

ホリスティック企業レポート マリオン

3494 東証JQS

新規上場会社紹介レポート
2018年9月18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 20180914

マリオン (3494 東証JQS)

発行日:2018/9/18

不動産特定共同事業法に基づき不動産賃貸料を原資とする証券化商品を組成
マリオンbond及びインターネットでの申込が可能なサラリーマンbondを提供アナリスト:副島 久敬 +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

【3494 マリオン 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)
2016/9	2,399	-	666	-	299	-	-18	-	-18.9	1,809.9	0.0
2017/9	2,511	4.6	763	14.5	275	-8.2	152	-	139.8	1,815.4	0.0
2018/9 予	2,709	7.9	727	-4.7	335	21.8	223	46.4	180.6	-	30.0

(注) 1. 単体ベース、2018/9期は会社予想

2. 2017年8月13日付で1:100、2018年5月30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

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,828円 (2018年9月14日)	本店所在地 東京都新宿区
発行済株式総数	1,565,800株	設立年月日 1986年11月27日
時価総額	4,428百万円	代表者 福田 敬司
上場初値	3,800円 (2018年9月13日)	従業員数 19人 (2017年9月)
公募・売出価格	2,380円	事業年度 10月1日~翌年9月30日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から3ヵ月以内
		【主幹事証券会社】 SBI証券
		【監査人】 東陽監査法人

➤ 事業内容

(注 1) 不動産特定共同事業法
不動産特定共同事業法は、不動産に対して投資家が出資を行う事業について、投資家保護と事業の健全な発展を目的に95年4月に施行。

◆ 不動産賃貸、賃貸料を原資とした不動産証券化商品を提供

マリオン(以下、同社)は、不動産特定共同事業法^{注1}(以下、不特法)に基づき不動産賃貸、賃貸料を原資としたクラウドファンディング型不動産証券化商品の提供及びそれらに付随する不動産売買等からなる不動産賃貸関連サービスを展開している。17/9期の事業別売上高は不動産賃貸サービス事業が37.2%、不動産証券化サービスが20.8%、不動産売買事業が41.8%、その他が0.2%となっている(図表1)。

【図表1】事業別売上高

事業内容	17/9期			18/9期第3四半期累計	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
不動産賃貸サービス	933	37.2	67.0	761	32.2
不動産証券化サービス	521	20.7	-3.9	347	14.7
不動産売買	1,051	41.8	-11.0	1,254	53.0
その他	5	0.2	4.5	1	0.0
合計	2,511	100.0	4.6	2,365	100.0

(出所) マリオン届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 不動産賃貸サービス

不動産賃貸サービス事業は、所有物件を同社自らが賃貸人として賃借人に提供する長期保有物件賃貸サービス、第三者所有の不動産を同社が一括して借り上げこれを最終賃借人に転貸するサブリースサービス、及び第三者所有の賃貸不動産に管理サービスを提供する受託物件サービスの3種類から成る。

同社の長期保有物件賃貸サービスは、首都圏を中心に、札幌、盛岡、名古屋、京都、岡山、倉敷、福岡等の主要都市において、居住者向け、中でも単身者向けの賃貸不動産を中心に所有・運営している。

17/9 期末の同社の長期保有物件(同社所有物件のうち以下記載の不動産証券化サービス対象物件を除いたもの)は 512 戸、17/9 期の物件売却を除く売上高に占める比率は 50.4%である。また、物件種別内訳は、住居 407 戸(長期保有物件の 79.5%)、店舗・事務所 28 戸(同 5.5%)、駐車場 77 台(同 15.0%)である(図表 2)。

【 図表 2 】 事業別物件保有状況

事業内容	17/9 売上高比率 (除く物件売却)	物件数	物件種別内訳(比率)		
			住居	店舗・事務所	駐車場
長期保有物件賃貸サービス	50.4%	512	407(79.5%)	28(5.5%)	77(15.0%)
サブリース及び受託物件サービス	13.5%	224	202(90.2%)	6(2.7%)	16(7.1%)
不動産証券化サービス	35.7%	538	389(72.3%)	15(2.8%)	134(24.9%)

