

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

企業情報はこちら >>>

2018 年 10 月 4 日 (木)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst Yuzuru Sato



FISCO Ltd.

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

シノケングループ
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)
<http://www.shinoken.co.jp/ir/>

目次

■ 要約	01
1. 2018 年 12 月期第 2 四半期累計業績の概要	01
2. 2018 年 12 月期業績見通し	01
3. 3 ケ年業績見通しと REIT 市場進出について	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業概要	05
3. ビジネスモデルと強み	09
■ 業績概要	11
1. 2018 年 12 月期第 2 四半期累計業績の概要	11
2. 事業セグメント別の動向	12
3. 財務状況と経営指標	17
■ 今後の見通し	18
1. 2018 年 12 月期の業績見通し	18
2. アパート専門 REIT に進出	20
3. 3 ケ年業績見通しと成長戦略	22
■ 株主還元策	25
■ 情報セキュリティ対策	25

シノケングループ
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)
<http://www.shinoken.co.jp/ir/>

要約

国内初のアパート向け REIT の進出で 2019 年 12 月期以降、成長スピードが加速する可能性も

シノケングループ<8909>は、アパートやマンション等の不動産販売事業やゼネコン事業等の業績を拡大していきながら、付随する賃貸管理や分譲マンション管理、家賃等の債務保証、LP ガス・電力の小売販売の業績を積み上げていくビジネスモデルを展開している。アパート物件の立地場所は、全国主要都市圏の中でも人気エリアで駅から徒歩 10 分圏とし、単身者や DINKS 用のアパートを対象としているため入居率も 2018 年 6 月末時点で 98% 超と高水準を維持していることが特徴となっている。

1. 2018 年 12 月期第 2 四半期累計業績の概要

2018 年 12 月期第 2 四半期累計（2018 年 1 月 -6 月）の連結業績は、売上高が前年同期比 18.5% 増の 58,540 百万円、営業利益が同 5.9% 増の 6,813 百万円と半期ベースで過去最高業績を更新、9 期連続の増収増益となった。主力の不動産販売事業がアパート販売を中心に前年同期比 16.4% 増の 42,569 百万円と好調に推移したことが要因だ。販売棟数の積み上がりにより賃貸管理、家賃保証、LP ガス・電力の小売販売といったストックビジネスの収益も高成長が続いた。土地価格の高い東京エリアの販売構成比が上昇したため営業利益率は若干低下したものの、期初会社計画（売上高 57,000 百万円、営業利益 6,500 百万円）を上回り、順調に推移したと言える。なお、不動産販売事業の受注高は前年同期比 18.0% 増の 49,051 百万円、第 2 四半期末の受注残高は前年同期末比 8.7% 増の 64,304 百万円といずれも過去最高を更新している。

2. 2018 年 12 月期業績見通し

2018 年 12 月期の連結業績は、売上高が前期比 13.3% 増の 120,000 百万円、営業利益が同 4.5% 増の 13,500 百万円と期初計画を据え置いている。豊富な受注残高を背景に、下期も収益拡大基調が続くとの見方に変わりない。他社において不適切融資問題が発覚したことで、金融機関の個人に対する融資条件が厳しくなり市場が冷え込むとの懸念が出ているものの、同社の足下の受注状況や融資条件については何ら変わりがなく、引き続き堅調に推移しているようだ。同社の場合、社内における厳格な内部管理体制の構築が図られていることに加え、過去 28 年の実績に基づいた金融機関との強固な信頼関係が構築されていることが要因だ。足下では競合先の勢いが無くなっており、土地の仕込みがしやすくなっているという。特に、競争が激しい東京 23 区内で REIT 向け物件の仕込み活動を本格化している同社にとっては、むしろ追い風になっていると弊社では見ている。

シノケングループ
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)
http://www.shinoken.co.jp/ir/

要約

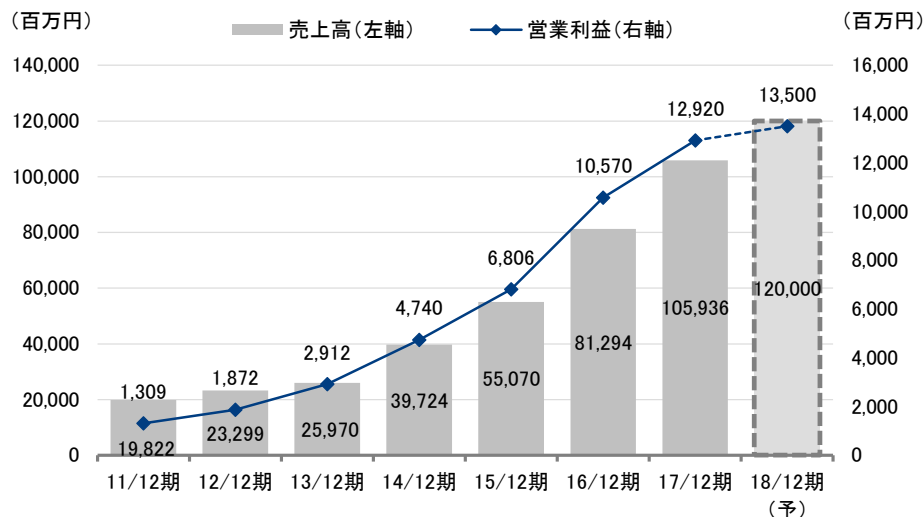
3.3 ヶ年業績見通しと REIT 市場進出について

同社は 3 ヶ年業績見通しの最終年度となる 2020 年 12 月期に連結売上高 1,500 億円、営業利益 160 億円の達成を目指している。成長戦略として、既存事業の更なる強化と新規事業の育成に加えて、海外での事業モデル確立、M&A 等に取り組んでいく方針となっている。また、同計画とは別に新規事業として国内初のアパート向け REIT(不動産投資信託)の立上げ準備を進めている。2018 年 3 月にアパートに特化したファンド「HTT-1 号ファンド」を子会社の(株)シノケンアセットマネジメントで組成し機関投資家向けに販売したところ好評を得たことから、本格的に REIT に取り組むことにした。対象となる物件は東京 23 区内の駅徒歩 10 分圏で、従来の個人投資家向けでは対象外だった価格帯の物件となるため、既存顧客とのカニバリゼーションは生じず、不動産販売事業の売上高としては純増要因となる。今後のスケジュールとしては、2019 年 3 月を目途に総資産 70 億円程度の私募 REIT を組成し、その後も年間 150 ～ 200 億円ペースで物件取得を進め、総額 300 億円程度の資産規模をもって東京証券取引所に上場、早期に 1,000 億円程度の資産規模に拡大していく考えだ。個人投資家向けに加えて、国内外の機関投資家も顧客対象となる REIT 向けの物件販売が新たに加わることになるため、不動産販売事業だけでなく賃貸管理や保証サービス、ガス・電力の小売販売サービスなどストックビジネスの成長も加速することになり、2019 年 12 月期以降も一段の収益成長が見込まれる。

Key Points

- ・業界環境に不透明感が強まるが、長年の実績により培われた信頼と法令遵守の営業スタイルの徹底により、収益成長見通しは変わらず
- ・国内初となるアパート専門 REIT で資産規模 1,000 億円超を目指す
- ・既存ビジネスの強化と新規事業の育成、海外での事業モデル確立・M&A 等の実施により 2020 年 12 月期に売上高 1,500 億円、営業利益 160 億円を目指す

連結業績の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

シノケングループ
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)
<http://www.shinoken.co.jp/ir/>

■ 会社概要

不動産販売事業をコア事業に、 M&A を活用しながら周辺事業領域を拡大中

1. 会社沿革

同社は、現代表取締役社長の篠原英明（しのはらひであき）氏が 25 歳だった 1990 年に（株）シノハラ建設システムとして福岡市に設立された。「土地を持たない一般的なサラリーマン層に土地付き木造アパートを販売する」というサラリーマン・公務員層の資産形成を目的としたビジネスモデルで事業を開始し、2001 年に東京に進出。2002 年には JASDAQ 上場を果たした。

土地付きアパートの投資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投資の対象になるため、顧客を取りこぼすことがないよう、2003 年に東京で中堅規模の投資用マンションデベロッパーであった（株）日商ハーモニー（現（株）シノケンハーモニー）を買収し、投資用マンションの開発、販売に進出した。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 7 件あったが、同社は該当物件に関し総額 30 億円の補償でオーナーから買戻すことを即断。この影響で 2006 年 3 月期は約 6 億円の最終赤字となったが、素早い対応や危機管理能力が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）、翌期の業績において V 字回復を果たしている。

2007 年 10 月には商号を（株）シノケングループに変更するとともに、同社を純粋持株会社とするホールディングス制に移行した。2008 年秋のリーマンショックにより国内不動産市場は大きなダメージを受け、同社の 2009 年 3 月期の業績も 41.4 億円の最終赤字を計上し、財務状況が一時的に悪化した。金融及び不動産市場が落ち着きを取り戻したことを受け 2010 年 12 月期には黒字転換を果たし、以降は投資用不動産市場の拡大を背景に右肩上がりの成長を続けている。また、成長の過程で M&A を活用しながら、介護事業や少額短期保険事業、ゼネコン事業など周辺事業へ事業領域を拡大している。

