COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

エフ・ジェー・ネクスト

8935 東証１部

企業情報はこちら >>>

2021 年 8 月 30 日（月）

執筆：客員アナリスト
柴田郁夫
FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**

FISCO
FISCO Ltd.
https://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 会社概要 01
2. 2021 年 3 月期の業績 01
3. 2022 年 3 月期の業績予想 01
4. 成長戦略 02
■会社概要 03
1. 事業内容 03
2. 沿革 04
■企業特長 04
1. 成長モデル 04
2. 資産運用型マンションの概要と今後の発展性 05
3. 同社の特長（優位性） 06
■業界環境 08
1. 販売環境 08
2. 仕入開発環境 09
3. 競合環境 09
■業績推移 09
1. 過去の業績推移 09
2. 2021 年 3 月期決算の概要 11
3. 2022 年 3 月期の業績予想 13
■成長戦略 14
■ CSR、情報セキュリティへの取り組み 15
■株主還元と株価バリュエーション 16

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.

要約

「ガーラ」ブランドによる資産運用型マンションを展開。2021 年 3 月期はコロナ禍の影響により一旦後退したものの、好調な外部環境に変化はなく、2022 年 3 月期は増収増益を見込む

1. 会社概要

エフ･ジェー･ネクスト <8935> は、東京都心を基盤とした資産運用型マンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の開発及び販売を主力事業としている。また、販売した物件を中心に不動産管理事業も手掛けている。デザイン性や安全性、快適性など、居住者目線に立った企画･開発により高い入居率を確保していることが「ガーラ」ブランドの価値を高めており、首都圏ではトップの販売実績を誇る。将来の年金受給に対する不安や相続税対策という新たな課題を抱える個人からの購入需要も底堅く、同社の業績は順調に拡大してきた。2021 年 3 月業績はコロナ禍の影響（営業活動の一時的な自粛等）により一旦後退したものの、追い風となっている外部環境（入居者ニーズや金融環境など）に本質的な変化は見られず、今後も持続的な成長を目指していく。

2. 2021 年 3 月期の業績

2021 年 3 月期の業績は、売上高が前期比 14.0% 減の 72,988 百万円、営業利益が同 29.4% 減の 7,351 百万円とコロナ禍の影響により、過去最高業績を達成した前期を下回る結果となった。ただ、コロナ禍においても引き続き高い業績水準を維持したとの見方ができる。業績が前期を下回ったのは、コロナ禍に伴い「不動産開発事業」におけるマンション販売戸数が 2,013 戸（前期比 542 戸減）に減少したことが主因である。特に 1 回目の緊急事態宣言発令下における営業活動の一時的な自粛等により、第 1 四半期での落ち込みが響いた。ただ第 2 四半期以降は、新築マンションの販売を中心に前期並みの業績まで回復しており、コロナ禍においても資産運用型マンションに対する需要に本質的な変化はないようだ。一方、安定収益源である「不動産管理事業」については賃貸管理戸数の積み上げにより順調に拡大。「建設事業」においても堅調に推移した。また、「旅館事業」はコロナ禍の影響を一部受けたものの、「Go To トラベルキャンペーン」の効果もあり最小限の範囲に抑えることができた。

3. 2022 年 3 月期の業績予想

2022 年 3 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 11.0% 増の 81,000 百万円、営業利益を同 8.8% 増の 8,000 百万円と増収増益を見込んでいる。今後のコロナ禍による影響が依然不透明であるなか、コロナ禍以前の水準に完全には戻らないとの想定のもと、「不動産開発事業」の一定の回復が増収に寄与する見通しであり、販売戸数は 2,400 戸（前期比 387 戸増）を計画している。利益面でも増収により増益を実現するものの、営業利益率は 9.9%（前期は 10.1%）と保守的な想定をしている。また配当については、増益に伴って前期比 4 円増配の 1 株当たり 48 円（中間 24 円、期末 24 円）を予定している。

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.

4. 成長戦略

同社は、資産運用型マンション事業を通じて、人口回帰の進む都心エリアへの良質な賃貸住宅の提供、並びに一般サラリーマン向けを中心とした長期的な資産運用機会の提供など、社会的意義を担うことにより持続的な成長を実現する方針である。最近では大手デベロッパーが資産運用型マンションへ参入する動きが見られるが、それだけ魅力的な市場として認知されてきたことの証左とも言える。コロナ禍においても「賃貸用不動産」は総じて安定しているうえ、資産運用型マンションへの需要も根強いことが確認された。コンテンツマーケティング（会員基盤約 20 万人）の活用など将来を見据えた営業展開により、市場全体の発展を自らの成長に結び付けていく活動を続けていくことが重要となるだろう。

