

|| 企業調査レポート ||

FJ ネクスト

8935 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 7 月 14 日 (火)

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
1. 会社概要	01
2. 2020年3月期の業績	01
3. 2021年3月期の業績予想	01
4. 成長戦略	02
■ 会社概要	03
1. 事業内容	03
2. 沿革	04
■ 企業特長	04
1. 成長モデル	04
2. 資産運用型マンションの概要と今後の発展性	05
3. 同社の特長（優位性）	06
■ 業界環境	08
1. 販売環境	08
2. 仕入開発環境	09
3. 競合環境	09
■ 業績推移	09
1. 過去の業績推移	09
2. 2020年3月期決算の概要	11
3. 2021年3月期の業績予想	13
■ 成長戦略	14
■ CSR、情報セキュリティへの取り組み	15
■ 株主還元と株価バリュエーション	16

■ 要約

**「ガーラ」ブランドによる資産運用型マンションを展開。
 2020年3月期の業績は過去最高を更新（売上高は5期連続）。
 2021年3月期はコロナ禍を踏まえ一旦減収減益を見込む**

1. 会社概要

FJネクスト<8935>は、東京都心を基盤とした資産運用型マンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の開発及び販売を主力事業としている。また、販売した物件を中心に不動産管理事業も手掛けている。デザイン性や安全性、快適性など、居住者目線に立った企画・開発により高い入居率を確保していることが「ガーラ」ブランドの価値を高めており、首都圏ではトップの販売実績を誇る。将来の年金受給に対する不安や相続税対策という新たな課題を抱える個人からの購入需要も底堅く、同社の業績は順調に拡大してきた。足元ではコロナ禍による影響（進捗中案件の遅れなど）を受けているものの、追い風となっている外部環境（入居者ニーズや金融環境など）に本質的な変化は見られず、今後も持続的な成長を目指していく。

2. 2020年3月期の業績

2020年3月期の業績は、売上高が前期比4.1%増の84,840百万円、営業利益が同3.2%増の10,412百万円と増収増益となり、過去最高業績を更新した。ただ、計画に対してはコロナ禍の影響などにより下回る着地となっている。好調な外部環境などを追い風として、売上面では、すべての事業がそれぞれ伸長した。計画を下回ったのは、主力の「不動産開発事業」において、マンション販売戸数が2,555戸（前期比93戸増）に増加したものの、消費税の引き上げの影響や年度末のコロナ禍による物件引渡しの際のずれ込みが重なり計画（2,800戸）に届かなかったことが理由である。一方、安定収益源である「不動産管理事業」については、賃貸管理戸数の積み上げにより順調に拡大。「建設事業」「旅館事業」も総じて堅調に推移している。また、今後の業績の伸びに影響する用地仕入れなども計画どおりに確保できているようだ。

3. 2021年3月期の業績予想

2021年3月期の業績予想について同社は、売上高を前期比16.3%減の71,000百万円、営業利益を同28.0%減の7,500百万円と現時点で減収減益を見込んでいる。減収予想となっているのは、「不動産開発事業」において、コロナ禍による影響が第2四半期末ごろまで一定程度継続するものと仮定し、販売戸数の計画を1,900戸（前期比655戸減）に設定したことが理由である。もっとも、コロナ禍のなか、不動産の物件タイプのなかでも商業施設やホテルなどは厳しい環境が続くが、同社が手掛ける「賃貸用不動産」は総じて安定していることから下振れリスクは限定的と言えるだろう。営業利益率も10.6%（前期は12.3%）に低下するが、それでも利益率の高い「不動産管理事業」の下支えにより2ケタの営業利益率水準を維持する想定である。また、配当については、減益予想となっているにもかかわらず、前期と同額の1株当たり44円配（中間22円、期末22円）を予定している（予想配当性向28.8%）。

要約

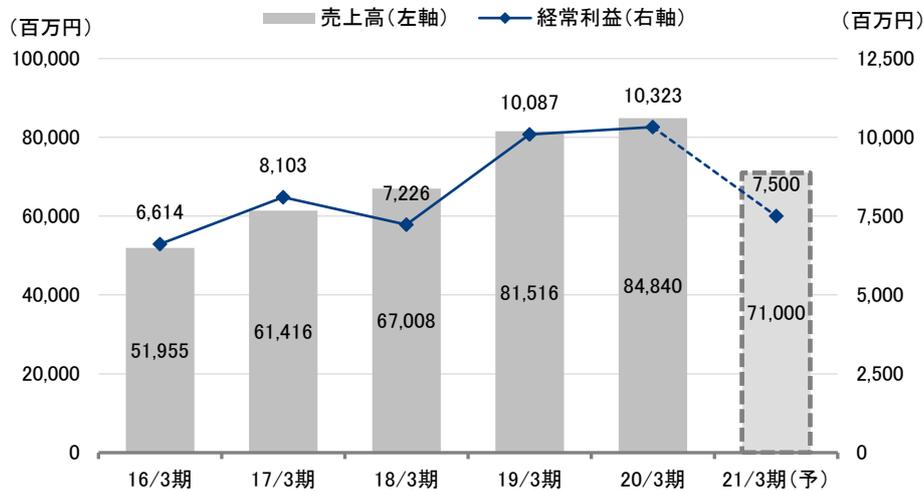
4. 成長戦略

同社は、資産運用型マンション事業を通じて、人口回帰の進む都心エリアへの良質な賃貸住宅の提供、並びに一般サラリーマン向けを中心とした長期的な資産運用機会の提供など、社会的意義を担うことにより持続的な成長を実現する方針である。最近では、大手デベロッパーが資産運用型マンションへ参入する動きが見られるが、それだけ魅力的な市場として認知されてきたことの証左とも言える。足元でのコロナ禍の影響が気になるものの、コンテンツマーケティング（会員基盤約20万人）の活用など、将来を見据えた営業展開により、市場全体の発展を自らの成長に結び付けていく活動を続けていくことが重要となるだろう。

