

## インテリックス

8940 東証 2 部

2014 年 11 月 13 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  
佐藤 譲

## ■ 事業の多様化を進行中、地方都市への展開で成長余地は十分

インテリックス〈8940〉は中古マンションをリノベーション(再生)してから販売するリノベーションマンション事業の先駆的企業で、首都圏を中心としながら、地方の主要都市へも事業を展開中。リノベーション内装工事請負事業や賃貸アセット事業など事業ポートフォリオの多様化も進めており、一段の収益拡大を目指していく。

2015 年 5 月期第 1 四半期(2014 年 6-8 月)の連結業績は、売上高が前年同期比 10.4% 減の 5,902 百万円、営業利益が同 61.5% 減の 135 百万円と減収減益決算となった。主な事業の中古マンション再生流通事業(リノヴェックスマンション事業)の売上総利益率低下に加えて、前年同期に計上したオフィスビルの販売収入がなかったこと、地方拠点の拡充に伴う人件費等の費用負担が増加したことなどが要因だ。ただ、社内予算比では、ほぼ計画どおりの進捗だったとみられる。

2015 年 5 月期の連結業績は売上高が前期比 3.3% 増の 27,259 百万円、営業利益が同 18.8% 減の 1,215 百万円と増収減益を見込む。リノヴェックスマンション事業は増収増益を見込むものの、前期に売上計上した新築マンションやオフィスビル等の売却予定がないこと、今後の業容拡大に向けた先行投資負担が増加することなどが要因となる。ただ、四半期ベースで見ると第 1 四半期が底で、第 2 四半期以降は回復に転じる見通しだ。

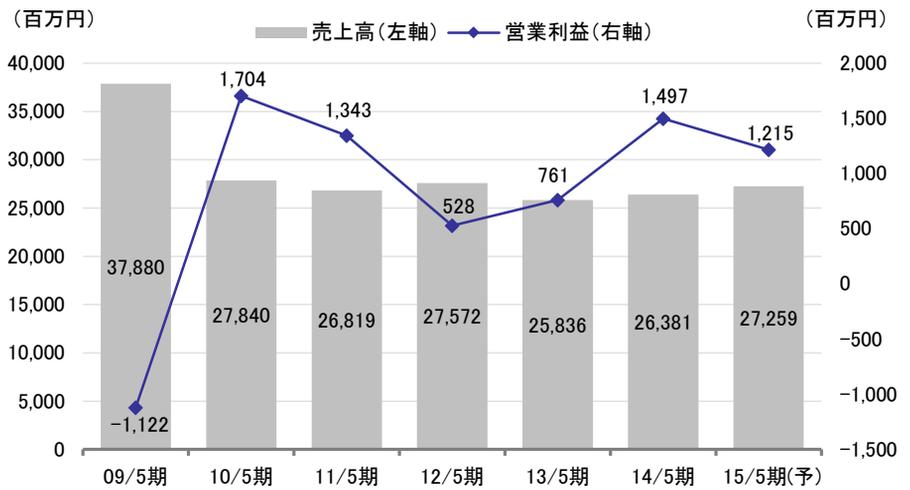
2016 年 5 月期以降は再び成長軌道に復帰することが予想される。新築マンションの供給が 2015 年度も減少する公算が大きく、中古マンション需要が相対的に高まるなかで、リノヴェックスマンション事業の拡大が予想されるためだ。競争激化が予想される首都圏では伸び悩む可能性があるものの、地方の主要都市への展開で成長余地は十分あるとみられる。

また、内装工事請負事業に関しては、今後の需要拡大に対応するため、今期より自社施工チームを立ち上げ、将来の第 2 の収益の柱として育成していく考えだ。同社が開発した Good-Infill 工法は作業効率の高さが強みであり、潜在需要は大きいとみられる。さらには、収益性の安定化を図るため、賃貸アセット事業も強化していく。相続税法の改正により、節税対策の対象として今後は賃貸不動産の小口商品化に対するニーズが拡大すると予測している。当期中に許認可を得て、まずは現在保有する原宿の新築賃貸ソーシャルアパートメント(シェアハウス)を 1 口 100 万円で販売していく予定だ。対象物件に関しては一部を自社で保有するほか、管理収入も得る事業モデルとなる。

## ■ Check Point

- ・ 速い意思決定で優良物件を獲得、Good-Infill 工法で施工期間を短縮
- ・ 中期目標として月間仕入件数で首都圏 100 件、地方店 100 件が目標
- ・ 業績連動型配当政策を導入、目標配当性向は 30%以上

業績推移



■ 事業概要

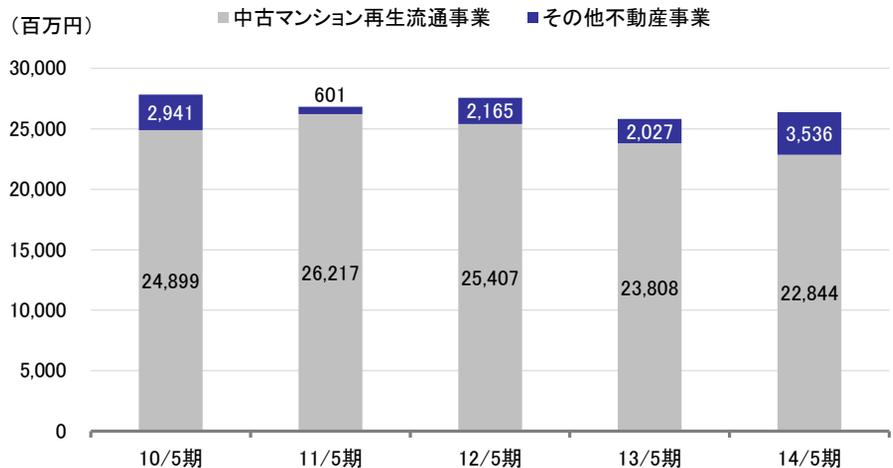
中古マンション再生流通事業が柱、仕入れ・販売の事業期間を重視

(1) 事業セグメント

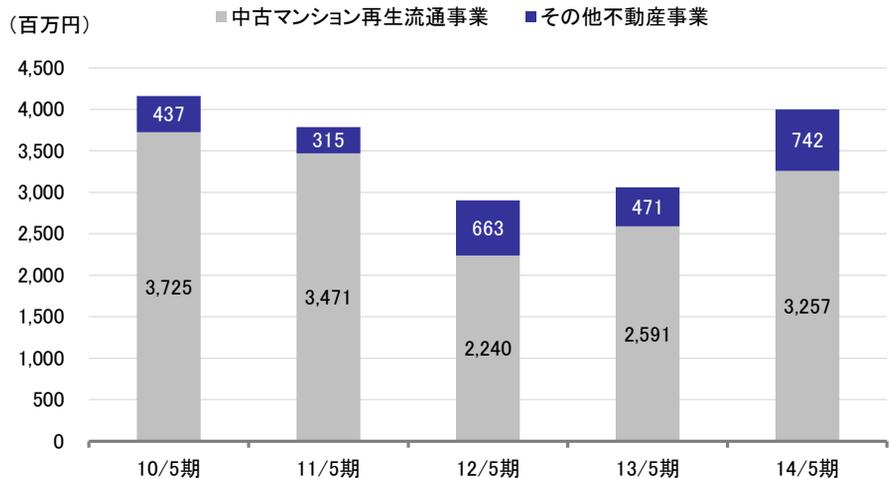
同社は中古マンションを戸別に仕入れ、リノベーション（再生）した後に、再販するリノベーションマンション事業を収益の柱としている。

事業セグメントとしては、中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）とその他不動産事業とに区分されているが、直近 5 期間の事業セグメント別の売上高、売上総利益の推移を見てもわかるとおり、全体の 8 ～ 9 割程度を中古マンション再生流通事業で占める構成となっている。

事業セグメント別売上高



事業セグメント別売上総利益



○中古マンション再生流通事業

中古マンション再生流通事業には、リノヴェックスマンション販売のほか、マンションによる賃貸収入、その他収入が含まれているが、その比率は1～2%であり、大半はリノヴェックスマンション販売となる。

事業の流れを簡単に説明する。まず、不動産仲介会社から入ってくる中古マンションの売却物件情報の中から、採算の見込める良質な物件を仕入れる。その後、最適なリノベーション（再生）プランを作成し、子会社の（株）インテリックス空間設計で設計・内装工事を施した上で、再度、不動産仲介会社を通じて販売する流れとなる。同社では物件を仕入れてから販売までの事業期間を重要視している。100～110日を目安に、これよりも期間が長引くようであれば、販売価格の調整を行い、早期に売り切る方針としている。販売在庫の滞留期間が長期化すればするほど、収益性が低下するリスクも上昇するためだ。

同社の事業の流れ



▶ リノヴェックスマンションの事業期間の推移

(保有期間180日超過の長期滞留物件を除く)



仕入販売先に関しては大手不動産仲介会社のほか、各地域の不動産仲介会社が主な販売先となるが、市場のトレンドを把握するため、一部の物件は子会社の（株）インテリックス住宅販売を通じて最終顧客に販売している。また、内装工事に関しては、現在はすべて外注しており、40社弱の下請け会社に発注を行っている。



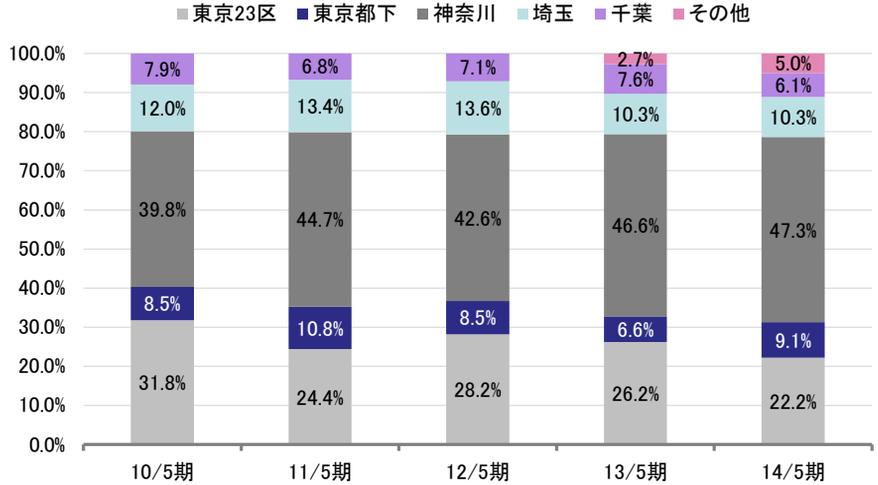
インテリックス

8940 東証 2 部

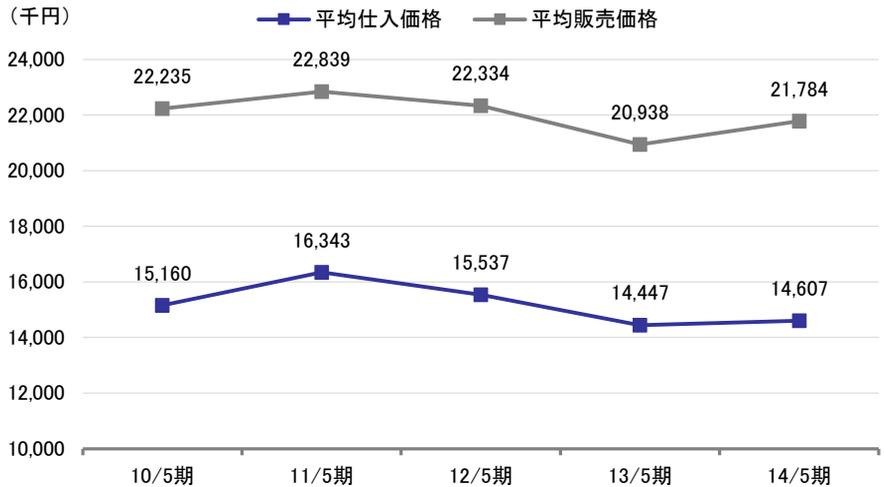
2014 年 11 月 13 日 (木)

販売エリアは首都圏を中心に展開している。エリア別構成比で見ると、東京 23 区内と神奈川県で全体の 80% 弱を占めており、居住エリアとして人気の高い地域を中心に展開しているのが特徴だ。また、同社が取り扱う中古マンションの平均築年数は約 20 年で、仕入価格の平均は 14 ～ 15 百万円、リノベーション後にリノヴェクスマンションとして販売する平均価格は 21 ～ 22 百万円となっている。

エリア別販売件数構成比

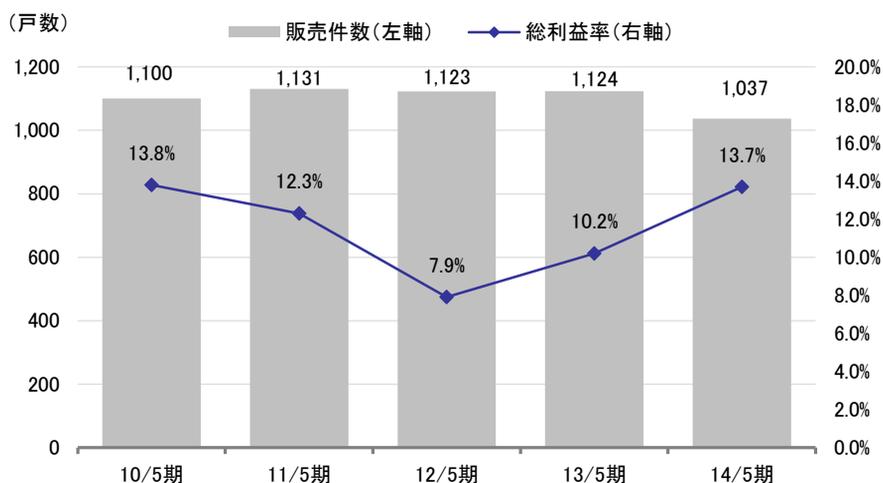


リノヴェクスマンション平均仕入販売価格



リノヴェクスマンションの販売戸数はここ数年、1,100 戸前後の水準で推移している。直近のピークである 1,504 戸（2008 年 5 月期）の水準にはまだ届かないが、堅調に推移していると言えよう。2014 年 5 月期に関しては、収益性を重視した物件仕入を行ったことで販売件数は前期比で減少したが、逆に売上総利益率は 10.2% から 13.7% と大きく改善している。消費増税前の駆け込み需要など、不動産市況が活況を呈し、販売面で追い風が吹いていたことも収益性向上の背景として挙げられる。なお、同社では 12 ～ 13% を適正な売上総利益率の水準と考えている。

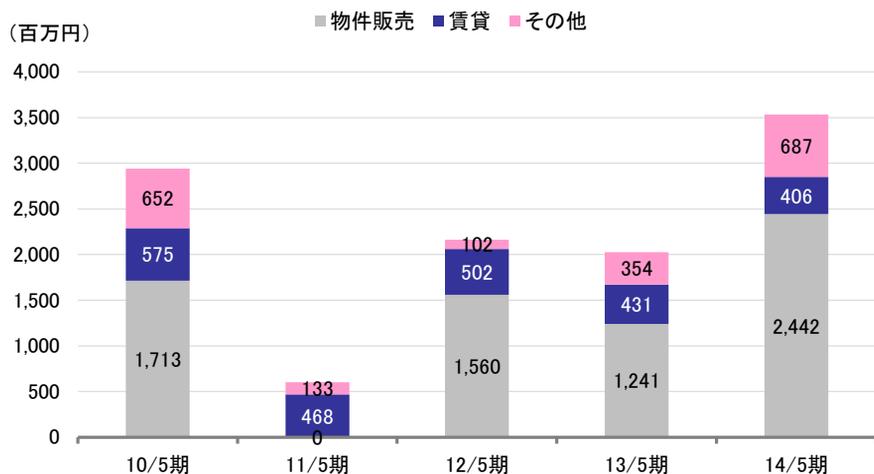
リノヴェックスマンション販売件数と総利益率



○その他不動産事業

その他不動産事業には、オフィスビルや戸建、土地の売買及び賃貸不動産収入、その他収入が含まれる。コア事業ではないものの、収益性が見込める好物件があれば、オフィスビルや戸建ての仕入販売なども同社では行っている。このため、同事業は不動産物件の売却案件の有無によって、売上高の変動が大きくなる傾向にある。また、今後の注力分野である内装工事請負事業はその他収入の中に含まれている。

その他不動産事業売上高



2014 年 11 月 13 日 (木)

## 速い意思決定で優良物件を獲得、Good-Infill 工法で施工期間を短縮

### (2) 同社の強み

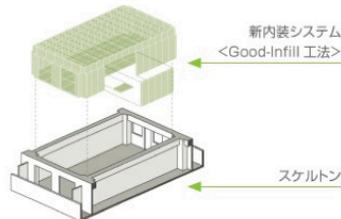
同社の強みは、第 1 に、採算が見込める優良物件を迅速に仕入れる体制を構築していることが挙げられる。同社は、毎月 1,200 ～ 1,300 件ペースで不動産仲介会社から送られてくる売却物件情報に関して、1 ～ 2 日の間で現場の状況を確認し、最終的に仕入れるかどうかの判断を行っている。現場サイドに大半の決定権を委ねているためできることだが、通常、大手不動産会社であれば 1 週間程度の時間がかかると言われている。同じタイミングで売却物件情報が流れたとしても、同社の意思決定スピードが速いため、同業他社よりも良い物件を仕入れる可能性が高くなる。こうして絞り込まれた物件を月当たり 90 ～ 100 件ペースで仕入れ、リノヴェックスマンションとして販売していることになる。

第 2 の強みとして内装工事における技術開発力が挙げられる。同社では独自開発した Good-Infill 工法を内装工事で採用している。Good-Infill 工法とは、工場で事前に加工した木質パネルを、施工現場で組み立てる工法で、施工が簡単で熟練工でなくてもほぼ均一な品質で仕上げることが可能になるといったメリットがある。今後、深刻化する熟練工不足の時代には打ってつけの工法と言える。また、同工法ではネジやクギをほとんど使わずに、大半は接着剤を使ってつなぎ合わせる作業となるため、騒音や振動が発生しにくく、近隣住戸にも配慮した工法でもある。さらには、天井、壁、床の 6 面すべてに断熱材を敷き詰めることで高断熱、高气密を実現。冷暖房費や CO2 排出量の削減など、省エネ化も実現している。施工期間としては、60 m<sup>2</sup>の広さで一般的には 2 ～ 3 週間かかる大作業を、Good-Infill 工法では 5 日間程度で完了させることができ、大幅な施工期間の短縮を実現している。この Good-Infill 工法を採用したリノベーション・パッケージが「エコキューブ」で、2011 年より販売を開始している。

### Good-Infill 工法のイメージ図

#### Good-Infill 工法とは

スケルトン(構造躯体)の内側に、オリジナルラダーパネルで組み立てた内装下地に断熱材を充填し、高性能のヘッダー配管を標準装備した新しい内装システム。快適な居住空間を実現します。



#### Good-Infill 工法の構成

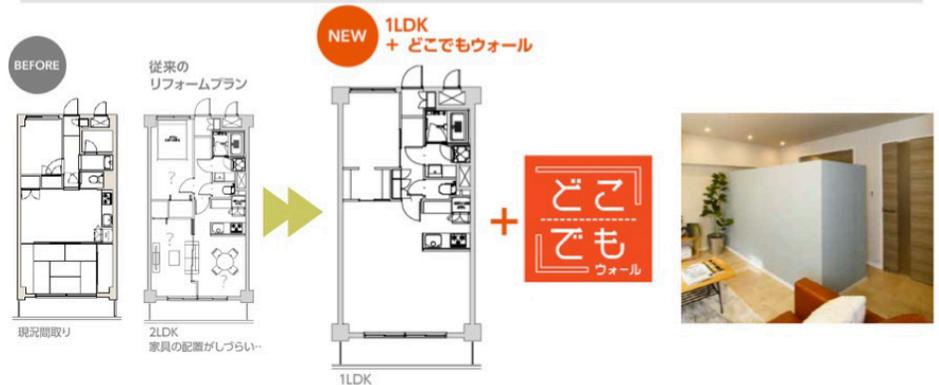


また、同社は 2014 年 2 月より、多様化するライフスタイルに対応する新たな住空間を提案するものとして、可動間仕切「どこでもウォール」を導入したリノヴェックスマンションの販売を開始した。「どこでもウォール」を用いることで、居住者のライフスタイルや家族構成の変化に応じて、部屋の間取りを居住者自身で自由に变化させることが可能となる。同社では今後販売するリノヴェックスマンションの約 1 割に相当する年間 100 件程度の販売を予定している。今後も、こうした住空間プランニングにおいて、居住者の利便性、快適性の向上につながる新たな提案、開発に取り組んでいく方針であり、こうした開発力も同社の強みの 1 つになっていると言える。

## どこでもウォール

## 【開発背景】

- 「デINKス」、「子供1人」、「共働き」の世帯が主流。都心型コンパクトマンションが人気。
- 一次取得者層である、30代～40代のニーズ、ライフスタイルの多様化。



## ■ 決算動向

## 1Q 業績は減収減益も主力マンションが地方都市で伸長

## (1) 2015 年 5 月期第 1 四半期業績の概要

10 月 7 日付で発表された 2015 年 5 月期第 1 四半期（2014 年 6-8 月）の連結業績は、売上高が前年同期比 10.4% 減の 5,902 百万円、営業利益が同 61.5% 減の 135 百万円、経常利益が同 69.2% 減の 81 百万円、四半期純利益が同 50.1% 減の 78 百万円と減収減益決算となった。第 1 四半期の会社計画は非開示となっているが、ほぼ計画どおりの水準だったとみられる。

## 2015 年 5 月期第 1 四半期連結業績

(単位：百万円)

	14/5 期 1Q		15/5 期 1Q		
	実績	対売上比	実績	対売上比	前年同期比
売上高	6,589	-	5,902	-	-10.4%
売上総利益	962	14.6%	773	13.1%	-19.6%
販管費	610	9.3%	638	10.8%	4.5%
営業利益	351	5.3%	135	2.3%	-61.5%
経常利益	263	4.0%	81	1.4%	-69.2%
四半期純利益	157	2.4%	78	1.3%	-50.1%
リノヴェックスマンション販売実績					
販売件数 (件)	239		249		4.2%
販売額 (百万円)	5,098		5,206		2.1%
総利益 (百万円)	701		592		-15.5%

売上高に関しては、主力のリノヴェックスマンションが地方都市での販売を伸ばしたことで、前年同期比 2.1% 増と増収となったものの、前年同期に計上したオフィスビル売却収入（1,200 百万円）がなくなった反動で減収となった。

営業利益の減益要因は、リノヴェックスマンション事業の売上総利益率が施工期間長期化の影響で低下したこと、拠点拡充に伴う人件費等の先行投資費用が増加したこと、オフィスビル売却収入がなくなったことなどが挙げられる。また、営業外収支に関しては、前年同期比で 34 百万円の改善となったが、金融コストの圧縮が主因となっている。セグメント別の状況は以下のとおり。

2014 年 11 月 13 日 (木)

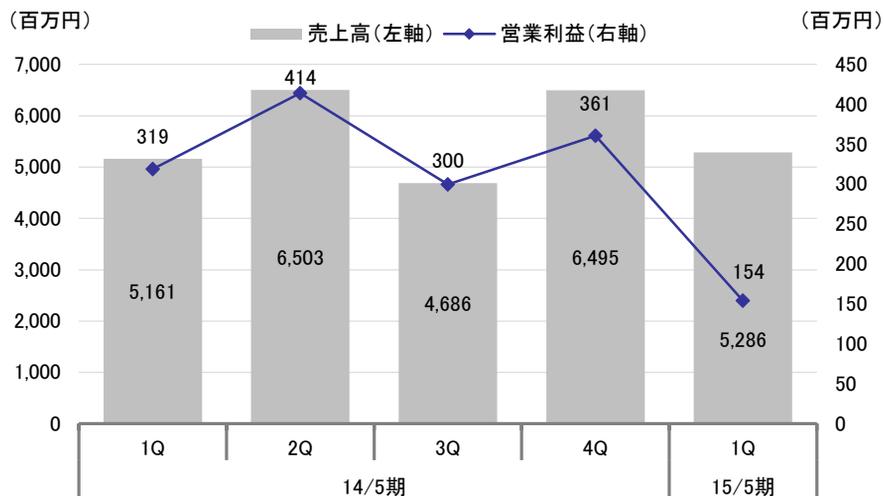
## 大雪による納品期間の長期化で利益率は一時的に低下

## (2) セグメント別状況

○中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）

中古マンション再生流通事業の当第 1 四半期売上高は、前年同期比 2.4% 増の 5,286 百万円、売上総利益は同 14.1% 減の 643 百万円、営業利益は同 51.6% 減の 154 百万円となった。

中古マンション再生流通事業



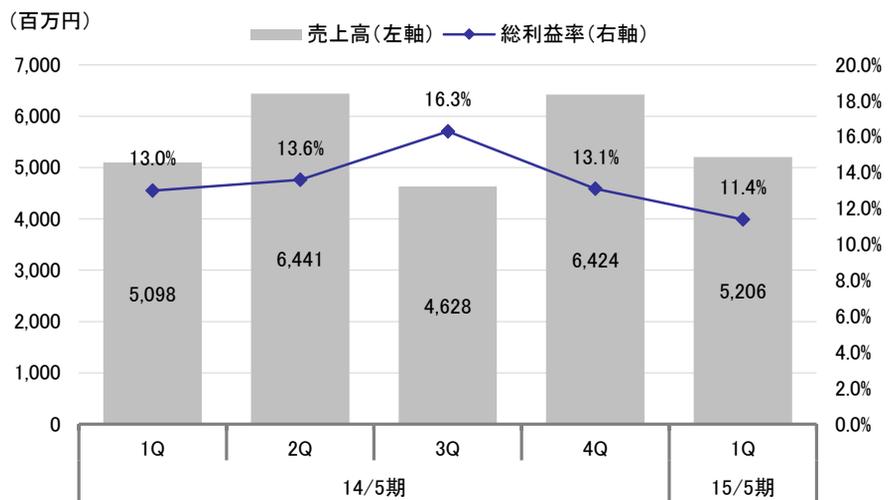
主力のリノヴェックスマンションは、販売物件数が前年同期比で 10 件増の 249 件、売上高が同 2.1% 増の 5,206 百万円、売上総利益が同 15.5% 減の 592 百万円となり、売上総利益率は 11.4% に低下した。販売物件をエリア別で見ると、首都圏が前年同期比 10 件減少の 223 件となった一方で、ここ 2 年ほどで開拓を進めてきた札幌や大阪、福岡など地方都市が同 20 件増の 26 件と急伸したことが増収要因となった。

また、仕入物件数に関しては前年同期比 10 件減の 264 件に、仕入額は同 7.7% 減の 3,600 百万円となった。エリア別で見ると、首都圏が同 49 件減の 215 件と減少した一方で、地方都市が 39 件増の 49 件と順調に拡大した。札幌、大阪、福岡に続いて、名古屋や仙台でも仕入を開始し物件数の拡大に寄与している。

一方、売上総利益率の低下要因は、事業期間の長期化が影響した。第 1 四半期の事業期間は 124 日と前年同期の 101 日、直前四半期の 112 日から比較して長期化が進んだ。これは今年 2 月の大雪で住設機器メーカーの工場や物流拠点が営業停止となり、ユニットバス等の納品遅れの状況が 5 月上旬まで続いたことが要因となっている（通常、発注から納品までは約 2 週間だが、一時的に納品期間が 2 ヶ月程度かかる事態となった）。リノベーション工事の場合、ユニットバスを組み込むところから工事がスタートするため、この影響は大きかったと言える。

なお、足元の状況に関しては住設機器の納品期間は 3 週間程度まで回復してきており、施工期間も 9 月以降の仕掛物件に関しては正常化している。このため、第 2 四半期以降は事業期間の短縮と同時に、売上総利益率も段階的に上昇していくものと予想される。

リノヴェックスマンション販売(四半期)



リノヴェックス事業期間

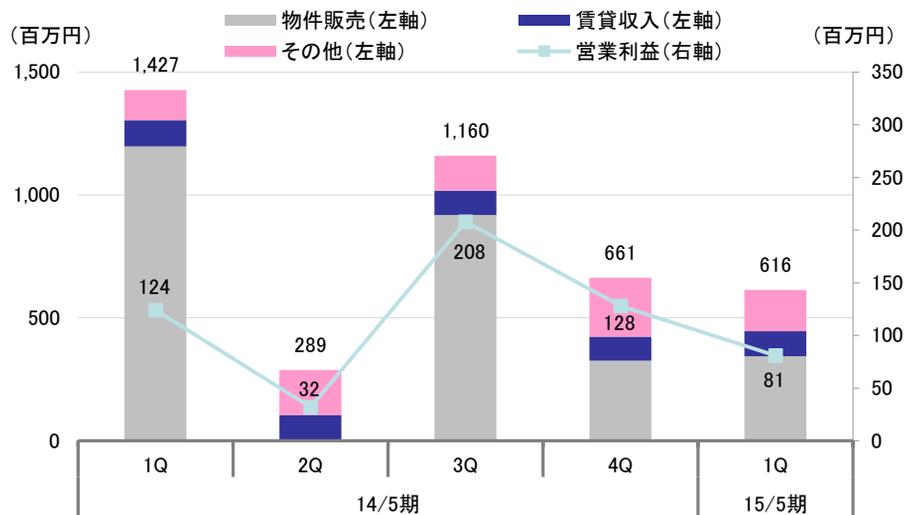
(単位: 日)

	08/5 期	09/5 期	10/5 期	11/5 期	12/5 期	13/5 期	14/5 期
リノヴェックス事業期間	123	109	93	102	112	104	107

○その他不動産事業

その他不動産事業の売上高は、前年同期比 56.8% 減の 616 百万円、売上総利益は同 38.9% 減の 130 百万円、営業利益は同 34.6% 減の 81 百万円となった。物件販売収入が、前年同期のような規模のオフィスビル売却がなかったことで、同 71.2% 減の 344 百万円と大幅減となったことが減収減益要因となった。また、その他不動産による賃貸収入は同 4.2% 減の 102 百万円、その他収入売上はリノベーション内装工事請負事業の増加等により、同 37.1% 増の 168 百万円となった。

その他不動産事業



2014 年 11 月 13 日 (木)

## 通期は増収減益の見通し、成長ポテンシャルは地方都市

### (3) 2015 年 5 月期の業績見通し

2015 年 5 月期の連結業績は、売上高が前期比 3.3% 増の 27,259 百万円、営業利益が同 18.8% 減の 1,215 百万円、経常利益が同 23.6% 減の 870 百万円、当期純利益が同 31.4% 減の 557 百万円と期初会社計画を据え置いている。第 1 四半期の通期計画に対する進捗率は、売上高が 22%、営業利益が 11% と低水準となっているが、会社計画どおりの進捗であり、リノヴェックスマンションの事業期間短縮による売上総利益率の改善が、第 2 四半期以降に見込まれることから、計画達成の可能性はあると弊社ではみている。

### 2015 年 5 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	14/5 期		15/5 期		
	実績	対売上比	計画	対売上比	前年比
売上高	26,381	-	27,259	-	3.3%
売上総利益	4,000	15.2%	4,054	14.9%	1.3%
販管費	2,502	9.5%	2,839	10.4%	13.4%
営業利益	1,497	5.7%	1,215	4.5%	-18.8%
経常利益	1,138	4.3%	870	3.2%	-23.6%
四半期純利益	813	3.1%	557	2.0%	-31.4%
リノヴェックスマンション販売実績					
販売件数 (件)	1,037		1,190		14.8%
販売額 (百万円)	22,590		24,730		9.5%

主力のリノヴェックスマンション販売については、前期比 9.5% 増の 24,730 百万円を見込んでいる。地方展開を強化することで、首都圏の伸び悩みをカバーする方針だ。首都圏においては、新築マンション販売が不振のなか、リノベーション事業に参入する企業が増加傾向にあり、物件によっては入札方式を採用するところも出始めている。このため、収益性重視を掲げる同社では首都圏での販売件数は現状維持程度を見込み、成長のポテンシャルを地方都市に求めていく戦略だ。

地方拠点は、札幌、大阪、福岡に続いて、2014 年 7 月に名古屋店を開設したほか、9 月には仙台に準備室を発足し、既に仕入れ活動を開始している。地方都市においては、資金力のある競合はまだ少なく、同社は先行者メリットを活かす格好で市場を開拓していく方針だ。こうした地方拠点の拡充効果もあって、9 月の仕入物件数は全体で 120 件と大幅に増加しており、第 3 四半期以降の売上増に貢献していくことが予想される。

### 地方拠点の状況

	開設時期	人員	仕入件数	
			14/5 期	15/5 期 1Q
札幌店	2013 年 6 月	6	54	15
大阪店	2013 年 9 月	12	28	20
福岡店	2014 年 2 月	5	33	7
名古屋店	2014 年 7 月	6	3	6
仙台店準備室	2014 年 9 月	-	-	1

その他不動産の物件販売収入は、前期に計上した新築分譲マンションやオフィスビルの販売予定がないことから、前期比 63.2% 減の 900 百万円と大幅な減収となる見込み。なお、新築分譲マンション事業については今冬に着工を予定している「横浜元町プロジェクト」があり、売上高としては 1,400 ~ 1,500 百万円が見込まれるが、竣工は 2016 年 5 月期中の予定となっている。

また、賃貸収入は物件の売却により前期比 5.7% 減の 586 百万円を見込むが、今後賃貸アセット事業を強化していく方針の下、新規物件の仕込みも積極的に進めており、2016 年 5 月期には増収に転じるものと予想される。

その他収入が前期比 43.6% 増の 1,042 百万円と続伸を見込んでいるが、増加要因の大半は内装工事請負事業の拡大によるもので、同事業の売上高は前期比 44% 増の 900 百万円を見込んでいる。

## インテリクス

8940 東証 2 部

2014 年 11 月 13 日 (木)

### 売上区分別内訳別見通し

(百万円、%)

	12/5 期	13/5 期	14/5 期	15/5 期 (予)	伸び率
物件販売	26,642	24,776	25,033	25,630	2.4%
リノヴェックスマンション	25,081	23,534	22,590	24,730	9.5%
その他不動産	1,560	1,241	2,442	900	-63.2%
賃貸収入	796	674	621	586	-5.7%
その他収入	134	385	726	1,042	43.6%
合計	27,572	25,836	26,381	27,259	3.3%

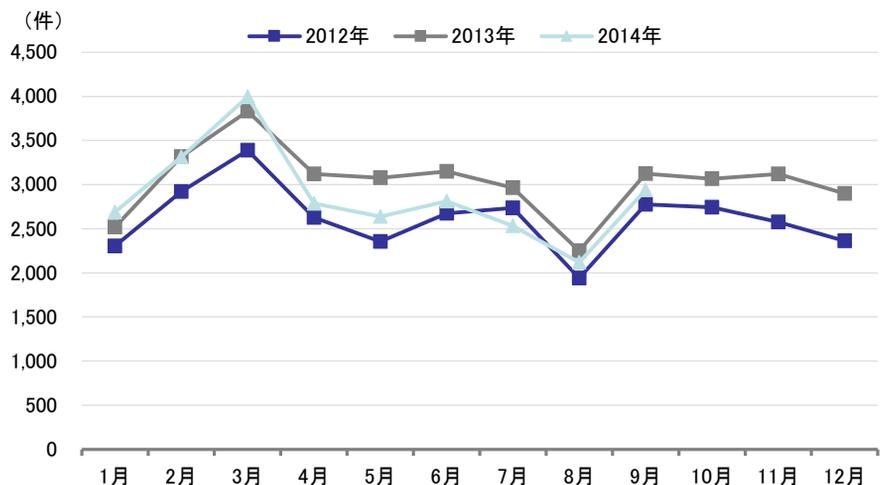
売上高が増収となる一方で減益となるのは、リノヴェックスマンション事業の売上総利益率低下に加えて、販管費の増加要因が大きい。販管費に関しては、主に地方拠点の拡充や設計施工部門の増員に伴う、人件費の増加や経費増など先行投資的な費用であり、260 百万円の増加を見込んでいる。

## ■市場動向

### 首都圏の築 20 年以上のマンションは 2025 年に 272 万戸に拡大

同社が主戦場とする首都圏の中古マンション市場の動向については、グラフのとおり、2014 年 4 月以降消費増税の反動減で前年同月比マイナスに転じている。1～9 月累計では前年同期比で 6% 減となっている。ただ、2012 年対比ではほぼ同水準で推移しており、通常ペースの水準に戻ったとも言える。一方、新築マンションに関しては、消費増税に建築費高騰の影響が加わり、1～9 月累計では前年同期比で 27% 減と落ち込みは大きくなっている。

首都圏の中古マンション成約件数



出所: 東日本不動産流通機構

2014 年の首都圏における中古マンションと新築マンションはそれぞれ減少が避けられない状況だが、2015 年以降は中古マンションが回復に向かうのに対して、新築マンションは更なる減少が見込まれている。建築費高騰の影響により、新築マンションの採算が見込めないため、着工を延期したり、用地の仕込みを絞るケースが増えているためだ。特に、建築コスト上昇の影響を受けやすい郊外型マンションでその動きは顕著となっている。

一方で、マンション購入希望者は毎年一定数いることから、新築マンションの供給戸数が減少すれば、代替候補として中古マンション、その中でもリノベーション済みのマンションに需要が流れるのは必然とみられるためだ。首都圏におけるマンションストックは約 300 万戸あり、この中でリノベーションが必要不可欠な築 20 年以上のマンションは 2012 年の 153 万戸から 2025 年には 272 万戸に拡大する見通しとなっていることから、リノベーション市場は今後も安定的に成長していく可能性が高いと言えよう。

## ■ 成長戦略

### 中期目標として月間仕入件数で首都圏 100 件、地方店 100 件が目標

リノベーションマンション市場の拡大が見込まれるなかで、首都圏では参入業者が増加し、競争が激化しているのも事実である。このため、同社では以下の 3 点を成長戦略として掲げ、今後の注力ポイントとして取り組んでいく方針を示している。

#### (1) 事業エリアの拡大

事業エリアの拡大では、首都圏以外の地方主要都市への展開を拡充していく。地方拠点は、この 9 月に仙台に準備室を発足し、首都圏以外で 5 拠点を構築したことになる。地方のエリア拡大に関しては、この 5 拠点を当面は展開を進め、今後は各拠点での営業強化や内装施工業者とのネットワーク構築を図っていくことになる。

同社では 1 年以内に、月間仕入件数で首都圏 100 件、地方店 30 件の体制を作り上げ、中期目標としては首都圏 100 件、地方店 100 件を目標としている。首都圏の平均販売価格を 21 百万円、地方で 15 百万円と仮定したとすると、リヴェックスマンション販売事業だけで年間 430 億円規模の売上高が見込まれることになる。

### Good-infill 工法の需要が拡大する可能性、大手企業からも打診

#### (2) 内装工事請負事業の拡大

成長戦略の第 2 のポイントとして、内装工事請負事業の強化が挙げられる。前述したようにリノベーションマンションの市場拡大が見込まれるなかで、参入業者が増加し、競争激化が予想される。収益性を重視する会社にとっては、首都圏で仕入物件が伸び悩む可能性も想定している。こうしたなかで、内装工事に関しては同業他社でもほとんどが外注に頼っているのが現状で、同社の開発した Good-infill 工法に対する需要が今後拡大する可能性は十分ある。

実際、同業の大手企業からも内装工事請負の打診がきている。高い作業効率性や優れた機能性を発揮する同社の Good-Infill 工法が評価されているだけでなく、施工マニュアルが整備され、また、最長 10 年のアフターサービス保証も付けるなど、充実したサポート体制を業界に先駆けて構築してきた取り組みが評価されているものと思われる。

内装工事請負事業の目標としては、事業者向けだけでなく、個人向けの内装工事請負なども手掛けながら、中期的に月間 100 件程度の受注規模を目指していく。請負単価としては 1 戸当たり 400 ～ 500 万円以上の物件を受注していく考えで、売上高に換算すると年間で 5,000 百万円規模となる。同事業の売上総利益率は 20% 程度が見込めることから、全体の収益性向上にもつながるものとして期待される。

