

ホリスティック企業レポート デュアルタップ 3469 東証二部

ベーシック・レポート
2018年10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 20181016

東京 23 区内に軸足をおいた投資用マンションの開発・販売・管理が主力 国内外の投資家に収益不動産を紹介するクロスボーダー事業を展開

1. 会社概要

- ・デュアルトップ(以下、同社)は、東京 23 区の駅から徒歩 10 分以内の物件に絞った投資用ワンルームマンション「XEBC(ジーベック)」シリーズの企画・開発・分譲・管理を主力事業としている。
- ・シンガポールなどの海外投資家に物件を販売するインバウンドとマレーシアなど海外の収益不動産を国内の投資家に紹介するアウトバウンドを展開しており、18/6 期では海外投資家との取引額が連結売上高の約 30%を占めている。

2. 財務面の分析

- ・足元の業績は海外投資家への販売増加とともに販売費及び一般管理費の増加が顕著となっており、全体的に利益率の低下を招いている。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、開発物件を東京都区内の駅近物件に絞り込むことによるブランドの浸透、及びそれに伴う顧客や事業パートナーなどの信頼関係構築にあると考える。

4. 経営戦略の分析

- ・中期的に海外事業の充実や賃貸管理事業の拡充に注力する方針である。また建物管理事業など新領域の育成なども図り、成長を維持する考えである。

5. アナリストの評価

- ・海外事業に関しては国内と比べて販売関連のコストが高く収益性が低いのが現状となっている。今後は、利益率の改善が経営課題となろう。
- ・証券リサーチセンターでは、19/6 期についてはほぼ会社計画通りに着地すると考えているが、18/6 期下期に見られた利益率の低下や販売数量の減少が続くリスクを懸念している。一方で保有不動産の売却によって、会社計画が上振れする可能性も否定できない。
- ・20/6 期以降は、現時点では増収が続き、建築費の高騰影響により利益率が低下するものの増益を確保すると予想している。

【3469 デュアルトップ 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)
2017/6	9,697	38.6	453	10.3	345	4.8	220	4.4	67.0	409.5	10.0
2018/6	9,778	0.8	566	24.8	504	46.0	325	47.7	96.1	493.7	10.0
2019/6 CE	11,190	14.4	326	-42.3	272	-45.9	185	-42.9	54.2	—	13.0
2019/6 E	11,200	14.5	350	-38.2	300	-40.5	200	-38.5	58.4	539.0	13.0
2020/6 E	12,500	11.6	400	14.3	350	16.7	235	17.5	68.6	597.6	13.0
2021/6 E	13,500	8.0	450	12.5	400	14.3	265	12.8	77.4	662.0	13.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。18年2月9日付で1：3の株式分割、一株当たり指標、配当は遡及修正

アナリスト:小枝善則

+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】

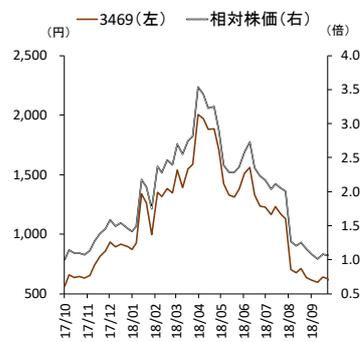
	2018/10/12
株価 (円)	588
発行済株式数 (株)	3,426,000
時価総額 (百万円)	2,014

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	6.1	10.1	8.6
PBR (倍)	1.2	1.1	1.0
配当利回り (%)	1.7	2.2	2.2

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12ヵ月
リターン (%)	-8.3	-50.3	-9.8
対TOPIX (%)	-2.1	-48.8	-6.4

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2017/10/13

目次

1. 会社概要

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

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 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. 経営戦略の分析

- － 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

◆ 投資用ワンルームマンション「XEBEC」シリーズを販売

デュアルトップ（以下、同社）は、投資用ワンルームマンション「XEBEC（ジーベック）」シリーズを企画・開発・分譲するとともに、販売した投資家から家賃の回収代行といった賃貸管理を請け負うことを主力とする不動産会社である。

同社の 18/6 期のセグメント別売上高をみると不動産販売事業が 84.5%、不動産賃貸管理・仲介事業が 13.9%、海外不動産事業が 1.6% となっている（図表 1）。なお、19/6 期からセグメント区分を変更する意向をもっており、従来、不動産販売事業に計上していた海外投資家向けの売上を、海外不動産事業に計上する予定であり、同事業の比率が上昇する見通しである。

【 図表 1 】 セグメント別売上高 (単位：百万円)

	16/6期	17/6期	18/6期	
	通期	通期	通期	構成比
不動産販売事業	5,932	8,388	8,267	84.5%
ワンルーム型マンション	5,828	6,097	-	-
ファミリー型マンション	104	2,291	-	-
資産運用型マンション	-	-	5,544	56.7%
コンパクト型マンション	-	-	1,529	15.6%
その他不動産	-	-	1,193	12.2%
不動産賃貸管理・仲介事業	1,013	1,226	1,358	13.9%
不動産賃貸管理	948	1,192	1,308	13.4%
不動産仲介	65	34	49	0.5%
海外不動産事業	50	81	152	1.6%
不動産紹介	-	50	84	0.9%
建物管理	-	30	68	0.7%
合 計	6,996	9,697	9,778	100.0%

(出所) デュアルトップ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

事業の多くは自社で開発する「XEBEC」シリーズの販売である。それ以外では中古商業ビルを再生して転売することや中古の区分所有マンションを買い取った後に転売するケースがあるが、これらは案件が出現した時に発生する不規則なビジネスと捉えられる。

「XEBEC」シリーズでは区分所有のワンルームマンションを販売することが多いが、ワンルームマンションの 1 棟売りやマンションに併設したファミリータイプの区分販売も含まれる。1 棟売りの場合はワンルームタイプを区分ごとに販売する時と比べて利益率に差がみられないが、ファミリータイプの場合は販売チャンネルをもつ他の業者への卸販売という形となるため利益率がやや劣るようである。

同社がファミリータイプのマンションを併設するのは、区の条例などによって一定の割合でファミリータイプを設けなければならない付置義務が存在するためである。

「XEBEC」シリーズの供給は東京都 23 区に絞り込んでおり、18/6 期まで累計 49 棟、1,652 戸の販売実績をもつ (図表 2)。最寄りの駅から徒歩 5 分以内の物件が全体の 57%を占めており、平均すると 1 棟当たり 20 戸~30 戸、1 戸当たりの専有面積が 25~30 m²といった小型のマンションが多いという特徴をもつ。

【 図表 2 】「XEBEC」シリーズの供給実績



(出所) 18/6 期デュアルトップ決算説明会資料

販売先は基本的に国内外の投資家であるが、1 棟売りの場合は REIT などにも販売し、併設したファミリータイプの区分は他の業者への卸販売という形をとっている。なお、18/6 期までは海外投資家向けの販売も不動産販売事業に集計されている。

購入する投資家は国内では 20 歳から 50 歳未満の層が全体の 9 割以上を占め、大部分が金融機関のローンを利用している。顧客の借入先はオリックス (8591 東証一部) やジャックス (8584 東証一部) などが多いとのことである。一方、ほとんどの海外の投資家は現金で購入している。

◆ 賃貸管理として家賃回収代行を受託

不動産賃貸管理・仲介事業は 18/6 期の売上高の 13.9%を占めており、営業利益の 24.8%を占めている (図表 3)。不動産賃貸管理と不動産仲介に分けられるが、18/6 期は不動産賃貸管理が同事業の売上高の 96.4%を占めている。

【 図表 3 】 セグメント別営業利益

(単位 ; 百万円)

	16/6期	17/6期	18/6期	
	通期	通期	通期	増減率
不動産販売事業売上高	5,932	8,388	8,267	-1.4%
同事業営業利益	337	359	421	17.1%
営業利益率	5.7%	4.3%	5.1%	
営業利益の構成比	82.1%	79.3%	74.4%	
不動産賃貸管理・仲介事業売上高	1,013	1,226	1,358	10.7%
同事業営業利益	42	100	140	40.2%
営業利益率	4.2%	8.2%	10.3%	
営業利益の構成比	10.4%	22.1%	24.8%	
海外不動産事業売上高	50	81	152	88.0%
同事業営業利益	18	-16	-3	-
営業利益率	36.4%	-	-	
営業利益の構成比	4.5%	-	-	
セグメント利益の調整額	12	10	8	
営業利益合計	411	453	566	24.8%

(出所) デュアルトップ決算短信より証券リサーチセンター作成

「XEBEC」シリーズは販売後も社宅用目的や海外投資家向けに販売したケースを除いて、同社がリーシングを行い賃貸管理まで請け負うことが多い。賃貸管理は家賃回収代行とサブリースを顧客が選択できるようになっているが、同社が請け負う業務に大きな差はなく、サブリースは空室時に家賃保証をするという違いがあるだけである。

ただ、損益計算書において家賃回収代行の場合は賃借人から受け取る家賃の5%を手数料として売上に計上しているだけなのに対し、サブリースの場合は賃借人から受け取る家賃を一度、同社の売上に計上し、オーナーに支払う家賃を支払家賃として原価に計上している。

同社のサブリースは2年ごとに契約が更新され、家賃相当額の90%をオーナーに支払うというものである。仮にマンションの入居率が100%になれば、差額の10%分が同社の粗利益として確保される。現状をみると、サブリースが選択されるケースが7割程度とのことである。

また不動産仲介では物件の売却を希望するオーナーが現れた時に、新たに当該物件を購入する投資家を探し、売買を成立させることで仲介手数料を受け取っている。

◆ 海外不動産事業を育成

海外不動産事業は顧客となる投資家の層を広げるという目的で12年にスタートした(独立したセグメントとなったのは17/6期から)。18/6期までは、「XEBEC」シリーズを海外の投資家に販売した時や海外の収益不動産を日本の投資家に紹介した時の手数料のほか、海外の大型コンドミニアムなどの建物管理を請け負っているが、その対価である建物管理料を海外不動産事業の売上高として計上している。

19/6 期からセグメント区分を見直す意向をもっており、「XEBEC」シリーズの海外投資家向けの販売額が海外不動産事業に計上される見通しである。参考までに、18/6 期の連結売上高の約 30%が海外投資家との取引となっている。

現地のデベロッパーが販売する海外の収益不動産を日本の顧客を紹介することも手掛けており、これまでにマレーシアのほかタイのクラブ^注やイギリスのリバプールの物件を販売している。

(注)クラブはバンコクから南西へ約 800km のビーチリゾート。

またマレーシアでは建物管理のスタッフを多数雇用し、18/6 期の決算説明会資料によれば 19 棟 5,770 戸の高級コンドミニアムにおいて日本式の建物管理を受託している。今後はタイなどでも同様の事業を展開する意向をもってしている。

> ビジネスモデル

◆ オーソドックスなビジネスモデル

同社はワンルームマンションを開発・販売し、販売したマンションの家賃回収代行などによって賃貸管理収入を得ている。18/6 期のセグメント利益の構成比で見ると不動産販売事業が全体の 74.4%を占めているが、販売戸数の増加が賃貸管理する戸数の増加につながり、ストック型である不動産賃貸・仲介事業の売上の底上げにつながるというビジネスモデルである。

そうしたなかで、ビジネスエリアを東京 23 区内の駅から至近距離に集中していることと、顧客を海外投資家にも広げていることが特色となっている。

物件の仕込みや販売の手法に関しては、際立った特徴があるわけではなく、オーソドックスに事業を進めているとの印象を受ける。

開発する物件の情報の大部分は地元の不動産業者などからもたらされる。同社の場合は取り扱う物件が「駅の近くの中小型のワンルームマンション」とコンセプトが明快であり、底地が 150~500 m²の案件であるなら、同社へ声がかかるケースが多いようである。

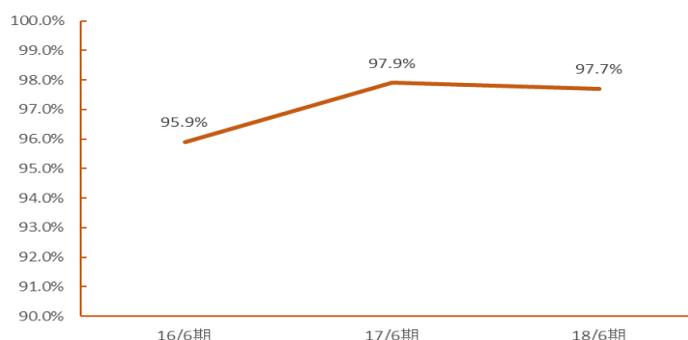
自社開発するマンションは「XEBEC」のブランドで統一している。デザイン付きで案件が持ち込まれることもあるが、半数近くは自社で設計をしており、そのために一級建築士をはじめとする設計部隊を抱えている。

主として、見込み客を同社が主催するセミナーに呼び込むことで顧客を開拓している。セミナーへの誘客はこれまで既存客からの紹介が多かったが、顧客ベースを厚くするため、インターネット集客に力を入

れ始めている。また、海外の投資家も現地で開催するセミナーへ、提携する地元の仲介業者を通じて誘客している。

また、マンションの開発後はA PAMAN (8889 東証 JQS) などの賃貸住宅仲介業者を通じて賃借人を探している。賃貸管理事業としてサブリースによる家賃保証を行っているが、空室時の負担などは同社にとってリスクとなる。しかし、駅に近い物件に限定して開発しているため、賃借する側のニーズが強いとの自信をもっており、18/6 期の平均入居率は 97.7%を確保している (図表 4)。

【 図表 4 】 マンションの平均入居率

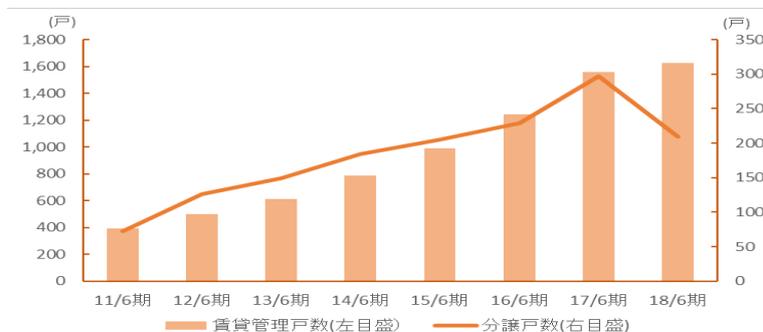


(出所) デュアルタップ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

平均入居率を高水準に維持できるのであれば、同社が販売したマンションの累積戸数が増加するに従って、基本的には賃貸管理事業の売上が増加するストック型のビジネスとなる。ただしマンション価格が上昇すると、オーナーが物件を売却することが増え、同社の管理戸数の増加ペースが鈍くなる場合がある。また海外投資家の中には所有目的が日本における宿泊拠点などと捉える向きもあり、賃貸管理を委託しないケースが多いようである。

因みに 18/6 期は販売戸数が 209 戸であったが、期末の管理戸数は前期末より 66 戸増加した 1,626 戸にとどまっている (図表 5)。

【 図表 5 】 賃貸管理戸数の推移



(出所) デュアルタップ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 海外事業によって収益源泉の多様化を図る

海外展開は同社の中期的な事業戦略の要となるものである。「XEBEC」シリーズを海外投資家に販売することにより、顧客層に厚みをもたせ、安定した販売に貢献すると考えられる。

海外投資家への販売を本格的に始めたのは 18/6 期からである。従来は購入を希望する投資家が現れた時に、個別に販売していたが、18/6 期は海外投資家向け専用の物件として「XEBEC 大手町」、「XEBEC 日暮里Ⅱ」の 2 物件を売り出した。

こうしたことから、連結売上高に占める海外投資家への販売金額をみると従来は 10%未満であったが、18/6 期には約 30%に上昇した。また 19/6 期にも 2~3 物件の販売を計画している。

一方、商材が東京都区内のワンルームマンションに限定されていることは、事業環境の変動に大きく影響されるリスクがあるが、海外の収益物件を日本の投資家に販売するというクロスボーダーの事業を営むことは、こうしたリスクの緩和に寄与すると考えられる。現在のところ同社の海外事業は海外投資家へ販売するというインバウンドに重心がおかれているが、こうしたチャンネルを育ててゆくことが安定化につながると考えられる。

> 業界環境と競合

◆ 参入業者多いが、現状は競合関係薄い

投資用マンションの販売には多数の業者が参入している。不動産経済研究所の調査によれば 17 年の首都圏の投資用マンションの供給戸数は 6,074 戸であり、事業主は 19 社となっている。

そのなかで発売戸数のトップは青山メインランド（未上場）の 676 戸で、次いでエフ・ジェー・ネクスト（8935 東証一部）の 664 戸などとなっている（図表 6）。同社は販売ベースであるが 259 戸であり、シェアは 4%程度と推定される。

【 図表 6 】 2017 年首都圏投資用マンション供給戸数

	事業主	戸数	シェア
1位	青山メインランド	676	11.1%
2位	エフ・ジェー・ネクスト	664	10.9%
3位	木下不動産	578	9.5%
4位	TFDコーポレーション	555	9.1%
5位	インヴァランス	463	7.6%
	上位5社合計	2,936	48.3%

(出所) 不動産経済研究所のプレスリリースより証券リサーチセンター作成

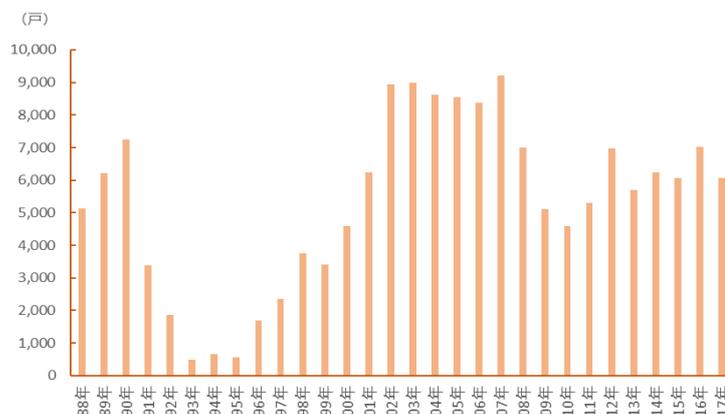
青山メインランドは東京都区部や神奈川県を中心に「メインステージ」のブランドで展開している。一方、エフ・ジェー・ネクストは「GALA」ブランドで展開するとともに中古マンションやファミリータイプの販売も手掛け、18/3期のマンション販売戸数は2,203戸となっている。

また、過去の首都圏投資用マンションの発売戸数の推移をみると極めて振幅が大きいことがみてとれる(図表7)。バブル崩壊後の90年代半ばでは金融機関の融資姿勢もあったと推測されるが、1,000戸を下回る水準となった。

しかし、首都圏においては賃貸マンションへのニーズが存在し、90年代に十分な供給がなされなかった反動もあり2000年代は08年のリーマンショックまでは8,000戸を超える供給が続いている。現在の水準は巡航的な水準と考えられるが、18年上期は前年同期比43.5%増の4,623戸の供給があり、ややペースが速い。

一方、同社は15年から25年までの10年間で東京において小規模世帯が227,000戸増加するとみており、年間平均で22,000戸の小規模世帯向け住宅の需要が発生するとみている。したがって、当面は需要超過の状況が続くと考えている。

【図表7】首都圏投資用マンション販売戸数の推移



(出所) 不動産経済研究所のプレスリリースより証券リサーチセンター作成

このようななかで、同社はセミナーに誘客した潜在顧客に対して営業していることもあって、顧客が買うか買わないかの判断に迷うことはあっても、同業他社の物件と比較され競り負けるといったケースはほとんどみられないとのことである。

同社は1棟当たり20戸から30戸の小型の物件に特化しており、必要とする敷地面積が戸建てとして販売するには広く、ファミリータイプのマンションにするには狭いといった中途半端な広さのものを求めており、激しい土地の取得争いに巻き込まれることも現状ではみられないとのことである。

仮に地価が高騰したとしても、マンションの家賃に反映させることが可能であるうえ、地区のなかでは幹線道路に面していない割安な土地の取得を進めているため、現実には同社の用地取得価格は目立った上昇をしていないとのことである。

現状において、最も憂慮すべき外部環境の変化としては建築費の高騰が挙げられる。販売価格に占める建築費の比率は約4割であり、ホテルの売却が含まれる18/6期を除いて、このところ上昇が目立っている(図表8)。これに対して家賃は建築コストほど上昇しておらず、投資家に4%前後の利回りを提示するためには、販売価格を引き上げることが困難である。このため、建築費高騰後のマンションが供給される先行きにかけて利益率の低下が懸念される。

【図表8】不動産売上原価の内訳(単独)

(単位:百万円)

	14/6期 通期	15/6期 通期	16/6期 通期	17/6期 通期	18/6期 通期
不動産売上高	4,139	5,246	5,932	8,388	8,267
不動産売上原価	3,041	3,981	4,805	7,207	6,128
うち土地原価	1,745	1,689	2,146	2,991	3,024
対売上	42.2%	32.2%	36.2%	35.7%	36.6%
うち建物原価	1,263	2,264	2,587	4,057	2,851
対売上	30.5%	43.2%	43.6%	48.4%	34.5%
うちその他原価	32	27	71	159	252
不動産売上総利益率	26.5%	24.1%	19.0%	14.1%	25.9%

(出所) デュアルトップ届出目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 沿革・経営理念・株主

◆ 不動産販売を目的に設立

同社は06年8月に不動産販売を目的に東京都品川区において現代表取締役社長の臼井貴弘氏によって設立された(図表9)。臼井氏はそれまでも不動産販売の営業に携わっていたが、その会社は資金繰りが悪化し事業再生法の適用を受けた。こうした経験をもとに、資産としての不動産という視点を明確にすることを最優先にするとともに永く続く企業であるよう無理な経営をしないことを念頭に同社を設立した。

その後08年1月には初の単独プロジェクトとなる「XEBEC中延」を

開発・販売するとともに、不動産賃貸管理事業などを順次、拡充した。また 12 年にマレーシアに子会社を設立したのを皮切りに、シンガポールなどにも相次いで現地法人を設立し海外事業を強化している。

16 年 7 月に東京証券取引所 JASDAQ (スタンダード) に株式を上場し、18 年 6 月に東京証券取引所市場二部に市場を変更した。

【 図表 9 】 デュアルタップの沿革

年	月	事項
2006年	8月	不動産販売業を目的に東京都品川区において株式会社デュアルタップを設立
2007年	3月	自社ブランドマンションである「XEBEC (ジーベック) 」シリーズの販売を開始
2008年	1月	初の単独プロジェクトとして「XEBEC中延」の開発及び販売を開始
2011年	5月	不動産賃貸事業拡充のためD-style Plus (現株式会社Dualtap Property Management、連結子会社) 設立
2012年	5月	マレーシアにDUTA PACIFIC MANAGEMENT MALAYSIA (現DUALTAP MALAYSIA、非連結子会社) 設立
2012年	7月	海外不動産のコンサルティングを目的にDUTA PACIFIC MANAGEMENT (現Dualtap International、連結子会社) 設立
2013年	7月	建物管理事業を目的にデュアルタップ合人舎ビルマネジメント (現非連結子会社) 設立
2014年	1月	シンガポールにDUALTAP SINGAPORE (現非連結子会社) 設立
2015年	1月	マレーシアでの建物管理事業を目的にDUALTAP BUILDING MANAGEMENT (現連結子会社) の全株式を取得
2016年	7月	東京証券取引所JASDAQ (スタンダード) に上場
2018年	6月	東京証券取引所市場第二部へ市場変更
2018年	7月	建物管理事業拡充のため、株式会社建物管理サービスの全株式を取得

(出所) デュアルタップ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 笑顔創造型企業をミッションとする

同社はミッションとして笑顔創造企業を掲げている。「不動産の販売を通じてお客様の幸福に貢献する」ことを企業理念としているが、それを実現するために 3 つ約束を設けている。

第一番目に役員を含めた全てのスタッフに紳士たれという行動規範をもつことを指針として掲げている。第二番目には不動産においてデザインと実用性という時によって兼ね備えることが困難な 2 つの価値をスムーズに導いてゆくことであり、同社の社名も「Dual (2重の)」、「tap (開発)」を組み合わせたとこに由来している。

第三番目に「強く、やさしく、おもしろく」であり、強くでは不動産である以上、しっかりと収益のあがる不動産を販売することを指し、やさしくでは、顧客へのアフターフォローをスタッフに求めており、おもしろくでは、不動産を通じて気持ちが沸き立つ仕掛けを考えたいということである。

◆ 株主

18/6 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 10 の通り

である。筆頭株主として 31.5%を保有する Dimension は創業者である社長の臼井貴弘氏が 100%保有する資産管理会社であり、これを合わせれば同氏が 41.3%の株式を保有している。

【 図表 10 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	18年6月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
株式会社 Dimension	1,080,000	31.5%	1	臼井社長の資産管理会社 代表取締役社長
臼井貴弘	336,000	9.8%	2	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	335,100	9.8%	3	元取締役
カブドットコム証券株式会社	83,500	2.4%	4	
臼井英美	60,000	1.8%	5	
坂東多美緒	54,500	1.6%	6	
THE BANK OF NEW YORK MELLON 140040	54,400	1.6%	7	
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD	52,900	1.5%	8	
むさし証券株式会社	48,800	1.4%	9	
松永功司	46,100	1.3%	10	
(大株主上位10位)	2,151,300	62.8%	-	
発行済株式総数	3,426,000	100.0%	-	

(出所) デュアルトップ 18/6 期有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の過去の業績の推移をみると、増収が続いているが、売上総利益率には大きな変動がみられる(図表11)。好採算の物件が売上に計上されるタイミングによって変動が生じるようである。また販売費及び一般管理費(以下、販管費)は17/6期までは1,000百万円程度で比較的安定していたが、海外投資家への販売を強化した18/6期に1,933百万円へと急増している。

【図表11】業績推移

(単位:百万円)

	12/6期単	13/6期単	14/6期	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期
売上高	3,125	3,742	4,858	6,029	6,996	9,697	9,778
売上総利益	—	—	—	1,410	1,360	1,455	2,499
売上総利益率	—	—	—	23.4%	19.4%	15.0%	25.6%
販売費及び一般管理費	—	—	—	899	949	1,001	1,933
販管費率	—	—	—	14.9%	13.6%	10.3%	19.8%
営業利益	—	—	—	510	411	453	566
営業利益率	—	—	—	8.5%	5.9%	4.7%	5.8%
経常利益	168	127	378	472	329	345	504
経常利益率	5.4%	3.4%	7.8%	7.8%	4.7%	3.6%	5.2%
当期純利益	107	47	174	293	210	220	325
EBITDA	—	—	—	551	458	504	603
EBITDAマージン	—	—	—	9.1%	6.6%	5.2%	6.2%
減価償却費	—	—	—	40	47	50	36
従業員数(人)			55	53	65	101	131