Key Points

- ・2020年3月期業績も増収増益により過去最高業績を更新（売上高は5期連続）
- ・人口回帰の進む首都圏の賃貸需要拡大に加え、資産運用手段としての認知度向上が同社成長を後押し
- ・2021年3月期はコロナ禍の影響（進捗中案件の遅れなど）を踏まえ、一旦減収減益を見込む（配当は前期と同額を予定）。商業施設やホテルなどに比べ、同社が手掛ける「賃貸用不動産」は総じて安定しており、下振れリスクは限定的と言える。
- ・今後もリーディングカンパニーとして市場全体の発展を自らの成長に結び付ける戦略

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

東京都心を基盤とする資産運用型マンション事業が主力

1. 事業内容

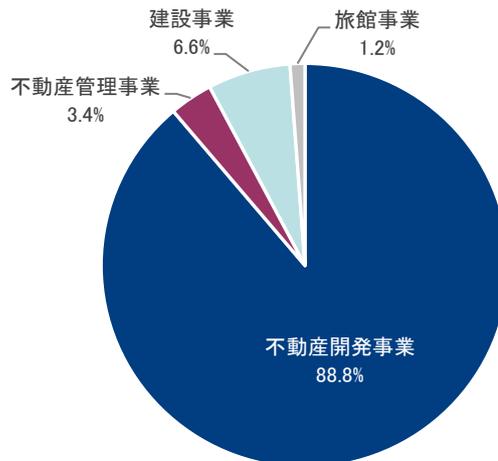
同社は、東京都心を基盤とした資産運用型マンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の開発及び販売を主力事業としている。また、販売した物件を中心に不動産管理事業も手掛けている。事業セグメントは、「不動産開発事業」及び「不動産管理事業」のほか、「建設事業」、「旅館事業」の4つに分類されるが、主力の「不動産開発事業」が売上高の88.8%を占めている。

セグメント別の事業概要

不動産開発事業	主に資産運用を目的としたワンルームマンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の企画、開発、分譲、並びに伊豆地域における土地・建物の分譲、販売、仲介業務を行っている。 中古マンション売買の拡充にも積極的に取り組んでいる。
不動産管理事業	主に当社が分譲したマンションの賃貸・建物管理事業を行っている。 同社の連結子会社(株)FJコミュニティが手掛けている。
建設事業	主にマンション等建築物の設計・施工・検査・リノベーションを行っている。 同社の連結子会社(株)レジテックコーポレーションが手掛けている。
旅館事業	静岡県伊東市の温泉旅館「伊東遊季亭」及び「伊東遊季亭川奈別邸」、静岡県賀茂郡河津町の温泉旅館「玉峰館」の経営を行っている。2019年5月には静岡県下田市の温泉旅館「清流荘」を取得。同社の連結子会社FJリゾートマネジメント(株)が手掛けている。

出所：会社資料よりフィスコ作成

セグメント別の売上構成比(2020年3月期)



出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 沿革

同社は、現代表取締役会長兼社長の肥田幸春（ひだゆきはる）氏が、「人々が高い次元で生活を堪能するための住空間の創造や、長期にわたって資産価値を維持するための総合的な資産運用・管理システムを構築することで、お客様の資産運用をサポートし、不動産の価値を高めたい」と考え、「都市住空間への挑戦と創造を通して豊かな社会づくりに貢献していく」という経営理念のもと、1980年7月に不動産株式会社として設立された。

1991年には株式会社エフ・ジェー・ネクストに商号変更（2007年には社名表記を株式会社FJネクストに変更）した。1994年から自社ブランドの「ガーラマンションシリーズ」の発売を開始すると、資産運用型マンションに対する賃貸需要、並びに購入需要の拡大を背景として順調に業績を伸ばした。特に、収益還元法に基づく採算性を重視した「ガーラ」ブランドに対する信頼性や認知度の向上が同社の業績を支えてきた。

2004年にJASDAQに上場すると、これまでの供給実績に加えて、上場会社としての信用力や資金力などが、販売面、仕入開発面でアドバンテージを高め、同社の成長を加速させた。2005年に首都圏投資用マンション供給戸数ランキング（不動産経済研究所調べ）で初の第1位を獲得した。2007年3月に東証2部に上場すると、2013年10月には1部指定となった。

首都圏投資用マンション供給戸数ランキング（不動産経済研究所調べ）では、常にトップクラス（2015年、2016年は第1位、2017年は第2位、2019年上期は第1位）を維持しており、業界内での地位を不動のものとしている。

■ 企業特長

業界内でのポジションを生かした信用力、財務力、情報量に強み

1. 成長モデル

同社の成長モデルは、資産運用型マンション市場そのものの拡大と業界シェアの維持及び向上の2つの要因がドライバーとなるものである。すなわち、同社の成長性は、首都圏（特に、都心部）における資産運用型マンション市場は発展するのか、そのなかで同社の優位性をどのように発揮していくのかの両面で捉えることが重要である。また、主力事業に付随する「不動産管理事業」が、積み上げ型のストックビジネスとして収益の下支えとなっているところにも特長がある。

企業特長

さらに最近では、ファミリー向けマンションの開発及び販売※や中古マンションの取扱いなどにも積極的である。同社の主力事業は、あくまでも長期保有を前提とする資産運用型マンションの提供であるが、これまで培ってきた経営資源（財務基盤や情報力など）を生かせる分野への展開は、リスクを抑えながら業績の上乗せが期待でき、収益構造に厚み（経営の安定）をもたらす効果がある。

※ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の供給実績（累計）は着実な積み上げにより1,647戸に上る。また、今後に向けても「ガーラ・レジデンス横浜上大岡」（2021年3月竣工予定）や「ガーラ・レジデンス南浦和」（2021年3月竣工予定）など、新規プロジェクトが進行中である。

