

|| 企業調査レポート ||

芙蓉総合リース

8424 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 1 月 10 日 (木)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	02
1. 事業概要	02
2. 沿革	05
■ 決算動向	07
1. 業績を見るポイント	07
2. 過去の業績推移	07
3. 2019年3月期上期決算の概要	09
■ 業績見通し	14
■ 業界動向	14
■ 成長戦略	15
1. 中期経営計画	15
2. 各戦略分野の方向性	16
■ 株主還元	19

■ 要約

2019年3月期上期業績はノンアセット収益の拡大等により 過去最高益を更新。 新たな M&A を通じて BPO 事業の強化にも取り組む

芙蓉総合リース<8424>は、みずほフィナンシャルグループ<8411>(旧(株)富士銀行)系の総合リース会社である。1969年に富士銀行や丸紅<8002>など芙蓉グループ6社にて設立された。情報関連や事務機器、不動産リースなどに強みがあり、年間の契約実行高1兆1,050億円、営業資産残高2兆1,726億円(2018年3月期実績)は業界6位に位置する。資産管理やコストコントロール、専門性を生かしたノウハウなど、顧客の課題に対する高度なソリューション力を発揮することで営業資産を積み上げ、業績は順調に拡大している。

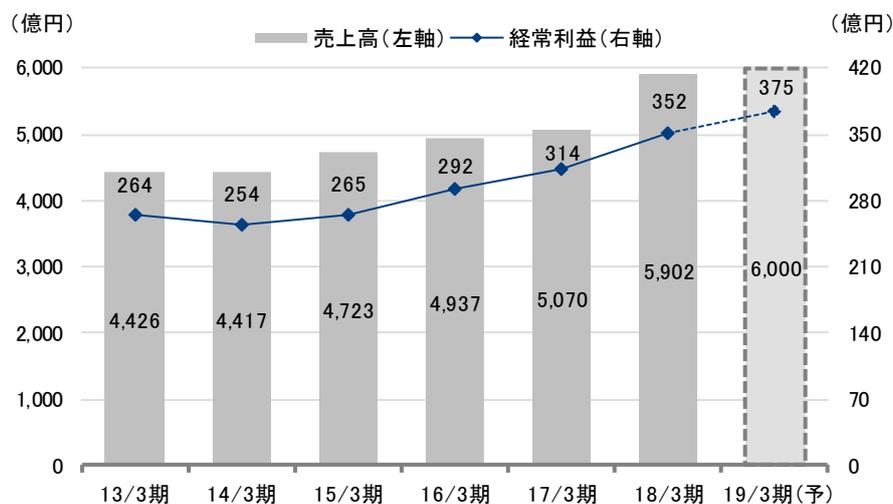
同社は2022年3月期を最終年度とする中期経営計画「Frontier Expansion 2021」(5年間)を推進している。「前例のない場所へ。」をスローガンに掲げ、新しいビジネス領域やビジネスモデルへ挑戦することにより、事業ポートフォリオの「フロンティア」を拡大し、国内リース事業を取り巻く環境が大きく変化するなかでも持続的に成長する企業グループを目指す。また、最終年度の目標として、営業資産残高を2兆5,000億円(年平均伸び率4.1%)、ROA(営業資産経常利益率)を2.0%(0.4ptの改善)、経常利益を500億円(年平均伸び率9.8%)を掲げている。特に、経常利益目標のハードルが高いが、営業資産残高の積み上げとROA向上の両方の達成(掛け合わせ)により実現するシナリオとなっている。

中期経営計画の2年目となる2019年3月期上期の業績は、売上高が前年同期比2.3%減の2,957億円、営業利益が同3.9%増の182億円、経常利益が同4.2%増の196億円と減収増益となり、過去最高益(上期ベース)を連続更新した。売上高は、海外の大口案件の剥落により減収となったが、事業本来の業績を示す「差引利益」については、前年同期比3.8%増の362億円(同13億円増)と順調に拡大。大口の不動産リースの満了・売却により「営業資産残高」が一時的に減少し、「資産粗利率」も横ばいで推移したものの、「ノンアセット収益」の拡大が「差引利益」の伸びに大きく寄与した。また、「契約実行高」についても、大口ブリッジ案件の減少や航空機のデリバリー遅延等により前期同期比で減少したが、下期には複数の航空機実行等により積み上げを見込んでいる。また、戦略面においても、一括請求サービスを提供する(株)インボイスの連結化を通じてBPO事業(新領域)の本格強化に取り組むなど、今後の事業拡大に向けても成果を残すことができた。

2019年3月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前期比1.6%増の6,000億円、営業利益を同3.9%増の340億円、経常利益を同6.5%増の375億円と増収増益を見込んでいる。アクリーティブ<8423>連結効果の一巡により、業績の伸び率は前期よりも緩やかになるが、「営業資産残高」の積み上げや「ノンアセット収益」の拡大が業績の伸びをけん引する想定である。また、配当についても、利益成長の実現により前期比10円増配の1株当たり年間156円を予定している。弊社でも、1)下期での「営業資産残高」の積み上げが期待できること、2)「ノンアセット収益」の拡大によりROAの改善がみられること、3)各戦略分野も順調に進展していることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。引き続き、各戦略分野の進捗やROA改善に向けた道筋に注目していきたい。

Key Points

- ・2019年3月期上期の業績は減収増益となり、過去最高益を連続更新
- ・「営業資産残高」は一時的に減少したものの、「ノンアセット収益」の拡大が業績の伸びをけん引
- ・2019年3月期の通期業績予想を据え置き、増収増益（増配）を見込む
- ・戦略面でも、インボイスの連結化により BPO 事業（新領域）の本格強化に取り組む

売上高及び経常利益の推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

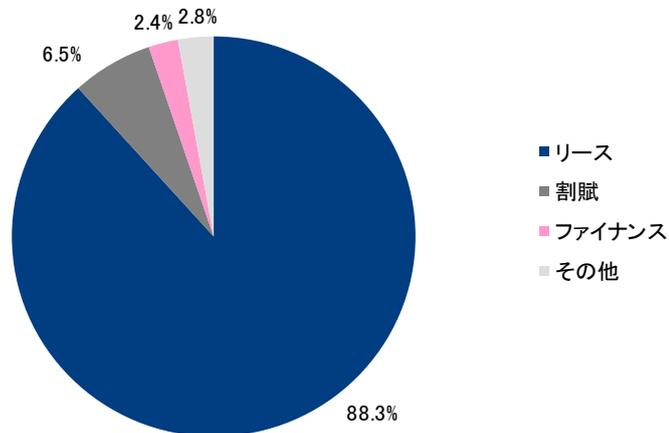
**「不動産」、「航空機」などに強みを有する総合リース会社。
新領域の拡大にも積極的に取り組む**

