

# ホリスティック企業レポート

## 日本管理センター

### 3276 東証二部

フル・レポート  
2013年4月12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20130409

## 要旨

アナリスト: 馬目俊一郎  
+81(0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

### 1. 会社の概要

- ・同社は不動産オーナーから賃貸マンションやアパートなどを一括して借り上げ、一般入居者に転貸するサブリース事業が主力。主力の SSL は「収益分配型」「最長 35 年の長期契約」「損害保険による信用補完」で競合との差別化を図る。
- ・同社のビジネスモデルは、サブリース戸数の積み上げによるストック型ビジネスモデル。

#### 【主要指標】

	2013/4/5
株価 (円)	1,089
発行済株式数 (株)	9,070,400
時価総額 (百万円)	9,878

	前期	今期E	来期E
PER (倍)	19.5	15.3	12.9
PBR (倍)	5.2	4.3	3.5
配当利回り (%)	2.1	2.3	3.1

### 2. 財務面の分析

- ・13年12月期の会社予想は売上高が279.0億円、営業利益は10.2億円を見込む。子会社設立による連結決算移行で前期比較ができないものの、営業利益は実質2桁増益の見通し。
- ・当センターでは同社の営業利益成長を、今後3年間で年平均成長率23.5%増と予想。

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-4.3	4.7	-
対TOPIX (%)	-7.1	-7.7	-

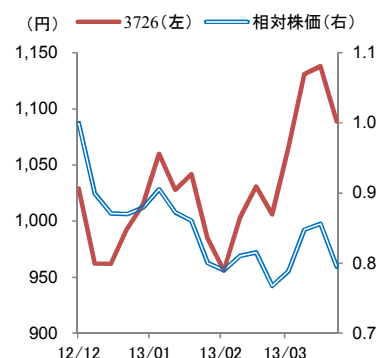
### 3. 非財務面の分析

- ・同社の強みは差別化された SSL と各種パートナーとの連携に加え、業界に長けた経営陣による迅速な意思決定。

### 4. 経営戦略の分析

- ・創業9年でサブリース業界9位に躍進した高いスピード感を評価。
- ・今後の注目点はサブリース事業の成長加速と、事業ポートフォリオの拡大。

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/12/10

### 5. アナリストの評価

- ・同業他社比較から業界の妥当 PER 水準を12倍～16倍と仮定。これに当センターの15年12月期予想EPS107.5円を当てはめると、同社の中期的な適正株価水準は1,300円～1,700円を想定。

#### 【3276 日本管理センター 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)
2010/12	15,514	35.1	321	95.6	331	89.8	176	201.3	209.8	1,217.6	20.0
2011/12	19,543	26.0	621	93.1	611	84.5	341	93.4	365.1	1,500.5	120.0
2012/12	23,551	20.5	866	39.5	854	39.6	489	43.1	111.6	417.2	45.0
2013/12 CE	27,907	-	1,027	-	1,029	-	637	-	70.3	-	25.0
2013/12 E	28,100	-	1,050	-	1,055	-	645	-	71.1	255.1	25.0
2014/12 E	33,520	19.3	1,280	21.9	1,285	21.8	765	18.6	84.3	314.4	34.0
2015/12 E	39,650	18.3	1,630	27.3	1,635	27.2	975	27.5	107.5	387.9	44.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。

(注)2013/12期は連結決算移行で前期比較なし。株式分割:12年4月1株→2株、12年10月1株→2株、13年4月1株→2株。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ サブリースで不動産オーナーのプロパティマネジメントを遂行

同社は不動産オーナーから賃貸マンションやアパートなどを一括して借り上げ、一般入居者に転貸するサブリースが主力事業。同社自身では不動産を持たず、「オーナー資産の最大化」をテーマに不動産の有効活用や資産運用などの「プロパティマネジメント＝賃貸住宅経営代行」を行う。

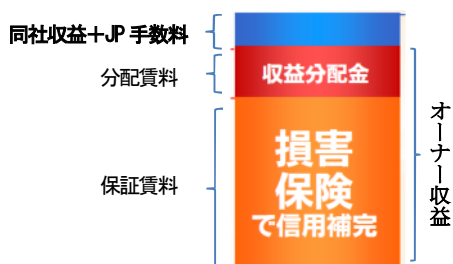
競争が厳しいサブリース業界にあって、2005年に市場参入した同社は後発のハンディをカバーすべく、独自の保険付収益分配型一括借上げシステム「スーパーサブリース」(以下：SSL)で同業他社との差別化を図っている。SSLは従来の保証賃料固定型サブリースと違い、同社が査定・算定した「保証賃料」を上回った場合は、不動産オーナーに「分配賃料」が支払われる収益分配型。通常、SSLには保証賃料が総収益の70%・75%・80%を保証する3コースが用意され、オーナーの資金状況や資産運用スタイルで選択可能であり、基準を満たす新築物件であれば最長35年の長期保証を提供している。

また、入居者からの「集金賃料」が一定条件クリア後に保証賃料を下回った場合は、契約損害保険会社から上限30万円の保険金が支払われる。

プロパティマネジメントが主軸の同社は、同業他社のようにサブリース物件の建築工事やリフォーム工事などを行う建設部門を持たない。これを補完するのが全国をカバーするパートナー(加盟店)である。パートナーは大きく不動産系と建設系、介護系の3つに分類され、同社を含め相互牽制が働く仕組み。