2. 資産運用型マンションの概要と今後の発展性

資産運用型マンションの今後の発展性を判断するためには、その仕組みや商品性、社会的意義を理解する必要がある。

(1) 仕組み

資産運用型マンションとは、購入者（所有者）が自身で住むのではなく、第三者に貸して家賃収入を得ることを目的としたものである。したがって、好立地であることはもちろん、居住者のニーズを捉えたマンションの開発により高い入居率を確保することが、安定的な家賃収入を生み出し、購入者からの信頼を集めることになる。

(2) 購入者の目的・メリット

購入者は近年、商品認知度の向上により、一般的なサラリーマンが多く、将来に向けた資産運用を目的とするケースがほとんどである。住宅ローンにより購入資金を確保する一方、月々の返済は家賃収入で賄ない、退職までの間に返済を完了する計画が一般的であるため、原則として日常生活に影響なく、長期的な視点から将来に向けた資産運用を行うことができる。また、安定的な家賃収入が老後の私的年金の役割を果たすことに加え、住宅ローンに団体信用生命保険をセットすることによる生命保険の代替や相続税対策（相続税評価額の圧縮効果）、分散投資効果など、様々な経済的メリットをもたらすところに特長がある。特に、マイナス金利政策の導入や、将来の年金受給に対する不安に加えて、新たな相続税対策（基礎控除の引下げに伴う課税対象の拡大など）のニーズが資産運用型マンションへの注目を集めている。

(3) 社会的意義

資産運用型マンション事業は、主要顧客層である一般的なサラリーマンに対し、長期的な資産運用機会を提供するとともに、人口回帰が進む都心エリアに良質な賃貸住宅を提供することによる社会的意義を担っている。今後も、単身世帯の増加や人口の都心回帰の傾向が継続することが予想され、都心で活躍する単身者を支えるインフラの提供は益々重要性を増すものと考えられている。

企業特長

3. 同社の特長（優位性）

続いて、首都圏でトップクラスの販売戸数を誇る同社の優位性は以下のように整理できる。

(1) 明確な商品コンセプトのもと、良質な住環境を提供

同社は、自社ブランドとして資産運用型「ガーラマンションシリーズ」とファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」を展開している。居住者の目線に立った企画・開発が「ガーラ」ブランドの価値を高め、これまでの供給実績や入居率の高さがそれを実証している。特に、主力の資産運用型「ガーラマンションシリーズ」は、重厚感のあるエントランス、デザイン性に優れた外観、安全性、快適性を重視した設備仕様を備えているところに特長がある。全国住宅産業協会※¹が主催する優良事業表彰※²では、第4回（2014年）に「ガーラ・ヒルズ新宿」、第7回（2017年）に「ガーラ・プレシャス川崎」が受賞した。また、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」は資産運用型マンションで培ったノウハウをもとに、快適な交通アクセスや豊かで利便性に富んだ周辺環境、そして先進の基本性能の高いデザイン性に特長がある。

※¹ 不動産業界において、中堅企業を中心に上場企業も含む全国1,500社を擁する団体。

※² 良質な住宅供給及び住環境の整備を促進することなどを目的とし、全国住宅産業協会会員が手掛けたプロジェクトのうち、社会性や商品企画、住宅性能及びデザインに優れ、街並みの景観、周辺環境との調和など、良好な住環境を形成する創意工夫に優れたプロジェクトを選んで表彰する賞。

ガーラ・プレシャス川崎（総戸数 273戸）


【外観】



【エントランスホール】



【フロントサービスカウンター】



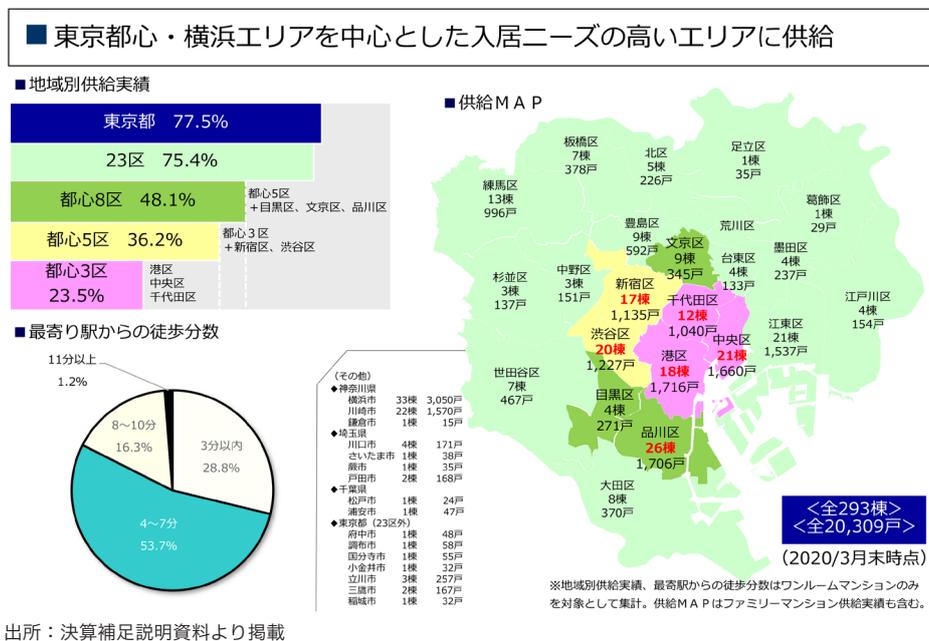
【エントランス】

出所：プレスリリースより掲載

企業特長

(2) 好立地へのこだわりと情報力

賃貸住宅の資産価値を評価するうえで、好立地であることが最大の要素となることは言うまでもない。したがって、好立地となる用地をいかに仕入れるかが競争力を大きく左右することになる。一方、用地情報は実績や財務力のあるところに集まる傾向があるため、強いところがさらに強くなる業界構造がみられる。同社の場合、業界トップクラスの販売実績やブランド力の高さ、財務基盤の安定性が、情報力の面でもアドバンテージを發揮しており、それがさらに同社の販売実績（これまで累計2万戸を超える供給実績）やブランド力を高めるといった好循環が働いていると考えられる。同社は、東京都心・横浜・川崎を中心とした居住ニーズの高いエリアに特化するとともに、98%超の物件が最寄り駅から10分以内にあるなど、厳選した立地に供給を行っている。

