

## シンワアート オークション

2437 東証 JASDAQ

2015年10月19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  
柴田 郁夫

※1 太陽光発電システムにより発電した電力を、購入者となる電力会社の送電網に繋げる方式のこと

※2 同社がマーケットメイク機能を果たすことでオークション市場の活性化及び回復を目指すもの

## ■オークション市場の回復と新規事業で成長フェーズに

シンワアートオークション<2437>は、国内最大級の美術品オークション会社である。日本の近代美術を中心として、近代陶芸やブランド雑貨、時計、宝飾品なども手掛けている。2,000万円以上の高額落札作品における市場シェアでは業界トップの44.9%を占めている。一方長期間にわたるデフレ経済の環境下で日本のオークション市場、並びに同社の業績は停滞感に覆われてきた。同社は2014年5月期より新中期経営計画をスタートさせるとともに、第2の創業期と位置付け、プラットフォーム構想によるオークション事業の拡大、及び再生可能エネルギー関連事業など将来の安定的な収入源となり得る新規事業への参入に取り組んでいる。足元で回復基調にあるオークション市場と新規事業の本格稼働により、同社は新たな成長フェーズに入るものと考えられる。

2015年5月期の業績は、売上高が前期比112.8%増の2,948百万円、営業利益が同42.6%減の77百万円と大幅な増収ながら減益であった。また、2015年1月9日に増額修正した会社予想に対しては、一転して売上高、各利益ともに計画未達となった。主力のオークション関連事業がおおむね堅調に推移したことに加えて、再生可能エネルギー関連事業の本格稼働が大幅な増収に寄与したが、オークション関連事業における商品在庫の評価減等が利益を圧迫したことで減益となった。

なお、増額修正後の会社予想を下回ったのは、修正時点において、小型太陽光発電施設の完工物件が期初予想を大幅に上回る見通しとなったことから一旦は増額修正したものの、電力会社の都合により系統連系※1が延期になったことから、結果として増額修正部分に見込み違いが生じたことによるものである。一方、商品在庫の評価減についても、自主ルールに基づくものであり、実際の市場評価を反映したものではなく、また直ちに資本流出を伴うものではない。したがって、減益決算及び計画未達の結果については、同社業績の先行きに懸念を抱かせるものではないとみていいたい。

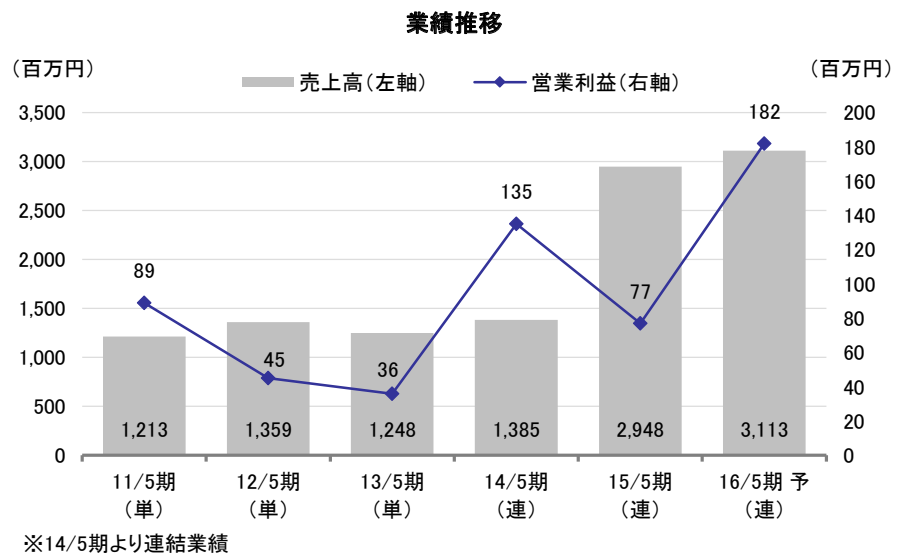
2016年5月期の業績予想について同社は、売上高を前期比5.6%増の3,113百万円、営業利益を同135.1%増の182百万円と見込んでいる。オークション関連事業及び再生可能エネルギー関連事業がそれぞれ伸長することに加えて、新たに開始する医療ツーリズムが小規模ながら業績貢献する計画となっている。また、損益面についても、前期の一過性費用（商品在庫の評価減）の解消や増収による固定費軽減等により営業利益率は5.8%（前期は2.6%）に回復する見通しである。

同社の成長戦略の柱は、オークション事業の拡大と新規事業による安定収益源の確保、アジア戦略の3つである。特に、オークション事業におけるプラットフォーム構想※2と新規事業（再生可能エネルギーや医療ツーリズム）の進捗に注目したい。

## ■Check Point

- ・ 足元はオークションの復調も合わせて新たな成長フェーズへ
- ・ 今期は増収及び大幅な損益改善を見込む
- ・ 配当性向は30%が目安、中期的には利益成長に伴う増配の可能性

2015年10月19日(月)



## ■ 事業概要

### 国内最大級の美術品オークション会社、業界で唯一上場

同社は国内最大級の美術品オークション会社である。1989年の創業以来、業界のパイオニアとして国内のオークション市場をリードするとともに、業界唯一の上場会社でもある。日本の近代美術を中心として、近代陶芸やブランド雑貨、時計、宝飾品なども手掛けている。特に、同社が得意とする2,000万円以上の高額落札作品においては業界トップの44.9%を占めており圧倒的なシェアを誇る。