Key Points

- 2021 年 3 月期の業績は、コロナ禍の影響により過去最高業績を達成した前期を下回ったものの、引き続き高水準を維持
- 緊急事態宣言に伴う営業活動の自粛により第 1 四半期での落ち込みが響いたが、第 2 四半期以降は前期並みの業績まで回復。コロナ禍においても資産運用型マンションに対する需要に変化はない
- 2022 年 3 月期はマンション販売戸数の一定の回復より増収増益を見込む
- 今後もリーディングカンパニーとして市場全体の発展を自らの持続的な成長に結び付ける戦略

業績推移

出所：決算短信よりフィスコ作成

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

東京都心を基盤とする資産運用型マンション事業が主力

1. 事業内容

同社は、東京都心を基盤とした資産運用型マンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の開発及び販売を主力事業としている。また、販売した物件を中心に不動産管理事業も手掛けている。事業セグメントは、「不動産開発事業」及び「不動産管理事業」のほか、「建設事業」、「旅館事業」の 4 つに分類されるが、主力の「不動産開発事業」が売上高の 85.8% を占めている。

セグメント別の事業概要

不動産開発事業	主に資産運用を目的としたワンルームマンション「ガーラマンションシリーズ」、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の企画、開発、分譲、並びに伊豆地域における土地・建物の分譲、販売、仲介業務を行っている。中古マンション売買の拡充にも積極的に取り組んでいる。
不動産管理事業	主に同社が分譲したマンションの賃貸・建物管理事業を行っている。同社の連結子会社（株）FJ コミュニティが手掛けている。
建設事業	主にマンション等建築物の設計・施工・検査・リノベーションを行っている。同社の連結子会社（株）レジテックコーポレーションが手掛けている。
旅館事業	静岡県伊東市の温泉旅館「伊東遊季亭」「伊東遊季亭川奈別邸」、静岡県賀茂郡河津町の温泉旅館「玉峰館」及び静岡県下田市の温泉旅館「清流荘」の経営を行っている。同社の連結子会社 FJ リゾートマネジメント（株）が手掛けている。

出所：会社資料よりフィスコ作成

セグメント別の売上構成比（2021年3月期）

出所：決算短信よりフィスコ作成

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.

2. 沿革

同社は、現 代表取締役会長の肥田幸春（ひだゆきはる）氏が、「人々が高い次元で生活を堪能するための住空間の創造や、長期にわたって資産価値を維持するための総合的な資産運用・管理システムを構築することで、お客様の資産運用をサポートし、不動産の価値を高めたい」と考え、「都市住空間への挑戦と創造を通して豊かな社会づくりに貢献していく」という経営理念のもと、1980 年 7 月に不動住販株式会社として設立された。

1991 年には株式会社エフ・ジェー・ネクストに商号変更した。1994 年から自社ブランドの「ガーラマンションシリーズ」の発売を開始すると、首都圏の賃貸需要、並びに購入需要の拡大を背景として順調に業績を伸ばした。特に、収益還元法に基づく採算性を重視した「ガーラ」ブランドに対する信頼性や認知度の向上が同社の業績を支えてきた。

2004 年に JASDAQ に上場すると、これまでの供給実績に加えて、上場会社としての信用力や資金力などが販売面、仕入開発面でアドバンテージを高め、同社の成長を加速させた。2005 年に首都圏投資用マンション供給戸数ランキング（不動産経済研究所調べ）で初の第 1 位を獲得した。2007 年 3 月に東証 2 部に上場すると、2013 年 10 月には 1 部指定となった。直近では、東証による新市場区分における上場維持基準への適合状況の 1 次判定において、「プライム市場」基準適合の通知を受けている。

首都圏投資用マンション供給戸数ランキング（不動産経済研究所調べ）では、常にトップクラス（最近では 2019 年が第 1 位、2020 年上期が 2 位）を維持しており、業界内での地位を不動のものとしている。

なお、2021 年 10 月より「ＦＪネクストホールディングス」へ商号変更を行い持株会社体制への移行を発表している。併せて、2021 年 4 月に設立した（株）ＦＪネクストへ不動産開発事業を承継することも同年 6 月に決議した。

企業特長

業界内でのポジションを生かした信用力、財務力、情報量に強み

1. 成長モデル

同社の成長モデルは、資産運用型マンション市場そのものの拡大と業界シェアの維持及び向上の 2 つの要因がドライバーとなるものである。すなわち、同社の成長性は、首都圏（特に、都心部）における資産運用型マンション市場は発展するのか、そのなかで同社の優位性をどのように発揮していくのかの両面で捉えることが重要である。また、主力事業に付随する「不動産管理事業」が、積み上げ型のストックビジネスとして収益の下支えとなっているところにも特長がある。

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.

さらに最近では、ファミリー向けマンションの開発及び販売※や中古マンションの取扱いなどにも積極的である。同社の主力事業は、あくまでも長期保有を前提とする資産運用型マンションの提供であるが、これまで培ってきた経営資源（財務基盤や情報力など）を生かせる分野への展開は、リスクを抑えながら業績の上乗せが期待でき、収益構造に厚み（経営の安定）をもたらす効果がある。

※ ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」の供給実績（累計）は着実な積み上げにより 1,791 戸に上る。また、今後に向けても「ガーラ・レジデンス川崎プルミエ」（2022 年 3 月竣工予定）や「ガーラ・レジデンス相模大塚駅前」（2022 年 9 月竣工予定）など、新規プロジェクトが進行中である。

2. 資産運用型マンションの概要と今後の発展性

資産運用型マンションの今後の発展性を判断するためには、その仕組みや商品性、社会的意義を理解する必要がある。

（1）仕組み

資産運用型マンションとは、購入者（所有者）が自身で住むのではなく、第三者に貸して家賃収入を得ることを目的としたものである。したがって、好立地であることはもちろん居住者のニーズを捉えたマンションの開発により高い入居率を確保することが、安定的な家賃収入を生み出し購入者からの信頼を集めることになる。

（2）購入者の目的・メリット

購入者は近年、商品認知度の向上により、一般的なサラリーマンが多く、将来に向けた資産運用を目的とするケースがほとんどである。住宅ローンにより購入資金を確保する一方、月々の返済は家賃収入で賄ない、退職までの間に返済を完了する計画が一般的であるため、原則として日常の生活に影響なく、長期的な視点から将来に向けた資産運用を行うことができる。また、安定的な家賃収入が老後の私的年金の役割を果たすことに加え、住宅ローンに団体信用生命保険をセットすることによる生命保険の代替や相続税対策（相続税評価額の圧縮効果）、分散投資効果など、様々な経済的メリットをもたらすところに特長がある。特にマイナス金利政策の導入、将来の年金受給に対する不安に加えて、新たな相続税対策（基礎控除の引下げに伴う課税対象の拡大など）のニーズが資産運用型マンションへの注目を集めている。

（3）社会的意義

資産運用型マンション事業は、主要顧客層である一般的なサラリーマンに対し長期的な資産運用機会を提供するとともに、人口回帰が進む都心エリアに良質な賃貸住宅を提供することによる社会的意義を担っている。今後も単身世帯の増加や人口の都心回帰の傾向が継続することが予想され、都心で活躍する単身者を支えるインフラの提供は益々重要性を増すものと考えられている。

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.

3. 同社の特長（優位性）

続いて、首都圏でトップクラスの販売戸数を誇る同社の優位性は以下のように整理できる。

（1）明確な商品コンセプトのもと、良質な住環境を提供

同社は、自社ブランドとして資産運用型「ガーラマンションシリーズ」とファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」を展開している。居住者の目線に立った企画・開発が「ガーラ」ブランドの価値を高めており、これまでの供給実績や入居率の高さがそれを実証している。特に、主力の資産運用型「ガーラマンションシリーズ」は、重厚感のあるエントランス、デザイン性に優れた外観、安全性、快適性を重視した設備仕様を備えているところに特長がある。また、同社グループ内の「建設事業」部門が施工検査業務を担っており、販売物件の品質向上に貢献している。全国住宅産業協会※1 が主催する優良事業表彰※2 では、第 4 回（2014 年）に「ガーラ・ヒルズ新宿」、第 7 回（2017 年）に「ガーラ・プレシャス川崎」が受賞した。また、ファミリー向けマンション「ガーラ・レジデンスシリーズ」は資産運用型マンションで培ったノウハウをもとに、快適な交通アクセスや豊かで利便性に富んだ周辺環境、そして先進の基本性能の高いデザイン性に特長がある。

※1 不動産業界において、中堅企業を中心に上場企業も含む全国 1,700 社を擁する団体。
※2 良質な住宅供給及び住環境の整備を促進することなどを目的とし、全国住宅産業協会会員が手掛けたプロジェクトのうち、社会性や商品企画、住宅性能及びデザインに優れ、街並みの景観、周辺環境との調和など、良好な住環境を形成する創意工夫に優れたプロジェクトを選んで表彰する賞。

ガーラ・プレシャス川崎（総戸数 273 戸）

【 外観 】

【 エントランスホール 】

【 フロントサービスカウンター 】

【 エントランス 】

出所：プレスリリースより掲載

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.

（2）好立地へのこだわりと情報力

賃貸住宅の資産価値を評価するうえで、好立地であることが最大の要素となることは言うまでもない。したがって、好立地となる用地をいかに仕入れるかが競争力を大きく左右することになる。一方、用地情報は実績や財務力のあるところに集まる傾向があるため、強いところがさらに強くなる業界構造が見られる。同社の場合、業界トップクラスの販売実績やブランド力の高さ、財務基盤の安定性が情報力の面でもアドバンテージを発揮しており、それがさらに同社の販売実績（これまで累計 2 万戸を超える供給実績）やブランド力を高めるといった好循環が働いていると考えられる。同社は、東京都心・横浜・川崎を中心とした居住ニーズの高いエリアに特化するとともに、96% 超の物件が最寄り駅から 10 分以内にあるなど、厳選した立地に供給を行っている。

ガーラブランドマンション供給実績

出所：決算説明会資料より掲載

（3）賃貸管理ノウハウの高さや充実したアフターサポート

同社は、販売した物件の不動産管理を手掛けることにより、資産価値のメンテナンスや入居者向けの暮らしに役立つサービス（コンシェルジュサービス）の提供による入居率の維持を図っているほか、資産運用プランの見直しや物件売却相談などのアフターサポートの充実が購入者からの高い信頼に結び付いている。賃貸管理戸数の実績を見ると、自社ブランドの供給実績とともに年々着実に積み上がっており、2021 年 3 月期末には 17,080 戸にまで拡大した。一方、入居率は、厳選した好立地であることや、管理ノウハウの蓄積などにより、2021 年 2 月末時点で 99.0%※と極めて高い水準で安定的に推移している。

※ 参考として、J-REIT 組入住宅稼働率は 96.4%（2021 年 2 月末時点／投資信託協会）であり、同社は、それを上回る稼働率となっている。

2020 年 10 月からは、クックパッド（株）と提携し、総戸数 100 戸以上の大型物件において、アプリで注文、自宅マンションの共有部で商品の受け取りを可能とする生鮮宅配ボックスを設置するなど、コロナ禍における新しい生活様式にも対応できるサービスの導入を始めている。

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.

入居率と賃貸管理戸数の推移

出所：決算説明会資料より掲載

（4）購入者及び居住者の属性

購入者のほとんどが、一般的なサラリーマン（会社員、公務員）であり、20 ～ 40 歳代が 89% を占めている。また物件の所在地は首都圏にもかかわらず、購入者の住所は全国各地にわたっていることが長期的な資産運用を目的としたものであることを示している。一方、居住者については、立地や設備、仕様が優れていることから企業の社宅としてのニーズも高く、20 ～ 30 歳代の 1 人暮らしの社会人が多数を占めている。また水回り設備やセキュリティの充実度から、女性にも人気が高い。

業界環境

首都圏投資用マンションは個人の投資ニーズに支えられ堅調に推移

1. 販売環境

首都圏投資用マンションの供給戸数は、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて順調に拡大したものの、2008 年に地価の高騰やリーマン・ショックの影響などにより事業者の倒産や撤退が相次いだことから減少傾向をたどった。ただ 2010 年に底を打つと、ここ数年は単身世帯数の増加や人口の都心回帰などを背景とした首都圏の賃貸需要の拡大、並びに低金利の継続や将来の年金受給の不安のほか、相続税対策（基礎控除の引下げなど）という新たなニーズも出てきており、物件価格上昇などによりマンション業界全体が調整局面を迎えるなかでも、個人からの底堅い購入需要に支えられて堅調に推移している。特に将来に向けた資産運用手段として、株式や投資信託、債券などと比べ、節税効果や保険機能が期待できるほか、キャッシュフローが安定していることや実物資産投資への安心感も背景として考えられる。

なお、過去においては一部地銀による不正融資の発覚により、不動産投資ローン全般への影響（銀行がより慎重となる可能性）が懸念される事案などもあったが、同社物件のような好立地で資産価値の高い投資用ワンルームマンションに対する融資姿勢には変化は見られず、そのなかでも同社の供給実績やブランド力、財務基盤の安定性などの点も購入需要を支える要因になっており、同社及び同社のビジネスモデルの信頼性が実証されたものと捉えることができる。

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.

2. 仕入開発環境

一方、仕入開発面では土地仕入価格や建築費の高止まりが続いていることから、収益性の見極めが一層重要となっており、土地仕入の結果が業績を左右する可能性が高まっている。同社は、信用力、財務力、豊富な情報力を生かし、設立以来一貫した採算性重視の仕入活動を行っていく方針としている。

3. 競合環境

同業者は投資用マンションの専業業者がほとんどであり、比較的規模が小さいところが多い業界構造となっているなかで、同社は、首都圏投資用マンション供給戸数ランキングで常にトップクラスの販売実績を誇っている。最近では、市場拡大を見据えた大手デベロッパーによる参入の動きも見られる。

業績推移

2021 年 3 月期はコロナ禍の影響により一旦後退したものの、好調な外部環境に本質的な変化は見られず。財務基盤の安定性も高い水準を確保

1. 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、首都圏における資産運用型マンションに対する賃貸需要、並びに購入需要の拡大に支えられて業績は総じて順調に推移してきた。2009 年 3 月期にリーマン・ショックに伴う景気後退の影響で業績のボトムを迎えたものの、同社は仕入高を追わずに採算性に合った仕入れを継続していくという方針のもと堅実な物件開発を進めたことで、大きな痛手を被った不動産業界においては比較的軽微な落ち込みで乗り切り、その後は景気回復とともに順調に業績を拡大してきた。2015 年 3 月期は竣工時期の関係などにより一旦踊り場を迎えたが、2016 年 3 月期以降は大幅な増収増益を続けており、売上高は 2020 年 3 月期まで 5 年連続で過去最高を更新した（2021 年 3 月期はコロナ禍の影響により一旦後退）。社歴を重ねながらも、同社がまだまだ成長過程にあることを示している。

財務面では、業績の拡大に伴って有利子負債残高も増えてきたが、内部留保の積み増しなどにより自己資本比率も高い水準を維持しており、財務基盤の安定性に懸念はない。

なお、同社がリーマン・ショックに伴う厳しい業界環境を比較的スムーズに乗り切れたのは、厳選された好立地を含め、収益還元法による採算性を重視した「ガーラ」ブランドの資産価値の高さ、並びに同社の財務基盤の安定性によるものと言える。

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.

業績推移

出所：決算短信よりフィスコ作成

出所：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（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 2021 年 3 月期決算の概要

2021 年 3 月期の業績は、売上高が前期比 14.0% 減の 72,988 百万円、営業利益が同 29.4% 減の 7,351 百万円、経常利益が同 29.0% 減の 7,334 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 26.0% 減の 4,983 百万円とコロナ禍の影響により、過去最高業績を更新した前期を下回る結果となった。ただ、期初計画に対しては概ね想定内であり、引き続き高い業績水準を維持したとの見方ができる。

減収となったのは、コロナ禍に伴い「不動産開発事業」におけるマンション販売戸数が 2,013 戸（前期比 542 戸減）に減少したことが主因である。特に、1 回目の緊急事態宣言発令下（2020 年 4 ～ 5 月）における営業活動の一時的な自粛等により、第 1 四半期での落ち込みが響いた。ただ、第 2 四半期以降は、新築マンションの販売を中心に前期並みの業績まで回復しており、コロナ禍においても資産運用型マンションに対する需要に変化はないようだ。一方、安定収益源となっている「不動産管理事業」については、賃貸管理戸数の積み上げ※により順調に拡大した。「建設事業」においても、マンション建設及び大規模修繕工事を中心に堅調に推移した。また、「旅館事業」はコロナ禍の影響を一部受けたものの、「Go To トラベルキャンペーン」の効果もあり最小限の範囲に抑えることができた。

※ 2021 年 3 月末の賃貸管理戸数は 17,080 戸（前期末比 1,137 戸増）、建物管理棟数は 311 棟（同 17 棟増）と大きく拡大した。

利益面でも、減収に伴う収益の下押しにより減益となった。土地仕入価格や建築費が高止まりするなかで、売上原価率はほぼ横ばいで推移。一方、販管費率は減収による固定費負担の増加や人件費増等により悪化し、営業利益率は 10.1%（前期は 12.3%）に低下した。事業別で見ると、「不動産開発事業」が減収により減益となった一方、「不動産管理事業」及び「建設事業」は増益を確保した。「旅館事業」はセグメント損失を計上したものの想定内であり、業績全体に対する影響も軽微である。

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.

一方、今後の業績の伸びに影響する「たな卸資産」（パイプライン）の状況については、「販売用不動産」（完成マンション）及び「仕掛販売用不動産」（開発用地及び開発中のマンション）ともに前期末比で減少した。もっとも、安定収益を確保する目的から、「販売用不動産」の一部を固定資産（自社保有の賃貸物件）に振り替えたことが影響している※1。また、「販売用不動産」については前期末比で減少したとは言え、新築マンションを中心に高い水準を維持しており、2022 年 3 月期の業績に寄与するものとして捉えることができる。用地仕入れも概ね計画どおりに確保できているようだ。また、戦略的に取り組んでいる中古マンション※2 については、販売戸数（2,013 戸）のうち 871 戸、期末の販売用不動産（1,467 戸）のうち 501 戸を占めており、保有期間中の賃貸収益※3 を含めて、引き続き業績に寄与している。

※1 期末の「販売用不動産」のうち、中古マンション（約 83 億円）を有形固定資産へ振り替えている。
※2 中古マンションについては、新築物件の完成スケジュールとの調整を図りながら順次販売していくほか、保有期間中は賃貸収入を得られ、ストックビジネスとしての側面もある。弊社においても、中古マンションへの取り組みは新築物件だけに依存しない、同社ならではの収益機会の確保という点に注目している。さらに、購入者にとっても、中古市場の活性化（流動性の厚み）はいざというときのために大きなメリットがあるものと評価している。
※3 賃貸収入は「不動産開発事業」に含まれている。2021 年 3 月期の賃貸収入は、前期比 4.1% 増の 7,516 百万円と順調に伸びている。

財政状態については、前述のとおり、「たな卸資産」が減少した一方、有形固定資産が増加し、その結果、総資産は前期末比 2.7% 減の 84,375 百万円となった。一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同 7.1% 増の 53,869 百万円に増加したことから、自己資本比率は 63.8%（前期末は 58.0%）に上昇した。有利子負債は同 20.4% 減の 20,815 百万円に減少し、有利子負債比率は 24.7%（30.2%）に低下。支払能力を示す流動比率も 535.8% と高い水準にあることから、財務の安全性に懸念はない。また、資本効率を示す ROE は 9.6%（前期は 14.1%）と低下したものの、ほぼ 10% 水準を確保しており、バランスの良い財務内容と言える。

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.

2021 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	20/3 期		21/3 期		前期比		22/3 期		計画比	
	実績	売上比	実績	売上比	増減額	増減率	期初予想	売上比	増減額	増減率
売上高	84,840		72,988		-11,852	-14.0%	81,000		8,012	11.0%
不動産開発事業	75,356	88.8%	62,588	85.8%	-12,768	-16.9%	-	-	-	-
不動産管理事業	2,910	3.4%	3,162	4.3%	252	8.7%	-	-	-	-
建設事業	5,570	6.6%	6,243	8.6%	673	12.1%	-	-	-	-
旅館事業	1,002	1.2%	994	1.4%	-8	-0.8%	-	-	-	-
売上原価	64,754	76.3%	55,882	76.6%	-8,872	-13.7%	-	-	-	-
売上総利益	20,086	23.7%	17,105	23.4%	-2,981	-14.8%	-	-	-	-
販管費	9,673	11.4%	9,754	13.4%	81	0.8%	-	-	-	-
営業利益	10,412	12.3%	7,351	10.1%	-3,061	-29.4%	8,000	9.9%	649	8.8%
不動産開発事業	9,085	12.1%	5,850	9.3%	-3,235	-35.6%	-	-	-	-
不動産管理事業	791	27.2%	898	28.4%	107	13.5%	-	-	-	-
建設事業	518	9.3%	592	9.5%	74	14.3%	-	-	-	-
旅館事業	-28	-	-39	-	-11	-	-	-	-	-
調整額	46	-	49	-	3	-	-	-	-	-
経常利益	10,323	12.2%	7,334	10.0%	-2,989	-29.0%	8,000	9.9%	666	9.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	6,732	7.9%	4,983	6.8%	-1,749	-26.0%	5,500	6.8%	517	10.4%
販売戸数	2,555		2,013		-542	-21.2%	2,400		387	19.2%
ガーラマンションシリーズ	847		969		122	14.4%	-	-	-	-
ガーラ・レジデンスシリーズ	207		173		-34	-16.4%	-	-	-	-
中古マンション	1,501		871		-630	-42.0%				
たな卸資産残高	55,698		42,603		-13,095	-23.5%				
販売用不動産	29,850		26,190		-3,660	-12.3%				
仕掛販売用不動産	25,848		16,413		-9,435	-36.5%				
総資産	86,719		84,375		-2,344	-2.7%				
自己資本	50,314		53,869		3,555	7.1%				
自己資本比率	58.0%		63.8%		5.8%	-				
有利子負債	26,158		20,815		-5,343	-20.4%				
ROE	14.1%		9.6%		-4.5%	-				

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 2022 年 3 月期の業績予想

2022 年 3 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 11.0% 増の 81,000 百万円、営業利益を同 8.8% 増の 8,000 百万円、経常利益を同 9.1% 増の 8,000 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 10.4% 増の 5,500 百万円と増収増益を見込んでいる。今後のコロナ禍による影響が依然不透明であるなか、コロナ禍以前の水準に完全には戻らないとの想定のもと、「不動産開発事業」の一定の回復が増収に寄与する見通しである。販売戸数は 2,400 戸（前期比 387 戸増）を計画している。利益面でも、増収により増益を実現するものの、各プロジェクトの原価率を保守的に見積もり、営業利益率は 9.9%（前期は 10.1%）に若干低下する想定となっている。

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.

2022 年 3 月期の業績予想

（単位：百万円）

	21/3 期		22/3 期		前期比	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率
売上高	72,988		81,000		8,012	11.0%
営業利益	7,351	10.1%	8,000	9.9%	649	8.8%
経常利益	7,334	10.0%	8,000	9.9%	666	9.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	4,983	6.8%	5,500	6.8%	517	10.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

弊社でも、コロナ禍による影響については、引き続き注視する必要があるものの、首都圏における賃貸需要については底堅く推移しているうえ、潜在的な購入需要も根強いこと、一定水準のたな卸資産（パイプライン）を確保していることなどから総合的に判断すれば、同社の業績予想の達成は十分に可能であると見ている。注目すべきは、今後のニューノーマルを見据え 2023 年 3 月期以降の業績をどのように伸ばしていくのかにある。成長の軸となる用地仕入れや中古マンションの買い取り等の進捗をはじめ、将来に向けた取り組み（ニューノーマルに沿った新たな営業スタイルの確立やファンづくりの仕組み、DX 推進による居住空間価値の創出等）にも注目したい。

成長戦略

市場全体の拡大を自社の成長に結び付けるニッチトップの戦略

同社の成長戦略は、首都圏（特に都心部）の資産運用型マンションに特化することで、経営の効率性や優位性をさらに高めるとともに、市場全体の拡大を自社の成長に結び付けるニッチトップの戦略と見られる。裏を返せば、市場の動向に左右されるところに成長のボトルネック（制約）があるという見方もできる。したがって、業界をリードする同社自らが、資産運用型マンションの健全な発展をいかに促していくのかがポイントとなるだろう。同社は、他社との提携などを含めて関心のある見込客（潜在購入者）をデータベース化し、定期的にメールなどで情報提供を行うコンテンツマーケティング（ガーラ・ナビ）※1 などを通じて資産運用型マンションに対する認知や理解促進を図ることで、長期的な視点から市場の裾野を拡大する取り組みに注力している。また 2016 年 4 月からは自社セミナールームを新設し、講義形式や個別相談会などにより、初心者から所有者を対象に各ニーズに対応したテーマのセミナーを毎月開催している。特定分野の専門家や金融機関、資産管理サービスを運営する会社などとタイアップしたセミナー（FJ カレッジ）※2 を積極的に展開（コロナ禍においては Web セミナーを活用）しており、その活動の成果が注目される。さらに、台湾人投資家からのニーズを迅速かつ的確に把握するという位置付けで、台湾に現地法人を設立（2014 年 10 月）するなど、新たなニーズへも対応を進めている。

※1 資産運用型マンションの情報のほか、ライフプランやお金に関する情報など、幅広いテーマのコンテンツを配信（サイト上やメルマガで定期的に会員限定のコンテンツを提供）しており、会員数は約 22 万人を超える。
※2 来場者は 3,000 名を突破（WEB セミナーを含む）。将来の資産形成を目的とした若年層の投資家が多く来場している。

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.

また、資産運用型マンションに注力しつつも、さらなる業容の拡大や収益機会の獲得を目指して、ファミリー向けマンション事業についても着々と実績を積み上げていく方針である。

弊社では、足元でのコロナ禍による影響をはじめ、土地仕入価格や建築費の高騰など外部要因は気になるものの、首都圏の資産運用型マンションに対する居住者及び購入者からの需要は根強く今後も十分に伸びる余地があること、同社の比較的手堅いビジネスモデル（保守的な仕入方針や財務力、良質な賃貸住宅へのこだわりなど）、ストックビジネス（他社物件を含めた賃貸管理業務や資産管理業など）への展開などから判断して、持続的な成長の可能性は高いと見ている。

最近では、大手デベロッパーが資産運用型マンションへ参入する動きが見られるが、それだけ魅力的な市場として認知されてきたことの証左とも言える。コロナ禍においても、「賃貸用不動産」は総じて安定しているうえ、資産運用型マンションへの需要も根強いことが確認された。先行き不透明感が漂う経済情勢だからこそ、コンテンツマーケティング（会員基盤約 22 万人）の活用など、将来を見据えた営業展開により、市場全体の発展を自らの成長に結び付けていく活動を続けていくことが重要であると弊社では考えている。

CSR、情報セキュリティへの取り組み

リーディングカンパニーとして積極的な CSR

同社は業界を代表するリーディングカンパニーとして、社会的責任活動や環境対応にも積極的に取り組んでいる。具体的には、LED 照明や環境配慮合板（産地国の行政府から造林の許可を得た森林から供給された持続可能な木材など）、シックハウス対策の低ホルムアルデヒド仕様の内装材、省エネ基準対応のエアコン（標準装備）、節水トイレなどの環境配慮型設備の採用を実施している。また、ヒートアイランド対策の一環として、マンションの屋上緑化も進めている。

さらには、環境省が推進する地球温暖化防止運動「Fun to Share」に参加し、クールビズ、ウォームビズの実施、オフィス照明の LED 化、ビニール傘の有効利用（使わない置き傘を社内で共有利用）、社内文庫の設置（読まなくなった本、雑誌を社内文庫としてリサイクル）など社内エコ活動の推進に加えて、赤城自然園（群馬県渋川市）の環境保全活動のサポートや、グリーンサイトライセンスを通じて発展途上国（アフリカやアジア地域）での植林も行っている。

一方、個人情報管理を含めた情報セキュリティの強化は、同社にとって最大の社会的責任として取り組んでおり、2006 年 11 月には情報セキュリティマネジメントシステムの国際規格である「ISO/IEC27001」の認証を取得するとともに、PDCA サイクルを回すことによる厳正な管理体制の構築を図っている。

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.

■株主還元と株価バリュエーション

2022 年 3 月期は、利益成長により配当額を引き上げ

同社の株主還元は、「積極的な事業展開のための内部留保、財務バランスなどを総合的に勘案のうえ、継続的かつ利益に応じた安定的な配分を行うこと」を基本方針としている。2021 年 3 月期は、減益決算となったものの、配当性向の引き上げにより前期と同額の 1 株当たり 44 円配（中間 22 円、期末 22 円）を実施した（配当性向 28.9%）。また、2022 年 3 月期の配当については、増益に伴い前期比 4 円増配となる 1 株当たり 48 円配（中間 24 円、期末 24 円）を予定している（予想配当性向 28.5%）。今後も同社の比較的安定した事業特性や高い利益水準をベースとして、継続的かつ利益成長に応じた配当が期待される。

出所：決算短信よりフィスコ作成

また、同社は個人株主対策及び同社グループ事業の理解促進のため、5,000 円相当の百貨店セレクトカタログギフトのほか、同社グループが経営する 4 つの温泉旅館で利用可能な優待利用券などの株主優待制度を導入している。

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.

最近の株価の動きを見ると、コロナ禍においても堅調な業績が評価されたことなどから 2021 年 3 月 23 日に一旦は上場来高値 1,325 円をつけたものの、その後はじりじりと値を下げ 1,000 円を超える水準で横ばい推移している。足元の株価（2021 年 7 月 30 日終値 1,028 円）は、PER（予想）が 6.10 倍、PBR（実績）が 0.62 倍の水準にとどまり、配当利回り（予想）では 4.67% に達している。同じ成長モデルを有する類似会社に上場会社が存在しないことから単純な比較分析はできないが、東証 1 部平均の PER（予想）が 14.08 倍、PBR（実績）が 1.25 倍であることをはじめ、首都圏における資産運用型マンションに対する根強い需要や今後の発展性、同社の比較的手堅いビジネスモデルなどを勘案すると、現在の株価水準には明らかに割安感がある。したがって、長期的な運用商品として資産運用型マンションへの関心が高まっていくにつれ、業界のリーディングカンパニーである同社の株価評価にも見直しが入る余地は十分にあると考えられる。特にコロナ禍において、首都圏における賃貸住宅の安定性（資産価値）が再評価され、それが同社株式の浮上のきっかけとなる可能性にも注意が必要であろう。なお、同社は 2017 年より 4 年連続で「JPX 日経中小型株指数」※の構成銘柄に選定されている。

※（株）東京証券取引所と（株）日本経済新聞社が算出する株価指数。「JPX 日経インデックス 400」で導入した「投資者にとって投資魅力の高い会社」を構成銘柄とするとのコンセプトを中小型株に適用することで、資本の効率的活用や投資者を意識した経営を行っている企業を選定するとともに、こうした意識をより広範な企業に普及・促進を図ることを目指すものである。東京証券取引所の市場第 1 部、市場第 2 部、マザーズ、JASDAQ を主市場とする普通株式銘柄から選定された 200 銘柄で構成されている。

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.

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。

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・表示したものですが、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、配布等することは堅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