

ホリスティック企業レポート

ハウストゥ

3457 東証マザーズ

フル・レポート
2016年1月29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 20160126

不動産売買仲介のフランチャイズチェーンを運営、リフォーム、買取再生等も併営 店舗網を現在の 3 倍の 1,000 店舗に拡げ、不動産情報のオープン化を進めることが目標

1. 会社概要

・ハウストゥ(以下、同社)は、「日本の住宅市場をオープンにし、お客様のライフステージに即した理想の住宅を住み替えできる『住まいの新しい流通システム』を築く」ことをブランド理念として掲げ、不動産売買仲介事業を基盤として、フランチャイズ事業、不動産売買事業、住宅・リフォーム事業などを営んでいる。

2. 財務面の分析

・FC 店開拓、不動産売買、不動産流通、新築・リフォームの各事業が連携して高成長を遂げてきた。しかし 15/6 期の売上高経常利益率 3.5%、自己資本比率 17.6%であり、これらの収益性や安全性の財務指標は改善傾向にあるとはいえ、低水準である。

3. 非財務面の分析

・不動産売買仲介事業を起点とする複合経営で、市況や金利などの環境変化に強いビジネスモデルを展開している。
・中古住宅の有効活用を進めたい政府の後押しを受け、高齢化や空き家問題等を解決するサービスで事業を拡大する機会に恵まれていると証券リサーチセンター(以下、当センター)は認識している。

4. 経営戦略

・同社は全国店舗網を早期に 1,000 店にすること、高齢者の老後を豊かにするハウス・リースバック等のソリューションの提供を基本方針に、ブランドの確立、首都圏での FC 店拡大等を進めている。

5. アナリストの評価

・16/6 期業績について当センターは、同社予想をやや上回る前期比 12.5%増収、57.9%経常増益を予想する。17/6 期以降も FC 事業等が牽引し、持続的に成長するとみている。
・自己資本比率が低く、市況や金融情勢の変化がリスク要因だが、リスク管理能力は高く、不況抵抗力は強いと当センターは判断している。

【 3457 ハウストゥ 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)
2013/6	8,251	—	180	—	112	—	80	—	100.4	-47.0	0.0
2014/6	13,309	61.3	276	53.7	204	82.1	155	93.5	45.2	170.3	0.0
2015/6	14,573	9.5	617	122.8	513	150.6	353	127.0	97.2	343.0	7.0
2016/6 CE	16,355	12.2	924	49.9	804	56.8	523	48.1	124.6	—	19.0
2016/6 E	16,400	12.5	930	50.7	810	57.9	530	50.1	126.3	462.2	20.0
2017/6 E	17,600	7.3	1,230	32.3	1,100	35.8	700	32.1	166.8	609.0	25.0
2018/6 E	18,800	6.8	1,640	33.3	1,500	36.4	980	40.0	233.5	817.5	35.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、16 年 11 月 1 株→100 株、17 年 7 月 1 株→5 株の分割を実施、1 株当たり指標は調整済み

フル・レポート

2 / 35

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。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

アナリスト: 高坂 茂樹
+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

【主要指標】

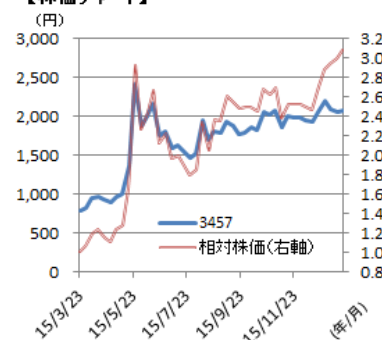
	2016/1/22
株価(円)	2,080
発行済株式数(千株)	4,196
時価総額(百万円)	8,729

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.4	16.5	12.5
PBR(倍)	6.1	4.5	3.4
配当利回り(%)	0.3	1.0	1.2

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	6 ヵ月
リターン(%)	9.0	25.5	34.1
対TOPIX(%)	11.3	14.5	41.3

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準日は2015/3/27

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － 業界環境と競合
- － ビジネスモデル
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

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

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ わが国最大級の不動産売買仲介チェーンを中核に事業展開

ハウストゥ（以下、同社）は、京都市に本社を構え、17 店舗の直営店とフランチャイズ加盟店（以下、FC 店）による 284 店舗（15 年 12 月末現在開店済店舗数）を展開している。不動産売買仲介専門店としてわが国最大級のネットワークを起点に、不動産売買仲介業、不動産売買業、リフォーム及び新築住宅の請負業等を営んでいる。

同社には 100%出資の連結子会社が 3 社ある。埼玉県上尾市に本社を構え、不動産売買仲介及び住宅新築請負の直営店運営等を担うハウストゥ住宅販売、同社グループの人材採用及び教育、FC 店への教育ノウハウの提供等を行うハウストゥ・キャリア・コンサルティング（本社京都市）、同社グループ及び FC 店の顧客に対する住宅ローンの斡旋等を行うフィナンシャルドゥ（本社京都市）である。

同社は「家売るなら買うならハウストゥ！」をキャッチフレーズに、新鮮で迅速な不動産物件情報を提供する「安心で便利な住まいの相談窓口」の全国網構築を目指している。店舗業態は、主に売買仲介を行う基本パッケージの「サテライト店」、13 年 10 月に直営 2 店舗で開始した都市型小規模店の「家・不動産買取専門店」、売買仲介から新築・リフォームまでのワンストップサービスを提供する「住宅情報モール」の 3 種類である（図表 1）。この他インターネット上では「ハウストゥドットコム/HouseDo.com」のブランドで、物件検索及び最寄店紹介用のサイト運営を行っている。

【図表 1】 ハウストゥの不動産売買仲介店チェーン （15 年 9 月末）

分 類	直営店	FC店	合 計	備 考
サテライト店	5	264	269	地域密着型の売買仲介店
家・不動産買取専門店	6	36	42	買取特化型店舗。京都本店にコールセンター設置
住宅情報モール	6	2	8	中古・新築・リフォーム・ローン迄。ロードサイド型大型店舗
合 計	17	307	324	FC店は15年9月末契約店舗数、40店が開店準備中

（出所）ハウストゥ 16/6 期第 1 四半期説明補足資料等に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 四つの事業セグメント

同社の業績はフランチャイズ、不動産、不動産流通、住宅・リフォームの各事業セグメント及びその他に分けて開示されている（図表 2）。

【図表 2】 15 年 6 月期の売上高及び営業利益の事業セグメント別構成 （単位：百万円）

事業セグメント	フラン チャイズ	不動産	不動産流通	住宅・ リフォーム	その他	合 計	損益計算 書上の値
売上高	1,385	7,371	1,486	4,282	47	14,573	14,573
（構成比）	9.5%	50.6%	10.2%	29.4%	0.3%	100.0%	—
セグメント利益	849	482	264	126	-26	1,696	617
（構成比）	50.1%	28.4%	15.6%	7.4%	-1.5%	100.0%	—

（注）売上高は外部売上高、利益構成比は全社費用等調整前の合算値に対する比率

（出所）ハウストゥ 15/6 期決算短信、決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

注1)ロードサイドの大型店で、埼玉県上尾市(ハウズドゥ住宅販売本店所在地)及び川越市、奈良県橿原市、滋賀県草津市、愛知県半田市、岐阜県大垣市に構えている。

注2)愛知県知多市及び一宮市、静岡市に各1店舗、沖縄県那覇市に2店舗を構えている。

注3)レイنز(Real Estate Information Network System)は、東日本、中部、近畿、西日本の4ブロックに分かれた国土交通省指定の不動産流通機構で構成され、各地の主要な不動産会社を会員として、売却依頼を受けた物件情報の登録、エリア内会員の相互閲覧及び購入希望者仲介による迅速な商談成立を図る目的で運用されている。

情報登録が義務付けられているのは、不動産会社に持ち込まれた売却依頼(媒介契約)のうち、専任媒介契約(他の不動産会社への売却依頼は不可だが自分で買主を探すのは可)、専属専任媒介契約(他社への依頼、自助努力ともに不可)で、一般媒介契約(他社への情報持込みも可)に登録義務はない(近隣の手前、情報公開を望まない依頼者もいる)。

(1) 不動産流通事業：同社グループの祖業に当たる不動産売買の仲介事業である。直営の住宅情報モール6店舗^{注1}、サテライト店5店舗^{注2}を顧客との第一接点として、売買契約成立時に仲介手数料を得るほか、「中古住宅売買仲介+リフォーム」、「土地仲介+家屋新築請負」、「売却希望物件の買取+リフォーム+売却」、「買い取り後建売住宅販売」等のように他事業に繋げる機能も持っている。

集客手段は不動産情報検索サイト「ハウズドゥドットコム」の運営及びインターネット広告、新聞折込広告、住宅関連情報誌への広告掲載だけでなく、店舗エリア各戸へのポスティング(オープンハウス開催のチラシ配布等)も重要と同社は考えている。

取り扱う不動産の種類は中古戸建、中古マンション、土地だけでなく新築の戸建及びマンション、収益ないし事業用不動産も手掛けている。種類別構成は開示されていない。ちなみに「ハウズドゥ.com」によれば、同社発祥の地である京都府では、掲載物件数の多い順に並べると、土地、中古戸建、新築戸建、中古マンション、店舗等事業用ないし一棟マンション等の収益物件、新築マンションとなった。一方東京都では中古マンション、新築戸建、中古戸建、土地、事業用ないし収益物件、新築マンションの順であった。

同社は直営店舗等に持ち込まれた相談案件は勿論、業者間情報共有システム「レイنز(不動産流通標準情報システム)」^{注3}に登録された新着物件、店舗エリア内の他社オープンハウス開催等の情報もこまめに収集し、購入希望客に新鮮で豊富な物件情報を提供するとともに、顧客からの問い合わせには24時間以内に応答することをモットーにしている。

15/6期の同事業売上高は1,487百万円、仲介件数は2,598件で仲介手数料率は4.60%であった。なお、不動産売買の仲介手数料は400万円を超える物件で売り買いそれぞれについて取引額の3%+6万円を上限としている(図表3)。

不動産業界では売却依頼を受けた仲介業者が情報を抱え込み、売り買い両手の手数料獲得を狙う業者が多いと言われる。同社はオープンで新鮮な情報提供により、顧客の希望が迅速に達成されるよう留意している。そのため、片手の仲介取引が主体であるとみられる。

【図表3】 不動産売買仲介手数料率の上限

取引額	報酬額の上限	1,000万円では
200万円まで	取引額の5%	10万円
200万円を超え400万円までの部分	同 4%	8万円
400万円を超える部分	同 3%	18万円
(合計額)	同3%+6万円	36万円

(注)消費税を除く報酬額

(出所)昭和45年建設省告示第1552号に基づき証券リサーチセンター作成

(2) 住宅・リフォーム事業：リフォーム事業と住宅（新築戸建）事業で構成され、京都市内にショールーム2カ所を構えるほか、直営の住宅情報モール6店舗にも展示スペース及び有資格者（建築施工管理技士、耐震設計技師、インテリアコーディネータ等）を配備している。またリフォーム専門のWebサイト運営も行っている。

15/6期の同事業売上高4,282百万円のうち、リフォーム事業は2,632百万円（引渡件数2,418件）、新築戸建事業は1,648百万円（同82件）であった。

注4) 英語の handyman は日本語に訳せば雑役夫、便利屋となる。ここでは困りごとに対する小工事リフォームを指している。

リフォーム事業では、中古住宅の原状回復、購入者の好みに応じたデザイン性や居住性の見直し等の提案、引き渡し後のメンテナンスやハンディマン^{注4}サービスを行っている。

注5) ホームインスペクションは公認住宅診断士等の専門家による家屋の健康診断であり、外壁や基礎の不具合の兆候、室内の雨漏りの形跡などの有無を、主に目視及び触診で確認し、診断依頼者に説明する。同社は日本木造住宅耐震補強事業者協同組合の会員である。

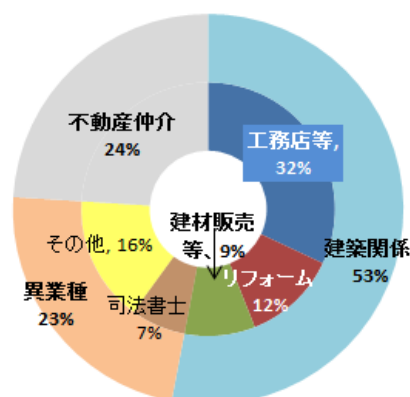
同社のリフォームは、(ア) 標準仕様としてホームインスペクション（住宅検査）と耐震診断を実施^{注5}、(イ) 天然無垢材や珪藻土、漆喰などの自然素材を標準仕様としシックハウス症候群やダニアレルギー等を未然に防止、(ウ) 女性のインテリアプランナーを多数擁し、女性目線のデザインや動線計画等に留意した設計を実施、(エ) 全ての工事を対象に最長10年の保証を付けるほか、各種設備の有償延長保証等を用意、(オ) 流通工程の短縮によるコストカットで適正価格にする等の点を強みとしている。

