

# ホリスティック企業レポート

## 香陵住販

3495 東証JQS

アップデート・レポート

2021年2月5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 20210202

# 香陵住販(3495 東証JQS)

発行日: 2021/2/5

茨城県内を中心に不動産の売買、仲介、管理等のサービスを提供  
仲介事業や管理事業等の拡大により、中期的な増益を予想

## > 要旨

### ◆ 茨城県を中心に不動産の流通業と管理業を展開する

- ・香陵住販(以下、同社)は、茨城県を中心に、不動産の売買(自社企画投資用不動産の販売等)、仲介、建設請負、家賃保証等を行う「不動産流通業」と、不動産の管理や賃貸、コインパーキングやコインランドリーの運営、太陽光発電等を行う「不動産管理事業」を展開している。
- ・フロー型の不動産流通事業とストック型の不動産管理事業をバランス良く展開し、地域密着経営を長年実践している。

### ◆ 20年9月期決算は21%増収、3%営業減益

- ・20/9期決算は、前期比 20.6%増収、2.9%営業減益であった。自社企画投資用不動産の大型物件の売却等に伴う不動産売上高の好調により、大幅増収となったものの、新型コロナウイルス感染拡大の影響に伴うコインパーキング事業の損益悪化や仲介事業の低迷等により、小幅ながら営業減益を余儀なくされた。

### ◆ 21年9月期の会社計画は1%増収、4%営業増益

- ・21/9期について同社は、コインパーキング事業の損益改善や仲介事業収益の持ち直し等を想定し、0.8%増収、3.7%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、仲介事業収益予想を下方修正する一方、不動産売上高等の予想を上方修正する等、21/9期の業績予想を見直した結果、売上高を7,097百万円→7,626百万円、営業利益を690百万円→598百万円に修正した。

### ◆ 仲介事業や管理事業等の拡大により中期的な増益を予想

- ・当センターでは、22/9期予想についても、不動産売上高の引上げにより、売上高を増額した一方、仲介事業収益の引下げ等に伴い、営業利益を減額した。
- ・前期比では、仲介事業収益、管理事業収益、コインパーキングの運営収入等の拡大を見込んでおり、22/9期は 2.2%増収、8.5%営業増益、23/9期は 2.2%増収、9.4%営業増益を予想している。

### 【3495 香陵住販 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)
2019/9	6,248	17.3	577	7.0	562	11.5	371	13.4	284.6	2,241.0	40.0
2020/9	7,535	20.6	561	-2.9	572	1.7	385	3.9	295.0	2,501.6	48.0
2021/9 CE	7,598	0.8	582	3.7	572	0.0	390	1.4	299.0	-	64.0
2021/9 E	7,626	1.2	598	6.6	588	2.7	396	2.8	302.0	2,744.9	64.0
2022/9 E	7,795	2.2	649	8.5	633	7.7	427	7.9	325.8	3,003.7	70.0
2023/9 E	7,966	2.2	710	9.4	696	10.0	471	10.3	359.3	3,288.0	80.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト: 大間知 淳  
+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】

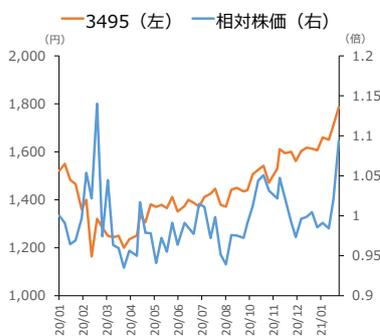
	2021/1/29
株価 (円)	1,786
発行済株式数 (株)	1,311,450
時価総額 (百万円)	2,342

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	6.1	5.9	5.5
PBR (倍)	0.7	0.7	0.6
配当利回り (%)	2.7	3.6	3.9

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	11.2	21.4	17.4
対TOPIX (%)	11.0	6.0	9.4

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2020/1/31

## アップデート・レポート

2/19

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

◆ 茨城県を中心に不動産の流通業と管理業を展開する

香陵住販(以下、同社)は、不動産の売買(自社企画投資用不動産の販売等)、仲介、建設請負、家賃保証等を行う「不動産流通業」と、不動産の管理や賃貸、コインパーキングやコインランドリーの運営、太陽光発電等を行う「不動産管理事業」を展開している。

同社は、茨城県 15 店舗(水戸市 7 店、つくば市 3 店、ひたちなか市 2 店、日立市 2 店、東海村 1 店)、東京都 1 店舗(台東区上野の東京支社)の合計 16 店舗(単体ベース)の営業拠点を有している。

同社は 19 年 3 月に、不動産の売買、管理、賃貸、仲介を事業領域とする KASUMIC(茨城県つくば市)を子会社化した。茨城県内で同社の未進出エリアであった土浦と、出店強化地域としているつくばに拠点を持っていたことが買収の決め手となった。KASUMIC の 4 店舗(つくば市 1 店、土浦市 1 店、牛久市 1 店、千葉県柏市 1 店)を含めた 20/9 期末の店舗数(連結ベース)は 20 店舗となっている。

20/9 期のセグメント別売上高構成比(外部顧客ベース)は、不動産流通事業 69.9%、不動産管理事業 30.1%であるが、営業利益の構成比(全社費用等のコスト配賦前)では、不動産流通事業 45.4%、不動産管理事業 54.6%と、売上総利益率が高く、人件費等のコスト負担が軽い不動産管理事業が不動産流通事業を上回っている(図表 1)。

【図表 1】セグメント別業績の推移

(単位:百万円)

セグメント	16/9期		17/9期		18/9期		19/9期		20/9期		
	金額	構成比	増減率								
売上高	4,304	100.0%	4,952	100.0%	5,328	100.0%	6,248	100.0%	7,535	100.0%	20.6%
不動産流通	2,601	60.4%	3,156	63.7%	3,518	66.0%	4,189	67.0%	5,265	69.9%	25.7%
不動産管理	1,703	39.6%	1,795	36.3%	1,809	34.0%	2,059	33.0%	2,270	30.1%	10.3%
営業利益(セグメント利益)	431	100.0%	445	100.0%	540	100.0%	577	100.0%	561	100.0%	-2.9%
営業利益率	10.0%	-	9.0%	-	10.1%	-	9.3%	-	7.4%	-	-
不動産流通	317	43.9%	444	50.3%	400	41.2%	483	43.3%	535	45.4%	10.7%
	12.2%	-	14.1%	-	11.4%	-	11.5%	-	10.2%	-	-
不動産管理	406	56.1%	439	49.7%	570	58.8%	634	56.7%	644	54.6%	1.6%
	23.8%	-	24.5%	-	31.5%	-	30.8%	-	28.4%	-	-
調整額	-291	-	-437	-	-430	-	-540	-	-619	-	-

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース、営業利益の構成比は調整額控除前、「調整額」は、「全社費用」と「未実現利益の調整額」の合計

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 不動産流通事業の柱は仲介事業収益と不動産売上高

不動産流通事業の収益は、仲介事業収益、不動産売上高、その他(建設売上高、保険代理店手数料、連結子会社であるジャストサービスが実施する賃貸不動産の賃借人に対する家賃保証の保証料等)に大別さ

れている。同社とKASUMICは、家賃保証を除く、全ての業務を行っている。仲介事業は、賃貸不動産の仲介業務と売買不動産の仲介業務の両方を手掛けている。

不動産売上高は、仕入不動産商品と自社企画投資用不動産の販売高によって構成される。仕入不動産商品については、主として中古戸建住宅、中古マンション、住宅用地を仕入れた後、リノベーションや土地造成を施し、同社グループの不動産商品として販売している。分譲地の例としては、「クアトロリーフ水戸」(茨城県水戸市、52 区画、16 年 10 月販売開始)が挙げられる。

自社企画投資用不動産については、主に年数棟の賃貸不動産(マンション、アパート、戸建等)を自社で企画し、用地取得後、外部のゼネコンにて建設、入居者を募集した後、当該物件の管理業務を同社が受託することを原則として、個人投資家や不動産ファンド等に1棟販売している。同社では、現在、自社企画投資用不動産シリーズを「レーガバーネ」ブランドで販売している。土地の取得から竣工までの期間は、鉄筋コンクリート造(以下、RC)マンションが約1年半、アパートや戸建が約6カ月である。

茨城県水戸市での自社企画投資用不動産の例としては、木造2階建賃貸専用戸建住宅(4棟、15年3月竣工)や、木造2階建アパート(12戸、18年3月竣工)、RC12階建マンション(居住用60戸、18年10月竣工)が挙げられる。

#### ◆ 不動産管理事業は管理、賃貸、太陽光発電で構成される

不動産管理事業の収益は、管理事業収益、賃貸事業収益、太陽光発電事業収益に大別されている。管理事業収益の中心は、マンション、アパート等居住用物件と、オフィスビルや店舗等の事業用物件のオーナーから受託した賃貸不動産の管理料収入である。その他、管理物件の保守メンテナンスや修繕工事の売上高等が計上されている。同社とKASUMICが対象物件のプロパティマネジメント業務(賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等)を行い、ジャストサービスが一部の保守メンテナンス、修繕工事を実施している。

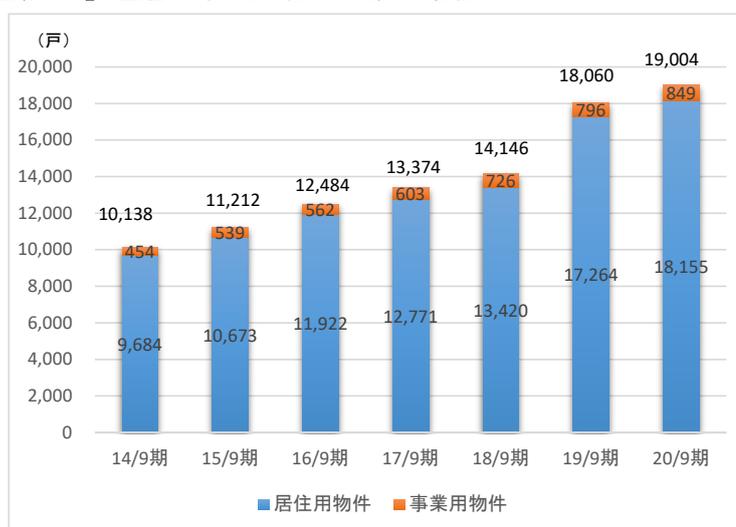
賃貸事業収益は、同社グループが所有する不動産(店舗、オフィス、住宅)の賃貸料や、同社がオーナーから借り上げた物件をサブリースし、入居者から受領する賃貸料、同社グループが所有する不動産または借り上げた不動産にて運営するコインパーキングやコインランドリーの事業収益によって構成される。コインパーキングの例としては、茨城県水戸市のONE'S PARK 城南第4駐車場が、コインランドリーの例としては、茨城県水戸市のKORYOランドリーが挙げられる。

太陽光発電事業では、同社が所有する太陽光発電設備「KORYO エコパワー」で売電ビジネスを展開している。20/9 期末時点で、茨城県水戸市森戸町、同県石岡市大砂、同県水戸市高田町では発電量 1~3MW のメガソーラーを、銚田市大蔵では発電量 1MW 未満の小規模発電所を運営している。

#### ◆ 管理戸数は每期着実に増加している

不動産管理事業の KPI としては管理戸数が開示されている。自社企画投資用不動産の販売による管理契約の獲得にとどまらず、他社が販売した不動産を対象とした管理契約の獲得にも注力してきたことや、19/9 期に買収した KASUMI C の管理物件 (約 3,000 戸) が加わったことから、連結ベースの管理戸数は、14/9 期末の 10,138 戸から 20/9 期末には 19,004 戸に増加した (図表 2)。

【図表 2】住居・事業用管理戸数の推移



(注) 数値は、各決算期末、連結ベース

(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

20/9 期末の管理戸数の地域別内訳は、水戸 10,474 戸、県南 4,157 戸、ひたちなか 2,291 戸、東海・日立 1,337 戸、東京 745 戸である。前期末比では、水戸 (495 戸増) と土浦等の県南 (281 戸増) の増加が顕著だった。

#### ◆ 不動産売上高がサービス別売上高で最大となっている

同社は、多様なサービスを提供しているが、サービス別売上高では不動産売上高が最大となっている。20/9 期の売上高構成比では、不動産売上高 51.9%、仲介事業収益 12.7%、不動産流通その他 5.3% (以上、不動産流通事業)、賃貸事業収益 14.1%、管理事業収益 13.0%、太陽

光発電事業収益 3.0% (以上、不動産管理事業) となっている (図表 3)。

【図表 3】サービス別売上高構成比の推移 (単位:%)

セグメント	サービス	18/9期	19/9期	20/9期
不動産流通	不動産売上高	43.3	45.3	51.9
	仲介事業収益	16.9	15.2	12.7
	その他	5.7	6.5	5.3
	小計	66.0	67.0	69.9
不動産管理	賃貸事業収益	15.4	14.9	14.1
	管理事業収益	13.8	14.1	13.0
	太陽光発電事業収益	4.5	3.9	3.0
	その他	0.3	0.0	0.0
	小計	34.0	33.0	30.1

(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデル

同社グループは、不動産の売買、仲介を中心とする不動産流通事業と、賃貸不動産の管理を主軸に、不動産賃貸や太陽光発電等も行う不動産管理事業を展開している。不動産流通事業は概ねフロー型ビジネスである一方、不動産管理事業は継続的な収入が得られるストック型ビジネスであり、同社全体としては、フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデルと言える。

### ◆ 物件のライフサイクルに応じて多様な収益機会を長期的に享受

同社が展開する投資用不動産に係るサービスを時系列に並べると、以下の通りである。

- 1) マンション等の自社企画投資用不動産を投資家（オーナー）に販売する（不動産売上高と売却益を計上）
- 2) オーナーに代わって入居者を募り、賃貸借契約を仲介する（賃貸仲介収益を計上）
- 3) オーナーと対象物件の管理委託契約を結び、賃貸管理業務を受託する（毎月の管理料収入や2年毎の更新料収入を契約終了時まで計上）
- 4) 借入人の退去時に必要に応じて、原状回復工事（平均約3年毎）やリフォーム工事等のサービスをオーナーに提供する（修繕工事収入等を計上）
- 5) 竣工後25年程度を目安に外壁塗装等のリノベーション工事をオーナーに提供する（建設工事売上高等に計上）

このように、同社は物件のライフサイクルに応じて様々な収益機会を長期的に享受している（同社ではロングライフと呼んでいる）。

◆ **多様な不動産活用メニューをワンストップサービスとして提供**

同社は、不動産活用を検討するオーナーに対し、多様な商品メニューの中から、地域特性や対象不動産の状況に合わせて企画、提案できる点に強みを持っている。具体的なメニューとしては、賃貸住宅（マンション、アパート、戸建）、コインパーキング、月極駐車場、コインランドリー、トランクルーム等が挙げられる。こうした提案能力によって、同社は多様な属性の顧客を開拓すると共に、リピート注文の獲得にも成功しており、不動産管理事業の着実な成長に繋がっている。

◆ **不動産管理事業の利益率が高い**

20/9 期において、同社の売上原価は 4,434 百万円、原価率は 58.8%である。セグメント別では、不動産流通事業が 3,273 百万円（原価率 62.2%、売上総利益率 37.8%）、不動産管理事業が 1,161 百万円（同 51.2%、48.8%）であった。

同社の不動産流通事業の売上総利益率が、マンション販売会社に比べて高いのは、売上総利益段階では、不動産の仕入れ原価や建築費が売上原価に計上される不動産売上高よりも、売上原価がほとんど発生しない仲介手数料の比率が大きいためと推測される。20/9 期の不動産流通事業の売上総利益率は、利益率が低い不動産売上高の構成比が上昇したため、前期の 42.2%から 4.4%ポイント低下した。

一方、不動産管理事業については、外注費（管理事業の保守メンテナンスや修繕工事）、減価償却費及び固定資産税、不動産取得税、所有権移転費用等（賃貸事業及び太陽光発電事業）、賃借料（賃貸事業のサブリース）等が売上原価に計上されている。20/9 期の不動産管理事業の売上総利益率は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、コインパーキングの稼働率が低下したことや、賃貸用不動産の積極的な取得に伴い、不動産取得税、所有権移転費用が増加したこと等により、前期の 50.3%から 1.5%ポイント低下した。

営業スタッフの人件費、広告宣伝費等が中心となっている販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、不動産管理事業に比べて、不動産流通事業の負担が重くなっているようである。結果、営業利益率（売上高は外部顧客ベース）では、不動産流通事業が 10.2%、不動産管理事業が 28.4%と大きな格差がついている。

◆ **賃貸不動産の含み益は約 5 億円**

同社の賃貸不動産（住宅、オフィスビル等）の貸借対照表計上額は、20/9 期末で 2,593 百万円であるが、その期末時価（不動産鑑定額）は 3,102 百万円に達しており、含み益（税引前）は 508 百万円と試算される。20/9 期の当該賃貸等不動産の賃貸利益は 185 百万円と開示されている。

> 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4のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>茨城県に本社を置く不動産会社の中で、賃貸仲介件数や管理戸数でトップクラスに位置していること</li> <li>管理事業や賃貸事業、太陽光発電事業等のストック型事業の収益比率が高いこと</li> <li>茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引件数を誇っていること</li> <li>管理物件の契約締結から解体に至るまで長期に亘り、ライフサイクルに応じた様々な収益機会を有していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>複数の選択肢はあるものの、自社企画投資用不動産において、RCマンションに対する依存度が高いこと</li> <li>大手不動産会社に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>拠点網拡大等による管理戸数及び関連収益の拡大</li> <li>茨城県の投資用不動産市場におけるシェアの拡大</li> <li>コインパーキング事業の拡大や、建設工事事業の強化による収益源の多様化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理物件の賃料の下落や、空室率の上昇による管理事業の収益の悪化や不動産売上高の落ち込み</li> <li>金融環境の悪化によって、借入金利の上昇や貸し渋りの発生が起り、同社と投資家の資金調達に影響が及ぶこと</li> <li>茨城県近辺で巨大地震等の大災害が発生した場合、同社の業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は地域密着経営の継続にある

同社の知的資本を構成する項目の多くは、茨城県において地域密着経営を続けていることに関係している（図表5）。

同社は創業以来、水戸市を中心とした茨城県内に確固たる顧客基盤を築くことに注力してきた。不動産を単に買い手に販売したり、不動産売買を仲介したりするだけでは顧客との継続的な関係を維持することは難しいため、同社は、設立してすぐに、長期で取引関係が継続する賃貸不動産の管理業務に着目した。

賃貸不動産の管理業務は、取引1回当たりの売上が少額であるため、不動産業の中では地味なビジネスである。しかしながら、管理業務を受託すると、契約の終了まで毎月安定した収益が見込めるだけでなく、オーナーに対して、入居者との賃貸借契約の仲介、入居者が退去した際の原状回復工事等、物件のライフサイクルに応じた様々なサービスを提供しやすくなるほか、新たな投資用不動産の販売にも繋がる可能性もある。

地域密着を志向し、長年の努力によって管理戸数を積み上げたことが、多岐にわたるソリューション・メニューの提供（ワンストップサービス）、定期収入による安定したキャッシュ・フローの創出（ストックビジネス）、物件のライフサイクルに応じ様々な収益機会の確保（ロングライフ）という同社のユニークな事業モデルの構築に繋がった。

従って、地域密着経営の継続こそが同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・茨城県を中心に棟売り自社企画投資用不動産を長年供給している	・自社企画投資用不動産累積供給棟数(建築中含む)	47棟(20年7月時点)	48棟(21年1月時点)
		・中古物件を含めた不動産の年間販売件数は近年100件前後で推移している	・不動産販売件数	96件	159件
		・他社販売物件の獲得も加わり、管理戸数は毎年着実に増加している	・管理戸数	18,739戸	19,004戸
	ブランド	・茨城県の不動産投資家には香陵住販の社名は知られているものの、「レーガベネ」ブランドの展開開始や上場から日が浅く、自社企画投資用不動産のブランド名や会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・自社企画投資用不動産の販売開始からの経過年数	32年(20年7月時点)	32.5年(21年1月時点)
			・「レーガベネ」ブランド開始からの経過年数	3年(20年7月時点)	3.5年(21年1月時点)
			・上場からの経過年数	2年(20年7月時点)	2.5年(21年1月時点)
事業パートナー	・管理物件のメンテナンスや原状回復工事において、多数の協力会社を抱えている	・ジャストサービスの外注先協力会社数	約140社	約140社	
	・業者に対する物件の販売において、特定の業者と継続的な取引をしているわけではない				
組織資本	プロセス	・マンション以外にも、アパート、戸建住宅、コインランドリー等、地域特性や対象不動産の状況に合わせて、オーナーにとって最適な活用方法をワンストップで提案			
		・管理物件において、月額管理手数料を受領するだけではなく、入居者の退去に伴って平均約3年毎に実施される原状回復工事や、新築後約25年を目安として実施されるリノベーション工事等を受注することで、オーナーと長期的な取引関係を構築している			
		・自社企画投資用不動産においては、オーナーへの賃貸管理、各種工事サービスの提供に加え、物件販売や、オーナーと入居者の賃貸借契約の仲介でも収益機会を有している			
	知的財産	・茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引実績を誇っている			
ノウハウ	・オーナーが管理物件を売却した際、新オーナーの多くは同社と管理契約を締結				
人的資本	経営陣	・代表取締役は不動産業界で長年の経験があり、創業以来、同社を経営している	・代表取締役の在任年数	39年(20年7月時点)	39.5年(21年1月時点)
		・代表取締役を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・代表取締役の保有株数	494千株(37.8%)	494千株(37.7%)
	従業員	・インセンティブ制度	・従業員持株会	18千株(1.4%)	19千株(1.5%)
			・ストックオプション		88,850株(6.8%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は20/9期上期または20/9期上期末、今回は20/9期または20/9期末のもの。カッコ内の発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役、執行役員、監査役、子会社の取締役及び従業員の保有分を含む。

(出所) 香陵住販有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 20年9月期は21%増収、3%営業減益

20/9期決算は、売上高7,535百万円(前期比20.6%増)、営業利益561百万円(同2.9%減)、経常利益572百万円(同1.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益385百万円(同3.9%増)であった(図表6)。

【 図表 6 】 20 年 9 月期の業績

(単位:百万円)

	19/9期				20/9期									
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	3,374	2,873	6,248	17.3%	1,596	1,709	3,305	-2.0%	1,502	2,727	4,229	47.2%	7,535	20.6%
売上総利益	1,404	1,397	2,801	12.7%	696	831	1,527	8.8%	666	906	1,573	12.6%	3,101	10.7%
売上総利益率	41.6%	48.6%	44.8%	-	43.6%	48.6%	46.2%	-	44.4%	33.2%	37.2%	-	41.2%	-
販売費及び一般管理費	1,046	1,177	2,223	14.3%	613	637	1,250	19.5%	648	640	1,288	9.5%	2,539	14.2%
販管費率	31.0%	41.0%	35.6%	-	38.4%	37.3%	37.8%	-	43.1%	23.5%	30.5%	-	33.7%	-
営業利益	357	220	577	7.0%	83	193	277	-22.5%	18	265	284	28.8%	561	-2.9%
営業利益率	10.6%	7.7%	9.3%	-	5.2%	11.3%	8.4%	-	1.2%	9.7%	6.7%	-	7.4%	-
経常利益	348	214	562	11.5%	92	189	281	-19.2%	15	275	291	35.8%	572	1.7%
経常利益率	10.3%	7.5%	9.0%	-	5.8%	11.1%	8.5%	-	1.0%	10.1%	6.9%	-	7.6%	-
当期(四半期)純利益	231	139	371	13.4%	58	129	187	-18.6%	7	190	197	41.0%	385	3.9%

(出所) 香陵住販決算短信より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の 44.8%から 41.2%に低下した。利益率悪化の要因としては、1) 同社の事業の中で売上総利益率が相対的に低い不動産売上高の構成比が前期の 45.3%から 51.9%に上昇した一方、相対的に高い仲介事業収益の構成比が前期の 15.2%から 12.7%に低下したこと、2) 新型コロナウイルスの影響に伴う稼働率の低下により、コインパーキング事業の採算が悪化したこと、3) 賃貸用不動産の積極的な取得に伴う不動産取得税や所有権移転費用等の増加により、自社所有不動産賃貸の原価率が上昇したこと等が挙げられる。

販管費は、KASUMIC分の通期での計上(前期は半期分)や、従業員の増員(19/9期末205名→20/9期末220名)による人件費の増加、中古の販売用不動産の取得に係る修繕費等の増加等により、前期比315百万円増加した。販管費の伸びは増収率を下回ったため、販管費率は前期の 35.6%から 33.7%に低下した。しかし、売上総利益率の悪化幅が販管費率の改善幅を上回った結果、営業利益率は前期の 9.3%から 7.4%に低下した。

19/9期は20百万円だった営業外収益は、受取保険金が前期の8百万円から39百万円に増えたほか、保険解約返戻金が13百万円計上されたため、20/9期は66百万円に拡大した。20/9期の受取保険金は、水戸市高田町の太陽光発電所で発生した設備の盗難事件に伴うものである。一方、前期は35百万円だった営業外費用は、太陽光発電所に係る設備復旧費用(15百万円)及び休止固定資産減価償却費(5百万円)が計上されたため、20/9期は55百万円に拡大した。

◆ 不動産流通事業と不動産管理事業が共に増収増益となった

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高(外部顧客ベース)5,265百万円(前期比25.7%増)、セグメント利益535百万円(同10.7%増)であった(図表7)。

【図表7】20年9月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	19/9期				20/9期									
		上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		3,374	2,873	6,248	17.3%	1,596	1,709	3,305	-2.0%	1,502	2,727	4,229	47.2%	7,535	20.6%
	不動産流通	2,452	1,736	4,189	19.1%	1,068	1,124	2,193	-10.6%	914	2,158	3,072	76.9%	5,265	25.7%
	不動産管理	922	1,136	2,059	13.8%	528	584	1,112	20.7%	588	569	1,157	1.8%	2,270	10.3%
営業利益(セグメント利益)		357	220	577	7.0%	83	193	277	-22.5%	18	265	284	28.8%	561	-2.9%
営業利益率		10.6%	7.7%	9.3%	-	5.2%	11.3%	8.4%	-	1.2%	9.7%	6.7%	-	7.4%	-
	不動産流通	378	105	483	20.9%	102	161	264	-30.1%	19	251	271	156.9%	535	10.7%
		15.4%	6.1%	11.5%	-	9.6%	14.4%	12.1%	-	2.2%	11.6%	8.8%	-	10.2%	-
	不動産管理	250	384	634	11.3%	130	182	312	24.9%	172	159	332	-13.5%	644	1.6%
		27.1%	33.8%	30.8%	-	24.6%	31.2%	28.1%	-	29.4%	28.0%	28.7%	-	28.4%	-
	調整額	-270	-269	-540	-	-149	-150	-299	-	-174	-145	-319	-	-619	-

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は、全社費用と未実現損益の調整額の合計額

(出所) 香陵住販決算短信、四半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

不動産流通事業の売上高の内訳としては、不動産売上高が3,909百万円(前期比38%増)、仲介事業収益が955百万円(同1%増)、その他が400百万円(同1%減)であった(不動産流通事業のその他及び後述する不動産管理事業の太陽光発電の売上高と、各サービスの前期比の数値は当センターの推測)。

不動産売上高については、自社企画投資用不動産の大型物件であるレーガバーネ八丁堀(RC14階建マンション、36戸+1店舗)を第4四半期に約15億円で売却した。また、中古の小型収益物件や、土地、区分所有建物の販売が好調であったため、販売件数も前期の104件から159件に増加した。同社顧客の不動産オーナーの投資意欲や、金融機関の融資姿勢に大きな変化は見られない模様である。

仲介事業収益については、KASUMICの通期での貢献はあったものの、第2四半期から第3四半期にかけて、新型コロナウイルスの影響により、特に東京、茨城県南エリアで来店客数が減ったため、微増収にとどまった。賃貸仲介は、法人関係の人事異動の減少を受けて単体ベースでは減収となったものの、KASUMICの通期での貢献により、連結ベースでは若干の増収を確保した。一方、売買仲介は、KASUMICの通期での貢献はあったものの、来店客数の減少による影響に加え、担当者が自社所有販売用不動産の営業に力を入れた面もあり、連結ベースでも若干の減収となった。

その他については、家賃保証料等は増収となったものの、前期に大型案件があった反動から建設売上高が減少したため、やや減収となった。

不動産管理事業は、売上高 2,270 百万円（前期比 10.3%増）、セグメント利益 644 百万円（同 1.6%増）であった。不動産管理事業の売上高の内訳としては、管理事業収益が 980 百万円（同 11%増）、賃貸事業収益が 1,062 百万円（同 14%増）であった。発電所の一部で盗難事件による一時的な稼働停止があった太陽光発電の売上高は 227 百万円（同 6%減）であった。

管理事業収益については、KASUMICの管理戸数（約 3,000 戸）による収入が通期で貢献したことや、期末管理戸数が前期末の 18,060 戸から 19,004 戸に増加したことが増収要因となった。

賃貸事業収益については、物件取得を進めた自社所有不動産の賃貸収入が大きく伸びたほか、顧客のニーズが強かったサブリース物件の賃貸収入も増加した。一方、コインパーキング事業収益は伸び悩んだ。

自社所有不動産では、自社企画投資用不動産物件であるレーガベネ泉町（19 年 3 月竣工、RC12 階建マンション、47 戸）及びレーガベネ大沼（19 年 12 月竣工、木造 2 階建アパート、4 戸）、レーガベネ荒川沖 W（20 年 3 月竣工、木造 2 階建アパート、6 戸）の賃貸収入が寄与したことや、中古収益物件（RC マンション）を 2 棟取得したこと、KASUMICの保有物件が通期で貢献したことが増収の要因である。

20/9 期のコインパーキングの開設は 9 カ所、222 台に達し、20/9 期末のコインパーキングの運営は 43 カ所、1,058 台となった。運営台数の増加により、売上高は前期比微増となったものの、新型コロナウイルスの影響により稼働率が大幅に低下したため、同事業の損益は赤字に転じた模様である。

コインランドリーについては、期中開設はなく、20/9 期末で 4 カ所の運営を続けている。また、太陽光発電については、20/9 期中に銚田市の既存施設の隣接地でも売電を開始した（発電量 67kW）。21/9 期期初には那珂市でも売電を開始した（同 211kW）。

全社費用（セグメントに帰属しない本社管理部門の一般管理費）を中心に構成されている調整額については、KASUMICの本社管理部門の費用やのれん償却額の通期での計上等により、19/9 期の 540 百万円から 619 百万円に拡大した。

**◆ 営業減益だった上期に対し、下期の利益は急回復した**

20/9 期決算を第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、上期は、前年同期比 2.0%減収、22.5%営業減益と、二桁減益であった。売上高については、19/9 期上期にはレーガバーネ南町の一括売却があった一方、20/9 期上期は大型物件の売却がなかったことが影響した。営業利益については、売上総利益は増益だったものの、19 年 3 月に買収した K A S U M I C の計上分が加わったことや、販売用不動産の取得に伴い、修繕費等が増加したことから、販管費が前年同期比 204 百万円増加したことが影響した。

一方、下期は、前年同期比 47.2%増収、28.8%営業増益だった。レーガバーネ八丁堀を第 4 四半期に一括売却したため、売上高と営業利益が急回復した。ただ、利益率が低い不動産売上高の構成比の上昇及び利益率が高い仲介事業収益の構成比の低下、コインパーキングの稼働率の低下等に伴い、売上総利益率が 19/9 期下期の 48.6%から 37.2%に低下したため、営業利益率は 19/9 期下期の 7.7%から 6.7%に悪化した。

**◆ 売上高は計画を上回ったが、利益は計画を下回った**

期初計画に対しては、売上高 110.1%、営業利益 93.6%、経常利益 97.1%、親会社株主に帰属する当期純利益 93.0%の達成率となった。

売上高の計画超過額 693 百万円の内訳は、土地、戸建住宅、区分所有建物、中型投資用物件等の買取再販が想定以上となった不動産売上高が 700 百万円と大半を占めた。一方、新型コロナウイルスの感染者が多かった東京、茨城県南エリアで来店客の減少が影響し、仲介事業収益は計画を 121 百万円下回った。

売上総利益率は計画の 44.8%に対して 41.2%にとどまった。計画に対して、新型コロナウイルスの影響からコインパーキングの稼働率が低下したことや、賃貸用不動産の積極的な取得に伴い、自社所有不動産賃貸の原価率が上昇したことや、セールスマックスが悪化したこと（利益率が高い仲介事業収益の構成比の低下と利益率が低い不動産売上高の構成比の上昇）が影響した。販管費は、販売用不動産の取得に係る費用等が想定以上となり、計画を 72 百万円上回った。結果、営業利益は計画を 38 百万円下回った。

セグメント別では、不動産流通事業については、不動産売上高が想定以上となったため、売上高は計画を 658 百万円上回ったものの、利益率が高い仲介事業収益が想定を下回ったため、セグメント利益は計画を 10 百万円下回った。

一方、不動産管理事業については、賃貸事業収益と管理事業収益が全

体としては想定以上となったため、売上高は計画を 36 百万円上回ったものの、コインパーキングの稼働率の低下が想定を上回ったことから、セグメント利益は計画を 33 百万円下回った。

◆ 借入金の減少と自己資本の増加により自己資本比率は上昇した

20/9 期末の総資産は 19/9 期末の 9,209 百万円から 9,068 百万円へとやや減少した。主な減少科目としては、仕掛販売用不動産（前期末比 587 百万円減、レーガバーネ八丁堀の売却等による）が挙げられる。一方、賃貸不動産の取得により、有形固定資産が前期末比 329 百万円増加したほか、現金及び預金は同 207 百万円増加した。

調達サイドでは、レーガバーネ八丁堀の売却代金等により返済をすすめたことによる長短借入金の減少（前期末比 629 百万円減）を主因として、負債合計は前期末比 492 百万円減少した。一方、自己資本は利益蓄積等によって同 351 百万円増加した。結果、自己資本比率は 19/9 期末の 31.8%から 36.1%に上昇した。

> 業績見通し

◆ 香陵住販の 21 年 9 月期予想

21/9 期の会社計画は、売上高 7,598 百万円（前期比 0.8%増）、営業利益 582 百万円（同 3.7%増）、経常利益 572 百万円（同 0.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 390 百万円（同 1.4%増）である（図表 8）。

【図表 8】香陵住販の過去の業績と 21 年 9 月期の計画

(単位：百万円)

	セグメント別	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	
		実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,598	0.8%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	5,265	5,223	-0.8%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,270	2,375	4.6%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,101	3,167	2.1%
売上総利益率		47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.7%	—
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,585	1.8%
販管費率		37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	34.0%	—
営業利益		431	445	540	577	561	582	3.7%
営業利益率		10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	—
	不動産流通	317	444	400	483	535	523	-2.4%
		12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	10.0%	—
	不動産管理	406	439	570	634	644	779	20.9%
		23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	32.8%	—
	調整額	-291	-437	-430	-540	-619	-720	—
経常利益		405	438	504	562	572	572	0.0%
経常利益率		9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	7.5%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	371	385	390	1.4%

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は、全社費用と未実現損益の調整額の合計額

(出所) 香陵住販有価証券届出書、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

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 5,223 百万円（前期比 0.8%減）、セグメント利益 523 百万円（同 2.4%減）を見込んでいる。

売上高の内訳については、不動産売上高が 3,800 百万円（前期比 3%減）、仲介事業収益が 1,075 百万円（同 13%増）と見込んでいる。21 年 1 月時点の自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況は図表 9 の通りである。

【 図表 9 】 自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況

	物件名	竣工（予定）時期	戸数	現況または予定	物件概要
完成	レーガバーネ泉町	19年3月	47戸	20年12月売却済み	RC12階建マンション
	レーガバーネ土浦川口	21年1月（予定）	25戸（予定）	21/9期2Q売却予定	RC5階建マンション
建設中	レーガバーネ水戸白梅	22年2月（予定）	63戸（予定）	未定	RC13階建マンション
計画中	水戸市見川	未定	未定	未定	木造アパート
	水戸市見川町	未定	未定	未定	木造アパート
	ひたちなか市田彦	未定	未定	未定	木造アパート
	水戸市千波町	未定	未定	未定	木造アパート
	日立市久慈町	未定	未定	未定	木造アパート

(注) 21 年 1 月時点

(出所) 香陵住販決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

不動産売上高について高水準ながら減収を計画しているのは、賃貸中だったレーガバーネ泉町を 20 年 12 月に売却したほか、21/9 期第 2 四半期にレーガバーネ土浦川口の売却を予定しているものの、前期比大幅増となった 20/9 期のハードルが高いと見ているためである。

仲介事業収益については、前期に落ち込んだ来店者数の回復や、K A S U M I C 店舗での営業効率の改善を背景に、二桁増収を見込んでいる。

不動産管理事業は、売上高 2,375 百万円（同 4.6%増）、セグメント利益 779 百万円（同 20.9%増）を見込んでいる。セグメント利益率の改善予想は、1) コインパーキング事業の採算改善、2) 太陽光発電事業の採算改善、3) これまで不動産管理事業の販管費に計上していた一部の従業員の人件費を全社費用（調整額）に変更すること等が要因である。

売上高の内訳については、賃貸事業収益が 1,129 百万円（前期比 6%

増)、管理事業収益が 993 百万円 (同 1%増) と見込んでいる。賃貸事業収益については、レーガペーネ泉町や中型賃貸不動産の売却による賃貸収入の剥落を、コインパーキング事業の増収 (台数増及び稼働率の回復) や、サブリース収入の増加で補う計画となっている。

管理事業収益については、21/9 期末時点での管理戸数を 20,000 戸 (前期末比 996 戸増) に引き上げることを前提としており、管理料収入は増加を見込んでいるが、ジャストサービスが行っている修繕工事等は見通しが不透明であるため、保守的に計画している。

調整額については、不動産管理事業で計上されていた人件費の一部が全社費用に変更されることや、新規事業として計画している不動産ファンド事業に係る準備費用を計上すること等により、前期の 619 百万円から 720 百万円への増加を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 21 年 9 月期予想

当センターは、20/9 期実績や同社の施策を踏まえて 21/9 期予想を見直した結果、売上高を 7,097 万円→7,626 百万円、営業利益を 690 百万円→598 百万円、経常利益を 670 百万円→588 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 451 百万円→396 百万円に修正した (図表 10)。

【 図表 10 】中期業績予想

(単位:百万円)

	20/9期	21/9期CE	旧21/9期E	21/9期E	旧22/9期E	22/9期E	23/9期E
売上高	7,535	7,598	7,097	7,626	7,486	7,795	7,966
前期比	20.6%	0.8%	2.0%	1.2%	5.5%	2.2%	2.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	5,265	5,223	4,724	5,248	5,013	5,335	5,412
不動産管理事業	2,270	2,375	2,373	2,378	2,473	2,460	2,554
営業利益	561	582	690	598	754	649	710
前期比	-2.9%	3.7%	9.5%	6.6%	9.3%	8.5%	9.4%
営業利益率	7.4%	7.7%	9.7%	7.8%	10.1%	8.3%	8.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	535	523	580	531	616	555	576
不動産管理事業	644	779	735	787	773	824	874
調整額	-619	-720	-625	-720	-635	-730	-740
経常利益	572	572	670	588	735	633	696
前期比	1.7%	0.0%	7.7%	2.7%	9.7%	7.7%	10.0%
経常利益率	7.6%	7.5%	9.4%	7.7%	9.8%	8.1%	8.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	385	390	451	396	496	427	471
前期比	3.9%	1.4%	7.9%	2.8%	10.0%	7.9%	10.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は全社費用と未実現損益の調整額の合計

(出所) 香陵住販決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、不動産流通事業については、20/9 期実績が想定を下回った仲介事業収益を下げた一方、賃貸していたレーガバーネ泉町の売却等を織り込み、不動産売上高を上げた結果、売上高を 524 百万円増額した。前期比では、不動産売上高は 2.8%減、仲介事業収益は 12.0%増、その他の売上高は 6.8%減と予想した。一方、不動産売上高は利益率が低い一方、仲介事業収益は利益率が高いため、セグメント利益については 49 百万円減額した。

不動産管理事業については、レーガバーネ泉町の売却に伴い、自社所有不動産の賃貸収入を下げたものの、20/9 期末の設置台数が想定を上回ったコインパーキングの運営収入を上げたことや、発電所の新設により、太陽光発電の売上高を上げたこと等から、売上高を 5 百万円増額した。前期比では、賃貸事業収益は 4.7%増、管理事業収益は 3.3%増、太陽光発電の売上高は 10.8%増と予想した。セグメント利益については、一部の人件費の計上が全社費用に変更されることを織り込み、52 百万円増額した。

調整額については、不動産管理事業の人件費の一部が全社費用に計上される予定となったことや、不動産ファンド事業に係る準備費用の計上を見込んだことから、95 百万円増額した。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは 20/9 期実績や同社の施策を踏まえ、22/9 期予想を見直すと共に、23/9 期予想を新たに策定した。

22/9 期予想においては、売上高を 309 百万円増額する一方、営業利益を 105 百万円減額した。

セグメント別では、不動産流通事業については、売上高を 322 百万円増額する一方、セグメント利益を 61 百万円減額した。サービス別では、仲介事業収益とその他の売上高を減額した一方、不動産売上高を増額した。前期比では、不動産売上高は横ばい、仲介事業収益は 6.7%増、その他の売上高は 4.0%増と予想した。

不動産管理事業については、売上高を 13 百万円減額した一方、営業利益を 51 百万円増額した。売上高を減額したのは、コインパーキングの運営収入と太陽光発電の売上高を上げた金額よりも自社所有不動産の賃貸収入を下げた金額が上回ったためである。前期比では、賃貸事業収益は 3.1%増、管理事業収益は 4.7%増、太陽光発電の売上高は横ばいと予想した。

調整額については、21/9 期予想と同様な理由により、95 百万円増額した。

23/9 期は、売上高 7,966 百万円（前期比 2.2%増）、営業利益 710 百万円（同 9.4%増）と見込んだ。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 5,412 百万円（前期比 1.4%増）、セグメント利益 576 百万円（同 3.8%増）と予想した。仲介事業収益は、単体での増加を見込むと共に、KASUMICでの営業強化の成果が出てくると想定し、同 5.4%増と予想した。不動産売上高は、現時点では増加、減少、どちらの可能性も同程度と判断し、横ばいと予想した。

不動産管理事業は、売上高 2,554 百万円（前期比 3.8%増）、セグメント利益 874 百万円（同 6.1%増）と予想した。管理事業収益は、管理戸数が前期末比 1,000 戸増加すると見込み、前期比 4.6%増と予想した。賃貸事業収益は、コインパーキングの稼働台数の増加等により、同 3.9%増収と見込んだ。太陽光発電の売上高は前期並みと想定した。

調整額については、管理体制の強化を想定し、740 百万円（前期比 10 百万円増）と予想した。

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題と位置付け、配当原資確保のための収益力を強化し、持続的かつ安定的な配当を行うという基本方針を掲げている。20/9 期については、8 円増配の 48 円（うち、中間配当 23 円）の配当を実施し、21/9 期については、16 円増配の 64 円（同 32 円）の配当を計画している。当センターの親会社株主に帰属する当期純利益の予想は下方修正となったものの、同社の 21/9 期の配当予想が大幅な増配となったことから、配当予想については、21/9 期は、前回予想の 50 円から 64 円に、22/9 期は前回予想の 56 円から 70 円に上げた。また、23/9 期は 80 円と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 不動産ファンド事業の動向を追加する

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 市場環境の変化がフロー収益に影響を与える可能性、2) 第 2 四半期に収益が偏重する季節性、3) 人口移動や自然災害等、地域密着経営に伴うリスク、4) KASUMICの経営改善リスク、4) 新型コロナウイルスの感染拡大リスクを投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、この度、新規事業として不動産ファンドビジネスに進出し、

不動産の小口化商品を対象とした不動産特定共同事業法に基づく事業者として、21年1月に登録を申請した。第1号案件としては、17年9月に竣工し、現在賃貸物件として所有しているレーガバーネ久慈(木造、6戸)のクラウドファンディングでの売却を想定している。

同社は、住宅不動産の管理、仲介、賃貸を中心とした事業を展開しており、不動産業者としては業績の安定度が高いことを当センターでは評価してきた。しかしながら、1棟売りを行う自社企画投資用不動産については、大型物件の有無によって、ある程度の売上高の変動が避けられないため、同社においても業績が悪化するリスクは存在する。

同社は、不動産小口化商品を扱うことで顧客層を拡大することを狙っている。当センターでは、小口化によって対象不動産の領域拡大が実現できれば、顧客の拡大にとどまらず、不動産売上高の成長性と安定度を高める効果が期待できるのではないかと考え、今回、不動産ファンド事業の動向を投資に際しての留意点に追加した。不動産ファンドビジネスは、準備費用の計上により、21/9期の利益にはマイナスに働くと見込まれるが、中長期的な観点から、当センターでは今後の展開に注目している。

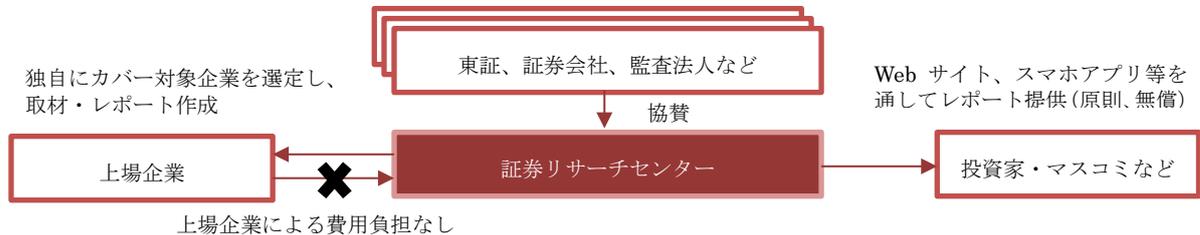
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を18年9月18日より開始いたしました。

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。

※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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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。