建設系パートナーはサブリース物件の建築やリフォーム工事を請負、不動産系パートナーはサブリース物件の仲介・賃貸管理業務委託のほか、家賃相場や他社リプレース情報などのマーケティング情報を収集。その他、3年前にスタートした介護サービス付き高齢者向け住宅に特化した介護系パートナーなどを揃える。

図表1 SSLの収益イメージ



出所) 説明会資料より当センター作成

図表2 パートナーの種類 (2012/12期末)

分類	種別	社数
建設系	提携建築会社(コンストラクションパートナー:CP)	272社
	提携リフォーム会社(リフォームパートナー:RP)	262社
	提携高齢者住宅建築会社(シルバーパートナー:SLP)	27社
不動産系	提携賃貸管理会社(J'sパートナー:JP)	508社
介護系	提携介護会社(ふるさぽパートナー)	19社

出所) 説明会資料、有価証券報告書より当センター作成

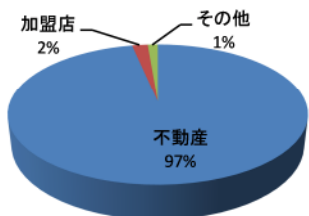
◆ 不動産収入が収益の柱

同社の売上高は「不動産収入」「加盟店からの収入」「その他の収入」に区分される。収益源の不動産収入は、入居者からの集金賃料のほか、建設系パートナー（CP・RP・SLP）から SSL 物件の建築受託時に受領する初期手数料や、不動産オーナーから徴収する事務手数料などで構成される。一方、コストは不動産オーナーに支払う保証賃料と分配賃料のほか、管理業務を委託する不動産系パートナー（J's パートナー）への管理委託報酬や入居者募集広告料及び保険料などとなる。

加盟店からの収入（以下：加盟店収入）は、建設系並びに不動産系パートナーから徴収する加入金と月会費で構成される。これらはパートナー種別でそれぞれ徴収金額が違い、加入金（イニシャルフィー）は150万円～400万円、月会費（ランニングフィー）は2万円～5万円。加盟店からの収入はコストフリーで売上総利益に直結し、各種パートナーとの契約期間は5年を基本に以後1年ごとの自動更新となる。

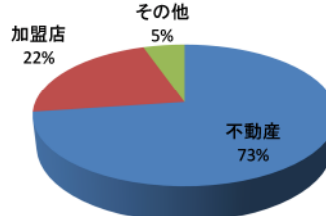
その他の収入（以下：その他収入）は主にブロードバンド「JPMC ヒカリ」の初期費用と月額使用料のほか、建築部材「フローリングそっくりさん」の販売収入などが計上される。

図表3 売上高構成比  
(12/12期:売上高235.5億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

図表4 売上総利益構成比  
(12/12期:売上総利益21.6億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

> ビジネスモデル

◆ サブリース戸数の積み上げによるストック型ビジネスモデル

同社のビジネスモデルは、サブリース戸数の積み上げによるストック型ビジネスモデルと考えられる。同社は建設部門を持たないため、サブリース物件の建築やリフォームなどのイニシャル売上高を自社に取り込めない。そのため同社の収益基盤と成長ドライバーを担うのは、家賃（集金賃料）などのランニング売上高となる。

ランニング売上高は「サブリース戸数×家賃（単価）×入居率」に分解でき、このうち家賃は周辺相場との競合で単価の変動が避けられないうえ、入居率も2012年12月期中平均で88.6%に達していることから伸び代が小さい。したがって、ランニング売上高の成長にはサブリース戸数の積み上げが不可欠である。

一方、収益面ではストックの積み上げに加え、入居率が重要となる。同社の全サブリース戸数に占める SSL (保証賃料+分配賃料) 比率は約 90%に達し、残りは通常のサブリース (保証賃料) が多数を占める。SSL は基本的にサブリース物件総収益の 70%、75%、80%を保証賃料とする 3 コースが設定されており、保証賃料率が高くなるにしたがって分配賃料率は下がる仕組み。したがって、サブリース物件の入居率が 100%に近づくにつれ、同社と J's パートナーの収益性が高まると予想される。

## > 市場構造とポジション

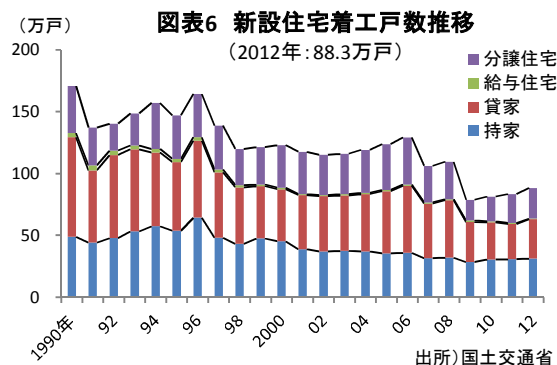
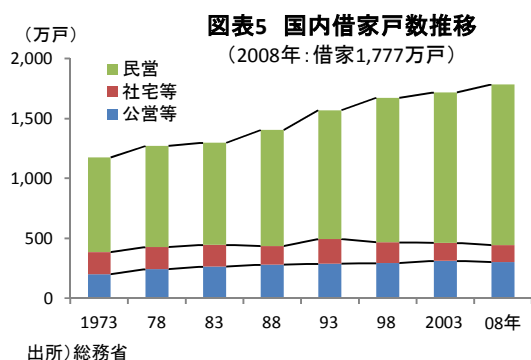
### ◆ 供給増が続く賃貸住宅

