

|| 企業調査レポート ||

シンワアートオークション

2437 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年3月13日(月)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 活動実績	05
3. 企業特長	06
4. 沿革	07
■ 業界環境	08
■ 業績動向	10
1. 過去の業績推移	10
2. 2017年5月期上期決算の概要	12
■ 業績見通し	15
1. 2017年5月期の業績予想	15
2. 来期(2018年5月期)業績の考え方	16
■ 成長戦略とその進捗	17
■ 株主還元策	19

■ 要約

上期決算は計画を下回るも、 太陽光発電施設の販売拡大により通期予想を据え置き

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クラスを誇る。富裕層ネットワークを生かしたエネルギー関連事業や医療機関向け支援事業なども展開しており、最近では、太陽光発電施設の販売（エネルギー関連事業）が大きく伸びている。

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のほか、「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」へと事業ドメインを拡張することにより、安定収益源の確保と財務基盤の強化に取り組んでいる。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しばらく停滞感に覆われてきた。しかしながら、オークション市場の回復には時間を要しているものの、エネルギー関連事業が順調に拡大してきたことに加えて、同社独自の医療ツーリズムやサプリメント販売など、戦略子会社による新規事業が立ち上がってきており、同社は新たな成長フェーズに入ってきた。また、2016年10月には中国の海航資本集団との連携(対日投資及び文化事業支援など)に向けた戦略提携を締結するなど、将来を見据えた活動にも積極的である。

※ 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

ただ、2017年5月期上期の業績は、売上高が前年同期比3.9%増の1,794百万円、営業損失が0.9百万円(前年同期は169百万円の営業利益)と増収ながら減益となり、経常損失(純損失)に落ち込んだ。前期における特殊要因は落※は想定内であるが、オークション関連事業の低迷が業績の足を引っ張った。また、エネルギー関連事業も太陽光発電施設の販売が想定を上回るペースで拡大しているものの、業績への寄与が下期にずれ込んだことで計画を下回る要因となった。

※ 自社保有の穂北太陽光発電施設(宮崎県西都市/993kW)の売却

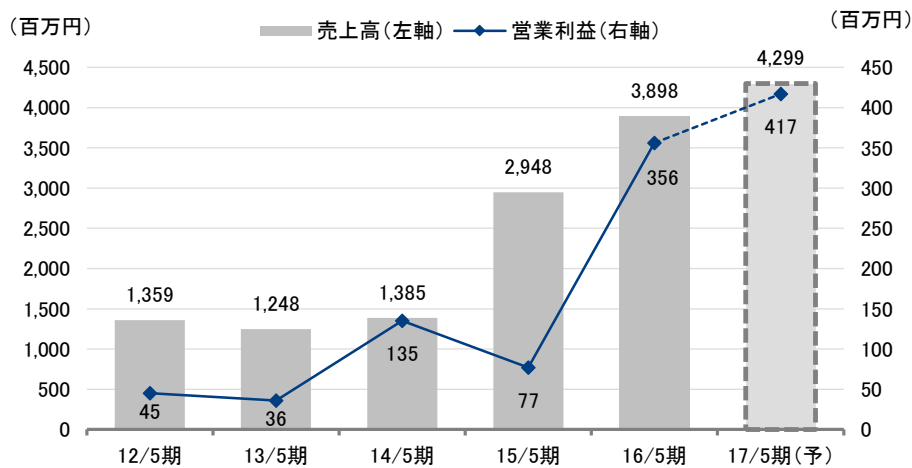
2017年5月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前期比10.3%増の4,299百万円、営業利益を同17.1%増の417百万円の増収増益を見込んでいる。太陽光発電施設の販売が3月連系に向けて大幅に拡大することにより上期決算の遅れ分を取り戻す想定となっている。弊社でも開発案件(前渡金勘定)が積み上げている状況等を勘案して、会社予想の達成は可能であるとみている。ただ、業績への寄与が3月(第4四半期)に集中する可能性が高いことには注意が必要である。

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。太陽光発電施設の販売については、固定買取価格の引き下げや優遇税制措置の終了に伴う影響が懸念されるが、利回りに着目した個人富裕層からの投資ニーズは根強く、これまでのノウハウを生かした調達コストの削減や残存者利益を含むスケールメリットの追求により高利回りを確保できる事業モデルを確立し、更なる事業拡大を目指す方針である。弊社でも、デフレ経済からの脱却の遅れなどから、オークション事業の回復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。また、新たな収益ドライバーとして期待される医療ツーリズムのほか、エネルギー関連事業やアジア戦略においても新たな展開を視野に入れている模様であり、今後の動向が注目される。

