

2013年12月16日（月）

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

## ■非コア事業の整理を完了し再び成長局面に

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。2013年9月末時点のアパマンショップ店舗数は1,062店舗と順調に拡大中。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。

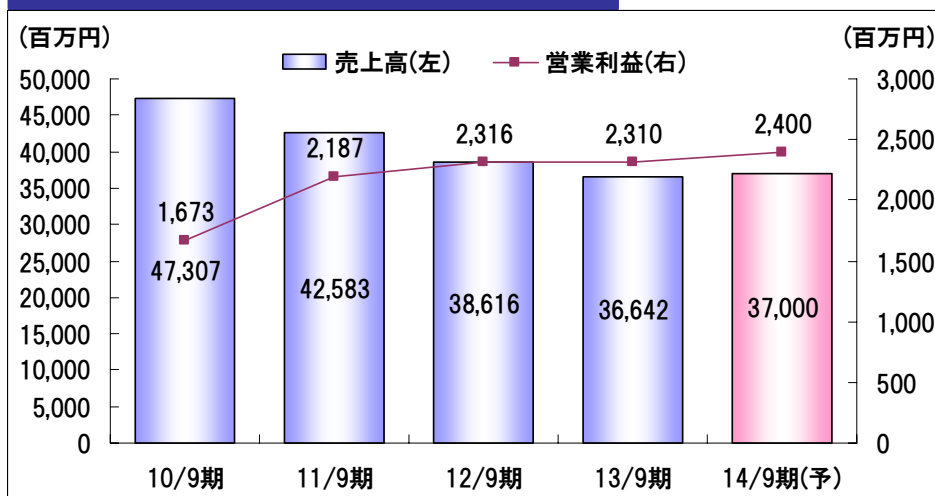
10月31日付で発表された2013年9月期の連結業績は、非コア事業の売却により売上高が前期比5.1%減、営業利益が同0.2%減と足踏みする格好となった。ただ、保有不動産の売却による有利子負債の削減が順調に進んだことで金融収支が改善し、経常利益は同4.1%増と4期連続の増益となった。事業別で見ると斡旋事業が好調で、営業利益は同12.4%増となった。同社ではここ数年進めてきた収益構造改革が一定の成果を上げ、今後の成長に向けた道筋が見えてきたことから、5期ぶりの復配を同時に発表している。

2014年9月期の業績見通しは、売上高が前期比1.0%増、営業利益が同3.9%増と増収増益に転じる見通し。非コア事業の整理がほぼ完了したことで、斡旋事業やPM事業などコア事業の成長がそのまま業績に反映されることになる。アパマンショップは直営店、FC店ともに好調を維持しており、出店ペースが会社想定を上回ることも十分予想される。賃貸住宅業界のなかで同社は圧倒的なブランド力を持っているが、それでも主要都市部における出店余地は依然として大きいとみられる。店舗当たり収益の拡大も続く見通しであることから、業績は再び成長局面に入ったと言え、今後の展開が注目されよう。

## ■Check Point

- ・13年9月期は非コア事業の整理完了で減収も経常増益を達成
- ・収益構造改革の完了で斡旋事業が中期的な業績の牽引役に
- ・5期ぶり復配を発表、実質的な配当性向は20～30%が目安に

### 中計含む売上高・営業利益の推移



## ■決算動向

### 13年9月期は非コア事業の整理完了で減収も経常増益を達成

#### (1) 2013年9月期の決算概要

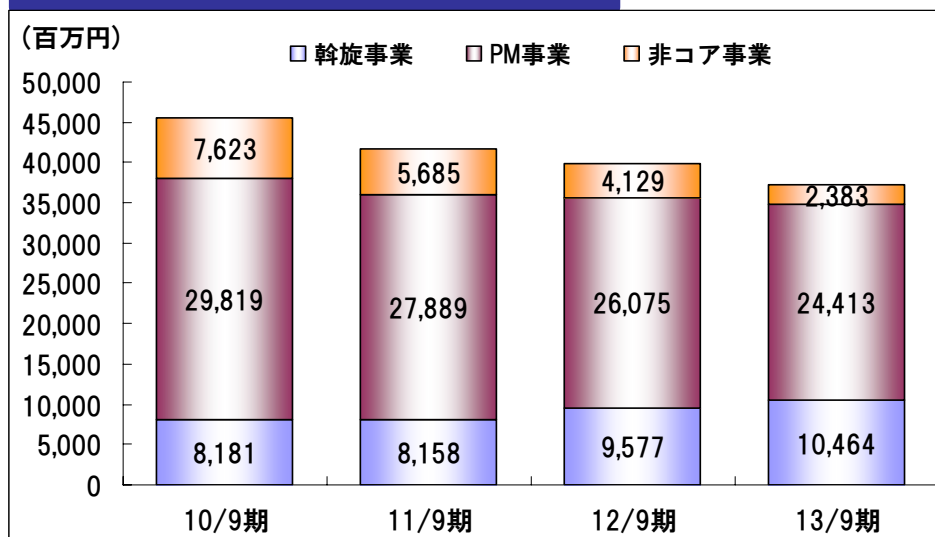
10月31日付で発表された2013年9月期の連結業績は、売上高が前期比5.1%減の36,642百万円、営業利益が同0.2%減の2,310百万円、経常利益が同4.1%増の1,408百万円、当期純利益が2,213百万円（前期は93百万円の黒字）となった。

