

# ホリスティック企業レポート

## 香陵住販

3495 東証JQS

アップデート・レポート

2020年1月31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 20200128

# 香陵住販(3495 東証JQS)

発行日: 2020/1/31

茨城県内を中心に不動産の売買、仲介、管理等のサービスを提供  
**管理事業収益等のストック型収益の拡大等により、中期的な利益成長を予想**

## > 要旨

### ◆ 茨城県を中心に不動産の流通業と管理業を展開する

- ・香陵住販(以下、同社)は、茨城県を中心に、不動産の売買(自社企画投資用不動産の販売等)、仲介、建設請負、家賃保証等を行う「不動産流通業」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、太陽光発電等を行う「不動産管理事業」を展開している。
- ・フロー型の不動産流通事業とストック型の不動産管理事業をバランス良く展開し、地域密着経営を長年実践している。

### ◆ 19年9月期決算は17%増収、7%営業増益

- ・19/9 期決算は、前期比 17.3%増収、7.0%営業増益であった。単体業績の好調や、下期から子会社化したKASUMICの貢献により、売上高の計画達成率は106.2%であった一方、営業損失と見られるKASUMICの影響等から営業利益の計画達成率は103.2%にとどまった。

### ◆ 20年9月期の会社計画は10%増収、4%営業増益

- ・20/9 期について同社は、自社企画投資用不動産を中心とした不動産売上高の拡大や、賃貸事業収益の増加、買収子会社の通期寄与等を背景に、9.5%増収、3.8%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、単体の不動産売上高や、仲介事業収益、賃貸事業収益、KASUMICの業績を中心に 20/9 期の業績予想を見直し、売上高を6,379百万円→6,878百万円、営業利益を634百万円→625百万円に修正した。

### ◆ スtock型収益の拡大や子会社の採算改善による成長を予想

- ・当センターでは、投資用不動産の同社顧客に対する金融機関の融資姿勢に大きな変化が見られないことに加え、管理事業収益や賃貸事業収益等のストック型収益の拡大を想定したことや、同社の営業ノウハウの浸透によって、KASUMICの利益率の改善を見込んだことから、21/9 期以降も利益成長が続くと予想している。

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】

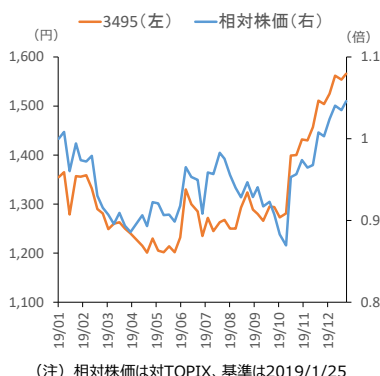
	2020/1/24
株価 (円)	1,566
発行済株式数 (株)	1,305,300
時価総額 (百万円)	2,044

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	5.5	5.1	4.6
PBR (倍)	0.7	0.6	0.6
配当利回り (%)	2.6	2.9	3.2

### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	2.7	19.9	20.9
対TOPIX (%)	2.1	15.5	9.4

### 【株価チャート】



### 【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)
2018/9	5,328	7.6	540	21.2	504	15.2	327	17.7	326.4	2,032.5	34.0
2019/9	6,248	17.3	577	7.0	562	11.5	371	13.4	284.6	2,241.0	40.0
2020/9 CE	6,842	9.5	599	3.8	590	4.8	414	11.7	317.4	-	46.0
2020/9 E	6,878	10.1	625	8.1	605	7.5	404	8.9	309.6	2,506.6	46.0
2021/9 E	6,999	1.8	673	7.7	657	8.6	440	8.9	337.2	2,795.8	50.0
2022/9 E	7,364	5.2	731	8.6	716	9.0	481	9.3	368.5	3,111.3	56.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

### アップデート・レポート

2/18

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

◆ 茨城県を中心に不動産の流通業と管理業を展開する

香陵住販(以下、同社)は、不動産の売買(自社企画投資用不動産の販売等)、仲介、建設請負、家賃保証等を行う「不動産流通業」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、太陽光発電等を行う「不動産管理事業」を展開している。

同社は、茨城県 15 店舗(水戸市 7 店、つくば市 3 店、ひたちなか市 2 店、日立市 2 店、東海村 1 店)、東京都 1 店舗(台東区上野の東京支社)の合計 16 店舗(単体ベース)の営業拠点を有している。

同社は 19 年 3 月に、不動産の売買、管理、賃貸、仲介を事業領域とする KASUMIC(茨城県つくば市)を子会社化した(19/2 期売上高 666 百万円、営業利益 19 百万円、純資産 150 百万円、総資産 880 百万円)。茨城県内で同社の未進出エリアであった土浦と、出店強化地域としているつくばに拠点を持っていたことが買収の決め手となった。KASUMIC の 4 店舗(つくば市 1 店、土浦市 1 店、牛久市 1 店、千葉県柏市 1 店)が加わり、19/9 期末の店舗数は 20 店舗となった。

