

# 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：2025/2/18

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

- ・2024/9 期業績は、7.6%増収、16.8%営業増益。賃貸事業収益の拡大や、不動産売上高、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 8.7%増収、10.3%増益となったほか、太陽光発電施設の売却による収益減を、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 5.1%増収、21.0%増益となった。
- ・2025/9 期第1四半期業績は、不動産管理事業は好調であった一方、不動産売上高の利益率の低下により、不動産流通事業が増収減益であったため、5.4%増収、4.2%営業減益であった。

#### 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、今回、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」を公表した。管理戸数の年間純増目標は 1,000 戸、2025/9 期～2027/9 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 6 棟、木造アパート 45 棟としている。

#### 業績予想

- ・2025/9 期の会社計画は 7.8%増収、6.4%営業増益である。セグメント別では、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%減益と予想している。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2025/9 期業績予想は、8.7%増収、8.4%営業増益とする。2026/9 期は 6.9%増収、5.2%営業増益、2027/9 期は 2.9%増収、5.1%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 11.2%増収、9.5%増益、不動産管理事業は 0.5%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。

1/32

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)
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	10,911	8.7	1,085	8.4	1,036	5.8	993	37.5	361.55	2,222.24	54.0
2026/9 E	11,666	6.9	1,141	5.2	1,063	2.6	732	-26.3	266.53	2,434.77	55.0
2027/9 E	12,007	2.9	1,199	5.1	1,106	4.0	765	4.5	278.54	2,658.31	60.0
2024/9 Q1	3,152	17.3	358	92.8	359	79.0	374	174.0	137.86	1,824.58	-
2025/9 Q1	3,322	5.4	343	-4.2	336	-6.4	514	37.6	187.12	2,080.82	-

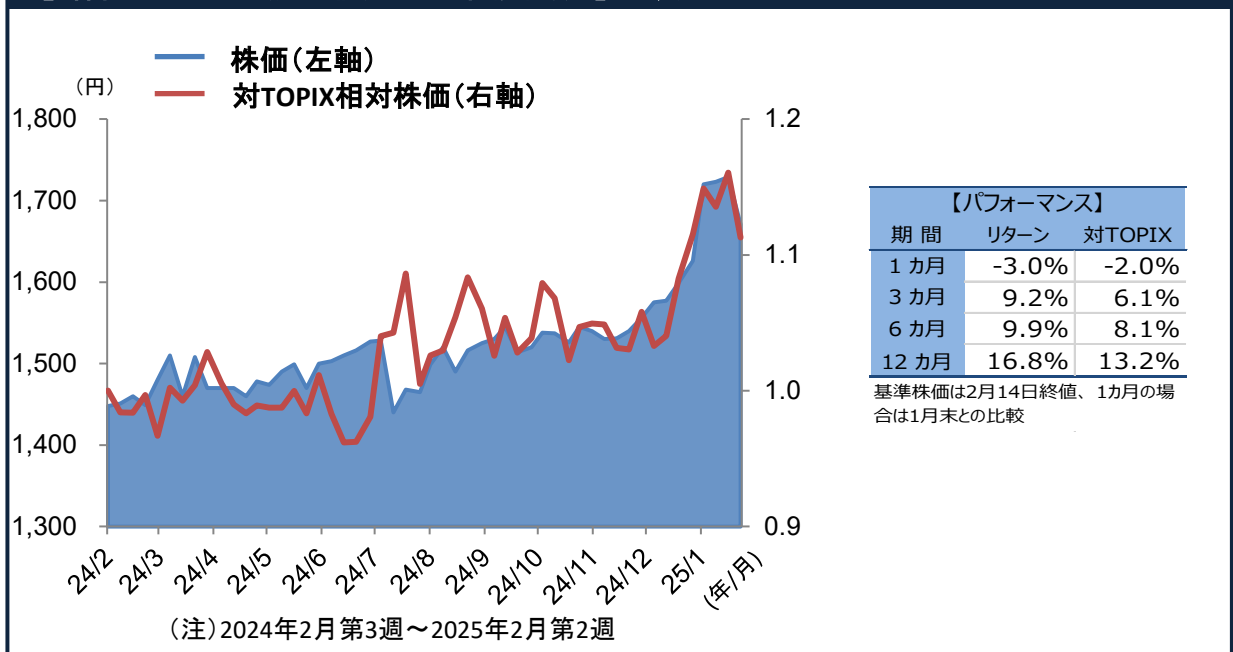
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1：第1四半期、2023年4月1日付で1：2の株式分割を実施。  
1株当たり指標は遡って修正

