

# 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：2022/1/24

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 期業績は、3.5%増収、10.9%営業増益。一部の事業では新型コロナウイルスの影響を受けたものの、仲介事業収益の増加や、管理戸数の拡大等による管理事業収益の増加等により、増収増益となった。
- ・セグメント別では、不動産流通事業が 3.4%増収、2.2%増益、不動産管理事業が 3.7%増収、16.5%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。中期計画「KORYO2027」における 2027/9 期目標を、売上高 100 億円以上、営業利益 8 億円以上と公表した。管理戸数の年間純増目標 1,000 戸を維持しつつ、新たに 2022/9 期～2027/9 期におけるレーガバーネシリーズの竣工目標を RC マンション 12 棟、木造アパート 99 棟に設定した。

#### 業績予想

- ・2022/9 期業績について、同社は 3.1%増収、1.9%営業増益を計画している。不動産流通事業は 3.1%増収、3.3%増益、不動産管理事業は 3.1%増収、0.0%増益と予想している。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2022/9 期業績予想は、3.9%増収、3.8%営業増益とする。2023/9 期は 1.8%増収、8.8%営業増益、2024/9 期は、1.6%増収、5.8%営業増益とする。2022/9 期業績は、不動産流通事業や管理事業が会社計画をやや上回ると予想した。2023/9 期は、新型コロナウイルスの影響軽減による仲介事業やコインパーキング事業の利益拡大と、不動産売上高や太陽光発電事業の利益率改善を予想した。2024/9 期は、利益率が高い仲介事業や不動産管理事業の拡大による増益を想定した。

【 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)
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		7,799	3.5	622	10.9	652	13.8	406	5.6	307.25	2,714.48	64.0
2022/9	CE	8,040	3.1	634	1.9	655	0.5	437	7.5	330.28	—	70.0
2022/9	E	8,104	3.9	646	3.8	660	1.2	445	9.4	332.33	2,981.82	70.0
2023/9	E	8,248	1.8	703	8.8	717	8.6	486	9.2	362.94	3,274.76	80.0
2024/9	E	8,382	1.6	744	5.8	757	5.6	515	6.0	384.61	3,579.38	88.0

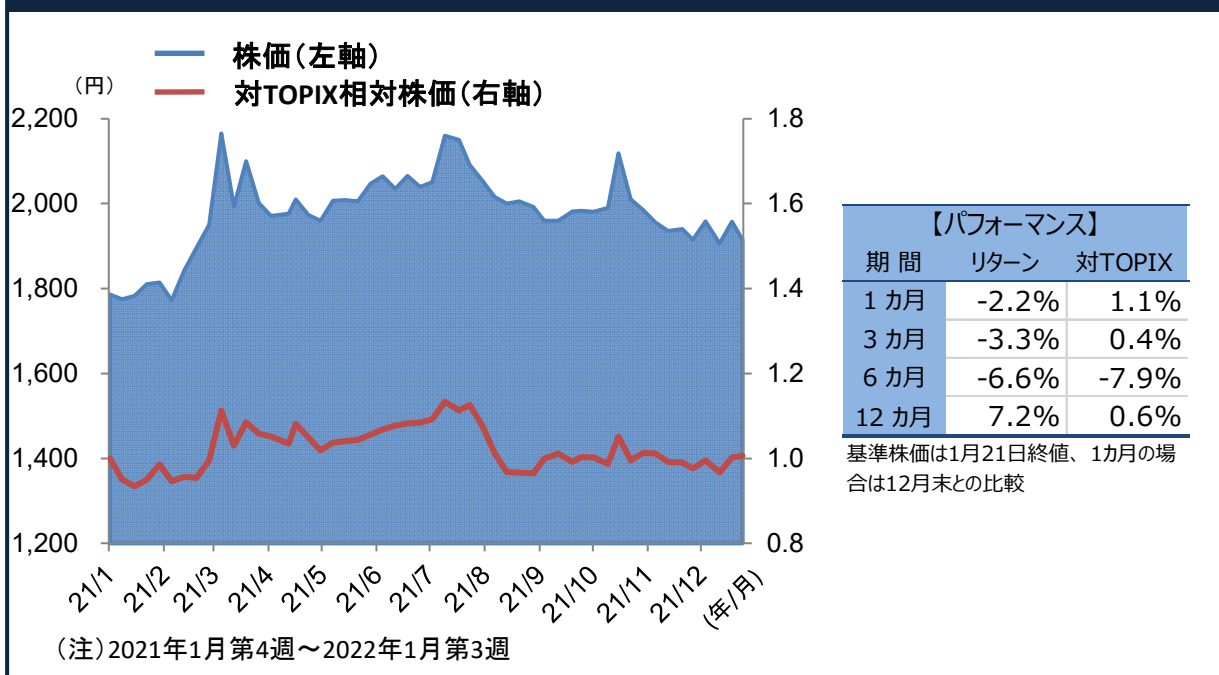
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標：3495 香陵住販 】 図表 B

項 目	2022/1/21	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,915	前期実績	6.2	0.7	3.3%	20.8%
発行済株式数 (千株)	1,339	今期予想	5.8	0.6	3.7%	21.1%
時価総額 (百万円)	2,565	来期予想	5.3	0.6	4.2%	22.0%
潜在株式数 (千株)	33	前期末自己資本比率		38.1%	前期ROE	11.8%

(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

<b>1. 会社概要</b>	<b>P4</b>
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
<b>2. 事業内容とビジネスモデル</b>	<b>P6</b>
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
<b>3. 直近期業績と今期の見通し</b>	<b>P13</b>
2021 年 9 月期業績	P13
香陵住販の 2022 年 9 月期業績予想	P16
<b>4. 成長戦略と業績見通し</b>	<b>P19</b>
香陵住販の成長戦略	P19
アルファ・ウイン調査部の 2022 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
<b>5. SDGs への取り組み</b>	<b>P23</b>
基本方針	P23
実施状況	P23
<b>6. アナリストの視点</b>	<b>P24</b>
SWOT 分析	P24
株主還元	P25
株価の推移、株価に影響を与えうるファクター	P25
バリュエーション比較	P25