Key Points

- ・ 上期決算は計画を下回るが、通期業績予想を据え置き
- ・ オークション関連事業は低調に推移するも、太陽光発電施設の販売が想定を上回るペースで拡大
- ・ 来期以降も、太陽光発電施設のほか、新たな収益ドライバーが業績の伸びをけん引する見通し

売上高及び営業利益の推移



注: 14/5期より連結業績

出所: 決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

業界のパイオニアとして国内の美術品オークション市場をリード

1. 事業概要

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事業として、医療機関向け支援事業、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の総合サービスカンパニー」へと事業ドメインを拡張することにより、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、主力の「オークション関連事業」のほか、太陽光発電施設の販売等による「エネルギー関連事業」、医療機関向け支援事業等による「その他」の3つに区分される。事業別売上高構成比率では、「オークション関連事業」が30.3%、「エネルギー関連事業」が69.6%、「その他」が0.1%となっており、2015年5月期より本格稼働した「エネルギー関連事業」の比率が高くなっている（2016年5月期実績）。

同社グループは、連結子会社5社（孫会社等3社を含む）と持分法適用会社1社で構成される（2016年5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イーベック（株）、医療機関向け支援事業を手掛けるシンワメディコ（株）及びShinwa Medico Hong Kong Limited、ミャンマーで植林事業を行うシンワ・ミャンマー（Shinwa Myanmar Co., Ltd.）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 Co.,Ltd.（同社が21.1%を所有）である。

会社概要

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開催するほか、ワイン・西洋美術・コンテンポラリーアート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	
近代美術オークション	・近代日本画、近代日本洋画、彫刻、外国絵画等のオークション ・落札予想価格（以下「エスティメイト」という）の下限金額が概ね20万円以上の作品
近代陶芸オークション	・近代陶芸（茶碗、壺、香炉等）のオークション（一部古美術を含む）
近代美術 Part II オークション	・著名作家の版画、日本画、洋画、陶芸等のオークション ・エスティメイトの下限金額が概ね2万円以上の作品
その他オークション	・ブランド雑貨、宝石、時計、ワイン、西洋美術等の上記以外のオークション
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 他

出所：会社資料よりフィスコ作成

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

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

会社概要

(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優遇税制措置などのメリットが享受できるところに特徴がある。また、今期からは風力発電事業も試験的に開始している※²。

※¹ 兵庫県西脇市（800kW 級）と埼玉県秩父市（約 2,300kW 級）に大型太陽光発電施設を保有している（そのうち、秩父市は 2016 年 11 月から売電を開始）。

※² 大分県に自社保有の風力発電施設（19kW）を建設し、2016 年 7 月より売電を開始しているが、まだ試行錯誤の段階である。

(3) その他

医療機関向け支援事業として、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とした。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、アンチエイジングなどの健康食品（サプリメント）の販売も行っている。

加えて 2016 年 4 月からは、損害保険商品にかかる新たな事業（地震保険キャプティブ設立コンサルティング）も開始した。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。

2. 活動実績
(1) 海航資本集団との連携を見据えた戦略提携の締結

同社は、2016 年 10 月 28 日に采誉投資有限公司に対する第三者割当による新株発行、及び采誉投資有限公司の 100% 子会社である喜昌投資有限公司との業務提携を締結した。采誉投資有限公司は、中国の海航資本集団の文化事業構想のために 2015 年 5 月に香港に設立された法人であり、同社としては海航資本集団との連携（対日投資及び文化事業支援）を進めるところに狙いがある。特に、中国及び日本における美術品市場の活性化はもちろん、同社が新たな収益ドライバーとして注力している医療ツーリズムにも大きな効果が期待できる。具体的な業績貢献には中長期的な目線が必要であると考えられるが、今後のダイナミックな展開が注目される。なお、同社は、第三者割当による新株発行により約 110 百万円の資金調達を行った一方、その一部（約 52 百万円）を中国芸術投資管理有限公司への投資資金として充当するとともに、残りはアジア事業拡大のための運転資金に活用する計画のようだ。財務的な影響は軽微と言える。