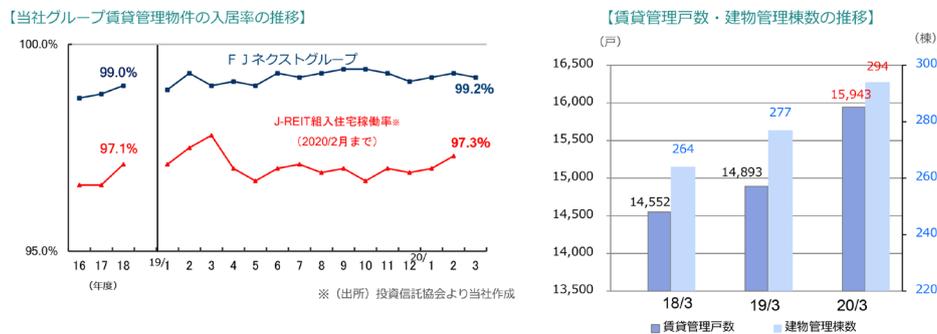
ガーラブランドマンション供給実績

(3) 賃貸管理ノウハウの高さや充実したアフターサポート

同社は、販売した物件の不動産管理を手掛けることにより、資産価値のメンテナンスや入居者向けの暮らしに役立つサービス（コンシェルジュサービス）の提供による入居率の維持を図っているほか、資産運用プランの見直しや物件売却相談などのアフターサポートの充実が購入者からの高い信頼に結び付いている。賃貸管理戸数の実績を見ると、自社ブランドの供給実績とともに年々着実に積み上がっており、2020年3月期末には15,943戸にまで拡大した。一方、入居率は、厳選した好立地であることや、管理ノウハウの蓄積などにより、2020年3月末時点で99.2%※と極めて高い水準で安定的に推移している。

※参考までに、J-REIT組入住宅稼働率は97.3%（2020年2月末時点/投資信託協会）であり、同社は、それを上回る稼働率となっている。

企業特長

入居率と賃貸管理戸数の推移



出所：決算補足説明資料より掲載

(4) 購入者及び居住者の属性

購入者のほとんどが、一般的なサラリーマン(会社員、公務員)であり、20～40歳代が89%を占めている。また、物件の所在地は首都圏にもかかわらず、購入者の住所は全国各地にわたっていることが長期的な資産運用を目的としたものであることを示している。一方、居住者については、立地や設備、仕様が優れていることから、企業の社宅としてのニーズも高く、20～30歳代の1人暮らしの社会人が多数を占めている。また、水回り設備やセキュリティの充実度から、女性にも人気が高い。

業界環境

首都圏投資用マンションは個人の投資ニーズに支えられ堅調に推移

1. 販売環境

首都圏投資用マンションの供給戸数は、1990年代後半から2000年代前半にかけて順調に拡大したものの、2008年に地価の高騰やリーマン・ショックの影響などにより事業者の倒産や撤退が相次いだことから減少傾向をたどった。ただ、2010年に底を打つと、ここ数年は単身世帯数の増加や人口の都心回帰などを背景とした首都圏の賃貸需要の拡大、並びに低金利の継続や将来の年金受給の不安のほか、相続税対策(基礎控除の引下げなど)という新たなニーズも出てきており、物件価格上昇などによりマンション業界全体が調整局面を迎えるなかでも、個人からの底堅い購入需要に支えられて堅調に推移している。特に、将来に向けた資産運用手段として、株式や投資信託、債券などと比べ、節税効果や保険機能が期待できるほか、キャッシュフローが安定していることや実物資産投資への安心感も背景として考えられる。

なお、過去においては、一部地銀による不正融資の発覚により、不動産投資ローン全般への影響(銀行がより慎重となる可能性)が懸念される事案などもあったが、同社物件のような好立地で資産価値の高い投資用ワンルームマンションに対する融資姿勢には変化は見られず、また、そのなかでも同社の供給実績やブランド力、財務基盤の安定性などの点も購入需要を支える要因になっており、同社及び同社のビジネスモデルの信頼性が実証されたものと捉えることができる。

2. 仕入開発環境

一方、仕入開発面では、土地仕入価格や建築費の高止まりが続いていることから、収益性が見極めが一層重要となっており、土地仕入の結果が業績を左右する可能性が高まっている。同社は、信用力、財務力、豊富な情報力を生かし、設立以来一貫した採算性重視の仕入活動を行っていく方針としている。

3. 競合環境

同業者は投資用マンションの専業業者がほとんどであり、比較的規模が小さいところが多い業界構造となっているなかで、同社は、首都圏投資用マンション供給戸数ランキングで常にトップクラスの販売実績を誇っている。最近では、市場拡大を見据えた大手デベロッパーによる参入の動きもみられる。

