

|| 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 >>>](#)

2018 年 7 月 19 日 (木)

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月期決算の概要 | 09 |
| ■ 業績見通し | 14 |
| ■ 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 | 19 |

■ 要約

2018年3月期業績は計画を上回る大幅な増収増益（過去最高益）を実現。新中計の達成に向けて各戦略分野も順調に進展

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1兆1,050億円、営業資産残高2兆1,687億円（2018年3月期）は業界6位に位置する。資産管理やコストコントロール、専門性を生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2022年3月期を最終年度とする中期経営計画「Frontier Expansion 2021」（5年間）をスタート。「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。また、最終年度の目標として、営業資産残高を2兆5,000億円（年平均伸び率4.1%）、ROA（営業資産経常利益率）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となっている。

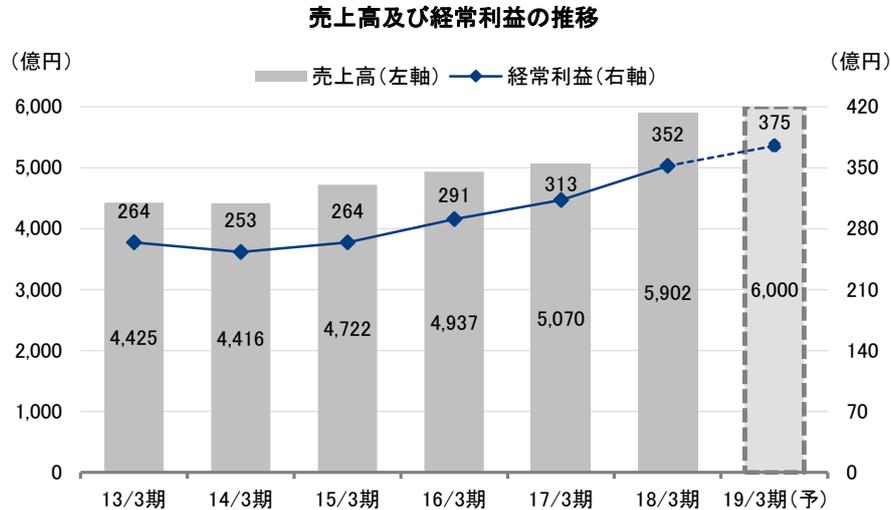
新中計の初年度となる2018年3月期の業績は、売上高が前期比16.4%増の5,902億円、経常利益が同12.2%増の352億円と計画を上回る大幅な増収増益により、過去最高益を更新した。中計の実現に向けて幸先の良いスタートを切ったと言える。リース業界全体がやや軟調に推移するなかで、1)「契約実行高」の拡大とそれに伴う「営業資産」の積み上げ、2)ファイナンスの資産粗利率の改善、3)大型リース案件の解約・満了に伴う利益計上、の3つの要因が業績の伸びをけん引した。特に、戦略分野である「不動産」や「航空機」が順調に伸びたほか、2017年1月に連結子会社化したアクリーティブ<8423>による収益貢献も大きかった。

2019年3月期の業績予想について同社は、売上高を前期比1.7%増の6,000億円、経常利益を同6.5%増の375億円と増収増益を見込んでいる。アクリーティブ連結効果の一巡により、業績の伸び率は前期と比べて緩やかになるが、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の積み上げが業績の伸びをけん引する想定である。また、配当についても、利益成長の実現により前期比10円増配の1株当たり年間156円を予定している。弊社でも、営業資産残高が大きく積み上がっていることや、各戦略分野も順調に進展していることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であると見ている。引き続き、各戦略分野の進捗やROA改善に向けた道筋に注目していきたい。

Key Points

- ・前期（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
- ・新中計初年度となる2018年3月期の業績は計画を上回る大幅な増収増益（過去最高益）を実現
- ・戦略分野である「不動産」が大型案件を含めて大きく伸びたほか、アクリーティブ連結効果も寄与
- ・各戦略分野の進捗やROA改善に向けた道筋に注目