新築戸建事業では、建築家とつくるこだわりの家創り「アーキテクトプロデュースジャパン」、午後をリビングで過ごしたくなる「アフタヌーンホーム」、20代からの家創り「Do!Select」の3商品を用意し、住宅建築を請負っている。

注6) リフォーム業者や工務店がFC店オーナーの場合、より川上の中古住宅ないし土地購入時点で見込み客と接触することになり、集客の武器になるうえ、工事受注の際の競合及び相見積りの過程が省かれて、適正マージンを確保し易くなる。中小不動産会社がFC店になれば、川下のリフォーム・工務店紹介料を得ることが出来るかもしれない。同社は中古住宅購入時に行うべきリフォームのポイントをFC店に指導している。

不動産売買仲介事業と住宅・リフォーム事業の連携による付加価値向上及び顧客満足の獲得が同社の特徴である。後述するFC店においても同様のシナジーを狙うオーナーが主体となっている（図表4）^{注6}。

【図表4】 FC店オーナーの本業



(出所)ハウズドゥのFC店勧誘サイト資料に基づき証券リサーチセンター作成

注 7) 同社はイメージキャラクターに元プロ野球選手の古田敦也氏を起用している。広告分担金は、イメージキャラクターを用いた店頭ディスプレイやラジオ及びテレビCM出稿等、FC 店単独では困難な広告実施に要する費用を本部と FC 店で分担するものである。

注 8) 加盟店の物件情報を Web サイトに掲載する HouseDo.com、地図上に物件情報だけでなく近隣の環境及び施設、取引事例に基づく相場等を表示する Do Touch! Map、物件、顧客及び営業担当者の日報管理、チラシ作製等の日常業務を支援する DO NETWORK!等の使用料である。

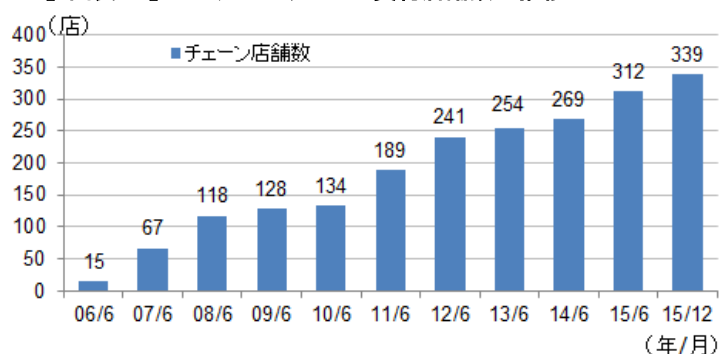
注 9) 大都市中心部の小型専門店で、東京都中央区及び練馬区、名古屋市西区、京都市山科区及び京都府向日市、大阪市淀川区に構えている。

(3) フランチャイズ事業 (以下、FC 事業) : 同社が不動産売買仲介の直営事業で蓄積した集客や IT 活用、買取時の価格査定、社員研修などのノウハウを、新規に不動産流通業に参入した工務店やリフォーム業者、ブランド及びネットワークを必要とする中小不動産業者等に提供して、毎月定額のロイヤリティ等を得る事業である。

06 年 2 月に開始され、現在では営業利益の過半を占める事業になっている (図表 2)。15 年 12 月末現在の FC 店契約数 339 店舗 (図表 5、直営店 17 店舗を含む)、開店済みの店舗数は 284 店舗にのぼる。

15/6 期における同事業売上高の構成は、加盟金 (加盟契約料、Web システム導入料にオプションを加え 400 万円~450 万円、2 店舗目以降の増店時 280 万円) が 19.2%、月会費 (10 万円) が 24.1%、広告分担金^{注 7}が 24.6%、Web システム利用料^{注 8}が 10.4%、備品売上 (封筒等) が 8.4%、その他 (e ラーニング「Do Channel!」利用料等) が 13.4%であり、一時的な加盟金収入に依存しない収益構造となっている。

【図表 5】 ハウスドゥの FC 契約店舗数の推移



(注) 契約店舗数は開店準備中の店舗を含み、退会した店舗を除いた累計値
子会社ハウスドゥ住宅販売の直営店を含む

(出所) ハウスドゥ 15/6 期決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

(4) 不動産事業 : 同社が自ら不動産を仕入れ、付加価値を付けて一般顧客や投資家等に売却し利益を得る不動産売買事業と、ハウス・リースバック事業 (賃貸事業を含む) の 2 つで構成される。

(ア) 不動産売買事業では直営 6 店舗^{注 9}、FC 店 36 店舗の買取専門店 (15 年 9 月末現在) を中心に、チェーン店や地域不動産業者等から売り物件情報を入手し、仕入れた土地の建築条件付販売、新築戸建住宅の販売や整地のみで建築条件なしの販売、中古住宅 (戸建、マンション) の買取再生販売、一棟収益不動産の再生販売等を手掛けている。

(イ) ハウス・リースバック事業 (以下、HLB 事業) は、自宅を売却してもそのまま住み続けられるサービスである狭義のハウス・リースバック事業と、ビルやマンション一棟、区分所有マンション、戸建住宅のそれぞれの空室及び空家管理等を行う賃貸事業で構成されている。

15/6 期における狭義の HLB 事業売上高は 103 百万円、賃貸事業の収益は 99 百万円で、それぞれ不動産事業売上高の約 1%を占める。現在の賃貸事業の所有物件はリーマン・ショック前後に投げ売りされていた不動産を底値近くで取得し賃貸収益を得ていたもので、市況回復に伴い最近では販売用不動産として投資家等への売却を進めている。

HLB 事業は、約 1 年間のテストマーケティングを経て 13 年 10 月に開始された同社期待の新事業である(図表 6)。基本的な仕組みは、顧客が所有する不動産(住宅)を同社が買い取る一方、併せてリース契約をして従来通り物件使用を続けられるというセール・アンド・リースバック・システムである。

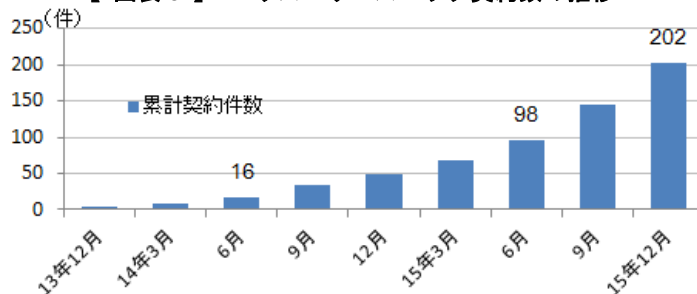
同社が想定する対象顧客は、(ア)住宅ローンを完済しているが年金以外の収入が乏しく生活資金に余裕がない、(イ)住宅ローン返済に窮したが競売や任意売却による急な引越は避けたい、(ウ)買い替えのための手付金を予め用意したい、(エ)相続人がなく自宅売却益で豊かな老後を過ごしたい等の悩みや願望のある住宅保有者である。個人事業主や中小企業経営者の事業資金獲得手段としての活用も考えており、経営者の個人住宅だけでなく、商業ビルや工場を査定対象とする「アセット・リースバック」を 15 年 8 月より提供している。

HLB の手順は以下の通りである。テレビ及びラジオ CM や戸別チラシ等で興味を示した潜在顧客からのサービス利用依頼を受けると、同社の専任担当者が物件査定を行い、1 週間後に買取価格とリース料(家賃)を提示する。買取価格は周辺相場等から判断した市場売却可能額の約 70%、リース料(年額)は買取価格の約 8%に設定する。リース期間 3 年の基本契約を結び、リース料支払いが続く限り自動的に期限を延長する^{注 10}。相続者等が物件を買い戻す際の再売買価格は買取価格より 15%高に設定しており、顧客が居宅を退去し同社が物件を処分する場合に転売価格がこの水準を上回れば超過分は同社と顧客とで分配する。

注 10) リース契約の更新に際して更新料は要求しないが、リース料は住宅市況や金利等を勘案し見直すことにしている。

(5) その他：直営店及び FC 店の顧客への住宅ローン斡旋事業と、人材採用及び教育事業(ノウハウの FC 店への提供)である。

【図表 6】 ハウス・リースバック契約数の推移



(出所)ハウストゥ 15/6 期決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

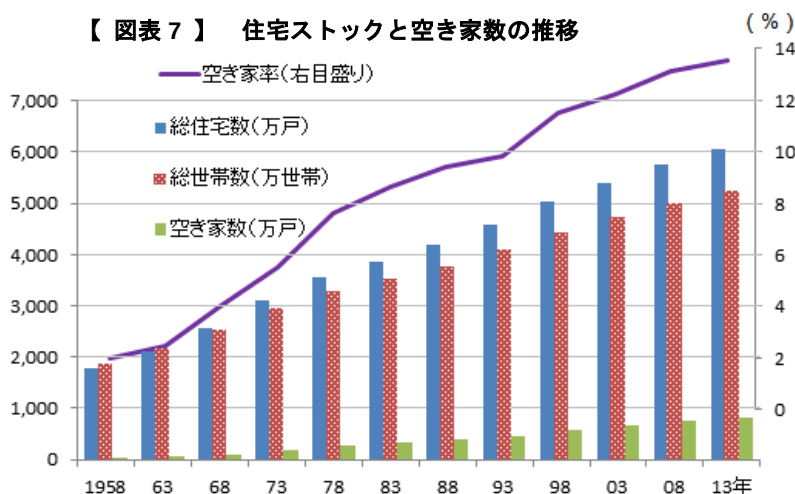
> 業界環境と競合

◆ 増加を続ける住宅ストックと顕在化する空き家問題

総務省「住宅・土地統計調査」によれば、13年10月1日現在におけるわが国の総住宅数は6,063万戸(5年前の調査時点に比べ5.3%増)、総世帯数は5,246万世帯(同5.0%増)、空き家数は820万戸(同8.3%増)、空き家比率は13.5%(同0.4%ポイント増)であった(図表7)。

68年に総住宅数が総世帯数を上回って以後、一貫して総住宅数の増加数が総世帯数の伸びを上回っている。増加する空き家は、防災、衛生、景観及び防犯面で地域住民に悪影響が懸念されるため問題視されている。

【図表7】 住宅ストックと空き家数の推移



(出所) 総務省「平成25年住宅・土地統計調査」に基づき証券リサーチセンター作成

注11) 既存住宅流通比率＝

$$\frac{\text{既存住宅流通量}}{\text{既存住宅流通量} + \text{新設住宅着工数}}$$
 で算出。

既存住宅流通量は建物売買による所有権移転登記件数(法務省、法人か個人かは不問)に、建物総数に占める住宅ストック比率を乗じて算出。

住宅ストック(総住宅戸数)は、5年毎の総務省「住宅・土地統計調査報告」の結果に、国土交通省の各年の「住宅着工統計」及び「建築物滅失統計調査」による純増分を加算して推計。

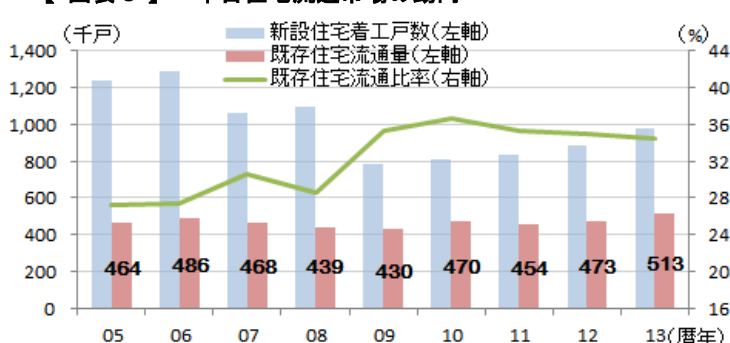
住宅ストック比率は、分子に総住宅戸数、分母に総住宅戸数と「固定資産の価格等の概要調査」(総務省)による非住宅ストック棟数の和を置き推計。