業績推移

好調な外部環境を追い風として過去最高業績を更新。 財務基盤の安定性も高い水準を確保

1. 過去の業績推移

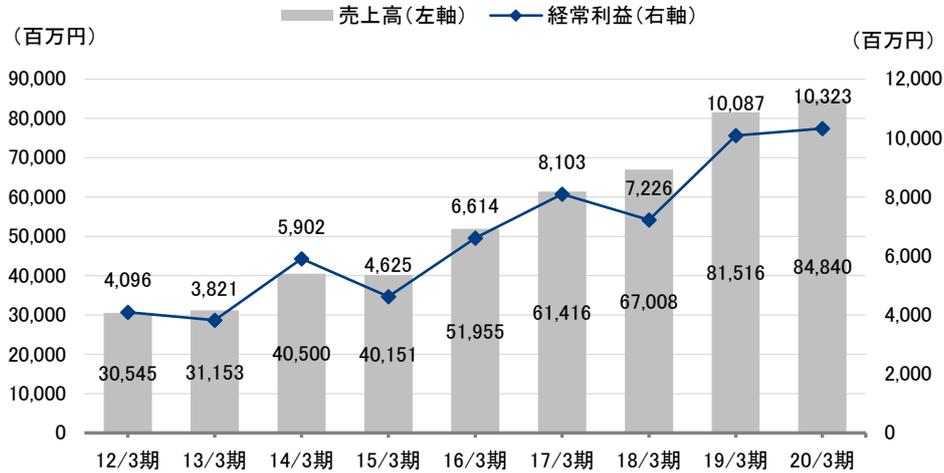
過去の業績を振り返ると、首都圏における資産運用型マンションに対する賃貸需要、並びに購入需要の拡大に支えられて、業績は総じて順調に推移してきた。2009 年 3 月期にリーマン・ショックに伴う景気後退の影響で業績のボトムを迎えたものの、同社は、仕入高を追わずに採算性に合った仕入れを継続していくという方針のもと、堅実な物件開発を進めたことで、大きな痛手を被った不動産業界においては比較的軽微な落ち込みで乗り切り、その後は景気回復とともに順調に業績を拡大してきた。2015 年 3 月期は竣工時期の関係などにより一旦踊り場を迎えたが、2016 年 3 月期以降は大幅な増収増益を続けており、売上高は 5 年連続で過去最高を更新している。社歴を重ねながらも、同社がまだまだ成長過程にあることを示している。

財務面では、業績の拡大に伴って有利子負債残高も増えてきたが、内部留保の積み増しなどにより自己資本比率も高い水準を維持しており、財務基盤の安定性に懸念はない。

なお、同社がリーマン・ショックに伴う厳しい業界環境を比較的スムーズに乗り切れたのは、厳選された好立地を含め、収益還元法による採算性を重視した「ガーラ」ブランドの資産価値の高さ、並びに同社の財務基盤の安定性によるものと言える。

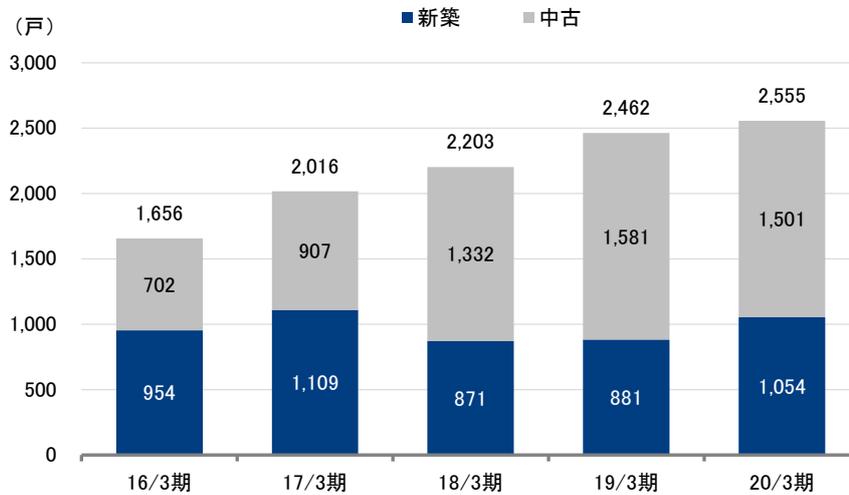
業績推移

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

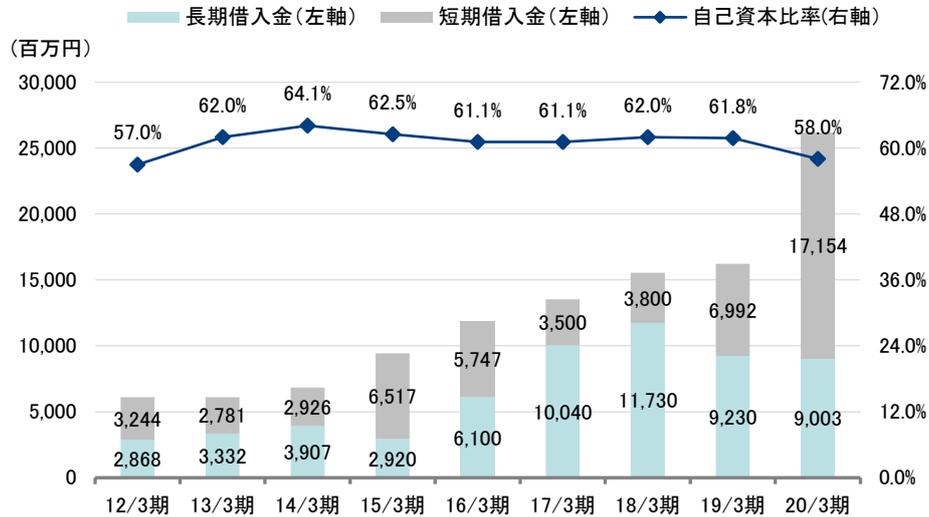
販売戸数の推移



出所：決算補足説明資料よりフィスコ作成

業績推移

有利子負債及び自己資本比率の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 2020年3月期決算の概要

2020年3月期の業績は、売上高が前期比4.1%増の84,840百万円、営業利益が同3.2%増の10,412百万円、経常利益が同2.3%増の10,323百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同3.0%増の6,732百万円と増収増益となり、過去最高業績を更新した。ただ、期初予想に対してはコロナ禍の影響などにより下回る着地となっている。

好調な外部環境などを追い風として、売上面では、すべての事業がそれぞれ伸長した。ただ、主力の「不動産開発事業」において、マンション販売戸数は2,555戸（前期比93戸増）に増加したものの、消費税の引き上げによる影響や年度末のコロナ禍による物件引渡しへのずれ込みなどにより、期初計画（2,800戸）に届かなかったことが業績全体の下振れを招いた。一方、安定収益源である「不動産管理事業」については、賃貸管理戸数の積み上げ※により順調に拡大。「建設事業」についても、マンション建設及び大規模修繕工事を中心に堅調に推移した。また、「旅館事業」が大きく伸びているのは、新たに取得した「清流荘」の貢献によるものである。