シノケングループ

8909 東証 JASDAQ | 2018 年 10 月 4 日 (木)
http://www.shinoken.co.jp/ir/

会社概要

会社沿革

年月	主な沿革
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 福岡エリアで LP ガス・電力の小売販売を行う現(株)エスケーエナジー(福岡市中央区)を設立
1999年 2月	家賃等の債務保証を行う現(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	東京エリア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	名古屋エリア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	札幌エリア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	仙台エリア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	名古屋エリアで LP ガスの小売販売を行う(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	東京エリアで LP ガスの小売販売を行う(株)エスケーエナジー東京(東京都港区)を設立 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	東京エリア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、同社並びに同社の子会社の現 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 福岡市で介護事業を行う(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	名古屋エリアで分譲マンション管理を行う、(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 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	関西エリア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	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	東京エリアにおいて実需用マンションの開発・販売を展開する(株)プロパ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。
2016年 1月	東京、福岡で訪問介護などを手掛ける現(株)アップルケアの株式を取得し、完全子会社化
2016年 3月	PT.Shinoken Development Indonesia. を設立し、海外進出 3 カ国目となるインドネシアに進出
2016年 4月	仙台エリアで LP ガスの小売販売を行う(株)エスケーエナジー仙台(仙台市青葉区)を設立
2016年 9月	全国で地盤改良事業等の地盤関連サービスを展開する、サムシングホールディングス(株)の株式を取得し、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。
2017年 4月	関西エリアで LP ガスの小売販売を行う(株)エスケーエナジー大阪(大阪市淀川区)を設立。
2017年 5月	再生可能エネルギー関連事業を展開する新電力開発(株)が実施する第三者割当増資を受け、同社株式の 50%を取得し、関連会社化。
2017年 7月	ブロックチェーン技術を活用したシステム開発を行う(株)Chaintope と資本・業務提携を締結
2017年 8月	福岡市を中心に不動産賃貸仲介事業を展開する(株)アーウェイ・ミュウコーポレーションの株式取得、および種類株式の引受けによりグループ会社化。

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

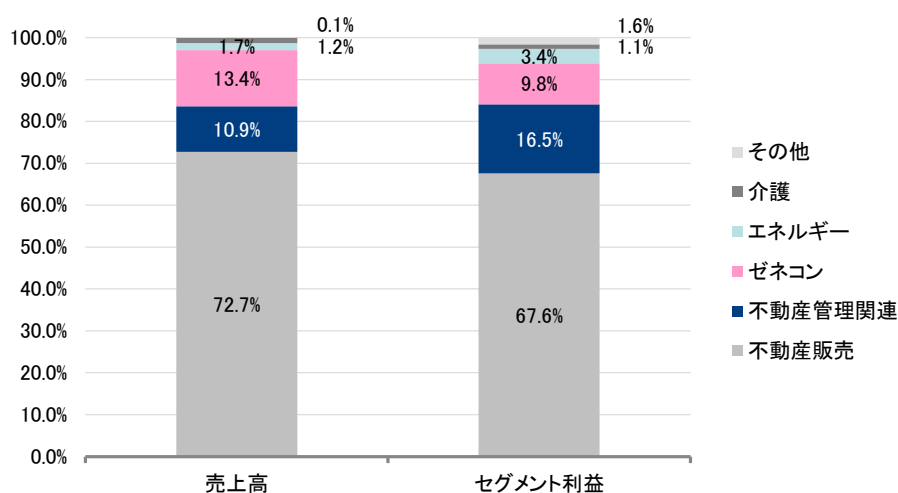
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

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

2. 事業概要

同社の事業セグメントは不動産販売事業、不動産管理関連事業、ゼネコン事業、エネルギー事業、介護事業とその他の事業に区分して開示している。2018 年 12 月期第 2 四半期累計のセグメント別構成比で見ると、売上高の 72.7%、セグメント利益の 67.6% を不動産販売事業で占めている。各事業の内容は以下のとおりとなる。

事業セグメント別構成比(2018年12月期第2四半期累計)



出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) 不動産販売事業

不動産販売事業は、子会社の（株）シノケンハーモニー及び（株）シノケンプロデュースにおいて、アパート販売及びマンション販売事業を展開している。このうちアパート販売については、対象とする販売エリアを賃貸需要の高い 5 大都市圏（東京圏、福岡、名古屋、関西（京阪神）、仙台）に限定しており、その中でも人口増加率の高いエリアで、かつ駅から徒歩 10 分圏を用地物件仕入れの対象としている。利便性が高く人口が増加しているエリアは需要も多く、入居率が高くなるためだ。また、アパートは単身者や DINKS を対象とし、間取りは 1K ～ 1LDK を標準としている。人口の減少傾向が続いているものの、同社がエリアとする都市部での単身世帯数は逆に増加傾向にあり、単身世帯向けアパートの需要も堅調に推移することが予想されるためである。

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	地積	間取り	主な入居者層
東京圏	6,000万円～1億2,000万円	5.0%～	25 ～ 35 坪程度		
福岡	5,000万円～1億円	5.8%～		1K ～ 1LDK	40 歳代以下の
名古屋	5,000万円～1億円	5.8%～	25 ～ 45 坪程度	ロフト付	単身者または
大阪	5,000万円～1億円	5.5%～		(11 ～ 40㎡)	DINKS
仙台	5,000万円～1億円	5.8%～			

出所：会社資料、ヒアリングよりフィスコ作成

シノケングループ

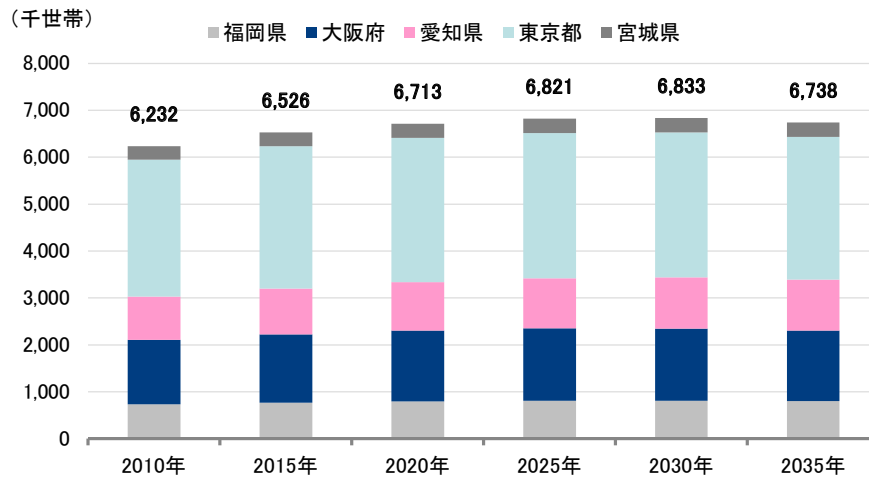
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)

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

会社概要

単独世帯数の推移(同社ターゲットエリア)



出所：国立社会保障・人口問題研究所（2014 年発表）

ビジネスモデルとしては、同社でアパート用地を一旦取得し、木造アパートを建築した上で、土地・建物をセットで個人投資家等に販売する。用地を取得した段階で投資家向けの営業を開始する。受注から引渡し（売上計上）までの事業期間はおおむね 6 ～ 8 ヶ月程度となっている。販売価格は土地・建物を合わせて 5,000 万円から 1 億円前後となる。販売価格のうち土地部分についてはほぼ仕入価格と同水準とし、アパート建築部分で利益を得るモデルとなる。このため、土地価格の高い東京エリアは販売価格が高くなるものの、利益率としては逆に低くなる。また、アパートは 1 棟当たりおおむね 4 ～ 8 戸で、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、致命的な打撃を受けないため、同社ではサブリース（家賃保証）は行っていないが、希望があれば対応するケースもある。購入者は 30 ～ 40 代の一般的な会社員・公務員が中心で、年収も 1,000 万円未満の購入者が約 70% を占める。また、契約件数の約 30% は既存顧客の追加購入または顧客紹介によるもので、販売後のアフターサービス等に対する顧客満足度の高さがうかがえる。

一方、マンション販売では東京エリア（東京と一部、神奈川）を中心に一部、名古屋において投資用マンションの企画、開発を行っているほか、東京都心（港区、千代田区、中央区等）に限定して中古マンションのリノベーション開発も行っている。顧客は個人投資家等で 1 戸ごとの区分販売を行っている。平均販売価格は 2 ～ 3 千万円台とアパートに比べ低いため借入金額も少なく済み、購入者の心理的負担が小さい導入商品的な位置付けとなっている。

原則、住戸のタイプはワンルームで専有面積は 20 ～ 30㎡の単身世帯者向けデザイナーズマンションとなる。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）で 40 ～ 50㎡、あるいはそれ以上の広さの住戸を開発する場合もある。未婚化、晩婚化により単身世帯や DINKS 世帯が増加していることもあり、広めの住戸については投資用だけでなく実需用としての販売も行っている（販売戸数全体に占める比率は 1 割に満たない程度）。また、アパートと異なり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行っている。マンションは、1 戸のみの購入のため空室が発生すると一時的に家賃収入がなくなり、投資家にとって投資リスクが高くなるためだ。サブリース賃料は 2 年ごとに見直しを行っており、同社に逆ざやリスクは発生しない仕組みとなっている。

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

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

会社概要

マンション販売事業においては、2015 年 9 月にマンションの開発販売を行う（株）プロバスト<3236>と資本業務提携を行い（持分法適用関連会社、出資比率 19.4%）、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しているほか、2014 年 2 月に子会社化したゼネコンの（株）小川建設では、同社が開発するマンションの約 70% を施工し、また、（株）プロバストが開発するマンションも施工するなどグループ会社間でのシナジーを生かして収益力を高めている。

(2) 不動産管理関連事業

不動産管理関連事業としては、販売したアパートやマンションの賃貸管理事業のほか、家賃等の債務保証・少額短期保険事業のほか、今後育成する不動産ファンドの組成・運営事業が含まれる。

このうち賃貸管理については、（株）シノケンファシリティーズで展開している。アパートやマンション等の賃貸住宅の入居者募集、家賃回収及びメンテナンス等、賃貸住宅経営を行っていくうえで必要となる各種業務をオーナーに代わって代行するサービスとなる。また、管理物件の売買仲介に関与した場合の売買仲介手数料も当該セグメントに計上されている。2018 年 12 月期第 2 四半期末の賃貸管理戸数は 30,128 戸で、そのほとんどは同社グループが開発したアパート、マンションとなる。そのほか、（株）シノケンアメニティで分譲マンション管理（管理組合からの受託）やオフィスビルの管理、清掃・設備点検業務などを行っている。分譲マンション管理戸数は 2018 年 12 月期第 2 四半期末で 5,959 戸となっている。

家賃等の債務保証は（株）シノケンコミュニケーションズが 1999 年に開始した事業で、入居人が家賃等を滞納した場合に、入居人に代わって立て替え払いするサービスとなる。入居契約時に必ず加入する条件となっており、アパート、マンションの累積販売数に連動して増加する。2018 年 12 月期第 2 四半期末の保証件数は 24,446 件で、賃貸管理戸数よりも少なくなっているのは、当該事業を開始する以前の入居者がまだ一定数残っていることや若干ながらも空室があるためだ。なお、延滞率は 0.4% 台と非常に低いため、同社にとっては安定した収益基盤となっている。

また、2013 年に子会社化（出資比率 50%）したジック少額短期保険（株）で、各種保険商品を同社グループが販売したアパート、マンションの入居者やオーナーに対して販売している。主力商品は入居者向けの家財保険を中心とした「生活安心総合保険」となる。同保険では、日本初の賃貸人を被保険者とする「孤立死原状回復費用保険」のほか「ストーカー対策費用保険」「ホームヘルパー費用保険」等のユニークなオプション（特約）も付いている。なかでも 2014 年 7 月に販売された「孤立死原状回復費用保険」は、独居老人の孤立死が社会問題化するなかでニーズの高い保険商品として注目されている。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原状回復のための費用を全額負担せざるを得ず、費用負担が発生していた。「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してすることでこうした問題をクリアしている。高齢単身者にとってもこの特約に加入することで賃貸住宅への入居が容易となるため、社会的意義の高い保険と言える。

会社概要

一方、オーナー向け保険商品としては 2015 年 9 月より「賃貸経営サポート保険」の販売を開始している。「事故物件」となった場合の原状回復費用や家賃収入等の損失分を補償するサービスで、安心してアパート経営投資ができる環境を整備していることも同社の強みとなっている。さらに、少額短期保険会社としては国内初となる「民泊対応型保険」も開発、2017 年 5 月より販売を開始している。民泊利用によって家財に生じた損害だけでなく、民泊利用者が物件オーナーまたは第三者に対して、民泊利用の際の部屋の使用・管理に起因する損害賠償責任も補償する内容となっており、今後、民泊物件が増えてくれば同保険商品も伸びていくものと期待される。

(3) ゼネコン事業

2014 年 2 月に完全子会社化した（株）小川建設の事業となる。（株）小川建設は 1909 年創業の建築系の老舗ゼネコンで、関東圏を中心にマンションやオフィスビル、教育施設、病院、介護施設などの建築請負を幅広く行っている。売上高の約 20% は同社グループのマンション受注で占められ、大手デベロッパーからの受注も請け負う中堅ゼネコンとなる。

（株）小川建設を買収した主目的は、マンション施工の内製化にある。東日本大震災以降、東京オリンピック開催を控え建設技能労働者不足が深刻化し、ゼネコンが受注を渋る事態等を見越して、安定したマンション供給を行うためグループ内に施工能力を確保することが狙いとなっている。ただ、コスト競争力を持たせるため約 3 割は外部のゼネコンに発注しており、同社側からみたマンション施工の内製化率は 7 割程度にとどめる方針としている。

(4) エネルギー事業

エネルギー事業では LP ガス及び電力の小売販売を行っており、そのほとんどは同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となる。担当する事業会社は（株）エスケーエナジー（福岡）、（株）エスケーエナジー名古屋、（株）エスケーエナジー東京、（株）エスケーエナジー仙台、（株）エスケーエナジー大阪の 5 社となり、各エリアで事業展開している。

2018 年 12 月期第 2 四半期末の契約件数は LP ガスが 29,854 件、電力が 13,246 件となっている。電力については 2017 年 4 月から販売を開始したため、まだ契約件数は LP ガスと比較して少ない。同社が販売するアパートは LP ガスを使用するため、今後もアパートの累積販売数に連動して契約件数も増加していくことになる。また、電力についても LP ガスとのセット販売によるコストメリットや、支払い手続きの簡素化などを訴求していくことで契約件数を伸ばしていく戦略となっている。

(5) 介護事業

介護事業は、2012 年 12 月に（株）シノケンウェルネスを設立し新たに進出した事業で、2015 年 2 月にはグループホーム施設運営及び介護サービスを展開する（株）フレンド、2016 年 1 月には訪問介護を東京、福岡で展開する（株）アップルケアをそれぞれ M&A で取得し、（株）シノケンウェルネスの完全子会社としている。要介護度に応じて幅広いサービスをグループ内でワンストップ提供できることが特徴と言える。

会社概要

介護事業の統括会社となっている（株）シノケンウェルネスでは、既存の賃貸マンションや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「寿らいふプラン」というサービスを展開している。有料老人ホームよりも料金が格段にリーズナブルで、生活の自由度も高く、同サービスは 2013 年度にビジネスモデルのグッドデザイン賞も受賞している。また、東京と福岡で 3 棟のサービス付き高齢者向け住宅（以下、サ高住）を所有、運営している。3 棟合計で 302 戸（モデルルーム等含む）、入居率は 2018 年 12 月期第 2 四半期末時点で 97.3%（実入居率）と高稼働率となっている。一方、（株）フレンドでは東京、大阪、福岡にてグループホーム 7 施設（うち 2 施設で小規模多機能型居宅介護）で合計 144 居室を主として所有し、運営を行っている。2018 年 12 月期第 2 四半期末の入居率は 97.2%（実入居率）とこちらも高稼働率となっている。

(6) その他の事業

その他の事業には海外事業のほか新規育成事業が含まれる。海外は中国、シンガポール、インドネシアの 3 ヶ国で展開しており、このうち中国とシンガポールは不動産賃貸・売買仲介事業、インドネシアについては（株）小川建設による建設関連事業のほか、2018 年 3 月に連結子会社化した地場ゼネコンの PT Mustika Cipta Kharisma(以下、ムスティカ)が 2018 年 12 月期第 1 四半期から加わっている。ムスティカ社は 3 年前より（株）小川建設の現地駐在員事務所と技術アドバイザリー契約を締結し、建設技術及び工事事質の向上に取り組んできた会社で、その効果もあって高速道路工事や大規模発電所工事の受注を獲得するなどここ数年で着実に成長を続けている。今回、協業のシナジー効果を確認できたことや、インドネシアでの不動産開発事業を本格的に展開していくことから子会社化を決定した。売上規模としてはまだ年間数億円規模と小さいため、業績への影響は軽微と見られる。

新規育成事業としては、不動産ファンドの組成・運用事業を 2018 年より子会社の（株）シノケンアセットマネジメントで開始しており、その他にも民泊関連事業や IoT 技術を活用したサービス（スマートロック等）が含まれる。

3. ビジネスモデルと強み

(1) 土地を持たないサラリーマン・公務員層をターゲットとした投資用アパート経営のパイオニア

アパート経営と言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（株）<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会社員、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。

会社概要

(2) 約 28 年のトラックレコードを背景に競争優位性を維持

土地から購入してアパート経営が成立するののかという疑念が持たれるところだが、創業来約 28 年にわたり、同社グループが販売してきた 5,000 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。高い入居率を維持してきたこと、アパートローンは変動金利だが、創業来、総じて低金利が続いてきたことなどによる。高い入居率の維持を可能としているのは、1) 全国主要都市圏の市街地で駅から 10 分圏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、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、3) 狭小地や変形地などを生かすプランニング力に優れ（木造はプレハブに比べ土地の形状に合わせて設計しやすい）、比較的用地を安く取得してきたこと、4) 大手ハウスメーカーに比べ建築費が安いこと、競争力の高い家賃設定が可能なこと、などによる。