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

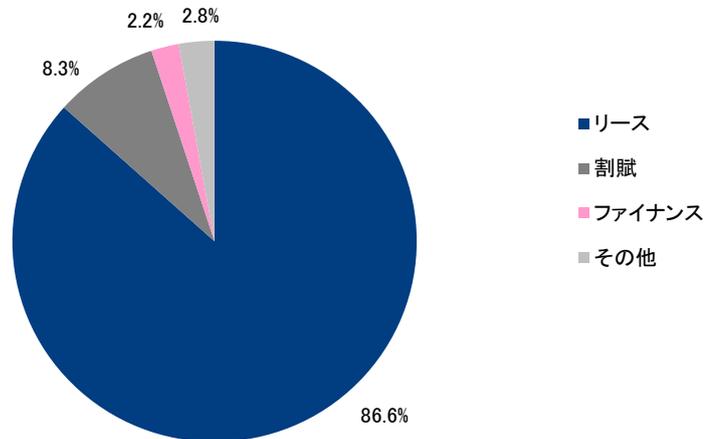
**「不動産」「航空機」などに強みを有する総合リース会社。
 新領域の拡大にも積極的に取り組む**

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86.6%、契約実行高の51.0%、営業資産残高の68.0%を占めている（2018年3月期実績）。

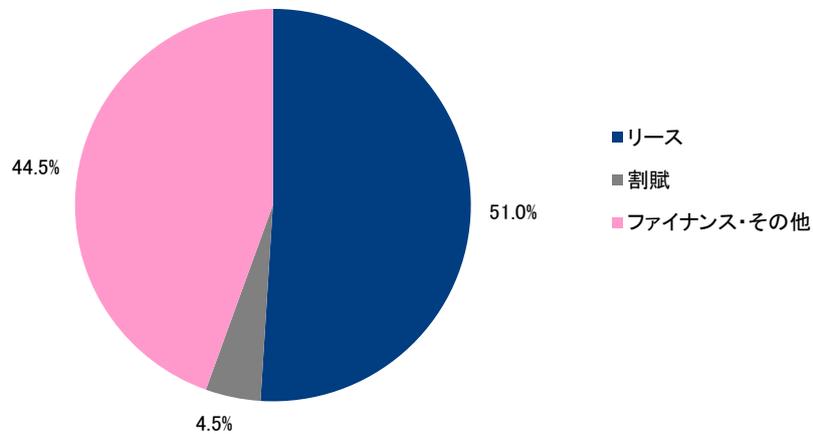
会社概要

事業別売上高の構成比



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

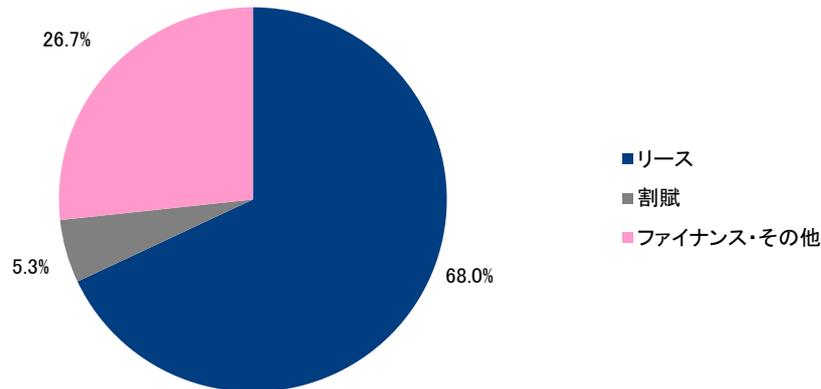
事業別契約実行高の構成比



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1兆4,744億円、割賦が1,150億円となっている。

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約75%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。

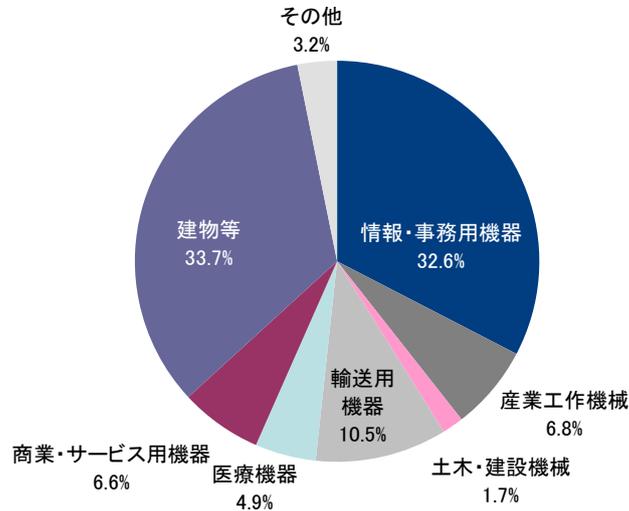
※² ファイナンスリース以外のリース取引。

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、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5,595億円となっている。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）（以下、SFC）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196億円となっている。

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SFCの連結子会社化(株式の65%を取得)である。特に、SFCは収益性の高いリテール(ベンダーリース)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、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」の動きを見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。

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、2008年のリース会計基準変更に伴う利益の前倒し効果の剥落、及び競争激化によるリース料率の引下げに伴う「資産粗利率」の低下によるものであるが、「営業資産」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。特に、「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見られる。

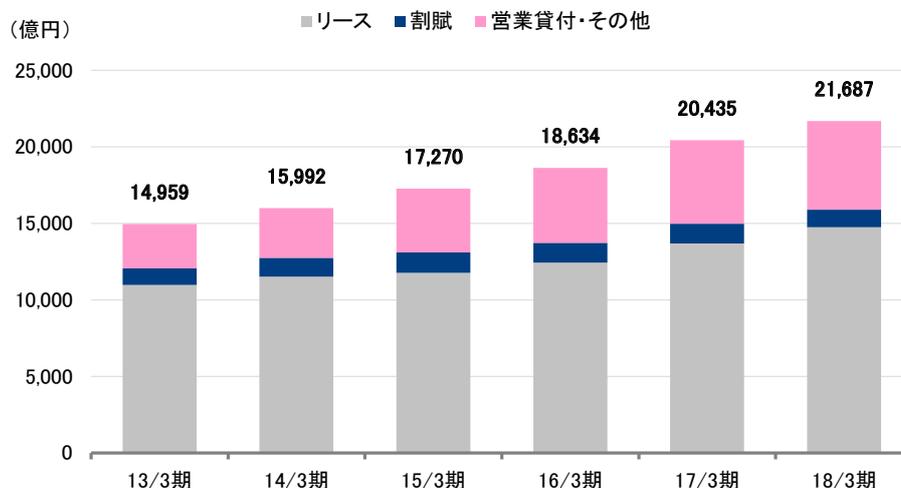
一方、費用面を見ると、「調達原価」はほぼ横ばいで推移してきた。調達総額が増加しているものの、市中金利の影響により調達利回りが低下していることが要因である。また、「人件費及び物件費」を一定水準に抑えるとともに、「貸倒関連費用」も低位にて推移しており、同社の強みであるローコストオペレーションも発揮されている。その結果、「経常利益」は4期連続で増益となった。

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（総資産経常利益率）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月期からは利益水準の引上げとともに改善の兆しが見られる。

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4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見るのが妥当である。

営業資産残高の推移

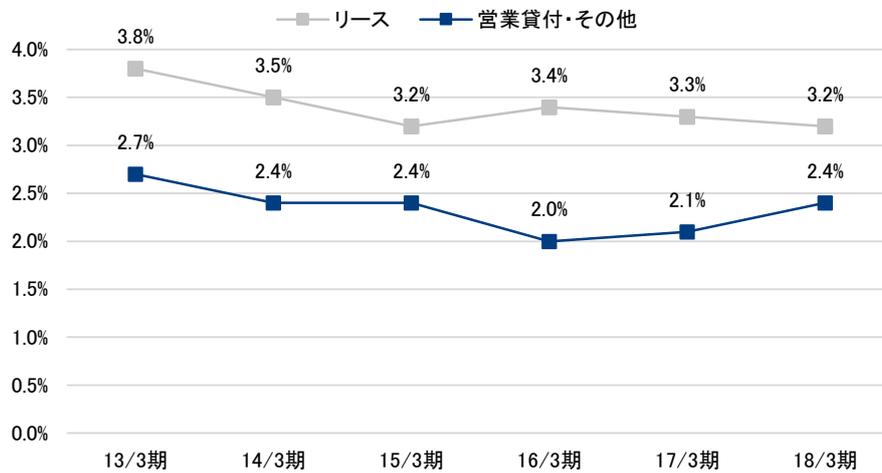


出所：決算短信よりフィスコ作成

芙蓉総合リース | 2018年7月19日(木)
 8424 東証1部 | <http://www.fgl.co.jp/ir/>

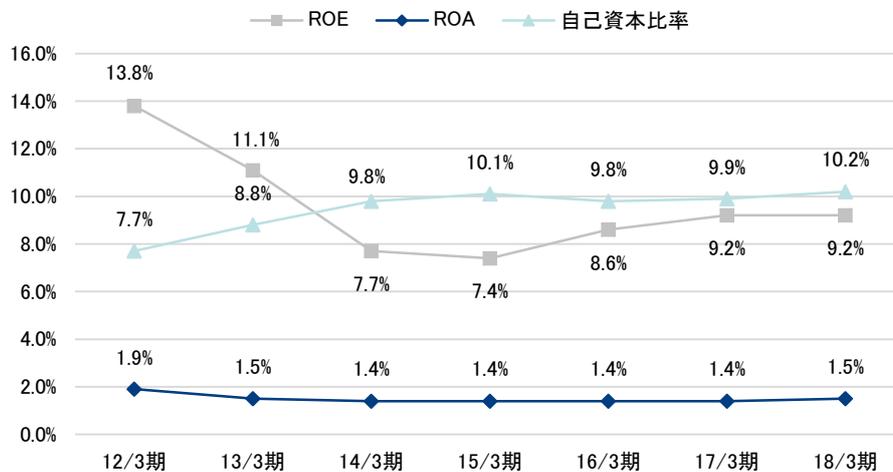
決算動向

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

自己資本比率及びROA、ROEの推移



注：ROA は総資産経常利益率

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年3月期業績は大幅な増収増益により、過去最高益を更新。 アクリーティブ連結効果のほか、各戦略分野が順調に進展

3. 2018年3月期決算の概要

新中計初年度となる2018年3月期の業績は、売上高が前期比16.4%増の5,902億円、営業利益が同13.9%増の326億円、経常利益が同12.2%増の352億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同9.9%増の219億円と期初予想を上回る大幅な増収増益となり、過去最高益を更新した。中計の実現に向けて幸先の良いスタートを切ったと言える。

売上高が大きく伸びたのは、営業資産の積み上げによるリース料収入の拡大に加えて、大型案件（不動産リース・ブリッジ型案件※1）の解約・満了に伴う一括計上分が上乗せ要因※2となった。

※1 不動産等の売買において、買い主側の取得希望タイミングと売り主側の売却のタイミングのミスマッチを調整するため、当社が一時的に所有（介在）することで取引の間をつなぐものである。（銀行法の制約を受けない）当社にとっては、不動産を保有することができるアドバンテージを生かした新たな収益機会の確保（スキームの拡大）として捉えることができる。

※2 不動産リースを中心とした大型案件の売却等（航空機リースにおける1機売却分を含む）による一括計上の影響は約700億円と推定される。

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、前期比8.8%増の678億円（前期比55億円増）と順調に拡大している。その背景として、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)ファイナンスの資産粗利率の改善、3)大型リース案件・ブリッジ型案件の解約・満了に伴う利益計上、の3つの要因が挙げられる。なお、1)及び2)には、アクリーティブによる連結効果（約19億円の増益要因）も含まれている。

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」が前期比32.5%増の1兆1,050億円と大きく伸長（初めて1兆円を突破）するとともに、それに伴って「営業資産残高」も前期末比6.1%増の2兆1,687億円に拡大したことが「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「建物等」（不動産リース）を中心に大きく伸びており、アクリーティブを除く実行高も全体で前期比12.2%増と順調に拡大した。

※ 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は2,281億円（そのうち1,754億円が前期比増加分）となった。これは、契約実行高の増加分全体（2,708億円）の約65%を占める。一方、アクリーティブの2018年3月末の営業資産残高は164億円（前期末比17.1%増）となっている。営業資産の規模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）については、「リース」が3.2%（前期は3.3%）とブリッジ型案件※の増加に伴って若干低下したものの、「ファイナンス」が2.4%（前期は2.1%）と大きく改善した。なお、「ファイナンス」における資産粗利率の改善は、案件の選別とアクリーティブの連結化によるものである。

※ 一般的にブリッジ型取引は、短期間で効率の良い運用ができる半面、高い資産粗利率は期待できない取引と言える。ただ、今後は持ち込まれる案件数も増加してきたことから、採算性の良いものを選別していく方針のようである。

決算動向

また、経常利益についても、「差引利益」の増加に加えて、資金原価がほぼ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。特に、「貸倒関連費用」の減少も、計画の上振れ要因の1つとなっているようだ。

財務面では、営業資産の拡大により総資産が前期末比5.7%増の2兆4,308億円に拡大した一方、自己資本も内部留保等により同9.3%増の2,491億円に増増したことから、自己資本比率は10.2%（前期末は9.9%）に改善した。また、有利子負債は、営業資産の拡大に伴って同6.2%増の1兆9,649億円に増加したが、有利子負債（リース債務を除く）の長短比率は51.1%（前期末は51.5%）、流動比率も141.0%（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 | 2018年7月19日(木)
 8424 東証1部 | <http://www.fgl.co.jp/ir/>

決算動向

2018年3月期決算の概要

(単位: 億円)

| | 17/3期 | | 18/3期 | | 増減 | |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 実績 | 構成比 | 実績 | 構成比 | 金額 | 増減率 |
| 売上高 | 5,070 | | 5,902 | | 832 | 16.4% |
| リース | 4,232 | 83.5% | 5,112 | 86.6% | 880 | 20.8% |
| 割賦 | 623 | 12.3% | 491 | 8.3% | -132 | -21.2% |
| ファイナンス | 102 | 2.0% | 130 | 2.2% | 27 | 27.1% |
| その他 | 112 | 2.2% | 168 | 2.8% | 55 | 49.7% |
| 差引利益 | 623 | 12.3% | 678 | 11.5% | 55 | 8.8% |
| リース | 430 | 10.2% | 461 | 9.0% | 31 | 7.2% |
| 割賦 | 22 | 3.5% | 21 | 4.3% | -1 | -4.5% |
| ファイナンス | 103 | 100.0% | 129 | 99.2% | 26 | 25.2% |
| その他 | 69 | 61.1% | 67 | 39.9% | -2 | -2.9% |
| 資金原価 | 71 | 1.4% | 73 | 1.2% | 2 | 2.8% |
| 売上総利益 | 551 | 10.9% | 604 | 10.2% | 52 | 9.6% |
| 販管費 | 265 | 5.2% | 278 | 4.7% | 12 | 4.9% |
| 営業利益 | 286 | 5.6% | 326 | 5.5% | 39 | 13.9% |
| 経常利益 | 313 | 6.2% | 352 | 6.0% | 38 | 12.1% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 199 | 3.9% | 219 | 3.7% | 19 | 9.9% |
| 契約実行高 | 8,341 | | 11,050 | | 2,708 | 32.5% |
| リース | 5,234 | 62.7% | 5,635 | 51.0% | 401 | 7.7% |
| 割賦 | 626 | 7.5% | 499 | 4.5% | -127 | -20.4% |
| ファイナンス・その他 | 2,480 | 29.7% | 4,915 | 44.5% | 2,434 | 98.2% |
| 物件別リース契約実行高 | | | | | | |
| 情報・事務用機器 | 2,213 | | 1,839 | | -374 | -16.9% |
| 産業工作機械 | 422 | | 384 | | -38 | -9.0% |
| 土木・建設機械 | 91 | | 96 | | 5 | 5.5% |
| 輸送用機器 | 539 | | 594 | | 55 | 10.2% |
| 医療機器 | 231 | | 275 | | 44 | 19.0% |
| 商業・サービス用機器 | 412 | | 371 | | -41 | -10.0% |
| 建物等 | 1,082 | | 1,898 | | 816 | 75.4% |
| その他 | 244 | | 178 | | -66 | -27.0% |
| 合計 | 5,234 | | 5,635 | | 401 | 7.7% |
| | | | | | | |
| | 17/3末 | | 18/3末 | | 増減 | |
| | 実績 | 構成比 | 実績 | 構成比 | 金額 | 増減率 |
| 営業資産残高 | 20,435 | | 21,687 | | 1,251 | 6.1% |
| リース | 13,698 | 67.0% | 14,744 | 68.0% | 1,045 | 7.6% |
| 割賦 | 1,278 | 6.3% | 1,150 | 5.3% | -127 | -10.0% |
| ファイナンス・その他 | 5,458 | 26.7% | 5,792 | 26.7% | 333 | 6.1% |
| 資産粗利率 | | | | | | |
| リース | 3.3% | | 3.2% | | -0.1pt | |
| ファイナンス・その他 | 2.1% | | 2.4% | | 0.3pt | |
| 総資産 | 23,000 | | 24,308 | | 1,307 | 5.7% |
| 自己資本 | 2,278 | | 2,491 | | 212 | 9.3% |
| 自己資本比率 | 9.9% | | 10.2% | | 0.3pt | |
| 有利子負債(リース債務を除く) | 18,509 | | 19,649 | | 1,140 | 6.2% |
| 短期 | 8,978 | | 9,599 | | 621 | 6.9% |
| 長期 | 9,531 | | 10,050 | | 519 | 5.4% |
| 長短比率 | 51.5% | | 51.1% | | -0.3pt | |

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

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.

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。

(1) 不動産

2018年3月末の営業資産残高は前期末比50.7%増の3,620億円(前期末比1,218億円増)と大幅に拡大した。大型案件の成約を含め、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、不動産事業者との連携によるブリッジ型取引※の増加が、優良資産の積み上げにつながったものと評価できる。一方、ROAについては、前述のとおり、ブリッジ型取引の拡大(大型案件による一時的な影響を含む)に伴って1.8%(前期は1.9%)に若干低下したが、土地情報持込型提案営業など、今後の収益性改善に向けた活動においては一定の成果を残したと言える。なお、営業資産残高は中計目標値(2020年3月期3,800億円、2022年3月期4,800億円)に対して巡航ペースを上回る水準となっているが、今後、大型ブリッジ型案件の終了が予定されているため、目標値の変更はない。

※ ヒューリック<3003>との連携による、商業施設「コレットマーレ」を中核とした複合ビル「ヒューリックみなとみらい」(横浜市中区)が挙げられる。

(2) エネルギー・環境

2018年3月末の太陽光発電事業の営業資産残高は前期末比14.5%増の197億円と増加した。2018年3月期は福島地区で1ヶ所(発電量25MW)が新たに稼働したことにより、現在は全国30ヶ所でメガソーラー(合計102MW)が発電中であるほか、福島・宮城の残り2ヶ所(合計38MW)でも大型メガソーラーの開発が進んでいる(ともに2018年9月に完成予定)。したがって、中計の中間目途値(2020年3月末135MW)は1年前倒しで達成できる見込みである。さらには、同社最大規模の事業を福島で検討中(今夏着工を目指して調整中)であり、実現すれば2022年3月期の目標値(165MW)も大きく上回ることになる。一方、ROAは5.1%(前期は6.1%)に落ち込んでいるが、開発中サイトの先行費用の影響によるものであり、それを除けば概算6.1%(既存サイトのみ)のROAと前期並みの水準を確保しているようだ。

(3) 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、2) 「高齢者施設」の建物リース推進、3) (株)FUJITAの連結化、などで成果を残すことができた。1)については、国産初の手術支援ロボットを開発するリパーフィールド(株)(2020年に商品化する計画)のほか、世界初の「ヘッドマウント型」視野検査装置を開発した(株)クリュートメディカルシステムズ、医用超音波技術を活用した乳がん検査機器を開発する(株)Lily MedTechに出資した。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有料老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。3)については、2016年12月に資本業務提携契約を締結したFUJITA(中古大型医療機器を中心に解体・撤去から買取・販売までをワンストップで請け負える強みを有する企業)の株式を追加取得したものであり、今後、さらに連携を深め、新しい商品・サービスの開発を推進していく方針である。

(4) 航空機

2018年3月末の営業資産残高は前期末比29.9%増の976億円に拡大した。デリバリー遅延の影響を受けたものの、自社保有型リースの年間組成数6機(1機売却)により、保有機体数は24機(前期末比5機増)に増加した。また、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ることができた。一方、ROAは1.9%(前期も1.9%)と横ばいで推移。マーケットの過熱が進む中で、リスクの明確化による取引エアラインの拡大(スーパーLCCなどを含む)や一部JOL化※を前提としたパッケージ(複数機体)案件への取り組みなどにより、ROAを維持・向上させながら、保有機体数の積み上げを推進していく方針である。

※日本型オペレーティングリースのこと。主に減価償却費による「利益の繰り延べ(課税の繰り延べ)」を目的とした運用手段として投資家(事業法人を含む)等が利用するケースが一般的である。同社は、パッケージ案件に取り組むとともに、その一部をJOL化して投資家等へ販売することを計画している。

(5) 海外

2018年3月末の営業資産残高は前期末比3.5%増の871億円と増加した。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、2018年3月期はカナダにおいてピックアップトラック(法人向け小型商用車)のレンタル・リース会社を持分法関連会社化(持分比率50%、丸紅との共同事業)し、非日系資産の積み上げに成功した(利益貢献は2019年3月期から)。また、タイではアクリーティブがシナナン(株)現地法人に出資。今後、エネルギー分野に関するファイナンスニーズの取込みを狙う方針である。ROAは0.6%(前期も0.6%)と横ばいで推移している。

(6) 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等の業務協定を締結し、医療・介護分野向け取引が増加している。最先端技術の研究・開発への支援(提携・出資等)※2や中古ビジネスの展開※3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。本格的な業績貢献はこれからの模様。

※2前述した「医療・福祉」分野におけるベンチャー出資(3社)のほか、(株)光コム(ノーベル賞受賞技術「光コム」を活用した非接触式三次元形状測定器を展開)との販売促進に関する業務提携や、日本初の産学連携型「GAPファンド」(東京工業大学の研究成果の事業化・商業化を支援)の設立などで実績を残した。

※3前述した「医療・福祉」分野におけるFUJITAの連結化に加えて、中古物件処理ヤード「東京3Rセンター」(東京都八王子市)を増床し、中古ビジネス拡大に向けてインフラ整備なども行った。

以上、各戦略分野の進展に加えて、中計における重要な戦略軸の1つである「グループシナジーの追求」についても、グループ連携による新しい取り組みが着実に実を結んできた。特に、リテールに強いSFCとのシナジー創出を進めている。具体的には、同社のノウハウを活用した建物リースをSFCが自らの顧客基盤に展開し、連携開始後初めての契約締結に至ったほか、保険代理店やベンダーリースなど、グループで重複する事業をSFCに集約し、効率化を図ったことなどが挙げられる。また、オートリースについても、SFC内に「オートリース推進室」を設置し、芙蓉オートリース(株)との連携を強化(年間連携成約額は前期比47%増)するなど、商品・サービスの機能とマーケット(顧客基盤)とのクロスセルにより、シナジーの最大化を進めている。

業績見通し

2019年3月期も増収増益を見込む。 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

2019年3月期の業績予想について同社は、売上高を前期比1.7%増の6,000億円、営業利益を同4.3%増の340億円、経常利益を同6.5%増の375億円、親会社株主に帰属する当期純利益を同4.8%増の230億円と増収増益を見込んでいる。

アクリーティブ連結効果の一巡により、業績の伸び率は前期よりも緩やかになるが、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。

弊社でも、営業資産残高が、大型案件による一時的な影響を考慮しても大きく積み上がっていることや、各戦略分野も順調に進展していることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であると見ている。引き続き、各戦略分野の進捗やROA改善に向けた道筋に注目していきたい。

2019年3月期の業績予想

(単位：億円)

| | 18/3期 | | 19/3期 | | 増減 | |
|-------|-------|------|-------|------|----|------|
| | 実績 | 構成比 | 予算 | 構成比 | 金額 | 増減率 |
| 売上高 | 5,902 | | 6,000 | | 97 | 1.7% |
| 営業利益 | 326 | 5.5% | 340 | 5.7% | 13 | 4.3% |
| 経常利益 | 352 | 6.0% | 375 | 6.3% | 23 | 6.5% |
| 当期純利益 | 219 | 3.7% | 230 | 3.8% | 10 | 4.8% |

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争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年度のリース取扱高は前期比2.9%減の4兆8,758億円と2期連続でマイナスとなった。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、足元では先行きの不透明感やリース利用意欲の鈍さから、弱含みの状況が見られる。

業界環境

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>、三菱UFJリース<8593>、三井住友ファイナンス&リース(株)、東京センチュリー<8439>、日立キャピタル<8586>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見られる。

主なリース会社 (2018年3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 | 前期比 |
|----------------|-------|--------|-------|
| オリックス | 8591 | 90,172 | 0.7% |
| 三菱UFJリース | 8593 | 49,092 | 0.7% |
| 三井住友ファイナンス&リース | - | 47,959 | -2.1% |
| 東京センチュリー | 8439 | 32,306 | 0.5% |
| 日立キャピタル | 8586 | 31,791 | 6.2% |
| 同社 | 8424 | 21,687 | 6.1% |
| 興銀リース | 8425 | 16,830 | 4.6% |

出所: 会社資料よりフィスコ作成

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」をスタートさせた。「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。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(営業資産経常利益率)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。

成長戦略

中期経営計画の目標数値

| | 17/3期 実績 | 18/3期 実績 | 20/3期 中間目途値 | 22/3期 目標値 | 5年間の増加 額 |
|--------|-------------|-------------|--------------------|--------------|-------------|
| 営業資産残高 | 20,435 億円 | 21,687 億円 | 23,000 ~ 24,000 億円 | 25,000 億円 | 4,564 億円 |
| ROA | 1.6% | 1.6% | 1.7% ~ 1.8% | 2.0% | 0.4pt |
| 経常利益 | 313 億円 | 352 億円 | 380 ~ 420 億円 | 500 億円 | 186 億円 |

出所：会社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、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SFC、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」を有機的につなげることで、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
(1) 不動産

好調な契約実行高を維持・拡大により、最終年度の営業資産残高は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、SFC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。

(2) 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。最終年度の発電量を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、大型太陽光発電所3ヶ所（発電量合計63MW）の事業が順調に進展するとともに、さらに同社最大規模の事業を検討中である。

(3) 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（連結子会社FUJITA）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。

(4) 航空機

航空機リースの組成数を年10機程度に加速させ、最終年度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、前述のとおり、取引エアラインの拡大やパッケージ案件の取り組みのほか、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）も目指していく。

(5) 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、最終年度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（タイやカンボジアにおける小口金融を展開）を挙げている。

(6) 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を中心としたフロンティア拡大を目指し、最終年度の経常利益額を40億円程度にまで上げる計画である。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。

成長戦略

戦略分野における目標数値

| | 17/3期 実績 | 18/3期 実績 | 20/3期 中間目途値 | 22/3期 目標値 |
|-----------------|-------------|-------------|----------------|--------------|
| 不動産 | | | | |
| 営業資産残高 | 2,402 億円 | 3,620 億円 | 3,800 億円 | 4,800 億円 |
| ROA | 1.9% | 1.8% | 2.0% | 2.2% |
| エネルギー・環境 | | | | |
| 営業資産残高 | 172 億円 | 197 億円 | 290 億円 | 340 億円 |
| ROA | 6.1% | 5.1% | 6.0% | 6.0% |
| 発電量 (MWdc) | 77 | 102 | 135 | 165 |
| 航空機 | | | | |
| 営業資産残高 | 751 億円 | 976 億円 | 2,100 億円 | 2,800 億円 |
| ROA | 1.9% | 1.9% | 2.0% | 2.3% |
| 自社保有機体数 | 19 機 | 24 機 | 49 機 | 70 機 |
| 海外 | | | | |
| 営業資産残高 | 841 億円 | 871 億円 | 1,100 億円 | 1,200 億円 |
| ROA | 0.6% | 0.6% | 1.5% | 1.8% |
| 新領域 | | | | |
| 経常利益 | 17 億円 | - | 30 億円程度 | 40 億円程度 |

出所：会社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、中計初年度となる 2018 年 3 月期の業績が示すとおり、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、営業資産残高の拡大は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、再生可能エネルギーなど 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。

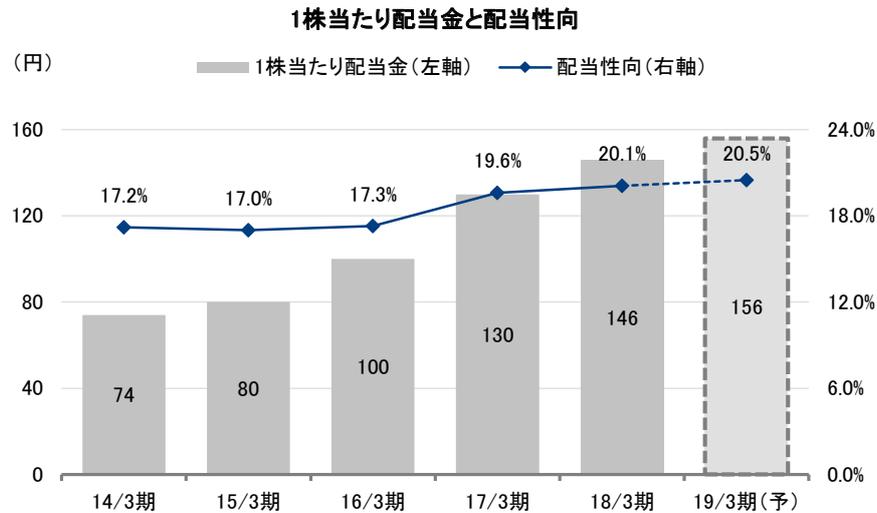
株主還元

好調な業績により増配基調が継続。 2019年3月期も前期比10円増配の1株当たり156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、確固たる経営基盤及び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%程度を目線としているようだ。

2018年3月期の年間配当額については、期初予想を増額修正し、前期比16円増配の年間配当額146円（中間配当68円、期末配当78円）を実施した（配当性向は20.1%）。2019年3月期の年間配当額についても、利益成長に伴う増配（前期比10円増）により年間配当額156円（中間配当78円、期末配当78円）を予定している。

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。



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