※ 2020年3月末の賃貸管理戸数は15,943戸（前期末比1,050戸増）、建物管理棟数は294棟（同17棟増）と大きく拡大。自社開発物件の新規管理受託に加え、外部受注を積極的に進めたことが事業拡大に寄与した。

業績推移

利益面では、土地仕入価格や建築費が高止まりするなかで、売上原価率はほぼ横ばいで推移。販管費は若干増加したものの、増収効果により営業増益を実現するとともに、営業利益率も12.3%（前期は12.4%）と高水準を維持することができた。また、事業別で見ると、「不動産開発事業」が大幅な増益を実現した一方、残り3つの事業は減益となっている。「不動産管理事業」は人件費の増加、「建設事業」は前期における特殊要因はく落※、「旅館事業」は新規物件取得に伴う初期費用が主因であり、「不動産管理事業」以外は一過性の減益要因と言える。一方、「不動産管理事業」については、今後も人件費の高止まりが予想されるものの、依然として高い利益率（27.2%）を確保しているところは注目すべきポイントである。

※2019年3月期はマンション卸販売を計上したことで一時的に利益水準が高まったが、2020年3月期はその反動減で減益となった。

一方、今後の業績の伸びに影響する「たな卸資産」（パイプライン）の状況については、「仕掛販売用不動産」が若干減少した一方、「販売用不動産」（完成マンション）が増加し、「たな卸資産」全体では前期末比6.8%増の55,698百万円となった。なお、「仕掛販売用不動産」が減少し、「販売用不動産」（完成マンション）が増加したのは、期末近くに完成した物件が多かったことにより勘定間の振り替えが集中したことが主な理由である。したがって、今後の販売状況を注視する必要はあるものの、資産運用型マンションに対する購入需要は根強く存在するため、一時的なものとして捉えても良いであろう。また、上記の理由により、「仕掛販売用不動産」は減少しているものの、用地仕入れは計画どおりに確保できているようだ。一方、戦略的に取り組んでいる中古マンション※¹については、販売戸数（2,555戸）のうち1,501戸、期末の販売用不動産（1,632戸）のうち1,086戸を占めており、保有期間中の賃貸収入※²を含めて、引き続き業績に大きく寄与している。

※¹ 中古マンションについては、新築物件の完成スケジュールとの調整を図りながら順次販売していくほか、保有期間中は賃貸収入を得られ、ストックビジネスとしての側面もある。弊社においても、中古マンションへの取り組みは新築物件だけに依存しない、同社ならではの収益機会の確保という点に注目している。さらに、購入者にとっても、中古市場の活性化（流動性の厚み）はいざというときのために大きなメリットがあるものと評価している。

※² 賃貸収入は「不動産開発事業」に含まれている。2020年3月期の賃貸収入は、前期比13.2%増の7,217百万円と大きく伸びている。

財務面では、「現金及び預金」や「たな卸資産」の増加により総資産が前期末比19.3%増の86,719百万円に拡大した一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同12.0%増の50,314百万円となったことから、自己資本比率は58.0%（前期末は61.8%）に若干低下した。また、有利子負債も「現金及び預金」や「たな卸資産」とバランスする形で同61.3%増の26,158百万円に大きく増加したが、有利子負債依存度※¹は30.2%と低いうえ、支払能力を示す流動比率※²は346.6%の高い水準にあることから、財務の安全性に懸念はない。一方、資本効率を示すROEも14.1%（前期は15.5%）と2ケタの水準を維持しており、バランスの良い財務内容と言える。

※¹ 有利子負債残高 ÷ (負債合計 + 純資産合計)

※² 流動資産 ÷ 流動負債

業績推移

2020年3月期決算の概要

	19/3期		20/3期		増減		20/3期		差異	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率	期初予想	構成比		差異率
売上高	81,516		84,840		3,324	4.1%	90,000		5,160	-5.7%
不動産開発	72,696	89.2%	75,356	88.8%	2,660	3.7%	-	-	-	-
不動産管理	2,606	3.2%	2,910	3.4%	304	11.7%	-	-	-	-
建設	5,368	6.6%	5,570	6.6%	202	3.8%	-	-	-	-
旅館	845	1.0%	1,002	1.2%	157	18.6%	-	-	-	-
売上原価	62,359	76.5%	64,754	76.3%	2,394	3.8%	-	-	-	-
売上総利益	19,156	23.5%	20,086	23.7%	929	4.9%	-	-	-	-
販管費	9,063	11.1%	9,673	11.4%	609	6.7%	-	-	-	-
営業利益	10,093	12.4%	10,412	12.3%	319	3.2%	11,000	12.2%	-588	-5.3%
不動産開発	8,502	11.7%	9,085	12.1%	583	6.9%	-	-	-	-
不動産管理	852	32.7%	791	27.2%	-60	-7.1%	-	-	-	-
建設	654	12.2%	518	9.3%	-136	-20.8%	-	-	-	-
旅館	35	4.1%	-28	-2.8%	-64	-	-	-	-	-
調整額	48	-	46	-	-2	-	-	-	-	-
経常利益	10,087	12.4%	10,323	12.2%	236	2.3%	11,000	12.2%	-677	-6.2%
親会社株主に 帰属する当期純利益	6,538	8.0%	6,732	7.9%	193	3.0%	7,000	7.8%	-268	-3.8%
販売戸数	2,462		2,555		93	3.8%	2,800		-245	-8.8%
ガーラマンションシリーズ	648		847		199	30.7%	-	-	-	-
ガーラ・レジデンスシリーズ	233		207		-26	-11.2%	-	-	-	-
中古マンション	1,581		1,501		-80	-5.1%	-	-	-	-
たな卸資産残高	52,128		55,698		3,570	6.8%				
販売用不動産	25,450		29,850		4,400	17.3%				
仕掛販売用不動産	26,678		25,848		-830	-3.1%				
総資産	72,686		86,719		14,033	19.3%				
自己資本	44,942		50,314		5,372	12.0%				
自己資本比率	61.8%		58.0%		-3.8pt	-				
有利子負債	16,222		26,158		9,936	61.3%				
ROE	15.5%		14.1%		-1.4pt	-				

