

シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

<https://www.shinoken.co.jp/ir/>

2016年3月28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
堀部 吉胤

[企業情報はこちら >>>](#)

■ コア事業の土地付きアパート販売がけん引し、業績の拡大が続く

シノケングループ<8909>は、1990年に福岡で創業。アパート販売、マンション販売を2本柱とし、東京、福岡、名古屋など国内主要都市圏で事業展開。電話営業が主流の業界にあって、創業以来、セミナーや広告などによるプル型営業を貫いている。アパート販売は、土地を持たないサラリーマン層に土地からあつせんするというアパート経営の常識を覆すビジネスモデル。アパートやマンションの販売に伴い、賃貸管理、家賃滞納保証などのストック収益が自動的に積み上がる仕組みになっている。2012年12月に福岡市の介護事業者を買収したのを皮切りに介護事業に参入。2014年2月に老舗中堅ゼネコンの(株)小川建設を買収し、マンション施工の一部内製化を図っている。リーマンショックで財務を毀損したが、その後、2015年12月期まで6期連続増収増益となり、自己資本は123億円、自己資本比率は23.5%まで回復。

2015年12月期連結業績は、売上高550億円(前期比38.6%増)、営業利益68億円(同43.5%増)。期初予想を売上高で50億円、営業利益で16億円、それぞれ大幅に上回る好決算となった。引渡棟数が320棟(同149棟増)となったアパート販売事業がけん引した。

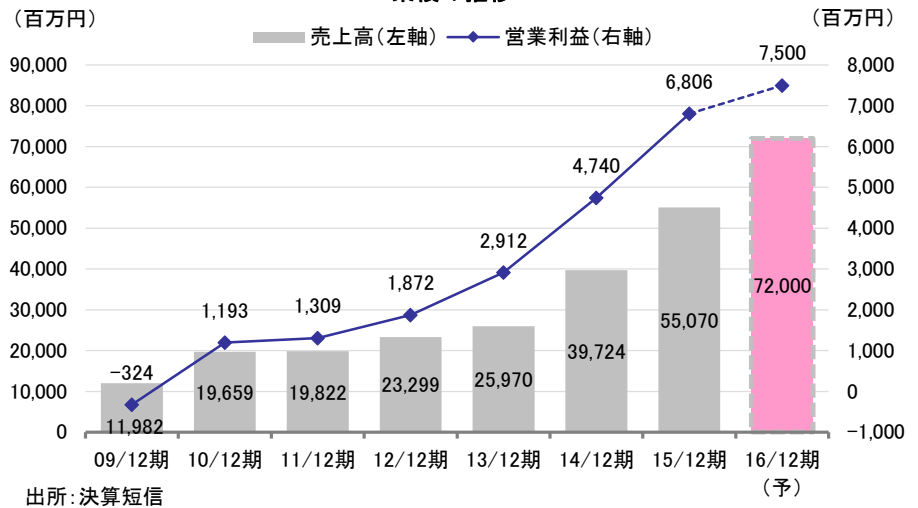
2016年12月期会社連結業績予想は、売上高720億円(前期比30.7%増)、営業利益75億円(同10.2%増)。アパート販売の受注残が389棟と潤沢であり、引続きアパート販売がけん引し、業績続伸見込み。会社予想は保守的とみられ上振れの可能性が高いだろう。

中期経営計画では最終期の2018年12月期に売上高960億円、営業利益94億円、純資産286億円を掲げている。フロービジネスでは東京におけるアパート販売を加速させ、ストックビジネスはアパート、マンション販売に伴う自然増に加え、M&Aによって上乘せを図る方針。リーマンショックの経験から開発期間の長いマンション販売は拡大せず、横ばい圏で推移させる方針。中期経営計画には織り込んでいないが、民泊関連事業への展開も模索している。

■ Check Point

- ・ 超低金利を背景にした堅調なアパート、投資用マンション需要を背景に業績続伸
- ・ 今後は東京におけるアパート販売が業績のけん引役になる見込み
- ・ 周辺事業などへの積極的なM&Aも実施しストックビジネスの拡充も目指す

業績の推移



■ 会社概要

投資用の土地付きアパート販売のフロントランナー

(1) 沿革

1990年、現代表取締役社長の篠原英明(しのはらひであき)氏が25歳の時に福岡市に(株)シノハラ建設システム(現シノケングループ)を設立。現在でも福岡市に本社を置く。土地を持たないサラリーマン層に土地付き木造アパートを販売するという旧来のアパート経営の常識を覆すビジネスモデルで事業を開始した。その後、順調に事業を拡大し、2001年には東京に進出。2002年にJASDAQ上場を果たした。

土地付きアパートの購入を検討するサラリーマン層は、投資用ワンルームマンションも検討対象になるため、顧客を取りこぼすことがないよう、2003年に東京の中堅投資用マンションディベロッパーの(株)日商ハーモニー(現(株)シノケンハーモニー)を買収した。同社は当時経営不振に陥っていたが、投資用不動産という同一カテゴリであり、立て直しが可能と判断し、当時の経常利益と同水準である約2.8億円の投資を行い、投資用マンションの開発、販売に乗り出した。2005年11月に元一級建築士による耐震偽装事件が社会問題化した際、同社が手掛けたマンションにもこの元一級建築士が関わった物件があった。事件に巻き込まれた他社が補償に難色を示すなか、同社は該当7物件に関し総額30億円の補償を即断し、オーナーから物件を買戻した。このため2006年3月期は約6億円の最終赤字となったが、素早い対応、危機管理能力は、同社の信用をむしろ高める結果となり(返金を受けたオーナーの多くはその資金を元手に新たに同社の物件を購入したという)、翌期の業績はV字回復した。

2007年10月に(株)シノケングループを純粋持株会社とするホールディング制に移行した。リーマンショックを受けた金融機関の貸し渋りにより、不動産の流動性が低下し、2009年3月期に棚卸資産評価損などにより、41.4億円の最終赤字となり、財政状況が毀損した。決算期を12月に変更した2009年12月には小幅の赤字が残ったが、金融市場の落ち着きを受け2010年12月期に黒字化した。以降、6期連続増収増益と業績は急成長している。この間、M&Aも活用し、介護関連事業、ゼネコン事業など周辺事業へ事業領域を拡大してきた。



シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

<https://www.shinoken.co.jp/ir/>

2016年3月28日(月)

