

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

インテリックス

8940 東証プライム市場

企業情報はこちら >>>

2022 年 9 月 2 日 (金)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst Yuzuru Sato



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2022 年 5 月期の業績概要	01
2. 中期経営計画	01
3. 2023 年 5 月期業績の見通し	02
■ 事業概要	03
1. 事業セグメントの内容	03
2. 同社の強み	07
■ 業績動向	08
1. 2022 年 5 月期の業績の概要	08
2. 事業セグメント別動向	09
3. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	14
1. 中期経営計画	14
2. 2023 年 5 月期業績の見通し	20
3. リノベーションマンション市場の中長期見通し	21
4. プライム市場の上場基準適合に向けた取り組み	23
■ 株主還元策	26

要約

不動産分野の環境ソリューション企業として 2024 年 5 月期以降、利益は成長軌道に復帰する見通し

インテリックス<8940>は中古マンションをリノベーション（再生）してから販売するリノベーションマンション事業の先駆的企業で累計販売戸数は 2.5 万戸超と業界最大手。2016 年 5 月期以降、アセットシェアリング事業（不動産小口化販売）やリースバック事業を立ち上げるなど収益ポートフォリオの多様化と安定化に取り組んできた。2021 年から省エネリノベーション「ECOCUBE（エコキューブ）」の販売を開始しており、脱炭素社会に貢献しながら成長を目指す中期経営計画を発表した。

1. 2022 年 5 月期の業績概要

2022 年 5 月期の連結業績は売上高で前期比 12.0% 減の 36,139 百万円、経常利益で同 44.9% 減の 1,061 百万円と減収減益に転じた。リノヴェックスマンションの販売件数が前期比 20.5% 減の 1,129 件、販売高が同 16.2% 減の 26,240 百万円と落ち込んだことや、2021 年 5 月期の収益に貢献した好採算の収益不動産物件の売却が無くなったことも減益要因となった。ただ、収益不動産物件の仕入額は前期比 36.4% 増の 242 億円と増加に転じ、期末の保有残高も前期末比 62 億円増と積み上がるなど、先行きに関しては売上高の増加が見込める状況となっている。

2. 中期経営計画

2022 年 7 月に発表した 3 ケ年の中期経営計画では、リノベーションで CO₂ 削減と QOL（Quality of Life）の向上に貢献し、最終年度の 2025 年 5 月期に売上高で 591 億円、経常利益で 23 億円を目指す方針を明らかにした。初年度となる 2023 年 5 月期は先行投資負担により増収減益見込みとなるが、2024 年 5 月期から利益も高成長ステージに移行する見通しだ。けん引役となるのは「ECOCUBE」となる。温熱計算に基づく最適な断熱施工と高効率エアコン及び高機能換気システムの導入によって、冷暖房費の大幅削減を実現するとともに快適な生活や健康にも優しい住環境を提供する商品となる。2025 年 5 月期のリノヴェックスマンション販売目標 1,603 件のうち、約 5 割を「ECOCUBE」にする。そのほか、アセットシェアリングやリースバック等のソリューション事業は、安定収益源として着実に収益を拡大していく方針だ。「ECOCUBE」は従来品よりも価格面で 1 割程度高くなるものの、省エネ住宅ローン減税の対象となっていることや冷暖房費を削減できることから割高感は払しょくされるため、同社の業績を今後けん引していく可能性は十分あると弊社では見ている。政府が脱炭素化社会の実現に向けて住宅分野の省エネ化を推進していることも追い風となる。同社は「ECOCUBE」の早期普及に取り組むため、FC 展開も 2022 年 4 月よりスタートしており、今後の展開が注目される。

要約

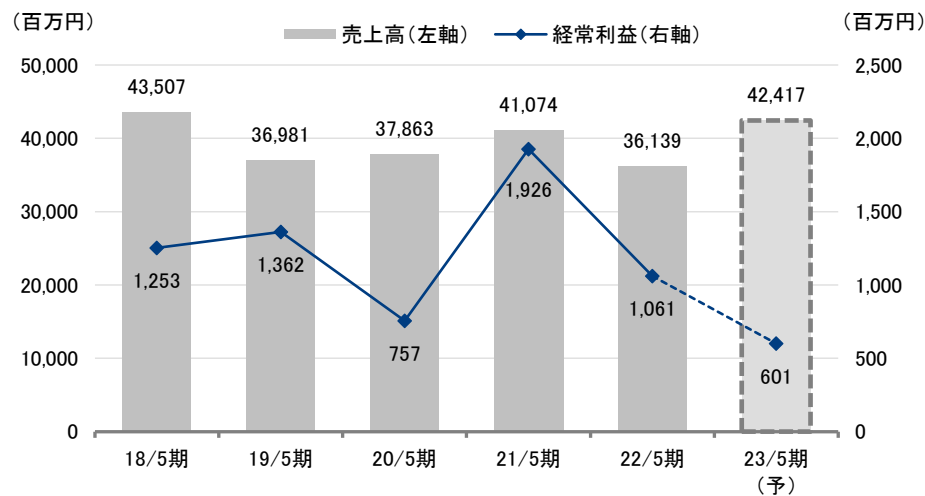
3. 2023 年 5 月期業績の見通し

2023 年 5 月期の連結業績は売上高で前期比 17.4% 増の 42,417 百万円、経常利益で同 43.4% 減の 601 百万円となる見通し。リノヴェックスマンションの販売額は件数増加や平均単価の上昇によって、前期比 17.3% 増の 30,776 百万円と増収に転じる見込み。一方、利益面では新事業分野育成やブランディング強化等の先行投資を 7 億円積み増すことが減益要因となる。新規事業分野では売主直販サイト「FLIE」の取り扱い物件を首都圏から全国に拡大していくほか、スマートフォンでいつでも自由に物件内覧ができる機能「スマビュー」などの開発を推進していく。

Key Points

- ・ 2022 年 5 月期は減収減益ながらも利益は会社計画並みで着地
- ・ 「ECOCUBE」の拡販で脱炭素社会の実現と QOL の向上に貢献しながら高成長を目指す
- ・ 2027 年 5 月期に経常利益 32 億円を目指すことで、東証プライム市場の上場維持基準をクリアしていく方針

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

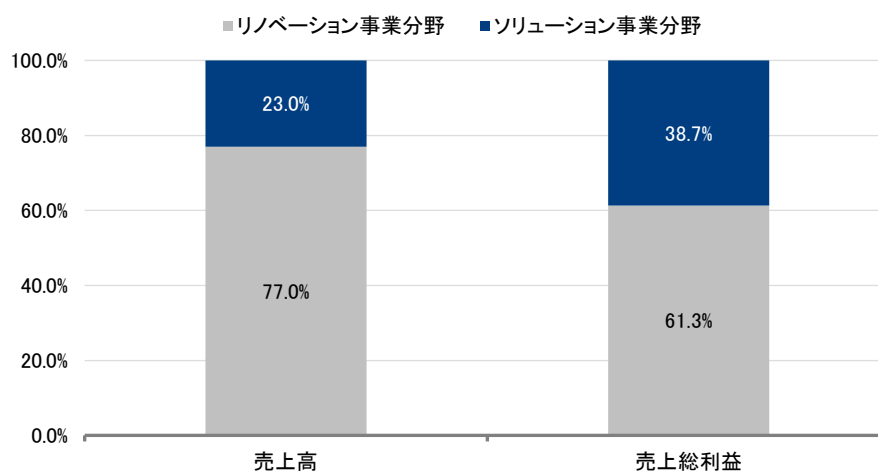
事業概要

リノベーション事業を主軸に、 リースバックやアセットシェアリング等のソリューション事業へと展開

1. 事業セグメントの内容

同社は中古マンションを戸別に仕入れ、リノベーション（再生）した後に再販するリノベーション事業とソリューション事業を展開している。従来は中古マンション流通再生事業とその他不動産事業で区分していたが、リースバック事業やアセットシェアリング事業等の不動産を活用したソリューション事業の拡大、及びリノベーション内装事業や宿泊事業など不動産事業から派生したサービス事業の展開に伴い、2022 年 5 月期から事業実態に則した事業セグメントに見直した。旧事業セグメントとの主な変更点は、その他不動産事業に計上していたリノベーション内装事業をリノベーション事業分野に移管した格好となっている。2022 年 5 月期の事業セグメント別構成比で見ると、リノベーション事業分野が売上高の 77.0%、売上総利益の 61.3% を占めている。

事業セグメント別構成比(2022年5月期)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) リノベーション事業分野

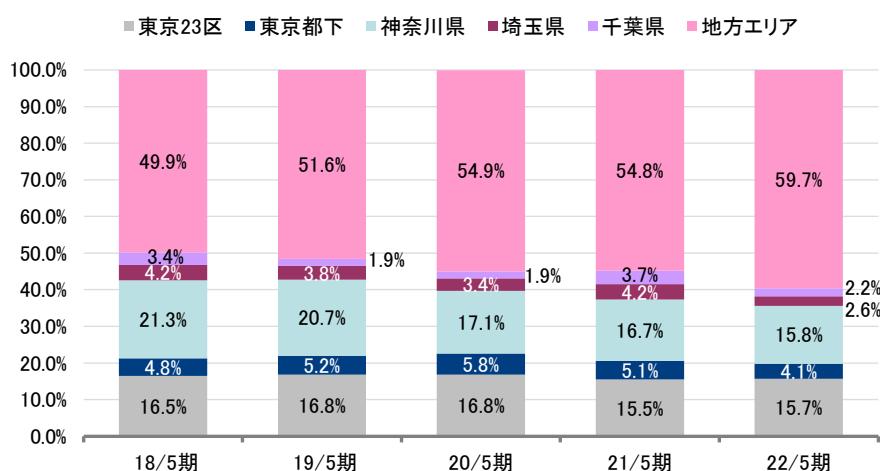
リノベーション事業分野には、リノヴェックスマンション及び戸建の再生販売・賃貸・仲介事業のほか、リノベーション内装事業、FLIE（不動産売買プラットフォーム）事業が含まれており、売上高の 9 割強をリノヴェックスマンション販売で占めている。