売上高は6期連続の減収となったが、これは収益構造改革を進めるなかで、非コア事業の整理を進めたことが主因だ。具体的には、2013年1月に連結子会社であったシステムソフト<7527>が連結対象から外れ、持分法適用関連会社（出資比率35.8%）となったほか、ファンド事業からの撤退による保有不動産売却で賃貸収入が減少した。

売上高の減収分の大半はこうした非コア事業の縮小によるものとなっている。また、プロパティ・マネジメント事業（以下PM事業）でも不採算物件の見直しを行ったほか、2012年7-9月期に事業再編により一部の管理物件をグループ外に譲渡したことで減収となっている。2009年9月期に10,000百万円を超えていた非コア事業の売上高は、2013年9月期には2,383百万円まで縮小しており、非コア事業の整理はほぼ完了したと言えよう。

一方、利益面をみても非コア事業の営業利益は年々減少傾向をたどり、2013年3月期で35百万円と全体の営業利益に与える影響も軽微となっている。幹旋事業やPM事業などコア事業の営業利益は前期比で増益となったが、内部調整額が増加したことで全体ではほぼ前期並みの利益となった。

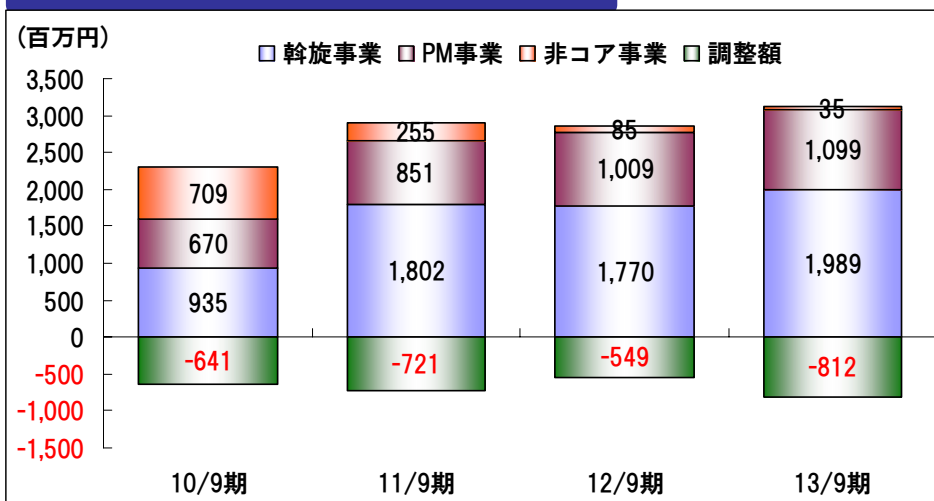
#### コア事業・非コア事業別の売上推移



注) 内部取引消去前

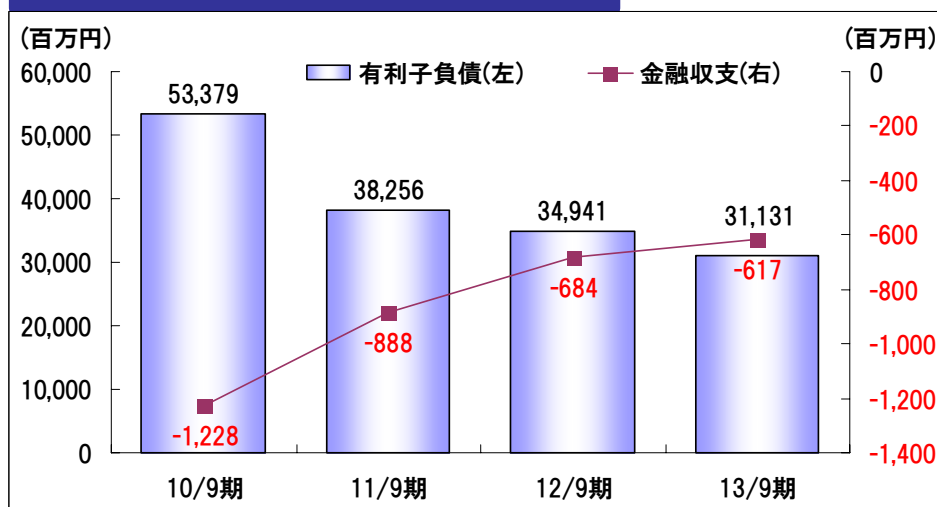
■決算動向

