

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

インテリックス

8940 東証プライム市場

企業情報はこちら >>>

2023 年 3 月 7 日 (火)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst Yuzuru Sato



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2023 年 5 月期第 2 四半期累計業績の概要	01
2. 2023 年 5 月期業績の見通し	01
3. 中期経営計画	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. 2023 年 5 月期第 2 四半期累計業績の概要	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. 2023 年 5 月期業績の見通し	14
2. 中期経営計画	16
3. リノベーションマンション市場の中長期見通し	21
4. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み	22
■ 株主還元策	25

要約

電力料金値上げは「エコキューブ」販売拡大の好機に

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累計販売戸数は 2.5 万戸超と業界最大手である。2016 年 5 月期以降は、アセットシェアリング事業（不動産小口化販売）やリースバック事業を立ち上げるなど収益ポートフォリオの多様化と安定化に取り組んできた。2021 年から省エネ型リノベーション「ECOCUBE（以下、エコキューブ）」の販売を開始し、脱炭素社会に貢献しながら成長を目指す戦略を打ち出した。

1. 2023 年 5 月期第 2 四半期累計業績の概要

2023 年 5 月期第 2 四半期累計(2022 年 6 月 -11 月)の連結業績は売上高で前年同期比 4.9% 増の 17,927 百万円、経常損失で 13 百万円（前年同期は 400 百万円の利益）となった。売上高はソリューション事業分野が物件の販売時期のズレ込み等もあって前年同期比 49.8% 減と落ち込んだものの、主力のリノベーション事業分野が販売件数の増加及び平均販売価格の上昇により、同 18.9% 増と伸長したことが増収要因となった。一方、利益面では売上総利益率の低下や新事業分野に係る開発費、ブランディング費用の増加等が響いて減益となった。なお、同社は「エコキューブ」の拡大に向け積極的な仕入れ活動を行っており、第 2 四半期末の販売用不動産残高は前期末比 5,382 百万円増の 25,152 百万円と順調に積み上がり、今後の売上増加が見込める状況となっている。

2. 2023 年 5 月期業績の見通し

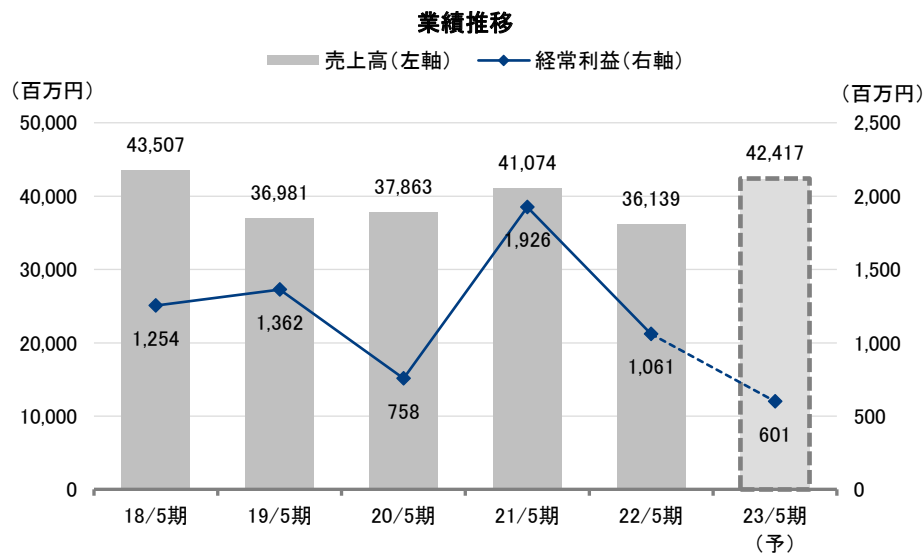
2023 年 5 月期の連結業績は売上高で前期比 17.4% 増の 42,417 百万円、経常利益で同 43.4% 減の 601 百万円と期初計画を据え置いた。リノヴェックスマンションの販売件数及び平均単価が想定を上回るペースで推移していることや、下期は一棟収益物件を複数販売する予定であることから、売上高は計画を上振れする可能性がある。一方、利益面では建設資材価格の上昇の影響や「エコキューブ」のプロモーション費用増加等により、計画どおりに推移するものと予想される。減益要因は、「エコキューブ」や中古マンションの直販サイト「FLIE（フリエ）」に係る先行投資費用等を前期から約 7 億円積み増すことによる。「FLIE」については現在、首都圏のみの展開だが、下期中に掲載エリアを全国規模に拡大していく予定となっている。また、「エコキューブ」は 2022 年 12 月末より首都圏でテレビ CM を開始したほか、交通広告やインターネット動画広告によるプロモーションを積極展開し認知度の向上に取り組んでいる。電力料金値上げにより家計負担が増すなかで、「エコキューブ」の特徴の一つである電力料金の大幅節減というメリットを訴求していくことで、販売増につなげていく考えだ。「エコキューブ」は温熱計算に基づく最適な断熱施工と高効率エアコン及び高機能換気システムの導入によって冷暖房費の大幅削減を実現しており、快適な生活や健康に良い住環境を提供する戦略商品として FC 展開も進めながら普及拡大を目指しており、今後の同社の業績をけん引していくものと期待される。

3. 中期経営計画

2022 年 7 月に発表した 3 ヶ年の中期経営計画では、リノベーションで CO₂ 削減と QOL (Quality of Life) の向上に貢献し、最終年度の 2025 年 5 月期に売上高で 591 億円、経常利益で 23 億円を目指す方針を明らかにした。初年度となる 2023 年 5 月期は先行投資負担により増収減益見込みとなるが、2024 年 5 月期から利益ベースでも高成長ステージに移行する計画となっている。けん引役となるのは「エコキューブ」で、2025 年 5 月期にリノヴェックスマンション販売目標 1,603 件のうち、約 50% を「エコキューブ」とする計画である。ここ数年、同社の業績はリノベーションマンション市場における競争激化の影響で伸び悩んでいたが、「エコキューブ」の投入を機に他社との差別化を図り、再成長を目指す戦略だ。「エコキューブ」の販売価格は従来よりも 1 割程度高くなるものの、省エネ住宅ローン減税などの対象となっているほか 2022 年以降の電力料金の値上げも追い風となるため、今後販売件数が伸びる可能性は十分ありその動向が注目される。

Key Points

- ・リノヴェックスマンションは販売件数、仕入件数ともに前年同期比で増加
- ・2023 年 5 月期の営業利益は先行投資費用増により減益となるも期初計画どおりに推移する見通し
- ・「エコキューブ」の拡販と直販プラットフォーム「FLIE」の育成により、2024 年 5 月期以降、利益は高成長ステージへ



出所：決算短信よりフィスコ作成

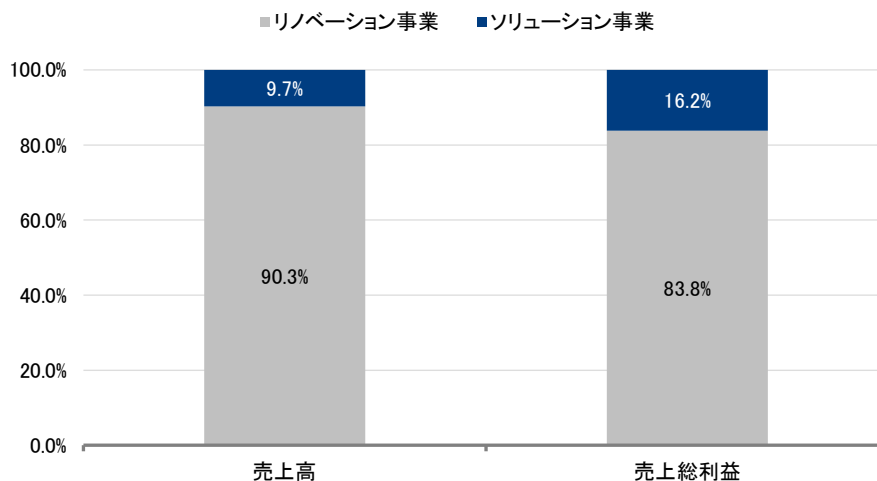
■ 事業概要

リノベーション事業を主軸に、 リースバックやアセットシェアリング等のソリューション事業へと展開

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ベーション事業とソリューション事業の 2 つの事業セグメントで開示を行っている。2023 年 5 月期第 2 四半期累計の事業セグメント別構成比で見ると、リノベーション事業分野が売上高の 90.3%、売上総利益の 83.8% を占めている。

事業セグメント別構成比(2023年5月期第2四半期累計)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) リノベーション事業分野