19/9 期のセグメント別売上高構成比(外部顧客ベース)は、不動産流通事業 67.0%、不動産管理事業 33.0%であるが、営業利益の構成比(全社費用等のコスト配賦前)では、不動産流通事業 43.3%、不動産管理事業 56.7%と、人件費等のコスト負担が軽い不動産管理事業が不動産流通事業を上回っている(図表 1)。

【図表 1】セグメント別業績の推移

(単位: 百万円)

	セグメント	16/9期		17/9期		18/9期		19/9期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		4,304	100.0%	4,952	100.0%	5,328	100.0%	6,248	100.0%	17.3%
	不動産流通	2,601	60.4%	3,156	63.7%	3,518	66.0%	4,189	67.0%	19.1%
	不動産管理	1,703	39.6%	1,795	36.3%	1,809	34.0%	2,059	33.0%	13.8%
営業利益(セグメント利益)		431	100.0%	445	100.0%	540	100.0%	577	100.0%	7.0%
営業利益率		10.0%	—	9.0%	—	10.1%	—	9.3%	—	—
	不動産流通	317	43.9%	444	50.3%	400	41.2%	483	43.3%	20.9%
		12.2%	—	14.1%	—	11.4%	—	11.5%	—	—
	不動産管理	406	56.1%	439	49.7%	570	58.8%	634	56.7%	11.3%
		23.8%	—	24.5%	—	31.5%	—	30.8%	—	—
	調整額	-291	—	-437	—	-430	—	-540	—	—

(注) セグメントの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、「調整額」は、「全社費用」と「未実現利益の調整額」の合計

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 不動産流通事業の柱は仲介事業収益と不動産売上高

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、連結子会社であるジャストサービスが実施する賃貸不動産の賃借人に対する家賃保証の保証料等）に大別されている。同社とKASUMICは、家賃保証を除く、全ての業務を行っている。仲介事業は、賃貸不動産の仲介業務と売買不動産の仲介業務の両方を手掛けている。

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、主として中古戸建住宅、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、主に年数棟の賃貸不動産（マンション、アパート、戸建等）を自社で企画し、用地取得後、外部のゼネコンにて建設、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、個人投資家や不動産ファンド等に 1 棟販売している。同社では、現在、自社企画投資用不動産シリーズを「レーガバーネ」ブランドで販売している。

土地の取得から竣工までの期間は、鉄筋コンクリート造（以下、RC）マンションが約 1 年半、アパートや戸建が約 6 カ月である。

茨城県水戸市での自社企画投資用不動産の例としては、RC10 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）、RC12 階建マンション（居住用 60 戸、18 年 10 月完成）が挙げられる。

#### ◆ 不動産管理事業は管理、賃貸、太陽光発電で構成される

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、アパート等居住用物件と、オフィスビルや店舗等の事業用物件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。その他、管理物件の保守メンテナンスや修繕工事の売上高等が計上されている。同社とKASUMIC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（店舗、オフィス、

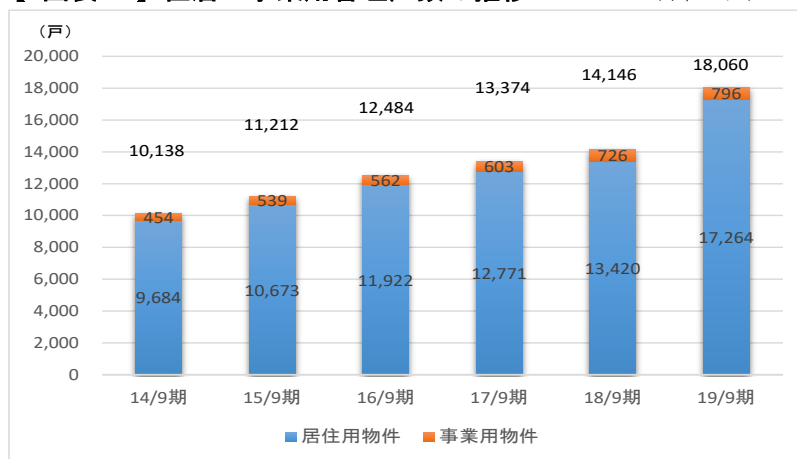
住宅) の賃貸料や、同社がオーナーから借り上げた物件をサブリースし、入居者から受領する賃貸料、同社グループが所有する不動産または借り上げた不動産にて運営するコインパーキングやコインランドリーの事業収益によって構成される。コインパーキングの例としては、茨城県水戸市の ONE'S PARK 城南第4 駐車場が、コインランドリーの例としては、茨城県水戸市の KORYO ランドリー (17年 11月オープン) が挙げられる。

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。19/9 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、借地の銚田市大蔵では発電量 152kW の小規模発電所を運営している。

◆ 管理戸数は每期着実に増加している

不動産管理事業の KPI としては管理戸数が開示されている。自社企画投資用不動産の販売による管理契約の獲得にとどまらず、他社が販売した不動産を対象とした管理契約の獲得にも注力してきたことや、19/9 期に買収した K A S U M I C の管理物件 (約 3,000 戸) が加わったことから、連結ベースの管理戸数は、14/9 期末の 10,138 戸から 19/9 期末には 18,060 戸に増加した (図表 2)。

