

## シンワアート オークション

2437 東証 JASDAQ

<https://www.shinwa-art.com/corporate#r>

2016年10月4日（火）

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

[企業情報はこちら >>>](#)

※1 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

※2 生産性向上設備投資促進税制による「100%の即時償却または最大5%の税額控除」の適用は2016年3月末で終了したが、2016年4月1日から2017年3月末日までは「50%の特別償却または最大4%の税額控除」が適用される。

## ■ 大幅な増収増益で折り返した中期経営計画、引き続き増収増益を見込む

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、近代陶芸やワイン、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約51%を占めている。同社は2014年5月期より新中期経営計画（5ヶ年）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※1によるオークション事業の拡大のほか、富裕層ネットワークを活かしたエネルギー関連事業や医療機関向け支援事業などにも注力している。「アートから始まる富裕層向けの総合サービスカンパニー」へと事業ドメインを拡張することにより、安定収益源の確保と財務基盤の強化を図る構えである。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しばらく停滞感に覆われてきた。しかしながら、オークション市場の回復には時間を要しているものの、エネルギー関連事業の拡大に加えて、同社独自の医療ツーリズムや保険代理店事業（キャプティブ設立コンサルティング）など、戦略子会社による新規事業が立ち上がってきており、同社は新たな成長フェーズに入ったと言える。

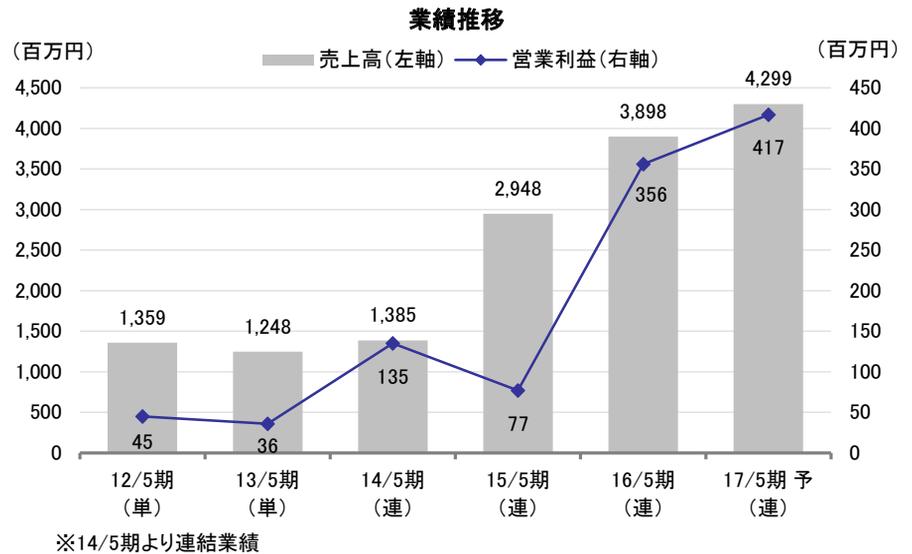
中期経営計画の折り返し点（3年目）となった2016年5月期の業績は、売上高が前期比32.2%増の3,898百万円、営業利益が358.2%増の356百万円と期初予想から2度の増額修正を伴いながら大幅な増収増益となった。主力の「オークション関連事業」がおおむね堅調に推移する一方、太陽光発電施設の販売が想定を上回るペースで拡大したことにより「エネルギー関連事業」が大きく伸長した。また、今後の収益ドライバーとして位置付けている医療ツーリズムや保険代理店事業についても、事業モデルの構築に取り組み、順調に立ち上がってきた。

2017年5月期の業績予想について同社は、売上高を前期比10.3%増の4,299百万円、営業利益を同17.1%増の417百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。「オークション関連事業」については横ばい推移を見込む一方、優遇税制措置による節税効果※2が縮小した4月以降も根強い需要が継続している太陽光発電施設のさらなる拡大により、「エネルギー関連事業」が業績の伸びをけん引する想定となっている。また、医療ツーリズムや保険代理店事業については、来期以降の本格的な業績貢献に向けた活動に注力する方針であり、期初予想にはほとんど織り込んでいないようである。弊社では、計画の前提となっている太陽光発電施設の拡大が順調なことや、足元の販売状況がハイペースで進捗していることなどから同社の業績予想は固めの水準であるとみている。むしろ、他社からの権利取得の推進による販売台数の積み増しや、新規事業による業績貢献が想定よりも早まることにより、2016年5月期同様、業績が上振れる可能性にも注意が必要である。

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の育成による収益基盤の強化、アジア戦略の3つである。特に、医療ツーリズム及び保険代理店事業については、太陽光発電施設の販売がピークアウトする来期以降の新たな収益ドライバーとして位置付けている。弊社では、デフレ経済からの脱却の遅れなどから、オークション事業の回復には時間を要するものと捉えているが、富裕層マーケティングにおける強みを活かした新規事業の伸びが同社の中期的な成長をけん引するものとみている。