1. 事業概要

同社の事業セグメントは、「リース及び割賦」「ファイナンス」「その他」の3つに区分されるが、同社では「リース」と「割賦」をさらに分けて開示している。主力の「リース」が売上高の88.3%、契約実行高の38.9%、営業資産残高の66.8%を占めている（2019年3月期上期実績）。

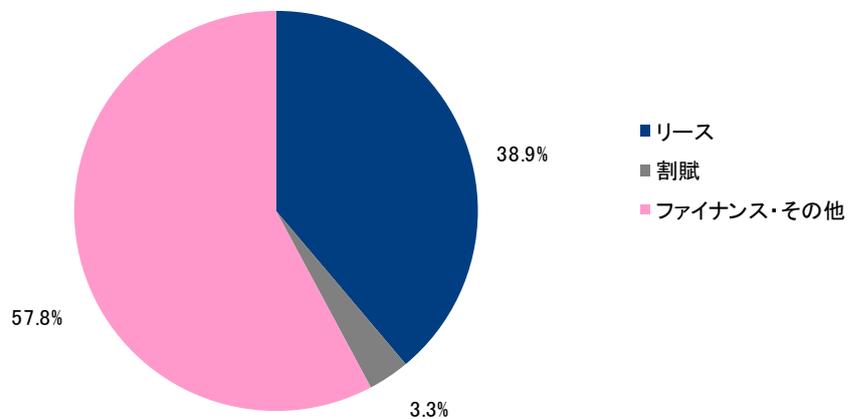
会社概要

事業別売上高の構成比(2019年3月期上期)

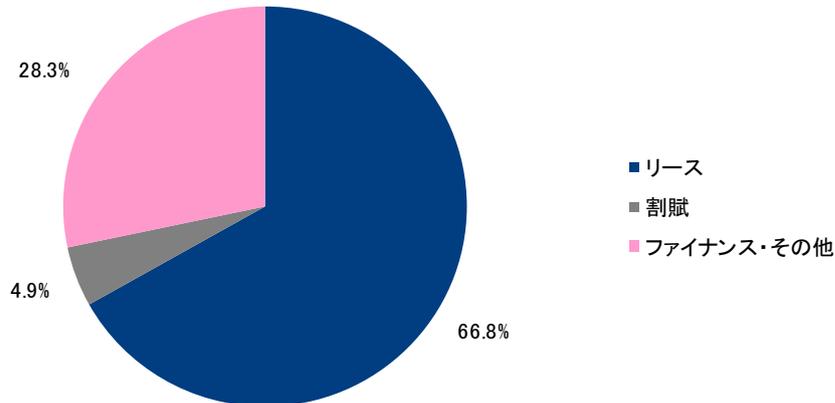


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業別契約実行高の構成比(2019年3月期上期)



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業別営業資産残高の構成比(2019年3月期上期)


出所：決算短信よりフィスコ作成

各事業の概要は以下のとおりである。

(1) リース及び割賦

情報通信機器・事務用機器、産業工作機械等のリース業務、及び商業施設、生産設備、病院設備等の割賦販売業務を行っている。

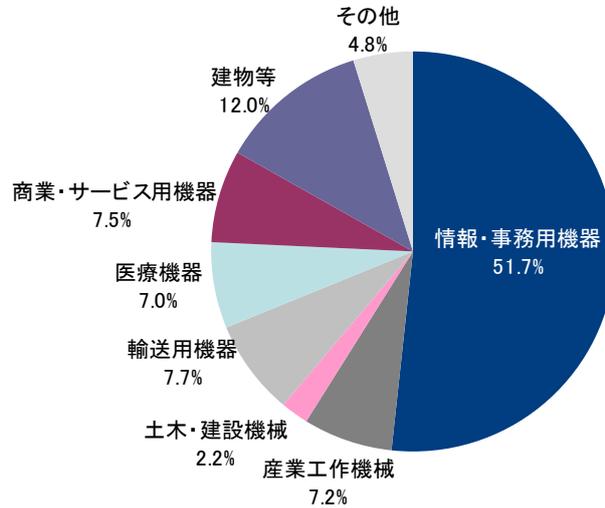
リースとは、顧客が選定した機械や設備などを顧客に代わってリース会社が取得し、比較的長期にわたって一定のリース料で賃貸する取引である。設備導入に用途を絞った資金調達手段(金融取引)と言える。顧客にとっては設備を自社購入(所有)するよりも「資金の効率的運用」「事務負担の軽減」「陳腐化リスクの回避」のほか、「コストコントロール機能」の面などでメリットがある。リース会社にとっても、通常の融資取引に比べてリース物件の所有権を自らが持つことになるため回収リスクが小さい。また、税務上、リースに属さない物件や顧客が物件の所有を希望する場合には、割賦販売にて対応している。

物件別のリース契約実行高で、最近大きく伸びているのは、「建物等」(不動産リース)と「輸送用機器」である。不動産リースは同社の得意とする商業施設(大型ショッピングセンターなど)のほか、足元ではインバウンド需要を背景としてビジネスホテルが伸びている※。法的なハードルの高さや権利関係が複雑であることなどから専門性やノウハウが必要とされる分野であるため、30年以上にわたる経験則やネットワークが生かされている。加えて、「輸送用機器」の伸びは、航空機リースによるものであり、こちらも古くからの実績やノウハウが強みとなっている。

※ただ、2019年3月期上期は大口ブリッジ案件の剥落により、「不動産リース」は一時的に減少している。

会社概要

物件別のリース契約実行高の構成比(2019年3月期上期)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(2) ファイナンス

設備投資資金などの事業資金のローンや不動産ファイナンスのほか、有価証券の運用業務等を行っている。コーポレート向けの営業貸付（シンジケートローンなど）や連結子会社のシャープファイナンス（株）（以下、SFC）によるリテール向けなども含まれる。また、2017年1月に連結子会社化したアクリーティブが展開するファクタリング事業※も加わっている。

