

Trias 企業メモ 2010-07-21

(8940 東証 2 部)株式会社インテリックス 2010 年 5 月期 決算説明会サマリー  
“リノベーション(再生)というマンションの新しい選択を創る”

株式会社インテリックス(以下、インテリックス)は、中古マンションを 1 戸単位で取得し、良質な内装を施す＝リノベーション(再生)したのち、アフターサービス保証をつけて販売する事業を行っています。このように再生ののち保証をつけて販売する同社マンションを「リノヴェックス(インテリックス登録商標)」マンションと呼びますが、こういった事業モデルを通じ、インテリックスは中古マンションの優良リノベーション市場創造を目指しています。“誰もが安心してリノベーション住宅を選べるように”—この思いから、一般社団法人「リノベーション住宅推進協議会」という組織の設立にもかかわり、適合リノベーション住宅の統一規格を策定、既存住宅をきちんと流通させるための市場確立に取り組んでいます。

インテリックスによると、転売の文化が出来上がっている欧米の住宅流通市場では 70-80%が中古であるのに対し、日本はその比率が 20%前後とまだ低い状態とのこと。この背景には、転売を見据えて手入れをする文化がなく物件の見た目が悪い、新築には付いている売り主保証が中古にはない、といった様々な問題点があります。このため、新築マンションは定価市場であるのに対し、中古マンションは交渉市場になっている現状があります。

1995 年の会社設立以来、インテリックスではこれらの問題点をソリューションに変え、新しい事業モデルを提案してきました。結果、現在中古マンション流通市場で約 4%のシェアを保有するに至っています。1960 年代以降大量に建築された物件が中古化している現在、日本においても中古マンション流通が今後の主流になるだろうと同社代表取締役社長 山本卓也氏は予想します。

2008 年秋以降不動産市況は急激に悪化しましたが、市況変化を事前に懸念していたインテリックスは、2007 年 8 月より総資産の圧縮に着手しました。具体的には、長期滞留物件(＝保有期間 180 日を超過した物件)の一扫を図るため、2008 年 5 月期(＝2007 年度)より抜本的な在庫圧縮、それに伴う借入の圧縮を進めてきました。この結果、2007 年度から 2 期にわたり、約 27.2 億円の棚卸評価損を計上しました。この在庫圧縮の最終局面となった 2010 年 5 月期(2009 年度)ですが、2010 年 7 月 13 日開催の決算説明会を通じ、同社の現状を確認いたしましたので、以下、山本社長による説明と質疑応答の概要をご案内いたします。

### 【2010 年 5 月期 連結決算概要】

2009 年度、売上高は前年同期比 27%減の 278 億円、営業利益は前年同期の 11 億円の赤字に対し 17 億円の黒字となった。在庫の絞り込みを進めたため販売件数は減少したものの、収益性の高い在庫に入れ替わったことから、リノヴェックスマンション販売の粗利益率は前年同期の 3.8%から 13.8%に大幅に改善、棚卸評価損も大幅に縮小した。固定費や営業外費用の圧縮により損益分岐点が低下したこともあり、大幅な増益となった。

バランスシートも改善した。特に、上期までは引き続き財務健全化に向けた総資産の圧縮、在庫の健全化に注力したため、総資産の圧縮を始めた 2007 年 8 月に 367 億円あった棚卸資産は、2010 年 5 月末、137 億円にまで減少した。同様に有利子負債は 367 億円から 140 億円に、総資産は 443 億円から 210 億円に圧縮さ

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。

れた。また、今年1月には公募増資により10億円を調達し資本を增強、自己資本比率は前年度末の14.0%から27.2%に改善した。リノヴェックスマンションの事業期間(物件の仕入れ、商品化から販売決済まで)についても、2007年度の123日に対し2008年度は109日に、2009年度はさらに93日に短縮された。物件の入れ替えが早期に実現できるようになり、資産効率は大幅に改善した。金融機関からの評価も見直され、間接金融による資金調達力が向上してきたため、下期からは物件仕入れを拡充しつつあり、「財務健全化」から「成長に向けた戦略」へと舵を切っている。