## Check Point

- ・2016年5月期は大幅な増収増益で着地
- ・2017年5月期は引き続き増収増益を見込む
- ・安定的な配当を維持、2016年5月期は増配実施、今後も増配の可能性



## 事業概要

### 業界のパイオニアとして国内の美術品オークション市場をリード

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約51%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事業として、医療機関向け支援事業、及び太陽光発電によるエネルギー関連事業にも参入した。「アートから始まる富裕層向けの総合サービスカンパニー」へと事業ドメインを拡張することにより、安定収益源の確保と財務基盤の強化に取り組んでいる。

事業セグメントは、主力の「オークション関連事業」のほか、太陽光発電施設の販売等による「エネルギー関連事業」、医療機関向け支援事業等による「その他」の3つに区分される。事業別売上高構成比率では、「オークション関連事業」が30.3%、「エネルギー関連事業」が69.6%、「その他」が0.1%となっており、2015年5月期より本格稼働した「エネルギー関連事業」の比率が高くなっている（2016年5月期実績）。

同社グループは、連結子会社5社（孫会社等3社を含む）と持分法適用会社1社で構成される（2016年5月末現在）。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）、エネルギー関連事業及び損害保険代理業等を手掛けるイーペック（株）、医療機関向け支援事業を手掛けるシンワメディコ（株）及び Shinwa Medico Hong Kong Limited、ミャンマーで植林事業を行うシンワ・ミャンマー（Shinwa Myanmar Co., Ltd.）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 Co., Ltd.（同社が21.1%を所有）である。

各事業の概要は以下のとおりである。

## 取扱作品・価格帯別に定期的にオークションを開催するオークション事業

### (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%、出品手数料は落札価額の10.0%と設定されている。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、同社が作品を買い取り、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言われる作家の名品（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
戦後美術 & コンテンポラリーアート	・戦後～現代の美術
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

## 富裕層向けに太陽光発電施設の分譲販売及び自社保有施設による売電事業を展開

### (2) エネルギー関連事業

富裕層向けに50kW級の低圧型太陽光発電施設の分譲販売を行うとともに、高圧型太陽光発電施設※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、太陽光発電施設は20年間の固定価格買取制度や優遇税制措置などのメリットが享受できるところに特徴がある。また、今期からは風力発電事業も試験的に開始している※2。

### (3) その他

医療機関向け支援事業として、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とした。現在は、日本を含めたアジアの富裕層に日本の最先端の医療技術やより良い品質の医療サービスを紹介する医療ツーリズムを収益の柱にするべく注力している。また、アンチエイジングなどの健康食品（サプリメント）の販売も行っている。

加えて、2016年4月からは損害保険商品にかかる新たな事業（地震保険キャプティブ設立コンサルティング）も開始した。医療ツーリズムと同様、富裕層マーケティングにおける強みを生かした新規事業として育成する方針である。

## ■ 新規事業における進展

### 医療ツーリズムと保険代理店事業に新規事業として取り組む

2016年5月期は、今後の収益ドライバーとなり得る新規事業として、医療ツーリズムとキャプティブ設立コンサルティングにおける事業モデルの構築に取り組んだ。各事業概要は以下のとおりである。

※1 兵庫県西脇市（800kW級）を保有（2016年5月末現在）。また、2016年6月には埼玉県秩父市（約2,300kW級）の太陽光発電施設の取得を決定した（今年11月から売電開始予定）。

※2 大分県に自社保有の風力発電施設（19kW）を建設し、今年7月より売電を開始している。



## シンワアート オークション

2437 東証 JASDAQ

<https://www.shinwa-art.com/corporate#r>

2016年10月4日（火）

- ※1 同社の連結子会社であるイーベックが香港の休眠会社の株式を100%取得し、名称を「Shinwa Medico Hong Kong Limited」に変更した。
- ※2 銀聯（ぎんれん）とは、中国の中国人民銀行の主導で2002年に設立された決済ネットワークで、決済後すぐに銀行の口座から代金が引き落とされるデビット方式であるところに特徴がある。現金を除くと中国国内では最も普及している決済手段となっている。
- ※3 地震保険は単独では加入できず（火災保険とセット）、保険金額にも上限（主契約である火災保険の50%まで）が設定されていることから補償機能に限界がある。

### (1) 医療ツーリズムの事業モデル

2016年1月にマーケティング拠点を香港に開設※1するとともに、中国銀聯カード※2の決済機能を保有する Coporate Business Network Limited との業務提携により、決済プラットフォームの構築を目的とした合併会社（出資比率は50%ずつ）を設立した。

この合併事業を通じて、Coporate Business Network Limited は中国銀聯カードの決済プラットフォームの具体的な運用を担う一方、Shinwa Medico Hong Kong Limited は各地の旅行代理店との連携により中国・アジアからのインバウンド旅行者へのマーケティングを行うと同時に、決済プラットフォームに加盟する日本国内の医療機関の開拓を行う。

