

## ファーストロジック

6037 東証 1 部

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

2016 年 10 月 27 日 (木)

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 >>>](#)

## ■ 中長期的な高成長の流れは続いている

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を運営する情報サービス会社。同社が運営する「楽待 (らくまち)」は物件掲載数シェアで約 50% を占める。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。

「楽待」は不動産投資特化型のポータルサイトとして、物件掲載数ベースで約 50% のシェアを有しているが、これを 73.9% にまで高めることを最優先課題としている。同社はわずか 40 人 (2016 年 7 月末) の陣容で今後も少数精鋭主義を維持する方針だ。そうしたなかで攻め口を物件数でのシェア拡大に絞る戦略は、堅実でリスクが小さいと弊社では評価している。

シェアアップの具体的施策は営業人員の確保と質の向上だ。潜在的な需要は同社の規模の企業にとっては膨大と言えるほど存在しているが、それを実際の契約に取り込み切れていないのは、人手が不足している要因が大きいというのが同社の分析だ。一方で、採用に当たっては大学新卒者に代表される若手の人材を優先する方針だ。また各種サービスのクロスセル戦略の成功のために、一定以上のクオリティを有した人材の確保を優先する計画だ。これまでのところは、人材の数と質の両立という点では順調に進捗している。

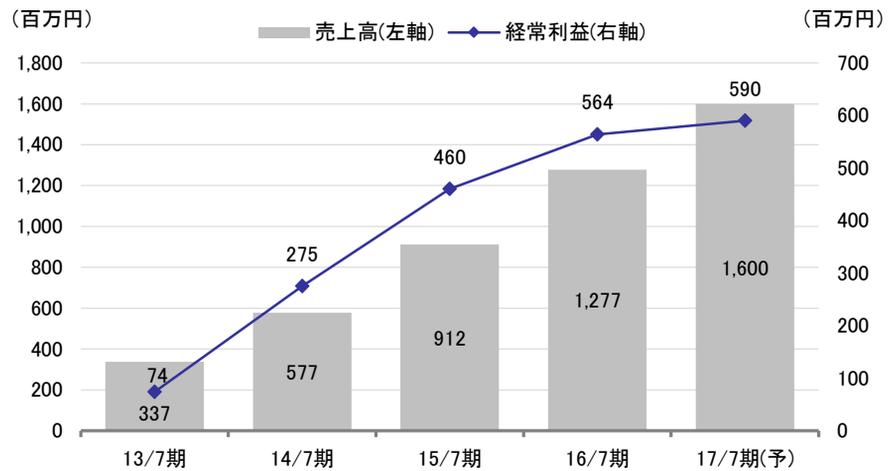
2017 年 7 月期は売上高が前期比 25.3% 増であるのに対して営業増益率は 1.0% に留まる計画となっている。これは前述の人材確保や認知度向上のための広告宣伝などに費用を投下するためだ。2017 年 7 月期は足場固めの時期という位置付けであり、それが終了して通常モードに戻ってくれば営業利益率は従来の水準に戻ると期待される。一時的に同社の成長が鈍化したように見えるが、本質的には高成長は続いている。

「楽待」はまだ発展途上であり、成長余地は大きいと弊社では考えている。前述のように同社は当面の間、現状の枠組みの中での数的シェア拡大を優先させる戦略だ。しかし将来的には「楽待」のアセットを活用して新規サービスの展開や海外展開などが期待される。新規サービスについては、話題の民泊なども候補に入ってくる余地があるのではないかと弊社ではみており、中長期的に見守りたいと考えている。

## ■ Check Point

- ・ 約 50% のシェアを誇るトップ企業だが、更にシェアを伸ばし優位性を確立させる
- ・ 16/7 期は大幅増収増益で着地、期初予想も上回る好決算
- ・ 当面の増収率は年 20 ~ 25% 程度で推移か

### 業績の推移



## ■ 投資のキーポイント

### 約 50% のシェアを誇るトップ企業だが、更にシェアを伸ばし優位性を確立させる

(1) 弊社が考える同社への投資のキーポイントは以下のとおりだ。

#### a) 物件掲載数のシェアが順調に伸長している

同社は成長の最重要課題として物件掲載数において圧倒的なシェアの確保を優先させることを明確にしている。現状でも約 50% のシェアを有するトップ企業だが、73.9% にまで高めることを目指している。同社の物件掲載数は日を追って増加しており、シェアが順調に伸長していることがうかがえる。

#### b) 成長性はまったく失われていない

2017 年 7 月期について営業増益率はわずかに 1.0% で、営業利益率は 2 期連続で低下して 36.9% になると予想されている。これをもって同社の高成長は終わったと判断するのは早計だ。同社は人材の獲得・教育や広告宣伝に先行的に費用を投下する計画で、2017 年 7 月期の低成長は、これらが一時的に利益を圧迫する結果に過ぎない。「営業人員増⇒収益拡大」の因果関係は過去実績で証明されており、現在計画する投資は将来に向けて必要不可欠な投資だ。これが一段落すれば利益率はおのずかかつての水準に戻ると期待される。

#### c) 「大家さんの味方」のリリースはサイトの活性化に貢献している

リフォーム案件を対象とする「大家さんの味方」が 2015 年 7 月にリリースされた。リフォームメニューは 4 カテゴリーで、加盟するリフォーム会社数は当初計画を下回っている印象だが、定性的には大きな貢献を果たしていると弊社では評価している。それは「楽待」の活性化だ。従来の「楽待」では物件の売買取引が終了すれば、一旦サイト訪問の需要が減少する傾向があった。しかし「大家さんの味方」があることで、物件保有期間を通じて常にサイトを訪問する需要が生じる。どんなサイトでも“アクティブ”であることが最大の価値であり、その点で「大家さんの味方」の貢献度は大きいと弊社では考えている。

(2) なお、同社に対する主な疑問点に対する弊社の見解は以下のとおりだ。

a) 不動産市況の下落によって同社の収益も影響を受けるのではないかな？

同社が運営する「楽待」の事業モデルは、不動産市況には影響されない。物件の成約状況や価格と同社の収益が連動していないためだ。むしろ、不動産市況の下落は不動産投資においては取得コストの低下によって利回り向上へとつながりやすい。これは不動産投資家を活性化させ、そこを狙った物件掲載数の増加へとつながることが期待される。すなわち、不動産市況の下落は同社にとってはむしろ追い風と言える。

b)「楽待」は SUUMO、at home、HOME' S などの大手ポータルサイトと競合するのではないかな？

「楽待」は不動産物件のみならず、不動産投資に関連する様々な情報をも提供することを目指している点で、居住用を主眼としたポータルサイトとは明確に一線が引かれている。掲載物件が両社にまたがるケースもあると考えられるが、そのことがそのままポータルサイト間の競合を意味することにはならず、両者は事業領域が異なっているため、将来的にもすみ分けが可能である。

## ■会社概要と事業モデル

### 2015 年 2 月にマザーズ上場、翌年 2 月には東証 1 部指定となる

#### (1) 会社概要

同社は現代表取締役社長の坂口直大（さかぐちなおひろ）氏により、2005 年 8 月に設立された。システムエンジニアであった同氏は、不動産投資の物件についてリサーチしたときに、個人向けの投資用不動産市場が実質的に存在していないことに気付いた。そこで同氏は、株式市場のように誰もが参加できる公正な市場を創りたいと考え、同社を創業した。

同社の事業は不動産投資のポータルサイト「楽待」の運営だ（事業モデルの詳細は後述）。すなわち、同社は不動産投資に関する情報（物件情報や各種のリフォームなど周辺サービスの情報）を取り扱う情報サービス会社であって、不動産会社ではない。不動産業界は同社の顧客であり、同社自身が不動産会社となつてはそこに利益相反などの様々な問題が起こる可能性がある。

同社は情報サービス会社として、個人を主体とした不動産投資家と不動産会社とをマッチングさせることに特化した収益モデルを採用している。同社の KPI（重要業績指標）は物件掲載数や会員数、ページビュー数（PV 数）などであり、不動産市況の変動には本質的に左右されないということだ。むしろ、不動産価格が低迷する局面では不動産投資の利回りが上昇するため、ポータルサイトとしては活況を呈することが過去の実績から証明されている。不動産市況や不動産業界の景況感とは一線を画して、物件掲載数や会員数、ページビュー（PV 数）などの伸長に伴って安定的な業績拡大が期待できる点が、同社の特徴であり強みであると弊社では評価している。

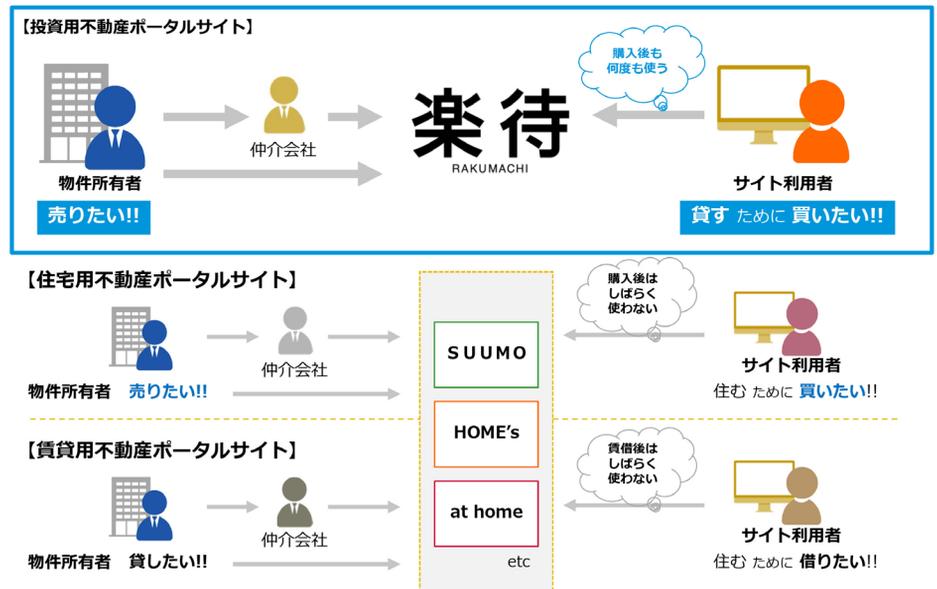
株式市場には 2015 年 2 月に東証マザーズ市場に上場したのち、2016 年 2 月に東証 1 部に指定となり、現在に至っている。

## 投資用不動産に特化したポータルサイト「楽待」を運営

### (2)「楽待」の概要

「楽待」の特徴を理解するためのキーワードは“個人”と“投資”だ。「楽待」は投資用不動産の物件情報や不動産投資に関する各種情報を個人向けに提供することを主たる目的としている。「楽待」が対象とする投資用不動産の対立概念は“居住（自己利用）用”不動産であるが、この分野では既に大手ポータルサイトが存在している。それに対して投資用不動産に関して充実したポータルサイトがないことは坂口社長自身が実体験していることは前述のとおりだ。そうした実体験を踏まえて「楽待」をローンチしたという背景が、“個人”と“投資”という「楽待」の特徴を生み出している。

#### 「楽待」のビジネス対象領域

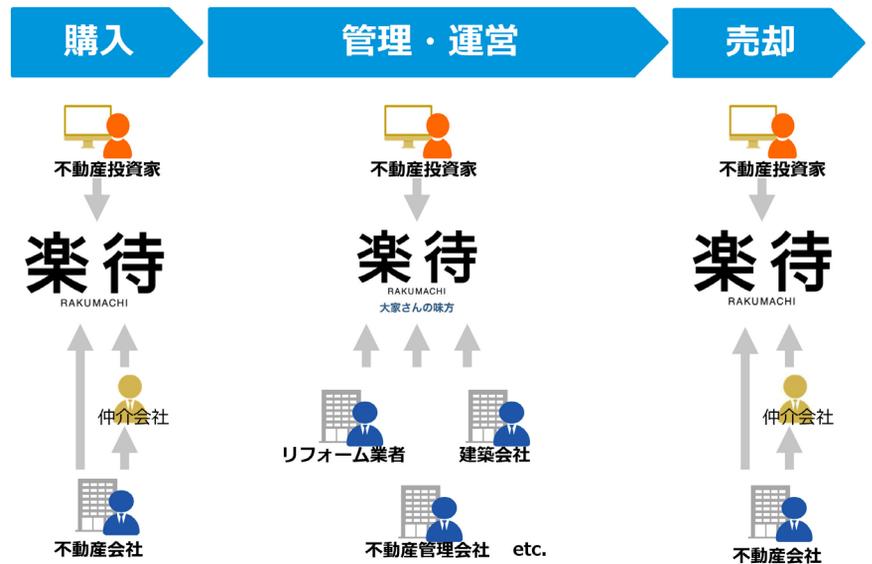


出所：決算説明資料より転載

ところで、賃貸用アパートの 1 棟売りなどは典型的な投資用不動産ということで異論はないであろう。しかし、例えば 2LDK のマンション一室などは居住用にも投資用にもなる。当然、こうした物件は「楽待」以外にも居住用不動産を対象とする SUUMO や HOME' S などの大手ポータルサイトにも掲載される可能性がある。こうした物件はかなりの数に上ると考えられる。これをもって「楽待」が SUUMO や HOME' S などの大手ポータルサイトと直接競合するというのは、早まった見方であると弊社では考えている。「楽待」は不動産物件のみならず、不動産投資に関連する様々な情報も提供することを目指している点で、居住用を主眼としたポータルサイトとは明確に一線が引かれている。それゆえに投資に軸足を置く「楽待」と居住用不動産の大手ポータルサイトは競合関係ではなく、共存関係にあると弊社では考えている。

同社は 2015 年 7 月に、リフォームを対象とした「大家さんの味方」というポータルサイトをリリースした。これは独立したポータルサイトではなく、「楽待」のメニューの 1 つという建て付けとしている。「楽待」は不動産の取得と売却時を念頭に置いているが、現実には物件を取得した直後からリフォームの潜在需要が表面化してくる（物件の看板架け替えや外壁塗装など）ことが多い。すなわち、「大家さんの味方」をリリースしたことで、「楽待」のカバー領域が、投資用不動産の『取得⇒維持・補修⇒売却』というライフサイクル全般をカバーできる体制となっている。これは会員を常にアクティブユーザーに維持することに大きく貢献している。

「楽待」のサービス対象領域



出所：決算説明資料より転載

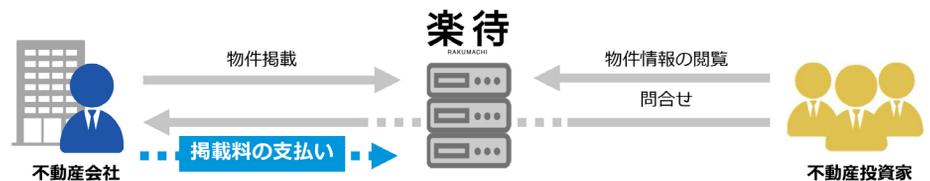
(3) 「楽待」の収益モデル

「楽待」の事業モデルは“会員”（個人投資家）と“加盟店”（不動産会社）の双方のニーズをマッチングさせ、それに伴う手数料を収益とするものだ。収益を獲得するための具体的なサービスとして同社は以下の 4 つのサービスを提供している。

a) 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付けで、すべ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 1,000 円 / 月で、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。

「物件掲載サービス」の概要



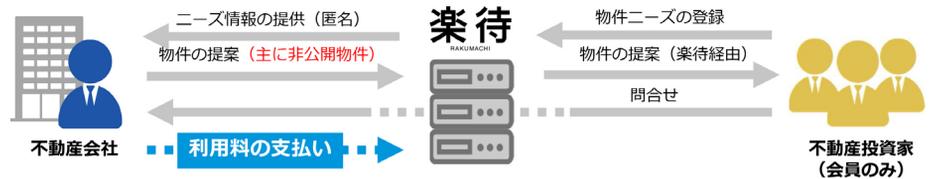
出所：決算説明資料より転載

b) 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、約 80% という提案メールに対する反応率の高さだ。約 80% という数値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。提案サービスの単価は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。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言える。

## 「提案サービス」の概要



出所：決算説明資料より転載

## c) 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。広告枠はフルに埋まっている状況が続いている。この人気を反映して、半年に 1 回のペースでの価格改定では、値上げ改定が続いている状況となっている。

## 「広告掲載サービス」の概要



出所：決算説明資料より転載

## d) 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：決算説明資料より転載

## 「大家さんの味方」はリフォームを対象としたマッチングサービスを提供

### (4) 「大家さんの味方」の収益モデル

リフォームを対象にした「大家さんの味方」の収益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）は以下の 2 つとなっている。

#### 一括見積りサービス

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。

#### 「一括見積りサービス」の概要



出所：決算説明資料より転載

### (5) 「楽待」の現状

創業以来、「楽待」は順調に拡大し、会員数、アクティブユーザー数、PV 数は一貫して右肩上がりが続いている。この状況は、「楽待」が非常にアクティブな状況にあることを示していると言える。ポータルサイトにとっては活況であることが最も重要なことであり、活況さが物件掲載数や会員数を拡大させてポジティブ・スパイラルの形成へとつながっていく。現状は、まさにポジティブ・スパイラルの状況にあるというのが、弊社の理解だ。

「楽待」のアクティブな状況を維持・拡大させるという意味では、「大家さんの味方」の存在は大きいと弊社では考えている。前述のように、「大家さんの味方」のローンチの結果、不動産投資のライフサイクル全般を「楽待」がカバーすることとなった。これはそれだけ会員の活動をアクティブ化し、サイトの価値を高めることにつながる。



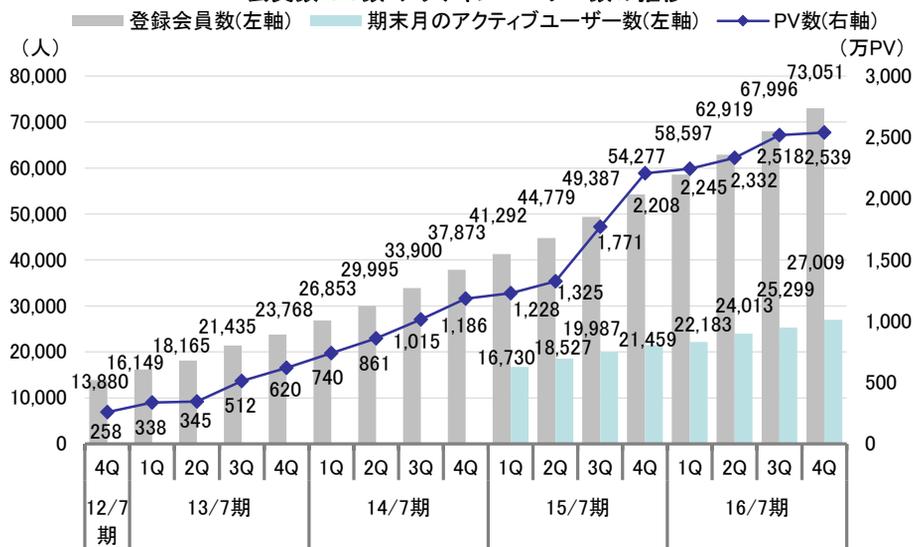
ファーストロジック

6037 東証 1 部

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

2016 年 10 月 27 日 (木)

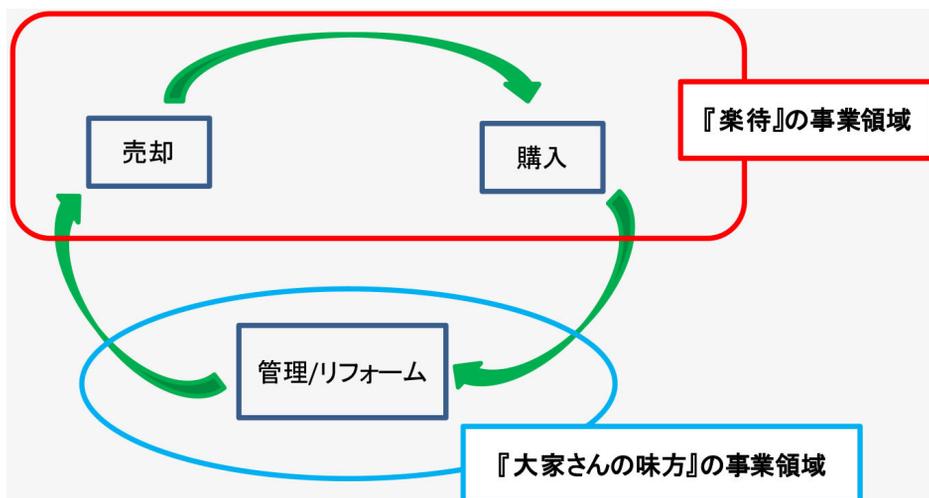
会員数・PV数・アクティブユーザー数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

さらに言えば、「楽待」が“未完成”で発展途上である点も重要なポイントだと弊社では考えている。「楽待」は投資用不動産を紹介することが目的なのではなく、不動産投資に関する様々な情報を総合的に提供することを目指している。「大家さんの味方」のローンチで投資用不動産の買付けと売却の間にある“保有”期間をカバーした。しかし不動産投資にあっては、ファイナンス（資金調達）は非常に大きな要素を占めるほか、所有不動産の運用においても、居住用の賃貸以外にも民泊や観光用宿泊施設など様々な方法が考えられる。こうした情報を「楽待」に包含していくことは、同社にとって新規の収益源の獲得になると弊社では期待している。その際、現在「楽待」が有する物件情報や会員数は大きなアセットであり、そうした新規事業の垂直立ち上げに大きく貢献するものと弊社では考えている。

不動産投資家のサイクルとファーストロジックの事業領域



出所：同社資料よりフィスコ作成

## ■ 成長戦略と収益の成長性

### まずは「楽待」の物件掲載数、PV数、会員数、加盟店数の伸張を図る

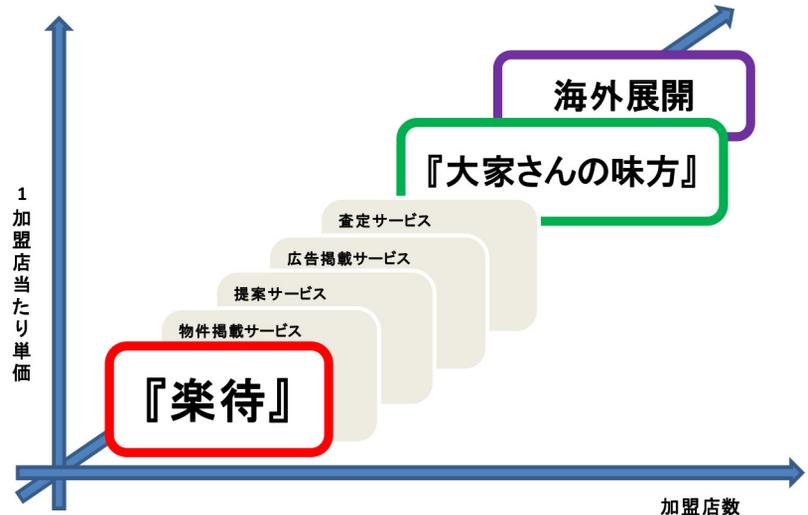
#### (1) 基本的スタンス

現状の同社の事業は不動産投資のポータルサイト「楽待」の運営だけであるため、弊社では同社の成長戦略について、X、Y、Zの3軸で整理して考えている。X軸とはグラフの横軸であり、数量的成長を意味している。数量というのは、「楽待」の物件掲載数、PV数、会員数、加盟店数などのことを念頭に置いている。Y軸というのはグラフの縦軸であり、各サービスの単価や加盟店1店当たり売上高を想定している。Z軸とは奥行方向の軸であり、サービスの多層化（サービスメニューの追加や海外展開など）による収益拡大だ。

同社は、ここ数年の実績と足元の状況、及び将来予測を総合的に勘案し、当面はX軸の伸張を成長戦略の中心に据えることを明確にしている。具体的には、物件掲載数のシェアを現状の約50%から、できる限り早期に73.9%に引き上げることを目指している。73.9%というシェア目標値は坂口社長が信奉するランチェスター戦略において上限目標値とされるもので、「当該市場において独占的となり、その地位は絶対的に安全となる」とされるものだ。

Z軸の成長は現状では白紙の状態とみられる。前述のように「楽待」は4つのサービスメニューから構成されており、そこに「大家さんの味方」が加わり収入の厚みは着実に増している。一方で、「楽待」の海外展開はまったく手つかずの状況だ。この点について同社は特段焦りを見せているわけではない。同社が、国内における「楽待」（「大家さんの味方」も含む）事業には依然として高い成長余地が残されていると考えているためだ。弊社も、Z軸については当面無理をせず、「楽待」事業の深堀りによる成長を目指すという同社の考え方を支持したい。

ファーストロジック「楽待」の成長モデル図



出所：同社資料よりフィスコ作成

## 質を重視した人材採用を積極的に行う

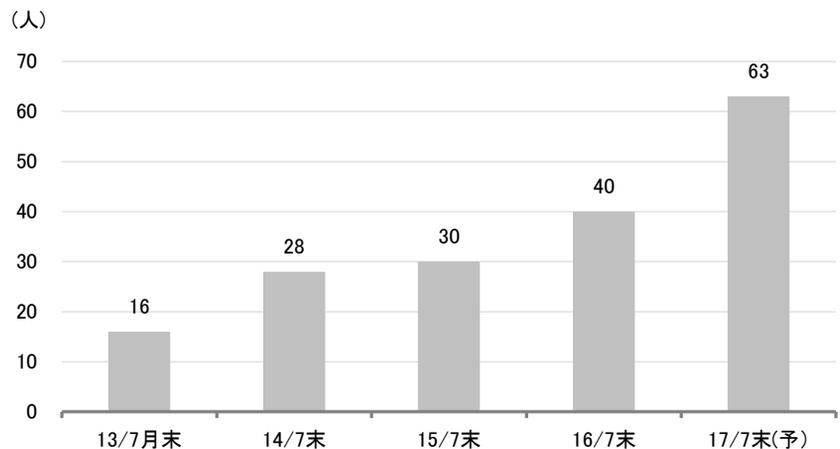
### (2) 具体的施策と進捗状況

同社は物件掲載数ベースのシェアを 73.9% へと引き上げることを最優先課題としているが、そのためには営業力が絶対的に不足しているためこの部分の人員増強を急ぐ必要があるという認識を有している。この認識に基づき同社は、2016 年 7 月期において営業人員の積極採用と教育に投資を行った。具体的には 2015 年 7 月末から 2016 年 7 月末までの 1 年間で社員数が 10 名の純増となったが、増加分の約半数が営業担当者という内訳だ。

同社は採用に際して、頭数をそろえることよりも、同社が目指す営業スタイルや営業手法を実現できる人材の獲得に注力している。すなわち質を重視した採用を行っているため、実採用数は計画を若干下回って推移しているものとみられる。

同社が目指す理想の営業担当者は、クロスセル（重ね売り）を強力に推進できる人材だと弊社では理解している。「楽待」の 4 つのサービスの拡販に加え、「大家さんの味方」におけるリフォーム需要の取り込みもできるような人材だ。その実現には商品知識や業界知識は言うまでもないが、何より高いコミュニケーション能力が求められる。2017 年 7 月期においては採用をさらに加速させて 25 名程度の純増を目指している。

社員数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

同社が進める人材の獲得は物件掲載数の拡大にきちんと結びついているというのが弊社の評価だ。同社は人材採用に際し、新卒採用を基本とし、適宜中途採用を行うというスタンスで臨んでいる。同社は 7 月決算であるため、4 月入社の新卒者は同社の第 3 四半期に入社してくることになる。入社後基礎的な研修を受け、第 4 四半期には実戦に配置されることになる。物件掲載数の四半期推移を見ると、2016 年 7 月期第 4 四半期において、明確な伸びを見せている。同社はこの時期に物件掲載の無料キャンペーンを打ったため、その効果はわかりにくくなっているものの、新卒者による営業力強化も、第 4 四半期の物件数増加には貢献していると弊社ではみている。



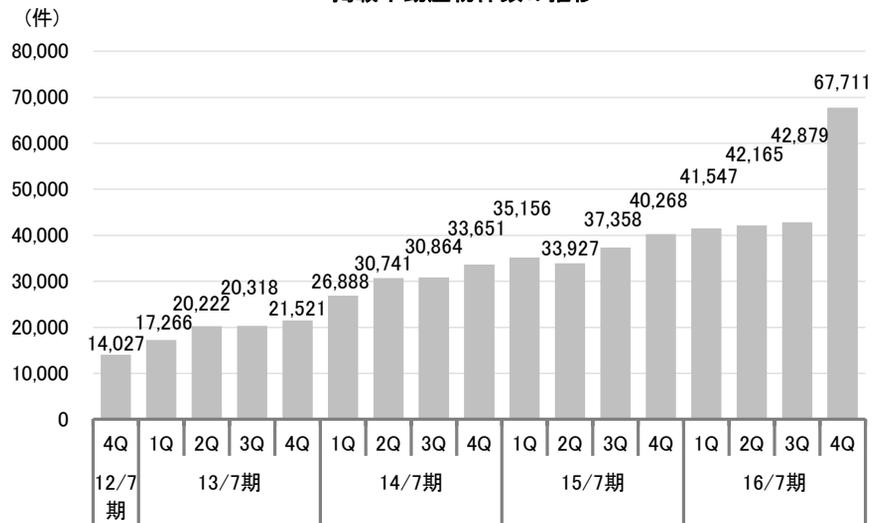
ファーストロジック

6037 東証 1 部

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

2016 年 10 月 27 日 (木)

### 掲載不動産物件数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

この物件掲載数は、2017 年 7 月期第 1 四半期以降、増加ペースこそ一旦鈍化するものの、絶対数は着実に増加を続けると弊社ではみている。新卒者を中心に習熟効果が期待できるほか、期中採用による営業担当者の漸増が続くと考えられることが 1 つの要因だ。また、不動産市場がピークアウトした中で、居住用物件について投資用需要を求めて不動産投資の No1 ポータルサイトである「楽待」への掲載需要が伸びてくると期待されることがもう 1 つの理由だ。

「楽待」の物件掲載数の潜在成長性については、前回のレポートでも触れたが、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は約 20 万店と言われている※。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、現状の約 7 万件に対して 6 倍近い値となる。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 ヶ月 × 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たため、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。

## 当面の増収率は年 20 ～ 25% 程度で推移か

### (3) 収益の成長性のイメージ

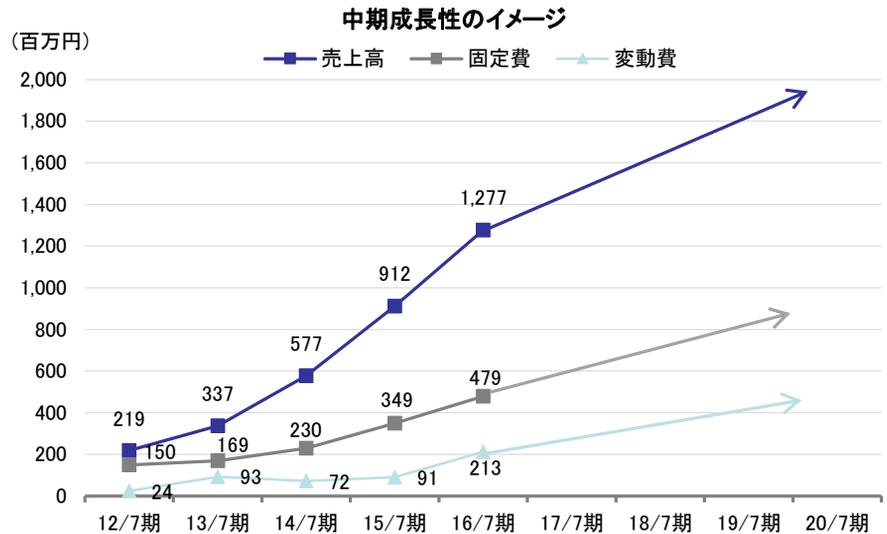
以上のような同社の成長戦略の結果として、弊社では同社の中期的収益成長について以下の様にイメージしている。

売上高については X 軸、すなわち物件掲載数や加盟店数の成長に主として依存し、単価もしくは加盟店 1 店当たり売上高は織り込んでいない。したがって、当面の増収率は現状と同じペース、すなわち年 20% ～ 25% 程度が続くと考えられる。

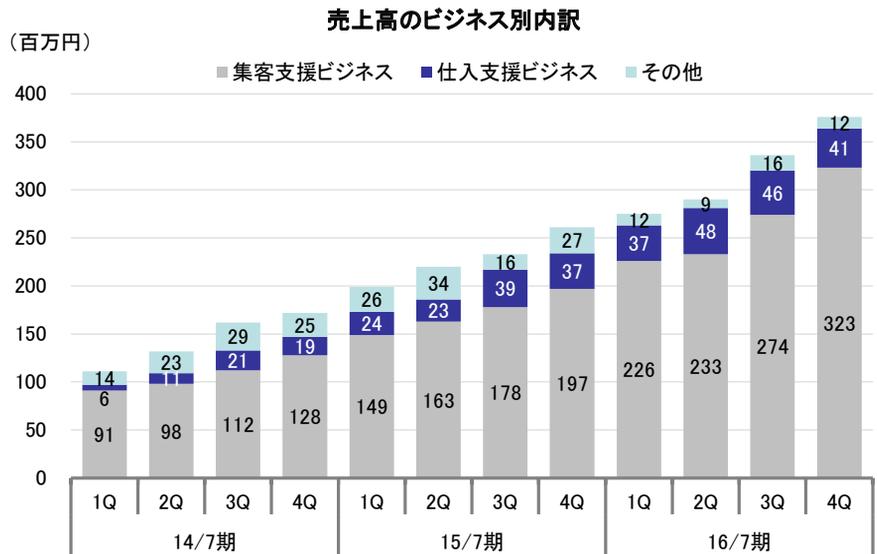
※ 総務省の「平成 18 年 (2006 年) 事業所・企業統計調査」結果の“不動産取引業事業所数 247,517 ヶ所”という数値と、国土交通省統計からの“2006 年度から 2013 年度までの間の宅地建物取引業者数減少率 6.5%”という数値を重ね合わせると、業界で言われる約 20 万店という数値にほぼ一致する

2016 年 10 月 27 日 (木)

費用において、固定費の中では人件費の割合が大きい。この点について同社は 2017 年 7 月期までは先行投資として増加させることを明言している。2018 年 7 月期以降は不透明な部分が多いが、一旦先行投資がストップすると仮定すれば、増加ペースは緩やかなものとなる。変動費が 2016 年 7 月期に増加した要因は広告宣伝費だ。これも 2017 年 7 月期も連続で増加する計画が示されている。2017 年 7 月期はラジオで冠番組を放送するなどの施策を行うが、2018 年 7 月期以降は通常ペースに戻す可能性が高いと弊社ではみている。その結果として、2018 年 7 月期以降は、売上高の成長ペースに比べて費用の増加ペースが緩やかとなり、営業利益の増益が再び加速してくるとみられる。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成



出所：会社資料よりフィスコ作成

もう 1 つ重要な点は、同社の収益モデルはいわゆるストック型モデルあるということだ。物件の掲載料がベースの収入を形成し、提案サービス、査定サービス、広告掲載サービスなどの収入が上乘せされるが、これらのサービスからの収入と物件掲載数との間には高い相関があると考えられる。ストック型収入であるということは、不動産市況の上下動に影響されないということだ。むしろ、不動産市況の下落は不動産投資の利回り上昇に結び付くため、同社は恩恵を受けうる立場にあると言える。同社が着実に物件掲載数を伸ばすことができれば、上記の図の収益成長のイメージが実現される可能性は高いと弊社では考えている。

## ■ 業績動向

### 16/7 期は大幅増収増益で着地、期初予想も上回る好決算

#### (1) 2016 年 7 月期決算

同社の 2016 年 7 月期決算は、売上高 1,277 百万円（前期比 40.1% 増）、営業利益 584 百万円（同 24.1% 増）、経常利益 564 百万円（同 22.7% 増）、当期純利益 371 百万円（同 29.3% 増）と増収増益で着地した。期初予想との比較では、売上高及び各利益ともに期初予想を上回り、順調な進捗を印象付ける決算となった。

#### 2016 年 7 月期決算の概要

（単位：百万円）

	15 年 7 月期	16 年 7 月期			
	実績	予想	実績	前期比	予想比
売上高	912	1,251	1,277	40.1%	2.1%
営業利益	470	575	584	24.1%	1.6%
営業利益率	51.6%	46.0%	45.7%	-	-
経常利益	460	551	564	22.7%	2.5%
当期純利益	287	369	371	29.3%	0.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

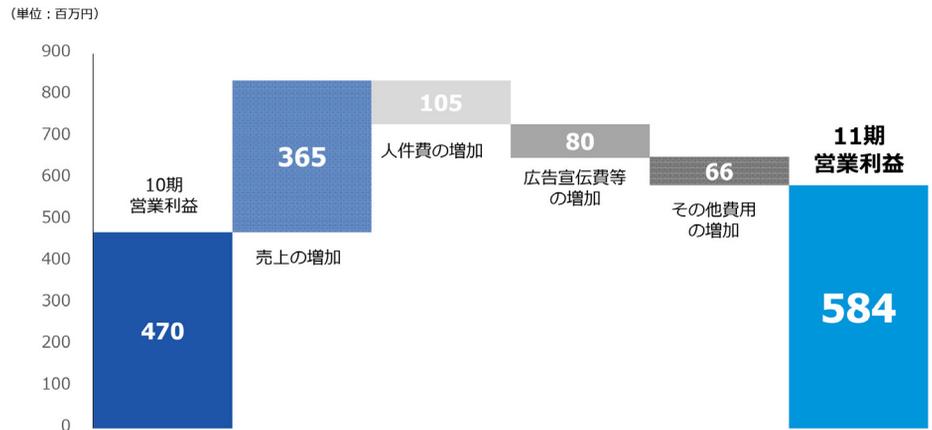
同社の収入は、前述のように「楽待」における物件掲載サービス、提案サービス、広告掲載サービス、査定サービスの 4 種類のサービスからの収入と「大家さんの味方」に関わる収入、及び新規加盟の際に受け取る加盟金収入がある。同社はこれらを、集客支援ビジネス（物件掲載サービス、提案サービス、広告掲載サービス及び「大家さんの味方」に関わる収入）、仕入支援ビジネス（査定サービスに関わる収入）及びその他（加盟金収入）に区分して開示している。2016 年 7 月期は、集客支援ビジネス、仕入支援ビジネスともに、期を追って順調に拡大した。特に主力の集客支援ビジネスは、物件掲載サービス及び広告掲載サービスが大きく増収となったもようだ。

利益面では営業利益が前期比 113 百万円（24.1%）増加したが、その内訳は売上高の増収に伴う利益増が 365 百万円、人件費増加が 105 百万円、広告宣伝費等の増加が 80 百万円、その他の費用増加が 66 百万円となっている。

人件費の増加は、営業力強化と開発力強化のために人材を積極採用した（期末人員数は 40 人で 1 年前に比べて 12 人の増加）ことが背景にある。

広告宣伝費の増加は、同社の認知度・知名度の向上のために 2016 年 7 月期と 2017 年 7 月期の 2 期間において特に戦略的に投下するという経営判断に基づいたものだ。

## 営業利益の増減分析



出所：決算説明資料より転載

## 不動産市況の下落が追い風となる

## (2) 2017 年 7 月期見通し

2017 年 7 月期について同社は、売上高 1,600 百万円（前期比 25.3% 増）、営業利益 590 百万円（同 1.0% 増）、経常利益 590 百万円（同 4.5% 増）、当期純利益 385 百万円（同 3.5% 増）と増収増益を予想している。

2017 年 7 月期の業績予想のポイントは、2016 年 7 月期と同様に足場固め、すなわち先行投資の時期であるという点だ。前述のように、同社が当面の間、目指すのは投資用不動産の情報サービス企業として圧倒的なシェアを確保し、その結果として持続的成長が可能になる“仕組み”を作り上げることだ。同社のような業態の企業にとって最大のアセットは人材であり、その人材獲得及び人材育成が、同社にとっての投資となる。2017 年 7 月期の業績予想において売上高の増収額に比較して営業利益以下の各利益項目の増益幅が小さいのは、こうした理由からだ。

売上高について同社は前期比 25.3% の増収を予想している。「楽待」の物件掲載数や会員数はこれまで年 20% ~ 30% の成長を続けているが、2017 年 7 月期においてもこのペースを維持することを同社は目指している。他方、各サービスの単価アップや加盟店 1 店舗当たり売上高の上昇については織り込んでいない。利益については、前述のように人件費や広告宣伝費の増加が、増収による増益効果をほぼ相殺するため、営業利益は前期比 1.0% 増と実質横ばい圏にとどまるという計画となっている。

このような 2017 年 7 月期の会社側業績予想について、弊社では以下のような理由から、実現可能性は十分高いとみている。1 つ目は、前期に獲得し訓練された人材がフル稼働するという点だ。「楽待」に対する潜在需要は大きく、営業人員を増強すればそれに対する一定の物件掲載数や加盟店数の増加が期待できる状況にある。加えて期中採用の人材も戦力として加わるため、営業体制強化が増収につながる可能性は非常に高いと弊社ではみている。

2 つ目は不動産市況の下落だ。不動産市況がピークアウトしたのは現状では共通認識となっているが、2017 年 7 月期からは価格下落が鮮明化してくるとみられる。同社は情報サービス会社であり、その収益モデルは不動産市況の影響は受けない。投資用不動産にあっては、市況下落は一時的には投資利回りに上昇につながるため、同社にとってはむしろ追い風になると期待される。

3 つ目は「大家さんの味方」の貢献だ。前述のように、弊社では「大家さんの味方」には「楽待」の会員を活性化させ、物件の流通スピードを上げる、触媒のような働きがあるとみている。「大家さんの味方」については、2016 年 7 月期を通じてブラッシュアップの投資を行った。

### (3) 2018 年 7 月期の考え方

2018 年 7 月期の業績について、弊社では以下のように考えている。

売上高は前期同様、前期比 20% ~ 30% 増となるとみている。その構成は 2017 年 7 月期と同様、物件掲載数や加盟店数といった X 軸による成長が主要因だ。このシナリオの背景についても 2017 年 7 月期と同じく、新規獲得人材の収益貢献や不動産市況の下落による投資用不動産に対する情報ニーズの高まりがあると弊社では考えている。以上のような想定のもと、売上高は 2,000 百万円の大台乗せが 1 つの目安になるとみている。

一方、利益については見方が難しい。同社が“足場固め”を計画どおり 2017 年 7 月期に終了させることができれば、費用の発生は通常ベースに戻ってくる。しかしながら、人材獲得やポータルサイトの拡充・改良で遅れが発生したり、新たな成長投資案件が発生したような場合は、再度、先行投資としての費用が発生することも予想される。その場合でも前年同期減益とはならないと弊社では考えているが、増益率は再び大きく圧縮されたものとなる可能性がある。

2018 年 7 月期の業績動向は、2017 年 7 月期の進捗状況に依存していると言える。同社は業績予想値こそ通期のみであるが、決算説明資料は四半期ベースで開示されているため、同社の 2017 年 7 月期の業況を注意深く見守ることで 2018 年 7 月期の業績動向もある程度見えてくるものと考えている。

### 損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	13/7 期	14/7 期	15/7 期	16/7 期	17/7 期(予)
売上高	337	577	912	1,277	1,600
前期比	53.9%	70.8%	58.0%	40.0%	25.3%
売上総利益	302	525	839	1,169	-
売上高総利益率	89.6%	91.0%	92.0%	91.6%	-
販売管理費	228	251	368	585	-
売上高販売管理率	67.7%	43.5%	40.4%	45.9%	-
営業利益	74	274	470	584	590
前期比	-	266.7%	71.8%	24.1%	1.0%
売上高営業利益率	22.1%	47.5%	51.6%	45.7%	36.9%
経常利益	74	275	460	564	590
前期比	64.4%	267.7%	67.2%	22.7%	4.5%
当期純利益	45	158	287	371	385
前期比	73.1%	251.7%	81.5%	29.3%	3.5%
EPS(円)	8.44	32.54	55.95	65.75	65.47
配当(円)	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00
1 株当たり純資産(BPS、円)	25.31	57.85	282.61	327.36	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

**貸借対照表**

(単位：百万円)

	13/7 期	14/7 期	15/7 期	16/7 期
流動資産	172	411	1,622	2,031
現預金	90	285	1,445	1,752
売掛金	69	100	151	238
その他	12	26	24	40
固定資産	21	41	177	160
有形固定資産	0	13	44	38
無形固定資産	7	7	18	20
投資等	12	20	114	101
資産合計	193	452	1,799	2,191
流動負債	70	17	253	267
株主資本	123	281	1,546	1,924
資本金	80	80	80	83
資本剰余金	22	22	963	966
利益剰余金	71	230	503	875
自己株式	-51	-51	-	0
純資産合計	123	281	1,546	1,924
負債・純資産合計	193	452	1,799	2,191

出所：決算短信よりフィスコ作成

**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
営業活動によるキャッシュフロー	44	230	341	325
投資活動によるキャッシュフロー	-3	-35	-147	-4
財務活動によるキャッシュフロー	-30	0	966	-13
現預金増減	11	195	1,160	306
期首現預金残高	79	90	285	1,445
期末現預金残高	90	285	1,445	1,752

出所：決算短信よりフィスコ作成

**株主還元**
**本格的成長の初期段階にあるため無配の予定**

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している。しかしながら 2016 年 7 月期は、2016 年 2 月に東証 1 部に上場を果たしたことを受けて 10 円の記念配当を行った。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。

2017 年 7 月期について同社は、普通配当については従来どおり無配を維持する方針を明らかにしている。前期にあつた記念配当がなくなるため、再び無配に戻ることになる。この点について弊社は妥当な判断だと考えている。理由は、同社は本格的成長の初期段階に位置しており、成長投資の案件を数多く抱えているためだ。前述のように足元の同社は、成長のために戦略的に費用（人件費、広告費等）に投下しているが、そうした状況下でも、売上高営業利益率 45.7%、ROE（自己資本利益率）21.4%（いずれも 2016 年 7 月期実績）を実現している。こうした高い収益性を有する同社においては、成長案件に資金を振り向けることこそが株主リターンの最大化に貢献する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