

|| 企業調査レポート ||

インテリックス

8940 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 8 月 9 日 (木)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2018年5月期業績概要	01
2. 2019年5月期業績見通し	01
3. 今後の成長戦略	02
4. 株主還元策	02
■ 事業概要	03
1. 事業セグメントの内容	03
2. 同社の強み	07
■ 業績動向	08
1. 2018年5月期の業績概要	08
2. 事業セグメント別動向	09
3. 財務状況と経営指標	13
■ 今後の見通し	14
1. 2019年5月期の業績見通し	14
2. 事業別見通し	15
■ 市場動向と成長戦略	17
1. リノベーションマンション市場の見通し	17
2. 成長戦略	19
■ 株主還元策	20
■ 情報セキュリティ対策	21

■ 要約

アセットシェアリング事業の拡大と リノヴェックスマンション事業の収益性改善により 2019年5月期は 3期ぶりの増益を目指す

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業界最大手。また、新規事業として2016年5月期よりアセットシェアリング事業（不動産小口化販売）を開始したほか、2017年5月期からはリースバック事業も開始するなど事業ポートフォリオを多様化していくことで、経営の安定性を高めながら収益を拡大していく戦略を推進している。

1. 2018年5月期業績概要

2018年5月期の連結業績は、売上高が前期比5.1%増の43,507百万円、営業利益が同11.2%減の1,560百万円とそれぞれ会社計画（売上高46,875百万円、営業利益1,903百万円）を下回って着地した。主力のリノヴェックスマンションが首都圏での競争激化により販売件数で計画比79件減の1,450件（前期比0.6%増）、販売額で同2,603百万円減の34,374百万円（同0.1%減）にとどまったこと、また、アセットシェアリングについても一部物件が完売せず、計画比で673百万円減の2,127百万円（同49%増）にとどまったことなどが要因だ。売上高は増収となったものの、売上総利益率が前期比0.7ポイント低下したほか、人件費を中心に販管費が同4.1%増加したことが減益要因となった。

2. 2019年5月期業績見通し

2019年5月期の連結業績は売上高が前期比2.6%増の44,640百万円、営業利益が同9.2%増の1,703百万円と3期ぶりの増益を見込んでいる。リノヴェックスマンションの販売高は首都圏の落ち込みを地方拠点の伸びでカバーして前期比0.3%減の34,269百万円と前期並みの水準にとどまるが、アセットシェアリングが同64.5%増の35億円と続伸する。利益面では、業容拡大に向けて広告宣伝費や人件費が増加するものの、増収効果に加えて前期に実施した長期滞留物件の処理がほぼ一巡したことで、リノヴェックスマンション事業の利益率が改善することも増益要因となる。ただ、半期ベースで見ると業績の本格回復は下期以降となる。リノヴェックスマンションの販売件数が上期は前年同期を下回ること、また、アセットシェアリングの売上げも下期偏重型になっていることが要因だ。このため、第3四半期までにリノヴェックスマンションの仕入件数をどの程度拡大できるかが会社計画達成のカギを握ることになる。

3. 今後の成長戦略

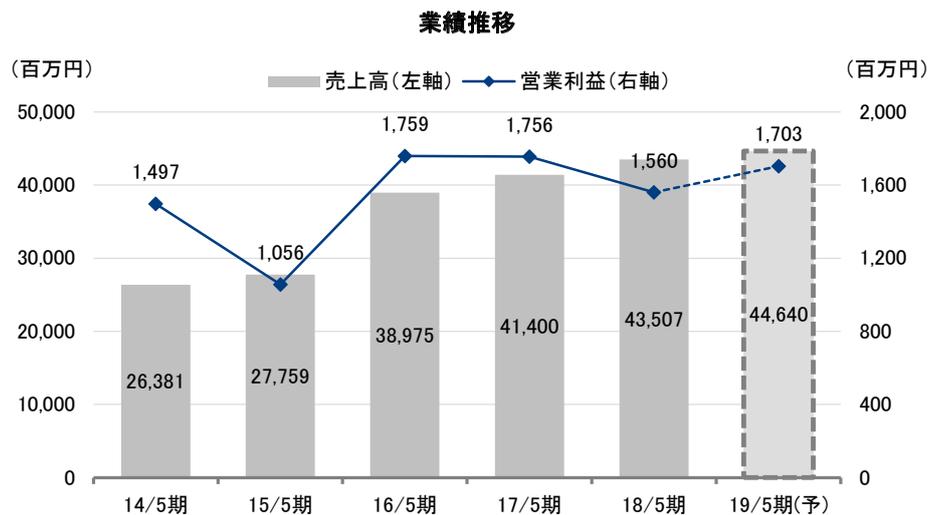
今後の成長戦略としては、事業ポートフォリオと販路の多様化を推進し、経営の安定性を高めながら収益を拡大していく方針を掲げている。リノヴェックスマンション事業は、競争激化で首都圏の伸びが当面見込めないなか地方拠点での販売を拡大していく方針で、仕入れ強化のため営業人員の増強も進めていく。また、アセットシェアリングについても商業ビルやホテル、京町家など多様な物件をプロデュースできる強みを生かしていくほか、販売チャネルも拡大しながら事業規模の更なる拡大を目指していく。2017年より開始したリースバック事業については、全国展開による取得物件の積み上げを図っていく。業績面では賃貸収入が増加することになりストック収益となるほか、マンション物件については将来のリノヴェックスマンションの販売増にも寄与することになる。

4. 株主還元策

同社は配当方針として目標配当性向（連結ベース）で30%以上を目安としており、2019年5月期の1株当たり配当金については前期比横ばいの34.0円（配当性向34.5%）を予定している。今後、業績が拡大し配当性向が30%を下回れば、増配が期待される。

Key Points

- ・リノヴェックスマンション事業は首都圏の落ち込みを地方拠点の拡大でカバーする展開が続く
- ・2019年5月期業績は上期中に仕入れをどの程度拡大できるかが計画達成のカギを握る
- ・事業ポートフォリオ並びに販路の多様化を図ることで中長期的な成長を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

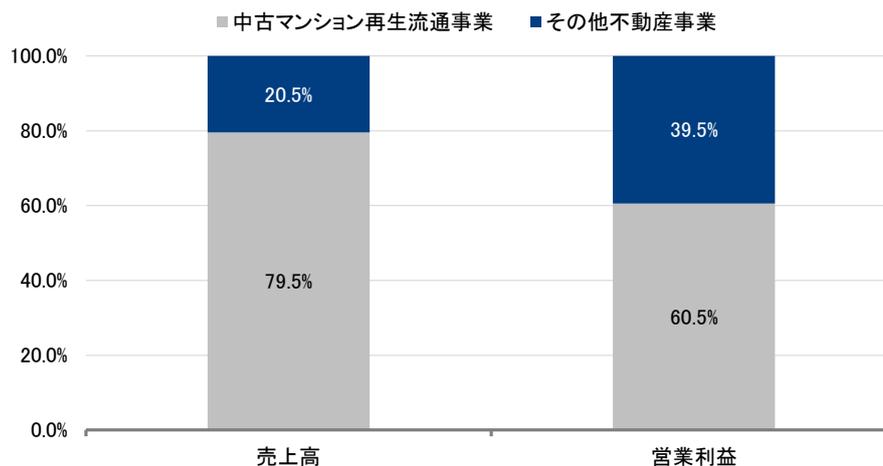
■ 事業概要

中古マンションの再生流通事業となるリノヴェックスマンション事業が収益の柱

1. 事業セグメントの内容

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ヴェックスマンション事業を収益柱としている。事業セグメントは、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おり、2018年5月期の事業別構成比で見ると、中古マンション再生流通事業が売上高の79.5%、営業利益の60.5%を占める主力事業となっている。

