

# ホリスティック企業レポート

日本管理センター

3276 東証一部

アップデート・レポート

2014年10月17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 20141014

# 日本管理センター (3276 東証一部)

発行日:2014/10/17

## 賃貸物件一括借上げのサブリースを主力に SSL で差別化 ストックの順調な積み上げとイーベスト事業の拡大で事業ポートフォリオに厚み

### > 要旨

#### ◆ 賃貸物件一括借上げのサブリースが主力

- ・日本管理センター(以下、同社)は、不動産オーナーから賃貸物件を一括で借上げ、一般入居者に転貸するサブリースを主力事業としている。
- ・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ビジネスと考えられる。

#### ◆ 14年12月期上期決算は32.5%営業増益

- ・14/12 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上が前年同期比 12.9%増の 148.7 億円、営業利益は同 32.5%増の 7.7 億円であった。サブリース戸数の積み上げで不動産収入が成長を牽引したほか、期中平均入居率の上昇とイーベスト事業の寄与で、営業利益率は前年同期比 0.7%ポイント上昇し 5.2%となった。

#### ◆ 14年12月期は26.9%営業増益を計画

- ・上期がほぼ想定内だったことから、同社は期初の通期計画を据え置き、14/12 期は売上が前期比 14.2%増の 306.6 億円、営業利益は同 26.9%増の 13.0 億円を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターは14年12月期を32.6%営業増益と予想

- ・証券リサーチセンターも従来の業績予想を継続し、14/12 期は売上が前期比 13.2%増の 304.0 億円、営業利益は同 32.6%増の 13.6 億円を予想する。

#### ◆ 東証一部指定記念配で期初の配当計画を増額

- ・同社は東証一部指定を受け、14/12 期の配当について期初の配当計画に記念配 5 円を上乗せし、年 40 円配とすることを公表した。

アナリスト:馬目 俊一郎

+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】

	2014/10/10
株価(円)	1,793
発行済株式数(千株)	9,174
時価総額(百万円)	16,448

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	25.7	20.3	17.0
PBR(倍)	7.1	5.7	4.7
配当利回り(%)	1.6	2.2	2.4

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.7	47.0	70.9
対TOPIX(%)	13.9	52.4	64.2

#### 【株価チャート】



#### 【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)	
2012/12	23,551	20.5	866	39.5	854	39.6	489	43.1	55.8	206.8	22.5	
2013/12	26,847	-	1,026	-	1,038	-	635	-	69.9	250.9	28.0	
2014/12	旧CE	30,668	14.2	1,302	26.9	1,306	25.9	784	23.4	84.7	-	35.0
	新CE	30,668	14.2	1,302	26.9	1,306	25.9	784	23.4	84.7	-	40.0
2014/12	旧E	30,400	13.2	1,360	32.6	1,365	31.5	810	27.6	88.3	316.9	35.0
	新E	30,400	13.2	1,360	32.6	1,365	31.5	810	27.6	88.3	316.9	40.0
2015/12 E	34,300	12.8	1,640	20.6	1,645	20.5	970	19.8	105.7	382.6	43.0	
2016/12 E	39,200	14.3	2,000	22.0	2,005	21.9	1,160	19.6	126.5	466.1	51.0	

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、2013/12期より連結決算に移行、13年4月1日に株式分割を実施(1:2)したため、1株指標を株式分割実施後に修正

#### アップデート・レポート

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。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

◆ 賃貸物件一括借上のサブリース事業が主力

日本管理センター (以下、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で借り上げ、一般入居者に転貸するサブリースを主力事業としている。

売上高は「不動産収入」、「加盟店からの収入 (以下、加盟店収入)」、「その他の収入 (以下、その他収入)」の3項目に区分され、サブリース物件賃料の不動産収入が収益の大部分を占める。売上総利益に直結する加盟店収入はサブリース物件の建設や管理を委託している提携パートナーからの会費等である。その他収入には不動産売買仲介のイーベスト事業やブロードバンドサービス、建築部材等の販売収入などが含まれる。

競争が厳しいサブリース業界にあって 02 年に市場に参入した同社は、後発のハンデ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、イ) 入居者からの「集金賃料」が一定条件のもとで保証賃料を下回った場合、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のは元より、ロ) 同社独自の査定に基づく「保証賃料」を上回った場合には不動産オーナーへ「分配賃料」が支払われる収益分配型投資の性質も併せ持っている。

◆ サブリース戸数の積上げによるストックビジネス

同社のビジネスモデルは、サブリース戸数の積上げによるストックビジネスと考えられる。同社の事業ポートフォリオは、業界上位企業と違い賃貸住宅の建設部門を持たないため、サブリース管理戸数の積上げによる不動産収入が成長ドライバーを担っている。

【 図表 1 】 期末サブリース戸数と売上高の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 14年12月期上期決算は32.5%営業増益

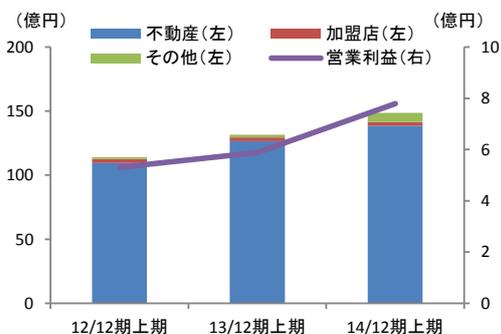
14/12期第2四半期累計決算(以下、上期)は、売上高が前年同期比12.9%増の148.7億円、営業利益は同32.5%増の7.7億円と、ほぼ会社計画通り(売上高151.5億円、営業利益7.1億円)であった。サブリース戸数の積上げで不動産収入が成長を牽引したほか、期中平均入居率の上昇とイーベスト事業の寄与で、営業利益率は前年同期比0.7%ポイント上昇し5.2%となった。

項目別の売上高では、不動産収入が前年同期比9.4%増の138.4億円となった。上期末のサブリース戸数が前年同期末比6,191戸増の52,182戸に積上げられたほか、上期の期中平均入居率が前年同期比で0.3%ポイント上昇の89.9%に達するなど、ストックの積上げと稼働率の向上が売上高の伸びを牽引した。

加盟店収入は前年同期比1.9%減の2.9億円であった。上期末の加盟店数は前年同期末比44社増の1,187社に増加したが、新規獲得分が前年同期を下回ったため加入金収入の減少が響いた。

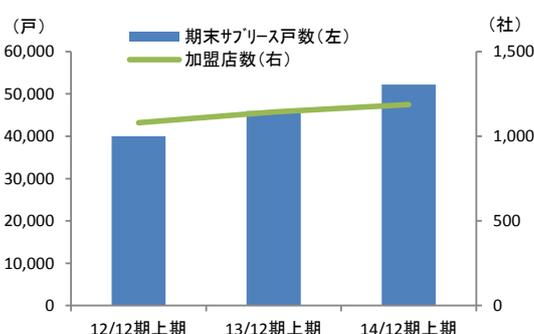
その他収入は前年同期比2.4倍の7.3億円であった。不動産売買仲介のイーベスト事業における販売用不動産売却額3.8億円が売上高を押し上げた。

【図表2】項目別売上高と営業利益の推移



(出所) 図表2及び3ともに決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表3】加盟店数と期末サブリース戸数の推移



> 業績見通し

◆ 14年12月期は期初の会社計画を据え置き

上期がほぼ想定内だったことから同社は期初の通期計画を据え置き、14/12期は売上高が前期比14.2%増の306.6億円、営業利益は同26.9%増の13.0億円を見込んでいる。

通期目標のサブリース戸数純増数7,300戸や期中平均入居率88.8%に対し、上期実績はサブリース戸数純増数が3,467戸(通期目標に対す

る進捗率 47.4%)、期中平均入居率は目標を上回る 89.9%で、収益源である不動産収入のストック積上げ等はほぼ想定通り推移している。

また、イーベスト事業も本社にとっては大型案件の不動産売却を成約させており、サブリース事業とともに業容拡大を目指す方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターも業績予想を継続

上期がほぼ想定内だったうえ事業戦略に著しい変更が無いことから、証券リサーチセンター(以下、当センター)は従来の業績予想を継続し、14/12期は売上高が前期比13.2%増の304.0億円、営業利益は同32.6%増の13.6億円を見込んでいる。

今後の注目点はサブリース戸数の積み上げと、イーベスト事業の成長スピードであろう。同社のサブリース事業における同社の基本方針は、物件獲得を一定の入居率及び家賃水準が見込まれる首都圏や地方の主要都市に絞り込み、加盟店網を活用しながら新築物件は勿論のこと他社からのリプレースも獲得してサブリース戸数を積上げることである。

サブリース事業よりも高い利益率が予想されるイーベスト事業は、15年1月の相続税の税制改正がプラスに働く可能性が高い。今回の改正では定額控除が5,000万円から3,000万円に引き下げられるほか、法定相続人比例控除も1,000万円→600万円×法定相続人に変更されるなど、相続人の税負担増が見込まれることから不動産の流動化が促され、イーベスト事業の案件増が見込まれよう。

### > 投資に際しての留意点

#### ◆ 東証一部指定記念配で期初の配当計画を増額

同社は配当性向40%以上を表明しており、14/12期の1株当たり配当金は同社EPS予想に基づく配当性向41.3%の年35円を計画していたが、14年9月1日の東証一部指定を受けて期初の配当計画に記念配5円を上乗せし、年40円配に増額すると公表した。

当センターの14/12期配当予想も、会社計画の増額に合わせ年40円配とする。

#### ◆ イーベスト事業の在庫リスクに留意

販売用不動産の在庫リスク及び価格変動リスクを伴うイーベスト事業は、在庫回転率並びに利益率を高めるべく、不動産の目利きやリノベーションなどの付加価値向上策の実施が求められる。

上期末における販売用不動産在庫は 4.0 億円に過ぎず、流動資産 37.1 億円に占める比率を考慮すればリスクを強く意識する状況にはない。今後は事業拡大に伴う販売用不動産の在庫水準や、仕入れに要する有利子負債の増加に留意する必要がある。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです。

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、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

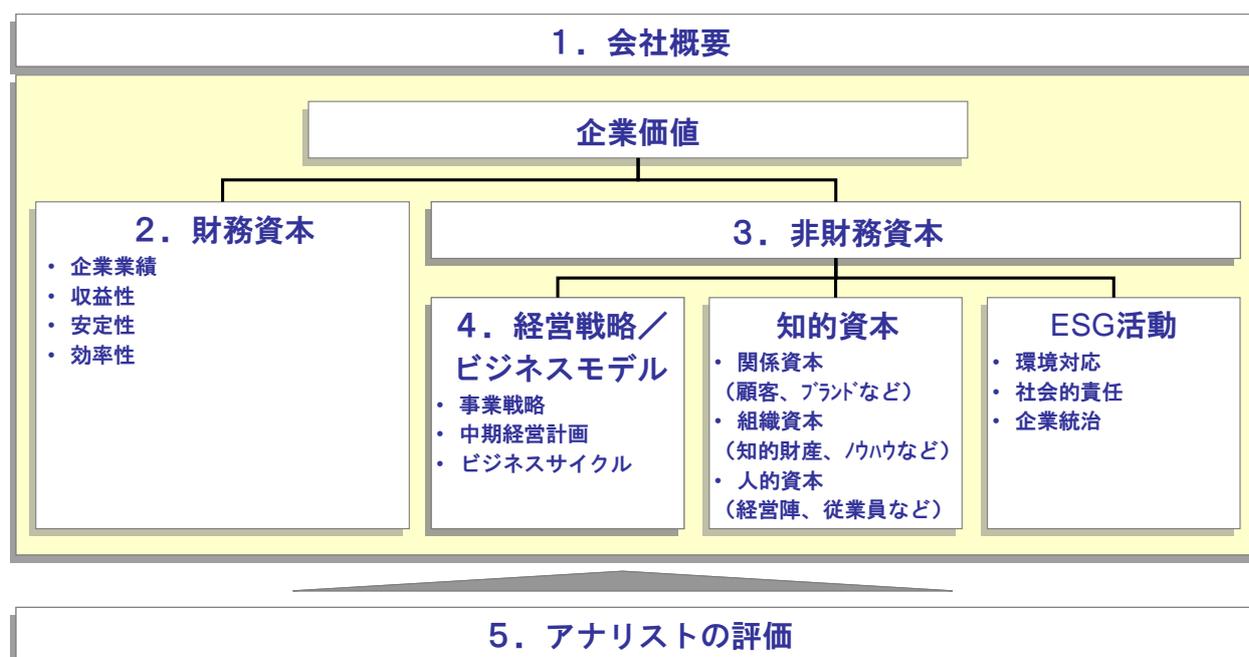
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 Ratio)

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、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、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。

## アップデート・レポート

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。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。