

|| 企業調査レポート ||

## シノケングループ

8909 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年9月19日(火)

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. アパート販売の好調持続で 2017 年 12 月期第 2 四半期累計業績も 2 ケタ増収増益	01
2. 2017 年 12 月期も過去最高業績の更新が続く	01
3. 海外事業や「リノベ×民泊」事業など新規事業の育成により、更なる成長を目指す	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業概要	05
3. ビジネスモデルと強み	10
■ 業績動向	13
1. 2017 年 12 月期第 2 四半期累計の業績概要	13
2. 事業セグメント別の動向	14
3. 財務状況と経営指標	18
■ 今後の見通し	20
1. 2017 年 12 月期の業績見通し	20
2. 貸家市場の動向について	21
3. 中期 3 ケ年計画と新規事業の取組みについて	22
■ 株主還元策	25

## ■ 要約

### 独自のビジネス戦略によりアパート販売は好調を持続、 海外事業や「リノベ×民泊」事業など新規事業の育成にも取り組む

シノケングループ<8909>は、アパートやマンション等の不動産販売事業やゼネコン事業等のフロービジネスを拡大していきながら、付随する賃貸管理や家賃等の債務保証、LPガス・電力の小売販売といったストックビジネスを積み上げていくビジネスモデルを展開している。アパート物件の立地場所は、都市部の中でも人気エリアで駅から徒歩10分圏内とし、単身者やDINKS用のアパートとしているため、入居率も2017年6月末時点で98%台と高水準を維持していることが特徴となっている。

#### 1. アパート販売の好調持続で2017年12月期第2四半期累計業績も2ケタ増収増益

2017年12月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比35.5%増の49,386百万円、営業利益が同24.3%増の6,430百万円といずれも半期ベースで過去最高を更新した。主力のアパート販売が同61.4%増と大きく伸ばしたほか、ストック型ビジネスである賃貸管理や家賃等の債務保証などの不動産管理関連事業やエネルギー事業なども契約件数の増加により2ケタ増収増益と好調に推移したことが主因だ。なお、アパート販売の受注高は前年同期比7.3%増の33,380百万円、受注残高は同31.8%増の57,349百万円と依然、右肩上がりに増加しており、現在は2018年に向けての受注活動、土地の仕込みを行っている。

#### 2. 2017年12月期も過去最高業績の更新が続く

2017年12月期の連結業績は、売上高が前期比29.2%増の105,000百万円、営業利益が同10.7%増の11,700百万円と期初計画を据え置いている。第2四半期までの通期計画に対する進捗率は売上高が47.0%、営業利益が54.9%、経常利益が54.7%で推移している。下期もアパート販売の豊富な受注残を背景に、業績は順調に推移する見通しで、利益ベースでは計画を上振れする可能性が高いと弊社では見ている。なお、日銀が発表した2017年4月-6月の個人による貸家業向け新規融資が前年同期比14.5%減と2四半期連続でマイナスとなり、不動産投資に対する過熱感がやや沈静化してきたことがうかがえる。ただ、同社においてはアパートの対象物件を需要が見込める人気エリア等に絞っていることもあり、受注は引き続き堅調に推移しているもようだ。

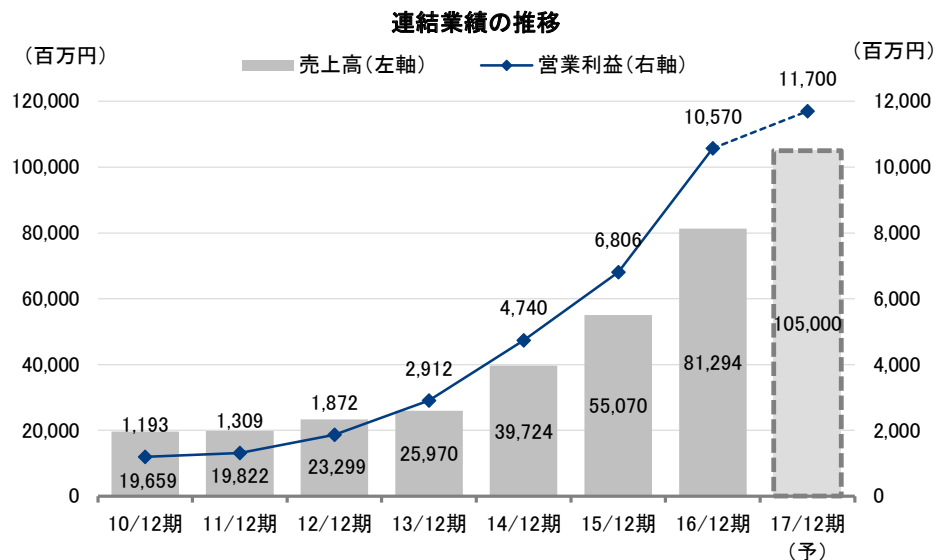
## 要約

## 3. 海外事業や「リノベ×民泊」事業など新規事業の育成により、更なる成長を目指す

同社は中期3ヶ年計画の経営数値目標として、2019年12月期に連結売上高125,000百万円、営業利益13,000百万円を掲げている。東京エリアでのアパート販売棟数の拡大とストックビジネスの積み上げにより、同目標値はほぼ射程圏内に入っていると見られる。2020年以降については現在、取り組み始めている新規事業を育成していくことで、更なる成長を目指していくことになる。具体的には、インドネシアでの不動産開発事業や、ブロックチェーン技術を活用した「リノベ×民泊」事業等に注力していく。インドネシアでは単身者向けアパート「桜テラス」の第1号案件を2018年夏に竣工予定で、2020年度までに100億円程度の事業規模へ拡大していく。また、「リノベ×民泊」事業に関しては、まずは自社所有ビルの空室をリノベーションして民泊用物件として提供していくことにしている。ブロックチェーン技術を活用し、スマートキーや入退室手続等のオンライン化を実現し、利便性の向上を図ることで差別化を図っていく戦略だ。ブロックチェーンを活用したシステムは2018年春の完成を予定している。これら事業が収益貢献し始めれば、同社の業績も一段と成長していくことが予想される。

## Key Points

- ・不動産販売事業をコア事業に、M&Aを活用しながら周辺事業領域を拡大中
- ・アパート販売とストックビジネスの好調持続により、通期業績は会社計画を上回る可能性
- ・インドネシアで不動産開発事業、国内でブロックチェーンを活用した「リノベ×民泊」事業を新たに展開



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 不動産販売事業をコア事業に、 M&A を活用しながら周辺事業領域を拡大中

#### 1. 会社沿革

同社は、現代表取締役社長の篠原英明（しのはらひであき）氏が25歳だった1990年に（株）シノハラ建設システムとして福岡市に設立された。「土地を持たない一般的なサラリーマン層に土地付き木造アパートを販売する」という従来のアパート経営の常識を覆すビジネスモデルで事業を開始し、2001年に東京に進出。2002年にはJASDAQ 上場を果たした。

土地付きアパートの投資を検討するサラリーマン層は、投資用ワンルームマンションも投資の対象になるため、顧客を取りこぼすことがないよう、2003年に東京で中堅規模の投資用マンションディベロッパーであった（株）日商ハーモニー（現（株）シノケンハーモニー）を約2.8億円で買収し、投資用マンションの開発、販売に進出した。2005年11月に元一級建築士による耐震偽装事件が社会問題化した際、同社が手掛けたマンションにもこの元一級建築士が関わった物件が7件あったが、同社は該当物件に関し総額30億円の補償でオーナーから買戻すことを即断。この影響で2006年3月期は約6億円の最終赤字となったが、素早い対応や危機管理能力が同社の信用をむしろ高める結果となり（返金を受けたオーナーの多くはその資金を元手に新たに同社の物件を購入したという）、翌期の業績においてV字回復を果たしている。

2007年10月には商号を（株）シノケングループに変更するとともに、シノケングループを純粋持株会社とするホールディング制に移行した。2008年秋のリーマンショックにより、国内不動産市場は大きなダメージを受け、同社の2009年3月期の業績も41.4億円の最終赤字を計上し、財政状況が一時的に悪化した。金融及び不動産市場が落ち着きを取り戻したことを受け2010年12月期には黒字転換を果たし、以降は投資用不動産市場の拡大を背景に右肩上がりの成長を続けている。また、成長の過程でM&Aを活用しながら、介護事業やゼネコン事業など周辺事業へ事業領域を拡大している。

**シノケングループ** | 2017年9月19日(火)  
 8909 東証 JASDAQ | <http://www.shinoken.co.jp/ir/>

## 会社概要

## 会社沿革

年月	主な沿革
平成 2年 6月	持株会社である現(株)シノケングループ(福岡市中央区)を資本金500千円で設立し、アパート販売事業及び不動産賃貸管理事業を開始 福岡エリアでLPガス・電力の小売販売を行う現(株)エスケーエナジー(福岡市中央区)を設立
平成 11年 2月	家賃等の債務保証を行う現(株)シノケンコミュニケーションズ(福岡市中央区)を設立
平成 12年 7月	福岡市博多区博多駅南一丁目15番22号に日本ビル完成。同時に本社を移転
平成 13年 1月	首都圏への事業拡大に伴い、東京都港区に「東京オフィス」を開設
平成 14年 12月	日本証券業協会に株式を店頭登録
平成 15年 7月	(株)日商ハーモニー(現(株)シノケンハーモニーに吸収合併・東京都港区)の株式を取得し、同社を完全子会社化し投資用ワンルームマンション販売事業を開始
平成 16年 1月	名古屋エリアへの事業拡大に伴い、名古屋市中区に「名古屋オフィス」を開設
平成 16年 12月	日本証券業協会への店頭登録を取消しジャスダック証券取引所(現東京証券取引所 JASDAQ)に株式を上場
平成 17年 1月	札幌エリアへの事業拡大に伴い、札幌市中央区に「札幌オフィス」を開設
平成 18年 4月	仙台エリアへの事業拡大に伴い、仙台市青葉区に「仙台オフィス」を開設
平成 19年 1月	中国における不動産投資業および賃貸仲介事業を目的とし、中国不動産市場へ参入
平成 19年 5月	持株会社導入に伴う、アパート販売事業及びマンション販売事業を承継する事を目的として、現(株)シノケンハーモニー(東京都港区)を設立
平成 19年 10月	グループ経営の効率化とスピード化を目的とした事業再編を図るため、持株会社制を導入
平成 19年 12月	名古屋エリアでLPガス的小売販売を行う(株)エスケーエナジー名古屋(名古屋市中区)を設立
平成 20年 8月	事業再編の一環として、不動産賃貸管理事業を専業で行う、現(株)シノケンファシリティーズ(福岡市中央区)を設立 首都圏でLPガス的小売販売を行う(株)エスケーエナジー東京(東京都港区)を設立
平成 21年 12月	現 SKG INVEST ASIA(HONG KONG)LIMITED の株式(発行済株式の70%)を取得し、同社並びに同社の子会社である現 希諾建(上海)物業経営管理有限公司を子会社化
平成 22年 9月	首都圏を中心にビルメンテナンス事業を行う現(株)シノケンアメニティ(東京都文京区)の株式を取得し、完全子会社化するとともに、マンション管理事業に参入
平成 23年 4月	現 SKG INVEST ASIA(HONG KONG)LIMITED の株式(発行済株式の30%)を追加取得し、同社並びに同社の子会社の現 希諾建(上海)物業経営管理有限公司を完全子会社化
平成 23年 5月	アパート販売事業の企画およびマーケティング事業を行う事を目的として、現(株)シノケンプロデュース(東京都港区)を設立
平成 24年 12月	介護事業の統括を行う事を目的として、(株)シノケンウェルネス(東京都港区)を設立 福岡市で介護事業を行う(株)リクロス(福岡市中央区)の株式を取得し、同社を完全子会社化
平成 25年 5月	福岡市中央区天神一丁目1番1号に本社を移転
平成 25年 9月	少額短期保険事業を行うジック少額短期保険(株)(千葉県東金市)の株式(発行済株式の50%)を取得し、同社を子会社化
平成 26年 2月	(株)SKG NEXT(東京都港区)の株式を取得し、同社並びに同社の子会社である(株)SKG INVEST(東京都港区)、ゼネコン事業を行う(株)小川建設(東京都新宿区)及び(株)小川建物(東京都新宿区)を完全子会社化
平成 26年 9月	名古屋エリアで分譲マンション管理を行う、(有)マンションライフ(名古屋市中区)の株式を取得し、同社を完全子会社化 Shinoken & Hecks Pte Ltd の株式34%の取得を行い、海外進出2カ国目となるシンガポールに進出
平成 26年 12月	関西エリアへの事業拡大に伴い、大阪市淀川区に「大阪オフィス」を開設
平成 27年 2月	グループホーム施設運営及び介護サービス事業を行う現(株)フレンド(東京都港区)の株式を取得し、同社を完全子会社化
平成 27年 8月	インドネシア市場参入を目的とし、(株)小川建設 ジャカルタ駐在員事務所を開設
平成 27年 10月	首都圏において実需用マンションの開発・販売を展開する(株)プロバストの株式を追加取得し、同社と資本・業務提携を締結するとともに、持分法適用関連会社とする。
平成 28年 1月	東京、福岡で訪問介護などを手掛ける現(株)アップルケアの株式を取得し、完全子会社化
平成 28年 3月	PT.Shinoken Development Indonesia. を設立し、海外進出3カ国目となるインドネシアに進出
平成 28年 4月	仙台エリアでLPガス的小売販売を行う(株)エスケーエナジー仙台(仙台市青葉区)を設立
平成 28年 9月	全国で地盤改良事業等の地盤関連サービスを展開する、サムシングホールディングス(株)の株式を取得し、同社と資本・業務提携を締結するとともに、持分法適用関連会社とする。
平成 29年 4月	関西エリアでLPガス的小売販売を行う(株)エスケーエナジー大阪(大阪市淀川区)を設立。
平成 29年 5月	再生可能エネルギー関連事業を展開する新電力開発株式会社が実施する第三者割当増資を引き受け、同社株式の50%を取得し、関連会社化。
平成 29年 7月	ブロックチェーン技術を活用したシステム開発を行う(株)Chaintope と資本・業務提携を締結
平成 29年 8月	福岡市を中心に不動産賃貸仲介事業を展開する(株)アーウェイ・ミュウコーポレーションの株式取得、および種類株式の引受けによりグループ会社化。

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

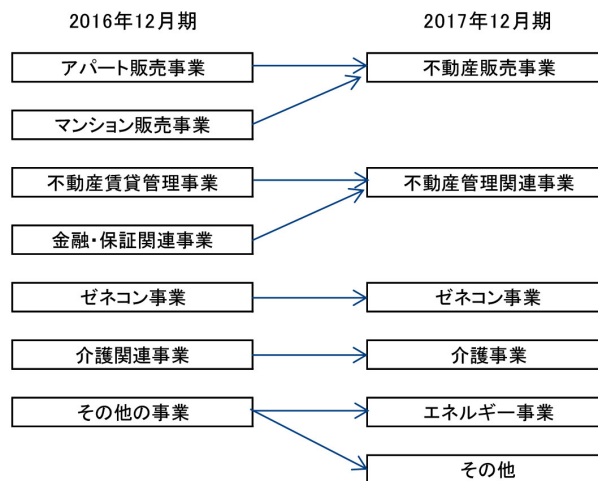
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 2. 事業概要

同社は2017年12月期より、グループ経営における意思決定及び戦略実行の迅速化を図り、より適切な経営管理区分を実現することを目的とした組織変更に伴い、報告セグメントを「不動産販売事業」「不動産管理関連事業」「ゼネコン事業」「エネルギー事業」「介護事業」と「その他」に変更している。主な変更点は、従来の「アパート販売事業」と「マンション販売事業」を統合、「不動産販売事業」とし、「不動産賃貸管理事業」と「金融・保証関連事業」を統合し「不動産管理関連事業」とした。また、従来「その他の事業」に含まれていたLPガスの小売販売事業を2017年12月期より新たに開始した電力小売販売事業と合わせて「エネルギー事業」として独立させている。「その他」については主に海外事業が含まれている。

### 事業セグメントの変更



出所：会社資料よりフィスコ作成

また、ビジネスモデルでは販売時に収益を獲得するフロービジネスと毎月安定して収益が得られるストックビジネスとに大別され、フロービジネスには「不動産販売事業」「ゼネコン事業」が、ストックビジネスには「不動産管理関連事業」「介護事業」「エネルギー事業」が該当することになる。コア事業である「不動産販売事業」が拡大すれば、販売物件（マンション）の建築工事を請け負う「ゼネコン事業」が伸びるほか、賃貸管理や各種保証サービス、LPガスや電力の小売販売といったストックビジネスの契約件数が積み上がり、収益が拡大していくビジネスモデルとなっている。不動産販売件数が減少した場合でも、関連するストックビジネスは積み上がっていくため、収益基盤は年々安定性が増していくことになる。

### (1) 不動産販売事業

不動産販売事業は子会社の（株）シノケンハーモニー及び（株）シノケンプロデュースで展開している。このうちアパート販売については、対象とする販売エリアを賃貸需要の高い5大都市圏（首都圏、福岡、名古屋、大阪、仙台）に限定しており、その中でも人口増加率の高いエリアで、かつ駅から徒歩10分圏内を用地物件の仕入れを行う上での条件としている。利便性が高く、人口が増加しているエリアは需要も多く、空室率も低くなるためだ。また、アパートは単身者やDINKSを対象とし、間取りは1K～1LDKを標準としている。人口の減少傾向が続いているものの、単身世帯数は逆に増加傾向にあり、単身世帯向けアパートの需要は今後も伸びることが予想されるためだ。



## 会社概要

ビジネスモデルとしては、同社でアパート用地を一旦取得し、木造アパートを建築した上で、土地・建物を併せて個人投資家等に販売する。用地を取得した段階で投資家向けの営業を開始し、受注から引渡し（売上計上）までの事業期間はおおむね6～8ヶ月となっている。販売価格は5,000万円から1億円前後の物件までとなる。販売価格のうち土地部分についてはほぼ仕入価格と同水準とし、アパート建築部分で利益を得るモデルとなる。このため、土地価格の高い東京エリアは販売価格が高くなるものの、利益率としては逆に低くなる。また、アパートは1棟当たりおおむね4～8戸で、一部空室が発生しても投資家は賃貸キャッシュフロー上、致命的な打撃を受けないため、原則、同社でサブリース（家賃保証）は行っていない。購入者は30～40代の一般的な会社員・公務員が中心で、年収も1,000万円未満の購入者が約70%を占める。このため、金利が上昇する局面に入ると金融機関からの融資条件が厳しくなることから、需要が冷え込むリスクがある点には留意する必要がある。

## アパートの販売価格等

エリア	価格帯（土地・建物合計）	表面利回り	地積	間取り	主な入居者層
首都圏	6,000万円～1億5,000万円	5.0%～	25～35坪程度		
福岡	5,000万円～1億円	5.8%～		1K～1LDK	40歳代以下の
名古屋	5,000万円～1億円	5.8%～	25～45坪程度	ロフト付	単身者または DINKS
大阪	5,000万円～1億円	5.5%～		(11～40㎡)	
仙台	5,000万円～1億円	5.8%～			

出所：会社資料、ヒアリングよりフィスコ作成

一方、マンション販売では首都圏（東京と一部、神奈川）を中心に一部、名古屋において投資用マンションを企画、開発し、個人投資家等に区分販売している。平均販売価格は2～3千万円台とアパートに比べ低いため、借入金額も少なく済み、購入者の心理的負担が小さい導入商品的な位置付けとなっている。

原則、住戸のタイプはワンルームで専有面積は20～30㎡の単身世帯者向けデザイナーズマンションとなる。だが、条例によるワンルームマンション規制（区によって様々な規制がある）で、40～50㎡、あるいはそれ以上の広さの住戸をつくり込む場合もある。未婚化、晩婚化により単身世帯やDINKS世帯が増加していることもあり、2013年1月に実需用マンション販売チームを新設し、広めの住戸については投資用だけでなく実需用としての販売も行っている（販売戸数全体に占める比率は1割に満たない程度）。

また、2015年9月にはマンションの開発販売を行う（株）プロパスト<3236>と資本・業務提携を行い（持分法適用関連会社、出資比率19.5%）、DINKS向けの住戸部分の販売や用地仕入れ情報の相互紹介などで協業しているほか、2014年2月に子会社化したゼネコンの（株）小川建設では、同社グループが販売するマンションの約70%を施工するなど、グループ会社間でのシナジーを生かして収益力を高めている。

アパートと異なり、マンションについては原則サブリースにより家賃保証を行っている。マンションは、1戸のみの購入のため入居者の入れ替わりにより空室が発生すると一時的に家賃収入がなくなり、投資家にとって投資リスクが高くなるためだ。サブリース賃料は2年ごとに見直しを行っており、同社に逆ざやリスクは発生しない仕組みとなっている。

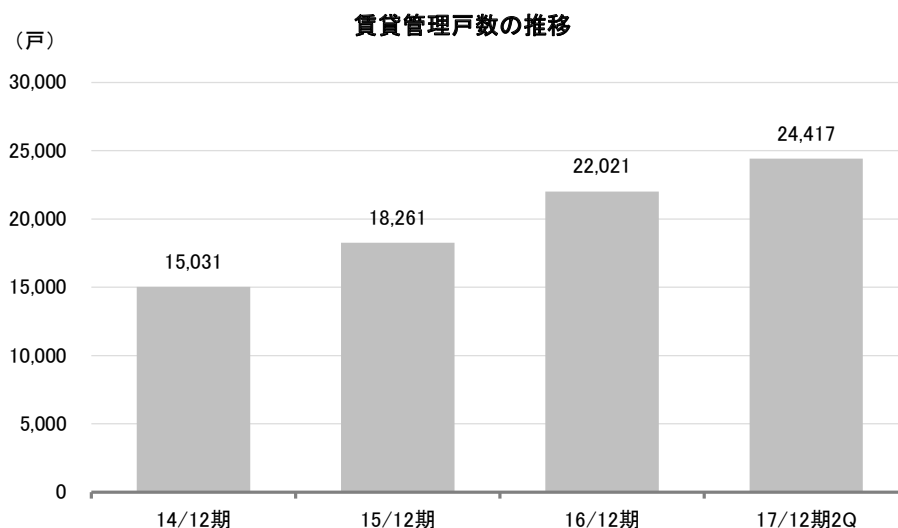


会社概要

**(2) 不動産管理関連事業**

不動産管理関連事業のうち賃貸管理については、(株)シノケンファシリティーズで展開している。アパートやマンション等の賃貸住宅の入居者募集、家賃回収及びメンテナンス等、賃貸住宅経営を全面的にサポートしている。また、管理物件に関して売買が発生し、売買仲介に関与できた場合、売買仲介手数料は当該セグメントに計上される。2017年6月末の賃貸管理戸数 24,417 戸のほとんどは、同社グループが開発したアパート、マンションとなるが、他社が開発した物件の管理も若干程度行っている。平均入居率は 2017年6月末時点で 98.9% (自社開発物件) となっており、全国平均の 80% 台や競合他社と比較しても数ポイント高い水準で推移している。前述したように同社の物件は需要が旺盛な市街地の駅近に立地していることや、単身世帯、DINKS 向けに特化していることが入居率の高さにつながっていると見られる。

そのほか、(株)シノケンアメニティが東京で、(有)マンションライフが名古屋エリアで分譲マンション管理(管理組合からの受託)、ビル管理を展開しており、清掃や設備点検などを行っている。分譲マンション管理戸数は 2017年6月末で 4,911 戸となっている。

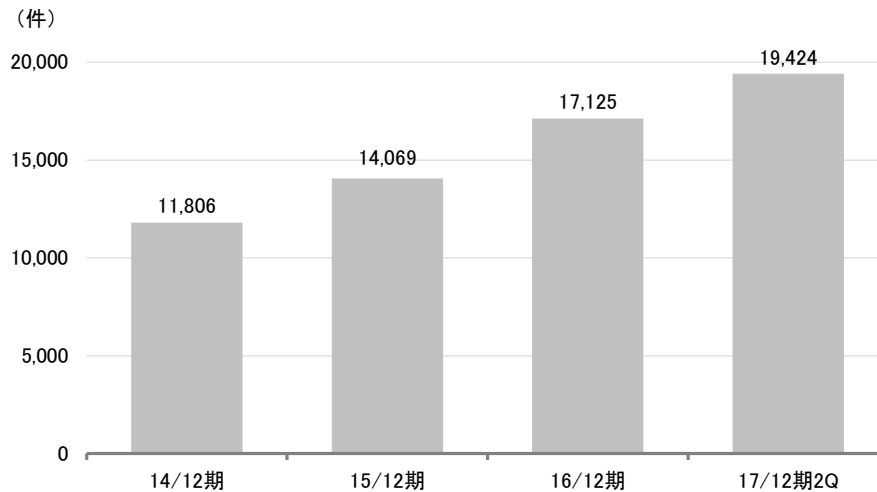


出所：有価証券報告書、会社資料よりフィスコ作成

一方、家賃等の滞納が生じた場合に、滞納家賃等を立替える家賃等の債務保証業務を(株)シノケンコミュニケーションズで行っている。2017年12月期第2四半期末の保証件数は 19,424 件(前期末比 2,299 件増)と着実に積み上がっている。新規の入居者には必ず加入してもらう契約となっているため、アパート、マンションの累積販売に連動して増加していくことになる。保証件数が賃貸管理戸数よりも少ないのは、約 15 年前に当該事業を開始する以前の入居者がまだ一定数残っているためだが、時間の経過とともに賃貸管理戸数に近付くものと考えられる。なお、延滞率は 0.6% 台と非常に低いため、安定した収益を獲得できる事業となっている。

## 会社概要

## 家賃等の債務保証件数の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

また、50%を出資する子会社のジック少額短期保険(株)で、同社グループが販売したアパート、マンションの入居者向けに家財保険を中心とした「生活安心総合保険」を販売している。同保険では、日本初の賃貸人を被保険者とする「孤立死原状回復費用保険」のほか「ストーカー対策費用保険」「ホームヘルパー費用保険」等のユニークなオプション(特約)も付いている。なかでも2014年7月に販売された「孤立死原状回復費用保険」は、独居老人の孤立死が社会問題化するなかでニーズの高い保険商品として注目されている。従来の保険では孤立死した被保険者の法定相続人しか保険金を請求できず、身寄りがない場合には賃貸住宅オーナーが原状回復のための費用を全額負担せざるを得ず、費用負担が発生していた。「孤立死原状回復費用保険」(特約)では、賃貸住宅オーナーを被保険者とすることでこうした問題をクリアしている。高齢単身者にとってもこの特約に加入することで賃貸住宅への入居が容易となるため、社会的意義の高い保険と言える。

### (3) ゼネコン事業

2014年2月に完全子会社化した(株)小川建設の事業となる。(株)小川建設は明治42年創業の建築系の中堅ゼネコンで、関東圏を中心にマンションやオフィスビル、教育施設、病院、介護施設などの建築請負を幅広く行っている。売上高の約30%は同社グループのマンション受注で占められ、大手デベロッパーからの受注も請け負っている。2008年秋のリーマンショックによる取引先の破綻による貸倒れや銀行の貸し渋りを受け、2009年1月に民事再生法適用申請に至っていた。

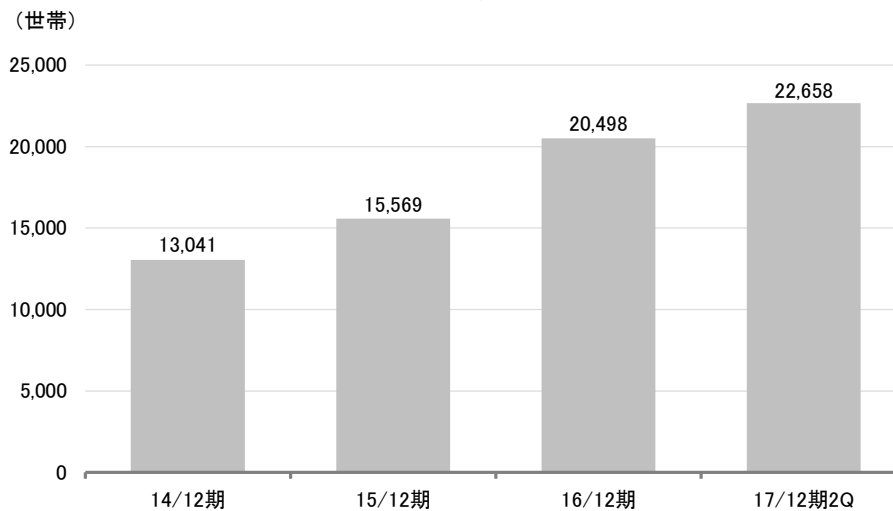
(株)小川建設を買収した主目的は、マンション施工の内製化にある。東日本大震災以降、東京オリンピック開催を控え建設技能労働者不足が深刻化し、ゼネコンが受注を渋る事態を想定し、安定したマンション供給を行うためにグループ内に施工能力を確保することが狙いとなっている。ただ、コスト競争力を持たせるため、外部のゼネコンにも発注しており、内製化率は7割程度にとどめる方針だ。

