

# ホリスティック企業レポート

## 香陵住販

### 3495 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

茨城県内を中心に不動産の売買、賃貸、仲介、管理等のサービスを提供  
賃貸不動産の管理戸数の拡大を中心に長期持続的な利益成長を目指す

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

【3495 香陵住販 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	4,304	10.3	431	-	405	-10.9	231	-21.7	234.2	1,554.2	4.0
2017/9	4,952	15.1	445	3.3	438	8.2	277	20.1	281.2	1,836.0	4.0
2018/9予	5,059	2.2	477	7.1	450	2.9	285	2.8	285.2	-	未定

(注) 1. 2016/9期より連結決算、2018/9期予想は会社予想  
2. 2018年5月31日付けで1:5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 1,610円 (2018年9月14日)	本店所在地 茨城県水戸市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 1,248,000株	設立年月日 1981年10月5日	みずほ証券
時価総額 2,009百万円	代表者 薄井 宗明	【監査人】
上場初値 1,970円 (2018年9月13日)	従業員数 174人 (2018年6月)	有限責任あずさ監査法人
公募・売出価格 1,700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 毎事業年度の終了後3カ月以内	

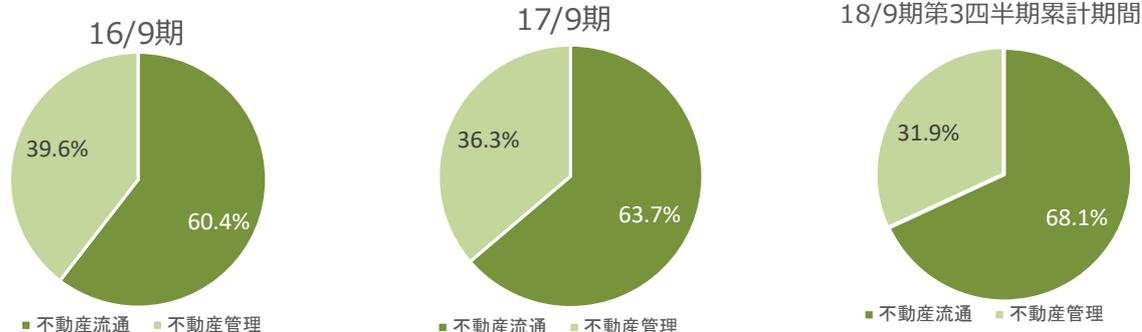
> 事業内容

◆ 仲介と管理を軸に茨城県と東京都で各種不動産事業を展開

香陵住販(以下、同社)は、本社がある茨城県と東京都において、不動産の売買、仲介、家賃保証等を行う不動産流通事業と、不動産の管理や賃貸、コインパーキングやコインランドリーの運営、太陽光売電、建設工事等を行う不動産管理事業を展開している。

不動産管理事業の売上高は少しずつ増加しているものの、不動産流通事業の成長率がより高いことから、不動産流通事業の売上構成比(外部顧客ベース)は、16/9期の60.4%から18/9期第3四半期累計期間には68.1%へと拡大してきている(図表1)。

【図表1】セグメント別の売上構成比



(注) 売上高は外部顧客ベース  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

不動産流通事業の収益は、仲介事業収益、不動産売上高、その他(建設売上高、保険代理店手数料等)に大別されている。仲介事業は、同社が行う賃貸不動産の仲介業務、売買不動産の仲介業務と、連結子会社であるジヤストサービスが実施する賃貸不動産の家賃保証業務に分類されている。

不動産売上高は、仕入不動産商品と自社企画投資用不動産の販売高によって構成される。仕入不動産商品については、主として中古住宅、中古マンション、住宅用地を仕入れた後、リノベーションや土地造成を施し、同社グループの不動産商品として販売している。分譲地の例としては、「クアトロリーフ水戸」(茨城県水戸市、52区画、16年10月販売開始)が挙げられる。

自社企画投資用不動産については、主に年間数棟の賃貸用不動産(マンション、アパート)を自社で企画し、用地取得後、外部のゼネコンにて建設、賃貸入居者を募集した後、当該物件の管理業務を同社が受託することを原則として投資家に販売している。自社企画投資用不動産のブランドとしては、「フォーライフ」、「レーガバーネ」が挙げられる。

茨城県水戸市での自社企画投資用不動産の例としては、鉄筋コンクリート造10階建マンション(テナント2戸・居住用40戸、12年9月完成)や、木造2階建賃貸専用戸建住宅(4棟、15年3月完成)、木造2階建アパート(12戸、18年3月完成)、鉄筋コンクリート造12階建マンション(居住用60戸、18年10月完成予定)が挙げられる。

不動産流通事業の売上高の内訳は開示されていない。経営成績を見るうえで重要な経営指標(KPI)としては、賃貸不動産の仲介件数、売買不動産の仲介件数、不動産の販売件数が開示されている(図表2)。

【図表2】不動産流通事業の業績

不動産流通事業	16/9期	17/9期	前期比 (%)	18/9期3Q累計
売上高(千円)	2,601,120	3,156,688	21.4	2,885,947
営業利益(千円)	317,276	444,066	40.0	365,982
営業利益率	12.2%	14.1%	—	12.7%
賃貸仲介件数(件)	—	7,611	—	—
売買仲介件数(件)	—	1,095	—	—
販売件数(件)	68	105	54.4	—

(出所)届出目論見書、ニュースリリース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(以下、当センター)では、不動産流通事業の売上高の変動は不動産売上高の多寡に強く影響される一方、同事業の営業利益の基盤は仲介事業収益にあると推測している。

不動産管理事業の収益は、管理事業収益、賃貸事業収益、太陽光発電事業収益、建設売上高、その他に大別されている。管理事業収益の中心は、マンション、アパート等のオーナーから受託した賃貸不動産の管理料収入である。同社が対象物件のプロパティマネジメント業務(賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等)を行い、ジャストサービスが一部の保守メンテナンス、修繕工事を実施している。

賃貸事業収益は、同社グループが所有する不動産の賃貸料や、同社グループが所有する不動産または借り上げた不動産にて運営するコインパーキングやコインランドリーの事業収益によって構成される。コインパーキングの例としては、茨城県水戸市のONE'S PARK 城南第4駐車場が、コインランドリーの例としては、茨城県水戸市のKORYOランドリー(17年11月オープン)が挙げられる。

太陽光発電事業では、同社が所有する太陽光発電設備「KORYO エコパワー」で売電ビジネスを展開している。18/9期第3四半期末時点で、自社所有地の茨城県水戸市森戸町、同県石岡市大砂、同県水戸市高田町では発電量1~3MWのメガソーラーを、借地の鉾田市大蔵では発電量152kWの小規模発電所を運営している。

建設売上高は、同社とジャストサービスが行う不動産建設工事や土地造成工事に係る売上高である。

その他は、オーナーから借り上げた収益物件をサブリースし、入居者から受領する賃料収入が主な内容である。

不動産管理事業の経営成績に影響を与える経営指標(KPI)としては、賃貸管理戸数(居住用、事業用物件の合計)が開示されている(図表3)。

【 図表 3 】 不動産管理事業の業績

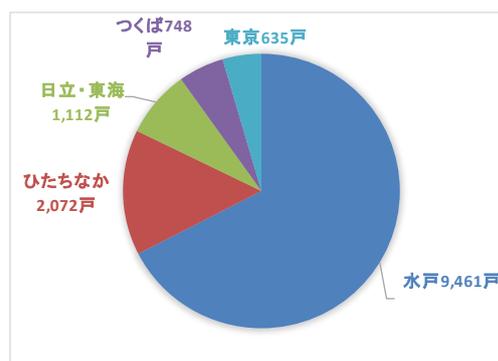
不動産管理事業	16/9期	17/9期	前期比 (%)	18/9期3Q累計
売上高(千円)	1,703,389	1,795,789	5.4	1,354,813
営業利益(千円)	406,123	439,541	8.2	423,955
営業利益率	23.8%	24.5%	—	31.3%
減価償却費(千円)	135,298	217,186	60.5	—
EBITDA(千円)	541,421	656,727	21.3	—
EBITDAマージン	31.8%	36.6%	—	—
賃貸管理戸数(戸)	12,484	13,421	7.5%	14,028

(注) 売上高は外部顧客ベース

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

18/9期第3四半期末において、エリア別賃貸管理戸数では水戸が67.4%を占めている(図表4)。なお、駐車場の管理台数は同時点で6,661台となっている。

【図表4】エリア別賃貸管理戸数



(注) 18/9期第3四半期末時点  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社の拠点は、水戸市が本社と6支店、ひたちなか市が2支店、日立市が2支店、東海村が1支店、つくば市が3支店、東京都が1支社となっている。

#### ◆ フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデル

同社グループは、不動産の売買、仲介を中心とする不動産流通事業と、賃貸不動産の管理を主軸に、不動産賃貸や太陽光発電等も行う不動産管理事業を展開している。不動産流通事業は概ねフロー型ビジネスである一方、不動産管理事業は継続的な収入が得られるストック型ビジネスであり、同社全体としては、フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデルと言えるだろう。

同社が展開する投資用不動産に係るサービスは相互に関係しており、時系列では、1) マンション等の自社企画投資用不動産を投資家(オーナー)に販売する(不動産売上高と売却益を計上)、2) オーナーに代わって入居者を募り、賃貸借契約を仲介する(賃貸仲介収益を計上)、3) オーナーと対象物件の管理委託契約を結び、賃貸管理業務を受託する(管理料収入や更新料収入を契約終了時まで計上)、4) 借借人の退去時に必要に応じてリフォーム等のサービスをオーナーに提供する(修繕工事収入等を計上)という流れで長期間に亘って収益を獲得している。

投資用不動産の販売は、ストック型収益を積み上げるための入り口となっているため、短期的な観点としてだけでなく、長期的な観点からも注視する必要がある。こうした観点からは、投資用不動産の販売もストック型収益に位置付ける見方も採れるだろう。

17/9 期連結売上高の 98%を占める単体決算の売上原価明細書によって、売上高に対する主要原価項目の比率をみると、不動産流通事業原価が 32.3%、不動産管理事業原価が 21.3%、合計 53.7%となっている(連結の原価率は 53.4%であるが、その内訳は開示されていない)。

単体の事業別売上高は開示されていないため、連結の事業別売上高(外部顧客ベース)と単体の事業別原価を用いて、17/9 期における事業別の売上総利益率の近似値を試算してみると、不動産流通事業が 50.2%、不動産管理事業が 42.3%であった。

不動産流通事業の数値が高いのは、不動産の仕入れ原価が計上される不動産売上高に比べ、原価が発生しない仲介手数料の売上総利益に占める比率が高いためと推測される。一方、不動産管理事業については、管理事業収益の売上総利益率は高水準であると見られるものの、賃貸事業や太陽光売電事業で計上している減価償却費やサブリースによる借料の負担が原価率を押し上げていると考えられる。

一方、販売費及び一般管理費(以下、販管費)については、給与手当等の固定費が中心となっている。

17/9 期における連結ベースの事業別営業利益率(売上高は外部顧客ベース)は、不動産流通 14.1%、不動産管理 24.5%となっており、販管費率では、営業スタッフの人件費等の負担が重いと想定される不動産流通事業が高く、営業コストが軽いと見られる不動産管理事業が低いと推測される。

## > 特色・強み

### ◆ ワンストップとストック型収益を追求する事業展開に特徴がある

同社の特色及び強みは、地域に密着して、不動産投資家のニーズに対応した賃貸物件を開発、販売し、仲介、管理等のサービスをワンストップで提供することで、ストック型収益の獲得を追求する事業展開にある。

具体的には、(1) 自社企画投資用不動産の販売等を通じて、14,000 件を超える物件を管理していること(ストック型収益による収益基盤)、(2) 水戸市を中心に茨城県で確固たるブランドを構築していること(地域密着)、(3) 顧客ニーズを最優先した企画、提案を行っていること、(4) 投資用賃貸不動産に係るワンストップサービスによって長期間に亘って収益を得るビジネスモデルを構築していることが挙げられる。

同社は、自社企画投資用不動産の供給力の強化や、営業拠点の充実による市場シェアの拡大等により、管理戸数を年間約 1,000 戸のペースで増加させ、長期持続的な利益成長を目指すとしている。

**> 事業環境**

◆ **金融危機後に縮小した首都圏投資用マンション市場は回復してきた**  
同社の収益源と見られる不動産仲介や賃貸住宅管理については、業界統計が整備されていない。また、同社の事業の中心拠点である茨城県の市場動向については一部のデータしか得られない。よって、当センターでは、東京都と神奈川県、千葉県、埼玉県によって構成される首都圏の投資用マンション市場の動向を参考として触れておくことにした。

不動産経済研究所によると、首都圏の投資用マンションの発売戸数は、02年から07年までは年間8,000~9,500戸と高水準の供給が続いていた。しかし、リーマンショック以降、事業者の淘汰に加え、生き残った事業者においても、資金調達難からマンション開発を縮小する動きが広がったため、08年から急減し、10年には4,583戸にまで落ち込んだ。

その後、東京都を中心に、首都圏の世帯数(特に単身世帯や2人世帯)が増加していることや、低金利の継続によって、高利回りが期待できる資産運用手段へのニーズの高まり等を受けて、首都圏の投資用マンション市場は上向きに転じ、16年の発売戸数は7,028戸にまで回復した。

ただ、17年の発売戸数は6,074戸と、前年比13.6%減少した。首都圏の地価上昇によって、低価格帯での住戸の供給が難しくなってきたことなどが要因と見られている。

**◆ 競合**

同社は茨城県を中心に各種の不動産サービスを展開しており、全国展開している大手総合不動産や大手住宅メーカー等とも競合関係にあるものの、茨城県に本社を置く会社の中では、賃貸住宅の仲介件数や管理戸数でトップクラスの実績となっている。同社のサイトによると、全国賃貸住宅新聞による「2018賃貸仲介件数ランキング326社」においては、全体で第44位、茨城県内の不動産会社で第1位、「2017管理戸数ランキング914社」においては、同第80位と第3位となっている。

賃貸住宅分野におけるワンストップサービスとストック型収益を重視している点が同社と類似している上場企業としては、スターツコーポレーション(8850 東証一部)が挙げられる。また、展開エリアの違いから直接的な競合関係は強くないと推測されるが、関東において投資用マンションの販売と管理を主力事業としている上場企業としては、エフ・ジェー・ネクスト(8935 東証一部)、プロパティエージェント(3464 東証一部)、グローバル・リンク・マネジメント(3486 東証マザーズ)が挙げられる。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、同社の設立後 32 期目にあたる 13/9 期からの業績が記載されている。同社の単体業績を見ると、14/9 期と 15/9 期は減収ながら経常増益、16/9 期は増収ながら経常減益となっている(図表 5)。

【 図表 5 】 業績推移



(注) 2016 年 9 月期から連結決算  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

この期間の事業別業績が非開示であるため詳細は不明であるが、不動産管理事業は賃貸管理戸数の増加に伴い安定的に収益を拡大させている一方、不動産流通事業については、売上高と収益性の変動が激しく、全体の業績に大きな影響を与えているのではないかと当センターでは推測している。

◆ 17 年 9 月期

17/9 期業績は、売上高 4,952 百万円(前期比 15.1%増)、営業利益 445 百万円(同 3.3%増)であった(図表 6)。

売上原価については、不動産管理事業の売上原価は伸び率を抑制したものの、単体の不動産流通事業の売上原価が売上高の拡大に伴い前期比 24.8%増となったことから、全体では同 16.2%増加した。

販管費については、減価償却費は前期比 9 百万円減少したものの、給与手当が同 88 百万円、退職給付費用が同 11 百万円、賞与引当金繰入額が同 7 百万円、その他の販管費が同 168 百万円増えたため、全体では 265 百万円増加した。結果、営業利益率は、前期の 10.0%から 9.0%に低下した。

【 図表 6 】 17 年 9 月期の業績

	内訳	2016/9期		2017/9期		前期比 (%)
		金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	
売上高		4,304	100.0%	4,952	100.0%	15.1%
売上原価		2,274	52.8%	2,642	53.4%	16.2%
	不動産流通事業原価 (単体)	1,259	29.3%	1,571	31.7%	24.8%
	不動産管理事業原価 (単体)	1,025	23.8%	1,036	20.9%	1.1%
	子会社の原価及び連結調整	-10	-0.2%	34	0.7%	—
販売費及び一般管理費		1,598	37.1%	1,863	37.6%	16.6%
	給与手当	628	14.6%	716	14.5%	14.0%
	賞与引当金繰入額	55	1.3%	62	1.3%	12.9%
	減価償却費	54	1.3%	45	0.9%	-17.8%
	退職給付費用	18	0.4%	29	0.6%	65.1%
	その他	841	19.6%	1,009	20.4%	19.9%
営業利益		431	10.0%	445	9.0%	3.3%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 3,156 百万円(前期比 21.4%増)、営業利益 444 百万円(同 40.0%増)であった(図表 7)。賃料の下落によって賃貸仲介収入は減少したものの、売買仲介収入や不動産売上高が増加したことから大幅増収となった。不動産の販売については、大型分譲地の販売に加え、中型投資用物件の販売が順調に推移し、販売件数は前期の 68 件から 105 件に増加した。

【 図表 7 】 17 年 9 月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	2016/9期		2017/9期	
		金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)
売上高		4,304	100.0%	4,952	100.0%
	不動産流通	2,601	60.4%	3,156	63.7%
	不動産管理	1,703	39.6%	1,795	36.3%
営業利益		431	100.0%	445	100.0%
	営業利益率	10.0%	—	9.0%	—
	不動産流通	317	43.9%	444	50.3%
		12.2%	—	14.1%	—
	不動産管理	406	56.1%	439	49.7%
		23.8%	—	24.5%	—
	調整額	-291	—	-437	—

(注) セグメント売上高は外部顧客ベース、営業利益の構成比は調整額控除前

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

不動産管理事業は、売上高(外部顧客ベース)1,795 百万円(前期比 5.4%増)、営業利益 439 百万円(同 8.2%増)であった。管理事業収益については、17/9 期末の賃貸管理戸数が 13,421 戸と、前期末比 7.5%増となったことから、前期を上回った。太陽光売電収益や建設売上高も順調に推移した。一方、賃貸事業収益については、コインパーキング運営台数の増加による増収はあ

ったものの、自社賃貸不動産の売却や大型サブリース物件の期中解約により、前期を下回った。

#### ◆ 18年9月期第3四半期累計期間

18/9期第3四半期累計期間の売上高は4,240百万円、営業利益は492百万円となった。売上高営業利益率が11.6%と17/9期通期の9.0%に比べ上昇しているのは、不動産管理事業の営業利益率が17/9期通期の24.5%から31.3%に上昇したためである。

セグメント別では、不動産流通事業が、売上高2,885万円、営業利益365百万円であった一方、不動産管理事業が、売上高1,354百万円、営業利益423百万円であった。18/9期第3四半期末の賃貸管理戸数は14,028戸に達した。

#### ◆ 18年9月期の会社計画

18年9月期の会社計画は、売上高5,059百万円(前期比2.2%増)、営業利益477百万円(同7.1%増)、経常利益450百万円(同2.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益285百万円(同2.8%増)である。

セグメント別売上高(外部顧客ベース)は、不動産流通事業が3,368百万円(同6.7%増)、不動産管理事業が1,690百万円(同5.8%減)と見込んでいる。

不動産流通事業の内訳では、販売件数85件(前期比20件減)を前提に不動産売上高は2,089百万円(同7.5%増)と見込んでいる。賃貸仲介収益は、仲介件数7,885件(同274件増)を前提に339百万円(同3.2%増)と、売買仲介収益は、仲介件数1,155件(同60件増)を前提に557百万円(同2.7%増)と見込んでいる。その他は、建設売上高129百万円(同213.0%増)、保険代理店手数料64百万円(同5.5%増)等により381百万円と見込んでいる。

不動産管理事業の内訳では、管理事業収益は600百万円(前期比3.4%減)と予想している。管理料収入は増収を見込む一方、管理物件の内装工事売上は前期並み、更新件数が前期比で減少すると予測したことから、不動産更新事務手数料は減収と見込んだためである。

自社所有不動産の賃貸事業収益は、物件売却の影響から、220百万円(前期比14.3%減)と、コインパーキング・コインランドリー運営収益は、コインパーキングの新設等により、192百万円(同52.6%増)と見込んでいる。

太陽光売電事業収益は、期中に増設した高田町発電所の売電金額の増加等により、232百万円(同2.9%増)と見込んでいる。その他は、前期の大型契約の解消により、サブリースによる賃料収入を439百万円(同21.3%減)と見込み、443百万円と予想している。

売上原価は、2,701 百万円(前期比 2.2%増)と見込んでいる。不動産流通事業については、不動産売上原価を1,745 百万円(前期比 11.0%増)と、不動産管理事業については、全体で 955 百万円(同 10.8%減)と予想している。

販管費は、1,880 百万円(前期比 0.9%増)と見込んでいる。従業員数の増加や昇給を見込む一方、時間外労働手当の削減等により、人件費は 1,150 百万円(同 3.8%減)と、上場関連費用の計上から支払手数料は 86 百万円(同 226.5%増)と予想している。

営業外収益は 10 百万円(前期比 56.3%減)と、支払利息を中心とする営業外費用は 36 百万円(同 18.8%増)と見込んでいる。

>経営課題/リスク

◆ 管理戸数の更なる拡大が経営課題

18/9 期第 3 四半期末時点における同社の管理戸数は 14,028 件に達したものの、その変動は不動産管理事業の収益に大きく影響するため、同社は更なる管理戸数の拡大を経営課題と認識している。

◆ 市場環境の変化が不動産売上高や仲介手数料に影響を及ぼす可能性

不動産業界においては、景気の悪化、顧客の所得の低下、金利や地価の上昇、税制及び政策の変更、不動産投資に対する金融機関の融資姿勢の変化があった場合、顧客の不動産投資意欲の減退に繋がり、同社の不動産売上高や不動産売買に対する仲介手数料に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 第 2 四半期に収益が偏重する季節性

同社グループの賃貸仲介事業や管理事業の売上高は、入学や、入社、人事異動による転居に伴い、2 月から 4 月に集中する傾向がある。結果、第 3 四半期の売上高及び経常利益が、他の四半期に比べ多く計上される傾向がある(図表 8)。

【 図表 8 】 17 年 9 月期の四半期業績の推移

	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高 (千円)	1,431,694	1,557,363	963,140	882,014	4,834,213
構成比	29.6%	32.2%	19.9%	18.2%	100.0%
経常利益 (千円)	134,352	282,268	77,901	-73,990	420,532

(注) 四半期数値は未監査。構成比の合計は、四捨五入の関係で必ずしも 100.0%にならない場合がある。

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 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	4,304	100.0	4,952	100.0	4,240	100.0
売上原価	2,274	52.8	2,642	53.4	2,317	54.6
売上総利益	2,029	47.2	2,309	46.6	1,923	45.4
販売費及び一般管理費	1,598	37.1	1,863	37.6	1,431	33.7
営業利益	431	10.0	445	9.0	492	11.6
営業外収益	8	-	23	-	8	-
営業外費用	35	-	30	-	23	-
経常利益	405	9.4	438	8.8	476	11.2
税引前利益	385	8.9	432	8.7	473	11.2
当期(四半期)純利益	231	5.4	277	5.6	303	7.2

貸借対照表	2016/9		2017/9		2018/9 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,725	41.4	3,081	44.1	3,707	49.2
現金及び預金	1,248	19.0	1,210	17.3	1,431	19.0
販売用不動産	1,045	15.9	1,411	20.2	400	5.3
仕掛販売用不動産	118	1.8	235	3.4	1,636	21.7
固定資産	3,865	58.6	3,902	55.9	3,830	50.8
有形固定資産	3,518	53.4	3,527	50.5	3,449	45.8
無形固定資産	52	0.8	86	1.2	86	1.1
投資その他の資産	293	4.5	288	4.1	294	3.9
総資産	6,590	100.0	6,984	100.0	7,538	100.0
流動負債	1,723	26.1	1,973	28.3	2,021	26.8
買入債務	120	1.8	54	0.8	44	0.6
短期借入金	267	4.1	156	2.2	461	6.1
1年以内長期借入金	446	6.8	561	8.0	457	6.1
固定負債	3,331	50.6	3,196	45.8	3,386	44.9
長期借入金	2,476	37.6	2,308	33.1	2,483	32.9
純資産	1,535	23.3	1,813	26.0	2,129	28.3
自己資本	1,535	23.3	1,813	26.0	2,129	28.3

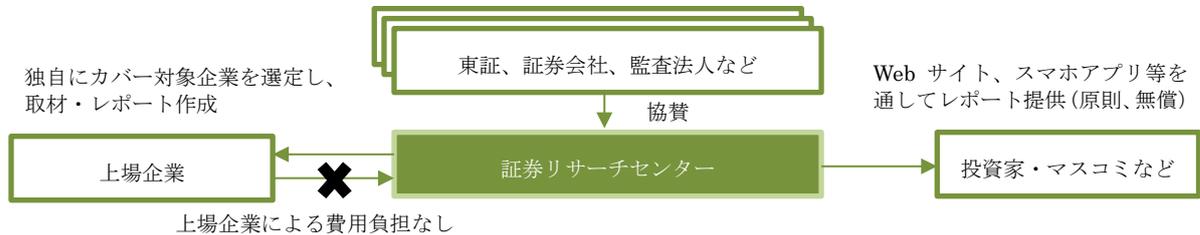
キャッシュ・フロー計算書	2016/9	2017/9
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	233	1,097
減価償却費	171	254
投資キャッシュ・フロー	-1,360	-938
財務キャッシュ・フロー	1,162	-183
配当金の支払額	-3	-3
現金及び現金同等物の増減額	34	-24
現金及び現金同等物の期末残高	451	427

(出所) 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。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。