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にある。こうした約 28 年にわたるトラックレコードの積み重ねにより、金融機関との提携ローンについても比較的低い利率で顧客に提供することが可能となっている。

土地付きアパート販売の競合会社としては、2016 年 12 月に東証 1 部に上場した（株）TATERU や、比較的大きな未上場企業、同社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ここ数年で増えてきたが、フロントランナーとしての実績を背景にした複数の金融機関との提携アパートローンによる融資条件や、狭小地や変形地におけるプランニング力の高さなどの点において、同社の競争優位性は高いと判断される。

また、同社では一旦、用地を自ら取得するのに対し、（株）TATERU 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) 迅速な土地仕入れができる、2) 土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。

同業他社との違い

	同 社	同業他社
顧客属性	土地を持たない会社員	土地持ちのオーナー
目的	・ 資産形成 ・ 家賃収入で土地を残すことが目的	・ 土地活用 ・ 節税目的
物件エリア	人口増加率の高いエリアで、 駅徒歩 10 分圏	土地ありきなので、 駅から離れた郊外が多い
		
入居率	好調	軟調

出所：会社資料よりフィスコ作成

(3) 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となっているが、電話営業は消費者とのトラブルを引き起こしやすいという側面がある。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）が基本であり、これも過去、度々メディア等で批判にさらされてきた。

会社概要

これらに対して同社の営業スタイルは、創業時からセミナーの開催やインターネット広告、自社 Web サイトを中心としたプル型営業を貫いてきた。特に、2016 年からはテレビ CM で俳優の佐々木蔵之介（ささきくら のすけ）氏を起用するなど、メディア戦略を強化したことで認知度も一段と向上し、現在は毎月安定して約 3 千件の反響を獲得、その中から営業活動を行っている。また、営業面では競合他社が銀行からの融資を受けやすくするために、投資家の預金残高を改ざんするといった不正問題が発覚したが、同社においては社内の管理体制が機能しており、こうした不正な営業活動は行われていないことも強みと言える。

(4) 販売に比例してストックビジネスが積み上がるビジネスモデル

ストックビジネスのうち、不動産管理関連事業とエネルギー事業は、不動産販売事業で販売するアパートやマンションのオーナーまたは入居者が契約者となるため、販売に連動して自動的に積み上がる仕組みとなっている。フロービジネスがここ数年高成長を続けているため、これらストックビジネスの伸びが目立たないが、収益は年率 2 ケタ増収増益ペースが続いている。このため、市場環境が悪化しフロービジネスの収益が落ち込んだとしても、ストックビジネスについては成長が続くため、業績の下支え役になるものとして期待される。ちなみに、ストックビジネス（不動産管理関連事業＋エネルギー事業＋介護事業）の営業利益※に占める構成比を見ると、2018 年 12 月期第 2 四半期累計は全体の 20.9%（前年同期は 12.6%）を占めるまでになっている。

※ 全社費用控除前営業利益

業績動向

9 期連続増収増益、過去最高業績を更新

1. 2018 年 12 月期第 2 四半期累計業績の概要

2018 年 12 月期第 2 四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比 18.5% 増の 58,540 百万円、営業利益が同 5.9% 増の 6,813 百万円、経常利益が同 3.1% 増の 6,212 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 2.5% 増の 4,207 百万円と半期ベースとしては 9 期連続の増収増益となり、過去最高業績を更新した。また、期初会社計画比でも四半期純利益を除いて上回って着地している。

主力事業である不動産販売事業においてアパート販売が前年同期比 24.3% 増と好調に推移し、関連して不動産管理関連事業やエネルギー事業の収益が伸張したほか、ゼネコン事業や介護事業も増収増益となるなどすべての事業で順調に拡大した。営業利益率が前年同期の 13.0% から 11.6% に低下したが、これはアパート販売の中でも土地価格の高い東京エリアの販売構成比が上昇したことが主因となっている。アパート販売のうち、土地分については仕入値に近い水準で販売価格に含まれているため、土地価格が高い物件に関しては利益率が低下することになる。ただ、期初計画の営業利益率は 11.4% であり、計画比では上回ったことになる。

2018 年 12 月期第 2 四半期累計の連結業績

(単位：百万円)

	17/12 期 2Q 累計		会社計画	18/12 期 2Q 累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	49,386	-	57,000	58,540	-	18.5%	2.7%
売上原価	38,005	76.9%	-	46,364	79.2%	21.9%	-
販管費	4,950	10.0%	-	5,362	9.1%	8.3%	-
営業利益	6,430	13.0%	6,500	6,813	11.6%	5.9%	4.8%
経常利益	6,021	12.1%	6,200	6,212	10.6%	3.1%	0.1%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	4,103	8.3%	4,300	4,207	7.1%	2.5%	-2.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

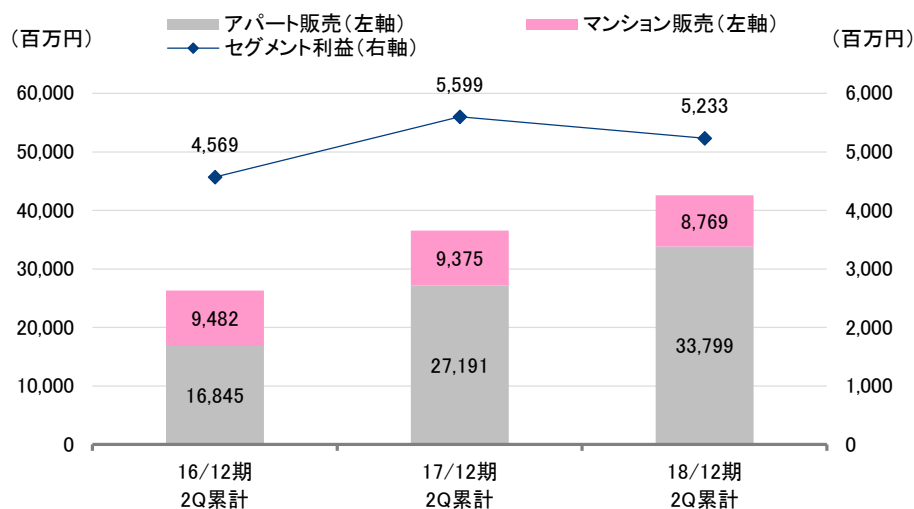
不動産販売の拡大とともに ストックビジネスも積み上がる好循環が続く

2. 事業セグメント別の動向

(1) 不動産販売事業

不動産販売事業の業績は、売上高が前年同期比 16.4% 増の 42,569 百万円、セグメント利益が同 6.5% 減の 5,233 百万円となった。減益となっているのは、前年同期にマンション販売において、異例となる土地のみの分譲取引を行ったことに加えて、グループ内取引の見直しにより、前期まで計上していたグループ内からの手数料収入を 2018 年 12 月期よりなくしたことが要因となっている。参考までに、不動産管理関連事業やエネルギー事業も加えた業績で見ると売上高は前年同期比 18.2% 増、利益は同 4.0% 増となっている。利益率が低下しているのは土地の分譲売却がなかったことに加えて、相対的に利益率の低いアパート販売、なかでも東京エリアの構成比が上昇したことによるもので、計画比では順調に推移している。

不動産販売事業の業績



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

アパート・マンションの受注・販売動向

(単位：百万円)

		16 上期	16 下期	17 上期	17 下期	18 上期	前年同期比
アパート	受注高	31,108	32,223	33,380	32,943	39,231	17.5%
	売上高	16,845	24,550	27,191	34,176	33,799	24.3%
	受注残高	43,487	51,160	57,349	56,115	61,547	7.3%
マンション	受注高	8,894	7,710	8,162	8,754	9,820	20.3%
	売上高	9,482	8,232	9,375	8,834	8,769	-6.4%
	受注残高	3,521	2,999	1,785	1,706	2,757	54.4%

出所：有価証券報告書をもとにフィスコ作成

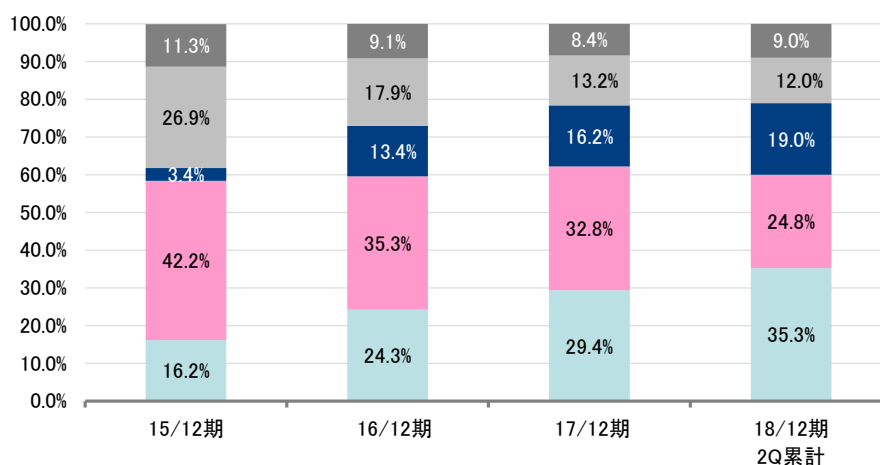
アパート、マンションの受注販売動向を見ると、アパート販売については受注高が前年同期比 17.5% 増の 39,231 百万円、売上高が同 24.3% 増の 33,799 百万円といずれも半期ベースで過去最高を更新し、受注残高も同 7.3% 増の 61,547 百万円と過去最高水準となった。受注（契約）からおおむね 6 ～ 8 ヶ月で引渡し（売上計上）となるため、今下期の売上げについても既に確保していることになる。

販売が好調な要因としては、注力地域である東京エリアや関西エリアで販売が順調に伸びていることが挙げられる。特に、東京エリアについては販売棟数の構成比率で 32.2%（前期 29.3%）と上昇傾向が続いており、全エリアで初めてトップの販売棟数となった。名古屋の構成比が低下したものの、販売棟数では全エリアで伸張した。同社の営業エリアにおける単独世帯数の構成比は東京エリアが 46%、関西エリアが 22% で以下、愛知 15%、福岡 12%、仙台 4% となっている※。現在の同社の地域別販売構成比を見ると、今後も東京エリアや関西エリアで販売を伸ばしていくことは可能と見られる。

※ 国立社会保障・人口問題研究所推計値（2014 年発表）。

エリア別アパート販売棟数構成比

■ 東京圏 ■ 名古屋 ■ 関西 ■ 福岡 ■ 仙台



出所：会社説明資料よりフィスコ作成

シノケングループ
8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)
http://www.shinoken.co.jp/ir/

業績動向

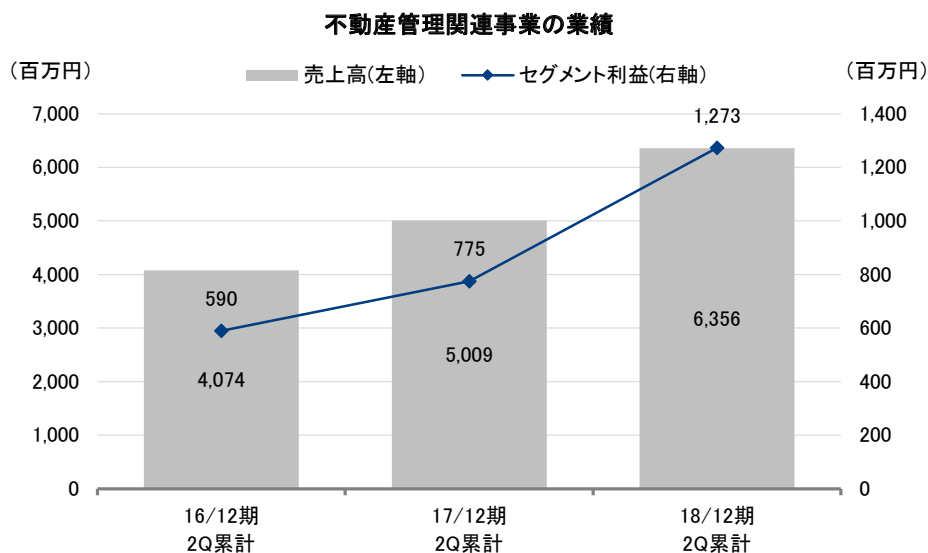
一方、マンション販売の売上高は前年同期比 6.4% 減の 8,769 百万円となった。土地の分譲取引がなくなったものの、首都圏におけるデザイナーズ仕様の区分販売が計画どおりに推移した。受注高については同 20.3% 増の 9,820 百万円、期末受注残高は同 54.4% 増の 2,757 百万円と堅調に推移した。マンション販売事業についてはリスク許容範囲内で年間販売戸数を一定水準に保つ方針となっている。

(2) 不動産管理関連事業

不動産管理関連事業の業績は、売上高が前年同期比 26.8% 増の 6,356 百万円、セグメント利益が同 64.1% 増の 1,273 百万円と大幅増収増益となった。アパート・マンション販売の累積販売数の拡大と入居率の維持向上に努めたことで各種サービスの契約件数が積み上がり増収要因となった。また、利益面では増収効果に加えて、グループ内取引の見直しを行い、前期まで計上していたグループ内手数料支出をなくしたことも増収要因となっている。

主力の賃貸管理はアパート販売棟数の増加や管理物件の入居率維持・向上に努めたことにより、2018 年 12 月期第 2 四半期末の管理戸数が前年同期末比 23.3% 増の 30,128 戸となった。また、分譲マンション管理についても管理物件の資産価値の維持・向上並びに管理組合向けのサービスレベル向上に取り組んだことにより、管理戸数で同 21.3% 増の 5,959 戸となり、それぞれ順調に増加した。

家賃等の債務保証サービスについては、入居者向けの保証件数拡大に向けた保証プランの充実や新規顧客の獲得を図るとともに保証家賃等の回収率向上に努め、また、少額短期保険についても保険商品の充実と新規契約の獲得に取り組んだ。2018 年 12 月期第 2 四半期末における家賃滞納保証サービスの契約件数は、前年同期末比 25.9% 増の 24,446 件となり、順調に拡大している。

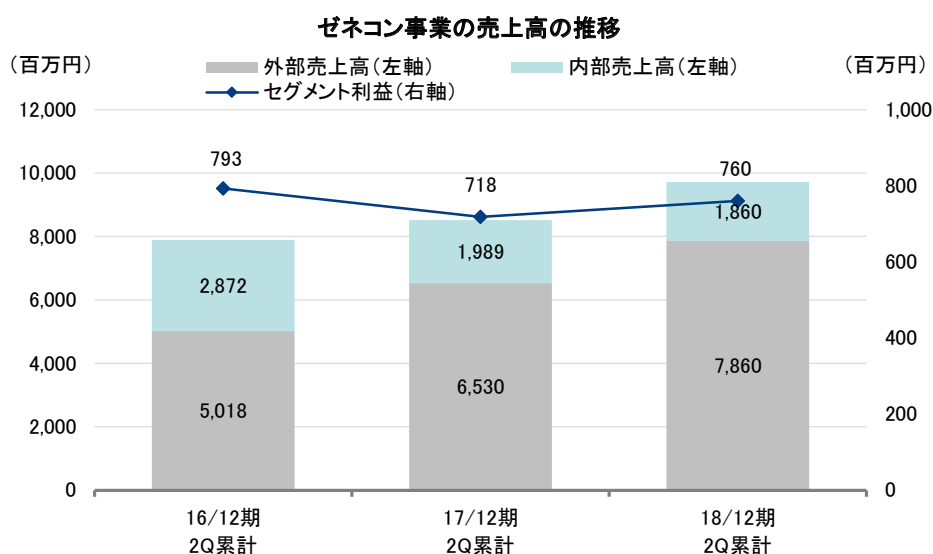


出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

(3) ゼネコン事業

ゼネコン事業の業績は、売上高が前年同期比 20.3% 増の 7,860 百万円、セグメント利益が同 5.9% 増の 760 百万円となった。法人・個人・官公庁等の既存顧客に加えて、新規顧客の開拓に注力してきたことが増収につながっている。内部取引売上高（グループのマンション建築請負等）については新規分譲マンションの開発が一段落し、同 6.4% 減の 1,860 百万円と伸び悩んだものの外部顧客売上高の拡大により、総売上高は同 14.1% 増の 9,721 百万円となった。利益面では、人件費や資材費等の上昇により利益率が若干低下したものの、増収効果でカバーして増益に転じている。



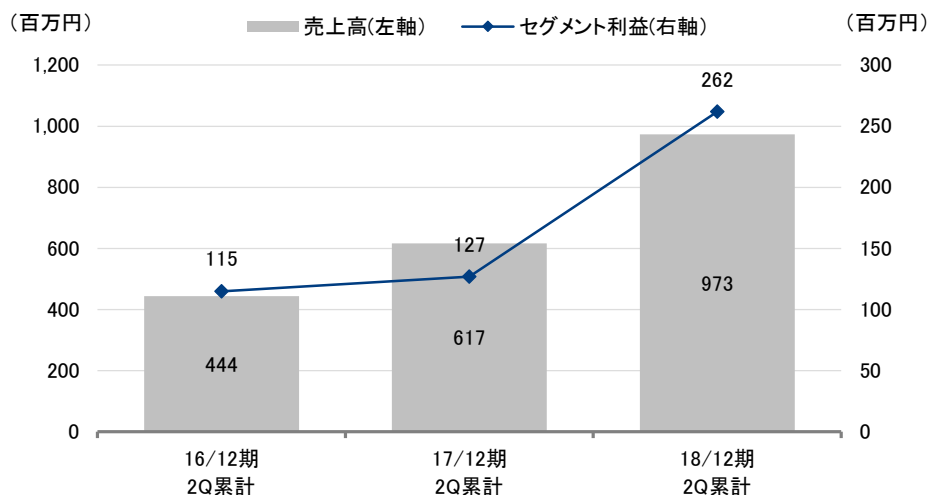
出所：会社説明資料よりフィスコ作成

(4) エネルギー事業

エネルギー事業の業績は、売上高が前年同期比 57.7% 増の 973 百万円、セグメント利益が同 105.7% 増の 262 百万円と急成長した。利益については 2017 年 12 月期の 1 年分の利益（224 百万円）を超過している。LP ガスの契約件数が順調に増加していることに加えて、2017 年 4 月より開始した電力の契約数増により、1 顧客当たりの売上高が増加した。なお、2018 年 12 月期第 2 四半期末における契約件数は、LP ガスが前年同期末比 31.7% 増の 29,854 件、電力が 2 倍強の 13,246 件となっている。

