プロパティエージェント

（3464・JASDAQ スタンダード）
2017 年 5 月 30 日

立地を重視する首都圏の投資用マンション開発会社

ベーシックレポート

㈱アイフィスジャパン
堀部　吉胤

会社概要	
所在地	東京都新宿区
代表者	中西　聖
設立年月	2004/02
資本金	350 百万円
（2017/3/31 現在）	
上場日	2015/12/22
ＵＲＬ	
http://www.propertyagent.co.jp/	
業種	不動産業

主要指標 2017/05/26 現在	
株価	2,327 円
年初来高値	2,969 円 (17/02/08)
年初来安値	2,138 円 (17/04/13)
発行済株式数	1,667,200 株
売買単位	100 株
時価総額	3,879 百万円
予想配当（会社）	36.0 円
予想ＥＰＳ（アナリスト）	389.29 円
実績ＰＢＲ	1.18 倍

東京 23 区、横浜で投資用マンションの開発・販売を展開

東京 23 区、横浜における投資用ワンルームマンションの開発、販売が中核事業。付随して賃貸管理、建物管理も行う。2011 年から自社開発を本格化し、累計販売戸数は 17/3 期末で 2,346 戸。首都圏の供給戸数は業界 5 位級。

独自のスコアリングに基づく厳格な用地仕入れなどにより入居率は安定的に 99%以上で推移。結果、販売における既存顧客の買増や紹介の比率が高い。専用のコンパクトマンションの開発を開始。

17/3 期の利益は販売価格上振れにより期初予想を大幅に超過

17/3 期決算は売上高 121 億円（前期比 28.8%増）、経常利益 9.3 億円（同 30.5%）。販売価格が期初想定を大きく上回って推移したことから販売計画を見直し、引渡戸数は期初計画から 49 戸少ない 421 戸（同 46 戸増）となったものの、経常利益は期初予想を 1.9 億円上回った。

用地仕入れはホテル開発業者との競合が激化する中でも 11 棟分(500 戸前後相当とみられる）と健闘。期末の在庫は、売買契約済みで未引渡の他社開発物件 1 棟、52 戸を含め約 1,200 戸相当分となっており、19/3 期までの商品ラインアップは概ね揃った。

18/3 期会社業績予想は保守的だろう

18/3 期会社業績予想は売上高 166 億円（前期比 36.8%増）、経常利益 9.5 億円（同 1.8%増）。マンションの引渡戸数は 630 戸と急増する計画で大幅増収予想だが、販売業者向けの卸販売が 200 戸程度と前期の 24 戸から急増する予定であることを主因に売上総利益率が低下する見込み。人員増などによる販管費の大幅増や支払利息の増加もあり経常微増益にとどまる予想。ただし、販売価格や支払利息の想定は保守的とみられ、下表程度に会社業績予想を上振れするとみる。

専用のコンパクトマンションの引渡が当期から始まる予定。

業績動向		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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2017/3	実績	12,166	28.8	1,115	25.9	933	30.5	583	35.5	351.05
2018/3	会社予想（2017 年 5 月発表）	16,650	36.8	1,190	6.6	950	1.8	590	1.1	353.90
	アナリスト予想	16,710	37.3	1,250	12.1	1,042	11.7	649	11.3	389.29
2019/3	アナリスト予想	18,610	11.4	1,300	4.0	1,077	3.4	673	3.7	403.69

会　社　概　要

会　社　概　要

● 会社概要

投資用マンションの企画・開発、販売、管理が主力。首都圏における投資用マンションの供給戸数は業界 5 位級。マンションブランドは「クレイシア」。

供給エリアを賃貸需要が厚く不動産の流動性の高い東京 23 区及び横浜地区に限定。さらに乗降客数の多い駅の徒歩 10 分圏内を目途に供給エリアを絞るなど独自のスコアリングに基づき用地仕入れを厳選したうえ、立地に適合した商品企画、適切な賃料設定を行っている。結果、入居率は安定的に 99%以上と業界トップクラス。この高い入居率が、投資家のリピート需要や紹介につながっている。

業容拡大を目指し、ニーズの高まっているコンパクトタイプの専用物件の開発を 17/3 期から開始した。

2004 年の創業以来、17/3 期まで 14 期連続増収増益を達成している。

経　営　者

● 経営者

創業者で代表取締役社長の中西 聖（せい）氏は 1977 年生まれで現在 40 歳。長崎県生まれの高知県育ち。父親が不動産業と工務店を営んでいたこともあり、1992 年にゼネコンの西砂建設（株）に就職し、施工管理を経験。その後、1997 年に不動産ディベロッパーの大芳計画（株）に入社。翌年から同社のグループ会社である（株）ヴェルシステムズに転籍し、投資用マンションの販売に従事してきた。2004 年に独立し、当社を設立。代表取締役社長に就任し、現在に至っている。

2013 年城西大学大学院経営学研究科修了（MBA）、2015 年明治大学大学院グローバルビジネス研究科修了（MBA）。

設　立　経　緯

● 設立経緯

現社長の中西　聖氏は前職の（株）ヴェルシステムズでは優秀な営業マンだったが、同社の利益追求型の経営に飽き足らず、自ら理想とする会社をつくるべく 27 歳の時に 3 名でスピンアウトし、当社を設立した。

企　業　理　念

● 企業理念

「不動産と不動産サービスの価値を創造、向上し顧客の未来を育み最高の喜びを得る」

コーポレートアクション

● 直近のコーポレートアクション

2015 年 12 月：上場に伴う公募増資で 46 万株を新規発行し（公募価格 1,400 円）、手取りで約 5.9 億円を調達。主幹事は野村證券。

会　社　概　要

バンクフォーメーション

● バンクフォーメーション

メインバンクは三菱東京 UFJ 銀行。その他の主要取引行は、みずほ銀行、三井住友銀行、高知銀行、東日本銀行、関西アーバン銀行など。金融危機に備え、ダイヤモンドアセットファイナンス、ジャックスといったノンバンクとの取引も維持している。

顧客のエンド投資家が利用する住宅ローンの提携金融機関は、オリックス銀行、ジャックス、クレディセゾン、関西アーバン銀行、東京スター銀行など。

沿　革

● 沿革

2004 年	2 月	新宿区新宿に不動産の売買、交換、流動化企画、賃貸借、仲介、代理、管理、斡旋及び鑑定・建築工事及び設備工事の企画、設計、及び施工を事業目的とした当社を資本金 1 千万円で設立
	6 月	宅地建物取引業免許を取得
2006 年	5 月	資本金を 5 千万円に増資
	10 月	賃貸専門の店舗「ORANGE ROOM」を豊島区池袋に開設し、賃貸仲介事業開始
2008 年	7 月	初めての自社ブランドマンション「クレイシア下丸子」の販売開始
2009 年	1 月	マンション管理業の登録
	9 月	本社を新宿区西新宿の新宿アイランドタワーに移転拡充
	9 月	賃貸仲介の専門店舗「ORANGE ROOM」を文京区小石川に移転
2012 年	3 月	建物管理事業開始
2015 年	10 月	自社開発不動産相場情報サイト「ふじたろう」を開設
	12 月	JASDAQ 上場
2016 年	4 月	自社開発 iOS 用アプリ「ふじたろう」の提供開始
	10 月	賃貸仲介の専門店舗「ORANGE ROOM」の 2 店舗目の中目黒店を目黒区青葉台に開設

（出所）有価証券報告書、会社資料

会　社　概　要

大　株　主

● 大株主（2016 年 9 月 30 日現在）

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	中西　聖	1,057,800	63.72
2	SBI 証券	50,900	3.07
3	日本証券金融	28,400	1.71
4	カブドットコム証券	24,400	1.47
5	SMBC 日興証券	20,600	1.24
6	酒井　鉄男	19,500	1.17
7	野呂田　義尚	18,000	1.08
8	BARCLAYS BANK PLC SINGAPORE	16,300	0.98
9	むさし証券	15,800	0.95
10	松井証券	14,400	0.87
合計		1,266,100	76.27

（出所）四半期報告書

（注）筆頭株主の中西 聖氏は当社の代表取締役社長。所有比率が 50%を超えているため、当社に対して同族会社の留保金課税が課されている。
7 位の野呂田 義尚氏は当社の常務取締役。
6 位は当社とは特に関係のない個人株主。

事　業　概　要

事　業　の　内　容

● 事業の内容

東京 23 区及び横浜地区における投資用ワンルームマンションの開発、販売を中核事業とし、それに付随して賃貸管理、建物管理を行っている。専用のコンパクトマンションの開発にも展開。

部 門 別 事 業 内 容

● 部門別事業内容

不動産開発販売事業、プロパティマネジメント事業の 2 セグメント制。

➢ 不動産開発販売事業

2004 年の会社設立当初は投資用マンションの販売代理からスタート。当初は中西社長の出身会社である（株）ヴェルシステムズから販売代理を受託していた。2007 年に初めて自社開発を手掛けたが、間もなくリーマンショックにより資金調達環境が悪化したことから一旦自社開発を止め、2011 年から本格的に自社開発を開始した。自社開発・自社販売のマンションブランドは「クレイシア」（販売業者に卸販売した物件でも「クレイシア」を冠することがある）。現在では、自社開発が中心だが、他社開発の新築物件や中古物件を 1 棟で仕入れ、区分販売することもある（中古物件については価格高騰を受け、2015 年頃から仕入れをほぼ行っていない）。

エリアを東京 23 区、横浜に限定し、定量的な分析手法による用地仕入れを行っている

供給エリアは、賃貸需要の厚い東京 23 区と横浜地区に限定（東京 23 区の中でこれまでに開発実績があるのは新宿区、文京区、港区、豊島区、台東区、北区、練馬区、世田谷区、目黒区、品川区、墨田区、江東区）。さらに原則、乗降客数の多い駅の徒歩 10 分圏内に絞っている。今後もこの方針を堅持する方針。用地仕入れに際しては、勘や主観に頼らず、当社独自の 50 項目に及ぶスコアリングによる定量的な分析をもとに行っている。

用地面積は 50～100 坪程度。ファミリータイプマンションと比べ小規模なため、用地情報は安定的にある。ほとんどが個人からの仕入れ。入札に参加することもあるが、実際には全て相対で取得している。

立地等に応じたフレキシブルな商品企画力に強み

1 棟当たりの戸数は 45 戸前後の中規模物件が中心。最大でも 100 戸程度で、リーシングリスクを抑えている。当社独自の商品コンセプトといったものは特に持たず、立地に適合した外観、エントランス、想定される居住者のニーズに適応した専有部分のつくり込みをフレキシブルに行っている。

東京 23 区では、条例や指導要綱によるワンルームマンション規制により専有面積を 25 ㎡以上とする区が多く、また、コンパクト・ファミリータイプの住戸を一定割合併設することを課している区が多い。こうした規制を受け、当社の物件のワンルームの専有面積は平均すると 25 ㎡程度、併設されるコンパクトタイプの割合は 10%強となっている。

事　業　概　要

販売価格は上昇基調が続いている

ワンルームマンションの戸当り販売価格は、2,000～3,500 万円程度。立地によって差が大きく、横浜は安く、新宿などの一等地は高い。足元の販売における表面利回り（年間賃料を販売価格で除したもの）は 4.1%、キャップレート（年間賃料から年間管理費を控除したものを販売価格で除したもの）は 3.9%程度と旺盛な需要を受け低下傾向が続いている。賃料の緩やかな上昇と相まって販売価格は上昇傾向が続いている。

電話営業による販売は少ない

販売面では、自社営業販売戸数（販売業者への卸販売や海外投資家への販売を除いたもの）のうち、概ね半分が既存顧客の買増によるもの。残り約半分の新規顧客への販売のうち、紹介・口コミによるものが 4 割程度を占める。高い入居率による顧客の信頼獲得がリピート需要や紹介に結びついている。紹介以外の新規顧客開拓は、電話営業や、セミナー、コミュニケーションサイトなどによる反響、など。投資用マンション業界における営業スタイルは電話営業のイメージが強いが、当社では電話営業による新規顧客の獲得の割合は 15%程度と低い。このため同業他社に比べ、離職率は格段に低い。

自社営業で対応しきれない場合などには、販売業者への卸販売を行う。取引のある販売業者は 10 社程度。現状の人員（ワンルームマンションの営業マン約 60 人）によるワンルームマンションの自社販売力は年間 400 戸程度とみられる。

稀に相続税対策などを目的とした富裕層などに 1 棟売りをすることがある。

顧客の属性は、都心の上場企業や外資系企業に勤務するサラリーマンが中心で、公務員は少ないという。平均年収は 1,000～1,200 万円程度と同業他社と比較してかなり高い。16/3 期は円安進行などにより台湾や香港などの海外投資家向けの販売が多かったが、17/3 期以降は少ない。

国内のエンド顧客の購入目的は、主に将来の私的年金とするための投資であり、相続税対策は少ないという。

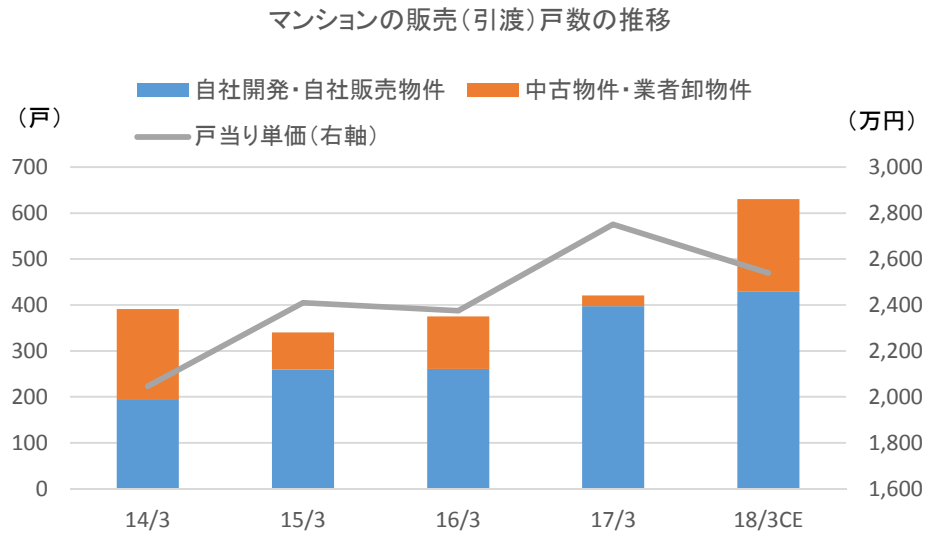
専用のコンパクトマンションの開発を開始へ

投資用ワンルームマンションに付設されるコンパクトマンションの販売は自社で行っている。足元のコンパクトマンションの営業マンは 6～7 人。

これまでに培った実需のコンパクトマンションの販売ノウハウを活用し、事業領域拡大のためコンパクトマンションの専用物件の開発を行っていく方針。17/3 期から用地仕入れを進めており、18/3 期から 2 年間で付設のものを含め 200 戸以上のコンパクトマンションの販売を目指す。

「クレイシア」とは異なるコンパクトマンションの新ブランドを立ち上げる予定。

事　業　概　要



（出所）会社資料、決算短信
（注）CEは会社予想。
　　業者卸物件とは、当社開発で販売業者に卸販売した物件

➢ プロパティマネジメント事業

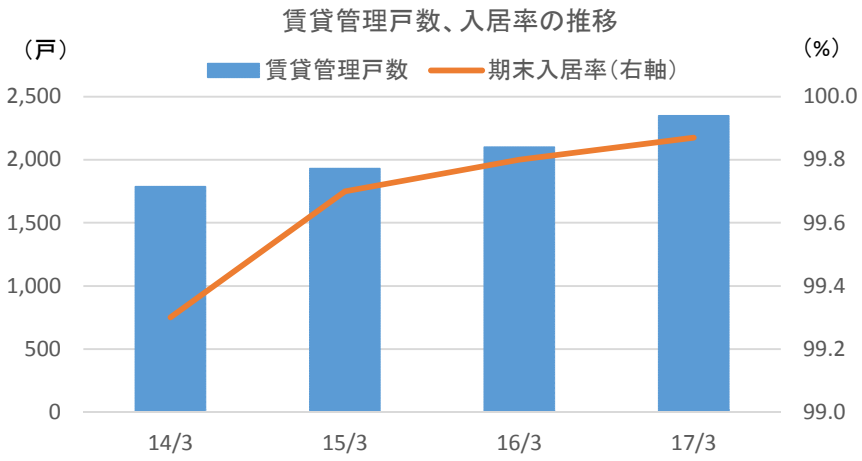
賃貸管理サービス、建物管理サービス、賃貸仲介サービスに細分される。

サブリースは少なく、安定的なフィービジネス

賃貸管理サービス：当社開発物件を購入した顧客に対し、家賃保証サービス（サブリース）又は、集金代行サービス（家賃の集金代行及び滞納保証）を提供している。当社開発物件の立地は賃貸需要の厚い東京 23 区と横浜地区の原則、主要駅から徒歩 10 分以内に厳選されているため、入居率は 99%以上と非常に高水準で推移しており、顧客オーナーの空室リスクは低い。このため、オーナーの利回りが低下することになる家賃保証サービスを利用する顧客は 1 割程度と少なく、9 割程度が集金代行サービスを選択する。集金代行サービスの手数料は家賃の 3.5%（うち 1%はリフォーム積立）。

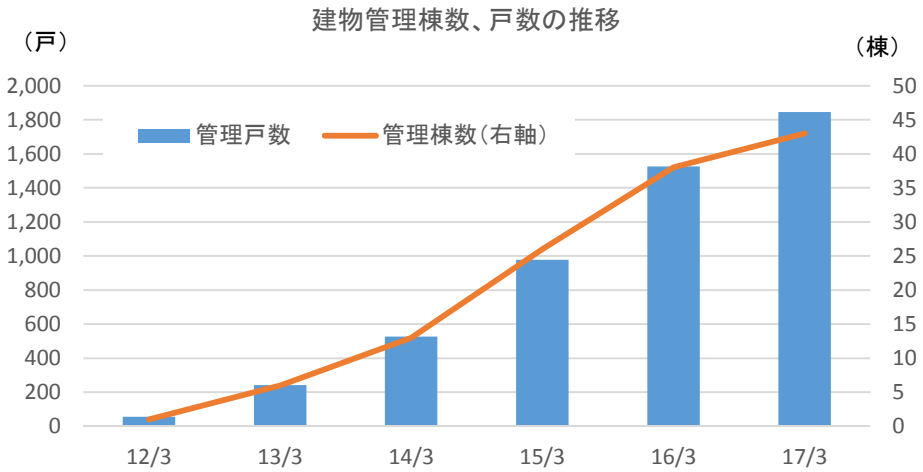
もとからサブリースが少ないことに加え、立地を厳選していることにより空室リスク、賃料下落リスクは低く、サブリースの逆鞘リスクは非常に低いといえよう。サブリースの契約期間は 2 年で、2 年毎の契約更新の際に保証賃料金額が見直されるが、これまでに引下げは 1 件もない。

事　業　概　要



（出所）会社資料

建物管理サービス：マンションの共用部分の管理を管理組合から受託する。具体的な業務は、管理組合の運営、会計、管理員、マンションの維持・修繕に関する企画、実施の調整、など。受託しているマンションは、当社が開発・販売した物件がほとんどだが、他社分譲物件も多少ある。



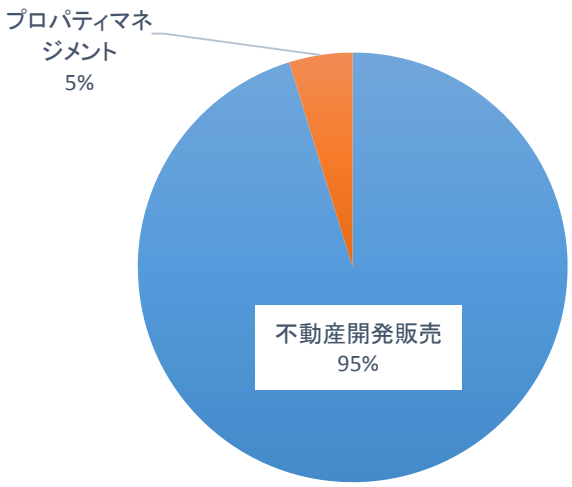
（出所）会社資料、目論見書、会社ヒアリング

賃貸仲介サービス：賃貸管理物件の入居者募集及び他社管理物件の賃貸仲介を賃貸専門の店舗「ORANGE ROOM」で首都圏中心に展開している。「ORANGE ROOM」は現在、文京区小石川と目黒区青葉台の 2 店舗体制。

事　業　概　要

売　上　構　成

● 売上構成（17/3 期）



（出所）決算短信

収　益　構　造

● 収益構造

主力の不動産開発販売事業はフロービジネスながら、投資用ワンルームマンションはファミリーマンションと違い既存顧客に追加販売が可能なため、ストックビジネス的な側面を持つ。

事業期間（用地仕入れから引渡・資金回収まで）は概ね 1 年半～2 年。ファミリータイプマンションと違って青田売りは少ない（投資目的のため通常テナント付けをしてからの引渡となり、テナント付けは竣工から通常 2 ヶ月以内）。しかし、需要創出型の投資用ワンルームマンションは、実需のファミリータイプマンションに比べ、景気などによる市況の変動が小さい傾向があるうえ、当社は 100 戸を超えるような大型物件は手掛けないこともあり、開発リスクは限定的といえよう。

今後、展開を目指している専用のコンパクトマンションは、基本的には実需向けではあるが、ワンルームマンションよりも利回りが劣るものの投資用にもなりうる。投資用ワンルームマンションとファミリータイプマンションの中間的な性格を持つといえよう。

プロパティマネジメント事業は、典型的なストック型ビジネス。17/3 期で売上高は 5.8 億円、セグメント営業利益は 0.7 億円と全体の収益への寄与は限定的だが、自社開発・自社販売物件の積み上がりとともに着実な成長が見込める。サブリースは少なく、ほとんどがフィービジネスでもある。

投資用マンション市場

首都圏の投資用マンションの年間供給戸数は8,000戸程度で推移

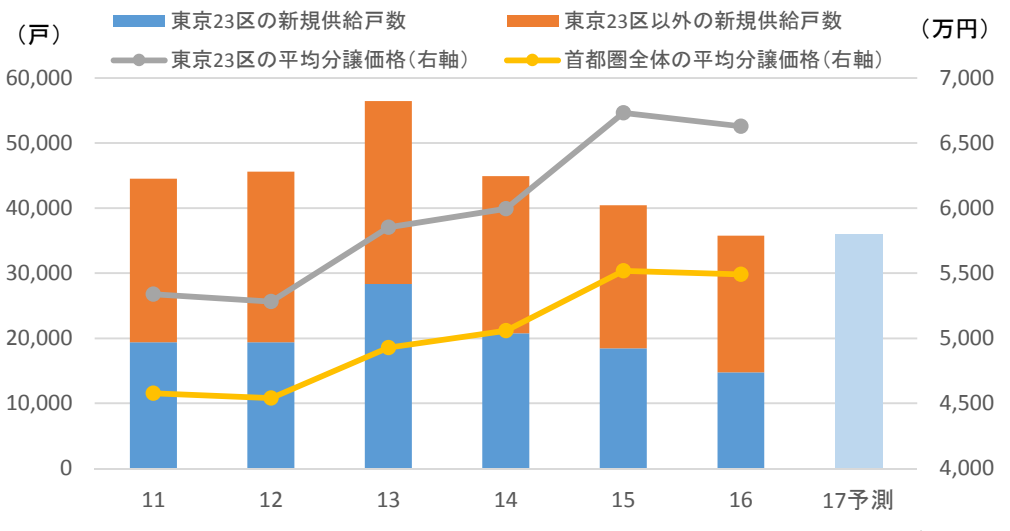
投資用ワンルームマンションは20～30歳代の若年単身者の賃貸需要があってはじめて成り立つものであるため、供給エリアは東京を中心とする首都圏、大阪を中心とする近畿圏、名古屋を中心とする中京圏にほぼ限られる。

その中でも中心となるのは首都圏。首都圏における投資用マンションの年間供給戸数は2012年以降、概ね8,000戸程度で安定的に推移しているとみられる。都心部の用地取得競争激化により、川崎など周辺部に供給エリアを一部拡大することで供給戸数を維持している。

対照的に首都圏のファミリータイプの分譲マンションの供給戸数は下図のように減少傾向にある。用地価格や建築費の上昇を受けて販売価格が上昇していることは同様だが、こうした差が現れているのは、販売価格の上昇が実需のファミリータイプでは素直に需要減退につながっているのに対し、ワンルームでは超低金利が継続する中、依然、投資商品として相対的な魅力が維持されていることや2015年1月からの相続税の課税強化に対する手軽な相続税対策としてのニーズなどを受け需要が堅調なことによる。投資用ワンルームマンションは、ファミリータイプに比べ狭い用地でも開発が可能なことも安定した供給につながっていると考えられる。

ファミリータイプの供給戸数は変動が大きいため一概にはいえないが、概ね首都圏の投資用ワンルームマンションの市場規模は、ファミリータイプの分譲マンションの市場規模に対し戸数ベースで5分の1程度、金額ベースで10分の1程度といえよう。

首都圏分譲マンション（ワンルームを除く）の供給戸数、販売単価の推移



（出所）長谷工総合研究所

投資用マンション市場

三菱地所の参入による業界のイメージ向上が期待される

首都圏で投資用ワンルームマンションの開発を手掛ける主要なプレーヤーとしては、FJ ネクスト（東証 1 部：8935）、シノケングループ（東証 JASDAQ：8909）が M&A で子会社化したシノケンハーモニー（旧：日商ハーモニー）、青山メインランド（未上場）、TFD コーポレーション（未上場）、木下不動産（未上場、木下工務店と同じく木下グループホールディングス傘下）、トーシンパートナーズ（未上場）、デュアルタップ（東証 JASDAQ：3469）、アーバネットコーポレーション（東証 JASDAQ：3242）、グッドコムアセット（東証 JASDAQ：3475）、そして当社などがある。このほか上場企業では、サムティ（東証 1 部：3244）が事業の一部として手掛けているが、エンドへの直販は行っていない（販売業者への卸販売や REIT などへの 1 棟販売を行っている）。アーバネットコーポレーションは専業だが、設計会社をルーツとするためエンドへの直販は行っておらず、販売業者に卸販売をしている。

毎年、供給戸数の順位に変動はあるが、「ガーラマンション」で知られる FJ ネクストが最大手といえよう。当社は 5 位クラスとみられる。

ニッチな市場であることや、プッシュ型の営業が必要となることから、これまで大手総合不動産会社は参入してこなかったが、2016 年に三菱地所（東証 1 部：8802）が「ザ・パークワンズ」ブランドで参入し、業界関係者を驚かせた。三菱地所の参入は、競争激化のマイナス面よりも、投資用ワンルームマンションの認知度向上やイメージアップ、それによる販売面への好影響といったプラス面の方が大きいと考えられる。

首都圏の市場とは関係ないが、大阪を中心に事業展開しファミリータイプも多く手掛ける大手として、プレサンスコーポレーション（東証 1 部：3254）、日本エスリード（東証 1 部：8877）がある。近畿圏の投資用ワンルームマンションの供給戸数は、この 2 社が牽引し、目立って増加している。

今後も販売面の不安は乏しいだろう

販売面では、2014～2015 年に活発だった海外投資家の動きが 2016 年以降、沈静化している。Brexit や米大統領選におけるトランプ氏の勝利など想定外の世界的な政治的波乱などにより円高が進行したことや、販売価格の上昇により割安感が薄れたことによる。それでも主力の国内投資家の需要は引続き堅調に推移しており、販売価格上昇（利回り低下）でも足元の販売に陰りはみえない。日銀の金融緩和による超低金利が当面続きそうなこと、根深い年金に対する不信、相続税対策としてのニーズ、女性の社会進出に伴う女性向けの販売の増加などにより販売は今後も堅調に推移するとみる。

投資用マンション市場

建築費の上昇は一服だが、ホテル開発業者との用地取得競争激化が懸念材料

足元の建築費はマンションの着工戸数の減少などから上昇一服、もしくは若干低下気味になっている。今後、オリンピック関連工事の本格化による労務逼迫により再度建築費が上昇したり、工期が長期化する可能性は否定できないが、マンション建築を手掛ける中堅中小ゼネコンはオリンピック関連工事とは余り関係ないとみられ、影響は限定的とみる。

最大の懸念材料は、訪日外国人の増加を当て込んだホテルの開発業者との用地取得競争の激化。住環境より利便性が求められるなど投資用マンション適地とホテル開発適地は重なる。政府のホテル用地の容積率緩和政策もあり中小規模の用地でも競合するケースが増えている。ホテル開発業者と用地取得で競合すると全く太刀打ちできない（ホテル開発業者の方が、1～5 割程度高い価格を提示できるという）。

さすがに、ホテルの供給過剰、民泊の広がり、円安の一服による訪日外国人数の増加の鈍化、訪日外国人の旅行先の地方への拡散などを受け、東京のホテルの稼働率、ADR には陰りが現れている。従って、ホテル業者との用地取得競争が一段と激化することは考えにくい。競争が緩和に向かうことに期待したい。

業　　績

販売価格の上昇などにより販管費の大幅増を吸収し、大幅営業増益に

● 17/3 期業績解説

17/3 期決算は、売上高 121.6 億円（前期比 28.8%増）、営業利益 11.1 億円（同 25.9%増）、経常利益 9.3 億円（同 30.5%増）、純利益 5.8 億円（同 35.5%増）。

マンションの販売（引渡）戸数が 421 戸（前期比 46 戸増、12.3%増）と増加したことに加え、旺盛な投資用マンションに対する需要を受けたキャップレートの低下や販売業者への卸販売の減少などにより販売単価が上昇したことから、大幅増収となった。

用地価格や建築費の上昇を販売価格への転嫁で概ねカバーできたことや卸販売の減少などにより、全体の売上総利益率は 25.2%（前期比 0.8pt 増）と改善した。販管費は 19.4 億円（同 36.7%増、5.2 億円増）と大幅増になったが、増収効果と売上総利益率の改善で吸収し、大幅営業増益となった。

販管費が急増したのは、人員増に伴う人件費増やマーケティング戦略強化による広告宣伝費などの先行投資による。

引渡戸数は期初計画よりも 49 戸少なくなったが、利益は期初予想を大幅に上回った

期初会社予想は 3Q 累計（4-12 月）決算発表時に修正されていた。マンションの販売価格の上昇が当初計画以上で推移したことから、利益極大化のため販売戦略を見直したことに伴う修正で、引渡予定戸数が期初想定の 470 戸から 410 戸となり、売上高は 9.9 億円下方修正された。一方、営業利益は 0.3 億円、経常利益は 0.7 億円、純利益は 0.4 億円、それぞれ上方修正された。経常利益の上方修正幅が営業利益に比べ大きいのは、調達金利の想定以上の低下による。

この修正予想に対しては、売上高は 5.8 億円、営業利益は 1.1 億円、経常利益は 1.2 億円、純利益は 0.7 億円、それぞれ上回った。引渡戸数が修正予想よりも 11 戸上回ったことによる。結局、期初会社予想に対しては、売上高は 4.0 億円下回った一方、営業利益は 1.5 億円、経常利益は 1.9 億円、純利益は 1.1 億円、それぞれ上回った。売上総利益率は期初予想を 1.7pt 上回った。

セグメント別の業績をみると、不動産開発販売事業は、売上高 115.8 億円（前期比 30.0%増）、営業利益 10.4 億円（同 25.7%増）。

引渡戸数 421 戸のうち自社開発・自社販売の「クレイシア」シリーズが 397 戸、販売業者への卸販売が 24 戸（1 棟）だった。

自社販売の中には、都内の法人（個人富裕層の資産管理会社）への 1 棟売却が 37 戸あり（「クレイシア大森」）、エンド向けと変わらない利益率を確保できたとしている。16/3 期には数十戸あった台湾など外国人向けの販売は、当期には数戸レベルにとどまったもよう。

業　　績

「クレイシアシリーズ」のうちコンパクトマンションは 37 戸だったが、これはワンルームマンションに付設されたもので、コンパクトマンション専用物件の引渡はまだなかった。

19/3 期引渡分までの仕入れに概ね目途が付いている

仕入れについては、11 物件の開発用地と小規模の完成物件 2 物件を仕入れた。入札案件はなく、全て相対で取得した。このほか、まだ引渡になっていないが、板橋区の新築開発物件（総戸数 53 戸）の売買契約が済んでいる（2018 年 2 月末引渡予定で、当社購入対象は地権者保有分 1 戸を除く 52 戸）。

開発用地は 1 物件当り平均 40～50 戸とみられ、戸数は 500 戸前後となろう。この中には、コンパクトタイプ専用物件の用地が複数あった。用地取得競争が厳しい中、仕入れは健闘したといえよう。

完成物件のうち 1 物件は、一般事業会社から取得した戸数が数戸の中古物件。中古物件は価格高騰による収益性低下により原則、仕入れを停止しているが、当該物件は取得先の一般事業会社が M&A を行った際、付随してきた物件で、処分目的のため採算に合う価格で仕入れることができたという。もう 1 物件は、未上場のディベロッパーが開発した 14 戸の新築物件。取得先のディベロッパーは資金回収を急いだもよう。中小のディベロッパーに対する金融機関の融資姿勢が引締め気味になっていることが影響しているのだとすれば、今後、新築の完成物件の取得機会が増えるかもしれない。

期末の棚卸資産は前期末比 30.9 億円増の 117.7 億円（販売用不動産 39.4 億円、仕掛販売用不動産 78.3 億円）となった。取得が決まっている上記の板橋区の開発物件（52 戸）も含めると、戸数換算で約 1,200 戸相当となる。このうち専用のコンパクトマンションが 3 棟、約 90 戸あるもよう。19/3 期引渡分までの仕入れは目途が付きつつある。なお、期末の販売用不動産 39.4 億円のうち 20 億円弱（200 戸弱相当）は契約済みで、このうち販売業者への卸販売が 2 棟、164 戸（墨田区東向島の物件 84 戸と横浜市中区の物件 80 戸）と大半を占める。

プロパティマネジメント事業は着実に拡大

プロパティマネジメント事業は、売上高 5.8 億円（前期比 8.3%増）、営業利益 0.7 億円（同 29.4%増）。自社開発物件の販売後の管理契約の確実な獲得による管理物件数の増加や、早期リーシングによる引渡までの一部賃料収入の確保により着実な増収となった。適切なコストマネジメントを実施したことも加わり、大幅営業増益となった。

業　　績

期末に上場 1 周年記念配当 10 円を実施

3Q 累計決算発表時の業績予想修正とともに配当予想修正も行われており、上場 1 周年記念配当 10 円を加え、年間 27 円（前期比 17 円増配）と大幅な増配になった。配当性向は 7.7%（16/3 期は 3.1%）。自己資本が 17/3 期末で 32.8 億円（前期末比 5.7 億円増）とまだ充分とはいえない水準であることや、資金調達が重要な業態であるため内部留保を優先しているが、株主還元にも配慮し徐々に配当性向を高めている。なお、当社は中間配当を実施していない。

18/3 期は大幅増収、経常微増益予想

● 18/3 期業績予想

18/3 期会社業績予想は、売上高 166.5 億円（前期比 36.8%増）、営業利益 11.9%増（同 6.6%増）、経常利益 9.5 億円（同 1.8%増）、純利益 5.9 億円（同 1.1%増）。17/3 期の期初会社予想（前期比 33.1%増収、3.2%経常増益）と同様に大幅増収、小幅増益の予想となっている。

引渡戸数は前期比約 5 割増の 630 戸の計画

主力の不動産投資販売事業の売上高は 160 億円（前期比 38.1%増）の計画。引渡予定戸数は 630 戸（同 209 戸増、49.6%増）。戸当り平均販売価格が 2,570 万円（同 211 万円減）と低下する想定であり、引渡予定戸数の増加に比べ増収率が低い予想になっている。

販売単価の低下を見込んでいる主因は、販売業者向け卸販売が 3 棟、約 200 戸（前期は 1 棟、24 戸）と大幅に増加する予定であること。しかも、このうち 1 棟、80 戸は先述の通り、横浜の物件であることも単価低下要因となる（前期は横浜の物件の引渡はなかった）。販売単価の高いコンパクトマンションは、当社初となる専用のコンパクトマンション 1 棟、20 戸を含め 65 戸（前期比 28 戸増）と増加予定だが、全体の販売単価への影響は限定的。

エンド向け販売に陰りはみられない

個人富裕層やファンドなどへの 1 棟販売は見込んでいない。不動産価格に対する高値警戒感からこうした投資家の価格目線が厳しくなってきていることによる。台湾など外国人投資家が戻ってくる気配もないという。ただし、国内のエンド投資家の需要は引続き旺盛で陰りはみられない。

今期引渡予定戸数 630 戸に対して期初時点の契約済戸数は、200 戸程度とみられる（販売業者向け卸販売の 2 棟、164 戸など契約済完成在庫 200 戸弱のほか、青田売りが多少あるとみられる）。今後の販売にかかっているが、特に問題はないだろう。

販売業者向け卸販売の大幅増を主因に、売上総利益率は低下が見込まれている。

業　　績

販管費は前期に続いて先行投資的な費用（人員増による人件費増、採用後の教育研修費用、広告宣伝費など）により大幅に増加する見込み。

営業外損益は業容拡大に伴う有利子負債の増加により 0.6 億円弱の悪化予想。金融機関の不動産融資姿勢がやや厳格化する想定で、調達金利は前期比横ばいで見込んでいるもよう。

結果、前期比経常微増益にとどまる予想となっている。

販売価格や支払利息の想定は保守的とみられる

前期はエンド向け販売価格が期初の想定を大きく上回ったことによる売上総利益率の向上や、デットの調達金利の低下により、引渡戸数が期初想定を大幅に下回ったにもかかわらず、経常利益は期初予想を大幅に上回った。

今期もエンド向け販売価格は保守的に計画しているとみられるほか、支払利息の想定もかなり保守的とみられる。

ただし、キャップレートの低下余地が小さくなってきていることや、想定賃料のさらなる上昇もワンルームマンションの賃貸層の所得環境を考えると余り見込みにくいことから販売価格の上振れは前期ほど見込めないだろう。こうした点を踏まえ、IFIS 予想は表記のように会社業績予想を小幅に上振れるとした。

引続き大幅増配の計画

配当は 9 円増配の 36 円の計画（普通配当は 19 円の増配となる）。会社業績予想に基づいた配当性向は 10.2%（前期比 2.5pt 増）。配当性向の引上げと増益により、引続き大幅増配予想。

19/3 期は販管費の増加の鈍化などにより、小幅増益を確保しよう

● 19/3 期業績予想

19/3 期も増収増益基調を維持するとみる。18/3 期の引渡戸数が計画通り 630 戸になるとすれば、17/3 期末時点で 600 戸弱は仕入れ済みとなる。18/3 期上期の用地仕入れの中で当期に引渡が間に合うものがある筈で、完成物件の仕入れの可能性もあるため、販売戸数は 700 戸程度を確保できるとみる。このうち販売単価の高いコンパクトマンションは、専用物件の 2 棟、70 戸を含め 150 戸超になるとみられ、増収に寄与しよう。

販売戸数の増加により当期も相応に業者向けの卸販売を実施する必要があるとみられることや、コンパクトマンションの構成比の高まりから、売上総利益率は小幅に悪化するとみる。

先行投資が落着き、販管費の増加は緩やかになるとみられ、増収率鈍化、売上総利益率悪化でも小幅ながら経常増益を確保できると考える。

当面の注目点は、用地取得競争激化の中で仕入れが進展するか、専用のコンパクトマンションの販売が順調に進展するか、といえよう。

業　　績

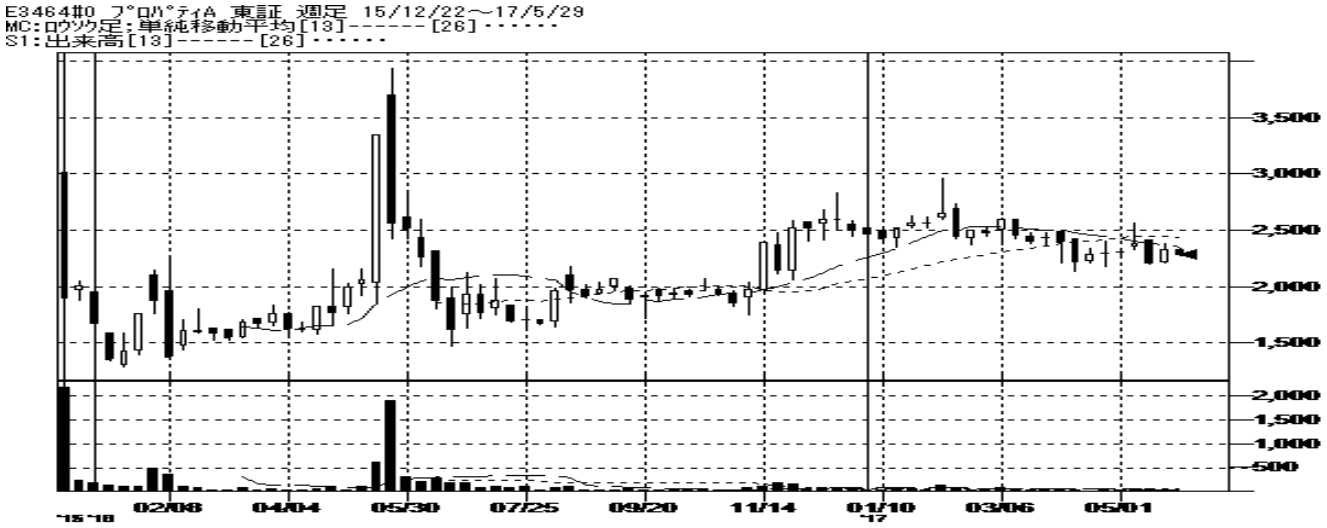
損益計算書　（単位）百万円

	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3 CE	18/3 E	19/3E
売上高	8,340	8,663	9,446	12,166	16,650	16,710	18,610
不動産開発販売	8,002	8,194	8,907	11,583	16,000	16,060	17,900
プロパティマネジメント	338	469	538	583	650	650	710
売上原価	6,652	6,649	7,137	9,105	na	13,080	14,760
土地売上原価	3,289	2,700	2,623	na	na	-	-
建物売上原価	3,045	3,429	4,014	na	na	-	-
転貸物件支払家賃	159	261	279	na	na	-	-
その他	158	257	220	na	na	-	-
売上総利益	1,688	2,014	2,308	3,061	na	3,630	3,850
（売上総利益率）（%）	20.2	23.2	24.4	25.2	na	21.7	20.7
販管費	1,063	1,130	1,422	1,945	na	2,380	2,550
（売上高販管費率）（%）	12.7	13.0	15.1	16.0	na	14.2	13.7
営業利益	624	884	886	1,115	1,190	1,250	1,300
（売上高営業利益率）（%）	7.5	10.2	9.4	9.2	7.1	7.5	7.0
不動産開発販売	571	827	828	1,041	na	1,160	1,195
プロパティマネジメント	53	57	57	74	na	90	105
調整額	0	0	0	0	na	0	0
営業外収益	7	4	1	2	na	2	2
営業外費用	108	180	172	185	na	210	225
支払利息・手数料	81	172	170	182	na	205	220
経常利益	523	708	715	933	950	1,042	1,077
特別利益	0	5	0	1	na	0	0
特別損失	10	0	0	0	na	0	0
税引前純利益	513	713	715	934	na	1,042	1,077
法人税等	204	275	285	351	na	393	404
純利益	308	438	430	583	590	649	673

要約貸借対照表　（単位）百万円

	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3 CE	18/3 E	19/3E
流動資産	4,747	8,620	10,742	14,460	na	16,250	17,900
現預金	1,201	1,369	1,762	2,380	na	2,700	3,000
販売用不動産	363	1,204	3,111	3,941	na	4,700	5,200
仕掛販売用不動産	2,982	5,959	5,566	7,835	na	8,500	9,300
その他	201	88	303	304	na	350	400
固定資産	118	97	135	188	na	220	250
資産合計	4,866	8,717	10,877	14,649	na	16,470	18,150
流動負債	2,298	2,741	4,535	6,002	na	6,600	7,300
有利子負債	1,830	1,936	3,017	3,945	na	4,300	4,700
その他	468	805	1,518	2,057	na	2,300	2,600
固定負債	1,311	4,280	3,636	5,366	na	5,781	6,129
有利子負債	1,253	4,223	3,591	5,324	na	5,741	6,089
その他	58	57	45	42	na	40	40
負債合計	3,609	7,022	8,172	11,369	na	12,381	13,429
純資産	1,256	1,695	2,705	3,280	na	3,869	4,471
（有利子負債）	3,083	6,159	6,608	9,269	na	10,041	10,789
（自己資本比率）（%）	25.8	19.4	24.9	22.4	na	23.5	24.6
（ROE）（%）	24.5	25.8	15.9	17.8	na	16.8	15.1

（出所）決算短信、有価証券報告書、目論見書、会社資料
（注）CEは会社予想、EはIFIS予想
　　ROEは期末自己資本をもとに算出



（出所）㈱QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも㈱QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2015/3	2016/3	2017/3	2018/3 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	上場前	3,035	3,950	-
	株価（年間安値）	円	上場前	1,292	1,477	-
	月間平均出来高	百株	上場前	10,576	6,913	-
業績推移	売上高	百万円	8,663	9,446	12,166	16,710
	営業利益	百万円	884	886	1,115	1,250
	経常利益	百万円	708	715	933	1,042
	当期純利益	百万円	438	430	583	649
	EPS	円	365.50	324.06	351.05	389.29
	ROE	%	29.7	19.6	19.5	16.8
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	8,620	10,742	14,460	-
	固定資産合計	百万円	97	135	188	-
	資産合計	百万円	8,717	10,877	14,649	-
	流動負債合計	百万円	2,741	4,535	6,002	-
	固定負債合計	百万円	4,280	3,636	5,366	-
	負債合計	百万円	7,022	8,172	11,369	-
	株主資本合計	百万円	1,695	2,705	3,280	-
	純資産合計	百万円	1,695	2,705	3,280	-
キャッシュフロー計算書主要項目	営業活動によるCF	百万円	-2,901	-593	-1,964	-
	投資活動によるCF	百万円	82	128	22	-
	財務活動によるCF	百万円	3,074	1,028	2,651	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	1,097	1,662	2,370	-

リ　ス　ク　分　　析

事　　業　　に　関　す　る　リ　ス　ク

● 事業に関するリスク

➢ 用地取得競争の一段の激化。

➢ 足元では落着きをみせている建築費が、オリンピック関連工事の本格化により再度騰勢となる恐れ。ただし、ファミリータイプマンションの供給戸数が低調に推移するとみられることから、その懸念は乏しいとみる。

➢ 米国の利上げなどを受けた国内長期金利の上昇。長期金利上昇は、住宅ローン金利上昇を通じ、投資用マンションの需要減退、販売価格の低下につながる恐れがある。

➢ 金融機関の不動産融資姿勢の厳格化。

➢ 各自治体によるワンルームマンション規制の強化。

➢ 東京への人口の入超が出超に転じ、ワンルームマンションへの賃貸需要が減少する恐れ。

➢ 三菱地所（8802）など大手総合不動産会社の投資用マンション市場への参入による競争激化。

➢ 創業社長に対する依存度の高さ。

➢ 重大な施工不良の発生。

業　　界　　に　関　す　る　リ　ス　ク

● 業界に関するリスク

➢ 強引な電話営業などにより行政処分を受ける会社があった場合、投資用マンション業界全体のイメージ悪化につながる恐れ。

ディスクレーマー

1．本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。

2．本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社アイフィスジャパン（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。

3．本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。

4．レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。

5．本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。

6．本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

7．本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。

8．本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

＜指標の説明について＞
本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。
参照 URL　⇒　http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/02.html