

アパマンショップホールディングス

8889 ジャスダックスタンダード

Company Research and Analysis Report

FISCO Ltd.

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

2012年6月8日（金）

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
佐藤 譲

■コア事業の増益で着実に収益体質が改善

住宅用賃貸幹旋業務で日本最大級のアパマンショップを展開する持ち株会社。2012年9月期の第2四半期（2011年10月-2012年3月期）連結業績は、非コア事業の縮小で売上高が前年同期比11.6%減、営業利益が同3.7%減となったものの、コア事業である幹旋事業、プロパティ・マネジメント（PM）事業はそれぞれ増益となり、着実に収益体質の改善が進んでいることが確認された。

アパマンショップの人気は引き続き高く、年間約200件のフランチャイズ（FC）加盟問い合わせがある。3月末時点の938店舗（直営店含む）から、2014年9月期には1,100店舗体制まで拡大していく方針だ。

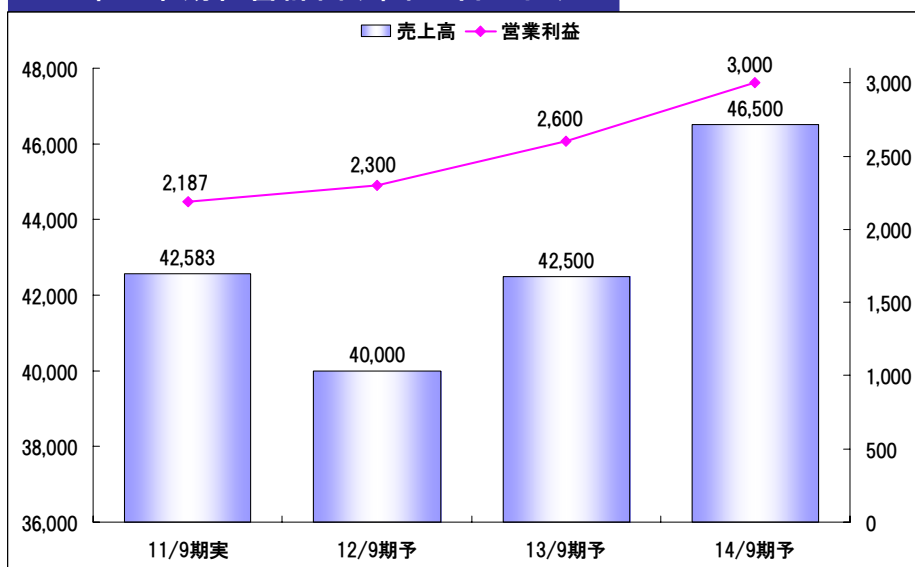
幹旋事業では1店舗当たりの収益性向上を図るべく、引越しや通信、保険サービスなど関連サービス収入の売上拡大に注力中で、当第2四半期も関連サービス収入の売上高は前年同期比40%増の748百万円となり、収益増に寄与している。PM事業では子会社や保有不動産売却の影響で管理戸数が減少し、売上高こそ減少となったものの、不採算物件の減少で営業利益は増益を維持した。管理戸数に関しての減少要因は一巡した模様で、今後は管理戸数の増加とともに同事業の売上も拡大していくことが見込まれる。

非コア事業の縮小による業績へのマイナスのインパクトは2012年9月期でほぼ一巡し、2013年9月期以降はコア事業の収益拡大がストレートに業績に反映される見通し。幹旋事業やPM事業の成長余力は依然大きく、有利子負債の削減も想定を上回るペースで進みそうだ。このため、同社が発表済みの中期経営計画にある2014年9月期の売上高46,500百万円、経常利益2,000百万円は上回る可能性が高いと弊社ではみている。

■ Check Point

- ・ 非コア事業の縮小で減収もコア事業は増益を達成
- ・ 多様なメディアを活用した広告戦略を積極的かつ効率的に展開
- ・ マイナス要因の減少で収益拡大ペースも加速する見通し

3カ年の中期経営計画（単位：百万円）



■決算動向

非コア事業の縮小で減収もコア事業は増益を達成

(1) 2012年9月期の第2四半期決算概要

2012年9月期の第2四半期（2011年10月-2012年3月期）連結決算は、売上高が前年同期比11.6%減の19,968百万円、営業利益が同3.7%減の1,257百万円、経常利益が同39.3%増の838百万円、四半期純損益が1,105百万円の損失（前年同期は685百万円の損失）となった。期初計画に対しては売上高がほぼ計画通り、営業利益、経常利益はともに上回ったが、四半期純損益に関しては法人税改正に伴う繰延税金資産の取り崩しにより法人税等調整額が増加したことで計画を下回った。