なお、固定資産価格調査統計の公表は12年分までのため、同協会は13年の既存住宅流通量推計に12年と同じ住宅ストック比率を用い速報値としている。

◆ 住宅流通市場の推移

一般社団法人不動産流通経営協会が15年5月に公表した「既存住宅流通量の地域別推計について」によれば、13年における全国の中古住宅流通量は513千戸(速報値、前年比8.5%増)、中古住宅流通比率は34.4%(12年は34.9%)であった(図表8)注11)。

【図表8】 中古住宅流通市場の動向



(注) 既存住宅流通量は総住宅数÷(非住宅棟数+総住宅数)で得た比率を、建物売買による所有権移転登記件数に乘じ算出。既存住宅流通比率＝既存住宅流通量÷(既存住宅流通量+新設住宅着工戸数)で、住宅着工戸数には貸家、給与住宅を含む

(出所) 不動産流通経営協会「既存住宅流通量の地域別推計について」より証券リサーチセンター作成

13 年の新設住宅着工戸数が前年比 11.0%増と大幅増になったために、住宅流通総数に占める中古住宅の比率は若干低下したが、流通戸数は 2 年連続で増加している。

過去 9 年間の調査では、中古住宅流通市場は最も大きく減少した年でも下落幅は 6.2%にとどまり、新設住宅着工に比べ安定的に推移していることが窺われる。

09 年に施行された「長期優良住宅の普及の促進に関する法律」で謳われた、耐震性やメンテナンスの容易さ、バリアフリー、省エネルギー性能等の点で優れた良質な新築住宅の供給は、今後の中古住宅の流通活性化を支えていくものと推察される。

なお、中古住宅流通比率を都道府県別にみると、東京都、神奈川県、大阪府等首都圏や近畿圏など 13 都道府県（12 年確定値）で全国平均を上回る一方、平均値を 10%ポイント以上下回る地域もある（図表 9）。

【図表 9】都道府県別既存住宅流通比率
(%, 千戸)

都道府県	既存住宅流通比率		既存住宅流通量	
	12年推計	13年速報	12年推計	13年速報
1 京 都	46.3	44.8	13	15
2 大 阪	44.0	42.0	48	50
3 東 京	42.4	44.8	104	117
4 兵 庫	42.1	42.7	25	27
5 神奈川	41.2	39.6	47	52
｛ (全 国)	34.9	34.4	473	513
43 愛 知*	25.4	24.9	19	21
44 宮 城	24.3	23.2	7	7
45 栃 木	23.2	24.2	4	5
46 岩 手	22.1	20.0	2	2
47 茨 城	20.6	21.7	6	7

(注) 下位 5 番目には、佐賀県(12 年 25.4%、13 年 23.6%)が並ぶが、市場規模を考慮し愛知県を掲示した。

(出所) 不動産流通経営協会「既存住宅流通量の地域別推計について」に基づき証券リサーチセンター作成

注 12) 不動産流通経営協会の推計値 34.4%とは大きな開きがあるが、これは国土交通省の推計では個人が主な住居として取得した物件に限定されるのに対し、不動産流通経営協会調査にはセカンドハウスや収益物件としての住宅の取得や法人取引が含まれるためと推察される。不動産流通経営協会の推計値をもってしても、欧米に大きく見劣りする。

一方、国土交通省の推計によれば、13 年における我が国の既存住宅流通シェアは 14.7%となっている（図表 10）^{注 12}。これは先進国のなかで極端に低い水準である。

【図表 10】先進主要国の既存住宅流通事情 (単位: 万戸)

	日本		アメリカ	イギリス	フランス
資料採集年	13 年	08 年	09 年	09 年	09 年
新築住宅着工戸数	98.0	109.3	55.4	11.8	33.4
既存住宅取引戸数	16.9	17.1	515.6	71.1	59.4
既存住宅流通シェア	14.7%	13.5%	90.3%	85.8%	64.0%

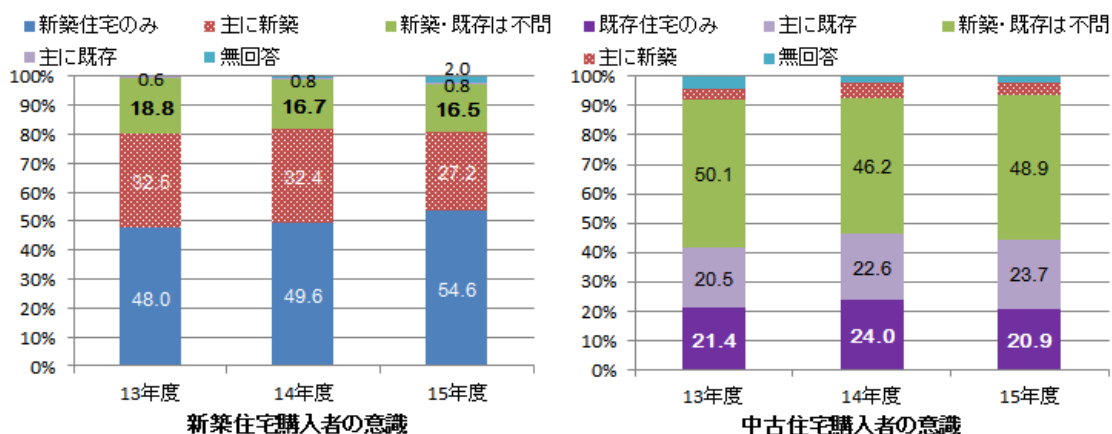
(出所) 国土交通省の「中古住宅流通促進・活用に関する研究会（参考資料）」及び平成 26 年度住宅経済関連データに基づき証券リサーチセンター作成

◆ 消費者の中古住宅に対する意識変化

不動産流通経営協会「不動産流通業に関する消費者動向調査（2015年度）」によれば、新築住宅購入者のうち、事前に新築・既存を問わず物件探索を行った者は16.5%にとどまった（図表11）。一方既存住宅購入者では、既存物件のみ探索した者は20.9%であり、残りは新築と既存の優劣を見極めて既存住宅の購入を決断したことになる。

核家族から子供の独立で高齢夫婦のみに、あるいは高齢単身者になる、もしくは離婚する等の事情で自宅を住み替えたいと考える世帯は今後増えてくるであろう。入念なリフォームを施してなお新築に比べ割安な中古住宅に対する評価が高まれば、わが国の中古住宅流通量も拡大していくものと考えられる。

【図表11】住宅購入者の物件探索活動



(注) 新築住宅購入者を対象にしたアンケート調査で、15年度の回答数は新築394：既存689、以下同順で14年度377：747、13年度329：709であった

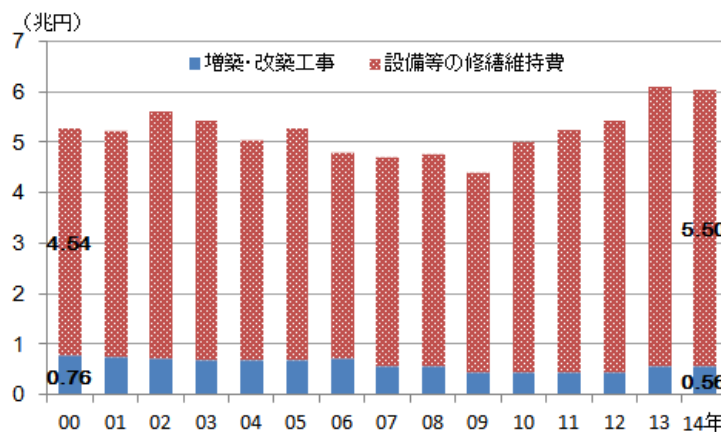
(出所) 不動産流通経営協会「不動産流通業に関する消費者動向調査（2015年度）」に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 政財界の中古住宅流通の普及に向けた取り組み

少子高齢化や勤労世帯の年収の伸び悩み、空き家問題などが懸念されるなか、政府は13年6月の閣議決定「日本再興戦略」において、中古住宅流通及びリフォーム市場を活性化する方針を打ち出した。国土交通省は中古住宅市場の活性化に向けて、16年よりレイنزの開示項目を充実させ、売却依頼を受けた業者による物件の囲い込みを防ぎ、取引の透明性を高める方向で法改正を検討している。

住宅メーカーの中には、自社販売物件をデータベース化し買い取り再販を事業化する動きや、一般社団法人移住・住みかえ支援機構と連携し、老人ホーム入居等で不在となる高齢者の持家を借り上げて、子育て世代等に転貸するのを支援する取り組み等が進められている。金融業界も中古住宅売買時にリフォーム一体型住宅ローン等を提供するべく、建物評価法の見直しなど市場環境整備に乗り出している。

【図表 12】 わが国の住宅リフォーム市場の推移



(注) 分譲マンションの大規模修繕や共用部分のリフォーム、賃貸住宅オーナーによるリフォーム、外構等のエクステリア工事及び家具等のリフォームは含まない
(出所) 公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理センター「住宅リフォームの市場規模 (2014 年版)」に基づき証券リサーチセンター作成

注 13) 税法上、木造モルタル造りの住宅の耐用年数は 20 年とされている。適切なリフォームを施した中古住宅の価値を正に評価しようとする動きが政財界にある。

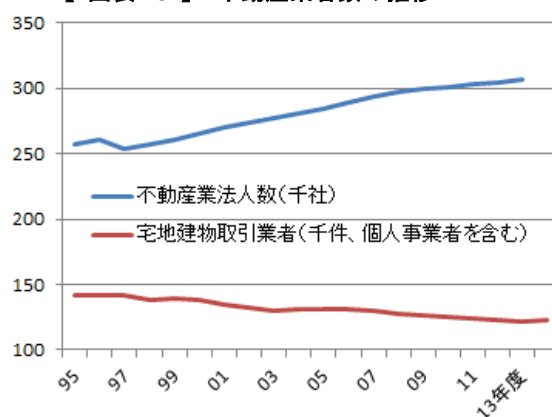
適切なメンテナンスにより劣化を抑止しリフォームを施せば、建物部分も無価値でなくすることができる^{注 13}と周知徹底させることも重要であろう。こうした動きが軌道に乗れば、約 6 兆円の住宅リフォーム市場 (14 年) は今後大きく拡大すると考えられる (図表 12)。

◆ 中小零細事業所の多い不動産業界

不動産業を営む法人数は、97 年を除く過去 20 年にわたり僅かずつ増加しており、13 年度末には 30.6 万社 (前年度比 0.8%増) に達した。一方、宅地建物取引業者数^{注 14}は 96 年度の 142,094 をピークに減少傾向にある (図表 13)。14 年度末の業者数は 122,685 (前年度比 0.5%増) で、そのうち大臣免許の広域業者は 2,271 (同 3.3%増)、知事免許業

注 14) 宅地建物取引業者は、都道府県知事もしくは国土交通省 (2 以上の都道府県に跨り事業所を設置する場合) の免許を受け、宅地または建物の売買及び交換や、売買、交換または貸借の代理若しくは媒介を行う会社あるいは個人事務所である。

【図表 13】 不動産業者数の推移



(出所) 不動産業法人数は公益財団法人不動産流通推進センターの 2015 不動産統計集、宅地建物取引業者数は国土交通省 Web サイト掲載資料に基づき証券リサーチセンター作成

者は 120,414 (同 0.4%増)、知事免許業者のうち個人事業者は 18,181 (同 2.8%減) であった。

12 年度末における不動産会社の事業所数は 34.4 万カ所で、同年度末の法人数 30.4 万社の 9 割弱は事業所を 1 カ所しか開いていないことになる。1 事業所当たりの従業員数は 3.3 人、うち賃貸を含む不動産仲介業では同 4.2 人で、建設業や小売業よりも少ない (図表 14)。

中小零細事業者が多いのが不動産業の特徴であり、インターネットを用いた物件情報提供等による見込客獲得競争の激化や空き家の増加等の厳しい環境下、宅地建物取引士の資格を持つ後継者に恵まれず廃業する個人事業者が少なくないものと推察される。こうした背景があるため、同社は FC 店の募集による中小零細事業者との生き残りを賭けた連携を進めている。

【図表 14】 不動産業者の従業員数(単位:カ所、人)

業 種	事業所数	従業員数	一事業所 当たり人数
不動産業	344,057	1,138,503	3.3
うち代理・仲介業	47,706	199,376	4.2
〃 建売・土地売買業	16,267	104,184	6.4
〃 不動産賃貸・管理業	280,032	833,473	3.0
建設業	525,457	3,876,621	7.4
小売業	1,026,784	7,783,454	7.6
製造業	493,380	9,247,717	18.7
全産業(公務を除く)	5,453,635	55,837,252	10.2

