

アルファ・ウイン 企業調査レポート

香陵住販

(3495 東証スタンダード)

発行日：2024/7/11

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

● 要旨

事業内容

- ・香陵住販(以下、同社)は、茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社である。2021年に創立40周年を迎えた。
- ・同社は、不動産売上高(RCマンションや木造アパート等の自社企画投資用不動産の販売等)、仲介事業収益等からなる不動産流通事業と、賃貸事業収益(自社所有不動産の賃貸、コインパーキング事業等)と管理事業収益等からなる不動産管理事業を展開している。

業績動向

- ・2024/9期第2四半期累計期間業績は、18.0%増収、31.1%営業増益。不動産売上高の拡大や、賃貸事業収益、仲介事業収益、管理事業収益の増加等により、増収増益となった。
- ・セグメント別では、不動産流通事業が23.1%増収、32.7%増益となったほか、太陽光発電施設の売却による収入減を、管理戸数の拡大や自社所有不動産の賃貸収入の増加等で補い、不動産管理事業も2.4%増収11.1%増益となった。

競争力

- ・同社は賃貸住宅等を対象とした賃貸仲介件数や管理戸数に関し、茨城県に本社を置く不動産会社の中でトップクラスの実績を誇っている。
- ・自社企画投資用不動産「レーガバーネ」シリーズの販売後に得られる、賃貸借の仲介、物件の管理、賃貸契約の更新、原状回復工事等の様々な収益機会を確保していることや、管理事業、賃貸事業、太陽光発電事業等の安定収益基盤を持つこと等が同社の強みとなっている。

経営戦略

- ・同社は、効率性と健全性を確保しつつ、安定的かつ継続的な成長を目指している。2025/9期目標を売上高100億円以上、営業利益9億円以上とする中期計画「KORYO2025」を公表している。管理戸数の年間純増目標は1,000戸、2022/9期～2025/9期におけるレーガバーネシリーズの竣工目標はRCマンション8棟、木造アパート63棟としている。

業績予想

- ・2024/9期業績について、同社は3.9%増収、4.3%営業増益としている期初計画を据え置いた。セグメント別業績計画(不動産流通事業4.2%増収、6.0%減益、不動産管理事業2.8%増収、9.5%増益)も据え置かれている。
- ・アルファ・ウイン調査部の2024/9期業績予想は、8.5%増収、8.2%営業増益とする。2025/9期は4.2%増収、7.3%営業増益、2026/9期は3.0%増収、4.7%営業増益とする。2024/9期のセグメント別予想については、不動産流通事業は11.2%増収6.3%増益、不動産管理事業は0.9%増収、11.3%増益と予想した。2025/9期と2026/9期については、不動産売上高や仲介事業、管理事業、コインパーキング事業等の拡大を見込み、不動産流通事業と不動産管理事業共に増収増益を予想している。

1/29

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から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ご自身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の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

【 3495 香陵住販 業種：不動産業 】 図表 A

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)
2021/9	7,799	-	600	-	629	-	391	-	147.76	1,363.21	32.0
2022/9	8,713	11.7	794	32.3	794	26.2	493	26.0	183.47	1,501.17	36.0
2023/9	9,324	7.0	856	7.9	854	7.5	653	32.5	241.87	1,709.98	41.0
2024/9 CE	9,684	3.9	894	4.3	867	1.6	720	10.4	266.95	-	46.0
2024/9 E	10,114	8.5	927	8.2	899	5.3	655	0.3	241.39	1,685.12	46.0
2025/9 E	10,540	4.2	995	7.3	939	4.5	632	-3.5	232.94	1,872.06	50.0
2026/9 E	10,858	3.0	1,042	4.7	982	4.6	665	5.2	245.11	2,067.17	55.0
2023/9 Q2	4,901	23.3	476	16.8	485	18.0	331	20.9	122.90	1,606.96	-
2024/9 Q2	5,782	18.0	624	31.1	623	28.4	492	48.8	181.25	1,863.47	-

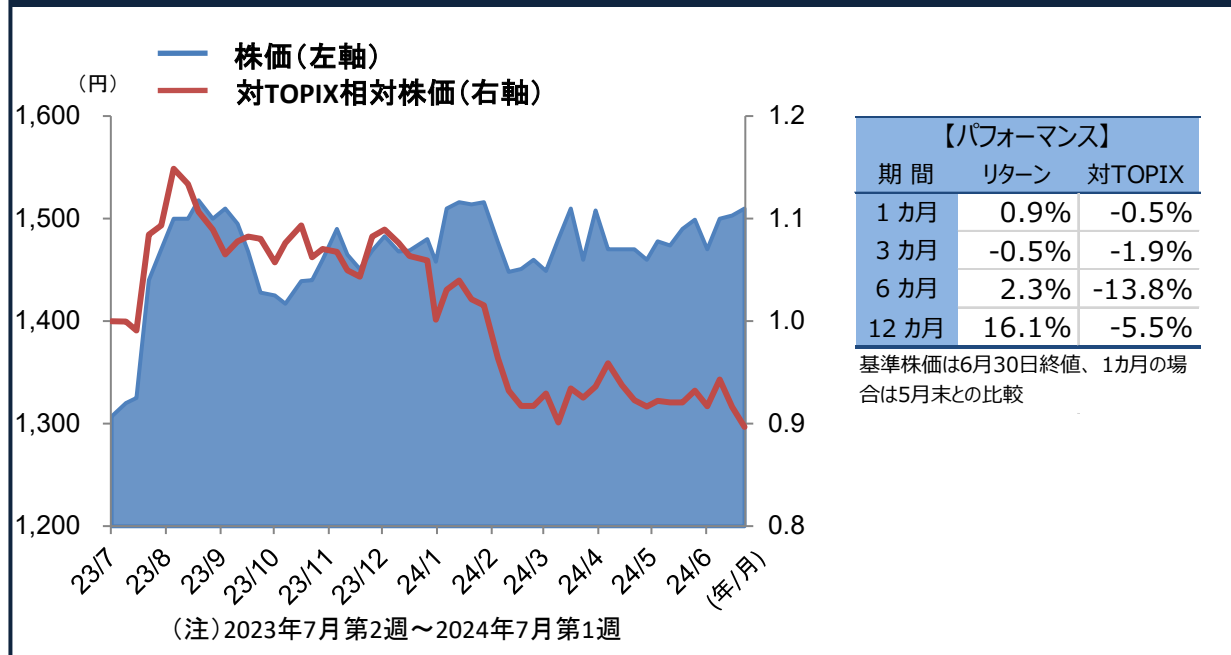
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q2：第2四半期累計期間、2023年4月1日付で1：2の株式分割を実施。
1株当たり指標は遡って修正

【 株価・バリュエーション指標：3495 香陵住販 】 図表 B

項目	2024/7/5	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,510	前期実績	6.2	0.9	2.7%	17.0%
発行済株式数 (千株)	2,743	今期予想	6.3	0.9	3.0%	19.1%
時価総額 (百万円)	4,142	来期予想	6.5	0.8	3.3%	21.5%
潜在株式数 (千株)	108	来々期予想	6.2	0.7	3.6%	22.4%
前期株主資本配当率	2.4%	前期末自己資本比率		32.8%	前期ROE	15.1%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 3495 香陵住販 】 図表 C



目次

1. 会社概要	P4
茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社	P4
経営理念	P5
2. 事業内容とビジネスモデル	P6
不動産流通事業の柱は不動産売上高と仲介事業収益	P6
不動産管理事業の柱は賃貸事業収益と管理事業収益	P7
効率性と健全性を確保しつつ、事業の拡大を目指している	P9
特定の業者や投資家には依存していない	P10
自社企画投資用不動産販売後の様々な収益機会を追求	P11
不動産管理事業は高利益率を確保している	P11
3. 直近期業績と今期の見通し	P13
2024年9月期上期業績	P13
香陵住販の2024年9月期業績予想	P16
4. 成長戦略と業績見通し	P19
香陵住販の成長戦略	P19
アルファ・ウイン調査部の2024年9月期業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P21
5. SDGs と ESG	P24
基本方針	P24
実施状況	P24
企業統治 (Governance)	P25
6. アナリストの視点	P26
SWOT 分析	P26
株主還元	P27
株価の推移、株価に影響を与えるファクター	P27
バリュエーション比較	P27

1. 会社概要

◆ 茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社

- ◆ 茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社。

香陵住販（以下、同社）は、茨城県を地盤に着実な成長を続ける不動産会社である。RC（鉄筋コンクリート）マンションや木造アパート等の自社企画投資用不動産の1棟売りや、不動産の賃貸仲介・売買仲介、賃貸住宅等の管理事業や賃貸事業、コインパーキング事業、太陽光発電事業等の幅広い事業を手掛けている。

同社は、大京出身の薄井宗明氏（現代表取締役会長）によって1981年に設立された。創業当初は賃貸仲介や売買仲介を中心に手掛けていたが、ストック型収益の積上げを目的にして、1984年頃からは賃貸住宅の管理業務を開始した。1988年には管理戸数の確保と売上高の拡大を目指して、自社企画投資用不動産の販売に乗り出した。