コア事業・非コア事業別のセグメント利益推移



経常利益は前期比4.1%増と4期連続で増益となったが、主因は有利子負債の削減に伴う金融収支の改善によるもの。有利子負債残高は保有不動産の売却を進めてきたことで年々減少しており、2013年9月末時点では31,131百万円と前期比で3,810百万円減少している。収益が回復してきたこともあって自己資本比率も前期の12.7%から17.9%へ上昇し、財務体質も会社想定を上回るペースで改善している。

有利子負債と金融収支の推移



なお、当期利益が経常利益の水準よりも大きくなっているが、これはシステムソフトが連結対象から外れたことに伴い、特別利益として持分変動利益1,656百万円を計上したことによるものだ。

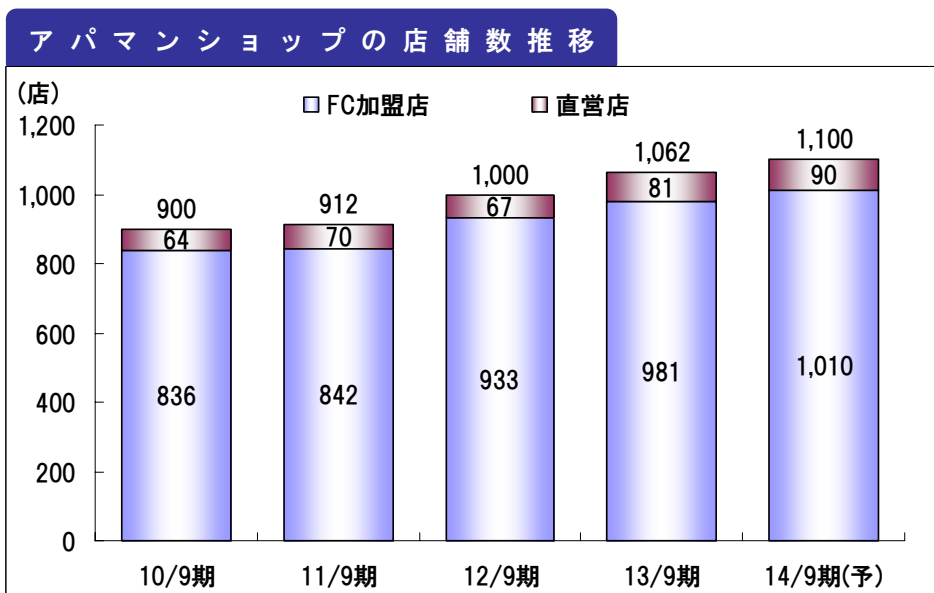
事業セグメント別の業績動向に関しては以下の通りとなっている。



## 主力の幹旋事業は反響数と店舗当たり収益の拡大で増収増益

### ○幹旋事業

幹旋事業の2013年9月期の業績は、売上高が前期比9.3%増の10,464百万円、営業利益が同12.4%増の1,989百万円となった。アパマンショップの期末店舗数は、直営店が前期比14店舗増の81店舗、FC店が同48店舗増の981店舗となり、合計で1,062店舗となった。好調な収益環境を背景に、出店店舗数は当初計画に対して12店舗上回る格好となった。



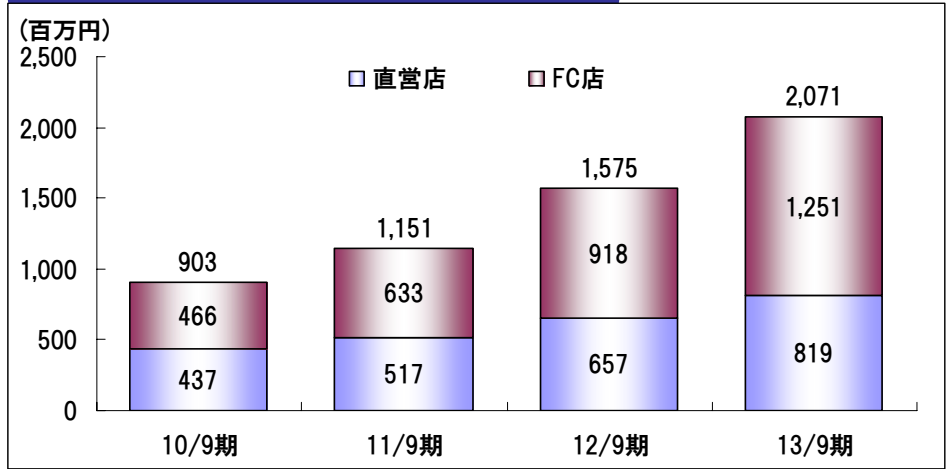
アパマンショップでは、多彩なキャンペーン企画を数多く打つことで、反響数を直近3年間で約2倍に拡大してきた。反響数とは実際に店舗に来店する客数に、Webや電話での問い合わせ件数を合算したものだ。キャンペーンを打つことで認知度の向上を図り、契約件数の増加につなげていく戦略が上手く機能していると言える。

同時に、店舗当たりの収益が拡大基調にあることも注目点として挙げられる。契約した入居者に対して、インターネット回線、保険、新聞購読の取り次ぎ、緊急駆け付けサービス、消化器の販売など様々な関連サービスを提案し、売上に結び付けていることが大きく寄与している。実際、関連サービスの売上高は2ケタ成長が続き、幹旋事業のなかで約2割を占めるまでに成長している。直営店1店舗当たりで見た関連サービスの収入に関しても2ケタ成長が続いており、総利益率が96.8%と極めて高いのも特徴となっている。こうした関連サービスの収入増が直営店舗の収益拡大に大きく寄与しているものとみられる。直営店1店舗当たりの売上高は前期比8.2%増の62百万円、営業利益は同8.9%増の17百万円となり、営業利益率も前期比で0.2ポイント上昇し、28.5%となっている。こうした状況は直営店舗だけでなくFC店舗にも当てはまり、好調な収益環境を追い風に、FCオーナーが新規出店を進めるといった好循環が続いていると言える。