(出所) デュアルトップ有価証券報告書等より証券リサーチセンター作成

◆ 18年6月期の業績は前期比0.8%増収、24.8%営業増益

18/6期決算は、売上高が前期比0.8%増の9,778百万円、営業利益が同24.8%増の566百万円、経常利益が同46.0%増の504百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同47.7%増の325百万円となった(図表12)。

18/6期の期初計画は期中では修正されておらず、計画に対する達成率は売上高が95.0%、営業利益は122.4%、経常利益は130.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は123.2%であった。

【図表12】18年6月期の業績

(単位:百万円)

	17/6期	18/6期						増減率	
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期		通期
売上高	9,697	2,560	3,923	6,484	1,923	1,371	3,294	9,778	0.8%
売上総利益	1,455	525	1,250	1,775	435	288	724	2,499	71.7%
売上総利益率	15.0%	20.5%	31.9%	27.4%	22.7%	21.0%	22.0%	25.6%	—
販売費及び一般管理費	1,001	250	954	1,204	406	322	728	1,933	92.9%
販管費率	10.3%	9.8%	24.3%	18.6%	21.1%	23.5%	22.1%	19.8%	—
営業利益	453	274	296	571	29	-34	-4	566	24.8%
営業利益率	4.7%	10.7%	7.6%	8.8%	1.5%	-2.5%	-0.1%	5.8%	—
経常利益	345	257	279	536	15	-48	-32	504	46.0%
経常利益率	3.6%	10.1%	7.1%	8.3%	0.8%	-3.5%	-1.0%	5.2%	—
当期(四半期)純利益	220	180	191	371	-10	-36	-46	325	47.7%
EBITDA	504	282	303	586	39	-22	16	603	19.6%
EBITDAマージン	5.2%	11.0%	7.7%	9.0%	2.0%	-1.6%	0.5%	6.2%	—
減価償却費	50	7	7	14	9	11	21	36	-27.8%

(出所) デュアルトップ四半期報告書等より証券リサーチセンター作成

セグメント別の売上高は、不動産販売事業が前期比 1.4%減の 8,267 百万円、不動産賃貸管理・仲介事業が同 10.7%増の 1,358 百万円、海外不動産事業が同 88.0%増の 152 百万円であった。

不動産販売事業においては分譲戸数が前期比 29.6%減の 209 戸と大幅に減少している。17/6 期に計上した大口の一括売却がなくなったこともあるが、期初に計画した 271 戸に届いていない。

第 1 四半期に「ホテルプロモート函館」の売却があり、利益計画の達成確度が上昇したため、販売活動に緩みが出たと社は分析しており、販売環境やマンション開発の進捗には大きな変化がみられないとのことではあるが、今後の販売動向を注意深く見守る必要がある。

売却したホテル(分譲戸数の 209 戸には含まれていない)に関しては 12 年 3 月に取得したものである。その売上高は不動産販売事業のうちのその他不動産売上の 1,193 百万円に近いと推定される。利益については、開示されていないが、分譲戸数が大幅に減少したにも関わらず、同事業が増益を維持した主因であると考えられる。

不動産賃貸管理・仲介事業では、期中平均の賃貸管理戸数が 17/6 期の 1,403 戸から 1,593 戸に 13.5%増加したことが寄与し、前期比 10.7%の増収となった。また海外不動産事業は海外投資家への販売が増加したことに伴い、販売手数料が伸長した。

一方、販管費率は 17/6 期の 10.3%から 19.8%に上昇した。販管費の内訳をみると、販売手数料が 17/6 期の 50 百万円から 923 百万円へと大幅に増加している(図表 13)。これは、海外投資家への販売が増加したため、現地の仲介業者へ支払う手数料が急増したためである。また、パンフレットなどの翻訳コストも全体の販管費増加につながっているとのことである。

【図表 13】販売費及び一般管理費の内訳 (単位:百万円)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期
役員報酬	132	138	110	97
給与手当	296	313	303	331
販売手数料	-	-	50	923
広告宣伝費	84	107	99	121
貸倒引当金繰入額	1	0	0	1
その他	386	391	439	460
販売費及び一般管理費	899	949	1,001	1,933

(出所) デュアルトップ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 同業他社との比較

区分所有のマンション販売業者は大手では三井不動産 (8801 東証一部) や住友不動産 (8830 東証一部) など総合不動産業者からタカラレーベン (8897 東証一部) といったデベロッパーまで数多くの企業が参入している。

そのなかで投資用マンションの分譲という領域でみると、上述したエフ・ジェー・ネクストやアパート販売のシノケングループ (8909 東証 JQS) なども参入しており、その他ではプロパティエーエージェント (3464 東証一部)、グッドコムアセット (3475 東証一部) やグローバル・リンク・マネジメント (3486 東証マザーズ) などが類似企業と考えられる (図表 14)。

各社を比較すると規模ではゼネコン事業なども併営するシノケングループの売上高が大きいですが、不動産販売事業の売上高は 79,578 百万円、不動産管理事業は 10,229 百万円であり、不動産販売事業のうちマンション販売に限定すると 18,209 百万円となる。

最大手のエフ・ジェー・ネクストとは大きな差があるが、その他の各社の売上高は同社と決定的な違いがみられない。

収益性について、6社の単純平均は自己資本利益率が 26.0%、総資産経常利益率が 11.0%、売上高営業利益率が 8.6%となっており、いずれも同社は平均をやや下回っている。

成長性について、6社の単純平均は売上高成長率が 26.4%、経常利益成長率が 30.8%、総資産成長率が 26.9%となっている。いずれも同社は平均を下回っているが、とりわけ利益の成長率が低い。19/6期の会社計画をみても経常利益は前期比 45.9%減の 272 百万円となっており、現状では売上高や総資産の成長が利益にむすびついていない。

安全性について、6社の単純平均は自己資本比率が 32.9%、有利子負債比率が 182.4%、流動比率が 276.0%となっている。いずれも同社は平均を下回っているが、現状において特に問題視するほど悪い数値ではない。

なお、財務面で付言すれば、借入金に関して同社は特に金融機関との間にコミットメントラインを設けているわけではなく、プロジェクトごとに借入れをしているとのことである。

【 図表 14 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	デュアルトップ	エフ・ジェー・ネク スト	プロパティ エージェント	グッドコムアセット	グローバル・リン ク・マネジメント	シノケングループ	
	コード	3469	8935	3464	3475	3486	8909	
	直近決算期	18/6	18/3	18/3	17/10	17/12	17/12	
規模	売上高	百万円	9,778	67,008	19,219	9,834	17,167	105,936
	経常利益	百万円	504	7,226	1,128	820	1,092	12,201
	総資産	百万円	6,167	63,432	16,859	12,613	8,068	90,972
収益性	自己資本利益率	%	21.1	12.5	20.2	24.5	39.9	37.8
	総資産経常利益率	%	8.5	11.8	7.2	8.9	14.4	14.9
	売上高営業利益率	%	5.8	10.8	7.2	9.2	6.5	12.2
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	17.5	18.6	30.4	20.6	32.4	38.7
	営業利益 (同上)	%	3.5	16.0	16.3	38.6	—	39.7
	経常利益 (同上)	%	2.2	16.0	37.0	38.6	49.5	41.5
	総資産 (同上)	%	24.5	12.7	24.6	41.1	25.3	33.0
安全性	自己資本比率	%	27.4	62.0	23.6	25.7	29.5	29.0
	有利子負債比率	%	225.0	39.5	279.3	273.6	93.2	184.1
	流動比率	%	209.9	648.0	244.3	181.6	170.4	201.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3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、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、グローバル・リンク・マネジメントの3期前は単体

(出所) 各社の有価証券報告書、有価証券届出目論見書より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

◆ 東京都区内の駅周辺に集中した開発でブランドを構築

同社の人的資本は創業前から投資用マンション販売に携わっていた白井社長のリーダーシップが大きいと考えられる(図表 15)。「資産としての不動産」を明確にし、顧客にその価値を提供することに専念していることが、同社の方向を決めている。

【図表 15】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・国内投資家の集客	セミナー開催回数	非開示
		・海外投資家の集客	セミナー開催回数	非開示
	ブランド	・XEBECシリーズの浸透	累計販売棟数	49棟
			販売開始してからの年数	11年
	事業パートナー	・用地取得における不動産業者など	平均入居率	18/6期97.7%
		・リーシングにおける不動産賃貸仲介業者	海外顧客の売上比率	18/6期約30%
組織資本	業務プロセス	・1戸ごとに自社営業部門が丁寧に対面営業	営業人員	40名程度
		・絞り込んだ商品企画	駅徒歩5分以内物件の比率	18/6期57%
人的資本	経営陣	・白井社長のリーダーシップ	業界経験年数	18年
	従業員	・海外におけるセミナー開催を担当する営業マン	人数	4名程度
		・会社への帰属意識	営業マンの定着率	非開示

(出所) 証券リサーチセンター

営業要員に対するインセンティブは業界内では特に高くはないとのことである。過大なノルマを課すことをしておらず、入社後1年以内に離職しないといった点など、定着率は徐々に上昇し現在は80%程度になっているとのことである。

組織資本として特徴的なものは、同社の業務プロセスと考えている。知的財産に関しては事業の性格からして、特許や技術的な優位性をもつようなものは見当たらず、ノウハウに関しても際立った特徴はみられない。基本的に分譲する物件の一戸ごとに営業マンが顧客と対面で営業し、顧客との信頼関係を構築している。さらに、対象とする物件を東京都区部の駅周辺の賃借ニーズのあるエリアに絞り込むことによって、同社が管理するマンションの入居率は18/6期で97.7%と高い水準を維持し、顧客満足度を高めている。

こうしたことによって、新規顧客獲得の出発点となる同社主催のセミナーに既存客からの紹介によって誘客することが可能となっていると考えられる。

関係資本として、顧客に関しては国内、海外を問わず基本的にはセミナーに誘致した見込み客に対して営業活動を行っている。不動産投資

に関心を持つ人を対象としているので、営業活動の効率は高いと推定される。したがって、先ず、セミナーに集客することが同社の場合、重要と考えられる。

次に「XEBEC」ブランドを東京都区部の駅に近いワンルームマンションとして浸透させている。それによって顧客からの信頼を醸成し、同時に開発用地の売却情報を保有する不動産業者などに対しても、同社が情報提供先の実力な候補として意識させることに役立っている。

最後に事業パートナーとの関係構築は極めて重要となる。同社に開発用地の情報を提供する不動産業者、販売したマンションの賃借人を探し出す賃貸仲介業者、海外投資家をセミナーに誘客する地元の仲介業者など同社のビジネスはこうしたパートナーとの関係のうえに成り立っていると言える。こうしたパートナーとの良好な関係を維持発展させるためには、安定して事業を継続させることが肝要と考えられる。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に関する対外的な活動を行っていない。自社開発のマンション屋上にソーラーパネルを設置する計画をもっていたが、現状は積極的に展開していないとのことである。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は現時点では社会的責任に関する目立った対外活動は行っていない。従業員の有志において養護施設への募金活動を行っているほかペットボトルのキャップのリサイクル運動に参加していることが公表されている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は16年9月の定時株主総会の決議に基づき監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は7名で構成されており、うち4名が社外取締役である。監査等委員会は社外取締役4名で構成されており、4名の社外取締役全員を独立役員として東京証券取引所に届け出ている。

社外取締役(常勤監査等委員)の都甲孝一氏は、公認会計士の資格を有している。なお都甲氏はかつて新和監査法人(現 有限責任あずさ監査法人)のパートナーであったが、同社の会計監査人はEY新日本有限監査法人であり、関係性は認められない。

同じく社外取締役の松田秀正氏は太平洋証券(現三菱UFJモルガンスタンレー証券)取締役などを歴任後、14年5月に同社の社外監査役に就き、16年から社外取締役となっている。酒井康弘氏はメディ

ア工房 (3815 東証マザーズ) の取締役である。また、15年9月に社外取締役に就任した木呂子義之氏は弁護士であり、SHIFT (3697 東証マザーズ) の社外監査役及び Personal Capital の取締役に兼職している。

社外取締役の4名はいずれも18/6期に開催された16回取締役会、15回の監査等委員会に全て出席している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 収益を安定化させることが課題

同社を取り巻く事業環境は好不況の移り変わりが極めて激しい。そうした事業環境に対する確かな経営判断と、不況の中でも収益を生み出すことができる仕組みの構築が最大の経営課題であると考えます。

そのようななかで、海外投資家への販売と海外物件の国内投資家への販売を進めていることや、賃貸管理及び建物管理といった分野を拡充させ、多様性をもたせようとする方向性は評価できる。

しかし、海外投資家への販売をみると、現状では、現地の仲介業者へ支払う手数料やパンフレットなどの翻訳料金がかさみ、営業利益率は国内投資家向けに販売するよりも低いと推定される。また海外投資家の購買目的も様々であり、必ずしもストック型ビジネスである賃貸管理事業に結びついていないことも懸念される。

こうした課題を解決するために、国内と同様に海外においても既存客からの紹介を増やすことや、販売戸数の増加を通じて一戸当たりの販売コストの軽減に努めるなど、海外事業の利益率向上に努めることが課題であると考えられる。

また、事業環境を踏まえた柔軟な経営判断も求められる。現状では、売り出したマンションはほぼ3カ月で販売できている。これは、好立地で賃借需要の見込める物件に絞り、顧客に対して4%前後の利回りを提示していることが大きい。問題は、最終的に4%前後の利回りを確保することであり、建築費の高騰に対して現段階では明快な解決策が見当たらない。

一方、現在のところ同社はマンションが売れ残ることに対して大きな危惧を抱いていない。需要のある好立地に絞り込んでいるため、マンションの空室率は低く、仮に販売できるまで同社が保有すれば賃料収入が入るとためである。

> 今後の事業戦略

◆ 収益の安定を図りながら成長を目指す

同社は中期経営計画を公表していない。今後の方針として「不動産販売事業の成長」、「ストック型ビジネスの拡大」、「海外展開」、「新領域」で事業化拡大を図り成長を目指すとしている。

「不動産販売事業の成長」は既存ビジネスの拡大を図ることであり、特に東京都区部中心や小規模世帯向けといったコンセプトの枠外へ拡大させようとするものではない。

「ストック型ビジネスの拡大」では賃貸管理に関して事業の継続によって取得したノウハウを活用し自社分譲以外の賃貸管理契約の獲得を目指している。また、自社で収益不動産を保有することも想定している。こうしたストックビジネスの収益によって固定費をカバーすることを目指している。

「海外展開」に関しては、これまでも述べてきた通りである。また、「新領域」として同社が掲げているのは不動産再生事業、開発物件における IoT 活用、建物管理事業の拡大である。

このなかで建物管理事業では子会社「デュアルタップコミュニティ」及び「デュアルタップ合人社ビルマネジメント」の2社に加え18年7月に「建物管理サービス」の株式を取得し子会社にした。これによって、同社グループが管理受託する戸数は2,003戸となった。買収した「建物管理サービス」の売上高が100百万円強であり、今後は建物管理事業全体として200百万円弱の売上高が見込まれる。19/6期はのれんの償却が発生するため利益に貢献せず、20/6期以降に売上増加とともに利益寄与すると同社は考えている。

◆「XEBC」ブランドの浸透が販売を後押し

同社の強みは、東京都区内の駅周辺という利便性の高い立地に集中し(19/6期は川崎市の物件の販売が予定されているが)、「XEBC」というブランドを浸透させたことがあげられる。これによって同社のビジネスの好循環を実現している。

すなわち、マンション開発の用地取得において、同社が求める開発用地が周知され、情報が入りやすい状況を生み出している。次いで、投資家に販売する時にも、物件の性格が統一されているため、信頼を得やすい。さらに、好立地ということもあるが、リーシングにおいて不動産仲介業者への知名度も上昇し、賃借人が求める条件が一致すれば、紹介される確率が高くなっている。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・東京都区内の駅近物件に集中した「XEBC」ブランドの浸透 ・海外投資家への販売チャンネル
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・好立地以外の商品特性が乏しい ・リーシングにおいて独自のルートをもたない
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・東京における小規模世帯の増加 ・海外投資家による日本の不動産への投資熱
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・建築コスト高騰によるコスト圧迫 ・ワンルームマンションの供給過剰による入居率の低下 ・金融機関の融資姿勢の厳格化

(出所) 証券リサーチセンター

◆ 高いブランドの浸透度

東京都区内の駅に近い小規模のワンルームマンションに特化し、ブランドを浸透させているため、土地情報も自ずと集まり、販売する物件の品質が安定することで顧客の信頼を得、紹介などにつながっていると考えられる。

◆ 海外投資家への販売チャンネル

経済状況などによって投資家のマンション購入意欲は振幅があると考えられ、苦戦を強いられる局面も想定される。そうしたなか、同社は海外投資家への販売ネットワークをもっていることが、下支えすることになるとみられる。

◆ 弱みはリーシングに独自のルートをもたないこと

事業を展開するにあたってリーシングにおけるパートナーとの関係が崩れれば、同社のビジネスは成立しない。とりわけ販売したマンションのリーシングはサブリースも手掛けているだけに、同社にとって極めて重要と考えられる。需要のある駅近物件に絞っているため、現在のところ空室率は低く問題はないが、事業環境が大きく変化した時に賃貸仲介事業者事業への依存が弱みとなる可能性がある。

> 経営戦略の評価

◆ 中期計画の達成には努力を要すると思われる

投資マンションの販売事業は事業環境が大きく変化するビジネスであると考えられる。その中で、海外事投資家に販売ルートを広げるほか、海外の収益物件を扱う海外事業は収益基盤の多様化に貢献するものと思われる。さらに、賃貸管理や建物管理などストック型ビジネスを拡大させる方向も合わせ、長期的に安定した収益基盤を築こうとするものと評価できる。

一方、海外事業の利益率をどのようにコントロールするかが同社の当面の課題であると考えられる。顧客に対してリーズナブルな利回りを提示することで、信頼を築いていることは同社の財産であると考えられる。そのためにはインターネットの活用など、新しいビジネスの仕組みを構築することが求められる。

> 今後の業績見通し

◆ 19年6月期会社計画は14.4%増収、42.3%営業減益を見込む

19/6期の会社計画は、売上高11,190百万円(前期比14.4%増)、営業利益326百万円(同42.3%減)、経常利益272百万円(同45.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益185百万円(同42.9%減)である。

会社はセグメント別の予想は公表していない。マンションの販売戸数は前期比42.6%増の298戸を計画しており、うち海外投資家への販売はほぼ前期の58戸と同水準を想定している。また18年7月に買収した建物管理サービス(17/12期の売上高は117百万円)が寄与する見通しにあるため、全社で同14.4%の増収を見込んでいる。

一方、営業利益率に関しては18/6期に計上した高収益の函館のホテル売却のような案件がないことや建築費の高騰によるコストアップが響き、18/6期の5.8%から2.9%へ低下すると同社は想定している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

これに対して、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の19/6期業績を、売上高11,200百万円(前期比14.5%増)、営業利益350百万円(同38.2%減)、経常利益300百万円(同40.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益200百万円(同38.5%減)と予想する(図表17)。

同社の計画と比べると、売上高は10百万円、営業利益は24百万円、経常利益は28百万円、当期純利益は15百万円それぞれ上回ると予想している。

セグメント別では(同社は19/6期からセグメント区分の変更を想定

しているが、当センターでは従来区分をもとに予想している)、不動産販売事業が前期比 13.7%増の 9,400 百万円、不動産賃貸管理・仲介事業が同 17.8%増の 1,600 百万円、海外事業が同 31.6%増の 200 百万円と予想している。

不動産販売事業においてマンションの販売戸数を同社の計画と同水準の 300 戸程度に増加すると予想している。用地の取得はすでに完了しているとみられ、ほぼ同社が計画する水準に着地すると考えている。また、このうち海外投資家への販売は前期よりは、やや増加すると想定している。

不動産賃貸管理・仲介事業は賃貸管理戸数が着実に増加することに加え、新規連結となる建物管理会社の寄与も見込んでいる。また海外事業として受け取る販売手数料は海外投資家への販売増加によって増収になると予想している。

売上総利益率は、18/6 期に計上した利益率の高いホテルの売却といった案件がなくなることで、建築コストの上昇によって前期の 25.6%から 20.1%へ低下するとみている、また、販管費率は海外投資家への販売が引き続き高水準に推移するものの、18/6 期と比べると国内投資家への販売構成比率が上昇することや、実質的に海外に本格販売をはじめた 18/6 期と比べると、パンフレット作製費用など効率化する部分があると考え、前期の 19.8%から 17.0%に低下すると予想した。

配当金については、同社は目標とする配当性向を公表していない。基本的に年一回の配当方針であるが、取締役会の決議で中間配当を実施できると定款で定めており、19/6 期は 18 年 12 月末時点の株主に一株当たり 3.0 円の東証二部上場記念配当を実施する予定である。会社計画及び過去の配当性向をもとに当センターでは 19/6 期の配当を一株当たり 13.0 円と予想し、20/6 期以降も 13.0 円が継続すると予想している。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/6	18/6	19/6CE	19/6E	20/6E	21/6E
貸借対照表						
現預金	966	1,340	-	1,400	1,500	1,600
営業未収入金	28	20	-	20	20	20
棚卸資産	3,273	3,421	-	3,600	3,700	3,800
その他	152	158	-	180	180	180
流動資産	4,420	4,941	-	5,200	5,400	5,600
有形固定資産	1,222	1,094	-	1,124	1,154	1,184
無形固定資産	7	12	-	12	12	12
投資その他の資産	93	119	-	164	134	104
固定資産	1,323	1,226	-	1,300	1,300	1,300
資産合計	5,744	6,167	-	6,500	6,700	6,900
買掛金	17	24	-	30	30	30
短期借入金	2,528	1,823	-	2,000	2,000	2,000
その他	616	505	-	528	627	686
流動負債	3,163	2,353	-	2,558	2,657	2,716
固定負債	1,194	2,116	-	2,090	1,990	1,910
純資産合計	1,386	1,697	-	1,852	2,053	2,274
(自己資本)	1,380	1,691	-	1,846	2,047	2,268
(非支配株主持分+新株予約権)	6	6	-	6	6	6
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	345	474	-	300	350	400
減価償却費	50	36	-	40	40	40
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-767	84	-	-179	-100	-100
営業未払金の増減額 (-は減少)	-298	6	-	6	0	0
その他	370	-23	-	-52	-35	-65
法人税等の支払額	-126	-135	-	-100	-115	-135
営業活動によるキャッシュ・フロー	-425	442	-	15	140	140
有形固定資産の取得による支出	-8	-29	-	-30	-30	-30
無形固定資産の取得による支出	-2	-7	-	0	0	0
その他	22	-32	-	30	30	30
投資活動によるキャッシュ・フロー	11	-69	-	0	0	0
短期借入金の増減額 (-は減少)	1,143	-45	-	177	0	0
株式の発行による収入	263	19	-	0	0	0
配当金の支払額	-25	-33	-	-45	-34	-45
その他	-672	53	-	-32	-6	5
財務活動によるキャッシュ・フロー	708	-5	-	100	-40	-40
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	0	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	294	367	-	115	100	100
現金及び現金同等物の期首残高	622	917	-	1,285	1,400	1,500
現金及び現金同等物の期末残高	917	1,285	-	1,400	1,500	1,600

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想。19/6 期に会社はセグメント区分の変更を予定しているが、証券リサーチセンターでは従来区分を踏襲して予想した

(出所) デュアルトップ決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 18 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/6	18/6	19/6CE	19/6E	20/6E	21/6E
計算書						
売上高	9,697	9,778	11,190	11,200	12,500	13,500
前期比	38.6%	0.8%	14.4%	14.5%	11.6%	8.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
不動産販売事業	8,388	8,267	-	9,400	10,500	12,200
不動産賃貸管理・仲介事業	1,226	1,358	-	1,600	1,750	1,900
海外不動産事業	81	152	-	200	250	400
売上総利益	1,455	2,499	-	2,250	2,400	2,550
売上総利益率	15.0%	25.6%	-	20.1%	19.2%	18.9%
販売管理費	1,001	1,933	-	1,900	2,000	2,100
販管費率	10.3%	19.8%	-	17.0%	16.0%	15.6%
営業利益	453	566	326	350	400	450
前期比	10.3%	24.8%	-42.3%	-38.2%	14.3%	12.5%
営業利益率	4.7%	5.8%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
不動産販売事業	359	421	-	170	260	140
不動産賃貸管理・仲介事業	100	140	-	180	220	260
海外不動産事業	-16	-3	-	0	-80	50
経常利益	345	504	272	300	350	400
前期比	4.8%	46.0%	-45.9%	-40.5%	16.7%	14.3%
経常利益率	3.6%	5.2%	2.4%	2.7%	2.8%	3.0%
当期純利益	220	325	185	200	235	265
前期比	4.4%	47.7%	-42.9%	-38.5%	17.5%	12.8%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想。

(出所) デュアルトップ決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

➤ 投資に際しての留意点

◆ 短期業績が上方にも下方にも変動するリスクがある

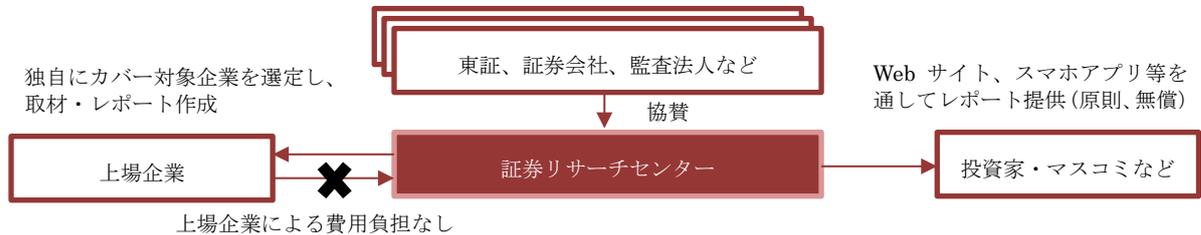
18/6 期の下期の営業利益がわずかながら水面下となっているうえ、19/6 期について同社は営業減益を予想している点には留意する必要があります。建築コストの高騰と海外投資家への販売が増加することによって、低い利益率が続くためであると考えられるが、現時点ではそれらを克服した状況ではない。

一方、一時的に業績が上振れる可能性もある。18/6 期には函館のホテルを売却したことにより、全体の利益を押し上げたが、同社は販売用不動産として旧本社と賃貸マンション 1 棟を保有している。なかでも旧本社は東京都港区高輪にあり、20 年に開業が予定されている山手線の新駅の至近に位置している。これが売却されれば、一時的に業績が大きく上振れると考えられる。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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。