### 【2011年5月期見通しと重点方針】

2010年度は、堅調な市場を背景に、連結売上高は前年同期比11%増の309億円、営業利益は16%増の19.7億円を見込む。年間配当も2009年度の2,500円から3,000円に増加する計画である。リノヴェックスマンションの販売件数は前期同期比16%増の1,275件を見込んでいる。事業期間は最長で110日を目標とし、新工法を本格導入しながらフル内装物件の仕入れも増やしていく。

### 【表】連結業績概要と今期の計画

#### 連結業績

(百万円)	FY5/09	FY5/10			FY5/11		
	実績	実績	構成比	前期比	予想	構成比	前期比
売上高	37,880	27,840	100.0%	-26.5%	30,937	100.0%	11.1%
売上総利益	1,850	4,162	14.9%	125.0%	--	--	--
営業利益	△ 1,122	1,704	6.1%	--	1,967	6.4%	15.4%
経常利益	△ 1,926	1,158	4.2%	--	1,389	4.5%	19.9%
当期純利益	△ 2,309	1,492	5.4%	--	929	3.0%	-37.7%
年間配当	0	2,500			3,000		20.0%
棚卸評価損	△ 2,267	△ 168			--		

#### リノヴェックスマンション販売・仕入

(百万円)	FY5/09	FY5/10		FY5/11	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
販売件数(件)	1,400	1,100	-21.4%	1,275	15.9%
平均販売単価	24.6	22.2	-9.8%	23.5	5.9%
仕入れ件数(件)	1,053	1,095	4.0%	1,270	16.0%

注)2011年5月期予想は会社計画値

2010年度は、仕入れ体制の強化と施工能力の拡大を経営の重点方針とする。仕入れ体制の強化については、営業担当者の増員、仕入れ物件のバリエーション拡充などを計画しており、仕入れ件数は前期同期比175件増の1,270件を目標とする。築年数が30年以上の物件や一戸建て、また長期ファイナンスを必要とする「オーナーチェンジ物件」も仕入れていく方針である。これは賃貸中の分譲用マンションをそのまま取得して賃貸収入を引き継ぎ、退出後にリノベーションして販売するというビジネスモデルで、空き部屋に比べて割安で購入できるメリットがある。

施工能力の拡大に関しては、人員体制の見直し等に加え、スケルトン・インフィル工法の本格導入を推進していく。スケルトン・インフィル工法とは、コンクリート躯体の状態にしてから、室内(インフィル)を作り上げる

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。

工法で、工場内で内装材をパネル化して現場で組み立てることができるため、例えば従来工法で2-3週間かかっていた60平米の物件の場合、5日で完成することができる。これらの体制を整え、2010年度中に月間120件体制を構築したいと考えている。

### 【市場動向と今後の展望】

2006年頃まで年間85,000件程度の供給があった首都圏における新築マンション市場は現在40,000件以下に減少している。一方、景気の影響を受けにくい中古マンション市場はリーマンショック前後も含め安定的に成長を続けている。昨年度(当社決算期の2009年度)の成約数は年間で初めて30,000件を突破し、新築と中古の市場規模逆転も視野に入る勢いである。物件価格の割安感に加え、低金利、住宅ローン減税、贈与税の非課税枠拡大(1,500万円まで)といった政策により、賃料よりローンの方が安くなっていることが背景にある。例えば、首都圏で家賃10万円程度の物件の販売価格が2,000万円前後とすると、フラット35(=民間金融機関と住宅金融支援機構が提携して提供する長期固定金利住宅ローン)等のプランを使えば、月々のローンは約7万円で済み、加えて税金のメリットもある。こういった環境下、住まいの選択が「賃貸」から「所有」へと変化している。また、政府も中古住宅の流通・リフォーム市場を2020年に現在の倍の20兆円にすると国家戦略プロジェクトを発表するなど、「新築重視」から「ストック重視」へと政策が変わってきている。私は、昨年発足した「リノベーション住宅推進協議会」の初代会長を務めているという立場からも、市場拡大の促進を進めたいと考えている。

### 【質疑応答】

**Q1. 足元の景気は足踏みしているようだが、4月以降売上への影響はあるか。**

A1. 販売が落ちる兆しは全くない。6月の契約は107件と前年度平均の約90件に対して大きく伸びた。7月も今のところ40件くらいで、月末に契約が伸びる傾向にあることを考えると100件は成約できそうである。例年8月は季節的に落ち込むのだが、それでも80-90件はいけそうである。

**Q2. 政策による支援が圧縮されるとビジネスへの影響は大きいか。**

A2. 税制面のバックアップは実は新築物件がターゲットであり、例えば住宅取得控除の対象となるリノベーションマンションは50-60%程度ではないか。贈与税の非課税限度枠1,500万円に関するメリットも新築が対象である。現在、政策の恩恵を受けているのはディベロッパーで、セカンダリーマーケットへの影響はもともと少ないと認識している。従って、政策支援がなくなった際の負の影響も少ないのではないかと考えている。

**Q3. 仕入れを強化することだが、物件確保に問題はないか。競争が激しくなっているのではないか。**

A3. リノベーションマンションの供給は新築マンションの供給より大変である。例えば100戸供給するのに、新築では100戸のマンションを1つ建てて売ればよいところを、中古物件を100戸探してリノベーションしなければならない。一方、100戸作る際の管理項目は新築物件と同様に多い。リノベーションマンション事業への新規参入者は多いが、この供給をこなすには資金力、施工能力に加え、情報力、買ったものを管理できるオペレーション機能が必要であり、これらを兼ね備えているのは当社くらいと考える。2番手の

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。

会社でも総合的な供給力は当社の半分くらいでないか。あとは中小の会社が市場の主力プレーヤーとなっている。

**Q4. 2010 年度は上期より下期の利益率が低くなる見通しだが、何故か。**

A4. 現在手持ちの物件で利益率の高いものが多くあり、上期の計画はこれを反映している。ただ、現状は多少出来すぎの感もあるので、今後の仕入れ物件に関して保守的に見て、下期の計画を立てている。今後競争が激化することも予想される。また、施工能力の拡大に向けて増員も計画しているので、下期にはコスト増も見込んでいる。

**Q5. 「オーナーチェンジ物件」の販売は何件見込んでいるのか。**

A5. この販売は、賃貸中の物件が中心である。例えば、10 戸のマンションで全てが空き部屋、あるいは全てが賃貸中ならやりやすいのだが、当社は空き部屋と賃貸中物件がミックスしたマンションでも手掛けられるのが強みである。

**Q6. 「築 30 年以上の古い物件を仕入れていく」という戦略について詳しく説明してほしい。**

A6. 本来リノベーションすべきなのはこういう物件であるが、銀行の融資対象にならない「リノベーション費用」が大きい古い物件は、これまで財務的に余裕がなく取り掛かれなかった。新興の業者が依然手掛けにくいと思われる中、当社はこういった物件の仕入れも増やし、数年内に年間 1,500-1,600 戸の販売を目指していきたい。

**Q7. 「スケルトン・インフィル工法」を導入することによるコスト増や障害はあるか。**

A7. 新築物件は工場で作ったプレカット部品を現場に持ち込むので立ち上がりは早いですが、中古物件のリノベーションはすべて現場でやっていたため完成まで時間がかかっていた。新工法は、これを新築並みにプレカットして持ち込むことで、例えば 3 週間かかるところを 5 日で完成させるというものである。新築の現場にある大型エレベーターが中古物件ではないなど色々な問題があるが、解決しつつ当工法による物件を増やしていきたい。コストは今の段階で既存工法と同じくらいのところまで下がっており、今後さらに 10-20%下げたいと考えている。東急電鉄の物件など、既にこの工法で 10 件以上を販売している。障害はいろいろあるのだが、これは別の機会に説明したい。

(以上)

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。

## 【ご参考】(8940) 株式会社インテリックス

### 連結主要指標と業績の推移

連結主要データ		
発行済み株式数(株)	2010.5月	75,300
うち自己株式数(株)	2010.5月	0
時価総額(百万円)	2010.7.21	4,977
一株当純資産(円)	2010.5月	75,815.0
ROE(%)	2010.5月	33.3
ROA(%)	2010.5月	6.7
PER(倍)	2011.5月予	5.4
PCFR(倍)	2010.5月	3.2
PBR(倍)	2010.5月	0.9
株価(円)	2010.7.21	66,100
単元株数(株)	2010.7.21	1
日々平均出来高(株)	2010.7.21	211

連結主要データ		
総資産(百万円)	2010.5月	21,020
自己資本(百万円)	2010.5月	5,708
有利子負債(百万円)	2010.5月	14,003
自己資本比率(%)	2010.5月	27.2
有利子負債比率(%)	2010.5月	245.3
フリーキャッシュフロー(百万円)	2010.5月	3,113