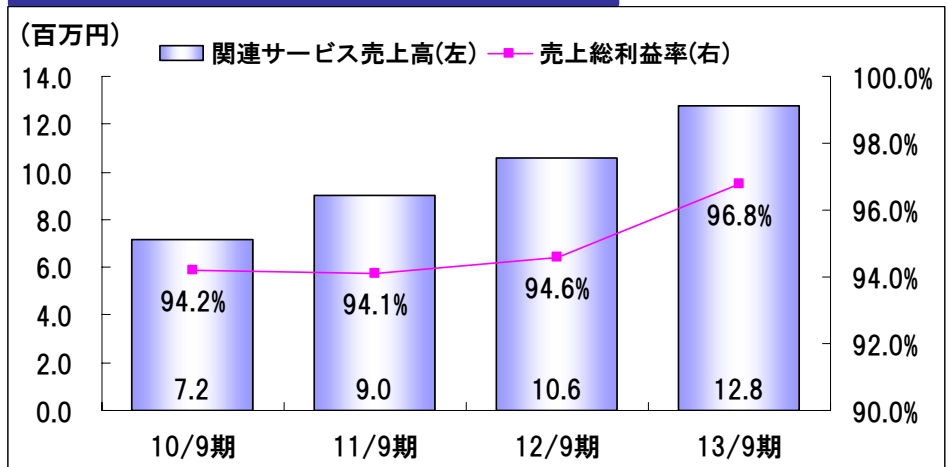


■決算動向

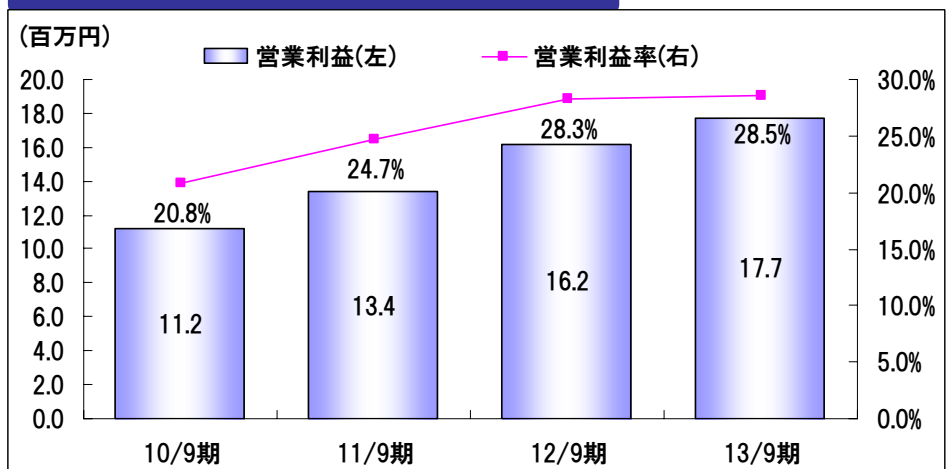
関連サービス売上高の推移（連結）



直営1店舗あたりの関連サービス収入と利益率



直営1店舗あたりの営業利益と利益率



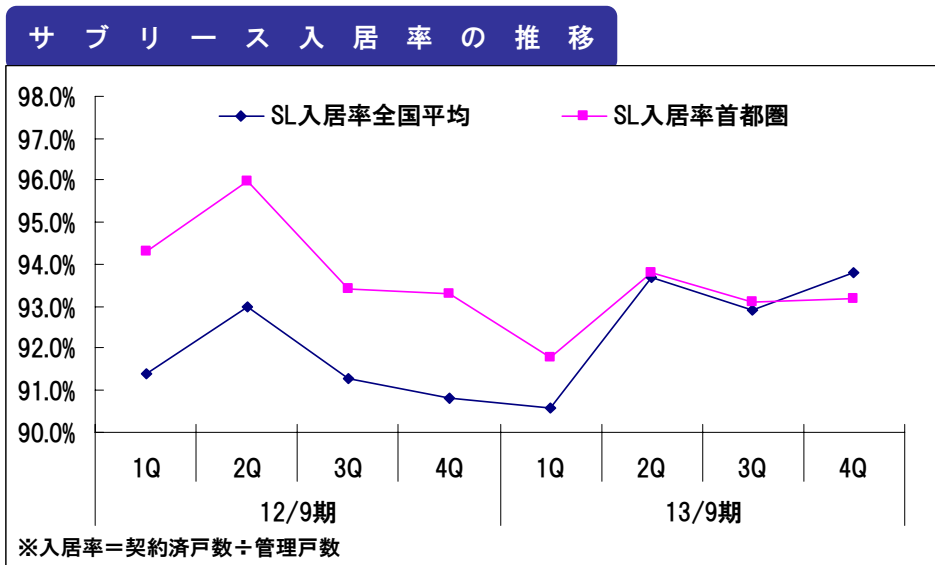
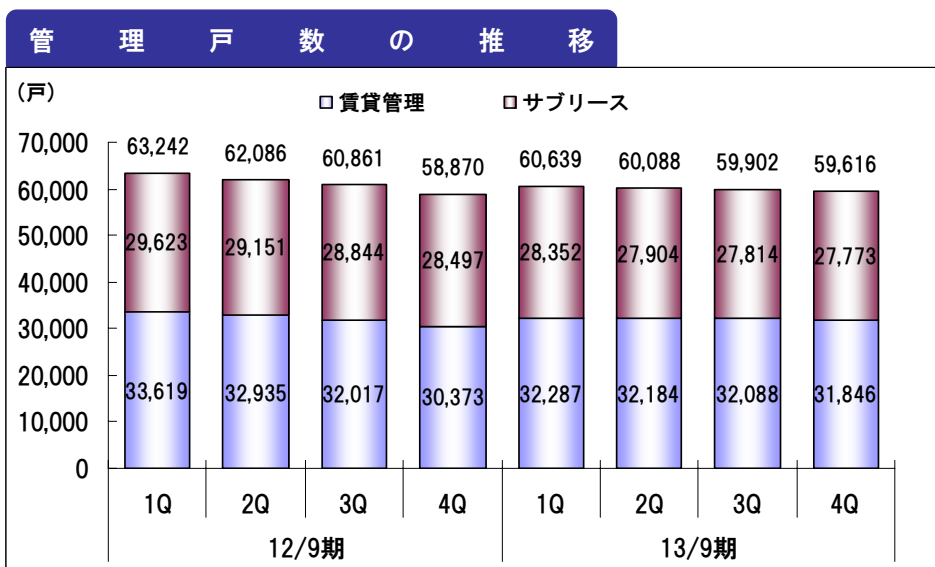
■決算動向

## PM事業は不採算物件の整理が進み収益改善傾向が続く

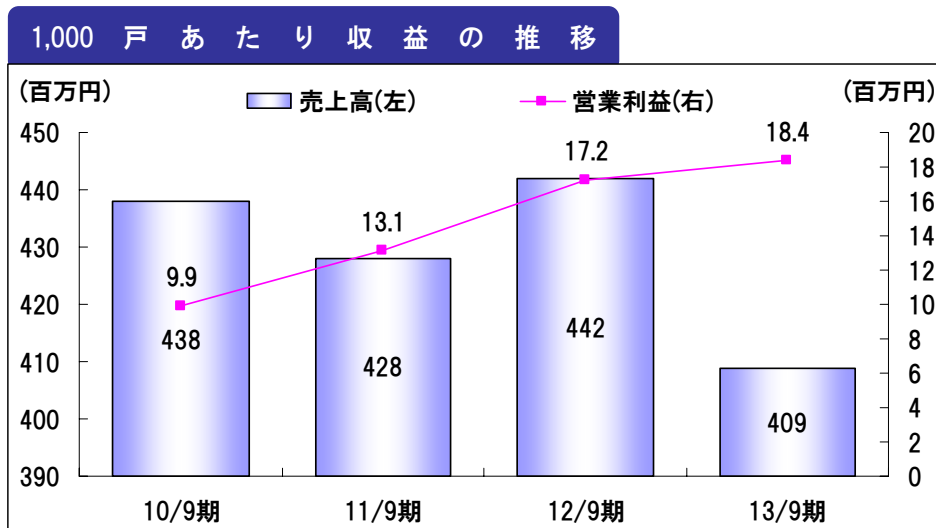
### ○プロパティ・マネジメント事業

PM事業（賃貸管理業務及びサブリース業務）の2013年9月期の業績は、売上高が前期比6.4%減の24,413百万円、営業利益が同8.9%増の1,099百万円となった。

売上高の減収要因は、不採算物件の見直しや一部事業の売却譲渡を実施したことで、期の途中まで管理戸数が前年比マイナスで推移していたことに加え、賃貸物件の賃料下落が影響した。ただ、サブリースにおける入居率の改善が進んだことや不採算物件の見直しを行ったことで、収益性は改善傾向が続いている。



■決算動向

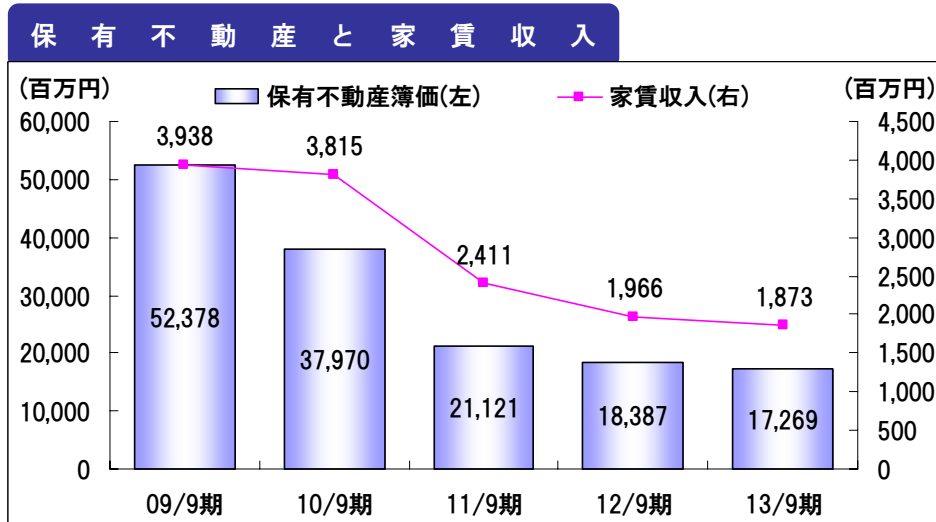


## ファンド事業は撤退済み、システムソフトは連結対象外に

### ○PI・ファンド事業

PI・ファンド事業の2013年9月期の業績は、売上高が前期比22.6%減の1,932百万円、営業利益が同2.3%減の112百万円となった。ファンド事業からは既に撤退しており、現在は保有不動産の賃貸収入が主な収益源となっている。

グループ保有不動産は売却によって年々減少し、2013年9月末時点で17,269百万円となっている。このうち過半は北九州の小倉駅前の商業・文化複合施設「あるあるCity」が占めており、売却すべき保有不動産はほぼ一巡した格好となっている。



### ○その他事業

その他事業の2013年9月期の業績は、売上高が前期比72.4%減の451百万円、営業損失が77百万円（前期は29百万円の損失）となった。前述したようにシステムソフトが連結対象から外れたことで、大幅減収となっている。現在は子会社のシステム開発事業が一部残るにとどまっている。





## ■決算動向

## 14年9月期は幹旋事業が業績を牽引、7期ぶり増収の見通し

## (2) 2014年9月期の通期業績見通し

2014年9月期の連結業績は、売上高が前期比1.0%増の37,000百万円、営業利益が同3.9%増の2,400百万円、経常利益が同20.7%増の1,700百万円、当期純利益が同9.6%減の2,000百万円となる見通し。売上高では7期ぶりの増収を見込む。

事業別の売上見通しは表の通りで、幹旋事業が前期比5.1%増と全体を牽引する格好となる。アパマンショップの店舗数は前期末比で38店舗増（うち直営店9店舗増）の1,100店舗を前提としているが、足元の収益環境や出店ペースなどからみると上回る可能性が高く、売上高も若干の増額余地があると弊社ではみている。

関連サービス収入としては、前期から強化している「アパマンショップ友の会」の会員数を本格的に増やしていきたい考えだ。同サービスは入居者を対象としたサービスで、市場価格よりも割安で食料品や雑貨品などが購入できるほか、レジャーやスポーツなどの施設も優待価格で利用できるなどの特典が付くサービスとなる。入居者を「友の会」の会員として囲い込めば、引越し先でも会員サービスを利用するためにアパマンショップの賃貸物件を契約する可能性が高くなる。現在、会員数は数万件とみられるが、最大では同社が幹旋した賃貸契約数の会員を獲得できる余地があり、今後の動向が注目される。

一方、PM事業に関しては、前期比0.45%増と微増の見通しだが、収益性の維持、向上を進めながら着実に管理戸数を増やしていく方針としている。管理戸数は前期末比4%増の62,000戸を想定しており、入居率の向上を進めていき、収益の上積みを狙う。

## 2014年9月期の通期業績予想

セグメント売上高	(単位：百万円)					
	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期予	伸率
幹旋	8,181	8,158	9,577	10,464	11,000	5.1%
プロパティ・マネジメント	29,819	27,889	26,075	24,413	24,500	0.4%
PI・ファンド	4,866	3,714	2,496	1,932	-	-
コンストラクション	2,965	2,070	-	-	-	-
その他	2,757	1,971	1,633	451	1,500	-
内部消去	-1,282	-1,219	-1,165	-619	-	-
合計	47,307	42,583	38,616	36,642	37,000	1.0%

注) 14/9期以降のその他事業はPI・ファンド事業、内部消去を含んだ数値で表記

セグメント利益	(単位：百万円)			
	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期
幹旋	935	1,802	1,770	1,989
プロパティ・マネジメント	670	851	1,009	1,099
PI・ファンド	704	215	114	112
コンストラクション	44	148	-	-
その他	5	40	-29	-77
本社費用及び内部	-687	-870	-549	-812
合計	1,673	2,187	2,316	2,310





## ■ 中期経営計画

### 収益構造改革の完了で幹旋事業が中期的な業績の牽引役に

2014年9月期は中期3ヶ年計画の最終年度となり、中期計画における目標値との比較で見ると、今期の会社計画は売上高、利益ともに下回る格好となっている。ただ、これはシステムソフトの連結除外や、事業再編によるPM事業の管理戸数減少が主因となっており、今後の収益成長に向けた見方は基本的に変わらない。また、財務体質に関しては想定以上に有利子負債の削減が進んでおり、今後に関しても年間2,000百万円ペースで削減を進めていきたい考えだ。このため、今期の自己資本比率は20%台とさらに改善が進む見通しだ。

新しい中期計画は2014年9月期末頃に発表となる見通しだが、収益構造改革がほぼ完了したことで、幹旋事業、PM事業を中心とした成長戦略がより明確になってくるものと予想される。賃貸住宅業界でのアパマンショップのシェアは、業界トップとはいえ成長ポテンシャルが依然として大きいと考えられる。店舗展開に関しては、首都圏だけでもまだ主要駅前で出店していない箇所が多くあり、それらを積み上げると店舗数が少なくとも現状の1.5倍となる1,500店舗、長期的には2,000店舗まで出店余地があると考えられる。また、関連サービスの取り次ぎや紹介などによる収入が順調に拡大していることから、1店舗当たりの関連サービス収入も拡大していく方向性は変わらないものと思われる。入居者の日々の生活に関わるすべてのものが同社にとっての関連サービスの対象となる。将来的には水道、電気、ガスなど公共料金のワンストップサービスなども視野に入れるなど、関連サービスを含めた幹旋事業が中期的に業績の牽引役になっていくものと予想される。

