

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 6 月 30 日（火）

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

■ Web 掲載物件数が回復傾向、通期計画は順調に進捗

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。2015 年 3 月末時点のアパマンショップ店舗数は 1,140 店舗と業界トップ。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を強みとして、1 店舗当たりの収益性は業界でも群を抜いている。

2015 年 9 月期第 2 四半期累計（2014 年 10 月 - 2015 年 3 月）の連結業績は、売上高が前年同期比 0.3% 増の 18,887 百万円、営業利益が同 14.5% 減の 1,005 百万円となった。前期から実施している Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化を進めるための費用増や、掲載物件数の一時的な落ち込みが影響したが、ほぼ会社計画通りの進捗だったとみられる。なお、四半期純利益が 878 百万円の損失となったが、これは税制改正（法人実効税率の引下げ及び欠損金の繰越控除限度額の縮小）に伴う繰延税金資産の取り崩しによるもので、キャッシュベースでの影響は無い。

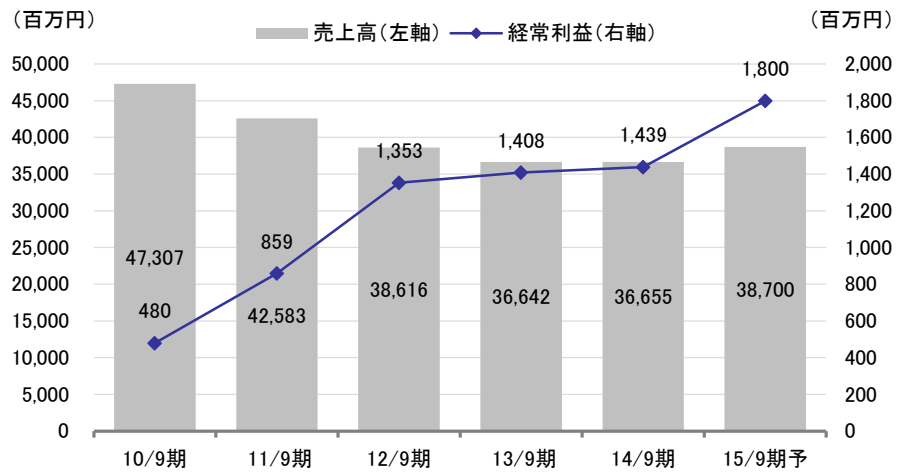
2015 年 9 月期の連結業績は、売上高が前期比 5.6% 増の 38,700 百万円、営業利益が同 13.8% 増の 2,400 百万円と期初計画を据え置いている。斡旋件数に影響を与える Web 掲載物件数の回復傾向が続いており、1 店舗当たりの収益が第 3 四半期以降再び拡大に転じるとみているためだ。ただ、当期純利益に関しては繰延税金資産の取崩しが影響して、1,000 百万円の損失が見込まれる。

中期計画では 2017 年 9 月期に売上高 42,000 百万円、営業利益 3,000 百万円を目指している。店舗数を 1,314 店舗まで拡大していくほか、関連サービス収入の拡大や現在は外部に委託している清掃業務や緊急駆け付け、家賃保証サービスなどの内製化を進めることで収益力強化を進めていく。

■ Check Point

- ・ 2Q は増収減益だが、ほぼ計画どおりの進捗
- ・ 15 年 9 月通期は増収、2 ケタ営業増益・経常増益の見通し
- ・ 自社株買いにより優先株吸収

業績の推移



決算動向

2Q は増収減益だが、ほぼ計画どおりの進捗

(1) 2015 年 9 月期第 2 四半期累計業績の概要

2015 年 4 月 27 日に発表された 2015 年 9 月期第 2 四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比 0.3% 増の 18,887 百万円、営業利益が同 14.5% 減の 1,005 百万円、経常利益が同 41.4% 減の 520 百万円、四半期純損失が 878 百万円（前年同期は 1,177 百万円の利益）となった。

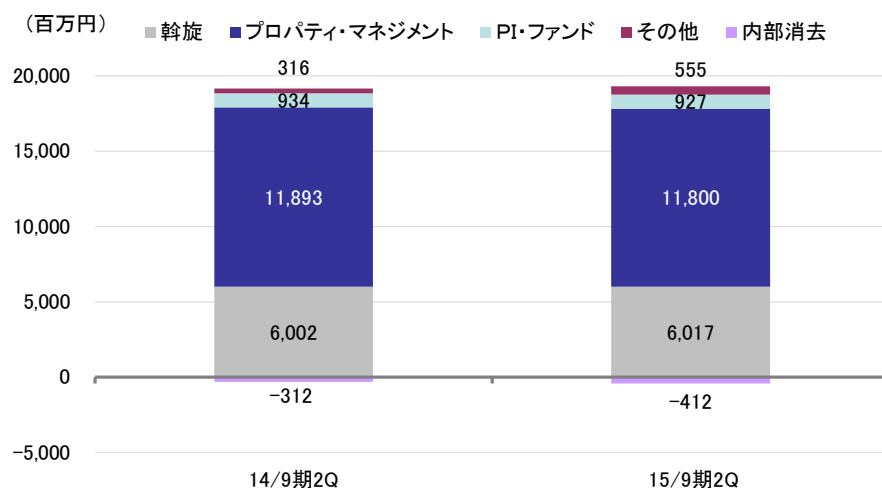
第 2 四半期累計の会社計画は非開示となっているが、売上高は若干下回る一方で営業利益は計画通りの進捗だったとみられる。

2015 年 9 月期第 2 四半期累計業績

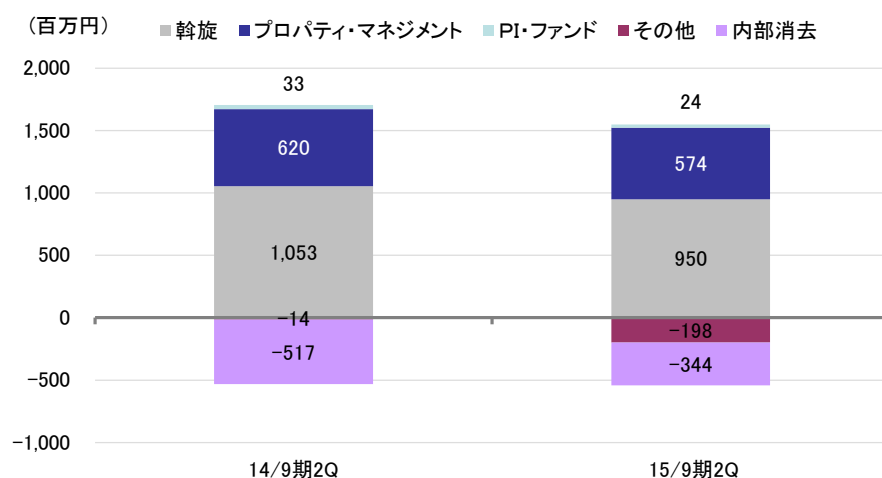
（単位：百万円）

	14/9 期 2Q 累計		14/9 期		15/9 期 2Q 累計	
	実績	対売上比	会社計画	実績	対売上比	前年同期比
売上高	18,834	-	37,000	18,887	-	0.3%
売上総利益	5,055	26.8%	26,500	5,220	27.6%	3.3%
販管費	3,878	20.6%	8,100	4,215	22.3%	8.7%
営業利益	1,176	6.2%	2,400	1,005	5.3%	-14.5%
経常利益	888	4.7%	1,700	520	2.8%	-41.4%
四半期純利益	1,177	6.2%	2,000	-878	-4.6%	-

セグメント別売上高



セグメント別営業利益



売上高は主力の幹旋事業、プロパティ・マネジメント事業が伸び悩んだことで、前年同期並みの水準に留まった。売上総利益は主力 2 事業が増益となったことで同 3.3% 増となったが、販管費の増加により営業利益は減益となった。販管費の増加要因は、前期の途中から実施している Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化を進めるための費用増に伴うもので、主に人件費の増加が主因となっている。

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、保険など付随する諸条件の情報を今まで以上に正確に掲載していく取り組みのことで、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・厳格化に取り組んできた。この取り組みを進めるにあたって、国内外合わせて 60 ～ 70 名規模の専門チームを組織化し、掲載物件の情報更新作業を進めている。

経常利益の減益率が営業利益よりも拡大しているが、これは持分法投資利益の減少（前年同期比 140 百万円減）と、支払手数料の増加（同 102 百万円増）が要因となっている。

2015 年 6 月 30 日（火）

また、四半期純利益の悪化要因は、2015 年度の法人税制改正（法人実効税率の引下げ及び欠損金の繰越控除限度額の縮小）に伴う繰延税金資産の取り崩しによるもので、キャッシュベースでの影響は無い。

幹旋事業は売上高で前年同期を上回る

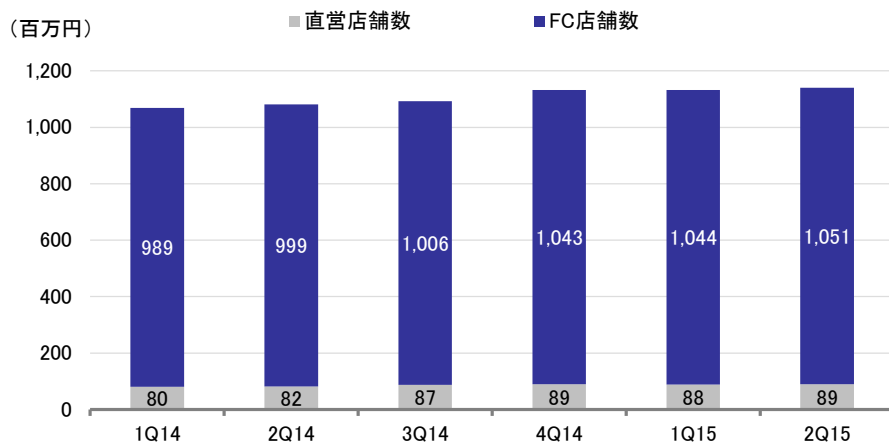
（2）事業セグメント別動向

○幹旋事業

幹旋事業の売上高は前年同期比 0.2% 増の 6,017 百万円、営業利益は同 9.8% 減の 950 百万円となった。Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化を実施した影響で、直営 1 店舗当たりの幹旋件数が落ち込んだことや、FC 店舗も含めて関連サービス業務収入が伸び悩んだこと、Web 掲載物件の見直し作業にかかる費用増などが減益要因となった。

また、2015 年 3 月末時点のアパマンショップ店舗数が前年同期比 59 店舗増（うち直営 +7 店舗、FC 加盟店 +52 店舗）の 1,140 店舗となっている。今期に入って増加ペースがやや鈍化しているが、これは、Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化に向けた取り組みを優先したことが影響したと考えられる。

アパマンショップ店舗数

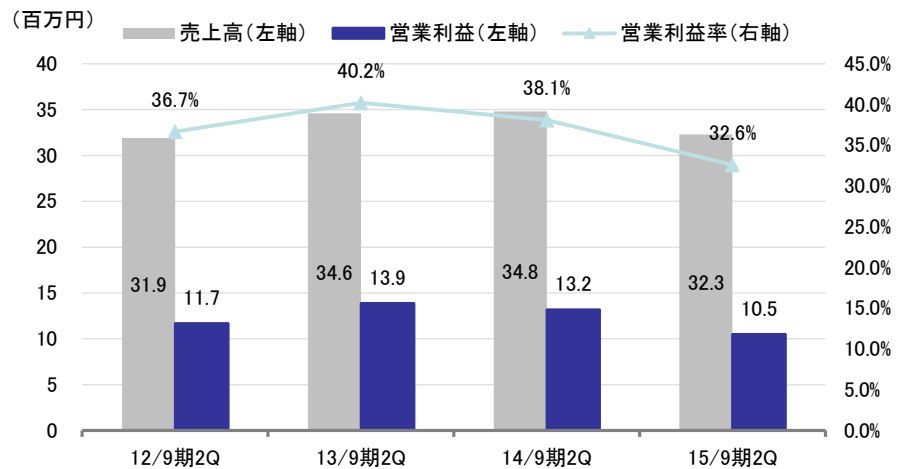




アパマンショップ
ホールディングス
8889 東証ジャスダック

2015 年 6 月 30 日（火）

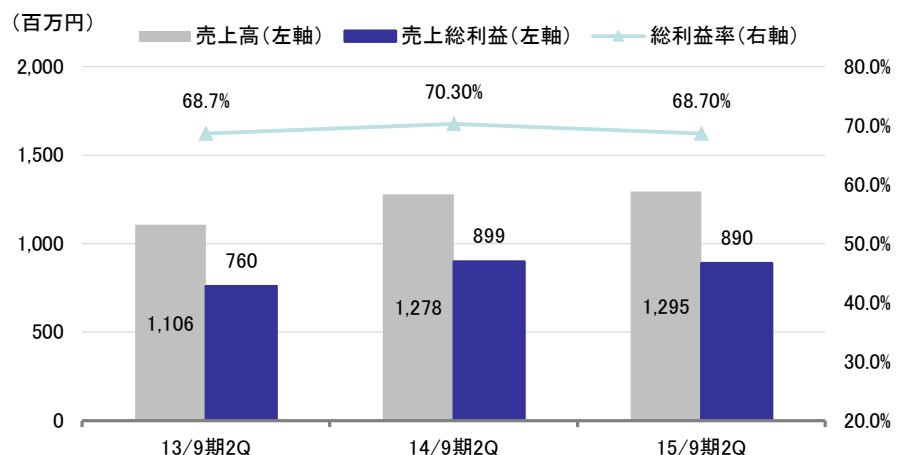
直営1店舗当たり収益推移



直営店 1 店舗当たりの収益に関しては、インターネット回線や 24 時間緊急駆け付けサービス、家財保険など総利益率の高い関連サービス業務収入の増加とともに、2013 年 9 月期まで拡大を続けてきたが、2014 年 9 月期以降はやや頭打ちの状態となっており、当第 2 四半期累計では売上高、営業利益ともにマイナス成長となった。Web 掲載物件数の見直しを行うなかで斡旋件数が減少し、その影響で関連サービス業務収入も減少したことが収益性の低下につながったと考えられる。

関連サービス業務収入はグループ全体で前年同期比 1.3% 増の 1,295 百万円、売上総利益は同 1.0% 減の 890 百万円となった。手数料単価の高いインターネット（B フレッツ）の契約数が、NTT の光回線卸の解禁やワイヤレスブロードバンドサービスへの需要シフトの影響により、前年同期の 6 千件から 4 千件に減少したことが売上高の伸びを抑える格好となった。一方で、家財保険は 1.7 万件から 1.8 万件に、社宅斡旋は 1.2 万件から 1.4 万件へ順調に拡大した。

関連サービス業務収入の収益推移



注：主要関連サービスの合計。PM事業の収益も一部含む

2015 年 6 月 30 日（火）

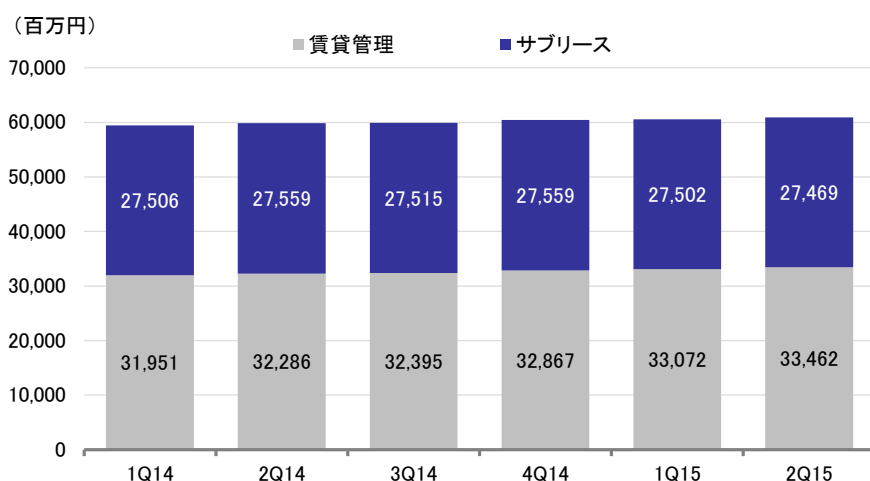
○プロパティ・マネジメント事業

PM 事業（賃貸管理業務及びサブリース業務）の売上高は、前年同期比 0.8% 減の 11,800 百万円、営業利益は同 7.6% 減の 574 百万円となった。

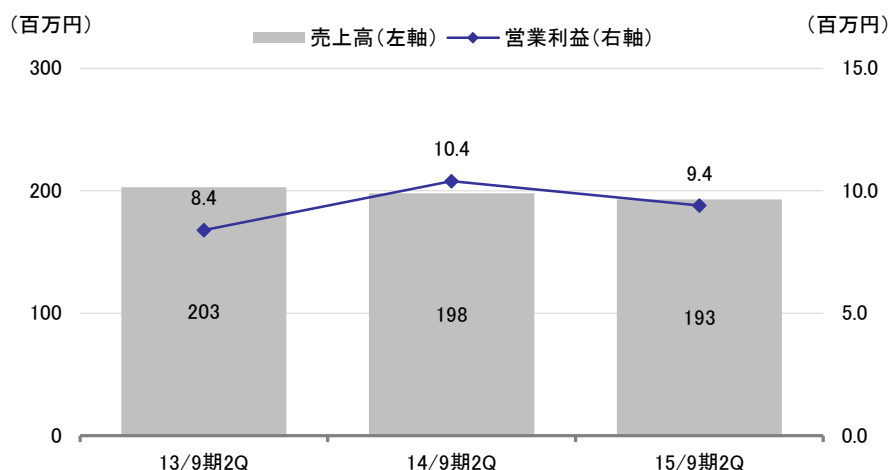
2015 年 3 月末時点の管理戸数は、前年同期比 1,086 戸増の 60,931 戸（賃貸管理戸数 33,462 戸、サブリース管理戸数 27,469 戸）となったが、家賃収入を売上計上するサブリースの管理戸数が減少し、逆に手数料収入のみの賃貸管理戸数が増加したことが、売上高の伸び悩みにつながった。サブリース物件の入居率（全国平均）に関しては、営業体制を強化したこともあり、96.5%と前年同期比で 0.5 ポイント上昇している。

利益面では斡旋事業と同様、Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化を実施したことによる費用増や営業体制強化による人件費増などが減益要因となっている。なお、管理戸数 1,000 戸当たりの収益については売上高、利益ともに減少している。

管理戸数の推移



管理戸数1,000戸あたり収益の推移



2015 年 6 月 30 日（火）

○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年同期比 0.7% 減の 927 百万円、営業利益は同 27.7% 減の 24 百万円となった。

同事業は保有不動産の賃貸収入が大半を占めており、入居率の向上や経費削減を行いながら賃貸収入の収益性向上に取り組んでいる。テナントの入れ替えがあったことで、前第 3 四半期以降、一時的に収益が落ち込んでいたものの、第 2 四半期（2015 年 1-3 月）には前年同期比で増収増益に転じており、底を打った格好となっている。

なお、同事業の利益水準が低くなっているが、これは年間で 536 百万円ののれん費用を計上しているためで、この影響を除けば安定した収益を稼ぎ出していると言える。

○その他事業

その他事業の売上高は前年同期比 75.5% 増の 555 百万円、営業損失は 198 百万円（前年同期は 14 百万円の損失）となった。売上高についてはパーキング業務の拡大により大幅増収となったが、利益面では Web 掲載物件に関連する費用負担により減益となった。

健全性指標は一時的に悪化するが、収益回復により改善を見込む

(3) 財務状況と経営指標

2015 年 3 月末の財務状況をみると、総資産は前期末比 1,007 百万円減少の 47,543 百万円となった。主な増減要因をみると、現預金が 262 百万円、売上債権が 203 百万円増加した一方で、繰延税金資産が 1,242 百万円、のれんが 571 百万円それぞれ減少した。

負債は前期末比で 49 百万円増の 38,837 百万円となった。有利子負債の削減は 691 百万円減と順調に削減が進んだが、買掛金などの流動負債が増加した。自己資本は利益剰余金の減少を主因として、前期末比 1,057 百万円減の 8,705 百万円となった。

財務の健全性をみる経営指標である D/E レシオや自己資本比率は、繰延税金資産の取り崩しを主因とする自己資本の減少により、前期末比でいずれも悪化したが、これは一時的な要因であり、下期以降の収益回復とともに、いずれの指標も再び改善に向かうと予想される。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	13/9 期	14/9 期	15/3 期	増減額
流動資産	7,107	6,587	7,171	584
現預金	3,161	2,535	2,798	262
固定資産	42,935	41,964	40,372	-1,591
のれん	13,740	12,701	12,130	-571
総資産	50,043	48,551	47,543	-1,007
負債合計	41,011	38,788	38,837	49
流動負債	7,054	7,100	8,160	1,060
固定負債	33,957	31,687	30,677	-1,010
(有利子負債)	31,131	28,984	28,293	-691
純資産	9,032	9,763	8,705	-1,057
(主要指標)				
D/E レシオ	347.4%	299.0%	328.0%	
自己資本比率	17.9%	20.0%	18.2%	

2015 年 6 月 30 日（火）

■今後の見通し

15 年 9 月通期は増収、2 ケタ営業増益・経常増益の見通し

(1) 2015 年 9 月期業績見通し

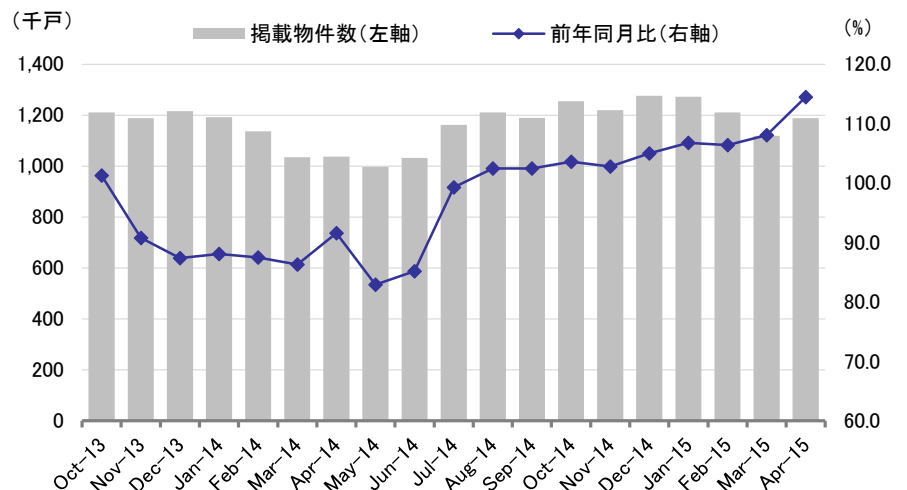
2015 年 9 月期の業績は売上高が前期比 5.6% 増の 38,700 百万円、営業利益が同 13.8% 増の 2,400 百万円、経常利益が同 25.1% 増の 1,800 百万円と期初計画を据え置き、当期純利益のみ繰延税金資産の取崩しを理由に 1,000 百万円の損失を見込んでいる。

Web 掲載物件情報の品質向上・厳格化が業績に直接的な影響を与えたのは、前第 3 四半期以降からであり、関連費用だけでみても今下期は前下期と比較して 350 百万円程度の費用減が見込まれている。このため今期業績は、斡旋事業や PM 事業で伸び悩みが続いている売上高が第 3 四半期以降、再び拡大していくかどうかにかかっていると言える。

売上高の動向をみるうえで先行指標となるのが、Web 掲載物件数となる。2014 年 7 月までは物件の情報更新作業を行うため、掲載物件数の縮小傾向が続いていたが、2014 年 8 月以降は前年同月比でプラスに転じ、4 月には 14.5% 増と回復傾向が鮮明となっている。ピーク時には 139 万戸（2012 年 12 月）の掲載物件数があったことから、当面は拡大基調が続くことが予想される。このため今後は反響数の増加とともに、斡旋件数並びに関連サービス業務収入が増加し、売上高は拡大に転じていくことが予想される。

また、新規出店についても第 3 四半期以降は積極化していく方針だ。通期計画では前期末比 72 店舗増となる 1,204 店舗を見込んでいたが、3 月末時点では 1,140 店舗にとどまっていた。

WEB掲載物件数の推移





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 6 月 30 日（火）

17 年 9 月期の目標は売上高 420 億円、営業利益 30 億円

(2) 中期計画の概要

2015 年 9 月期よりスタートした中期 3 カ年計画では、最終年度となる 2017 年 9 月期に売上高 42,000 百万円（対前期比 +15%）、営業利益 3,000 百万円（同 +42%）を目標として掲げている。営業利益率では 7.1% と前期実績の 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、自己資本比率で 28% と前期の 20% から更に改善を進めていく。

中期 3 カ年計画

（単位：百万円、円）

決算期	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
販売管理費	8,113	9,100	9,500	9,900
営業利益	2,108	2,400	2,700	3,000
（営業利益率）	5.8%	6.2%	6.7%	7.1%
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
1 株当たり利益	76.72	51.77	67.30	82.83

財務数値目標

（単位：百万円、円）

決算期	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
（有利子負債）	28,984	26,900	24,900	22,800
純資産合計	9,763	10,600	11,700	13,000
自己資本比率	20.0%	22.0%	25.0%	28.0%
EBITDA	3,786	4,100	4,500	4,800
EBITDA 倍率	7.7	6.6	5.5	4.8

注）EBITDA 倍率＝有利子負債÷EBITDA（営業利益＋減価償却費＋のれん償却額）

事業セグメント別で見れば、主力の幹旋事業をけん引役として収益拡大を進めていく戦略だ。成長戦略としては、店舗数の拡大と関連サービス収入の拡充に注力していく方針となっている。

店舗数では 2017 年 9 月までに 1,314 店舗まで拡大していく計画となっている。店舗の出店余地に関してはまだ全国主要都市部でも多く残されており、長期的には 2,000 店舗まで出店余地があるとみていることから、十分達成可能な水準と言えよう。

また、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、営業利益率で 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、中期計画の水準を上回る可能性もある。

関連サービスではインターネット（Ｂフレッツ）の契約減少が続くことが、懸念材料ではあるものの、代わりに Wi-Fi サービスや宅配水など新たな商材が立ち上がってきていること、国内景気の回復により企業向けの社宅斡旋件数の増加が見込まれることなどプラス要因も多い。

斡旋事業 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	22.5%	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や清掃業務など一部で内製化を進めており、一定のコスト削減効果が出始めている。同社では中期計画のなかで、こうした業務の内製化に向けた体制を構築していく方針としており、事業リスクも考慮しながら段階的に進めていく予定となっている。現在、外部委託している業務を内製化することによる収益向上額としては、グループ全体で数億円規模とみられており、今後の収益力向上に寄与するものとして期待される。

○その他事業の取り組み

その他事業に含まれているパーキング事業を今後、育成していく方針を打ち出している。同社の管理物件のうち現在、他社に業務委託している駐車場運営を順次、自社運営に切り替えており、2014 年 9 月末時点で約 800 台の運営台数が 2015 年 3 月末には約 1,800 台に拡大しており、当面 3,000 台を目標に運営台数を増やしていく計画だ。同業他社並みであれば、営業利益率は 20% 台の水準が期待できる。

また、不動産ネット取引に関しては早ければ今夏にも法人取引や、個人の賃貸契約に限定して試験的に始まる予定となっている。ネット取引が解禁されれば、賃貸住宅市場の活性化につながると期待されるだけに、その動向が注目されよう。

2015 年 6 月 30 日（火）

■株主還元策について

自社株買いにより優先株吸収

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 月期より復配を実施しており、2015 年 9 月期についても 1 株当たり 10.0 円の配当を予定している。当面は安定配当を基本に考えているが、中長期的には配当性向で 20 ～ 30% の水準を目安と考えているようで、収益の拡大が続けば、増配の可能性も出てこよう。

なお、同社は 2011 年にインテグラル 1 号投資事業有限責任組合を割当先として A 種優先株式を発行しており、現在は発行済み株式の 25% となる 535 万株をインテグラルが保有（取得価格は株式分割後で 275 円相当）する格好となっている。株式の普通株式への転換はいづれでも可能なことが、株価上昇の足かせ要因の 1 つになっているとみられてきた。

2015 年 6 月 29 日に、同社がインテグラルの保有株を自社株買いによって吸収していくことを決議した。発行済みの A 種優先株式を 7 月 6 日付で取得し、消却を実施する。

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