事業概要

リノベーションマンション販売の事業の流れとしては、不動産仲介会社からの情報をもとに仕入れた物件に対し、子会社の（株）インテリックス空間設計で最適なリノベーションプランを作成、内装工事を施したうえで不動産仲介会社等を通じて販売する（直近は直接仕入販売も行っている）。同社は物件を仕入れてから販売までの事業期間を経営管理指標として重視し、120 日程度を目安にこれよりも期間が長くなるようであれば販売価格を調整して早期に売り切ることを基本方針としている。販売在庫の滞留期間が長期化すれば、収益性が低下するリスクも上昇するためだ。売上総利益率では 12～13% を適正水準として事業運営を行っている。また、内装工事に関してはインテリックス空間設計より協力会社に外注している。

販売エリアは首都圏からスタートし、2013 年以降は地方主要都市（札幌、仙台、名古屋、京都、大阪、広島、福岡）に段階的に進出してきた。首都圏では大手不動産販売会社を含めて参入企業が増加し競争が激化しているが、地方ではリノベーションマンションを手掛ける企業が少なかったこともあり着実に市場を開拓し、2022 年 5 月期には販売件数の 59.7% を占めるまでに上昇している。同社は、全国の特許マンションのストック数の約 5 割が首都圏で占められることから、首都圏と地方の販売比率は同等程度が適正水準と考えており、今後は首都圏でも「ECOCUBE」を戦略商品として拡販していくことで巻き返しを図り、構成比率を 5 割程度の水準まで引き上げていく戦略となっている。

エリア別販売件数構成比



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノベーションマンション内装事業は、リノベーションマンションを販売する同業他社のほか一般個人からの工事も請負っており、2022 年 5 月期の売上構成比率は約 4% となっている。戸別のマンション内装工事に関してはノウハウが必要なため、大手不動産販売会社を含めて同業他社からの引き合いは多く、売上の約 7 割を法人向けで占めている。

(2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野には、その他の収益不動産（一棟、土地等）の開発・販売・賃貸・管理・仲介事業のほか、新築分譲マンションの開発・販売事業、リースバック事業、アセットシェアリング事業、ホテル等の宿泊事業が含まれる。

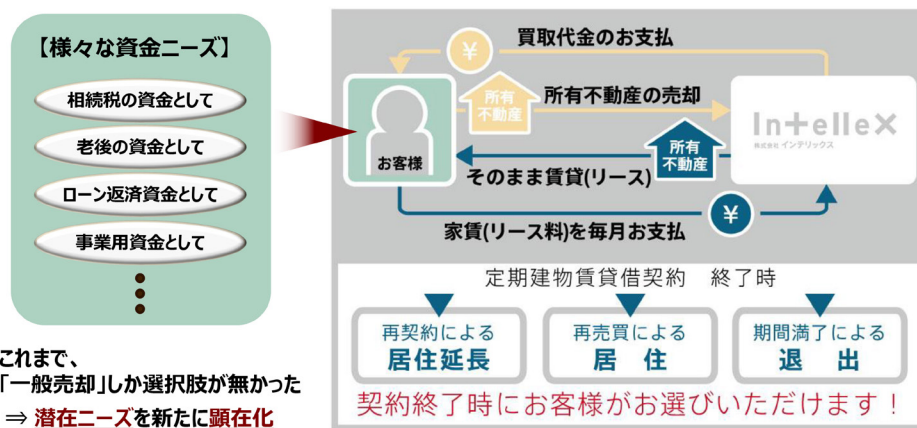
事業概要

a) リースバック事業

リースバック事業とは、ユーザーから所有不動産を同社が買い取ると同時に、定期建物賃貸借契約（2 年間）を新たに結び、そのまま賃貸（リース）するサービスで 2017 年 5 月期より開始した。契約期間を迎えるとユーザーは再契約し居住を延長するか退出、もしくは当該不動産を買い戻す選択ができる契約となっている。相続税資金や老後の資金、ローン返済資金などまとまった資金が必要となった際に、所有不動産を売却しても住み続けることが可能なことから、ここ数年で市場が拡大している。

リースバック事業の仕組み

- 『売却しても、住み続けられる』新たな選択肢を提供
- ▶ リースバック商品「**安住売却くあんばい**」を展開



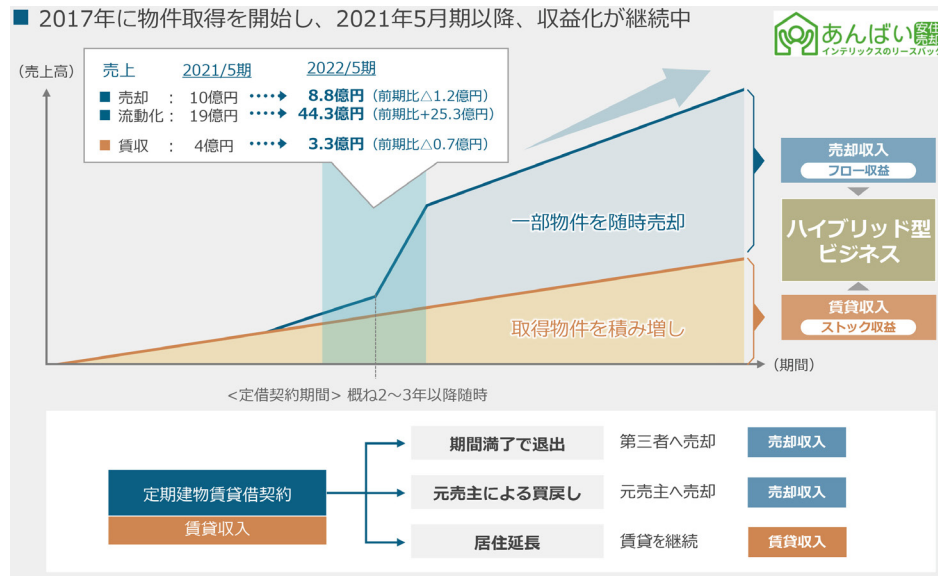
これまで、「一般売却」しか選択肢が無かった
⇒ **潜在ニーズを新たに顕在化**

出所：決算説明資料より掲載

売上高としては、物件取得の際の契約手数料や賃料収入のほか、物件を売却した際の販売収入が計上されることになる。一方、費用面では物件取得時の取得税、登記費用のほか、減価償却費も計上するため、物件取得から一定期間は費用が先行するが、物件売却時には減価償却が進んでいるため利益率が高くなるビジネスモデルになっていることが特徴だ。売却については戸別で対応するケースもあるが、複数の物件をまとめて信託受益権化し不動産ファンドに譲渡することで資金効率を高めている。

事業概要

リースバック事業の収益状況



出所：決算説明資料より掲載

リースバック事業は2013年にAnd Doホールディングス<3457>が業界に先駆けて開始し、現在はファイナンス会社も含めて参入企業が増えているものの、同社では大手不動産会社（センチュリー21・ジャパン<8898>等）との連携も強化しながら仕入・販売ルートを広げ、事業を拡大していく戦略となっている。

b) アセットシェアリング事業

アセットシェアリング事業とは、不動産特定共同事業法（通称：不特法）のうち「任意組合型」の活用による不動産小口化商品の販売事業を指す。同商品の特長としては、新築・中古を問わず良質な不動産物件を共同所有により1口100万円単位で取得可能なこと、共同所有することで空室・滞納リスクを分散でき安定収益が期待できること、相続・贈与用資産として資産評価の大幅な圧縮が可能なおこと、などが挙げられる。

不動産物件の管理は、主に子会社の（株）インテリックスプロパティで行っている。グループ全体としては小口化販売によるフロー収益に加えて、任意組合の理事長フィーやプロパティマネジメントによるストック収益が得られることになる。一方、投資家の期待収益率としては、分配予定利回り※で3%以上を目安に商品を組成していく方針となっている。

※ 賃料収入から実際に発生する経費（管理費等）を控除した年間収入÷投資額

同事業では青山財産ネットワークス<8929>やFPG<7148>など先行する事業者もあるが、同社は不動産業者としてこれまで構築してきたネットワークやノウハウを生かすことで、新築・中古物件、住宅用から商業用まで多様な商品を開発できることが強みとなる。販売チャネルについてはセミナーの開催や自社Webサイト、税理士をはじめとした士業ルート、金融機関等の様々なチャネルを通じて販売している。

事業概要

アセットシェアリング事業（不動産小口化商品の販売事業）の仕組み

■ 不動産特定共同事業法（通称：不特法）任意組合型の活用により、
不動産小口化投資商品「アセットシェアリング」シリーズを販売



■ アセットシェアリングの特長

- 1 少額で不動産投資**
 良質な実物不動産を共同所有により、一口100万円単位で取得可能
- 2 安定収益と一括運営管理**
 共同所有により空室・滞納リスクを分散し安定収益。手間かからず一括で運営管理
- 3 相続・贈与対策**
 贈与・相続用資産として、資産評価の圧縮、一般的不動産と異なり均等分割が容易

出所：決算説明資料より掲載

迅速な仕入れ体制と独自開発した リノベーションに関する施工ノウハウが強み

2. 同社の強み

リノベーション事業分野における同社の強みは、第1に採算が見込める優良物件を迅速に仕入れる体制を構築していることが挙げられる。不動産仲介会社から寄せられる売却物件情報（月 2,500 ～ 3,000 件程度）に関して、同社は1～2日で担当者が現場の状況を確認し、最終的な仕入れの判断を行っている。大手不動産会社であれば、仕入れ判断に通常1週間程度の時間がかかると言われており、同じタイミングで売却物件情報を入手した場合には、同業他社よりも先に優良物件を仕入れることが可能となる。ただ、首都圏においてはここ数年で大手デベロッパーも含めて中古マンション市場に参入する企業が増え、従来のように優良物件を適正価格で仕入れることが難しくなっていることから、直接売主から仕入れる体制についても強化し始めている。

事業概要

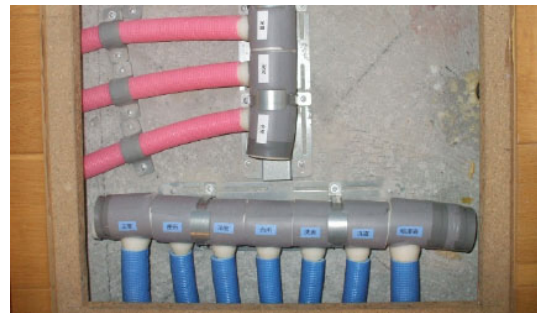
第 2 の強みとして、マンションの戸別リノベーションにおいて独自開発した施工ノウハウを確立していることが挙げられる。マンションの戸別リノベーションでは、戸建住宅と比較して近隣住戸への配慮が必要となるため、短期間での施工や騒音・振動対策が求められる。同社はこうした課題を解決する方法として、これまで手掛けてきた数多くのリノベーション施工の経験をもとに、マンションに特化したリノベーション工法を確立している。具体的には、躯体への穴あけやビス打ちを最小限にとどめる静音施工に加えて、給水・給湯を一ヶ所に集めたヘッダー配管を採用するなどインフラ設備や下地をシステム化することによる施工品質の均質化、並びにその後のメンテナンス作業も含めた効率化を実現している。さらに、マンションの場合は電気配線や水道、ガス管など生活インフラ部分を共有しているため、工事の際にはその取扱いにも十分注意する必要がある。同社はこうしたマンションのリノベーションにおける施工マニュアルを作成し、施工を行う協力会社のサービス品質の維持向上に努めている。同社の施工技術は業界でも高く評価されており、大手不動産会社からもリノベーション施工を数多く請負っている。

マンションリノベーション工法



静音施工

出所：会社ホームページより掲載



ヘッダー配管

業績動向

2022 年 5 月期は減収減益ながらも利益は会社計画並みで着地

1. 2022 年 5 月期の業績の概要

2022 年 5 月期の連結業績は売上高で前期比 12.0% 減の 36,139 百万円、営業利益で同 37.2% 減の 1,364 百万円、経常利益で同 44.9% 減の 1,061 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 42.9% 減の 643 百万円と 3 期ぶりの減収、2 期ぶりの減益となった。会社計画に対しては、リノヴェックスマンションの販売件数が下回ったことにより売上高で 16.4% 下振れたものの、販管費の抑制に努めたことで営業利益、経常利益は計画に対して 5～6% 上回って着地した。

業績動向

2022 年 5 月期連結業績

(単位：百万円)

	21/5 期		会社計画	22/5 期			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	41,074	-	43,234	36,139	-	-12.0%	-16.4%
売上総利益	6,991	17.0%	6,553	6,109	16.9%	-12.6%	-6.8%
販管費	4,820	11.7%	5,269	4,745	13.1%	-1.6%	-9.9%
営業利益	2,170	5.3%	1,283	1,364	3.8%	-37.2%	6.3%
経常利益	1,926	4.7%	1,004	1,061	2.9%	-44.9%	5.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,127	2.7%	689	643	1.8%	-42.9%	-6.6%
リノヴェックスマンション販売実績							
販売件数 (件)	1,420	-	1,400	1,129	-	-20.5%	19.4%
販売額 (百万円)	31,299	76.2%	31,280	26,240	72.6%	-16.2%	16.1%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

主力のリノヴェックスマンションについては平均販売価格が前期比 5.4% 上昇したものの、販売件数が同 20.5% 減の 1,129 件と落ち込んだことにより販売額は同 16.2% 減の 26,240 百万円となった。売上総利益はリノヴェックスマンションの販売減に伴う減益に加えて、2021 年 5 月期に計上した好採算物件の売却益が無くなったことで、同 12.6% 減益となった。

販管費は新規事業分野への投資費用が増加したものの、リノヴェックスマンションの販売減に伴う販売仲介手数料の減少やその他経費の抑制により同 1.6% 減となった。また、2022 年 5 月期末の従業員数は前期末比 2 名増の 327 名（期初計画では 46 名増を予定）となっており、販管費が会社計画を下回った一因となっている。そのほか、2022 年 2 月に「ECOCUBE」の FC 事業を展開すべく連結子会社として（株）リコシスを新たに設立し、2022 年 4 月より事業を開始している。

リノヴェックスマンションの販売件数は減少するも、仕入件数については増加に転じる

2. 事業セグメント別動向

(1) リノベーション事業分野

リノベーション事業分野の売上高は前期比 16.0% 減の 27,816 百万円、営業利益は同 11.7% 減の 1,334 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売はリノヴェックスマンションの販売件数減少により同 17.2% 減の 26,129 百万円となり、賃貸収入も手持ち賃貸物件の減少により同 15.3% 減の 150 百万円となったが、その他収入はリノベーション内装工事の受注増により同 11.6% 増の 1,535 百万円（うち、リノベーション内装工事 1,480 百万円）となった。売上総利益は同 7.8% 減の 4,301 百万円となったものの、売上総利益率は同 1.4 ポイント上昇の 15.5% となった。リノヴェックスマンションの販売が順調に進んだことにより、物件販売の利益率が 13.8% から 15.4% に上昇したことが主因となっている。

業績動向

リノベーション事業分野の業績

(単位：百万円)

	売上高			売上総利益			売上総利益率	
	21/5 期	22/5 期	増減率	21/5 期	22/5 期	増減率	21/5 期	22/5 期
物件販売	31,543	26,129	-17.2%	4,358	4,033	-7.4%	13.8%	15.4%
賃貸収入	178	150	-15.3%	126	108	-14.4%	71.2%	72.0%
その他収入	1,376	1,535	11.6%	179	159	-11.2%	13.1%	10.4%
合計	33,098	27,816	-16.0%	4,664	4,301	-7.8%	14.1%	15.5%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

リノヴェックスマンションの販売件数は前期比 20.5% 減の 1,129 件と 3 期ぶりの減少に転じた。2020 年春以降、新型コロナウイルス感染症の拡大（以下、コロナ禍）によって中古マンションの流通物件が少なくなったことで、期初の在庫水準が低いところからスタートしたことや、半導体不足に起因した住設機器等の資材調達の遅延が影響して、商品化が遅れたことも販売件数の減少要因となった。地域別では首都圏が同 29.1% 減の 455 件、地方エリアが同 13.4% 減の 674 件といずれも減少した。ただ、需要は引き続き旺盛だったため販売そのものは順調で、平均販売単価は同 5.4% 上昇の 2,324 万円となった。

一方、仕入件数については前期比 7.4% 増の 1,268 件と 2 期ぶりの増加に転じた。地域別では首都圏が同 17.0% 増の 565 件、地方エリアが同 0.7% 増の 703 件となり、平均仕入単価も主に首都圏で積極的な仕入活動を行ったことにより同 15.9% 増の 1,581 万円と 4 期ぶりの上昇に転じている。拠点別で見ると、東京 23 区エリアが同 48.8% 増と 2 期前の水準まで回復したほか、2015 年 5 月期以降減少が続いていた神奈川エリアも同 3.1% 増と下げ止まる格好となった。地方拠点では名古屋エリアを除くすべての拠点で増加に転じている。名古屋エリアについては競争が激化してきたことに加えて、営業体制の再構築に時間を要していることが低迷の要因になったと考えられる。

リノヴェックスマンションのエリア別仕入・販売件数と金額、平均価格

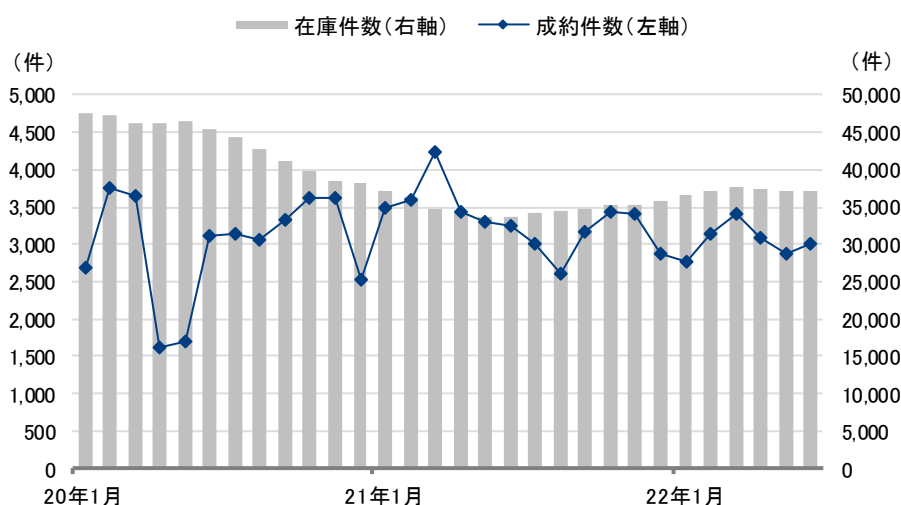
	仕入件数				販売件数			
	20/5 期	21/5 期	22/5 期	前期比	20/5 期	21/5 期	22/5 期	前期比
首都圏合計	599	483	565	17.0%	602	642	455	-29.1%
東京 23 区	250	166	247	48.8%	225	220	177	-19.5%
東京都下	68	63	56	-11.1%	77	72	46	-36.1%
神奈川	216	194	200	3.1%	228	237	178	-24.9%
埼玉	47	41	36	-12.2%	46	60	29	-51.7%
千葉	18	19	26	36.8%	26	53	25	-52.8%
地方店合計	830	698	703	0.7%	734	778	674	-13.4%
札幌	150	117	157	34.2%	132	141	139	-1.4%
仙台	82	79	88	11.4%	85	83	87	4.8%
名古屋	169	185	83	-55.1%	163	135	92	-31.9%
大阪	255	177	206	16.4%	208	246	191	-22.4%
広島	35	33	40	21.2%	36	36	38	5.6%
福岡	139	107	129	20.6%	110	137	127	-7.3%
合計	1,429	1,181	1,268	7.4%	1,336	1,420	1,129	-20.5%
合計金額 (百万円)	21,388	16,105	20,051	24.5%	30,570	31,299	26,240	-16.2%
平均価格 (万円)	1,497	1,364	1,581	15.9%	2,288	2,204	2,324	5.4%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

同期間（2021 年 6 月 -2022 年 5 月）における首都圏の中古マンション業界動向について見ると、成約件数は前年同期比 8.4% 減の 37,074 件と減少に転じおり、在庫件数は 2022 年 5 月時点で 3.7 万件と前年同期の水準からはやや増加している。在庫についてはコロナ禍前の水準（2020 年 1 月）と比較するとまだ 2 割程度少ない状況にあり、過剰感は見られず当面は需給タイトな状況が続くものと見込まれる。

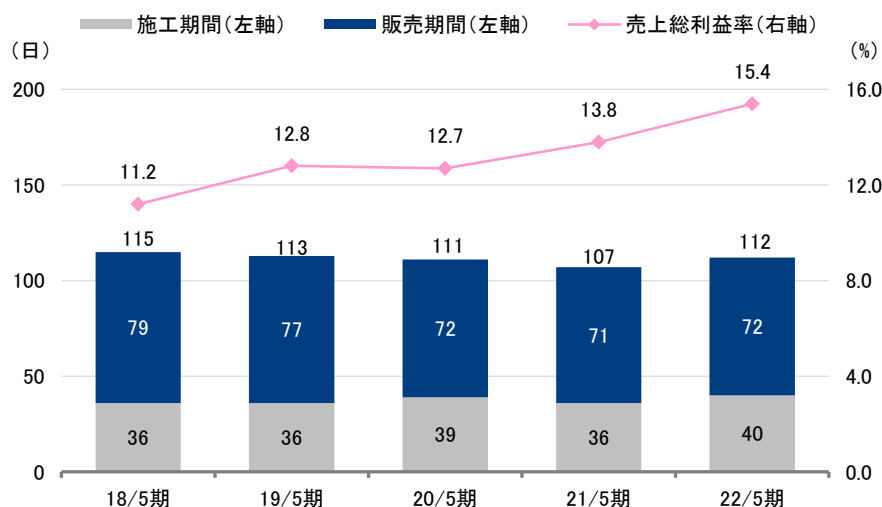
首都圏の中古マンション成約・在庫件数



出所：(公財) 東日本不動産流通機構データを基にフィスコ作成

なお、リノベーションマンション販売の売上総利益率に影響を与える事業期間は 112 日となり、前期比で 5 日増となった。内訳を見ると、販売期間が 1 日増加の 72 日、施工期間が 4 日増加の 40 日となっており資材調達遅延の影響で施工期間がやや長期化したことがうかがえる。ただ、販売面で値下げすることなく早期に販売できていることが売上総利益率の上昇につながったと見られる。

リノベーションマンションの事業期間と売上総利益率



※ 21/5 期以降の売上総利益率はリノベーション事業の物件販売

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

(2) ソリューション事業分野

ソリューション事業分野の売上高は前期比 4.4% 増の 8,323 百万円、営業利益は同 40.1% 減の 840 百万円となった。売上高の内訳を見ると、物件販売が同 2.9% 増の 7,080 百万円、賃貸収入が同 10.7% 増の 1,002 百万円、ホテル等の宿泊事業を中心としたその他収入が同 25.1% 増の 240 百万円となった。また、売上総利益は前述したように好採算物件の売却が無くなった影響により、同 22.3% 減の 1,807 百万円となった。

ソリューション事業分野の業績

(単位：百万円)

	売上高			売上総利益			売上総利益率	
	21/5 期	22/5 期	増減率	21/5 期	22/5 期	増減率	21/5 期	22/5 期
物件販売	6,878	7,080	2.9%	2,026	1,307	-35.5%	29.5%	18.5%
賃貸収入	905	1,002	10.7%	402	533	32.5%	44.5%	53.2%
その他収入	192	240	25.1%	-102	-33	-	-53.4%	-14.0%
合計	7,976	8,323	4.4%	2,326	1,807	-22.3%	29.2%	21.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

物件販売のうちリースバック事業の売上高は、前期実績の 29.0 億円から 53.1 億円に増加した。内訳を見ると、不動産ファンドへの譲渡で 4,437 百万円※、物件売却で 880 百万円を計上した。その他の収益不動産物件の売却については減少し、アセットシェアリング事業についても販売実績が無かった（前期実績は 560 百万円）。賃貸収入については保有物件の増加により増収となり、その他収入については 2020 年 1 月に開業したホテル「LANDABOUT（ランダバウト）」（東京都台東区）の稼働率上昇等により増収となった。

※ 2021 年 8 月に 88 件を合同会社あんぱい LB2 号に 1,843 百万円で譲渡したほか、2022 年 3 月に 173 件を合同会社あんぱい LB3 号に 2,594 百万円で譲渡した。帳簿価格は合計で 3,666 百万円。

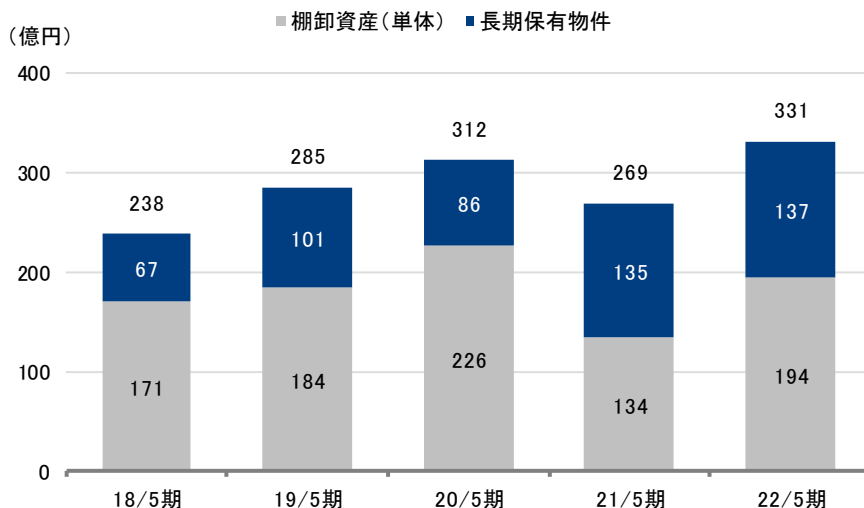
積極的な仕入活動により総資産が増加

3. 財務状況と経営指標

2022 年 5 月期末の総資産は前期末比 4,636 百万円増加の 40,932 百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が 1,786 百万円減少した一方で、たな卸資産が 6,127 百万円増加した。たな卸資産の内訳を見ると、通常物件が 39 億円増加の 125 億円、賃貸物件が 21 億円増加の 69 億円となっている。また、固定資産についても長期保有収益物件が同 1 億円増加の 137 億円となっており、これら収益不動産物件を合計すると同 61 億円増加の 331 億円とここ数年ではもっとも高い水準まで積み上がったことになる。これらは今後の事業拡大に向けての意図した積み上げであり、弊社ではポジティブに評価している。なお、物件仕入額については前期比 62 億円増の 242 億円、うちリノヴェックスマンションで同 39 億円増の 200 億円、その他物件で同 25 億円増の 41 億円となっている。

業績動向

収益不動産物件の期末保有残高



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

負債合計は前期末比 4,243 百万円増加の 28,953 百万円となった。未払法人税等が 486 百万円、匿名組合出資預り金が 453 百万円、その他流動負債が 497 百万円それぞれ減少した一方で、収益不動産物件の取得資金として有利子負債が 5,612 百万円増加した。また、純資産合計は前期末比 392 百万円増加の 11,978 百万円となった。配当金 325 百万円の支出があった一方で、親会社株主に帰属する当期純利益 643 百万円を計上したほか、自己株式の処分により 66 百万円の増加要因となった。

経営指標を見ると、有利子負債の増加により自己資本比率が前期末の 31.9% から 29.2% に低下し、有利子負債比率が 179.2% から 220.4% に上昇した。有利子負債については事業拡大のための資金調達手段となるが、最近ではクラウドファンディングを活用するなど資金調達の多様化にも取り組んでいる。2023 年 5 月期に入ってから新たに京葉銀行からサステナビリティ・リンク・ローン (SLL) ※による資金調達を実施したことも発表しており、今後もサステナブル・ファイナンスを活用しながら、省エネリノベーション「ECOCUBE」の育成を図っていく方針となっている。

※ SLL は、融資先の SDGs・ESG 戦略におけるサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット (SPTs) に対する達成状況に連動して貸付条件を変動させることで、融資先の目標達成を促進し、持続可能な経済活動を支援するローン。今回の SLL の KPI には、同社が取り扱う「ECOCUBE」仕様のリノベーションマンションの販売件数を選定し、その販売件数が増加していくことを SPTs として設定した。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	19/5 期	20/5 期	21/5 期	22/5 期	増減額
流動資産	25,101	28,327	20,559	25,101	4,541
(現金及び預金)	5,500	4,947	6,215	4,428	-1,786
(たな卸資産)	18,648	22,918	13,642	19,769	6,127
固定資産	11,654	10,269	15,736	15,831	94
総資産	36,756	38,596	36,296	40,932	4,636
流動負債	14,863	17,698	15,610	18,775	3,164
固定負債	11,229	10,262	9,098	10,178	1,079
負債合計	26,093	27,961	24,709	28,953	4,243
(有利子負債)	23,879	24,924	20,750	26,363	5,612
純資産合計	10,663	10,635	11,586	11,978	392
(安全性)					
自己資本比率	29.0%	27.5%	31.9%	29.2%	-2.7pt
有利子負債比率	224.3%	234.7%	179.1%	220.4%	41.3pt
(収益性)					
ROA (総資産経常利益率)	4.0%	2.0%	5.1%	2.7%	-2.4pt
ROE (自己資本利益率)	8.0%	4.9%	10.2%	5.5%	-4.7pt
売上高営業利益率	4.5%	2.9%	5.3%	3.8%	-1.5pt

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

「ECOCUBE」の拡販で脱炭素社会の実現と QOL の向上に貢献しながら高成長を目指す

1. 中期経営計画

2022 年 7 月に同社は中期経営計画を発表した。ビジョンとして「すべての人にリノベーションで豊かな生活を」を掲げ、循環型リノベーションモデルを展開していくことで、サステナブルな社会づくりに貢献しながら高成長を目指していく方針を打ち出した。具体的には、省エネルギー「ECOCUBE」を全国に普及拡大していくことで、CO₂ の削減を図るとともに快適な住環境を提供し、住む人の QOL の向上に貢献していく。また、不動産取引の DX 化を進めるべく、より多くの参加者が公平な取引を可能とする不動産直販プラットフォーム「FLIE」を育成していく考えだ。

今後の見通し

業績数値目標としては、2025 年 5 月期に売上高 591 億円、営業利益 26 億円、経常利益 23 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 15 億円を掲げ、ROE は 10% 以上の水準を目標に設定した。3 年間の年平均成長率は売上高で 17.9%、営業利益で 26.0% となる。2023 年 3 月期は新規事業分野等への先行投資負担増により増収減益計画となるが、2024 年 5 月期以降は利益ベースでも成長ステージへと移行する見通しだ。事業セグメント別ではリノベーション事業分野が成長をけん引し、ソリューション事業分野については安定収益基盤として着実な成長を目指していくことになる。営業利益の構成比で見ると、リノベーション事業分野が 2022 年 5 月期の約 6 割から 2025 年 5 月期は約 7 割まで上昇するイメージとなる。また、新規事業への投資やブランディング強化、人員・システム関連等の成長投資は、累計で 31 億円を計画している。

中期業績目標

(単位：億円)

	22/5 期 実績	23/5 期 計画	24/5 期 計画	25/5 期 計画	年平均 成長率
売上高	361	424	507	591	17.9%
営業利益	13	9	17	26	26.0%
経常利益	10	6	13	23	32.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	6	4	9	15	35.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) 「ECOCUBE」について

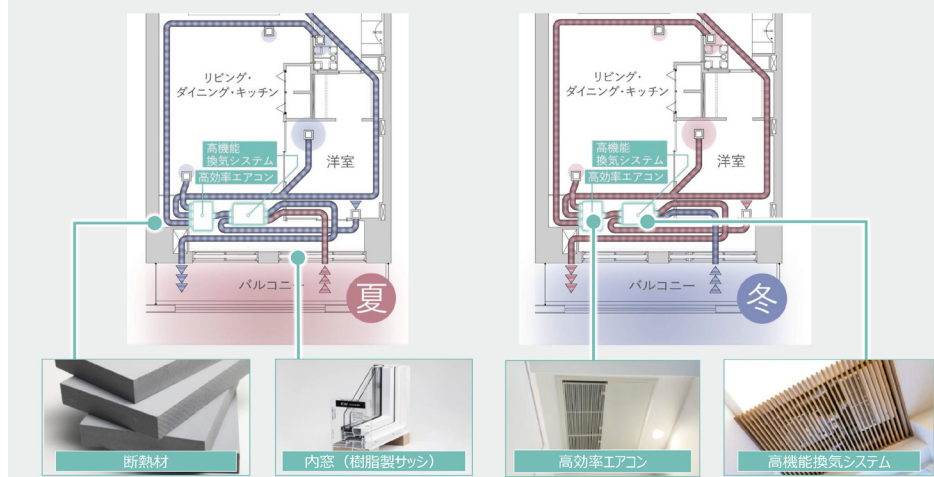
戦略商品となる「ECOCUBE」とは省エネ型リノベーションマンションのことで、戸別に温熱計算※を実施し、最適な断熱性・気密性を維持するための断熱施工（高性能断熱材や樹脂製サッシによる内窓の設置等）を行うとともに、高効率エアコンや高機能換気システムを設置することで、快適な生活環境の提供と省エネルギー化による経済メリットを実現した商品となる。同社では 2011 年から省エネ型商品の開発販売に着手し、改良を重ねて 2021 年 7 月に「ECOCUBE」として再リリースした商品となる。既存住宅のリノベーションに「省エネルギー + QOL の向上」という付加価値を加えたもので、政府が目指す脱炭素社会の実現にも貢献する商品となる。

※ 省エネ住宅設計支援ツールに、物件の立地や構造等の条件に合わせた同社基準を用いて、施工前とリノベーション後の住戸エネルギー消費量や冷暖房費、エアコンのシミュレーションを行い、そのうえで快適な住宅性能を備えるための施工計画を策定する。

今後の見通し

「ECOCUBE」による断熱、換気システム

■ 高機能な断熱、換気システムを組み合わせることで、大幅に冷暖房費を削減



出所：中期経営計画より掲載

ECOCUBE の特徴

特徴	内容
快適な空気	花粉や粉じんなどを取り除く換気フィルターが内蔵された熱交換式第1種換気設備によって、常に効率的に新鮮な空気を取り込む。
健康に良い	断熱性の高い住宅で室温がある一定以上の住宅では、ヒートショックの防止や高血圧の防止等の効果があるという調査報告がなされている。
結露しにくい	断熱材や樹脂サッシで断熱性を高めたことで、住戸内温度差が少なくなり、結露が発生しにくくカビの発生を抑制できる。
省エネ・経済的	温熱計算に基づき、樹脂サッシや断熱材を施すことで気密性・断熱性を高め、さらに外気を室温に近づけて取り込む熱交換式第1種換気設備を設置することで冷暖房効率が向上。リノベーション前と比較して冷暖房費を抑制できる。
CO ₂ 削減	断熱性を向上することによって冷暖房エネルギーの消費量を削減し、CO ₂ の削減に貢献。

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

販売価格は平均的なリノヴェックスマンションの場合、1割程度高くなるものの、冷暖房機器の消費電力が従来比で大幅に削減可能※となるほか、省エネ住宅ローン減税や自治体の補助金事業の対象になっているケースもあることから、割高感は薄まるものと考えられ、省エネリノベーション商品として今後、需要が拡大していくものと期待される。

※ 1LDK (約 65m²) で入居者数 2 名、平均外気温 16℃ の場合、年間の冷暖房費は従来の 10.8 万円から 1.1 万円と約 89% 削減できた事例がある。

ECOCUBE が対象となる住宅ローン減税の概要

	借入限度額		控除期間
	22-23 年入居	24-25 年入居	
ZEH 水準省エネ住宅	4,500 万円	3,500 万円	13 年間
省エネ基準適応住宅	4,000 万円	3,000 万円	

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

フリエ住まい総研が省エネ住宅に関するアンケート調査を実施したところ、省エネ住宅の認知度は 69.5% と高く、このうち住宅購入の際に省エネ住宅を選ぶかという問いに対して、76.8% が「Yes」と回答している。理由としては、光熱費が抑えられるとの回答が 90% 弱と多く、次いで環境への配慮や快適性などの回答が上位に並んだ。一方で、「No」と回答した人の理由として最も多かったのは、価格の割高感で 64% を占め、次いで候補物件が限られるとの回答が 40% を占めた。こうしたアンケート結果から見ても、「ECOCUBE」の成長余地は大きいことがうかがえる。価格面については、補助金や減税制度の活用、並びに光熱費の削減効果が認知されればある程度解消されるほか、候補物件が限られるという回答については、候補物件があれば購入に前向きとなる潜在顧客層と見ることが出来るためだ。

省エネ住宅に関するアンケート調査

住宅購入の際に省エネ住宅を選ぶか？

Yes	76.8%	No	23.2%
理由		理由	
光熱費が抑えられるため	89.9%	価格が高い	64.0%
環境に配慮するため	42.6%	候補物件が限られる	40.2%
快適性が高い	32.7%	省エネ家電等に対応するため	15.9%
補助金・減税制度がある	29.8%	省エネに対する知識がない	13.4%
売却しやすい	2.9%	設定・操作が複雑な印象がある	11.6%
その他	0.4%	省エネの必要性がわからない	9.1%
		その他	4.3%

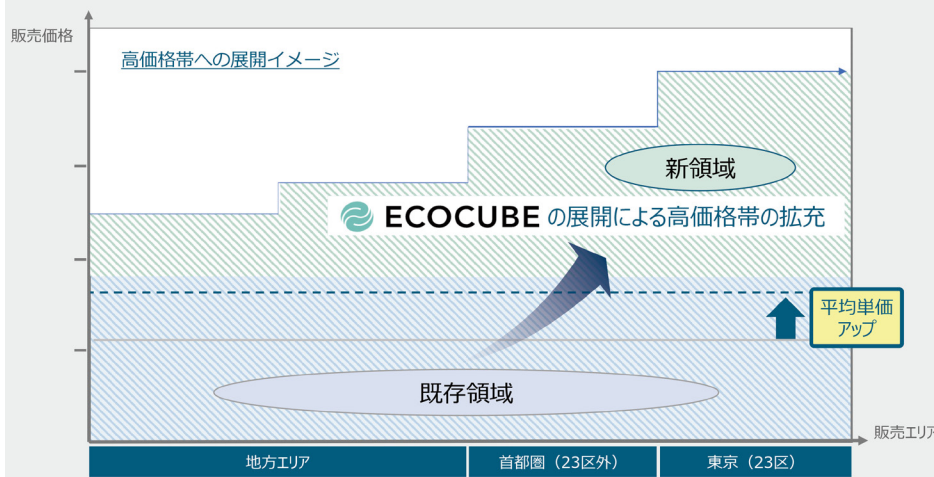
出所：フリエ住まい総研（2022 年 6 月 14 日～18 日、20 歳以上の 1,018 人に調査）

今回の中期経営計画では、2025 年 5 月期におけるリノヴェックスマンションの販売目標を 1,603 件としており、このうち約 50% となる 800 件を「ECOCUBE」とする計画となっている。2022 年 5 月期の実績については非開示だが、施工件数ベースで 100 件を超えた水準だったと見られる。また、「ECOCUBE」に関しては高付加価値商品となるため、高価格帯の物件を積極的に仕入れて、環境・健康・省エネ志向の高い顧客にリーチしていく方針となっている。このため、リノヴェックスマンションの平均販売単価についても今後、上昇していくことが見込まれている。

今後の見通し

同社の高付加価値リノベーションによる高価格帯の拡充

- リノヴェックスマンションの「エコキューブ」導入率を拡大
- より高価格帯での積極展開により、環境・健康・省エネ志向の高い顧客にリーチ



出所：中期経営計画より掲載

リノヴェックスマンションの販売目標と「ECO CUBE」の導入計画

	22/5 期 実績	23/5 期 計画	24/5 期 計画	25/5 期 計画	年平均 成長率
販売戸数	1,129	1,247	1,439	1,603	12.4%
うち、エコキューブ導入数	-	500	650	800	-
エコキューブ導入率	-	40%	45%	50%	-

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

ちなみに、今後 3 年間で累計 1,950 件の「ECO CUBE」を販売したとすると、CO₂ の削減効果は年間 975 トン、杉の木換算で約 11.1 万本分（東京ドーム換算で約 24 個分）に相当するとの試算※もある。政府は脱炭素社会に向けた取り組みとして、2030 年までに温室効果ガスを 46% 削減（対 2013 年比）し、このうち家計部門については CO₂ 排出量を 66% 削減することを目標に掲げている。国内の CO₂ 排出量のうち、家計部門で 15.9% を占めているためだ。目標を達成するため、新築住宅等については 2025 年度から省エネ基準への適合を義務付ける改正建築物省エネ法も 2022 年 5 月に成立した。ただ、現行の省エネ基準（一定基準以上の断熱性能）を満たしている住宅は、既存住宅（約 5,000 万戸）のうちわずか 10% にとどまっており、こうした住宅に対して省エネリノベーションを促進すべく、補助金や減税などの支援策が取られ始めている状況にある。こうしたことから、「ECO CUBE」が普及していく環境にあることは間違いなく、同社が「ECO CUBE」を戦略商品としてリノベーション事業を拡大して好機が到来していると言える。

※ 延床面積 65m² の集合住宅を想定。北海道大学大学院工学研究院 環境システム工学研究所室試算による。

なお、同社は「ECOCUBE」の加速度的な普及を目指すため、FC 事業を展開する子会社、リコシスを設立し、2022 年 4 月より業務を開始している。自社で一定の販売実績を積み上げてから、FC 展開を始めるのが一般的であるが、同社では社会貢献につながることから、「ECOCUBE」を早期に普及させることを優先した。サービス内容としては、温熱計算や補助金申請代行のほか、設計施工や資材調達、営業等の各種サポートを行う。早期に加盟店 100 社体制を構築し、同社グループの安定成長を推進する事業として育成していきたい考えだ。加盟企業としては既存のリノベーション施工に関わる協力会社のほか、同業となる中古マンション買取再販業者などを想定している。

また、リノベーションマンション業界における差別化戦略として、同社はアフターサービスの充実も図っている。業界で初めてアフターサービス保証期間を 20 年間に延長[※]したほか、「1 年点検サービス」も首都圏から導入を開始し、順次エリアを拡大していく予定となっている。定期点検サービスを行うことで、LTV（顧客生涯価値）を向上し、新たなサービスへの展開も図っていくことにしている。

※ 2021 年 6 月より、アフターサービス保証期間を従来の 10 年間から最長 20 年間に延長した。

(2) 不動産直販プラットフォーム「FLIE」

同社は 2019 年 11 月に連結子会社、(株)FLIE を設立し、中古マンションの直販サイト「FLIE」の運営を開始した。同プラットフォームでは買主と売主（不動産会社）が直接やり取りするため買主は仲介手数料（取引物件価格の約 3%）が不要となるというメリットがある。2022 年 7 月時点で掲載物件数は首都圏のみで 1,500 件超、掲載事業者数も同社を含めて 20 社を超えるなど直販サイトとしては日本最大級の規模となっている。同社では物件掲載エリアを今後、全国に拡大していく予定にしており、データ連携機能やユーザーの利便性向上につながる機能の開発を進めている。

現在、スマートフォンでいつでも自由に物件内覧ができる、非接触型のセルフ内見システム「スマビュー」を開発し、一部物件でテスト運用を行っている。また、不動産物件の電子契約についても解禁されたことから、いずれはサイト上で電子契約を行う機能も実装されるものと予想される。当面は開発投資が先行することになるが、全国展開により取扱高が大きくなれば収益に貢献してくるものと期待される。現在は、成約手数料を売上として計上しているが、今後は各種付加機能を提供することで、掲載企業がそれら機能を利用する際の利用料金等も獲得していくことを想定している。

(3) 成長投資の内訳

2025 年 5 月期までの 3 年間の成長投資は累計で 31 億円を計画している。内訳は新事業分野で 10 億円、ブランディング強化で 11 億円、人員・システム増強で 10 億円となる。新規事業分野については「FLIE」の機能拡充等の開発費用のほか、「ECOCUBE」関連の費用も含まれる。また、ブランディング強化については「ECOCUBE」を含めたリノヴェックスマンションのブランディング費用が中心となる。リノヴェックスマンションについては「ECOCUBE」だけでなく、多彩な選択肢のデザインを揃えることで QOL の向上に貢献していくことにしている。人員については 2022 年 5 月期末の 327 名から 2025 年 5 月期は 428 名と 1.3 倍に増員する計画となっている。約 3 分の 1 を占める営業人員については現状の水準を維持し、1 人当たりの生産性向上（仕入件数の増加等）を図っていくことにしており、増員分の大半は新規事業分野や間接部門となる。

今後の見通し

先行投資の内訳

(単位：億円)

	23/5 期	24/5 期	25/5 期	3 年間合計
新事業分野	4	3	3	10
ブランディング強化	2	4	5	11
人員・システム増強	1	2	7	10
合計	7	9	15	31

※各期の数値は 22/5 月期を基準とした追加投資費用

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

2023 年 5 月期は新規事業分野への先行投資により増収減益を計画

2. 2023 年 5 月期業績の見通し

2023 年 5 月期の連結業績は、売上高で前期比 17.4% 増の 42,417 百万円、営業利益で同 31.8% 減の 930 百万円、経常利益で同 43.4% 減の 601 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 34.6% 減の 420 百万円を計画している。売上高についてはリノヴェックスマンションの販売額が同 17.3% 増の 30,776 百万円と回復することで増収に転じるが、新規事業分野等への先行投資費用が約 7 億円増加することが減益要因となる。

2023 年 5 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/5 期 (実績)				23/5 期 (計画)		
	通期	対売上比	上期	下期	通期	対売上比	前期比
売上高	36,139	-	19,247	23,170	42,417	-	17.4%
売上総利益	6,109	16.9%	3,128	3,856	6,984	16.5%	14.3%
販管費	4,745	13.1%	2,941	3,113	6,054	14.3%	27.6%
営業利益	1,364	3.8%	187	743	930	2.2%	-31.8%
経常利益	1,061	2.9%	27	574	601	1.4%	-43.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	643	1.8%	22	398	420	1.0%	-34.6%
1 株当たり当期純利益 (円)	74.55	-	2.58	46.02	48.60	-	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

事業セグメント別の売上高について見ると、リノベーション事業は前期比 21.5% 増の 338 億円となる見通し。リノヴェックスマンションは、販売件数で同 10.5% 増の 1,247 件、平均販売価格で同 6.2% 増の 2,468 万円を想定している。販売価格の上昇については、「ECOCUBE」の販売増に加えて資材価格の上昇に伴う価格転嫁の影響も含まれている。また、資材調達遅延の影響については一部残っているものの、標準品に切り替えるなどして対処できているようだ。売上総利益率に関しては前期比で若干の低下を見込んでいる。リノベーション内装事業の売上高は主に法人向けの受注増加により、前期比 23.0% 増の 18.2 億円を見込んでいる。

今後の見通し

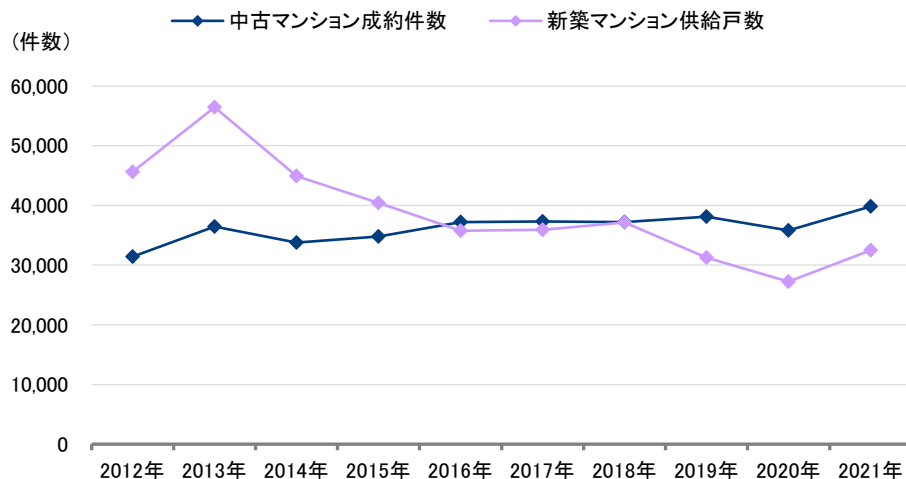
ソリューション事業の売上高は前期比 3.3% 増の 86 億円となる見通し。物件販売について前期はリースバック事業で 2 回の流動化を実施したが、2023 年 5 月期は 1 回を予定しており、アセットシェアリング商品の販売予定も無く、その他の収益不動産物件の販売増を見込んでいる。リースバック事業については提携先からの仕入だけでなく、自社でも仕入強化を図るべくテレビ CM を放映し、同社のサービスブランド「あんぱい」の認知度向上を図っていくことにしている。

マンション市場は新築から中古市場に主役が交代し、 今後は省エネ型リノベーションの需要が拡大する見通し

3. リノベーションマンション市場の中長期見通し

2021 年の首都圏におけるマンションの販売動向について見ると、中古マンションは前年比 11.1% 増の 39,812 件と過去最高を更新し、新築マンションも同 23.5% 増の 33,636 件と増加に転じた。2016 年以降 6 年連続で新築を中古マンションが上回る状況となっており、マンション市場において中古マンションの位置づけは年々高くなっていると言える。2022 年については新築マンションが 3.25 万件と増加基調が続く見込みとなっているのに対して、中古マンションは 1 ～ 6 月で前年同期比 14.1% 減の 18,285 件とやや低調に推移していることから、その差はやや縮小する可能性がある。

首都圏のマンション市場動向



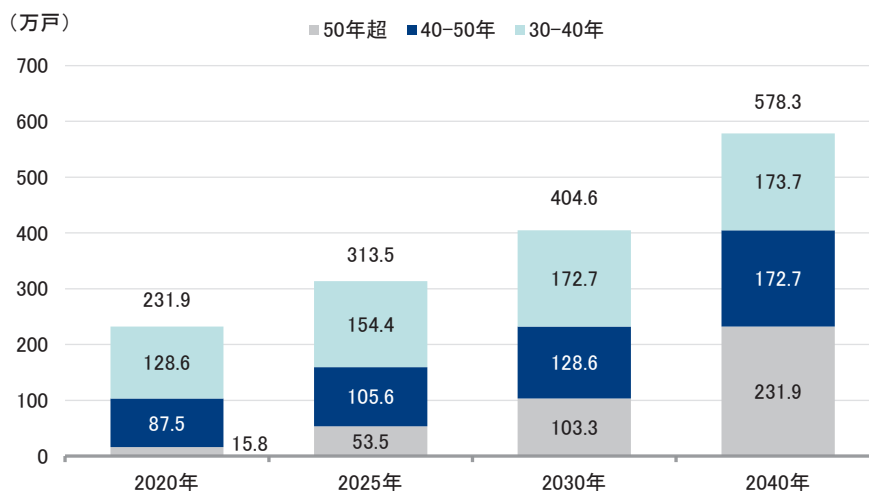
出所：（公財）東日本不動産流通機構、（株）不動産経済研究所よりフィスコ作成

インテリックス | 2022 年 9 月 2 日 (金)
8940 東証プライム市場 | <https://www.intellex.co.jp/company/ir/>

今後の見通し

ただ、中長期的に見れば中古マンション市場は今後も安定して推移し、リノベーションマンションについては着実な成長が見込まれる。国土交通省の調べによれば、全国のマンションストックは 2020 年時点で 675.3 万戸、このうちリノベーションが必要とされる築 30 年以上の物件は 231.9 万戸と 3 割強を占めているが 20 年後の 2040 年には約 2.5 倍の 578.3 万戸に拡大すると予想されているためだ。マンションの 1 棟建て替えには居住者の同意が必要であり、実現が容易でないことも戸別のリノベーションマンション市場拡大を後押しする要因となる。実際、これまでマンション建て替えの実績は全国で 263 棟 (2021 年 4 月時点) にとどまっている。リノベーションマンションのなかでも今後は省エネ型のリノベーション需要が拡大していくと予想され、同分野で先行し内装工事でも豊富なノウハウと実績を誇る同社にとって成長余地は大きいと弊社では見ている。

築年数別マンションストック数の試算



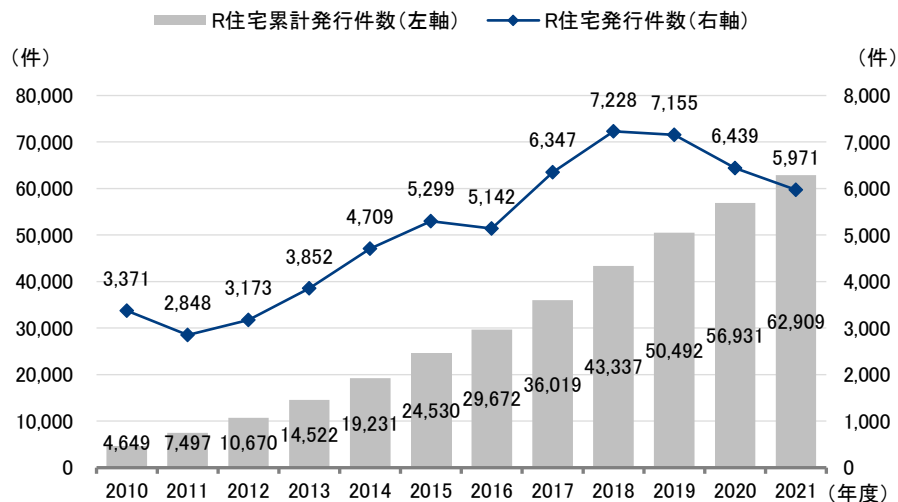
出所：国土交通省のデータよりフィスコ作成

なお、リノベーション住宅の認知度向上と流通促進を目的に同社等が発起人となって発足した（一社）リノベーション協議会が、優良なリノベーション品質基準を満たした住宅に発行する保証書「適合リノベーション住宅（R住宅）」の累計発行件数は 2021 年度末で 62,909 件となり、このうち同社のシェアは約 23% とトップシェアとなっている。また、2021 年度についても発行件数は前期比 7.4% 減の 5,971 件、このうち同社は 1,064 件と約 18% を占めトップシェアを維持している。会員数が 2009 年の発足時から増加しているため※、直近のシェアはやや低下しているものの、今後も業界最大手として省エネリノベーション商品を積極展開していくことで、市場をけん引していくものと予想される。

※ 2022 年 3 月時点で 826 会員と 2009 年の発足時から約 7 倍に増加している。

今後の見通し

適合リノベーション住宅(R住宅)発行件数



出所：(一社)リノベーション協議会資料よりフィスコ作成

2027 年 5 月期に経常利益 32 億円を目指すことで、 東証プライム市場の上場維持基準をクリアしていく方針

4. プライム市場の上場基準適合に向けた取り組み

(1) 上場維持基準の適合に向けた基本方針

2022 年 4 月の東京証券取引所の市場区分見直しにおいて、同社はプライム市場に移行した。ただ、移行基準日(2021 年 6 月 30 日)におけるプライム市場の上場基準に対する適合状況では、流通株式数、流通株式比率、1 日平均売買代金でクリアしたもの、流通株式時価総額が 35.93 億円と基準の 100 億円を下回る状況となっていた。このため、同社は上場維持基準を充足するための計画書(2027 年 5 月期までを計画期間と定める)を 2021 年 12 月に東証に提出している。

プライム市場の上場維持基準適合状況

	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率	1 日平均売買代金
移行期準備時点	46,151 単位	35.93 億円	51.6%	0.22 億円
上場維持基準	20,000 単位	100 億円	35%	0.2 億円
適合状況	○	×	○	○

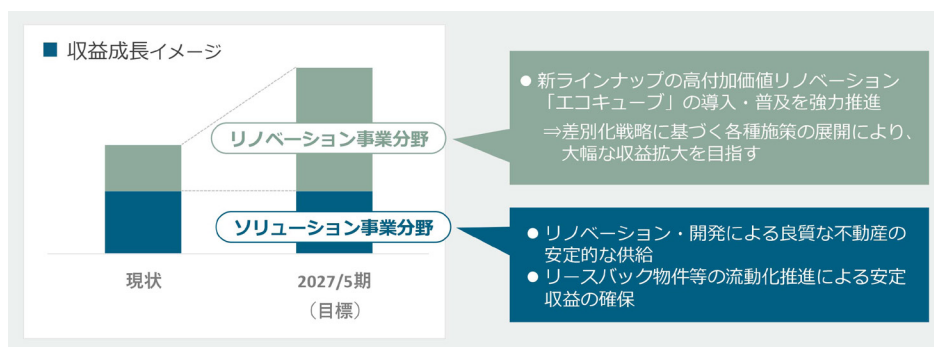
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

流通株式時価総額 100 億円に向けた基本方針として、同社は以下の 3 点を掲げている。

a) 新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書及び中期経営計画に沿った業績向上

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」及び「中期経営計画」において、同社は省エネリノベーション「ECOCUBE」の普及拡大とプラットフォーム事業の育成、並びにソリューション事業の着実な成長に取り組むことで、安定した事業ポートフォリオを構築し、収益の持続的成長を目指していく方針を打ち出した。定量的な数値目標として、2027 年 5 月に経常利益 32 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 22 億円、純資産 175 億円、ROE13% を設定した。2021 年 5 月期実績と比較すると、経常利益で 1.7 倍、当期純利益と純資産でおおよそ 2 倍の水準となる。

差別化戦略による同社の成長イメージ



出所：決算説明資料より掲載

収益目標が達成されれば、流通株式時価総額で 100 億円をクリアする可能性も高くなる。同社の 2021 年 5 月期までの過去 5 期間の平均予想 PER9.0 倍を前提とすれば、2027 年 5 月期の親会社株主に帰属する当期純利益で換算した流通株式時価総額は 102 億円となるためだ[※]。また、PBR (1 株当たり純資産倍率) で見た場合、現状は 0.4 倍と解散価値を下回る評価となっている。東証プライム市場の不動産セクター平均が 1.1 倍、リノベーションマンションの競合で売上高もほぼ同規模水準であるスター・マイカ・ホールディングス <2975> が 1.3 倍の水準で評価されていることを考えると評価不足は否めない。

[※] 9.0 倍 × 22 億円 × 51.6% = 102 億円。2022 年 7 月時点の東証プライム市場の不動産セクター平均 PER11 倍まで評価されれば 125 億円となる。

この要因として、リノベーションマンション市場の競争激化によって同社の業績がここ数年伸び悩んだことで、成長期待が剥がれてしまったことにありと弊社では考えている。逆に言えば、業績が成長軌道に復帰する道筋が確認されれば、PBR も 1 倍以上に評価される可能性が高まることになる。2027 年 5 月期に純資産が 175 億円まで拡大し、PBR で 1.1 倍程度に評価されれば流通株式時価総額で 99 億円となる[※]。2023 年 5 月期の業績は先行投資負担により減益となるが、2024 年 5 月期以降の利益成長の蓋然性が高まってくれば、現在割安に評価されている PBR の水準訂正が進むものと弊社では予想している。ちなみに、2022 年 5 月期末における収益不動産物件の保有残高は長期・短期合わせて 331 億円となっており、これら物件の平均粗利益率が 16% とすると 53 億円分の利益を内包していることになり、現在の時価総額 (約 50 億円) を上回る水準となっている。

[※] 1.1 倍 × 175 億円 × 51.6% = 99 億円。

b) コーポレートガバナンスの充実

同社は持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために、コーポレートガバナンスの強化を経営の重要課題として位置付けている。特に、2021 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、プライム市場に適用される原則を中心に、適用に向けて積極的に取り組んでいく方針だ。

プライム市場にのみ適用の改訂コーポレートガバナンス・コードの内容

内容	同社の対応
機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームの利用	2022 年 8 月開催の第 27 回定時株主総会より導入開始
開示書類のうち必要な情報について英語での開示・提供	株主総会招集通知、決算短信、決算説明資料等の英語版を提供済み
気候変動に係るリスク及び収益機会が自社に与える影響について、TCFD※と同等の開示の質と量の充実開示	・2022 年 6 月に代表取締役社長を委員長とするサステナビリティ委員会を新たに設置 ・TCFD に関する開示に向けたプロジェクトを立ち上げ、2024 年 5 月期における開示を目指す
独立社外取締役の 3 分の 1 以上の専任	取締役の 3 分の 1 (9 人中 3 人) を独立社外取締役として選任済み
構成員の過半数を独立社外取締役とする指名・報酬委員会の設置、及びその構成の独立性に関する考え方・権限・役割等の開示	指名報酬委員会を設置済みで、独立性に関する考え方・権限・役割等についてコーポレートガバナンス報告書にて開示済み

※ TCFD：気候関連財務情報開示タスクフォース

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

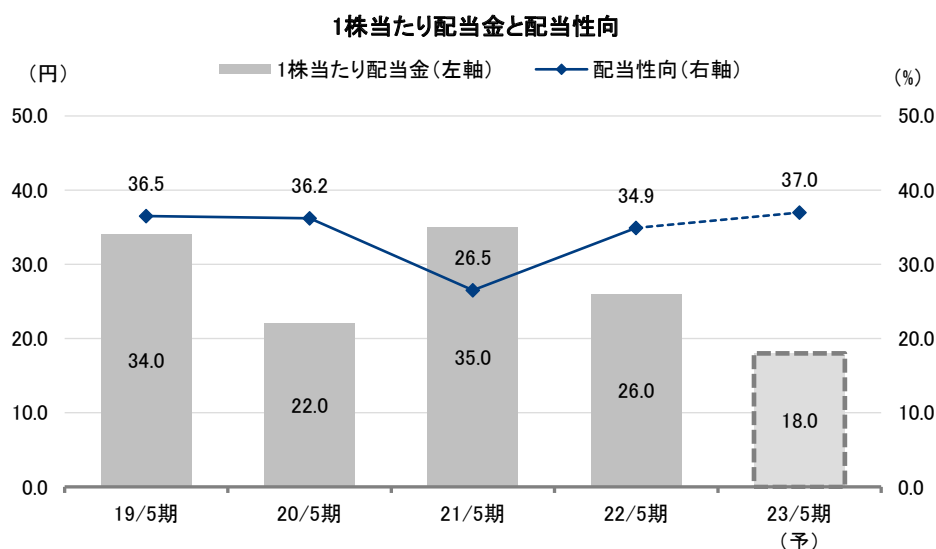
c) IR 活動の強化

同社は 2023 年 5 月期からスタートする 5 ヶ年の中期経営計画発表を皮切りに、積極的な IR 情報の発信及び中長期的視点での投資家とのコミュニケーションを図ることで、同社に対する認知・理解・賛同・投資機会を促していく。また、機関投資家向けだけでなく、個人投資家向け説明会の開催やメディア露出等の各種 IR 施策を積極展開していくほか、サステナブルな社会づくりに貢献する企業としての認知度を高めることで ESG 投資家へも訴求していく考えだ。特に、「ECOCUBE」の拡大によって環境ソリューションカンパニーとしての認知度が高まれば、株価バリュエーション面でも水準訂正が期待できることになる。

株主還元策

配当金は配当性向で 30% 以上を基本方針とする

同社は株主還元策として配当金による還元を基本に据えている。配当方針としては、財務体質の強化と内部留保の充実を図りつつ、業績連動型の配当政策を導入している。具体的には、配当性向（連結ベース）で 30% 以上を目安に配当を実施していく方針としている。2023 年 5 月期は減益計画となっているため、1 株当たり配当金も前期比 8.0 円減配の 18.0 円（配当性向 37.0%）を予定している。中期経営計画通りに業績が進捗すれば 2024 年 5 月期以降は増配に転じるものと期待される。



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp