

|| 企業調査レポート ||

インテリックス

8940 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 2 月 18 日 (月)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2019年5月期第2四半期累計業績の概要	01
2. 2019年5月期業績見通し	01
3. 今後の成長戦略	02
4. 株主還元策	02
■ 事業概要	03
1. 事業セグメントの内容	03
2. 同社の強み	07
■ 業績動向	08
1. 2019年5月期第2四半期累計業績の概要	08
2. 事業セグメント別動向	09
3. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	13
1. 2019年5月期の業績見通し	13
2. リノベーションマンション市場の見通し	16
3. 成長戦略	19
■ 株主還元策	19
■ 情報セキュリティ対策	20

■ 要約

リノヴェックスマンションの低迷をその他不動産販売でカバーして、 2019年5月期は増益を目指す

インテリックス<8940>は中古マンションをリノベーション(再生)してから販売するリノベーションマンション事業の先駆的企業で業界最大手。また、新規事業として2016年5月期よりアセットシェアリング事業(不動産小口化販売)を開始したほか、2017年5月期からはリースバック事業も開始するなど事業ポートフォリオの多様化を進めている。

1. 2019年5月期第2四半期累計業績の概要

2019年5月期第2四半期累計(2018年6月-11月)の連結業績は、売上高が前年同期比24.9%減の16,682百万円、営業利益が同45.9%減の369百万円と減収減益となり、会社計画(売上高18,767百万円、営業利益512百万円)に対しても下回って着地した。主力のリノヴェックスマンションの販売額が前年同期比27.4%減の13,714百万円と低調に推移し、会社計画(16,280百万円)に対しても下回ったことが主因だ。首都圏を中心に競争が激化するなかで、収益性を重視した仕入活動を継続して行ってきたことで、手持ちの在庫水準が低下していたことが販売減の要因となった。ただ、売上総利益率は12.3%と前年同期の10.8%を底に改善傾向が続いている。また、販売件数が前年同期比28.4%減の565件だったのに対して、仕入件数は同2.4%減の610件と小幅な減少にとどまっており、地方店だけで見れば同15.6%増の340件と増加に転じるなど、先行きに関しては明るい兆しも見え始めている。

2. 2019年5月期業績見通し

2019年5月期の連結業績は売上高が前期比2.6%増の44,640百万円、営業利益が同9.2%増の1,703百万円と期初計画を据え置いた。リノヴェックスマンションは首都圏での販売低迷により、通期でも計画(前期比0.3%減の34,269百万円)を下回る可能性が高いが、新築マンションの分譲販売やその他不動産物件の売却などを第4四半期に見込んでおり、これらの売上貢献により利益ベースでの計画達成を目指して行く。なお、アセットシェアリング事業の売上高は前期比64%増の35億円を見込んでいる。ビジネスホテル「アセットシェアリング北千住駅前」やホテル&レジデンス「montan HAKATA(以下、モンタン博多)」の販売が寄与する。なお、京都で進めている「京町屋」再生プロジェクトについては2018年12月に京阪電鉄不動産(株)と業務提携を発表しており、今後の事業拡大に向けた取り組みを加速していく計画となっている。

要約

3. 今後の成長戦略

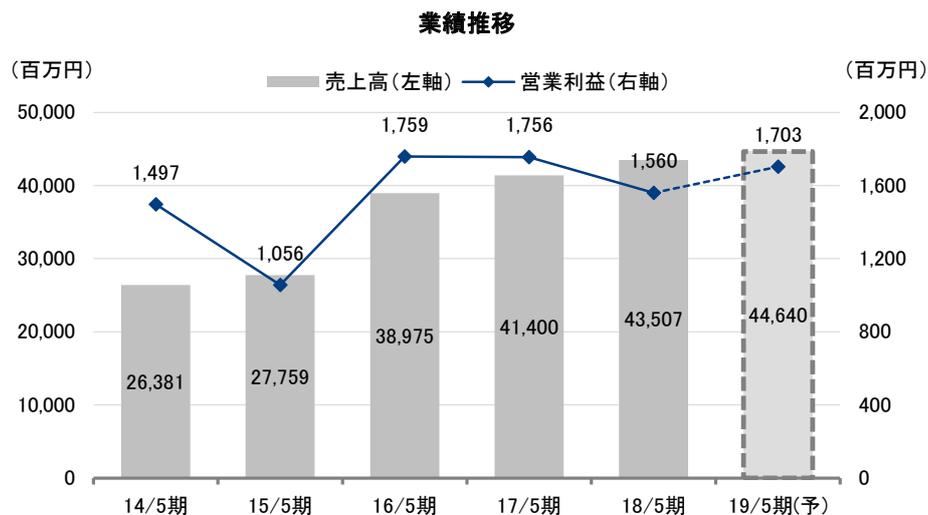
今後の成長戦略としては、フロービジネスとストックビジネスを組み合わせたハイブリッド型の事業構造を構築することで、収益の安定性を高めながら成長を目指して行く方針となっている。フロービジネスとはリノベーションマンションやアセットシェアリング、その他不動産（リースバック物件含む）等の販売事業となり、ストックビジネスは保有不動産物件から得られる賃貸収入やアセットシェアリング物件の運営管理収入となる。2017年より開始したリースバック事業では戸建住宅にも対象を広げており、今後の収益貢献が期待される。また、アセットシェアリング事業では今後、新たな販売手法の検討を進めており、販路が拡大すれば成長も加速していくものと予想される。なお、首都圏におけるリノベーションマンションの仕入についてはまだ市況に過熱感があるため慎重姿勢を崩していないが、今後、市況が軟化したタイミングで積極姿勢に転じていく意向を示している。

4. 株主還元策

同社は配当方針として目標配当性向（連結ベース）で30%以上を目安としており、2019年5月期の1株当たり配当金については前期比横ばいの34.0円（配当性向34.5%）を予定している。今後、業績が拡大し配当性向が30%を下回れば、増配が期待される。

Key Points

- ・リノベーションマンション事業は首都圏の落ち込みが続くものの、地方店の仕入件数は増加に転じる
- ・2019年5月期業績は第4四半期に不動産売却を進めることで、利益ベースでの計画達成を目指す
- ・ハイブリッド型事業の拡充により、収益構造の安定化と成長を目指す



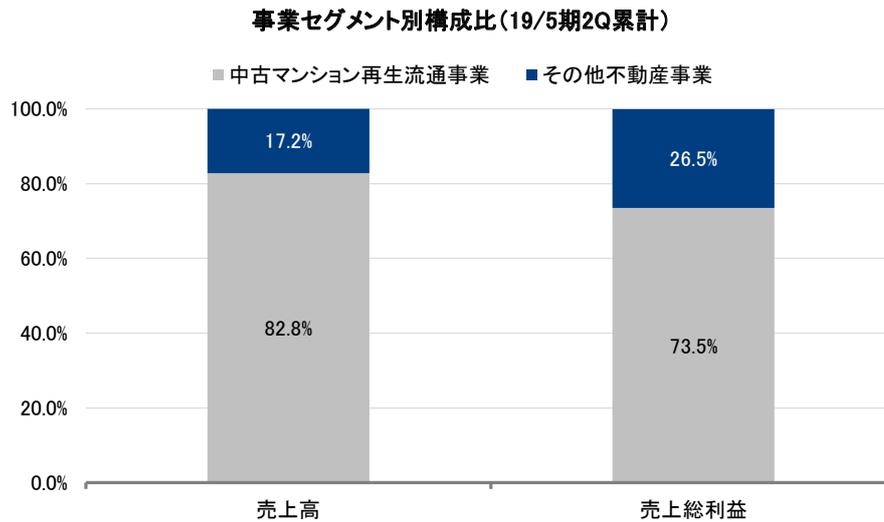
出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

中古マンションの再生流通事業となる リノヴェックスマンション事業が収益の柱

1. 事業セグメントの内容

同社は中古マンションを戸別に仕入れ、リノベーション（再生）した後に再販するリノヴェックスマンション事業を収益柱としている。事業セグメントは、中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）とその他不動産事業とに区分されており、2019年5月期第2四半期累計の事業別構成比で見ると、中古マンション再生流通事業が売上高の82.8%、売上総利益の73.5%を占める主力事業となっている。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) 中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）

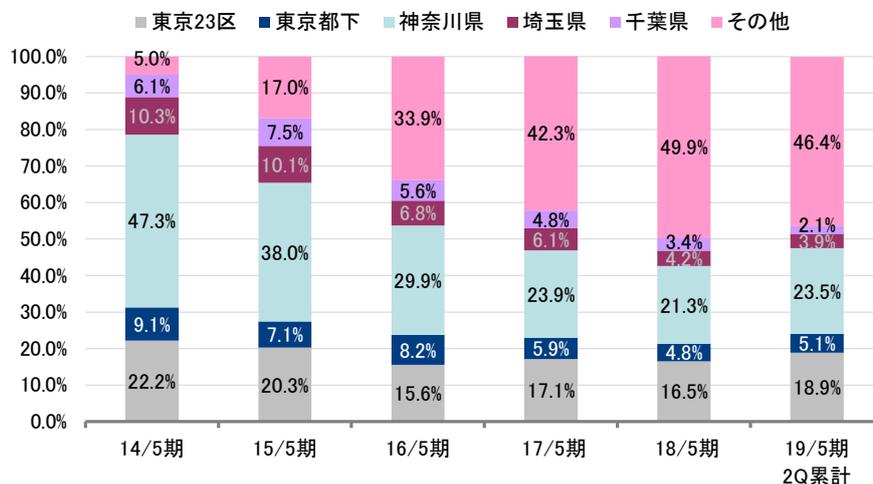
中古マンション再生流通事業には、リノヴェックスマンション販売のほか、保有マンションの賃貸収入及びその他収入（不動産仲介手数料等）が含まれるが、その大半はリノヴェックスマンションの販売で占めている。

事業概要

事業の流れとしては、不動産仲介会社から仕入れた物件に対し、子会社の(株)インテリックス空間設計で最適なリノベーションプランを作成し、内装工事を施した上で不動産仲介会社を通じて販売している。同社は物件を仕入れてから販売までの事業期間を経営管理指標として重視しており、120日程度を目安としてこれよりも期間が長引くようであれば販売価格の調整を行い、早期に売り切ることを基本方針としている。販売在庫の滞留期間が長期化すれば、収益性が低下するリスクも上昇するためだ。売上総利益率では12～13%を適正水準として事業運営を行っている。また、販売に関しては市場のトレンドを把握するために、一部の物件を子会社の(株)インテリックス住宅販売を通じて最終顧客に販売しており、内装工事に関しては、現段階ではほぼ協力会社に外注している。

販売エリアは首都圏を中心に展開してきたが、2013年以降は地方主要都市(札幌、仙台、名古屋、大阪、福岡)の開拓を積極的に進め、2018年には広島にも拠点を開設した。首都圏では大手不動産販売会社を含めて参入企業が増加し競争が年々激化しているが、地方ではリノベーションマンションを手掛ける企業がまだ少なく、シェア開拓余地が大きいことが背景にある。リノヴェックスマンションの販売件数に占める地方エリアの構成比で見ると、2014年5月期の5.0%から2019年5月期第2四半期累計では46.4%まで上昇している。同社は、首都圏と地方の販売比率について同等程度が最適と考えており、現状はほぼ近い水準に達していると考えられる。ちなみに、全国に中古マンションのストックは約600万戸あり、うち首都圏で約300万戸と半分程度を占めている。

エリア別販売件数構成比



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(2) その他不動産事業

その他不動産事業には、新築マンションの分譲販売やオフィスビル、戸建、土地の仕入販売、賃貸不動産収入、リノベーション内装工事、不動産仲介手数料収入のほか、2015年4月より事業を開始したアセットシェアリング事業や2017年5月期の第4四半期から開始したリースバック事業が含まれる。

事業概要

アセットシェアリング事業とは、不動産特定共同事業法（通称：不特法）のうち「任意組合型」の活用による不動産小口化商品の販売事業を指す。同商品の特徴は、新築・中古を問わず良質な不動産物件を共同所有により、1口100万円単位で取得可能なこと、共同所有することで空室・滞納リスクを分散でき、安定収益が期待できること、相続・贈与用資産として資産評価の大幅な圧縮が可能なこと、などが挙げられる。

特に、相続・贈与対策として利便性が高い商品であることが強みとなる。具体的には、実物不動産を小口化した商品のため、相続人の状況に応じて口数ごとに柔軟に遺産分割が可能なこと、不動産価格と相続税評価額との開きがあるため、キャッシュを実物不動産に変えることで相続財産の圧縮が図れること、不動産収益を納税資金として貯蓄し、納税が必要となる分だけを分割して売却することが可能であること、などが挙げられる。

なお、不動産物件の管理については、主に子会社の（株）インテリックスプロパティで行う。グループ全体としては小口化販売によるフロー収益に加えて、任意組合の理事長フィーやプロパティマネジメントによるストック収益が得られることになる。一方、投資家の期待収益率としては、分配予定利回り※で3%以上を目安として、商品を組成していく方針となっている。

※ 賃料収入から実際に発生する経費（管理費等）を控除した年間収入÷投資額。

同事業では青山財産ネットワークス<8929>やFPG<7148>など先行する事業者もあるが、同社は不動産業者として今まで構築してきたネットワークやノウハウを生かすことで競争力の高い多様な商品を開発できる強みがある。このため、今後は認知度の向上を図るとともに税理士を始めとした土業ルート等、販売チャネルの多様化を進めることで事業を拡大していく戦略となっている。

アセットシェアリング事業（不動産小口化商品の販売事業）の仕組み

■ 不動産特定共同事業法（通称：不特法）任意組合型の活用により、不動産小口化投資商品「アセットシェアリング」シリーズを販売



■ アセットシェアリングの特長

- 1 少額で不動産投資**
 良質な実物不動産を共同所有により、一口100万円単位で取得可能
- 2 安定収益と一括運営管理**
 共同所有により空室・滞納リスクを分散し安定収益。手間かからず一括で運営管理
- 3 相続・贈与対策**
 贈与・相続用資産として、資産評価の圧縮、一般的不動産と異なり均等分割が容易

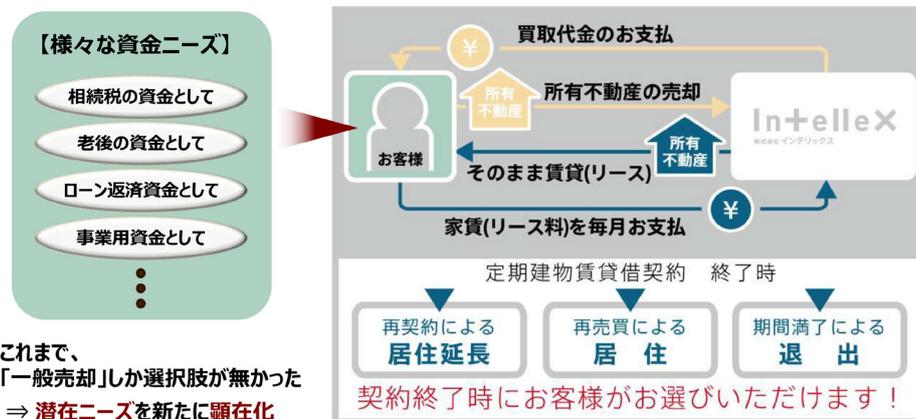
出所：会社資料より掲載

事業概要

また、リースバック事業とは、ユーザーから所有不動産を同社が買い取ると同時に、定期建物賃貸借契約（2年間）を新たに結び、そのまま賃貸（リース）するサービスとなる。契約期間を迎えるとユーザーは再契約し居住を延長するか退出、もしくは所有不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。相続税資金や老後の資金、ローン返済資金などまとまった資金が必要となった際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なサービスとして、ここ数年で市場が拡大しつつある。売上高としては賃貸料や契約手数料のほか、物件を販売した場合は販売収入が計上されることになる。買い取った不動産は有形固定資産に計上し減価償却費もかかるため事業開始から数年は減価償却費が先行することになるが、おおむね3年目以降から徐々に収益貢献してくるものと予想される。賃貸料（年利回りで6～7%）が定期的に入ってくるため買取件数が拡大していけば、ストック収益として安定した収益基盤となるほか、リノベーションマンションの新たな仕入先ルートとしても期待できることになる。リースバック事業ではハウズドゥ <3457> が先行し事業を拡大しているが、同社でも販売チャネルとして既存の不動産仲介ルートに加え、土業や金融機関との連携を図ることで顧客開拓を進めていく戦略となっている。なお、2019年5月期第2四半期までに累計で171件の買取りを行っている。

リースバック事業の仕組み

- 『売却しても、住み続けられる』 新たな選択肢を提供
- ▶ 当社が【リースバック事業】を2017年よりスタート



その他、リノベーションマンションを展開する競合企業や一般個人からの、リノベーション施工の請負事業も含まれている。特に、ここ最近ではリノベーションマンション市場に参入する不動産販売会社が増えているが、内装工事に関してはノウハウが必要なこともあり、同社に業務委託する企業も多い。

迅速な仕入れ体制と独自開発した リノベーションに関する施工ノウハウが強み

2. 同社の強み

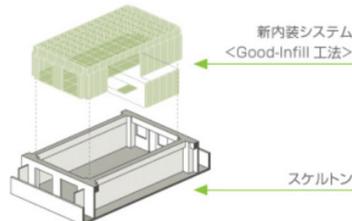
リノヴェックスマンション事業における同社の強みは、第1に採算が見込める優良物件を迅速に仕入れる体制を構築していることが挙げられる。不動産仲介会社から寄せられる売却物件情報に関して、同社では1~2日で担当者が現場の状況を確認し、最終的な仕入れの判断を行っている。通常、大手不動産会社であれば仕入れの判断に1週間程度の時間がかかると言われており、同じタイミングで売却物件情報を入手した場合、同業他社よりも優良物件を仕入れる可能性が高くなる。ただ、最近は首都圏で中古マンション市場に参入する企業が増えたことで、従来のように適正価格で仕入れることが難しくなっている。このため、首都圏については規模の拡大を追わず収益性を重視した仕入活動を行い、地方拠点の拡大によって成長を図る方針を打ち出している。

第2の強みとして、マンションの戸別リノベーションにおいて独自開発した施工ノウハウを確立していることが挙げられる。マンションの戸別リノベーションでは戸建住宅と比較して、近隣住戸への配慮が必要となるため、短期間での施工や騒音・振動対策が求められる。同社はこうした課題を解決する工法として、Good-Infill工法を開発している。Good-Infill工法とは、工場で事前に加工した木質パネルを施工現場で組み立てる工法で、ネジや釘を極力使わないため騒音や振動が発生しにくく、熟練工でなくても短期間でほぼ均一な品質で仕上げることが可能といったメリットがある。さらに、マンションの場合は電気配線や水道、ガス管など生活インフラ部分を共有しているため、工事の際にはその取扱いに十分注意する必要がある。同社ではこうしたマンションのリノベーションにおける施工マニュアルを作成しており、施工を行う協力会社のサービス品質の維持向上に努めている。同社の施工ノウハウは業界でも高く評価されており、同業他社からのリノベーション施工の請負受注増加の要因となっている。

Good-Infill工法

Good-Infill工法とは

スケルトン(構造躯体)の内側に、オリジナルラダーパネルで組み立てた内装下地に断熱材を充填し、高性能のヘッダー配管を標準装備した新しい内装システム。快適な居住空間を実現します。



出所：会社資料より掲載

Good-Infill工法の構成



業績動向

リノヴェックスマンションの販売低迷により 2019年5月期第2四半期累計業績は2ケタ減収減益に

1. 2019年5月期第2四半期累計業績の概要

2019年1月11日付で発表された2019年5月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比24.9%減の16,682百万円、営業利益が同45.9%減の369百万円、経常利益が同61.5%減の199百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同64.4%減の117百万円と2ケタ減収減益となった。また、期初会社計画に対しても売上高で11.1%、営業利益で28.0%下回って着地した。リノヴェックスマンション事業において収益性を重視した仕入活動を前期から継続して行ったことで首都圏だけでなく地方店でも在庫水準が低くなり、売上高で前年同期比27.4%減の13,714百万円（計画比15.8%減）と2ケタ減収となったことが主因だ。

