

ホリスティック企業レポート

日本管理センター

3276 東証一部

アップデート・レポート
2016年2月19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 20160216

日本管理センター (3276 東証一部)

発行日:2016/2/19

賃貸物件を一括で借上げるサブリースを主力に独自のリースシステムで差別化 サブリース事業の拡大に加えイーベスト事業の利益寄与が本格化

> 要旨

◆ 賃貸物件一括借上げのサブリースが主力

- ・日本管理センター(以下、同社)は、不動産オーナーから賃貸物件を一括で借り上げ、入居者に転貸するサブリースが主力事業である。
- ・同社はサブリース戸数の増加に加え、不動産売買仲介のイーベスト事業と家賃滞納保証のファイナンス事業強化で成長を加速させる方針である。

◆ 15年12月期は28.5%営業増益

- ・15/12期決算は売上高が前期比16.2%増の34,854百万円、営業利益は同28.5%増の1,706百万円であった。サブリース戸数の増加で不動産収入が好調だった。また、不動産パートナーの増加で利益直結の加盟店収入が増収となったうえ、利益率の高いイーベスト事業も伸長した。

◆ 16年12月期の会社計画は24.1%営業増益の見通し

- ・16/12期の会社計画は売上高が前期比14.8%増の40,000百万円、営業利益は同24.1%増の2,118百万円を見込んでいる。加盟店収入と不動産売却収入の減収を見込むものの、サブリース戸数の増加が進む不動産収入とイーベスト事業が成長を牽引する見通しである。

◆ 証券リサーチセンターは16年12月期予想を増額修正

- ・証券リサーチセンターは、サブリース戸数が想定を上回るペースで拡大していることと、イーベスト事業の利益寄与が大きいと考えられることから従来の業績予想を見直し、16/12期は売上高39,200百万円→40,400百万円(前期比15.9%増)、営業利益2,000百万円→2,230百万円(同30.7%増)に増額修正する。

アナリスト:馬目 俊一郎

+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】

	2016/2/12
株価(円)	1,335
発行済株式数(千株)	18,867
時価総額(百万円)	25,188

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	22.8	16.8	13.9
PBR(倍)	6.8	6.9	5.2
配当利回り(%)	1.8	2.4	3.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.9	-7.6	3.2
対TOPIX(%)	20.8	22.0	31.4

【株価チャート】



【3276 日本管理センター 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)	
2014/12	29,992	11.7	1,327	29.4	1,311	26.3	789	24.2	43.1	157.4	20.0	
2015/12	34,854	16.2	1,706	28.5	1,709	30.3	1,097	39.0	58.7	196.8	24.0	
2016/12 CE	40,000	14.8	2,118	24.1	2,100	22.9	1,386	26.4	76.5	-	32.0	
2016/12	旧E	39,200	14.3	2,000	22.0	2,005	21.9	1,160	19.6	62.0	226.2	27.0
	新E	40,400	15.9	2,230	30.7	2,235	30.8	1,425	29.9	79.3	194.7	32.0
2017/12	旧E	44,700	14.0	2,450	22.5	2,455	22.4	1,420	22.4	75.9	275.0	33.0
	新E	46,150	14.2	2,700	21.1	2,705	21.0	1,725	21.1	96.0	258.7	40.0
2018/12 E	51,900	12.5	3,070	13.7	3,070	13.5	1,960	13.6	109.1	327.8	45.0	

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、一株指標は期首に株式分割があったものとして算出

アップデート・レポート

2/7

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ず、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。

> 事業内容

◆ サブリース業界後発ながら独自の SSL で差別化

日本管理センター (以下、同社) は、不動産オーナーから賃貸マンションやアパートなどを一括で借り上げ、一般入居者向けに転貸するサブリースを主力事業としている。

売上高をサービス別に区分すると、コア事業のサブリース賃貸収入を計上する「不動産収入」、サブリース物件の建築や管理に係わる建設会社や不動産管理会社など提携パートナーから徴収する「加盟店からの収入 (以下、加盟店収入)」、第二の成長エンジンとして育成中のイーベスト事業 (収益不動産売買仲介) や光回線販売のブロードバンド事業 (JPMC ヒカリサービス) 等から成る「その他の収入 (以下、その他収入)」の 3 項目で構成され、このうち不動産収入が売上高の大部分を占める。

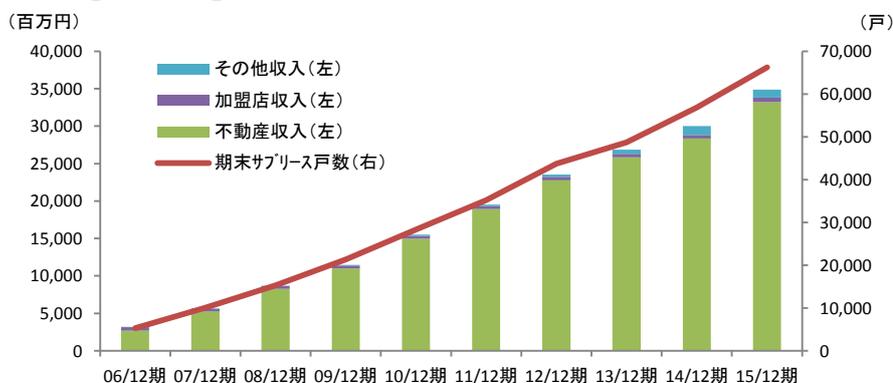
競争が厳しいサブリース業界にあって、同社は 05 年に市場参入した後発組ながら、独自の保険付収益分配型一括借上げシステムの「スーパーサブリース (以下、SSL)」で同業他社との差別化を図り、新規開拓や他社リプレースで業容を拡大して来た。

SSL は従来からの「保証賃料固定型サブリース」と違い、独自の査定に基づく「保証賃料」を上回った場合に不動産オーナーへ「分配賃料」が支払われる一方、空室などで入居者からの「集金賃料」が一定条件の下で保証賃料を下回った場合は、契約損害保険会社から上限 30 万円の保険金が支払われる仕組みであり、SSL は不動産オーナーの空室リスクを補填する役割を担う。

◆ サブリース戸数の積み上げによるストックビジネス

同社の収益モデルはサブリース戸数の積み上げによるストックビジネスと考えられる。

【 図表 1 】 項目別売上高とサブリース戸数の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

同社は先行する業界上位企業と違い、事業ポートフォリオに賃貸住宅等の建設部門を持たないため、サブリース管理戸数の積み上げ動向が成長モメンタムを左右している。

そのほか、イーベスト事業はフロービジネスと考えられるものの、高い利益率が見込まれることから今後の育成に注目したい。

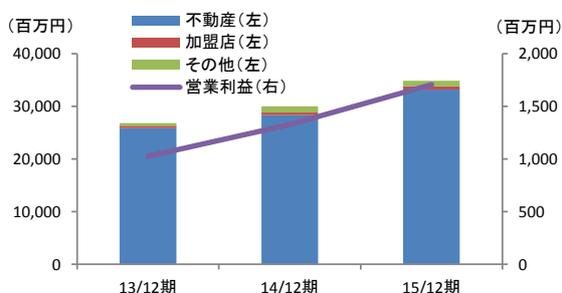
> 決算概要

◆ 15年12月期決算は28.5%営業増益

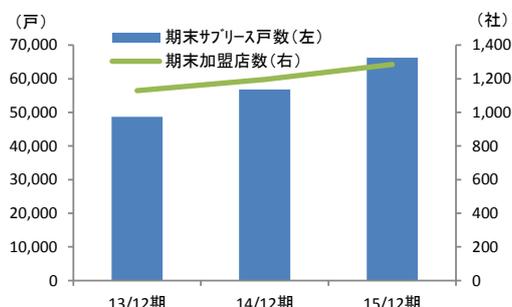
15/12期決算は売上高が前期比16.2%増の34,854百万円、営業利益は同28.5%増の1,706百万円であった。売上面では不動産売却収入が減少したが、サブリース戸数の増大で不動産収入が好調だったほか、不動産パートナー会社数の増加で加盟店収入が増収となり、利益率の高いイーベスト事業も伸長した。

利益面では新規事業立ち上げで販管費が増加するものの、利益直結の加盟店収入と利益率の高いイーベスト事業の増収に加え、不動産収入の増収効果で営業利益は二桁増益となった。

【 図表 2 】 売上高と営業利益の推移



【 図表 3 】 加盟店数とサブリース戸数の推移



(出所) 図表 2 及び 3 ともに決算短信より証券リサーチセンター作成

サービス区別の売上高では、不動産収入が前期比17.2%増の33,220百万円であった。15年1月の贈与税控除額縮小で賃貸住宅への投資が高まり15年の新築貸家戸数が前年比4.6%増になるなど、外部環境を追い風に期末のサブリース戸数が前期末比9,456戸増の66,275戸に増加した。サブリース戸数の増大が不動産収入を押し上げている。

加盟店収入は前期比20.6%増の584百万円であった。東証一部への市場変更で知名度が増したうえ、積極的なセミナー開催が奏功し、期末

のパートナー社数は全体で前期末比 89 社増の 1,284 社となった。この内訳は建築系パートナーが同 15 社増の 607 社、不動産系パートナーは同 61 社増の 638 社、介護系パートナーは同 13 社増の 39 社となった。

その他収入は前期比 9.5%減の 1,049 百万円であった。不動産売却収入は大型案件一巡で同 51.2%減の 295 百万円となったものの、利益率の高いイーベスト事業が仲介案件増で同 2.3 倍の 238 百万円、光回線販売のブロードバンド事業等のその他は同 14.8%増の 516 百万円であった。

なお、期末の貸借対照表における流動資産の販売用不動産は、前期末比 130 百万円増の 405 百万円が計上されている。

> 業績見通し

◆ 16 年 12 月期の会社計画は 24.1%営業増益の見通し

16/12 期の会社計画は売上高が前期比 14.8%増の 40,000 百万円、営業利益は同 24.1%増の 2,118 百万円を見込み、期末サブリース戸数は前期末比 11,725 戸増の 78,000 戸を想定している。

売上面では加盟店収入と不動産売却収入の減収を見込むものの、サブリース戸数の増加で不動産収入とイーベスト事業が成長を牽引する見通しである。

利益面では次世代の収益源育成に向けた販管費の増加が避けられないものの、不動産収入とイーベスト事業の伸長で吸収し、二桁の営業増益を計画している。

なお、15/12 期に立ち上げた家賃滞納を保証するファイナンス事業は、売上を保証期間で案分計上するため、業績寄与は保証残高が増大する 17/12 期以降の見通しである。

同社の長期的な事業戦略は、第一エンジンのサブリース事業で成長を図りながら、12/12 期に第二エンジンのイーベスト事業（売買仲介）を、15/12 期には第三エンジンのファイナンス事業（滞納保証）を立ち上げ、これらのシナジーで成長スピードを加速させる構えである。また、ビジネスマン向け民泊事業への参入も準備するなど、サブリース事業を核に不動産オーナーの有益な資産運用に資する方針である。

◆ 証券リサーチセンターは 16 年 12 月期の 30.7%営業増益を予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、サブリース戸数の増加が想定を上回るペースで拡大していることと、イーベスト事業の利益寄与が大きいと考えられることから従来の業績予想を見直し、

16/12 期は売上高 39,200 百万円→40,400 百万円 (前期比 15.9%増)、営業利益 2,000 百万円→2,230 百万円 (同 30.7%) に増額修正する。

サブリース戸数の順調な増加は、同社の不動産オーナー第一主義が広く認知されているのはもちろん、外部環境の変化も後押ししていると考えられる。サブリース市場の成長を牽引する貸家新築着工戸数は、14 年が消費税増税に影響を受けることなく前年比 1.7%増、15 年は相続税控除額縮小から富裕層の資産運用の一環として賃貸住宅投資が高まり同 4.6%増と、いずれも戸建て住宅や分譲住宅を大きく上回るペースで拡大している。

同社は相続税控除額縮小等を追い風にサブリース戸数の増加と、これを管理する不動産パートナーを取り込みつつあり、なかでも不動産オーナーへの家賃支払い猶予期間が設定されている新築物件の獲得は、利益率を高める効果が期待される。

当センターはサブリース戸数の増大を中期的に年 10,000 戸増前後、同じく不動産売却収入は年 300 百万円増、イーベスト事業の推定粗利率 100%を前提に業績予想を組み立てている。

【 図表 4 】 修正業績予想

	14/12期	15/12期	16/12期E		17/12期E		18/12期E
			旧	新	旧	新	
売上高	29,992	34,854	39,200	40,400	44,700	46,150	51,900
不動産収入	28,348	33,220	37,000	38,500	42,000	44,000	49,500
加盟店収入	484	584	450	650	450	700	750
その他収入	1,160	1,049	1,750	1,250	2,250	1,450	1,650
(イーベスト)	104	238	-	350	-	500	650
(不動産売却)	605	295	-	300	-	300	300
(その他)	449	516	-	600	-	650	700
営業利益	1,327	1,706	2,000	2,230	2,450	2,700	3,070
サブリース戸数(戸)	56,816	66,275	70,000	76,000	79,000	86,000	96,000

(注) E は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター

➤ 投資に際しての留意点

◆ 増配と自社株買いを実施

同社は配当性向 40%以上を表明するなか、15/12 期の一株当たり配当金は 4 円増配の年 24 円配、配当性向は 40.9%の見通しである。16/12 期は当期純利益が増加する見通しから 8 円増配の年 32 円配を計画している。

また、15年12月には資本効率化の観点から、発行済株式数の4.8%に相当する90万株の自社株買いを実施した。

当センターは業績予想を基に16/12期の一株当たり配当金を会社計画と同額の年32円と予想する。また、17/12期以降も増配の可能性が高いと思われる。

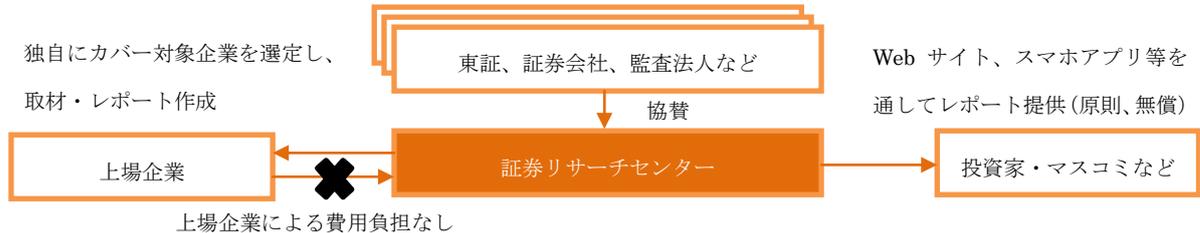
◆ イーベスト事業とファイナンス事業の強化でリスク要因が拡大
第二エンジンのイーベスト事業と第三エンジンのファイナンス事業は、第一エンジンのサブリース事業に比べ不動産投資リスクと保証債権のデフォルトリスクを伴い、これらは事業規模の拡大とともに大きくなることに留意したい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を13年4月12日より開始いたしました。

初回レポートの発行から約3年経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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、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。