【 図表 2 】 住居・事業用管理戸数の推移 (単位: 戸)



(注) 数値は、各決算期末、連結ベース  
(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19/9 期末の管理戸数の地域別内訳は、水戸 9,979 戸、県南 3,876 戸、ひたちなか 2,243 戸、東海・日立 1,290 戸、東京 672 戸である。K A S U M I C が加わったため、つくば、土浦等の県南の戸数が、前期末比 3,124 戸増と大きく増加している。

◆ 不動産売上高がサービス別売上高で最大となっている

同社は、多様なサービスを提供しているが、サービス別売上高では不動産売上高が最大となっている。19/9 期の売上高構成比では、不動産売上高 45.3%、仲介 15.2%、不動産流通その他 6.5% (以上、不動産流通事業)、賃貸 14.9%、管理 14.1%、太陽光発電 3.9% (以上、不動産管理事業) となっている (図表 3)。

【 図表 3 】 サービス別売上高構成比の推移 (単位: %)

セグメント	サービス	18/9期	19/9期
不動産流通	不動産売上高	43.3	45.3
	仲介	16.9	15.2
	その他	5.7	6.5
	小計	66.0	67.0
不動産管理	賃貸	15.4	14.9
	管理	13.8	14.1
	太陽光発電	4.5	3.9
	その他	0.3	0.0
	小計	34.0	33.0

(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 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。

◆ 物件のライフサイクルに応じて多様な収益機会を長期的に享受

同社が展開する投資用不動産に係るサービスを時系列に並べると、以下の通りである。

- 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 (毎月の管理料収入や 2 年毎の更新料収入を契約終了時まで計上)

- 4) 賃借人の退去時に必要に応じて、原状回復工事（平均約 3 年毎）やリフォーム工事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）
- 5) 竣工後 25 年程度を目安に外壁塗装等のリノベーション工事をオーナーに提供する（建設工事売上高等に計上）

このように、同社は物件のライフサイクルに応じて様々な収益機会を長期的に享受している（同社ではロングライフと呼んでいる）。

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おり、短期的な観点だけでなく、長期的な観点からも注視する必要がある。よって、同社については、投資用不動産の販売もストック型収益の一部として位置付ける見方も採れるだろう。

#### ◆ 多様な不動産活用メニューをワンストップサービスとして提供

同社は、不動産活用を検討するオーナーに対し、多様な商品メニューの中から、地域特性や対象不動産の状況に合わせて企画、提案できる点に強みを持っている。具体的なメニューとしては、賃貸住宅（マンション、アパート、戸建）、コインパーキング、月極駐車場、コインランドリー、トランクルーム等が挙げられる。こうした提案能力によって、同社は多様な属性の顧客を開拓すると共に、リピート注文の獲得にも成功しており、不動産管理事業の着実な成長に繋がっている。

#### ◆ 営業コストが軽いと見られる不動産管理事業の利益率が高い

19/9 期において、同社の売上原価は 3,446 百万円、原価率は 55.2%である。セグメント別では、不動産流通事業が 2,422 百万円（原価率 57.8%、売上総利益率 42.2%）、不動産管理事業が 1,023 百万円（同 49.7%、50.3%）であった。

同社の不動産流通事業の売上総利益率が、マンション販売会社に比べて高いのは、売上総利益段階では、不動産の仕入れ原価や建築費が売上原価に計上される不動産売上高よりも、売上原価がほとんど発生しない仲介手数料の比率が大きいためと推測される。一方、不動産管理事業については、外注費（管理事業の保守メンテナンスや修繕工事）、減価償却費及び固定資産税（賃貸事業及び太陽光発電事業）、賃借料（賃貸事業のサブリース）等が売上原価に計上されているため、売上総利益率の段階では、不動産流通事業との格差は比較的小さい。

一方、営業スタッフの人件費等が中心となっている販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、不動産管理事業に比べて、不動産流通事業の負担が大幅に重くなっているようである。結果、販管費率

での差が主因となって、営業利益率(売上高は外部顧客ベース)では、不動産流通事業が 11.5%、不動産管理事業が 30.8%と、大きな格差がついている。

◆ 賃貸不動産の含み益は約 5 億円

同社の賃貸不動産(住宅、オフィスビル等)の貸借対照表計上額は、19/9 期末で 2,165 百万円であるが、その期末時価(不動産鑑定額)は 2,672 百万円に達しており、含み益(税引前)は 507 百万円と試算される。19/9 期の当該賃貸等不動産の賃貸利益は 221 百万円と開示されている。

