

## ファーストロジック

6037 東証 1 部

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

2016 年 4 月 22 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  
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■ 業績の順調な拡大が継続中

ファーストロジック <6037> は不動産投資にフォーカスしたポータルサイトの運営会社。同社が運営する「楽待 (らくまち)」は投資用不動産情報サイトとして国内最大規模を誇る。2015 年 7 月に不動産の管理・リフォーム用ポータルサイト「大家さんの味方」をローンチし、不動産投資の全サイクルを収益機会としてカバーする体制が整った。

主力の不動産投資ポータルサイト「楽待」は、2015 年 4 月に Yahoo!JAPAN との提携の結果 PV (ページビュー) 数が急増し、それが会員数や加盟店数や物件掲載数等、他の KPI (重要経営指標) の増加へも波及し、順調な拡大が続いている。KPI 拡大で物件掲載サービスや提案サービスなどの収入はもちろん、サイト価値の向上で広告掲載サービスの収入も着実に増加基調をたどっている。

2015 年 7 月に「大家さんの味方」をローンチし、投資用不動産の管理・リフォームに関するマッチングサービスを提供している。その成長ポテンシャルへの期待は高い。足元の状況は同社が策定した当初計画に対して遅れ気味となっているようだ。要因はリフォーム企業の受注獲得に対する意識の有り様が不動産会社とは大きく異なっていることや、サイト自体にも使い勝手などの面で改善の余地があることなどだ。同社はいたずらに急ぐことは避け、足元をしっかりと固めることに注力する意向だ。

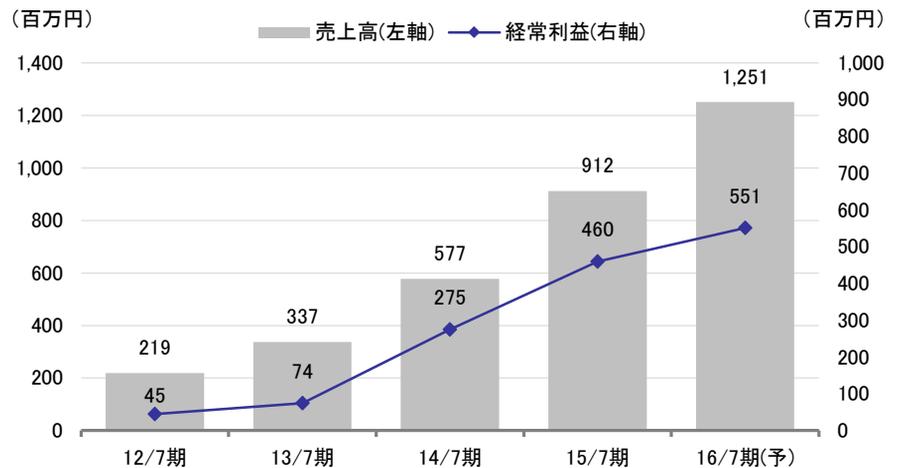
業績面では好調が続いている。2016 年 7 月期第 2 四半期は増収増益で会社計画の線で着地した。利益の伸び率が小さいのは「大家さんの味方」への投資が原因であり、当初の予定に織り込み済みだ。通期予想も従来から変更はない。2017 年 7 月期以降も「楽待」を中心に順調な成長が続き、2018 年 7 月期からは「大家さんの味方」の本格的収益貢献で成長がさらに加速してくると弊社ではみている。

同社は 2015 年 2 月に東証マザーズに上場したばかりだが、それから 1 年後の 2016 年 2 月に東証 1 部指定となった。同社は積極的な採用増を計画しており、東証 1 部上場は採用活動にプラスとなると期待される。また、1 部上場を記念して 2016 年 7 月期末に 1 株当たり 10 円の特別配当を出すことを発表している。

## ■ Check Point

- ・「楽待」は成長ポテンシャルが非常に大きい
- ・PV 数の増加と共に会員数も増加
- ・「大家さんの味方」の中期的な成長に期待

業績の推移



■ 会社概要

個人向け不動産投資市場を創るため創業

(1) 沿革

同社は 2005 年 8 月、現・代表取締役社長の坂口直大（さかぐちなおひろ）氏によって設立された。坂口氏はシステムエンジニアとして従事してきたが、不動産投資に興味をもってリサーチをしたところ、個人向けの不動産投資市場が実質的に存在しておらず、株式投資のように誰でも参加できる公正な市場を創りたいと考えたことから、同社を創業した。

同社は翌 2006 年 3 月に現在の主力事業である不動産投資ポータルサイト「楽待」をローンチした。「楽待」の会員数は順調に増加し、2016 年 2 月末時点で会員数が 64,000 人を突破したほか、掲載収益物件数や利用者数などの面でも同種のサービスを提供するサイトの中で国内 No.1 のポジションを確立している。同社の事業モデルの根幹ともいえる不動産取引情報の仲介システムに関し、2010 年には国内で、2013 年には米国で、それぞれ特許を取得済みだ。

2015 年 4 月にヤフー〈4689〉(Yahoo!JAPAN) と業務提携し、同社が提供する不動産投資情報が「Yahoo! ファイナンス」上で配信されることとなった。この結果会員数が急増した。また、同年 7 月には不動産投資家を所有物件の管理面でサポートする新ポータルサイト「大家さんの味方」をローンチし、不動産投資の全サイクルを収益源とする体制が整った。

株式市場には 2015 年 2 月に東証マザーズ市場に上場し、その 1 年後の 2016 年 2 月に東証 1 部指定となり、現在に至っている。

沿革表

2005年 8月	東京都渋谷区広尾に資本金 1,000 万円で (株)ファーストロジックを設立
2006年 3月	不動産投資のポータルサイト『楽待』のサービス開始。提案サービス、広告掲載サービスの開始
2007年 1月	東京都港区芝に本社移転
2010年 8月	取引情報の仲介システムに関する国内特許を取得
2011年 8月	『不動産投資の楽待』の会員数が 10,000 名を突破
2012年 7月	『不動産投資の楽待』が収益物件数 No1 を獲得
2012年10月	査定サービスの開始
2013年 1月	取引情報の仲介システムに関する米国特許を取得
2013年 4月	『不動産投資の楽待』が利用者数 No1 を獲得
2014年10月	会員数が 40,000 名を突破
2015年 2月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2015年 4月	Yahoo!JAPAN と業務提携
2015年 6月	本社を千代田区丸の内に移転
2015年 7月	不動産投資家支援サイト『大家さんの味方』のサービス開始
2016年 1月	会員数が 60,000 名を突破
2016年 2月	東京証券取引所第 1 部に上場

出所：上場目論見書、HP 等からフィスコ作成

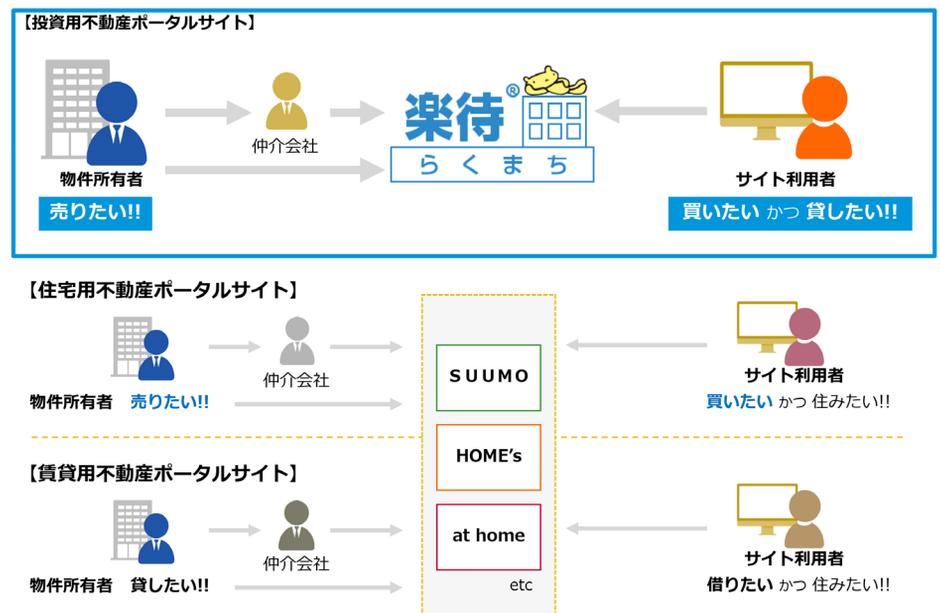
投資用不動産に特化したポータルサイト「楽待」を運営

(2) 事業の概要と事業モデルの詳細

(i) 事業の概要

同社の事業は非常にシンプルで、「投資用不動産に特化したポータルサイト“楽待”の運営」だ。同社の事業の特質を理解するキーワードは「個人」、「投資」および「マッチングに特化」の 3 点にあると弊社では考えている。

「楽待」のビジネス対象領域



出所：同社資料をもとにフィスコ作成

2016 年 4 月 22 日（金）

「個人」及び「投資」というのは、同社が運営する「楽待」は、投資用不動産の物件情報を個人向けに提供することを目的にしているということだ。投資用の対立概念は“居住用”であるが、居住用については従前から大手ポータルサイトが存在しており、新築・中古・賃貸のそれぞれの分野について十分な情報が提供されてきている。それに対して投資用に関しては同社の坂口社長がかつて、その情報を伝えるポータルサイトがほとんどないことを実体験しており、それが同社設立及び「楽待」のローンチにつながったという経緯がある。「楽待」は巨大な既存勢力が存在する居住用には踏み込まず、投資用不動産に徹するとともに、プロの不動産業者に比べて情報が限定的な個人投資家を対象にサービス提供することにこだわったサイトとなっている点を特徴としている。これが新しいポータルサイト市場を切り拓き、同市場でトップの地位に上り詰めた最大の要因であると弊社では考えている。

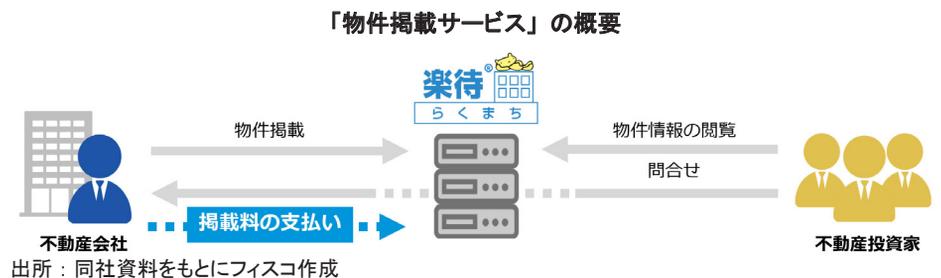
「マッチングに特化」というのは、後述する具体的な収益モデルとの関連で重要なポイントだ。同社は「楽待」の運営において個人と不動産会社のもつ物件情報をマッチングさせることに対して課金しており、成約に伴う取引手数料や成功報酬などは設定していない。これを行う場合、ライセンスの問題や同社の顧客（個人会員および不動産会社双方）との利益相反など、レギュレーションやコンプライアンスに関連する事項がクローズアップされてくることになる。同社はあくまで情報サービス産業に位置する企業として、マッチングに特化した収益モデルを採用しており、今後もこれを堅持する方針だ。

## (ii) 「楽待」の事業モデル

「楽待」の参加者は不動産物件情報を掲載する不動産会社と、不動産投資を行う個人だ。同社は不動産会社を“加盟店”、個人投資家を“会員”として管理している。同社の収益はひとえに加盟店から得られる事業モデルとなっており、個人会員はすべて無料で利用できる。同社が加盟店に提供するサービス、すなわち同社の収入を得る仕組みは、以下の通りだ。

### (ア) 物件掲載サービス

「物件掲載サービス」は、加盟店が不動産物件の情報を、有料で「楽待」に掲載するというサービスだ。このサービスは「楽待」のエントリーサービスという位置づけで、全ての加盟不動産会社が利用しているサービスだ。料金は 1 件当たり月額 1,000 円で、10 件単位での掲載となっている。他に新規加盟の際に加盟料として 5 万円が必要となる。

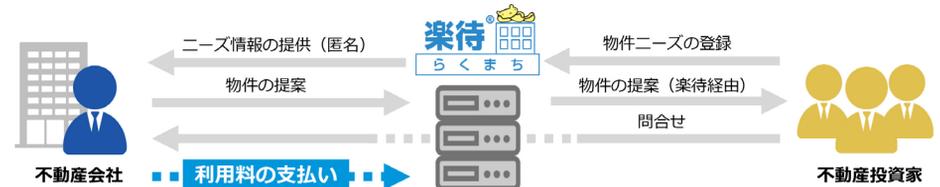


### (イ) 提案サービス

「提案サービス」は、加盟店が、個人会員の希望に該当する物件の情報を、メールで送付できるサービスだ。個人会員のピックアップとそれに対する提案物件の選択は加盟店側が自ら行う。送付先は 50 人単位で、最初の 50 人が 10 万円となっている。

同社の強みは、提案メールに対する約 80% という反応率の高さだ。約 80% の会員から何らかの反応が得られる状況は他社を圧倒しており、これが加盟店にとって、このサービスを利用するモチベーションにつながっている。現状は、加盟不動産会社に占める利用不動産会社の割合が低いものの、単価が物件掲載サービスよりも高いため、売上高では物件掲載サービスと同程度の構成比となっているとみられる。また、付加価値サービスであるため利益率が高いのも特徴だ。今後利用割合が高まれば、最大の収益源に成長するポテンシャルを秘めているといえる。

## 「提案サービス」の概要



出所： 同社資料をもとにフィスコ作成

## (ウ) 広告掲載サービス

「広告掲載サービス」は「楽待」サイトのバナー広告枠を加盟店等に販売するものだ。同社は広告代理店等を使わず直販しているため利益率の高い事業となっている。バナー枠の価格は大きさ等に応じて 8 万円～ 80 万円超と幅があるほか、PV 数によって変動する仕組みとなっている。現状は半年に 1 回のペースで価格改定を行っているが、値上げ改定が続いている状況だ。にもかかわらず、バナー枠自体はすべて埋まっている状況にある。

## 「広告掲載サービス」の概要



出所： 同社資料をもとにフィスコ作成

## (エ) 査定サービス

「査定サービス」は個人会員が保有する不動産を売却する際に不動産会社に無料査定を依頼できるサービスだ。同社がフィーを受け取るのは査定を行った加盟店からで、物件価格に応じて 5,000 円～ 50,000 円の料金を得る仕組みだ。加盟店からみれば査定を行うことで仕入物件の情報を入手できることになり、この対価が上記の料金ということだ。不動産業界においては物件 1 件当たりの取得費用が 50 万円を超えるとも言われているため、同社に支払う査定サービス利用料は、加盟店側からみれば十分に満足できる水準となっている。

## 「査定サービス」の概要

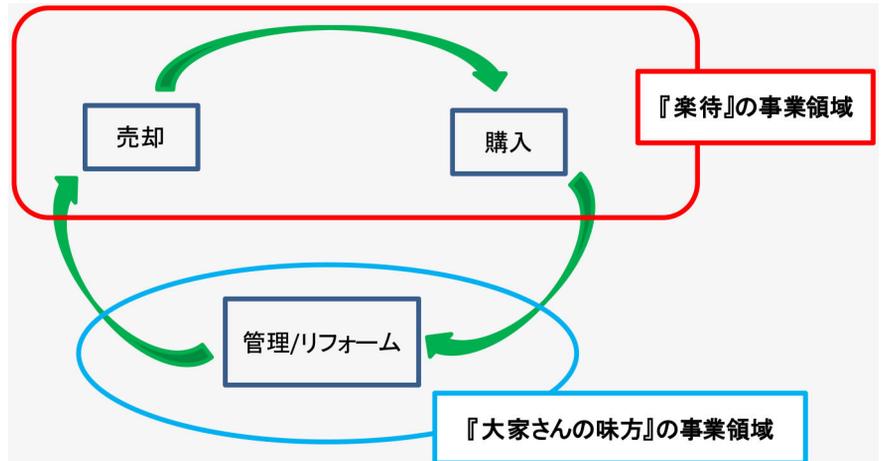


出所： 同社資料をもとにフィスコ作成

## (iii) 「大家さんの味方」の事業モデル

個人会員が不動産投資を行う上での最大の関心事は、究極的には入居率・稼働率を高めることだが、その前段階としては物件の魅力度を高めることが重要だ。その具体的なアクションがリフォームであり、賃借人・テナントの異動があれば何らかのリフォーム作業が行われることになる。また不動産の通常の管理の一環で外装や諸設備のメンテナンスが行われることになる。このように、不動産投資とリフォームは不可分の関係にあるが「楽待」がカバーするのは不動産の売買の領域だけをカバーしていた。そこで同社は、不動産取得後の管理・リフォームの領域をカバーする新しいポータルサイト「大家さんの味方」をローンチした。これにより同社は、不動産投資の全サイクルを収益機会としてカバーする体制が整った。

## 不動産投資家の活動サイクルとファーストロジックの事業領域



出所： 同社資料をもとにフィスコ作成

「大家さんの味方」の事業モデルも、原則としては「楽待」と同じだ。すなわち、投資用不動産オーナーである個人会員と加盟店（典型的にはリフォーム会社）とをマッチングさせるサービスを提供し、料金は加盟店から受け取る、というものだ。「大家さんの味方」が加盟店へ提供するサービス（同社にとっての収入源）は 2 つだ。一つは「会社情報掲載サービス」で、加盟店情報や加盟店から発信する情報などをサイトに掲載するサービスだ。「楽待」の物件情報掲載サービスと類似したサービスといえる。料金は 1 件当たり月額 10,000 円が基本となっている。一つの加盟店が支払う最低月額が 10,000 円に設定されているという点では「楽待」と同様の設定だ。もう一つは「見積りサービス」で、これは個人会員がリフォーム会社を選定して見積もりを依頼した場合に、リフォーム会社は見積もりを返すとともにシステム利用料を同社に対して支払うというもので、「楽待」における査定サービスと同様のものだ。料金は見積り金額に応じて 1,000 円～ 100,000 円となっている。加盟店は見込み客情報を獲得できるほか、受注のチャンスが増大することになる。

現在、同社は「大家さんの味方」を「楽待」のオプションサービスという位置づけにしている。「大家さんの味方」の専用サイトではなく、「楽待」のなかのメニューの 1 つとして掲げ、そこからリフォーム見積もり用画面などへと誘導する流れだ。このサイト構成について弊社では、「楽待」の会員をそのまま「大家さんの味方」の会員に“転用”できるという意味で、非常に効率的な手法だと評価している。

## ■ 成長シナリオと論点整理

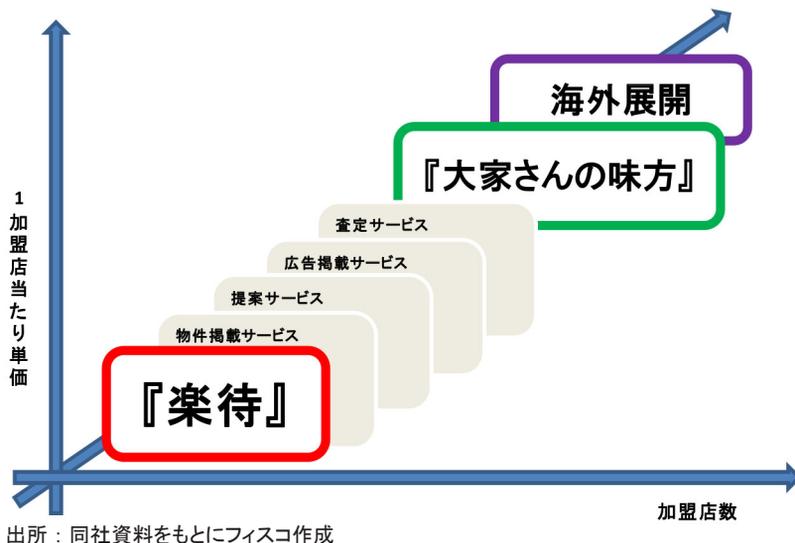
## 「楽待」は成長ポテンシャルが非常に大きい

## (1) 総論

同社の「楽待」事業は、成長ポテンシャルが非常に大きいと評価できよう。現状の事業モデルにおいて、主たる構成要素を成長させることで十分高い成長を実現できる可能性があるほか、将来的には事業モデルに厚みを持たせることで新事業という形での成長可能性も期待される。

同社の成長可能性は X、Y、Z の 3 軸で考えると理解しやすいであろう。X 軸は加盟店数、Y 軸は 1 加盟店あたり単価で、「楽待」事業の収入は X と Y の積となる。Z 軸は「楽待」のサービス内容の充実や地域的な横展開は「楽待」の収入の重層化ということで、「大家さんの味方」のローンチは重層化第 1 弾といえる。「楽待」もサービス内容で 4 つに細分化でき、それぞれのサービスについて X と Y 軸の伸長による収益拡大シナリオを策定・実行することが可能だ。

ファーストロジック「楽待」の成長モデル図

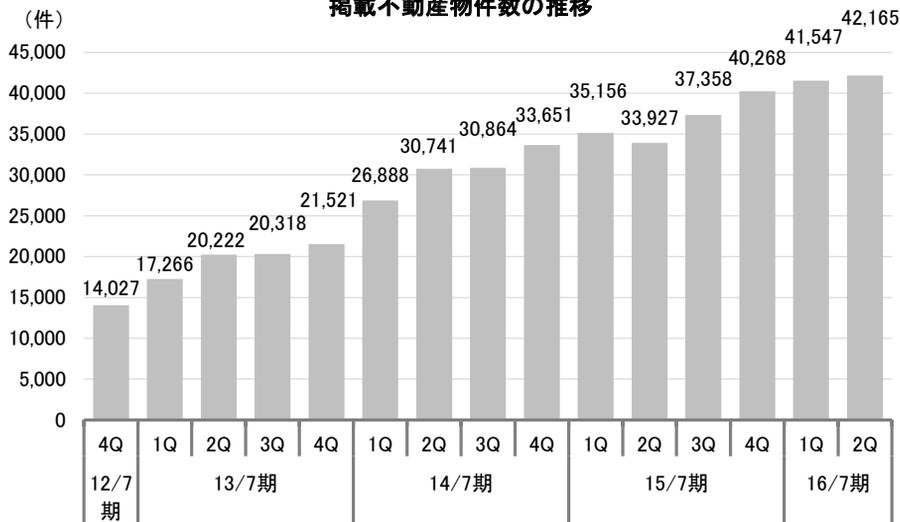


## 掲載不動産件数は順調に拡大

### (2) X 軸成長のための施策

X 軸の成長は、同社の成長戦略の重要な一角を占める。上図では X 軸は加盟店数としているが、掲載物件数に置き換えても同じことで、同社は掲載物件数で情報開示を行っている。2016 年 7 月期第 2 四半期末の掲載物件数は 42,165 件で、順調に拡大基調をたどっている。

掲載不動産物件数の推移



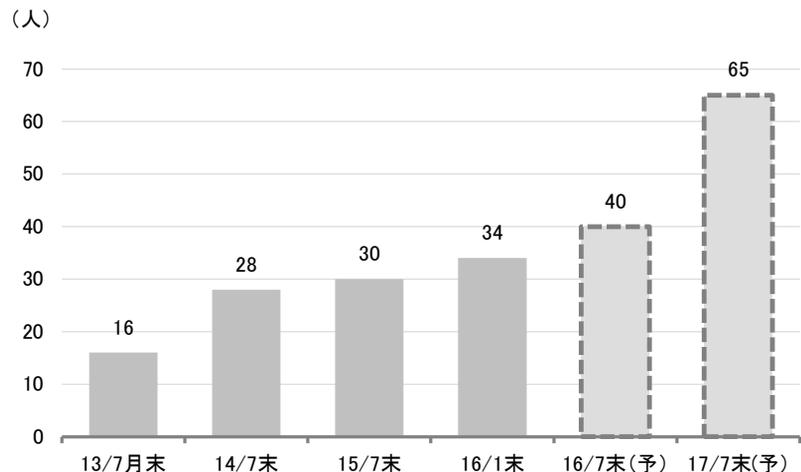
出所：説明会資料からフィスコ作成

物件数（もしくは加盟店数）の潜在成長性について弊社では以下のように考えている。不動産業界内では現在の不動産店舗数を大まかに約 20 万店といわれている。総務省の「平成 18 年（2006 年）事業所・企業統計調査」によれば不動産取引業の事業数は 247,517 ケ所であった。他方、国土交通省の統計では 2006 年度から 2013 年度までの間に宅地建物取引業者数は 6.5% 減少したとされる。業界の 20 万件という認識は、こうした統計値とほぼ一致しているといえる。

20 万店舗のうち 10% を加盟店化し、1 店舗当たり 20 件掲載するという状況を想定すると、掲載物件数は【20,000 店舗 × 20 件 = 400,000 万件】となり、現状の 10 倍だ。この場合の物件掲載サービスの売上高は、20 件で月 20,000 円の収入となるので【20,000 円 × 12 か月 × 20,000 店 = 4,800 百万円】ということになる。実際に 2 万店を加盟店化できるかは検討が必要だ。居住用主体で不動産仲介を行う“街の不動産屋さん”が大多数を占めると考えられるため、そうしたところは潜在顧客にならないと慎重に考えるべきであろう。反対に、加盟 1 店舗当たり 20 件という掲載数は現実にはもっと多いと考えられる。結論としては、内訳の詳細は予測が難しいものの、物件掲載数が 40 万件～50 万件に増大するのは、十分現実性があると弊社では考えている。

この潜在市場の開拓をどう進めるかの具体策について、同社はまず営業担当者の増員を図る予定だ。2016 年 2 月末時点の同社の全社員数は 34 名で、そのうち 20 名が営業担当者だ。各営業担当者は FAX 等で不動産会社にファーストコンタクトをとって見込み客のスクリーニングを行ったうえで訪問するなど、効率的な営業に努めているが、潜在顧客数に対して営業人員の絶対数が足りていない状況だ。そこで同社は今年度中にさらに数人の増員を行うほか、2017 年 4 月入社の新卒を 15 ～ 20 名採用する方向で準備を進めている。

社員数の推移



出所：説明会資料、取材等をもとにフィスコ作成

物件数（もしくは加盟店数）の拡大については営業エリア拡大も一つの策として考える。現状では 3 大都市圏に絞って営業を行っており、政令指定都市も含めて地方都市は実質的には手つかずの状況だ。この点について同社は、当面は 3 大都市圏に集中する方針を表明している。理由として同社は、3 大都市圏の潜在顧客をカバーするだけで営業人員が手一杯になるということと、同社が社内目標で掲げる加盟店数 / 掲載物件数の目標達成には、3 大都市圏の潜在顧客だけで十分可能とみていることを挙げている。



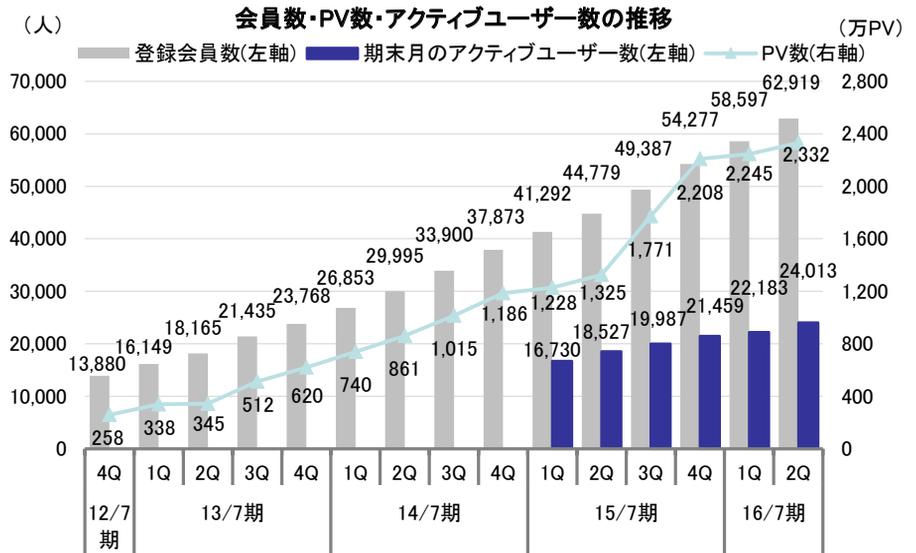
## PV 数の増加と共に会員数も増加

### (3) Y 軸成長のための施策

Y 軸、すなわち加盟店 1 店舗当たりの売上単価の引き上げも重要なポイントだ。前述のように、物件掲載サービスを基本に、提案サービスや査定サービスなどを上乘せしながら、一定の売上単価を獲得している。同社自身は現在の売上単価の水準には決して満足しておらず、中期的に目指すべき目標値を、現在の売上単価の倍近い水準に設定している。

同社は、売上単価引き上げの具体策として物件掲載サービス料の引き上げがあるとしている。前述のように、「楽待」の物件掲載料は 1 件 1,000 円 / 月であるが、これは第 2 位企業の半額だ。ただし同社は、物件掲載料の改定について、現時点では白紙状態として慎重なスタンスを示している。この点について弊社は、同社の慎重なスタンスは正しい判断だと評価している。理由は、掲載料引き上げは掲載数の伸びの鈍化を招く可能性があるためだ。掲載料を引き上げても物件数に影響を与えない状況を確認してから掲載料引き上げに動いても遅すぎることはないと思社では考えている。

同社が値上げをできる環境を想定すると、それは同社のシェアが現在の 40% からさらに上昇して圧倒的なトップ企業になる状況などを想定しうる。そうした状況を実現するためには会員数や PV 数の増加が不可欠だ。同社は基本的に自社による成長を志向しており、アライアンスや業務提携などは原則として行わない方針だ。その唯一の例外が Yahoo!JAPAN との提携だ。下のグラフにおいて緑色の PV 数のラインが 2015 年 7 月期の第 3 四半期と第 4 四半期において急角度で上昇しているのは、この提携の効果だ。PV 数の増加が会員数増にもつながっている。



出所：説明会資料からフィスコ作成

当面は、掲載料引き上げの代わりに提案サービスの営業に努めることも一つの方策ではないかと弊社では考えている。提案サービスの利用加盟店数拡大は顧客減のリスクが少なく、収益へのインパクトも大きいと期待されるためだ。加盟店全体に占める利用加盟店数の割合はまだ低い状況にあるため、提案サービスの掘り起こしには、大きな成長可能性が存在していると弊社では考えている。

2016 年 4 月 22 日（金）

広告掲載サービスもまだ成長余地があると弊社では考えている。PV 数、会員数等が順調に拡大しているため、「楽待」の広告媒体としての価値も着実に上昇している。同社は定期的に値上げを行っているが広告枠は満杯状態が続いている。今後は定期的な価格改定に加えて新たな広告枠の創出などを行い、広告掲載サービス収入を増大させていくことが期待される。

## 「大家さんの味方」の中期的な成長に期待

### (4) Z 軸成長のための施策

Z 軸における成長策では、「大家さんの味方」の立ち上がりによる収益増大が当面の最重要課題といえる。「大家さんの味方」を開始したことの同社の企業収益上の意義は、前述のように、不動産投資家のサイクル全般について収益機会を得ることが出来るということだ。

リフォーム市場の規模について、業界内では市場規模の総額は 7 兆円市場で、リフォーム事業を手掛ける企業は約 100 万社、リフォームに関する広告市場は 3,500 億円、という数字で語られている。ここが「大家さんの味方」が狙う市場であり、企業数では「楽待」が対象とする不動産会社（約 20 万社）の 5 倍以上と、大きなポテンシャルを秘めている。

「大家さんの味方」の足元の状況は、加盟店数で見た場合、過去の「楽待」の成長ペースと比較して圧倒的に速いものの、同社の当初計画に対しては遅れているとみられる。リフォーム会社側の受注獲得に対する意識の有り様が、「楽待」で経験してきた不動産会社のそれとかなり異なっており、そうしたことへの対応で予想以上に時間を要していることが、計画を下回っている主要な原因の模様だ。また、リフォーム会社側から「大家さんの味方」の使い勝手について様々なリクエストも寄せられており、それに対応した改良作業なども続いている状況だ。

同社は当面、「大家さんの味方」の運営方法や営業方法の地道な改善に取り組むことを優先し、必ずしも“ロケットスタート”にはこだわらない方針だ。潜在的市場規模が莫大なだけに、問題を抱えたままで走って他社にスキを見せるよりも、盤石な足場を築いてから成長を加速させ、圧倒的なトップの地位の確立を目指す方針だ。具体的施策の一例として、前述したように「大家さんの味方」を「楽待」のオプションと位置付けたことが挙げられる。これにより「楽待」の既存会員をそのまま活用することが出来、相乗効果も得やすくなると期待される。

また、営業人員を当初は「楽待」チームと「大家さんの味方」チームに分けて編成していたが、現状は営業担当者が双方の営業を兼ねる体制へと変更した。不動産とリフォーム業者は隣接した業界でそれぞれが他方の情報を有しており、クロスセル（重ね売り）の効果が出やすいと判断したことが背景にある。

これら施策を通じて「大家さんの味方」は中期的に「楽待」と並ぶ収益の柱に成長すると期待されている。弊社では、足元の進捗の遅れによって、2016 年 7 月期と 2017 年 7 月期にはその影響が残る可能性があるが、2018 年 7 月期には収益に貢献してくる可能性が高いとみている。2016 年 7 月期と 2017 年 7 月期の遅れ分については、「楽待」がカバーするため、同社の業績予想・業績計画に対しては影響を及ぼさないと考えている。

## 民泊との親和性は高い

### (1) マイナス金利の影響

マイナス金利は、不動産投資市場にとってプラス・マイナス両方の影響がある。プラス面は資金調達コストが低下し、投資意欲を後押しする効果だ。「楽待」の会員である個人投資家の場合、不動産取得に対する借入比率は約 90% とされるだけに金利低下のインパクトは大きく、不動産投資市場の活性化につながるといえる。一方マイナス影響は、資金調達力増大を背景に買いたい投資家が増えるため物件価格が上昇し、投資利回りが低下することだ。投資利回りの低下の影響は、特に新規投資家の呼び込みにおいてネガティブに働くものと考えられる。

同社の収益への影響について、プラスとマイナスをネット（差引）してどうかといえば、マイナス金利はプラスであると弊社では考えている。マイナス金利で不動産市場が活性化すれば、同社への掲載物件数、加盟店数、会員数のいずれもが増加すると期待され、これら KPI 増による増収や広告収入増大というプラス影響が大きく出ると弊社ではみている。利回り低下で成約数が落ち込んだとしても、それは同社の事業モデルからすれば直接的な影響はない。

### (2) 消費増税延期の影響

2017 年 4 月に予定されている消費税 10% への引き上げに関し、先送り観測が出てきている。消費増税が延期された場合の同社収益への影響は単純にプラスであると弊社では考えている。不動産投資物件の取引では建物と土地が一体で取引されることが多く、建物には消費税がかかっているためだ。消費増税延期はマイナス金利同様のロジックで、不動産投資市場の活性化をもたらす、同社の収益へと反映されよう。

注意すべきは、消費増税の前後は駆け込み需要とその反動減という現象だ。過去の消費増税の際は必ず起きており、次の消費増税においても起きる可能性が高い。それが同社の業績に及ぼす影響を無視できないということだ。2 年間にならせば同じことではあるが、株価にはそれなりの影響が出る可能性は否定できない。

### (3) 民泊

民泊の定義は固まってははいないようだが、個人が空き部屋や空き家を活用して他人に有償で宿泊させる行為と大まかに考えられているようだ。今の日本においては、他人を有償で宿泊させることは旅館業法を始めとして各種法令の規制を受ける。しかし、訪日観光客増大という国策のもと、民泊について規制を緩和しようという流れにあるのは周知のとおりだ。

世界的には Airbnb（エアビーアンドビー）に代表されるような、利用者と空き部屋・空き家を提供する個人とをマッチングさせるサービスが広がっている。不動産の所有者と利用者をマッチングさせることは同社が「楽待」などを通じて提供するサービスの本質的な部分であり、同社にとって民泊は親和性が高い市場ということが出来よう。同社は民泊をターゲットにしたマッチングサービスの開始を公言しているわけでは決してなく、あくまで弊社がその可能性を指摘しているに過ぎない。したがって、同社の持つ技術や業界での立ち位置は、民泊を始め様々な不動産周辺のサービス分野への拡張性（及びそれによる成長性）を有していることについて注意喚起しておきたい。

## ■ 業績動向

### 売上高は前年同期比 35.4%増の 5.65 億円、四半期純利益は同 2.7% 増の 1.47 億円で着地

#### (1) 2016 年 7 月期第 2 四半期決算

2016 年 7 月期第 2 四半期 (累計) は、売上高 565 百万円 (前年同期比 35.4% 増)、営業利益 235 百万円 (同 0.3% 増)、経常利益 230 百万円 (同 1.6% 増)、四半期純利益 147 百万円 (同 2.7% 増) と増収増益となった。売上高営業利益率は 41.6% だった。同社は期初の段階で第 2 四半期予想を公表していないものの、同社の計画線での着地だったと弊社では推測している。

#### 2016 年 7 月期決算の概要

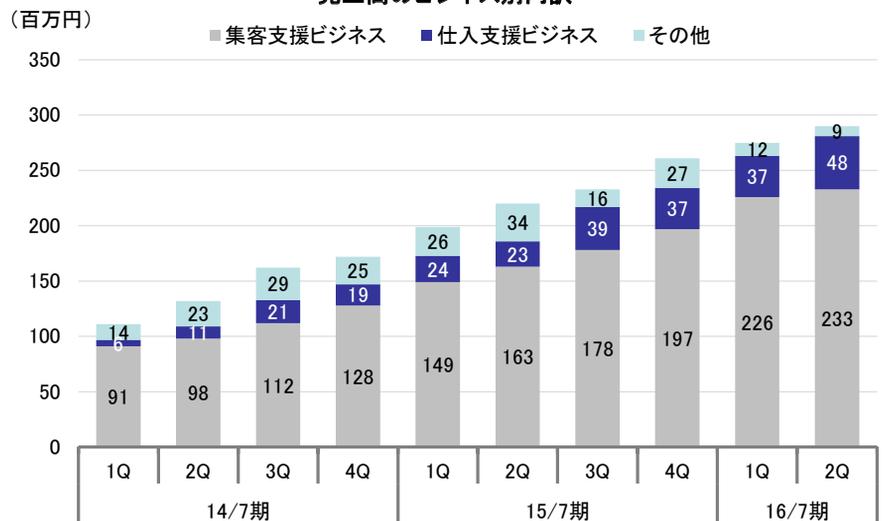
(単位: 百万円)

	2015 年 7 月期		2016 年 7 月期			
	2Q 実績	通期実績	2Q 累計	前年同期比	進捗率	通期予想
売上高	417	912	565	35.4%	45.2%	1,251
営業利益	234	470	235	0.3%	40.9%	575
営業利益率	56.1%	51.6%	41.6%	-	-	-
経常利益	226	460	230	1.6%	41.7%	551
当期純利益	143	287	147	2.7%	39.8%	369

出所: フィスコ作成

2016 年 7 月期の第 2 四半期も収益の中心は「楽待」からの収入だ。同社の収入はサービスの性質に応じて集客支援ビジネスと仕入支援ビジネスに分けられている。集客支援ビジネスは物件掲載サービス、提案サービス、広告掲載サービス、及び「大家さんの味方」一括見積りサービスがその内容だ。物件情報、会員数、PV 数などの主要 KPI がともに順調に成長したことで、物件掲載サービスと広告掲載サービスの両方の収入が順調に拡大した。仕入支援ビジネスは会員側からの見積もり依頼 (「楽待」の査定サービス) に係る収入だ。これも 2016 年 7 月期の第 1 四半期からの高水準な売上状況が継続している。

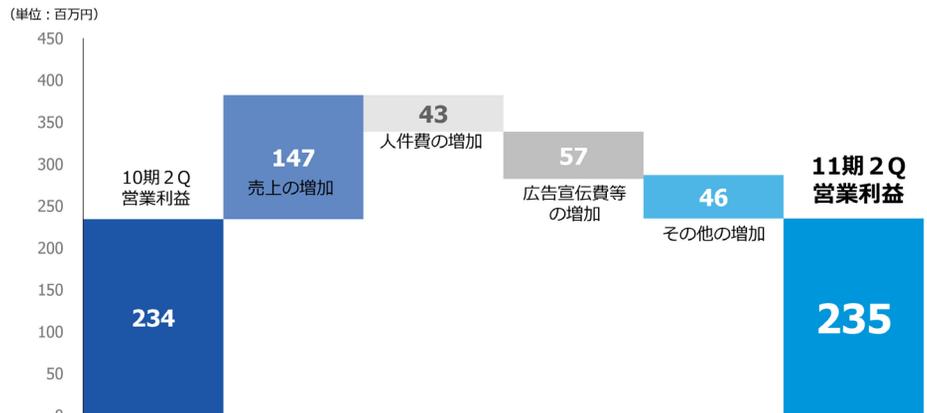
#### 売上高のビジネス別内訳



出所: 会社資料からフィスコ作成

利益面では営業利益の伸びが前年同期比 1 百万円 (0.3%) 増とごくわずかなものとなった。この内訳は、売上が 147 百万円増収したのに対し、人件費、広告宣伝費、及びその他経費が合計で 146 百万円増加し、1 百万円の営業増益となっている。費用増加の約 3 分の 2 にあたる約 100 百万円は「大家さんの味方」への先行投資のためとみられ、これは期初からの計画通りの推移となっている。

営業利益増減分析



出所：会社 16/7 期 2Q 決算説明会資料

集客支援、仕入支援の両ビジネスが着実に伸びていく模様

(2) 2016 年 7 月期見通し

2016 年 7 月通期について同社は、売上高 1,251 百万円 (前期比 37.1% 増)、営業利益 575 百万円 (同 22.3% 増) 経常利益 551 百万円 (同 19.9% 増)、当期純利益 369 百万円 (同 28.5% 増) を予想している。この予想値は期初予想から変更はない。

2016 年 7 月期の下期も第 2 四半期までの傾向が継続すると弊社ではみている。すなわち、物件掲載数、会員数、PV 数といった KPI が順調に上昇し、集客支援、仕入支援の両ビジネスが着実に伸びるという構図だ。「楽待」は投資用不動産のポータルサイトとして第 1 位の地位を確立しているため、各 KPI に正の循環が働いて上昇していく状況にある。他方、「大家さんの味方」は、2016 年 7 月期は先行投資を行って商品力を拡充するための時期であり、収益貢献は極めて限定的なものになるという見方は従来から変わっていない。

投資家が注目する売上高営業利益率は、「大家さんの味方」への先行投資や人員増を理由に、2016 年 7 月通期の会社予想ベースでは 46.0% と見込まれている。第 2 四半期実績の営業利益率が 41.6% であったことから、計算上は今下期の営業利益率は 49.6% にまで高める必要がある。「大家さんへの味方」の開発投資はすでにピークアウトし、今後は改良や保守メンテナンスが主体となるとみられる。また、今下期以降は増加した人員による収益貢献も期待できるため、2016 年 7 月期下期の営業利益率が第 2 四半期実績を上回る可能性は十分に高いと弊社ではみている。

2016 年 4 月 22 日 (金)

## (3) 2017 年 7 月期以降の考え方

2017 年 7 月期以降の業績の見方はいくつかの前提条件をどう設定するかで大きく変わってくとみている。前述のように同社の成長モデルは X (数量=物件掲載数など)、Y (単価=加盟店 1 店当たり売上単価)、Z (サービスの重層化) の 3 軸で考えることが出来る。

2017 年 7 月期以降の業績の考え方として最も保守的な想定は、2016 年 7 月期までと同様に、主として X 軸の成長 (物件掲載数の増加) だけを織り込む考え方である。これをベースに、Y 軸の成長 (掲載料金の改定等) や Z 軸の成長 (「大家さんの味方」の伸長や新サービスへの展開など) による収益貢献の上乗せ具合を考えていくことになる。

具体的な試算としては、物件掲載数や会員数の伸びが 2016 年 7 月期までと同じペースが続くとすれば、売上高は前期比 20% ~ 30% 増となり、1,300 百万円 ~ 1,500 百万円程度への成長が期待できる。これに対して利益面では、固定費、変動費共に 2016 年 7 月期の水準からほぼ横ばいと考えられるものの、2017 年 4 月入社の人員増を 15 人 ~ 20 人と計画していることと、「大家さんの味方」への追加投資等を勘案すると、営業利益は 560 百万円 ~ 690 百万円 (営業利益率 43.0% ~ 46.0%) が想定レンジとして浮かびあがってくる。正確な収益予想は 2016 年 7 月期末を待たねばならないが、収益水準のイメージを掴む一助にはなる。

2018 年 7 月期以降は X 軸に加えて Z 軸の成長 (特に「大家さんの味方」の拡大) が本格化してくると弊社では期待している。また、Y 軸の成長についても、同社はかねがね単価引き上げへの意欲を示しており、どこかの時点では実行してくる可能性が高いと考えている。弊社では 2017 年 7 月期まではじっくりと足場を固めたうえで 2018 年 7 月期一気に高成長を打ち出してくるのをメインシナリオと考えているが、その一部または全部が前倒しされる可能性も否定できない。

## 損益計算書

(単位: 百万円)

	13/7 期	14/7 期	15/7 期	16/7 期 (予)		
				2Q 累計	下期 (予)	通期 (予)
売上高	337	577	912	565	686	1,251
前期比	53.9%	70.8%	58.0%	35.4%	38.6%	37.1%
売上総利益	302	525	839	522	-	-
売上高総利益率	89.6%	91.0%	92.0%	92.3%	-	-
販売管理費	228	251	368	287	-	-
売上高販売管理费率	67.7%	43.5%	40.4%	50.8%	-	-
営業利益	74	274	470	235	340	575
前期比	-	266.7%	71.8%	0.3%	44.1%	22.3%
売上高営業利益率	22.1%	47.5%	51.6%	41.6%	49.6%	46.0%
経常利益	74	275	460	230	321	551
前期比	64.4%	267.7%	67.2%	1.6%	37.2%	19.9%
当期純利益	45	158	287	147	222	369
前期比	73.1%	251.7%	81.5%	2.7%	54.2%	28.5%
EPS (円)	8.44	32.54	55.95	26.45	39.75	66.20
配当 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	10.00
1 株当たり純資産 (BPS、円)	25.31	57.85	282.61	303.68	-	-

**貸借対照表**

(単位：百万円)

	13/7 期	14/7 期	15/7 期	16/7 期 2Q
流動資産	172	411	1,622	1,696
現預金	90	285	1,445	1,493
売掛金	69	100	151	180
その他	12	26	24	22
固定資産	21	41	177	166
有形固定資産	0	13	44	43
無形固定資産	7	7	18	21
投資等	12	20	114	100
資産合計	193	452	1,799	1,863
流動負債	70	17	253	168
その他	70	17	253	168
株主資本	123	281	1,546	1,694
資本金	80	80	80	80
資本剰余金	22	22	963	963
利益剰余金	71	230	503	650
自己株式	-51	-51	0	0
その他包括利益累計額	-	-	-	-
純資産合計	123	281	1,546	1,694
負債・純資産合計	193	452	1,799	1,863

**キャッシュフロー計算書**

(単位：百万円)

	13/7 期	14/7 期	15/7 期	16/7 期 2Q
営業活動によるキャッシュフロー	44	230	341	54
投資活動によるキャッシュフロー	-3	-35	-147	-3
財務活動によるキャッシュフロー	-30	-	966	-2
現預金換算差額	0	0	0	-1
現預金増減	11	195	1,160	47
期首現預金残高	79	90	285	1,445
期末現預金残高	90	285	1,445	1,493

**株主還元**
**東証 1 部上場による 10 円の特別配当を実施**

同社は創業以来、成長投資を優先し、配当については無配となっていた。しかしながら 2016 年 2 月に東証 1 部に上場を果たしたことを受け、2016 年 7 月期末において 10 円の特別配当を行うことを発表している。これは市場にサプライズをもたらすとともに、同社が株主還元について高い意識を有していることをアピールするという点で、一定の効果があつたと評価している。

しかしながら弊社は、今回の特別配当の実施はあくまで特別であつて 2017 年 7 月期以降は再び無配として成長投資を優先すべきであると考えている。前述のように、同社はいまだ成長の初期段階にあり、「大家さんの味方」を始めとして成長投資の機会を数多く有している。そして現実に同社は 40% を超える営業利益率と 20% を超える ROE (自己資本利益率) を実現できている。こうした状況から同社にあつては、配当よりも成長投資に資金を振り向けることが最終的にはより大きな株主リターンをもたらすものと弊社では考えている。

#### 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