

アルファ・ウイン 企業調査レポート

香陵住販

(3495 東証 J Q S) 発行日：2021/7/9

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

● 要旨

事業内容

- ・香陵住販(以下、同社)は、茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社である。2021 年に創立 40 周年を迎えた。
- ・同社は、不動産売上高(RC マンションや木造アパート等の自社企画投資用不動産の販売等)、仲介事業収益等からなる不動産流通事業と、賃貸事業収益(自社所有不動産の賃貸、コインパーキング事業等)と管理事業収益等からなる不動産管理事業を展開している。

業績動向

- ・2021/9 期第 2 四半期累計期間業績は、24.6%増収、29.3%営業増益。一部の事業では新型コロナウイルス問題の影響を受けたものの、不動産売上高の増加や、管理戸数の拡大等による管理事業収益の増加等により、大幅な増収増益となった。
- ・セグメント別では、不動産流通事業が 34.2%増収、23.0%増益、不動産管理事業が 5.5%増収、17.9%増益と両事業共に好調だった。

競争力

- ・同社は賃貸住宅等を対象とした賃貸仲介件数や管理戸数に関し、茨城県に本社を置く不動産会社の中でトップクラスの実績を誇っている。
- ・自社企画投資用不動産「レーガバーネシリーズ」の販売後に得られる、賃貸借の仲介、物件の管理、賃貸契約の更新、原状回復工事等の様々な収益機会を確保していることや、管理事業、賃貸事業、太陽光発電事業等の安定収益基盤を持つこと等が強みとなっている。

経営戦略

- ・同社は、効率性と健全性を確保しつつ、安定的かつ継続的な成長を目指している。具体的には、30%以上の自己資本比率と 10%以上の ROE を維持しながら、拠点網の拡充やレーガバーネシリーズの建設積上げにより、年間 1,000 戸を目標とする管理戸数の増加等を通じて、着実な成長を続ける方針である。

業績予想

- ・2021/9 期の業績について、同社は 0.8%増収、3.7%営業増益としている期初計画を据え置いた。不動産流通事業は 0.8%減収、2.4%減益、不動産管理事業は 4.6%増収、20.9%増益と予想している。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2021/9 期業績予想は、2.8%増収、6.2%営業増益とする。2022/9 期は 4.8%増収、9.7%営業増益、2023/9 期は、0.1%減収、7.9%営業増益とする。2021/9 期業績は、不動産売上高や管理事業収益が会社計画を上回ると予想した。2022/9 期は、大型物件の売却が予定される不動産売上高の増加を想定する一方、新型コロナウイルス問題の影響がなくなり、仲介事業収益やコインパーキング事業が利益拡大を牽引すると予想した。2023/9 期は、利益率が高い仲介事業収益や不動産管理事業の拡大による増益を想定した。

1/25

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

【 3495 香陵住販 業種：不動産業 】 図表 A

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/9	5,328	7.6	540	21.2	504	15.2	327	17.7	326.42	2,032.50	34.0
2019/9	6,248	17.3	577	7.0	562	11.5	371	13.4	284.61	2,240.98	40.0
2020/9	7,535	20.6	561	-2.9	572	1.7	385	3.9	295.00	2,501.56	48.0
2021/9 CE	7,598	0.8	582	3.7	572	0.0	390	1.4	298.99	-	64.0
2021/9 E	7,749	2.8	596	6.2	593	3.5	400	3.8	300.10	2,711.14	64.0
2022/9 E	8,124	4.8	654	9.7	639	7.8	432	8.1	324.33	2,971.46	72.0
2023/9 E	8,116	-0.1	706	7.9	695	8.8	471	9.0	353.60	3,253.06	82.0
2020/9 Q2	3,305	-2.0	277	-22.5	281	-19.2	187	-18.6	143.98	2,358.30	-
2021/9 Q2	4,117	24.6	358	29.3	364	29.5	244	30.1	186.02	2,649.99	-

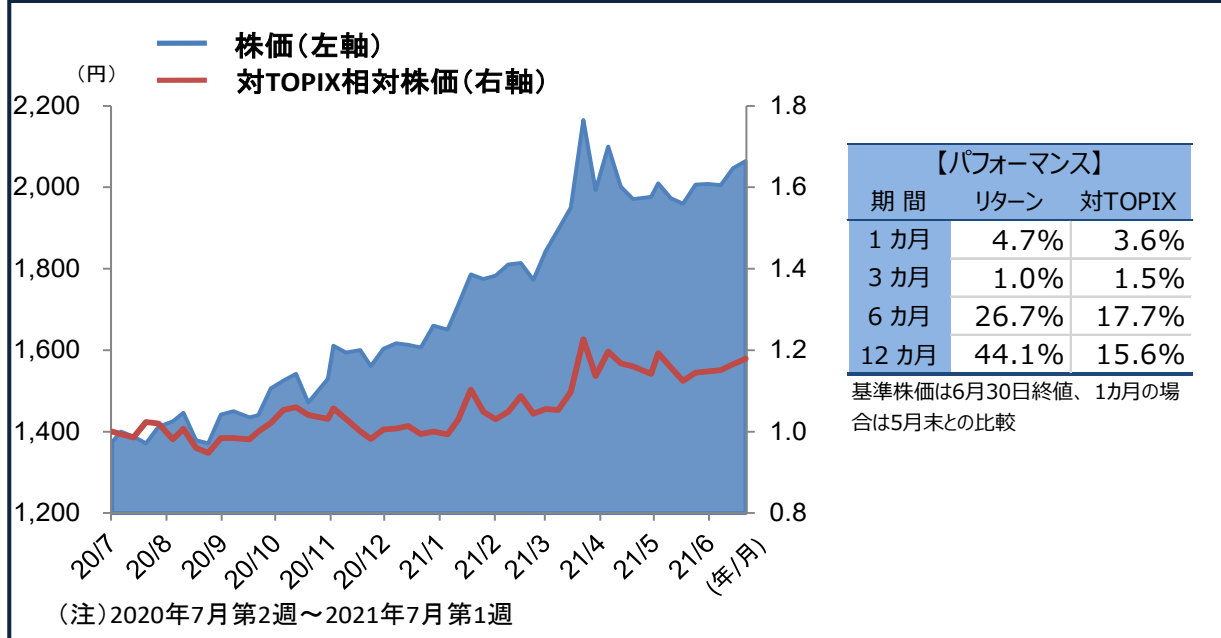
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q2：第2四半期累計期間

【 株価・バリュエーション指標：3495 香陵住販 】 図表 B

項 目	2021/7/2	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	2,064	前期実績	7.0	0.8	2.3%	16.3%
発行済株式数 (千株)	1,333	今期予想	6.9	0.8	3.1%	21.3%
時価総額 (百万円)	2,751	来期予想	6.4	0.7	3.5%	22.2%
潜在株式数 (千株)	33	前期末自己資本比率		36.1%	前期ROE	12.4%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 3495 香陵住販 】 図表 C



目次

1. 会社概要	P4
茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社	P4
経営理念	P5
2. 事業内容とビジネスモデル	P6
不動産流通事業の柱は不動産売上高と仲介事業収益	P6
不動産管理事業の柱は賃貸事業収益と管理事業収益	P7
効率性と健全性を確保しつつ、事業の拡大を目指している	P9
特定の業者や投資家には依存していない	P11
自社企画投資用不動産販売後の様々な収益機会を追求	P11
不動産管理事業は高利益率を確保している	P12
3. 直近期業績と今期の見通し	P13
2021 年 9 月期上期業績	P13
香陵住販の 2021 年 9 月期業績予想	P16
4. 成長戦略と業績見通し	P19
香陵住販の成長戦略	P19
アルファ・ウイン調査部の 2021 年 9 月期業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P21
5. アナリストの視点	P23
SWOT 分析	P23
株主還元	P24
株価の推移、株価に影響を与えうるファクター	P24

1. 会社概要

◆ 茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社

◆ 茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社。

香陵住販（以下、同社）は、茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社である。RC（鉄筋コンクリート）マンションや木造アパート等の自社企画投資用不動産の1棟売りや、不動産の賃貸仲介・売買仲介、賃貸住宅等の管理事業や賃貸事業、コインパーキング事業、太陽光発電事業等、幅広い事業を手掛けている。

同社グループは、茨城県水戸市に本社を持つ同社と100%出資の連結子会社ジャストサービス、茨城県つくば市に本社を置く100%出資の連結子会社KASUMICの3社で構成されている。同社とKASUMICは各種不動産事業を展開している一方、ジャストサービスは同社の所有物件や管理物件のリフォームや、家賃保証業務等を手掛けている。2020/9期の連単倍率は、売上高が1.11倍、営業利益が1.01倍と低く、子会社の業績貢献は小さい。

◆ 茨城県を中心に20店舗を配置している。

同社は、茨城県内に水戸市7店、つくば市3店、日立市2店、ひたちなか市2店、東海村1店の15店、東京都台東区1店の合計16店を配置している。KASUMICは、茨城県つくば市、土浦市、牛久市に各1店、千葉県柏市に1店の合計4店を設置しており、2020/9期末の連結ベースの店舗数は20店となっている。賃貸仲介件数や管理戸数は、茨城県に本社を置く会社の中でトップクラスの実績を誇っている。

◆ 事業領域の拡充を進めている。

同社は、大京出身の薄井宗明代表取締役によって1981年に設立された。創業当初は賃貸仲介や売買仲介を中心に手掛けていたが、ストック型収益の積上げを目的にして、1984年頃からは賃貸住宅の管理業務を開始した。1988年には管理戸数の確保と売上高の拡大を目指して、自社企画投資用不動産の販売に乗り出した。

同社は、1990年代に多店舗化による営業エリアの拡大を進めると共に、リフォーム事業や賃貸事業にも進出した。その後も太陽光発電事業（2015年開始）、コインパーキング事業（2016年本格展開開始）、コインランドリー事業（2017年開始）等、事業領域を拡充している。

◆ 2021年に創立40周年を迎えた。

同社は、2018年9月に、東京証券取引所ジャスダック（スタンダード）市場に上場した。2019年3月には、KASUMICを子会社化した。2021年には創立40周年を迎えた。

同社は、不動産流通事業と不動産管理事業の2セグメントに分類している。不動産流通事業は、自社企画投資用不動産や中古不動産の販売、宅地の分譲等が含まれる「不動産売上高」、住宅等の賃貸仲介や売買

仲介を取扱う「仲介事業収益」、家賃保証料収入や建設売上高、各種手数料収入等が含まれる「その他」によって構成されている。

不動産管理事業は、賃貸住宅や月極駐車場等の管理手数料や更新料等が含まれる「管理事業収益」、自社所有不動産の賃貸料やサブリース収入、コインパーキング事業やコインランドリー事業の収入等が含まれる「賃貸事業収益」、「太陽光発電事業収益」によって構成されている。

◆不動産流通事業よりも売上高比率が低い不動産管理事業の利益構成比が5割を上回っている。

2020/9期のセグメント別売上高比率（外部顧客ベース）は、不動産流通事業 69.9%（不動産売上高 51.9%、仲介 12.7%、その他 5.3%）、不動産管理事業 30.1%（賃貸 14.1%、管理 13.0%、太陽光発電 3.0%）であった。一方、営業利益の構成比（全社費用等のコスト配賦前）では、不動産流通事業 45.4%、不動産管理事業 54.6%であり、売上高比率が低い不動産管理事業が5割を上回る。不動産流通事業は、仕入れが生じる不動産売上高を含むため売上総利益率が低いことに加え、営業スタッフ等の人件費の負担が重いことがその理由である（図表1）。

【図表1】売上高と営業利益のセグメント別比率（単位：%）

セグメント		内訳	18/9期	19/9期	20/9期
不動産流通	売上高	不動産売上高	43.3	45.3	51.9
		仲介事業収益	16.9	15.2	12.7
		その他	5.7	6.5	5.3
		小計	66.0	67.0	69.9
	営業利益		41.2	43.3	45.4
不動産管理	売上高	賃貸事業収益	15.4	14.9	14.1
		管理事業収益	13.8	14.1	13.0
		太陽光発電事業収益	4.5	3.9	3.0
		その他	0.3	0.0	0.0
		小計	34.0	33.0	30.1
	営業利益		58.8	56.7	54.6

(注)セグメント別売上高比率は外部顧客ベース、同営業利益比率は全社費用等のコスト配賦前
(出所)決算短信、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

◆ 経営理念

同社は、薄井代表取締役の信念である「会社は一度つくったら継続しなければならない」という考えに基づき、以下の企業理念を掲げている。

- 一、私たちは、お客様満足度 No.1 企業を目指します
- 一、私たちは、働く私たちの幸福 No.1 企業を目指します
- 一、私たちは、社会との調和を重んじ地域発展に貢献するとともに、関係する人々に信頼される企業を目指します

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 不動産流通事業の柱は不動産売上高と仲介事業収益

- ◆ 不動産売上高の拡大が不動産流通事業の成長を牽引している。

不動産流通事業の売上高の中心は、不動産売上高によって占められている。不動産売上高は、自社企画投資用不動産「レーガバーネ」シリーズの販売と、仕入不動産商品の販売によって構成されている。不動産売上高は、レーガバーネシリーズの販売好調等によって、近年、増加基調が続いており、不動産流通事業の成長を牽引している。

- ◆ 自社企画投資用不動産では、RC マンション等を個人投資家等に販売している。

自社企画投資用不動産では、仕入れた用地の立地に応じて、高利回りが見込まれる RC マンションや木造アパート、木造戸建住宅等の賃貸住宅を同社が企画し、外部のゼネコンを使って建物を建設すると共に、入居者を募集し、物件の管理業務の受託を条件として、個人投資家や不動産ファンド等に 1 棟販売している。

最近企画したマンションの概要については、階数は 5 階建から 14 階建、戸数は 25 戸から 63 戸、間取りは 1K と 1LDK が中心となっている。アパートについては、階数は 2 階建、戸数は 4 戸から 12 戸、間取りは 1LDK となっている。用地取得から建物の竣工までの期間は、アパート、戸建住宅が 6 カ月程度、マンションが約 18 カ月である。

同社は、これまで年数棟の自社企画投資用不動産を企画、販売しており、累計棟数（建設中を含む）は、RC マンションを中心に約 50 棟に達している。用地仕入が容易であることや、工期が短いことに加え、新たに開始する不動産クラウドファンディング事業の商品ラインナップの強化にも繋がることから、同社は今後、木造アパートに注力する方針を示している。

仕入不動産商品においては、中古の戸建住宅や投資用マンション等を仕入れた後、リフォームやリノベーションを実施して販売するほか、住宅用地を仕入れした後、土地造成を施して販売している。

- ◆ 仲介事業収益は、賃貸仲介手数料と売買仲介手数料によって構成されている。

仲介事業収益は、マンションやアパート等の賃貸不動産の賃貸仲介手数料と、主として住宅等の売買仲介手数料等によって構成されている。不動産管理事業の管理戸数が安定成長していることを受けて、賃貸仲介手数料は増加基調が続いている。一方、売買仲介手数料は、自社所有物件の販売棟数が多い時期には伸び悩む傾向が見られる。

- ◆ 売上総利益では、仲介事業収益が不動産売上高を上回っている。

2020/9 期の売上高を見ると、不動産売上高 3,909 百万円、仲介事業収益 955 百万円と大きな格差が生じている。しかし、不動産売上高では、新築であれば土地の仕入れ費用と建設費が、中古であれば物件の仕入費用が売上原価に計上されるため、その売上総利益率は案件によって

ばらつきがあるが、概ね 10%～20%にとどまっている。一方、仲介事業収益では売上原価がほとんどかからないため、売上総利益では、仲介事業収益が不動産売上高を上回っている模様である。

◆ 不動産管理事業の柱は賃貸事業収益と管理事業収益

不動産管理事業の売上高は、賃貸事業収益と管理事業収益が柱となっているが、太陽光発電事業収益も含まれている。賃貸事業収益は、同社グループが所有する住宅等の不動産の賃貸収入や、同社グループが借上げた不動産の転貸（サブリース）収入、コインパーキング事業とコインランドリー事業の運営収入によって構成されている。

自社所有不動産の賃貸収入には、竣工したレーガペーネシリーズ物件や仕入れた中古マンション等を売却（不動産売上高に計上）するまで、短期間だけ賃貸収入を得ている場合もあるため、物件の入れ替わりが多く、同収入は期によって変動する傾向がある。サブリースに関して対象物件の入れ替わりによって収入が増減する傾向がある。

◆ 賃貸事業収益は、自社所有不動産の賃貸収入、サブリース収入、コインパーキング事業運営収入等によって構成されている。

◆ 自社所有賃貸用不動産の含み益は約 5 億円。

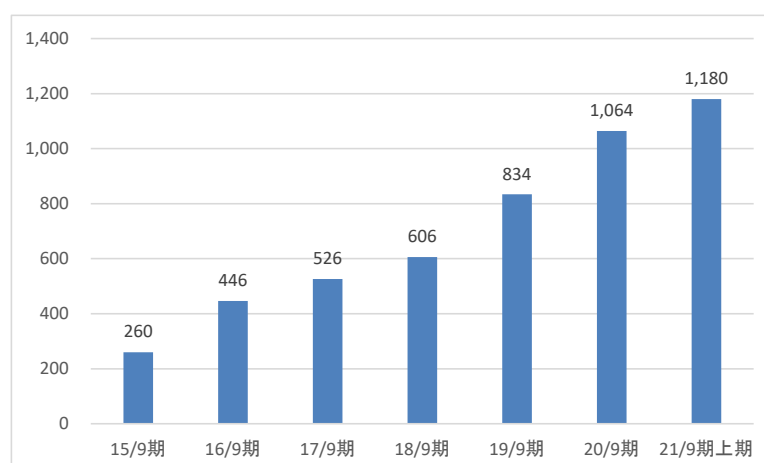
同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2020/9 期末における貸借対照表計上額 2,593 百万円に対して、時価評価額は 3,102 百万円（税引前含み益 508 百万円）となっている。また、2020/9 期における自社保有物件の賃貸損益は 185 百万円となっている。

◆ 近年はコインパーキング事業に注力している。

同社、近年、コインパーキング「ONE'S PARK」に注力しており、2021/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末の運営施設数は 47 カ所、運営台数は 1,180 台となっている（図表 2）。

【 図表 2 】 コインパーキング運営台数の推移

（単位：台）



(注) 各期末ベース

(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

施設の立地は、水戸市に 40 カ所、ひたちなか市 2 カ所、日立市、つくば市、取手市、土浦市、東海村に各 1 カ所となっている。コインパーキング事業の運営収入は、運営台数の増加に伴い、近年拡大を続けていたが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、下期に稼働率が落ち込んだ 2020/9 期については伸び悩んだ。

コインランドリー事業については、収益性に課題を抱えており、2021/9 期上期末の運営施設数は 3 カ所にとどまっている。

- **管理事業収益は、管理物件の管理手数料収入や、更新料収入等によって構成されている。**

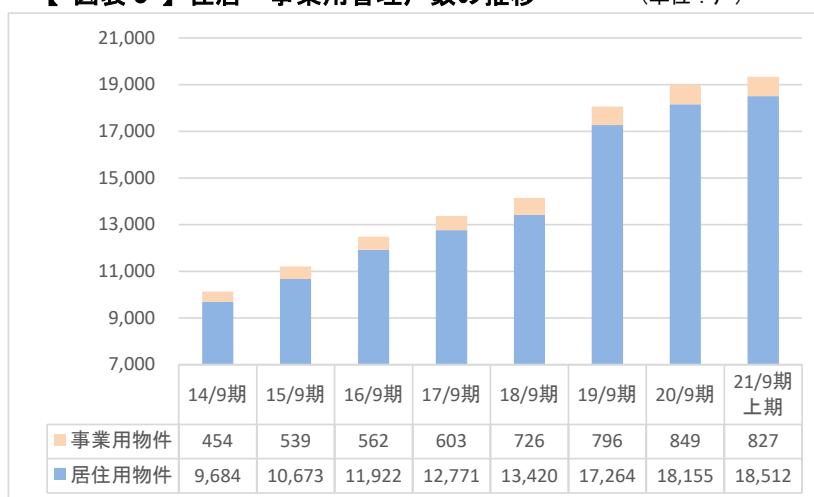
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- **管理戸数は、毎年度着実に増加している。**

同社グループは、年間 1,000 戸の戸数純増を目標に管理戸数の積上げを目指している。住居・事業用物件を合計した管理戸数は、自社企画投資用不動産の竣工増と、他社が建設した中古物件の管理契約獲得により、2014/9 期末の 10,138 戸から 2021/9 期上期末には 19,339 戸へと毎年度着実に増加している（図表 3）。

【図表 3】住居・事業用管理戸数の推移

(単位：戸)



(注) 各期末ベース

(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

2021/9 期上期末の地域別内訳は、水戸 10,636 戸、つくば、土浦等の県南 4,175 戸、ひたちなか 2,384 戸、東海・日立 1,402 戸、東京 742

戸である。2019/9 期末の管理戸数が 2018/9 期末に比べ大幅に増加したのは、2019 年 3 月に約 3,000 戸を管理する K A S U M I C を買収したためである。また、2021/9 期上期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 101 台増の 8,514 台であった。

管理事業収益は、管理戸数の積上げに伴う管理手数料の拡大により、増加基調で推移している。但し、更新料、各種手数料、原状回復工事売上高等は期によって増減するため、管理戸数の伸びと管理事業収益の伸びには格差が生じることもある。

◆ 太陽光発電事業収益は比較的安定している。

太陽光発電事業では、茨城県各地に所有する太陽光発電設備「KORYO エコパワー」で売電事業を行っている。代表的な発電所の所在地（開始年月、パネル発電量）としては、水戸市高田町(15 年 12 月、2.28MW)、水戸市森戸町(16 年 6 月、1.37MW)、石岡市大砂(16 年 6 月、1.25MW)が挙げられる。太陽光発電事業収益は、上期よりも下期が大きくなる季節性があるが、年度で見ると比較的安定している。但し、一部の発電所で設備の盗難事件があった 2020/9 期は、同収益が前期比 6.0%減少した。

◆ 効率性と健全性を確保しつつ、業績拡大を目指している

同社は、18 年 9 月の上場以降、10%以上の自己資本利益率と 30%以上の自己資本比率を維持するという「守り」の経営方針の下、財務の健全性や経営の効率性を確保しながら、業績の拡大を目指している。

◆ 総資産が増加する中、自己資本比率は、2016/9 期末の 23%から 2020/9 期末には 36%に上昇した。

同社の自己資本利益率 (ROE) は、2017/9 期から 2020/9 期において、12.4%から 16.6%のレンジで推移した。一方、自己資本比率は、2016/9 期末の 23.3%から 2020/9 期末には 36.1%に上昇した。この期間、総資産は 6,590 百万円から 9,068 百万円に拡大したが、最も増加額が大きかったのは、将来、不動産売上高の売上原価として計上される販売用不動産と仕掛販売用不動産（以下、棚卸資産）であり、2016/9 期末の 1,163 百万円から 2020/9 期末には 2,329 百万円に増加した。

その他、大きく増加した資産としては、住宅等の賃貸用不動産 (2016/9 期末 1,606 百万円→2020/9 期末 2,593 百万円、貸借対照表では建物及び構築物と土地に計上されている)、現金及び預金 (同 1,248 百万円→1,658 百万円) が挙げられる。なお、太陽光発電設備等が中心となっている機械装置及び運搬具については、減価償却の進捗により、2016/9 期の 1,344 百万円から 2020/9 期には 914 百万円に減少した。

◆ 2020/9 期末の有利子負債は、2016/9 期末に比べ小幅な増加にとどまった。

有利子負債（リース債務を除く）は、2016/9 期末の 3,189 百万円から 2020/9 期末には 3,261 百万円と小幅な増加にとどまった。負債合計は、2016/9 期末の 5,055 百万円から 2020/9 期末には 5,791 百万円に増加し

◆営業キャッシュ・フローは、概ね黒字を確保している。

ている。増加額が大きかった負債としては、預り金（2016/9 期末 493 百万円→2020/9 期末 854 百万円、管理戸数の増加による預り家賃の増加等）が挙げられる。一方、自己資本は、利益蓄積と公募増資等により、2016/9 期末の 1,535 百万円から 2020/9 期末には 3,276 百万円に増加した。

財務体質を意識した経営姿勢は、同社の営業キャッシュ・フローにも表れている。同社の様に不動産開発を行う会社の中には、経常利益を確保していても、その金額を上回る棚卸資産の増加等により、営業キャッシュ・フローがマイナスとなっている企業も存在する。同社においても、キャッシュ・フロー計算書における棚卸資産の増減額が△538 百万円（538 百万円の増加を意味する）となった 2018/9 期は、営業キャッシュ・フローが△25 百万円となった。しかし、2016/9 期から 2020/9 期までの中で、営業キャッシュ・フローがマイナスとなったのは 2018/9 期だけであり、5 期間の累計額は 3,768 百万円と、同期間の経常利益の累計額 2,483 百万円を上回る水準を確保している。

◆フリー・キャッシュ・フローは、赤字の時期も見られる。

一方、営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローの合計額であるフリー・キャッシュ・フローを見てみると、同社の「攻め」の姿勢も感じられる。長期的な売電収入が見込まれる太陽光発電事業の投資が嵩んだ 2016/9 期は、△1,127 百万円と大幅なマイナスとなったほか、賃貸用不動産の取得や K A S U M I C の買収等の投資を実施したことから、2018/9 期は△346 百万円、2019/9 期は△206 百万円とマイナスとなっており、長期的な成長を目指した投資に意欲を見せている。

◆「攻め」と「守り」のバランスを重視している。

但し、営業キャッシュ・フローが大幅なプラスとなった 2020/9 期のフリー・キャッシュ・フローが 952 百万円となったことから、2017/9 期から 2020/9 期までのフリー・キャッシュ・フローの累計額は 558 百万円とプラスを確保した。以上のことから、アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）では、成長に向けた投資という「攻め」と、効率性、健全性の確保という「守り」のバランスを重視していることが同社の特徴であると考えている。

◆連結従業員数は每期着実に増加している。

同社の連結従業員数は、2016/9 期末の 141 名から每期着実に採用しており、2020/9 期末には 220 名に増加した。増加の内訳は、単体が 51 名、2019 年 3 月の K A S U M I C の買収による増加を含めて、子会社 2 社が 28 名であった。2020/9 期末における連結従業員数のセグメント別内訳は、不動産流通事業 135 名、不動産管理事業 66 名、全社（共通）19 名であった。同社は、不動産関連資格の取得を推奨しており、2021 年 1 月時点での主な有資格者数は、宅地建物取引士 114 名、2021 年に国家資格となった賃貸不動産経営管理士 57 名であった。

◆顧客は個人投資家、賃借人に分散しており、特定の不動産業者にも依存していない。

◆ 特定の業者や投資家には依存していない

同社は、主として個人投資家に投資用不動産を売却し、管理料、工事料等を受け取っているほか、入居者から仲介手数料収入や賃貸料収入を受領しているが、取引は分散しているため、特定個人との取引金額は通常小規模である。投資用不動産については、物件によって不動産ファンドや不動産業者に販売することもあるが、売上高の1割超えるケースは年度で1回程度にとどまっている。また、その相手先も同一ではなく、特定の不動産業者に対する依存は認められない。

◆ 自社企画投資用不動産販売後の様々な収益機会を追求

同社グループは、不動産流通事業と不動産管理事業を展開しているが、経営戦略の基軸は、自社企画投資用不動産の販売と、その後に行われる様々な収益機会を長期間に亘って享受することにある。

以下は、自社企画投資用不動産に係る同社グループの収益機会を、時間の経過に沿って並べたものである。

- (1) 自社企画投資用不動産を投資家（オーナー）に販売する（不動産売上高を計上）。
- (2) オーナーに代わり入居者（賃借人）を募集し、賃貸借契約を仲介する（賃貸仲介手数料収入を計上）。その後も入居者の退去（平均入居期間は約3年）に伴い、新たな入居者との契約を仲介する。
- (3) オーナーと管理委託契約を締結し、長期に亘って賃貸管理業務を実施する（毎月、管理手数料収入を計上するほか、2年毎の更新料収入を契約終了まで計上）。
- (4) 入居者の退去時に、原状回復工事やリフォーム工事等を状況に応じてオーナーに提案、実施する（内装工事売上高を計上）。

◆賃貸仲介手数料収入や内装工事売上高も、自社企画投資用不動産の販売後に得られる一種のストック型収益と捉えることも可能。

自社企画販売用不動産に係る不動産売上高、賃貸仲介手数料収入、内装工事売上高については、一般的にはフロー型収益に分類される。しかし、対象物件のオーナーが変わらない限り、同社グループとの取引関係は概ね維持されていることから、同社の場合、管理事業収益だけでなく、賃貸仲介手数料収入や内装工事売上高についても、数年毎に計上される一種のストック型収益と捉えることも可能と思われる。

また、自社企画投資用不動産の販売は、ストック型収益には該当しないが、同一オーナーに対するリピート販売も多く、顧客開拓という面では比較的安定度が高い事業構造となっている。

- ◆不動産管理事業の売上総利益率は不動産流通事業を上回っている。

◆不動産管理事業は高利益率を確保している

同社の売上総利益率は41.2%であるが、セグメント別では、不動産流通事業が37.3%、不動産管理事業が51.2%と格差がある（図表4）。

【図表4】セグメント別の収益構造

（単位：百万円）

	セグメント	20/9期
売上高	不動産流通	5,265
	不動産管理	2,270
売上総利益		3,101
売上総利益率		41.2%
	不動産流通	1,992
	不動産管理	1,108
		48.8%
販売費及び一般管理費		2,539
販管費率		33.7%
	不動産流通	1,456
	不動産管理	464
		20.4%
	調整額	-619
営業（セグメント）利益		561
営業（セグメント）利益率		7.4%
	不動産流通	535
	不動産管理	644
		28.4%
	調整額	-619

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース

（出所）有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

不動産流通事業においては、売上原価がほとんどない仲介事業収益は高い売上総利益率を確保しているものの、売上高の大半を占める不動産売上高で計上される仕入れ費や建設費用が負担となるためである。

一方、不動産管理事業においては、減価償却費（自社所有不動産賃貸や太陽光発電事業等）、賃借料（サブリース事業）、外注費（管理事業の保守メンテナンスや修繕工事等）、固定資産税・不動産取得税（自社所有不動産賃貸等）、消耗品費（コインパーキング事業）等が売上原価に計上されているが、サブリース事業やコインパーキング事業を除くと、高い売上総利益率を確保していると見られる。

- ◆不動産管理事業のセグメント利益率は不動産流通事業を大きく上回っている。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人件費や広告宣伝費、地代家賃等によって構成されているが、不動産流通事業の方が人件費等の負担が重くなっている。結果、セグメント利益率では、不動産流通事業10.2%に対して、不動産管理事業が28.4%と更に格差が拡大している。調整額は全社費用等によって構成されている。

3. 直近期の業績と今期の見通し

◆ 2021 年 9 月期上期業績

- ◆ 2021/9 期上期は大幅な増収増益。

2021/9 期上期の業績は、売上高が前年同期比 24.6%増の 4,117 百万円、営業利益は同 29.3%増の 358 百万円、経常利益は同 29.5%増の 364 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同 30.1%増の 244 百万円であった（図表 5）。

【図表 5】2021 年 9 月期上期の業績

（単位：百万円）

		20/9期								21/9期			
		上期	増減率	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		3,305	-2.0%	1,502	2,727	4,229	47.2%	7,535	20.6%	1,937	2,180	4,117	24.6%
売上総利益		1,527	8.8%	666	906	1,573	12.6%	3,101	10.7%	752	916	1,669	9.3%
	売上総利益率	46.2%	—	44.4%	33.2%	37.2%	—	41.2%	—	38.9%	42.0%	40.5%	—
販売費及び一般管理費		1,250	19.5%	648	640	1,288	9.5%	2,539	14.2%	637	673	1,311	4.8%
	(対売上高比)	37.8%	—	43.1%	23.5%	30.5%	—	33.7%	—	32.9%	30.9%	31.8%	—
営業利益		277	-22.5%	18	265	284	28.8%	561	-2.9%	115	243	358	29.3%
	(対売上高比)	8.4%	—	1.2%	9.7%	6.7%	—	7.4%	—	5.9%	11.2%	8.7%	—
経常利益		281	-19.2%	15	275	291	35.8%	572	1.7%	123	241	364	29.5%
	(対売上高比)	8.5%	—	1.0%	10.1%	6.9%	—	7.6%	—	6.4%	11.1%	8.9%	—
当期（四半期）純利益		187	-18.6%	7	190	197	41.0%	385	3.9%	82	162	244	30.1%
	(対売上高比)	5.7%	—	0.5%	7.0%	4.7%	—	5.1%	—	4.2%	7.4%	5.9%	—

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 売上高は計画をやや下回った。

非公表の会社計画に対しては、売上高はやや未達であった一方、営業利益及び経常利益はほぼ計画通りであった。期初計画では第 2 四半期での引渡を予定していたレーガバーネ土浦川口（2021 年 1 月竣工）の売却見送りや、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴うコインパーキングの稼働率の低下、自社賃貸不動産の新規取得の遅延等が計画に対してマイナスに働いたが、計画に含めていなかった販売用不動産の中古物件の売却や、コインパーキングの新規開設の前倒し等で補った面もあり、計画に対する未達幅は小幅にとどまった模様である。なお、レーガバーネ土浦川口については 6 月に売却を完了した。

- ◆ 営業利益は、売上原価が想定を下回ったため、計画水準をほぼ確保した。

営業利益については、1) 売却を見送ったレーガバーネ土浦川口の想定原価率に比べ、売却した中古物件の原価率が低かったことや、2) 自社賃貸不動産の新規取得の遅延に伴い、不動産取得税や所有権移転費用等が想定を下回ったことから、売上原価が計画を下回ったため、売上高の計画未達による影響を相殺して、計画水準をほぼ確保した。

- ◆ 前年同期比では、売上高が 812 百万円、営業利益が 81 百万円増加した。

前年同期比では、売上高が 812 百万円、営業利益が 81 百万円増加した。売上総利益率は、2020/9 期上期の 46.2%から 40.5%に低下した。

売上総利益率の悪化要因としては、1) 他の事業と比べて利益率が低い不動産売上高の売上高構成比が前年同期の 44.0%から 53.1%に上昇したことや、2) 新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う稼働率低下により、コインパーキング事業の採算が悪化したことが挙げられる。

販管費は、2021/9 期上期末の従業員が前年同期末の 206 名から 218 名に増加したこと等に伴い、人件費等が増えたため、前年同期比 60 百万円 (4.8%) 増加した。販管費の増加率は増収率を下回ったため、販管費率は 2020/9 期上期の 37.8%から 31.8%に低下した。売上総利益率の悪化幅以上に販管費率が改善した結果、営業利益率は前年同期の 8.4%から 8.7%に上昇した。

営業外収益では、保険解約返戻金が前年同期の 13 百万円から 10 百万円に減少した一方、営業外費用では、支払利息が前年同期の 13 百万円から 10 百万円に、その他の営業外費用が前年同期の 4 百万円から 2 百万円に減少した。結果、営業外収支は、前年同期の 4 百万円から 6 百万円に増加した。

◆ 不動産売上高の増加等により、不動産流通は 34%増収、23%増益。

セグメント別では、不動産流通事業は、不動産売上高の増加等により、売上高 2,943 百万円 (前年同期比 34.2%増)、セグメント利益 325 百万円 (同 23.0%増) となった (図表 6)。

【図表 6】2021 年 9 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	20/9期								21/9期			
		上期	増減率	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		3,305	-2.0%	1,502	2,727	4,229	47.2%	7,535	20.6%	1,937	2,180	4,117	24.6%
	不動産流通	2,193	-10.6%	914	2,158	3,072	76.9%	5,265	25.7%	1,357	1,586	2,943	34.2%
	不動産管理	1,112	20.7%	588	569	1,157	1.8%	2,270	10.3%	579	594	1,174	5.5%
営業 (セグメント) 利益		277	-22.5%	18	265	284	28.8%	561	-2.9%	115	243	358	29.3%
	(対売上高比)	8.4%	—	1.2%	9.7%	6.7%	—	7.4%	—	5.9%	11.2%	8.7%	—
	不動産流通	264	-30.1%	19	251	271	156.9%	535	10.7%	106	218	325	23.0%
	(対売上高比)	8.0%	—	1.3%	9.2%	6.4%	—	7.1%	—	5.5%	10.0%	7.9%	—
	不動産管理	312	24.9%	172	159	332	-13.5%	644	1.6%	167	200	368	17.9%
	(対売上高比)	9.5%	—	11.5%	5.9%	7.9%	—	8.6%	—	8.7%	9.2%	8.9%	—
	調整額	-299	10.6%	-174	-145	-319	—	-619	—	-159	-176	-335	—

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所)決算短信、四半期報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

売上高の内訳では、不動産売上高が 2,186 百万円 (前年同期比 50.4%増)、仲介事業収益が 568 百万円 (同 8.0%増)、その他が 188 百万円 (同 11.3%減) であった。

不動産売上高については、前年同期は大型物件の売却がなかったが、2021/9 期第 1 四半期は自社企画投資用不動産であるレーガバーネ泉町とレーガバーネ荒川沖 W 等を売却したほか、第 2 四半期はつくば市の投資用賃貸マンション（中古物件）等を売却したことから大幅な増収となった。

仲介事業収益については、賃貸仲介手数料は、コロナ禍において学生や法人からの需要が例年よりも低調に推移したものの、前年同期比で微増を確保した。一方、売買仲介手数料は、不動産流通事業の従業員を 2019/9 期末の 120 名から 2020/9 期末に 135 名に増員した効果等により、前年同期比で二桁増収となった模様である。不動産流通事業のその他については、建設売上高や、各種手数料収入が減少した。

◆管理事業収益等の拡大や一部コストの振替等により、不動産管理は 6%増収、18%増益。

不動産管理事業（外部顧客ベース）は、管理事業収益等の拡大や、一部コストが全社費用に振替えられた影響等により、売上高 1,174 百万円（前年同期比 5.5%増）、セグメント利益 368 百万円（同 17.9%増）となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が 538 百万円（前年同期比 2.6%増）、管理事業収益が 524 百万円（同 7.9%増）、太陽光発電が 111 百万円（同 8.9%増）であった。

賃貸事業収益については、サブリースは増加したものの、レーガバーネ泉町の売却と新規賃貸物件の取得の遅延により自社所有不動産の賃貸収益が伸び悩んだ。また、コインパーキング事業では、設置台数が 2020/9 期上期末の 905 台から 2021/9 期上期末には 1,180 台に増加したものの、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴い、第 2 四半期の稼働率が大幅に落込み、同事業の売上高は前年同期比 1%減少した。

管理事業収益については、管理戸数が 2020/9 期上期末の 18,739 戸から 2021/9 期上期末には 19,339 戸に増加したことや、契約更新料収入等が好調であったことが貢献した。一方、太陽光発電については、銚田市の施設の隣接地（20/9 期下期）と那珂市（21/9 期第 1 四半期）で小規模な売電を開始したことが寄与した。

全社費用等が含まれる調整額は、不動産クラウドファンディング事業の準備費用の一部が計上されたことや、従来、不動産管理事業に計上されていた人件費の一部が全社費用での計上に変更されたことから、前年同期の 299 百万円から 335 百万円に増加した。

2021/9 期上期末の総資産は、前期末の 9,068 百万円から 8,808 百万円に減少した。現金及び預金は前期末比 530 百万円増加したものの、レーガバーネ泉町、レーガバーネ荒川沖 W、つくば市投資用賃貸マン

ション等の売却により、販売用不動産が同 452 百万円減少したほか、販売用不動産に振替えた物件があったため、有形固定資産が同 358 百万円減少した。

2021/9 期上期末の負債合計は、前期末の 5,791 百万円から 5,304 百万円に減少した。物件売却に伴い、借入金の一部を返済したため、有利子負債が前期末比 579 百万円減少した。一方、自己資本は利益蓄積により同 227 百万円増加した。結果、自己資本比率は、前期末の 36.1% から 39.8%に上昇した。

◆ 中長期的には自己資本比率 40%を目指す。

同社は、これまで、財務の健全性を評価する指標として自己資本比率を重視し、同比率を 30%台で維持する方針を示していた。今後は、棚卸資産が膨らむ時期（大型物件の売却前）でも 30%を下回らないようにしながら、中長期的には 40%を目指すという方針を明らかにした。

◆ 1%増収、4%営業増益を見込む 2021/9 期の会社予想は据え置きとなった。

◆ 香陵住販の 2021 年 9 月期業績予想

2021/9 期予想について同社は、売上高 7,598 百万円（前期比 0.8%増）、営業利益 582 百万円（同 3.7%増）、経常利益 572 百万円（同 0.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 390 百万円（同 1.4%増）を見込む期初計画を据え置いた（図表 7）。

【図表 7】2021 年 9 月期の会社計画

（単位：百万円）

		16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,598	0.8%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,101	3,167	2.1%
	売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.7%	—
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,585	1.8%
	(対売上高比)	37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	34.0%	—
営業利益		431	445	540	577	561	582	3.7%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	—
経常利益		405	438	504	562	572	572	0.0%
	(対売上高比)	9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	7.5%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	371	385	390	1.4%
	(対売上高比)	5.4%	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.1%	—

（出所）決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

売上総利益率は、2020/9 期下期に悪化したコインパーキングの稼働率改善を想定し、前期の 41.2%から 41.7%への上昇を見込んでいる。一方、販管費については、不動産クラウドファンディング事業の準備費用（約 45 百万円）を織り込み、前期比 1.8%増と見込んでいる。

◆ 不動産流通は 1%減収、2%減益を予想している。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 5,223 百万円（前期比

0.8%減)、セグメント利益 523 百万円 (同 2.4%減) と見込んでいる (図表 8)。

【図表 8】2021 年 9 月期のセグメント別計画

(単位：百万円)

	セグメント	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,598	0.8%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	5,265	5,223	-0.8%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,270	2,375	4.6%
営業 (セグメント) 利益		431	445	540	577	561	582	3.7%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	—
	不動産流通	317	444	400	483	535	523	-2.4%
	(対売上高比)	12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	10.0%	—
	不動産管理	406	439	570	634	644	779	20.9%
	(対売上高比)	23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	32.8%	—
	調整額	-291	-437	-430	-540	-619	-720	—

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所)決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

売上高の内訳では、不動産売上高 3,800 百万円 (前期比 3%減)、仲介事業収益 1,075 百万円 (同 13%増) と予想している。

不動産売上高については、同社最大規模の物件であるレーガバーネ八丁堀の売却により、2020/9 期が前期比 22%増の 3,909 百万円となったため、反動減を見込んでいる。2021/9 期の自社企画投資用不動産の売却案件としては、レーガバーネ泉町、レーガバーネ荒川沖 W (以上 1Q)、レーガバーネ土浦川口 (3Q) が挙げられる (図表 9)。

【図表 9】自社企画投資用不動産のプロジェクト進捗状況

	物件名	所在地	竣工 (着工予定) 時期	物件概要	戸数	現況または予定
完成	レーガバーネ泉町	茨城県水戸市	2019年3月	RC12階建マンション	47戸	2021/9期1Q売却済
	レーガバーネ荒川沖W	茨城県土浦市	2020年3月	木造2階建アパート	6戸	2021/9期1Q売却済
	レーガバーネ八丁堀	東京都中央区	2020年5月	RC14階建マンション	36戸+店舗1戸	2020/9期4Q売却済
	レーガバーネ土浦川口	茨城県土浦市	2021年1月	RC5階建マンション	25戸	2021/9期3Q売却済
建設中	水戸市 見川	茨城県水戸市	2021年6月	木造2階建アパート	4戸	未定
	水戸市 見川町	茨城県水戸市	2021年9月	木造2階建アパート	6戸	未定
	レーガバーネ水戸白梅	茨城県水戸市	2022年3月	RC13階建マンション	63戸	2022/9期3Q売却予定
計画中	水戸市 千波町	茨城県水戸市	未定 (2021年6月着工予定)	木造2階建アパート	12戸	未定
	土浦市 右碕	茨城県土浦市	未定 (2021年6月着工予定)	木造2階建アパート	8戸	未定
	ひたちなか市 田彦	茨城県ひたちなか市	未定 (2021年7月着工予定)	木造2階建アパート	6戸	未定
	日立市 金沢町	茨城県日立市	未定 (2021年7月着工予定)	木造2階建アパート	12戸	未定

(注)2021 年 6 月時点

(出所)決算説明資料、会社リリースよりアルファ・ウイン調査部作成

仲介事業収益については、新型コロナウイルス問題によって、2020/9期下期に減少した来店客数が回復すると見込んでいるほか、人員増強効果や、KASUMI C店舗での生産性の向上等を想定していると思われる。

◆不動産管理は 5%増収、
21%増益を予想している。

不動産管理事業は、売上高 2,375 百万円（前期比 4.6%増）、セグメント利益 779 百万円（同 20.9%増）と見込んでいる。

売上高の内訳では、賃貸事業収益 1,129 百万円（前期比 6%増）、管理事業収益 993 百万円（同 1%増）と予想している。

賃貸事業収益については、自社所有不動産の賃貸収益は、レーガベネ泉町等の売却等による収入減少を新規物件の取得による収入増加で補う想定である。コインパーキング事業は、駐車場の新規開設と稼働率の回復に伴い、増収を見込んでいる。

管理事業収益については、管理料収入は、2021/9 期末の管理戸数を 20,000 戸と想定し、増収を見込んでいるものの、ジャストサービスによる修繕工事等は予想が困難であるため、保守的に見込んでいる。

利益率については、稼働率の改善に伴い、コインパーキング事業の収益性の改善を予想したことや、不動産管理事業の販管費に計上していた一部従業員の人件費を全社費用である調整額での計上に変更したことから、前期の 28.4%から 32.8%に上昇すると見込んでいる。

調整額については、不動産クラウドファンディング事業の準備費用（約 45 百万円）が計上されることや、従来、不動産管理事業で計上されていた人件費の一部が全社費用での計上に変更されることから、大幅な増加を予想している。

◆東新橋の土地を取得し、事務所兼店舗ビルを建設、
2022/9 期第 3 四半期に売却する予定。

なお、同社は、2021 年 3 月に、東京都港区東新橋の 172.95 ㎡の土地を同年 5 月に取得し、2022/9 期第 3 四半期の売却予定で、延べ床面積 1,142.11 ㎡の 10 階建鉄骨造事務所兼店舗ビルを建設すると発表した。同物件の取得のために、2021 年 5 月に 1,000 百万円（借入金利 0.65%）を借り入れた（他に、550 百万円の借入れ枠を契約した）。

4. 成長戦略と業績見通し

◆ 香陵住販の成長戦略

同社は、安定的かつ継続的な成長を重視しており、中長期な成長戦略や資本戦略に関して、以下の基本方針を掲げている。

・レーガバーネシリーズの建設・販売やエリア展開の強化により、管理戸数の積上げを中心とするベース収益の拡大を目指す方針。

- 1) 拠点網の拡大やレーガバーネシリーズの建設・販売の強化により、管理戸数の積上げを図り、ベース収益の拡大を持続する。
- 2) 人口増加が予想される県南エリア（つくば市等）において、ドミナント展開とレーガバーネシリーズの建設・販売を強化する。
- 3) 水戸市等の県央、県北エリアにおいて、レーガバーネシリーズの展開や、オーナーへの提案力の強化を図る。
- 4) レーガバーネ建設用地の仕入れ強化により、東京での事業を拡大する。
- 5) 用地仕入れのしやすさや、工期の短さのメリットを生かして、レーガバーネシリーズの木造アパートの取扱いを増やし、管理戸数の拡大を目指す。
- 6) 不動産クラウドファンディング事業を新規事業として育成する。
- 7) 管理戸数の積上げによる管理手数料の拡大に加え、原状回復工事やリフォーム工事の自社請負を増やし、管理物件一戸当たりの収益を拡大する。
- 8) 将来の成長や安定収益の拡大に繋がる事業投資の積極化や、M&A等の戦略的な実施により、持続的な成長を目指す。
- 9) 財務の健全性や、経営の効率性を意識しつつ、持続的、安定的な株主還元に取り組む。

具体的な数値目標としては、以下の点を挙げている。

- 1.年間管理戸数増加目標を 1,000 戸とする。
- 2.自己資本比率は 30%台を維持しつつ、将来的には 40%を目指す。
- 3.自己資本利益率（ROE）は 10%以上を維持する。
- 4.経常利益率 9%以上を目指す。
- 5.安定配当を継続しつつ、将来的には配当性向 30%以上を目指す。
- 6.2022/9 期に茨城県南エリアで 1 店舗の新規開設を目指す。

- ◆ 2021/9 期の当調査部の予想は、3%増収、6%営業増益。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2021 年 9 月期業績予想

当調査部は、2021/9 期上期実績と業界環境の変化を踏まえ、同社の 2021/9 期業績を、売上高 7,749 百万円（前期比 2.8%増）、営業利益 596 百万円（同 6.2%増）、経常利益 593 百万円（同 3.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 400 百万円（同 3.8%増）と予想する（図表 10）。

【図表 10】中期業績予想

（単位：百万円）

決算期		20/9期実績	21/9期E	22/9期E	23/9期E
売上高		7,535	7,749	8,124	8,116
	不動産流通	5,265	5,368	5,646	5,543
	不動産管理	2,270	2,381	2,478	2,573
営業（セグメント）利益		561	596	654	706
	（対売上高比率）	7.4%	7.7%	8.1%	8.7%
	不動産流通	535	529	545	557
	（対売上高比率）	10.2%	9.9%	9.7%	10.1%
	不動産管理	644	787	849	909
	（対売上高比率）	28.4%	33.1%	34.3%	35.3%
	調整額	-619	-720	-740	-760
経常利益		572	593	639	695
	（対売上高比率）	7.6%	7.7%	7.9%	8.6%
親会社株主に帰属する当期純利益		385	400	432	471
	（対売上高比率）	5.1%	5.2%	5.3%	5.8%

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 不動産流通は、2%増収減収、1%減益と予想した。

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 5,368 百万円（前期比 2.0%増、会社計画は 5,223 百万円）、セグメント利益 529 百万円（同 1.2%減、同 523 百万円）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は微増収、仲介事業収益は 12%増収と予想した。

不動産売上高は 3,920 百万円（前期比 0.3%増、会社計画は 3,800 百万円）と予想した。上期の進捗が順調であったことや、第 3 四半期にレーガバーネ土浦川口を売却したこと、会社計画はやや保守的と考えた。一方、仲介事業収益は 1,070 百万円（同 12.0%増、同 1,075 百万円）と予想した。新型コロナウイルス問題の影響を受けた上期の伸びが低かったため、高い伸びを見込む会社計画には若干届かないと考えた。セグメント利益については、上期の進捗が順調であったことや、売上総利益率が低い不動産売上高の売上高比率の低下を見込んだことから、会社計画はやや保守的と考えた。

- ◆ 不動産管理は、5%増収、22%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,381 百万円（前期比 4.9%増、会社計画は 2,375 百万円）、セグメント利益 787 百万円（同 22.1%増、同 779 百万円）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 3%増収、管理事業収益は 5%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,090 百万円（前期比 2.6%増、会社計画は 1,129 百万円）と予想した。コインパーキング事業の稼働率の悪化や、自社所有賃貸用不動産の取得の遅れから、会社計画の達成はやや困難と考えた。一方、管理事業収益は 1,033 百万円（同 5.4%増、同 993 百万円）と予想した。上期の進捗が順調であったため、前期比微増を想定する会社計画は保守的と考えた。セグメント利益については、上期の進捗が順調であったことや、売上高が会社計画を上回ると予想したことから、会社計画はやや保守的と考えた。

調整額は会社計画と同額の 720 百万円と予想した。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

- ◆ 2022/9 期の当調査部の予想は、5%増収、10%営業増益。

2022/9 期は、新型コロナウイルス問題に伴う来店客数やコインパーキングの稼働率への悪影響が一巡するという前提のもとに、売上高 8,124 百万円（前期比 4.8%増）、営業利益 654 百万円（同 9.7%増）と予想した。

- ◆ 不動産流通は、5%増収減収、3%増益と予想した。

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 5,646 百万円（前期比 5.2%増）、セグメント利益 545 百万円（同 3.0%増）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 5%増収、仲介事業収益は 8%増収と予想した。

不動産売上高は 4,100 百万円（前期比 4.6%増）と予想した。東新橋の事務所兼店舗ビル（2022 年 3 月引渡予定）、レーガバーネ水戸白梅（同年 5 月引渡予定）、レーガバーネシリーズの本造アパート 10 数棟の売却等を織り込んだ。一方、仲介事業収益は、新型コロナウイルス問題の影響がなくなり、通常の営業環境に戻ることを前提に、1,152 百万円（同 7.7%増）と予想した。セグメント利益については、売上総利益率が高い仲介事業収益の売上高比率の上昇を見込んだことから、利益率の上昇を予想した。

- ◆ 不動産管理は、4%増収、8%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,478 百万円（前期比 4.1%増）、セグメント利益 849 百万円（同 7.9%増）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 4%増収、管理事業収益は 5%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,138 百万円（前期比 4.4%増）と予想した。コインパーキング事業については、新規開設の増加に加え、新型コロナウイルス問題で落ち込んだ稼働率の回復を想定し、売上高が大きく増加すると考えた。一方、管理事業収益は、管理戸数が年間約 1,000 戸増加するという前提を置き、1,082 百万円（同 4.7%増）と予想した。セグメント利益については、コインパーキング事業の稼働率が大幅に上昇すると見込んだことから、利益率の上昇を予想した。

調整額は前期比 20 百万円増の 740 百万円と予想した。

◆ 2023/9 期の当調査部の
予想は、0%減収、8%営
業増益。

◆ 不動産流通は、2% 減
収、2%増益と予想した。

◆ 不動産売上高は 5%減
収、仲介事業収益は 7%
増収と予想した。

◆ 不動産管理は、4%増
収、7%営業増益と予想
した。

◆ 賃貸事業収益は 4%増
収、管理事業収益は 5%
増収と予想した。

2023/9 期は、売上高 8,116 百万円（前期比 0.1%減）、営業利益 706 百万円（同 7.9%増）と予想した。

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 5,543 百万円（前期比 1.8%減）、セグメント利益 557 百万円（同 2.2%増）と予想した。

不動産売上高は 3,900 百万円（前期比 4.9%減）と予想した。レーガバーネシリーズの木造アパートの売却棟数が増加すると見込んだ一方、2022/9 期ほどの大型案件の売却は見込めないと考えた。一方、仲介事業収益は 1,234 百万円（同 7.1%増）と予想した。管理戸数の積上げに伴い、賃貸仲介件数が増加すると見込んだほか、スタッフの営業努力により、不動産売上高が減少する局面では、売買仲介件数が増える傾向にあることを考慮した。セグメント利益については、売上総利益率が高い仲介事業収益の売上高比率の上昇を見込んだことから、利益率の上昇を予想した。

不動産管理事業は売上高 2,573 百万円（前期比 3.8%増）、セグメント利益 909 百万円（同 7.1%増）と予想した。

賃貸事業収益は 1,183 百万円（前期比 4.0%増）と予想した。コインパーキング事業について、新規開設の増加を想定した。一方、管理事業収益は、管理戸数が年間約 1,000 戸増加するという前提を置き、1,132 百万円（同 4.6%増）と予想した。

調整額は前期比 20 百万円増の 760 百万円と予想した。

5. アナリストの視点

◆ SWOT 分析

同社の SWOT 分析を図表 11 に列挙した。

【図表 11】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・物件の販売、賃貸借の仲介、物件の管理、賃貸契約の更新、原状回復工事等多様な収益機会を持っていること ・茨城県本社の不動産会社として最大級の管理戸数や賃貸仲介件数を誇る ・賃貸住宅等の管理事業や、賃貸事業、太陽光発電事業等の安定収益基盤を持つこと ・毎年度900戸程度の管理戸数を増やす営業力を有していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手不動産会社に比べて総合力で劣ること ・茨城県内でもつくば市等の県南エリアでの市場シェアが相対的に低いこと ・連結子会社の収益規模が小さいこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・拠点網の拡充や、自社企画投資用不動産の建設強化等による管理戸数の更なる拡大 ・事業投資やM&Aを通じた新たな収益基盤の獲得 ・原状回復工事やリフォーム工事の自社請負強化等による管理戸数1戸当たりの収益の拡大 ・不動産クラウドファンディング事業の収益化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・金融経済状況の大幅な落込み等により、自社及び投資家の資金調達環境が悪化すること ・茨城県内での大規模な災害の発生

(出所)アルファ・ウイン調査部

図表 11 に挙げた強みを補足すると、同社は、投資用不動産の販売を通じて獲得したオーナーから、長期間に亘って収益を獲得することを志向し、高額品特有の売切りモデルではなく、継続収入を得る収益モデルの構築を目指してきた。そのため、自社企画投資用不動産の販売においては、投資家が求める投資利回りの確保が期待できる立地や建設コストにこだわっており、目標とする利回りが見込めない物件には手を出さない姿勢を採っている。当調査部では、このような同社の経営姿勢を高く評価している。

弱みを補足すると、同社は、茨城県の県南エリアの強化を目的に K A S U M I C を 2019 年に子会社化したが、県南エリアでの持続的な成長力はまだ高まったとは言えない。しかし、同社が K A S U M I C の店舗が持つ潜在力を引き出せたなら、弱みが強みに転化する可能性もあり、当調査部では同社の施策に注目している。

また、機会を補足すると、新事業の不動産クラウドファンディング事業は、対象物件の多様化による成長力の向上に寄与するだけでなく、1 棟売りの自社企画投資用不動産の販売の多寡による業績変動リスクの軽減や、顧客層の拡大にも繋がると見られることから、着実な取り組みが期待される。

◆ 2021/9 期配当の会社
予想は 16 円増配の 64
円。

◆ 株主還元

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題と位置付け、配当原資確保のための収益力を強化し、持続的かつ安定的な配当を行うという基本方針を掲げている。数値を明確にしていなかった目標配当性向については、今回、長期的に 30%以上を目指すという方針を打ち出した。

一株当たり配当金については、2019/9 期は年 40 円の普通配当（配当性向 14.1%）、2020/9 期は年 48 円の普通配当（同 16.3%）を実施した。2021/9 期について、同社は年 54 円の普通配当と年 10 円の創立 40 周年記念配当を合計した年 64 円（同 21.4%）を予想している。当調査部は配当について、同社の配当に関する基本方針、目標配当性向、目標 ROE 等に基づいて、2021/9 期は年 64 円、2022/9 期は年 72 円、2023/9 期は年 82 円と予想する。

◆ 株価の推移、株価に影響を与えうるファクター

要約のページ（P2、図表 C）に、同社の過去 1 年間の株価、及び対 TOPIX 相対株価を掲げている。同社株価は、新型コロナウイルス問題を受けて、2020 年 3 月には 1,100 円台に下落したが、株式市場の回復と共に同社株価も上昇に転じ、同年 7 月には 1,400 円前後で推移していた。その後も株式市場の上昇に連動する形で同社株価も徐々に上昇し、2021 年 1 月には 1,700 円台に到達した。

2 月 12 日に 2021/9 期第 1 四半期決算が発表され、前年同期比 21%増収、38%営業増益であったことが伝わったが、株価は大きな変動を見せなかった。3 月中旬以降、同社株式に対し、高い配当金を狙った買いや、低いバリュエーションに注目した買いが入ったことから、株価は 3 月下旬には 2,000 円の大台を突破し、4 月 2 日には期中高値となる 2,300 円をつけた。5 月 13 日に公表された 2021/9 期上期業績は大幅な増収増益であったものの、通期計画が据え置かれたこともあり、株価は 1,900 円から 2,100 円程度のレンジでの推移が続いている。

今後の株価に影響を与えうるファクターとしては、同社による決算及び各種リリースの発表や、株式市場動向、国内、特に茨城県の景気動向、不動産業界の動向、新型コロナウイルス問題の行方等が挙げられる。同社は、2021/9 期予想で 21.4%となっている配当性向を将来的には 30%以上に上げたいとしている。堅調な業績と健全な財務体質を維持しつつ、大幅な増配を発表した場合は、現在 3.1%程度である配当利回りが更に上昇することで投資家の注目が高まり、株価の上昇に繋がる可能性があると思われる。

ディスクレーマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報や事実に基づき、アナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。また、会社による予想及び判断と、弊社による予想及び判断を区分し、記載するように努めております。

本レポートに掲載された内容は、作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を弊社は負わないものとします。

本レポートの著作権は、弊社に帰属し許可なく、複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。弊社、及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社、及び本レポート作成者は、返信等の連絡をする義務は負いません。