出所：決算短信及び決算補足説明資料よりフィスコ作成

2021年3月期はコロナ禍の影響などを勘案し、現時点で減収減益を見込んでいる

3. 2021年3月期の業績予想

2021年3月期の業績予想について同社は、売上高を前期比16.3%減の71,000百万円、営業利益を同28.0%減の7,500百万円、経常利益を同27.4%減の7,500百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同25.7%減の5,000百万円と現時点で減収減益を見込んでいる。

減収予想となっているのは、「不動産開発事業」において、コロナ禍による購入需要への影響が第2四半期末ごろまで一定程度継続するものと仮定し、販売戸数の計画を1,900戸（前期比655戸減）に設定したことが理由である。また、「緊急事態宣言」の下、自治体の要請により一時的に営業を停止した「旅館事業」（すでに営業再開済み）の落ち込みも織り込んでいる。

業績推移

利益面でも、減収により減益となるとともに、営業利益率も10.6%（前期は12.3%）に低下するが、それでも利益率の高い「不動産管理事業」の下支えにより2ケタの営業利益率水準を維持していく想定である。

弊社でも、コロナ禍による購入需要や営業活動への影響については、引き続き注視する必要があるものの、首都圏における賃貸需要については底堅く推移している上、潜在的な購入需要も根強いことやたな卸資産（パイプライン）も順調に積み上げていることなどを総合的に判断すれば、同社の業績予想の達成は十分に可能であると見ている。特にコロナ禍のなか、不動産の物件タイプのなかでも商業施設やホテルなどは厳しい環境が続くが、同社が手掛ける「賃貸用不動産」は総じて安定していることから下振れリスクは限定的と言えるだろう。もちろん、四半期ごとの業績推移や購入需要の動きなどをフォローし、プラス・マイナスの両面から業績の振れの可能性について注意して見守る必要がある。

2021年3月期の業績予想

	20/3 期		21/3 期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比		増減率
売上高	84,840		71,000		-13,840	-16.3%
営業利益	10,412	12.3%	7,500	10.6%	-2,912	-28.0%
経常利益	10,323	12.2%	7,500	10.6%	-2,823	-27.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	6,732	7.9%	5,000	7.0%	-1,732	-25.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

成長戦略

市場全体の拡大を自社の成長に結び付けるニッチトップの戦略

同社の成長戦略は、首都圏（特に都心部）の資産運用型マンションに特化することで、経営の効率性や優位性をさらに高めるとともに、市場全体の拡大を自社の成長に結び付けるニッチトップの戦略とみられる。裏を返せば、市場の動向に左右されるところに成長のボトルネック（制約）があるという見方もできる。したがって、業界をリードする自社自らが、資産運用型マンションの健全な発展をいかに促していくのがポイントとなるだろう。同社は、他社との提携などを含めて、関心のある見込客（潜在購入者）をデータベース化し、定期的にメールなどで情報提供を行うコンテンツマーケティング（ガーラ・ナビ）※1などを通じて、資産運用型マンションに対する認知や理解促進を図ることで、長期的な視点から市場の裾野を拡大する取り組みに注力している。また、2016年4月からは、自社セミナールームを新設し、講義形式や個別相談会などにより、初心者から所有者を対象に各ニーズに対応したテーマのセミナーを毎月開催。特定分野の専門家や金融機関、資産管理サービスを運営する会社など、インフルエンサーとタイアップしたセミナー（FJ カレッジ）※2を積極的に展開しており、その活動の成果が目立つ。さらに、台湾人投資家からのニーズを迅速かつ的確に把握するという位置付けで、台湾に現地法人を設立（2014年10月）するなど、新たなニーズへも対応を進めている。

※1 資産運用型マンションの情報のほか、ライフプランやお金に関する情報など、幅広いテーマのコンテンツを配信（サイト上やメルマガで定期的に会員限定のコンテンツを提供）しており、会員数は約20万人を超える。

※2 来場者は1,000名を突破。将来の資産形成を目的とした若年層の投資家が多く来場している。

成長戦略

また、資産運用型マンションに注力しつつも、更なる業容の拡大や収益機会の獲得を目指して、ファミリー向けマンション事業についても着々と実績を積み上げていく方針である。

弊社では、足元でのコロナ禍による影響を始め、土地仕入価格や建築費の高騰など外部要因は気になるものの、首都圏の資産運用型マンションに対する居住者及び購入者からの需要は根強く、今後も十分に伸びる余地があることや、同社の比較的手堅いビジネスモデル（保守的な仕入方針や財務力、良質な賃貸住宅へのこだわりなど）、ストックビジネス（他社物件を含めた賃貸管理業務や資産管理業など）への展開などから判断して、持続的な成長の可能性は高いと見ている。

最近では、大手デベロッパーが資産運用型マンションへ参入する動きが見られるが、それだけ魅力的な市場として認知されてきたことの証左とも言える。先行き不透明感が漂う経済情勢だからこそ、コンテンツマーケティング（会員基盤約20万人）の活用など、将来を見据えた営業展開により、市場全体の発展を自らの成長に結び付けていく活動を続けていくことが重要であると弊社では考えている。

■ CSR、情報セキュリティへの取り組み

リーディングカンパニーとして積極的な CSR

同社は業界を代表するリーディングカンパニーとして、社会的責任活動や環境対応にも積極的に取り組んでいる。具体的には、LED照明や環境配慮合板（産地国の行政府から造林の許可を得た森林から供給された持続可能な木材など）、シックハウス対策の低ホルムアルデヒド仕様の内装材、省エネ基準対応のエアコン（標準装備）、節水トイレなどの環境配慮型設備の採用を実施している。また、ヒートアイランド対策の一環として、マンションの屋上緑化も進めている。

