

## シンワアート オークション

2437 東証 JASDAQ

<https://www.shinwa-art.com/corporate#ir>

2016年3月4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  
柴田 郁夫

[企業情報はこちら >>>](#)

※ 同社がマーケットメイク機能を果たすことでオークション市場の活性化及び回復を目指すもの

## ■ 国内最大級の美術品オークション会社

シンワアートオークション〈2437〉は、国内最大級の美術品オークション会社である。日本の近代美術を中心として、近代陶芸やワイン、ブランド雑貨、時計、宝飾品なども手掛けている。2,000万円以上の高額落札作品における市場シェアでは業界トップの約45.0%を占めている。同社は2014年5月期より新中期経営計画（5ヶ年）をスタートさせるとともに、第2の創業期と位置付け、プラットフォーム構想※によるオークション事業の拡大に加えて、エネルギー関連事業やメディカル事業など新規事業にも注力している。「アートから始まる富裕層向けの総合サービスカンパニー」へと事業ドメインの拡張により、安定収益源の確保と財務基盤の強化を図る構えである。長期間にわたるデフレ経済の環境下で日本のオークション市場、並びに同社の業績は停滞感に覆われてきた。しかしながら、緩やかながら回復の兆しが見られるオークション市場と新規事業の本格稼働により、同社は新たな成長フェーズに入ったものと考えられる。

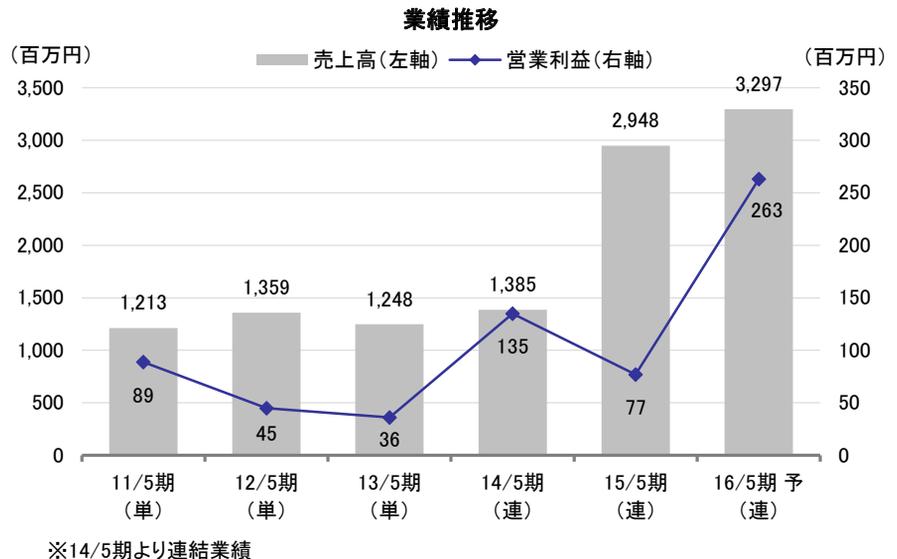
2016年5月期上期の業績は、売上高が前年同期比111.5%増の1,726百万円、営業利益が169百万円（前年同期は12百万円の損失）と期初予想を上回る大幅な増収増益となった。主力のオークション関連事業がおおむね堅調に推移する一方、エネルギー関連事業が太陽光発電施設の分譲販売が順調に拡大したことに加えて、期初予想には入っていなかった自社保有の太陽光発電施設の売却により大きく伸長した。

2016年5月期の業績予想について同社は、上期実績などを勘案して期初予想を増額修正した。修正後の業績予想として、売上高が前期比11.9%増の3,297百万円、営業利益が同238.3%増の263百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。エネルギー関連事業の拡大が増収に大きく寄与するとともに、新たに開始した医療ツーリズムがまだ僅少ながら業績貢献する計画となっているようだ。弊社では、計画の前提条件とその進捗状況から会社予想の達成は十分に可能であると判断している。むしろ節税効果（100%即時償却等）の期限となる2016年3月末に向けて駆け込み需要の拡大が想定されることから、上振れの可能性にも注意が必要である。

同社の成長戦略の柱は、オークション事業の拡大と新規事業の育成による収益基盤の強化、アジア戦略の3つである。特に、新規事業については、エネルギー関連事業が順調に拡大したことに加えて、新たな収益の柱と注力する医療ツーリズムも本格的に立ち上がった。また、損害保険商品にかかる新たな事業（キャプティブ設立コンサルティング）にも参入し、顧客企業等に対し、海外のキャプティブ設立の提案と海外のキャプティブ設立・運用に関する専門家の紹介を行う。弊社では、オークション事業におけるプラットフォーム構想の実現には時間を要するものと捉えているが、富裕層マーケティングにおける強みを生かした新規事業の伸びが同社の中期的な成長をけん引するものとみている。

## ■ Check Point

- ・ エネルギー関連事業の伸びが大幅な増収増益に貢献
- ・ 上期決算等を踏まえ、期初予想を大幅増額修正
- ・ アジアの富裕層を日本のオークション市場に取り込む



## ■ 事業概要

### アートから始まる富裕層向け総合サービスカンパニーへ

同社は国内最大級の美術品オークション会社である。1989年の創業以来、業界のパイオニアとして国内のオークション市場をリードするとともに、業界唯一の上場会社でもある。日本の近代美術を中心として、近代陶芸やブランド雑貨、時計、宝飾品なども手掛けている。特に、同社が得意とする2,000万円以上の高額落札作品においては業界トップの約45.0%を占めており圧倒的なシェアを誇る。

美術品に対する専門性の高さや富裕層マーケティングによる人的ネットワーク、実績に裏打ちされた信用力やブランド力などを強みとして、業界のリーディングカンパニーとしての地位を確保してきた。

また、2014年5月期からは、これまで積み上げてきた富裕層マーケティングとのシナジー効果が期待できる新規事業として、診療報酬債権のファクタリングを中心としたメディカル事業、及び太陽光発電によるエネルギー関連事業にも参入した。「アートから始まる富裕層向け総合サービスカンパニー」へと事業ドメインの拡張により、安定収益源の確保と財務基盤の強化に取り組んでいる。