2012年9月期の第2四半期業績(単位:百万円)

	11/9期2Q	12/9期2Q	伸び率	期初計画	計画比
売上高	22,584	19,968	-11.6%	20,000	-0.2%
営業利益	1,305	1,257	-3.7%	1,100	14.3%
経常利益	601	838	39.3%	550	52.4%
当期純利益	▲ 685	▲ 1,105	-	0	-

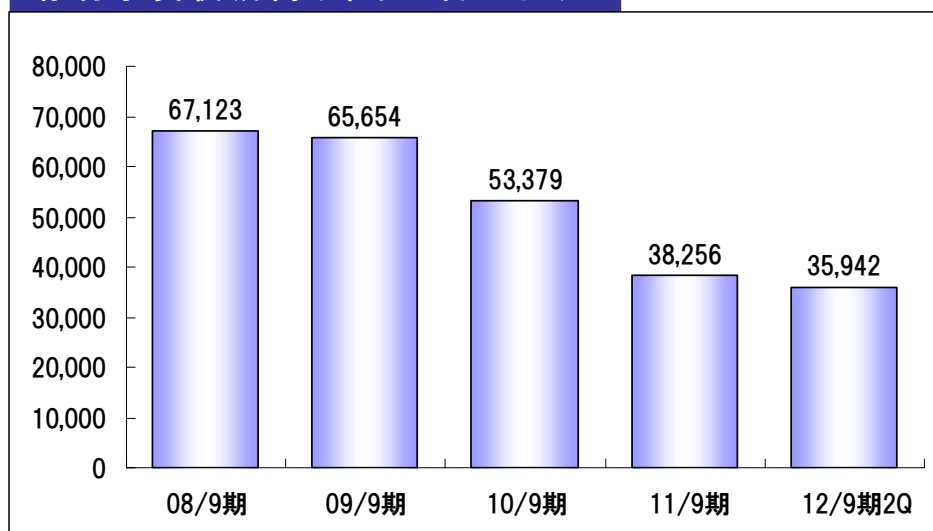
セグメント別の収益推移(単位:百万円)

	11/9期2Q	12/9期2Q	伸び率	増減要因
売上高				
幹旋	4,214	4,828	14.6%	店舗数拡大、関連サービス収入の増加による
プロパティ・マネジメント	14,165	13,436	-5.1%	子会社・保有不動産売却による管理戸数減少、家賃下落等
PI・ファンド	2,152	1,318	-38.7%	保有不動産売却による家賃収入減少
コンストラクション	1,640	-	-	子会社売却（2011年7月）
その他	1,019	960	-5.8%	システムソフトは増収、その他減収に
本社費及び内部消去	-608	-576		
合計	22,584	19,968	-11.6%	
セグメント利益				
幹旋	869	901	3.6%	増収効果による
プロパティ・マネジメント	487	489	0.3%	不採算物件の減少による
PI・ファンド	194	-9	-	減収により利益減
コンストラクション	128	-	-	-
その他	-0	61	-	システムソフトの増益による
本社費及び内部消去	-374	-185	-	-
合計	1,305	1,257	-3.7%	

■決算動向

売上高の減少要因は、2011年7月に売却したコンストラクション（建築）事業の減少分が大きく、同事業で1,640百万円の減収要因となった。そのほか非コア事業であるPI・ファンド事業も保有不動産売却による家賃収入の減少等で833百万円の減収となっており、これら非コア事業の縮小が減収の主な要因となっている。また、営業利益に関しても、コンストラクション事業で128百万円、PI・ファンド事業で203百万円の減益となったが、コア事業である幹旋事業やPM事業はそれぞれ増益となり、リーマンショック以降取り組んできたコア事業への経営資源集中、経営改革により、収益体質の改善が順調に進んでいることが裏付けられた格好だ。営業外収支に関しても、保有不動産の売却等による有利子負債の削減が進んだことで、金融収支が130百万円改善し、経常利益の押し上げ要因に繋がった。