> 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"> <li>茨城県に本社を置く不動産会社の中で、賃貸仲介件数や管理戸数でトップクラスに位置していること</li> <li>管理事業や賃貸事業、太陽光発電事業等のストック型事業の収益比率が高いこと</li> <li>茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引件数を誇っていること</li> <li>管理物件の契約締結から解体に至るまで長期に亘り、ライフサイクルに応じた様々な収益機会を有していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>複数の選択肢はあるものの、自社企画投資用不動産において、RCマンションに対する依存度が高いこと</li> <li>大手不動産会社に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>拠点網拡大等による管理戸数及び関連収益の拡大</li> <li>茨城県の投資用不動産市場におけるシェアの拡大</li> <li>コインパーキング事業の拡大や、建設工事事業の強化による収益源の多様化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理物件の賃料の下落や、空室率の上昇による管理事業の収益の悪化や不動産売上高の落ち込み</li> <li>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り、同社と投資家の資金調達に影響が及ぶこと</li> <li>茨城県近辺で巨大地震等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</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は地域密着経営の継続にある

同社の知的資本を構成する項目の多くは、茨城県において地域密着経営を続けていることに関係している(図表 5)。

同社は創業以来、水戸市を中心とした茨城県内に確固たる顧客基盤を築くことに注力してきた。不動産を単に買い手に販売したり、不動産売買を仲介したりするだけでは顧客との継続的な関係を維持することは難しいため、同社は、設立してすぐに、長期で取引関係が継続する賃貸不動産の管理業務に着目した。

賃貸不動産の管理業務は、取引 1 回当たりの売上高が少額であるため、



不動産業の中では地味なビジネスである。しかしながら、管理業務を受託すると、契約の終了まで毎月安定した収益が見込めるだけではなく、オーナーに対して、入居者との賃貸借契約の仲介、入居者が退去した際の原状回復工事等、物件のライフサイクルに応じた様々なサービスを提供しやすくなるほか、新たな投資用不動産の販売にも繋がる可能性もある。

【 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	・茨城県を中心に1棟売り自社企画投資用不動産を長年供給している	・自社企画投資用不動産累積供給棟数 (建築中含む)	43棟 (19年7月時点)	45棟 (19年11月時点)
		・中古物件を含めた不動産の年間販売件数は近年100件前後で推移している	・不動産販売件数	95件	約110件
		・他社販売物件の獲得も加わり、管理戸数は毎年着実に増加している	・管理戸数	14,146戸	18,060戸
	ブランド	・茨城県の不動産投資家には香陵住販の社名は知られているものの、「レーガバネ」ブランドの展開開始や上場から日が浅く、自社企画投資用不動産のブランド名や会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・自社企画投資用不動産の販売開始からの経過年数	31年 (19年7月時点)	31.5年 (20年1月時点)
			・「レーガバネ」ブランド開始からの経過年数	2年 (19年7月時点)	2.5年 (20年1月時点)
			・上場からの経過年数	1年 (19年7月時点)	1.5年 (20年1月時点)
事業パートナー	・管理物件のメンテナンスや原状回復工事において、多数の協力会社を抱えている ・業者に対する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	・ジャストサービスの外注先協力会社数	約140社	約140社	
組織資本	プロセス	・マンション以外にも、アパート、戸建住宅、コインランドリー等、地域特性や対象不動産の状況に合わせて、オーナーにとって最適な活用方法をワンストップで提案			
		・管理物件において、月額管理手数料を受領するだけでなく、入居者の退去に伴って平均約3年毎に実施される原状回復工事や、新築後約25年を目安として実施されるリノベーション工事を受注することで、オーナーと長期的な取引関係を構築している			
		・自社企画投資用不動産においては、オーナーへの賃貸管理、各種工事サービスの提供に加え、物件販売や、オーナーと入居者の賃貸借契約の仲介でも収益機会を有している			
	知的財産 ノウハウ	・茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引実績を誇っている ・オーナーが管理物件を売却した際、新オーナーの多くは同社と管理契約を締結			
人的資本	経営陣	・代表取締役は不動産業界で長年の経験があり、創業以来、同社を経営している	・代表取締役の在任年数	38年 (19年7月時点)	38.5年 (20年1月時点)
		・代表取締役を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・代表取締役及びその他の社内取締役の保有株数	671,000株(51.5%)	494,000株(37.8%)
	従業員	・インセンティブ制度	・従業員持株会	17,800株 (1.4%)	17,300株 (1.3%)
			・ストックオプション	101,000株 (7.7%)	96,500株 (7.4%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は18/9期または18/9期末、今回は19/9期または19/9期末のもの。カッコ内の発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役、執行役員、監査役、子会社の取締役及び従業員の保有分を含む。

(出所) 香陵住販有価証券報告書、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

地域密着を志向し、長年の努力によって管理戸数を積み上げたことが、多岐にわたるソリューション・メニューの提供(ワンストップサービス)、定期収入による安定したキャッシュ・フローの創出(ストックビジネス)、物件のライフサイクルに応じ様々な収益機会の確保(ロングライフ)という同社のユニークな事業モデルの構築に繋がった。

従って、地域密着経営の継続こそが同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

> 決算概要

◆ 19年9月期は17%増収、7%営業増益

19/9期決算は、売上高6,248百万円（前期比17.3%増）、営業利益577百万円（同7.0%増）、経常利益562百万円（同11.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益371百万円（同13.4%増）であった（図表6）。