(注) 1.物件売却種別の比率は各事業の内訳

2.サブリース及び受託物件サービスの駐車場には駐輪場を含む

(出所) マリオン届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

サブリースサービスは、同社からの賃貸物件購入者または第三者が所有する賃貸不動産を同社が一括して借り上げこれを最終賃借人に転貸するものである。受託物件サービスは、第三者保有不動産に、賃借人募集、賃料の収受、建物管理等の賃貸関連管理サービスを提供するものである。

17/9 期末の同社のサブリース及び受託物件は 224 戸、17/9 期の物件売却を除く売上高に占める比率は 13.5%である。また、物件種別内訳は、住居 202 戸(サブリース及び受託物件の 90.2%)、店舗・事務所 6 戸(同 2.7%)、駐車場・駐輪場 16 台(同 7.1%)である(図表 2)。

◆ 不動産証券化サービス

不動産証券化サービス事業は、不特法に基づく許可を取得し、マリオンボンドの名称のもと、不動産賃貸料を原資とする証券化商品を組成し投資家に提供、または、サラリーマンボンドの名称のもと、インターネットでの申込が可能なクラウドファンディング型不動産証券化商品を提供している。

同社が提供している不動産証券化商品は、同社保有又は新規仕入れ賃貸不動産を原資産に、投資家との間で不動産特定共同事業契約(匿名組合型)を締結することにより不動産賃貸業務を同社と投資家の共同事業とし、営業者としての同社が不動産の所有にかかるリスク、及び賃貸業務運営の

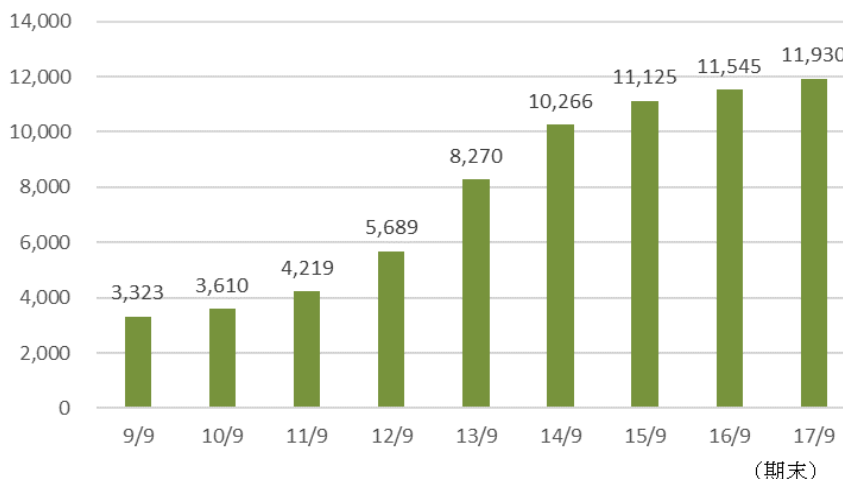
責任を負担した上で、投資家と賃料をシェアすることにより賃料収入を投資リターンとして分配している。

同社は投資家と不動産特定共同事業契約を締結することで、不動産市況の低迷時等、金融機関からの資金調達が難しい金融環境下での不動産仕入れを可能としていることに加え、契約期間の長期化や満期到来時の契約の更新等により、不動産保有に係わる市況リスク対応の選択肢の多様化も可能としている。

17/9 期末現在で証券化商品の一般投資家への販売累計額は、マリオン bond、サラリーマン bond 合計で 11,930 百万円に達している(図表 3)。累計出資者数は 3,913 人、出資者のリピート率も 81.5%と高い水準となっている。17/9 期末現在の匿名組合預り金残高は 6,126 百万円である。

17/9 期末の同社の証券化サービス対象の賃貸物件は 538 戸、17/9 期の物件売却を除く売上高に占める証券化サービスの売上高の比率は 35.7%である。また、物件種類別内訳は、住居 389 戸(証券化サービス対象物件の 72.3%)、店舗・事務所 15 戸(同 2.8%)、駐車場 134 台(同 24.9%)である。