(出所)総務省「平成 24 年経済センサス」に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 不動産業界におけるハウストウのポジション

同社の中核事業である不動産売買仲介業について、売買仲介件数の上位 10 社 (FC 店を含むネットワーク) を図表 15 に示した。

【図表 15】 不動産売買仲介業大手の仲介実績と店舗網 (単位:千件、店)

ネットワーク中核会社	仲介数	店舗網	備 考
1 三井不動産リアルティ	37.2	275	「三井のリハウス」直営店と地域FC店が混在
2 住友不動産販売	34.0	257	直営店「STEP」を全国展開
3 センチュリー21・ジャパン	27.0	887	FC本部直営店なし、加盟店が自社店名併記
4 東急リバブル	19.6	166	首都圏及び関西圏を中心に直営展開
5 ハウストウ	13.0	284	直営店17、3年後500店目指しFC店開拓に注力
6 野村不動産アーバンネット	7.2	66	「ノムコム」ブランドで首都圏・関西圏に直営展開
7 三井住友トラスト不動産	6.8	75	東京都に23店舗を直営展開
8 三菱UFJ不動産販売	5.7	36	「住まい1」ブランドで首都圏中心に直営展開
9 みずほ不動産販売	3.8	46	みずほ銀行、みずほ信託銀行と連携
10 三菱地所リアルエステートサービス	2.7	10	「三菱地所の住まいのりレー」ブランドで直営展開

(注)売買仲介件数は 14 年 4 月～15 年 3 月で FC 店を含む。店舗数は各社 Web サイト掲載値

(出所)各社 Web サイト及び自社、親会社決算短信等に基づき証券リサーチセンター作成

注 15) 同社よりも売買仲介件数が多くブランドの知られた企業はいずれも、賃貸の仲介も行っている。

仲介件数上位^{注15}には、信用力の高い財閥系及び電鉄系不動産会社の系列販売会社3社、それに各地域の中小不動産会社の全国網を構築しているセンチュリー21・ジャパン(8898 東証 JQS、以下センチュリー21)が並んでいる。三井不動産リアルティは地域子会社を含む直営店のほか、地域によりFC店も展開している。住友不動産販売(8870 東証一部)、東急リバブルや、同社より下位の信託銀行系不動産会社等は、何れも直営展開である。

◆ 競合する上場企業

株式を上場している同社の競合企業を様々な観点で検討してみた。

(1) **不動産チェーン本部**：上場企業では、FC店数が887店舗(15年9月末時点)に達するセンチュリー21、ピタットハウスのブランドで直営店106店舗及びFC店393店舗(15年9月末時点)を展開するスターツコーポレーション(8850 東証一部)等が挙げられる。

センチュリー21はFC店との競合懸念から直営店を持たず、FC店の募集、テレビCMの出稿やゴルフトーナメントの冠スポンサーを務めること等の広告宣伝活動、不動産ポータルサイトの運営やFC店への情報システム提供などに徹している。FC店は各地域の不動産会社で、売買、賃貸の双方の仲介を手掛けているほか、個々に買い取り、売建ないし建売分譲等も行っているある。

スターツグループは、土地所有者への有効活用策の提案を起点に、賃貸マンション及びアパート、商業ビルや高齢者向け施設等の建築、入居者募集、建物管理までのワンストップサービスを提供している。

注 16) このほか非上場企業ではミニミニ、エイブル、ハウスメイトパートナーズ等がFCチェーン本部として活動している。

賃貸住宅の借主斡旋及び物件管理を主要業務とするFCチェーン本部にはアパマンショップホールディングス(8889 東証 JQS)がある^{注16}。

(2) **不動産流通業者**：不動産売買仲介業を主要業務としている上場企業としては住友不動産販売のほか、近畿圏の大手不動産仲介会社である日住サービス(8854 東証二部)、不動産仲介業から不動産販売事業に事業展開し、東京23区内の狭小地を仕入れて3階建住宅の建売等を手掛けているオープンハウス(3288 東証一部)等が挙げられる。不動産開発及び管理事業を主要業務とする大京(8840 東証一部)は、子会社大京穴吹不動産で不動産流通業を営んでいる。

(3) **中古不動産再生販売業者**：中古マンションの再生流通を主力事業とするインテリックス(8940 東証二部)やスター・マイカ(3230 東証二部)、投資用不動産や戸建等の中古不動産を仕入れて再生販売するムゲンエステート(3299 東証マザーズ)、底地を買い取り分筆して借地権者に売却する等の権利調整ビジネスを得意とするサンセイランディック(3277 東証一部)等がある。サンフロンティア不動産

(8934 東証一部)は売買仲介業を起源にビルの買取再生に事業展開し成長してきた不動産会社である。

(4) **不動産情報ポータルサイト運営会社**：同社は地域密着型のリアル店舗網構築を急ぐ一方、インターネット上に自社グループの不動産売買物件情報ポータルサイトを開設し、重要な集客ツールとしている。リアル店舗を持たず、不動産情報ポータルサイトを運営して不動産会社へ送客する事業を営んでいる上場企業には、いずれもサービス業に分類される「HOME'S」のネクスト(2120 東証一部)、「O-uccino」のオウチーノ(6084 東証マザーズ)、「SUUMO」を運営するリクルートホールディングス(6098 東証一部)等がある。これらの企業は競合というよりも協業先と考えられ、同社もネクストと業務提携している注17。

注17) 15年10月に業務提携契約を締結、16年1月より全国のハウズドゥチェーンで情報管理システムに登録した物件は自動的に「HOME'S」に掲載されることになった。

注18) 現在住んでいる土地及び建物を担保にして、死亡時等に元利金を一括返済することを条件に生活費等を貸し付ける制度。

(5) **ハウス・リースバックと競合するサービス事業者**：HLB事業については相応の資金調達力が必要であるため、中小不動産会社が参入するのは困難であり、既存事業で十分な収益を上げている大手企業は手掛ける意向がない模様であり、現時点で競合会社はない。

HLB事業と類似するサービスには、国や自治体、金融機関等が手掛けている高齢者向けのリバースモーゲージ注18や、貸金業のアサックス(8772 東証一部)等が手掛けている、貸付期間の長い不動産担保ローン等がある(図表16)。

毎月の家賃負担は必要だが、使途自由な資金を一括調達できる点や3年後の担保再評価を懸念する必要がない点などが評価され月間200件を超える反響があるとのことで、HLB事業には競争可能なニーズがあると推察される。

【図表16】 ハウス・リースバックと類似サービスの比較

	ハウス・リースバック	リバース・モーゲージ	不動産担保ローン
概要	自宅売却資金を一時金で入手、リース料支払い住まい確保	死亡時の自宅売却による元利金一括返済を前提に融資実行	自宅等を担保にした融資で、借入期間が20年前後と長い
契約期間	リース期間は基本3年だが延長は自由	借受人の死亡時、転居のため解約申し入れ時等	有期(15年～30年)
調達限度額	契約時の不動産評価額の70%	不動産評価額の70%(一定期間毎に再評価あり)	年収や不動産評価額による
調達時期	契約時の一時金	運営主体により自由/年金形式に限る等がある	契約時の一時金
資金使途	自由	運営主体により使途が制限される場合がある	自由
備考	リース料(家賃)支払が必要	長生きすると融資枠枯渇リスク、担保再評価で限度額減額も	毎月元利金返済、利率は短期プライムレート連動等

(出所)サービス提供会社のWebサイト掲載情報等に基づき証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 不動産売買仲介業の起点とする複合経営

同社は主に個人客に向けた(ア)不動産売買仲介店を基盤として、(イ)中古不動産購入者のためのリフォーム及び戸建住宅建築の請負等のサービス、(ウ)早期物件売却を望む顧客のための自己勘定による買取及び購入物件の付加価値を高めるリフォームなどを行った上での販売、(エ)住み慣れた自宅から転居したくないが物件売却によるまとまった資金が欲しい顧客への HLB というソリューションの提供、(オ)住宅ローンや保険等の斡旋等の事業を複合的に営んでいる。そして基盤となる不動産売買仲介業の店舗運営を全国にスピーディに展開するために、(カ) FC 事業を営んでいる。

自己勘定の不動産売買や戸建住宅分譲などに経営資源を過度に集中させることなく、事業ポートフォリオのバランスを取っていること、不動産業における主な経営資源である人材や開発すべき店舗を FC 事業により外部調達して固定費の増大に留意していることは、同社の不動産市況の変化に敏感な経営スタイルを示しているものと考えられる。

◆ コスト構造とビジネスサイクル

不動産仲介業は基本的に在庫を持たず、仲介手数料がそのまま売上総利益になり、銀行借り入れも起こさずに運営可能なビジネスである。主なコストは販売費及び一般管理費(以下、販管費)に含まれる営業担当者の人件費及び広告宣伝費である。

自己勘定で営む不動産事業では、優良な物件を安く仕入れて短期間に高値で販売すべきである。しかし同社は以下の要因から、周辺相場に適合する適切な価格での取引に努めていると考えられる。

(ア) リテールビジネスとして不動産売買仲介業を併営しており、不動産会社に有利な売り買い両手の仲介ビジネスに否定的でオープンな流通システムの確立を目指している。

(イ) 顧客のライフサイクルの変化に対応し一時取得、住み替え、自宅処分等のニーズに合わせた複数の商品及びサービスを提供して生涯に亘る「住まいの相談窓口」にならんとしている。

同社の「家・不動産買取専門店」では、3 カ月以内及び1 カ月以内の売却を目指し物件を預かる場合(仲介)と、即刻買取の3通りで、顧客に即時価格提示を行っている。

HLB 事業には期間3年の基本契約があり、賃貸収益を生む固定資産を抱える事業である。

不動産売買事業では棚卸資産回転期間1年以内を原則にしており、実勢は6~8 カ月である。買い取った不動産を売却するまでに要する期

間は平均4カ月程度(新築分譲の場合10カ月程度)となっている。

FC事業では、加盟店契約締結から開店までの期間は概ね6カ月を要する。営業担当者の採用及び教育に必要な時間である。FC店の基本契約期間は3年であるが、更新料は徴収していない。契約を継続するFC店が多いが、宅地建物取引士の資格を有する店長の退社や、人材投資の難航等から3年契約の期間満了を以て退会するケースが1~2割ある。テレビCM等の広告宣伝費(一部はFC店が分担)とFC店勧誘及び指導に係る人件費が同事業の主なコストである。

> 沿革と経営理念

◆安藤社長が91年に不動産仲介業経営を開始、FC事業開始は06年
代表取締役社長CEOの安藤 正弘氏は1965年生まれで、不動産会社に就職するが、勤め先の経営破綻を経験し、91年4月に京都市で不動産仲介業の経営を開始した。

その後複数の関連会社を設立し、97年に不動産開発、98年にリフォーム、2002年に中古住宅再生販売、03年に不動産売買等に事業の幅を広げていった。ハウズドゥの商号は、リフォーム事業会社と不動産開発事業を営む2社を合併した05年に生まれた(旧ハウズドゥ)。FC事業は、旧ハウズドゥにて06年に開始された。

同社は、09年1月に旧ハウズドゥのFC事業を切り出して単独事業会社ハウズドゥ・フランチャイズ・システムズの商号で設立された。チェーン店数はこの年累計128店(09年6月)に達した。

11年6月に旧ハウズドゥはハウズドゥ京都に改称し、一部の事業を同社に移管した。この際に同社がハウズドゥの商号を引き継いだ。以後関連会社群は14年までに再編され、現在に至っている。なお、同社の東証マザーズ上場は15年3月である。

安藤社長は、90年3月の総量規制の通達を機にしたバブル崩壊や、サブプライムローン問題から08年9月のリーマン・ショックまでの環境変化を受けた欧米系ファンド撤退による不動産ミニバブル崩壊を経験している。リーマン・ショック時は、保有していた販売用不動産の値引き処分を急ぐ一方、投げ売りされていた割安な収益用不動産を底値近辺で買い取り、同社グループの賃貸事業としての収益源にしたという。同社は市況変動に敏感で経験豊富なトップに率いられていると判断される。

◆住宅市場をオープンにして新しい流通システムを築く

同社は「ハウズドゥ」のブランド理念として、「日本の住宅市場をオープンにし、お客様のライフステージに即した理想の住宅を積極的に住み替えたりできる住まいの新しい流通システムを築く」ことを掲げている。

