

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：2025/7/29

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。
- ・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)や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

- ・2025/9 期中間期業績は、20.9%増収、20.6%営業増益。主力の不動産売上高の拡大に加え、管理事業収益、賃貸事業収益、仲介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 22.6%増収、24.3%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 14.7%増収、3.4%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「レーガベネ」シリーズの販売後に得られる、賃貸借契約の仲介、物件の管理、賃貸借契約の更新、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おり、2027/9 期目標を売上高 120 億円以上、営業利益 11.5 億円以上とする中期計画「KORYO2027」を公表している。2025/9 期～2027/9 期におけるレーガベネシリーズの竣工目標(RC マンション 6 棟、木造アパート 45 棟)に対する当中間期末時点での実績は、RC マンション 0 棟、木造アパート 5 棟(進捗率 11.1%)であった。

業績予想

- ・2025/9 期業績について、同社は 7.8%増収、6.4%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 10.4%増収、8.6%増益、不動産管理事業 0.7%減収、3.9%減益)も据え置かれている。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2025/9 期業績予想は、16.5%増収、9.7%営業増益とする。2026/9 期は 8.2%増収、8.7%営業増益、2027/9 期は 2.7%増収、4.9%営業増益とする。2025/9 期のセグメント別予想については、不動産流通事業は 18.0%増収、18.2%増益、不動産管理事業は 12.3%増収、0.7%減益と予想した。2026/9 期と 2027/9 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。

1/30

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ご自身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

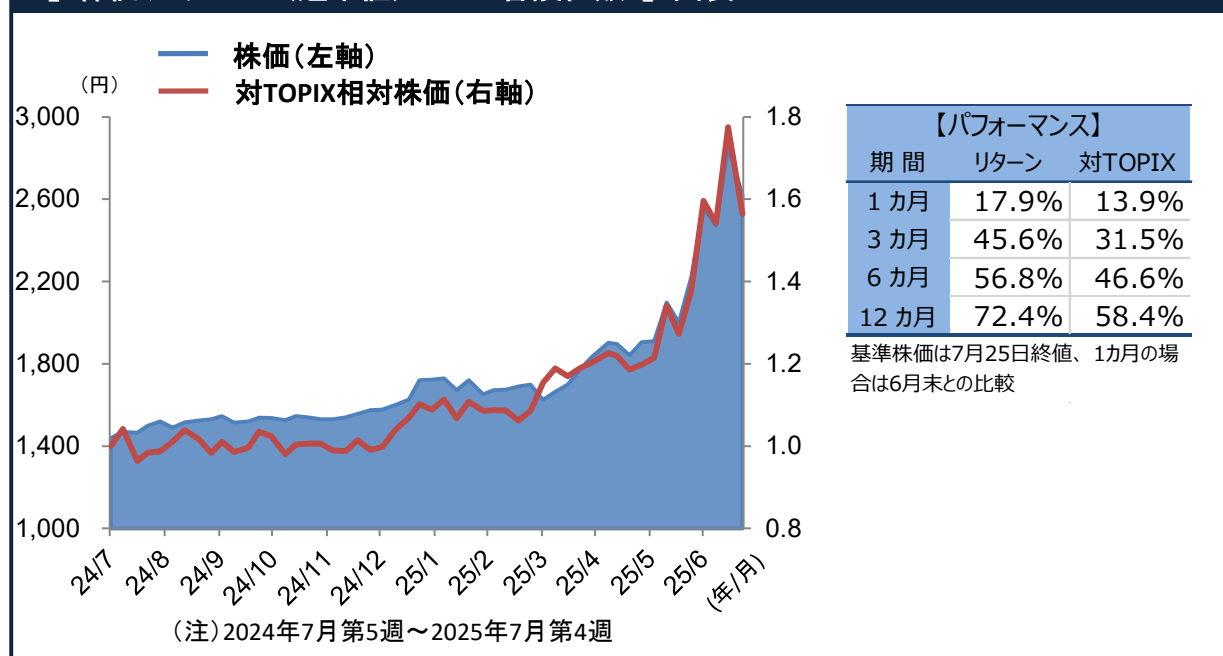
決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2022/9	8,713	11.7	794	32.3	794	26.2	493	26.0	183.47	1,501.17	36.0
2023/9	9,324	7.0	856	7.9	854	7.5	653	32.5	241.87	1,709.98	41.0
2024/9	10,035	7.6	1,001	16.8	979	14.7	722	10.6	264.33	1,914.69	48.0
2025/9 CE	10,822	7.8	1,065	6.4	1,017	3.9	987	36.8	361.49	-	54.0
2025/9 E	11,696	16.5	1,098	9.7	1,049	7.1	1,004	39.1	363.57	2,213.90	54.0
2026/9 E	12,657	8.2	1,193	8.7	1,127	7.4	776	-22.7	281.02	2,440.92	55.0
2027/9 E	13,002	2.7	1,252	4.9	1,172	4.0	811	4.5	293.65	2,679.57	60.0
2024/9 Q2	5,782	18.0	624	31.1	623	28.4	492	48.8	181.25	1,863.47	23.0
2025/9 Q2	6,992	20.9	753	20.6	741	18.8	795	61.5	289.06	2,180.48	27.0

(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q2：中間期、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	2025/7/25	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	2,620	前期実績	9.9	1.4	1.8%	18.2%
発行済株式数 (千株)	2,762	今期予想	7.2	1.2	2.1%	14.9%
時価総額 (百万円)	7,236	来期予想	9.3	1.1	2.1%	19.6%
潜在株式数 (千株)	88	来々期予想	8.9	1.0	2.3%	20.4%
前期株主資本配当率	2.5%	前期末自己資本比率		32.0%	前期ROE	14.6%

【 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、業績拡大を目指している-----P9

特定の販売先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

2025年9月期上期業績-----P13

香陵住販の2025年9月期業績予想-----P16

4. 成長戦略と業績見通し-----P20

香陵住販の成長戦略-----P20

アルファ・ウイン調査部の2025年9月期業績予想-----P21

アルファ・ウイン調査部の中期業績予想-----P22

5. SDGs と ESG-----P25

基本方針-----P25

実施状況-----P25

企業統治 (Governance) -----P26

6. アナリストの視点-----P27

SWOT 分析-----P27

株主還元-----P28

株価の推移、株価に影響を与えるファクター-----P28

バリュエーション比較-----P28

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（鉄筋コンクリート造）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年代以降多店舗化を進め、本社のある水戸市から営業エリアを広げると共に、リフォーム事業や賃貸事業にも進出した。その後も、コインパーキング事業（2016年本格展開開始）や不動産クラウドファンディング事業（2022年開始）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。翌年には、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年の同取引所の市場区分の見直しに伴い、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、2022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。2024/9期の連単倍率は、売上高が1.04倍、営業利益が1.06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。賃貸住宅の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。

同社の事業は、不動産流通事業と不動産管理事業の2セグメントに分類されている。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物件の賃貸料、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。

2024/9 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 74.1%（不動産売上高 58.2%、仲介 10.2%、建設 2.3%、その他 3.3%）、不動産管理事業 25.9%（管理 12.0%、賃貸 11.6%、太陽光売電 2.3%）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 44.1%、不動産管理事業 55.9%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	24/9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	58.2
		仲介事業収益	16.9	15.2	12.7	14.3	12.7	10.6	10.2
		建設	-	-	-	-	-	-	2.3
		その他	5.7	6.5	5.3	5.1	3.8	3.6	3.3
	小計	66.0	67.0	69.9	69.8	74.1	73.3	74.1	
	営業利益		41.2	43.3	45.4	39.8	47.5	46.4	44.1
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	11.6
		管理事業収益	13.8	14.1	13.0	13.5	12.4	12.4	12.0
		太陽光売電事業収益	4.5	3.9	3.0	3.2	3.0	2.7	2.3
		その他	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	小計	34.0	33.0	30.1	30.2	25.9	26.7	25.9	
	営業利益		58.8	56.7	54.6	60.2	52.5	53.6	55.9

（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。2023/9 期以前の不動産流通事業のその他には建設の売上高が含まれている。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

創業者である薄井会長の「会社とは、一度つくったら継続しなければならない」という信念に基づき、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、増加基調であり、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、同社が、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等の賃貸住宅を企画、外部のゼネコンを使って建物を建設し、入居者を募集した後、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 RC マンションの概要については、階数は 5~14 階建、戸数は 21~63 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 4~38 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、アパートが約 6~9 カ月、マンションが約 10~18 カ月である。

同社は、RC マンションを中心に累計約 90 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、不動産クラウドファンディング事業「K O R Y O F u n d i n g」の商品ラインナップの強化にも繋がることから、現在は特に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。

2024/9 期の売上高を見ると、不動産売上高 5,843 百万円、仲介事業収益 1,024 百万円と格差が生じている。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

収益によるものが不動産売上高によるもの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

- ◆ 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。

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、太陽光発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。

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頻繁で、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 358 百万円。

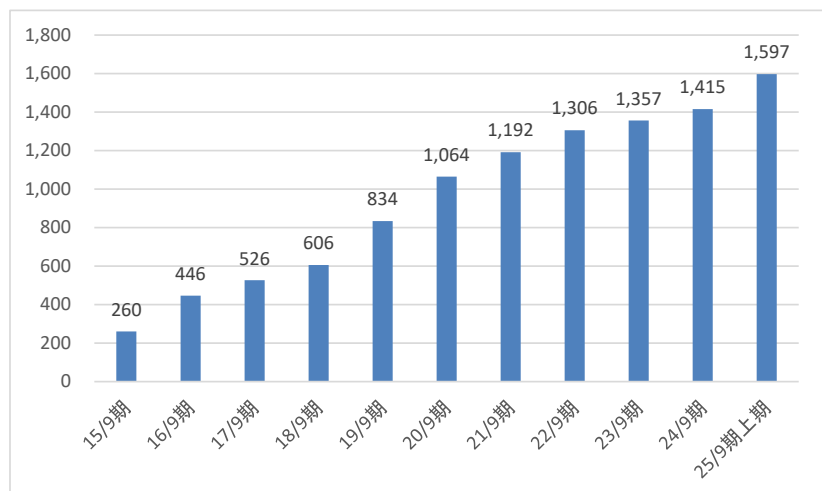
同社が所有する住宅やオフィスビル等の賃貸用不動産に関する情報開示によれば、2024/9 期末における貸借対照表計上額 3,036 百万円に対して、時価評価額は 3,395 百万円（税引前含み益 358 百万円）であった。また、2024/9 期における自社保有物件の賃貸損益は前期比 46 百万円増の 293 百万円となっている。

- ◆ 近年はコインパーキング事業に注力している。

同社は、近年、コインパーキング「ONE'S PARK」にも注力しており、2025/9 期中間期（以下、上期）末の運営施設数は 69 カ所、運営台数は前期末比 182 台増の 1,597 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 48 カ所、ひたちなか市に 8 カ所、日立市に

7カ所、つくば市、取手市に各2カ所、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。

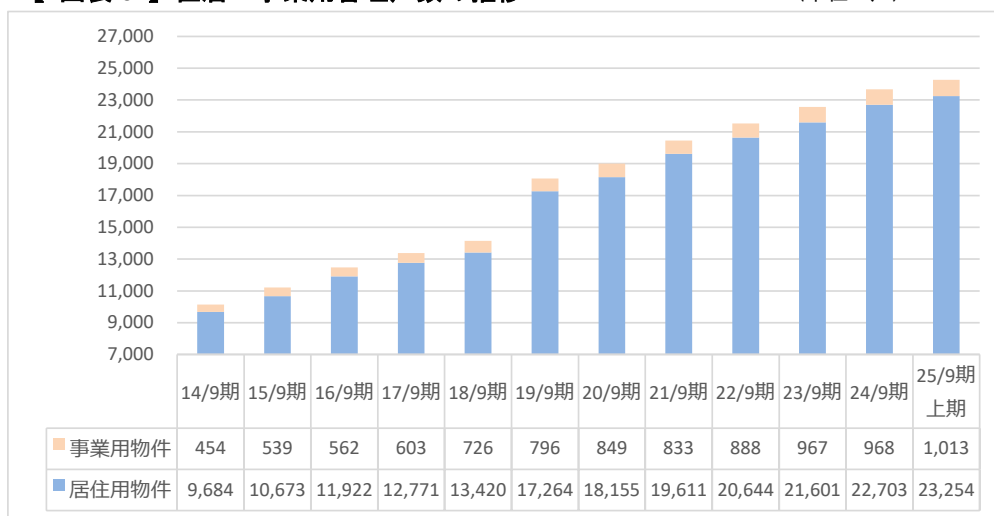
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高などによって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆ 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2025/9期上期末には24,267戸へと毎年度着実に増加している（図表3）。なお、2024/9期においては、約200戸の大口解約があったものの、既存客と新規客からの新規契約の獲得が増加し、目標を上回る1,103戸の純増となった。

【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

2025/9期上期末における地域別内訳は、水戸12,809戸（前期末比212戸増）、つくば、土浦等の県南4,224戸（同87戸減）、ひたちなか3,745戸（同167戸増）、東海・日立2,155戸（同72戸増）、東京・千葉1,334戸（同232戸増）である。期初にエリアの見直しを行い、従来は県南に含まれていた千葉（柏市など）を東京に統合したことから、県南が減少し、東京・千葉が大幅に増加している。

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 K A S U M I C 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、2025/9 期上期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 177 台増の 9,500 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乖離が生じることもある。

◆ 太陽光売電事業収益については、縮小の方針に転じている。

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。2021/9 期までは 4 つのメガソーラーが比較的安定した収益を生んでいたが、2022/9 期以降は設備の盗難や故障が相次いで発生し、売上高が計画を下回ったほか、2024/9 期には施設に係る減損損失を計上した。

こうしたことから、同社は、2024/9 期第 1 四半期に石岡市の施設を、2025/9 期第 1 四半期には水戸市高田町の施設を売却し、同事業については縮小の方針に転じている。

◆ 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。

◆ 効率性と健全性を確保しつつ、業績拡大を目指している

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 2024/9 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 2024/9 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 2024/9 期末には 16,414 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 2024/9 期末には 8,668 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→2024/9 期末 3,036 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→2,201 百万円) が挙げられる。

一方、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、減価償却の進捗や施設の売却により、2016/9 期の 1,344 百万円から 2024/9 期には 596 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 2024/9 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 5,259 百万円に増加した。一方、負債合計は 5,055 百万円から 11,150 百万円に増加した。大きく増加した項目としては、リース負債を除く有利子負債 (2016/9 期末 3,189 百万円→2024/9 期末 7,170 百万円)、預り金 (同 493 百万円→1,240 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 2024/9 期末には 32.0%に上昇した。

- ◆ 営業キャッシュ・フローは、「攻め」の姿勢を強めた 2022/9 期以降、赤字が続いている。

2016/9 期から 2021/9 期まで、同社は用地等の仕入れに慎重な姿勢を採っていたため、営業キャッシュ・フローは 2018/9 期 (△25 百万円) を除き、黒字を確保していた。しかし、不動産売上高に対する「攻め」の姿勢を強め、仕入れを積極化したことにより棚卸資産が急増した 2022/9 期、2023/9 期及び 2024/9 期は、営業キャッシュ・フローが各々 △319 百万円、△1,419 百万円、△712 百万円となり、赤字が続いている。

- ◆ 赤字が続いていた投資キャッシュ・フローは、2024/9 期に黒字に転換した。

一方、投資キャッシュ・フローについては、KASUMI C の買収や、太陽光発電施設、賃貸不動産の取得等という「攻め」の投資に伴い、2016/9 期から 2023/9 期まで赤字が続いていた。しかし、賃貸不動産の取得はあったものの、太陽光発電施設 1 カ所を売却したため、2024/9 期の投資キャッシュ・フローは 7 百万円の黒字となった。収益性が悪化した資産を売却した行動に同社の「守り」の姿勢が感じられた。

- ◆ 「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 名から每期着実に増加しており、2024/9 期末には 236 名となった。2024/9 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 56 名、全社 (共通) 37 名であった。

◆ 特定の販売先には依存していない

- ◆ 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。

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割を超えたケースは過去8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いことから、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。

- (1) 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）。
- (2) 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。
- (3) 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）。
- (4) 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あるため、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。

◆ 不動産管理事業は高利益率を確保している

24/9期において、セグメント利益率は、不動産管理事業（37.4%）が不動産流通事業（10.4%）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、相対的に利益率が低い不動産売上高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32.0%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

◆ 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。

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57.7%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	7,433	2,602
売上原価	5,051	1,099
売上総利益	2,382	1,502
売上総利益率	32.0%	57.7%
販管費	1,611	528
セグメント利益	770	974
セグメント利益率	10.4%	37.4%

(注)セグメント別売上高は外部顧客ベース、2024/9 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 20～22%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 12.0%に対し、不動産管理事業は 44.1%と、格差は更に広がっている。同社は近年、賃貸不動産に対する投資を継続しているが、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

◆ 2025年9月期上期業績

- ◆ 2025/9 期上期は 21% 増収 21% 営業増益。

2025/9 期上期の業績は、売上高が前年同期比 20.9% 増の 6,992 百万円、営業利益は同 20.6% 増の 753 百万円、経常利益は同 18.8% 増の 741 百万円、親会社株主に帰属する中間純利益は同 61.5% 増の 795 百万円であった (図表 5)。

【 図表 5 】 2025 年 9 月期上期の業績

(単位：百万円)

		24/9期			25/9期			
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高		5,782	4,253	10,035	3,322	3,670	6,992	20.9%
売上総利益		2,077	1,822	3,900	1,086	1,186	2,272	9.4%
	売上総利益率	35.9%	42.9%	38.9%	32.7%	32.3%	32.5%	—
販売費及び一般管理費		1,452	1,446	2,899	742	776	1,519	4.6%
	(対売上高比)	25.1%	34.0%	28.9%	22.4%	21.1%	21.7%	—
営業利益		624	376	1,001	343	410	753	20.6%
	(対売上高比)	10.8%	8.8%	10.0%	10.3%	11.2%	10.8%	—
経常利益		623	355	979	336	404	741	18.8%
	(対売上高比)	10.8%	8.4%	9.8%	10.1%	11.0%	10.6%	—
親会社株主に帰属する 当期 (四半期) 純利益		492	229	722	514	281	795	61.5%
	(対売上高比)	8.5%	5.4%	7.2%	15.5%	7.7%	11.4%	—

(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 65%、営業利益 71%であった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高 64.6%、営業利益 70.7%、経常利益 72.9%であった。大型物件の鉄骨造 9 階建事業ビル「レーガバーネ東上野」の売却などにより、不動産売上高の進捗率が 74.7%に達したことが、全体の数値を押し上げた。仲介事業収益等は計画を下回ったものの、レーガバーネシリーズの 2 物件の売却時期が第 3 四半期から第 2 四半期に前倒しとなり、不動産売上高が計画を上回ったため、上期の時点では売上高、営業利益共に会社計画を上回った模様である。

- ◆ 前年同期比では、売上高が 1,209 百万円、営業利益が 128 百万円増加した。

前年同期比では、売上高が 1,209 百万円、営業利益が 128 百万円増加した。相対的に売上総利益率が低い不動産売上高の構成比が 4.3%ポイント低下したほか、不動産管理事業の売上総利益率が低下したため、売上総利益率は前年同期比 3.4%ポイント低下の 32.5%となった。

販管費は、2024 年 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 40 百万円増)、賞与引当金繰入額 (同 7 百万円増)、退職給付費用 (同 4 百万円増) が増えたほか、貸倒引当金繰入額 (同 3 百万円増) 等も増えたため、前年同期比 66 百万円 (4.6%) 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 2024/9

期上期の 25.1%から 21.7%に低下した。売上総利益率の悪化を販管費率の改善で補った結果、営業利益率は前年同期比横這いの 10.8%となった。

営業外収益は、受取保険金が前年同期の 15,545 千円から 362 千円に減少したこと等から、前年同期の 24 百万円から 15 百万円に減少した。一方、営業外費用は、支払利息が前年同期の 17 百万円から 22 百万円に増加したこと等から、前年同期の 25 百万円から 27 百万円に増加した。結果、営業外収支の赤字幅は、前年同期の 1 百万円から 12 百万円に悪化した。

また、特別利益には、固定資産売却益 410 百万円（うち、太陽光発電施設「KORYO エコパワー高田町」の売却益が 398 百万円）が計上された。一方、固定資産除却損 1 百万円が特別損失に計上された。

◆不動産流通は 23%増収、24%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）5,563 百万円（前年同期比 22.6%増）、セグメント利益 687 百万円（同 24.3%増）となった（図表 6）。売上高の内訳では、不動産売上高が 4,807 百万円（同 28.8%増）、仲介事業収益が 561 百万円（同 5.3%増）、前年同期に急拡大した建設売上高（建築請負事業）が大幅減となった、その他が 194 百万円（同 28.2%減）であった。

【図表 6】2025 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	24/9期			25/9期			
			上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率
売上高			5,782	4,253	10,035	3,322	3,670	6,992	20.9%
	不動産流通		4,536	2,896	7,433	2,682	2,880	5,563	22.6%
		不動産売上高	3,732	2,110	5,843	—	—	4,807	28.8%
		仲介事業収益	533	490	1,024	—	—	561	5.3%
		その他	270	294	565	—	—	194	-28.2%
	不動産管理		1,246	1,356	2,602	639	789	1,429	14.7%
		賃貸事業収益	554	607	1,162	—	—	611	10.1%
管理事業収益		589	616	1,206	—	—	766	30.1%	
	太陽光売電事業収益	101	131	233	—	—	51	-49.8%	
営業（セグメント）利益			624	376	1,001	343	410	753	20.6%
（営業利益率）			10.8%	8.8%	10.0%	10.3%	11.2%	10.8%	—
不動産流通	（セグメント利益率）		552	217	770	321	365	687	24.3%
			12.2%	7.5%	10.4%	12.0%	12.7%	12.4%	—
不動産管理	（セグメント利益率）		440	533	974	210	245	455	3.4%
			35.4%	39.3%	37.4%	33.0%	31.0%	31.9%	—
調整額			-368	-374	-743	-188	-200	-389	—

（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、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、自社企画投資用不動産「レーガベネ」は、東上野と木造アパート7物件が売却されたほか、ひたちなか市長堀や東京都練馬区の土地、中古賃貸マンション「サンステージ茅ヶ崎」(神奈川県茅ヶ崎市)等が売却された。

仲介事業収益については、注力している県南エリアを始め、各エリアでの営業活動が奏功し、売買仲介手数料が増収を牽引した。ネットを中心とした契約が増加した賃貸仲介手数料もやや増加した。

注力分野としている建築請負事業は、契約時には不明であった埋設物が工事中に出土したため、工期が遅延している物件があった。結果、建設売上高は、前年同期比減収となり、計画も下回った模様である。

不動産流通事業のセグメント利益率については、不動産売上高の売上高構成比の上昇に伴う売上総利益率の悪化幅を、増収効果に伴う販管費率の改善幅が上回ったため、前年同期比0.2%ポイント改善の12.4%となった。

◆不動産管理は15%増収、3%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1,440百万円(前年同期比14.7%増)、セグメント利益455百万円(同3.4%増)となった。外部顧客ベースによる売上高(1,429百万円)の内訳では、賃貸事業収益が611百万円(同10.1%増)、管理事業収益が766百万円(同30.1%増)、太陽光売電事業収益が51百万円(同49.8%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、2024/9期に取得した中古のRC投資用不動産や、2024年2月に竣工したRC6階建マンション「レーガベネ守谷本町」(茨城県守谷市)等が貢献したため、前年同期比19.0%増となった。なお、2025年3月下旬に事業用の大型投資用不動産(年額想定賃料31百万円)を取得した。

コインパーキング事業の収益については、2024/9期の新設分(81台)、2025/9期上期の新設分(157台)及び既存施設での増設分(27台)の貢献等により、前年同期比13.4%増加した。

管理事業収益については、2025/9期上期末の管理戸数が2024/9期上期末の22,868戸から24,267戸に増加したことから、管理料収入が順調に増加した。また、管理料収入以外の売上高が大幅に拡大した。

一方、太陽光売電事業の収益については、第1四半期に実施した高田町の施設売却により、大幅減となった。

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

が増益となったものの、太陽光発電事業が減益となったため、増益率は小幅にとどまった。

全社費用等の調整額は、全社管理部門の人件費等の増加に伴い、前年同期の368百万円から389百万円に増加した。

◆ 販売用不動産や、機械装置及び運搬具等の減少により、総資産は若干減少。

2025/9 期上期末の総資産は、前期末の16,414百万円から16,038百万円に若干減少した。減少した資産としては、仕掛販売用不動産（前期末比528百万円減、サンステージ茅ヶ崎の売却等）、機械装置及び運搬具（同217百万円減、高田町の太陽光発電施設の売却等）が挙げられる。

◆ 自己資本比率は前期末に比べ上昇。

2025/9 期上期末の負債合計は、前期末の11,150百万円から10,018百万円に減少した。預り金（前期末比128百万円増）や未払法人税等（同121百万円増）などが増加したものの、有利子負債（同1,460百万円減）が大幅に減少した。一方、自己資本は利益蓄積等により前期末比757百万円増加した。負債の減少と自己資本の増加により、自己資本比率は前期末の32.0%から37.5%へと、大きく上昇した。

◆ 香陵住販の2025年9月期業績予想

◆ 2025/9 期の会社計画（8%増収、6%営業増益）は据え置かれた。

上期実績は計画をやや上回ったものの、不動産売上高における物件売却の前倒しが主因であったため、2025/9 期予想について同社は、売上高10,822百万円（前期比7.8%増）、営業利益1,065百万円（同6.4%増）、経常利益1,017百万円（同3.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益987百万円（同36.8%増）を見込む期初計画を据え置いた（図表7）。

【図表7】2025年9月期の会社計画

（単位：百万円）

		17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期	24/9期	25/9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		4,952	5,328	6,248	7,535	7,799	8,713	9,324	10,035	10,822	7.8%
売上総利益		2,309	2,486	2,801	3,101	3,206	3,449	3,603	3,900	3,988	2.3%
	売上総利益率	46.6%	46.7%	44.8%	41.2%	41.1%	39.6%	38.6%	38.9%	36.9%	-
販売費及び一般管理費		1,863	1,945	2,223	2,539	2,606	2,654	2,746	2,899	2,922	0.8%
	(対売上高比)	37.6%	36.5%	35.6%	33.7%	33.4%	30.5%	29.5%	28.9%	27.0%	-
営業利益		445	540	577	561	600	794	856	1,001	1,065	6.4%
	(対売上高比)	9.0%	10.1%	9.3%	7.4%	7.7%	9.1%	9.2%	10.0%	9.8%	-
経常利益		438	504	562	572	629	794	854	979	1,017	3.9%
	(対売上高比)	8.8%	9.5%	9.0%	7.6%	8.1%	9.1%	9.2%	9.8%	9.4%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		277	327	371	385	391	493	653	722	987	36.8%
	(対売上高比)	5.6%	6.1%	5.9%	5.1%	5.0%	5.7%	7.0%	7.2%	9.1%	-

(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38.9%から36.9%への低下を予想している。相対的に利益率が低い不動産売上高の売上高比率の上昇や、大型物件の

売却による不動産売上高での売上総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、減価償却費や研修費等の増加を想定し、前期比 0.8%増を見込んでいる。

また、特別利益には、太陽光発電施設「KORYO エコパワー高田町」の売却に伴う固定資産売却益 398 百万円が織り込まれている。

◆不動産流通は 10%増収、9%増益を予想している。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 8,210 百万円（前期比 10.4%増）、セグメント利益 836 百万円（同 8.6%増）と見込んでいる（図表 8）。売上高の内訳では、不動産売上高 6,438 百万円（同 10%増、自社企画投資用不動産のレーガバーネ東上野、木造アパート 12 棟）、仲介事業収益 1,115 百万円（同 9%増）と予想している。

【図表 8】2025 年 9 月期のセグメント別計画（単位：百万円）

	セグメント	23/9期	24/9期	25/9期	
		実績	実績	計画	増減率
売上高		9,324	10,035	10,822	7.8%
	不動産流通	6,840	7,436	8,210	10.4%
	不動産管理	2,504	2,631	2,612	-0.7%
	調整額	-20	-32	0	-
営業（セグメント）利益		856	1,001	1,065	6.4%
	（営業利益率）	9.2%	10.0%	9.8%	-
	不動産流通	698	770	836	8.6%
	（セグメント利益率）	10.2%	10.4%	10.2%	-
	不動産管理	805	974	936	-3.9%
	（セグメント利益率）	32.1%	37.0%	35.8%	-
	調整額	-646	-743	-707	-

（注）セグメント別売上高はセグメント間の売上高又は振替高を含むベース、25/9 期計画のセグメント利益率はアルファ・ウイン調査部の推定値（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。

2025/9 期での売却予定「レーガバーネ」木造アパートのうち、上期では、中根 A、中根 B、高野、中荒川沖、高場Ⅱ、長堀Ⅱ、大みかの 7 物件 13 棟が売却された。第 3 四半期では既に弁天町、生田、元吉田の 3 物件 6 棟が売却されている。また、土浦川口Ⅱは第 4 四半期での売却が予定されている。

24 年 6 月に竣工した大型物件の鉄骨造 9 階建事業用ビル「レーガバーネ東上野」（東京都台東区）は、1 月 23 日に売却された。

RC10 階建マンション「レーガバーネ東砂」（東京都江東区、竣工予定 2025 年 10 月）は、2026/9 期第 1 四半期の売却が予定されている。RC12 階建マンション「レーガバーネ柏Ⅰ」（千葉県柏市、同 2025 年

10月)、RC5階建マンション「レーガバーネ柏Ⅱ」(千葉県柏市、同2026年2月)及びRC11階建マンション「レーガバーネ東葛西」(東京都江戸川区、同2026年9月)の売却予定時期は未定である。

【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	自社所有(賃貸事業収益)
	レーガバーネ中村南A B	茨城県土浦市	2024年2月	木造2階建アパート	2棟10戸	2025/9期4Q売却予定
	レーガバーネ中村南C	茨城県土浦市	2025年3月	木造2階建アパート	4戸	
	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	2025/9期2Q売却済
	レーガバーネ弁天町	茨城県日立市	2024年9月	木造2階建アパート	2棟16戸	2025/9期3Q売却済
	レーガバーネ中根A	茨城県ひたちなか市	2024年9月	木造2階建アパート	8戸	2025/9期1Q売却済
	レーガバーネ中根B	茨城県ひたちなか市	2024年9月	木造2階建アパート	8戸	2025/9期1Q売却済
	レーガバーネ高野	茨城県ひたちなか市	2024年9月	木造2階建アパート	2棟12戸	2025/9期1Q売却済
	レーガバーネ小松	茨城県土浦市	2024年9月	木造2階建アパート	2棟12戸	KORYO Funding運用中
	レーガバーネ中荒川沖	茨城県土浦市	2024年9月	木造2階建アパート	6戸	2025/9期1Q売却済
	レーガバーネ高場Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2025年2月	木造2階建アパート	8戸	2025/9期2Q売却済
	レーガバーネ長堀Ⅱ	茨城県ひたちなか市	2025年3月	木造2階建アパート	6棟38戸	2025/9期2Q売却済
	レーガバーネ大みか	茨城県日立市	2025年3月	木造2階建アパート	8戸	2025/9期2Q売却済
	レーガバーネ長堀Ⅲ	茨城県ひたちなか市	2025年3月	木造2階建アパート	2棟20戸	商談中
	レーガバーネ久慈町3丁目	茨城県日立市	2025年3月	木造2階建アパート	8戸	KORYO Funding運用中
レーガバーネ生田	茨城県土浦市	2025年5月	木造2階建アパート	2棟16戸	2025/9期3Q売却済	
レーガバーネ元吉田	茨城県水戸市	2025年5月	木造2階建アパート	2棟14戸	2025/9期3Q売却済	
建設中	レーガバーネ土浦川口Ⅱ	茨城県土浦市	2025年7月(予定)	木造2階建アパート	8戸	2025/9期4Q売却予定
	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	2026/9期1Q売却予定
	レーガバーネ柏Ⅰ	千葉県柏市	2025年10月(予定)	RC12階建マンション	59戸	
	レーガバーネ津田東	茨城県ひたちなか市	2026年2月(予定)	木造2階建アパート	10戸	
	レーガバーネ柏Ⅱ	千葉県柏市	2026年2月(予定)	RC5階建マンション	18戸	
レーガバーネ東葛西	東京都江戸川区	2026年9月(予定)	RC11階建マンション	29戸		
建築準備中	レーガバーネ松戸	千葉県松戸市	2025年11月(予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ河原子	茨城県日立市	2026年2月(予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガバーネ渡里	茨城県水戸市	2026年2月(予定)	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ市毛B	茨城県ひたちなか市	2026年3月(予定)	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ東原	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	レーガバーネ土浦東埼	茨城県土浦市	未定	木造2階建アパート	3棟25戸	
	レーガバーネ千波Ⅱ	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	10戸	
	レーガバーネ千波Ⅲ	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	10戸	
	レーガバーネ勝田本町Ⅳ	茨城県ひたちなか市	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	
レーガバーネ土浦中貫	茨城県土浦市	未定	木造2階建アパート	12戸		

(注)2025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

仲介事業収益については、支店と本部の連携を密にしたほか、取締役会において、営業本部毎の取組みや契約の進捗状況を共有する等、事業の強化を図る方針である。エリア別では、県央・県北と県南における販売仲介手数料の増加を計画している。

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ためである。

◆不動産管理は1%減収、4%減益を予想している。

不動産管理事業は、売上高2,612百万円(前期比0.7%減)、セグメン

ト利益 936 百万円 (同 3.9%減) と見込んでいる。売上高の内訳では、賃貸事業収益 1,247 百万円 (同 7%増)、管理事業収益 1,248 百万円 (同 3%増) と予想している。また、太陽光売電事業収益については、石岡 (2024/9 期第 1 四半期) と高田町 (2025/9 期第 1 四半期) の売却に伴い、115 百万円 (同 50%減、117 百万円減) 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、2024/9 期に取得した物件のリノベーションを行い、賃料の引上げを図ること等から、高い伸びを見込んでいるが、コインパーキング事業とサブリース事業は、小幅な伸びを想定している。

管理事業収益については、県南エリアを 2 営業本部体制にすると共に人材を補強し、2025/9 期末の管理戸数を前期末比 1,029 戸増の 24,700 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低下を見込んでいるのは、太陽光売電事業における売上総利益率の低下や、減収に伴う販管費率の悪化を見込んでいるためである。

調整額については、前期比 36 百万円減の 707 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

- ◆ 2027/9 期において、売上高 120 億円以上、営業利益 11.5 億円以上を目指している。

2025/9 期を最終年度とする中期経営計画「KORYO2025」において目標としていた「売上高 100 億円以上、営業利益 9 億円以上」は、2024/9 期に 1 年前倒しで達成されたため、同社は 2024 年 12 月に新中期経営計画「KORYO2027」を公表した。2027/9 期の数値目標は、「売上高 120 億円以上、営業利益 11.5 億円以上、営業利益率は 9%以上を維持し、10%を目指す」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み上げにより、利益率の維持・向上に努める
- 3) 配当性向 30%を目標に累進配当を続ける
- 4) 人的資本の強化を行う
- 5) 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

中期計画達成に向けた取り組みとしては、以下の 4 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 2025/9 期から 2027/9 期までの竣工棟数として、RC マンション 6 棟、木造アパート 45 棟を目標とする。

②建設請負事業を新たな柱として展開し、2025/9 期から 2027/9 期において、請負件数 15 件を目標とする。

③「KORYO Funding」の知名度向上を目指し、2024/9 期において 3,030 人であった延べ応募者数と 17 本であった組成ファンド数について、2027/9 期には各々、9,000 人、53 本を目標とする。

④人的資本の強化として、2024/9 期末に 10%であった女性管理職比率は 2027/9 期末までに 17%以上、2024/9 期に 66.7%であった男性育休取得率は 30%以上を目標とする。2024/9 期に 100%であった女性育休取得率については 100%の維持を目標とする。2024/9 期には 5.7 時間であった従業員 1 人当たりの年間平均研修時間は 10 時間を目標とする。

同社は不動産関連資格の取得を推奨している。2024/9 期末時点において、宅地建物取引士の不動産流通事業従業員（単体）に占める割合は 71.0%、賃貸不動産経営管理士の不動産管理事業従業員（単体）に占める割合は 22.6%であった。同社は、2027/9 期末までに上記数値を各々 80%以上、50%以上に引上げることを目標として掲げている。

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。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2025 年 9 月期業績予想

- ◆ 2025/9 期の当調査部の予想は、17%増収、10%営業増益。

当調査部は、2025/9 期上期実績及び同社の施策を踏まえ、2025/9 期業績を、売上高 11,696 百万円 (前期比 16.5%増)、営業利益 1,098 百万円 (同 9.7%増)、経常利益 1,049 百万円 (同 7.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,004 百万円 (同 39.1%増) と予想する (図表 10)。なお、特別利益については 410 百万円、特別損失については 7 百万円を見込んでいる。

【 図表 10 】 中期業績予想

(単位 : 百万円)

決算期		24/9期実績	25/9期E	26/9期E	27/9期E
売上高		10,035	11,696	12,657	13,002
	不動産流通	7,436	8,774	9,608	9,839
	不動産管理	2,631	2,922	3,049	3,163
	調整額	-32	0	0	0
営業 (セグメント) 利益		1,001	1,098	1,193	1,252
	(営業利益率)	10.0%	9.4%	9.4%	9.6%
	不動産流通	770	910	974	1,008
	(セグメント利益率)	10.4%	10.4%	10.1%	10.2%
	不動産管理	974	968	1,012	1,052
	(セグメント利益率)	37.4%	33.1%	33.2%	33.3%
	調整額	-743	-780	-794	-808
経常利益		979	1,049	1,127	1,172
	(対売上高比率)	9.8%	9.0%	8.9%	9.0%
親会社株主に帰属する当期純利益		722	1,004	776	811
	(対売上高比率)	7.2%	8.6%	6.1%	6.2%

(注)セグメント別売上高はセグメント間の内部売上高又は振替高を含むベース

(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、18%増収、18%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 8,774 百万円 (前期比 18.0%増、会社計画は 8,210 百万円)、セグメント利益 910 百万円 (同 18.2%増、同 836 百万円) と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 20%増収、仲介事業収益は 6%増収と予想した。

不動産売上高は 7,000 百万円 (前期比 19.8%増、会社計画は 6,438 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、上期実績を踏まえ、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、エリア別対策の効果が本格化すると考え、1,089 百万円 (同 6.3%増) への回復を予想したが、1,115 百万円を

見込む会社計画をやや下回ると予想した。その他の売上高は、建設請負事業等の拡大を見込み、685 百万円（同 21.1%増、同 656 百万円）と予想した。

利益率が低い不動産売上高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 564 百万円上回ると予想した一方、セグメント利益は 74 百万円の計画超過にとどまると予想した。

- ◆ 不動産管理は、11%増収、1%営業減益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,922 百万円（前期比 11.0%増、会社計画は 2,612 百万円）、セグメント利益 968 百万円（同 0.7%減、同 936 百万円）と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 9%増収、管理事業収益は 28%増収、太陽光売電事業収益は 52%減収と予想した。

賃貸事業収益は、上期実績を踏まえ、自社所有不動産の賃貸収入（2024/9 期及び 2025/9 期上期の物件取得効果とリノベーションによる賃料上昇）とコインパーキング事業収入（2024/9 期及び 2025/9 期上期の新規開設効果）が増加すると考え、1,271 百万円（前期比 9.3%増、会社計画は 1,247 百万円）と予想した。一方、管理事業収益は、管理戸数が約 1,000 戸増加するという前提を置き、管理手数料の増加を見込んだほか、内装工事等が大幅に増加すると見込んだため、1,539 百万円（同 27.5%増、同 1,248 百万円）と予想した。太陽光売電事業収益は、茨城県水戸市高田町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、112 百万円（同 52.1%減、同 115 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 310 百万円上回ると予想した。一方、利益率が低い管理事業収益の内装工事等が会社計画を上回ると想定したことから、セグメント利益は 32 百万円の計画超過にとどまると予想した。

調整額は、上期実績を踏まえ、780 百万円（前期比 4.9%増、会社計画 707 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

- ◆ 2026/9 期の当調査部の予想は、8%増収、9%営業増益。

2026/9 期については、不動産売上高や、仲介事業、賃貸事業、管理事業の拡大を見込み、売上高 12,657 百万円（前期比 8.2%増）、営業利益 1,193 百万円（同 8.7%増）と予想した。

- ◆ 不動産流通は、10%増収、7%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 9,608 百万円（前期比 9.5%増）、セグメント利益 974 百万円（同 7.0%増）と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 10%増収、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 7,700 百万円（前期比 10.0%増）と予想した。2025 年 10 月に竣工するレーガバーネ柏 I やレーガバーネ東砂等の売上高が貢献すると考えた。一方、仲介事業収益は、対策強化の効果が継続す

- ◆ 不動産管理は、4%増収、5%営業増益と予想した。

ると想定し、1,148 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、利益率の低い不動産売上高の売上高構成比が上昇すると考え、前期比 0.3%ポイント悪化すると予想した。

不動産管理事業は売上高 3,049 百万円 (前期比 4.3%増)、セグメント利益 1,012 百万円 (同 4.5%増) と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益は 5%増収、管理事業収益は 4%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,337 百万円 (前期比 5.2%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 1,000 戸増加するという前提を置いたことから、1,602 百万円 (同 4.1%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等により、110 百万円 (同 1.8%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伴う売上総利益の増加により、販管費の増加を吸収すると考え、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比 0.1%改善すると予想した。

調整額は、のれん償却額の減少を織り込んだものの、人件費等の増加を見込み、前期比 14 百万円増の 794 百万円と予想した。

- ◆ 2027/9 期の当調査部の予想は、3%増収、5%営業増益。

2027/9 期については、売上高 13,002 百万円 (前期比 2.7%増)、営業利益 1,252 百万円 (同 4.9%増) と予想した。

- ◆ 不動産流通は、2%増収、4%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 9,839 百万円 (前期比 2.4%増)、セグメント利益 1,008 百万円 (同 3.5%増) と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 1%増収、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 7,800 百万円 (前期比 1.3%増) と予想した。2024/9 期及び 2025/9 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、1,207 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、利益率の低い不動産売上高の売上高構成比が低下すると考え、前期比 0.1%ポイント改善すると予想した。

- ◆ 不動産管理は、4%増収、4%営業増益と予想した。

不動産管理事業は売上高 3,163 百万円 (前期比 3.7%増)、セグメント利益 1,052 百万円 (同 4.0%増) と予想した。

- ◆ 賃貸事業収益と管理事業収益は、共に 4%増収と予想した。

賃貸事業収益は 1,385 百万円 (前期比 3.6%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 1,000 戸増加するという前提を置いたことから、1,670 百万円 (同 4.2%増) と予想した。太陽光売電事業収益は 108 百万円 (同 1.8%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伴う売上総利益の増加により、販管費の増加を吸収すると考え、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比 0.1%改善すると予想した。








調整額は、のれん償却額の減少を織り込んだものの、人件費等の増加を見込み、前期比 14 百万円増の 808 万円と予想した。

5. SDGs と ESG

◆ 基本方針

同社の SDGs (サステナビリティテーマ) 及びその対応方針は図表 11 の通りである。

【図表 11】SDGs (サステナビリティテーマ) 及びその対応方針

サステナビリティテーマ	対応方針	関連するSDGs
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。	◆「不動産売買」「賃貸管理」「建物の建築・リフォーム・リノベーション事業」「土地の有効活用」「収益不動産のコンサルティング」など不動産における多様な事業展開(「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。	11 
「太陽光発電システム」(KORYOエコパワー)の運営により、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」の運営 ◆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	7 
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9月末までに100%エコカー化を目指す。	7  13 
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。	◆「いばらき健康経営推進事業所」の登録を継続し従業員の健康に配慮した取り組みを実践 ◆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。	5  8  10 

(出所) 香陵住販有価証券報告書

◆ 実施状況

同社の SDGs (サステナビリティテーマ) に対する具体的な取り組み内容と進捗状況としては、以下の4点が挙げられる。なお、人的資本に関する内容は「4.成長戦略と業績見通し」で前述した。

1) KORYO エコパワーの運営

- ◆自社企画投資用不動産「レーガバーネ」の屋根には原則、太陽光パネルを設置→2022年10月から完成したアパート55棟のうち36棟に太陽光パネルを設置済
- ◆2024/9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

2) 2025年9月末までに100%エコカー化

- ◆排気ガスを削減するハイブリッド車や電気自動車等の環境に配慮した車両に順次切り替え、温暖化ガスの排出削減に努める。
- ◆エコカー率70% (2025年5月末現在)

3) 「茨城エコ事業」登録継続

- ◆同社は、「茨城エコ事業所」として茨城県に登録認定されている。「茨城エコ事業所登録制度」とは、茨城県が定めた地球温暖化の防止、

省エネ・省資源等環境に配慮した取組みを実施している事業所の登録認定制度であり、同社は最高位の「AAA」の認定を受けている。

4) 「いばらき健康経営推進事業所」登録継続

◆同社は、「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。「いばらき健康経営推進事業所」には、従業員の健康に配慮した取組みを実施している企業が認定されている。

◆ 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（2024/9期は14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13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4名、従業員16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、賃貸事業等の安定収益基盤を持つこと ・毎年度1,000戸程度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 ・建設請負事業の拡大
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として 2019 年に子会社化した KASUMIC を 2022 年には吸収合併したが、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、県南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 1,000 ㎡以上の用地を取得した事業者）によれば、茨城県は、2024 年の工場立地面積が全国 3 位、工場立地件数が全国 1 位となっている。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。

◆ 2025/9 期配当の会社予想は、2 月に前期比 6.0 円増配の 54.0 円に上げられた。

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、2023/9期は年41.0円(配当性向17.0%)、2024/9期は年48.0円(同18.2%)を実施した。2025/9期の配当予想について同社は、2月13日に、期初計画の年53.0円から年54.0円(同14.9%)に上げた。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、2025/9期は年54.0円、2026/9期は年55.0円、2027/9期は年60.0円と予想する。

◆ 株価の推移、株価に影響を与えるファクター

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、2024年7月から12月まで1,400円~1,600円程度のレンジで推移した。

2025年に入ると、国内外の経済金融情勢の変化を受けて大型株市場が調整局面を迎えた一方、株価変動が小さく、バリュエーションが割安な銘柄に投資家の買いが入ったため、同社株は徐々に上昇し、2月12日には1,748円を付けた。4月に入り、米国トランプ政権の関税政策を受けて株式市場が下落すると、同社株も一時1,500円を割り込んだが、内需関連の割安銘柄への資金流入を受け、同社株はすぐ反発した。5月から6月上旬までは、同社株は1,800~1,950円で推移していたが、6月13日に2,000円を突破すると、堅調な業績と割安な株価を評価する投資家からの買いが集まり、7月18日には期中の高値となる2,855円に急上昇した。

今後の株価に影響を与え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、2025/9期予想で14.9%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、株価の急上昇により、現在2%程度に低下した配当利回りが再び魅力的な水準に上昇することで、更なる株価の上昇に繋がる可能性がある。

◆ 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	2024/9期	2025/3期	2025/3期	2025/3期
株価 (円)	2,620	4,570	2,035	2,191
時価総額 (百万円)	7,236	246,772	9,103	21,822
予想PER (倍)	7.2	9.6	9.6	6.4
実績PBR (倍)	1.4	1.3	0.8	2.2
予想配当利回り (%)	2.1	2.8	4.9	5.5

(注) 株価は 7 月 25 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 が相対的に高い。フェイスネットワークは、予想配当利回りと予想 PER 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 はスターツコーポレーションと並んで高い。

同社は、過去半年の株価の急上昇により、予想配当利回りは最も低く、実績 PBR も 2 番目に高くなったため、従来と比べて相対的な割安感が薄れたことは否めない。また、予想 PER は、表面的には 2 番目に低いものの、特別損益の影響を除くと、最も高いと推測される。しかし、直近四半期決算に基づく実績 PBR では 1.2 倍と 2 番目に低いことから、資産面では相対的に割安感が残っていると見えよう。

ディスクレームー

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は負いません。