

# ホリスティック企業レポート (4781 日本ハウズイング 東証二部)

フル・レポート  
2012年12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20121225

要旨

アナリスト: 柴田郁夫  
+81 (0) 3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社はマンション管理事業を主力とする独立系の不動産管理会社。
- ・既存物件のリプレース(委託替え)を中心とした受注獲得に強みを持ち、国内のマンション管理戸数は業界トップの約 37.5 万戸。
- ・同社のビジネスモデルは、管理戸数の積み上げによるストック型の売上成長モデル。

2. 財務面の分析

- ・2012 年 3 月期決算は増収増益。2013 年 3 月期会社計画も増収増益を見込む。
- ・主要な財務指標は、同業他社と比べて、収益性、成長性、安全性などの面で、何ら遜色ない水準を確保している。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、業界 No.1 の顧客基盤を通じて蓄積された経験やノウハウ、パートナーとの関係などによって形成され、それが更に顧客獲得に結び付く正の循環を生み出している。

4. 経営戦略の分析

- ・業界の寡占化やリプレース市場の競争激化が予想される中で、同社は積極的な M&A や業務提携等などによるシェア拡大を図る戦略。
- ・今後は、居住者との接点を活かした新たな収益モデルの構築にも注目。

5. アナリストの評価

- ・中期的には主力のマンション管理を軸に、管理戸数の拡大が継続する見通し。2015 年 3 月期までの年平均成長率は売上高で +5.0%、営業利益は +7.7% を予想する。
- ・現在の株価水準は割安感に乏しく、短期的な調整局面入りを否定できないも、中期的な適正株価水準は 1,930 円~2,400 円のレンジを想定。

【主要指標】

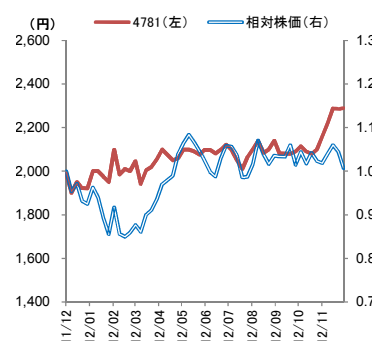
|           | 2012/12/21 |
|-----------|------------|
| 株価(円)     | 2,290      |
| 発行済株式数(株) | 16,080,000 |
| 時価総額(百万円) | 36,823     |

|          | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍)   | 20.1 | 16.4 | 15.3 |
| PBR(倍)   | 2.4  | 2.2  | 2.0  |
| 配当利回り(%) | 1.7  | 1.7  | 1.9  |

【株価パフォーマンス】

|           | 1 ヵ月 | 3 ヵ月 | 12 ヵ月 |
|-----------|------|------|-------|
| リターン(%)   | 3.2  | 10.0 | 20.5  |
| 対TOPIX(%) | -3.2 | -2.6 | 5.5   |

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2011/12/19

【4781 日本ハウズイング 業種: サービス業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2010/3    | 58,483       | 0.1        | 3,173         | 254.2      | 2,901         | 378.2      | 1,179        | -          | 77.9       | 786.9      | 27.0       |
| 2011/3    | 58,533       | 0.1        | 3,460         | 9.1        | 3,340         | 15.1       | 1,688        | 43.2       | 105.0      | 860.8      | 33.0       |
| 2012/3    | 62,150       | 6.2        | 3,686         | 6.5        | 3,593         | 7.6        | 1,834        | 8.6        | 114.1      | 936.6      | 38.0       |
| 2013/3 CE | 66,000       | 6.2        | 4,000         | 8.5        | 3,930         | 9.4        | 2,240        | 22.1       | 139.3      | -          | 40.0       |
| 2013/3 E  | 66,000       | 6.2        | 4,000         | 8.5        | 3,930         | 9.4        | 2,240        | 22.1       | 139.3      | 1,050.0    | 40.0       |
| 2014/2 E  | 69,000       | 4.5        | 4,300         | 7.5        | 4,230         | 7.6        | 2,410        | 7.6        | 149.9      | 1,159.9    | 43.0       |
| 2015/2 E  | 72,000       | 4.3        | 4,600         | 7.0        | 4,530         | 7.1        | 2,580        | 7.1        | 160.5      | 1,277.3    | 46.0       |

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

## 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

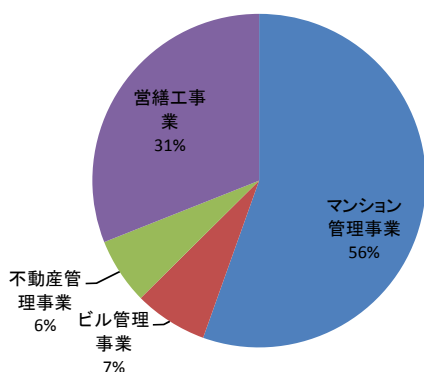
### > 事業内容

#### ◆ マンション管理で業界トップの独立系不動産管理会社

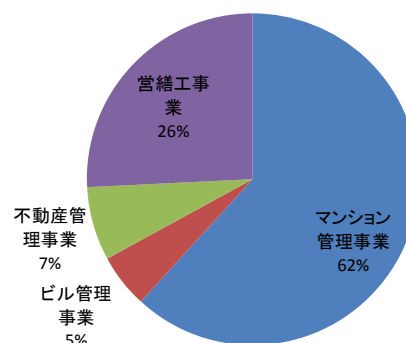
同社はマンション管理事業を主力とした独立系の不動産管理会社。国内のマンション管理戸数は約 37.5 万戸 (2012 年 3 月末) と業界 No. 1 を誇り、既存物件におけるリプレース (委託替え) を中心とした受注獲得に強みをもつ。

事業セグメントは、主力の「マンション管理事業」の他、「ビル管理事業」、「不動産管理事業」、「営繕工事事業」の 4 つに分類されるが、「マンション管理事業」が売上高の 56%、営業利益 (本社経費を除く) の 62% を占める。なお、以前手掛けていた分譲マンションの開発・販売は、2010 年 3 月期に撤退した。連結子会社は 13 社。その内、海外 (台湾と中国) は 8 社で、海外売上比率は 9.4% となっている。また、国内の営業拠点は、本社のほかに全国の主要都市 42 か所に展開している。

【図表1】 事業別売上構成比



【図表2】 事業別営業利益構成比 (本社経費除く)



(出所) 2012/3 期有価証券報告書より当センター作成

【図表3】 各事業セグメントの概要

|           |   |
|-----------|---|
| マンション管理事業 | 同社及び国内子会社3社と台湾子会社2社が、分譲マンションの管理員業務、清掃・設備管理・保全の各業務、管理組合の決算・運営補助業務等、マンションの総合的管理業務を行う。 |
| ビル管理事業    | 同社及び中国の子会社2社が、ビルの環境衛生清掃・保安軽微・受付・設備管理・保全の各業務、及びビルの総合的管理業務を行う。                        |
| 不動産管理事業   | 同社及び国内子会社が、オーナー所有物件の賃貸管理代行及びサブリース等の賃貸管理代行業務、不動産の売買・仲介業務を行う。                         |
| 営繕工事事業    | 同社及び国内子会社が、マンション共用部分等の建物・設備営繕工事、外壁塗装工事等の大規模修繕工事、専有部分のリフォーム工事等を行う。                   |

(出所) 2012/3 期有価証券報告書より当センター作成

#### ◆ 業務提携でスケールメリットを追求

同社は2008年に福利厚生代行サービスを展開するリロ・ホールディングと業務提携を締結。相互に情報連携を深め、共用部・専有部を含めた総合的なサービスを共同で推進する。また、12年5月には広島県を主要基盤とした同業の合人社ホールディングスとも業務提携を締結した。新サービスの共同開発や修繕工事等の共同調達など、スケールメリットの追求が目的と考えられる。

### ➤ ビジネスモデル

#### ◆ 管理戸数の積み上げによるストック型ビジネス

同社のビジネスモデルは、管理戸数の拡大を牽引役とするストック型の売上成長モデルと言えよう。その特徴は、既存物件のリプレース(委託替え)を中心とした受注獲得に強みをもつことである。通常、マンション管理組合との委託契約は1年ごとの更新となっているが、主にそのタイミングで管理会社変更の提案を行い、他社からの委託替えを推進する。これはマンション供給会社(デベロッパー)を親会社に持つ他の大手管理会社が、新規供給物件を中心に受託するのは明らかに一線を画す。受注戸数における既存物件シェアは87.3%となっている(前期実績)。独立系である同社が管理戸数で業界No.1に成長できたのは、コストパフォーマンスの高さに加えて、リプレース市場で培ってきた独自ノウハウや実績によって優位性を構築してきたからと考えられる。なお、管理戸数の拡大のためには、新規受託先を獲得するとともに、解約を防止する必要がある。同社は解約数を開示していないが、新システムの稼働や新サービスの開発等を通じて、自社リプレースに向けた顧客満足度の向上にも注力している。

#### ◆ 営繕工事業が2つ目の収益の柱

一方、同社の2つ目の収益の柱である営繕工事業は、建物の状況を知り尽した管理会社のほうが有利に受注できる公算が高く、当該事業も管理戸数の拡大が売上高を牽引すると考えられる。マンションの修繕工事は、日常的な小修繕のほか、長期修繕計画に基づき定期的(おおむね5~10年程度)に実施される大規模修繕工事に分けられる。同社は、「管理のプロ」ならではの提案力、業務提携を活かした資材の共同購入等によるコスト競争力、環境対策ニーズへの対応等で差別化を図っている。

### ➤ 市場構造とポジション

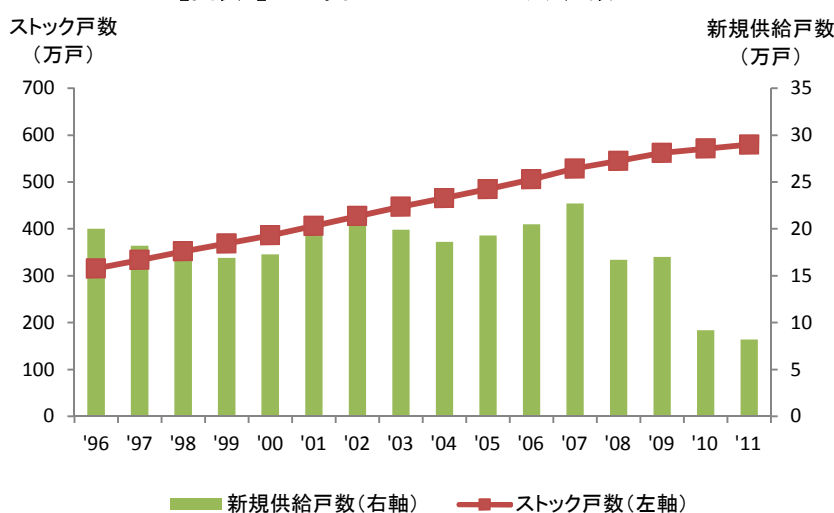
#### ◆ 厳しい業界環境の中で寡占化が進展

国土交通省によれば、全国のマンションストック戸数は約580万戸(2011年末現在)と推計されている。ストック戸数そのものは毎年増加しているものの、新規供給戸数の減少に伴って伸び率は低下傾向にあると見られる(図表4)。一方、マンション管理新聞が公表して

いる業界ランキング(図表5)を見ると、同社を除いた上位には、大手デベロッパー系の顔ぶれが並んでいるが、上位10社の合計シェアは約38%(推定)にすぎず、大手から中小企業まで裾野が広い業界と捉えられよう。

同社シェアは業界No.1の約6.5%と推定される中、新築マンション市場の低迷や管理委託料の値下げ圧力などを背景に寡占化の進展が見られる。また、マンション業界全体が、フロー型(マンションの開発・販売)からストック型(リフォームや管理業務)重視へと方針転換が進む中で、リプレースの競争激化が予想されている。

【図表4】 全国のマンションストック戸数



(出所) 国土交通省

【図表5】 マンション管理会社受託戸数ランキング(2012年)

| 順位 | 会社名         | 受託戸数    | 受託組合数 | 戸数増減(前年比) |
|----|-------------|---------|-------|-----------|
| 1  | 日本ハウズイング    | 375,412 | 6,860 | 11,048    |
| 2  | 大京アステージ     | 356,377 | 6,452 | 3,687     |
| 3  | 東急コミュニティー   | 295,789 | 4,571 | 3,163     |
| 4  | 長谷工コミュニティ   | 231,297 | 1,937 | 10,162    |
| 5  | 三井不動産住宅サービス | 173,496 | 2,082 | 4,032     |
| 6  | 三菱地所コミュニティ  | 167,525 | 2,403 | 2,794     |
| 7  | 日本総合住生活     | 163,031 | 767   | -387      |
| 8  | 合人社計画研究所    | 157,709 | 2,995 | 10,398    |
| 9  | 住友不動産建物サービス | 157,309 | 2,127 | 2,293     |
| 10 | 大和ライフネクスト   | 136,710 | 2,134 | 4,803     |

(出所) マンション管理新聞社資料より当センター作成

## > 沿革と経営理念

### ◆ 沿革

同社は1966年、前社長の小佐野文雄氏等によって設立された。ビル清掃管理業務からスタートし、70年にマンション管理業務を初めて受託。その後、市場規模の大きい首都圏を主要基盤としつつ、全国主要都市へ営業拠点を広げながら管理戸数を順調に拡大。マンション管理事業を軸として成長を続けてきた。

94年には台湾と中国に進出。2000年に店頭登録、02年には東証二部上場を果たす。08年にリロ・ホールディングと業務提携し、12年5月には合人社ホールディングスとも業務提携を行った。また、11年に中小のマンション管理会社2社、12年には設備工事会社1社を買収するなど、スケールメリットの追求を図っている。

### ◆ 経営理念

同社は、経営理念として「安全で快適な住環境づくりを通じて、広く社会の発展に貢献する」を掲げている。

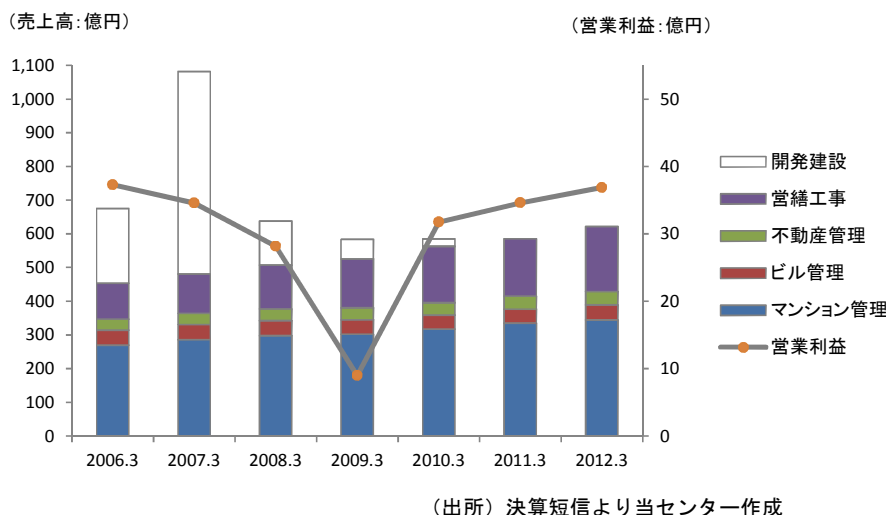
## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

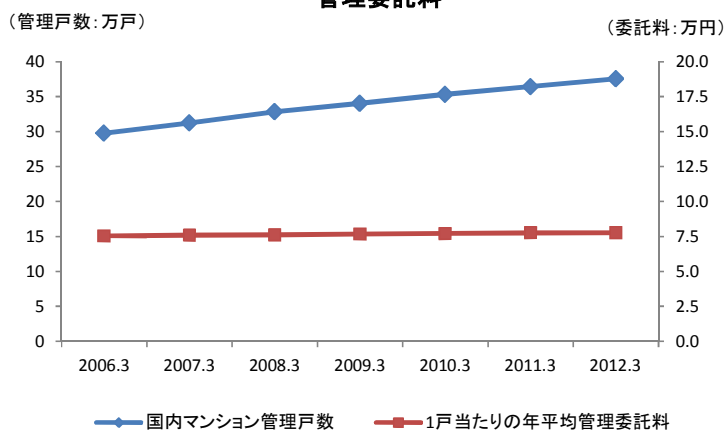
#### ◆ 管理戸数の拡大とともに売上高は堅調に推移

既に撤退している「開発建設事業」を除いた過去7年間の業績推移を見ると、「マンション管理事業」と「営繕工事業」を中心として堅実な売上高成長を続けている(図表6)。特に、主力の「マンション管理事業」における国内管理戸数の拡大が同社の業績を牽引してきた(図表7)。なお、1戸当たりの年平均管理委託料(国内)は約7万8千円と推察され、過去7年間は安定的に推移している(図表7)。一方、営業利益についても、「開発建設事業」撤退に伴う在庫圧縮により2009年3月期にボトムをつけたものの、その後V字回復して3期連続の増益を続けている。

【図表6】 事業別売上高と営業利益の推移



【図表7】 国内マンション管理戸数と1戸当たりの年平均管理委託料





◆ 2012年3月期決算は増収増益

2012年3月期決算は、売上高が621.5億円(前期比6.2%増)、営業利益36.8億円(同6.5%増)、経常利益35.9億円(同7.6%増)、当期利益18.3億円(同8.6%増)となった。売上面では、各管理事業で堅調に管理戸数を拡大したことに加えて、営繕工事業についても積極的な小修繕工事の取組みが寄与した。一方、利益面では人員の効率的な配置や現場経費をはじめとするコスト見直し等が奏功した。

> 同業他社との比較

◆ 高い収益性と安定した財務基盤を誇る

上場会社の同業他社として、東急コミュニティと日本管財を選定した。図表8に示す通り、収益性、成長性、安全性のすべてにおいて同業他社に見劣りしない良好な財務基盤を確保している。

【図表8】 主な財務指標の同業他社比較

| 銘柄<br>証券コード<br>決算期 |            | 日本ハウズイング<br>4781<br>2012.3期 | 東急コミュニティ<br>4711<br>2012.3期 | 日本管財<br>9728<br>2012.3期 |
|--------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 収益性                | 自己資本純利益率   | 12.7%                       | 12.3%                       | 9.1%                    |
|                    | 総資産経常利益率   | 12.7%                       | 11.5%                       | 11.0%                   |
|                    | 売上高経常利益率   | 5.8%                        | 6.9%                        | 5.7%                    |
| 成長性                | 売上高(3年成長率) | 2.1%                        | 2.7%                        | 1.3%                    |
|                    | 経常利益(同上)   | 81.0%                       | 8.1%                        | 4.5%                    |
|                    | 純資産(同上)    | 15.1%                       | 9.4%                        | -1.2%                   |
| 安全性                | 自己資本比率     | 52.0%                       | 49.8%                       | 62.2%                   |
|                    | 流動比率       | 143.8%                      | 132.6%                      | 262.4%                  |
|                    | 固定資産適合率    | 73.1%                       | 83.8%                       | 46.1%                   |

(出所) 各社決算短信より当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 2013年3月期の会社計画は増収増益の見通し

2013年3月期の会社計画は、売上高が660.0億円(前期比6.2%増)、営業利益40.0億円(同8.5%増)、経常利益39.3億円(同9.4%増)、当期利益22.4億円(同22.1%増)を見込む。事業セグメント別に見ると、各管理事業において管理戸数の拡大と業務効率化による増収増益を見込んでいる。一方、営繕工事業については、管理戸数の拡大及び高経年化に伴う工事案件増加で増収を見込むものの、原材料費や労務単価の高騰から減益となる見通し。

◆ 第2四半期決算は会社計画比でプラス

2013年3月期第2四半期決算は、売上高が327.4億円(前年同期比9.3%増)、営業利益16.4億円(同2.1%増)、経常利益16.1億円(同3.3%増)、四半期純利益8.7億円(同4.8%増)となった。これは、会社の期初計画比でもプラスとなっている。マンション管理戸数の積

み上げや、ビル事業で中国の大型物件の受注が増収に寄与した他、営繕工事業で小修繕工事の受注が想定以上であったことに加えて同業者の買収効果が計画の上振れ要因となった。当センターでは、第2四半期決算の通期計画に対する進捗が売上高で約50%、営業利益で約41%となったことや、下半期は業務効率化等による収益性の改善が見込まれることから会社の通期計画の達成は可能と予想する。

◆ 中期的にも管理戸数の拡大ペースが継続する見込み

当センターでは国内リプレース市場を中心に、同社の成長余力は十分にあるものと判断する。その主な理由は、業界再編の中で緩やかな寡占化が進んでいくと予想されるため。業界No.1の実績を誇り、安定した財務基盤をもつ同社にとって、残存者利益(シェア拡大等)を獲得できる可能性が高い。また、利益面でもシステム投資一巡や。これに伴う業務効率化が推進されるうえ、現時点で想定される特別なコスト増加要因は見当たらない。以上から、2015年3月期までの年平均成長率は、売上高が5%増、営業利益では7.7%増を見込む。

【図表9】業績予想モデル

(単位:百万円)

| 決算期       | 2011/3 | 2012/3 | 2013/3 | 2014/3 | 2015/3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 実績     | 実績     | 予想     | 予想     | 予想     |
| 売上高       | 58,533 | 62,150 | 66,000 | 69,000 | 72,000 |
| (前年同期比)   | 0.1%   | 6.2%   | 6.2%   | 4.5%   | 4.3%   |
| 売上総利益     | 15,723 | 16,537 | 17,500 | 18,300 | 19,100 |
| (前年同期比)   | 4.4%   | 5.2%   | 5.8%   | 4.6%   | 4.4%   |
| (対売上高比)   | 26.9%  | 26.6%  | 26.5%  | 26.5%  | 26.5%  |
| 販売費・一般管理費 | 12,262 | 12,850 | 13,500 | 14,000 | 14,500 |
| (前年同期比)   | 3.1%   | 4.8%   | 5.1%   | 3.7%   | 3.6%   |
| (対売上高比)   | 20.9%  | 20.7%  | 20.5%  | 20.3%  | 20.1%  |
| 営業利益      | 3,460  | 3,686  | 4,000  | 4,300  | 4,600  |
| (前年同期比)   | 9.1%   | 6.5%   | 8.5%   | 7.5%   | 7.0%   |
| (対売上高比)   | 5.9%   | 5.9%   | 6.1%   | 6.2%   | 6.4%   |
| 営業外収益     | 43     | 39     | 60     | 60     | 60     |
| 営業外費用     | 164    | 132    | 130    | 130    | 130    |
| 経常利益      | 3,340  | 3,593  | 3,930  | 4,230  | 4,530  |
| (前年同期比)   | 378.2% | 7.6%   | 9.4%   | 7.6%   | 7.1%   |
| (対売上高比)   | 5.7%   | 5.8%   | 6.0%   | 6.1%   | 6.3%   |
| 特別利益      | 92     | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 特別損失      | 373    | 45     | 0      | 0      | 0      |
| 税引前利益     | 3,060  | 3,553  | 3,930  | 4,230  | 4,530  |
| (前年同期比)   | 294.3% | 16.1%  | 10.6%  | 7.6%   | 7.1%   |
| 法人税等合計    | 1,331  | 1,676  | 1,690  | 640    | 700    |
| (前年同期比)   | 224.6% | 25.9%  | 0.8%   | -62.1% | 9.4%   |
| (対税引前利益比) | 43.5%  | 47.2%  | 43.0%  | 15.1%  | 15.5%  |
| 当期純利益     | 1,688  | 1,834  | 2,240  | 2,410  | 2,580  |
| (前年同期比)   | 43.2%  | 8.6%   | 22.1%  | 7.6%   | 7.1%   |
| (対売上高比)   | 2.9%   | 3.0%   | 3.4%   | 3.5%   | 3.6%   |

(出所)決算短信より、予想は当センター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 強固な顧客基盤を中心に正の循環を生み出す

同社の知的資本は、業界 No. 1 の顧客基盤を通じて蓄積された経験やノウハウ、事業パートナーとの関係などによって形成され、それが更に顧客獲得に結び付く正の循環を生み出している。

【図表 11】 知的資本の分析

| 項目   | 分析結果   | KPI                     |  |
|------|--|-------------------------|--|
|      |  | 項目                      | 数値   |
| 関係資本 | 顧客<br>・ 業界 No. 1 のマンション管理戸数<br>・ 顧客満足度の高さ (強固な顧客基盤)                  | ・ 管理戸数<br>・ 解約率         | ・ 約 37.5 万戸<br>・ 非開示                             |
|      | ブランド<br>・ 豊富な実績よるブランド力   | ・ 認知度                   | ・ 非開示  |
|      | 事業パートナー<br>・ 業務提携先との相互にメリットのある関係                                     | ・ 業務提携実績                | ・ 今期 1 件   |
| 組織資本 | プロセス<br>・ 人的資源投入による確実な自社リプレース獲得<br>・ 基幹システム「ハウネット」による業務効率化と高品質サービス提供 | ・ 従業員/パート数<br>・ システム投資額 | ・ 前期従業員 5,461 人/パート 11,497 人<br>・ 予定投資総額 10.5 億円 |
|      | 知的財産・ノウハウ<br>・ リプレース市場で培ってきた独自ノウハウによる提案営業力                           | ・ 受託契約件数 (管理組合)         | ・ 6,860 件 (前期末)                                  |
| 人的資本 | 経営陣<br>・ 業務提携先との関係を重視した布陣<br>・ 年度ごとの経営責任 (取締役) の明確化                  | ・ 業務提携先からの招聘<br>・ 取締役任期 | ・ 3 名<br>・ 1 年                                   |
|      | 従業員<br>・ 定期的かつ実践的な研修の実施  | ・ 実施回数<br>・ 有資格者の数      | ・ 非開示  |

#### > ESG活動の分析

#### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、国内クレジット制度(※)による CO<sub>2</sub> 排出削減事業として「ECO するマンションの会」を立ち上げ、同社が管理受託するマンションの共用部分を対象に LED 等の省エネ型照明設備の導入を促進している。管理組合に任意加入してもらうことで、削減された CO<sub>2</sub> 排出量を取りまとめてクレジット化し、加入者へ還元する仕組みとなっている。2011 年 12 月末までの実績は、8 物件で 27 t の CO<sub>2</sub> 排出削減量が承認されている。同社は、今後も「ECO するマンションの会」の会員を増やすとともに、太陽光発電や EV (電気自動車) 等を含め更なる省エネ活動の輪を広げる方針である。

(※)「国内クレジット制度」とは、京都議定書目標達成計画(平成20年3月28日閣議決定)において規定されている、大企業等による技術・資金等の提供を通じて、中小企業等が行った温室効果ガス排出削減量を認証し、自主行動計画や試行排出量取引スキームの目標達成等のために活用できる制度である。(同社リリース文書より抜粋)

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、質の高いサービスの提供を通じて、「安全で快適な住環境づくり」を社会的使命としており、国際標準化機構の品質保証規格ISO9001の認証を「会計・出納サービス」及び「オフィスビル等の清掃サービス」、「分譲マンション修繕の設計及び施工」にて各々取得している。また、社会的要請の高い高齢居住者対策として、ワタミグループとの提携による介護・看護のサポート等、サービス体制の充実を図っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は小佐野社長以下8名(うち社外取締役3名)で構成されている。社外取締役3名のうち2名は同社筆頭株主のリロ・ホールディング出身、残り1名も第2位株主合人社グループからの招聘であることから、業務提携先である大株主2社との関係を重視した布陣と言える。従って、同社の取締役会には、利益相反取引など少数株主に不利な意思決定が成されるリスクを抱える。

また、監査役会は4名(うち社外監査役3名)で構成されるが、社外監査役3名のうち独立役員は公認会計士である古田氏1名のみであり、こちらも独立性は十分とは言えない。

一方、株主構成はリロ・ホールディングが33.4%、合人社グループが19.1%と上位を占め、小佐野社長を含めた創業者一族の保有比率は約20%強と推察される。従って、業務提携先2社との関係如何によって経営の安定性が損なわれるリスクが懸念される。

【図表11】 大株主の状況

|                       | (%)  |
|-----------------------|------|
| 株式会社リロ・ホールディング        | 33.4 |
| 合人社シティサービス株式会社        | 19.1 |
| 小佐野投資株式会社             | 10.3 |
| 株式会社カテリーナ・ファイナンス      | 7.2  |
| 三菱UFJ信託銀行株式会社         | 4.6  |
| 小佐野 台                 | 2.9  |
| 日本ハウズイング従業員持株会        | 2.6  |
| 永井 枝美                 | 2.1  |
| エム・ユー・トラスト流動化サービス株式会社 | 1.4  |
| 小佐野 弾                 | 1.3  |
| 合計                    | 84.9 |

(出所) 同社有価証券報告書(2012年3月末現在)

【図表12】 所有者別状況

|       | (%)   |
|-------|-------|
| 金融機関  | 5.7   |
| 法人    | 72.8  |
| 外国人   | 0.0   |
| 個人その他 | 21.5  |
| 合計    | 100.0 |

(出所) 同社有価証券報告書(2012年3月末現在)

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ マンション管理を軸にシェア拡大を狙う

同社の当面の課題と戦略は、(1) 管理戸数の拡大、(2) 営繕工事の取り込み、(3) 業務の効率化と経営基盤の強化、に集約することができる。

##### (1) 管理戸数の拡大

まず、主力のマンション管理事業は、独自の管理ノウハウや業務提携を活かした営業の展開と、積極的な M&A 案件への取り組みによる事業基盤の強化・拡大を掲げる。また、ビル・不動産管理事業は、業務提携先・金融機関との連携等による情報収集の強化、物販や特別清掃等の委託外業務の積極的な提案、業務提携を活かした PFI 事業への積極参画などを挙げている。なお、ビル管理事業においては、引き続き中国の大型ビルの取り込みに注力する。

##### (2) 営繕工事の取り込み

各管理事業における管理戸数の拡大、及び高経年化に伴う工事案件の増加に対応するため、技術者の確保及び管理担当者の営繕知識の向上により、管理会社の視点から建物長命化に向けたきめ細かな提案を推進するほか、社会的ニーズの高まりを見せる環境対策工事の提案による強化を挙げている。

##### (3) 業務の効率化と経営基盤の強化

同社は、セグメント毎に構築されていたシステムの統合及び標準化に加え、それぞれのシステムの持つデータの有効活用、セキュリティ機能の強化、内部統制に準拠する仕組みの整備を目的として新基幹システム「ハウネット」を立ち上げ今期より稼働を開始した。

### > 今後の戦略

#### ◆ 新サービスの開発等による差別化の促進

同社は中長期戦略として、更なるサービスの質的向上や新サービスの開発、管理事業に特化した展開等を掲げている。特に、新サービスの開発については、高齢居住者対策や省エネ、地域コミュニティの醸成等、多様化かつ高度化するニーズや課題に的確・迅速に対応することで他社との差別化を図り、顧客満足度の向上を目指している。また、そのために必要なシステム投資はもちろん、業務提携や M&A にも積極的に取り組む方針である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 厳しい業界環境をシェア拡大のチャンスにする強み

同社の内部資源（強み・弱み）及び、外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 13】 SWOT 分析

| 項目                | 同社の特質・事情  |
|-------------------|---|
| 強み<br>Strength    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 業界 No. 1 のマンション管理戸数</li> <li>・ コストパフォーマンスの高さ</li> <li>・ 豊富な経験と独自のノウハウを活かした提案営業力</li> <li>・ 安定した財務基盤</li> </ul> |
| 弱み<br>Weakness    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 独立系ゆえに新築マンション市場の取り込みが不得手</li> <li>・ 業務提携先 2 社に株式の過半数を保有されていること</li> </ul>                                      |
| 機会<br>Opportunity | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 寡占化による残存者利益の獲得（シェア拡大）</li> <li>・ 建物管理に対するニーズの多様化・高度化</li> <li>・ 中国市場でのビル管理需要の拡大</li> </ul>                     |
| 脅威<br>Threat      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新築マンション市場の低迷とリプレース市場の競争激化</li> <li>・ 管理委託料の値下げ圧力</li> <li>・ 原材料高による工事原価の高騰</li> </ul>                          |

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 新たな収益モデルの構築など事業戦略に注目

国内マンションストック市場の拡大ペースが鈍化する中、同社戦略のポイントは、(1) 管理戸数の拡大策、(2) 管理ストックを活用した新たな収益モデルの構築、と考えられる。また、戦略を展開するにあたって、安定した財務基盤のもと、キャッシュをどのような投資分野へ振り向けていくのかにも注目したい。

##### (1) 管理戸数の拡大策

同社が管理戸数を拡大するためには、①国内シェアアップ、②海外展開、この2つの方向性が考えられる。海外展開については、台湾で実績があるものの、管理戸数は減少傾向にあるうえ、他に進出するような動きも見られない。一方、国内シェアアップには伸びしろが考えられる。

マンション管理業界は、プレイヤーの裾野が広い市場ゆえに、体力勝負による寡占化の進展は、実績や財務内容に優れた同社にはフォローになると考えられる。その一方で、同社のビジネスは労働集約的であり、サービスの質を落とさずに管理戸数の拡大を図るためには優秀な



スタッフの確保がボトルネックとなる可能性がある。同社は、積極的なシステム投資を通じて業務の効率化やサービスの均質化を推進しているが、今後も人材確保やシステム整備など、サービス体制充実のための投資は重要な課題であると考えている。

#### (2) 新たな収益モデルの構築

現在の居住者向けサービスは、あくまでも管理契約を受注するため、または確実な自社リプレース獲得に向けた付帯サービスという位置付けであるが、居住者との接点を活かした事業展開は、管理戸数の拡大だけに依存しない新たな収益機会として捉えることができる。

同社はワタミグループとの業務提携による介護・看護サポートや、居住者専用サイトを通じた飲食店の割引クーポンの提供、家電製品の紹介などを行っており、今後も異業種を含めた提携やM&Aなど新たな事業展開に注目したい。

## > 利益還元策

### ◆ 中期的には利益成長による増配を期待

同社の配当政策は、業績に裏付けされた安定的な利益配分が基本。配当性向などの具体的な数値基準は示されていないものの、過去の配当を振り返ると、2009年3月期24円、10年3月期27円、11年3月期33円、12年3月期38円と、3期連続の増益決算を背景に増配を継続しており、配当性向は30%前後の水準を維持している。

13年3月期の会社計画では40円配当(予想配当性向28.7%)の見通し。以上から当センターの業績予想を前提に、15年3月期には46円配当が可能と考えられる。なお、自社株買いに関する方針は開示されておらず、また実績もない。

## > バリュエーション比較

### ◆ 現在の株価水準は同業他社と比較して割安感に乏しい

同社の類似会社として、同業である東急コミュニティと日本菅財を選定した。現在の株価水準は、予想PER及び実績PBRともに割安感に乏しい。

同社の株価は、「開発建設事業」から完全に撤退した2010年3月期以降、予想PERはほぼ12~18倍の水準で推移してきた。同社の安定した収益構造(下振れリスクが小さい)に加えて、他社との提携等を含む事業拡大の先行期待が、同業他社に比べてプレミアムを形成してきたと考えられるが、現在の水準にはやや過剰感を認めない。

一方、同社の妥当な株価バリュエーションについては、過去3年間の実績からPER12~15倍と仮定される。

【図表14】 類似会社との株価バリュエーション比較

| 銘柄<br>証券コード |     | 日本ハウズイング<br>4781 | 東急コミュニティ<br>4711 | 日本管財<br>9728 |
|-------------|-----|------------------|------------------|--------------|
| 予想PER       | 倍   | 16.4             | 8.7              | 10.8         |
| 実績PBR       | 倍   | 2.4              | 1.2              | 1.1          |
| 予想配当利回り     | %   | 1.7%             | 2.9%             | 2.6%         |
| 株価          | 円   | 2,290            | 3,005            | 1,533        |
| 時価総額        | 百万円 | 36,823           | 43,272           | 31,565       |

(注1) 過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。PBRは直前期の1株当たり純資産を基に算出、ROEは直前期の実績

(注2) 今期業績は会社予想。予想PER、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

## > 今後の株価見通し

### ◆ 中期的な適正株価は 1,930 円～2,400 円を想定

当センターでは、2015年3月期のEPSを160.5円と予想している。過去5年の株価は順調な業績を背景に下値を切り上げており、短期的には上昇トレンドの一段落から調整局面を迎える可能性は否定できないものの、中期的に堅調な業績予想や将来の増配期待から下値は限られると判断する。

前述した妥当株価バリュエーションに、当センターの15年3月期予想EPSを当てはめると、同社の中期的な適正株価水準は、1,930円～2,400円のレンジが想定される。



## 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

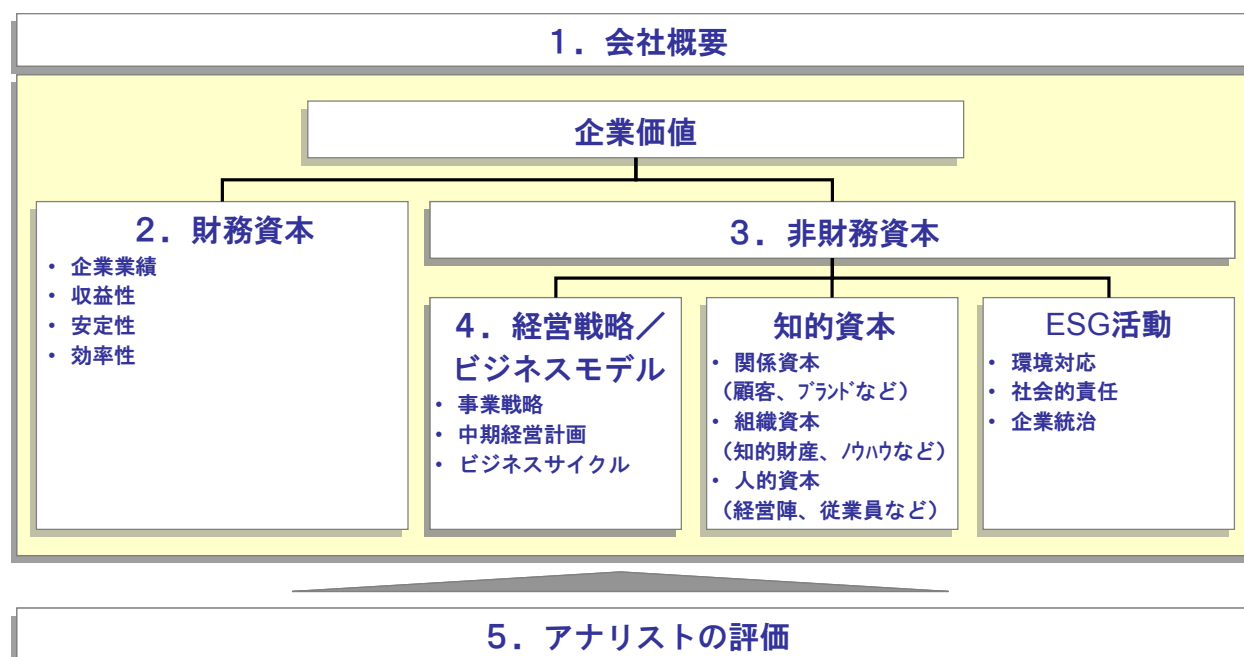
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。