### 通期3カ年計画

中期3カ年計画

	12/9期 実績	13/9期 実績	14/9期 予想
売上高	38,617	36,642	37,000
幹旋事業	9,577	10,464	11,000
プロパティ・マネジメント事業	26,076	24,413	24,500
その他の事業	2,964	1,764	1,500
売上総利益	10,035	9,914	10,500
幹旋事業	5,222	5,567	6,100
プロパティ・マネジメント事業	3,637	3,657	3,750
その他の事業	1,175	690	650
販売管理費	7,718	7,603	8,100
営業利益	2,316	2,310	2,400
経常利益	1,353	1,408	1,700
当期純利益	94	2,213	2,000

(単位：百万円)

14/9期 中計
41,200
10,900
27,500
2,800
12,400
7,100
4,200
1,100
9,400
3,000
2,000
1,000

財務数値目標

	12/9期 実績	13/9期 実績	14/9期 予想
資産合計	52,798	50,043	50,200
負債合計	45,411	41,011	39,200
(有利子負債)	34,941	31,131	29,000
純資産合計	7,385	9,032	11,000
自己資本	6,729	8,976	11,000
自己資本比率	12.7%	18.2%	21.9%
EBITDA	3,965	3,948	4,000
EBITDA倍率	8.8倍	7.9倍	7.3倍

(単位：百万円)

14/9期 中計
49,800
40,400
30,000
9,350
8,400
16.9%
4,600
6.5倍

注) EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却額

EBITDA倍率=有利子負債÷EBITDA

自己資本比率=自己資本÷総資産

## ■株主還元策

### 5期ぶり復配を発表、実質的な配当性向は20～30%が目安に

同社ではここ数年取り組んできた収益構造改革により、安定した収益基盤の構築、並びに財務体質の改善が一定の成果を上げたこと、さらには今後の成長に向けた道筋が見えてきたことから、2013年9月末の株主に対して1株当たり100円の配当金を実施することを発表した。5期ぶりの復配となる。2014年9月期についても1株当たり100円の配当（4月に1：10の株式分割を行う）を予定している。特に配当性向などの基準は設けていないが、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1つの目安になるとしている。

### 損益計算書

(単位：百万円)

	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期予
売上高	47,307	42,583	38,616	36,642	37,000
(対前期比)	-9.9%	-10.0%	-9.3%	-5.1%	1.0%
売上原価	36,576	31,949	28,582	26,728	26,500
(対売上比)	77.3%	75.0%	74.0%	72.9%	71.6%
販管費	9,058	8,446	7,718	7,603	8,100
(対売上比)	19.1%	19.8%	20.0%	20.7%	21.9%
営業利益	1,673	2,187	2,316	2,310	2,400
(対前期比)	660.5%	30.8%	5.9%	-0.2%	3.9%
(対売上比)	3.5%	5.1%	6.0%	6.3%	6.5%
営業外収益	781	227	70	221	-
営業外費用	1,975	1,556	1,034	1,123	-
経常利益	480	859	1,353	1,408	1,700
(対前期比)	58.3%	79.1%	57.4%	4.1%	20.7%
(対売上比)	1.0%	2.0%	3.5%	3.8%	4.6%
特別利益	5,918	1,845	567	1,762	-
特別損失	8,387	6,598	273	548	-
税引前利益	-1,988	-3,892	1,647	2,622	-
(対前期比)	-	-	-	59.2%	-
(対売上比)	-4.2%	-9.1%	4.3%	7.2%	-
法人税等	-5,148	-561	1,476	366	-
当期純利益	3,058	-3,126	93	2,213	2,000
(対前期比)	195.0%	-	-	2279.6%	-9.6%
(対売上比)	6.5%	-7.3%	0.2%	6.0%	5.4%

#### 主要指標

	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期予
発行済株式数(千株)	1,298	1,630	1,953	1,953	19,533
1株当たり利益(円)	2,413.64	-1,917.98	47.91	1,133.07	102.26
1株当たり配当(円)	0.00	0.00	0.00	100.00	10.00
1株当たり純資産(円)	6,115.81	3,725.11	3,796.77	5,514.69	-

注)2014年4月に株式分割(1:10)を実施予定、14/9期の1株当たりデータは分割後の数値。



## ディスクレマー（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・大阪証券取引所・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、企業との面会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致します。

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