また、こうした状況を考慮して、同社では社内での設計施工能力の向上に取り組み始めている。設計工程に関しては子会社のインテリックス空間設計で担当しているが、設計工程を分業化し、專業度を高めることで業務効率の向上を図っていく。また、「新工法開発部」を新設し、新工法の確立と研究を推進する。さらには、「施工課」を新設し、従来は 100% 外注に頼っていた内装工事の内製化に向けた取り組みもスタートさせている。将来的には、約 3 割を自社施工で賅っていきたい考えだ。このため人材の確保と教育も今後の課題となってくる。教育に関しては Good-Infill 工法が比較的簡易な作業工程となっていることから、半年～1 年程度で技術習得が可能とみられる。

## 相続税法改正に向け賃貸不動産の小口商品を販売する計画

### (3) 賃貸アセット事業の強化

第 3 の成長戦略として、収益性の安定性を高めることを目的に、賃貸アセット事業の強化に取り組んでいる。特に、2015 年以降の相続税法改正により、相続税の課税対象範囲が拡大することで、節税対策の対象として賃貸不動産の小口商品化に対するニーズが拡大すると予想している。当期中に許認可を得て、相続税対策用の金融商品として販売していく計画だ。

まずは現在保有する「ソーシャルアパートメント原宿」(賃貸物件)を 1 口 100 万円として、10 口以上で販売する。同社も一部を自社所有し、建物の管理・運営も行うことで一定の管理収入も得る事業モデルとなる。

不動産投資信託 (REIT) と違い、投資家は不動産の区分所有権を購入することになるので、現金や有価証券を保有しているよりも資産の評価額が低くなり、相続税対策となる。投資利回りは 3% 程度を想定しており、インターネットを活用しながら販売していく予定だ。

同社ではここ最近の収益回復、財務体質の向上に伴い、好条件で資金調達ができるようになっており、今後は有益な収益物件の取得を積極的に推進し、収益の安定性を向上させていく戦略だ。

## ■ 財務状況と株主還元策

### 収益回復と公募増資により財務体質は業界平均水準までに改善

#### (1) 財務状況について

2014 年 8 月末の財務状況は表のとおりで、総資産残高は前期末比 776 百万円減少の 19,187 百万円となった。主な増減要因としては、現預金が前期末比で 681 百万円減少したが、これは有利子負債の返済（▲ 315 百万円）と未払法人税の支払い（▲ 358 百万円）が主因となっている。その他の項目に関しては、大きな変化は見られなかった。

経営指標を見ると、2013 年 5 月期以降の収益回復と 2014 年 2 月に実施した公募増資により、財務体質は大きく改善している。自己資本比率は 2012 年 5 月期の 28.2% から着実に上昇し、8 月末には 40.8% へと上昇した。また、有利子負債の減少により、D/E レシオも 126.6% と着実に改善が進んでいる。上場不動産企業の平均を見ると流動比率が 202%、自己資本比率が 34%、D/E レシオが 136% となっており、財務体質ではほぼ業界平均水準まで回復したと言えよう。

なお、同社では資金調達のための環境が改善したことから、今後は収益が見込める物件であれば、借入金を増やしながらか積極的に取得を進めていく方針を示している。このため第 2 四半期以降は総資産が拡大していく傾向となりそうだ。

#### 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	14/5 期	15/5 期 1Q	前期末比
流動資産	15,506	14,695	-811
(現預金・有価証券)	3,370	2,689	-681
(販売用・仕掛販売用不動産)	11,645	11,584	-61
有形固定資産	3,398	3,383	-15
無形固定資産	471	471	-0
投資等	587	637	49
総資産	19,963	19,187	-776
流動負債	9,148	8,682	-466
固定負債	2,946	2,668	-277
(有利子負債)	10,248	9,935	-315
負債合計	12,095	11,350	-744
純資産合計	7,868	7,836	-32
(安全性)			
流動比率 (流動資産 ÷ 流動負債)	169.5%	169.3%	
自己資本比率 (自己資本 ÷ 総資産)	39.4%	40.9%	
有利子負債比率 (有利子負債 ÷ 総資産)	51.3%	51.8%	
D/E レシオ (有利子負債 / 株主資本)	130.1%	126.6%	

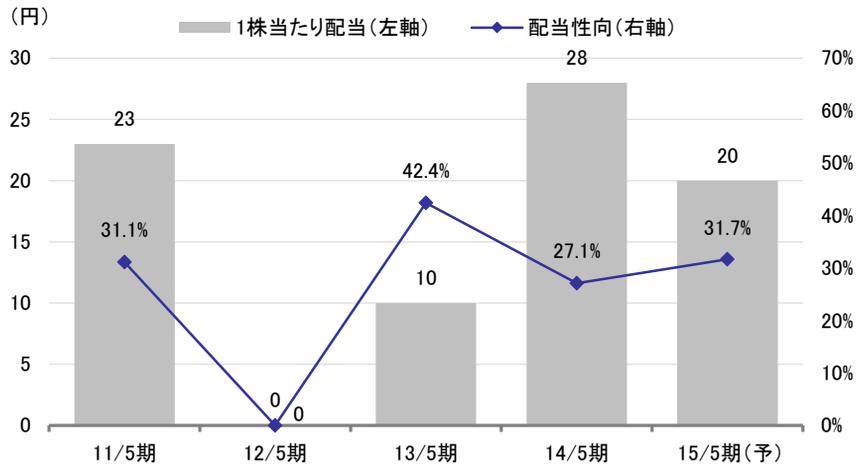
2014 年 11 月 13 日 (木)

## 業績連動型配当政策を導入、目標配当性向は 30%以上

### (2) 株主還元策

同社は株主還元策として、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型配当政策の導入を打ち出している。具体的には、中期的な目標配当性向（連結ベース）を 30% 以上としている。2015 年 5 月期の 1 株当たり配当金は、配当性向基準に基づき前期比 8 円減配の 20 円（配当性向 31.7%）となるが、2016 年 5 月期以降は業績の回復とともに増配が期待される。

1株当たり配当金と配当性向



※2013年12月1日付で1→100株の株式分割を実施

#### 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