業績動向

エネルギー事業の業績

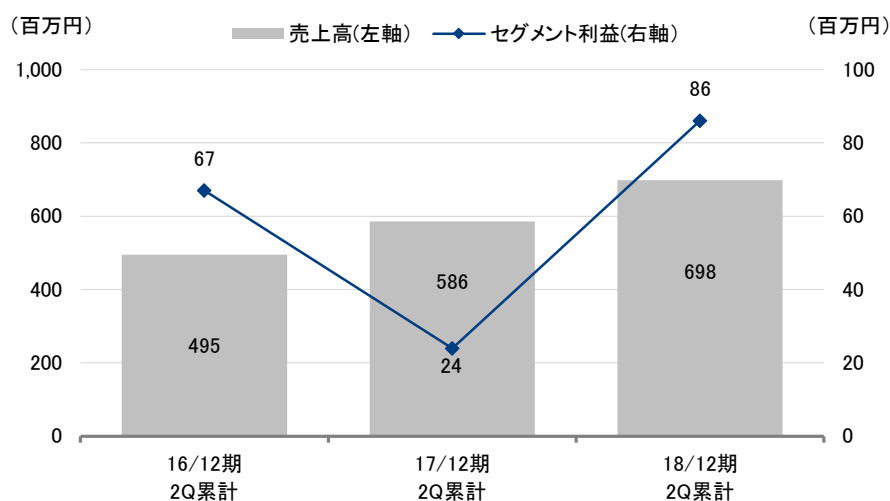


出所：会社説明資料よりフィスコ作成

(5) 介護事業

介護事業の業績は、売上高が前年同期比 19.1% 増の 698 百万円、セグメント利益が同 250.0% 増の 86 百万円となった。売上高は既存のサービス付き高齢者向け住宅やグループホーム等の入居率が高水準で推移したことに加え、2017 年 6 月に福岡エリアで開設した認知症対応型グループホーム及び小規模多機能型居宅介護施設「フレンド香住ヶ丘」（18 室）の売上が寄与したことが増収要因となった。また、利益面では「フレンド香住ヶ丘」の立ち上げ費用が一巡したこともあり増益に転じている。

介護事業の業績



出所：会社説明資料よりフィスコ作成

(6) その他の事業

その他の事業は、売上高が前年同期比 10.4% 増の 82 百万円、セグメント利益が同 28.0% 増の 122 百万円となった。海外事業では上海、シンガポールで不動産の賃貸・売買仲介事業を行っているほか、インドネシアのジャカルタにおいて「桜テラス」ブランドによる投資用アパート事業の本格展開を進めている。第 1 号案件 (65 戸) については設計の見直し等もあったため、完成が 2018 年秋頃となる見通し。当面は自社で保有し、入居率を高めた上で投資家に売却する予定となっている。ジャカルタでは 6 件分の用地を仕入れており、新たに子会社化した地場ゼネコン会社のムスティカ社で順次、建設していく予定になっている。

一方、国内では新規事業として顧客層の拡大及びアセットマネジメント分野における今後の収益積み上げを目指し、総額約 30 億円規模の機関投資家向けアパートファンドを組成、販売した。利回りも 5% 台と高く好評を得たことから、2019 年 3 月までに総額 70 億円の私募 REIT を組成していく計画となっている。そのほか、資本業務提携先の (株) chaintope と共同でブロックチェーン技術を活用した不動産関連サービスの開発を進め、今後、デジタル通貨「シノケンコイン」についても順次、導入する予定となっている。

スマートロックは、スマートフォンで鍵の開閉ができるサービスで、導入費用は 1 室当たり 12.5 万円へと競合よりも低い価格で提供している。オーナーは導入費用を毎月の家賃に上乗せ (1 ~ 2 千円) することで回収することになる。引き合いは強く、2018 年冬頃から導入が進む見込みとなっている。

事業規模拡大とともに財務体質の改善が進む

3. 財務状況と経営指標

2018 年 12 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 4,778 百万円増加の 95,750 百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では不動産事業支出金 (マンション開発・用地) が 2,488 百万円減少したものの、現預金が 5,668 百万円増加したほか、アパート販売の受注拡大に伴い販売用不動産 (アパート用地) が 1,894 百万円増加した。なお、販売用不動産については 90% が契約済みのもので、残り 10% が販売中の物件となっている。契約済みの物件でもアパートローンの否認等により 3 割程度のキャンセルが発生する可能性はあるが、仮にキャンセルになったとしても別の投資家への販売が可能のため、棚卸資産評価損が発生することはほとんどない。

負債合計は前期末比 875 百万円増加の 65,457 百万円となった。アパート販売用の土地取得等を目的とした借入金の増加が主因で、有利子負債は前期末比 1,478 百万円増加の 49,999 百万円と増加傾向が続いた。また、純資産は前期末比 3,903 百万円増加の 30,293 百万円となった。配当金の支払 544 百万円があった一方で、親会社株主に帰属する四半期純利益 4,207 百万円を計上したことによる。

財務の健全性を示す自己資本比率については、前期末の 29.0% から 31.4% と 2.4 ポイント上昇した。また、ネット D/E レシオ ((有利子負債 - 現預金) ÷ 自己資本) も前期末の 0.9 倍から 0.7 倍に低下しており、収益拡大が続くなかで財務体質の改善も着実に進んでいると判断される。なお、有利子負債が増加しているが、これは事業規模の拡大に伴う資金需要の増加に伴うもので、財務の健全性において問題のない水準にあると判断される。

業績動向

要約貸借対照表

(単位：百万円)

	15/12 期末	16/12 期末	17/12 期末	18/12 期 2Q 末	増減額
流動資産	42,281	61,499	79,970	84,411	4,441
現預金	7,679	13,524	23,502	29,171	5,668
販売用不動産	18,527	26,624	28,631	30,525	1,894
不動産事業支出金	10,705	15,336	19,285	16,797	-2,488
固定資産	10,175	10,773	11,001	11,338	336
資産合計	52,457	72,273	90,972	95,750	4,778
流動負債	21,966	31,393	39,659	42,220	2,560
短期有利子負債	11,279	16,342	24,536	27,595	3,059
固定負債	18,144	22,331	24,922	23,237	-1,685
長期有利子負債	17,473	21,620	23,985	22,403	-1,581
負債合計	40,111	53,724	64,582	65,457	875
純資産	12,345	18,548	26,390	30,293	3,903

	15/12 期末	16/12 期末	17/12 期末	18/12 期 2Q 末	前期末比
自己資本比率 (%)	23.5	25.6	29.0	31.4	2.4pt
有利子負債残高 (百万円)	28,752	37,962	48,521	49,999	1,478
ネット D/E レシオ (倍)	1.7	1.3	0.9	0.7	-0.2

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

業界環境に不透明感が強まるが、
長年の実績により培われた信頼と法令遵守の営業スタイルの徹底により、
収益成長見通しは変わらず

1. 2018 年 12 月期の業績見通し

2018 年 12 月期の連結業績は、売上高が前期比 13.3% 増の 120,000 百万円、営業利益が同 4.5% 増の 13,500 百万円、経常利益が同 8.2% 増の 13,200 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 8.4% 増の 9,200 百万円と期初会社計画を据え置き、過去最高業績を連続で更新する見通しだ。下期についても第 2 四半期までと状況は変わらず、豊富な受注残を背景としたアパート販売の拡大と、関連するストックビジネス（不動産管理関連事業、エネルギー事業）の積み上げによる収益拡大が続く。

今後の見通し

2018 年 12 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/12 期		18/12 期		前期比	2Q 進捗率
	実績	対売上比	会社計画	対売上比		
売上高	105,936	-	120,000	-	13.3%	48.8%
営業利益	12,920	12.2%	13,500	11.2%	4.5%	50.5%
経常利益	12,201	11.5%	13,200	11.0%	8.2%	47.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	8,489	8.0%	9,200	7.6%	8.4%	45.7%
1 株当たり当期純利益 (円)	254.92		275.32			

出所：決算短信よりフィスコ作成

ここ最近、スルガ銀行（株）や同業他社による不適切な融資問題の発覚によって、金融機関からの融資審査の厳格化や個人のアパート経営に対する投資熱の冷え込みなどを懸念する向きが強まっているが、足元の同社の受注状況について見れば、従来と変わらず都心部を中心に堅調に推移しているもようで、豊富な受注残を背景に 2018 年 12 月期の業績は会社計画どおり推移するものと予想される。