総務省の 2008 年住宅・土地統計調査によると、国内の住宅総数は 4,960 万戸で、このうち賃貸住宅 (借家) は 1,777 万戸と全体の 35.8%を占める。賃貸住宅は 80 年代後半のバブル期に節税対策として注目され、農地の宅地並み課税が導入された 92 年から不動産オーナーのニーズが高まるなど、賃貸住宅戸数は右肩上がり続けている。加えて、国土交通省の新設住宅着工戸数からも、賃貸住宅 (貸家) は中期的に供給増が継続する見通しである。

一方、若年層の人口減と本格的な高齢化社会を控え、賃貸住宅オーナーには厳しい経営環境の到来が予想される。賃貸住宅の供給増が続くなか、主要な借り手である若年層の人口減は需給ギャップをもたらし、既存ストック (賃貸住宅) を中心に空室率の上昇が顕著になっている。上記総務省調査によると、賃貸住宅の全国平均空室率は 03 年調査の 17.6%から 08 年調査では 23.2%に上昇。首都圏の空室率は概ね 10%台に留まるなど地域格差が生じるものの、空室率の上昇は賃貸住宅オーナーの収入減を意味する。

また、長期的には核家族化の進行で高齢者単独世帯の増加が予想され、世帯層の変化による賃貸住宅ニーズの多様化が想定される。高齢者のセーフティネットである介護保険制度は在宅介護を主眼に置き、コストを要する介護老人保健施設などの公的施設建設には消極的。民間の介護型有料老人ホームは増加しているものの、軽度な要介護者ニーズを満たす住宅の供給は不足する見通しである。

賃貸住宅のサブリース業界は、資産オーナーの節税対策や資産運用ニーズを取り込み、賃貸住宅の新築需要を背景に拡大してきた。今後は既存ストックなどの需給ギャップ解消や、介護サービス付き高齢者住宅など、多様化したニーズに対応しながらオーナー資産の最大化が求められる。



◆ サブリース戸数は創業9年で業界9位に躍進

サブリース業界における同社のポジションは、創業9年で業界9位に躍進している。2012年12月期末のサブリース戸数は、業界トップ(大東建託)の1/15程度(4.4万戸)に過ぎないものの、J'sパートナーを活用した他社リプレースが成長の原動力と考えられる。

また、介護サービス付き高齢者向け住宅「ふるさぼ」は、事業スタートから2年で管理戸数が業界13位の571戸に達した。管理戸数は業界トップ(中銀グループ)の1/5程度だが、同社は「ふるさぼ」を成長ドライバーの一翼に位置付けている。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は2002年に不動産賃貸管理事業及びサブリース事業を目的に福岡県で設立。03年に建設系(コンストラクションパートナー)と不動産系パートナー(J'sパートナー)制度を導入し、独自の保険付収益分配型一括借上システム「スーパーサブリース」をリリース。最長35年保証を提供するなど、先行企業との差別化を図りながらサブリース事業に本格参入し、本社を東京都に移転。

その後、全国主要都市(福岡、大阪、名古屋、札幌、広島、仙台)へのエリア拡大と、建設系パートナーを拡充(リフォームパートナー、シルバーパートナー)。オーナーの囲い込みを目的に賃貸住宅向けブロードバンドサービス「JPMCヒカリ」や、原状回復工事を短縮する「フローリングそっくりさん」などの販売開始と、サービス付き高齢者向け住宅の介護系パートナー(ふるさぼパートナー)を導入。

11年にJASDAQ上場。12年には連帯保証人サービス「JPMCトラスト」と、投資物件売買サポート「イーベスト」をリリースするとともに、東京証券取引所市場第二部に上場した。

13年に賃貸住宅斡旋・仲介子会社 JPMC エージェンシー設立で、13年12月期から連結決算に移行する予定である。



#### ◆ 経営理念

同社の企業理念は、「先人達が作り上げた『管理業』を昇華させ、賃貸住宅経営を通じて、それに関する全ての人々（オーナー・入居者・従業員）に『ウェルス』と『安心・安全・安定』を提供続ける」こと。

また、経営方針としては、

- オーナー資産の最大化
- ポジティブマインドの徹底
- 全社員の経営参加

を掲げている。



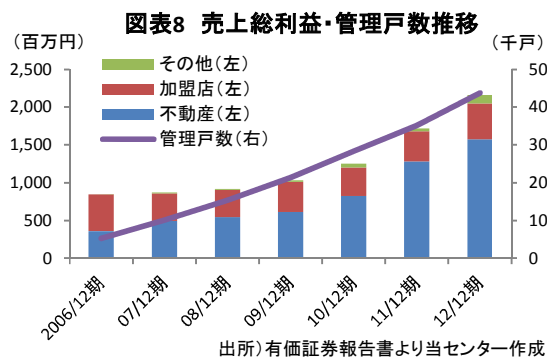
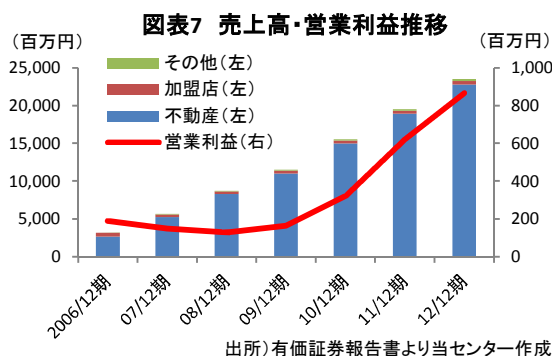
## 2. 財務面の分析

### ➤ 過去の業績推移

#### ◆ サブリース戸数の積み上げが成長の原動力

過去の業績推移をみると、売上高はサブリース戸数（管理戸数）の拡大とともに成長を続け、利益面では固定費増（人件費等）を不動産収入の粗利（売上総利益）増で吸収した2010年12月期から営業利益のモメンタムが大きく変化している。

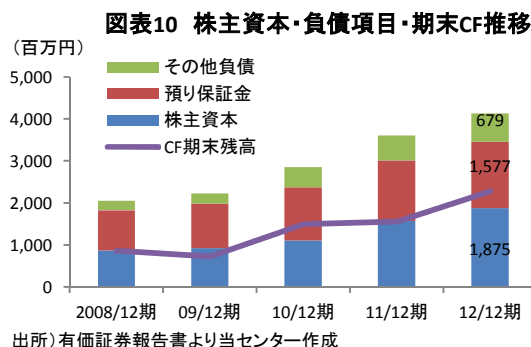
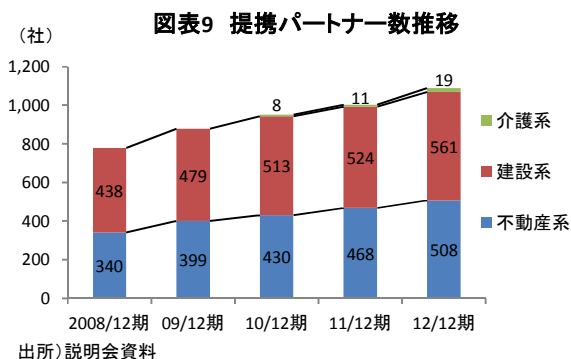
このモメンタムの変化は、ストック（サブリース戸数）の積み上げを主因に、入居率の上昇が不動産収入の粗利率を押し上げたと考えられる。不動産収入の粗利率は、期中平均入居率が85.6%だった10年12月期の5.5%から、同入居率が88.6%に上昇した12年12月期には6.9%に向上。これにストックの積み上げが加わり、同様に営業利益率は2.1%から3.7%に改善している。



#### ◆ 無借金経営で財務リスクは小さいと判断

一方、パートナーの増加に反して伸び悩んでいた加盟店収入（加盟店粗利）は、12年12月期にようやく増収に転じた。これはパートナーの構成比変化によるものと考えられる。イニシャルフィー（加入金）の大きなコンストラクションパートナーの新規加盟が止まるなか、イニシャルフィーに劣るJ'sパートナーとリフォームパートナーの新規加盟が増加するも、イニシャルフィー全体では減収に陥っていた。12年12月期はJ'sパートナーとリフォームパートナーに加え、イニシャルフィーの大きなシルバーパートナーの増加が、加盟店収入の増収要因と推察される。

他方、財務面のリスクは小さいと考えられる。同社は無借金経営で大きな固定資産を持たず、負債の多くは入居者敷金などの長期預り保証金である。当面は突発的なM&Aを除き、多額の投資等は計画されていない模様。



◆ 12年12月期は39.5%営業増益で着地

2012年12月期決算は売上が前期比20.5%増の235.5億円、営業利益は同39.5%増の8.6億円となった。

売上面では期末サブリース戸数が前期比8,535戸増の43,747戸となったことから、不動産収入は同20.3%増の227.7億円となったほか、パートナー企業数も新規114社獲得で加盟店収入が同20.5%増の4.7億円。その他収入は「フローリングそっくりさん」などの販売好調で同37.1%増の3.0億円となった。

利益面では体制整備などによる人員増で販管費が増加するも、ストックの積み上げによる不動産収入の粗利拡大と、新規パートナー獲得によるインシャルフィー増で固定費の増加を吸収した。

12年12月期は戦略面で、介護サービス付き高齢者向け住宅ふるさぼ事業のサブリース戸数を前期比69.9%増の571戸に拡大させたほか、連帯保証人代行サービス JPMC トラストと不動産オーナーの売買をサポートするイーベスト事業を立ち上げた。また、不動産収入の収益性アップを目論み、都市部のサブリース戸数増に取り組むが、同時に地方のサブリース戸数も拡大したため、平均サブリース単価上昇などのプラス効果はまだ発現していない模様。

> 同業他社との比較

◆ 同業他社比較では成長性に秀でる

サブリース競合他社比較として、業界上位の大東建託とレオパレス21、スターツコーポレーションを取り上げた。これら上位との比較では、事業規模の大小はもちろんのこと、ビジネスモデルの違いにも留意が必要であろう。同社はサブリースに特化した事業モデルだが、上位各社は建設からサブリースまで手掛けるなど事業ポートフォリオが多彩。なかでも大東建託のサブリースは、建設事業の付帯事業的な位置付けでしかない。

そのため、同社の売上高経常利益率は競合上位に比べ見劣りするものの、成長性は高いスピード感を維持している。

図表11 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		日本管理センター (2012/12期)	大東建託 (2012/3期)	レオパレス21 (2012/3期)	スターツ コーポレーション (2012/3期)
規模	売上高(百万円)	23,551	1,087,128	459,436	117,785
	経常利益(百万円)	854	84,239	2,349	10,087
	総資産(百万円)	4,148	569,079	264,783	133,040
	管理戸数(万戸)	4.4	69.4	55.6	37.6
収益性	自己資本利益率	28.4%	32.5%	4.8%	14.7%
	総資産経常利益率	22.0%	15.3%	0.8%	7.7%
	売上高経常利益率	3.6%	7.7%	0.5%	8.6%
成長性	売上高成長率(3年平均)	27.1%	4.4%	-14.4%	-0.6%
	経常利益成長率(同上)	37.2%	4.4%	-63.1%	16.0%
	総資産成長率(同上)	23.1%	1.7%	-17.3%	1.7%
安全性	自己資本比率	45.2%	27.8%	12.8%	18.2%
	流動比率	404.3%	197.7%	49.9%	122.7%
	固定資産長期適合率	40.6%	45.8%	184.5%	90.8%

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率は流動資産/流動負債。固定資産長期適合率は固定資産/(自己資本+固定負債)×100。

出所)各社有価証券報告書、説明会資料

## > 今後の業績見通し

### ◆ 13年12月期の会社予想は実質2桁営業増益を見込む

2013年12月期は子会社設立(賃貸住宅斡旋・仲介)による連結決算への移行で前期比較ができないものの、会社予想は売上高が279.0億円、営業利益は10.2億円を見込む。単体ベースの予想は売上高が前期比18.2%増の278.2億円、営業利益は同18.4%増の10.2億円と、2桁営業増益の見通しである。

この予想の前提として、新規獲得パートナー数は前期比22社減の92社を見込むものの、期末サブリース戸数を同10,253戸増の54,000戸、期中平均入居率は同0.2%ポイントアップの88.8%を計画している。これらを基に、不動産収入は前期比18.8%増の270.4億円、加盟店収入は同2.6%減の4.6億円、その他収入は同29.8%増の3.9億円を見込む。

なお、13年4月から賃貸住宅斡旋・仲介子会社JPMCエージェンシーが営業開始となるも、会社予想の連単差を確認すると、初年度は大きな業績寄与を見込んでいない模様。

#### ◆ 当センターは会社予想を若干上回る着地を見込む

当センターの2013年12月期予想は、売上高が281.0億円、営業利益は10.5億円を見込む。

これは会社予想を若干上回る水準であり、その要因として、1) J's パートナーの組織拡大による新規オーナー開拓と他社リプレースの推進、2) 賃貸住宅斡旋・仲介子会社活用で首都圏J's パートナーに支払う管理委託報酬の一部削減による収益性向上、3) ふるさば事業強化による介護系パートナーと建設系シルバーパートナーの拡大、などが予想される。

#### ◆ 今後3年間の営業利益成長率は年平均23.5%増を予想

当センターでは同社の今後3年間年平均成長率を、売上高が19.0%増、営業利益は23.5%増を予想し、2015年3月期は売上高396.5億円、営業利益16.3億円を見込む。

この予想の前提として、

1. サブリース戸数は年間10,000戸増ペース
2. 期中平均入居率は88%台後半を維持
3. SSLの大都市圏強化による単価の緩やかな上昇
4. 新規加盟店は建設系のリフォームパートナーとシルバーパートナーを中心に年間100社増

などを想定した。

また、新規事業の連帯保証人代行サービスは、従来J's パートナーが担っていた家賃集金を同社が直接行うもの。これは賃貸住宅斡旋・仲介子会社と同様にダイレクト管理を強め、J's パートナーへの支払い削減から収益性の向上が見込まれる。

一方、不動産オーナーの売買サポート事業は、取引金額に対して3%～5%程度の仲介手数料収入が予想されるものの、まだ実績等が公表されておらず、そのポテンシャルも予測できないことから、当センターの中期業績予想に織り込んでいない。

なお、住宅用家賃(サブリースを含む)は、短期的な貸付期間(1カ月未満)を除き消費税非課税のため、14年4月と15年10月に予定されている税率アップの直接的な影響は小さいと考えられるものの、増税を前に入居者のマイホーム取得機運が高まるリスクは考慮していない。

図表12 部門別売上高・売上総利益 (百万円)

	2011/12期	12/12期	13/12期 E	14/12期 E	15/12期 E
売上高	19,543	23,551	28,100	33,520	39,650
不動産収入	18,925	22,770	27,200	32,500	38,500
加盟店収入	394	474	490	520	550
その他収入	223	306	410	500	600
売上総利益	1,719	2,161	2,580	3,020	3,590
不動産収入	1,284	1,573	1,930	2,300	2,800
加盟店収入	394	474	490	520	550
その他収入	41	114	160	200	240

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

図表13 中期業績予想(簡易P/L) (百万円)

	2011/12期	12/12期	13/12期 E	14/12期 E	15/12期 E
売上高	19,543	23,551	28,100	33,520	39,650
(前期比)	26.0%	20.5%	-	19.3%	18.3%
売上原価	17,823	21,390	25,520	30,500	36,060
売上総利益	1,719	2,161	2,580	3,020	3,590
販売費一般管理費	1,098	1,294	1,530	1,740	1,960
営業利益	621	866	1,050	1,280	1,630
(前期比)	93.1%	39.5%	-	21.9%	27.3%
営業外収益	9	14	5	5	5
営業外費用	18	27	0	0	0
経常利益	611	854	1,055	1,285	1,635
(前期比)	84.5%	39.6%	-	21.8%	27.2%
特別利益	0	22	10	0	0
特別損失	8	9	0	0	0
税引前当期純利益	603	868	1,065	1,285	1,635
法人税等	283	383	420	520	660
調整額	-21	-4	0	0	0
当期純利益	341	489	645	765	975
(前期比)	93.4%	43.1%	-	18.6%	27.5%
株主資本	1,568	1,875	2,314	2,852	3,519
期末CF残	1,559	2,279	2,761	3,399	4,206

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

注) 2013/12期は連結決算移行で前期比較なし

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

##### ◆ 先行企業と差別化された SSL で業容を拡大

同社の知的資本における特徴は、独自の「収益分配型」「最長 35 年の長期契約」「損害保険による信用補完」による SSL (スーパーサブリース) と、新規オーナー開拓や他社リプレースなどの営業及び物件管理を担う J's パートナーとの強い連携と考えられる。

一方、業界に長けた少数精鋭の経営陣は、成長過程に求められる迅速な意思決定などで有利な半面、人的リスクを高めており、中長期的には人材育成が重要と考えられる。

図表 14 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・サブリース物件の入居者 ・各種パートナー	・サブリース戸数 ・加盟店収入	・4.4 万戸 ・4.7 億円
	ブランド ・保険付収益分配型一括借上げシステム(SSL)	・サブリース業界 ポジション	・9 位
	事業 パートナー ・全国をカバーする 1,000 社以上のパートナー ・保証賃料を補てんするアリアンツ火災海上保険との契約 ・全国の不動産オーナー	・パートナー数	・不動産系 508 社、建設系 561 社、介護系 19 社
組織資本	プロセス ・無借金で一括借上スキームを遂行 ・J's パートナーとの連携による新規開拓及び他社リプレース	・J's パートナー 数	・508 社
	知的財産・ ノウハウ ・独自サブリース方式の SSL ・最長 35 年の保証賃料	・SSL 管理戸数	・開示無し
人的資本	経営陣 ・業界に長けた少数精鋭の経営陣 ・取締役経営責任の明確化 ・経営のチェック機能	・取締役数 ・任期 ・社外監査役	・3 名 ・2 年 ・2 名
	従業員 ・ストックオプション制度によるインセンティブ	・新株予約権	・23.0 万株

出所) 有価証券報告書、ヒアリングを基に当センター作成。KPI の数値は 2012/12 期

#### > ESG活動の分析

##### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は有価証券報告書や説明会資料等において、環境保護に関する特段の言及はないものの、賃貸住宅の原状回復工事に販売される「フローリングそっくりさん」は、原材料にリサイクル材料を使用するなど、間接的ではあるが環境保護に少なからず貢献している。



#### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は有価証券報告書や説明会資料等において、社会的責任について特段の言及はないものの、上場企業としてステークホルダーに対する社会的責任を認識している。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

2012年12月期の有価証券報告書によると、同社の取締役は社長の武藤氏を含め3名で、社外取締役は招聘していない。一方、監査役は3名で、このうち社外監査役が2名となっており、経営のチェック機能は独立していると考えられる。

ただし、有価証券報告書で取締役会は4名で構成される旨が表記されていることから、今後新たな取締役就任の可能性が考えられる。

同社の筆頭株主は社長武藤氏の資産管理会社で、上位株主は取引先関係や金融機関が占めている。

武藤氏は国内最大級の不動産情報サイト HOME'S を運営するネクスト創設に携わり、その後アパマンショップホールディングス等を経て同社を設立。専務の武井氏はアパマンショップホールディングス、取締役の宮本氏は学習塾・介護事業の秀文社出身である。

現時点で同社の取締役は以上3名だが、今後の事業展開等を考慮すると、人的リスクを分散させる役員人事が求められよう。

図表15 大株主の状況 (%)

ムトウエンタープライズ	25.4
明和不動産	3.4
MBC開発	3.4
川口雄一郎	3.0
武藤英明	2.5
NORTHERN TRUST CO AVFC RE	
NORTHRN TRUST GUERNSEY NON	1.9
TREATY CLIENTS	
SBI証券	1.8
不動産中央センター	1.8
日本トラスティ・サービス信託銀行	1.6
大阪証券金融	1.6

出所)2012/12期有価証券報告書

図表16 所有者別状況 (%)

金融機関	14.5
法人	38.0
外国人	4.0
個人その他	43.5

出所)2012/12期有価証券報告書



## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 同社の経営戦略

同社の経営戦略におけるキーワードとして、

1. スピード (Speed)
  - ・ サブリース戸数は創業 9 年で業界第 9 位に躍進
  - ・ 「ふるさぼ」事業はスタート 3 年目で業界第 13 位に成長
  - ・ 今後もスピードを重視し、成長を加速させる
2. PM コア (Property Management Core)
  - ・ 今後も同社の収益力は PM 事業が基盤
  - ・ 全国展開で PM 力を駆使し、高い入居率を維持
  - ・ 業務プロセスを見直し、基幹システムの本格稼働により、無理無駄ムラを徹底排除
3. ダイレクト管理 (Direct Management)
  - ・ 都市部を中心にダイレクト管理に注力、収益体質を強化
  - ・ 2013 年 4 月、JPMC エージェンシー営業開始

などを掲げ、投資家に対し明確なメッセージを発信している。

また、売上高及び利益の先行指標として管理戸数と入居率を重要視し、管理戸数は年間 10,000 戸増、入居率は 88% 以上を目標としている。

一方、課題としては、1) 人材の育成、2) 持続的成長のための事業基盤の強化、3) 収益基盤の多様化、4) 収益性の向上、などと認識している。

### > 今後の戦略

#### ◆ 中期戦略

同社の中期戦略は、更なる PM (プロパティマネジメント) 事業の強化を中心に、新規事業の収益化を目指す。数値目標は、5 年以内にサブリース戸数 10 万戸を目標としている。

具体的な戦略は、

1. サブリース戸数の増大
  - ・ 現状のサブリース戸数 4.3 万戸を 5 年位以内に 10 万個体制に
  - ・ M&A、事業提携により規模の拡大を加速
2. PM 事業の強化
  - ・ 適正な家賃設定、入居率の向上による収益強化
  - ・ 新基幹システムの本格稼働による管理コストの削減
3. 新規事業の推進
  - ・ サービス付き高齢者向け住宅の強化、早期業界ベスト 5 が目標
  - ・ 昨年参入したイーベストを早期に立ち上げ

などを掲げている。

#### ◆ 長期戦略

長期戦略は、前述した企業理念と経営方針に則った内容で、各ステークホルダーに対する企業価値の向上が盛り込まれている。

時期は明確にしていないものの、数値目標はサブリース戸数 30 万戸、売上高 2,000 億円としている。

具体的な戦略は、

1. オーナーの資産価値の最大化
  - ・ 日本全国のオーナーへトータルコンサルティングサービスを提供
  - ・ 賃貸管理に加えて、資金の調達、運用などをソリューション
2. 入居者の満足度向上
  - ・ 「優良物件」を提供することで Win-Win の関係構築
  - ・ 入居者向けダイレクトサービスの充実
3. 社員の満足度向上
  - ・ 成長に応じた雇用の拡大と働き甲斐のある職場の実現
  - ・ 従業員平均年収 600 万円を目指す
4. 株主への確実な利益還元
  - ・ 資本コストを意識した業績の実現と資本・配当政策の実施
  - ・ 継続的な利益成長と増配を実施し、株主の期待に応えるなどを掲げている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 差別化された SSL と迅速な意思決定が強み

同社の強みは、後発であるが故に差別化された SSL と、少数精鋭経営陣による迅速な意思決定と考えられる。これにより同社は先行企業をキャッチアップし、創業9年で業界9位に躍進するなど、高いスピード感を備えた事業運営を継続している。

図表 17 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> <li>・少数精鋭経営陣による迅速な意思決定</li> <li>・独自システムの SSL (スーパーサブリース)</li> <li>・ふるさぼ事業など幅広い年齢層向け品揃え</li> <li>・1,000 社を超えるパートナー組織</li> </ul>
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営陣の人的リスク</li> <li>・プロパティマネジメントに偏った収益構造</li> <li>・建設部門を持たないことによる収益機会ロス</li> <li>・不動産オーナーの中途解約リスク</li> </ul>
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> <li>・相続税・固定資産税の増税</li> <li>・高齢化によるふるさぼ事業の需要拡大</li> </ul>
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> <li>・相続税・固定資産税などの減税</li> <li>・マイホーム取得機運の高まり</li> <li>・人口減少と家賃相場下落</li> <li>・介護保険制度の箱物規制</li> <li>・礼金・敷金の返還訴訟</li> </ul>

出所) 当センター作成

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 高い成長を支える SSL とパートナーの全国展開

同社が創業9年で業界9位に躍進できた要因は、差別化された SSL (スーパーサブリース) の商品特性と、全国をカバーするパートナーに加え、経営陣の迅速な意思決定と推察される。

SSL は独自の「収益分配型」「最長35年の長期契約」「損害保険による信用補完」が商品特性。これで先行企業との差別化を図るとともに、不動産オーナーの運用スタイルにマッチした複数コースを設定するなど、新規開拓のみならず他社リプレースでサブリース戸数を積み上げてきた。

ここで大きな役割を演じているのがパートナーの存在であろう。同社は建設部門を持たないうえ、全国をカバーするには組織も小さいこと

から、サブリース物件の斡旋・賃貸管理や建設、リフォームなどの職種ごとにパートナー制度を構築。この各種パートナーとの連携が新規開拓と他社リプレースを可能としており、これにはサブリース業界に長けた経営陣の迅速な意思決定が深く関与していると推察される。

今後の注目点は、サブリース事業の成長加速と、事業ポートフォリオの拡大となろう。収益源のサブリース事業は、5年以内に管理戸数を現在の2倍超に相当する10万戸が目標。この取り組みとして、同社は不動産系J'sパートナーと建設系リフォームパートナーを拡充している。これは他社リプレースを強く意識したパートナー布陣と推察され、当面は他社リプレースによるサブリース戸数の積み上げが予想される。

また、サブリース事業の収益性強化策として、首都圏サブリース物件の家賃集金や斡旋・賃貸管理に対するダイレクト管理を進めて、J'sパートナーに支払う管理委託報酬の削減を図る。このコスト削減策で収益性の向上が見込まれるものの、業務がパートナー領域に踏み込むことでJ'sパートナーの反発を招きかねず、ダイレクト管理は家賃相場の高い大都市圏に限定される可能性が考えられる。

事業ポートフォリオの拡大ではふるさぼ事業が注目される。高齢化が進むなか、介護サービス付き高齢者向け住宅は長期的に需要拡大が見込まれるうえ、サブリース物件入居者のすそ野が広がることで、若年層の人口減少リスクをオフセット可能と考えられる。

また、入居者向けB to B to Cビジネスの可能性も否定できない。現在は賃貸住宅向けブロードバンドサービスを提供しているものの、この位置付けは不動産オーナーの囲い込みで、被他社リプレースリスクの回避的な意味合いが強い。同社はサブリース入居者という強い集客力を保有していることから、入居者向けサービス提供による収益源の多様化が期待される。

## > 利益還元策

### ◆ 配当性向 30%以上を明言

同社は株主への利益分配を重要な経営課題と位置付け、配当性向30%以上を明言している。過去の配当性向を見ると、2011年12月期は32.9%、12年12月期は記念配もあり40.3%。13年12月期は配当性向35.6%ながら実質増配を予想するなど、利益成長に応じた配当を継続する方針である。

また、資本政策は株式の流動性を勘案しつつ、12年12月期は株式分割1株→2株を2度、13年12月期も1株→2株の株式分割を実施している。同社は自己株取得をまだ実施していないが、資本コストを意識した財務戦略を表明していることから、中期的には自己株取得の可能性を否定できない。

当センターでは業績及びキャッシュフロー予想に基づき、中期的には配当性向 40%を意識した増配継続が可能と考えている。

## > バリュエーション比較

### ◆ 現在の株価バリュエーションはニュートラルと判断

同業他社比較から、同社の株価バリュエーションはほぼニュートラルと判断できる。企業規模が同業他社より小さいことから実績 PBR は割高に感じられるものの、業界の妥当 PER 水準を 12 倍～16 倍と仮定すると、当センターの今期予想 PER を前提とした現在の株価水準は、ニュートラルの範囲内と考えられる。

図表18 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	日本管理センター	大東建託	レオパレス21	スタート コーポレーション
株価(円)	1,089	7,850	469	1,037
今期予想PER(倍)	15.3	12.4	15.2	13.8
前期実績PBR(倍)	5.2	3.9	2.3	2.0
今期予想配当利回り	2.3%	4.1%	0.0%	1.9%
時価総額(億円)	98.8	6,327.9	888.5	497.6

注) 日本管理センターは当センター予想、その他は会社予想

注) 株価は4/5終値

## > 今後の株価見通し

### ◆ 中期的な適正株価水準は 1,300 円～1,700 円を想定

前述した業界の妥当 PER 水準に当センターの 2015 年 12 月期予想 EPS107.5 円を当てはめると、同社の中期的な適正株価水準は 1,300 円～1,700 円のレンジが想定される。

12 年 12 月の東証二部上場後は、株式分割調整後で概ね 900 円台中盤から 1,100 円のボックスで推移していたが、13 年 3 月末の株式分割を材料にボックスを一段階引き上げている。当センターの今期予想 PER など短期的なバリュエーションはフェアバリューの範囲内だが、中期的に利益成長が見込まれることから、株価は緩やかに下値を切り上げる動きが予想される。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

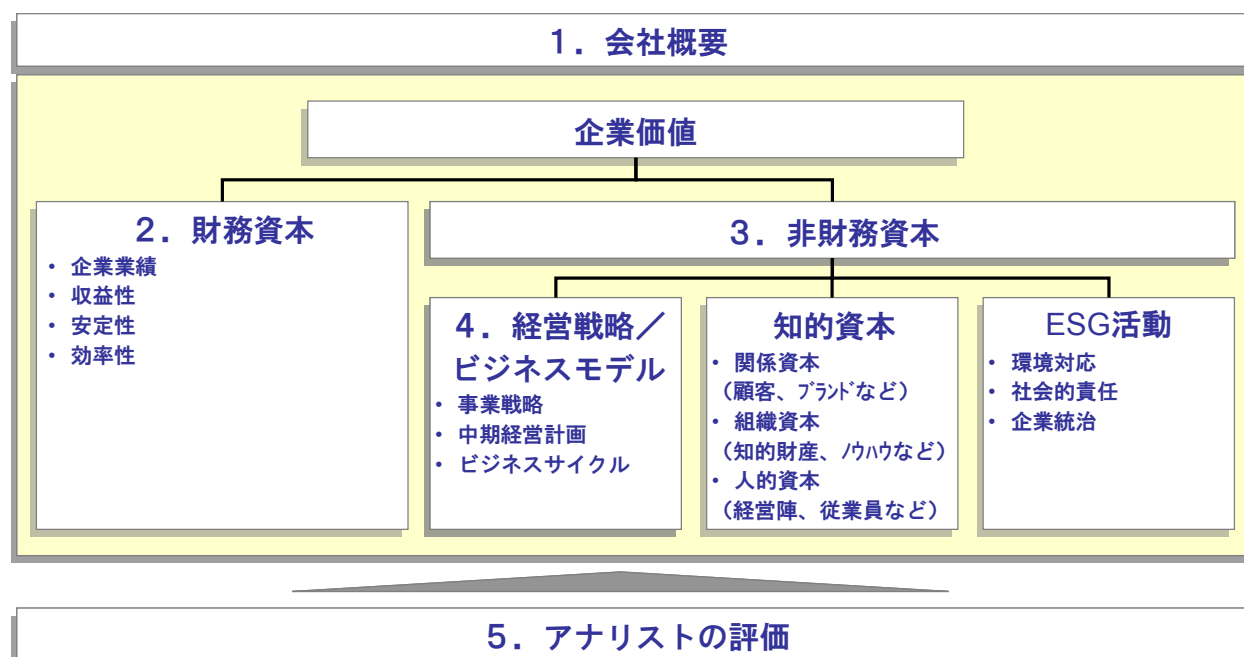
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。





## 指標・分析用語の説明

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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。