【 図表 3 】 不動産証券化商品の販売累計額 (単位 百万円)



(出所) マリオンホームページより証券リサーチセンター作成

◆ 不動産売買

同社は、賃貸不動産ポートフォリオの増強、新規証券化商品の組成、既存の投資家に対する代替商品の仕入れ等の目的で、不動産を購入している。また、所有している不動産を不動産賃貸サービス対象不動産及び不動産証券化サービス対象不動産の出口戦略の一環として売却している。

これら不動産売買は、不動産賃貸サービス、不動産証券化サービスのいずれについても、同社のビジネスの長期的なサイクルの一環として実施されている。売買時期を適切にすることで同社の不動産賃貸関連サービス総体としての保有不動産から還元される利益を最適化している。

> 特色・強み

◆ 賃貸住宅事業での高い入居率

同社は 86 年 11 月の創業以来、不動産賃貸・管理・コンサルティングに特化し、首都圏を中心に主要都市において賃貸用住宅を中心に不動産を取得・保有し事業展開をしている。特に賃貸用住宅は、交通の利便性が高く品質に優れた物件を厳選している。物件の管理業務を自社で行うこと等により、入居者のニーズに合致した建物設備の導入を図るなど、入居率の向上と安定化に注力していることもあり、自社管理物件の入居率は 97%以上と高い水準を維持している。

◆ 安定性の高い地方公共団体向けサービスに強み

同社の 17/9 期末の首都圏における保有・管理に係る物件(住居、店舗・事務所、駐車場)591 戸のうち、29.1%に相当する 172 戸を信用度に優れた地方公共団体の東京事務所等の職員の東京での住居用に賃貸しており、同社の賃貸業務の安定性を支えている。

同社は当初より、地方公共団体顧客への賃貸物件については通勤に便利な物件の選定、生活家電の無償貸与、職場への送迎サービスの提供など、顧客ニーズにきめ細かく対応した付加価値を提供することで差別化に成功し、事業基盤の拡大・安定性を確保している。

◆ ミドルリスク・ミドルリターンの証券化商品を提供

不動産証券化サービス事業は、不特法に基づく許可を取得し、マリオンボンドの名称のもと、不動産賃貸料を原資とする証券化商品を組成し投資家に提供している。また、サラリーマンボンドの名称のもと、インターネットでの申込が可能なクラウドファンディング型不動産証券化商品も提供している。

同社の不動産証券化サービス事業は、投資家に対して、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品として消費者物価上昇率をやや上回る程度の金利を予想分配率とし、投資家の要求によりいつでも換金可能な商品設計となっている。同社の商品は元本及び予定利率は保証されていないが、投資家からの出資金を出資総額(事業開始時の対象不動産の評価額)の 70%までの優先出資とし、残る 30%を劣後出資として同社が保有することで、対象不動産の評価額が下落又は空室が発生した場合でも、下落率又は空室率が 30%以内であれば、投資家への元本返済及び予想分配率での分配を可能としている。

マリオンボンドは運用期間が 5 年～7 年、募集金額を 1 口 100 万円とし、予想分配率は 3.75%～5.08%と設定されている。サラリーマンボンドは運用期間が

5年、募集金額を1口10万円とし、予想分配率は1.9%~2.8%と設定されている。過去に販売された証券化商品には、元本割れや予定分配金の遅延はない。

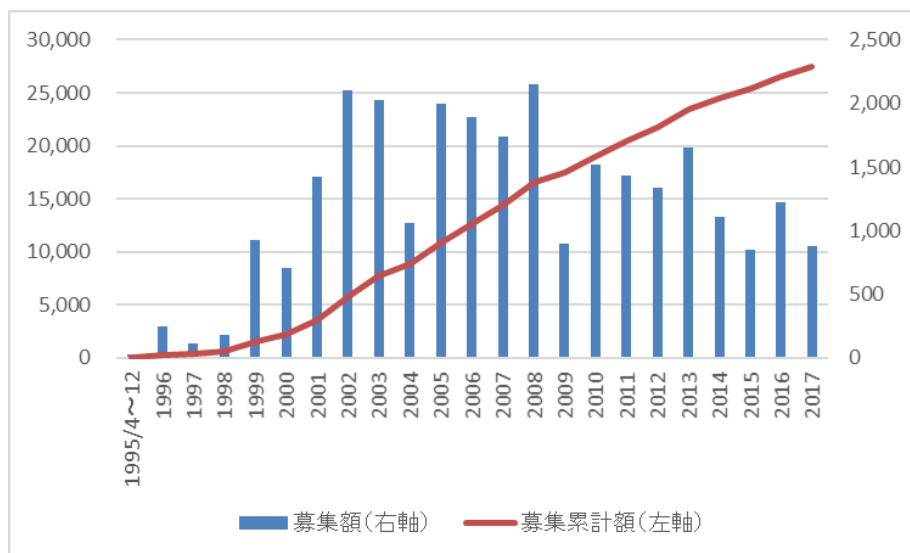
> 事業環境

◆ 94年4月の不動産特定共同事業法の施行以降、市場は順調に拡大
 不動産証券化協会の調べによると95年4月の不特法施行後の不動産共同投資商品募集額は17年末で累計27,470億円となった(図表4)。08年のリーマンショックによる市場環境の悪化により、09年に供給は大きく落ち込んだが、以降は安定的に推移している。

さらに国土交通省は、地方の小規模不動産の再生により地方創生を推進するとともに、成長分野での良質な不動産ストックの形成を推進し、都市の競争力の向上を図ることを目的として、17年12月に不特法を改正、主に①小規模不動産特定共同事業の創設、②クラウドファンディングの法整備、③各種規制の見直しがなされている。

国土交通省ではこの法改正により、17年から22年に地方の不動産会社等、新たに800社の参入、空き家・空き店舗等の再生に向けての新たな投資約500億円を数値目標として挙げている。

【図表4】不動産特定共同事業法施行後の商品募集額 (単位:億円)



(出所) 一般社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック2018」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 新規賃貸不動産の仕入れ環境は厳しい

日本銀行による量的・質的金融緩和の影響もあり、不動産市場への資金流入が継続、投資用不動産を購入して投資リスクに見合うような資利回りを確保することが厳しい状況となっている。このような状況下で同社では、新規仕入れ

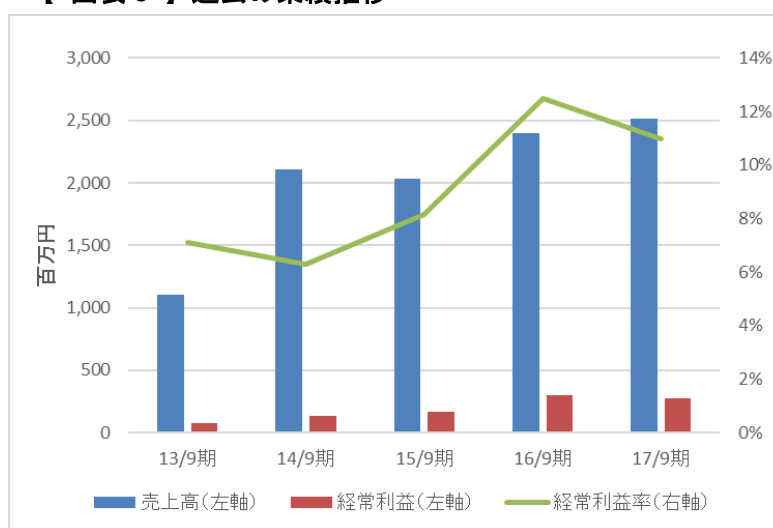
物件については、市況等の判断のうえ物件の購入の検討にとどめており、リスク抑制に努めている。

> 業績

◆ 過去の業績推移

過去4期間で同社の単体の売上高は年平均22.8%、経常利益は同36.9%と着実に成長している。経常利益率も13/9期の6.8%から17/9期の11.0%と改善している(図表5)。

【図表5】過去の業績推移



(注) 業績は単体実績、16/9期以降は監査法人監査済み
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年9月期第3四半期

18/9期第3四半期累計期間の売上高は2,365百万円、営業利益697百万円、経常利益419百万円、四半期純利益295百万円であった。

18/9期通期計画に対する進捗率は、売上高87.3%、営業利益95.9%、経常利益125.1%、四半期純利益132.3%となっており、第4四半期に上場関連費用等が計上される予定であることから、計画どおりに推移していると言える。

◆ 18年9月期の会社計画

同社の18/9期計画は、売上高2,709百万円(前期比7.9%増)、営業利益727百万円(同4.7%減)経常利益335百万円(同21.8%増)、当期純利益223百万円(同46.4%増)である。

18/9期の不動産賃貸サービス事業及び不動産証券化サービス事業の売上高は、第4四半期に新たな物件の仕入や売却の予定がないことから18/9期末の保有戸数は6月末から変わらないとして、それぞれの直近実績である6月の収入率(満室想定賃料に対する賃料実績の比率)を基に、

個別物件の解約等を勘案して算定している。不動産賃貸サービスの売上高は981百万円(前期比5.1%増)、不動産証券化サービスの売上高は第3四半期までの物件売却の売上高実績1,250百万円を含めて、1,725百万円(同9.7%増)を見込んでいる。

同社の営業利益予想は前期比4.7%の減少を見込んでいる。前期の物件の売買が相対で成立したことにより仲介手数料が発生しなかった一方で今期の物件の売買では仲介手数料が発生したことから、売上総利益について微減を見込んでいることが主因となっている。

会社計画の前提は、第3四半期までの実績に、足元の不動産賃貸サービス事業及び不動産証券化サービス事業の稼働状況を基にしており会社計画が達成される可能性は高いと考える。

> 経営課題/リスク

◆ 賃貸物件仕入れ力の強化と物件価値査定力の強化について

同社の賃貸業務基盤の持続的拡大及び、投資家各位に安定的かつ継続的に証券化商品を提供していくためには、優良な対象物件の仕入れを安定的に実現していくことが課題となっている。

市場環境は、特に首都圏において優良な賃貸物件への需要は旺盛であり、投資利回りの低下が顕著となっている。物件の仕入れについてはリスク分析に基づく選別を強化するとともに、首都圏のみならず全国主要都市における優良物件の情報収集力、物件価値査定力の継続的強化が必要となっている。

◆ 賃貸物件の売却に関するリスクについて

同社は、証券化商品の償還等に際して、市況に応じて、証券化の対象となった賃貸物件を売却することにより償還資金の手当てを行うとともに、含み益の実現等を図っている。

賃貸物件の売却は、不動産市況や金融などの外部環境の変化によって、見込みどおりの金額・時期での売却が実現できない可能性があり、同社の業績や財政状態に影響を与える可能性がある。

◆ 商品力の継続的強化と拡充について

同社は04年より不特法の許可に基づき証券化商品を提供しているが、17年12月1日施行の「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律」の改正に伴い、クラウドファンディングの進展への対応を可能とするため、証券化商品の契約についても、インターネットでの利用が認められた。

この改正により、契約を含む全面クラウドファンディングの拡大が見込まれることから、クラウドファンディング対応をはじめとする不動産証券化分野での商品力の継続的強化と拡充が課題となっている。

そのため、IT化の一段の推進に向けたシステム開発等や、商品力の強化、サービスのイノベーションやシステムの強化を実現するため、事業全体に各分野における専門性を有した人材の確保と育成が課題となっている。

◆ 有利子負債依存と金利変動のリスクについて

同社は、不動産仕入れ資金の相当部分を金融機関からの借入金に依存している。今後も事業拡大に伴い、不特法に基づく匿名組合への出資金と並んで、有利子負債については相応の水準で推移すると想定され、金利が上昇した場合には、同社の経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 借入金にかかる財務制限条項について

同社は、不動産仕入れにかかる資金調達方法の一つとして金融機関から融資を受けているが、これらのうちには、2期連続して経常利益を赤字にしないことや純資産額を一定以上に保つこと、借入の担保となる資産の稼働状況を一定以上に保つことを確約する条項がある。同社がこれらの条項に抵触した場合、同社の経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 配当について

同社は、これまで配当を行ってこなかったが、今後の株主への剰余金の配当については、業績の推移・財務状況、今後の事業・投資計画等を総合的に勘案し、内部留保とのバランスをとりながら、配当性向 20%を目安として、配当による株主への利益還元を安定的かつ継続的に実施する方針としている。

18/9期は1株当たり30円の配当を実施する予定である。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2016/9		2017/9		2018/9 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	2,399	100.0	2,511	100.0	2,365	100.0
売上原価	1,297	54.1	1,332	53.0	1,368	57.8
売上総利益	1,101	45.9	1,178	46.9	997	42.2
販売費及び一般管理費	435	18.1	415	16.5	299	12.6
営業利益	666	27.8	763	30.4	697	29.5
営業外収益	80	-	11	-	6	-
営業外費用	447	-	499	-	285	-
経常利益	299	12.5	275	11.0	419	17.7
税引前当期純利益	49	2.0	246	9.8	419	17.7
当期利益又は当期損失	-18	-0.8	152	6.1	295	12.5

貸借対照表	2016/9		2017/9		2018/9 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,087	6.2	2,461	14.5	1,468	9.2
現金及び預金	267	1.5	625	3.7	432	2.7
販売用不動産	770	4.4	1,798	10.6	999	6.3
固定資産	16,475	93.8	14,565	85.5	14,404	90.7
有形固定資産	16,075	91.5	14,178	83.3	14,014	88.3
無形固定資産	69	0.4	65	0.4	81	0.5
投資その他の資産	331	1.9	322	1.9	309	1.9
総資産	17,563	100.0	17,027	100.0	15,873	100.0
流動負債	1,676	9.5	871	5.1	1,440	9.1
短期借入金等	1,457	8.3	347	2.0	1,180	7.4
固定負債	13,906	79.2	13,587	79.8	11,559	72.8
長期借入金等	7,240	41.2	7,148	42.0	6,675	42.1
匿名組合預り金	6,350	36.2	6,126	36.0	4,568	28.8
純資産	1,980	11.3	2,568	15.1	2,873	18.1
自己資本	1,978	11.3	2,539	14.9	2,835	17.9

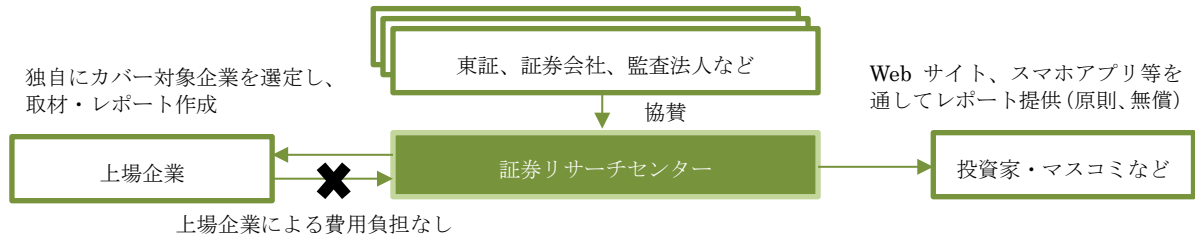
キャッシュ・フロー計算書	2016/9 (百万円)	2017/9 (百万円)
営業キャッシュ・フロー	962	1,233
たな卸資産の増減	677	634
投資キャッシュ・フロー	-1,537	-48
財務キャッシュ・フロー	571	-831
現金及び現金同等物の増減額	-3	353
現金及び現金同等物の期末残高	267	620

(出所) マリオン届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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ため、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。