

ホリスティック企業レポート

テンポイノベーション

3484 東証一部

アップデート・レポート
2019年8月23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 20190820

テンポイノベーション (3484 東証一部)

発行日:2019/8/23

首都圏、特に東京を中心に飲食店に特化した店舗転貸借事業を展開 新中期経営計画のもと、攻めの経営へ

> 要旨

◆ 居抜き物件を活用した飲食用店舗転貸借事業者

- ・テンポイノベーションは(以下、同社)は、飲食店用店舗の転貸借事業に特化した不動産業者である。首都圏、特に東京都心部を中心に転貸借物件を保有している。
- ・好調であった19/3期を踏まえて、同社は中期経営計画を見直した。店舗転貸借事業を究めることを目標に転貸借物件の確保に努める内容となっている。

◆ 好調であった19年3月期決算

- ・19/3期決算は、23.0%増収、85.1%営業増益であった。転貸借物件の増加、転貸条件の良い物件が多かったこと、テナントの出店意欲が旺盛であったことから好調な決算となった。

◆ 更なる拡大を目指す20年3月期

- ・同社は、新卒社員を含む人員の増加、転貸借物件の確保に向けての施策の実施により、転貸借事業を更に推し進める方針である。具体的な施策としては転貸借物件仕入専門チームの拡充、不動産仲介業者とのリレーション強化による優良物件の確保などが挙げられる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、20/3期の業績については同社の予想をわずかに上回る売上高と同社予想と同じ利益水準を見込んでいる。業績予想の詳細な策定根拠を同社は開示していないため、差異についての説明はできないが、当センターでは積極的な転貸借物件の取得にともなう売上総利益率の悪化と増収による販管費率の低下を想定している。

◆ 転貸借物件の積み上げによる中期的な利益成長を予想

- ・21/3期以降も転貸借物件の増加により、高い増収率が続く予想される。積極的な物件獲得による売上総利益率への影響はある程度は残ろうが、増収効果による販管費率の低下により、高い増益率を予想する。

【3484 テンポイノベーション 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)
2018/3	6,689	24.2	396	27.3	401	22.6	235	18.1	28.9	181.6	8.0
2019/3	8,229	23.0	733	85.1	714	78.1	509	2.2×	59.4	236.4	14.0
2020/3 CE	10,017	21.7	801	9.3	802	12.3	545	7.1	61.2	-	14.0
2020/3 E	10,100	22.7	800	9.1	800	12.0	545	7.1	61.2	283.6	14.0
2021/3 E	12,250	21.3	1,040	30.0	1,040	30.0	707	29.7	79.3	349.0	18.0
2022/3 E	14,950	22.0	1,360	30.8	1,360	30.8	925	30.8	103.8	434.8	23.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト:高木 伸行
+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】

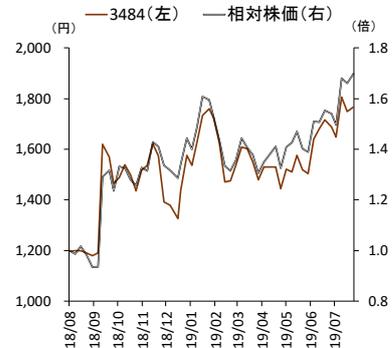
	2019/8/16
株価 (円)	1,766
発行済株式数 (株)	8,912,200
時価総額 (百万円)	15,739

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	29.7	28.9	22.3
PBR (倍)	7.5	6.2	5.1
配当利回り (%)	0.8	0.8	1.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	2.4	17.0	47.3
対TOPIX (%)	7.9	19.1	72.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2018/8/24

アップデート・レポート

2/14

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

◆ 店舗転貸事業に特化

テンポイノベーション(以下、同社)は、東京都を中心に飲食店向けの店舗物件に特化した「店舗転貸借事業」を展開している。一般的な不動産業者は住宅、オフィス、駐車場といった物件も扱うが、同社は店舗それも飲食店向けの物件に特化している。転貸借物件の9割程度が飲食店舗用の物件である。

同社は、不動産オーナーから賃借した物件を、飲食事業者(以下、店舗出店者)に転貸している。転貸は又貸しとも呼ばれ、不動産オーナーの知らない間に好ましくない先に転貸されるなどの問題も多く、不動産業界の中では必ずしも積極的に手掛けられている事業ではない。同社の経営陣が不動産業界の出身ではないことが、業界の常識にとらわれずに転貸借事業に進出し、成功できた要因のひとつと考えられる。

◆ キーワードは「居抜き」、「路面店」、「東京都」

物件としては居抜き物件と路面店に重点を置いている。居抜き物件とはテナントが内装や厨房・空調機器や什器などを残したまま退去した物件で、後継のテナントがそのまま使用できる物件のことである。同社によれば、取り扱う物件の9割弱が居抜き物件である。また8割程度の物件が路面店となっているのも同社の物件の特徴である。

居抜き物件への集中は、多くの面で同社のビジネスモデルを支えている。店舗出店者にとっては、希望する店舗イメージとは異なるかもしれないが、既に設備が整っているため、出店のための初期費用が抑えられ、出店にかかる時間を短縮することが可能となる。店舗の撤退を検討している飲食事業者(以下、店舗撤退者)にとっては居抜きのままで次の借り手が見つかるのなら原状回復工事や解体工事の手間や費用が節約でき、造作や設備の譲渡により資金を回収することも可能になるというメリットもある。

展開する地域についても東京都を中心としており、全物件の9割以上が東京都内の物件である(図表 1)。東京都内での詳しい分布は開示されていないが、中心部に物件が多く、周辺部での物件保有は相対的に少ない。

不動産オーナーとの賃貸契約の解約率は不動産オーナー側の都合である場合も含めて1%程度と低い。また、店舗出店者の撤退などで契約が解約される率は10%程度である。2巡目、3巡目の後継契約が行われる際には賃料の適正化や物件仕入コストが軽減されているため利益率が改善されることが多いようである。

【 図表 1 】 転貸借物件の地域別内訳

地域	17/3期末		18/3期末		19/3期末	
	(件)	(%)	(件)	(%)	(件)	(%)
東京都						
(都心地域)	292	28.4	349	28.1	396	27.1
(副都心地域)	284	27.6	329	26.5	383	26.3
(その他)	399	38.8	479	38.6	564	38.7
東京都合計	975	94.8	1,157	93.2	1,343	92.0
神奈川県	33	3.2	53	4.3	73	5.0
千葉県	8	0.8	19	1.5	29	2.0
埼玉県	13	1.3	13	1.0	14	1.0
合計	1,029	100.0	1,242	100.0	1,459	100.0

(注) 都心地域は中央区、千代田区、港区。副都心地域は新宿区、文京区、渋谷区、豊島区
四捨五入の関係で構成比が合計と一致しない場合がある
(出所) 成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

◆ 売上高の9割がストック型の収入

同社は店舗転貸借事業のみの単一セグメントであるが、18/3 期までは、「ランニング」と「イニシャル」に区分して売上高を開示していた(図表 2)。19/3 期より、不動産業者との関係を強化するために開始した不動産売買等の売上高も開示されるようになった。

【 図表 2 】 売上内訳と転貸借物件数/成約数

決算期	17/3期		18/3期		19/3期	
		(%)		(%)		(%)
売上高(百万円)	5,386	27.4	6,689	24.2	8,229	23.0
ランニング	4,816	29.1	6,060	25.8	7,377	21.7
イニシャル	570	14.5	628	10.2	729	16.1
不動産売買等	-	-	-	-	121	-
ランニング比率(%)	89.4		90.6		89.6	
期末転貸借物件数(件)	1,029	26.3	1,242	20.7	1,459	17.5
成約数(件)	306	13.8	333	8.8	362	8.7

(注) 売上高及び売上内訳の%は前期比。成約数は新規契約と後継契約の合計
19/3 期の売上内訳は有価証券報告書と決算説明会資料とで数値が異なるが決算説明会資料の数値を記載
端数処理の関係で合計の数字と合わない場合がある
(出所) 成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

ランニングとは同社が賃借した店舗物件のうち店舗出店者に転貸している物件に対して受け取る賃料であり、継続的に計上される収益である。また、転貸借契約の更新時に受け取る更新料も、ランニングに区分されている。ランニングは転貸借物件数に連動して増加するストック型の収益である。

ランニングの比率は毎期、上昇基調にある。19/3 期は不動産売買等が加わったため、ランニング比率が前期比 1.0%ポイント低下しているが、不動産売買等を除いたベースでは 91.0%となり、前期を上回る水準となる。

イニシャルは賃貸物件を店舗出店者に転貸した時に受け取る礼金等の手数料である。また、店舗出店者への造作等の売却代金等も、イニシャルに分類される。イニシャルは一時的に計上される収益で、新規契約件数ならびに空きとなった物件への後継契約数に連動するスポット型の収益である。

売上総利益率は収益の性格上、相対的にはイニシャルが高く、ランニングが低い。18/3 期に至るまでの全社的な売上総利益率の低下傾向は、相対的に売上総利益率の低いストック型収入であるランニングの売上構成比率が上昇していたことが主因で、各区分の収益性が悪化している訳ではない。

◆ 費用の大半が不動産オーナーへの支払賃料

店舗転貸借を事業としていることから、同社は不動産オーナーや不動産仲介業者に対して賃借料や手数料を支払っている。特に、不動産オーナーに支払う賃借料は費用の中で大きな割合を占めている。19/3 期の売上原価は 6,669 百万円であったが、この 89.3%に当たる 5,957 百万円が賃借料であり、残りは不動産売買原価や支払手数料などである。

不動産仲介業者への支払手数料には物件を契約した時に支払う手数料に加え、店舗出店者が交代した時に支払う、一種の更新料も含まれている。店舗出店者の交代の際には更新料を支払う必要はないが、不動産仲介業者から優先的に情報を得るためなど、良好なビジネス関係を維持する目的で取り入れている仕組みとのものである。

◆ 安定した利益を生み出す賃料スプレッドと解約予告期間差

同社は店舗出店者、不動産オーナー、不動産仲介業者のいずれにも付加価値を提供しているが、同社の利益の源泉は店舗出店者から受け取る賃料と不動産オーナーに支払う賃料との差額である。

同社が受け取る月額賃貸料と同社が支払う月額賃借料との差、つまり同社の取り分(スプレッド)は 6 万円強、率にして 15%程度とのことであるが、スプレッドについては物件によって分散が大きく、ひとつの目安としてとらえるべきである。スプレッドの下限は 3 万円程度をひとつの基準としているが、優良物件についてはこれを下回るケースもある。

同社は賃料相場の下限で賃借し、上限で賃貸することに注力しているが、新規物件などにおいては、十分なスプレッドが確保できない物件もある。こ

のような物件については、店舗出店者の入れ替わるタイミングをとらえて、賃貸料を改定し採算を改善できるような契約にもってゆくよう努めている。同社の4分の3程度の物件は最初(1巡目)の店舗出店者が賃借しており、今後、2巡目、3巡目の店舗出店者に対して賃貸する際に適正スプレッドに是正できる余地は大きい。

同社から不動産オーナーへの解約予告期間は原則として3カ月とする一方、店舗出店者による同社への解約予告期間は7カ月としている。この4カ月の期間差は同社にとって極めて重要となる。4カ月の間に希少性のある同社独自の物件として転貸先を見つけることが可能となり、空室リスクの低下にもつながる。同社によれば、おおよそ2カ月あれば、次の入居者を確保できるとしている。

◆ ビジネスモデルを支える物件開発の目利き力

前述したように、同社は飲食店舗、居抜き、東京都に転賃借物件を絞り込んでいる。この絞り込みにより、物件開発の目利き力の強化や効率の良い事業運営を可能にしている。

オフィス、駐車場、住宅といった多くの物件を対象とする他の不動産業者と比較して、飲食店舗に集中することで、物件の目利き力を比較的、容易に養うことを可能にしている。店舗用物件の選別に際しては、単にロケーションだけではなく、ガスや電気設備のスペック、業態に適した店舗面積や周辺環境といった点も重要となる。多くの用途の物件を取り扱う不動産業者に比して、飲食店舗に特化することにより、比較的短期間に営業担当者の専門性を高めることが容易となっており、良い物件の確保につながっている。

東京都に集中し、さらに特定の駅を担当することにより、営業担当者は地域についての知識も充実させやすく、転賃借ビジネスで極めて重要となる家賃の相場観を養いやすい。

19/3期に入り、同社の収益力の根幹となる目利き力を強化する動きがあった。3名のマネージャーを仕入れ専任とし、物件仕入チームを強化した。

◆ 研修により高い専門性を確保

取扱対象を絞り込むことは、社員の専門性を高めるうえで効果的であるが、それに加えて同社では100時間に及ぶ研修プログラムを用意して社員の教育に努めている。講師は内部講師に加えて、外部の専門家も招聘している。研修内容は6割が法律、会計、行政対応や店舗設備といった業務に直結する知識カリキュラム、4割が社会人として必要な要素についての教育カリキュラムから構成されている。

取扱対象の絞り込みや充実した研修プログラムにより社員の戦力化に結びつけているが、それでも十分な貢献が見込まれるには 2 年程度は必要というのが実状のようである。19/3 期に初めて新卒採用を開始したが、基礎研修を終え、19 年 1 月から後継テナント付けの営業をスタートした。今後の貢献度合いに注目したい。

> 知的資本分析

◆ スキルのある従業員と事業パートナーとの関係が重要

人的資本としては原康雄社長並びに志村洋平専務のリーダーシップが挙げられる(図表 3)。同社は設立以来、親会社が異動し、経営が不安定であったが 11 年に両氏のイニシアチブにより、それまで手掛けていたコンサルティング事業をやめるなどの改革を実施し、経営が軌道に乗り始めた。

【 図表 3 】 知的資本の分析

項目	分析結果	定量的評価		
		項目	数値	
関係資本	顧客資本	・飲食店出店者にターゲットを絞りこみ一定品質の物件を提供することにより顧客の信頼を得ている ・トラブル処理能力が高くテナントの高い満足度につながっている		
	ブランド力	・会社名に対する利用者の認知度は高いとは言えない		
	ネットワーク力	・不動産オーナーとの良好な取引関係 ・不動産仲介業者に収益機会を提供しており、不動産仲介業者とも良好な取引関係を築いている ・物件売買を通して不動産仲介事業者との関係を更に強固にする戦略を採用	・保有管理物件数	1,526件 (19年6月末)
組織資本	知的財産	・地域、取扱物件を絞り込むことにより蓄積した物件開発ノウハウ ・社員の専門性を高める充実した研修プログラム	・研修プログラム	100時間に及ぶ講義
	業務プロセス	・営業部門と物件管理部門の緊密な連携		
	経営基盤	・小規模組織である点を活かした全社一体経営		
人的資本	経営陣	・不動産業の常識に囚われない発想を持つマネジメントチーム ・不動産転貸事業の地位向上という目標を共有		
	社員 (従業員)	・充実した研修制度と対象を飲食店に絞り込むことにより、相対的に高い専門性を備えている		
	組織文化	・部門別の体系ではない全社統一の報酬制度に見られるような組織の一体感		

(出所) 証券リサーチセンター

充実した研修に加えて、物件を飲食店舗に、地域を一都三県に絞り込むことにより、高い目利き力をもった営業担当社員を揃えていることも同社の強みとなっている。物件管理に優れたスタッフも多く、営業と管理のバランスのとれた人材構成となっている。

組織資本としては、事業の性格から特許や意匠などの知的財産は保有していないが、業務プロセス及びノウハウが重要な柱となっている。物件の仕込みに関して、競合店舗の存在などの立地面だけでなく、建築年数や劣化程度など総合的に判断する目利き力が同社には備わっている。

また同社は物件管理の専門部隊を組織している。これは単純にトラブルが発生した時に事後的に対応するだけでなく、最短で収束させ重症化させないことや、物件の仕入れ段階から入念に調査し、トラブルを未然に防ぐ

といった機能を有している。このようなトラブル対応力が同社の競争優位性にむすびついている。20/3 期からは営業部と物件管理部を統合し、情報共有の精度を上げる等により取引先から更に信頼される組織作り着手している。

関係資本に関して、顧客の9割近くが飲食事業者となっている。専門事業者としてノウハウを蓄積しており、前述した物件管理部門による優れたトラブル対応力により、顧客からの信頼醸成につなげている。

同社は不動産仲介業者を重要な事業パートナーとして位置づけている。不動産オーナーと直接契約すると同社は仲介手数料を支払わずに済むが、契約がその物件限りの単発の取引で終わることが多い。一方、不動産仲介業者は同社にとって貴重な情報源であり、良好な関係を築けば継続的に物件を紹介してもらえる可能性が高まる。19/3 期からは不動産仲介業者との関係構築を意識した物件の売買を本格的に開始しており、優良物件を抱える不動産仲介業者の顧客となることにより、優良転貸借物件取得を進めていく動きを明確にしている。

> 決算概要

◆ 19年3月期は予想を上回る好決算

19/3 期決算は、売上高 8,229 百万円 (前期比 23.0%増)、営業利益 733 百万円 (同 85.1%増)、経常利益 714 百万円 (同 78.1%増)、当期純利益 509 百万円 (同 2.2 倍) であった (図表 4)。18 年 10 月に上方修正された予想 (売上高 8,045 百万円、営業利益 603 百万円、経常利益 574 百万円、当期純利益 395 百万円) を大きく上回った。

19/3 期の売上内訳はランニングが 7,377 百万円 (前期比 21.7%増)、イニシャルが 729 百万円 (同 16.1%増) となり、19/3 期より新たに加わった売上区分である不動産売買等は 121 百万円となった。売上高の増加は転貸借物件数が 18/3 期末の 1,242 件から 19/3 期末には 1,459 件へと増加したことや、不動産仲介業者との関係強化策として始めた不動産売買等の貢献によるものである。ちなみに販売用不動産は 19/3 期に 5 物件取得し 2 物件売却しており、期末時点で 18/3 期に取得した物件を含めて 4 物件を保有している。

営業利益は前期比 85.1%増となったが、成約数の増加 (18/3 期 333 件 → 19/3 期 362 件) 等により採算の良いイニシャルの増収、収益性の安定しているランニングの増収、利益目的というよりは不動産業者との関係強化が主眼の不動産売買等でも利益貢献があったことによる。人件費等の増加により、販管費は同 11.3%増となったが、増加率が抑制されたことも大幅営業増益に貢献した。当期純利益の増加率が高いのは税制優遇や外形標準課税の変更により税負担率が 18/3 期の 41.1% から 19/3 期には 28.6%へと低下したためである。

◆ 20年3月期第1四半期決算

8月1日に公表された20/3期第1四半期決算は、売上高は2,277百万円(前年同期比23.5%増)、営業利益188百万円(同52.8%増)、経常利益195百万円(同56.0%増)、四半期純利益135百万円(同57.0%増)と引き続き好調であった。ランニングは2,045百万円(同19.2%増)、イニシャルと不動産売買等の合計は231百万円であった。

費用面では売上原価率は19/3期通期の水準からさほど乖離はない。一方、販管費率が19/3期通期の10.0%を上回る10.5%に達しているが、新卒社員8名入社など人員増の影響や営業部門と物件管理部門の統合の影響によるものと思われる。ただし、前年同期比では増収効果から0.9%ポイント改善している。

【図表4】業績推移 (単位: 百万円)

	18/3期							19/3期							20/3期
	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q
売上高	1,574	1,600	3,174	1,703	1,812	3,515	6,689	1,843	2,013	3,856	2,190	2,183	4,373	8,229	2,277
売上総利益	292	256	548	285	306	591	1,139	333	406	739	416	404	820	1,559	426
売上総利益率	18.6%	16.0%	17.3%	16.7%	16.9%	16.8%	17.0%	18.1%	20.2%	19.2%	19.0%	18.5%	18.8%	18.9%	18.7%
販売費及び一般管理費	171	173	344	193	205	398	742	209	191	400	204	222	426	826	238
販管費率	10.9%	10.8%	10.8%	11.3%	11.3%	11.3%	11.1%	11.4%	9.5%	10.4%	9.3%	10.2%	9.7%	10.0%	10.5%
営業利益	120	83	203	93	100	193	396	123	215	338	213	182	395	733	188
営業利益率	7.6%	5.2%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.9%	6.7%	10.7%	8.8%	9.7%	8.3%	9.0%	8.9%	8.3%
経常利益	125	86	211	83	107	190	401	125	217	342	187	185	372	714	195
経常利益率	7.9%	5.4%	6.6%	7.9%	5.9%	5.4%	6.0%	6.8%	10.8%	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%	8.7%	8.6%
当期(四半期)純利益	81	56	137	51	47	98	235	86	151	237	129	143	272	509	135
成約数(件)	80	81	161	77	95	172	333	71	79	150	110	102	212	362	101
期末賃貸借物件数(件)	1,080	1,133	1,133	1,181	1,242	1,242	1,242	1,284	1,335	1,335	1,395	1,459	1,459	1,459	1,526

(出所) 決算短信、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 20年3月期の会社計画

同社は、20/3期の業績について、売上高10,017百万円(前期比21.7%増)、営業利益801百万円(同9.3%増)、経常利益802百万円(同12.3%増)、当期純利益545百万円(同7.1%増)を計画している。

20/3期末の転貸借物件数は1,740件(前期末は1,459件)、20/3期の成約数は440件(前期は362件)を見込んでいる。不動産売買等については、不動産業仲介業者との関係強化の施策という位置付けから、一定の予算内で行う方針であるため、前期と同じような水準を想定しているようである。また、売上内訳は公表していないが、イニシャルとランニングの想定利益単価については19/3期と同水準としている。

20/3期の営業面での施策としてはベテラン社員を仕入営業に特化させること、前期に採用した新卒社員の戦力化、不動産売買を通しての不動産仲介業者との関係を強化し、優良賃貸借物件の確保を引き続き進めてゆく方針である。

また、同社のウェブである「居抜き店舗.com」のリニューアルも 8 月上旬に完了した。リニューアル後の居抜き店舗.com は従来のものに比べて、見栄えのするものであるが、営業面にどのような効果をもたらすかは、今後の動向に留意する必要がある。

組織面での強化策としては 4 月に営業部と物件管理部を統合し店舗賃貸事業統括本部を発足した。情報共有を進めることや(セクショナリズムの排除)、役割と責任の明確化を図るのを目的としている。また、組織の拡大に応じてマネージャー職の組織管理能力強化のために識学(7049 東証マザーズ)による研修プログラムを導入している。売上拡大だけでなくそれを支える内部管理面の強化にも十分な注意を払っているマネジメントを証券リサーチセンター(以下、当センター)は評価している。

◆ テンポイノベーションの中長期経営計画

同社は、5 月に 22/3 期を最終年度とする中期経営計画を発表した(図表 5)。22/3 期にかけて、売上高は年率 20.2%、営業利益は同 18.2%の成長を見込んでいる。過去の成長実績からは、達成可能な目標と当センターは評価している。基本方針としては、店舗転貸借事業への特化、不動産業者との関係強化、認知度・知名度の向上を挙げている。

【図表 5】中期経営計画

	中期経営計画(2019年5月発表)							
	19/3期 実績	20/3期		21/3期		22/3期		
		予想	前期比	計画	前期比	計画	前期比	
	(百万円)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	
売上高	8,229	10,017	21.7	12,000	19.8	14,300	19.2	
営業利益	733	801	9.3	1,000	24.8	1,210	21.0	
営業利益率 (%)	8.9	8.0		8.3		8.5		
成約数(件)	362	440	21.5	540	22.7	640	18.5	
期末転貸借物件数(件)	1,459	1,740	19.3	2,070	19.0	2,470	19.3	

(出所) 決算説明会資料

計画の達成に向けては、営業人員の増強が必須となるが、19/3 期末の約 30 人から 20/3 期末には 60 人体制を同社は想定している。また、賃貸借物件の確保が重要となるが、後述する 4 年後の計画達成に向けては 23/3 期の営業 100 名体制を想定している。

同社は 4 年後(23/3 期)、8 年後(27/3 期)の転貸借物件数の目標も公表しており、23/3 期末 3,000 件、27/3 期末 5,500 件を目指している。目標達成に向けては 23/3 期には約 600 件の物件の確保が必要となり、27/3 期末 5,500 件の達成に向けても、24/3 期以降も年間 600 件の確保が必要となる。山手線の外周部など開拓余地が大きい地域において、収益性を落とすことなく事業を拡大してゆけるかに注目したい。

◆ 証券リサーチセンターの 20 年 3 月期予想

当センターは同社の 20/3 期業績について、売上高 10,100 百万円（前期比 22.7%増）、営業利益 800 百万円（同 9.1%増）、経常利益 800 百万円（同 12.0%増）、当期純利益 545 百万円（同 7.1%増）と同社予想と同水準の利益を予想した。

20/3 期末の転貸借物件数は前期末比 271 件増の 1,730 件と会社計画（1,740 件）を若干下回る水準を予想した。仕入専門チームを引き続き強化してゆく方針にあり、四半期ベースで見ても純増数は順調に拡大しているが、同社の目標としている 281 件の純増は相当の営業努力を要すると考えた。当センターでは仕入担当を足元の約 10 名から期末には 15 名程度への増員を前提としている。成約数については、転貸借物件数の一定率で発生するという前提で同社の計画と同じ 440 件とした。

ランニングについては、転貸借物件数の増加と上昇傾向にある一件当たりの単価を考慮して、前期比 21.4%増の 8,957 百万円と予想した。イニシャル収入は前期比 30.3%増の 950 百万円と予想した。不動産売買等は前期の 121 百万円に対して、193 百万円と予想した。ただし、物件の取得、売却を通じて不動産仲介業者との関係強化が主眼であり、売買収入及び利益を目的としていないため、経営判断により、この数値が変動する点には留意が必要である。

転貸借物件数の拡大を目指すということから、転貸借物件の確保の際に、高めの賃貸料、つまり高い転貸コストを許容するという前提で、売上総利益率は 19/3 期よりも 1.5%ポイント低い 17.4%と想定した。販管費は人員増や本社オフィスの増床等を考慮し、前期比 15.7%増の 956 百万円と予想したが、販管費率は増収効果により同 0.5%ポイント低下の 9.5%と想定した。また、不確定要素の多い税負担率については、同社の前提と同水準とした。

20/3 期の一株当たり配当金については同社予想と同額の 14.0 円を予想する。配当性向は 22.9%となる。

➤ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

21/3 期の業績は 21.3%増収、30.0%営業増益、22/3 期の業績については 22.0%増収、30.8%営業増益と同社の中期経営計画を上回る増収率及び増益率を見込んでいる(図表 6)。

転貸借物件数の純増数については、20/3 期は同社の計画には若干未達と見込んだが、21/3 期と 22/3 期は同社計画を上回る純増数を見込んだ。新卒採用の増加、中途採用の定着を図り、ベテラン社員をより難易度の高い仕入業務に振り向けるという同社の施策が軌道に乗ると考えたためである。新卒社員の採用は 19 年 4 月の 8 名に対して、20 年 4 月は 10 名、以降、每期数名の採用数の増加を見込んだ。

新卒社員の戦力化には、当面は 2 年程度必要と思われるが、中期的にはマネージャー職への研修の成果や研修プログラムの改変などにより、戦力化の期間は徐々に短縮すると想定した。新卒社員並びに中途社員の戦力化を受けて、仕入専門人員は 20/3 期末は 15 人体制へ、21/3 期以降は每期 5 人程度の増員が可能と予想した。

成約数についても、転貸物件数の増加と営業人員の増加から 21/3 期は 550 件(同社計画 540 件)、22/3 期は 660 件(同 640 件)と同社の計画を上回る水準を予想した。

売上総利益率については、21/3 期、22/3 期とも 20/3 期の予想水準からは大きく改善しないと思われる。同社は一定の利益率を確保するという基本的な方針を変更することはないが、物件確保に向けて明確な目標(4 年後 3,000 件、8 年後 5,500 件)を公表していることから、下限近くの利益率が確保できるのであれば、転貸借物件数の増加が優先される可能性が高いと考えたためである。

契約更改時あるいは後継テナントとの契約締結時に賃料を交渉できる機会がある。低下した売上総利益率は長期的には是正可能であり、そのような動きは 23/3 期以降に売上総利益の改善に貢献してくるものと思われる。

販管費については人員の増加等により増加傾向を辿るが、売上高比率で見ると 21/3 期、22/3 期とも前期比 0.5%ポイントの改善を予想した。中期的な利益成長は売上高の拡大と販管費率の低下によってもたらされると想定した。

21/3 期以降の一株当たり配当金については、21/3 期 18.0 円、22/3 期 23.0 円と予想した。20/3 期の予想配当性向 22.9%とほぼ同水準の配当性向(21/3 期 22.7%、22/3 期 22.2%)を想定した。

【 図表 6 】 業績予想

単位: 百万円	18/3期	19/3期	20/3期CE	20/3期E	21/3期CE	21/3期E	22/3期CE	22/3期E
売上高	6,689	8,229	10,017	10,100	12,000	12,250	14,300	14,950
ランニング	6,060	7,377	-	8,957	-	10,944	-	13,427
イニシャル	628	729	-	950	-	1,104	-	1,305
不動産売買等	-	121	-	193	-	202	-	218
成約数(件)	333	362	440	440	540	550	640	660
転貸借物件数 (件)	1,242	1,459	1,740	1,730	2,070	2,080	2,470	2,500
売上原価	5,549	6,669	-	8,344	-	10,111	-	12,324
売上総利益	1,139	1,559	-	1,756	-	2,139	-	2,626
販売費及び一般管理費	742	826	-	956	-	1,099	-	1,266
営業利益	396	733	801	800	1,000	1,040	1,210	1,360
営業外収益	22	16	-	20	-	20	-	20
営業外費用	18	35	-	20	-	20	-	20
経常利益	401	714	802	800	-	1,040	-	1,360
税引前当期純利益	401	714	-	800	-	1,040	-	1,360
法人税等合計	165	204	-	255	-	333	-	435
税率	41.1%	28.6%	-	31.9%	-	32.0%	-	32.0%
当期純利益	235	509	545	545	-	707	-	925

売上高比	18/3期	19/3期	20/3期CE	20/3期E	21/3期CE	21/3期E	22/3期CE	22/3期E
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ランニング	90.6%	89.6%	-	88.7%	-	89.3%	-	89.8%
イニシャル	9.4%	8.9%	-	9.4%	-	9.0%	-	8.7%
不動産売買等	-	1.5%	-	1.9%	-	1.6%	-	1.5%
売上原価	83.0%	81.0%	-	82.6%	-	82.5%	-	82.4%
売上総利益	17.0%	18.9%	-	17.4%	-	17.5%	-	17.6%
販売費及び一般管理費	11.1%	10.0%	-	9.5%	-	9.0%	-	8.5%
営業利益	5.9%	8.9%	8.0%	7.9%	8.3%	8.5%	8.5%	9.1%
経常利益	6.0%	8.7%	8.0%	7.9%	-	8.5%	-	9.1%
税引前当期純利益	6.0%	8.7%	-	7.9%	-	8.5%	-	9.1%
当期純利益	3.5%	6.2%	5.4%	5.4%	-	5.8%	-	6.2%

前期比	18/3期	19/3期	20/3期CE	20/3期E	21/3期CE	21/3期E	22/3期CE	22/3期E
売上高	24.2%	23.0%	21.7%	22.7%	19.8%	21.3%	19.2%	22.0%
ランニング	25.8%	21.7%	-	21.4%	-	22.2%	-	22.7%
イニシャル	10.2%	16.1%	-	30.3%	-	16.2%	-	18.2%
不動産売買等	-	-	-	59.5%	-	4.7%	-	7.9%
成約数	8.8%	8.7%	21.5%	21.5%	22.7%	25.0%	18.5%	20.0%
転貸借物件数	20.7%	17.5%	19.3%	18.6%	19.0%	20.2%	19.3%	20.2%
売上原価	24.8%	20.2%	-	25.1%	-	21.2%	-	21.9%
売上総利益	21.4%	36.9%	-	12.6%	-	21.8%	-	22.8%
販売費及び一般管理費	18.5%	11.3%	-	15.7%	-	15.0%	-	15.2%
営業利益	27.3%	85.1%	9.3%	9.1%	24.8%	30.0%	21.0%	30.8%
経常利益	22.6%	78.1%	12.3%	12.0%	-	30.0%	-	30.8%
税引前当期純利益	24.9%	78.1%	-	12.0%	-	30.0%	-	30.8%
当期純利益	18.1%	116.6%	7.1%	7.1%	-	29.7%	-	30.8%

(注) CE は会社予想、E は証券リサーチセンター予想

19/3期の売上内訳は有価証券報告書と決算説明会資料とで数値が異なるが決算説明会資料の数値を記載
(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書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

◆ 差入保証金の回収リスク

19/3 期末の不動産オーナーへの差入保証金は4,503 百万円と総資産の5割強に相当している。一方、転貸先からの預り保証金は4,750 百万円と差入保証金とほぼ同額となっている。

両勘定のバランスが取れていることから、現状では資金面での負担は殆どないと判断できるものの、不動産オーナーの財政状態が悪化した場合には差入保証金の回収が困難になり、同社の業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 飲食業界の不振など事業環境により成長鈍化の懸念

同社はストック型のビジネスを展開しており、収益の安定性は比較的高いと考えられる。成長に向けて、営業人員の増強や不動産仲介業者との関係を深めるなどの施策で売り上げを伸ばそうとしているが、飲食業界の不振など外部環境によっては成長が鈍化するリスクが存在する。

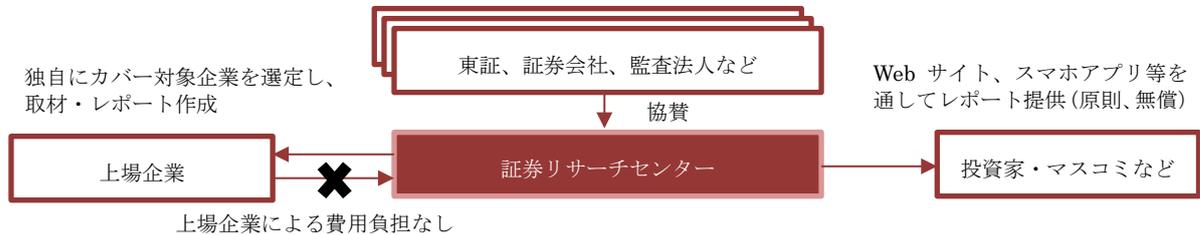
◆ 親会社クロップスとの関係

親会社のクロップスは同社の発行済み株式の過半を保有している。現時点では同社は独立して経営を推進しているが、今後、クロップスのグループ経営方針の変更などによって、同社が影響を受ける可能性がある。また、クロップスの同社株の保有方針に変更がある場合には、市場における同社株への需給関係に影響を与える可能性もある。

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ため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。