売上総利益率は前年同期の12.2%から14.4%に上昇した。リノヴェックスマンション販売の売上総利益率が長期滞留物件の一掃により前年同期の10.8%から12.3%に上昇したほか、その他不動産事業も物件販売を中心に同18.4%から22.2%に上昇したことが要因である。販管費は前年同期並みの水準に抑制したものの、売上総利益の減少がそのまま営業利益の減少につながった。

2019年5月期第2四半期連結業績

(単位：百万円)

	18/5期2Q累計		会社計画	19/5期2Q累計		前年同期比	計画比
	実績	対売上比		実績	対売上比		
売上高	22,218	-	18,767	16,682	-	-24.9%	-11.1%
売上総利益	2,712	12.2%	2,667	2,397	14.4%	-11.6%	-10.1%
販管費	2,029	9.1%	2,155	2,028	12.2%	-0.1%	-5.9%
営業利益	682	3.1%	512	369	2.2%	-45.9%	-28.0%
経常利益	517	2.3%	322	199	1.2%	-61.5%	-38.2%
親会社株主に帰属する四半期純利益	331	1.5%	209	117	0.7%	-64.4%	-43.7%
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数(件)	789	-		565	-	-28.4%	-
販売額(百万円)	18,892	85.0%	16,280	13,714	82.2%	-27.4%	-15.8%

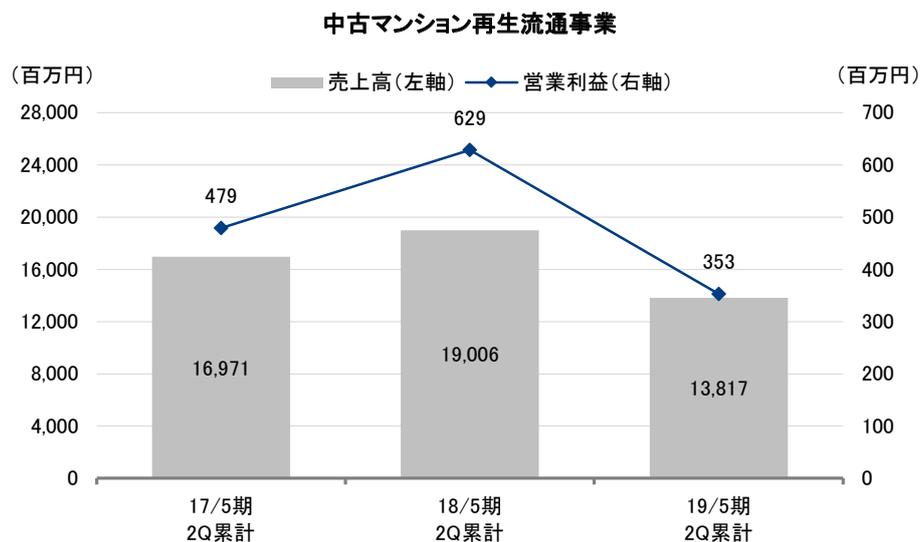
出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションは首都圏の落ち込みが続くものの、 地方店の仕入件数は増加に転じる

2. 事業セグメント別動向

(1) 中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）

中古マンション再生流通事業の売上高は前年同期比 27.3% 減の 13,817 百万円、営業利益は同 43.8% 減の 353 百万円と減収減益となった。また、売上総利益は同 16.9% 減の 1,761 百万円となり、売上総利益率は前年同期の 11.2% から 12.8% に改善している。売上高の内訳を見ると、リノヴェックスマンションの物件販売で同 27.4% 減の 13,714 百万円、マンションの賃貸収入で同 3.1% 増の 91 百万円、その他収入で同 53.6% 減の 11 百万円となった。



出所：決算短信よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションの販売件数は前年同期比 28.4% 減の 565 件となった。エリア別の販売件数を見ると、競争激化の影響で首都圏が同 27.5% 減の 303 件と減少傾向が続いたほか、今まで拡大を続けていた地方店も同 29.4% 減の 262 件となり、新規開設した広島店を除くすべての地方店で減少した。地方店では首都圏と比較して競争は激しくないものの、低下傾向が続いていた売上総利益率の改善を図るために、前期は仕入よりも販売に注力した結果、手持ち在庫が減少したことが販売減につながった。

一方、仕入件数は前年同期比 2.4% 減の 610 件と小幅な減少にとどまった。エリア別で見ると、首都圏が同 18.4% 減の 270 件と 2 ケタ減少となったが、地方店は同 15.6% 増の 340 件と増加に転じている。首都圏については市況に過熱感があるなかで、引き続き収益性を重視した仕入を行っていることが減少要因となっている。一方、地方店では 2019 年 5 月期に入って仕入活動も積極化している効果が出ており、特に名古屋、仙台に関しては 2 ケタ増となった。地方店に関しては仕入件数が販売件数を上回っていることから、2019 年 5 月期下期以降は販売件数も増加に転じるものと予想される。

インテリックス | 2019年2月18日(月)

8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/>

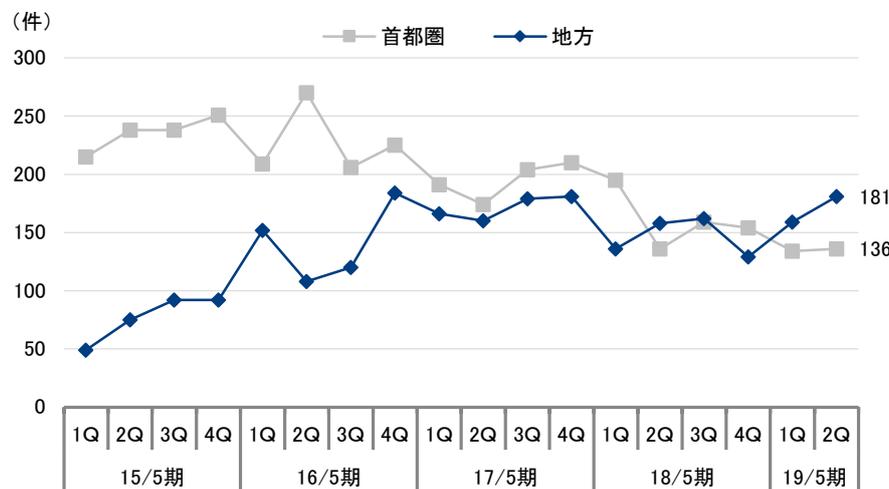
業績動向

エリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

	仕入件数				販売件数			
	17/5期 2Q累計	18/5期 2Q累計	19/5期 2Q累計	前年 同期比	17/5期 2Q累計	18/5期 2Q累計	19/5期 2Q累計	前年 同期比
首都圏	365	331	270	-18.4%	422	418	303	-27.5%
東京	151	165	124	-24.8%	160	173	136	-21.4%
神奈川	157	126	112	-11.1%	187	172	133	-22.7%
埼玉	31	25	25	0.0%	48	41	22	-46.3%
千葉	26	15	9	-40.0%	27	32	12	-62.5%
地方店	326	294	340	15.6%	279	371	262	-29.4%
札幌	68	65	59	-9.2%	57	69	46	-33.3%
仙台	47	32	41	28.1%	41	54	33	-38.9%
名古屋	62	63	83	31.7%	71	85	78	-8.2%
大阪	94	96	100	4.2%	83	118	70	-40.7%
広島	-	-	19	-	-	-	4	-
福岡	55	38	38	0.0%	27	45	31	-31.1%
合計	691	625	610	-2.4%	701	789	565	-28.4%
合計金額(百万円)	11,300	10,600	9,400	-10.7%	16,808	18,892	13,714	-27.4%
平均価格(百万円)	16.3	16.9	15.4	-8.8%	23.9	23.9	24.2	1.4%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

地域別仕入件数の推移

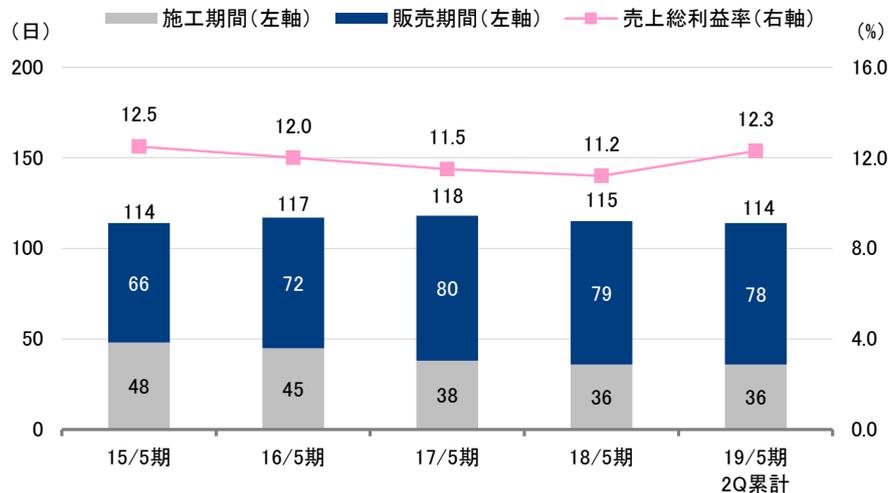


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンション販売の売上総利益率は前年同期の10.8%から12.3%となり、同社のターゲットとする適正水準まで回復している。2014年5月期以降、販売期間の長期化とともに低下傾向を続けてきたが、前期に長期滞留物件を一掃したことや販売期間が78日と前期比で1日短縮したことが要因と見られる。エリア別では地方店での改善が大きく寄与したようで、売上総利益率は首都圏を上回る水準となったようだ。

業績動向

リノヴェックスマンションの事業期間と売上総利益率



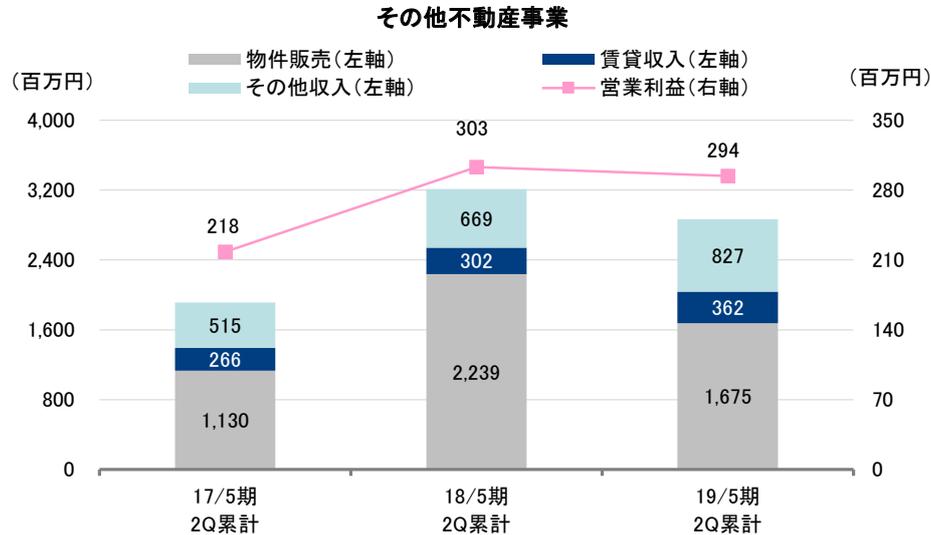
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(2) その他不動産事業

その他不動産事業の売上高は前年同期比 10.8% 減の 2,865 百万円、営業利益は同 3.2% 減の 294 百万円となった。また、売上総利益は賃貸収入や「モンタン博多」のホテル運営収益の増加により、同 7.3% 増の 635 百万円と増益となっている。営業減益となっているのは、売上構成比が前年同期の 14.5% から 17.2% に上昇したことによるセグメント配分費用（全社共通費用）の増加が要因となっている。

売上高の内訳を見ると、物件販売については前年同期比 25.2% 減の 1,675 百万円となった。このうち「アセットシェアリング」シリーズは、「アセットシェアリング北千住駅前」（新築ビジネスホテル）、「アセットシェアリング京町家再生Ⅰ」（中古宿泊施設）の販売により同 35.5% 減の 431 百万円となり、その他不動産販売で同 20.9% 減の 1,243 百万円となった。また、その他不動産による賃貸収入は、リースバック物件の増加もあり同 19.8% 増の 362 百万円に、その他収入はリノベーション内装工事が横這いだったものの、「モンタン博多」のホテル運営収益やリースバック物件の契約手数料収入の増加等により、同 23.6% 増の 827 百万円とそれぞれ増収となり、売上総利益の増加要因となった。

業績動向



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

仕入物件の増加により総資産が拡大

3. 財務状況と経営指標

2019年5月期第2四半期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比3,194百万円増加の35,191百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が1,472百万円減少したが、たな卸資産が2,490百万円増加した。通常物件は地方店で仕入が増加したことにより、件数ベースで前期末比63件増の518件となったが、平均仕入単価の低下により金額ベースでは同6億円減少の106億円となっている。一方、賃貸物件に関しては「モントラン博多」をアセットシェアリング商品として販売開始するため固定資産から振り替えたこともあり同30億円増の89億円となった。また、固定資産ではリースバック事業による長期保有収益物件の取得等により有形固定資産が1,881百万円増加した。長期保有収益物件については前期末比18億円増の86億円、物件数で同112件増の196件となっており、増加の大半はリースバック物件の取得によるものとなっている。