※ 主に中小企業向けにFPS（売掛債権早期支払サービス）及び、医療機関向けにFPSメディカル（診療・介護報酬債権早期支払サービス）を展開している。これまで当社にはなかった短期間で実行・回収を繰り返す（回転率の高い）事業特性を有しており、特に「契約実行高」の拡大や「資産粗利率」の改善などで大きく貢献している。

(3) その他

自社事業としてメガソーラーの運営（再生可能エネルギー事業）のほか、航空機リースなどに関わる匿名組合組成業務や生命保険代理店業務などが含まれている。また、2018年10月には一括請求サービス事業※¹を提供するインボイスを連結子会社化した。今後は、インボイスを中核としたBPO事業※²の本格強化にも取り組む。

※¹ 通信キャリアや各種公共料金など、毎月の請求書に対する煩雑な業務を取りまとめ、支払を代行するサービス。

※² ビジネス・プロセス・アウトソーシングの略。顧客企業の業務プロセスの一部を受託することで、業務改善や効率化に貢献するサービスのこと。

2. 沿革

同社は、1969年に富士銀行（現（株）みずほ銀行）や丸紅飯田（株）（現丸紅）を中心とする芙蓉グループ6社を株主として設立された。

会社概要

その後、順調に業容を拡大すると、1988年に米国に現地法人を設立し、1999年には航空機リースのメッカであるアイルランド（ダブリン）に現地法人を設立した。最近、各社が注力している航空機ビジネスへの参入は比較的早いほうであり、レバレッジドリース（投資家募集型の航空機リース）などの実績やノウハウも積み上げてきた。

また、1987年に横河電機<6841>との合併により横河レンタ・リース（株）（計測器で高いシェア）を設立、1999年にはニチイ学館<9792>との合併にて（株）日本信用リース（医療機器・設備や福祉用具で高いシェア）を設立するなど、他社との連携にも取り組んできた。

同社にとって大きなターニングポイントとなったのは、2004年12月の東証1部上場と2008年4月のSFCの連結子会社化（株式の65%を取得）である。特に、SFCは収益性の高いリテール（ベンダーリース）分野で高いシェアを誇っており、事業領域の拡張と規模拡大の両面で同社の業績に大きく貢献してきたと言える。

また、2014年6月には英国の航空機関連サービス会社ALM 2010 Limited（Fuyo Aviation Capital Europe Limitedに商号変更）を連結子会社化（全株式の取得）し、航空機ビジネスの拡大に向けて推進体制を強化した。

2017年1月には、ドンキホーテホールディングス<7532>の子会社であり、主に中小企業向けにファクタリング（売掛債権の買取り）事業等を展開するアクリーティブを公開買い付けにより連結子会社化（議決権保有割合51%）した※。同社グループ各社とのクロスセルによるシナジー追求はもちろん、新領域への取り組み強化、海外拠点における連携等を進めている。また、2018年10月には、一括請求サービス事業を提供するインボイスを連結子会社化（議決権保有割合60%）し、BPO事業の本格強化にも取り組んでいる。

※ 2018年9月21日にアクリーティブの非公開化を目的とした公開買い付けを決定した（公開買い付けは2018年11月6日に完了）。

■ 決算動向

営業資産残高の積み上げ等により、 事業本来の業績を示す「差引利益」は増益基調で推移

1. 業績を見るポイント

同社の売上高は、全体の85%前後を占めるリース料収入のほか、割賦販売による収入や営業貸付による受取利息などによって構成されている。売上高は基本的には「営業資産残高」に伴って増減することから、売上高の拡大のためには「契約実行高」を増やし、「営業資産残高」を積み上げることが必要となる。ただ、主力のリース料収入については、売買取引に準じた会計処理となっており、リース物件の価格部分が含まれていることに注意が必要である。したがって、金融としての本来の業績の伸びを判断するためには、売上高からリース物件の取得原価を除いた「差引利益」の動きを見るのが妥当である。なお、「差引利益」は「営業資産残高」と「資産粗利率」の掛け算となるため、両方の動きによって影響を受ける。また、最近では、「ノンアセット収益」の拡大にも取り組んでおり、「その他」セグメントの動きにも注目する必要がある。

一方、本業における収益性を判断するためには、「差引利益」から「資金原価（資金調達コスト）」のほか、「人件費及び物件費」や「貸倒関連費用（戻入れ益を含む）」※などを除いた「経常利益」の動きを見るのが最も合理的であると考えられる。

※ 貸倒引当金繰入額（販管費）と貸倒引当金戻入益（営業外収益）をネットしたもの。

2. 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、売上高は「営業資産残高（特にリース営業資産）」の積み上げに伴っておおむね右肩上がりに推移してきた。一方、「差引利益」は2013年3月期から2014年3月期にかけて一旦低下傾向をたどったが、2015年3月期以降は増益基調に転じている。なお、「差引利益」の落ち込みは、2008年のリース会計基準変更に伴う利益の前倒し効果の剥落、及び競争激化によるリース料率の引下げに伴う「資産粗利率」の低下によるものであるが、「営業資産残高」の積み上げと「資産粗利率」の改善により回復を図ってきた。特に、「資産粗利率」の改善は、比較的利回りの高い「不動産リース」及び「航空機リース」の拡大が寄与したものと見られる。

一方、費用面を見ると、「調達原価」はほぼ横ばいで推移してきた。調達総額が増加しているものの、市中金利の影響により調達利回りが低下していることが要因である。また、「人件費及び物件費」を一定水準に抑えるとともに、「貸倒関連費用」も低位にて推移しており、同社の強みであるローコストオペレーションも発揮されている。その結果、「経常利益」は4期連続で増益となった。