美術品に対する専門性の高さや富裕層マーケティングによる人的ネットワーク、実績に裏打ちされた信用力やブランド力などを強みとして、業界のリーディングカンパニーとしての地位を確保してきた。

また、2014年5月期からは、これまで積み上げてきた富裕層マーケティングとのシナジー効果が期待できるとともに、将来の安定的な収益源となり得る新規事業として、診療報酬債権のファクタリングを中心とした医療機関向け支援事業、及び太陽光発電による再生可能エネルギー関連事業にも参入した。

事業セグメントは、主力となる「オークション関連事業」のほか、新規事業である「再生可能エネルギー関連事業」「その他」の3つに区分される。事業別売上高構成比率を見ると、主力の「オークション関連事業」が38.7%、「再生可能エネルギー関連事業」が61.3%、「その他」が0.0%と、2015年5月期より本格稼働した「再生可能エネルギー関連事業」の比率が高くなっている。

同社グループは、連結子会社3社と持分法適用会社1社で構成される。連結子会社には、宝飾品を中心としたオークションの企画及び運営を行う「Jオークション(株)」、再生可能エネルギー関連事業を手掛ける「エーベック(株)」、医療機関向け支援事業を手掛ける「シンワメディコ(株)」がある。また、持分法適用会社は、香港での美術品を中心としたオークションの企画及び運営、美術品売買を手掛ける「ASIAN ART AUCTION ALLIANCE COMPANY LIMITED」(同社が21.1%を所有)である。

2015 年 10 月 19 日（月）

各事業の概要は以下のとおりである。

**(1) オークション関連事業**

オークション関連事業は、大きく「オークション事業」と「オークション関連その他事業」に分けられる。

**a) オークション事業**

オークション事業は、取扱作品・価格帯により、近代美術オークション、近代陶芸オークション、近代美術 Part II オークションを定期的に開催するほか、ワイン及び西洋美術等のオークションも随時開催する。

また、ブランド雑貨、時計、宝飾品については、2013 年 10 月に設立した連結子会社 J オークション（株）が開催するオークションで取り扱っている。オークション関連事業の売上高は、主に落札価額に対する手数料収入（落札手数料及び出品手数料）で構成される。落札手数料は落札価額 200 万円以下に対して 15.0%、200 万円超 5,000 万円以下に対して 12.0%、5,000 万円超に対して 10.0% と設定されている一方、出品手数料は落札価額の 10.0% となっている。他にもカタログ収入や会費収入などで構成される。

**b) オークション関連その他事業**

オークション以外の相対取引であるプライベートセールを中心に構成されている。オークション取引と同様に、販売価格をベースに販売委託者及び購入者から手数料を徴収する場合と、同社が作品を買取り、その在庫商品を購入希望者に販売する場合とがある。同社は、美術品市場全体の安定化と規模の拡大を目的として、いわゆる近代美術の巨匠といわれる作家の名品（マスターピース）クラスの作品を数点購入し、戦略在庫として保有するとともに、作品ごとに販売時期、価格及び販売先などを含め、最も合理的な販売を実現することにより、販売益の獲得や効果的なマーケットメイクを目指している。

なお、手数料収入と商品売上高は、売上高に対する量的なインパクトが異なるため注意が必要である。オークション関連事業の業績を判断するためには、取扱高及びセグメント利益を見るのが妥当と言える。

**オークション関連事業の内容**

部門	業務内容
オークション事業	
近代美術	・近代日本画・日本洋画・彫刻・外国絵画などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 20 万円以上の作品
近代陶芸	・近代陶芸・茶道具・香炉・漆芸・金工・古美術などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 10 万円以上の作品
近代美術 Part II	・版画・日本画・洋画・陶芸などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 2 万円以上の作品
Bags / Jewellery & Watches	・ブランド雑貨・時計宝飾品などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 2 万円以上の作品
西洋美術	・西洋ガラス工芸・西洋磁器・西洋家具・西洋絵画などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 5 万円以上の作品
ワイン	・高級ワインのオークション
特別オークション	・日本刀・プライベートコレクションなどのオークション
オークション関連その他事業	
プライベートセール	・オークション以外での相対取引
その他	・主として 2 万円未満の低価格作品に関し、美術業者間交換会にて販売を委託された取引 ・貴金属等買取サービス ・時計・宝飾品やブランドバッグの小売販売ほか

2015年10月19日（月）

※1 宮崎県西都市（約1MW級）  
と兵庫県西脇市（800kW級）  
の2基を保有（2015年5月  
期末現在）

※2 グリーン投資減税（100%即時  
償却等）は2015年3月末で  
終了したが、同様の制度として、  
生産性向上設備投資促進  
税制の活用が可能となっ  
ている。

## オークションの様子



出所：会社 HP

### (2) 再生可能エネルギー関連事業

富裕層向けに50kW級の小型太陽光発電施設の分譲販売を行うとともに、大型太陽光発電施設※1を自社保有することによる売電事業も展開している。なお、太陽光発電は、20年間の固定価格買取制度や節税効果※2などのメリットが享受できるところに特徴がある。また、2015年6月には2016年に予定されている電力完全自由化に向けて電力卸売事業にも参入することを決定した。

### (3) その他

医療機関向け支援事業として、これまで診療報酬債権ファクタリング事業を行ってきたが、資金調達の遅れ等により一旦凍結を決定した。今後はアジアの富裕層及び中間層に日本の高度医療を紹介する医療ツーリズムに注力する方針である。

