

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
2020年1月17日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



テンポイノベーション (3484 東証一部)

発行日:2020/1/17

**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
不動産仲介業者との関係強化、知名度の向上を図り、安定成長を目指す**

> 要旨

◆ 居抜き物件を活用した飲食店店舗転貸借事業者

- ・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。
- ・現在は19年5月に公表された中期経営計画に基づいて事業を展開している。中期経営計画では店舗転貸借事業を究めることを標榜しており、転貸借物件の確保に努める内容となっている。

◆ 順調な20年3月期上期決算

- ・20/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の売上高は前年同期比20.9%増、営業利益は同7.4%増となった。人件費増、本社移転費用、マネジメントの研修費、サイトのリニューアルの費用などの利益圧迫要因があったが、同社の計画を上回った。

◆ 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や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は、20/3期の業績については同社予想をわずかに上回る売上高と同社予想と同水準の利益を見込んでいる。従来予想から売上高や利益予想を変更していないが、上期の売上総利益率が想定を上回った一方、販管費率が想定より悪化している点を織り込んだ。

◆ 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が見込まれるものの、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	14.5	90.8	4.0
2019/3	8,229	23.0	733	85.1	714	78.1	509	2.2×	29.7	118.2	7.0
2020/3 CE	10,017	21.7	801	9.3	802	12.3	545	7.1	30.6	-	7.0
2020/3 E	10,100	22.7	800	9.1	800	12.0	545	7.1	30.6	141.8	7.0
2021/3 E	12,290	21.7	1,040	30.0	1,040	30.0	707	29.7	39.7	174.5	9.0
2022/3 E	15,000	22.1	1,360	30.8	1,360	30.8	925	30.8	51.9	217.4	11.5

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。2019年12月11日付で1：2の株式分割を実施。過去の1株当たり指標は遡って修正

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】

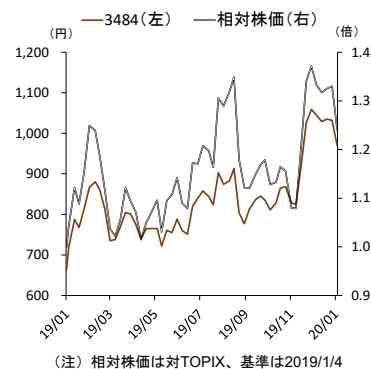
	2020/1/10
株価 (円)	970
発行済株式数 (株)	17,824,400
時価総額 (百万円)	17,290

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	32.7	31.7	24.4
PBR (倍)	8.2	6.8	5.6
配当利回り (%)	0.7	0.7	0.9

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-6.0	9.5	26.1
対TOPIX (%)	-6.8	5.2	13.9

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/13

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」を行っている。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、厨房・空調機器、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、19/3 期末時点で全物件の9割以上が東京都の物件である。中央区、千代田区、港区の都心地域が全体の27.1%、新宿区、文京区、渋谷区、豊島区の副都心地域が26.3%となっている。東京都以外では神奈川、千葉、埼玉の3県に物件を保有している。

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。

> ビジネスモデル

◆ 売上高の9割がストック型の収入

従来は店舗転貸借事業のみの単一セグメントであったが、20/3期第2四半期会計期間から店舗転貸事業並びに不動産売買事業に報告セグメント区分を変更した。同社は、「ランニング」、「イニシャル」、「不動産売買」に売上高を区分して開示しているが(図表 1)、ランニングとイニシャルが店舗転貸事業の売上高に相当する。

不動産売買事業は、19/3期より開始した事業で不動産売買を行うことで不動産業者に対して継続的に手数料を支払う、即ち不動産事業者の顧客となることで、店舗物件情報を得やすくしたいという考えから開始したものである。売買により利益を上げることを第一義の目的としておらず、一定の金額内での取得を心掛けている。

【図表 1】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、不動産売買等を除くと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などである。また、店舗出店者への造作等の売却代金なども、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たことが主因で、各区分の収益性が特に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ことである。

◆ 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ろう。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、店舗出店者が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スプレッドを改善する余地は大きい。

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 カ月の期間差は極めて重要で、十分な期間を確保することにより、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、東京都に転貸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、目利き力を比較的短期間で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、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が、飲食店舗に特化することにより、比較的短期間にこれらの知識の蓄積が可能となり、良い物件の確保につなげている。

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、転貸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 期より、マネージャークラスを仕入れ専任とし、物件仕入チームを強化し始めた。物件仕入はテナント付けよりは高度な専門知識が要求される。新入社員がテナント付けの分野で戦力化してくるのに従い、ベテラン社員を仕入業務にシフトすることにより、収益性の高い物件を開発してゆく方針である。

◆ 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が、順調に戦力化しているようである。

更に、20/3 期に入りマネージャークラスに対してのマネジメント研修も開始し、組織拡大に対応する動きも見られる。

> 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良好な関係

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 2)。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、それまで行っていたコンサルティング事業を止めるなどの改革を実施し、経営が軌道に乗り始めた。

【 図表 2 】 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		
	ブランド力		
	ネットワーク力	・保有管理物件数	1,526件 (19年6月末)
組織資本	知的財産	・研修プログラム	100時間に及ぶ講義
	業務プロセス		
	経営基盤		
人的資本	経営陣		
	社員 (従業員)		
	組織文化		

(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こと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目的と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

◆ 20年3月期第2四半期累計業績は順調な進捗

20/3期第2四半期累計期間(以下、上期)は、売上高4,662百万円(前年同期比20.9%増)、売上総利益879百万円(同18.9%増)、営業利益364百万円(同7.7%増)、経常利益381百万円(同11.4%増)、四半期純利益268百万円(同13.1%増)となり順調な決算であった(図表3)。

売上内訳はランニングが4,180百万円(前年同期比19.1%増)、イニシャルが351百万円(同2.9%増)、不動産売買は131百万円となった。売上高の増加は転貸借物件数の増加や、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の貢献によるものである。

【図表3】20年3月期第2四半期累計期間実績

	19/3期第2四半期累計期間		20/3期第2四半期累計期間		
	実績	構成比	実績	構成比	前年同期比
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(%)
売上高	3,856	100.0	4,662	100.0	20.9
ランニング	3,511	91.1	4,180	89.7	19.1
イニシャル	341	8.8	351	7.5	2.9
不動産売買等	3	0.1	131	2.8	-
売上総利益	739	19.2	879	18.9	18.9
販売費及び一般管理費	400	10.4	515	11.0	28.8
営業利益	338	8.8	364	7.8	7.7
経常利益	342	8.9	381	8.2	11.4
四半期純利益	237	6.1	268	5.7	13.1
契約件数(件)	150		201		34.0
転貸借物件数(件)	1,335		1,584		18.7

(注) 20/3期第2四半期会計期間より報告セグメント区分を店舗転貸事業の単一セグメントから店舗転貸事業と不動産売買事業に変更した。ランニングとイニシャルは店舗転貸事業に相当する
(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

主として新規のテナント付に相当する契約件数は 201 件と前年同期比 34.0%増となった。上期末の転貸借物件数は前年同期末比 18.7%増と順調に拡大している。

販売用不動産は上期に 4 物件を取得した一方で、2 物件を売却しており、上期末時点で 6 物件 (19/3 期末 4 物件) を保有している。売却した物件についても同社が賃借し続け、新オーナーに対しては同社という優良テナントが賃借するというメリットを与えるとともに、同社は転貸先からランニング収入を確保するという好循環につなげている。

営業利益は前年同期比 7.7%増と同社の過去の成長率からは見劣りするの、前年同期は売上総利益率が高く、その水準との比較では売上総利益率が悪化したこと、人員増による人件費の増加や役員賞与の損金化、オフィス移転関連費用による販売費及び一般管理費 (以下、販管費) の増加があり利益を圧迫したためである。ただし、同社の上期計画に対する達成率は 104.3%であることから順調な結果と言える。

> 業績見通し

◆ 20 年 3 月期の会社計画

同社は、20/3 期の業績については従来の計画を据え置き、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) を見込んでいる (図表 5)。

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点には変更はない。

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シフトしてゆくこと、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、同社のウェブサイトである「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り、ユーザー数やページビュー数はリニューアル前に比べると大幅に増加している。ただ、リニューアル前のページビュー数などの水準は低く、それとの比較であることから、営業面での貢献度合いを計るには、今後の動向を見守る必要がある。

◆ テンポイノベーションの中長期経営計画

同社は、昨年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4)。22/3期にかけて、売上高については年率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、達成可能な目標と証券リサーチセンター(以下、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4】中期経営計画

	19/3期 実績	中期経営計画(2019年5月発表)					
		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、後述する4年後の計画達成に向けては23/3期に営業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物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)と従来予想を据え置いた(図表5)。ただし、上期実績を踏まえて、売上総利益率、販管費率の見通しを微調整した。

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。成約数については、同社計画と同じ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。イニシャル収入は同 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、高めの賃貸料を許容するという前提で、売上総利益率は 19/3 期の水準から低下すると考えたが、上期実績は不動産売買の採算の良さなどもあり想定を上回る売上総利益率となったことから 20/3 期の売上総利益率は前期と同水準の 18.9%と想定した。一方、販管費は人員増や本社オフィスの増床などを考慮し前期比大幅に増加すると予想していたものの、上期実績を見ると予想以上の増加ペースであったことから販管費率は前期比 1.0%ポイント悪化の 11.0%と想定した。また、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 7.0 円を予想する。当センターの当期純利益予想に対して配当性向は 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 21.7%増収、30.0%営業増益、22/3 期の業績については 22.1%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 5)。従来予想より不動産売買の売上高が増加すると見込み売上高を上方修正した。

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 期以降は毎期 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、20/3 期の予想水準からは低下すると想定した。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。なお、不動産売買については利益貢献は無いという前提とした。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 期とも前期比で改善してゆくと予想した。

21/3 期以降の一株当たり配当金については、21/3 期 9.0 円、22/3 期 11.5 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。

> 投資に際しての留意点

◆ 差入保証金の回収リスク

20/3 期上期末の不動産オーナーへの差入保証金は 4,941 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 5,211 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、保証金の差入先である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。

【 図表 5 】 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	12,290	14,300	15,000
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	-	242	-	268
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	-	8,191	-	10,040	-	12,310
売上総利益	1,139	1,559	-	1,909	-	2,250	-	2,690
販売費及び一般管理費	742	826	-	1,109	-	1,210	-	1,330
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%	-	89.0%	-	89.5%
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%	-	2.0%	-	1.8%
売上原価	83.0%	81.0%	-	81.1%	-	81.7%	-	82.1%
売上総利益	17.0%	18.9%	-	18.9%	-	18.3%	-	17.9%
販売費及び一般管理費	11.1%	10.0%	-	11.0%	-	9.8%	-	8.9%
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%	21.7%	19.2%	22.1%
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%	-	25.4%	-	10.7%
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%	-	22.8%	-	22.6%	-	22.6%
売上総利益	21.4%	36.9%	-	22.5%	-	17.9%	-	19.6%
販売費及び一般管理費	18.5%	11.3%	-	34.3%	-	9.1%	-	9.9%
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

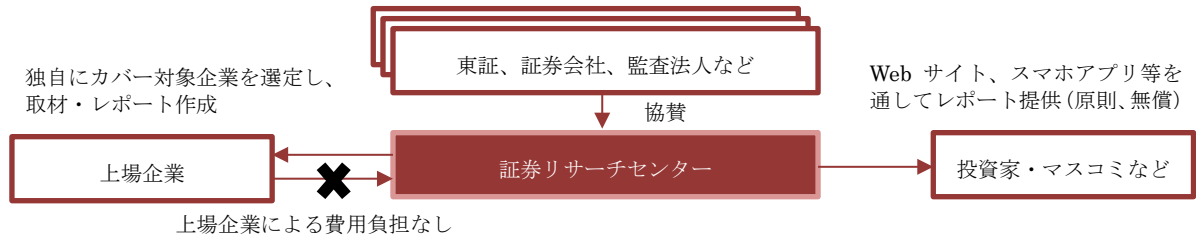
19/3 期の売上内訳は有価証券報告書と決算説明会資料とで数値が異なるが決算説明会資料の数値を記載

(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

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。