事業セグメント別構成比(2018年5月期)



出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) 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）

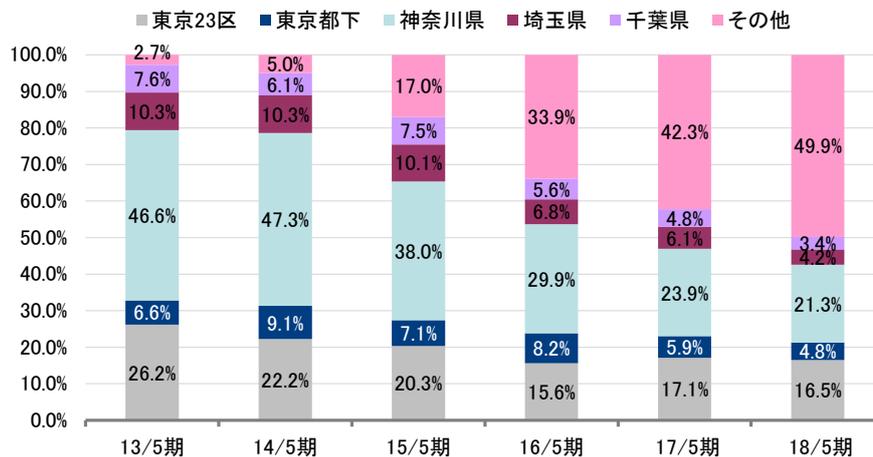
中古マンション再生流通事業には、リノヴェックスマンション販売のほか、保有マンションの賃貸収入及びその他収入（不動産仲介手数料等）が含まれるが、その大半はリノヴェックスマンションの販売となる。

事業の流れとしては、不動産仲介会社から仕入れた物件に対し、子会社の（株）インテリックス空間設計で最適なリノベーションプランを作成し、内装工事を施した上で不動産仲介会社を通じて販売している。同社は物件を仕入れてから販売までの事業期間を経営管理指標として重視しており、120日程度を目安として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、早期に売り切ることを基本方針としている。販売在庫の滞留期間が長期化すれば、収益性が低下するリスクも上昇するためだ。販売に関しては市場のトレンドを把握するため、一部の物件を子会社の（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、現段階ではほぼ協力会社に外注している。

事業概要

販売エリアは首都圏を中心に展開してきたが、2013年以降は地方主要都市（札幌、仙台、名古屋、大阪、福岡）の開拓を積極的に進め、2018年には広島にも拠点を開設した。首都圏では大手不動産販売会社を含めて参入企業が増加し競争が年々激化しているが、地方ではリノベーションマンションを手掛ける企業がまだ少なく、シェア開拓余地が大きいことが背景にある。リノヴェックスマンションの販売件数に占める地方エリアの構成比で見ると、2013年5月期の2.7%から2018年5月期は49.9%まで上昇している。同社は従前、地方の比率を中期的に50%程度まで引き上げていく方針を示していたが、首都圏での販売が競争激化により落ち込んだことで、想定よりも1年程度早くその体制が整ったことになり、2019年5月期は50%を超える見通しとなっている。ちなみに、全国に中古マンションのストックは約600万戸あり、うち首都圏は約300万戸と半分を占めている。なお、同事業の売上総利益率については、12～13%を適正水準として事業運営を行っている。

エリア別販売件数構成比



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(2) その他不動産事業

その他不動産事業には、新築マンションの分譲販売やオフィスビル、戸建、土地の仕入販売、賃貸不動産収入、リノベーション内装工事、不動産仲介手数料収入のほか、2015年4月より事業を開始したアセットシェアリング事業や2017年5月期の第4四半期から開始したリースバック事業が含まれる。

アセットシェアリング事業とは、不動産特定共同事業法（通称：不特法）のうち「任意組合理型」の活用による不動産小口化商品の販売事業を指す。同商品の特徴は、新築・中古を問わず良質な不動産物件を共同所有により、1口100万円単位（5口以上：500万円以上）で取得可能なこと、共同所有することで空室・滞納リスクを分散でき、安定収益が期待できること、相続・贈与用資産として資産評価の大幅な圧縮が可能なこと、などが挙げられる。

インテリックス | 2018年8月9日(木)
8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/ir/>

事業概要

特に、相続・贈与対策として利便性が高い商品であることが強みとなる。具体的には、実物不動産を小口化した商品のため、相続人の状況に応じて口数ごとに柔軟に遺産分割が可能で、不動産価格と相続税評価額との開きがあるため、キャッシュを実物不動産に変えることで相続財産の圧縮が図れること、不動産収益を納税資金として貯蓄し、納税が必要となる分だけを分割して売却することが可能であること、などが挙げられる。

なお、不動産物件の管理については、主に子会社の(株)インテリックスプロパティで行う。グループ全体としては小口化販売によるフロー収益に加えて、任意組合の理事長フィーやプロパティマネジメントによるストック収益が得られることになる。一方、投資家の期待収益率としては、分配予定利回り*で3%以上を目安として、商品を組成していく方針となっている。

* 賃料収入から実際に発生する経費(管理費等)を控除した年間収入÷投資額

同事業では青山財産ネットワークス<8929>やFPG<7148>など先行する事業者もあるが、同社は不動産業者として今まで構築してきたネットワークやノウハウを生かすことで競争力の高い多様な商品を開発できる強みがある。このため、今後は認知度の向上を図るとともに、税理士をはじめとした士業ルート等の販売チャネルの多様化を進めることで事業を拡大していく戦略となっている。

アセットシェアリング事業(不動産小口化商品の販売事業)の仕組み

■ 不動産特定共同事業法(通称:不特法)任意組合型の活用により、不動産小口化投資商品「アセットシェアリング」シリーズを販売



■ アセットシェアリングの特長

- 1 **少額で不動産投資**
良質な実物不動産を共同所有により、一口100万円単位(5口以上:500万円以上)で取得可能
- 2 **安定収益と一括運営管理**
共同所有により空室・滞納リスクを分散し安定収益。手間かからず一括で運営管理
- 3 **相続・贈与対策**
贈与・相続用資産として、資産評価の圧縮、一般的不動産と異なり均等分割が容易

出所:会社資料より掲載

事業概要

また、リースバック事業とは、ユーザーから所有不動産を同社が買い取ると同時に、定期建物賃貸借契約（2年間）を新たに結び、そのまま賃貸（リース）するサービスのことを指す。ユーザーは再契約し居住を延長するか退出、もしくは所有不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。相続税資金や老後の資金、ローン返済資金などまとまった資金が必要となった際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なサービスであり、潜在的なニーズは大きい。売上高としては賃貸料や契約手数料のほか、物件を販売した場合は販売収入が計上されることになる。買い取った不動産は有形固定資産に計上し減価償却費もかかるため事業開始から数年は減価償却費が先行することになるが、概ね3年目以降から徐々に収益貢献してくるものと予想される。賃貸料が定期的に入ってくるため買取件数が拡大していけば、ストック収益として安定した収益基盤となるほか、リノベーションマンションの新たな仕入先ルートとしても期待できることになる。リースバック事業ではハウズドゥ<3457>が先行し事業を拡大しているが、同社でも販売チャネルとして既存の不動産仲介ルートに加え、土業や金融機関との連携を図ることで顧客開拓を進めていく戦略となっている。

