

|| 企業調査レポート ||

インテリックス

8940 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 2 月 19 日 (月)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2018年5月期第2四半期累計業績はほぼ会社計画どおり	01
2. 2018年5月期は期初計画を据え置き	01
3. 事業ポートフォリオの多様化を推進	02
4. 配当性向30%以上（連結ベース）を目標に配当を実施	02
■ 事業概要	03
1. 事業セグメントの内容	03
2. 同社の強み	06
■ 業績動向	06
1. 2018年5月期第2四半期累計の業績概要	06
2. 事業セグメント別動向	07
3. 財務状況と経営指標	11
■ 今後の見通し	12
1. 2018年5月期の業績見通し	12
2. 事業別見通し	13
■ 市場動向と成長戦略	16
1. リノベーションマンション市場の見通し	16
2. 成長戦略	18
■ 株主還元策	20
■ 情報セキュリティ対策	20

■ 要約

アセットシェアリング事業が倍増ペースで拡大し、 収益のけん引役に成長

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業界最大手。また、新規事業として2016年5月期よりアセットシェアリング事業(不動産小口化販売)を開始したほか、2017年5月期からはリースバック事業も開始するなど事業ポートフォリオを多様化していくことで、経営の安定性を高めながら収益を拡大していく戦略を推進している。

1. 2018年5月期第2四半期累計業績はほぼ会社計画どおり

2018年5月期第2四半期累計(2017年6月-11月)の連結業績は、売上高が前年同期比17.7%増の22,218百万円、営業利益が同53.2%増の682百万円と2ケタ増収増益となり、ほぼ会社計画どおりの進捗となった。主力のリノヴェックスマンションの販売高が地方拠点での拡大により前年同期比12.4%増と順調に伸長したほか、その他不動産物件も「アセットシェアリング渋谷青山」(商業ビル)の販売寄与等により同98.2%増と大幅増となったことが主因だ。リノヴェックスマンションの販売件数は前年同期比12.6%増の789件となり、平均販売単価は地方の構成比上昇により若干低下した。一方、仕入件数は同9.6%減の625件と減少した。収益性を重視した仕入活動を行っている首都圏で減少傾向が続いているほか、今まで拡大してきた地方拠点でも同9.8%減となった。地方については、長期滞留していた物件の売却を優先して進めたことが仕入件数の減少要因となっている。ただ、これら長期滞留物件についてはほぼ売却が一巡しており、下期以降の地方での仕入件数は回復に転じる見通しとなっている。

2. 2018年5月期は期初計画を据え置き

2018年5月期の連結業績は売上高が前期比13.2%増の46,875百万円、営業利益が同8.3%増の1,903百万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高は前期比7.4%増、その他不動産物件の販売高は同52.5%増を見込んでいる。リノヴェックスマンションは仕入れが減少していることから下振れリスクがあるものの、アセットシェアリング物件の販売増でカバーすることは可能と見られる。アセットシェアリング事業の売上高は前期比倍増の28億円を見込んでいるが、このうち上期までに販売した「渋谷青山」と下期に販売する「北千住駅前」(ビジネスホテル)で約25億円が見込めるほか、現在複数プロジェクトが進んでおり、その中から適時販売を進めていく予定となっている。なかでも、京都の京町家をリノベーションし、宿泊施設として再活用するプロジェクトは注目される。複数棟を1パッケージにまとめて商品化する予定で、募集額は1パッケージ5億円前後となる見通し。京町家は4万棟以上のストックがあると言われており、今後の売上増が期待される。

3. 事業ポートフォリオの多様化を推進

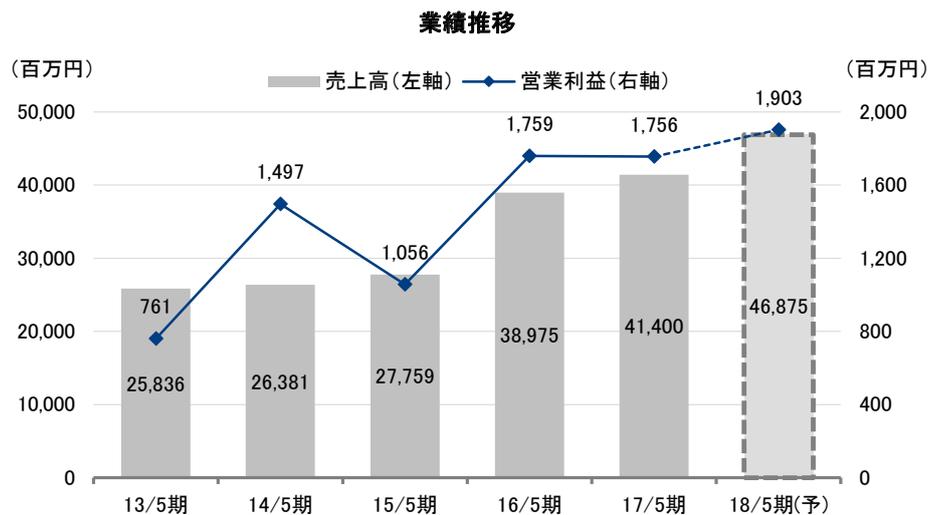
同社は今後の成長戦略として、事業ポートフォリオの多様化により経営の安定性を高めながら収益拡大を推進していく方針を掲げている。主力のリノヴェックスマンション事業については、首都圏での伸びが当面見込めないなかで地方拠点での販売を伸ばしていく方針で、新たに広島にも拠点を開設する。また、アセットシェアリング事業やリノベーション内装請負事業を強化していくほか、2017年より開始したリースバック事業の育成にも注力していく。特に、アセットシェアリング事業については対象物件が新築/中古を問わず様々な建物を対象に商品化できることが特徴で、投資家は1口100万円単位(5口以上)で取得でき、相続・贈与対策にもなることから潜在需要は大きい。売上規模としては2019年5月期に40億円前後、4年内には100億円規模まで育つ可能性があり、中期的に同社の収益をけん引していくものと弊社では予想している。

4. 配当性向 30% 以上 (連結ベース) を目標に配当を実施

同社は配当方針として目標配当性向(連結ベース)で30%以上を目安としており、2018年5月期の1株当たり配当金については前期比2.0円増配の34.0円(配当性向30.3%)を予定している。今後、業績が拡大し配当性向が30%を下回れば、増配が期待される。

Key Points

- ・2018年5月期第2四半期累計業績はリノヴェックスマンションの販売増とアセットシェアリング事業の寄与により大幅増収増益に
- ・アセットシェアリング事業の拡大により、2018年5月期の業績は会社計画を達成できる見通し
- ・アセットシェアリング事業は売上高で100億円規模を目指し、中期的に収益のけん引役となる



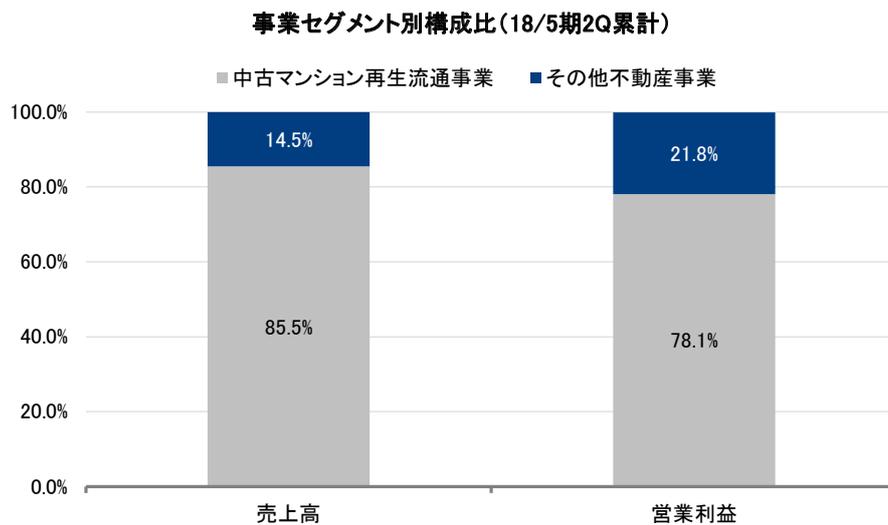
出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

中古マンションの再生流通事業となる リノヴェックスマンションが収益の柱

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ヴェックスマンションを収益柱としている。事業セグメントは、中古マンション再生流通事業（リノヴェックスマンション事業）とその他不動産事業とに区分されており、2018年5月期第2四半期累計の事業別構成比で見ると、中古マンション再生流通事業が売上高の85.5%、営業利益の78.1%を占める主力事業となっている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) 中古マンション再生流通事業

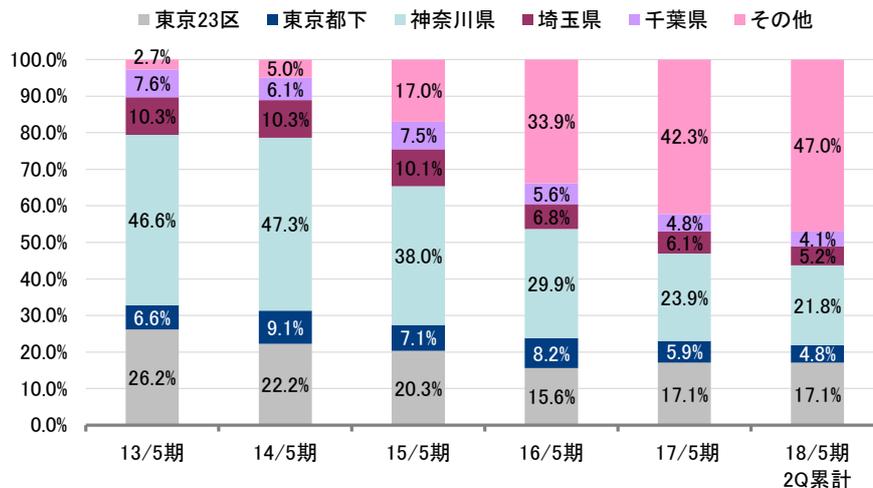
中古マンション再生流通事業には、リノヴェックスマンション販売のほか、保有マンションの賃貸収入及びその他収入（不動産仲介手数料等）が含まれるが、その大半はリノヴェックスマンションの販売となる。

事業の流れとしては、不動産仲介会社から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し、内装工事を施した上で不動産仲介会社を通じて販売している。

事業概要

同社で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ており、120日程度を目安としてこれよりも期間が長引くようであれば販売価格の調整を行い、早期に売り切れ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。販売に関しては市場のトレンドを把握するため、一部の物件を子会社の(株)インテリックス住宅販売を通じて最終顧客に販売している。また、内装工事に関しては、現段階ではほぼ協力会社に外注している。

販売エリアは首都圏を中心に展開してきたが、2013年以降は地方主要都市(札幌、仙台、名古屋、大阪、福岡)の開拓を積極的に進めている。首都圏では参入企業の増加に伴い競争が激化する一方で、地方ではリノベーションマンションを手掛ける企業がまだ少なく、シェア開拓余地が大きいことが背景にある。リノヴェックスマンションの販売件数に占める地方エリアの構成比で見ると、2013年5月期の2.7%から2018年5月期第2四半期累計では47.0%まで上昇しているが、同社では地方の比率を中期的に50%程度まで引き上げていく方針を示している。全国に中古マンションのストックは約600万戸あり、そのうち首都圏は約300万戸と半分を占めており、市場全体の構成比まで地方の比率を引き上げていくことは可能と見ている。また、同事業の売上総利益率については、12~13%を適正水準として事業運営を行っている。

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

(2) その他不動産事業

その他不動産事業には、新築マンションの分譲販売やオフィスビル、戸建・土地の仕入販売、賃貸不動産収入、その他収入(リノベーション内装事業、不動産仲介手数料収入)などが含まれる。また、2015年4月より事業を開始したアセットシェアリング事業や2017年5月期第4四半期から開始したリースバック事業も同セグメントに含まれる。

インテリックス | 2018年2月19日(月)
 8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/>

事業概要

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「任意組合理型」の活用による不動産小口化商品の販売事業を指す。同商品の特徴は、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（5口以上：500万円以上）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こと、などが挙げられる。

特に、相続・贈与対策として利便性が高い商品であることが強みとなる。具体的には、実物不動産を小口化した商品なので、相続人の状況に応じて柔軟に遺産分割できる商品であること、不動産価格と相続税評価額との開きがあるため、キャッシュを実物不動産に変えることで、相続財産の圧縮が図れること、不動産収益を納税資金として貯蓄し、納税が必要となる分だけを分割して売却することが可能であること、などが挙げられる。

なお、不動産物件の管理については、子会社の（株）インテリックスプロパティで行う。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見込めることになる。一方、投資家の期待収益率としては、分配予定利回り※で3%以上を目安として、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今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競争力の高い商品を開発できる強みがある。このため、今後は認知度の向上を図るとともに、税理士をはじめとした士業ルート等の販売チャネルの多様化を進めることで事業を拡大していく考えだ。

また、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）するサービスのことを指す。ユーザーにとっては、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な際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なサービスとなり、潜在的なニーズは大きいと見ている。ユーザーは2年後に、再契約し居住を延長するか退出、もしくは所有不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。売上高としては賃貸料や契約手数料のほか、物件を販売した場合は販売収入が計上されることになる。買い取った不動産は有形固定資産に計上し減価償却費もかかるため事業開始から2年程度は減価償却費が先行することになるが、3年目以降から徐々に収益貢献してくるものと予想される。賃貸料が定期的に入ってくるため買取件数が拡大していけば、収益の安定性向上に寄与するほか、物件の新たな仕入ルートとしても期待できることになる。

リースバック事業ではハウズドゥ<3457>が先行し事業を拡大しているが、同社でも販売チャネルとして士業や金融機関との連携を図ることで顧客開拓を進めていく戦略となっている。なお、2018年5月期の買取件数は150件を目標としている。

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

リノヴェックスマンション事業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に関して、同社では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。通常、大手不動産会社であれば仕入れの判断に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、同業他社よりも優良物件を仕入れる可能性が高くなる。ただ、最近では中古マンション市場の拡大を背景に首都圏では参入企業が増え、従来のように適正価格で仕入れることが難しくなっている。このため、同社では首都圏については規模の拡大を追わず、収益性を重視した仕入活動を行い、地方拠点の拡大によって成長を図る方針を打ち出している。

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。同社ではこうした課題を解決する工法として、Good-Infill工法を開発している。Good-Infill工法とは、工場ですべて加工した木質パネルを施工現場で組み立てる工法で、ネジや釘を極力使わないため騒音や振動が発生しにくく、熟練工でなくても短期間でほぼ均一な品質で仕上げることが可能といったメリットがある。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十分注意する必要がある。同社で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ており、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。こうした同社の施工ノウハウは業界でも高く評価されており、同業他社からのリノベーション施工の請負事業もここ最近では増加傾向となっている。

業績動向

2018年5月期第2四半期累計業績はリノヴェックスマンションの 販売増とアセットシェアリング事業の寄与により大幅増収増益に

1. 2018年5月期第2四半期累計の業績概要

2018年5月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比17.7%増の22,218百万円、営業利益が同53.2%増の682百万円、経常利益が同132.1%増の517百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同147.0%増の331百万円となり、上期としては2期ぶりの増収増益決算となった。会社計画比では売上高で2.2%上回った一方、営業利益で3.6%下回ったが、おおむね計画どおりの進捗だったと言える。

インテリックス | 2018年2月19日(月)
 8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/>

業績動向

売上高は主力のリノヴェックスマンション事業が、地方拠点での販売件数増加により、販売額で前年同期比12.4%増の18,892百万円と拡大したほか、その他不動産物件販売も前年同期は販売がなかったアセットシェアリング事業で1物件を販売したこと等が寄与して、同98.2%増の2,239百万円と大幅伸長したことが増収要因となった。

売上総利益率が前年同期の12.5%から12.2%と0.3ポイント低下したが、これはリノヴェックスマンションの利益率が11.4%から10.8%へと低下したことが主因となっている。当第2四半期累計期間においては、主に地方拠点における長期滞留物件の販売促進を進めたことが利益率の低下要因となった。一方、販管費については主に人件費を中心に前年同期比で6.3%増加したが、増収効果により対売上比率では同1.0ポイント下回った。この結果、営業利益率は前年同期の2.4%から3.1%と0.7ポイント上昇した。売上総利益率の低下により営業利益は会社計画を若干下回ったが、営業外で金融収支や投資有価証券売却損益が改善したことにより、経常利益は計画を6.6%上回った。

2018年5月期第2四半期連結業績

(単位：百万円)

	17/5期2Q累計			18/5期2Q累計			
	実績	対売上比	会社計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	18,884	-	21,745	22,218	-	+17.7%	+2.2%
売上総利益	2,355	12.5%	2,920	2,712	12.2%	+15.1%	-7.1%
販管費	1,910	10.1%	2,212	2,029	9.1%	+6.3%	-8.2%
営業利益	445	2.4%	708	682	3.1%	+53.2%	-3.6%
経常利益	223	1.2%	486	517	2.3%	+132.1%	+6.6%
四半期純利益	134	0.7%	338	331	1.5%	+147.0%	-2.1%
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数(件)	701	-	741	789	-	+12.6%	+6.5%
販売額(百万円)	16,808	89.0%	18,663	18,892	85.0%	+12.4%	+1.2%

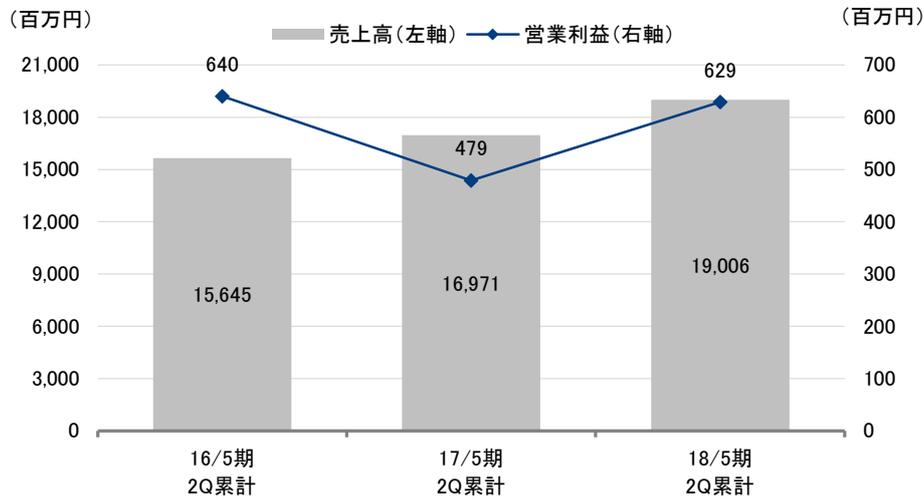
出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 事業セグメント別動向
(1) 中古マンション再生流通事業(リノヴェックスマンション事業)

中古マンション再生流通事業の売上高は前年同期比12.0%増の19,006百万円と増収基調が続き、営業利益は同31.2%増の629百万円と2期ぶりの増益に転じた。売上高の内訳を見ると、リノヴェックスマンションの物件販売で同12.4%増の18,892百万円、マンションの賃貸収入で同6.9%減の88百万円、その他収入売上で同63.5%減の24百万円となった。

業績動向

中古マンション再生流通事業



出所：決算短信よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションの販売件数は前年同期比 12.6% 増の 789 件、平均販売単価は同 0.1% 減の 23.9 百万円とほぼ横ばい水準となった。エリア別の販売件数を見ると、競争激化の影響で首都圏は同 0.9% 減の 418 件となったが、地方店が同 33.0% 増の 371 件と大きく伸張した。販売単価が相対的に低い地方の構成比が上昇したにもかかわらず、平均販売単価が前年同期並みの水準となったのは、最も販売単価の高いエリアである東京 23 区内の販売件数が同 19.5% 増の 135 件と伸び、販売構成比も 1.0 ポイント上昇したことが影響している。

一方、仕入件数は前年同期比 9.8% 減の 625 件となり、上期としては 2 期連続の減少となった。また、平均仕入単価は同 3.3% 増の 16.9 百万円、仕入額は同 6.6% 減の 106 億円となっている。エリア別の仕入件数を見ると、収益性を重視した仕入活動を進める首都圏が同 9.3% 減の 331 件と減少傾向が続いたほか、地方店も同 9.8% 減の 294 件と初めて減少に転じたことが目を引いた。なかでも仙台エリアが同 31.9% 減、福岡エリアが同 30.9% 減と大きく落ち込んだが、これは長期滞留物件の売り切りを最優先に取り組んだことが要因となっている。長期滞留物件については第 2 四半期までにほぼ一掃されたことで、第 3 四半期以降は再び仕入活動を積極的に進めていく方針となっており、地方店については下期以降再び増加に転じるものと予想される。

インテリックス | 2018年2月19日(月)
 8940 東証1部 | <http://www.intellex.co.jp/>

業績動向

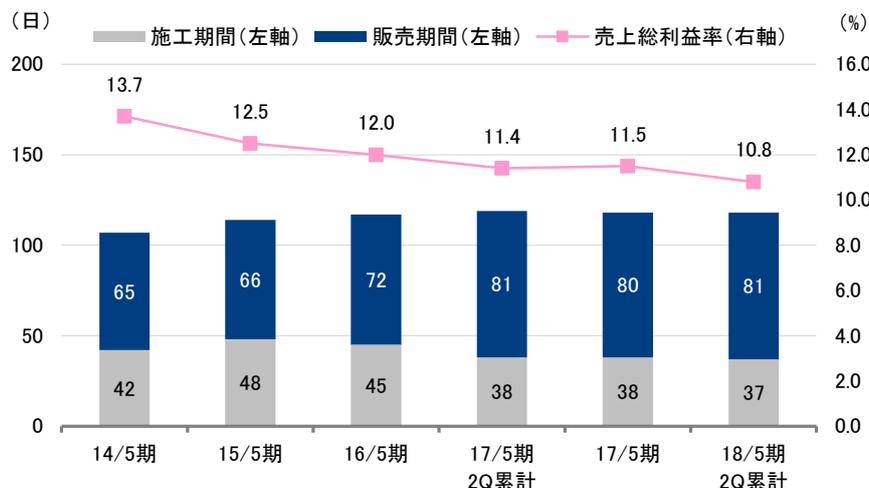
エリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

	仕入件数				販売件数			
	16/5期 2Q累計	17/5期 2Q累計	18/5期 2Q累計	前年同期比	16/5期 2Q累計	17/5期 2Q累計	18/5期 2Q累計	前年同期比
首都圏	479	365	331	-9.3%	466	422	418	-0.9%
東京	179	151	165	+9.3%	161	160	173	+8.1%
神奈川	209	157	126	-19.7%	214	187	172	-8.0%
埼玉	49	31	25	-19.4%	49	48	41	-14.6%
千葉	42	26	15	-42.3%	42	27	32	+18.5%
地方店	260	326	294	-9.8%	191	279	371	+33.0%
札幌	63	68	65	-4.4%	35	57	69	+21.1%
仙台	42	47	32	-31.9%	42	41	54	+31.7%
名古屋	63	62	63	+1.6%	42	71	85	+19.7%
大阪	58	94	96	+2.1%	53	83	118	+42.2%
福岡	34	55	38	-30.9%	19	27	45	+66.7%
合計	739	693	625	-9.8%	657	701	789	+12.6%
合計金額(百万円)	11,600	11,300	10,600	-6.6%	15,534	16,808	18,892	+12.4%
平均価格(百万円)	15.7	16.4	16.9	+3.3%	23.6	23.9	23.9	-0.1%

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事業の物件販売の売上総利益率は、前述したように長期滞留物件の販売を進めるため価格調整を実施したことを主因として前年同期の11.4%から10.8%へ低下した。事業期間については前年同期の119日から118日と1日短縮したが、このうち販売期間は81日と前年同期並みの水準だった。中古マンション価格の上昇が続く首都圏において、購入に対する慎重姿勢が依然強いことが影響している。一方、施工期間は地方での施工体制が拡充されたこともあって、前年同期の38日から37日に1日短縮した。下期についても販売期間については横ばい傾向が続きそうだが、施工期間については地方エリアでの施工能力が拡充されたことで、さらに短縮できるものと弊社では見ている。

リノヴェックスマンションの事業期間と売上総利益率



※ 14/5期-15/5期の施工期間は、大雪の影響で住設メーカーの工場がストップし、住設機器の供給が不足した影響による

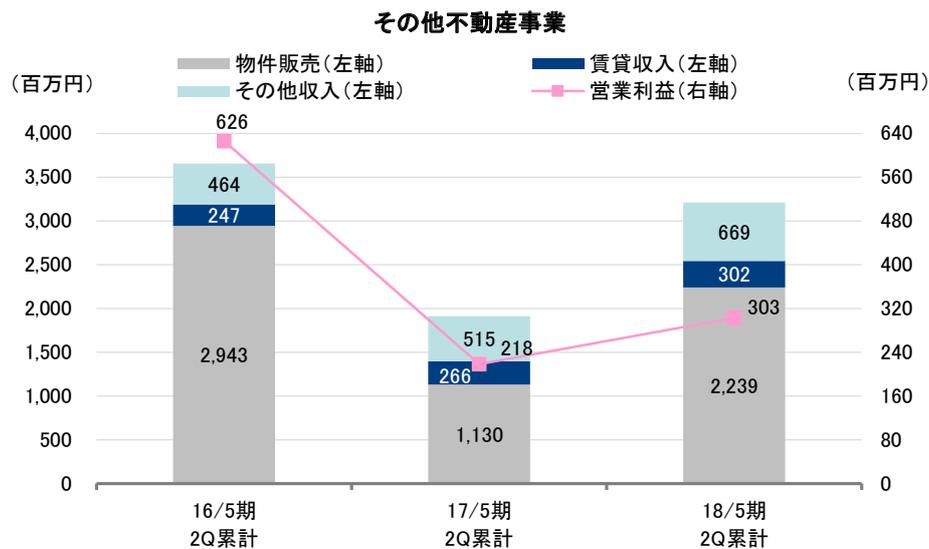
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

(2) その他不動産事業

その他不動産事業の売上高は前年同期比68.0%増の3,212百万円、営業利益は同39.2%増の303百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売については「アセットシェアリング渋谷青山(第2期)」の販売により668百万円(前年同期は売上計上なし)を計上したほか、中古戸建やその他不動産の販売で1,571百万円となり、合計で前年同期比98.2%増の2,239百万円となった。また、賃貸収入売上は手持ち物件の増加に伴い同13.7%増の302百万円に、その他収入売上はリノベーション内装事業の法人向け受注増により同29.8%増の669百万円といずれも好調に推移した。なお、前第4四半期から新たに開始したリースバック事業における賃貸収入や契約手数料も同事業セグメントに含まれるが、規模はまだ小さく影響は軽微となっている。

営業利益率が前年同期の11.4%から9.5%に低下したが、これはリースバック事業の開始やアセットシェアリング事業の拡大に伴う販管費の増加が主因となっている。リースバック事業については、首都圏のリノヴェックスマンション事業部から5人程度を配置転換して営業活動を行っている。また、アセットシェアリング事業についても、京都で京町家を宿泊施設としてリノベーションし、複数棟をパッケージにして商品化する新規プロジェクトを進めており、物件の仕入れ活動を行うための人員として2名を中途採用している。



出所：決算短信よりフィスコ作成

仕入件数の減少に伴い、たな卸資産や有利子負債が減少

3. 財務状況と経営指標

2018年5月期第2四半期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比2,905百万円減少の32,805百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産ではたな卸資産が同3,307百万円減少し、現預金が同551百万円増加した。リノヴェックスマンションの販売が進展した一方で、仕入が減少したことが要因だ。たな卸資産のうちリノヴェックスマンション用物件だけで見ると、金額ベースで同39億円減少の120億円、物件数では同180件減少の505件となった。また、固定資産は長期保有収益物件が同6億円増加の58億円、物件数で同28件増加の41件となった。主に戸建住宅を中心としたリースバック物件が増加の要因となっている。

負債合計は前期末比3,166百万円減少の23,023百万円となった。たな卸資産の減少に伴い有利子負債が同2,860百万円減少したことが主因だ。また、純資産は配当金の支払いによる支出141百万円があったものの、親会社株主に帰属する四半期純利益331百万円を計上したことにより、同261百万円増加の9,781百万円となった。

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の26.6%から29.8%に上昇し、有利子負債比率が251.3%から215.2%に低下するなど、有利子負債の減少が進んだことにより財務体質はやや改善している。ただ、下期は地方拠点でのリノヴェックスマンションの仕入活動を積極化していくほか、アセットシェアリングやリースバック事業においても事業拡大のための仕入れを強化していく方針となっており、その状況次第で有利子負債は再度増加する可能性もある。ただ、現在の収益水準や超低金利が続く市場環境下において、財務リスクも限定的と判断される。同社では自己資本比率の水準として25%以上を維持していく方針で、今後も積極的な仕入れを継続しつつアセットシェアリング事業の拡大等により資産のオフバランス化を進めることで資金効率を高め、収益成長を進めていく戦略となっている。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	14/5期	15/5期	16/5期	17/5期	18/5期 2Q	増減額
流動資産	15,506	21,426	24,793	28,697	25,854	-2,843
(現預金)	3,370	3,035	4,755	5,208	5,760	551
(たな卸資産)	11,645	17,346	19,302	22,646	19,339	-3,307
固定資産	4,457	5,738	7,239	7,012	6,950	-61
総資産	19,963	27,165	32,032	35,710	32,805	-2,905
流動負債	9,148	12,812	13,312	17,050	12,640	-4,409
固定負債	2,946	6,186	9,835	9,140	10,383	1,243
負債合計	12,095	18,998	23,148	26,190	23,023	-3,166
(有利子負債)	10,264	17,341	21,017	23,863	21,002	-2,860
純資産合計	7,868	8,166	8,884	9,519	9,781	261
(安全性)						
自己資本比率	39.4%	30.1%	27.7%	26.6%	29.8%	+3.2pt
有利子負債比率	130.5%	212.3%	237.0%	251.3%	215.2%	-36.1pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

アセットシェアリング事業の拡大により、 2018年5月期の業績は会社計画を達成できる見通し

1. 2018年5月期の業績見通し

2018年5月期の連結業績は売上高が前期比13.2%増の46,875百万円、営業利益が同8.3%増の1,903百万円、経常利益が同6.7%増の1,432百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同11.0%増の989百万円と期初計画を据え置いている。通期計画に対する第2四半期までの進捗率は売上高で47.4%、営業利益で35.9%とやや低いものの、下期はアセットシェアリングで新規案件の販売を開始すること、また、その他不動産物件の販売も拡大することから、会社計画の達成は可能と弊社では見ている。

売上総利益に関しては、上期においてリノヴェックスマンション事業の利益率が想定を下回って推移したことから若干未達となる可能性があるが、販管費も人件費を中心に計画の範囲内にとどまりそうで相殺できる見込みだ。なお、下期についてはリースバック事業（サービス名称は「安住売却（あんばい）」）の認知度向上を図るため、テレビやラジオを使ったCMを流していく予定にしている。営業外収支についても会社計画比で若干改善するものと予想される。

今後の見通し

2018年5月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/5期		18/5期		18/5期		前期比	上期進捗率
	通期実績	対売上比	上期実績	下期予想	通期予想	対売上比		
売上高	41,400	-	22,218	24,656	46,875	-	+13.2%	47.4%
売上総利益	5,716	13.8%	2,712	3,886	6,599	14.1%	+15.4%	41.1%
販管費	3,959	9.6%	2,029	2,666	4,696	10.0%	+18.6%	43.2%
営業利益	1,756	4.2%	682	1,220	1,903	4.1%	+8.3%	35.9%
経常利益	1,343	3.2%	517	914	1,432	3.1%	+6.7%	36.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	891	2.2%	331	657	989	2.1%	+11.0%	33.5%
1株当たり当期純利益(円)	110.98	-	37.45	74.45	111.90	-	-	-

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は地方都市で伸ばし、 アセットシェアリングは新規プロジェクトの増加で前期比倍増を見込む

2. 事業別見通し

売上高見通しの内訳

(単位：百万円)

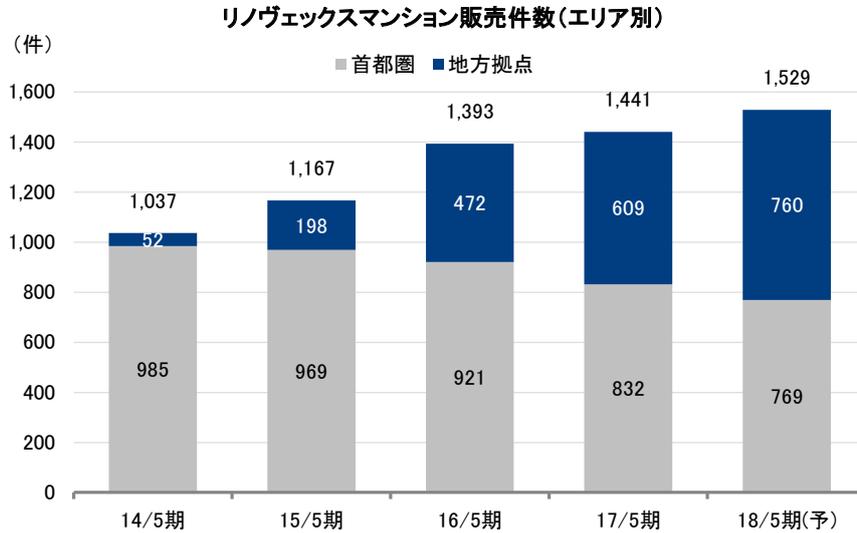
	17/5期		18/5期		18/5期		前期比	上期進捗率
	通期実績	対売上比	上期実績	下期予想	通期予想	対売上比		
リノヴェックスマンション	34,419	83.1%	18,892	18,084	36,977	78.9%	+7.4%	51.1%
その他不動産 (アセットシェアリング)	5,032	12.2%	2,239	5,435	7,675	16.4%	+52.5%	29.2%
	1,425	3.4%	668	2,132	2,800	6.0%	+100.0%	23.9%
物件販売	39,451	95.3%	21,132	23,519	44,652	95.3%	+13.2%	47.3%
賃貸収入	777	1.9%	390	436	827	1.8%	+6.5%	47.1%
その他収入	1,171	2.8%	694	700	1,395	3.0%	+19.1%	49.7%
売上高合計	41,400	100.0%	22,218	24,657	46,875	100.0%	+13.2%	47.4%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) リノヴェックスマンション事業(物件販売)

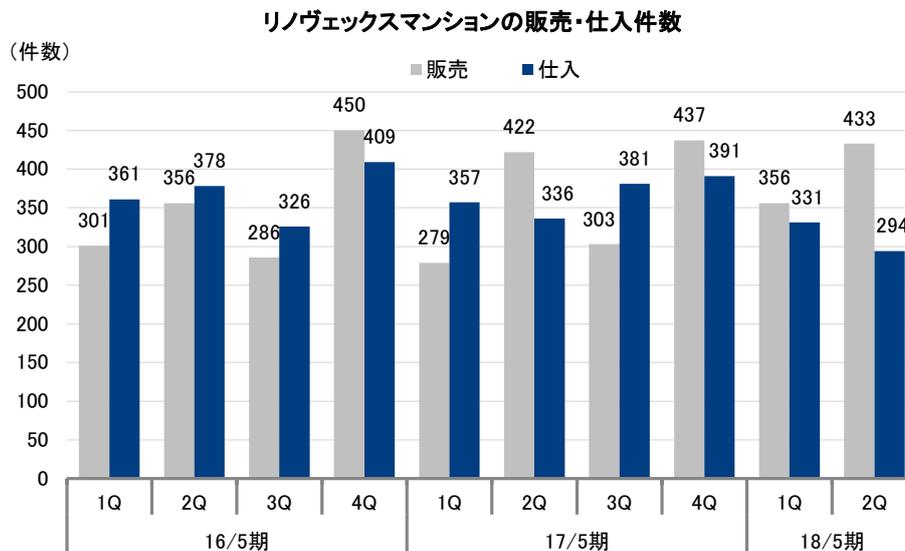
主力のリノヴェックスマンション事業の売上高は前期比7.4%増の36,977百万円、販売件数は前期比6.1%増の1,529件、平均販売価格は同1.2%増の24.2百万円を見込んでいる。首都圏エリアについては参入企業の増加や価格の上昇等により、同社が想定する収益率での仕入が難しくなっているため、販売件数で前期比7.6%減の769件と4期連続の減少を見込んでいる。一方、地方拠点では各拠点で営業体制強化を進めながら販売件数を前期比24.8%増の760件と拡大していく計画となっている。また、売上総利益率は前期比0.7ポイント上昇の12.2%を見込んでいる。上期は長期滞留物件の販売を促進するため価格調整を実施したため売上総利益率は低下したが、下期はこうした影響が一巡することや事業期間の短縮が進むことで改善すると見ている。

今後の見通し



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

売上計画を達成するためには下期に前年同期並みの740件の販売が必要となるが、上期の仕入件数が想定を下回り、保有在庫が505件と少なくなっていることから、当第3四半期の仕入件数が計画達成の鍵を握ることになる。第2四半期末の保有在庫がほぼ同水準であった2016年5月期のケースで見ると、第3四半期に326件の仕入れを行い、下期の販売件数で736件を達成したことから、当第3四半期も仕入件数で330件を超えることが計画を達成するうえでの目安になると考えられる。なお、同社では2017年12月に広島店準備室を開設している。広島に進出したことで地方拠点としては6拠点目となる。実際の仕入活動は2018年に入ってから開始しているため、販売件数の増加に寄与するのは2019年5月期からとなる見通しだ。なお、リノヴェックスマンション事業の売上高が計画を下回ったとしても、アセットシェアリング事業において現在進行中の新規案件の販売を前倒しで進めることで、業績計画の達成は可能と弊社では見ている。



出所：決算説明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.

(2) その他不動産販売事業（物件販売）

その他不動産販売事業の売上高は前期比 52.5% 増の 7,675 百万円となる見通し。このうち、アセットシェアリング事業の売上高は前期比倍増の 28 億円を見込んでいる。当第 2 四半期に「アセットシェアリング渋谷青山（第 2 期）」（募集総額 8 億円）を販売したほか、2018 年 1 月より同社としては 4 つ目の案件となる「アセットシェアリング北千住駅前」（募集総額 19 億円）の販売を開始した。2018 年 2 月末に竣工、3 月開業予定の新築ビジネスホテル（ホテル名「アーバイン東京・上野 北千住」、6 階建て、103 室）で、都心に近い主要ターミナル駅の北千住駅から徒歩 4 分の好立地な物件となっている。同案件ではホテル運営会社との定期建物賃貸借契約により 15 年間賃料固定となっていることから表面利回りで 5.1%、分配予定利回りで 3.7% と安定した利回りが期待できる物件となっている。第 1 期の募集期間は 1 月 15 日から 2 月 28 日としており、順調な販売の進展が予想される。

アセットシェアリング事業ではその他にも複数プロジェクトが進行している。博多では賃貸マンションからホテル&レジデンスにリノベーションした「montan HAKATA（モンタン博多）」（客室数 50 室、住戸 46 戸）を 2017 年 10 月より開業しており、今後一定期間の稼働状況を見た上で募集総額を決定し販売する予定にしている。福岡市において旅館業法条例が 2016 年に改正され、同一フロア内に客室と住戸を共存させることが可能となったことから同プロジェクトを企画した。JR 博多駅から徒歩 8 分と好立地な場所にあり、ホテル客室の稼働率はインバウンド需要を追い風に開業以来、80% を上回るなど想定を上回って推移している。販売時期としては 2019 年 5 月期となりそうで、募集総額もまだ流動的だが概算で 10 ～ 20 億円規模になると弊社では見ている。

また、新規プロジェクトとして京都で歴史的価値のある京町家を、資産性を兼ね備えた宿泊施設にリノベーションし、複数棟をパッケージにして商品化する予定にしており、2017 年夏から対象となる京町家物件の取得を進めている。民泊施設としてではなく、旅館業法にのっとった正規の宿泊施設として近隣エリアにフロント機能を置き運営管理していくことになる。リノベーション費用は高くなるが（30 坪で約 30 百万円）、京町家の人気は外国人にも高く安定した利回りが期待される。1 つのパッケージの募集総額としては 5 億円前後になる見通しで、早ければ 2018 年 5 月期中にも販売開始される可能性がある。京町家のストックは 4 万棟以上あると言われており、行政も街並みを壊さずに再利用していきたい意向を持っていることから、売上げが拡大してくものと期待される。

そのほかにもアセットシェアリング用として複数の物件や用地を取得済みで、最適な不動産形態のプランニングを行っている。

アセットシェアリング事業以外の不動産物件販売については、前期比 34.2% 増の 4,875 百万円を見込んでいる。上期の売上高 1,571 百万円に対して、下期は 3,304 百万円と 2 倍以上に拡大することになるが、既にその大半は販売先が決まってきており、計画達成の確度は高いと見られる。

なお、その他不動産販売事業の売上総利益率は前期実績の 24.7% に対して 18.6% と保守的に見込んでいる。第 1 四半期に販売した不動産物件の総利益率が 9.9% と低かったことが影響している。「アセットシェアリング渋谷青山」の売上げが大半を占めた第 2 四半期の総利益率は約 28% となっており、下期に販売される「アセットシェアリング北千住駅前」が早期に完売すれば利益率もやや上振れる可能性があるかと弊社では見ている。

(3) 賃貸収入及びその他収入

賃貸収入については、手持物件の積み上がりやリースバック事業における仕入物件の増加等により前期比 6.5% 増の 827 百万円と増収が続く見通し。また、その他収入については前期比 19.1% 増の 1,395 百万円と 2 期ぶりに増収に転じる見込みとなっている。

その他収入では、リノベーション内装事業の売上が前期比 18% 増の 11 億円と 2 ケタ増収となる見通し。リノベーションマンションを手掛ける不動産会社が増えるなかで、マンションの戸別内装工事に関してノウハウを持つ施工業者は少なく、高品質かつアフター保証サービス付き（10 年間）で行う同様に施工依頼する同業他社が増えてきていることが背景にある。売上高の約 6 割はこうした同業他社からの受注で占められる。最近では首都圏だけでなく大阪など地方拠点での受注も増えてきており、取引社数は大手不動産会社を中心に 20 社を超えた。関西圏の法人からの受注増に対応するため、子会社のインテリックス空間設計で大阪店を新たに開設している。

首都圏では競争激化でリノヴェックスマンションの販売件数減少が続いているが、リノベーション内装施工の受注を同業他社から獲得することで、マイナスの影響をある程度カバーしているとも見られる。1 件当たりの平均売上高は 7 百万円程度となっており、件数に換算すると 2018 年 5 月期は約 160 件の内装施工を行っていることになる。リノヴェックスマンション事業と比較して 1 件当たりの利益額は小さくなるものの、売上総利益率は上回った水準になっていると見られる。

■ 市場動向と成長戦略

リノベーションマンションの市場は今後もストックの増加とともに拡大が見込まれる

1. リノベーションマンション市場の見通し

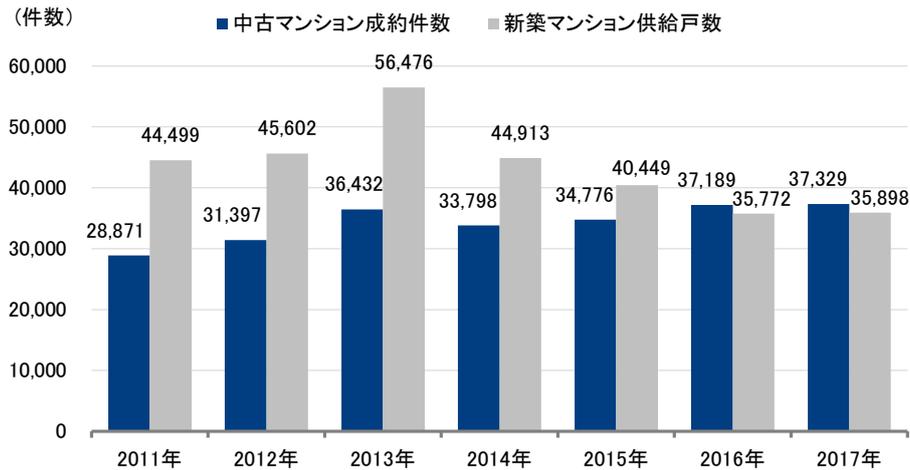
首都圏におけるマンションの販売動向について見ると、2017 年は中古マンション販売戸数が前年比 0.4% 増の 37,329 戸、新築マンションが同 0.4% 増の 35,898 戸といずれも微増となり、2 年連続で中古マンションが新築マンションの供給戸数を上回ったことになる。新築マンション、中古マンションともに販売価格が上昇しているものの、需要は引き続き底堅く推移したと言える。

2018 年については新築マンションの供給戸数が前年比 5.9% 増の 38,000 戸と増加する見通しで、なかでも全体の 5 割弱を占める東京 23 区内の供給戸数は同 6.1% 増と 2 年連続で増加するなど引き続き人工エリアでの販売増が見込まれている。一方、中古マンションについては価格の上昇が続いていることもあって 2017 年に入って伸びが鈍化傾向となっている。2018 年についても新築マンションの供給が増加する見通しとなっていることから、前年並みの水準が続く可能性が高いと弊社では見ている。

市場動向と成長戦略

このため、同社としては首都圏エリアについては引き続き収益性を重視した仕入れを行い、地方拠点でのシェア拡大によってリノヴェックスマンション事業を拡大していく戦略を継続していくことになる。

首都圏のマンション市場動向



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データよりフィスコ作成

 首都圏の中古マンション成約件数
 （前年同月比）

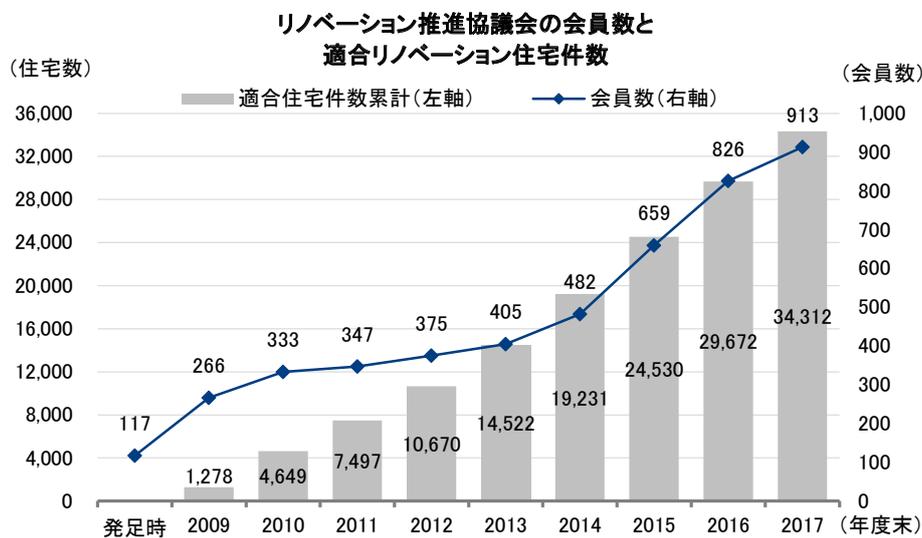

出所：（株）東日本不動産流通機構のデータよりフィスコ作成

また、中期的な視点で見ればリノベーションマンション市場は、今後も着実に拡大していくことが予想される。全国のマンションストックは2013年時点で約603万戸、このうちリノベーションを必要とする築20年以上の物件は約半分の300万戸となっているが、2030年にはこれが577万戸と2倍弱まで拡大すると予想されているためだ。マンション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の拡大を後押しする。

市場動向と成長戦略

今後の市場拡大を見越して、リノベーションマンションを手掛ける企業も増加傾向にある。リノベーション住宅の認知度向上と流通促進を目的に2009年に発足した(一社)リノベーション住宅推進協議会の会員数(不動産、設計、ハウスメーカー、住設メーカー等)で見ると、協会発足時の117会員から2017年12月末時点では913会員まで拡大している。参入企業の増加によって同社にとっては首都圏での販売件数が減少するなどマイナスの面も出てきているが、地方エリアでのシェア拡大やリノベーション内装事業の拡大によって成長を目指していく考えだ。

ちなみに、2017年4月から12月までの適合リノベーション住宅件数を見ると4,640件となっている。同社の2017年3月から11月までの販売件数は1,226件だったため、現在の市場シェアは約26%の水準と見ることができる。



注：2017年については12月末時点
 出所：(一社)リノベーション住宅推進協議会資料よりフィスコ作成

アセットシェアリング事業は売上高で100億円規模を目指し、 中期的に収益のけん引役となる

2. 成長戦略

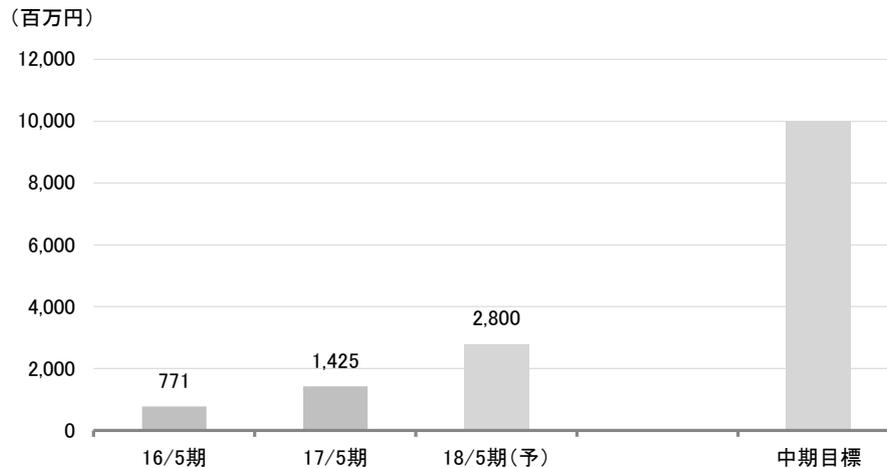
同社は今後の成長戦略として、事業ポートフォリオを多様化することで経営の安定性を高めながら収益の拡大を図っていく方針としている。現在は、オンバランス事業であるリノヴェックスマンション事業やその他不動産販売事業が収益の柱となっているが、これらの事業は不動産市況の影響を受けやすいことや、事業を拡大していくためには有利子負債を活用しなければならず、財務面でのリスク要因となっていた。

市場動向と成長戦略

資金効率の向上を図るため、オフバランス事業としてアセットシェアリング事業やリノベーション内装事業等の育成を進めていくほか、経営の安定性を高めるためストック型ビジネスモデルも強化していく方針となっている。ストック型ビジネスとは毎月安定した収入を獲得できるビジネスであり、リースバック事業における賃貸収入やアセットシェアリング事業におけるプロパティマネジメント収入（運営管理収入）などが挙げられる。

特に、今後はアセットシェアリング事業の成長拡大が期待される。前述したように潜在的な需要が大きいこと、また、2015年から手がけた3案件※すべてが完売し、収益に大きく貢献していることから今後も積極的にプロジェクトを進めていく方針となっており、売上規模としては2019年5月期に40億円前後、4年内には100億円規模まで育つ可能性があるとして弊社では見ている。また、今後はREITとの協業によってフィービジネスで展開していく可能性も考えられる。REITが1990年以降、購入した不動産に関してリノベーションが必要な物件が増加しているため、同社のリノベーションノウハウを生かしてアセットシェアリング商品として販売するケースが想定される。

※ 2016年5月期：「アセットシェアリング原宿」（新築シェアハウス、募集額8億円）、2017年5月期：「アセットシェアリング横濱元町」（新築オフィスビル、募集額10.5億円）、「アセットシェアリング渋谷青山（第1期）」（中古商業ビル、募集額4.5億円）、2018年5月期：「アセットシェアリング渋谷青山（第2期）」（募集額8億円）

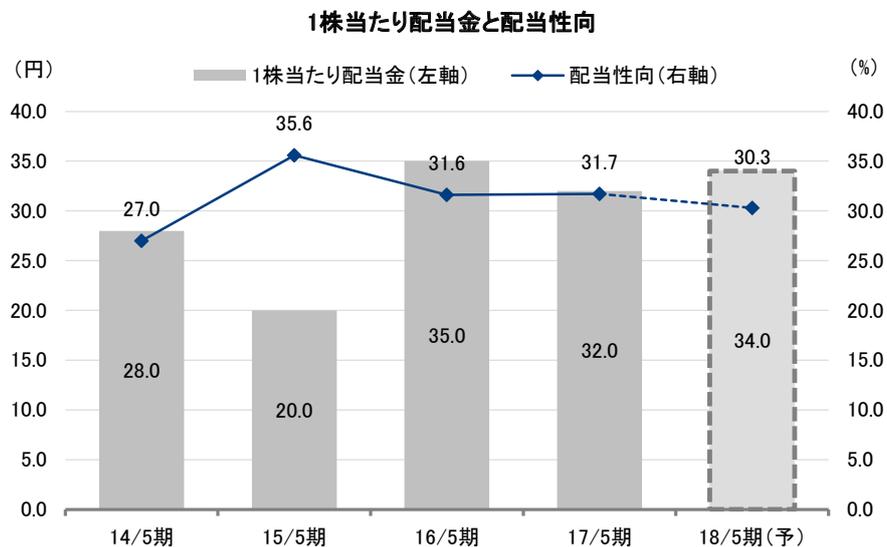
アセットシェアリング事業の売上推移


出所：会社資料よりフィスコ作成

株主還元策

連結配当性向 30% 以上をめどに配当を実施

同社は株主還元策として、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型配当政策を導入している。具体的には、目標配当性向（連結ベース）で30%以上をめどに配当を実施していく方針を示しており、2018年5月期は前期比2.0円増配の34.0円（配当性向30.3%）を予定している。今後、収益拡大に伴い、配当性向が30%を下回れば増配が期待されることになる。



出所：決算短信よりフィスコ作成

情報セキュリティ対策

情報セキュリティ対策として、同社はコンピュータウイルス対策ソフトを導入しているほか、マルウェアからの攻撃や侵入を防ぐため、2017年にはAI（人工知能）技術による高度な防御機能を搭載したシステムを導入し、運用している。また、外部からの社内ネットワークへの攻撃を防ぐファイアウォール装置も設置している。同時に情報機器の資産管理システムを運用し、各種ログを自動収集することで社内からの情報漏えい対策等を行っている。

サーバーの運用に関しては、データセンター内に構築した自社サーバーによるプライベートクラウドを商用クラウドへ段階的に移設しており、障害に対する信頼性向上やインフラの拡張性と同時に、外出先からでも情報共有を容易とし、企業向けSNSシステムとの併用により効率的な運用を行っている。

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