事業セグメントは、主力となる「オークション関連事業」のほか、新規事業である「エネルギー関連事業」「その他」の3つに区分される。事業別売上高構成比率を見ると、主力の「オークション関連事業」が31.5%、「エネルギー関連事業」が68.5%、「その他」が0.0%と、前期（2015年5月期）より本格稼働した「エネルギー関連事業」の比率が高い（2016年5月期上期実績）。

同社グループは、連結子会社3社と持分法適用会社1社で構成される（2015年11月末現在）。連結子会社には、宝飾品を中心としたオークションの企画及び運営を行うJオークション（株）、エネルギー関連事業、及び損害保険代理業等を手掛けるエーベック（株）、メディカル事業を手掛けるシンワメディコ（株）がある。また、持分法適用会社は、香港での美術品を中心としたオークションの企画及び運営、美術品売買を手掛けるASIAN ART AUCTION ALLIANCE COMPANY LIMITED（同社が21.1%を所有）である。

2016年3月4日（金）

各事業の概要は以下のとおりである。

### (1) オークション関連事業

オークション関連事業は、大きく「オークション事業」と「オークション関連その他事業」に分けられる。

#### a) オークション事業

オークション事業は、取扱作品・価格帯により、近代美術オークション、近代陶芸オークション、近代美術 Part II オークションを定期的に開催するほか、ワイン及び西洋美術等のオークションも随時開催する。また、ブランド雑貨、時計、宝飾品については、2013年10月に設立した連結子会社 J オークションが開催するオークションで取り扱っている。オークション関連事業の売上高は、主に落札価額に対する手数料収入（落札手数料及び出品手数料）で構成される。落札手数料は落札価額 200 万円以下に対して 15.0%、200 万円超 5,000 万円以下に対して 12.0%、5,000 万円超に対して 10.0%、出品手数料は落札価額の 10.0% と設定されている。他にもカタログ収入や会費収入などで構成される。

#### b) オークション関連その他事業

オークション以外の相対取引であるプライベートセールを中心に構成されている。オークション取引と同様に、販売価格をベースに販売委託者及び購入者から手数料を徴収する場合と、同社が作品を買い取り、その在庫商品を購入希望者に販売する場合とがある。同社は、美術品市場全体の安定化と規模の拡大を目的として、いわゆる近代美術の巨匠と言われる作家の名品（マスターピース）クラスの作品を数点購入し、戦略在庫として保有するとともに、作品ごとに販売時期、価格及び販売先などを含め、最も合理的な販売を実現することにより、販売益の獲得や効果的なマーケットメイクを目指している。

なお、手数料収入と商品売上高は、売上高に対する量的なインパクトが異なるため注意が必要である。オークション関連事業の業績を判断するためには、取扱高及びセグメント利益を見るのが妥当と言える。

### オークション関連事業の内容

部門	業務内容
オークション事業	
近代美術	・近代日本画・日本洋画・彫刻・外国絵画などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 20 万円以上の作品
近代陶芸	・近代陶芸・茶道具・香炉・漆芸・金工・古美術などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 10 万円以上の作品
近代美術 Part II	・版画・日本画・洋画・陶芸などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 2 万円以上の作品
Bags / Jewellery & Watches	・ブランド雑貨・時計宝飾品などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 2 万円以上の作品
西洋美術	・西洋ガラス工芸・西洋磁器・西洋家具・西洋絵画などのオークション ・落札予想価格の下限金額が概ね 5 万円以上の作品
ワイン	・高級ワインのオークション
特別オークション	・日本刀・プライベートコレクションなどのオークション
オークション関連その他事業	
プライベートセール	・オークション以外での相対取引
その他	・主として 2 万円未満の低価格作品に関し、美術業者間交換会にて販売を委託された取引 ・貴金属等買取サービス ・時計・宝飾品やブランドバッグの小売販売ほか

2016年3月4日（金）

- ※1 兵庫県西脇市（800kW級）等を保有（2015年11月末現在）
- ※2 生産性向上設備投資促進税制による「100%の即時償却または最大5%の税額控除」の適用は2016年3月末で終了するが、2016年4月1日から2017年3月末日までは「50%の特別償却または最大4%の税額控除」が適用される。
- ※3 同社の連結子会社であるエーベックが香港の休眠会社の株式を100%取得し、名称を「Shinwa Medico Hong Kong Limited」に変更した。
- ※4 銀聯（ぎんれん）とは、中国の中国人民銀行の主導で2002年に設立された決済ネットワークで、決済後すぐに銀行の口座から代金が引き落とされるデビット方式であるところに特徴がある。現金を除くと中国国内では最も普及している決済手段となっている。

## (2) エネルギー関連事業

富裕層向けに50kW級の低圧型太陽光発電施設の分譲販売を行うとともに、高圧型太陽光発電施設※1を自社保有することによる売電事業も展開している。なお、太陽光発電施設は20年間の固定価格買取制度や節税効果※2などのメリットが享受できるところに特徴がある。

## (3) その他

メディカル事業として、これまで診療報酬債権ファクタリング事業を行ってきたが、資金調達の遅れ等により一旦凍結を決定した。現在は、日本を含めたアジアの富裕層に日本の最先端の医療技術やより良い品質の医療サービスを紹介する医療ツーリズムを収益の柱にするべく注力している。

また、2016年1月からは損害保険商品にかかる新たな事業（キャプティブ設立コンサルティング）も開始した。エネルギー関連事業における顧客企業向けの展開（クロスセル）を中心として、医療ツーリズムと同様、富裕層マーケティングにおける強みを生かした新規事業として育成する方針である。

## ■新規事業における進展

### 海外再保険会社を設立

今期は、将来の安定収益源となり得る新規事業として、医療ツーリズムとキャプティブ設立コンサルティングにおける事業モデルの構築に取り組んだ。各事業概要は以下のとおりである。

#### (1) 医療ツーリズムの事業モデル

2016年1月には、香港にマーケティング拠点を開設※3するとともに、中国銀聯カード※4の決済機能を保有するCoporate Business Network Limitedとの業務提携により、決済プラットフォームの構築を目的とした合弁会社（出資比率は50%ずつ）を設立した。

この合弁事業を通じて、Coporate Business Network Limitedは中国銀聯カードの決済プラットフォームの具体的な運用を担う一方、Shinwa Medico Hong Kong Limitedは各地の旅行代理店との連携により中国・アジアからのインバウンド旅行者へのマーケティングを行うと同時に、決済プラットフォームに加盟する日本国内の医療機関の開拓を行うこととなる。

医療ツーリズムにおける事業モデルの特徴はこの決済プラットフォームにある。医療機関にとっては、安心して決済機能を利用できるほか、各種情報提供機能やサービスが備わっており加盟するメリットが大きい。また、同社にとっても、医療機関を囲い込むことでスケールメリットの享受やネットワーク外部性を働かせることができ、1人勝ちの事業モデルとなり得る。なお、同社には、決済手数料のほか、旅行代理店とのレベニューシェア（収益配分）により収益が積み上がる仕組みとなっているようだ。

## (2) キャプティブ設立コンサルティング

キャプティブとは、自社のリスクを専門的に引受ける再保険子会社のことである。キャプティブを活用することにより、保険会社へ移転したリスクと保険料の一部を再保険の仕組みを使って、再度キャプティブへ移転し自家保険化することができる。事故発生率の抑制等を通じて、自社のリスク移転コストの効率化（収益性の向上）が可能となる。

同社は、これまで子会社のエーペックを通じて、太陽光発電施設に付与する損害保険の代理店事業を行ってきたが、本事業への参入により、既存の顧客企業等に対して、日本の元受保険会社の提供する保険商品の販売代理店として保険商品の販売を行うとともに、海外での再保険会社（キャプティブ）設立及び保険商品を通じてのより効率的な事業運営を提案する事が可能になる。案件成立までに時間や費用を要せず即効性が期待できるうえ、基本的に1年ごとの契約となることから積み上げ型のストックビジネスとして捉えることができる。非常に高度な金融知識が必要とされるが、外資系金融機関に勤務経験のある代表取締役社長の倉田陽一郎（くらたよういちろう）氏にとっては、なじみのある領域と考えられる。なお、同社においても米国ハワイ州のキャプティブの仕組みを利用して、海外再保険会社「APEC Reinsurance Co.,Ltd.」（エーペック子会社）を設立した。

## ■ 企業特長

### 豊富な実績に裏打ちされた専門性・信用力・ブランド力が強み

同社の主力事業である美術品オークションは、安定的な価値付けが必要であり、最近普及しているネットオークションとは一線を画している。したがって、取扱商品に対する専門性の高さや実績に裏打ちされた信頼性のほか、オークション開催に関わるノウハウ（作品の預かりから、鑑定、査定、カタログ作製、下見会、オークション会場運営、作品の発送等の業務プロセス）などが参入障壁となっている。特に、同社が業界のリーディングカンパニーとしての地位を確保することが可能であったのは、(1) 近代美術を得意分野として実績を積み上げてきたこと、(2) 富裕層マーケティングの積み重ねにより人的ネットワークを構築してきたことが挙げられる。

#### (1) 近代美術オークションにおける実績の高さ

同社が得意とする近代美術は、高い専門性が要求される分野であり、高価格帯になればなるほど、取引の安全性に対する要求水準は高くなる。同社は、創業以来、近代美術の分野での実績を積み上げており、その豊富な実績に裏打ちされた専門性や信用力、ブランド力の高さが、出品者及び参加者双方に同社を利用する動機付けとして働いていると考えられる。出品者は多数の参加者により客観性のある合理的な価格をつけてくれるところに、参加者は優れた作品が数多く出品されるところに集まるため、相互作用による正の循環が働く構造となっているところも同社にとってアドバンテージと言える。特に、高額のものを買ってきた実績は、優れた出品物を確保するうえで他社との大きな差別化要因となっている。

2016年3月4日（金）

## (2) 富裕層マーケティングによる人的ネットワーク

同社の強みとして、約27年間にわたって積み重ねてきた富裕層マーケティングによる人的ネットワーク（2万人を超える富裕層データベースを管理）も挙げられる。外資系金融機関にて欧州での勤務経験がある倉田社長は、人と人のつながりを密にしながら顧客の資産を管理するプライベートバンクのイメージで富裕層マーケティングを展開してきた。同社がこれまで積み上げてきた人的ネットワークは、これからのオークション事業の基盤を支えるとともに、新たな富裕層ビジネスへの展開にも活用できる。

## 沿革

### 美術品の新たな市場を創造するために設立

同社の前身である株式会社親和会は、1989年6月に画廊5社（永善堂、表玄、泰明画廊、みずたに美術、平野古陶軒）の出資によって設立された（1991年6月にシンワアートオークション株式会社に商号変更）。欧米では古くから定着している公開の場で誰でも参加できる「オークション」という美術品の新たな取引形態を日本の市場に創造することが設立の経緯である。当初は、美術業者間取引を行うセリ市（以下、交換会）と、美術業者だけでなく一般の美術品愛好家も参加可能なオークションの両輪で展開していた。

その後、「公明正大かつ信用あるオークション市場の創造と拡大」の実現を目指し、2000年6月に同社が会主として運営していた交換会事業から撤退すると、2001年6月には同社を顧客としていた投資顧問会社から倉田氏を代表取締役社長に迎え入れるとともに、これまで同社役員を兼任していた創業画廊の代表取締役全員が役員を退任することで新たな経営体制を確立した。

子供の頃からアートが好きで、大学生の時も美術サークルに所属していた倉田氏は、外資系金融機関に入社した後も、趣味でアートに接しながら、オークションの必要性を強く感じていた。32歳の時に投資顧問会社を立ち上げ、シンワアートオークションを顧客としたことをきっかけとして、コンサルタント的な立場で事業計画や組織づくりに関わったことから経営を任せられるようになった。出品者の利益の最大化をもたらすとともに、参加者にとっても価格決定プロセスにおいて透明性の高いオークションの仕組みを築き上げ、同社の信用力やブランド力を高めたことから業績も順調に拡大。2005年4月には大阪証券取引所ヘラクレス（現東京証券取引所 JASDAQ）に株式の上場を果たした。

その後、長期間にわたるデフレ経済の環境下で同社の業績も伸び悩みが続いたことから、2014年5月期より第1次（新）中期経営計画をスタートした。第2の創業期と位置付け、「日本近代美術再生プロジェクト」に取り掛かるとともに、デフレ下においても安定的な収益を確保できる新たな事業としてエネルギー関連事業及びメディカル事業への参入を図った。その一環として、2013年4月にメディカル事業を行うシンワメディカル（株）（現シンワメディコ）を設立。また、エネルギー関連事業を行うエーベック（株）を株式取得により子会社化した。

2016年1月には、新たな収益の柱として注力する医療ツーリズムのマーケティング拠点、及び決済プラットフォームの構築を目的として、香港にShinwa Medico Hong Kong Limitedを開設した。また、損害保険商品にかかるキャプティブ設立コンサルティングにも参入した。

## 沿革

1987年 8月	美術品の業者交換会「親和会」発足
1989年 6月	資本金100,000千円で株式会社親和会設立
1990年 7月	古物商の許可を取得(東京都公安委員会許可 第301069001858号)
1990年 9月	第1回シンワアートオークション近代日本絵画オークション(現 近代美術オークション)を開催
1991年 6月	商号をシンワアートオークション株式会社に変更
1996年 6月	第1回シンワアートオークション近代日本陶芸オークション(現 近代陶芸オークション)を開催
1997年 4月	第1回シンワアートオークション茶道具特別オークションを開催
1999年 6月	第1回シンワアートオークション絵画・版画・工芸(現 近代美術PartIIオークション)を開催
2000年 6月	交換会事業からの撤退
2000年12月	第40回シンワアートオークション近代絵画オークション(現 近代美術オークション)にて、岸田劉生「毛糸肩掛せる麗子肖像」が360,000千円で落札
2001年 3月	第1回シンワアートオークションワインオークションを開催
2002年 5月	シンワアートオークション近代美術PartIIオークションにて宝石オークションを開催
2003年 2月	シンワアートオークション中川一政コレクションを開催し、ヴィンセント・ヴァン・ゴッホ「農婦」が66,000千円で落札
2003年 5月	第1回シンワアートオークションJewellery & Watchesオークションを開催
2003年 7月	シンワアートオークション古美術特別オークションを開催
2003年12月	シンワアートオークション西洋美術オークションを開催
2004年 1月	シンワアートミュージアムをオープン
2005年 4月	大阪証券取引所ニッポン・ニューマーケット「ヘラクレス」(現 東証JASDAQ市場)上場
2006年 5月	第1回シンワアートオークションコンテンポラリーアートオークションを開催
2007年 2月	第1回シンワアートオークションコインオークションを開催
2008年11月	Asian Auction Week in Macao開催
2009年 2月	北京匡時国際拍賣有限公司(Councilオークション)と業務提携
2010年 1月	代表取締役2名体制を導入
2013年 4月	エーペック株式会社の株式取得により子会社化
2013年 4月	シンワメディカル株式会社(現 シンワメディコ)設立
2013年10月	Jオークション株式会社設立

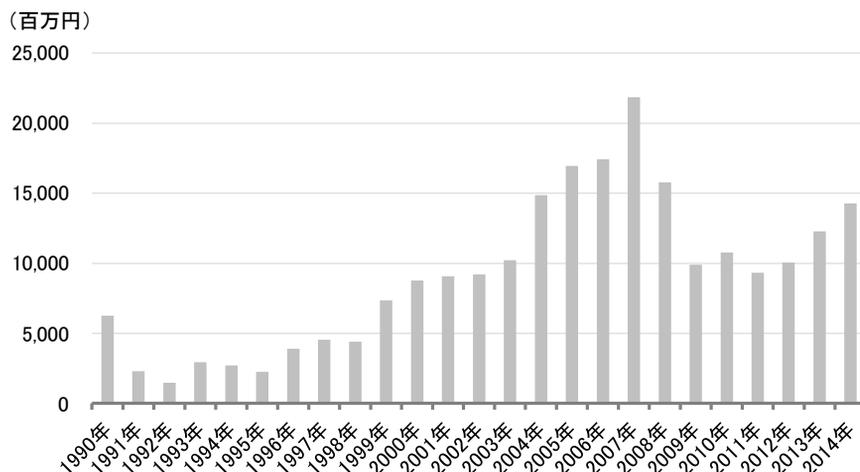
## ■ 業界環境

### 世界の美術品オークションの市場規模は2～3兆円

月刊美術によれば、2014年の日本の美術品オークションの市場規模(年間落札価格)は約142億円と推計される。同社が公開オークションを開始した1990年からの推移で見ると、2007年にピークとなる約218億円に到達した後、リーマンショックに伴う景気後退の影響により急激に縮小すると、その後も長期間にわたるデフレ経済の環境下で停滞が続いている。

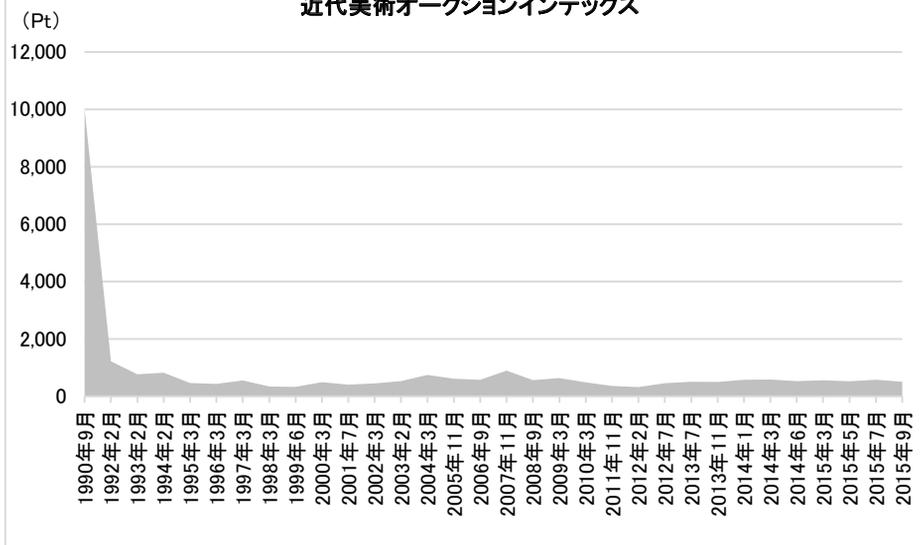
一方、世界の美術品オークション市場に目を向けると、約250年の歴史を持つオークション会社のクリスティーズやサザビーズが活躍する欧米市場や、近年著しい伸びを見せる中国市場などを中心に約2～3兆円の市場規模が推定されており、経済活動全般における規模感から言っても、日本市場の立ち遅れは明らかである。また、同社が公表している「近代美術オークションインデックス」の推移を見ると、過去最低となった2012年2月の平均落札単価は、基準とする1990年9月の1/30以下に落ち込んでおり、特に、高価格帯の近代美術オークションは、デフレ経済の影響を大きく受けていると言える。直近のインデックス(2015年9月)はボトムから回復しているものの、依然として基準の約1/20強の水準にあり、まだまだ回復の余地は大きいと考えられる。

### 国内美術オークション市場の規模



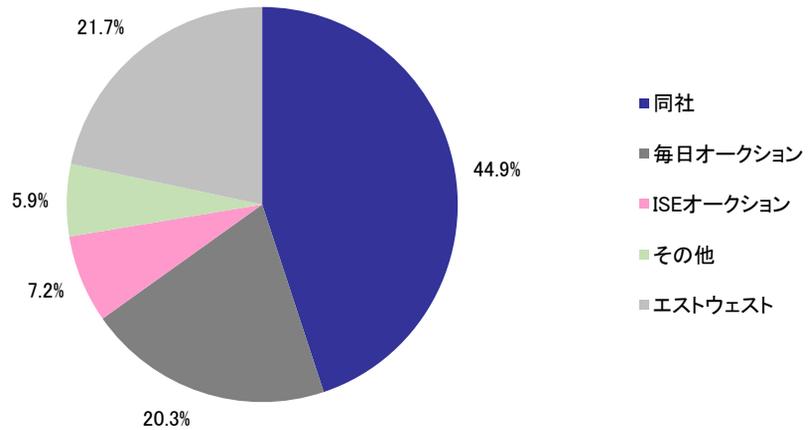
出所：月刊美術2015年3月号より

### 近代美術オークションインデックス



なお、国内の同業他社は同社以外に数社が存在するが、2,000万円以上の高額落札作品における市場シェアでは、同社が業界トップの約45.0%を占めている。また、同社以外に上場会社は存在しない。

高額落札作品市場シェア(2,000万円以上)



出所: 月刊美術2015年3月号より

## ■ 決算動向

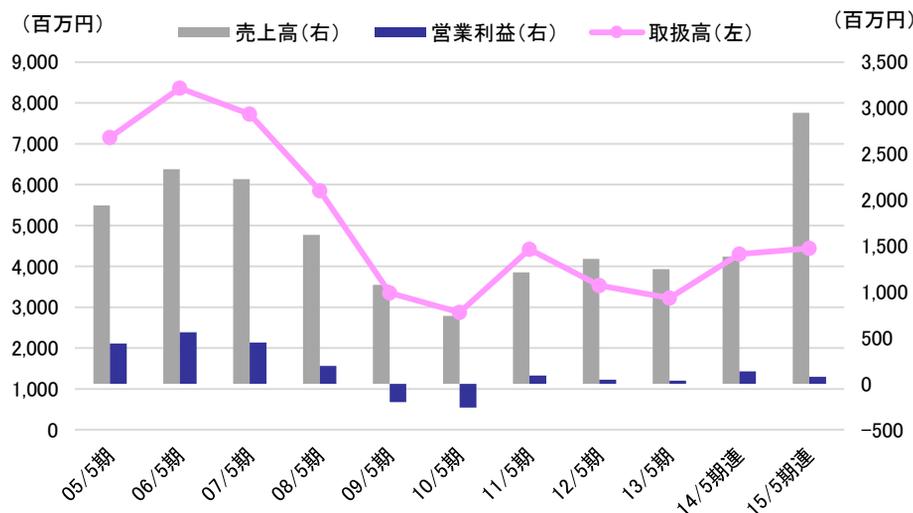
### リーマンショック後に売上は落ち込むも回復の兆し

#### (1) 過去の業績推移

同社の上場後の業績推移を振り返ると、2006年5月期をピークとして業績は伸び悩みを続けてきた。特に2009年5月期はリーマンショックに伴う景気後退の影響を受けたことから取扱高及び売上高ともに大きく落ち込み、2期連続の営業赤字につながった。2011年5月期に黒字に転じたものの、その後も長引くデフレ経済の影響で、主力の近代美術オークションにおける平均落札単価が低迷し続けたことから、業績は伸び悩んできた。

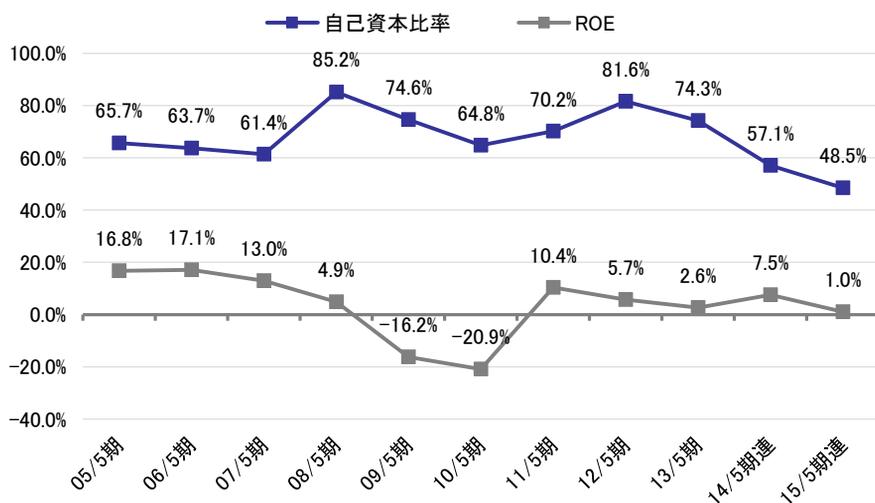
ただ、2014年5月期にデフレ脱却に向けた政策の影響などで近代美術オークション市場が回復基調に入ると、同社のオークション事業の業績にも回復の兆しが見られ始めている。また、2014年5月期からは、新たな安定収益源として参入したエネルギー関連事業が連結化されると、2015年5期には本格稼働により業績拡大に大きく貢献した。同社の中期的な成長をけん引する勢いで進展しており、オークション事業の回復と合わせ、同社の業績は新たな成長フェーズに入ったとみられる。

### 取扱高及び売上高、営業利益の推移



財務面では、2013年5月期まではほぼ無借金経営を続けており、自己資本比率もおおむね70～80%の高い水準を維持してきた。エネルギー関連事業及びメディカル事業を連結化した2014年5月期は、太陽光発電施設の用地取得及び建設資金を有利子負債で賅ったことなどから自己資本比率は57.1%に低下したが、財務基盤の安定性に懸念を生じさせる水準ではない。むしろ、これまでの手堅い財務方針が、成長に向けた攻めの姿勢に転じてことを反映したものと捉えることができる。一方、資本効率性を示すROEは業績の変動とともに不安定な動きをしてきた。2014年5月期に7.5%の水準に回復したものの、2015年5月期には一過性費用（商品在庫の評価減など）の影響等により再び1.0%に落ち込んだ。同社はROE15%以上を目標に掲げており、今後も適度なレバレッジ（有利子負債の活用）や収益力の向上によりROEの改善を図る方針である。

### 自己資本比率とROEの推移



2016年3月4日（金）

## エネルギー関連事業の伸びが大幅な増収増益に貢献

### (2) 2016年5月期上期決算の概要

2016年5月期上期の業績は、売上高が前年同期比111.5%増の1,726百万円、営業利益が169百万円(前年同期は12百万円の損失)、経常利益が160百万円(同15百万円の損失)、純利益が96百万円(同24百万円の損失)と大幅な増収増益であった。期初予想に対しても、売上高、利益ともに大きく上回る結果となった。

主力のオークション事業がおおむね堅調に推移する一方で、エネルギー関連事業の大幅な伸びが増収に寄与した。

損益面でも、原価率が上昇したものの、増収効果による収益の押し上げから、一時的な特殊要因(太陽光発電施設の販売体制強化に向けた先行費用等)により営業損失となった前年同期に対して大幅な増益となった。

なお、上期業績が期初予想を上回ったのは、1) エネルギー関連事業において、自社保有の大型太陽光発電施設を売却したこと、2) オークション事業において、スケジュールの都合により近代陶芸オークション(1回分)を前倒して開催したことが要因である。特に1)による影響が大きく、売上高における計画差異(約427百万円の上振れ)のほとんどを占めているとみられる。また、2)については、上期業績の上振れ要因となったものの、通期業績に影響を及ぼすものではない。

### 2016年5月期上期の決算概要

(単位：百万円)

	15/5 期上期 実績		16/5 期上期 実績		増減		15/5 期 予想		達成率	
		構成比		構成比		増減率		構成比		
売上高	816		1,726		910	111.5%	1,299		427	132.9%
オークション関連事業	576	70.6%	543	31.5%	-32	-5.7%	-	-	-	-
エネルギー関連事業	239	29.3%	1,182	68.5%	942	393.8%	-	-	-	-
その他	0	0.0%	0	0.0%	0	-	-	-	-	-
原価	437	53.6%	1,082	62.7%	645	147.6%	-	-	-	-
販管費	391	47.9%	473	27.4%	82	21.2%	-	-	-	-
営業利益	-12	-	169	9.8%	181	75.9%	46	3.5%	123	367.4%
オークション関連事業	12	1.6%	43	2.5%	30	238.3%	-	-	-	-
エネルギー関連事業	-22	-	128	7.4%	151	-	-	-	-	-
その他	-2	-	-2	-	0	-	-	-	-	-

取扱高	2,300		2,172		-127	-5.6%
オークション事業	2,130		2,021		-108	-5.1%
近代美術オークション	1,303		1,120		-183	-14.0%
近代陶芸オークション	102		228		125	122.4%
近代美術Part II オークション	115		176		60	52.7%
その他	608		495		-112	-18.5%
その他	169		150		-19	-11.3%
プライベートセール	117		111		-5	-5.1%

開催回数	14		16		2	14.3%
内、近代美術オークション	3		3		0	-
出品点数	4,103		4,440		337	8.2%
内、近代美術オークション	494		381		-113	-22.9%
落札数	2,988		3,400		412	13.8%
内、近代美術オークション	395		333		-62	-15.7%
落札平均単価	713		594		-119	-16.6%
内、近代美術オークション	3,299		3,363		65	2.2%

電力発電施設販売	6		34		28	
低圧型	6		34		28	
高圧型	0		1		1	

財政状態については、自社保有の太陽光発電施設の売却により固定資産が減少したものの、戦略的な商品在庫の積み増しにより流動資産が増加したことから資産合計では3,687百万円（前期末比9.7%増）に拡大した。一方、自己資本も内部留保の積み増し等により1,697百万円（前期末比4.1%増）に増加したが、自己資本比率は46.0%（前期末は48.5%）に低下した。もっとも、長短合わせた有利子負債も約定返済等により731百万円（前期末比24.4%減）に減少している。

## 2015年11月末の財政状態

（単位：百万円）

	2015年5月末 実績	2015年11月末 実績	増減	
			増減	増減率
流動資産	2,709	3,295	585	21.6%
現金及び預金	1,446	1,537	91	6.3%
商品	352	638	285	81.0%
仕掛品	292	312	20	6.9%
固定資産	651	392	-258	-39.7%
有形固定資産	560	300	-260	-46.5%
投資その他	90	92	2	2.3%
資産合計	3,360	3,687	327	9.7%
流動負債	1,318	1,606	288	21.9%
短期借入金等	648	431	-216	-33.4%
固定負債	401	379	-22	-5.5%
長期借入金	318	299	-18	-5.9%
純資産	1,640	1,702	61	3.7%
自己資本	1,630	1,697	67	4.1%
負債純資産合計	3,360	3,687	327	9.7%
自己資本比率	48.5%	46.0%	-2.5%	-
有利子負債残高	967	731	-236	-24.4%

各事業の概要は以下のとおりである。

a) オークション関連事業は、売上高が前年同期比5.7%減の543百万円、営業利益が同258.3%増の43百万円と減収ながら増益となった。また、本来の業績の規模を示す取扱高（落札総額）では前年同期比5.6%減の2,172百万円であった。近代美術オークションがやや伸び悩んだものの、スケジュールの都合により近代陶芸オークション（1回分）を前倒して開催したことにより全体では計画を上回る結果となった。

なお、主力となる高価格帯の近代美術オークションについては、落札平均単価が若干上昇したものの、出品数が落ち込んだことにより取扱高が減少した。また、その他が減収となったのは、前年同期に開催した「棟方志功―漆黒の宇宙、紅色のいのち」の反動によるものである。同社がプラットフォーム構想の中で積極的に取り組んでいる在庫商品については638百万円（前期末比81.3%増）と順調に拡大した。

b) エネルギー関連事業は、売上高が前年同期比394.6%増の1,182百万円、営業利益が128百万円（前年同期は22百万円の損失）と想定を上回る大幅な増収増益であった。生産性向上設備投資促進税制による需要拡大を追い風として、小型（50kW級）の低圧型太陽光発電施設の販売が34基（前年同期は6基）と好調に推移した。加えて、自社保有の穂北太陽光発電所（宮崎県西都市／663.6kW）を売却したことが計画を上回る要因となった。好条件による引き合いがあったことが売却に踏み切った経緯とみられる。一方、売電収入については、穂北太陽光発電所の売却により想定を下回ったものの、影響としては軽微とみられる。

2016年3月4日（金）

○その他は、売上高が0.6百万円（前年同期は0.2百万円）、営業損失が2百万円（同2百万円の損失）となった。新たに開始した医療ツーリズムを収益の柱とするべく、高度医療サービスや高度医療健診を提供する医療機関や提携医療機関等との具体的な折衝を行っているが、上期の段階では本格的な業績貢献には至っていない。また、今後の展開に向けて、医療コーディネーター業務や医療通訳養成講座も開始した。

## 上期決算等を踏まえ、期初予想を大幅増額修正

### (3) 2016年5月期の業績予想

2016年5月期の業績予想について同社は、上期決算の状況等を踏まえ、期初予想を増額修正した。修正後の業績予想は、売上高が前期比11.9%増の3,297百万円（修正幅+183百万円）、営業利益が同238.3%増の263百万円（修正幅+80百万円）、経常利益が同369.4%増の247百万円（修正幅+88百万円）、当期純利益が同878.8%増の160百万円（修正幅+59百万円）と大幅な増収増益を見込んでいる。

増額修正の理由は、上期での穂北太陽光発電所の売却による影響を加味したことによるものであり、オークション関連事業やその他に変更はない。オークション関連事業が堅調に推移する一方、エネルギー関連事業の大幅な拡大が業績の伸びをけん引する見通しである。また、医療ツーリズム（その他に分類）もまだ僅少ながら業績貢献する計画となっている。

また、損益面では、前期の一過性費用（商品在庫の評価減等）の解消やその他の損益改善（黒字化）、増収による収益の押し上げにより大幅な増益になり、営業利益率も8.0%（前期は2.6%）に改善する見込みである。

### 2016年5月期の業績予想

（単位：百万円）

	15/5期 実績		16/5期 予想				増減			
	金額	構成比	前回		修正後		前回		修正後	
			金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率	金額	増減率
売上高	2,948		3,113		3,297		164	5.6%	349	11.8%
オークション関連事業	1,140	38.7%	1,213	39.0%	1,213	36.8%	72	6.3%	73	6.4%
エネルギー関連事業	1,807	61.3%	1,891	60.7%	2,075	62.9%	83	4.6%	268	14.8%
その他	0	0.0%	9	0.3%	9	0.3%	9	-	9	-
原価	2,087	70.8%	-	-	-	-	-	-	-	-
販管費	782	26.6%	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	77	2.6%	182	5.8%	263	8.0%	105	135.1%	186	241.6%
オークション関連事業	5	0.2%	72	5.9%	72	5.9%	67	-	67	-
エネルギー関連事業	75	2.5%	109	5.8%	189	9.1%	34	45.3%	114	152.0%
その他	-3	-	1	-	1	-	4	-	4	-
電力発電施設販売	65		74		74		9		9	
低圧型	64		74		74		10		10	
高圧型	1		0		1		-1		0	

2016年3月4日（金）

各事業の前提条件は以下のとおりである。

a) オークション関連事業は、原油価格の下落等の影響により、デフレ脱却に向けた道筋にやや中だるみが見られるなかで、作品の募集環境の本格的な好転までは見込んでいないものの、美術品の価格は緩やかな上昇傾向にあることから会計年度後半に向けて堅調に推移するものとみている。

b) エネルギー関連事業は、太陽光発電施設販売の収穫期と捉えており、前期からの持ち越し分（59基）を含めて低圧型太陽光発電施設74基の販売を見込んでいる。上期での穂北太陽光発電所の売却による影響を加味して増額修正（修正幅：売上高+184百万円、営業利益+80百万円）したものの、それ以外の前提条件に変更はない。

c) その他は、医療ツーリズムが本格的なマーケティングの開始により、まだ僅少なながら業績貢献することで黒字化を見込んでいる。また、2016年1月に新たに開始したキャプティブ設立コンサルティングについては期初予想には入っていなかったが、即効性が期待できることから、業績の上乗せ要因として捉えているようだ。

弊社では、オークション事業が堅調に推移していることや、エネルギー関連事業においても計画の前提となっている販売台数（74基）にめどが立っていることから、会社予想の達成は可能と判断している。むしろ、生産性向上設備投資促進税制（100%即時償却または税額控除5%）の期限となる2016年3月末に向けて駆け込み需要の拡大が想定されることから、販売価格及び販売台数ともに想定を上回る可能性に注意が必要である。また、新たに開始したキャプティブ設立コンサルティングについても、エネルギー関連事業における顧客企業への展開（クロスセル）が可能であり、即効性が期待できることから、今期における業績の上振れ要因となる可能性も十分にあるとみており、今後の動向に注目したい。

## ■成長戦略とその進捗

### アジアの富裕層を日本のオークション市場に取り込む

同社は2014年5月期より新中期経営計画（5ヶ年計画）をスタートした。成長戦略の柱は、オークション事業の拡大と新規事業の育成による安定収益源の確保、アジア戦略の3つである。日本の美術品オークション市場の再生に貢献するとともに、「アートから始まる富裕層向け総合サービスカンパニー」へと事業ドメインの拡充により、安定収益源の確保と財務基盤の強化に取り組む計画である。最終年度である2018年5月期には売上高14,500百万円、本体純資産15,000百万円、戦略子会社純資産15,000百万円と大きな飛躍を目指している。

#### (1) オークション事業の拡大

同社は、長期間にわたるデフレ経済の下で停滞してきたオークション市場の回復、ひいては本来あるべき市場規模に再評価されることを目標に、「日本近代美術再生プロジェクト」と銘打ち、資本力を駆使した大きなプラットフォームを構築することでオークション事業の拡大に取り組む方針である。具体的には、同社がマーケットメイク機能※を果たすことで市場に厚みを持たせ、取引の活性化と市場の拡大に結び付ける戦略である。加えて、自ら取引の当事者となることは、富裕層とのネットワークを構築するうえでもプラスの効果が働くと考えている。同社は、日本の美術品オークション市場は最低でも1,000億円～2,000億円の規模が適正な水準と考えており、その市場規模を支えるためには、最低10,000百万円以上の純資産を確保し、安心できるプラットフォームの運用を目標としなければならないとしている。

※ マーケットメイク機能…同社が、当事者として取引に参加することで市場の流動性や効率性を高める手法。



## シンワアート オークション

2437 東証 JASDAQ

<https://www.shinwa-art.com/corporate#ir>

2016年3月4日（金）

2016年5月期上期はおおむね堅調に推移したものの、アベノミクスの中だるみから取扱高が伸び悩むなど大きな進展は見られなかった。ただ、美術品価格の緩やかな上昇傾向や引き合いの動きなどから市場全体に回復への兆しが見えており、同社としてはプラットフォーム構想の実現に向けて「日本近代美術再生プロジェクト」を着実に進めていく方針としている。

### (2) 新規事業の育成

エネルギー関連事業は、節税効果及び安定的な収益を期待できる投資案件として投資ニーズが拡大するなかで、積極的に太陽光発電施設の開発及び販売に取り組んだことにより、2015年5月期には本格的な業績貢献を実現した。今期（2016年5月期）も引き続き順調に事業が拡大している。

今後は、節税効果の縮小や固定買取価格の低下等を背景として、太陽光発電施設に対する投資ニーズの動向と投資ニーズが一巡した後の収益モデルの転換がポイントとなるだろう。同社では、投資ニーズは今期がピークとなる可能性が高いものの、来期も引き続き根強い需要が期待できるという見方をしている。また、投資ニーズが一巡した後は、売電事業の拡大のほか、太陽光発電施設の中古オークションなど2次流通市場への展開等により、高い水準で業績の安定化を図っていく方針としている。また、風力発電などへの参入も視野に入れているもようである。

また、メディカル事業は、既存の診療報酬ファクタリングについては一旦凍結としたが、ホスピタルネットワークを生かした医療ツーリズムに注力している。今期は、事業モデルの基盤となる決済プラットフォームの構築など大きな前進を図った。今後は、医療ツーリズムを目的とした中国・アジアからのインバウンド旅行者へのマーケティングととともに、決済プラットフォームに加盟する医療機関の開拓に取り組むことで、来期以降の本格稼働を目指している。

一方、新たに開始したキャプティブ設立コンサルティングは、エネルギー関連事業における顧客企業への展開（クロスセル）を推進している。日本では大手企業以外での利用実績はほとんどないものの、効率的なリスクマネジメントや投資収益面でのメリットも見込めることから、事前の市場調査などを通じて手応えをつかんでいるようである。個人事業主等を対象とした新たな市場の創造となることから、どのくらいの業績貢献が期待できるのかに未知数な部分もあるが、ある程度の実績が見えてくれば将来に向けた事業拡大のイメージがつかめるものと考えられ、今後の動向に注目したい。

### (3) アジア戦略

アジア戦略は、ASIAN ART AUCTION ALLIANCE との連携強化により、アジア圏でのプレゼンスを高めることである。特に、アジアの富裕層を日本のオークション市場に呼び込むことや、オークション以外にも医療ツーリズム等による事業拡大をもくろむ。

弊社では、オークション事業におけるプラットフォーム構想の実現には時間を要するものと捉えており、ここ数年で大きく拡大したエネルギー関連事業の伸びも一巡する可能性があるが、富裕層マーケティングにおける強みを生かした独自の新規事業が順調に立ち上がってきており、持続的な成長の実現は可能であると判断している。今後も「富裕層向け総合サービスカンパニー」として富裕層ニーズを的確に捉えた同社ならではの事業展開に注目したい。

## ■ 株主還元

### 配当性向 30%を数値目標としている

同社の配当方針は、収益状況に応じた配当を行うことを基準としつつも、安定的な配当の維持、並びに将来の事業展開に備えた内部留保の充実、財務体質の強化等を総合的に勘案して決定することとしている。また、具体的な数値目標として、配当性向 30%を目安としている。

2015年5月期は期初予想どおりの年6円配（配当性向 207.6%）を実施した。2016年5月期も年6円配（修正後利益予想に対する配当性向は 21.5%）を予定している。弊社では、2016年5月期の業績予想等を踏まえ、同社の配当予想は十分に実現可能と判断している。また、中期的には利益成長に伴う増配の可能性も十分にあるとみている。

#### 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