

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：2023/7/11

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

- ・2023/9 期第 2 四半期累計期間業績は、23.3%増収、16.8%営業増益。不動産売上高の拡大や、管理事業収益、賃貸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、管理戸数の拡大や、自社所有不動産の賃貸収入の増加、コインパーキングの設置台数の増加と稼働率の改善等に伴い、不動産管理事業が 11.9%増収 13.8%増益となったほか、不動産流通事業も 27.6%増収、8.7%増益と、両事業とも増収増益となった。

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

- ・2023/9 期業績について、同社は 1.5%増収、5.2%営業増益としている期初計画を据え置いた。セグメント別業績計画(不動産流通事業 0.3%減収、2.6%増益、不動産管理事業 6.8%増収、0.5%増益)も据え置かれている。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2023/9 期業績予想は、1.8%増収、6.4%営業増益とする。2024/9 期は 2.7%増収、6.5%営業増益、2025/9 期は、2.6%増収、4.0%営業増益とする。2023/9 期業績は、仲介事業の調整により、不動産流通事業は会社計画をやや下回ると想定した一方、賃貸事業が好調な不動産管理事業が会社計画を上回ると予想した。2024/9 期と 2025/9 期は、仲介事業や管理事業、コインパーキング事業の利益拡大と、2023/9 期に落ち込んだ太陽光発電事業の回復による増益を予想している。

1/27

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。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	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/9		7,535	20.6	561	-2.9	572	1.7	385	3.9	147.50	1,250.78	24.0
2021/9		7,799	—	600	—	629	—	391	—	147.76	1,363.21	32.0
2022/9		8,713	11.7	794	32.3	794	26.2	493	26.0	183.47	1,501.17	36.0
2023/9	CE	8,845	1.5	835	5.2	820	3.3	572	16.1	212.49	-	40.0
2023/9	E	8,871	1.8	845	6.4	841	5.8	585	18.7	216.63	1,673.28	40.0
2024/9	E	9,111	2.7	900	6.5	870	3.4	592	1.2	219.20	1,852.48	44.0
2025/9	E	9,348	2.6	936	4.0	905	4.0	617	4.2	228.45	2,036.93	48.0
2022/9	Q2	3,974	-3.5	408	18.0	411	16.9	274	16.3	102.20	1,440.30	-
2023/9	Q2	4,901	23.3	476	16.8	485	18.0	331	20.9	122.90	1,606.96	-

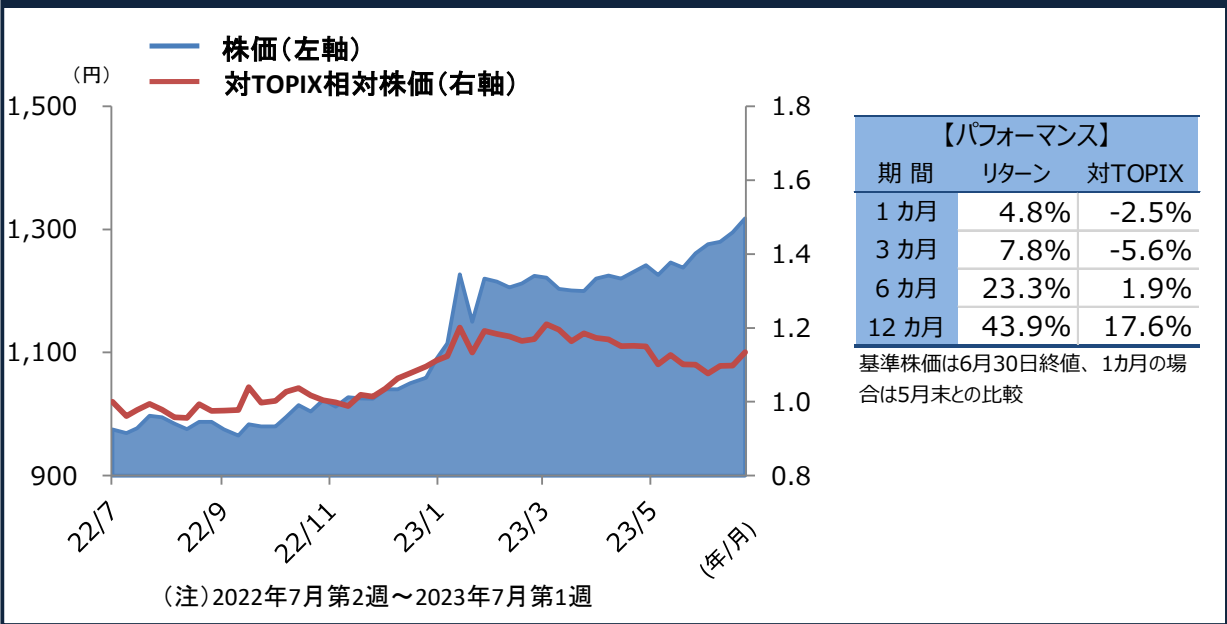
(注) CE : 会社予想、E : アルファ・ウイン調査部予想、Q2 : 第2四半期累計期間、2023年4月1日付で1 : 2の株式分割を実施。
1株当たり指標は遡って修正

【 株価・バリュエーション指標 : 3495 香陵住販 】 図表 B

項 目	2023/7/6	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,318	前期実績	7.2	0.9	2.7%	19.6%
発行済株式数 (千株)	2,701	今期予想	6.1	0.8	3.0%	18.5%
時価総額 (百万円)	3,560	来期予想	6.0	0.7	3.3%	20.1%
潜在株式数 (千株)	153	前期末自己資本比率		35.1%	前期ROE	12.8%

(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

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
2023 年 9 月期上期業績	P13
香陵住販の 2023 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 2023 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. SDGs への取り組み	P23
基本方針	P23
実施状況	P23
6. アナリストの視点	P24
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、太陽光発電事業等の幅広い事業を手掛けている。

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。

◆ 事業領域の拡充を進めている。

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、つくば市に本社を置くKASUMICを子会社化した。2021年には創立40周年を迎えた。

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によって構成されている。同社は、100%出資の連結子会社であったKASUMICを22年10月に吸収合併した。同社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。2022/9期の連単倍率は、売上高が1.12倍、営業利益が1.10倍と低く、子会社の業績貢献は小さい。

◆ 茨城県を中心に20店舗を設置している。

同社は、茨城県内に水戸市に7店、つくば市に4店、日立市及びひたちなか市に各2店、土浦市、牛久市及び東海村に各1店の18店、東京都台東区及び千葉県柏市に各1店の合計20店を設置している。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。

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。

2022/9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 74.1%（不動産売上高 57.6%、仲介 12.7%、その他 3.8%）、不動産管理事業 25.9%（管理 12.4%、賃貸 10.5%、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 47.5%、不動産管理事業 52.5%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（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	22/9期
不動産流通	売上高	不動産売上高	43.3	45.3	51.9	50.4	57.6
		仲介事業収益	16.9	15.2	12.7	14.3	12.7
		その他	5.7	6.5	5.3	5.1	3.8
		小計	66.0	67.0	69.9	69.8	74.1
	営業利益		41.2	43.3	45.4	39.8	47.5
不動産管理	売上高	賃貸事業収益	15.4	14.9	14.1	13.5	10.5
		管理事業収益	13.8	14.1	13.0	13.5	12.4
		太陽光発電事業収益	4.5	3.9	3.0	3.2	3.0
		その他	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
	小計		34.0	33.0	30.1	30.2	25.9
	営業利益		58.8	56.7	54.6	60.2	52.5

（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

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、同社は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

また、同社は「私たちは、企業理念の実現に向けて、当社グループを取り巻く事業環境における課題等に取り組むと共に、持続的な企業価値の向上に努め、すべてのステークホルダーから信頼される企業を目指します。」というサステナビリティ基本方針を制定している。

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 60 棟（完成済み）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。

2022/9 期の売上高を見ると、不動産売上高 5,015 百万円、仲介事業収益 1,107 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 3 億円。

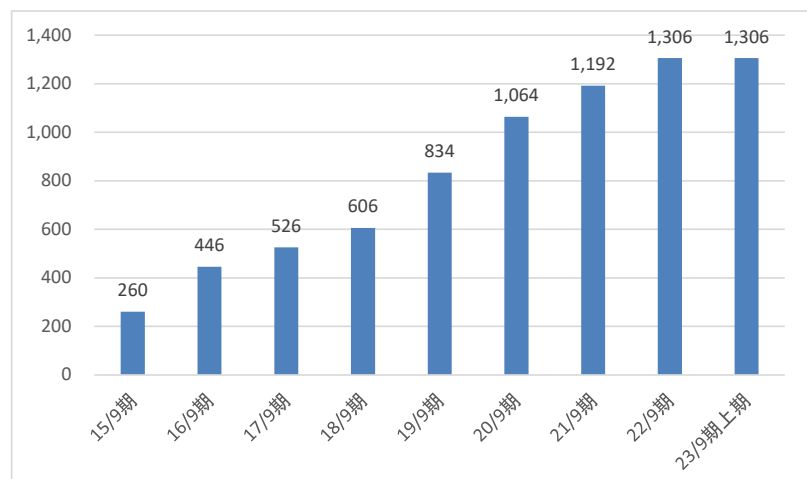
同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2022/9 期末における貸借対照表計上額 2,447 百万円に対して、時価評価額は 2,772 百万円（税引前含み益 325 百万円）となっている。また、2022/9 期における自社保有物件の賃貸損益は 242 百万円となっている。

◆ 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、2023/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末の運営施設数は 55 カ所、運営台数は前期末比横這いの 1,306 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 42 カ所、日立市に 7 カ所、ひたちなか市に 2 カ所、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。

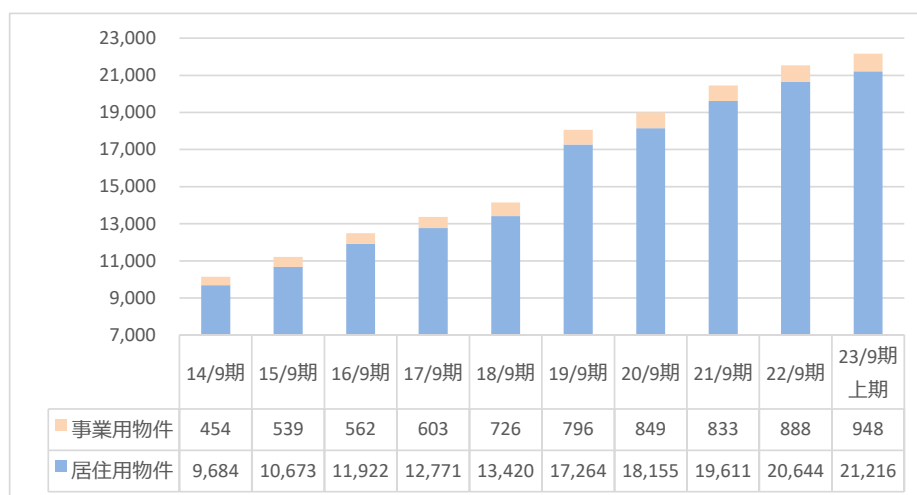
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆ 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 2023/9 期上期末には 22,164 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

2023/9 期上期末における地域別内訳は、水戸 11,917 戸、つくば、土浦等の県南 4,290 戸、ひたちなか 3,050 戸、東海・日立 1,933 戸、東京 974 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、2023/9 期上期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 76 台増の 8,656 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 2022/9 期末には 35%に上昇した。

同社の自己資本利益率（ROE）は、2017/9 期から 2022/9 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 2022/9 期末には 35.1%に上昇した。この期間、総資産は 6,590 百万円から 11,511 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 2022/9 期末には 4,396 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→2022/9 期末 2,447 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→1,805 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 2022/9 期には 1,050 百万円に減少した。

◆有利子負債は、自己資本に比べて小幅な増加にとどまっている。

2016/9 期末と 2022/9 期末を比較すると、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 4,043 百万円に増加した。一方、負債合計は 5,055 百万円から 7,465 百万円に増加した。有利子負債（リース債務を除く）は 3,189 百万円から 4,354 百万円に増加したものの、自己資本に比べて小幅な増加にとどまっている。増加額が大きかったその他の負債としては、預り金（2016/9 期末 493 百万円→2022/9 期末 1,045 百万円、管理戸数の増加による預り家賃の増加）が挙げられる。

◆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、棚卸資産が大きく増加した 2018/9 期と 2022/9 期は、営業キャッシュ・フローが各々△25 百万円、△319 百万円となった。しかし、2016/9 期から 2022/9 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その 2 期間だけであり、7 期間の累計額は 4,055 百万円と、同期間の経常利益の累計額 3,908 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。KASUMI C の買収や、太陽光発電設備、賃貸不動産の取得等に伴い、2016/9 期（△1,127 百万円）、2018/9 期（△346 百万円）、2019/9 期（△206 百万円）、2022/9 期（△1,363 百万円）はマイナスとなっており、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。

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、2022/9 期末には 226 名に増加した。2022/9 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 52 名、全社（共通）32 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。

2023 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 154 名、2021 年に国家資格となった賃貸不動産経営管理士 73 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6期で3回にとどまっている。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。

自社企画投資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。

◆ 不動産管理事業は高利益率を確保している

22/9 期において、セグメント利益率は、不動産管理事業（33.9%）が不動産流通事業（10.7%）を大きく上回っている（図表 4）。

【図表 4】セグメント別の収益構造（単位：百万円）

	不動産流通	不動産管理
売上高	6,452	2,260
セグメント利益	693	767
セグメント利益率	10.7%	33.9%
減価償却費	19	208
EBITDA	713	976
EBITDAマージン	11.1%	43.2%

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース、2022/9 期

(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、仲介事業収益では売上原価はほとんど生じないものの、利益率が低い不動産売上高が売上高の多くを占めているため、同事業の売上総利益率は 34%程度にとどまっている。

一方、不動産管理事業には太陽光発電事業収益や賃貸事業収益のように減価償却費が売上原価に計上される事業が含まれているが、その他には大きな売上原価が発生しないため、同事業の売上総利益率は 56%程度と高い水準にある。

- ◆ 売上総利益率の違いがセグメント利益率の格差に繋がっている。

両事業の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。販管費率は、両事業共に概ね 22～23%と同水準にあるため、売上総利益率の違いがセグメント利益率の格差に繋がっていると言えよう。

なお、セグメント利益に各事業の減価償却費を加算した EBITDA を基に、セグメント別 EBITDA マージンを算出すると、不動産流通事業の 11.1%に対し、不動産管理事業は 43.2%と、格差は更に広がっている。2022/9 期において、同社は賃貸不動産や太陽光発電設備に対する積極的な投資を実施しているが、EBITDA マージンが高い不動産管理事業への投資は、将来の利益成長に繋がるものと想定される。

3. 直近期の業績と今期の見通し

◆ 2023 年 9 月期上期業績

◆ 2023/9 期上期は 23%増収 17%営業増益。

2023/9 期上期の業績は、売上高が前年同期比 23.3%増の 4,901 百万円、営業利益は同 16.8%増の 476 百万円、経常利益は同 18.0%増の 485 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同 20.9%増の 331 百万円であった（図表 5）。

【 図表 5 】 2023 年 9 月期上期の業績

（単位：百万円）

		22/9期			23/9期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		3,974	4,738	8,713	2,687	2,213	4,901	23.3%
売上総利益		1,718	1,730	3,449	865	980	1,846	7.4%
	売上総利益率	43.3%	36.5%	39.6%	32.2%	44.3%	37.7%	—
販売費及び一般管理費		1,310	1,344	2,654	679	689	1,369	4.5%
	(対売上高比)	33.0%	28.4%	30.5%	25.3%	31.2%	27.9%	—
営業利益		408	386	794	185	290	476	16.8%
	(対売上高比)	10.3%	8.1%	9.1%	6.9%	13.1%	9.7%	—
経常利益		411	382	794	200	285	485	18.0%
	(対売上高比)	10.4%	8.1%	9.1%	7.5%	12.9%	9.9%	—
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益		274	218	493	136	194	331	20.9%
	(対売上高比)	6.9%	4.6%	5.7%	5.1%	8.8%	6.8%	—

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 通期計画に対する進捗率は、売上高 55.4%、営業利益 57.1%であった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高 55.4%、営業利益 57.1%、経常利益 59.2%であったが、第 1 四半期に大型物件の新橋事業用ビルを売却した影響が大きく、会社計画から大きな乖離はない模様である。

◆ 前年同期比では、売上高が 926 百万円、営業利益が 68 百万円増加した。

前年同期比では、売上高が 926 百万円、営業利益が 68 百万円増加した。利益率が低い不動産売上高の構成比が前年同期比 7.0%ポイント上昇したため、売上総利益率は前年同期の 43.3%から 37.7%に低下した。

販管費は、2023/9 期上期末の従業員が前年同期末の 220 名から 230 名に増加したこと等に伴い、給与手当（前年同期比 26 百万円増）、退職給付費用（同 4 百万円増）、賞与引当金繰入額（同 8 百万円増）等が増えたほか、貸倒引当金繰入額（同 16 百万円増）も増えたため、前年同期比 58 百万円（4.5%）増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は 2022/9 期上期の 33.0%から 27.9%に低下した。売上総利益率の悪化幅が販管費率の改善幅を上回った結果、営業利益率は前年同期の 10.3%から 9.7%に低下した。

営業外収益では、受取保険金が前年同期の 2 百万円から 16 百万円に増加したこと等により、営業外収支の黒字幅は、前年同期の 3 百万円から 9 百万円に拡大した。なお、K A S U M I C の合併関連費用 (6 百万円) 等が特別損失に計上された。

◆不動産流通は 28% 増収、9%増益。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 3,685 百万円 (前年同期比 27.6%増)、セグメント利益 416 百万円 (同 8.7%増) となった (図表 6)。売上高の内訳では、不動産売上高が 2,991 百万円 (同 39.3%増)、仲介事業収益が 524 百万円 (同 7.6%減)、建設売上高等が落ち込んだその他が 169 百万円 (同 2.2%減) であった。

【図表 6】2023 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	22/9期			23/9期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		3,974	4,738	8,713	2,687	2,213	4,901	23.3%
	不動産流通	2,888	3,564	6,452	2,096	1,588	3,685	27.6%
	不動産管理	1,086	1,174	2,260	590	625	1,216	12.0%
営業 (セグメント) 利益		408	386	794	185	243	476	16.8%
	(対売上高比)	10.3%	8.1%	9.1%	6.9%	11.0%	9.7%	—
	不動産流通	383	309	693	180	235	416	8.7%
	(対売上高比)	9.6%	6.5%	10.7%	6.7%	10.7%	8.5%	—
	不動産管理	348	418	767	182	213	396	13.8%
	(対売上高比)	8.8%	8.8%	33.9%	6.8%	9.7%	8.1%	—
	調整額	-323	-342	-666	-178	-158	-336	—

(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

不動産売上高については、大型物件であった新橋の事業用ビル (2023/9 期売上高計画 8,845 百万円の 1 割以上を占める) や木造アパートの自社企画投資用不動産「レーガペーネ」5 物件に加え、土地、戸建、中型投資用不動産等を売却したため、大幅な増加となった。

仲介事業収益については、賃貸仲介手数料は前年同期に対して微増となったものの、販売部門が自社所有物件の販売に注力した面もあり、販売仲介手数料が前年同期に比べ減少した。

不動産流通事業のセグメント利益については、仲介事業の利益が落ち込んだものの、不動産売上高の拡大で吸収し、増益となった。

◆不動産管理は 12% 増収、14%増益。

不動産管理事業 (セグメント間の内部売上高又は振替高を含むベース) は、売上高 1,225 百万円 (前年同期比 11.9%増)、セグメント利益 396 百万円 (同 13.8%増) となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が

529 百万円 (同 23.1%増)、管理事業収益が 583 百万円 (同 10.3%増)、太陽光発電事業収益が 102 百万円 (同 18.9%減) であった。

賃貸事業の内訳では、自社所有不動産の賃貸については、2022/9 期と 2023/9 期上期 (中古の RC 投資用不動産等) に取得した物件が貢献したため、売上高、利益共に大幅に増加した。

コインパーキング事業については、新型コロナウイルスの影響により、前年同期には低迷していた稼働率が回復したほか、2023/9 期上期末の設置台数が前年同期末比 113 台増加したため、大幅増収となった。今上期には新規設置がなく、開設費用が計上されなかったことや、稼働率が上昇したこともあり、利益も大幅に増加した模様である。

管理事業収益については、2023/9 期上期末の管理戸数が前年同期末の 21,232 戸から 22,164 戸に増加したこと、管理料収入が増加したほか、前年同期は不振であった内装工事が回復した。

一方、太陽光発電事業については、2022/9 期末において資産除去債務を認識したことに伴い、減価償却費が増加したことや、3 カ所で設備の盗難や故障が発生し、稼働が一時停止したこと、減収減益を余儀なくされたが、現時点で当該設備はいずれも復旧している。

セグメント利益については、管理事業と賃貸事業での増加で太陽光発電事業での減少をカバーした。

全社費用等が含まれる調整額は、前年同期の 323 百万円から 336 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。

2023/9 期上期末の総資産は、前期末の 11,511 百万円から 13,249 百万円に増加した。主な内訳としては、現金及び預金が前期末比 594 百万円増、仕掛販売用不動産が同 730 百万円増 (土地や中古物件等の取得)、販売用不動産が同 397 百万円増 (水戸市 RC マンション 2 棟等の取得) となった。

2023/9 期上期末の負債合計は、前期末の 7,465 百万円から 8,907 百万円に増加した。物件取得のための借入金の調達に伴い、有利子負債が前期末比 1,151 百万円増加したことや、預り金が同 164 百万円増加したこと等がその要因となった。

◆ 自己資本比率は前期末に比べ低下した。

一方、自己資本は利益蓄積等により同 294 百万円増加したものの、積極的な物件取得に伴い、有利子負債が大幅に増加したため、自己資本比率は前期末の 35.1%から 32.7%に低下した。

◆ 香陵住販の 2023 年 9 月期業績予想

- ・2023/9 期の会社予想 (2%増収、5%営業増益) は据え置かれた。

2023/9 期予想について同社は、売上高 8,845 百万円 (前期比 1.5%増)、営業利益 835 百万円 (同 5.2%増)、経常利益 820 百万円 (同 3.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 572 百万円 (同 16.1%増) を見込む期初計画を据え置いた (図表 7)。

【図表 7】2023 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	22/9期	23/9期	
		実績	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	8,713	8,845	1.5%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,101	3,206	3,449	3,498	1.4%
売上総利益率		47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.1%	39.6%	39.5%	-
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,606	2,654	2,663	0.3%
(対売上高比)		37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	33.4%	30.5%	30.1%	-
営業利益		431	445	540	577	561	600	794	835	5.2%
(対売上高比)		10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	9.1%	9.4%	-
経常利益		405	438	504	562	572	629	794	820	3.3%
(対売上高比)		9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	8.1%	9.1%	9.3%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	371	385	391	493	572	16.1%
(対売上高比)		5.4%	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.0%	5.7%	6.5%	-

(注) 2021/9 期の数値は遡及修正後

(出所) 決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

売上総利益率は前期の 39.6%から 39.5%への若干の低下を予想している。利益率が低い不動産売上高の売上高比率の低下を想定する一方、太陽光発電事業での減価償却費等の増加により、不動産管理事業の利益率低下を想定しているためである。一方、販管費については、減価償却費等の増加を想定しているため、前期比 0.3%増を見込んでいる。

- ・不動産流通は 0.3%減収、2.6%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 6,432 百万円 (前期比 0.3%減)、セグメント利益 711 百万円 (同 2.6%増) と見込んでいる (図表 8)。

【図表 8】2023 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	23/9期	
		実績	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	8,713	8,845	1.5%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	5,265	5,444	6,452	6,432	-0.3%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,270	2,354	2,260	2,413	6.8%
営業 (セグメント) 利益		431	445	540	577	561	600	794	835	5.2%
(対売上高比)		10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	9.1%	9.4%	-
	不動産流通	317	444	400	483	535	496	693	711	2.6%
(対売上高比)		12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	9.1%	10.7%	11.1%	-
	不動産管理	406	439	570	634	644	751	767	771	0.5%
(対売上高比)		23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	31.9%	33.9%	31.9%	-
調整額		-291	-437	-430	-540	-619	-647	-666	-646	-

(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

売上高の内訳では、不動産売上高 4,901 百万円（同 2%減）、仲介事業収益 1,188 百万円（同 7%増）と予想している。不動産売上高としては、10 月に新橋の事業用建物の売却が完了しているほか、自社企画投資用不動産の木造アパート 14 棟の売却を計画している（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（予定）時期	物件概要	戸数	現況または予定
完成済	レーガバーネ右羽	茨城県土浦市	2021年10月	木造2階建アパート	8戸	2022/9期3Q売却済
	レーガバーネみどりの東	茨城県つくば市	2022年8月	木造2階建アパート	2棟12戸	2023/9期1Q売却済
	レーガバーネ田彦Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2022年10月	木造2階建アパート	6戸	2023/9期1Q売却済
	レーガバーネ東赤塚	茨城県水戸市	2023年1月	木造2階建アパート	4戸	2023/9期2Q売却済
	レーガバーネ袴塚	茨城県水戸市	2023年2月	木造2階建アパート	8戸	自社所有（賃貸中）
	レーガバーネ金沢町	茨城県日立市	2023年3月	木造2階建アパート	2棟12戸	自社所有（賃貸中）
	レーガバーネ金町	茨城県水戸市	2023年3月	木造2階建アパート	2棟10戸	2023/9期2Q売却済
	レーガバーネ久慈Ⅱ	茨城県日立市	2023年3月	木造2階建アパート	8戸	2023/9期3Q売却済
	レーガバーネ勝田本町Ⅰ	茨城県ひたちなか市	2023年3月	木造2階建アパート	14戸	2023/9期2Q売却済
	レーガバーネ勝田本町Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2023年3月	木造2階建アパート	12戸	2023/9期3Q売却済
建設中	レーガバーネ水戸城南	茨城県水戸市	2023年4月	木造2階建アパート	8戸	2023/9期3Q売却済
	レーガバーネ森山町Ⅰ	茨城県日立市	2023年8月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ堀口	茨城県ひたちなか市	2023年9月（予定）	木造2階建アパート	2棟14戸	
	レーガバーネ勝田泉町	茨城県ひたちなか市	2023年9月（予定）	木造2階建アパート	10戸	
	レーガバーネ日立城南	茨城県日立市	2023年9月（予定）	木造2階建アパート	2棟12戸	
	レーガバーネ河和田	茨城県水戸市	2023年9月（予定）	木造2階建アパート	2棟14戸	
	レーガバーネ東大島	茨城県ひたちなか市	2023年9月（予定）	木造2階建アパート	12戸	
	レーガバーネ守谷	茨城県守谷市	2024年1月（予定）	RC6階建マンション	21戸	守谷支店出店予定
建築準備中	レーガバーネ中里	東京都北区	2024年4月（予定）	RC10階建マンション	18戸	
	レーガバーネ中村南	茨城県土浦市	2024年1月（予定）	木造2階建アパート	2棟10戸	
	レーガバーネ田彦Ⅲ	茨城県ひたちなか市	2024年2月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ市毛Ⅰ	茨城県ひたちなか市	2024年2月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ市毛A	茨城県ひたちなか市	2024年3月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ市毛B	茨城県ひたちなか市	2024年3月（予定）	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ勝田本町Ⅲ	茨城県ひたちなか市	2024年3月（予定）	木造2階建アパート	6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	解体済、着工待ち
	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	
	レーガバーネ真鍋	茨城県土浦市	未定	木造2階建アパート	2棟14戸	
企画 中	レーガバーネ小松	茨城県土浦市	未定	木造2階建アパート	12戸	
	レーガバーネ東砂	東京都江東区	未定	RC10階建マンション	26戸	
企画 中	茨城県水戸市・……・桜川					
	茨城県ひたちなか市・中根					

（注）2023 年 6 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

大型物件である東京都北区の RC10 階建マンション「レーガバーネ中里」の竣工時期は 2024 年 4 月と公表された。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、東京都台東区の鉄骨 9 階建事業用ビル「レーガバーネ東上野」と、東京都江東区の RC10 階建マンション「レーガバーネ東砂」が挙げられており、今後の進捗が注目される。

仲介事業収益については、KASUMI C の吸収合併に伴い、県南エリアでの仲介を強化する方針を掲げている。

◆不動産管理は 6.8%増収、0.5%増益を予想している。

不動産流通事業のセグメント利益率の改善を見込んでいるのは、利益率が高い仲介事業収益の売上高構成比の上昇を想定しているためである。

不動産管理事業は、売上高 2,413 百万円（前期比 6.8%増）、セグメント利益 771 百万円（同 0.5%増）と見込んでいる。売上高の内訳では、賃貸事業収益 1,010 百万円（同 10%増）、管理事業収益 1,112 百万円（同 3%増）と予想している。

賃貸事業収益については、2022/9 期に賃貸不動産の取得が進んだことから、自社所有不動産の賃貸収入が大幅に増加すると見込んでいる。コインパーキング事業も、前期開設分に加え、当期に開設を予定する駐車場の貢献等に伴い、増収を見込んでいる。

管理事業収益については、2023/9 期末の管理戸数を前期末比 1,008 戸増の 22,540 戸と想定して、管理手数料を中心とした増収を計画している。

不動産管理事業のセグメント利益率の低下を見込んでいるのは、太陽光発電事業での減価償却費の増加や、コインパーキング事業で新規開設費用の増加等を見込んでいるためである。

調整額については、KASUMIC の吸収合併に伴い、全社費用の一部を各セグメントに振替える方針となったため、前期比 20 百万円減の 646 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。なお、同社は、「レーガバーネ守谷」を建設し、1 階に開設する守谷支店の営業を 24 年 4 月に開始すると公表した。

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。

2023/9 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 11 棟（同 11.1%）であった。「KORYO Funding」では、2022 年 4 月から翌年 5 月に掛けて第 8 号ファンドまでを募集し、いずれも即日で 100%を上回る応募を集めた。

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。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2023 年 9 月期業績予想

- ◆ 2023/9 期の当調査部の
予想は、2%増収、6%営業増益。

当調査部は、2023/9 期上期実績及び、同社の施策を踏まえ、2023/9 期業績を、売上高 8,871 百万円（前期比 1.8%増）、営業利益 845 百万円（同 6.4%増）、経常利益 841 百万円（同 5.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 585 百万円（同 18.7%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		22/9期実績	23/9期E	24/9期E	25/9期E
売上高		8,713	8,871	9,111	9,348
	不動産流通	6,452	6,394	6,561	6,726
	不動産管理	2,260	2,477	2,550	2,622
営業（セグメント）利益		794	845	900	936
（対売上高比率）		9.1%	9.5%	9.9%	10.0%
	不動産流通	693	672	696	707
	（対売上高比率）	10.7%	10.5%	10.6%	10.5%
	不動産管理	767	831	874	911
	（対売上高比率）	33.9%	33.6%	34.3%	34.7%
調整額		-666	-658	-670	-682
経常利益		794	841	870	905
（対売上高比率）		9.1%	9.5%	9.5%	9.7%
親会社株主に帰属する当期純利益		493	585	592	617
（対売上高比率）		5.7%	6.6%	6.5%	6.6%

（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、1%減収、3%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 6,394 百万円（前期比 0.9%減、会社計画は 6,432 百万円）、セグメント利益 672 百万円（同 3.0%減、同 711 百万円）と予想した。

- ◆ 不動産売上高、仲介事業収益共に 1%減収と予想した。

不動産売上高は 4,970 百万円（前期比 0.9%減、会社計画は 4,901 百万円）と予想した。新築物件については会社計画通りと考えたものの、例年、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、上期の落込みを考慮し、1,095 百万円（同 1.1%減、同 1,188 百万円）と予想した。その他の売上高も、上期の落込みを考慮し、329 百万円（同 0.2%減、同 343 百万円）と予想した。

売上高は事業全体では会社計画を 38 百万円下回ると予想した。一方、利益率が高い仲介事業収益が会社計画を 93 百万円下回ると想定したことから、セグメント利益については、会社計画を 39 百万円下回ると予想した。

- ◆ 不動産管理は、10%増収、11%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,477 百万円（前期比 9.6%増、会社計画は 2,413 百万円）、セグメント利益 831 百万円（同 10.6%増、同 771 百万円）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 13%増収、管理事業収益は 9%増収、太陽光発電事業収益は 2%減収と予想した。

賃貸事業収益は、上期の好調を受け、自社所有不動産の賃貸収入とコインパーキング事業が大幅に増加すると考え、1,037 百万円（前期比 13.0%増、会社計画は 1,010 百万円）と予想した。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いたことや、上期実績を受けて、内装工事も増加すると見込んだことから、1,181 百万円（同 9.4%増、同 1,112 百万円）と予想した。太陽光発電事業収益は、盗難や故障による影響を踏まえ、259 百万円（同 1.6%減、同 289 百万円）と予想した。

売上高は事業全体では会社計画を 64 百万円上回ると予想した。一方、利益率が高い賃貸事業収益と管理事業収益が会社計画を上回ると想定したことから、セグメント利益については、会社計画を 60 百万円上回ると予想した。

調整額は会社計画と上期実績を踏まえ、会社計画を 12 百万円上回る 658 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

- ◆ 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、前期に減収を見込んだ仲介事業や太陽光発電事業の回復や、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 9,111 百万円（前期比 2.7%増）、営業利益 900 百万円（同 6.5%増）と予想した。

- ◆ 不動産流通は、3%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 6,561 百万円（前期比 2.6%増）、セグメント利益 696 百万円（同 3.6%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 5,070 百万円（前期比 2.0%増）と予想した。大型物件と見られるレーガバーネ中里等の売却を織り込んだことや、2023/9 期上期末の棚卸資産が拡大したことから、売上高の増加が見込めると考えた。一方、仲介事業収益は、体制を強化している県南エリアでの拡大を想定し、1,150 百万円（同 5.0%増）と予想した。

セグメント利益率は、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、前期比 0.1%ポイント改善すると予想した。

- ◆ 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 2,550 百万円（前期比 2.9%増）、セグメント利益 874 百万円（同 5.2%増）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 1%増収、管理事業収益は 2%増収、太陽光発電事業は 15%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,044 百万円 (前期比 0.7%増) と予想した。主として、新規開設の増加等により、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、1,208 百万円 (同 2.3%増) と予想した。太陽光発電事業収益は、設備の盗難や故障による影響が無くなると考え、298 百万円 (同 15.1%増) と予想した。

管理事業収益とコインパーキング事業の拡大に加え、太陽光発電事業における売上高の増加と減価償却費負担の軽減等により、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比 0.7%ポイント改善すると予想した。

調整額は前期比 12 百万円増の 670 百万円と予想した。

- ◆ 2025/9 期の当調査部の予想は、3%増収、4%営業増益。

2025/9 期については、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 9,348 百万円 (前期比 2.6%増)、営業利益 936 百万円 (同 4.0%増) と予想した。

- ◆ 不動産流通は、3%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 6,726 百万円 (前期比 2.5%増)、セグメント利益 707 百万円 (同 1.6%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 5,170 百万円 (前期比 2.0%増) と予想した。2023/9 期の不動産の仕入れ状況を考慮すると、緩やかながら増収が期待できると考えた。一方、仲介事業収益は 1,205 百万円 (同 4.8%増) と予想した。県南エリアの体制強化や管理戸数の積上げに伴い、特に賃貸仲介件数の増加が寄与すると考えた。

セグメント利益率については、前期比 0.1%ポイント悪化すると予想した。売上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ものの、新規出店の影響等により、販管費の伸びが売上総利益の伸びをやや上回ると見込んだためである。

- ◆ 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 2,622 百万円 (前期比 2.8%増)、セグメント利益 911 百万円 (同 4.2%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 1,071 百万円 (前期比 2.6%増) と予想した。主にコインパーキング事業における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 800 戸増加するという前提を置き、1,253 百万円 (同 3.7%増) と予想した。

管理事業収益や賃貸事業収益の拡大に加え、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比 0.4%ポイント改善すると予想した。調整額は前期比 12 百万円増の 682 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 再生可能エネルギーを普及させる	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 再生可能エネルギーを普及させる 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進しよう	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

(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～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「レーガペーネ」の屋根には原則、太陽光パネルを付ける方針であり、2023 年 5 月末時点で 8 棟に設置した。

2) 社用車のエコカー化～2023 年 5 月末時点で、社用車 155 台のうち、エコカーは 90 台（EV2 台、HV88 台）、エコカー率 58%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。

4) 「いばらき健康経営推進事業所」の登録認定～同社は、従業員の健康に配慮した取組みを実施している「いばらき健康経営推進事業所」として、茨城県に登録認定されている。

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)	・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)	・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)	・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 ・県外企業による茨城県での工場建設の増加に伴い、従業員向け住宅ニーズが高まっていること ・不動産クラウドファンディング事業の収益化
脅威 (Threat)	・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 KASUMIC 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 月に実施された吸収合併により、同社が KASUMIC 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、経済産業省の工場立地動向調査（対象は当該年に工場等の用地を取得した事業者）によれば、茨城県は、2022 年の工場敷地面積と県外企業の工場立地件数で全国 1 位となっている。県外企業による工場新設は、工場で働く従業員のための住宅需要を高めることから、同社の事業にポジティブな影響が期待される。

◆ 2023/9 期配当の会社
予想は 4.0 円増配の
40.0 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。配当性向については 30%以上を当面の目標としている。

一株当たり配当金(2023 年 4 月 1 日付の 1:2 の株式分割適及修正後)については、2021/9 期は年 32.0 円(配当性向 21.7%)、2022/9 期は年 36.0 円(同 19.6%)を実施した。2023/9 期について、同社は年 40.0 円の普通配当(同 18.8%)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、2023/9 期は年 40.0 円、2024/9 期は年 44.0 円、2025/9 期は年 48.0 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、2022 年 7 月上旬から 12 月中旬までは 900~1,050 円(株式分割適及修正後)のレンジで推移していた。2023 年 1 月に入ると、バリュース株に対する人気が高まる中、同社株価も上昇し、1 月下旬には 1,200 円台を突破した。2 月 13 日には好調な 2023/9 期第 1 四半期決算が発表されたが、既に株価が上昇していたこともあり、株価は大きな変動を見せなかった。

5 月 12 日には 2023/9 期上期決算が発表されたが、株価には大きな影響を与えなかった。その後も株価はほぼ横這いで推移していたが、徐々に下値を切り上げる展開となり、7 月 5 日には期中高値となる 1,320 円を付けた。

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、不動産業界の動向等が挙げられる。同社は、2023/9 期予想で 18.8%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%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	2022/9期	2023/3期	2023/3期	2023/3期
株価（円）	1,318	2,847	2,038	1,508
時価総額（百万円）	3,558	153,733	9,117	15,020
予想PER（倍）	6.2	6.7	7.9	7.5
実績PBR（倍）	0.9	1.0	0.9	2.2
予想配当利回り（%）	3.0	3.7	3.9	4.7

（注）株価は 7 月 7 日（同社は 7 月 6 日）時点、予想 PER、予想配当利回りの算出ベースとなる EPS、DPS は直近の会社予想

（出所）各社の決算短信、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、実績 PBR が最も高い。フェイスネットワークは、配当利回りでは魅力的であるものの、実績 PBR が 4 社の中で最も高い。長栄は、予想配当利回りと実績 PBR では相対的に魅力があるものの、予想 PER が最も高くなっている。

同社は、時価総額は最も小さいものの、実績 PBR が長栄と同水準で相対的に低いほか、予想 PER が最も低いため、バリュエーション比較では 4 社の中では魅力的であると言える。

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。