

# 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  
2015年8月28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 20150825

# 日本管理センター (3276 東証一部)

発行日:2015/8/28

## 賃貸物件を一括で借上げるサブリースを主力に SSL で差別化 サブリース戸数の積み上げで着実な利益成長を継続

### > 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。
- ・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。

#### ◆ 15年12月期上期決算は5.1%営業増益

- ・15/12 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は売上高が前年同期比 13.6%増の 16,890 百万円、営業利益は同 5.1%増の 819 百万円であった。売上面ではサブリース戸数の積み上げで二桁成長を遂げたものの、期中平均入居率の低下や一時的な販管費の増加で営業利益は一桁成長に留まった。

#### ◆ 15年12月期の会社計画は28.3%営業増益の見通し

- ・15/12 期の会社計画は売上高が前期比 12.0%増の 33,601 百万円、営業利益は同 28.3%増の 1,703 百万円を見込む。相続税改正による不動産流動化でサブリース戸数の積み上げ加速と、イーベスト事業を拡大させる方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターは15年12月期23.6%営業増益を予想

- ・証券リサーチセンターの 15/12 期予想は売上高が前期比 14.4%増の 34,300 百万円、営業利益は同 23.6%増の 1,640 百万円を見込む。上期の状況を考慮し、会社計画に対して売上高は計画を上回る水準を予想するものの、営業利益は若干の未達を見込むものである。

#### ◆ 15年12月期は配当性向43.0%相当の年24円配を計画

- ・同社は配当性向40%以上を表明し、15/12 期は配当性向43.0%相当の年24円配(前期比4円増配)を実施する方針である。

### 【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	27.9	103.4	11.3
2013/12	26,847	14.0	1,026	18.5	1,038	21.5	635	29.9	35.0	125.5	14.0
2014/12	29,992	11.7	1,327	29.4	1,311	26.3	789	24.2	43.1	157.4	20.0
2015/12 CE	33,601	12.0	1,703	28.3	1,708	30.3	1,043	32.2	55.8	-	24.0
2015/12 E	34,300	14.4	1,640	23.6	1,645	25.5	970	22.9	51.8	188.2	24.0
2016/12 E	39,200	14.3	2,000	22.0	2,005	21.9	1,160	19.6	62.0	226.2	27.0
2017/12 E	44,700	14.0	2,450	22.5	2,455	22.4	1,420	22.4	75.9	275.0	33.0

(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、15年1月5日付けで株式分割(1:2)、一株指標は期首に分割があったものとして算出

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】

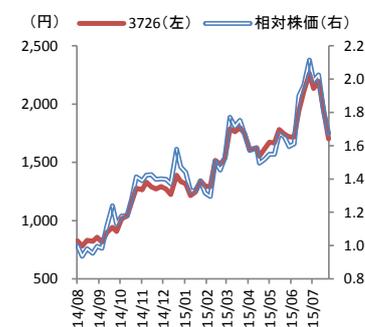
	2015/8/21
株価(円)	1,701
発行済株式数(株)	18,719,200
時価総額(百万円)	31,841

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	39.5	32.8	27.4
PBR(倍)	10.8	9.0	7.5
配当利回り(%)	1.2	1.4	1.6

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-20.3	1.7	106.1
対TOPIX(%)	-15.9	8.2	67.4

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/8/29

### アップデート・レポート

2/6

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

◆ サブリース業界後発ながら独自の SSL で差別化

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、一般入居者向けに転貸するサブリースを主力事業としている。

サービス別の売上計上区分は、サブリース物件の賃貸収入である「不動産収入」、建設会社や不動産会社などサブリース物件の建築や管理に係わる提携パートナーから徴収する会費等の「加盟店からの収入 (以下、加盟店収入)」、不動産売買仲介のイーベスト事業や建築部材販売等から成る「その他の収入 (以下、その他収入)」の 3 項目で構成され、このうち不動産収入が収益の大部分を占めている。

競争が厳しいサブリース業界にあつて、05 年に市場参入した同社は後発組に属するが、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り、他社リプレースと新規開拓で業容を拡大して来た。

SSL は従来からの「保証賃料固定型サブリース」と違い、独自の査定に基づく「保証賃料」を上回った場合に不動産オーナーへ「分配賃料」が支払われる収益分配型である。一方、空室などにより入居者からの「集金賃料」が一定条件の下で保証賃料を下回った場合は、契約する損害保険会社から上限 30 万円の保険金が支払われる仕組みであり、SSL は不動産オーナーの空室リスクを補填する役割を担っていると考えられる。

◆ サブリース戸数の積み上げによるストックビジネス

同社の収益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。同社は先行する業界上位企業と違い、事業ポートフォリオに賃貸住宅等の建設部門を持たないため、サブリース管理戸数の積み上げ動向が、同社の成長モメンタムを左右している。

【 図表 1 】 項目別売上高とサブリース戸数の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 15年12月期上期決算は5.1%営業増益

15/12期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比13.6%増の16,890百万円、営業利益は同5.1%増の819百万円であった。上期の会社計画(売上高16,237百万円、営業利益861百万円)に対し、売上高はサブリース戸数の積み上げ加速で653百万円上回ったものの、営業利益は新規事業投資や首都圏でサブリース物件を直接管理する不動産店舗「アパマンショップ」等の増設費用等が高み42百万円の未達となった。

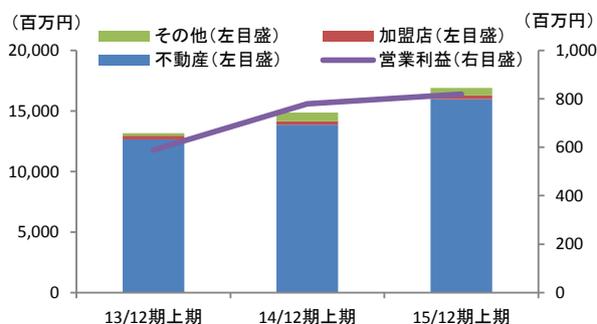
不動産収入は、前年同期比15.3%増の15,966百万円であった。上期の期中平均入居率は前年同期比1.3%ポイント低下の88.6%となったものの、上期末のサブリース戸数を前年同期末比10,364戸増の62,546戸に積み上げ、効率低下を規模の拡大で補った格好である。

加盟店収入は、前年同期比8.7%増の320百万円であった。上期末の加盟店数が前年同期末比68店増の1,255店に拡大し、イニシャル収入の増加が増収に寄与した。上期末における加盟店の内訳は建築系パートナーが前年同期末比15店増の605店、不動産系パートナーは同49店増の623店、介護系パートナーは同4店増の27店であった。

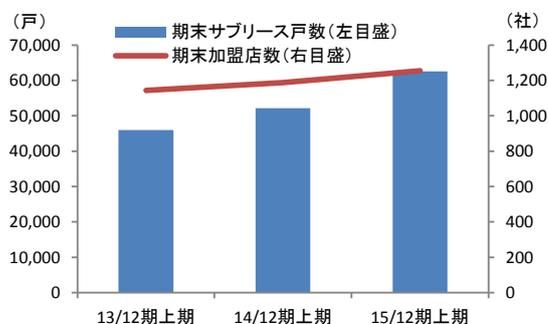
その他収入は、イーベスト事業の大型案件一巡で前年同期比17.6%減の603百万円となった。

一方、利益面では増収効果で5.1%営業増益を確保した。しかし、イーベスト事業収入の減少や期中平均入居率の低下で売上総利益率が前年同期比0.3%ポイント悪化したうえ、新規事業への先行投資と直接管理強化に向けた不動産店舗の増設費用等で売上高販管費率が同0.2%ポイント上昇した結果、営業利益率は同0.4%ポイント低下の4.8%に留まるなど、上期は一時的な費用発生が利益成長を妨げた。

【図表2】売上高と営業利益の推移



【図表3】加盟店数とサブリース戸数の推移



(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

## > 業績見通し

### ◆ 15年12月期の会社計画は期初の28.3%営業増益を据え置き

同社は上期決算が概ね想定内の着地だったことから期初計画を据え置き、15/12期は売上高が前期比12.0%増の33,601百万円、営業利益は同28.3%増の1,703百万円を見込んでいる。

上記会社計画の前提として、15/12期末のサブリース戸数を前期末比9,600戸増の66,419戸、期中平均入居率は前期比0.6%ポイント減の88.9%と想定している。上期実績はこの計画に沿った着地だったうえ、今後15年1月の相続税改正による不動産流動化の促進が見込まれることから、下期はサブリース戸数の積み上げとイーベスト事業を拡大させる方針である。

なお、同社は新たにファイナンス事業を立ち上げる計画だが、現時点でマネタイズ方法やリスク等の具体的なビジネスモデルを公表していない。

### ◆ 証券リサーチセンターは15年12月期の23.6%営業増益を予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)は同社の15/12期業績について、売上高は前期比14.4%増の34,300百万円、営業利益は同23.6%増の1,640百万円と予想する。売上高は会社計画を上回る水準を予想するが、営業利益は若干の未達を見込む。

競争が厳しいサブリース業界にあって、同社は後発ながらSSLで差別化を図り、サブリース戸数を積み上げ業容を拡大してきた。それでも上期末の管理戸数は62千戸に過ぎず、業界トップに君臨する大東建託(1878東証一部)の878千戸(15年6月末)と比べると規模の差は明らかである。

そこで同社は創設以来掲げる不動産オーナーの収益最大化方針のもと、SSLのライナップ拡充で不動産オーナーの多様なニーズを取り込むとともに、全国をカバーする都市銀行並びに地方銀行との提携で不動産オーナーの資金ニーズにも対応する。加えて、パナソニック(6752東証一部)やLIXILグループ(5938東証一部)などの住宅設備最大手クラスとの提携も不動産オーナーに安心感を与え、他社からのリブレース案件に限らず新築物件のサブリース案件獲得に寄与しているものと推察される。

これらの経営施策と相続税改正が相まって、上期はサブリース戸数の積み上げ加速を果たした。下期以降も積み上げ加速が見込まれるうえ、イーベスト事業の案件獲得も期待されよう。

同社は現時点で新規事業のファイナンス事業におけるビジネスモデルを明かしていないため当センター予想には織り込まず、16/12期以

降もサブリース事業は現状のモメンタムが継続可能と予想して、16/12 期及び 17/12 期業績予想は従来予想を継続する。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 配当性向 40%以上の株主還元を表明

同社は将来の事業展開と内部留保を確保しつつ、安定配当の継続を基本方針に据えるなか、今後の配当政策として配当性向 40%以上を表明している。同社はこの政策のもと、14/12 期は配当性向 46.4%相当の年 20 円配（株式分割修正後）を実施し、15/12 期は配当性向 43.0%相当の年 24 円配とする方針を表明している。

当センターは上記方針に基づき、15/12 期は年 24 円配、16/12 期は年 27 円配を予想する。

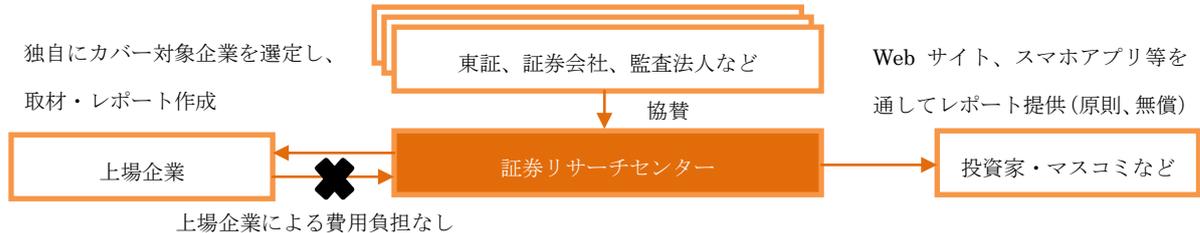
### ◆ イーベスト事業の在庫リスクに留意

説明がなされていないファイナンス事業のリスク要因は現時点で判断できないものの、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について、在庫回転率並びに利益率を高めるべく適切な不動産評価（目利き）やリノベーションなど付加価値向上に向けた施策が求められる。

上期は販売用不動産の売却で在庫リスクが軽減されているものの、新たに約 7 億円の事業用固定資産を取得していることを考慮に入れ、販売用不動産と事業用不動産の今後の推移に留意していきたい。

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。



■ 協賛会員

(協賛)

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	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
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

本レポートの特徴

「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

■ 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

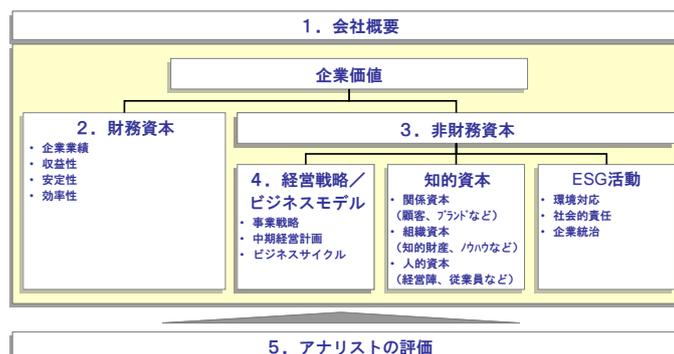
本レポートの構成

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。