【図表6】19年9月期の業績

（単位：百万円）

	18/9期			19/9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	2,807	2,520	5,328	1,954	1,419	3,374	20.2%	1,340	1,532	2,873	14.0%	6,248	17.3%
売上総利益	1,325	1,161	2,486	729	674	1,404	6.0%	678	718	1,397	20.4%	2,801	12.7%
売上総利益率	47.2%	46.1%	46.7%	37.3%	47.5%	41.6%	-	50.6%	46.9%	48.6%	-	44.8%	-
販売費及び一般管理費	908	1,037	1,945	532	513	1,046	15.2%	593	583	1,177	13.5%	2,223	14.3%
販管費率	32.4%	41.1%	36.5%	27.3%	36.2%	31.0%	-	44.3%	38.1%	41.0%	-	35.6%	-
営業利益	416	123	540	196	160	357	-14.2%	85	135	220	78.0%	577	7.0%
営業利益率	14.8%	4.9%	10.1%	10.1%	11.3%	10.6%	-	6.4%	8.8%	7.7%	-	9.3%	-
経常利益	408	96	504	196	152	348	-14.7%	84	129	214	123.2%	562	11.5%
経常利益率	14.5%	3.8%	9.5%	10.0%	10.7%	10.3%	-	6.3%	8.5%	7.5%	-	9.0%	-
当期（四半期）純利益	258	68	327	129	101	231	-10.5%	53	86	139	102.9%	371	13.4%

（注）18/9期上期の数値は監査法人のレビューを受けていないため、19/9期上期及び下期の増減率は参考数値

（出所）香陵住販決算短信、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の46.7%から44.8%に低下した。同社の事業の中で売上総利益率が相対的に低い不動産売上高の売上高構成比が上昇したこと等がマイナスに働いた。

販管費は、買収したKASUMICの計上分が下期から加わったことや、控除対象外消費税が増加したことから、前期比278百万円増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の36.5%から35.6%に改善したものの、売上総利益率の悪化を吸収しきれず、営業利益率は前期の10.1%から9.3%に低下した。

営業外収支では、受取保険金が18/9期の1百万円から8百万円に増加したため、営業外収益は前期の10百万円から20百万円に拡大した。一方、前期に15百万円計上した上場関連費用が剥落したため、営業外費用は前期の46百万円から35百万円に減少した。

◆ 不動産流通事業と不動産管理事業が共に拡大した

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高(外部顧客ベース)4,189百万円(前期比19.1%増)、セグメント利益483百万円(同20.9%増)であった(図表7)。

【図表7】19年9月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	18/9期	19/9期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		5,328	1,954	1,419	3,374	1,340	1,532	2,873	6,248	17.3%
	不動産流通	3,518	1,515	936	2,452	775	961	1,736	4,189	19.1%
	不動産管理	1,809	439	482	922	565	571	1,136	2,059	13.8%
営業利益(セグメント利益)		540	196	160	357	85	135	220	577	7.0%
営業利益率		10.1%	10.1%	11.3%	10.6%	6.4%	8.8%	7.7%	9.3%	-
	不動産流通	400	241	136	378	35	69	105	483	20.9%
		11.4%	16.0%	14.6%	15.4%	4.6%	7.3%	6.1%	11.5%	-
	不動産管理	570	101	149	250	186	198	384	634	11.3%
		31.5%	23.0%	30.9%	27.1%	32.9%	34.7%	33.8%	30.8%	-
	調整額	-430	-146	-124	-270	-136	-132	-269	-540	-

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は、全社費用と未実現損益の調整額の合計額

(出所) 香陵住販決算短信、四半期報告書を基に証券リサーチセンター作成

不動産流通事業の売上高の内訳としては、不動産売上高が2,833百万円(前期比23%増)、仲介が950百万円(同5%増)、その他が405百万円(同34%増)であった(その他の売上高と各サービスの前期比の数値は当センターの推測)。

不動産売上高については、自社企画投資用不動産の売却が好調であった。具体例としては、レーガバーネ南町(第1四半期、水戸市、RC12階建、60戸)、レーガバーネみどりの南W(第3四半期、つくば市、木造2階建長屋住宅、3棟)、レーガバーネ勝田中央(第4四半期、ひたちなか市、RC5階建、16戸+店舗2戸)が挙げられる。

仲介については、19/9期は自社企画投資用不動産の販売に注力したため、販売向けが伸び悩んだ一方、賃貸向けは、単体での増加にK A S U M I Cの子会社化による貢献も加わり、順調に増加した。

その他については、宅地造成案件があった建設売上高や、管理物件の拡大による保険代理店手数料等の増加が貢献した模様である。

不動産管理事業は、売上高2,059百万円(前期比13.8%増)、セグメント利益634百万円(同11.3%増)であった。売上高の内訳としては、管理が883百万円(同20%増)、賃貸が933百万円(同14%増)、太陽光発電が約2.4億円(同1%増)であった。

管理については、19/9 期末の単体管理戸数が前期末比約 900 戸増加したことや、下期においては、KASUMIC の管理戸数(約 3,000 戸)が貢献したことから、管理料収入が大幅に伸びたほか、管理物件の新規契約に伴う手数料や、更新手数料等も好調であった。

賃貸については、19 年 3 月に竣工したレーガバーネ泉町(水戸市、RC12 階建、47 戸)の賃貸開始や、コインパーキング運営収入の増加、KASUMIC の貢献等により好調な伸びとなった。

19/9 期のコインパーキングの開設は、10 カ所、232 台に達し、19/9 期末のコインパーキングの運営は、34 カ所、834 台となった。コインランドリーについては、期中開設は 1 カ所、19/9 期末の運営は 4 カ所となった。

全社費用(セグメントに帰属しない本社管理部門の一般管理費)を中心に構成されている調整額については、KASUMIC の本社管理部門の費用とのれん償却額(半期分 10 百万円)が下期から計上されたほか、控除対象外消費税が増加したため、前期の 430 百万円から 540 百万円に拡大した。

#### ◆ 営業減益だった上期に対し、下期の利益は急回復した

19/9 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、18/9 期上期の数値は監査法人のレビューを受けていないため、前年同期比増減率は参考数値となるが、好採算の中古物件の不動産売上高があった 18/9 期上期との比較で売上総利益率が大幅に低下した上期は、前年同期比 20.2%増収、14.2%営業減益と、二桁減益であった。

一方、好採算物件の不動産売上高があったことや、相対的に利益率が高い管理事業や賃貸事業の売上高比率が高まったこと等から売上総利益率が 18/9 期下期に比べ上昇した下期は、前年同期比 14.0%増収、78.0%営業増益と急回復した。

#### ◆ 売上高及び利益は計画をやや上回った

期初計画に対しては、売上高 106.2%、営業利益 103.2%、経常利益 104.1%、親会社株主に帰属する当期純利益 103.3%の達成率となった。

売上高の計画超過額 3.7 億円のうち、下期から子会社化した KASUMIC の影響額が 1.9 億円を占めたが、単体の不動産流通事業と不動産管理事業も共に計画を上回った。

売上総利益は計画を 1.9 億円上回ったが、販管費も計画を 1.7 億円(う

ち、KASUMICが1.4億円)上回ったため、営業利益の計画超過額は0.2億円にとどまった。なお、KASUMICについては、不動産評価損の計上等により、営業損失となった模様であり、営業利益の計画達成率が売上高に比べて低くなったことに繋がった。

セグメント別では、不動産売上高や仲介が計画を上回った不動産流通事業については、売上高で241百万円、セグメント利益で50百万円、計画を超過した。

一方、賃貸や管理が計画を上回った不動産管理事業については、売上高で126百万円、セグメント利益で47百万円計画を超過した。調整額については、KASUMICの本社管理部門の費用及びのれん償却額等の影響や、控除対象外消費税の増加等により、計画の461百万円に対して540百万円に膨らんだ。

#### ◆ KASUMICの買収によって自己資本比率はやや低下した

19/9 期末の総資産は、KASUMICの買収による増加(流動資産431百万円増、固定資産444百万円増)を主因として、18/9 期末の8,069百万円から9,209百万円へと増加した。KASUMICの買収に伴って計上したのれんは146百万円(7年償却)である。

調達サイドでは、KASUMICの買収に係る有利子負債の増加(前期末比544百万円増)や、預り金の増加(同194百万円増)を主因として、負債合計は同863百万円増加した。一方、自己資本は同276百万円の増加にとどまったことから、自己資本比率は18/9 期末の32.8%から31.8%にやや低下した。

## > 業績見通し

#### ◆ 香陵住販の20年9月期予想

20/9 期の会社計画は、売上高6,842百万円(前期比9.5%増)、営業利益599百万円(同3.8%増)、経常利益590百万円(同4.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益414百万円(同11.7%増)である(図表8)。KASUMICの通期寄与や、自社企画投資用不動産での大型物件の販売、管理戸数の着実な増加等を計画の前提としている。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高4,607百万円(前期比10.0%増)、セグメント利益546百万円(同13.0%増)、不動産管理事業は、売上高2,234百万円(同8.5%増)、セグメント利益678百万円(同6.9%増)である。

不動産流通事業については、不動産売上高が3,209百万円(前期比13%増)、仲介事業収益が1,076百万円(同13%増)と見込んでいる。19/9

期末時点で明らかになっている自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況は図表9の通りである。このうち、同社の自社企画案件で史上最大規模となるレーガバーネ八丁堀については、20年6月末の引渡しが予定されている。

【 図表 8 】 香陵住販の過去の業績と 20 年 9 月期の計画

(単位: 百万円)

	セグメント別	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	6,842	9.5%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	4,607	10.0%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,234	8.5%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,066	9.5%
	売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	44.8%	—
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,467	10.9%
	販管費率	37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	36.1%	—
営業利益		431	445	540	577	599	3.8%
	営業利益率	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	8.8%	—
	不動産流通	317	444	400	483	546	13.0%
		12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	11.9%	—
	不動産管理	406	439	570	634	678	6.9%
		23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	30.4%	—
	調整額	-291	-437	-430	-540	-625	—
経常利益		405	438	504	562	590	4.8%
	経常利益率	9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	8.6%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	371	414	11.7%