会社概要

(2) 同社本体による太陽光発電施設販売事業への参入

ここ数年、同社の業績の伸びをけん引していた太陽光発電施設の販売については、固定買取価格制度や優遇税制措置などによる恩恵を受けながら、子会社であるエーベックを通じて大きく実績を積み上げてきたが、2016年11月には同社本体でも新たに参入することを決定した。その背景には、優遇税制措置の適用期限である2017年3月末日以降も、個人富裕層からの利回りに着目した投資ニーズが継続する可能性が高いことから、同社が直接的に行うことにより、同社が得意とする富裕層マーケティングとの相乗効果をさらに高めるところに狙いがある。また、販売拡大に伴う運転資金調達を円滑に行うことも目的の1つとみられる。一方、子会社のエーベックについても、既に連系済みの太陽光発電施設の売却ニーズに対応するため、インターネット上でのオークション形式により販売する事業を開始した。いずれにしろ、今後も太陽光発電施設販売事業の拡大を前提とした動きと捉えることができる。

3. 企業特長

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付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場所に集まるため、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。

(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代表取締役社長の倉田陽一郎（くらたよういちろう）氏は、人と人と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。

4. 沿革

同社の前身である株式会社親和会は、1989年6月に画商5社（(株)永善堂、(株)表玄、(株)泰明画廊、みずたに美術(株)、(株)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、同社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されることになった。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バック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。

■ 業界環境

デフレ経済からの脱却の遅れ等により、 国内美術品オークション市場は低調に推移

「月刊美術」によれば、2015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148億円と推計される。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。

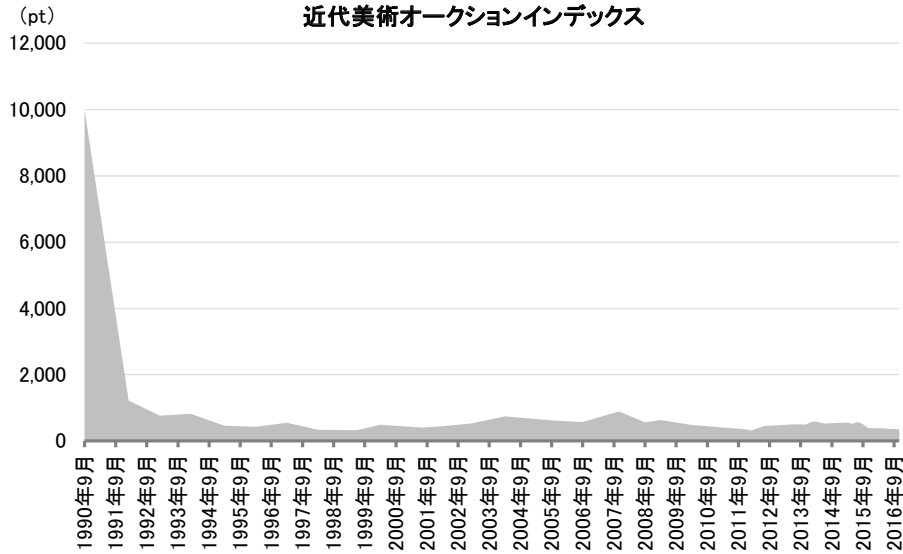
一方、世界の美術品オークション市場に目を向けると、約250年の歴史を持つオークション会社のクリスティーズやサザビーズが活躍する欧米市場や、近年著しい伸びを見せる中国市場などを中心に約2～3兆円の市場規模が推定されており、経済活動全般における規模感から言っても、日本市場の立ち遅れは明らかである。また、同社が公表している「近代美術オークションインデックス」の推移を見ると、過去最低となった2012年2月の平均落札単価は、基準とする1990年9月の1/30以下に落ち込んでおり、特に、高価格帯の近代美術オークションは、デフレ経済の影響を大きく受けてきた。直近のインデックス（2016年11月）を見ても、依然として基準の3.5%程度の水準で足踏みしており、回復の余地は大きいだが、その一方で、回復に向けた道筋もなかなか見えてこない状況と言える。

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、同社が業界トップである。また、同社以外に上場会社は存在しない。

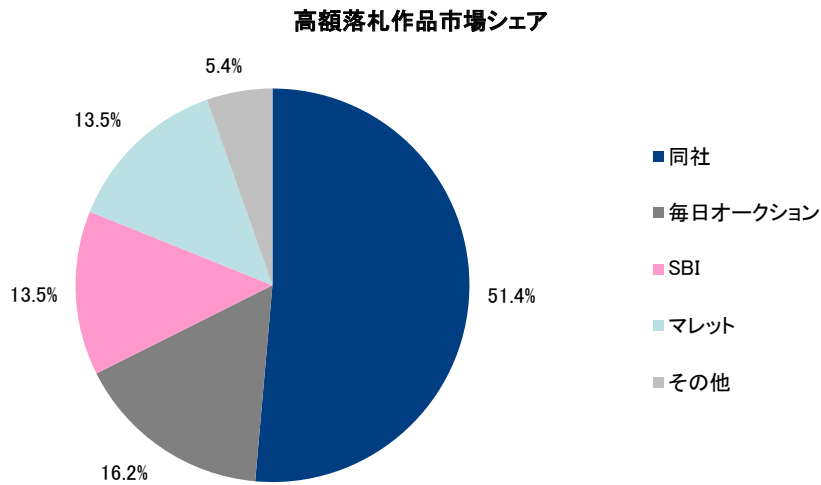


出所:「月刊美術」2016年3月号よりフィスコ作成

業界環境



出所：各種資料よりフィスコ作成



出所：「月刊美術」2016年3月号よりフィスコ作成
注：国内美術分野において

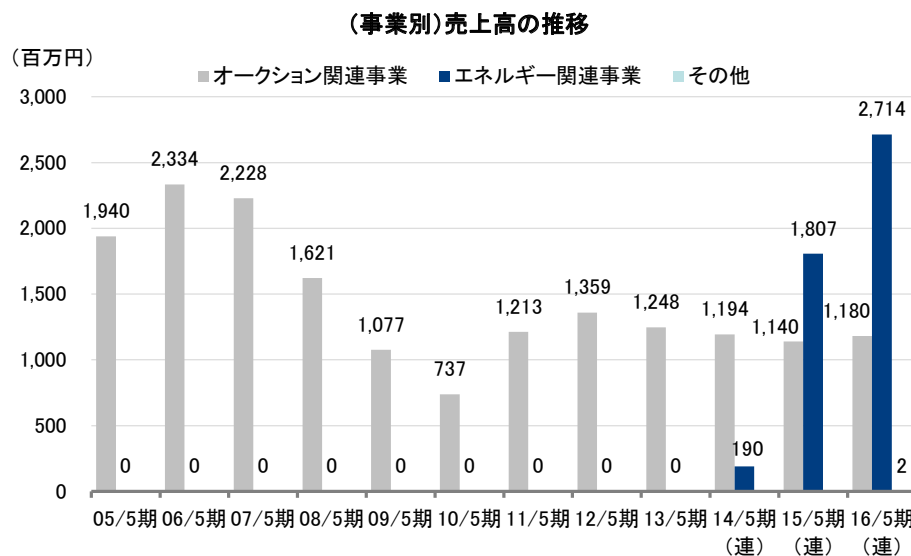
業績動向

上期決算は計画を下回るが、 太陽光発電施設販売は想定を上回るペースで拡大

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2014年5月まで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、業績は停滞感の中で推移してきた。

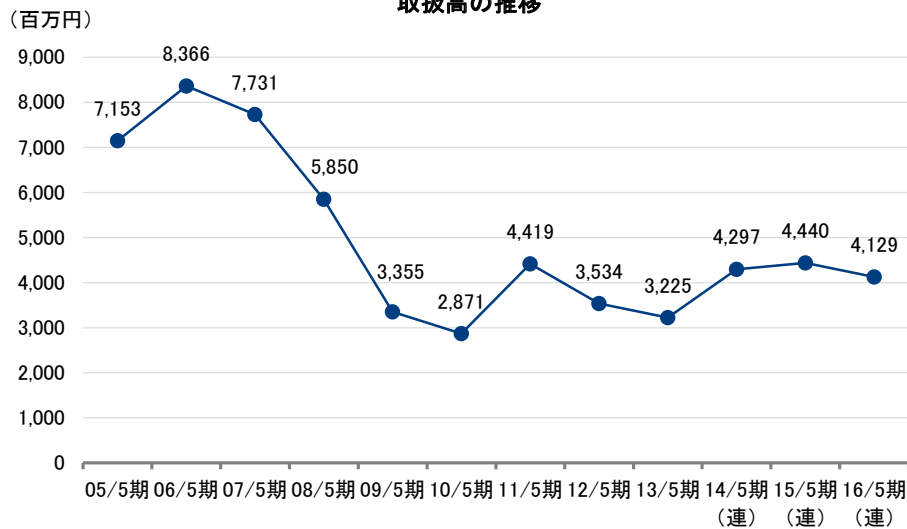
ただ、2014年5月期にデフレ脱却に向けた政策の影響などで近代美術オークション市場が緩やかながら回復基調に入ると、同社のオークション事業の業績にもやや回復の兆しが見られ始めた。また、2014年5月期からは、新たな収益の柱として参入したエネルギー関連事業が連結化されると、2015年5月期には本格稼働により業績拡大に大きく貢献した。同社の中期的な成長をけん引する勢いで進展しており、その他の新規事業の立ち上げなども含めて、同社の業績は新たな成長フェーズに入ったと言える。



出所：会社資料よりフィスコ作成

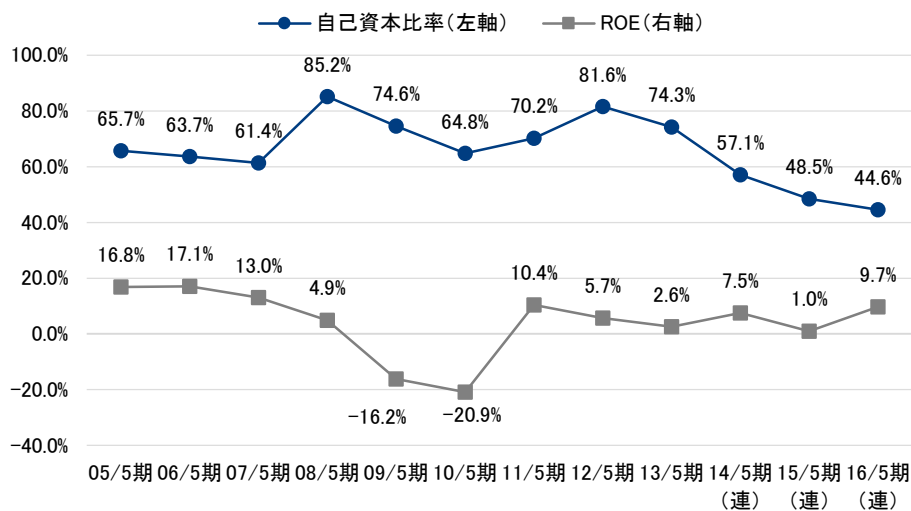
業績動向

取扱高の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

自己資本比率とROEの推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

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医療機関向け支援事業を連結化した2014年5月期以降は、太陽光発電施設の販売拡大に伴う運転資金や自社保有分を有利子負債で賄っていることから自己資本比率は大きく低下してきたが、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たことを反映したものと捉えることができる。

業績動向

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。ただ、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 1.0% に落ち込んだものの、業績の伸びとともに改善傾向にあり、2016年5月期は 9.7% に回復している。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。

2. 2017年5月期上期決算の概要

2017年5月期上期の業績は、売上高が前年同期比 3.9% 増の 1,794 百万円、営業損失が 0.9 百万円（前年同期は 169 百万円の営業利益）、経常損失が 36 百万円（同 160 百万円の経常利益）、親会社株主に帰属する純損失が 37 百万円（同 96 百万円の純利益）と増収ながら減益となり、経常損失（純損失）に落ち込んだ。期初予想に対しても、売上高、各利益ともに下回っている。

前期における特殊要因※のはく落は想定内であるが、オークション関連事業の低迷が業績の足を引っ張った。また、エネルギー関連事業も太陽光発電施設の販売が好調に推移しているものの、業績への寄与が下期にずれ込んだことで上期計画を下回る要因となった。

※ 自社保有の穂北太陽光発電施設（宮崎県西都市 /993kW）の売却

また、利益面でも、前期における特殊要因のはく落による影響に加えて、オークション関連事業の低迷やエネルギー関連事業の下期偏重により売上高が計画を下回ったことで営業減益となった。さらには、太陽光発電施設の販売拡大に伴う運転資金調達（コミット型シンジケートローン）にかかる支払手数料及び支払金利の増加により経常損失（純損失）に落ち込んだ。

財政状態については、オークション関連事業における戦略在庫（商品勘定）の積み増しやエネルギー関連事業における開発案件（前渡金勘定）の拡大により流動資産が増加するとともに、自社保有目的の大型太陽光発電施設（2MW）の取得により固定資産も増加したことから、総資産は前期末比 41.4% 増の 5,599 百万円に大きく拡大した。それに伴い、有利子負債も長短合わせて前期末比 126.3% 増の 3,103 百万円に増加したことから、自己資本比率は 32.1%（前期末は 44.6%）に低下した。ただ、流動比率は 157.1% の高い水準を維持しており、財務の安全性に懸念はない。

業績動向

2017年5月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	16/5 期 2Q 累計		17/5 期 2Q 累計		前年同期比		17/5 期 2Q 累計		
	実績	構成比	実績	構成比	金額	率	期初 予想	構成比	達成率
売上高	1,726		1,794		68	3.9%	2,069		86.7%
オークション関連事業	543	31.5%	391	21.8%	-152	-27.9%	1,213	58.6%	32.2%
エネルギー関連事業	1,182	68.5%	1,398	77.9%	216	18.3%	1,891	91.4%	73.9%
その他	0	0.0%	4	0.2%	3	519.9%	9	0.4%	44.4%
原価	1,082	62.7%	1,329	74.1%	246	22.7%	-	-	-
販管費	473	27.4%	466	26.0%	-7	-1.6%	-	-	-
営業利益	169	9.8%	0	0.1%	-170	-	176	8.5%	-
オークション関連事業	43	7.9%	-101	-21.3%	-145	-	72	5.9%	-
エネルギー関連事業	128	10.8%	101	7.8%	-27	-21.3%	109	5.8%	92.7%
その他	-2	-	-0	20.1%	2	-	1	-	-
経常利益	160	9.3%	-36	-2.0%	-197	-	160	7.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	96	5.6%	-37	-2.1%	-134	-	98	4.7%	-
取扱高	2,172		1,324		848	-39.0%			
オークション事業	2,021		1,156		-865	-42.8%			
近代美術オークション	1,120		663		-457	-40.8%			
近代陶芸オークション	228		125		-103	-45.2%			
近代美術 Part II オークション	176		111		-65	-36.9%			
その他	495		255		-240	-48.5%			
その他	150		168		18	12.0%			
内、プライベートセール	111		114		3	2.7%			
開催回数	16		13		-3	-18.8%			
内、近代美術オークション	3		3		0	-			
出品点数	4,440		3,305		-1,135	-25.6%			
内、近代美術オークション	381		341		-40	-10.5%			
落札数	3,400		2,535		-865	-25.4%			
内、近代美術オークション	333		267		-66	-19.8%			
落札平均単価	594		456		-138	-23.3%			
内、近代美術オークション	3,365		2,486		-879	-26.2%			
電力発電施設販売	35		61		26				
小型	34		61		27				
大型	1		0		-1				

出所：会社資料よりフィスコ作成

業績動向

2016年11月末の財政状態

(単位：百万円)

	15/5 期 金額	16/11 期 2Q 金額	前期末比	
			金額	率
流動資産	3,566	4,329	763	21.4%
現金及び預金	2,065	1,849	-216	-10.4%
商品	626	828	202	32.2%
仕掛品	5	5	0	0.0%
前渡金	199	1,184	985	495.0%
固定資産	392	1,270	877	223.0%
有形固定資産	289	1,121	832	287.2%
投資その他	97	144	46	47.5%
資産合計	3,959	5,599	1,640	41.4%
流動負債	1,778	2,755	977	54.9%
短期借入金等	1,043	2,143	1,100	105.4%
固定負債	407	1,040	632	155.1%
長期借入金	327	321	-6	-1.7%
純資産	1,772	1,804	32	1.8%
自己資本	1,765	1,799	34	1.9%
負債純資産合計	3,959	5,599	1,640	41.4%
自己資本比率	44.6%	32.1%	12.5pt	-
有利子負債残高	1,371	3,103	1,732	41.4%

出所：会社資料よりフィスコ作成

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、取扱高（落札総額）が前年同期比 39.0% 減の 1,324 百万円、売上高が同 27.9% 減の 391 百万円、セグメント損失が 101 百万円（前年同期は 43 百万円の利益）と減収減益となり、期初予想を大きく下回った。オークション開催回数が 13 回（前年同期は 16 回）に減少したことがマイナス要因となったが、平均落札単価でも低迷しており、総じて低調に推移したと言える。特に主力の近代美術オークションについては、デフレ脱却に向けた政策の遅れなどを背景として全般的に美術品の流通が停滞気味に推移しており、緩やかな回復基調にブレーキがかかる格好となっている。一方、プライベートセール（相対取引）については、積極的な取り扱いに努めた結果、小規模ながら伸長した。また、同社がプラットフォーム構想の中で戦略的に取り組んでいる商品在庫（期末残高）についても着実に積み増している（商品勘定全体で前期末比 32.2% 増）。

(2) エネルギー関連事業

エネルギー関連事業は、売上高が前年同期比 18.3% 増の 1,398 百万円、セグメント利益が同 21.3% 減の 101 百万円と増収ながら減益となり、期初予想を下回る進捗となった。前期における特殊要因のはく落は想定内。優遇税制措置による需要拡大を追い風として、太陽光発電施設の販売が 61 基（前年同期は 35 基）と大きく拡大したことが増収に寄与した。ただ、計画を下回ったのは、業績への寄与が想定よりも下期にずれ込んだほか、販売単価が想定を下回ったことが要因である。また、利益面でも売上高が計画を下回ったことにより、特殊要因のはく落によるマイナス分をカバーできなかったことで減益となった。

業績動向

一方、売電収入については、兵庫県西脇市の太陽光発電所（800kW 級）を中心として約 20 百万円を計上した。また、2016 年 11 月からは埼玉県秩父市の太陽光発電所（2MW 級）が稼働を開始している。秩父市の太陽光発電所の取得により、2016 年 11 月末の有形固定資産は 1,121 百万円（前期末比 832 百万円増）に拡大した（減価償却期間は 17 年間で予定）。

(3) その他

その他は、売上高が 4 百万円（前年同期は 0.6 百万円）、セグメント損失が 0.5 百万円（同 2 百万円の損失）と小規模ながら伸長した。医療機関向け支援事業においては、医療ツーリズムを収益の柱とするべく、香港において、中国・アジアからのインバウンド旅行者向けに、銀聯カード決済機能付きプラットフォームの稼働を開始するとともに、日本国内の提携病院及びクリニックの同プラットフォームへの加盟促進に取り組んだ。また、新たなサプリメント「プラズマローゲン・プレミアム」を、オリジナルブランド「A|A|A|A」(Asian Anti-Aging Alliance)の製品として販売を開始している。ただ、まだ事業モデルの完成度を高める段階にあり、本格的な業績貢献には至っていない。

一方、2016 年 4 月から開始した保険代理店事業（地震保険キャプティブ設立コンサルティング）についても大きな進展はなかった。太陽光発電施設の販売が好調に推移する中で、資源配分（特に人材の割り当て）の制約等により手が回っていないのが実態のようだ。

以上から、上期決算のポイントをまとめると、外部環境の影響等によりオークション事業の回復に遅れが生じたことは懸念材料となったものの、エネルギー関連事業では太陽光発電施設の販売案件（受注残）が 2017 年 3 月の系統連系※に向けて順調に積み上がっており、明暗が分かれる結果になった。決算数値で見ると全体的に後退した印象を受けるが、特殊要因のはく落や販売時期のずれ込み等を勘案すると、実態としてはマイナスとプラスが打ち消し合う形でおおむね計画どおりの進捗と言える。

※ 電力会社の系統（電力網）に接続すること。設備認定を取得済みであるが運転開始に至っていない太陽光発電事業においては、2017 年 4 月 1 日までに電力会社と接続契約を締結していない場合、設備認定が失効することとなり、3 月の系統連系に向けて案件の集中が予想されている。

業績見通し

エネルギー関連事業の大幅な拡大を見込み、通期予想を据え置き

1. 2017 年 5 月期の業績予想

2017 年 5 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前期比 10.3% 増の 4,299 百万円、営業利益を同 17.1% 増の 417 百万円、経常利益を同 15.2% 増の 382 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 37.2% 増の 225 百万円と増収増益を見込んでいる。

業績見通し

オークション関連事業に回復の兆しが見えないものの、エネルギー関連事業が下期業績の伸びに大きく貢献する見通しである。特に、太陽光発電施設の販売は通期で150基以上（前期は101基）の積み上げを見込んでおり、期初計画の130基を大きく上振れる想定となっている。また、売電収入も秩父市発電施設の稼働により40百万円程度の上乗せ要因となるようだ。一方、オークション関連事業は、本格的な回復は想定していないものの、プライベートセール強化により巻き返しを狙う構えである。

弊社でも、オークション事業は、引き続き外部環境に左右される展開が予想され、回復に向けての道筋は長い目でみる必要があるが、エネルギー関連事業が同社の想定どおり150基以上の販売で着地すれば、通期業績予想の達成は可能であるとみている。特に、2016年11月末の前渡金勘定（太陽光発電施設の開発案件）が1,184百万円（前期末は199百万円）と大きく積み上がっていることや、2016年12月からはシンワアートオークション本体でも太陽光発電施設の販売事業に参入したことなどを勘案すると、会社の想定には現実味があるものと捉えることができる。ただ、業績への寄与が3月の連系に向けて3月（第4四半期）に集中する可能性が高いことには注意が必要だろう。

2017年5月期の業績予想

（単位：百万円）

	16/5期		17/5期		前期比	
	実績	構成比	予想	構成比	金額	率
売上高	3,898		4,299		401	10.3%
営業利益	356	9.1%	417	9.7%	61	17.1%
経常利益	332	8.5%	382	8.9%	50	15.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	164	4.2%	225	5.2%	61	37.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 来期（2018年5月期）業績の考え方

弊社では、オークション事業については、来期についても大幅な回復は見込めないものと考えている。一方、太陽光発電施設の販売事業については、2017年4月1日から固定買取価格が引き下げ（24円から21円）となることや、優遇税制措置が受けられる期限が2017年3月末に到来することから、来期の業績にどの程度影響してくるのか、そして新たな収益ドライバーがどのように業績貢献してくるのかがポイントになるとみている。

業績見通し

太陽光発電施設の販売事業について同社では、現在の金利政策の下において、利回りさえ確保できれば、同社が得意とする個人富裕層からの根強い投資ニーズは継続するとの見方をしている。そのうえで、これまで蓄積してきたノウハウの活用（外部に依存していた部分の内製化など）により調達コストの削減を図ることで、前述した状況の中でも高い利回りを確保できる事業モデルの確立を目指す構えである。また、既に事業者間で2極分化（勝ち組と負け組）が進んでいるが、2017年3月末に向けてさらに撤退する事業者が増えることが予想され、個人富裕層向けで実績や信用を築いてきた同社にとっては、残存者利益を享受できる機会と捉えることもできる。弊社でも、これまで権利取得等については系統連系が確実にされたものを他の事業者から仕入れる形で慎重に行ってきた同社であるが、ノウハウが蓄積されてきたことから初期工程の内製化によるコスト削減の余地は大きいと推察している。また、残存者利益を含め、スケールメリットによるコスト削減効果も期待できる。利回りさえ確保できれば、同社の見立てと同様、富裕層マーケティングに強みがある同社にとっては、太陽光発電施設販売事業の更なる事業拡大も可能になると考えられる。また、安定収入源として期待している売電収入も、2016年11月より稼働を開始した秩父市の太陽光発電所は年間1億円規模の収入が見込め、来期はフルに業績寄与する見通しである。

一方、新たな収益ドライバーについては、保険代理店事業が足踏み状態にあるものの、医療ツーリズムやサプリメント販売については緩やかなペースながら着実に立ち上げてきており、来期以降の業績に少なからず寄与してくるものとみている。

■ 成長戦略とその進捗

新規事業の進捗とアジア戦略における新たな展開に注目

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」へと事業ドメインを拡充することにより、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上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実現しなければならないとしている。

※ 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のこと

成長戦略とその進捗

足元では、回復に向けた道筋が見えてこない状況にあるが、同社としては、外部環境の好転を待ちながら、財務基盤の強化や富裕層ネットワークの拡大、人材面の強化など、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

オークション事業で培ってきた富裕層マーケティングを活かせる分野へと事業領域を拡大することで安定収益源の確保と財務基盤の強化を図るところに狙いがある。エネルギー関連事業では、富裕層向け節税商品開発販売として取り組んできた太陽光発電施設の販売事業が順調に拡大し、主力商品に育ってきた。今後も更なる拡大（中古品市場の育成を含む）を目指すとともに、他のエネルギー分野においても新たな展開を視野に入れているようだ。また、医療ネットワークを生かした医療機関支援事業も、診療報酬ファクタリングを一旦凍結としたが、アンチエイジングや医療ツーリズム（インバウンド展開）が新たな収益ドライバーとして徐々に立ち上がってきた。医療コーディネーター業務や医療通訳養成講座を開始するなど、稼働後の円滑な運用を行うための体制整備にも取り組んでおり、あくまでも慎重なスタンスで推進する方針としている。もっとも、今後はアジアへの進出（アウトバウンド展開）も模索しており、実現すれば展開スピードが一気に加速する可能性もある。

一方、新たに開始した保険代理店事業は、新たな顧客層の開拓を進めている。現在は経営資源の制約等により足踏み状態にあるが、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る。

(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目論む。

2016年10月には中国の海航資本集団との連携（対日投資及び文化事業支援など）に向けた戦略提携を締結するなど、将来を見据えた活動にも大きな進展があった。また、ミャンマー事業でも新たな構想を描いているようであり、今後の動向に注意する必要がある。

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ものの、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「アートから始まる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会社ならではの事業展開に注目したい。

■ 株主還元策

2017年5月期は前期と同額配当を予定、今後は増配の余地あり

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。

2016年5月期は前期比1円の増配となる1株当たり年7円配（配当性向24.4%）を実施した。2017年5月期も年7円配（予想利益に対する配当性向17.8%）を予定している。弊社では、今後も配当性向の引き上げや利益成長に伴う増配の可能性は十分にあるとみている。

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