負債合計は前期末比3,229百万円増加の25,088百万円となった。たな卸資産や長期保有収益物件の取得資金として有利子負債が同3,489百万円増加した。また、純資産合計は親会社株主に帰属する四半期純利益117百万円を計上した一方で配当金151百万円を支出したことにより、同35百万円減少の10,103百万円となった。

経営指標を見ると、有利子負債残高の増加を主因として自己資本比率が前期末の31.6%から28.7%に低下し、有利子負債比率が194.1%から229.4%に上昇した。今後もリノヴェックスマンションやリースバック物件の仕入れを積極的に行えば、有利子負債が先行的に増加していくことが予想される。同社では経営の安全性を保つため、自己資本比率の水準として25%以上を維持していく方針を示しており、同水準の範囲内で有利子負債を活用しながら収益を拡大していくことになる。

業績動向

連結財務諸表

(単位：百万円)

	16/5期	17/5期	18/5期	19/5期 2Q	増減
流動資産	24,793	28,697	23,837	24,945	1,107
（現金及び預金）	4,755	5,208	5,846	4,374	-1,472
（たな卸資産）	19,302	22,646	17,333	19,823	2,490
固定資産	7,239	7,012	8,159	10,246	2,086
総資産	32,032	35,710	31,997	35,191	3,194
流動負債	13,312	17,050	12,332	13,673	1,341
固定負債	9,835	9,140	9,526	11,414	1,888
負債合計	23,148	26,190	21,859	25,088	3,229
（有利子負債）	21,017	23,863	19,645	23,135	3,489
純資産合計	8,884	9,519	10,138	10,103	-35
(安全性)					
自己資本比率	27.7%	26.6%	31.6%	28.7%	-2.9pt
有利子負債比率	237.0%	251.3%	194.1%	229.4%	35.3pt

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2019年5月期業績は第4四半期に不動産売却を進めることで、利益ベースでの計画達成を目指す

1. 2019年5月期の業績見通し

2019年5月期の連結業績は売上高が前期比2.6%増の44,640百万円、営業利益が同9.2%増の1,703百万円、経常利益が同4.6%増の1,311百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同9.5%増の879百万円と期初計画を据え置き、3期ぶりの増益に転じる見通しだ。ただ、第2四半期までの業績進捗率はリノヴェックスマンション販売を中心に計画を下回っていることや足下の市場環境からすると、売上高に関しては通期も計画を下回る可能性が高い。ただ、利益面では第4四半期に複数の不動産物件の売却を予定しており、計画の達成を目指していく考えだ。このため四半期別で見れば第3四半期も利益は低水準が続く見通しで、第4四半期に一気に挽回する格好となる。事業別売上見通しは以下のとおり。

(1) リノヴェックスマンション事業（物件販売）

主力のリノヴェックスマンション事業の売上高は前期比 0.3% 減の 34,269 百万円、販売件数で同横ばいの 1,450 件、平均販売価格で同 0.3% 減の 23.6 百万円を見込んでいる。競争激化による首都圏での販売件数減少を地方拠点の拡大でカバーする計画となっている。ただ、計画達成に必要な下期の販売件数は 885 件と上期実績の 565 件に対して 1.6 倍に増やす必要がある。上期末の在庫数が 505 件、仕入決済から販売までの事業期間が 4 ヶ月弱かかることから、計画を下回る可能性が高いと弊社では見ている。ただ、売上総利益率に関しては 12% 台を維持する見通し。地方店については営業体制を強化して積極的に仕入活動を進めていくが、首都圏については中古マンション市況が依然高止まりしており、在庫件数も増加傾向が続いていることから慎重な仕入れを継続し、市況が軟化するタイミングを待って積極策に転じる方針だ。

(2) その他不動産事業（物件販売）

その他不動産事業の売上高は前期比 13.6% 増の 7,872 百万円となる見通し。このうち、アセットシェアリングの売上高は同 64% 増の 35 億円、その他不動産物件については同 9% 減の 43 億円を見込んでいる。アセットシェアリングに関しては、「アセットシェアリング北千住駅前」や「アセットシェアリング京町家再生Ⅰ」（完売済み）に加えて、新たに博多のホテル & レジデンス物件である「モンタン博多」（募集総額 15 億円）の販売を開始しており、売上貢献する。ただ、販売進捗はやや遅れ気味となっているため、計画を下回る可能性がある。

「モンタン博多」は築 30 年の共同住宅をリノベーションした物件で、2017 年 10 月にオープンして以降、ホテルの客室平均稼働率は高水準で推移しており、客室単価も当初想定を上回って推移するなど高収益物件となっている。駅チカで交通アクセスも良く、アジア圏からのグループ観光客の需要取り込みにも成功していることが要因だ。このため、オープン時に 48 室だった客室数を 2018 年に 73 室に増やしている（住居部分は 51 戸から 26 戸に減少）。分配予定利回り※は約 4.2%（運用期間 7 年（+延長期間 3 年））と高利回り案件となっている。ただ、地元の九州エリアでテレビ CM が打てないことから当初想定よりも完売までに時間を要する可能性がある。

※ 分配予定利回りとは、年間賃料収入から投資コスト（管理収入等）を差し引いた手取り分配金の物件価格に対する割合。

京町家再生プロジェクトに関しては第 2 弾以降の販売が 2020 年 5 月期以降となる見通しだ。「京町家再生Ⅰ」では 5 棟を 1 パッケージ化して商品化（募集総額 4.8 億円）したが、うち 3 棟は組成完了後にリノベーションを開始したため販売時点で利回りが確定せず、完売までに 1 年近くを要するなど販売面で課題を残した格好となった。このため、第 2 弾以降はリノベーション後に一定期間、自社で運用しトラックレコードを作り、利回りを確定してから販売する方針に切り替えた。既に対象となる物件は 10 棟以上保有しており、リノベーションを進めている。また、2018 年 12 月には京阪電鉄不動産と業務提携を発表しており、事業拡大を加速していく方針を打ち出している。京阪電鉄不動産が持つ京町屋物件の情報ルートを活用して仕入物件を増やしていくほか、共同出資による物件取得も視野に入れている。京町家の人気は外国人にも高く安定した利回りが期待される。京町家のストックは 4 万棟以上あると言われており、行政も国際観光都市である京都の伝統的な「京町屋」を残し、街並みの景観を保存していきたい意向を持っていることから、今後の売上拡大余地は大きいと見られる。

今後の見通し

京町家再生プロジェクト



出所：決算説明資料より掲載

アセットシェアリング以外の不動産販売については上期の1,243百万円から、下期は3,128百万円に拡大する見通しとなっている。新築分譲マンションの販売を予定しているほか、一棟もの物件等の売却を予定している。リノヴェックスマンションの販売下振れ分をカバーするため、期初計画よりも売却物件が増える見込みだ。新築分譲マンションでは「リシャル川崎 THE WEST」(2019年4月竣工予定)の販売を2018年11月から開始している。単身者利用を想定したコンパクトマンション(1LDK)で、JR川崎駅徒歩8分と利便性が良い。販売戸数32戸、販売価格は3,000万円台となり売上高としては約10億円が見込まれる。