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は、全社費用と未実現損益の調整額の合計額  
(出所) 香陵住販有価証券届出書、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

【 図表 9 】 自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況

	物件名	竣工(予定)時期	戸数	現況または予定	物件概要
完成	レーガバーネ大沼町W	19年12月	4戸	同社が賃貸中	木造2階建アパート
建設中	レーガバーネ八丁堀	20年5月	36戸+店舗1戸	20年6月末引渡し	RC14階建マンション
計画	レーガバーネ川口	未定(21/9期以降)	25戸(未定)	未定	RC5階建マンション

(注) 20年1月時点  
(出所) 香陵住販決算説明会資料、ニュースリリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

仲介事業収益については、同社の営業ノウハウを取り入れることで、K A S U M I C の地盤である茨城県南エリアでの仲介件数の増加を図り、二桁増収を見込んでいる。

不動産管理事業については、賃貸事業収益が1,038百万円(前期比11%

増)、管理事業収益が 958 百万円 (同 9%増) と見込んでいる。賃貸事業収益については、19 年 4 月から賃貸を開始したレーガバーネ泉町の通期寄与や、20 年 1 月から賃貸を開始したレーガバーネ大沼町 W の貢献、KASUMIC の通期寄与等を前提としている。

管理事業収益については、KASUMIC の管理物件による収益の通期寄与に加え、20/9 期末時点での管理戸数を 19,000 戸 (前期末比 940 戸増) に引き上げることを前提としている。

調整額については、KASUMIC の本社管理部門の費用とのれん償却額が通期で計上されるほか、システム関連費用の増加を想定し、前期の 540 百万円から 625 百万円への増加を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 20 年 9 月期予想

当センターは、19/9 期実績や同社の施策を踏まえて 20/9 期予想を見直した結果、売上高を 6,379 万円→6,878 百万円、営業利益を 634 百万円→625 百万円、経常利益を 605 百万円→605 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 400 百万円→404 百万円に修正した(図表 10)。

【 図表 10 】中期業績予想

(単位:百万円)

	19/9期	20/9期CE	旧20/9期E	20/9期E	旧21/9期E	21/9期E	22/9期E
売上高	6,248	6,842	6,379	6,878	6,858	6,999	7,364
前期比	17.3%	9.5%	7.5%	10.1%	7.5%	1.8%	5.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	4,189	4,607	4,166	4,628	4,550	4,655	4,925
不動産管理事業	2,059	2,234	2,213	2,250	2,308	2,344	2,439
営業利益	577	599	634	625	696	673	731
前期比	7.0%	3.8%	11.4%	8.1%	9.8%	7.7%	8.6%
営業利益率	9.3%	8.8%	9.9%	9.1%	10.2%	9.6%	9.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	483	546	557	551	579	572	606
不動産管理事業	634	678	667	684	717	721	755
調整額	-540	-625	-590	-610	-600	-620	-630
経常利益	562	590	605	605	670	657	716
前期比	11.5%	4.8%	11.2%	7.5%	10.8%	8.6%	9.0%
経常利益率	9.0%	8.6%	9.5%	8.8%	9.8%	9.4%	9.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	371	414	400	404	444	440	481
前期比	13.4%	11.7%	11.2%	8.9%	11.0%	8.9%	9.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、セグメントの売上高は外部顧客ベース、調整額は全社費用と未実現損益の調整額の合計

(出所) 香陵住販決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

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、不動産流通事業については、同社の不動産売上高の計画を踏まえ、レーガペーネ八丁堀の売上高が当センターの前回想定を大幅に上回ると考えたため、売上高を 462 百万円増額した。一方、収益性が高い仲介事業収益について、19/9 期実績が当センターの予想を下回っていたことから、20/9 期予想を引き下げたため、セグメント利益を 6 百万円減額した。前期比では、不動産売上高、仲介事業収益共に増収を予想した。

不動産管理事業については、19/9 期実績が当センターの想定を上回っていた賃貸事業収益の予想を引き上げたことから、売上高を 37 百万円、セグメント利益を 17 百万円増額した。前期比では、管理事業収益、賃貸事業収益共に増収を予想した。太陽光発電は前期並みと見込んだ。

調整額については、KASUMIC 統合による経費や、システム関連費用が前回想定よりも増加する見通しとなったため、20 百万円増額した。

KASUMIC については、前回予想から業績数値を大幅に引き下げたものの、同社の営業ノウハウが徐々に浸透し、19/9 期よりも業績がやや改善すると考えた。

営業外収支の赤字幅については、前回予想の 29 百万円から 20 百万円に引き下げた。19/9 期末の有利子負債が前回想定を下回っていたことを踏まえ、支払利息を前回予想の 31 百万円から 25 百万円に減額したことが主因である。

## > 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 19/9 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 21/9 期予想を見直すと共に、22/9 期予想を新たに策定した。

21/9 期予想においては、売上高を 141 百万円増額した一方、営業利益を 23 百万円減額した。

セグメント別では、不動産流通事業については、売上高を 105 百万円増額した一方、セグメント利益を 7 百万円減額した。サービス別では、不動産売上高を増額した一方、仲介事業収益を減額したため、利益率の低下を予想した。なお、不動産流通事業の売上高が前期比 0.6%増



と伸び悩むと予想しているのは、仲介事業収益は増収を予想した一方、20/9 期に計上するレーガバーネ八丁堀の売上高が剥落し、不動産売上高が一時的に減少すると見込んだためである。

不動産管理事業については、賃貸事業収益の予想を引き上げたため、売上高を 36 百万円、営業利益を 4 百万円増額した。前期比では、管理事業収益、賃貸事業収益を増収と見込んだ一方、太陽光発電は横ばいと予想した。

調整額については、K A S U M I C 統合による経費や、システム関連費用が前回想定よりも増加する見通しとなったため、20 百万円増額した。

K A S U M I C については、前回予想から業績数値を大幅に引き下げたものの、経営改善効果によって前期比増収増益を予想した。

22/9 期は、売上高 7,364 百万円(前期比 5.2%増)、営業利益 731 百万円(同 8.6%増)と見込んだ。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 4,925 百万円(前期比 5.8%増)、セグメント利益 606 百万円(同 5.9%増)と予想した。不動産売上高と仲介事業収益は、単体での増加を見込むと共に、K A S U M I C での営業強化の成果が出てくると想定し、増収と予想した。

不動産管理事業は、売上高 2,439 百万円(前期比 4.1%増)、セグメント利益 755 百万円(同 4.7%増)と予想した。管理事業収益は、単体での管理戸数の増加を見込むと共に、K A S U M I C での営業強化の成果が出てくると想定し、前期比 4.8%増収と予想した。賃貸事業収益は、コインパーキングの稼働台数の増加等により、同 4.2%増収と見込んだ。太陽光発電収益は前期並みと想定した。

調整額については、管理体制の強化を想定し、630 百万円と予想した。

同社は、20/9 期までを成長期として捉え、内部留保資金を自社企画投資用不動産における仕入資金等に充当し、企業価値の向上を図ると共に、継続的かつ安定的な配当を実施するという配当の基本方針を掲げており、20/9 期の一株当たり年間配当金については 46 円(うち、中間配当 23 円)を計画している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、20/9 期は前回予想の 44 円から会社計画と同額の 46 円に引き上げる一方、21/9 期は 50 円の予想を据え置いた。22/9 期は 56 円と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ KASUMI Cの経営改善リスクを追加する

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 市場環境の変化がフロー収益に影響を与える可能性、2) 第2四半期に収益が偏重する季節性、3) 人口移動や自然災害等、地域密着経営に伴うリスクを投資に際しての留意点として指摘した。

当センターでは、19年3月に子会社化されたKASUMI Cについて、過去の業績を参考に、一定の貢献があるものとして前回レポートの業績予想に織り込んでいたが、19/9期決算におけるKASUMI Cの業績(半期分)は当センターの予想を大幅に下回っていた。

KASUMI Cの業績は、18/2期が売上高647百万円、営業利益35百万円、19/2期が666百万円、営業利益19百万円と開示されていた。季節性で売上高が膨らむ傾向がある3月から8月のKASUMI Cの業績が、同社の19/9期決算に反映されることから、半期分ののれん償却額10百万円を含めても、当センターは、同社の営業利益の上乗せ要因になると考えていたが、結果は逆だった。不動産売上高において好採算物件の売上計上があり、18/2期と19/2期の業績に大きな貢献があった模様である。

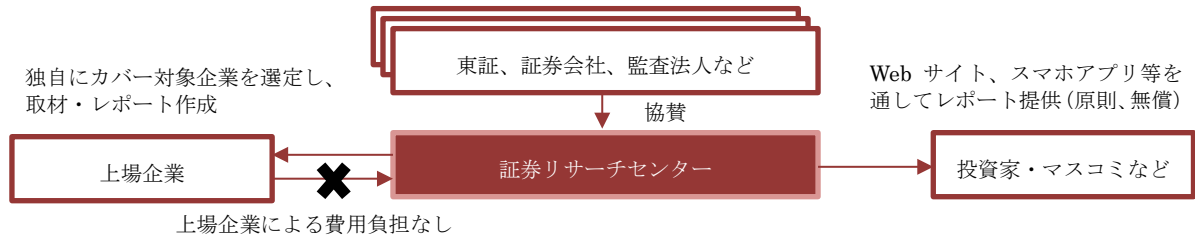
当センターでは、今回、20/9期以降のKASUMI Cの業績予想を大幅に引き下げたものの、同社の営業ノウハウがKASUMI Cの社内に徐々に浸透し、売上高の拡大や利益率の改善が緩やかに進むと予想している。

他方、KASUMI Cの経営改善が急速に進み、当センターの想定以上に業績が回復する可能性や、経営改善が期待ほど進まず、緩やかな回復を見込む当センターの想定を下回る可能性も存在する。よって、今回、KASUMI Cの経営改善リスクを新たに留意点に追加し、注意深く見守ることにした。

## 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。