

ホリスティック企業レポート テンポイノベーション 3484 東証一部

ベーシック・レポート
2019年2月15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 20190212

飲食店に特化した店舗転貸事業を展開 一都三県、居抜き店舗、路面店に集中

1. 会社概要

- ・テンポイノベーション(以下、同社)は、東京を中心に飲食店向けに特化した店舗賃貸事業を展開している。基本的には自社では物件は保有せず、不動産オーナーから賃借した物件を転貸している。
- ・営業部隊が賃借する物件を探し出すことと、その物件を飲食業者に転貸するという2つの機能を担っている。優良物件を見つけ出す目利き力のある営業部隊と店舗のトラブルの解決などを含めて転貸した物件を適切に管理する専門部署が同社のビジネスを支えている。

2. 財務面の分析

- ・ストック型の事業を展開しており、保有管理物件の増加とともに増収増益を続けている。
- ・18/3 期末では総資産のうち 55%が差入保証金によって占められているが、一方で固定負債に預り保証金としてほぼ同額が計上されている。このため、表面上は総資産利益率や自己資本比率が低くみえるが、実質的には問題のない水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、物件の目利き力をもつ営業要員と飲食店固有の騒音や異臭などのトラブルの解決ノウハウである。

4. 経営戦略の分析

- ・業績拡大のためには保有管理物件の増加が不可欠であるが、物件を開発する営業要員の増強が課題となる。そのために育成プログラムを整備し、19/3 期からは今までのキャリア採用に加えて新卒採用に踏み切った。
- ・物件開発に際して重要な情報源となる不動産仲介業者との関係を強化するために、不動産仲介業者が斡旋する物件を短期的に売買することを始めた。ただし、投資額は同社の売上、利益には直接的な影響を与えない水準に抑える意向である。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、19/3 期は保有管理物件の増加に伴い、前期比 23.3%増収、同 77.3%営業増益と予想している。

【3484 テンポイノベーション 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)
2017/3	5,386	27.4	311	11.1	327	12.0	199	9.9	25.0	130.1	6.15
2018/3	6,689	24.2	396	27.3	401	22.3	235	18.1	28.9	181.6	8.00
2019/3 CE	8,045	20.3	603	52.3	574	43.1	395	68.1	46.9	—	8.00
2019/3 E	8,245	23.3	702	77.3	680	69.6	458	94.9	54.4	228.6	13.00
2020/3 E	9,413	14.2	760	8.3	740	8.8	496	8.3	56.1	271.7	14.00
2021/3 E	10,550	12.1	862	13.4	862	16.5	578	16.5	65.3	350.9	16.00

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

17年6月28日付で1:10、18年2月1日付で1:4の株式分割を実施、一株当たり指標は遡及して修正

アナリスト: 高木 伸行

+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】

	2019/2/8
株価 (円)	1,733
発行済株式数 (株)	8,845,000
時価総額 (百万円)	15,328

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	60.0	32.1	30.9
PBR (倍)	9.5	7.6	6.4
配当利回り (%)	0.5	0.8	0.8

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	12.6	12.8	33.5
対TOPIX (%)	14.7	22.2	-12.9

【株価チャート】



目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 企業理念・沿革・株主

2. 財務面の分析

- － 業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 飲食店向けの店舗賃貸事業に特化

テンポイノベーション(以下、同社)は、東京都を中心に飲食店向けの店舗物件に特化した「店舗賃貸事業」を展開している。一般的な不動産業者は住宅、オフィス、駐車場といった多様な物件を扱うが、同社は店舗それも飲食店向けの物件に特化している。保有管理物件の9割弱が飲食店舗用の物件で、業態別では居酒屋が3割程度、ラーメン店が1割程度を占めており、焼肉店、イタリアンレストラン、焼き鳥店等が続いている。

同社は、不動産オーナーから賃借した物件を、出店を希望する飲食事業者(以下、店舗出店者)に“転貸”している。転貸は又貸しとも呼ばれ、不動産オーナーの知らない間に好ましくない先に転貸されるなどの問題も多く、不動産業界の中では必ずしも積極的に手掛けられている事業ではない。同社の経営陣が不動産業界の出身ではないことが、業界の常識にとらわれずに転貸事業に進出し、成功できた要因のひとつと考えられる。

また、不動産オーナーに建物を建ててもらい、物件ごと借り上げと言ったサブリースも行わず、建物の1区画を賃借している。一般にサブリースは不動産オーナーから複数年の契約で借り上げ、途中解約がなされない前提であるが、同社の場合は通常の賃貸借契約と同様に解約予告期間を原則として3カ月として賃貸契約を結んでいる。一方で店舗出店者への賃貸契約では解約予告期間を7カ月と定めている。また、建物全体を一括して借り上げていないため、同社は情勢を見ながら柔軟に対応することができる。以上の2点の違いによって、空室率の上昇というサブリースが内包するリスクを回避することを可能にしている。

◆ キーワードは「居抜き」、「路面店」、「東京都」

物件としては居抜き物件と路面店に重点を置いている。居抜き物件とはテナントが内装や厨房・空調機器や什器などを残したまま退去した物件で、後継のテナントがそのまま使用できる物件のことである。同社によれば、取り扱う物件の9割弱が居抜き物件である。また、8割弱の物件が路面店となっているのも同社の物件の特徴である。

居抜き物件への集中は、多くの面で同社のビジネスモデルを支えている。店舗出店者にとっては、希望する店舗イメージとは異なるかもしれないが、既に設備が整っているため、出店のための初期費用が抑えられ、出店にかかる時間を短縮することが可能になる。店舗の撤退を検討している飲食事業者(以下、店舗撤退者)にとっては、居抜きのままで次の借り手がみつかるとのなら原状回復工事や解体工事の手間や費用が節約で

き、造作や設備の譲渡により資金を回収することも可能になるというメリットもある。

展開する地域についても東京都を中心としており、全物件の9割以上が東京都内の物件である(図表 1)。東京都内での詳しい分布は開示されていないが、どちらと云えば東京都の中心部に物件が多く、周辺部での物件保有は相対的に少ないようである。

不動産オーナーとの賃貸契約の解約率は不動産オーナー側の都合である場合も含めて 18/3 期は 1.1%と低い。また、店舗出店者の撤退などで契約が解約される率は 18/3 期は 9.6%であった。店舗出店者が撤退する場合には、退店するまでの 7 カ月間に大半が新たな借主をみつけている。また、2 巡目、3 巡目の後継契約が行われる際には賃料の適正化や物件仕入コストが軽減されているため利益率が改善されることが多いようである。

【 図表 1 】 地域別保有物件

地域	17/3期末		18/3期末	
	(件)	(%)	(件)	(%)
東京都				
(都心地域)	292	28.4	349	28.1
(副都心地域)	284	27.6	329	26.5
(その他)	399	38.8	479	38.6
東京都合計	975	94.8	1,157	93.2
神奈川県	33	3.2	53	4.3
千葉県	8	0.8	19	1.5
埼玉県	13	1.3	13	1.0
合計	1,029	100.0	1,242	100.0

(注) 東京都都心地域は中央区、千代田区、港区
 東京都副都心地域は新宿区、文京区、渋谷区、豊島区
 (出所) 成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料
 を基に証券リサーチセンター作成

◆ 店舗賃貸事業の業務フロー

一般的な案件については、以下のような流れとなる。

- 1) 店舗物件の情報収集を行い
- 2) 物件の調査を経て候補物件を絞りこみ
- 3) 不動産オーナーと賃貸借契約を締結し
- 4) 契約した店舗物件への店舗出店者を募り
- 5) 希望者からの申し込みを受けたのちに、与信審査を経て
- 6) 転貸借契約を締結し保証金等の契約金を受け取る