## 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。2021/9期の連単倍率は、売上高が1.11倍、営業利益が1.06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、2021/9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）やコインパーキング事業（2016年本格展開開始）等に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。

2021/9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 69.8%（不動産売上高 50.4%、仲介 14.3%、その他 5.1%）、不動産管理事業 30.2%（賃貸 13.5%、管理 13.5%、太陽光発電 3.2%）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 42.1%、不動産管理事業 57.9%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	21/9期
不動産流通	売上高	不動産売上高	43.3	45.3	51.9	50.4
		仲介事業収益	16.9	15.2	12.7	14.3
		その他	5.7	6.5	5.3	5.1
		小計	66.0	67.0	69.9	69.8
	営業利益		41.2	43.3	45.4	42.1
不動産管理	売上高	賃貸事業収益	15.4	14.9	14.1	13.5
		管理事業収益	13.8	14.1	13.0	13.5
		太陽光発電事業収益	4.5	3.9	3.0	3.2
		その他	0.3	0.0	0.0	0.0
		小計	34.0	33.0	30.1	30.2
	営業利益		58.8	56.7	54.6	57.9

(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 5～14 階建、戸数は 25～63 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 4～16 戸、間取りは 1LDK と 1K 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、戸建住宅が約 6 カ月、マンションが約 18 カ月である。

同社は、RC マンションを中心に累計約 50 棟（建設中を含む）の自社企画投資用不動産を企画、販売している。用地仕入のしやすさや、工期の短さに加え、2022/9 期より開始する不動産クラウドファンディング事業「KORYO Funding」（以下、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、今後は木造アパートにも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。

2021/9 期の売上高を見ると、不動産売上高 3,928 百万円、仲介事業収益 1,115 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。

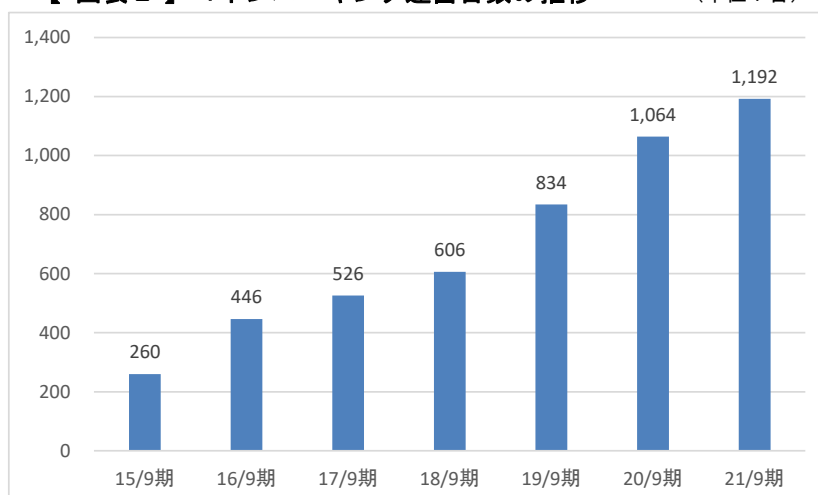
同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2021/9 期末における貸借対照表計上額 2,152 百万円に対して、時価評価額は 2,665 百万円（税引前含み益 513 百万円）となっている。また、2021/9 期における自社保有物件の賃貸損益は 208 百万円となっている。

◆ 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 期末の運営施設数は 47 カ所、運営台数は 1,192 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、ひたちなか市に 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る。コロナ禍の影響を受け、2020/9 期は売上総利益段階で損失を計上したが、2021/9 期には黒字に転換した。

2017 年に開始したコインランドリー事業については、採算の改善が見込めないと判断したため、2021/9 期第 4 四半期に設備を売却し、事業から撤退した。

- ◆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。

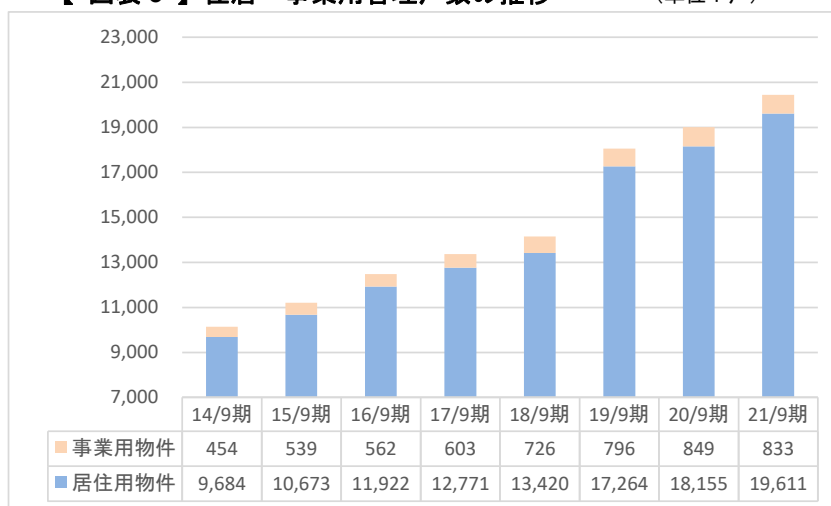
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆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 期末には 20,444 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、2019 年 3 月に約 3,000 戸を管理するKASUMICを買収  
（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 期末における地域別内訳は、水戸 11,247 戸、つくば、土浦等

の県南 4,005 戸、ひたちなか 2,831 戸、東海・日立 1,625 戸、東京 736 戸である。2021/9 期末の管理戸数の増加については、仲介業務委託契約を結ぶ大手顧客において、1,181 戸の管理契約を一括で締結したほか、同社と K A S U M I C の間で、物件数の計算方法に相違があったことから、計算方法を同社の方法に統一したことに伴い、466 戸減少したという特殊要因があった。特殊要因を除くと、2021/9 期末の管理戸数は前期末比 725 戸増であった。また、2021/9 期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 92 台増の 8,505 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、下期に偏重する季節性があるが、通期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 2021/9 期末には 38%に上昇した。

同社の自己資本利益率 (ROE) は、2017/9 期から 2021/9 期において、11.8%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 2021/9 期末には 38.1%に上昇した。この期間、総資産は 6,590 百万円から 9,548 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 2021/9 期末には 2,972 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→2021/9 期末 2,152 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→2,031 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 2021/9 期には 807 百万円に減少した。

◆2021/9 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。

2016/9 期末と 2021/9 期末を比較すると、負債合計は 5,055 百万円から 5,914 百万円に増加した一方、有利子負債(リース債務を除く)は 3,189 百万円から 3,236 百万円へと小幅な増加にとどまった。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→2021/9 期末 939 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、1,535 百万円から 3,633 百万円に増加した。

◆営業キャッシュ・フローは、概ね黒字を確保している。

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 2021/9 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、6 期間の累計額は 4,374 百万円と、同期間の経常利益の累計額 3,135 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、2017/9 期、2020/9 期、2021/9 期のフリー・キャッシュ・フローは黒字であったため、2017/9 期から 2021/9 期までのフリー・キャッシュ・フローの累計額は 982 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。

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、2021/9 期末には 223 名に増加した。増加の内訳は、単体が 53 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 29 名であった。2021/9 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 142 名、不動産管理事業 45 名、全社(共通) 36 名であった。同社は不動産関連資格の取得を推奨している。2021 年 12 月時点での主な有資格者数(連結)は、宅地建物取引士 144 名、2021 年に国家資格となった賃貸不動産経営管理士 68 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割を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、その後に得ら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41.8%であるが、セグメント別では、不動産流通事業が37.6%、不動産管理事業が51.4%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	21/9期
売上高		7,799
	不動産流通	5,444
	不動産管理	2,354
売上総利益		3,257
	売上総利益率	41.8%
	不動産流通	2,046
		37.6%
	不動産管理	1,211
		51.4%
販売費及び一般管理費		2,635
	販管費率	33.8%
	不動産流通	1,499
		27.5%
	不動産管理	459
		19.5%
	調整額	-676
営業（セグメント）利益		622
	営業（セグメント）利益率	8.0%
	不動産流通	547
		10.1%
	不動産管理	751
		31.9%
	調整額	-676

（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、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や広告宣伝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10.1%に対して、不動産管理事業が31.9%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 月期業績

- ◆ 2021/9 期は 4%増収  
11%営業増益。

2021/9 期の業績は、売上高が前期比 3.5%増の 7,799 百万円、営業利益は同 10.9%増の 622 百万円、経常利益は同 13.8%増の 652 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 5.6%増の 406 百万円であった(図表 5)。

【図表 5】2021 年 9 月期の業績

(単位：百万円)

		20/9期				21/9期									
		上期	下期	通期	増減率	Q1	Q2	上期	増減率	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率
売上高		3,305	4,229	7,535	20.6%	1,937	2,180	4,117	24.6%	1,932	1,749	3,681	-13.0%	7,799	3.5%
売上総利益		1,527	1,573	3,101	10.7%	752	916	1,669	9.3%	862	726	1,588	1.0%	3,257	5.1%
	売上総利益率	46.2%	37.2%	41.2%	—	38.9%	42.0%	40.5%	—	44.6%	41.5%	43.1%	—	41.8%	—
販売費及び一般管理費		1,250	1,288	2,539	14.2%	637	673	1,311	4.8%	676	648	1,324	2.7%	2,635	3.8%
	(対売上高比)	37.8%	30.5%	33.7%	—	32.9%	30.9%	31.8%	—	35.0%	37.1%	36.0%	—	33.8%	—
営業利益		277	284	561	-2.9%	115	243	358	29.3%	186	77	264	-7.0%	622	10.9%
	(対売上高比)	8.4%	6.7%	7.4%	—	5.9%	11.2%	8.7%	—	9.6%	4.5%	7.2%	—	8.0%	—
経常利益		281	291	572	1.7%	123	241	364	29.5%	186	100	287	-1.3%	652	13.8%
	(対売上高比)	8.5%	6.9%	7.6%	—	6.4%	11.1%	8.9%	—	9.6%	5.8%	7.8%	—	8.4%	—
当期(四半期)純利益		187	197	385	3.9%	82	162	244	30.1%	119	42	162	-17.8%	406	5.6%
	(対売上高比)	5.7%	4.7%	5.1%	—	4.2%	7.4%	5.9%	—	6.2%	2.4%	4.4%	—	5.2%	—

(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 2.6%  
上回った。

会社計画に対する達成率、売上高 102.6%、営業利益 106.9%、経常利益 113.8%であった。売上高については、不動産管理事業は 21 百万円の計画未達となったものの、不動産売上高が 128 百万円、仲介事業収益が 40 百万円の計画超過となったこと等から、不動産流通事業が計画を 221 百万円上回った。

不動産管理事業については、管理事業収益は 60 百万円の計画超過となったものの、新型コロナウイルス感染症の感染再拡大に伴うコインパーキングの稼働率の低下、自社賃貸不動産の売却増加及び新規取得の遅延等が計画に対してマイナスに働き、賃貸事業収益が 80 百万円の計画未達となった。

- ◆ 営業利益の計画超過は、  
不動産流通事業の計画  
超過と、調整額(費用)  
の計画未達が要因。

営業(セグメント)利益については、不動産管理事業は、売上高の計画未達に伴い、28 百万円の計画未達となったものの、不動産流通事業が、売上高の計画超過に伴い、24 百万円の計画超過となったほか、セグメントに帰属しない本社管理部門の一般管理費等によって構成される調整額が 44 百万円の計画未達(利益の増加要因)となった。

◆前期比では、売上高が  
263 百万円、営業利益が  
61 百万円増加した。

前期比では、売上高が 263 百万円、営業利益が 61 百万円増加した。売上総利益率は、2020/9 期の 41.2%から 41.8%に上昇した。売上総利益率の改善要因としては、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期の 51.9%から 50.4%に低下したことや、2) コインパーキング事業の採算が、前期と比べれば改善したこと等が挙げられる。

販管費は、2021/9 期末の従業員が前期末の 220 名から 223 名に増加したこと等に伴い、人件費が増えたほか、修繕費や広告宣伝費等が増えたため、前期比 95 百万円（3.8%）増加した。販管費の増加率は増収率をやや上回ったため、販管費率は 2020/9 期の 33.7%から 33.8%に若干上昇した。売上総利益率の改善幅が販管費率の悪化幅を上回った結果、営業利益率は前期の 7.4%から 8.0%に上昇した。

営業外収益では、受取保険金が前期の 39 百万円から 21 百万円に減少した一方、営業外費用では、支払利息が前期の 28 百万円から 19 百万円に減少したほか、前期に計上された太陽光発電設備に関する設備復旧費用（15 百万円）と休止固定資産減価償却費（5 百万円）が剥落した。結果、営業外収支は、前期の 11 百万円から 29 百万円に増加した。

なお、コインランドリー事業からの撤退に伴う固定資産売却損（28 百万円）や、減損損失（25 百万円）を特別損失に計上した。減損損失の対象と金額の内訳は、収益性の低下に伴うコインパーキング事業の構築物・リース資産等が 14 百万円、使用中止を決定したクラウドファンディングシステムのソフトウェアが 11 百万円であった。

クラウドファンディング事業については、同社は元々、2021/9 期中の開始を予定していたが、システム会社の変更に伴い、公式 Web サイトのリリースを延期し、別のシステム会社と新たに契約を締結した。現時点においては、2022 年春に公式 Web サイトを開設し、2022/9 期第 3 四半期にレーガバーネ久慈（木造 6 戸）で組成を予定している。

◆不動産流通は 3%増収、  
2%増益。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 5,444 百万円（前期比 3.4%増）、セグメント利益 547 百万円（同 2.2%増）となった（図表 6）。売上高の内訳では、不動産売上高が 3,928 百万円（前期比 0.5%増）、仲介事業収益が 1,115 百万円（同 16.7%増）、その他が 400 百万円（同 0.1%増）であった。

不動産売上高については、大型物件であるレーガバーネ泉町をはじめ、自社企画投資用不動産 4 棟（RC2 棟、木造 2 棟）や中古の賃貸マンションや戸建、土地等を売却したものの、前期には同社にとって最大級

の大型物件であるレーガバーネ八丁堀の売却があったことから、前期比では微増にとどまった。

【図表6】2021年9月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	下期	通期	増減率	Q1	Q2	上期	増減率	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率
売上高		3,305	4,229	7,535	20.6%	1,937	2,180	4,117	24.6%	1,932	1,749	3,681	-13.0%	7,799	3.5%
	不動産流通	2,193	3,072	5,265	25.7%	1,357	1,586	2,943	34.2%	1,318	1,181	2,500	-18.6%	5,444	3.4%
	不動産管理	1,112	1,157	2,270	10.3%	579	594	1,174	5.5%	613	567	1,180	2.0%	2,354	3.7%
営業（セグメント）		277	284	561	-2.9%	115	243	358	29.3%	186	77	264	-7.0%	622	10.9%
利益	（対売上高比）	8.4%	6.7%	7.4%	—	5.9%	11.2%	8.7%	—	9.6%	4.5%	7.2%	—	8.0%	—
	不動産流通	264	271	535	10.7%	106	218	325	23.0%	162	59	222	-18.1%	547	2.2%
	（対売上高比）	8.0%	6.4%	7.1%	—	5.5%	10.0%	7.9%	—	8.4%	3.4%	6.0%	—	7.0%	—
	不動産管理	312	332	644	1.6%	167	200	368	17.9%	204	178	383	15.2%	751	16.5%
	（対売上高比）	9.5%	7.9%	8.6%	—	8.7%	9.2%	8.9%	—	10.6%	10.2%	10.4%	—	9.6%	—
	調整額	-299	-319	-619	—	-159	-176	-335	—	-180	-160	-341	—	-676	—

(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

仲介事業収益については、賃貸仲介手数料は、コロナ禍が来店者数に影響し、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、前期比増収を確保した。一方、売買仲介手数料は、不動産流通事業の従業員を2019/9期末から2021/9期末に掛けて、120名から142名に増員した効果等により、戸建を中心に仲介件数が増加し、前期比で20%を超える増収となった模様である。

◆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4%増収、17%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（調整額）に振替えられた影響等により、売上高2,354百万円（前期比3.7%増）、セグメント利益751百万円（同16.5%増）となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が1,049百万円（同1.2%減）、管理事業収益が1,053百万円（同7.5%増）、太陽光発電事業収益が251百万円（同10.5%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減少した。また、コインパーキング事業については、コロナ感染症の影響から稼働率は低水準にとどまったものの、設置台数が前期末の1,064台から2021/9期末には1,192台に拡大したため、売上高は増加した。

管理事業収益については、管理戸数が前期末の19,004戸から2021/9期末には20,444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、設備盗難事件の影響で前下期の売上高が落ち込んでいたことや、銚田市の施設の隣接地（20/9 期下期）と那珂市（21/9 期 1Q）で小規模な売電を開始したことから、二桁増収となった。

全社費用等が含まれる調整額は、クラウドファンディング事業の準備費用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、前期の 619 百万円から 676 百万円に増加した。

◆ 仕掛販売用不動産等の増加により、総資産は増加した。

2021/9 期末の総資産は、前期末の 9,068 百万円から 9,548 百万円に増加した。内訳としては、販売用不動産が前期末比 1,002 百万円減（レーガベーネ泉町等の売却）、有形固定資産が同 594 百万円減（保有目的の変更による販売用不動産への振替等）となった一方、現金及び預金が同 373 百万円増、仕掛販売用不動産が同 1,645 百万円増となった。仕掛販売用不動産の主な物件としては、東京都港区東新橋の 10 階建鉄骨造事務所兼店舗ビル、水戸市の 13 階建 RC マンション「レーガベーネ水戸白梅」、東京都北区の 10 階建 RC マンション「レーガベーネ中里」が挙げられる。

◆ 自己資本比率は中長期的な目標である 40%に近づいた。

2021/9 期末の負債合計は、前期末の 5,791 百万円から 5,914 百万円に増加した。物件売却に伴い、借入金の一部を返済したため、有利子負債は前期末比 24 百万円減少したものの、預り金が同 85 百万円増加したこと等が要因となった。一方、自己資本は利益蓄積等により同 356 百万円増加した。結果、自己資本比率は、前期末の 36.1%から 38.1%に上昇し、中長期的な目標である 40%に近づいた。

◆ 香陵住販の 2022 年 9 月期業績予想

◆ 2022/9 期の会社予想は、3%増収、2%営業増益。

2022/9 期予想について同社は、売上高 8,040 百万円（前期比 3.1%増）、営業利益 634 百万円（同 1.9%増）、経常利益 655 百万円（同 0.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 437 百万円（同 7.5%増）を見込んでいる（図表 7）。

売上総利益率は前期の 41.8%から 40.6%への低下を見込んでいる。コロナ禍の影響軽減を前提に、稼働率上昇に伴うコインパーキングの利益率改善を想定しているものの、大型案件である東新橋の事務所ビルの利益率を低く見積もっていることや、2021 年 11 月に笠間市で取得した中古の太陽光発電設備に係る初年度の減価償却費の負担が重いことが主な要因である。一方、販管費については、人件費等の増加や、県南エリアでの新規店舗の開設費用等を想定している一方、一部の経費を売上原価での計上に変更する予定であるため、前期比 0.2%減と見込んでいる。

【図表 7】2022 年 9 月期の会社計画

(単位：百万円)

		16/9期 実績	17/9期 実績	18/9期 実績	19/9期 実績	20/9期 実績	21/9期 実績	22/9期 計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,799	8,040	3.1%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,101	3,257	3,263	0.2%
	売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.8%	40.6%	—
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,635	2,629	-0.2%
	(対売上高比)	37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	33.8%	32.7%	—
営業利益		431	445	540	577	561	622	634	1.9%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	8.0%	7.9%	—
経常利益		405	438	504	562	572	652	655	0.5%
	(対売上高比)	9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	8.4%	8.1%	—
親会社株主に帰属する 当期純利益		231	277	327	371	385	406	437	7.5%
	(対売上高比)	5.4%	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.2%	5.4%	—

(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

◆不動産流通は 3%増収、  
3%増益を予想している。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 5,611 百万円（前期比 3.1%増）、セグメント利益 565 百万円（同 3.3%増）と見込んでいる（図表 8）。売上高の内訳では、不動産売上高 4,105 百万円（同 5%増）、仲介事業収益 1,175 百万円（同 5%増）と予想している。

【図表 8】2022 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 実績	17/9期 実績	18/9期 実績	19/9期 実績	20/9期 実績	21/9期 実績	21/9期 計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,799	8,040	3.1%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	5,265	5,444	5,611	3.1%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,270	2,354	2,428	3.1%
営業（セグメント）利益		431	445	540	577	561	622	634	1.9%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	8.0%	7.9%	—
	不動産流通 (対売上高比)	317	444	400	483	535	547	565	3.3%
		12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	10.1%	10.1%	—
	不動産管理 (対売上高比)	406	439	570	634	644	751	751	0.0%
		23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	31.9%	30.9%	—
	調整額	-291	-437	-430	-540	-619	-676	-682	—

(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

不動産売上高の主な売却予定物件としては、同社最大規模の物件である東新橋事務所ビル（売却予定時期 2022/9 期 3Q）と、レーガバーネ水戸白梅（同 2022 年 5 月）が挙げられる（図表 9）。

また、建設準備中のレーガバーネシリーズ案件として、東京都北区の RC10 階建マンションと、東京都台東区の鉄骨 9 階建事業用ビルが新たに挙げられており、今後の進捗が注目される。

【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（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
	レーガバーネ見川	茨城県水戸市	2021年8月	木造2階建アパート	4戸	2021/9期4Q売却済
	レーガバーネ右粉	茨城県土浦市	2021年10月	木造2階建アパート	8戸	2022/9期1Qより賃貸中
	レーガバーネ見川町	茨城県水戸市	2021年11月	木造2階建アパート	6戸	2022/9期1Q売却済
	レーガバーネ千波町	茨城県水戸市	2021年12月	木造2階建アパート	12戸	2022/9期1Q売却済
建設中	レーガバーネ水戸白梅	茨城県水戸市	2022年2月（予定）	RC13階建マンション	63戸	2022/9期3Q売却予定
	レーガバーネ田彦	茨城県ひたちなか市	2022年3月（予定）	木造2階建アパート	16戸	2022/9期2Q賃貸開始予定
建築 準備中	レーガバーネ中里	東京都北区	未定	RC10階建マンション	18戸	未定
	レーガバーネ田彦Ⅱ	茨城県ひたちなか市	未定	木造2階建アパート	6戸	未定
	レーガバーネ東上野	東京都台東区	未定	鉄骨9階建事業用ビル	9戸	未定

(注)2022年1月5日時点

(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、コロナ禍からの回復や、オンライン内見・IT 重説に注力することで増収を計画している。

◆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 2,428 百万円（前期比 3.1%増）、セグメント利益 751 百万円（同 0.0%増）と見込んでいる。売上高の内訳では、賃貸事業収益 1,042 百万円（同 1%減）、管理事業収益 1,096 百万円（同 4%増）と予想している。

賃貸事業収益については、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ものの、自社所有不動産の賃貸収益は、物件売却による収入減少を新規物件の取得による収入増加で補えないという前提の下、減収を見込んでいる。なお、コインランドリー事業については、2021/9 期の売上高が 11 百万円（売上総利益段階での損失は 7 百万円）に過ぎなかったため、事業撤退による業績への影響は小さい。

管理事業収益については、期末管理戸数を 21,000 戸（前期末比 556 戸増）と想定し、全体では増収を計画しているが、予想が難しいジャストサービスによる修繕工事等は保守的に見込んでいる模様である。

利益率については前期の 31.9%から 30.9%に低下すると見込んでいる。コインパーキング事業では収益性の改善を想定しているものの、太陽光発電事業の新規設備に関しては、初年度の減価償却費負担の重さから、40 百万円の収益に対し、損益を 27 百万円の損失と計画しているほか、賃貸不動産の修繕費の増加を見込んでいるためである。

調整額については、前期比 7 百万円増の 682 百万円と見込んでいる。

## 4. 成長戦略と業績見通し

### ◆ 香陵住販の成長戦略

- ◆ 2027/9 期において、売上高 100 億円以上、営業利益 8 億円以上を目指す中期計画を公表した。

同社は今回、2027/9 期を最終年度とする中期計画「KORYO2027」を公表した。2027/9 期業績の数値目標は、売上高 100 億円以上、営業利益 8 億円以上である。営業利益率 8%以上を維持しつつ、売上高を年率 5%のペースで成長させることを目指している。

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おり、中期計画方針として以下の点を掲げている。

- 1) 不動産売上高に過度に依存せず、売上高を着実に拡大する
- 2) 継続可能な収益の積上げにより、利益率の向上に取り組む
- 3) 配当性向 30%を目標に増配を続ける
- 4) 当社グループができる持続可能な社会への貢献を実行する

中期計画達成のための取り組みとしては、以下の 3 点を挙げている。

①自社企画投資用不動産「レーガペーネ」シリーズの 2022/9 期から 2027/9 期までの竣工棟数として、RC マンション 12 棟、木造アパート 99 棟を目標とする。

②既存店舗の魅力を向上させると共に、2022/9 期から 2027/9 期までに 6 店舗の出店を目標とすることで、顧客の利便性を追求し、管理戸数・仲介件数の確実な増加を実現する。2022/9 期については、県南エリアで 1 店舗の新規開設を目指す。

③「KORYO Funding」を収益事業として確立させ、ノウハウの蓄積やコンスタントなファンド組成を実現する。

その他の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。

- ◆ 連結子会社の吸収合併を予定しているが、2022/9 期予想に与える影響は軽微とみられる。

なお、同社は、グループ間のシナジー効果を追求するため、連結子会社の K A S U M I C を 2022 年 10 月 1 日に吸収合併すると公表した。合併時期が 10 月であることや、完全子会社であることから、2022/9 期予想に与える影響は軽微と見られる。

- ◆ 2022/9 期の当調査部の予想は、4%増収、4%営業増益。

### ◆ アルファ・ウイン調査部の 2022 年 9 月期業績予想

当調査部は、2021/9 期実績及び、新規店舗の開設方針や太陽光発電設備の取得等の同社の施策を踏まえ、2022/9 期業績を、売上高 8,104 百万円（前期比 3.9%増）、営業利益 646 百万円（同 3.8%増）、経常利益 660 百万円（同 1.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 445 百万円（同 9.4%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		21/9期実績	22/9期E	23/9期E	24/9期E
売上高		7,799	8,104	8,248	8,382
	不動産流通	5,444	5,668	5,728	5,799
	不動産管理	2,354	2,436	2,520	2,583
営業（セグメント）利益		622	646	703	744
（対売上高比率）		8.0%	8.0%	8.5%	8.9%
	不動産流通	547	569	608	617
	（対売上高比率）	10.1%	10.0%	10.6%	10.6%
	不動産管理	751	759	787	829
	（対売上高比率）	31.9%	31.2%	31.2%	32.1%
調整額		-676	-682	-692	-702
経常利益		652	660	717	757
（対売上高比率）		8.4%	8.1%	8.7%	9.0%
親会社株主に帰属する当期純利益		406	445	486	515
（対売上高比率）		5.2%	5.5%	5.9%	6.1%

（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、4%増収、4%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 5,668 百万円（前期比 4.1%増、会社計画は 5,611 百万円）、セグメント利益 569 百万円（同 4.0%増、同 565 百万円）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 5%増収、仲介事業収益は 6%増収と予想した。

不動産売上高は 4,110 百万円（前期比 4.6%増、会社計画は 4,105 百万円）と予想した。第 3 四半期にレーガバーネ水戸白梅と大型物件である東新橋の事業用建物の売却が予定されていることや、中古物件の売却が計画を上回る傾向にあることから、会社計画はやや保守的と考えた。一方、仲介事業収益は、2021/9 期下期における急回復を踏まえ、会社計画は若干保守的と考え、1,177 百万円（同 5.6%増、同 1,175 百万円）と予想した。その他の売上高は、会社計画が保守的な傾向にあるため、381 百万円（同 4.9%減、同 330 百万円）と予想した。

売上高は会社計画を 57 百万円上回ると予想した一方、不動産売上高やその他の売上高の利益率の低さを考慮して、セグメント利益については、会社計画に対する超過額が 4 百万円にとどまると予想した。

- ◆ 不動産管理は、4%増収、1%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,436 百万円（前期比 3.5%増、会社計画は 2,428 百万円）、セグメント利益 759 百万円（同 1.0%増、同 751 百万円）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 1%増収、管理事業収益は 5%増収、太陽光発電事業収益は 15%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,037 百万円（前期比 1.2%増、会社計画は 1,042 百万円）と予想した。コインパーキング事業に関し、前期比では稼働率の上昇による収益の改善を見込むものの、足元での新型コロナウイルス感染症の感染再拡大を踏まえ、会社計画をやや下回ると考えた。一方、管理事業収益は 1,108 百万円（同 5.2%増、同 1,096 百万円）と予想した。水戸市にあった同業他社の店舗が撤退した影響等により、足元の管理戸数の新規契約が計画を上回るペースとなっていたため、会社計画はやや保守的と考えた。太陽光発電事業収益は、新規設備の稼働により、290 百万円（同 15.4%増、同 290 百万円）と予想した。

収益性が高い管理事業収益が会社計画を上回ると考えたことから、セグメント利益の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 682 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

- ◆ 2023/9 期の当調査部の予想は、2%増収、9%営業増益。

2023/9 期については、新型コロナウイルス感染症による悪影響の一巡や、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 8,248 百万円（前期比 1.8%増）、営業利益 703 百万円（同 8.8%増）と予想した。

- ◆ 不動産流通は、1%増収、7%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 5,728 百万円（前期比 1.1%増）、セグメント利益 608 百万円（同 6.9%増）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は前期並み、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 4,100 百万円（前期比 0.2%減）と予想した。大型物件と見られるレーガバーネ東上野や、レーガバーネ中里等の売却を織り込んだ。一方、仲介事業収益は、新型コロナウイルス感染症の影響がなくなことを前提に、1,239 百万円（同 5.3%増）と予想した。セグメント利益については、利益率が高い仲介事業収益の売上高比率の上昇や、不動産売上高の利益率の改善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、3%増収、4%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,520 百万円（前期比 3.4%増）、セグメント利益 787 百万円（同 3.7%増）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 3%増収、管理事業収益は 4%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,067 百万円（前期比 2.9%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、コロナ禍で低下した稼働率の正常化を想定し、売上高が増加すると考えた。一方、管理

事業収益は、新規出店効果等から、管理戸数が年間約 700 戸増加するという前提を置き、1,154 百万円（同 4.1%増）と予想した。

管理事業収益の拡大に加え、コインパーキング事業の稼働率の改善や、減価償却費負担の軽減に伴う太陽光発電事業の利益率の回復により、セグメント利益の増加を見込んだ。一方、新規出店等による販管費の増加を想定し、利益率については前期並みと予想した。

調整額は前期比 10 百万円増の 692 百万円と予想した。

◆ 2024/9 期の当調査部の  
予想は、2%増収、6%営業増益。

2024/9 期については、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 8,382 百万円（前期比 1.6%増）、営業利益 744 百万円（同 5.8%増）と予想した。

◆ 不動産流通は、1%増収、2%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 5,799 百万円（前期比 1.2%増）、セグメント利益 617 百万円（同 1.5%増）と予想した。

◆ 不動産売上高は前期比横ばい、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 4,100 百万円（前期比横ばい）と予想した。現時点では、大型物件に関する情報はないが、レーガバーネシリーズの木造アパートの売却棟数の増加や中古物件の売却等で前期並みの売上規模を確保すると考えた。一方、仲介事業収益は 1,300 百万円（同 4.9%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、不動産売上高が伸び悩む局面では、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。

◆ 不動産管理は、3%増収、5%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,583 百万円（前期比 2.5%増）、セグメント利益 829 百万円（同 5.3%増）と予想した。

◆ 賃貸事業収益は 2%増収、管理事業収益は 3%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,091 百万円（前期比 2.2%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 700 戸増加するという前提を置き、1,193 百万円（同 3.4%増）と予想した。

管理事業収益の拡大に加え、コインパーキング事業の稼働率の改善や、減価償却費負担の軽減に伴う太陽光発電事業の利益率の回復による影響が、新規出店による販管費の増加の影響を上回ると想定し、セグメント利益率は前期の 31.2%から 32.1%への改善を予想した。

調整額は前期比 10 百万円増の 702 百万円と予想した。

## 5. SDGs への取り組み

### ◆ 基本方針

同社の SDGs への取り組みに関する基本方針は図表 11 の通りである。

【図表 11】SDGs への取り組みの基本方針

	SDGs項目	取り組み内容
事業展開による貢献	11 住み続けられるまちづくりを	①総合不動産会社として、多様性のあるまちづくりに寄与し、快適な居住空間を提供し続ける ・不動産業における多様な「柱」により、地域の方々を含むステークホルダーの福利に継続して貢献する 不動産売買、賃貸管理、リフォーム・リノベーション、土地の有効活用、収益不動産コンサルティング…
	7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに	②「太陽光発電システム」（KORYOエコパワー）の継続的な運営・拡大により、持続可能なエネルギー供給に寄与する。また、太陽光発電の利用促進を目指す ・太陽光発電システム「KORYOエコパワー」の継続と拡大 ・アパート・マンション・店舗などの未利用スペースの有効活用により太陽光発電を促進
企業活動による貢献	7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに	③社内における環境改善を行い、環境保全に寄与する ・「茨城エコ事業所」登録を継続、環境にやさしい取り組みを実践 ・社用車のエコカー（ハイブリッド、EV）化を進め、2025年までに100%エコカーを目指す
	13 気候変動に 具体的な対策を	
	5 ジェンダー平等を 実現しよう	④性別・年齢・障がい・人種・民族などに関わりなく活躍できる職場環境を醸成することで、働く私たちの幸福No.1企業を目指す ・職場環境改善策および新たな働き方の検討 ・性別に関わりなく活躍することができるキャリアパスを構築 ・能力開発を目的としたジョブローテーションを実施する
	8 働きがいも 経済成長も	
	10 人や国の不平等を なくそう	

(出所) 香陵住販決算説明資料

### ◆ 実施状況

同社の SDGs への取り組みに関する近年の実施状況としては、以下の3点が挙げられる。

- 1) KORYO エコパワーへの取り組み～2020年10月に那珂市で新たに開始したほか、2021年11月には笠間市の中古設備（4カ所目のメガソーラー）を取得した。
- 2) 社用車のエコカー化～2021年9月末時点で、社用車128台のうち、エコカーは61台（EV2台、HV59台）、エコカー率47.6%となった。
- 3) 「茨城エコ事業」の登録認定～同社は、2020年10月7日に、茨城県が定めた環境にやさしい取り組みを行う事業所である「茨城エコ事業所」に認定された。

## 6. アナリストの視点

### ◆ SWOT 分析

同社の SWOT 分析を図表 12 に列挙した。

【図表 12】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・毎年度700戸以上の管理戸数を増やす営業力を有していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大手不動産会社に比べて総合力で劣ること</li> <li>・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</li> <li>・連結子会社の収益規模が小さいこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・事業投資やM&amp;Aを通じた新たな収益基盤の獲得</li> <li>・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</li> <li>・不動産クラウドファンディング事業の収益化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・茨城県内での大規模な災害の発生</li> </ul>

(出所)アルファ・ウイン調査部

図表 12 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、つくば市等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、2022 年 10 月に予定する吸収合併により、同社が K A S U M I C の店舗が持つ潜在力を引き出せれば、弱みが強みに転化する可能性もあろう。

また、機会を補足すると、新事業の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。

## ◆ 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。配当性向については30%以上を当面の目標としている。

### ◆ 2022/9期配当の会社予想は6円増配の70円。

一株当たり配当金については、2020/9期は年48円（全額普通配当、配当性向16.3%）、2021/9期は年64円（普通配当54円、創立40周年記念配当10円、同20.8%）を実施した。2022/9期について、同社は年70円の普通配当（同21.2%）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、2022/9期は年70円、2023/9期は年80円、2024/9期は年88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、2021年1月には1,600～1,800円のレンジで推移していた。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、配当金目的の買いや、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期第2四半期累計期間の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1,900～2,100円程度のレンジでの推移が続いた。11月12日の公表された2021/9期業績は会社計画を上回ったものの、2022/9期計画が小幅な増収増益であったため、2022年に入ると、株価は1,900～2,000円にレンジを狭めて推移している。

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の行方等が挙げられる。同社は、2022/9期予想で21.2%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、現在3.7%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。

### ◆ バリュエーション比較

同社は、様々な事業を手掛けており、同じ様な事業構成を持つ上場不動産会社は見当たらない。当調査部では、ある程度類似した事業構成を持つ、以下の企業と同社の間で主要なバリュエーションを比較した。当調査部が類似企業として選定した企業は、不動産管理事業や不動産仲介事業等を始め、幅広い事業を全国で展開するスターツコーポレーション（東証一部 8850）、京都府を中心に不動産管理事業と不動産賃貸事業を展開する長栄（東証二部 2993）、東京都の城南エリアを中心に投資用不動産の販売や管理を行うフェイスネットワーク（東証一部 3489）である（図表 13）。

【図表 13】バリュエーション比較

社名	香陵住販	スターツコーポレーション	長栄	フェイスネットワーク
コード	3495	8850	2993	3489
実績決算期	2021/9期	2021/3期	2021/3期	2021/3期
株価（円）	1,915	2,466	1,598	1,281
時価総額（百万円）	2,565	133,160	7,137	6,379
予想PER（倍）	5.8	8.2	3.9	9.0
実績PBR（倍）	0.7	1.0	1.0	1.5
配当利回り（％）	3.7	2.7	4.6	2.5

(注) 1月21日時点、予想PERの算出ベースとなるEPSは会社予想

(出所) 各社の決算短信、IRリリース、株価データよりアルファ・ウイン調査部作成

スターツコーポレーションは、売上高、経常利益等で他社を大きく上回っているため、時価総額が大きく、予想PERが相対的に高い。フェイスネットワークは、近年、利益が伸び悩んでいるものの、予想PER、実績PBR共に4社の中で最も高いため、相対的に割高感がある。長栄は、4社中、予想PERが最も低く、配当利回りが最も高いが、経常利益を見ると、2021/3期は前期比10.5%減益、2022/3期予想も同2.2%減益であることや、2022/3期予想の当期純利益には巨額な特別利益が含まれていることから、必ずしも割安とは言えない。

同社は、時価総額が最も小さいものの、実績PBRが最も低いほか、予想PERは2番目に低く、配当利回りも2番目に高いため、バリュエーション比較では4社の中で最も魅力的と言えよう。

## 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](mailto: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。