わが国の不動産流通業は先進的な米国に比べ、売却希望物件の情報公開や売り手買い手双方の仲介受託を許容する点(利益相反の懸念から米国では片側の仲介のみ)で透明性に欠けている、コンビニエンスストアが普及する前の小売業、あるいは40年前の飲食業と同様に、前近代的であるというのが安藤社長の持論である。そして全国1,000店舗を目指した「ハウストゥ」のFC展開や、HLB事業のようなソリューションの提供により、業界の進歩と社会へ貢献することを、同社の事業目的としている。

なお、同社の企業理念は「お客様の豊かさ、社員の豊かさ、社会の豊かさを常に創造し、末永い繁栄と更なる幸福を追求します」というもの、経営理念は「お客様から必要とされ、お客様へ尽くします」というものである。

2. 財務面の分析

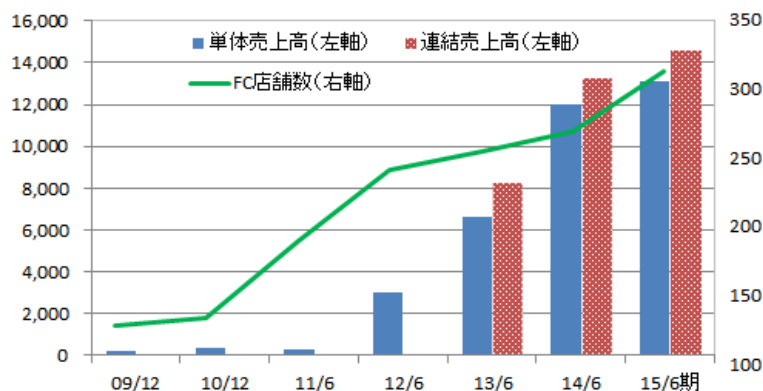
➤ 過去の業績推移

◆ 14年6月期、15年6月期ともに大幅増収増益を達成

同社の有価証券報告書及び株式上場時の有価証券届出書で入手可能な過去の単体及び連結売上高の推移を図表17に示した。同社は13/6期より連結財務諸表を作成しており、グループ全体の業績推移は13/6期～15/6期について分析可能である(図表18及び19)。

単体売上高については、11/6期(決算期変更で6カ月)までFC事業運営専業であったが、(ア)11年6月に旧ハウズドゥ(この後ハウズドゥ京都と改称)の事業の一部の移管を受けたこと、(イ)13年7月に不動産賃貸業等を営んでいたグループ2社(ハウズドゥ京都と同社グループの創業会社でこの時点の商号はAMC)を吸収合併したこと等から、連続性に欠けるものになっている。

【図表17】 売上高とFC店舗数の推移 (単位:百万円、店)



(出所) ハウズドゥ有価証券報告書等に基づき証券リサーチセンター作成

【図表18】 単体の損益計算書概要(単位:百万円)

項目/決算期	13/6	14/6	15/6期
FC事業売上高	836	1,214	1,460
(同事業売上原価)	67	159	175
不動産事業売上高	1,342	5,932	7,371
(同事業売上原価)	1,093	4,703	6,308
住宅流通事業売上高	4,458	4,846	4,282
(同事業売上原価)	3,754	4,011	3,352
その他	—	—	13
売上高合計	6,637	11,993	13,128
(売上原価合計)	4,915	8,874	9,836
売上総利益	1,721	3,118	3,291
(販売費及び一般管理費)	1,716	2,958	2,827
営業利益	5	160	464
(支払利息)	28	106	105
経常利益	31	94	365

【図表19】 セグメント別連結業績(単位:百万円)

項目/決算期	13/6	14/6	15/6期
FC事業売上高	805	1,134	1,385
(セグメント利益)	221	648	849
不動産事業売上高	1,761	5,932	7,371
(セグメント利益)	307	750	482
住宅流通事業売上高	5,622	6,157	5,768
(セグメント利益)	159	131	390
その他	61	84	47
(セグメント利益)	9	16	-26
売上高合計	8,251	13,309	14,573
(全社費用等考慮前利益)	697	1,546	1,696
(全社費用等調整額)	-517	-1,269	-1,079
営業利益	180	276	617
(支払利息)	99	107	106
経常利益	112	204	513

(出所) 図表18、19ともにハウズドゥ有価証券報告書及び有価証券届出書に基づき証券リサーチセンター作成

(1) 14 年 6 月期実績～前期比 61%増収、82%経常増益を達成

政府及び日銀の各種施策により、円安及び株高が進行し、景気が回復基調を保つなか、不動産業界においても三大都市圏の地価上昇や住宅需要の拡大などがみられ、低金利の持続や住宅ローン減税等にも支えられて業況は良好であった。

同社の 14/6 期の連結業績は、FC 事業、不動産事業、住宅流通事業（不動産売買仲介及び住宅・リフォーム）の各事業がそれぞれ規模を拡大した結果、前期比 61.3%増収、82.1%経常増益となった。なお、セグメント区分は 16/6 期からの組み替え前の旧分類である。

FC 事業は新規加盟契約数 60 件、新規開店数 63 店舗を数え、前期比 40.8%増収でセグメント利益も同 193.0%増となった。同事業のセグメント利益の全社費用等考慮前利益に対する比率は 42%（13/6 期 32%）に達した。

不動産事業は前期比 236.8%増収、143.8%増益であった。買取専門店の 4 店舗出店、営業担当者を増員し販売用不動産の仕入に注力したこと、賃貸料を稼ぐ収益物件を固定資産から販売用不動産に振り替えて売却を進めたこと（2,671 百万円、同事業売上高の 45%相当）が主な要因である。

住宅流通事業は前期比 9.5%増収、17.3%減益であった。売買仲介事業は堅調であったが、リフォーム事業及び新築戸建事業において、施工管理者、設計担当者など技術職員の採用を進めた結果、固定費が増加したためである。

(2) 15 年 6 月期実績～前期比 10%増収、151%経常増益を達成

円安が定着し景気が緩やかな回復基調を続けるなか、不動産業界では新築住宅などに消費税増税の影響もみられたが、良好な資金調達環境が続き円安で海外資金が流入したため、首都圏の不動産売買市場は活況が続いた。

同社の 15/6 期業績は、前期比 9.5%増収、150.6%経常増益と 2 期連続で大幅増益となった。増収率が前期に比べ見劣りするの、収益物件（固定資産）の売却額が 1,289 百万円（14/6 期 2,671 百万円）にとどまったことや新築戸建事業の減速等が要因である。

FC 事業は新規加盟契約数 77 件、新規開店数 60 店舗を数え、前期比 22.1%増収でセグメント利益も同 31.1%増と好調を持続している。同事業のセグメント利益の全社費用等考慮前利益に対する比率は 50%（14/6 期 42%）に達した。

不動産事業は前期比 24.2%増収、35.7%減益であった。物件仕入及び販売は順調に拡大しており、取引件数は 14/6 期 137 件→15/6 期 197

件となったが、粗利率の低い案件が多かったこと、収益物件販売額が半減したこと等から減益となった。

住宅流通事業は前期比 6.3%減収、197.1%増益であった。売買仲介事業は堅調であったが、完工件数 28.1%減となるなど新築戸建事業の不振が響いた。セグメント利益は、売買仲介事業における広告費の効率運用、住宅・リフォーム事業における外注費の減少等による採算性の改善の結果、大幅増益となった。

◆ 時系列でみたハウストゥの財務指標

13/6 期から 15/6 期までの財務指標の推移を図表 20 に示した。

不動産売買事業の拡大に伴い販売用不動産が拡大しているが、固定資産の収益用不動産の売却や 15 年 3 月の株式上場時に行った公募増資及び利益剰余金の積み増しにより、有利子負債は膨張しておらず、15/6 期の総資産回転率は 2.0 回と良好である。借入依存度は 56.3%と高水準であるが横ばい圏にあり、自己資本比率は改善傾向にある。

15/6 期の売上高経常利益率は 3.5%と低水準であるが、FC 店の経営資源を活用できる FC 事業が順調に伸びているため、利益率は改善傾向を示している。15/6 期の自己資本利益率は資本増強により 14/6 期 57.4%→15/6 期 34.9%と低下したが、依然高水準にある。

15/6 期のフリーキャッシュフローはマイナス 817 百万円となっている。積極的な販売用不動産の取得及び期末残高の増加によるものであるが、融資先金融機関との良好な関係構築による借入金の調達や資本増強により、資金繰りに支障は生じていない。なお、14/6 期のフリーキャッシュフローが 600 百万円であったのは、固定資産から販売用不動産に振り替えられた収益用不動産の販売が順調で資金回収が進んだことの影響が大きいとみられる。

【図表 20】主な財務指標の推移(連結ベース)

項目/決算期	単位	13/6	14/6	15/6	項目/決算期	単位	13/6	14/6	15/6
売上高	百万円	8,251	13,309	14,573	自己資本比率	%	—	9.4	17.6
営業利益	百万円	180	276	617	流動比率	%	65.2	90.8	128.1
経常利益	百万円	112	204	513	借入依存度	%	66.5	59.3	56.3
当期純利益	百万円	80	155	353	自己資本利益率	%	—	57.4	34.9
総資産	百万円	6,654	6,255	8,201	売上高経常利益率	%	1.4	1.5	3.5
流動資産	百万円	1,913	3,422	5,590	総資産回転率	回	1.2	2.1	2.0
うち たな卸資産	百万円	1,050	2,562	4,265	従業員数	人	391	437	421
固定資産	百万円	4,741	2,833	2,611	一人当たり売上高	百万円	21.1	32.1	34.0
負債	百万円	6,224	5,669	6,762	営業キャッシュフロー	百万円	-3	1,471	344
流動負債	百万円	2,932	3,769	4,365	投資キャッシュフロー	百万円	-749	-871	-1,162
固定負債	百万円	3,291	1,899	2,396	財務キャッシュフロー	百万円	741	-724	1,405
(有利子負債)	百万円	4,427	3,708	4,621	フリーキャッシュフロー	百万円	-753	599	-817
純資産	百万円	430	586	1,439	現金及び同等物残高	百万円	534	410	998

(注) 13/6 期は自己資本がマイナスのため、自己資本比率及び自己資本利益率は算出できない。13/6 期の総資産回転率、一人当たり売上高については、総資産及び従業員数の期首期末平均残が採れず、当該期末数のみで算出

(出所) ハウストゥ有価証券報告書、新株式発行並びに株式売出届出目論見書に基づき証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

注 19) 直近期の住友不動産販売の不動産(東京の宅地等)販売による営業収益は8,556百万円、日住サービスの建売住宅等の不動産売上高は1,061百万円にとどまり、主力事業ではない。アパマンショップホールディングスはPI・フランド事業で保有する収益不動産の売却を進め、規模縮小を図っている。センチュリー21はフランチャイズ本部運営に徹している。

◆ 類似会社との財務指標比較

不動産仲介業ないし不動産仲介FC事業を営む上場企業を類似会社として、同社の財務指標を比較した(図表21)。決算月のずれが大きく厳密な比較ではないが、同社を評価する一助にはなる。

収益性についてみると、自己資本比率が低いことから自己資本利益率は同業他社を上回るが、総資産経常利益率はアパマンショップホールディングス、日住サービスに次いで低く、売上高営業利益率は最も低い水準にある。同社はここ数年積極的な新卒採用等により人材拡充を進めてきたため、固定費負担が重くなっていると推察される。同社の売上高営業利益率は、FC事業の伸長等により上昇傾向にあるが、なお改善の余地があると考えられる。

同社の成長性指標は、いずれもオープンハウスと並び比較対象のなかで高い水準にある。FC事業及び不動産事業の規模拡大が要因である。

安全性指標をみると、自己資本比率は構造改革の最終段階で自己資本が毀損したアパマンショップホールディングスに次いで低水準にある。オープンハウス及びスターツコーポレーション以外は販売用不動産の仕入れを伴う事業を営んでいないか主力事業でない注19)ことを考慮すべきであるが、いまだ少し改善すべきと考えられる。債務償還年数はスターツコーポレーションに次いで長い。なお、オープンハウスの債務償還年数は、積極的な販売用不動産の仕入により営業キャッシュフローがマイナスのため算出できないが、15/9期の借入依存度55.1%で同社の56.3%とほぼ同水準である。

【図表21】 類似会社との財務指標比較

企業名		ハウズドゥ	センチュリー 21・ジャパン	アパマンショップ ホールディングス	日住 サービス	住友不動産 販売	オープン ハウス	スターツコーポ レーション
直近決算期		15/6	15/3	15/9	14/12	15/3	15/9	15/3
規模	売上高	百万円	14,573	3,572	37,270	6,637	69,333	179,317
	経常利益	百万円	513	1,163	1,682	420	14,392	20,294
	総資産	百万円	8,201	5,461	43,492	8,666	133,507	162,447
収益性	自己資本利益率	%	34.9	17.2	-62.8	9.8	10.2	29.9
	総資産経常利益率	%	7.1	22.4	3.7	5.0	11.1	15.4
	売上高営業利益率	%	4.2	30.8	6.5	6.6	20.4	11.9
成長性	売上高(2年平成長率)	%	32.9	3.0	0.9	5.4	10.1	36.0
	経常利益(同上)	%	114.0	7.0	9.3	17.2	9.5	48.7
	総資産(同上)	%	11.0	10.1	-6.8	7.2	7.0	44.3
安全性	自己資本比率	%	17.6	83.0	4.5	53.2	68.8	29.2
	流動比率	%	128.1	662.8	80.7	135.2	156.7	233.5
	債務償還年数	年	13.4	—	11.2	3.1	1.0	—
生産性	期末従業員数	人	421	68	867	338	3,333	1,099
生産性	1人当たり売上高	万円	3,397	5,953	4,432	1,955	2,100	20,730
	〃経常利益	万円	120	1,938	200	124	436	2,346

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期首及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除した

流動比率は流動資産÷流動負債、債務償還年数は有利子負債残高÷営業キャッシュフローで、センチュリー21は無借金

(出所) 各社有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ CEO のリーダーシップで新たな不動産流通システムが生まれる

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 22 に示した。米国市場を手本に、日本の不動産売買市場を変革したいという安藤社長のリーダーシップの下、同社は大手不動産会社と異なる手法で中古住宅購入に関心のある一般顧客を中心に、豊富で新鮮な情報提供で顧客を増やしてきた。

買取専門店業態及び HLB サービスの投入、ラジオ及びテレビ CM の出稿、株式上場などで同社の知名度は向上しており、同社は多少業界環境が変化しても着実に成長できる基礎を築きつつある。

直営店の経験に基づき、物件情報の管理や集客活動を支援する IT 基盤が構築され、FC 店運営に活かされている。商標登録された HLB サービス及び買取専門店業態の開発によって、顧客基盤は従来の中古物件購入希望客から売却希望客にも広がっている。

不動産業経営で最も重要な経営資源は人材である。同社は上場前から定期的な新卒採用による人材育成に取り組んできた。そのノウハウは FC 店指導に生かされている。

【図表 22】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI (14/6 期→15/6 期)
関係資本	顧客基盤 ・ブランド	- 豊富で新鮮な売却希望物件情報の公開及び広告宣伝活動により、リテール分野で認知度を高めている。 - HLB 事業と買取専門店業態の投入で認知度が向上。	・仲介件数 2,399→2,598 ・売買件数:137→197 ・HLB 契約件数:16→98
	事業 パートナー	・直営店の経験を FC 店へ伝達、買取共同プロジェクトも実施。 ・取引先金融機関と良好な関係を構築している。	・FC 店数:269→312 ・実数値は不明だが取引先金融機関数は増加、借入利子率は低下
組織資本	業務 プロセス	・集客のための地道な活動を核に売買仲介、自己勘定による売買、リフォーム及び新築請負の一貫モデルを確立。 ・FC 事業、HLB 事業でストック型ビジネスの基盤構築。	・FC 事業売上構成比 8.5%→9.5% ・HLB 保有件数:16→68
	知的財産 ・ノウハウ	・不動産業務の基本及び集客活動、中古住宅購入時のリフォームのコツ等について FC 店にノウハウを指導。 ・ハウス・リースバックで商標登録。	・FC 数、HLB 契約件数等
人的資本	経営陣	・創業社長の安藤氏は不動産バブルを乗り越えた経験があり、時宜に適した事業ポートフォリオ運営が可能である。 ・社外取締役を積極的に活用している。	・安藤社長の不動産業界経験年数 27 年 ・社外取締役 0 名→2 名
	従業員	・人材は最重要経営資源と認識して株式上場前より新卒採用及び教育プログラム策定に注力してきた。 ・中期経営計画に必要な陣容整い、FC 店の人材活用に転換。	・単体従業員数:248 名→274 名 ・同平均勤続年数:3.4 年→3.6 年 ・宅地建物取引士、一級建築士等多数

(出所) ハウスドゥ有価証券報告書、決算説明会資料及びヒアリング内容に基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

注 20) Lifestyles Of Health And Sustainability (健康で持続可能な生活様式)を略した言葉で、地球環境保護や健康な生活を最優先する意識の強い人々やその生活様式を示している。

◆ 環境対応 (Environment)

同社は LOHAS^{注 20}を意識したリフォーム事業を同社の環境対応活動の一つとして取り上げたい。同社は同事業において、「リサイクル」と「エコロジー」を合成した「リコロジー」という概念を提唱し、「住まいの再生」100 年リフォームをキャッチフレーズに、安易に解体せず中古住宅を有効活用することを顧客に訴えている。

省エネ効果の高い二重ガラスサッシやガス給湯システム等を採用するリフォームは国土交通省の「省エネ住宅ポイント」の対象工事である。また、同社は天然無垢材や漆喰などの自然素材を標準仕様としており、環境に優しくシックハウス症候群やダニアレルギー等の発生防止にも役立つ点を同社リフォーム事業の訴求ポイントにしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の事業目的は、前近代的な商慣習を残し顧客本位ではない不動産業界の現状打破であり、ブランド理念の「日本の住宅市場をオープンにし、ライフステージに即した理想の住宅を積極的に住み替えたりできる『住まいの新しい流通システム』を築く」ということから、同社がそれによる社会貢献を願っていることが窺われる。

同社の事業は、所得の伸び悩む勤労世帯への持家確保の機会拡大や、空き家を生む相続や住宅以外に資産のない高齢者の増加に対するソリューションとなるものであり、社会的意義は高いと考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は顧客、社員、社会の 3 社をステークホルダーとする企業理念とコンプライアンスの重要性をコーポレートガバナンスの基本方針として、株主の権利を重視し、社会的信頼に応え、持続的成長を遂げていくためにコーポレートガバナンスを強化していくとしている。

6 名の取締役のうち 2 名が社外取締役である。監査役は 3 名で、うち 2 名が社外監査役である。社外役員 4 名はいずれも独立役員として届け出ており、経営監視機能は機能しているものと推察される。

なお、安藤社長の持株比率は資産管理会社所有株を合わせると 70.1%に達することに留意しておきたい(図表 23)。

【図表 23】大株主上位 5 名 (単位: %)

氏名又は名称	所有比率
AMC(社長の資産管理会社)	41.4
安藤 正弘(社長)	28.8
日本証券金融	1.8
大和 正典	1.4
金城 泰然	1.3
上位 5 名の所有比率	74.7

(出所) ハウストゥ有価証券報告書に基づき
証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ 事業拡大に向けて必要な経営課題

同社が認識している対処すべき経営課題は、以下の通りである(図表24)。

- 1) **主要事業の強化とシナジー発現による顧客満足度の拡大**: 同社は「住まいのワンストップサービス」を提供する直営ないしFC店の営業店舗網を全国に広げ、不動産売買仲介事業を窓口として物件買取及び販売、リフォーム、新築戸建、住宅ローン斡旋等の各事業が連携したサービス提供の機会を増やし、顧客満足度を高めていかなければならないとしている。
- 2) **ブランド力の強化と首都圏展開**: テレビCMの出稿を含む広告宣伝活動を進め、首都圏を中心にブランド力を高める必要性を同社は認識している。FC店開拓、獲得しづらかった物件売却希望者を含む見込み客増大、人材採用等に効果があるとみている。
- 3) **注力事業への経営資源の重点配分**: 同社はFC事業、HLB事業及び買取専門店の展開による売却物件仕入を収益拡大に貢献する注力事業に位置付け、主たる経営資源である人材を重点配分していく必要があると考えている。
- 4) **リスク管理体制の強化**: コーポレート・ガバナンスコードに沿った内部管理体制の構築やコンプライアンス体制の強化は、事業継続のための重要な課題と同社は認識している。
- 5) **優秀な人材の採用と育成**: 人材は最も重要な経営資源であり、定期的な新卒採用と早期育成に努めていくとしている。

【図表24】ハウズドゥの自覚する経営課題と対応方針

戦略分野	経営課題	具体的な対応策
全社共通の事業戦略	◇主要事業の強化とシナジーの発揮	住まいに係るワンストップサービスの提供に向け、各事業の強化及び相互連携による顧客満足度の拡大を図る
	◇ブランド力の強化	テレビCMを含む広告の活用→首都圏での認知度向上→FC店開発や売り手の相談客集客の促進へ
	◇成長分野への経営資源の集中配分	FC事業、HLB事業への経営資源(人材)の優先配分を実施、直営店出店は慎重に対応
注力事業	FC ◇FC店開発の加速	東京・名古屋・大阪の三大都市圏中心に不動産会社の加盟獲得に注力。FC店指導を強化、不適切店の入れ替えも検討
	HLB ◇中核事業に位置付けて強化	CM実施に反響強く、電話対応やコンサルティングセールスの増員を進める。ストック型ビジネスと評価。金融機関と連携も
	不動産売買 ◇販売用不動産の取得促進	買取専門店舗態で駅近立地に出店。FC店との共同事業や近隣不動産会社との関係構築で調達量増大を図る
リスク管理戦略	◇財務管理の強化	仕入と販売、着工と引渡しのバランスを意識した在庫量の制御と財務体質の強化を図る。金融機関との関係も強化する
	◇内部管理体制の強化	コーポレート・ガバナンスコードに沿った経営の透明性の確保等に努める。コンプライアンス体制も強化へ
人材戦略	◇優秀な人材の採用・育成	人材は最も重要な経営資源→定期的な新卒採用と早期育成に向け研修研修を推進。ワーク・ライフ・バランスにも配慮

(出所) ハウズドゥ有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

> 今後の事業戦略

◆ 全国1千店舗の早期達成とソリューションサービス創造を目指す

同社はFC店1,000店舗の全国網構築、HLB事業のような住宅及び不動産業界における問題を解決するサービスの創造により社会に貢献すること、加えて教育及び研修システムの充実により業界のサービス水準の向上をリードしていくことを経営の基本方針としている。

FC店1,000店舗は関東450店(15年9月末64店)、関西180店(同62店)、東海100店(同86店)等としている(図表25)。目標とする経営指標については、売上高経常利益率10%、自己資本比率30%を掲げている(図表26)。

【図表25】FC店拡大計画

地域	目標値	15年9月末	進捗率
関東	450	64	14.2%
関西	180	62	34.4%
東海	100	86	86.0%
九州	80	34	42.5%
中国・四国	60	36	60.0%
北海道	40	16	40.0%
東北	40	8	20.0%
甲信越	20	7	35.0%
北陸	20	4	20.0%
沖縄	10	6	60.0%
全国	1,000	324	32.4%

(出所) ハウズドゥ 16/6期第1四半期決算説明
補足資料に基づき証券リサーチセンター作成

【図表26】目標とする経営指標

指標	売上高 経常利益率	自己資本比率
中期目標	10%	30%
当面の照準	5%以上	20%以上
15/6期実績	3.5%	17.6%
14/6期実績	1.5%	9.4%

(出所) ハウズドゥ決算短信に基づき証券
リサーチセンター作成

◆ 将来ビジョン～アジアへのFC展開も目論む

同社は、不動産情報のオープン化を推進し、同社の店舗網を仲介から新築、リフォーム、HLB、住宅ローンや損害保険までのワンストップサービスを提供する不動産業界のコンビニエンスストアに例えられるような身近な相談窓口にしたいと考えている。

さらに国内にとどまらず、わが国よりも不動産業界の透明化が遅れているアジア地域にもノウハウを提供し、アジア地域でFC店4万店のネットワークを構築することを目論んでいる。

◆ ハウズドゥの中期経営計画

同社は、(ア)ストック型収益事業に分類されるFC事業及びHLB事業を注力すべき事業に定める一方、(イ)労働集約型の不動産流通事業、不動産売買事業、住宅・リフォーム事業については収益規模を維持したうえで品質及び効率性の向上を図るという基本方針に基づく18/6期までの3カ年の中期経営計画を、15/6期決算発表後、日を経ずして公表している(図表27)。

3カ年の平均成長率は売上高8.0%、経常利益39.8%としており、18/6期の売上高経常利益率は7.6%(15/6期3.5%に比べ4.1%ポイント改善)

となる。各セグメント利益の数値等は明示されていないが、粗利益ベースで労働集約型とされる3事業は微増にとどまる一方、FC事業及びHLB事業が大きく伸長するとしている。さらに、人材の事業間シフトで販管費の増加を制御し、利益率を改善させる方針である。不動産の在庫投資計画の詳細は不明だが、自己資本比率は30%以上(15/6期は17.6%)を目指すとしている。

成長期待の2事業については以下のようなシナリオを描いている。

(1) FC事業の強化～18年6月期末加盟契約560店へ

FC事業については、15/6期末の累計加盟契約店舗数312店から16/6期末386店、17/6期末466店、18/6期末560店へ(15/6期末比1.8倍)とFC店開拓を進める計画である。この間に毎年新規加盟85～90店(1社当たり加盟金400万円)、増店20店以上(同様に280万円)を見込むほか、会費月額10万円のストック収益やシステム利用料、広告分担金等も売上高を押し上げる計画になっている。

(2) HLB事業の育成～契約積み上げ家賃収入を成長ドライバーに

同社はHLB事業を、家賃収入(リース料)というストック収益を稼げる、FC事業に続く成長ドライバーと考えている。同社は同事業の

【図表27】 ハウスドゥの中期経営計画

(単位:百万円、店、件)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期CE	17/6期CE	18/6期CE	3年平均成長率
FC事業	1,214	1,460	1,870	2,317	2,894	25.6%
(FC店数)	269	312	386	466	560	21.5%
(新規加盟契約数)	60	77	90	85	90	—
(売上高/累計契約店数)	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	—
不動産事業	5,932	7,371	8,941	9,543	9,840	10.1%
うち不動産売買事業	5,566	7,169	8,387	8,821	8,293	5.0%
うちHLB事業(賃貸事業)	366	202	554	722	1,547	97.1%
狭義のHLB事業	11	103	359	686	1,489	143.6%
不動産流通事業	1,893	1,808	1,672	1,813	1,978	3.0%
(仲介件数)	2,399	2,598	2,922	2,500～3,000	—	—
(1件当たり収入:千円)	789	696	572	@540	—	—
住宅・リフォーム事業	4,846	4,282	4,163	3,807	3,934	-2.8%
(リフォーム契約件数)	2,398	2,459	2,238	2,300	2,400	-0.8%
(1件当たり収入)	1.18	1.07	平均単価	1.28百万円	—	—
(新築契約件数)	88	69	—	平均年60件	—	—
(1件当たり収入)	22.8	23.9	平均単価	17.4百万円	—	—
売上高合計	13,309	14,573	16,355	17,185	18,347	8.0%
営業利益	276	617	924	1,123	1,522	35.1%
経常利益	204	513	804	1,003	1,402	39.8%
(売上高経常利益率)	1.5%	3.5%	4.9%	5.8%	7.6%	—
当期純利益	155	353	523	652	911	37.2%

(注) セグメント別売上高は内部取引を加味した金額

(出所) ハウスドゥ決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

保有物件数を 15/6 期末の 68 件から 16/6 期末 148 件、17/6 期末 257 件、18/6 期末 412 件へ（15/6 期末比 6.1 倍）、保有資産残高は同順で 1,227 百万円→3,000 百万円→5,000 百万円→7,000 百万円へ（15/6 期末比 5.5 倍）と積み上げる計画である。

保有物件残高の増加に伴い、HLB 事業（狭義）の家賃収入は 15/6 期の 82 百万円から 16/6 期 227 百万円、17/6 期 443 百万円、18/6 期 791 百万円へ（15/6 期比 9.6 倍）と急拡大を見込んでいる。

事業拡大に伴い、有利な条件での物件取得資金調達も必要になる。現在は銀行からの借入金拡大を前提としており、株式上場後は取引先金融機関の増加や利率の改善が進んでいる。長期的には、金融情勢の変化や借入規模の拡大に従い、ファンドによる資金調達や増資も含む柔軟な資本政策を検討する意向である。

同社はこのセール・アンド・リースバックシステムを個人事業主や中小企業オーナーの資金調達手段にも広げており（アセット・リースバック）、店舗や小型商業ビルも取得していく方針である。

さらにこの中期計画には織り込まれていないが、同社は HLB 事業と類似するリバースモーゲージや不動産担保ローン等のサービスについても、貸金業免許を取得したうえで金融機関と連携して取り組む意向を示している。

5. アナリストの評価

➤ 強み・弱みの評価

◆ 余裕ある事業ポートフォリオと差別化図る新サービス

同社が競合他社に対して優位にあると考えられるポイントは、図表 28 に示したように、環境変化に対応可能な事業ポートフォリオを構築していることと、顧客ニーズに合致するサービスを提供していることであると当センターは考えている。

同社の重要な経営資源は、(ア) 売買仲介、自己勘定の売買、HLB の各事業にシフト可能な経験を積んだマンパワー、(イ) 同社の「透明な不動産流通システム構築」という理念に共鳴する FC 店オーナー及びスタッフ、(ウ) HLB 事業で(今後)拡大するストック基盤であろう。同社は不動産の市況変動に合わせ必要な部署に的確に人材を充当できる年齢に比べ経験豊富な既存スタッフ及び新人育成システムを保有している。その上、コストを外部化して「ハウストゥ!」ネットワークを拡大している。HLB 事業は不動産市況にかかわらず需要が高まる事業であろう。

一方、弱みとしては、財閥系不動産販売会社に比べてブランド、資金力、人材等が見劣りすることが挙げられよう。特に資金力については、金融引き締め局面で厳しい対応を迫られよう。

競合会社に対して優位性を増す要素としては、(ア) 業界内の競合激化及び中小事業者の後継者難による FC 店舗網拡張ペースの加速(廉価な会費で透明な取引手法が他のチェーンに優る可能性あり)、(イ) 高齢化進展で HLB 事業に対する需要拡大の可能性を指摘したい。

脅威として懸念すべきは、金融政策の変化により、財務基盤が同社よりも良好な競合会社に事業機会を奪われる可能性があること、競合する大手事業者が政策を改め、同社の事業領域に踏み込んでくること等であろう。

【図表 28】 SWOT 分析

項目	分析結果
強み Strength	◇事業環境の変化に柔軟に対応可能な事業ポートフォリオの構築 ◇情報提供の開放性、「買取専門店」、「HLB」等売却要望客への対応力
弱み Weakness	◆最大市場の首都圏の店舗網不足 ◆人材、資金、ブランドの点で大手不動産会社等に対し劣位にある
機会 Opportunity	◇競争激化及び後継者難による FC 加盟希望の高まり ◇持家はあがるが老後資金に余裕のない高齢者の増加
脅威 Threat	◆金融政策の変更による不動産売買市場の縮小 ◆大手不動産会社による同社の事業領域への参入

(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

◆ 中古住宅流通に透明性の高い取り組みで新風を吹き込んでいる

同社が、中古住宅を「買いたい」「売りたい」顧客の立場を最優先する不動産仲介業者の立場を一貫して主張している点を、高く評価したい。その信念が FC 店にも受け継がれ、全国に安心して相談できる「掛かりつけの不動産店」が構築されることは、中古住宅ストックの有効活用が懸案となっているわが国にあって、大きな社会貢献になると当センターは考えている。

14 年に設立されたソニー不動産が、売買取引の片側に立つエージェンツ制導入、売却主から仲介手数料を徴収しない新しい個人同士の不動産売買プラットフォーム「おうちダイレクト」のリリース等を行っている。手法は異なるが、旧い慣習からの脱却という点で、同社とソニー不動産とは通じるところがあり、両社の今後の動向が注目される。

◆ 株式上場で信用力が高まり今後 FC 店開拓が加速しよう

同社の株式上場に伴い、FC 加盟検討中の中小不動産会社や異業種からの参入予定者は FC 本部に対する信頼を高め、検討速度を速めよう。

同社は FC 本部へのロイヤリティについて、センチュリー21のような売買成約に伴う成功報酬制度ではなく、月額 10 万円という廉価な会費制を選択している。FC 店予備軍の心理的な負担が低く、同社にとって安定収益源を確保できる良い選択と判断している。今後は加盟店数の増加に伴い、FC 店に共通する意見をうまく聞き取り、成功事例の横展開、不満の迅速な解消等や、効果的な PR 展開に努めることが、発展するチェーン本部の重要な課題となろう。

◆ HLB 事業は金融機関等との連携で普及が進もう

HLB 事業は資産の少ない高齢者等にとって有益なサービスである。隣接するリバースモーゲージ等を含めた相談窓口になることが出来ればビジネスチャンスは一層広がろう。

アセット・リースバックについては、同社が手慣れた中古住宅及び土地の評価と異なる評価手法が必要になる可能性がある。その点でも金融機関等との連携強化は事業拡大の鍵となろう。

◆ 成長とリスク管理のバランスを意識し続けたい

二度の不動産バブル崩壊を経験している安藤社長には言わずもがなであるが、市況変動に対するリスク管理には万全を期す必要があろう。上場したことにより、株主から受ける成長への期待が、情勢判断を誤らせる懸念がある。休むべき時には休む不動産投資の基本を全うし、売買仲介及びストック型収益で凌ぐバランス経営について、株主の理解を求めるが必要であろう。

> 今後の業績見通し

注 21) 同社のセグメント別業績予想において、売上高はセグメント間の内部売上高または振替高を織り込んだ数値で開示されている。

◆ ハウズドゥによる 16 年 6 月期業績予想

16/6 期業績について同社は、売上高 16,355 百万円(前期比 12.2%増)、営業利益 924 百万円(同 49.9%増)、経常利益 804 百万円(同 56.8%増)、当期純利益 523 百万円(同 48.1%増)と予想している(図表 29)。

セグメント別にみると^{注 21}、新規加盟 90 店(前期比 13 店増)を見込む FC 事業が売上高 1,870 百万円(前期比 28.1%増収)でセグメント利益 1,107 百万円(同 30.4%増益)、増員による直営店の仕入強化を計画する不動産事業は同順で 8,941 百万円(同 21.3%増収)、666 百万円(同 38.2%増益)と、それぞれ大幅な増収増益で全体収益を牽引する計画である。不動産事業のうち HLB 事業は同順で 359 百万円(同 248.5%増収)、44 百万円(前期は 5 百万円の赤字)を見込んでいる。

不動産流通事業については仲介件数の増加(14/6 期 2,399 件→15/6 期 2,598 件→16/6 期計画 2,922 件)を見込んでいるが、紹介料などの副収入の減少を想定し売上高、セグメント利益ともに減少を予想している。住宅・リフォーム事業については、新築契約件数の減少(14/6 期 88 件→15/6 期 69 件→16/6 期計画 60 件)を想定しているが、リフォーム事業の増収及び採算改善を見込み、売上高は前期比若干の減少、セグメント利益は増益を予想している

10/6 期以降続けてきた大量の新卒採用により人材拡充も一段落し、販管費の伸びを抑えストック型ビジネス(FC 事業及び HLB 事業)による売上高の拡大を見込んでいる。このため、営業利益及び経常利益について増収率を上回る増益率を同社は予想している。

【図表 29】ハウズドゥによる 16 年 6 月期業績予想 (単位:百万円)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期CE	前期比
FC事業	1,214	1,460	1,870	28.1%
(セグメント利益)	648	849	1,107	30.4%
不動産事業	5,932	7,371	8,941	21.3%
(セグメント利益)	750	482	666	38.2%
不動産流通事業	1,893	1,808	1,672	-7.5%
(セグメント利益)	98	264	211	-20.1%
住宅・リフォーム事業	4,846	4,282	4,163	-2.8%
(セグメント利益)	33	126	178	41.3%
その他	246	113	60	-46.9%
(セグメント利益)	16	-26	4	—
売上高合計	13,309	14,573	16,355	12.2%
(内部売上調整額)	-823	-463	-352	—
(全社費用等調整額)	-1,269	-1,079	-1,244	—
営業利益	276	617	924	49.9%
経常利益	204	513	804	56.8%
当期純利益	155	353	523	48.1%

(注)各セグメントの売上高にはセグメント間の内部売上高を含む

(出所)ハウズドゥ決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターによる 16 年 6 月期業績予想

当センターは同社の 16/6 期業績について、同社計画を若干上回る売上高 16,400 百万円(前期比 12.5%増)、経常利益 810 百万円(同 57.9%増)と予想した(図表 30)。

(ア) FC 事業が成長を牽引すること、(イ) 買取専門店や HLB 事業等の新機軸が奏功し不動産事業も伸長が見込まれること、(ウ) 新築戸建事業は受注減が続くという厳しい見通しを立てていること等について、同社の想定は妥当と判断している。

新卒大量採用による急速な人材拡充策が一段落し、業務遂行能力を高めつつある既存社員を有望事業に優先配分するという人材戦略により、固定費の増加は限定的であろう。FC 事業や HLB 事業等の会費や家賃といったストック型収益が見込める事業の拡大により、

◆ 17 年 6 月期以降の業績見通し

同社による中期業績見通しについては図表 27 に示した通りで、18/6 期の売上高 18,347 百万円(15/6 期からの年平均成長率 8.0%)、経常利益 1,402 百万円(同 39.8%)を見込んでいる。

当センターが策定した中期業績予想モデルにおいて留意した点は以下の通りである。

- 1) FC 事業については、加盟店開拓が同社の計画よりも前倒しで進む可能性があると考えた。セグメント利益は、テレビ CM 出稿などブランド力向上に向けた投資への取り組み次第で変動する可能性があるが、着実に増益基調をたどる予想した。
- 2) 不動産事業については、HLB 事業が急拡大するという同社の想定を受け入れた。不動産売買事業については、金融情勢等に左右されやすい点を考慮した経営がなされ则认为、販売額は頭打ちとした。
- 3) 不動産流通事業については、政府の後押しなどで中古住宅を利用する生活者が着実に増えていくこと、市況が悪化しても売買需要はあることを想定している。FC 店によるチェーン展開を優先する方針のため、直営店出店による拡大はないが、知名度向上による集客増を織り込んだ。
- 4) 住宅・リフォーム事業については、中古住宅購入者の増加に付随して発生するリフォーム受注の拡大が続くと想定した。
- 5) 自社買取や HLB 契約数及び保有残高の増加に伴い膨らむ資金需要について、主に借入金で賄うと想定して、営業外収支の支払利息を僅かずつ増加させている。

【図表 30】 証券リサーチセンターの業績予想モデル

(単位:百万円、店、件)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期 E	17/6期 E	18/6期 E	3年平均成長率
FC事業	1,214	1,460	1,900	2,400	3,000	27.1%
<外部売上高>	1,134	1,385	1,820	2,300	2,900	28%
<社内取引等>	79	75	80	100	100	—
(FC店数)	269	312	390	470	570	22%
(新規加盟契約数)	60	77	95	100	110	13%
(外部売上高/累計契約店数)	4.2	4.4	4.7	4.9	5.1	5%
<セグメント利益>	648	849	1,130	1,450	1,850	30%
(内部取引含む利益率)	57.1%	61.3%	62.1%	63.0%	63.8%	2.5%
不動産事業	5,932	7,371	9,000	9,550	9,950	10.5%
うち 不動産売買事業	5,566	7,169	8,400	8,800	8,400	5%
うち HLB事業(賃貸事業)	366	202	600	750	1,550	97%
<セグメント利益>	750	482	670	900	1,100	32%
(内部取引含む利益率)	12.6%	6.5%	7.4%	9.4%	11.1%	4.5%
不動産流通事業	1,893	1,808	1,800	1,850	1,950	2.6%
<外部売上高>	1,311	1,487	1,600	1,650	1,750	6%
<社内取引等>	582	321	200	200	200	—
(仲介件数)	2,399	2,598	2,800	3,000	3,200	—
(1件当たり外部収入:千円)	546	572	571	550	547	-2%
<セグメント利益>	98	264	230	240	250	-2%
(内部取引含む利益率)	5.2%	14.6%	12.8%	13.0%	12.8%	-1.8%
住宅・リフォーム事業	4,846	4,282	3,930	4,050	4,150	-1.0%
<うちリフォーム事業>	2,838	2,632	2,830	3,000	3,100	6%
(リフォーム契約件数)	2,398	2,459	2,300	2,350	2,400	-1%
(1件当たり収入)	1.18	1.07	1.23	1.28	1.29	6%
<うち新築戸建事業>	2,007	1,648	1,100	1,050	1,050	-14%
(新築契約件数)	88	69	60	60	60	-5%
(1件当たり収入)	22.8	23.9	18.3	17.5	17.5	-10%
<セグメント利益>	33	126	130	140	150	6%
(内部取引含む利益率)	0.7%	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%	0.7%
その他	246	113	100	100	100	-4.0%
<外部売上高>	84	47	50	50	50	—
<社内取引等>	162	65	50	50	50	—
(セグメント利益)	16	-26	5	5	5	—
売上高合計	13,309	14,573	16,400	17,600	18,800	8.9%
(内部売上調整額)	-823	-463	-330	-350	-350	—
(全社費用等調整額)	-1,269	-1,079	-1,235	-1,505	-1,715	—
営業利益	276	617	930	1,230	1,640	38.5%
(営業外収支)	-72	-104	-120	-130	-140	10%
経常利益	204	513	810	1,100	1,500	43.0%
(売上高経常利益率)	1.5%	3.5%	4.9%	5.8%	7.6%	4.1%
当期純利益	155	353	530	700	980	40.5%

(注) 利益率の3年平均成長率欄には、18/6期予想と15/6期実績の差を揭示

(出所) 証券リサーチセンター

業績予想に連動する貸借対照表及びキャッシュフローの主要項目の趨勢を図表 31 に示した。

ここでは、販売用不動産及び HLB 事業の物件調達を自己資金及び借入金で調達する前提にたっており、自己資本比率は同社が掲げる中期目標の 30%に達していない。早晚ファンド創設や増資などの手段も資金調達の選択肢にあがってこよう。

【図表 31】 貸借対照表の主要項目及びキャッシュフローの予想 (単位:百万円)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期 E	17/6期 E	18/6期 E
<借方>					
流動資産	3,422	5,590	6,538	7,280	7,330
うち棚卸資産	2,562	4,265	6,000	6,500	6,600
固定資産	2,833	2,611	4,352	6,040	8,030
うち有形固定資産	2,585	2,353	4,100	5,800	7,800
うち無形固定資産	60	75	72	68	64
うち投資その他資産	187	182	180	172	166
総資産	6,255	8,201	10,890	13,320	15,360
<貸方>					
流動負債	3,769	4,365	5,840	6,860	6,780
うち短期借入金等	2,062	2,571	3,900	4,800	4,600
固定負債	1,899	2,396	3,110	3,904	5,149
うち長期借入金等	1,646	2,049	2,710	3,460	4,660
純資産	586	1,439	1,940	2,556	3,431
負債純資産合計	6,255	8,201	10,890	13,320	15,360
(自己資本比率)	9.4%	17.6%	17.8%	19.2%	22.3%
<キャッシュフロー>					
営業活動によるキャッシュフロー	1,471	344	-575	730	1,830
投資活動によるキャッシュフロー	-871	-1,162	-2,047	-2,100	-2,600
<フリーキャッシュフロー>	599	-817	-2,622	-1,370	-770
財務活動によるキャッシュフロー	-724	1,405	1,960	1,566	895
現金及び現金同等物	410	998	336	532	658

(注)14/6 期、15/6 期は多額の収益用不動産(固定資産)の販売用不動産への振り替えがあったが、16/6 期以降は殆ど見込んでいない

(出所)証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元策

同社は、株主への利益還元も重要な経営課題と認識する一方で、自己資本比率 30%を目標に財務体質を強化することや事業規模の拡大のために利益の内部留保が必要であることを主張している。

利益還元の基本方針は、安定的かつ継続的な配当の実施であり、16/6 期については配当性向 15%を目安として、キャッシュフローや業績

見通しを勘案すると同時に内部留保を確保しつつ、1株当たり年19円配当(同社予想利益に基づく配当性向は15.2%)の実施を予定している。

なお、同社は16/6期より株主優待制度の導入を決定しており、同株主向け特設インターネットサイトにて、食品、電化製品、クオカード其の他と交換できるポイント制とすることを16年1月に公表した。

当センターでは、同社の中期経営計画をやや上回る利益予想をしており、配当性向15%を目安に、同社の1株当たり配当金を16/6期年20円、17/6期年25円、18/6期年35円と予想している。

◆ 株価の推移とバリュエーション比較

15年3月25日の上場以降の同社の株価(週足)は、15年5月に当初予定外の上場記念配当実施を公表し株価が急騰する場面があったが、その前後を除き堅調に推移している。対TOPIX相対株価は、海外情勢の不透明感や円安基調の反転を受けたTOPIXの下落により、直近で3.1まで切り上がっている。

株価バリュエーションは、当センター予想業績(16/6期)に基づくPER16.5倍、配当利回り1.0倍、15/6期実績基準PBR6.1倍である。これを類似会社と比べると、各社業績予想に基づくPERは同社が最も高く、配当利回りは最も低く、実績基準PBRは15/9期最終赤字のアパマンショップホールディングスについて高い水準にある(図表32)。成長性が高い点が株価バリュエーション指標が高く評価されている要因であろう。相対株価の推移も考慮すれば、同社の株価は投資家から妥当な評価を得ていると判断される。

【図表32】 株価バリュエーションの比較

企業名		ハウスドゥ	センチュリー 21・ジャパン	アパマンショッ プホールディン グス	日住 サービス	住友不動産 販売	オープン ハウス	スターツコーポ レーション
証券コード		3457東証マザーズ	8898東証JQS	8889東証JQS	8854東証二部	8870東証一部	3288東証一部	8850東証一部
予想決算期		16/6	16/3	16/9	15/12	16/3	16/9	16/3
株価(1月22日)	円	2,080	1,142	1,244	236	2,394	1,986	2,135
時価総額	億円	87.3	129.3	176.6	47.0	1,369.4	1,140.0	1,152.9
今期予想基準PER	倍	16.7	15.7	15.7	8.0	11.7	7.3	11.9
今期営業利益成長率	%	49.9	2.4	12.1	18.1	25.7	17.4	3.4
今期予想純利益増減率	%	48.1	5.1	—	5.1	30.6	22.7	-11.8
前期基準PBR	倍	6.1	2.7	8.7	0.8	1.5	2.4	2.1
前期基準ROE	%	34.9	17.2	-62.8	9.8	10.2	29.9	23.8
配当利回り	%	0.9	3.5	1.0	4.2	2.1	2.0	2.1

(出所)各社決算短信等に基づき証券リサーチセンター作成

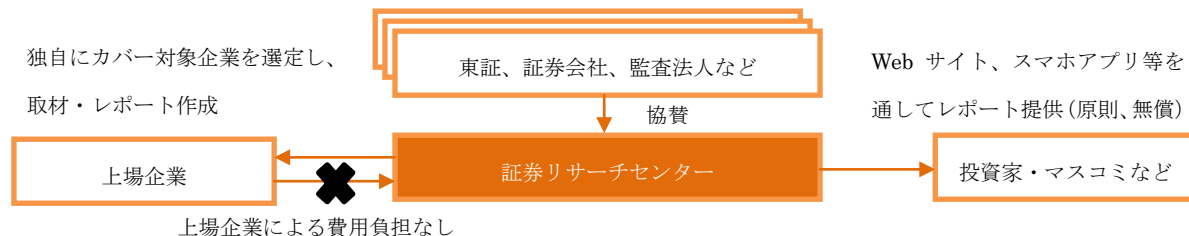
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ハウズドゥ(3457 東証マザーズ)

発行日2016/1/29

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ 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

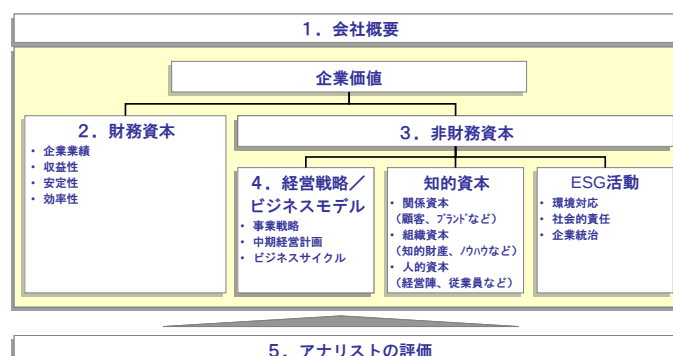
本レポートの構成

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算するための評価指標 (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、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。