- ◆ 営業エリアの拡大や事業領域の拡充を進めている。

同社は、1990年代において多店舗化を進め、本社のある水戸市から営業エリアの拡大を進めると共に、リフォーム事業や賃貸事業にも進出した。その後も太陽光発電事業（2015年開始）やコインパーキング事業（2016年本格展開開始）等に事業領域を拡充している。

- ◆ 2021年に創立40周年を迎えた。

同社は、2018年9月に、東京証券取引所ジャスダック（スタンダード）市場に上場した。2019年3月には、つくば市に本社を置くKASUMICを子会社化した。2021年には創立40周年を迎えた。2022年4月の市場区分の見直しに伴い、東京証券取引所スタンダード市場に移行した。

同社グループは、同社と100%出資の連結子会社ジャストサービスによって構成されている（KASUMICは、22年10月に同社によって吸収合併された）。同社は各種不動産事業を展開している一方、ジャストサービスは同社の所有物件、管理物件のリフォームや、家賃保証業務等を手掛けている。2023/9期の連単倍率は、売上高が1.02倍、営業利益が1.07倍と低く、ジャストサービスの業績貢献は小さい。

- ◆ 茨城県を中心に20店舗を設置している。

同社は、茨城県内に水戸市に7店、つくば市に3店（2024年4月につくば天久保支店とつくば桜支店を統合）、日立市及びひたちなか市に各2店、土浦市、牛久市、守谷市（2024年4月に新規開設）及び東海村に各1店の18店、東京都台東区及び千葉県柏市に各1店の合計20店を設置している。賃貸仲介件数や管理戸数は、茨城県に本社を置く会社の中でトップクラスの実績を誇っている。

同社は、不動産流通事業と不動産管理事業の2セグメントに分類している。不動産流通事業は、自社企画投資用不動産や中古不動産の販売、宅地の分譲等が含まれる「不動産売上高」、住宅等の賃貸仲介や売買

仲介を取扱う「仲介事業収益」、家賃保証料収入や建設売上高、各種手数料収入等が含まれる「その他」によって構成されている。

不動産管理事業は、賃貸住宅や月極駐車場等の管理手数料や更新料等が含まれる「管理事業収益」、自社所有不動産の賃貸料やサブリース収入、コインパーキング事業の収入等が含まれる「賃貸事業収益」、「太陽光売電事業収益」によって構成されている。

◆ 不動産流通事業よりも売上高比率が低い不動産管理事業の利益構成比が5割を上回っている。

2023/9 期のセグメント別売上高比率（外部顧客ベース）は、不動産流通事業 73.3%（不動産売上高 59.2%、仲介 10.6%、その他 3.6%）、不動産管理事業 26.7%（管理 12.4%、賃貸 11.6%、太陽光売電 2.7%）であった。一方、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 46.4%、不動産管理事業 53.6%であり、売上高比率が低い不動産管理事業が5割を上回る（図表1）。

【図表1】売上高と営業利益のセグメント別比率

(単位：%)

セグメント		内訳	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期
不動産流通	売上高	不動産売上高	43.3	45.3	51.9	50.4	57.6	59.2
		仲介事業収益	16.9	15.2	12.7	14.3	12.7	10.6
		その他	5.7	6.5	5.3	5.1	3.8	3.6
		小計	66.0	67.0	69.9	69.8	74.1	73.3
	営業利益		41.2	43.3	45.4	39.8	47.5	46.4
不動産管理	売上高	賃貸事業収益	15.4	14.9	14.1	13.5	10.5	11.6
		管理事業収益	13.8	14.1	13.0	13.5	12.4	12.4
		太陽光売電事業収益	4.5	3.9	3.0	3.2	3.0	2.7
		その他	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
		小計	34.0	33.0	30.1	30.2	25.9	26.7
	営業利益		58.8	56.7	54.6	60.2	52.5	53.6

(注)セグメント別売上高比率は外部顧客ベース、同営業利益比率は全社費用等のコスト配賦前、2021/9 期の数値は遡及修正後(出所)決算短信、決算説明会資料、ヒアリングに基づきアルファ・ウイン調査部作成

◆ 経営理念

薄井代表取締役の信念である「会社は一度つくったら継続しなければならない」という考えに基づき、同社は以下の企業理念を掲げている。

- 一、私たちは、お客様満足度 No.1 企業を目指します
- 一、私たちは、働く私たちの幸福 No.1 企業を目指します
- 一、私たちは、社会との調和を重んじ地域発展に貢献するとともに、関係する人々に信頼される企業を目指します

また、同社は「私たちは、企業理念の実現に向けて、当社グループを取り巻く事業環境における課題等に取り組むと共に、持続的な企業価値の向上に努め、すべてのステークホルダーから信頼される企業を目指します。」というサステナビリティ基本方針を制定している。

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 不動産流通事業の柱は不動産売上高と仲介事業収益

- ◆ 不動産売上高の拡大が不動産流通事業の成長を牽引している。

不動産流通事業の売上高の中心は、不動産売上高によって占められている。不動産売上高は、自社企画投資用不動産「レーガバーネ」シリーズの販売と、仕入不動産商品の販売によって構成されている。不動産売上高は、レーガバーネシリーズの販売好調等によって、近年、増加基調が続いており、不動産流通事業の成長を牽引している。

- ◆ 自社企画投資用不動産では、RC マンション等を個人投資家等に販売している。

自社企画投資用不動産では、仕入れた用地の立地に応じて、高利回りが見込まれる RC マンションや木造アパート、木造戸建住宅等の賃貸住宅を同社が企画し、外部のゼネコンを使って建物を建設すると共に、入居者を募集し、物件の管理業務の受託を条件として、個人投資家や不動産ファンド等に 1 棟販売している。

最近企画したマンションの概要については、階数は 5~14 階建、戸数は 25~63 戸、間取りは 1K と 1LDK が中心となっている。アパートについては、階数は 2 階建、戸数は 4~16 戸、間取りは 1LDK と 1K となっている。用地取得から建物の竣工までの期間は、アパート、戸建住宅が約 6 カ月、マンションが約 18 カ月である。

同社は、RC マンションを中心に累計約 70 棟（完成済み）の自社企画投資用不動産を企画、販売している。用地仕入のしやすさや、工期の短さに加え、2022 年 4 月に開始した不動産クラウドファンディング事業「KORYO Funding」（以下、クラウドファンディング事業）の商品ラインナップの強化にも繋がることから、現在は木造アパートに注力している。

仕入不動産商品においては、中古の戸建住宅や投資用マンション等を仕入れた後、リフォームやリノベーションを実施して販売するほか、住宅用地を仕入れた後、土地造成を施して販売している。

- ◆ 仲介事業収益は、賃貸仲介手数料と売買仲介手数料によって構成されている。

仲介事業収益は、マンションやアパート等の賃貸不動産の賃貸仲介手数料と、主として住宅等の売買仲介手数料等によって構成されている。不動産管理事業の管理戸数が安定成長していることを受けて、賃貸仲介手数料は増加基調が続いている。一方、売買仲介手数料は、自社所有物件の販売棟数が多い時期には伸び悩む傾向が見られる。

- ◆ 売上総利益では、仲介事業収益が不動産売上高を若干上回っている。

2023/9 期の売上高を見ると、不動産売上高 5,517 百万円、仲介事業収益 986 百万円と大きな格差が生じている。しかし、不動産売上高では、新築であれば土地の仕入れ費用と建設費が、中古であれば物件の仕入費用が売上原価に計上されるため、その売上総利益率は案件によってばらつきがあるが、概ね 10~20%にとどまっている。一方、仲介事業

収益では売上原価がほとんどかからないため、売上総利益では、仲介事業収益が不動産売上高を若干上回っている模様である。

◆ 不動産管理事業の柱は賃貸事業収益と管理事業収益

不動産管理事業の売上高は、賃貸事業収益と管理事業収益が柱となっているが、太陽光売電事業収益も含まれている。賃貸事業収益は、同社グループが所有する住宅等の不動産の賃貸収入や、同社グループが借上げた不動産の転貸（サブリース）収入、コインパーキング事業の運営収入によって構成されている。

- ◆ 賃貸事業収益は、自社所有不動産の賃貸収入、サブリース収入、コインパーキング事業運営収入等によって構成されている。

自社所有不動産の賃貸収入には、竣工したレーガベネシリーズ物件や仕入れた中古マンション等を売却（不動産売上高に計上）するまで、短期間だけ賃貸収入を得ている場合もあるため、物件の入れ替わりが多く、同収入は期によって変動する傾向がある。サブリースについても対象物件の入れ替わりによって収入が増減する傾向がある。

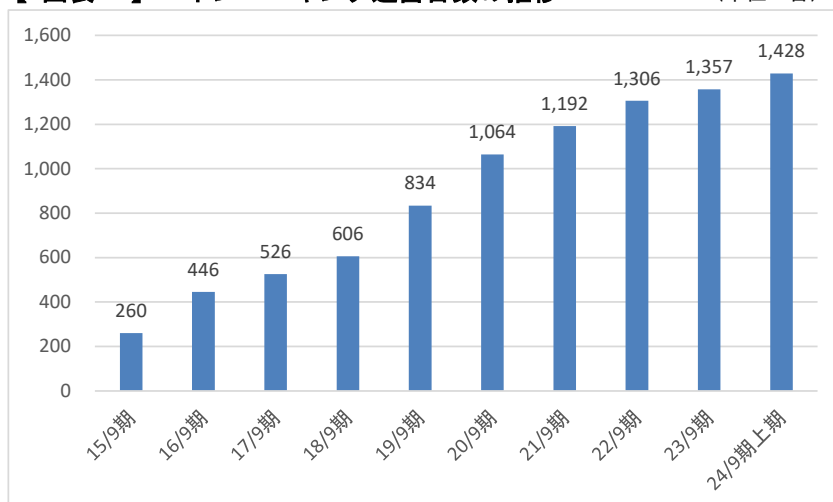
- ◆ 自社所有賃貸用不動産の含み益は約 3 億円。

同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2023/9 期末における貸借対照表計上額 2,706 百万円に対して、時価評価額は 2,987 百万円（税引前含み益 281 百万円）であった。また、2023/9 期における自社保有物件の賃貸損益は前期比 3 百万円増の 246 百万円となっている。

- ◆ 近年はコインパーキング事業に注力している。

同社、近年、コインパーキング「ONE'S PARK」に注力しており、2024/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末の運営施設数は 61 カ所、運営台数は前期末比 71 台増の 1,428 台となっている（図表 2）。

【 図表 2 】 コインパーキング運営台数の推移 (単位：台)



(注) 各期末ベース
(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

施設の立地は、水戸市に 47 カ所、日立市に 7 カ所、ひたちなか市に 3 カ所、つくば市、取手市、土浦市、東海村に各 1 カ所となっている。コインパーキング事業の運営収入は、運営台数の増加に伴い、近年拡大を続けている。コロナ禍の影響を受け、2020/9 期は売上総利益段階で損失を計上したが、2021/9 期には黒字に転換した。

- ◆ **管理事業収益は、管理物件の管理手数料収入や、更新料収入等によって構成されている。**

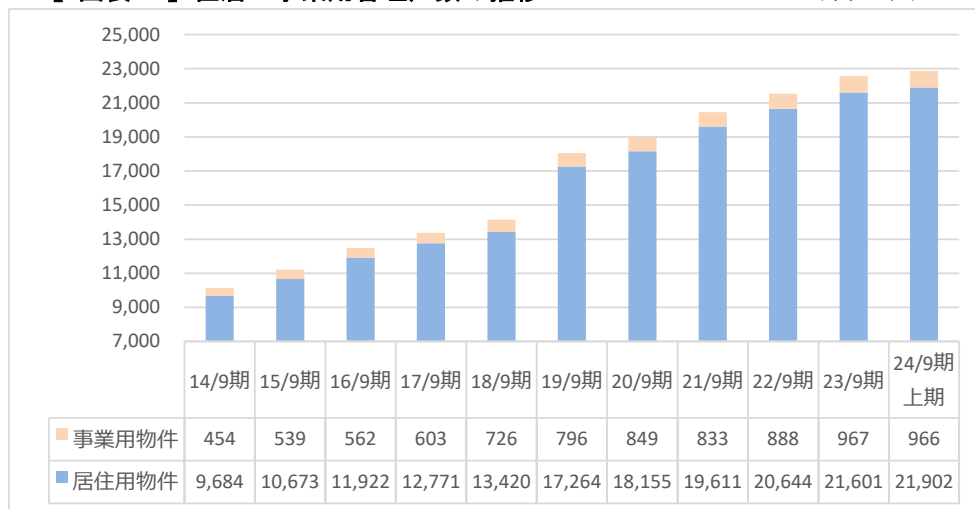
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆ **管理戸数は、毎年度着実に増加している。**

同社グループは、年間 1,000 戸の戸数純増を目標に管理戸数の積上げを目指している。住居・事業用物件を合計した管理戸数は、自社企画投資用不動産の竣工増と、他社が建設した中古物件の管理契約獲得により、2014/9 期末の 10,138 戸から 2024/9 期上期末には 22,868 戸へと毎年度着実に増加している（図表 3）。なお、2024/9 期上期においては、約 200 戸の大口解約が発生したため、2023/9 期末と比較した純増数は 300 戸にとどまった。

【図表 3】住居・事業用管理戸数の推移

(単位：戸)



(注) 各期末ベース、2019年3月に約3,000戸を管理するKASUMICを買収
(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

2024/9 期上期末における地域別内訳は、水戸 12,309 戸、つくば、土浦等の県南 4,272 戸、ひたちなか 3,324 戸、東海・日立 1,945 戸、東京 1,018 戸である。2021/9 期末の管理戸数の増加については、仲介業務委託契約を結ぶ大手顧客において、1,181 戸の管理契約を一括で締結

したほか、同社とKASUMICの間で、物件数の計算方法に相違があったことから、計算方法を同社の方法に統一したことに伴い、466戸減少したという特殊要因があった。特殊要因を除くと、2021/9期末の管理戸数は前期末比725戸増であった。また、2024/9期上期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比386台増の9,054台であった。

管理事業収益は、管理戸数の積上げに伴う管理手数料の拡大により、増加基調で推移している。但し、更新料、各種手数料、原状回復工事売上高等は期によって増減するため、管理戸数の伸びと管理事業収益の伸びには格差が生じることもある。

◆ 従来、太陽光売電事業収益は比較的安定していたが、2024/9期においては、一部施設を売却したほか、減損損失を計上した。

太陽光売電事業では、茨城県各地に所有する太陽光発電施設「KORYOエコパワー」で売電事業を行っている。主な発電所の所在地（売電開始、または設備取得年月、パネル発電量）としては、水戸市高田町（15年12月、2.28MW）、水戸市森戸町（16年6月、1.37MW）が挙げられる。太陽光売電事業収益は、天候要因により下期に収益が偏重する季節性があるが、通期で見ると2021/9期までは比較的安定していた。

しかし、2022/9期と2023/9期においては、設備の盗難や故障が発生したため、同事業の収益は計画を下回った。2024/9期において同社は、第1四半期に石岡市に所有していた施設を売却した。第2四半期には笠間市の施設に係る減損損失を計上している。

◆ 効率性と健全性を確保しつつ、業績拡大を目指している

◆ ROEは過去7期において、11.3%から16.6%のレンジで推移した。

同社は、2018年9月の上場以降、10%以上の自己資本利益率と30%以上の自己資本比率を維持するという「守り」の経営方針の下、財務の健全性や経営の効率性を確保しながら、業績の拡大を目指している。

同社の自己資本利益率（ROE）は、2017/9期から2023/9期において、11.3%から16.6%のレンジで推移した。一方、自己資本比率は、2016/9期末から2023/9期末において、23.3%から38.2%のレンジで推移した。

総資産は、2016/9期末の6,590百万円から2023/9期末には14,129百万円に拡大した。最も増加額が大きかったのは、将来、不動産売上高の売上原価として計上される販売用不動産と仕掛販売用不動産（以下、棚卸資産）であり、2016/9期末の1,163百万円から2023/9期末には6,865百万円に増加した。

その他、大きく増加した資産としては、住宅等の賃貸用不動産（2016/9期末1,606百万円→2023/9期末2,706百万円、貸借対照表では建物及び構築物と土地に計上されている）、現金及び預金（同1,248百万円→1,846百万円）が挙げられる。なお、太陽光発電施設等が中心となっている機械装置及び運搬具については、減価償却の進捗により、

2016/9 期の 1,344 百万円から 2023/9 期には 934 百万円に減少した。

- ◆自己資本の増加率が負債の増加率を上回った結果、自己資本比率は 2016/9 期末と比べ、上昇した。

2016/9 期末と 2023/9 期末を比較すると、自己資本は利益蓄積と公募増資等により、1,535 百万円から 4,636 百万円に増加した。一方、負債合計は 5,055 百万円から 9,486 百万円に増加した。大きく増加した負債としては、リース負債を除く有利子負債（2016/9 期末 3,189 百万円→2023/9 期末 5,973 百万円）、預り金（同 493 百万円→1,145 百万円、管理戸数の増加による預り家賃の増加）が挙げられる。自己資本の増加率が負債の増加率を上回った結果、自己資本比率は、2016/9 期末の 23.3%から 2023/9 期末には 32.8%に上昇した。

- ◆営業キャッシュ・フローは、概ね黒字を確保している。

財務体質を意識した経営姿勢は、同社の営業キャッシュ・フローにも表れている。同社の様に不動産開発を行う会社の中には、経常利益を確保していても、その金額を上回る棚卸資産の増加等により、営業キャッシュ・フローがマイナスとなっている企業も存在する。同社においても、棚卸資産が大きく増加した 2018/9 期、2022/9 期及び 2023/9 期は、営業キャッシュ・フローが各々△25 百万円、△319 百万円、△1,419 百万円となった。しかし、2023/9 期までの 8 期間の中で、営業キャッシュ・フローがマイナスとなったのはその 3 期間だけである。

- ◆フリー・キャッシュ・フローは、過去 8 期中、5 期で赤字となっている。

一方、営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローの合計額であるフリー・キャッシュ・フローを見ると、同社の「攻め」の姿勢も感じられる。KASUMIC の買収や、棚卸資産、太陽光発電施設、賃貸不動産の取得等に伴い、2016/9 期（△1,127 百万円）、2018/9 期（△346 百万円）、2019/9 期（△206 百万円）、2022/9 期（△1,363 百万円）、2023/9 期（△1,701 百万円）はマイナスとなっており、成長を目指した投資に意欲を見せている。

- ◆「攻め」と「守り」のバランスを重視している。

以上のことから、アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）では、成長に向けた投資という「攻め」と、効率性、健全性の確保という「守り」のバランスを重視していることが同社の特徴であると考えている。

- ◆連結従業員数は每期着実に増加している。

連結従業員数は、2016/9 期末の 141 名から每期着実に採用しており、2023/9 期末には 232 名に増加した。2023/9 期末における連結従業員数のセグメント別内訳は、不動産流通事業 143 名、不動産管理事業 57 名、全社（共通）32 名であった。

同社は不動産関連資格の取得を推奨している。2024/9 期上期末時点での主な有資格者数（連結）は、宅地建物取引士 159 名、2021 年に国家資格となった賃貸不動産経営管理士 70 名であった。

- 顧客は個人投資家、賃借人に分散しており、特定の不動産業者にも依存していない。

◆ 特定の業者や投資家には依存していない

同社は、主として個人投資家に投資用不動産を売却し、管理料、工事料等を受け取っているほか、入居者から仲介手数料収入や賃貸料収入を受領しているが、取引は分散しているため、特定個人との取引金額は通常小規模である。投資用不動産については、物件によって不動産ファンドや不動産業者に販売することもあるが、売上高の1割を超えるケースは過去7期で4回にとどまっている。また、その相手先も同一ではなく、特定の不動産業者に対する依存は認められない。

◆ 自社企画投資用不動産販売後の様々な収益機会を追求

同社グループは、不動産流通事業と不動産管理事業を展開しているが、経営戦略の基軸は、自社企画投資用不動産の販売と、その後に行われる様々な収益機会を長期間に亘って享受することにある。

以下は、自社企画投資用不動産に係る同社グループの収益機会を、時間の経過に沿って並べたものである。

- 自社企画投資用不動産を投資家（オーナー）に販売する（不動産売上高を計上）。
- オーナーに代わり入居者（賃借人）を募集し、賃貸借契約を仲介する（賃貸仲介手数料収入を計上）。その後も入居者の退去（平均入居期間は約3年）に伴い、新たな入居者との契約を仲介する。
- オーナーと管理委託契約を締結し、長期に亘って賃貸管理業務を実施する（毎月、管理手数料収入を計上するほか、2年毎の更新料収入を契約終了まで計上）。
- 入居者の退去時に、原状回復工事やリフォーム工事等を状況に応じてオーナーに提案、実施する（内装工事売上高を計上）。

- 賃貸仲介手数料収入や内装工事売上高も、自社企画投資用不動産の販売後に得られる一種のストック型収益と捉えることも可能。

自社企画投資用不動産に係る不動産売上高、賃貸仲介手数料収入、内装工事売上高については、一般的にはフロー型収益に分類される。しかし、対象物件のオーナーが変わらない限り、同社グループとの取引関係は概ね維持されていることから、同社の場合、管理事業収益だけでなく、賃貸仲介手数料収入や内装工事売上高についても、数年毎に計上される一種のストック型収益と捉えることも可能と思われる。

また、自社企画投資用不動産の販売は、ストック型収益には該当しないが、同一オーナーに対するリピート販売も多く、顧客開拓という面では比較的安定度が高い事業構造となっている。

- 不動産管理事業のセグメント利益率は不動産流通事業を大きく上回っている。

◆ 不動産管理事業は高利益率を確保している

23/9期において、セグメント利益率は、不動産管理事業（32.4%）が不動産流通事業（10.2%）を大きく上回っている（図表4）。

不動産流通事業においては、仲介事業収益では売上原価はほとんど生じないものの、利益率が低い不動産売上が売上高の多くを占めているため、同事業の売上総利益率は 32.7%にとどまっている。一方、不動産管理事業には太陽光発電事業収益や賃貸事業収益のように減価償却費が売上原価に計上される事業が含まれているが、その他には大きな売上原価が発生しないため、同事業の売上総利益率は 54.8%と高い水準にある。

【 図表 4 】 セグメント別の収益構造 (単位：百万円)

	不動産流通	不動産管理
売上高	6,839	2,485
売上原価	4,605	1,124
売上総利益	2,233	1,361
売上総利益率	32.7%	54.8%
販管費	1,535	556
セグメント利益	698	805
セグメント利益率	10.2%	32.4%

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース、2023/9 期
(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

・売上総利益率の違いがセグメント利益率の格差に繋がっている。

両事業の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人件費や広告宣伝費、地代家賃等によって構成されている。販管費率は、両事業共に概ね 22～23%と同水準にあるため、売上総利益率の違いがセグメント利益率の格差に繋がっていると言えよう。

なお、セグメント利益に各事業の減価償却費を加算した EBITDA を基に、セグメント別 EBITDA マージンを算出すると、不動産流通事業の 11.7%に対し、不動産管理事業は 40.9%と、格差は更に広がっている。2022/9 期及び 2023/9 期において、同社は賃貸不動産や太陽光発電施設に対する積極的な投資を実施したが、EBITDA マージンが高い不動産管理事業への投資は、将来の利益成長に繋がるものと想定される。

3. 直近期の業績と今期の見通し

◆ 2024年9月期上期業績

- ◆ 2024/9 期上期は 18% 増収 31% 営業増益。

2024/9 期上期の業績は、売上高が前年同期比 18.0% 増の 5,782 百万円、営業利益は同 31.1% 増の 624 百万円、経常利益は同 28.4% 増の 623 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同 48.8% 増の 492 百万円であった（図表 5）。

【図表 5】2024 年 9 月期上期の業績

(単位：百万円)

		23/9期			24/9期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		4,901	4,423	9,324	3,152	2,629	5,782	18.0%
売上総利益		1,846	1,757	3,603	1,077	1,000	2,077	12.5%
	売上総利益率	37.7%	39.7%	38.6%	34.2%	38.0%	35.9%	—
販売費及び一般管理費		1,369	1,377	2,746	719	733	1,452	6.1%
	(対売上高比)	27.9%	31.1%	29.5%	22.8%	27.9%	25.1%	—
営業利益		476	380	856	358	266	624	31.1%
	(対売上高比)	9.7%	8.6%	9.2%	11.4%	10.1%	10.8%	—
経常利益		485	368	854	359	264	623	28.4%
	(対売上高比)	9.9%	8.3%	9.2%	11.4%	10.0%	10.8%	—
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益		331	321	653	374	118	492	48.8%
	(対売上高比)	6.8%	7.3%	7.0%	11.9%	4.5%	8.5%	—

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 通期計画に対する進捗率は売上高 59.7%、営業利益 69.8%であった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高 59.7%、営業利益 69.8%、経常利益 71.9%であった。仲介事業収益や太陽光売電事業は計画を下回ったものの、複数の土地の売却等により、不動産売上高が計画を大きく上回ったため、売上高、営業利益共に計画を上回った模様である。

- ◆ 前年同期比では、売上高が 881 百万円、営業利益が 148 百万円増加した。

前年同期比では、売上高が 881 百万円、営業利益が 148 百万円増加した。利益率が低い不動産売上高の構成比が前年同期比 3.5%ポイント上昇したため、売上総利益率は同 1.8%ポイント低下の 35.9%となった。

販管費は、2024/9 期上期末の従業員（臨時従業員を含む）が前期末の 318 名から 314 名に若干減少したものの、10 月にベースアップを実施したこと等に伴い、給与手当（前年同期比 21 百万円増）、賞与引当金繰入額（同 17 百万円増）、退職給付費用（同 9 百万円増）等が増えたため、前年同期比 83 百万円（6.1%）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 2023/9 期上期の 27.9%から 25.1%に低下した。販管費率の改善幅が売上総利益率の悪化幅を上回った結果、営業利益率は前年同期の 9.7%から 10.8%に上昇した。

営業外収益は、保険解約返戻金が前年同期の 6,357 千円から 219 千円に減少したこと等から、前年同期の 31 百万円から 24 百万円に減少した。一方、営業外費用は、その他が前年同期の 7,816 千円から 885 千円に減少したものの、有利子負債の増加に伴い、支払利息が前年同期の 14 百万円から 17 百万円に増加したことや、クラウドファンディング事業の運用残高増加に伴い、前年同期は 3 百万円であった匿名組合損益分配額が 7 百万円に増加したことから、前年同期の 22 百万円から 25 百万円に増加した。結果、営業外収支は、前年同期の 9 百万円の黒字から 1 百万円の赤字に悪化した。

また、特別利益には、固定資産売却益 197 百万円（太陽光発電施設「KORYO エコパワー石岡」を売却）と補助金収入 3 百万円が計上された。一方、23 年 12 月末より太陽光施設に対して契約している保険において、盗難が補償対象外となったことや、実際に銅線が盗難されたことを受けて、割引前将来キャッシュ・フローの総額が固定資産の帳簿価額を下回ったため、笠間市の太陽光発電施設に対して減損損失 78 百万円が特別損失に計上された。また、次期基幹システムの導入費用についても、減損損失 10 百万円が特別損失として計上された。

◆ 不動産流通は 23% 増収、33%増益。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高（セグメント間の内部売上高又は振替高を含むベース）4,538 百万円（前年同期比 23.1%増）、セグメント利益 552 百万円（同 32.7%増）となった（図表 6）。売上高の内訳では、不動産売上高が 3,732 百万円（同 24.8%増）、仲介事業収益が 533 百万円（同 1.7%増）、建設売上高や家賃保証料等が増加したその他が 270 百万円（同 60.2%増）であった。

【 図表 6 】 2024 年 9 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	内訳	23/9期			24/9期			
			上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高			4,901	4,423	9,324	3,152	2,629	5,782	18.0%
	不動産流通		3,685	3,154	6,839	2,549	1,986	4,536	23.1%
		不動産売上高	2,991	2,526	5,517	2,191	1,541	3,732	24.8%
		仲介事業収益	524	461	986	233	299	533	1.7%
		その他	169	166	335	124	145	270	60.2%
	不動産管理		1,216	1,269	2,485	603	643	1,246	2.5%
		賃貸事業収益	529	550	1,080	277	276	554	4.7%
		管理事業収益	583	572	1,155	274	315	589	1.0%
		太陽光売電事業収益	102	146	249	51	50	101	-0.8%
営業（セグメント）利益			476	380	856	358	266	624	31.1%
		(対売上高比)	9.7%	8.6%	9.2%	11.4%	10.1%	10.8%	—
	不動産流通		416	281	698	351	201	552	32.7%
		(対売上高比)	8.5%	6.4%	10.2%	11.2%	7.7%	9.6%	—
	不動産管理		396	408	805	191	249	440	11.1%
		(対売上高比)	8.1%	9.2%	32.4%	6.1%	9.5%	7.6%	—
	調整額		-336	-309	-646	-184	-184	-368	—

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所)有価証券報告書、四半期報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

不動産売上高については、木造アパートの自社企画投資用不動産「レーガベーネ」9物件（13棟）に加え、ひたちなか市大成町、水戸市米沢町等の大型の土地を売却したため、大幅な増加となった。仲介事業収益については、賃貸仲介手数料は増加したものの、販売仲介手数料が微減となったため、全体では小幅な伸びにとどまった。

不動産流通事業のセグメント利益については、不動産売上高の利益増等により、大幅な増益となった。

◆不動産管理は 2%増収、11%増益。

不動産管理事業（セグメント間の内部売上高又は振替高を含むベース）は、売上高 1,255 百万円（前年同期比 2.4%増）、セグメント利益 440 百万円（同 11.1%増）となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が 554 百万円（同 4.7%増）、管理事業収益が 589 百万円（同 1.0%増）、太陽光売電事業収益が 101 百万円（同 0.8%減）であった。

賃貸事業のうち、自社所有不動産の収益については、2023/9 期の期中に取得した中古の RC 投資用不動産等が上期を通じて貢献したため、前年同期比 4.9%増となった。コインパーキング事業の収益については、2023/9 期の新設分（51 台）、2024/9 期上期の新設分（49 台）及び既存施設での増設分（22 台）の貢献により、同 7.8%増となった。

管理事業収益については、2024/9 期上期末の管理戸数が前年同期末の 22,164 戸から 22,868 戸に増加したことから、管理料収入が順調に増加したものの、前年同期が好調であった内装工事が反動減となったため、全体では小幅な増加にとどまった。

一方、太陽光売電事業の収益については、前年同期に発生した盗難や故障からの復旧に伴う増収要因を、第 1 四半期に実施した施設売却による減収要因がやや上回った。

セグメント利益については、収益の増加に伴い、管理事業と賃貸事業が増益となったほか、太陽光売電事業も、減価償却費等の費用の減少によって増益となった模様である。

全社費用等の調整額は、管理部門の人件費等の増加に伴い、前年同期の 336 百万円から 368 百万円に増加した。

◆現金及び預金や、仕掛販売用不動産等の増加により、総資産は増加した。

2024/9 期上期末の総資産は、前期末の 14,129 百万円から 15,025 百万円に増加した。主な内訳としては、現金及び預金が前期末比 716 百万円増、仕掛販売用不動産が同 598 百万円増（レーガベーネ東上野、レーガベーネ駒込の建設進行等）となった。

◆ 自己資本比率は前期末に比べやや上昇した。

2024/9 期上期末の負債合計は、前期末の 9,486 百万円から 9,920 百万円に増加した。流動負債のその他（前期末比 152 百万円増）や、預り金（同 133 百万円増）、有利子負債（同 86 百万円増）等が増加した。一方、自己資本は利益蓄積等により前期末比 462 百万円増加した。負債の伸びを自己資本の伸びが上回ったため、自己資本比率は前期末の 32.8%から 33.9%へと、やや上昇した。

◆ 2024/9 期の会社予想（4%増収、4%営業増益）は据え置かれた。

◆ 香陵住販の 2024 年 9 月期業績予想

上期実績は計画を上回ったものの、仲介事業収益が計画を下回っていることや、計画には織り込まれていなかった太陽光発電施設の売却の影響を考慮したこと等から、2024/9 期予想について同社は、売上高 9,684 百万円（前期比 3.9%増）、営業利益 894 百万円（同 4.3%増）、経常利益 867 百万円（同 1.6%増）を見込む期初計画を据え置いた。親会社株主に帰属する当期純利益については、太陽光発電施設の売却に伴う特別利益の計上を織り込んだ、2024 年 1 月公表の修正計画（同 10.4%増の 720 百万円）を据え置いた（図表 7）。

【 図表 7 】 2024 年 9 月期の会社計画

（単位：百万円）

		16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期	24/9期	
		実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,799	8,713	9,324	9,684	3.9%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,801	3,101	3,206	3,449	3,603	3,721	3.3%
	売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.1%	39.6%	38.6%	38.4%	-
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,223	2,539	2,606	2,654	2,746	2,827	2.9%
	(対売上高比)	37.1%	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	33.4%	30.5%	29.5%	29.2%	-
営業利益		431	445	540	577	561	600	794	856	894	4.3%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	9.1%	9.2%	9.2%	-
経常利益		405	438	504	562	572	629	794	854	867	1.6%
	(対売上高比)	9.4%	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	8.1%	9.1%	9.2%	9.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	371	385	391	493	653	720	10.4%
	(対売上高比)	5.4%	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.0%	5.7%	7.0%	7.4%	-

(注)2021/9 期の数値は遡及修正後

(出所)決算短信、決算説明会資料、IR ニュースよりアルファ・ウイン調査部作成

売上総利益率は前期の 38.6%から 38.4%への若干の低下を予想している。利益率が低い不動産売上高の売上高比率の低下を想定する一方で、不動産売上高やコインパーキング事業での利益率低下を想定しているためである。一方、販管費については、福利厚生費や家賃保証引当金繰入額等の増加を想定し、前期比 2.9%増を見込んでいる。

◆ 不動産流通は 4%増収、6%減益を予想している。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 7,128 百万円（前期比 4.2%増）、セグメント利益 656 百万円（同 6.0%減）と見込んでいる（図表 8）。売上高の内訳では、不動産売上高 5,538 百万円（前期比 0%増、自社企画投資用不動産の RC マンション 1 棟、木造アパート 20 棟）、仲介事業収益 1,149 百万円（同 17%増）と予想している。

【図表8】2024年9月期のセグメント別計画

(単位：百万円)

	セグメント	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期	24/9期	
		実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	6,248	7,535	7,799	8,713	9,324	9,684	3.9%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	4,189	5,265	5,444	6,452	6,839	7,128	4.2%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	2,059	2,270	2,354	2,260	2,485	2,556	2.8%
営業(セグメント)利益		431	445	540	577	561	600	794	856	894	4.3%
	(対売上高比)	10.0%	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	9.1%	9.2%	9.2%	-
	不動産流通	317	444	400	483	535	496	693	698	656	-6.0%
	(対売上高比)	12.2%	14.1%	11.4%	11.5%	10.2%	9.1%	10.7%	10.2%	9.2%	-
	不動産管理	406	439	570	634	644	751	767	805	881	9.5%
(対売上高比)	23.8%	24.5%	31.5%	30.8%	28.4%	31.9%	33.9%	32.4%	34.5%	-	
	調整額	-291	-437	-430	-540	-619	-647	-666	-646	-643	-

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース、2021/9期の数値は遡及修正後

(出所)決算短信、決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

自社企画投資用不動産「レーガバーネシリーズ」のプロジェクト進捗状況は図表9の通りである。

【図表9】自社企画投資用不動産のプロジェクト進捗状況

	物件名	所在地	竣工(予定)時期	物件概要	戸数	現況または予定
完成済	レーガバーネ金沢町	茨城県日立市	2023年3月	木造2階建アパート	2棟12戸	2024/9期1Q売却済
	レーガバーネ森山町Ⅰ	茨城県日立市	2023年8月	木造2階建アパート	6戸	KORYO Funding12号運用中
	レーガバーネ日立城南	茨城県日立市	2023年9月	木造2階建アパート	2棟12戸	2024/9期2Q売却済
	レーガバーネ勝田泉町	茨城県ひたちなか市	2023年9月	木造2階建アパート	10戸	2024/9期1Q売却済
	レーガバーネ堀口	茨城県ひたちなか市	2023年9月	木造2階建アパート	2棟14戸	2024/9期1Q売却済
	レーガバーネ東大島	茨城県ひたちなか市	2023年9月	木造2階建アパート	12戸	2024/9期1Q売却済
	レーガバーネ河和田	茨城県水戸市	2023年9月	木造2階建アパート	2棟14戸	2024/9期1Q売却済
	レーガバーネ守谷本町	茨城県守谷市	2024年2月	RC6階建マンション	21戸	自社所有(賃貸事業収益)
	レーガバーネ中村南	茨城県土浦市	2024年2月	木造2階建アパート	2棟10戸	自社所有(賃貸事業収益)
	レーガバーネ田彦Ⅲ	茨城県ひたちなか市	2024年2月	木造2階建アパート	6戸	2024/9期2Q売却済
	レーガバーネ市毛Ⅰ	茨城県ひたちなか市	2024年2月	木造2階建アパート	6戸	2024/9期2Q売却済
	レーガバーネ勝田本町Ⅲ	茨城県ひたちなか市	2024年3月	木造2階建アパート	6戸	2024/9期2Q売却済
	レーガバーネ駒込	東京都北区	2024年4月	RC10階建マンション	18戸	2024/9期3Q売却済
レーガバーネ市毛ⅡA	茨城県ひたちなか市	2024年6月	木造2階建アパート	6戸	2024/9期3Q売却済	
レーガバーネ東上野	東京都台東区	2024年6月	鉄骨9階建事業用ビル	9戸		
建設中	レーガバーネ高場	茨城県ひたちなか市	2024年7月(予定)	木造2階建アパート	8戸	2024/9期4Q売却予定
	レーガバーネ弁天町	茨城県日立市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	2棟16戸	
	レーガバーネ真鍋	茨城県土浦市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	2棟14戸	商談中
	レーガバーネ長堀Ⅰ	茨城県ひたちなか市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	4棟26戸	2024/9期4Q売却予定
	レーガバーネ笠原	茨城県水戸市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	8戸	商談中
	レーガバーネ中根A	茨城県ひたちなか市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ中根B	茨城県ひたちなか市	2024年8月(予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ高野	茨城県ひたちなか市	2024年9月(予定)	木造2階建アパート	2棟12戸	
	レーガバーネ小松	茨城県土浦市	2024年9月(予定)	木造2階建アパート	2棟12戸	
	レーガバーネ中荒川沖	茨城県土浦市	2024年9月(予定)	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ生田	茨城県土浦市	2024年12月(予定)	木造2階建アパート	2棟16戸	
	レーガバーネ東砂	東京都江東区	2025年10月(予定)	RC10階建マンション	27戸	
	レーガバーネ柏	千葉県柏市	2025年10月(予定)	RC12階建マンション	59戸	
建築準備中	レーガバーネ金沢町Ⅱ	茨城県日立市	2025年1月(予定)	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ高場Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2025年1月(予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ長堀Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2025年1月(予定)	木造2階建アパート	6棟38戸	
	レーガバーネ元吉田	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	2棟14戸	
	レーガバーネ大みか	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ川口	茨城県土浦市	未定	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ森山町Ⅱ	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	6戸	
レーガバーネ久慈	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	8戸		

(注)2024年6月末時点

(出所)決算説明資料、IR ニュースよりアルファ・ウイン調査部作成

レーガベネシリーズの大型物件である RC10 階建マンション「レーガベネ駒込」(東京都北区)は 2024/9 期第 3 四半期に売却された。鉄骨造 9 階建事業用ビル「レーガベネ東上野」(東京都台東区)は本年 6 月に竣工したが、まだ売却されていない。RC10 階建マンション「レーガベネ東砂」(東京都江東区)及び RC12 階建マンション「レーガベネ柏」(千葉県柏市)は 2025 年 10 月の竣工が予定されている。

仲介事業収益については、販売仲介の強化に向けて、媒介物件の増加や営業方法の見直し、ノウハウの共有を図る方針を掲げている。

不動産流通事業のセグメント利益率の悪化を見込んでいるのは、不動産売上高の利益率低下を想定していることや、従来、不動産管理事業で計上していた販管費の一部が不動産流通事業での計上に変更されたことによる。

・不動産管理は 3%増収、10%増益を予想している。

不動産管理事業は、売上高 2,556 百万円(前期比 2.8%増)、セグメント利益 881 百万円(同 9.5%増)と見込んでいる。売上高の内訳では、賃貸事業収益 1,096 百万円(同 1%増)、管理事業収益 1,180 百万円(同 2%増)と予想している。

賃貸事業収益については、自社所有不動産の賃貸収入は拡大を見込んでいるが、コインパーキング事業とサブリース事業は、ほぼ横這いで想定している。

管理事業収益については、つくばエリア・東京エリアの営業強化により、2024/9 期末の管理戸数を前期末比 1,032 戸増の 23,600 戸と想定して、管理手数料を中心とした増収を計画している。

不動産管理事業のセグメント利益率の上昇を見込んでいるのは、太陽光売電事業において、減価償却費等の減少に伴う利益率の改善を想定していることや、販管費の一部が不動産流通事業の計上に変更になったことによる。

調整額については、前期比 3 百万円減の 643 百万円と見込んでいる。

4. 成長戦略と業績見通し

◆ 香陵住販の成長戦略

- ◆ 2025/9 期において、売上高 100 億円以上、営業利益 9 億円以上を目指している。

同社は、2025/9 期を最終年度とする中期計画「KORYO2025」を公表している。2025/9 期の数値目標は、売上高 100 億円以上、営業利益 9 億円以上、営業利益率 9%以上である。

同社は、効率性と健全性を確保しつつ、安定的かつ継続的な成長を目指しており、中期計画方針として以下の点を掲げている。

- 1) 不動産売上高に過度に依存せず、売上高を着実に拡大する
- 2) 継続可能な収益の積上げにより、利益率の向上に取り組む
- 3) 配当性向 30%を目標に累進配当を続ける
- 4) 当社グループができる持続可能な社会への貢献を実行する

中期計画達成のための取り組みとしては、以下の 3 点を挙げている。

①自社企画投資用不動産「レーガバーネ」シリーズの 2022/9 期から 2025/9 期までの竣工棟数として、RC マンション 8 棟、木造アパート 63 棟を目標とする。

②既存店舗の魅力を向上させると共に、2022/9 期から 2025/9 期までに 2 店舗の出店を目標とすることで、顧客の利便性を追求し、管理戸数・仲介件数の確実な増加を実現する。2024 年 4 月には、RC マンション「レーガバーネ守谷本町」の 1 階において、守谷支店の営業を開始した。また、人口が増加する等、発展性が高いエリアである柏市、流山市に千葉県 2 店舗目となる出店を目指し、情報を収集している。

③「KORYO Funding」を収益事業として確立させ、ノウハウの蓄積やコンスタントなファンド組成を実現する。

2024/9 期上期末での進捗状況を見ると、レーガバーネシリーズの竣工では、RC マンション 2 棟（進捗率 25.0%）、木造マンション 25 棟（同 39.6%）であった。「KORYO Funding」では、2022 年 4 月から 2024 年 5 月までにおいて 15 本のファンドを募集し、いずれも 100%を上回る応募を集めた。第 7 号までの運用を終了しているが、全て予定通りの利回りで償還している。

その他の具体的な数値目標としては、以下の点を挙げている。

- 1.年間管理戸数増加目標を 1,000 戸とする。
- 2.自己資本比率は 30%台を維持しつつ、将来的には 40%を目指す。
- 3.自己資本利益率（ROE）は 10%以上を維持する。

- ◆ 2024/9 期の当調査部の予想は、9%増収、8%営業増益。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2024 年 9 月期業績予想

当調査部は、2024/9 期上期実績及び同社の施策を踏まえ、2024/9 期業績を、売上高 10,114 百万円（前期比 8.5%増）、営業利益 927 百万円（同 8.2%増）、経常利益 899 百万円（同 5.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 655 百万円（同 0.3%増）と予想する（図表 10）。なお、特別利益については上期実績と同額の 200 百万円、特別損失については上期実績をやや上回る 99 百万円を見込んでいます。

【 図表 10 】 中期業績予想

(単位：百万円)

決算期		23/9期実績	24/9期E	25/9期E	26/9期E
売上高		9,324	10,114	10,540	10,858
	不動産流通	6,839	7,607	7,967	8,227
	不動産管理	2,485	2,507	2,573	2,631
営業（セグメント）利益		856	927	995	1,042
	(対売上高比率)	9.2%	9.2%	9.4%	9.6%
	不動産流通	698	742	789	816
	(対売上高比率)	10.2%	9.8%	9.9%	9.9%
	不動産管理	805	896	929	952
	(対売上高比率)	32.4%	35.7%	36.1%	36.2%
	調整額	-646	-711	-723	-726
経常利益		854	899	939	982
	(対売上高比率)	9.2%	8.9%	8.9%	9.0%
親会社株主に帰属する当期純利益		653	655	632	665
	(対売上高比率)	7.0%	6.5%	6.0%	6.1%

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所)決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 不動産流通は、11%増収、6%増益と予想した。

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 7,607 百万円（前期比 11.2%増、会社計画は 7,128 百万円）、セグメント利益 742 百万円（同 6.3%増、同 656 百万円）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 11%増収、仲介事業収益は 4%増収と予想した。

不動産売上高は 6,100 百万円（前期比 10.6%増、会社計画は 5,538 百万円）と予想した。新築物件については会社計画通りと考えたものの、中古物件や土地等の売却が会社計画を上回ると考えた。一方、仲介事業収益は、前期の不振に対する対策の効果が徐々に発現すると考え、1,025 百万円（前期比 3.9%増）への回復を予想したが、1,149 百万円を見込む会社計画を下回ると予想した。その他の売上高は、上期実績を踏まえ、482 百万円（同 43.8%増、同 439 百万円）と予想した。

利益率が低い不動産売上高等の計画超過を想定したことから、不動産流通事業全体では、売上高は会社計画を 479 百万円上回ると予想した一方、セグメント利益は 86 百万円の計画超過にとどまると予想した。

- ◆ 不動産管理は、1%増収、11%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,507 万円 (前期比 0.9%増、会社計画は 2,556 百万円)、セグメント利益 896 百万円 (同 11.3%増、同 881 百万円) と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 4%増収、管理事業収益は 1%増収、太陽光売電事業収益は 12%減収と予想した。

賃貸事業収益は、自社所有不動産の賃貸収入 (2023/9 期の物件取得効果) とコインパーキング事業 (2023/9 期及び 2024/9 期の新規開設効果) が増加すると考え、1,119 百万円 (前期比 3.5%増、会社計画は 1,096 百万円) と予想した。一方、管理事業収益は、管理戸数が約 900 戸増加するという前提を置き、管理手数料の増加を見込む一方、2024/9 期上期実績を受けて、内装工事が減少すると見込んだため、1,169 百万円 (同 1.1%増、同 1,180 百万円) と予想した。太陽光売電事業収益は、茨城県石岡市の太陽光発電施設を売却した影響や、太陽光パネルの劣化による発電量の減少等により、219 百万円 (同 12.1%減、同 278 百万円) と予想した。

不動産管理事業全体では、売上高は会社計画を 49 百万円下回ると予想した。一方、利益率が高い賃貸事業収益が会社計画を上回ると想定したことや、太陽光発電施設での減損損失の計上に伴い、減価償却費が計画に比べ減少することから、セグメント利益については、会社計画を 15 百万円上回ると予想した。

調整額は、2024/9 期上期実績を踏まえ、711 百万円 (前期比 10.0%増、会社計画 643 百万円) と予想した。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

- ◆ 2025/9 期の当調査部の予想は、4%増収、7%営業増益。

2025/9 期については、仲介事業や管理事業の拡大や、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 10,540 百万円 (前期比 4.2%増)、営業利益 995 百万円 (同 7.3%増) と予想した。

- ◆ 不動産流通は、5%増収、6%増益と予想した。

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 7,967 百万円 (前期比 4.7%増)、セグメント利益 789 百万円 (同 6.3%増) と予想した。

- ◆ 不動産売上高、仲介事業収益共に、5%増収と予想した。

不動産売上高は 6,400 百万円 (前期比 4.9%増) と予想した。2024/9 期上期末の棚卸資産が前期末に比べて増加したことから、高水準な売上高が継続すると考えた。一方、仲介事業収益は、対策強化の効果が継続すると想定し、1,080 百万円 (同 5.4%増) と予想した。セグメント利益率については、販管費の伸びが鈍化すると見込んだことから、前期比 0.1%ポイント改善すると予想した。

- ◆ 不動産管理は、3%増収、4%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,573 百万円 (前期比 2.6%増)、セグメント利益 929 百万円 (同 3.7%増) と予想した。

- ◆ **賃貸事業収益は 2%増収、管理事業収益は 5%増収、太陽光売電事業は 5%減収と予想した。**

賃貸事業収益は 1,142 百万円 (前期比 2.1%増) と予想した。主として、新規開設の増加等により、コインパーキング事業が拡大すると考えた。一方、管理事業収益は、新規出店効果等から、管理戸数が約 900 戸増加するという前提を置いたことや、管理戸数の増加に伴い、内装工事が回復すると考えたことから、1,222 百万円 (同 4.5%増) と予想した。太陽光売電事業収益は、茨城県石岡市の太陽光発電施設を売却した影響や、太陽光パネルの劣化による発電量の減少により、209 百万円 (同 4.6%減) と予想した。

管理事業収益とコインパーキング事業の拡大に加え、太陽光売電事業における減価償却費負担の軽減等により、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比 0.4%ポイント改善すると予想した。

調整額は、人件費等の増加を見込み、前期比 12 百万円増の 723 百万円と予想した。

- ◆ **2026/9 期の当調査部の予想は、3%増収、5%営業増益。**

2026/9 期については、新規店舗 1 店開設を前提に、売上高 10,858 百万円 (前期比 3.0%増)、営業利益 1,042 百万円 (同 4.7%増) と予想した。

- ◆ **不動産流通は、3%増収、3%増益と予想した。**

セグメント別では、不動産流通事業は売上高 8,227 百万円 (前期比 3.3%増)、セグメント利益 816 百万円 (同 3.4%増) と予想した。

- ◆ **不動産売上高は 3%増収、仲介事業収益は 5%増収と予想した。**

不動産売上高は 6,600 百万円 (前期比 3.1%増) と予想した。2023/9 期及び 2024/9 期上期の不動産の仕入れ状況を考慮すると、緩やかながら増収が期待できると考えた。一方、仲介事業収益は、対策強化の効果が継続すると考え、1,135 百万円 (同 5.1%増) と予想した。セグメント利益率については、前期比横這いと予想した。

- ◆ **不動産管理は、2%増収、3%営業増益と予想した。**

不動産管理事業は売上高 2,631 百万円 (前期比 2.3%増)、セグメント利益 952 百万円 (同 2.5%増) と予想した。

- ◆ **賃貸事業収益は 1%増収、管理事業収益は 4%増収、太陽光売電事業は 1%減収と予想した。**

賃貸事業収益は 1,155 百万円 (前期比 1.1%増) と予想した。主にコインパーキング事業における新規開設の増加を想定した。一方、管理事業収益は、管理戸数が約 800 戸増加するという前提を置いたことや、内装工事の増加が継続すると考えたことから、1,269 百万円 (同 3.8%増) と予想した。太陽光売電事業収益は、太陽光パネルの劣化による発電量の減少により、207 百万円 (同 1.0%減) と予想した。

管理事業収益や賃貸事業収益の拡大に加え、減価償却費負担の軽減に伴う太陽光売電事業の利益率の改善等により、セグメント利益率は前期比 0.1%ポイント改善すると予想した。

調整額は、人件費等の増加を見込むことから、前期比 3 百万円増の 726 百万円と予想した。

5. SDGs と ESG

◆ 基本方針

同社の SDGs への取り組みに関する基本方針は図表 11 の通りである。

【 図表 11 】 SDGs への取り組みの基本方針

	SDGs項目	取り組み内容
事業展開による貢献	11 住み続けられるまちづくりを	①総合不動産会社として、多様性のあるまちづくりに寄与し、快適な居住空間を提供し続ける ・不動産業における多様な「柱」により、地域の方々を含むステークホルダーの福利に継続して貢献する 不動産売買、賃貸管理、リフォーム・リノベーション、土地の有効活用、収益不動産コンサルティング…
	7 再生可能エネルギーを普及させる	②「太陽光発電システム」(KORYOエコパワー)の継続的な運営・拡大により、持続可能なエネルギー供給に寄与する。また、太陽光発電の利用促進を目指す ・太陽光発電システム「KORYOエコパワー」の継続と拡大 ・アパート・マンション・店舗などの未利用スペースの有効活用により太陽光発電を促進
企業活動による貢献	7 再生可能エネルギーを普及させる 13 気候変動に具体的な対策を	③社内における環境改善を行い、環境保全に寄与する ・「茨城エコ事業所」登録を継続、環境にやさしい取り組みを実践 ・社用車のエコカー(ハイブリッド、EV)化を進め、2025年までに100%エコカーを目指す
	5 ジェンダー平等を促進しよう 8 働きがいも経済成長も 10 人や国ごとの豊かさをなくさない	④性別・年齢・障がい・人種・民族などに関わりなく活躍できる職場環境を醸成することで、働く私たちの幸福No.1企業を目指す ・職場環境改善策および新たな働き方の検討 ・性別に関わりなく活躍することができるキャリアパスを構築 ・能力開発を目的としたジョブローテーションを実施する

(出所) 香陵住販決算説明資料

◆ 実施状況

同社の SDGs への取り組みに関する近年の実施状況と今後の目標としては、以下の6点が挙げられる。

- 1) KORYO エコパワーへの取り組み～今後、自社企画投資用不動産「レーガバーネ」の屋根には原則、太陽光パネルを付ける方針である。アパート売却後も同社が買主から屋根を賃借することにより、発電を維持している。また、2024/9 期上期に、県庁南大通り支店には太陽光パネルと蓄電池を設置した。
- 2) 社用車のエコカー化～2024年5月末時点で、社用車159台のうち、エコカーは106台(EV2台、HV104台)、エコカー率は67%となった。
- 3) 「茨城エコ事業」の登録認定～同社は、2020年10月7日に、茨城県が定めた環境にやさしい取り組みを行う事業所である「茨城エコ事業所」に認定された。

- 4) 「いばらき健康経営推進事業所」の登録認定～同社は、従業員の健康に配慮した取組みを実施している「いばらき健康経営推進事業所」として、茨城県に登録認定されている。
- 5) 女性管理職比率～2024/9 期上期末の 10.0%に対し、2026 年 9 月までの目標を 15%以上とする。なお、2023/9 期末における女性従業員比率（連結）は 28.4%である。
- 6) 育休取得率～女性従業員の育休取得率は、2023/9 期の 100%に対し、2025 年 3 月までの目標を 80%とする。男性従業員の育休取得率は、2023/9 期の 0%に対し、2025 年 3 月までの目標を 10%とする。

◆ 企業統治(Governance)

同社においては、2023 年 12 月、創業者である薄井宗明代表取締役が代表取締役会長に就任し、金子哲広常務取締役が代表取締役社長に昇格した。

同社の取締役会は、議長である金子社長をはじめ、9 名（うち社外取締役 1 名、公認会計士・税理士）で構成されている。女性の取締役は不在である。取締役会は原則毎月開催され（2023/9 期は 13 回）、法令及び定款で定められた事項及び経営方針・政策に関する重要事項、コンプライアンス上重要な問題を審議・決定している。

また、同社は監査役会設置会社であり、議長である常勤監査役と社外監査役 2 名（弁護士、公認会計士）で毎月、監査役会を開催している。

同社は、コンプライアンス体制を強化するため、社内取締役 3 名、常勤監査役、従業員 15 名によって構成されるコンプライアンス委員会及びリスク管理委員会を設置している。両委員会は、事案の発生毎に開催するほか、定例会として、原則としてコンプライアンス委員会は毎月 1 回、リスク管理委員会は 3 カ月に 1 回開催している。

同社は、自社グループの「サステナビリティ基本方針」に基づき、具体的な企画・実行・管理の統括を行い、持続的な企業価値向上に繋げていくことを目的として、金子社長を始めとする社内取締役 3 名、従業員 10 名によって構成されるサステナビリティ委員会を設置している。同委員会は、原則として四半期に 1 回開催し、取締役会に報告するとともに、重要と判断された事案については、小部会・プロジェクトチームを設置し、部門横断的な推進を図っている。

6. アナリストの視点

◆ SWOT 分析

同社の SWOT 分析を図表 12 に列挙した。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・物件の販売、賃貸借の仲介、物件の管理、賃貸契約の更新、原状回復工事等多様な収益機会を持っていること ・茨城県本社の不動産会社として最大級の管理戸数や賃貸仲介件数を誇る ・賃貸住宅等の管理事業や、賃貸事業、太陽光発電事業等の安定収益基盤を持つこと ・毎年度700戸以上の管理戸数を増やす営業力を有していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手不動産会社に比べて総合力で劣ること ・茨城県内でもつくば市等の県南エリアでの市場シェアが相対的に低いこと ・連結子会社の収益規模が小さいこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・拠点網の拡充や、自社企画投資用不動産の建設強化等による管理戸数の更なる拡大 ・事業投資やM&Aを通じた新たな収益基盤の獲得 ・原状回復工事やリフォーム工事の自社請負強化等による管理戸数1戸当たりの収益の拡大 ・県外企業による茨城県での工場建設の増加に伴い、従業員向け住宅ニーズが高まっていること ・不動産クラウドファンディング事業の収益化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・金融経済状況の大幅な落込み等により、自社及び投資家の資金調達環境が悪化すること ・茨城県内での大規模な災害の発生

(出所)アルファ・ウイン調査部

図表 12 に挙げた強みを補足すると、同社は、投資用不動産の販売を通じて獲得したオーナーから、長期間に亘って収益を獲得することを志向し、高額品特有の売切りモデルではなく、継続収入を得る収益モデルの構築を目指してきた。そのため、自社企画投資用不動産の販売においては、投資家が求める投資利回りの確保が期待できる立地や建設コストにこだわっており、目標とする利回りが見込めない物件には手を出さない姿勢を採っている。当調査部では、このような同社の経営姿勢を高く評価している。

弱みを補足すると、同社は、つくば市等の県南エリアの強化を目的に KASUMIC を 2019 年に子会社化したが、県南エリアでの持続的な成長力はまだ高まったとは言えない。しかし、つくば市の南西に位置する守谷市での支店開設等により、県内エリアの強化が進めば、弱みが強みに転化する可能性もあろう。

また、機会を補足すると、経済産業省の工場立地動向調査（対象は当該年に工場等の用地を取得した事業者）によれば、茨城県は、2022 年の工場敷地面積と県外企業の工場立地件数で全国 1 位となっている。県外企業による工場新設は、工場で働く従業員のための住宅需要を高めることから、同社の事業にポジティブな影響が期待される。

◆ 株主還元

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題と位置付け、配当原資確保のための収益力を強化し、持続的かつ安定的な配当を行うという基本方針を掲げている。配当性向については30%以上を当面の目標としている。

◆ 2024/9 期配当の会社予想は実質 5.0 円増配の 46.0 円。

一株当たり配当金(2023年4月1日付の1:2の株式分割遡及修正後)については、2022/9期は年36.0円(配当性向19.6%)、2023/9期は年41.0円(同17.0%)を実施した。2024/9期について、同社は実質5.0円増配の年46.0円の普通配当(同17.2%)を予想している。当調査部は配当について、同社の配当に関する基本方針、目標配当性向、目標ROE等に基づいて、2024/9期は年46.0円、2025/9期は年50.0円、2026/9期は年55.0円と予想する。

◆ 株価の推移、株価に影響を与えうるファクター

要約のページ(P2、図表C)に、同社の過去1年間の株価、及び対TOPIX相対株価を掲げている。同社株価は、2023年6月30日に柏市での土地取得が発表されると、株価は1,300円以上で推移するようになり、8月10日に、ひたちなか市での土地取得、第3四半期決算及び2023/9期の期末配当の増配が発表されると、株価は急上昇し、8月16日には一時1,599円を付けた。その後、2023年末までは1,380~1,550円のレンジで推移した。

2024年1月16日に、石岡市の太陽光発電施設の売却に伴う特別利益の計上と、2024/9期予想の親会社株主に帰属する当期純利益の上方修正が公表されると、翌17日には、株価は一時、期中高値となる1,756円を付けた。その後、株価は1,410~1,580円の狭いレンジでの値動きとなっている。

今後の株価に影響を与えうるファクターとしては、同社による決算及び各種リリースの発表や、株式市場動向、国内、特に茨城県の景気動向、不動産業界の動向等が挙げられる。同社は、2024/9期予想で17.2%となっている配当性向を将来的には30%以上に上げたいとしている。堅調な業績と健全な財務体質を維持しつつ、大幅な増配を発表した場合は、現在3%程度である配当利回りが更に上昇することで投資家の注目が高まり、株価の上昇に繋がる可能性があると思われる。

◆ バリュエーション比較

同社は、様々な事業を手掛けており、同じ様な事業構成を持つ上場不動産会社は見当たらない。当調査部では、ある程度類似した事業構成を持つ、以下の企業と同社の間で主要なバリュエーションを比較した。当調査部が類似企業として選定した企業は、不動産管理事業や不動産仲介事業等を始め、幅広い事業を全国で展開するスターツコーポレー

ション（東証プライム 8850）、京都府を中心に不動産管理事業と不動産賃貸事業を展開する長栄（東証スタンダード 2993）、東京都の城南エリアを中心に投資用不動産の販売や管理を行うフェイスネットワーク（東証スタンダード 3489）である（図表 13）。

【 図表 13 】 バリュエーション比較

社名	香陵住販	スターツコーポレーション	長栄	フェイスネットワーク
コード	3495	8850	2993	3489
実績決算期	2023/9期	2024/3期	2024/3期	2024/3期
株価（円）	1,510	3,370	2,040	1,915
時価総額（百万円）	4,142	181,974	9,126	19,073
予想PER（倍）	5.7	7.5	8.2	7.0
実績PBR（倍）	0.9	1.0	0.9	2.5
予想配当利回り（%）	3.0	3.3	4.4	5.0

(注) 株価は 7 月 5 日時点、予想 PER、予想配当利回りの算出ベースとなる EPS、DPS は直近の会社予想

スターツコーポレーションは、売上高、経常利益等で他社を大きく上回っているため、時価総額が大きく、予想 PER と実績 PBR が相対的に高い。フェイスネットワークは、配当利回りでは魅力的であるものの、実績 PBR が 4 社の中で最も高い。長栄は、予想配当利回りと実績 PBR では相対的に魅力があるものの、予想 PER が最も高くなっている。

同社は、時価総額が最も小さく、予想配当利回りも最も低いものの、予想 PER が最も低く、実績 PBR も長栄と並んで相対的に低いため、バリュエーション比較では 4 社の中では魅力的であると言える。

ディスクレーマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様の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一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身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の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

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。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。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。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務を負いません。