	9,763	10,600	11,700	13,000
EBITDA	3,786	4,100	4,500	4,800

本業である幹旋事業・PM事業の成長を進めていくうえで、同社は日本最大級の賃貸幹旋店舗数（1,132店舗）と、賃貸幹旋件数（約43万件）、取引オーナー数（約25万人）を持つアパマンショップの強力なブランド力を最大限に活用していく戦略だ。

賃貸幹旋店舗数(FC店、海外含む)



出所：矢野経済研究所、2014年9月末時点

○幹旋事業

幹旋事業においては、店舗数の拡大と関連サービス収入の拡充により、本中期経営計画期間（2014年10月～2017年9月）中では年率7.8%の売上成長と10.3%の利益成長を見込んでいる。店舗数については、最終年の2017年9月には1,314店舗まで拡大する計画となっている。店舗の出店余地に関してはまだ全国主要都市で多く残されており、長期的には2,000店舗まで出店余地があるとみられることから、今回の中期計画は十分達成可能な目標といえよう。

また、直営店1店舗当たりの収益計画についても保守的な印象が強い。2017年9月期に売上高で60百万円、営業利益で16百万円としているが、2014年9月期の実績では売上高が57.5百万円、営業利益が12.9百万円、営業利益率が22.5%の水準であり、今後も関連サービス収入の拡充による売上増が見込めることを考えれば、本中期経営計画の水準を上回る可能性もある。関連サービスの新商材の開発や既存サービスの利益単価増加など、新たな収益源として期待される。

幹旋事業 店舗数と直営店1店舗当たり収益

	14/9期 実績	15/9期 計画	16/9期 計画	17/9期 計画
直営店舗数	89	94	99	104
FC店舗数	1,043	1,110	1,160	1,210
合計	1,132	1,204	1,259	1,314
1店舗当たり売上高（百万円）	57.5	59.0	60.0	60.0
1店舗当たり営業利益（百万円）	12.9	14.0	16.0	16.0
営業利益率	22.4%	23.7%	26.7%	26.7%

その他にも収益力の強化を目的に、業務の内製化を進めていく方針だ。既に、コールセンター業務など一部では内製化を進めており、コスト削減効果が出始めている。同社ではこれから業務の内製化を段階的に進めていく方針で、年間のコスト削減額としては毎年100～200百万円程度の寄与が見込まれる。なお、今回の中期経営計画のなかには、業務内製化によるコスト削減効果を織り込んでいないため、業績の上振れ要因となる可能性がある。

○PM事業

PM事業では管理戸数の拡大と入居率向上、関連サービス収入の拡大によって、本中期経営計画期間中は年率2.8%の売上成長、同3.4%の利益成長を計画している。幹旋事業と比較すると成長率が低くなっているが、これは2014年9月通期の伸び悩みの要因にもなった物件オーナーの変更に伴う解約リスクを織り込んだため、保守的な前提となっている。なお、1,000戸当たり売上高が2014年9月期通期実績の391百万円から2017年9月期は387百万円と若干減少する計画となっているが、これは家賃収入を100%売上計上するサブリースの構成比低下を見込んでいるためだ（賃貸管理物件は家賃に対して一定料率が売上に計上される）。

また、PM事業においても業務の内製化を進めていく計画だ。既に清掃作業や物件の写真撮影などの内製化を進めており、この分野でもコスト削減効果が出てきている。今後は家賃保証業務などの内製化も視野に入れ、事業展開を進めていく方針だ。

幹旋事業やPM事業の業務内製化に関しては、今後、段階的に進めていく方針だが、現在外注に出している業務全てを内製化したと仮定すると、幹旋事業も含め、数億円規模の収益向上余地が生じると試算されている。

PM事業 管理戸数と1,000戸当たり収益

	14/9期 実績	15/9期 計画	16/9期 計画	17/9期 計画
賃貸管理	32,867	33,917	36,017	38,117
サブリース	27,559	28,009	28,909	29,809
管理戸数合計	60,426	61,926	64,926	67,926
1,000戸当たり売上高（百万円）	391	392	390	387
1,000戸当たり営業利益（百万円）	17.3	18.0	18.0	18.0
営業利益率	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%