## 会社概要

**(4) エネルギー事業**

エネルギー事業の中心となるのは LP ガスの小売販売で、そのほとんどは同社グループが販売したアパート、マンションの入居者に対するものとなる。担当する事業会社は (株) エスケーエナジー、(株) エスケーエナジー名古屋、(株) エスケーエナジー東京、(株) エスケーエナジー仙台の 4 社となり、福岡、名古屋、首都圏、仙台の 4 拠点で事業展開している。2017 年 6 月末の LP ガス供給世帯数は 22,658 世帯となっているが、同社が販売するアパートでは軒並み使用されるため、今後もアパートの累積販売数に連動して契約世帯数も増加していくものと予想される。2017 年 4 月には (株) エスケーエナジー大阪を設立しており、大阪での販売も開始している。

また、2017 年 4 月より一般家庭向け電力の小売販売「シノケンでんき」も (株) エスケーエナジーで開始している。当面は同社が販売・管理を行うアパート、マンションの入居者約 2.5 万世帯を対象に順次切り替えを促し、3 年以内に 5 万世帯以上へ販売していくことを目標としている。2017 年 6 月末の契約世帯数は約 3 千世帯と順調に滑り出している。LP ガスとのセット販売によりコストメリットを打ち出すほか、手続きの簡素化なども訴求していく。

**LPガス供給世帯数の推移**


出所：会社資料よりフィスコ作成

**(5) 介護事業**

2012 年 12 月に (株) シノケンウェルネスを設立し、介護事業に進出している。2015 年 2 月にはグループホーム施設運営及び介護サービスを展開する (株) フレンドを、2016 年 1 月には訪問介護を東京、福岡で展開する (株) アップルケアをそれぞれ完全子会社化している。

## 会社概要

介護事業の統括会社となっているシノケンウェルネスでは、既存の賃貸マンションやアパートの空室をリニューアルし、24時間介護サービスの付いた高齢者向け賃貸住宅とする「寿らいふプラン」というサービスを展開している。有料老人ホームよりも料金が格段にリーズナブルで、生活の自由度も高く、同サービスは2013年度にビジネスモデルのグッドデザイン賞も受賞している。また、東京と福岡で3棟のサービス付き高齢者向け住宅（以下、サ高住）を保有、運営している。アップルケアでは東京と福岡の2拠点でデイサービスを展開し、フレンドでは東京、大阪、福岡でグループホーム7施設（うち2施設で小規模多機能型居宅介護）を保有、運営している。

このように同社グループは、要介護度に応じて幅広いサービスをワンストップで提供できるグループ体制を整備しており、今後、収益機会が広がっていくことが期待される。

## (6) その他

その他には海外事業等が含まれる。海外は中国、シンガポール、インドネシアの3ヶ国で展開しているが、このうち中国とシンガポールは不動産賃貸・売買仲介事業を若干行っている程度で業績への影響は軽微となっている。一方、インドネシアについては小川建設による建設関連事業のほか、今後は首都ジャカルタにおいて不動産開発事業を本格的に展開していく計画となっている。現在、単身者向けの投資用アパート「桜テラス」の第1号案件を建築中で、2018年夏頃に竣工予定となっている。

新規事業としては、国内で「リノベ×民泊」事業を2017年12月期より開始する予定。都心部の主要ターミナル駅周辺において空室となっているテナント物件（オフィスや店舗含む）をリノベーションして民泊物件として提供していく。第1号物件として福岡の中心地である天神駅付近の自社テナントビルの1室（25㎡）のリノベーション工事に着手しており、2017年秋にも民泊物件として提供する予定となっている。同サービスについてはまず自社保有物件から始めビジネスモデルを確立した後に、全国主要都市のテナントビルに拡張していく計画となっており、リノベーション工事の受注及び民泊運営事業の拡大を目指していく。なお、同事業では2017年7月に資本業務提携した（株）Chaintope（出資比率15%、出資額約3千万円）と共同開発するブロックチェーン技術を活用した革新的なサービスを導入することで利便性を向上し、高稼働率を獲得していく戦略となっている。

具体的には、民泊物件の管理にブロックチェーン技術を活用し、民泊物件利用の権利移転を自動化するほか、スマートキーと連動させスマートフォンでの施錠・開錠をできるようにし、物件の検索から利用申込み、滞在、退出、精算手続きまでの一連の流れをオンラインで自動化することで、利用者の利便性向上を図っていく。なお、開発したサービスについては、既存のアパート、マンション物件でもオーナーの了解を得られれば導入していく予定となっている。

### 3. ビジネスモデルと強み

#### (1) 土地を持たないサラリーマン・公務員層をターゲットとした投資用アパート経営のパイオニア

アパート経営と言うと地主が相続税対策や遊休資産の活用のために行うものというイメージが強く、実際、大手ハウスメーカーや大東建託(株)<1878>などでは地主に対し、そのような提案をし、アパート建築を請負っている。こうしたなか、同社では土地を持たず自己資金も少ない普通の会社員、公務員層を主要ターゲットに、老後に向けた資産形成の手段として土地付きアパートを提案するという業界の常識を覆す独自のビジネスモデルを展開してきた。地主向けのアパート建築請負も地主から特に要望があった場合などに限り行っているが、年に数棟程度に過ぎない。経営資源の効率活用の観点から、同社から地主に積極的に営業をかけることはしていない。

#### (2) 約27年のトラックレコードを背景に競争優位性を維持している

土地から購入して果たしてアパート経営が成立するののかという疑念が持たれるところだが、創業来約27年にわたり、同社グループが供給してきた3,500棟以上のアパートで経営破綻を起こしたことは一例もない。高い入居率を維持してきたこと、アパートローンは変動金利だが、創業来、総じて低金利が続いてきたことなどによる。高い入居率の維持を可能としているのは、1) 大都市圏の市街地で駅から10分圏内で賃貸需要が確実に見込めるエリアに限定して物件供給をしてきたこと、2) 若年層に訴求するデザイン性に優れた物件を供給してきたこと、3) 狭小地や変形地などを生かすプランニング力に優れ(木造はプレハブに比べ土地の形状に合わせて設計しやすい)、比較的用地を安く取得してきたこと、4) 大手ハウスメーカーに比べ建築費が安いこと、競争力の高い家賃設定が可能なこと、などによる。


居住用の住宅ローンと異なり、アパートローンについては、借り手の信用力だけでなく販売会社の実績を金融機関は重視する傾向にある。こうした約27年のトラックレコードを背景に、2014年から年収が500万円程度あれば、頭金ゼロ(全額ローン)、融資期間35年、金利2%程度という破格の好条件でアパートローンの利用が可能になっている。

土地付きアパート販売の競合会社としては、2016年12月に東証1部に上場した(株)インベスターズクラウド<1435>や、比較的大きな未上場企業、同社グループからスピンアウトした社員が起業した小規模な会社など増えてきているが、フロントランナーとしての実績を背景にしたアパートローンの融資条件の優位性、狭小地や変形地におけるプランニング力などの点において競争優位性は高いと言える。

また、同社では一旦、用地を自ら取得するのに対し、(株)インベスターズクラウドは自らのB/Sを通さず仲介の形で投資家に土地を紹介している。B/Sを通すビジネスモデルの方が、当然資金負担は重くなるが、1) 迅速な用地仕入れができる、2) 用地を分筆して複数棟開発するなど柔軟な企画が可能、3) 顧客投資家がアパートローンの審査を否認されたような場合、その後の対応が容易、などの利点がある。

## 会社概要

## 同業他社との違い

	当社	同業他社
顧客属性	土地を持たない会社員	土地持ちのオーナー
目的	・資産形成 ・家賃収入で土地を残すことが目的	・土地活用 ・節税目的
物件エリア	人口増加率の高いエリアで、 駅徒歩 10 分圏内	土地ありきなので、 駅から離れた郊外が多い
		
入居率	好調	軟調

出所：会社資料よりフィスコ作成

**(3) コンプライアンス重視のプル型の営業スタイル**

投資用マンションの営業スタイルは、業界では電話営業が一般的となっているが、電話営業は消費者とのトラブルを引き起こしやすいという側面がある。また、地主向けのアパート建築の営業スタイルは、訪問営業（飛び込み営業）が基本であり、これも過去、度々メディア等で批判にさらされてきた。

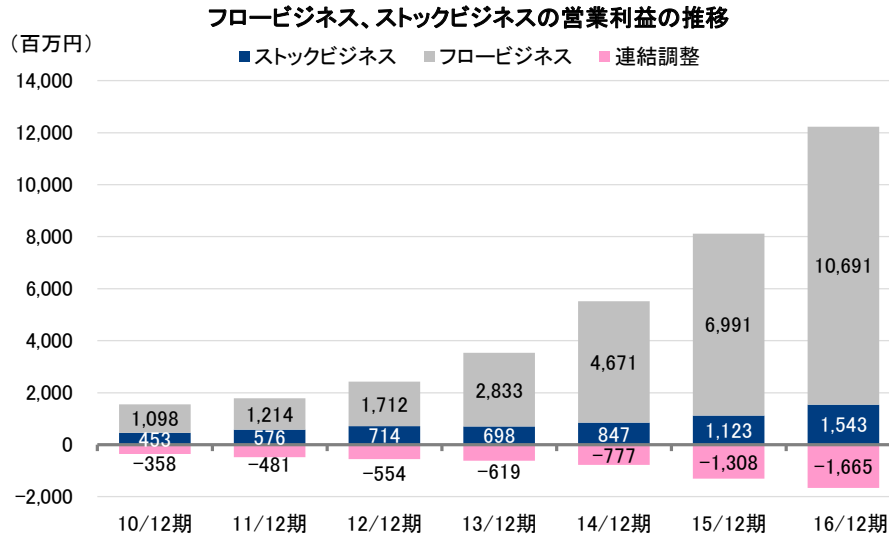
同社は営業スタイルの面でも業界では特異で、創業時からセミナーや広告媒体を中心としたプル型営業を貫いてきた。特に、2016年からはテレビCMで俳優の佐々木蔵之介（ささきくらのすけ）氏を起用し、反響数にも大きく寄与している。同社からアパート、マンションを購入した顧客の満足度も高く、販売物件数の約30%が既存顧客のリピート・紹介で占められていることから、営業に関してコンプライアンス面の不安は乏しいと言える。

**(4) フロービジネスでの販売に連れて自動的にストックビジネスが積み上がる**

ストックビジネスのうち、不動産管理関連事業とエネルギー事業は、不動産販売事業で販売するアパートやマンションのオーナーまたは入居者が契約者となるため、販売に連動して自動的に積み上がる仕組みとなっている。足元はフロービジネスの急成長により、これらストックビジネスの伸びが目立たないが、収益は年率2ケタ増収増益ペースが続いている。今後、市場環境が悪化しフロービジネスの収益が落ち込んだとしても、ストックビジネスについては成長が続く見通しで業績の下支え役になるものとして期待される。



## 会社概要



出所：決算短信、会社資料よりフィスコ作成

## 業績動向

### 2017年12月期第2四半期累計は 半期ベースで過去最高業績を連続更新

#### 1. 2017年12月期第2四半期累計の業績概要

2017年12月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比35.5%増の49,386百万円、営業利益が同24.3%増の6,430百万円、経常利益が同30.1%増の6,021百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同35.4%増の4,103百万円と2ケタ増収増益となり、半期ベースで過去最高業績を更新した。また、期初会社計画に対しても売上高は若干未達となったものの、利益項目ではすべて上回る好業績となった。主力事業である不動産販売事業が2ケタ増収増益と好調を持続したこと、また、不動産管理関連、ゼネコン、エネルギー、介護、その他の各事業についても軒並み計画どおり順調に推移したことなどが要因だ。売上高営業利益率が前年同期から1.1ポイント低下の13.0%となったが、これは利益率の高いマンション販売が前年同期比で1.1%減収であったのに対して、アパート販売が同61.4%増収と大幅伸長となり、販売構成比が変化したことが要因となっている。

## 業績動向

## 2017年12月期第2四半期累計の連結業績

(単位：百万円)

	16/12期2Q		会社計画	17/12期2Q			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	36,427	-	50,000	49,386	-	35.5%	-1.2%
売上原価	27,214	74.7%	-	38,005	76.9%	39.6%	-
販管費	4,041	11.0%	-	4,950	10.0%	22.4%	-
営業利益	5,171	14.2%	5,500	6,430	13.0%	24.3%	16.9%
経常利益	4,627	12.7%	5,100	6,021	12.1%	30.1%	18.0%
親会社株主に帰属する四半期純利益	3,029	8.3%	3,500	4,103	8.3%	35.4%	17.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## すべての事業セグメントで2ケタ増収を達成

### 2. 事業セグメント別の動向

#### (1) 不動産販売事業

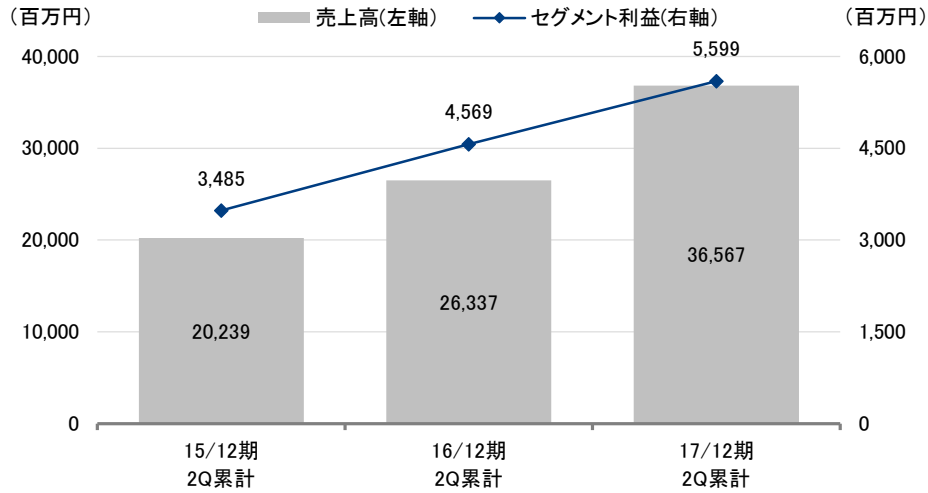
不動産販売事業の業績は、売上高が前年同期比 38.8% 増の 36,567 百万円、セグメント利益が同 22.5% 増の 5,599 百万円となった。アパート販売については豊富な受注残を背景に、売上高は前年同期比 61.4% 増の 27,191 百万円の大幅増収となった。受注に関しては同 7.3% 増の 33,380 百万円と伸び率こそ鈍化したものの、業界全体に陰りが見え始めるなかで堅調を維持している。前述したとおり、同社は需要が見込める主要都市の人気エリアを販売対象として土地の仕込みを行っていることや、約 27 年間の実績により金融機関や保証会社との良好な関係を構築しているなかで、金融機関からの融資姿勢については従来と変わらないことなどが要因と考えられる。日銀が発表した 2017 年 4-6 月の個人による貸家業向け新規貸出額は前年同期比で 14.5% 減と落ち込んだが、同期間における同社の受注額は 2.1% 増と堅調に推移している。

地域別販売動向を見ると、注力地域としている東京の伸びが大きかったようで、販売棟数の構成比では前年同期の 2 割強から 3 割強に上昇した。東京については土地価格が高いため、利益率は販売構成比の変化により若干低下したと見られる。同社では今後も単身者の世帯数増加が見込まれる東京エリアでの販売を強化していく方針で、中期的には全体の 5 割以上まで引き上げていくことを目標としている。

一方、マンション販売の売上高は前年同期比 1.1% 減の 9,375 百万円となった。前年同期の水準が高かったこともあり若干減収となったが、首都圏において投資用のデザイナーズマンションの販売が順調に推移した。受注高に関しては前年同期比 8.2% 減の 8,162 百万円となったが、同社ではマンション販売事業についてはリスク許容範囲内で年間販売戸数を一定水準に保つ方針であり、会社計画どおりの進捗となっている。なお、受注残高が前年同期比 49.2% 減と大幅に減少しているのは、前年同期においては未完成物件にかかる契約残高が一時的に多額に含まれていたためである。

## 業績動向

## 不動産販売事業の業績



注：15/12 期 2Q 累計はアパート販売事業とマンション販売事業の単純合算値  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## アパート・マンションの受注・販売動向

(単位：百万円)

	15/12 期		16/12 期		17/12 期	
	上期	下期	上期	下期	上期	前年同期比
<b>アパート</b>						
受注高	13,480	21,420	31,108	32,223	33,380	7.3%
売上高	12,218	11,541	16,845	24,550	27,191	61.4%
受注残高	19,344	29,233	43,487	51,160	57,349	31.8%
<b>マンション</b>						
受注高	5,976	7,603	8,894	7,710	8,162	-8.2%
売上高	8,020	5,643	9,482	8,232	9,375	-1.1%
受注残高	2,150	4,109	3,521	2,999	1,785	-49.2%

出所：有価証券報告書、会社資料よりフィスコ作成

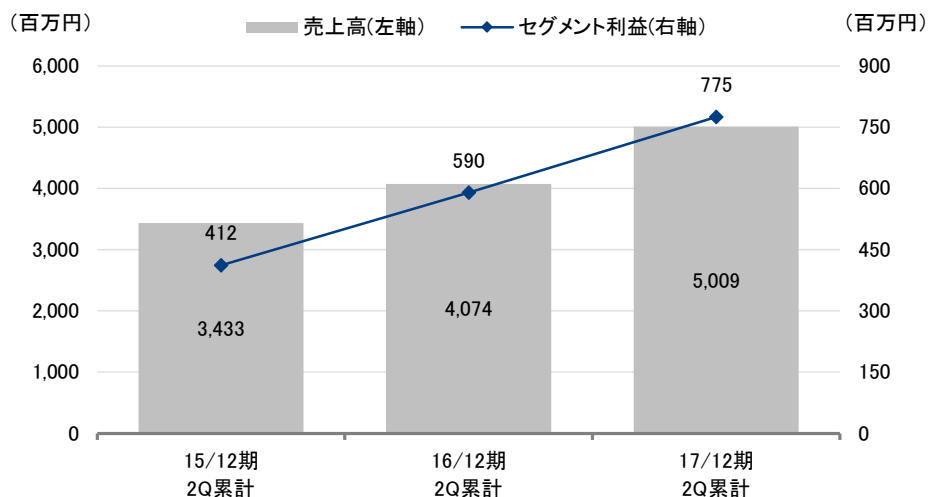
## 業績動向

**(2) 不動産管理関連事業**

不動産管理関連事業の業績は、売上高が前年同期比 22.9% 増の 5,009 百万円、セグメント利益が同 31.2% 増の 775 百万円となった。アパート販売の大幅伸長による入居者数の増加を背景に、これらストックビジネスも 2 ケタ増収増益と好調に推移した。

主力の賃貸管理はアパート販売棟数の増加や管理物件の入居率維持・向上に努めたことにより、2017 年 12 月期第 2 四半期末の管理戸数は前年同期末比 21.6% 増の 24,417 戸となった。また、分譲マンション管理についても管理物件の資産価値の維持・向上並びに管理組合向けのサービスレベル向上に取り組んだことにより、管理戸数で同 10.1% 増の 4,911 戸と着実に積み上がっている。

一方、家賃等の債務保証サービスについては、入居者向けの保証件数拡大に向けた保証プランの充実や新規顧客の獲得を図るとともに、保証債務の回収率向上に努め、また、少額短期保険についても保険商品の充実と新規契約の獲得に努めたことで、いずれも順調に拡大したと見られる。

**不動産管理関連事業の業績**


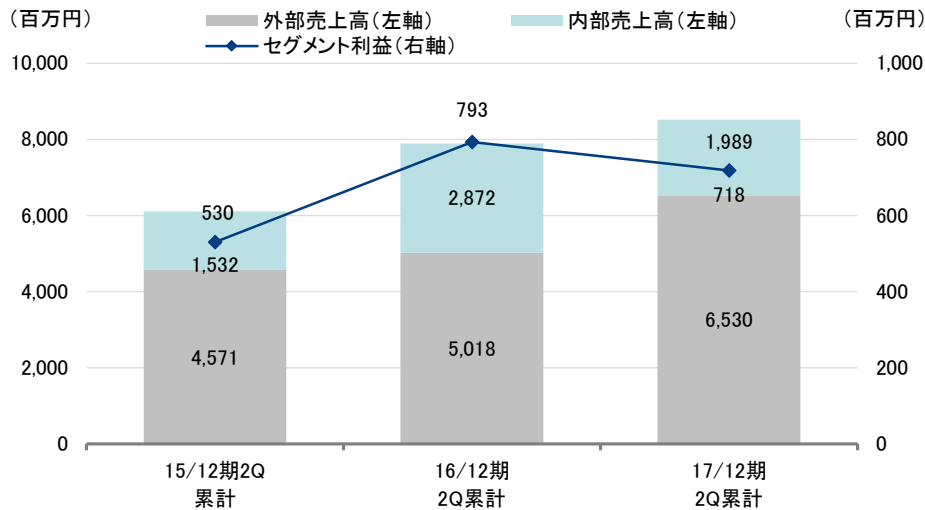
注：15/12 期 2Q 累計は不動産賃貸管理事業と金融・保証関連事業の単純合算値  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

**(3) ゼネコン事業**

ゼネコン事業の業績は、売上高が前年同期比 30.1% 増の 6,530 百万円、セグメント利益が同 9.4% 減の 718 百万円となった。対外顧客向け売上高は新規顧客を開拓してきたことが奏効し 2 ケタ増収となったが、内部取引売上高（グループのマンション建築請負等）が減少したことにより、総売上高は 7.9% 増の 8,520 百万円となった。セグメント利益が減益となっているが、これはセグメント間取引調整等の影響によるもので、小川建設の業績そのものは増収増益となっており、会社計画どおりに進捗している。

## 業績動向

## ゼネコン事業の売上高の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

**(4) エネルギー事業**

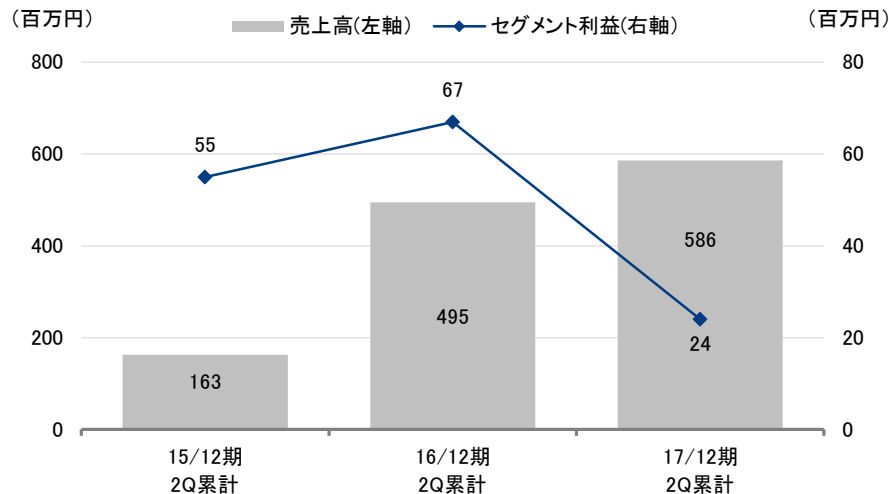
エネルギー事業の業績は、売上高が前年同期比 38.7% 増の 617 百万円、セグメント利益が同 10.5% 増の 127 百万円となった。LP ガスの 2017 年 12 月期第 2 四半期末における供給世帯数は、アパート販売棟数の増加により前年同期末比 34.0% 増の 22,658 世帯に拡大した。また、4 月より新たに電力の小売販売を開始し、2017 年 12 月期第 2 四半期末で約 3 千世帯の契約を獲得したこと等も増収要因となった。利益率が若干低下したが、これは電力小売販売の開始に伴い販売費用が増加したこと等が要因と見られる。

**(5) 介護事業**

介護事業の業績は、売上高が前年同期比 18.2% 増の 586 百万円、セグメント利益が同 63.5% 減の 24 百万円となった。既存の施設やサービスについては堅調に推移したが、2017 年 6 月に福岡エリアで認知症対応型グループホーム及び小規模多機能型居宅介護施設「フレンド香住ヶ丘」を開設したことによる先行費用の計上が減益要因となった。ただ、同グループホームについては開設からすぐに募集定員に達するなど、順調な立ち上がりを見せており、早晚収益貢献してくるものと見られる。なお、利益率が 4.2% と同社の事業セグメントのなかでは唯一 10% を下回っているが、これはのれん償却費用 52 百万円を計上しているため、のれん償却前利益ベースで見ると 13.3% とほぼ全社平均並みの水準となっている。

## 業績動向

## 介護事業の業績



出所：決算短信よりフィスコ作成

## (6) その他

その他の事業は、売上高が前年同期比 33.5% 増の 74 百万円、セグメント利益が同 69.0% 増の 95 百万円となった。海外事業についてはインドネシアのジャカルタで「桜テラス」ブランドによる投資用アパート事業を本格的に展開していく予定にしており、第 1 号案件が 2018 年夏頃に完成予定のほか、土地についても 4～5 ヶ所の仕入を実施し、受注が決まり次第、着工していく予定となっている。このため、海外事業の売上高が本格的に増えてくるのは 2018 年以降となる見通しだ。インドネシアでは小川建設が駐在員事務所を開設しており、現地建設会社に対するコンサルティングやサポートを行っているため、こうしたネットワークも活用しながら積極的に事業展開を進めていく計画となっている。

一方、国内では新規事業として「リノベ×民泊」事業を開始している。まずは自社保有物件における空室の活用からスタートし、2017 年下期に第 1 号案件が完成する予定となっている。

## 業容拡大で有利子負債膨らむも、財務体質は着実に改善

### 3. 財務状況と経営指標

2017 年 12 月期第 2 四半期末における財務状況を見ると、総資産は前期末比 3,741 百万円増加の 76,014 百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現預金が -1,399 百万円減少する一方で、アパート販売の受注拡大に伴い棚卸資産（販売用不動産・不動産事業支出金）が 4,807 百万円増加した。なお、販売用不動産は既に契約がほぼ済んでおり、今後アパートローンの否認やローンキャンセル発生などにより 10% 程度はキャンセルになる可能性もある。ただ、仮にキャンセルになったとしても別の投資家に売却するため、棚卸資産評価損が発生する可能性はほとんどない。



## 業績動向

一方、負債合計は前期末比 48 百万円減少の 53,676 百万円となった。アパート販売用の土地取得や建築費用に向けて有利子負債が 1,209 百万円増加した一方で、工事未払金が 411 百万円、未払法人税等が 397 百万円減少した。また、純資産は配当金の支払い 350 百万円のマイナス要因があったが、親会社株主に帰属する四半期純利益 4,103 百万円を計上したことで、前期末比 3,790 百万円増加の 22,338 百万円となった。

財務の健全性を示す自己資本比率については、前期末の 25.6% から 29.3% と 3.7 ポイント上昇した。また、ネット DE レシオ（(有利子負債 - 現預金) ÷ 自己資本）も前期末の 1.3 倍から 1.2 倍に低下しており、収益が拡大するなかで財務体質の改善も着実に進んでいると判断される。

## 要約貸借対照表

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期 2Q	増減額
流動資産	30,325	42,281	61,499	64,811	3,312
現預金	6,230	7,679	13,524	12,125	-1,399
販売用不動産	11,832	18,527	26,624	31,105	4,480
不動産事業支出金	8,339	10,705	15,336	15,662	326
固定資産	8,299	10,175	10,773	11,203	429
資産合計	38,625	52,457	72,273	76,014	3,741
流動負債	16,058	21,966	31,393	35,439	4,046
有利子負債	7,949	11,279	16,342	21,778	5,436
固定負債	14,565	18,144	22,331	18,236	-4,094
有利子負債	13,981	17,473	21,620	17,394	-4,226
負債合計	30,623	40,111	53,724	53,676	-48
純資産	8,001	12,345	18,548	22,338	3,790

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期 2Q
自己資本比率 (%)	20.7	23.5	25.6	29.3
ネット D/E レシオ (倍)	2.0	1.7	1.3	1.2

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 不動産販売事業とストックビジネスの好調持続により、 通期業績は会社計画を上回る可能性

#### 1. 2017年12月期の業績見通し

2017年12月期の連結業績は、売上高は前期比29.2%増の105,000百万円、営業利益が同10.7%増の11,700百万円、経常利益が同11.2%増の11,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同17.1%増の7,800百万円と期初会社計画を据え置いている。セグメント別の業績は開示されていないが、主力の不動産販売事業についてはアパート販売が第2四半期末で57,349百万円と高水準の受注残を抱えていることから、首都圏を中心に今下期も全体として好調を持続する見通しであり、それに連動する格好で賃貸管理や家賃等の債務保証などの不動産管理関連事業、並びにエネルギー事業も2ケタ台の増収増益が続くものと予想される。マンション販売については、前期の水準が高かった反動による相対的な減収減益を見込むものの、あくまで会社計画どおりに推移する見込みだ。

営業利益率が前期の13.0%から11.1%へ低下するが、これは前述したとおり利益率の高いマンション販売の売上構成比が低下すること、アパート販売では用地価格が高い首都圏の販売構成比が上昇することなどが要因となっている。ただ、第2四半期累計業績では、利益率並びに利益額で会社計画を上回っており、今後市場環境に大きな変化がなければ、通期業績に関しても利益ベースで計画を上回る可能性が高いと弊社では見ている。

なお、民泊関連事業では国家戦略特区指定地域である東京都大田区で民泊対応マンション（総戸数46戸）の分譲を開始したほか、大阪市東成区で民泊対応アパートの分譲も開始するなど、2018年春の民泊新法施行を控えて、その取り組みを強化している。

#### 2017年12月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	16/12期		17/12期		
	実績	対売上比	会社計画	対売上比	前期比
売上高	81,294	-	105,000	-	29.1%
売上原価	62,043	76.3%	84,500	80.4%	36.1%
販管費	8,680	10.6%	8,800	8.3%	1.3%
営業利益	10,570	13.0%	11,700	11.1%	10.7%
経常利益	9,895	12.1%	11,000	10.4%	11.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	6,662	8.2%	7,800	7.4%	17.0%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2017年の貸家市場は踊り場局面だが、 同社は独自のビジネス戦略により成長が続く

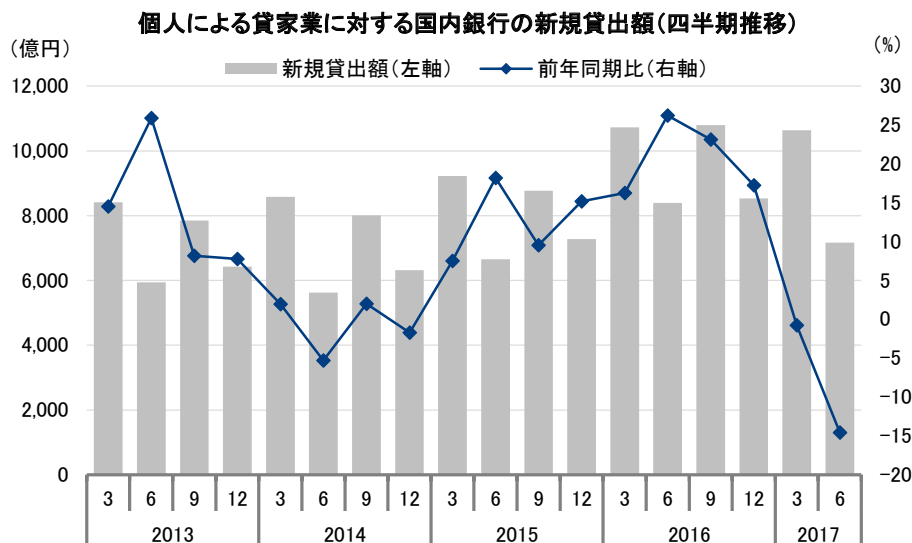
### 2. 貸家市場の動向について

不動産調査会社(株)タスの調べによると、東京都のアパート空室率は2015年前半まで約30%で推移していたが、その後は供給戸数が増え始めたこともあり上昇トレンドに転じ、直近では約34%の水準に達している。\*ここ数年、空室率は横ばい水準で推移している。2015年以降、供給が増え始めた要因としては、2015年1月の税制改正により相続税の課税対象が広がったことで、相続税対策目的のアパート新築が増えたこと、2016年に日銀がマイナス金利を導入したことで金利が一段と低下し、融資条件が緩和されたことなどが背景にあると見られる。

\* 空室率は(株)タスの独自計算による。首都圏エリアについてはほぼ同様の傾向となっているが、関西や愛知、福岡については大きな変化はみられず空室率は横ばい水準で推移している。

ただし、個人による貸家業向け新規融資額について見ると、2017年4-6月は前年同期比で14.5%減と2四半期連続でマイナスとなり、また、貸家の新規着工戸数も2017年7月は前年同月比で3.7%減と2ヶ月連続のマイナスとなるなど、ここに至り業界全体の動きを示す統計指標には息切れ感が出始めている。超低金利下が続くなかで、個人の不動産投資がやや過熱気味となっていることから、金融機関が融資姿勢を厳しくし始めたことが影響しているとの見方も出ている。このため、貸家業に対する新規融資額や貸家の着工戸数については、少なくとも年内一杯は前年比でマイナス基調が続くものと弊社では見ている。

このように2017年は業界全体が踊り場を迎えるものの、同社についてはその独自戦略によって引き続き成長が続くものと予想される。前述したように豊富な受注残を有しており、下期の販売についてはこれら物件の引渡しを行っていくことで計画の達成は十分可能と考えられる。足許の営業活動は既に、2018年に販売する物件の仕込みに入っている。同社では今後も単身世帯数の増加が見込まれる東京エリアを中心に販売を拡大していく方針に変わりないが、関西エリアについても、大阪だけでなく神戸や京都など周辺エリアに進出していくことで成長は可能と見ている。



出所：日本銀行「貸出先別貸出金」よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## インドネシアで不動産開発事業、国内でブロックチェーンを活用した「リノベ×民泊」事業を新たに展開

### 3. 中期3ヶ年計画と新規事業の取り組みについて

同社では2016年11月に3ヶ年の中期経営計画を発表しており、最終年度となる2019年12月期の連結業績目標として、売上高1,250億円、営業利益130億円、経常利益125億円、親会社株主に帰属する当期純利益91億円を掲げた。また、財務面では2019年12月期に自己資本比率を40%以上に引き上げるほか、ネットキャッシュ（現預金 - 有利子負債）をプラスに転換し実質無借金経営を目指していく。2017年12月期第2四半期末における自己資本比率は29.3%、ネットキャッシュは約270億円のマイナスとなっている。

#### 中期計画

(単位：百万円、%)

	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期(予)	18/12期(予)	19/12期(予)
売上高	39,724	55,070	81,294	105,000	115,000	125,000
(伸び率)	52.9	38.6	47.6	29.2	9.5	8.7
営業利益	4,740	6,806	10,570	11,700	12,000	13,000
(伸び率)	62.7	43.5	55.2	10.7	2.6	8.3
経常利益	4,302	6,448	9,895	11,000	11,500	12,500
(伸び率)	61.3	49.8	53.4	11.2	4.5	8.7
親会社株主に帰属する当期純利益	2,886	4,447	6,662	7,800	8,200	9,100
(伸び率)	42.4	54.0	49.8	17.1	5.1	11.0
EPS (円)	177.23	270.02	400.92	468.89	493.42	547.58
純資産額	8,001	12,345	18,548	26,348	34,548	43,648

出所：会社資料よりフィスコ作成

注：純資産額の予想には配当金の流出は考慮されていない

中期経営計画の経営戦略として、既存事業の強化による収益拡大と同時に、2020年以降の成長を見据え海外事業も含めた新規事業の育成を掲げている。

#### (1) 既存ビジネスの強化

既存事業ではフロービジネスであるアパート販売を拡大していくことで、販売に連動する賃貸管理や家賃等の債務保証、LPガス・電力の小売販売といったストックビジネスの積み上げを図り、収益成長と同時に収益基盤の安定化を進めていく。

また、介護事業に関しては、サ高住やグループホーム、訪問介護サービスなど多様なサービスをワンストップで提供できる強みを生かし、今後はグループ会社間の連携を図りながらシナジーを高めていく戦略だ。国内では高齢者（65歳以上）人口が2016年の3,454万人から2040年に3,800万人を超える水準まで増加し、また人口比率では2050年に38.8%まで達すると予測されるなど、今後は超高齢社会となる。介護市場では在宅での要介護者数が増える見通しで、訪問介護サービスの重要性は一段と高まるほか、高齢者向け賃貸住宅の需要も拡大していくことが予想される。

