

ホリスティック企業レポート グローバル・リンク・マネジメント 3486 東証一部

アップデート・レポート
2019年5月10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 20190507

グローバル・リンク・マネジメント(3486 東証一部)

発行日:2019/5/10

**東京 23 区を中心に投資用コンパクトマンション「アルテシモ」を開発・販売
金融機関の融資姿勢を慎重に見た結果、19 年 12 月期以降の業績予想を減額した**

> 要旨

◆ 投資用コンパクトマンション「アルテシモ」を開発・販売

- ・グローバル・リンク・マネジメント(以下、同社)は、投資用コンパクトマンション「アルテシモ」の開発・販売を主たる業務とする不動産ソリューション事業と、アルテシモに係るサブリース業務や管理代行業務を主体とするプロパティマネジメント事業を展開している。
- ・国内の個人投資家を主要顧客としているが、近年は国内の法人・ファンドや、海外富裕層にも顧客層を広げており、18/12 期の海外投資家向け売上高比率は 9.3%であった。

◆ 18 年 12 月期決算は 32%増収、9%営業増益

- ・18/12 期決算は、31.9%増収、9.1%営業増益であった。販売戸数が前期の 489 戸から 692 戸に拡大し、大幅増収となったものの、売上総利益率の低下により、営業利益率は前期の 6.5%から 5.3%に悪化した。

◆ 19 年 12 月期の会社計画は 10%増収、12%営業増益

- ・19/12 期について同社は、新商品・サービスによる売上総利益率の改善等を見込み、10.0%増収、12.4%営業増益を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、金融機関の融資姿勢を慎重に見た結果、販売戸数や売上総利益率等を中心に 19/12 期の業績予想を見直し、売上高を 26,880 百万円→24,680 百万円(前期比 9.0%増)、営業利益を 1,969 百万円→1,353 百万円(同 11.8%増)、経常利益を 1,872 百万円→1,201 百万円(同 6.1%増)に減額した。

◆ 金融機関の融資姿勢を慎重に見込み、中期予想も減額した

- ・20/12 期以降についても、金融機関の融資姿勢を慎重に見込み、当センターは業績予想を引き下げた。
- ・同社の物件は立地面で優位性があり、業界内における相対的な競争力は高いと当センターでは見ているが、同社においても金融機関の融資姿勢は成長の鍵を握っており、その動向に注意が必要であろう。

アナリスト:大間知 淳
+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】

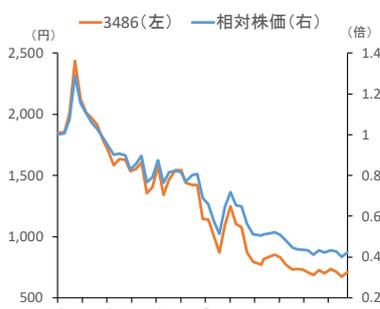
	2019/4/26
株価 (円)	710
発行済株式数 (株)	7,546,880
時価総額 (百万円)	5,358

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	7.0	6.7	6.7
PBR (倍)	1.7	1.4	1.2
配当利回り (%)	1.8	1.8	1.8

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	1.7	-14.8	-61.6
対TOPIX (%)	0.1	-17.4	-57.8

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2018/4/27

【3486 グローバル・リンク・マネジメント 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)
2017/12	17,167	47.9	1,108	86.0	1,092	106.4	696	112.0	108.2	324.1	11.3
2018/12	22,644	31.9	1,209	9.1	1,132	3.7	755	8.4	101.8	407.9	12.5
2019/12 CE	24,900	10.0	1,360	12.4	1,210	6.9	800	5.9	106.0	-	12.5
2019/12 E	24,680	9.0	1,353	11.8	1,201	6.1	794	5.1	105.2	500.6	12.5
2020/12 E	25,910	5.0	1,383	2.2	1,211	0.8	801	0.9	106.1	594.2	12.5
2021/12 E	27,180	4.9	1,424	3.0	1,265	4.5	837	4.5	110.9	692.7	13.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。18年6月9日付と10月19日付で1：2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

アップデート・レポート

2/17

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ず、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

◆ 投資用コンパクトマンションの開発・販売、管理等を展開

グローバル・リンク・マネジメント(以下、同社)は、投資用コンパクトマンション「アルテシモ」の開発、販売を主たる業務とする不動産ソリューション事業と、アルテシモに係るサブリース業務や管理代行業務を主体とするプロパティマネジメント事業を展開している。

プロパティマネジメント事業の売上高は着実に増加しているものの、不動産ソリューション事業の成長率がより高いことから、不動産ソリューション事業の売上構成比は、15/12期の81.6%から18/12期には89.6%へと急拡大してきている。

◆ 不動産ソリューション事業では個人と法人にマンションを販売

不動産ソリューション事業では、資産運用を目的とした国内外の個人投資家等を主要顧客とし、投資用不動産であるコンパクトタイプ(専有面積20~50㎡、ボリュームゾーンは約25㎡)のマンションを自社ブランド「アルテシモ」として販売している。アルテシモは、「駅からチカ(近)い」「都心からチカ(近)い」「高いチカ(地価)」という「3チカ」を満たす物件を基準として、主に東京23区内の主要鉄道沿線に立地し、近隣駅から徒歩10分圏内、ターミナル駅までドア・ツー・ドアのベースで30分前後を開発に際しての条件としている。

アルテシモには、土地を仕入れて開発する物件(開発物件)と、マンション建設事業主から一棟を買い取ってアルテシモ仕様に変更する物件(専有仕入物件)が存在する。

アルテシモについては、国内外の個人投資家や、国内不動産販売会社に販売するが、アルテシモとしない開発案件を、J-REIT(不動産投資信託)や、国内外のファンドに対して一棟売りする場合もある。同社は、個人投資家向け販売をB to C、同業他社を含む法人向け販売をB to Bと呼んでおり、物件の特性に合わせて販路を分けている。

B to C物件の規模については、階数は概ね4~14階建て、部屋数は概ね20~60部屋となっている。

不動産ソリューション事業において、同社は、土地の仕入、企画、販売、建物管理を行っている。設計及び建築に係る業務は、設計事務所や建設会社に外注している。土地の仕入れから建物の完成、販売までは、通常1年半~2年程度を要している。

不動産ソリューション事業の経営成績を見るうえで重要な経営指標(KPI)としては、マンションの販売戸数が開示されている(図表1)。

【 図表 1 】 不動産ソリューション事業の KPI と業績の推移

	15/12期		増減率	17/12期		18/12期	
	金額	金額		金額	増減率	金額	増減率
売上高 (千円)	7,085,046	9,723,087	37.2%	15,035,107	54.6%	20,281,692	34.9%
営業利益 (千円)	246,313	555,876	125.7%	1,040,636	87.2%	1,065,132	2.4%
営業利益率	3.5%	5.7%	—	6.9%	—	5.3%	—
販売戸数 (戸)	271	335	23.6%	489	46.0%	692	41.5%
うちB to C 国内 (戸)	238	263	10.5%	195	-25.9%	352	80.5%
うちB to C 海外 (戸)	—	17	—	30	76.5%	61	103.3%
うちB to B (戸)	33	55	66.7%	264	380.0%	279	5.7%

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) グローバル・リンク・マネジメント有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

16/12 期以降の売上高の拡大は、販売単価の上昇よりも販売戸数の増加が主因であると推測される。

◆ 特定の法人顧客との間で継続的な取引関係はない

同社は、同業他社や J-REIT を始めとする不動産ファンド等に対しても物件を供給している。B to B で販売した大型物件のうち、売上高の 10%を超えたものは、相手先が開示されることになるが、15/12 期以降においては継続的に大きな取引関係がある企業やファンドは見当たらない (図表 2)。

【 図表 2 】 相手先別の売上高の推移

(単位: 百万円)

相手先	15/12期		16/12期		17/12期		18/12期	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
木下不動産	—	—	1,280	11.0%	—	—	2,704	11.9%
ケネディクス不動産投資顧問	—	—	—	—	7,503	43.7%	—	—

(注) 割合は総売上高に対する比率

(出所) グローバル・リンク・マネジメント有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

なお、17/12 期において、ケネディクス不動産投資顧問へ売却した豊洲のマンション一棟 (242 戸、販売金額 75 億円) は、ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人 (3278 東証 REIT) の保有資産となっている。

18/12 期における B to C の販売の内訳としては、約 6 割がリピーターや顧客紹介によるものであり、残り 4 割が Web やセミナー経由の新規顧客である。

建物管理については、同社が販売した物件のマンション管理組合より、マンション管理組合運営業務と建物管理サービスを受託している。建物管理サービスとしては、日常清掃や共用部の定期清掃等を行う清掃

業務や、共用部に設置される各種設備についての点検及び保守業務を行っている。

◆ プロパティマネジメント事業の収益の柱はサブリース

プロパティマネジメント事業は、完全子会社であるグローバル・リンク・パートナーズが担当しており、B to C のアルテシモオーナーにサブリースサービスを提供するほか、家賃の集金や入居・退去に関わる各種契約管理業務（以下、集金代行業務）をオーナーに代わって行っている。

サブリース業務は、一定期間（2年または35年）、オーナーから賃貸物件を借り上げ、契約で定められた賃料を支払い、入居希望者に転貸している。

サブリース契約のほとんどは35年タイプとなっているようである。35年タイプのサブリース契約では、原則7年毎にサブリース賃料を改定することになっている。賃料を減額する場合は、その都度最大5%に制限しているため、最後の改定が行われた29年目以降においても、当初賃料からの減額幅は最大でも20%弱にとどまる。

プロパティマネジメント事業の経営成績に影響を与える経営指標（KPI）としては、マンションの賃貸管理戸数（サブリース契約数と集金代行契約数の合計）と管理不動産の入居率が開示されている（図表3）。

【図表3】プロパティマネジメント事業のKPIと業績の推移

	15/12期			16/12期		17/12期		18/12期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率		
売上高(千円)	1,597,451	1,882,232	17.8%	2,131,934	13.3%	2,362,366	10.8%		
営業利益(千円)	36,230	40,312	11.3%	68,261	69.3%	144,751	112.1%		
営業利益率	2.3%	2.1%	—	3.2%	—	6.1%	—		
期末賃貸管理戸数(戸)	—	1,882	—	1,900	1.0%	2,128	12.0%		
平均入居率(%)	—	99.2	—	99.3	—	99.4	—		

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) グローバル・リンク・マネジメント有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

15/12 期末の賃貸管理戸数は開示されていない。同社が作成した資料のグラフからは1,600戸程度と推測され、16/12期の業績拡大は賃貸管理戸数の増加によるものと証券リサーチセンター（以下、当センター）では推測している。17/12期と18/12期については、賃貸管理戸数が増加したことに加え、入居者が入れ替わった際に家賃の引上げに

成功した物件が相当数あり、サブリース業務の利益率が改善したことが好業績の要因と見られる。

B to C の顧客のうち、同社と賃貸管理契約を結ばない顧客も多少は存在するが、多くの顧客は、同社と賃貸管理契約を締結している。賃貸管理契約顧客の多くはサブリース契約も付けているが、サブリースを付けない集金代行契約のみの顧客も一定数存在している。プロパティマネジメント事業の売上高の内訳は開示されていないが、サブリースサービスが収益の柱となっていると見られる。

期末賃貸管理戸数は、前期末の戸数に、当期中の B to C 販売戸数のうち、同社と賃貸管理契約を結んだ物件の戸数が加算される一方、オーナーによる物件の売却等で賃貸管理契約が解約された物件の戸数が控除されて算出される。同社によると、近年の年間解約件数は 100 戸程度であったが、17/12 期と 18/12 期については、物件の売却に伴う解約件数が例年よりも多かった模様である。

14/12 期から 5 期連続で 99%を超える期末入居率の実績が、提携金融機関によるフルローン（頭金無しの全額融資）対応のハードルの引下げや、業界最長の 35 年サブリースサービスの提供に繋がっていると同社は説明している。

◆ 19 年 12 月期以降に開始する新商品・サービスの詳細は不明

同社は、19/12 期以降に開始を予定している、以下の新商品・サービスについての取り組みを公表しているが、各商品・サービスについての詳細な説明はなく、その評価を行うには時期尚早であると当センターでは考えている。

1) ARTESSIMO Premium Investment

同社は、国内外富裕層の多様化する資産運用ニーズに応えるため、多くの富裕層顧客を抱える SBI マネープラザ（東京都港区）及び SMBC 日興証券（東京都千代田区）と提携し、東京 23 区の高入居率エリアの単身世帯向けマンションの 1 棟単位での資産運用の提案である「ARTESSIMO Premium Investment（略称 API）」を開始した。第 1 号案件（売上高約 11 億円）は、19/12 期第 1 四半期に物件の引渡しを完了した。

2) 投資用中古区分マンション販売

同社は従来、新築の区分所有マンションを中心に事業を展開していたが、中古区分マンションに対する顧客ニーズに応えるため、東京 23 区の高入居率エリアに特化した単身世帯向け中古区分マンションの販売事業に 19 年 1 月から本格開始すると公表した。

- 3) 留学生等向けマンション「UCHIWA 団扇」
同社は、東京 23 区の高入居率エリアでの留学生や、ビジネスマン向けマンションの開発、販売から、オペレーションの提供等までを行う新規事業「UCHIWA 団扇」を 19 年 1 月から開始した。高品質な設備やコンシェルジュサービスを備え、各種の支払い形態に対応していると説明している。団扇は、主に国内外のファンドや富裕層投資家向けに 1 棟単位で販売する方針である。
- 4) マンション型ホテル
国内外観光客やビジネスマン等を対象利用者として、キッチンや家電設備を備えたマンション型ホテルを開発、販売することに取り組んでいる。自社での保有やオペレーションの受託も検討している。
- 5) マンスリーマンション/サービスアパートメント
国内外のビジネスマンを対象利用者として、キッチン、風呂、家電設備を備えたマンスリーマンション/サービスアパートメントを開発、販売し、賃貸管理まで提供することを目指している。
- 6) 商業施設
アパレル小売店や飲食店等を対象利用者として、千代田区、中央区、港区、渋谷区等の人気エリアで、中小規模商業施設開発に取り組む方針である。

> ビジネスモデル

◆ フロー型収益を中心としたビジネスモデル

同社グループは、不動産ソリューション事業とプロパティマネジメント事業を展開している。不動産ソリューション事業は、投資家へのマンション販売が大半を占めている。その約 6 割がリピーターや既存顧客の紹介で占められているものの、継続的な収入が得られるわけではないため、マンション販売はフロー型収益と位置付けられる。

一方、不動産ソリューション事業のうち、マンション管理組合を通じて受託する建物管理と、マンションオーナーにサービスを提供するプロパティマネジメント事業は、継続的な収入が得られるストック型のビジネスであるが、売上高に占める比率は低い。よって、全体としては、同社のビジネスモデルはフロー型収益を中心としていると言える。

◆ 不動産ソリューション事業は単体決算に反映される

不動産ソリューション事業だけが反映される単体決算をみると、18/12 期の売上総利益率は、前期の 19.9%から 17.0%に低下した。売

上高に対する売上原価明細書の主要項目の比率をみると、土地売上原価が 40.1% (前期は 48.2%)、建物売上原価が 42.6% (同 31.4%)、その他の原価が 0.4% (同 0.4%) となっており、売上原価の大部分が変動費となっている。

売上原価の構成は、物件の立地や規模等による違いがあるため一概には言えないものの、土地の仕入価格や建築コストが上昇したほどには販売価格を上げられなかったことが売上総利益率の低下に繋がったと当センターは推測している。

一方、販売費及び一般管理費(以下、販管費)については、役員報酬や、人件費等の固定費が中心であるものの、人件費の中に含まれる販売歩合や、顧客紹介手数料等を含む販売促進費、物件の供給に連動して支出される広告宣伝費等の変動費も存在している。よって、同社単体の限界利益率は高くはないと推測される。

18/12 期の単体の販管費率は、人件費が売上高ほどには増えなかったことや、前期に特殊要因があって膨らんでいた販売促進費が減少したこと等から、前期の 13.0%から 11.7%へ低下したものの、売上総利益率の悪化を吸収できなかったため、単体の営業利益率は前期の 6.9%から 5.2%に低下した。

なお、同社では、通常土地仕入れからの開発とは別に、専有買いと称される開発手法を利用する場合がある。専有買いと称するものは、一般的には販売力に乏しいマンション開発会社から、建築中または完成後に、1棟買いで物件を取得して一般顧客に販売する手法である。物件の竣工後3カ月までは、元の所有者が在庫を抱える仕組みとなっているため、開発資金を長期で負担する必要がない。また、竣工後3カ月以内に販売できれば、販売用不動産として貸借対照表に上る前に、売上高が計上されることになる。結果として、仕掛販売用不動産の残高と、開発期間に相当する1~2期後の不動産ソリューション事業の売上高の対応関係は希薄になっている。

販売が好調であることや、物件には専有買いによって供給した案件も含まれていることもあり、18/12 期において、同社の販売用不動産回転日数(売上原価ベース)は46日に過ぎず、業界他社と比べ資産効率が非常に高い。19/12 期の販売予定分に加え、20/12 期の予定分の土地を積極的に仕入れたことから、18/12 期末のデット・エクイティ・レシオは2.5倍(現金及び預金を控除したネットベースでは1.8倍)となっている。

◆ **プロパティマネジメント事業はストック型のビジネスである**

プロパティマネジメント事業は、賃貸管理契約が解約されない限り、継続収入が得られるストック型のビジネスである。その売上高及び費用の内訳は、開示されていないが、売上高の中心はサブリース業務において入居者から受領する賃料収入であると推測される。一方、売上原価の中心はオーナーに支払う保証賃料と外部業者に支払う外注費であると見られる。

プロパティマネジメント事業の売上総利益率については、連結と単独の損益計算書の売上原価の差額から推測することが出来る(但し、セグメント間の内部売上高の影響は考慮していない)。18/12期の同事業の売上総利益率は、前期の約8%から約12%に上昇した模様である。賃借人の入替え時に家賃の引上げに成功したこと等が要因と見られる。一方、販管費は人件費等が中心と見られるが、同事業の従業員数は18/12期末で8名に過ぎず、販管費率は6%前後にとどまっている。

同社は、マンションオーナーから受託した賃貸管理においても高い満足度を得ることで、リピートオーダーや顧客紹介を獲得することに成功しており、不動産ソリューション事業とプロパティマネジメント事業が顧客拡大の好循環システムを形成していると言えよう。

> **SWOT分析**

◆ **SWOT分析**

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4のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・賃貸管理物件の入居率が5期連続99%を超えていること ・総資産回転率や在庫回転率に代表される資産効率の高さ ・B to C物件の販売において、約6割がリピーターや既存顧客からの紹介客で占められていること ・相続情報サイトや不動産情報サイト、Mansion Tech等、サービスのIT化を進めていること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・首都圏投資用マンションの販売に対する高い依存 ・競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・首都圏の世帯数増加によるコンパクトマンション市場の拡大 ・首都圏投資用マンション市場におけるシェアの拡大 ・留学生等向けマンション「団扇」等の新商品・サービスの拡大 ・海外投資家への国内マンションの販売拡大や、国内投資家への海外物件の販売開始
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・マンション賃料の下落や、空室率の上昇によるサブリース収益の悪化やマンション販売の落ち込み ・金融環境の悪化によって、借入金利の上昇や貸し渋りの発生が起こり、同社と投資家の資金調達に影響が及ぶこと ・首都圏において巨大地震などの大災害が発生した場合、同社の業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があること

(出所) 証券リサーチセンター

> **知的資本分析**

◆ **知的資本の源泉は長期の顧客満足度を重視する経営姿勢にある**

同社の知的資本を構成する多くの項目は、長期的な顧客満足度を重視する経営姿勢と関係している(図表5)。

同社が属する不動産業界においては、10年頃、不動産投資や売買に関して、業者が希望していない人にも勧誘営業電話を何度も行っていることが社会問題化した結果、宅地建物取引業法が改正され、営業方法が規制された。同社では大きなトラブルはなかったものの、法律を満たすだけでなく、コンプライアンスを重視して、営業手法をプッシュ型からプル型に転換した。具体的には、新規顧客開拓目的の電話営業を止めて、セミナーやWebによる集客に移行した。

【図表5】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・B to Cマンション販売顧客の中心はリピーターや既存顧客からの紹介客	・B to C販売におけるリピーター/紹介客の比率	約8割	約6割
		・B to Bマンションは、不動産デベロッパーや不動産ファンド等の多様な顧客に供給	・マンション販売戸数に占めるB to B物件の比率	54%	40%
		・プロパティマネジメント事業の管理戸数は着実に増加している	・管理戸数	1,900戸	2,128戸
	ブランド	・首都圏の投資用マンションを購入する投資家や提携金融機関には「アルテシモ」ブランドが浸透しつつあるものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・アルテシモの販売開始からの経過年数	12年	13年
			・上場からの経過年数	1年(18年10月時点)	1.5年(19年5月時点)
	事業パートナー	・投資家に紹介する提携金融機関数は業界トップクラスの水準を誇る	・提携金融機関数	19社	19社
・B to B物件の販売において、特定の業者と継続的な取引をしているわけではない					
組織資本	プロセス	・土地の仕入れから、マンションの企画・開発、販売、賃貸管理、サブリース、建物管理までをワンストップサービスで提供	・プロパティマネジメント事業の売上高構成比(外部顧客ベース)	12.4%	10.4%
		・新規顧客には電話営業をしておらず、デジタルマーケティングや自社開催セミナーによって顧客を開拓している	・デジタルマーケティング経由のセミナー出席者数	427名	1,030名
		・駅、都心から近く、地価が高いという条件を満たす「3チカ」物件の開発に注力している			
	知的財産 ノウハウ	・業界最長である35年のサブリースサービスを提供している			
		・物件の人気ときめ細やかな管理により、管理物件の入居率は高水準を誇る	・管理物件の入居率	99.3%	99.4%
		・業界屈指のセミナー開催回数により、集客や商品説明のノウハウが蓄積されている			
人的資本	経営陣	・マンション投資・経営ITプラットフォーム「Mansion Tech」や、ネット広告経由のセミナー参加者からなるインターネット会員数が拡大している	・Mansion Tech会員数(18/12期上期末)	1,001名	4,000名超
			・インターネット会員数(18/12期末)		
	従業員	・社内取締役は投資用マンションデベロッパーであるディベックスの出身者が中心			
	・社長による高い経営へのコミットメント	・社長と社長の資産管理会社の保有株数	1,256,000株(68.3%)	4,402,400株(58.3%)	
	・インセンティブ制度	・従業員持株会	26,500株(1.4%)	69,700株(0.9%)	
		・ストックオプション	138,560株(7.5%)	357,120株(4.7%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は17/12期または17/12期末、今回は18/12期または18/12期末のもの。カッコ内は発行済株数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役保有分も含む。

(出所) グローバル・リンク・マネジメント有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

こうした施策により、同社は、デジタルマーケティングやセミナーによって個人顧客の獲得に成功しており、同社の物件やサービスに満足した顧客は、追加で物件を購入したり、知人を紹介したりしている。結果、同社のB to C販売において、リピーターと既存客からの紹介客の比率が約6割を占めているようである。

また、業界最長の35年のサブリースサービスを提供していることや、

長期的に高い賃料が確保されやすい「3チカ」物件を開発していること等、同社は、販売時だけでなく、長期に亘って顧客に満足してもらうことを目指していると見られる。よって、こうした長期的な顧客満足度を重視する経営姿勢が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 18年12月期は31.9%増収、9.1%営業増益、3.7%経常増益

18/12期決算は、売上高22,644百万円(前期比31.9%増)、営業利益1,209百万円(同9.1%増)、経常利益1,132百万円(同3.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益755百万円(同8.4%増)であった(図表6)。

【図表6】18年12月期の業績

(単位:百万円)

	17/12期			18/12期									
	上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	5,853	11,313	17,167	6,556	5,442	11,999	105.0%	5,714	4,930	10,644	-5.9%	22,644	31.9%
売上総利益	1,085	2,082	3,167	1,148	1,044	2,192	102.0%	866	674	1,541	-26.0%	3,733	17.9%
売上総利益率	18.5%	18.4%	18.5%	17.5%	19.2%	18.3%	-	15.2%	13.7%	14.5%	-	16.5%	-
販売費及び一般管理費	853	1,205	2,058	584	649	1,234	44.6%	625	664	1,289	7.0%	2,524	22.6%
販管費率	14.6%	10.7%	12.0%	8.9%	11.9%	10.3%	-	10.9%	13.5%	12.1%	-	11.1%	-
営業利益	231	877	1,108	563	394	958	313.7%	241	10	251	-71.3%	1,209	9.1%
営業利益率	4.0%	7.8%	6.5%	8.6%	7.3%	8.0%	-	4.2%	0.2%	2.4%	-	5.3%	-
経常利益	254	837	1,092	588	381	970	280.9%	208	-46	161	-80.7%	1,132	3.7%
	4.4%	7.4%	6.4%	9.0%	7.0%	8.1%	-	3.6%	-	1.5%	-	5.0%	-
当期(四半期)純利益	159	537	696	386	232	618	287.9%	130	6	137	-74.5%	755	8.4%

(注) 17/12期上期及び下期の数値は監査法人のレビューを受けていないため、18/12期上期及び下期の増減率は参考数値
(出所) グローバル・リンク・マネジメント決算短信より証券リサーチセンター作成

販売価格への転嫁に努めたものの、土地の仕入価格や建築コストが上昇した影響を完全には吸収できなかったため、売上総利益率が前期の18.5%から16.5%に低下した。一方、販売促進費が前期比1.2億円減少したものの、人件費が同1.9億円、広告宣伝費が同0.8億円、租税公課が同0.8億円、支払手数料が同0.7億円、株主優待費用が同0.3億円増加したこと等により、販管費は同4.6億円増加した。しかし、販管費の前期比増加率は22.6%と増収率を大幅に下回ったため、販管費率は前期の12.0%から11.1%に低下した。結果、売上総利益率の悪化を販管費率の改善で補えなかったため、営業利益率は前期の6.5%から5.3%に低下した。

営業外収支の赤字幅は、前期の16百万円から77百万円に拡大した。営業外収益では、保険解約返戻金が前期の65百万円から43百万円に減少した。営業外費用では、支払利息が前期の73百万円から96百万

円に増加したほか、前期に計上していた9百万円の株式公開費用が剥落した一方、22百万円の上場関連費用が計上された。

セグメント別では、不動産ソリューション事業は、売上高(外部顧客ベース)20,281百万円(前期比34.9%増)、セグメント利益1,065百万円(同2.4%増)であった(図表7)。

【図表7】18年12月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	17/12期			18/12期									
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		5,853	11,313	17,167	6,556	5,442	11,999	105.0%	5,714	4,930	10,644	-5.9%	22,644	31.9%
	不動産ソリューション	4,801	10,233	15,035	5,989	4,849	10,839	125.7%	5,113	4,328	9,442	-7.7%	20,281	34.9%
	プロパティマネジメント	1,052	1,079	2,131	566	593	1,160	10.3%	601	601	1,202	11.3%	2,362	10.8%
営業利益(セグメント利益)		231	877	1,108	563	394	958	313.7%	241	10	251	-71.3%	1,209	9.1%
営業利益率		4.0%	7.8%	6.5%	8.6%	7.3%	8.0%	-	4.2%	0.2%	2.4%	-	5.3%	-
	不動産ソリューション	210	830	1,040	525	353	879	318.0%	208	-22	185	-77.6%	1,065	2.4%
		4.4%	8.1%	6.9%	8.8%	7.3%	8.1%	-	4.1%	-	2.0%	-	5.3%	-
	プロパティマネジメント	21	47	68	37	41	78	271.4%	33	32	65	40.1%	144	112.1%
		2.0%	4.4%	3.2%	6.7%	6.9%	6.8%	-	5.5%	5.4%	5.5%	-	6.1%	-

(注) 17/12 期上期及び下期の数値は監査法人のレビューを受けていないため、18/12 期上期及び下期の増減率は参考数値。セグメント売上高は外部顧客ベース

(出所) グローバル・リンク・マネジメント決算短信より証券リサーチセンター作成

販売戸数は、B to C 国内が前期の195戸から352戸へ、B to B が同264戸から279戸へ、B to C 海外が同30戸から61戸へ増加し、全体では同489戸から692戸に拡大し、2期連続で過去最高を更新した。海外投資家向け売上高は2,114百万円、同売上高比率は9.3%となった。

プロパティマネジメント事業は、売上高2,362百万円(前期比10.8%増)、セグメント利益144百万円(同112.1%増)であった。

B to C 物件の販売先からの契約受託に伴い、サブリース業務や集金代行業務の契約数が共に増加した結果、全体の管理契約戸数は前期末の1,900戸から2,128戸に拡大した。契約物件の入居率は、前期の99.3%から99.4%へとやや上昇した。

◆ 大幅増益だった上期に対し、下期の業績は失速した

18/12 期決算を第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると(17/12 期上期及び下期の業績は監査法人のレビューを受けていないため、前年同期比は参考数値)、販売戸数が大幅に拡大し(17/12 期上期158戸→18/12 期上期384戸)、売上総利益率の低下が小幅だった上期は、前年同期比105.0%増収、313.7%営業増益と大幅増益となった。一方、販売戸数が減少し(17/12 期下期331戸→18/12 期下期308戸)、売上総利益率が大幅に低下した下期は、同5.9%減収、71.3%営業減益と失速した。

◆ 売上高、利益共に期初計画を下回った

期初計画に対しては、売上高 95.1%、営業利益 89.6%、経常利益 87.1%、親会社株主に帰属する当期純利益 94.4%の達成率となった。

B to B 販売の 1 棟売り案件(想定売上高約 11 億円)の売上計上が 19/12 期にずれ込んだことが計画未達の主因となった。土地の仕入れ価格や建築コストの上昇を受けた販売価格への転嫁等が想定よりも進み、売上総利益率は計画を上回ったものの、19/12 期以降の売上計上予定のマンション用地仕入れに伴い、租税公課が計画以上に膨らんだ結果、販管費は同社の期初予想を超過した。

◆ 積極的な仕掛販売用不動産の取得によって資産負債が増加した

18/12 期末の総資産は、積極的な仕掛販売用不動産の取得を主因として、前期末の 8,068 百万円から 11,691 百万円に拡大した。販売用不動産は、前期末の 3,621 百万円から 2,390 百万円へと前期末比 1,231 百万円減少したものの、仕掛販売用不動産が前期末の 1,609 百万円から 6,296 百万円(うち、約 16 億円分が 19/12 期の販売予定、約 46 億円が 20/12 期の予定)へと前期末比 4,687 百万円増加したことが総資産の拡大に繋がった。

負債では、未払金が前期末の 2,668 百万円から 7 百万円へと減少したものの、短期借入金が前期末の 600 百万円から 2,092 百万円へ、1 年内返済予定の長期借入金が前期末の 524 百万円から 1,646 百万円へ、長期借入金が前期末の 1,097 百万円から 3,961 百万円へと増加し、負債合計は前期末比 2,928 百万円増加した。一方、自己資本は利益蓄積を受けて同 693 百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の 29.5%から 26.3%に低下した。

> 業績見通し**◆ 19 年 12 月期の会社計画は 10%増収、12%営業増益**

19/12 期の会社計画は、売上高 24,900 百万円(前期比 10.0%増)、営業利益 1,360 百万円(同 12.4%増)、経常利益 1,210 百万円(同 6.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 800 百万円(同 5.9%増)である(図表 8)。

セグメント別の業績予想は開示されていない。販売戸数は約 700 戸(18/12 期 692 戸)と想定している。新商品・サービス等の貢献により、売上総利益率は前期の 16.5%から約 17.5%への改善を予想している。一方、新卒 20 名の入社等による人件費の増加や、信託受益権化費用、IT 投資等の増加による販管費率の悪化を想定するも、営業利益率は前期の 5.3%から 5.5%に改善すると見込んでいる。その他、支払利息等の増加による営業外収支の悪化を予想している。

【 図表 8 】 グローバル・リンク・マネジメントの過去の業績と 19 年 12 月期の計画 (単位: 百万円)

	セグメント別	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		8,682	11,605	17,167	22,644	24,900	10.0%
	不動産ソリューション	7,085	9,723	15,035	20,281	—	—
	プロパティマネジメント	1,597	1,882	2,131	2,362	—	—
売上総利益		1,731	2,289	3,167	3,733	4,357	16.7%
	売上総利益率	19.9%	19.7%	18.5%	16.5%	17.5%	—
販売費及び一般管理費		1,448	1,693	2,058	2,524	2,997	18.8%
	販管費率	16.7%	14.6%	12.0%	11.1%	12.0%	—
営業利益		282	596	1,108	1,209	1,360	12.4%
	営業利益率	3.3%	5.1%	6.5%	5.3%	5.5%	—
	不動産ソリューション	246	555	1,040	1,065	—	—
		3.5%	5.7%	6.9%	5.3%	—	—
	プロパティマネジメント	36	40	68	144	—	—
		2.3%	2.1%	3.2%	6.1%	—	—
経常利益		296	529	1,092	1,132	1,210	6.9%
	経常利益率	3.4%	4.6%	6.4%	5.0%	4.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		166	328	696	755	800	5.9%

(注) 19/12 期会社計画の売上総利益と販管費の金額及び増減率は、売上総利益率等の会社計画から算出した証券リサーチセンターの推測。セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) グローバル・リンク・マネジメント有価証券届出書、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

なお、同社は、18/12 期末の貸借対照表に計上されている 2,390 百万円の販売用不動産と、6,296 百万円の仕掛販売用不動産のうち約 16 億円分は、19/12 期の販売予定分(残りは 20/12 期の予定分)であり、この他に 19/12 期に専有買いする契約(販売も 19/12 期に予定)となっている分が約 122 億円(仕入額ベース)であると説明している。

◆ 証券リサーチセンターの 19 年 12 月期予想

当センターは、18/12 期実績と同社の施策を踏まえて 19/12 期予想を見直した結果、売上高を 26,880 百万円→24,680 百万円、営業利益を 1,969 百万円→1,353 百万円、経常利益を 1,872 百万円→1,201 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 1,156 百万円→794 百万円に減額した。前期比では、12.7%増収 13.4%営業増益から、9.0%増収 11.8%営業増益へと修正した(図表 9)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、不動産ソリューション事業は、売上高を 24,000 百万円→22,000 百万円(前期比 8.5%増)、セグメント利益を 1,774 百万円→1,184 百万円(同 11.2%増)に減額した。18/12 期実績が当センターの想定を下回っていたことや、同社の物件や顧客についても金融機関の不動産融資に対する姿勢が厳格化してくると想定したことから、19/12 期の販売戸数(前回予想 800 戸→今回予想 700 戸)や売上総利益率の想定を引き下げた。なお、新商品・サービスについては大きな貢献は見えていない。

【 図表 9 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期CE	旧19/12期E	19/12期E	旧20/12期E	20/12期E	21/12期E
売上高	22,644	24,900	26,880	24,680	30,430	25,910	27,180
前期比	31.9%	10.0%	12.7%	9.0%	13.2%	5.0%	4.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産ソリューション事業	20,281	-	24,000	22,000	27,000	22,860	23,760
プロパティマネジメント事業	2,362	-	2,880	2,680	3,430	3,050	3,420
営業利益	1,209	1,360	1,969	1,353	2,211	1,383	1,424
前期比	9.1%	12.4%	13.4%	11.8%	12.3%	2.2%	3.0%
営業利益率	5.3%	5.5%	7.3%	5.5%	7.3%	5.3%	5.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産ソリューション事業	1,065	-	1,774	1,184	1,976	1,190	1,205
プロパティマネジメント事業	144	-	195	169	235	193	219
経常利益	1,132	1,210	1,872	1,201	2,120	1,211	1,265
前期比	3.7%	6.9%	10.0%	6.1%	13.2%	0.8%	4.5%
経常利益率	5.0%	4.9%	7.0%	4.9%	7.0%	4.7%	4.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	755	800	1,156	794	1,309	801	837
前期比	8.4%	5.9%	10.0%	5.1%	13.2%	0.9%	4.5%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) グローバル・リンク・マネジメント決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