店舗物件の情報収集については、駅別に選任した営業担当者が不動産仲介業者への営業活動を行ったり、提携先や既存出店先からの紹介などを通じて物件情報を収集している。営業担当者は経験にもよるが、一人で5～10 駅を担当している。また、同社が運営する Web サイト「店舗買取り.com」でも店舗撤退を検討している先からの申し込みも受け付けている。

同社が賃貸借契約を締結した店舗物件については、不動産仲介業者による仲介に加えて、同社の Web サイト「居抜き店舗.com」により、店舗出店者の募集が行われている。同社の顧客は個人もしくは3～5 店舗程度を経営する事業者が多く、大手のチェーン店は1 割程度となっている。

管理物件数が増加するなか、物件管理業務の重要性も増している。物件管理部を設置し、家賃回収、トラブル対応、契約更新などの事務作業といった引き渡し後の対応を行っている。更にトラブルを未然に防ぐ、或いはトラブルの早期の発見・対応を行えるよう物件のチェックや店舗出店者との良好な関係の構築にも努めている点が同社の特徴の一つと言える。

なお、物件の調査・選定に際しては営業担当者だけに任せるのではなく、物件管理担当者も参加する。賃貸借契約締結後は物件管理業務が重要になるため、同社では組織を挙げて物件の選定を行っている。

営業部門と物件管理部門を分離しているのは、個人主義に陥りがちな不動産事業を組織的な対応ができるようにする狙いもある。

> ビジネスモデル

◆ 売上高の9割がストック型の収入

同社は店舗賃貸事業のみの単一セグメントであるが、売上高は「ランニング」と「イニシャル」に区分して開示している(図表 2)。ランニングとイニシャルの売上高比率は9:1 と圧倒的にランニングの比率が高い。

【図表 2】売上高区分と保有物件数

決算期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
売上高(百万円)	1,856	2,528 36.2	3,248 28.5	4,227 30.1	5,386 27.4	6,689 24.2
ランニング	1,514	2,154 42.3	2,856 32.6	3,729 30.6	4,816 29.1	6,060 25.8
イニシャル	342	374 9.4	392 4.8	498 27.0	570 14.5	628 10.2
ランニング比率(%)	81.6	85.2	87.9	88.2	89.4	90.6
期末保有管理物件数(件)	342	470 37.4	614 30.6	815 32.7	1,029 26.3	1,242 20.7
新規契約数(件)	-	-	-	269 -	306 13.8	333 8.8

(注) %は前期比。新規契約数には後継契約分も含まれる

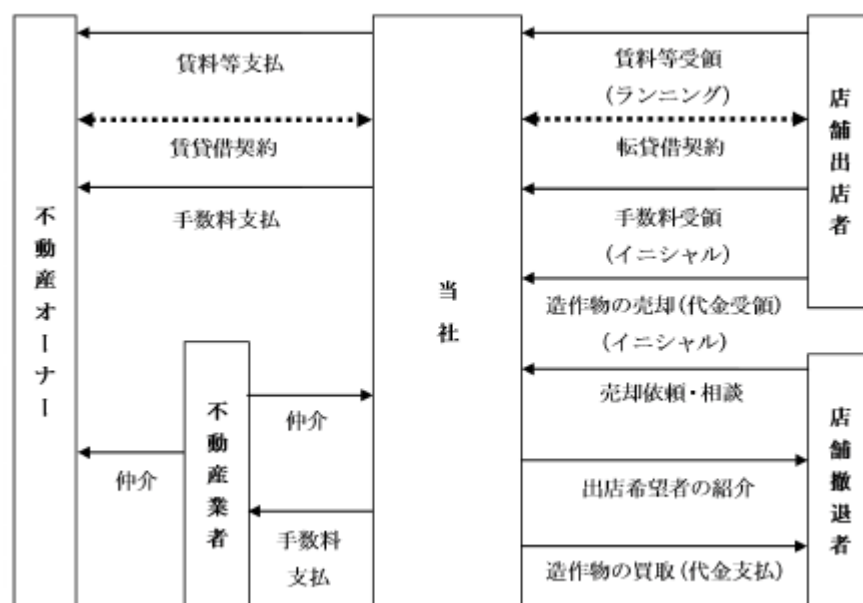
(出所) 成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

ランニングとは同社が賃借した店舗物件のうち店舗出店者に転貸している物件に対して受け取る賃料であり、継続的に計上される収益である(図表 3)。また、転貸借契約の更新時に受け取る更新料も、ランニングに区分されている。ランニングは保有管理物件数に連動して増加するストック型の収益である。

イニシャルは賃貸物件を店舗出店者に転貸した時に受け取る礼金等の手数料である。また、店舗出店者への造作等の売却代金等も、イニシャルに分類される。イニシャルは一時的に計上される収益で、新規契約件数ならびに空きとなった物件への後継契約数に連動するスポット型の収益となる。

売上総利益率は収益の性格上、相対的にはイニシャルが高く、ランニングが低い。18/3 期に至るまでの全社的な売上総利益率の低下傾向は、相対的に売上総利益率の低いストック型収入であるランニングの売上構成比率が上昇していることが主因で、各区分の収益性が悪化しているわけではない。ランニング収入の比率は今後も上昇することが予想されるが、全社の売上総利益率に与える影響はランニング収入の売上比率が9割を超えてきたことから、今後は小さくなってゆくものと思われる。

【図表 3】収益と費用の流れ



(出所) 有価証券報告書

◆ 費用の大半が不動産オーナーへの支払賃料

店舗転貸を事業としていることから、同社は不動産オーナーや不動産仲介業者に対して賃借料や手数料を支払っている。特に、不動産オーナー

一に支払う賃借料は費用の中で大きな割合を占めている。18/3 期の売上原価は 5,549 百万円であったが、この 89.8%(売上高比では 74.5%)に当たる 4,982 百万円が賃借料であり、残りの 567 百万円(同 8.5%)は手数料支払などである(図表 4)。

不動産仲介業者への手数料支払には物件を契約した時に支払う手数料に加え、店舗出店者が交代した時に支払う、一種の更新料も含まれている。店舗出店者の交代の際には更新料を支払う必要はないが、不動産仲介業者から優先的に情報を得るためなど、良好なビジネス関係を維持する目的で取り入れている仕組みとのことである。

【 図表 4 】 収益費用構造

	17/3期	18/3期	概要
	(%)	(%)	
売上高	100.0	100.0	受取賃料、転貸時の礼金などの手数料
ランニング	89.4	90.6	賃料収入
イニシャル	10.6	9.4	受取手数料、造作物の売却代金
売上原価	82.6	83.0	
賃借料	73.9	74.5	不動産オーナーへの支払賃料
支払手数料等	8.6	8.5	不動産仲介業者への手数料
売上総利益	17.4	17.0	
販売費及び一般管理費	11.6	11.1	
販売費	0.5	0.6	給料及び手当(18/3期販管費の35%を占める)、本社賃借料
一般管理費	11.1	10.5	
営業利益	5.8	5.9	
営業外収益	0.4	0.3	違約金収入、訴訟関連収入
営業外費用	0.1	0.3	訴訟関連費用 上場関連費用など
経常利益	6.1	6.0	
税引前当期純利益	6.0	6.0	
法人税等合計	2.2	2.5	
(税率)	37.7	41.1	
当期純利益	3.7	3.5	

(注) %は売上高に対する比率

(出所) 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

18/3 期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 742 百万円だが、3分の1程度が給料及び手当である(18/3 期末の従業員数は 60 名)。また、16 年 5 月に JR 新宿ミライナタワーに本社を移転したが、18/3 期の賃借料は 54 百万円で販管費の 7.3%を占めた。

◆ 安定した利益を生み出す賃料スプレッドと解約予告期間差

同社は飲食事業者、不動産オーナー、不動産仲介業者のいずれにも付加価値を提供しているが、同社の利益の源泉は不動産オーナーに支払う賃料と飲食事業者から受け取る賃料の差額である。

同社が受け取る月額賃料と同社が支払う月額賃借料との差、つまり同社の取り分(スプレッド)は約 6 万円、率にして 14%程度とのことであるが、スプレッドについては物件によって分散が大きく、ひとつの目安としてとらえるべきである。スプレッドの下限は 3 万円程度をひとつの目安としているが、優良物件についてはこれを下回るケースもある。

同社は賃料相場の下限で賃借し、上限で賃貸することに注力しているが、新規物件などにおいては、十分なスプレッドが確保できない物件もある。このような物件については、店舗出店者の入れ替わるタイミングをとらえて、賃貸料を改定し利益を生み出すような契約にもってゆくよう努めている。同社の 4 分の 3 程度の物件は最初(1 巡目)の店舗出店者が賃借しており、今後、2 巡目、3 巡目の店舗出店者に対して賃貸する際に適正スプレッドに是正できる余地は大きい。

同社から不動産オーナーへの解約予告期間は原則として 3 カ月とする一方、店舗出店者による同社への解約予告期間は 7 カ月としている。この 4 カ月の期間差は同社にとって極めて重要となる。4 カ月の間に希少性のある同社独自の物件として転貸先を見つけることが可能となり、空室リスクの低下にもつながる。同社によれば、おおよそ 2 カ月あれば、次の入居者を確保できるとしている。

◆ ビジネスモデルを支える物件開発の目利き力

前述したように、同社は飲食店舗、居抜き、東京都に転貸物件を絞り込んでいる。この絞り込みにより、物件開発の目利き力の強化や効率の良い事業運営を可能にしている。

オフィス、駐車場、住宅といった多くの物件を対象とする他の不動産業者と比較して、飲食店舗に集中することで、物件の目利き力を比較的、容易に養うことを可能にしている。店舗用物件の良し悪しは、単にロケーションだけではなく、ガスや電気設備のスペック、業態に適した店舗面積や周辺環境といった点も重要となる。多くの用途の物件を取り扱う不動産業者に比して、飲食店舗に特化することにより、比較的短期間に専門性を高めることが容易となっており、良い物件の確保につながっている。

東京都に集中し、さらに特定の駅を担当することにより、営業担当者は地域についての知識も充実させやすく、転貸ビジネスで極めて重要となる家賃の相場観を養いやすい。

同じことを毎日やり続けることにより、短い期間で経験知を積み上げることに成功している。このような同社の専門性の高さは、チェーン展開する外食企業にも顧客がいることから伺いしれる。

19/3 期に入り、同社の収益力の根幹となる目利き力を強化する動きがあった。3 名のマネージャーを仕入れ専任とし、物件仕入チームを 10 名程度に増員した。競争力のある物件を確保することは厚めの賃料スプレッドが期待でき、後継テナント付も苦勞せずに行うことができる。

◆ 研修により高い専門性を確保

上述したように取扱対象を絞り込むことは、社員の専門性を高めるうえで効果的であるが、それに加えて同社では 100 時間に及ぶ研修プログラムを用意して社員の教育に努めている。講師は内部講師に加えて、外部の専門家も招聘している。研修内容は 6 割が法律、会計、行政対応や店舗設備といった業務に直結する知識カリキュラム、4 割が社会人として必要な要素についての教育カリキュラムから構成されている。

取扱対象の絞り込みや充実した研修プログラムにより社員の戦力化に結びつけているが、それでも十分な貢献が見込まれるには 2 年ほどは必要というのが実状のようである。19/3 期に初めて新卒採用を開始したが、その 7 人の新卒社員が基礎研修を終え、1 月から後継テナント付けの営業をスタートした。今後の貢献度合いに注目したい。

◆ 関係者すべてにメリットをもたらすサービスを展開

同社の事業に関係するのは「不動産オーナー」、「不動産仲介業者」、「店舗出店者」並びに、閉店を考えている「店舗撤退者」である。同社はこれらの関係者にメリットを提供しているというのも同社のビジネスモデル特徴のひとつである(図表 5)。

【 図表 5 】 Win-Win の関係

不動産オーナー	店舗出店者
・賃料回収業務が不要 ・賃料収入が安定 ・管理業務や飲食事業者との交渉から解放	・店舗開発機能を代行 ・豊富な情報 ・低コストでの出店機会
不動産仲介業者	店舗撤退者
・収益獲得機会が増加 ・物件管理の負担軽減	・原状回復工事費用の削減 ・造作代金の受領による閉店費用削減 ・閉店に伴う煩雑な業務負担を軽減

(出所) 決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

不動産オーナー、不動産仲介業者および店舗撤退者にとっての利便性を高めることは物件情報の入手や優良物件の獲得につながることになる。店舗出店者にとっては未公表の物件情報が豊富である点や業態によって必要な設備や周辺環境などの情報を把握している点も評価されているようである。

不動産オーナーにとって、テナントの入居が優先されるが、トラブルは避けたいという思いも強い。飲食事業者への賃貸は物販業への賃貸と比べて高い家賃を設定でき不動産オーナーにとっては高い収益性が期待できるという魅力があるが、その半面で騒音や臭い、あるいは水回りの故障などトラブルが発生しやすい面もあり、飲食事業者への賃貸を敬遠する不動産オーナーも見られる。

同社はそうした不動産オーナーにとっての面倒となる要素に対し、専門担当者を配置し対応している。物件管理のノウハウを積み上げることでトラブルを未然に防止したり、重症化する前に早期に対応することを可能にしている。同社は管理専門の担当者を概ね 100 店舗に対し 1 名の割合で配置している。

同社の顧客は個人事業主が多く、自ら好立地物件の不動産オーナーと交渉し開業に至るには越えるべきハードルが多い。このような事業主に対して、同社が間に入ることで好立地の店舗に入居が可能となるという付加価値を提供している。

同社が転貸する店舗は不動産オーナーから直接話が来ることもあるが、不動産仲介業者を通じて持ち込まれるケースが 8 割程度を占めているとのことである。不動産仲介業者にとっては同社が間に入ることによって、受け取る手数料は変わらず、一方でオーナー側と店舗側との間に立ってトラブルを処理しなければならないという煩わしさから解放されるメリットがある。

◆ 顧客はサイトや仲介事業者などを通じて開拓

同社は顧客となる飲食事業者を集客するために、居抜き店舗.com を運営しており、同サイトには約 56,000 名の会員登録がなされている。直接、サイトを通じて賃貸契約が成約するケースは稀であるようだが、問い合わせをしてきた潜在顧客に営業担当者が対応することにより、同社の見込み客となり、最終的に賃貸契約に結び付くケースは多いようである。

> 業界環境と競合

◆ 大きな成長が見込めないが巨大な市場

東京都においては底堅い需要があると考えられるが、それでも店舗数全体では大きく成長するとは考え難い。

「平成 28 年経済センサス-活動調査 確報集計」によれば、東京都には 80,000 弱の飲食店がある。同社の東京都での 17/3 期末の保有管理物件数 975 件は東京都の飲食店の 1.2%程度に相当する。また、同社がターゲット市場とする一都三県におけるシェアは 1%に満たない。提供する付加価値へのニーズの高まりとともに、シェアを伸ばすことは十分に可能であると考えられる。

◆ 競合はあるが、事業モデルの異なる先との競合が多い

飲食店店舗の出店者に物件を紹介・契約するという点では、同社と競合する先は多い。不動産管理業者や仲介業者が手掛けるというケースである。これらの業者は飲食店舗物件の転貸を専門的に扱っているわけではなく、同社の様に、対象、地域、物件を絞り込んでの業務展開を行っているわけでもないため、同社が専門とする事業分野ではノウハウや取扱物件数で見劣りする。

また、非上場企業のなかには飲食業や一都三県に絞って居抜き店舗をサブリースあるいは転貸するような先が何社かあるようではあるが、仲介が主で同社のような転貸専門でない。市場の大きさに比して、同社を含めて規模の大きなところはなく、競合は限定的と言える。

同社は店舗を借りる時と転貸先となる飲食事業者に貸す時に他の事業者との競争となるが、現状では店舗を借りる時の方が、競争が激しいようである。一方で、店舗出店者からの需要は強く、同社が展開する東京を中心としたエリアでは賃料が上昇傾向にあるとのことである。

また、不動産オーナーや不動産仲介業者が直接、飲食業者と契約することは同社から事業機会を奪うことになるが、同社はトラブル対応のノウハウを蓄積しており、むしろこうした不動産オーナーや不動産仲介業者に物件管理のサービスを提供することで、事業パートナーとして事業機会を獲得できることもあるようである。

> 企業理念・沿革・株主

◆ 企業理念

同社は企業理念として「貢献創造」を掲げ、「転貸借の商習慣を変え、店舗物件のスタンダードを創造する」を経営ビジョンとしている。

「貢献創造」には関係者のビジネスの存続発展に貢献し社会に必要とされる存在でありたいという想いが込められている。経営ビジョンは、不動産業界では必ずしも主流ではない「転貸借」を優れた方法論に昇華させて、同社を介して店舗物件の賃貸借を行うことをスタンダードにしたいという考えから掲げている。同社が介在することにより、不動産オーナー、飲食店経営者、不動産仲介業者のすべてにメリットを感じてもらい、時に又貸しと揶揄された賃貸借というビジネスの市民権を獲得するという強い想いが込められている。

この企業理念、経営ビジョンの下で、店舗を安心、安全に使えるような状態にしておくということを同社はビジネスの根幹においている。このためには従業員の専門知識や経験も大切であり、社会に必要な存在になるため最後まで責任を持って対応するという責任意識を重視している。

◆ 沿革

同社は元をたどると、レインズインターナショナルの傘下で居抜き物件を活用した事業を開始した。しかし、レインズインターナショナルの業績低迷を受けて、07 年 12 月に飲食店舗出退店支援事業の一部を会社分割により承継して、同社が事業を開始した(図表 6)。

【 図表 6 】 沿革

年 月	概 要
2007年 11月	株式会社テンポリノベーション分割準備を設立
12月	旧株式会社テンポリノベーションから飲食店舗出退店支援事業の一部を会社分割により承継
2008年 1月	株式会社テンポリノベーションに商号変更
5月	株式会社テレウェイブ(現アイフラグ)が全株を取得(アイフラグの連結子会社になる)
2009年 6月	居抜き物件情報サイト「居抜き店舗.com」を開設
7月	株式会社クロップスが全株を取得(クロップスの連結子会社になる)
2010年 6月	居抜き物件買取サイト「店舗買取.com」を開設
2011年 6月	代表取締役社長に原康雄氏が、常務取締役に志村洋平氏が就任、現在の体制が始まる
2013年 5月	株式会社テンポイノベーションに商号変更
2016年 5月	東京都新宿区へ本社移転(都内4支店を閉鎖し、本社へ統合)
2017年 10月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2018年 10月	上場市場を東京証券取引所市場第一部に変更

(出所) 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

08 年 5 月にテレウェイヴ(現 アイフラグ)が同社の全株式を取得した。テレウェイヴ傘下で出店支援事業を続けたが成果が出ず、テレウェイヴの株価の急落をきっかけに、09 年 7 月にクロップス(9428 東証・名証一部)が全株を取得し同社を連結子会社化した。クロップスは M&A を積極的に行っており、自社で au の一次代理店を東海地方を中心に展開している他、ビルメンテナンス、人材派遣、文具包装資材卸事業を営む子会社群を傘下に持っている。

11 年 6 月に原康雄氏が代表取締役社長に、志村洋平氏が常務取締役に就任し、営業と管理を各々管掌するとともに、事業領域を店舗賃貸事業と位置付け、サービス業ではなく不動産業とした。

16 年 5 月には現本社所在地(JR 新宿ミライナタワー)に本社を移転するとともに、それまで都内に点在していた 4 支店を閉鎖し、本社に統合した。本社は JR 新宿駅の真上に位置しており、商談を進めるうえで利便性の高い場所と言える。

株式は 17 年 10 月に東京証券取引所マザーズに上場され、18 年 10 月に市場第一部に指定された。

◆ 株主

19/3 期第 2 四半期報告書に記載されている 18 年 9 月末時点の株主の状況は図表 7 の通りである。

10 月に東証一部への指定に向けてクロップスが 557,400 株、原社長が 70,900 株、志村常務が 51,600 株を売り出した。また、オーバーアロットメントに伴う第三者割当増資を実施した。

親会社並びに同社役員や従業員持株会を除くと機関投資家と個人投資家が上位に名を連ねている。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主（敬称略）	18年9月末時点		18年10月 売出し後	備考
	株数（株）	割合（%）		
株式会社クロップス	5,579,600	66.23	5,022,200	親会社
UNION BANCAIRE PRIVEE	392,000	4.65		
原 康雄	328,000	3.89	257,100	代表取締役社長
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	310,100	3.68		
野村信託銀行株式会社（投信口）	285,500	3.39		
志村 洋平	229,600	2.73	178,000	常務取締役
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	161,400	1.92		
テンポイノベーション従業員持株会	155,800	1.85		
日本証券金融株式会社	47,600	0.57		
水戸 圭市郎	25,200	0.30		
発行済株式総数	8,424,400	100.00		

（出所）四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 業績推移

◆ 業績推移

13/3 期からの業績が開示されているが、18/3 期にかけて売上高及び経常利益はともに順調に増加している(図表 8)。また経常利益率も長期的には改善傾向にある。保有管理物件数の増加とそれを支える新規契約数の順調な増加がその背景にある。

【図表 8】業績推移

(単位: 百万円)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
売上高	1,856	2,528	3,248	4,227	5,386	6,689
売上総利益				770	938	1,139
売上総利益率	-	-	-	18.2%	17.4%	17.0%
販売費及び一般管理費				490	626	742
販管費率	-	-	-	11.6%	11.6%	11.1%
営業利益				280	311	396
営業利益率	-	-	-	6.6%	5.8%	5.9%
経常利益	59	121	186	292	327	401
経常利益率	3.2%	4.8%	5.7%	6.9%	6.1%	6.0%
当期純利益	34	61	110	181	199	235
期末保有管理物件数 (件)	342	470	614	815	1,029	1,242

(出所) 届出目論見書、有価証券報告書、成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

上述したように、元々、同社はレイنزインターナショナルの傘下で居抜き物件を活用した事業を行っていた。レイنزインターナショナルの業績低迷等で経営が混乱したが、09 年 7 月にクロップスの子会社となり、混乱が落ち着いた。

11 年 6 月に代表取締役社長に原康雄氏が、管理担当の常務取締役に志村洋平氏が就任し同社の事業の基礎を作り上げ、両氏のイニシアチブにより現在のビジネスモデルを磨き上げてきたが、その成果が徐々に表れてきたものと言える。

◆ 17 年 3 月期

17/3 期は、売上高 5,386 百万円(前期比 27.4%増)、営業利益 311 百万円(同 11.1%増)、経常利益 327 百万円(同 12.0%増)、当期純利益 199 百万円(同 9.9%増)であった。

増収率は過去の実績に比して、見劣りするものではない。区分別の売上高を見るとランニングは 4,816 百万円(前期比 29.1%増)、イニシャルは 570 百万円(同 14.5%増)であった。ランニングの高い伸びは、保有管理物件数の増加が効いてきているためである。

一方、利益の伸び率は低く、結果として営業利益率および経常利益率は前期比 0.8%ポイント悪化している。相対的に利益率の低いランニングの売上構成比の上昇や 16 年 5 月に本社を JR 新宿ミライナタワーに移転したのと同時に東京都内に点在していた 4 支店を閉鎖したが、移転と支店統廃合に伴う費用が経常利益率の悪化の要因と考えられる。

◆ 18 年 3 月期

18/3 期は売上高 6,689 百万円(前期比 24.2%)、営業利益 396 百万円(同 27.3%増)、経常利益 401 百万円(同 22.6%増)、当期純利益 235 百万円(同 18.1%増)となり、6 期連続の増収増益となった。ランニングは保有管理物件の増加を背景に前期比 25.8%増収となり、売上構成比も 90%を超えた。

◆ 19 年 3 月期第 3 四半期決算

19/3 期第 3 四半期累計決算は、売上高が前年同期比 24.0%増の 6,046 百万円、営業利益が同 86.4%増の 551 百万円、経常利益が同 80.0%増の 529 百万円、四半期純利益は同 94.1%増の 366 百万円となった。第 3 四半期末の保有管理物件数は 1,395 件と 18/3 期末の 1,242 件から順調に増加した。第 2 四半期以降は利益率が過去の水準よりは高い水準に位置しており、非常に好調な決算と言えよう(図表 9)。

18/3 期の第 1 四半期には飲食店の解約に伴う違約金収入が計上されていたことと、19/3 期から新卒採用を開始し、研修コストなどの費用や東証第一部指定に向けての準備等の負担から、19/3 期第 1 四半期の利益は前年同期並みであった。しかし、期が進むにつれて、採算の良い物件が入手できたことや、新人研修に割いていたマンパワーを営業に再び振り向けた効果や中途採用社員の戦力化などもあり、第 3 四半期には成約数が高い水準に達したことが利益率の改善につながったものと思われる。

【図表 9】四半期業績推移

(単位:百万円)

	17/3期 通期	18/3期				19/3期				19/3期			
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期		1Q	2Q	上期	3Q
売上高	5,386	1,574	1,600	3,174	1,703	1,811	3,514	6,689	1,843	2,013	3,856	2,189	
売上総利益	938	292	255	548	285	306	591	1,139	333	405	739	416	
売上総利益率	17.4%	18.6%	16.0%	17.3%	16.7%	16.9%	16.8%	17.0%	18.1%	20.1%	19.2%	19.0%	
販売費及び一般管理費	626	171	173	344	192	205	398	742	209	190	400	203	
販管費率	11.6%	10.9%	10.8%	10.9%	11.3%	11.4%	11.3%	11.1%	11.4%	9.5%	10.4%	9.3%	
営業利益	311	120	82	203	92	100	193	396	123	215	338	212	
営業利益率	5.8%	7.7%	5.1%	6.4%	5.4%	5.6%	5.5%	5.9%	6.7%	10.7%	8.8%	9.7%	
経常利益	327	125	85	211	82	107	189	401	125	217	342	186	
経常利益率	6.1%	8.0%	5.4%	6.7%	4.8%	5.9%	5.4%	6.0%	6.8%	10.8%	8.9%	8.5%	
当期(四半期)純利益	199	81	55	137	50	47	98	235	86	150	237	215	
成約数(件)	306	80	81	161	77	95	172	333	71	79	150	110	
期末保有管理物件数(件)	1,029	1,080	1,133	-	1,181	1,242	-	-	1,284	1,335	-	1,395	

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 安全性で魅力的なポジションにある

同社と同様のビジネスを展開している上場会社は見当たらず、参考までに不動産物件を借り上げて施設の賃貸事業を営む企業と比較した(図表10)。比較対象先は、駐車場を運営する日本駐車場開発(2353 東証一部)、貸し会議室のティーケーピー(3479 東証マザーズ)、賃貸住宅の一括借り上げ事業を展開する日本管理センター(3276 東証一部)である

18/3 期末の同社の総資産のうち 55.2%にあたる 3,848 百万円が差入保証金となっているが、これは不動産オーナーに差し入れているものである。一方、固定負債には飲食事業者から差し入れられている預り保証金が 4,038 百万円計上されており、ほぼバランスしている。信用を供与している先が異なるので、単純に両勘定科目を相殺することはできないが、現実的には預かった保証金を差し入れているとも言え、仮に資産から差入保証金を控除して計算すれば、総資産利益率は 15.3%となる。

安全性に関して、18/3 期末の自己資本比率は 21.9%と低いが、上述した預り保証金が負債純資産合計の 57.9%を占めていることが影響している。仮にそれを除いて計算すると自己資本比率は 52.1%となる。また、有利子負債もなく流動比率をみても財務の安全性は問題のない水準にある。

【 図表 10 】 類似企業との財務指標比較

		銘柄 コード	テンポイノベーション 3484	日本駐車場開発 2353	ティーケーピー 3479	日本管理センター 3276
		直近決算期	18/3	18/7	18/2	18/12
規模	売上高	百万円	6,689	22,771	28,689	43,112
	経常利益	百万円	401	3,610	3,200	2,854
	総資産	百万円	6,973	23,371	34,530	11,717
収益性	自己資本利益率	%	18.3	27.2	31.8	37.9
	総資産経常利益率	%	6.5	15.3	10.9	26.0
	売上高営業利益率	%	5.9	15.5	12.0	6.6
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	27.2	10.2	26.5	7.3
	経常利益(同上)	%	29.1	6.3	65.2	18.6
	総資産(同上)	%	27.0	9.5	44.9	6.5
安全性	自己資本比率	%	21.9	36.3	24.9	49.1
	流動比率	%	206.2	452.1	121.9	315.6

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書、届出目論見書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ スキルのある従業員と事業パートナーとの関係が重要

人的資本としては原社長並びに志村常務のリーダーシップが挙げられる(図表 11)。同社は設立以来、親会社が異動し、経営が不安定であったが 11 年に両氏が現在の役職に就任し、それまで手掛けていたコンサルティング事業をやめるなどの改革を実施し、経営が軌道に乗り始めた。

充実した研修と物件を飲食店舗に、地域を一都三県に絞り込むことにより、高い目利き力をもった営業担当社員を揃えていることも同社の強みとなっている。物件管理に優れたスタッフも多く、営業と管理のバランスのとれた人材構成となっている。