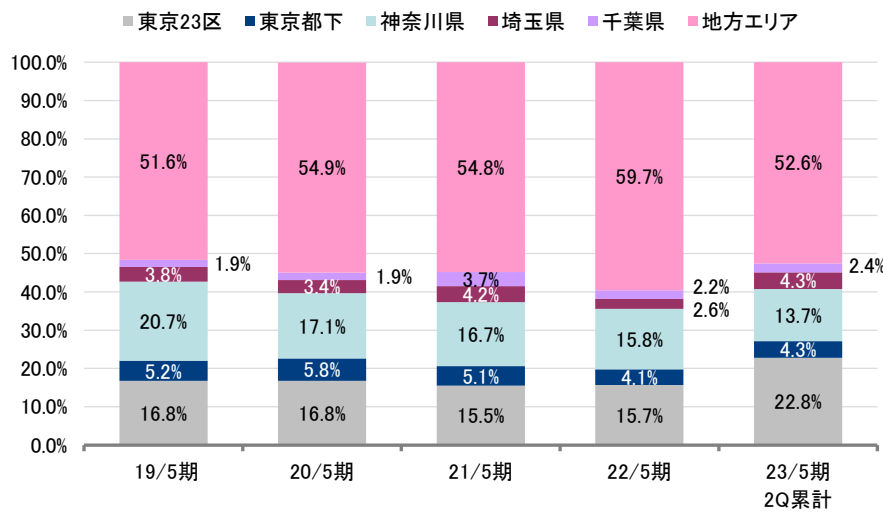
リノベーション事業分野には、リノヴェックスマンション及び戸建の再生販売・賃貸・仲介事業のほか、リノベーション内装事業、FLIE（不動産売買プラットフォーム）事業が含まれており、売上高の 9 割強をリノヴェックスマンション販売で占めている。

リノヴェックスマンション販売の事業の流れとしては、不動産仲介会社からの情報をもとに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、内装工事を施したうえで不動産仲介会社等を通じて販売する（直近は直接仕入販売も行っている）。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、120 日程度を目安にこれよりも期間が長くなるようであれば販売価格を調整して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。売上総利益率では 12～13% を適正水準として事業運営を行っている。また、内装工事に関してはインテリックス空間設計より協力会社に外注している。

事業概要

販売エリアは首都圏からスタートし、2013 年以降は地方主要都市（札幌、仙台、名古屋、京都、大阪、広島、福岡）に段階的に進出してきた。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少なかったこともあり着実に市場を開拓し、2019 年 5 月期以降は販売件数の 5 割強を地方エリアが占めるまでになっている。同社は、全国の特許マンションのストック数の約 5 割が首都圏で占められることから、首都圏と地方の販売比率は同等程度が適正水準と考えている。2023 年 5 月期第 2 四半期累計における東京 23 区の販売件数構成比が 22.8% と 8 年ぶりに 20% 台に回復したが、これは戦略商品となる「エコキューブ」の販売が増加したことが主因と見られる。

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

リノベーションマンション内装事業は、リノベーションマンションを販売する同業他社のほか一般個人からの工事も請負っており、2023 年 5 月期第 2 四半期累計の売上構成比率は約 5% となっている。戸別のマンション内装工事に関してはノウハウが必要なため、大手不動産販売会社を含めて同業他社からの引き合いは多く、また、最近では REIT 運用会社が自社保有物件のバリューアップを目的にリノベーションを行うため同社に発注するケースも出てきている。

(2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野には、その他の収益不動産（一棟、土地等）の開発・販売・賃貸・管理・仲介事業のほか、新築分譲マンションの開発・販売事業、リースバック事業、アセットシェアリング事業、ホテル等の宿泊事業が含まれる。

a) リースバック事業

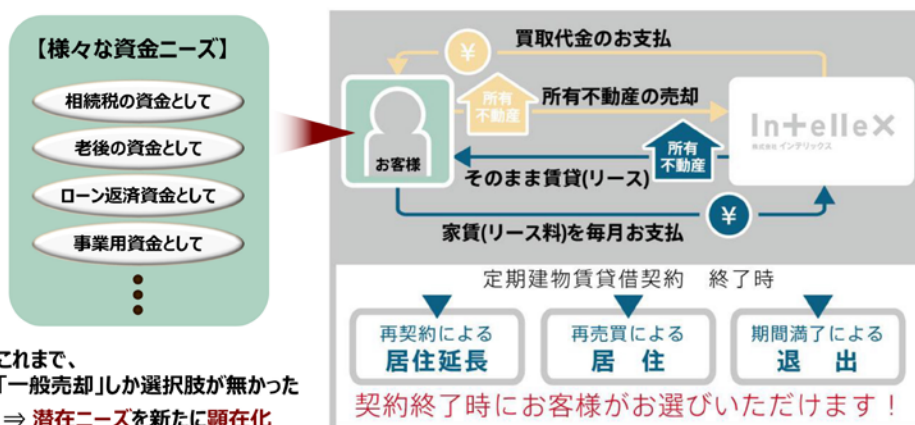
リースバック事業とは、ユーザーから所有不動産を同社が買い取ると同時に、定期建物賃貸借契約（2 年間）を新たに結び、そのまま賃貸（リース）するサービスで 2017 年 5 月期より開始した。契約期間を迎えるとユーザーは再契約し居住を延長するか退出、もしくは当該不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。相続税資金や老後の資金、ローン返済資金などまとまった資金が必要となった際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なことから、ここ数年で市場が拡大している。

事業概要

リースバック事業の仕組み

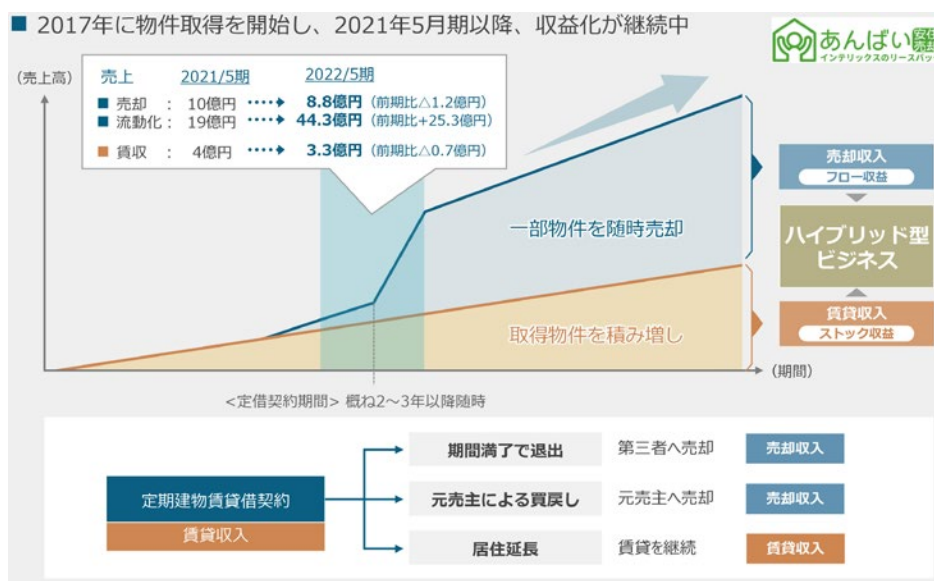
■『売却しても、住み続けられる』新たな選択肢を提供

▶ リースバック商品「安住売却(あんばい)」を展開



売上高としては、物件取得の際の契約手数料や賃料収入のほか、物件を売却した際の販売収入が計上されることになる。一方、費用面では物件取得時の取得税、登記費用のほか、減価償却費も計上するため、物件取得から一定期間は費用が先行するが、物件売却時には減価償却が進んでいるため利益率が高くなるビジネスモデルになっていることが特徴だ。売却については戸別で対応するケースもあるが、複数の物件をまとめて信託受益権化し不動産ファンドに譲渡することで資金効率を高めている。

リースバック事業の収益状況



出所：決算説明資料より掲載

事業概要

リースバック事業は 2013 年に And Do ホールディングス <3457> が業界に先駆けて開始し、現在はファイナンス会社も含めて参入企業が増えているものの、同社は大手不動産会社（センチュリー 21・ジャパン <8898> 等）との連携も強化しながら仕入・販売ルートを広げ、事業を拡大していく戦略となっている。

b) アセットシェアリング事業

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。同商品の特長としては、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おこと、などが挙げられる。

不動産物件の管理は、主に子会社の（株）インテリックスプロパティで行っている。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、分配予定利回り※で 3% 以上を目安に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これ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、新築・中古物件、住宅用から商業用まで多様な商品を開発できることが強みとなる。販売チャネルについてはセミナーの開催や自社 Web サイト、税理士をはじめとした士業ルート、金融機関等の様々なチャネルを通じて販売している。

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ら一括で運営管理 |
| 3 | 相続・贈与対策 | 一般的不動産と異なり口数により分割が容易
不動産としての相続評価額が適用 |

出所：決算説明資料より掲載

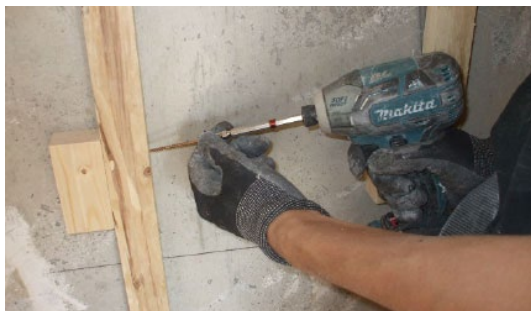
迅速な仕入れ体制と独自開発した リノベーションに関する施工ノウハウが強み

2. 同社の強み

リノベーション事業分野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(月 2,500 ～ 3,000 件程度)に関して、同社は 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。大手不動産会社であれば、仕入れ判断に通常 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には、同業他社よりも先に優良物件を仕入れることが可能となる。ただ、首都圏においてはここ数年で大手デベロッパーも含めて中古マンション市場に参入する企業が増え、従来のように優良物件を適正価格で仕入れることが難しくなっていることから、直接売主から仕入れる体制についても強化し始めている。

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。同社はこうした課題を解決する方法として、これまで手掛けてきた数多くのリノベーション施工の経験をもとに、マンションに特化したリノベーション工法を確立している。具体的には、躯体への穴あけやビス打ちを最小限にとどめる静音施工に加えて、給水・給湯を一ヶ所に集めたヘッダー配管を採用するなどインフラ設備や下地をシステム化することによる施工品質の均質化、並びにその後のメンテナンス作業も含めた効率化を実現している。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も十分注意する必要がある。同社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、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。同社の施工技術は業界でも高く評価されており、大手不動産会社からもリノベーション施工を数多く請負っている。

マンションリノベーション工法



静音施工

出所：会社ホームページより掲載



ヘッダー配管

業績動向

2023 年 5 月期第 2 四半期累計の営業利益はおおむね計画どおりに進捗

1. 2023 年 5 月期第 2 四半期累計業績の概要

2023 年 5 月期第 2 四半期累計の連結業績は売上高で前年同期比 4.9% 増の 17,927 百万円、営業利益で同 66.3% 減の 189 百万円、経常損失で 13 百万円（前年同期は 400 百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失で 30 百万円（同 242 百万円の利益）と増収減益決算となった。会社計画に対しては、一棟収益物件の販売が下期にずれ込んだことで売上高は未達となったものの、販管費が想定を下回ったことにより営業利益は計画並みを確保した。

2023 年 5 月期第 2 四半期連結業績

（単位：百万円）

	22/5 期 2Q 累計		会社計画	23/5 期 2Q 累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	17,089	-	19,247	17,927	-	4.9%	-6.9%
売上総利益	2,926	17.1%	3,128	2,656	14.8%	-9.2%	-15.1%
販管費	2,365	13.8%	2,941	2,467	13.8%	4.3%	-16.1%
営業利益	560	3.3%	187	189	1.1%	-66.3%	1.1%
経常利益	400	2.3%	27	-13	-0.1%	-	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	242	1.4%	22	-30	-0.2%	-	-
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数（件）	569	-	-	584	-	2.6%	-
平均販売価格（万円）	2,266	-	-	2,609	-	15.1%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高についてはソリューション事業分野が減収となったものの、リノベーション事業分野がリノヴェックスマンションの販売件数増加（前年同期比 2.6% 増の 584 件）や平均販売価格の上昇（同 15.1% 増の 2,609 百万円）により前年同期比 18.9% 増となったことが増収要因となった。東京 23 区の販売件数構成比が上昇したことに加えて、「エコキューブ」の販売増や建設資材価格の上昇に伴う価格転嫁を進めたことも販売価格の上昇要因となった。

売上総利益は前年同期比 9.2% 減の 2,656 百万円となった。リノベーション事業分野は同 2.0% 増の 2,226 百万円と増益を確保したものの、ソリューション事業分野が同 42.2% 減の 430 百万円と落ち込んだことが響いた。売上総利益率についてはリノヴェックスマンションの利益率低下を主因として、前年同期の 17.1% から 14.8% に低下した。建設資材価格の上昇や材料費率の高い「エコキューブ」の販売増が利益率の低下要因となった。

販管費は新事業分野への投資費用が増加したものの、前年同期比 4.3% 増にとどめ、販管費率は 13.8% と前年同期並みの水準を維持した。また、営業外収支が 42 百万円悪化したが、主には有利子負債の増加による支払利息の増加（55 百万円増）と、SDGs 推進シンジケートローン等のファイナンス実施に伴う支払手数料の増加（33 百万円増）によるものとなっている。

リノヴェックスマンションは販売件数、仕入件数ともに前年同期比で増加

2. 事業セグメント別動向

(1) リノベーション事業分野

リノベーション事業分野の売上高は前年同期比 18.9% 増の 16,184 百万円、売上総利益は同 2.0% 増の 2,226 百万円、営業利益は同 28.3% 減の 487 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売はリノヴェックスマンションの販売件数増加と販売価格の上昇により同 18.8% 増の 15,178 百万円となり、賃貸収入も持ち賃貸物件の増加により同 4.2% 増の 78 百万円と増収に転じた。また、その他収入はリノベーション内装工事の受注増により同 21.2% 増の 927 百万円（うち、リノベーション内装工事は同 19.3% 増）となった。

売上総利益については物件販売が同 1.2% 増の 2,071 百万円、売上総利益率で前年同期の 16.0% から 13.6% に低下したことにより、全体でも同 2.0% 増と微増にとどまった。建設資材価格の上昇や部材不足の影響による施工期間の長期化、「エコキューブ」の販売増が利益率の低下要因となった。ただ、リノヴェックスマンションの販売件数 1 件当たりの売上総利益は約 3 百万円と前年同期並みの水準を確保している。

リノベーション事業分野の業績

(単位：百万円)

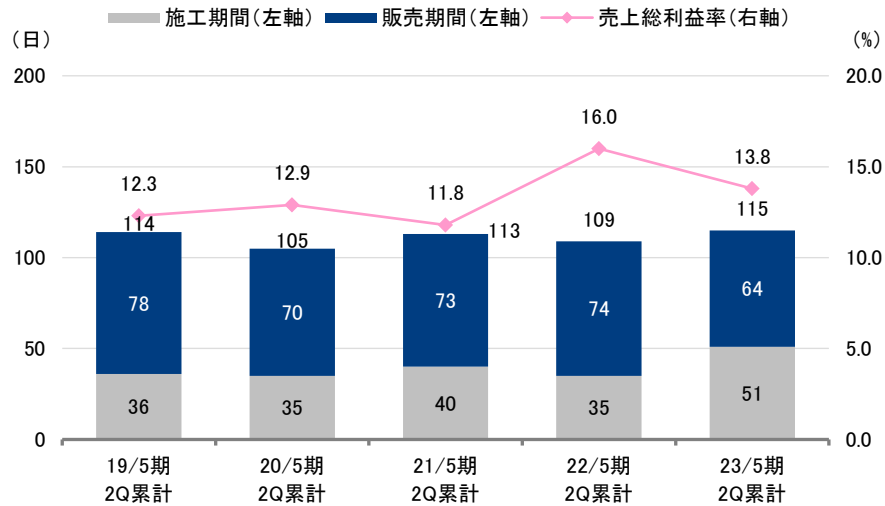
	売上高			売上総利益			売上総利益率	
	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計
物件販売	12,773	15,178	18.8%	2,047	2,071	1.2%	16.0%	13.6%
賃貸収入	75	78	4.2%	54	56	3.1%	72.2%	71.4%
その他収入	765	927	21.2%	80	98	22.1%	10.6%	10.6%
合計	13,613	16,184	18.9%	2,182	2,226	2.0%	16.0%	13.8%

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の事業期間については115日と前年同期の109日から6日増加した。内訳を見ると、販売期間は 74 日から 64 日と短縮したものの、施工期間が 35 日から 51 日と長期化しており、部材不足や「エコキューブ」の施工件数増加が影響したと見られる。売上総利益率は 13.6% に低下したが、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）以前の水準が 13% 前後であったことからすると、適正水準の範囲内に戻ったと見ることもできる。

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



※ 21/5 期 2Q 以降の売上総利益率はリノベーション事業の物件販売
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の販売件数は前年同期比 2.6% 増の 584 件、販売額で同 18.2% 増の 15,240 百万円と 2 期ぶりの増加に転じた。半導体不足に起因した住設機器等の資材調達遅延や建設資材価格の上昇に伴う価格転嫁を進めたが、需要は引き続き旺盛で販売は順調に推移した。地域別では首都圏が同 17.9% 増の 277 件、地方エリアが同 8.1% 減の 307 件となった。首都圏では「エコキューブ」の販売拡大に向けて比較的高価格帯の物件について前期から積極的に仕入活動を進めてきたことが奏功し、特に東京 23 区は同 47.8% 増の 133 件と大幅増となった。一方、地方エリアでは名古屋、福岡、広島で販売件数が減少した。なお、「エコキューブ」の販売件数は 65 件と全体の 11% を占めた。主に東京 23 区内での販売が中心であったが、地方エリアでの販売実績も出始めているようだ。

一方、仕入件数については前期比 6.9% 増の 680 件、仕入額で同 28.5% 増の 12,200 百万円と 2 期連続で増加した。地域別では首都圏が同 6.9% 増の 295 件、地方エリアが同 6.9% 増の 385 件となり、なかでも東京 23 区が同 38.0% 増の 149 件と大きく増加した。平均仕入単価はほぼ全エリアで上昇しており、積極的に仕入活動を進めたことがうかがえる。

業績動向

エリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

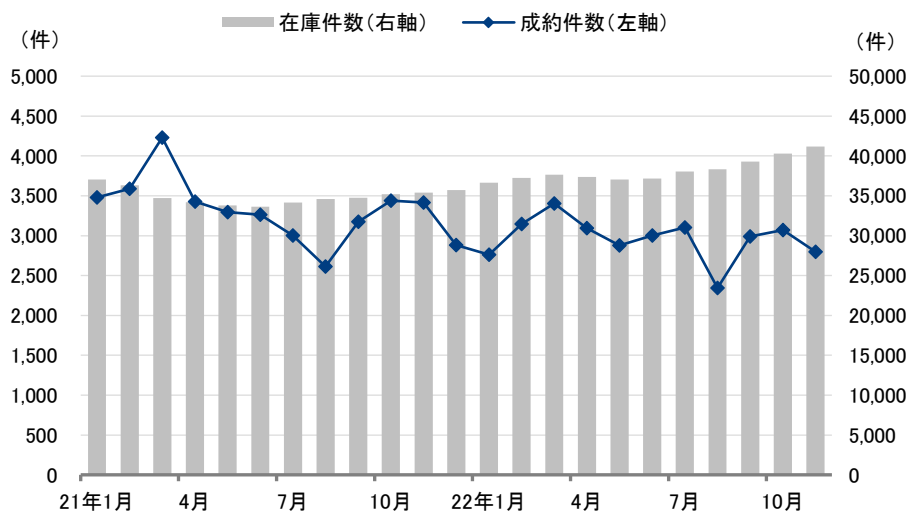
	仕入件数				販売件数			
	21/5 期 2Q 累計	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比	21/5 期 2Q 累計	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比
首都圏	245	276	295	6.9%	326	235	277	17.9%
東京	114	139	169	21.6%	150	112	158	41.1%
神奈川	100	115	80	-30.4%	129	96	80	-16.7%
埼玉	23	12	27	125.0%	34	16	25	56.3%
千葉	8	10	19	90.0%	13	11	14	27.3%
地方エリア	312	360	385	6.9%	419	334	307	-8.1%
札幌	63	77	83	7.8%	70	55	65	18.2%
仙台	39	48	52	8.3%	34	46	46	0.0%
名古屋	58	44	42	-4.5%	78	51	39	-23.5%
大阪	95	99	115	16.2%	142	93	100	7.5%
広島	15	15	26	73.3%	20	21	17	-19.0%
福岡	42	77	67	-13.0%	75	68	40	-41.2%
合計	557	636	680	6.9%	745	569	584	2.6%
合計金額 (百万円)	7,500	9,500	12,200	28.5%	16,725	12,896	15,240	18.2%
平均価格 (百万円)	13.5	14.9	17.9	20.1%	22.4	22.7	26.1	15.1%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

同期間（2022 年 6 月 -2022 年 11 月）における首都圏の中古マンション業界の動向について見ると、成約件数は前年同期比 8.5% 減の 17,312 件と減少した一方で、在庫件数は 2022 年 11 月時点で 4.1 万件とやや増加傾向となっている。販売件数の減少については、景気の先行き不透明感が強まっていることに加えて、販売価格が全体的に上昇してきたことで賃貸物件に需要がシフトする傾向になったことが影響したものと考えられる。ただ、東京 23 区内の人気エリアなどでは引き続き需要が堅調に推移しているようで、地域間格差が生じているものと見られる。こうしたなか、同社は首都圏での販売シェアをやや回復させたことになる。積極的な仕入れ活動に加えて「エコキューブ」の販売が進展したことが主因と見られる。「エコキューブ」が差別化商品として市場に浸透していけば、今後もシェア拡大により販売件数の増加基調が続く可能性も十分ある。なお、在庫水準が業界全体で増加傾向となっているが、直近ピークの 2019 年時点が 4.8 万件の水準であったことからすれば過剰感はないと弊社では考えている。

業績動向

首都圏の中古マンション成約・在庫件数



出所：(公財) 東日本不動産流通機構データを基にフィスコ作成

(2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野の売上高は前年同期比 49.8% 減の 1,743 百万円、売上総利益は同 42.2% 減の 430 百万円、営業利益は同 51.4% 減の 147 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売が同 63.8% 減の 1,046 百万円、賃貸収入が同 2.8% 増の 499 百万円、ホテル等の宿泊事業を中心としたその他収入が同 109.6% 増の 197 百万円となった。

ソリューション事業分野の業績

	売上高			売上総利益			売上総利益率	
	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計	前年同期比	22/5 期 2Q 累計	23/5 期 2Q 累計
物件販売	2,895	1,046	-63.8%	529	141	-73.3%	18.3%	13.5%
賃貸収入	485	499	2.8%	249	256	2.9%	51.3%	51.3%
その他収入	94	197	109.6%	-34	32	-	-37.0%	16.4%
合計	3,475	1,743	-49.8%	744	430	-42.2%	21.4%	24.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

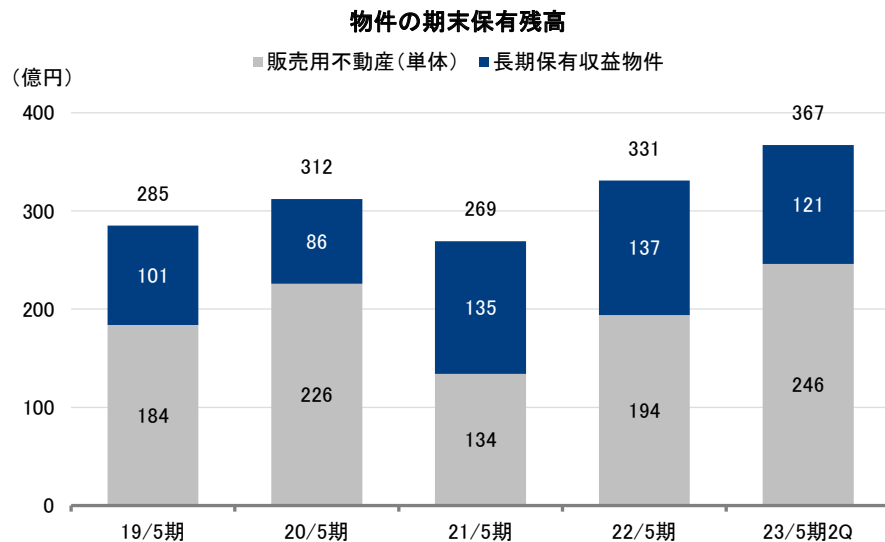
物件販売については、前年同期に計上したリースバック事業における流動化案件 (1,843 百万円) ※を 2023 年 5 月期第 2 四半期累計では実施していないことが減収要因となった。リースバック物件の取得件数は 72 件、取得額で約 15 億円とほぼ前年同期並みの水準にとどまった。参入企業の増加により競争が激化しているようで、今後プロモーション戦略を見直しなが取得件数を増やしていく考えだ。その他収入については「LANDABOUT (ランダバウト)」(東京都台東区) や「モンタン博多」(福岡県福岡市) などのホテル稼働率が回復したことにより大幅増収となり、損益面でも黒字に転換した。当面はこれらホテル施設については自社保有を続けていくが、コロナ禍が収束し稼働率が安定してくればアセットシェアリング商品として販売していくことを視野に入れている。

※ 2021 年 8 月に 88 件を合同会社あんぱい LB2 号に 1,843 百万円で譲渡した。

積極的な仕入活動により物件残高が増加

3. 財務状況と経営指標

2023 年 5 月期第 2 四半期末の資産合計は前期末比 4,179 百万円増加の 45,112 百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が 154 百万円減少した一方で、販売用不動産が 5,382 百万円増加した。販売用不動産の内訳を見ると、通常物件が 32 億円増加の 157 億円、賃貸物件が 20 億円増加の 89 億円となっている。また、固定資産は有形固定資産が同 1,475 百万円減少した。長期保有収益物件のうち 30 億円分を流動資産に振り替えたことによる。これら収益不動産物件を合計すると同 36 億円増加の 367 億円とここ数年ではもっとも高い水準まで積み上がったことになる。これらは今後の事業拡大に向けての意図した積み上げであり、弊社ではポジティブに評価している。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

負債合計は前期末比 4,280 百万円増加の 33,233 百万円となった。未払法人税等が 208 百万円減少した一方で、買掛金が 322 百万円、有利子負債が 4,136 百万円増加した。有利子負債の増加については主に収益不動産物件の取得資金や、「エコキューブ」等の新事業分野への投資資金によるものとなっている。なお、同社の省エネリノベーションや不動産流通の DX 化推進といった SDGs に関連する取り組みが評価されたことで、サステナビリティ・リンク・ローン (SLL) ※や SDGs 推進シンジケートローンなど各種ファイナンスの組成に成功している。組成総額は 33 億円で一部は実行済みだが、残りの融資枠を下期以降の事業活動資金として活用していく方針だ。純資産合計は前期末比 100 百万円減少の 11,878 百万円となった。自己株式の処分により 48 百万円の増加要因となったが、配当金 112 百万円の支出及び親会社株主に帰属する四半期純損失 30 百万円の計上が減少要因となった。

※ SLL は、融資先の SDGs・ESG 戦略におけるサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット (SPTs) に対する達成状況に連動して貸付条件を変動させることで、融資先の目標達成を促進し、持続可能な経済活動を支援するローン。今回の SLL の KPI には、同社が取り扱う「エコキューブ」仕様のリノベーションマンションの販売件数を選定し、その販売件数が増加していくことを SPTs として設定した。

業績動向

経営指標を見ると、有利子負債の増加により自己資本比率が前期末の 29.2% から 26.3% に低下し、有利子負債比率が 220.4% から 257.2% に上昇した。有利子負債の増加により財務体質はやや悪化したが、今後は収益不動産物件を販売していくことで資金を効率的に回転させながら、収益を拡大していく戦略となっている。2022 年 12 月に脱炭素推進支援シンジケートローン 15 億円を新たに組成し、調達しており、期末にかけて有利子負債の水準は若干積み上がる可能性があるが、収益を拡大していくことで中長期的には改善していくものと弊社では見ている。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	20/5 期	21/5 期	22/5 期	23/5 期 2Q	増減
流動資産	28,327	20,559	25,101	30,546	5,444
（現金及び預金）	4,947	6,215	4,428	4,274	-154
（販売用不動産）	22,918	13,642	19,769	25,152	5,382
固定資産	10,269	15,736	15,831	14,566	-1,265
資産合計	38,596	36,296	40,932	45,112	4,179
流動負債	17,698	15,610	18,775	21,978	3,203
固定負債	10,262	9,098	10,178	11,254	1,076
負債合計	27,961	24,709	28,953	33,233	4,280
（有利子負債）	24,924	20,750	26,363	30,499	4,136
純資産合計	10,635	11,586	11,978	11,878	-100
（安全性）					
自己資本比率	27.5%	31.9%	29.2%	26.3%	-2.9pt
有利子負債比率	234.7%	179.1%	220.4%	257.2%	36.7pt

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

今後の見通し

2023 年 5 月期の営業利益は先行投資費用増により減益となるも 期初計画どおりに推移する見通し

1. 2023 年 5 月期業績の見通し

2023 年 5 月期の連結業績は、売上高で前期比 17.4% 増の 42,417 百万円、営業利益で同 31.8% 減の 930 百万円、経常利益で同 43.4% 減の 601 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 34.6% 減の 420 百万円と期初計画を据え置いた。売上高についてはリノヴェックスマンションの販売額が同 17.3% 増の 30,776 百万円と回復することで 2 期ぶりの増収に転じるが、利益面では新事業分野等への先行投資費用を前期から約 7 億円積み増す予定にしており、減益を見込んでいる。

インテリックス
8940 東証プライム市場

2023 年 3 月 7 日 (火)
<https://www.intellex.co.jp/company/ir/>

今後の見通し

2023 年 5 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/5 期		23/5 期				
	通期 (実績)	対売上比	上期 (実績)	下期 (差引)	通期 (計画)	対売上比	前期比
売上高	36,139	-	17,927	24,489	42,417	-	17.4%
(リノベーション事業分野)	27,816	77.0%	16,184	17,616	33,800	79.7%	21.5%
(ソリューション事業分野)	8,323	23.0%	1,743	6,857	8,600	20.3%	3.3%
売上総利益	6,109	16.9%	2,656	4,327	6,984	16.5%	14.3%
販管費	4,745	13.1%	2,467	3,586	6,054	14.3%	27.6%
営業利益	1,364	3.8%	189	740	930	2.2%	-31.8%
経常利益	1,061	2.9%	-13	614	601	1.4%	-43.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	643	1.8%	-30	450	420	1.0%	-34.6%
1 株当たり当期純利益 (円)	74.55	-	-3.46	51.81	48.35	-	-
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数 (件)	1,129	-	584	663	1,247	-	10.5%
販売額 (百万円) ※	26,240	72.6%	15,240	15,536	30,776	72.6%	17.3%
平均販売価格 (万円)	2,324	-	2,609	2,343	2,468	-	6.2%

※リノヴェックスマンション販売額は件数×平均販売価格で算出
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

事業セグメント別の売上高について見ると、リノベーション事業は前期比 21.5% 増の 338 億円となる見通し。リノヴェックスマンションの販売件数は同 10.5% 増の 1,247 件、平均販売価格は同 6.2% 増の 2,468 万円を想定している。ただ、第 2 四半期累計の販売単価が 2,609 万円と想定を上回っており、下期も「エコキューブ」の販売が伸びることを考えれば、通期の販売単価も少なくとも上期並みの水準を維持できるものと予想される。販売件数については今後の市場環境にもよるが、積極的な仕入活動を行ってきたこともあり計画値は可能な水準と見られる。一方、売上総利益率については当初 14% 台で計画していたが、建設資材価格の上昇により 13% 台後半と上期並みの水準に落ち着く見通しだ。このため、売上高は当初計画を上回る公算が大きい、利益ベースではほぼ計画どおりに推移するものと予想される。なお、リノベーション内装事業の売上高は法人向けの受注拡大により、前期比 23.0% 増の 18.2 億円を見込んでいる。

ソリューション事業の売上高は前期比 3.3% 増の 86 億円となる見通し。下期に 68 億円の売上が必要となるが、一棟収益物件を複数販売するほか、2023 年 3 月には、アセットシェアリングシリーズ第 8 弾「アセットシェアリング札幌」の販売も開始したことからおおむね計画どおりに推移するものと予想される。なお、リースバック事業の流動化について 1 件実施する予定であったが、2024 年 5 月期に先送りすることになったようだ。

「エコキューブ」の拡販と直販プラットフォーム「FLIE」の育成により、2024 年 5 月期以降、利益は高成長ステージへ

2. 中期経営計画

2022 年 7 月に発表した 3 ケ年の中期経営計画では、ビジョンとして「すべての人にリノベーションで豊かな生活を」を掲げ、循環型リノベーションモデルを展開していくことで、サステナブルな社会づくりに貢献しながら高成長を目指していく方針を打ち出した。具体的には、省エネ型リノベーション商品である「エコキューブ」を全国に普及拡大していくことで、CO₂ の削減を図るとともに快適な住環境を提供し、住む人の QOL の向上に貢献していく。また、不動産取引の DX を進めるべく、より多くの参加者が公平な取引を可能とする不動産直販プラットフォーム「FLIE」を育成していく考えだ。

業績数値目標としては、2025 年 5 月期に売上高 591 億円、営業利益 26 億円、経常利益 23 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 15 億円を掲げ、ROE は 10% 以上の水準を目標に設定した。3 年間の年平均成長率は売上高で 17.8%、営業利益で 26.0% となる。2023 年 5 月期は新事業分野等への先行投資負担増により増収減益計画となるが、2024 年 5 月期以降は利益ベースでも高成長ステージへと移行する見通しだ。事業セグメント別ではリノベーション事業分野が成長をけん引し、ソリューション事業分野は安定収益基盤として着実な成長を目指していく計画となっている。営業利益の構成比で見ると、リノベーション事業分野が 2022 年 5 月期の約 6 割から 2025 年 5 月期は約 7 割まで上昇するイメージだ。また、新事業分野への投資やブランディング強化、人員・システム増強の成長投資は、3 年間の累計で 31 億円を計画している。

中期業績目標

(単位：億円)

	22/5 期 実績	23/5 期 計画	24/5 期 計画	25/5 期 計画	年平均 成長率
売上高	361	424	507	591	17.8%
営業利益	13	9	17	26	26.0%
経常利益	10	6	13	23	32.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	6	4	9	15	35.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) 「エコキューブ」の展開について

戦略商品となる「エコキューブ」とは省エネ型リノベーションマンションのことで、戸別に温熱計算※を実施し、最適な断熱性・気密性を維持するための断熱施工（高性能断熱材や樹脂製サッシによる内窓の設置等）を行うとともに、高効率エアコンや高機能換気システムを設置することで、快適な生活環境の提供と省エネルギー化による経済メリットを実現した商品となる。同社では 2011 年から省エネ型商品の開発販売に着手し、改良を重ねて 2021 年 7 月に「エコキューブ」として再リリースした。既存住宅のリノベーションに「省エネルギー + QOL の向上」という付加価値を加え、政府が目指す脱炭素社会の実現に貢献する商品となる。

※ 省エネ住宅設計支援ツールに、物件の立地や構造等の条件に合わせた同社基準を用いて、施工前とリノベーション後の住戸エネルギー消費量や冷暖房費、エアコンのシミュレーションを行い、そのうえで快適な住宅性能を備えるための施工計画を策定する。

今後の見通し

エコキューブの特徴

特徴	内容
快適な空気	花粉や粉じんなどを取り除く換気フィルターが内蔵された熱交換式第 1 種換気設備によって、常に効率的に新鮮な空気を取り込む。
健康に良い	断熱性の高い住宅で室温がある一定以上の住宅では、ヒートショックの防止や高血圧の防止等の効果があるという調査報告がなされている。
結露しにくい	断熱材や樹脂サッシで断熱性を高めたことで、住戸内温度差が少なくなり、結露が発生しにくくカビの発生を抑制できる。
省エネ・経済的	温熱計算に基づき、樹脂サッシや断熱材を施すことで気密性・断熱性を高め、さらに外気を室温に近づけて取り込む熱交換式第 1 種換気設備を設置することで冷暖房効率が向上。リノベーション前と比較して冷暖房費を抑制できる。
CO ₂ 削減	断熱性を向上することによって冷暖房エネルギーの消費量を削減し、CO ₂ の削減に貢献。

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

販売価格は平均的なリノヴェックスマンションと比較して 1 割程度高くなるものの、冷暖房機器の消費電力を従来比で大幅に削減※できるほか、省エネ住宅ローン減税や自治体の補助金事業の対象になっているケースもあることから、割高感は薄まるものと考えられる。特に 2022 年以降は電力料金が大きく値上がりしていることもあり、「エコキューブ」の普及拡大を図る同社にとっては追い風と言える。

※ 1LDK (約 65m²) で入居者数 2 名、平均外気温 16℃ の場合、年間の冷暖房費は従来の 10.8 万円から 1.1 万円と約 89% 削減できた試算がある。

エコキューブが対象となる住宅ローン減税の概要

	借入限度額		控除期間
	22-23 年入居	24-25 年入居	
ZEH 水準省エネ住宅	4,500 万円	3,500 万円	13 年間
省エネ基準適応住宅	4,000 万円	3,000 万円	

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

実際、フリエ住まい総研が省エネ住宅に関するアンケート調査を実施したところ、省エネ住宅の認知度は 69.5% と高く、このうち住宅購入の際に省エネ住宅を選ぶかという問いに対して、76.8% が「Yes」と回答している。理由としては、光熱費が抑えられるとの回答が 90% 弱と最も多く、次いで環境への配慮や快適性などの回答が上位に並んだ。一方で、「No」と回答した人の理由として最も多かったのは、価格の割高感で 64% を占め、次いで候補物件が限られるとの回答が 40% を占めた。こうしたアンケート結果から見ても、「エコキューブ」の成長余地は大きいことがうかがえる。

省エネ住宅に関するアンケート調査

住宅購入の際に省エネ住宅を選ぶか？

Yes	76.8%	No	23.2%
理由		理由	
光熱費が抑えられるため	89.9%	価格が高い	64.0%
環境に配慮するため	42.6%	候補物件が限られる	40.2%
快適性が高い	32.7%	省エネ家電等で対応するため	15.9%
補助金・減税制度がある	29.8%	省エネに対する知識がない	13.4%
売却しやすい	2.9%	設定・操作が複雑な印象がある	11.6%
その他	0.4%	省エネの必要性がわからない	9.1%
		その他	4.3%

出所：フリエ住まい総研（2022 年 6 月 14 日～18 日、20 歳以上の 1,018 人に調査）

今後の見通し

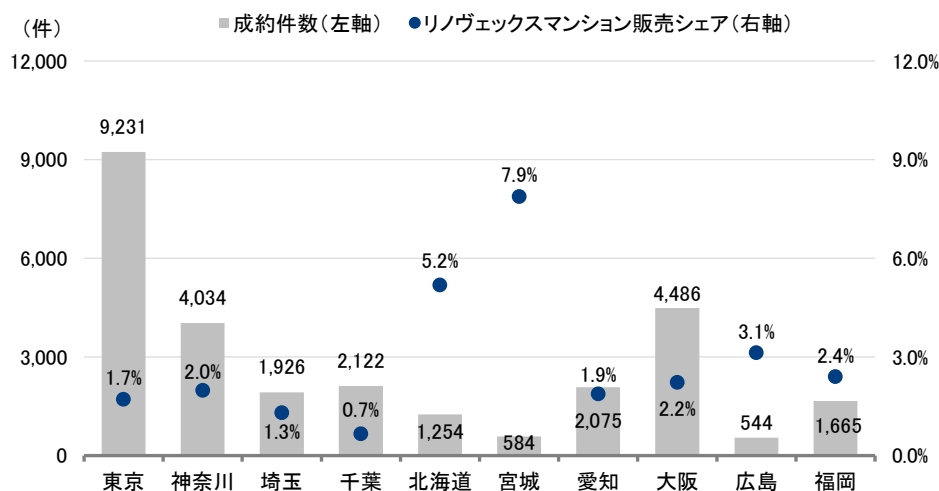
今回の中期経営計画では、2025 年 5 月期にリノヴェックスマンションの販売目標を 1,603 件（2022 年 5 月期 1,129 件）としており、このうち約 50% となる 800 件を「エコキューブ」とする計画となっている。2022 年 5 月期の実績については施工件数ベースで 100 件を超えた水準だったと見られ、2023 年 5 月期は導入率で 40% を目標としている。第 2 四半期累計実績では 11% にとどまっているが、下期より本格的にプロモーションを展開し販売を加速していく予定となっている。具体的には、2022 年 12 月末より首都圏でテレビ CM やターミナル駅等での街頭大型ビジョンでの広告を開始したほか、2023 年からは交通広告やインターネット動画広告なども開始した。2024 年 5 月期からは地方主要都市でもテレビ CM を展開し、認知度の向上を図っていく予定だ。

リノヴェックスマンションの販売目標と「エコキューブ」の導入計画

	22/5 期 実績	23/5 期 計画	24/5 期 計画	25/5 期 計画	年平均 成長率
販売戸数	1,129	1,247	1,439	1,603	12.4%
うち、エコキューブ導入数	-	500	650	800	-
エコキューブ導入率	-	40%	45%	50%	-

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

省エネと QOL の向上という長所を訴求し、ブランド力を高めていくことができれば、販売ペースも今後一段と加速し各エリアでシェアを拡大していくものと期待される。中古マンション市場での同社の販売シェアは 1 ケタ台前半の水準であるため、業界全体が伸び悩んだとしてもシェア拡大による成長余地は大きい。施工面においても、物件構造上の制限（1 階、最上階、ダクトのサイズと個数等）に対応した施工技術を開発しており、供給面での制約もほぼなくなった。先行指標となる着工ベースのエコキューブ導入率は 2022 年 12 月時点で 21% まで上昇しており、今後のさらなる販売拡大が期待できる状況となっている。

中古マンション成約件数とリノヴェックスマンションの市場シェア
(2023年5月期第2四半期累計)


注：データ期間は 2022 年 6 月 -11 月。販売シェア = 各支店の販売件数 ÷ 支店所在地の都道府県の中古マンション成約件数で算出

出所：中古マンションは（公財）東日本不動産流通機構「月例速報 Market Watch（全国版）」

今後の見通し

ちなみに、今後 3 年間で累計 1,950 件の「エコキューブ」を販売したとすると、CO₂ の削減効果は年間 975 トン、杉の木換算で約 11.1 万本分（東京ドーム換算で約 24 個分）に相当するとの試算※もある。政府は脱炭素社会に向けた取り組みとして、2030 年までに温室効果ガスを 46% 削減（対 2013 年比）し、このうち家計部門については CO₂ 排出量を 66% 削減することを目標に掲げている。目標を達成すべく、新築住宅等については 2025 年度から省エネ基準への適合を義務付ける改正建築物省エネ法が 2022 年 5 月に成立した。ただ、既存住宅（約 5,000 万戸）のうち現行の省エネ基準（一定基準以上の断熱性能）を満たしている住宅は全体の 10% にとどまっており、こうした住宅に対して省エネ型リノベーションを促進すべく、補助金や減税など国の支援策が今後も継続していくものと予想される。こうしたことから、「エコキューブ」が普及していく市場環境であることは間違いなく、業界に先んじて省エネ型リノベーション商品を投入した同社の成長機会は従来よりも一段と高まっているものと弊社では見ている。

※ 延床面積 65m² の集合住宅を想定。北海道大学大学院工学研究院 環境システム工学研究所 葛准教授の試算による。

同社は「エコキューブ」の普及促進を図るために、FC 事業展開も子会社の（株）リコシスで 2022 年 4 月から開始している。サービス内容としては、温熱計算や補助金申請代行のほか、設計施工や資材調達、営業等の各種サポートを行う。まだ加盟社数は少ないものの、「エコキューブ」が売れる商品であることが認知されるようになれば自ずと増えてくるものと考えられる。同社は加盟店 100 社体制を当面の目標としており、同社グループの安定成長を推進する事業の 1 つとして育成していく考えだ。加盟企業としては既存の協力会社のほか、同業となる中古マンション買取再販業者や工務店などを想定している。「エコキューブ」が普及拡大していけば、リノベーション内装事業の売上成長も期待でき、今後の同社の業績をけん引していくことになる。

エコキューブを核とした収益性向上

なぜ、エコキューブへの積極投資を行うのか？

▶ 当社グループの様々な事業に **大きな付加価値を生み出す**



出所：決算説明資料より掲載

今後の見通し

(2) 不動産直販プラットフォーム「FLIE」

同社は 2019 年 11 月に連結子会社、(株)FLIE を設立し、中古マンションの直販サイト「FLIE」の運営を開始した。同プラットフォームでは買主と売主（不動産会社）が直接やり取りするため買主は仲介手数料（取引物件価格の約 3%）が不要となるというメリットがある。金利上昇により消費マインドの低下が懸念されるなかで、住宅購入コストを節減できる直販サイトの需要は今後増加していくものと予想される。

2023 年 1 月時点の掲載エリアは首都圏のみだが、掲載件数は 2,100 件超（2022 年 7 月時点 1,500 件超）と順調に増加し、直販サイトとしては日本最大級の規模となっている。同社は 2023 年 5 月期下期中に掲載エリアを全国規模に拡大していく予定で、「エコキューブ」等の自社物件の販売拡大にもつながる取り組みとして注目される。

同社では、ユーザーの利便性向上につながる各種機能の開発も進めている。具体的には、スマートフォンを使って Web 予約を行い、いつでも自由に物件内覧ができる非接触型のセルフ内見予約システム「スマビュー」を開発中で、一部の物件でテスト運用を実施し、完成度を高めている状況にある。また、不動産物件の電子契約についても 2022 年に解禁されたことから、今後はサイト上で電子契約を行う機能も実装していくものと予想される。

「FLIE」での販売実績はまだ少なく当面は開発投資が先行することになるが、全国展開により取扱件数が増加すれば収益に貢献してくるものと期待される。現在は成約手数料を売上として計上しているが、今後は物件を掲載する不動産会社に対して開発した各種付加機能を提供し、サービス利用料金等も獲得していくことを想定している。

(3) 成長投資の内訳

2025 年 5 月期までの 3 年間の成長投資は累計で 31 億円を計画している。内訳は新事業分野で 10 億円、ブランディング強化で 11 億円、人員・システム増強で 10 億円となる。新事業分野については「FLIE」の機能拡充等の開発費用のほか、「エコキューブ」関連の費用も含まれる。また、ブランディング強化については「エコキューブ」を含めたリノヴェックスマンションのブランディング費用が中心となる。人員については 2022 年 5 月期末の 327 名から 2025 年 5 月期は 428 名と 1.3 倍に増員する計画となっている。増員分の大半は新事業分野や間接部門となり、全体の約 3 分の 1 を占める営業人員については現状の水準を維持し、1 人当たりの生産性向上（仕入件数の増加等）を図っていくことにしている。

先行投資の内訳

(単位：億円)

	23/5 期	24/5 期	25/5 期	3 年間合計
新事業分野	4	3	3	10
ブランディング強化	2	4	5	11
人員・システム増強	1	2	7	10
合計	7	9	15	31

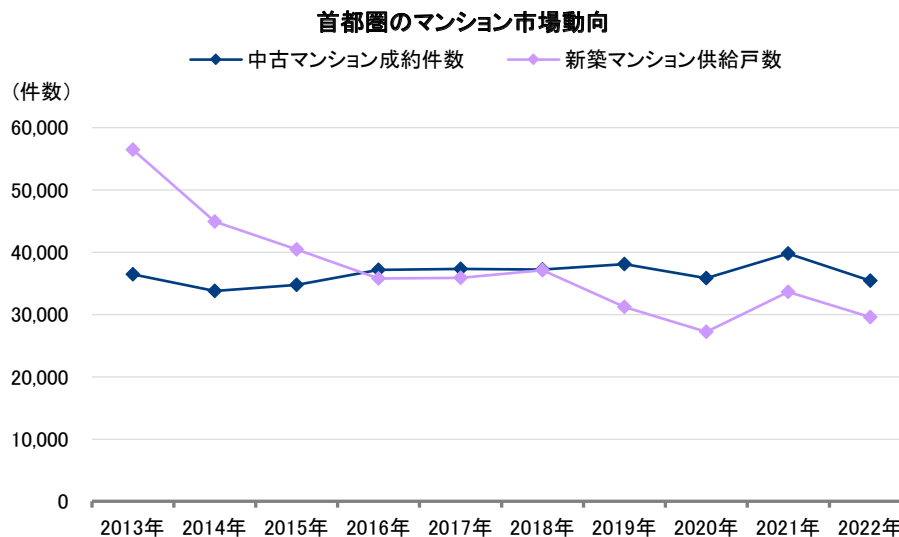
※各期の数値は 22/5 期を基準とした追加投資費用

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

マンション市場は新築から中古市場に主役が交代し、 今後は省エネ型リノベーションの需要が拡大する見通し

3. リノベーションマンション市場の中長期見通し

2022 年の首都圏におけるマンションの市場動向について見ると、中古マンションの成約件数は前年比 11.0% 減の 35,429 件、新築マンションの供給戸数が同 12.1% 減の 29,569 件といずれも 2 年ぶりの減少に転じた。建設資材の調達遅延や販売価格の上昇傾向が続いたことに対して、景気の先行き不透明感から消費マインドが低下したことが要因と見られる。ただ、2016 年以降 7 年連続で新築を中古マンションが上回る状況となっており、マンション市場において中古マンションの位置づけは年々高くなっていると言える。

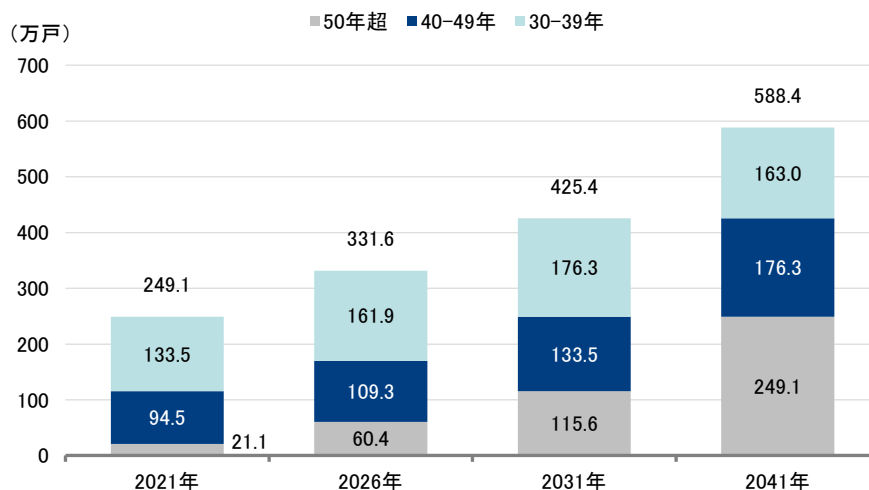


出所：中古マンションは（公財）東日本不動産流通機構、新築マンションは（株）不動産経済研究所の各データよりフィスコ作成

中長期的に見ても中古マンション市場はストックの積み上がりにより今後も安定した市場が形成され、リノベーションマンションについては着実な成長が見込まれる。国土交通省の調べによれば、全国のマンションストックは 2021 年時点で 685.9 万戸、このうちリノベーションが必要とされる築 30 年以上の物件は 249.1 万戸と全体の約 36% を占めているが 20 年後の 2041 年には約 2.4 倍の 588.4 万戸に拡大すると予想されているため。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拡大を後押しする要因となる。実際、これまでマンション建て替えの実績は実施準備中も含めて全国で 316 棟（2022 年 4 月時点）にとどまっている。このため、中古マンション市場については今後も戸別でリノベーションを行い、販売する形態が主流であり続けると見られ、なかでも省エネ型リノベーション商品の需要が拡大していくものと弊社では予想している。同分野で先行し内装工事でも豊富な実績を持つ同社の成長余地は大きいと言えよう。

今後の見通し

築年数別マンションストック数の試算



出所：国土交通省のデータよりフィスコ作成

2027 年 5 月期に経常利益 32 億円、ROE13% を目標に掲げ、東証プライム市場の上場維持基準をクリアしていく方針

4. プライム市場の上場維持基準適合に向けた取り組み

(1) 上場維持基準の適合に向けた基本方針

2022 年 4 月の東京証券取引所の市場区分見直しにおいて、同社はプライム市場に移行した。ただ、2022 年 5 月期末時点におけるプライム市場の上場維持基準に対する適合状況では、流通株式数、流通株式比率でクリアしたものの、流通株式時価総額が 30.03 億円と基準の 100 億円を大きく下回る状況となっており、現時点でもその状況に変わりはない。同社は上場維持基準を充足するための計画書（2027 年 5 月期までを計画期間と定める）を 2021 年 12 月に東証に提出し、2022 年 8 月には同計画が着実に進んでいるとの進捗状況を発表した。

プライム市場の上場維持基準適合状況

	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率
2022 年 5 月末時点	46,478 単位	30.03 億円	52.0%
上場維持基準	20,000 単位	100 億円	35%
適合状況	○	×	○

出所：会社リリースよりフィスコ作成

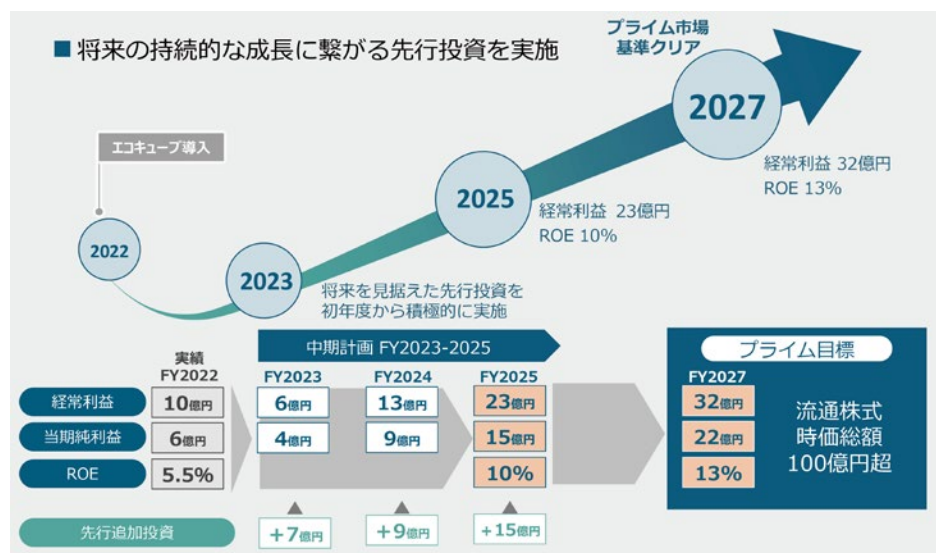
今後の見通し

流通株式時価総額 100 億円に向けた基本方針として、同社は以下の 3 点を掲げている。

a) 新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書及び中期経営計画に沿った業績向上

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」及び「中期経営計画」において、同社は省エネ型リノベーション「エコキューブ」の普及拡大と直販プラットフォーム「FLIE」の育成、並びにソリューション事業の着実な成長に取り組むことで安定した事業ポートフォリオを構築し、収益の持続的成長を目指す方針を打ち出した。定量的な数値目標として、2027 年 5 月期に経常利益 32 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 22 億円、純資産 175 億円、ROE13% を設定した。2021 年 5 月期実績と比較すると、経常利益で 1.7 倍、親会社株主に帰属する当期純利益と純資産でおよそ 2 倍の水準となる。

プライム市場基準クリアへの成長イメージ



出所：決算説明資料より掲載

収益目標が達成されれば、流通株式時価総額で 100 億円をクリアする可能性も高くなる。同社の 2021 年 5 月期までの過去 5 期間の平均予想 PER9.0 倍を前提とすれば、2027 年 5 月期の親会社株主に帰属する当期純利益で換算した流通株式時価総額は 103 億円となるためだ[※]。また、PBR (1 株当たり純資産倍率) で見た場合、現状は 0.4 倍と解散価値を下回る評価となっている。東証プライム市場の不動産セクター平均が 1.2 倍、リノベーションマンションの競合で売上高もほぼ同規模水準であるスター・マイカ・ホールディングス <2975> が 1.1 倍の水準で評価されていることを考えると評価不足は否めない。

[※] 9.0 倍 × 22 億円 × 52.0% = 103 億円。2022 年 12 月時点の東証プライム市場の不動産セクター単純平均 PER11 倍まで評価されれば 126 億円となる。

この要因として、リノベーションマンション市場の競争激化によって同社の業績がここ数年伸び悩み、成長期待が剥がれてしまったことにあると弊社では考えている。逆に言えば、業績が成長軌道に復帰する道筋が確認されれば、PBR も 1 倍以上に評価される可能性が高まることになる。2027 年 5 月期に純資産が 175 億円まで拡大し、PBR で 1.1 倍程度に評価されれば流通株式時価総額で 100 億円となる※。2023 年 5 月期の業績は先行投資負担により減益となるが、2024 年 5 月期以降「エコキューブ」の販売拡大により利益成長の蓋然性が高まってくれば、現在割安に評価されている PBR の水準訂正が進むものと弊社では予想している。

※ 1.1 倍 × 175 億円 × 52.0% = 100 億円。

b) コーポレートガバナンスの充実

同社は持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために、コーポレートガバナンスの強化を経営の重要課題として位置付けている。特に、2021 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、プライム市場に適用される原則を中心に、適用に向けて積極的に取り組むことで企業価値の向上を目指していく。

現在は、2024 年 5 月期を目標に TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の開示及び CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）の回答に向けたプロジェクトを推進しているほか、人的資源経営の実践に向けた方針及び取り組みの検討を開始している。

c) IR 活動の強化

同社は 2023 年 5 月期からスタートした 5 ケ年の中期経営計画発表を皮切りに、積極的な IR 情報の発信及び中長期的視点での投資家とのコミュニケーションを図ることで、企業価値の向上に取り組んでいる。特に、「エコキューブ」によって脱炭素化社会に貢献するサステナブル企業であることの認知・理解を促し、中長期的な運用方針を持つ機関投資家や個人投資家などへの訴求を図っていく考えだ。また、流動性の拡大に向け株主還元策の検討も進めていく。

(2) 上場維持基準の経過措置終了について

2023 年 1 月 25 日付で東京証券取引所より、上場維持基準に関する経過措置を 2025 年 3 月で終了する案が発表された。2022 年 4 月の市場区分再編によって、東証第 1 部上場企業のうちプライム市場の上場基準を満たしていない企業でも、経過措置によってプライム市場を選択できるようにしたが、経過措置の期限については未定であった。今回の発表では、3 月期決算会社の場合、2025 年 3 月末を経過措置終了日とし、その後 1 年以内（改善期間）に上場基準を満たさなかった場合は、2026 年 4 月から監理銘柄・整理銘柄に指定されることになる（原則 6 ヶ月間で期間中に基準をクリアすれば指定解除、できなければ上場廃止となる）。ただし、上場維持基準適合計画書において、基準日を超える期限の計画を開示している企業については、計画期限における適合状況を確認するまで監理銘柄指定を継続することになる（計画期限以降、6 ヶ月で上場廃止か指定解除）。また、今回の案が正式に決定し制度化された場合には、救済措置として、プライム市場上場企業で旧市場第一部に上場していた企業については改めてスタンダード市場を選択する機会を設けることにした（審査なし、施行日から 6 ヶ月間）。

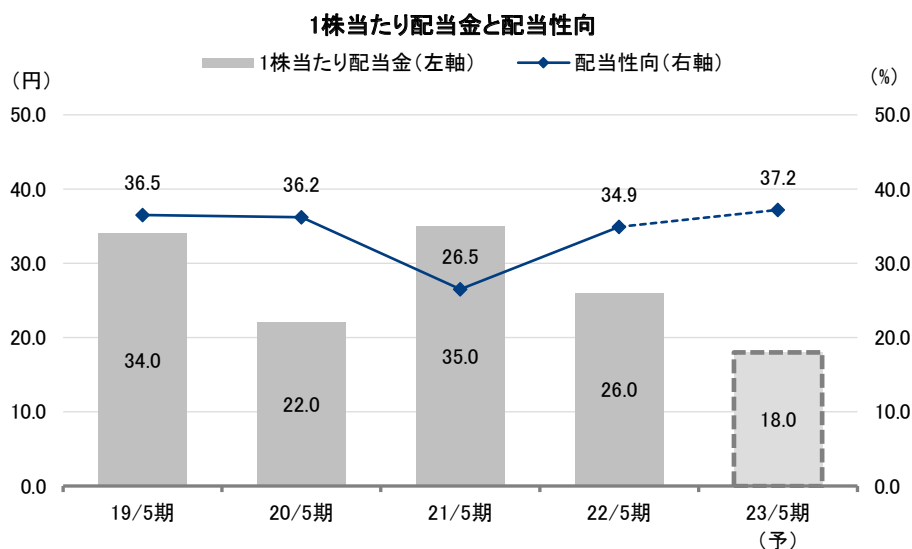
同社の場合、計画書で上場維持基準クリアのための設定期間を 2027 年 5 月期としているため、経過措置終了日は 2025 年 5 月末となり、2027 年 11 月までに上場維持基準をクリアできなければ上場廃止となるが、制度施行日から 6 ヶ月内であればスタンダード市場へ移行することも可能となる。どちらを選択するかは、今後 1 年程度の業績状況や株価動向を睨みながら判断していくものと思われる。

株主還元策

配当金は配当性向で 30% 以上を基本方針に実施、 自己株式の取得を新たに発表

同社は株主還元策として配当金による還元を基本に据えている。配当方針としては、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型の配当政策を導入している。具体的には、配当性向（連結ベース）で 30% 以上を目安に配当を実施していく方針で、2023 年 5 月期は減益計画となっているため、1 株当たり配当金も前期比 8.0 円減配の 18.0 円（配当性向 37.2%）を予定している。中期経営計画どおりに業績が進捗すれば 2024 年 5 月期以降は増配に転じるものと期待される。

また、同社は 2023 年 1 月 27 日付で自己株式の取得を発表した。取得株数は 42 万株（上限、発行済株式数の 4.8%）、取得価額の総額は 200 百万円（上限）で、取得期間は 2023 年 1 月 30 日～ 2023 年 5 月 24 日までとしている。



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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp