

アルファ・ウイン 企業調査レポート

香陵住販

(3495 東証スタンダード) 発行日：2022/6/30

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

- ・2022/9 期第 2 四半期累計期間業績は、3.5%減収、18.0%営業増益。自社所有不動産の賃貸収入の減少や会計処理方法の変更等により減収を余儀なくされたものの、不動産売上高の利益率の上昇や、赤字であったコインランドリー事業からの撤退等により、増益となった。
- ・セグメント別では、不動産管理事業が 7.5%減収、5.4%減益と不振であったものの、不動産流通事業が 1.9%減収ながら 29.4%増益と、利益の拡大を牽引した。

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同社の強みとなっている。

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 億円以上と公表している。管理戸数の年間純増目標は 1,000 戸、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は RC マンション 12 棟、木造アパート 99 棟としている。

業績予想

- ・2022/9 期業績について、同社は売上高 8,040 百万円、営業利益 634 百万円としている期初計画を据え置いた。会計方針の変更に伴い、前期数値の遡及修正が行われたため、利益の前期比増減率は変更されたが、セグメント別業績計画も据え置かれている。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2022/9 期業績予想は、3.5%増収、7.3%営業増益とする。2023/9 期は 1.6%増収、9.9%営業増益、2024/9 期は、2.8%増収、6.8%営業増益とする。2022/9 期業績は、不動産流通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。

1/28

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)
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	-	600	-	629	-	391	-	295.52	2,726.41	64.0
2022/9	CE	8,040	3.1	634	5.7	655	4.1	437	11.8	330.28	-	70.0
2022/9	E	8,070	3.5	644	7.3	658	4.5	446	14.0	331.50	2,979.63	70.0
2023/9	E	8,202	1.6	708	9.9	716	8.8	485	8.7	360.49	3,270.12	80.0
2024/9	E	8,433	2.8	756	6.8	765	6.8	520	7.2	386.50	3,576.62	88.0
2021/9	Q2	4,117	-	345	-	352	-	235	-	179.38	-	-
2022/9	Q2	3,974	-3.5	408	18.0	411	16.9	274	16.3	204.39	2,880.60	-

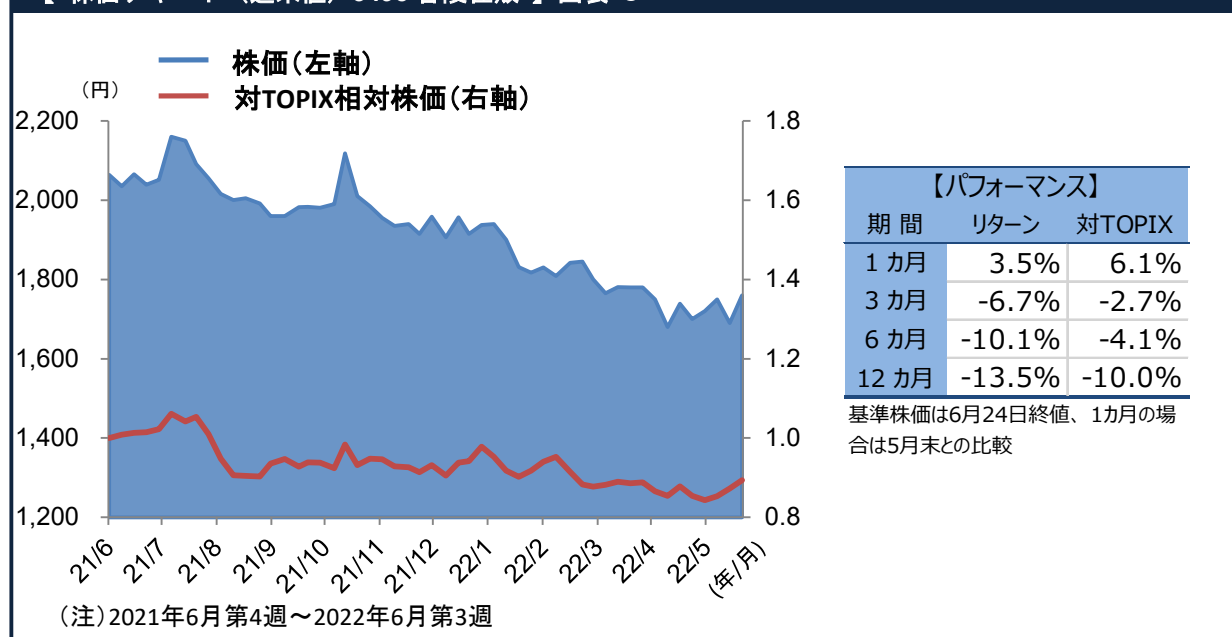
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q2：第2四半期累計期間、2021/9期、同Q2の数値は遡及修正後

【 株価・バリュエーション指標：3495 香陵住販 】 図表 B

項 目	2022/6/24	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,760	前期実績	6.0	0.6	3.6%	21.7%
発行済株式数 (千株)	1,345	今期予想	5.3	0.6	4.0%	21.1%
時価総額 (百万円)	2,368	来期予想	4.9	0.5	4.5%	22.2%
潜在株式数 (千株)	26	前期末自己資本比率		38.2%	前期ROE	11.3%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想、前期数値は遡及修正後

【 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
2022 年 9 月期上期業績	P13
香陵住販の 2022 年 9 月期業績予想	P16
4. 成長戦略と業績見通し	P20
香陵住販の成長戦略	P20
アルファ・ウイン調査部の 2022 年 9 月期業績予想	P21
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P22
5. SDGs への取り組み	P24
基本方針	P24
実施状況	P24
6. アナリストの視点	P25
SWOT 分析	P25
株主還元	P26
株価の推移、株価に影響を与えうるファクター	P26
バリュエーション比較	P27

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、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 39.8%、不動産管理事業 60.2%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	39.8
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	60.2

（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、2021/9 期の数値は遡及修正後（出所）決算短信、決算説明会資料、ヒアリングに基づきアルファ・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 年 4 月に開始した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。

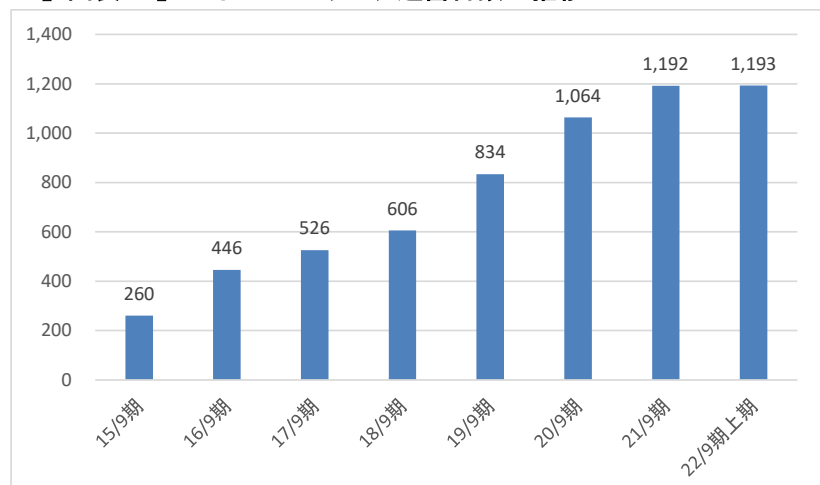
同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2021/9 期末における貸借対照表計上額 2,152 百万円に対して、時価評価額は 2,665 百万円（税引前含み益 513 百万円）となっている。また、2021/9 期における自社保有物件の賃貸損益は 208 百万円となっている。

◆ 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、2022/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末の運営施設数は 48 カ所、運営台数は 1,193 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 41 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。

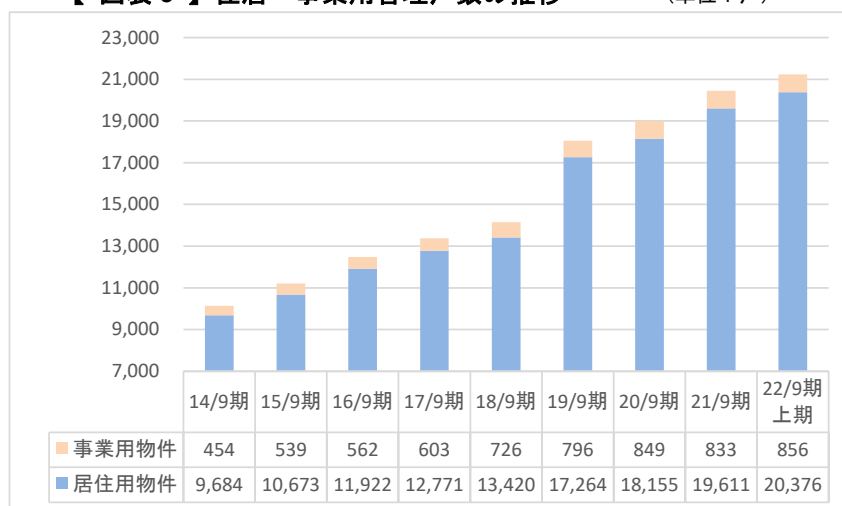
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆ 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 2022/9 期上期末には 21,232 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

2022/9 期上期末における地域別内訳は、水戸 11,604 戸、つくば、土

浦等の県南 4,152 戸、ひたちなか 2,915 戸、東海・日立 1,806 戸、東京 755 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、2022/9 期上期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 46 台増の 8,551 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（売電開始、または設備取得年月、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）、笠間市（21 年 11 月、1.08MW）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。

◆ 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、11.3%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 38.2%に上昇した。この期間、総資産は 6,590 百万円から 9,564 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 2,984 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 3,649 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。2022 年 3 月末時点での主な有資格者数 (連結) は、宅地建物取引士 147 名、2021 年に国家資格となった賃貸不動産経営管理士 70 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割超えるケースは過去5期で2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41.1%であるが、セグメント別では、不動産流通事業が36.7%、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		3,206
売上総利益率		41.1%
	不動産流通	1,995
		36.7%
	不動産管理	1,211
		51.4%
販売費及び一般管理費		2,606
販管費率		33.4%
	不動産流通	1,499
		27.5%
	不動産管理	459
		19.5%
	調整額	-647
営業（セグメント）利益		600
営業（セグメント）利益率		7.7%
	不動産流通	496
		9.1%
	不動産管理	751
		31.9%
	調整額	-647

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース、数値は遡及修正後

（出所）有価証券報告書、ヒアリングに基づきアルファ・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 9.1%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

◆ 2022 年 9 月期上期業績

- 2022/9 期上期は 4% 減収 18% 営業増益。

2022/9 期上期の業績は、売上高が前年同期比 3.5% 減の 3,974 百万円、営業利益は同 18.0% 増の 408 百万円、経常利益は同 16.9% 増の 411 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同 16.3% 増の 274 百万円であった（図表 5）。

【図表 5】2022 年 9 月期上期の業績

（単位：百万円）

		21/9 期			22/9 期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		4,117	3,681	7,799	1,708	2,266	3,974	-3.5%
売上総利益		1,640	1,566	3,206	747	971	1,718	4.8%
	売上総利益率	39.8%	42.5%	41.1%	43.8%	42.9%	43.3%	—
販売費及び一般管理費		1,294	1,311	2,606	663	647	1,310	1.2%
	(対売上高比)	31.4%	35.6%	33.4%	38.8%	28.6%	33.0%	—
営業利益		345	254	600	84	323	408	18.0%
	(対売上高比)	8.4%	6.9%	7.7%	4.9%	14.3%	10.3%	—
経常利益		352	277	629	91	320	411	16.9%
	(対売上高比)	8.6%	7.5%	8.1%	5.3%	14.2%	10.4%	—
当期（四半期）純利益		235	155	391	59	214	274	16.3%
	(対売上高比)	5.7%	4.2%	5.0%	3.5%	9.5%	6.9%	—

（注）2021/9 期の数値は遡及修正後

（出所）決算短信、ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

- 売上高、営業利益は共に計画を上回った。

第 3 四半期に予定していた RC マンションの大型物件「レーガバーネ水戸白梅」の売却が第 2 四半期に前倒しで実施されたため、売上高、営業利益共に、非公表の会社計画を上回った。

- 前年同期比では、売上高が 143 百万円減少したものの、営業利益は 62 百万円増加した。

前年同期比では、自社所有不動産の賃貸収入の減少や、会計処理方法の変更等により、売上高が 143 百万円減少したものの、営業利益は 62 百万円増加した。売上総利益率は、2021/9 期上期の 39.8% から 43.3% に上昇した。売上総利益率の改善要因としては、不動産売上高の売上総利益率が上昇したことや、赤字事業だったコインランドリー事業から前期末に撤退したこと等が挙げられる。

販管費は、2022/9 期上期末の従業員が前年同期末の 218 名から 220 名に増加したこと等に伴い、人件費が増えたほか、広告宣伝費や支払手数料等が増えたため、前年同期比 16 百万円（1.2%）増加した。売上高が減少する中、販管費が増加したため、販管費率は 2021/9 期上期の 31.4% から 33.0% に上昇した。しかしながら、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、営業利益率は前年同期の

8.4%から 10.3%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 10 百万円から 9 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 10 百万円から 12 百万円に増加した。結果、営業外収支の黒字幅は、前年同期の 6 百万円から 3 百万円に縮小した。

◆不動産流通は 2%減収、29%増益。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 2,888 百万円（前年同期比 1.9%減）、セグメント利益 383 百万円（同 29.4%増）となった（図表 6）。売上高の内訳では、不動産売上高が 2,147 百万円（同 1.8%減）、仲介事業収益が 567 百万円（同 0.1%減）、その他が 172 百万円（同 8.3%減）であった。

【図表 6】2022 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	21/9期			22/9期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		4,117	3,681	7,799	1,708	2,266	3,974	-3.5%
	不動産流通	2,943	2,500	5,444	1,146	1,741	2,888	-1.9%
	不動産管理	1,174	1,180	2,354	561	524	1,086	-7.5%
営業（セグメント）利益 （対売上高比）		345	254	600	84	243	408	29.3%
		8.4%	6.9%	7.7%	4.9%	10.7%	10.3%	—
	不動産流通 （対売上高比）	296	200	496	99	284	383	29.4%
		7.2%	5.4%	6.4%	5.8%	12.5%	9.6%	—
	不動産管理 （対売上高比）	368	383	751	149	199	348	-5.4%
		8.9%	10.4%	9.6%	8.8%	8.8%	8.8%	—
	調整額	-318	-328	-647	-164	-159	-323	—

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース、2021/9 期の数値は遡及修正後

（出所）決算短信、四半期報告書、ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

不動産売上高については、「レーガバーネ水戸白梅」をはじめ、自社企画投資用不動産 3 棟（RC1 棟、木造 3 棟）や中古の賃貸マンション等売却し、高水準を確保したものの、2021/9 期上期にも RC マンションの大型物件である「レーガバーネ泉町」や中古の賃貸マンション等の売却があったことから、前年同期比では微減となった。

仲介事業収益については、賃貸仲介手数料は、法人や自治体の人事異動の減少の影響や、人口が増えている県南エリアでの仲介可能物件の枯渇、新型コロナ感染症による来店客数の低迷等により、前年同期比で微減となった。一方、売買仲介手数料は、好調であった前年同期に対して微増にとどまった。

不動産流通事業のセグメント利益については、「レーガバーネ水戸白

梅」等の高利益率物件の売却により、不動産売上高の売上総利益率が上昇したことが増益要因となった。

なお、「販売用不動産及び固定資産に係る控除対象外消費税及び地方消費税の会計処理」の変更に伴い、2021/9 期上期の同セグメント利益は昨年 5 月の公表値に比べ 28 百万円減少している。また、同社は、「報告セグメントの利益又は損失の測定方法」の変更に伴い、ファンドビジネスに係る費用について、全社費用から不動産流通事業の費用とする方法に変更している。当該変更により、2022/9 期上期の同セグメント利益は従来の方法に比べて 13 百万円減少している。

◆不動産管理は 8%減収、5%減益。

不動産管理事業（外部顧客ベース）は、売上高 1,086 百万円（前年同期比 7.5%減）、セグメント利益 348 百万円（同 5.4%減）となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が 430 百万円（同 20.0%減）、管理事業収益が 529 百万円（同 0.9%増）、太陽光発電事業収益が 126 百万円（同 13.6%増）であった。

賃貸事業収益については、新収益認識基準の適用に伴い、サブリース契約の一部において、賃貸料を売上高、賃借料を売上原価に計上する方法から、賃貸料から賃借料を控除した金額を預り金で処理する方法に変更している。従来の方と比べると、売上高は 78,449 千円、売上原価は 77,917 千円、営業利益は 532 千円、それぞれ減少した。一方、預り金が 532 千円増加した。

自社所有不動産の賃貸収入については、前期は物件売却が多く、賃貸戸数が減少したため、売上高、利益共に減少した。一方、コインパーキング事業（コインランドリー事業を含む）については、新型コロナウイルス感染症の影響による稼働率の低下が見られたものの、前期の新規設置分の貢献等により、売上高が増加したほか、前期に実施したコインパーキング設備の一部の減損やコインランドリー事業からの撤退により、損益は大幅に改善した。

管理事業収益については、管理戸数が前期末の 20,444 戸から 2022/9 期上期末には 21,232 戸に増加したことから、管理料収入は単体を中心に好調であったものの、KASUMI C 店舗の不振や修繕工事の減少により、微増にとどまった。一方、太陽光発電については、11 月に笠間市で中古の太陽光発電設備を取得し、売電を開始したことから、二桁増収となった。

セグメント利益については、自社所有不動産の賃貸収入の減少や太陽光発電事業の減価償却費の増加、販管費の増加等が減益要因となった。

全社費用等が含まれる調整額は、遡及修正された前年同期の 318 百万円から 324 百万円に若干増加した。

◆ 仕掛販売用不動産等の増加により、総資産は増加した。

2022/9 期上期末の総資産は、前期末の 9,564 百万円から 10,879 百万円に増加した。主な内訳としては、仕掛販売用不動産が前期末比 577 百万円増、有形固定資産が同 557 百万円増（守谷市の事業用物件や笠間市の中古太陽光発電設備の取得等）、現金及び預金が同 255 百万円増となった。期中に取得した仕掛販売用不動産の主な物件としては、東京都台東区のレーガベアーネ東上野建設用地や千葉県柏市の宅地分譲用地、茨城県南の賃貸用マンション 2 棟が挙げられる。

◆ 自己資本比率は前期末に比べやや低下した。

2022/9 期上期末の負債合計は、前期末の 5,914 百万円から 7,002 百万円に増加した。物件取得による借入金の調達に伴い、有利子負債が前期末比 920 百万円増加したことや、預り金が同 153 百万円増加したこと等がその要因となった。一方、自己資本は利益蓄積等により同 226 百万円増加したものの、負債の増加の影響が上回ったため、自己資本比率は前期末の 38.2%から 35.6%に低下した。

◆ 香陵住販の 2022 年 9 月期業績予想

◆ 2022/9 期の会社予想は据え置きとなった。

2022/9 期予想について同社は、売上高 8,040 百万円、営業利益 634 百万円、経常利益 655 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 437 百万円を見込む期初計画を据え置いた（図表 7）。なお、会計基準の変更に伴う 2021/9 期の数値の遡及修正により、各段階利益の前期比増減率は期初計画から変更されている。

【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	3,206	3,263	1.8%
	売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.1%	40.6%	－
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,606	2,629	0.9%
	(対売上高比)	37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	33.4%	32.7%	－
営業利益		431	445	540	577	561	600	634	5.7%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	7.9%	－
経常利益		405	438	504	562	572	629	655	4.1%
	(対売上高比)	9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	8.1%	8.1%	－
親会社株主に帰属する 当期純利益		231	277	327	371	385	391	437	11.8%
	(対売上高比)	5.4%	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.0%	5.4%	－

(注) 2021/9 期の数値は遡及修正後

(出所) 決算短信、決算説明会資料、ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

売上総利益率は前期の 41.1%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、一部の経費を売上原価での計上に変更する予定である一方、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ため、前期比0.9%増を見込んでいる。

◆不動産流通は3%増収、14%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13.9%増、遡及修正後）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	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	
		実績	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	7,799	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	600	634	5.7%
	（対売上高比）	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	7.9%	—
	不動産流通	317	444	400	483	535	496	565	13.9%
	（対売上高比）	12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	9.1%	10.1%	—
	不動産管理	406	439	570	634	644	751	751	0.0%
	（対売上高比）	23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	31.9%	30.9%	—
	調整額	-291	-437	-430	-540	-619	-647	-682	—

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース、2021/9期の数値は遡及修正後

（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

2022/9期下期における不動産売上高の主な売却予定物件として挙げられていた、同社最大規模の物件である東新橋事務所ビルは5月30日に売却が完了した（図表9）。

建設準備中のレーガバーネシリーズの大型案件としては、東京都北区のRC10階建マンション「レーガバーネ中里」と、東京都台東区の鉄骨9階建事業用ビル「レーガバーネ東上野」が挙げられており、今後の進捗が注目される。

また、同社は、5月下旬に取得した地下1階付7階建の事務所・店舗ビル（東京都港区新橋）を2022年10月末に売却予定であると公表した。詳細は売却先との守秘義務契約により非公表であるが、大型物件であるため、2023/9期の業績に一定の影響を与えるものと思われる。

【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
完成済	レーガバーネ右舩	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
	レーガバーネ水戸白梅	茨城県水戸市	2022年2月	RC13階建マンション	63戸	2022/9期2Q売却済
建設中	レーガバーネ田彦	茨城県ひたちなか市	2022年3月	木造2階建アパート	16戸	2022/9期3Q売却予定
	レーガバーネみどりの東	茨城県つくば市	2022年7月（予定）	木造2階建アパート	12戸	
	レーガバーネ田彦Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2022年9月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ金沢町	茨城県日立市	2022年10月（予定）	木造2階建アパート	12戸	
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	解体済、着工待ち
	レーガバーネ袴塚	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ東赤塚	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	4戸	
	レーガバーネ久慈Ⅱ	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ金町	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	10戸	
	レーガバーネ森山町Ⅰ	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ城南	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	12戸	
	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	解体作業中
企画中	レーガバーネ金沢町Ⅱ	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	茨城県水戸市……桜川、城南					
	茨城県ひたちなか市……勝田本町					
	茨城県日立市……森山町Ⅱ、金沢町Ⅲ、川尻町					
	茨城県土浦市……中村南、東真鍋					

(注)2022年5月末時点

(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3%増収、0%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入は、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、事業撤退による売上高への影響は小さい。また、サブリースの会計処理方法の変更は計画には織り込まれていない。

管理事業収益については、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。期末管理戸数については、期初目標の21,000戸から21,450戸（前期末比1,005戸増）に上方修正された。

不動産管理事業の利益率については、前期の 31.9%から 30.9%への低下を見込んでいる。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ている。

同社は、2027/9 期を最終年度とする中期計画「KORYO2027」を公表している。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「レーガバーネ」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。

2022/9 期上期末での進捗状況を見ると、レーガバーネシリーズの竣工では、RC マンション 1 棟（進捗率 8.3%）、木造マンション 4 棟（同 4.0%）であった。「KORYO Funding」では、第 1 号プロジェクトである木造アパート「レーガバーネ久慈」（募集金額 53,900 千円）は、4 月 21 日に募集が開始され、即日で 100%を上回る応募を集め、6 月 1 日より運用が開始された。

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、2022 年 10 月 1 日に連結子会社の K A S U M I C の吸収合併を予定している。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、7%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、2022/9 期上期実績及び、同社の施策を踏まえ、2022/9 期業績を、売上高 8,070 百万円（前期比 3.5%増）、営業利益 644 百万円（同 7.3%増）、経常利益 658 百万円（同 4.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 446 百万円（同 14.0%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	8,070	8,202	8,433
	不動産流通	5,444	5,812	5,844	6,011
	不動産管理	2,354	2,258	2,358	2,422
営業（セグメント）利益		600	644	708	756
	（対売上高比率）	7.7%	8.0%	8.6%	9.0%
	不動産流通	496	573	608	628
	（対売上高比率）	9.1%	9.9%	10.4%	10.4%
	不動産管理	751	753	794	834
	（対売上高比率）	31.9%	33.4%	33.7%	34.4%
	調整額	-647	-682	-694	-706
経常利益		629	658	716	765
	（対売上高比率）	8.1%	8.2%	8.7%	9.1%
親会社株主に帰属する当期純利益		391	446	485	520
	（対売上高比率）	5.0%	5.5%	5.9%	6.2%

（注）セグメント別売上高は外部顧客ベース、2021/9 期の数値は遡及修正後

（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、7%増収、16%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 5,812 百万円（前期比 6.8%増、会社計画は 5,611 百万円）、セグメント利益 573 百万円（同 15.5%増、同 565 百万円）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 9%増収、仲介事業収益は 4%増収と予想した。

不動産売上高は 4,286 百万円（前期比 9.1%増、会社計画は 4,105 百万円）と予想した。第 3 四半期に大型物件である東新橋の事務所ビルが売却されたことや、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、2022/9 期上期実績を踏まえ、1,160 百万円（同 4.0%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、366 百万円（同 8.6%減、同 330 百万円）と予想した。

売上高は会社計画を 201 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 8 百万円にとどまると予想した。

◆ 不動産管理は、4%減収、0%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,258 百万円（前期比 4.1%減、会社計画は 2,428 百万円）、セグメント利益 753 百万円（同 0.2%増、同 751 百万円）と予想した。

◆ 賃貸事業収益は 15%減収、管理事業収益は 3%増収、太陽光発電事業収益は 11%増収と予想した。

賃貸事業収益は、サブリース事業における新収益認識基準の適用の影響等を考慮し、896 百万円（前期比 14.6%減、会社計画は 1,042 百万円）と予想した。一方、管理事業収益は、2022/9 期上期実績を踏まえ、1,083 百万円（同 2.8%増、同 1,096 百万円）と予想した。太陽光発電事業収益は、新規設備の稼働により、279 百万円（同 11.0%増、同 290 百万円）と予想した。

新型コロナウイルス感染症の影響軽減等によるコインパーキング事業の収益性の改善が会社想定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若干保守的と考えた。

調整額は会社計画と同額の 682 百万円と予想した。

◆ 2023/9 期の当調査部の予想は、2%増収、10%営業増益。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

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 8,202 百万円（前期比 1.6%増）、営業利益 708 百万円（同 9.9%増）と予想した。

◆ 不動産流通は、1%増収、6%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 5,844 百万円（前期比 0.6%増）、セグメント利益 608 百万円（同 6.1%増）と予想した。

◆ 不動産売上高は前期並み、仲介事業収益は 4%増収と予想した。

不動産売上高は 4,250 百万円（前期比 0.8%減）と予想した。大型物件と見られるレーガバーネ中里や、新橋の事務所店舗ビル等の売却を織り込み、高水準であった前期並みの売上高を確保すると考えた。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軽減することを前提に、1,209 百万円（同 4.2%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、4%増収、5%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,358 百万円（前期比 4.4%増）、セグメント利益 794 百万円（同 5.4%増）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 923 百万円（前期比 3.0%増）と予想した。主として、

新規開設の増加や、コロナ禍で低下した稼働率の正常化により、コインパーキング事業が拡大すると考えた。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 900 戸増加するという前提を置き、1,137 百万円 (同 5.0%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、利益率は前期比 0.3%ポイントの改善にとどまると予想した。

調整額は前期比 12 百万円増の 694 百万円と予想した。

◆ 2024/9 期の当調査部の
予想は、3%増収、7%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 8,433 百万円 (前期比 2.8%増)、営業利益 756 百万円 (同 6.8%増) と予想した。

◆ 不動産流通は、3%増収、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 6,011 百万円 (前期比 2.9%増)、セグメント利益 628 百万円 (同 3.3%増) と予想した。

◆ 不動産売上高は 2%増収、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 4,350 百万円 (前期比 2.4%増) と予想した。大型物件と見られるレーガバーネ東上野の売却や、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、中古物件の売却等を想定した。一方、仲介事業収益は 1,265 百万円 (同 4.6%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考えた。

セグメント利益率については、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一方、不動産売上高の利益率の低下を想定したことから、前期並みにとどまると予想した。

◆ 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 2,422 百万円 (前期比 2.7%増)、セグメント利益 834 百万円 (同 5.0%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 947 百万円 (前期比 2.6%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 900 戸増加するという前提を置き、1,177 百万円 (同 3.5%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改善による影響が、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 33.7%から 34.4%への改善を予想した。

調整額は前期比 12 百万円増の 706 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 13 気候変動に具体的な対策を	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
	5 ジェンダー平等を促進しよう 8 働きがいも経済成長も 10 人や国別の平等を促そう	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

(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。今後、自社企画投資用不動産「レーガバーネ」の屋根には原則、太陽光パネルを設置していく方針である。

2) 社用車のエコカー化～2022年3月末時点で、社用車128台のうち、エコカーは64台（EV2台、HV62台）、エコカー率50%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"> ・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700戸以上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 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 7 月から 8 月上旬には 2,000～2,200 円のレンジで推移していた。8 月 10 日に 2021/9 期第 3 四半期決算が発表され、前年同期比 26%増収、84%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。9 月以降、小型株に対する人気が全般的に低下すると、同社株価の変動レンジも 1,900 円～2,100 円に切り下がった。

11 月 12 日に公表された 2021/9 期の業績は会社計画をやや上回る好決算であったものの、織り込み済みであったため、株価は 1,900～2,100 円程度のレンジでの推移が続いた。2022 年 2 月には、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、株式市場が不安定となる中、同社株価の変動レンジは 1,700～1,900 円に切り下がった。5 月中旬には国内外の株式市場が下落する中、同社株価も 5 月 10 日に期中安値となる 1,600 円を付けた。その後、株式市場がやや落ち着きを見せると同社株価も小幅反発し、1,650～1,800 円の狭いレンジでの推移となった。

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感染症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は、現在 4.0%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（東証プライム 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（東証スタンダード 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（東証プライム 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	2022/3期	2022/3期	2022/3期
株価（円）	1,760	2,710	1,618	1,372
時価総額（百万円）	2,368	146,335	7,226	6,833
予想PER（倍）	5.3	8.1	6.3	5.9
実績PBR（倍）	0.6	1.1	0.8	1.2
予想配当利回り（％）	4.0	3.0	4.9	3.1

（注）6月24日時点、予想PER、予想配当利回りの算出ベースとなるEPS、DPSは会社予想

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、実績PBRが4社の中で最も高く、予想配当利回りも2番目に低いため、相対的に割高感がある。長栄は、4社中、予想配当利回りが最も高く、実績PBRは2番目に低いが、2020/3期以降、経常利益が伸び悩んでいる。

同社は、時価総額が最も小さいものの、予想PERと実績PBRが最も低いほか、予想配当利回りも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。

ディスクレームー

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。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。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。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。

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。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】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。