会社沿革

年月	概要
1990年 6月	持株会社である現(株)シノケングループ(福岡市中央区)を資本金500千円で設立し、アパート販売事業及び不動産賃貸管理事業を開始
1990年 6月	福岡圏でLPガス供給販売事業を行う現(株)エスケーエナジー(福岡市中央区)を設立
1999年 2月	金融・保証関連事業を行う現(株)シノケンコミュニケーションズ(福岡市中央区)を設立
2000年 7月	福岡市博多区博多駅南一丁目15番22号に旧本社ビル完成。同時に本社を移転
2001年 1月	首都圏への事業拡大に伴い、東京都港区に「東京オフィス」を開設
2002年12月	日本証券業協会に株式を店頭登録
2003年 7月	(株)日商ハーモニー(現(株)シノケンハーモニーに吸収合併・東京都港区)の株式を取得し、同社を完全子会社化し投資用ワンルームマンション販売事業を開始
2004年 1月	名古屋圏への事業拡大に伴い、名古屋市中区に「名古屋オフィス」を開設
2004年12月	日本証券業協会への店頭登録を取消しジャスダック証券取引所(現東京証券取引所JASDAQ)に株式を上場
2005年 1月	札幌圏への事業拡大に伴い、札幌市中央区に「札幌オフィス」を開設
2006年 4月	仙台圏への事業拡大に伴い、仙台市青葉区に「仙台オフィス」を開設
2007年 1月	中国における不動産投資業および賃貸仲介事業を目的とし、中国不動産市場へ参入
2007年 5月	持株会社導入に伴う、アパート販売事業及びマンション販売事業を承継する事を目的として、現(株)シノケンハーモニー(東京都港区)を設立
2007年10月	グループ経営の効率化とスピード化を目的とした事業再編を図るため、持株会社制を導入
2007年12月	名古屋圏でLPガス供給販売事業を行う(株)エスケーエナジー名古屋(名古屋市中区)を設立
2008年 8月	事業再編の一環として、不動産賃貸管理事業を専業で行う、現(株)シノケンファシリティーズ(福岡市中央区)を設立
2009年12月	首都圏でLPガス供給販売事業を行う(株)エスケーエナジー東京(東京都港区)を設立
2009年12月	現SKG INVEST ASIA(HONG KONG)LIMITEDの株式(発行済株式の70%)を取得し、同社並びに同社の子会社である現希諾建(上海)物業経営管理有限公司を子会社化
2010年 9月	首都圏を中心にビルメンテナンス事業を行う現(株)シノケンアメニティ(東京都文京区)の株式を取得し、完全子会社化するとともに、マンション管理事業に参入
2011年 4月	現SKG INVEST ASIA(HONG KONG)LIMITEDの株式(発行済株式の30%)を追加取得し、同社並びに同社子会社の現希諾建(上海)物業経営管理有限公司を完全子会社化
2011年 5月	アパート販売事業の企画およびマーケティング事業を行う事を目的として、現(株)シノケンプロデュース(東京都港区)を設立
2012年12月	介護関連事業の統括を行う事を目的として、(株)シノケンウェルネス(東京都港区)を設立
2012年12月	福岡圏で介護関連事業を行う(株)リクロス(福岡市中央区)の株式を取得し、同社を完全子会社化
2013年 5月	福岡市中央区天神一丁目1番1号に本社を移転
2013年 9月	少額短期保険事業を行うジック少額短期保険(株)(千葉県東金市)の株式(発行済株式の50%)を取得し、同社を子会社化
2014年 2月	(株)SKG NEXT(東京都港区)の株式を取得し、同社並びに同社の子会社である(株)SKG INVEST(東京都港区)、ゼネコン事業を行う(株)小川建設(東京都新宿区)及び(株)小川建物(東京都新宿区)を完全子会社化
2014年 9月	名古屋圏でマンション管理事業を行う、(有)マンションライフ(名古屋市中区)の株式を取得し、同社を完全子会社化
2014年 9月	Shinoken & Hecks Pte Ltdの株式34%の取得を行い、海外進出2カ国目となるシンガポールに進出
2014年12月	関西圏への事業拡大に伴い、大阪市淀川区に「大阪オフィス」を開設
2015年 2月	グループホーム施設運営及び介護サービス事業を行う現(株)フレンド(東京都港区)の株式を取得し、同社を完全子会社化
2015年 8月	海外進出3カ国目となる、インドネシア市場参入を目的とし、(株)小川建設 ジャカルタ駐在員事務所を開設
2015年10月	首都圏において実需用マンションの開発・販売を展開する(株)プロバストの株式を追加取得し、同社と資本・業務提携を締結するとともに、持分法適用関連会社とする。

出所：有価証券報告書、会社資料

(2) 事業概要

7セグメントで構成されており、フロービジネスのa)アパート販売事業、b)マンション販売事業、c)ゼネコン事業と、その周辺事業であるストックビジネスのd)不動産賃貸管理事業、e)金融・保証関連事業、f)介護関連事業、g)その他(LPガス供給販売事業など)に大別される。祖業であるアパート販売とマンション販売が収益の柱。アパート販売、マンション販売に連動し、ストックビジネスが着実に積み上がるビジネスモデルになっている。

2016年3月28日（月）

a) アパート販売事業

同社のコア・コンピタンスと言える事業。担当する事業会社は（株）シノケンプロデュース及びシノケンハーモニー。賃貸需要の高い5大都市圏（東京、福岡、名古屋、大阪、仙台）の市街地の駅から10分以内のアパート用地を同社で一旦取得し、木造アパートを建築したうえで、土地・建物を合わせて個人投資家等（サラリーマン、公務員を中心に医者、自営業、法人、台湾や香港の投資家等）に販売している。創業以来、累計で3,000棟以上を販売してきた。

用地を取得した段階で投資家向けの営業を開始し、用地仕入れから引渡しまでの事業期間はおおむね半年と回転の早いビジネス。

現状のエリア別の販売価格等はおおむね以下のとおり。土地部分に関してはほぼ原価で販売し、アパート建築に関して利益を得ている。このためマンション販売事業に比べ売上高営業利益率は低い。