【 株価・バリュエーション指標：3495 香陵住販 】 図表 B

項目	2025/2/14	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,671	前期実績	6.3	0.9	2.9%	18.2%
発行済株式数 (千株)	2,753	今期予想	4.6	0.8	3.2%	14.9%
時価総額 (百万円)	4,601	来期予想	6.3	0.7	3.3%	20.6%
潜在株式数 (千株)	96	来々期予想	6.0	0.6	3.6%	21.5%
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%

(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

<b>1. 会社概要</b>	<b>P4</b>
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
<b>2. 事業内容とビジネスモデル</b>	<b>P6</b>
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
<b>3. 直近期業績と今期の見通し</b>	<b>P13</b>
2024年9月期業績	P13
2025年9月期第1四半期業績	P16
香陵住販の2025年9月期業績予想	P18
<b>4. 成長戦略と業績見通し</b>	<b>P22</b>
香陵住販の成長戦略	P22
アルファ・ウイン調査部の2025年9月期業績予想	P23
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P24
<b>5. SDGs と ESG</b>	<b>P27</b>
基本方針	P27
実施状況	P27
企業統治 (Governance)	P28
<b>6. アナリストの視点</b>	<b>P29</b>
SWOT 分析	P29
株主還元	P30
株価の推移、株価に影響を与えうるファクター	P30
バリュエーション比較	P30

## 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年代以降多店舗化を進め、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、月極駐車場等の管理手数料、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、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。

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 割を上回っている（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

薄井会長の信念である「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、木造戸建住宅等の賃貸住宅を企画し、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 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、戸建住宅が約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、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。

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。

自社所有不動産の賃貸収入には、竣工したレーガペー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。

- ◆ 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。

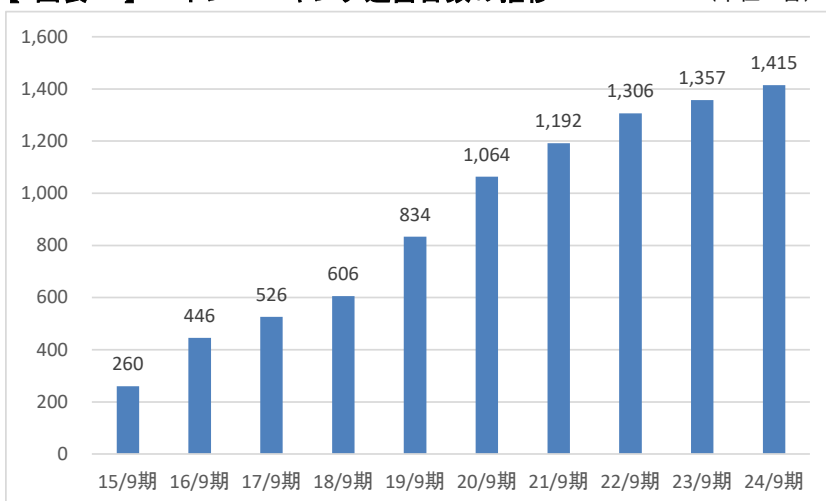
- ◆ 自社所有賃貸用不動産の含み益は 358 百万円。

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」に注力しており、2024/9 期末の運営施設数は 61 カ所、運営台数は前期末比 58 台増の 1,415 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 46 カ所、日立市に 7 カ所、ひたちなか市に

3カ所、つくば市に2カ所、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。

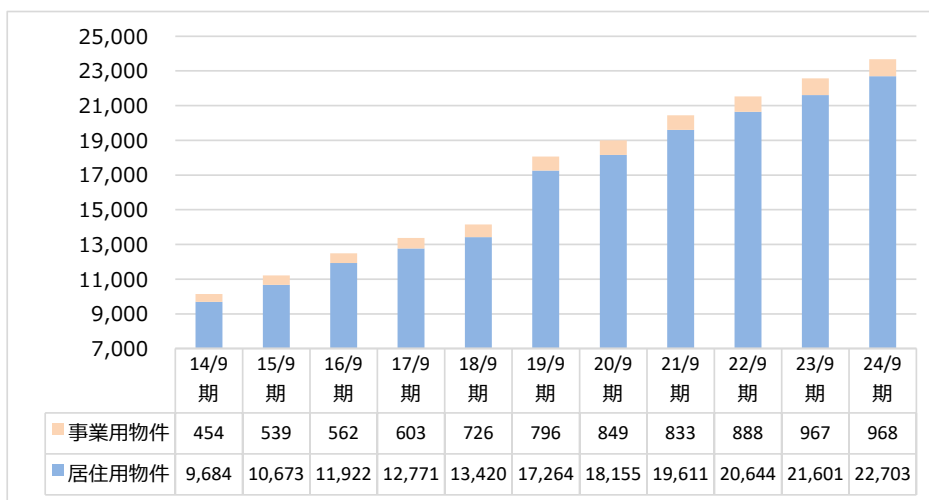
管理事業収益は、同社グループが管理する住宅や事業用物件、月極駐車場等に係る管理手数料収入や更新料収入、その他の各種手数料収入、ジャストサービスが行う保守メンテナンスや原状回復工事の売上高によって構成されている。同社は、賃貸不動産を所有するオーナーから賃貸不動産のプロパティマネジメント業務（賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等の業務）を受託し、管理手数料を受領している。

- ◆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期末には23,671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

2024/9期末における地域別内訳は、水戸12,597戸、つくば、土浦等の県南4,311戸、ひたちなか3,578戸、東海・日立2,083戸、東京1,102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 期末における月極駐車場の管理台数は、前期末比 655 台増の 9,323 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。

◆ 太陽光発電事業収益については、縮小の方針に転じている。

太陽光発電事業では、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、収益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。

◆ 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 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 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、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 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 名から每期着実に採用しており、2024/9 期末には 236 名に増加した。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。

#### ◆ 特定の業者や投資家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 割を超えるケースは過去 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、その後に得ら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。

### ◆ 不動産管理事業は高利益率を確保している

2024/9 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、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。

◆ 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。

【 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、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 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

#### ◆ 2024年9月期業績

- ◆ 2024/9 期は 8%増収  
17%営業増益。

2024/9 期の業績は、売上高が前期比 7.6%増の 10,035 百万円、営業利益は同 16.8%増の 1,001 百万円、経常利益は同 14.7%増の 979 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 10.6%増の 722 百万円であった (図表 5)。

【 図表 5 】 2024 年 9 月期の業績

(単位：百万円)

		23/9期			24/9期									
		上期	下期	通期	Q1	Q2	上期	増減率	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率
売上高		4,901	4,423	9,324	3,152	2,629	5,782	18.0%	2,266	1,986	4,253	-3.9%	10,035	7.6%
売上総利益		1,846	1,757	3,603	1,077	1,000	2,077	12.5%	936	885	1,822	3.7%	3,900	8.2%
	売上総利益率	37.7%	39.7%	38.6%	34.2%	38.0%	35.9%	-	41.3%	44.6%	42.9%	-	38.9%	-
販売費及び一般管理費		1,369	1,377	2,746	719	733	1,452	6.1%	711	734	1,446	5.0%	2,899	5.5%
	(対売上高比)	27.9%	31.1%	29.5%	22.8%	27.9%	25.1%	-	31.4%	37.0%	34.0%	-	28.9%	-
営業利益		476	380	856	358	266	624	31.1%	225	151	376	-1.1%	1,001	16.8%
	(対売上高比)	9.7%	8.6%	9.2%	11.4%	10.1%	10.8%	-	9.9%	7.6%	8.8%	-	10.0%	-
経常利益		485	368	854	359	264	623	28.4%	217	138	355	-3.4%	979	14.7%
	(対売上高比)	9.9%	8.3%	9.2%	11.4%	10.0%	10.8%	-	9.6%	7.0%	8.4%	-	9.8%	-
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%	140	89	229	-28.8%	722	10.6%
	(対売上高比)	6.8%	7.3%	7.0%	11.9%	4.5%	8.5%	-	6.2%	4.5%	5.4%	-	7.2%	-

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 売上高は 3.6%、営業利益 12.0%、計画を上回った。

通期計画に対する達成率は、売上高 103.6%、営業利益 112.0%、経常利益 112.9%であった。売上高については、不動産売上高が計画を 304 百万円超過したことから、不動産流通事業が計画を 304 百万円上回ったほか、賃貸事業収益 (自社所有不動産賃貸収入、コインパーキング事業収入) と管理事業収益が計画を超過した不動産管理事業も計画を 46 百万円上回った。

営業 (セグメント) 利益については、不動産売上高の売上総利益が計画を大きく超過した不動産流通事業が計画を 114 百万円上回ったほか、賃貸事業の売上総利益が計画を大きく超過した不動産管理事業も計画を 93 百万円上回った。一方、人件費等が計画を超過した調整額 (全社費用) も計画を上回ったため、全社の営業利益は計画比 106 百万円の超過となった。

- ◆ 前期比では、売上高が 710 百万円、営業利益が 144 百万円増加した。

前期比では、売上高が 710 百万円、営業利益が 144 百万円増加した。相対的に利益率が低い不動産売上高の構成比が前期比 1.0%ポイント低下したほか、不動産流通事業と不動産管理事業の利益率が共に改善したため、売上総利益率は同 0.3%ポイント上昇の 38.9%となった。

販管費は、2024/9 期末の従業員が前期末の 232 名から 236 名に若干増加したことや、2023 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（前期比 13 百万円増）、賞与引当金繰入額（同 3 百万円増）、退職給付費用（同 12 百万円増）が増えたほか、貸倒引当金繰入額（同 12 百万円増）等も増えたため、前期比 152 百万円（5.5%）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 期の 29.5% から 28.9%に低下した。売上総利益率と販管費率が共に改善した結果、営業利益率は前期の 9.2%から 10.0%に上昇した。

営業外収益は、保険解約返戻金が前期の 6,357 千円から 219 千円に減少したこと等から、前期の 41 百万円から 38 百万円に減少した。一方、営業外費用は、有利子負債の増加や金利上昇に伴い、支払利息が前期の 29 百万円から 38 百万円に増加したこと、クラウドファンディング事業の運用残高増加に伴い、匿名組合損益分配額が前期の 9 百万円から 14 百万円に増加したことから、前期の 44 百万円から 59 百万円に増加した。結果、営業外収支の赤字幅は、前期の 2 百万円から 21 百万円に悪化した。

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）や盗難関連受取保険金 15 百万円（太陽光売電設備）、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検討費用（10 百万円）、ひたちなか市及びつくば市の支店建物設備及び土地等（25 百万円）についても、減損損失が特別損失として計上された。

◆不動産流通は 9%増収、10%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）7,436 百万円（前期比 8.7%増）、セグメント利益 770 百万円（同 10.3%増）となった（図表 6）。売上高の内訳では、不動産売上高が 5,843 百万円（同 5.9%増）、仲介事業収益が 1,024 百万円（同 3.8%増）、建設売上高が大幅に増加したその他が 569 百万円（同 69.3%増）であった。

不動産売上高については、RC10 階建マンション「レーガバーネ駒込」（東京都北区、第 3 四半期に売却）や木造アパートの自社企画投資用不動産「レーガバーネ」14 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、賃貸仲介手数料と販売仲介手数料が共に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、仲介事業収益、その他の全ての利益増により、大幅な増益となった。

【図表6】2024年9月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	Q3	Q4	下期	増減率	通期	増減率
売上高			4,901	4,423	9,324	3,152	2,629	5,782	18.0%	2,266	1,986	4,253	-3.9%	10,035	7.6%
	不動産流通		3,685	3,154	6,839	2,549	1,986	4,536	23.1%	1,579	1,317	2,896	-8.2%	7,433	8.7%
		不動産売上高	2,991	2,526	5,517	2,191	1,541	3,732	24.8%	-	-	2,110	-16.4%	5,843	5.9%
		仲介事業収益	524	461	986	233	299	533	1.7%	-	-	490	6.3%	1,024	3.8%
		その他	169	166	335	124	145	270	60.2%	-	-	294	77.6%	565	68.8%
	不動産管理		1,216	1,269	2,485	603	643	1,246	2.5%	686	669	1,356	6.8%	2,602	4.7%
		賃貸事業収益	529	550	1,080	277	276	554	4.7%	-	-	607	10.3%	1,162	7.6%
		管理事業収益	583	572	1,155	274	315	589	1.0%	-	-	616	7.8%	1,206	4.4%
		太陽光売電事業収益	102	146	249	51	50	101	-0.8%	-	-	131	-10.1%	233	-6.3%
営業 (セグメント) 利益			476	380	856	358	266	624	31.1%	225	151	376	-1.1%	1,001	16.8%
	(営業利益率)		9.7%	8.6%	9.2%	11.4%	10.1%	10.8%	-	9.9%	7.6%	8.8%	-	10.0%	-
	不動産流通		416	281	698	351	201	552	32.7%	125	91	217	-22.8%	770	10.3%
	(セグメント利益率)		8.5%	6.4%	10.2%	11.2%	7.7%	9.6%	-	5.5%	4.6%	5.1%	-	7.7%	-
	不動産管理		396	408	805	191	249	440	11.1%	281	251	533	30.7%	974	21.0%
	(セグメント利益率)		8.1%	9.2%	32.4%	6.1%	9.5%	7.6%	-	12.4%	12.7%	12.5%	-	9.7%	-
	調整額		-336	-309	-646	-184	-184	-368	-	-181	-192	-374	-	-743	-

(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

◆不動産管理は 5%増収、21%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 2,631 百万円(前期比 5.1%増)、セグメント利益 974 百万円(同 21.0%増)となった。売上高の内訳では、賃貸事業収益が 1,162 百万円(同 7.6%増)、管理事業収益が 1,206 百万円(同 4.4%増)、太陽光売電事業収益が 233 百万円(同 6.3%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 期及び 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「レーガバーネ守谷本町」(茨城県守谷市)等が貢献したため、前期比 13.7%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 期中間期の新設分(49 台)及び既存施設での増設分(22 台)の貢献や稼働率の上昇により、10%に迫る増収となった。

管理事業収益については、2024/9 期末の管理戸数が前期末の 22,568 戸から 23,671 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、前期の646百万円から743百万円に増加した。

◆ 現金及び預金や、販売用不動産等の増加により、総資産は増加した。

2024/9 期末の総資産は、前期末の14,129百万円から16,414百万円に増加した。主な内訳としては、現金及び預金が前期末比355百万円増、販売用不動産が同1,646百万円増（レーガペーネ東上野、水戸市の中古マンション等）となった。

◆ 自己資本比率は前期末に比べやや低下した。

2024/9 期末の負債合計は、前期末の9,486百万円から11,150百万円に増加した。有利子負債（前期末比1,197百万円増）や買掛金（同233百万円増）、預り金（同94百万円増）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622百万円増加した。負債の伸びが自己資本の伸びを上回ったため、自己資本比率は前期末の32.8%から32.0%へと、やや低下した。

### ◆ 2025年9月期第1四半期業績

◆ 2025/9 期第1四半期は5%増収4%営業減益。

2025/9 期第1四半期の業績は、売上高が前年同期比5.4%増の3,322百万円、営業利益は同4.2%減の343百万円、経常利益は同6.4%減の336百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同37.6%増の514百万円であった（図表7）。

【図表7】2025年9月期第1四半期の業績

（単位：百万円）

		24/9期					25/9期	
		Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	増減率
売上高		3,152	2,629	2,266	1,986	10,035	3,322	5.4%
売上総利益		1,077	1,000	936	885	3,900	1,086	0.8%
	売上総利益率	34.2%	38.0%	41.3%	44.6%	38.9%	32.7%	-
販売費及び一般管理費		719	733	711	734	2,899	742	3.3%
	(対売上高比)	22.8%	27.9%	31.4%	37.0%	28.9%	22.4%	-
営業利益		358	266	225	151	1,001	343	-4.2%
	(対売上高比)	11.4%	10.1%	9.9%	7.6%	10.0%	10.3%	-
経常利益		359	264	217	138	979	336	-6.4%
	(対売上高比)	11.4%	10.0%	9.6%	7.0%	9.8%	10.1%	-
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益		374	118	140	89	722	514	37.6%
	(対売上高比)	11.9%	4.5%	6.2%	4.5%	7.2%	15.5%	-

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

前年同期比では、売上高が169百万円増加したものの、営業利益は15百万円減少した。販管費率は前年同期比0.4%ポイント改善した一方、



◆前年同期比では、売上高が169百万円増加したものの、営業利益は15百万円減少した。

売上総利益率が同1.5%ポイント悪化したため、営業利益率は同1.1%ポイント低下した。

営業外収益は、受取保険金が前年同期の7,536千円から204千円に減少したこと等から、前年同期の13百万円から8百万円に減少した。一方、営業外費用は、有利子負債の増加や金利上昇に伴い、支払利息が前年同期の8百万円から11百万円に増加したこと等から、前年同期の11百万円から14百万円に増加した。結果、営業外収支は、前期の1百万円の黒字から6百万円の赤字に転じた。

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5%増収、9%減益。

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）2,683百万円（前年同期比5.2%増）、セグメント利益321百万円（同8.7%減）となった（図表8）。

【図表8】2025年9月期第1四半期のセグメント別業績

（単位：百万円）

	セグメント	24/9期					25/9期	
		Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	増減率
売上高		3,152	2,629	2,266	1,986	10,035	3,322	5.4%
	不動産流通	2,550	1,987	1,580	1,317	7,436	2,683	5.2%
	不動産管理	607	647	698	677	2,631	643	5.9%
	調整額	-5	-5	-13	-8	-32	-5	-
営業（セグメント）利益		358	266	225	151	1,001	343	-4.2%
	（営業利益率）	11.4%	10.1%	9.9%	7.6%	10.0%	10.3%	-
	不動産流通	351	201	125	91	770	321	-8.7%
	（セグメント利益率）	11.2%	7.7%	5.5%	4.6%	7.7%	9.7%	-
	不動産管理	191	249	281	251	974	210	9.9%
	（セグメント利益率）	6.1%	9.5%	12.4%	12.7%	9.7%	6.3%	-
	調整額	-184	-184	-181	-192	-743	-188	-

(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、半期報告書、四半期報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

売上高の内訳では、不動産売上高が大幅に増加したほか、仲介事業収益も増加した。不動産売上高については、自社企画投資用不動産の木造アパートである「レーガベーネ中根A」、「レーガベーネ中根B」、「レーガベーネ高野」（以上、ひたちなか市）、「レーガベーネ中荒川沖」（土浦市）が売却されたほか、東京都練馬区の土地や中古マンション「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、ネットを中心とした契約が増加した賃貸仲介手数料が増加したほか、販売仲介手数料も増加した。

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率が低下したため、売上総利益が減少したことに加え、販管費が増加したことから減益となった。

◆ 不動産管理は 6%増収、10%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 643 百万円（前年同期比 5.9%増）、セグメント利益 210 百万円（同 9.9%増）となった。売上高の内訳では、2024/9 期第 1 四半期と 2025/9 期第 1 四半期に施設を売却した太陽光売電事業は収益減となったものの、賃貸事業収益と管理事業収益が増収となった。

賃貸事業については、物件の新規取得により自社所有不動産の収益が増加したほか、コインパーキング事業の収益も、第 1 四半期末の運営台数が前期末比 130 台増の 1,545 台となったことや、稼働率が上昇したことから、大幅な増収となった。

管理事業については、第 1 四半期末の管理戸数が前期末比 217 戸増の 23,888 戸に増加した。

不動産管理事業のセグメント利益については、収益の増加に伴い、管理事業と自社所有不動産の賃貸事業が増益となったことから増益となった。

調整額は、前年同期の 184 百万円から 188 百万円に増加した。

◆ 香陵住販の 2025 年 9 月期業績予想

◆ 2025/9 期の会社予想は 8%増収、6%営業増益。

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）を見込んでいる（図表 9）。

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、大型物件の売却による不動産売上高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、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、同社は、長期的な視点に立って事業ポートフォリオの見直しを行った結果、2024 年 8 月に太陽光発電施設「KORYO エコパワー高田町」の売買契約を締結し、物件を引渡した 2025/9 期第 1 四半期に固定資産売却益 398 百万円を特別利益に計上すると公表した。

【 図表 9 】 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

◆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 10）。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 10 】 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 (セグメント利益率)	698	770	836	8.6%
	不動産管理 (セグメント利益率)	805	974	936	-3.9%
	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 11 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、第 1 四半期中で中根 A、中根 B、高野、中荒川沖の 4 物件 5 棟が売却された。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）も 1 月 23 日に売却された。

RC10 階建マンション「レーガベアーネ東砂」(東京都江東区) 及び RC12 階建マンション「レーガベアーネ柏 I」(千葉県柏市) は 2025 年 10 月の竣工が予定されている。また、今回、レーガベアーネシリーズの RC 造案件として、RC5 階建マンション「レーガベアーネ柏 II」(千葉県柏市) と RC11 階建マンション「レーガベアーネ東葛西」(東京都江戸川区) が建築準備中として開示されたが、着工時期や竣工時期は未定である。

【 図表 11 】 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	レーガベアーネ森山町 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)
	レーガベアーネ守谷本町	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)
	レーガベアーネ中村南	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)
	レーガベアーネ東上野	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
	レーガベアーネ弁天町	茨城県日立市	2024年9月	木造2階建アパート	2棟16戸	自社所有 (賃貸事業収益)
	レーガベアーネ中根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
	レーガベアーネ中根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
	レーガベアーネ高野	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
	レーガベアーネ小松	茨城県土浦市	2024年9月	木造2階建アパート	2棟12戸	自社所有 (賃貸事業収益)
	レーガベアーネ中荒川沖	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
建設中	レーガベアーネ高場 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	商談中
	レーガベアーネ生田	茨城県土浦市	2025年2月 (予定)	木造2階建アパート	2棟16戸	商談中
	レーガベアーネ長堀 II	茨城県ひたちなか市	2025年2月 (予定)	木造2階建アパート	6棟38戸	商談中
	レーガベアーネ大みか	茨城県日立市	2025年3月 (予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガベアーネ長堀 III	茨城県ひたちなか市	2025年3月 (予定)	木造2階建アパート	2棟20戸	
	レーガベアーネ久慈町3丁目	茨城県日立市	2025年3月 (予定)	木造2階建アパート	8戸	
	レーガベアーネ元吉田	茨城県水戸市	2025年4月 (予定)	木造2階建アパート	2棟14戸	
	レーガベアーネ東砂	東京都江東区	2025年10月 (予定)	RC10階建マンション	27戸	
	レーガベアーネ柏 I	千葉県柏市	2025年10月 (予定)	RC12階建マンション	59戸	
建築準備中	レーガベアーネ川口	茨城県土浦市	予定	木造2階建アパート	8戸	
	レーガベアーネ千波町	茨城県水戸市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	レーガベアーネ市毛B	茨城県ひたちなか市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	レーガベアーネ森山町 II	茨城県日立市	未定	木造2階建アパート	6戸	
	レーガベアーネ柏 II	千葉県柏市	未定	RC5階建マンション	18戸	
	レーガベアーネ東葛西	東京都江戸川区	未定	RC11階建マンション	29戸	

(注) 2024 年 12 月末時点、一部の案件情報は 2025 年 1 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、特に、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「レーガベーネ」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、9%増収、8%営業増益。

当調査部は、2024/9 期実績及び同社の施策を踏まえ、2025/9 期業績を、売上高 10,911 百万円 (前期比 8.7%増)、営業利益 1,085 百万円 (同 8.4%増)、経常利益 1,036 百万円 (同 5.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 993 百万円 (同 37.5%増) と予想する (図表 12)。なお、特別利益については 407 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 12 】 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	10,911	11,666	12,007
	不動産流通	7,436	8,267	8,898	9,129
	不動産管理	2,631	2,644	2,768	2,878
営業 (セグメント) 利益		1,001	1,085	1,141	1,199
	(営業利益率)	10.0%	9.9%	9.8%	10.0%
	不動産流通	770	843	869	901
	(セグメント利益率)	10.4%	10.2%	9.8%	9.9%
	不動産管理	974	968	1,012	1,052
	(セグメント利益率)	37.4%	36.6%	36.6%	36.6%
	調整額	-743	-726	-740	-754
経常利益		979	1,036	1,063	1,106
	(対売上高比率)	9.8%	9.5%	9.1%	9.2%
親会社株主に帰属する当期純利益		722	993	732	765
	(対売上高比率)	7.2%	9.1%	6.3%	6.4%

(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、11%増収、10%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 8,267 百万円 (前期比 11.2%増、会社計画は 8,210 百万円)、セグメント利益 843 百万円 (同 9.5%増、同 836 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 8%増収と予想した。

不動産売上高は 6,500 百万円 (前期比 11.2%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、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、1,104 百万円 (前期比 7.8%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、建設請負事業の拡大を

見込み、663 百万円 (同 17.2%増、同 656 百万円) と予想した。

利益率が低い不動産売上高や建設請負事業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 57 百万円上回ると予想した一方、セグメント利益は 7 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、1%営業減益と予想した。

不動産管理事業は売上高 2,644 万円 (前期比 0.5%増、会社計画は 2,631 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 7%増収、管理事業収益は 6%増収、太陽光売電事業収益は 49%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 (2024/9 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 期の新規開設効果) が増加すると考え、1,249 百万円 (前期比 7.4%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、内装工事が増加すると見込んだため、1,275 百万円 (同 5.7%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、120 百万円 (同 48.6%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 32 百万円上回ると予想した。一方、利益率が高い賃貸事業収益や管理事業収益が会社計画を上回ると想定したことや、会社計画ほどには費用は増えないと考えたことから、セグメント利益については、会社計画を 32 百万円上回ると予想した。

調整額は、726 百万円 (前期比 2.4%減、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、5%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 11,666 百万円 (前期比 6.9%増)、営業利益 1,141 百万円 (同 5.2%増) と予想した。

- ◆ 不動産流通は、8%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 8,898 百万円 (前期比 7.6%増)、セグメント利益 869 百万円 (同 3.1%増) と予想した。

- ◆ 不動産売上高は 8%増収、仲介事業収益は 5%増収と予想した。

不動産売上高は 7,000 百万円 (前期比 7.7%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ると想定し、1,163 百万円 (同 5.3%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 0.4%ポイント悪化すると予想した。

- ◆ **不動産管理は、5%増収、5%営業増益と予想した。**

不動産管理事業は売上高 2,768 百万円（前期比 4.7%増）、セグメント利益 1,012 百万円（同 4.5%増）と予想した。

- ◆ **賃貸事業収益及び管理事業収益は各々5%増収と予想した。**

賃貸事業収益は 1,309 百万円（前期比 4.8%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、管理戸数の増加に伴い内装工事の増加を見込んだことから、1,339 百万円（同 5.0%増）と予想した。太陽光売電事業収益は 120 百万円（同横這い）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る売上総利益の増加を見込んだものの、人件費等が増加すると考え、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比横這いにとどまると予想した。

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 740 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 12,007 百万円（前期比 2.9%増）、営業利益 1,199 百万円（同 5.1%増）と予想した。

- ◆ **不動産流通は、3%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 9,129 百万円（前期比 2.6%増）、セグメント利益 901 百万円（同 3.7%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 7,100 百万円（前期比 1.4%増）と予想した。2023/9 期及び 2024/9 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、1,222 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 2,878 百万円（前期比 4.0%増）、セグメント利益 1,052 百万円（同 4.0%増）と予想した。

- ◆ **賃貸事業収益は 4%増収、管理事業収益は 5%増収と予想した。**

賃貸事業収益は 1,355 百万円（前期比 3.5%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や、内装工事の増加が継続すると考えたことから、1,403 百万円（同 4.8%増）と予想した。太陽光売電事業収益は 120 百万円（同横這い）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る売上総利益の増加を見込んだものの、人件費等が増加すると考え、不動産管理事業のセグメント利益率は前期比横這いととどまると予想した。








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 754 百万円と予想した。

## 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 13 の通りである。

【図表 13】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。	
「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	
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。	 
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。	  

(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29棟のうち17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 67.9% (2024年9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 14 に列挙した。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大手不動産会社に比べて総合力で劣ること</li> <li>・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</li> <li>・連結子会社の収益規模が小さいこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・事業投資やM&amp;Aを通じた新たな収益基盤の獲得</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・不動産クラウドファンディング事業の収益化</li> <li>・建設請負事業の拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・茨城県内での大規模な災害の発生</li> </ul>

(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 K A S U M I C 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 m<sup>2</sup>以上の用地を取得した事業者）によれば、茨城県は、2023 年の工場立地面積が全国 2 位、県外企業による工場立地件数が全国 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。

◆ 2025/9 期配当の会社予想は、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、2024年2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同社株に投資家の買いが入ったため、同社株は徐々に上昇した。2月12日には、株価は期中の高値となる1,748円を付けた。

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、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、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15)。

【 図表 15 】 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	2024/3期	2024/3期	2024/3期
株価 (円)	1,671	4,055	2,070	1,817
時価総額 (百万円)	4,601	218,963	9,260	18,097
予想PER (倍)	4.6	8.9	5.0	6.6
実績PBR (倍)	0.9	1.2	0.9	2.4
予想配当利回り (%)	3.2	2.7	4.3	5.3

(注) 株価は 2 月 14 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、特別利益の影響を除いた予想 PER は 4 社中最も高いと推測される。

同社は、時価総額が最も小さく、予想配当利回りも 2 番目に低いほか、特別損益の影響を除いた予想 PER はフェイスネットワークとほぼ同水準と推測される。しかし、実績 PBR が長栄と並んで相対的に低いいため、バリュエーション比較では依然として魅力的であると言える。

## ディスクレマー

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](mailto: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。