医療ツーリズムにおける事業モデルの特徴はこの決済プラットフォームにある。医療機関にとっては、安心して決済機能を利用できるほか、各種情報提供機能やサービスが備わっており加盟するメリットが大きい。また、同社にとっても、医療機関を囲い込むことでスケールメリットの享受やネットワーク外部性を働かせることができ、1人勝ちの事業モデルとなり得る。なお、同社には、決済手数料のほか、旅行代理店とのレベニューシェア（収益配分）により収益が積み上がる仕組みとなっているようだ。

### (2) 保険代理店事業（地震保険キャプティブ設立コンサルティング）

キャプティブとは、自社のリスクを専門的に引き受ける再保険子会社のことである。キャプティブを活用することにより、保険会社へ移転したリスクと保険料の一部を再保険の仕組みを使って、再度キャプティブへ移転し自家保険化することができる。事故発生率の抑制等を通じて、自社のリスク移転コストの効率化（収益性の向上）が可能となる。

同社は、これまで子会社イーベックを通じて、太陽光発電施設に付与する損害保険の代理店事業を行ってきた。本事業への参入により、これまで加入しにくいと考えられてきた地震保険※3について、画期的なカスタムメイドにより様々なオプションを提案するところに狙いがあるようだ。具体的には、日本の元受保険会社の提供する地震保険の販売代理店として保険商品の販売を行うとともに、海外での再保険会社（キャプティブ）設立及び再々保険の利用を通じて効率的なリスクマネジメントの実現等を提案することが可能になる。

非常に高度な金融知識が必要とされるが、外資系金融機関に勤務経験のある代表取締役社長の倉田陽一郎（くらたよういちろう）氏にとっては、なじみのある領域と考えられる。また、同社においても米国ハワイ州のキャプティブの仕組みを利用して、海外再保険会社「APEC Reinsurance Co.,Ltd.」（イーベック子会社）を設立した。

## ■ 企業特長

### 近代美術を得意分野として富裕層とのネットワーク構築で業界地位を確立

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付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付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27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（2万人を超える富裕層データベースを管理）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、新たな富裕層ビジネスへの展開にも活用できる。

## ■ 沿革

### 美術品の新たな公明正大な市場を創造するために設立

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（(株)永善堂、(株)表玄、(株)泰明画廊、みずたに美術(株)、(株)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」に取り掛かるとともに、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エネルギー関連事業及びメディカル事業への参入を図った。その一環として、2013年4月にメディカル事業を行うシンワメディカル（株）（現シンワメディコ）を設立。また、エネルギー関連事業を行うエーベックを株式取得により子会社化した。

2016年1月には、新たな収益の柱として注力する医療ツーリズムのマーケティング拠点、及び決済プラットフォームの構築を目的として、香港に Shinwa Medico Hong Kong Limited を開設した。また、損害保険商品にかかるキャプティブ設立コンサルティングにも参入した。

### 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

## ■ 業界環境

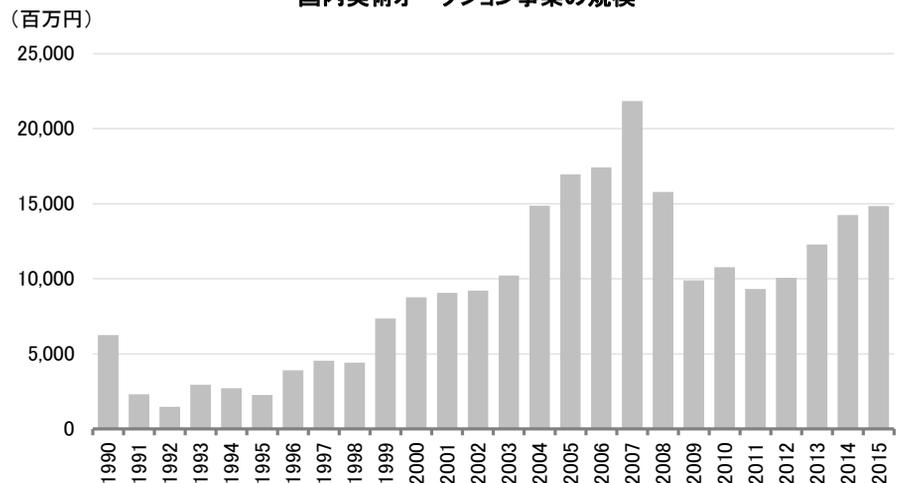
### 世界の美術品オークション市場の規模は2～3兆円

月刊美術によれば、2015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148億円と推計される。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。

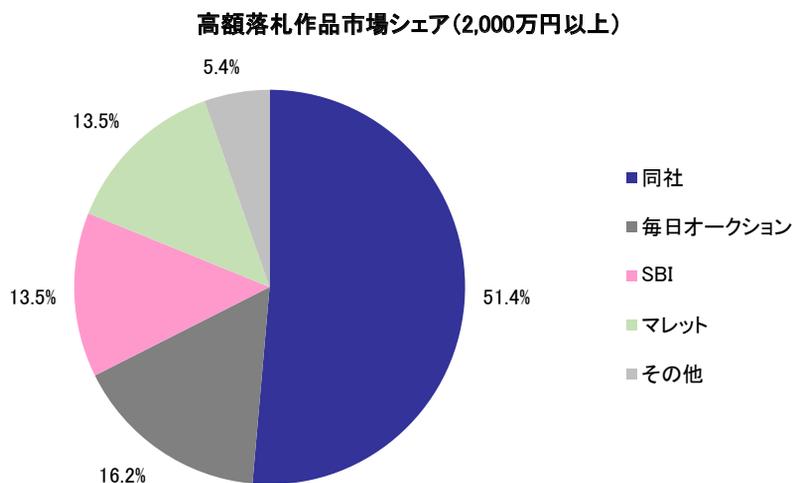
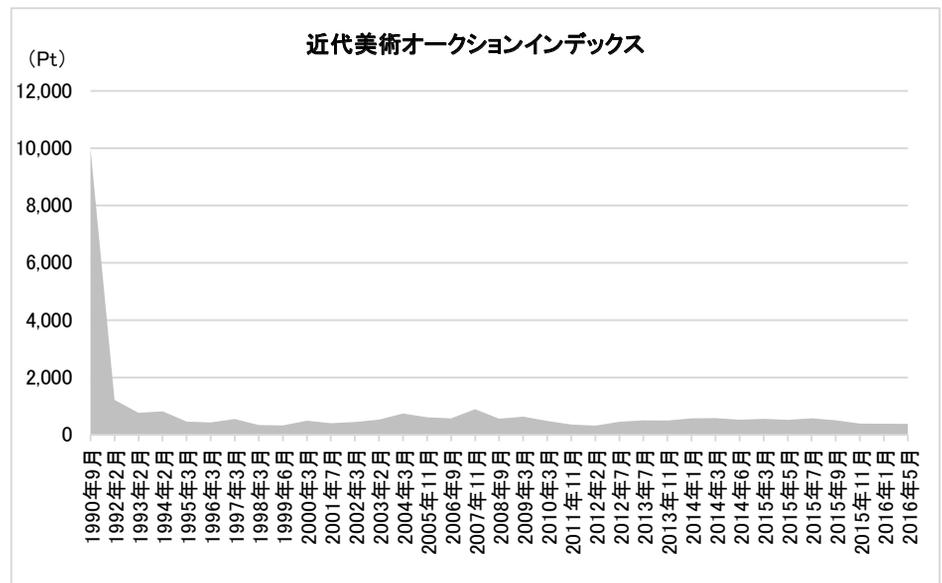
一方、世界の美術品オークション市場に目を向けると、約250年の歴史を持つオークション会社のクリスティーズやサザビーズが活躍する欧米市場や、近年著しい伸びを見せる中国市場などを中心に約2～3兆円の市場規模が推定されており、経済活動全般における規模感から言っても、日本市場の立ち遅れは明らかである。また、同社が公表している「近代美術オークションインデックス」の推移を見ると、過去最低となった2012年2月の平均落札単価は、基準とする1990年9月の1/30以下に落ち込んでおり、特に、高価格帯の近代美術オークションは、デフレ経済の影響を大きく受けていると言える。直近のインデックス(2016年5月)はボトムから回復しているものの、依然として基準の4%程度の水準にすぎず、回復の余地は大きいと考えられる。

なお、国内の同業他社は同社以外に数社が存在するが、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約51%を占めている。また、同社以外に上場会社は存在しない。

国内美術オークション事業の規模



出所：月刊美術2016年3月号より



出所: 月刊美術2016年3月号より

## ■ 決算動向

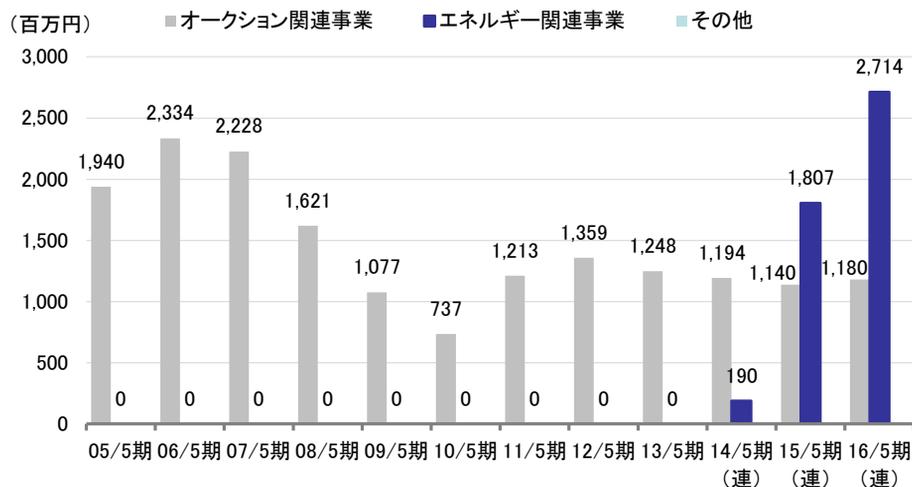
### エネルギー関連が成長をけん引、新規事業やオークション事業の回復で新たな成長フェーズに