注: ROE=当期純利益÷期首と期末の自己資本の平均

ROA=当期純利益÷期首と期末の総資産の平均

PCFR=時価総額/(当期純利益+減価償却費)

日々平均出来高=過去1年間の平均

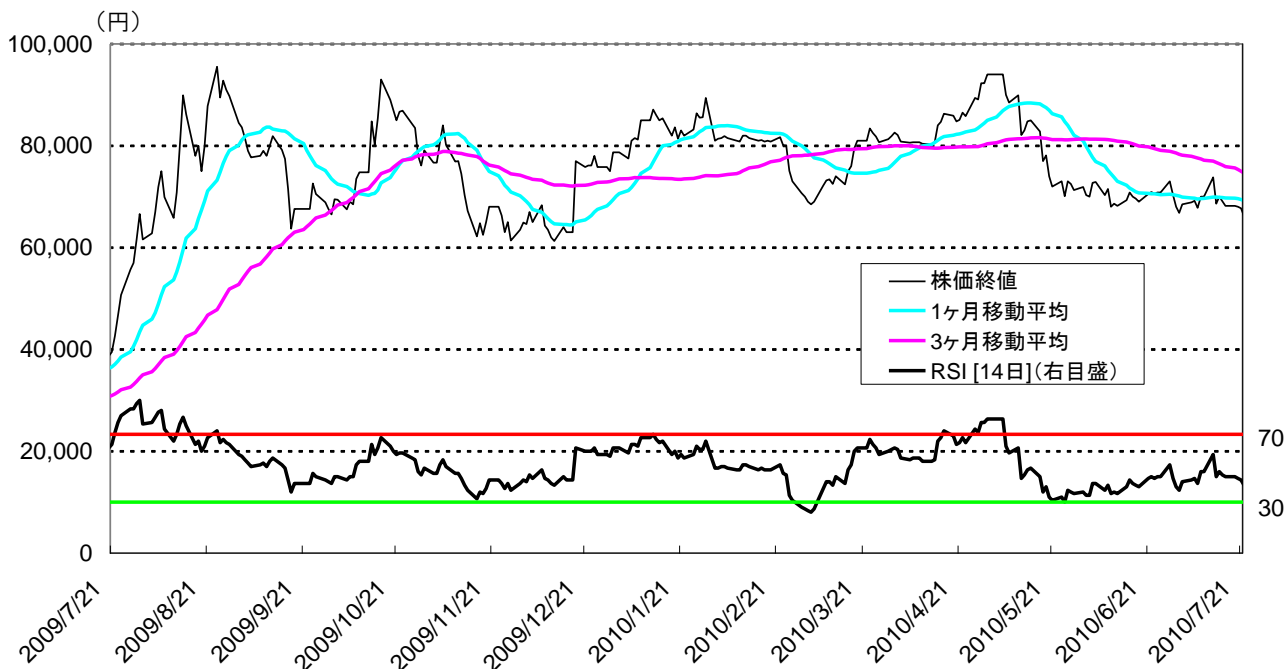
有利子負債比率=有利子負債÷自己資本

フリーキャッシュフロー(FCF)=営業CF+投資CF

連結(百万円)	売上	営業利益	経常利益	純利益	1株益(円)	1株配(円)
2007年5月期	38,859	2,829	2,112	1,213	20,557	5,000
2008年5月期	47,448	2,117	984	545	8,901	5,000
2009年5月期	37,880	△ 1,122	△ 1,926	△ 2,309	△ 37,553	0
2010年5月期	27,840	1,704	1,158	1,492	22,610	2,500
予2011年5月期 中間	14,382	956	675	503	6,683	1,500
予2011年5月期	30,937	1,967	1,389	929	12,338	3,000

注 2011年5月期予想は、2010年7月12日発表の会社予想

### 株価とRSI



出所: Bloombergのデータを基にトリアス作成

注: RSI(Relative Strength Index)とは株価の「買われ過ぎ」や「売られ過ぎ」を指数で表したもので

一般的にRSIが70を超えると高値圏、30以下では安値圏に位置していると言われる

RSI= N日間の値上がり幅平均÷(N日間の値上がり幅平均+N日間の値下がり幅平均)×100

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。