【図表 11】 知的資本の分析

項目		分析結果	定量的評価	
			項目	数値
関係資本	顧客資本	・飲食店出店者にターゲットを絞りこみ一定品質の物件を提供することにより顧客の信頼を得ている ・トラブル処理能力が高くテナントの高い満足度につながっている		
	ブランド力	・会社名に対する利用者の認知度は高いとは言えない		
	ネットワーク力	・不動産オーナーとの良好な取引関係 ・不動産仲介業者に収益機会を提供しており、不動産仲介業者とも良好な取引関係を築いている ・物件売買を通して不動産仲介事業者との関係を更に強固にする戦略を採用	・保有管理物件数	1,395件(18年末)
組織資本	知的財産	・地域、取扱物件を絞り込むことにより蓄積した物件開発ノウハウ ・社員の専門性を高める充実した研修プログラム	・研修プログラム	100時間に及ぶ講義
	業務プロセス	・営業部門と物件管理部門の緊密な連携		
	経営基盤	・小規模組織である点を活かした全社一体経営		
人的資本	経営陣	・不動産業の常識に囚われない発想を持つマネジメントチーム ・不動産転貸事業の地位向上という目標を共有		
	社員(従業員)	・充実した研修制度と対象を飲食店に絞り込むことにより、相対的に高い専門性を備えている		
	組織文化	・部門別の体系ではない全社統一の報酬制度に見られるような組織の一体感		

(出所) 証券リサーチセンター

組織資本としては、事業の性格から特許や意匠などの知的財産は認められないが、業務プロセス及びノウハウが重要な柱となっている。物件の仕込みに関して、競合店舗の存在などの立地面だけでなく、建築年数や劣化程度など総合的に判断する目利き力が同社には備わっている。さらに仕入体制を強化するために 18 年 6 月に営業要員のなかでも経験の豊富なベテランを仕入れに専従させることにした。

また同社は物件管理の専門部隊を組織している。これは単純にトラブルが発生した時に事後的に対応するだけでなく、最短で収束させ重症化させないことや、物件の仕入れ段階から入念に調査し、トラブルを未然に防ぐといった機能を有している。このようなトラブル対応力が同社の競争優位性にむすびついている。

関係資本に関して、顧客の9割近くが飲食事業者となっている。専門事業者としてノウハウを蓄積しており、前述した物件管理部門による優れたトラブル対応力により、顧客からの信頼醸成につなげている。

また同社は不動産仲介事業者を重要な事業パートナーとして位置づけている。不動産オーナーと直接契約すると同社は仲介手数料を支払わずに済むが、契約がその物件限りの単発の取引で終わることが多い。一方、不動産仲介事業者は同社にとって貴重な情報源であり、関係を築けば継続的に案件を紹介してもらえる可能性がある。このため同社は不動産仲介事業者を重視しており、全体の8割程度が不動産仲介事業者を通して保有した物件となっている。19/3期からは不動産仲介業者との関係構築を意識した物件の売買を本格的に開始した。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の事業活動において、撤退店舗の設備や造作物を買取るなど廃棄しないということが、リサイクルという発想であり、環境に貢献していると考えられる。

◆ 社会的責任 (Society)

特筆すべき点は認められないが、事業そのものが起業家支援という側面をもつ。飲食事業も大手チェーンであれば自前で店舗を開発する力をもつが、まだその体力がない起業家が条件の良い店舗を構えて出店するまで同社がサポートしていると捉えることができる。

◆ 企業統治 (Governance)

18年6月19日に開催された株主総会において、1名の社外取締役を含めて7名の取締役が選任されている。なお、親会社であるクロップスの代表取締役会長である前田博史氏が取締役会のメンバーとなっている。

社外取締役の吉村克氏は不動産鑑定などを行う株式会社アセット・バリュエーション・パートナーズの代表取締役で、不動産鑑定士の資格を持っている。

同社は監査役会設置会社であるが、常勤監査役の金子裕一氏をはじめ3名の監査役はいずれも社外監査役である。金子氏は第一勧業銀行(現み

ずほ銀行)など金融機関での経験が豊富であり、青山理恵氏は公認会計士、玉伊吹氏は弁護士といった監査役会の構成になっている。

非常勤役員の取締役会や監査役会への出席状況は概ね良好である。18/3 期は取締役会が 18 回開催されたが、金子監査役と青山監査役はすべての取締役会に出席、玉監査役は18回中17回出席となっている(図表 12)。監査役会は 14 回開催されたが、監査役全員すべての監査役会に出席している。吉村取締役は就任以降開催された 18/3 期の取締役会 16 回中 15 回に出席した。

前田氏からは、親会社の役員という立場ではなく、純粋に経営者としての視点からの発言がなされているとのことである。同氏は 18/3 期に開催された取締役会にはすべて出席しており、同社からは役員報酬を受領していない。

他の役員もそれぞれの専門性を基に有益な発言が為されているとのことで、取締役会、監査役会は十分に機能しているものと推察される。

【図表 12】非常勤役員の属性

非常勤取締役	年齢	属性	就任	18/3期取締役会 出席状況
前田 博史	70歳	経営者、親会社役員	2010年4月	すべて出席
吉村 克	60歳	経営者/不動産鑑定士	2017年6月	16回中、15回出席

社外監査役	年齢	属性	就任	18/3期取締役会 出席状況	18/3期監査役会 出席状況
金子 裕一	71歳	金融機関法務部門経験	2015年6月	すべて出席	すべて出席
青山 理恵	41歳	公認会計士	2016年6月	すべて出席	すべて出席
玉 伊吹	47歳	弁護士	2017年4月	18回中、17回出席	すべて出席

(注) 18/3 期の取締役会は 18 回、監査役会は 14 回開催された。吉村克氏の出席状況は同氏就任以降のもの

(出所) 株主総会招集通知を基に証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略の分析

> 事業戦略

◆ 中期経営計画

同社は18年5月に中期経営計画を公表している。21/3期に営業利益650百万円を目指すという数値目標を掲げているが、19/3期の営業利益予想が603百万円に修正されており、見直しが必須となっている(図表13)。同社は今年の5月に新たな中期経営計画を公表する予定である。

【図表13】中期経営計画

	中期経営計画(2018年5月発表)							
	18/3期 実績	19/3期 修正予想	19/3期 予想 前期比		20/3期 計画 前期比		21/3期 計画 前期比	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	6,689	8,045	8,011	19.8	9,680	20.8	11,910	23.0
営業利益	396	603	460	16.2	510	10.9	650	27.5
営業利益率 (%)	5.9	7.5	5.7		5.3		5.5	
成約数(件)	333	370	370		470		620	
期末保有管理物件数 (件)	1,242	1,480	1,480		1,790		2,230	

(注) 19/3期修正予想は18年10月2日に公表されたもの。修正予想を踏まえた中期経営計画については19年5月に発表予定(出所) テンポイノベーション

基本方針については、今後公表される中期経営計画のなかでも変わることとはなく、(1)転貸事業に特化、(2)不動産業者とのリレーションの強化、(3)店舗需要が見込めるターゲット市場(東京、神奈川、埼玉、千葉)の深耕の3点が掲げられるものと思われる。

◆ 新卒採用を始め営業要員の増強と仕入れ特化チームの組成

転貸事業に特化することとは、ストック型のビジネスを追求してゆくということであるが、基本的に同社が支払う賃料と受け取る賃料の差額が利益の源泉であり、飛躍的な利益率の拡大が期待できる事業ではない。利益成長のためには、保有管理物件を増やし売上を伸ばすことが中心となる。

ターゲット市場の深耕に向けては営業社員の増員が必須となる。18年より新卒者の採用を開始したが、第一期生として7名が18年4月に入社している。これまで営業要員の募集をキャリア採用に限定していたが、創業以来、経験を重ね、人材育成システムが整備できてきたことから新卒採用に踏み切った。

新卒採用者は1月より営業活動を開始したが、戦力化するには2~3年は必要となる。今後の定着状況や戦力化の動向に注目したい。また、今後は新卒者の採用を増やしてゆく意向であるが、東京証券取引所市場第一部に指定されたことも、新卒者の採用に向けて追い風となろう。

営業社員のキャリア採用についても営業部のベテランマネージャーを昨年 6 月に人事採用責任者に登用し、現場との乖離のない採用活動を展開している。9 月以降、毎月コンスタントに採用できており、効果が表れてきている。

また営業人員の配置に関して、物件の仕入れとリーシングを同じ担当者が受け持っているが、18 年 7 月より段階的に目利き力が必要な物件の仕込みにベテラン 3 名を専従させた。他の営業社員は仕込みも行うが、経験の浅い営業要員はリーシングを担当しスキルを磨くという方向に変えている。

同社によると、この役割分割は極めて有効に機能しているとのことであり、19/3 期会社計画の上方修正の要因の一つとなっている。

これまで営業要員が物件開発とリーシングの両方を担当していたのは、絶対的な人員が不足していたこともあると推定されるが、競合店などエリアの情報を一元的に把握できるといったメリットがあったことも事実である。今後は担当者が円滑に情報を共有できる仕組みを作り上げることが課題になると考えられる。

◆ 不動産仲介業者との関係を強化

繰り返しになるが、物件の仕入れにおいて不動産仲介事業者からの情報を活用している。情報を得るために同社は不動産仲介事業者との関係を構築することに努めているが、一步、踏み込んで、同社が地場の有力不動産仲介業者が扱う物件を取得し、ビジネス上の結びつきを深める方針に転換した。

不動産仲介業者にとって賃貸の仲介手数料よりも売買手数料の方がはるかに金額が大きく、同社が物件を売買すると、重要な取引先として一目置かれる存在になるという効果を狙っての方針転換である。

具体的には 18 年 3 月に品川区の 3 階建てビル 1 棟を、5 月に千代田区で 4 階建てのビル 1 棟を、8 月に品川区と武蔵野市にそれぞれビル内の 1 区画を取得した。

一棟ビル、区分所有、新築物件の店舗等を組み合わせて 5 物件程度を目途に売買を行う方針であり、保有物件の数を大きく増加させてゆくというものではない。保有期間は短期間を想定しており、実際、5 月に取得した千代田区のビルは 18 年 11 月に売却済みである。第一号物件こそ有形固定資産に計上したが、このような物件は比較的短期での売却を想定していることから、その後を取得した物件は販売用不動産として流動資産に計上しており、今後もそのような会計処理をする方針である。

このような投資に振り向ける金額としては、多くても数億円という規模を考えており、物件を長期に亘って保有するという方針でもないため同社の財政状態にとってさほどの負担とはならないと思われる。また、不動産売買の損益が転貸主体の同社の損益に大きな影響を与えるほどの取引規模を同社は想定していない。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ トラブル対応力で顧客に選ばれる

同社の強みは専属の物件管理部門をもち、飲食店に絡む漏水や臭気などのトラブルに対応するノウハウを保有していることである。それにより、不動産オーナーや仲介事業者、飲食店舗の事業者から選ばれる存在になっている。

また店舗開拓において立地や賃料だけでなく、建築物あるいは居抜きの場合は設備の劣化の程度など多角的に評価し、判断できる営業要員の目利き力も同社を支えている。

さらに専業として長年事業を継続し、保有管理物件を蓄積してきたことも同社の競争力となっている。転貸という形態であるため、薄利であることは避けられず、管理物件が積み上がるまでは同社も厳しかったとのことである。このように事業が軌道に乗るまで時間がかかることが一つの参入障壁になっていると考えられる。

一方、同社の弱みは顧客である飲食事業者や不動産オーナーに対して提示する賃料に競争力がないことと考えている。相場の下限で借りて上限で貸すことを鉄則としているが、物件開発において競合先が出現した時には、利鞘を縮小させることを強いられるケースも想定される。

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 14 のようにまとめられる

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み(Strength)	・飲食店舗に関連するトラブル対応力 ・物件の目利き力 ・蓄積した保有管理物件
弱み(Weakness)	・賃貸・賃借における家賃の価格競争力 ・現状では営業人員が不足
機会(Opportunity)	・一都三県における飲食店舗市場の大きさ ・飲食店経営者の高齢化に伴う店舗閉店の増加
脅威 (Threat)	・景気後退に伴う飲食業界の不振 ・新規参入者による競争激化

(出所) 証券リサーチセンター

> 今後の業績見通し

◆ 19年3月期会社計画は20.3%増収、52.3%営業増益を見込む

19/3期の会社計画は、売上高8,045百万円(前期比20.3%増)、営業利益603百万円(同52.3%増)、経常利益574百万円(同43.1%増)、当期純利益395百万円(同68.1%増)である(図表15)。

この会社計画は10月2日に第2四半期累計期間の業績発表(11月1日)に先駆けて上方修正されたものであり、期初計画は売上高が8,011百万円、営業利益が460百万円、経常利益が435百万円、当期純利益が275百万円であった。不動産仲介業者との関係が強化され、想定したよりも収益性の高い物件の確保が進んでいることや、スピーディーな後継テナント付けが行われていることによる利益率の向上が上方修正の要因に挙げられている。

19/3期の成約数は前期比11.1%増の370件、期末保有管理物件数は前期末比238件増の1,480件としており、これらの数値は期初の計画と同様である。

第3四半期決算発表後も当該計画は据え置かれているが、第3四半期累計期間実績の通期計画に対する進捗率は、売上高が75.2%、営業利益は91.4%、経常利益は92.2%、当期純利益は92.7%と利益の進捗率が高い。

成約数は通期計画の370件に対して第3四半期累計期間は260件となり、進捗率は70.3%である。19/3期末保有管理物件数目標1,480件に対して、第3四半期末は1,395件となり、目標達成には第4四半期に85件を積み増す必要がある。保有管理物件数は各四半期40~60件のペースで増加させているが、実績からは期末保有管理物件数の目標を達成するのは難しい印象を受ける。ただし、第3四半期までの進捗状況から、業績計画の達成には支障はなからう。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の19/3期業績を、売上高8,245百万円(前期比23.3%増)、営業利益702百万円(同77.3%増)、経常利益680百万円(同70.0%増)、当期純利益458百万円(同94.9%増)と予想した(図表15)。

当センターでは19/3期末の保有管理件数を18/3期末比17.1%増の1,455件と予想した。第3四半期までの保有物件数の増加ペースを考慮すると同社が目標としている1,480件を達成するのは難しいと判断した。19/3期のランニング収入を前期比24.6%増の7,550百万円、イニシャル収入を同10.7%増の695百万円と予想している。

既に第3四半期の決算まで公表されているが、第2四半期以降の利益率は顕著に改善しており、19/3期の営業利益率は8.5%と18/3期より2.6%ポイント改善すると予想した。収益性の高い物件の確保が進んでいることや、基本的に足元の市場環境が良好で賃貸料が上昇する状況であることが理由である。

20/3期以降の業績に関しては現状では同社の収益環境に大きな変化を及ぼす事象が見当たらないものの、19/3期に見られたような利益率の急速な改善ペースは続かないと考えた。保有管理物件数は20/3期末は1,660件、21/3期末は1,870件と19/3期の純増数とほぼ同水準が続くと予想した。20/3期は14.2%増収、8.3%営業増益、21/3期は12.1%増収、13.4%営業増益と予想する。

【図表15】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

損益計算書 (百万円)	16/3年	17/3年	18/3年	19/3年 (CE)	19/3年 (E)	20/3年 (E)	21/3年 (E)
売上高	4,227	5,386	6,689	8,045	8,245	9,413	10,550
売上区分							
ランニング	3,729	4,816	6,060		7,550	8,660	9,730
イニシャル	498	570	628		695	753	820
売上区分比率							
ランニング	88.2%	89.4%	90.6%		91.6%	92.0%	92.2%
イニシャル	11.8%	10.6%	9.4%		8.4%	8.0%	7.8%
売上原価	3,456	4,447	5,549		6,711	7,693	8,583
売上総利益	770	938	1,139		1,534	1,720	1,967
販売費および一般管理費	490	626	742		832	960	1,105
営業利益	280	311	396	603	702	760	862
営業外収益	15	23	22		13	10	10
営業外費用	3	7	18		35	30	10
経常利益	292	327	401	574	680	740	862
特別利益	0	0	0		0	0	0
特別損失	0	5	0		0	0	0
税引前当期純利益	292	321	401		680	740	862
法人税、住民税および事業税	110	121	165		222	244	284
税率	37.7%	37.7%	41.1%		32.6%	33.0%	32.9%
当期純利益	181	199	235	395	458	496	578
売上高比							
売上総利益	18.2%	17.4%	17.0%		18.6%	18.3%	18.6%
販売費および一般管理費	11.6%	11.6%	11.1%		10.1%	10.2%	10.5%
営業利益	6.6%	5.8%	5.9%	7.5%	8.5%	8.1%	8.2%
経常利益	6.9%	6.1%	6.0%	7.1%	8.2%	7.9%	8.2%
税引前当期純利益	6.9%	6.0%	6.0%		8.2%	7.9%	8.2%
当期純利益	4.3%	3.7%	3.5%	4.9%	5.6%	5.3%	5.5%
前期比							
売上高	-	27.4%	24.2%	20.3%	23.3%	14.2%	12.1%
売上総利益	-	21.8%	21.4%		34.7%	12.1%	14.4%
販売費および一般管理費	-	27.8%	18.5%		12.1%	15.4%	15.1%
営業利益	-	11.1%	27.3%	52.3%	77.3%	8.3%	13.4%
経常利益	-	12.0%	22.6%	43.1%	69.6%	8.8%	16.5%
税引前当期純利益	-	9.9%	24.9%		69.6%	8.8%	16.5%
当期純利益	-	9.9%	18.1%	68.1%	94.9%	8.3%	16.7%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想 収益、費用の計上のない場合や金額が僅少な場合は0と表示
(出所) 決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社が掲げている 19/3 期の一株当たり配当額は 8.0 円であるが、すでに業績計画を上方修正していることや過去の配当性向をベースに 19/3 期の一株当たり配当金は 13.0 円程度の配当を行える状態と推察される。同社は配当性向目標を公表しておらず、配当額については経営陣の判断に委ねられる部分が多いものの、足元の状況からは配当金額が見直される可能性が高まっていると考えても良からう(図表 16)。

【図表 16】配当予想

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期(予)	20/3期(予)	21/3期(予)
一株当たり配当金(円)	3.70	6.15	8.00	13.00	14.00	16.00
配当総額(A:百万円)	29.6	49.2	67.4	115.0	123.8	141.5
当期純利益(B:百万円)	181	199	235	458	496	578
配当性向(A÷B)	16.4%	24.7%	28.7%	25.1%	25.0%	24.5%

(注) (予) は証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

【図表 17】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

貸借対照表(百万円)	16/3単	17/3単	18/3単	19/3単(CE)	19/3単(E)	20/3単(E)	21/3単(E)
現金	970	1,164	1,685		2,565	2,859	3,714
販売用不動産	0	0	0		192	200	200
前払費用	450	553	640		740	870	990
その他	157	166	180		190	290	400
流動資産	1,577	1,883	2,505		3,687	4,219	5,304
有形固定資産	7	15	355		300	110	110
無形固定資産	7	2	12		17	30	40
投資その他の資産	2,915	3,536	4,099		4,736	5,604	6,070
差入保証金	2,729	3,313	3,848		4,474	5,300	5,700
その他	186	223	251		262	304	370
固定資産	2,930	3,553	4,468		5,053	5,744	6,220
資産合計	4,507	5,436	6,973		8,740	9,963	11,524
前受収益	503	646	761		940	1,060	1,180
その他	395	320	454		650	650	650
流動負債	898	966	1,215		1,590	1,710	1,830
預り保証金	2,602	3,269	4,038		4,888	5,600	6,330
その他	136	159	189		240	250	260
固定負債	2,738	3,428	4,227		5,128	5,850	6,590
負債合計	3,636	4,395	5,443		6,718	7,560	8,420
純資産合計	870	1,041	1,530		2,022	2,403	3,104
(自己資本)	870	1,041	1,530		2,022	2,403	3,104
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0	0		0	0	0

キャッシュ・フロー計算書(百万円)	16/3単	17/3単	18/3単	19/3単(CE)	19/3単(E)	20/3単(E)	21/3単(E)
営業活動によるキャッシュ・フロー	410	239	639		873	449	1,003
投資活動によるキャッシュ・フロー	74	-15	-370		-27	-40	-25
財務活動によるキャッシュ・フロー	-15	-29	253		34	-115	-123
現金及び現金同等物の増減額(－は減少)	468	194	521		880	294	855
現金及び現金同等物の期首残高	501	970	1,164		1,685	2,565	2,859
現金及び現金同等物の期末残高	970	1,164	1,685		2,565	2,859	3,714

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想 計上のない場合や金額が僅少な場合は 0 と表示

(出所) 決算短信、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 差入保証金の回収リスク

18/3 期末の不動産オーナーへの差入保証金は 3,848 百万円と総資産の 55.2%に相当している。一方、転貸先からの預り保証金は 4,038 百万円と差入保証金とほぼ同額となっている。

両勘定のバランスが取れていることから、現状では資金面での負担は殆どないと判断できるものの、不動産オーナーの財政状態が悪化した場合には差入保証金の回収が困難になり、同社の業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 飲食業界の不振など事業環境により成長鈍化の懸念

同社はストック型のビジネスを展開しており、収益の安定性は比較的高いと考えられる。成長に向けて、営業人員の増強や不動産仲介事業者との関係を深めるなどの施策で売り上げを伸ばそうとしているが、飲食業界の不振など外部環境によっては成長が鈍化するリスクが存在する。

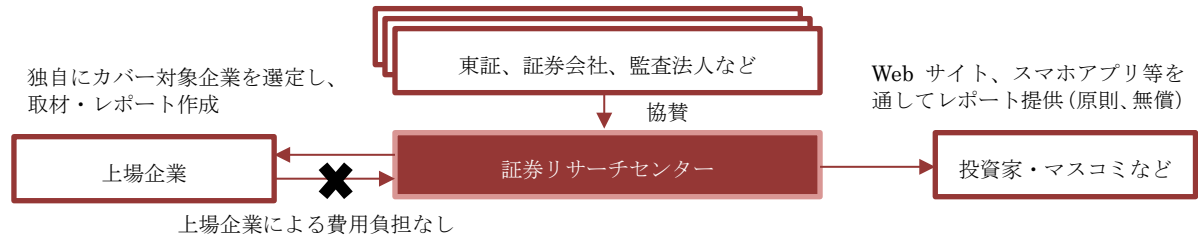
◆ 親会社クロップスとの関係

親会社のクロップスは同社の発行済み株式の過半を保有している。現時点では同社は独立して経営を行っているが、今後、クロップスのグループ経営方針の変更などによって、同社が影響を受ける可能性がある。また、クロップスの同社株の保有方針に変更がある場合には、株式市場における同社株の需給関係に影響を与える可能性もある。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

(賛助)

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。