

東京23区と横浜に投資用・住居用マンション

投資判断 (8/30)

プロパティエージェンツ (3464・JASDAQ)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,534円 (8/30)	100株	51.2億円 (8/30)	1,550円 (17/8/28)	1,069円 (17/4/13)	8.7倍 (8/30)

外部環境良好、物件仕入進み来期以降も順調

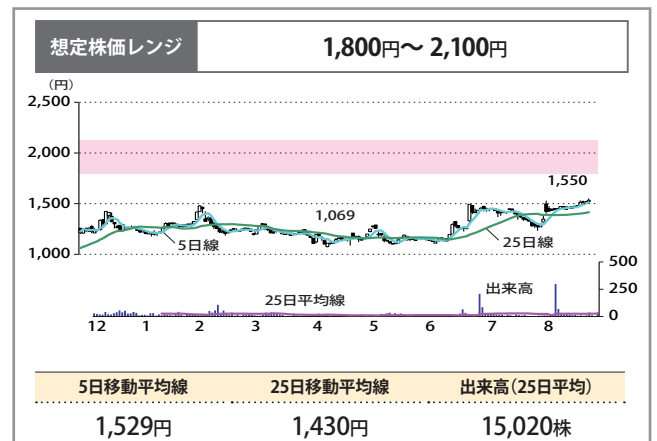
■棚卸資産積み増しで来期以降の仕込み物件増加

18年3月期第1四半期(17年4~6月)の非連結業績は、売上高3,168百万円(前年同期比14.0%減)、営業利益192百万円(同62.2%減)だった。同社は物件の販売ベースではなく、引き渡し時点で収益として計上しているため、物件の竣工や引き渡しの時期により業績が偏る。大幅な減収減益は先行投資の他、前期業績が第1四半期(16年4~6月)に偏重したところも大きい。今期は下期に向けて物件の引き渡しが増えると見ており会社計画通り。18年3月期の非連結業績予想も売上高16,650百万円(前期比36.8%増)、営業利益1,190百万円(同6.6%増)を据え置いている。バランスシートは総資産、負債ともに増加しているが、来期以降の仕込み物件が増加したことにより棚卸資産が17年3月期第4四半期末の11,780百万円から15,255百万円に積み増されたためだ。低金利で不動産需要は高まっているが、優良なエリアでの供給は減っている。こうした中でも都心という優良な立地での仕込み物件の増加は、来期以降の業績に大きく貢献しそうだ。

■外部環境は良好、順調な販売件数の増加を予想

18年3月期の非連結業績は第4四半期に竣工を予定している物件が多く、下期偏重となる見通し。ただ、すでに今期の販売計画分のうち、業者卸販売で80%、自社販売分で60%の契約が済んでおり、これらは引き渡しを待つばかり。業績計画に大きなブレはなさそうだ。好環境を背景にむしろ販売価格は上げ余地が大きいといい、前期のように価格が想定を上回るようなら計画上ブレの可能性が高まる。

また、新たな取り組みとして始めた都市型S-typeレジデンシャルにも注目しておきたい。同社が主力とする都心部は入り組んだ土地が多い。これまで同社はマンション開発が中心で、例えば上から見ると旗の形状をした「旗竿地」のような土地で隣地との調整が難しい場合は開発を諦めていたが、新たな手段で物件として収益化が可能になるだけ



でなく、マンションよりも販売価格を抑えられることから、新しい層の顧客開拓にもつながる。

東京一極集中の流れが続く限り、都内のマンション需要は高水準で推移する見通し。足元では在庫不足で物件を仕入れられない業者が多いが、同社は現状を見据えてこれまで戦略的に物件を仕入れてきたため、今後も業者卸販売を含めて増加が期待できる。良好な外部環境を背景に人員増や顧客層の拡大などで今後も販売件数は順調に伸びると予想する。

モーニングスターでは、過去の実績などを踏まえて1戸当たりの販売単価を26百万円程度と試算し、販売計画と掛け合わせた売上高を基に同社の5年業績予想を算出した。短期的に販売戸数は順調に推移すると見るが、20年の東京オリンピック後に不透明感が漂うため、20年3月期以降は保守的に見積もっている。DCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法を用いて算出した想定株価レンジは1,800~2,100円。30日終値から上値余地が大きいことから、投資判断は「Overweight」とする。利益率は業者向け卸販売の増加などを踏まえて控えめに見ているが、自社物件が大きく伸びて利益率が改善に向かえば業績の上ブレ余地は広がるだろう。(宮川 子平)

業績動向 (8/30時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
16年3月期	実績	9,446	9.0	886	0.2	715	1.0	430	▲1.9	324.1
17年3月期	実績	12,166	28.8	1,115	25.8	933	30.5	583	35.6	351.1
18年3月期	会社予想	16,650	36.9	1,190	6.7	950	1.8	590	1.2	353.9
	MS予想	16,650	36.9	1,190	6.7	950	1.8	590	1.2	353.9
19年3月期	MS予想	21,710	30.4	1,410	18.5	1,128	18.7	688	16.6	412.7

■ 会社概要

「クレイシア」シリーズのブランドで不動産の開発・販売を手掛ける。物件は東京23区および神奈川県横浜地区が中心。オウンドメディアを運営していることも特徴で、不動産投資の意義やメリット、適切な相場情報を提供。ITというインターフェイスを利用して顧客の意識改革や動機付けをして不動産の本質的価値提供を用意するビジネススタイル。資産運用タイプのマンションが中心だったが、17年3月期より住居用コンパクトタイプのマンションの開発・直接販売も進めるようになった。独自の土地仲介事業者の情報ネットワークや物件開発にかかる専門的知識、独自の50項目以上にも及ぶ評点を行う「スコアリング」に基づいた定量的データなどをもとに用地の仕入を行い、商品企画と設計および施工の管理までを一括で提供する。主に用地仕入から物件開発をワンストップで手掛けるが、資産性が高いと判断した場合は一棟マンションの中古物件を仕入れることもある。

■ 事業環境と展望

16年に日銀が導入したマイナス金利政策で住宅ローン金利が低下し、外国人投資家の資金流入や建設費高騰などを背景に販売価格は上昇傾向にある。海外動向に不透明感が出始めていることが長期金利を押し下げる要因にもなっており、低金利の状況が続くと想定される。また、総務省が公表した住民基本台帳によると、16年は東京23区への転入超過数が5万8,207人（前年比16%減）と20年連続の転入超過となった。少子化が危惧される中で勢いは鈍化したが、都心部に人口が集中する傾向は変わっていない。同社が注力する東京23区などは人口増により住宅の販売が底固く推移すると見込まれ、特に単身世帯の増加で少人数での生活を想定した好立地の住居用コンパクト型マンションは今後も需要の拡大が期待できそうだ。

戦略的に重視する物件のひとつ「クレイシア森下」

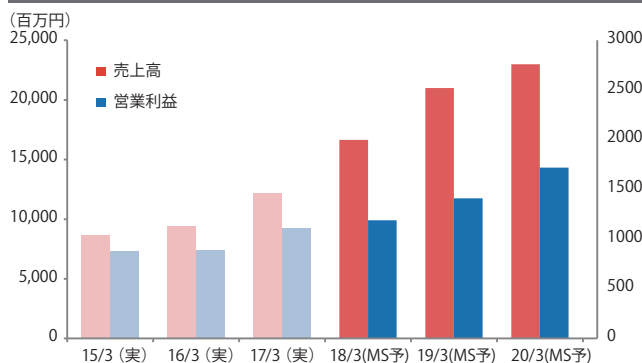
これまで手掛けてきた主な物件

開発物件名	地域	戸数	竣工時期
クレイシア千歳船橋アーバンプレミアム	東京都世田谷区	44	平成27年6月
クレイシア祐天寺	東京都目黒区	33	平成27年10月
クレイシア新宿	東京都新宿区	52	平成28年3月
クレイシア森下	東京都墨田区	43	平成29年6月
クレイシア品川戸越	東京都品川区	47	平成27年4月
クレイシア五反田駅前	東京都品川区	39	平成27年9月
クレイシア菊川	東京都墨田区	62	平成28年1月
クレイシア王子	東京都北区	47	平成28年3月
クレイシア東横駅前	東京都豊島区	60	平成28年4月
クレイシア両国ヴェルデ	東京都墨田区	26	平成28年8月
クレイシア品川東大井	東京都品川区	52	平成28年11月
クレイシア門前仲町	東京都江東区	52	平成28年12月
クレイシア両国カルミナ	東京都墨田区	48	平成29年1月
クレイシア品川戸越銀座	東京都品川区	31	平成29年2月
クレイシア横浜阪東橋	神奈川県横浜市	42	平成29年4月



出所：会社資料

17年3月期までの実績と18年3月期以降の業績予想



出所：会社取材をもとにモーニングスター作成

リスク要因

不動産販売は景気動向、経済情勢、金利動向などの影響を大きく受けるため、個人消費の低迷や金利の上昇、供給過剰による販売価格の大幅な下落が発生した場合、購買者の購入意欲の低下や収益性の低下につながる。また、同社の用地仕入は東京23区及び横浜地区に集中している。同地域は今後も底固い需要が見込めるものの競争も激化しており、仕入価格や建築費の高騰などが懸念される。一方で東京一極集中を是正すべきとの声もあり、人の流れが変わるようなことがあれば戦略を見直す必要が生じる。

株主還元 (8/30時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
16年3月期	実績	0円	5.0円	5.0円
17年3月期	実績	0円	13.5円	13.5円
18年3月期	会社予想	0円	18.0円	18.0円

※ 17年3月期は記念配当を含む
 ※ 17年7月に1対2の株式分割を実施。16年3月期および17年3月期は遡及修正

■ 株主優待

毎年9月末日の株主名簿に記載または記録された100株以上保有の株主が対象
 ・クオカード 3,000円分を贈呈

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (8/30時点)

	プロパティエージェント (3464・JASDAQ)	エフ・ジェー・ネクスト (8935・東証1部)	プレサンスコーポレーション (3254・東証1部)	
基本事項	株価	1,534円	958円	1,414円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	153,400円	95,800円	141,400円
	決算月	3月	3月	3月
株価指標	PER(予)	8.7倍	8.1倍	6.8倍
	PBR(実)	0.8倍	0.9倍	1.4倍
	配当利回り(予)	1.2%	2.1%	1.8%
成長性	売上高成長率(予)	36.9%	4.2%	25.2%
	営業利益成長率(予)	6.7%	▲25.1%	17.0%
	EPS成長率(予)	0.8%	▲27.8%	15.7%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.1%	9.4%	14.5%
	自己資本当期純利益率(実)	19.5%	16.3%	19.2%
	総資産経常利益率(実)	7.3%	14.7%	10.0%
	自己資本比率(実)	22.4%	61.1%	32.0%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	282.6%	37.8%	170.5%
	流動比率(実)	240.9%	560.3%	347.5%

競合は、不動産開発と販売機能を持ち、関東エリアを中心とするエフ・ジェー・ネクスト（8935）と関西エリアを中心とするプレサンスコーポレーション（3254）を選定した。

■ 成長性

売上高が36.8%増と大きく成長する見通し。これまで将来的な在庫不足を想定して物件仕入に注力してきたことが功を奏し、業者卸販売が大幅に増える。業者卸販売は利益率が低いと営業利益成長率は6.7%と競合他社と比べて決して高くないが、過去の実績を見ると16年3月期、17年3月期ともに計画を上布れて着地しており、期初の時点では保守的に見積る傾向がある。前期は販売価格が計画を上回ったことが上ブレの一因となった。今期も同様に販売価格が計画以上に適度な水準で推移すれば成長加速が期待できそうだ。

■ 収益性

業者卸販売は自社ブランドと比べると利益率が低下するため、前期まで連続で9%台だった売上高営業利益率は18年3月期に7.1%にとどまる見通し。自社ブランドの物件販売を伸ばし、どれだけ利益率を改善できるか注目だ。ROE（自己資本当期純利益率）は優良の目安となる15%以上をキープしている。競合と比較すると、純利益率は低位だが財務レバレッジが4.3倍と高いことから他社よりも高い水準となった。ROA（総資産経常利益率）は経常利益率が相対的に低いため競合他社には及ばない。プレサンスコーポレーションは利益率が高いものの、回転率で優れるエフ・ジェー・ネクストのROAがトップとなっている。

■ 財務安定性

デッドエクイティレシオは282.6%と高め。用地等の仕入資金は金融機関からの借入金で、同社では用地の仕入から資金の回収まで2年程度と長期を要することから、有利子負債が膨らみやすくなる。足元で積極的に土地の取得を進めていることから負債が増え、自己資本比率は22.4%と低下しているが、流動比率は200%を上回っていることから支払余力に対する懸念は小さい。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 宮川 子平
03-6229-0810 smiyagawa@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。