リノベーションマンションの事業期間

■ 事業期間は、当社グループの重要な経営管理指標



▶ リノベーション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)



■ 当期は、仕入件数減 ⇒ 施工の件数減&期間短縮 ⇒ 事業期間は前期比で3日短縮

【内訳】施工期間：36日（前期比：△2日）、販売期間：79日（前期比：△1日）

出所：決算説明資料より掲載

その他、リノベーションマンションを展開する競合企業や一般個人からの、リノベーション施工の請負事業も含まれている。特に、ここ最近ではリノベーションマンション市場に参入する不動産販売会社が増えているが、内装工事に関してはノウハウが必要なこともあり、同社に発注する企業も多い。

迅速な仕入体制と独自開発した リノベーションに関する施工ノウハウが強み

2. 同社の強み

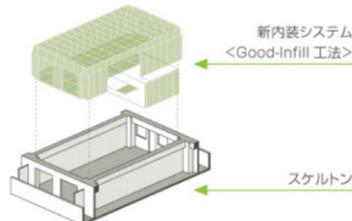
リノヴェックスマンション事業における同社の強みは、第1に採算が見込める優良物件を迅速に仕入れる体制を構築していることが挙げられる。不動産仲介会社から寄せられる売却物件情報に関して、同社では1～2日で担当者が現場の状況を確認し、最終的な仕入れの判断を行っている。通常、大手不動産会社であれば仕入れの判断に1週間程度の時間がかかると言われており、同じタイミングで売却物件情報を入手した場合、同業他社よりも優良物件を仕入れる可能性が高くなる。ただ、最近では中古マンション市場の拡大を背景に首都圏では参入企業が増え、従来のように適正価格で仕入れることが難しくなっている。このため、首都圏については規模の拡大を追わず、収益性を重視した仕入活動を行い、地方拠点の拡大によって成長を図る方針を打ち出している。

第2の強みとして、マンションの戸別リノベーションにおいて独自開発した施工ノウハウを確立していることが挙げられる。マンションの戸別リノベーションでは戸建住宅と比較して、近隣住戸への配慮が必要となるため、短期間での施工や騒音・振動対策が求められる。同社ではこうした課題を解決する工法として、Good-Infill工法を開発している。Good-Infill工法とは、工場ですべて加工した木質パネルを施工現場で組み立てる工法で、ネジや釘を極力使わないため騒音や振動が発生しにくく、熟練工でなくても短期間でほぼ均一な品質で仕上げることが可能といったメリットがある。さらに、マンションの場合は電気配線や水道、ガス管など生活インフラ部分を共有しているため、工事の際にはその取扱いに十分注意する必要がある。同社ではこうしたマンションのリノベーションにおける施工マニュアルを作成しており、施工を行う協力会社のサービス品質の維持向上に努めている。こうした同社の施工ノウハウは業界でも高く評価されており、同業他社からのリノベーション施工の請負受注増加の要因となっている。

Good-Infill工法

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。



出所：会社資料より掲載

Good-Infill工法の構成



業績動向

2018年5月期は5期連続増収、2期連続で減益に

1. 2018年5月期の業績概要

2018年7月12日付で発表された2018年5月期の連結業績は、売上高が前期比5.1%増の43,507百万円、営業利益が同11.2%減の1,560百万円、経常利益が同6.7%減の1,253百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同9.9%減の802百万円と5期連続の増収となったものの、利益は2期連続の減益となった。また、会社計画比でも売上高で7.2%、営業利益で18.0%下回って着地した。主力のリノヴェックスマンションが首都圏での競争激化により販売件数で計画比79件減の1,450件、販売額で同2,603百万円減の34,374百万円にとどまったこと、また、アセットシェアリング事業でも一部物件が完売せず、計画比で673百万円減の2,127百万円と未達に終わったことが主因だ。

前期比での増減要因を見ると、売上高はリノヴェックスマンションがほぼ横ばい水準にとどまったものの、アセットシェアリング事業が前期比49%増となったほか、戸建や一棟物等のその他物件販売も同33%増と2ケタ増収となったことが増収要因となった。売上総利益はリノヴェックスマンションで長期滞留している物件の売却を積極的に進めたことから、同0.6%減となった。また、人件費を中心に販管費が同4.1%増となったことで、営業利益は同11.2%減となった。経常利益は主に金融収支の改善が進んだことにより、同6.7%減と1ケタ台の減益にとどまっている。

2018年5月期連結業績

(単位：百万円)

	17/5期		会社計画	18/5期		前期比	計画比
	実績	対売上比		実績	対売上比		
売上高	41,400	-	46,875	43,507	-	5.1%	-7.2%
売上総利益	5,716	13.8%	6,599	5,682	13.1%	-0.6%	-13.9%
販管費	3,959	9.6%	4,696	4,121	9.5%	4.1%	-12.2%
営業利益	1,756	4.2%	1,903	1,560	3.6%	-11.2%	-18.0%
経常利益	1,343	3.2%	1,432	1,253	2.9%	-6.7%	-12.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	891	2.2%	989	802	1.8%	-9.9%	-18.8%
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数(件)	1,441	-	1,529	1,450	-	0.6%	-5.2%
販売額(百万円)	34,419	83.1%	36,977	34,374	79.0%	-0.1%	-7.0%

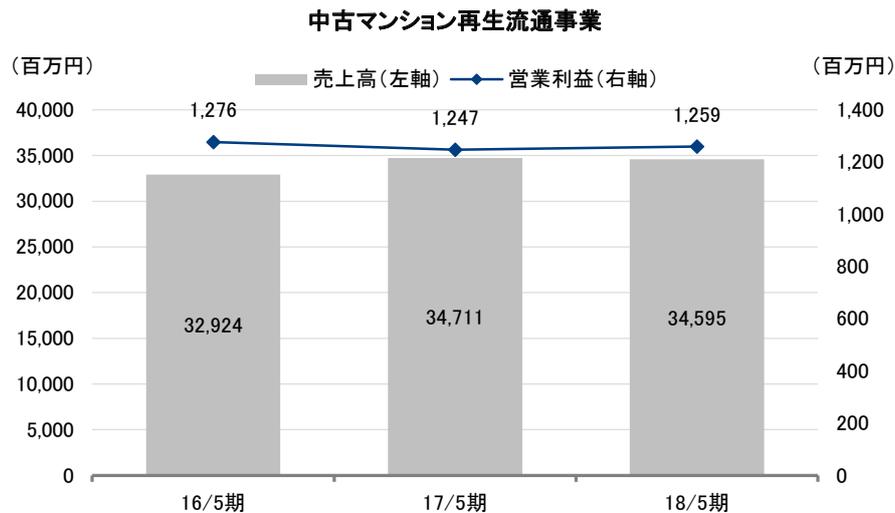
出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションは 首都圏の落ち込みを地方拠点の拡大でカバーする展開が続く

