

ホリスティック企業レポート ムゲンエステート 3299 東証マザーズ

フル・レポート
2015年5月1日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150428

買い取った中古不動産をバリューアップし販売することが主力事業 国内及び海外投資家向けの不動産買取再販事業が好調に推移し業績を牽引

1. 会社の概要

・ムゲンエステート(以下、同社)は、中古不動産を買取、バリューアップを施し、「再生不動産」として、主に一次取得者層向けへは居住用不動産として、個人投資家、海外投資家には投資用不動産として販売する不動産売買事業を主力業務としている。

アナリスト: 副島 久敬
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 事業環境

・居住用不動産は政府の「住生活基本計画」で、中古住宅の住宅市場での流通比率を08年の14%から、20年に25%に高めるという目標が出されており、その達成に向けて環境の整備が進むこともあり、当面高い成長を確保できると考えられる。

・投資用不動産は、相続税の改正に伴う課税強化による不動産投資需要の拡大、東京オリンピック・パラリンピックの開催決定による海外投資家の投資額の拡大により堅調な推移が予想される。

3. 非財務面の分析

・競売物件の入札、リフォームの実施、販売価格の決定から効率の良い販売ルート構築に至るまで業務プロセスを確立していること、また経験値を積み上げていることが同社の知的財産となっている。

4. 経営戦略

・同社は地方物件を取り扱わず、首都圏でのドミナント戦略を継続する方針で、首都圏の中古再生事業で売上 No.1 を目指している。

・営業社員数の増員、物件ラインアップの拡大、高額物件の取扱拡大等により事業基盤の強化・拡大を目指している。

5. アナリストの評価

・不動産買取再生事業は、積み重ねてきた実績、取扱件数の多さ、経験値をビジネスモデルとして確立したことは評価できる。

・事業拡大に伴い、営業キャッシュフローの赤字が15/12期も続くと証券リサーチセンターは予想している。投資に際しては、同社は外部環境の変化に影響を受けやすい事業形態となっている点に留意する必要がある。

【主要指標】

	2015/4/24
株価(円)	2,688
発行済株式数(千株)	10,968
時価総額(百万円)	29,482

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.8	12.0	9.5
PBR(倍)	3.8	3.0	2.3
配当利回り(%)	0.6	0.8	1.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	23.9	31.3	142.6
対TOPIX(%)	18.1	14.7	99.9

【株価チャート】



【3299 ムゲンエステート 業種:不動産業】

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)
2013/12	20,830	61.8	2,254	272.2	1,974	415.6	1,127	401.1	136.6	371.3	4.0
2014/12	30,175	44.9	3,465	53.7	3,076	55.8	1,759	56.0	181.8	708.0	17.0
2015/12 CE	38,546	27.7	4,368	26.1	3,864	25.6	2,319	31.8	211.5	—	22.0
2015/12 E	39,305	30.3	4,569	31.9	4,108	33.6	2,465	40.1	224.7	910.7	22.0
2016/12 E	43,843	11.5	5,684	24.4	5,149	25.3	3,089	25.3	281.7	1,162.4	30.0
2017/12 E	48,846	11.4	6,295	10.7	5,702	10.7	3,421	10.7	311.9	1,439.3	35.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、1株当たりの指標は株式分割調整後で表示

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － 沿革
- － 経営理念

2. 事業環境

- － 中古住宅市場の現状
- － 中古住宅の市場環境
- － 投資用不動産の状況
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略

5. アナリストの評価

- － SWOT 分析
- － 経営戦略の評価
- － 株主還元策
- － バリュエーション比較

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

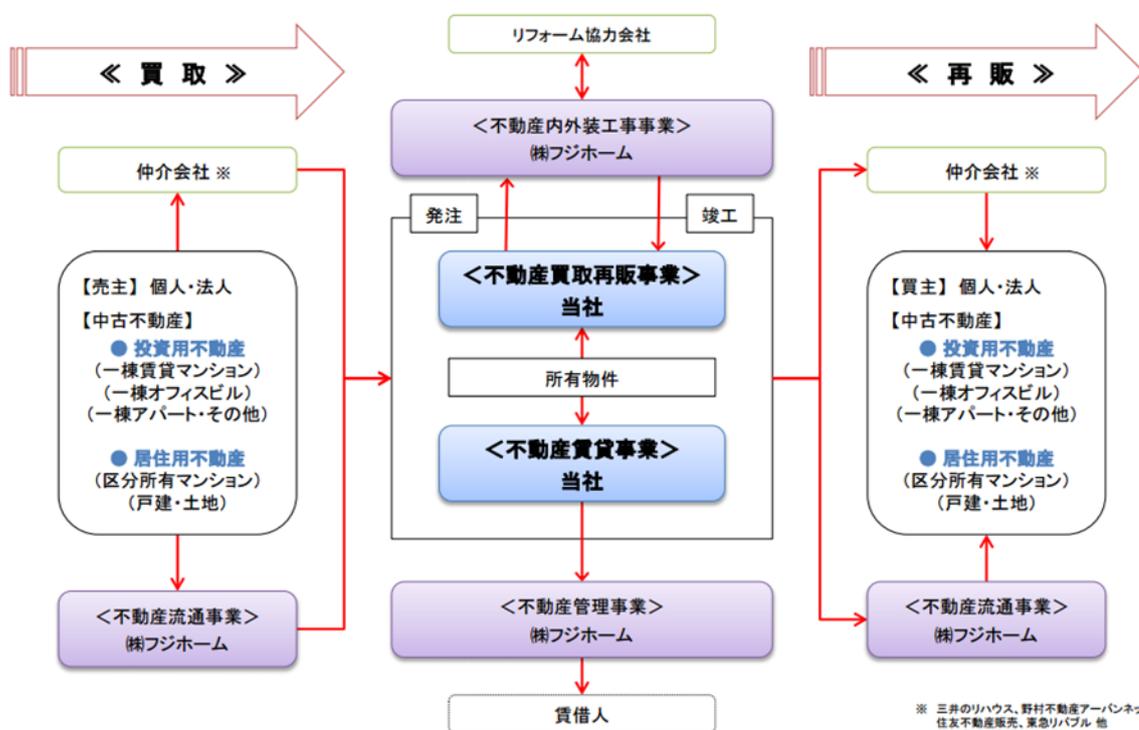
> 事業内容

◆ 不動産売買事業が主力

ムゲンエステート（以下、同社）グループは、株式会社ムゲンエステート及び連結子会社のフジホームの計2社で構成されており、「不動産売買事業」、「賃貸その他事業」を主力業務としている。不動産売買事業が14/12期の売上高の97%を占めている。

同社の事業系統図は図表1の通りである。

【図表1】ムゲンエステートの事業系統図



(出所) ムゲンエステート決算説明会資料(15年2月12日)より証券リサーチセンター作成

中古不動産を買取、バリュアアップを施し、「再生不動産」として販売。

◆ 不動産売買事業

不動産売買事業は、ムゲンエステートが担当する不動産買取再販事業とフジホームが担当する不動産内外装工事事業、不動産流通事業で構成されており、不動産買取再販事業が中心である。

(1)不動産買取再販事業

不動産買取再販事業は、首都圏1都3県(東京、神奈川、埼玉、千葉)を中心に中古不動産(区分所有マンション、投資用不動産、戸建等)を買取、バリュアアップ(内外装工事及び建物の管理状況の改善、経年劣化に伴う修繕工事、空室の賃貸、滞納賃料の解消等による不動産

営業担当者が買取活動から、リフォーム企画、販売活動まで一貫して責任を持つビジネスフロー。

投資利回りの向上等)を施し、「再生不動産」として、主に一次取得者層(初めて住宅を取得する層)、個人投資家、海外投資家に販売している。

買取及び販売に際しては、主として不動産仲介会社に仲介を依頼しているが、顧客のニーズの変化や市場動向を把握するため、一部は子会社であるフジホームでも仲介業務を行っている。