同社は「頭金ゼロでもできるアパート経営」をスローガンに会社員や公務員を顧客対象として、投資用不動産を販売するビジネスモデルとなっているため、金融機関の融資審査が厳しくなればマイナスに働くのは事実だが、こちらも直近において融資条件に何ら変更はない。これは同社が創業来 28 年間積み上げてきた実績（累計販売 5,000 棟超で、経営破綻したケースは過去 1 例もない）や、98% 以上の高い平均入居率を実現できる運営ノウハウ、ビジネスモデルが評価され、複数の金融機関と独占提携ローンを組むなど強固な信頼関係が構築されていることが背景にある。また、従来から法令遵守に努めていることに加え、不正行為を未然に防ぐ社内の管理体制もすでに構築されている。具体的には、資料の受領段階から審査、引渡までのすべてのプロセスにおいて、販売部門とは独立した組織である融資管理専門部署が必要な手続きを行い、金融機関に対しても一貫して窓口として対応することで、融資審査を通過させるための不正行為を発生させない業務手順および体制を構築している。同社が 28 年間、同事業を主力事業として成長を続けてきたのも、こうした社内のコンプライアンス意識や管理体制の徹底に取り組んできたことが大きいと弊社では考えている。

しかしながら、業界全体で見れば個人の貸家経営に対する金融機関の融資が厳しくなっているのも事実。日銀の調べによれば、2017 年 1 月 -3 月以降、個人への貸家業に対する新規融資額は前年同期比でマイナス成長が続いており、不正融資問題が社会問題化したことで今後もマイナスが続く可能性が高い。ただ、今回の件で市場が一時的に冷え込むことは、同社にとっては逆にチャンスであるとも言える。同社は現在、アパート REIT の組成を準備しており、そのための土地の仕込みを行っている段階にある。対象物件は競争が激しい東京 23 区内に限定したものとなっているが、今回の件で同業他社では投資意欲が低下しているほか、銀行からの融資が下りずに土地を手放すといったケースが出始めており、従来よりも土地が仕込みやすくなってきたためだ。

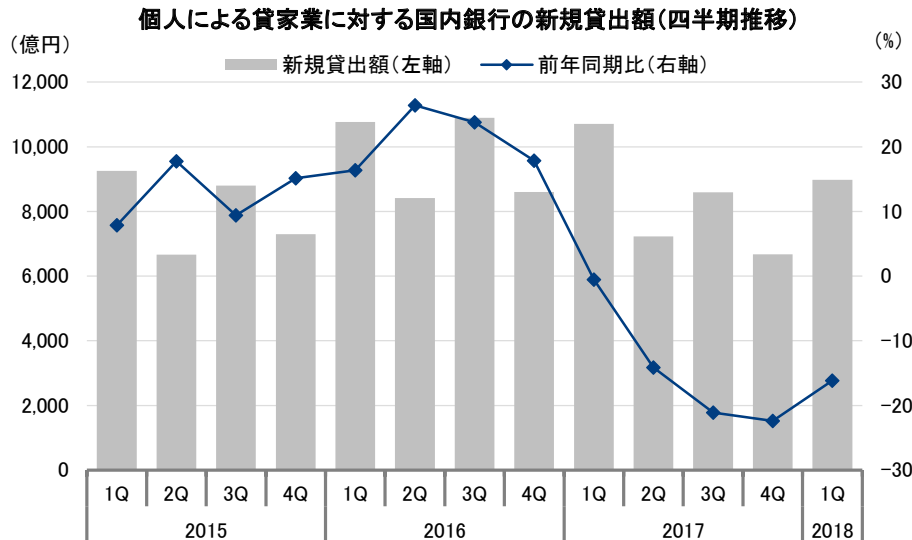
シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)

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

今後の見通し



出所：日本銀行

なお、同社は 2018 年 11 月に東京本社を設置（二本社制導入）し、現在の東京オフィスを移転、東京・浜松町の新オフィスに移転する。首都圏での一層の業容拡大を図ることや、営業力や情報収集・発信力、IR 等の諸活動の強化、多様な人材の確保を目的としており、オフィススペースは現在の 1.5 倍となる約 800 坪に拡張する。

国内初となるアパート向け REIT で資産規模 1,000 億円超を目指す

2. アパート専門 REIT に進出

同社は国内初のアパート向け REIT に進出することを発表した。2018 年 3 月に（株）シノケンアセットマネジメントで組成して機関投資家に販売した「HTT-1 号ファンド」（約 30 億円）が利回り 5% 台で推移するなど好評だったことから、私募 REIT に必要なライセンスの取得準備に着手しており、ライセンス取得後にシノケンリート投資法人（仮称）を設立し、まずは 2019 年 3 月を目途に総資産 70 億円程度の私募 REIT の組成を目指して行く。また、その後も積極的に物件取得を進め、総額 300 億円程度の資産規模になった段階で東京証券取引所に上場し、その後も毎年 150 ～ 200 億円程度の規模で継続的に資産規模を拡大し、早期に 1,000 億円程度の REIT へ成長させることを目標として掲げている。

今後の見通し

同社は REIT を立ち上げることによって 3 つの事業成長機会を創出できると考えている。第 1 に、販売領域の拡大による不動産販売事業の成長加速である。REIT の対象となる物件は、東京 23 区内の駅徒歩 10 分圏で従来は同社の対象外であった価格帯の物件となる。このため一般個人投資家向け商品とのカニバリゼーションは発生せず、不動産販売事業において REIT への物件販売分については新規の上乗せ要因となる。具体的には、23 区内では従来、1 棟 1 億円前後の物件を中心に販売していたが、REIT 向けでは 1.2 ～ 1.5 億円程度の物件を目安としている。なお、資産規模が拡大していけば将来的にその他のエリアにも対象を広げていくことになるが、その際も個人投資家向けの価格帯よりも高価格帯の物件を対象に展開していく予定にしている。また、運用利回りについては従来と大きな違いはないが、アパートの規模がやや大型化することによって建築コストに占める共有部分のコスト比率が低下し原価率が低減するほか、営業費用（人件費や広告宣伝費等）も低く抑えることができることから、物件販売の収益性は向上することが予想される。

第 2 の成長機会としては、REIT 向けアパートの販売増に伴い、ストックビジネスの成長スピードも加速することが挙げられる。従来の個人投資家向けアパートは 1 棟当たり約 4 ～ 8 戸であったが、REIT 向けは最大 20 戸程度の規模が想定されるため、賃貸管理や家賃等の保証債務、保険サービス並びに LP ガス・電力の契約件数の増加ペースも加速することが想定される。また、REIT 資産の運用・管理に伴う手数料収入も入ることになる。年間の運用手数料については資産規模の 1% 程度が業界平均となっており、REIT 販売時の販売手数料などが加わることになる。

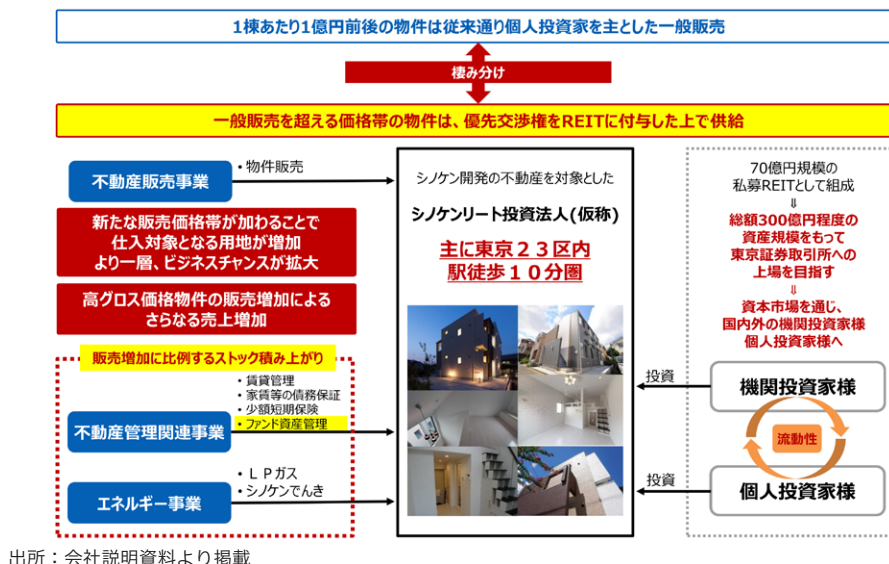
第 3 の成長機会としては、REIT の上場による顧客層の拡大が挙げられる。従来は、会社員や公務員などの個人投資家が対象であったが、REIT では国内外の機関投資家や個人投資家に販売できることになる。属性によりローン審査が通らなかった見込み客、あるいは既に複数棟所有しており追加ローンが組めない顧客等でも REIT が上場すれば少額資金で投資運用が可能となり、機関投資家から少額投資の個人投資家まで顧客層が一気に拡大することになる。

国内の REIT に関してはオフィスビルや商業施設、ホテル、レジデンスなど用途特化型の商品が多く組成されているがアパート特化型の商品がまだないこと、また、レジデンス系では東京 23 区内にエリアを絞った REIT が無いこと、さらに利回りも 5% 台と高いことから機関投資家のニーズも大きいと見られ、土地の仕込みさえ順調に進めば会社目標を達成する可能性は高く、2019 年 12 月期以降の同社業績のけん引役になると弊社では見ている。