## 企業特長

### オークションの実績と富裕層ネットワークに強み

同社の主力事業である美術品オークションは、安定的な価値付けが必要であり、最近普及しているネットオークションとは一線を画している。したがって、取扱商品に対する専門性の高さや実績に裏打ちされた信頼性のほか、オークション開催に関わるノウハウ（作品の預かりから、鑑定、査定、カタログ作製、下見会、オークション会場運営、作品の発送等の業務プロセス）などが参入障壁となっている。特に、同社が業界のリーディングカンパニーとしての地位を確保することが可能であったのは、(1)近代美術を得意分野として実績を積み上げてきたこと、(2)富裕層マーケティングの積み重ねにより人的ネットワークを構築してきたことが挙げられる。

#### (1) 近代美術オークションにおける実績の高さ

同社が得意とする近代美術は、高い専門性が要求される分野であり、高価格帯になればなるほど、取引の安全性に対する要求水準は高くなる。同社は、創業以来、近代美術の分野での実績を積み上げており、その豊富な実績に裏打ちされた専門性や信用力、ブランド力の高さが、出品者及び参加者双方に同社を利用する動機づけとして働いていると考えられる。出品者は多数の参加者により客観性のある合理的な価格をつけてくれるところに、参加者は優れた作品が数多く出品されるところに集まるため、相互作用による正の循環が働く構造となっているところも同社にとってアドバンテージと言える。特に、高額のものを買ってきた実績は、優れた出品物を確保するうえで他社との大きな差別化要因となっている。

## (2) 富裕層マーケティングによる人的ネットワーク

同社の強みとして、約 25 年間にわたって積み重ねてきた富裕層マーケティングによる人的ネットワークも挙げられる。外資系金融機関にて欧州での勤務経験がある倉田社長は、人と人とのつながりを密にしながら顧客の資産を管理するプライベートバンクのイメージで富裕層マーケティングを展開してきた。同社がこれまで積み上げてきた人的ネットワークは、これからのオークション事業の基盤を支えるとともに、あらたな富裕層ビジネスへの展開にも活用できる。

## ■沿革

### 14/5 期より第 1 次中計をスタート、第 2 の創業期と位置付け

同社の前身である株式会社親和会は、1989 年 6 月に画商 5 社（永善堂、表玄、泰明画廊、みずたに美術、平野古陶軒）の出資によって設立された（1991 年 6 月にシンワアートオークション株式会社に商号変更）。欧米では古くから定着している公開の場で誰でも参加できる「オークション」という美術品の新たな取引形態を日本の市場に創造することが設立の経緯である。当初は、美術業者間取引を行うセリ市（以下、交換会）と、美術業者だけでなく一般の美術品愛好家も参加可能なオークションの両輪で展開していた。

その後、「公明正大かつ信用あるオークション市場の創造と拡大」の実現を目指し、2000 年 6 月に同社が会主として運営していた交換会事業から撤退すると、2001 年 6 月には同社を顧客としていた投資顧問会社から倉田陽一郎（くらたよういちろう）氏を代表取締役社長に迎え入れるとともに、これまで同社役員を兼任していた創業画廊の代表取締役全員が役員を退任することで新たな経営体制を確立した。

子供の頃からアートが好きで、大学生の時も美術サークルに所属していた倉田氏は、外資系金融機関に入社した後も、趣味でアートに接しながら、オークションの必要性を強く感じていた。32 歳の時に投資顧問会社を立ち上げ、シンワアートオークションを顧客としたことをきっかけとして、コンサルタント的な立場で事業計画や組織づくりに関わったことから経営を任せられるようになった。出品者の利益の最大化をもたらすとともに、参加者にとっても価格決定プロセスにおいて透明性の高いオークションの仕組みを築き上げ、同社の信用力やブランド力を高めたことから業績も順調に拡大。2005 年 4 月には大阪証券取引所ヘラクレス（現東京証券取引所 JASDAQ）に株式の上場を果たした。

その後、長期間にわたるデフレ経済の環境下で同社の業績も伸び悩みが続いたことから、2014 年 5 月期より第 1 次（新）中期経営計画をスタートした。第 2 の創業期と位置付け、「日本近代美術再生プロジェクト」に取りかかるとともに、デフレ下においても安定的な収益を確保できる新たな事業として再生可能エネルギー関連事業及び医療機関向け支援事業への参入を図った。その一環として、2013 年 4 月に医療機関向け支援事業を行うシンワメディカル（株）（現シンワメディコ（株））を設立。また、再生可能エネルギー関連事業を行うエーパック（株）を株式取得により子会社化した。

沿革

1987年 8月	美術品の業者交換会「親和会」発足
1989年 6月	資本金 100,000 千円で株式会社親和会設立
1990年 7月	古物商の許可を取得(東京都公安委員会許可 第 301069001858 号)
1990年 9月	第1回シンワアートオークション近代日本絵画オークション(現 近代美術オークション)を開催
1991年 6月	商号をシンワアートオークション株式会社に変更
1996年 6月	第1回シンワアートオークション近代日本陶芸オークション(現 近代陶芸オークション)を開催
1997年 4月	第1回シンワアートオークション茶道具特別オークションを開催
1999年 6月	第1回シンワアートオークション絵画・版画・工芸(現 近代美術 PartII オークション)を開催
2000年 6月	交換会事業からの撤退
2000年12月	第40回シンワアートオークション近代絵画オークション(現 近代美術オークション)にて、岸田劉生「毛糸肩掛せる麗子肖像」が 360,000 千円で落札
2001年 3月	第1回シンワアートオークションワインオークションを開催
2002年 5月	シンワアートオークション近代美術 PartII オークションにて宝石オークションを開催
2003年 2月	シンワアートオークション中川一政コレクションを開催し、ヴィンセント・ヴァン・ゴッホ「農婦」が 66,000 千円で落札
2003年 5月	第1回シンワアートオークション Jewellery & Watches オークションを開催
2003年 7月	シンワアートオークション古美術特別オークションを開催
2003年12月	シンワアートオークション西洋美術オークションを開催
2004年 1月	シンワアートミュージアムをオープン
2005年 4月	大阪証券取引所ニッポン・ニューマーケット「ヘラクレス」(現 東証 JASDAQ 市場) 上場
2006年 5月	第1回シンワアートオークションコンテンポラリーアートオークションを開催
2007年 2月	第1回シンワアートオークションコインオークションを開催
2008年11月	Asian Auction Week in Macao 開催
2009年 2月	北京匡時国際拍賣有限公司(Council オークション)と業務提携
2010年 1月	代表取締役2名体制を導入
2013年 4月	エーベック株式会社の株式取得により子会社化
2013年 4月	シンワメディカル株式会社(現 シンワメディコ)設立
2013年10月	Jオークション株式会社設立

2015年10月19日（月）

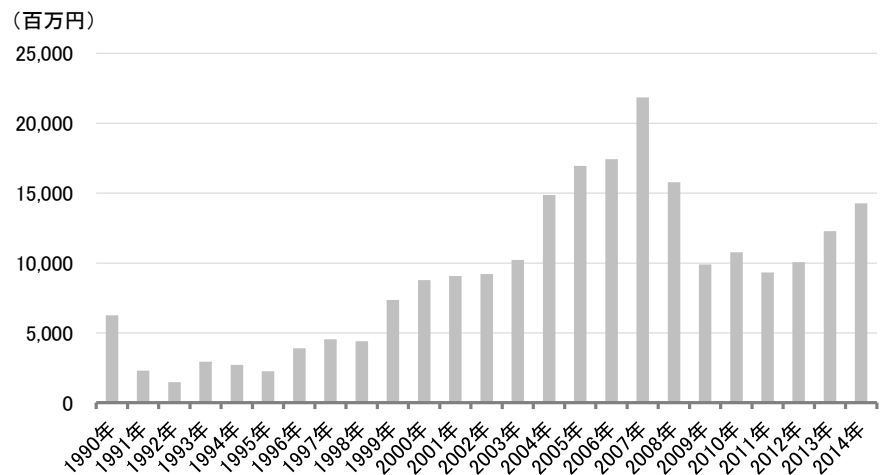
※ 過去のシンワアートオークション「近代美術オークション」において落札された作品について、1点当たり平均単価の過去3回分の平均を算出し、1990年9月開催の「近代美術オークション」を10,000としてインデックス化したもの。

## ■ 業界環境

### 日本の美術品オークション市場には大きな拡大余地

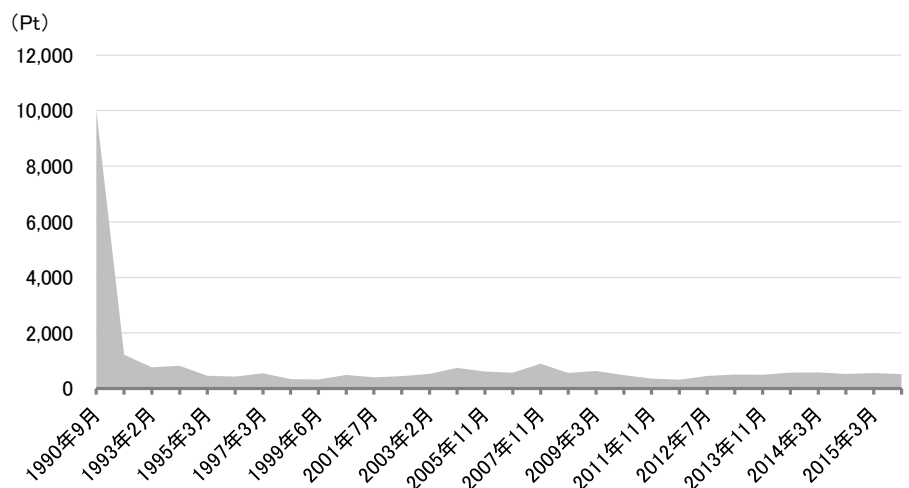
月刊美術によれば、2014年の日本の美術品オークションの市場規模（年間落札価格）は約142億円と推計される。同社が公開オークションを開始した1990年からの推移で見ると、2007年にピークとなる約218億円に到達した後、リーマンショックに伴う景気後退の影響により急激に縮小すると、その後も長期間にわたるデフレ経済の環境下で停滞が続いている。一方、世界の美術品オークション市場に目を向けると、約250年の歴史を持つオークション会社のクリスティーズやサザビーズが活躍する欧米市場や、近年著しい伸びを見せる中国市場などを中心に約2～3兆円の市場規模が推定されており、経済活動全般における規模感から言っても、日本市場の立ち遅れは明らかである。また、同社が公表している「近代美術オークションインデックス」※の推移を見ると、過去最低となった2012年2月の平均落札単価は、基準とする1990年9月の1/30以下に落ち込んでおり、特に、高価格帯の近代美術オークションは、デフレ経済の影響を大きく受けていると言える。直近のインデックス（2015年5月）はボトムから回復しているものの、依然として基準の約1/20強の水準にあり、まだまだ回復の余地は大きいと考えられる。

国内美術オークション市場の規模



出所：月刊美術2014年3月号より

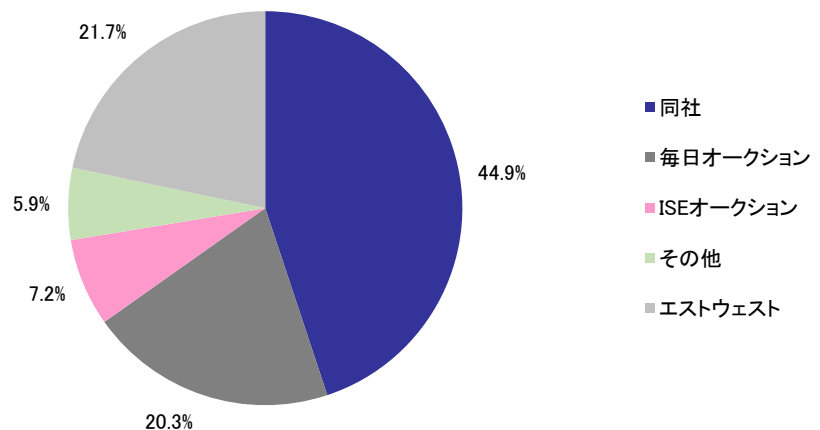
近代美術オークションインデックス



■ 業界環境

なお、国内の同業他社は同社以外に6社が存在するが、2,000万円以上の高額落札作品における市場シェアでは、同社が業界トップの44.9%を占めている。また、同社以外に上場会社は存在しない。

高額落札作品市場シェア(2,000万円以上)



出所：月刊美術2015年3月号より

■ 決算動向

足元はオークションの復調も合わせて新たな成長フェーズへ

(1) 過去の業績推移

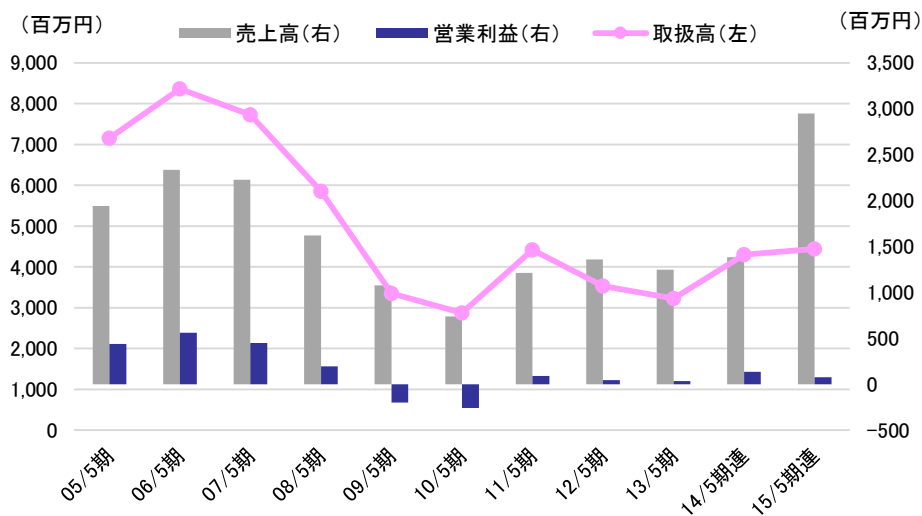
同社の上場後の業績推移を振り返ると、2006年5月期をピークとして業績は伸び悩みを続けてきた。特に2009年5月期はリーマンショックに伴う景気後退の影響を受けたことから取扱高及び売上高ともに大きく落ち込み、2期連続の営業赤字につながった。2011年5月期に黒字に転じたものの、その後も長引くデフレ経済の影響で、主力の近代美術オークションにおける平均落札単価が低迷し続けたことから、業績は伸び悩んできた。

ただ、2014年5月期にデフレ脱却に向けた政策の影響などで近代美術オークション市場が回復基調に入ると、同社のオークション事業の業績にも回復の兆しが見られ始めている。また、2014年5月期からは、新たな安定収益源として参入した再生可能エネルギー関連事業が連結化されると、2015年5期には本格稼働により業績拡大に大きく貢献した。電力卸売事業への参入を含めて、同社の中期的な成長をけん引する勢いで進展しており、オークション事業の回復と合わせ、同社の業績は新たな成長フェーズに入ったとみられる。



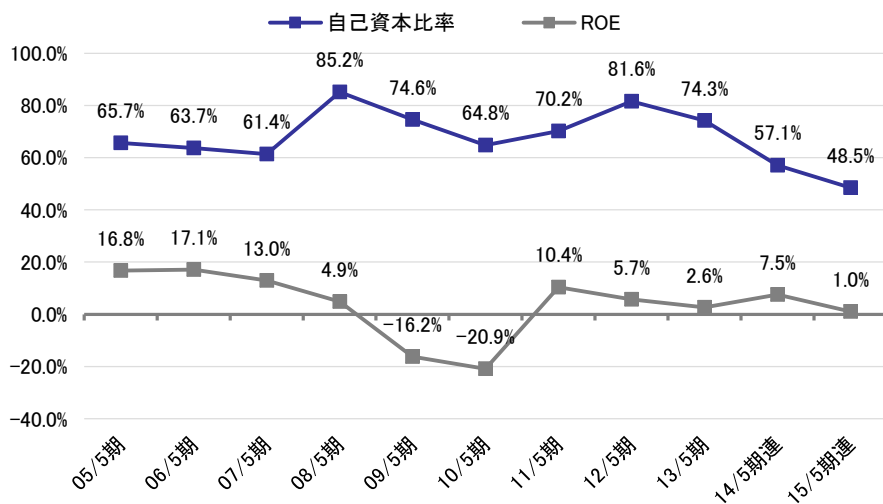
2015年10月19日（月）

### 取扱高及び売上高、営業利益の推移



財務面では、2013年5月期まではほぼ無借金経営を続けており、自己資本比率もおおむね70～80%の高い水準を維持してきた。再生可能エネルギー関連事業及び医療機関向け支援事業を連結化した2014年5月期は、太陽光発電施設の用地取得及び建設資金を有利子負債で賅ったことなどから自己資本比率は57.1%に低下したが、財務基盤の安定性に懸念を生じさせる水準ではない。むしろ、これまでの手堅い財務方針が、成長に向けた攻めの姿勢に転じてことを反映したものと捉えることができる。一方、資本効率性を示すROEは業績の変動とともに不安定な動きをしてきた。2014年5月期に7.5%の水準に回復したものの、2015年5月期には一過性費用（商品在庫の評価減など）の影響等により再び1.0%に落ち込んだ。同社はROE15%以上を目標に掲げており、今後も適度なレバレッジ（有利子負債の活用）や収益力の向上によりROEの改善を図る方針である。

### 自己資本比率とROEの推移



2015年10月19日（月）

※ 当社では、商品在庫を取得してから一定期間が経過することにより簿価を機械的（市場評価額に関わらず）に切り下げる会計上のルールを自主的に適用している。

## 15/5期は増収も商品在庫の評価減等が利益を圧迫し営業減益

## (2) 2015年5月期決算の概要

2015年5月期の業績は、売上高が前期比112.8%増の2,948百万円、営業利益が同42.6%減の77百万円、経常利益が同56.8%減の52百万円、当期純利益が同84.9%減の16百万円と大幅な増収ながら減益決算となった。また、2015年1月9日付けで増額修正した会社予想に対しても、売上高が79.1%、営業利益が25.3%と大きく未達となった。

主力のオークション関連事業がおおむね堅調に推移する一方で、再生可能エネルギー関連事業の本格稼働が大幅な増収に寄与した。ただ、損益面では、オークション関連事業において、自主ルールに基づく商品在庫の評価減※等が利益を圧迫したことで想定を下回る営業減益となった。加えて、銀行借入の金利上昇リスクをヘッジする目的で導入したデリバティブ商品の評価損（約12百万円）も利益の足を引っ張った。

なお、増額修正後の会社予想を下回ったのは、修正時点において、グリーン投資減税による需要拡大が追い風となる中で、完工物件が期初予想を大幅に上回る見通しとなったことから一旦は増額修正に踏み切ったものの、電力会社の都合により系統連系が延期になったことから、結果として増額修正部分に見込み違いが生じたことによるものである。一方、商品在庫の評価減についても、自主ルールに基づくものであり、実際の市場評価を反映したのではなく、また直ちに資本流出を伴うものではない。したがって、減益決算及び計画未達の結果については、同社業績の先行きに懸念を抱かせるものではないとみていだろう（むしろ、商品在庫の評価減により利益を出しやすい体質になったとの見方もできる）。

## 損益計算書

(単位：百万円)

	14/5期 実績		15/5期 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	1,385	100.0%	2,948	100.0%	1,562	112.8%
オークション関連事業	1,194	86.2%	1,140	38.7%	-53	-4.5%
再生可能エネルギー関連事業	190	13.7%	1,807	61.3%	1,616	849.6%
その他	0	0.1%	0	0.0%	-0	-
原価	579	41.9%	2,087	70.8%	1,507	260.0%
販管費	670	48.4%	782	26.6%	112	16.7%
営業利益	135	9.8%	77	2.6%	-58	-42.6%
オークション関連事業	148	12.4%	5	0.5%	-142	-96.0%
再生可能エネルギー関連事業	-0	-	75	4.2%	75	-
その他	-12	-	-3	-	9	-
取扱高	4,297	100.0%	4,440	100.0%	142	3.3%
オークション事業	3,939	91.7%	3,958	89.1%	18	0.5%
近代美術オークション	1,720	40.0%	2,577	58.0%	856	49.8%
近代陶芸オークション	243	5.7%	270	6.1%	26	10.7%
近代美術 Part II オークション	321	7.5%	240	5.4%	-81	-25.2%
その他オークション	1,653	38.5%	870	19.6%	-782	-47.3%
その他	358	8.3%	482	10.9%	123	34.6%
プライベートセール	205	4.8%	384	8.7%	179	87.4%
開催数（回）	30	-	28	-	-2	-6.7%
うち、近代美術オークション	5	-	6	-	1	20.0%
出品点数	7,002	-	7,355	-	353	5.0%
うち、近代美術オークション	595	-	853	-	258	43.4%
落札数	5,852	-	5,787	-	-65	-1.1%
うち、近代美術オークション	481	-	721	-	240	49.9%
落札平均単価（千円）	673	-	684	-	10	1.6%
うち、近代美術オークション	3,577	-	3,574	-	-2	-0.1%

2015年10月19日(月)

貸借対照表については、総資産が仕掛品（太陽光発電施設の開発案件）や有形固定資産（大型太陽光発電施設の自社保有分）の増加により前期末比 17.0% 増の 3,660 百万円に膨らんだ一方、自己資本がほぼ横ばいで推移したことから財務基盤の安定性を示す自己資本比率は 48.5%（前期末は 57.1%）に低下した。また、資本効率を示す ROE は、利益率の低下により 1.0%（前期末は 7.5%）に落ち込んだ。

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	14/5 期 実績	15/5 期 実績	増減
流動資産	2,242	2,709	467
現金及び預金	1,273	1,446	173
商品	462	352	-109
製品	100	-	-100
仕掛品	55	292	236
固定資産	617	651	33
有形固定資産	305	560	254
投資その他	312	90	-222
資産合計	2,860	3,360	500
流動負債	912	1,318	405
短期借入金等	725	648	-76
固定負債	302	401	99
長期借入金	249	318	69
純資産	1,644	1,640	-3
負債純資産合計	2,860	3,360	500
自己資本比率	57.1%	48.5%	-8.6p
ROE	7.5%	1.0%	-6.5p

各事業の概要は以下のとおりである。

a) オークション関連事業は、売上高が前期比 4.5% 減の 1,140 百万円、セグメント利益が同 96.0% 減の 5 百万円となった。売上高ではわずかな減収となったものの、本来の業績の規模を示す取扱高（落札総額）では前期比 3.3% 増の 4,440 百万円と堅調に推移した。特に、主力となる高価格帯の近代美術オークションでは、落札平均価格がほぼ横ばいながら、出品数が増加したことにより取扱高は順調に拡大している※。一方、損益面では、利益率の高い在庫商品の取り扱いが少なかったことによる粗利益の減少や自主ルールに基づく商品在庫の評価減が利益を圧迫したことで想定を下回る減益になった。

なお、同社がプラットフォーム構想として、積極的に取り組んでいる在庫商品については 352 百万円（前期末比 109 百万円減）と減少しており、評価減（約 100 百万円）による影響を考慮してもほぼ横ばいで推移している。インフレ期待が高まる中で、売却する側がタイミングを見定めていることで出物が少ないことが影響している模様であり、しばらくはその動向を見守る必要があるとみられる。

b) 前期(2015年5月期)より本格稼働した再生可能エネルギー関連事業は、売上高が 1,807 百万円（前期は 190 百万円）、セグメント利益が 75 百万円（前期は 1 百万円の赤字）と大きく伸長した。グリーン投資減税による需要拡大を追い風として、太陽光発電施設の販売が大型 1 基（前期ゼロ）、小型 64 基（前期は 10 基）と順調に拡大した。一方、業績予想（増額修正後）を下回る結果となったのは、電力会社の都合により系統連系が延期になったことから、その分を補完するために販売計画の変更を余儀なくされ、販売台数ではほぼ計画線を確認したものの、販売価格の低下など販売条件が想定よりも悪化したことが影響した。

加えて、売却予定であった大型 2 基のうち 1 基を自社保有に方針転換したことも業績修正の原因となった。ただ、こちらは発電施設の売却による一時的な利益の獲得にかわって、今後の売電収入による安定収益を確認したのものとして捉えることができる。

※ 前期に比べて開催回数が 1 回分多かったが、1 回当たりの出品数で見ても増加している。

c) その他事業は、売上高が0.3百万円（前期は0.8百万円）、セグメント損失が3百万円（前期は12百万円の損失）となった。診療報酬ファクタリング事業は、資金調達の遅れや再生可能エネルギー事業への優先的な資金配分により投資機会を見送る状況が続いている。

## 今期は増収及び大幅な損益改善を見込む

### (3) 2016年5月期の業績予想

2016年5月期の業績予想について同社は、売上高を前期比5.6%増の3,113百万円、営業利益を同135.1%増の182百万円、経常利益を同201.5%増の158百万円、当期純利益を同516.3%増の100百万円と増収及び大幅な損益改善を見込んでいる。

オークション市場に回復の兆しが見られる中で、オークション事業（特に近代美術オークション）が堅調に推移することに加えて、再生可能エネルギー関連事業が前期からの持越し分を含めて伸長する計画となっている。また、新たに開始する医療ツーリズム（その他事業に分類）も小規模ながら業績貢献する想定である。

また、損益面では、前期の一過性費用（商品在庫の評価減等）の解消やその他事業の損益改善（黒字化）、増収による固定費軽減等により営業利益率は5.8%（前期は2.6%）に改善する見通しとなっている。

### 2016年5月期の業績予想

（単位：百万円）

	15/5期 実績		16/5期 予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	2,948		3,113		165	5.6%
オークション関連事業	1,140	38.7%	1,213	39.0%	73	6.4%
再生可能エネルギー関連事業	1,807	61.3%	1,891	60.7%	84	4.6%
その他	0	0.0%	9	0.3%	9	-
原価	2,087	70.8%	-	-	-	-
販管費	782	26.6%	-	-	-	-
営業利益	77	2.6%	182	5.8%	105	135.1%
オークション関連事業	5	0.5%	72	5.9%	67	-
再生可能エネルギー関連事業	75	4.2%	109	5.8%	34	45.3%
その他	-3	-	1	11.1%	4	-

各事業の前提条件は以下のとおりである。

a) オークション関連事業は、原油価格の下落等の影響により、デフレ脱却に向けた政策にやや足踏みが見られる中で、作品の募集環境の本格的な好転までは見込んでないものの、美術品の価格は緩やかな上昇傾向にあることから会計年度後半に向けて好調に推移するものとみている。特に、主力の近代美術オークションやプライベートセールが業績の伸びをけん引する想定のような。また、やや苦戦している宝飾品オークション（連結子会社Jオークションが運営）についても、日本でのオークション開催（年4回）を予定しており、コスト削減やアジアの富裕層の取り込み等により黒字化を図る計画である。

b) 再生可能エネルギー関連事業は、太陽光発電施設販売の収穫期と捉えており、前期からの持越し分（59基）を含めて小型太陽光発電施設74基の販売を見込んでいる。なお、新たに参入した電力卸売事業については、本格的な業績貢献にはまだ時間を要する模様である。

2015 年 10 月 19 日（月）

■決算動向

○) その他事業は、診療報酬ファクタリング事業を一旦凍結する一方、今期より本格的なマーケティングを開始する医療ツーリズムが小規模ながら業績貢献することで黒字化を見込んでいるほか、医療健診紹介 60 件、再生医療紹介 2 件を想定している。

同社では、再生可能エネルギー関連事業において、計画の前提となっている販売台数（74 基）のうち 59 基が前期からの持越し分として既にめどがたっていることなどから、会社予想の達成は実現可能と判断している。むしろ年間を通じてさらに販売台数が積み上がる可能性があることから保守的な水準とみている。加えて、オークション関連事業における大口取引（商品在庫によるプライベートセール等）や需要の大きい医療ツーリズムの順調な立ち上がり業績の上振れ要因となる可能性にも注意が必要である。

■成長戦略とその進捗

資本力を駆使したプラットフォームを構築しオークション事業を拡大

同社は 2014 年 5 月期より新中期経営計画（5 ヶ年計画）をスタートした。成長戦略の柱は、オークション事業の拡大と新規事業による安定収益源の確保、アジア戦略の 3 つである。最終年度である 2018 年 5 月期には売上高 14,500 百万円、本体純資産 15,000 百万円、戦略子会社純資産 15,000 百万円と大きな飛躍を目指している。

(1) オークション事業の拡大

同社は、長期間にわたるデフレ経済の下で停滞してきたオークション市場の回復、ひいては本来あるべき市場規模に再評価されることを目標に、「日本近代美術再生プロジェクト」と銘打ち、資本力を駆使した大きなプラットフォームを構築することでオークション事業の拡大に取り組む方針である。具体的には、同社がマーケットメイク機能※を果たすことで市場に厚みを持たせ、取引の活性化と市場の拡大に結び付ける戦略である。加えて、自ら取引の当事者となることは、富裕層とのネットワークを構築するうえでもプラスの効果が働くと考えている。同社は、日本の美術品オークション市場は最低でも 1,000 億円～ 2,000 億円の規模が適正な水準と考えており、その市場規模を支えるためには、最低 10,000 百万円以上の純資産を確保し、安心できるプラットフォームの運用を目標としなければならないとしている。

2015 年 5 月期はおおむね堅調に推移したものの、アベノミクスの中だるみから、落札平均価格は前期比ほぼ横ばいにとどまり、注力する商品在庫の積み増しについても出物が少なく大きな進展は見られなかった。ただ、美術品価格の緩やかな上昇傾向や引き合いの動きなどから市場全体に回復への兆しが見えており、こちらは着実に「日本近代美術再生プロジェクト」を進めていく方針としている。

(2) 新規事業による安定収益源の確保

同社は、これまでの富裕層マーケティングとのシナジー効果が期待できるとともに、安定的な収入源となり得る分野として、再生可能エネルギー関連事業と医療機関向け支援事業に参入した。

※ マーケットメイク機能…同社が、当事者として取引に参加することで市場の流動性や効率性を高める手法。

2015年10月19日（月）

※ 電力共同購買事業（エコサブ）とは、各需要家の異なる電力需要を取りまとめることによって需要全体の負荷率を改善し、電力の一括購入と実量にあった電力調達によりコストを抑制することで、電気料金の削減するシステムのことである。

## ■ 成長戦略とその進捗

再生可能エネルギー関連事業は、節税効果及び安定的な収益を期待できる投資案件として投資ニーズが拡大するなかで、積極的に太陽光発電施設の開発及び販売に取り組んだことにより、2015年5月期には本格的な業績貢献を実現した。2016年5月期も引き続き事業拡大が見込まれている。また、グリーン投資減税による太陽光発電施設の販売の一巡や2016年の電力完全自由化に向け、市場拡大が見込まれる電力卸売事業にも参入を決定し、その第一歩として日本ロジテック協同組合が行う電力共同購買事業※の一部を引き受け、電力需給に必要な電力を調達し、日本ロジテックに供給する契約を締結した。本格的な業績貢献にはまだ時間を要するものとみられるが、今後はPPS（新電力会社）として同社グループの安定収益源となるべく事業展開していく方針のようである。

また、医療機関向け支援事業は、既存の診療報酬ファクタリングについては一旦凍結としたが、今後はホスピタルネットワークを活かした医療ツーリズムへ注力する方針である。2015年5月期は事業モデルの確立や体制構築に取り組み、2016年5月期から本格的なマーケティングを開始する予定である。

### (3) アジア戦略

アジア戦略は、ASIAN ART AUCTION ALLIANCEとの連携強化により、アジア圏でのプレゼンスを高めることである。特に、アジアの富裕層を日本のオークション市場に呼び込むことや、オークション以外にも医療ツーリズム等による事業拡大を目論む。

## ■ 株主還元

### 配当性向は30%が目安、中期的には利益成長に伴う増配の可能性

同社の配当方針は、収益状況に応じた配当を行うことを基準としつつも、安定的な配当の維持、並びに将来の事業展開に備えた内部留保の充実、財務体質の強化等を総合的に勘案して決定することとしている。また、具体的な数値目標として、配当性向30%を目安としている。

2015年5月期は期初予想どおりの年6円配（配当性向207.6%）を実施した。2016年5月期も年6円配（配当性向34.0%）を予定している。弊社では、2016年5月期の業績予想等を踏まえ、同社の配当予想についても実現可能と判断している。また、中期的には利益成長に伴う増配の可能性も十分にあるとみている。

#### 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