## 今後の見通し

同社はこうした需要増に対応するため、賃貸住宅でも単身者の高齢者が安心して生活できるよう、各種安心サポートサービス（見守りサービス、訪問診療・介護、食配サービス等）付きの「寿らいふプラン」を開発し、提供を開始している。同プランはアパートの一部屋からでも高齢者向け住宅にリニューアルできるパッケージプランとなっており、オーナーにとっては既存の賃貸アパートの空室を有効活用できるメリットがある。現在、サービス付き高齢者住宅と高齢者向け賃貸住宅で合わせて1,000戸を超える実績となっており、今後更なる拡大が見込まれる。なお、サービス付き高齢者住宅については新設の予定がなく、高齢者向け賃貸住宅を伸ばしていく戦略となっている。

**(2) 新規事業の育成**

同社は2020年以降の持続的な成長を図るため、新たな収益柱となる事業の育成に今後3年間で取り組んでいく方針となっている。具体的に動き始めている事業として、インドネシアでの不動産開発事業、国内における「リノベ×民泊」事業が挙げられる。また、M&Aにもついてもシナジーが見込める案件については積極的に取り組んでいく方針となっている。

**a) インドネシアの不動産開発事業**

インドネシアの人口は約2.55億人と世界第4位で、うちジャカルタは約1,017万人の都市となっている。周辺の郊外都市も含めた都市圏人口では約3千万人となり、これは東京に次ぐ世界第2位の規模で20年後には東京を抜いて世界1位の巨大都市に成長するとも言われている。このため、賃貸住宅等の不動産市場も今後高成長が期待できることになる。

同社は2016年に現地子会社を設立し、ジャカルタ市内にて投資用アパート販売事業を展開すべく事業化の準備を進めてきた。第1号案件として投資用アパート「桜テラス」の建設に着手しており、2018年夏ごろに完工する予定となっている。物件はジャカルタ中心部で651㎡の敷地に鉄筋コンクリート、地下1階から地上4階までのワンルーム65戸の規模で、既に販売先も決定していると言う。そのほかにも4～5件の土地を取得しており、販売先が決まり次第、着工に取り掛かる予定となっている。1棟当たり数億円の販売規模となるが、投資利回りとしては国内のアパート以上の水準が見込めるとしており、2020年度までに事業規模として100億円程度に拡大していくことを目指している。また、インドネシアで事業基盤が固まれば、周辺国の主要都市への進出も視野に入れている。

**b) 「リノベ×民泊」事業**

民泊新法が2018年春から施行される見通しとなったことから、同社でも民泊ビジネスを本格的に展開し、事業を拡大していく計画となっている。民泊対応型マンションやアパートの販売だけでなく、既存テナントの空室をリノベーションにより民泊物件として再生する「リノベ×民泊」事業についても取り組みを開始している。まずは自社保有ビル等で空室となっている物件のうち、民泊用として需要が見込める物件に関してリノベーションを実施し、民泊物件として提供を開始する。同社では、今後1年間で30室程度を目標としている。

民泊ビジネスに関しては成長市場であるため参入企業が増え競争の激化が予想されるが、同社は現在、共同開発中のブロックチェーンを活用した新たな仕組み、サービスを導入することで利便性の向上を図り、同事業を拡大していく考えだ。自社物件でビジネスモデルを確立した後に、全国主要都市において他社が保有するビルの空室物件に関しても「リノベ×民泊」サービスを提供していくことを計画している。オフィスや店舗としての借り手が見つからなくても、民泊用であれば需要が見込める物件の潜在需要は大きいと見られ、これらを取り込んでいく戦略だ。

## 今後の見通し

また、ブロックチェーンを活用したサービスについては、同社が販売するアパートやマンションなどでもオーナーの了解が得られれば、導入していく予定にしている。同サービスを導入することによって、入居率の向上が期待されるため、早晩、普及していくものと予想される。同社はシステムサービスの利用料を得ることで、新たな収益増につながるようになる。

### (3) M&A の取り組み

M&A の取り組みとしては、エネルギー事業拡大施策の1つとして、2017年5月に再生可能エネルギーであるバイオマス発電の企画開発等を行う新電力開発(株)の株式を50%取得し、関連会社とした(出資額は数千万円程度)。新電力開発は2017年に設立されたベンチャーだが、既にFIT(固定買取価格制度)認定を受けた第1号案件※を抱えており、2018年に鳥取県境港市に発電出力で28MWの発電施設を建設し、2019年からの稼働を計画している。同社は東南アジアにあるグループのネットワークを活用してバイオマス発電の材料調達をサポートしていく。

※ 1kWh 当たり 24 円で 20 年間販売できる契約となっている。

また、2017年8月には「MYU」ブランドで不動産賃貸仲介業を展開するアーウェイ・ミュウコーポレーション(株)(以下、ミュウ)に出資し、グループ会社化したことを発表した(出資比率は非開示)。「MYU」は福岡市内を中心に11店舗を展開しており、従来から同社の物件に関しても賃貸仲介を行うなど取引関係のあった会社だが、今回、グループ会社化することで更なる関係強化に取り組み、シナジーを創出していく考えだ。具体的な、シナジーとしては以下の4点が挙げられる。

#### a) マーケティング

「MYU」をアンテナショップとして、様々な顧客ニーズや周辺家賃の相場状況などをタイムリーに収集・分析し、同社が提供するアパート・マンションの企画・開発に反映することで、商品価値の向上につなげていく。

#### b) 賃貸仲介

「MYU」の店舗において同社物件に対する賃貸仲介の取り組みを今まで以上に強化することで、同社物件の更なる入居率の向上につなげていく。

#### c) 仕入・売買強化

同社とミュウが有する土地・中古物件情報を共有することで、同社のアパート用地仕入力の増強が見込まれるほか、同社物件のオーナーやミュウの取引先から寄せられる中古物件の売却依頼や購入依頼に対して、タイムリーに対応できることが可能となる。

#### d) ストックビジネスの拡大

ミュウが仲介する他社物件の入居者に対して、同社が提供するLPガスや電力、家賃保証、少額短期保険など様々なサービスを提供することで、ストック型ビジネスの更なる積み上げが可能となる。

今後、こうしたシナジーを最大化していくため、同社では「MYU」の店舗数を拡大していく戦略で、1年以内に九州や東京で5店舗程度出店するほか、2020年までに名古屋や大阪、仙台等にも進出し、総店舗数で30店舗以上の体制を目指していく考えだ。

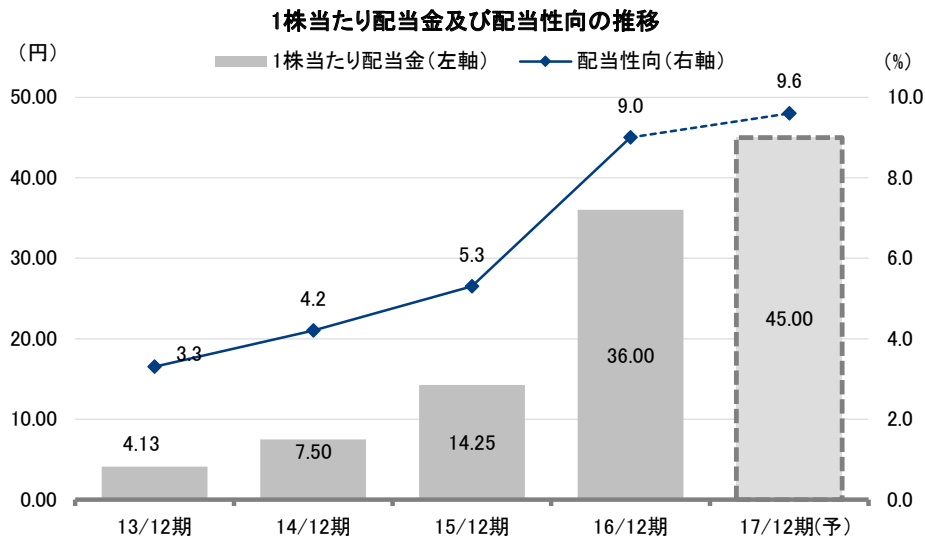


## ■ 株主還元策

### 配当性向は当面 10% を目途に実施し、 将来的には 20% 以上を目指す意向

同社はリーマンショックによる損失計上で財務内容が悪化したため、ここ数年は財務体質の改善を優先し、配当性向を低く抑えてきた。ただ、業績の拡大とともに配当も連続増配は続けており、2017年12月期も普通配当で45.0円と前期比9.0円の増配を予定している。また、同社は業績パフォーマンスに応じた特別配当も実施している。具体的には、連結経常利益が期初計画比10%増(121億円)を超えた場合は5.0円、20%増(132億円)を超えた場合は10.0円の特別配当を付すことにしており、2017年12月期の経常利益がこれら条件をクリアすれば特別配当が上乘せされる可能性がある。なお、配当性向については当面は財務体質の改善を優先するため、10%程度を目途としているが、今後、自己資本比率が向上してくれば、20%以上に引き上げていく意向を示している。

また、同社は株主優待制度も導入しており、毎年12月末の株主に対して保有株数、保有継続期間に応じて、QUOカードを贈呈している。500株以上保有する株主に対しては一律1,000円分を、また、1,000株以上保有する株主に対しては、継続保有期間が3年未満の場合は2,000円分、3年以上であれば5,000円分を贈呈している。



注：2015年1月に1：2の株式分割を実施しており、1株当たり配当金は遡及修正している。

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 重要事項（ディスクレマー）

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