2. 事業セグメント別動向

(1) 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売上高は前期比 0.3% 減の 34,595 百万円、営業利益は同 1.0% 増の 1,259 百万円とほぼ前期並みの収益水準にとどまった。売上高の内訳を見ると、リノヴェックスマンションの物件販売で同 0.1% 減の 34,374 百万円、マンションの賃貸収入で同 2.3% 増の 185 百万円、その他収入売上で同 67.1% 減の 36 百万円となった。営業利益が若干の増益となっているが、これは社内費用のうちセグメント別の売上構成比率に応じて案分している費用が、2018年3月期はその他不動産事業の売上構成比が上昇したことにより減少したことが要因となっている。売上総利益では同 2.7% 減の 4,012 百万円となっており、実質ベースでは若干の減益となっている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションの販売件数は前期比 0.6% 増の 1,450 件、平均販売単価は同 0.8% 減の 23.7 百万円となった。エリア別の販売件数を見ると、競争激化の影響で首都圏は同 12.6% 減の 727 件と減少傾向が続いたが、地方店が同 18.7% 増の 723 件と 2 ケタ伸張したことでカバーした。販売単価が相対的に低い地方店の構成比が前期の 42.3% から 49.9% に上昇したことにより、平均販売単価は前期比 0.8% 減となったが、首都圏だけで見ると中古マンション市況の上昇を背景に前期の 26 百万円から 27 百万円に若干上昇している。

インテリックス | 2018年8月9日(木)
 8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/ir/>

業績動向

一方、仕入件数は前期比 16.1% 減の 1,229 件と 2 ケタ減少となり、平均仕入単価は同 1.5% 増の 17 百万円、仕入額は同 14.9% 減の 209 億円となっている。エリア別の仕入件数を見ると、首都圏が同 17.3% 減の 644 件、地方店が同 14.7% 減の 585 件といずれも 2 ケタ減少となった。首都圏については競争激化が続くなかで収益性を重視した仕入活動を継続したことが減少要因となっている。一方、地方店については長期滞留物件の販売を優先したことで、仕入活動がやや手薄になったこと、また、拠点によっては営業人員の入れ替わりがあったことなども仕入件数の減少要因となった。なお、平均仕入単価の上昇については首都圏が前期の 19 百万円から 20 百万円に上昇したことが主因となっている。仕入のエリア別構成比を見ると、地方店の比率は前期の 46.8% から 47.6% と小幅な上昇にとどまっている。なお、2018 年より新たに広島支店が本格稼働しており、3 件の仕入実績となっている。

エリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

	仕入件数				販売件数			
	16/5 期	17/5 期	18/5 期	前期比	16/5 期	17/5 期	18/5 期	前期比
首都圏合計	910	779	644	-17.3%	921	832	727	-12.6%
東京 23 区	246	228	241	5.7%	217	246	239	-2.8%
東京都下	94	86	62	-27.9%	114	85	69	-18.8%
神奈川	393	342	266	-22.2%	417	344	309	-10.2%
埼玉	107	63	47	-25.4%	95	88	61	-30.7%
千葉	70	60	28	-53.3%	78	69	49	-29.0%
地方店合計	564	686	585	-14.7%	472	609	723	18.7%
札幌	125	141	117	-17.0%	102	118	148	25.4%
仙台	95	91	76	-16.5%	91	89	100	12.4%
名古屋	140	141	143	1.4%	97	147	159	8.2%
大阪	132	220	177	-19.5%	129	171	230	34.5%
広島	-	-	3	-	-	-	-	-
福岡	72	93	69	-25.8%	53	84	86	2.4%
合計	1,474	1,465	1,229	-16.1%	1,393	1,441	1,450	0.6%
合計金額 (百万円)	23,684	24,549	20,900	-14.9%	32,632	34,419	34,374	-0.1%
平均価格 (万円)	1,606	1,676	1,701	1.5%	2,342	2,388	2,370	-0.8%

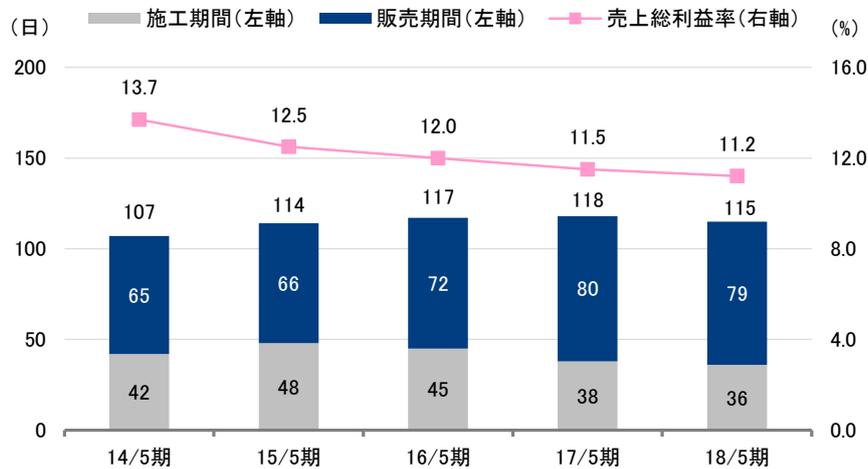
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンション事業の物件販売の売上総利益率は、前述したように長期滞留物件の販売を進めるため価格調整を実施したことや、首都圏での競争激化を主因として前期の 11.5% から 11.2% となり 4 期連続で低下した。ただ、事業期間については前期の 118 日から 115 日と 3 日短縮し、うち施工期間は 38 日から 36 日に、販売期間は 80 日から 79 日にそれぞれ短縮している。施工期間については首都圏の販売件数が減少したことや、地方拠点での施工協力会社のネットワークが拡充されたことなどが短縮要因となっている。販売期間については前期比では 1 日短縮したものの、4～5 年前が 60 日台の水準であったことから考えると、なお改善余地があると見られる。ただ、四半期ベースの売上総利益率で見れば、長期滞留物件がほぼ一掃された効果もあり、2018 年 5 月期第 4 四半期は 12.5% と第 3 四半期の 10.7% から顕著な改善を見せており、2019 年 5 月期以降の収益性改善につながる動きとして注目される。

インテリックス | 2018年8月9日(木)
8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/ir/>

業績動向

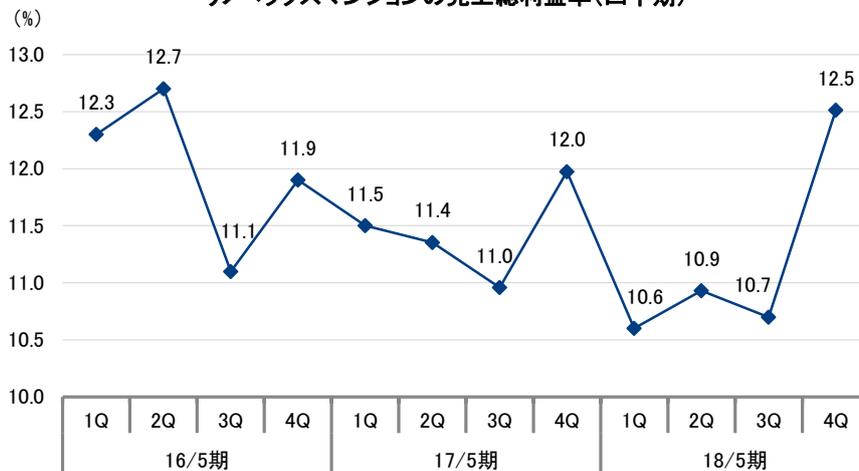
リノヴェックスマンションの事業期間と売上総利益率



※ 14/5期-15/5期に施行期間が長期化しているのは、大雪の影響で住設メーカーの工場がストップし、住設機器の供給が不足した影響による

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノベックスマンションの売上総利益率(四半期)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(2) その他不動産事業

その他不動産事業の売上高は前期比 33.2% 増の 8,911 百万円、営業利益は同 18.0% 減の 821 百万円となった。営業利益については前述したように、売上構成比の上昇に伴うセグメント配分費用の増加が影響している。売上総利益で見れば、同 4.9% 増の 1,669 百万円と増益となっている。ただ、売上総利益率を見ると前期の 23.8% から 18.7% に低下した。これはアセットシェアリングも含めて物件販売の利益率が前期より低下したことが要因となっている。

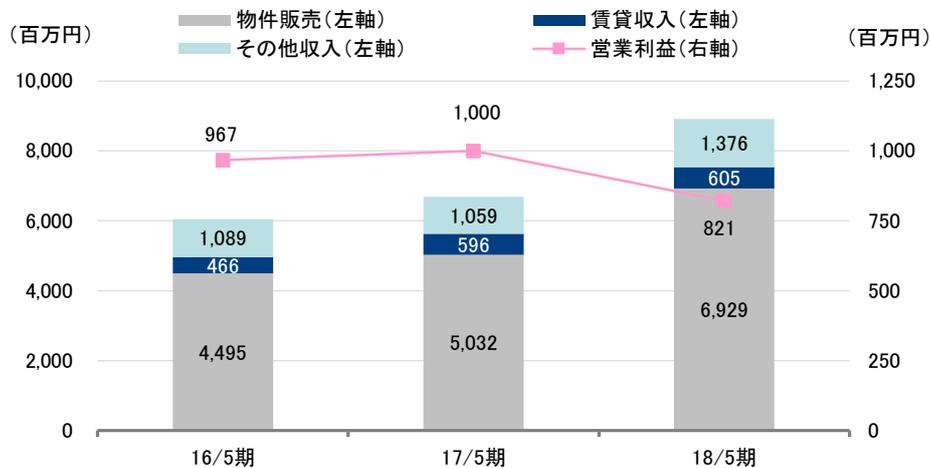
インテリックス | 2018年8月9日(木)
8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/ir/>

業績動向

売上高の内訳を見ると、物件販売については「アセットシェアリング渋谷青山（第2期）」（中古商業ビル）、「アセットシェアリング北千住駅前（第1・2期）」（新築ビジネスホテル）、「アセットシェアリング京町家再生Ⅰ（第1期）」（中古宿泊施設）等のアセットシェアリング物件で前期比49%増の2,127百万円となったほか、中古戸建や一棟物等のその他不動産の販売で同33%増の4,802百万円となり、合計で同37.7%増の6,929百万円と大幅増収となった。また、賃貸収入売上は同1.5%増の605百万円に、その他収入売上は同業他社からのリノベーション内装施工の受注増加を主因として同29.9%増の1,376百万円となった。なお、2017年5月期第4四半期から新たに開始したリースバック事業における賃貸収入や契約手数料も同事業セグメントに含まれるが、規模はまだ小さく影響は軽微となっている。

なお、アセットシェアリングの販売については28億円を計画していたが、「北千住駅前」「京町家再生Ⅰ」の販売進捗が想定を下回ったことが下振れ要因となっている。このうち、「京町家再生Ⅰ」に関しては、5棟の町家をリノベーションし、それぞれ1棟貸切の宿泊施設として再生するプロジェクトで、5棟を1パッケージにして販売する商品であったが、5棟のうち稼働は2棟のみで残り3棟がまだ未稼働状態での販売開始であったこと、また、最低購入口数が10口、投資金額で1千万からの販売であったことも影響して、4.8億円の募集に対して約半分の成約にとどまった。このため、当社では次期シリーズ以降は販売方式を切り替え、最低投資金額を引き下げて販売するなど、マーケティング手法の見直しを検討していくとしている。

その他不動産事業



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

仕入件数の減少に伴いたな卸資産や有利子負債が減少し、財務内容は改善

3. 財務状況と経営指標

2018年5月期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比3,705百万円減少の32,004百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産ではたな卸資産が同5,313百万円減少し、現金及び預金が同637百万円増加した。リノヴェックスマンションの販売が進展した一方で、仕入れが減少したことが要因だ。たな卸資産のうちリノヴェックスマンション用物件だけで見ると、金額ベースで同46億円減少の112億円、物件数では同230件減少の455件となった。物件数で見れば2014年5月期末(464件)以来の低水準となっている。また、固定資産はリースバック事業による長期保有収益物件の取得等により有形固定資産が1,350百万円増加した一方で、投資その他の資産が同318百万円減少した。長期保有収益物件については前期末比14億円増の67億円、物件数で同71件増の84件となっており、増加の大半はリースバック物件の取得によるものとなっている。

負債合計は前期末比4,324百万円減少の21,866百万円となった。仕入物件やたな卸資産の減少に伴って増加した手元キャッシュの一部を有利子負債の返済に充当したことが要因で、期末の有利子負債残高は同4,217百万円減少の19,645百万円となった。また、純資産合計は配当金の支払いによる支出292百万円があったものの、親会社株主に帰属する当期純利益802百万円を計上したことを主因として、同618百万円増加の10,138百万円となった。

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の26.6%から31.6%に上昇し、有利子負債比率が251.3%から194.1%に低下するなど、有利子負債の減少が進んだことにより財務体質の改善が進んだと言える。ただ、収益性について見れば、ROA、ROE、売上高営業利益率といずれも前期比で若干低下しており、収益拡大に伴う財務体質の改善ではないことには留意する必要がある。同社では2019年5月期以降、業績拡大のためリノヴェックスマンションやリースバック物件の仕入れを積極的に行っていく方針を示しており、それに見合う格好で有利子負債も増加することが予想される。同社では経営の安全性を保つため、自己資本比率の水準として25%以上を維持していく方針を示しており、同水準の範囲内で有利子負債が増加する可能性がある。

業績動向

連結財務諸表

(単位：百万円)

	14/5期	15/5期	16/5期	17/5期	18/5期	増減
流動資産	15,506	21,426	24,793	28,697	23,962	-4,735
(現金及び預金)	3,370	3,035	4,755	5,208	5,846	637
(たな卸資産)	11,645	17,346	19,302	22,646	17,333	-5,313
固定資産	4,457	5,738	7,239	7,012	8,042	1,029
総資産	19,963	27,165	32,032	35,710	32,004	-3,705
流動負債	9,148	12,812	13,312	17,050	12,332	-4,717
固定負債	2,946	6,186	9,835	9,140	9,533	393
負債合計	12,095	18,998	23,148	26,190	21,866	-4,324
(有利子負債)	10,264	17,341	21,017	23,863	19,645	-4,217
純資産合計	7,868	8,166	8,884	9,519	10,138	618
(安全性)						
自己資本比率	39.4%	30.1%	27.7%	26.6%	31.6%	5.0pt
有利子負債比率	130.5%	212.3%	237.0%	251.3%	194.1%	-57.2pt
(収益性)						
ROA(総資産経常利益率)	6.0%	3.2%	5.0%	4.0%	3.7%	-0.3pt
ROE(自己資本当期純利益率)	11.7%	6.2%	11.5%	9.7%	8.2%	-1.5pt
売上高営業利益率	5.7%	3.8%	4.5%	4.2%	3.6%	-0.6pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2019年5月期業績は上期中に仕入れをどの程度拡大できるかが計画達成のカギを握る

1. 2019年5月期の業績見通し

2019年5月期の連結業績は売上高が前期比2.6%増の44,640百万円、営業利益が同9.2%増の1,703百万円、経常利益が同4.6%増の1,311百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同9.5%増の879百万円と3期ぶりの増益に転じる見通しとなっている。

売上高については、リノヴェックスマンション販売が前期比横ばい水準にとどまるものの、アセットシェアリング事業や同業他社からのリノベーション内装施工請負の拡大が増収要因となる。また、売上総利益率は前期の13.1%から14.1%に上昇する見込みとなっている。長期滞留物件の販売が前期でほぼ一巡したリノヴェックスマンションの売上総利益率改善(前期比1.2ポイント上昇の12.4%)が続くことが主因だ。販管費についてはリノヴェックスマンションやリースバック事業強化のための営業人員の増強を進めるほか、リースバック事業の全国展開を進めるための広告宣伝費の増加などにより前期比11.0%増、販管費率で同0.7ポイントの上昇を見込んでいる。

インテリックス | 2018年8月9日(木)
 8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/ir/>

今後の見通し

半期ベースで見れば上期はリノヴェックスマンションの手持ち在庫が少ないことやアセットシェアリングの販売計画が下期偏重型になっていることから、売上高で前年同期比 15.5% 減の 18,767 百万円、営業利益で同 24.9% 減の 512 百万円と減収減益となるが、リノヴェックスマンションの仕入れを積極的に拡大していくことで、下期から増収増益に転じる計画となっている。このため、2019年5月期の業績が会社計画を達成できるかどうかは上期中にどの程度、リノヴェックスマンションの仕入件数を伸ばすことができるかがカギを握るものと見られる。販売件数は前期並みの 1,450 件を見込んでいるため、仕入件数もほぼ同水準まで増やしていくことが必要になると思われる。前期末の在庫は 455 件、仕入決済から販売決済までの事業期間が 4 ヶ月弱かかることから、1 ヶ月の仕入件数は平均で 120 件強、四半期では 370 ~ 380 件の仕入れが必要となる計算だ。同社では地方拠点を中心に積極的な仕入活動を既に開始しており、新規開設した広島店の貢献も含めて、第 1 四半期の動向が注目される。

2019年5月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	18/5 期		19/5 期		19/5 期		前期比
	通期実績	対売上比	上期予想	下期予想	通期予想	対売上比	
売上高	43,507	-	18,767	25,872	44,640	-	2.6%
売上総利益	5,682	13.1%	2,667	3,610	6,278	14.1%	10.5%
販管費	4,121	9.5%	2,155	2,419	4,574	10.2%	11.0%
営業利益	1,560	3.6%	512	1,190	1,703	3.8%	9.2%
経常利益	1,253	2.9%	322	988	1,311	2.9%	4.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	802	1.8%	209	670	879	2.0%	9.5%
1 株当たり当期純利益 (円)	90.46	-	23.40	75.04	98.44	-	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

アセットシェアリングは新規プロジェクトの寄与により 前期比 64% 増収を見込む

2. 事業別見通し

売上高見通しの内訳

(単位：百万円)

	18/5 期		19/5 期		19/5 期		前期比
	通期実績	対売上比	上期予想	下期予想	通期予想	対売上比	
リノヴェックスマンション	34,374	79.0%	16,280	17,988	34,269	76.8%	-0.3%
その他不動産	6,929	15.9%	1,312	6,560	7,872	17.6%	13.6%
(アセットシェアリング)	2,127	4.9%	-	-	3,500	7.8%	64.5%
物件販売	41,303	94.9%	17,592	24,549	42,142	94.4%	2.0%
賃貸収入	790	1.8%	355	432	787	1.8%	-0.3%
その他収入	1,412	3.2%	819	890	1,709	3.8%	21.0%
売上高合計	43,507	100.0%	18,767	25,872	44,640	100.0%	2.6%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

(1) リノヴェックスマンション事業（物件販売）

主力のリノヴェックスマンション事業の売上高は前期比 0.3% 減の 34,269 百万円、販売件数で同横ばいの 1,450 件、平均販売価格で同 0.3% 減の 23.6 百万円を見込んでいる。競争激化による首都圏での販売件数減少を地方拠点の拡大でカバーする格好となる。このため、営業体制も地方拠点で優秀な人材の確保を進めていく計画となっている。地方拠点では営業人員が店舗当たり平均 7～8 名と少なく、個々の営業スタッフの能力によって営業成績も大きく変わってくるためだ。地方ではまだ競争も激しくないことから、営業体制を強化すれば仕入件数を増やしていくことは可能と見られる。一方、首都圏についても中古マンション市況が高止まりするなかで、在庫件数が積み上がり傾向となっていることから、同業他社の仕入姿勢もやや慎重なスタンスに変わってきている。このため、首都圏においても局所的に仕入件数が増える可能性はある。

(2) その他不動産事業（物件販売）

その他不動産事業の売上高は前期比 13.6% 増の 7,872 百万円となる見通し。このうち、アセットシェアリングの売上高は同 64% 増の 35 億円、その他不動産物件については同 9% 減の 43 億円を見込んでいる。アセットシェアリングで現在、販売募集を開始している物件として、「アセットシェアリング北千住駅前（第 3 期）」（募集額 6.72 億円）、「アセットシェアリング京町家再生Ⅰ（第 2 期）」（募集額 2.54 億円）があり、今期中に販売を予定している物件として博多のホテル＆レジデンス物件である「montan HAKATA(モンタン博多)」(募集想定額 13～15 億円)、「アセットシェアリング京町家再生Ⅱ」(募集想定額未定) がある。

このうち、「montan HAKATA」は築 30 年の共同住宅をリノベーションした物件で、2017 年 10 月にオープンしている。ホテルの客室稼働率は 80% 以上、客室単価も当初の想定を上回って推移するなど高収益物件となっている。駅チカで交通アクセスも良いことから、アジア圏からのグループ観光客の需要取り込みに成功していることが要因だ。このため、オープン時に 48 室だった客室数を 2018 年内に 73 室に増やす計画となっている（住居部分は 51 戸から 26 戸に減少）。表面利回りは 5% 超で設定する見込みであり、募集想定額の上限に近い水準で販売できる可能性が高い。

一方、「アセットシェアリング京町家再生Ⅱ」については、既に対象となる物件は仕入済みで、リノベーションが完了した後に募集を開始するものと予想される。京町家の人気は外国人にも高く安定した利回りが期待される。京町家のストックは 4 万棟以上あると言われており、行政も街並みを壊さずに再利用していきたい意向を持っていることから、今後も物件を随時取得していく予定にしている。

(3) 賃貸収入及びその他収入

賃貸収入については、前期に手持物件の売却が進んだこともあり、前期比 0.3% 減の 787 百万円と微減で見込んでいる。リースバック物件の積み上げによる賃料収入については増加するものの、まだ影響は軽微となっている。同社のリースバック事業は 2018 年 6 月末で累計 100 戸を達成しており、2019 年 5 月期は月 20 戸ペースでの仕入れを目標としている。1 戸当たりの仕入単価は 16 百万円程度を想定しており、35 億円超の仕入額となる計算だ。

その他収入は前期比 21.0% 増の 1,709 百万円となる見通し。リノベーション内装工事請負事業が同業他社からの受注増により前期比 13% 増の 12 億円と 2 ケタ増収となるほか、「montan HAKATA」のホテル収益も寄与する。このうち、リノベーション内装工事の平均売上単価は 7 百万円程度となっており、件数に換算すると 2019 年 5 月期は約 170 戸の内装施工を計画していることになる。リノヴェックスマンション事業と比較して 1 件当たりの利益額は小さいものの、売上総利益率は上回った水準になっていると見られる。

■ 市場動向と成長戦略

首都圏の中古マンション市場は在庫増が続くなかで、2018 年はやや弱含みの展開に

1. リノベーションマンション市場の見通し

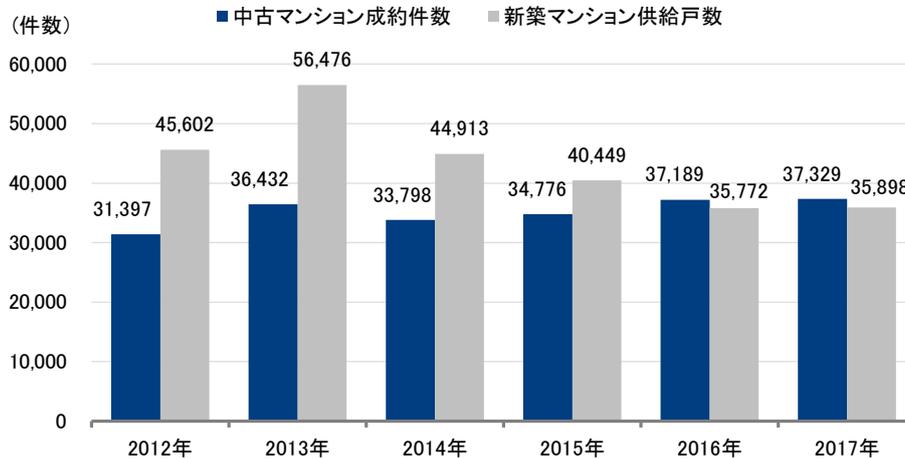
首都圏におけるマンションの販売動向について見ると、2017 年は中古マンション販売戸数が前年比 0.4% 増の 37,329 戸、新築マンションが同 0.4% 増の 35,898 戸といずれも微増となり、2 年連続で中古マンションが新築マンションの供給戸数を上回った。新築マンション、中古マンションともに販売価格が上昇しているものの、需要は引き続き底堅く推移したと言える。

2018 年 1 月 - 6 月は新築マンションの供給戸数が前年同期比 5.3% 増の 15,504 戸と増加したこともあり、中古マンションについては同 1.5% 減の 19,223 戸とやや軟調に推移している。販売価格の上昇が続き、相対的な割安感が薄れていることも一因と見られる。新築マンションについては通年でも前年比 5% 強の増加になる見通しとなっており、2018 年の中古マンション販売については前年比で若干のマイナスに転じる可能性がある。在庫件数について見ても増加基調が続いていることから、今後、市況軟化による中古マンション販売の収益性低下が懸念されるが、同社は収益性を重視した仕入活動を行ってきたことから長期滞留物件がほとんどないこと、また、地方拠点の拡大を進めたことで 2019 年 5 月期においては首都圏の販売比率が 5 割を切る見込みとなっていることから、首都圏での需要後退による収益悪化リスクは低いと弊社では見ている。

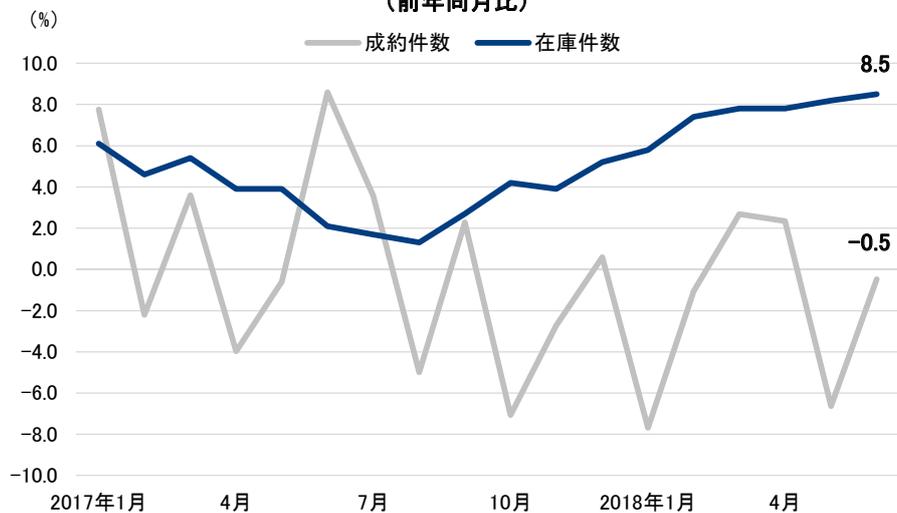
なお、中長期的にはストックが積み上がっていくことで、中古マンションの販売戸数は新築マンションの供給戸数を上回り、安定成長が続くとの見方に変わりない。全国のマンスンストックは 2013 年時点で約 603 万戸、このうちリノベーションを必要とする築 20 年以上の物件は約半分の 300 万戸となっているが、2030 年にはこれが 577 万戸と 2 倍弱まで拡大すると予想されているためだ。マンションの 1 棟建て替えには居住者の同意が必要であり、実現が容易でないことも戸別のリノベーションマンション市場の拡大を後押しする。

市場動向と成長戦略

首都圏のマンション市場動向



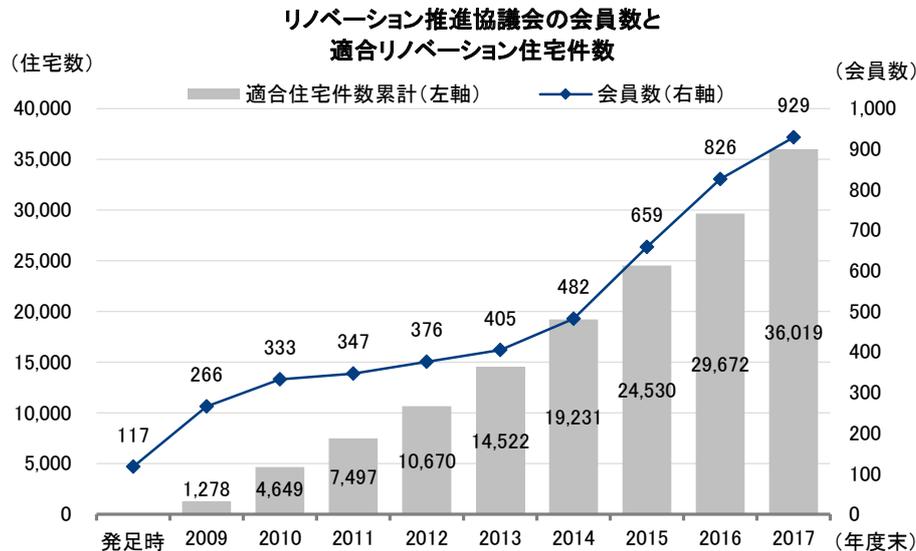
出所：中古マンションは（公財）東日本不動産流通機構、
 新築マンションは（株）不動産経済研究所のデータよりフィスコ作成

 首都圏の中古マンション成約、在庫件数伸び率
 （前年同月比）


出所：（株）東日本不動産流通機構のデータよりフィスコ作成

今後の市場拡大を見越して、リノベーションマンションを手掛ける企業も増加傾向にある。リノベーション住宅の認知度向上と流通促進を目的に2009年に発足した（一社）リノベーション住宅推進協議会の会員数（不動産、設計、ハウスメーカー、住設メーカー等）で見ると、協会発足時の117会員から2018年3月末時点では929会員と8倍に拡大した。参入企業の増加によって同社にとっては首都圏での販売件数が減少するなどマイナスの面も出ているが、地方エリアでのシェア拡大やリノベーション内装事業の拡大によって成長を目指していく考えだ。

ちなみに、2017年度の適合リノベーション住宅件数を見ると6,347件となっている。同社の2018年5月期の販売件数は1,450件だったため、現在の市場シェアは約23%の水準と見ることができる。



出所：(一社)リノベーション住宅推進協議会資料よりフィスコ作成

事業ポートフォリオ並びに販路の多様化を図ることで 中長期的な成長を目指す

2. 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、事業ポートフォリオ並びに販路の多様化を図ることで経営の安定性を高めながら収益を拡大していく戦略となっている。現在は、オンバランス事業であるリノヴェックスマンション事業やその他不動産販売事業が収益の柱となっているが、これらの事業は不動産市況の影響を受けやすいことや、事業を拡大していくためには有利子負債を活用しなければならず、財務面でのリスク要因となっていた。

資金効率の向上を図るため、オフバランス事業としてアセットシェアリング事業やリノベーション内装事業等の育成を進めているほか、経営の安定性を高めるためストック型ビジネスモデルも強化していく方針となっている。ストック型ビジネスとは毎月安定した収入を獲得できるビジネスであり、リースバック事業における賃貸収入やアセットシェアリング事業におけるプロパティマネジメントフィー（運営管理収入）や理事長フィーなどが挙げられる。また、資金効率を高めるために、販売チャネルについても従来のBtoBからBtoCへと拡大していく取り組みを2019年5月期より進めていく。ここ数年で様々な業界でインターネット販売が拡大しているが、不動産業界についても徐々に普及し始めており、同社もこうした販売チャネルを活用することで販売期間を従来から短縮し、資金効率を高めていく。

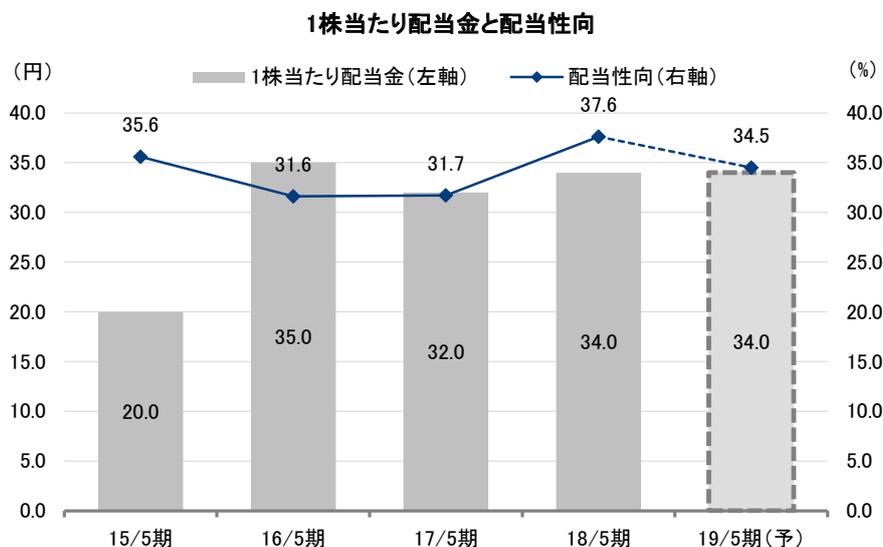
アセットシェアリング事業についてはリノヴェックスマンションに次ぐ収益柱に育成していく考えで、今後数年内に売上高で100億円規模まで拡大する可能性があると弊社では見ている。「アセットシェアリング」シリーズが、相続対策商品として認知され、注目度が高まれば、投資家の裾野も広がるものとする。

また、仕入ルートについても、リースバック事業を全国に拡大していくことで強化していく。リノベーションマンション市場では従来、仕入仲介先であった大手不動産会社等も買取再売事業に参入し始めたことで、従来よりも良質な物件の仕入れが難しくなっている。リースバック事業を展開することでストック収益を拡大するだけでなく将来の販売物件を確保する狙いがある。同事業は2017年5月期第4四半期にスタートし、2018年6月末で累計100戸を達成しているが、本格的に増え始めたのは広告宣伝等で認知が向上した2018年に入ってからとなっている。購入した物件のうち、戸建とマンションの比率は半々のようだ。事業部の人員体制も当初の4人から12人に増やしており、2019年5月期は月20戸の仕入を目標にテレビCMなどで認知度の向上を図りながら全国展開を進めていく計画となっている。差別化戦略としては、手数料の割安感を打ち出しているほか、リノベーション需要にも応えることができるといった強みも訴求していく。

■ 株主還元策

連結配当性向 30% 以上を目途に配当を実施

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を導入している。具体的には、目標配当性向（連結ベース）で30%以上を目途に配当を実施していく方針を示しており、2019年5月期は前期比横ばいの34.0円（配当性向34.5%）を予定している。今後、収益拡大に伴い、配当性向が30%を下回れば増配が期待されることになる。



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティ対策

情報セキュリティ対策として、同社はコンピュータウイルス対策ソフトを導入しているほか、マルウェア等の攻撃や侵入を防ぐため、2017年にAI（人工知能）技術による高度な防御機能を搭載したシステムを導入し、運用している。また、外部からの社内ネットワークへの攻撃を防ぐファイアウォール装置も設置している。同時に情報機器の資産管理システムを運用し、各種ログを自動収集することで社内からの情報漏えい対策等を行っている。

サーバーの運用に関しては、データセンター内に構築した自社サーバーによるプライベートクラウドを商用クラウドへ段階的に移設しており、障害に対する信頼性向上やインフラの拡張性と同時に、外出先からでも情報共有を容易とし、企業向けSNSシステムとの併用により効率的な運用を行っている。

重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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