2015年1月9日（金）

○関連事業

その他、関連事業としてパーキング事業や自販機事業などを育成していく方針を打ち出している。パーキング事業はPMの自社管理物件で他社に業務委託している駐車場運営を自社に切り替えていく方針だ。既に約1,000台分の駐車場の管理運営を行っているが、2014年12月には福岡の自社保有物件で外部に委託していた1,000台分の駐車場管理も自社に取り込んでいくことが決まっている。営業利益では2014年9月期の約40百万円の水準から2015年9月期には2倍増が見込まれるなど、確実に収益化できる事業として期待される。

自販機事業も同様で、同社の管理物件の空きスペースを有効活用する目的で、自販機を設置し販売手数料を得るビジネスモデルとなる。こちらも年間売上が10～20百万円程度と規模は小さいものの確実に収益化できる事業として育成していく考えで、規模は小さいが自販機リース会社も11月に子会社化している。

○その他の取り組み

その他の取り組みとして、同社ではIT化の整備を進めていくとしている。具体的には、WEB掲載物件の品質向上を継続していくほか、ポータルサイトの使い勝手向上を図るため、ユーザーインターフェースの改善やパフォーマンスの向上、スマートデバイス対応などへの投資を行っていく。また、不動産のネット取引が解禁されるようになれば、その対応も積極的に進めていく方針だ。IT投資としては本中期経営計画期間中に毎年100～200百万円程度を見込んでいる。

幹旋事業とPM事業が引き続き業績をけん引へ

(2) 2015年9月期の業績見通しについて

2015年9月期通期の業績は売上が2014年9月通期比5.6%増の38,700百万円、営業利益が同13.8%増の2,400百万円、経常利益が同25.1%増の1,800百万円、当期純利益が同32.5%減の1,000百万円を見込んでいる。引き続き幹旋事業とPM事業が業績をけん引する。業務の内製化を進めることで、利益率の向上を図っていく。当期純利益が減益となっているが、これは実効税率が正常化することによる。

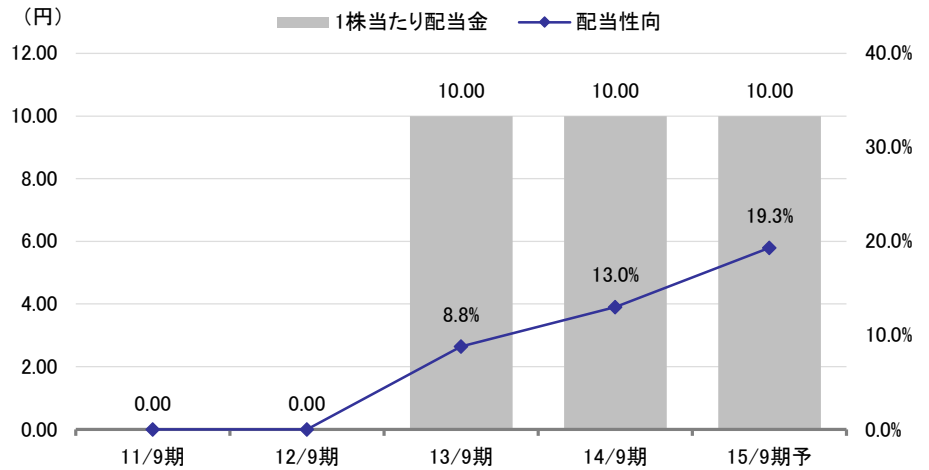
2015年1月9日（金）

■ 株主還元策について

収益の拡大で増配の可能性も

同社では財務体質の改善、並びに今後の収益成長に向けた道筋が見えてきたことから、2013年9月期以降配当支払いを再開しており、2015年9月期についても1株当たり年10円の配当金（配当性向19.3%）を予定している。当面は安定配当を基本に考えているが、中期的には特別利益などを除外した実質ベースの利益水準で、配当性向20～30%がひとつの目安になるとしており、収益の拡大が続けば増配の可能性も出てこよう。

1株当たり配当金と配当性向の推移



※2014年4月1日付で1→10株の株式分割を実施、13/3期の配当額は遡及修正

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・表示したのですが、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