

|| 企業調査レポート ||

芙蓉総合リース

8424 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2017 年 12 月 13 日 (水)

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	02
1. 事業概要	02
2. 沿革	05
■ 決算動向	06
1. 業績を見るポイント	06
2. 過去の業績推移	07
3. 2018年3月期上期決算の概要	09
■ 業績見通し	13
■ 業界環境	14
■ 成長戦略	15
1. 中期経営計画	15
2. 各戦略分野の方向性	16
■ 株主還元	18

■ 要約

2018年3月期上期は大幅な増収増益（過去最高益）を実現。 新中期経営計画の達成に向けて順調な滑り出し

芙蓉総合リース<8424>は、みずほフィナンシャルグループ<8411>（旧（株）富士銀行）系の総合リース会社である。1969年に富士銀行や丸紅<8002>など芙蓉グループ6社にて設立された。情報関連や事務機器、不動産リースなどに強みがあり、年間の契約実行高8,341億円（2017年3月期実績）、営業資産残高2兆813億円（2018年3月期第2四半期）は業界6位に位置する。資産管理やコストコントロール、専門性を活かしたノウハウなど、顧客の課題に対する高度なソリューション力を発揮することで営業資産を積み上げ、業績は順調に拡大している。

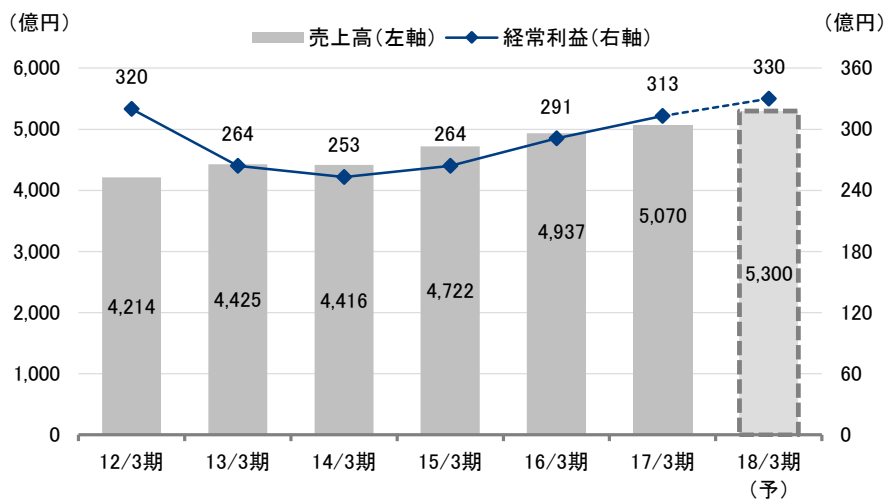
同社は、2018年3月期から2022年3月期を最終年度とする中期経営計画「Frontier Expansion 2021」をスタートした。「前例のない場所へ。」をスローガンに掲げ、新しいビジネス領域やビジネスモデルへ挑戦することにより、事業ポートフォリオの「フロンティア」を拡大し、国内リース事業を取り巻く環境が大きく変化するなかでも持続的に成長する企業グループを目指す方針である。また、5年後の目標として、営業資産残高を2兆5,000億円（年平均伸び率4.1%）、ROAを2.0%（0.4ptの改善）、経常利益を500億円（年平均伸び率9.8%）を掲げている。特に、経常利益目標のハードルが高いが、営業資産残高の拡大とROA向上の両方の達成（掛け合わせ）により実現するシナリオだ。

新中期経営計画の初年度となる2018年3月期上期の業績は、売上高が前年同期比23.6%増の3,026億円、営業利益が同23.3%増の175億円と2ケタの増収増益により、過去最高益（半期ベース）を更新した。新たな中期経営計画の達成に向けて力強いスタートを切ったと評価できる。リース業界全体がやや軟調に推移するなかで、1)「契約実行高」の拡大とそれに伴う「営業資産」の積み上げ、2)資産粗利率の改善、3)大型リース案件の解約（売却）に伴う利益計上、の3つの要因が業績の伸びをけん引した。特に、戦略分野である航空機や不動産が順調に伸びたほか、2017年1月に連結子会社化したアクリーティブ<8423>による収益貢献も大きかった。

2018年3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4.5%増の5,300億円、営業利益を同8.3%増の310億円と増収増益を見込んでいる。上期業績が好調であったにもかかわらず、期初予想を据え置いたのは、急激な環境変化や不測の事態を念頭に入れ、保守的な判断によるものと考えられる。弊社では、上期業績の進捗率が高かったことや、営業資産の積み上げを含め、同社の取り組みが順調に進展していることを勘案すれば、上振れの可能性にも注意が必要である。また、中長期的な目線からは、中期経営計画の達成に向けた各戦略分野の進捗に注目している。特に、ROAの向上をどのように図っていくのか、その道筋をしっかりとフォローしていきたい。

Key Points

- ・2018年3月期より新中期経営計画「Frontier Expansion 2021」(5年間)をスタート
- ・2018年3月期上期は大幅な増収増益(半期ベースで過去最高益)となり、順調な滑り出し
- ・戦略分野である「航空機」や「不動産」が伸びたほか、アクリーティブの連結効果も収益寄与
- ・2018年3月期の通期予想は据え置き(増収増益を見込む)
- ・中長期の目線では、各戦略分野の進捗やROAの向上に向けた道筋に注目

売上高及び経常利益の推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

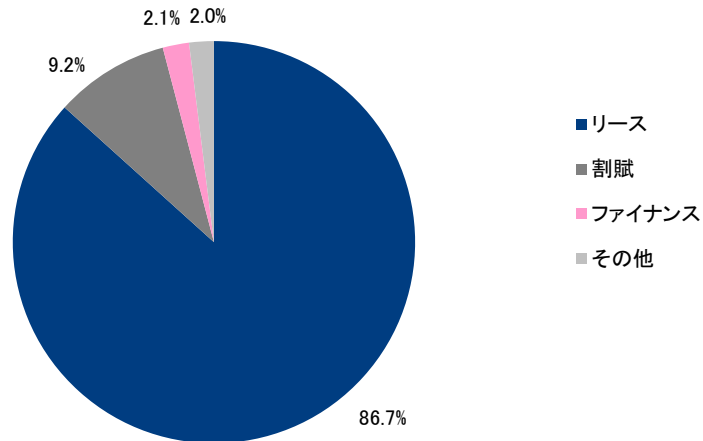
**「不動産」、「航空機」などに強みを有する総合リース会社。
 新領域の拡大にも積極的に取り組む**