(3) 賃貸収入及びその他収入

賃貸収入については、2018年5月期に手持物件の売却が進んだことから、前期比0.3%減の787百万円と微減で見込んでいる。ただ、上期はリースバック物件の積み上げもあって前年同期比16.0%増の453百万円となっており、通期でも増収となる可能性が高い。リースバック物件の仕入件数は2018年11月末で累計171件(うち、2019年5月期上期は103件)と順調に拡大している。営業人員をリノヴェックスマンション事業部からシフトし、前上期末の7名から16名に増強したことも仕入件数増につながっている。現状の仕入地域は首都圏が中心だが、今後は広告強化(テレビCM等)や大手不動産仲介会社との連携を進めていくことで全国展開を図り、早期に収益化していく方針となっている。

今後の見通し

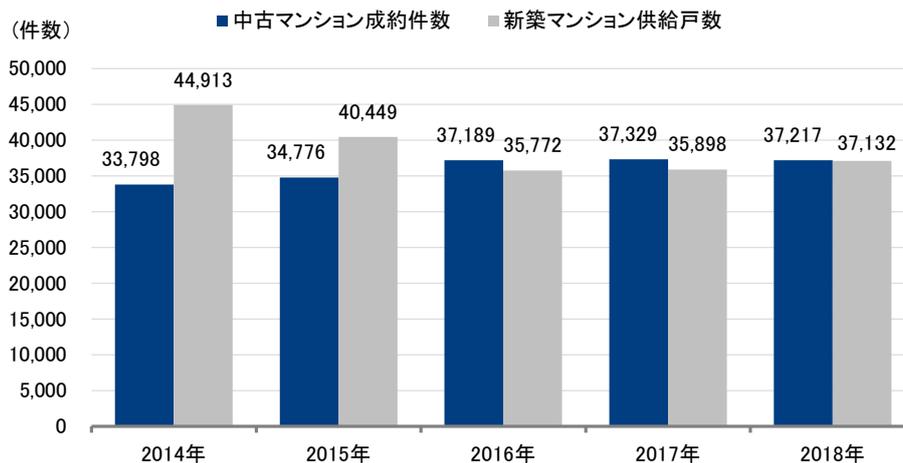
その他収入は前期比 21.0% 増の 1,709 百万円となる見通し。リノベーション内装工事請負事業が同業他社からの受注増により前期比 13% 増の 12 億円と 2 ケタ増収となるほか、「モンタン博多」のホテル運営収益、リースバック物件の取得手数料収入等の増加も見込まれる。リノベーション内装工事については、同業他社からの受注拡大が増収要因となる。平均売上単価は 7 百万円程度となっており、件数に換算すると 2019 年 5 月期に約 170 戸の内装施工を計画していることになる。リノヴェックスマンション事業と比較して 1 件当たりの利益額は小さくなるが、売上総利益率は上回る水準になっていると見られる。

首都圏の中古マンション市況はピークアウト感が見え始め、2019 年は仕入を積極化するタイミングをうかがう 1 年となる

2. リノベーションマンション市場の見通し

首都圏におけるマンションの販売動向について見ると、2018 年は中古マンション販売戸数が前年比 0.3% 減の 37,217 戸、新築マンションが同 3.4% 増の 37,132 戸となり、3 年連続で中古マンションが新築マンションの供給戸数を上回った。新築マンションは坪当たり単価が 6 年連続で上昇したが、初月契約率（平均値）が前年の 68.1% から 62.1% に低下したほか、販売在庫数も前年末の 7,106 戸から 9,552 戸と 2 年ぶりに増加に転じるなど、足下では景気の先行き不透明感が強まったこともあり、若干失速気味となっている。不動産経済研究所の見通し（2019 年 1 月発表）によれば、2019 年も都心の高額物件や湾岸部の人気エリア、郊外でも駅チカの大型再開発案件などを中心に前年並みの推移が予測されている。

首都圏のマンション市場動向



出所：中古マンションは（公財）東日本不動産流通機構、新築マンションは（株）不動産経済研究所の各データよりフィスコ作成

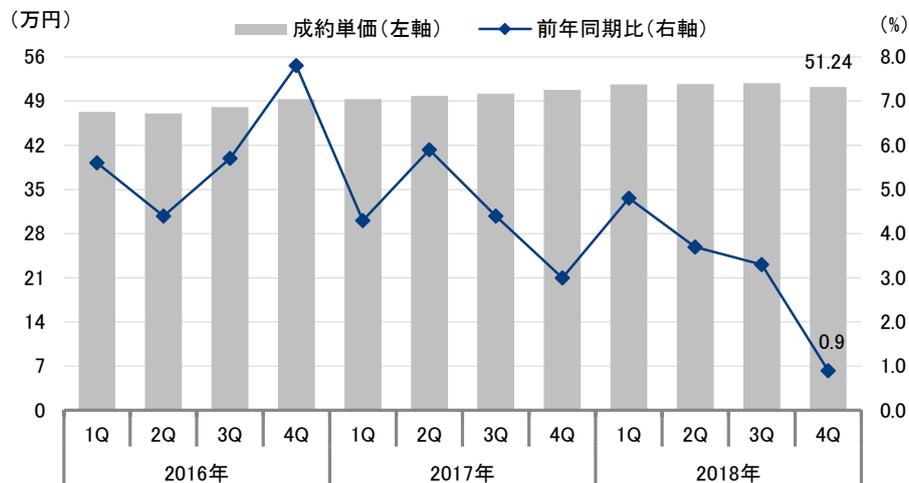
今後の見通し

一方、中古マンションの販売戸数については2018年に若干ながらマイナスに転じたものの、2019年も新築マンションの供給戸数が限定的なことから、ほぼ横ばい水準で推移するものと弊社では見ている。在庫数の増加率が縮小傾向となるなど需給バランスに改善の兆しは見えてきたものの、在庫が増え続けていることに変わりはない。2013年から上昇を続けてきた坪当たり単価の推移を見れば、2018年は後半にかけてピークアウト感が出始めており、2019年は前年比でマイナスに転じる可能性も出てきている。仮に市況が軟化すれば、2018年に積極的に首都圏で中古マンションを仕入れてきた事業者にとっては収益悪化要因となるが、同業他社に先行する格好で仕入れを絞り込んできた会社にとっては、逆に仕入れを積極化するタイミングが到来することになる。2019年は10月から消費税が引き上げられるため、それまでは需給バランスが崩れる可能性は低いと見られるが、消費税増税後の需給動向が注目される。

 首都圏の中古マンション成約、在庫件数伸び率
 (前年同月比)