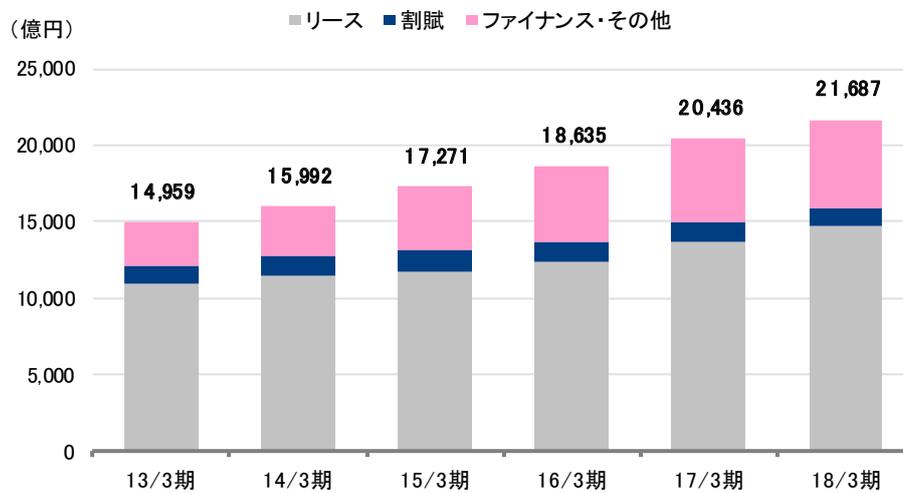
また、有利子負債は「営業資産残高」の積み上げに伴い増加してきたが、自己資本比率は10%前後で安定的に推移している。自己資本比率10%の水準は、流動性の高い営業資産を大量に保有するリース業界においては他社と比べて見劣りするものではなく、財務基盤の安定性に懸念を生じさせるものではない。

決算動向

ROA（総資産経常利益率）は金利競争が激化するなかでも1.4%の水準を維持してきた。一方、資本効率を示すROEは低下傾向にあったが、2016年3月期からは利益水準の引上げとともに改善の兆しが見られる。

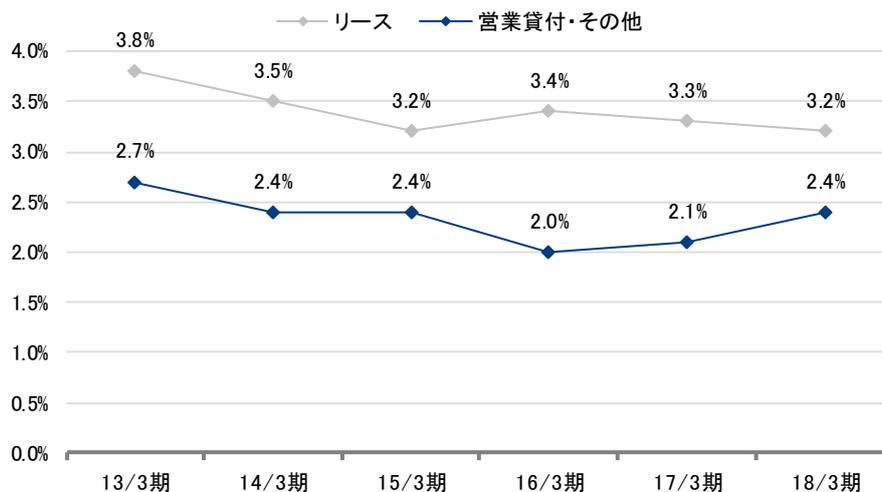
営業キャッシュ・フローはマイナスの状況が続いており、特に直近4期におけるマイナス幅が大きくなっている。これは、将来の収益源となる「営業資産残高」を積極的に積み上げていることが要因であり、同社の成長性を反映したものと見るのが妥当である。

営業資産残高の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

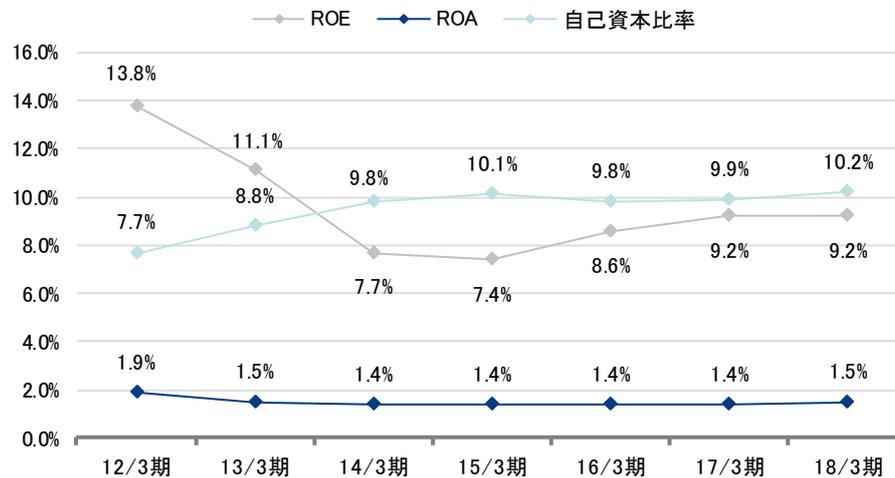
資産粗利率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

決算動向

自己資本比率及びROA、ROEの推移



注：ROAは総資産経常利益率
 出所：決算短信よりフィスコ作成

上期業績は減収ながら増益となり、過去最高益を更新。 ノンアセット収益の拡大が業績の伸びをけん引

3. 2019年3月期上期決算の概要

2019年3月期上期の業績は、売上高が前年同期比2.3%減の2,957億円、営業利益が同3.9%増の182億円、経常利益が同4.2%増の196億円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同8.4%増の127億円と減収ながら増益となり、利益面では過去最高益（上期ベース）を連続更新した。

売上高は、海外の大口案件の剥落により減収となったが、前年同期に次ぐ2番目の水準（上期ベース）を確保した。また、事業本来の業績を示す「差引利益」については、前年同期比3.8%増の362億円（同13億円増）と順調に拡大。大口の不動産リースの満了・売却により「営業資産残高」が一時的に減少し、「資産粗利率」も横ばいで推移したものの、ノンアセット収益※の拡大が「差引利益」の伸びに大きく寄与した。一方、「契約実行高」については、アクリーティブを中心としたファクタリングビジネスが好調に推移したが、不動産リースにおける大口ブリッジ案件の減少や航空機のデリバリー遅延等により前期同期比で減少した。もっとも、下期には複数の航空機実行等により積み上げを見込んでいる。

※ 資産回転型ビジネス（リース資産の入れ替え等を目的とした流動化取引）に伴う売却益の計上や手数料収入の増加。

決算動向

また、経常利益については、外貨借入の増加（航空機事業の拡大に伴うもの）による資金原価増や貸倒戻入益の剥落などがコスト増加要因となったが、「差引利益」の伸びや持分法投資利益[※]の増加により増益を確保した。

※ 2018年3月にM&A（持分法適用関連会社）したカナダのピックアップトラック（法人向け小型商用車）のレンタル・リース会社によるもの。

その結果、ROA[※]については1.83%（前年同期は1.82%）にやや改善。前述のとおり、ノンアセット収益の拡大がROAの改善につながったと言える。

※ 経常利益（年換算）÷営業資産残高（平残）。

財政状態については、「営業資産残高」が大口ブリッジ案件の満了・売却等により一時的に減少した半面、「現金及び預金」が増加したことから総資産全体では前期末比0.4%増の2兆4,402億円とほぼ横ばいで推移。一方、自己資本は内部留保の積み上げにより同2.7%増の2,599億円に増加したことから、自己資本比率は10.5%（前期末は10.2%）とわずかに改善した。また、有利子負債は同0.5%増の19,753百万円に微増したが、有利子負債（リース債務を除く）の長期比率は52.7%（前期末は51.1%）、流動比率も144.2%（前期末は141.1%）と高い水準にあり、財務の安定性は維持されている。

芙蓉総合リース | 2019年1月10日(木)
 8424 東証1部 | <http://www.fgl.co.jp/ir/>

決算動向

2019年3月期上期決算の概要

(単位:億円)

	18/3 期上期		19/3 期上期		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
売上高	3,026		2,957		-70	-2.3%
リース	2,624	86.7%	2,611	88.3%	-13	-0.5%
割賦	279	9.2%	192	6.5%	-86	-31.0%
ファイナンス	64	2.1%	70	2.4%	5	8.3%
その他	60	2.0%	84	2.8%	24	40.8%
差引利益	348	11.5%	362	12.2%	13	3.8%
リース	236	9.0%	230	8.8%	-6	-2.5%
割賦	11	3.9%	9	4.7%	-1	-13.8%
ファイナンス	64	100.0%	69	98.6%	5	7.8%
その他	38	63.3%	53	63.1%	15	40.8%
資金原価	36	1.2%	41	1.4%	4	12.3%
売上総利益	312	10.3%	321	10.9%	9	2.8%
販管費	137	4.5%	139	4.7%	2	1.4%
営業利益	175	5.8%	182	6.2%	7	3.9%
経常利益	188	6.2%	196	6.6%	8	4.2%
親会社株主に帰属する四半期純利益	117	3.9%	127	4.3%	10	8.4%
契約実行高	5,235		4,845		-390	-7.5%
リース	2,807	53.6%	1,884	38.9%	-923	-32.9%
割賦	285	5.5%	163	3.3%	-123	-43.0%
ファイナンス・その他	2,143	40.9%	2,799	57.8%	656	30.6%
物件別リース契約実行高						
情報・事務用機器	976		974		-2	-0.2%
産業工作機械	122		135		12	9.8%
土木・建設機械	47		42		-5	-10.6%
輸送用機器	359		145		-214	-59.6%
医療機器	120		131		11	9.2%
商業・サービス用機器	223		141		-83	-37.2%
建物等	819		226		-593	-72.4%
その他	141		90		-51	-36.2%
合計	2,807		1,884		-923	-32.9%
	18/3 期末		18/9 期末		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
営業資産残高	21,726		21,258		-468	-2.2%
リース	14,744	67.9%	14,210	66.8%	-534	-3.6%
割賦	1,151	5.3%	1,034	4.9%	-117	-10.1%
ファイナンス・その他	5,831	26.8%	6,014	28.3%	183	3.1%
資産粗利率						
リース	3.2%		3.2%		0.0pt	
ファイナンス・その他	2.4%		2.4%		0.0pt	
総資産	24,305		24,402		96	0.4%
自己資本	2,491		2,559		68	2.7%
自己資本比率	10.2%		10.5%		0.3pt	
有利子負債	19,650		19,753		103	0.5%
短期	9,599		9,350		-249	-2.6%
長期	10,050		10,403		353	3.5%
長期比率	51.1%		52.7%		1.6%	

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレター)をお読みください。

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

決算動向

各戦略分野における業績や活動実績は以下のとおりである。

(1) 不動産

2018年9月末の営業資産残高は、大口を含むブリッジ案件の満了・売却により前期末比9.1%減の3,290億円（前期末比330億円減）と一時的に減少したが、想定どおりの進捗である。また、契約実行高についても、競争激化の中で収益性が落ちてきたブリッジ案件を厳選した結果、前年同期比72.4%減の226億円と大きく減少した。その結果、営業資産残高に占めるブリッジ案件の割合は37%（前期末は42%）に低下した。ただ、上期までのROAは1.8%と横ばいとどまっており、ROAの改善は今後の課題と言える。同社は、過熱するマーケットにおいても適切なリスクリターンを追求し、着実な資産の積み上げを継続する方針である。特に、遊休不動産を保有する企業のCRE戦略※がますます重要となるなかで、同社の強みとする土地情報持込型提案営業をさらに強化し、案件の付加価値（収益性）を高める戦略を進めている。上期の主な実績には、「川崎キングスカイフロント 東急 REI ホテル」（水素エネルギーを活用したホテル）などがある。

※ 企業が保有する不動産の有効活用。

(2) 航空機

2018年9月末の営業資産残高は、為替レートの影響もあり前期末比1.2%減の964億円とわずかに減少した（為替レートの影響を除けば微増）。ただ、前期のデリバリー遅延分の取り込みや新規海外エアライン向け案件の積み上げにより、保有機体数は31機（前期末比7機増）と順調に拡大している。また、ROAは2.1%（前期は1.9%）と改善した。競争激化により利回りが低下傾向にあるなかで、目利き力を生かし、一つひとつの案件を丁寧に選別しながら購入していることが奏功しているようだ。今後も英国ALMの更なる活用も含め、取引エアライン・取引国の拡大を推進する方針である。

(3) 海外

2018年9月末の営業資産残高（海外事業における関連会社への出資額を含む）は前期末比1.7%増の950億円と増加した。ROAも0.7%（前期は0.6%）とわずかに改善した。海外は、オーガニック（自律的成長）とインオーガニック（M&Aや提携等）の2つの成長軸を進めているが、2018年3月に持分法適用関連会社となったピックアップトラックのレンタル・リース会社（カナダ）なども寄与しているようだ。また、上期においては、シンガポール現地法人の恒常有人化の決定や、中国国内での日本円建てリース取引の実行（同社初）など、オーガニック戦略での成果を残すことができた。特に、前者においては、ASEAN地域のクロスボーダー営業拠点として、当面はシンガポール及びインドマーケットへの営業に注力する構えだ。ただ、今後の事業拡大やROA改善に向けては、インオーガニック成長が不可欠とみており、M&Aにも積極的に取り組む方針である。

決算動向

(4) エネルギー・環境

2018年9月末の太陽光発電事業の営業資産残高は前期末比12.7%増の222億円と増加した。福島地区で2ヶ所（発電量合計38MW）が新たに稼働したことにより、現在は全国32ヶ所においてメガソーラー（合計140MWdc）が発電中である。したがって、発電容量は中間目途値（2020年3月末の発電容量135MWdc）を前倒して達成した。加えて、発電容量60MWの超大型事業（福島地区）も着工済みである^{※1}。なお、ROAは8.3%（前期は5.1%）に大きく改善しているが、季節要因（夏場は太陽光発電の稼働が高まる）によるものであり、通期では6.0%前後の水準に落ち着くものとみられる。また、特筆すべき活動として、RE100^{※2}に日本の総合リース会社として初めて加盟した。同社グループの使用電力を2050年までに100%（2030年までに少なくとも50%）、再生可能エネルギーで調達するほか、太陽光発電事業の更なる拡大による地域貢献、再エネ・省エネに関するソリューション及びサービスの提供、再エネ普及に資する新技術を保有するベンチャー企業との連携などに取り組み、持続可能な社会への貢献と企業としての継続的な成長を目指していく。

※1 「帰還困難区域」での事業は日本初となる。

※2 事業活動で消費する電力を100%再生可能エネルギーで調達することを目標に掲げる国際的な企業連合。

(5) 医療・福祉

具体的な数値目標は掲げていないが、主な活動として、「ヘルスケアアドバイザリー室」を新設し、医療法人向け経営支援型アドバイザリー業務を開始した。これまで中古医療機器の買取販売、診療報酬ファクタリング、医療ベンチャー等の企業への出資などを通じて事業領域の拡大を進めてきたが、それらの幅広い商品ラインアップやサービス機能により様々なソリューション提案を実施し、病院経営層が抱える課題解決に向けたコンサルティング業務を強化するところに狙いがある。特に、競合激しいリース単品のセールスからソリューション提案への転換により収益性の改善を目指す方針であり、提携地域金融機関や特色あるパートナー企業との協業により事業拡大を目指す。

(6) 新領域

アクリーティブが展開するFPS（売掛債権早期支払サービス）及びFPSメディカル（診療・介護報酬債権早期支払サービス）が業績の底上げに貢献しており、特に、FPSメディカルがグループ連携（提携地域金融機関との協業）により大きく伸びている。また、2018年10月には、一括請求サービス事業を提供するインボイスを連結子会社化[※]し、BPO事業の強化にも着手した。インボイスを中核企業として位置付け、今後も経営資源を積極的に投入する方針である。特に、同社グループの顧客基盤（財務・経理部門との接点）への即効性の高い営業を推進する戦略とみられる。また、既存サービス（リース物件に対する固定資産税の納付、保険の付保、資産管理サービス、車両のメンテナンス等）との組み合わせにより、経理周辺の面倒な事務作業を対象とした業務受託サービスを展開し、顧客企業の生産性向上（特に、人手不足の解消や働き方改革）への貢献を目指す。

※ 日本政策投資銀行との共同買収（同社の出資比率60%）。取得価額は約100億円（のれんは未確定）。なお、インボイスの直近（2018年3月期）の業績は売上高1,369億円、経常利益46.5億円であり、安定的に推移している。

以上から、上期の実績を総括すれば、業績面で好調に推移したことに加え、各戦略分野についても概ね順調に進捗したと言える。特に、「医療・福祉」における「ヘルスケアアドバイザリー室」の新設や、「新領域」におけるインボイスの買収については、今後の事業拡大に向けた方向性を示した点においても大きな成果と評価することができるだろう。

業績見通し

2019年3月期の通期予想を据え置き、増収増益を見込む。 営業資産残高の積み上げやノンアセット収益の拡大を図る

2019年3月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前期比1.7%増の6,000億円、営業利益を同4.3%増の340億円、経常利益を同6.5%増の375億円、親会社株主に帰属する当期純利益を同4.8%増の230億円と増収増益を見込んでいる。

アクリーティブ連結効果の一巡により、業績の伸び率は前期よりも緩やかになるが、「営業資産残高」の積み上げやノンアセット収益の拡大が業績の伸びをけん引する想定である。

弊社でも、2018年9月末の「営業資産残高」が大口ブリッジ案件の剥落により一時的に減少したものの、1) 航空機実行等により下期での積み上げが期待できること、2) 「ノンアセット収益」の拡大によりROAの改善がみられること、3) 各戦略分野も順調に進展していることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。なお、期初予想に入っていなかったインボイスの買収効果については、買収に係る初期費用等により通期業績への貢献は限定的となるようだ。

2019年3月期の業績予想

(単位：億円)

	18/3期		19/3期		増減	
	実績	売上比	予想	売上比	金額	増減率
売上高	5,902		6,000		97	1.6%
営業利益	326	5.5%	340	5.7%	13	3.9%
経常利益	352	6.0%	375	6.3%	23	6.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	219	3.7%	230	3.8%	10	4.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

業界動向

国内リース市場はやや弱含みで推移するなか、 銀行本体の参入を含めた競合も厳しさを増している

リース事業協会の調査によれば、2017年度のリース取扱高は前期比2.9%減の4兆8,758億円と2期連続でマイナスとなった。過去の市場環境を振り返ると、リーマンショック後の設備投資削減の影響で、国内リース市場は縮小傾向が続いてきた。その後、政府による設備投資促進策も追い風となり、景気回復と設備投資の増加を受け緩やかながら回復基調で推移してきたが、足元では先行きの不透明感やリース利用意欲の鈍さから、弱含みの状況が見られる。

業界動向

一方、競合状況については、独立系や銀行系、メーカー系などを中心として上場会社が10社存在するなど競合は厳しい。営業資産残高で見ると、オリックス<8591>、三菱UFJリース<8593>、三井住友ファイナンス&リース(株)、東京センチュリー<8439>、日立キャピタル<8586>が上位にランキングされており、同社は業界6位となっているが、伸び率では上位の中でも高い水準にある。なお銀行系については、銀行再編に伴う合併によって規模を拡大してきた経緯がある。最近の上位顔ぶれには大きな変動はない。また、マイナス金利政策の影響等により、銀行本体の参入による競合の激化も見られる。

主なリース会社 (2018年3月末の営業資産残高によるランキング)

(単位: 億円)

	証券コード	営業資産残高	前期比
オリックス	8591	90,172	0.7%
三菱UFJリース	8593	49,092	0.7%
三井住友ファイナンス&リース	-	47,959	-2.1%
東京センチュリー	8439	32,306	0.5%
日立キャピタル	8586	31,791	6.2%
同社	8424	21,687	6.1%
興銀リース	8425	16,830	4.6%

出所: 会社資料よりフィスコ作成

成長戦略

収益性の高い事業の拡大やフロンティア(新領域)への挑戦により、営業資産残高の積み上げとROAの向上を目指す

1. 中期経営計画

同社は、2018年3月期から2022年3月期を最終年度とする中期経営計画「Frontier Expansion 2021」を推進している。「前例のない場所へ。」をスローガンに掲げ、新しいビジネス領域やビジネスモデルへ挑戦することにより、事業ポートフォリオの「フロンティア」を拡大し、国内リース事業を取巻く環境が大きく変化するなかでも持続的に成長する企業グループを目指す。また、フロンティア(新領域)の拡大に向けて5年間の長期目線で策定している。

目標とする経営指標として、5年後の営業資産残高を2兆5,000億円(4,564億円の増加)、ROA(営業資産経常利益率)を2.0%(0.4ptの改善)、経常利益を500億円(186億円の増加)と掲げている。なお、5年間における営業資産残高の伸び率は年率4.1%、経常利益は同9.8%となっている。特に、経常利益目標のハードルが高いが、営業資産残高の拡大とROA向上の両方の達成(掛け合わせ)により実現するシナリオとなっている。

成長戦略

中期経営計画の目標数値

	17/3期 実績	18/3期 実績	20/3期 中間目途値	22/3期 目標値	5年間の 増加額
営業資産残高	20,435 億円	21,687 億円	23,000 ~ 24,000 億円	25,000 億円	4,564 億円
ROA	1.6%	1.6%	1.7% ~ 1.8%	2.0%	0.4pt
経常利益	313 億円	352 億円	380 ~ 420 億円	500 億円	186 億円

出所：会社資料よりフィスコ作成

また、戦略軸として、(1) 戦略分野の選択と集中、(2) フロンティアへの挑戦、(3) グループシナジーの追求、の3つを挙げている。

(1) 戦略分野の選択と集中

成長ドライバーとして経営資源を集中する分野（戦略分野）として、1) 不動産、2) エネルギー・環境、3) 医療・福祉、4) 航空機、5) 海外、6) 新領域を選択した。一方、7) オートリース、8) ベンダーリース、9) 国内コーポレート、10) ファイナンスについては、グループ連携等効率的な営業でマーケット（顧客基盤）を維持・拡大する分野（コア分野）と位置付けた。

(2) フロンティアへの挑戦

他社（銀行系リース会社及び銀行本体）との差別化を明確に打ち出すため、銀行が提供できない付加価値やサービス、ビジネス領域へ軸足をシフトする。特に、モノの価値（事業価値）等に重点を置いた領域への拡大を図る。また、新領域の拡大に当たっては、M&A や資本・業務提携を活用するとともに、資産効率（ROA）向上に貢献するノンアセットビジネス（手数料収入等）を中心に注力していく。

(3) グループシナジーの追求

グループ各社の商品（サービス）をグループ各社のマーケット（顧客基盤）に展開することで、グループシナジーの最大化を目指す。特に、大企業向けの取引に強みを持つ同社、リテール中心のSFC、ファクタリングのプラットフォームで大企業と中小企業を結ぶアクリーティブ、一括請求サービスの提供により16,000社の顧客基盤を有するインボイスなど、グループ各社の持つ「機能」と「顧客基盤」を有機的につなげることで、営業のパフォーマンスを飛躍的に向上させる方針である。

2. 各戦略分野の方向性
(1) 不動産

好調な契約実行高を維持・拡大により、最終年度の営業資産残高は4,800億円（5年間で約2倍）、ROAは2.2%（0.3ptの改善）を目指す。引き続き、土地情報の持ち込みによるニーズの発掘や同社自らテナント付けを行うなどリスクテイクを拡大するとともに、不動産ファイナンス、REITへの投資、不動産投資などフロンティア拡大にも取り組む。一方で、SFCでの不動産リース提案などグループでの取り組みを推進する。

(2) エネルギー・環境

主力の太陽光発電事業は、大型ソーラーを中心とする第2フェーズとして案件数は絞り込むものの、従来の数倍の規模を手掛ける方針である。最終年度の発電量を165MW（5年間で2倍の電力供給）、営業資産残高を340億円（5年間で約2倍）に拡大するとともに、ROAも6.0%と高い水準を維持する。前述のとおり、2019年3月期上期は大型太陽光発電所2ヶ所が稼働を開始し、発電容量は合計140MWdcに到達。さらに同社最大規模の超大型事業（60MW）も着工済みである。

(3) 医療・福祉

具体的な数値目標は掲げていないが、国が推進する「地域包括ケアシステム」の普及を含め、今後の需要拡大が見込める上、同社グループ各社によるシナジー創出が可能な分野として位置付けている。医療事業については、病院再生や経営管理などのコンサルタントへの参画、中古医療機器販売会社（連結子会社（株）FUJITA）との提携によるノウハウの活用、アクリーティブの診療・介護報酬ファクタリングなどフロンティア拡大を中心に推進するとともに、新設した「ヘルスケアアドバイザリー室」（医療法人向け経営支援型アドバイザリー業務）を通じてソリューション提案への転換を図る方針である。一方、福祉（介護）事業についても、業界に先駆けて取り組みを始めた老人ホームなど介護施設の建物リースについて、介護業界大手であるニチイ学館とのパートナーシップを軸としてさらに推進していく。

(4) 航空機

航空機リースの組成数を年10機程度に加速させ、最終年度の自社保有機体数を4倍規模の70機（51機の増加）に拡大する方針である。それに伴って営業資産残高も2,800億円（2,049億円の増加）に増加するとともに、ROAも2.3%（0.4ptの改善）を目指す。世界的な需要が拡大するなかで競争も厳しくなってきたが、同社の強みを生かした付加価値の提供により、不動産リースと同様、規模の拡大と資産効率の向上の両方を実現する戦略である。特に、前述のとおり、取引エアラインの拡大やパッケージ（複数機体）案件の取り組みのほか、インオーガニックな成長（出資やジョイントベンチャーなど）も目指していく。

(5) 海外

北米・アジアを中心として非日系ビジネスをさらに推進するとともに、インオーガニック（出資や買収、提携等）を含めた事業拡大により、最終年度の営業資産残高は約1.5倍の1,200億円（359億円の増加）、ROAは1.8%（1.2ptの改善）を目指す。インオーガニック戦略は、北米・アジア新興国の非日系リース会社（輸送機器リース、医療機器リース、オートローンなどの特化型）をターゲットにしているようだ。一方、オーガニック戦略には、海外拠点の拡大やアクリーティブの海外拠点活用（タイやカンボジアにおける小口金融を展開）を挙げている。

(6) 新領域

新領域は、新規事業やビジネス領域の拡大など「新しい取り組みとなるビジネス」の総称であり、ノンアセットビジネスを中心としたフロンティア拡大を目指し、最終年度の経常利益額を40億円程度にまで引上げる計画である。特に、アクリーティブのファクタリング事業やインボイスの一括請求サービス事業のほか、中古物件販売や中古価値を織り込んだリーススキームの開発、リース資産流動化事業、SAPと共同開発した「FLOW Cube+」を中心とした会計サービス事業等に取り組み、収益性及び資産効率の向上を狙う戦略である。特に、インボイスを中核企業としたBPO事業の本格強化により、顧客企業の生産性向上にも貢献する。

成長戦略

戦略分野における目標数値

	17/3期 実績	18/3期 実績	20/3期 中間目途値	22/3期 目標値
不動産				
営業資産残高	2,402 億円	3,620 億円	3,800 億円	4,800 億円
ROA	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%
エネルギー・環境				
営業資産残高	172 億円	197 億円	290 億円	340 億円
ROA	6.1%	5.1%	6.0%	6.0%
発電量 (MWdc)	77	102	135	165
航空機				
営業資産残高	751 億円	976 億円	2,100 億円	2,800 億円
ROA	1.9%	1.9%	2.0%	2.3%
自社保有機体数	19 機	24 機	49 機	70 機
海外				
営業資産残高	841 億円	871 億円	1,100 億円	1,200 億円
ROA	0.6%	0.6%	1.5%	1.8%
新領域				
経常利益	17 億円	-	30 億円程度	40 億円程度

出所：会社資料よりフィスコ作成

以上から、中期経営計画の達成に向けては、引き続き、「不動産」と「航空機」分野による営業資産残高の拡大と収益性の向上が大きなカギを握ると言える。また、資産効率の高い「新領域」の拡大（ノンアセット収益を含む）も ROA の向上に貢献するものと考えられる。特に、BPO 事業への展開は、潜在的な需要が大きい上、同社の強みが生かせる分野であることから、新たな収益ドライバーとなる可能性は高い。

弊社では、戦略分野における外部環境やこれまでの実績、同社の優位性から判断して、営業資産残高の拡大は十分達成できる水準であると評価している。最大の注目点は、ROA の向上をいかに図っていくのか、その道筋にある。同社の ROA 向上への取り組みは、1) 不動産や航空機、再生可能エネルギーなど ROA の高い事業の拡大（構成比の変化）によるものと、2) 不動産及び航空機自体の ROA 向上によるもの、の2つの要因に分けて進捗を見る必要がある。前者 1)（構成比の変化）による ROA 向上については、収益性の高い事業の拡大や資産効率の高い新領域による収益貢献により実現の可能性は高いと評価できる。一方、後者 2)（不動産及び航空機自体の ROA 向上をいかに図っていくのか）については、外部環境及び内部施策の両方から注意深く見守る必要があるだろう。

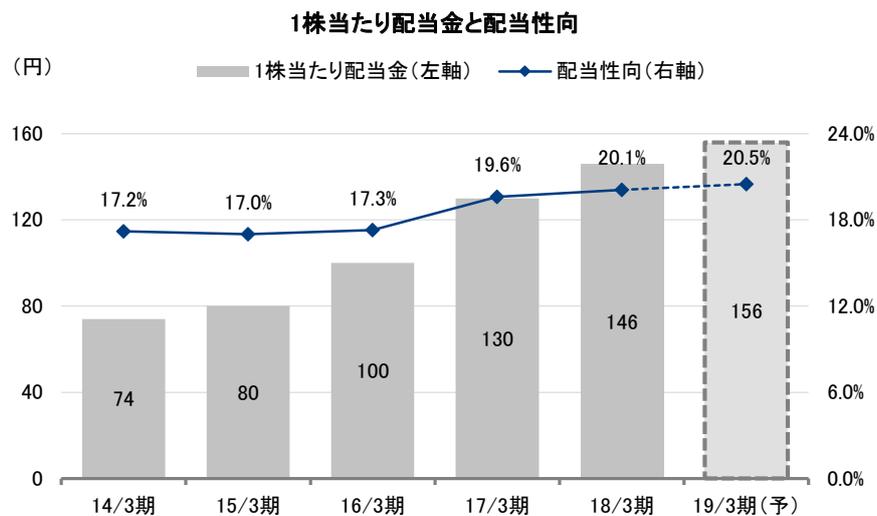
株主還元

好調な業績により増配基調が継続。 2019年3月期も前期比10円増配の1株当たり156円を予定

同社は、業績及び目標とする経営指標等を勘案し、確固たる経営基盤及び財務体質の強化を図るべく、株主資本の充実に努めるとともに、長期的かつ安定的な配当の継続により、株主への利益還元を努めることを基本方針としている。配当性向は20%程度を目線としているようだ。

2018年3月期の年間配当額については、前期比16円増配の年間配当額146円(中間配当68円、期末配当78円)を実施した(配当性向は20.1%)。2019年3月期の年間配当額についても、利益成長に伴う増配(前期比10円増)により年間配当額156円(中間配当78円、期末配当78円)を予定している。

弊社では、同社の年間配当額は毎年増加しており、今後も利益成長に伴う増配の余地は十分に高いものと見ている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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