#### (1) 過去の業績推移

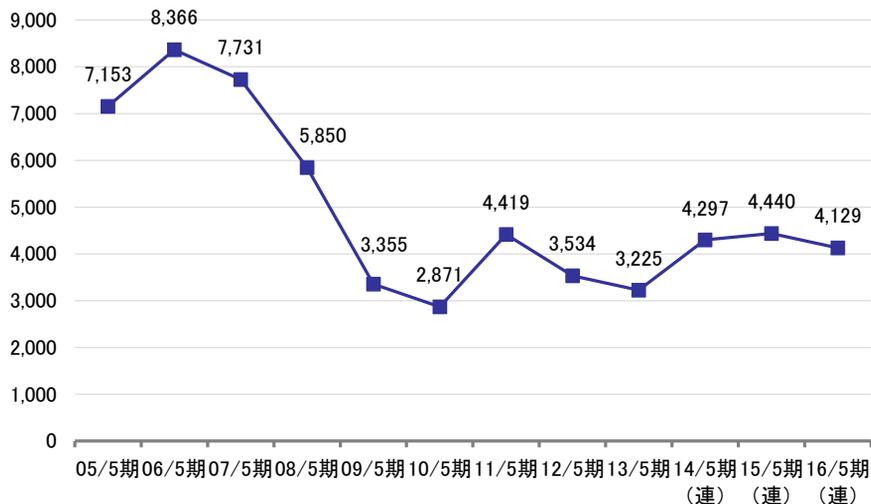
同社の上場後の業績推移を振り返ると、2006年5月期をピークとして2014年5月までは伸び悩みを続けてきた。特に2009年5月期はリーマンショックに伴う景気後退の影響を受けたことから取扱高及び売上高ともに大きく落ち込み、2期連続の営業赤字につながった。2011年5月期に黒字に転じたものの、その後も長引くデフレ経済の影響で、主力の近代美術オークションにおける平均落札単価が低迷し続けたことから、業績は停滞感の中で推移してきた。

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緩やかながら回復基調に入ると、同社のオークション事業の業績にもやや回復の兆しが見られ始めた。また、2014年5月期からは、新たな収益の柱として参入した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。同社の中期的な成長をけん引する勢いで進展しており、その他の新規事業の立ち上げや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言える。

(事業別)売上高の推移



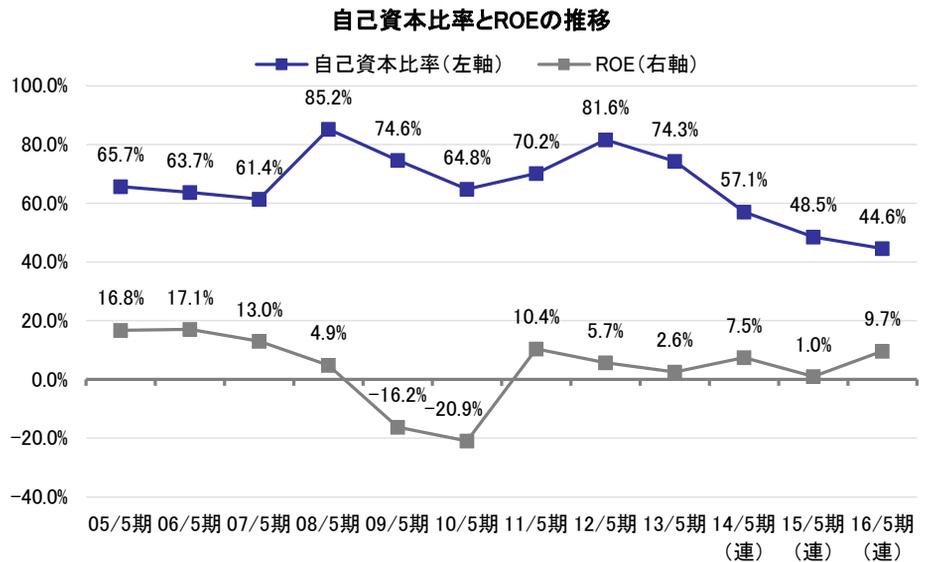
取扱高の推移



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。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月期以降は、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賄っていることから自己資本比率は50%以下の水準に低下したが、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たことを反映したものとして捉えることができる。

2016年10月4日（火）

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。ただ、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 1.0% に落ち込んだものの、業績の伸びとともに改善傾向にあり、2016 年 5 月期は 9.7% に回復している。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。



## 2016 年 5 月期は大幅な増収増益で着地

### (2) 2016 年 5 月期決算の概要

2016 年 5 月期の業績は、売上高が前期比 32.2% 増の 3,898 百万円、営業利益が同 358.2% 増の 356 百万円、経常利益が同 530.3% 増の 332 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 902.9% 増の 164 百万円と大幅な増収増益であった。会社計画に対しても 2 度の増額修正を伴いながら期初予想を大きく上回る結果となった。

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、「エネルギー関連事業」が想定を上回るペースで大きく拡大したことが増収に寄与した。

損益面でも、前期（2015 年 5 月期）の一過性費用（オークション関連事業における商品在庫の評価減）の解消や増収による固定費の吸収等により大幅な増益を実現し、営業利益率も 9.1%（前期は 2.6%）に改善した。また、エネルギー関連事業における取引先の経営破綻※の影響により、貸倒損失（約 48 百万円）を特別損失に計上したが、当期純利益でも大幅な増益を実現した。

財政状態については、総資産が 3,959 百万円（前期末比 17.8% 増）に拡大した一方、自己資本は内部留保の積み増しにより 1,765 百万円（同 8.3% 増）となったことから自己資本比率は 44.6%（前期末は 48.5%）に若干低下した。また、有利子負債残高は長短併せて 1,371 百万円（前期末比 41.7% 増）に増加しているが、流動比率は 200.5% の高い水準を確保しており財務の健全性に懸念はない。

なお、総資産が拡大したのは、自社保有の穂北太陽光発電所の売却等により固定資産が 392 百万円（前期末比 39.6% 減）に縮小した一方、増収に伴う「現金及び預金」及び「売掛金」の増加や戦略的な「商品在庫（美術品）」の積み増しにより流動資産が 3,566 百万円（31.6% 増）に大きく拡大したことが要因である。

※ 新電力大手の日本ロジテック協同組合の破産申し立て（2016 年 4 月 15 日）に伴うもの



シンワアート  
オークション

2437 東証 JASDAQ

<https://www.shinwa-art.com/corporate#ir>

2016年10月4日(火)

2016年5月期決算の概要

(単位: 百万円)

	15/5期 実績		16/5期 実績		増減		16/5期 予想		
		構成比		構成比		増減率	期初 予想	修正予想 (12月21日)	修正予想 (7月7日)
売上高	2,948		3,898		949	32.2%	3,113	3,297	3,898
オークション関連事業	1,140	38.7%	1,180	30.3%	40	3.5%	-	1,213	-
エネルギー関連事業	1,807	61.3%	2,714	69.6%	907	50.2%	-	2,075	-
その他	0	0.0%	2	0.1%	2	-	-	9	-
原価	2,087	70.8%	2,633	67.6%	545	26.1%	-	-	-
販管費	782	26.6%	908	23.3%	125	16.1%	-	-	-
営業利益	77	2.6%	356	9.1%	278	358.2%	182	263	356
オークション関連事業	5	0.5%	89	7.6%	83	1472.4%	-	72	-
エネルギー関連事業	75	4.2%	269	7.8%	194	258.4%	-	189	-
その他	-3	-	-2	-	1	-	-	2	-
経常利益	52	1.8%	332	8.5%	279	530.3%	158	247	332
親会社株主に帰属する 当期純利益	16	0.6%	164	4.2%	147	902.9%	100	160	164
取扱高	4,440		4,129		-311	-7.0%			
オークション事業	3,958		3,489		-469	-11.9%			
近代美術オークション	2,577		1,831		-745	-28.9%			
近代陶芸オークション	270		320		50	18.6%			
近代美術Part IIオークション	240		342		102	42.5%			
その他	870		994		123	14.2%			
その他	482		640		157	32.8%			
プライベートセール	384		565		181	47.2%			
開催回数	28		30		2	7.1%			
内、近代美術オークション	6		6		0	-			
出品点数	7,355		8,150		795	10.8%			
内、近代美術オークション	853		666		-187	-21.9%			
落札数	5,787		6,261		474	8.2%			
内、近代美術オークション	721		574		-147	-20.4%			
電力発電施設販売	65		102		37		74	-	-
低圧型	64		101		37		74	-	-
高圧型	1		1		0		0	-	-

2016年5月末の財政状態

(単位: 百万円)

	2015年5月末 実績	2016年5月末 実績	増減	
				増減率
流動資産	2,709	3,566	856	31.6%
現金及び預金	1,446	2,065	619	42.8%
商品	352	626	273	77.6%
仕掛品	292	5	-286	-98.0%
固定資産	651	392	-258	-39.6%
有形固定資産	560	289	-270	-48.3%
投資その他	90	97	6	7.8%
資産合計	3,360	3,959	598	17.8%
流動負債	1,318	1,778	460	34.9%
短期借入金等	648	1,043	394	60.9%
固定負債	401	407	5	1.5%
長期借入金	318	327	8	2.8%
純資産	1,640	1,772	132	8.1%
自己資本	1,630	1,765	135	8.3%
負債純資産合計	3,360	3,959	598	17.8%
自己資本比率	48.5%	44.6%	-3.9%	-
有利子負債残高	967	1,371	403	41.7%