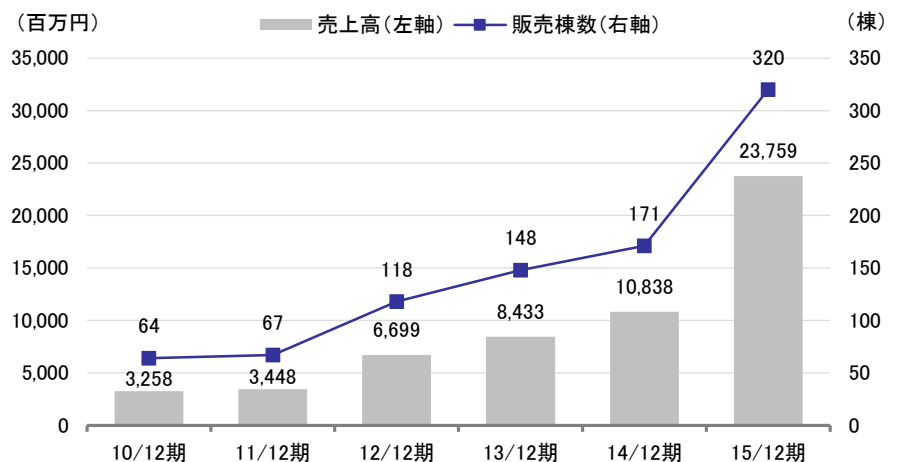
アパートの販売価格等

エリア	価格帯（土地・建物合計）	表面利回り	間取り	主な入居者層
東京	6,000万円～1億5,000万円	5.2%～	1K～1LDK ロフト付 (11～40m ²)	40歳代以下の 単身者又は DINKS
福岡	3,000～8,000万円	6.2%～		
名古屋	4,000～8,000万円	6.2%～		
大阪	5,000万円～1億円	6.0%～		
仙台	3,000～8,000万円	6.2%～		

出所：会社資料

1棟当たりおおむね7～8戸。一部空室が発生しても投資家は賃貸キャッシュフロー上、致命的な影響を受けないため、原則、同社でサブリース（家賃保証）は行っていない。

アパート販売の売上高推移



出所：決算短信、会社資料

b) マンション販売事業

担当する事業会社はシノケンハーモニー。東京圏（東京と一部、神奈川）において投資用マンションを企画、開発し、個人投資家等に販売している。

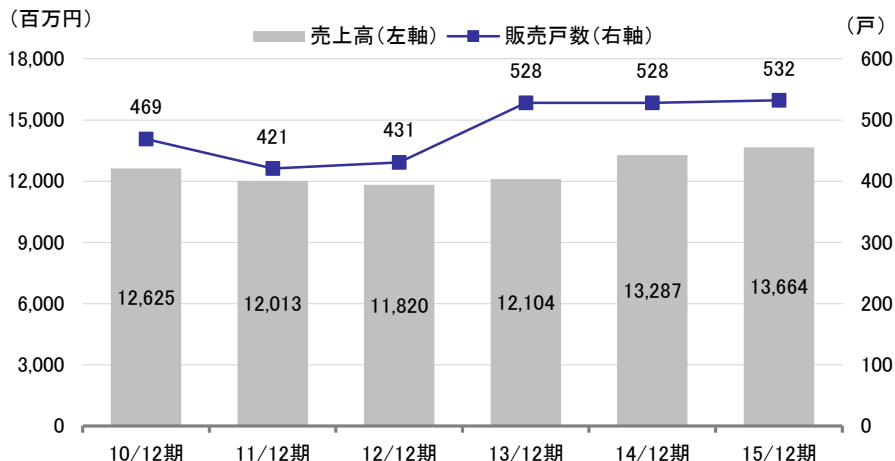
原則、住戸のタイプはワンルームで専有面積は20～30㎡だが、条例によるワンルームマンション規制（区によって様々な規制がある）により、一部、40～50㎡、あるいはそれ以上の広さの住戸をつくり込む必要がある。未婚化、晩婚化により単身世帯や夫婦のみの世帯が増加していることもあり、2013年1月に実需用マンション販売チームを新設し、こうした広めの住戸については投資用だけでなく実需用としても販売を開始した（販売戸数全体に占める実需は1割に満たない程度）。

2015年9月には東証JASDAQに上場している（株）プロパスト<3236>と資本・業務提携し、DINKS向けの住戸部分の販売や用地仕入れ情報の相互紹介などで協業する方針。なお、プロパストは、小川建設を2014年2月に買収する際（後述）、小川建設の資本上位会社を買収する形を取ったが、当該会社が小川建設の株式の100%のほかに、プロパストの株式の15.4%を保有していたため、付随的にプロパストの株式を取得することになった。2015年9月の資本・業務提携により、プロパストの第三者割当増資約2億円を引受け、出資比率を19.5%とし、プロパストを持分法適用関連会社とした。

2009年12月に福岡で投資用マンション事業を展開する（株）えんを持分法適用関連会社化し、福岡で開発した投資用マンションをえんに1棟卸を行っていた。その後、個人投資家向け販売により充分な販売先を確保できていることや、経営資源の選択と集中のために2015年3月に資本・業務提携を解消した。それ以降、福岡では開発を行っていない。

アパート販売事業と異なり、投資用マンションについては、原則、サブリースにより家賃保証をしている。投資用マンションは、1戸のみの購入だと入居者の入れ替わりにより空室が発生すると一時的にせよ賃料収入が完全になくなり、投資家にとって空室リスクが高いためである。サブリース賃料は2年ごとに見直しているため、同社の逆ざやリスクはない。

マンション売上高の推移



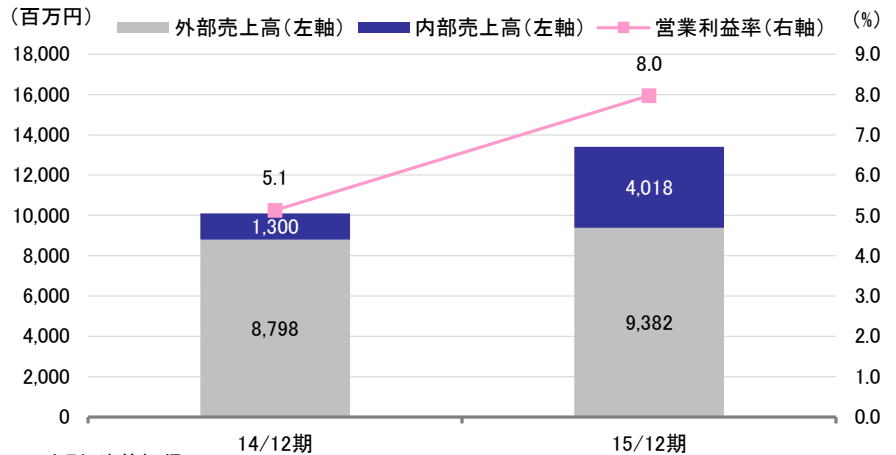
出所:決算短信、会社資料

c) ゼネコン事業

2014年2月に買収し、完全子会社化した小川建設で事業展開している。小川建設は明治42年創業の建築系の中堅ゼネコン（土木は手掛けていない）。本社は新宿区で、関東圏を中心に、マンションをはじめ教育施設、病院、事務所などの建築請負を幅広く行っている。他の投資用マンションの開発業者からの受注もある。老舗で相応の技術力、知名度があったが、リーマンショックによる取引先の破綻による貸倒や銀行の貸し渋りを受け2009年1月に民事再生法適用申請に至っていた。

小川建設を買収した主目的は、マンション販売事業におけるマンション建築の内製化。東日本大震災以降、建設技能労働者不足が顕在化し、ゼネコンが受注を拒否するような事態も起きていたため、安定したマンション供給を行うためにグループ内にゼネコンを持ちたいと考えたもよう。ただし、コスト競争力を持たせるため、外部のゼネコンにも発注しており、2015年12月期の内製化率は約50%であった。

建設事業の売上高の推移



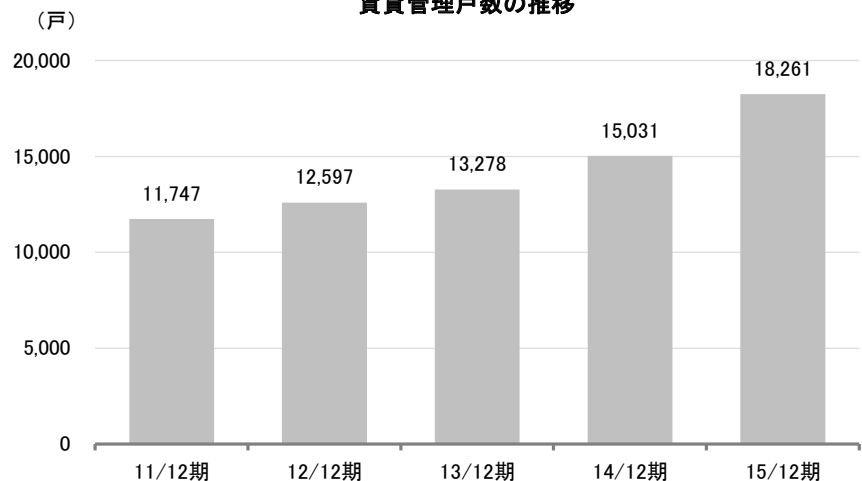
出所:決算短信

注:14/12期は11ヶ月分

d) 不動産賃貸管理事業

ストックビジネスの中核となる事業。(株)シノケンファシリティーズにおいて、賃貸住宅の入居者募集、家賃回収及びメンテナンス等、賃貸住宅経営を全面的にサポートする賃貸管理事業を行っている。2015年12月期末の賃貸管理戸数18,261戸(前期末比3,230戸増)のうち18,000戸近くが、同社グループが開発したアパート、マンションで、若干、他社が開発した物件の管理も行っている。約14,000戸がアパート、約4,000戸がマンション。2015年の平均入居率は97.1%と非常に高水準だ。

賃貸管理戸数の推移



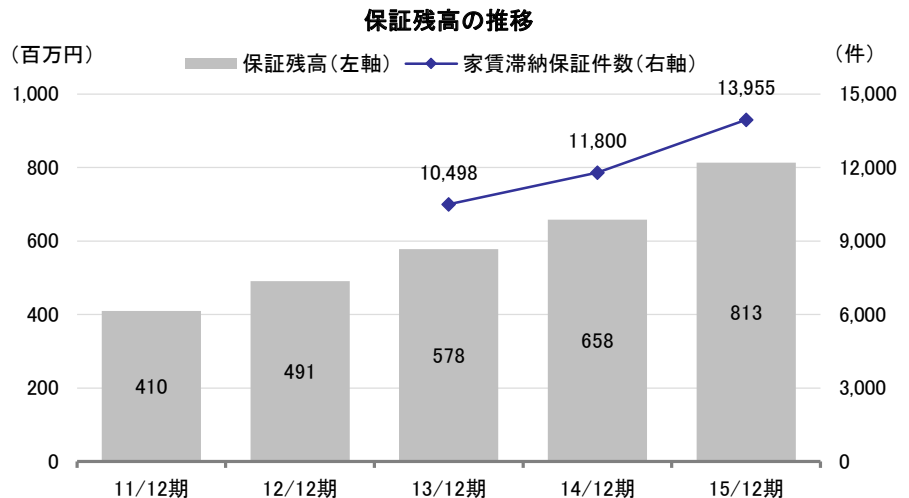
出所:有価証券報告書、会社資料

このほか、(株)シノケンアメニティが東京で、(有)マンションライフが名古屋圏において、マンション管理事業(管理組合からの受託)、ビル管理事業を展開しており、清掃や設備点検などを行っている。マンション管理戸数は2015年12月期末で3,705戸(前期末比591戸増)。

e) 金融・保証関連事業

（株）シノケンコミュニケーションズにおいて、家賃の滞納が生じた場合に、滞納家賃を立替える家賃滞納保証業務を行っているほか、同社グループからアパートを購入しようとする個人顧客が自己資金と金融機関からの融資だけでは購入資金が不足する場合に同社から不足分を貸付けるバックアップローンを行っている。ただし、近年は金融機関の不動産融資姿勢が非常に緩和しているためバックアップローンの必要性が薄れていることから、ここ4～5年は新規の融資実行はない。

2015年12月期末の家賃滞納保証件数は13,955件（前期末比2,155件増）、保証残高は8.1億円（同1.5億円増）。延滞率は0.52%と非常に低位に抑えられている。新規の入居者には必ず加入してもらうため、着実に増加している。保証件数が賃貸管理戸数よりも少ないのは、約10年前に当該事業を開始する以前に入居してからまだ入れ替わっていない入居者がいるため、時間の経過とともに賃貸管理戸数に近付いていくことになる。



注: 12/12期以前の保証件数は不明

また、50%を出資する子会社のジック少額短期保険（株）において、同社グループが販売したアパート、マンションの入居者向けに家財保険を販売している。

賃貸住宅の入居者やオーナーのニーズをくみ取り、2014年7月には同社独自商品である「孤立死原状回復費用保険」や「スーカ対策費用保険」などの特約が付帯できる新たな家財保険「生活安心総合保険」の販売を開始した。高齢化社会の進展により賃貸住宅オーナーにとって高齢単身者の受入れは避けて通れない時代になっているが、従来の保険では孤立死した被保険者の法定相続人しか保険金を請求できず、身寄りがいない場合には賃貸住宅オーナーが費用を全額負担せざるを得なかった。「孤立死原状回復費用保険」（特約）では、賃貸住宅オーナーを被保険者とすることでこの問題をクリアした。高齢単身者にとってもこの特約に加入することにより賃貸住宅への入居が容易になるため、社会的意義の高い保険と言える。

f) 介護関連事業

担当事業会社は（株）シノケンウェルネスとその完全子会社である（株）フレンド及び（株）アップルケア。

東京と福岡で3棟のサービス付き高齢者向け住宅（サ高住）を保有、運営しているほか、大阪、東京でグループホーム6棟を主として保有、運営しており、2017年6月には福岡で新たにグループホームを開設予定。東京と福岡ではデイサービスも展開し、各施設の利用者に対する訪問介護サービス等の提供も行っている。

また、既存の若年層向け賃貸マンション、アパートの空室をリニューアルし、24時間介護サービスの付いた高齢者向け賃貸住宅とする「楽らくプラン」というサービスを展開している。有料老人ホームに入所するのに比べ格段にリーズナブルで、生活の自由度も高く、このビジネスモデルは2013年度グッドデザイン賞を受賞した。

このように幅広い要介護度に対するサービスをワンストップで提供できる体制が整ってきている。

g) その他の事業

当該事業の中心となるのは、LPガス供給販売。そのほとんどは当社グループが販売したアパート、マンションの入居者に対するもの。担当する事業会社は（株）エスケーエナジー、（株）エスケーエナジー名古屋、（株）エスケーエナジー東京であり、福岡、名古屋、東京の3拠点で展開している。2015年12月期のLPガス供給世帯数は15,569世帯（前期比2,528世帯増）。

(3) ビジネスモデルの特徴と強み

a) 「土地がなくても、自己資金が少なくても、アパート経営ができる」という業界の常識を覆すビジネスモデルの先駆者

アパート経営というと地主が相続税対策や遊休資産の活用のために行うものというイメージが強く、実際、大手ハウスメーカーや大東建託<1878>などでは地主に対し、そのような提案をし、アパート建築を請負っている。こうしたなか、同社では土地を持たず自己資金も少ない普通のサラリーマン、公務員層を主要ターゲットに、老後に向けた資産形成の一手段として土地付きアパートを提案するという業界の常識を覆す独自のビジネスモデルで事業を展開してきた。

地主向けのアパート建築請負も地主から特に要望があった場合などに限り行っているが、年に数棟程度に過ぎない。経営資源の効率活用の観点から、同社から地主に積極的に営業をかけることはしていない。

b) 約25年のトラックレコードを背景に競争優位性を維持している

土地から購入して果たしてアパート経営が成立するのかという疑念が持たれるところだが、創業来約25年にわたり、同社グループが供給してきた3,000棟以上のアパートで経営破綻を起こしたことは一例もない。その要因として、1) 大都市圏の市街地で駅から10分以内で賃貸需要が確実に見込めるエリアに限って物件供給をしてきたこと（売上高拡大のために立地条件を緩めることをしなかった）、2) 若年層に訴求するデザイン性に優れた物件を供給してきたこと（引渡し後の適切な管理などにより創業来通算で97.1%という高い入居率を維持してきた）、3) 狭小地や変形地などを生かすプランニング力に優れ、比較的用地を安く取得してきた、4) 大手ハウスメーカーに比べ建築費がかなり安い、5) 創業来、総じて低金利が続いてきた、ことなどが挙げられよう。

居住用の住宅ローンと異なり、アパートローンについては、借り手の信用力だけでなく販売会社の実績を金融機関は重視する傾向がある。こうした約25年のトラックレコードを背景に、2014年から年収が500万円程度あれば、頭金ゼロ（全額ローン）、融資期間35年、金利2%程度という破格の好条件でのアパートローンの利用が可能になっている。金利などの融資条件はアパート経営の上で非常に重要である。

土地付きアパート販売の競合会社としては、2015年12月に東証マザーズに上場したインベスターズクラウド〈1435〉や、比較的大きな未上場企業、シノケングループからスピンアウトした社員が起業した小規模な会社などかなり増えてきているが、フロントランナーとしての実績を背景にしたアパートローンの融資条件の優位性、狭小地や変形地におけるプランニング力などで競争優位性は高いと言える。

また、同社では一旦、用地を自ら取得するのに対し、インベスターズクラウドは自らのB/Sを通さず仲介の形で投資家に土地を紹介している。B/Sを通すビジネスモデルの方が、当然資金負担は重くなるが、1) 迅速な用地仕入れができる、2) 用地を分筆して複数棟開発するなど柔軟な企画が可能、3) 顧客投資家がアパートローンの審査を否認されたような場合、その後の対応が容易、などの利点がある。

c) コンプライアンス重視のプル型の営業スタイル

投資用マンションの営業スタイルは、業界では電話営業が一般的。2011年2月に投資用マンション開発を行う上場他社が執拗な電話勧誘を繰り返していたとして国土交通省から業務停止処分を受けたことからわかるように、電話営業は消費者とのトラブルを惹起しやすい。

また、地主向けのアパート建築の営業スタイルは、訪問営業（飛び込み営業）が多く、これも過去、度々メディア等で批判にさらされてきた。

同社は営業スタイルの面でも業界では特異で、創業時からアパート販売において電話営業は行わず、セミナーやCMなどによるプル型営業を貫いてきた。投資用マンション開発の旧日商ハーモニー（現シノケンハーモニー）は2003年7月に同社が買収するまでは電話営業が主流だったが、同社が完全子会社化してからは完全にプル型営業に転換している。

同社からアパート、マンションを購入した顧客の満足度は高く、販売物件数の約4割が既存顧客のリピート、紹介となっている。営業に関してコンプライアンス面の不安は乏しいと言える。

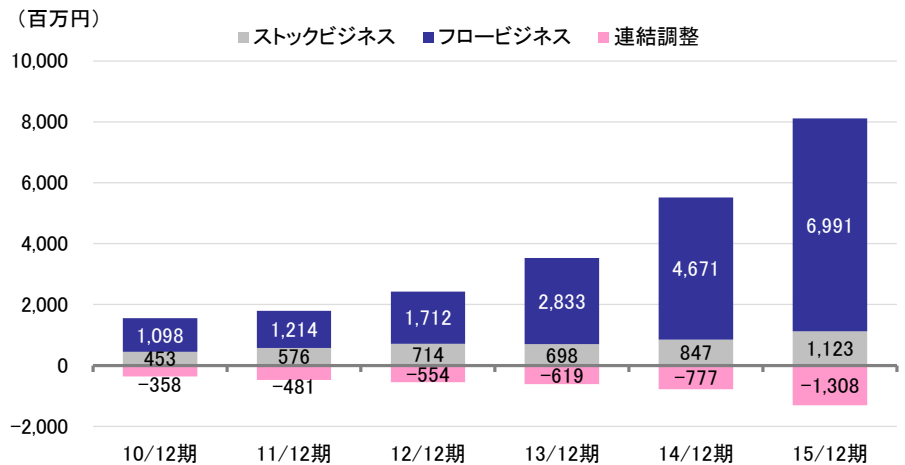
d) フロービジネスでの販売に連れて自動的にストックビジネスが積み上がる

介護関連事業以外のストックビジネスの収益は、フロービジネスでの販売に連動して自動的に積み上がる仕組みになっている。

足元は金融機関の積極的な不動産融資姿勢、超低金利を受け、フロービジネスが高い伸びとなっている結果、ストックビジネスの収益のウエイトは低下しているが、着実に積み上がっている。リーマンショックのような金融市場の激変などが起きた場合にはストックビジネスが業績の下支えとなろう。

また、ストックビジネスの柱である不動産賃貸管理事業では、高い入居率を維持しており、これがフロービジネスの営業においてプラスに働く（リピートや紹介につながるなど）といった好循環を生んでいる。

フロービジネス、ストックビジネスの営業利益の推移



出所: 会社資料、決算短信をもとにフィスコ作成

■ 決算動向

アパート販売事業がけん引し、期初予想を大幅に上回る好決算に

(1) 2015年12月期業績概況

2月15日に発表された2015年12月期決算は、売上高550億円(前期比38.6%増)、営業利益68.0億円(同43.5%増)、経常利益64.4億円(同49.8%増)、純利益44.4億円(同54.0%増)と大幅増収増益。超低金利の継続などを背景に投資用アパート、マンションの旺盛な需要が続いていることを背景に、6期連続で増収増益、4期連続で過去最高益を更新した。7セグメントすべてで過去最高益を更新したが、特にコア事業であるアパート販売事業がけん引した。ROEは43.8%(前期比0.5pt減)と高水準を維持した。

期中、第1四半期と第3四半期決算発表時に2度会社業績予想を上方修正しており、期初予想に対しては、売上高で50.7億円、営業利益で16.0億円、経常利益で15.9億円、純利益で11.4億円、それぞれ大幅に上回った。アパート販売における引渡しが当初見込み以上に順調に進捗したことなどによる。

(2) 主力2セグメントの業績動向

a) アパート販売事業

セグメント業績は、売上高237億円(前期比2.2倍)、営業利益26.8億円(同2.7倍)と急伸した。販売(引渡)棟数は320棟(同149棟増)。2014年12月期末の受注残249棟の引渡しに加え、期中受注期中引渡も順調に進展した。引渡棟数のエリア別内訳は、概算で名古屋100棟、福岡100棟、東京60棟、仙台40棟、大阪20棟だったとしている。2014年12月に大阪オフィスを開設し、昨年初から大阪エリアで受注活動を開始。上期の受注分が引渡しにつながった。特に大きく伸びたのが東京。従来、東京のウエイトは10%程度だったが、20%近くに高まった。

期中の受注棟数は460棟(前期比201棟増)と非常に好調だった。大阪エリアが新たに加わった効果のほか、東京が大きく伸びたもよう。他のエリアも総じて好調だったもようだ。結果、期末の受注残は389棟(前期末比140棟増)と積み上がった。

2016年3月28日(月)

アパート関連指標

	10/12	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12
販売(引渡)棟数(棟)	64	67	118	148	171	320
売上高(百万円)	3,258	3,448	6,699	8,433	10,838	23,759
販売単価(万円)	5,090	5,146	5,677	5,698	6,338	7,425
受注棟数(棟)	69	110	146	200	259	460
受注高(百万円)	3,350	5,784	8,468	12,494	18,954	34,901
受注単価(万円)	4,855	5,258	5,800	6,247	7,318	7,587
受注残棟数(棟)	38	81	109	161	249	389
受注残高(百万円)	1,801	4,138	5,906	9,967	18,082	29,223

出所：有価証券報告書、会社資料をもとにフィスコ作成

b) マンション販売事業

セグメント業績は、売上高 136 億円(前期比 2.8% 増)、営業利益 32.3 億円(同 2.8% 増)と微増収微増益。マンションの引渡戸数は 532 戸(同 4 戸増)と計画の 518 戸をやや上回った。開発期間はマンションの場合、2～3年とアパートの約半年に比べ長い場合、リーマンショックのような環境の激変が起きた場合のリスクを考慮して、年間の上限を 520～540 戸にとどめる方針であり、2013 年 12 月期以降おおむね横ばい圏で推移している。今後もこの方針に変わりはない。

マンション関連指標

	10/12	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12
区分販売の引渡戸数(戸)	469	421	431	528	528	532
1棟卸の引渡棟数(棟)	3	5	2	1	0	0
売上高(百万円)	12,625	12,013	11,820	12,104	13,287	13,664
区分販売	9,819	8,058	9,280	11,446	13,287	13,664
1棟卸	2,806	3,954	2,539	658	0	0
区分販売の単価(万円)	2,094	1,914	2,153	2,168	2,516	2,568
区分販売の受注戸数(戸)	446	439	472	535	560	559
1棟卸の受注棟数(棟)	1	3	0	0	0	0
受注高(百万円)	10,140	11,763	10,109	11,991	14,899	13,579
区分販売	9,213	8,561	10,109	11,991	14,899	13,579
1棟卸	926	3,202	0	0	0	0
区分販売の受注残戸数(戸)	36	54	95	102	134	161
1棟卸の受注残棟数(棟)	5	3	1	0	0	0
受注残高(百万円)	4,657	4,408	2,696	2,583	4,195	4,109
区分販売	708	1,210	2,038	2,583	4,195	4,109
1棟卸	3,949	3,197	658	0	0	0

出所：有価証券報告書、会社資料をもとにフィスコ作成

(3) 主力 2 事業以外の業績動向

これら主力 2 事業以外も総じて順調だった。なかでも、ゼネコン事業の増益が全体への寄与の点で大きかった。小川建設の通期寄与に加え(14/12 期は 11 ヶ月分の取り込み)、良好な建設市場を背景に工事利益率が改善した。

(4) 財務内容

好調な期間利益の積み上げにより、2015 年 12 月期末の自己資本は 123 億円(前期末比 43 億円増)、自己資本比率は 23.5%(同 2.8pt 増)と改善した。現下の非常に良好なデット資金調達環境では問題のない水準まで回復したと言えよう。

潤沢なアパートの受注残があり、2016年12月期の業績見通しは明るい

(5) 2016年12月期業績見通し

2016年12月期会社業績予想は、売上高720億円(前期比30.7%増)、営業利益75.0億円(同10.2%増)、経常利益71.0億円(同10.1%増)、純利益48.0億円(同7.9%増)。

セグメント別の予想は開示されていないが、今期も業績のけん引役になる見込みなのは、アパート販売事業。前期末の受注残が389棟と潤沢であり、これに加え上期の受注分がおおむね今期中の引渡しになるため通期の引渡棟数は前期の320棟から大幅に増え、550棟を超え、600棟に迫ると予想する。大阪が本格寄与してくるほか、東京が前期の60棟から150棟程度に大きく伸びるようである。東京は1棟当たりの単価が高いため、増収寄与は棟数の伸び以上に大きくなる。

マンションは先述のとおりおおむね横ばい圏となろう。ストックビジネスは着実に拡大しよう。

売上高の伸びに比べ営業利益の伸び率が低い予想になっているのは、1) アパート販売事業において、土地代のウエイトの高い東京の構成比が高まること(土地部分ではほぼ利益を取っていない)、2) 業容拡大に伴う人員増、前期には行っていなかったTVCMを1月から開始したことによる広告宣伝費の増加などによる販管費の増加、のためと考えられる。TVCMには俳優の佐々木蔵之介(ささきくらのすけ)氏を起用。かなりの反響があり、アパート販売の営業の集客に一役買っているほか、人員採用にもプラス効果が現れているという。

こうした点を考慮しても会社業績予想は保守的と考えられる。前期も中に2度の業績予想の上方修正を発表したように保守的な業績予想を行う傾向がある。なお、経常利益が会社予想を1割以上上回った場合、期末に3円の特別配当を行うとしている。

損益計算書

(単位：百万円)

	10/12	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12	16/12E
売上高	19,659	19,822	23,299	25,970	39,724	55,070	72,000
アパート販売	3,258	3,448	6,699	8,433	10,838	23,759	na
マンション販売	12,654	12,013	11,820	12,104	13,287	13,664	na
ゼネコン	-	-	-	-	8,798	9,382	na
不動産賃貸管理	2,956	3,572	4,011	4,600	5,440	6,411	na
金融・保証関連	167	156	191	207	419	539	na
介護関連	-	-	0	11	235	520	na
その他	622	631	576	612	705	792	na
売上原価	16,147	15,963	18,563	19,632	30,353	42,331	na
売上総利益	3,512	3,858	4,736	6,337	9,371	12,739	na
販管費	2,318	2,549	2,863	3,425	4,631	5,932	na
営業利益	1,193	1,309	1,872	2,912	4,740	6,806	7,500
アパート販売	184	134	421	822	1,006	2,688	na
マンション販売	914	1,080	1,290	2,010	3,146	3,233	na
ゼネコン	-	-	-	-	518	1,069	na
不動産賃貸管理	292	429	504	538	581	670	na
金融・保証関連	100	84	135	145	155	209	na
介護関連	-	-	-0	-73	20	104	na
その他	59	62	74	87	90	138	na
調整額	-358	-481	-554	-619	-777	-1,308	na
営業外収益	101	176	180	266	144	236	na
受取利息・配当金	1	3	3	4	6	25	na
持分法投資利益	60	64	116	222	101	118	na
その他	39	108	60	39	37	91	na
営業外費用	480	603	450	511	582	594	na
支払利息・手数料	473	514	436	439	556	492	na
その他	6	89	14	72	26	103	na
経常利益	814	881	1,603	2,667	4,302	6,448	7,100
特別利益	-	35	-	-	51	170	na
特別損失	374	314	-	-	-	68	na
税金等調整前当期純利益	439	602	1,603	2,667	4,353	6,550	na
法人税等	323	-398	79	582	1,463	2,100	na
少数株主利益	-	-	11	58	2	2	na
当期純利益	116	1,001	1,512	2,026	2,886	4,447	4,800

要約貸借対照表

(単位：百万円)

	10/12	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12
流動資産	10,721	11,993	15,209	16,162	30,325	42,281
現預金	1,694	1,700	2,245	3,623	6,230	7,679
販売用不動産	1,078	4,300	5,340	5,571	11,832	18,527
不動産事業支出金	4,268	3,589	5,007	5,026	8,339	10,705
その他	3,681	2,404	2,617	1,942	3,924	5,370
固定資産	3,802	3,884	4,148	6,040	8,299	10,175
資産合計	14,524	15,878	19,358	22,202	38,625	52,457
流動負債	10,342	10,965	11,565	9,654	16,058	21,966
有利子負債	7,859	7,467	7,526	5,454	7,949	11,279
その他	2,482	3,497	4,039	4,200	8,109	10,687
固定負債	3,388	3,214	4,196	7,487	14,565	18,144
有利子負債	3,220	3,064	4,052	7,185	13,981	17,473
その他	168	150	143	302	584	671
純資産	793	1,697	3,596	5,060	8,001	12,345
自己資本比率 (%)	5.4	10.7	15.9	22.8	20.7	23.5
ネット D/E レシオ (倍)	11.6	5.2	3.0	1.8	2.0	1.7

出所：決算短信をもとにフィスコ作成

■ 中長期展望

東京におけるアパート販売の拡大が中期的な業績のけん引役になろう

2015年2月21日に開催した個人投資家向け会社説明会において3ヶ年の中期業績見通しを示していたが（2018年12月期の予想は、売上高680億円、営業利益72億円だった）、2015年11月9日に2015年12月期会社業績予想を上方修正したことに伴い、11月16日に中期業績見通しも下表のように大幅に上方修正した。

中期計画

（単位：百万円、％）

	14/12	15/12	16/12 予	17/12 予	18/12 予
売上高	39,724	55,070	72,000	81,000	96,000
（伸び率）	52.9	38.6	30.7	12.5	18.5
営業利益	4,740	6,806	7,500	8,200	9,400
（伸び率）	62.7	43.5	10.2	9.3	14.6
経常利益	4,302	6,448	7,100	7,800	9,000
（伸び率）	61.3	49.8	10.1	9.9	15.4
当期純利益	2,886	4,447	4,800	5,300	6,200
（伸び率）	42.4	54.0	7.9	10.4	17.0
EPS（円）	177.23	270.02	288.63	318.70	372.81
純資産額	8,001	12,345	17,145	22,445	28,645

出所：会社資料

注：純資産額の予想には配当金の流出は考慮されていない

業績のけん引役は、引続きアパート販売事業となる見込み。日銀のマイナス金利導入により安定したインカム収入が得られる投資先に対する個人投資家の関心が一段と高まっていることや、アパート経営に対する認知度の高まりにより、投資用アパートの需要は堅調に推移するとみられる。特に人口、世帯数の増加がまだ続いている東京での拡大を図っていく方針。また、新たな事業エリアである大阪が東京に次ぐ規模に成長する見込み。一方、福岡や仙台といった地方では賃貸需要を考慮し、余り伸びをみていない。従来、棟数ベースでは地盤の福岡が全体の4割程度を占め、最も多かったが、その座を東京に譲ることになる見通し。

マンション販売は引続き横ばい圏で推移させる方針。ゼネコン事業はオリンピックに向け建設需要が旺盛なことに加え、海外事業の拡大により順調な成長が見込まれる。小川建設は昨年4月にインドネシアの地場ゼネコンとアドバイザー契約を結び、技術支援などのアドバイザー業務を開始しているほか、昨年8月にはジャカルタに駐在員事務所を設け、地場ゼネコンとの共同開発などを模索している。また、インドネシアの住宅需要を同社グループに取り込み、インドネシアにおける総合不動産の確立を目的とした現地法人（PT. Shinoken Development Indonesia）の設立も既に完了した。

ストックビジネスの売上高は2015年12月期で82.6億円。アパート、マンション販売の進展とともに増加していく自然増に加え、国内外で周辺事業にかかるM&Aを実施していく方針で、2018年12月期には売上高100億円程度までの拡大を見込んでいるもよう。M&Aについては、中期経営計画期間中で30億円程度の投資を考えているようだ。

中期経営計画の計数目標は、現下の事業環境からみて現実的なものと考えられ、むしろやや保守的と言えよう。

2016年3月28日（月）

民泊関連事業への展開も模索

周辺事業領域の拡大の一環として、民泊関連事業への参入を模索している。まだ、法整備や税制の整備等を待たなければならない段階であり、中期経営計画の計数目標には織り込まれていないが、既に国家戦略特区に指定されている大田区において総戸数46戸の民泊対応型マンションの開発用地を確保済み。通常の投資用マンションよりも高利回りになるよう企画を検討している。

また、港区などの都心部で200戸程度の社有マンション（開発中を含む）を保有しており、民泊物件としての運用を模索していく考えだ。

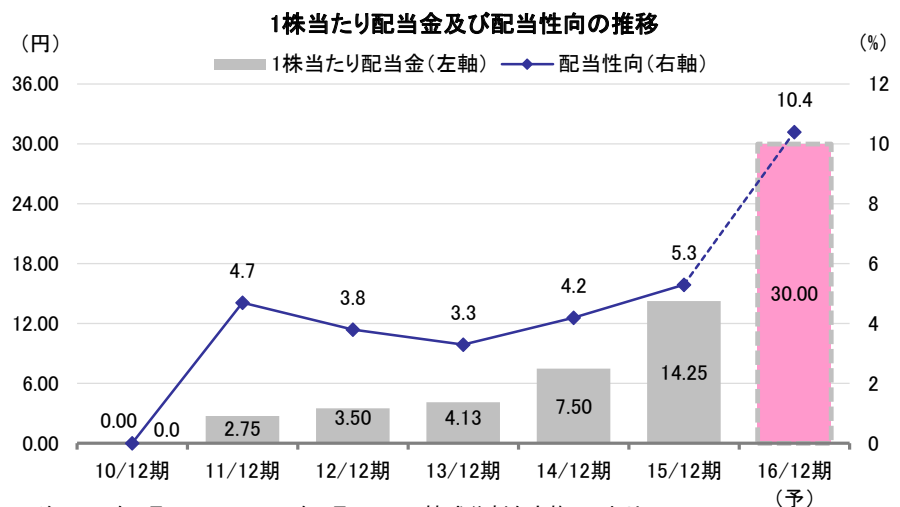
■株主還元

2016年12月期は約2倍の30円配当を予定

同社はリーマンショックで財務を毀損し、財務改善を優先しなければならない状況が続いてきたため、配当性向は低く抑えられてきた。好調な業績が続き、財務の改善が進んできたことから2016年12月期の1株当たり普通配当金は30円（中間15円、期末15円）と前期比約倍増を予定。配当性向は10.4%とまだ低いながらも前期の5.3%から高める予定。

さらに経常利益が会社予想の71億円を10%上回る78.1億円を超えることが見込まれる場合、特別配当金として期末に3円の増配を行う予定としている。すなわち当面は配当性向10%を目処にしているとみられる。

同社は自己資本比率30%以上を早期に達成することを掲げており（2015年12月期末は23.5%）、事業を積極拡大中でもあるため、配当性向はまだしばらくの間、低めで推移すると予想するが、利益拡大に伴って増配が続くだろう。



注:2013年1月に1:100、2015年1月に1:2の株式分割を実施しており、1株当たり配当金は遡及修正している

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・表示したのですが、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