プロパティマネジメント事業は、売上高を 2,880 百万円→2,680 百万円(前期比 13.4%増)、セグメント利益を 195 百万円→169 百万円(同 16.8%増)に減額した。18/12 期末の賃貸管理戸数の実績が当センターの想定を下回っていたことや19/12期の販売戸数の前提を引き下げたことを受けて、19/12 期末の賃貸管理戸数(前回予想 2,740 戸→今回予想 2,428 戸)の想定を引き下げたこと等が減額の理由である。なお、同事業における新商品・サービスについても大きな貢献は見えていない。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、18/12 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 20/12 期予想を見直すと共に、21/12 期予想を新たに策定した。

20/12 期予想については、売上高を 4,520 百万円、セグメント利益を 828 百万円減額した。

セグメント別では、不動産ソリューション事業は、売上高を 27,000 百万円→22,860 百万円(前期比 3.9%増)、セグメント利益を 1,976 百万円→1,190 百万円(同 0.5%増)に減額した。19/12 期予想と同様の理由により、20/12 期についても、販売戸数(前回予想 900 戸→今回予想 740 戸)や売上総利益率の想定を引き下げた。

プロパティマネジメント事業は、売上高を 3,430 百万円→3,050 百万

円(前期比 13.8%増)、セグメント利益を 235 百万円→193 百万円(同 14.2%増)に減額した。19/12 期及び 20/12 期の販売戸数の前提を引き下げたため、20/12 期末の賃貸管理戸数(前回予想 3,240 戸→今回予想 2,768 戸)の想定を引き下げたこと等が減額の理由である。

21/12 期については、売上高 27,180 百万円(前期比 4.9%増)、営業利益 1,424 百万円(同 3.0%増)と予想した。

セグメント別では、不動産ソリューション事業は、販売戸数を 770 戸と想定し、売上高 23,760 百万円(前期比 3.9%増)、セグメント利益 1,205 百万円(同 1.3%増)と想定した。

プロパティマネジメント事業は、期末の賃貸管理戸数を 3,138 戸と想定し、売上高 3,420 百万円(前期比 12.1%増)、セグメント利益 219 百万円(同 13.5%増)と想定した。

配当に関して同社は、連結配当性向 10~20%を目安とし、継続的かつ安定的に実施することを基本方針に掲げており、19/12 期の一株当たり年間配当金については 12.5 円を計画している。当センターでは、業績予想を減額したため配当予想も見直し、19/12 期については 17.5 円から 12.5 円へ、20/12 期については 20.0 円から 12.5 円へと引き下げた。21/12 期については 13.0 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 金融機関の投資用不動産に対する融資姿勢に注意したい

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 金融経済状況や不動産市況が業績に影響を与える可能性、2) マンションの引渡し時期の偏りによる業績の変動、3) 各種の法的規制がマンション開発に影響を及ぼす可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

金融経済状況や不動産市況は同社の業績に大きな影響を与えるが、中でも、個人向け賃貸用不動産投資に対する金融機関の融資姿勢は重要なポイントになっている。個人向け不動産融資に関する金融機関や不動産業者の相次ぐ不祥事の影響に加え、賃貸アパートの空室率の上昇等の影響もあり、18 年以降、金融機関の投資用不動産に対する融資姿勢は全般的に厳格化してきている。

現時点では同社の物件に対する提携金融機関の融資姿勢に大きな変化は見られないようであるが、当センターでは、今後については慎重に見る必要があると考え、19/12 期以降の業績予想を減額した。

同社の物件は、都心の駅の近くにあり、郊外のアパート等に比べた立

地の優位性は高いため、業界内における相対的な優位性は維持できると当センターでは考えている。しかしながら、同社においても、成長の鍵を握っているのは金融機関の融資姿勢であるため、その動向に注意が必要であろう。

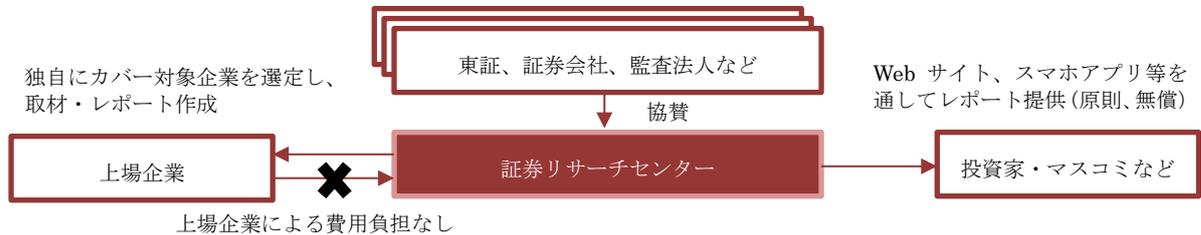
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年12月15日より開始いたしました。

同社は18年12月13日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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・間接的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。