シノケングループ | 2018 年 10 月 4 日 (木)
8909 東証 JASDAQ | http://www.shinoken.co.jp/ir/

今後の見通し

REIT 概要



既存ビジネスの強化と海外事業構築・M&Aの実施により 2020 年度に売上高 1,500 億円、営業利益 160 億円を目指す

3 ヶ年業績見通しと成長戦略

同社は 2018 年 2 月に 3 ヶ年業績見通しを発表している。最終年度となる 2020 年 12 月期の目標値として、売上高 1,500 億円、営業利益 160 億円、経常利益 158 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 110 億円を掲げており、3 年間の年平均成長率は売上高で 12.2%、営業利益で 7.4% となる。また、同社では目指すべき目標として、1) 当期純利益 100 億円、2) 自己資本比率 40% 以上、3) 実質無借金経営の順序で、その早期達成を目指していくとしている。なお、これら数値には前述したアパート専門 REIT は含まれていない。

3 ヶ年業績見通し

(単位：百万円、%)

	17/12 期 実績	18/12 期 予想	19/12 期 目標	20/12 期 目標	平均成長率 (2017-2020)
売上高	105,936	120,000	135,000	150,000	12.2%
(伸び率)	30.3	13.2	12.5	11.1	
営業利益	12,920	13,500	14,800	16,000	7.4%
(伸び率)	22.2	4.4	9.6	8.1	
経常利益	12,201	13,200	14,500	15,800	8.7%
(伸び率)	23.3	8.1	9.8	8.9	
親会社株主に帰属する当期純利益	8,489	9,200	10,000	11,000	9.0%
(伸び率)	27.4	8.3	8.7	10.0	
EPS (円)	254.92	275.32	297.13	326.84	

注：2018 年 2 月発表値、19/12 期以降の EPS は 2018 年 8 月の自社株買いを考慮して算出

出所：会社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（ディスクレマー）をお読みください。

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

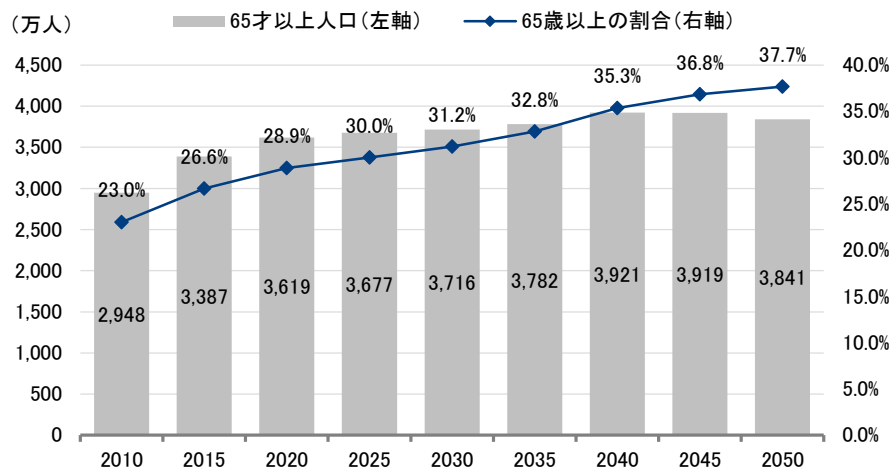
成長戦略としては、既存ビジネスの強化と海外事業構築及び国内外での M&A 実施による収益拡大を重点施策として取り組んでいく。M&A については、グループの事業基盤強化並びに領域拡大につながる企業であれば国内外問わず対象となる。

(1) 既存ビジネスの強化

既存ビジネスでは国内におけるアパート・マンション販売の更なる拡大に伴い、賃貸管理、分譲マンション管理、家賃等の債務保証、LP ガス・電力の小売販売の積み上げを図り、収益成長と同時に収益基盤の安定化を進めていく。また、ゼネコン事業については、ホテルや公共施設、民間ビルやマンションなどグループ外の受注も拡大していきながら 2020 年 12 月期に総売上高で 300 億円を目標として掲げている。

介護事業に関しては、サ高住やグループホーム、訪問介護サービスなど多様なサービスをワンストップで提供できる強みを生かし、今後はグループ会社間の連携を図りながらシナジーを高めながら収益を拡大していく戦略となっている。国内の高齢者（65 歳以上）人口は 2015 年の 3,387 万人から 2040 年に 3,900 万人を超える水準まで増加し、人口比率では 2050 年に 37.7% まで上昇すると予測されるなど、介護市場の拡大が見込まれている。同社においてもこうした需要を確実に取り込みながら、安定成長を目指していくことになる。

高齢者人口と全人口に占める比率



出所：国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」よりフィスコ作成

(2) 新規事業の育成

新規事業としては REIT のほかにも、ブロックチェーンを活用した新サービスの開発や「リノベ×投資用マンション」事業、民泊関連事業などを育成していく方針となっている。

ブロックチェーンを活用したサービスとしては、デジタル通貨「シノケンコイン」による独自の電子決済サービスを開発中で、2018 年秋頃にも開始する予定となっている。また、スマートロック、IoT 等の先進的な IT 技術の導入による利便性向上で他社との差別化を進めていく考えだ。

シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

2018 年 10 月 4 日 (木)

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

今後の見通し

2017 年 10 月より開始した「リノベ×投資用マンション」事業は、都心の中古マンションを戸当たりで仕入れ、フルリノベーションを施し、投資用マンションとして販売していく事業となる。2018 年 12 月期は 100 戸の販売を目標としている。新築物件の東京一等地での開発が厳しい環境の中で、中古マンションをリノベーションすることで一等地希望の顧客ニーズに応えマンション販売事業を拡大していく。

民泊関連事業では、大阪で民泊対応型アパートの第 2 号案件（6 戸）の開発に着手したほか（2019 年春竣工）、東京、福岡も合わせて今後 20 棟を開発することを目標としている。当面は自社保有で運用していく計画となっている。また、2018 年 3 月には民泊運営事業等を行う（株）ビーコン STAY（以下、ビーコン）と資本業務提携を締結し、民泊関連事業で協業していくことを発表している。具体的には、同社が管理する 3 万戸以上の物件の中から、オーナーの承認を得た物件に関して、ビーコンの民泊物件として提供していくと同時に、ビーコンの民泊運営に関するノウハウを吸収していく。民泊事業に関しては地域によって条例等で制限がかけられていることもあり、従前よりは成長期待が低下している感はあるものの、今後の大阪の民泊物件などの運用状況を見ながら、投資商品として販売できると判断した場合は REIT など民泊投資商品を開発していく予定にしている。

(3) 海外事業の構築

海外事業では、2020 年 12 月期までにインドネシアにおける不動産開発販売事業の売上高を 100 億円規模に拡大していくことを目標としている。インドネシアの人口は約 2.6 億人と世界第 4 位で、うちジャカルタは約 1,017 万人の都市となっている。周辺の郊外都市も含めた都市圏人口では約 3 千万人となり、これは東京に次ぐ世界第 2 位の規模で 20 年後には東京を抜いて世界 1 位の巨大都市に成長するとも言われている。このため、賃貸住宅等の不動産市場も今後高成長が期待できると見て事業進出した。

2018 年 3 月には地場ゼネコン会社であるムスティカ社を子会社化し、アパートの企画開発・施工・販売までをグループで一貫して行う体制を構築している。当面は「桜テラス」の開発を進めていく予定にしており、業績面での本格貢献はまだしばらく先のことになるが、長期的な成長ポテンシャルは大きい。

株主還元策

配当金は連続増配を継続中、 業績が会社計画を一定水準上回れば特別配当を上乗せするスキーム

同社はリーマンショックによる損失計上で財務内容が悪化したため、ここ数年は財務体質の改善を優先し、配当性を低く抑えてきたが、業績の拡大と共に連続増配は継続している。また、2018 年 7 月には 1:2 の株式分割も実施した。配当政策に関しては、2016 年 12 月期から会社計画の経常利益に対する上方修正率によって特別配当を上乗せするスキームを導入しており、2 期連続で特別配当を実施している。2018 年 12 月期は普通配当 30.0 円（配当性向 10.9%）を予定しているが、連結経常利益が会社計画に対して 10% 増となる 145.2 億円を超えた場合は 3.0 円、20% 増となる 158.4 億円を超えた場合は 6.0 円の特別配当を実施する予定にしている。なお、配当性向については当面 10% 程度を目途としているが、将来的に自己資本比率が向上し、財務基盤が強化的なれば 20% 以上に引き上げていく意向を示している。

また、同社は株主優待制度も導入しており、毎年 12 月末の株主に対して保有株数、保有継続期間に応じて、QUO カードを贈呈している。500 株以上 1,000 株未満の株主に対しては一律 1,000 円分を、また、1,000 株以上保有する株主に対しては、継続保有期間が 3 年未満の場合は 2,000 円分、3 年以上であれば 5,000 円分を贈呈している。

そのほか、自社株買いについても 2018 年 8 月に実施している（173,200 株、299 百万円）。資本効率の向上及び経営環境に応じた機動的な資本政策を可能とすることを目的としたもので、今後も株価水準を見ながら必要と判断した場合には自社株買いを実施する可能性がある。

情報セキュリティ対策

同社では情報セキュリティ対策については、経営の重要課題の 1 つとしてその対策に取り組んでいる。社内システムへの不正アクセス防止やマルウェア対策などを行っているほか、顧客情報管理システムについては他の情報システムと連携せず独立管理するなどしている。

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