1. 事業概要

同社の事業セグメントは、「リース及び割賦」「ファイナンス」「その他」の3つに区分されるが、同社では「リース」と「割賦」をさらに分けて開示している。主力の「リース」が売上高の86.7%、契約実行高の53.6%、営業資産残高の67.9%を占めている(2018年3月期上期実績)。

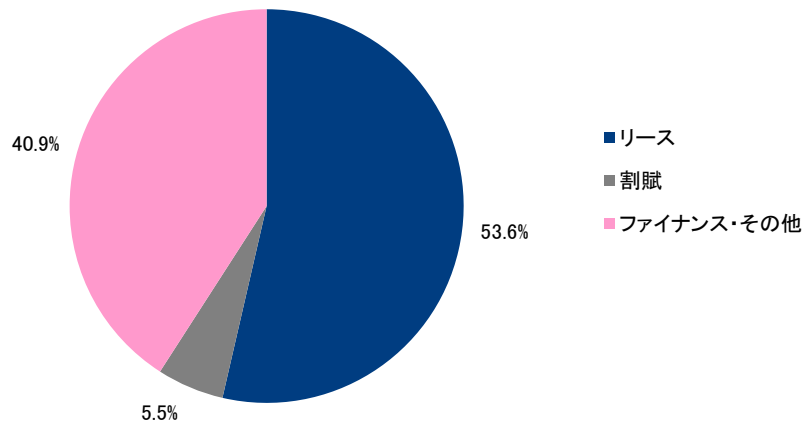
会社概要

事業別売上高の構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

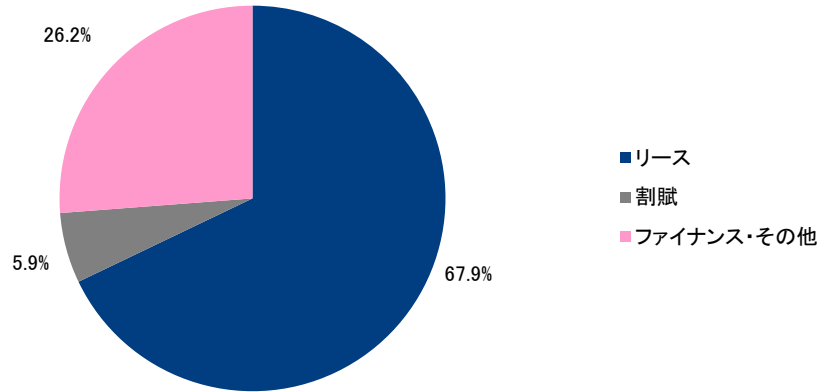
事業別契約実行高の構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

事業別営業資産残高の構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

各事業の概要は以下のとおりである。

(1) リース及び割賦

情報通信機器・事務用機器、産業工作機械等のリース業務、及び商業施設、生産設備、病院設備等の割賦販売業務を行っている。営業資産残高はリースが1兆4,129億円、割賦が1,229億円となっている。

リースとは、顧客が選定した機械や設備などを顧客に代わってリース会社が取得し、比較的長期にわたって一定のリース料で賃貸する取引である。設備導入に用途を絞った資金調達手段(金融取引)と言える。顧客にとっては設備を自社購入(所有)するよりも「資金の効率的運用」「事務負担の軽減」「陳腐化リスクの回避」のほか、「コストコントロール機能」の面などでメリットがある。リース会社にとっても、通常の融資取引に比べてリース物件の所有権を自らが持つことになるため回収リスクが小さい。なお、リースには、ファイナンスリース※¹とオペレーティングリース※²の2つのタイプがあるが、ファイナンスリースがリース営業資産の75%強を占める。

※¹ 解約不能であるとともに、リース物件の使用に伴って生じるコスト(物件の取得価額、資金コスト、固定資産税、保険料など)を実質的にすべて負担するリース取引。

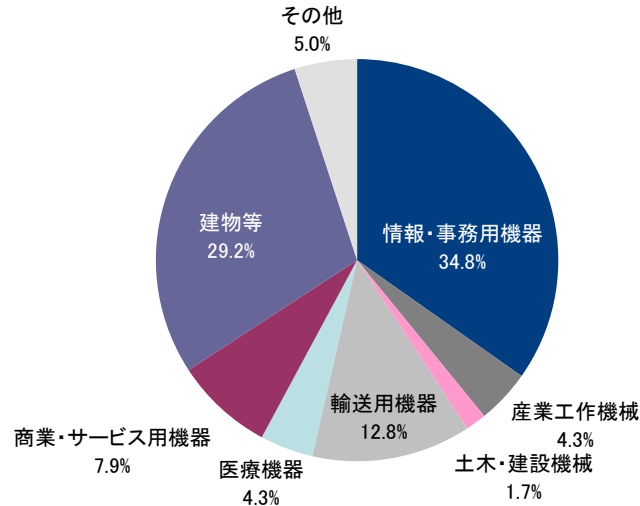
※² ファイナンスリース以外のリース取引。

また、税務上、リースに属さない物件や顧客が物件の所有を希望する場合には、割賦販売にて対応している。

物件別のリース契約実行高では、「情報・事務用機器」の比率が高い。また、最近、大きく伸びているのは、「建物等」(不動産リース)と「輸送用機器」である。不動産リースは同社の得意とする商業施設(大型ショッピングセンターなど)のほか、足元ではインバウンド需要を背景としてビジネスホテルが伸びている。法的なハードルの高さや権利関係が複雑であることなどから専門性やノウハウが必要とされる分野であるため、30年以上にわたる経験則やネットワークが生かされている。加えて、「輸送用機器」の伸びは、航空機リースによるものであり、こちらも古くからの実績やノウハウが強みとなっている。

会社概要

物件別のリース契約実行高



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(2) ファイナンス

設備投資資金などの事業資金のローンや不動産ファイナンスのほか、有価証券の運用業務等を行っており、営業資産残高は5,263億円となっている。コーポレート向けの営業貸付（シンジケートローンなど）や連結子会社のシャープファイナンス（株）によるリテール向けなども含まれる。また、2017年1月に連結子会社化したアクリーティブが展開するファクタリング事業※も新たに追加されている。

※ 主に中小企業向けにFPS（売掛債権早期支払サービス）、及び医療機関向けにFPSメディカル（診療・介護報酬債権早期支払サービス）を展開している。これまで当社にはなかった短期間で実行・回収を繰り返す（回転率の高い）事業特性を有しており、特に契約実行高の拡大や資産粗利率の改善などで大きな貢献が期待される。

(3) その他

自社事業としてのメガソーラーの運営（再生可能エネルギー事業）のほか、航空機リースなどに関わる匿名組合組成業務や生命保険代理店業務なども含まれている。営業資産残高は191億円となっている。

2. 沿革

同社は、1969年に富士銀行（現（株）みずほ銀行）や丸紅飯田（株）（現丸紅）を中心とする芙蓉グループ6社を株主として設立された。

その後、順調に業容を拡大すると、1988年に米国に現地法人を設立。1999年には航空機リースのメッカであるアイルランド（ダブリン）に現地法人を設立した。最近、各社が注力している航空機ビジネスへの参入は比較的早いほうであり、レバレッジドリース（投資家募集型の航空機リース）などの実績やノウハウも積み上げてきた。

また、1987年に横河電機<6841>との合併により横河レンタ・リース（株）（計測器で高いシェア）を設立、1999年にはニチイ学館<9792>との合併にて（株）日本信用リース（医療機器・設備や福祉用具で高いシェア）を設立するなど、他社との連携にも取り組んできた。

会社概要

同社にとって大きなターニングポイントとなったのは、2004年12月の東証1部上場と2008年4月のシャープファイナンスの連結子会社化(株式の65%を取得)である。特に、シャープファイナンスは収益性の高いリテール(バンダーリース)分野で高いシェアを誇っており、事業領域の拡張と規模拡大の両面で同社の業績に大きく貢献してきたと言える。

また、2014年6月には英国の航空機関連サービス会社 ALM 2010 Limited (Fuyo Aviation Capital Europe Limited に商号変更)を連結子会社化(全株式の取得)し、航空機ビジネスの拡大に向けて推進体制を強化した。

2017年1月には、ドンキホーテホールディングス<7532>の子会社であり、主に中小企業向けにファクタリング(売掛債権の買取り)事業等を展開するアクリーティブを公開買い付けにより連結子会社(議決権保有割合51%)した。同社グループ各社とのクロスセルによるシナジー追求はもちろん、新領域への取り組み強化(FinTech分野への進出も視野)、海外拠点における連携等を進めている。

■ 決算動向

「営業資産」の積み上げにより、 事業本来の業績の伸びを示す「差引利益」は順調に拡大

1. 業績を見るポイント

同社の売上高は、全体の85%前後を占めるリース料収入のほか、割賦販売による収入や営業貸付による受取利息などによって構成されている。売上高は基本的には「営業資産残高」に伴って増減することから、売上高の拡大のためには「契約実行高」を増やし、「営業資産」を積み上げることが必要となる。ただ、主力のリース料収入については、売買取引に準じた会計処理となっており、リース物件の価格部分が含まれていることに注意が必要である。したがって、金融としての本来の業績の伸びを判断するためには、売上高からリース物件の取得原価を除いた「差引利益」の動きを見るのが妥当である。なお、「差引利益」は、「営業資産残高」と「資産粗利率」の掛け算となるため両方の動きによって影響を受ける。

一方、本業における収益性を判断するためには、「差引利益」から「資金原価(資金調達コスト)」のほか、「人件費及び物件費」や「貸倒関連費用(戻入れ益を含む)」*などを除いた「経常利益」の動きをみるのが最も合理的であると考えられる。

* 貸倒引当金繰入額(販管費)と貸倒引当金戻入益(営業外収益)をネットしたものの。

2. 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、売上高は「営業資産（特にリース営業資産）」の積み上げに伴っておおむね右肩上がりに推移してきた。一方、「差引利益」は2013年3月期から2014年3月期にかけて一旦低下傾向をたどったが、2015年3月期以降は増益基調に転じている。なお、「差引利益」の落ち込みは、競争激化によるリース料率の引き下げに伴う「資産粗利率」の低下によるが、「営業資産残高」の積み上げと「資産粗利率」の改善により回復を図ってきた。「資産粗利率」の改善は、比較的利回りの高い「不動産リース」及び「航空機リース」の拡大が寄与したものとみられる。

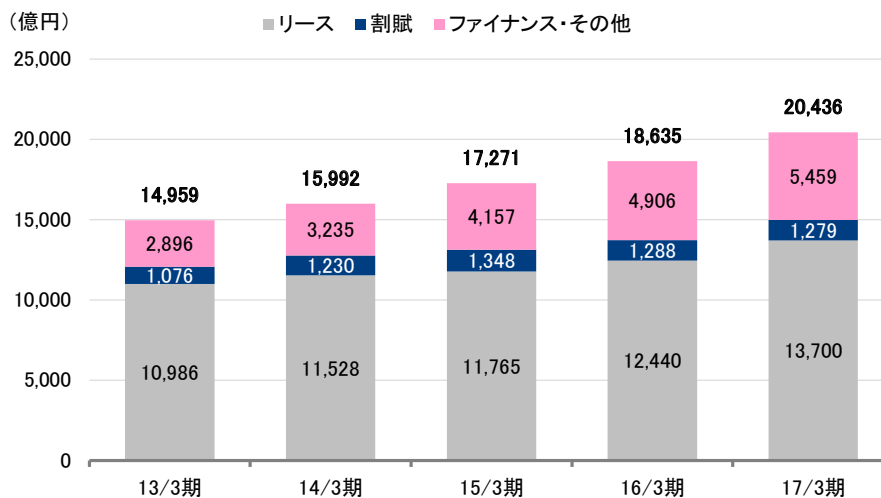
一方、費用面を見ると、「調達原価」はほぼ横ばいで推移してきた。調達総額が増加しているものの、市中金利の影響により調達利回りが低下していることが要因である。また、「人件費及び物件費」を一定水準に抑えるとともに、「貸倒関連費用」も低位にて推移しており、同社の強みであるローコストオペレーションも発揮されている。その結果、「経常利益」は3期連続で増益となった。

また、有利子負債は「営業資産」の積み上げに伴い増加してきたが、自己資本比率は10%前後で安定的に推移している。自己資本比率10%水準はリース業界においては他社と比べて見劣りするものではなく、財務基盤の安定性に懸念を生じさせるものではない。

ROAは金利競争が激化するなかでも1.4%の水準を維持してきた。一方、資本効率を示すROEは低下傾向にあったが、2016年3月期からは改善の兆しがみられる。

営業キャッシュフローはマイナスの状況が続いており、特に直近3期におけるマイナス幅が大きくなっている。これは、将来の収益源となる「営業資産」を積極的に積み上げていることが要因であり、同社の成長性を反映したものとみるのが妥当である。

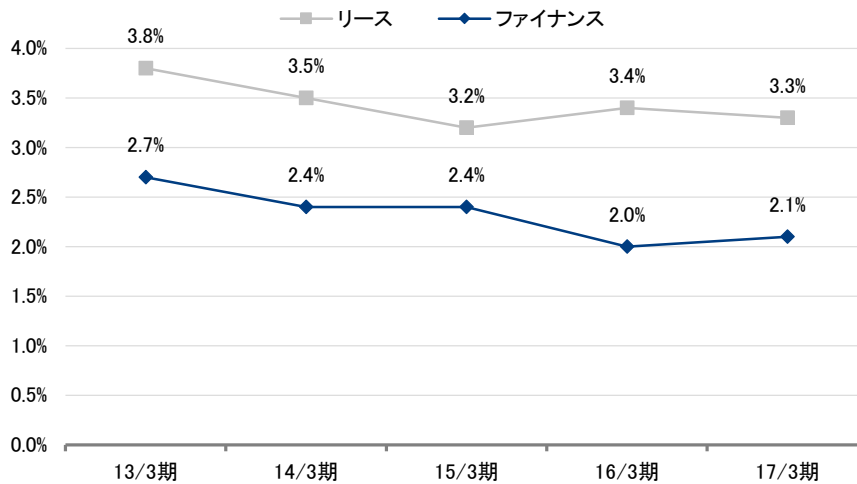
営業資産残高の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

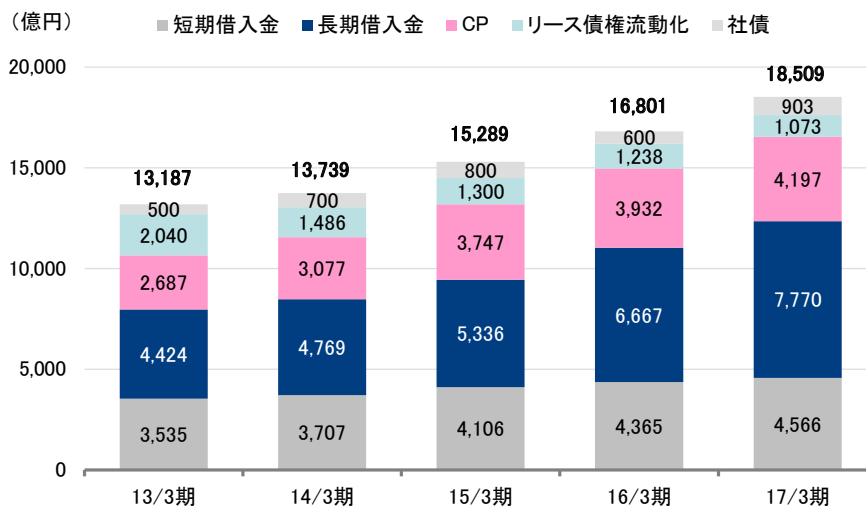
決算動向

資産粗利率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

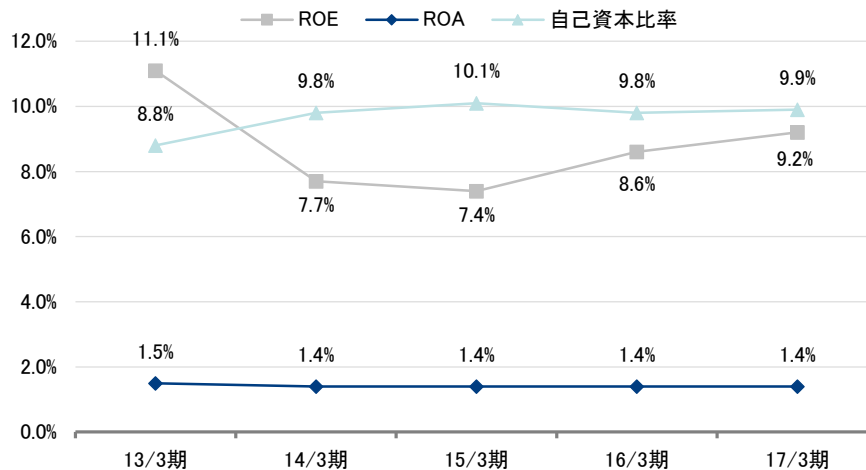
調達残高の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

決算動向

自己資本比率及びROA、ROEの推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年3月期上期は大幅な増収増益（過去最高益）を実現。 新中期経営計画の達成に向けて順調な滑り出し

3. 2018年3月期上期決算の概要

2018年3月期上期の業績は、売上高が前年同期比23.6%増の3,026億円、営業利益が同23.3%増の175億円、経常利益が同20.3%増の188億円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同14.0%増の117億円と2ケタの増収増益により、過去最高益（半期ベース）を更新した。新たな中期経営計画の達成に向けて力強いスタートを切ったものと評価できる。

なお、売上高が大きく伸びたのは、営業資産（リース資産）の積み上げのほか、大型リース案件（不動産リース及びブリッジ型案件）の解約（売却）に伴う一括計上が一時的な上乘せ要因（約400億円）となったことにも注意が必要である

もっとも、同社本来の業績の伸びを示す「差引利益」についても、前年同期比13.7%増の348億円（前年同期比42億円増）と順調に拡大した。1)「契約実行高」の拡大とそれに伴う「営業資産」の積み上げ、2) 資産粗利率の改善、3) 大型リース案件の解約（売却）に伴う利益計上、の3つの要因によるものである。また、1) 及び2) には、アクリーティブによる連結効果（約13億円の増益要因）も含まれている。

芙蓉総合リース | 2017年12月13日(水)
 8424 東証1部 | <http://www.fgl.co.jp/ir/>

決算動向

リース業界全体がやや軟調に推移するなかで、「契約実行高」は前年同期比 39.5% 増の 5,235 億円と大きく拡大するとともに、「営業資産残高」も前期末比 1.8% 増の 2 兆 813 億円に伸びたことが「差引利益」の増加に寄与した。特に、「契約実行高」の伸びが大きいのは、連結化したアクリーティブのファクタリングによるところが大きい*。一方、主力の「リース」についても、戦略分野である「輸送用機器（航空機リース）」や「建物等」が順調に伸びている。

※ 2017年1月に連結子会社化したアクリーティブによる契約実行高 1,045 億円がすべて上乗せ要因となった。これは契約実行高の増加分全体（1,483 億円）の約 70% を占める。また、アクリーティブの 2017年9月末の営業資産残高は 149 億円（前期末比 6.4% 増）となっている。営業資産の規模や伸び率と比較して契約実行高が大きいのは、短期間で実行・回収を繰り返す（回転率の高い）ファクタリングならではの特性によるものであり、収益性や効率性の面でもプラスの効果が発揮されている。

一方、収益性（資産粗利率）についても、「リース」が 3.4%（前期末は 3.3%）、「ファイナンス」が 2.4%（前期末は 2.1%）と、金利競争が厳しいなかでも改善を図ることができた。特に、「ファイナンス」の改善幅が大きいのは、アクリーティブの連結化によるものである*。また、「リース」についても、収益性の高い資産の伸びなどにより高い水準を維持したと言える。

※ アクリーティブによるファクタリング事業の資産粗利率は、2017年9月末の営業資産残高 149 億円、差引利益 13 億円（上期）から概算すると 17%（年換算）を超える水準と推定される。

また、経常利益についても、「差引利益」の増加に加えて、資金原価が横ばいで推移したことや販管費の増加を一定水準に抑えたことから、大幅な経常増益を実現した。

財務面では、営業資産残高の拡大により総資産が前期末比 2.4% 増の 2 兆 3,543 億円に拡大した一方、自己資本も内部留保等により同 4.5% 増の 2,380 億円に積み増したことから、自己資本比率は 10.1%（前期末は 9.9%）に若干改善した。また、有利子負債は、営業資産残高の拡大に伴って同 3.4% 増の 1 兆 8,034 億円に増加したが、有利子負債の長短比率は 61.9%（前期末は 60.3%）、流動比率も 144.7%（前期末は 143.7%）と高い水準にあることから、財務の安定性は維持されている。

芙蓉総合リース | 2017年12月13日(水)
 8424 東証1部 | <http://www.fgl.co.jp/ir/>

決算動向

2018年3月期上期決算の概要

(単位: 億円)

	17/3 期上期 実績		18/3 期上期 実績		増減	
	構成比		構成比		増減率	
売上高	2,449		3,026		577	23.6%
リース	2,064	84.3%	2,624	86.7%	560	27.1%
割賦	282	11.5%	279	9.2%	-3	-1.1%
ファイナンス	45	1.8%	64	2.1%	19	42.2%
その他	58	2.4%	60	2.0%	2	3.4%
差引利益	306	12.5%	348	11.5%	42	13.7%
リース	215	10.4%	236	9.0%	21	9.8%
割賦	11	3.9%	11	3.9%	0	0.0%
ファイナンス	45	100.0%	64	100.0%	19	42.2%
その他	35	60.3%	38	63.3%	3	8.6%
資金原価	36	1.5%	36	1.2%	-0	-0.3%
売上総利益	270	11.0%	312	10.3%	42	15.6%
販管費	128	5.2%	137	4.5%	9	7.1%
営業利益	142	5.8%	175	5.8%	33	23.3%
経常利益	157	6.4%	188	6.2%	32	20.3%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	103	4.2%	117	3.9%	14	14.0%
契約実行高	3,752		5,235		1,483	39.5%
リース	2,570	68.5%	2,807	53.6%	237	9.2%
割賦	281	7.5%	285	5.4%	4	1.5%
ファイナンス・その他	901	24.0%	2,143	40.9%	1,242	137.9%
物件別リース契約実行高						
情報・事務用機器	1,071		976		-95	-8.9%
産業工作機械	236		122		-114	-48.3%
土木・建設機械	27		47		20	74.1%
輸送用機器	241		359		118	49.0%
医療機器	119		120		1	0.8%
商業・サービス用機器	207		223		17	8.2%
建物等	562		819		257	45.7%
その他	109		141		32	29.4%
合計	2,570		2,807		237	9.2%
	17/3 期末 実績		18/3 期上期末 実績		増減	
					増減率	
営業資産残高	20,436		20,813		377	1.8%
リース	13,698	67.0%	14,129	67.9%	431	3.1%
割賦	1,279	6.3%	1,229	5.9%	-50	-3.9%
ファイナンス・その他	5,459	26.7%	5,455	26.2%	-4	-0.1%
資産粗利率						
リース	3.3%		3.4%		0.1pt	
ファイナンス・その他	2.1%		2.4%		0.3pt	
総資産	23,001		23,543		542	2.4%
自己資本	2,278		2,380		102	4.5%
自己資本比率	9.9%		10.1%		0.2pt	
有利子負債	17,436		18,034		598	3.4%
短期	10,875		11,136		261	2.4%
長期	6,561		6,898		337	5.1%
長短比率	60.3%		61.9%		1.6pt	

出所: 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

決算動向

各戦略分野における業績や活動実績は以下のとおりである。

a) 不動産

2017年9月末の営業資産残高は前期末比16.4%増の2,796億円（前期末比394億円増）と大きく伸びた。大型案件の成約※¹を含め、同社が得意とする商業施設（大型ショッピングセンター等）のほか、インバウンド需要を背景に高稼働の続くビジネスホテルの建物リースが好調であった。また、下期についても、既に大型案件※²を成約しており、3,000億円を超える勢いで伸びている。一方、ROAについては1.8%（前期は1.9%）とやや低調であったものの、土地情報持込型の提案営業や賃貸事業の開始など、収益性の改善に結び付く活動では一定の成果を残した。

※¹ 商業施設「コレットマール」を中核とした複合ビル「TOCみなとみらい」（横浜市中区）を2017年5月に実行。

※² 2017年11月には、セブン & アイ・ホールディングス <3382> による大型ショッピングモール「プライムツリー赤池」（愛知県日進市）を実行済み。

b) エネルギー・環境

2017年9月末の太陽光発電事業の営業資産残高は前期末比11.0%増の191億円と増加した（新規稼働案件はなし）。現在は、全国29ヶ所でメガソーラー（発電量合計77MW）が稼働しているほか、新たに福島地区を中心に3ヶ所で超大型メガソーラー（発電量合計60MW）※が建設中である（2018年度に完成予定）。また、ROAは7.9%（前期は6.1%）に大きく改善しているが、季節要因（夏場は太陽光発電の稼働が高まる）によるものであり、通期ではほぼ前期並みの水準に収束する見通しである。

※ 2040年頃を目途に県内のエネルギー需要量すべてを再生可能エネルギーとする「福島県再生可能エネルギー推進ビジョン」を支援する「福島新エネ社会構想」に基づくものが含まれる。

c) 医療・福祉

具体的な数値目標は掲げていないが、主な活動実績として、1) 研究開発型ベンチャー企業への出資や、2) 「高齢者施設」の建物リース推進などで成果を残すことができた。1) については、手術支援ロボットを開発するリバーフィールド（株）に出資。国産初の手術支援ロボットを2020年に商品化する計画である。導入推進に当たって、リースなどファイナンス・スキームでのサポートを展開していく方針である。また、2) については、（株）ニチケアパレスが運営する介護付き有料法人ホームの建物リースを実行。高齢者向け施設の建物リースでは、業界をリードする取り組みとなっている。

d) 航空機

2017年9月末の営業資産残高は前期末比18.0%増の886億円に拡大した。自社保有5機を組成（1機売却）し、保有機体数も23機（前期末比4機増）に増加している。また、日本初の導入となる最新型エンジン搭載「エアバスA321neo」4機のリース契約を締結（そのうち1機は上期実績。残り3機は下期から来期にかけて実績計上される見通し）。さらには、新たに航空機のエンジン・オペレーティングリースにも取り組み、今後の事業拡大に向けて間口を広げた格好である。一方、ROAは1.9%（前期は1.9%）と横ばいで推移した。規模の拡大（ポートフォリオの厚み）とともに、収益性も高めていく方針である。

決算動向

e) 海外

2017年9月末の営業資産残高は前期末比3.0%減の816億円と縮小した。北米、アジアを中心としてインオーガニックな成長（出資や買収、提携等）を含めた拡大を目指しているが、まだ準備段階と言える。ただ、これまで無人としていたシンガポール現地法人へ人員を派遣し、近隣諸国での事業展開や情報収集に向けて強化を図っている。

f) 新領域

アクリーティブが展開するFPS（売掛債権早期支払サービス）及びFPSメディカル（診療・介護報酬債権早期支払サービス）が業績に大きく貢献した。特に、FPSでは同社の親密取引先^{※1}との取引を開始するとともに、FPSメディカルにおいても、同社の親密先である地方銀行などとの間で顧客紹介^{※2}等の業務協定を締結。クロスセルなどシナジー追求に向けて順調に進捗している。また、2017年4月からスタートしたSAPジャパン（株）との会計サービスについても本格的な業績貢献には時間を要するものの、順調に立ち上がったようだ。最先端技術の研究・開発への支援（提携・出資等）^{※3}や中古ビジネスの展開^{※4}でも一定の成果を残した。

※1 九州・関東エリアを中心にディスカウントストアを展開する（株）トライアルカンパニー（ディスカウントストア2位）との取引（FPS）が成立。

※2 病院・診療所などの医療機関の紹介。

※3 手術支援ロボット開発メーカーであるリバーフィールドへの出資のほか、ベンチャービジネス投資ファンド「みらい創造一号」（東京工業大学発の最先端技術を活用するベンチャー企業を中心に投資・経営支援を行うファンド）に出資したほか、日本初の産学連携型「GAPファンド」（東工大の研究成果の事業化・商業化を支援）を設立した。

※4 中古物件処理ヤード「東京3Rセンター」（東京都八王子市）を増床。中古ビジネス拡大に向けてインフラ整備を行った。

業績見通し

2018年3月期の通期予想は据え置き、 好調な不動産及び航空機を中心に営業資産残高を積み上げ

2018年3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4.5%増の5,300億円、営業利益を同8.3%増の310億円、経常利益を同5.2%増の330億円、親会社株主に帰属する当期純利益を同2.6%増の205億円と増収増益を見込んでいる。

引き続き、好調な「不動産」及び「航空機」を中心とした営業資産残高の積み上げが業績の伸びをけん引する想定である。また、アクリーティブの連結化が期初から寄与することも上乗せ要因（約9ヶ月分）となる。

なお、上期業績が好調であったにもかかわらず、期初予想を据え置いたのは、急激な環境変化や不測の事態の可能性も念頭に入れ、保守的な判断によるものと考えられる。

弊社でも、上期業績の通期予想に対する進捗率が、売上高57.1%、営業利益56.3%、経常利益57.1%、親会社株主に帰属する当期純利益57.1%と高い水準となったことや、営業資産の積み上げを含め、同社の取り組みが順調に進展していることを勘案すれば、上振れの可能性にも注意が必要である。

業績見通し

2018年3月期の業績予想

(単位：億円)

	16/3期 実績		18/3期 予想		増減	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率
売上高	5,070		5,300		230	4.5%
営業利益	286	5.6%	310	5.8%	24	8.3%
経常利益	313	6.2%	330	6.2%	17	5.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	199	3.9%	205	3.9%	6	2.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

業界環境

国内リース市場はやや弱含みで推移するなか、 銀行本体の参入を含めた競合も厳しさを増している

リース事業協会の調査によれば、2017年度上期（2017年4月－9月）のリース取扱高は前年同期比6.3%減の2兆2,735億円と、半期ベースでは2016年度下期から連続して前年同期比マイナスとなった。過去の市場環境を振り返ると、リーマンショック後の設備投資削減の影響で、国内リース市場は縮小傾向が続いてきた。その後、政府による設備投資促進策も追い風となり、景気回復と設備投資の増加を受け緩やかながら回復基調で推移してきたが、足元では先行き透明感やリース利用意欲の鈍さから弱含みの状況がみられる。

一方、競合状況については、独立系や銀行系、メーカー系などを中心として上場会社が10社存在するなど競合は厳しい。営業資産残高で見ると、オリックス<8591>、三井住友ファイナンス&リース(株)、三菱UFJリース<8593>、日立キャピタル<8586>、東京センチュリー<8439>が上位にランキングされており、同社は業界6位となっているが、伸び率では上位の中でも高い水準にある。なお、銀行系については銀行再編に伴う合併によって規模を拡大してきた経緯がある。最近の上位顔ぶれには大きな変動はない。また、マイナス金利政策の影響等により、銀行本体の参入による競合の激化もみられる。

主なリース会社（2017年9月末の営業資産残高によるランキング）

(単位：億円)

	証券コード	営業資産残高	前期末比
オリックス	8591	91,161	1.8%
三井住友ファイナンス&リース	-	48,946	-0.1%
三菱UFJリース	8593	48,616	-0.3%
東京センチュリー	8439	31,869	-0.9%
日立キャピタル	8586	30,772	2.8%
同社	8424	20,813	1.8%
興銀リース	8425	16,063	-0.1%

出所：各社2018年3月期上期決算資料よりフィスコ作成

国内市場の成熟を受け、ここ数年、各社が注力しているのは、太陽光などの環境エネルギー分野及び航空機リース、海外事業である。ただ、太陽光関連については政府による固定買取価格の引き下げにより足元では一巡感が漂っている。また、海外事業もアジア経済などに不透明感がみられ、難しい経営環境を迎えている。

■ 成長戦略

収益性の高い事業の拡大やフロンティア（新領域）への挑戦により、営業資産残高の積み上げと ROA の向上を目指す

1. 中期経営計画

同社は、2018年3月期から2022年3月期を最終年度とする中期経営計画「Frontier Expansion 2021」をスタートした。「前例のない場所へ。」をスローガンに掲げ、新しいビジネス領域やビジネスモデルへ挑戦することにより、事業ポートフォリオの「フロンティア」を拡大し、国内リース事業を取り巻く環境が大きく変化するなかでも持続的に成長する企業グループを目指す方針である。また、フロンティア（新領域）の拡大に向けて5年間の長期目線で策定している。

目標とする経営指標として、5年後の営業資産残高を2兆5,000億円（4,564億円の増加）、ROAを2.0%（0.4ptの改善）、経常利益を500億円（186億円の増加）と掲げている。なお、5年間における営業資産残高の伸び率は年率4.1%、経常利益は同9.8%となっている。特に、経常利益目標のハードルが高いが、営業資産残高の拡大とROA向上の両方の達成（掛け合わせ）により実現するシナリオとなっている。

中期経営計画の目標数値

	17/3期 実績	20/3期 中間目途値	22/3期 目標値	増減
営業資産残高	20,436億円	23,000～24,000億円	25,000億円	4,564億円
ROA	1.6%	1.7%～1.8%	2.0%	0.4pt
経常利益	314億円	380～420億円	500億円	186億円

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

また、戦略軸として、(1) 戦略分野の選択と集中、(2) フロンティアへの挑戦、(3) グループシナジーの追求の3つを挙げている。

(1) 戦略分野の選択と集中

成長ドライバーとして経営資源を集中する分野（戦略分野）として、a) 不動産、b) エネルギー・環境、c) 医療・福祉、d) 航空機、e) 海外、f) 新領域を選択する一方、g) オートリース、h) ベンダーリース、i) 国内コーポレート、j) ファイナンスについては、グループ連携等効率的な営業でマーケット（顧客基盤）を維持・拡大する分野（コア分野）と位置付けた。

(2) フロンティアへの挑戦

他社（銀行系リース会社及び銀行本体）との差別化を明確に打ち出すため、銀行が提供できない付加価値やサービス、ビジネス領域へ軸足をシフトする。特に、オペレーティングリースや不動産リースを始めとするモノの価値（事業価値）等に重点を置いた領域への拡大を図る。また、新領域の拡大に当たっては、M&A や資本・業務提携を活用するとともに、資産効率（ROA）向上に貢献するノンアセットビジネス（手数料収入等）を中心に注力していく。

(3) グループシナジーの追求

グループ各社の商品（サービス）をグループ各社のマーケット（顧客基盤）に展開することで、グループシナジーの最大化を目指す。特に、大企業向けの取引に強みに持つ同社、リテール中心のシャープファイナンス、あるいはファクタリングのプラットフォームで大企業と中小企業を結ぶアクリーティブなどの「機能」と「顧客基盤」を有機的に結ぶことで、営業のパフォーマンスを飛躍的に向上させる方針である。

2. 各戦略分野の方向性

a) 不動産

好調な契約実行高を維持・拡大により、5年後の営業資産残高は4,800億円（5年間で約2倍）、ROAは2.2%（0.3ptの改善）を目指す。引き続き、土地情報の持ち込みによるニーズの発掘や同社自らテナント付けを行うなどリスクテイクを拡大するとともに、不動産ファイナンス、REITへの投資、不動産投資などフロンティア拡大にも取り組む。一方で、シャープファイナンスでの不動産リース提案などグループでの取り組みを推進する。

b) エネルギー・環境

主力の太陽光発電事業は大型ソーラーを中心とする第2フェーズとして、案件数は絞り込むものの従来の数倍の規模を手掛ける方針である。5年後の発電量を165MW（5年間で2倍の電力供給）、営業資産残高を340億円（5年間で約2倍）に拡大するとともに、ROAも6.0%と高い水準を維持する。前述のとおり、「福島新エネ社会構想」に基づく大型太陽光発電所を含めて3ヶ所（発電量合計60MW）の工事を開始しており、滑り出しは順調と言える。

c) 医療・福祉

具体的な数値目標は掲げていないが、国が推進する「地域包括ケアシステム」の普及を含め、今後の需要拡大が見込める上、同社グループ各社によるシナジー創出が可能な分野として位置付けている。医療事業については、病院再生や経営管理などのコンサルタントへの参画、中古医療機器販売会社との提携※によるノウハウの活用、アクリーティブの診療・介護報酬ファクタリングなどフロンティア拡大を中心に推進する。一方、福祉（介護）事業についても、業界に先駆けて取り組みを始めた老人ホームなど介護施設の建物リースについて、介護業界大手であるニチイ学館とのパートナーシップを軸としてさらに推進していく。

※ 2017年3月29日、中古医療機器の解体・撤去や売買などを手掛ける（株）FUJITAとの資本業務提携を締結。

成長戦略

d) 航空機

航空機リースの組成数を年10機程度に加速させ、5年後の自社保有機体数を4倍規模の70機（51機の増加）に拡大する方針である。それに伴って営業資産残高も2,800億円（2,049億円の増加）に増加するとともに、ROAも2.3%（0.4ptの改善）を目指す。世界的な需要が拡大するなかで、中国等との競争も厳しくなってきたが、同社の強みを生かした付加価値の提供により、不動産リースと同様、規模の拡大と資産効率の向上の両方を実現する戦略である。特に、米航空会社への取引拡大やインオーガニックな成長（出資やジョイントベンチャーなど）にも取り組む。

e) 海外

北米・アジアを中心として非日系ビジネスをさらに推進するとともに、インオーガニック（出資や買収、提携等）を含めた事業拡大により、5年後の営業資産残高は約1.5倍の1,200億円（359億円の増加）、ROAは1.8%（1.2ptの改善）を目指す。インオーガニック戦略は、北米・アジア新興国の非日系リース会社（輸送機器リース、医療機器リース、オートローンなどの特化型）をターゲットにしているようだ。一方、オーガニック戦略には、海外拠点の拡大やアクリーティブの海外拠点活用（タイ・カンボジアにおける小口金融を展開）を挙げている。

f) 新領域

新領域は、新規事業やビジネス領域の拡大など「新しい取り組みとなるビジネス」の総称であり、ノンアセットビジネスの中心としたフロンティア拡大を目指し、5年後の経常利益額を40億円程度にまで引き上げる計画である。特に、アクリーティブのファクタリングや給与前払いシステムなどの事業、新たなM&Aや資本・業務提携による事業、中古物件販売や中古価値を織り込んだリーススキームの開発、リース資産流動化事業、SAPと共同開発した「FLOW Cube+」を中心とした会計サービス事業等に取り組み、収益性及び資産効率の向上を狙う戦略である。

戦略分野における目標数値

	17/3期 実績	20/3期 中間見込値	22/3期 目標値	増減
不動産				
営業資産残高	2,402億円	3,800億円	4,800億円	2,398億円
ROA	1.9%	2.0%	2.2%	0.3pt
エネルギー・環境				
営業資産残高	172億円	290億円	340億円	168億円
ROA	6.1%	6.0%	6.0%	-0.1pt
発電量 (MWdc)	77	135	165	88
航空機				
営業資産残高	751億円	2,100億円	2,800億円	2,049億円
ROA	1.9%	2.0%	2.3%	0.4pt
自社保有機体数	19機	49機	70機	51機
海外				
営業資産残高	841億円	1,100億円	1,200億円	359億円
ROA	0.6%	1.5%	1.8%	1.2pt
新領域				
経常利益	17億円	30億円程度	40億円程度	23億円程度

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

以上から、中期経営計画の達成に向けては、引き続き、「不動産」と「航空機」分野による営業資産残高の拡大と収益性の向上が大きなカギを握ると言える。また、資産効率の高い「新領域」の拡大も ROA の向上に貢献するものと考えられる。

弊社では、営業資産残高の拡大は、戦略分野における好調な外部環境やこれまでの実績、同社の優位性から判断して十分達成できる水準であると評価している。最大の注目点は、ROA の向上をいかに図っていくのか、その道筋にある。同社の ROA 向上への取り組みは、1) 不動産や航空機、再生エネルギーなど ROA の高い事業の拡大（構成比の変化）によるものと、2) 不動産及び航空機自体の ROA 向上によるものの2つの要因に分けて進捗を見る必要がある。前者1)（構成比の変化）による ROA 向上については、収益性の高い事業の拡大や資産効率の高い新領域による収益貢献により実現の可能性は高いと評価できる。一方、後者2)（不動産及び航空機自体の ROA 向上をいかに図っていくのか）については、外部環境及び内部施策の両方から注意深く見守る必要があるだろう。

株主還元

好調な業績により増配基調を継続。 2018年3月期も6円増配の136円を予定

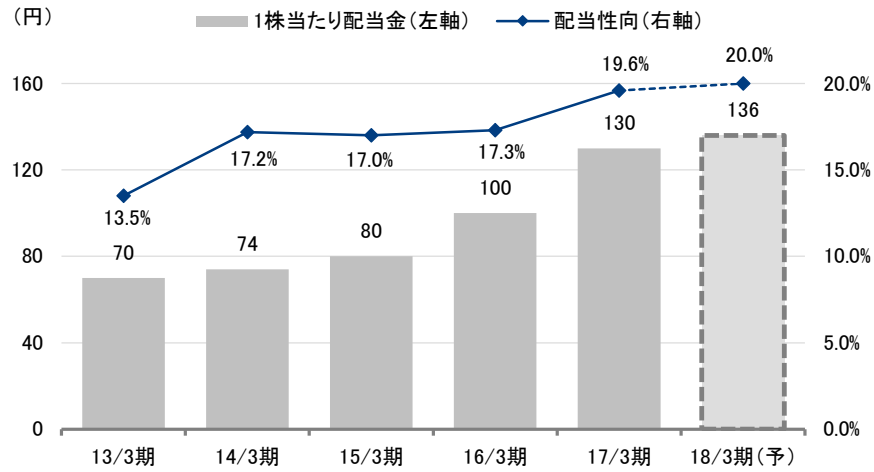
同社は、業績及び目標とする経営指標等を勘案し、確固たる経営基盤、財務体質の強化を図るべく、株主資本の充実に努めるとともに、長期的かつ安定的な配当の継続により、株主への利益還元を努めることを基本方針としている。配当性向は20%程度を目標としているようだ。

2018年3月期の年間配当額については、前期比6円増配の年間配当額136円（中間配当68円、期末配当68円）を予定している（配当性向予想は20.0%）。

弊社では、同社の年間配当額は毎年増加しており、今後も利益成長に伴う増配の余地は十分に高いものと見ている。

株主還元

1株当たり配当金と配当性向



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