2016年10月4日（火）

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 3.5% 増の 1,180 百万円、セグメント利益が 89 百万円（前期は 5 百万円の利益）と増収及び大幅な損益改善となった。ただ、本来の業績の規模を示す取扱高（落札総額）では前期比 7.0% 減の 4,129 百万円と低調であったことから、回復のペースは依然鈍い状況と言える。特に、主力の近代美術オークションが苦戦しており、その分をプライベートセール（相対取引）の拡大（高額作品の成約等が寄与）によりカバーする格好となった。

一方、損益面では、前期（2015年5月期）における一時的な特殊要因（商品在庫の評価減等）の解消から大幅な損益改善となり、セグメント利益率も 7.6%（前期は 0.5%）に回復した。また、同社がプラットフォーム構想の中で戦略的に取り組んでいる商品在庫（期末残高）についても 626 百万円（前期末比 77.6% 増）に増加している。

b) エネルギー関連事業は、売上高が前期比 50.2% 増の 2,714 百万円、セグメント利益が同 258.7% 増の 269 百万円と想定を上回る大幅な増収増益となった。生産性向上設備投資促進税制による需要拡大を追い風として、小型（50kW 級）の低圧型太陽光発電施設の販売が 101 基（前期比 + 37 基）と計画を上回って大きく伸びた。特に、100% 即時償却等の優遇税制措置が受けられる期限の 3 月末までの需要が好調であったことに加えて、節税効果が縮小（50% 特別償却等）した 4 月以降も根強い需要が継続していることが想定を上回る増収となった要因である。また、期初予想には入っていなかった自社保有の穂北太陽光発電施設（宮崎県西都市 / 993.6kW）の売却も増収に寄与した。好条件による引き合いがあったことが売却に踏み切った経緯とみられる。一方、売電収入については、穂北太陽光発電施設の売却により想定を下回ったものの、影響としては軽微であったようだ。

c) その他は、売上高が 2.9 百万円（前期は 0.3 百万円）、セグメント損失が 2.0 百万円（前期は 3.2 百万円の損失）と小規模ながら伸長したが、黒字化には及ばなかった。今後の収益ドライバーとして位置付けている医療ツーリズム事業は、事業モデルの構築に取り組んでいる段階であり、本格的な業績貢献には至っていない。また、2016年4月から開始した保険代理店事業（地震保険キャプティブ設立コンサルティング）についても、引き合いはあるものの具体的な成果はこれからのようである。

## 2017年5月期は引き続き増収増益を見込む

### (3) 2017年5月期の業績予想

2017年5月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 10.3% 増の 4,299 百万円、営業利益を同 17.1% 増の 417 百万円、経常利益を同 15.2% 増の 382 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 37.2% 増の 225 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

事業別の業績予想の開示はないが、太陽光発電施設開発・販売のための積極的な権利取得を計画していることから、引き続き「エネルギー関連事業」がけん引役になることが想定される。

損益面では、増収効果により増益を実現するとともに、営業利益率も 9.7%（前期は 9.1%）に改善する見通しである。

2016年10月4日（火）

## 2017年5月期業績予想

（単位：百万円）

	16/5期 実績		17/5期 予算		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	3,898		4,299		401	10.3%
営業利益	356	9.1%	417	9.7%	61	17.1%
経常利益	332	8.5%	382	8.9%	50	15.2%
当期純利益	164	4.2%	225	5.2%	61	37.2%
電力発電施設販売	102		135		33	
低圧型	101		135		34	
高圧型	1		0		-1	

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、原油価格の低迷や年初からの円高基調などを背景として、インフレ目標政策の先送りから、デフレ脱却に向けた動きには至らない可能性が高く、引き続き厳しい環境が続くものと見られる。このような状況のなかで、おおむね横ばいで推移する見通しとなっているようだ。

b) エネルギー関連事業は、生産性向上設備投資促進税制（50% 特別償却等）を目的とした根強い需要に支えられて、引き続き小型（50kW 級）の低圧型太陽光発電施設の販売が大きく拡大する見通しである。一方、自社保有の太陽光発電施設による売電収入についても、既存の兵庫県西脇市（800kW 級）に加えて、新たに秩父大野原太陽光発電所（2,300kW 級）を開発中であり、今年 11 月から売電予定となっている。また、大分県に風力発電所（19kW）も建設し、7 月 1 日より売電（55 円）を開始した。

c) その他については、医療ツーリズムや保険代理店事業などの新規事業が立ち上がってくるものの、期初予想としては本格的な業績貢献を織り込んでいないようである。医療ツーリズムは、日本の医療機関及びクリニックの加盟件数獲得に注力するとともに、中国を中心としたアジアからの医療ツーリズムを目的としたインバウンド旅行者の獲得により、決済プラットフォームの本格稼働を目指す方針である。一方、保険代理店事業については、海外での再保険会社の設立を組み合わせた地震保険（火災保険にセット）の販売を本格的に開始する。

弊社では、「オークション関連事業」及び「その他」については固めの予想水準となっていることや、「エネルギー関連事業」についても順調に推移していることなどから、同社の業績予想の達成は可能と判断している。むしろ、「エネルギー関連事業」については、前期同様、販売台数の更なる積み増しも想定され、業績が上振れる可能性にも注意が必要である。

## 来期以降の新規事業の業績貢献に期待

### (4) 来期（2018年5月期）以降の業績の考え方

弊社では、ここ数年、同社業績の伸びをけん引してきた太陽光発電施設の販売が今期でピークを迎える可能性が高いことから、来期以降の業績の伸びをどのようにカバーしていくのかに注目している。同社は、来期以降の具体的な計画数値を開示していないが、太陽光発電施設の販売がピークアウトしても、新たな収益ドライバーの育成により業績の伸びを維持していく見通しを描いており、なるべく早い段階で過去最高益の更新を目指している。

弊社でも、医療ツーリズム及び保険代理店事業について、事業モデルの構築がほぼ完了していることや潜在的な市場規模が大きいこと、これまでの富裕層マーケティングにかかる知的資本（ネットワーク、ノウハウ等）を活用できる分野であることから成功の確率が高いものと評価しているが、成長のスピードや大きさについては、来期からの業績貢献に向けてどのような形で立ち上がってくるかに注目する必要があるとみている。一方、エネルギー関連事業についても太陽光発電施設の販売がピークアウトするとはいえ、それに代わる新たな事業などが業績の下支えとなるものと考えられる。よって、来期以降も業績の伸びを維持することは可能とみていだろう。風力発電事業については、国内ではまだ実績の少ない分野であり、現時点では不確実性が高いと言わざるをえないが、他社に先駆けて事業として成立することが実証できれば、先行者利益を享受できる可能性は高く、業績の上振れ要因として捉えることができる。

## ■成長戦略とその進捗

### 最終年度 2018年5月期に売上高 145 億円を目指す中期経営計画

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の育成による安定収益源の確保、アジア戦略の 3 つである。日本の美術品オークション市場の再生に貢献するとともに、「アートから始まる富裕層向け総合サービスカンパニー」へと事業ドメインを拡充することにより、安定収益源の確保と財務基盤の強化に取り組む計画である。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上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。

前期はおおむね堅調に推移したものの、デフレ経済からの脱却に遅れがみられるなかで取扱高が伸び悩むなど大きな進展は見られなかった。同社としては、外部環境の好転を待ちながら、財務基盤の強化や富裕層ネットワークの拡大、人材面の強化など、プラットフォーム構想の実現に向けて「日本近代美術再生プロジェクト」を着実に進めていく方針としている。

#### (2) 新規事業の育成

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 月期以降、同社の業績の伸びを大きくけん引してきた。

今後は、節税効果の縮小や固定買取価格の低下等により、太陽光発電施設に対する投資ニーズはピークアウトするものと考えられる。同社では、投資ニーズが一巡した後に向けて、新たな事業を検索しており、高い水準での業績の安定化を図っていく方針としている。また、風力発電事業も試験的に開始しており、今後の動向が注目される。

※ 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のこと

## ■成長戦略とその進捗

また、医療機関向け支援事業については、診療報酬ファクタリングを一旦凍結としたが、ホスピタルネットワークを活かした医療ツーリズムを軸に展開している。医療コーディネーター業務や医療通訳養成講座を開始するなど、稼働後の円滑な運用を行うための体制整備にも取り組んでおり、あくまでも慎重なスタンスで推進する方針としている。

一方、新たに開始した保険代理店事業は、新たな顧客層の開拓を進めている。どのくらいの業績貢献が期待できるのかに未知数な部分もあるが、ある程度の実績が見えてくれば将来に向けた事業拡大のイメージがつかめるものと考えられ、今後の動向に注目したい。

### (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。

弊社では、オークション事業におけるプラットフォーム構想の実現には時間を要するものと捉えており、ここ数年で大きく拡大した太陽光発電施設の販売による業績貢献も一巡する可能性があるものの、富裕層マーケティングにおける強みを活かした独自の新規事業が順調に立ち上がってきており、持続的な成長の実現は可能であると判断している。今後も「アートから始まる富裕層向け総合サービスカンパニー」として富裕層ニーズを的確に捉えた同社ならではの事業展開に注目したい。

## ■株主還元

### 安定的な配当を維持、2016年5月期は増配実施、今後も増配の可能性

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。

2016年5月期は前期比1円の増配となる1株当たり年7円配(配当性向24.4%)を実施した。2017年5月期も年7円配(予想利益に対する配当性向17.8%)を予定している。弊社では、今後も配当性向の引き上げや利益成長に伴う増配の可能性は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