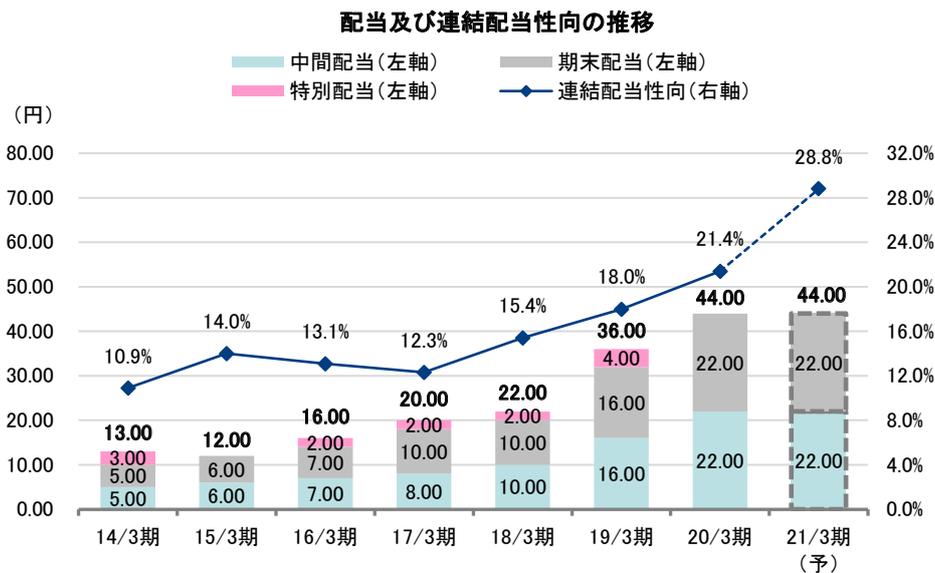
さらには、環境省が推進する地球温暖化防止運動「Fun to Share」に参加し、クールビズ、ウォームビズの実施、オフィス照明のLED化、ビニール傘の有効利用（使わない置き傘を社内で共有利用）、社内文庫の設置（読まなくなった本、雑誌を社内文庫としてリサイクル）など社内エコ活動の推進に加えて、赤城自然園（群馬県渋川市）の環境保全活動のサポートや、グリーンサイトライセンスを通じて発展途上国（アフリカやアジア地域）での植林も行っている。

一方、個人情報管理を含めた情報セキュリティの強化は、同社にとって最大の社会的責任として取り組んでおり、2006年11月には情報セキュリティマネジメントシステムの国際規格である「ISO/IEC27001」の認証を取得するとともに、PDCAサイクルを回すことによる厳正な管理体制の構築を図っている。

■ 株主還元と株価バリュエーション

利益成長と配当性向の引き上げにより大幅な増配を計画

同社の株主還元は、「積極的な事業展開のための内部留保、財務バランスなどを総合的に勘案の上、継続的かつ利益に応じた安定的な配分を行うこと」を基本方針としている。2020年3月期は、利益成長と配当性向の引き上げにより前期比12円増配（普通配当ベース）の1株当たり44円配（中間22円、期末22円）を実施した（配当性向21.4%）。また、2021年3月期の配当についても、減益予想となっているにもかかわらず、前期と同額の1株当たり44円配（中間22円、期末22円）を予定しているところは評価すべきポイントである（予想配当性向28.8%）。今後も同社の比較的安定した事業特性や高い利益水準をベースとして、継続的かつ利益成長に応じた配当が期待される。



出所：決算短信よりフィスコ作成

また、同社は個人株主対策及び同社グループ事業の理解促進のため、1,500円相当の百貨店セレクトカタログギフトや長期保有優待制度として5,000円相当のカタログギフトのほか、同社グループが経営する4つの温泉旅館で利用可能な宿泊券などの株主優待制度を導入している。

株主還元と株価バリュエーション

最近の株価の動きを見ると、好調な決算や今後の成長期待から、2020年1月29日には最高値1,255円をつけたものの、同年2月に入ってからのコロナ禍の影響により株式市場全体が大きく落ち込むと、それに伴って低調に推移している。足元の株価(2020年6月30日終値858円)はPER(予想)が5.61倍、PBR(実績)が0.56倍の水準にとどまり、配当利回り(予想)も5.13%に達している。同じ成長モデルを有する類似会社に上場会社が存在しないことから単純な比較分析はできないが、東証1部平均のPER(予想)が22.02倍、PBR(実績)が1.20倍であることを始め、首都圏における資産運用型マンションに対する根強い需要や今後の発展性、同社の比較的手堅いビジネスモデルなどを勘案すると、現在の株価水準には明らかに割安感がある。したがって、長期的な運用商品として資産運用型マンションへの関心が高まっていくにつれ、業界のリーディングカンパニーである同社の株価評価にも見直しが入る余地は十分にあると考えられる。特に、コロナ禍の下、首都圏における賃貸住宅の安定性(資産価値)が再評価され、それが同社株式の浮上のきっかけとなる可能性にも注意が必要であろう。なお、同社は2017年8月に「JPX日経中小型株指数」※の構成銘柄に選定されている。

※(株)東京証券取引所と(株)日本経済新聞社が算出する株価指数。「JPX日経インデックス400」で導入した「投資者にとって投資魅力の高い会社」を構成銘柄とするとのコンセプトを中小型株に適用することで、資本の効率的活用や投資者を意識した経営を行っている企業を選定するとともに、こうした意識をより広範な企業に普及・促進を図ることを目指すものである。東京証券取引所の市場第1部、市場第2部、マザーズ、JASDAQを主市場とする普通株式銘柄から選定された200銘柄で構成されている。

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp