

# イントランス (3237 東証マザーズ)

発行日: 2012/6/08  
 調査日: 2012/5/15  
 調査方法: 企業訪問

## 新経営陣で中核事業が黒字転換、財務体質は改善途上

### > 要旨

#### ◆ 中核事業が改善

・当中核事業であるプリンシパルインベストメント事業の 2012 年 3 月期売上高は 1,047 百万円(前単体比 38.3%減)だったが、総利益は 251 百万円と前単体比 538 百万円の改善となった。これは 2011 年 3 月期では、長期保有物件の棚卸資産評価損・売却損が約 5 億円あったため。

・2012 年 3 月期最終損益は 2011 年 3 月期単体実績比で大幅増益となり、この収益増により繰越損失は 900 百万円から 568 百万円へと減少。財務体質が改善となった。

#### ◆ 今期は大幅増収増益予想

・今 2013 年 3 月期業績は大幅な増収増益となる見込み。プリンシパルインベストメント事業において、売上高が 20 億円を上回る物件(担当アナリスト予想)である芝公園プロジェクトを売却予定のため。

・会社予想に比べ担当アナリスト予想が増額となっている。担当アナリストは、過去の実績に基づいたソリューション事業の収益性、芝公園プロジェクトを含めたプリンシパルインベストメント事業の利益寄与をそれぞれ予想した結果によるもの。

・前回レポートでは、KPI(業績指標)としてソリューション事業売上高を取り上げた。新経営陣による業績変化が具現化したため、今後は業績変動要因として販売用不動産の残高に注目したい。

### > 投資判断

#### ◆ 2015 年 3 月期からの配当を期待

・上場直後は配当を行っていたものの、2009 年 3 月期純損益赤字転落後から無配を継続している。今後は累損解消後の配当性向は 2 割を公言している。担当アナリストは 2014 年 3 月期の累損一掃と、2015 年 3 月期の復配を見込んでいる。

#### ◆ 下値は 21,000 円か

・不動産業界での株価評価を考えると、事業基盤の安定性が増さなければ、12 倍以上の PER 評価は難しいと思われる。したがって、配当などの株主還元が来期以降に期待されることもあり、株価は 21,000 円程度が下値と思われる。

業種: 不動産業  
 アナリスト: 松尾 十作  
 +81 (0)3-6858-3216  
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2012/6/1
株価(円)	27,500
発行済株式数	144,305
時価総額(百万円)	3,968
上場日	2006/12/25
上場来パフォーマンス	-22.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	11.9	7.9
PBR(倍)	3.7	2.5
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	72.3%	0.74

#### 【主要KPI(業績指標)】

	四半期	販売用不動産残高	売上高
2011.3期 1Q		1,511	39
2Q		1,587	76
3Q		1,645	58
4Q		284	2,182
2012.3期 1Q		1,594	230
2Q		2,378	726
3Q		2,095	666
4Q		2,334	80

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-6.7	29.5	32.6
対TOPIX(%)	4.3	50.5	54.5

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
 審査委員会審査済20120605

# イントランス (3237 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期
	実績P	実績C	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	2,386	1,702	4,100	4,102	2,612	2,822	3,032
前年比	---	---	140.9%	241.0%	-36.3%	8.0%	7.4%
営業利益	53	345	450	552	447	487	527
前年比	---	---	30.3%	160.0%	-19.0%	8.9%	8.2%
経常利益	16	293	400	502	387	417	447
前年比	---	---	36.5%	171.3%	-22.9%	7.8%	7.2%
当期純利益	15	331	400	502	253	241	257
前年比	---	---	20.6%	51.7%	-49.6%	-4.7%	6.6%
期末株主資本	700	1,062	—	1,564	1,817	2,008	2,213
発行済株式数	144,305	144,305	144,305	144,305	144,305	144,305	144,305
EPS(円)	113.4	2,303.4	2,775.8	3,486.0	1,756.9	1,673.6	1,784.7
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	350.0	360.0
BPS(円)	5,055.1	7,372.8	—	10,863.9	12,620.8	13,944.4	15,369.1
ROE	3.7%	37.1%	—	38.2%	15.0%	12.6%	12.2%
株価(円)	17,910	28,500	27,500	27,500	—	—	—
PER(倍)	158.0	12.4	9.9	7.9	15.7	16.4	15.4
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%
PBR(倍)	3.5	3.9	---	2.5	2.2	2.0	1.8

(注) P : 単体決算、C : 連結決算、2013/3 期以降連結決算、将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

## > 株価パフォーマンス



業績動向と今後の見通し

> 前2012年3月期実績

**<前2012年3月期の予想と実績>**

	2012年3月期予想		2012年3月期	
	会社期初	アナリスト	実績	前期比
売上高	1,380	1,886	1,702	-28.7%
営業利益	280	479	345	550.9%
経常利益	200	399	293	1731.3%
純利益	200	399	331	2106.7%

(出所) 前回レポート及び短信から作成

**中核事業の粗利が黒字転換**

◆中核事業の収益性が改善

2010年の株主総会後に経営陣が入れ替わり、2011年3月期に最終黒字転換したと同時に負の資産を処理。前2012年3月期は収益回復が鮮明となり、アナリスト予想を下回るものの上図表の通り会社期初予想を上回る着地となった。

中核事業のプリンシパルインベストメント事業は、同社のノウハウで不動産価値を高めることが可能と判断した物件を自己勘定により取得し、リニューアル(建物の設備等の改修)・リノベーション(住宅の改造工事)・コンバージョン(オフィスを集住宅に、商業ビルをオフィスに建物の用途変更を伴うリニューアル)などを行う。2012年3月期の当該事業売上高は1,047百万円(前単体比38.3%減)だったが、売上総利益は251百万円と前単体比538百万円改善した。これは2011年3月期に長期保有物件の棚卸資産評価損と売却損を約5億円計上するなど、負の資産処理が一巡したため。また、販売物件の購入から売却までの期間が平均6ヶ月と短期販売だったことも、収益性を押し上げた。なお、同事業売上高は、アナリスト予想並みだった。

**繰越損失は9億円から5億円強へ**

◆アナリスト予想と実績の乖離の背景はソリューション事業

ソリューション事業は、賃貸管理事業と入居者管理サービスを提供するプロパティマネジメント事業、コンサルティング事業が含まれる。同事業売上高は655百万円(前単体比5.0%減)だった。売上総利益率が8割を超えるコンサルティング事業売上高は、アナリスト予想784百万円に対し536百万円(同9.7%減)と伸び悩んだことで営業利益以下のアナリスト予想と実績が乖離となった。

◆バランスシート改善

2012年3月期最終損益は2011年3月期単体実績比で大幅増益となり、この収益増により繰越損失は900百万円から568百万円へと減少した。また、メインバンクであるみずほ銀行からの借入も再開するなど、販売用不動産の仕入れ資金が増加。これにより販売用不動産は期初284百万円、仕入れ2,849百万円、販売実績1,047百万円、期末不動産2,334百万円となった。

> 今2013年3月期予想

＜今2013年3月期予想＞

	会社	前期比	アナリスト	前期比
売上高	4,100	141%	4,102	141%
営業利益	450	30%	552	60%
経常利益	400	37%	502	71%
純利益	400	21%	502	52%

(出所)短信等から作成

芝公園プロジェクトで今  
期大幅増収益へ

◆大幅増収益予想

今2013年3月期業績は大幅な増収増益となる見込み。この要因は、プリンシパルインベストメント事業において、売上高が20億円を上回る物件(担当アナリスト予想)である芝公園プロジェクトを売却予定のため。この案件はプロジェクトを進めていた会社ごと旧投資家から取得。2011年5月26日に、有限会社ムーアゲイト・インベストメント(2010年6月期総資産14.9億円)を取得したリリースで公表されている。現状の容積率を確保するため、「床を抜く」手法でリノベーションしたウェディング施設を建設(2012年8月開業予定)。オペレータは「一家ダイニングプロジェクト」だが、高利回り金融商品として施設を売却予定。不良資産買取り【金融】と資産活性化【流動化】、そして不動産再生【価値創造】として高利回りが見込まれる不動産案件となった。

手持ちの案件では、①沖縄プロジェクト、②虎ノ門プロジェクト、が公表されている。①は那覇市のランドマークである那覇タワーを購入し、好立地を活かして不動産価値を最大限に引き出せる方法を企画・立案中。②は東京メトロ銀座駅から徒歩3分の商業地域に立地する築年数が古い3物件をまとめて購入。1物件は既に前期売却したが、2物件は通称マッカーサー道路に近い好立地を活かしたワンルームを開発予定となっている。

以上から、担当アナリスト予想は会社予想に比べ増額となっている。会社予想では事業別売上高予想が開示されていないものの、担当アナリストは過去の実績に基づいたソリューション事業の収益性と、芝公園プロジェクトを含めたプリンシパルインベストメント事業の利益寄与をそれぞれ予想した結果によるもの。

> 中期予想

前回のレポートでは予想が2期だが、今回は他レポートと同様に4期予想とした。2014年3月期はプリンシパルインベストメント事業が2013年3月期の反動減で一時的な落ち込みが予想されるものの、ソリューション事業の粗利で会社全体の販売費及び一般管理費を稼ぐ会社方針を織り込むとともに、銀行借入れによる仕入れ活動の強化などで中期的には堅調な伸びを見込んだ。

## 投資判断

### > KPI(業績指標)

#### 販売用不動産の残高に注目

前回レポートでは、K P I (業績指標)として収益性を維持していたソリューション事業の売上高を取り上げた。だが、新経営陣による業績変化が具現化したため、今後は業績変動要因として販売用不動産の残高に注目したい。販売用不動産は購入後1年以内での売却が基本となっており、前期実績の購入から売却までの平均期間は半年だった。今後は短期的なK P Iとして、四半期決算における販売用不動産の残高推移に着目したい。

### > 株主還元

#### 2015年3月期からの復配を期待

上場直後は配当を行っていたものの、2009年3月期純損益赤字転落後から無配を継続している。同社は累損解消後の配当性向2割を公言していることから、担当アナリストは2014年3月期の累損一掃と翌2015年3月期の復配を見込んでいる。

2010年5月発行の新株予約権(新株式39,500株)は発行済株式総数の27.4%に相当し、行使された場合はEPS等の希薄化が生じる。新株予約権の保有者は筆頭株主であり、会社の財務体質強化や収益向上に向けた戦略的な投資の観点から権利行使をする模様。したがって、既存株主の不利益につながる権利行使は避けることが想定される。

### > 今後の株価見通し

現在の株価水準は、担当アナリストの2016年3月期業績予想でPER16倍前後となる。予想PERでの割安感は特に感じられない。

不動産業界での株価評価を考えると、事業基盤の安定性が増さなければ、12倍以上のPER評価は難しいと思われる。したがって、配当などの株主還元が2015年3月期以降に期待されることもあり、株価は21,000円程度が下値と思われる。

なお、今後経営陣が株主からの信頼を獲得するためには、業績の回復基調を持続させることに加えて、会社の中期的な業績見通し及び新株予約権の行使や配当性政策など資本政策について、明確な方針を示す必要がある。こうした明確な方針や目標が示されることを期待したい。

## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

### ■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ $\beta$ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

#### 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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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