顧客のニーズに的確かつ迅速に対応するため、区分所有マンション、投資用不動産(賃貸マンション、アパート、オフィスビル)、戸建等多種多様な物件を取り扱っている。

同社は、営業担当者(約70名)が買取活動からリフォーム企画、販売活動に至るまでを一貫して責任を持つ、独自のビジネスフローを展開している。不動産の営業は基本的には「人対人」であり、仲介業者に頻繁に通うことで優良な情報の入手に努めている。

営業担当者は、不動産事業者としての判断に加え、銀行の融資判断基準を考慮しながら不動産購入の判断を下している。また、営業担当者の評価指標は、最終利益が基本となっているが、販売件数も重要な指標としている。利益を確保することを最優先としているが不動産情報取得にもインセンティブが生じる仕組みとなっている。

同社では買取にあたって、独自の社内基準を定めており、担当者の買取判断に一定の基準を設け、担当者毎のバラツキを極力排除し、意思決定をサポートすることでスピード感のある運営を心がけている。この買取基準は例えば、当該物件の地理的な利便性や、購入者の購入後の管理費等の負担等をシート形式にして判断可能としており、同社のノウハウとなっている。

物件の買取に際して、基本的に競争入札の物件には参加をしない方針であり、買取の基準は他社よりも厳しいと証券リサーチセンター(以下、当センター)では評価している。

同社では販売物件の移管制度を採用している。物件の購入後、6カ月を経過した物件は社内清算され、営業担当者から再査定を実施する部門に移管され、販売できなかった要因分析をして追加的な対応等を行い販売している。また、物件保有期間内においても、市場環境を判断して、社内金利を変動させることで担当者の早期売却を促し、在庫のコントロールも可能としており、社内移管制度と共にリスク管理体制にも様々な工夫をしている。

同社の不動産買取再販事業は、投資用不動産事業と、居住用不動産事業で構成されている。

【 図表 2 】 不動産買取再販事業の状況

決算期	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12
投資用不動産						
販売金額(百万円)	867	466	1,211	3,276	11,135	19,079
件数	18	7	18	37	103	137
平均単価(千円)	48,167	66,571	67,278	88,541	108,107	139,263
居住用不動産						
販売金額(百万円)	6,150	10,635	9,880	8,323	8,762	10,107
件数	258	422	407	371	387	409
平均単価(千円)	23,837	25,201	24,275	22,434	22,641	24,711

※14/12期よりフジホームによる不動産買取再販事業を行わない方針のため、参考として単体の数値を記載

(出所) ムゲンエステート決算説明会資料(15年2月12日)より証券リサーチセンター作成

a.投資用不動産

14/12期の単体ベースの投資用不動産事業は図表2にもあるように売上高が19,079百万円(前期比71.3%増)、件数は137件(同33.0%増)、平均単価139.3百万円(同28.8%増)と順調に拡大した。

投資用不動産は14/12期に売上高19,079百万円(前年比71.3%増)と好調。

同社の投資用不動産の販売先は、資産形成層・年金対策層(年収3,000万円超のキャッシュリッチ層、年収1,000~3,000万円のアップーミドル層、リタイア後の富裕層)、相続対策層(総資産5億円超の富裕層、資産管理会社等)及び海外投資家(台湾・香港を中心としたアジアの富裕層)が中心となっている。またそのニーズも多岐にわたっている(図表3)。

相続税の課税強化、及び東京オリンピック・パラリンピックの開催決定に伴う海外投資家の不動産投資への関心の高まりに伴い、当面堅調に市場が推移することが期待できることから、同社では幅広いニーズに対応するため、販売ターゲットを明確化し、商品ラインアップの更なる充実を図る方針である。

投資用不動産のボリュームゾーンは1~2億円程度の物件が大半を占めており、レジデンシャル用が60%強を占めている。主なエリアは国道16号線の内側のエリアで、ターゲットとなる利回り水準は、同社のバリューアップ実施後で7%程度を目途としている。不動産取得の競合先は中小事業者が中心であり、競合状態は居住用不動産ほど厳しくはない。

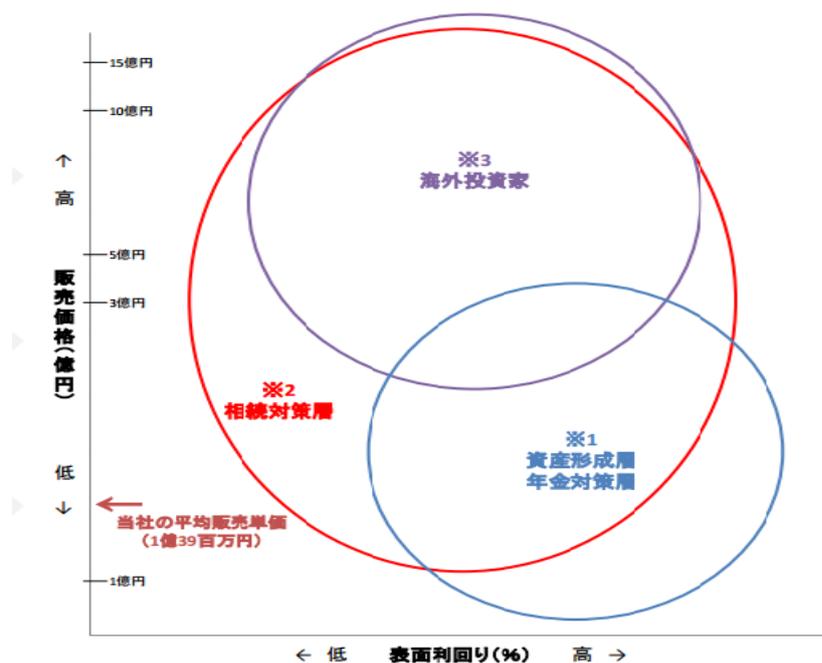
b.居住用不動産

14/12期の単体ベースの居住用不動産は、売上高が10,107百万円(前期比15.4%増)、戸数409戸(同5.7%増)、平均単価24.7百万円(同9.1%増)と順調に拡大した。

居住用不動産は 14/12 期に
販売戸数 409 戸(前期比
5.7%増)と堅調。

同社が対象としている居住用不動産の価格帯は、中古マンションとしては、ほぼ平均的なレンジにあり、業者間を中心に物件取得競争が厳しくなっている。長期的に見れば、同市場は順調に拡大すると同社は考えているが、短期的には市場の過熱感に対して警戒をしており、買取の基準等を厳しくしている。

【 図表 3 】 投資用不動産の購入者の状況



(出所) ムゲンエステート決算説明会資料 (15年2月12日) より証券リサーチセンター作成

15/12期の居住用不動産事業について、同社は戸数400戸(前期比2.2%減)、単価23.3百万円(同5.9%減)と慎重に考えており、想定通りの利益獲得が期待できない物件の購入にストップをかけている。

(2)不動産内外装工事業

同社が取得した中古不動産の内外装工事をフジホームが行っている。

一級建築士をはじめとする工事関連資格保持者による的確な物件の調査・診断と年間500件を超える内外装工事で培ったノウハウにより、設備の更新を含み、当初の住宅性能を時代に調和させた形に変えることで、物件のバリューアップを図っている。

(3)不動産流通事業

同社が取得した物件の販売にあたり、フジホームが中古不動産情報をホームページや他社が運営する不動産情報サイトに掲載することや、オープンルームの実施等による不動産仲介業務を行っている。また、自社で仲介業務を行うことで多様化するエンドユーザーのニーズを的確に把握することを可能としており、不動産買取再販事業とのシナジー効果が生じている。

◆ 賃貸その他事業

賃貸その他事業は、不動産賃貸事業、不動産管理事業で構成されている。

(1)不動産賃貸事業

買取した「投資用不動産」及び「固定資産物件」をエンドユーザー向けに賃貸している。

また「投資用不動産」及び「固定資産物件」の管理をフジホームへ委託することで、収益力の向上と不動産買取再販事業における販売活動の効率化を可能としている。

買い取った物件を再販するまでの期間内の賃料収入であり、不動産買取再販事業の拡大に伴い不動産賃貸収入も増加傾向となっている。

(2)不動産管理事業

買取した「投資用不動産」及び「固定資産物件」の賃貸管理業務をフジホームが行っている。建物の管理状況の改善、経年劣化に伴う修繕工事、空室の賃貸、滞納賃料の解消等を実施することでバリューアップを図り、不動産投資利回りの向上に寄与している。

また、「投資用不動産」の購入者の意向に応じて、販売後も引き続き賃貸管理事業を行うこともある。

> 沿革

◆ 現藤田進代表取締役会長が良質中古住宅の供給を目指し設立

同社は 90 年 5 月に現藤田進代表取締役会長が良質中古住宅の供給を目指して設立した(図表 4)。藤田会長は、同社の設立以前に勤務していた建設会社が中古区分所有マンションの買替客向けにクロスの張り替えを行っていたのを目にし、中古再生事業に着目し、現在のビジネスモデルへと発展させた。

設立当初から、買取再販事業を主として展開してきた。現在の主力行である東京信用金庫との取引開始を契機に金融機関、仲介事業者等の取引先での信用を高め、その後徐々に規模、地域、ラインアップを充実させ事業を拡大してきた。

同社はリーマンショック及び東日本大震災により大きな影響を受けたが、人員削減や早期の物件売却など迅速に対応することにより利益を確保し、様々な経験値を積み上げることで現在に至っている。14年6月に東証マザーズに上場した。

【 図表 4 】 ムゲンエステートの沿革

1990年 5月	株式会社ムゲンエステート設立
1990年 7月	宅地建物取引業免許(東京都知事)を取得
1992年 4月	東京都中央区日本橋蛸殻町に本店移転
1997年 8月	株式会社フジホーム設立
2003年 9月	東京都中央区日本橋浜町(現住所)に本店移転
2005年 7月	一級建築士事務所登録(東京都知事)
2007年 1月	工事部門を設置、内外装工事を開始
2010年 5月	宅地建物取引業免許(国土交通大臣)を取得
2010年 6月	神奈川県横浜市西区北幸に横浜支店を設置し、業務を開始
2010年 9月	工事部門を株式会社フジホームへ移管
2012年 8月	賃貸管理部門を株式会社フジホームへ移管
2013年 1月	販売力強化のため、不動産仲介を担当する流通部を株式会社フジホームに設置
2014年 6月	東京証券取引所 マザーズ市場に上場
2015年 1月	東京都新宿区西新宿に新宿支店を設置し、業務を開始

(出所) 株式売出届出目論見書及び決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

> 経営理念

◆ 同社の社是は「夢現 夢を現実にし、理想を追求する」

同社は、社是に「夢現 夢を現実にし、理想を追求する」を掲げている。またビジョンとして、「不動産ビジネスを通して、夢のある社会の実現をはかる」、ミッションとして、「お客様の夢の実現をお手伝いし、お客様と共に成長する」と定めている。

企業理念は、以下の3点である。

- (1)社会の繁栄に貢献し、成長し続けていきます。
- (2)コンプライアンス経営に徹します。
- (3)ステークホルダー満足度の充実につとめます。

行動規範は以下の7点である。

1. 「三方よし」の精神を大切にする。
2. 「もったいない精神」を大切にする。
3. 「ありがとう」という感謝の気持ちを大切にする。
4. 常に「改革」の視点と「チャレンジ精神」を持ち続ける。
5. 「信用」を継続させる。
6. すぐやる。必ずやる。出来るまでやる。
7. コンプライアンス重視の経営

2. 事業環境

> 中古住宅市場の現状

2014年度の成約件数は、中古マンション、中古戸建住宅共に消費税の駆け込みによる反動減となるが高水準を維持。

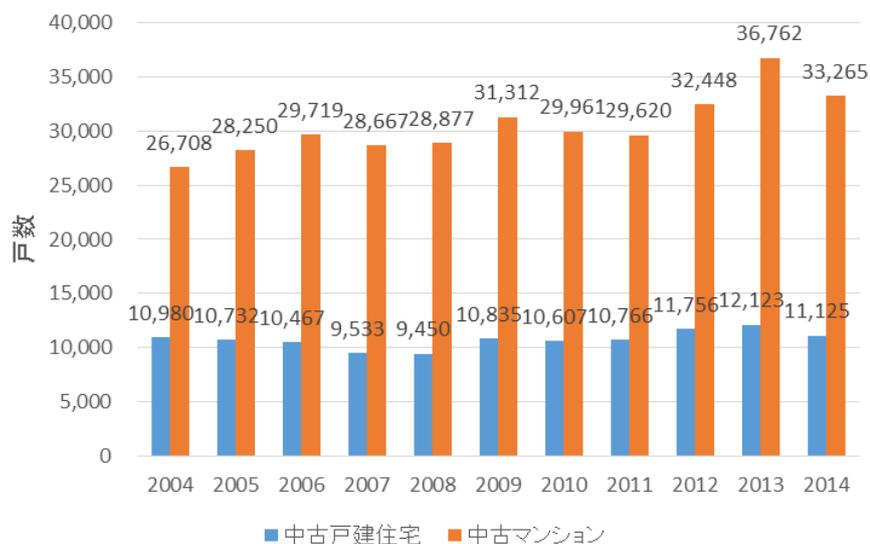
◆ 首都圏の中古住宅市場は堅調に推移

14年度の首都圏の中古住宅の成約件数は、中古マンション、中古戸建住宅ともに、消費税増税前の駆け込み需要の反動もあり、13年度を下回り、中古マンションは33,265戸（前年度比9.5%減）で3年ぶりに前年度を下回り、中古戸建住宅も11,125戸（同8.2%減）となり、4年ぶりに前年度を下回った（公益財団法人東日本不動産流通機構 15年4月16日公表、図表5）。

04年度～14年度の年間成約件数の平均は、中古マンションが30,508戸、中古戸建住宅が10,761戸であり、14年度の実績を見ると、中古マンションが平均に対し20.5%、中古戸建住宅が3.4%それぞれ上回っており、上昇トレンドを継続している。

中古住宅市場は消費税増税の影響もあり、短期的な調整は見られるものの、市場環境が良いこともあり引き続き堅調に推移すると当センターでは見込んでいる。

【図表5】中古マンション・中古戸建成約件数の推移（年度）



(出所) 公益財団法人東日本不動産流通機構の資料より証券リサーチセンター作成

中古住宅（マンション）購入者の81%が初めて住宅を購入、予算の制約、新築へのこだわりのなさが中古住宅選択の理由。

◆ 新築へのこだわりのなさ及び予算が中古住宅（マンション）の購入者の決定要因

国土交通省が15年3月に発表した「平成25年度住宅市場動向調査報告書」（以下同意向調査）によると、中古住宅（マンション）購入者の約81%が初めて住宅を購入した所謂一次取得者である。また、中

意向調査を前提に考えた場合、中古住宅(マンション)取得は資金フローの面でも魅力的。

古住宅(マンション)を購入した理由として、①予算的にみて中古住宅(マンション)が手頃だったから(75%)、②新築住宅にこだわらなかったから(34%)を挙げている(図表6)。

中古住宅購入者の平均税込世帯年収は613万円と厚生労働省が実施している平成24年国民生活基礎調査の平均548万円を上回った状況となっている。

同意向調査を踏まえて、借入金総額1,200万円、金利1.45%、返済期間20年とした場合、月次の返済額はおよそ57.6千円と直前に住んでいた住宅の月額賃料以下となっている。借入金の一部を変動金利とすることで、更に月次の返済額を減少させることは可能であり、マンション等の管理費等の支払いを考慮しても、中古住宅(マンション)購入が資金フローの面でも魅力的な状況となっている。

【 図表 6 】 中古住宅市場動向意向調査

初めて住宅を購入	80.8%
中古住宅を購入した理由(複数回答)	
予算的にみて中古住宅が手頃だったから	75.4%
新築住宅にこだわらなかったから	33.7%
リフォームすれば快適に住めると思った	29.7%
売主がリフォームを実施	50.0%
購入後にリフォームを実施	36.6%
直前の住宅の月額家賃(平均)	77,071円
住宅購入当時の世帯主の年齢(平均)	45.1
税込世帯年収(平均)	613万円
住宅購入資金の内訳(平均)	
自己資金の合計	1,090万円
借入金の合計	1,163万円
住宅購入資金総額	2,253万円
自己資金比率	48.4%

(出所) 国土交通省平成25年度住宅市場動向調査報告書より証券リサーチセンター作成

> 中古住宅の市場環境

◆ 政府が中古住宅流通シェアの目標を設定

政府は06年6月に住生活基本法を施行、住生活基本計画が06年9月に策定され、11年3月に改定され閣議決定されている。

住生活基本法は、住宅セーフティネットの確保を図りつつ、健全な住宅市場を整備するとともに、国民の生活の「質」の向上を図る政策への本格的な転換に向けての道筋を示したものである。

住生活基本計画において、住生活の安定の確保及び向上の促進に関する目標並びにその達成のために必要な基本的な施策を掲げている。これらは、①安全・安心で豊かな住生活を支える生活環境の構築、②住

宅の適正な管理及び再生、③多様な居住ニーズが適切に実現される住宅市場の環境整備、④住宅の確保に特に配慮を要する者の居住の安定の確保の4点である。

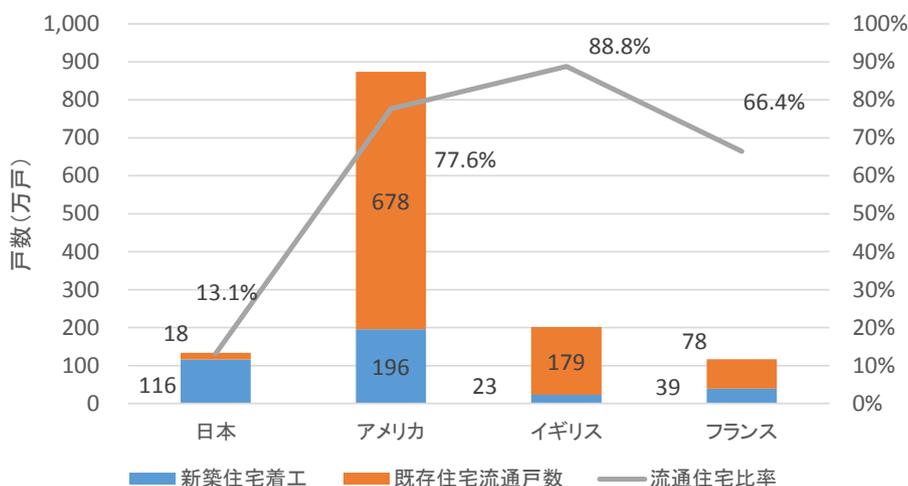
中古住宅市場に対する政策支援としては、①既存住宅が円滑に活用される市場の整備(住宅履歴情報の蓄積、瑕疵担保保険の活用、合理的な価格査定・個別取引に関する情報提供、リフォーム事業者に関する情報の提供等)、②将来にわたり活用される良質なストックの形成(住宅性能表示制度の見直し、長期優良住宅の支援、木材が安定的に供給されるための加工・流通体制の整備等)及び③多様な居住ニーズに応じた住宅の確保の促進と需給の不適合の解消(住宅金融市場の整備、空屋の有効活用、賃貸住宅におけるトラブルの未然防止等)があげられている。

中古住宅流通シェアを 08年の14%から20年に25%に引き上げる目標を設定。

また、住生活基本計画において複数の数値目標があげられているが、中古住宅流通促進に関するものとして、既存住宅の流通シェアを08年の14%から、20年に25%に引き上げるという数値目標がある。

図表7は中古住宅流通比率の国際比較であるが、アメリカ、イギリス及びフランスと比較した場合に日本の比率の低さが際立っており、地球環境保護の観点からも好ましい状況とはなっていない。

【図表7】中古住宅流通比率の国際比較



(出所) 住生活基本法の概要<参考資料4>より証券リサーチセンター作成

政府の政策支援もあり、08年7月に大手住宅メーカー9社により、既存の優良ストック住宅の流通活性化や適切な流通市場の形成・仕組みの構築を目指し、「優良ストック住宅協議会」が設立された。また、国土交通省も13年6月に「既存住宅インスペクション・ガイドライン」を策定する(既存住宅インスペクションに対する消費者等の信頼

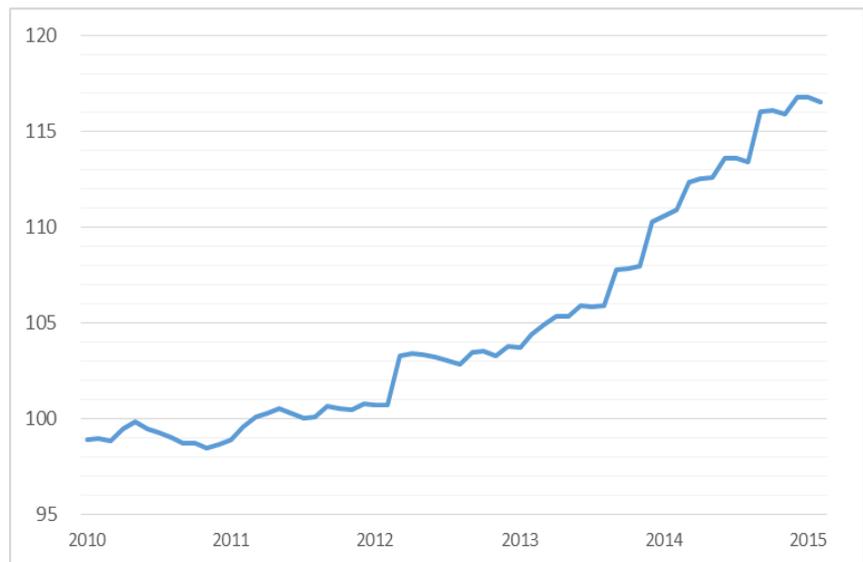
の確保と円滑な普及を図ることを目的)等、中古住宅流通市場の拡大に向けた動きが見られ、政策支援や市場全般の動向にも後押しされ、中古住宅流通市場のより一層の拡大が期待できると当センターでは考えている。

◆ 新築マンションの原価は上昇傾向に

図表 8 は 10 年以降の集合住宅の工事原価指数の推移を示したものである。20 年間右肩下がりであった建設投資は 11 年に底を打ち、増加に転じている。その環境下で集合住宅の工事原価も、12 年以降は上昇ペースが加速しており、今後も新築マンションの販売価格への転嫁が進むものと考えられる。建築需要は、今後も被災地の復興需要、インフラ等の更新需要等で公共部門は堅調に推移することが想定され、また民間建設投資も 20 年の東京オリンピック・パラリンピックへの期待の高まりもあり、高水準な状況が継続するものと思われる。

新築マンションは工事費用、不動産価格が上昇傾向にあり先高感あり。

【 図表 8 】 集合住宅工事原価推移 (2005/1=100)

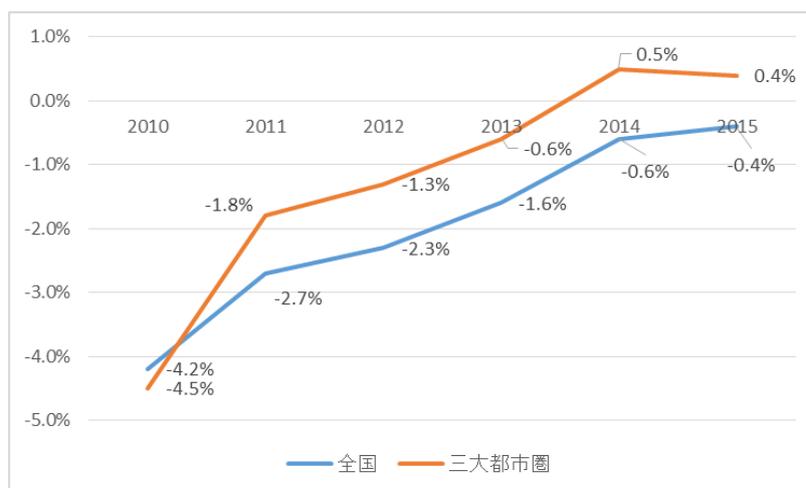


(出所) 一般財団法人建設物価調査会建設物価指数より証券リサーチセンター作成

また、14 年 1 月 30 日の建設産業活性化会議において一般財団法人建設経済研究所が発表した「建設業就業者の将来推計」では、建設業就業者数は 10 年の 4,475 千人から 15 年迄に 10 年比 18.7%減少の 3,639 千人、20 年には更に 19.1%減少し 2,945 千人になると過去の傾向を基に推計されている。これに楽観的な補正を加えても、建設業就業者の高齢化が進むことから、技能労働者の不足が顕在化し、前述した旺盛な建設需要の高まりを考慮すると、当面の間、建設業就業者の需給がタイトな状況が継続し、工事費用に関しては先高感が生じている。

加えて、新築マンションの原価構成に大きな影響を持つ不動産価格も、下落幅が徐々に縮まり国土交通省発表の15年1月1日時点の地価公示では、住宅地は全国では前年の0.6%の低下に続いて0.4%低下したが、三大都市圏では14年より上昇に転じ、15年も引き続き0.4%上昇している(図表9)。商業地においても同様の傾向を示しており、三大都市圏では1.8%の上昇に転じており、住宅と比べても上昇率は高くなっている。

【図表9】地価公示の動向



(出所) 国土交通省資料より証券リサーチセンター作成

今後供給される新築マンションは、建設費用及び不動産価格の上昇を反映した価格設定となることが想定され、中古マンションとの価格差は拡大することが予想されることから、中古マンション市場の相対的な魅力は今後も増してゆくと当センターでは考えている。

首都圏は 2025 年までは世帯数は増加傾向を維持。

◆ 1 都 3 県の世帯数は 2025 年まで増加傾向

図表 10 は国立社会保障・人口問題研究所が 14 年 4 月推計の全国及び同社の不動産買取再販事業エリアの 1 都 3 県の推移を示したものである。

全国では 20 年以降、世帯数の減少が見込まれているが、同社の営業対象市場の 1 都 3 県は 25 年まで引き続き増加傾向を維持する見込みであり、良好な事業環境となっている。

【 図表 10 】 1 都 3 県の世帯数推移

都道府県	世帯数 (1,000世帯)					
	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年
全 国	51,842	52,904	53,053	52,439	51,231	49,555
埼玉県	2,837	2,938	2,983	2,977	2,926	2,843
千葉県	2,512	2,580	2,604	2,585	2,528	2,444
東京都	6,382	6,663	6,789	6,814	6,752	6,614
神奈川県	3,830	3,997	4,086	4,106	4,060	3,966
合計(1都3県)	15,562	16,178	16,462	16,482	16,266	15,867

(出所) 国立社会保障人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計 (2014 年 4 月推計)」より証券リサーチセンター作成

> 投資用不動産の状況

◆ 海外投資家の注目

図表 11 は世界の主要都市の集合住宅地の価格、賃料水準、キャップレート、空室率を比較している。東京は主要都市比較で、住宅価格が賃料水準と比較すると安価であり、キャップレート(賃貸料収入の利回り)の水準が高くなっている。また金利水準も低く、イールドギャップ(賃貸収入の利回りと国債金利水準の乖離)が大きい点から投資対象として非常に魅力的な状況となっている。また、20 年に東京オリンピック・パラリンピックの開催が決定したことで海外投資家の注目度も高まっているものと当センターでは考えている。

国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課が 14 年 8 月に発表した「海外投資家アンケート調査(海外年金基金、機関投資家等の回答数 99)」では、回答者の 53.1%が現在日本の不動産に投資しており、投資を開始した理由として、①市場規模の大きさ(80.4%)、②流動性が高い(60.8%)、③市場の安定(51.0%)が挙げられている。

現在の投資額と 3 年後の投資額との比較に関しては、投資額を増加・やや増加させると回答した割合も 41.1%と日本を除くアジアの 50.8%を下回っているものの、他の主要地域である北米、欧州より水準は高くなっている。

投資額を増加させる要因として、不動産価格の上昇期待、不動産市場の活性化、短期的な景気の先行き感の改善が要因として挙げられており、20年の東京オリンピック・パラリンピックの開催、アベノミクスによる大胆な金融緩和、成長戦略に対する期待値も高くなっている。

不動産市場の成長性に対しては投資家の注目度が高いが、他の市場と比較すると日本の不動産市場の成長性に対する評価は大変厳しい状況となっていることは注意が必要である。

同社の14/12期決算説明会資料によると、同社の海外投資家への投資用不動産販売は順調に拡大しており、14/12期では、販売件数16件(13/12期5件)売上高4,206百万円(同244百万円)となっており、単体ベースの投資用不動産に占めるシェアも14/12期は件数で11.7%(13/12期4.9%)、売上高で22.0%(同2.2%)を占めている。

【 図表 11 】 世界の主要都市の比較

	集合住宅地の住宅価格	集合住宅地の賃料 (月額㎡当たり)	キャップレート		空室率	
	指数	指数	アッパークラス	ミドルクラス	アッパークラス	ミドルクラス
東京	100	100	4.6%	5.3%	8.0%	7.0%
ロンドン	236.5	129.4	3.3%	4.3%	10.1%	10.1%
ニューヨーク	392.2	119.8	3.5%	3.5%	1.3%	1.0%
パリ	309.4	96.9	2.8%	3.0%	5.0%	2.0%
香港	483.9	113.9	3.0%	3.2%	6.0%	5.0%
シンガポール	684.4	168.8	2.1%	2.2%	6.1%	6.1%

※アッパークラスは高級住宅地、ミドルクラスは一般的な住宅地

(出所) 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会「平成25年世界地価等調査結果」より証券リサーチセンター作成

◆ 相続税の改正

平成25年度税制改正に関する法律「所得税法等の一部を改正する法律案」が13年3月29日に国会で可決成立し、相続税は格差是正、富の再配分機能強化の観点から、15年1月1日より定額控除が従来の5,000万円から3,000万円に引き下げられ、法定相続人比例控除も従来の法定相続人一人当たり1,000万円から、600万円に引き下げられている。

課税強化の結果、課税対象者の拡大が予想され不動産取得による相続資産の評価を引き下げるニーズにより、さらに投資用不動産の市場が拡大するものと当センターでは考えている。

◆ 14年12月期は大幅増収増益

2月12日に発表された同社の14/12期業績は、売上高30,175百万円(前期比44.9%増)、営業利益3,465百万円(同53.7%増)、経常利益

14/12期は、投資用不動産の件数の増加、単価の改善、居住用不動産の売上拡大も寄与し大幅増収増益。

3,076 百万円 (同 55.8%増)、当期純利益 1,759 百万円 (同 56.0%増) であった。

大幅増収増益の要因は、①同社単体の投資用不動産の販売件数が 137 件と前期比 33.0%増加したこと、②同社単体の投資用不動産の平均販売価格が一件当たり前期の 108.1 百万円から、139.2 百万円と同 28.8% 上昇したこと及び、③同社単体の居住用不動産の販売金額が前期の 8,762 百万円から 10,107 百万円と同 15.4%増加したことによる。

売上総利益率は横ばいとなっているが、販管費率が低下し営業利益率は前期の 10.8%から 11.5%に改善している。

堅調な市場環境から、引き続き 15/12 期の成長確保に向け、不動産の物件取得が先行し、14/12 期の営業キャッシュフローは 13/12 期の 3,612 百万円の赤字から 6,444 百万円の赤字へと拡大しており、これを金融機関からの借入でカバーしている状況が続いている。

> 今後の業績見通し

売上高は 30.3%増加を見込むが、売上総利益率はほぼ横ばいを想定。

◆ 15 年 12 月期は営業利益 31.9%増を証券リサーチセンターは予想
当センターでは、15/12 期は売上高 39,305 百万円 (前期比 30.3%増、会社想定 38,546 百万円)、営業利益 4,569 百万円 (同 31.9%増、同 4,368 百万円)、経常利益 4,108 百万円 (同 33.6%増、同 3,864 百万円)、当期純利益 2,465 百万円 (同 40.1%増、同 2,319 百万円) と予想する。

14/12 期末の販売用不動産の残高は、21,224 百万円と 13/12 期末の 12,788 百万円に対し、8,436 百万円増加しており、順調に積み上がった状況となっている。特に投資用不動産市場は、海外投資家の需要の高まり、相続税の課税強化に伴う課税対象者の不動産投資拡大も期待できることから堅調に推移すると当センターでは考えている。

一方で当センターでは、居住用不動産は引き続き金融緩和に伴う不動産取得の厳しい競争環境が継続すると想定しており、15/12 期の戸数販売の前提を 393 戸 (14/12 期比 4.0%減、会社想定は 400 戸)、また単価についても若干の低下を想定している。

売上総利益率はほぼ横ばいの水準を維持できると当センターでは想定している。

15/12 期も引き続き投資用不動産を中心に将来成長確保に向けた物件取得が先行し、営業キャッシュフローは 3,666 百万円の赤字となり、金融機関よりの借入でカバーする状況が更に続くと当センターでは考えている。

16/12 期以降も投資用不動産及び居住用不動産の販売を中心に堅調に推移する見込み。

◆ 証券リサーチセンターは 17 年 12 月期に売上高 488 億円、経常利益 57 億円を予想

当センターでは、引き続き厳しい競争環境が続くものの、海外投資家の投資金額の拡大、政府による政策支援、新築マンションの価格の上昇もあり、中古不動産の流通市場が拡大すると予想している。好調な市場環境にも支えられ、取り扱い不動産の大型化、営業体制の強化もあり、当センターでは、17/12 期の業績を、売上高 48,846 百万円、営業利益 6,295 百万円、経常利益 5,702 百万円、当期純利益 3,421 百万円と予想する。

営業キャッシュフローは、16/12 期以降、財務レバレッジの改善及び物件取得のペースが多少落ち着くことから、少額ではあるが黒字に改善すると当センターでは想定している。

【 図表 12 】 業績予想

損益計算書(千円)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
売上高	12,877,015	20,830,575	30,175,343	39,305,000	43,843,000	48,846,000
売上原価	10,971,256	16,867,333	24,445,902	32,702,000	36,477,000	40,640,000
売上総利益	1,905,759	3,963,242	5,729,440	7,556,000	9,016,000	10,008,000
販売費及び一般管理費	1,300,042	1,708,548	2,264,033	2,987,000	3,332,000	3,712,000
営業利益	605,716	2,254,693	3,465,406	4,569,000	5,684,000	6,295,000
営業外収益	9,967	15,271	23,445	30,000	32,000	36,000
営業外費用	232,771	295,733	412,706	491,000	568,000	630,000
経常利益	382,913	1,974,232	3,076,145	4,108,000	5,149,000	5,702,000
特別利益	26,155	5,802	23,698	0	0	0
特別損失	8,719	73,568	2,761	0	0	0
税引前当期利益	400,348	1,906,466	3,097,082	4,108,000	5,149,000	5,702,000
法人税、住民税及び事業税	175,297	778,808	1,337,496	1,643,000	2,059,000	2,281,000
当期純利益	225,051	1,127,658	1,759,585	2,465,000	3,089,000	3,421,000

売上高比(%)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
売上総利益	14.8%	19.0%	19.0%	19.2%	20.6%	20.5%
販売費及び一般管理費	10.1%	8.2%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%
営業利益	4.7%	10.8%	11.5%	11.6%	13.0%	12.9%
経常利益	3.0%	9.5%	10.2%	10.5%	11.7%	11.7%
税引前当期利益	3.1%	9.2%	10.3%	10.5%	11.7%	11.7%
当期純利益	1.7%	5.4%	5.8%	6.3%	7.0%	7.0%

前期比(%)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
売上高	-	61.8%	44.9%	30.3%	11.5%	11.4%
売上総利益	-	108.0%	44.6%	31.9%	19.3%	11.0%
販売費及び一般管理費	-	31.4%	32.5%	31.9%	11.6%	11.4%
営業利益	-	272.2%	53.7%	31.8%	24.4%	10.7%
経常利益	-	415.6%	55.8%	33.5%	25.3%	10.7%
税引前当期利益	-	376.2%	62.5%	32.6%	25.3%	10.7%
当期純利益	-	401.1%	56.0%	40.1%	25.3%	10.7%

貸借対照表(千円)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
現預金、有価証券	1,109,587	1,945,793	4,221,423	4,419,000	6,572,000	8,945,000
販売用不動産	7,293,462	12,788,427	21,224,024	27,646,000	30,837,000	34,356,000
その他	320,936	659,127	968,038	1,260,000	1,407,000	1,568,000
流動資産	8,723,985	15,393,347	26,413,485	33,325,000	38,816,000	44,869,000
有形固定資産	1,147,537	989,317	947,628	948,000	948,000	948,000
無形固定資産	62,729	62,885	63,420	63,000	63,000	63,000
投資その他資産	88,030	133,606	151,772	152,000	152,000	152,000
固定資産	1,298,297	1,185,809	1,162,820	1,163,000	1,163,000	1,163,000
資産合計	10,022,282	16,579,156	27,576,305	34,488,000	39,979,000	46,031,000
短期借入金及び1年以内返済の社債・長期借入金	3,403,812	5,881,547	7,583,707	9,359,000	10,404,000	11,556,000
その他	583,151	1,491,946	1,928,811	2,513,000	2,802,000	3,122,000
流動負債	3,986,963	7,373,493	9,512,518	11,872,000	13,206,000	14,678,000
社債及び長期借入金	3,763,659	5,729,490	9,769,212	12,056,000	13,402,000	14,886,000
その他	316,639	410,011	529,372	571,000	621,000	681,000
固定負債	4,080,298	6,139,501	10,298,584	12,627,000	14,023,000	15,567,000
純資産合計	1,955,020	3,066,161	7,765,203	9,989,000	12,749,000	15,786,000

対総資産比率(%)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
流動資産	87.0%	92.8%	95.8%	96.6%	97.1%	97.5%
販売用不動産	72.8%	77.1%	77.0%	80.2%	77.1%	74.6%
固定資産	13.0%	7.2%	4.2%	3.4%	2.9%	2.5%
流動負債	39.8%	44.5%	34.5%	34.4%	33.0%	31.9%
固定負債	40.7%	37.0%	37.3%	36.6%	35.1%	33.8%
自己資本	19.5%	18.5%	28.2%	29.0%	31.9%	34.3%
有利子負債	71.5%	70.0%	62.9%	62.1%	59.5%	57.4%

キャッシュフロー(千円)	12/12	13/12	14/12	15/12(E)	16/12(E)	17/12(E)
営業活動によるキャッシュ・フロー	-377,792	-3,612,627	-6,444,316	-3,665,965	41,925	61,162
投資活動によるキャッシュ・フロー	433,370	-200,129	-55,469	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	202,171	4,424,118	8,656,977	3,863,092	2,111,496	2,312,041
現金及び現金同等物の増減額	257,748	611,362	2,157,190	197,127	2,153,421	2,373,203

(出所) 株式会社売出届出目論見書等より証券リサーチセンター作成、15/12(E)以降は証券リサーチセンター予想

3. 非財務面の分析

物件の取得の意思決定、リフォーム内容、売却価格の決定までの一連のプロセスを確立。

◆不動産仲介事業者及び金融機関と構築した協力関係

同社の競争力を知的資本の視点で分析した結果を図表 13 に示した。同社の主力の不動産買取再販事業は、1 都 3 県の居住用不動産を中心に仕入れバリューアップを実施し販売、取扱不動産の範囲、物件の規模を大きくすることで事業基盤及び顧客基盤を拡大させてきた。

営業担当者が買取活動からリフォーム企画、販売活動に至るまでを一貫して責任を持つ、独自のビジネスフローを構築している。同時に社内にもリスク管理体制を築きビジネス全般でスピード感をもって対応できる体制を確立してきた。

同業他社との差別化において、重要な知的資本は、①物件の購入に関する独自の社内基準による意思決定プロセス、②不動産移管制度、社内金利調整等のリスク管理手法、③物件への適正なリフォーム内容の実施、及び売却価格の決定ノウハウ、④販売パートナーの不動産仲介事業者との関係構築をする社員といった点が挙げられる。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客基盤 ・ブランド	● 年間 500 件以上の幅広い不動産取得を通じて構築した不動産仲介事業者との信頼関係	・不動産販売件数	・546 件(490 件)
	事業 パートナー	● 地元の不動産仲介事業者と緊密な連携体制を構築。 ● 不動産物件の購入に対する金融機関との良好な取引関係構築。	—	—
組織資本	業務 プロセス	● 不動産移管制度、社内金利の調整等により不動産リスク管理を徹底。 ● 不動産賃貸、リフォーム、仲介・管理と展開していることによるシナジー効果。	—	—
	知的財産 ・ノウハウ	● 物件の取得に関して独自ノウハウによる迅速な意思決定を可能としている。 ● リフォーム内容、売却価格の決定は物件毎に臨機応変に対応。	・販売用不動産残高/売上高	・70.3%(61.4%)
人的資本	経営陣	● 不動産ビジネスのサイクルを熟知し、リーマンショックの際も赤字転落を回避。	・売上総利益率	・19.0%(19.0%)
	従業員	● 業績拡大に伴い従業員採用を積極化、営業担当者の拡充は引き続き同社の課題。	・営業担当者数 ・社員勤続年数	・約 70 名 ・4.8 年

(注) KPI は 14/12 期実績、括弧内数値は 13/12 期実績

(出所) ヒアリング及び有価証券報告書等に基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

中古住宅の再生は地球環境の保護に貢献、また良質廉価な住宅の提供により社会に貢献。

◆ 環境対応 (Environment)

不動産の再生事業そのものが、限りある資源の有効活用をすることであり、地球環境を保護し社会に貢献することが会社の活動指針となっている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の企業理念は、

(1)社会の繁栄に貢献し、成長し続けていきます。

(2)コンプライアンス経営に徹します。

(3)ステークホルダー満足度の充実につとめます。

の3点であり、またビジョンとして、「不動産ビジネスを通して、夢のある社会の実現をはかる」、ミッションとして「お客様の夢の実現をお手伝いし、お客様と共に成長する」としている。

行動規範は以下の7項目となっている。

1.「三方よし」の精神を大切にする。

2.「もったいない精神」を大切にする。

3.「ありがとう」という感謝の気持ちを大切にする。

4.常に「改革」の視点と「チャレンジ精神」を持ち続ける。

5.「信用」を継続させる。

6.すぐやる。必ずやる。出来るまでやる。

7.コンプライアンス重視の経営

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役は会長の藤田進氏を含めて7名、うち社外取締役は1名(西方仁史氏)でグンゼ株式会社の執行役員を経て13年9月に同社の社外取締役に就任した。

常勤監査役の武田克実氏はいちよし証券出身、社外監査役2名は、1名が弁護士、1名が税理士となっている。

同社は、企業理念でもコンプライアンス経営に徹すること、行動規範においてもコンプライアンス重視の経営を宣言している。

同社の企業理念の実現のために最も必要な施策は、経営の透明性と健全性の確保及び環境の変化に迅速・適切に対応できる経営機能の強化であり、コーポレート・ガバナンスの確立が最重要課題であるとの認識のもと、①業務執行責任者に対する監督・牽制の強化、②情報開示による透明性の確保、③業務執行の管理体制の整備を推進している。

図表 14 は大株主の状況となっている。

【 図表 14 】 大株主及び株式属性別の株主保有状況

氏名または名称	所有比率	株式の属性	所有比率
藤田 進	38.57%	個人その他	79.9%
藤田 進一	13.86%	外国人	8.3%
藤田 百合子	4.56%	金融機関	6.3%
藤田 由香	3.65%	証券会社	5.2%
庄田 桂二	3.19%	株主数	2,079
上位5名の合計	63.83%		

(出所)「平成 26 年 12 月期 決算説明会資料 (2014 年 2 月 12 日)」に基づき証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

「3つのS」をキーワードに持続的成長を担保する収益基盤の確立を目指す

◆ 経営基本戦略

同社では以下の「3つのS」をキーワードに持続的成長を担保する収益基盤の確立を目指している。

- 経営の Speed 向上
- 顧客の Satisfaction (満足) を追求
- 社員の Skill 向上

◆ 首都圏ドミナント戦略の継続推進

成長戦略として、「首都圏ドミナント戦略の推進」を継続し、他社との差別化戦略として、地方都市への支店展開を行わないこと、地方都市の中古不動産は原則として取り扱わないこととしており、首都圏の中古不動産に集中し、首都圏の中古再生事業で売上 No.1 を目指している。

◆ 投資用不動産買取再販の強化・拡大

同社は事業基盤の強化・拡大のために、投資用不動産を取り扱える営業社員絶対数の増大、アッパーミドル層を対象とした販売価格 1~2億円のレンジの取扱物件数の拡大、販売価格 10 億円を超える物件の取扱の拡大、在庫ラインアップの更なる充実を図り様々な顧客ニーズに対応すること、バランスの取れた事業ポートフォリオの構築(レジデンシャル、オフィスビル、様々な販売価格帯の物件に分散)等に取り組んでいる。

既に投資用不動産市場の競争相手は増加傾向にあり、価格も上昇している。居住用不動産の取得競争は引き続き厳しく、メインターゲット層の所得が伸び悩んでいることもあり、今後は物件取得にあたっては流動性の重視、買取基準の強化・徹底、価格上昇のピークの見極め等、事業拡大にあたりハードルは高くなっている。同社では、上場による信用力・認知度の上昇による仕入れルートの更なる拡大に加え、創業以来の情報網をより一層活用することで、物件取得の情報入手を強化していく方針である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの分析

不動産の取得からバリューアップ、売却に関するプロセスを社内ノウハウとして確立していることが強み。

外部環境の変化、金融機関の貸出態度に影響を受けやすい事業内容。

◆SWOT分析

強みは中古不動産の買取、バリューアップに関して確立されたプロセスと不動産のビジネスサイクルに精通している経営陣、弱みは外部環境の変化に左右されやすい業務内容である。

強み(Strength)

- ・500件以上の物件を取得・販売することで、培われた不動産仲介事業者との信頼関係に基づく情報入手が可能となっていること。
- ・不動産買取の独自の社内基準や、不動産移管制度等の不動産取得から、バリューアップ、売却価格の決定に至るまでプロセスを社内ノウハウとして構築できていること。
- ・自社のビジネスモデルに対して、ぶれない経営陣。

弱み(Weakness)

- ・居住用不動産は競合他社とのビジネスモデルの差別化が難しく、外部環境の変化による影響が避けられないこと。
- ・販売用不動産の確保が、売上高・利益成長の源泉であり、金融機関の貸出態度に物件取得のペースが左右される可能性があること。

機会(Opportunity)

- ・政策の支援による中古物件に対する消費者の認識変化。
- ・相続税の課税強化に伴う潜在顧客の増加。
- ・海外投資家の東京圏の不動産への投資額の拡大。

脅威(Threat)

- ・業界への大手住宅・不動産会社、及び新規参入企業による競争激化。
- ・金利や不動産価格の変動、人口動態の変化による投資用不動産に対する投資家のリスク回避の動き。
- ・不動産融資に対する金融庁の対応。
- ・首都圏でも空家が増加傾向となってきたこと。

> 経営戦略の評価

◆首都圏ドミナント戦略推進、買取不動産のラインナップ充実強化

同社は首都圏を中心として、主にレジデンシャル系の中古不動産を仕入れ、バリューアップ、再生不動産として販売する事業を中心に成長してきた。

会社設立時から、着実に実績を重ねることで、取引金融機関及び不動産仲介会社との取引を通じて、信頼関係を構築し事業規模を拡大させてきた。買取不動産も規模・ラインアップを拡大し、件数を増加させる過程で独自のビジネスのノウハウの蓄積やリスク管理体制を構築、

不動産買取再販事業は、差別化が難しい事業であるが、同社の戦略は評価できる。

外部環境の変化の影響を受けやすいが、リスクコントロール能力は相対的に優れている。

また不動産仲介事業との強固な信頼関係に立脚するビジネスモデルを確立してきた。

居住用不動産の買取からバリューアップ、販売まで一貫して多数の件数を手がけることで、さらにビジネスノウハウを積み、他社との差別化に成功することで投資用不動産のビジネスへと展開させ、事業規模を近年拡大させてきたことは評価できる。

◆ 外部環境変化の影響が避けられない事業形態には注意が必要

同社のビジネスモデルは同業他社に対しレジデンシャル系を中心に、相対的には差別化できていると思われるが、特に物件取得にあたっては市場環境の影響を受けやすいこと、売買等の取引にあたっては取引金融機関の貸出態度に左右される可能性があること、外部環境の大きな変化があった場合には保有している販売用不動産が滞留在庫となるリスクがあることには留意が必要である。

財務面ではデータが入手可能な 12/12 期以降、営業キャッシュフローの赤字が続いており、15/12 期も営業キャッシュフローの赤字継続が見込まれる。上述したような外部環境の変化が同社の経営にあたる影響については十分に注意を払う必要がある。特に徐々に買取不動産の規模が拡大し、同業の中規模の不動産会社との競合が多くなると想定され、事業リスクも従来対比では高くなっている。

リーマンショック後で市場環境が大きく悪化する状況下でも同社は赤字決算を回避できたこと、取引金融機関との信頼関係が強いと思われることや、ぶれのない経営方針を持つ経営陣は評価できる。

> 株主還元策

◆ 15年12月期は普通配当を8円増配し、22円を予定

同社の中期的な配当方針は、成長・拡大期にある現状を鑑み、配当性向のみならず株主資本配当率、ROE、利益成長率等の水準を総合的に勘案して最適な配当を実施することとしている。また、証券市場を取り巻く環境の変化や、同社の株主構成、株主の状況、株式の流動性を見極めながら、安定的かつ継続的に配当の増加を目指すこととしている。

同社は 15/12 期は 1 株当たりの配当を 22 円（前期実績 17 円、普通配当 14 円、記念配当 3 円）と普通配当の 8 円増配を予定している。

当センターも 15/12 期は 1 株当たり 22 円の配当を予想しており、来期以降も好調な業績を背景に増加すると予想している。

> バリュエーション比較

◆ 低位にとどまる今期予想基準 PER

図表 15 に、同業他社と比較した業績・株価バリュエーションを示した。

当センター予想 EPS に基づく 15/12 期予想基準の PER は 12.0 倍で、同業他社に対しやや低位となっている。同業他社の PER も TOPIX の 19.0 倍、東証 2 部指数の 17.2 倍に対して低位に推移している。

引き続き高い利益成長も期待できるが、株価水準は相対的に低位にとどまっている。各社のビジネスモデルの差別化が難しく業界構造として現在の利益水準の確保に対する投資家の将来不安や、比較的外部環境の変化に大きく影響されるビジネスモデルであることが影響していると当センターでは考えている。

【 図表 15 】 株価バリュエーション比較

銘柄		ムゲンエステート	スター・マイカ	トーセイ
証券コード		3299	3230	8923
決算月		12	11	11
決算種別		連結	連結	連結
株価(4/24)	円	2,688	1,418	886
時価総額	百万円	29,482	14,180	42,780
今期予想PER	倍	12.0	14.6	13.1
前期実績PBR	倍	3.80	1.11	1.31
配当利回り	%	0.82	1.55	1.58
前期実績売上高	百万円	30,175	13,901	49,981
前期実績経常利益	百万円	3,076	1,286	4,663
有利子負債残高	百万円	17,353	31,056	40,405
純資産	百万円	7,765	11,622	32,727
総資産	百万円	27,576	44,229	80,858
収益性				
自己資本当期純利益率	%	32.5	6.9	9.2
総資産経常利益率	%	13.9	3.1	6.1
売上高経常利益率	%	10.2	9.3	9.3
安全性				
自己資本比率	%	28.2	26.1	40.5
有利子負債比率	%	62.9	70.2	50.0

(注) ムゲンエステートの今期予想基準 PER は証券リサーチセンターの 15/12 期業績予想に基づき算出

(注) トーセイは会計基準として IFRS を採用、前期実績経常利益にかわり税前利益を比較対象としている

(出所) 各社直近期及び直近四半期決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

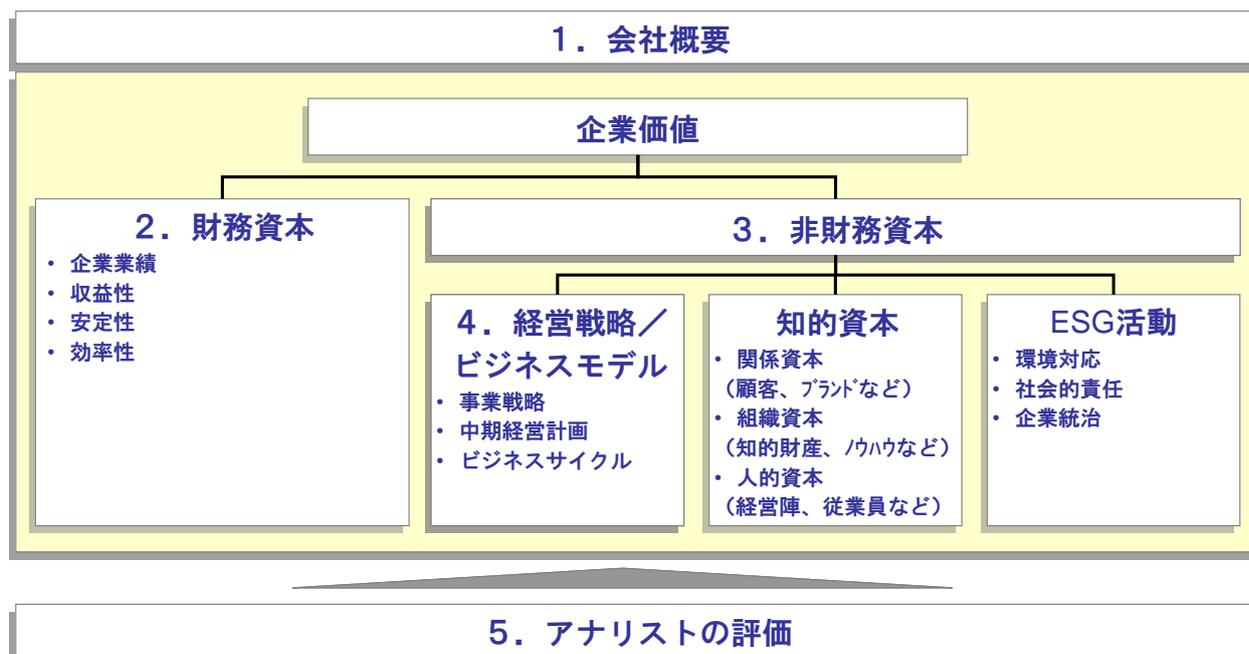
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家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個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。