有利子負債残高（単位：百万円）



総利益率約70%の関連サービス収入が収益性改善に寄与

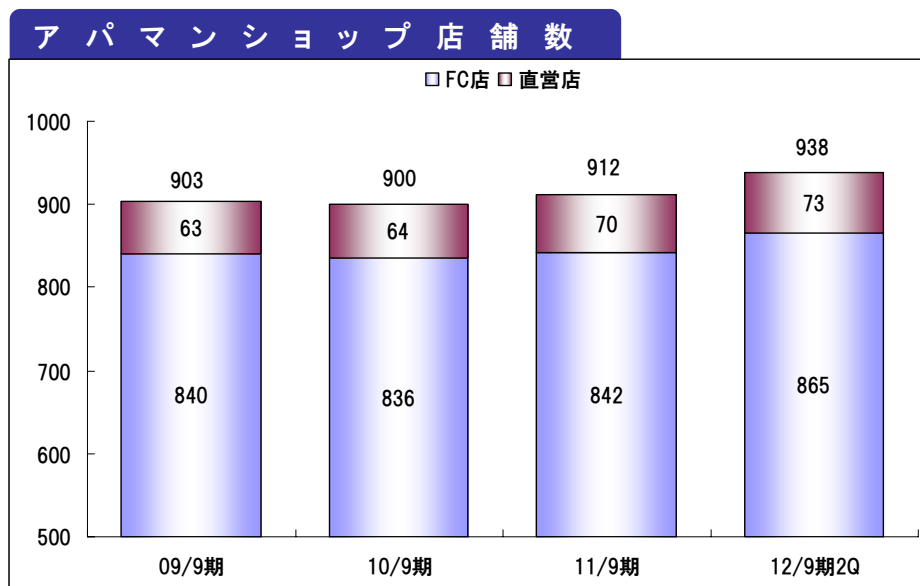
部門別の状況は以下のとおり。

(2) 幹旋事業

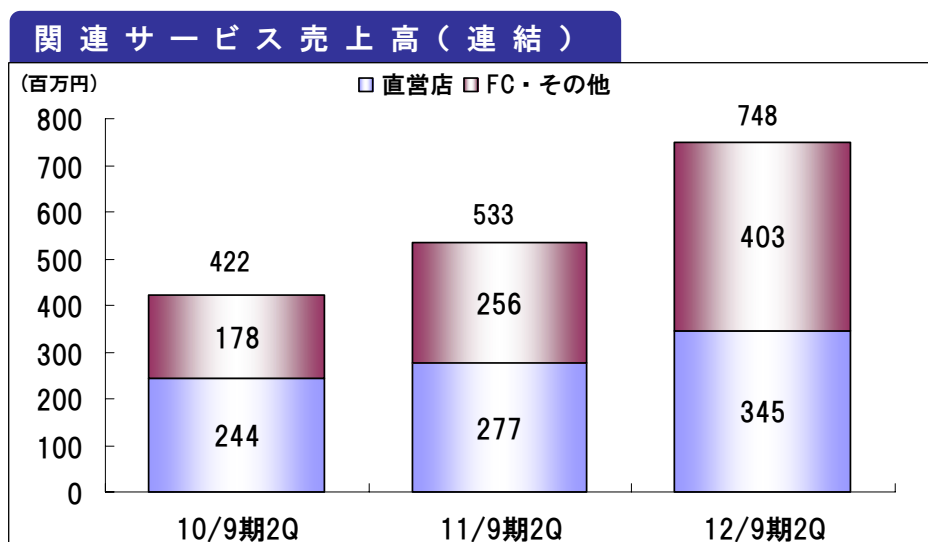
幹旋事業は、「賃貸幹旋フランチャイズ（FC）業務」「直営店舗展開」を主に行っている。同社の特徴は、インターネットやTV、雑誌など多様なメディアを活用した広告戦略を積極的かつ効率的に展開していることで、特に来店者の9割以上がインターネットを見て来店するなど、インターネットを活用した情報提供力に定評がある。

■決算動向

幹旋事業の当第2四半期（2011年10月-2012年3月期）の売上高は前年同期比14.6%増の4,828百万円、営業利益は同3.6%増の901百万円となった。アパマンショップ店舗数は直営店を含めて3月末時点で938店舗と前年同期比で35店舗の増加となった。アパマンショップFCの人気は極めて高く、年間で約200件の加盟問い合わせがある。

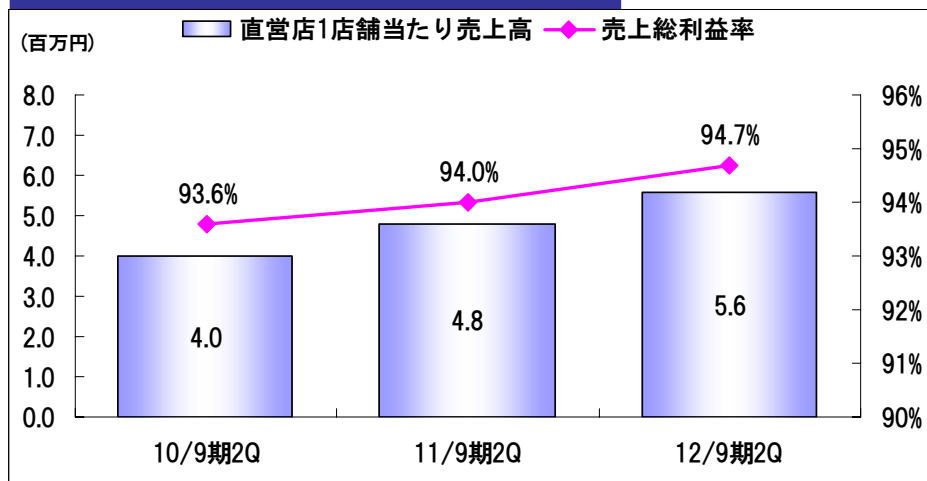


売上高が好調だった背景としては、店舗数拡大による契約件数の増加に加えて、関連サービス収入の拡大が挙げられる。関連サービス収入とは、引越しや通信、保険サービスなどの取次ぎ手数料で、当第2四半期の売上高は前年同期比40%増の748百万円と大幅に増加した。関連サービス収入の総利益率（＝売上高から売上原価を差し引き売上高で除した利益率、粗利率と呼ばれることが多い）は直営店舗で90%以上、FC店舗などを含めても70%程度となっており、幹旋事業の収益性改善に大きく寄与している。関連サービス収入に関してはFC店舗を含めてまだまだ成長余力があるとみられるだけに、今後も同事業における収益拡大のけん引役となろう。



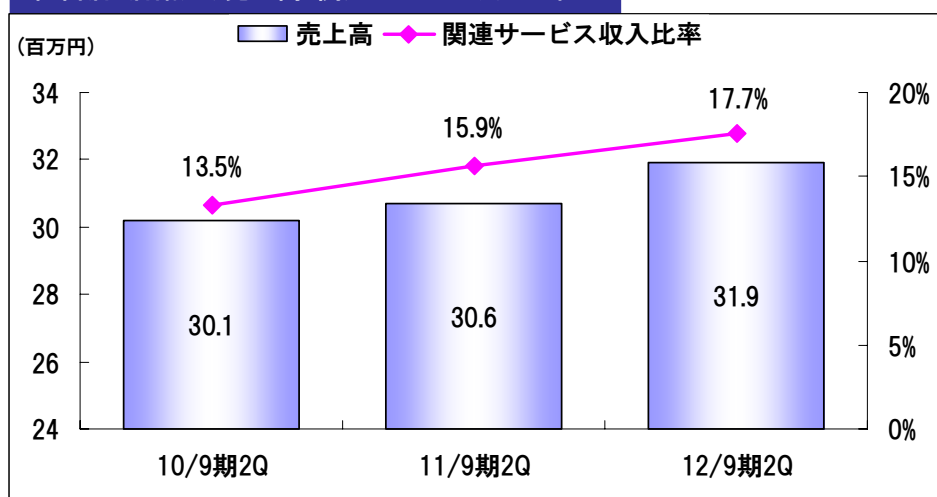
■決算動向

直営店1店舗当たり関連サービス売上高と利益率



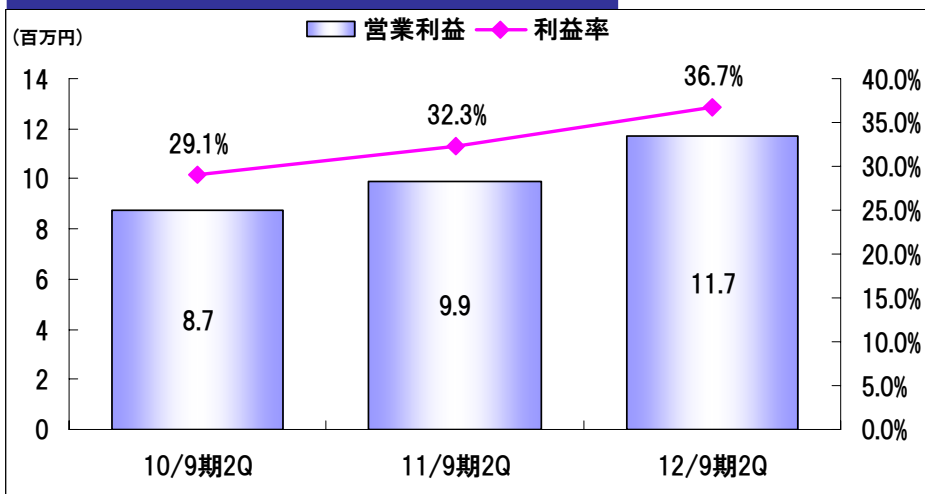
なお、直営店の1店舗当たりの収益性に関してはグラフのとおりで、売上高、営業利益ともに期を追うごとに拡大している。収益性が向上している要因としては、関連サービスの売上構成比上昇や少人数の店舗運営による効率化で販管費比率が低下したことが寄与しているものとみられる。なお、成約率に関しては56.4%と前年同期比で3.5ポイントほど低下したが、これは来店客数がAKB48を起用した「アパマン48キャンペーン」など積極的なキャンペーン展開により大幅に増加したことが主因であり、業界平均（30%台後半）よりも依然高水準で推移していることから、問題ない水準と判断している。

直営店1店舗辺り売上高・関連サービス収入比率

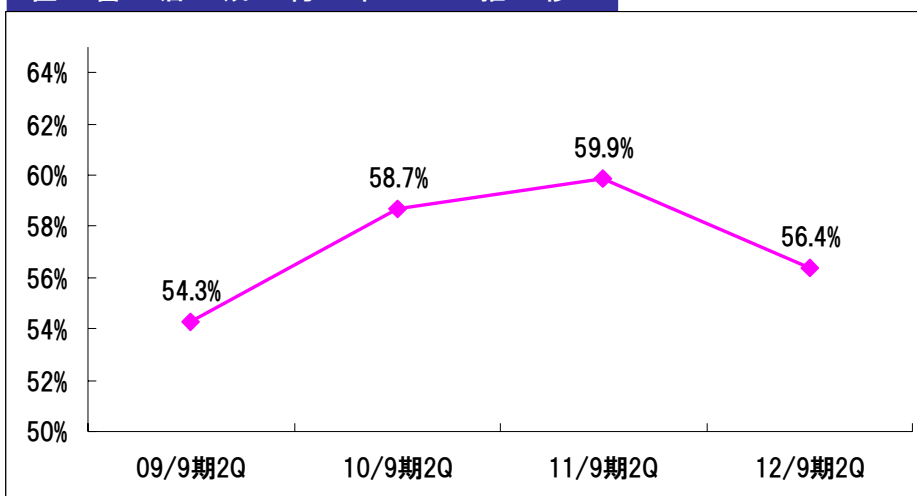


■決算動向

直営店1店舗当たり営業利益・利益率

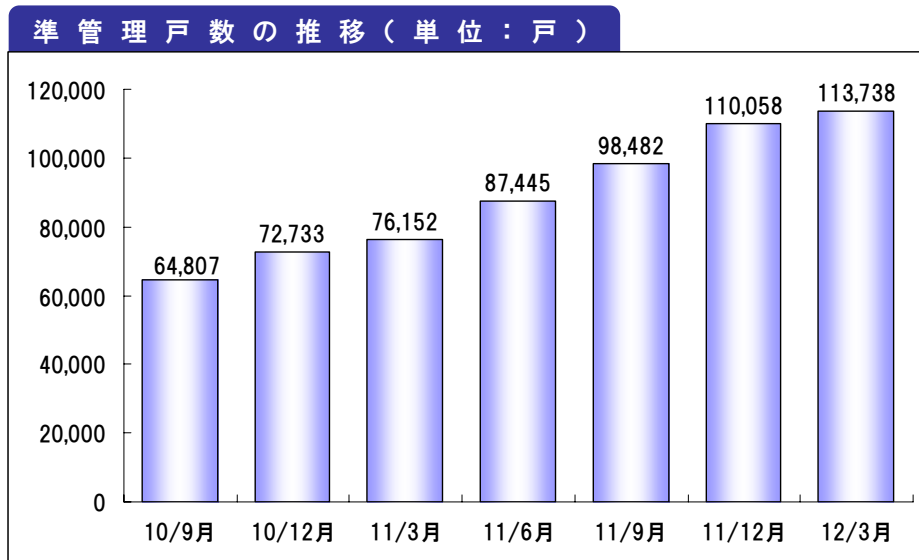


直営店成約率の推移



また、2009年以降注力している準管理（賃貸契約期間の期日管理及び退去後リフォーム等を中心に不動産オーナーから受託する）物件の契約戸数も3月末で113,738戸まで拡大。当第2四半期の売上高は前年同期比20.1%増の130百万円となった。準管理戸数の契約件数拡大は、その後の賃貸幹旋件数の増加や更新事務手数料の増加、他業者仲介による手数料受領など将来の潜在的な売上を取り込む先行指標ともなるだけに、増加基調が継続していることは、収益基盤の一層の安定拡大に繋がるものとして評価されよう。

■決算動向



注) 直営店のみの数値

幹旋事業のセグメント利益率が前年同期の20.6%から当第2四半期は18.7%と低下しているが、これは同社が来店客数の増加を促進するうえでの反響施策として、本部負担のインターネット広告を増やしたほか、テレビ番組やインターネット動画サイトを活用した広告を当期に試験的に実施し、こうした関連費用を本部負担としたことが大きい。従来はこうした広告費用はFC店舗からも徴収していたが、試験的な実施ということもあり、今回は本部で負担したようだ。

準管理物件からのシフトで管理戸数の拡大を図る

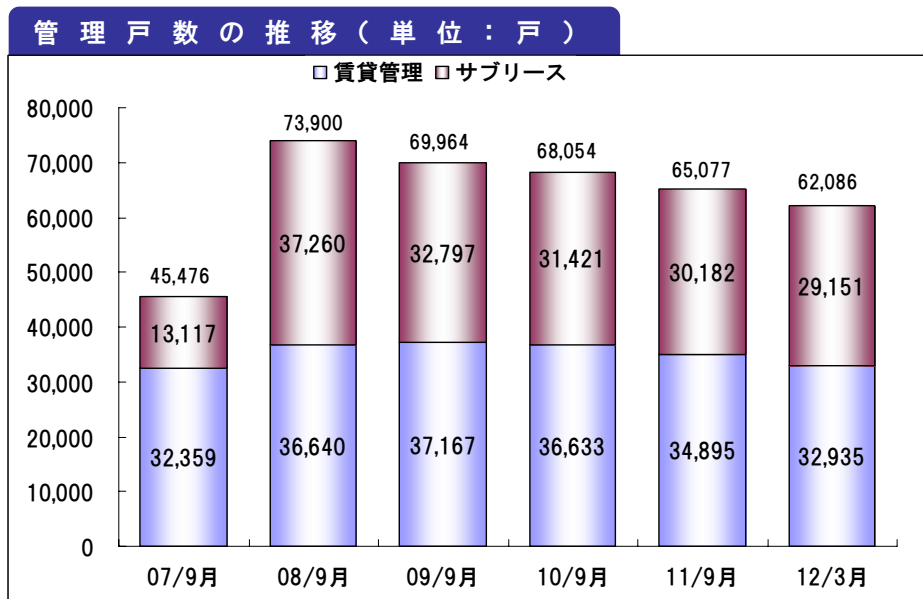
(3) プロパティ・マネジメント (PM) 事業

PM事業では、「アパマンショップ」ブランドと高いリーシング力を核として、「賃貸管理」と「サブリース」を手がけている。

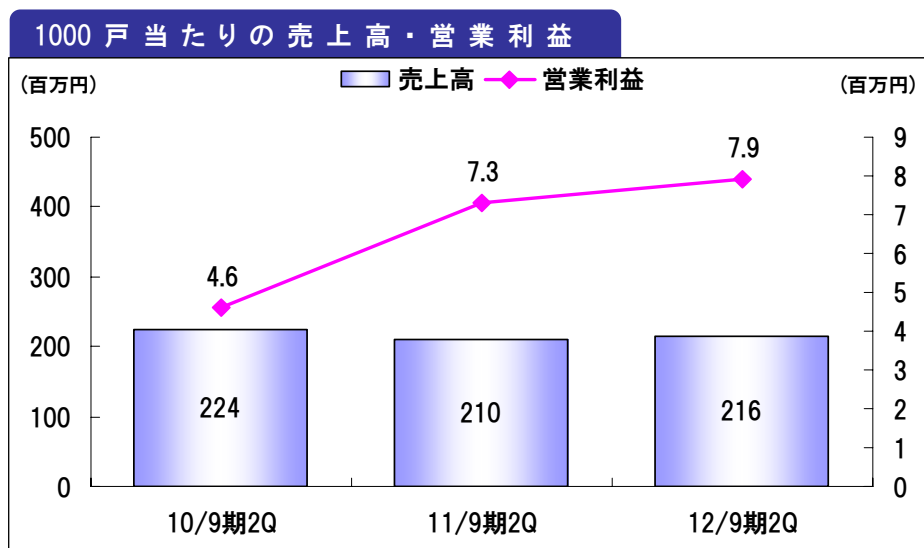
売上収入としては、賃貸管理業務に伴う手数料とサブリース業務（不動産オーナーから賃貸物件を定額の家賃で一定期間借り上げ、同社が自ら貸主となって賃貸物件を運用すること）による賃料収入からなる。サブリース業務においては、入居率の良し悪しが収益性に直結することになる。

PM事業の当第2四半期（2011年10月-2012年3月期）の売上高は前年同期比5.1%減の13,436百万円、セグメント利益は同0.3%増の489百万円となった。2012年3月末の管理戸数が62,086戸と、前年同期比で5,154戸減少したことが減収要因となった。管理戸数減少の主因は、2011年7月に建築事業子会社を売却したこと、また保有不動産の売却を継続して進めたことによるもので、この2つの要因で3,990戸の減少要因となった。純減としては1,164戸となっているが、これも不採算物件の減少を進めたことによるものが大きい。

■決算動向



営業利益に関してはサブリースの入居率(全国平均)が2012年3月時点で93.0%と前年同月比で0.5%低い水準であったにもかかわらず、僅かながら増益になったことから、1契約あたりの収益性に関しては着実に改善が進んでいることがうかがえる。アパマンショップで展開する各種キャンペーンを活用した退去時リフォーム等のリノベーションや不動産オーナーへの訪問活動等を積極的に推進し、顧客満足度を向上しながら不動産オーナーとの取引拡大を進めた効果によるものと考えられる。保有不動産の売却もほぼ一巡し、今後は減少傾向にあった管理戸数の拡大を図るため、現在110,000戸を超える準管理物件からのシフトを進めていく方針だ。2012年1月から営業体制も強化しており、新規受託管理戸数が増加傾向となるなど効果も出始めている。このため、2012年3月を底に管理戸数も増加基調に転じることが予想される。



■決算動向

PI・ファンド事業は保有資産の処理を進めている段階

(4) プリンシパル・インベストメント (PI) ・ファンド事業

PI・ファンド事業は、「投資不動産の運用」「バリュアップ」や「私募ファンドの運用」の3つのサービスを行ってきたが、リーマンショック以降の不動産投資ファンド市場の収縮によって多額の損失を計上したことで、現在は新規の投資は行っておらず、保有資産の処理を進めている段階にある。現在の売上収入は保有不動産から得られる家賃収入と販売用不動産の売却収入からなっている。

PI・ファンド事業の当第2四半期（2011年10月-2012年3月期）の売上高は前年同期比38.7%減の1,318百万円、営業損失は9百万円（前年同期は194百万円の黒字）となった。構造改革、財務政策のため保有不動産の売却を進めていることによるもので、ほぼ会社計画通りの進捗となっている。なお、同社では現在保有している不動産のうち北九州市・小倉にある商業施設「あるあるCity」を含む小倉駅前の一団の物件を除く全ての物件は売却し（簿価ベースで約6,000百万円）、有利子負債の削減を進めていく方針だ。

保有不動産の推移

	09/9期	10/9期	11/9期	12/9期2Q
物件数（件）	270	215	124	113
簿価（百万円）	52,378	37,970	21,121	18,613
家賃収入（百万円）	3,938	3,815	2,411	938

子会社システムソフトの業績回復が増益の主因

(5) その他事業

その他の事業として、システム開発を手がける子会社のシステムソフト<7527>や、アパマンショップネットワークで手がける「アパマンショップホームプランナー」のフランチャイズ事業（資材販売等の各種サービス）などが含まれている。

その他事業の当第2四半期（2011年10月-2012年3月期）の売上高は前年同期比5.8%減の960百万円、営業利益は61百万円（前年同期は0百万円の赤字）となった。システムソフトの業績が新規案件の受注や生産性の改善等によって回復したことが増益の主因となった。

■決算動向

なお、システムソフトは2012年5月22日付けで、携帯電話やスマートフォンなどモバイル端末におけるSEO（検索エンジン対応の最適化）コンサルティング事業を手掛けるアップトゥーミーを完全子会社化している。同社の技術力は業界でも高く評価されており、顧客にリクルートやTSUTAYAなども抱えている。アップトゥーミーの直近3カ年の業績は下表の通り順調に成長中であり、連結業績への寄与が見込まれるほか、アパマンショップにおいてもスマートフォンを中心としたモバイル端末利用者からのアクセス数拡大に繋がるものとして期待される。現在はスマートフォン向けに対応したポータルサイトの開発をシステムソフトなどと共同で行っており、2013年には投入できる見通しだ。なお、アパマンショップHDのシステムソフトへの出資比率は今回の買収に伴って、71%から63%に低下している。

アップトゥーミーの業績(単位:百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期
売上高	67	132	319
営業利益	31	56	199
経常利益	31	56	199
純利益	19	33	115

■2012年9月期以降の見通し

マイナス要因の減少で収益拡大ペースも加速する見通し

2012年9月期の会社側業績見通しは、売上高が前期比6.1%減の40,000百万円、営業利益が同5.1%増の2,300百万円、経常利益が同39.6%増の1,200百万円、当期純利益が40百万円（2012年9月期は3,126百万円の赤字）となっている。前述した通りコア事業に関しては経営改善施策の効果によって着実に収益性が向上しており、また、非コア事業に関しても保有不動産物件の売却などが一巡し、今後は売上、利益面でマイナスのインパクトが出てくる可能性は低くなっているとみられる。このため2012年9月期の業績に関しては、営業利益、経常利益で会社計画から上振れする余地が残されていると弊社ではみている。

2013年9月期以降は業績の足を引っ張るマイナス要因がほぼ無くなることから、コア事業の成長（アパマンショップの店舗数拡大、1店舗あたりの収益性向上、PM事業の拡大）がそのまま業績拡大に直結し、収益拡大ペースも加速していくものと予想される。会社側で既に発表している中期経営計画では最終年度の2014年9月期に売上高で46,500百万円、営業利益3,000百万円、経常利益2,000百万円、当期純利益で1,000百万円を目標にしているが、現在のペースからすると目標の達成は十分可能と言えよう。

中期3カ年計画(単位:百万円)

	11/9期実	12/9期予	13/9期予	14/9期予
売上高	42,583	40,000	42,500	46,500
斡旋事業	8,158	8,900	9,500	10,300
プロパティ・マネジメント事業	27,889	27,300	29,500	32,700
その他の事業	6,536	3,800	3,500	3,500
売上総利益	10,634	10,800	11,400	12,400
斡旋事業	5,060	5,500	6,100	6,700
プロパティ・マネジメント事業	3,706	3,700	4,100	4,500
その他の事業	1,867	1,600	1,200	1,200
販売管理費	8,446	8,500	8,800	9,400
営業利益	2,187	2,300	2,600	3,000
経常利益	859	1,200	1,600	2,000
当期純利益	-3,126	400	600	1,000

■2012年9月期以降の見通し

財務数値目標(単位:百万円)

	11/9期実	12/9期予	13/9期予	14/9期予
資産合計	56,339	54,800	53,400	52,400
負債合計	49,188	47,200	45,200	43,200
(有利子負債)	38,256	36,300	34,300	32,300
純資産合計	7,150	7,550	8,150	9,150
自己資本	6,636	7,000	7,600	8,600
自己資本比率	11.8%	12.8%	14.2%	16.4%
EBITDA	3,965	3,900	4,200	4,600
EBITDA倍率	9.6倍	9.3倍	8.2倍	7.0倍

注) EBITDA倍率=有利子負債÷EBITDA (営業利益+減価償却費+のれん償却額)

注) 自己資本比率=自己資本÷総資産

ちなみに、2014年9月期におけるその他の経営目標値は、アパマンショップ店舗数が1,100店舗(直営100店舗、FC店1,000店舗)、準管理戸数240,000戸、管理戸数88,000戸となっている。アパマンショップ店舗数については、現在の同社の業界内での圧倒的なブランドバリューや申し込み状況から判断すると十分達成可能とみられるが、準管理戸数や管理戸数の目標値については、現時点の戸数との乖離が大きく(準管理戸数で2.1倍、管理戸数で1.4倍)、今まで以上の営業強化が必要となってくると思われる。ただし、管理戸数については、不動産オーナーが自ら管理している物件が現在、全国で4,650,000戸残っており、これらが賃貸専門業者に管理を委託するケースは今後増えてくるとみられることから、営業体制を強化することによって準管理戸数、管理戸数ともに目標達成の余地は十分あると言える。

弊社では店舗数の拡大が目標を達成したと仮定すると、斡旋事業の売上高は10,300百万円を上回る可能性が高いとみている。会社側では、1店舗当たりの平均売上高に関してほぼ横ばいを前提としているのに対して、売上高の18%弱を占める関連サービス収入の売上高が今後一段と成長する可能性が高いためだ。これは、同収入のなかに含まれている契約更新手数料収入が準管理戸数の拡大によって今後も成長が見込まれること、また、付帯サービスとして展開している通信、保険、引越しなどの紹介手数料サービスに加えて、今後新たなサービスを追加していくことが予想されるためだ。

例えば、電力販売サービスなどは今後の有望なサービスメニューの1つとなってこよう。原発事故以降、電力料金の値上げが実施されるなどユーザーにとっても関心の高い分野となっており、同社でも制度面などの環境が整い次第、参入していく意向を示している。斡旋事業に関しては総利益率の高い事業でもあるだけに、売上増が利益に与えるインパクトも大きく今後の動向が注目されよう。

■株主還元策について

中期経営計画の2014年9月期までには復配も

最後に、株主還元策について簡単に触れておく。株主還元として現在無配となっている配当金について会社側では、「出来る限り早い時期での復配を目指したいが、時期としては未定で、現在は復配を検討する段階に入った状況」としている。現在の収益回復トレンドが続けば、少なくとも中期経営計画の2014年9月期までには復配を実現できそうだ。

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・大阪証券取引所・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、株式会社大阪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、企業との面会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