出所:(公財)東日本不動産流通機構のデータよりフィスコ作成

首都圏中古マンションの成約㎡単価

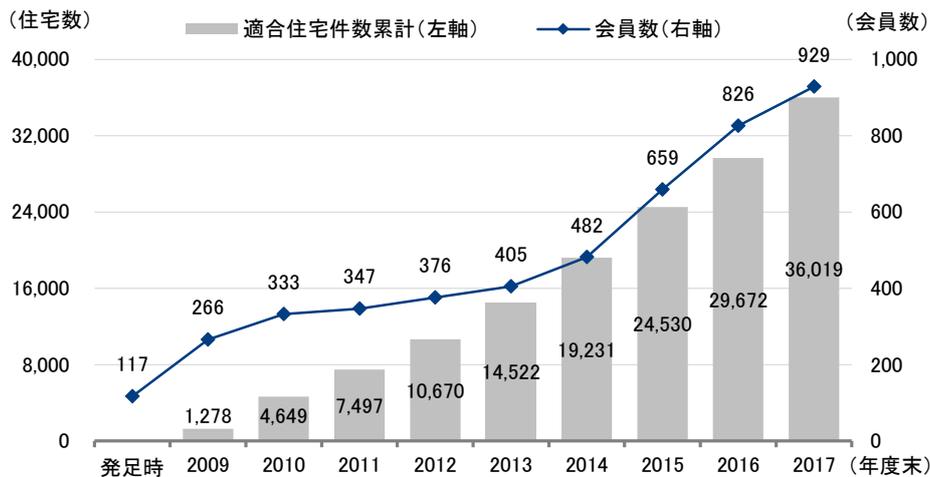


出所:(公財)東日本不動産流通機構のデータよりフィスコ作成

今後の見通し

なお、中長期的にはストックが積み上がっていくため、中古マンションの販売戸数は新築マンションの供給戸数を上回り、安定成長が続くとの見方に変わりはない。全国のマンションストックは2013年時点で約603万戸、このうちリノベーションを必要とする築20年以上の物件は約半分の300万戸となっているが、2030年にはこれが577万戸と2倍弱まで拡大すると予想されているためだ。マンションの1棟建て替えには居住者の同意が必要であり、実現が容易でないことも戸別のリノベーションマンション市場の拡大を後押しすると見ている。

今後の市場拡大を見越して、リノベーションマンションを手掛ける企業も増加傾向にある。リノベーション住宅の認知度向上と流通促進を目的に2009年に発足した(一社)リノベーション協議会の会員数(不動産、設計、ハウスメーカー、住設メーカー等)で見ると、協会発足時の117会員から2018年3月末時点では929会員と8倍に拡大した。参入企業の増加によって同社にとっては首都圏での販売件数が減少するなどマイナスの面も出ているが、地方エリアでのシェア拡大やリノベーション内装事業の拡大によって成長を目指していく考えだ。ちなみに、2017年度の適合リノベーション住宅件数を見ると6,347件となっている。同社の2018年5月期の販売件数は1,450件だったため、現在の市場シェアは約23%の水準と見ることができる。

**リノベーション推進協議会の会員数と
適合リノベーション住宅件数**


出所：(一社)リノベーション住宅推進協議会資料よりフィスコ作成

ハイブリッド型事業の拡充により、収益構造の安定化と成長を目指す

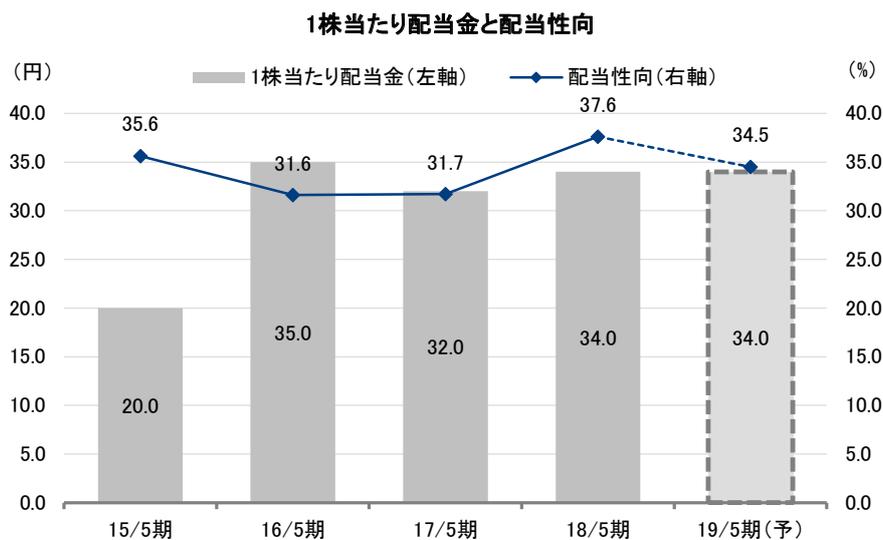
3. 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、事業ポートフォリオをフロービジネスからストックビジネスまで多様化を図り、ハイブリッド型の事業構造とすることで、経営の安定性を高めながら収益を拡大していく戦略となっている。現在のフロービジネスとしてはリノベーションやその他不動産の販売事業のほか、アセットシェアリング販売、リースバック物件販売、リノベーション内装事業等が挙げられる。また、継続的な収入につながるストック型ビジネスとしては、リースバック物件も含めた保有不動産から得られる賃貸収入のほか、アセットシェアリング物件の運営管理収入などが挙げられる。ストック型ビジネスは不動産市況が悪化しても、安定した収益源となるため、同ビジネスを拡充していくことで収益の安定性が向上することになる。

株主還元策

連結配当性向 30% 以上を目途に配当を実施

同社は株主還元策として、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型配当政策を導入している。具体的には、目標配当性向（連結ベース）で30%以上を目途に配当を実施していく方針を示しており、2019年5月期は前期比横ばいの34.0円（配当性向34.5%）を予定している。今後、収益拡大に伴い、配当性向が30%を下回れば増配が期待されることになる。



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティ対策

情報セキュリティ対策として、同社はコンピュータウイルス対策ソフトを導入しているほか、マルウェア等の攻撃や侵入を防ぐため、2017年にAI（人工知能）技術による高度な防御機能を搭載したシステムを導入し、運用している。また、外部からの社内ネットワークへの攻撃を防ぐファイアウォール装置も設置している。同時に情報機器の資産管理システムを運用し、各種ログを自動収集することで社内からの情報漏えい対策等を行っている。

サーバーの運用に関しては、データセンター内に構築した自社サーバーによるプライベートクラウドを商用クラウドへ段階的に移設しており、障害に対する信頼性向上やインフラの拡張性と同時に、外出先からでも情報共有を容易とし、企業向けSNSシステムとの併用により効率的な運用を行っている。

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。“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